

3 月外储：国际收支二季度进入观察期

核心观点

2022 年 3 月我国官方外汇储备 31879.9 亿美元，环比减少约 258.37 亿美元，数据回落主因估值因素，尤其是主要经济体国债收益率大幅上行，总体看，我国国际收支维持基本平衡。受乌克兰危机推升的避险情绪及美联储紧缩预期影响，3 月美元指数攀升新高，人民币兑美元汇率整体走贬，CFETS 人民币汇率指数月内先升后降。近期中美利差不断收窄，截至 4 月 6 日已经降至 16BP，市场担忧两个核心问题：人民币汇率是否将承受大幅贬值压力，以及是否会扰动国内货币政策的宽松节奏，我们认为短期看都不会，但二季度整体看，人民币汇率波动幅度或较当前有所加大，提示国际收支二季度进入观察期。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

□ 外储环比下行主要受估值因素拖累，国际收支维持基本稳定

3 月我国官方外汇储备 31879.9 亿美元，环比减少约 258.37 亿美元，虽然规模降至 3.2 万亿美元下方，但数据回落主因估值因素，尤其是主要经济体国债收益率大幅上行，总体看，我国国际收支维持基本平衡。3 月，美元指数由 2 月底的 96.7 升至 98.4；英镑兑美元由 2 月底的 1.34 贬 1.9% 至 1.31，欧元兑美元由 2 月底的 1.12 贬 1.2% 至 1.1，3 月非美货币汇率变动对外储规模影响大约有 -200 亿美元；受俄乌危机影响，3 月全球大宗商品价格大幅上行，全球范围内通胀预期升温，主要经济体债券收益率均有较大幅度上行，3 月 5 年期美债收益率上行 71BP 至 2.42%，5 年期英债收益率上行 14BP 至 1.42%，5 年期德债收益率上行 51BP 至 0.40%，债券收益率波动对外储约有 -700 亿美元的影响，总体看，估值因素对外储的综合影响已经有约 -900 亿美元，因此若剔除估值因素，外储环比仍表现为正增长，这是 2021 年 8 月以来数据特征的延续，或仍体现我国贸易顺差及资金流入的正面支撑，国际收支平衡表数据显示，剔除估值因素影响的外汇储备数据自 2020 年二季度至 2021 年四季度维持增长，且 2021 年涨幅有所扩大，充分验证上述观点。

□ 3 月人民币汇率走贬，但维持双向波动态势

受乌克兰危机推升的避险情绪及美联储紧缩预期影响，3 月美元指数攀升新高，其中，3 月 7 日月内高点达到 99.3，随着冲突有所常态化，美元指数月中小幅回落，于 17 日降至 98.1，此后受美联储议息会议如期加息及超预期鹰派表述影响再次回升，月底收于 98.4。受俄乌危机、美元上行及国内疫情不确定性升温影响，3 月人民币兑美元汇率整体走贬，由 2 月底的 6.31 至月末收于 6.34，其中，受俄乌危机引致的境外资金短期流出影响，3 月 14、15 日人民币贬值幅度较大，与港股、A 股的大幅调整同时发生，但此后资本流出缓和，资本市场波动幅度也明显降低。CFETS 人民币汇率指数月内先升后降，11 日达到历史峰值 106.8，月末收于 104.3。

□ 中美利差大幅收窄，预计人民币汇率双向波动，国际收支二季度进入观察期

3 月美债收益率大幅上行，中美利差不断收窄，由 2 月末的 95BP 降至 3 月末的 47BP，也对人民币构成了一定的贬值压力，截至 4 月 6 日，利差已经进一步收窄至 16BP。市场担忧的两个核心问题是，人民币汇率是否将承受大幅贬值压力，以及是否会扰动国内货币政策的宽松节奏，我们认为短期看都不会。

历史经验看，80-90BP 一般视为中美利差的合意水平。典型案例如 2018 年 4 月，当中美利差降至 80-90BP，人民币汇率即开始面临一定贬值压力，但我们认为，中美利差的合意区间也因宏观经济形势而异，在当前并不适用，短期内，在我国政策稳增长预期强、逆周期调控空间大、贸易顺差及资本流入等因素的支撑下，预计人民币汇率将体现韧性，呈现双向波动的概率大。

对于货币政策，3 月美联储正式开启加息，当前连续加息的市场预期仍然较强，但预计短期对我国货币政策宽松节奏影响较小，当前国内稳增长、保就业压力仍然较大，总体政策基调明确，此时货币政策仍将以稳增长为首要目标，维持稳健略宽松，主要体现为宽信用，即使汇率呈现阶段性贬值，也可起到内外自动平衡器作

用，贬值为国内政策宽松留空间。联储加息对我国货币政策的影响在于工具的选择上，考虑到中美利差阶段性承压，我国央行大概率不会降息，而疫情对我国经济基本面冲击仍存不确定性，我们认为货币政策工具偏向二季度降准。除了海外因素的牵制，降准重点在于宽信用，降息重点在于降成本，后者并非当前核心诉求，也是央行不会降息的原因。

二季度整体看，预计人民币汇率波动幅度较当前有所加大，我们提示国际收支二季度进入观察期。

□ 2022 年美元大概率前高后低，预计下半年人民币汇率升值至 6.1

对于美元走势，短期受紧缩情绪推动仍有上行空间，高点可能突破 100 美元。下半年加息力度不及预期以及美国经济下行压力共振（欧洲补库也将滞后于美国启动），美元指数预计重回下行通道并回归 95 以下。对于人民币汇率，国内基本面及逆周期政策有强支撑，预计将在合理均衡水平上保持双向波动，2022 年全年看，随着美元拐头向下，叠加中国经济基本面较为强劲，预计人民币汇率下半年升值至 6.1。中长期来看，我们坚持认为人民币相对美元是渐进升值的趋势。中长期，人民币兑美元长期走势与美元周期密切相关，美元周期决定于生产要素在美国与新兴市场的对比，我国劳动力要素相对于美国的科技和资本要素略占上风，这决定了中长期人民币相对美元是渐进升值的趋势，预计人民币兑美元后续仍有 8 年左右升值过程。

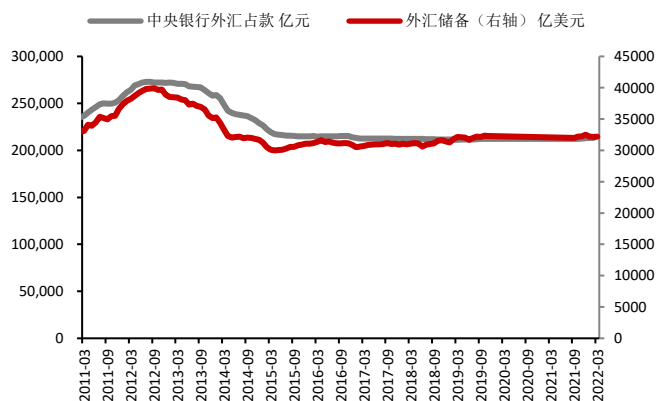
□ 黄金储备持平，维持长期看好

3 月黄金储备 6264 万盎司，继续持平前值。短期看，乌克兰危机提振黄金避险需求，黄金价格大幅上涨，3 月 7 日已上冲至 2000 美元/盎司上方，但此后受美元高位震荡及实际利率走高的压制，金价又有向下调整。金价短期发挥避险属性价格大幅上行符合我们前期判断；冲突逐渐常态化后预计将从当前的高位回调。但全年依旧看好黄金，尤其是下半美元下行将带动金价走高，全年我们认为伦敦金价格将突破 2000 美元。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：国内疫情不确定性持续升温，经济基本面大幅承压，叠加中美利差收窄，人民币汇率贬值及资本流出相互强化引发国际收支失衡风险。

图 1：3 月外汇储备环比下行

图 2：3 月人民币汇率整体走贬

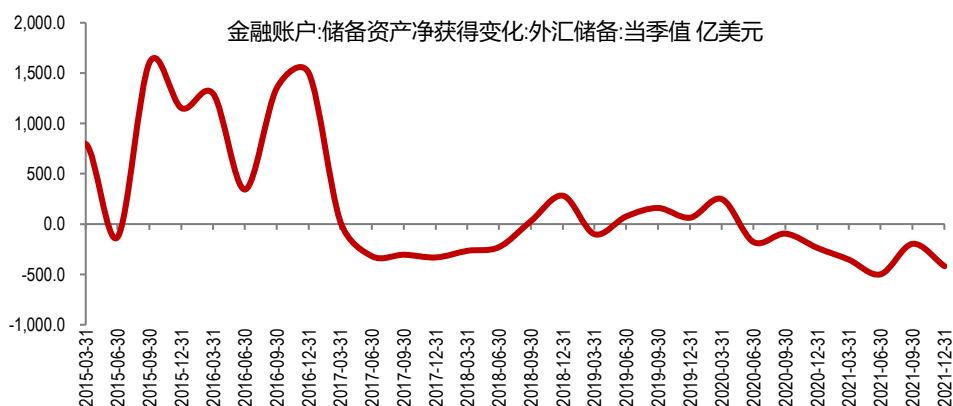


资料来源: Wind, 浙商证券研究所



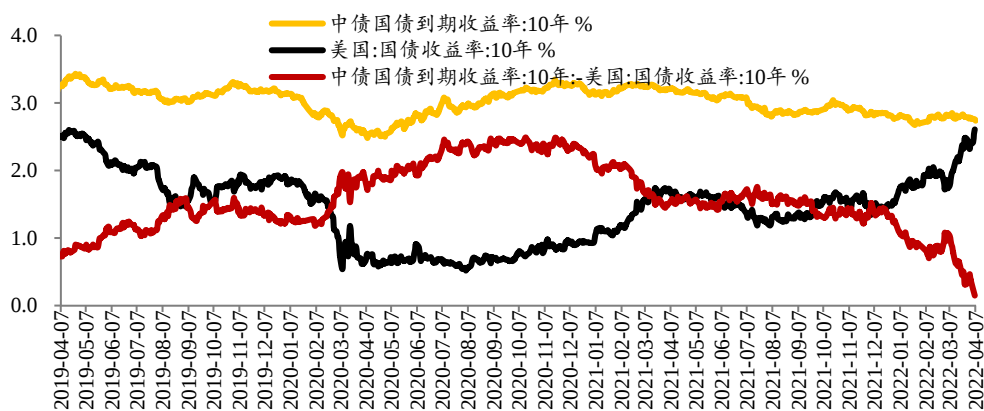
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 3: BOP 外汇储备项目走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 4: 中美利差近期大幅收窄



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。

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_40079

