

2019年12月30日

金融市场部

工业企业利润修复，监管持续规范市场

宏观经济

❖ **国际宏观：**美国假期消费同比增长，11月耐用品订单环比意外下滑；外需不振及消费税提高的影响持续发酵，日本工业产出和零售双降。

❖ **国内宏观：**11月工业企业利润增速显著回升，预计明年初专项债落地后，基建投资增速回升以及进出口增速修复将使企业利润进一步修复。年底监管政策频出，对信贷、资管、债市将产生深远影响。

金融市场

❖ **货币政策及资金面：**上周央行开展500亿元逆回购操作，有800亿元逆回购到期，合计净回笼300亿元。由于央行持续投放资金呵护跨年流动性，上周整体资金面非常宽松，各期限资金供给充裕，隔夜资金利率下行至年内低位，由于7天品种跨年，利率有所上行，但整体机构平头寸压力不大。本周公开市场共有5500亿元逆回购资金到期，随着跨年后央行前期投放的资金陆续到期，短期内资金利率预计将有所回升，但央行预计将降准呵护跨春节流动性，资金面宽松格局将延续。

❖ **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；信用债收益率普遍下行，信用利差小幅走扩。因跨年因素存在，预计本周资金面相较上周将有所收敛，仍将维持相对宽松状态，但跨年后将迎来逆回购大量集中到期，央行后续态度仍有待观察，短端收益率有一定上行风险；长端方面，本周将公布12月PMI，叠加地方专项债将在年后第一个工作日开展发行工作，预计长端同样存在一定上行风险，建议对中长端保持谨慎。

❖ **外汇市场：**美元指数震荡下行，圣诞假期市场交投整体清淡。预计美元将等待更多的数据指明方向，有一定上行可能。人民币双向波动弹性增强，上周升值0.18%。中美第一阶段经贸磋商取得进展，有利于全球经济和贸易良性发展，为外汇市场总体平衡提供稳定的外部环境。

❖ **商品市场：**市场多头持续发力，金价强势上行。近期黄金市场看多情绪较高，实物金需求意愿也较强，预计短期内金价仍有较强支撑。受OPEC减产、美油数据回落和风险偏好回升支撑，原油维持上涨态势。目前油价仍处在温和上涨阶段，近期市场情绪有所回暖，或支撑油价短期内继续上行，未来仍需关注美油产量和全球经济走势对油价带来的影响。

❖ **市场展望与策略：**年后银行各项指标调节压力下降，叠加目前3年内政金债下行幅度较大，存单具有相对配置价值，收益率有望下行，年前可以逢高进行配置；债市方面，本周横跨元旦，各机构交易热情普遍下降，叠加前期获利盘累计较多，年前存在一定利润兑现需求，因此短期内建议维持谨慎态度。信用债方面，预计随着年后资金面逐渐回笼，叠加现金管理类理财产品监管新规公布，继续下行的格局难以持续。

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

王哥子

021-20687212

wanggezi@abchina.com

宏观经济

国际宏观

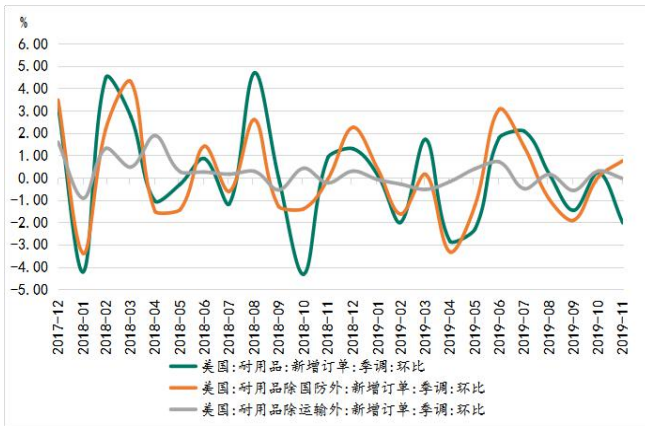
美国假期消费同比增长，11月耐用品订单环比意外下滑；外需不振及消费税提高的影响持续发酵，日本工业产出和零售双降。

美国假期消费同比增长，11月耐用品订单环比意外下滑。万事达卡公布的数据显示，11月1日至平安夜期间的假日购物季，美国零售销售总额同比增长3.4%至近8800亿美元，增幅略不及2018年的5.1%。假日购物季期间，美国电商购物增长亮眼：电商销售额同比增长了18.8%，占到了总销售额的14.6%；传统实体商店的销售增长相对缓慢，实体店销售额增长仅为1.2%，百货商店销售额则较去年同期下滑1.8%。据零售研究机构Customer Growth Partners统计，21日一天，美国市场的零售销售额就达到344亿美元，创史上最好单日销售成绩，较“黑色星期五”的销售额312亿美元高出10%以上。假日购物季消费的增长预计将对美国四季度经济增长提供支撑。**耐用品订单数据方面**，11月美国制造业耐用品订单初值环比下滑2%，不及预期的增长1.5%和前值的增0.5%。扣除飞机的非国防核心资本耐用品订单11月初值环比增长0.1%，同样弱于市场预期的增0.2%，这反映耐用品订单的下滑主要受军用和民用飞机订单拖累。其中，军事硬件订单环比大跌35.6%，创2017年2月以来最大月度跌幅；国防飞机订单下跌72.7%；受波音737 Max继续停飞影响，商用飞机及零部件订单环比下跌1.8%，今年前11个月同比跌38%。不过，汽车和零部件订单反弹并恢复月度增长，部分与通用汽车员工结束罢工有关。耐用品订单数据反映当前美国制造业仍较疲弱，预计仍将对四季度经济增长形成拖累。

外需不振及消费税提高的影响持续发酵，日本工业产出和零售双降。11月日本工业产出初值同比降8.1%，较前值的降7.7%跌幅进一步扩大；环比降0.9%，较前值的降4.5%有所收窄。消费方面，11月日本零售销售同比下降2.1%，预期下降1.7%，前值为下降7.0%。工业产出与消费数据双降，反映全球需求疲软影响出口和消费税上调拖累消费者支出下滑的影响持续发酵，增加了日本经济在四季度萎缩的可能性。在经济政策方面，日本央行多次提到通胀目标受到威胁将降息、持续低迷的出口以及国内消费数据的下滑使得日本央行面临不小的压力，但由于货币政策空间有限，日本央行今年一直按兵不动。财政政策将是下一步突破口，日本政府已于12月初表示将推出26万亿日元的财政刺激计划，预计将对消费税上调的负面影响形成一定对冲。

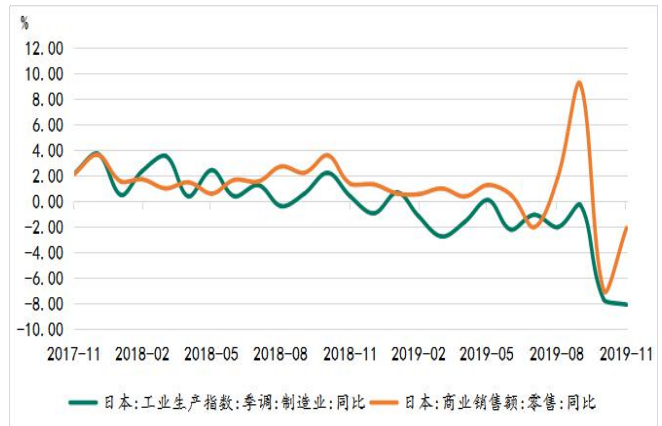
整体来看，经历了2019年的再宽松过程，美联储、欧央行及许多发展中经济体都做出了降息决策，但对经济增长的提振整体有限。同时，迟迟未见的经济实质性复苏也限制了货币政策回归正常化的进程，如何应对下一次经济下行成为各大央行的两难命题，诉诸于财政政策或成为主要经济体的应对良策。

图表1. 美国11月耐用品新增订单数据不佳



数据来源: Wind

图表2. 日本11月工业生产及消费双降



数据来源: Wind

国内宏观

11月工业企业利润增速显著回升, 预计明年初专项债落地后, 基建投资增速回升以及进出口增速修复将使企业利润进一步修复。年底监管政策频出, 对信贷、资管、债市将产生深远影响。

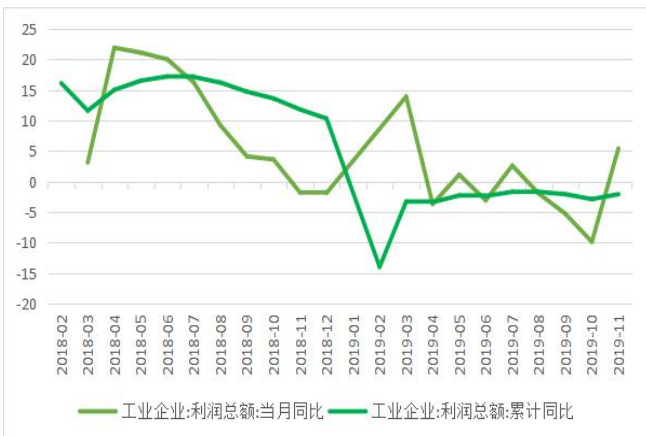
11月工业企业利润增速为5.4%, 较上月的-9.9%显著回升。一是利润改善主要缘于产量加速, 其次是价格提升与营业收入利润率小幅改善。11月工业增加值同比6.2%, 比上月加快1.5个百分点; PPI为-1.4%, 较上月的-1.6%已出现企稳迹象。营业收入利润率由上月的5.85%小幅回升至5.91%。此外, 利润改善也有基数较低因素, 去年同期单月利润增速由3.6%回落到负增长区间(-1.8%)。二是从细分行业看, 营收和利润同时改善的行业增多, 包括原材料业(有色冶炼、石油加工、化工制造、化纤制造), 装备制造业(通用设备、专用设备、汽车制造)、消费业(农副食品、食品制造、造纸、文体制品、木材制品)等13个行业。收入与利润恶化的行业主要为出口类行业, 如电子通信、纺织、纺服、家具制造等, 这与同期出口交货值低位徘徊(上月-3.8%, 当月-3.4%)相匹配。三是民营企业利润增速加快, 国有企业盈利降幅收窄。1-11月民营企业盈利增速由5.3%回升到6.5%, 国有企业利润增速由-12.1%(年内最低水平)收窄到-11.2%。国有企业与民营企业的盈利倒挂是今年以来工业企业利润的结构性特征之一, 可能与供给侧限产政策对民营企业生产端抑制作用减弱有关。

临近年底, 监管部门推出多个重要政策、文件。一是人民银行就存量浮动利率贷款的定价基准转换为LPR有关事宜发布公告。自2020年3月1日起, 金融机构应与存量浮动利率贷款客户就定价基准转换条款进行协商, 将原合同约定的利率定价方式转换为以LPR为定价基准加点形成(加点可为负值), 加点数值在合同剩余期限内固定不变; 也可转换为固定利率。定价基准只能转换一次, 转换之后不能再次转换。加点数值由借贷双方协商确定。商业性个人住房贷款的加点数值应等

于原合同最近的执行利率水平与2019年12月发布的相应期限LPR的差值。二是银保监会、人民银行起草《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知(征求意见稿)》。主要内容包括:明确现金管理类理财产品定义;提出产品投资管理要求,规定投资范围和投资集中度;明确产品的流动性管理和杠杆管控要求;细化“摊余成本+影子定价”的估值核算要求;加强认购赎回和销售管理;明确现金管理类理财产品风险管理要求,对采用摊余成本法进行核算的现金管理类理财产品实施规模管控,确保机构业务发展与自身风险管理水平相匹配。三是人民银行会同发展改革委、证监会发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知(征求意见稿)》。通知要求充分发挥受托管理人和债券持有人会议制度在债券违约处置中的核心作用,鼓励建立分层次的持有人会议议案表决机制。依法依规对恶意逃废债企业的市场融资进行一定程度限制,情节严重、造成重大损失和不良社会影响的恶意逃废债企业及负有主要责任的相关人员,依法将相关信息纳入征信系统及全国信用信息共享平台。四是修订后的《中华人民共和国证券法》审议通过,将于2020年3月1日起施行。主要内容包括:全面推行证券发行注册制度;显著提高证券违法违规成本;完善投资者保护制度;进一步强化信息披露要求,系统完善了信息披露制度;完善证券交易制度,优化有关上市条件和退市情形的规定;落实“放管服”要求取消相关行政许可;压实中介机构市场“看门人”法律责任;建立健全多层次资本市场体系;强化监管执法和风险防范;扩大证券法的适用范围。

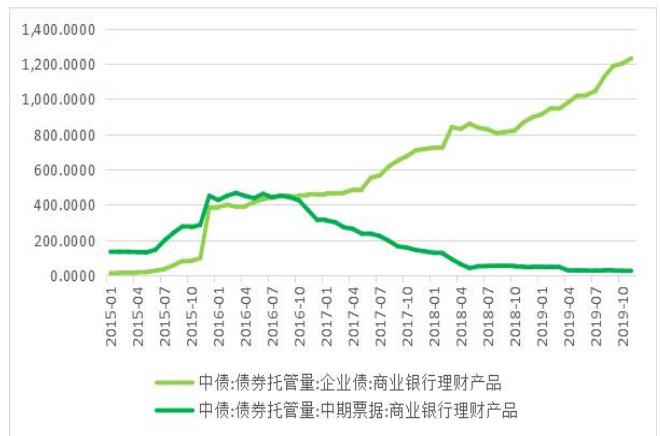
整体来看,11月经济数据普遍改善,预计12月工业景气度会继续小幅回升,明年初专项债落地后,基建投资增长及进出口修复将使企业利润进一步修复。年底政策密集出台,存量贷款利率锚定是利率市场化“两轨并一轨”的有序推进,有助于降低银行负债成本,从而推动实体经济融资成本下降。现金管理类理财产品的管理通知,则将改变当前银行理财的投资管理模式,使银行现金类理财产品收益率下行,并对债券市场买方行为产生深刻影响。信用类债券违约处置的通知,通过引入受托管理人机制、修订持有人会议规程、明确违约处置各方的职责与义务、丰富市场化违约债券处置方式、加大打击逃废债力度等策略解决债券市场违约难题,解决债券市场健康发展的重要隐患。新证券法的实施,将为资本市场带来新活力,使注册制推广到创业板等其他板块具备了法律基础,资本市场的发行制度将经历重构。

图表3. 11月工业企业利润显著回升



数据来源: Wind 资讯

图表4. 银行理财投资债券信用偏好将上升



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 500 亿元逆回购操作，有 800 亿元逆回购到期，合计净回笼 300 亿元。由于央行持续投放资金呵护跨年流动性，上周整体资金面非常宽松，各期限资金供给充裕，隔夜资金利率下行至年内低位，由于 7 天品种跨年，利率有所上行，但整体机构平头寸压力不大。本周公开市场共有 5500 亿元逆回购资金到期，随着跨年后央行前期投放的资金陆续到期，短期内资金利率预计将有所回升，但央行预计将降准呵护跨春节流动性，资金面宽松格局将延续。

具体来看，上周央行开展 500 亿元逆回购操作，有 800 亿元逆回购到期，合计净回笼 300 亿元。质押式回购利率方面，隔夜资金利率较低，跨月资金需求旺盛。截至 12 月 27 日，R001 加权平均利率为 1.21%，较前周下行 61bp；R007 加权平均利率为 2.92%，较前周上行 50bp；R014 加权平均利率为 3.27%，较前周下行 3bp。同业存单方面，临近年底发行热情降温，一级市场发行与到期较为均衡。上周共发行 716 只总计 3654.3 亿元，到期 588 只总计 2608.24 亿元，净融资额为 1046.06 亿元，较前周增加 972.33 亿元。各期限存单利率明显下行，3 个月 AAA+ 同业存单利率为 2.8%，较前周下行 26bp；6 个月 AAA+ 同业存单利率为 2.83%，较前周下行 24bp；9 个月 AAA+ 同业存单利率为 2.93%，较前周下行 16bp。境内美元流动性继续保持宽松，年内资金价格维持平稳，跨年有所上行，USD CIROR 隔夜价格报在 1.51%，较前周下行 1bp，1W 价格报在 1.88%，较前周上行 30bp。离岸人民币流动性有所收紧，香港市场人民币隔夜拆借利率收于 2.73%，较前周上行 36bp；7 天品种收于 3.13%，较前周上行 37bp。

总体来看，由于央行持续投放资金呵护跨年流动性，上周整体资金面非常宽松，各期限资金供给充裕，隔夜资金利率下行至年内低位，由于 7 天品种跨年，利率有所上行，但整体机构平头寸压力不大。首先，央行进一步推动 LPR 改革，将存量浮动利率贷款定价基准由贷款基准利率转换为 LPR 报价，预计后续货币政策将配合进一步降低银行负债端成本。短期来看存量房贷利率将平稳过渡挂钩 LPR，但中长期来看，引导实体融资利率下行，房贷利率有望潜在受益于利率中枢平稳下行，预计后续央行会采取相应政策降低银行体系负债端压力。第二，一季度地方债发行在即，预计央行将在春节前降准弥补资金缺口，维护资金面平稳跨春节。目前已公布的地方债发行计划约为 4000-5000 亿元，叠加春节提前，1 月份资金缺口可能超过 1 万亿，央行降准平滑资金面概率较高且具有合理性。第三，预计 12 月经济数据有所回暖，预计财政政策和货币政策将进一步发力支撑基本面。预计 12 月消费继续改善、投资稳定、出口增速反弹、工业增加值回暖，明年一季度政策将继续发力配合地方债发行，加大信贷投放，资金面宽松格局有望延续。

展望本周，本周公开市场共有 5500 亿元逆回购资金到期，随着跨年后央行前期投放的资金陆

续到期，短期内资金利率预计将有所回升，但央行预计将降准呵护跨春节流动性，资金面宽松格局将延续，机构平头寸压力不大。

图表 5. 同业存放利率变动

期限	2019-12-27		2019-12-20	
	融出	融入	融出	融入
1W	3.2-3.1	2.85-1.65	3.2-3.1	2-0.72
2W	3.25-3.15	2.85-0.72	3.25-3.15	3.06-0.72
1M	3.6-3.45	3.05-1.85	3.6-3.45	3.35-2
3M	3.95-3.6	3.2-2.7	3.95-3.6	3.45-2.95
6M	3.7-3.65	3.25-2.7	3.7-3.65	3.5-2.9
1Y	3.95-3.9	3.35-2.7	3.95-3.9	3.6-2.95

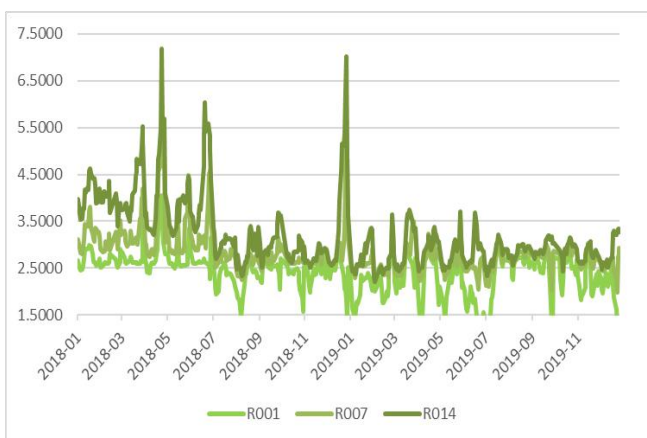
数据来源: Wind 资讯、上海国际货币

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下行，信用利差小幅走扩。上周央行进行 500 亿元 OMO 操作，有 800 亿逆回购到期，资金面维持宽松态势，隔夜资金利率维持在 1% 的水平，7 天利率因跨年原因在周内逐步走高。本周无重要经济数据发布，但在资金面宽松的带动下利率债收益率下行明显；信用债方面，受资金面宽松和一级市场发行减少等因素影响，收益率普遍下行，信用利差小幅走阔。本周是 2019 年最后一周，因跨年因素存在，资金面相较上周将有所收敛，仍将维持相对宽松状态，但跨年后将迎来逆回购大

量集中到期，央行后续态度仍有待观察，短端收益率有一定上行风险；长端方面，本周将公布12月PMI，叠加专项债将在年后第一个工作日展开发行工作，预计长端同样存在一定上行风险，建议对中长端保持谨慎。

上周利率债收益率普遍下行，收益率曲线大幅陡峭化。上周央行进行500亿元OMO操作，有300亿逆回购到期，资金面维持宽松态势，带动短端收益率下行约8-15bp。长端方面，虽然经济有所回暖，但在资金面的宽松作用下，中长端收益率下行约2-3bp。

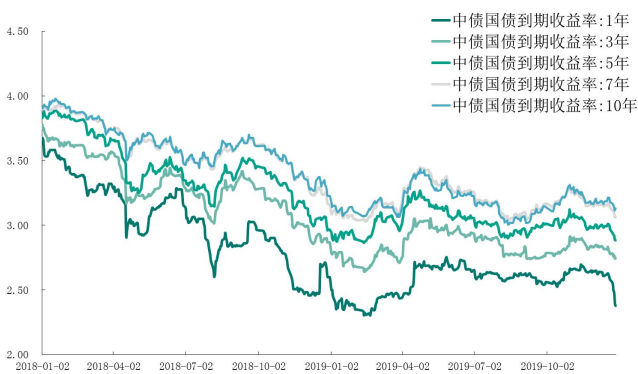
具体来看，驱动各期限收益率变化的主要因素如下：短端方面，央行的大规模投放叠加年末财政支出的扩大，使得货币市场资金相对充裕，带动短端收益率下行。中长端方面，一是市场对央行一季度降准的预期被总理视察讲话所证实，收益率在周初有所下行；二是周五公布的工业利润情况超预期，叠加连续下行后机构存在止盈需求，周五收益率上行2bp。

美债方面，上周美国市场投资者迎来假日，收益率全周呈现小幅下行走势，10年期美债收盘价下行4.2bp至1.893%。新发布数据显示美国申请失业金人数略有增加，经济前景依然存在一定不确定性，带动美债收益率出现小幅下行。

信用债方面，上周资金面大幅转松，叠加信用债供给略有减少，导致信用债收益率整体略有下行，但幅度不及利率债。信用利差方面，新出台的现金类产品管理政策对类货币基金产品持有中低等级信用债有一定影响，相关品种预计在调整过程中可能有一定上行压力。受此影响短期内信用利差仍有走阔可能。

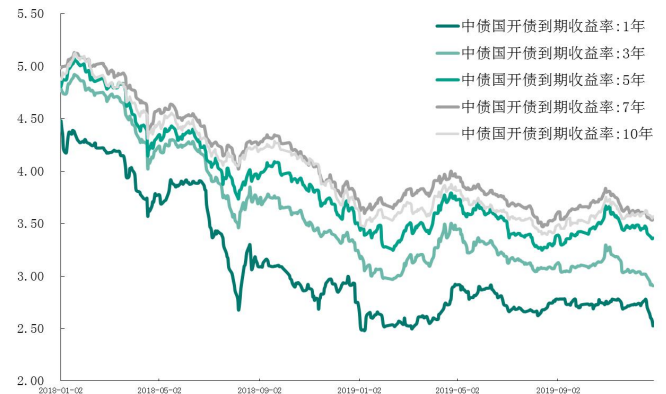
信用风险违约事件，上周共有1个主体的共计1只债券违约，违约主体为安徽省外经建设(集团)有限公司，上述主体非首次违约，受宏观经济环境及企业自身经营影响，上述公司盈利下滑，短期内难以得到改善。同时部分资产因之前违约已被债权人申请保全，业务经营受到影响，整体流动性较为紧张，导致债务违约发生。

图表9. 国债收益率走势



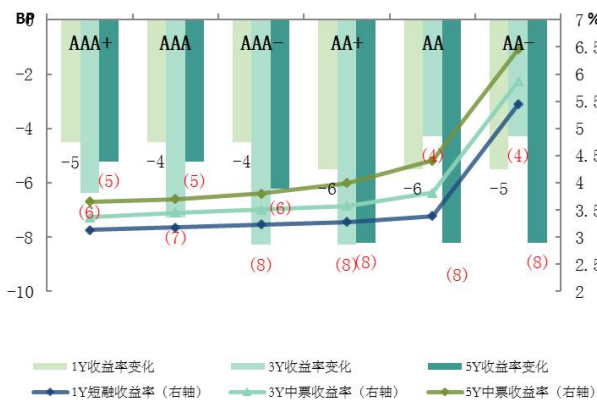
数据来源: Wind 资讯

图表10. 政策性金融债收益率走势



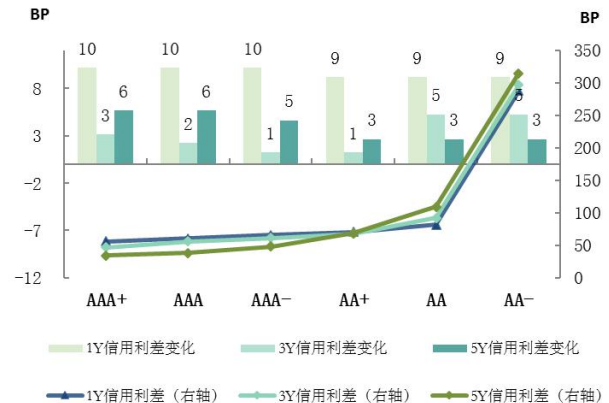
数据来源: Wind 资讯

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

展望本周，第一，因跨年因素存在，资金面相较上周将有所收紧，但仍将维持相对宽松状态，跨年后将迎来逆回购大量集中到期，央行后续态度仍有待观察，短端收益率有一定上行风险；第二，长端方面，本周将公布 12 月 PMI，叠加专项债将在年后第一个工作日展开发行工作，预计长端也存在一定上行风险，建议对中长端保持谨慎；第三，信用利差方面，新出台的类货币基金管理新规对产品持有中低等级信用债有一定影响，受此影响短期内信用利差仍有走阔可能。

外汇市场

美元指数震荡下行，圣诞假期市场交投整体清淡。预计美元将等待更多的数据指明方向，有一定上行可能。人民币双向波动弹性增强，上周升值 0.18%。中美第一阶段经贸磋商取得进展，有利于全球经济和贸易良性发展，为外汇市场总体平衡提供稳定的外部环境。

美元指数震荡下行，圣诞假期市场交投整体清淡。上周美元指数收于 97.0017，下跌 0.70%。欧元兑美元收于 1.1175，上涨 0.88%。英镑兑美元收于 1.3073，上涨 0.55%。一是欧元走强导致美元指数震荡下行。二是零售销售数据强劲，但未提振汇市走势。上周数据显示，美国假日购物季，即 11 月 1 日至平安夜的零售额(不含汽车)，较去年同期增长了 3.4%。咨询和研究机构 Customer Growth Partners 此前数据显示超级星期六的零售额创下了美国零售历史上最高单日交易纪录，达到 344 亿美元，这比“黑色星期五”的 312 亿美元还高出了 10%。但是强劲的销售数据并未提振汇市走势。三是圣诞节和元旦假期期间，市场交投清淡放大了波动幅度。元旦假期后市场将等待更多的消息来指明方向。美国将会迎来 ISM 制造业指数，同时美联储还会公布最新的会议纪要，此外英国脱欧，贸易谈判等焦点仍然可能成为市场焦点。四是美元流动性增加利空美元。2019 年流动性紧缩利好美元，但目前美联储努力避免隔夜拆借利率再度飙升，这意味着 2020 年应可获得更多的美元流动性，利空美元。展望未来，预计美元将等待更多的数据指明方向，有一定上行可能。

人民币双向波动弹性增强，上周升值0.18%。上周在岸人民币汇率收于6.9992，升值123PIPS，涨幅为0.18%。离岸人民币汇率收于6.9914，升值97PIPS，涨幅为0.14%。12月25日在岸人民币收盘价再度升破“7元”，已是本月内第三次“返6”。中间价12月26日也随之大幅调升至6.98元，创逾4个月新高。整体看，市场情绪整体保持平稳；且年末市场各方交投意愿不强，流动性欠佳，使得汇价短时波动较大。8月初以来，人民币一路跌破“7”，此后于11月5日重返“6”。11月至12月间的走势表明人民币双向波动弹性增强。上周国家外汇管理局副局长陆磊就“2019年外汇市场演变、跨境资本流动的基本经验和今后一个时期外汇管理体制改革的政策取向”等问题发表了演讲。陆磊称，2019年，我国外汇市场供求基本平衡，总体呈现“四个稳”：人民币在全球货币中表现稳健平衡；国际收支基本平衡；外汇供求总体平衡；国际储备总量、结构、投向和回报自求平衡。2020年外汇体制改革的重心是守住面、突破点、把好线。一是守住面，坚决打好外汇市场防范化解金融风险攻坚战，切实维护国家金融体系总体健康。二是突破点，继续推进外汇供给侧结构性改革，服务实体经济，提升贸易投资自由化便利化。三是把好线，加强金融科技与外汇市场融合，抓住监管科技发展这一主线。逐步扩大试点范围，拓展区块链技术在跨境融资、宏观审慎管理的应用场景。展望明年，中美第一阶段经贸磋商取得进展，有利于全球经济和贸易良性发展，为外汇市场总体平衡提供稳定的外部环境。同时，要高度警惕国际市场的“黑天鹅”或“灰犀牛”事件，切实做好应对预案，切实维护外汇市场稳定。

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

市场多头持续发力，金价强势上行。近期黄金市场看多情绪较高，实物金需求意愿也较强，预计短期内金价仍有较强支撑。受OPEC减产、美油数据回落和风险偏好回升支撑，原油维持上涨态势。目前油价仍处在温和上涨阶段，近期市场情绪有所回暖，或支撑油价短期内继续上行，未来仍需关注美油产量和全球经济走势对油价带来的影响。

市场多头持续发力，金价强势上行。截至12月27日当周，金价大幅攀升，强势突破千五关口，最终收于1510.89美元/盎司，周涨幅为2.23%。一是中美贸易缓和后金价技术性上涨。尽管中美贸易关系缓和和对大幅修正市场避险情绪，刺激中美股市持续走强，但在黄金市场上，金价一直坚挺在1450美元/盎司上方，市场看多情绪较为高涨，在利空消息出清后，市场多头压力得到释放，推动金价持续上行。本周一5日均线来到60日、120日均线上方，形成金叉，技术层面支持金价进一步上行。二是全球央行需求增加带动金价上行。近年来，贸易保护主义抬头，各国间摩擦与纠纷时有发生，各国央行储备倾向多元化。世界黄金协会的数据显示，截至2019年11月，全球央行的官方黄金储备已接近3.45万吨。过去一年，全球央行累计增持黄金超过620吨。三是年终将至，实物金需求上升。近期恰逢双旦假期，叠加春节马上到来，黄金季节性行情已经到来。实物金需求的上升也带动金价的上行。综合来看，近期黄金市场看多情绪较高，实物金需求意愿也较强，预计短期内金价仍有较强支撑。

受OPEC减产、美油数据回落和风险偏好回升支撑，原油维持上涨态势。截至12月27日当周，布油和美油继续上行，分别收于66.81美元/桶和61.72美元/桶，周涨幅分别为2.47%和2.12%。一是OPEC+减产利好持续释放，支撑油价继续上行。周一俄罗斯能源部长诺瓦克表示，只要和OPEC的合作是“有效且富有成果的”，俄罗斯就会继续和OPEC合作下去。二是美油数据回落提振原油市场。截至12月20日，API原油库存下降790万桶，EIA原油库存下降547.4万桶，截至12月27日，活跃石油钻井数在反弹两周后再次下降8座，来到677座。数据公布后，油价短线上扬。三是全球风险偏好回升支撑油价。美国上周初请失业金人数将至22.2万，为近三周的最低点。叠加国际贸易关系的进展及美国节假日零售销售表现强劲等因素，市场投资情绪乐观，带动股价持续突破历史新高。此外中国股市也连续四周上行，上证综指和深证成指分别回到3000点和10000点上方。在此影响下，原油需求预期有所转暖，支撑油价上行。综合来看，目前油价仍处在温和上涨阶段，近期市场情绪有所回暖，或支撑油价短期内继续上行，未来仍需关注美油产量和全球经济走势对油价带来的影响。

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

央行上周公开市场净回笼资金300亿元，但前期投放的14天逆回购资金量较大，资金面全周维持宽松状态，年后银行各项指标调节压力下降，叠加目前3年内政金债下行幅度较大，存单具有相对配置价值，收益率有望下行，年前可以逢高进行配置；债市方面，11月工业企业利润回暖，显示经济边际好转迹象，但在资金面大幅转松的背景下，机构加杠杆配置热情普遍较高，受上述因素影响，上周债市收益率中短端继续下行，长端维持震荡。本周横跨元旦，各机构交易热情普遍下降，叠加前期获利盘累比较多，年前存在一定利润兑现需求，因此短期内建议维持谨慎态度。信用债方面，受资金面大幅宽松及年末配置需求等因素影响，本周信用债短端呈现下行格局，预计随着年后资金面逐渐回笼，叠加现金管理类理财产品监管新规公布，继续下行的格局难以持续。美国上周处于圣诞假期，债市交投相对清淡，利率债全周处于窄幅震荡行情。

国内市场策略：上周央行公开市场操作净回笼资金300亿元，但前期累计投放14天期跨年资金6000亿元，资金面全周依然维持宽松状态，年后资金面宽松状态有望维持，存单目前相对于利率债更具有配置价值，建议逢高可以适当增配。债券市场方面，11月份工业企业利润出现回暖，虽然有基数效应影响，但近期基本面数据连续出现回暖迹象不容忽视，全周资金面大幅宽松点燃市场机构加杠杆配置情绪，摊余成本法基金继续配置1-5年期品种，上述因素综合导致本周短端收益率下行5-15bp，长端下行1-3bp，收益率曲线继续陡峭化，10年国开活跃券190215最终收于3.57%，下行1bp。整体来看，虽然部分迹象表明基本面存在好转的迹象，一季度也面临地方债大量发行、逆周期调节政策加码等利空因素，但在降准预期及资金面大幅转松的背景下，配置需求仍然强劲，利率债短期内大幅上行风险依然有限。从期限利差来看，在资金面大幅宽松的背景下，3年期政金债下行速度较快，目前已经低于1年期存单收益率水平，配置价值相对有限，建议对该期限品种进行适当减持；从品种利差来看，前期基金配置情绪高涨，政金债需求较多，尤其3年内政金债与国债利差已经处于历史低位水平，利差存在一定走扩空间，同时在配置户需求的作用下，活跃券和非活跃券的利差较前期大幅收窄，活跃券的价值相对凸显，可以进行择机切换；从信用利差来看，资金面年后仍有望维持宽松的格局，但受《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿）》出台影响，低等级信用债可能面临抛售压力，中低评级信用利差有望继续收窄。

国际市场策略：海外机构普遍进入圣诞假期，交投相对清淡，机构做多或做空的热情普遍下降，全周收益率呈现窄幅震荡，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，空头存在一定止盈需求，导致10年期美债收益率上周下行4.2bp至1.877%，欧洲方面，部分国家PMI走强显示经济存在一定的好转迹象，但可持续性受到市场怀疑，债市收益率预计仍将低位徘徊，后续需待基本面证实或证伪后方能走出趋势性行情。

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	2019-12-23	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	2019-12-24	AAA	稳定	AA+	稳定
水发集团有限公司	公用事业	大公国际资信评估有限公司	2019-12-27	AAA	稳定	AA+	稳定
下调评级或展望							
无							

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。