

近期海外风险事件不断，人民币汇率波动加大。在连续升值后，在岸、离岸人民币汇率22日双双走低。同时，人民币中间价连续3个交易日调整，调整幅度逐渐加大。总体来看，9月以来，中间价保持稳定，人民币汇率市场价格也从本轮调整高位回落。



新华社图片 数据来源/Wind

# 中间价充当稳定器 人民币汇率升值预期渐浓

□本报记者 罗晗

## 人民币近期波动较大

10月22日，在岸、离岸人民币汇率双双走低。Wind数据显示，22日在岸人民币兑美元即期汇率16:30收盘价报7.0817，较前收盘价跌139个基点。截至北京时间20:00，离岸人民币报7.0755，较前收盘价跌59个基点。

此前，在岸、离岸人民币连续三个交易日都在升值。在岸、离岸人民币上周分别累计上涨175基点、157基点。同时，美元指数则持续下跌。上周美元指数连跌4个交易日。10月17日下午，欧盟与英国确认达成脱欧协议，欧元、英镑大涨，美元指数跌破98点大关。上周六，英国议会取消对脱欧新协议表决，本周一（21日）美元止跌反弹，截至目前仍在回升，但尚未回到98一线。

莫尼塔宏观研究指出，上周美元指数大幅下跌，原因主要有二：一是英国与欧盟达成新的脱欧协议，刺激欧元跳涨；二是美国工业产出、新屋开工、零售销售等多项数据不佳，拖累美元表现。

近期人民币走势较震荡，总的来看，人民币兑美元汇率已从本轮调整高位回落，保持在8月下旬水

平，即7.07上下。21日，在岸人民币兑美元即期汇率收盘站上7.07，相比9月初低点已反弹超过1100个基点。尽管22日有所回调，但相对9月下旬仍在高位。

### 中间价充当稳定器

在人民币兑美元汇率波动不断的同时，中间价变动相对稳定。10月22日，银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价报7.0668，调升12个基点，已连续3个交易日调升。

历史来看，大多数时间人民币兑美元中间价、在岸人民币兑美元汇率、离岸人民币兑美元汇率都较为一致，但继今年第二季度开始，三者出现较大背离。8月以来，在岸、离岸人民币汇率与中间价持续出现较大背离。以离岸人民币和中间价的背离程度为例，今年4月最大价差才300多基点，但5月中旬扩大至超1000基点的价差，8月5日更是出现最高价差，1760点。

这表明中间价的调整幅度较大幅度低于在岸、离岸人民币波动，人民币汇率逆周期调节加强。

Wind数据显示，9月人民币兑美元汇率中间价调整幅度大大缩窄，除9月5日调整幅度为26个基点，其余时间都不到10个基点，中间价保持

平稳。分析人士表示，逆周期因子明显走高后，人民币对美元中间价会逆势保持相对稳定，人民币兑美元汇率快速贬值的走势会有所收敛。国庆假期后，中间价调整幅度加大，15日以来调整幅度都在10个基点以上。

近年来在应对汇率波动过程中，央行积累了丰富的政策工具。2018年11月以来，中国人民银行先后在香港发行了11期央行票据，规模共计1300亿元人民币。分析人士指出，离岸央票的发行可影响离岸市场的人民币拆借利率，提高做空成本、降低套利动机，从而影响汇率。

### 多因素利好后市

近两周，三大人民币汇率指数全线下跌。中国外汇交易中心10月21日早间公布的数据显示，截至10月18日，CFETS人民币汇率指数为91.06，按周跌0.27；BIS货币篮子人民币汇率指数为94.64，按周跌0.25；SDR货币篮子人民币汇率指数为90.97，按周跌0.43。

分析人士指出，人民币汇率指数下跌，与欧洲货币相对美元升值幅度更大有关。兴业投资研究指出，上周欧盟峰会前各方不断释放乐观信号，增强市场对英国有序脱

欧的信心，英镑盘中振幅接近500点。英镑大涨最大的受益者是同为欧系货币的欧元，再加上市场基本排除了欧央行12月进一步降息的可能性，欧元短线上涨势头猛烈。

兴业投资研究认为，近期英国脱欧进程仍将占据汇市焦点，随着欧央行利率决议临近，市场注意力将可能快速转移。此外，各国将再度迎来前瞻性数据PMI报告，将对近期较敏感的市场产生扰动。

展望后市，莫尼塔宏观研究认为，当前中美利差持续处于较高水平、政府鼓励外资流入资本市场、中国经济失速下行担忧减弱、美元处于磨顶状态等因素将对人民币汇率形成利好。

中金固收团队指出，若美元走弱、人民币升值，境外机构可能加速布局中国债市。8月份人民币汇率破7，境外机构都相对谨慎，债券购买量有所下降，但9月以来，随着投资者意识到中国并没有主动引导汇率贬值的意图，且人民币走势在破7后相对稳定，境外投资者再度重新增加对中国债券的配置。从托管数据来看，境外机构9月合计增持863亿元债券，持债力度为今年以来的次高位，仅次于5月的1031亿元。

# 央行祭出2500亿逆回购

## TMLF有望接力

□本报记者 罗晗

22日央行罕见开展“巨量”逆回购操作，2500亿元7天逆回购被用来对冲税期高峰提前、地方国库现金管理到期等因素的影响。当日资金面依旧紧张，Shibor连续3个交易日上涨。预计央行将开展第四季度定向中期借贷便利（TMLF）操作，向市场补充流动性。

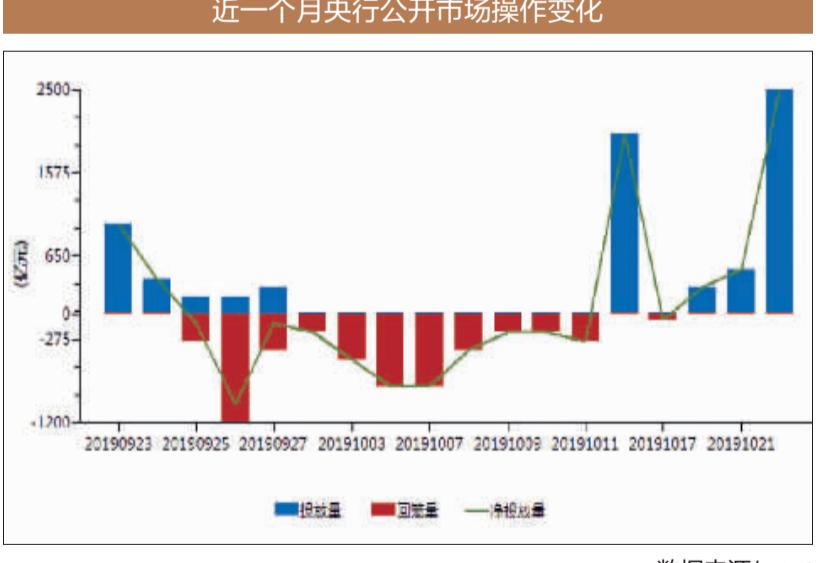
### 罕见2500亿元逆回购

央行22日早间公告显示，以利率招标方式开展了7天期2500亿元逆回购操作。由于当日无逆回购到期，全额实现净投放。

2500亿元央行逆回购为近期罕见。今年以来，央行仅操作过4笔2500亿元（含）以上的逆回购。其中，1月有两笔，操作规模分别为3500亿元、2700亿元；5月有一笔，规模为2700亿元。

21日央行还开展了500亿元7天期逆回购操作。近期如此密集地投放资金，与税期高峰提前到来有关。央行22日在公告中表示，开展2500亿元逆回购操作，是对冲税期高峰提前、地方国库现金管理到期等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕。

虽然央行大幅增加短期流动性投放，但22日市场资金面仍旧偏紧。Shibor连续3个交易日全线走高。其中，隔夜、7天和14天Shibor分别涨



看，今年逆回购操作规模同比增加600亿元。

这部分“增量”还是在本周即将有TMLF操作的情况下投放的。根据央行例行安排，10月第4周将会进行TMLF操作，目前来看，大概率在23日至25日之间执行。

从前三季度来看，TMLF规模都在2500亿元至3000亿元之间，而且操作量呈递增态势。由于7月23日的第三次TMLF操作规模已经达到2977亿元，若按递增规律推算，本次TMLF操作规模有望突破3000亿元。不过，在当前逆回购已经放量的情况下，TMLF具体规模有待观察。

除日常公开市场操作和TMLF外，流动性投放途径中，降准再次受到关注。21日LPR报价未下调，略微超出市场预期。分析人士认为，这反映了当前银行资金成本较高，LPR报价利差压缩受限的情况，若需要进一步降低LPR，或许需要降准或调降MLF利率加以配合。

光大证券张旭团队认为，12月较有可能再度降准。“降准并不是‘大水漫灌’，而是为了改善金融机构流动性指标，并降低商业银行的资金成本和风险溢价，从而促进贷款实际利率下行。”张旭称。

民生证券解运亮团队也表示，LPR和MLF利率偏离不可持续，接下来如欲LPR下降，则降准和降MLF利率，二者至少居其一。

11.7基点、9.8基点和4.3基点。银行间债券质押式回购利率所有品种均上涨，DR001、DR007加权平均价涨超10基点。

货币中介机构表示，22日资金面整体呈现紧张态势。具体来看，隔夜资金紧缺，银行融出量少，融入需求众多，价格较上一交易日略有上涨。7天期资金融出较多，融出机构大部分集中在非银，但整体资金面偏紧张，需求不能得到及时满足。午盘时点，融出机构继续减少，融入需求依然较多，资金面持续收紧，下午三点半后逐步开始融出，资金面开始好转，尾盘融出机构

众多，资金面转松。

### TMLF即将露面

10月下旬流动性历来都会收紧。

今年来看，10月24日为申报纳税截止日，税期因素对流动性扰动已十分明显。除了税收，政府债券发行缴款也是“吸金”因素。Wind数据显示，22日后还将有5笔政府债券于周内缴款，规模合计为965.17亿元。

从去年10月下旬来看，央行同

样加大了公开市场操作力度，但单日逆回购操作规模均在1500亿元（含）以下。就10月第四周前两日来

## 黄金之“锚”松动 警惕白银补跌风险

□本报记者 张利静

国际金价在1500美元展开争夺之际，国内黄金期货主力合约也自363.85元高点展开了连续近两个月的震荡下行行情。截至10月22日白天收盘，沪金主力1912合约收报340.45元，较前期高点回落6.4%；同期，沪银期货累计跌幅达11%。

分析人士指出，短期宏观利好逐步消化，人民币升值预期升温，金银价格承压；在黄金之“锚”松动的背景下，警惕白银期货的补跌行情。

### 多空争夺1500美元关口

近期国际贵金属市场多空博弈陷入势均力敌期。一方面，国际黄金期货多头努力站稳1500美元大关，并攻克1530美元的阻力位；另一方面，空头则极力将金价压向1500美元大关下方打压，并拉低至1450美元关口。

方正中期期货分析师杨莉娜、黄岩表示，目前市场博弈的焦点在于美国经济放缓的速度是否会加快，尤其是美国经济数据相对于其它市场的优势是否将迅速缩小，宏观环境改善可能对经济下行的修正会比预期小得多。在10月美国数据偏弱的情况下，11月利好出尽后如果数据比预期还差，将带动下一阶段降息预期的开始。杨莉娜、黄岩表示，“10月底降息的可能性非常低，最多出现扩表，金银在10月回调的可能性会很大。”

中银国际期货分析师刘超指出，上周美国多项经济数据不及预期，令投资者对本月美联储进一步降息的预期升温。据芝加哥商品交易所(CME)

的美联储观察(FedWatch)工具显示，市场预测下次货币政策会议降息的可能性为91%。

刘超分析，由于英国脱欧等事件有可能取得进展，加之美国国内经济数据疲软导致美元避险魅力下降，经过最近三周大幅下跌后，美元还可能在明年年初进一步走弱。最近美联储官员们对利率前景各执己见，显示美联储内部对未来降息的看法存在分歧。倘若数据显示美国经济放缓程度出乎意料，再加上其他宏观不确定性因素，将会支持美联储实施更多降息。

### 白银或现补跌行情

CFCTC公布的截至10月15日当周报告显示，Comex黄金期货的投机性多头头寸减少17989手合约至213987手。同时，空头持仓增加6725手合约至38200手。黄金的净多头头寸比前一天下降约12%。

刘超认为，长期来看，全球不确定性仍然高企和全球货币政策持续宽松，将继续推高金价。

杨莉娜、黄岩认为，短期而言，近期人民币汇率的贬值预期直接转化为升值预期，目前看市场的中性区间大概在6.95上下，7.0是非常重要关口。国内金银期货价格下方仍有1%-2%的空间，关注沪金主力334元和325元两个大支撑位，做好止盈和博反弹的思路。

杨莉娜、黄岩提醒，一定要注意金银比，在金银价格都呈现弱势的情况下，白银大概率只会更弱，金银比84以下才是合理区间，按照这个逻辑，白银应该补跌。

## 大宗商品现“工弱农强”格局

□本报记者 马爽

步入十月，大宗商品领域呈现出显著的“工弱农强”分化走势。分析人士表示，农产品行情更多是围绕供需格局变化而展开。农产品价格已对宏观扰动事件有了充分反映，且从价格中枢来看，长期处于低位区间，做多安全边际较高，叠加四季度是春节前各种消费品的集中备货期，因此行情值得期待。

### 工弱农强

文华财经数据显示，自9月17日创下阶段新高155.73点后，工业品指数便呈现单边下跌走势，10月22日最低至145.11点，创下1月3日以来新低，本月以来累计下跌3.1%；农产品相对来说表现偏强，农产品指数自9月30日创下阶段新低143.44点后，便震荡走高，10月22日最高上摸148.87点，创下9月17日以来新高，10月以来累计上涨3.2%。

对于近期“工”“农”分化走势，一德期货农产品分析师李晓威表示，这主要是由于品种属性不同所致。一方面，不少农产品都具有明显的季节性、周期性特征，且消费方面弹性较低，今年部分农产品还处于长期周期较乐观的牛市行情前后，市场资金较关注；另一方面，农产品对经济走势依赖性不强，对经济发展情况不敏感，行情更多的是围绕阶段性供需格局变化而展开。在经济发展相对较低迷的阶段，工业品产业链上下游企业会面临一定的艰难时期，行情会受到一定程度影响，相对来说，农产品会更容易受到追捧。

国投安信期货农产品负责人杨蕊霞表示，对工业品而言，经济数据走弱将制约需求，从而对中长期价格走势形成悲观预期。而农产品受自身供需基本面影响较大，受宏观经济活动影响较小。从宏观角度来看，可形成做空工业品、做多农产品的宏观对冲逻辑。此外，从CPI及PPI走势来看，CPI、PPI走势延续背离态势，进而形成更大的剪刀差，这也与工业品弱而农产品强的逻辑相

对应过剩，而进入新的年度，供需平衡开始收紧，供应减少，库存开始去化，价格进入一轮新周期。最后，农产品价格已对宏观扰动事件带来的利空有了充分反映，这是吸引资金布局农产品的重要因素。

李晓威表示，四季度是春节前各消费品种集中备货期，而明年春节时间较早，比去年少了大半个月的备货期，消费需求可能会提前出现，进而带动消费旺季提前启动。比如，油脂类、棉花、白糖、鸡蛋、红枣、苹果等因天气炒作、代替消费等因素，行情出现较大波动。

杨蕊霞表示，首先，从价格中枢来看，农产品处于长期低位区间，且已持续较长时间，这意味着价格继续向下运行空间很小，做多安全边际较高。同时，价格长期低位徘徊说明已对此前利空因素充分消化，价格具有很好的向上弹性。

其次，从农产品自身供需来看，供应收紧将成为农产品去库存的重要动力。过去几年，农产品普遍经历了丰产和供不应求，而进入新的年度，供需平衡开始收紧，供应减少，库存开始去化，价格进入新一轮上涨行情。

一些居民消费品种，比如鸡蛋、红枣、苹果等因天气炒作、代替消费等因素，行情出现较大波动。

杨蕊霞表示，就四季度农产品期货而言，可重点关注粕类及鸡蛋等品种。其中豆粕价格上行的主要驱动来自于供应的缩减叠加需求的恢复；鸡蛋方面四季度宣布局部空单，随着时间推移，上半年补栏的鸡苗均进入产蛋高峰期，同时产蛋率将恢复至正常水平，预计价格下行压力较大。

### 中国期货市场监控中心商品指数(10月22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  |         | 86.96   |         |         | 86.94   | 0.01  | 0.01   |
| 商品期货指数  | 1028.29 | 1027.42 | 1030.14 | 1024.07 | 1027.19 | 0.23  | 0.02   |
| 农产品期货指数 | 872.06  | 867.66  | 872.42  | 865.51  | 871.9   | -4.24 | -0.49  |
| 油脂期货指数  | 471.83  | 470.17  | 472.67  | 468.59  | 472.75  | -2.57 | -0.54  |
| 粮食期货指数  | 1169.54 | 1172.22 | 1173.51 | 1168.65 | 1168.56 | 3.66  | 0.31   |
| 软商品期货指数 | 762.78  | 758.85  | 765.13  | 757.86  | 762.72  | -3.88 | -0.51  |
| 工业品期货指数 | 1065.44 | 1066.93 | 1068.59 | 1062.6  | 1064.05 | 2.88  | 0.27   |
| 能化期货指数  | 615.17  | 617.57  | 618.75  | 613.37  | 615.63  | 1.95  | 0.32   |
| 钢铁期货指数  | 1265.75 | 1272.69 |         |         |         |       |        |