

9月外储：后续关注资本流动对国际收支的影响

核心观点

2023年9月我国官方外汇储备31150.70亿美元，环比减少450.3亿美元，我们估算其主要可用估值因素解释，总体看，外储所表征的我国国际收支状况保持稳健。我们预计10年期美债收益率或有突破5%的概率，使得人民币汇率短期有继续贬值风险，但我们认为一旦汇率大幅贬值触发显著的资本流出压力，央行或采取更大力度积极维稳，稳定汇率走势，后续也需持续关注资本与金融项目资金流动或对外汇储备的扰动。预计8月下旬以来的短端流动性趋紧或有延续，其目的之一是防止资金套利、空转，更有效地促使资金注入实体，目的之二或是从稳定汇率预期的角度考虑。对于大类资产，我们认为我国基本面政策可能逐渐加强，股票重视周期股投资机会，债券保持震荡趋势。

□ 外储环比下行，但国际收支状况仍然稳健

9月我国官方外汇储备31150.70亿美元，环比减少450.3亿美元，我们估算其主要可用估值因素解释，总体看，外储所表征的我国国际收支状况保持稳健。从估值因素看，其一，美元指数上行，非美货币兑美元存在不同程度贬值，9月，美元指数由8月底的103.6继续大幅上行2.5%至106.2，英镑兑美元由8月底的1.26贬3.7%至1.22，欧元兑美元由8月底的1.08贬2.5%至1.06，我们测算，9月非美货币汇率波动对外储规模影响约-416亿美元。其二，主要经济体债券收益率涨跌互现，9月末，5年期美债收益率较8月末上行37BP至4.6%，5年期英债收益率较8月末下行13BP至4.33%，5年期德债收益率较8月末上行29BP至2.76%，我们测算债券收益率波动对外储的综合影响约-359亿美元。综合看，估值因素对外储的影响约-775亿美元。

9月人民币汇率继续承压，股市波动性加大，北向资金流出幅度也相对较大，此外，已经披露的8月当月境内银行代客涉外收付款差额为-444亿美元，其中资本与金融项目差额为-489亿美元（直接投资差额为-168亿美元，证券投资为-293亿美元）是主要的拖累，我们认为后续需持续关注资本与金融项目资金流动或对外汇储备的扰动，但总体看，外汇储备距离其过往走势的隐性下限3万亿美元仍有安全边际。

□ 9月美元指数震荡上行，人民币兑美元汇率仍然承压

9月，受美国经济强韧性影响，美债收益率继续上冲，基本面因素推升美国“中性利率”，9月议息会议中鲍威尔也提出“中性利率”很可能已有所提高且高于当前经济预测中对长期政策利率2.5%的预测，受以上因素影响，9月美元指数震荡上行，月末收于106.2，10月初继续上冲，最高于10月3日日内达到107.3高位。

外部压力下，人民币兑美元汇率仍然承压，9月末收于7.3，较8月末的7.29微贬0.13%。但CFETS人民币汇率指数由8月末的97.1升1.7%至98.8，说明人民币对一篮子货币运行相对较强，这主要受国内经济基本面出现边际企稳迹象的影响。

此外，9月央行仍然积极维稳汇率，其一，9月1日央行决定，自今年9月15日起下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行的6%下调至4%，我们认为虽然其所释放的外汇资金体量不大，但仍具有维稳汇率市场预期的信号意义。

其二，央行增发离岸央票。9月13日，人民银行宣布于9月19日在香港发行150亿元6个月（182天）期限央票，其中50亿元为滚动续发，100亿元为增发，此前在8月22日，央行在香港招标发行350亿元央行票据，是年内第五次

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 《10年美债利率可能继续上行，抹平期限利差》

2023.10.06

2 《预计9月经济回稳向上，后续关注股债双牛兑现》

2023.10.05

3 《9月PMI：制造业再回扩张区间》 2023.09.30

出手发行央票，亦是发行规模最大的一次。离岸市场人民币资金成本在9月有明显上行，9月人民币Hibor的隔夜及3个月期限利率均值分别为3.52%和4.14%，分别较8月抬升109和117BP，离岸资金面收紧有助于抑制人民币做空操作、稳定离岸人民币汇率预期，进而向在岸传导。

其三，9月20日，国新办答记者问中，央行继续强调，以保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定为目标，立足长远、发韧当前、综合施策、校正背离、稳定预期，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险。

□ 预计人民币汇率短期承压

短期美国就业市场等基本面韧性强、核心通胀较高，美联储后续相机抉择，我们预计10年期美债收益率或有突破5%的概率，使得人民币汇率短期有继续贬值风险，但我们认为一旦汇率大幅贬值触发显著的资本流出压力，央行或采取更大力度积极维稳，稳定汇率走势。

预计四季度后期人民币汇率逐步走向升值的概率大。随着国内宽松政策空间打开，相关举措逐步推进、落地，尤其是工业稳增长政策逐步在经济数据中有所体现，我国优势将逐步凸显，预计四季度后期人民币汇率有望逐步升值。

□ 预计货币政策年内仍有降息

7月底政治局会议提出“加强逆周期调节和政策储备”，“发挥总量和结构性货币政策工具作用”等表述，9月央行降准已经兑现了我们9月8日发布报告《8月外储：国际收支稳健，预计年内仍有降准降息》中的判断，我们预计年内后续仍有降息。

我们认为当前政策是降准+防止资金空转套利的组合，8月下旬以来的**短端流动性趋紧或有延续**，其目的之一是防止资金套利、空转，更有效地促使资金注入实体，央行8月4日答记者问中提出“防止资金套利和空转，提升政策传导效率”，从8月逆回购、MLF的非对称降息已经可以初窥央行的政策思路；我们认为目的之二或是从稳定汇率预期的角度考虑，避免中美短端利差压力过大可能对资本流动和汇率形成的压力。

由此，预计资金面短期波动或有加大，DR007围绕7天逆回购利率上下波动，但不会出现大幅收紧。年内大概率仍有降息，继续带动企业融资成本下行，四季度随着我国政策预期强化，市场情绪改善，及海外美联储加息预期逐步“达峰”，预计我国降息空间再次打开。

对于大类资产，我们认为我国基本面政策可能逐渐加强，股票重视周期股投资机会，债券保持震荡趋势。

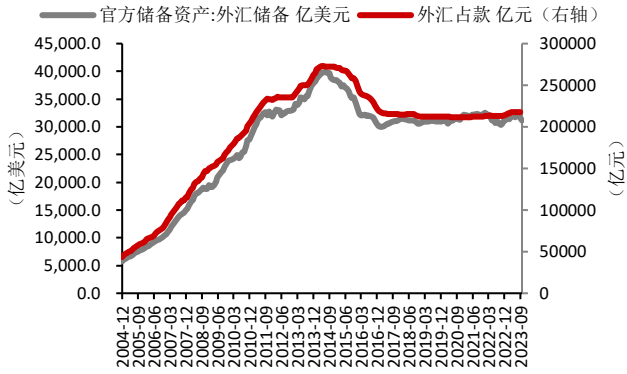
□ 继续增持黄金，维持坚定看好

9月黄金储备7046万盎司，前值为6962万盎司，黄金储备连续11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，我们继续坚定看好黄金走势。中长期来看，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

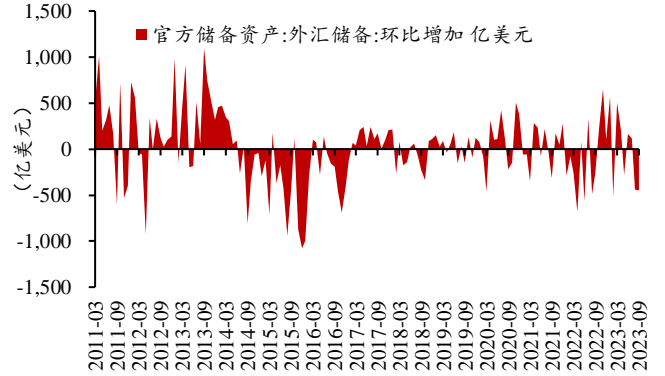
美国产业逻辑驱动的经济走势或成为未来驱动美元指数走势的重要影响因素，进而使得汇率承压。

图1: 外汇储备、外汇占款走势



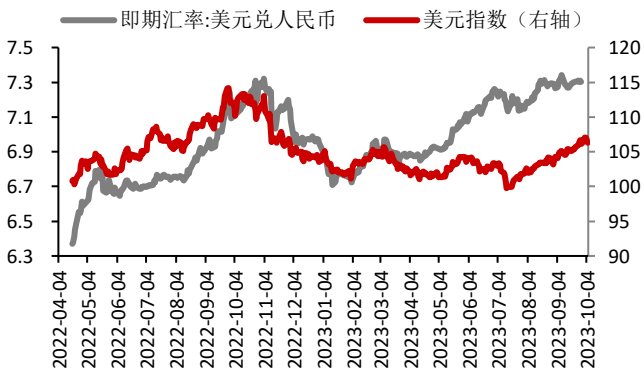
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 2023年9月外汇储备环比减少



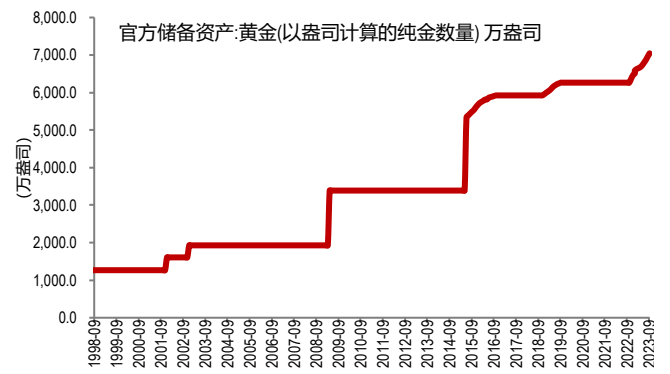
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 美元指数、人民币汇率走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 2023年9月黄金储备增长, 连续11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>