

2019年11月25日

金融市场部

LPR 利率下行，政策聚焦稳增长

宏观经济

- ❖ **国际宏观：**欧美制造业数据边际好转，经济增长仍有下行压力；美联储会议纪要再度强化暂停降息观点，欧央行会议纪要坚持宽松立场。
- ❖ **国内宏观：**央行下调逆回购利率，超出市场预期。除降低实体融资成本、降低银行负债成本外，还传递出货币政策不会收紧的信号，市场对通胀大幅上升引发货币政策收紧的担忧有所缓解，考虑到当前“六稳”仍是宏观调控主要目标，未来货币政策仍将维持稳定偏松的格局。

金融市场

- ❖ **货币政策及资金面：**上周央行开展 3000 亿元逆回购操作和 500 亿元 1 个月国库现金定存，无资金到期。周初资金面仍受到税期扰动，随着央行持续逆回购投放资金，资金利率明显回落。本次下调 OMO 利率为四年来首次调降，引发市场对于货币政策的乐观情绪，表明当前相对于通胀压力，稳增长目标更加迫切。本周公开市场有 3000 亿元逆回购到期和 600 亿元国库现金定存到期，临近跨月，预计资金利率将小幅回升，总体仍将处于均衡宽松状态。
- ❖ **债券市场：**上周利率债收益率大幅下行，短端下行幅度大于中长端，收益率曲线陡峭化；信用债收益率同样下行，短久期信用债利差走扩，长久期窄幅波动。上周央行下调 OMO 利率 5bp，叠加中美贸易谈判不确定性有所上升，债市收益率普遍下行；信用债方面，资金面宽松带动信用债需求增加，收益率普遍下行，信用利差涨跌互现。展望本周，随着财政资金逐渐投放，资金面预计仍将维持宽松适度的状态，短端收益率有望维持震荡，长端方面，本周处于基本面数据的真空期，前期收益率快速下行累计部分获利盘，存在止盈需求，预计在充分换手后才能展开新一轮行情。
- ❖ **外汇市场：**美联储强化暂缓降息、经济数据阶段反弹，美元周内先抑后扬。在经济表现温和的情况下，未来影响美元指数变动的主要因素仍是事件性的，如中美贸易谈判等。外部风险事件冲击、双向波动弹性增强，人民币走弱。近期人民币汇率走势主要受中美贸易谈判进程影响。
- ❖ **商品市场：**OECD 下调增速预期、美国公布数据向好、全球货币宽松预期减弱，金价持续震荡态势。预计未来货币政策或压制金价，基本面对金价形成支撑，金价震荡态势仍将持续。供需失衡担忧引发油价大跌，随后利好消息传来，原油价格走出 V 字行情。预计 OPEC 将在 12 月会议上公布延期减产的计划，以支撑当前原油价格。
- ❖ **市场展望与策略：**本周在月底财政投放的补充下，短期资金面维持宽松的概率较大。同业存单利率或将继续维持低位，目前一年期存单 3.05 位置处于相对低位，建议短期内可择机减持。债券市场方面，目前市场焦点集中在中美贸易谈判后续的演化上，若中美贸易再出波折的话，预计中长端利率仍有继续下行的空间。策略上整体建议在长端有所上行的情况下可适当增加仓位和拉长久期。海外方面，美国相关经济领先指标虽然好于市场预期但整体仍呈现回落态势，后续美联储的动作仍将考虑数据的情况，但短期难有重新降息的机会。

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
yedana@abchina.com

支琪凯
021-20687245
zhiqikai@abchina.com

虞汉阳
021-20687231
yuhanyang@abchina.com

于富元
010-85209712
yufuyuan@abchina.com

宏观经济

国际宏观

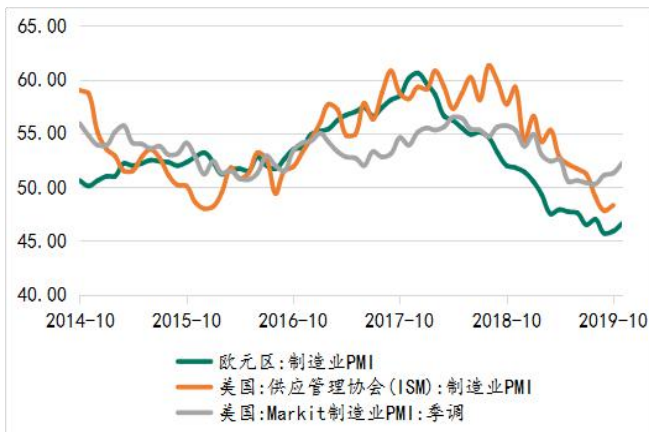
欧美制造业数据边际好转，经济增长仍有下行压力；美联储会议纪要再度强化暂停降息观点，欧央行会议纪要坚持宽松立场。

欧美制造业数据边际好转，经济增长仍有下行压力。美国11月Markit制造业初值报52.2，高于预期的51.5和前值的51.3。本次11月制造业指数升至七个月高位，产出、新订单和就业指标全面改善，可能得益于通用汽车工人罢工结束。其他数据方面，美国11月密歇根大学消费者信心指数终值报96.8，高于预期的95.7和前值的95.7，另外美国10月零售销售、通胀均温和反弹。欧元区方面，11月制造业PMI初值录得46.6，高于预期的46.4和前值的45.9，为连续两个月反弹，但是已是第10个月位于荣枯线下方。另外，11月Sentix投资信心指数、消费者信心指数尽管仍处于负值区间，但都较10月有所回升。同时，9月零售同比增3.1%，亦好于市场预期的2.4%，反映出当前欧元区投资、消费信心均出现边际改善。整体来看，美国经济数据在近期有所改善，反映年内降息三次的效果正在体现，但数据整体仍然温和。欧元区虽有边际改善，但相关数据仍较疲软。在当前全球贸易摩擦不确定性仍高、欧美财政刺激力度较弱的背景下，欧美经济仍面临下行压力。

美联储会议纪要再度强化暂停降息观点，欧央行会议纪要坚持宽松立场。上周，欧美央行10月议息会议纪要均出炉。美联储会议纪要显示，FOMC委员们认为美国经济目前表现强劲，劳动力市场健康，消费者需求强劲。委员们普遍同意，除非美国经济状况发生重大变化，否则可能无需再次降息。这一表述进一步向市场传递了暂停降息的意图。欧央行会议纪要指出，欧洲经济的疲软正在被延长，地缘政治、上升的保护主义和新兴市场持续的脆弱性都是未来经济增长的风险因素。通胀方面，欧洲央行认为HICP和潜在通胀水平均保持弱势。基于这种情况，欧洲央行决定在10月维持货币政策不变。同时，本次纪要“强烈呼吁”在未来制定货币政策时需要保持团结，为未来货币政策寻求更多空间。另外，欧洲央行认为有财政空间的国家应更加积极的调整财政政策应对欧元区经济下行压力。拉加德上任后的首次公开亮相延续了这一政策基调。她表示，欧洲需要新的政策组合；如果货币政策能够获得其他促进经济增长政策的支持，就可以更快地取得效果，且副作用更少；将会继续推行支持经济增长的货币政策，并在维护物价稳定的前提下对应对未来风险。

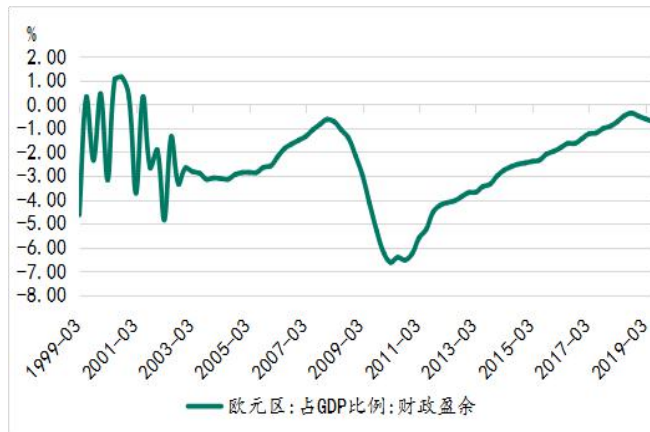
整体来看，2019年全球经济同步放缓，美国经济情况好于欧元区，在应对内生增长动力不足和外部环境不确定性时，主要发达经济体央行转向宽松，刺激效果逐步显现，经济出现边际改善迹象。但应注意到，美欧日央行货币政策空间整体有限，预计美联储将更依赖经济数据作出决策，保留一定未来经济下滑时刺激经济增长的空间，年内将不再降息；预计欧日将争取在财政政策上的突破，寻求与货币政策的配合以刺激经济增长。

图表 1. 欧美制造业 PMI 边际改善



数据来源: Wind

图表 2. 欧元区财政纪律限制较强



数据来源: Wind

国内宏观

上周央行下调公开市场操作利率, 超出市场预期。除降低实体融资成本、降低银行负债成本外, 还传递出货币政策不会收紧的信号, 市场对通胀大幅上升引发货币政策收紧的担忧有所缓解, 考虑到当前“六稳”仍是宏观调控主要目标, 未来货币政策仍将维持稳定偏松的格局。

近期央行下调 MLF 和 OMO 利率, 11 月 LPR 报价再度下行。一是下调 MLF 利率。11 月 5 日, 央行公布 1 年期 MLF 操作利率由此前的 3.3% 降至 3.25%, 这也是 16 年 2 月以来 MLF 利率的首次下调。二是下调 OMO 利率。11 月 18 日, 央行公告 7 天逆回购招标利率下降 5bp 至 2.5%, 这也是 15 年 10 月份以来逆回购招标利率的首次下调。三是下调 LPR 再度下行。11 月 20 日, 不仅 1 年期 LPR 再度下行 5bp 至 4.15%, 5 年期以上 LPR 也下行 5bp 至 4.8%。8 月 20 日, 央行公布 1 年期 LPR 为 4.25%, 比此前的 4.31% 下调了 6bp。而在 9 月 20 日, 1 年期 LPR 下降 5bp 至 4.2%。

央行对 MLF 和 OMO 利率的调整略超市场预期。我国央行目前将已有的货币政策分为五类, 公开市场操作业务、存款准备金、中央银行贷款、利率政策和各式流动性投放便利工具。其中公开市场操作业务分为回购交易、现券买卖、发行央票、SLO 和中央国库现金管理; 流动性投放便利包含 PSL、SLF、MLF、TMLF、TLF。目前 MLF 更多用于引导 LPR, OMO 利率更倾向于影响银行负债成本。相较逆回购, 流动性投放便利工具在对手方、抵押券等设计上更加体现央行的结构性引导意图, 且 MLF、PSL 等结构性货币政策工具期限较长, 往往被作为更偏向实体融资利率调控的工具。降低 MLF 利率旨在降低实体经济融资成本, 引导银行降低企业贷款率。从央行发布的《2019 年第三季度货币政策执行报告》来看, 9 月末一般贷款加权平均利率为 5.96%, 较 6 月末不降反升了 0.02 个百分点。11 月 19 日, 央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会, 央行行长易纲表示, 要继续强化逆周期调节, 增强信贷对实体经济的支持力度。并对六家商业银行负责人强调, 要发挥好 LPR 对贷款利率的引导作用, 推动金融机构转变贷款定价惯性思维, 真正参考 LPR 定价, 促进

实际贷款利率下行。当前央行的货币政策也主要是服务于稳增长，而降低实体经济融资成本是稳增长的重要一环。而在近期 R007 利率超季节性走高的情况下，调降 OMO 利率，可以稳定市场流动性预期，并减轻银行负债端成本压力。在央行 MLF、OMO 连续降息后，股债均出现上涨。

整体来看，央行近期降息行为，更多地是在传递货币政策信号，稳定流动性预期。今年 8 月份以后，猪价快速上涨，9 月 CPI 达到 3%，并且在 10 月份进一步上升至 3.8%。通胀大幅上升引发了货币政策收紧的担忧，但是当前经济下行压力加大，仍需要宽松货币政策的支持。因此，央行通过小幅下调利率释放了较为明确的信号——不会因为猪价大涨而收紧货币政策。

图表 3. LPR 利率微降 5BP



数据来源: Wind 资讯

图表 4. 央行调降 MLF、逆回购利率



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3000亿元逆回购操作和500亿元1个月国库现金定存，无资金到期。周初资金面仍受到税期扰动，随着央行持续逆回购投放资金，资金利率明显回落。本次下调OMO利率为四年来首次调降，引发市场对于货币政策的乐观情绪，表明当前相对于通胀压力，稳增长目标更加迫切，但货币政策是否进入全面宽松周期仍有待观察。本周公开市场有3000亿元逆回购到期和600亿元国库现金定存到期，临近跨月，预计资金利率将小幅回升，总体仍将处于均衡宽松状态。

具体来看，上周央行开展3000亿元逆回购操作和500亿元1个月国库现金定存，无资金到期，合计净投放3500亿元。质押式回购利率方面，短期资金利率明显回落。截至11月22日，R001加权平均利率为2.01%，较前周下行76bp；R007加权平均利率为2.5%，较前周下行52bp；R014加权平均利率为2.72%，较前周下行27bp。同业存单方面，一级市场发行高涨，净融资金量回升。上周共发行965只总计6500.7亿元，到期676只总计4496.73亿元，净融资额为2003.97亿元，较前周增加1697.71亿元。存单利率各期限均有所回落，3个月AAA+同业存单利率为2.98%，较前周下行10bp；6个月AAA+同业存单利率为3.0%，较前周下行11bp；9个月AAA+同业存单利率为3.02%，较前周下行10bp。境内美元流动性继续保持宽松态势，资金价格基本持平，USD CIROR隔夜价格报在1.60%，与前周持平，1W价格报在1.68%，较前周下行1bp。离岸人民币流动性转松，香港市场人民币隔夜拆借利率收于2.71%，较前周下行5bp；7天品种收于2.76%，较前周下行67bp。

上周周初市场资金面仍受到税期扰动，资金利率维持高位，随着央行持续逆回购投放资金，流动性恢复充裕状态，资金利率明显回落。首先，央行三季度货币政策报告不再提及“把好货币供给总闸门”，央行调低MLF利率后，本周继续下调OMO利率，明显超出市场预期。本次下调OMO利率为四年来首次调降，引发市场对于货币政策的乐观情绪，表明当前相对于通胀压力，央行稳增长目标更加迫切，后续将继续与财政政策配合托底经济，连续调降MLF和OMO利率后，短期来看央行货币政策进一步放松的概率较低。第二，央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，强调银行要发挥好贷款市场报价利率对贷款利率的引导作用，1年期和5年期LPR报价利率均下行5bp。近期公布的经济数据表明当前基本面下行压力仍较大，货币政策还需发挥逆周期调节作用，引导实际贷款利率下行。第三，国际政治形势复杂，中美贸易磋商反复，不确定性较强。由于当前香港局势紧张，对中美贸易谈判产生负面影响，预计达成协议的日期将有所推迟，对全球和国内经济产生持续拖累，经济下滑压力还需积极的货币政策提供支持。

展望本周，将公布PMI数据，预期仍低于荣枯线，但较前月有所回暖。在贸易磋商反反复复和

基本面下行压力明确的背景下，货币政策预计将维持当前宽松状态。虽然MLF和OMO利率均有所下调，但货币政策是否进入全面宽松周期仍有待观察。本周公开市场有3000亿元逆回购到期和600亿元国库现金定存到期，临近跨月，预计资金利率将小幅回升，但由于当前银行间流动性充裕，资金面总体仍将处于均衡宽松状态。

图表5. 同业存放利率变动

期限	2019-11-22		2019-11-15	
	融出	融入	融出	融入
1W	3.2-3.1	2.35-0.72	3.2-3.1	2.6-0.72
2W	3.25-3.15	2.7-0.72	3.25-3.15	2.75-0.72
1M	3.25-3.2	3.15-2	3.25-3.2	3.1-2
3M	3.95-3.6	3.45-2.85	3.95-3.6	3.3-2.9
6M	3.7-3.65	3.5-2.9	3.7-3.65	3.35-2.95
1Y	3.95-3.9	3.6-2.9	3.95-3.9	3.5-3

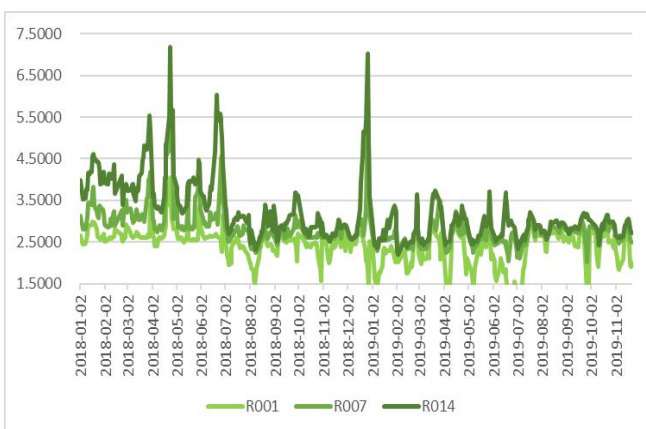
数据来源: Wind 资讯、上海国际货币

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

上周利率债收益率大幅下行，短端下行幅度大于中长端，收益率曲线陡峭化；上周信用债收益率同样下行，短久期信用债利差走扩，长久期窄幅波动。上周央行进行3000亿元OMO操作，利率为2.5%，下调5bp，超出市场预期，后续货币政策转松的预期提高，叠加中美贸易谈判不确定性有所上升，债市收益率普遍下行；信用债方面，资金面宽松带动信用债需求增加，收益率普遍下行，信用利差涨跌互现。展望本周，随着财政资金逐渐投放，资金面预计仍将维持松紧适度的状态，

短端收益率有望维持震荡，长端方面，本周处于基本面数据的真空期，前期收益率快速下行累计部分获利盘，存在止盈需求，需要充分换手后才能展开新一轮行情，建议对中长端高抛低吸，波段操作。

上周利率债收益率普遍下行，收益率曲线呈现陡峭化。央行上周进行3000亿元国债逆回购操作，执行利率为2.5%，相对上次操作下调5bp，超出市场预期，资金面全周维持宽松格局，带动短端收益率下行约6-10bp。长端方面，央行意外下调OMO利率引发市场对于后续货币政策转松的猜测，叠加中美贸易谈判的不确定性有所上升，避险情绪影响股市出现下行，受此影响中长端收益率下行约5-10bp。

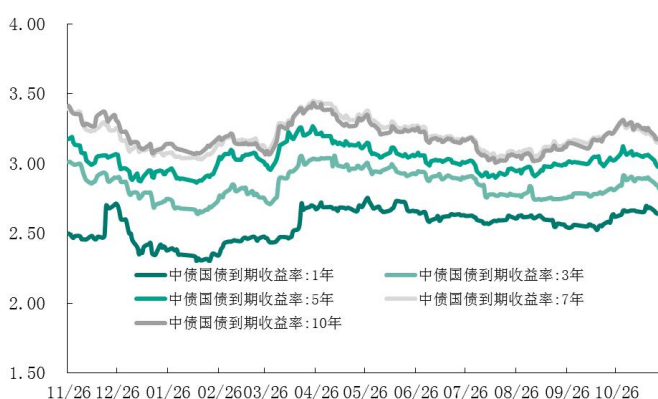
具体来看，驱动各期限收益率变化的主要因素如下：短端方面，税期过后资金面维持宽松水平，央行下调OMO利率使得市场收益曲线下移，带动短端收益率下行。中长端方面，一是央行意外下调OMO利率5bp，超出市场预期，使得市场对于后续货币政策转松的预期上升；二是中美贸易谈判能否达成协议的不确定性有所上升，若未能达成协议，美方威胁将采取更大规模的关税，受此影响避险情绪上升，带动中长端债券收益率下行。

美债方面，收益率全周呈现小幅下行走势，10年期美债收盘价下行6.5bp至1.771%。特朗普称若不能达成协议，将对美国采取更大规模的征税，中美贸易战进展情况有所反复，后续不确定性抬升，叠加美国股市高位回调，市场对于后续经济增长情况仍存在分歧，受上述因素影响，美债收益率出现下行。

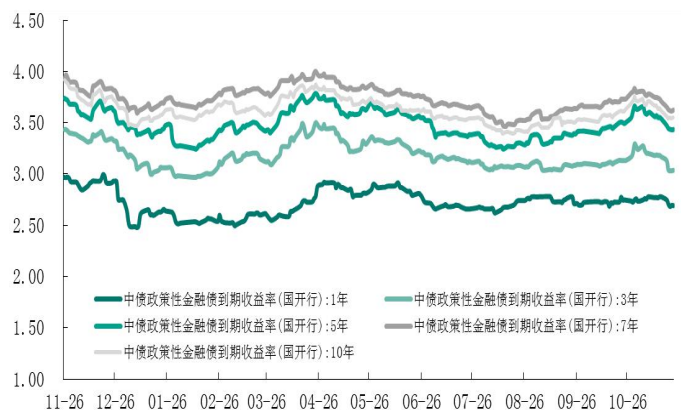
信用债方面，央行进行OMO操作降低利率5bp，叠加资金面相对宽松，加杠杆配置信用债收益较高，带动信用债收益率整体下行。信用利差方面，高评级及短久期信用债收益率已经跌至相对低点，继续下行空间有限，部分机构受负债端限制导致短久期信用债供给增加，受此影响短久期信用利差走扩，长久期信用利差基本维持不变。

上周无信用风险违约事件发生。

图表 9. 国债收益率走势



图表 10. 政策性金融债收益率走势

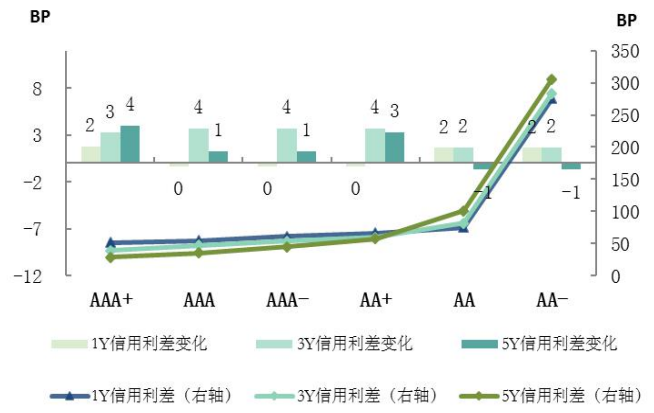
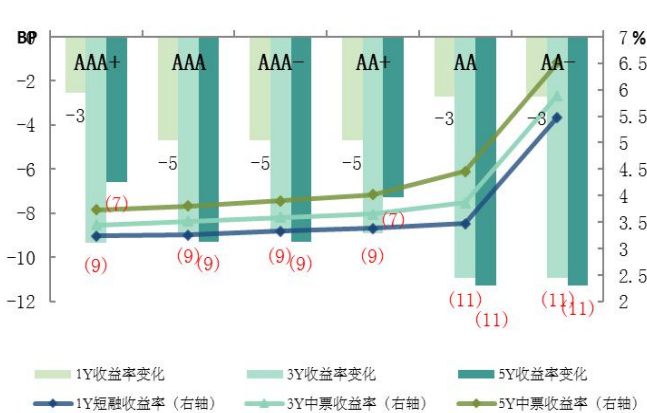


数据来源: Wind 资讯

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, 随着财政资金逐渐投放, 资金面预计仍将维持松紧适度的状态, 短端收益率有望维持震荡, 长端方面, 本周处于基本面数据的真空期, 前期收益率快速下行累计部分获利盘, 存在止盈需求, 需要充分换手后才能展开新一轮行情, 建议对中长端高抛低吸, 波段操作, 第三, 信用债方面, 在资金面相对宽松的格局下, 绝对收益较高资质较好的信用债仍然具有配置价值, 信用利差仍然存在收窄空间。

外汇市场

联储强化暂缓降息、经济数据阶段反弹, 美元周内先抑后扬。在经济表现温和的情况下, 未来影响美元指数变动的主要因素仍是事件性的, 如中美贸易谈判等。外部风险事件冲击、双向波动弹性增强, 人民币走弱。近期人民币汇率走势主要受中美贸易谈判进程影响。

联储强化暂缓降息、经济数据阶段反弹, 美元周内先抑后扬。上周美元指数收于 98.2837, 上涨 0.29%。欧元兑美元收于 1.1021, 下跌 0.29%。英镑兑美元收于 1.2832, 下跌 0.55%。一是政府临时拨款获批。周二(11月19日)美国众议院批准临时拨款法案, 将联邦政府临时拨款延期至 12月20日, 以避免本周晚些时候出现大范围的政府关门。众议院以 231-192 票批准了该法案, 周四(11月21日)在参议院以 74-20 的投票结果获得通过; 随后美国总统特朗普签署了为期四周的支出法案。二是美联储会议纪要强调暂缓降息。美联储当地时间周三(11月20日)发布的会议纪要措辞偏向中性, 一方面承认了经济存在下行压力, 尤其是在贸易困局之下增长受限, 但另一方面却又认为近期无需继续降息, 且完全没有实施负利率政策的必要性。三是周末发布的经济数据好于预期。11月制造业采购经理人指数(PMI)初值升至 52.2, 高于 10月终值的 51.3, 而 11月服务业 PMI 初值升至 51.6, 高于 10月终值的 50.6。这两个指数均为 4月以来最高, 略高于路透调查的分析师预估中值。Markit 综合 PMI 指数从 10月份的 50.9 升至 51.9, 触及 7月以来的最高。整体看, 美国经济数据

的边际好转为美联储暂缓降息提供了依据，为美元指数提供了支撑。但目前数据尚不能证明美国经济好转，在经济表现温和的情况下，未来影响美元指数变动的主要因素仍是事件性的，如中美贸易谈判等。

外部风险事件冲击、双向波动弹性增强，人民币走弱。上周在岸人民币汇率收于 7.0356，贬值 235PIPS，跌幅为 0.34%。离岸人民币汇率收于 7.0426，贬值 373PIPS，跌幅为 0.53%。近期人民币汇率走势主要受中美贸易谈判进程影响，虽然贸易谈判近期不断有利好消息出现，但是上周美国国会通过“香港人权与民主法案”，外交部强烈谴责，受风险事件冲击人民币下跌。整体看，人民币汇率双向波动的弹性增强。央行在三季度货币政策报告中称，完善人民币汇率市场化形成机制要坚持以我为主，把握好内部均衡和外部均衡的平衡。人民币汇率以市场供求为基础，参考一篮子货币汇率变化，有贬有升，双向浮动，在合理均衡水平上保持了基本稳定。外汇市场运行总体平稳，人民币汇率市场化程度进一步提高。第三季度，人民币对美元汇率中间价最高为 6.8513 元，最低为 7.0884 元，65 个交易日中 25 个交易日升值、40 个交易日贬值，最大单日升值幅度为 0.30%（203 点），最大单日贬值幅度为 0.66%（458 点）。国家外汇管理局统计数据显示，2019 年 10 月，中国外汇市场（不含外币对市场，下同）总计成交 13.56 万亿元人民币（等值 1.92 万亿美元）。其中，银行对客户市场成交 2.15 万亿元人民币（等值 3038 亿美元），银行间市场成交 11.42 万亿元人民币（等值 1.61 万亿美元）。2019 年 1-10 月，中国外汇市场累计成交 167.38 万亿元人民币（等值 24.39 万亿美元）。银行间外汇市场人民币直接交易成交活跃，流动性提升，降低了微观经济主体的汇兑成本，促进了双边贸易和投资。

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

OECD 下调增速预期、美国公布数据向好、全球货币宽松预期减弱，金价持续震荡态势。预计未来货币政策或压制金价，基本面对金价形成支撑，金价震荡态势仍将持续。供需失衡担忧引发油价大跌，随后利好消息传来，原油价格走出 V 字行情。预计 OPEC 将在 12 月会议上公布延期减产的计划，以支撑当前原油价格。

OECD 下调增速预期、美国公布数据向好、全球货币宽松预期减弱，金价持续震荡态势。截至 11 月 22 日当周，金价延续上周震荡走势，先扬后抑，周三达到周内高点 1478.80 美元/盎司，随后两天金价持续下跌，收于 1462.38 美元/盎司，周跌幅为 0.38%。一是全球经济持续疲软，市场预期较为悲观。周四 OECD 将明年经济增长预期下调 0.1% 至 2.9%，并认为贸易和投资疲软威胁长期增长，符合市场普遍预期，对金价形成支撑。二是美国消费和 PMI 数据超预期，利空黄金。周五公布的美国 11 月密歇根大学消费者信心指数终值为 96.8，高于预期和前值，反映出美国消费领域仍然强劲。此外，美国 11 月 Markit 制造业与服务业 PMI 初值分别为 52.2 和 51.6，均超预期和前值。经济数据的乐观表现，给美元指数提供强劲的上漲动能，上周美元指数上涨 0.29%，对金价形成压制。三是美联储持续释放偏鹰表态，两家央行按兵不动，全球货币环境短期难再宽松。美联储周四公布会议纪要，多数委员认为除非经济发生实质性改变，否则无需降息。此外，印尼和南非两家央行也宣布维持基准利率不变，市场对货币宽松预期持续降低。总体来看，随着全球宽松政策放缓，短期内金价仍将承压，但全球经济增长动能仍不明确，金价仍存在基本面支撑。预计金价震荡行情仍将持续。

供需失衡担忧引发油价大跌，随后利好消息传来，原油价格走出 V 字行情。上周布油美油均先跌后涨，最终分别收于 62.51 美元/桶和 57.93 美元/桶，周涨幅分别为 -1.25% 和 0.17%。一是供需失衡预期引发油价大跌。周二公布的 API 原油库存增加 600 万桶，大幅高于市场预期的 106.2 万桶，有消息称，俄罗斯或不会配合 OPEC 进一步减产，引发市场对供需失衡的担忧，一度对油价打压明显，周二油价一度下跌近 3%。二是 EIA 库存数据低于预期，俄罗斯方面表示将继续同 OPEC 合作，市场情绪迅速反转。美国能源信息署 (EIA) 周三 (11 月 20 日) 具体数据显示，美国原油库存增加 140 万桶，低于路透调查分析师预估的增加 150 万桶，以及前一天公布的 API 库存数据。此外俄总统普京也表示要继续同 OPEC 合作保持油价稳定。市场情绪受到提振，油价随之迅速拉升。总体来看，上周油价的剧烈波动反映出市场对原油需求侧预期普遍较为悲观，对供给侧变动十分敏感，预计 OPEC 将在 12 月会议上公布延期减产的计划，以支撑当前原油价格。

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3000亿元逆回购和500亿国库现金定存，无逆回购到期，资金面在度过税期后明显转松，资金利率回落。本周在月底财政投放的补充下，叠加央行货币政策的有所转向，短期资金面维持宽松的概率较大。同业存单方面，考虑到近期资金面有所转松的情况，同业存单利率或将维持低位，目前一年期存单3.05位置处于相对低位，建议短期内可择机减持。债券市场方面，目前市场焦点集中在中美贸易谈判后续的演化上，在货币政策不会构成掣肘的情况下，若中美贸易再出波折的话，预计中长端利率仍有继续下行的空间。策略上整体建议在长端有所上行的情况下可适当增加仓位和拉长久期。海外方面，美国相关经济领先指标虽然好于市场预期但整体仍呈现回落态势，后续美联储的动作仍将考虑数据的情况，但短期难有重新降息的机会。

国内市场策略：上周央行开展3000亿元逆回购和500亿国库现金定存，无逆回购到期，资金面在度过税期后明显转松，资金利率回落。上周一央行意外调低7天OMO利率5bp至2.5%，上周三的新一期LPR报价中1年期和5年期价格也同时下调5bp。市场对于央行货币政策可能趋紧的担忧基本消退。本周虽然临近月底，但在财政投放以及央行态度相对明晰的情况下，预计本周流动性仍将维持宽松。同业存单方面，由于近期资金面明显呈现宽松，各家行在一级发行提价动力有所消退，在预计央行货币政策有所转向的情况下，同业存单利率或将维持低位，目前一年期存单3.05位置处于相对低位，建议短期内可择机减持。债券市场方面，央行从调低MLF利率到下调7天OMO利率，市场对于央行货币政策可能受制于通胀因素的担忧基本消退。此外上周中美双方谈判又出现一定波折，后续演化的不确定再次出现。整体来看，市场整体利空情绪明显消退，但临近年末，大部分机构将更多为明年策略准备，市场大幅变动机会较小。此外在地方债发行、积极财政政策托底经济以及央行开会讨论信贷工作等利空因素依然存在的情况下，预计短期中长端收益率维持窄区间震荡的概率较大，而短端品种在资金面的带动下仍有继续下行的机会。策略上整体建议维持久期和仓位稳定，若利率出现明显回调，可择机增持并适当拉长久期。从期限利差来看，上周收益率曲线呈现平坦化，但目前短端品种的确性更强，可以适当增配1-3年期品种债券；从品种利差来看，近期政金债和国债之间的利差继续缩窄，处于较低水平，国债相对而言具有较高的配置价值；信用债方面，目前AAA信用债和AA信用债的利差持续压缩且处于历史低位，后续信用利差可能出现走阔，可适当增配名单内的高等级信用债券。

国际市场策略：上周公布美国相关经济领先指标虽然好于市场预期但整体仍呈现回落态势，后续美联储的动作仍将考虑数据的情况，但短期难有重新降息的机会。欧洲方面，相关经济数据继续呈现回落态势，临近十二月初，需要重点关注英国议会重新选举的情况，若保守党无法在选举中获得多数席位，后续脱欧进程依然可能成为扰动市场的关键因素。

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							
南宁糖业股份有限公司	食品、饮料与烟草	东方金诚国际信用评估有限公司	2019-11-20	A+	负面	AA-	稳定
东旭集团有限公司	资本货物	中证鹏元资信评估股份有限公司	2019-11-21	A	负面	AA+	稳定
东旭集团有限公司	资本货物	联合信用评级有限公司	2019-11-20	A		AA+	稳定
东旭光电科技股份有限公司	技术硬件与设备	联合信用评级有限公司	2019-11-20	C		AA+	稳定
东旭光电科技股份有限公司	技术硬件与设备	中诚信国际信用评级有限责任公司	2019-11-19	C		AA+	稳定
北京华谊嘉信整合营销顾问集团股份有限公司	媒体 II	东方金诚国际信用评估有限公司	2019-11-19	B	负面	BB	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。