

IMF 下调全球经济预期，美股下跌引发市场动荡

宏观经济

❖ **国际宏观：**因全球贸易摩擦发酵，新兴市场风险加剧成为经济增长隐患，IMF 逾两年来首次下调全球经济增速预期；美债收益率的升高正增加资本市场不确定性，对美国经济造成不利影响的因素正在累积；全球经济增长仍不明朗，各国抵御风险能力有待加强。

❖ **国内宏观：**9月出口回暖或因人民币贬值与出口政策利好叠加，而国内投资与消费需求放缓进一步拖累进口增速。展望未来，全球主要经济体景气程度维持平稳区间，而国内经济需求偏弱叠加贸易摩擦不确定性，我国四季度进出口仍面临较大压力。

金融市场

❖ **货币政策及资金面：**上周央行未进行公开市场操作，逆回购到期 1600 亿元，净回笼 1600 亿元。目前，中美经济与货币双周期背离，国内经济可能仍在继续下行。在当前内外部多空因素交织的情况下，货币政策明确了以内部发展需要和货币政策独立性优先。

❖ **债券市场：**一级市场新债总体发行规模小幅下降，市场方面需求旺盛，中标倍数较高，信用债整体规模较 9 月最后一周大幅下降。二级市场方面，资金面持续宽松，短端利率有所下行，受美债收益率下跌及国内资金避险情绪影响，长端利率出现下行。展望本周，预计短期内资金面相对宽松，短端利率仍将维持低位；经济数据可能没有明显起色，数据公布前长端收益率或将小幅下行；配置需求对国债仍构成利好。

❖ **外汇市场：**受美债收益率飙升引发美股暴跌影响，上周美元指数回调。受长假期间积累的中美摩擦、央行降准等消息冲击，上周人民币上破 6.9 之后大幅震荡后高位企稳。预计年内人民币兑美元汇率持续贬值概率较低。

❖ **商品市场：**受美股暴跌引发全球金融市场动荡，上周黄金价格整体上涨、原油价格下跌。预计未来美股引发的全球金融市场波动或将持续，对金价形成一定支撑，而原油市场供需关系将重新主导价格走势。

市场展望及策略建议

❖ 9月进出口贸易数据超出市场预期，但国内经济仍面临内外叠加的双重下滑压力，稳基建、宽信用的政策效果短期难以出现明显成效。美国 9 月通胀数据不及预期，美联储持续的加息风险走弱，但是基本面走势背离导致各国货币政策仍将呈现分化趋势。降准政策生效，而缴税截点延后，短期内资金面仍将维持宽松格局；各期限债券收益率均存在一定下行空间，期限利差高位震荡，抑或小幅走陡，国开债隐含税率逐步回归合理中枢，信用债呈现高低等级分化现象。短期内美元持续走强概率降低，人民币贬值压力总体可控；美债收益率短期突破前期高点的概率较低；避险情绪驱动下金价存在上行空间；原油价格维持当前中枢运行。

联系人

马至夏

010-85607524

mazhixia@abchina.com

甄志昊

010-85607523

zhenzhihao@abchina.com

沈方威

021-20687213

shenfangwei@abchina.com

夏谱

010-85607542

xiapu@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

因全球贸易摩擦发酵，新兴市场风险加剧成为经济增长隐患，IMF逾两年来首次下调全球经济增长预期；美债收益率的升高正增加资本市场不确定性，对美国经济造成不利影响的因素正在累积；全球经济增长仍不明朗，各国抵御风险能力有待加强。

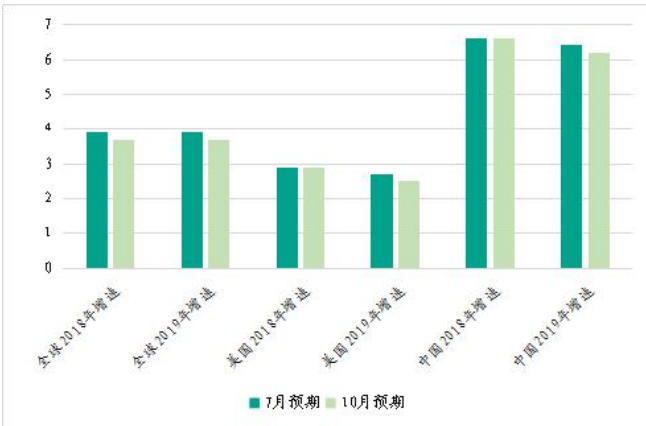
IMF逾两年来首次下调全球经济增长预期。上周二，IMF发布最新一期《世界经济展望》，将2018及2019年全球经济增长预期均由3.9%下调至3.7%。各主要经济体增速预期也均有下调，其中美国2019年增速预期由2.7%下调至2.5%；中国2019年经济增长预期由6.4%下调至6.2%；欧元区与日本的2018年经济增长也有所下调。

全球贸易摩擦发酵，新兴市场风险加剧成为经济增长隐患。一是全球贸易政策不确定性的影响在宏观经济层面愈发突出。IMF称贸易政策进一步扰动会带来更加显著的下行风险，贸易争端升级会拖累全球经济增长，中美贸易战不仅损伤两国利益，也会使供应链上的国家都被波及。在报告中，IMF下调了对全球贸易量增速的预期，预计今明两年商品和服务总贸易量增速分别为4.2%、4%，较此前分别下调0.6及0.5个百分点。二是新兴市场风险有所加剧。随着美国货币政策的逐步收紧，包括阿根廷、巴西、南非以及土耳其在内的多个新兴市场国家出现了资本流入受阻、货币走弱、股市疲软等问题，新兴市场在全球宽松期间累积起来的大量公司债和主权债，也成为潜在的风险点。但IMF也强调，近期新兴市场出现的特定问题不会外溢到基本面强劲的国家。

除了IMF报告指出的隐患，美债收益率走高带来的资本市场波动已初显威力。在美债收益率升至7年高位后，上周美国三大股指均大幅下跌超3%，其他主要资本市场也随美股出现了大幅调整。一方面，美债收益率的抬升直接推高了无风险收益率，风险资产的相对收益率下降，促进资金流出股市。另一方面，经济增长的融资成本也随之提高，企业债务融资成本、居民消费贷款利率、按揭贷款利率均显著上行，成为制约投资、消费的阻力，市场对美国经济增长的忧虑增加。

整体来看，在贸易摩擦加剧和美国货币政策收紧背景下，除美国外的其他经济体面临内部需求趋弱、经济增长乏力和外部贸易联动效果减弱的双重压力，资金回流美国趋势明显，其中新兴市场国家因为较为薄弱的经济基础和超负荷的外债压力使其金融市场动荡加剧。而美国本身因利率抬升面临的不确定性加大，对美国经济造成不利影响的因素也正在累积。展望未来，全球经济增长仍不明朗，各国抵御风险能力有待加强。

图表 1. IMF 下调全球经济增速预期



数据来源: Wind 资讯

图表 2. 美国债收益率持续上升



数据来源: Wind 资讯

国内宏观

9月出口回暖或因人民币贬值与出口政策利好叠加, 而国内投资与消费需求放缓进一步拖累进口增速。展望未来, 全球主要经济体景气程度维持平稳区间, 而国内经济需求偏弱叠加贸易摩擦不确定性, 我国四季度进出口仍面临较大压力。

9月出口增速回暖, 进口增速已连续两月下滑。上周五海关总署公布数据显示, 按人民币计, 中国9月进口同比增长17.4%, 前值18.7%; 出口同比17.0%, 前值7.9%。以美元计, 9月进口同比14.3%, 前值19.9%; 出口同比14.5%, 前值9.8%。出口增速大幅超过前值, 出现了超预期增长, 而进口增速已连续两月下滑。

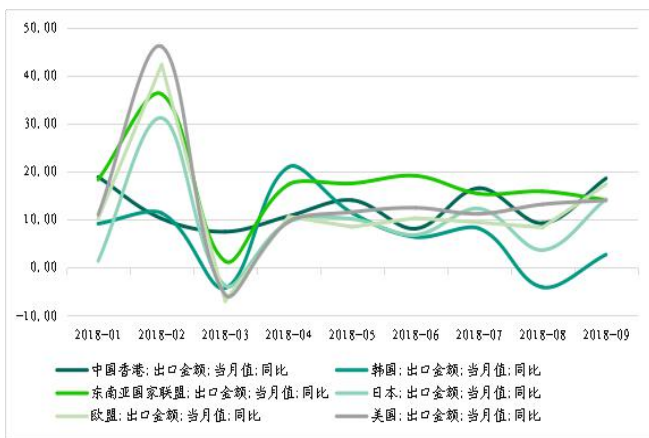
出口方面看, 外需整体平稳, 出口回暖或因人民币贬值与出口政策利好叠加。从主要出口目的国看, 9月美国、欧洲制造业PMI小幅下行, 日本制造业PMI保持稳定, 主要经济体制造业需求较为平稳, 但仍位于景气区间。从各国别出口增速来看, 除对美国、东盟出口增速保持稳定外, 对欧洲(17.4%, 前值8.4%)、日本(14.3%, 前值3.68%)、韩国(2.74%, 前值-4.08%)、中国香港(18.64%, 前值9.28%)等国家及地区的出口增速出现了明显升高。在外需整体平稳背景下, 分国别出口增速普遍、明显的升高可能源于人民币贬值与出口政策利好。一方面, 9月人民币兑美元汇率下跌0.75%, 部分缓解了贸易摩擦对出口的压力, 按人民币计的进出口增速高于按美元计增速也反映出汇率因素的影响。另一方面, 9月我国推出了关税保证保险试点、提高了美方征税清单涉及的部分产品出口退税率, 对出口企业形成了实际利好。

进口方面看, 国内投资与消费需求放缓进一步拖累进口增速。进口增速已连续两个月下滑, 反映国内需求仍显疲软。主要大宗商品方面, 原油、铁矿石、塑料进口增速显著下滑; 汽车进口连续

两月下滑，8月、9月环比分别下滑31.26%和15.55%；农产品方面，经历8月反弹后，大豆进口9月环比下降12.44%。进口增速与国内经济下行压力的基本面相贴合。9月制造业PMI下行，分项中出口订单、新订单、库存指数均下跌；8月经济数据显示基建、房地产增速放缓，消费也开始显现疲态，国内经济下行压力较大，内需或进一步趋弱。

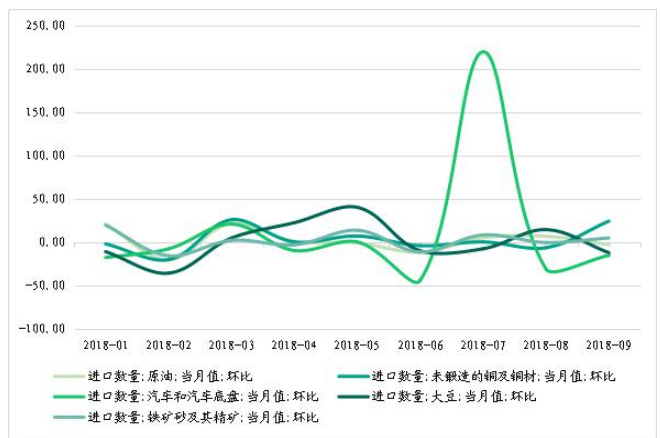
整体来看，9月出口回暖或因人民币贬值与出口政策利好叠加，而国内投资与消费需求放缓进一步拖累进口增速。展望未来，全球主要经济体景气程度维持平稳区间，而国内经济需求偏弱叠加贸易摩擦不确定性，我国四季度进出口仍面临较大压力，需关注进出口政策调整对贸易的刺激作用。

图表 3. 9月出口同比增速普遍、明显上升



数据来源: Wind 资讯

图表 4. 主要进口产品环比数量变化



数据来源: Wind 资讯

金融市场

货币政策与资金面

上周央行未进行公开市场操作，逆回购到期1600亿元，净回笼1600亿元。目前，中美经济与货币双周期背离，美债利率创新高，上周10年期美债利率一度突破3.2%的高点，随后由于股市大跌而降至3.2%以内；国内宏观经济下行压力较大且企业融资成本仍然居高不下，虽然9月出口增速短期回升，但是由于国际贸易环境动荡，其可持续性仍待后续市场检验，除此之外，进口增速从20%降至14.3%，从另一个角度说明国内经济可能仍在继续下行。在当前内外部多空因素交织的情况下，货币政策明确了以内部发展需要和货币政策独立性优先

具体来看，上周央行未进行公开市场操作，逆回购到期1600亿元，净回笼1600亿元。质押式回购利率方面，整体流动性较为充裕，各期限利率均有下行。截止10月12日，R001加权平均利率为2.46%，较前周下行24bp；R007加权平均利率为2.61%，较前周下行40bp；R014加权平均利率为2.67%，较前周下行95bp。同业存单方面，上周共发行523只总计3243.3亿，净融资额为232.9亿，较前周减少1284.2亿。同业存单方面各期限利率涨跌不一，具体来看，3个月AAA+同业存单利率为2.70%，较前周上行4bp，6个月AAA+同业存单利率为3.25%，较前周下行2bp，9个月AAA+同业存单利率为3.45%，较前周上行5bp。目前市场流动性较为充裕，各期限同业存款利率下行，截止10月12日的吸收报价具体为：7天0.72%-2.45%，14天2.25%-2.58%，1个月2.3%-2.6%，3个月2.5%-2.9%，6个月3.0%-3.3%；1年3.3%-3.7%。

央行于10月7日公告称，自2018年10月15日起，下调银行人民币存款准备金率1个百分点，释放的部分资金用于偿还10月15日到期的约4500亿MLF，除此之外，降准还可释放增量资金约7500亿元。此次降准一方面可以释放中长期资金，优化流动性结构，增强银行体系资金的稳定性，降低资金成本；另一方面，释放的增量资金意在为实体经济提供更多支持，缓解民营企业、小微企业融资难融资贵的问题。此次降准是在国内经济下行压力增大，国际贸易形势更加严峻，中美贸易战升级的背景下进行的，在美联储加息的同时宣布降准，表明货币政策的目标重点放在国内的经济的发展上，保持货币政策的独立性。今年以来，央行共进行四次降准，释放的增量资金逐步上升，改善银行流动性，降低银行的资金成本，从而间接降低企业的融资成本，疏通资金从银行体系到实体经济的流动渠道，表明了政府对于维持实体经济平稳运行的决心。央行行长易纲在G30国际银行业研讨会上指出，当前中国经济增长稳定，目前货币政策保持稳健中性，既未放松，也未收紧，在利率、准备金率等货币政策工具方面仍有较大空间。此次发言反映了央行货币政策的重点逐渐转向对冲经济负面因素上来，未来一段时间的市场流动性仍将保持在相对宽裕的水平。

近期，央行通过投放MLF、降准等措施显著增加了中长期的流动性投放，而公开市场逆回购

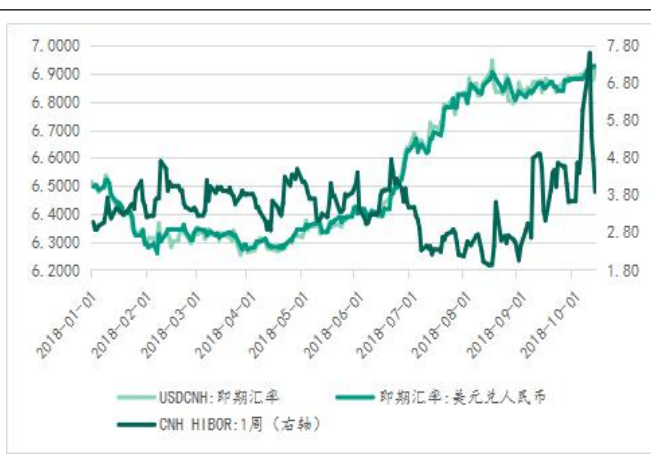
操作持续暂停,表明在未来一段时间流动性供给将会处于相对宽裕的水平上,有助于降低融资成本,鼓励信用扩张企稳回升。海关总署12日发布的数据表明,2018年前三季度,我国货物贸易进出口总值22.28万亿元,相比去年同期增长9.9%,进出口值逐季提升,分别为6.76万亿元、7.35万亿元和8.17万亿元,分别增长9.4%、6.4%和13.8%,表明虽然中美贸易战等外部因素对贸易环境造成一定程度的冲击,但对当前经济造成的影响相对可控,还需继续密切关注明年的订单季情况和后续的贸易协商情况。本周将有4515亿元MLF到期和1500亿元国库现金定存到期,考虑到本周降准措施将正式生效,在置换到期MLF的同时释放出大量增量资金,预计资金面整体压力不大,仍会维持在相对均衡的局面。

图表5. 同业存放利率变动

期限	2018-10-12		2018-9-30	
	融出	融入	融出	融入
1W	3.2-3.05	2.45-2.2	3.2-3.05	2.55-0.72
2W	3.3-3	2.58-2.25	3.3-3	2.95-2
1M	3.5-3.2	2.6-2.3	3.5-3.2	2.5-2.3
3M	4.25-3.5	3.25-2.55	4.25-3.5	2.75-2.3
6M	5.05-4	3.5-3	5.05-4	3.35-3.1
1Y	5.1-4.1	3.73-3.3	5.1-4.1	3.66-3.45

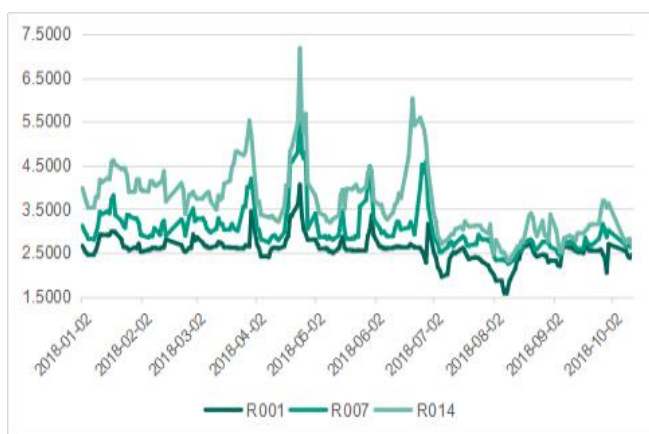
数据来源: Wind 资讯、上海国际货币

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

一级市场新债总体发行规模小幅下降,市场方面需求旺盛,中标倍数较高,信用债整体规模较

9月最后一周大幅下降。二级市场方面，资金面持续宽松，短端利率有所下行，受美债收益率下跌及国内资金避险情绪影响，长端利率出现下行。展望本周，第一，10月15日降准政策正式实施，短期内资金面相对宽松，短端利率仍将维持低位，重点关注央行在缴税期是否实施进一步释放流动性的政策；第二，本周将公布9月经济金融数据，从高频数据来看，9月工业生产、融资等情况仍未有明显起色，预计数据公布前长端收益率将小幅下行；第三，本周国债发行单期最高仅为390亿，不及市场预期，结合上周境外主权类机构对国债有所增持，预计配置需求对国债仍构成利好。

债券市场无风险利率

基本面：海外方面，上周美国公布9月份通胀数据，9月PPI环比涨0.2%，高于8月的跌0.1%，符合预期；9月CPI同比增长2.3%，核心CPI同比增长2.2%，略不及预期，主要受二手车成本及房屋租金下降影响。美国通胀压力减弱，但总体上对美联储第四季度再次加息的影响不大。美国股市周三周四遭遇恐慌性抛售，主要指数收跌4%左右，均创3月以来最大单周跌幅。受股市避险情绪及CPI不及预期影响，十年期美债收益率下行7.2个基点，收于3.163%。未来美股的不确定性仍然较强，仍需密切关注避险情绪对美国债市的短期影响。

国内方面，国内方面，上周五海关总署公布的9月出口同比增速为14.5%，人民币值同比增速为17%，显著高于预期和上月水平。贸易摩擦对中国贸易影响存在时滞，同时，美国经济复苏、出口抢跑及人民币贬值成为出口高速增长的主要动力。但随着贸易抢跑的结束，中美关税政策逐渐实施，2019年出口可能会承受较大压力。9月进口同比增速为14.3%，人民币值同比增速为17.4%，虽然较上月回落，但仍高于预期。考虑到去年同期进口存在异常高基数现象，进口增速虽然下降也较为强劲。

政策方面：海外方面，海外方面，随着美国股市大跌，特朗普“炮轰”美联储，指责美联储加息步伐太快，并称美国经济没有通胀问题。特朗普此举引发外界对总统干预美联储独立性的担忧，美联储主席鲍威尔尚未对特朗普的言论作出回应。

国内方面，10月8日召开的国务院常务会议，确定完善出口退税政策加快退税进度的措施，为企业减负、保持外贸稳定增长。10月12日，国务院办公厅印发完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020年），进一步放宽服务消费领域市场准入。上周末，央行行长易纲在G30国际银行业表示中国经济继续平稳运行，预计今年能够实现6.5%的目标，也可能略高。价格水平处于良性区间，预计全年CPI略高于2%，PPI在3-4%之间。当前货币政策保持稳健中性，既未放松，也未收紧，货币政策工具箱中有足够的政策工具可以运用。贸易摩擦给经济带来的下行风险巨大。总体来看，在国内经济下行压力日益增大的背景下，监管层陆续从基建、出口、消费多个领域释放维稳政策，四季度将成为检验实际成效的窗口期。目前货币政策在实际操作层面表现为流动性价稳量足，预计在稳增长和稳汇率双重压力下也难以出现单向变化。

供需方面：上周一级市场发行情况较好，市场对国债、政金债的需求稳中向好，中标倍数较高。按品种来看，上周国债发行4只，金额1030.70亿，较9月最后一周增加1030.7亿；政策性金融

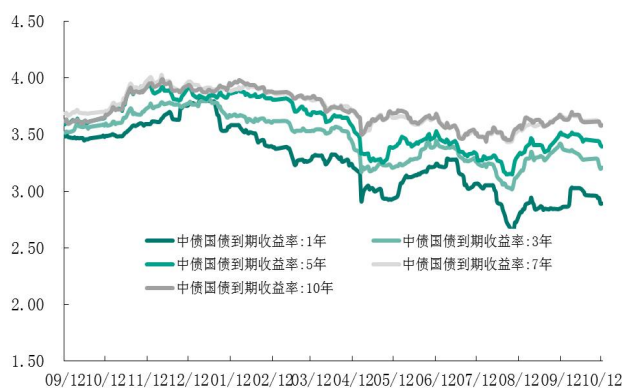
债发行7只,金额合计444.2亿,较9月最后一周减少315.8亿;地方债发行10只,金额合计172.84亿,较9月最后一周减少1109.79亿。二级市场方面,市场对降准释放增量资金相对乐观,资金面较为宽松,短端利率大幅下行,而受避险情绪上升和美债收益率下跌等因素影响,长端利率同样下行。其中1年期国债收于2.85%,较前周下行11.17bp;10年期国债收于3.5825%,较前周下行2.88bp。1年期国开债收于2.92%,较前周下行17bp;10年期国开债收于4.155%,较前周下行4.06bp。

市场情绪:前半周受央行超预期降准影响,短端收益率快速下行,中长端则因基本面和汇率因素多空交织,收益率先下后上窄幅震荡。周四股市大跌,避险情绪升温,收益率全线下行。周五在进出口数据超预期影响,市场情绪转为谨慎,收益率全天窄幅震荡。

信用市场

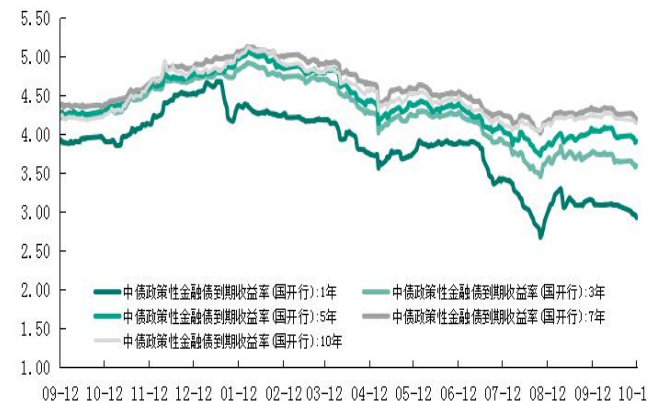
一级市场方面,同业存单发行3125.6亿,较9月前一周减少1575.2亿。短融发行443.7亿,较9月最后一周减少68.8亿。企业债发行18亿,较9月最后一周减少2亿。公司债发行51.74亿,较上月减少228.16亿。信用债整体规模较9月最后一周出现下降。二级市场方面,各期限信用债收益率普遍下行。分品种看,AA+及以上1年期短融下行7-10bp,3年期中票下行10-14bp,5年期中票下行14-16bp。除1年期信用利差走阔以外,其他期限的信用利差普遍收窄,AA+及以上1年期短融利差上行9-12bp,3年期中票利差下行5-9bp左右,5年期中票利差下行2-5bp左右。

图表 9. 国债收益率走势



数据来源: Wind 资讯

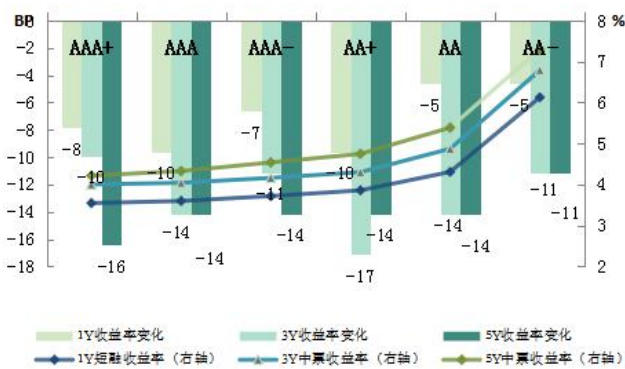
图表 10. 政策性金融债收益率走势



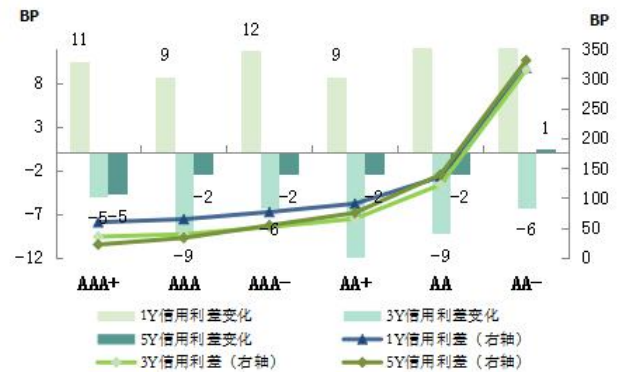
数据来源: Wind 资讯

图表 11. 信用债收益率走势变化

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

信用风险违约事件: 上周共有 8 只债券违约, 涉及大连金玛商城企业集团有限公司的 17 金玛 03 和 17 金玛 04, 安徽盛运环保(集团)股份有限公司的 16 盛运 01 和 18 盛运环保 SCP001, 中国华阳经贸集团有限公司的 18 华阳经贸 SCP002、18 华阳经贸 SCP003、18 华阳经贸 CP001、18 华阳经贸 CP002。其中 17 金玛 03、17 金玛 04、16 盛运 01 与 18 盛运环保 SCP001 均由于公司资金周转出现困难导致的违约, 18 华阳经贸 SCP002、18 华阳经贸 SCP003、18 华阳经贸 CP001、18 华阳经贸 CP002 是由于其他债项引发的交叉违约。

展望本月, 第一, 10 月 15 日降准政策正式实施, 短期内资金面相对宽松, 短端利率仍将维持低位, 重点关注央行在缴税期是否实施进一步释放流动性的政策; 第二, 本周将公布 9 月经济金融数据, 从高频数据来看, 9 月工业生产、融资等情况仍未有明显起色, 预计数据公布前长端收益率将小幅下行; 第三, 本周国债发行单期最高仅为 390 亿, 不及市场预期, 结合上周境外主权类机构对国债有所增持, 预计配置需求对国债仍构成利好。

外汇市场

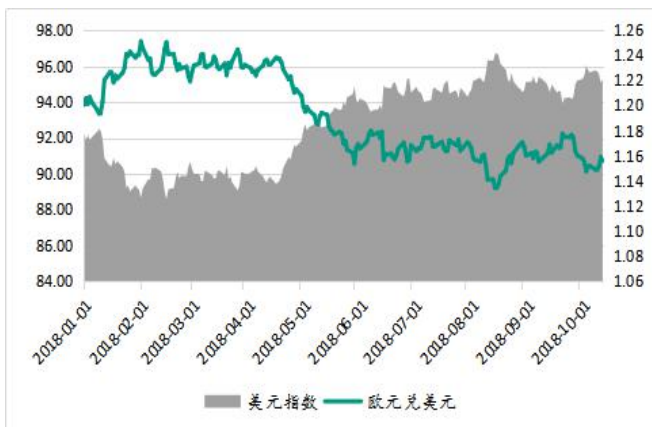
受美债收益率飙升引发美股暴跌影响, 上周美元指数回调。金融市场动荡也增强了避险货币需求, 日元升至一个月高位。人民币方面, 受长假期间积累的中美摩擦、央行降准等消息冲击, 上周人民币上破 6.9 之后大幅震荡后高位企稳。预计年内人民币兑美元汇率持续贬值概率较低。

主要受美债收益率飙升引发美股暴跌影响, 上周美元指数回调。10 月 12 日, 美元指数为 95.26, 较 10 月 8 日下跌 0.5%。一是美债收益率飙升引发美股暴跌, 市场人心惶惶, 特朗普再度把矛头对准美联储, 称加息是荒谬的, 美联储疯了, 随后美债收益率回落, 美元因此回调。特朗普周二再度“炮轰”美联储, 指责美联储加息步伐太快, 并称美国经济没有通胀问题。迄今为止, 美联储决策者基本上无视特朗普的批评, 继续推进加息行动。特朗普周二在白宫表示: “我不喜欢 (美联储加息),

我认为我们不必如此快地加息。”特朗普说：“我喜欢低利率。”特朗普还说道：“通胀没有回升。我只是觉得没有必要如此快的加息。二是金融市场动荡也增强了避险货币需求，日元升至一个月高位。美国股市暴跌也导致亚太股市大跌，受股市避险情绪蔓延的影响，欧元、英镑和日元顺势大幅上扬。三是英国脱欧谈判继续搅动市场，首相梅暗示接近达成历史性的退欧协议，英镑大涨。

人民币方面，受长假期间积累的中美摩擦、央行降准等消息冲击，上周人民币上破6.9之后大幅震荡后高位企稳。一是由于人民币上破6.9之后接近前期高点，客盘结汇相应放量，市场避险推动贵金属大涨也带来结汇。二是近期美国将公布半年度汇率报告，美国再度威胁将中国列为汇率操纵国，市场对此有所忌惮。因此市场高位企稳，CFETS指数反而还小幅上涨。上周央行行长易纲先后会见努钦和鲍威尔，他还在IMF年会上呼吁通过建设性途径解决贸易纠纷，同时也表示中国为最坏的情况做了准备，人民币汇率合理均衡，总体来看还是比较强的，并重申中国不会把汇率作为应对贸易摩擦的工具。预计年内人民币兑美元汇率持续贬值概率较低。

图表 13. 美元指数、欧元兑美元



数据来源: Wind 资讯

图表 14. 人民币在岸及离岸汇率



数据来源: Wind 资讯

商品市场

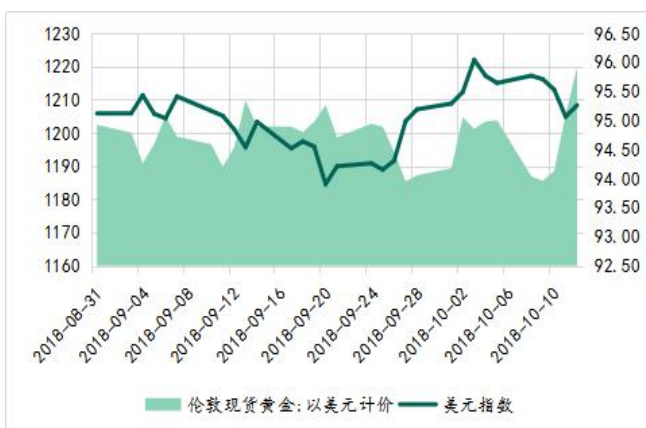
受美股暴跌引发全球金融市场动荡、投资者转向避险资产影响，上周黄金价格整体上涨。预计未来美股引发的全球金融市场波动或将持续，对金价形成一定支撑。上周原油价格整体受全球金融市场波动影响下挫，伊朗出口下降、美国飓风和美油存量超出预期等供需因素影响减弱。

受美股暴跌引发全球金融市场动荡、投资者转向避险资产影响，上周黄金价格整体上涨。截至上周五，伦敦现货黄金为 1219.75 美元/盎司，较 10 月 8 日上涨 2.76%。上周初，受中国经济增长忧虑拖累，投资者寻求在美元中避险，导致黄金价格下跌且曾触及 9 月 28 日以来最低的 1,183.19 美元/盎司。此后随着美元走强和美国升息前景带来的压力被股市走低所抵消，金价企稳。之后全球

股市因美国国债收益率上涨而大跌，部分投资者开始寻求在黄金中避险，金价微升。之后股价继续大跌，促使投资者涌向避险资产，黄金价格跳涨。10月11日，现货金收高于1,223.73美元/盎司，当日触及7月31日以来最高的1,226.27美元/盎司，为2016年6月以来最大单日百分比升幅/盎司。此后美股反弹美元走高，金价回落。整体看，上周金价变动由美股暴跌引发的市场避险情绪驱动，但在避险情绪未大幅升温前，投资者仍选用美元等资产避险，而在全球金融市场持续暴动后才涌向黄金。黄金的避险属性较之前仍有所削弱。本次美股波动主要原因一是美股前期上涨时间长于历史周期，存在一定调整需要；二是美国未来经济增速放缓；三是美联储持续加息企业负债成本上行；四是中期选举临近，政治不确定性上升。预计未来美股引发的全球金融市场波动或将持续，对金价形成一定支撑。需关注美国中期选举的进展情况。

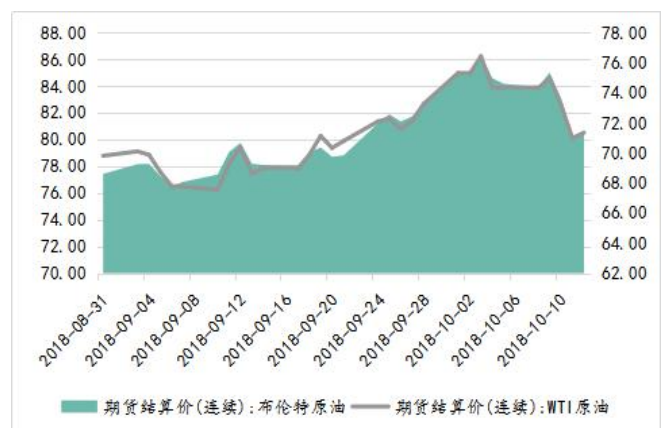
尽管美国制裁令伊朗原油出口预期下降和飓风迈克尔逼近令美国墨西哥湾部分原油生产设施关闭导致供给减少抬升油价，但是上周原油价格整体受全球金融市场波动影响下挫。10月12日，布伦特原油期货结算价和WTI原油期货结算价分别为80.43美元/桶和71.34美元/桶，较10月8日下降4.33%和4.14%。上周初，由于投资认为中国将提高原油需求油价跌幅缩减。此后众多迹象显示伊朗原油出口在美国新制裁实施前下降，且飓风迈克尔逼近令美国墨西哥湾部分原油生产设施关闭，原油整体供给下降，油价小幅上涨约1%。但是之后受美股普跌影响油价下挫。随着全球金融市场动荡延续和美国原油库存增加幅度大于预期，油价跌至逾两周低点。股市回调后油价企稳。整体看，除美股波动引发的油价下挫外，近期主导原油市场的主要因素仍是包括伊朗出口和美国原油供应在内的供需关系，但面对全球金融市场波动冲击时供需关系影响减弱。预计未来金融市场波动仍将持续，但供需关系将重新主导油价，需重点关注美伊制裁进展。

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

9月进出口贸易数据超出市场预期，但是受关税政策正式落地、企业抢跑透支出口需求等因素影响，叠加经济、金融数据的下滑预期，国内经济面临内外叠加的双重下滑压力，而稳基建、宽信用的政策效果短期难以出现明显成效。美国9月通胀数据不及预期，菲利普斯曲线的替代效应并未明显发生，美联储持续的加息风险走弱，但是基本面走势背离导致各国货币政策仍将呈现分化趋势。降准政策生效，而缴税截点延后，短期内资金面仍将维持宽松格局；各期限债券收益率均存在一定下行空间，期限利差高位震荡，抑或小幅走陡，国开债隐含税率逐步回归合理中枢，信用债呈现高低等级分化现象；权益市场仍将面临多次调整，整体表现较弱。短期内美元持续走强概率降低，人民币贬值压力总体可控；美债收益率短期突破前期高点的概率较低；避险情绪驱动下金价存在上行空间；原油价格维持当前中枢运行。

宏观经济方面，周五公布的中国9月进出口及贸易差额数据再次超出市场预期，特别是出口方面，呈现与全球贸易摩擦的背离走势，一是在美方2000亿美元关税政策落地前，国内出口企业存在一定的抢跑行为，其中8、9月以人民币计价的出口美国金额同比为11.22%和16.55%，以人民币计价的贸易差额同比升至7.75%和9.55%，均明显高于前期各月值；二是9月以来人民币继续呈现贬值趋势，年内累计贬值幅度已达10.03%，提振国内企业的出口需求；在国内进口需求有所下滑的背景下，两者共同导致国内贸易差额的逆势走高。展望后期，美方2000亿美元的关税政策落地将使得贸易摩擦对进出口贸易的影响由预期进入实际阶段，叠加前期出口企业的抢跑部分透支出口需求，预计出口贸易可能会出现明显走弱的趋势。而金融数据方面，受信用风险事件的影响，9月信用债的整体发行状况较弱，而城投、房地产等融资渠道受限的情况下表外融资难以明显走高，虽然央行持续降准，宽货币向宽信用的传导明显受阻，预计社融将呈现继续走弱趋势。经济数据方面，虽然8、9月地方债的发行进度明显提速，10月国债单只发行量仅为390亿，低于450亿的市场预期值，预计全年中央财政赤字的使用率将明显低于往年值，叠加1-8月的税收收入同比增长13.4%，远高于财政支出的增速值，财政政策的积极程度仍有待提高，预计短期内基建投资难以迅速走高；受制于工业企业利润、现金流等指标边际走弱，去产能政策下制造业投资存在掉头向下的可能；而土地购置费支撑下的房地产投资对下游需求端拉动作用较弱；预计固定资产投资也将呈现继续走弱的趋势。总体而言，四季度来看，国内经济基本面将面临内外叠加的双重下滑压力，而稳基建、宽信用的政策效果短期内难以出现明显成效。

海外方面，在失业率持续下滑至历史低位的背景下，美国9月的通胀数据不及市场预期，菲利普斯曲线的替代效应并未明显发生，而特朗普多次对美联储的渐进加息政策表示不满，一定程度上影响市场对美联储持续加息的预期；此外，美股市场意外连续回调，避险情绪升温，十年美债收益率回调至3.16%附近。油价方面，伊朗作为OPEC第三大产油国，市场预期计在11月4日美国制

裁伊朗后，其日均 250 万桶的产量短期内难以获得有效补充，原油供需状况存在短期恶化的风险；但是从去年四季度来看，原油价格的整体中枢在 65 美元左右，而 80-90 美元的预期运行区间下油价同比增幅将有所下滑；此外，受炼厂检修、开工淡季等因素影响，四季度原油的下游需求走弱，库存累积的背景下油价大幅上行的概率较小，对应通胀回升压力较低。

国内市场策略：在美联储加息落地、美债收益率持续攀升、汇率面临较大压力的背景下，央行选择降准释放大量长期限资金，维持资金面合理充裕、关注国内基本面状况的政策态度已基本明确。往后看，央行降准政策将于 15 号正式生效，而月内除 1600 亿国库现金定存到期外，无其他公开市场到期资金，叠加 10 月缴税截至时点为 24 号，预计本周资金面仍将呈现宽松态势。债券市场方面，降准预期落地后资金面处于宽松态势，资金利率已接近公开市场操作利率的背景下维持低位窄幅震荡的概率较大，而目前期限利差处于高位的 2 年、5 年等中端收益率仍存在一定下行空间；避险情绪升温，美债收益率回调，而目前油价运行中枢下，通胀明显回升的风险较低，在基本面下滑预期、债券供需矛盾弱化等因素影响下，预计长端债市收益率存在回调空间，期限利差维持高位或小幅走扩；而从债券品种利差来看，10 月国债的单只发行量低于市场预期，相对国开债而言，国债收益率存在一定下行空间，以驱动隐含税率回归合理中枢；而四季度低信用等级债券的到期量仍然较大，叠加基本面的下滑预期，预计仍存在违约事件爆发的可能，信用债将高低等级分化现象。权益市场方面，在经历持续大幅下挫的背景下，股市存在一定反弹空间，但是在社融、投资等数据显示基本面的疲弱表现、中美贸易摩擦等因素影响下，股市存在多次调整的可能，短期内权益类资产的整体表现较弱。

国际市场策略：相对其他国家而言，美国经济仍处于相对强势表现，但是美股大幅回调、通胀表现不及预期等因素影响下，短期内美元明显走强概率降低；而英国脱欧问题取得新进展，欧元汇率短期承压；美联储加息背景下，中国央行降准呵护国内基本面，人民币汇率短期承压，但是在外汇储备稳定、外债比例不高的背景下总体压力较小。通胀不及预期的背景下持续加息风险降低，美债收益率高位回调，叠加美股的估值风险增加，短期内持续上调突破前期高点的概率较低。商品方面，油价中枢抬升的背景下通胀预期有所抬升，叠加全球股市回调的避险情绪驱动，预计金价仍将呈现小幅上行态势；美国对伊朗的制裁即将生效，但是沙特、俄罗斯等国家的增产将边际覆盖伊朗原油产量下滑对油价的影响，叠加四季度下游炼厂的需求端较弱，预计油价突破当前运行中枢的概率较低，短期内仍将保持 80-90 美元的震荡区间。

附件 1. 上月评级调整表

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							
浙江三门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	2018-10-09	A+		A	
下调评级或展望							
中国华阳经贸集团有限公司	零售业	联合信用评级有限公司	2018-10-8	CC	负面	AA	稳定
甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司	耐用消费品与服装	东方金诚国际信用评级有限公司	2018-10-12	A-	负面	AA	稳定
大连天神娱乐股份有限公司	软件与服务	鹏元资信评估有限公司	2018-10-8	A	负面	AA	负面
大连金玛商城企业集团有限公司	零售业	中诚信证券评估有限公司	2018-10-12	CC		BB	
大连金玛商城企业集团有限公司	零售业	中诚信证券评估有限公司	2018-10-11	BB		AA-	
大连金玛商城企业集团有限公司	零售业	中诚信证券评估有限公司	2018-10-9	AA-		AA	稳定
北京华业资本控股股份有限公司	房地产 II	东方金诚国际信用评级有限公司	2018-10-10	CC	负面	BBB-	负面
北京华业资本控股股份有限公司	房地产 II	联合信用评级有限公司	2018-10-8	BBB-		AA	稳定
安徽盛运环保(集团)股份有限公司	商业和专业服务	联合信用评级有限公司	2018-10-11	C		CC	
安徽盛运环保(集团)股份有限公司	商业和专业服务	中诚信国际信用评级有限责任公司	2018-10-10	C		CC	

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。