

5月外储: 短期汇率贬值或为宽松货币政策打开窗口

核心观点

2023年5月我国官方外汇储备31765.08亿美元, 环比回落282.6亿美元, 估值因素的负面影响较大, 但年初以来贸易顺差对其有一定持续的滞后支撑, 总体看, 当前我国国际收支维持基本平衡。近期受内外部因素综合影响, 人民币汇率大幅贬值, 预计短期可能维持震荡。我们认为人民币汇率起到内外平衡器的作用, 汇率的贬值一定程度上或为国内货币政策宽松打开窗口, 6月存在降低政策利率的可能性。此外, 我们坚持下半年人民币汇率将渐进升值、全年最高升至6.6的判断。

□ 外储环比下行, 主要来自估值因素影响

5月我国官方外汇储备31765.08亿美元, 环比回落282.6亿美元, 数据下行主因估值因素影响, 外储所表征的我国国际收支状况较为稳定。其一, 美元指数上行, 非美货币兑美元存在不同程度贬值, 5月, 美元指数由4月底的101.7上行2.5%至104.2, 英镑兑美元由4月底的1.26贬值0.9%至1.24, 欧元兑美元由4月底的1.1贬值3%至1.07, 我们测算, 5月非美货币汇率波动对外储规模影响约-390亿美元。其二, 主要经济体债券收益率均有所上行, 5月末, 5年期美债收益率较4月末上行23BP至3.74%, 5年期英债收益率较4月末上行52BP至4.19%, 5年期德债收益率较4月末微升1BP至2.33%, 我们测算债券收益率波动对外储约有-230亿美元的估值影响。综合看, 估值因素对外储的影响约-620亿美元, 5月数据下行主要首此拖累。

另外, 前几个月我国出口走势强劲, 主因海外信用收缩、罢工等冲击供给, 我国供给优势凸显, 结构上, 我国新动能发力, 机电产品及电动载人汽车、锂电池、太阳能电池“新三样”产品出口增速较强, 总体看, 年初以来的贸易顺差对国际收支形成持续的滞后支撑。

□ 5月美元指数大幅上行, 人民币兑美元汇率走贬

5月中旬起美元指数快速上行。一方面, 美国劳动力市场强劲, 4月失业率继续下行、岗位缺口再次上行突破3个月内新高, CPI虽回落但核心CPI维持高位, 结构性通胀压力仍存; 另一方面, 多位联储官员对于通胀、未来加息的表态较为鹰派, 使得市场加息预期升温, 5月16日, 克利夫兰联储行长梅斯特表示, 还没有达到停止加息的时刻, 6月议息会议的决定将取决于经济数据和债务上限谈判情况; 5月17日, 芝加哥联储行长古尔斯比表示, 不赞成根据市场反映制定政策, 谈论降息为时过早, 需要观察除通胀, 就业外更多的经济数据。受多重因素影响, 美元指数全月大幅上行2.5%收于104.2。

国内方面, 我国工业企业利润增速仍处低位、库存周期及物价继续探底、4月金融数据明显转弱、居民超额储蓄持续积累等问题依然突出, 市场对经济基本面预期较为悲观。内外因素综合影响, 5月人民币汇率大幅走贬, 全月贬值2.6%收于7.1, 贬值幅度与美元指数上行幅度基本相当; CFETS人民币汇率指数也由4月末的99.52降至98.5, 降幅1.1%。

□ 近期人民币汇率贬值或为国内货币政策宽松打开窗口

我们预计受国内基本面预期悲观及美国经济短期较强、联储预期引导不乏鹰派影响, 人民币兑美元汇率短期或在当前位置震荡。我们认为人民币汇率起到内外平衡器的作用, 汇率的贬值一定程度上或为国内货币政策宽松打开窗口, 以及6月存在降低政策利率的可能性。5月以来DR007波动中枢明显下移, 全月日均值约为1.85%, 较4月日均值的2.06%低约21BP, 即使在月末时点, 仅最后两个工作日行至7天逆回购利率上方, 意味着银行间流动性较为宽松, 体现政策意图。

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

1 《6月联储点阵图难有降息预期——5月美国就业数据传递的信号》 2023.06.03

2 《5月宏观数据预测: 经济动能高点已过》 2023.06.01

3 《5月PMI: 需求维持收缩趋势, 库存去化有所加速》 2023.05.31

我们认为从机制上看，DR007 波动中枢持续的、大幅地下行并低于 7 天逆回购利率是可能降息的前瞻信号，**预计 6 月存在降低政策利率概率。**

另一个方面，据 6 月 6 日财联社报道，多家国有大行 6 月 8 日起将正式下调人民币多期限的存款利率，这是继去年三季度大行率先下调存款利率以来的又一轮大规模调整，预计后续也将有相关中小银行的跟进。**存款利率“先行”，对银行净息差的压力将略有缓解。**

□ 预计下半年人民币汇率将渐进升值

我们坚持下半年人民币汇率将渐进升值、全年最高升至 6.6 的判断。人民币对美元汇率走势受两国经济基本面之差、货币政策差、国际收支状况等因素的综合影响，我们认为下半年，中美“比差逻辑”下的中国优势将逐步凸显。

我们预计下半年从稳增长保就业的角度，我国央行可能再次采取降准、降息等政策操作，较大的政策空间将助力改善市场的基本面预期。美国方面，一季度 GDP 增速大幅低于市场预期，随着劳动参与率回升、劳动力市场供需矛盾缓解，失业率可能出现上行，而信用收缩对经济的潜在冲击持续存在，居民超额储蓄逐步消耗也意味着消费面临回落压力，货币政策停止紧缩的预期也将持续确认。总体上，下半年我国在基本面及货币政策预期两个方面均较为占优，推动人民币汇率升值。

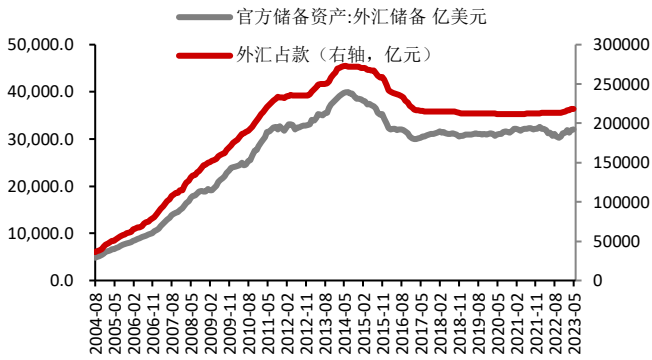
□ 继续增持黄金，维持坚定看好

5 月黄金储备 6727 万盎司，前值为 6676 万盎司，黄金储备连续 7 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。我们继续强调，**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，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

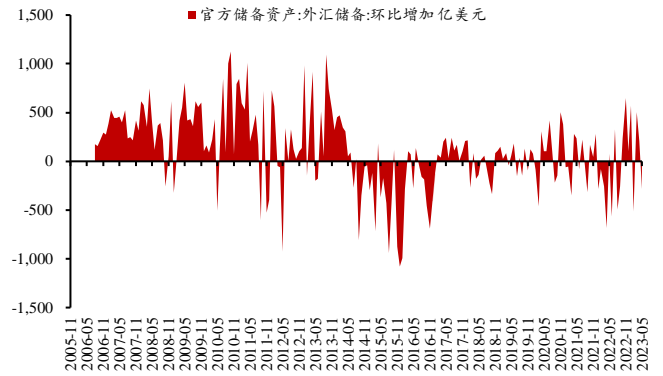
海外信用收缩、金融机构风险因素仍需持续关注，美国债务上限协议达成后对流动性及利率可能构成冲击，均可能扰动中美利差、美元指数，进而使得汇率承压。

图1: 外汇储备、外汇占款走势



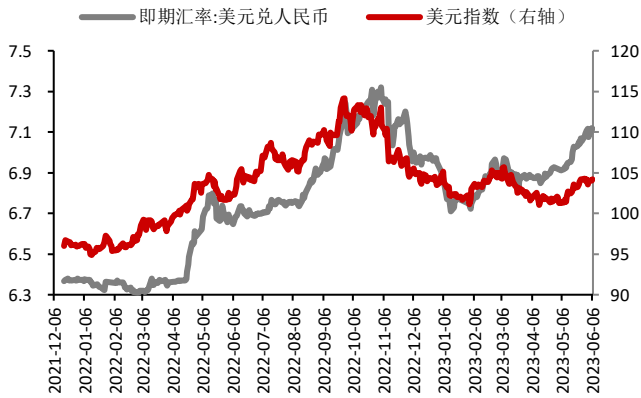
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 2023年5月外汇储备环比减少



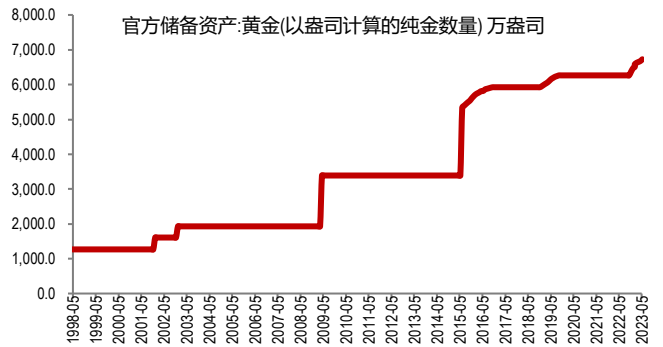
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 2023年5月美元指数上行, 人民币汇率大幅贬值



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 2023年5月黄金储备增长, 连续7个月增持



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>