推动高质量发展，财政货币齐发力

宏观经济

❖ **国际宏观：**美联储加息 25 个基点，但整体表现不及市场预期鸽派，预计 2019 年美联储将在升息 2 次后暂停加息。欧央行以鸽派姿势退出 QE，英、日央行则维持按兵不动，各国货币政策正常化进程不一。预计 2019 年全球经济将同步减速，全球金融市场波动或加大。

❖ **国内宏观：**中央经济工作会议确定推动制造业高质量发展、促进形成强大国内市场等明年重点工作，宏观政策重点转向寻求“稳增长”与“调结构”的再平衡。央行创设 TMLF 兼顾边际宽松与定向支持，但改善市场风险偏好仍需积极财政政策和稳健货币政策组合发力。

金融市场

❖ **货币政策及资金面：**上周央行合计开展 6000 亿元逆回购操作，有 1200 亿元国库现金定存到期，全口径下合计净投放 4800 亿元。受税期等因素的影响，流动性一度较为紧张，随着央行重启公开市场操作，流动性压力缓解，货币市场整体呈现由紧转松。由于监管考核指标压力，跨年资金需求依然旺盛。本周有 4900 亿元逆回购到期，月末财政支出力度加大，预计资金面仍将维持均衡宽松。

❖ **债券市场：**上周利率债收益率震荡下行，收益率曲线平坦化；信用债收益率整体上行，低评级信用债收益率上行幅度大于高评级，短期限信用利差收窄，信用利差整体走扩。受美联储加息、央行重启逆回购并推出 TMLF 影响，利率债收益率震荡走低；年末部分基金负债端承压，信用债卖盘较多，导致信用利差走扩。展望本周，一是央行仍将维持流动性合理充裕状态，短端收益率上行风险有限；二是本周事件相对偏少，叠加部分机构年底交投活跃度下降，预计市场将呈现震荡走势；三是临近年末，部分机构负债端压力仍在，信用债抛售现象或将延续，短期内信用利差仍存走阔概率。

❖ **外汇市场：**美联储坚持加息缩表，美国政府关门，国防部长辞职，美元短期或将保持震荡走势；欧盟与意大利就预算问题达成一致，但经济增长问题令欧元难有进一步上涨空间。11 月代客即期结售汇逆差扩大，随着人民币汇率预期明显改善，短期人民币将保持区间震荡态势。

❖ **商品市场：**市场风险偏好上升，黄金价格上涨。短期内由于美国圣诞假期影响市场交投清淡，预计金价将维持震荡。市场信心下挫，国际油价上周跌幅超过 10%。未来油价可能在短期内震荡整理，等待更为明显的价格变动信号。

市场展望及策略建议

❖ 央行重启逆回购，短期关注季节扰动。结合 TMLF 及经济工作会议表态，中期内货币政策边际转松的概率增大，可加大 6M-1Y 同业存单的配置力度；债市方面，短期交投情绪将逐渐减弱，预计维持窄幅震荡态势，中期下行空间仍然可期，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，7-10Y 国债、非关键期限金融债配置价值仍较为凸显。预计在美国基本面数据转弱前货币政策难以转松，美债收益率下行空间相对有限。

联系人

马至夏
010-85607524
mazhixia@abchina.com

甄志昊
010-85607523
zhenzhihao@abchina.com

张朔
021-20687246
zhang_shuo@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

美联储加息 25 个基点，但整体表现不及市场预期鸽派，预计 2019 年美联储将在升息 2 次后暂停加息。欧央行以鸽派姿势退出 QE，英、日央行则维持按兵不动，各国货币政策正常化进程不一。预计 2019 年全球经济将同步减速，全球金融市场波动或加大。

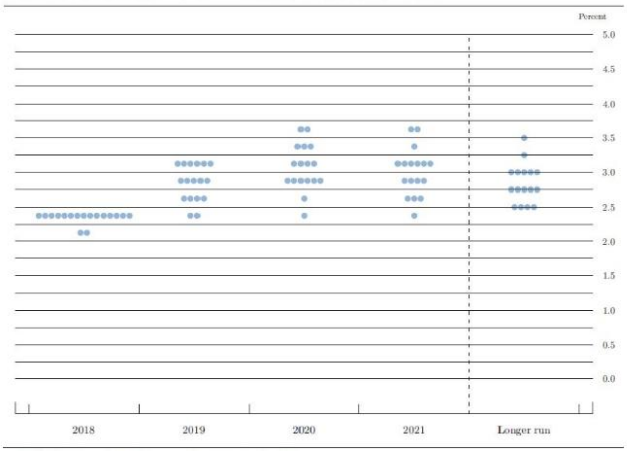
美联储加息 25 个基点，将 2019 年的加息次数从 9 月预计的 3 次下调为 2 次，整体表现不及市场预期鸽派。12 月美联储议息会议决定将联邦基金利率区间上调 25bp 至 2.25%-2.5%，这是今年的第四次加息，符合市场预期。同时，鲍威尔表示将继续落实每月缩表 500 亿美元的计划。**对当前经济和通胀看法方面，**美联储认为当前劳动力市场持续表现强劲，失业率处在低位，经济活动强劲增长，整体通胀和核心通胀接近 2%，经济前景的风险大致平衡，但将继续关注全球经济和金融进展。**未来经济和通胀预期方面，**下调 2019 年实际 GDP 增速 0.2 个百分点至 2.3%，下调 2019 年核心 PCE 同比增速 0.1 个百分点至 2.0%。**未来加息次数方面，**12 月会议声明将联邦基金利率目标区间“进一步上升”改为“进一步有所上升”，同时鲍威尔表示美联储已经抵达了中性利率区间的下端，点阵图则显示 2019 年加息从 3 次降为 2 次，年底将达到 2.875%（9 月预期为 3.125%）。**整体来看，本次会议声明虽然调降了明年加息次数及经济、通胀预期，但仍认为经济、就业强劲，表示利率将“进一步有所上升”且将维持缩表计划，美联储的加息态度有所软化，但不及市场预期的鸽派。未来美国经济边际放缓可能性加大，但暂无失速风险，预计 2019 年美联储将在升息 2 次后暂停加息。**

其他主要经济体方面，欧央行以鸽派姿势退出 QE，英、日央行则维持按兵不动，各国货币政策正常化进程不一。两周前，欧洲央行以鸽派姿势退出 QE，但明确至少在 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，日本和英国央行先后公布利率决议，均维持基准利率及资产购买计划不变，符合预期。2008 年经济危机后，全球主要央行纷纷采取货币宽松政策应对。之后，**在走向货币政策正常化的路径上，大致遵循着结束 QE、加息、缩表的顺序，但因各国经济复苏快慢不一，开始货币政策正常化的时间点有所不同。**美联储自 2015 年 12 月开始加息，是退出宽松的第一个国家，至今已连续加息 9 次、持续 3 年。英国央行自 2017 年 10 月开始加息，至今已连续加息 2 次、持续 1 年多。欧洲央行在货币紧缩方面一直表现谨慎，直到 2018 年 6 月才宣布在年底退出 QE。日本央行则于 1 年前开始逐步减少购买政府债券。

展望未来，在贸易摩擦加剧、地缘政治事件时有发生的大背景下，预计 2019 年全球经济将同步减速。美国经济在财政刺激下的强劲增长将有所回落，结束“一枝独秀”；欧洲受贸易摩擦拖累、区内政治事件等影响没有明显增长亮点，预计会维持较为温和的经济增长和通胀，美欧经济增长差异将小于今年。同时，贸易摩擦、外部环境收紧对新兴市场带来的挑战依然存在。全球金融市场受

超预期事件影响的波动或加大。

图表 1. 12 月美联储点阵图



数据来源：美联储官网

图表 2. 美国就业及通胀数据

数据来源：Wind 资讯

国内宏观

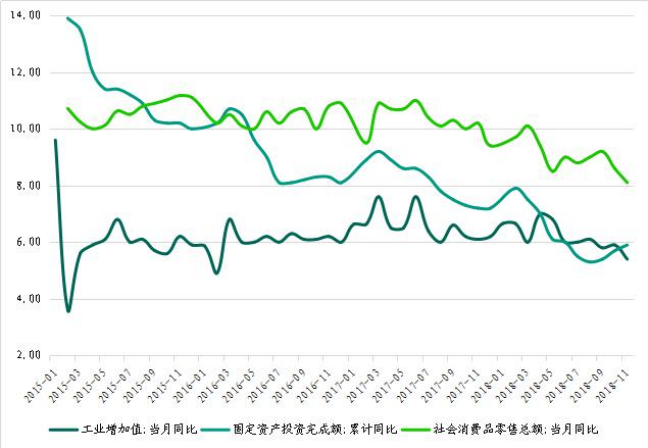
中央经济工作会议确定推动制造业高质量发展、促进形成强大国内市场等明年重点工作，宏观政策重点转向寻求“稳增长”与“调结构”的再平衡。央行创设 TMLF 兼顾边际宽松与定向支持，但改善市场风险偏好仍需积极财政政策和稳健货币政策组合发力。

中央经济工作会议确定推动制造业高质量发展、促进形成强大国内市场等明年重点工作，宏观政策重点转向寻求“稳增长”与“调结构”的再平衡。中央经济工作会议 12 月 19 日至 21 日在北京举行，会议确定，**明年要抓好的重点工作任务主要有七项：**一是推动制造业高质量发展；二是促进形成强大国内市场；三是扎实推进乡村振兴战略；四是促进区域协调发展；五是加快经济体制改革；六是推动全方位对外开放；七是加强保障和改善民生。**会议指出当前经济面临下行压力，**“经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力”，“要增强忧患意识，抓住主要矛盾，有针对性地加以解决”。**宏观政策要强化逆周期调节，**强调“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求；积极的财政政策要加力提效”，“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕”。**坚持以供给侧结构性改革为主线，继续打好三大攻坚战，**“打好防范化解重大风险攻坚战，要坚持结构性去杠杆的基本思路，防范金融市场异常波动和共振，稳妥处理地方政府债务风险”。**将推进更高水平对外开放，**“推动由商品和要素流动型开放向规则等制度型开放转变”。**整体来看，本次中央经济工作会议延续了此前政治局会议基调，认为当前国内外经济稳中有变，政策要保持定力，推动积极财政政策加力提效、稳健货币政策松紧适度，释放了积极维稳信号，宏观政策重点转向寻求“稳增长”与“调结构”的再平衡。在应对外部环境变化时，增强内部发展、持续开放则是必然选择，稳国内经济的预期不变。**

上周，央行创设定向中期借贷便利（TMLF），期限延长、利率降低，兼顾边际宽松与定向支持，但银行态度或保持理性客观。一是定向针对的是对实体经济，尤其是小微企业、民营企业的信贷投放。大型银行对支持小微企业、民营企业发挥了重要作用，TMLF 能够为其提供较为稳定的长期资金来源，增强对小微企业、民营企业的信贷供给能力，降低融资成本。**二是获得资金后具备进一步增加小微企业、民营企业贷款潜力的银行可提出申请。**大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行，如符合宏观审慎要求、资本较为充足、资产质量健康、获得央行资金后具备进一步增加小微企业民营企业贷款的潜力，可向人民银行提出申请。**三是期限最长可达三年，利率比 MLF 优惠 15 个基点。**TMLF 操作期限为一年，到期可续做两次，实际使用期限可达三年。同时目前 TMLF 利率为 3.15%，比 MLF 利率优惠 15 个基点。此前央行常用的 MLF 工具期限长度是 3 个月/6 个月/1 年，今年投放的均为一年期，而近期的降准也多是用于置换 MLF，**“缩短放长”的操作意图愈发明显，意在更好地引导银行资产端和负债端的期限匹配。**本次创设 TMLF，期限延长、利率降低，对于向小微企业、民营企业放贷较多的银行是一种长效激励机制，进一步缩短放长，**兼顾边际宽松与定向支持，**有助于稳定小微企业、民营企业融资预期。但也应注意到，当前信用环境下，**银行放款更注重风险控制而不仅在于量价成本，**银行态度或保持理性客观。

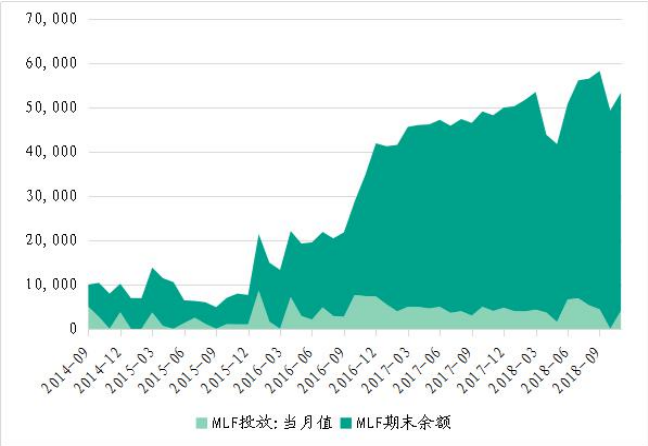
综合来看，明年全球经济将同步减速，美联储货币环境收紧节奏有所放缓，为国内宏观政策打开了一定空间。央行通过创设 TMLF 进一步探索在资金供给方推动宽信用的办法，但为了改善市场整体风险偏好，提升资金需求方，尤其是小微企业、民营企业本身的经营活力更为重要，财政政策在此发力空间较大，未来需持续关注积极财政政策和稳健货币政策的组合发力。

图表 3. 国内经济下行压力不减



数据来源：Wind 资讯

图表 4. MLF 投放情况



数据来源：Wind 资讯

金融市场

货币政策与资金面

上周央行合计开展 6000 亿元逆回购操作，有 1200 亿元国库现金定存到期，全口径下合计净投放 4800 亿元。受税期等扰动因素的影响，上周市场流动性一度较为紧张，但随着央行重启公开市场操作，流动性压力得以缓解，货币市场整体呈现出由紧转松的过程，但由于监管考核指标的压力，跨年资金需求依然旺盛。本周将有 4900 亿元逆回购到期，但随着月末财政支出力度的加大，预计资金面仍将维持均衡宽松的状态。

具体来看，上周央行在连续暂停 36 个交易日之后重启逆回购操作，单周累计净投放 6000 亿元，创 11 个月单周新高。**质押式回购利率方面，上周市场总体呈现由紧转松的局面，月内资金充裕，跨年资金需求旺盛。**截至 12 月 21 日，R001 加权平均利率为 2.51%，较前周下行 20bp；R007 加权平均利率为 2.66%，较前周下行 23bp；R014 加权平均利率为 5.16%，较前周上行 229bp。**同业存单方面，上周发行量有所减少，净融资额回落较多。**上周共发行 729 只总计 3910.8 亿元，到期 534 只总计 4769.0 亿元，净融资额为-858.2 亿元，较前周减少 3466.6 亿元。**其中，中短期限存单利率明显上升，利率曲线趋于平坦。**具体来看，3 个月 AAA+同业存单利率为 3.39%，较前周上行 19bp;6 个月 AAA+同业存单利率为 3.36%,较前周上行 13bp;9 个月 AAA+同业存单利率为 3.38%，较前周下行 2bp。**票据直贴利率和转贴利率均保持不变，**上周长三角地区 6 个月票据直贴利率为 2.90%，6 个月票据转贴利率为 2.55%。

上周税期和银行年末考核临近对市场产生一定的冲击，但政策层面上的一系列措施及时稳定市场预期，奠定了明年货币政策的总基调。一是央行适时重启逆回购操作，呵护市场流动性，维持银行间资金的合理充裕。受税期等因素的影响，上周货币市场资金面一度收紧，但央行合计共开展了 6000 亿元逆回购操作，其中包含 1100 亿元 14 天跨年资金品种，向市场投放大量流动性，促使短期资金由紧转松，同时也缓解了部分跨年资金紧缺的压力，明确了央行维持市场稳定的意图。**二是央行决定创设定向中期借贷便利（TMLF），通过定向降低 MLF 利率，并延长资金的使用期限，着力引导银行加大对实体经济的支持力度。**由于 TMLF 的操作利率比 MLF 利率优惠 15BP，并且资金实际使用期限可长达三年，可为银行体系提供长久期的资金来源，进一步降低银行负债成本，有利于促进银行负债端预期的改善，进一步疏通货币政策的传导机制，从而缓解民营企业、小微企业融资难、融资贵的问题。**三是中央经济工作会议把稳就业摆在突出位置，货币政策更趋放松，财政政策有望更加积极。**此次会议进一步强调了宏观调控的逆周期调节，指出稳健的货币政策要松紧适度，明年有望通过加大减税降费力度为实现“六稳”目标提供支持，但对汇率稳定方面未过多提及，表明在当前中美经济周期与货币政策周期双背离的背景下，优先稳定国内经济增长，保持货币政策的独立性。

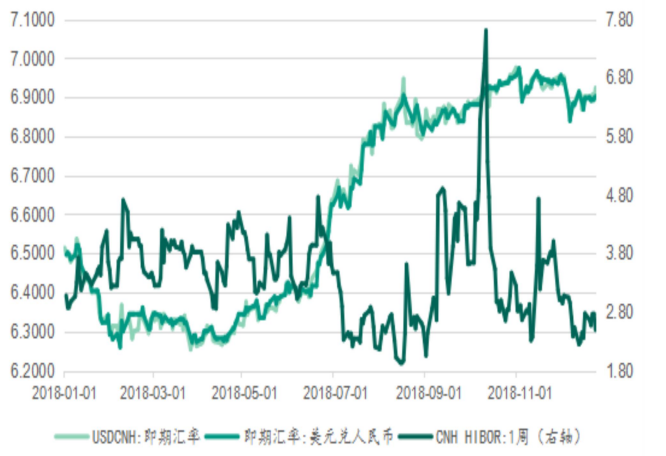
展望本周，考虑到美联储 12 月议息会议声明中加息前瞻指引措辞弱化，结合美股指数持续下跌，外部的汇率压力有所缓解；随着原油等商品价格走低，通胀压力相对较小；近期央行大规模的公开市场投放以及多种货币政策工具的结合使用，明确传递了维持市场稳定的意图，因此，预计央行未来仍将保持相对宽松的货币政策取向。**本周将有 4900 亿元逆回购到期，可能对市场流动性形成一定的冲击，与此同时，由于年末监管考核压力较大，跨年资金需求依然旺盛，但考虑到月末财政支出力度的加大可以对冲资金到期的影响，预计资金面仍将维持均衡宽松的状态。**

图表 5.同业存放利率变动

	2018-12-21		2018-12-14	
期限	融出	融入	融出	融入
1W	2.9-2.4	3.7-0.72	2.9-2.4	2.25-0.72
2W	3.4-3.35	3.75-2.71	3.4-3.35	3.3-0.72
1M	4.1-4	3.7-3.35	4.1-4.0	3.9-2.8
3M	3.4-3.35	3.5-3.2	3.4-3.35	3.33-3
6M	4.1-4	3.4-3.15	4.1-4.0	3.8-3.1
1Y	4.6-4.15	3.6-3.34	4.6-4.15	3.78-3.32

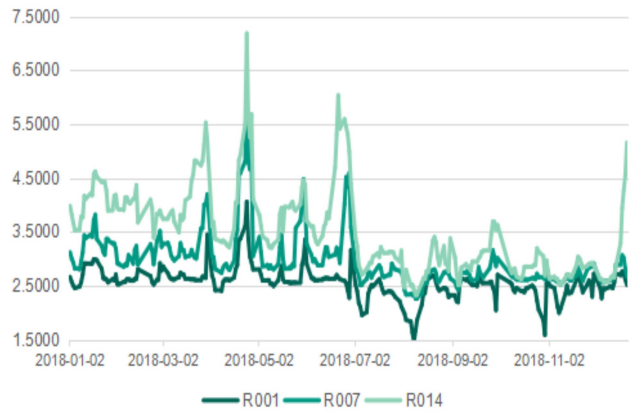
数据来源：Wind 资讯、上海国际货币

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

上周利率债收益率震荡下行，收益率曲线平坦化；信用债收益率整体上行，低评级信用债收益率上行幅度大于高评级，短期限信用利差收窄，信用利差整体走扩。受美联储加息、央行重启逆回购并推出 TMLF 影响，利率债收益率震荡走低；年末部分基金负债端承压，信用债卖盘较多，导致

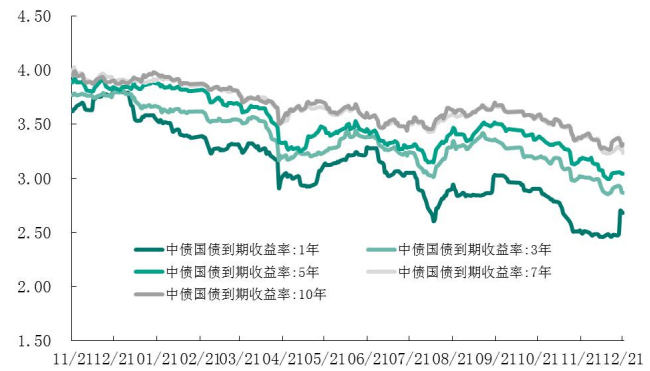
信用利差走扩。展望本周，一是央行仍将维持流动性合理充裕状态，短端收益率上行风险有限；二是本周事件相对偏少，叠加部分机构年底交投活跃度下降，预计市场将呈现震荡走势；三是临近年末，部分机构负债端压力仍在，信用债抛售现象或将延续，短期内信用利差仍存走阔概率。

上周利率债走势方面,各期限收益率整体下行,央行重启逆回购,连续五天累计投放流动性6000亿元，资金面先紧后松，短端收益率下行 1-3bp；长端方面，美联储未受利差倒挂及特朗普喊话影响如期加息，国内方面央行推出定向中期借贷便利（TMLF），意图降低小微企业融资成本，引导利率下行，叠加近期重要会议均未有超预期减税降费政策推出，长端收益率下行 3-7bp。整体来看，长端收益率下行幅度超过短端，收益率曲线呈平坦化格局。

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，缴税期已过，央行通过逆回购投放连续资金，维持市场流动性合理充裕；长端方面，一是央行推出中期借贷便利（TMLF），利率比 1 年期 MLF 低 15bp，属于结构性降息，该举措超出市场预期，推动收益率下行；二是上周召开纪念改革开放四十周年会议及中央经济工作会议，会议基调以“稳”为主，进一步减税降费政策预计明年推出，市场情绪逐渐稳定，收益率重回下行通道；三是从高频数据来看，国内基本面仍然难言见底，经济拐点尚未出现，支持债牛的核心要素仍然成立。

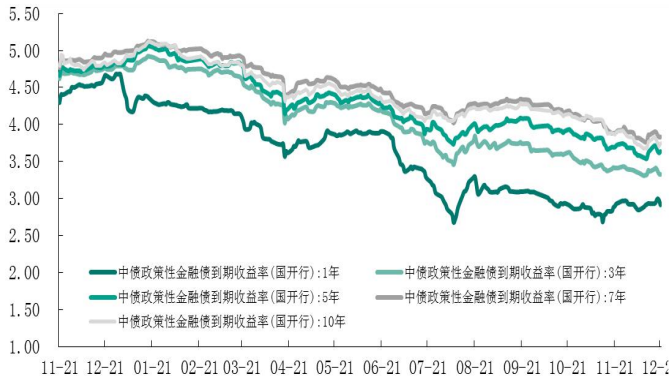
信用债方面，全周来看，年末基金负债端呈压，部分机构二级市场中抛售信用债，导致信用债收益率大部分上行，上行幅度在 2-8bp，其中低评级信用债收益率大于高评级，低久期上行幅度大于高久期。信用利差方面，经过前几周信用利差持续收窄的过程后，本周信用利差出现分化，短期信用利差走扩，中长期利差部分继续收窄，接近年末，短端收益率波动较大，流动性因素及部分机构负债端压力对信用利差产生一定影响，预计跨年后信用利差将重回下行通道，后续重点关注民企融资环境改善情况。

图表 9. 国债收益率走势



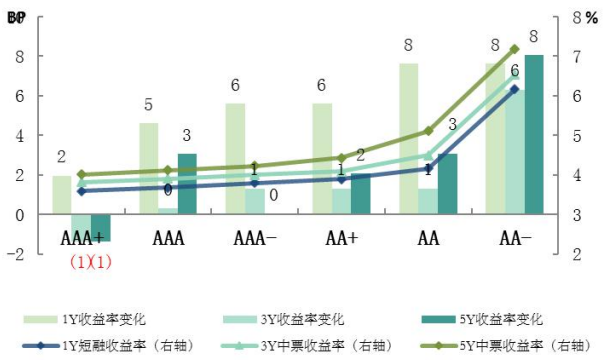
数据来源：Wind 资讯

图表 10. 政策性金融债收益率走势



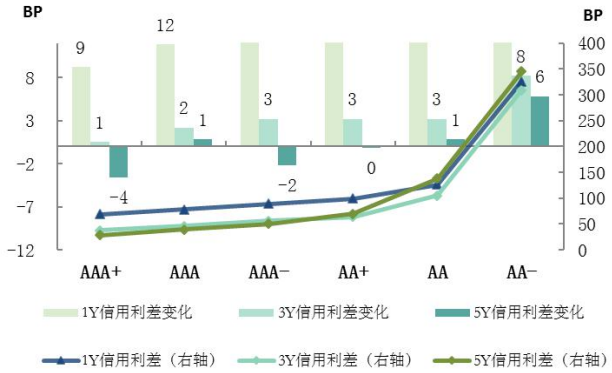
数据来源：Wind 资讯

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

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，其中雏鹰农牧集团股份有限公司、佛山市中基投资有限公司、永泰能源股份有限公司之前均已经出现过债券违约。3 家主体中的均为民企，所在行业各不相同，其中雏鹰农牧违约主要由经营不善及控股股东过高比例股权质押所致；佛山市中基投资有限公司由于融资能力丧失导致资金周转困难，进而出现流动性危机；永泰能源由于经营不善、负债规模管控不当及负债率过高导致债务兑付困难。

展望本周，第一，上周税期已过，央行连续投放流动性，虽然本周有 4900 亿逆回购到期，但预计央行仍将维持流动性合理充裕状态，短端收益率上行风险有限；第二，长端方面，上周政策集中释放，本周事件相对偏少，叠加部分机构年底交投活跃度下降，预计市场将呈现震荡走势；第三，在信用利差方面，临近年末，部分机构负债端压力仍在，信用债抛售现象或将延续，短期内信用利差仍存走阔概率。

外汇市场

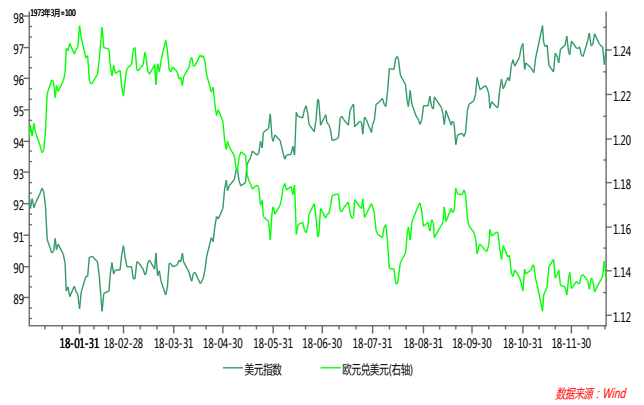
美联储坚持加息缩表，美国政府关门，国防部长辞职，美元短期或将保持震荡走势；欧盟与意大利就预算问题达成一致，但经济增长问题令欧元难有进一步上涨空间。11 月代客即期结售汇逆差扩大，随着人民币汇率预期明显改善，短期人民币将保持区间震荡态势。

美联储坚持加息缩表，欧盟与意大利就预算问题达成一致。上周，美元指数先跌后涨，收于 96.96，当周下跌 0.49%。欧元兑美元保持震荡走势，当周上涨 0.56%，收于 1.1369。日元上周大幅升值，兑美元升至 1.90%，收于 111.22。**一是美联储坚持加息缩表。**美联储在年内最后一次议息会议并未受到特朗普的动摇，一如市场预期宣布加息 25 个基点。虽然美联储下调了经济展望，但点阵图暗示明年仍有可能加息两次，且鲍威尔在讲话中表示将继续缩表。鲍威尔讲话并未如市场此

前预期一般鸽派，令美元获得支撑。**二是美国政府关门，国防部长辞职。**美国两党就边境预算的纠葛使得国会错过了审议预算案的时间，美国政府部分关门。此外，特朗普执意从叙利亚撤军，美国国防部长马蒂斯宣布辞职，此后美国外交及战略部署或将更加激进，令美元承压。**三是意大利与欧盟达成预算共识。**意大利与欧盟达成协议，同意将 2019 财年的预算赤字降低至 GDP 占比的 2.04%，此举降低了欧洲内部的政治风险，缓和了意大利与欧盟之间的关系，欧元获得上涨动能。**短期来看，本周前半周恰逢圣诞节假期，美国政府预算问题将继续发酵，关门时间可能进一步延长，短期对市场风险偏好产生冲击，对美元存在一定不确定性。欧洲政治风险暂缓后，经济难有起色成为掣肘欧央行和欧元的重要因素，欧元短期或将保持盘整态势。**

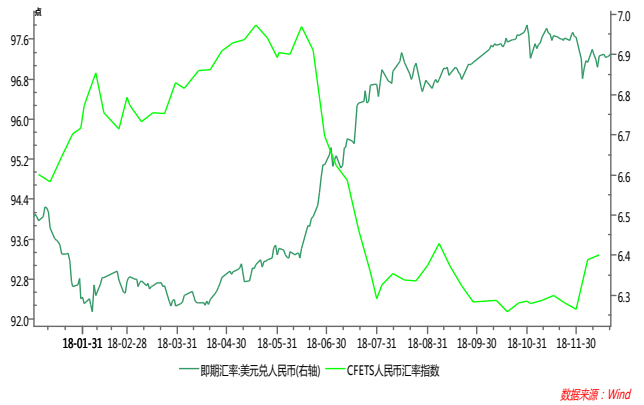
代客即期结售汇逆差扩大，人民币保持区间震荡。上周，在岸人民币汇率收于 6.9019，当周下跌 44pips，跌幅为 0.06%。**一是 11 月代客即期结售汇逆差扩大，与外储变动相背离，结售汇“异常”分化或难持续。**最新结售汇数据显示 11 月银行代客结售汇逆差 201 亿美元，环比扩大 166 亿美元，央行外汇占款环比下降 571 亿元，前值下降 916 亿元。售汇规模提升导致 11 月银行即期结售汇逆差环比大幅扩大。11 月购汇率继续维持在 67%水平附近，结汇率则大幅下行，回落到 2015 年 9 月到 2016 年底的均值水平。**二是中央经济工作会议未直接谈及人民币汇率，未来仍将及加大开放水平。**本次会议并未直接谈及人民币汇率相关内容，但本币会议指出“全方面对外开放”是 2019 年工作重点之一。一方面，2019 年，资本金融账户下制度开放吸引的外资流入将继续对冲经常账户顺差趋势性收窄带来的隐患。另一方面，本次会议提出“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕”，利差和货币宽松周期将制约人民币汇率升值方向的趋势性动力。**短期看，G20 峰会后中美关系边际改善，汇率预期明显改善，预计 12 月购结汇率差将有所缩小。考虑到近期中美关系缓和使得美元兑人民币震荡中枢下移，为政策腾挪更大空间，此外，中美贸易谈判客观上对人民币汇率市场化波动提出需求，外汇市场数量型干预的力度也将减小。未来外汇储备和外汇占款规模或将企稳，有助于人民币汇率保持相对稳定。**

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

市场风险偏好上升，黄金价格上涨。短期内由于美国圣诞假期影响市场交投清淡，预计金价将维持震荡。市场信心下挫，国际油价上周跌幅超过 10%。未来油价可能在短期内震荡整理，等待更为明显的价格变动信号。

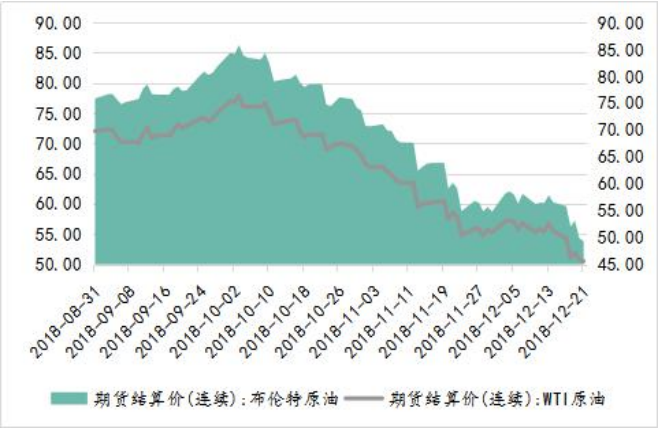
市场风险偏好上升，黄金价格上涨。截至上周五，伦敦现货黄金为 1258.15 美元/盎司，较前一周末上升 1.85%。一是美联储下调 2019 年经济和通胀预期，加息前景不确定性提升市场避险情绪。二是风险资产受到利率上行和经济回落预期双重影响回调，利好金价。三是特朗普政府政治风险增加。一方面，特朗普就美墨边境修墙和政府预算问题与两院存在分歧，美国政府的部分执行部门已经从 22 日起开启年内三度关门；另一方面，国防部长马蒂斯的辞职表明总统与其关于叙利亚问题存在分歧，市场的风险偏好处于低位，避险情绪对金价构成支撑。**展望未来，短期内由于美国圣诞假期影响市场交投清淡，预计金价将维持震荡；长期来看，由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。**

市场信心下挫，国际油价上周跌幅超过 10%。12 月 21 日布伦特原油期货结算价和 WTI 原油期货结算价分别为 53.82 美元/桶和 45.59 美元/桶，较前一周五下行 10.72%和 10.96%。**一是市场对原油供需关系持续悲观。**需求方面，由于全球和亚太地区经济下行压力增加，市场下调 2019 年全球原油需求；供给方面，尽管 OPEC+已经达成减产协议，约定自明年 1 月起减产 120 万桶/天，其中 OPEC 承担 80 万桶/天的减产任务，伊朗得以豁免。非 OPEC 份额中，俄罗斯的减产目标为 22.8 万桶/天。但是目前市场对减产协议在执行时间和力度两方面都产生担忧。一方面是 OPEC+是否能在 4 月份重新开会后继续延长减产，另一方面是美国在 2019 年产量增幅的程度。**二是原油净多头持仓水平大幅下降，程序化交易放大价格波动。**根据美国商品期货交易委员会公布的数据，截至 12 月 18 日，纽约商品交易所的 WTI 非商业净多头持仓占比已经降至 2017 年 9 月附近的水平，并已接近 16 年油价触底至今的低点位置，基本意味着此轮油价上涨的多方已经完全撤出。而基于价格趋势进行买卖操作的程序化交易容易放大单边趋势，在近期油价下行明显的情况下进一步放大了价格波动。**三是在近期宏观环境下并且临近年底，市场避险情绪升温，原油等风险资产价格下跌。展望未来，油价可能在短期内震荡整理，等待更为明显的价格走势信号。**

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

央行重启逆回购，短期关注季节扰动。结合 TMLF 及经济工作会议表态，中期内货币政策边际转松的概率增大，可加大 6M-1Y 同业存单的配置力度；债市方面，短期交投情绪将逐渐减弱，预计维持窄幅震荡态势，中期下行空间仍然可期，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，7-10Y 国债、非关键期限金融债配置价值仍较为凸显。预计在美国基本面数据转弱前货币政策难以转松，美债收益率下行空间相对有限。

国内市场策略：央行重启逆回购操作并持续进行流动性投放，维稳年底资金面，短期内主要关注季节性扰动。结合创设定向中期借贷便利、中央经济工作会议对明年货币政策的表态来看，未来货币政策边际转松的概率增大。同业存单方面，上半月一级发行需求旺盛，预计 6M-1Y 期仍将维持高位，在 3.5%-3.6%区间仍有较高配置价值。债券市场方面，近期市场重磅消息频出，波动幅度明显加大，周一受明年地方债提前发行影响收益率反弹至 3.80%以上，周中在美联储如期加息但对未来表态偏鸽、央行新创设 TMLF 且利率低于 MLF 15bp 引发市场对货币政策宽松预期等因素影响下，收益率大幅下行至前期低点 3.67%附近，周五中央工作经济会议对明年相关政策定调，收益率再度反弹，最终收于 3.75%附近。考虑到本周为 2018 年最后一周，市场交投情绪逐渐消退，且无重要信息发布，预计全周收益率将维持窄幅震荡格局，策略上维持仓位稳定、逆势操作；从结构性策略来看，利率下行环境下，各期限活跃券与非活跃券利差均有所拉大，可以进行空活跃券多非活跃券的操作；从期限利差来看，央行有意加大对长期限资金投放，预计收益率曲线可能进一步走平，从历史分位和资金利率来看，5-10 年期国债具有较高配置价值，3-4 年、5-6 年期金融债具有较高骑乘收益；从品种利差来看，国债一级招标结果维持旺盛，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，国债配置期限仍可维持在 7-10 年。

国际市场策略：美联储 12 月议息会议如期加息，下调明年加息次数及经济展望，整体仍显鸽派，叠加美国政府部分停摆，美债收益率快速下行。目前特朗普政府对美联储持续加息持续抨击，而最新公布的三季度 GDP 及 11 月 PCE 物价均保持稳健，未来美联储是否受到政治压力影响，或美国基本面数据是否发生转向，将影响明年加息路径，在此之前预计美债收益率进一步下行空间有限。

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							
吉林省高速公路集团有限公司	运输	联合资信评估有限公司	2018-12-18	AAA	稳定	AA+	稳定
浙江兰溪农村商业银行股份有限公司	银行	东方金诚国际信用评估有限公司	2018-12-19	AA-		A+	
营口沿海银行股份有限公司	银行	联合资信评估有限公司	2018-12-21	AA	稳定	AA-	稳定
扬州市邗江城市建设发展有限公司	资本货物	东方金诚国际信用评估有限公司	2018-12-21	AA+	稳定	AA	稳定
下调评级或展望							
神雾科技集团股份有限公司	商业和专业服务	联合信用评级有限公司	2018-12-18	C		CCC	

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。