人民币汇率：年底料无风无雨亦无晴

□本报记者 张勤峰

近期，尽管中间价一度连续下调、美元指数有所上行，人民币兑美元市场汇率却稳中有升，展现出较强韧性。综合机构分析来看，当前人民币出现大幅升值或贬值的可能性都不大，年底前料维持区间震荡；从更长时间来看，人民币汇率走势将回归基本面，经济能否企稳向好是关键。

市场汇率走出“独立行情”

13日，银行间外汇市场上人民币兑美元即期汇率上涨超过200个基点，并连续第三日上涨。盘面显示，13日日间交易时段，人民币汇率高开高走，16:30收盘价报6.8690元，创一周新高，并较前收盘价上涨203个基点。

13日，人民币兑美元汇率中间价设于6.8769元，较前值调高295基点，调升幅度为近一周最大。但若将中间价视为市场汇率升值的推手，恐怕就错了。业内人士指出，人民币兑美元汇率中间价的形成机制由报价机制驱动，做市商在每日银行间外汇市场开盘前，向中国外汇交易中心提供中间价报价，后者按照相关规则计算后再向市场发布。当前人民币兑美元汇率中间价报价采用“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”的模型。

不难看出，在中间价报价模型中，上一日人民币兑美元汇率收盘价及国际主要货币汇率变化对于做市商的报价进而对最终确定的中间价具有很大影响。从这个角度来说，先有市场汇价，后有中间价。他表示，中间价的设定框定了市场汇率的波动范围，对外汇市场预期的确会产生影响，但并不完全能够决定市场汇率的走势。

值得一提的是，在13日大幅上调之前，人民币兑美元汇率中间价连续5日下调，累计下调了588个基点。同一时期，人民币兑美元市场汇率有2日上涨、3日下跌，累计下跌231个基点，要比中间价更加抗跌，双向浮动特征也更明显。

“最近人民币市场汇率对美元指数的反向运行特征有所弱化，这或许是市场汇价比中间价更抗跌的原因所在，中间价受美元指数波动要更明显一些。”有外汇市场人士表示。

13日亚市交易时段，国际市场美元指数波动有限，基本就在前收盘价附近横盘，但人民币兑美元即期汇率出现了较明显升值。另一个明显例子是11日，当天美元指数上涨了接近0.3%，但人民币兑美元即期汇率反而上涨超过0.2%。

外汇市场预期改善

通常情况下，人民币兑美元汇率与美元指数呈现反向波动关系。今年4月以来，人民币对美元出现新一轮较明显贬值，一定程度上正是因为美元指数迎来一次明显的上行过程。

从美元指数走势上看，这一轮美元指数的主升浪出现在4到5月份；从6月份开始，美元指数更多以区间震荡为主，虽然10月以来运行重心有所上移，但始终没有形成有效的向上突破；11月以来，美元指数在97一线构筑新的整理平台。近期美元指数表现出高位滞涨的迹象，一定程度上缓和了人民币对美元贬值压力。

就短期来看，最近几日出现美元指数涨、人民币也涨或者美元指数没跌、人民币还涨的情况，更多反映了外汇市场悲观预期的缓和。12月以来，贸易环境出现了一定的改善迹象。不少机构认为，今年人民币汇率贬值主要有两个原因，一是美元指数重新走强。二是经济形势变化及市场对经济增长预期的调整。而从基本面的角度来看，外部环境特别是贸易环境的突然恶化，又是影响经济运行及市场预期的一个重要方面。近期在美元指数上涨放缓的同时，贸易形势特别是市场预期出现一定改善，进一步缓解了外汇市场谨慎情绪。

“全球贸易关系不确定性下降，对人民币构成利好，同样利好美元，这或许能解释人民币与美元齐涨的现象。”一位外汇交易人士告诉记者。

此外，最近市场风险偏好有所提升，13日A股市场出现明显上涨行情，反映出市场对政策积极对冲经济下行风险存在乐观预期。人民币汇率可能也受此提振。

经济稳汇率自然就稳

也应看到，当前国内外形势依旧复杂多变，人民币汇率仍面临不少不确定因素的影响，并不具备持续升值的基础。

从美元来看，可能源自基本面的支撑有所减弱，但市场认为本月美联储再加息基本没有悬念，中美货币政策周期依旧存在错位，中美利差水平仍处于低位，美联储加息可能对人民币汇率造成影响。另外，英国脱欧进程反复、意大利预算问题仍悬而未决，欧系货币如若承压走弱，可能推高美元指数。

从基本面来看，外部环境尚无实质改善，对贸易的滞后影响已开始显现，加上房地产调控不放松、汽车消费持续低迷，需求偏弱格局下信用扩张缓慢，经济下行压力依然较大。中信证券固收研究团队预计，今年四季度GDP增速或保持在6.5%左右的水平，全年来看GDP增速大概率回落至6.6%附近。

从这两方面来看，人民币兑美元汇率很难走出像样的升值行情，贬值的压力并未完全消散。

外汇交易员就表示，近期银行自营交易降温，但客盘逢低购汇的特征仍较为明显，抑制人民币升值。不过，4月以来，汇价调整已有一定幅度，外汇逆周期调节也在发力，加上外部环境出现些许改善，人民币出现大幅贬值的风险下降。

最近，中金公司做的一期市场调查显示，机构投资者看空人民币的比例下降，看多人民币的比例上升，市场情绪出现积极变化。

总的来看，近期尤其是年底前，人民币兑美元汇率可能难升亦难贬，大概率将围绕6.9元一线双向波动，出现单边走势的可能性不大。未来仍需密切关注外部风险因素的变化，包括贸易形势及美联储货币政策操作。从更长时间来看，人民币汇率走势终将回归经济基本面，经济稳了，汇率自然就稳了。

■ 观点链接

民生银行：人民币尚不具备单边升值基础

目前基本面尚不支持人民币汇率转向单边升值。近期国内金融和消费数据偏弱显示短期经济增长的下行压力有所加大，而人民币汇率市场的基本面趋势与国内经济的趋势比较一致。无论是贸易顺差趋势、经常账户、结售汇以及对外收付趋势，还是中美利差和外汇储备均有所转弱，对人民币汇率升值尚难形成支撑。

国都证券：对人民币不必过度悲观

近期美债收益率高位震荡，短期继续上行空间不大。中美利差大幅收窄。上周，人民币兑美元调贬，对欧元调升。货币政策及经济上的矛盾存在，人民币汇率的压力会持续存在，但人民币汇率也具备一定支撑，不必过度悲观。

华创证券：汇率波动对A股有影响

人民币汇率波动主要通过市场流动性影响A股市场。人民币汇率是北上投资者对投资回报率的重要考量因素之一，汇率预期变动方向决定了外资资金的流动方向，人民币汇率贬值预期都会在短期内加剧外资的资金流出。如果基本面决定的中美利差收窄，甚至倒挂导致人民币汇率进一步承压，市场整体的风险偏好会继续受到抑制。从历史数据来看，北上资金的变化与上证短期走势高度相关，因此人民币汇率波动对整体A股的影响不容忽视。（张勤峰 整理）

■ 市场连线

长江证券赵伟：美元指数或继续保持强势

□本报记者 王姣

“长周期来看，美元指数是反映美国经济相对非美经济体强弱的价格指标；中短期内，美元指数受欧洲经济和货币政策相对表现的影响较大。”长江证券研究所宏观部负责人、首席宏观债券研究员赵伟日前在接受中国证券报专访时表示，由于欧洲出口承压、经济景气趋于加速下滑，美元指数或继续保持强势。

中国证券报：美元指数的上涨，是否主要与美国经济走强或货币政策导向有关？

赵伟：当前市场存在一定理解误区，认为美元指数与美国经济、货币政策等完全正相关。回溯历史，1985年、2000年和2008年，虽然美国GDP增速大幅下滑、美联储快速降息，但美元指数不跌反涨、持续走强；而在1987年、1994年、2017年，伴随美国GDP增速改善、美联储连续加息，美元指数大幅下跌。总体来看，美元指数走势，与美国经济及美联储货币政策等无稳定、直接相关关系。

中国证券报：美元指数走势主要受哪些因素影响？今年美元指数为何出现大幅上行？

赵伟：美元指数是综合反映美元在国际外汇市场汇率情况的指标，由于欧洲和日本等在全球经济中占比较高，美元指数实际反映了美国经济相对非美经济体经济的强弱。长周期来看，美元指数与美国GDP占全球GDP比重以及美国股指与全球股指的比值，走势基本一致。中短期内，欧洲经济和货币政策可通过欧元汇率，显著影响美元指数走势。若欧洲经济和货币政策表现较美国更为强势，欧元一般趋于升值，美元趋贬；反之，美元往往趋于升值。

回溯历史，在美国经济增速下滑、美联储暂停加息后，美元指数多次因欧洲经济加速走弱而大幅上涨；2018年美元指数止跌反弹，也主要缘于欧洲经济及货币政策表现相对弱势。2018年，与美国经济增速持续抬升相反，欧洲经济增速大幅回落。与此同时，受经济增速回落影响，欧央行多次下调GDP增速预期、并承诺延后调整基准利率水平。上述背景下，欧元兑美元汇率大幅下跌，美元指数止跌反弹。

中国证券报：下一阶段美元指数将如何表现？

赵伟：由于欧洲出口承压、经济景气趋于加速下滑，美元指数或继续保持强势。出口是欧洲经济核心驱动力、叠加美国和中国是欧洲前三大出口国，欧洲经济景气与美、中经济走势密切相关。其中，美国即将迎来景气拐点，中国经济因信用收缩未来一段时间内或仍承压。随着出口对美、中同时承压，欧洲经济景气趋加速下滑。美强、欧弱格局延续下，美元指数或继续保持强势。

若英国退欧协议未获批准、被迫硬退欧，欧洲经济景气或再遭冲击，进一步支撑强势美元。目前，英国政府已推出与欧盟达成共识的退欧草案，但该份草案仍待议会批准。若退欧议案最终未能及时通过议会投票，英国或不得不硬退欧，即英欧将完全按照WTO框架互征关税。对于欧元区来说，由于英国是欧元区第二大出口国，一旦互征关税，欧元区对英出口或趋下滑、经济景气将再遭冲击，而这也将进一步支撑强势美元。

利多占据主导

沪胶期价蓄势上扬

□本报记者 马爽

11月底以来，沪胶期价走势一波三折，昨日主力1905合约再度拉涨，收报11365元/吨，全日涨185元或1.65%。分析人士表示，利空因素已在沪胶期价盘面得到基本展现，在国内外宏观环境稳中向好，以及天然橡胶季节性供应下滑冲抵下游需求疲弱的背景下，前期多单可继续持有。

期价获振走强

“沪胶的偏弱基本面已在价格上得到反应，而未来供求关系可能发生的变化是供应端面临产胶国主动减产、极端天气（厄尔尼诺）影响，云南进入停割期致当地全乳胶生产停滞，需求端面对的是国际贸易缓和的局面。因此，从目前看，利空因素已在市场得到基本展现，缺乏新一轮利空因素刺激，沪胶期价本月可能迎接反弹。”中信期货分析师表示。

国投安信期货高级分析师胡华钎表示，11月底以来，国内外宏观环境稳中向好，市场预期中国将出台稳增长措施，天然橡胶季节性供应下滑冲抵下游需求疲弱，助推沪胶期价一波三折地走强。

具体来看，一方面，天然橡胶生产国协会（ANRPC）最新统计数据显示，2018年9月，东南亚主产国天胶产量大约1052.8千吨，同比下滑4.65%，环比下滑3.65%。天然橡胶作为一种农产品，具有明显的季节性特征。此外，每年的12月至次年3月，中国处于停割期，而东南亚主产区陆续进入减产期，全球天然橡胶供应处于淡季。

另一方面，由于今年一季度泰国、马来西亚和印度尼西亚出台限制天然橡胶出口计划，中国橡胶下游行业需求明显走弱，导致中国橡胶进口量同比增速大幅下滑。中国海关总署统计数据显示，2018年10月，中国天然橡胶进口量19万吨，同比增长5.56%，环比下滑9.52%；中国合成橡胶进口量36万吨，同比增长2.86%，环比下滑10%。

基本面趋于利多

从库存方面来看，据胡华钎介绍，在沪胶期货1811合约摘牌后，上期所集中注销老胶仓单一共209550吨，天然橡胶库存期货下降至277350吨。这意味着上期所天然橡胶仓单压力大为缓解。此外，目前沪胶主力合约期货价格升水并不太高，天然橡胶产业套期保值压力相对减弱。

“中国天然橡胶现货库存水平极低，非标套利空间缩窄导致混合胶进口活动回归理性。”胡华钎表示。

对于后市，胡华钎表示，目前，国内外宏观环境相对稳定，中国政策环境趋于好转，宏观面有利于多头。基本面上，虽然今年以来天然橡胶供需依然两弱，但未来三个月供应端进入季节性减少期，预计供应降幅超过需求，现货库存水平较低，基本面有利于多头。此外，期现套利和跨品种套利等活动日渐减少，天然橡胶期货作为空头配置的力量也随之逐渐减弱。

逆回购停摆 MLF续做成看点

□本报记者 张勤峰

昨日，公开市场操作继续停摆，央行逆回购连续停做的时长纪录被刷新至35个工作日。央行称，当前银行体系流动性总量仍合理充裕。随着月中税期高峰、缴准日来临，央行将如何续做今日到期的MLF成为近期货币政策操作的一大看点。

央行展现定力

昨日央行公告称，目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，可吸收国债发行缴款等因素的影响，12月13日不开展逆回购操作。当日无央行逆回购或MLF到期，实现零投放零回笼。

财政部于本月12日发行的2年期和5年期续发国债，缴款日均为12月13日，发行总额为770亿元。12月以来，国债发行缴款规模累计已超过2100亿元。政府债券发行缴款会即时推高财政库款，形成对银行体系流动性的回笼效应。不过，央行不为所动，自10月26日以来，央行已连续35个工作日未开展逆回购操作，持续停摆的时长继续刷新纪录；11月和12月初分别到期的两笔MLF也只被等额续做。近期央行在流动性管理上展现出的定力引起关注，分析认为，这种定力主要源自流动性的稳定表现。

11月以来，银行体系流动性总体保持合理充裕，个别时候处于较高水平，市场资金面持续宽松。分析人士指出，央行基于既定流动性管理目标开展逆向调节。当前，维护流动性合理充裕是央行的操作目标，流动性水平低于合理充裕或高于合理充裕，都可能促使央行进行调控，以引导流动性回归既定目标水平。从公开市场业务交易公告传递的信息来看，近期银行流动性总量多数时候合理充裕，个别时候处于较高水平，央行投放流动性的动力和必要性不强。

关注MLF续做

从11月财政存款变化上看，今年底财政投放进度较快，形成了央行公开市场操作之外的另一条流动性供应渠道，从而降低了对央行流动性投放的需求。历史上，12月份是全年财政投放的高峰期，财政库款下拨形成的流动性供应依旧可观。

不过，财政支出往往集中在月末进行，月中时点上，资金供求仍可能面临一些扰动。一是14日有2860亿元MLF到期，是本月到期的第二笔MLF，到期量比第一笔多出将近1000亿元。二是这笔MLF到期适逢本月税期高峰。按以往经验来看，12月17日及其前后一两个工作日，将是税期因素对流动性扰动最大的时期。本月第二笔MLF到期的时点，恰好处于税期高峰时点上。三是该笔MLF到期，临近本月中旬的法定存款准备金缴退款日，考虑到年末金融机构揽储影响，届时银行体系可能面临法定准备金补缴。四是从往年来看，12月中旬也是银行机构集中开展跨年资金备付的时候，是市场流动性较容易出现紧张的时期。

考虑到月中多种因素可能造成叠加影响，有观点认为，央行可能会选择适度超额续做MLF，在对冲MLF到期之余，平抑税期、缴准等因素的扰动，同时稳定市场流动性预期。也有观点认为，央行可能会继续等额续做MLF，而通过逆回购操作的方式对冲税期等因素影响，逆回购期限更短，可避免进一步推高年底、年初流动性总量。可以说，央行将如何续做这笔MLF已是近期央行货币政策操作的最大看点。

政策面利好 黑色系异军突起

□本报记者 马爽

在沉寂多日之后，周四黑色系商品集体拉涨，其中热卷、焦煤、螺纹钢期货主力合约分别收涨4.2%、3.36%、2.09%，位居日内商品期市涨幅榜单前三名。分析人士表示，基建以及环保再次传出利好消息，均给予黑色系一定提振。不过，考虑到政策利好影响周期较短，持续力度存疑，因此后市仍需关注供需两端变化。

黑色系集体拉涨

“周四，黑色系集体大涨主要是受利好政策预期影响。”国信期货黑色研究主管徐超表示，逼近年关，政策方面预期是黑色系行情的主要运行逻辑，产业供需的影响力被削弱。

具体来看，一方面，基建领域自下半年以来成为拉动内需的重要着力点，且预计会在2019年上半年有显著成效。建材的用钢需求中，房地产行业增速着陆需要基建投资增速的托底，因此市场看涨预期升温。另一方面，据Mysteel消息，徐州市政府应环保要求，3家钢厂将陆续停产至月底，预计将影响建材日均产量1.7-1.8万吨。

西南期货高级研究员夏学钊表示，近期，唐山地区实施强化管控工作，徐州地区也有钢厂停产检修的传闻。此外，房地产方面，发改委支持优质企业直接融资，房地产企业也可发行企业债，这能较大程度上缓解房地产企业的融资压力。基建方面，市场预期明年财政赤字会有明显扩大，铁路等基建投资将明显提速。从供应、需求两端给予黑色系一定提振。

受此影响，A股方面的地产和基建板块皆出现明显上涨。Wind数据显示，在昨日申万一级行业指数中，房地产指数涨1.85%；基建产业链相关指数亦显著走高，其中建筑装饰指数、建筑材料指数分别收涨2.9%、2.72%。

关注反弹持续力度

值得一提的是，除热卷外，建材库存数据表现令人失望，两库存上涨幅度较大，且投机需求尚未回暖。鉴于此，徐超表示：“黑色系短期反弹主要来自政策利好的集中爆发，影响周期较短，对持续力度存疑。”

操作方面，徐超表示，对于龙头品种螺纹钢而言，预计1905合约12月会在3200-3500元/吨区间震荡，宏观经济增速下行带来的悲观情绪仍会不定时地回归，短线反弹在春季行情预期释放前，无法构成更大级别的趋势反转，更难言抄底，建议短线操作为主。炉料端的焦炭焦煤或成为黑色商品中的亮点，鉴于今年焦化行业受到大幅的产能退出，基本面托底较强，因此反弹力度大于成材品种。然而，在钢厂利润收缩的背景下，近期多单应考虑及时止盈。

夏学钊则认为，后市仍需关注黑色系商品供需两端的变化。需求端方面，当前处于螺纹钢需求淡季，而热卷需求相对平稳。供应端方面，河北地区限产对热卷的影响大于螺纹钢，从本周产量数据来看，热卷产量下降幅度明显高于螺纹钢，这也是近期热卷走势强于螺纹钢的原因所在。在需求不佳的背景下，若后期钢厂减产能够持续，则成材反弹有望持续，若减产不能持续，则反弹空间有限。对于原料而言，钢厂的减产意味着原料需求的下降，故而原料价格可能跟随成材反弹，但反弹幅度会低于成材。

大商所19日上线商品互换业务

□本报记者 王朱莹

为了进一步增强市场机构对商品互换业务的理解，大商所于12月12日、13日在上海、深圳相继举办两场商品期货互换业务培训。来自实体企业、商业银行、证券公司、基金公司、期货公司及风险管理子公司共约550余位高管人员和业务人员参加了活动。会上，大商所宣布将于19日正式上线商品互换业务。

完善多层次商品市场体系

大商所副总经理王伟军在致辞中指出，作为商品衍生品市场体系的重要组成部分，商品互换业务的推出，能够与场内市场工具共同构成互通共融、互促共进的风险管理生态圈，将更好地满足实体企业和市场参与者的个性化风险管理，降低市场参与的门槛和成本、增大市场容量，提升期货市场服务实体经济的效率和范围，进一步完善多层次商品市场体系。

在培训活动中，大商所清算部商品互换业务团队分别就商品互换业务规则、场外平台方案和开户及操作流程等进行了介绍。参训学员表示，通过本次培训深刻理解了商品互换这一国际衍生品市场上通行的场外业务对于企业风险管理及机构业务开展的作用，希望能尽早参与该项业务，引导和服务相关机构用好这一新工具、新平台、新市场。

以互换交易商为核心

为了更好地满足市场参与者的交易需求，在交易标的的选择上，大商所以连续价格标尺、新品种标的、可拆分对冲、实时行情可点价、公开透明等为标准，对期货合约、期货价格指数和现货指数等进行系统比较梳理，并根据市场可接受度等情况，依托现有品种体系、选择相对成熟的期货合约和期货价格指数为标的推动开展相关业务，以便风险管理链条能够在场内市场实现完整对冲。此外，为了将场外商品衍生品市场由分散市场变成有组织的市场，以便更好地提升商品互换业务的运行效率，大商所围绕构建“互换交易商为核心”的商品互换业务模式，研究推出商品互换业务平台，提供标的管理、交易登记、盯市、资金管理、双边清算服务，在不增加交易风险和资金成本的情况下，增加实体企业的交易机会。

大商所商品互换业务规则公布以来，得到了市场的积极关注，目前已经有多家实体企业向为其服务的期货公司咨询，希望利用商品互换工具开展风险管理，利用自定义合约要素解决自身在产品种类、合约期限和市场容量等方面的个性化需求，利用双边清算交易机制放大自身信用优势、优化套期保值资金投入。本月12日，大商所正式公布了交通银行、浦发银行、兴业银行及中国银行为首批综合业务指定存管银行，据了解目前已有20多家机构通过商品互换业务交易商资格审核，首批交易商名单将于近日正式对外公布。

参训的某期货公司业务负责人表示，大商所商品互换业务的推出，为期货公司提供了更多服务实体经济和机构大类资产配置的工具，特别是对风险管理子公司来说，能够充分发挥场内外市场桥梁的作用，构建承接头寸、对冲头寸的闭环业务模式，在互换交易机制中扮演重要角色。

东证-大商所商品指数（12月13日）

	开盘价	收盘价	结算价	前结	涨跌幅
跨所农产品指数	94.64	94.43	94.41	94.38	0.05%
跨所能化指数	98.72	99.06	98.91	98.89	0.18%
东证大商所农产品指数	93.22	93.09	93.08	92.98	0.12%
东证大商所煤焦矿指数	99.13	100.36	99.90	99.45	0.91%
东证大商所能化指数	100.53	101.73	101.21	101.09	0.63%
东证大商所工业品指数	91.01	92.16	91.69	91.34	0.90%
易盛东证能化指数	94.49	94.36	94.41	94.43	-0.08%
易盛东证棉糖指数	75.11	74.98	74.92	75.11	-0.18%

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（12月13日）

指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	965.63	966.38	960.2	963.22	-1.02	962.74
易盛农基指数	1221.69	1221.81	1211.04	1211.98	-6.65	1214.22

中国期货市场监控中心商品指数（12月13日）

指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		84.26			84.01	0.26	0.3
商品期货指数	940.69	946.52	947.38	940.45	939.94	6.58	0.7
农产品期货指数	838.35	837.1	839.21	834.29	837.77	-0.67	-0.08
油脂期货指数	452.06	450.86	453.26	449.46	451.52	-0.66	-0.15
粮食期货指数	1226.34	1224.88	1226.91	1221.63	1226.01	-1.13	-0.09
软商品期货指数	772.68	772.01	773.73	769.27	772.64	-0.63	-0.08
工业品期货指数	983.76	993.92	995.5	983.34	982.82	11.11	1.13
能化期货指数	661.59	665.01	667.29	659.19	660.27	4.74	0.72
钢铁期货指数	1040.45	1062	1066.03	1039.89	1039.09	22.92	2.21
建材期货指数	936.68	955.93	958.36	936.05	935.13	20.8	2.22