

3月外储：预计人民币汇率后续或渐进升值

核心观点

2023年3月我国官方外汇储备31,838.72亿美元，环比上行507.19亿美元，国际收支维持基本平衡。3月海外金融机构风险事件使得市场对于联储的紧缩预期大幅降温，美元指数走弱，人民币汇率抬升，我们预计后续在中美两国基本面差和政策差逐步清晰的情况下，人民币汇率或将渐进升值，维持全年最高升至6.6的观点，汇率升值有望与资本流动形成正循环，为我国资本市场带来外生流动性宽松空间。风险点在于海外金融机构流动性及欧洲主权债压力，一旦欧债危机爆发，欧洲金融风险将对美元形成支撑，使其再次迅速上行，从而使人民币阶段性承压。

□ 外储环比上行，主要来自估值因素影响

2023年3月我国官方外汇储备31,838.72亿美元，环比上行507.19亿美元，外储所表征的我国国际收支状况较为稳定。数据上行主要可用估值因素解释：其一，美元指数下行，非美货币兑美元存在不同程度升值，3月，美元指数由2月底的105下行2.28%至102.6，英镑兑美元由2月底的1.2升值2.5%至1.23，欧元兑美元由2月底的1.06升值2.5%至1.08，我们测算，3月非美货币汇率波动对外储规模影响约+380亿美元。其二，主要经济体债券收益率出现不同程度下行，5年期美债收益率较2月末下行58BP至3.6%，5年期英债收益率较2月末下行26BP至3.45%，5年期德债收益率较2月末下行30BP至2.39%，我们测算债券收益率波动对外储约有+560亿美元的估值影响。综合看，估值因素对外储的影响约+940亿美元，外储的环比上升与此直接关联。

我们预计今年贸易端对国际收支的支撑或有同比减弱，但资本和金融项目有望同比多增，预计人民币汇率全年最高升至6.6，可与资本流入形成正反馈。国际收支全年无忧。

□ 3月美元指数走弱，人民币汇率抬升

3月发布的美国2月物价和就业数据较具韧性、超市场预期。2月美国非农就业人数增加31.1万人，失业率有所上升但仍处低位，整体数据表现强劲；2月美国CPI同比增速6.0%，压力虽有缓解但仍处于高位，且核心CPI环比增速0.5%，升至2022年10月以来最高点，通胀结构性压力仍在。

但3月9日起硅谷银行及签字银行等金融机构风险事件使得市场对于联储的紧缩预期大幅降温。虽然3月下旬议息会议联储仍选择加息25BP，但较此前市场预期的50BP已有收敛，市场担忧金融机构风险发酵，美元指数全月震荡下调，全月回落2.27%，收于102.6。

国内方面，3月国内基本面稳中向好，经济修复，两会政策基本符合预期，1-2月财政前置发力，3月底货币政策全面降准，各项政策形成合力稳增长保就业的意图清晰，叠加美元指数下行使人民币外部压力减轻。全月人民币兑美元汇震荡走升，幅度约1%，月末收于6.87；CFETS人民币汇率指数3月末收于99.8，基本持平前月。

□ 预计人民币汇率后续将渐进升值

我们预计人民币汇率后续将渐进升值，全年看最高升至6.6。2月以来人民币汇率总体震荡调整，我们认为目前已基本消化掉1月“超调”的升值幅度。展望未来，基本面方面，国内经济延续修复态势，我们预计4月即将发布的一季度GDP实际同比增速或可达4.9%高位，3月金融数据也有望再超预期，进入二季度，受去年低基数影响，我国经济数据有望迎来全年高点，前期信用释放的带动下，经济内生动力也将逐步释放，我国相对美国的基本面优势将逐步显现。政策方面，金融稳定可能成为美联储停止加息或走向宽松的核心变量，预计美联储二

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

相关报告

- 《拥抱“AI+”，助力长期增长》 2023.04.05
- 《3月数据预测：预计一季度GDP同比增长4.9%》 2023.04.01
- 《3月PMI：经济保持良好修复态势》 2023.03.31

季度停止加息的概率大，且年内不排除采取降息，而我国经济企稳的背景下，后续总量性宽松或较为审慎，大概率以结构性货币政策工具为主进行定向引导。综上，中美两国基本面差和政策差将推动人民币汇率进入渐进升值通道。

需关注的风险点在于，本轮由银行挤兑引发的流动性风波需给以持续关注，欧央行的持续性紧缩可能加大欧洲金融风险的不确定性。欧洲在2009年末至2012年间经历欧债危机，2013年危机平息后至2021年间，作为风险暴露核心的政府部门并未经历去杠杆的过程，杠杆率在此期间反而大幅提升。在此背景下，欧央行的加息+缩表叠加，若欧洲银行体系出现挤兑导致债券抛售压力，欧债的基本面风险可能与流动性挤兑压力产生负循环。一旦欧债危机爆发，欧洲金融风险将对美元形成支撑，使其再次迅速上行，从而使人民币阶段性承压。

2023年全年看，预计中美经济“比差逻辑”下中国明显占优，将推动人民币汇率升值与资本流入相互强化，人民币汇率最高有望升至6.6。

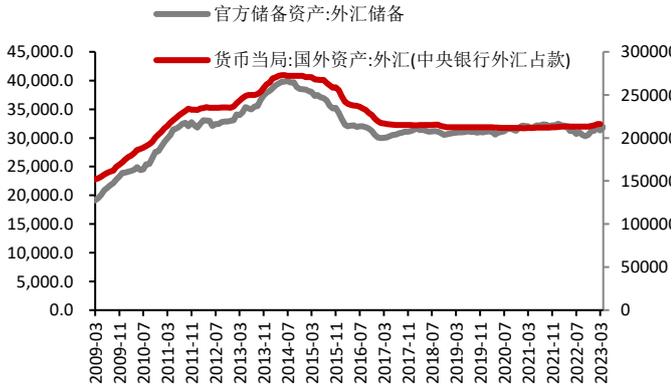
□ 继续增持黄金，维持坚定看好

2023年3月黄金储备6650万盎司，前值为6592万盎司，黄金储备连续五个月净增长。黄金兼具金融和商品的多重属性，有助于调节和优化国际储备组合的整体风险收益特性。我们认为增持黄金充分体现央行从市场化角度优化储备资产结构的配置思路。我们此前持续看多黄金，在前期报告中多次强调：当前黄金具有较高配置价值，欧债潜在压力将利多黄金，主要源于避险逻辑；未来全球央行转向宽松驱动实际利率回落也将对黄金形成提振。3月海外银行业风险事件及市场对联储紧缩预期变化推升金价，4月芬兰加入北约等地缘因素及全球金融稳定风险仍支撑避险情绪，我们继续坚定看好黄金走势。长期来看，利率长期下行以及美元长期趋弱的走势仍将利好金价。

□ 风险提示

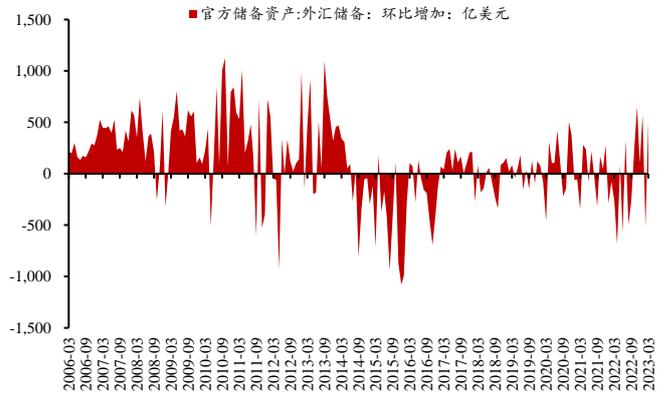
海外金融机构风险因素仍需持续关注，若金融机构再出流动性风险，或欧洲主权债务压力加大，美元可能再次大幅上行，冲击人民币汇率及我国资本流入。

图1: 外汇储备、外汇占款走势



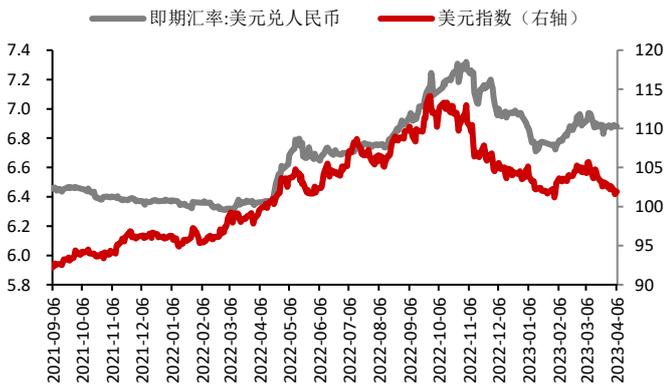
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 2023年3月外汇储备环比增加



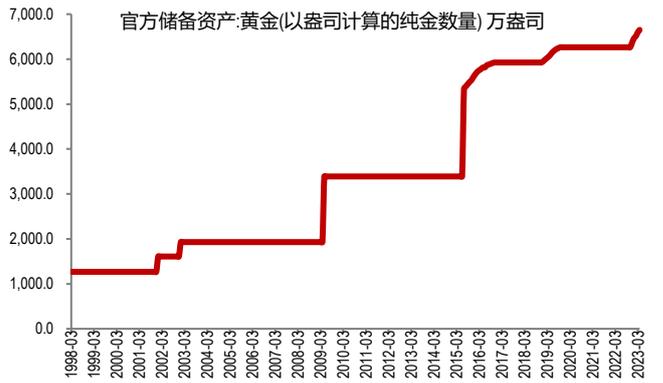
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 2023年3月美元指数走弱, 人民币汇率抬升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 2023年3月黄金储备增长, 连续五月增持



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）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，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>