

2019年1月21日

金融市场部

英国脱欧再现波折，债市收益陡峭下行

宏观经济

❖ **国际宏观：**近期多位美联储高官发表鸽派言论，美联储褐皮书显示经济增长出现疲软迹象，美联储未来加息路径不确定性增加。英国议会否决脱欧协议，德拉吉表示欧元区经济弱于预期。整体来看，2019年全球经济增速或同步放缓，主要国家退出宽松货币政策的步伐将有所放缓。

❖ **国内宏观：**金融数据超预期，票融冲量态势不变，但整体结构边际改善。12月房价数据显示一线城市商品住宅销售价格涨跌互现，二三线城市涨幅回落。展望未来，居民购房需求或将有所减弱，继续对固定资产投资增速及信贷数据形成拖累。

金融市场

❖ **货币政策及资金面：**上周央行合计开展12700亿元逆回购操作，有1100亿元逆回购到期和3900亿元MLF回笼，全口径下合计净投放7700亿元。1月份是传统缴税大月，央行适时向市场注入大量流动性，跨月资金需求得到满足，使资金面整体保持宽松状态，市场利率水平整体较为平稳。本周将有7700亿元逆回购到期，但考虑第二阶段降准措施的正式实施以及TMLF等货币政策工具的综合运用，预计本周资金面仍将维持相对宽松的状态。

❖ **债券市场：**上周收益率曲线陡峭化下行；信用债方面，收益率整体下行，信用利差收窄。展望本周，第一，本周有7700亿元逆回购到期，但预计本周仍会适度续作逆回购，短端收益率上行风险有限；第二，市场预期基本面仍然偏弱，但考虑到地方债供给增加可能会对市场产生一定冲击，预计长端收益率以震荡为主；第三，在信用利差方面，随着收益率不断下行，利率债难以覆盖部分机构负债端成本，信用债收益率价值凸显，预计信用利差尚有进一步收窄空间。

❖ **外汇市场：**英国脱欧进程遇挫，脱欧大概率延期，硬脱欧风险降低，英镑上涨；美联储官员转鸽，德拉吉持续鸽派表态，美元指数被动上涨。短期美国政府关门事件难以解决，美元缺乏上涨动能。人民币大幅升值结束，上周小幅贬值。中美关系处于缓和期、风险情绪上升背景下，人民币兑美元或将延续震荡态势。

❖ **商品市场：**多重不确定下黄金窄幅震荡。由于2019年对于全球市场而言，不确定性料将仍是主旋律，预计金价在长期仍将有一定支撑。上周油价反弹持续，市场整体风险偏好上升。市场对于未来的担忧或恐慌明显减轻，但是基本面上的改善较为有限，预计油价进一步上涨的空间相对有限，短期横盘震荡的概率较大。

市场展望及策略建议

❖ 央行大规模投放资金，短期内关注春节扰动。存单利率预计在当前位置窄幅震荡，1Y期同业存单仍有配置价值；债市方面，短期将进入数据真空期，在前期利多逐渐兑现、地方债供给上量下，预计收益率可能有所反弹，可进行部分止盈以及缩短久期的策略操作，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，3-5Y国债、金融债配置价值较为凸显，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。全球风险偏好提升，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

近期多位美联储高官发表鸽派言论，美联储褐皮书显示经济增长出现疲软迹象，美联储未来加息路径不确定性增加。英国议会否决脱欧协议，德拉吉表示欧元区经济弱于预期。整体来看，2019年全球经济增速或同步放缓，主要国家退出宽松货币政策的步伐将有所放缓。

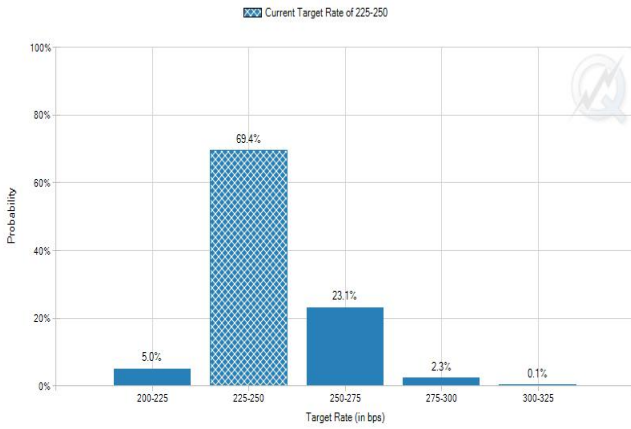
近期多位美联储高官发表鸽派言论，美联储褐皮书显示经济增长出现疲软迹象，美联储未来加息路径不确定性增加。上周，2019年FOMC票委芝加哥联储主席埃文斯和堪萨斯联储主席艾斯特乔治均发表鸽派讲话。埃文斯表示，美国当前经济状况良好，就业报告显示出强势，但“在加息上可以轻松的保持耐心”。他认为，美联储应该继续评估数据，就业增长应该开始放缓，美联储正“处于暂停的好时点”，同时他也并不担心通胀失控。埃文斯表示2019年加息两次的预期完全合情合理，但加息次数也可能少于两次，此前他预计美联储今年将加息三次，明年停止加息。艾斯特乔治则在加息上需要更耐心、谨慎，以免扼杀经济增长。她表示，经过两年几乎不间断的季度加息后，借贷成本已经接近“中性”即不再提升或抑制增长的水平，“就目前而言，我们应该谨慎行事。随着我们接近目标，我们要耐心等待。暂停正常化过程会给我们时间进行评估，看经济是否正如预期那样放缓至可持续的长期增长率。”而上周公布的美联储褐皮书也称，美国大多数地区的经济温和增长，但增速出现疲软迹象。由于金融市场波动性上升、短期利率上涨、能源价格下跌、以及贸易和政治不确定性加剧等缘故，许多地区报告称乐观情绪降温。结合此前多位联储官员的发声，美联储今年加息不确定性有所增加。

英国议会否决脱欧协议，脱欧替代方案的议会投票或推迟；德拉吉表示欧元区经济弱于预期，仍需大量货币宽松。上周，英国议会对脱欧协议的投票结果出炉，最终议会以432:202票否决了英国首相特蕾莎·梅和欧盟达成的脱欧协议。其中有118位保守党议员投出反对票，反对梅的脱欧协议。脱欧协议被否第二日，梅顺利赢得信任投票，英国议会否决了反对党工党领导人科尔宾提出的对政府不信任动议，梅政府扳回一局。随后，梅计划推迟脱欧替代方案的议会投票至1月29日，在当日的辩论中议员们将能够修改该方案，这意味着为支持二次公投、挪威式脱欧的异见人士提供了一次机会，进一步降低了“无协议脱欧”的可能性。上周二，欧洲央行行长德拉吉在欧洲议会发言表示，近期欧元区经济发展势头弱于预期，全球风险带来的不确定性仍然突出，大量货币宽松刺激政策仍然需要。经济数据显示，欧洲经济的领头羊德国经济显露颓势，2018年GDP增速放缓至1.5%，不及2016年和2017年的2.2%，创五年新低。欧央行已于12月停止买债计划，然而由于近期欧元区经济增长疲弱，欧央行的加息议程显得遥遥无期。

整体来看，2019年全球经济增速或同步放缓，主要国家退出宽松货币政策的步伐将有所放缓。美国受财政约束、融资成本上升等因素影响，经济增速或回落至2.5%左右，美联储加息次数预计

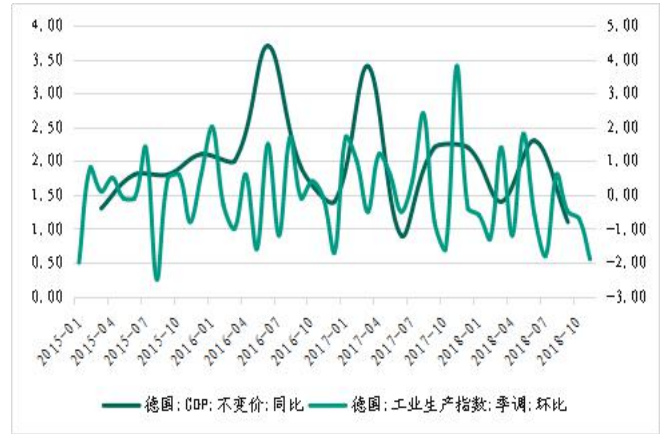
将降至 1-2 次，甚至可能随经济数据变化暂停加息。欧洲地缘、政局不稳定因素增加，英国脱欧进展反复，经济增长无明显亮点，欧央行加息或进一步推迟。

图表 1. CME2019 年美联储加息概率图



数据来源: CME 网站

图表 2. 德国经济意外走弱



数据来源: Wind 资讯

国内宏观

12月金融数据超市场预期，票融冲量态势不变，但整体结构呈现边际改善。12月房价数据显示一线城市商品住宅销售价格涨跌互现，二三线城市涨幅回落。展望未来，居民购房需求或将有所减弱，继续对固定投资增速及信贷数据形成拖累。

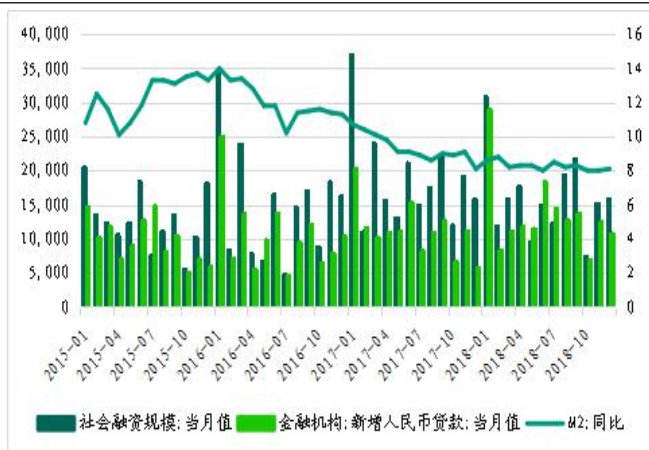
12月金融数据超市场预期，票融冲量态势不变，但整体结构呈现边际改善。12月新增人民币贷款 10800 亿元，社会融资规模 15900 亿元，均超出市场预期；M2 同比增长 8.1%，符合市场预期，前值 8%。具体来看，**一是贷款总量增加，结构边际改善。**12月人民币贷款同比多增 4956 亿元，增量明显高于 8 月以来 1159 亿的平均同比增量。从信贷结构来看，12月居民短期贷款同比多增 1343 亿元，中长期贷款同比减少 33 亿元，显示房地产销量下滑背景下，居民中长期贷款增长乏力。企业贷款新增 4733 亿元，同比多增 2301 亿元，其中票据融资和短期贷款同比多增 3492 亿元，而中长期贷款同比减少 83 亿元，显示企业贷款仍以短期限冲量为主，但是 12 月中长期贷款同比减少的幅度较 11 月大幅收窄，显示企业贷款结构逐渐改善，宽信用效果逐渐体现。**二是表外融资持续收缩，债券融资持续回暖。**12月社融同比多增 33 亿元，较 11 月同比增幅明显提升。从分项来看，12月新增人民币贷款 9269 亿元，但是信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票合计减少 1729 亿元，显示表外融资仍处收缩通道中。此外，企业债券融资 3703 亿元，较 11 月继续回暖。**三是 M1、M2 增速维持低位。**12月 M1 同比增长 1.5%，与 11 月持平。M1 自 16 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持续下降。M2 同比增长 8.1%，较 11 月小幅提升 0.1 个百分点，持平年内低位，显示表外融资收缩

下，企业流动性紧张，存款减少。

12月房价数据显示一线城市商品住宅销售价格涨跌互现，二三线城市涨幅回落。具体来看，新建住宅方面，2018年12月70个大中城市中，新建商品住宅价格上涨的城市有59个，下跌的城市有8个，24个城市涨幅超过1%，较11月减少9个，其中广州涨3%，领跑四个一线城市。二手住宅方面，70个大中城市二手住宅价格环比涨幅为0.3%，已经出现连续45个月的上涨，但涨幅持续回落。相比新建住宅限价，二手房市场价格更代表市场真实价格，特别是一二线热点城市。70城中二手住宅价格环比下跌的有22个，较上月增加5个，其中厦门环比跌幅最大，达到0.6%，北上广深二手房价格则连续三个月环比下跌。

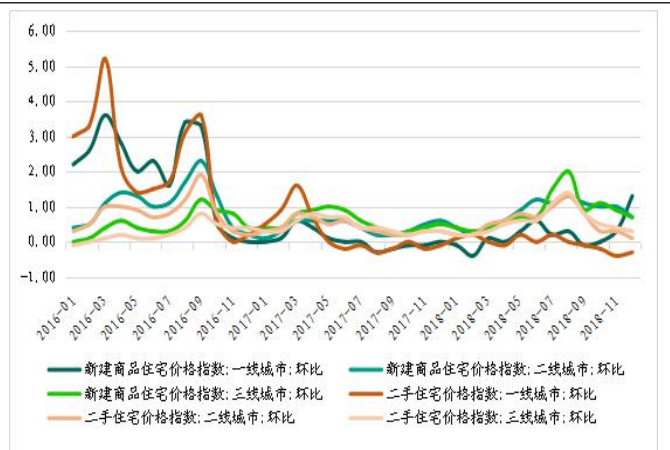
总体来看，12月金融数据尽管存在结构性问题，但是总体超预期，结构性问题在出现边际改善，显示了宽信用政策正在逐渐产生效果。房地产方面，“房住不炒”政策延续，房价涨势得到控制。展望未来，居民购房需求或将有所减弱，一是限价套利难以持续。2019年，新建商品房供给将增加并持续转入，同时，2016年四季度以来部分限售房解禁，供给端扩大；需求端仍受限于高贷款利率与调控升级，限价新房与二手房价差将逐步收窄甚至消失。二是棚改货币化安置比例下滑。2018年二季度以来，住建部要求库存去化较为充分的城市减少货币化安置的比例。2019年棚改货币化安置比例将进一步降低，对房地产需求造成一定拖累。三是刚需或改善性需求下降。未来若经济继续下滑，失业率提升，居民收入预期下滑，则居民加杠杆能力和空间将掣肘居民对住房的刚性或改善性需求。总体看，预计在需求疲软下，房地产市场将继续降温，将继续对固定投资增速及信贷数据形成拖累。

图表3. 12月金融数据超预期



数据来源：Wind 资讯

图表4. 12月70城房价走势



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 12700 亿元逆回购操作，有 1100 亿元逆回购到期和 3900 亿元 MLF 回笼，全口径下合计净投放 7700 亿元。1 月份是传统缴税大月，央行适时向市场注入大量流动性，跨月资金需求得到满足，使资金面整体保持宽松状态，市场利率水平整体较为平稳。本周将有 7700 亿元逆回购到期，但考虑第二阶段降准措施的正式实施以及 TMLF 等货币政策工具的综合运用，预计本周资金面仍将维持相对宽松的状态。

具体来看，上周央行公开市场操作共计净投放 1.16 万亿，投放规模创历史新高，明确地向市场传递了稳定资金面的信号。质押式回购利率方面，受税期影响，隔夜资金利率有所上行，其它期限品种变动不大。截至 1 月 18 日，R001 加权平均利率为 2.22%，较前周上行 47bp；R007 加权平均利率为 2.55%，较前周上行 2bp；R014 加权平均利率为 2.56%，较前周下行 2bp。同业存单方面，由于资金面较月初存在边际收紧的趋势，因此发行量和净融资额均有所增加。上周共发行 489 只总计 3366.3 亿元，到期 503 只总计 2309.8 亿元，净融资额为 1056.5 亿元，较前周增加 746 亿元。其中，由于跨春节资金的需求有所增加，因此短期限存单利率有所回升。具体来看，3 个月 AAA+ 同业存单利率为 2.75%，较前周上行 15bp；6 个月 AAA+ 同业存单利率为 2.76%，较前周上行 6bp；9 个月 AAA+ 同业存单利率为 2.99%，较前周下行 6bp。票据直贴利率和转贴利率均有所上升，上周五长三角地区 6 个月票据直贴利率为 2.90%，6 个月票据转贴利率为 2.60%，均较前周上行 10bp。

由于央行适时对市场流动性进行呵护，上周税期影响相对有限，银行间资金面整体保持宽松状态，春节前资金的季节性紧张因素有所缓解。首先，考虑到税期缴款和后续春节提现需求的因素，央行加大公开市场投放力度，为市场注入大量流动性。1 月 15 日央行正式下调存款准备金率 0.5 个百分点，释放约 7500 亿元资金，虽然可以充分对冲当日回笼的 3900 亿元 MLF，但由于 1 月份是传统缴税大月，为了保障市场流动性的合理充裕，央行通过进行大规模的逆回购操作适时平抑资金波动，进一步稳定市场预期。第二，12 月金融数据超预期，宽信用效果有望逐渐显现，但当前结构性问题仍然突出。12 月新增贷款 10.8 万亿元，同比多增 4956 亿元，但从结构上来看，随着利率水平的持续下行，票据冲量现象仍然突出，而更为核心的中长期贷款数据较为低迷，表明目前宽信用的政策效果仍然较为有限，后续仍需要保持宽松的货币政策为稳增长提供必要保障。第三，在国际贸易环境严峻和国内需求疲软的大背景下，12 月进口和出口数据分别同比下降 7.6% 和 4.4%，下行预期逐步兑现。由于抢出口效应消退，12 月贸易数据大幅回落，美国已加关税对出口的负面影响逐渐开始显现。由于贸易战前景不明，叠加全球经济动能放缓，外需对国内经济的支撑力度不足，未来重点在于通过财政政策和货币政策的协同配合来进一步释放内部需求。

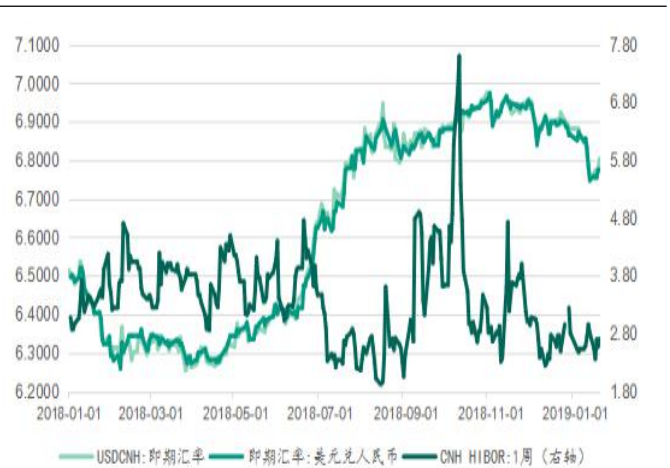
本周随着税期影响因素消退，春节因素的影响将逐渐增强，资金面在一定程度上可能出现月内宽松、跨月相对短缺的结构性紧张局面；但本周第二阶段降准将正式实施，并且央行重启28天逆回购操作，为市场提供了大量跨春节资金，明确了呵护资金面的意图，进一步提振了市场信心；海外方面，英国脱欧协议遭议会否决，美国经济增长势头有所减弱，海外需求对经济增长的拉动有限，经济下行压力依然较大。本周将有7700亿元逆回购到期，考虑到央行第二阶段降准的正式生效以及TMLF等结构性工具的综合运用，预计市场流动性整体仍将保持较为充裕的水平。

图表5. 同业存放利率变动

期限	2019-1-18		2019-1-11	
	融出	融入	融出	融入
1W	2.65-2.5	2.3-0.72	2.9-2.5	2-0.72
2W	3.4-2.5	2.4-0.72	3.4-2.65	1.8-0.72
1M	3.9-2.9	2.85-2.3	4.1-3	2.7-0.72
3M	4.6-3.6	2.95-2.4	3.4-3.35	3.1-2.5
6M	5.05-3	3.08-2.7	4.1-3.8	3.05-2.6
1Y	5-4.05	3.23-3	4.6-4.05	3.3-3.1

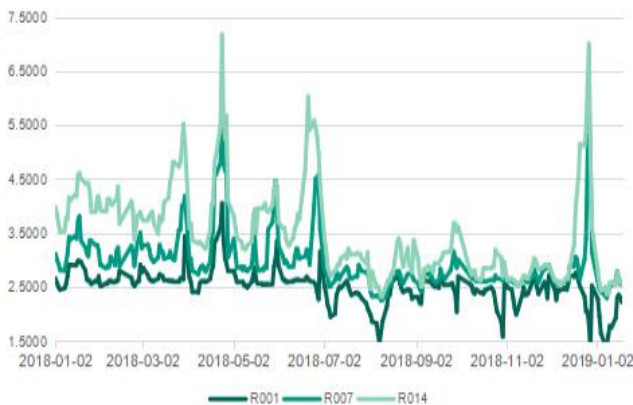
数据来源: Wind 资讯、上海国际货币

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

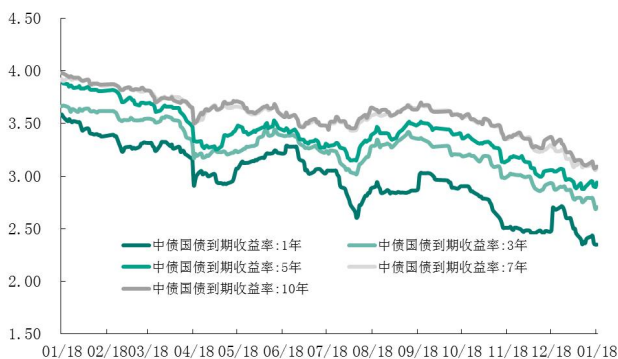
上周收益率曲线陡峭化下行；信用债方面，收益率整体下行，信用利差收窄。展望本周，第一，本周有7700亿元逆回购到期，但预计本周仍会适度续作逆回购，短端收益率上行风险有限；第二，市场预期基本面仍然偏弱，但考虑到地方债供给增加可能会对市场产生一定冲击，预计长端收益率以震荡为主；第三，在信用利差方面，随着收益率不断下行，利率债难以覆盖部分机构负债端成本，信用债收益率价值凸显，预计信用利差尚有进一步收窄空间。

上周利率债走势方面，短收益率整体下行，长端收益率涨跌互现。央行超预期续作逆回购投放资金7700亿元，资金面持续宽松局面，短端收益率下行3-7bp；长端方面，12月进出口数据双双下滑，金融数据增速企稳，但票据冲量现象依然严重，但经过前期快速下行后，市场对于利好消息出现钝化，长端国债收益率下跌，政金债普遍上涨。整体来看，短端收益率下行幅度超过长端，收益率曲线呈陡峭化格局。

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，本周虽然为缴税高峰，但央行超额续作逆回购，叠加降准资金投放，使得资金面持续宽松，推动短端利率下行；长端方面，一是虽然国内进出口数据及金融数据虽未见明显好转，基本面难言见底，但已在市场预期之内，在未有增量利好因素的推动下，收益率难以进一步下行；二是财政部称今年将拓展国债功能，研究扩大国债在货币政策操作中的运用，叠加海外需求较多，受此影响本周国债下行幅度超过金债。

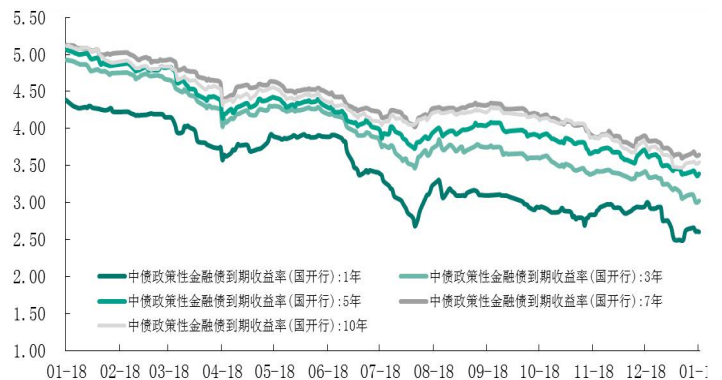
全周来看，由于利率债前期收益率下行幅度较大，叠加资金面持续宽松，部分机构选择增配收益相对较高的信用债，增量资金推动信用债收益率普遍下行，幅度在0-8bp，其中低评级信用债收益率下行幅度大于高评级。信用利差方面，资金面宽松使得短端信用债受到追捧，但康得新违约事件又使得机构对于民企投资情绪再添谨慎，受此影响，本周信用利差涨跌互现，短端有所收窄，长端小幅走扩，预计未来随着信用债收益率价值凸显，信用利差有望进一步收窄。

图表9. 国债收益率走势



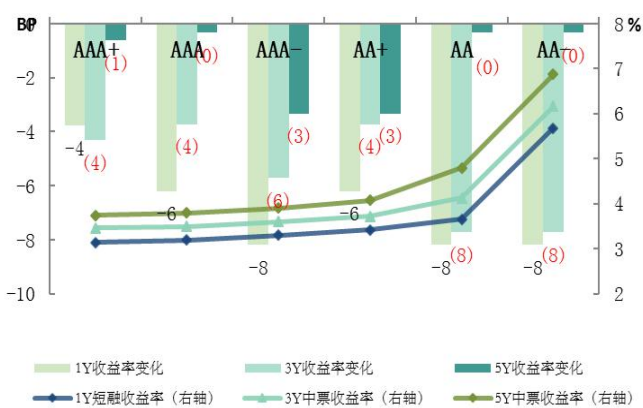
数据来源：Wind 资讯

图表10. 政策性金融债收益率走势



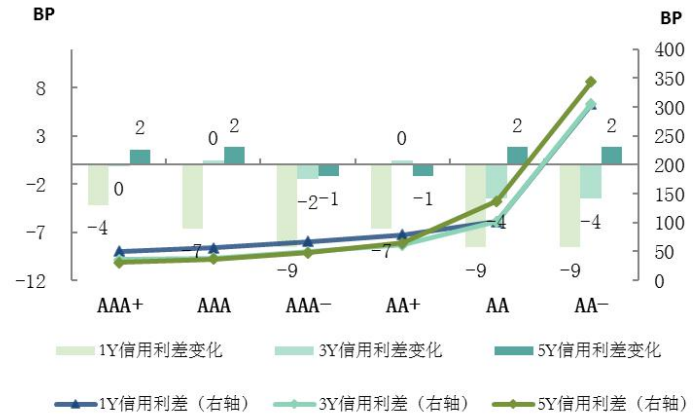
数据来源：Wind 资讯

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 7 个主体的共计 7 只债券违约, 其中河南众品食品有限公司、同益实业集团有限公司、金鸿控股集团有限公司、中国华阳经贸集团有限公司、大连机床集团、新光控股集团之前均已经出现过债券违约, 康得新复合材料集团有限公司为首次违约。其中大连机床为国企改制公司, 其余违约主体均为民企, 所在行业各不相同, 其中康得新违约主要由股权质押比例高、信托违约及财产被查封等多重原因所致; 其余六家企业均有多只债券出现违约, 原因可归结为经营不善、负债规模管控不当、股票质押率过高、融资能力丧失、受法律指控查封财产等, 进而导致公司出现的流动性危机。

展望本周, 第一, 本周有 7700 亿元逆回购到期, 但通过上周逆回购的投放量来看, 央行不希望流动性过于紧张, 预计本周仍会适度续作逆回购, 短端收益率上行风险有限; 第二, 下周将公布 12 月宏观经济数据, 市场预期基本面仍然偏弱, 但考虑到地方债供给增加可能会对市场产生一定冲击, 预计长端收益率以震荡为主; 第三, 在信用利差方面, 随着收益率不断下行, 利率债难以覆盖部分机构负债端成本, 信用债收益率价值凸显, 预计信用利差尚有进一步收窄空间。

外汇市场

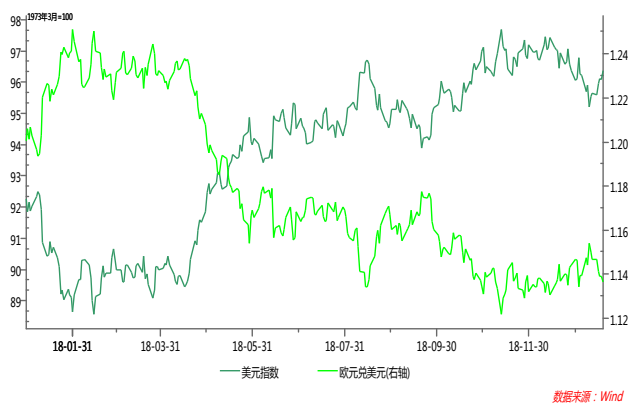
英国脱欧进程遇挫, 脱欧大概率延期, 硬脱欧风险降低, 英镑上涨; 美联储官员继续转鸽, 德拉吉持续鸽派表态, 美元指数被动上涨。短期美国政府关门事件难以解决, 美元缺乏上涨动能。人民币大幅升值结束, 上周小幅贬值。中美关系处于缓和期、风险情绪上升背景下, 人民币兑美元或将延续震荡态势。

英国脱欧进程遇挫, 脱欧大概率延期英镑上涨; 美联储官员继续转鸽, 美元指数承压。上周, 美元指数被动走强, 当周上涨 0.74%, 收于 96.37。欧元震荡走高, 当周贬值 0.91%, 收于 1.1364。英镑兑美元当周升值 0.27%, 收于 1.2875。一是英国脱欧方案被否决, 脱欧期限或被延后。上周

被推迟的英国脱欧方案议会审议结果一如市场预期，方案遭遇 202 票支持、432 票反对的惨败。随后反对党工党启动政府不信任动议，首相梅虽涉险过关。梅曾承诺将在 1 月 21 日前提出修改后的方案，但在时间紧迫、反对党拒绝合作以及欧盟拒绝重新协商的情况下，小修小补的修正案通过议会审议的可能性较小。此外，之前议会通过法案限制了政府硬脱欧的权力。在这种情况下，市场预期 3 月 29 日的脱欧期限将被推迟，脱欧方案再协商可能会寻求留在欧盟关税同盟中，硬脱欧概率有所降低。二是多位联储官员转为鸽派，未来加息存在一定不确定性。继亚特兰大联储主席博斯蒂克和圣路易斯联储主席布拉德发布鸽派言论后，上周堪萨斯联储主席艾斯特乔治和芝加哥联储主席埃文斯接连转向鸽派，表示 2019 年加息要谨慎且耐心。美联储论调转向鸽派是近期市场风险偏好上升的重要因素，但可持续性仍有待观察。三是德拉吉鸽派倾向不变。欧洲央行行长德拉吉在欧洲议会发言中表示欧洲经济增长弱于预期，仍需要大量的货币宽松。经济放缓和流动性边际紧缩的双重冲击将使得欧央行政策更加谨慎，近期或将推出流动性补充工具。展望未来，美国政府关门中民主党高层依旧毫不松口，两党博弈升级，关门事件短期难以结束，美元缺乏上涨动能。德拉吉讲话已为欧元走势定调，欧元提前反应，短期内下跌空间有限。

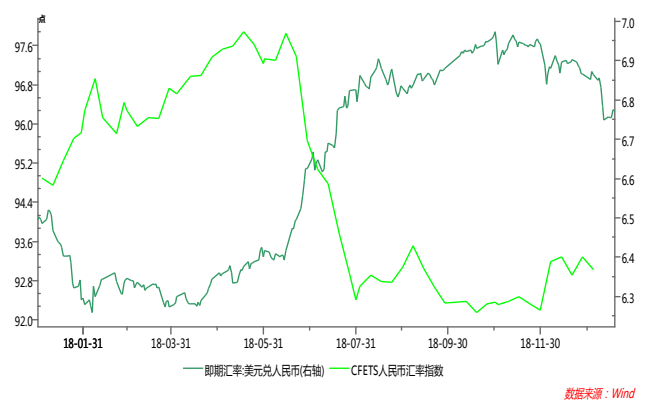
人民币大幅升值结束，上周小幅贬值。上周，在岸人民币汇率收于 6.7706，当周贬值 224pips，跌幅为 0.33%。一是美元指数重回 120 日均线上方。人民币短线大幅升值结束，进入区间回调震荡。二是 2018 年 12 月结售汇行为较 11 月更加均衡。全年来看，人民币即期汇率弹性增强，逆周期政策相机抉择情况下，市场参与者行为保持平稳理性。三是我国将继续扩大对外开放。外管局 2019 年将继续促进贸易投资便利化，加强市场化资源配置，以及坚持“宏观审慎+微观监管”管理框架。短期来看，人民币短线大幅升值告一段落，中美关系处于缓和期、风险情绪上升背景下，人民币兑美元或将延续震荡态势。

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

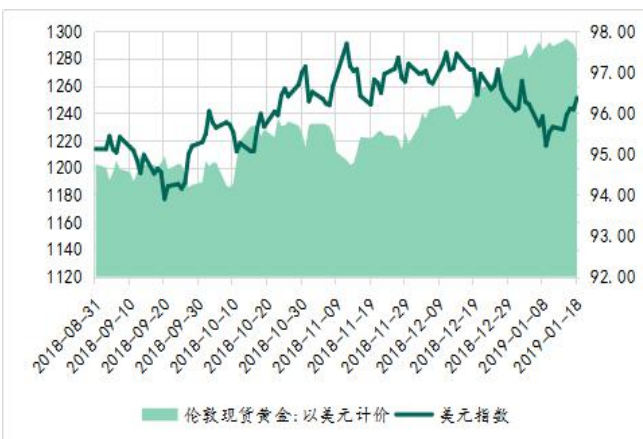
多重不确定下黄金窄幅震荡。由于 2019 年对于全球市场而言，不确定性料将仍是主旋律，预

计金价在长期仍将有一定支撑。上周油价反弹持续，市场整体风险偏好上升。市场对于未来的担忧或恐慌明显减轻，但是基本面上的改善较为有限，预计油价进一步上涨的空间相对有限，短期横盘震荡的概率较大。

多重不确定下黄金窄幅震荡。截至上周五，伦敦现货黄金为 1284.20 美元/盎司，较前一周末下降 0.37%。一是美元指数回升。截至上周五，美元指数为 96.3694，较前一周末上行 0.74%。美元指数上行幅度超过黄金降幅。二是多重不确定下黄金窄幅震荡。从长期来看，在全球经济增速下滑、金融市场波动加剧、美联储加息步伐放缓以及地缘冲突持续的预期下，市场普遍看好黄金作为多元化投资标的及避险工具，对黄金价格形成一定支撑。但是从上周的表现来看，尽管英国脱欧消息牵动市场神经，加上美国政府停摆毫无进展、美联储高官“鸽”声阵阵，多重不确定性冲击市场，但是黄金整体仍保持窄幅震荡。展望未来，由于 2019 年对于全球市场而言，不确定性料将仍是主旋律，金价在长期仍将有一定支撑。

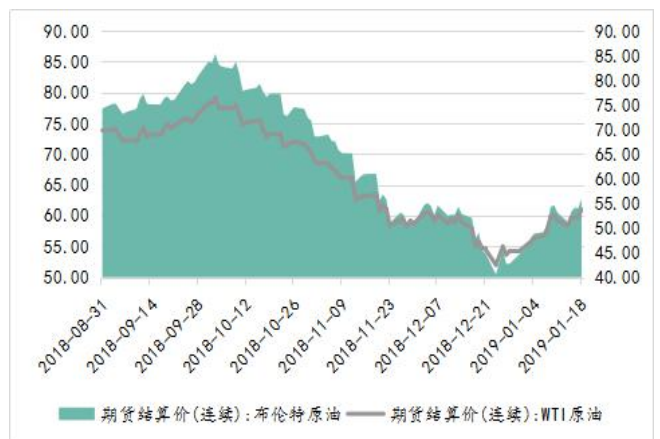
上周油价反弹持续，市场整体风险偏好上升。1月18日布伦特原油期货结算价和 WTI 原油期货结算价分别为 62.70 美元/桶和 53.80 美元/桶，较前一周五上行 3.67%和 4.28%。一是供需方面消息提振油价。一方面，2018 年 12 月 OPEC 产油国原油产量下降 75.1 万桶/日至 3158 万桶/日，创两年来最大降幅。OPEC 月报显示 12 月 OPEC 产量明显下降，其中沙特和伊朗产量下降尤为明显。俄罗斯也表态将配合减产。如市场预期，沙特贡献了最大的降幅，环比减少 46.8 万桶/日至 1055.3 万桶/日。利比亚成是减产幅度第二大国，原油产量环比减少 17.2 万桶/日至 92.8 万桶/日；主要是由于其最大的油田 Sharara 因不可抗因素出现停产而导致。伊朗受核制裁的影响，12 月原油产量减少 15.9 万桶/日至 276.9 万桶/日，成为本月减产贡献第三的国家。另一方面，中国公布将扩大财政刺激力度也提振了市场信心。二是美股反弹，市场风险偏好有所回温。尽管 EIA 最新的库存数据不佳，尤其是成品油库存大幅上升，但是市场依然没有过于担心，显示市场风险偏好有所回温。展望未来，市场对于未来的担忧或恐慌明显减轻，但是基本面上的改善较为有限，预计油价进一步上涨的空间相对有限，短期横盘震荡的概率较大。

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

央行大规模投放资金，短期内关注春节扰动。存单利率预计在当前位置窄幅震荡，1Y期同业存单仍有配置价值；债市方面，短期将进入数据真空期，在前期利多逐渐兑现、地方债供给上量下，预计收益率可能有所反弹，可进行部分止盈以及缩短久期的策略操作，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，3-5Y国债、金融债配置价值较为凸显，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。全球风险偏好提升，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：央行创纪录单周投放过万亿对冲缴税影响，资金面先紧后松。本周7700亿逆回购到期压力较大，叠加春节取现逐渐临近，预计资金面将有小幅波动，但大概率将被TMLF及逆回购操作对冲。同业存单方面，资金宽松环境下一级市场供需两旺，考虑到央行近期维稳资金面态度明显，预计存单利率仍维持在当前水平，1Y期在3.15%附近仍有一定配置价值。债券市场方面，12月进出口数据受“抢出口”效应消退影响大幅不及预期，金融数据总量超预期但结构上仍以短债和票据为主，市场对基本面数据的反应有限，收益率有所反弹；周中在央行大量投放下市场情绪有所好转；周五受中美贸易谈判近期可能有所进展、风险偏好提升影响市场再度走弱。总体表现出基本面走弱的利多逐渐出尽，而临时性因素扰动更大的现象，10年国开债最终收于3.60%附近。考虑到本周将有1000亿左右地方债发行，供给压力逐步释放，且在1月底副总理将赴美谈判，对贸易问题的悲观预期存在一定修正可能，预计全周收益率将小幅上行，策略上维持仓位稳定、逆势操作；从结构性策略来看，目前各期限活跃券与非活跃券利差均有所收窄，可将前期建仓的非活跃券止盈并换为活跃券；从期限利差来看，在配置资金加大对3年期品种买入影响下，收益率曲线有所走陡，从历史分位和资金利率来看，3-5年期具有较高配置价值，也可作为目前防守的主力品种；从品种利差来看，国债相比政金债一级招标结果更好，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，国债配置期限也可维持在3-5年；从信用债来看，支持民营经济政策持续推进，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：虽然美国政府关门时间仍在刷新记录，且有两位鹰派地方联储主席发表鸽派讲话，但受多家大公司财报超预期带动美股连续上涨影响，美债收益率反弹近10BP至2.78%。英国方面，英国政府脱欧协议被否，梅政府通过了反对党对政府发起的不信任投票，脱欧风险有所缓和。从市场表现来看，近期VIX指数持续下降，市场避险情绪明显回落。短期来看，美联储货币政策转向仍取决于经济数据，考虑到缩表仍在持续，预计美债收益率进一步下行的阻力较大，而在油价回升带动通胀预期升温后可能走高。

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							
协鑫智慧能源股份有限公司	公用事业 II	中诚信国际信用评级有限责任公司	2019-01-18	AA+	稳定	AA	稳定
下调评级或展望							
河南众品食品有限公司	食品、饮料与烟草	东方金诚国际信用评估有限公司	2019-01-18	C		BB	负面
国购投资有限公司	房地产 II	联合信用评级有限公司	2019-01-17	B	负面	BBB	负面
上海飞乐音响股份有限公司	耐用消费品与服装	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2019-01-17	A+		AA-	稳定
康得新复合材料集团股份有限公司	材料 II	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2019-01-16	C		CC	
康得新复合材料集团股份有限公司	材料 II	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2019-01-14	CC		BBB	

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。