

2019年11月18日

金融市场部

下调公开市场操作利率，引导降低实体融资成本

宏观经济

❖ **国际宏观：**美国10月零售销售、通胀反弹，但整体仍温和；多位美联储官员讲话，强化市场对暂停降息的预期；英国经济避免连续两个季度衰退，未来前景取决于英国脱欧进程。

❖ **国内宏观：**货币政策执行报告认为三季度稳健的货币政策成效显著，央行采取降准、LPR改革等方式，使M2、社融增速与前三季度名义GDP增速基本匹配并略高，企业综合融资成本同比下降。整体来看，此次货币政策执行报告去掉了“把好货币供给总闸门”，并表示将“加强逆周期调节”，在整体保持定力的同时，定调依然偏向宽松，本周一央行下调7天逆回购利率5BP至2.50%，未来货币政策将继续聚焦降低实体融资成本，与积极财政政策配合共同应对经济下行压力。

金融市场

❖ **货币政策及资金面：**上周央行开展2000亿元MLF操作，利率3.25%。随着缴税高峰的临近，市场流动性逐渐收缩，回购利率明显抬升，央行在连续暂停逆回购操作后通过MLF投放资金，平抑资金波动。本周公开市场无逆回购资金到期，由于税期影响仍将有所持续，预计资金面总体仍将处于均衡状态。

❖ **债券市场：**上周资金价格连续走高带动短端收益率上行，中长端收益率金融数据、中美贸易谈判、经济数据等多空因素交织的情况下宽幅震荡，最终小幅走低；受信用违约事件的冲击，各品种信用利差均出现走扩。展望本周，在数据公布后市场预计将重点关注中美谈判进展和通胀的进一步走势，叠加临近年底市场预计将保持谨慎，收益率维持区间震荡概率较大；信用方面，金融机构风险事件仍在继续出现，在风险传导下信用利差可能重新走扩。

❖ **外汇市场：**经济数据好坏参半、特朗普承认在乌克兰丑闻中行贿，美元下跌。贸易摩擦缓和避险货币走弱，且非美货币升值对美元造成一定压力。预计未来美元仍会受到经济数据和政治事件的影响，呈震荡走势。中美贸易谈判消息回归平静，市场缺乏指引，人民币呈现双向波动。中美经贸问题的演变，将继续主导人民币汇率的短期波动。

❖ **商品市场：**全球央行宽松步伐放缓，特朗普弹劾案升温，国际贸易向好，黄金走出震荡行情。预计短期黄金将持续震荡，全球经济衰退风险与多边贸易不确定性仍支持长期金价上行。国际贸易形势好转及美国原油需求上升支撑油价上行，但OPEC减产预期下降，全球需求疲软或压制长期油价。

❖ **市场展望与策略：**展望本周，由于缴税高峰已过，资金面将呈现边际宽松的格局，本周将进行央行下调MLF利率后的第一次LPR报价，在央行货币政策边际宽松及支持实体经济融资成本下行的背景下，预计本周收益率将呈现震荡下行走势。信用债方面，受资金面偏紧及资金价格上行等因素影响，信用债短端呈现上行格局，预计随着缴税高峰过后资金面将逐渐转松，信用债将重新吸引配置需求。美国10月份CPI及核心CPI均出现上行，股市屡创新高带动风险偏好回升，叠加美联储重申后续的利率调整路径并不确定，后续美联储降息预期降温，预计美债收益率短期内存在上行风险。

联系人

郝佳

010-85209686

haojia@abchina.com

马至夏

010-85607524

mazhixia@abchina.com

程丹琪

010-85607531

chengdanqi@abchina.com

夏谱

010-85607542

xiapu@abchina.com

叶丹

021-20687210

yedan@abchina.com

支琪凯

021-20687245

zhiqikai@abchina.com

虞汉阳

021-20687231

yuhanyang@abchina.com

宏观经济

国际宏观

美国10月零售销售、通胀反弹，但整体仍温和；多位美联储官员讲话，强化市场对暂停降息的预期；英国经济避免连续两个季度衰退，未来前景取决于英国脱欧进程。

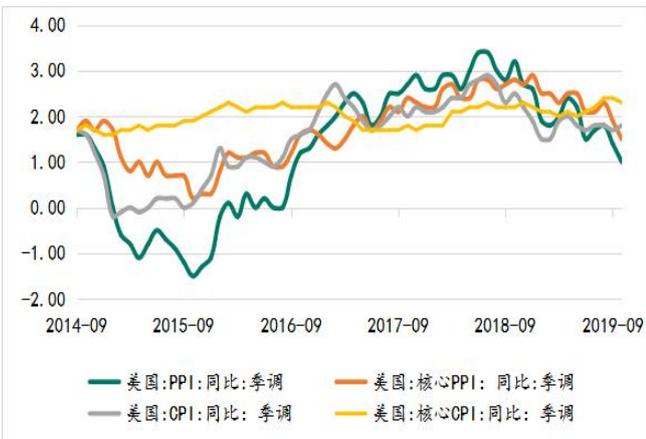
美国10月零售销售、通胀反弹，但整体仍温和。经济数据方面，10月美国零售销售反弹，环比增长0.3%，而9月为下降0.3%，是七个月来首度负增长；但剔除汽车和汽油的零售销售10月仅增长0.1%，低于市场预期的0.3%。数据反映10月零售销售反弹主要受汽车销售以及汽油价格上升的影响，但美国消费者减少了对服装、家具、电子电器等产品的购买，显示美国消费动能虽有反弹但仍在回落过程中。**通胀数据方面**，美国10月CPI环比增长0.4%，创今年3月以来最大升幅，前值为环比增0%，创1月以来最低；核心CPI环比增长0.2%，符合预期，但同比增长2.3%，弱于预期和前值的2.4%。美国10月PPI环比增长0.4%，创今年4月以来最大涨幅，9月曾创八个月来最大环比跌幅；10月核心PPI环比增0.3%，好于预期的0.2%及前值的-0.3%。但同比来看，PPI同比增长1%、核心PPI同比增1.5%，均创三年新低。10月美国通胀较9月反弹但整体仍然温和。整体来看，美国经济和通胀数据在10月有所企稳，反映年内三次降息的效果正在体现，但数据整体仍然温和，美国消费动能还在放缓过程中，预计美国经济仍将继续放缓。

多位美联储官员讲话，强化市场对暂停降息的预期。上周美联储主席鲍威尔在国会作证时表示，只要未来经济信息总体符合美联储对前景的判断，当前货币政策立场就可能还适宜；当前美国不适合负利率，他还说，联储降息空间没有以往大。除此之外，**多位美联储官员讲话亦传达了暂停降息的态度**：美联储副主席克拉里达称，美联储等央行成功降低利率，让利率停留在低位，这已经减少了未来经济下滑时用降息刺激经济增长的空间，给央行制造了新的挑战。2020年FOMC票委哈克和卡普兰、2021年票委巴尔金都认为，美联储当前利率政策合适。整体来看，**2019年全球经济同步放缓**，主要发达经济体央行转向宽松，但除美联储之外，日本、欧洲央行尚未开启加息或者缩表的货币政策正常化进程，宽松空间受限。美联储快速降息三次后，其进一步降息的空间亦在缩小，预计短期美联储仍将观察经济数据变动以决定下一步行动，当前美国经济仍在放缓但未进一步恶化，年内再度降息的概率较低。

英国经济避免连续两个季度衰退，未来前景取决于英国脱欧进程。英国三季度GDP环比升0.3%，预期升0.4%，前值为降0.2%；三季度GDP同比升1.0%，录得2010年三季度以来的最低水平，低于预期的升1.1%，前值升1.3%。尽管避免了连续两个季度衰退，但由于三季度GDP的增长完全归功于7月的表现，8月和9月的GDP都在萎缩，反映英国经济的复苏动力仍然较弱。**展望未来，英国经济关键取决于英国脱欧进程。**英国将在12月12日举行大选，首相约翰逊希望借此赢得议会下院多数席位，以领导新政府打破僵局，通过与欧盟的脱欧协议。根据目前的民调结果，约翰逊所属的保守党领先工党10到17个百分点，部分民调中保守党已获2017年来最高支持率。英国投资者、消费者信心受制于脱欧进程的不确定性难以恢复，未来无论英国是以协议脱欧还是不

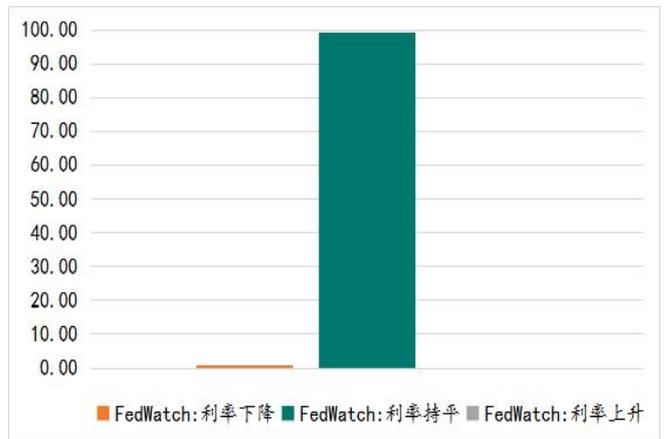
脱欧态势结束这一不确定局面，预计都将对经济形成一定提振。

图表 1. 美国 10 月通胀环比改善但同比仍然温和



数据来源: Wind

图表 2. 年内美联储维持利率不变的概率较高



数据来源: CME Group

国内宏观

三季度中国货币政策执行报告认为三季度稳健的货币政策承销显著，央行采取降准、LPR 改革等方式，使 M2、社融增速与前三季度名义 GDP 增速基本匹配并略高，企业综合融资成本同比下降。整体来看，此次货币政策执行报告去掉了“把好货币供给总闸门”，并表示将“加强逆周期调节”，在整体保持定力的同时，定调依然偏向宽松，本周一央行下调 7 天逆回购利率 5BP 至 2.50%，未来货币政策将继续聚焦降低实体融资成本，与积极财政政策配合共同应对经济下行压力。

上周末，人民银行发布三季度中国货币政策执行报告，稳健的货币政策成效显著。三季度央行货币政策的主要工作为：疏通市场化利率传导渠道（LPR 改革）；调节闸门、保持流动性松紧适度（降准 0.5 个百分点）；信贷结构优化（定向降准 1 个百分点用于支持民营小微企业贷款）；防范化解金融风险（处置包商银行后续风险）；把握内外平衡（汇率破 7 后走势稳定）。货币政策取得显著成效，三季度央行采取了降准、LPR 改革等多个政策工具，M2、社融增速与前三季度名义 GDP 增速基本匹配并略高，同时企业综合融资成本同比下降。

内外部经济下行压力加大，未来将加强逆周期调节。报告对国内经济的判断由二季度的“经济仍存在下行压力”调整为“经济下行压力持续加大”，新增“外需减弱对出口增长形成压力”；对全球经济的判断由二季度的“全球经济增长疲弱”调增为“全球经济下行压力加大”；整体看认为内外部经济下行压力都加大。在《专栏 1 正确看待央行资产负债表规模变化》中，央行强调虽然中国人民银行资产规模增长放缓甚至可能下降，但降准放松了流动性约束，增大了货币创造能力，与国外央行量化宽松结束后一度进行的“缩表”有本质区别。即“缩表是‘放松’”。强调目前我国仍是常态化的货币政策，而不同于其他央行的非常态化货币政策（量化宽松）。尽管目前经济下行压力加大，但央行仍指出“落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”，再次强

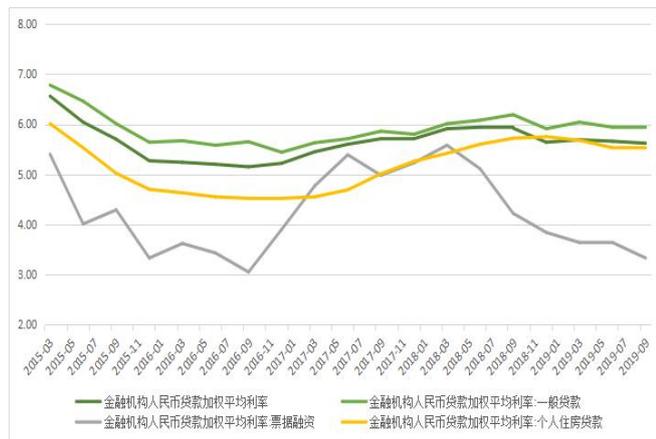
调房住不炒。与此同时，国家发改委日前表示，将探索推行逐步放宽或取消汽车限购的具体措施，推动汽车限购政策向引导使用政策转变。预计未来政策将多措并举刺激消费和投资，支撑经济发展。

物价上涨结构性特征明显，要警惕通货膨胀预期发散，预计未来货币政策不会被CPI绑架，但仍会密切关注，加强预期管理。在《专栏4 全面看待CPI与PPI走势》中，央行指出，2019年以来单月CPI同比涨幅有所走高主要受食品价格尤其是猪肉价格较快上涨所拉动，而近几个月PPI同比降幅扩大主要是受基数效应影响，并不意味着存在显著的工业品通缩压力。此前CPI快速上行引发市场对货币政策将会被动收紧的担忧，央行货币政策报告再次明确了“稳健的货币政策保持松紧适度”。除货币政策外，市场也担心CPI破3后债市收益率会出现大幅上行。从历史周期看，CPI破3与债市收益率拐点并不是一一对应关系，即破3不一定有拐点、不破3也可能会有拐点。自2002年以来的6个债市拐点中，2010年和2013年CPI上行破3后债市拐点马上到来，且2013年拐点前货币政策紧缩信号不明显。2013年CPI上行是物价的全面上行，且期间猪肉价格下降。而本次CPI上行结构性特征明显，不存在价格的普遍上涨，但是由于猪肉价格上涨关系到居民“菜篮子”消费成本，且通过消费替代效应牛肉、羊肉、蛋类价格分别上涨，央行提出要警惕通货膨胀预期发散。农业农村部部长韩长赋11月15日在南昌表示，进入11月以来生猪和猪肉价格开始回落。

聚焦中小银行，精准拆弹，防范化解金融风险的同时为中小银行注入资本，促进其对民营和小微企业的金融服务。央行表示，三季度以来通过“精准拆弹”，稳妥有序地推进了包商银行风险处置，防范化解金融风险。同时央行建立了防范中小银行流动性风险的“四道防线”——再贴现、常备借贷便利、存款准备金和流动性再贷款这四项结构性货币政策工具，通过货币政策操作及时稳定了市场信心，对保持货币、票据、债券等金融市场平稳运行发挥了重要作用。而对于资本水平不足的中小型银行，央行指出下一步要推动银行通过发行永续债等方式多渠道补充资本，重点支持中小银行补充资本，优化资本结构。

整体来看，此次货币政策执行报告总体定调依然偏向宽松。在保留“稳健的货币政策”同时，去掉了“把好货币供给总闸门”的表述，并表示将“加强逆周期调节”，但央行依然体现出较强的定力，不会大幅放松流动性，本周一央行下调7天逆回购利率5BP至2.50%，未来货币政策将继续聚焦降低实体经济融资成本，配合积极财政政策，应对国内经济下行压力。

图表3. 人民币贷款加权平均利率较为平稳



数据来源: Wind 资讯

图表4. M2增速与名义GDP增速匹配



数据来源: Wind 资讯

金融市场

货币政策与资金面

上周央行开展2000亿元MLF操作,利率3.25%,公开市场无资金到期,合计净投放2000亿元。随着缴税高峰的临近,市场流动性逐渐收缩,资金供给显著减少,回购利率明显抬升,央行在连续暂停逆回购操作后通过MLF投放资金,平抑资金波动。本周公开市场无逆回购资金到期,由于税期影响仍将有所持续,预计资金面总体仍将处于均衡状态。

具体来看,上周央行开展2000亿元MLF操作,利率3.25%,公开市场无资金到期,合计净投放2000亿元。质押式回购利率方面,短期资金利率大幅上行。截至11月15日,R001加权平均利率为2.78%,较前周上行83bp;R007加权平均利率为3.02%,较前周上行49bp;R014加权平均利率为2.99%,较前周上行39bp。同业存单方面,一级市场发行与到期较为均衡。上周共发行935只总计4693.30亿元,到期728只总计4387.04亿元,净融资额为306.26亿元,较前周减少2335.69亿元。存单利率整体有所上行,3个月AAA+同业存单利率为3.08%,较前周上行5bp;6个月AAA+同业存单利率为3.11%,较前周上行4bp;9个月AAA+同业存单利率为3.12%,较前周上行4bp。境内美元流动性继续保持宽松,资金价格小幅回落,USD CIROR隔夜价格报在1.60%,较前周下行2bp,1W价格报在1.69%,较前周下行1bp。离岸人民币流动性有所波动,香港市场人民币隔夜拆借利率收于2.76%,较前周下行8bp;7天品种收于3.43%,较前周上行58bp。

上周周初市场资金面总体较为均衡,随着缴税高峰的临近,流动性逐渐收紧,隔夜供给大幅减少,回购利率明显抬升,央行连续暂停逆回购操作后通过MLF投放资金,适时稳定市场情绪。首先,货币政策执行报告指出货币政策保持定力,并提出警惕通胀预期发散。央行公布的第三季度货币政策执行报告中指出主动维护好我国在主要经济体中少数实行常态货币政策国家的地位,同时指

出CPI同比涨幅走高的结构性特征明显，PPI低位运行表明工业需求偏弱，未来两者差距有望趋窄，并且此前国务院常务会议完善固定资产投资项目资本金制度，基建增速有望得到修复，未来可能采取稳货币和宽财政的组合措施。**第二，信贷社融季节性回落，央行开展MLF操作保障流动性的合理充裕。**10新增社融6189亿元，同比少增1185亿元，人民币贷款增加6613亿元，同比少增357亿元，均低于市场预期。10月信贷少增主要因为居民短期贷款和票据拖累，企业中长期贷款仍然形成一定的支撑，表明持续的金融去杠杆以及短端利率上行带来的紧缩效应，信贷扩张缺乏动力，同时由于10月长假效应工作日相对较少，对信贷投放造成一定影响。上周五央行开展2000亿元MLF操作，对冲税期高峰影响并向市场注入长期资金。**第三，美国通胀数据略有好转，美联储降息预期有所减弱。**美国10月CPI同比增长1.8%，好于预期和前值的增幅1.7%，同时考虑到全球经贸局势阶段性缓和，对美联储短期内暂停降息形成一定的支撑。与此同时，美联储主席鲍威尔在讲话中指出目前基本前景向好，但风险仍然突出，后续如果经济没有实质性恶化，美联储可能将维持利率不变。

展望本周，虽然国际贸易环境近期呈现阶段性缓和的迹象，但10月经济金融数据均不及预期，除短期因素扰动外，整体来看当前基本面仍然偏弱，经济下行压力有所增加，未来仍需保持一定的逆周期调节力度。下一阶段稳健的货币政策保持松紧适度，根据经济增长和价格形势变化及时调整，并且后续需要关注基建投资方面的相关进展。本周公开市场无资金到期，由于税期影响仍将有所持续，预计资金面总体仍将处于均衡状态。

图表 5. 同业存放利率变动

期限	2019-11-15		2019-11-8	
	融出	融入	融出	融入
1W	3.2-3.1	2.6-0.72	3.2-3.1	2.2-0.72
2W	3.25-3.15	2.75-0.72	3.25-3.15	2.3-0.72
1M	3.25-3.2	3.1-2	3.25-3.2	3.1-2
3M	3.95-3.6	3.3-2.9	3.95-3.6	3.3-2.89
6M	3.7-3.65	3.35-2.95	3.7-3.65	3.35-2.9
1Y	3.95-3.9	3.5-3	3.95-3.9	3.5-2.95

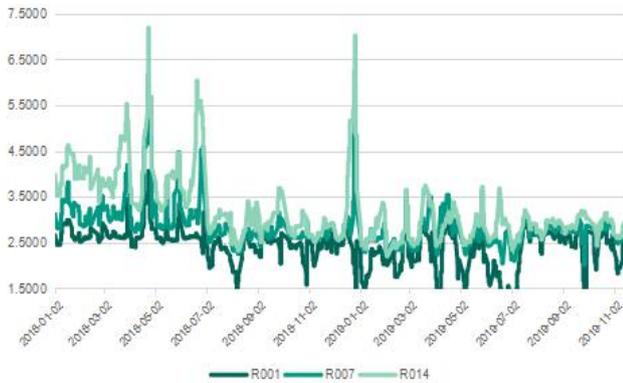
数据来源: Wind 资讯、上海国际货币

图表 6. 境内外美元汇差与离岸人民币利率 (%)



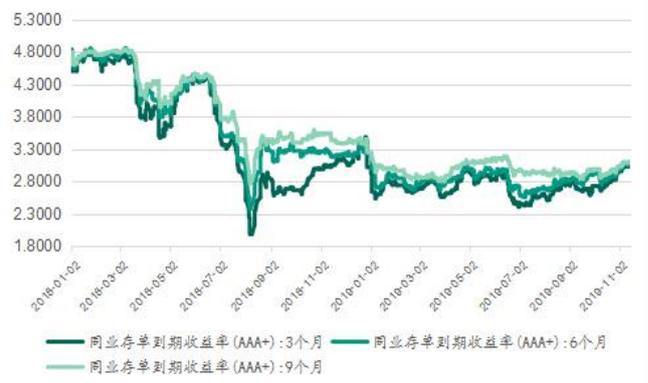
数据来源: Wind 资讯

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

上周利率债收益率短端受资金面影响有所上行, 中长端收益率宽幅震荡后有所走低, 收益率曲线走陡; 上周中长期信用债收益率受利率债影响有所下行, 信用利差整体出现走扩。上周央行连续暂停公开市场操作, 在税期的扰动下, 流动性呈现紧张, 资金价格连续走高带动短端收益率上行, 中长端收益率金融数据、中美贸易谈判、经济数据等多空因素交织的情况下宽幅震荡, 最终小幅走低; 受信用违约事件的冲击, 各品种信用利差均出现走扩。展望本周, 在数据公布后市场预计将重点关注中美谈判进展和通胀的进一步走势, 叠加临近年底市场预计将保持谨慎, 收益率维持区间震荡概率较大; 信用方面, 金融机构风险事件仍在继续出现, 在风险传导下信用利差可能重新走扩。

上周利率债短端收益率有所上行, 中长端宽幅震荡后小幅下行, 收益率曲线走陡。上周央行连续暂停公开市场操作, 在面临暑期扰动的情况下, 资金价格持续走高, 虽然在周五央行通过 MLF 投放资金, 但资金依然维持紧张, 全周短端收益率上行约 4-5bp。上周为数据密集公布期, 在金融数据、经济数据、中美贸易谈判消息等多空因素交织的情况下, 中长端收益率呈现宽幅震荡走势, 全周来看, 小幅下行约 1-4bp。

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, 央行在税期前连续暂停公开市场操作, 资金面持续收紧, 虽然周五进行 2000 亿 MLF 投放, 但税期扰动依然较大。中长端方面, 一是通胀压力的释放, 10 月 CPI 在猪肉价格继续高斜率上行的带动下达到 3.8%, 但一方面进入 11 月猪肉价格涨势出现缓和, 另一方面市场对于通胀制约货币政策的担忧消退, 通胀压力出现缓解; 二是 10 月金融数据超预期下滑, 10 月信贷和社融数据均不及市场预期, 虽然存在季节性因素扰动且结构相对较好, 但筑底信号仍有待观察; 三是 10 月基本面数据重新回落, 10 月主要经济数据中仅房地产继续构成支撑, 工业、社会消费、基建等全部较 9 月出现下滑, 经济企稳仍需政策发力。

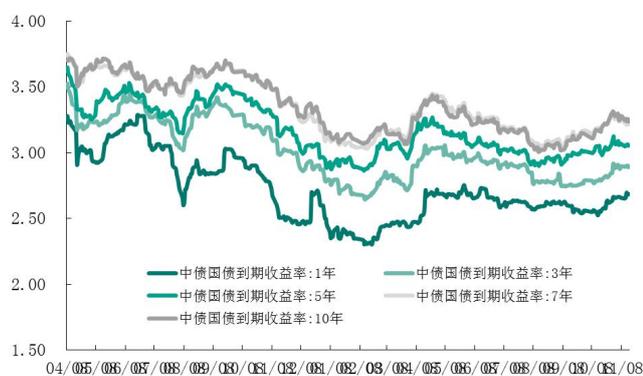
美债方面, 上周美债收益率整体呈现下行。主要受如下两方面因素影响: 一是特朗普在发言中

表示中美贸易谈判若不能达成协议将采取更高的关税措施，叠加此前白宫发言人讲话中表示在协议签署前双方将不会取消关税，市场避险情绪有所升温；二是鲍威尔的听证会上的讲话虽然进一步强化了短期降息的可能性较低，但后续数据的变化仍可能采取宽松的货币政策。

信用债方面，受中长端利率债收益率小幅下行的影响，中长期信用债收益率也出现一定程度走低。信用利差方面，上周市场传出多家金融机构风险事件以及中小银行可能存在合并的消息，市场在风险传导担忧的情况下对于信用债有所冲击，各期限、各品种信用利差均出现走扩。

信用风险违约事件方面，上周有一只信用债出现违约。违约主体为贵人鸟股份有限公司，该公司为首次出现违约事件。贵人鸟自上市以来将主业逐步向泛体育产业转移，但在扩张过程中并未达到预期效果，且资金链出现明显紧张。后续需要进一步观察企业解决流动性危机的相关措施。

图表 9. 国债收益率走势



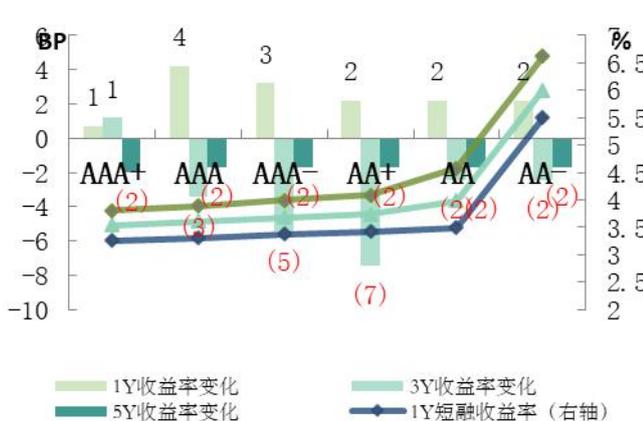
数据来源: Wind 资讯

图表 10. 政策性金融债收益率走势



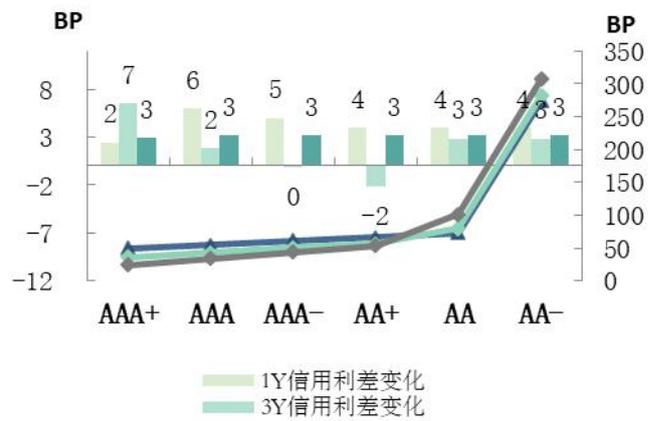
数据来源: Wind 资讯

图表 11. 信用债收益率走势变化



数据来源: Wind 资讯

图表 12. 信用利差走势变化



数据来源: Wind 资讯

展望本月，第一，在度过税期后，预计资金面将重新维持宽松，资金价格的回落将带动短端收益率的下行；第二，在10月数据公布完后，市场关注点预计将回到中美贸易谈判以及相关高频数据的变化上，短期债市依然多空因素交织，在没有明显消息的情况下预计收益率将维持区间震荡格局；第三，信用债方面，预计信用债收益率受风险事件的影响可能有所回调，信用利差有所走扩。

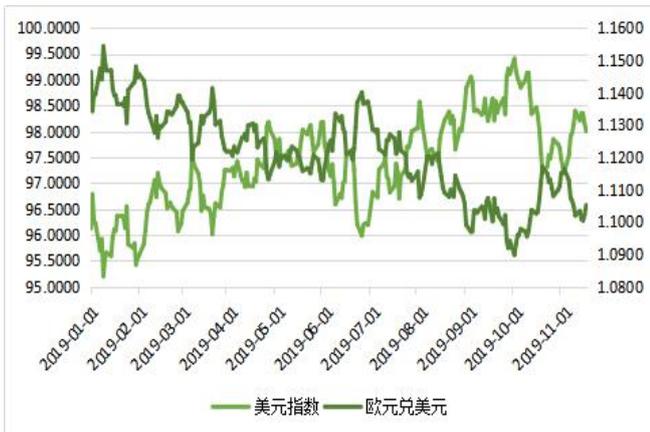
外汇市场

经济数据好坏参半、特朗普承认在乌克兰丑闻中行贿，美元下跌。贸易摩擦缓和避险货币走弱，且非美货币升值对美元造成一定压力。预计未来美元仍会受到经济数据和政治事件的影响，呈震荡走势。中美贸易谈判消息回归平静，市场缺乏指引，人民币呈现双向波动。中美经贸问题的演变，将继续主导人民币汇率的短期波动。

经济数据好坏参半、特朗普承认在乌克兰丑闻中行贿，美元下跌。上周美元指数收于98.0039，下跌0.39%。欧元兑美元收于1.1052，上涨0.29%。英镑兑美元收于1.2903，上涨0.99%。一是美元方面，美联储官员接连鹰派表态，巩固市场对年内不再降息的预期，支撑美元。但是美国众议院议长佩洛希周四表示，特朗普已经承认在乌克兰丑闻中行贿，美元指数承压下跌。周五10月零售销售数据好坏参半，美元再次承压。整体看，贸易摩擦缓和避险货币走弱，且非美货币升值对美元造成一定压力。预计未来美元仍会受到经济数据和政治事件的影响，呈震荡走势。二是欧元方面，德国ZEW经济景气指数好于预期，欧元区三季度GDP1.2%，CPI为0.7%符合预期。欧洲经济整体弱势未变，但边际压力可能变小，上周欧元走强。三是英镑方面，由于英国无协议脱欧的可能性降低，未来主导英镑走势的主要是英国大选的推进情况。16日公布的四项民调结果显示，英国首相约翰逊所属的保守党领先工党10到17个百分点。英国将在12月12日举行大选，约翰逊希望借此赢得议会下院多数席位，领导新政府打破僵局通过与欧盟的脱欧协议，避免到期无协议硬脱欧。英镑上涨。

中美贸易谈判消息回归平静，市场缺乏指引，人民币呈现双向波动态势。上周在岸人民币汇率收于7.0121，贬值237PIPS，跌幅为0.34%。离岸人民币汇率收于7.0053，贬值17PIPS，跌幅0.24%。若本月中美达成第一阶段贸易协议，将对人民币汇率形成提振。展望未来，从宏观环境看，全球经济下行压力加大，主要央行降息范围进一步扩展，中国宏观政策保持定力和灵活性，目标明确，手段充足，坚实的基本面对人民币汇率提供有力支撑。从监管政策看，汇率政策继续坚持在提高汇率灵活性和保持汇率稳定之间求得平衡。外汇政策继续坚持扩大开放，服务实体经济，稳步推进贸易和投资便利化。进一步扩大金融市场开放对汇率的影响也在逐步显现。从市场供求看，跨境资本流动总体稳定、外汇市场供求基本均衡的格局没有改变，外汇市场的风险缓释能力明显提高，汇率波动的价格调节作用明显增强，市场主体的承受能力显著增强。未来一段时间影响汇率的关键因素仍是中美经贸问题。随着汇率弹性的不断增强，在市场供求基本均衡的前提下，人民币汇率的合理均衡水平，越来越多地受到短期因素的影响。中美经贸问题的演变，将继续主导人民币汇率的短期波动。

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

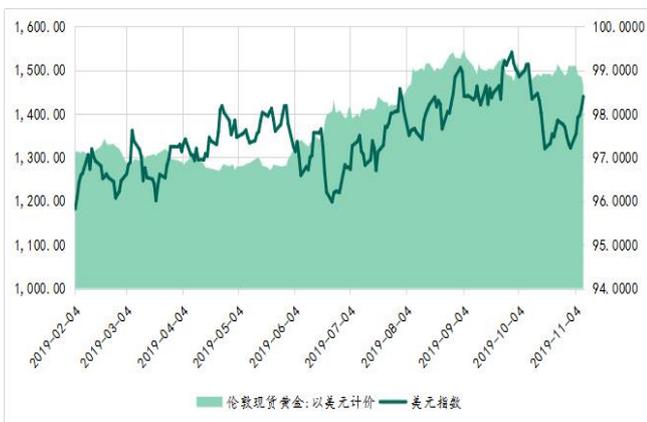
商品市场

全球央行宽松步伐放缓，特朗普弹劾案升温，国际贸易向好，黄金走出震荡行情。预计短期黄金将持续震荡，全球经济衰退风险与多边贸易不确定性仍支持长期金价上行。国际贸易形势好转及美国原油需求上升支撑油价上行，但 OPEC 减产预期下降，全球需求疲软或压制长期油价。

全球央行宽松步伐放缓，特朗普弹劾案升温，国际贸易向好，黄金走出震荡行情。经历了两周前的大跌行情后，上周黄金先是继续下跌，最低下探至 1445.47 美元的低点，随后金价连续三天反弹，于周四达到本周高点 1474.60 美元，随后周五金价有所下跌，最终报收于 1467.92 美元，周涨幅为 0.61%。一是本轮全球性宽松或告一段落，多国央行表态偏鹰。上周美联储主席鲍威尔、副主席克拉里达、纽约联储主席威廉姆斯的讲话均向市场释放了偏鹰派的信号，在经历连续三次降息之后，市场预期美联储年内再次降息的概率仅为 2.7%。新西兰央行周三意外维持利率不变，欧洲央行内部反对降息的呼声较高，法荷两国央行行长讲话均表示要谨慎使用量化宽松政策。各国偏鹰表态对金价构成压力。二是上周特朗普弹劾案升温，避险资产受益。周四，美众议院议长佩洛西直指特朗普“行贿”。周五，前美驻乌克兰大使约万诺维奇赴国会作证，称自己被解职是因为“阻碍”了对拜登父子的调查。三是国际贸易摩擦有所缓和，对金价形成压制。周三，美国并未在谈判截止日前对欧盟汽车加征关税，美欧贸易摩擦表现出缓和态势。周四，中国解除对美禽肉进口的限制。周六中美双方再次对第一阶段贸易协定交换意见，并透露出积极信号。总体来看，近期黄金大幅修正，在一定程度上释放了风险，但市场避险情绪仍然不强，短期金价或将持续震荡。从长期来看，全球经济衰退风险不减，多边贸易不确定性尚存，对长期金价形成支撑。

国际贸易形势好转及美国原油需求上升支撑油价继续上行，美油产量增加持续打压原油价格上涨。上周布伦特原油上涨 0.84 美元/桶至 63.45 美元/桶，涨幅 1.34%，WTI 原油上涨 0.58 美元/桶至 58.02 美元/桶，涨幅 1.01%。一是国际贸易形势缓和或带来原油需求上行，中东地缘政治风险不减，对油价形成提振。OPEC 秘书长巴尔金都周三表示，国际贸易协议将提振全球经济，此前市场对国际贸易局势过于悲观，对美国页岩油产量增长的预测过于乐观。此外伊朗政府宣布上调汽油价格，引发伊朗国内持续爆发抗议示威活动，中东政局再起波澜。二是美国原油需求有所上升，支撑油价上行。EIA 数据显示，截止 11 月 8 日当周，美国炼油厂开工率环比回升 1.8 个百分点至 87.8%，美国汽油日均生产 1017.3 万桶，比前一周减少 13.7 万桶，同时馏分油日均生产 503.9 万桶，比前一周增加 16.4 万桶。综合看，美国成品油消费略高于去年同期。三是美油产量再创新高，钻井数继续回落。EIA 数据显示，截止 11 月 8 日当周，美国国内原油产量增长 20 万桶日为 1280 万桶/日，再创新高，同时贝克休斯数据显示，截至 11 月 8 日当周，美国石油活跃钻井数环比减少 11 座至 806 座，为 2017 年 3 月以来新低。短期来看，原油供求变动不大，油价或继续震荡，中长期来看，市场普遍预计 OPEC 在 12 月初的大会上有可能不会扩大减产，全球经济增长面临的挑战仍存，原油供大于求的格局仍将持续。

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

央行上月超预期投放 MLF 2000 亿元，利率维持 3.25% 不变，但受缴税因素影响，资金面相对紧张，TMLF 方面，资金价格上行，临近年末，各家机构为跨年资金进行准备，提前发行存单募集资金，导致存单收益率走高；债市方面，10 月社融数据超预期下滑，短端信贷及地方政府专项债成为社融下滑的主要拖累，同时 10 月份经济数据同样下行，虽有季节性因素影响，但消费、投资、工业增加值纷纷转弱的局面仍然不容忽视，经济依然面临下行压力，受上述因素影响，上周债市收益率出现反弹。本周缴税高峰已过，资金面将呈现边际宽松的格局，本周将进行央行下调 MLF 利率后的第一次 LPR 报价，在央行货币政策边际宽松及支持实体经济融资成本下行的背景下，预计本周收益率将呈现震荡下行走势。信用债方面，受资金面偏紧及资金价格上行等因素影响，本周信用债短端呈现上行格局，预计随着缴税高峰过后资金面将逐渐转松，信用债将重新吸引配置需求。美国 10 月份 CPI 及核心 CPI 均出现上行，股市屡创新高带动风险偏好回升，叠加美联储重申后续的利率调整路径并不确定，后续美联储降息预期降温，预计美债收益率短期内存在上行风险。

国内市场策略：上周无逆回购投放及到期，央行进行 MLF 操作投放资金 2000 亿元，利率维持 3.25% 不变，但受缴税因素影响资金面仍然偏紧，同时各家机构发行存单募集资金为年底做准备，导致存单收益率上行，但接近 3.20% 位置大行及股份行存单相对具有配置价值，可以适当增配。债券市场方面，10 月份金融数据超预期下行，虽然中长期贷款占比依然良好，但短期贷款与地方政府专项债成为数据的主要拖累因素，同时 10 月份经济数据再度走弱，汽车消费及双十一购物节因素影响消费数据，工业增加值受季节性因素影响降幅明显，基建投资托而不举，房地产投资韧性仍在，上述因素综合导致本周长端收益率下行 4-8bp，10 年国开活跃券 190215 最终收于 3.62%，下行 8bp。整体来看，虽然 10 月份金融及经济数据再度转弱，但季节性因素影响不容忽视，市场对于后续经济企稳预期仍然存在，但本周即将进行利率下调后的第一次 LPR 报价，下行概率较大，有望带动现券收益率下行。从期限利差来看，3 年期政金债与 5 年期政金债利差较宽，可以适当将 3 年期品种与 5 年期品种进行置换；从品种利差来看，基金负债端的问题短期内难以得到有效解决，叠加中美利差仍处于高位，国债的安全边际仍然好于政金债；从信用利差来看，随着税期结束，资金面有望再度宽松，叠加央行降低实体经济融资成本的意图，信用利差仍存在收窄空间。

国际市场策略：虽然美联储主席鲍威尔讲话仍然暗示 12 月不采取降息动作，但超前指标显示美国经济存在潜在走弱的迹象，同时前期调整较多，空头存在一定回补需求，导致 10 年期美债收益率上周下行 10.9bp 至 1.836%，欧洲方面需重点关注英国大选的选情，如果保守党在调查中领先，将有助于脱欧协议达成，风险偏好提升，但主要经济体经济仍未出现明显改善，债市收益率仍将低位徘徊，预计后续上行风险有限。

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							
长治银行股份有限公司	银行	联合资信评估有限公司	2019-11-14	AA	稳定	AA-	稳定
长春发展农村商业银行股份有限公司	银行	中诚信国际信用评级有限责任公司	2019-11-13	AA-		A+	稳定
下调评级或展望							
吉林神华集团有限公司	制药、生物科技与生命科学	中诚信证券评估有限公司	2019-11-15	BBB		AA-	稳定
贵人鸟股份有限公司	耐用消费品与服装	联合信用评级有限公司	2019-11-12	CC	负面	BBB	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。