

2018年11月19日

金融市场部

美元指数回调，社融数据疲软

宏观经济

❖ **国际宏观：**美联储对经济与加息路径展望发生微妙变化，全球需求放缓、财政刺激消退以及加息对经济的滞后影响是美国经济面临的三大阻力。加息进入后半程，美国经济数据一方面展示出强劲韧性，但也出现了边际放缓态势。预计美联储12月仍将大概率加息，但明后年加息进程可能放缓。

❖ **国内宏观：**10月经济、金融数据反映经济下行压力仍大。作为经济增长主力的消费增速延续疲态，投资、工业温和复苏，但上下游分化制约企业利润、投资进一步增长。信贷结构不佳、非标持续收缩，企业面临的融资难不减。

金融市场

❖ **货币政策及资金面：**上周央行未开展逆回购操作，有1200亿元国库现金定存到期，净回笼1200亿元。在宽货币向宽信用传导仍受阻的背景下，预计后续货币政策有进一步放松的空间。上周资金面总体仍处于合理充裕水平，受税期和国库现金定存到期影响资金利率小幅上行。本周无逆回购到期，由于市场利率贴近逆回购操作利率，央行逆回购必要性有限，资金面预计仍将保持均衡宽松状态。

❖ **债券市场：**上周利率债收益率整体大幅走低，收益率曲线呈现平坦化格局；信用债方面，收益率伴随利率债的下行有所走低，信用利差整体收窄。10月金融数据显著弱于预期叠加经济数据改善有限，驱动收益率大幅下行；而信用利差的收窄仍与政策的积极扶持相关。展望本周，虽然市场对经济预期仍偏悲观，在政策持续发力的情况下，预计收益率短期向上调整的概率较大；信用利差方面，受到国家民企扶持政策以及宽信用传导机制的影响，预计收窄趋势仍将持续。

❖ **外汇市场：**脱欧一波三折致英镑大跌，美联储表态转向，美元指数上涨趋势放缓。短期来看，欧盟将对意大利预算采取进一步措施，美元指数或将被动升高。上周人民币企稳盘整，贬值压力有所降低，短期来看，随着内外部环境的改善，人民币汇率将保持在合理均衡水平上的基本稳定。

❖ **商品市场：**多重因素影响下市场风险偏好转变，金价企稳反弹。美联储2019年加息次数或不及预期，美债收益率回落，黄金利空因素有所缓解，短期内或偏强震荡。受预期供给增加影响，上周国际油价继续回调。供应过剩引发OPEC减产预期，原油价格止跌反弹，预计短期内原油价格将维持弱势震荡。

市场展望及策略建议

❖ **SHIBOR**短期难以明显下行，中期看央行降准概率逐步增大，可加大9M同业存单配置力度；债市方面，短端下行势头或放缓，但中期下行趋势仍相对确定，维持反弹加仓并拉长久期的策略操作。2年配置价值仍较为凸显，国开债隐含税率继续回归合理中枢，考虑免税效应的前提下可优先增配国债，配置期限可拉长至3-5年，信用利差继续缩窄，在控制信用风险的前提下可适当配置低等级债券。12月加息预期下美元指数短期明显走弱概率较低，欧元汇率维持弱势，短期人民币贬值压力有限，但需关注降息预期的影响；长端美债收益率上行空间较小。

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

美联储对经济与加息路径展望发生微妙变化，全球需求放缓、财政刺激消退以及加息对经济的滞后影响是美国经济面临的三大阻力。加息进入后半程，美国经济数据一方面展示出强劲的韧性，但也出现了边际放缓态势。预计美联储12月仍将大概率加息，但明后年加息进程可能放缓。

美联储对经济与加息路径展望发生微妙变化，全球需求放缓、财政刺激消退以及加息对经济的滞后影响是美国经济面临的三大阻力。上周美联储主席鲍威尔讲话对美国经济整体持乐观态度，但暗示了2019年暂停加息的条件，即美国经济将面临三大阻力：全球需求放缓、财政刺激消退以及加息对经济的滞后影响。鲍威尔表示，美国楼市增速放缓，以减税和增加财政支出为主要形式的财政刺激可能从明年起逐步消退，此外，去年全球经济协同复苏的情况日渐退场，这一点令人关切。而上周五美联储副主席也称，加息已令美联储的短期利率接近中性水平，这将成为未来考虑货币政策的一个关键因素，未来加息将取决于经济数据。两位官员讲话对加息前景发表谨慎评论，或暗示了未来政策转向条件。

近期数据看，全球经济确有放缓迹象，加息对经济影响已开始显现。欧元区三季度季调GDP环比增0.2%，增速跌至四年新低。受全球贸易摩擦和国内汽车行业产出下降影响，德国三季度季调GDP环比初值仅为-0.2%，为2015年以来首次萎缩。与此同时，受台风、地震等自然灾害及贸易环境趋紧影响，日本三季度GDP萎缩1.2%。美国方面，政府2018年度财政赤字数达到7790亿美元，创下2012年至今的赤字新高；而美国未偿国债占GDP比例已突破104%。目前美国两党各执一院，未来几年大规模财政刺激政策的推进或受制约。楼市方面，30年期抵押贷款利率已升至5.17%，创下自2009年9月以来的最高水平，受此影响，9月新屋和成屋销售户数分别创近两年和近三年新低。股市方面，加息影响发酵，三大股指10月以来持续震荡下跌。加息对经济影响已开始显现。

整体来看，加息进入后半程，美国经济数据一方面展示出强劲韧性，但也出现了边际放缓态势。消费、通胀数据仍支撑加息预期，但股市调整及房市放缓也展示了加息的负面影响。其他主要经济体复苏步伐放缓虽有短期因素作用，但贸易摩擦、政治不确定性的持续发酵或带来深远影响。预计美联储12月仍将大概率加息，但明后年加息进程可能放缓。

图表 1. 美国财政赤字持续扩大



数据来源: Wind 资讯

图表 2. 美国抵押贷款利率走高



数据来源: Wind 资讯

国内宏观

10月经济、金融数据反映现阶段经济下行压力仍大，企业面临增长难、融资难。作为经济增长主动力的消费增速延续疲态，投资、工业温和复苏，但上下游分化制约企业利润、投资进一步增长。信贷结构不佳、非标持续收缩，企业面临的融资难不减。

经济数据方面，工业、投资有所恢复，社零下滑。10月规模以上工业增加值同比增5.9%，前值5.8%；城镇固定资产投资累计同比增5.7%，前值5.4%。社会消费品零售总额同比增8.6%，前值9.2%。

工业增加值小幅反弹但延续低位格局，上下游分化依旧明显。10月工业增加值小幅反弹，但在去年低基数下仍处于近两年低位，显示工业生产延续弱势格局。分行业来看，采矿业环比改善1.6个百分点，主要原因是环保限产放松，取消了“一刀切”限产模式；制造业环比回升0.4个百分点，主要来自于原材料加工业、机械及器材、通用设备制造业等中上游增速回升，主因上游限产约束弱化、基建企稳，中游则受出口高增支撑，但是汽车制造业继续走弱(-0.7%)。

基建企稳、制造业投资保持增长，投资增速持续回升。基建投资累计增速反弹0.4个百分点至3.7%，为今年以来首次反弹。传统“铁公基”回升较为明显，道路运输业反弹1.2个百分点、铁路运输业负增长幅度收窄3.5个百分点，提振基建的政策效果初步显现，但是在防地方债务风险及冬季开工限制增大的背景下，年内基建投资反弹力度有待观察。制造业累计增速为9.1%，回升0.4个百分点，但是中上游回升支撑的格局并未改变，下游企业利润被压缩，未来制造业投资增速继续上行空间有限。房地产投资继续回落0.2个百分点，主要是受销售下滑的影响。10月土地购置费维持在63%的高位，但边际有所放缓，后续房地产投资面临加速下行压力。

实际消费下滑明显，消费疲态延续。10月社零同比增速较上月大幅下滑0.6个百分点，实际增速下滑0.8个百分点下台阶至5.6%，延续疲态。除药品外，10月必选和可选消费品均出现下滑，地产消费中家电、家具继续下滑；汽车消费增速-6.4%延续弱势格局。今年“双十一”成交额再次刷新记录，但汽车、地产相关消费的回落态势延续，11月社零增速能否反弹有待观察。

金融数据方面，社融、新增贷款大幅走低，M2增速回落。10月社融规模7288亿元，前值22054亿元，存量同比增10.2%，前值10.6%，剔除地方专项债存量增速则从9.7%降至9.3%；新增人民币贷款6970亿元，前值13800亿元；M2同比增长8%，前值8.3%。金融数据环比大幅走低，总量上未出现改善迹象。

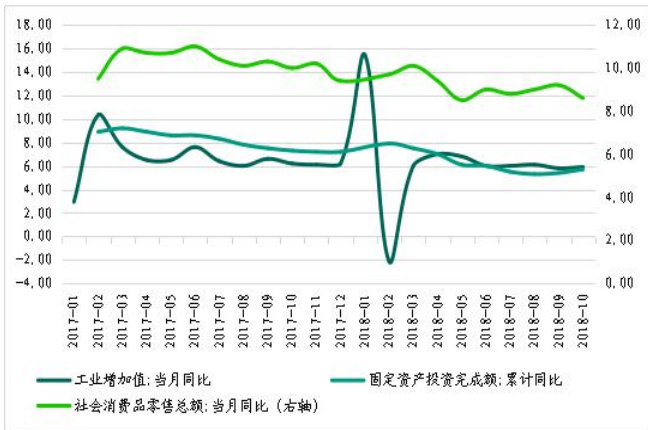
季节性因素、地方专项债缩量、非标持续收缩是社融走低的三大原因。10月历年来为新增人民币贷款低点，主要受季初缴税导致基础货币减少、假期导致工作日减少影响。10月贷款环比少增7200亿，但同比多增500余亿，反映季节性因素影响较大。地方专项债上，受财政部政策影响，8、9月份地方专项债放量增长，但高峰过后，10月环比少增6500余亿，预计年内地方专项债新发规模难有大幅增长。非标融资持续缩量，同比大减，10月非标融资缩减2600余亿元，较去年同期减少约3700亿元，是社融同比少增4700亿元的主要因素。总的来看，社融环比腰斩主因季节性因素和地方专项债缩量，而在强监管下的非标收缩则是社融同比走低的主要原因。

居民短贷及企业票融仍是新增主力，银行风险偏好仍未改善。同比来看，短贷及票融多增1500余亿，中长贷少增900亿元。居民部门中，短期贷款多增1100余亿，占居民贷款新增量的绝大部分。企业部门中，短贷和中长贷均下滑，仅票融多增1400余亿。环比来看，票融规模连续两月下滑，反映票融对新增信贷的支撑作用也在减弱。总的来说，居民房贷增长减速、企业中长期贷款维持弱势，贷款仍是短多长少，银行风险偏好仍未改善。

M2增速下滑，M2-M1剪刀差走扩。M2增速回落至8%低点，显示表外融资收缩态势下，企业流动性紧张，存款减少。M1增速2.7%创2014年来最低，自2016年7月以来持续处于下行通道中，与此期间企业应收账款平均周转天数持续上升相对应，两者共同显示企业经营活力下降。M2-M1剪刀差扩大至5.3%，实体经济需求仍不足，货币低增趋势不变。

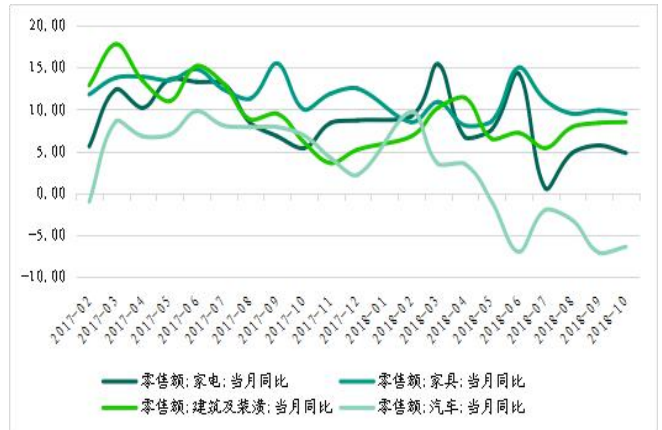
整体来看，10月经济、金融数据反映现阶段经济下行压力仍大，企业面临增长难、融资难。作为经济增长主动力的消费增速延续疲态，投资、工业温和复苏，但上下游分化制约企业利润、投资进一步增长。信贷结构不佳、非标持续收缩，企业面临的融资难不减。展望未来，财政减税、货币宽信用两头合力才能促进企业内生增长动能恢复，带动整体经济回暖。

图表 3. 10 月经济数据走势



数据来源: Wind 资讯

图表 4. 地产类消费及汽车消费放缓



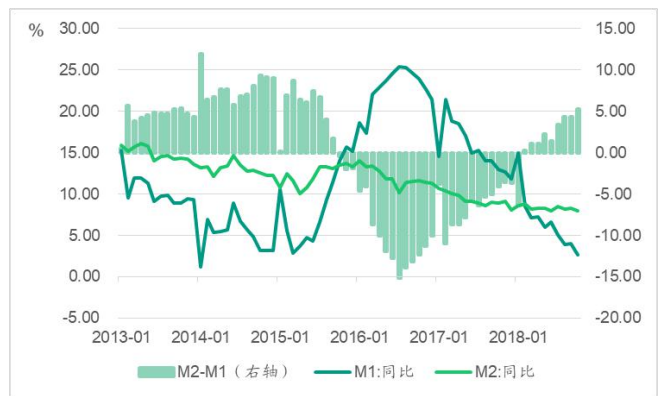
数据来源: Wind 资讯

图表 5. 社融存量同比增速走低



数据来源: Wind 资讯

图表 6. M2-M1 剪刀差走扩



数据来源: Wind 资讯

金融市场

货币政策与资金面

上周央行未开展逆回购操作，有1200亿元国库现金定存到期，净回笼1200亿元。10月经济、金融数据显示当前经济下行压力加大，导致市场对经济基本面的悲观预期有所加强，在宽货币向宽信用传导仍受阻的背景下，预计后续货币政策有进一步放松的空间。上周央行继续暂停逆回购操作，资金面总体仍处于合理充裕水平，受税期和国库现金定存到期影响资金利率小幅上行。本周无逆回购到期，已平稳度过税期，由于市场利率贴近2.55%的逆回购操作利率，央行投放逆回购的必要性有限，资金面预计仍将保持均衡宽松状态。

具体来看，上周央行暂停逆回购操作，1200亿元国库现金定存到期，全周净回笼1200亿元。质押式回购利率方面，市场短期流动性依然较为充裕，受税期影响，各期限利率均有所上行，其中隔夜利率上行幅度较大。截止11月16日，R001加权平均利率为2.38%，较前周上行31bp；R007加权平均利率为2.62%，较前周上行10bp；R014加权平均利率为2.66%，较前周上行15bp。同业存单方面，上周共发行791只总计5160.9亿元，到期522只总计2856.6亿元，净融资额为2304.3亿元，较前周增加1038.2亿元。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3.05%，较前周上行3bp；6个月AAA+同业存单利率为3.18%，较前周下行11bp；9个月AAA+同业存单利率为3.44%，较前周下行10bp。票据直贴利率和转贴利率小幅震荡，上周长三角地区6个月票据直贴利率为3.10%，票据转贴利率为2.85%，均与前周持平。

上周公布了十月经济、金融数据，反映当前的经济下行压力加大。一是信用扩张仍面临困境。10月社融超季节回落，表外融资持续收缩，贷款结构恶化，居民中长期贷款乏力、企业融资仍以票据为主，宽货币向宽信用的传导不畅。二是实体经济流动性恶化加剧。M2增速进一步回落至8%，为历史低点，M2规模环比减少6065.58亿，下降幅度超越季节性，信贷社融收缩是货币增速下降的主要原因；M1同比增速下行至2.7%，显示实体经济流动性恶化加剧。三是基建投资增速暂时企稳，减缓经济下行速度。基建的回升和地产较为平稳，带来一定的稳定力量，但地产库存的累积将会在2019年二季度导致房地产投资明显放缓，叠加出口增速回落，届时经济下行压力将再度增加。稳定经济增长的目标决定了货币政策宽松的基调，为了进一步减轻银行扩张信用的负债端压力，预计后续货币当局仍会考虑以降准形式释放长期廉价流动性，资金面有望进一步宽松，以助推银行对实体进行信用扩张。

展望本周，预计资金面仍将维持均衡宽松状态。第三季度的货币执行报告中，对于未来的货币政策，央行新增“在实施稳健中性货币政策、增强微观主体活力和发挥好资本市场功能三者之间，形成三角形支撑框架”的提法，体现下一阶段货币政策边际新增之一是微观传导机制的疏通，有望定

向降准支持民企融资。汇率方面，离岸和在岸人民币收复 6.92 和 6.94，贬值压力略有缓解，在当前经济下行压力较大的背景下，货币政策仍会以稳经济为首要目标。本周无逆回购到期，已平稳度过税期，资金面的扰动因素较少，由于市场利率贴近 2.55% 的逆回购操作利率，央行投放逆回购的必要性有限，资金面预计仍将保持均衡宽松状态。

图表 7. 同业存放利率变动

期限	2018-11-16		2018-11-9	
	融出	融入	融出	融入
1W	2.85-2.6	2.65-0.72	2.85-2.6	2.5-0.72
2W	3-2.85	2.65-0.72	3-2.85	2.6-0.72
1M	3.2-2.9	2.85-0.72	3.2-2.9	2.45-0.72
3M	4-3.75	3.4-3	4-3.75	3.35-2.75
6M	4.5-4.1	3.6-3.1	4.5-4.1	3.6-3.1
1Y	5.2-4.4	3.8-3.4	5.2-4.4	3.82-3.28

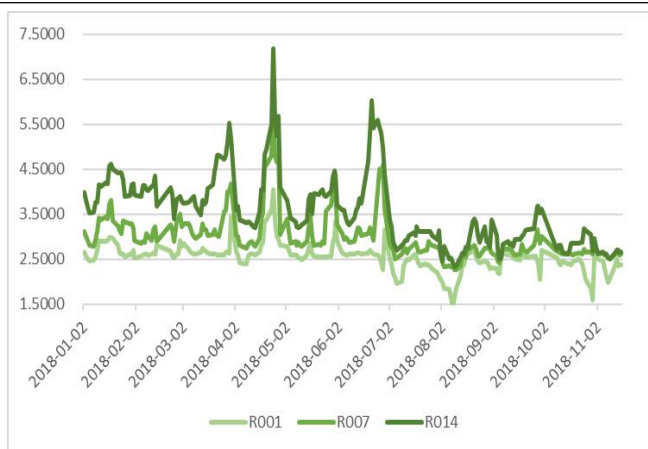
数据来源: Wind 资讯、上海国际货币

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

上周利率债收益率整体大幅走低，收益率曲线呈现平坦化格局；信用债方面，收益率伴随利率债的下行有所走低，信用利差整体收窄。10月金融数据显著弱于预期叠加经济数据改善有限，驱动收益率大幅下行；而信用利差的收窄仍与政策的积极扶持相关。展望本周，虽然市场对经济预期

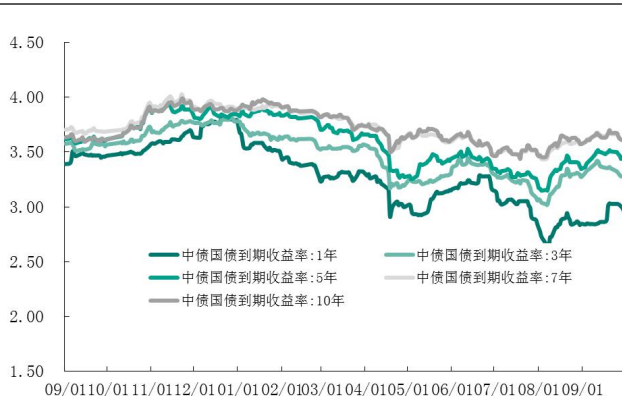
仍偏悲观，在政策持续发力的情况下，预计收益率短期向上调整的概率较大；信用利差方面，受到国家民企扶持政策以及宽信用传导机制的影响，预计收窄趋势仍将持续。

上周利率债走势方面，各期限收益率均大幅走低，整体来看，收益率曲线呈现平坦化格局。资金面保持宽松状态，叠加市场对央行存在进一步宽松的预期，短端收益率下行约 10-15bp。此外，国内金融数据显著不及预期，市场对经济基本面的悲观预期加剧，叠加英国脱欧进展不确定性加大，全球避险情绪的升温，长端收益率下行约 12-20bp。

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，资金面继续保持合理充裕水平，叠加市场对央行的降准预期逐步加大。长端方面，一是虽然基建投资底部反弹，制造业投资继续回升，10月金融数据的超预期弱势使得市场对基本面的悲观预期进一步深化；二是美国制裁伊朗力度不及预期，叠加页岩油的增产预期，导致油价大幅度下跌，市场对通胀的预期有所缓解；三是英国在脱欧方式上的不确定性上升带动全球避险情绪的升温，海外债市收益率普遍下跌。

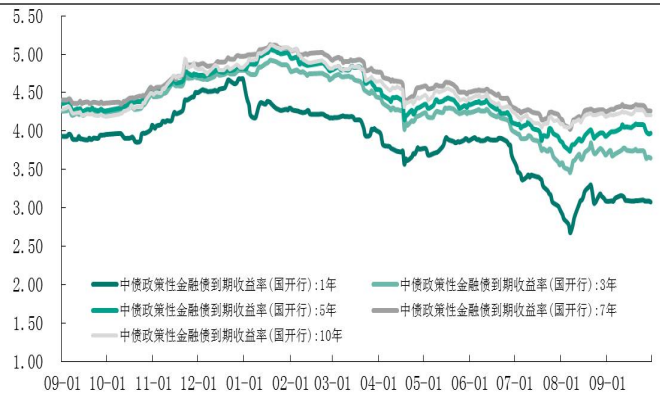
信用债方面，全周来看，受到利率债下行行情的带动，信用债收益率整体走低，中长期品种收益率下行幅度要超过短期限品种，收益率曲线呈现平坦化。信用利差方面，不同期限的信用债变化不一，中短久期品种的信用利差出现收窄，且受到政策端对民营企业的大力支持，低评级的品种修复力度更大。信用风险违约事件，上周共有 3 个主体的共计 6 只债券违约。在信用传导机制仍未修复的情况下，后续低资质债券主体发生违约的可能性仍然较大。

图表 11. 国债收益率走势



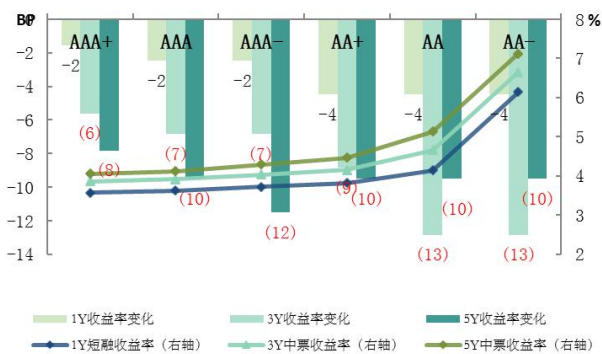
数据来源: Wind 资讯

图表 12. 政策性金融债收益率走势



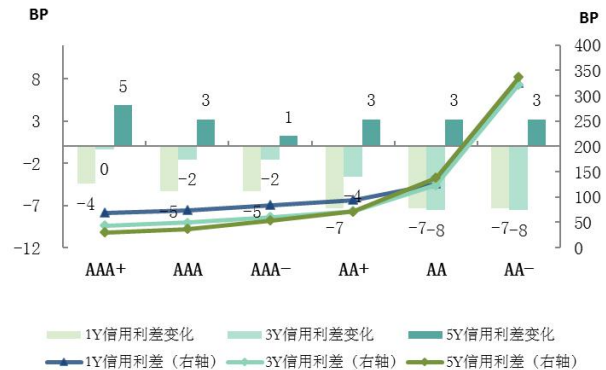
数据来源: Wind 资讯

图表 13. 信用债收益率走势变化



数据来源: Wind 资讯

图表 14. 信用利差走势变化



数据来源: Wind 资讯

展望本周，第一，资金面预计维持宽松状态，短端收益率上行风险较低，但考虑存单的利率水平以及 shibor 报价利率的持续上调趋势，下行空间亦有限；第二，在政策端持续发力以及对民企支持力度加大的情况下，中长期收益率预计出现小幅回升的可能性较大；第三，信用利差方面，近期频繁推出信用风险管理工具，叠加政策端“几家抬”，预计信用利差收窄趋势将继续，低评级的信用风险偏好继续修复。

外汇市场

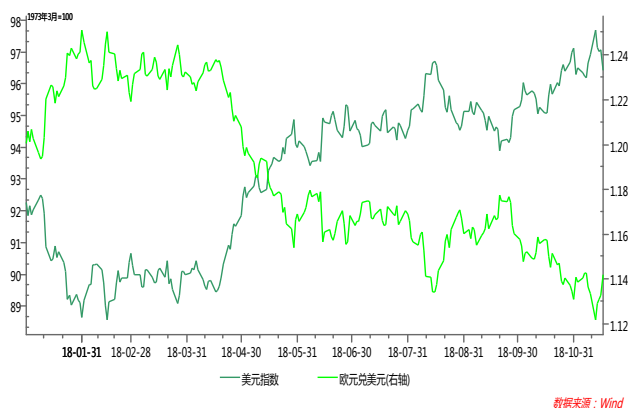
脱欧一波三折致英镑大跌，美联储表态转向，美元指数上涨趋势放缓。短期来看，欧盟将对意大利预算采取进一步措施，美元指数或将被动升高。上周人民币企稳盘整，贬值压力有所降低，短期来看，随着内外部环境的改善，人民币汇率将保持在合理均衡水平上的基本稳定。

脱欧一波三折致英镑大跌，美联储表态转向，美元指数上涨趋势放缓。上周，美元指数上行态势有所放缓，当周小幅下跌 0.50%，收于 96.42。英镑兑欧元跌幅较大，报收于 0.8905，当周下跌 2.17%。一是英国脱欧剧情一波三折的，未来仍面临挑战。上周周初，虽然欧盟声称协议的“重要参数”基本达成，但英方再次推迟内阁会议；周三内阁就脱欧方案达成一致，但其后脱欧大臣辞职，多位大臣表示出辞职意愿，政府形势不明；周末，首相梅铁腕上阵——火速任命新任脱欧大臣，且剥夺脱欧事务部谈判责任，亲自负责最后 10 天的脱欧谈判。脱欧事情波澜再起，令英镑大幅下挫，兑欧元创下 2016 年末以来的最大单日跌幅。二是美联储论调有所松动，美元指数涨势放缓。美联储官员上周表态出现一定松动，主席鲍威尔在讲话中表示出对财政政策可持续性、楼市和全球经济放缓的关注，并暗示将在 2019 年修改货币政策框架；新上任的副主席克拉里达则进一步表示美联储利率已接近中性水平，全球经济的放缓会影响美国经济前景。官员论调的松动使得市场对于 2019 年美联储加息前景预期较为谨慎，美元承压下跌。短期来看，欧盟将对意大利预算采取进一步措施，

双方强硬碰撞将给市场带来较大不确定性冲击，美元指数短期或将被动升高。英国方面，虽然内阁危机暂缓，但后续仍面临挑战，据路透社称保守党不信任信函已达到48封的最低门槛，不信任投票或近期来临，脱欧冲击远未结束，英镑或将持续承压。

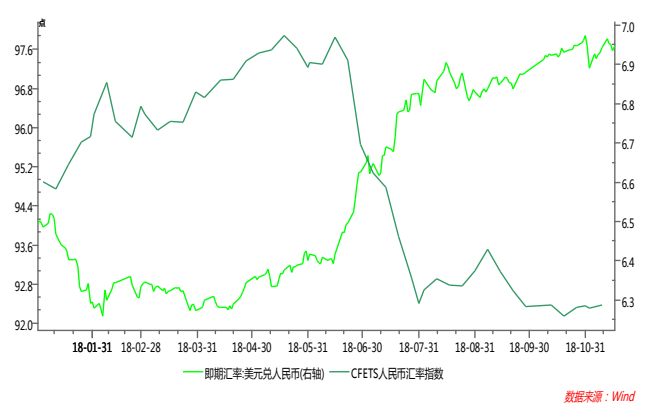
人民币企稳盘整，贬值压力有所降低。上周，人民币保持盘整态势，在岸人民币汇率收于6.9474，当周贬值34pips，跌幅为0.05%。一是美元指数冲高回落，人民币保持震荡。上周美元指数向上一度冲破97.7高位，周五晚间美联储副主席克拉里达表示“美联储已经接近‘中性利率’，未来加息将取决于经济数据”，美元指数下行到96.5以下。人民币汇率先贬后升，并未突破10月末高点。二是客盘结售汇仍处相对均衡态势。2018年10月代客结售汇数据显示，银行代客结售汇逆差35亿美元，前值逆差161亿美元，环比逆差缩小126亿美元；虽然购汇率连续3个月高于结汇率，但随着宏观审慎政策加强、人民币汇率进入窄幅区间震荡，结汇和购汇力量仍在相对均衡的范围内，并未发生2014到2016年间大幅偏离的情况。三是中美短端利率倒挂，短期人民币仍将承压。截至上周五，我国1年期国债收益率收于2.51%，美国1年期国债收益率收于2.68%，为1年期品种2008年来首次出现倒挂。若中美债券收益率出现倒挂，境外投资者对境内债券投资需求将减弱，同时造成一定资本外流压力。综合来看，外部压力有改善迹象，内部一系列稳增长政策正逐渐显效，同时监管层将继续加强宏观审慎管理，人民币汇率将保持在合理均衡水平上的基本稳定。

图表 15. 美元指数、欧元兑美元



数据来源：Wind 资讯

图表 16. 人民币汇率



数据来源：Wind 资讯

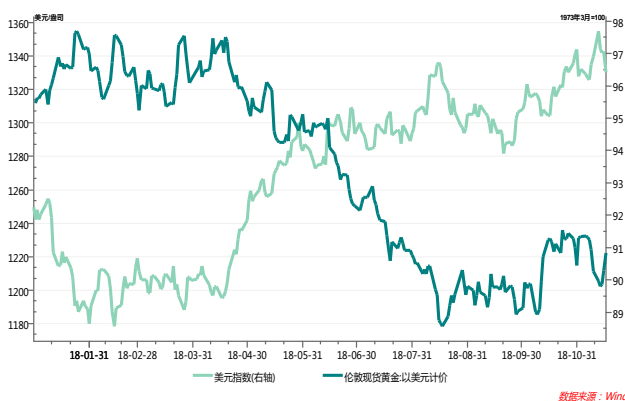
商品市场

多重因素影响下市场风险偏好转变，金价企稳反弹。美联储2019年加息次数或不及预期，美债收益率回落，黄金利空因素有所缓解，短期内或偏强震荡。受预期供给增加影响，上周国际油价继续回调。供应过剩引发OPEC减产预期，原油价格止跌反弹。12月OPEC会议可能讨论减产，但需求未能明显改善的情况下，预计短期内原油价格将维持弱势震荡。

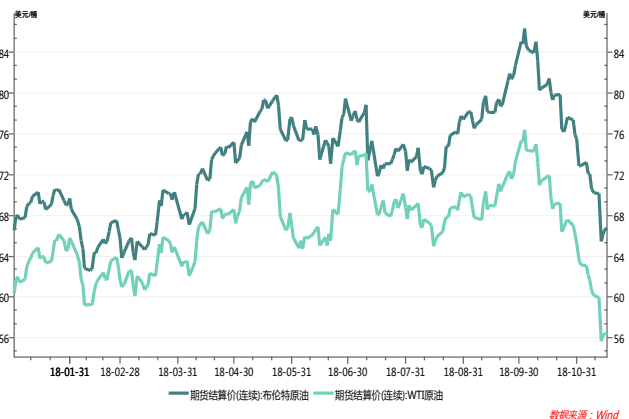
市场风险偏好转变，金价企稳反弹。截至上周五，伦敦现货黄金为1211.40美元/盎司，较前一周五下行1.68%。一是利率提升对风险资产估值产生向下的压力，股市调整幅度和波动率明显增加。二是地缘政治风险抬升，英国脱欧大臣辞职，硬脱欧风险再度上升。三是美联储副主席发表相对鸽派讲话，表明目前利率已经接近中性水平，不及此前市场认为2019年至少加息三次的预期，美债收益率回落，美元指数震荡。总体来看，市场风险偏好有所转变，黄金利空因素有所缓解，预计短期内或将维持偏强震荡。

供应过剩引发OPEC减产预期，原油价格止跌反弹。近期受原油供给过剩担忧影响，市场悲观情绪浓厚，原油价格连续12日下跌，创历史最长连跌记录。截止上周五，布伦特原油期货收于66.76美元/桶，美国WTI原油期货收于56.46美元/桶，相较于10月初高点均下跌超过20%。供需格局转变是本轮原油下跌的主要因素。供给方面，一是伊朗原油供给缺口弱于预期。美国对伊朗制裁的同时对部分地区暂时豁免，对原油价格形成打压。二是美国、俄罗斯以及沙特产量持续创新高。三是美国原油库存超预期，上周美国库存超预期大增1027万桶，创2017年以来最大增幅。需求方面，受全球经济增速放缓影响，OPEC月报下修2018年原油需求增速4万桶/日至150万桶/日，原油需求下降速度加快，进一步加剧了供应过剩的担忧。目前部分产油国释放出减产信号，原油价格止跌反弹。后续需关注12月OPEC会议，但需求未能明显改善的情况下，预计短期内原油价格将维持弱势震荡。

图表 17. 黄金价格和美元指数



图表 18. 布伦特及 WTI 原油



市场展望与策略

shibor 报价持续上调体现央行对资金利率的把控，短期难以明显下行，而中期来看，央行降准概率逐步增大，可加大 9M 同业存单的配置力度；债市方面，短期收益率下行势头可能暂缓，但是中期下行趋势仍相对确定，维持反弹加仓并拉长久期的策略操作，可利用活跃券和对应期限骑乘收益较高的券种展开结构性套利策略，2 年配置价值仍较为凸显，国开债隐含税率继续回归合理中枢，考虑免税效应的前提下可优先增配国债，配置期限可拉长至 3-5 年，信用利差继续缩窄，在控制信用风险的前提下可适当配置低等级债券。12 月加息预期下美元指数短期明显走弱概率较低，欧元汇率维持弱势，短期人民币贬值压力有限，但需关注降息预期的影响；长端美债收益率上行空间较小。

国内市场策略：资金面维持宽松态势，而 shibor 报价持续上调体现央行对资金利率的把控，短期难以明显下行；中期来看，央行降准的概率逐步增大。同业存单方面，本月后续发行压力极低，预计发行利率上行概率较低，短期在 3.5%-3.6% 区间内可加大 9M 的配置力度。债券市场方面，房地产和出口存在下滑预期，而基建投资明显反弹的约束因素较多，叠加消费增长乏力，基本面仍将面临持续的下滑压力；10 年活跃国开债收益率下行至 3.88%，预计在 3.8% 左右将面临下行阻力，债市下行势头暂缓，但鉴于整体下行趋势仍相对确定，维持反弹即可加仓并拉长久期的策略操作；从前期走势和收益率点位来看，4.0% 为明显的阻力关口，10 年活跃券收益率上行至 3.95%-4.0% 即可加大各期限债券的配置力度；从结构性策略来看，鉴于活跃券的流动性较好，在做空各期限活跃券的同时，做多对应期限上存在明显骑乘收益的券种；从期限利差来看，上周国开债 2-1 年下行 10bp 左右，但是从历史分位和资金利率来看，2 年的骑乘收益和配置价值仍然较高，而上周 3-5 年利差缩窄接近 10bp，短期利差存在回调可能；从品种利差来看，国债发行量屡创新低，叠加一级招标需求旺盛，预计国开债隐含税率回归合理中枢的趋势仍将延续，考虑免税效应的前提下可优先增配国债，鉴于上周短端国开债隐含税率回归幅度较大，国债配置期限可适当拉长至 3-5 年；从信用债来看，政策持续推进，短期信用风险偏好有所提升，预计低等级信用债利差存在继续缩窄的可能，在控制信用风险的前提下可适当配置。

国际市场策略：美国制裁伊朗力度不及预期，叠加页岩油增产预期，原油价格暴跌；而美国科技股持续重挫，美联储官员对经济前景展望分歧加剧，强基本面预期需更多数据支撑，对应 2019 年三次加息预期可能有所走弱，但是鉴于 12 月加息基本确定，短期美元指数明显下行概率较低；英国脱欧存在引发政治动荡的可能，叠加欧元区经济走弱预期，欧元汇率仍将维持弱势；掉期点处于低位，短期人民币贬值压力较小，但国内降息预期不断增强的背景下，中期人民币存在贬值压力。经济前景展望存在分歧的背景下市场对未来加息预期将有所变化，叠加加息后后期期限利差的走平态势，10 年美债收益率上行空间较小，短期将维持在 3.0% 附近。

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							
深圳市索菱实业股份有限公司	汽车与汽车零部件	鹏元资信评估有限公司	2018-11-14	A	负面	AA-	稳定
江苏宏图高科技股份有限公司	零售业	中诚信国际信用评级有限责任公司	2018-11-16	A		AA-	
华晨电力股份公司	公用事业II	联合信用评级有限公司	2018-11-16	AA-	负面	AA+	稳定

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。