



证券研究报告·宏观研究报告
2020 年 1 月 8 日

首创宏观“茶”： 2020 年外汇储备破“3”概率较低，国际金价中枢 大概率较 2019 年上移

——12 月外汇储备数据点评

主要观点：

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

- 12 月外汇储备 31079.2 亿美元，预期 31030 亿美元，前值 30955.91 亿美元。我们点评如下：
- 一、估值效应“不敌”汇兑效应，12 月外汇储备再次站上 3.1 万亿美元；
- 二、交易因素大概率对 2020 年外汇储备起到正向作用；
- 三、2020 年我国外汇储备破“3”概率较低；
- 四、2020 年国际金价中枢大概率较 2019 年上移。

目录

一、估值效应“不敌”汇兑效应，12月外汇储备再次站上3.1万亿美元.....	4
二、交易因素大概率对2020年外汇储备起到正向作用.....	5
三、2020年我国外汇储备破“3”概率较低.....	6
四、2020年国际金价中枢大概率较2019年上移.....	9

图表目录

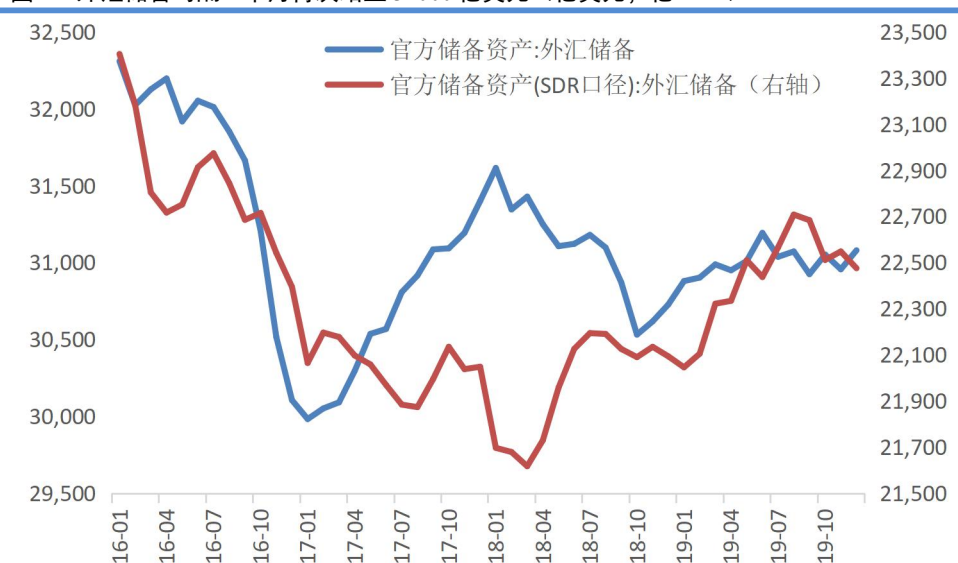
图 1：外汇储备时隔 1 个月再次站上 31000 亿美元（亿美元；亿 SDR）	4
图 2：12 月主要发达经济体 10 年期国债收益率出现一定幅度反弹（%）	5
图 3：交易因素大概率利多 2020 年外汇储备（亿美元）	6
图 4：ISM 非制造业 PMI 大概率跟随 ISM 制造业 PMI 下行（%）	8
图 5：目前美国处于主动去库存阶段（%；%）	9
图 6：国际黄金价格有望继续上行（美元/盎司）	10

事件：12月外汇储备31079.2亿美元，预期31030亿美元，前值30955.91亿美元。

点评：

12月外汇储备录得31079.2亿美元，高于市场预期49.2亿美元，较前值上行123.29亿美元，时隔1个月再次站上31000亿美元。12月SDR口径外汇储备为22475.17亿SDR，较前值下行72.65亿SDR，创近5个月新低，但依旧处于较高水平。对于12月外汇储备数据，我们点评如下：

图 1：外汇储备时隔 1 个月再次站上 31000 亿美元（亿美元；亿 SDR）



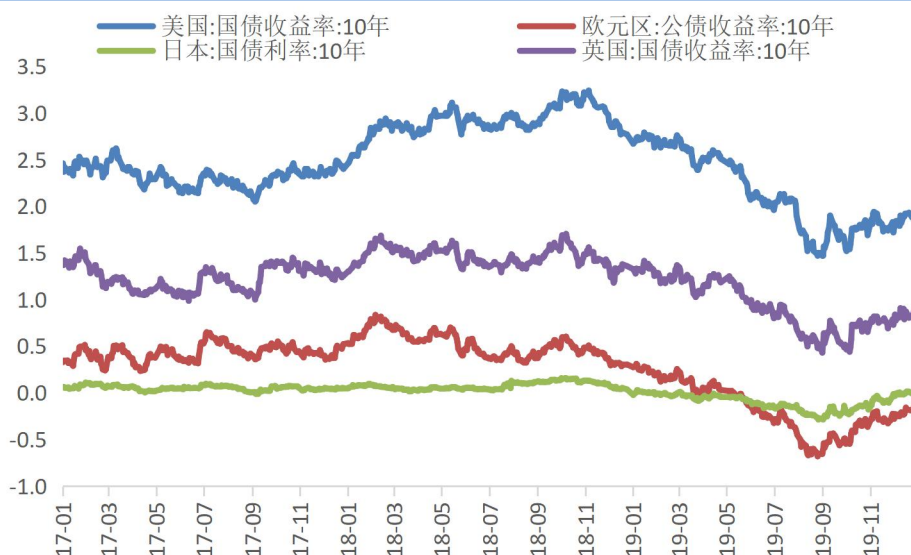
资料来源：wind，首创证券研发部

一、估值效应“不敌”汇兑效应，12月外汇储备再次站上3.1万亿美元

从估值角度看，12月主要发达经济体10年期国债收益率出现一定幅度反弹，对资产价格形成一定压力。具体看，10年期美债收益率开于1.8300%，收于1.9200%，上行0.0900个百分点；10年期欧元区公债收益率开于-0.2257%，收于-0.1416%，上行0.0841个百分点；10年期日债收益率开于-0.0390%，收于-0.0150%，上行0.0240个百分点；10年期英债收益率开于0.7875%，收于0.8894%，上行0.1019个百分点。

从汇兑角度看，12月美元指数开于98.271，收于96.482，下跌1.797，跌幅为1.83%，推升非美资产的美元价格，利多外汇储备。具体看，美元兑欧元开于0.9072，收于0.8913，跌幅为1.79%；美元兑日元开于109.540，收于108.660，跌幅为0.72%；美元兑英镑开于0.7742，收于0.7548，跌幅为2.35%；美元兑加元开于1.3276，收于1.2983，跌幅为2.22%。

图2：12月主要发达经济体10年期国债收益率出现一定幅度反弹（%）

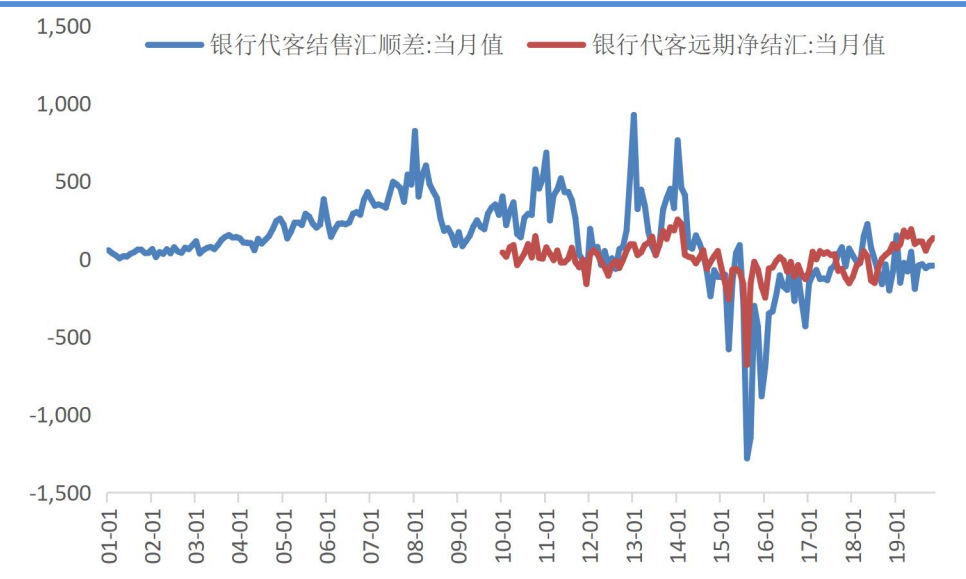


资料来源：wind，首创证券研发部

二、交易因素大概率对2020年外汇储备起到正向作用

从中美10年期国债利差看，11月30日中美利差为138.50个基点，而在12月31日中美利差则为121.65个基点，中美利差在“舒适区间”上方小幅收窄。从人民币汇率走势看，12月人民币汇率开于7.0258，收于6.9610，涨幅0.99%。从人民币结售汇情况看，11月银行代客结售汇顺差为-45.46亿美元，较前值小幅下行3.10亿美元。7-11月银行代客结售汇顺差分别录得-41.12亿美元、-32.76亿美元、-58.14亿美元、-42.36亿美元，虽然处于逆差状态，但是总体较为平稳，较前期有较大改善。11月当月银行代客远期净结汇为135.25亿美元，较前值上行27.18亿美元，创近6个月新高，符合我们在《首创宏观茶：美元指数下行推动外汇储备重返3.1万亿美元之上，全球央行增持黄金趋势不变（20191118）》中的判断。随着中美贸易摩擦的阶段性缓和，以及美元指数承压下行，预计人民币汇率大幅贬值概率较低，大概率维持双向偏强震荡趋势，因此，不排除银行代客结售汇顺差在2020年转正的可能，此外，2020年银行代客远期净结汇大概率还将稳中有升，交易因素大概率利多2020年外汇储备。

图 3：交易因素大概率利多 2020 年外汇储备（亿美元）



资料来源：wind，首创证券研发部

三、2020 年我国外汇储备破 “3” 概率较低

12月外汇储备录得31079.2亿美元，至此，我们在《首创证券宏观茶：2019年我国外汇储备有“底”（20190508）》、《首创证券宏观“茶”：4季度我国外汇储备破“3”概率较低（20191014）》中的观点“2019年我国外汇储备有‘底’”，“2019年我国外汇储备破‘3’概率较低”得到市场验证。对于2020年外汇储备的走势，我们依旧认为2020年我国外汇储备有“底”，破“3”概率较低。我们做出这一判断的分析过程如下。

在对2019年6月外汇储备数据进行点评时，我们认为，美国经济增速是预测我国外汇储备的关键变量，因为美国经济增速走势对我国外汇储备的估值效应、汇兑效应以及交易因素均产生影响，并且影响的方向是一致的。估值效应方面，美国经济增速下行，拉动美国国债收益率下行，推升美债资产价格，此外，10年期美债收益率是全球资产的定价基础，其下行大概率拉动欧元区、英国、日本等发达经济体的债券收益率下行。汇兑效应方面，经济基本面是决定一国汇率的根本因素，美国经济增速下行，尤其是相对欧元区经济增速下行，将促进美元贬值，利空美元指数，在将欧元、日元、英镑资产转化成美元资产时，利多外汇储备。交易因素方面，美国经济增速下行，美联储降息，中美利差走阔，利多人民币汇率，外贸企业与个人将更主动进行结汇，进而利多外汇储备。目前的关键问题是，2020年美国经济增速走势如何？我们认为2020年美国的经济增速大概率继续下行。该研判的依据有以下两点。

首先，从先行指标来看，12月美国ISM制造业PMI仅录得47.2%，连续5个月处于荣枯线之下，且创2009年6月以来新低。其中，新订单指数仅录得46.8%，创2009年5月以来新低，新订单指数是制造业PMI这一先行指标的“先行指标”，其承压下行，意味着后期ISM制造业PMI还将面临下行压力。产出指数仅录得43.2%，自2009年6月以来首次进入45%以下的“深度收缩区间”。就业指数仅录得45.1%，创2009年7月以来新低，逼近45%，离“深度收缩区间”仅一步之遥。自有库存指数录得46.5%，虽较前值小幅反弹，但是持续7个月位于荣枯线之下。供应商交付指数录得54.6%，是唯一位于荣枯线之上的主要分项。根据我们的研究，ISM制造业PMI在2020年还有下行压力，大概率在2021年上半年到达本轮下行周期的底部，区间约为40%左右。虽然12月ISM非制造业PMI录得55.0%，为2019年8月以来新高，但是根据历史经验，ISM制造业PMI领先于ISM非制造业PMI，因此，后期ISM非制造业PMI大概率跟随ISM制造业PMI下行。制造业PMI与非制造

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7925

