

两张表藏玄机：“大放水”预期落空

□本报记者 张勤峰

央行逆回购连停24个工作日，叠加暗藏在央行报表里的正回购线索，市场对货币政策的预期出现微妙变化。但事实上，不搞“大水漫灌”一直是坚持的立场，对流动性合理纠偏也不意味着货币政策转向收紧，流动性一直处于“上有顶下有底”的管理区间内。

全月央行逆回购停摆概率大增

到11月28日为止，央行已连续24个工作日未开展逆回购操作。而且，就目前情况看，有很大可能性在11月最后两个操作日继续停摆，如此，整个11月将出现央行逆回购零操作的局面。

临近月末，财政支出进入每月投放的高峰期。从以往经验来看，有望给11月末的银行体系带来较多“活水”。历史上，11月多为财政净支出月份，体现为财政存款余额下降。例如，2016年、2017年的11月份财政存款就分别下降了2876亿元和378亿元。

从27日开始，央行公开市场交易公告已连续两日提示，临近月末财政支出增加，将推高银行体系流动性总量，并将其作为不开展逆回购操作的主要理由。11月最后两日，在财政支出的支援下，流动性供给有保障，而央行也有理由继续停做逆回购。

上一次，央行连续一个月不开展公开市场逆回购操作，还是在2015年5月份。

两张表暗藏线索

目前有一种比较合理的解释是，央行在10月底开展了定向正回购操作，而这笔操作于11月到期后形成了资金投放，因此本月央行就不再通过公开市场逆回购操作投放资金。

10月底，市场上曾出现过关于央行开展定向正回购操作的传闻，起因在于，当时资金面出现了急剧的收紧。据了解，10月最后一天，资金市场“画风”大变，DR001从1.5%一线跳涨至2.4%附近，单日涨幅创下有数据记录以来的最大值。常规因素很难解释资金面这般突然而剧烈的变化。“市场上有传言央行对几家大行开展了定向正回购，不然资金面不会突然这样。”当时一位资管机构固收部总经理告诉记者。

央行一般不会主动披露定向回购操作的信息，但还是可能在一些官方信息中留下蛛丝马迹。近期，央行公布10月份货币统计概况，在其中货币当局资产负债表和其他存款性公司资产负债表中就留下了这样的蛛丝马迹。

国盛证券分析师刘郁称，央行日前发布了10月资产负债表，其中两个科目指向央行可能于10月进行正回购操作。一个是其他存款性公司资产负债表“对中央银行债权”科目。该科目10月环比增加3800亿元，而前几个月一直保持为0。该科目为持有央行发行的债券及其他债权，指向央行可能进行正回购操作。另一个

胶价低迷

中信期货帮扶胶农“过冬”

□本报记者 王朱莹

由上海期货交易所支持，中信期货有限公司承做的2018年度天然橡胶“保险+期货+扶贫”项目接近尾声。该项目覆盖海南省临高县贫困农户3996户，预计赔款200余万，为临高县全县贫困胶农带来切实利益，帮助他们度过天然橡胶的价格“寒冬”。

胶农弃割伤害橡胶产业

天然橡胶是我国重要的战略物资。据数据统计，2017年我国天然橡胶产量约816万吨，而消费量540万吨，远超我国自身产出量，橡胶行业面临长期的进口压力。2011年，天然橡胶期货开启了长达七年的熊市，让广大胶农面临前所未有的挑战。面对价格的“跌跌不休”，一些胶农开始转投其他产业，放弃胶林，放弃割胶。胶农的放弃一旦成为普遍现象，伤害的不仅是本地的橡胶产业，对国家战略层面也会造成一定影响，保护橡胶产业刻不容缓。

在11月初琼中县“海南省天然橡胶产业脱贫工程保险行动会”上，省委书记刘赐贵、省长沈晓明做出重要指示，表示天然橡胶是我国的重要农产品和战略物资，也是海南省广大胶农增加收入、改善生活的重要产业。海南省积极探索开展天然橡胶价格（收入）保险，有利于帮助广大胶农逐步恢复割胶积极性和信心，有利于稳定胶农生产性收入，有利于支持和保护我省天然橡胶产业持续健康发展。希望海南省各级党委、政府主要领导高度重视，严密组织，将天然橡胶价格（收入）保险这项惠农强农政策宣传好、贯彻好、落实好，真正造福全省广大胶农，助力海南省产业扶贫工作和乡村振兴战略。

进一步扩大帮扶力度

沈晓明在批示中指出，推行天然橡胶价格（收入）保险制度，是海南省财政金融支持实体经济和金融保险扶贫的一次创新实践，对于海南省农业政策性保险制度创新具有重要意义。在海南，解决了橡胶价格浮动过大的问题，就保护了胶农的积极性，就解决了相当一部分人贫困问题。希望海南省直相关部门和市县各级政府、保险机构密切配合，全力推进我省天然橡胶价格（收入）保险全覆盖工作，让贫困胶农增收，让广大胶农和胶企获益，支持我省天然橡胶产业持续健康发展。

中信期货自2017年开始与海南省临高县人民政府、中国人民财产保险股份有限公司海南分公司紧密合作，连续两年帮助临高县全县贫困胶农积极运用“保险+期货”模式应对橡胶价格波动的挑战。2017年覆盖全县7500亩橡胶园，受益农户2045户。2018年继续加大覆盖力度与广度，收益农户增至3996户，赔付金额也到2017年的50余万增至200余万。中信期货未来还将进一步扩大帮扶力度，与各家保险公司紧密携手，为海南省橡胶产业注入新的活力。

是货币当局资产负债表“其他负债”科目。该科目10月环比增加4364亿元，一般为正回购和外汇法定准备金，而后者一般与资产科目下的“其他国外资产”相对应，10月“其他国外资产”仅增加115亿元，也指向4364亿元的变动可能主要是正回购操作。

方正证券分析师杨为敦亦称，从变动规模（4364亿和3800亿）来看，二者大部分可能是重叠的，这是央行释放正回购的典型信号。而这只可能是定向正回购，因为在10月份的公开市场交易公告中没有关于正回购的任何信息。

央行开展正回购操作是回笼流动性。即便是定向操作，也难免引起市场对货币政策取向的猜疑。11月以来，随着央行逆回购操作和MLF操作双双“哑火”，这种疑虑难免进一步上升。

“大放水”显然更没戏了

毫无疑问，今年货币政策在实际操作环节是偏松的，市场真真切切感受到了宽松。2018年以来，银行间市场资金面改善明显，货币市场利率相比2017年大幅降低，DR007中枢下行约25BP至2.6%左右DR007甚至多次跌破7天期央行逆回购操作利率。

但央行一直坚持货币政策稳健中性的取向，并多次重申不会搞“大水漫灌”。从金融机构超储率来看，银行体系流动性总量有所增长，但确实没有显著增长。

超储率是衡量银行体系流动性的关键指标，决定了商业银行资产扩张能力，也是影响银行间市场资金面的核心因素。今年前三个季度末，金融机构超额准备金率分别为1.3%、1.7%和1.5%，上年同期则为1.3%、1.4%和1.3%，数据有所上升，印证了货币政策边际宽松，但绝对水平并不高，说明央行投放的增量资金有限。近5年，超额准备金率的平均值约2%。

今年以来，央行强调保持流动性“合理充裕”，这本身就是“带有前提条件的充裕”——流动性既要充裕，也要合理，不应紧张，但也不宜过度充裕。从公开市场操作来看，今年央行始终在保持流动性“合理充裕”的导向下，对中短期流动性进行双向调节——资金过松的时候，暂停逆回购操作，并通过逆回购到期引导流动性回归合理充裕；资金偏紧的时候，适时重启并连续以较大力度开展操作，维护流动性合理充裕。

10月底，降准叠加财政支出，推高流动性总量，资金面一度非常宽松，鉴于逆回购到期规模少、存量殆尽，央行开展疑似的定向正回购操作很大程度上应源于对流动性合理纠偏的目的。

从这一点来看，货币政策取向和央行流动性管理目标一直没有变化，即便开展了正回购操作，也只是实现这一目标的一项手段，并不意味着货币政策会收紧。当然，不搞“大水漫灌”也是一直坚持的立场，在如今汇率约束加大的情况下，“大放水”显然更没戏了。

观点链接

中信证券：货币政策暂不会收紧

在信用紧缩和风险暴露逐渐增多背景下，2018年二季度以来，货币政策转向宽松，但并未带来信用有效扩张，信用风险事件频发、中小企业融资难现象仍需改善。无论是基于托底基本面还是政策配合的考虑，货币政策都难以退出当前宽松取向。

东北证券：资金利率上有顶下有底

考虑到10月份降准释放大量货币资金，以及年末将至地方债发行高峰期已过、政府财政支出增大，央行不会再

财政支出力挺资金面宽松

□本报记者 王姣

11月28日，距离全月暂停逆回购操作，央行又近了一步。但得益于财政支出的支持，资金面维持均衡偏松，货币市场利率涨跌互现。市场人士称，财政投放逐步到位，月内资金面大势已定，但年末同业存单利率持续上行的现象值得关注。

资金面均衡偏松

28日，央行未开展逆回购操作，已连停24个工作日。当日无央行流动性工具到期，故实现零投放零回笼。本月只剩两个工作日，市场普遍预计央行月内不会重启逆回购操作。

28日，银行间市场资金面总体呈现均衡偏松的态势，与最近多个交易日一样，下午的资金面比上午要宽松。交易员称，昨日早盘债券回购市场供求均衡，隔夜资金较为充足，7天等跨月资金融出较少；午盘过后，资金面趋于宽松，融出明显增多，至尾盘隔夜资金已有减点融出。

28日，银行间市场债券回购利率涨跌互现，波动不大，其中隔夜回购利率DR001跌逾4BP至2.50%，7天回购利率则小涨1BP至2.65%，14天和121天回购利率分别上跳2BP、4BP，1个月和12个月回购利率则双双下行。

昨日，央行公告称，临近月末财政支出增加，将推高银行体系流动性总量，故不开展逆回购操作。自27日以来，央行公告连续两日提到财政支出，说明财政投放已初具规模，今后两日料

频繁进行公开市场操作，资金市场利率出现“上有顶下有底”的状态。

方正证券：不对降息期待过多

不对降息期待过多，后续利率层面的宽松信号最多可能来自于OMO利率下调。一方面，当前的基准利率无论相对于名义GDP还是上市公司ROA去看都是明显低估的；另一方面，当前利率的约束根本不是基准利率，自2016年起，贷款利率相对基准利率就不断走高，即使当前利率存在偏高的嫌疑，流动性的问题也要重于基准利率的问题。（王姣 整理）

进一步增加，得益于此，市场资金面有望延续均衡偏松，而央行重启逆回购操作，投放短期流动性的必要性也不大，公开市场逆回购操作很有可能全月停摆。

关注局部微妙变化

值得注意的是，虽然资金面总体仍较宽松，但宽松程度已不及月初水平。另外，部分期限，如3个月Shibor利率出现了持续上行的迹象。

据了解，本月中旬以来，市场资金面通常是上午均衡，下午趋松，日内波动有所加大。分析认为，这可能是金融机构超储率下降所致。从央行数据来看，9月末金融机构超额准备金率为1.5%，较6月末下降0.2个百分点，虽高于上年同期，但仍处于历史偏低水平。这说明，当前流动性总量并不是很高，流动性供求处在一个均衡略松的状态，若有外部扰动出现，资金面可能向着更松也可能向着偏紧的方向波动，内在的稳定性稍有所下降。

另外，自10月15日以来，3个月Shibor持续缓步上行。这背后，虽然与同业存单发行利率上行有很大关系，与货币政策取向变化关系不大，但至少说明，一些银行机构在临近年底这个特殊时段，对流动性的需求有所上升。

一方面，超储率并不是很高，另一方面，一些机构的流动性需求上升，这一情况下，若央行持续不提供流动性支持，流动性可能难免会出现一些波动。因此，虽在当前政策环境下，流动性问题不大，但机构也不宜对流动性过度乐观。

转债：回调是中长线布局机会

数从282点回升至289点附近，累计涨幅约2.42%，主要是受A股反弹推动，同期上证综指从2593点突破2700点，一周左右大涨逾4%；11月20日以来，A股市场陷入回调，上证综指大跌近5%，中证转债指数随之回落1.4%。可见，在A股市场上涨时，转债市场跟涨，但跟涨能力略显不足；在A股市场下跌时，转债市场随之回调，抗跌特征非常突出。

值得注意的是，尽管A股连续走弱，但近几日转债不仅相对抗跌，甚至连续逆势翻红，如11月26日、27日，上证综指分别下跌0.14%、0.04%，而中证转债指数反而分别收涨0.1%、0.07%，较好地体现出债底对转债市场的支撑。

建议中长线布局

机构认为，尽管短期内转债市场仍将随A股震荡起伏，但考虑到转债中长期配置价值明显，建议投资者不要用短期追涨思维布局转债，而应从中长线角度考虑布局。

记者观察

油价回落利好我国资本市场

□本报记者 王朱莹

近期，国际油价持续下跌，美油布油双双创近一年新低，近两月跌幅均在30%附近。其中布伦特原油期货最低跌破60美元/桶，报59.09美元/桶；美油最低跌至50.1美元/桶。

此次原油价格持续大幅下挫，除了与美国制裁伊朗程度不及预期，沙特等主要原油国产量创历史新高等供应释放预期有关，还与全球经济增速边际放缓令原油需求增长缓慢等因素相关。

近期经济数据显示，美国经济增长出现放缓迹象。同时，10月IMF下调2018年、2019年全球经济增速预测至3.7%，对2019年美国、中国、印度GDP增速预测均进行了不同程度的下调。最新的OPEC月报亦连续第4个月下调全球原油需求预期。

当前原油供需失衡在库存的大幅增长上已见端倪。EIA数据显示，至11月16日当周，EIA原油库存增加490万桶至4.469亿桶，已连续9周增长。展望未来，机构人士普遍预计短期内油价仍将维持低位。

综合来看，低油价对于我国资本市场而言利大于弊。首先，原油作为工业的血液、商品之王，其价格下跌将拖累工业品价格，PPI有望回落，从而传导至CPI，有助于降低通胀水平，为货币政策微调提供

长江证券：油价回落料减轻通胀压力

□本报记者 王姣

今年10月以来，原油价格持续下跌，Brent油价和WTI油价跌幅均超过30%，引发市场高度关注。“由于原油供给端难大幅下滑，叠加本轮全球经济已至周期尾端，中低油价或成常态。”长江证券研究所宏观部负责人赵伟日前在接受中国证券报记者专访时表示，原油价格变化，也可能通过影响生活、服务等成本，进而传导至CPI；考虑到猪肉价格等因素，2019年CPI或呈“倒V”型走势，原油价格回落或减轻通胀上涨压力。

中国证劵报：近期油价下跌可能受哪些因素影响？赵伟：10月以来，受供给因素等冲击，Brent油价、WTI油价均自高位回落，跌幅超过30%。美国对伊朗实施原油禁运后，对8个国家或地区予以暂时豁免、制裁程度不及此前预期；同时，沙特原油产量加速攀升，11月产量创下历史新高，EIA原油库存已连续9周增加。经验显示，长周期内，由于供给端变化总体相对滞后，油价主要由需求端主导；中短期内，由于原油供给时常受地缘政治等因素影响剧烈波动，油价容易受供给端扰动。

中国证劵报：这一轮油价暴跌是否意味着油价运行趋势的转变？未来中低油价是否可能成为常态？赵伟：综合来看，下一阶段美国原油产量趋于进一步扩张、OPEC或难大幅减产。一方面，目前，WTI油价为50.4美元/桶，高于页岩油盈亏平衡点44美元/桶；同时，多条原油运输管道的逐步建成，或将进一步推动美油增产。另一方面，目前沙特虽已表示将在12月讨论减产，但在美国制裁威胁下，沙特及其主导的OPEC减产幅度或相对有限。

历史上，油价多次因OPEC产量大幅下滑而走高。本轮周期，上述情况或难发生。一方面，美国影响力大幅抬升，且原油产量趋于进一步增长；另一方面，OPEC影响力有所下滑，且油价下跌后难大幅减产。随着本轮全球经济到达周期尾端、景气加速下滑，中低油价或成常态。

中国证劵报：原油价格下跌，对国内经济和通胀有何影响？赵伟：考虑到石油及制品类消费占限额以上企业商品零售总额比重在13%左右，仅次于汽车类消费，原油价格下跌将拖累石油类消费增速，进而对总体消费增长产生影响。原油价格变化可以通过两类路径影响国内CPI，一是通过燃料价格变化直接影响CPI中交通工具用燃料和居住水电燃料；二是通过影响其他产品生产和服务成本，传导至CPI。经过估算，Brent原油回落10美元/桶，或导致CPI中枢下降0.15个百分点左右。在中低油价下，结合猪肉价格等因素，中性情景下，2019年CPI或呈“倒V”型走势，中枢或2.4%左右，高点或在年中出现，可能在2.8%附近。

中国期货市场监控中心商品指数（11月28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		85.56			85.14	0.42	0.49
商品期货指数	919.33	927.99	929.49	918.53	919.42	8.57	0.93
农产品期货指数	843.4	846.89	847.24	842.92	843.27	3.61	0.43
油脂期货指数	455.07	457.15	457.76	454.87	454.93	2.22	0.49
粮食期货指数	1284.44	1289.44	1290.28	1278.41	1284.19	5.25	0.41
软商品期货指数	767.44	770.48	770.75	764.55	767.33	3.15	0.41
工业品期货指数	949.52	962.49	965.02	947.83	949.87	12.62	1.33
能化期货指数	636.43	630.32	631.3	635.17	635.82	14.5	2.28
钢铁期货指数	978.96	997.12	1005.11	977.99	981.4	15.72	1.6
建材期货指数	921.18	934.79	939.13	920.58	924.73	10.06	1.09

东证·大商所商品指数（11月28日）					
	开盘价	收盘价	结算价	前结	涨跌幅
跨所农产品指数	94.55	94.06	94.73	94.81	0.16%
跨所能化指数	94.50	96.38	95.55	94.81	1.66%
东证·大商所农产品指数	94.76	95.27	94.98	94.93	0.36%
东证·大商所农产品指数	89.75	91.22	90.90	90.42	0.89%
东证·大商所农产品指数	97.85	99.99	99.04	97.71	2.34%
东证·大商所农产品指数	85.35	86.65	86.22	85.67	1.15%
易盛·大商所农产品指数	89.59	91.27	90.54	90.13	1.26%
易盛·大商所农产品指数	73.94	74.17	73.94	74.03	0.19%

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（11月28日）						
指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛·大商所农产品指数	952.28	954.18	948.57	953.21	-0.8	951.18
易盛·大商所农产品指数	1208.57	1210.91	1204.08	1209.44	-1.31	1207.17



2018年第14届中国（深圳）国际期货大会

14th China (Shenzhen) International Derivatives Forum

由中国期货业协会和深圳市人民政府共同主办的“第十四届中国（深圳）国际期货大会”将于2018年12月1-2日在深圳五洲宾馆举行。

本届大会的主题为：“服务实体经济·开放共赢创未来”。大会将在新时代中国特色社会主义思想指导下，以贯彻落实十九大精神为主线，围绕期货及衍生品市场如何服务更高层次开放型经济建设，推动国民经济高质量发展的核心主旨，聚焦行业服务实体经济、创新发展等热点问题深入展开探讨与交流。了解大会详情请有登陆大会官方网站网站 <http://cidcf.cfhchina.org/> 或大会官方微博（请扫右侧二维码）

>>> 会议日程（拟）<<<

大会日期：2018年12月1日-12月2日

大会地点：深圳·五洲宾馆

12月-12日 中国期货市场高质量发展展

地点：五洲宾馆A座二层 展厅长廊

2018年11月30日（星期五）

10:00-22:00 **大会注册**

地点：五洲宾馆A座一层大厅

大会欢迎活动

18:00-20:00 **大会欢迎自助晚餐**

主办单位：新湖期货有限公司

地点：五洲宾馆B座二层 华夏厅

19:30-22:00 **欢迎活动**

主办单位：香港交易及结算所有限公司

地点：五洲宾馆A座二层 长厅

2018年12月1日（星期六）上午 主论坛

地点：五洲宾馆A座二层五洲厅

第一节（08:30-09:40）

主持人：中国期货协会会长 王明伟

08:30-08:50 **【开幕致辞】** 中国监管部门领导

08:50-09:00 **【开幕致辞】** 深圳市人民政府领导

09:00-09:30 **【主题演讲】 期货衍生品市场对经济**

发展的作用

【演讲嘉宾】 美国商品期货交易委员会 委员 Brian D. Quintenz

09:30-09:40 中场休息

第二节（9:40-12:10）

09:40-10:30 **【圆桌讨论】 境内交易所高层论坛**

10:30-11:20 **【圆桌讨论】 境外交易所高层论坛**

11:20-12:10 **【圆桌讨论】 期货监管机构高层论坛**

12:10-14:00 **自助午餐** 地点一：五洲宾馆A座一层 紫荆阁 地点二：五洲宾馆B座二层 华夏厅

2018年12月1日（星期六）下午 分论坛

第十四届中国（深圳）国际期货大会分论坛

地点：五洲宾馆各分会场

14:15-18:15 **分论坛一：服务实体经济与转型发展论坛**

主办单位：中国期货业协会

承办单位：永安期货股份有限公司、中国民生银行

会议地点：五洲宾馆A座一层五洲厅西座（靠长厅）

14:00-18:00 **分论坛二：对外开放与国际化论坛**

主办单位：中国期货业协会

承办单位：南华期货股份有限公司

会议地点：五洲宾馆A座二层 五洲厅东区

14:00-18:00 **分论坛三：精准扶贫与践行社会责任论坛**

主办单位：中国期货业协会

承办单位：鲁证期货股份有限公司

会议地点：五洲宾馆A座二层 深圳厅

14:00-18:00 **分论坛四：风险管理与衍生品市场发展论坛**

主办单位：中国期货业协会

承办单位：中信期货有限公司、交通银行

会议地点：五洲宾馆A座二层 长厅

自助午餐

14:00-18:00 主办单位：格林大华期货有限公司 会议地点：五洲宾馆A座二层 五洲厅中区

18:00-20:00 **自助晚餐**

主办单位：国泰君安期货有限公司

地点：五洲宾馆B座二层 华夏厅

自助晚餐

地点：五洲宾馆A座一层 紫荆阁

CIDF 沙龙 “三十而立 我们再出发”

主办单位：中国期货业协会

支持单位：新湖期货有限公司

会议地点：五洲宾馆A座二层 深圳厅

专场活动

主办单位：弘业期货股份有限公司

会议地点：五洲宾馆A座一层五洲厅西座（靠长厅）

2018年12月2日（星期日）上午

境内交易所专场活动

地点：五洲宾馆各分会场

9:00-12:30 **上海期货交易所专场活动**

地点：五洲宾馆A座二层 五洲厅西座（靠长厅）

9:00-12:30 **郑州商品交易所专场活动**

地点：五洲宾馆A座二层 五洲厅东区

9:00-12:30 **大连商品交易所专场活动**

地点：五洲宾馆A座二层 深圳厅

9:00-12:30 **中国金融期货交易所专场活动**

地点：五洲宾馆A座二层 黄河厅

9:00-12:30 **上海证券交易所专场活动**

地点：五洲宾馆A座三层 国际会议厅

9:00-12:30 **深圳证券交易所专场活动**

地点：五洲宾馆A座一层 长厅

12:30-14:00 **自助午餐** 地点一：五洲宾馆A座一层 紫荆阁 地点二：五洲宾馆A座一层 淮香阁 地点三：五洲宾馆B座二层 华夏厅