

6月外储：继续提示国际收支处于重要观察期

核心观点

2022年6月我国官方外汇储备30712.7亿美元，环比减少约565.1亿美元，降幅较大主因估值因素影响，尤其是非美货币相对美元贬值及主要经济体国债收益率上行。我们经验判断外储警戒线为3万亿美元，短期距离警戒线已经较近，尤其是近期美元再次走高，已经突破107关口，再次重点提示国际收支平衡仍处于重要观察窗口期，一旦外储逼近3万亿美元，将掣肘当前货币政策宽松节奏。

进入7月，受欧洲经济前景恶化预期影响，欧元走弱，推动美元大幅上行，当前已超107，预计美元指数Q3可能挑战110，Q4逐步回落，年末可能回至100附近。但即便在美元进一步上行，人民币贬值压力仍可控制，维持年内人民币汇率低点在6.8附近，年末回归至6.3的判断。6月美元指数涨幅2.9%，人民币对美元汇率微贬0.55%，美元强劲中人民币也保持了韧性，体现我国疫后经济修复的支撑，CFETS人民币汇率指数也有回升。

□ 外储环比下行主要受估值因素拖累

6月我国官方外汇储备30712.7亿美元，环比减少约565.1亿美元，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。6月，美元指数由5月底的101.8继续走高至104.7，涨幅2.89%；英镑兑美元由5月底的1.26贬3.35%至1.22，欧元兑美元由5月底的1.07贬2.34%至1.05，5月非美货币汇率波动对外储规模影响约-380亿美元；6月受欧洲对俄制裁推动油价继续上行、全球通胀压力升温及相关经济体货币政策紧缩预期强化影响，主要经济体债券收益率同步上行，5年期美债收益率较5月末上行20BP至3.01%，5年期英债收益率较5月末上行19BP至1.95%，5年期德债收益率较5月末上行26BP至1.03%，我们测算债券收益率波动对外储约有-270亿美元的估值影响，综合看，6月单估值因素对外储的影响已有约-650亿美元，6月外储环比回落主要可用估值因素解释。

我们经验判断外储警戒线为3万亿美元，短期距离警戒线已经较近，尤其是近期美元再次走高，已经突破107关口，再次重点提示国际收支平衡仍处于重要观察窗口期，一旦外储逼近3万亿美元，将掣肘当前货币政策宽松节奏。

□ 6月人民币汇率总体震荡，预计后续仍有一定贬值空间但总体可控

6月受俄乌冲突持续、欧盟加强对俄制裁等因素影响，美国通胀预期再次强化，尤其是5月美国CPI达到8.6%的年内峰值，超市场预期，美联储紧缩预期强化，6月加息75BP，美元指数在6月先升后降，总体涨幅2.9%，进入7月，受欧洲经济前景恶化预期影响，欧元走弱，其在美元指数中占比近60%，推动美元大幅上行，当前已超107。

6月人民币对美元汇率微贬0.55%收于6.69，波动幅度明显弱于美元，美元强劲中人民币也保持了韧性，体现我国疫后经济修复的支撑。CFETS人民币汇率指数也有所回升，自5月底的100.08升至6月末的102.01。

我们预计美联储三季度仍将保持较强的鹰派调控，在美国通胀年内可能再破前高的背景下，7月加息幅度大概率仍是75BP，如果俄乌危机导致通胀进一步超预期不排除加息幅度逼近100BP的可能性，另外，受美联储紧缩预期和欧元疲软影响，美元指数Q3可能挑战110，Q4逐步回落，年末可能回至100附近。因此，预计三季度人民币兑美元汇率仍将双向波动、个别阶段呈现一定贬值压力，但即便在美元进一步上行的背景下，人民币贬值压力仍可控制，我们维持前期观点，年内低点预计位于6.8附近，年末预计回归至6.3。一方面源于特朗普对华加征的竞争性关税可能于近期出现调降，对人民币形成利好。7月5日刘鹤副总理已与美国财长耶伦通电话探讨相关事宜，中美外长也计划于G20外长会议中会晤（7月7日-7月8日）。另一方面，我国下半年经济持续复苏，GDP同比增速持续上行与美国GDP走势相反，

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

基本面优势将支撑人民币兑美元汇率。另外，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。

□ 关注国际收支对货币政策的扰动

短期看，当前货币政策仍以稳增长保就业为首要目标，维持稳健略宽松的政策基调，核心仍在宽信用。但我们提示关注下半年宽货币或有边际收敛，时间点在 8-9 月，进入 8 月需密切关注 DR007 回归中枢水平 2.1% 的节奏。货币政策收紧的驱动因素在于保就业与稳物价两项最终目标相对重要性的切换，而若国际收支面临失衡风险，也将是重要影响因素。

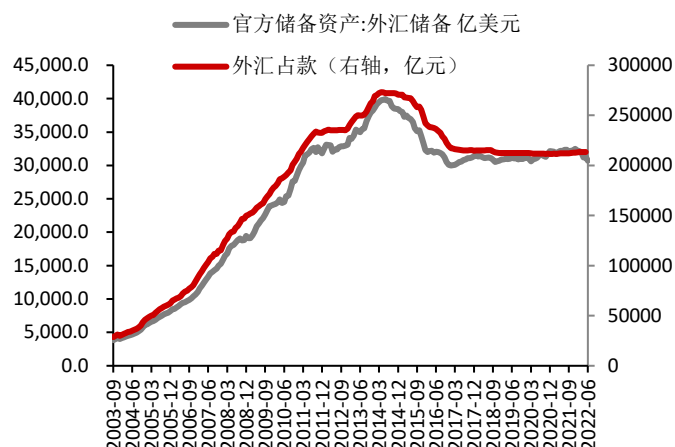
进入三季度，随着经济回暖、就业市场改善，预计在疫情后期经济和就业市场环比修复中，7 月调查失业率也将延续下行，并降至年度目标值 5.5% 附近。其次，三季度稳物价的重要性将有所提高，预计 CPI 后续波动上行，8 月就有上冲突破 3% 的风险，预计 9 月达到全年高点 3.5% 左右。由此，央行首要目标将由稳增长保就业切换为物价稳定，货币政策基调由稳健略宽松有边际转紧，综合两项指标，判断时间点在 8 月-9 月。此外，二、三季度国际收支平衡处于重要观察窗口期，一旦面临触及警戒线的风险，将牵制货币政策宽松。货币政策转向将主要体现为货币端的收紧，即 DR007 将经历回归 7 天逆回购利率附近双向波动的过程，若物价存在阶段性较大上行压力，DR007 个别时段也可能加大波动幅度。

□ 黄金储备持平，三季度进入配置窗口期，维持长期看好

6 月黄金储备 6264 万盎司，继续持平前值。我们认为三季度黄金将逐渐进入配置窗口期，下半年伦敦金可能挑战年内前高。从下半年宏观环境的潜在演化路径来看，黄金是下半年我们重点看好的大类资产。如果欧洲债务压力发酵，避险情绪将推升金价上行；如果欧债问题得以平稳解决则美元和美债实际收益率的回落同样利好黄金。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。

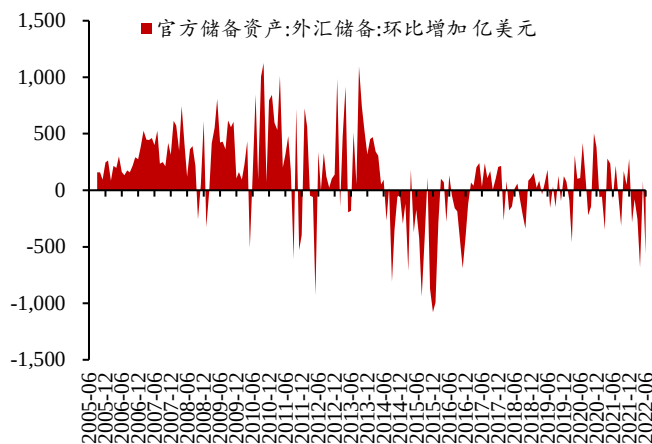
风险提示：美元与美债继续大幅上行，人民币汇率贬值与国际收支失衡相互强化。

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 2：6 月外汇储备环比下行幅度较大



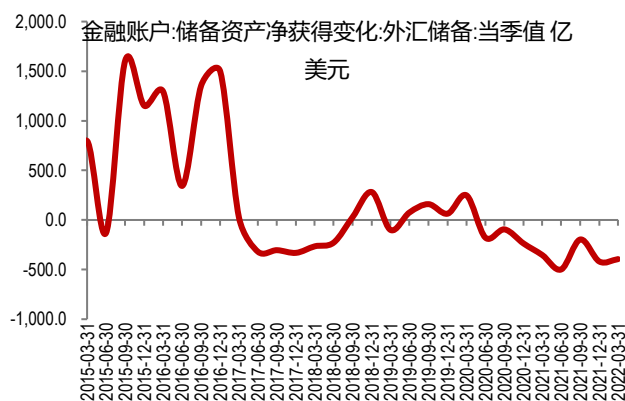
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：6 月美元指数上行，人民币汇率震荡



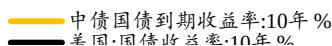
资料来源：Wind，浙商证券研究所

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_43676

