

2019年12月2日

金融市场部

美国三季度GDP上修，国内PMI超预期回升

宏观经济

❖ **国际宏观：**美国三季度实际GDP年化季环比增速上修，美联储褐皮书亦肯定了美国经济的温和增长，关键在于温和的通胀；欧元区11月通胀出现回升，但仍不及目标。

❖ **国内宏观：**11月制造业和非制造业PMI均超预期回升，在国内稳增长和中美贸易摩擦缓和的背景下，供需两方面均有改善。经济能否企稳，还需财政、货币政策共同配合加大逆周期调节力度，中美贸易谈判走向也将继续对进出口反弹，乃至经济企稳产生影响。

金融市场

❖ **货币政策及资金面：**11月央行合计开展3000亿元逆回购和6000亿元MLF操作，全口径合计净回笼3670亿元。月初隔夜回购利率一度跌破2%，双十一叠加月中税期效应，资金成本逐步抬升，随着央行持续净投放，回购利率有所回落。央行相继调低MLF利率和OMO利率，引发市场对于货币政策的乐观情绪。本月公开市场将有500亿元国库现金定存到期和4735亿元MLF到期，临近跨年，预计央行将续作MLF对冲，平抑市场波动。

❖ **债券市场：**11月利率债收益率整体呈现下行，但中长端下行幅度超过短端，曲线呈现平坦化；11月中长期信用债收益率受利率债影响大幅下行，信用利差在信用风险事件影响下整体出现走扩。展望本月，11月相关数据出现回暖以及中美即将达成协议，叠加临近年底市场预计将保持谨慎，收益率小幅震荡上行概率较大；信用方面，信用风险事件近期暴露较多出现，在风险传导下信用利差可能继续走扩。

❖ **外汇市场：**经济数据边际好转、联储接连鹰派表态，美元上行；欧元区经济仍然相对弱势欧元下行；大选前市场谨慎英镑窄幅波动。预计未来短期内贸易谈判、英国大选等事件将会成为主导汇市波动的主要因素。随着汇率弹性的不断增强，在市场供求基本均衡的前提下，人民币汇率的合理均衡水平，将越来越多地受到短期因素，如中美贸易谈判进程的影响。

❖ **商品市场：**贸易形势缓和叠加全球宽松放缓，市场风险情绪全面好转，11月金价下跌3.26%。全球经济下行压力不减，金价受政策信号影响较大，需关注中美贸易进展和各国货币政策进一步走向。需求侧持续低迷，供给侧影响逐渐放大，原油价格11月宽幅震荡。需关注12月5日OPEC+会议对油价带来的影响。

❖ **市场展望与策略：**本月公开市场将有500亿元国库现金定存到期和4735亿元MLF到期，预计央行将续作MLF对冲，平抑市场波动。同业存单方面，可减持年内品种，适当增持6个月左右存单。债券市场方面，整体建议维持久期和仓位稳定，若长端继续上行，可择机增持。海外方面，美债收益率后续走势取决于经济数据的表现。

联系人

郝佳

010-85209686

haojia@abchina.com

马至夏

010-85607524

mazhixia@abchina.com

程丹琪

010-85607531

chengdanqi@abchina.com

夏谱

010-85607542

xiapu@abchina.com

叶丹

021-20687210

yedan@abchina.com

支琪凯

021-20687245

zhiqikai@abchina.com

虞汉阳

021-20687231

yuhanyang@abchina.com

于富元

010-85209712

yufuyuan@abchina.com

宏观经济

国际宏观

美国三季度实际GDP年化季环比增速上修，美联储褐皮书亦肯定了美国经济的温和增长，关键问题在于温和的通胀；欧元区11月通胀出现回升，但仍不及目标。

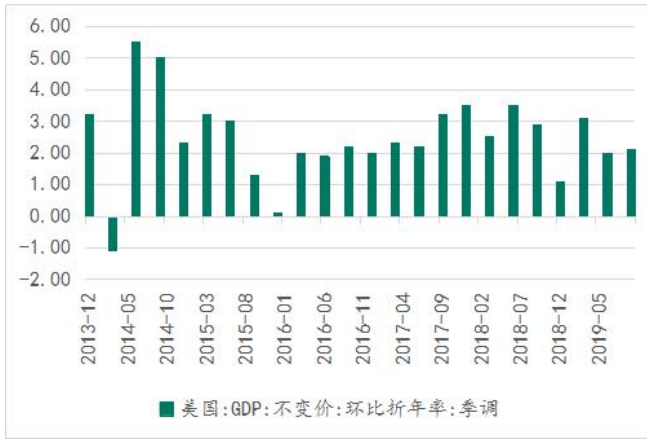
美国三季度实际GDP年化季环比增速上修，美联储最新公布的褐皮书亦肯定了美国经济的温和增长，关键问题在于温和的通胀。美国三季度实际GDP年化季环比增速上修至2.1%，高于预期和初值的1.9%，略高于二季度实际值的2%。GDP增速上修主要是因为库存投资、商业投资和消费者支出上修，超出了州与地方政府支出下修的拖累。分项贡献方面，消费支出贡献上修0.04个百分点至1.97%，但仍明显低于上一季度的3.03%；三季度消费支出二读增速维持在2.9%，较二季度增幅4.6%明显下滑。私人库存投资上修幅度最大，从拖累GDP的-0.05%上修为带动GDP增长0.17%。固定投资拖累GDP的幅度也有所缩窄，从-0.22%变为-0.18%。政府支出则下修0.07个百分点至0.28%。美国三季度GDP增速的上修显示美国经济在消费支出增速放缓、固定投资疲软的背景下仍有一定韧性。美联储最新公布的褐皮书也肯定了美国经济的温和增长。褐皮书指出，从10月到11月中旬，美国经济活动温和增长，与上一个报告期的增长速度类似。大多数地区的消费支出稳定增长；报告制造业扩张的地区数量比前一期有所增加，尽管大多数地区仍然没有增长；此外，非金融服务业的形势依然相对乐观，大部分地区的服务业呈温和到适度增长。整体来看，在美联储降息三次、中美贸易摩擦有所缓和的背景下，近期美国零售、制造业PMI、耐用品订单及楼市数据均有边际改善迹象，预计四季度美国经济仍将维持温和增长。值得注意的是，10月美国核心PCE物价指数同比增长1.6%，已经连续两个月放缓，进一步偏离2%的通胀目标，美联储主席鲍威尔上周发表讲话时表示，低通胀预期将使美联储更难支持经济增长，美联储仍坚定地致力于实现其2%的通胀目标，需持续关注美联储官员们对低通胀预期的看法及相应对策。但基于相对稳健的经济增长和为未来货币政策保留空间的考虑，预计12月美联储将暂停降息。

欧元区方面，11月通胀出现回升，但仍不及目标。欧元区11月HICP初值同比增长1.0%，高于预期的0.9%及前值的0.7%；核心HICP初值同比增长1.3%，高于预期的1.2%和前值的1.1%。欧元区11月通胀的提升主要受益于食品、酒精及烟草部门的提升，服务业及非能源类工业产品亦对通胀形成提振，但欧元区能源价格同比增速依旧处于负区间且下跌幅度有所加深。近期欧元区经济数据出现边际改善迹象，但通胀始终疲软。欧洲央行行长拉加德上任后首次公开亮相时表示，将会继续推行支持经济增长的货币政策，并在维护物价稳定的前提下应对未来风险；如果货币政策能够获得其他促进经济增长政策的支持，就可以更快地取得效果，且副作用更少。反映其支持采用宽松政策支持经济、通胀增长的态度，预计欧央行仍将延续整体宽松基调。

欧美央行把盯住2%的通胀增长作为货币政策的目標，用于引导社会公众的预期，但近些年欧美通胀难以持续达到2%甚至突破2%的水平，引发了市场对通胀目标设定的质疑。当前欧美央行

均就其货币政策实施框架调整提出了讨论的可能性，或提高对一段时间内通胀超过目标增速的容忍度，需关注其后续进展。

图表 1. 美国三季度 GDP 增速上修



数据来源: Wind

图表 2. 欧美通胀持续低于央行目标水平



数据来源: Wind

国内宏观

11月制造业和非制造业PMI均超预期回升，在国内稳增长和中美贸易摩擦缓和的背景下，供需两方面均有改善。经济能否企稳，还需财政、货币政策共同配合加大逆周期调节力度，中美贸易谈判走向也将继续对进出口反弹，乃至经济企稳产生影响。

11月制造业PMI超预期反弹，制造业呈现边际企稳迹象。11月制造业PMI为50.2，较上月大幅回升0.9个百分点，在连续6个月低于临界点后，再次回到扩张区间，供需两端均有所改善。一是供需缺口回升，11月新订单指标回升1.7个点至51.3，产成品库存回落0.3个点至46.4，供需缺口改善，反映出需求边际较上月有所改善，且整体环比动能接近年初状态。二是两大价格指数继续回落，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为49和47.3，分别比上月下降1.4和0.7个百分点，均连续两个月回落，反映出11月PPI环比可能仍然较弱。三是制造业去库存良好，11月原材料库存指数小幅回升至47.8，反映原材料去库边际有所放缓，产成品库存荣枯线下继续下行至46.4，制造业去库进程延续。四是出口、进口指数大幅回升，新出口订单指数与进口指数分别为48.8，49.8，较上月上升1.8个点、2.9个点，虽仍在荣枯线下，但反映边际恶化减弱，叠加年内后两月贸易基数整体较低，贸易端大概率将步入压力缓冲阶段，边际出现改善。五是分企业规模看，大型企业PMI为50.9，比上月上升1个百分点，中型企业PMI为49.5，比上月上升0.5个百分点，小型企业PMI为49.4，比上月上升1.5个百分点，改善速度最快。

11月非制造业改善显著，建筑业活动指标全线位于高景气区间。一是11月非制造业商务活动指数为54.4，较上月回升1.6个百分点，仍位于扩张区间，主要改善在于销售价格、新订单和从业

人员。二是11月服务业PMI为53.5，较上月大幅上行2.1个百分点，景气回升且优于季节性。从行业大类看，邮政业、住宿业、电信广播电视和卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务、保险业等行业商务活动指数位于58以上较高景气区间，业务总量快速增长；铁路运输业、道路运输业、餐饮业、房地产业等行业商务活动指数位于收缩区间。三是建筑业商务活动指数为59.6，比上月下降0.8个百分点，但仍位于高景气区间建筑活动细分指标均位于高景气区间，体现当前建筑活动动能强劲，或因暖冬因素所致。

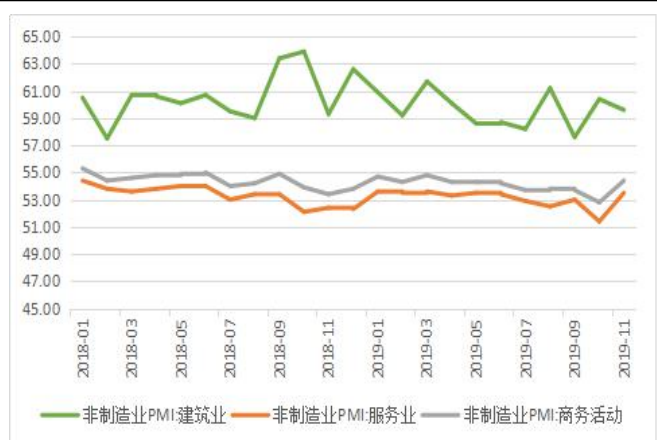
整体来看，11月PMI超预期回暖，反映了基本面再度下探的风险降低，但反弹的趋势性仍需进一步观察。从季节性角度来看，制造业多数指标仍然低于季节性，体现本月反弹虽有供需改善的迹象，但也没有彻底摆脱季初经济下探的影响。外需改善部分源于与圣诞节海外订单增加，内需中建筑活动活跃，部分或源于暖冬因素所致，短期支撑因素后续影响将减弱。12月1日，人民银行行长易纲在《求是》发表文章《坚守币值稳定目标 实施稳健货币政策》，他认为我国货币政策要保持人民币币值稳定，不能让老百姓手中的票子变“毛”，不将汇率工具化，也绝不搞“以邻为壑”的竞争性贬值。即使世界主要经济体的货币政策向零利率方向趋近，我们也不搞竞争性的零利率或量化宽松政策。易纲行长表态，体现出我国央行对于货币政策正常化的决心和坚持，货币政策逆周期调节仍将专注于精准滴灌，前期几次政策利率降低并不意味着降息周期的开启。

图表 3. 11月制造业PMI大幅反弹



数据来源: Wind 资讯

图表 4. 11月份非制造业处于景气区间，建筑业略降



数据来源: Wind 资讯

金融市场

货币政策与资金面

11月央行合计开展3000亿元逆回购和6000亿元MLF操作，全口径合计净回笼3670亿元。月初隔夜回购利率一度跌破2%，双十一叠加月中税期效应，资金成本逐步抬升，随着央行持续净投放，回购利率有所回落。央行相继调低MLF利率和OMO利率，下调OMO利率为四年来首次调降，引发市场对于货币政策的乐观情绪。本月公开市场将有500亿元国库现金定存到期和4735亿元MLF到期，临近跨年，预计央行将续作MLF对冲，平抑市场波动。

具体来看，11月央行合计开展3000亿元逆回购和6000亿元MLF操作，有3300亿元逆回购和8770亿元MLF到期，全口径合计净回笼3670亿元。质押式回购利率方面，月初隔夜回购利率一度跌破2%，双十一叠加月中税期效应，资金成本逐步抬升，随着央行持续净投放，回购利率有所回落。截至11月29日，R001加权平均利率为2.44%，较前月上行89bp；R007加权平均利率为2.69%，较前月上行3bp；R014加权平均利率为2.77%，较前月下行9bp。同业存单方面，上月存单一级市场情绪高涨，净融资额回升。11月共发行3240只总计18865.1亿元，到期2625只总计16162.66亿元，净融资额为2702.44亿元，较10月增加851.11亿元。其中，资金利率中枢较前月上行，存单利率整体小幅上行，3个月AAA+同业存单利率为3.03%，较前月上行9bp；6个月AAA+同业存单利率为3.06%，较前月上行10bp；9个月AAA+同业存单利率为3.09%，较前月上行8bp。境内美元当月整体偏宽松，USD CIROR隔夜价格收于1.59%，较前月下行5bp；1W价格收于1.66%，较前月下行11bp。离岸人民币流动性略有收紧，香港市场人民币隔夜拆借利率收于2.70%，较前月上行17bp；7天品种收于2.98%，较前月上行22bp。

11月央行相继调低MLF利率和OMO利率，下调OMO利率为四年来首次调降，引发市场对于货币政策的乐观情绪，后续将继续与财政政策配合托底经济，但整体资金利率中枢未明显下行，重点在于疏通货币政策传导机制。首先，财政部提前下达2020年部分新增专项债务限额1万亿元，要求早发行、早使用，确保明年年初即可使用见效。预计明年1月地方债供给将明显提升，货币政策将为其提供流动性支持。第二，央行三季度货币政策报告不再提及“把好货币供给总闸门”，稳增长的重要性明显提升，货币政策相较前期边际转松。11月以来猪价回落，通胀压力有一定缓解，相较于通胀，央行稳增长目标更加迫切，但报告中也提及要保持定力，货币政策预计适度宽松缓解经济压力。第三，11月制造业PMI为50.2，明显高于上月49.3，重回荣枯线，需求回暖的持续性有待观察。受到国内双十一促销和海外圣诞节“黑五”活动的影响，进口回升，欧美等国经济边际好转带动外需回暖，但促销带来的进口回暖是否具有持续性有待观察，高频数据分化，基本面并无明显好转，逆周期调节政策还需发力维持资金面稳定。

展望本月，中美贸易摩擦反复，由于香港政治形势问题，市场对于后续贸易进展保持谨慎态度，短期内达成协议的预期弱化，逆周期政策仍需延续以支撑经济回暖。在央行调降 MLF 和 OMO 利率后，短期内进一步宽松的概率较低，为防止大水漫灌，资金利率中枢难有明显下行。本月公开市场将有 500 亿元国库现金定存到期和 4735 亿元 MLF 到期，临近跨年，预计央行将续作 MLF 对冲，平抑市场波动。

图表 5. 同业存放利率变动

期限	2019-11-28		2019-10-31	
	融出	融入	融出	融入
1W	3.2-3.1	2.65-0.72	3.2-3.1	2.85-2.2
2W	3.2-3.1	2.6-0.72	3.25-3.15	3.1-2.2
1M	3.25-3.15	2.6-0.72	3.25-3.2	3.16-2.4
3M	3.25-3.2	3.15-2	3.95-3.6	3.3-2.89
6M	3.95-3.6	3.45-2.84	3.7-3.65	3.5-2.9
1Y	3.7-3.65	3.5-2.8	3.95-3.9	3.7-3.01

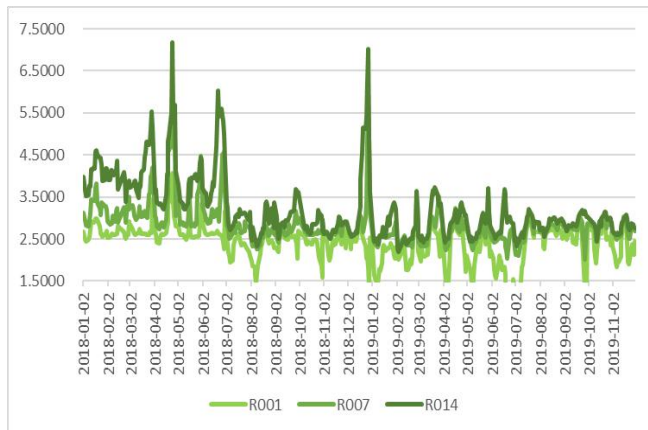
数据来源: Wind 资讯、上海国际货币

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

11 月利率债收益率整体呈现下行，但中长端下行幅度超过短端，曲线呈现平坦化；11 月中长期信用债收益率受利率债影响大幅下行，信用利差在信用风险事件影响下整体出现走扩。上月央行整体资金投放有限，但通过调低 MLF 和 OMO 利率给市场积极信号，资金面持续宽松带动短端

收益率下行，中长端方面虽然受到通胀压力，但央行态度转松以及中美贸易不确定性重生，叠加基本面数据的重新走弱，收益率全月大幅下行；受信用违约事件的冲击，各品种信用利差均出现走扩。展望本月，11月相关数据将出现回暖以及中美即将达成协议，叠加临近年底市场预期将保持谨慎，收益率小幅震荡上行概率较大；信用方面，信用风险事件近期暴露较多出现，在风险传导下信用利差可能继续走扩。

上月利率债收益率整体呈现下行，但中长端下行幅度超过短端，曲线呈现平坦化。上月央行虽然资金投放有限，但通过连续调降MLF和OMO利率向市场释放货币政策有所转松且不受结构性通胀干扰的信号。在资金面持续保持宽松的情况下，全月短端收益率小幅下行约3-5bp。上月央行通过降息方式释放宽松货币政策信号，此外中美贸易谈判有所波折且10月经济、金融数据均出现超预期回落，中长端收益率呈现明显下行，全月来看，下行幅度约8-12bp。

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，央行在月初和月中分别调低MLF和OMO操作利率5bp，虽然全月资金投放有限，但资金面未呈现明显紧张。中长端方面，一是央行态度释放通胀压力，10月CPI在猪肉价格继续高斜率上行的带动下达到3.8%，但央行依然采取降息措施，市场对于通胀压力制约货币政策的担忧出现缓解；二是10月金融数据超预期下滑，10月信贷和社融数据均不及市场预期，虽然存在季节性因素扰动且结构相对较好，但筑底信号仍有待观察；三是10月基本面数据重新回落，10月主要经济数据中仅房地产继续构成支撑，工业、社会消费、基建等全部较9月出现下滑，经济企稳仍需政策发力。

美债方面，上月美债收益率整体呈现先上后下走势。上半月在后续美联储短期不会采取降息以及经济数据表现较好的情况下，美股拉升带动市场风险偏好提振，美债收益率大幅上行约30bp。下半月受如下两方面因素影响收益率出现回落：一是特朗普在发言中表示中美贸易谈判若不能达成协议将采取更高的关税措施，叠加此前白宫发言人讲话中表示在协议签署前双方将不会取消关税，市场避险情绪有所升温；二是鲍威尔的听证会上的讲话虽然进一步强化了短期降息的可能性较低，但后续数据的变化仍可能采取宽松的货币政策。

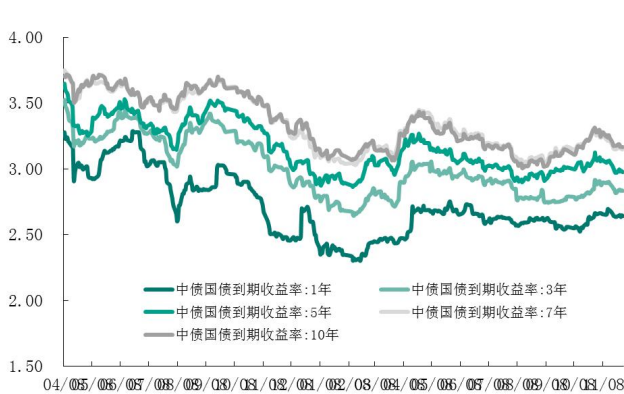
信用债方面，上月受中长端利率债收益率大幅下行的影响，中长期信用债收益率也出现相应程度走低，且中等级别债券下行幅度最大。信用利差方面，上月市场传出多家金融机构风险事件以及中小银行可能存在合并的消息，叠加信用债违约事件的不断出现，市场在风险传导担忧的情况下对于信用债有所冲击，各期限、各品种信用利差均出现走扩。

上月共有10家主体共计15只信用债出现违约事件。其中有四家违约主体为首次出现债券违约事件，分别为东旭光电、贵人鸟、刚泰控股和郴州市金贵银业。上述四家主体均为民营企业，近期信用风险事件呈现集中暴露，对于市场信用风险偏好可能存在较大抑制。

展望本月，第一，央行短期货币政策预计仍将维持中性偏松，资金面难有明显收紧，但资金价格预计仍将在中枢上下波动，短端收益率难有明显下行机会；第二，11月经济、金融数据大概率将出现企稳回升，叠加中美贸易谈判可能在12月达成一阶段协议，且临近年底市场较为谨慎的情

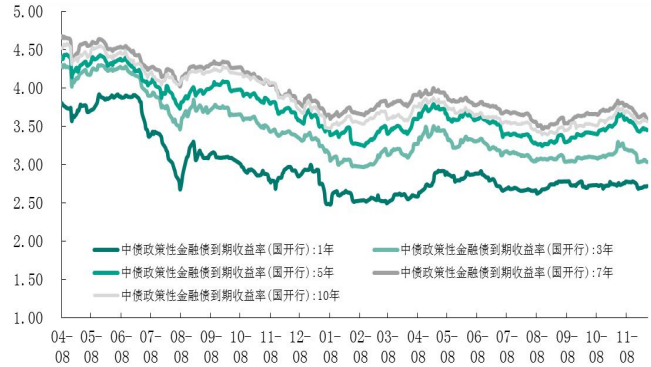
况下预计收益率将出现小幅震荡上行；第三，信用债方面，预计信用债收益率受风险事件的影响可能有所回调，信用利差有所走扩。

图表 9. 国债收益率走势



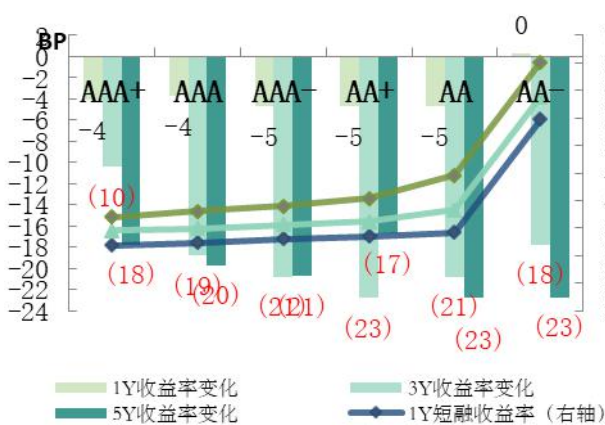
数据来源: Wind 资讯

图表 10. 政策性金融债收益率走势



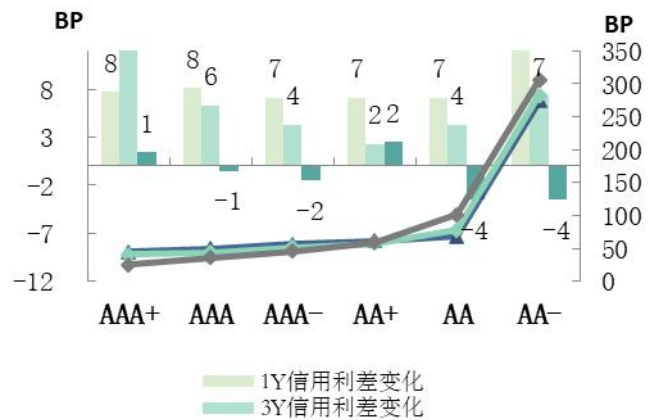
数据来源: Wind 资讯

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

外汇市场

经济数据边际好转、联储接连鹰派表态，美元上行；经济仍然相对弱势欧元下行；大选前市场谨慎英镑窄幅波动。预计未来短期内贸易谈判、英国大选等事件将会成为主导汇市波动的主要因素。中美贸易进程影响人民币走势，汇率双向波动弹性增强。随着汇率弹性的不断增强，在市场供求基本均衡的前提下，人民币汇率的合理均衡水平，将越来越多地受到短期因素的影响。

经济数据边际好转、联储接连鹰派表态，美元上行；经济仍然相对弱势欧元下行；大选前市场谨慎英镑窄幅波动。上月美元指数收于 98.2804，上涨 0.99%。欧元兑美元收于 1.1019，下跌 1.20%。

英镑兑美元收于 1.2932，下跌 0.08%。美元方面，11 月美国经济数据边际好转、美联储接连鹰派表态均支撑美元上行；贸易局势总体向好的方向发展，结果尚未揭晓上月影响有限。一是上月发布的经济数据边际好转。11 月制造业 PMI 和非制造业 PMI 均为 4 月以来最高，略高于路透访谈的分析师预估中值。第三季度美国实际 GDP 年化增长率从初步报告的 1.9% 上修至 2.1%，相比第二季度实际增长率 2.0% 有所回升。修正数据显示美国第三季度经济增长略有回升，而非最初报告显示的放缓，一定程度超出市场预期。此外褐皮书也显示美国经济增长前景较为乐观。二是美联储官员接连鹰派表态。美国经济数据的边际好转为美联储暂缓降息提供了依据，而美联储官员接连的鹰派表态也增强了市场信心。二者互为依仗，为美元上行提供支撑。三是贸易局势方面新消息有限上月影响不明显。投资者仍然在等待贸易谈判结果，在最终结果公布之前，市场还是保持谨慎，贸易局势上月对美元指数影响有限。欧元方面，欧元区部分经济数据在上月好于市场预期，但与美国相比仍显弱势；欧洲央行目前最主要的任务是达成共识，货币政策短期内难有边际改变，因此上月欧元有所走弱。英镑方面，由于英国大选临近，大选结果将直接影响脱欧前景，因此上月英国经济数据表现对英镑走势影响有限，政治事件对英镑波动影响更大。但由于大选结果仍不确定，市场整体表现谨慎。预计未来短期内贸易谈判、英国大选等事件将会成为主导汇市波动的主要因素。

中美贸易进程影响人民币走势，汇率双向波动弹性增强。上月在岸人民币汇率收于 7.0261，升值 89PIPS，涨幅为 0.13%。离岸人民币汇率收于 7.0324，升值 142PIPS，涨幅为 0.20%。上月人民币汇率走势主要受中美贸易谈判进程影响。11 月 5 日，美国商务部长罗斯表示美国政府收到比预期更多的申请向华为出售零部件，叠加此前美国商务部称将自 10 月 31 日起对中国 3000 亿美元加征关税清单产品启动排除程序，市场情绪整体缓和，对人民币的贬值预期有所修正。在岸人民币兑美元当日收盘报 6.9975，较上一交易日涨 327 个基点，为 8 月 5 日以来首次升破 7 整数关口。后期由于贸易谈判信息指向并不明确，11 月在岸人民币在 6.9650 至 7.0497 之间波动。人民币三个月内从跌破 7，到升破 7，体现了人民币汇率的韧性，且此前市场担心人民币跌破 7 后将会继续大幅贬值，但是从事实上看，人民币兑美元汇率跌破 7，市场延续总体稳定。央行在三季度货币政策报告中称，完善人民币汇率市场化形成机制要坚持以我为主，把握好内部均衡和外部均衡的平衡。人民币汇率以市场供求为基础，参考一篮子货币汇率变化，有贬有升，双向浮动，在合理均衡水平上保持了基本稳定。央行行长易纲在《求是》杂志撰文指出，人民币汇率是由市场供求决定的，不将汇率工具化，也绝不搞“以邻为壑”的竞争性贬值；下一阶段将继续推动人民币汇率市场化形成机制改革，保持汇率弹性，并在市场出现顺周期苗头时实施必要的宏观审慎管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。未来一段时间影响汇率的关键因素仍是中美经贸问题。随着汇率弹性的不断增强，在市场供求基本均衡的前提下，人民币汇率的合理均衡水平，将越来越多地受到短期因素的影响。

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

贸易形势缓和叠加全球宽松放缓，市场风险情绪全面好转，11月金价下跌3.26%。全球经济下行压力不减，金价受政策信号影响较大，需关注中美贸易进展和各国货币政策进一步走向。需求侧持续低迷，供给侧影响逐渐放大，原油价格11月宽幅震荡。需关注12月5日OPEC+会议对油价带来的影响。

贸易形势缓和叠加全球宽松放缓，市场风险情绪全面好转，11月金价下跌3.26%。回顾11月，金价于11月4日至8日当周大跌3.64%，随后三周在1460美元/盎司附近震荡，最终收于1463.60美元/盎司。一是中美贸易关系缓和，风险偏好迅速转暖。11月中美双方持续放出贸易缓和信号，第一阶段协议签订预期持续走高，避险情绪消退，对金价形成打压。二是美国经济持续温和扩张。美国商务部上修三季度GDP 0.2个百分点至2.1%，美国新屋销售数据连续两个月走强，为近12年以来首次。总体上看，美国经济虽有下行压力，但仍较为活跃，美联储褐皮书也显示经济前景大体上偏正面。三是美联储领衔按下全球货币政策宽松暂停键。11月美联储维持联邦基金利率不变，持续释放鹰派信号，全球其他经济体也纷纷暂停宽松货币政策。虽然诸多利空消息持续释放，但黄金在经历完月初的调整之后维持在1440-1480美元/盎司的区间震荡，这说明市场对全球经济预期仍偏悲观。综合来看，全球经济下行压力不减，金价受政策信号影响较大，需关注中美贸易进展和各国货币政策进一步走向。

需求侧持续低迷，供给侧影响逐渐放大，原油价格11月宽幅震荡。11月布油和美油分别收于60.73美元/桶和55.42美元/桶，截至11月29日当月涨幅分别为1.86%和2.29%，当周涨幅分别为-2.63%和-4.07%。一是OPEC+各方对延长减产协议的态度仍存分歧。一方

面沙特希望能提高油价以支撑沙特阿美 IPO 前的估值，另一方面俄罗斯石油公司表示更愿意将限制产量的配额保留到明年 3 月份，然后再讨论是否延长减产期限。此外，数据显示，11 月 1 日至 26 日，俄罗斯原油产量为 1124.4 万桶/日，较减产协议规定的配额多出 5.4 万桶/日，连续第 8 个月未能 100% 执行减产协议。俄罗斯的表态的频繁变动引发市场担忧，引发市场大幅波动。二是美国活跃钻机数持续减少，但转机效率持续提高。截至 11 月 27 日当周，美国活跃钻机数减少至 668 座，本月已累计减少 28 座。但与此同时，由于转机效率的提高，美油产量屡创新高，EIA 周五公布的月报显示 9 月份美国原油产量增加 6.6 万桶/日至 1246.3 万桶/日，创历史新高。此外，EIA 还上调了美国原油产量预估，预计 2019 美油产量将达到 1230 万桶/日，较 2018 年增加 130 万桶/日。受上述因素影响，11 月 29 日原油价格暴跌，布油和美油单日跌幅分别达到 4.01% 和 4.63%。综合来看，OPEC+ 会议前夕市场对供给侧消息十分敏感，本周四（12 月 5 日）的 OPEC+ 会议将对未来油价造成较大影响。

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

上月央行合计开展 3000 亿元逆回购和 6000 亿元 MLF 操作，合计净回笼 3670 亿元。央行相继调低 MLF 利率和 OMO 利率，短期内进一步宽松可能性较低，更多注重于疏通货币政策传导机制。本月公开市场将有 500 亿元国库现金定存到期和 4735 亿元 MLF 到期，预计央行将续作 MLF 对冲，平抑市场波动。同业存单方面，从存单曲线来看，9 个月和 1 年期基本持平，3 个月以上期限的利差非常窄，可减持年内品种，适当增持 6 个月左右存单。债券市场方面，PMI 超预期重回荣枯线预计将对债市产生短期扰动，带动收益率小幅回调，长期来看，货币政策宽松限制整体上行空间。策略上整体建议维持久期和仓位稳定，若长端继续上行，可择机增持。海外方面，上月 10 年期美债收益率上行 9bp 收于 1.77%，经济形势好于预期，短期内降息概率不大，后续走势取决于经济数据的表现。

国内市场策略：上月央行合计开展 3000 亿元逆回购和 6000 亿元 MLF 操作，合计净回笼 3670 亿元。央行相继调低 MLF 利率和 OMO 利率，下调 OMO 利率为四年来首次调降，引发市场对于货币政策的乐观情绪，但资金利率中枢无明显下行。易刚行长最新文章中提出实施稳健货币政策，保持货币条件与潜在产出和物价稳定的要求相匹配，保持流动性合理充裕，松紧适度，短期内进一步宽松可能性较低，更多注重于疏通货币政策传导机制。本月公开市场将有 500 亿元国库现金定存到期和 4735 亿元 MLF 到期，预计央行将续作 MLF 对冲，平抑市场波动。同业存单方面，本月存单一级市场发行和配置热情高涨，一级发行利率抬升带动了各期限二级成交利率上行，从存单曲线来看，9 个月和 1 年期基本持平，3 个月以上期限的利差非常窄，可减持年内品种，适当增持 6 个月左右存单。债券市场方面，由于央行下调 MLF 和 OMO 利率超出市场预期，叠加经济基本面数据较弱，各期限利率债收益率明显下行。而 PMI 超预期重回荣枯线预计将对债市产生短期扰动，带动收益率小幅回调，从高频数据来看，基本面数据存在分歧，叠加当前贸易战不确定性较大，短期债市震荡小幅上行。而长期来看，货币政策宽松限制整体上行空间。策略上整体建议维持久期和仓位稳定，若长端继续上行，可择机增持。从期限利差来看，上月收益率曲线整体下行，5 年期下行最多，在资金面宽松的背景下，短端上行风险相对较小，可适当配置 3 年期品种；从品种利差来看，上月政金债和国债之间的利差呈现缩窄态势，从当前利差来看，国债相对而言具有较高的配置价值；信用债方面，3 年期和 5 年期的 AAA 信用债与国债之间的利差持续缩窄，当前处于年内相对低位，继续收窄空间有限，后续或存在走阔可能性，可择机减持。

国际市场策略：美国 11 月 Markit 制造业初值 52.2，攀升至七个月最高位，密歇根大学消费者信心指数终值 96.8，好于预期和前值，经济形势有所回暖。上月 10 年期美债收益率上行 9bp 收于 1.77%，经济形势好于预期，短期内降息概率不大，后续走势取决于经济数据的表现，仍有一定上行风险。

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							
重庆兴农融资担保集团有限公司		联合资信评估有限公司	2019-11-26	AAA	稳定	AA+	稳定
重庆兴农融资担保集团有限公司		中诚信国际信用评级有限责任公司	2019-11-04	AAA	稳定	AA+	稳定
长治银行股份有限公司	银行	联合资信评估有限公司	2019-11-14	AA	稳定	AA-	稳定
长春发展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	2019-11-13	AA-		A+	稳定
攀钢集团有限公司	材料 II	中诚信国际信用评级有限责任公司	2019-11-08	AAA	稳定	AA+	稳定
洛阳栾川钼业集团股份有限公司	材料 II	中诚信证券评估有限公司	2019-11-15	AAA	稳定	AA+	稳定
湖南省融资担保集团有限公司		中证鹏元资信评估股份有限公司	2019-11-22	AAA	稳定	AA+	
贵州乌当农村商业银行股份有限公司	银行	联合资信评估有限公司	2019-11-05	A		A-	稳定
北京建工集团有限责任公司	资本货物	东方金诚国际信用评级有限公司	2019-11-26	AAA	稳定	AA+	稳定
下调评级或展望							
重庆爱普地产(集团)有限公司	房地产 II	东方金诚国际信用评级有限公司	2019-11-25	A	负面	AA	
浙江亚太药业股份有限公司	制药、生物技术与生命科	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2019-11-07	AA	负面	AA	稳定
浙江唐德影视股份有限公司	媒体 II	东方金诚国际信用评级有限公司	2019-11-07	A+	负面	A+	稳定
西王集团有限公司	食品、饮料与烟草	东方金诚国际信用评级有限公司	2019-11-28	C		BB	负面
南宁糖业股份有限公司	食品、饮料与烟草	东方金诚国际信用评级有限公司	2019-11-20	A+	负面	AA-	稳定
吉林神华集团有限公司	制药、生物技术与生命科	中诚信证券评估有限公司	2019-11-15	BBB		AA-	稳定
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	2019-11-12	CC	负面	BBB	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	2019-11-05	BBB	负面	A	负面
东旭集团有限公司	资本货物	中证鹏元资信评估股份有限公司	2019-11-21	A	负面	AA+	稳定

东旭集团有限公司	资本货物	联合信用评级有限公司	2019-11-20	A		AA+	稳定
东旭光电科技股份有限公司	技术硬件与设备	联合信用评级有限公司	2019-11-20	C		AA+	稳定
东旭光电科技股份有限公司	技术硬件与设备	中诚信国际信用评级有限责任公司	2019-11-19	C		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	2019-11-03	C		B-	负面
北京华谊嘉信整合营销顾问集团股份有限公司	媒体II	东方金诚国际信用评级有限公司	2019-11-19	B	负面	BB	负面

数据来源: Wind、中国农业银行金融市场部

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。