

宏观研究/动态点评

2019年08月08日

李超 执业证书编号: S0570516060002
 研究员 010-56793933
 lichao@htsc.com

孙欧
 联系人 sunou@htsc.com

相关研究

- 1《宏观: 人民币汇率破七不必惊慌》2019.08
- 2《宏观: 中美贸易摩擦对经济有负面冲击》2019.08
- 3《宏观: 行为更鸽派, 言论更鹰派》2019.08

外储负增长主因估值因素, 资本流出暂时无忧

2019年7月官方外汇储备点评

核心观点

7月份我国官方外汇储备 31037 亿美元, 比上月减少 155 亿美元, 结束连续两个月的增长, 但我们认为 7 月外储回落主因估值因素, 目前我国国际收支仍维持基本平衡。人民币汇率短期受事件性因素驱动显著, 迅速贬值破 7, 我们认为后续汇率走势核心看资本流出压力, 如果资本流出压力加大, 央行可能加强调控, 此时人民币可能重回升值。同时, 人民币快贬值比慢贬要好, 慢贬更容易造成资本跨境趋势性流出。7 月已经是央行连续第 8 个月增持黄金, 我们坚持此前观点, 继续坚定看好后续黄金投资机会。

7月官方外储出现负增长

央行数据显示, 2019 年 7 月份我国官方外汇储备 31037 亿美元, 比上月减少 155 亿美元, 结束连续两个月的增长, 但我们认为 7 月外储回落主因估值因素, 外汇储备的变动是国际收支的一个表现, 我们认为目前我国国际收支仍维持基本平衡。SDR 口径 7 月官方外汇储备 22565.49 亿 SDR, 环比增加 128 亿 SDR。人民币汇率短期受事件性因素驱动显著, 随着贸易摩擦升温, 迅速贬值破 7, 我们认为后续汇率走势核心看资本流出压力, 如果资本流出压力加大, 央行可能加强调控, 此时人民币可能重回升值。

7月官方外汇储备回落主要受估值因素影响

7 月份, 美元指数由 6 月末的 96.19 上涨 2.47% 至月底的 98.57; 欧元兑美元由 6 月末 1.1372 下跌 2.6% 至月底 1.1076; 美元兑日元由 6 月末的 107.84 下跌 0.87% 至月底 108.77。我们模型测算显示, 汇率变动估值对储备影响约为 -240 亿美元。7 月, 美日欧国债收益率涨跌互现, 债券收益率对估值影响较为中性。7 月份 5 年期美债收益率单月上行 8BP 至 1.84%; 5 年期德债全月下行 7BP 至 -0.73%; 5 年期日债全月上行 1BP 至 -0.25%, 全球债券收益率对储备估值影响基本中性。综合考虑汇率和债券收益率变动对外储估值的影响, 我们认为外储 7 月下行主因来自估值因素, 暂时无需担忧资本流出问题。

汇率快速贬值比缓慢贬值好

本周人民币对美元汇率快速走高跌破 7 心理关口, 我们认为人民币汇率破 7 不必惊慌, 汇率是货币政策的中介目标, 国际收支平衡是最终目标, 最终目标比中介目标更为重要, 汇率不存在一个明确需要调控的点位, 关键是否出现大规模的资本流出。我们认为, 人民币快贬值比慢贬要好, 慢贬更容易造成资本跨境趋势性流出。由于汇率贬值容易与资本流出形成负反馈, 我们预计加强跨境资本流动的宏观审慎管理是近期必然趋势。

人民币汇率与股债的关系关键看资本是否流出

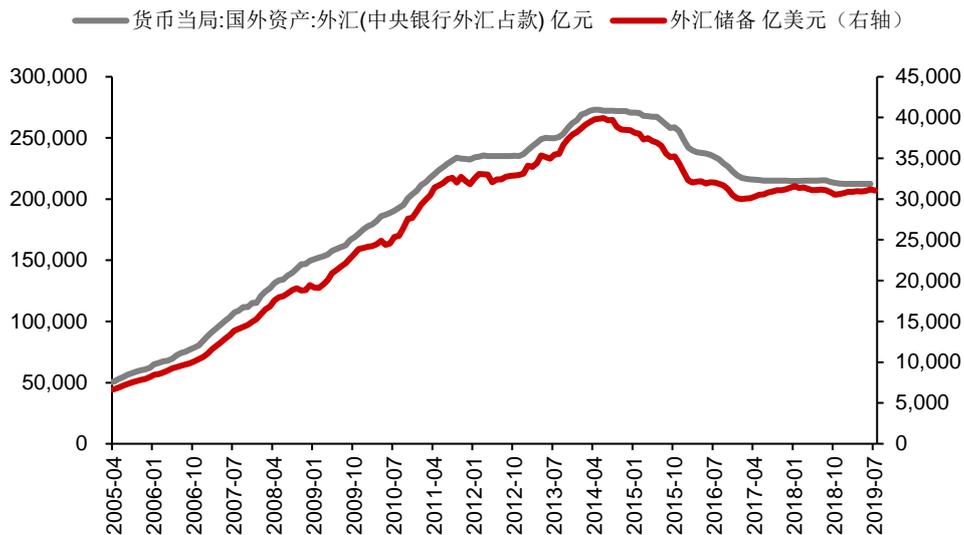
人民币贬值如果伴随资本较大幅度流出, 就是资产价格重估逻辑, 冲击股票估值, 对股市形成利空。但如果不伴随资本流出, 反而有利于改善出口型企业的基本面, 对其股价可能是利好。根据利率平价理论, 由于存在套利平价, 本币贬值相当于为本币利率下行 (远期) 扩大了空间。同时, 被动的快速贬值往往伴随着经济基本面预期下修, 而经济基本面预期回落一般有利于债市利率下行。但如果贬值的同时伴随较大幅度的资本流出, 债券同样将面临资产价格重估的逻辑, 对债券价格形成利空。

持续看好黄金投资机会

7 月官方黄金储备 6226 万盎司, 环比增加 32 万盎司, 央行连续第 8 个月增持黄金。7 月底据彭博报道, 外管局回应增持黄金储备的原因称“黄金储备一直是各国国际储备多元化构成的重要部分。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”。我们在此前的报告中即持续看好黄金走势: 1) 美元指数走弱 2) 市场高波动性 3) 实际利率下行, 在此逻辑下, 我们仍然坚定看好后续黄金走势。

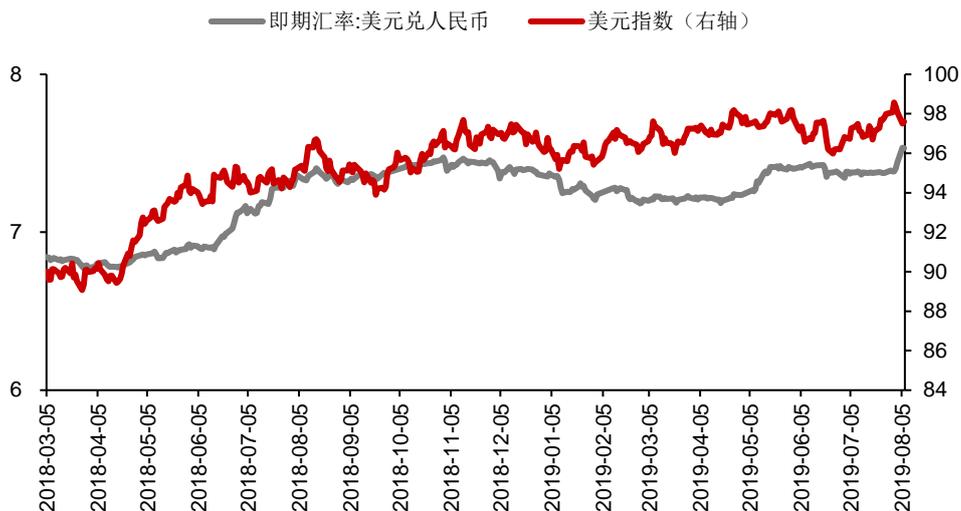
风险提示: 人民币汇率贬值引发资本流出压力, 国际收支平衡出现压力。

图表1： 外汇储备、外汇占款走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 人民币汇率、美元指数走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

人民币汇率贬值引发资本流出压力，国际收支平衡出现压力。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

公司评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

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_10894

