

## 8月外储：继续关注国际收支平衡

### 核心观点

8月我国官方外汇储备30548.81亿美元，环比减少491.9亿美元，美元升值导致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这两项估值因素的拖累较大，估算约有-1200亿美元，但近几个月贸易顺差持续强劲，对冲掉了部分估值冲击。

近期欧洲能源压力进一步加剧，全球央行年会联储释放鹰派信号，叠加美国强劲就业数据，美元指数一路攀升，人民币兑美元汇率大幅走贬，我们认为未来欧洲情况演变仍是美元走势的关键影响因素，短期欧债压力有加剧风险，美元走势可能维持高位震荡，使得人民币汇率继续承压。但值得关注的是，若外储回落逼近警戒线（经验判断为3万亿美元），即国际收支平衡承压，央行将通过稳定汇率的方式稳定国际收支，汇率贬值压力将适度缓解。

#### □ 外储环比下行主要受估值因素拖累

8月我国官方外汇储备30548.81亿美元，环比减少491.9亿美元，美元升值导致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这两项估值因素的拖累较大，估算约有-1200亿美元，但近几个月贸易顺差持续强劲，对冲掉了部分估值冲击。8月，美元指数由7月底的105.8继续走高至108.7，涨幅2.7%；英镑兑美元由7月底的1.22贬4.55%至1.16，欧元兑美元由7月底的1.02贬1.68%至1.01，我们测算，8月非美货币汇率波动对外储规模影响约-340亿美元。进入8月，异常干旱气候以及欧洲天然气供给短缺等因素使得能源价格重拾升势、全球通胀交易升温倒逼欧央行紧缩预期升温，同时，欧债风险进一步提升、Jackson Hole年会鲍威尔略显鹰派讲话也推升美联储紧缩预期，主要经济体债券收益率同步大幅上行，5年期美债收益率较7月末上行60BP至3.30%，5年期英债收益率较7月末上行118BP至2.83%，5年期德债收益率较7月末上行77BP至1.30%，我们测算债券收益率波动对外储约有-880亿美元的估值影响，综合看，单估值因素对外储的影响已有约-1200亿美元，8月外储环比回落主要受估值因素拖累，而稳定较强的贸易顺差起到了对冲作用。

我们经验判断外储警戒线为3万亿美元，短期距离警戒线较为接近，近期美元指数及相关经济体国债收益率继续上行，仍需密切关注国际收支平衡，一旦外储逼近3万亿美元，央行可能通过稳定汇率走势的方式以实现国际收支平衡的目标，也可能扰动货币政策。

#### □ 8月以来人民币汇率贬值压力升温，CFETS一篮子汇率指数相对稳定

7月末联储议息会议信号偏鸽派、叠加美国7月CPI数据回落，月初美元指数小幅回落至8月11日的低点105.1，但8月欧洲能源压力进一步加剧，全球央行年会联储释放鹰派信号，受此影响美元指数此后一路攀升，于22日达到月内高点109，进入9月，美国8月非农就业仍强且工资时薪环比上涨导致通胀压力仍大均继续强化美联储紧缩预期，月初以来美元持续走强，当前接近110大关。

国内8月极端高温天气多发、地产停贷事件仍存不确定性叠加疫情延续多点散发，经济预期承压，8月央行再次降息，下调逆回购、MLF利率10BP，国内外货币政策基调背离及美元指数上行推动人民币汇率贬值，8月人民币兑美元汇率自12日起持续走贬，全月贬2.3%至月底的6.89，9月以来最低已贬至6.98，短期“破7”压力加大。8月CFETS人民币汇率指数相对稳定，由7月末的102.6降至8月末的101.6，降幅1%小于美元人民币双边汇率。

近期汇率贬值压力升温，央行也有意引导。首先，9月5日央行宣布自2022年9月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即由现行8%下调至6%，这是今年5月15日（下调1%）后第二次下调。我们认为此次下调一则从

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 《8月数据预测：经济边际转暖》 2022.09.01
- 2 《8月PMI：经济呈现弱复苏态势》 2022.08.31
- 3 《工业盈利再下探，地产不振有约束——2022年1-7月工业企业盈利数据的背后》 2022.08.27

情绪层面抑制汇率持续贬值预期，二则直接增加银行间外汇市场上的外汇供给，稳定汇率走势。其次，9月5日的国务院政策例行吹风会上，刘国强副行长也针对汇率问题进行积极沟通，他指出人民币长期的趋势是明确的，短期看双向波动是一种常态，有双向波动，不会出现“单边市”。

#### □ 短期欧债压力有加剧风险，美元可能维持高位，使人民币汇率继续承压

未来欧洲情况演变仍是美元走势的关键影响因素，近期欧债压力驱动美元大幅反弹符合我们前期判断，我们预计短期看欧债压力有加剧风险，美元走势可能维持高位震荡，使得人民币汇率继续承压。但值得关注的是，若外储回落逼近警戒线（经验判断为3万亿美元），即国际收支平衡承压，央行将通过稳定汇率的方式稳定国际收支，汇率贬值压力将适度缓解。

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。

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。

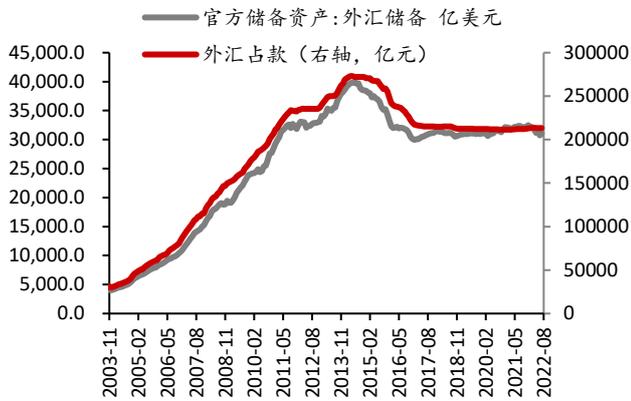
#### □ 黄金储备持平，Q3是重要的配置窗口期，维持长期看好

8月黄金储备6264万盎司，继续持平前值。受美元走势影响，黄金价格全月先升后降，中旬强势美元回归、美债收益率走高，金价承压快速回落。我们继续强调Q3是重要的配置窗口期，欧洲潜在的债务风险会强化黄金的配置价值，下半年伦敦金可能挑战年内前高。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。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。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

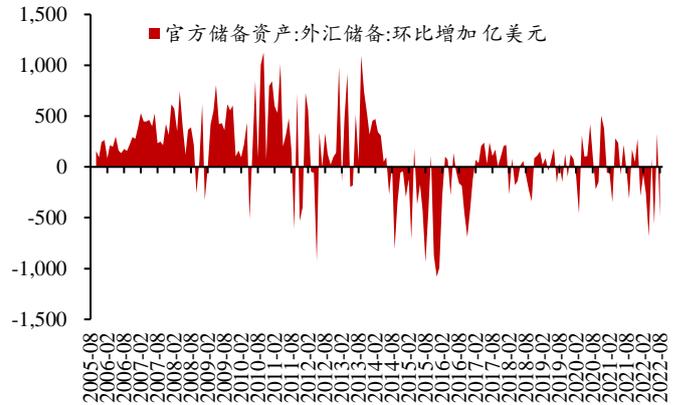
欧洲主权债务压力加大，国内疫情不确定性持续升温，经济基本面大幅承压，叠加中美利差倒挂，人民币汇率形成单边贬值预期，与资本流出相互强化引发国际收支失衡风险。

图1： 外汇储备、外汇占款走势



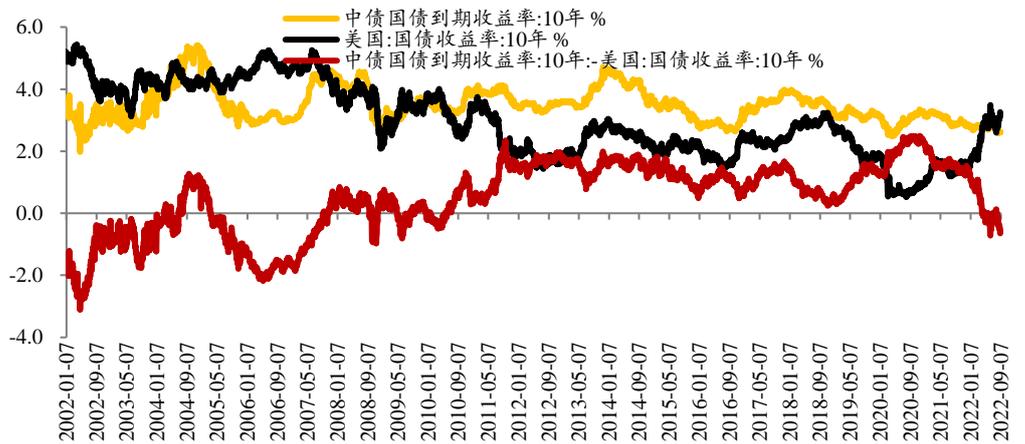
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2： 8月外汇储备环比减少



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3： 中美利差倒挂深化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4： 8月美元指数走强，人民币汇率大幅贬值

—— 即期汇率:美元兑人民币    ——— 美元指数 (右轴)

图5： BOP 外汇储备项目走势

2,000.0    金融账户:储备资产净获得变化:外汇储备:当季值 亿美元

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\\_45825](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45825)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn