



## 人民币升值将趋缓

联系人 吴晨曦  
电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn  
电话 021-68555105

### 主要观点

美元人民币和利差的相关性在较长的时期内都得到了验证。毕竟当利差存在的时候，资本会想尽一切办法越过管制而套利。近期人民币升值之前，利差就已经揭示了升值的倾向。而在现在这个时点往后看，人民币的升值空间暂时有限。

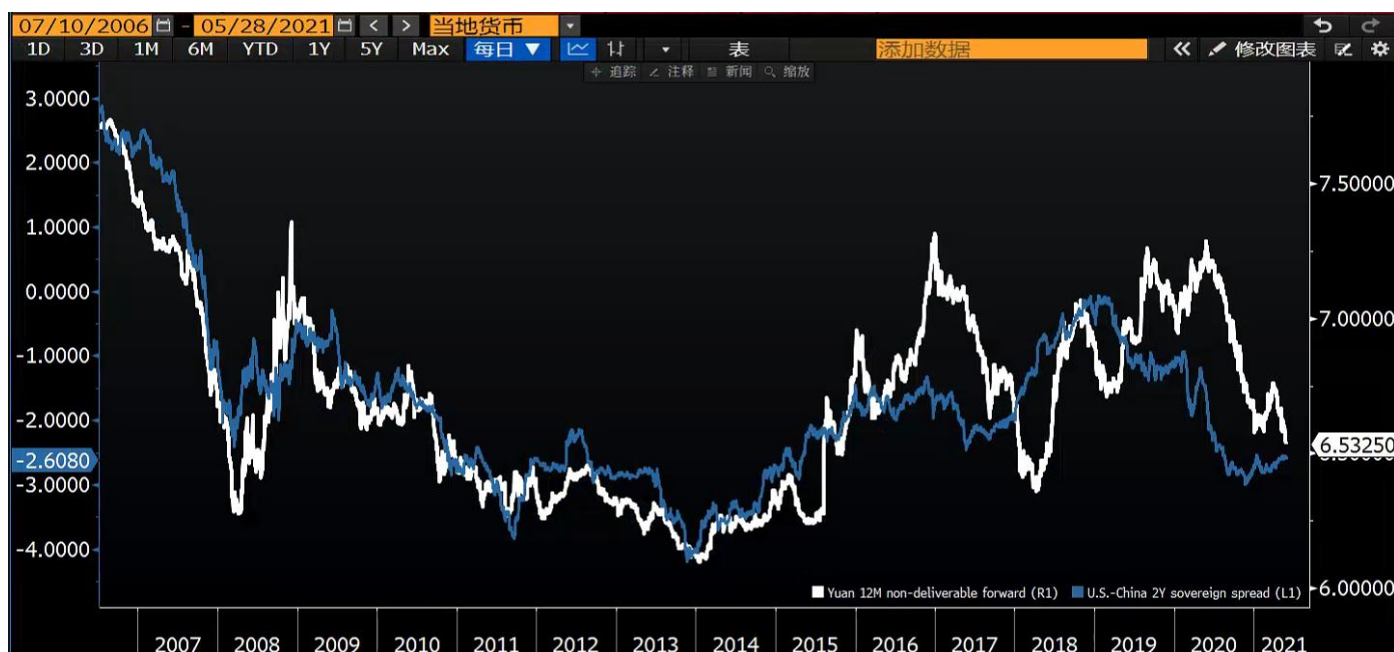
我们在七个月前的报告《人民币升值》中讨论了人民币将继续升值，三个月前的报告《美元正迈向长期贬值》中，曾阐述美元长期贬值的原因。近期人民币升值成为热点，事后诸葛亮的解释漫天飞舞，且以此文重温之前的逻辑，并展望未来。

## 一、 汇率变动的依据

汇率，也就是不同国家货币之间兑换的价格或者比率。从无套利的角度出发，经济学关于汇率有两个思路。一为购买力平价，二为利率平价。前者从商品流动考察汇率，后者从资本流动考察汇率。但现实世界存在交易成本，只有利差高过交易成本时，套利才可能发生。

## 二、 资本流动看人民币

图表 1 美元人民币远期；中美两年期国债利差



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

美元人民币和利差的相关性在较长的时期内都得到了验证。两者最终都会回归。现实中存在着较严格的资本管制，而从套利理论的角度出发，只要利差超过管制带来的成本，套利行为依然会发生。但我们没有足够的信息以计算精确的数值，甚至我们猜想，也许不存在单个的精确数值。我们并不清晰套利的具体过程，但是我们坚信，当利差存在时，资本会想尽一切办法越过管制而套利。

## 三、 人民币模型的历史

首先要声明的是，我们并不是近期才使用这个模型。我们在 2017 年开始的的多次报告中，同样完美得预判了几乎所有人民币汇率的大幅波动。其中甚至包括了人民币数十年来幅度最大的两次波动。

图表 2018 年宏观报告与人民币走势对比



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

我们逻辑的主线，一直是汇率的长期套利模型。这个模型在过去十年都运行的非常良好。我们会看到一个最基础的判断。长期而言，一旦汇率和利差的走势偏离过大，套利的力量最终会驱使二者回归。而在其他时刻，汇率短期又受到各种短期因素扰动。这需要研究者不断去发现并察觉。比如，2018年初我们判断人民币升值的逻辑是美元债的流入推高了人民币的需求。2019五月我们判断人民币贬值的逻辑是贸易谈判带来的汇率调整。2020年十月我们认为人民币会继续升值。

#### 四、人民币汇率的后续演变

话说回来，现在的人民币汇率，正如套利模型指出的那样，虽然依然处在升值的区间之中，但空间已经收敛不少。在中美国债利差没有过大的变化的情况下，人民币继续升值的空间将有限。

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

### 上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、  
307 室  
电话：021-68400688

### 深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方  
广场 2104A、2105 室  
电话：0755-82874655

### 大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号  
期货大厦 2506B  
电话：0411-84803386

### 芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号  
伟星时代金融中心 1002 室  
电话：0553-5111762



### 郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来  
公寓 1201 室  
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。