

中国宏观周报

一个3万亿美元的问题：中国是如何配置外汇储备的？

外汇储备的配置关乎国家财富。截至6月底，中国持有3.21万亿美元外汇储备（约相当于GDP的30.4%），构成国外资产的主要部分。随汇率波动，外汇储备的货币构成会对其估值产生影响。相应地，外汇储备的变动可能无法准确反映出外汇流动的状况。进一步，作为全球最大的持有者，中国拥有的外汇储备占全球的29.3%。中国外汇储备的货币构成对全球资产价格和市场走势有着深远影响。或许正因如此，中国像其他一些国家一样（如日本），并不公布其外汇储备的货币构成（图表1）。

我们基于央行统计数据来估计中国外汇储备的货币构成。人民银行每月公布外汇储备和外汇占款数据；前者按市场价值、以美元为单位报告，而后者按账面价值、以人民币为单位报告。两者之差在很大程度上可归因于汇率波动，尤其是在投资收益流和储备资产价格相对稳定的情况下（其中，投资收益计入外汇储备但不包含在外汇占款里）。利用贝叶斯回归，我们考察这一差距如何对欧元、英镑和日元的汇率波动做出反应，从而确定它们在中国外汇储备中所占的份额（图表2）：

- ▶ **美元在中国外汇储备中占绝对主导地位，份额约为66.7%**，高于IMF统计的美元在全球外汇储备中63.6%的占比（图表3）。这与美国财政部披露的数据大致吻合：截至4月，中国持有1.24万亿美元美国国债，占中国外汇储备的38.6%，但这不包括中国通过第三方持有的美国国债，也不包括中国持有的其他美元资产。中国将相当大一部分外汇储备配置于美国国债，因为这是唯一可容纳中国巨额投资、足够大的一个市场，而美元是对外支付的主要货币。
- ▶ **欧元资产约占中国外汇储备的19.6%**，低于其在全球外汇储备中20.4%的占比。全球金融危机凸显了外汇储备投资多元化的重要性。近年来，尽管欧洲债务危机阴云未散，但中国似乎逐步提高了外汇储备中欧元的权重。
- ▶ **英镑约占中国外汇储备的10.6%**，高于4.8%的全球基准。截至7月15日，英国公投退出欧盟已经导致欧元和英镑分别贬值了3.1%和11.3%。根据我们的权重估计，欧元和英镑的汇率变动或已给中国外汇储备带来了约574亿美元的损失。
- ▶ **日元在中国外汇储备中是低配的，约占3.1%**，低于4.1%的全球基准。这与日本央行披露的数据也对得上：截至2015年底，中国持有9.5万亿日元的日本债券，约占中国外汇储备的2.36%。年初至今，日元已累计升值14.6%，这给中国外汇储备带来了约151亿美元收益。

总体而言，相比国际储备的分布，中国外汇储备高配了美元和英镑，低配了日元。从今年10月起，IMF的国际储备数据将单独列出人民币的份额。届时中国外汇储备的货币构成与全球外汇储备的分布状况可能呈现更大差异，至少使用人民币进行对外支付不属于外汇储备的使用。

联系人

余向荣

SAC 执证编号：S0080115020007
SFC CE Ref: BFA907
xiangrong.yu@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号：S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 外汇流出继续，流动性投放激增 (2016.07.15)
- 宏观经济 | 6月及2季度经济增长周期性回升，但结构性隐忧犹存 (2016.07.15)
- 宏观经济 | 货币信贷稳健，下半年需降准 (2016.07.15)
- 宏观经济 | 财政宽松力度增加 (2016.07.15)
- 宏观经济 | 宽松预期仍在 (2016.07.14)
- 宏观经济 | 贸易顺差对GDP贡献回升 (2016.07.13)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

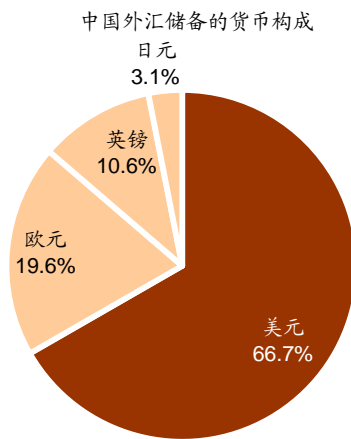


图表 1：部分国家和地区外汇储备的货币构成

国家	外汇储备 (截至6月底, 十亿美元)	各币种权重 (截至2015年底, %)				
		美元	欧元	英镑	日元	其它
瑞士	623.8	32.0	42.0	7.0	8.0	11.0
香港	360.6	80.9	n.a.	n.a.	n.a.	19.1
挪威	52.6	52.8	26.6	7.6	8.9	4.0
瑞典	51.7*	53.6	34.1	4.5	0.0	7.8
澳大利亚	44.0	55.0	25.0	5.0	5.0	10.0
罗马尼亚**	35.2	21.4	75.0	n.a.	n.a.	3.6
保加利亚	21.7*	0.7	91.6	n.a.	n.a.	7.8
克罗地亚**	11.1***	17.3	79.8	n.a.	n.a.	2.9
芬兰	6.5*	77.2	0.0	15.1	7.7	0.0
斯洛文尼亚	0.3*	99.1	0.0	0.02	n.a.	0.8

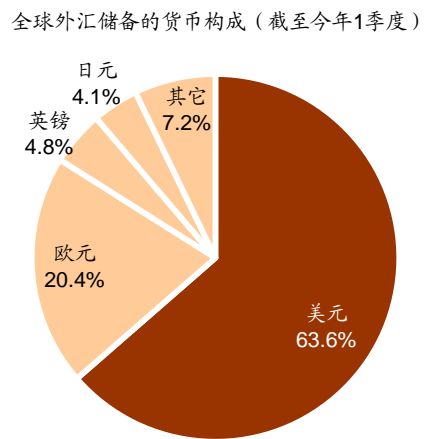
注：*外汇储备为截至今今年5月底数据。**币种权重为截至2014年底数据。***外汇储备为截至今今年4月底数据。
资料来源：各国央行，中金公司研究部

图表 2：测算的中国外汇储备的货币构成



资料来源：彭博资讯，万得资讯，中金公司研究部

图表 3：全球外汇储备的货币构成 (截至今年1季度)



资料来源：IMF，中金公司研究部



图表4: 主要宏观经济指标及预测

			月度										年度			
			2015/8	2015/9	2015/10	2015/11	2015/12	2016/1	2016/2	2016/3	2016/4	2016/5	2016/6	2015	2016E	2017E
经济增长																
GDP	当期	亿元	-	175,616	-	-	192,251	-	-	160,710	-	-	179,927	685,506		
GDP	同比	%	-	6.9	-	-	6.8	-	-	6.7	-	-	6.7		6.7	6.7
GDP	季调环比	%	-	1.8	-	-	1.5	-	-	1.2	-	-	1.8			
名义GDP																
名义GDP	同比	%	-	6.0	-	-	6.1	-	-	7.1	-	-	7.3	6.4	8.1	8.2
GDP平减指数	同比	%	-	-0.9	-	-	-0.6	-	-	0.4	-	-	0.6	-0.5	1.3	1.4
经济增长贡献																
最终消费支出	累计	百分点	-	4.0	-	-	4.2	-	-	5.7	-	-	4.9	4.6		
资本形成总额	累计	百分点	-	3.0	-	-	2.9	-	-	2.4	-	-	2.5	2.5		
货物和服务净出口	累计	百分点	-	-0.1	-	-	-0.2	-	-	-1.4	-	-	-0.7	-0.2		
通货膨胀																
CPI	同比	%	2.0	1.6	1.3	1.5	1.6	1.8	2.3	2.3	2.0	1.9	1.4	1.9	1.8	
食品CPI	同比	%	3.7	2.7	1.9	2.3	2.7	4.1	7.3	7.6	7.4	5.9	4.6	2.3		
非食品CPI	同比	%	1.1	1.0	0.9	1.1	1.1	1.2	1.0	1.1	1.1	1.2	1.0			
PPI	同比	%	-5.9	-5.9	-5.9	-5.9	-5.9	-5.3	-4.9	-4.3	-3.4	-2.8	-2.6	-5.2	-2.2	1.2
PMI																
PMI	指数	%	49.7	49.8	49.8	49.6	49.7	49.4	49.0	50.2	50.1	50.1	50.0	-		
汇丰PMI	指数	%	47.3	47.2	48.3	48.6	48.2	48.4	48.0	49.7	49.4	49.2	48.6	-		
工业																
工业增加值	同比	%	6.1	5.7	5.6	6.2	5.9	-	5.4	6.8	6.0	6.0	6.2	6.1	6.0	6.0
工业增加值	季调环比	%	0.52	0.49	0.41	0.58	0.46	0.45	0.40	0.64	0.43	0.45	0.47	-		
工业企业利润																
利润总额	累计同比	%	-1.9	-1.7	-2.0	-1.9	-2.3	-	4.8	7.4	6.5	6.4	-2.3			
零售																
社会消费品零售	同比	%	10.8	10.9	11.0	11.2	11.1	-	10.2	10.5	10.1	10.0	10.6	10.7	10.7	10.5
社会消费品零售	季调环比	%	0.86	0.81	0.80	0.90	0.76	0.80	0.54	0.89	0.79	0.76	0.92	-		
投资																
固定资产投资	累计同比	%	10.9	10.3	10.2	10.2	10.0	-	10.2	10.7	10.5	9.6	9.0	10.0	11.3	11.8
制造业	累计同比	%	8.9	8.3	8.3	8.4	8.1	-	7.5	6.4	6.0	4.6	3.3	8.1		
基础设施	累计同比	%	18.8	18.1	17.4	18.0	17.3	-	15.7	19.2	19.7	19.8	20.3	17.3		
房地产开发投资	累计同比	%	3.5	2.6	2.0	1.3	1.0	-	3.0	6.2	7.2	7.0	6.1	1.0		
固定资产投资	季调环比	%	0.94	0.96	0.98	0.85	0.71	0.63	0.72	0.62	0.53	0.49	0.45	-		
房地产																
商品房销售额	累计同比	%	15.3	15.3	14.9	15.6	14.4	-	43.6	54.1	55.9	50.7	42.1	14.4		
商品房销售面积	累计同比	%	7.2	7.5	7.2	7.4	6.5	-	28.2	33.1	36.5	33.2	27.9	6.5		
新开工面积	累计同比	%	-16.8	-12.6	-13.9	-14.7	-14.0	-	13.7	19.2	21.4	18.3	14.9	-14.0		
施工面积	累计同比	%	2.5	3.0	2.3	1.8	1.3	-	5.9	5.8	5.8	5.6	5.0	1.3		
对外贸易和投资																
出口	同比	%	-5.5	-3.7	-7.0	-7.1	-1.6	-11.4	-25.3	11.5	-1.8	-4.1	-4.8	-2.9	-3.8	1.8
进口	同比	%	-13.8	-20.4	-18.8	-9.0	-7.4	-19.0	-13.8	-7.6	-10.9	-0.4	-8.4	-14.2	-5.4	3.2
贸易盈余	当期	亿美元	597	596	613	540	596	627	318	287	443	500	481	5,930	5,988	5,873
FDI	当期	亿美元	135	103	79	89	139	120	179	102	200	134	1,263			
国际收支																
经常账户差额	当期	亿美元	-	655	-	-	919	-	-	393	-	-	2,932			
经常账户差额	比GDP	%											2.8			
资本和金融账户差额	当期	亿美元	-	-1,626	-	-	-1,659	-	-	-1,234	-	-	-5,041			
外汇储备余额	期末	亿美元	35,574	35,141	35,255	34,383	33,304	32,309	32,023	32,126	32,197	31,917	32,052	33,304		
财政																
财政收入	同比	%	6.2	9.4	8.7	11.4	14.2	-	6.5	7.7	15.0	7.7	1.9	8.4		
财政支出	同比	%	25.9	26.9	36.1	25.9	0.8	-	12.2	20.3	4.6	17.8	20.3	15.8		
财政收支差额	金额	亿元	-3,172	-6,907	944	-4,982	-13,263	-	6,215	-5,277	2,414	0	-7,003	-23,551	-22,000	
货币信贷																
M2	同比	%	13.3	13.1	13.5	13.7	13.3	14.0	13.3	13.4	12.8	11.8	11.8	13.3	13.0	13.0
M1	同比	%	9.3	11.4	14.0	15.7	15.2	18.6	17.4	22.1	22.9	23.7	24.6	15.2		
M0	同比	%	1.8	3.7	3.8	3.2	4.9	15.1	-4.8	4.4	6.0	6.3	7.2	4.9		
新增存款	增量	亿元	532	-3,192	5,785	14,300	-370	20,400	8,467	25,200	8,323	18,300	24,600	149,700		
新增贷款	增量	亿元	8,096	10,500	5,136	7,089	5,978	25,100	7,266	13,700	5,556	9,855	13,800	117,200	139,000	151,000
社会融资总量	增量	亿元	11,097	13,571	5,593	10,255	18,114	34,253	8,245	24,040	7,874	6,599	16,293	154,086		
新增财政存款	增量	亿元	-1,590	-3,092	5,111	2,845	-14,582	5,119	-1,690	-1,739	9,318	1,619	-3,295	-914		
央行外汇资产	增量	亿元	-3,184	-2,641	533	-3,158	-7,082	-6,445	-2,279	-1,448	-544	-537	-977	-22,144		
利率和准备金率																
1年期存款利率	期末	%	1.75	1.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
1年期贷款利率	期末	%	4.60	4.60	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
法定存款准备金率	期末	%	18.5	18.0	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.0	17.0	17.0	17.0	17.5	16.5	
汇率																
人民币汇率中间价	期末	元/美元	6.39	6.36	6.35	6.40	6.49	6.55	6.55	6.46	6.46	6.58	6.63	6.49		
人民币即期汇率	期末	元/美元	6.38	6.36	6.32	6.40	6.49	6.58	6.55	6.45	6.47	6.59	6.65	6.49	6.68	
名义有效汇率	当期	2010=100	126.3	126.2	125.6	127.3	125.9	124.9	123.9	123.0	121.3	121.1	-	-		
实际有效汇率	当期	2010=100	130.2	130.1	128.9	130.8	130.1	129.7	130.7	128.5	126.1	125.0	-	-		

资料来源: 国家统计局, 海关总署, 中国人民银行, 外汇管理局, 财政部, 商务部, Markit, CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902

翻译：黄金城

编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

