

汇率因素推动外汇储备上升，人民币中期或升值

中国外汇储备6月上升165亿美元到31930亿美元，好于市场预期（市场预期/前值：31800/31765亿美元）。据我们估算，汇率因素引起的升值占到绝大部分——约为125亿美元（图表1）。因为美元指数6月微贬0.8%，以美元计价的外汇储备里，非美元资产的价值因其他货币兑美元升值而增加。外汇储备的增加意味着6月央行并没有多用外汇储备稳汇率，也有助于短期稳定汇率预期。

资金外流有所微升，但规模不算高。基于外汇储备变化以及我们对经常项目顺差的预测，我们估算资金外流或已经从5月的320亿美元微升到371亿美元（图表2），规模相比去年下半年人民币汇率贬值压力较大的时期来说不算高。

人民币短期或仍处波动中，但贬值空间有限。受中美货币政策分化、美元走强和对中国经济信心的影响，美元兑人民币汇率在端午节小长假之后突破7.2（图表3）。近期来看人民币贬值压力尚存——潜在加息周期的延长有助于维持美元短期强势，股票通6月底开始亦持续流出资金（图表4）。所幸的是，企业对人民币单边贬值的预期似乎尚未形成，虽然数据存在一定滞后性：企业的结汇意愿似乎没有明显增强——银行代客结售汇4-5月均录得顺差（图表5），财联社报告6月数据或仍呈现小幅顺差。而在2015年汇改之后，代客结售汇逆差曾经大幅扩大。此外，央行对汇市的干预明显增强：1. 口头干预方面，中国央行主管媒体《金融时报》在6月30日发表文章呼吁理性看待人民币汇率波动。2. 操作方面，当美元兑人民币汇率突破了7.2的关口后，央行对中间价的干预开始增强——连续十个工作日的中间价设定明显高于彭博的调查值，且最新的偏离程度已经高达400个基点（图表6）。往前看，我们认为7.3仍是关键点位，央行对中间价的干预或继续增强。在去年11月初宣布优化防疫政策之前，中间价设定偏离彭博的调查值曾接近1000个基点。除了“口头干预”和调节中间价之外，我们认为央行或启用政策工具稳定汇率，例如继续降低外汇存款准备金率。虽然经过去年两次下调，目前6%的外汇存款准备金率已属2021年重启该工具后的最低水平，但是仍然高于历史最低水平3个百分点，存在进一步下调空间（图表7）。总而言之，人民币汇率短期或仍处波动中，但贬值空间有限。

（请阅读下一页）

金晓雯, PhD, CFA
宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

2023年7月7日

相关报告：

[《美联储6月会议纪要点评——至少还有两次加息》](#)（2023-07-06）

[《浦银月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩》](#)（2023-06-28）

[《2023年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起》](#)（2023-06-05）

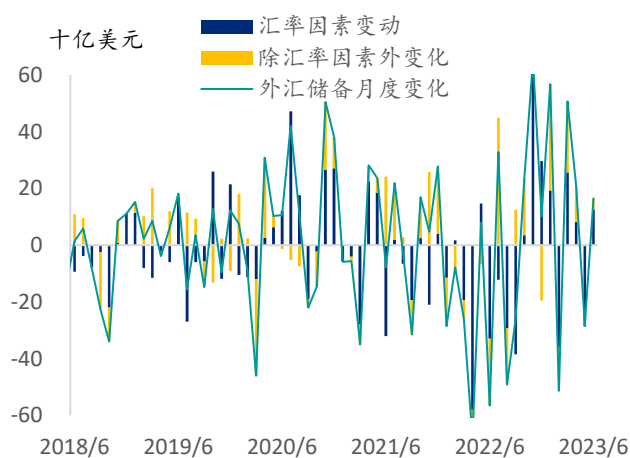


扫码关注浦银国际研究

中期看，经济复苏的最终确认或支持人民币升值，但升值幅度受预期的经常项目收窄制约。我们预计政府将推出相当力度的政策刺激来稳经济。虽然由积压需求集中释放引起的第一波经济迅速反弹行情已经结束，但是第二波依赖经济内生动能的经济复苏在有力且及时的政策支持下正在蓄势待发。在此基本假设下，疫后经济复苏对汇率的支撑作用并未结束。伴随着经济内生动能增强，市场对中国资本市场的信心恢复，外资、尤其是股票资金（图表 8），可能会重新大幅流入中国资本市场。此外，中美国债收益率差预计也将随中美经济走势变化而收窄，缓解债券资产流出压力（图表 9）。与此同时，在加息靴子落地之后，美元在中期仍有一定贬值空间。然而，影响汇率的另一大要素——经常项目顺差的潜在收窄可能会制约人民币升值幅度（图表 10）：一方面，外需持续减弱将继续影响出口增速，拉低商品贸易顺差；另一方面，服务贸易逆差因为边境开放或继续增加。我们估计经常项目顺差占 GDP 比重会从 2022 年的 2.3% 降到 2023 年的 1.3%。外汇储备可能也会随汇率变化先抑后扬。

风险提示：政策刺激不及预期，美联储加息周期再度延长。

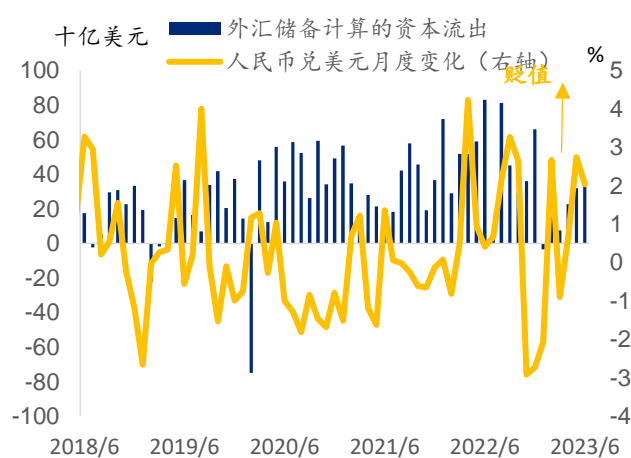
图表 1：外汇储备 6 月上升超过预期



注：中国官方并未发布外储货币分布，我们用 Coffer 的全球外储货币分类近似计算汇率因素引起的外汇储备变化

资料来源：Bloomberg, CEIC, 浦银国际

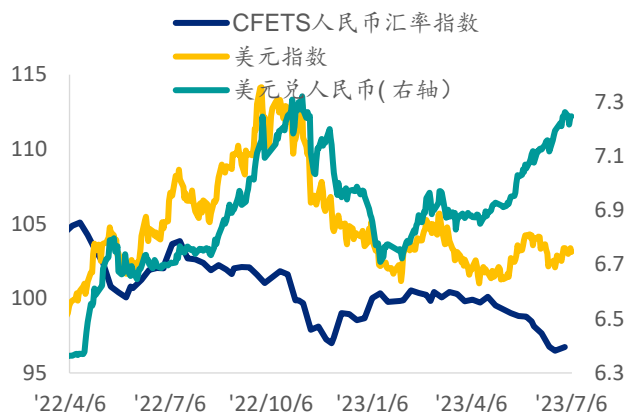
图表 2：我们估算资本外流在 6 月或微升



注：我们用排除了汇率因素的外汇储备变化减去经常项目顺差计算资金流出。6 月份贸易顺差数据尚未公布，我们用 Bloomberg 预测值来代替，服务贸易逆差假设和上月一致

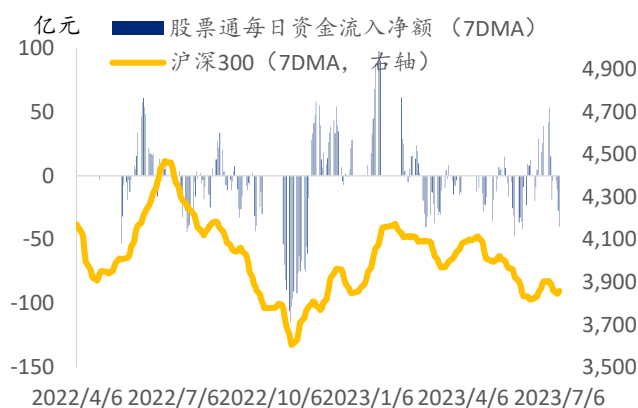
资料来源：Wind, 浦银国际

图表 3: 美元兑人民币汇率端午节后突破 7.2



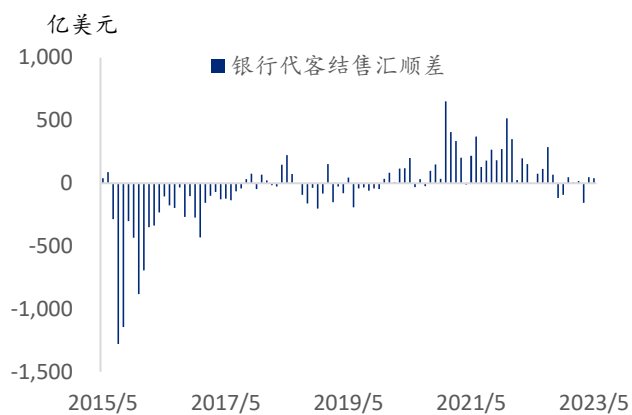
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 4: 股票通 6 月底开始资金持续净流出



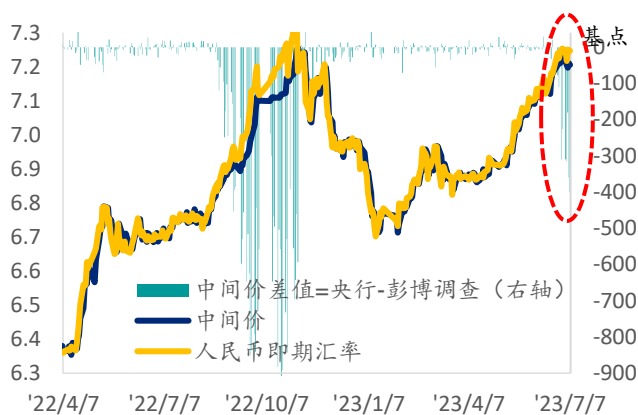
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 5: 银行代客结售汇 4-5 月均录得顺差



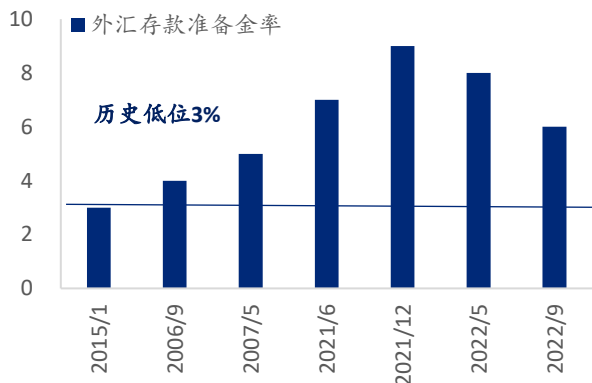
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 6: 汇率突破 7.2 后, 央行对中间价干预增强, 但仍弱于去年 10-11 月初的干预



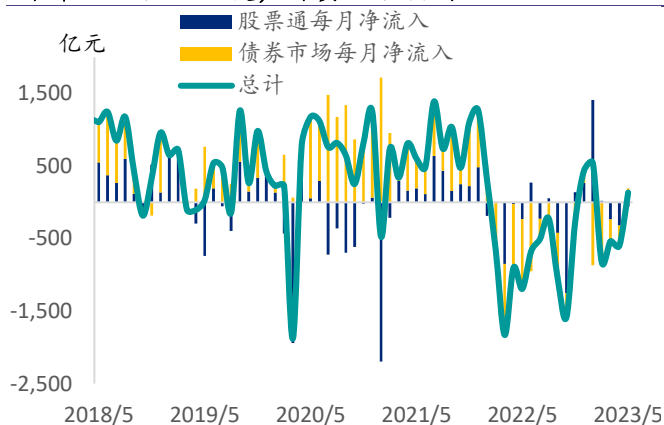
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 7: 外汇存款准备金率离历史最低水平仍有差距



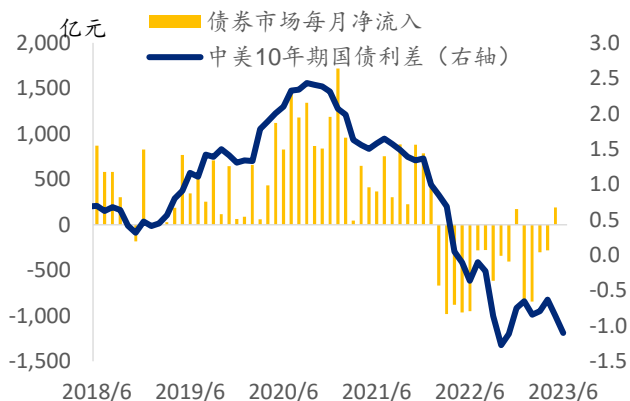
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 8: 伴随着经济内生动能增强, 市场对中国资本市场的信心恢复, 外资可能会再次大幅流入



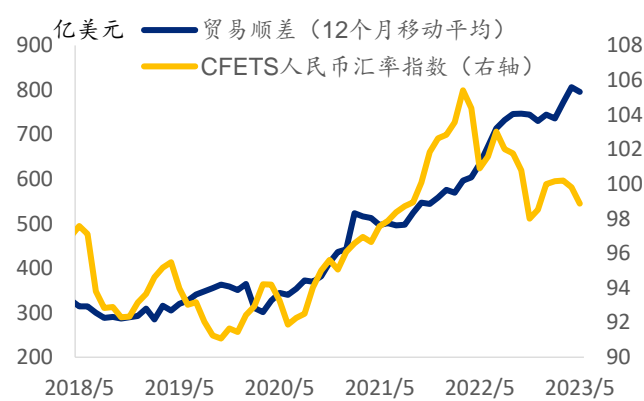
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 9: 中美国债收益率差预计也将随中美经济走势变化而收窄, 缓解债券资产流出压力



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 10: 经常项目、尤其是商品贸易顺差的收窄, 将牵制人民币升值的幅度



资料来源: Wind, 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,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,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文颀

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

