美联储加息拧紧水龙头 货币潮退裸泳或现

半年汇兑亏损80亿 人民币亟需期货定海神针

□本报记者 王超 王朱莹

美联储历史上的多次货币收紧政策，都在全球资本市场刮起了飓风。这一次也不例外，美联储加息为人民币市场带来了阵阵寒意：直至12月18日，人民币兑美元即期才小幅收升，终结了此前连续10日的跌势。但上周仍跌0.4%，连续七周下挫，创1995年8月来最长跌势。

业内人士指出，随着美国迈出加息的脚步，出于对美联储今后将继续加息的预期，资金流向美国的势头可能愈发猛烈。新兴国家在资金加速外逃的同时还要承受本币贬值的进一步打击。实际上，就在美联储加息之声刚落，阿根廷新任总统就宣布阿根廷取消资本管制，允许汇率自由浮动。阿根廷比索一夜之间暴跌29%，最大跌幅一度达41%。

而人民币市场，也早已感受了非同寻常的压力。Wind数据统计显示，披露今年上半年汇兑损益情况的2045家上市公司中，就有846家存在汇兑损失，损失总额高达80.2654亿元。

“在新兴市场整体受加息冲击的大背景下，中国难以独善其身，外储有所耗费、汇率有所波动在所难免。”业内专家指出，对经济面临下行压力的中国来说，单纯防守是远远不够的。为应对美联储加息和人民币贬值压力，企业迫切需要更为灵活便捷、成本更低的外汇期货工具。

美加息或加剧人民币贬值压力

美联储历史上的多次货币政策收紧，都在全球资本市场刮起了飓风。此次宣布加息，可谓在全球性量化宽松背景下，拧紧了资本流动的水龙头，货币开始退潮。业内人士担心，新兴经济体可能面临着最先裸泳的风险。

一般而言，人民币贬值使得飞机、航空燃油等进口物品的采购成本大幅增加，同时以美元计价的大量外债将明显增加。研究人士指出，就可能从美联储加息中受影响的行业而言，大量的中国进口企业、甚至房地产业等都有可能因人民币进一步贬值而遭遇损失。

实际上，人民币贬值已经令相关企业深受其害。据Wind数据统计显示，披露今年上半年汇兑损益情况的2045家上市公司中，有846家存在汇兑损失，损失总额高达80.2654亿元。2015年的半年报显示，中国联通上半年汇兑损失高达8.5亿元，中国交建、中兴通讯、长城电脑等损失均在4亿元以上。

中国农业大学期货证券培训部研究员钱骏表示，在我国经济增长趋势呈现下行期间，美联储加息对将我国金融稳定和经济增长造成一定的不利影响。这主要体现在两方面：首先，增强了市场对人民币汇率的贬值预期，进而加速资金流出，影响我国货币市场的整体供应；其次，加大汇率波动，增加对外贸易企业的汇率风险。

12月11日，中国外汇交易中心在中国货币网正式发布CFETS人民币汇率指数，以更好地引导市场对人民币汇率的预期。但目前国内尚缺乏人民币外汇期货对人民币汇率的市场化定价和风险规避机制。国内企业和居民通常需要通过香港、新加坡或者美国的期货市场来判断人民币汇率走势的预期和套期保值，这不利于我国货币管理当局对人民币汇率未来走势的引导。因此，在未来人民币汇率波动可能加大的时点，应该尽快推出人民币外汇期货。

芝华数据CEO黄劲文向中国证券报记者介绍，各国利率之间存在一定的汇率平衡关系，故交易者能够根据对市场的预测，买进某一币种，同时卖出另一币种，从中获取套利。美联储加息，让人民币未来存在一定的贬值风险。2014年我国进口总额为120422.84亿元，假设人民币贬值1%，同时未用衍生品工具进行风险对冲，恐将带来194亿美元的损失。他认为，我国进出口贸易量巨大，若美联储持续加息，对我国进口带来的损失是巨大的，推出外汇期货迫在眉睫。

离岸、场外汇率产品无法覆盖风险敞口

据介绍，目前企业规避外汇汇率波动风险主要手段有选择预期有利的、自由兑换的货币，或者是选用“一篮子”货币，进行平衡抵消法等措施，还有就是运用场外的衍生品工具，比如与银行签订外汇远期、外汇互换等。与人民币外汇期货相比，这些工具虽然比较灵活，但仍存在实施较为繁琐、成本较高、对手方存在违约风险等缺点。

黄劲文说，相比外汇期货来说，远期、掉期、互换具有一些不足之处。首先，OTC场外衍生品的方式为非公开集中交易，合约价值不透明；其次，市场信息传递效率低，不一定能及时寻找到交易对手方；第三，远期、掉期、互换等方式市场流动性较差；最后，履约没有保证，存在违约风险。而外汇期货为场内交易的标准化合约，能比较准确全面地反映真实的供求情况及其变化趋势，具有不可替代性。

上海理成资产管理有限公司合伙人、常务副总经理刘文财博士则认为，外汇期货采用标准化的合约设计，交易成本低、操作相对便利，但无法满足企业客户的个性化需求。而外汇远期交易成本更高，操作复杂繁琐，但是可以通过与银行的两两谈判更好地满足企业的需求。外汇期货和外汇远期相结合可以更好地服务于企业的套期保值需求。

他同时表示，外汇掉期/互换不能替代外汇期货，两者使用的领域不同。而外汇远期也难以替代外汇期货，两者各有优势，可以相互补充。

数据显示，2014年，我国远期结售汇金额仅占有12.7%的进出口金额通过远期结售汇对冲外汇风险，而其他进出口或采用自然对冲法规避风险，或完全暴露在风险之下。”刘文财说。

“我在广东汕头调研时，有家企业曾反映远期结售汇协议的签订很麻烦。本来早上能签的，却拖到下午，其中损失足可以购买一辆轿车。”刘文财举例说，远期结售汇交易繁琐，完成交易需要一定的时间。很多远期结售汇协议的签订都在银行的营业部完成，或者通过电话和传真确认报价，不管哪种交易方式，都耗费一定的时间。虽然近期一些银行开通了网上的远期结售汇系统，不过这种系统仅限于大企业，并且也不如一般的网上期货交易快速和方便。

推出外汇期货迎来契机

业内人士认为，美联储加息将加大人民币的汇率风险，增加外汇市场的波动率。而波动放大大往往是市场需求量大的时候，这是推出外汇期货的最有利时机。

黄劲文认为，我国进出口总额大幅增加，2014年进出口总额为264334.49亿元，同比2009年大幅增加75.5%，市场对外汇期货的需求急剧增加。而从金融衍生品市场的发展来看，从股指期货到国债期货，我国金融期货市场发展越来越成熟，市场接受度也在逐步提升。

此外，外汇市场需求量大，大量投资者通过国内电子盘进行交易，而推出外汇期货能给交易者提供官方、合规的平台进行交易，交易者交易更有保障。

刘文财认为，当前我国推出外汇期货有两个有利时机。一是我国汇率市场化改革接近完成，或者说汇率市场化形成机制基本建立。2015年8月11日人民币中间价改革之后，人民币汇率形成机制基本完成市场化。即使干预汇率，人民银行也更多地采用更加市场化的措施，比如入市交易、提高保证金等。2014年之后，人民币双向波动更加明显，人民币汇率经历了贬值和升值的不确定走势。人民币汇率波动率也逐步增加，2014年初CNY汇率的年波动率约2%，2015年10月已经接近5%，CNH汇率的年波动率甚至超过6%。人民币汇率基本完成市场化要求我国推出更加丰富的外汇避险工具，而外汇期货是我国唯一没有推出的重要外汇衍生品种类。

二是人民币加入SDR，我国外汇期货市场建设迎来新的机遇。2015年，人民银行推出一系列汇率改革措施，以便人民币可以顺利加入SDR货币篮子。外部压力将倒逼我国继续开展汇率市场化改革。国际货币基金组织提出，SDR篮子货币必须有足够的工具来进行风险对冲，并且离岸市场的对冲工具显著多于在岸市场，而外汇期货是我国唯一没有推出的重要避险工具。

可选择交叉汇率期货作为突破口

对于我国上市人民币外汇期货品种的选择方面，相关专家建议，现阶段，由于人民币汇率市场化形成机制改革还在进行之中，上市欧元兑美元、澳元兑美元交叉汇率期货，有利于避开现行外汇管理政策相关限制，是目前外汇期货市场建设的最佳突破口，同时可以为人民币外汇期货市场建设积累经验。交叉汇率期货是全球非常成熟的金融期货产品。我国可以首先选择推出欧元兑美元、澳元兑美元两个交叉汇率期货产品。

此外，当前相对于在我国境内推出人民币外汇期货还未形成最终定论，离岸人民币市场发展快速，离岸人民币外汇期货在境外市场成为各交易所追逐的热门产品。在我国还存在管制的资本子项目中，大多是非常重要的甚至关乎国家金融安全的项目。

因此，对这类项目的开放，不能采取全国一起放开的策略，而应选择抵御力和创新力都比较完备的城市作为试点。在这种背景下，我国可以在上海自贸区率先试点人民币外汇期货。上海自贸区推出人民币外汇期货的条件已经成熟。离岸市场已经推出多款人民币外汇期货，并且得到我国监管机构的支持，而上海自贸区与离岸市场互联互通，也具备推出外汇期货的条件。上海自贸区的外汇期货试点取得成功后就可向全国推广。

推出人民币汇率期货 为“一带一路”战略保驾护航

□银河期货有限公司总经理 姚广

我国经济的对外开放是和人民币汇率的可兑换化和国际化相联系在一起的，人民币最近加入SDR后，对人民币的国际化和可兑换化具有一定的倒逼作用。一方面，人民币汇率将改变以前单向升值的趋势；另一方面，人民币在贸易和投资活动中的结算比重将大大提高。因此，人民币汇率波动引起的汇率风险问题，必将引起我国和相关国家的高度关注。推出人民币汇率期货，管理因此引发的汇率风险，为“一带一路”战略顺利实施保驾护航，具有非常重要的现实意义和深远的历史意义。

其一，推出人民币汇率期货，是对外开放和“一带一路”战略的需要，是推进人民币汇率可兑换化的需要，是适应人民币汇率结束单边上涨，进入双向窄幅波动新常态的需要。

受国内外宏观经济因素影响，人民币从2013年年底开始一改单向上升趋势而进入了对美元窄幅波动的阶段。人民币的汇率波动对各行各业的影响正越来越明显。

从经常项目看，尽管我国的经常项目依然为顺差，受到世界经济波动和我国经济下滑的影响。今年以来，贸易差额的同比连续出现11个月的负增长，这在历史上比较罕见。今年11月，贸易差额的环比也出现负增长。从资本项目看，外资流入的速度也出现下降的趋势，实际使用外商直接投资的增速今年以来出现不稳定增长，实际投资额总体出现下降。资本项目长期顺差的格局近年来也出现根本的改变。

与此相适应的是，无论是境外人民币远期汇率（NDF）还是境内的人民币汇率中间价均改变了单向波动的格局，出现了双向波动。特别在今年三季度，央行大幅下调了人民币中间价格。从中美两国的货币政策看，美国已经结束量化宽松政策而进入加息周期，而随着稳健的货币政策进一步实施和中国经济进入新常态，人民币利率有望进一步下调。这将对两国之间的汇率产生深远影响。受制于美国和我国的物价水平和利率水平，以及我国的国际收支情况，人民币对美元等货币的双向波动将是人民币市场新常态。

其二，推出人民币汇率期货，是促进我国和“一带一路”相关国家贸易发展的需要。

在“一带一路”战略的实施下，我国和相关国家的对外贸易将进一步上升，特别是和周边国家的贸易比重将进一步提高，随着人民币国际化进程的推进，用人民币进行双边结算和多边结算的比重也将进一步上升。仅仅从人民币跨境贸易结算看，人民币跨境结算的地位近年来已经得到迅速提高。例如，标志着人民币国际化程度的中国银行人民币跨境贸易指数，是以2011年第四季度为即期的，目前该指数已经在今年三季度达到321点。对于用人民币进行多边结算和双边的贸易结算对进出口双方而言，由于人民币汇率进入了双向窄幅波动新常态，将更大概率出现汇率交易风险，即因人民币汇率的波动导致的，进出口双方在贸易结算时发生的额外损失和收益。人民币汇率期货是有效管理和防范汇率交易风险的风险管理工具。

其三，推出人民币汇率期货，是促进我国和“一带一路”相关国家发展相互投资的需要。

在“一带一路”战略下，我国和相关国家的对外投资将出现快速发展，大量的中国企业将走出去，进行直接投资和其他形式的经贸合作。同时，相关国家也将加大对华投资和开展其他形式的经贸合作。

在人民币双向窄幅波动新常态下，汇率波动有可能引发企业的会计转换风险。如我国一家企业对俄罗斯进行直接投资，在俄罗斯设立子公司，该企业在年底做合并财务报表时，有可能因人民币对俄罗斯卢布的升值，导致以俄罗斯卢布计值的，俄罗斯子公司的资产和负债，转成母公司以人民币计值报表时，发生资产和负债的减少，而出现会计意义上的转换风险。反之，俄罗斯企业在华进行直接投资，也会因汇率波动，导致子母公司之间合并财务报表时，发生账面上的损失或收益。而人民币汇率期货，是防范和管理汇率上会计转换风险的有利工具，对促进我国和相关国家相互之间的直接投资和其他经贸合作，将起到相当重要的积极作用。

其四，推出人民币汇率期货，是促进我国和“一带一路”相关国家发展资金融通的需要。

资金融通是“一带一路”战略的重要组成部分，特别是亚洲开发银行成立后，人民币加入SDR一篮子货币，相信我国和相关国家之间的人民币中长期和短期资金融通活动将日益踊跃，而人民币汇率的波动必然会导致借贷成本和偿债成本出现波动，导致汇率风险。推出人民币汇率期货，将为我国和相关国家的资金融通方面的汇率风险管理，提供有效方案。

其五，推出人民币汇率期货，是促进我国企业及各类经济实体进一步融入世界经济的需要。

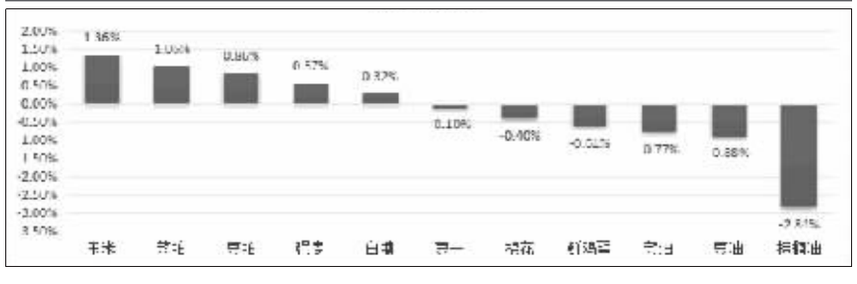
“一带一路”战略的实施将进一步推动我国经济的对外开放。和其他的市场风险相比，汇率风险不仅具有定向性，而且具有普遍性。从汇率风险的类别看，其可以分成汇率经济风险、汇率交易风险和汇率转换风险。其中，汇率交易风险和汇率转换风险具有定向性，而汇率经济风险是指汇率波动后对企业未来的现金流量有可能产生的损益。和其他风险不同，外汇经济风险具有普遍性，在开放经济中，即使一个完全内向型企业也会受到此风险影响。如一家完全内向性的企业，会因为本国货币的升值，导致国外同类产品在国内低价倾销，从而使其产品失去市场。在“一带一路”战略下，推出人民币汇率期货，将为我国企业和各类经济实体防范和管理外汇经济风险提供有效工具。

其六，推出人民币汇率期货，是增强人民币定价权、维护独立货币政策的需要。

长期以来，由于境内人民币汇率期货缺失，而境外却推出了NDF，NDF走向对人民币汇率产生了很大预期作用，人民币的市场定价权在一定程度上旁落。由于汇率政策在一定程度上对一国的货币政策会产生深远的影响，因此，这也间接影响到我国货币政策的独立性。人民币汇率期货，则能增强人民币汇率的市场定价权，从而维护独立的货币政策，为我国的经济安全和政治安全提供有力保障。

缺乏利多提振 指数区间下沿震荡

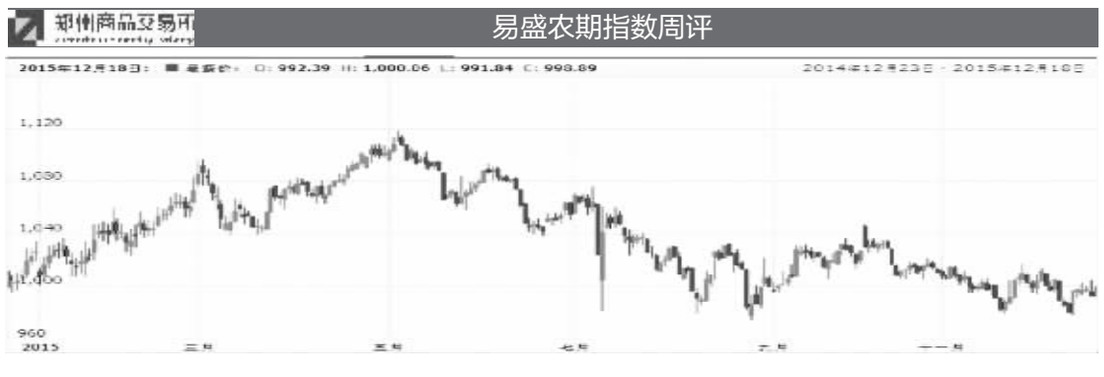
成分品种周度变化



上周的消息面对价格多以不利为主，如美豆出口数据不佳、阿根廷货币贬值、美国升息等等，当前市场缺乏来自于基本面的利多消息提振，价格的抗跌主要是由于处于近期波动区间的下沿，未来一段时间市场关注点仍在美豆出口、南美产区天气等题材上。国内方面，豆一仍维持区间内波动，油粕强弱转换，油粕比开始走弱。国产大豆现货稳中偏强，当前市场整体购销氛围依然不佳，目前黑龙江省哈尔滨、绥化地区余粮约在50%-60%区间，黑河地区余粮消耗较快剩余约50%，齐齐哈尔消耗慢于往年在60%以上，东部地区余粮消耗偏慢，普遍剩余在70%以上，部分村屯余粮比例甚至在80%以上。预计豆一1605合约短期波动区间3600-3800元/吨，可参考此区间高抛低吸。豆粕价格平稳，个别地区和油厂小幅调整，成交一般，远期基差销售清淡；本周油粕比值由2.39:1回落至2.34:1，趋势上开始走弱。操作上，买粕卖油套利单持有。（银河期货研发中心）

弱势反弹 空间受限

易盛农期指数周评



上周易盛农期指数在前期低点位置附近受到支撑，展开小幅反弹，截至上周五，收于998.89点。

白糖上周维持高位震荡走势，主要因巴西产量预期下调，明年全球供应收紧，原糖止跌企稳；国内方面新榨季甘蔗收购价格提高支撑糖价，同时随着榨季开始新糖上市量也在逐步增加。进入12月虽然是白糖消费旺季，但今年春节现货采购目前尚未启动。预计白糖将维持震荡偏强走势。菜粕上周反弹遇阻，市场分歧较大。一方面，市场买兴不高，库存上升，加上豆粕、DDGS等替代品蚕食菜粕的市场份额，限制了价格上升空间；另一方面，市场传闻中国将对进口美国DDGS进行反倾销调查，一旦立案，国内DDGS价格有望上涨，进而提振菜粕价格。棉花上周延续低位震荡走势。

综合以上权重品种的表现，另外考虑到美加息对大宗商品市场的影响，预计易盛农期指数近期难有大的上涨。（东海期货 姚序）