

4月外储：二季度是国际收支平衡重要观察期

核心观点

2022年4月我国官方外汇储备31,197.2亿美元，环比减少约682.74亿美元，为2016年11月以来最大环比回落幅度，我们重申3月外储解读中的重要判断“国际收支二季度进入观察期”。4月外储回落仍主要受估值因素影响，尤其是非美货币相对美元贬值及主要经济体国债收益率大幅上行，总体看，短期外储距离警戒线仍有一定安全边际，我国国际收支维持基本平衡，但二季度为重要观察期，5月初以来美元指数及相关经济体国债收益率继续上行，一旦外储逼近3万亿美元，或扰动货币政策，央行也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。

□ 外储环比下行主要受估值因素拖累，二季度是国际收支平衡重要观察期

4月我国官方外汇储备31,197.2亿美元，环比减少约682.74亿美元，回落幅度较大，主要受估值因素影响，尤其是非美货币相对美元贬值及主要经济体国债收益率大幅上行。4月，美元指数由3月底的98.4继续走高至103.2，涨幅4.9%；英镑兑美元由3月底的1.31贬4.3%至1.26，欧元兑美元由3月底的1.1贬4.7%至1.05，4月非美货币汇率波动对外储规模影响约-700亿美元；4月俄乌危机持续，全球大宗商品价格仍处高位，受全球通胀压力及央行紧缩预期升温影响，主要经济体债券收益率同步上行，5年期美债收益率较3月末上行50BP至2.92%，5年期英债收益率上行29BP至1.71%，5年期德债收益率上行28BP至0.68%，我们测算债券收益率波动对外储约有-500亿美元的估值影响，综合看，4月单估值因素对外储的影响已有约-1200亿美元。不过若剔除估值因素，外储环比仍表现为正增长。

总体看，我们经验判断外储警戒线为3万亿美元，短期距离警戒线仍有一定安全边际，我国国际收支维持基本平衡，但二季度为重要观察期，5月初以来美元指数及相关经济体国债收益率继续上行，一旦外储逼近3万亿美元，或扰动货币政策。

□ 4月人民币汇率大幅贬值，预计后续仍有一定贬值空间但总体可控

4月俄乌危机持续、中国疫情管控力度加强，均继续强化美国通胀压力及联储收紧预期，联储鹰派信号频出，受此影响美元指数一路攀升，于28日达到月内高点103.7。疫情防控使得我国国内基本面不确定性升温，尤其是4月18日发布的一季度GDP增速及3月宏观数据反映疫情对经济扰动相对较大，市场担忧全年GDP增速目标值的完成难度，叠加中美利差持续倒挂，人民币兑美元汇率自4月19日起大幅贬值，4月18日数值收于6.37，月底已贬至6.59，全月贬值幅度3.8%。5月截至6日再次走贬至6.68，而离岸人民币兑美元汇率已破6.7；CFETS人民币汇率指数4月先升后降，月中达到峰值105.1，月末收于103.2。

我们认为二季度人民币兑美元汇率将呈现双向波动幅度加大的特征，随着美元指数和美债收益率上行（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），人民币后续仍有一定贬值空间，但幅度总体可控。

2022年下半年，预计随着美元拐头向下，叠加中国经济基本面恢复强劲，预计人民币汇率重回升值。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。

□ 国际收支较汇率更重要

我们再次重点提示，对于内外平衡的问题，国际收支相比汇率更重要，只要国际收支没有失衡压力，央行没有一定要守的汇率点位。二季度为国际收支的重要观察期，一旦逼近警戒线，国际收支面临失衡风险，可能对货币政策构成较大扰动，央

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

行也可能加大对汇率的调控力度，通过迅速扭转人民币汇率贬值预期的方式实现国际收支平衡目标。

近期央行也在有意引导情绪，4月25日，央行公告决定自今年5月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点，自9%下调至8%，我们认为有助于从情绪层面抑制汇率持续贬值预期。在引导汇率方面，央行可使用的工具有：提高外汇风险准备金率、动用外储直接在银行间外汇市场调节外汇市场供求、干预离岸市场流动性、发行离岸央行票据、使用外汇掉期等；在资本流动管理方面，央行可采用严查资本流出、打击高报进口、加强跨境资金流动宏观审慎管理、企业结售汇引导等方式，但相比汇率调控工具的主动性和效果或相对较弱。

□ 短期货币政策首要目标仍为稳增长保就业，预计短期仍有降息概率

我们认为在外储仍有一定安全边际的情况下，当前我国货币政策仍以稳增长保就业为首要目标，4月末的政治局会议也提出“用好各类货币政策工具。要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度”，因此预计货币政策仍有宽松空间，降息仍有可能，汇率贬值一定程度上也可发挥宏观经济和国际收支自动稳定器功能，为国内货币政策留出宽松空间。

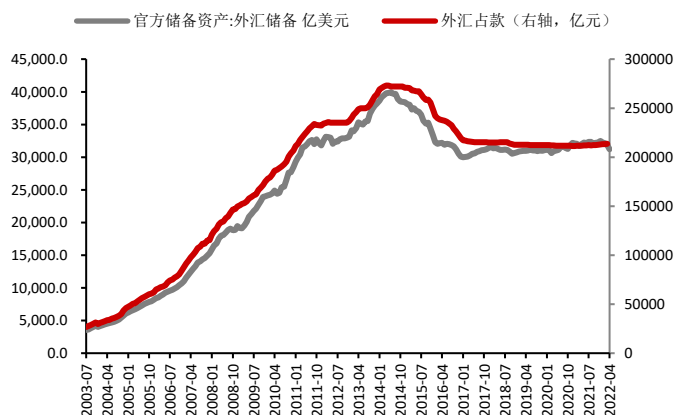
4月初以来，DR007维持低位运行，且呈现中枢明显、持续下行的特征，始终低于7天逆回购利率的2.1%，5月7日再次收于1.55%低位，我们认为这是央行存在降息概率的前瞻性信号。降息核心目的一是助企纾困，降低企业融资成本，二是降低融资成本也将刺激实体部门贷款需求，央行降低政策利率后，LPR也将随之下降，预计当前至5月16日是央行降息窗口期，考虑到联储加息等因素，降息幅度不宜过大，预计降息10BP左右。

□ 黄金储备持平，维持长期看好

4月黄金储备6264万盎司，继续持平前值。年初以来，乌克兰危机提振黄金避险需求，但俄乌冲突逐渐常态化，对金价的支撑减弱，符合我们此前的判断，4月受美元上行及实际利率走高压制，金价先升后降。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。

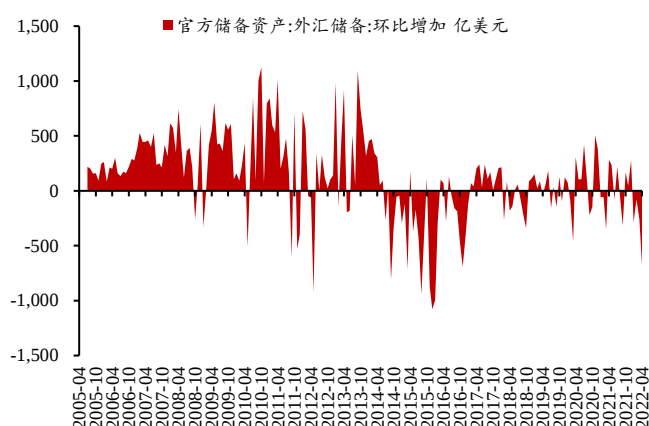
风险提示：国内疫情不确定性持续升温，经济基本面大幅承压，叠加中美利差倒挂，人民币汇率形成单边贬值预期，与资本流出相互强化引发国际收支失衡风险。

图 1：外汇储备、外汇占款走势



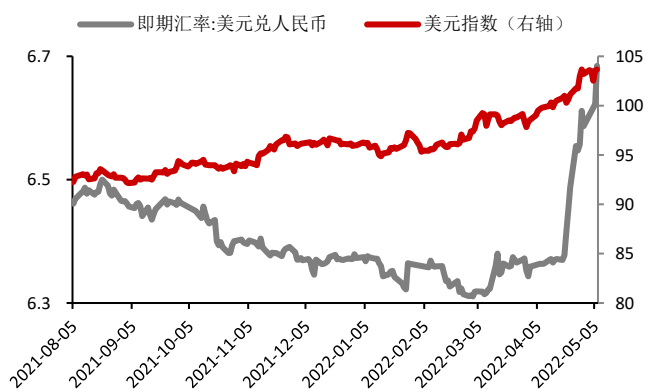
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：4 月外汇储备环比下行幅度较大



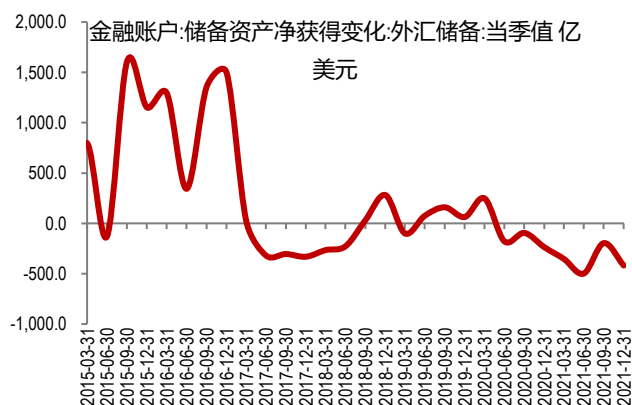
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：4 月人民币汇率大幅贬值



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

4.0 % ———— 美国：国债收益率：10 年 % 3.40

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_41341

