

2018年12月17日

金融市场部

欧洲央行退出宽松，国内经济压力仍在

宏观经济

❖ **国际宏观:** 欧央行以鸽派姿势退出 QE, 明确至少在 2019 年夏季前不会加息, 同时再投资将在首次加息后持续一段时间; 欧元区经济增长势头放缓, 未能达到满意水平, 欧央行首次加息时间可能进一步推后。

❖ **国内宏观:** 11 月经济数据显示投资延续回暖态势, 但工业生产、消费走弱; 金融数据量上呈现季节性回暖, 但社融和 M2 增速续创新低, 信贷风险偏好仍未改善; 政治局会议强调辩证看待国际环境和国内条件变化, 要保持前期政策定力不变, 国内经济韧性有望提高。

金融市场

❖ **货币政策及资金面:** 上周央行未开展逆回购操作, 对到期回笼的 2860 亿元 MLF 进行等额续做。上周资金面略微收紧, 11 月经济数据显示当前下行压力仍较大, 稳增长政策有待加码, 促使后续货币政策继续维持宽松趋势。本周由于 12 月缴税影响叠加周五将有 1200 亿元国库现金定存到期, 可能会对资金面造成一定冲击, 临近年底资金面波动较大, 出于稳定市场预期的考虑, 央行可能会进行相应的公开市场操作来维护资金面, 预计整体呈现均衡偏宽松状态。

❖ **债券市场:** 上周利率债收益率整体陡峭化上行, 政金债上行幅度超过国债; 信用债方面, 短期限信用债收益率有所走高, 中长期普遍下行, 信用利差继续收窄。前期收益率的超预期下行以及市场对刺激政策出台的预期驱动收益率大幅上行; 而信用利差的收窄与政策继续推出相关。展望本周, 国内相关重要会议即将召开, 叠加美联储议息会议, 收益率存在短期继续反弹的风险; 信用利差方面, 受到中小企业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。

❖ **外汇市场:** 欧央行宣布结束 QE 但鸽派议息, 脱欧形势急转直下英镑走弱, 美元指数被动走强。欧洲风险事件基本释放, 市场消化美联储加息, 短期美元指数易贬难升。国内经济金融数据走弱, 但中美高层就贸易问题保持沟通, 人民币保持双向波动态势, 预计年内难以出现单边行情。

❖ **商品市场:** 美元走强市场关注本周美联储加息, 黄金价格小幅下跌。由于全球经济增速放缓、各国央行货币政策正常化步伐可能放缓, 预计中长期将利好黄金。经济数据较弱降低原油需求预期, 市场担忧加剧上周油价转跌。预计短期内油价或将迎来反弹, 但是未来是否会持续上涨仍有待观察。

市场展望及策略建议

❖ 资金面边际趋紧, 但货币政策稳健态势下利率难以持续上行, 降准预期后移, 短期仍可加大对长期限存单的配置力度; 债市方面, 短期收益率存在继续调整空间, 但中期下行趋势相对确定, 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次新券与非活跃券利差缩窄的策略, 收益率曲线平坦化格局下可加大 2、5 年期品种的配置力度, 短期可加大 10 年期国开债隐含税率走扩策略的建仓力度。

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

欧央行以鸽派姿势退出 QE，明确至少在 2019 年夏季前不会加息，同时再投资将在首次加息后持续一段时间；欧元区经济增长势头放缓，未能达到满意水平，欧央行首次加息时间可能进一步推后。

欧洲央行以鸽派姿势退出 QE，明确至少在 2019 年夏季前不会加息，同时再投资将在首次加息后持续一段时间。上周四欧央行宣布将于 12 月底正式结束为对抗危机出台的债券购买计划，同时明确缩表将在首次加息后一段时间才会启动，这一表述理顺了结束 QE、加息、缩表的先后顺序。在利率正常化方面，利率前瞻指引依然为至少直至 2019 年夏天不变。在经济和通胀预测方面，分别将 2018、2019 年实际 GDP 预测增速下调 0.1 个百分点至 1.9% 和 1.7%；上调 2018 年通胀 0.1 个百分点至 1.8%，下调 2019 年通胀 0.1 个百分点至 1.6%。风险方面，欧央行认为风险基本平衡，但是正在转向下行。相比于之前的表述，此次新增的“风险正在转向下行”展示了较强的鸽派信号，首次加息时间可能再次推后。

欧央行自 2015 年 3 月起实施了三轮 QE，欧央行资产负债表快速扩张但经济增长还未能达到满意水平。截至 11 月底，欧洲央行的资产负债表规模已膨胀至大约 4.66 万亿欧元，较 2015 年翻倍。但受地缘政治、贸易保护主义影响，三季度欧元区 GDP 增速下滑至 1.7%，德国 GDP 增长甚至转负，欧元区自去年开始的强劲复苏势头放缓。通胀方面，通缩风险被击退但核心通胀维持低位。自今年 5 月起，欧元区 HICP 同比均位于 2% 左右水平，但因食品和能源价格变动较大，核心通胀仍在 1% 左右徘徊。随着能源价格的下降，欧央行也下调了明年的通胀预期。从领先指标来看，欧元区、德、法公布的 12 月 PMI 数据均不及预期，欧元区、德国综合 PMI 创四年多新低，法国三大 PMI 齐齐跌破枯荣线。四季度 PMI 数据持续走弱，欧元区经济放缓态势或将延续。

整体来看，欧央行本次议息决议可概括为三变两不变，保持利率不变，明确 12 月底结束 QE 不变，但对未来经济增长预期更趋谨慎，延长了再投资持续时间、下调了经济增长预期、将风险的表述调整为转向下行，以鸽派姿势退出了 QE。近期欧元区经济表现不佳，英国脱欧、意大利财政预算、法国“黄背心”运动等内部政治风险叠加外部需求放缓、贸易保护主义抬头，明年欧元区经济也难说乐观，首次加息时间可能进一步推后。

图表 1. 欧央行资产负债表快速扩张



数据来源: Wind 资讯

图表 2. 三季度欧元区经济、通胀增速放缓



数据来源: Wind 资讯

国内宏观

11 月经济数据显示投资延续回暖态势，但工业生产、消费走弱；金融数据量上呈现季节性回暖，但社融和 M2 增速续创新低，信贷风险偏好仍未改善；政治局会议强调辩证看待国际环境和国内条件变化，要保持前期政策定力不变，国内经济韧性有望提高。

11 月经济数据显示投资延续回暖态势，但工业生产、消费走弱。1-11 月，城镇固定资产投资同比增速提高 0.2 个百分点至 5.9%；11 月规模以上工业增加值同比增速下滑 0.5 个百分点至 5.4%；社会消费品零售总额同比增速下滑 0.5 个百分点至 8.6%。一是制造业投资提振固定资产投资。制造业投资增速加快 0.4 个百分点至 9.5%，装备制造类行业、化工行业增速显著上升，是 11 月制造业投资累计增速回升的主要贡献者。与此同时，稳增长持续发力，1-11 月份，基建投资同比增长 3.7%，与前值持平。房地产投资累计增速也持平前值同比增 9.7%，土地购置仍是主要支撑。新开工和施工增速加快，房企周转加速。二是内需疲弱主导下工业生产走弱。上游环保限产放松，钢铁、有色生产大幅回升，出口导向的中游装备制造业仍然保持不错的增速，内需主导的下游行业成为主要拖累，汽车产量同比下降 16.7%，化学原料及化学制品生产同比增长 1.9%，创下 2008 年以来新低。三是汽车和石油制品是拖累社消下滑的主因。汽车零售同比下降 10%，同比降幅加快 3.6 个百分点，石油制品消费同比增速较 10 月下滑 8.6 个百分点，二者拉动社消当月同比下滑 1.8 个百分点。但除去价格因素的实际增速回升 0.2 个百分点，油价对名义增速拖累明显。

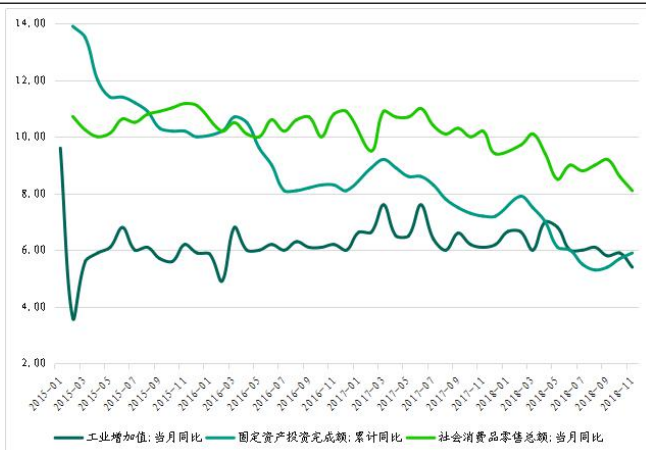
11 月金融数据量上呈现季节性回暖，但社融和 M2 增速续创新低，信贷风险偏好仍未改善。11 月新增人民币贷款 12500 亿元人民币，前值 6970 亿元；社会融资规模增量 15200 亿元人民币，前值 7288 亿元；M2 货币供应同比 8%，续创历史新低。一是社融存量增速继续下滑。新社融口径下，

存量同比增速进一步下滑至 9.9%。人民币贷款同比仅多增 872 亿元基本持平，环比多增 5159 亿元主因季节性因素，亮点不足。而表外融资持续收缩和专项债增量减少是社融同比下滑的主因。二是票融冲量下新增贷款未见实质改善。期限结构中仍以票据融资冲量，短期和中长期贷款均与去年同期基本持平。与此同时，居民部门短贷的支撑作用不再，信贷支撑点缺位。三是 M2-M1 差值继续扩大。M2 增速持平于 8% 的低位水平，M1 增速进一步下滑至 1.5%，M2-M1 差值持续扩大，反映企业部门对未来增长前景仍较悲观。

整体来看，11 月经济、金融数据并不乐观，国内经济下行压力不减。上周政治局会议提出要六稳，保持经济运行在合理区间，政策发力下经济韧性有望提高。政治局会议指出，一是整体经济运行情况方面，要“保持经济运行在合理区间，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”和“保持经济持续健康发展和社会大局稳定”。二是货币财政政策方面，“要保持战略定力，注重稳扎稳打，加强协调配合，聚焦主要矛盾，把握好节奏和力度，努力实现最优政策组合和最大整体效果”。三是对外开放政策方面，会议指出“坚持深化市场化改革、扩大高水平开放”、“要辩证看待国际环境和国内条件的变化，增强忧患意识，继续抓住并用好我国发展的重要战略机遇期，坚定信心，把握主动，坚定不移办好自己的事”和“加快经济体制改革，推动全方位对外开放”。

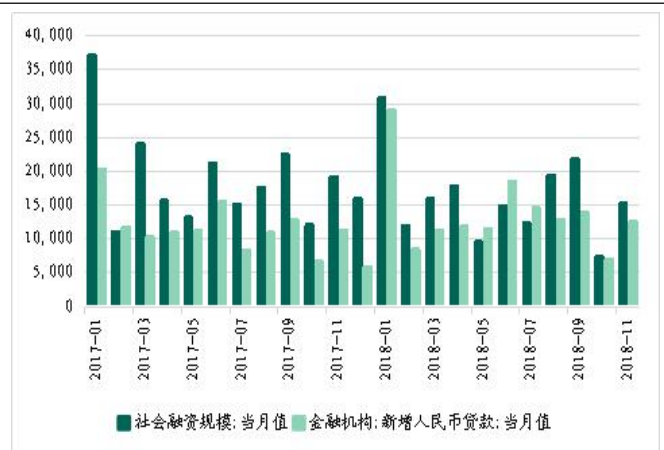
可以看出，本次会议强调辩证看待国际环境和国内条件变化，要保持前期政策定力不变。一方面，国内经济下行压力不减，改革发展稳定任务艰巨繁重，长期结构性改革和短期稳增长的平衡要求更高。另一方面，过去多年的全球贸易红利面临变局，盲目乐观或盲目悲观均不可取。要辩证看待国内、国外两方面压力，保持战略定力面对市场噪音。展望未来，国际环境变化背景下，国内市场成为经济增长主要发力点，以强大的国内市场化解决外部冲击将进一步提升我国经济发展韧性，提升我国在全球经济产业体系中的影响力。

图表 3. 11 月工业生产、消费走弱，投资回暖



数据来源: Wind 资讯

图表 4. 11 月社融、人民币贷款季节性回暖



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，对到期回笼的2860亿元MLF进行等额续做。上周资金面略微收紧，11月经济数据显示当前下行压力仍较大，稳增长政策有待加码，促使后续货币政策继续维持宽松趋势。本周由于12月缴税影响叠加周五将有1200亿元国库现金定存到期，可能会对资金面造成一定冲击，临近年底资金面波动较大，出于稳定市场预期的考虑，央行可能会进行相应的公开市场操作来维护资金面，预计整体呈现均衡偏宽松状态。

具体来看，上周央行继续暂停逆回购操作，此轮逆回购已经连续暂停36个交易日。质押式回购利率方面，上周资金市场总体呈现先松后紧的局面，各期限利率均有所上行。截止12月14日，R001加权平均利率为2.71%，较前周上行28bp；R007加权平均利率为2.89%，较前周上行31bp；R014加权平均利率为2.87%，较前周上行31bp。同业存单方面，上周发行量明显增加，净融资额由负转正。上周共发行820只总计6324亿元，到期545只总计3534亿元，净融资额为27908亿元，较前周增加470.8亿元。不同期限的存单利率走势有所分歧，利率曲线有所平坦化。具体来看，3个月AAA+同业存单利率为3.2%，较前周上行14bp；6个月AAA+同业存单利率为3.23%，较前周上行3bp；9个月AAA+同业存单利率为3.4%，较前周下行5bp。票据直贴利率和转贴利率有所下行，上周长三角地区6个月票据直贴利率为2.9%，较前周下行10bp，票据转贴利率为2.55%，较前周下行15bp。

上周货币市场流动性整体略微收紧，11月经济数据显示当前下行压力仍较大，需求疲弱，稳增长政策有待加码，促使后续货币政策继续维持宽松趋势。第一，当前国内经济继续承压，需求偏弱，投资可持续性不强，货币政策趋势上难以收紧。11月消费和工业生产超预期下滑，社会消费品零售总额同比增长进一步放缓至8.1%，处2003年以来的低点，汽车和通讯器材是较大拖累；工业增加值同比增长仅5.4%，跌至金融危机以来的最低水平，供给侧萎缩，前期基建投资大幅下滑造成明显的负面影响。第二，社融数据显示信用问题未出现实质性改善，为了缓释信用收缩，后续仍需货币政策进一步配合以疏通信用渠道。11月社融数据出现季节性回升，同比下滑的主要因素是表外融资继续收缩和专项债增量减少，企业贷款仍以票据为主。无风险利率的下行有利于企业债券的发行，但是新口径下的社融增速依旧跌破10%，反映了信用问题仍未改善，从信用利差来看整体风险偏好还较低，后续仍需宽松的货币政策以达到宽信用的效果。第三，易纲行长公开发言指明经济下行时需要相对宽松的货币条件，货币政策正在从数量调控为主向价格调控为主转变。当前货币政策以内部均衡为主，兼顾外部均衡，美国经济增速放缓，美债收益率大幅下行跌破2.9%，外部环境对国内货币政策的约束有所放松，但是不能后续货币政策也不会太宽松，需要寻找内外部最优的平衡点，预计整体维持稳健中性的趋势。

展望本周，虽然上周资金面有所收紧，但是当前国内基本面并不支持货币政策长期转紧，美国经济增长预期放缓，美债收益率下行使得中美利差走扩，人民币汇率整体处于小幅震荡走势，为了

实现稳增长的目的，宽松货币仍然是主基调。本周由于12月缴税影响叠加周五将有1200亿元国库现金定存到期，可能会对资金面造成一定冲击，临近年底资金面波动较大，出于稳定市场预期的考虑，央行可能会进行相应的公开市场操作来维护资金面，预计整体呈现均衡偏宽松状态。

图表 5. 同业存放利率变动

期限	2018-12-14		2018-12-7	
	融出	融入	融出	融入
1W	2.9-2.4	2.25-0.72	2.95-2.4	2.25-0.72
2W	3.4-3.35	3.3-0.72	3.2-2.5	2.3-0.72
1M	4.1-4.0	3.9-2.8	4-3.3	3.25-2.6
3M	3.4-3.35	3.33-3	4-3.7	3.38-3
6M	4.1-4.0	3.8-3.1	4.5-3.75	3.58-3.1
1Y	4.6-4.15	3.78-3.32	4.6-4.15	3.75-3.29

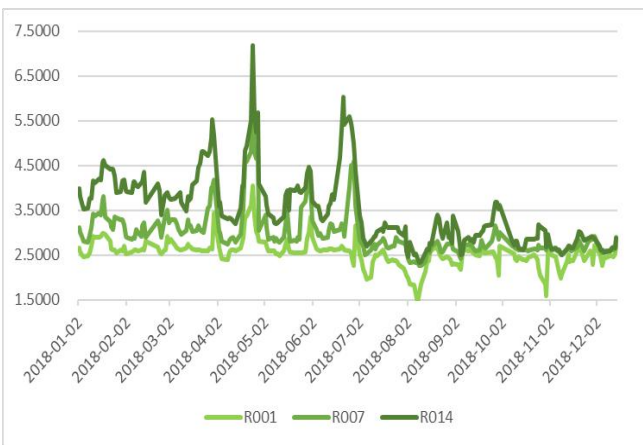
数据来源: Wind 资讯、上海国际货币

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

上周利率债收益率整体上行，其中政金债上行幅度超过国债，收益率曲线呈现陡峭化格局；信用债方面，短期限信用债收益率有所走高，中长期普遍下行，信用利差继续收窄。前期收益率的超预期下行以及市场对刺激政策出台的预期驱动收益率大幅上行；而信用利差的收窄与政策继续推出相关。展望本周，国内相关重要会议即将召开，叠加美联储议息会议，收益率存在短期继续反弹的风险；信用利差方面，受到中小企业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。

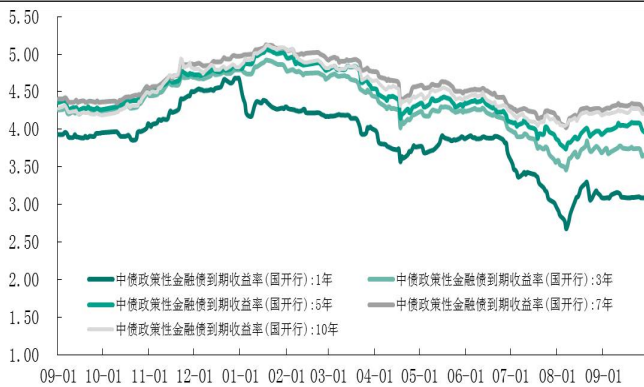
上周利率债收益率普遍出现上行，收益率曲线呈现陡峭化格局。本周央行仅等额续作到期的2860亿MLF，而未开展其他公开市场操作，周中资金面较之前有所趋紧导致短端收益率走高，全周上行约4-9bp。此外，前期债市收益率下行过快且幅度较大，叠加市场对于即将召开的国内会议的政策预期较强，驱动长端收益率上行约3-5bp。

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，央行持续未开展公开市场操作仅等额续作到期MLF，短端收益率在资金面趋紧的情况下有所上行。长端方面，一是相关会议的陆续确定加强市场对刺激政策推出的预期，本周确定中央经济工作会议时间，市场对于此次会议以及下周召开的改革开放四十周年会议中进一步推出减税相关政策预期较大；二是金融数据的略超市场预期以及经济数据的相对平稳，本周公布的11月金融数据出现回暖，而经济数据也未出现明显恶化；三是美联储即将召开的12月议息会议，虽然美联储之前持续传达鸽派信息导致市场对于2019年美联储加息预期降低，但是本次会议中达成加息的概率仍然较大，带动十年期美债的收益率上行。

信用债方面，上周来看，短期限信用债收益率在利率整体出现上行以及周中资金面收紧的影响下有所走高，1年期上行幅度为2-4bp，而长期品种延续之前走低的趋势，下行约1bp。信用利差方面，上周利好民营企业的相关政策相继推出，包括发改委对于符合资质的企业优先发行企业债等措施，信用利差整体出现收窄，长期品种的收窄幅度要超过短端，而高低评级的变化整体一致。

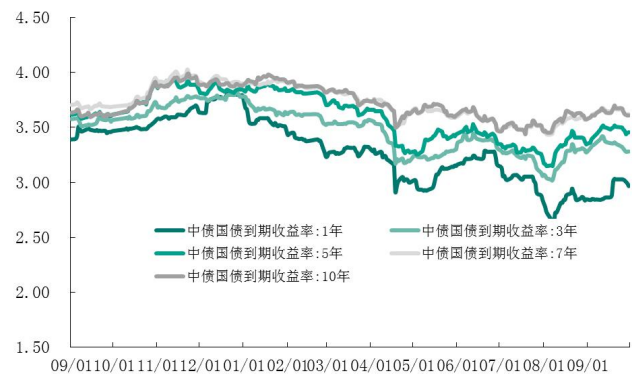
信用风险违约事件，上周共有3个主体的共计3只债券违约，违约主体分别为凯迪生态、江苏宏图高科和永泰集团。这三家主体均为民营企业，且之前已经出现过相关债券的违约事件。目前三家企业之前出现的违约债券仍在处理过程中，企业流动性紧张，预计之后相关主体的未到期债券仍会陆续出现违约情况。

图表 9. 国债收益率走势



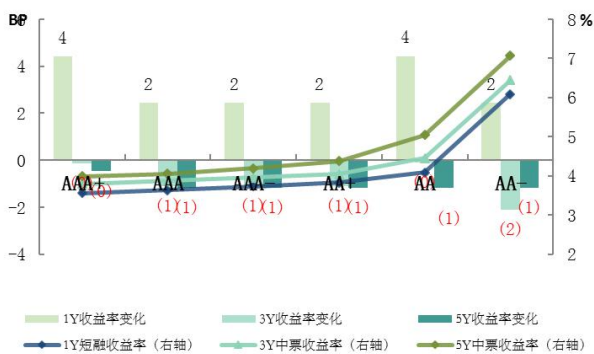
数据来源：Wind 资讯

图表 10. 政策性金融债收益率走势



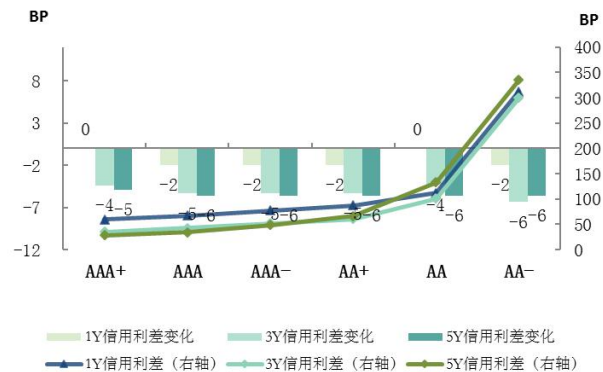
数据来源：Wind 资讯

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，上周资金面虽然短时间出现紧张，但央行仍会维持资金面的整体宽松，预计短端收益率大幅上行的风险较小；第二，本周召开的相关会议可能推出力度较大的经济刺激政策，关注相关政策出台后市场预期的变化；第三，本周美联储将召开 12 月议息会议，预计进一步加息的概率较大，关注美联储在前景展望中表述措辞的变化。第四，信用债方面，中央仍在频繁推出民企扶持政策，且之前的相关政策正在逐步落地，预计信用利差仍将收窄。

外汇市场

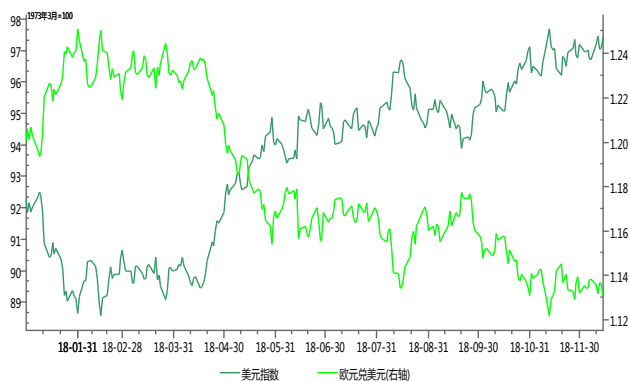
欧央行宣布结束 QE 但鸽派议息，脱欧形势急转直下英镑走弱，美元指数被动走强。欧洲风险事件基本释放，市场消化美联储加息，短期美元指数易贬难升。国内经济金融数据走弱，但中美高层就贸易问题保持沟通，人民币保持双向波动态势，预计年内难以出现单边行情。

欧央行宣布结束 QE 但鸽派议息，脱欧形势急转直下英镑走弱。上周，美元指数收于 97.44，上涨 0.74%。欧元兑美元保持震荡走势，当周下跌 0.63%，收于 1.1306。英镑兑美元大幅下挫，当周下跌 1.12%，收于 1.2588。一是欧洲央行宣布结束 QE，但整体论调偏鸽派。欧央行 12 月议息会议宣布结束历时近 4 年的资产购买计划，但下调了今明两年的经济增长和明年的通胀展望，对加息时点和长期再融资等市场关注焦点措辞谨慎。当前欧央行退出 QE 可能使得欧元区明年上半年面临经济和流动性冲击，货币政策正常化节奏或将被迫放缓。二是欧洲经济数据不佳，政治事件风险有所上升。上周公布的欧元区 PMI 再度全面不及预期，其中德国 PMI 创近 49 个月新低，在“黄背心”骚乱影响下的法国综合 PMI 跌破 50 的荣枯线。此外，虽然意大利政府让步下调预算赤字，对欧元形成一定提振，但法国“黄背心”运动愈演愈烈，马克龙再次向抗议民众妥协，民粹主义兴起背景下法国社会不稳定因素尚未消除，马克龙的改革也举步维艰。三是梅险胜不信任投票，脱欧进程仍不明朗。英国首相特蕾莎梅决定推迟脱欧方案审议，保守党内反对势力启动首相不信任投票。梅虽涉险过关，但后续脱欧进程仍不容乐观。欧盟领导人拒绝了梅修改爱尔兰边界后备协议的要求，

若梅无法取得足够的修改，面对议会审议依然难以过关，无协议脱欧概率有所上升。短期来看，本周美国国会将审议联邦政府部分部门预算，但由于民主党重夺众议院导致特朗普激进财政政策受到掣肘；美联储本周议息会议大概率加息，但当前美国经济放缓风险及市场波动或将调整未来加息点阵图。综合来看，欧洲风险事件基本释放，美元预计易贬难升。

经济下行压力下政治局会议“稳”字当头，人民币保持区间震荡。上周，在岸人民币汇率收于6.8975，当周下跌177pips，跌幅为0.26%。一是国内经济金融数据疲弱，经济下行压力持续显现。上周公布的11月经济数据及金融数据均显示经济仍有一定下行压力，进一步冲淡人民币升值预期。二是政策层面强调“稳”字当头。上周召开的中央政治局会议强调“稳中求进”，并坚持“高水平开放”。央行行长易纲在讲话中指出货币政策需要兼顾内外部均衡，并强调防范债市、汇市和股市的联动风险，适时施加宏观审慎政策。三是11月FDI同比大幅下滑，中期施压人民币汇率。11月我国FDI为136亿美元，同比下降27.6%，单月降幅创2009年8月以来新低。近期外商投资规模波动或与贸易冲突反复有关，叠加我国出口规模结构性放缓，政策红利释放扩大进口，整体基础账户顺差规模将进一步削减，中期对人民币汇率造成负面影响。四是中美高层就贸易问题保持沟通。日前中美高层通过电话沟通，就落实两国元首会晤共识、推进下一步经贸磋商工作的时间表和路线图交换意见，表明当前中美贸易摩擦有趋缓预期。短期看，在联储接连释放鸽派言论的背景下，近期美元指数为被动走强。虽然经济数据不及预期，但过人民币走稳有助于稳定市场情绪。年底前中美贸易摩擦再生波折可能性不大，市场已对美联储加息充分预期，美元指数持续大幅上扬的可能性较小，而国内宏观经济和货币政策在年底前也将保持稳健，预计年底前人民币将围绕6.90一线双向波动。

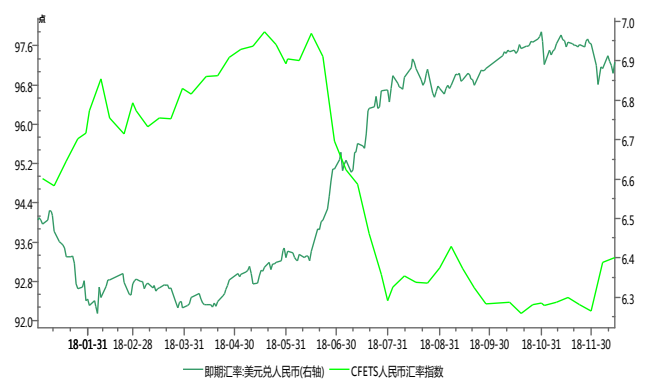
图表 13. 美元指数、欧元兑美元



数据来源: Wind

数据来源: Wind 资讯

图表 14. 人民币汇率



数据来源: Wind

数据来源: Wind 资讯

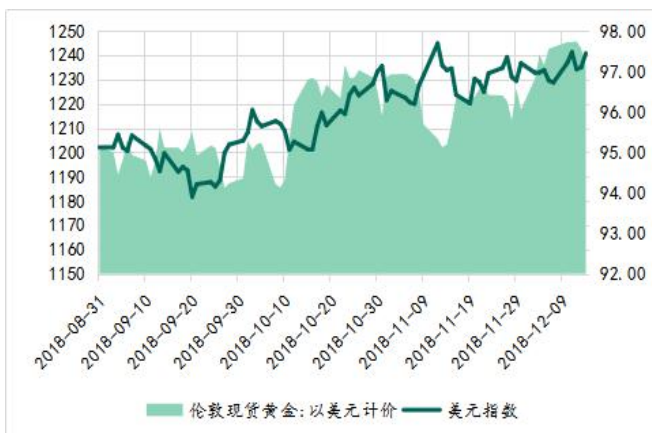
商品市场

美元走强市场关注本周美联储加息，黄金价格小幅下跌。由于全球经济增速放缓、各国央行货币政策正常化步伐可能放缓，预计中长期将利好黄金。经济数据较弱降低原油需求预期，市场担忧加剧上周油价转跌。预计短期内油价或将迎来反弹，但是未来是否会持续上涨仍有待观察。

美元走强市场关注本周美联储加息，黄金价格小幅下跌。截至上周五，伦敦现货黄金为 1235.35 美元/盎司，较前一周末小幅下跌 0.64%。一是上周美元指数走强黄金价格承压。截至上周五，美元指数较前一周末小幅上涨 0.75% 至 97.4449。欧元区 PMI 和中国经济数据不及预期、欧洲央行退出 QE 表态鸽派均对美元形成支撑。二是市场关注点由此前的鲍威尔鸽派讲话转向本周的美联储加息，市场维持观望，波动较小。目前市场普遍认为美联储 12 月加息概率较高，但本次加息后很可能出现较长的加息停滞，会议表态将倾向于鸽派。展望未来，由于全球经济增速放缓、各国央行货币政策正常化步伐可能放缓，预计中长期将利好黄金。

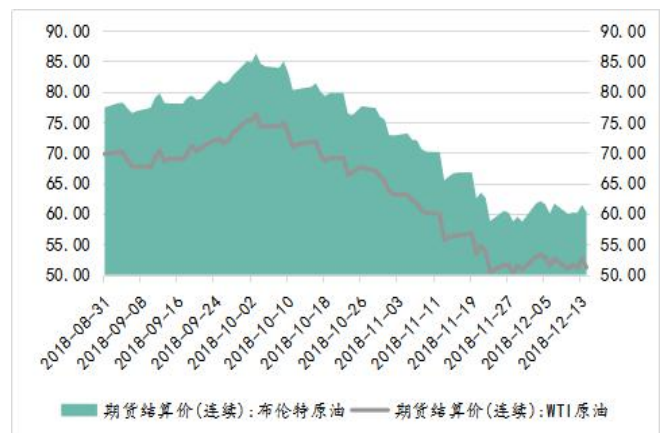
经济数据较弱降低原油需求预期，市场担忧加剧上周油价转跌。12 月 14 日布伦特原油期货结算价和 WTI 原油期货结算价分别为 60.28 美元/桶和 51.20 美元/桶，较前一周五下行 2.25% 和 2.68%。一是供需方面，受 OPEC+ 减产和沙特计划减少对美出口等消息影响，市场预计原油供给将有所减少；同时上周欧洲和中国公布的 11 月主要经济数据均低于预期，引发市场对未来原油需求继续下降的担忧。总体来看，供需利空油价。二是市场情绪方面，EIA 大幅调低 19 年油价预期，美国三大股指表现不佳，且中美贸易摩擦波折不断，市场避险情绪有所上升，对原油价格也形成利空。三是美元方面，尽管近期美元指数走强给油价造成一定负面压力，但是实际上美元对油价的负面影响较为有限，油价主要还是受到供需预期变动的的影响。展望未来，一是 OPEC+ 减产协议将于明年 1 月起执行，各方计划将于 19 年 4 月再次开会决定该减产计划的未来走向，目前看具体减产执行力度尚待观察。二是明年全球经济增速放缓将是大概率事件，预计原油需求将有所下降。预计短期内油价或将迎来反弹，但是未来是否会持续上涨仍有待观察。

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

资金面边际趋紧，但货币政策稳健态势下利率难以持续上行，降准预期后移，短期仍可加大对长期限存单的配置力度；债市方面，短期收益率存在继续调整空间，但中期下行趋势相对确定，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次新券与非活跃券利差缩窄的策略，收益率曲线平坦化格局下可加大2、5年期品种的配置力度，短期可加大10年期国开债隐含税率走扩策略的建仓力度。

国内市场策略：缴税因素扰动，叠加央行等额投放MLF，操作力度不及市场预期，资金面边际趋紧，但是货币政策稳健态势下资金利率难以持续上行，并且市场对降准的预期倾向于后移，而非消退。同业存单方面，存量到期续发压力极低，Shibor3M报价上调空间较小，短期可在3.5%附近加大9M或1Y的配置力度。债券市场方面，汽车、油价下滑等因素导致消费再次疲弱，而新开工与销售面积的剪刀差走势将对房地产投资形成滞后的下行牵引力，经济基本面继续走弱，但尚未超出市场预期；一致预期下市场交易结构趋于脆弱，市场存在调整空间，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；结合前期收益率走势，3.8%以及3.9%为明显的阻力关口，待收益率反弹至相关点位可加大各期限债券的配置力度；从结构性策略来看，近期新老券价差明显走扩，在新券换券的预期下，次新券与非活跃券存在利差缩窄的机会；从期限利差来看，收益率曲线将继续平坦化格局，结合目前的利差来看，2年、5年期存在相对的配置价值；从品种利差来看，年尾配置力量暂时消褪，叠加1-3年隐含税率已明显从底部回归，预计短期保持稳定，而从长期限品种来看，10年国开的隐含税率已降至11%附近，短期存在明显的走扩机会，可针对该期限开展隐含税率走扩的策略；从信用债来看，11月信用债净发行规模明显上升，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。

国际市场策略：本周美联储预计将如期加息，但是结合近期美国经济数据、美债收益率走势来看，明年的加息预期将有所下滑，而加息落地后美元指数预计将有所回落；欧洲央行表示将在首次加息后持续再投资计划，释放明显的鸽派信号，叠加英国脱欧和意大利预算案的影响，欧元汇率弱勢盘整，不排除美元指数下行后的短期反弹；央行对汇率关键点位仍存在明显把控，叠加短期贸易战避险情绪降温，人民币破“7”概率较低。加息预期走弱，叠加期限利差的走平态势，10年美债收益率上行空间较小，不排除12月加息落地后继续下行的可能。

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							
18 浙江台州路桥农商银行 CD002	银行	中诚信国际信用评级有限责任公司	2018-12-10	AA	稳定	AA-	
16 鲁能 02	资本货物	中诚信国际信用评级有限责任公司	2018-12-13	AAA	稳定	AA+	稳定
下调评级或展望							
16 吉林森工 SCP001	材料 II	中诚信国际信用评级有限责任公司	2018-12-10	BBB	A-		材料 II
16 神雾 E1	商业和专业服务	联合信用评级有限公司	2018-12-11	CCC	B		商业和专
17 银控 03	多元金融	大公国际资信评估有限公司	2018-12-11	A+	AA	稳定	多元金融
18 洛娃科技 MTN001	食品、饮料与烟草	联合信用评级有限公司	2018-12-10	C	B	负面	食品、饮料
18 宏图高科 SCP002	零售业	中诚信国际信用评级有限责任公司	2018-12-11	C	BBB-		零售业

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。