



中美关税升级

对人民币和金价内外强弱的影响

联系人 李婷、吴晨曦
电子邮箱 li.t@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

主要观点：

- 人民币兑美元汇率贬值期间，内盘金价的走势并不一定强于外盘
- 近期内盘金价明显强于外盘，主要是受到市场对人民币贬值的强烈预期，以及沪期金主力合约移仓换月的影响
- 金价内强外弱的格局不会持续
- 从现在的中美利差指向的汇率估值水平来看，人民币不会持续贬值，难以“破7”。
- 今年人民币走势明显受到北向资金流动的影响

5月9日至10日，在第十一轮中美经贸高级别磋商期间，美方对2000亿美元中国输美商品加征的关税从10%升至25%，并计划对额外3000亿美元中国商品加征25%关税。5月13日，中国决定自2019年6月1日0时起，对已实施加征关税的600亿美元清单美国商品中的部分，提高加征关税税率，分别实施25%、20%或10%加征关税。

中美贸易再掀波澜，离岸人民币汇率一周之内贬值超千点，且在美元指数走弱的情况下大幅贬值。于此同时，国际金价依然保持窄幅震荡走势，而国内黄金的价格却已经走出V型反转的态势，再现去年中美贸易摩擦期间外强内弱的格局。

目前中美贸易摩擦再度升级的情况下，黄金内强外弱的格局的是否会持续？为什么人民币会出现快速贬值？2018年人民币持续大幅的情形是否会重演？

一、人民币贬值期间，内盘金价强于外盘吗？

1、去年人民币兑美元汇率贬值期间，内盘金价的走势弱于外盘

从2018年3月27日至2018年10月31日之间长达半年的人民币对美元汇率贬值期间，人民币兑美元汇率贬值幅度为11.13%，期间COMEX金主力合约的跌幅为9.56%，而沪期金主力合约的跌幅为0.33%，国内金价相对于外盘的涨幅并未达到人民币兑美元贬值的幅度，可见，剔除人民币贬值的影响，国内金价的走势并不是外盘，而是弱于外盘。

图表1：2018年人民币兑美元汇率贬值幅度及内外盘金价变化

| | 2018/3/27 | 2018/10/31 | 涨跌幅 |
|----------|-----------|------------|-------|
| 人民币兑美元汇率 | 6.2785 | 6.9775 | 11.13 |
| COMEX 金 | 1344.6 | 1216.1 | -9.56 |
| 沪期金 | 275.8 | 274.9 | -0.33 |

资料来源：Wind，铜冠金源期货

再观察中美第四轮经贸谈判未达成一致后，中美双方互相加征关税这段时间人民币快速贬值这段时间。在从2018年6月15日至2018年7月19日期间，人民币兑美元汇率贬值幅度为5.19%，期间COMEX金主力合约的跌幅为4.27%，而沪期金主力合约的跌幅为1.22%，国内金价相对于外盘的涨幅也小于人民币兑美元贬值的幅度。同样可见，剔除人民币贬值的影响，国内金价的走势并不是外盘，而是弱于外盘。

图表2：2018年6-7月人民币兑美元汇率贬值幅度及内外盘金价变化

| | 2018/6/15 | 2018/7/19 | 涨跌幅 |
|----------|-----------|-----------|-------|
| 人民币兑美元汇率 | 6.4405 | 6.775 | 5.19 |
| COMEX 金 | 1277 | 1222.5 | -4.27 |
| 沪期金 | 273.65 | 270.3 | -1.22 |

资料来源：Wind，铜冠金源期货

由以上分析可见，中美关税升级期间，国内金价表现得强于外盘，完全是因为人民币贬值的影响。但沪期金相对 COMEX 金的涨幅并不及人民币贬值的幅度。

2、今年国内金价走势强于外盘的原因

今年 5 月 6 日，特朗普推特上发文宣布加征关税开始，人民币快速贬值，再现去年中美贸易摩擦升级期间的情形。对比人民币对美元汇率贬值和国内外金价的变化，可以发现，近期国内金价的走势明显强于 COMEX 金价。

究其原因，其一，可能是近期市场对人民币贬值的强烈预期所导致的。

从远期人民币汇率上涨幅度明显大于即期人民币汇率幅度，可见目前市场对人民币贬值的预期非常强烈，这会导致国内资金买入黄金对冲人民币贬值的损失，扩大了内外盘金价的价差。

图表 3：2019 年 5 月人民币至今兑美元汇率贬值幅度及内外盘金价变化

| | 2019/5/6 | 2019/5/16 | 涨跌幅 |
|----------|----------|-----------|------|
| 人民币兑美元汇率 | 6.7606 | 6.8836 | 1.82 |
| COMEX 金 | 1282.3 | 1287 | 0.37 |
| 沪期金 1906 | 282.7 | 289 | 2.23 |
| 沪期金 1912 | 286.25 | 292.33 | 2.12 |

资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

图表 4 即期人民币和远期人民币走势



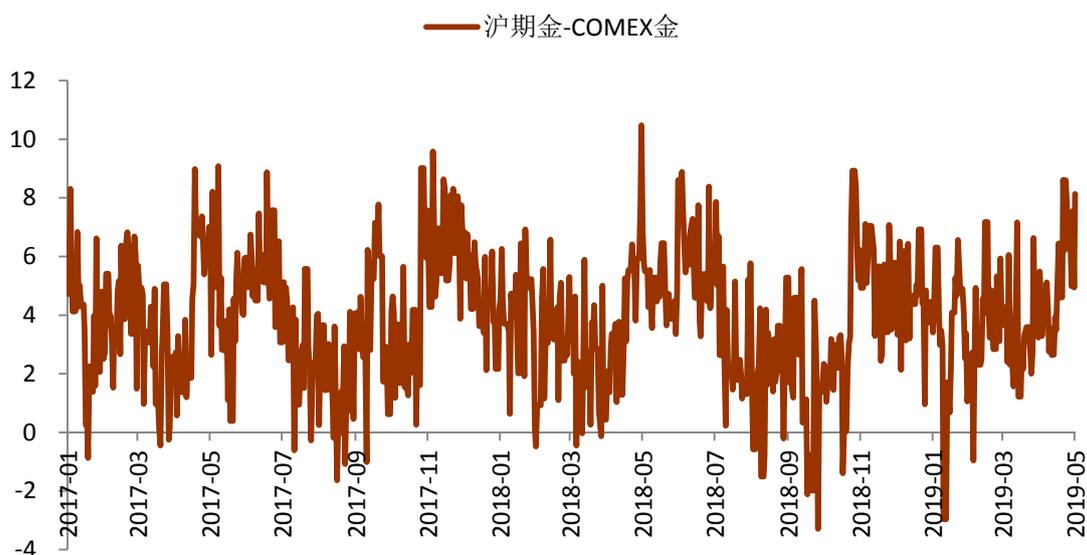
资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

其二，沪期金移仓换月也扩大了内外盘金价的价差变化。

把 COMEX 金的单位换算成跟国内一致后，再观察内外盘金价的价差，可以发现较为明显的规律：内外盘金价的价差的高点都出现在 5 月和 11 月。这正好是沪期金主力合约移仓换

月的时间点，因为国内黄金期货目前仅有 6 月和 12 月合约成交活跃，则黄金的货币属性使得黄金期货合约总是处于正向结构，远期合约价格总是高于近期合约，所以导致了国内外金价的价差呈现很明显的半年规律。目前正好处于 5 月，沪期金主力从 6 月合约移仓换月到 12 月份合约，内外盘价差扩大与符合历史规律。

图表 5 上海现货铜升贴水走势



资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

二、为什么人民币会快速贬值？

在中美贸易摩擦升级期间，人民币出现大幅贬值，主要有以下三个原因：

其一，中美贸易摩擦升级，导致市场避险情绪升温。2000 亿关税的税率提升以及随后可能的 3250 亿美元关税加征，会对两国经济造成一定影响。根据 IMF 的测算，对中美之间所有贸易征收 25% 的关税，将使美国的 GDP 下降 0.3%-0.6%，使中国的 GDP 下降 0.5%-1.5%。对未来经济的担忧使得资金流出、人民币汇率贬值。

其二，中美谈判出现反复，中方维护汇率稳定的意愿降低。此前中美谈判中，美方时人民币汇率有一定诉求，为了促成谈判，中国也有意愿将维持人民币汇率的稳定。而今谈判出现裂痕，作为向对方施压的手段之一，人民币贬值会对美国的威胁形成一定反制。

其三，人民币汇率贬值有利于缓解部分关税压力。汇率的贬值可以使得出口商品竞争力更强，对冲掉一部分加征关税的压力。所以，与 2018 年类似，中美贸易摩擦每次升级，都会伴随人民币贬值。

三、今年人民币会持续贬值吗？

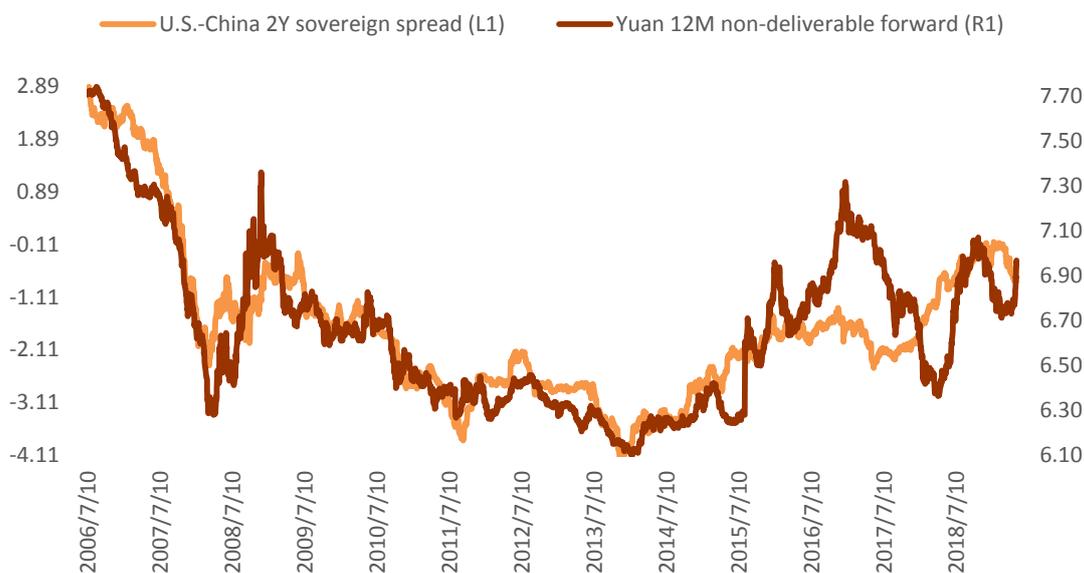
我们在 2 月 18 日的宏观周报提出，《人民币将再度贬值》。人民币汇率在 6.7 一线维持两个月后，在最近一个月迅速贬值到 6.9 附近。

当前情境，与去年 6 月中旬美方决定加征关税后，人民币汇率的一波急贬有相似之处，但市场供求的主导性更强。

中美利差影响汇率的理论依据在于利率平价公式下的套利。虽然资金流动受到一定的限制，但是当利润空间高于某个水平时，多种间接途径产生的套利必然发生。因此也产生了汇率最终的回归。从现在的中美利差指向的汇率估值水平来看，人民币不会持续贬值，难以“破 7”。即使人民币短期“破 7”之后也会回归。

需要注意的是，这个思路用以判断汇率的回归，却无法直接衡量汇率的偏离。汇率的偏离因素是多方面的，如 2018 年年初的巨幅升值带来的偏离，主要驱动因素是大量企业发行美元债券，而美元的回流推高了人民币的需求，人民币因此升值。而人民币的升值又降低了借贷债的成本，进一步促进了这个循环。

图表 6 远期人民币走势与中美两年期国债利差变化



资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

从资金面看，今年年初的人民币汇率变化更多源于股市低估后外资的涌入。外资不仅获得股市上涨的收益，还同时获得货币升值的双重收益。而离到一定程度后，自然引发了汇率的回归，而汇率的回归过程恰好叠加了中美谈判的背景。近期沪深股通合计的北向资金呈净流出状态，这与年去 9-10 月宣布征税后的情况类似。但从去年的情况看，一旦贸易冲突缓和，资金又会重新流入。接下来，如果贸易冲突出现转机，也可能再次推动海外资金流入。

图表7 人民币汇率和沪深股北向资金流动变化



资料来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

结论:

- 1、人民币兑美元汇率贬值期间，内盘金价的走势并不一定强于外盘
- 2、近期内盘金价明显强于外盘，主要是受到市场对人民币贬值的强烈预期，以及沪期金主力合约移仓换月的影响
- 3、金价内强外弱的格局不会持续
- 4、从现在的中美利差指向的汇率估值水平来看，人民币不会持续贬值，难以“破7”。
- 5、今年人民币走势明显受到北向资金流动的影响

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
1803、2104B 室
电话：021-68400688

深圳营业部

深圳市福田区彩田路 3069 号星河
世纪大厦 A 栋 2908 室
电话：0755-82874655

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号期货
大厦 2506B
电话：0411-84803386



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。