

1 月外储：无需担忧人民币汇率贬值压力

核心观点

2022 年 1 月我国官方外汇储备 32216.3 亿美元，环比减少约 285.4 亿美元，维持 3.2 万亿上方稳定水平，我国国际收支基本平衡，数据环比下行主要受估值因素影响，实际上若剔除估值因素影响，外储环比仍表现为正增长。1 月美元指数先降后升，人民币兑美元汇率 1 月 26 日之前延续升值，26 日最高收于 6.32，创 2018 年 5 月份以来新高，但月末受联储超预期鹰派及美元快速拉升影响有所走贬。预计短期美元指数继续高位震荡，而中美利差近期快速回落已经进入 80-90BP 合意区间，人民币汇率是否存在大幅贬值压力？我们认为无需担忧，首先，1 月 28 日 CFETS 人民币汇率指数达到历史峰值 103.43，说明人民币相对一揽子货币保持升值，仍具内生性升值动力；其次，在宽信用+经济基本面回暖的影响下，我国国债收益率也将走高，无需担忧中美利差下探低点可能带来大的人民币贬值压力或扰动国内货币政策，总体预计人民币维持双向波动但将保持韧性。2022 年全年看，我们预计联储加息力度或不及预期，美元指数年内将重回下行通道并下探 90，随着美元拐头向下，叠加中国经济基本面较为强劲，维持人民币汇率下半年升值至 6.1 的判断。

□ 外储环比下行，国际收支维持基本稳定

1 月我国官方外汇储备 32216.3 亿美元，环比减少约 285.4 亿美元，维持 3.2 万亿上方稳定水平，我国国际收支基本平衡，数据环比下行主要受非美货币汇率相对美元贬值及主要国家债券收益率上行等估值因素影响：1 月，美元指数由 12 月底的 96.0 升至 96.6；英镑兑美元由 12 月底的 1.35 贬 0.7%至 1.34；欧元兑美元由 12 月底的 1.14 贬值 1.8%至 1.12，1 月非美货币汇率变动对我国外储规模影响约为-240 亿美元。主要经济体债券收益率均有较大幅度上行，1 月 5 年期美债收益率上行 36BP 至 1.62%，5 年期英债收益率上行 35BP 至 1.12%，5 年期德债收益率上行 18BP 至 0.32%，债券收益率波动对外储约有-370 亿美元的影响，综合看估值因素对 1 月外储环比波动影响约为-600 亿美元，若剔除估值因素影响，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 年三季度维持增长，且 2021 年涨幅有所扩大。2021 年 11、12 月的央行外汇占款也出现较此前更大幅度的环比增量，分别新增 354.4 和 257.8 亿人民币。

□ 议息会议构成拐点，人民币出现阶段性贬值

1 月美元指数先降后升，26 日议息会议前与上月基本持平甚至小幅下滑，主因联储紧缩预期已逐步反映在外汇价格中及英国加息预期迅速强化，但此后受乌克兰危机催化避险情绪及美联储议息会议超预期鹰派表述影响，美元连续两日涨破 97，再创年内新高。1 月 26 日之前人民币兑美元汇率延续升值，主要受国内各项积极因素支撑，如政策发力稳增长预期逐步强化，地方两会陆续披露较高经济增速目标，国家及地方重大项目开工提速，央行降息支持实体经济，出口保持韧性，国际资金延续流入及季节性结售汇等，26 日最高收于 6.32，创 2018 年 5 月份以来新高。27 日受联储超预期鹰派及美元快速拉升影响人民币走贬，月末收于 6.36 较上月末略升。1 月 CFETS 人民币汇率指数维持高位震荡，1 月 28 日达到历史峰值 103.43，说明人民币相对一揽子货币保持升值，其他货币相对美元贬值幅度较人民币更大，人民币仍具内生性升值动力。

□ 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，我们维持此前判断，短期联储加息预期可能驱使美元指数继续高位震荡，人民币汇率维持双向波动但将保持韧性。但预计 2022 年受美国通胀逐步回落和美股回调风险的影响，美国加息力度或不及预期（全年仅 3 月加息 1 次难见缩表），叠加欧洲补库即将滞后于美国启动、英国率先连续加息、欧洲紧缩预期强化，2022 年美元指数预计重回下行通道并下探 90。对于人民币汇率，国内基本面及逆周期政策有强支撑，短期即使有贬值压力也不会形成冲击，预计将在合理均衡水平上保持

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

相关报告

韧性，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。

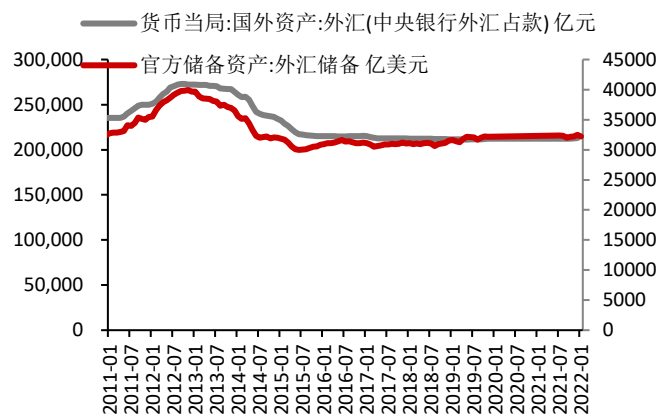
1 月中美利差继续回落，26 日利差降至 86BP 年内低点，进入 80-90BP 合意区间，对于后续走势，预计 Q1 美债收益率在短期美国通胀尚未见顶、联储可能通过缩表和加息的时间幅度进一步传递鹰派态度的影响下继续上行，高点可能触及 2%，见顶时间预计位于 3 月；而受我国大规模宽信用+经济上行影响，我国 10 年期国债收益率 Q1 也将大幅走高，一季度末附近达到高点 3.2%，上行幅度超美债，因此中美利差低位难以持续，无需担忧其可能带来的大幅贬值压力。同时，今年中美两国货币政策大概率背离，我们继续强调联储政策收紧不会影响我国货币政策宽松节奏。中长期看，人民币兑美元长期走势与美元周期密切相关，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

1 月黄金储备 6264 万盎司，继续持平前值。1 月，乌克兰局势紧张、市场担忧 Omicron 变种病例激增威胁全球经济复苏等因素提振了黄金的避险需求，黄金价格小幅上涨，但月底受美元拉升和美债收益率走高影响，金价承压快速回落，全月收跌于 1791.6 美元/盎司。近期大宗供给端仍可能受限，商品价格走势仍存不确定性，而美元大概率高位震荡，黄金或维持震荡格局，短期核心关注一旦地缘政治摩擦加剧对金价的拉动。全年看，在美元中枢整体下行、美债实际收益率后期回落的情况下，预计 2022 年金价整体呈上行趋势并再次突破 2000 美元关口。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。

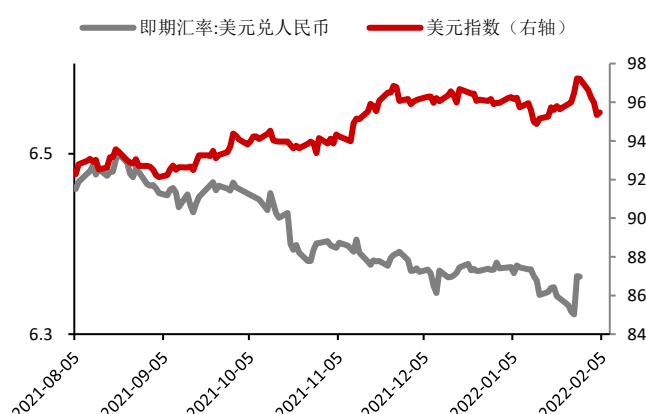
风险提示：我国货币政策宽松节奏和力度继续加大，国内外货币政策大幅失衡，短期中美利差大幅下行，可能触发汇率贬值与资本流出压力。

图 1：1 月外汇储备环比下行



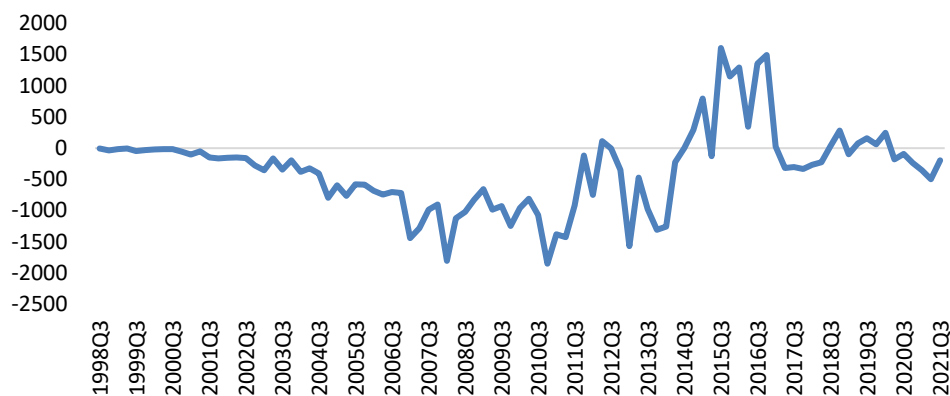
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：1 月美元指数先降后升，人民币兑美元汇率月末贬值



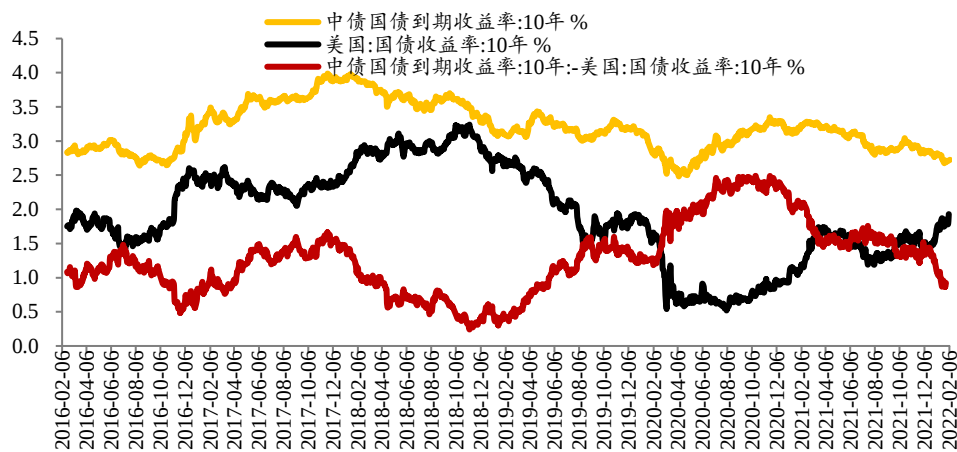
资料来源：Wind，浙商证券研究所

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：中美利差近期继续回落



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_37090

