

2019年12月23日

金融市场部

欧美不确定性上升，内外部助经济企稳

宏观经济

❖ **国际宏观：**无贸易协议脱欧可能上升，美国众议院通过特朗普弹劾案，欧美政治不确定性有所上升；英国、日本央行按兵不动，全球货币政策宽松进入观察期。

❖ **国内宏观：**11月经济数据整体向好，基本面呈现复苏趋势。中美贸易谈判取得实质性进展，第一阶段经贸协议文本达成一致，内外部环境将更利于经济基本面企稳。

金融市场

❖ **货币政策及资金面：**上周央行合计开展6300亿元逆回购和3000亿元MLF操作，全口径合计净投放5940亿元。市场短期流动性总体保持充裕，跨年资金需求旺盛，央行开展跨年期限逆回购操作填补年末资金缺口。本周公开市场有800亿元逆回购资金到期，预计资金面总体仍将维持年内宽松、跨年均衡状态。

❖ **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；信用债收益率普遍上行，信用利差普遍走扩。展望本周，在央行大额公开市场操作进行资金投放的背景下，预计资金面仍将维持相对宽松状态，短端收益率整体上行风险有限，长端方面，本周处于基本面数据的真空期，资金面的宽松与基本面数据的好转多空交织，预计长端仍难以走出趋势性行情。

❖ **外汇市场：**英镑走弱、经济数据好于预期，美元上周反弹0.52%。美国经济数据边际回暖支撑美元，全球避险情绪下降打压美元，预计美元指数将高位震荡。美元反弹人民币小幅贬值。中国经济基本上没有贬值压力；货物贸易顺差扩大，资本项下外资流入需求加大。贸易摩擦长期看可能持续，市场可能出现美元惜售情绪，预计人民币汇率将呈震荡走势。

❖ **商品市场：**市场情绪趋于稳定，金价呈现窄幅波动。当前风险事件持续出清，对金价影响逐渐减小。黄金目前仍处在横向交易中，短期内出现趋势性行情可能性不大。贸易局势向好，EIA库存下降，活跃钻机数量大增，原油价格冲高回落。OPEC+减产对油价有一定支撑作用，但同时美油增产对油价形成压制。全球经济前景仍不明确，长期需求增长动力仍然不强，随着北半球冬季的到来，短期内需关注暴风雪等极端天气对石油需求的影响。

❖ **市场展望与策略：**本周虽然临近年末，但在央行表态将维护年末流动性平稳并持续大额投放跨年资金的情况下，预计流动性仍将维持宽松。同业存单方面，同业存单利率或将维持低位，短期内可择机减持。债券市场方面，年后将迎来专项债提前批的发行，叠加经济可能迎来开门红等利空因素，但在央行大规模释放短期流动性的情况下，短期债市难有大规模调整，预计短期中长端收益率仍有一定下行空间。海外方面，美国第三季度实际GDP年化季环比终值2.1%，符合市场预期，市场普遍预期后续美联储将维持当前利率水平。

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

于富元

010-85209712

yufuyuan@abchina.com

宏观经济

国际宏观

无贸易协议脱欧可能上升，美国众议院通过特朗普弹劾案，欧美政治不确定性有所上升；英国、日本央行按兵不动，全球货币政策宽松进入观察期。

无贸易协议脱欧可能上升，美国众议院通过特朗普弹劾案，欧美政治不确定性有所上升。一是英国下议院表决通过《退出协议法案》。在保守党取得大选胜利重夺议会多数党地位后，首相约翰逊发言称将在明年1月31日带领英国如期“脱欧”。本次法案的基本内容是此前约翰逊与欧盟达成的脱欧协议相关内容，旨在以法律形式落实该协议。为避免拖延“脱欧”，本次法案明确禁止政府延长截至2020年底的“脱欧”过渡期，这意味着若届时英国无法与欧盟达成贸易协议，将面临无序“脱欧”风险，令英镑录得近三年来最大周线跌幅，回吐了部分此前因保守党大选获胜取得的涨幅。二是美国众议院通过特朗普弹劾案。18日美国众议院投票通过针对特朗普的两项弹劾条款，指控其滥用职权和妨碍国会。今年7月，特朗普被指涉嫌与乌克兰政府达成利益交换，以要挟乌克兰调查其在2020年大选中的主要对手拜登，成为特朗普被弹劾的导火索。下一步弹劾案将提交参议院审理。根据美国宪法，罢免总统需要参议院中至少三分之二的议员投票支持，而目前，特朗普所在的共和党在参议院占多数席位，特朗普最终被成功弹劾的机会较小。

英国、日本央行按兵不动，全球货币政策宽松进入观察期。继前周欧央行、美联储利率决议维持利率水平不变后，上周公布的英国、日本央行决议亦按兵不动。其中，日本央行维持基准利率于-0.1%不变，维持0%的10年期国债收益率目标不变，维持资产购买规模不变。此外，日本央行决定引入ETF借贷工具，ETF的贷款期限将在一年以内，以提高ETF市场流动性。未来展望上，日本央行表示，虽然当前国际下行风险依然显著，国内工业生产也出现下滑，但公共投资仍温和增长，积极的政府支出将支持国内需求，预计日本经济可能继续保持扩张趋势，如有需要，央行将维持利率在当前或更低水平。英国央行维持关键利率在0.75%不变，维持4350亿英镑资产购买规模不变，维持100亿英镑非金融投资级企业债购买规模不变。英国央行在声明中称，将英国第四季度GDP增速预期从11月的0.2%削减至0.1%，并表示“如果全球经济未能企稳，或者英国脱欧的不确定性依然盘踞，那么货币政策或许需要为预期中的英国经济复苏提供更多支撑”，立场鸽派。

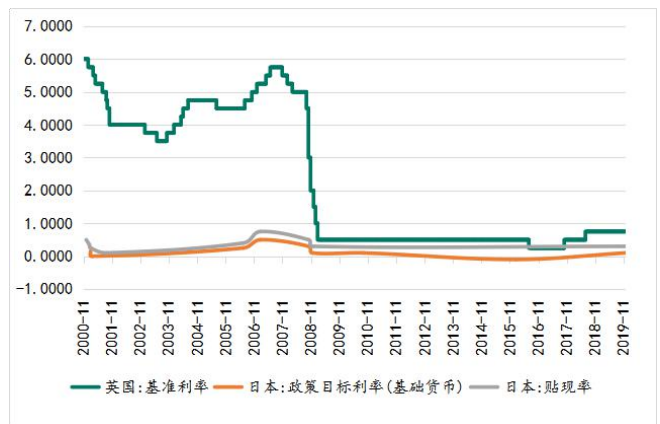
整体来看，国际上部分风险事件出现反复，对市场短期扰动较大。但当前主要经济体货币政策维持宽松态势，且在应对未来经济下行时保持宽松甚至加码宽松的意愿较强，预计将对全球经济增速企稳提供支撑。

图表 1. 英镑回吐部分涨幅



数据来源: Wind

图表 2. 英国、日本央行维持利率不变



数据来源: Wind

国内宏观

11月经济数据整体向好，基本面呈现复苏趋势。中美贸易谈判取得实质性进展，第一阶段经贸协议文本达成一致，内外部环境将更利于经济基本面企稳。

11月经济数据整体向好，工业生产有所回暖。11月规模以上工业增加值同比增长6.2%，较上月提高1.5个百分点，1—11月累计同比增长5.6%。分门类看，采矿业增长5.7%，制造业增长6.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.7%。分产品看，主要工业品产量增速提升，汽车产量增速上行5.8个百分点至3.7%，为年内新高；钢材产量增速上行6.9个百分点至10.4%；水泥产量增速上行10.4个百分点至8.3%；发电量增速持平于前值4%。

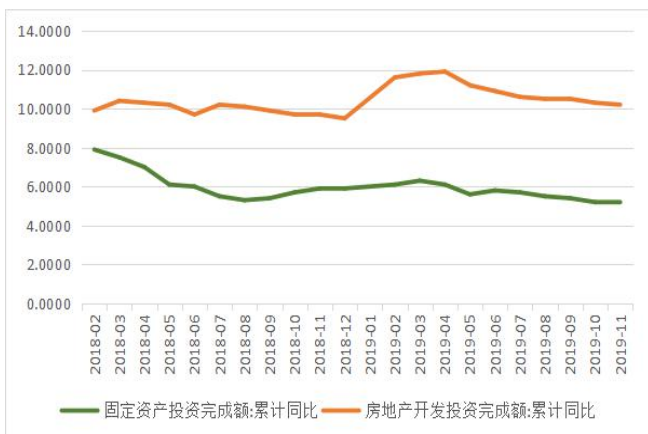
固定资产投资有所回落。一是铁路投资拖累基建增速。1-11月基建投资累计同比4.0%，回落0.2个百分点；单月同比增长2.3%，回升0.3个百分点。分行业看，铁路运输业投资增长1.6%，大幅回落4.3个百分点；道路运输业投资增长8.8%，提速0.7个百分点；水利管理业投资增长1.7%，提速1.1个百分点；公共设施管理业投资增长0.2%，持平于前值。12月政治局会议特别提出“加强基础设施建设”，明年基建投资有望继续发力，实现“开门红”。**三是房地产投资增速略降。**1-11月房地产开发投资累计同比10.2%，回落0.1个百分点。单月同比增长8.4%，回落0.4个百分点。11月百城土地成交面积同比-18.8%，回落12.3个百分点，土地溢价率低迷。新开工累计增速大幅下滑1.4个百分点，也拖累整体施工环节降速0.3个百分点。短期内竣工持续走强仍能够支撑地产投资韧性，但前端拿地与开工增速回落意味着后续地产投资存在较快下滑风险。**四是制造业增长仍然乏力。**1-11月制造业投资累计同比2.5%，回落0.1个百分点，11月同比增长1.6%，回落1.7个百分点。高技术制造业投资仍保持较快增速，1-11月累计同比14.8%，提速0.3个百分点。制造业

投资仍未改善，主要由于前期出口、消费与地产投资的下行节奏压制了制造业投资动力，PPI持续低迷、制造业盈利增速下滑，也制约了制造业投资能力。考虑到逆周期政策逐步发力，叠加中美贸易达成第一阶段协议，总需求有望得到适度修复，PPI与制造业盈利有望回升。

购物节刺激消费回暖。11月社会消费品零售总额名义值同比8%，回升0.8个百分点，好于市场预期。近两个月PMI制造业与非制造业的从业人员指数均见底回升，叠加双十一购物节促销活动，释放了前期积累的消费需求。分项看，受地产交房增加提振，家电、家具零售同比分别提速9.0、4.7个百分点；受购物节刺激，化妆品零售提速10.6个百分点、日用品提速5.5个百分点；汽车销售同比降幅收窄1.5个百分点。

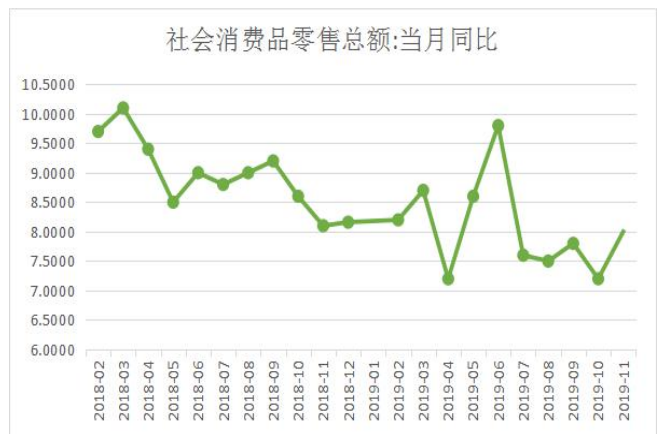
整体来看，11月基本面呈现复苏趋势，经济数据与通胀、金融数据均超预期。中央经济工作会议定调明年是小康社会和“十三五”规划收官之年，要保持经济运行在合理区间；中美贸易谈判取得实质性进展，第一阶段经贸协议文本达成一致，内外部环境将更利于经济基本面企稳，短期内债市收益率较为平稳，长期看基本面企稳将带来利率上行压力。

图表3. 固定资产投资增速微降



数据来源: Wind 资讯

图表4. 11月消费有较大反弹



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**6300亿元逆回购**和**3000亿元MLF操作**，有**2860亿元MLF**和**500亿元国库现金定存到期**，全口径合计净投放**5940亿元**。市场短期流动性总体保持充裕状态，跨年资金需求较为旺盛，为维护年末流动性平稳，央行适时开展跨年期限逆回购操作来填补年末资金缺口。本周公开市场有**800亿元逆回购资金到期**，预计资金面总体仍将维持年内宽松、跨年均衡状态。

具体来看，上周央行开展**6300亿元逆回购**和**3000亿元MLF操作**，有**2860亿元MLF**和**500亿元国库现金定存到期**，全口径合计净投放**5940亿元**。质押式回购利率方面，短期资金保持宽松，跨月资金需求旺盛。截至12月20日，R001加权平均利率为1.87%，较前周下行31bp；R007加权平均利率为2.42%，较前周下行11bp；R014加权平均利率为3.30%，较前周上行70bp。同业存单方面，一级市场发行与到期较为均衡。上周共发行904只总计5604.70亿元，到期691只总计5530.97亿元，净融资额为73.73亿元，较前周减少761.70亿元。存单利率小幅波动，3个月AAA+同业存单利率为3.06%，较前周上行3bp；6个月AAA+同业存单利率为3.07%，较前周下行1bp；9个月AAA+同业存单利率为3.09%，与前周保持不变。境内美元流动性继续保持宽松，短端资金价格小幅回落，USD CIROR隔夜价格报在1.52%，较前周下行1bp，1W价格报在1.58%，较前周下行2bp。离岸人民币流动性有所好转，香港市场人民币隔夜拆借利率收于2.37%，较前周下行41bp；7天品种收于2.76%，较前周下行13bp。

总体来看，上周周初受缴税因素影响，市场资金面略有收缩，但融资压力相对有限，市场短期流动性总体保持充裕状态，后半周隔夜回购利率显著下行。与此同时，跨年资金需求旺盛，部分机构提前储备跨年资金，14天、21天资金品种成交活跃。首先，为维护年末流动性平稳，央行开展跨年期限逆回购操作来填补年末资金缺口。央行上周重启逆回购操作，向市场注入跨年资金，提前对冲年末流动性紧张压力，并且12月18日开展的14天期逆回购操作利率2.65%，较前次操作下降5bp，属于近期“降息”操作的延续，有助于缓解银行负债端压力。第二，11月经济数据有所好转，生产活动有所回暖，经济基本面呈现一定的企稳迹象，但后续增长压力仍在。11月工业增加值同比增长6.2%，高于预期和前值，物价上升也推升名义社消增长，整体来看短期总需求增长回升超预期，并且随着中美就经贸谈判第一阶段协议文本达成一致，内外部压力有所缓和，但可持续性仍待观察，并且降低实体经济融资成本仍将是重点工作之一，未来仍需要保持适度宽松的货币政策环境提供支持。第三，LPR报价利率与前次持平，符合市场预期。12月1年期和5年期以上LPR报价分别为4.15%和4.80%，均持平于11月，MLF利率持平叠加年末考核因素是其主要原因，随着全球制造业周期性企稳，国内基建投资加速，未来逆周期调节的力度将以稳为主，短期内市场对美联储和中国央行的降息预期均有所下降。

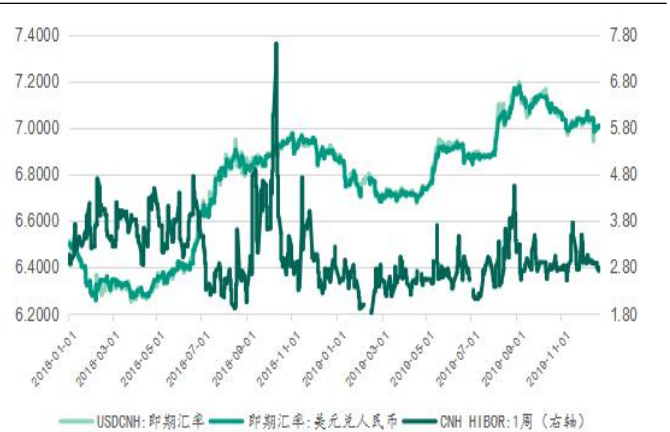
展望本周，随着国际贸易环境近期缓和以及国内经济阶段性企稳，短期内货币政策进一步宽松的空间较为有限，与此同时，考虑到由于年末银行监管指标考核等因素带来的资金流动性缺口，央行或将适当进行跨年品种资金投放来平抑市场波动，稳定市场情绪。本周公开市场共有800亿元逆回购资金到期，跨年资金仍将是市场关注的重点，预计资金面总体仍将维持年内宽松、跨年均平衡状态。

图表 5. 同业存放利率变动

期限	2019-12-20		2019-12-13	
	融出	融入	融出	融入
1W	3.2-3.1	2-0.72	3.2-3.1	2.35-0.72
2W	3.25-3.15	3.06-0.72	3.25-3.15	2.40-0.72
1M	3.6-3.45	3.35-2	3.4-3.45	3.35-2
3M	3.95-3.6	3.45-2.95	3.95-3.6	3.45-2.85
6M	3.7-3.65	3.5-2.9	3.7-3.65	3.5-2.9
1Y	3.95-3.9	3.6-2.95	3.95-3.9	3.6-2.95

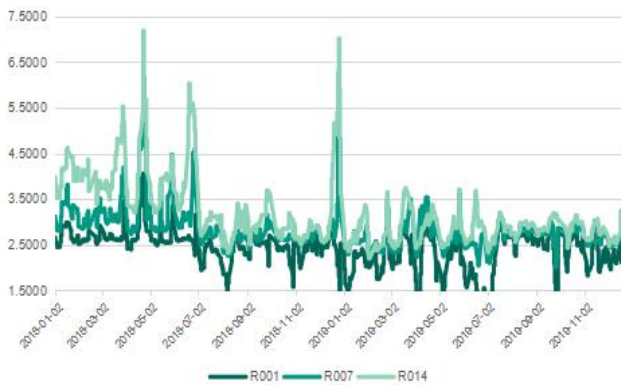
数据来源: Wind 资讯、上海国际货币

图表 6. 境内外美元汇差与离岸人民币利率 (%)



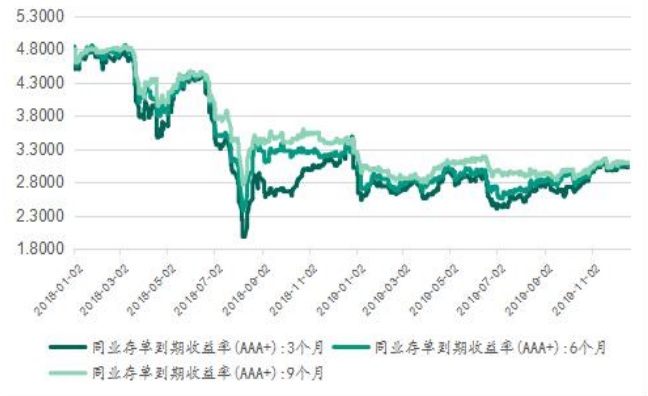
数据来源: Wind 资讯

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；上周信用债收益率普遍上行，信用利差普遍走扩。上周央行进行大额公开市场操作，资金面大幅转松，各机构跨年资金需求普遍得到满足，受此影响债市收益率普遍下行；信用债方面，受年末部分机构指标调节及

负债端约束影响，收益率普遍上行，信用利差走扩。展望本周，在央行大额公开市场操作进行资金投放的背景下，预计资金面仍将维持相对宽松状态，短端收益率整体上行风险有限，长端方面，本周处于基本面数据的真空期，资金面的宽松与基本面数据的好转多空交织，预计长端仍难以走出趋势性行情，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 6300 亿元逆回购操作及 3000 亿云 MLF 操作，资金面大幅转松，叠加交易所市场持续有低成本跨年资金供给，带动短端收益率下行约 4-6bp。长端方面，虽然上周公布的 11 月经济数据普遍出现反弹，但在资金面的宽松引发市场对于后续央行下调存款准备金率的猜想，部分配置盘采取提前抢跑策略，受此影响中长端收益率下行约 2-4bp。

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，央行进行公开市场操作大量投放跨年资金，使得货币市场利率大幅下行，消除了部分机构对于跨年资金方面的担忧，带动短端收益率下行。中长端方面，一是 11 月经济数据虽然出现反弹，但可持续性仍待考验，季节性因素或为 11 月基本面反弹的主要诱因，后续仍存在走弱预期；二是央行连续大额逆回购投放跨年资金，引发市场对于后续降息降准政策的猜想，部分配置机构采取提前配置策略，带动中长端债券收益率下行。

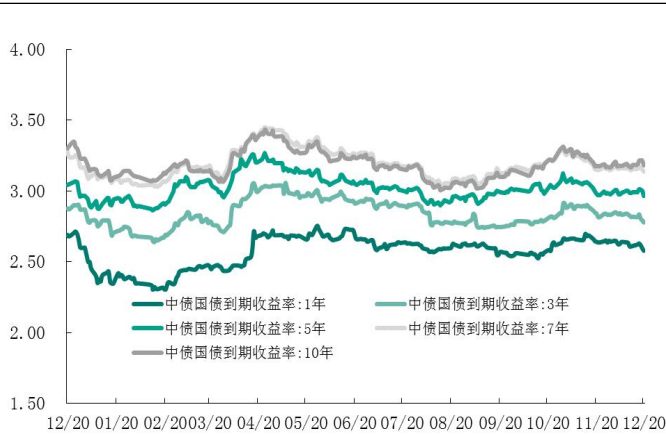
美债方面，收益率全周呈现大幅上行走势，10 年期美债收盘价上行 9.5bp 至 1.919%。中美贸易谈判达成第一阶段协议，关税减免政策逐渐落地，叠加美国股市连创历史新高，风险偏好持续回升，资金配置逐渐从债市转移至股市，受上述因素影响，美债收益率出现上行。

信用债方面，虽然本周资金面大幅转松，但由于临近年末，部分机构存在指标调节压力，信用债供给增加，导致信用债收益率整体上行，走势与利率债出现背离。信用利差方面，预计年前仍有部分机构受负债端限制及指标结构调整约束，信用债供给量预计仍将维持高位，受此影响短期内信用利差仍有走扩可能。

信用风险违约事件，上周共有 4 个主体的共计 5 只债券违约，违约主体为中信国安集团有限公司、凯迪生态环境科技股份有限公司、海口美兰国际机场有限责任公司和神雾科技集团股份有限公司，上述主体均非首次违约，受宏观经济环境及企业自身经营影响，上述公司普遍出现盈利下滑，短期内难以得到改善，同时股权及资产质押比例较高，外部债务负担偏重，整体流动性较为紧张，导致债务违约发生。

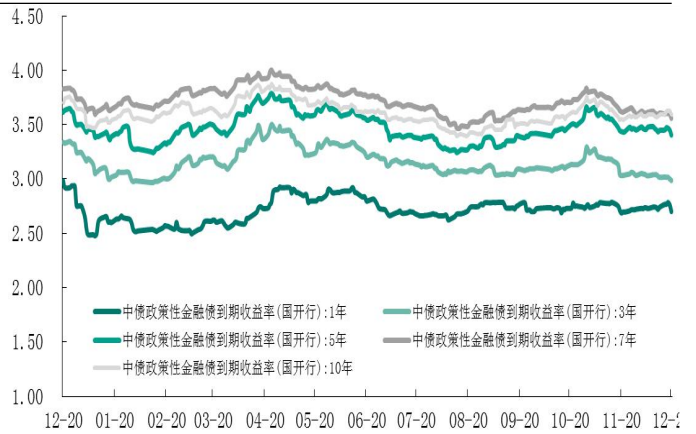
展望本周，第一，短端方面，在央行大额公开市场操作进行资金投放的背景下，资金面预计仍将维持相对宽松状态，短端收益率整体上行风险有限，第二，长端方面，本周处于基本面数据的真空期，资金面的宽松与基本面数据的好转多空交织，预计长端仍难以走出趋势性行情，建议对中长端高抛低吸，波段操作，第三，信用利差方面，预计年前仍有部分机构受负债端限制及指标结构调整约束，受此影响短期内信用利差仍有走扩可能。

图表 9. 国债收益率走势



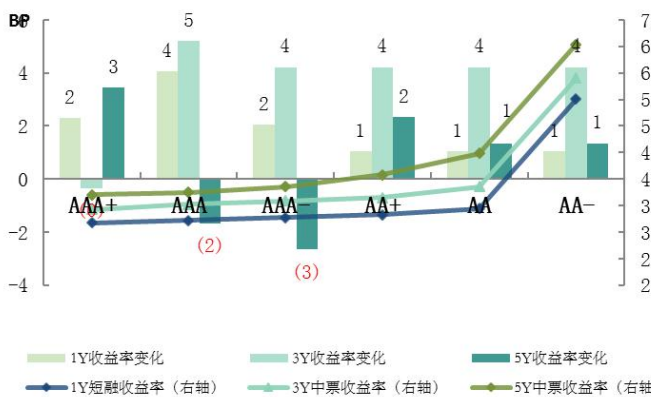
数据来源: Wind 资讯

图表 10. 政策性金融债收益率走势



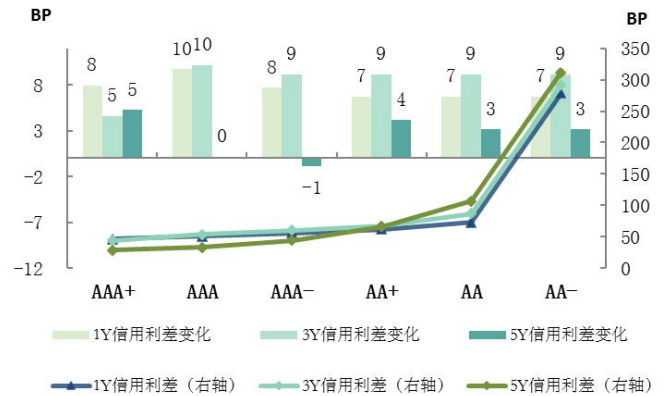
数据来源: Wind 资讯

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

外汇市场

英镑走弱、经济数据好于预期，美元上周反弹 0.52%。展望未来，美国经济数据边际回暖支撑美元，全球避险情绪下降打压美元，预计美元指数将高位震荡。美元反弹人民币小幅贬值。展望未来，中国经济虽然有下行压力，但与美国经济相比，基本上没有贬值压力；货物贸易顺差扩大，资本项下外资流入需求加大，都将支撑人民币汇率。

英镑走弱、经济数据好于预期，美元上周反弹 0.52%。上周美元指数收于 97.6901，上涨 0.52%。欧元兑美元收于 1.1078，下跌 0.39%。英镑兑美元收于 1.3002，下跌 2.46%。一是英镑走弱支撑美元反弹。此前英国首相约翰以较大的优势赢得大选提振市场对英镑的信心，但上周英国议会下院

投票决定原则通过“脱欧”协议相关法案，该法案明确禁止政府延长截至2020年底的“脱欧”过渡期，这意味着若届时英国无法与欧盟达成贸易协议，将面临无序“脱欧”风险。对英国无协议脱欧担忧显著升温，令英镑录得近三年来最大周线跌幅。英镑的下跌对美元走强形成显著支撑。二是上周公布的美国经济数据好于预期利好美元。周二公布的美国11月房屋开工增幅超预期，建筑许可急增至十二年半高位，因抵押贷款利率下降继续提振楼市并给整体经济提供支持。周五公布的GDP环比年率第三次估值为增长2.1%，与11月发布的第二估值一致，与经济家的预期相符，但个人和企业支出被上修。展望未来，美国经济数据边际回暖支撑美元，全球避险情绪下降打压美元，预计美元指数将高位震荡。

美元反弹人民币小幅贬值。上周在岸人民币汇率收于7.0115，贬值276PIPS，跌幅为0.40%。离岸人民币汇率收于7.0011，贬值43PIPS，跌幅为0.06%。一是美元反弹人民币小幅贬值。此前的12月13日，中美达成第一阶段经贸协议的消息使得在岸和离岸人民币汇率呈现出大涨。上周随着美元反弹，人民币呈现小幅贬值的走势。二是人民币汇率将受益于中国经济的稳健运行，围绕合理均衡水平双向波动。外汇局学习中央经济工作会议精神时指出：一是坚决打好外汇领域防范化解重大金融风险攻坚战，有效维护外汇市场稳定和国家经济金融安全。防范化解外汇领域风险既是攻坚战也是持久战，要加快完善外汇市场“宏观审慎+微观监管”两位一体管理框架，宏观上要防止外部风险冲击引发跨境资本异常流动，微观上要保持政策和执法标准跨周期稳定性、一致性和可预期性，严厉打击外汇违法违规活动，依法维护外汇市场秩序。二是服务实体经济，服务对外开放，进一步提升跨境贸易投资的便利化水平。统筹考虑经济发展阶段、金融市场状况、金融稳定性要求，统筹交易环节和汇兑环节，有序推动不可兑换项目的开放，提高已可兑换项目的便利化水平。认真落实国务院常务会审议通过的优化外汇管理、促进跨境贸易投资便利化12条措施。支持自由贸易试验区、自由贸易港等对外开放高地在外汇管理改革方面先行先试。扩大跨境金融区块链服务平台试点范围，缓解中小企业融资难、融资贵问题。三是坚持安全、流动和保值增值的原则，加强外汇储备经营管理能力建设。展望未来，中国经济虽然有下行压力，但与美国经济相比，基本上没有贬值压力；货物贸易顺差扩大、资本项下外资流入需求加大，都将支撑人民币汇率。中美贸易摩擦长期看可能持续，市场可能出现美元惜售情绪，预计人民币汇率将呈震荡走势。

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

市场情绪趋于稳定，金价呈现窄幅波动。当前风险事件持续出清，对金价影响逐渐减小。黄金目前仍处在横向交易中，短期内出现趋势性行情可能性不大。贸易局势向好，EIA库存下降，活跃钻机数量大增，原油价格冲高回落。OPEC+减产对油价有一定支撑作用，但同时美国增产对油价形成压制。全球经济前景仍不明确，长期需求增长动力仍然不强，随着北半球冬季的到来，短期内需要关注暴风雪等极端天气对石油需求的影响。

市场情绪趋于稳定，金价呈现窄幅波动。截至12月20日当周，金价走势较为温和，最终收于1477.85美元/盎司，周涨幅为0.15%。一是风险事件对黄金市场影响不大。周三，美国众议院通过两项弹劾特朗普的条款，但下一步需交给共和党占据多数席位的参议院审议，弹劾条款获得参议院的通过的可能性微乎其微。周五，英国下议院通过了脱欧法案，英国将于2020年1月31日脱离欧盟。该法案还禁止延长2020年后的脱欧过渡期，该项条款增加了外界对英国无序脱欧的担忧。此外，美国众议院还通过了1.4万亿美元的预算支出方案和美加墨贸易协定，稳定了市场的避险情绪。尽管上周风险事件数量较多，但金价走势较为平缓，反映出在中美达成第一阶段贸易协议后，市场对后续风险事件反映较为平淡。二是多国央行公布利率决议。上周瑞典央行宣布加息25个基点至0%，结束该国实施近五年的负利率政策；日本、英国、印尼、捷克、泰国央行维持利率不变；墨西哥、俄罗斯央行则宣布降息。总体符合市场预期，市场对全球货币政策保持稳定的看法没有改变。三是美国公布的经济数据总体平稳。美国11月新屋开工总数年化136.5万户，高于预期和前值；工业产出环比增1.1%，升至2010年5月以来最高水平；零售销售环比增0.2%不及预期，但个人支出环比增0.4%高于前值；显示出美国经济目前仍处于平稳扩张的状态。总体来看，当前风险事件持续出清，对金价影响逐渐减小。黄金目前仍处在横向交易中，短期内出现趋势性行情可能性不大。

贸易局势向好，EIA库存下降，活跃钻机数量大增，原油价格冲高回落。截至12月20日当周，布油和美油先涨后跌，周四美油一度创三个月新高至61.40美元/桶，布油也完成周内四连阳最高探至66.78美元/桶，但周五美油和布油纷纷回落，分别收于60.36美元/桶和65.25美元/桶，周涨幅分别为0.63%和1.56%。一是贸易局势持续向好，需求前景有所改观。上周中美两国持续推进第一阶段贸易协议落实，中美两国领导人通过电话表达了对双方贸易谈判成果的肯定，并表示会加强沟通。基于此，市场情绪有所回升，A股美股均有所上涨，叠加中美近期经济数据向好，对油价提供有力的支撑。二是API和EIA数据再次出现背离。北京时间周三早些时候公布的API原油和汽油库存大幅增加，但晚些时候EIA原油库存却意外下降，令市场多头备受鼓舞。三是原油钻机数量大幅增加，美油增产预期强烈。上周美国

活跃石油钻机数量达到 685 个，较上周增加 18 座，为 2018 年 2 月以来最大单周增幅。随着美油价格涨至 60 美元上方，美油增产意愿回升，活跃钻机数量增加或预示美油未来产量的上升，对油价形成打击。综合来看，OPEC+减产对油价有一定支撑作用，但同时美油增产对油价形成压制。全球经济前景仍不明确，长期需求增长动力仍然不强，随着北半球冬季的到来，短期内需要关注暴风雪等极端天气对石油需求的影响。

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

本周虽然临近年末，但在央行表态将维护年末流动性平稳并持续大额投放跨年资金的情况下，预计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，在预计央行年末维护流动性宽松的情况下，同业存单利率或将继续维持低位，短期内可择机减持。债券市场方面，年后将迎来专项债提前批的发行，叠加经济可能迎来开门红等利空因素，但在央行大规模释放短期流动性的情况下，短期债市难有大规模调整，预计短期中长端收益率仍有一定下行空间。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，并择机逢高减持短端。海外方面，美国第三季度实际GDP年化季环比终值2.1%，符合市场预期，市场普遍预期后续美联储将维持当前利率水平。

国内市场策略：上周央行开展6300亿元逆回购和3000亿MLF操作，有500亿国库现金定存和2860亿MLF到期。税期过后，叠加央行持续大额进行逆回购操作，资金面明显转松，周五隔夜资金利率降至2%以下。上周三央行将14天OMO利率调降5bp至2.65%，市场普遍视作对7天期OMO降息的跟随。但周五的新一期LPR报价中1年期和5年期价格均持平上次，市场预期年后央行将继续调降MLF利率以引导LPR报价的下行。本周虽然临近年末，但在央行表态将维护年末流动性平稳并持续大额投放跨年资金的情况下，预计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，在预计央行年末维护流动性宽松的情况下，同业存单利率或将继续维持低位，建议短期内可择机减持。债券市场方面，央行下调14天OMO利率，并非在市场预期之外，但连续大额投放跨年的14天资金的宽松动作仍与往年有差别，市场对年后更宽松货币操作有较高预期，市场整体来看偏多。虽临近年末，且年后有专项债发行、经济开门红可期等利空因素依然存在，但充裕的资金面使债市短期难有大规模调整。目前市场普遍预期年后央行将降准以配合专项债提前批的发行，并维护传统节日期间流动性的稳定，预计短期收益率仍有一定的下行机会。策略上整体建议维持久期和仓位稳定，若利率出现回调，可择机增持并适当拉长久期。从期限利差来看，上周收益率曲线陡峭化，长端保持稳定，短端则大幅下行。但目前短端收益率已有较大幅度下行，可以适当逢高减持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处于较低水平且保持稳定；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：美国第三季度实际GDP年化季环比终值2.1%，符合市场预期，市场普遍预期后续美联储将维持当前利率水平。欧洲方面，英国议会选举尘埃落定，保守党获得多数席位，脱欧进程不确定性降低。

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							
华福证券有限责任公司	多元金融	中诚信国际信用评级有限责任公司	2019-12-20	AAA	稳定	AA+	稳定
国药控股(中国)融资租赁有限公司	多元金融	中诚信国际信用评级有限责任公司	2019-12-20	AAA	稳定	AA+	稳定
下调评级或展望							
万达集团股份有限公司	技术硬件与设备	中诚信证券评估有限公司	2019-06-20	AA+	负面	AA+	稳定

数据来源: Wind、中国农业银行金融市场部

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。