

11 月外储：储备资产增持黄金

核心观点

2022 年 11 月我国官方外汇储备 31174.88 亿美元，环比增加 650.58 亿美元，国际收支平衡压力暂缓，数据波动主要受估值因素支撑，即非美货币相对美元升值及主要经济体国债收益率回落。我们认为短期看欧洲情况演变仍是美元走势的关键影响因素，进而影响人民币汇率，冬季欧债危机概率正逐步加大，美元可能再次走高，叠加国内疫情形势仍存不确定性，人民币汇率仍有可能阶段性承压，预计后续宽幅震荡的概率大。11 月黄金储备 6367 万盎司，前值为 6264 万盎司，这是自 2019 年 9 月以来我国储备资产首次增持黄金，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，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。我们此前持续强调“当前黄金具有较高配置价值”，后续仍坚定看好。

□ 外储环比上行，国际收支平衡压力暂缓

11 月我国官方外汇储备 31174.88 亿美元，环比增加 650.58 亿美元，稳定在 3 万亿美元上方，国际收支平衡压力暂有缓解。数据波动主要受估值因素支撑：其一，美元大幅贬值，非美货币相对美元升值，11 月美元指数由 10 月底的 111.6 大幅下行 5% 至 106；英镑兑美元由 10 月底的 1.15 升 5.2% 至 1.2，欧元兑美元由 10 月底的 0.99 升 5.3% 至 1.04，我们测算，11 月非美货币汇率波动对外储规模影响约 +750 亿美元。主要经济体债券收益率同步大幅下行，5 年期美债收益率较 10 月末下行 45BP 至 3.82%，5 年期英债收益率较 10 月末下行 33BP 至 3.2%，5 年期德债收益率较 10 月末下行 8BP 至 1.92%，我们测算债券收益率波动对外储约有 +350 亿美元的估值影响。综合看，估值因素对外储的影响约 +1100 亿美元，影响较大，虽然近期贸易顺差有所收敛，但国际收支保持了稳健。

□ 11 月美元指数下行，人民币汇率升值

10 月美国 CPI 回落略超预期，市场加息预期降温，11 月美元指数震荡下行，全月大幅回落 5%。11 月初，美元指数下行、国内央行边际收紧短端流动性均有利于缓解人民币汇率贬值压力，此后受 11 月 11 日防疫“二十条”发布及地产“十六条”政策预期的影响，基本面预期转向乐观，人民币汇率快速拉升，11 月 15 日月内最高升至 7.03，但此后国内疫情形势逐渐严峻，人民币汇率再次贬值，月末收于 7.14，全月升值 2.1%，而 CFETS 人民币汇率指数由 10 月末的 99.86 震荡下降至 11 月末的 97，降幅约 2.9%。

□ 短期欧债压力有加剧风险，美元可能再次走高，使得人民币汇率阶段性承压

我们认为短期看欧洲情况演变仍是美元走势的关键影响因素，进而影响人民币汇率，预计欧债压力仍有加剧风险，尤其是进入冬季，欧债危机概率正逐步加大，美元可能再次走高，叠加国内疫情形势仍存不确定性，人民币汇率仍有可能阶段性承压，因此预计人民币汇率后续宽幅震荡的概率大。一旦欧债危机爆发，美元或上冲至 120，预计时间点在 2023 年一季度。

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将是长周期升值的过程。

□ 继续提示关注汇率及国际收支的重要性

二十大报告重申建设现代中央银行制度，我们认为其核心要义之一是简化货币政策最终目标体系，我国货币政策最终目标体系将由过往的七目标简化为四目标，即：币值稳定、充分就业、金融稳定、国际收支平衡。其中，“币值稳定”对内

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 《中央政治局会议解读：夺回失去的时间》 2022.12.07

2 《2023 年宏观投资风险排雷手册---年度策略姊妹篇》

2022.12.07

3 《三问美国就业市场，劳动力紧张何时休？》 2022.12.07

体现为物价稳定，对外体现为汇率稳定，央行较为注重增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。我们预计当前人民币汇率维持双向波动，加大波动幅度，短期内贬值压力仍未完全消除，仍需密切关注。对于国际收支，我们使用外储作为跟踪指标，根据历史数据走势，我们认为外储经验性警戒线或为3万亿美元，预计美元指数存在继续上行风险，进而冲击外储估值，当前国际收支平衡的重要性仍然较高。

□ 预计货币政策基调高频切换状态延续至2023年一季度

我们坚持当前货币政策首要目标在稳增长保就业、金融稳定、汇率及国际收支间高频切换，政策基调将在稳健略宽松及稳健中性间灵活切换的判断，该状态预计将延续至2023年一季度。预计2023年初仍有较强稳增长保就业诉求，央行可能采取定向降准。二季度起，经济形势趋稳、汇率贬值压力及国际收支失衡风险也将有所缓解，货币政策首要目标缺失，政策基调转变为稳健灵活适度。全年看，2023年货币政策宽松幅度将较2022年边际收敛，工具以结构性调控为主，侧重定向引导、精准滴灌。

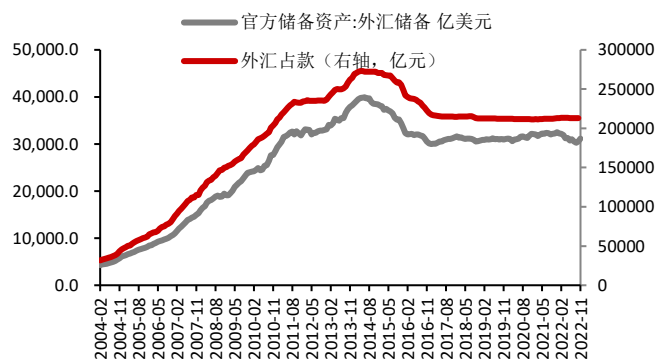
□ 黄金储备三年后首次增长，维持坚定看好

11月黄金储备6367万盎司，前值为6264万盎司，这是自2019年9月以来我国官方储备资产首次增持黄金。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。我们此前持续看多黄金，在前期报告中多次强调：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；未来全球央行转向宽松驱动实际利率回落也将对黄金形成提振。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。当前我们仍坚持此判断，坚定看好黄金走势。

□ 风险提示

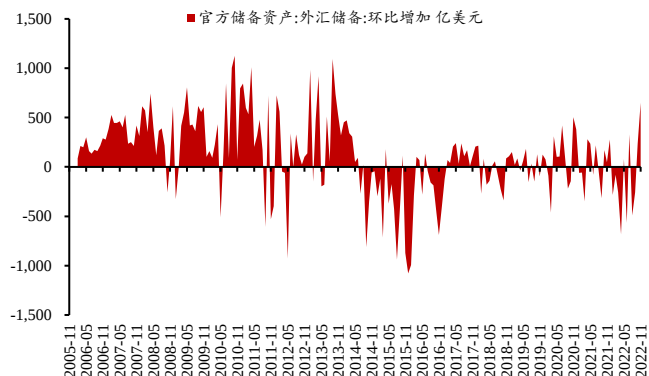
欧洲主权债务压力加大，美元继续上行，国内疫情不确定性持续升温，经济基本面大幅承压，人民币汇率形成单边贬值预期，与资本流出相互强化引发国际收支失衡风险。

图1: 外汇储备、外汇占款走势



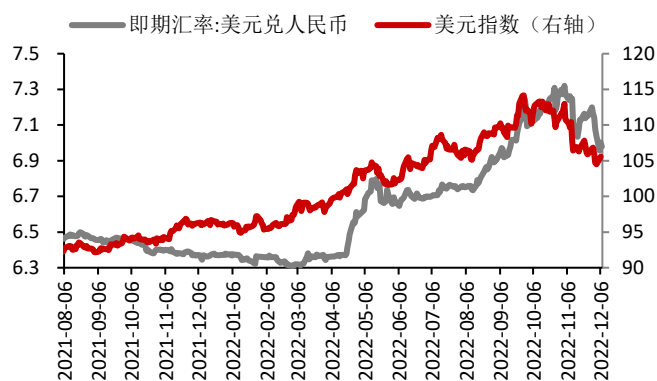
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 11月外汇储备环比增加



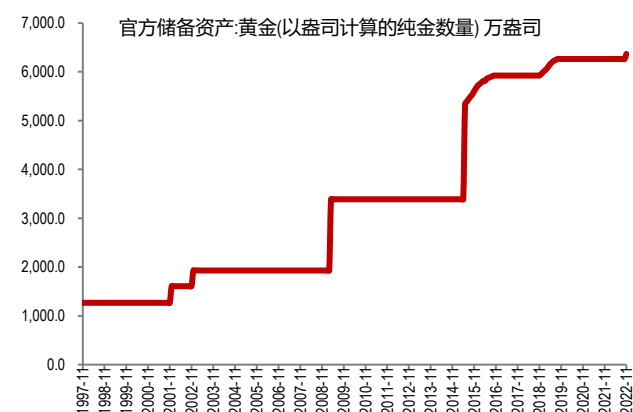
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 11月美元指数下行, 人民币汇率升值



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 2022年11月黄金储备增长, 这是自2019年9月以来首次增持



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

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_49892

