

5月外储：仍需密切关注国际收支状况

核心观点

5月我国官方外汇储备31277.8亿美元，环比增加约80.6亿美元，国际收支压力暂缓，核心受美元指数及美债收益率下行带来的估值因素影响。外储上行意味着国际收支维持基本平衡，我们经验判断外储警戒线为3万亿美元，短期距离警戒线有一定安全边际，但需提示美元及美债走势后续仍存不确定性，二、三季度仍是国际收支平衡重要观察期，一旦外储逼近3万亿美元，或扰动货币政策。5月受美元走势和国内疫情演绎的主导，人民币汇率先贬后升，预计短期人民币兑美元汇率双向波动幅度加大，但最低或贬至6.8，总体压力可控，下半年随着美元拐头向下，叠加中国经济基本面恢复强劲，预计人民币汇率重回升值，最高可至6.3。

货币政策当前以稳增长、保就业为首要目标，维持稳健略宽松，核心在宽信用，若宽信用效果不及预期，5年期LPR未来或仍有15BP下行空间。下半年货币政策相机抉择，预计随着央行首要目标由保就业切换为物价稳定，货币政策基调转向，货币端将有边际收紧，DR007将经历回归7天逆回购利率附近双向波动的过程，个别时段也可能加大波动幅度。

□ 外储环比增加，国际收支压力暂缓

5月我国官方外汇储备31277.8亿美元，环比增加约80.6亿美元，国际收支压力暂时缓解，核心受美元指数及美债收益率下行带来的估值因素影响。5月，美元指数由4月底的103.2下行至101.8，降幅1.4%；英镑兑美元基本持平于1.26，欧元兑美元由4月底的1.05升至1.80%至1.07，5月非美货币汇率波动对外储规模影响约+220亿美元；主要经济体债券收益率涨跌互现，5年期美债收益率较4月末下行11BP至2.81%，5年期英债收益率上行5BP至1.76%，5年期德债收益率上行9BP至0.77%，不同经济体债券收益率波动对外储影响相互对冲，对外储的综合影响较小。综合看，5月估值因素对外储的影响约+220亿美元，与外储数据环比上行直接相关。

外储上行意味着国际收支维持基本平衡，我们经验判断外储警戒线为3万亿美元，短期距离警戒线有一定安全边际，但需提示美元及美债走势后续仍存不确定性，二、三季度仍是国际收支平衡重要观察期，一旦外储逼近3万亿美元，或扰动货币政策。

□ 5月人民币汇率先贬后升，受美元走势和国内疫情演绎的主导

5月随着美联储加息缩表落地，美国经济衰退预期上升，叠加欧元区货币政策紧缩信号增强，美元指数自月中高点104.8回落，月末收于101.8；叠加国内疫情缓解及稳增长政策加码，经济基本面环比改善，5月人民币汇率先贬后升，最低贬至5月16日的6.8，月末回升至6.66，6月截至6日再次升值至6.65。5月CFETS人民币汇率指数回落幅度较大，自4月底的103.24降至5月末的100.08。

受国内疫情形势和美联储政策不确定性及中美利差倒挂（截至6月6日，10年中美利差倒挂26BP）的影响，预计短期人民币兑美元汇率将呈现双向波动幅度加大的特征，但最低或贬至6.8，总体压力可控。且一旦国际收支面临失衡压力，央行可能加强汇率调控工具及加强跨境资金流动宏观审慎管理等资本流动管理工具的使用，通过抑制汇率大幅贬值的方式稳定国际收支。

我们预计10年美债收益率受联储紧缩预期驱动可能在Q3最高上行至3.5%，美元指数短期仍可能进一步上行至105附近。下半年随着美元拐头向下，叠加中国经济基本面恢复强劲，经济增速回归6%上方，相比美国震荡下行的经济走势更具优势，预计人民币汇率重回升值，最高可至6.3。中长期看，我们坚定判断未来8-10年美元大周期下行、人民币汇率将进入升值通道。

□ 下半年货币政策相机抉择，货币端或边际收紧

我们认为下半年货币政策各项最终目标走势存在多重不确定性，政策基调将是相机抉择。短期看，为对冲疫情冲击，央行货币政策以稳增长、保就业为首要目标，维持稳健略宽松，核心在宽信用，我们认为若短期宽信用效果未有效显现，央行可能

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

继续引导 5 年期以上 LPR 下行，预计 5 年期以上 LPR 未来仍有 15BP 下行空间。我们认为今年央行将继续采取与 2020 年初疫情后相似的货币政策操作，通过增加再贷款额度促进信贷投放、缓解疫情冲击、保市场主体，后续增量工具重点关注新增再贷款。

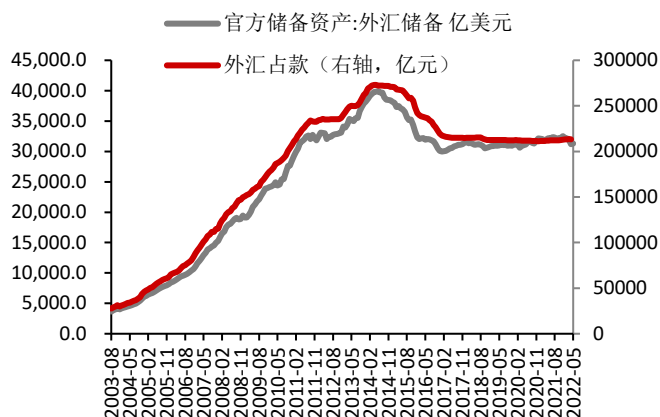
但下半年宽货币或有边际收敛。二、三季度国际收支平衡处于重要观察窗口期，一旦面临触及警戒线的风险，将牵制货币政策宽松；另外，随着大规模宽货币，债市杠杆率上行也成为边际变量；三季度重点关注物价，我们预计 CPI 后续走势是波动上行，9 月大概率上冲突破 3%，进入三季度，随着经济回暖、就业市场改善，尤其是 8 月中旬发布的 7 月调查失业率延续下行，保就业目标退出央行首要目标，而物价稳定重要性逐步提高，成为央行首要目标，货币政策基调转向，货币端将有边际收紧，DR007 将经历回归 7 天逆回购利率附近双向波动的过程，个别时段也可能加大波动幅度。

□ 黄金储备持平，维持长期看好

5 月黄金储备 6264 万盎司，继续持平前值。5 月随美元指数波动，金价先降后升，我们全年依旧看好黄金，尤其是下半美元下行将带动金价走高，下半年预计金价有望再次突破 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。

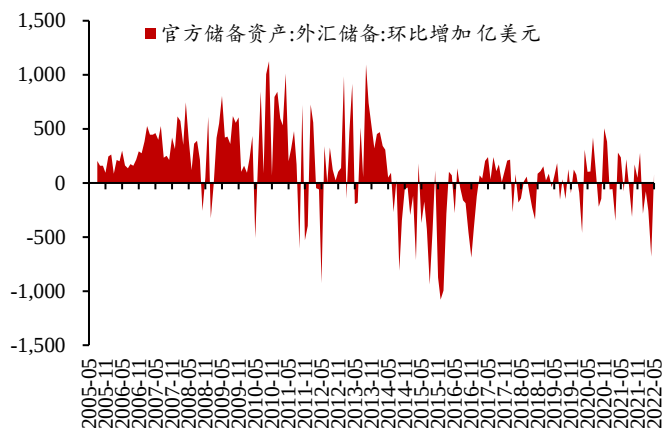
风险提示：美元与美债继续大幅上行，中美利差倒挂恶化，人民币汇率贬值与国际收支失衡相互强化。

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 2：5 月外汇储备环比微升



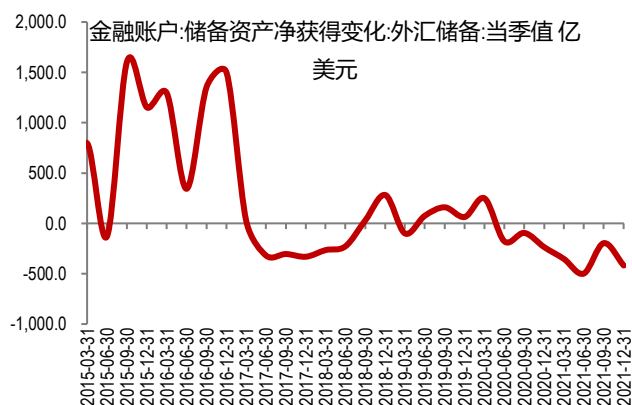
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：5 月人民币汇率先贬后升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：BOP 外汇储备项目走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：中美利差持续倒挂



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_42719

