

2018年12月3日

金融市场部

美联储加息预期或放缓，国内经济下行压力加大

宏观经济

❖ **国际宏观：**美国10月消费者支出环比增幅为七个月来最大，四季度初消费仍稳健增长，但核心PCE创得自2月以来最小同比增幅，通胀压力有所减弱。经济放缓隐忧显现，鲍威尔讲话偏鸽派，继续加息预期减弱。

❖ **国内宏观：**需求端疲软持续拖累工业生产，工业增加值处于两年低位，同时，PMI中新订单指数下滑，未来需求仍难见改善。PPI增速下滑、出厂价格指数下跌态势不减，价格下跌压缩企业利润的格局或将延续。

金融市场

❖ **货币政策及资金面：**十一月流动性整体呈现先松后紧再转松的趋势，月初流动性的扰动因素较少，资金面整体处于合理充裕水平，受税期和央行连续暂停公开市场操作的影响，资金面一度转紧，随后跨月因素导致月底资金面再次转松。展望十二月，在国内经济基本面未得到改善，美联储加息放缓弱化对国内货币政策约束的背景下，预计资金面仍将维持稳健中性略偏宽松的状态。

❖ **债券市场：**上月利率债收益率短端上行，长端下行，收益率曲线平坦化；低等级信用利差收窄明显。金融数据的超预期下行以及经济数据的表现依旧疲弱，驱动收益率大幅下行；信用利差的收窄与政策继续加强对民营企业的支持力度相关。展望本月，在资金面持续宽松和降准的预期下，短端收益率上行风险较低，而在中美冲突缓和以及国内相关重要会议即将召开带来的政策预期下，长端收益率存在短期反弹风险，但是基本面依旧疲弱的背景下大幅反弹的概率较低；受到民企扶持政策支持以及宽信用传导机制的疏导，预计信用利差收窄趋势仍将持续。

❖ **外汇市场：**临近月底，美联储官员表态出现一定松动，美元指数涨势趋缓。欧洲经济数据疲弱，欧元保持震荡走势。短期来看，鲍威尔讲话转向鸽派，美元指数未来上涨动能将略有放缓。人民币汇率延续震荡态势，随着G20峰会中美达成短期协议，人民币外部压力将有所缓解，更多向基本面回归。

❖ **商品市场：**受强势美元、震荡美股和美联储鸽派言论影响，国际现货黄金11月先跌后涨，在约30美元的区间震荡。预计12月金价在加息前窄幅震荡，在加息后将逐步走高。由于市场对未来全球供给和需求的预期发生根本性改变，11月国际油价呈现单边下跌态势。由于需求增长稳定，如果原油供给不缩减，油价还将可能在短期内延续跌势。

市场展望及策略建议

❖ 资金利率与政策利率的溢价程度较低，短端收益率难以持续上行，可加大长久期存单的配置力度；债市短期收益率明显下行可能暂缓，但中期下行趋势仍确定，维持反弹加仓并拉长久期策略，在换券预期下可开展活跃券与次新券利差缩窄策略，收益率曲线平坦化格局下可加大中久期品种配置力度，信用利差继续缩窄，可适当配置低等级债券。美元指数短期强势，欧元维持弱势，短期人民币贬值压力有限；长端美债收益率上行空间较小，不排除加息落地后破位下行的可能。

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10月消费者支出环比增幅为七个月来最大，四季度初消费仍稳健增长，但核心PCE创得自2月以来最小同比增幅，通胀压力有所减弱。经济放缓隐忧显现，鲍威尔讲话偏鸽派，继续加息预期减弱。

美国10月消费者支出（PCE）环比增幅为七个月来最大，四季度初消费仍稳健增长，但核心PCE创得自2月以来最小同比增幅，通胀压力有所减弱。一是薪资增长、社会福利的增加支撑消费者支出维持强劲。美国10月季调年化可供支配收入较上月增817亿美元，创今年3月以来最高水平，收入的增加支撑10月消费者支出环比跳涨0.6%，增幅为七个月来最大。消费者支出占美国经济活动的三分之二以上，PCE高增反映四季度初经济仍有稳健支撑。二是10月核心PCE同比增1.8%，为2月以来最低水平，显示通胀压力有所减弱。10月除食品和能源外的核心PCE环比微升0.1%，同比涨幅从9月的1.9%降至1.8%，为2月以来的最低水平，偏离了连续7个月维持在2%目标附近的轨道。通胀压力放缓，可能会进一步降低市场对2019年加息步伐的预期。

经济放缓隐忧显现，鲍威尔讲话偏鸽派，继续加息预期减弱。除消费外，美国其他经济活动放缓迹象开始显现。10月美国商品贸易逆差为772亿美元，刷新自2008年7月以来的纪录高位；10月新屋销售为54.4万户，同比下跌12%，创7年多来最大跌幅；就业数据方面，按周度统计的首次申请失业救济人数连续三周增长至23.4万人，为今年5月来的最高水平。上周三，美联储主席鲍威尔发表讲话称，目前利率“略低于”（just below）中性区间，意外转向鸽派，而10月鲍威尔还表示距离中性利率还有较长一段距离（a long way）。经济增长的放缓迹象显现，叠加鲍威尔等美联储官员的鸽派讲话，使得市场对明年继续加息的预期减弱，CME预测明年3月美联储进一步加息的概率已跌至40%以下。

整体来看，受制于减税红利减退、房地产市场疲软、融资成本上升、贸易摩擦影响企业投资预期等，市场对美国经济、美联储加息将边际放缓逐步形成一致性预期，虽然12月仍将大概率加息，但明年加息次数或不及美联储预计的3次。若2019年美联储货币政策紧缩节奏放缓，将有利于缓和新兴市场经济压力。

图表 1. 美国核心 PCE 增速放缓



数据来源: Wind 资讯

图表 2. 10 月来 CME 加息概率预测



数据来源: CME 网站

国内宏观

需求端疲软持续拖累工业生产，工业增加值处于两年低位，同时，PMI 中新订单指数下滑，未来需求仍难见改善。PPI 增速下滑、出厂价格指数下跌态势不减，价格下跌压缩企业利润的格局或将延续。

价格回落拖累 10 月工业利润增速进一步放缓，上下游分化仍然明显。10 月规模以上工业企业实现利润总额 5480.2 亿元，同比增长 3.6%，较前值下滑 0.5 个百分点，拉低 1-10 月份累计增速降低 1.1 个百分点至 13.6%。量上来看，环保限产约束软化，10 月工业增加值小幅反弹至 5.9%，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。价上来看，10 月 PPI 进一步放缓至 3.3%，成为拖累工业企业营收下滑的主因。利润率上，1-10 月，工业企业主营业务成本率为 84.27%，较 2017 年同期下降 1.19 个百分点，带动 1-10 月收入利润率同比改善 0.2 个百分点，但在价格回落压力下，环比提升幅度有所放缓，拖累工业利润增速持续下滑。分行业来看，上游行业利润延续高增长。1-10 月，利润增长最为显著的行业仍然是石油开采、黑色金属冶炼、非金属矿制品、石油加工炼焦和化学原料制造业，利润增速分别为 370.6%、63.7%、45.9%、25.2%、22.1%，五大行业贡献了前 10 月累计利润的 28%。相比之下，制造业增速低于工业利润的整体增速水平，汽车制造业累计利润增速为 -5.4%，中下游分化仍然明显。

需求端有所萎缩、价格指数回落，制造业 PMI 降低至荣枯线水平，11 月经济基本面仍然偏弱。11 月官方制造业 PMI 为 50，较前值下滑 0.2 个百分点，为两年多来最低水平。一是供需两端量均萎缩，需求端下滑快于生产端，企业被动补库存。需求端，新订单指数为 50.4，较 10 月回落 0.4 个百分点，其中新出口订单为 47，较 10 月上升 0.1 个百分点，而进口指数为 47.1，较 10 月回落 0.5 个百分点，这显示需求的回落主要来自于国内。生产端，PMI 生产指数为 51.9，较 10 月下滑

0.1个百分点，需求下滑快于生产端，产成品库存由10月份的47.1大幅回升至48.6，企业被动补库存。二是价格指数大幅回落，企业利润面临压力。11月主要原材料购进价格指数为下滑7.7至50.3，出厂价格指数下滑5.6个百分点至46.4。11月钢价、煤价、油价普遍下滑，预计11月PPI增速将继续放缓，工业企业利润面临压力。

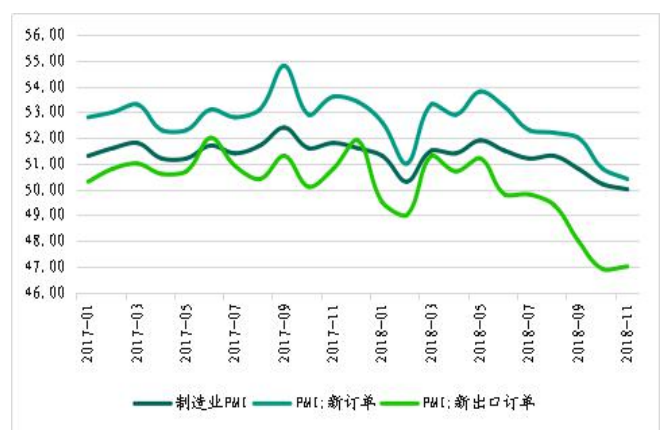
整体来看，量上需求端疲软持续拖累工业生产，工业增加值处于两年低位，同时，PMI中新订单指数下滑，未来需求仍难见改善。价上PPI增速下滑、出厂价格指数下跌态势不减，价格下跌压缩企业利润的格局或将延续。G20峰会特习会就暂停升级关税达成共识，为国内经济调整争取了一定空间，未来需关注减税降负、宽信用等政策对经济活力的提升效果。

图表3. 规上工业利润增速进一步放缓



数据来源: Wind 资讯

图表4. 制造业PMI下滑至荣枯线水平



数据来源: Wind 资讯

金融市场

货币政策与资金面

十一月央行未进行逆回购操作，等量续作MLF到期4035亿元，对冲各项到期后，单月净回笼3200亿元。十一月流动性整体呈现先松后紧再转松的趋势，月初流动性的扰动因素较少，资金面整体处于合理充裕水平，受税期和央行连续暂停公开市场操作的影响，资金面一度转紧，随后跨月因素导致月底资金面再次转松。展望十二月，在国内经济基本面未得到改善，美联储加息放缓弱化对国内货币政策约束的背景下，预计资金面仍将维持稳健中性略偏宽松的状态。

具体来看，十一月央行未进行逆回购操作，逆回购到期1000亿元，等量续作MLF到期4035亿元，国库现金定存到期2200亿元，央行单月净回笼3200亿元。质押式回购利率方面，央行已连续26个工作日未开展公开市场操作，但整体流动性仍处于合意水平，全月各期限利率出现小幅波动。截止11月30日，R001加权平均利率为2.72%，较前月上行18bp；R007加权平均利率为

2.91%，较前月上行 1bp；R014 加权平均利率为 2.88%，较前月下行 9bp。同业存单方面，全月共发行 2816 只总计 19220 亿，净融资额为 4041.5 亿，较十月增加 977.5 亿。不同期限的存单利率走势存在差异，跟随资金面呈现平坦化趋势。具体来看，3 个月 AAA+ 同业存单利率为 3.14%，较前月上行 14bp，6 个月 AAA+ 同业存单利率为 3.23%，较前月下行 2bp，9 个月 AAA+ 同业存单利率为 3.39%，较前月下行 14bp。票据直贴利率和转贴利率均较前月有所下行，票据需求增加，长三角地区 6 个月票据直贴利率为 3.10%，较前月下行 15bp，票据转贴利率为 2.8%，与前月下行 20bp。

十一月流动性整体呈现先松后紧再转松的趋势，月初流动性的扰动因素较少，资金面整体处于合理充裕水平，受税期和央行连续暂停公开市场操作的影响，资金面一度转紧，随后跨月因素导致月底资金面再次转松。首先，本月央行连续暂停逆回购并不意味着货币政策的转向。当前银行体系流动性总量依然处于合理充裕水平，11 月缴税压力较小，税期对资金面的冲击力度较弱，本月到期的逆回购量相对较少，因此央行通过公开市场操作呵护资金面的必要性不高。第二，为了减轻银行扩张信用的负债端压力，央行未来可能通过降准释放长期流动性。10 月金融数据超预期下滑，信贷结构不佳、非标持续收缩，宽货币向宽信用的传导仍不畅，在支持民企融资的利好政策频繁出台的背景下，信用扩张依旧面临困境，为了解决融资难、融资贵的问题，不排除央行通过降准等措施进一步释放流动性的可能。第三，美联储态度转鸽派，加息放缓对国内货币政策的约束有所弱化。鲍威尔表示美国的实际利率接近中性利率，政策未预设任何路径，市场预期美联储明年的加息次数降到 2 次，不排除在明年 6 月就结束加息的可能性，美联储加息放缓使得海外因素对国内货币政策的约束减弱，未来央行的货币政策将更专注于国内的经济基本面情况，在经济下行压力仍较大的情况下，预计资金面仍有进一步宽松的可能性。

展望十二月，预计资金面将保持稳健中性略偏宽松的状态。11 月制造业 PMI 降至荣枯线 50%，创 2016 年 8 月以来新低，PMI 分项指标显示供需均下行，且需求下行幅度大于生产幅度，内需下行幅度大于外需下行幅度，贸易抢跑效应消退叠加国际经济总体呈放缓形势，进出口依旧承压。当前经济下行压力仍较大，在切实有力的支持政策出台之前，经济形势难以有明显的改善。贸易战方面，G20 峰会上中美达成阶段性协议，特朗普同意明年将 2000 亿美元产品的关税税率维持在 10%，暂不提高到 25%，并设定 90 天的谈判期，双方就强迫技术转让、知识产权保护、非关税壁垒等方面的结构性改革进行谈判，若双方无法达成协议，关税仍将提高到 25%。虽然实质性达成一致的内容有限，中美贸易摩擦得到了阶段性的缓解，但仍然存在较大的不确定性。总体而言，在国内经济基本面未得到改善，美联储加息放缓弱化对国内货币政策约束的背景下，预计十二月资金面仍将维持稳健中性略偏宽松的状态。

图表 5. 同业存放利率变动

期限	2018-11-30		2018-10-31	
	融出	融入	融出	融入
1W	2.85-2.65	2.7-0.72	2.85-2.6	2.3-0.72
2W	3-2.85	2.6-0.72	3-2.85	2.4-0.72
1M	3.5-3.02	3.05-0.72	3.2-2.9	2.4-0.72
3M	4-3.75	3.38-3.05	4-3.75	3.1-2.25
6M	4.6-3.7	3.55-3.15	4.5-4.1	3.4-2.8
1Y	4.6-4.15	3.75-3.4	5.2-4.4	3.62-2.9

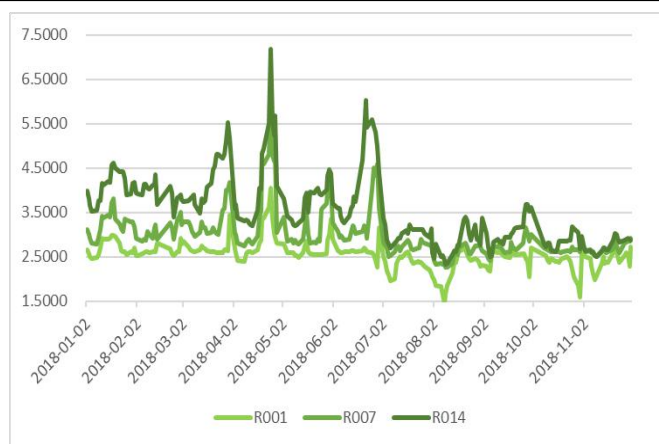
数据来源: Wind 资讯、上海国际货币

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

上月利率债收益率短端有所上行, 长端明显下行, 收益率曲线呈现平坦化格局; 信用债方面, 低等级信用利差明显收窄。10月金融数据的超预期下行, 叠加经济数据表现依然疲弱, 驱动收益率大幅下行; 而信用利差的收窄与政策继续加强对民营企业的支持力度相关。展望本月, 在资金面持续宽松和降准的预期下, 短端收益率上行风险较低; 在中美冲突缓和以及国内相关重要会议即将召开的政策预期下, 长端收益率存在反弹风险, 但是基本面依旧疲弱的背景下大幅反弹的概率较低; 信用利差方面, 受到民企扶持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。

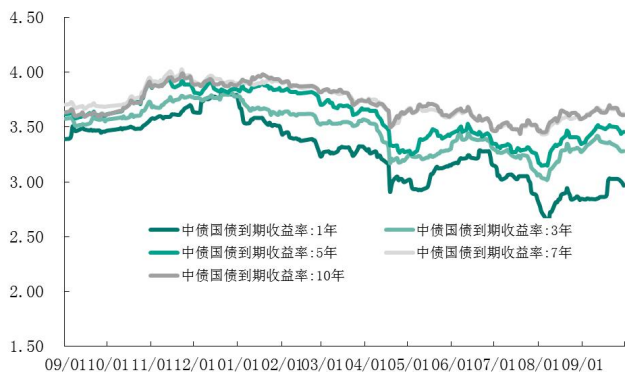
上月利率债走势方面, 短端收益率有所上行, 长端收益率明显下行, 整体来看, 收益率曲线呈现平坦化格局。上月, 央行仅对冲到期的 4035 亿 MLF, 而未开展其他公开市场操作, 月中资金面较之前有所趋紧导致短端收益率小幅走高, 上行约 1-3bp。此外, 国内 10 月金融数据的超预期下

行，而经济数据表现依然疲弱，叠加一级市场债券供给量的大幅下滑，驱动长端收益率下行约13-20bp。

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，除对冲到期MLF操作外，上月央行未开展其余公开市场操作，全月净回笼资金3200亿，资金利率小幅上行。长端方面，一是**10月金融数据的超预期下行**，新增人民币贷款、社融规模的增速均显著不及预期，叠加M2增速在再次出现走低，宽信用政策传导仍存在明显时滞；二是**10月经济数据整体仍较为疲弱，基建投资企稳的背景下整体投资增速小幅回升**，但是消费以及房地产投资的回落，叠加明年的关税增税预期，市场对经济的预期仍相对悲观；三是**一级市场利率债供给量的回落**，11月国债整体发行规模仅为2500亿，叠加地方债供给明显缩量，债券供需格局利好债市收益率下行，特别是国债收益率的明显下行，隐含税率有所走扩；四是**美联储加息预期的缓和**，11月鲍威尔的发言均鸽派，市场逐步扭转前期的加息预期，10年期美债收益率的下行带动国内收益率走低。

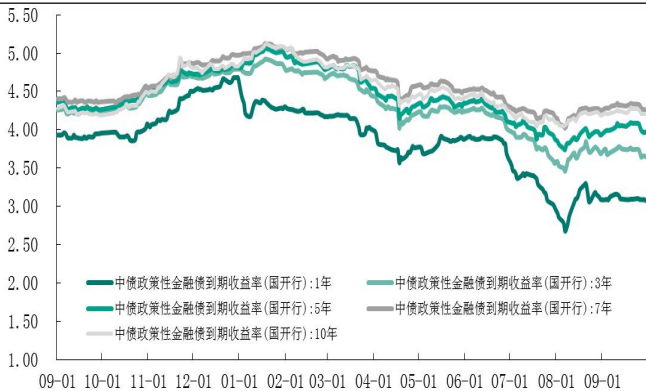
信用债方面，全月来看，受到利率债下行行情的带动，信用债收益率整体走低，收益率曲线呈现平坦化格局。信用利差方面，中短久期品种的信用利差出现明显收窄，且受到政策端对民营企业的大力支持，低评级的品种修复力度更大。信用风险违约事件，上月共有15个主体的共计24只债券违约，其中新发违约主体为6家，较10月虽然有所回落，但还是维持高位。在信用传导机制修复有限的情况下，后续低资质债券主体发生违约的可能性仍然较大。

图表 9. 国债收益率走势



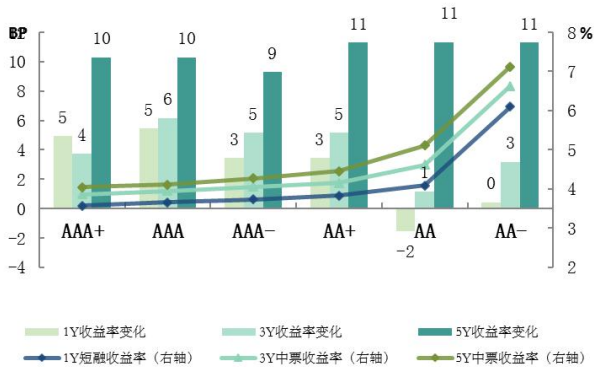
数据来源：Wind 资讯

图表 10. 政策性金融债收益率走势



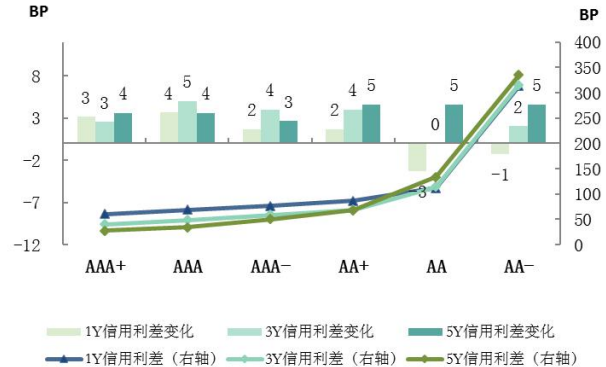
数据来源：Wind 资讯

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

展望本月，第一，资金面预计维持宽松状态，叠加十二月为财政支出大月和市场对降准的预期，短端收益率上行风险较低；第二，从领先指标来看，经济数据仍将偏弱，叠加美联储加息进程的放缓，长端收益率明显反弹的概率较小；第三，关注本月 G20 峰会、四中全会和改革开放 40 周年会议等相关政策对债市收益率的可能利空影响。第四，信用债方面，近期频繁推出民企扶持政策，对民企信用风险具有正向的修复作用，预计信用利差仍将收窄。

外汇市场

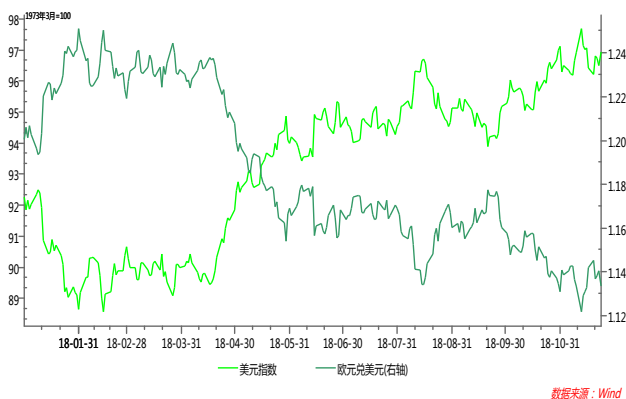
临近月底，美联储官员表态出现一定松动，美元指数涨势趋缓。欧洲经济数据疲弱，欧元保持震荡走势。短期来看，鲍威尔讲话转向鸽派，美元指数未来上涨动能将略有放缓。人民币汇率延续震荡态势，随着 G20 峰会中美达成短期协议，人民币外部压力将有所缓解，更多向基本面回归。

美联储态度转向，美元指数涨势放缓；欧洲经济数据疲弱，欧元保持震荡走势。上月，美元指数上行态势有所放缓，收于 97.20，全月上涨 0.07%。欧元兑美元保持震荡走势，全月涨 0.07%，收于 1.1320。一是美联储议息会议加息决心未受金融市场动摇，但月底态度有所缓和。美联储 11 月份议息会议虽按兵不动，但仍将坚持渐进式加息。临近月底，美联储官员表态出现一定松动，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。二是欧盟下调欧元区经济增长预测，内部矛盾短期难以解决，欧元持续承压。在月中的季度经济预测中，欧盟委员会下调了对欧元区明年经济增长的预测，并预测到 2020 年经济增长将持续放缓。同时，欧盟委员会认为美国经济政策、意大利高负债支出计划、英国脱欧将成为欧

盟经济面临的主要风险。数据上看，多项经济数据显示欧元区基本面走弱，11月制造业PMI全线走低，欧元区和德国均创下30多个月新低，法国则直逼50的荣枯线。此外，在贸易纷争下，德国第三季度出口出现三年来首次环比萎缩，外部因素带来的疲软或将向服务业和就业市场传导。短期来看，鲍威尔讲话转向鸽派，美元指数未来上涨动能将略有放缓。欧洲方面，近期意大利预算案有所缓解，可以一定程度缓解市场看空情绪，但在欧央行政策预期未变的情况下欧元仍将保持弱势。欧洲方面通胀持续走高，经济增速下滑，欧元区面临一定滞涨风险；意大利预算和英国脱欧问题悬而未决亦将对欧元形成一定压制。

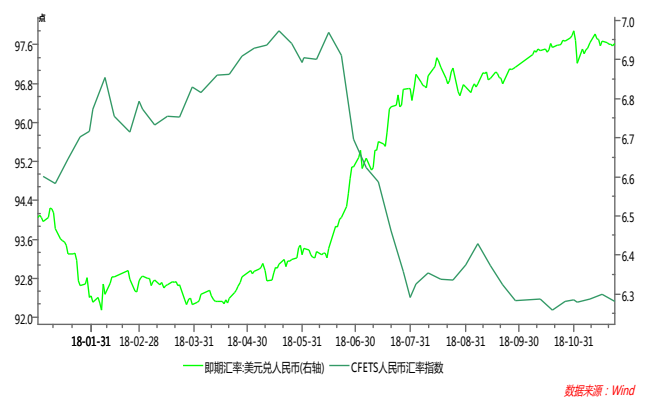
美元指数上涨动能放缓，人民币汇率延续震荡。上月，在岸人民币汇率收于6.9436，当月上涨298pips，涨幅为0.43%。一是美元指数涨势放缓，人民币贬值压力有所缓解。中期选结果公布后美元指数经历巨震后逐渐回升，但美联储当前表态有所放松，人民币汇率并未突破10月末高点，贬值压力有所缓解。二是客盘结售汇仍处相对均衡态势。2018年10月代客结售汇数据显示，银行代客结售汇逆差35亿美元，前值逆差161亿美元，环比逆差缩小126亿美元；虽然购汇率连续3个月高于结汇率，但随着宏观审慎政策加强、人民币汇率进入窄幅区间震荡，结汇和购汇力量仍在相对均衡的范围内，并未发生2014到2016年间大幅偏离的情况。三是央行发布三季度货币政策执行报告，逆周期宏观审慎措施仍需继续加强。报告指出，今年以来，人民币对一篮子货币汇率基本稳定，对美元双边汇率弹性进一步增强，双向浮动特征更加显著，汇率预期总体平稳。但短期来看，为稳定人民币外汇市场情绪，仍需加强稳汇率政策措施；长期来看，扩大资本市场开放仍是对冲人民币贬值压力的重要制度创新。四是我国继续加大资本对外开放和人民币跨境使用。上月，国务院印发《关于支持自由贸易试验区深化改革创新若干措施的通知》，财政部发布《关于境外机构投资境内债券市场企业所得税增值税政策的通知》，多项举措并行加快境内市场对外开放，继续加大金融市场对外开放，从长期看有利于促进跨境资金双向流动，缓和资本外流压力。综合来看，G20峰会结束，中美短期达成和解协议，中美元首会晤后，双方决定停止升级关税等贸易限制措施。短期来看，外部压力放松后，人民币汇率贬值压力将极大缓解，更多向国内基本面回归，人民币汇率将保持在合理均衡水平上的基本稳定。

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

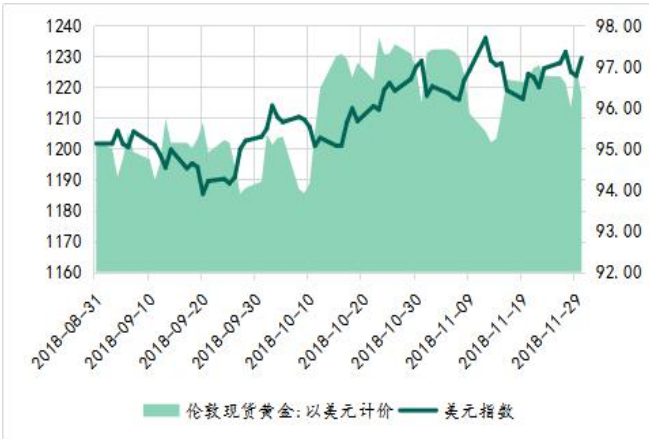
商品市场

受强势美元、震荡美股和美联储鸽派言论影响，国际现货黄金11月先跌后涨，在约30美元的区间震荡。预计12月金价在加息前窄幅震荡，在加息后将逐步走高。由于市场对未来全球供给和需求的预期发生根本性改变，11月国际油价呈现单边下跌态势。由于需求增长稳定，如果原油供给不缩减，油价还将可能在短期内延续跌势。

受强势美元、震荡美股和美联储鸽派言论影响，国际现货黄金11月先跌后涨，在约30美元的区间震荡。截至11月30日，国际金价现报于1224美元，较月初上涨0.72%，振幅为3.42%，振幅较上月有所减弱。本月影响国际金价走势的因素主要有两个方面：一是美元走势强劲，限制了国际金价的上涨。美元指数持续走强并触及97整数关口，随着美股的下跌以及全球政局的动荡，避险资金流入美元。二是政治经济事件频出，影响国际金价走势。月初，市场重点关注美国中期选举，市场观望情绪浓重，对黄金市场的关注不大，美元作为美国再度迎来“分裂”国会。由于结果与市场预期基本一致，黄金市场反应较为冷淡。月底，美联储官员相继“放鸽”，先是多位美联储高官发表讲话，突出强调美国经济可能遭遇的阻力；然后美联储副主席克拉里达发表讲话表示不会同意美联储过快或过慢加息，美联储政策已接近中性；最后鲍威尔在28号的讲话中指出，利率“略低于”中性区间，这同此前讲话中的表述“距离中性水平还有很长一段距离”有较大差距，受此影响，市场重新校准加息预期，美元遭遇抛售，金价显著上扬。展望未来，虽然美国经济数据以及强势的美元走势使得金价上行存在一定的压力，但美联储结束加息周期的预期正在市场持续发酵，预计12月金价在加息前窄幅震荡，在加息后将逐步走高。

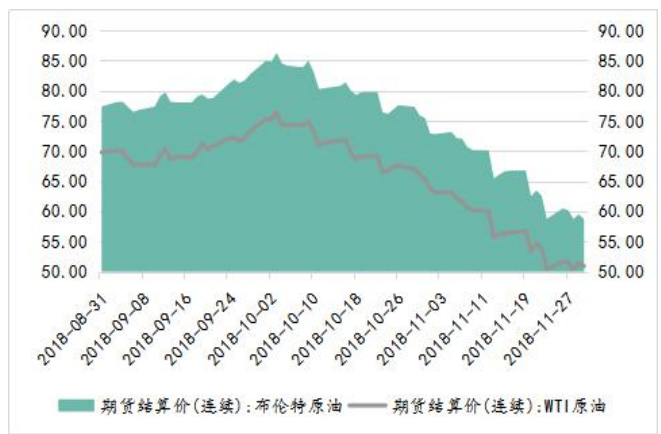
由于市场对未来全球供给和需求的预期发生根本性改变，11月国际油价呈现单边下跌态势。11月末布伦特原油期货结算价和WTI原油期货结算价分别为58.71美元/桶和50.93美元/桶，较10月末下行22.21%和22.02%。改变市场预期的主要因素如下：需求方面，一是高油价叠加汇率贬值，一些新兴市场国家的成品油价格创历史新高抑制需求；二是中美贸易战引发市场担忧。供给方面，一是产油国十月份的产量数据令市场不再担忧产油国的增产能力，二是美国对伊朗制裁并未像预期的那么严厉令市场对伊朗减产预期下调，三是EIA对未来美国原油产量预期的大幅上调。综合来看，市场预期由供给短缺转变为供给过剩。展望未来，预计2018年和2019年全球石油需求仍将保持稳定增长，根据IEA预计，主要的增长动力将来自中国、美国和印度。由于需求增长稳定，如果原油供给不缩减，即如果OPEC不制定大幅减产计划，油价还将可能在短期内延续跌势。

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

资金利率与政策利率的溢价程度较低，叠加年内货币政策存在继续放松的可能，短端收益率难以持续上行，可加大长久期存单的配置力度；债市方面，短期收益率明显下行的势头可能暂缓，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，在换券预期下可开展活跃券与次新券利差缩窄的策略，收益率曲线平坦化格局下可加大中久期品种的配置力度，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仍较为强势，欧元汇率维持弱势，短期人民币贬值压力有限；长端美债收益率上行空间较小，不排除加息落地后破位下行的可能。

国内市场策略：资金利率与政策利率的溢价程度较低，资金面呈现充裕态势，并且央行货币政策存在继续放松的可能，短端收益率难以持续上行。同业存单方面，相对前期的季末或年末月份，本月到期续发压力极低，Shibor3M 报价继续上调的幅度较低，短期可在 3.3%、3.5% 附近分别加大 3M、9M 或 1Y 的配置力度，特别是长期限存单。债券市场方面，11 月 PMI 数据显示需求端相对生产端的下滑幅度更大，目前经济处于被动补库存阶段；虽然环保限产力度放松，后续主动去库存阶段生产端将面临更大的下滑压力；此外，原材料和出厂价格指数大幅下滑，名义利率仍需继续下行才能有效降低实际利率水平；10 年活跃国开债收益率已下行至 3.8% 附近，叠加 G20 峰会谈判取得阶段性成果，债市下行势头可能暂缓，但是在取得实质性成果前市场对风险偏好难以明显回升，中期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；从前期走势来看，3.9% 为明显的阻力关口，10 年活跃券收益率上行至 3.9% 以上即可加大各期限债券的配置力度；从结构性策略来看，10 年活跃国开债发行量已接近 2300 亿，换券预期增强背景下活跃券与次新券间利差存在缩窄空间；从期限利差来看，短端利率难以下行的背景下收益率曲线将继续平坦化，叠加近期成立的指数基金存在配置压力，2 年、3 年、5 年分别在 3.3%、3.4% 和 3.7% 以上仍具备配置价值；从品种利差来看，虽然关键期限国债发行量回升至 480 亿，中央财政赤字使用率仅为 86% 左右，明显低于往年水平，叠加年末承销团的排名压力，预计国债一级供给对隐含税率回归合理中枢的趋势影响较小，考虑免税效应的前提下可优先增配国债，配置期限可适当拉长至 3-5 年；从信用债来看，短期信用风险偏好继续提升，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：美联储主席释放鸽派信号，市场对未来加息预期有所走弱；但是 12 月预计美联储仍将持续加息，短期美元指数相对强势；英国脱欧进程和意大利预算案仍需密切关注，欧元汇率弱势盘整；外储持续下滑，或为央行主动把控关键点位，短期人民币破“7”概率较低。市场对加息预期减弱，叠加加息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，不排除 12 月加息落地后破位下行的可能。

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							
重庆长寿开发投资(集团)有限公司	资本货物	东方金诚国际信用评级有限公司	2018-11-29	AA+	稳定	AA	稳定
浙江网商银行股份有限公司	银行	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2018-11-28	AAA	稳定	AA+	稳定
深圳市怡亚通供应链股份有限公司	运输	联合信用评级有限公司	2018-11-23	AA	正面	AA	稳定
淮北矿业(集团)有限责任公司	能源II	中诚信国际信用评级有限责任公司	2018-11-23	AAA	稳定	AA+	稳定
华商银行	银行	中诚信国际信用评级有限责任公司	2018-11-09	AAA	稳定	AA+	稳定
保定国家高新技术产业开发区发展有限公司	资本货物	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2018-11-19	AA	稳定	AA-	稳定
安徽祁门农村商业银行股份有限公司	银行	联合资信评估有限公司	2018-11-27	A+		A	
下调评级或展望							
新光控股集团有限公司	多元金融	联合信用评级有限公司	2018-11-06	C	稳定	CC	负面
铜陵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	2018-11-19	A	稳定	A+	稳定
深圳市索菱实业股份有限公司	汽车与汽车零部件	中证鹏元资信评估股份有限公司	2018-11-14	A	负面	AA-	稳定
深圳市飞马国际供应链股份有限公司	运输	中诚信证券评估有限公司	2018-11-16	BBB		AA	稳定
山东金茂纺织化工集团有限公司	材料II	大公国际资信评估有限公司	2018-11-29	C		BB	负面
三胞集团有限公司	零售业	中诚信证券评估有限公司	2018-11-29	BBB-		A	
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	2018-11-23	A	负面	AA-	负面
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
华昌达智能装备集团股份有限公司	资本货物	中诚信证券评估有限公司	2018-11-23	A-		A+	

河南中孚实业股份有限公司	材料 II	联合信用评级有限公司	2018-11-01	AA-	稳定	AA	稳定
国购投资有限公司	房地产 II	联合信用评级有限公司	2018-11-20	BBB		A	
国购投资有限公司	房地产 II	联合信用评级有限公司	2018-11-19	A		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	联合信用评级有限公司	2018-11-28	A		AA	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	2018-11-05	C		B	负面
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	2018-11-05	C		B	负面

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。