

2019年10月8日

金融市场部

## 美欧经济下行加速，中国经济边际改善

### 宏观经济

❖ **国际宏观：**美国制造业 PMI、就业数据等不及预期，凸显美国经济下行压力加剧；欧洲 WTO 败诉、脱欧再起波澜、经济数据疲软，内忧外患指向更多刺激政策需求。

❖ **国内宏观：**9月中国经济景气度继续呈改善迹象，十一黄金周消费平稳增长，近期中央政策强调形成强大国内市场的发展方向，基建项目的加快落实、产业升级的更积极推进、减税降费红利的释放，有望缓和中国经济的下行压力。

### 金融市场

❖ **货币政策及资金面：**9月央行合计开展 8000 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 操作，全口径合计净回笼 1615 亿元。央行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金约 9000 亿元，月中受税期影响，市场流动性偏紧，随着央行持续逆回购投放资金，资金利率有所回落。本月公开市场将有 3200 亿元逆回购到期，月初资金面宽松预计央行将回笼资金，资金利率中枢有所回升，10月整体资金利率将保持平稳。

❖ **债券市场：**上月利率债收益率短端下行，中长端上行，收益率曲线走陡；上月中长信用债收益率受利率债影响同样出现上行，信用利差有所走扩。展望本月，流动性在节后短期内仍将保持宽松但后续央行的操作仍有不确定性，叠加 9 月经济数据大概率不会继续回落，预计收益率全月延续震荡上行；信用方面，四季度信用事件发生可能会超过前期，预计中低评级信用利差将有所走扩。

❖ **外汇市场：**美联储决议支撑美元，欧洲经济疲弱及欧央行宽松预期施压欧元；短期看，考虑到美元的走强迹象，预计欧元后市仍有进一步下行风险。中美贸易摩擦有所降温，降准支持实体经济发展；短期看，预计人民币在双方达成共识前将在当前水平双向波动。

❖ **商品市场：**避险情绪有所消退，9月金价在创出年内高点 1557 美元后震荡回落，但全球货币政策宽松趋势不改，地缘政治和贸易不确定性仍存，金价短线或继续承压，但仍存在一定反弹可能。沙特遭遇突发恐怖袭击后油价短线大幅拉升，但沙特恢复产能超预期，原油需求持续低迷，油价自高位回落，后续仍然面临一定下行风险。

❖ **市场展望与策略：**上月资金面整体呈现月中紧张月末宽松的格局，节后随着资金逐渐回流，宽松格局有望在月初延续，1Y 高评级存单需求或将提升，收益率有望下行；债市方面，海外因素整体利好国内债市，国内方面，先行指标预示经济有望企稳，同时央行行长易纲在发言中表示货币政策将“以我为主”，后续对于货币政策转松及降息的预期下降，导致本月债市收益率呈现单边上行情。相对于前期低点，收益率已调整 10-20bp，在基本面未出现明显改善的前提下，回调已经相对充分，但由于央行在货币政策方面并未进一步转松，短端利率制约长端利率进一步下行，预计近期债市走势仍将以震荡盘整为主。信用债方面，中高评级信用利差已至低位，进一步缩窄空间有限，部分机构或将选择下沉资质，叠加宽信用的政策背景，中低评级信用利差有望收窄。

### 联系人

郝佳

010-85209686

haojia@abchina.com

甄志昊

010-85607523

zhenzhihao@abchina.com

程丹琪

010-85607531

chengdanqi@abchina.com

夏谱

010-85607542

xiapu@abchina.com

支琪凯

021-20687245

zhiqikai@abchina.com

虞汉阳

021-20687231

yuhanyang@abchina.com

叶丹

021-20687210

yedan@abchina.com

## 宏观经济

### 国际宏观

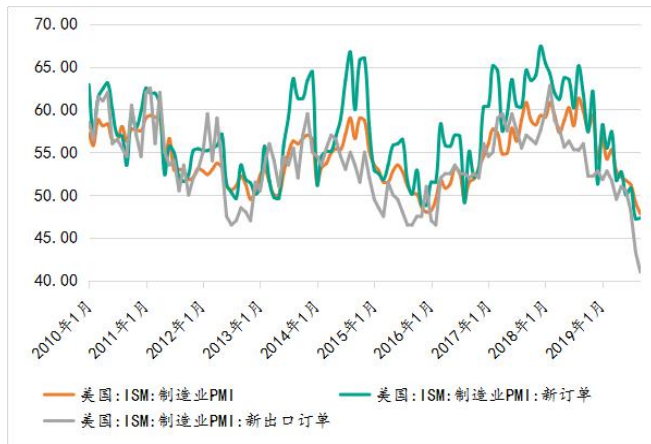
美国制造业 PMI、就业数据等不及预期，凸显美国经济下行压力加剧；欧洲 WTO 败诉、脱欧再起波澜、经济数据疲软，内忧外患指向更多刺激政策需求。

美国方面，9月 ISM 制造业 PMI、ADP 新增就业、非农就业等多项数据不及预期，凸显美国经济下行压力加剧。美国 9 月 ISM 制造业 PMI 为 47.8，低于预期的 50.5 和前值 49.1 万，创 2009 年 6 月以来新低，连续第二个月跌破 50 荣枯线，其中新出口订单指数报 41，连续四个月下滑并连续三个月位于荣枯线下方，反映在贸易摩擦影响下，制造业活动收缩加剧；就业情况上，9 月 ADP 新增就业仅 13.5 万，不及市场预期的 14 万，大幅低于前值的 19.5 万；9 月非农就业数据显示，新增就业人口 13.6 万，低于预期的 14.5 万，同时薪资增长也不及预期，9 月平均时薪环比零增长，同比仅增长 2.9%，为自 2018 年 7 月以来的最低增幅，两份就业报告均显示劳动力市场正在放缓，市场愈发担忧美国劳动力市场和整体经济的强度。在 PMI 和 ADP 就业数据公布后，美国三大股指连续两天均跌超 1%，VIX 恐慌指数上升 10.51% 至 20.51，创近一月新高。整体来看，财政刺激消退、贸易摩擦阴霾、全球增长放缓对美国经济的负面影响持续发酵，制造业生产、投资持续低迷、贸易逆差持续存在，另外美国金融市场波动加大，消费动能也面临压力，预计四季度美国经济增速将进一步放缓，年内美联储仍有可能再降息 1 次。

欧洲方面，WTO 败诉、脱欧再起波澜、经济数据疲软，内忧外患指向更多刺激政策需求。10 月 2 日，WTO 对“美国诉欧盟补贴空客案”做出最终裁定，授权美国每年可对价值 75 亿美元的欧盟进口商品加征关税，以针对欧盟违规补贴空客的做法。随后，美国贸易代表办公室发表声明，10 月 18 日起对欧盟部分商品加征关税正式生效，包括对飞机征收 10% 关税，其他工业及农产品加征 25% 关税。而欧盟执委会警告称，若美国加征关税将会向 WTO 申请对美施以关税制裁，美欧贸易摩擦冲突再起。10 月 2 日，英国首相鲍里斯·约翰逊简要讲述了他的脱欧新计划，他指出，不会在北爱尔兰边境设置任何检查，要求北爱尔兰保证留在英国市场，并警告欧盟称要么做出让步，要么就看着英国退出谈判和无协议脱欧。不过这一方案难获欧盟或英国议会的支持，据泰晤士报报道，欧盟已准备好绕过英首相约翰逊，以批准英国推迟脱欧期限，预计在月底的截止日前，欧盟及英国议会仍将尽力避免无协议脱欧局面出现，市场在关键时点的波动将加大。经济数据方面，9 月欧元区 Markit 制造业 PMI 终值 45.7，略高于预期和初值 45.6，但弱于 8 月前值 47，创 2012 年 10 月以来最低，连续第八个月陷入衰退区间；9 月欧元区投资者信心由 10 月的 -11.1 降至 -16.8，创 2013 年 8 月以来新低，投资者对经济的评价已从“下降”降至“衰退”；德国 8 月工厂订单环比下降 0.6%，同比下降 6.7%，已经连续 15 个月下滑。连续不及预期的数据反映欧洲经济在地缘政治、贸易摩擦等影响下，下行压力进一步加大。欧央行此前已采取降息+重启 QE 的宽松货币政策，但其近几年

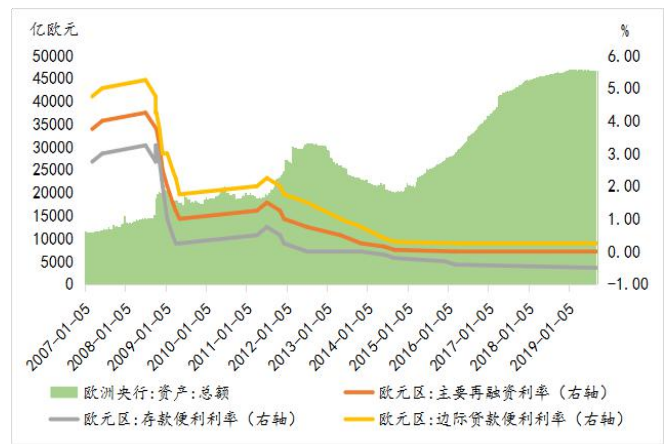
货币政策刺激效果逐步减弱，政策空间捉襟见肘，欧洲转向财政政策刺激的必要性更加突出，通过财政改革提振区内需求更为迫切。

图表 1. 美国制造业 PMI 快速下行



数据来源: Wind

图表 2. 欧央行于 9 月宣布降息并重启 QE



数据来源: Wind

## 国内宏观

9月中国经济景气度继续呈改善迹象，十一黄金周消费平稳增长，近期中央政策强调形成强大国内市场的发展方向，基建项目的加快落实、产业升级的更积极推进、减税降费红利的释放，有望对冲外需疲软的影响，缓和中国经济的下行压力，但国际局势更为复杂，对我国经济带来的影响可能加大。

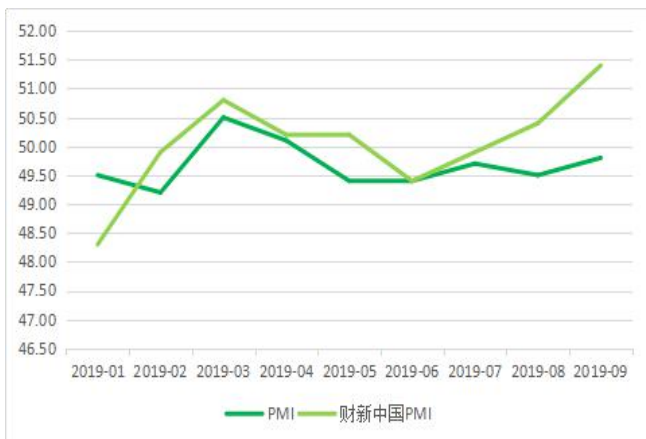
9月制造业 PMI 数据有所回升，显示经济动能边际改善。其中，官方制造业 PMI 指数为 49.8，比上月回升 0.3 个百分点；财新制造业 PMI 为 51.4，较 8 月上升 1 个百分点，连续三个月回升，为 2018 年 3 月以来最高，显示制造业景气度持续改善。一是官方 PMI 新出口订单继续改善。继 8 月新出口订单逆势回升后，9 月继续大幅改善 1 个百分点至 48.2%，升幅大于新订单指数，仍体现一定抢出口效应。9 月进口指数上行 0.4 个百分点至 47.1%，外需改善好于内需。近期“六稳”政策有所发力，预计财政政策效果或在明年年初在基建增速上有所体现，目前地产调控仍然趋严，内需短期内大幅复苏概率不大，但国际国内的预防式政策或延缓经济的下行。二是官方 PMI 价格指数大幅回升。9 月 PMI 出厂价格和原材料购进价格指数分别大幅上行 3.2 和 3.6 个百分点至 49.9% 和 52.2%，原材料库存指数回到荣枯线上方较高水平，与近期高频走势一致，PPI 环比或有改善，但翘尾因素或牵制 PPI 近两月处于较低水平，至 12 月可能迎来反弹。需求侧无大的复苏动力的情况下，除翘尾因素外，后续 PPI 走势核心边际变化仍可能来自供给侧。三是财新 PMI 改善主要源于新订单指数和产出指数的明显回升。9 月财新新订单指数创 18 个月新高，其中新出口订单指数虽有反弹，但仍处于收缩区间，中美贸易争端持续拖累出口销售。新订单总量上升带动厂商扩大

生产，产出指数为2018年9月以来最高增速。分类数据显示，产出增长主要集中在消费品类。9月中国制造业对未来12个月生产前景乐观度略高于8月，但仍处于历史低点，主要是对中美贸易谈判后续结果和整体市况相对低迷表示忧虑。

刚刚结束的国庆长假消费数据总体平稳，餐饮、电影消费增长较快，出境游人数出现下滑。10月1日至7日，全国共接待国内游客7.82亿人次，同比增长7.81%；实现国内旅游收入6497.1亿元，同比增长8.47%；全国零售和餐饮企业实现销售额1.52万亿元，比去年同期增长8.5%，其中据银联数据显示，黄金周前6天，餐饮类消费金额同比增长40.3%，其中夜间10点至清晨6点的餐饮消费金额同比增长了54.9%，高于餐饮平均40.3%的增幅；国庆档票房约42.15亿元，较去年的19.08亿元，同比增长120.9%。1-6日，全国边检机关查验出入境人员1045万人次，同比下降11%，主要为毗邻香港陆路口岸出入境客流出现大幅下降。

整体来看，9月中国经济景气度继续呈改善迹象，主要得益于内需的潜在增强，而中美贸易冲突对于出口、生产成本及企业家信心仍有明显冲击。近期中央政策强调形成强大国内市场的发展方向，基建项目的加快落实、产业升级的更积极推进、减税降费红利的释放，有望对冲外需疲软的影响，缓和中国经济的下行压力，但国际局势更为纷繁复杂，增加了未来经济预期的不确定性，未来将重点关注全球经济的下行趋势、外部贸易条件不确定性和国内经济下行压力对宏观政策调控空间的影响。

图表3. 中采、财新制造业PMI均回升



数据来源：Wind 资讯

图表4. 中采、财新非制造业PMI均回落



数据来源：Wind 资讯

## 金融市场

### 货币政策与资金面

9月央行合计开展8000亿元逆回购和2000亿元MLF操作，全口径合计净回笼1615亿元。央行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放长期资金约9000亿元，月中受税期影响，市场流动性偏紧，随着央行持续逆回购投放资金，资金利率有所回落。本月公开市场将有3200亿元逆回购到期，月初资金面宽松预计央行将回笼资金，资金利率中枢有所回升，10月整体资金利率将保持平稳。

具体来看，9月央行合计开展8000亿元逆回购和2000亿元MLF操作，并开展3个月央行票据互换50亿元，有6200亿元逆回购、4415亿元MLF和1000亿元国库现金定存到期，全口径合计净回笼1615亿元。质押式回购利率方面，月中由于缴税因素，资金利率略有抬升，随着央行持续开展逆回购操作投放资金，资金利率回落。截至9月30日，R001加权平均利率为2.75%，较前月上行11bp；R007加权平均利率为2.87%，较前月上行6bp；R014加权平均利率为3.04%，较前月上行12bp。同业存单方面，上月存单一级市场发行与到期整体较为均衡，净融资额小幅回升。8月共发行2571只总计15027.4亿元，到期2303只总计14358.04亿元，净融资额为669.36亿元，较8月增加146.24亿元。其中，由于月末资金宽松，年内到期的存单利率有所下行，3个月AAA+同业存单利率为2.64%，较前月下行12bp；6个月AAA+同业存单利率为2.9%，较前月上行9bp；9个月AAA+同业存单利率为2.97%，较前月上行6bp。境内美元当月整体维持宽松，USD CIROR隔夜价格收于2.15%，与前月持平；1W价格收于2.22%，较前月下行1bp。离岸人民币流动性有所转松，香港市场人民币隔夜拆借利率收于2.61%，较前月下行12bp；7天品种收于2.91%，较前月上行18bp。

央行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放长期资金约9000亿元，月中受税期影响，市场流动性偏紧，随着央行持续逆回购投放资金，资金利率有所回落。首先，美联储年内第二次降息落地，符合预期，但点阵图显示年内将不再降息，委员们内部分歧较大，对经济情况的描述仍乐观。从近期数据来看，美国消费和就业情况较为稳定，本次降息仍定义为“预防式降息”，后续需根据中美贸易摩擦进展和经济数据对货币政策作出判断。第二，易纲行长在发布会的讲话中称当前央行不急于扩大宽松规模，认为利率水平适中，央行三季度例会重申把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，短期降息预期落空。当前市场担忧猪油共振带动年内CPI破3%，叠加汇率压力，制约了货币政策放松的空间，央行将灵活运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。第三，8月金融数据超预期，企业中长期贷款改善，但经济数据不及预期，基本面仍然疲弱，宏观逆周期调节力度将进一步加大。积极财政政策发力，地方债发行提前利好基建，四季度经济数据预计将有所改善。

展望本月，美联储第二次降息落地后，多国央行跟随降息，全球仍处于货币政策宽松通道中。虽然我国货币政策在汇率和通胀压力下仍坚持“以我为主”，短期内不会跟随降息，但整体流动性预计维持合理充裕状态。本月公开市场将有3200亿元逆回购到期，月初资金面宽松预计央行将回

笼资金，资金利率中枢有所回升，10月整体资金利率将保持平稳。

图表 5. 同业存放利率变动

期限	2019-9-30		2019-8-30	
	融出	融入	融出	融入
1W	3.2-3.1	2.75-2.19	2.9-2.7	2.6-2
2W	3.25-3.1	2.85-2.4	3-2.85	2.65-2
1M	3.25-3.2	3.1-2.46	3.25-3.1	3.05-2
3M	3.95-3.65	3.25-2.6	3.95-3.65	3.2-2.55
6M	3.6-3.4	3.35-2.79	3.6-3.4	3.4-2.7
1Y	4-3.65	3.5-2.9	4-3.65	3.55-2.83

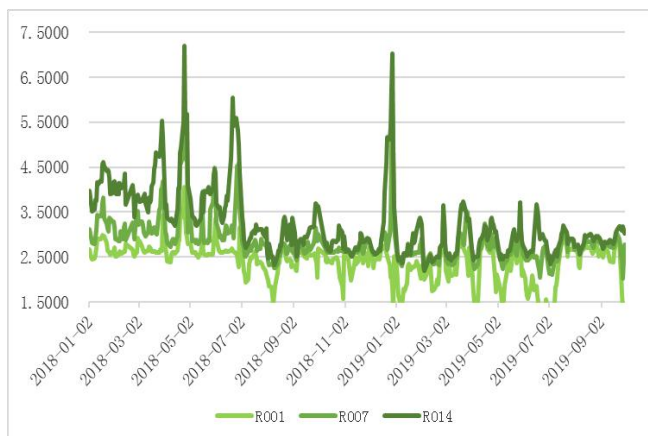
数据来源: Wind 资讯、上海国际货币

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下行，中长端上行，收益率曲线走陡；上月中长信用债收益率受利率债影响同样出现上行，信用利差有所走扩。上月央行在税期和跨季前投放资金充足，流动性宽松带动短端收益率小幅下行，中长端收益率在8月大幅下行后，虽然8月经济数据依然疲软，但市场预期政策面后续的发力以及货币政策宽松程度不及预期，收益率全月上行明显；受利率债收益率回调的影响，中长期信用利差出现走扩。展望本月，流动性在节后短期内仍将保持宽松但后续央行的操作仍有不确定性，叠加9月经济数据大概率不会继续回落，预计收益率全月延续震荡上行；信用方面，四季度信用事件发生可能会超过前期，预计中低评级信用利差将有所走扩。

上月利率债收益率短端下行，中长端上行，收益率曲线走陡。上月央行虽然在两次 MLF 到期时均为实现等额或超额续作，但在税期和跨季时点上资金投放充足，全月资金面维持宽松态势，带动短端收益率小幅下行。上月公布的 8 月经济数据依然大幅弱于市场预期，但一方面央行的连续表态打压了市场对于货币政策进一步宽松的预期，另一方面市场预测经济数据继续回落的概率较小，带动中长端收益率全月震荡回调。

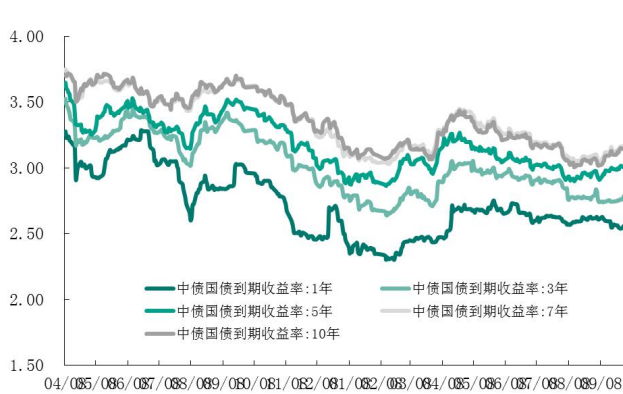
具体来看，驱动各期限收益率变化的主要因素如下：短端方面，央行在税期和跨季前投放资金充足，叠加第二次 LPR 报价一年期品种继续下行 5bp 至 4.2%，资金面的整体宽松带动短端收益率小幅下行约 5-6bp。中长端方面，一是通胀压力有所强化，8 月 CPI 在猪肉价格大幅抬升的情况下超出市场预期的维持在 2.8%，而在去年四季度低基数的情况下市场担忧未来 CPI 继续走高的风险加重；二是中美贸易出现缓和，一方面美国宣布将推迟原定于 10 月 1 日加征的关税，另一方面刘鹤副总理确定于十一假期后访美开启新一轮谈判，中美贸易短期恶化的概率减小；三是货币政策进一步宽松预期消退，上月两次 MLF 到期的窗口期央行均未采取动作调整市场利率，叠加央行全月多次讲话均未表示货币政策进一步宽松的意图，市场对于年内降息的预期消退。

美债方面，长端债市收益率大幅震荡，全月收益率呈现先上后下走势。上半月，美国经济指标表现强势，8 月核心 PCE、零售等同步指标均超出市场预期，叠加英国无协议脱欧的风险有所减小，市场风险偏好提升带动美债收益率快速上行约 40bp。后半月，美联储议息会议虽然如期降息 25bp，但议息决议和鲍威尔的讲话并未对后续政策作出明确指引，年内继续降息的概率也有所下行。但后面公布的 PMI 等经济领先指标显示美国经济下行风险依旧存在，美股暴跌带动美债收益率重新回落约 30-40bp。

信用债方面，受利率债收益率全月大幅上行的影响，中长端信用债收益率也出现一定程度回调，短期限信用债在资金面维持宽松的状况下收益率基本维持不变。信用利差方面，上月易行长虽然在讲话中再次强调要引导实体融资成本的下行，但市场对于进一步宽松货币政策的预期消退，叠加上月违约债券较多，带动中信用利差出现小幅走扩。

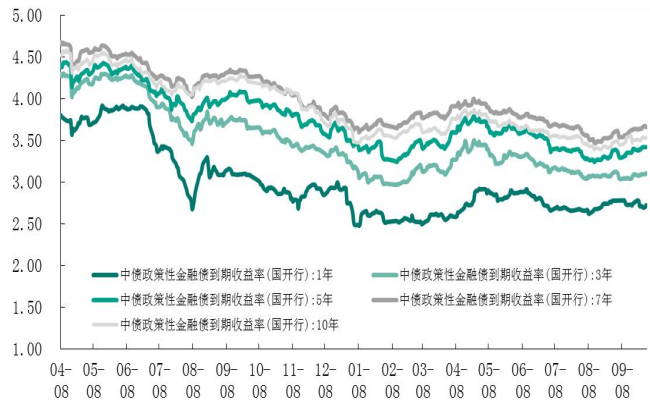
信用风险违约事件，上周有 12 个主体的共计 24 只债券违约，违约主体为华阳经贸、新光控股、沈阳机床、沪华信、三鼎控股、三胞集团、南京建工、凯迪生态、吉林利源、宝塔石化、安徽外经建设和精工集团。其中三鼎控股为首次出现违约，该公司在锦纶、织带等实体主业之外，涉及金融等其他行业。此次违约债券还涉及结构化发行问题，后续风险有进一步扩散的可能性。

图表 9. 国债收益率走势



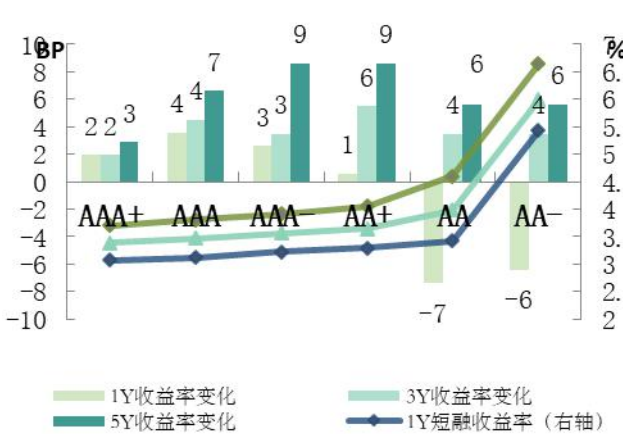
数据来源: Wind 资讯

图表 10. 政策性金融债收益率走势



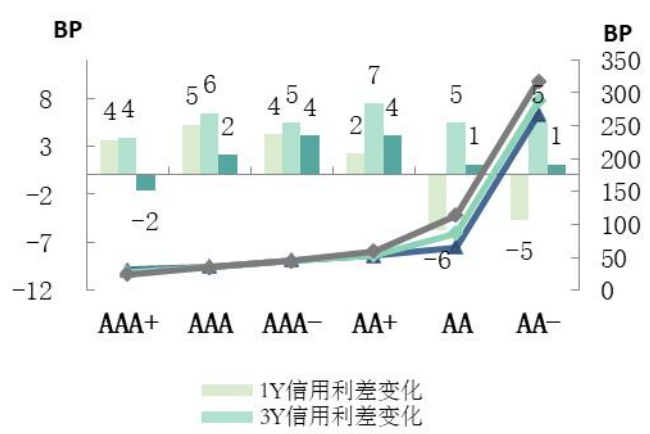
数据来源: Wind 资讯

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，在跨过十一后资金面短期预计将保持宽松，但后续央行的动作仍值得关注，预计资金价格难以一直维持在地，货币政策难以进一步宽松也将抑制短端收益率的进一步下行，在资金价格回升后可能带动短端收益率的回调；第二，9月经济数据较8月继续回落的概率较小，叠加CPI预计依然维持在高位对市场情绪构成制约，此外中美贸易谈判可能会有新的进展，全月中长端收益率震荡上行的概率较大；第三，信用债方面，预计信用债收益率受利率债的影响继续回调，而四季度信用债违约事件仍将较多出现，预计中低等级信用利差将会进一步走扩。



## 外汇市场

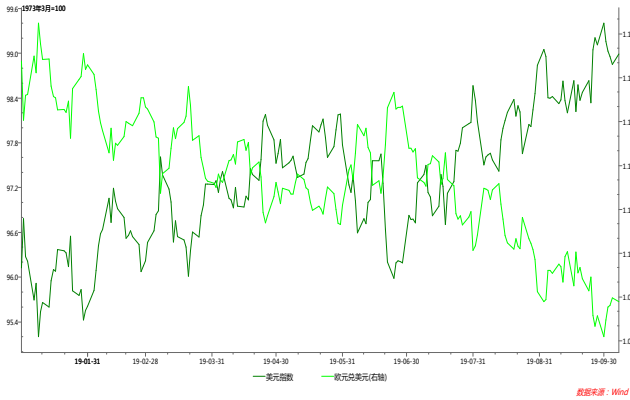
**美联储决议支撑美元，欧洲经济疲弱及欧央行宽松预期施压欧元；短期看，考虑到美元的走强迹象，预计欧元后市仍有进一步下行风险。中美贸易摩擦有所降温，降准支持实体经济发展；短期看，预计人民币在双方达成共识前将在当前水平双向波动。**

美联储决议支撑美元，欧洲经济疲弱及欧央行宽松预期施压欧元。上月，美元指数收于 99.40，上涨 0.57%。欧元兑美元收于 1.0899，下跌 0.84%。英镑兑美元收于 1.2297，上涨 1.09%。一是**美联储 9 月决议支撑美元，部分美联储官员鹰派措辞主导市场行情**。在 9 月的议息会议上，美联储如期降息 25 基点，将联邦基金利率目标区间下调至 1.75% 到 2%，符合市场此前广泛预期。这是继今年 8 月 1 日后，美联储年内第二次宣布降息。但此次降息联储内部分歧加大，5 名官员建议维持现有利率，5 名官员建议下调 25 个基点，另有 7 名官员建议年内下调 50 个基点，暗示可能会继续降息。美联储官员讲话方面，美联储副主席克拉里达称，通胀预期与物价稳定相符，通胀率接近美联储 2% 的目标，自然失业率或低于或等于 4%，这显示他认为当前没有迫切需要进一步降息以推高通胀；2019 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席埃文斯表示，经济相当稳健，失业率仍处于低位，美国前景仍然相当好，美联储在利率设置方面处于“有利位置”，个人的利率预测不包括再次降息。美元因此获得支撑，接近两年新高。二是**欧洲央行继续宽松承诺、欧元区疲弱经济前景施压欧元**。当前欧洲央行将利率降至了负值，此外还实施了多项宽松措施。此外，最新公布的欧元区制造业 PMI 再创新低的表现，令汇价承压明显，且一直非常鹰派的欧洲央行执行委员会成员劳滕施莱格意外辞职，市场对欧洲央行进一步宽松的预期升温，令欧元再次跌破 1.10 关口并创下逾两年新低。三是**英国无协议脱欧风险仍存但有所降低，英镑收涨**。英国尚没有避免无协议脱欧的风险，因此市场仍持有谨慎立场。英国首相约翰逊的脱欧危机加深，约翰逊第二次要求议会提前举行大选，但英国议会未通过提前大选的动议。此外，英国最高法院做出裁决，认定首相约翰逊在退欧期限临近之际暂停议会违规，这进一步削弱了约翰逊对权力的掌控，并让议会有更多空间可以阻止他在下个月带领英国退欧。展望未来，考虑到美元的走强迹象，预计欧元后市仍有进一步下行风险。

中美贸易摩擦有所降温，降准支持实体经济发展。上月，在岸人民币汇率收于 7.1381，升值 71PIPS，涨幅为 0.10%。离岸人民币汇率收于 7.1411，升值 206PIPS，涨幅为 0.29%。一是**中美贸易摩擦有所降温，人民币跟随中美谈判局势大幅波动**。9 月份，中美双方达成协议将于 10 月初在华盛顿举行第 13 轮中美经贸高级别磋商，此前双方将保持密切沟通；工作层将于 9 月中旬开展认真磋商，为高级别磋商取得实质性进展做好充分准备。美东时间 9 月 17 日，美国贸易代表办公室官网公布了三份对中国加征关税商品的排除清单。9 月 19 日至 20 日，中美双方经贸团队在华盛顿举行副部长级磋商，就共同关心的经贸问题开展了建设性的讨论。双方同意将继续就相关问题保持沟通。二是**中国央行宣布降准支持实体经济发展，投资者信心有所改善**。中国央行 9 月初宣布降准，预计放长期资金约 9000 亿元，其中全面降准释放资金约 8000 亿元，定向降准释放资金约 1000 亿元，这些资金能有效增加金融机构支持实体经济的资金来源，还降低银行资金成本每年约 150 亿元，

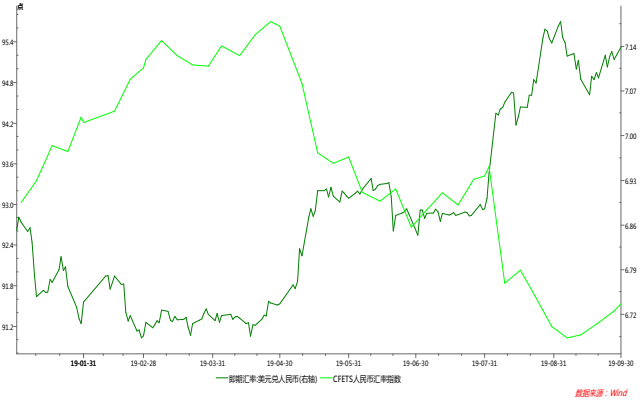
通过银行传导可以降低贷款实际利率。展望未来，短期看，中美贸易谈判将在曲折中前进，预计在双方达成共识前将在当前水平双向波动。

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

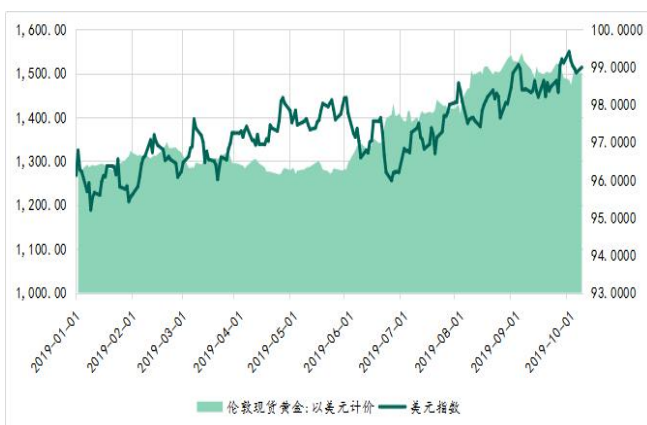
避险情绪有所消退，9月金价在创出年内高点1557美元后震荡回落，但全球货币政策宽松趋势不改，地缘政治和贸易不确定性仍存，金价存在一定反弹可能。沙特遭遇突发恐怖袭击，油价短线大幅拉升，但沙特恢复产能超预期，原油需求持续低迷，油价自高位回落，后续仍然面临一定下行风险。

避险情绪有所消退，9月国际现货黄金冲高回落，在创出年内高点1557美元后，转为震荡下跌走势。月初国际金价开于1521.71美元，随后上涨创出年内新高，但随着中美贸易缓和，美联储继续“鹰派降息”，整体金价逐步走弱。9月末国际现货黄金收于1485.30美元，跌幅2.82%，5个月来首次月线收跌。一是中美贸易摩擦缓和，主要避险情绪消退。月初，中美贸易关系一改此前的紧张关系，双方释放继续谈判信号。9月19日至20日，中美经贸在华盛顿举行副部长级磋商，并计划10月举行第13轮更高级别的磋商。虽然由于中国官员取消访美农场计划，沙特油田遭遇突然袭击，一度引发金价避险买盘，但由于中美双方推迟征税和推出免征关税名单的积极措施，市场评价维持正面，主要避险情绪逐步消退。国际金价从1550美元上方逐步下跌，一度跌至1490美元下方。二是美国经济形势依然看好，美联储继续“鹰派降息”。美联储在9月19日凌晨的议息会议上如期降息25个基点，但美联储主席鲍威尔表示本次降息依然是防守型降息，维持8月议息会议以来“鹰派降息”的态度，国际金价小幅上冲后，继续下探走弱。而美元指数探底回升，逐步收复月初以来跌势。总的来看，本月主要美国经济数据虽不及预期，但整体依然向好，为美元指数探底回升提供支撑，最终美元指数再次站上99上方，同时金价承压，进入防守性回调。整体上看，9月金价高开

低走，市场主要避险情绪暂时消退，短期金价有继续下探的风险。但是全球央行货币宽松预期依然较强，全球经济衰退风险始终不散，加上中美贸易及中东局势不确定性影响，黄金价格中期依然看涨。预计黄金10月将持续试探短期底部，或仍有反弹机会。

9月油价短线冲高后回落，后续或仍有下行压力。沙特遭遇突发恐怖袭击，油价大幅拉升，但沙特恢复产能超预期，原油需求持续低迷，油价自高位回落，后续仍然面临一定下行风险。一是沙特遇袭事件短暂带动原油价格上涨，但地缘事件对油价支撑有限。沙特阿美旗下两座原油处理设施遭遇袭击，带动布伦特原油随即上涨19%左右，WTI暴涨15%以上，创下了近30年来最大单交易日百分比涨幅，单日成交量也创历史新高。但在遇袭事件发生两周内，沙特石油产量迅速回升，也压低了风险溢价，并拖累原油价格走低。二是全球经济增长前景乏力，石油需求依然低迷，打压油价走低。月内公布的美国8月制造业活动三年来首次出现萎缩，欧元区8月制造业活动连续第七个月萎缩。IEA连续第二个月下调了对石油需求增长的预测。该机构今年8月将2019年和2020年全球石油需求的预估分别下调至110万桶/日和130万桶/日，令需求增速降至2008年金融危机以来的最低水平，对油价形成压力。三是OPEC产量处于低位，后续减产情况有待观察。OPEC成员国的石油产量已于7月下降至2942万桶/日，创2011年以来新低，但后续减产不确定性上升。当地时间10月1日，厄瓜多尔能源部宣布该国将于2020年1月1日退出OPEC。厄瓜多尔在公告中表示，该国希望通过退出OPEC并扩大石油生产，以达到增加财政收入的目的。厄瓜多尔最早于1973年加入OPEC，该国石油储量估计为83亿桶，2018年年均产量为51.7万桶/天，在该组织中的占比不足2%。四是原油库存继续反弹，对油价形成压力。EIA美国商业原油库存回升310.4万桶，库欣库存下降约20.1万桶。成品油方面，汽油库存环比小幅下降22.8万桶，馏分油环比大幅下降241.8万桶。当前美国行车高峰季节已经结束，炼厂再次进入例行检修季，库存反弹对油价施压。展望后市，遇袭产能恢复情况超市场预期，该突发事件对于供给的影响趋于消退，但此次事件显示中东地缘政治风险升级，对中东石油安全体系提出新的挑战，原油期货定价中隐含的风险溢价或将提升，但总体来看，需求未受到提振的情况下，预计油价仍有下行风险。

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

央行上月下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金约 9000 亿元，同时 MLF 净回笼资金 2415 亿元，续作利率维持不变，降准资金部分替换 MLF 使得银行等机构负债端成本下降，同时央行在临近跨季时点持续投放 OMO，资金面整体呈现月中紧张月末宽松的格局，节后随着资金逐渐回流，宽松格局有望在月初延续，1Y 高评级存单需求或将提升，收益率有望下行；债市方面，美联储如期降息，美国及欧盟 9 月制造业 PMI 继续走弱，经济下行压力上升，美国国债下行接近前期低点，海外因素整体利好国内债市，国内方面，8 月社融数据及 9 月份 PMI 数据出现反弹，先行指标预示经济有望企稳，同时央行行长易纲在发言中表示货币政策将“以我为主”，后续对于货币政策转松及降息的预期下降，导致本月债市收益率呈现单边上行情。相对于前期低点，收益率已调整 10-20bp，在基本面未出现明显改善的前提下，回调已经相对充分，但由于央行在货币政策方面并未进一步转松，短端利率制约长端利率进一步下行，预计近期债市走势仍将以震荡盘整为主。信用债方面，中高评级信用利差已至低位，进一步缩窄空间有限，部分机构或将选择下沉资质，叠加宽信用的政策背景，中低评级信用利差有望收窄。美国 9 月份制造业 PMI 创 10 年新低，后续降息预期有所升温，叠加欧盟经济未见起色，预计海外收益率维持低位震荡，上行风险有限。

**国内市场策略：**上月央行宣布实施全面降准及定向降准措施，同时缩量续作 MLF，降低机构负债端成本以推动 LPR 下行。本月月初有 3200 亿逆回购到期，但随着节后资金逐渐回流及财政投放，资金面仍有望维持宽松格局。同业存单方面，本周存单到期量约 11357 亿元，续发压力较低，资金面相对宽松有望吸引部分配置资金，存单收益率仍然存在下行空间。债券市场方面，海外主要经济体 9 月 PMI 数据进一步走弱，显示世界主要经济体普遍面临下行压力，国内方面，金融数据及 PMI 数据小幅反弹，彰显经济韧性，同时央行货币政策后续宽松预期下降，导致本月收益率单边上行，长端上行 12-20bp，10 年国开活跃券 190210 最终收于 3.5975%。整体来看，前期获利盘累积及国内货币政策未能进一步宽松是本月收益率上行的主要因素，短端利率制约长端进一步下行，同时经济数据虽然依然疲软，但去年 4 季度的低基数使得市场对于未来数据走向存在一定分歧，预计债市收益率仍将以震荡为主，策略上建议高抛低吸，波段操作。从结构性策略来看，新券 190215 发行将对目前的活跃券 190210 产生持续利空，可以逐步将 190210 的仓位切换至 190215；从品种利差来看，同业投资及税收政策的传闻对政金债构成潜在利空，叠加中美利差持续走扩，国债的安全边际仍然好于金债；从信用债来看，中高评级信用利差已至低位，进一步缩窄空间有限，部分机构或将选择下沉资质，叠加宽信用的政策背景，中低评级信用利差有望收窄。

**国际市场策略：**美联储将联邦基金利率目标区间下调至 1.75%-2.00%，符合市场预期，此为美联储年内第二次降息，叠加美国 9 月 PMI 数据大幅不及预期，10 年期美债收益率全月下行 8.3bp 至 1.598%，接近前期低点，欧洲方面经济增长依然疲软，主要经济体 9 月份 PMI 继续走弱，债市收益率仍将低位徘徊，预计后续上行风险有限。

**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
<b>上调评级或展望</b>							
浙江长兴农村商业银行股份有限公司	银行	上海新世纪资信评估投资服务有限公	2019-09-09	AA		AA-	稳定
南阳投资集团有限公司	资本货物	联合资信评估有限公司	2019-09-23	AA+	稳定	AA	稳定
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任	能源 II	联合资信评估有限公司	2019-09-18	AA+	稳定	AA	稳定
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任	能源 II	中诚信国际信用评级有限责任公司	2019-09-16	AA+	稳定	AA	稳定
贵州兴义农村商业银行股份有限公司	银行	上海新世纪资信评估投资服务有限公	2019-09-18	A+	稳定	A	稳定
贵州仁怀茅台农村商业银行股份有限	银行	中诚信国际信用评级有限责任公司	2019-09-09	A+		A	稳定
常州天宁建设发展集团有限公司	材料 II	中诚信国际信用评级有限责任公司	2019-09-23	AA+	稳定	AA	稳定
<b>下调评级或展望</b>							
正源房地产开发有限公司	房地产 II	联合信用评级有限公司	2019-09-04	AA-	负面	AA	负面
云南力帆骏马车辆有限公司	汽车与汽车零部件	中证鹏元资信评估股份有限公司	2019-09-11	BB	负面	AA-	稳定
天广中茂股份有限公司	资本货物	联合信用评级有限公司	2019-09-17	BB+	负面	BBB+	负面
三鼎控股集团有限公司	资本货物	联合信用评级有限公司	2019-09-06	C		A	
三鼎控股集团有限公司	资本货物	联合信用评级有限公司	2019-09-03	A		AA	稳定
青海省国有资产投资管理有限公司	多元金融	大公国际资信评估有限公司	2019-09-26	AA+		AAA	负面
贵人鸟股份有限公司	耐用消费品与服装	联合信用评级有限公司	2019-09-16	A	负面	AA-	稳定
郴州市金贵银业股份有限公司	材料 II	东方金诚国际信用评级有限公司	2019-09-20	BB-	负面	BBB	负面
郴州市金贵银业股份有限公司	材料 II	东方金诚国际信用评级有限公司	2019-09-12	BBB	负面	A	负面
北京华谊嘉信整合营销顾问集团股份	媒体 II	东方金诚国际信用评级有限公司	2019-09-26	BB	负面	BBB	负面
正源房地产开发有限公司	房地产 II	联合信用评级有限公司	2019-09-04	AA-	负面	AA	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。