

2018年06月08日

核心外储稳定，短期汇率压力不改长期趋势

——2018年5月外汇储备数据点评

相关研究

外储和汇率无忧，货币政策仍有良好环境

——2018年4月外汇储备数据点评

2018-05-08

证券分析师

邱涤凡 A0230516090002
qiudf@swsresearch.com

联系人

余子珍
(8621)23297818x7595
yuzz@swsresearch.com

结论或者投资建议：

- 中国5月以美元计价的外储规模为31106亿美元，环比下降142亿美元。

原因及逻辑：

- **估值效应拖累，核心外储稳定。**5月美元指数加速上行，当月涨幅2.34%，汇兑损益因素对外储产生较大负贡献，拖累外储下降约292亿美元。此外，5月海外主要国债收益率明显下降，美国、日本、欧元区、英国10年期国债收益率分别下行12bp、2bp、23bp和17bp。考虑到5月份海外主要国债价格普涨部分抵消了汇兑损益的拖累，若剔除估值效应和价格波动的影响，我们估算核心外储增量仍延续3月和4月的态势，在0附近小幅增减，显示我国当前没有资本外流压力。
- **短期压力不改人民币汇率稳中有升趋势。**5月份美元指数上行，人民币对美元相应出现贬值，但人民币贬值幅度仅0.9%，连续两个月小于美元升值幅度，人民币维持偏强态势。中期来看，随着美元指数仍重新回归低位震荡，维持年底美元兑人民币汇率在6.3的判断。人民币CFETS指数5月呈先扬后抑走势，在美元升值的背景下基本保持稳定。我们重申一揽子汇率的走势较双边汇率更能反映人民币的实际定价和市场预期。在国内风险显著降低，经济基本稳定的大背景下，一篮子汇率震荡上升的趋势不变。
- **货币政策立足于国内，仍有降准空间。**今年货币政策的总基调在于配合宏观稳杠杆和结构性去杠杆，而为了确保社融结构的优化，缓和商业银行负债压力和稳定市场预期是最重要的两大任务。因此，我们预计年内仍有1-2次降准空间，将根据商业银行流动性和信贷投放情况择机而动。我们认为，无需过度担忧汇率和资本外流对国内货币政策的制约。总体来看，人民币一篮子汇率仍在震荡上行的大趋势中，外储和跨境资本流动均没有太大的问题，国内货币政策仍具有良好的环境。



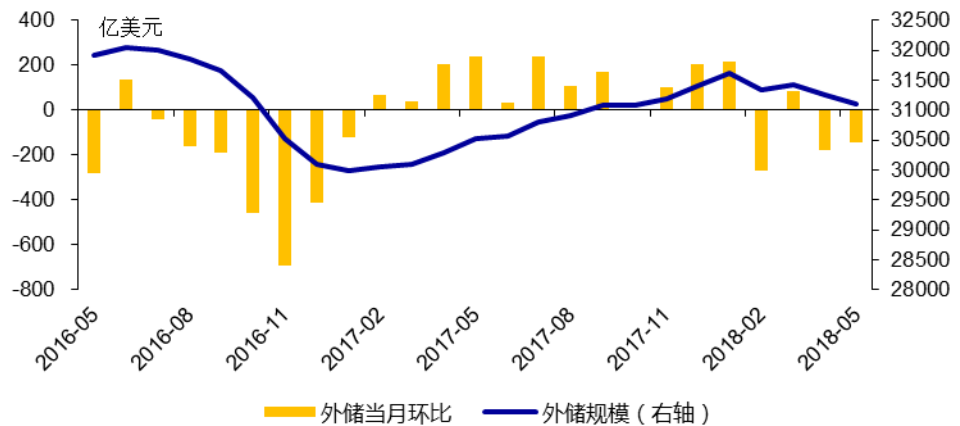
申万宏源研究微信服务号

1. 估值效应拖累，核心外储稳定

5月美元指数加速上行，当月涨幅2.34%，汇兑损益因素对外储产生较大负贡献，拖累外储下降约292亿美元。此外，5月海外主要国债收益率明显下降，美国、日本、欧元区、英国10年期国债收益率分别下行12bp、2bp、23bp和17bp。

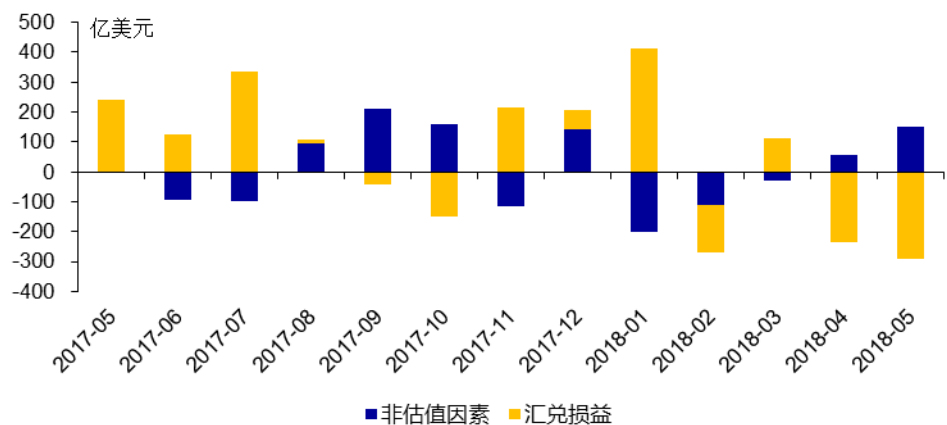
考虑到5月份海外主要国债价格普涨部分抵消了汇兑损益的拖累，若剔除估值效应和价格波动的影响，我们估算核心外储增量仍延续3月和4月的态势，在0附近小幅增减，显示我国当前没有资本外流压力。

图 1：5月外储环比下降



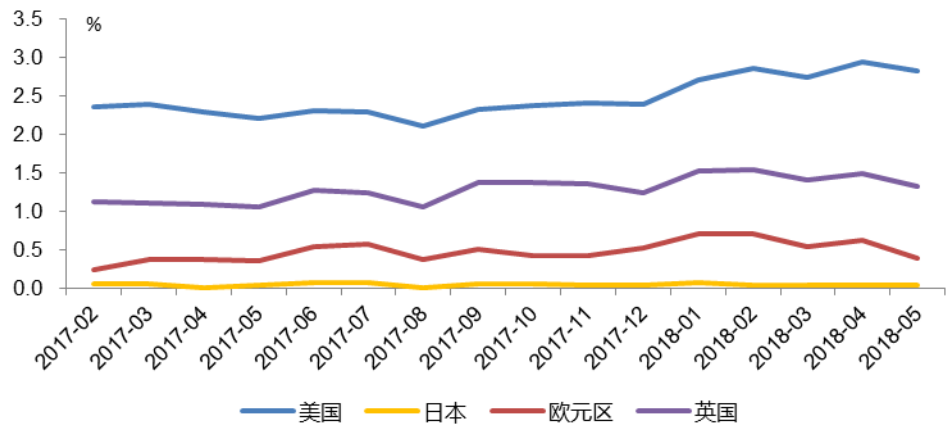
资料来源：WIND，申万宏源研究

图 2：非估值部分核心外储增加



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 3：海外主要经济体 10 年期国债收益率集体下降

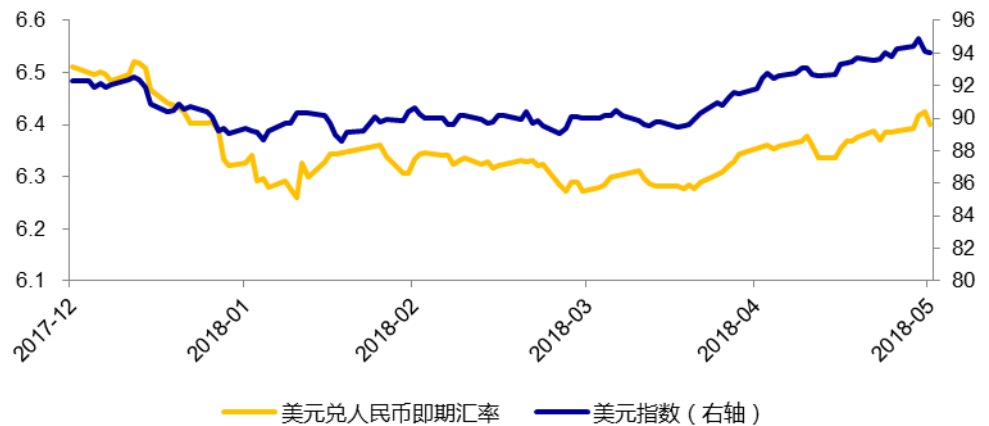


资料来源：WIND，申万宏源研究

2. 短期压力不改人民币汇率稳中有升趋势

5 月份美元指数上行，人民币对美元相应出现贬值，但人民币贬值幅度仅 0.9%，连续两个月小于美元升值幅度，人民币维持偏强态势。中期来看，随着美元指数仍重新回归低位震荡，维持年底美元兑人民币汇率在 6.3 的判断。

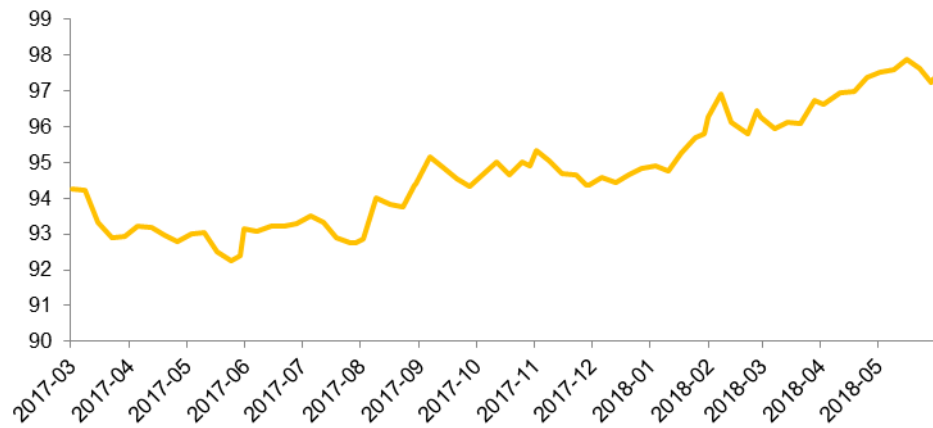
图 4：今年来人民币呈现偏强态势



资料来源：WIND，申万宏源研究

人民币 CFETS 指数 5 月呈先扬后抑走势，在美元升值的背景下基本保持稳定。我们重申一揽子汇率的走势较双边汇率更能反映人民币的实际定价和市场预期。在国内风险显著降低，经济基本稳定的大背景下，一篮子汇率震荡上升的趋势不变。

图 5：CFETS 人民币汇率指数震荡上升

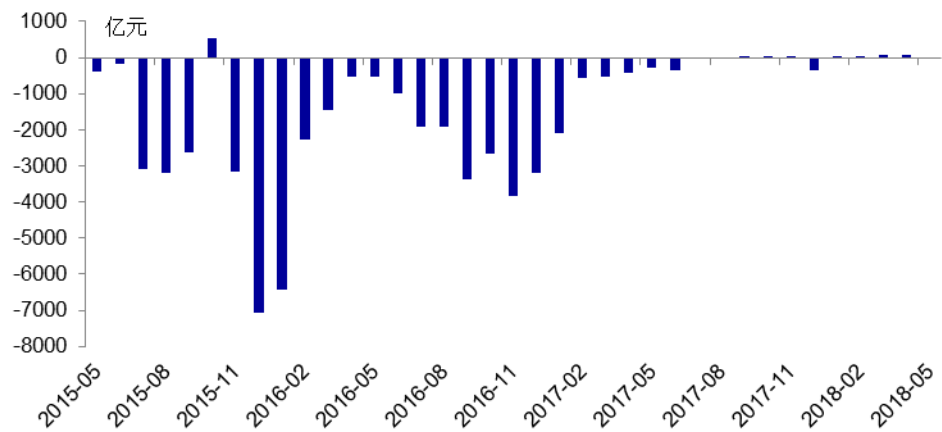


资料来源：WIND，申万宏源研究

3. 货币政策立足于国内，仍有降准空间

今年货币政策的总基调在于配合宏观稳杠杆和结构性去杠杆，而为了确保社融结构的优化，缓和商业银行负债压力和稳定市场预期是最重要的两大任务。因此，我们预计年内仍有 1-2 次降准空间，将根据商业银行流动性和信贷投放情况择机而动。我们认为，无需过度担忧汇率和资本外流对国内货币政策的制约。总体来看，人民币一篮子汇率仍在震荡上行的趋势中，外储和跨境资本流动均没有太大的问题，国内货币政策仍具有良好的环境。

图 6：外汇占款趋于均衡，国内货币政策将保持独立



资料来源：WIND，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。