

2018年11月5日

金融市场部

关注美中期选举，人民币快速回升

宏观经济

❖ **国际宏观：**美国将迎中期选举，本次中期选举参议院将改选 35 席，众议院全部改选。根据历史经验、媒体预测和初选选情，共和党能保住参议院但可能丢掉众议院多数席位，中期选举结果或将对美国国内经济政策造成较大影响。

❖ **国内宏观：**三季度汽车销量同比转负，乘用车下滑速度快于商用车。车型上，SUV 渗透率或接近天花板，而新能源汽车保持高速增长；档次上，低级别乘用车下滑速度较高级别快，高档次车型、新能源车型或引领汽车行业新的需求开发点。

金融市场

❖ **货币政策及资金面：**十月央行进行 5200 亿元逆回购操作，下调存款准备金率 1 个百分点，释放 1.2 万亿资金，单月净投放 4455 亿元。十月是缴税大月，但地方债供给压力放缓，降准使全月资金面维持较宽松状态，受跨月影响，月底资金面略有转紧。展望 11 月，在当前经济下行压力显现、实体经济融资不畅问题亟待解决、汇率贬值可控的背景下，预计资金面仍将保持中性偏宽松的状态。

❖ **债券市场：**上月利率债收益率整体走低，收益率曲线呈现平坦化格局；信用债方面，信用利差整体收窄。9 月经济基本面边际趋弱以及全球股市弱势带动避险情绪升温，驱动收益率下行；而信用利差的收窄与政策加强对民营企业的支持力度相关。展望本月，在资金面持续宽松的影响下，短端收益率上行概率较低，而在经济改善预期以及中美冲突缓和的背景下，长端收益率存在上行风险；信用利差方面，受政策支持以及宽信用传导机制的疏导，预计收窄趋势仍将持续。

❖ **外汇市场：**欧洲内部政治问题持续发酵，欧洲央行谨慎议息欧元走弱；美国经济数据向好，鹰派会议纪要支撑美元指数上行。美国中期选举将成为美元指数重要节点，欧元短期缺乏升值动能。美元指数反弹、结售汇逆差扩大、经济增速放缓等因素令人民币有所贬值，但国常会以来持续推出的各项政策将逐步落地并发挥效果，基本面韧性较强，预计人民币仍将在双向波动中保持中枢基本稳定。

❖ **商品市场：**受股市波动和地缘政治摩擦影响，10 月黄金避险功能开始凸显，金价开启上涨行情。未来美国中期选举、意大利预算危机和中美贸易战等事件将给黄金价格带来更多不确定性。10 月国际油价在月初几天冲高后单边下跌，供需预期变动是主导上月油价变动的主要原因，此外美股和美元等金融市场因素变动对市场有阶段性扰动。预计本周中期选举后油价上涨可能性较大。

市场展望及策略建议

❖ 基本面、债券供需格局均利好债市，考虑政策及海外因素，收益率存在反复可能，但是预计反弹就可能形成加仓介入的机会，3 年以内收益率曲线平坦化，5 年配置价值凸显，信用利差小幅缩窄；权益市场维持震荡格局，整体波动较大。美元指数继续走强，欧元汇率承压，人民币贬值空间有限，但须考虑中期选举等政治事件的影响；长端美债收益率上行空间较小；金价小幅走强，油价维持中枢运行，对通胀的压力降低。

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

支琪凯

021-20687245

zhiqikai@abchina.com

叶丹

021-20687210

yedan@abchina.com

宏观经济

国际宏观

美国将迎中期选举，本次中期选举参议院将改选35席，众议院全部改选。根据历史经验、媒体预测和初选选情，共和党能保住参议院但可能丢掉众议院多数席位。中期选举结果将对美国国内经济政策造成较大影响，但对中美贸易政策影响较小。

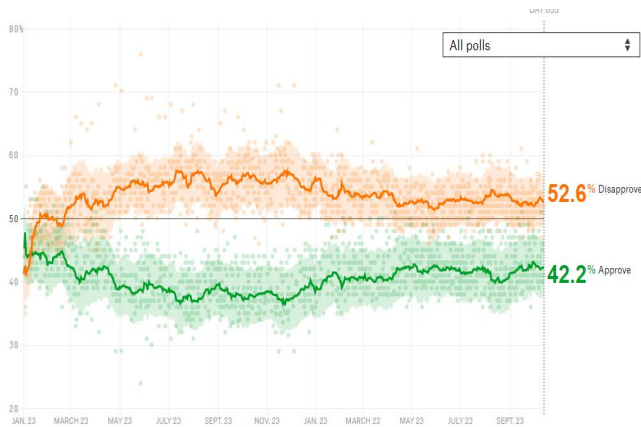
本次中期选举参议院改选35席，众议院全部改选。美国总统选举每四年举行一次，国会选举每两年举行一次，其中一次国会选举在总统任期之间举行，即是“中期选举”。今年的中期选举时间为美国东部时间11月6日。参议院和众议院议员都由各州选民直接选举产生，参议员每州选2名，50个州共100名，任期6年，每两年改选1/3。众议员按各州人口比例选出，共435名，任期2年，届满后全部改选。

根据历史经验、媒体预测和初选选情，共和党能保住参议院但可能丢掉众议院多数席位。目前参议院中共和党及民主党的席位比例是51:49，今年改选35席，其中9席来自共和党，26席来自民主党，民主党不仅要守住26席还需额外获得2席才能占据多数党地位，相对而言共和党在参议院压力较小。目前众议院共和党与民主党的席位比例是237:193，5席空缺。两党均需取得超218席才能成为多数党。历史经验看，总统支持率与其所在党派能否取胜有较高相关性，从1946年来，执政党仅在1998年（克林顿，支持率大于65%）和2002年（小布什，支持率大于60%）的中期选举中夯实了其在国会的掌控力，其余的中期选举执政党在国会的总席位数均减少，而目前特朗普支持率仅在40%左右。除此之外，在媒体预测和初选选情中，共和党均不占优势。大部分媒体预测中，共和党在众议院席位预测数落后民主党10个左右。初选结果看，共和党仅在内华达州、罗德岛、田纳西州、佛蒙特州和密西西比州有明显优势。

共和党能否保住两院将影响美国国内经济政策，但对中美贸易政策影响较小。若共和党保住两院，特朗普的经济刺激政策得以继续推行，市场可能会迎来“特朗普交易”，美股、美元涨而美债跌，可能促进美联储加速升息。若两党各执一院，特朗普政策的推进可能放缓，不利美股、美元，利于美债，联储可能渐进加息。若民主党执掌两院，特朗普面临弹劾的风险将大大提高，国内经济政策推行将迎来重大变数。对外贸易方面，因总统在贸易、外交、军事等外部政策上受国会干扰较少，且民主党对华态度也难说友好，中期选举结果或对中美贸易政策影响较小。

整体来看，本次中期选举共和党能保住参议院但可能丢掉众议院多数席位，后续可能给特朗普经济刺激政策的推进带来阻碍，美国经济增速或提前见顶回落。在中美贸易摩擦方面，因总统在外部政策上受国会干扰较少，且民主党对华态度也难说友好，中期选举结果或对中美贸易政策影响较小。

图表 1. 截至 2018.11.05 特朗普民调支持率



数据来源: Five Thirty Eight

图表 2. 美国媒体对中期选举预测

	参议院			众议院			更新日期
	民主党	共和党	摇摆	民主党	共和党	摇摆	
Five Thirty Eight	48	50	2	217	198	19	11月3日
FOX News	45	50	5	207	199	29	11月2日
270 to win	44	50	6	209	197	29	11月1日
CNN	45	49	6	209	197	29	10月26日
Cook Political	49	51	0	192	195	48	10月26日

数据来源: 根据媒体报道整理

国内宏观

三季度汽车销量同比转负，乘用车下滑速度快于商用车。车型上，SUV 下滑较轿车快，渗透率或接近天花板，而新能源汽车保持高速增长；档次上，低级别乘用车下滑速度较高级别快，高档次车型、新能源车型或引领汽车行业新的需求开发点。

三季度汽车销量同比转负，乘用车下滑速度快于商用车，全年汽车销量或同比下滑。同比来看，三季度汽车销量下滑 7%，其中乘用车下滑 7.74% 而商用车仅下滑 2.43%。9 月份，汽车销量同比下降 11.63%，乘用车下滑 12.04%，而去年同期汽车、乘用车销量均为正增长，以往汽车销售“金九银十”态势并未显现。今年前三季度汽车销量为 2044.95 万辆，同比增长 1.14%，较去年同期增长 4.80% 的速度大幅放缓，由于 17 年四季度购置税减免退出形成的高基数，今年四季度车市销量仍将承受巨大压力，全年汽车销量或同比下滑。

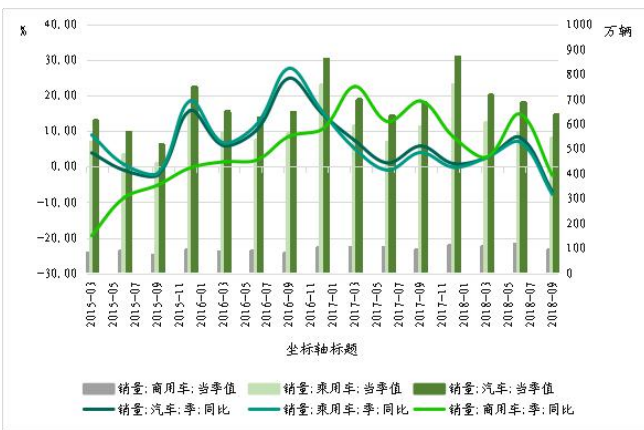
车型上，SUV 下滑较轿车快，渗透率或接近天花板，而新能源汽车保持高速增长；档次上，低级别乘用车下滑速度较高级别快。分车型看，今年前三季度，SUV 同比分别增长 11.31%、7.86% 和 -7.85%，轿车分别为 0.8%、10.64% 和 -6.77%，轿车增速反超 SUV，同时 SUV 渗透率稳定在 40% 左右，或已接近天花板水平。新能源汽车则继续保持高速增长，今年前三季度分别增长 159%、93.7% 和 51.6%，在能源安全、环境保护等因素推动下，汽车新能源化的长期趋势不会改变。分档次看，9 月，SUV 中 A 级及以下车下滑速度 (-10%) 快于 B 级车 (-5.7%)，轿车中 A 级及以下车下滑速度 (-17%) 快于 B 级车 (-4.6%)，而 C 级车 (10.8%) 甚至保持了正增长。

车市走弱或主因高房价挤压。今年初，延续 26 个月的购置税优惠取消，小排量乘用车的购置税率调回 10% 水平，但一方面购置税刺激效果边际下滑，另一方面今年一二季度汽车销量增速尚为

正，购置税优惠政策取消或只是辅因。前期居民贷款买房推升了居民部门杠杆率，对消费的挤出效应逐步显现。从汽车销售结构看，作为销售主力的A级及以下的低档次车型增速下滑且慢于高档次车型，与二三线城市房价上涨不无关系，因为二三线城市居民收入相对较低，高企房价更容易挤压家庭的其他消费，相对而言，高收入人群面临的这方面压力较小，C级车增速保持正增长可予以佐证。

整体来看，汽车需求下滑已是不争事实，前期高速增长态势难以持续。同时，消费端需求不振已影响汽车行业的工业增加值及行业利润、投资等方面，继而进一步拖累经济增速。但另一方面，高档次车型、新能源车型仍保持较快增长，或引领汽车行业新的需求开发点。对于国内车企而言，加大研发力度，提升燃油汽车品质、提早布局新能源汽车迎合甚至引领消费需求或能带动行业回暖。

图表3. 乘用车产销量连续三月负增长



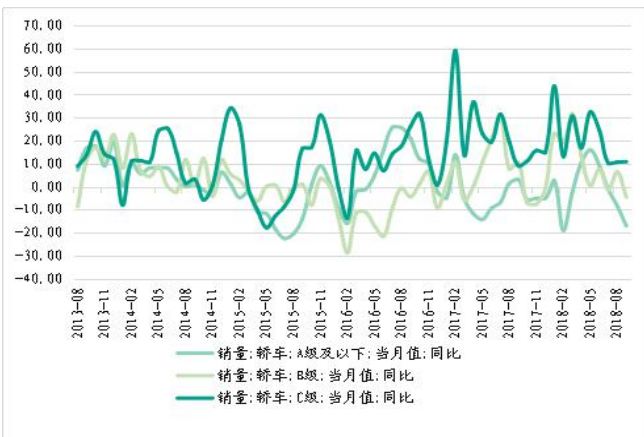
数据来源: Wind 资讯

图表4. SUV渗透率接近天花板



数据来源: Wind 资讯

图表5. 轿车低档次车型下滑较快



数据来源: Wind 资讯

图表6. 居民部门杠杆率上升较快



数据来源: Wind 资讯

金融市场

货币政策与资金面

十月央行进行5200亿元逆回购操作，下调存款准备金率1个百分点，释放1.2万亿资金，对冲各项到期后，单月净投放4455亿元。十月是缴税大月，但地方债供给压力放缓，降准使全月资金面维持较宽松状态，受跨月影响，月底资金面略有转紧。展望11月，在当前经济下行压力显现、实体经济融资不畅问题未得到实质性缓解、汇率贬值可控的背景下，预计资金面仍将保持中性偏宽松的状态。

具体来看，十月央行进行5200亿元逆回购操作，降准释放1.2万亿资金，逆回购到期5800亿元，MLF到期5445亿元，国库现金定存到期1500亿元。对冲各项到期后，央行单月净投放4455亿元。质押式回购利率方面，全月各期限利率均出现下行。截止10月31日，R001加权平均利率为2.54%，较前月下行16bp；R007加权平均利率为2.90%，较前月下行11bp；R014加权平均利率为2.97%，较前月下行25bp。同业存单方面，全月共发行2171只总计14746.6亿，净融资额为3064亿，较九月增加4531.1亿。存单利率跟随资金面呈平坦化走势，具体来看，3个月AAA+同业存单利率为3.00%，较前月上行34bp，6个月AAA+同业存单利率为3.25%，较前月下行2bp，9个月AAA+同业存单利率为3.53%，较前月上行13bp。由于近期市场流动性维持充裕状态，线下资金利率总体来说呈现出下行趋势，截止11月2日的吸收报价具体为：7天1.8%-2.2%，14天1.85%-2.3%，1个月2.3%-2.5%，3个月2.94%-3.4%，6个月3.2%-3.6%；1年3.2%-3.8%。

十月海外市场动荡加剧，美股多次暴跌带动全球股市巨震，新兴市场国家货币明显贬值，贸易摩擦的不确定性加大。国内方面，经济下行压力仍然较大，公布的9月社融增速不及预期，表外融资维持持续收缩态势，实体经济融资需求放缓，三季度GDP增速不及预期。在国内经济基本面下行压力仍然较大的背景下，为了对冲全球市场动荡对国内经济形成的冲击，10月7日，央行发布公告称自10月15日起下调存款准备金率1个百分点。降准除了置换约4500亿元MLF，还将释放增量资金约7500亿元，表明央行呵护流动性稳定的态度不变，降准后银行体系流动性总量处于较高水平。10月19日，为对冲税期影响央行重启公开市场操作，连续5日累计开展了5200亿元逆回购操作，同期无流动性工具到期，充分对冲税收缴款的影响，资金面仍然保持均衡宽松状态。10月税期平稳度过，同时月末财政支出增多，流动性供给有保障，26日之后央行暂停公开市场操作。总体来看，十月资金面呈现宽松状态，受跨月影响，月底资金面略有转紧。

展望十一月，预计资金面仍将保持稳健中性略偏宽松的状态。国外方面，美元指数持续走强，10年期美债收益率再度触及3.2%的高位，中美利差不足40bp，需密切关注11月6日美国中期选举对美国财政扩张预期和贸易政策的影响。汇率方面仍有一定的贬值压力，资金外流的压力在结售

汇和外汇占款数据上已有体现，但是央行目前已有足够的政策工具来维持外汇市场的供求平衡，央行决定11月7日将在香港发行央票，带有强烈的稳定外汇市场预期的信号意义，预计人民币汇率贬值将是有序可控的。虽然中美利差面临收窄的压力，但是当前的经济基本面并不支持货币政策收紧。10月制造业景气度持续回落，内外需整体呈现疲弱态势，上周的政治局会议对于当前经济形势的判断进一步强调“经济下行压力有所加大”，“去杠杆”在货币政策各项任务中的地位有所下降，数量调控不再边际收紧，而是注重松紧适度。在当前经济下行压力较大，实体经济融资不畅问题未得到实质性缓解的背景下，政治局会议确定“六稳”政策目标要尽快发挥作用，预计十一月市场资金面均衡偏宽松的格局将会延续。

图表 7. 同业存放利率变动

期限	2018-10-31		2018-9-30	
	融出	融入	融出	融入
1W	2.85-2.6	2.3-0.72	3.2-3.05	2.55-0.72
2W	3-2.85	2.4-0.72	3.3-3	2.95-2
1M	3.2-2.9	2.4-0.72	3.5-3.2	2.5-2.3
3M	4-3.75	3.1-2.25	4.25-3.5	2.75-2.3
6M	4.5-4.1	3.4-2.8	5.05-4	3.35-3.1
1Y	5.2-4.4	3.62-2.9	5.1-4.1	3.66-3.45

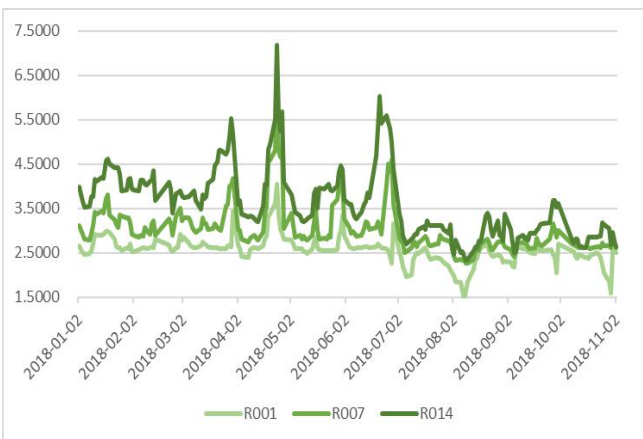
数据来源：Wind 资讯、上海国际货币

图表 8. 境内外美元汇差与离岸人民币利率 (%)



数据来源：Wind 资讯

图表 9. 银行间债券回购利率走势



数据来源：Wind 资讯

图表 10. 人民币同业存单利率走势



数据来源：Wind 资讯

债券市场

债券市场无风险利率

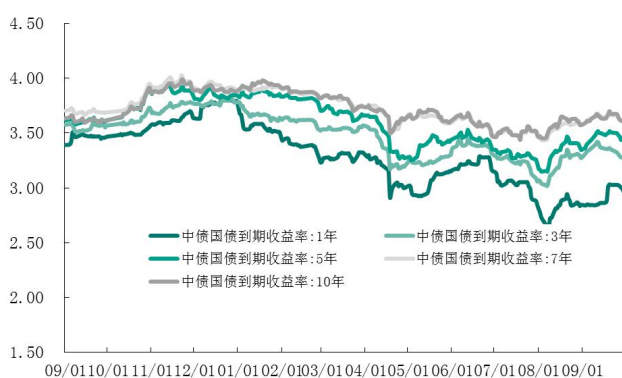
上月利率债走势方面，各期限收益率整体走低，基于央行降准投放的低成本资金以及缴税期间持续的公开市场操作，资金面整月继续维持宽松的状态，短端收益率下行约 10-15bp。此外，国内经济基本面表现疲弱，政策传导存在明显时滞，而全球股市大幅波动使得股债跷跷板效应较为明显，叠加债券供需格局错配，长端收益率下行约 10-20bp。整体来看，收益率曲线呈现平坦化格局。

具体来看，驱动各期限收益率整体下行的主要因素如下：短端方面，一是央行降准不仅将 4550 亿 MLF 资金转换为长期限、低成本资金，而且额外释放 7500 亿的流动性；二是央行在月中缴税时点连续投放 5200 亿的逆回购资金，平滑税期对资金面的扰动。长端方面，一是三季度单季 GDP 下滑至 6.5%，并且细项来看，除制造业投资外均呈现走弱趋势，特别是基建投资的下滑表明宽信用政策效果仍有待验证，9 月经济基本面边际趋弱驱动债市收益率呈现平坦化格局；二是 10 月全球股市均呈现弱势走势，前期表现强劲的美股下挫幅度明显，避险情绪升温，股债跷跷板效应驱动各期限债市收益率全线下行；三是 10 月国债单只发行量下滑至 390 亿，叠加地方债供给明显缩量，债券供需格局进一步利好债市收益率下行；四是在油价和食品价格均有所回落的背景下，国内通胀压力的缓和，短期通胀明显走高的概率大幅降低，对宽松货币政策的掣肘明显降低。

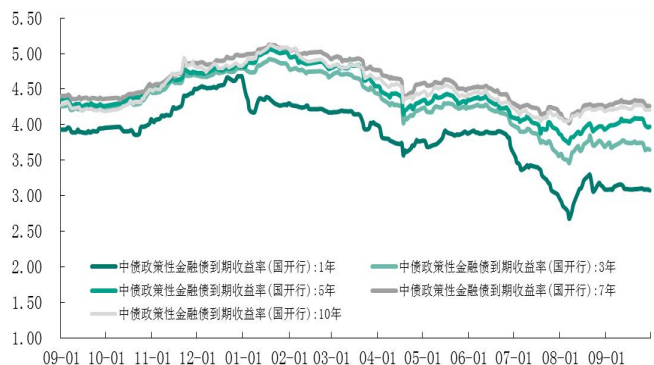
信用市场

全月来看，非金融企业信用债发行量约 5843 亿，净融资额约 860 亿，较九月出现明显回升，但民企的融资环境并未明显改善。受到利率债下行的驱动，信用债收益率整体走低，中长期品种收益率下行幅度要超过短期限品种，收益率曲线呈现平坦化趋势。信用利差方面，信用债融资规模回升，叠加政策端对民营企业的支持，信用利差整体呈现缩窄趋势，并且中低评级缩窄幅度明显高于高评级。

图表 11. 国债收益率走势



图表 12. 政策性金融债收益率走势

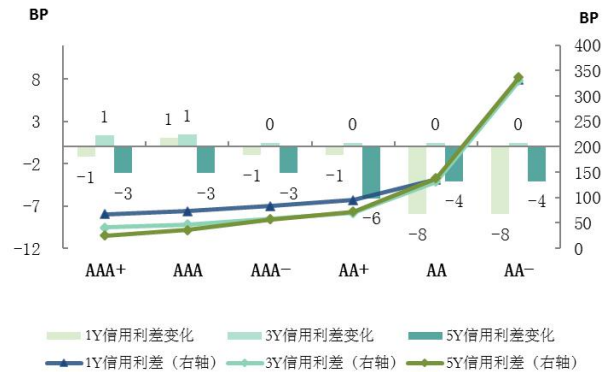
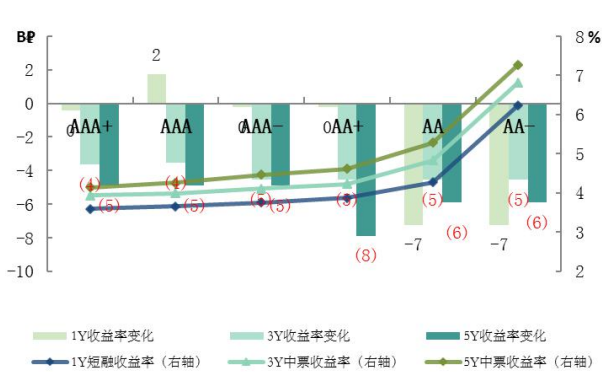


数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 资讯

图表 13. 信用债收益率走势变化

图表 14. 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: 上月共有 14 个主体的共计 29 只债券违约, 其中新光控股、永泰能源等五家主体之前已经出现过债券违约。其余九家主体为首次违约, 九家主体中的一大类是贸易类型的企业, 在目前的国际环境下, 以进出口贸易主导的企业经营存在一定压力, 后续的现金流相对也会比较紧张。除此之外, 十月新发违约主体除一家外均为民企, 当前民企的融资环境也导致了信用违约事件的频繁发生。

展望本月, 利率债方面, 第一, 资金面维持宽松状态, 短端收益率上行风险较低, 但考虑存单以及货币市场利率, 下行空间亦有限; 第二, 在政策端持续发力的情况下, 经济数据存在改善预期, 叠加中长端收益率临近前期低点, 下行阻力增大, 中长期收益率预计将出现上行可能; 第三, 关注美国中期选举结果以及全球 g20 峰会将对全球局势的影响, 中美关系的走向对于国内债市的影响仍存在不确定性。信用债方面, 近期频繁推出信用风险管理工具, 预计对民企信用风险具有正向的修复作用, 信用利差收窄概率较高。

外汇市场

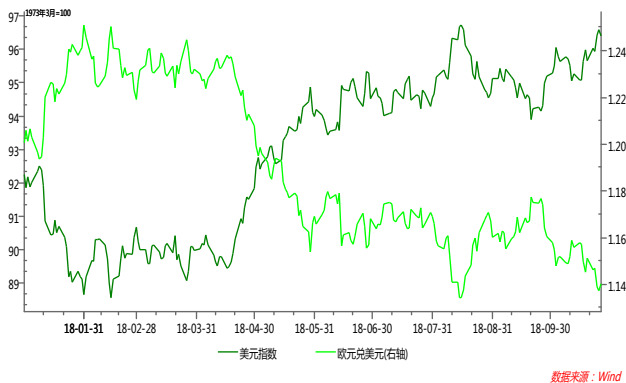
欧洲内部政治问题持续发酵, 欧洲央行谨慎议息欧元走弱; 美国经济数据向好, 鹰派会议纪要支撑美元指数上行。美国中期选举将成为美元指数重要节点, 欧元短期缺乏升值动能。美元指数反弹、结售汇逆差扩大、经济增速放缓等因素令人民币有所贬值, 但国常会以来持续推出的各项政策将逐步落地并发挥效果, 基本面韧性较强, 预计人民币仍将在双向波动中保持中枢基本稳定。

欧洲内部政治问题持续发酵, 欧洲央行谨慎议息欧元走弱; 美国经济数据向好, 鹰派会议纪要支撑美元指数上行。上月, 受欧元持续回落影响, 美元指数震荡上行, 收于 97.13, 全月上涨 2.04%。

欧元兑美元持续贬值，全月下跌 2.52%，收于 1.1312。一是欧洲内部政治风险提升，意大利预算问题陷入僵局，欧央行谨慎议息。当前欧洲比较突出的矛盾包括意大利预算和英国脱欧问题，反映了民粹主义的兴起以及欧元区一体化缺乏完整的制度保障。据意大利本地媒体称，由于欧盟的强硬表态和市场压力，意大利政府或将下调预算目标。欧盟责令意大利政府在三周内重新提交修改后的预算方案，否则将启动惩罚程序。若欧盟启动 EDP 惩罚程序，将加剧意大利国内民粹主义情绪，提升意大利脱欧的可能性。英国方面，上月英国脱欧仍未能取的实质性进展。除意大利和英国外，德国方面，德国执政联盟一旦后续地方选举继续失利，则很可能威胁到默克尔的总理职位以及德国政坛的稳定；法国方面，由于改革不利，法国总统马克龙的支持率大幅下降；西班牙方面，首相换帅后议会势力混乱，很可能会启动提前大选程序。在欧央行 10 月的议息会议上，欧央行行长德拉吉措辞十分谨慎，有意淡化意大利问题，且并未讨论 QE 结束后的货币政策变化，意在降低货币政策逐步收紧带来的负面冲击。意大利问题的持续发酵和欧央行谨慎议息，令欧元持续承压。二是美国经济数据向好，会议纪要偏鹰派支撑美元。尽管美国总统特朗普多次公开场合表达对美联储加息的不满，但公布的美联储 9 月会议纪要仍偏鹰派。美联储主席鲍威尔在 9 月会后的新闻发布上曾明确表示，联储关注于本职工作，而不是特朗普的推文，9 月会议纪要又一次展示了联储将继续坚定加息的信心。会议纪要称，全体与会联储官员都认为继续循序渐进加息是适合的，紧缩的货币政策对美元构成支撑。同时，美国三季度 GDP 增速达到 3.5%，超出市场预期。受益于劳动力市场持续紧俏，消费者信息强劲，消费支出对美国经济增长拉动达到 2.69%，创 2014 年以来最快增速。展望未来，美国经济基本面短期仍维持较好水平，但美国中期选举将成为美元指数重要节点：若特朗普中期选举失利，基建、财政刺激大概率无法兑现，美国经济或将难以维持强势复苏态势。欧洲方面，意大利财政预算、英国脱欧等内部政治风险短期难以解决，欧元短期缺乏升值动能，美元或将继续维持强势。

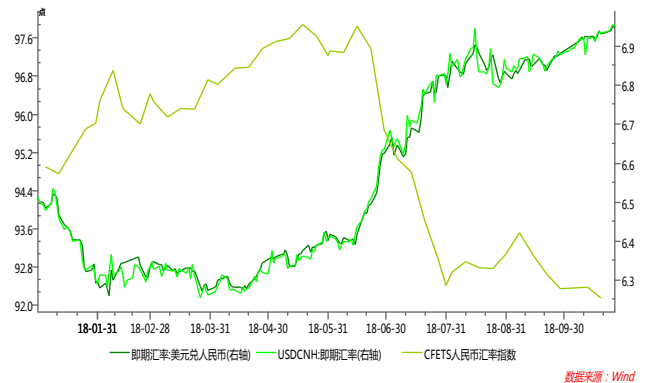
结售汇逆差扩大，人民币贬值压力增加。上月，在岸市场人民币兑美元即期汇率收于 6.9734，跌幅为 1.34%，11 月 1 日人民币兑美元中间价报 6.9670，创近十年来新低。一是美元指数反弹加大非美货币贬值压力。欧洲央行明年夏天后升息概率不断下降，叠加意大利财政预算问题，欧元近期持续走弱。上周公布美国三季度 GDP 增速 3.5%，低于二季度的 4.2%，但好于市场预期的 3.3%，12 月美联储升息概率仍较大，助推美元升值。二是结售汇逆差扩大显示供需关系仍较为紧张。9 月结售汇逆差扩大至 195 亿美元，显示在中美贸易摩擦持续的大背景下，人民币供需关系仍较为紧张，经常项目和资本项目流动均不利于人民币汇率走势。三是中国经济增速放缓，与美国经济周期分化，是贬值压力增加的内在原因。今年以来国内投资增速放缓、债券违约频发、社融增速大幅不及预期，央行 4 次定向降准，而美联储已加息 3 次，中美利差收窄带来人民币贬值压力。综合来看，四季度国内经济下行压力虽较大，但国常会以来持续推出的各项政策将逐步落地并发挥效果。我国重申不以贬值刺激出口，坚持汇率弹性和底线思维并重，相关部门也积累了充足的经验和工具。总体而言，外部形势仍将给人民币带来压力，但我国基本面韧性较强，若中美摩擦不出现超预期恶化、美元基本维持当前水平，预计人民币仍将在双向波动中保持中枢基本稳定。

图表 15. 美元指数、欧元兑美元



数据来源: Wind 资讯

图表 16. 人民币在岸及离岸汇率



数据来源: Wind 资讯

商品市场

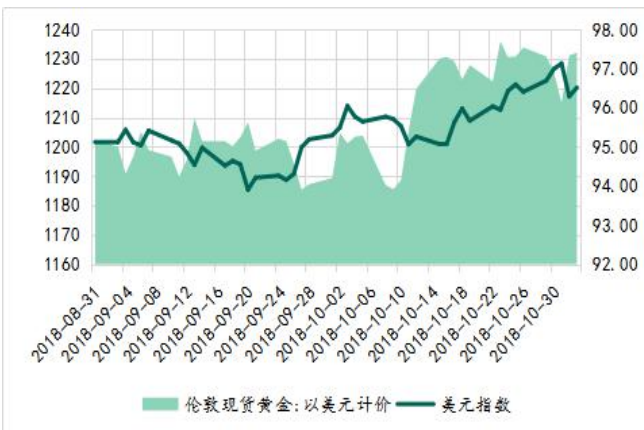
受股市波动和地缘政治摩擦影响，10月黄金避险功能开始凸显，金价开启上涨行情。未来美国中期选举、意大利预算危机和中美贸易战等事件将给黄金价格带来更多不确定性。10月国际油价在月初几天冲高后单边下跌，供需预期变动是主导上月油价变动的主要原因，此外美股和美元等金融市场因素变动对市场有阶段性扰动。预计本周中期选举后油价上涨可能性较大。

受全球股市尤其是美股回调影响，黄金避险功能开始凸显，国际现货黄金10月开启上涨行情。月初黄金开于1191.98美元，国庆节后结束震荡，沿5日均线逐步上涨，并于10月26日录得3个月以来的高位1243.43美元，随后逐步回落。截至10月30日，国际金价收于1223美元，较月初上涨2.6%，振幅为5.11%，振幅逐步拓宽。影响国际金价走势的主要因素主要有两个方面，一是全球股市疲软，对国际金价形成提振。此前，IMF将下明年全球经济增长预期下调0.2个百分点，同时下调了19个国家的经济展望，包括使用欧元作为法定货币的欧洲国家、拉丁美洲国家、中东、撒哈拉以南的非洲国家和中国等。同时，随着经济增速的放缓，全球股市震荡下行，其中，美股表现尤为惨淡。目前，受制于美联储加息压力，国债收益率重拾上涨势头，中期选举临近引发的政策变数，公司业绩不及预期，以及获利盘的出逃等因素的集体作用，标普500指数，道琼斯工业指数双双回吐年内涨幅，纳斯达克指数也调整至年初点位附近。因此，资金从股市流入黄金市场抱团取暖，对金价形成了较强提振。二是美元走势强劲，限制了国际金价的持续上涨。美元指数持续走强并触及97整数关口，且随着美股的下跌以及全球政局的动荡，避险资金流入美元。此外，美国经济数据也支撑美联储继续加息，这也为美元指数提供支撑。目前，美元指数交投于2017年6月30日以来的高位附近，如果美元指数有效站稳97整数关口，那么美元指数有望进一步上涨。美元指数的强势上涨对黄金的上涨起到了一定的限制作用。总体看，受到全球股市下跌和地缘政治危机的

推动，市场避险情绪有所升温，投资者对黄金的投资兴趣逐渐回暖。11月份市场将迎来美国中期选举，包括意大利预算危机、中美贸易战在内的一系列事件将给黄金价格带来更多不确定性。

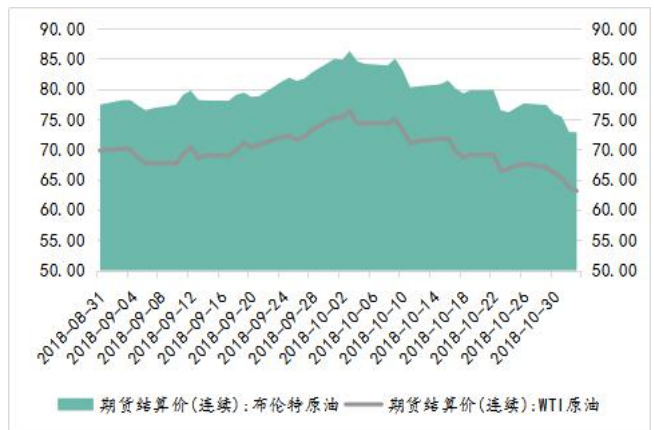
10月国际油价在月初几天冲高后单边下跌，约跌去此前一个半月涨幅。10月31日，布伦特原油期货结算价和WTI原油期货结算价分别为75.47美元/桶和65.31美元/桶，较上月末下行8.76%和10.84%。供需预期变动是主导上月油价变动的主要原因，此外美股和美元等金融市场因素变动对市场有阶段性扰动。供需方面，一是地缘政治事件引发供需预期变动。月初市场受到美国对伊制裁将于11月初实行消息影响而预期供给大幅削减，油价抬升。之后沙特事件的持续发酵及其关于增产的表态令原油供给端预期发生转变，预期供给增加助推油价下跌。二是美国原油库存增加和OPEC关于增产的表态令油价继续承压。金融市场影响方面，一是10月美股动荡延续导致市场避险情绪大幅攀升，油价承压下跌。二是美元阶段性走高令油价下跌。总体看，上月无论是供需还是金融市场方面都对油价整体形成利空。包括地缘政治变动因素和美国原油库存变动的影 响在内，美国在上月的国际油市中仍然是主导，预计未来美国在油价中的主导地位仍将持续。由于本周美国中期选举的结果将揭晓，由中期选举压制的油价地位情况或将改变。地缘政治方面，美国最近关于对伊制裁的表态态度弱于市场预期，但不排除在中期选举后制裁进一步实质化；而沙特和OPEC的增长可能不及市场预期，市场对于供给增加的预计可能会有一定回调。美国自身诉求方面，原油价格对美国通胀影响较大，如果特朗普政府想要控制通胀，则可能会控制油价稳步而不是快速上涨。总体看预计未来油价上涨可能性较大。

图表 17. 黄金价格和美元指数



数据来源: Wind 资讯

图表 18. 布伦特及 WTI 原油



数据来源: Wind 资讯

市场展望与策略

11 月降准概率较低，资金利率低位徘徊，难以破位下行；同业存单利率先上后下，期限利差呈现分化走势；基本面、债券供需格局均利好债市，考虑政策及海外因素，收益率存在反复可能，但是预计反弹就可能形成加仓介入的机会，3 年以内收益率曲线平坦化，5 年配置价值凸显，信用利差小幅缩窄；权益市场维持震荡格局，整体波动较大。美元指数继续走强，欧元汇率承压，人民币贬值空间有限，但须考虑中期选举等政治事件的影响；长端美债收益率上行空间较小；金价小幅走强，油价维持中枢运行，对通胀的压力降低。

国内市场策略：资金面方面，针对月初到期的 MLF，预计央行将以续作而非降准置换的形式进行操作，鉴于未释放增量的低成本资金，短端的资金利率难以突破前期低点，总体保持低位徘徊态势。同业存单方面，本月到期量较少，结合发行前置的概率较大，发行利率将呈现先上后下的格局，但是整体上行空间较小，特别前期利率上行较为充分的 9M 和 1Y 品种；而从期限结构来看，3M、9M 和 1Y 品种有利于改善 LCR、净稳定资金比例等宏观审慎监管指标，对应期限发行集中度较高，预计 3-6M 的期限利差将有所缩窄，而 6-9M 的期限利差将有所走扩。债券市场方面，PMI 生产和订单指数，以及发电耗煤、高炉开工等高频数据均显示基本面的走弱态势，而政策传导存在时滞，四季度基本面仍将面临明显下滑压力；国债单只发行量降至 350 亿，地方债供给大幅走弱，叠加四季度的配置行情，债券供需格局明显错配，预计本月债市收益率整体仍将呈现下行格局；但是考虑中期选举、中美贸易摩擦以及加息预期等因素影响，收益率存在反复的可能；而从期限结构来看，货币基金收益率屡创新低，导致部分配置资金转向短债基金，对应 3 年以内的收益率曲线将继续走平，而 3-5 年期限利差走高、5-7 年期限利差走低使得 5 年的价值也相对凸显；从信用债来看，政策层面连续出台利好民企的政策，叠加 CRMW 等产品的配套发行，预计低等级债券的信用利差存在小幅缩窄的可能。权益类市场方面，基本面持续走弱，而政策层面明确政策底的存在，预计股市仍将维持震荡格局，整体波动性较大。

国际市场策略：相对中国、欧洲和日本等主要经济体，美国经济继续走强，美元指数仍存在走强空间，但是需关注中期选举的政治影响；默克尔的离任预期，进一步加剧欧元区的内部政治动荡，欧元汇率继续走弱的概率较高；人民币汇率破 7 概率较低。美联储 12 月加息预期进一步走高，10 年期美债收益率再次突破 3.2% 的水平，但是加息后后期期限利差的走平态势，目前长端收益率水平相对合意。商品方面，全球避险情绪仍相对较高，但是考虑 12 月加息预期对金价的抑制，预计金价存在小幅上行的空间；10 月 OPEC 原油产量大幅增加，以弥补伊朗产量空缺，叠加页岩油的供给冲击，预计油价维持当前中枢运行概率较高。

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	
绍兴市上虞城市建设集团有限公司	房地产 II	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2018-10-25	AA+	稳定	AA	稳定
江苏响水农村商业银行股份有限公司	银行	联合资信评估有限公司	2018-10-16	A		A-	
海盐县国有资产经营有限公司	多元金融	联合信用评级有限公司	2018-10-12	AA+	稳定	AA	稳定
下调评级或展望							
中弘控股股份有限公司	房地产 II	大公国际资信评估有限公司	2018-10-22	C	负面	CCC	负面
中国华阳经贸集团有限公司	零售业	联合资信评估有限公司	2018-10-29	C		CC	负面
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	2018-10-30	C		CC	负面
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	2018-10-08	CC	负面	AA	稳定
中国华阳经贸集团有限公司	零售业	大公国际资信评估有限公司	2018-10-09	C		AA+	稳定
永泰能源股份有限公司	能源 II	联合信用评级有限公司	2018-10-24	C		CC	负面
永泰能源股份有限公司	能源 II	联合资信评估有限公司	2018-10-23	C		CC	负面
同益实业集团有限公司	能源 II	大公国际资信评估有限公司	2018-10-24	C		AA	稳定
深圳市金立通信设备有限公司	技术硬件与设备	联合信用评级有限公司	2018-10-15	BB	负面	A	
宁夏上陵实业(集团)有限公司	资本货物	鹏元资信评估有限公司	2018-10-15	C	稳定	B	负面
宁夏上陵实业(集团)有限公司	资本货物	鹏元资信评估有限公司	2018-10-09	B	负面	AA	稳定
龙跃实业集团有限公司	商业和专业服务	联合信用评级有限公司	2018-10-31	A		AA-	负面
皇氏集团股份有限公司	食品、饮料与烟草	东方金诚国际信用评级有限公司	2018-10-25	AA	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	2018-10-08	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	2018-10-09	AA-		AA	稳定
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-	
雏鹰农牧集团股份有限公司	食品、饮料与烟草	联合信用评级有限公司	2018-10-23	B	负面	BBB	负面
雏鹰农牧集团股份有限公司	食品、饮料与烟草	联合资信评估有限公司	2018-10-23	B	负面	BBB	负面
北讯集团股份有限公司	资本货物	联合信用评级有限公司	2018-10-24	A		AA-	负面
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	东方金诚国际信用评级有限公司	2018-10-12	C		CC	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	2018-10-08	BBB-		AA	稳定
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	2018-10-11	CC		BBB-	
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	
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	

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。