

2019年10月28日

金融市场部

## 中美磋商取得进展，英国脱欧再次延迟

### 宏观经济

❖ **国际宏观：**英国难以在月底前脱欧，欧盟已同意再次延后英退期限；欧央行10月议息会议决定按兵不动，德拉吉表示欧央行需要在更长时间内保持高度宽松的立场。

❖ **国内宏观：**中美贸易谈判取得进展，双方确认部分文本的技术性磋商基本完成，有利于缓解我国外部贸易压力，上周召开的国常会也重点部署稳外贸工作，预计我国对外贸易将出现反弹。此外，中央政治局集体学习区块链技术发展现状和趋势，从战略层面关注区块链技术，短期将利好区块链相关企业，长远看将对经济社会各领域发展产生强大推动力。

### 金融市场

❖ **货币政策及资金面：**上周央行合计开展5900亿元逆回购操作，有300亿元逆回购到期。受税期因素影响，上周周初市场流动性收紧，短期回购利率抬升，后续随着央行加大资金投放力度，资金面逐渐缓和。本周公开市场有5900亿元逆回购到期，届时央行可能将适时呵护市场流动性，资金面有望保持均衡状态。

❖ **债券市场：**上周利率债收益率多数上行，短端上行幅度小于中长端，收益率曲线陡峭化；上周信用债收益率同样上行，信用利差普遍走扩。上周央行净投放资金5600亿对冲税期影响，资金面维持松紧适度格局，但10月LPR报价与上月持平，超出市场预期，叠加四季度市场普遍预期通胀压力继续上升，导致债市收益率长端出现上行；信用债方面，部分基金进行降低杠杆及久期操作，造成信用债卖盘供给增加，信用利差走扩。展望本周，资金面预计仍将维持松紧适度的状态，但目前期限利差处于高位，短端存在补跌风险，长端方面，周末中美两国领导再度通话，未来达成相关协议的可能性加大，风险偏好有望转强，建议对中长端继续维持谨慎态度。

❖ **外汇市场：**英国脱欧或将延期，欧央行持续宽松，欧洲货币高位回落；预计美联储将鹰派加息，美元仍有一定升值空间。中美贸易谈判相向而行，预计在双方达成更多实质性协议前将在当前水平双向波动。

❖ **商品市场：**避险情绪再度升温，美联储降息预期上升，支撑金价震荡上涨。全球货币政策宽松周期下，预计金价中期仍有一定支撑。中美贸易谈判向好，OPEC+释放进一步减产信号，上周原油价格反弹。全球经济整体复苏乏力，原油供大于求的格局未发生改变，中长期仍有下行风险。

❖ **市场展望与策略：**上周央行开展5900亿元7天逆回购操作，有300亿逆回购到期，合计净投放5600亿元。本周公开市场有5900亿元逆回购到期，但临近月底有较大的财政投放，预计资金面仍将保持均衡。同业存单市场方面，长限品种价格仍处于上行趋势，建议配置6m-1y收益率上行较多的存单。债券市场方面，金融和经济数据均有所改善，市场对基本面改善的预期明显升温，叠加通胀压力和中美贸易谈判预期，空头力量较强，建议长端保持谨慎，适当增持3年内品种。本周美联储10月议息会议大概率将采取预防式降息，但需要重点关注发言中对于后续的前瞻指引是否发生变化。

### 联系人

郝佳

010-85209686

haojia@abchina.com

甄志昊

010-85607523

zhenzhihao@abchina.com

程丹琪

010-85607531

chengdanqi@abchina.com

夏谱

010-85607542

xiapu@abchina.com

支琪凯

021-20687245

zhiqikai@abchina.com

刘大伟

021-20687242

liudawei@abchina.com

虞汉阳

021-20687231

yuhanyang@abchina.com

## 宏观经济

### 国际宏观

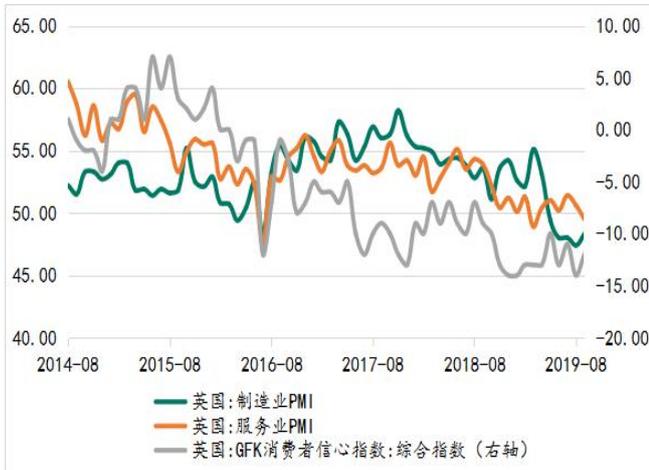
**英国难以在月底前脱欧，欧盟已同意再次延后英退期限；欧央行10月议息会议决定按兵不动，德拉吉表示欧央行需要在更长时间内保持高度宽松的立场。**

英国难以在月底前脱欧，欧盟已同意再次延后英退期限。10月22日，英国议会以329票对299票通过了脱欧协议法案的二读投票，这意味着该法案有望走完立法程序成为法律。然而，议会随后否决了首相约翰逊要求在3天内完成立法的动议，使10月31日前英国无法实现有协议脱欧。会后，欧洲理事会主席图斯克表示，为避免英国无协议脱欧，他建议欧盟27国首脑接受英国延期要求。两天后，约翰逊称其将推动议会在12月12日进行选举，以期赢得下院多数席位，打破脱欧僵局。他表示，只有议会同意了这一大选日期，他才会允许议会得到更长就脱欧进行辩论的时间。10月25日，欧盟27国原则上同意英国延期脱欧，多数成员国同意将脱欧期限延后3个月至明年1月31日，但法国对此表示反对，主张新期限的具体日期应该视英国议会对提前大选动议的投票结果而定。综合当前情况来看，当前民调显示执政的保守党领先工党，若议会同意提前大选，保守党对议会的掌控力可能加强，为后续通过脱欧协议铺平道路。若议会就提前大选动议再度僵持，法国可能只同意将英退期限推迟至11月30日或更早，以向英国下议院施压，而这可能提升无协议脱欧风险。本周需重点关注英国议会对提前大选的投票结果及欧盟对英退期限的最终决定情况。

欧央行10月议息会议决定按兵不动，德拉吉表示欧央行需要在更长时间内保持高度宽松的立场。上周四，欧央行议息会议决定维持欧元区三大利率不变，同时重申QE将如期进行。具体来看，主要再融资利率、隔夜贷款利率、隔夜存款利率分别维持在0%、0.25%和-0.50%不变。QE方面，德拉吉重申重启量化宽松计划将于11月1日如期启动，规模为每月200亿欧元。德拉吉在任内的最后一次公开讲话上表示，欧元区经济前景维持下行风险，经济增长将持续放缓，欧央行需要在更长时间内保持高度宽松的立场。10月31日，德拉吉将结束8年的欧洲央行行长任期，由IMF前主席拉加德接任。回顾其任期，德拉吉主要贡献包括扩大了欧洲央行的政策工具箱，向银行提供大量补贴贷款以帮助支撑其资产负债表、推出负利率以降低借贷成本、通过使用的非常规货币政策降低债券市场风险等。自2013年以来，欧元区失业率持续下降，当前已处于十多年来的最低水平；欧央行的一系列政策还捍卫了欧元单一货币，市场对欧洲央行和欧元的信任度都有所上升；但在德拉吉任职的大部分时期内，欧元区物价增长率一直低于央行2%的目标水平。整体来看，德拉吉推行的宽松政策顺利带领欧洲摆脱了欧债危机并迎来经济复苏，但货币政策空间亦大幅压缩，当前欧洲经济再度面临下行风险，货币政策宽松效果有待观察，转向财政政策刺激的需求将更为迫切。继任者方面，从此前表态看，拉加德是欧洲央行刺激计划的支持者，预计上任后其将延续德拉吉货币宽松框架。同时，由于其担任法国财政部长的经历，其可能在上任后呼吁有能力的欧洲政府通过财政

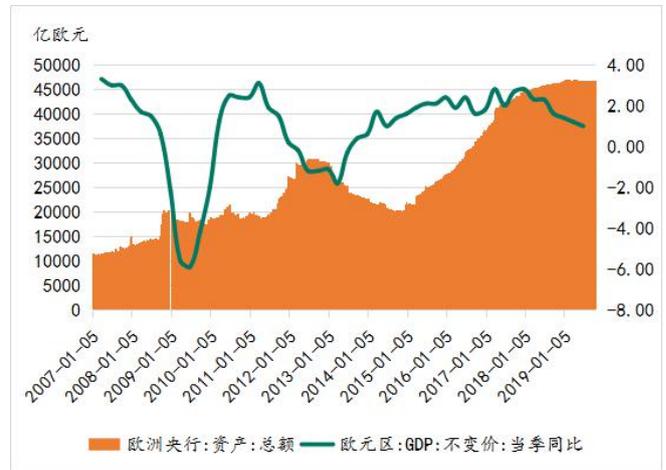
政策来支持经济增长。

图表 1. 脱欧持续影响英国经济



数据来源: Wind

图表 2. 欧央行宽松政策曾带来经济复苏



数据来源: Wind

## 国内宏观

中美贸易谈判取得进展, 双方确认部分文本的技术性磋商基本完成, 有利于缓解我国外部贸易压力, 上周召开的国常会也重点部署稳外贸工作, 预计我国对外贸易将出现反弹。此外, 中央政治局集体学习区块链技术发展现状和趋势, 从战略层面关注区块链技术, 短期将利好区块链相关企业, 长远看将对经济社会各领域发展产生强大推动力。

国务院常务会议重点部署稳外贸工作。一是听取国务院第六次大督查情况汇报, 坚决纠正基层反映突出的侵蚀减税降费红利、“任性用权”破坏营商环境、懒政怠政等问题, 加快疏通影响扩内需、稳就业等政策落实堵点。二是部署进一步做好稳外贸工作。面对新形势新挑战, 在落实好各项已定政策同时, 要进一步完善出口退税、贸易融资、信用保险等政策, 逐步实现综合保税区全面适用跨境电商零售进口政策。实行差异化政策, 支持中西部和东北地区承接加工贸易转移。推动构建高标准自贸区网络, 深化“放管服”改革, 促进经开区、保税区等空置土地有效利用, 提高贸易便利化水平。加快外贸转型升级基地、贸易促进平台等建设。培育外贸新业态。增设跨境电商综合试验区, 尽快出台跨境电商零售出口所得税核定征收办法。探索支持市场采购贸易试点、外贸综合服务企业发展的新举措。加快保税维修再制造先行先试。加大适应国内需求的农产品、日用消费品和设备、零部件等进口。培育一批进口贸易促进创新示范区。办好第二届中国国际进口博览会。三是确定优化外汇管理措施。为统筹做好外贸外资工作, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定和合理的外汇储备, 以进一步扩大对外开放稳外贸、稳外资, 会议确定了优化外汇管理、促进跨境贸易投资便利化 12 条措施。主要包括: 扩大贸易外汇收支便利化试点, 简化小微跨境电商办理有关资金收付手续, 允许非投资性外商投资企业以资本金开展境内股权投资, 扩大资本项目收入支付

便利化试点，将企业外债注销登记下放银行办理，试点取消外债逐笔登记，取消资本项目外汇账户开户数量限制，便利部分资本项目外汇资金结汇使用，开展银行不良债权和贸易融资等跨境转让试点。同时，注重防范跨境资本流动风险，保持金融稳定。

中共中央政治局就区块链技术发展现状和趋势进行第十八次集体学习。习近平总书记指出，目前，全球主要国家都在加快布局区块链技术发展。我国在区块链领域拥有良好基础，要加快推动区块链技术和产业创新发展，积极推进区块链和经济社会融合发展。要加强对区块链技术的引导和规范，加强对区块链安全风险的研究和分析，密切跟踪发展动态，积极探索发展规律。要探索建立适应区块链技术机制的安全保障体系，引导和推动区块链开发者、平台运营者加强行业自律、落实安全责任。要把依法治网落实到区块链管理中，推动区块链安全有序发展。

上周五刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话，双方同意妥善解决各自核心关切，确认部分文本的技术性磋商基本完成。双方确认就美方进口中国自产熟制禽肉、鲶鱼产品监管体系等效以及中方解除美国禽肉对华出口禁令、应用肉类产品公共卫生信息系统等达成共识。双方牵头人将于近期再次通话，在此期间工作层将持续抓紧磋商。商务部新闻发言人高峰此前透露，中美双方正在加紧磋商，争取就协议文本进行落实，双方磋商的最终目标是停止贸易战，取消全部加征关税，这有利于中国，有利于美国，有利于全世界。

整体来看，中美确认部分文本技术性磋商完成符合市场预期，有利于提振中美进出口贸易，稳定金融市场，缓解风险情绪。上周国常会及中央政治局集体学习，关注稳外贸及发展区块链技术，显示出中央对于统筹做好稳外贸及对外开放，提升我国区块链技术竞争力较为关注，显示出我国在内外压力下，仍保持定力，重在修炼“内功”，考虑到区块链技术在推动数字创新方面潜力巨大，短期将利好区块链相关企业，长远看将对经济社会各领域发展产生强大推动力。

图表 3. 今年以来进出口贸易走势偏弱



数据来源: Wind 资讯

图表 4. 比特币等币值波动较大, 目前市场趋于冷静



数据来源: Wind 资讯

## 金融市场

### 货币政策与资金面

上周央行合计开展5900亿元逆回购操作，公开市场有300亿元逆回购到期。由于税期因素影响，上周周初市场流动性开始收紧，短期回购利率抬升，后续随着央行加大资金投放力度，平抑税期资金波动，资金面逐渐缓和。本周公开市场有5900亿元逆回购资金到期，届时央行可能将适时呵护市场流动性，资金面有望保持相对均衡状态。

具体来看，上周央行合计开展5900亿元逆回购操作，公开市场有300亿元逆回购到期，合计净投放5600亿元。质押式回购利率方面，隔夜品种资金利率后半周有所下行。截至10月25日，R001加权平均利率为2.55%，较前周下行12bp；R007加权平均利率为2.91%，较前周上行11bp；R014加权平均利率为2.97%，较前周下行2bp。同业存单方面，一级市场发行情绪较好。上周共发行840只总计4164.7亿元，到期656只总计3413.85亿元，净融资额为750.85亿元，较前周减少826.31亿元。由于税期因素影响，存单利率整体上行，3个月AAA+同业存单利率为2.82%，较前周上行6bp；6个月AAA+同业存单利率为2.87%，较前周上行4bp；9个月AAA+同业存单利率为2.95%，较前周上行3bp。境内美元流动性整体保持宽松，USD CIROR隔夜价格报在1.83%，与前周保持不变；1W价格报在1.92%，较前周下行1bp。离岸人民币流动性保持稳定，香港市场人民币隔夜拆借利率收于2.70%，较前周上行1bp；7天品种收于2.78%，较前周下行3bp。

由于10月为缴税大月，随着税期因素影响逐渐显现，上周前半周资金面整体偏紧，资金供给减少，短期回购利率处于高位。央行也通过逆回购操作向市场投放流动性，平抑税期资金波动，资金面后续有所松动。首先，10月LPR报价与9月持平，显示政策立场趋于中性。10月LPR报价1年期4.2%、5年期以上4.85%，一方面虽然CPI主要受猪肉价格上涨因素推动，但不排除货币政策仍然部分受到近期通胀走高制约；另一方面银行负债成本和风险偏好没有明显改善也是重要原因。未来还是将重点疏通货币政策传导机制，促使实体经济融资成本下降。第二，工业企业盈利增速下行压力较大，仍需要合理充裕的流动性环境为实体经济提供保障。1-9月规模以上工业企业利润同比下降2.1%，较1-8月回落，其中制造业营收、利润率均出现弱化，PPI形成拖累，工业增加值改善有少量积极作用，整体来看从量价两方面看经济动能依然较弱，后续逆周期调节可能继续加码。第三，市场对美联储降息预期较强，海外宽松货币政策环境有助于人民币汇率稳定，减少国内货币政策面临的制约。美国10月Markit制造业PMI公布51.5，预期50.9，前值51.1。尽管PMI数据好于预期，但调查数据显示美国新订单增长近乎停止，维持在十年来最低水平，同时叠加之前消费数据表现不佳，后续经济增速可能仍将倾向于维持趋势之下的水平。美联储最新利率决议即将举行，由于美联储之前强调利率将取决于经济数据，因此消费数据的低迷可能也将成为美联储后续继续采取降息操作的理由。

展望本周，由于中美贸易摩擦整体呈现阶段性缓和的迹象，外部市场风险有所收敛，宏观政策

保持逆周期调节力度，GDP增速虽有所下滑，但整体来看国内经济依然维持韧性，虽然海外央行普遍保持宽松，国内货币政策保持定力。本周公开市场有**5900**亿元逆回购资金到期，届时央行可能将适时呵护市场流动性，预计短期内资金面仍将保持相对平稳状态。

图表 5. 同业存放利率变动

期限	2019-10-25		2019-10-18	
	融出	融入	融出	融入
1W	3.2-3.1	2.85-0.72	3.2-3.1	2.7-0.72
2W	3.25-3.1	2.85-0.72	3.25-3.1	2.85-0.72
1M	3.25-3.2	3.1-2	3.25-3.2	3.1-2
3M	3.95-3.6	3.3-2.8	3.95-3.6	3.25-2.78
6M	3.7-3.65	3.35-2.83	3.7-3.65	3.35-2.8
1Y	3.95-3.9	3.5-2.93	3.95-3.9	3.5-2.9

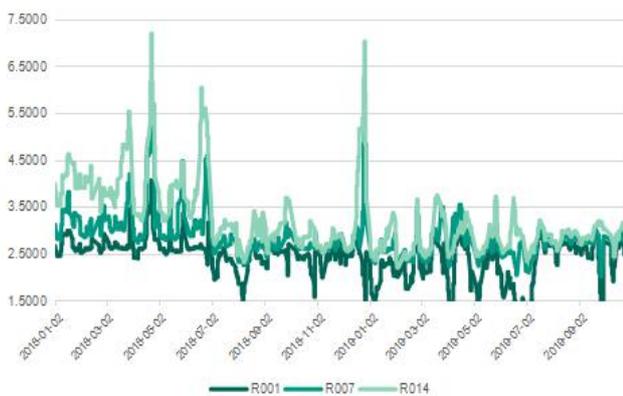
数据来源: Wind 资讯、上海国际货币

图表 6. 境内外美元汇差与离岸人民币利率 (%)



数据来源: Wind 资讯

图表 7. 银行间债券回购利率走势



数据来源: Wind 资讯

图表 8. 人民币同业存单利率走势



数据来源: Wind 资讯

## 债券市场

上周利率债收益率多数上行，短端上行幅度小于中长端，收益率曲线陡峭化；上周信用债收益率同样上行，信用利差普遍走扩。上周央行净投放资金**5600**亿对冲税期影响，资金面维持松紧适度格局，但**10月LPR**报价与上月持平，超出市场预期，叠加四季度市场普遍预期通胀压力继续上升，导致债市收益率长端出现上行；信用债方面，部分基金进行降低杠杆及久期操作，造成信用债卖盘供给增加，信用利差走扩。展望本周，资金面预计仍将维持松紧适度的状态，但目前期限利差处于高位，短端存在补跌风险，长端方面，周末中美两国领导再度通话，未来达成相关协议的可能

性加大，风险偏好有望转强，建议对中长端继续维持谨慎态度。

上周利率债收益率普遍上行，收益率曲线呈现陡峭化。为对冲税期影响，央行上周累计净投放5600亿元，资金面维持松紧适度格局，但由于10月份LPR报价与上月持平，超出市场预期，导致短端收益率上行约1-3bp。长端方面，10月份LPR报价保持不变再度引发市场对于后续央行货币政策的担忧，叠加通胀压力逐渐上升，受此影响中长端收益率上行约4-6bp。

具体来看，驱动各期限收益率变化的主要因素如下：短端方面，10月份一年期与五年期LPR报价与9月持平，造成后续货币政策宽松预期再次下降，导致短端收益率上行。中长端方面，一是通胀压力持续上升，猪肉供给难以快速增加，价格短期内难以下降，CPI或将在明年一季度达到高点，抑制货币政策进一步宽松；二是低基数环境下，市场对于四季度经济数据存在边际好转的担忧，社融数据连续两个月好转，结构亦有所改善，叠加去年四季度数据基数较低，引发市场对于后续经济好转的担忧，在上述因素的综合影响下，导致长端债券收益率上行。

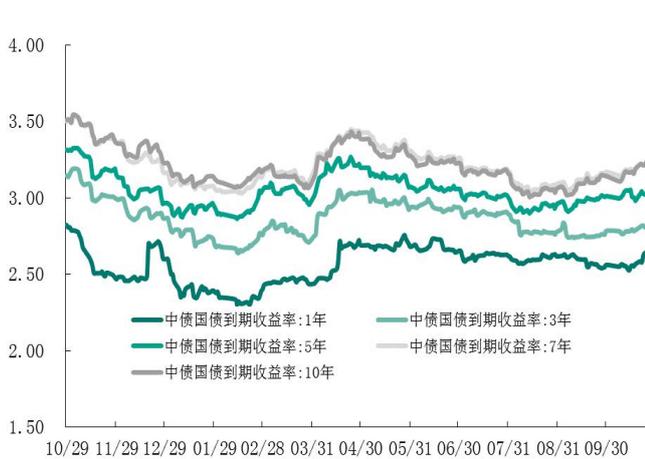
美债方面，收益率全周呈现小幅上行走势，10年期美债收盘价较上周上行4.6bp至1.8%。中美贸易谈判预期进展顺利，提振市场风险偏好，股市上涨接近前期高点，对债市产生挤出效应，受上述因素影响，美债收益率出现上行。

信用债方面，虽然在央行大量投放下资金供给相对充裕，但进入四季度后部分基金进行降低杠杆及久期操作，信用债二级供给增加，带动信用债收益率整体上行。信用利差方面，高评级主体信用利差已经跌至低分位水平，由于部分机构负债端成本限制被迫选择下沉资质，中高评级信用债供给增加，受此影响信用利差普遍走扩。

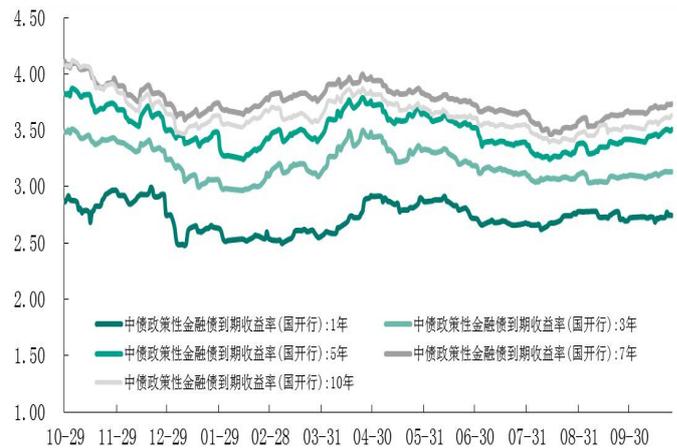
信用风险违约事件，上周共有4个主体的共计4只债券违约，违约主体为南京建工产业集团有限公司、西王集团有限公司、北讯集团股份有限公司和同益实业集团有限公司，其中西王集团有限公司为首次违约，该公司为中国500强企业，受宏观金融环境及企业自身经营影响，西王集团2019年上半年盈利下滑，且近期有多期债券面临到期兑付或回售，整体流动性较为紧张，导致债务违约发生。

图表 9. 国债收益率走势

图表 10. 政策性金融债收益率走势



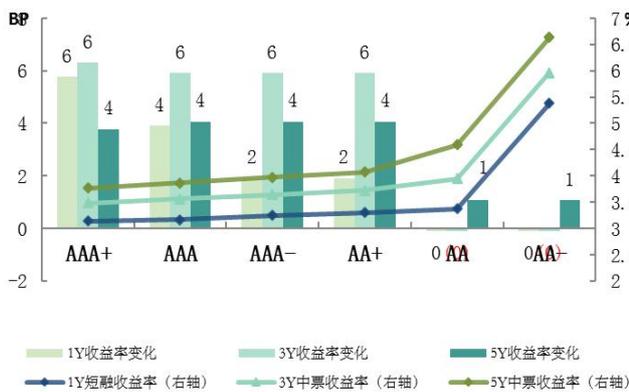
数据来源: Wind 资讯



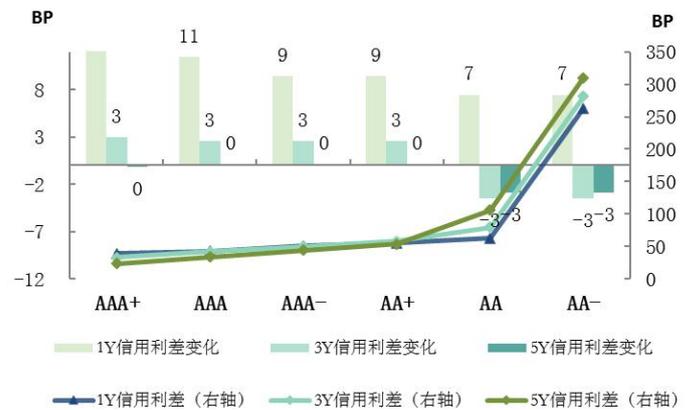
数据来源: Wind 资讯

图表 11. 信用债收益率走势变化

图表 12. 信用利差走势变化



数据来源: Wind 资讯



数据来源: Wind 资讯

展望本周，第一，资金面预计仍将维持松紧适度的状态，但目前期限利差处于高位，短端存在补跌风险，第二，长端方面，周末中美两国领导再度通话，未来达成相关协议的可能性加大，风险偏好有望转强，叠加央行是否续作 TMLF 仍存在较大不确定性，建议对中长端继续维持谨慎态度。第三，信用债方面，虽然上周中高评级信用利差部分修复，但在资金面未能大幅转松的背景下，配置需求仍然有限，信用利差预计将维持现状。

## 外汇市场

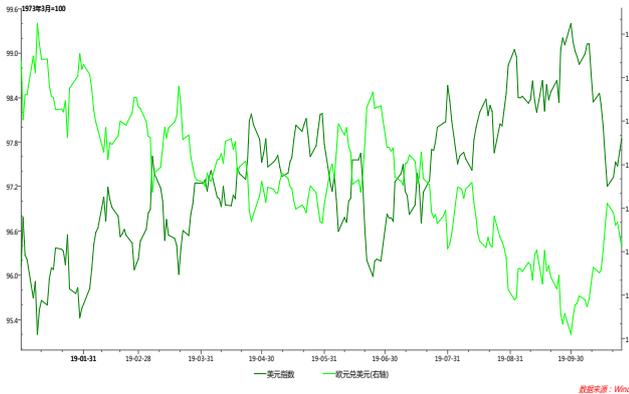
英国脱欧或将延期，欧央行持续宽松，欧洲货币高位回落；预计美联储将鹰派加息，美元仍有

一定升值空间。中美贸易谈判相向而行，预计在双方达成更多实质性协议前将在当前水平双向波动。

**英镑欧元高位回落，鹰派降息预期升温美元反弹。**上周，美元指数收于97.84，上涨0.66%。欧元兑美元收于1.1081，下跌0.80%。英镑兑美元收于1.2831，下跌1.08%。一是**英国脱欧或将延期，英镑高位回落。**上周，英国议会虽然投票通过了政府的脱欧协议，但否决了协议立法时间表，这样将由欧盟决定是否同意英国再度延迟脱欧，以及延期多久。欧盟周五批准伦敦方面提出的将英退截止日期延后的请求，但并未设定新的脱欧日期，这让意见分歧的英国议会有时间就首相约翰逊提出的提前大选动议做出决定这也意味着英国脱欧则依然悬念丛生，英镑上周早些时候一度升至1.30上方，创逾五个月新高，最终回吐全部涨幅。二是**德拉基在任内最后一次新闻发布会上对欧元区经济做出悲观评估，欧元再度承压。**欧洲央行上周四维持货币刺激政策不变，6周之前，该行下调了利率并重启债券购买，从而成为德拉基任上的最后一次货币政策行动。执掌欧洲央行八年之后，德拉基的离去正值经济增长放缓和央行货币政策弹药库耗尽之际。目前欧元区存款利率处于历史低点负0.5%，欧洲央行承诺将在必要时再次降低存款利率，直到通货膨胀“强有力”地达到目标后，存款利率才会提高。量化宽松将从下个月开始，每月购买200亿欧元（220亿美元）资产，直到“第一次”加息之前不久才会结束。此外，欧洲经济数据持续疲软，欧元区10月Markit制造业PMI初值表现差于预期，持平于上个月创下的逾七年底位45.7，针对德国经济陷入衰退的声音不绝于耳，这些都令欧元面临进一步下行风险。三是**鹰派降息预期升温，美元反弹。**本周将迎来美联储利率决议，10月以来，市场对美联储降息预期的升温，曾对美元拖累明显，美元指数上周一度跌创三个月新低至97.14，但随着英镑和欧元的走弱，再加上美联储鹰派降息的预期升温，美元指数展开反弹。市场预计美联储10月政策声明应该会比7月、9月的声明略显鹰派，甚至可能表示降息已平衡了经济前景的风险；但即便如此，FOMC可能会为在12月或之后进一步放松政策在一定程度上保留可能性。展望未来，本周将公布美国三季度GDP数据及美联储利率决议，预计美元仍有一定反弹空间。

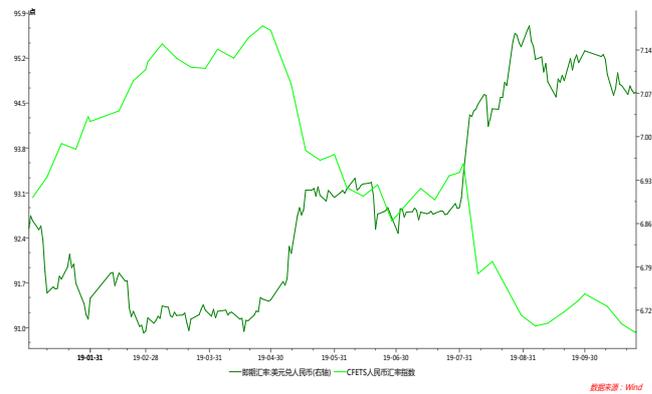
**中美贸易谈判相向而行，推进人民币国际化进程。**上周，在岸人民币汇率收于7.0716，升值109PIPS，涨幅为0.15%。离岸人民币汇率收于7.0511，升值215PIPS，涨幅为0.30%。一是**中美贸易谈判相向而行，人民币稳中有升。**美商务部日前发布公告，称将自10月31日起对中国3000亿美元加征关税清单产品启动排除程序。如果排除申请得到批准，自2019年9月1日起已经加征的关税可以追溯返还。此外，中美经贸高级别磋商双方牵头人25日通话，同意妥善解决各自核心关切，确认部分文本的技术性磋商基本完成。这是对两周前新一轮中美经贸高级别磋商成果的具体落实，表明双方朝着签署阶段性协议的目标继续迈进一步，回应了市场期盼。预计双方经贸团队接下来将会继续紧锣密鼓地工作，节奏更快，朝着签署阶段性协议的目标冲刺。二是**继续推进人民币国际化进程。**上周，中国央行与欧洲央行续签双边本币互换协议，互换规模为3500亿元人民币/450亿欧元，协议有效期三年，经双方同意可以展期。展望未来，短期看，中美贸易谈判取得一定进展，预计在双方达成更多实质性协议前将在当前水平双向波动。

图表 13. 美元指数、欧元兑美元



数据来源: Wind 资讯

图表 14. 人民币汇率



数据来源: Wind 资讯

## 商品市场

避险情绪再度升温，美联储降息预期上升，支撑金价震荡上涨。全球货币政策宽松周期下，预计金价中期仍有一定支撑。中美贸易谈判向好，OPEC+释放进一步减产信号，上周原油价格反弹。全球经济整体复苏乏力，原油供大于求的格局未发生改变，中长期仍有下行风险。

避险情绪再度升温，美联储降息预期上升，支撑金价震荡上涨。上周金价收报 1504.63 美元/盎司，周线涨幅约 0.98%。英国脱欧局势不确定性仍存，欧美经济数据表现疲软，避险需求上升提振金价上涨。美联储 10 月降息预期升温，金价一度创近四周新高至 1518.02 附近，但随着国际贸易局势传来利好消息，美股大幅上涨，风险情绪回升下金价回吐部分涨幅。一是脱欧进程仍有反复，欧美数据不佳，避险情绪再度升温。欧盟批准英国脱欧延期，但约翰逊可能难以举行提前大选，脱欧不确定性推升避险情绪。欧元区 10 月 Markit 制造业 PMI 初值差于预期，延续逾七年低位 45.7；美国 9 月份耐用品订单月率录得-1.1%，表明在贸易摩擦影响下，美国企业投资仍然未见起色。二是美联储降息预期升温，货币政策宽松预期支撑金价。欧美货币政策有望维持宽松，利率期货显示，美联储 10 月降息的概率仍高达 90%。欧洲央行方面，尽管欧洲央行上周维持利率不变，但欧洲央行行长德拉基表示，“增长势头减弱”正在拖延强劲的工资增长向通货膨胀的传导，并表示劳动力市场已经失去了一些动能。金价一度涨至 1518.02 附近，创下了近三周新高。三是中美经贸高级别磋商双方牵头人通话，美股创历史新高，打压黄金多头信心。10 月 25 日晚，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方同意妥善解决各自核心关切，确认部分文本的技术性磋商基本完成。双方确认就美方进口中国自产熟制禽肉、鲶鱼产品监管体系等效以及中方解除美国禽肉对华出口禁令、应用肉类产品公共卫生信息系统等达成共识。双方牵头人将于近期再次通话，在此期

间工作层将持续抓紧磋商。展望未来，全球货币政策宽松周期下，金价中期仍有一定支撑。

中美贸易谈判向好，OPEC+释放进一步减产信号，原油价格反弹。本周油价整体表现乐观，尽管欧美经济数据表现不佳一度曾令油价受到拖累，但OPEC计划进一步减产，美国EIA原油库存意外下降，国际贸易局势改善，仍给油价提供强劲的上涨动能，美原油期货主力合约本周劲升5.46%，录得6月底以来最佳单周表现，收报56.63美元/桶。一是OPEC+可能加大减产力度。此前OPEC和包括俄罗斯在内的其他产油国承诺，在2020年3月前，将原油日产量削减120万桶，OPEC+将于12月5-6日再次举行会议。但在担忧明年需求疲弱的情况下，有消息称，OPEC正在考虑是否进一步减产，这在本周初给油价提供较好的支撑。二是EIA报告传来利好。美国官方EIA报告显示，美国原油库存意外下降，改善了原油需求前景，给油价提供了一定的上涨动能。因炼厂日炼油量增加42.9万桶，且原油进口下滑，上周美国原油库存减少170万桶，而分析师此前预计美国原油库存将增加220万桶。三是中美贸易谈判的乐观预期持续升温，为油价上涨提供动力。展望未来，减产及贸易谈判将对原油价格形成一定支撑，但全球经济整体复苏乏力，原油供大于求的格局未发生改变，未来仍需关注减产力度以及美国和OPEC之间的动态博弈。

图表 15. 黄金价格和美元指数



数据来源：Wind 资讯

图表 16. 布伦特及WTI原油



数据来源：Wind 资讯

## 市场展望与策略

上周央行开展5900亿元7天逆回购操作，有300亿逆回购到期，合计净投放5600亿元。央行大量投放保证平稳度过税期，各期限资金利率均维持在合意水平。本周公开市场有5900亿元逆回购到期，但临近月底有较大的财政投放，预计资金面仍将保持均衡。同业存单市场方面，长品种价格仍处于上行趋势，建议配置6m-1y收益率上行较多的存单。债券市场方面，金融和经济数据均有所改善，市场对基本面改善的预期明显升温，叠加通胀压力和中美贸易谈判预期，空头力量较强，建议长端保持谨慎，适当增持3年内品种。本周美联储10月议息会议大概率将采取预防式降息，但需要重点关注发言中对于后续的前瞻指引是否发生变化。

**国内市场策略：**上周央行开展5900亿元7天逆回购操作，有300亿逆回购到期，合计净投放5600亿元。央行大量投放保证平稳度过税期，从周中开始资金面明显转松，各期限资金利率均维持在合意水平。本周公开市场有5900亿元逆回购到期，但考虑到临近月底有较大量的财政投放，预计资金面仍将维持均衡。此外市场对于本周央行是否开展TMLF仍有分歧，若开展则对资金面将构成一定利好。同业存单方面，近期存单一级市场发行热情高涨，各期限发行利率有所上行，在后续资金面不会有过度紧张的情况下，建议配置6m-1y收益率上行较多的长期险的存单品种。债券市场方面，一方面通胀压力预计在四季度和明年年初仍将进一步加强，市场对于通胀制约货币政策的悲观预期较强，限制了收益率的下行。另一方面，周末中美双方谈判代表通话并宣布双方已就部分文本协议达成一致，在11月双方领导人会面前大概率将敲定协议文本，市场风险偏好的提振也制约债市。上周10年期国开活跃券190210最终收于3.7075%，上行4bp。整体来看，短期内从市场借贷成交量明显增加来看，债市空头情绪依然较强，策略上建议继续保持谨慎，控制久期，长端适合开展波段操作，短端本周资金面将维持宽松，若有未明显出现下行可以继续增加配置。从期限利差来看，虽然曲线进一步走陡，但目前市场做空情绪依然浓重，长端收益率难以下行，短端品种确定性更强；从品种利差来看，近期国债和政金债间的利差持续缩窄，考虑到外资对国债的配置需求，国债相对有较高的配置价值；信用债方面，近期3、5年期上行较多，3年期相对买盘力量更强，可择机增配，适当减持5年期品种。

**国际市场策略：**本周四美联储10月议息会议大概率将采取预防式降息，但美国经济指标仍未出现明显恶化迹象，需要重点关注在议息会议后鲍威尔的讲话和美联储公告，美联储可能会对后续的货币政策做出前瞻指引，预防市场出现利多出尽的走势。英国脱欧方面，约翰逊表示将有欧盟决定是否继续延期脱欧，但双方就延期的期限上还存在较大分歧，在10月31日前最后几天英国脱欧仍存在较大的不确定性。

## 附件 1. 上周评级调整表

发行人	行业	评级机构	最新评级日期	最新主体评级	最新评级展望	上次主体评级	上次评级展望
上调评级或展望							
无							
下调评级或展望							
西王集团有限公司	食品、饮料与烟草	东方金诚国际信用评级有限公司	2019-10-16	A+	负面	AA+	稳定
隆鑫控股有限公司	汽车与汽车零部件	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2019-07-25	A	负面	AA-	负面

数据来源: wind、中国农业银行金融市场

### 法律声明

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。