

1月外储：预计短期人民币汇率维持震荡

核心观点

2023年1月我国官方外汇储备31844.62亿美元，环比增加567.71亿美元，自2022年10月以来连续4个月正增长，国际收支平衡压力继续缓解。1月美元指数震荡下行，全月降幅约1.3%，叠加国内疫情过峰、经济修复及预期改善，人民币汇率全月升值2.8%收于6.76。我们维持人民币汇率短期震荡、全年升值的判断，二季度起升值趋势或更加明确，全年最高有望升至6.6。对于货币政策，短期关注央行短端流动性调控，核心指标为DR007，当前宽信用政策延续，继续提示1月信贷“开门红”超预期，2023年全年看，预计货币政策将以结构性调控为主，总体宽松幅度或较2022年边际收敛。

□ 外储环比上行，国际收支平衡压力继续缓解

2023年1月我国官方外汇储备31844.62亿美元，环比增加567.71亿美元，自2022年10月以来连续4个月正增长，国际收支平衡压力继续缓解。1月外储变动主要可用估值因素解释：其一，美元指数继续回落，非美货币相对美元保持升值，2023年1月美元指数由去年12月底的103.5下行1.3%至102.1，英镑兑美元由12月底的1.21升1.86%至1.23，欧元兑美元由12月底的1.07升1.5%至1.09，我们测算，1月非美货币汇率波动对外储规模影响约+240亿美元。其二，主要经济体债券收益率出现不同程度下行，5年期美债收益率较12月末下行36BP至3.63%，5年期英债收益率较12月末下行41BP至3.21%，5年期德债收益率较12月末下行22BP至2.25%，我们测算债券收益率波动对外储约有+400亿美元的估值影响。综合看，估值因素对外储的影响约+640亿美元，外储的环比增量几乎可用估值因素解释。

虽然近期我国贸易顺差有所收敛，对国际收支支撑有所降低，但去年末起，部分银行将2007至2008年后用于交存部分人民币存款准备金的外汇资金置换回人民币形式来交存存款准备金，也将推升外汇占款及外汇储备，2022年11、12月我国外汇占款环比分别增加636和939亿元人民币，为2014年初以来的峰值水平。资本流动方面，今年1月我国股市行情与外资流入相互强化，全月北向资金合计净流入1413亿元，相比去年12月的350亿元大幅增长。

□ 1月美元指数延续下行，人民币汇率大幅升值

1月初美元指数短暂走高，6日公布的2022年12月就业数据显示非农、失业率较具韧性，但新增非农创近两年低值、薪资增速回落使市场加息预期有所降温，美元指数随之迅速回落；月末公布美国四季度GDP数据，增长略超预期但内需分项偏弱，市场预期美国下半年衰退风险仍难以规避；1月末美联储加息25BP、加息步伐放缓，与市场预期一致，本次会议基调偏中性，总体看，美元指数全月震荡下行，降幅约1.3%。

国内方面，1月国内疫情过峰，基本面逐渐向好，多地人员流动、工业生产有所修复，春节期间部分高频数据明显改善，叠加国外经济衰退预期、美元走弱及外资流入的强化（此外也不排除预期因素主导下一定程度的“超调”），人民币汇率继续大幅升值，1月末收于6.76，全月升幅达到2.8%，1月16日日内最高升至6.69，此后走势波动性加大。CFETS人民币汇率指数也由去年12月末的98.67升至1月末的99.8，涨幅约1.2%。

□ 预计人民币汇率短期维持震荡、全年升值

我们在1月19日发布的深度报告《人民币汇率升值与外资流入——夺回失去的牛市系列十》中提出“我们认为1月随着高频数据推动预期改善，汇率走势不排除一定程度的‘超调’，也因此我们预计汇率短期或有调整，走势可能重回震

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 《疫后重点关注年轻人消费——夺回失去的牛市系列研究十一》 2023.02.04
- 2 《通胀回落给予海外市场乐观的底气——欧央行1月议息会议传递的信号》 2023.02.03
- 3 《联储态度仍中性，但政策有加速转向可能——美联储1月议息会议传递的信号》 2023.02.02

荡，但不改全年升值、最高有望升至 6.6 的判断，二季度起升值趋势将得到进一步确认”。从 1 月 19 日至今的汇率走势看，我们的短期观点得到了逐步验证。

我们坚持短期人民币汇率或维持震荡，但全年看升值的观点。短期看震荡，其一是消化前期预期推动的较大涨幅；其二，年初国内宏观数据真空期，相关数据对汇率的影响将较为中性，2 月我国调查失业率或环比走高，但 2 月中旬即将公布的金融数据大概率超预期较强；其三，美元走势扰动因素较多。2 月以来美元走升，我们认为美元 2 月的决定因素在日本，3 月的决定因素在欧洲，2 月 10 日日本首相可能提名新任日央行行长候选人，两大领跑人选中雨宫正佳相对偏鸽派，中曾宏相对偏鹰派，提名人员将影响美元短期走势；3 月欧央行的缩表计划将正式启动，其将对欧洲的主权债务压力构成明显挑战，3 月也是全年欧债到期压力较大的月份之一，可能导致欧洲债务压力的交易情绪发酵从而对美元形成支撑。

2023 年全年看，预计中美经济“比差逻辑”下中国明显占优，将推动人民币汇率升值与资本流入相互强化，人民币汇率最高有望升至 6.6。

中长期来看，我们坚持认为人民币相对美元渐进升值。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。

□ 后续关注央行短端流动性调控

近期汇率及国际收支对货币政策的影响趋弱，但我们认为央行短期采取降准、降息的概率均不高，一是我国经济基本面弱修复趋势较为清晰，二是预计 1 月信贷“开门红”较为乐观。2 月以来，DR007 在 7 天逆回购利率（2%）附近波动，水平有上有下，2 月 6、7 日分别收于 2% 和 2.14%，节后资金面紧平衡，我们提示后续密切跟踪 DR007 表现（如是否出现一、两周时间维度的持续性中枢抬升）以判断央行流动性调控思路是否发生明确边际变化。

宽信用维度，我们认为当前宽信用政策延续，2023 年全年看，根据中央经济工作会议“精准有力”的部署，预计 2023 年货币政策将以结构性调控为主，侧重定向引导、精准滴灌，总体宽松幅度或较 2022 年边际收敛，预计 2023 年末信贷、社融、M2 同比增速分别为 10.5%、10.3%、9%。

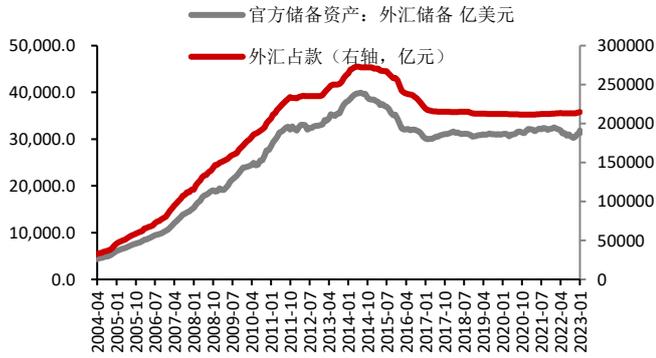
□ 继续增持黄金，维持坚定看好

2023 年 1 月黄金储备 6512 万盎司，前值为 6464 万盎司，黄金储备连续三个月净增长。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。我们认为增持黄金充分体现央行从市场化角度优化储备资产结构的配置思路。我们此前持续看多黄金，在前期报告中多次强调：**当前黄金具有较高配置价值，欧债潜在压力将利多黄金，主要源于避险逻辑；未来全球央行转向宽松驱动实际利率回落也将对黄金形成提振。**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。当前我们仍坚持此判断，坚定看好黄金走势。

□ 风险提示

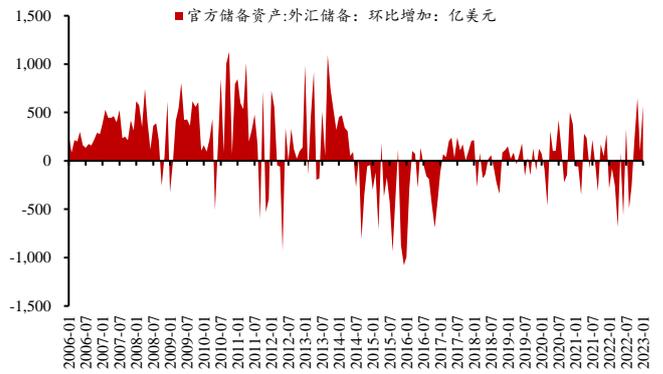
欧洲主权债务压力加大，美元继续上行；节后失业压力升温、国内疫情形势变化，导致经济基本面再次承压，人民币汇率形成单边贬值预期，与资本流出相互强化引发国际收支失衡风险。

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: 2023年1月外汇储备环比增加



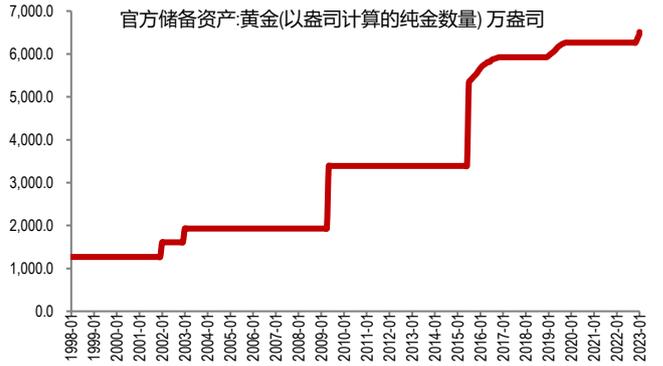
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 2023年1月美元指数下行, 人民币汇率升值



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 2023年1月黄金储备增长, 连续三月增持



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

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_52063

