

6月外储: 国际收支状况再度趋稳

核心观点

2023年6月我国官方外汇储备31929.98亿美元,环比上行164.9亿美元,外储所表征的我国国际收支状况继续趋稳。预计三季度人民币汇率趋于震荡,四季度有望升值,从稳增长保就业的角度,下半年我国央行可能再次采取降准、降息等政策操作,市场对于经济形势预期逐步改善,进而在中美经济“比差逻辑”下,我国优势将逐步凸显,四季度美联储也有较大概率进入宽松区间,推动人民币汇率升值。

□ 外储环比上行,国际收支维持基本平衡

6月我国官方外汇储备31929.98亿美元,环比上行164.9亿美元,外储所表征的我国国际收支状况继续趋稳。6月估值因素对外储的影响为负值,汇率因素和债权类资产价格波动的作用相反,其一,美元指数下行,非美货币兑美元存在不同程度升值,6月,美元指数由5月底的104.2下行0.8%至103.4,英镑兑美元由5月底的1.24升值2%至1.27,欧元兑美元由5月底的1.07升值2.1%至1.09,我们测算,6月非美货币汇率波动对外储规模影响约+320亿美元。其二,主要经济体债券收益率均明显上行,6月末,5年期美债收益率较5月末上行39BP至4.13%,5年期英债收益率较5月末上行54BP至4.73%,5年期德债收益率较5月末上行22BP至2.55%,我们测算债券收益率波动对外储约有-440亿美元的估值影响。综合看,估值因素对外储的影响约-120亿美元。

在估值因素影响为负、人民币汇率存在贬值压力的情况下,6月外储仍环比上行,我们认为主因在于当前我国尚未出现显著的资本流出压力。月度银行代客涉外收付款差额数据并未大幅下行,我们认为市场对人民币双向波动加大的预期逐步强化,也认为美联储将逐步暂停紧缩周期,尤其是此前几轮人民币贬值周期中,高点入市容易遭受较大的汇兑损失;近期多家主要银行纷纷下调美元存款利率(据经济日报),也使得换汇收益降低,综合考虑换汇成本,有助于抑制实体的换汇意愿。

□ 6月美元指数先下后上,人民币兑美元汇率继续走贬

6月中旬联储议息会议并未加息,较为符合市场预期,联储表示本次暂停加息有助于考虑货币政策的累计收紧程度、货币政策对经济活动和通胀影响的滞后程度。但本次会议点阵图指向年末政策利率预期位于5.5%-5.75%区间,即年内仍有50BP的加息空间且没有降息预期,且会后美联储再出鹰派表述,6月28日,鲍威尔在葡萄牙辛特拉举行的欧洲央行研讨会上表示,预计会出现更多的紧缩力量,他重申多数决策者预计今年将再加息两次,不排除连续加息的可能性。受联储货币政策预期波动的影响,美元指数6月先下后上,全月下降0.8%收于103.4。

国内方面,由于我国基本面仍相对承压,工业企业利润增速仍处低位、库存周期及物价继续探底、5月金融数据低于预期、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。6月人民币汇率继续贬值,全月贬值2.2%收于7.26,与美元指数走出非对称行情;CFETS人民币汇率指数也由5月末的98.5降至96.7,降幅1.8%,总体说明国内形势、尤其是市场对经济的悲观情绪是人民币汇率的核心拖累因素。

□ 预计下半年人民币汇率由震荡到升值

预计三季度人民币汇率趋于震荡。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,三季度我国经济基本面或仍面临一定回落压力,年中也存在失业率阶段性上行风险,而短期美国就业市场韧性较强、核心通胀较高,导致美联储基调仍然鹰派,可能综合使得人民币汇率维持震荡,但总体难有大幅升值或贬值。

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

- 《短期韧性仍存,关注信用收缩——6月美联储非农数据传递的信号》 2023.07.08
- 《2023年6月宏观经济预测: 预计二季度GDP增速6.7%》 2023.07.01
- 《6月PMI: 需求恢复较缓,去库趋势延续》 2023.06.30

预计四季度人民币汇率升值的概率大。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，预计三季度降准、四季度降息的概率较大，随着宽松政策基调持续确认，市场对于经济形势预期或有改善，进而在中美经济“比差逻辑”下，我国优势将逐步凸显；此外，预计下半年美国银行信用收缩强化，超储逐步耗尽也将在下半年削弱需求，需求回落将有效缓解通胀和劳动力市场紧张，货币政策停止紧缩的预期也将持续确认，我们认为 Q4 降息的可能性不能完全排除。总体上，预计四季度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。

□ 人民币汇率对货币政策的扰动受国际收支状况影响

我们在 6 月 8 日发布的报告《5 月外储：短期汇率贬值或为宽松货币政策打开窗口》中提出，人民币汇率可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，并提示 6 月央行可能降低政策利率，目前该观点得到充分验证。

我们认为人民币汇率对货币政策的扰动受国际收支状况影响。当前，我国以外储为典型代表的国际收支状况较为稳健（我们认为外储的经验性警戒线为 3 万亿美元，目前仍有超 1900 亿美元的安全边际），月度银行代客涉外收付款差额数据在过去几个月同样未呈现出大的资本流出压力，国际收支失衡风险小，为 6 月降息留出较大的政策空间。

进一步，我们认为对于年内是否再次降息的判断，同样需将综合考虑汇率表现及国际收支状况。我们预计美联储可能在四季度进入降息周期，中美两国基本面差+货币政策差收敛，我国将出现国际收支、汇率改善机会，货币政策降息空间打开，四季度采取降息的概率较大。

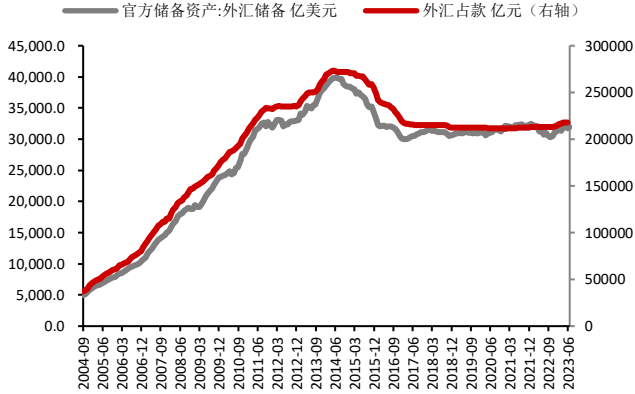
□ 继续增持黄金，维持坚定看好

6 月黄金储备 6795 万盎司，前值为 6727 万盎司，黄金储备连续 8 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

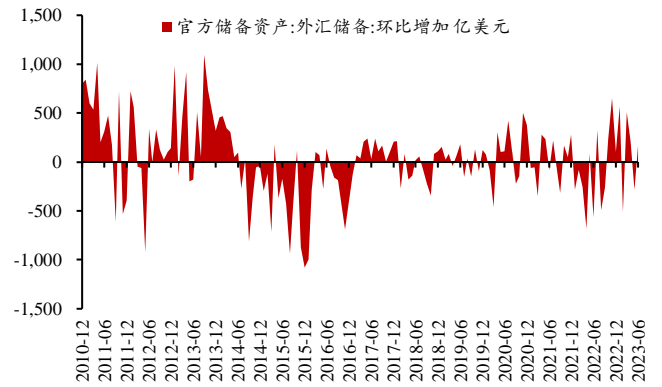
海外信用收缩、金融机构风险因素仍需持续关注，美国债务上限协议达成后对流动性及利率可能构成冲击，均可能扰动中美利差、美元指数，进而使得汇率承压。

图1: 外汇储备、外汇占款走势



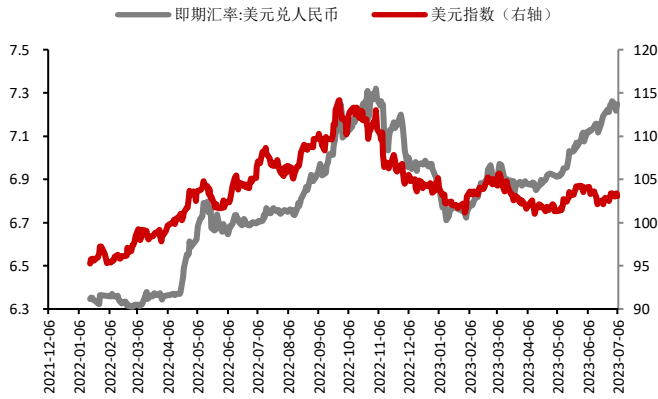
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 2023年6月外汇储备环比增加



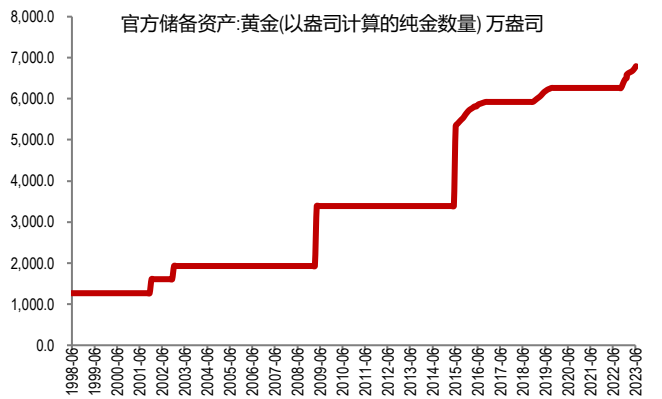
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 2023年6月美元先下后上, 人民币汇率继续贬值



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 2023年6月黄金储备增长, 连续8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>