

2019年11月4日

金融市场部

通胀预期走高，债市利率上行

宏观经济

❖ **国际宏观：**美联储宣布年内第三次降息，声明措辞暗示降息或就此暂停；美国三季度 GDP 增速继续放缓，但好于预期；10 月非农就业依旧稳健，制造业 PMI 仍处萎缩区间。

❖ **国内宏观：**10 月官方 PMI 继续走弱，财新 PMI 保持上升态势，两指数出现明显背离，主要原因为调查企业样本差异。由于财新 PMI 调查样本较少，指数波动相对较大，未来能否持续仍需关注中美贸易谈判结果和宏观调控政策对经济托底效果。

金融市场

❖ **货币政策及资金面：**10 月央行合计开展 6200 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 操作，全口径合计净回笼 300 亿元。央行未开展 TMLF 操作，市场预期落空后，对通胀的担忧持续发酵。本月公开市场将有 300 亿元逆回购到期和 4035 亿元 MLF 到期，月初银行间流动性充裕，预计央行将续作 MLF 投放长期资金，11 月整体资金利率中枢将维持平稳。

❖ **债券市场：**利率债收益率整体大幅上行，收益率曲线有所走陡；中长期信用债收益率受利率债影响同样出现上行，低评级信用利差有所收窄。9 月基本面数据有所企稳、通胀压力明显增加以及中美贸易谈判取得进展等利空因素的影响下，中长端收益率大幅走高；受宽信用政策进一步疏导的带动，低评级信用利差出现收窄。展望本月，虽然 10 月基本面数据难有好转，但市场临近年底预计将保持谨慎，预计收益率全月高位震荡概率较大。

❖ **外汇市场：**经济数据不佳美元下行，脱欧乐观情绪支撑欧元。随着非基本面因素消退，市场仍会回到美强欧弱的格局。美元下行、中美贸易关系短期转暖，人民币上行。预计未来人民币仍有小幅升值空间。

❖ **商品市场：**避险情绪回落，美联储如期降息，10 月国际现货黄金探底回升，呈震荡上行走势。预计黄金 11 月将持续窄幅调整，等待反弹时机。中美贸易谈判向好，OPEC+ 释放进一步减产信号，原油价格震荡后基本收平，需求低迷仍将持续施压油价，后续仍需关注下行风险。

❖ **市场展望与策略：**美联储如期降息，但 10 月非农就业人数超出市场预期，使得 12 月降息概率下降。国内方面，9 月份经济数据企稳，通胀压力上升，央行在货币政策方面保持定力，债市收益率呈现单边上行行情。前期利空因素集中释放，债市消化仍需要一定时间，地方债在四季度的发行规模仍未可知，但随着 10 月 PMI 继续走低，叠加目前的收益率已经具备一定的配置价值，预计近期债市走势仍将以震荡盘整为主。信用债方面，受债基发行受限、央行四季度未能续作 TMLF 及 Shibor 报价上行等因素综合影响，基金成为信用债抛售主力，预计这一局面短期内难以得到改善。美国 10 月份新增非农就业人数为 12.8 万人，好于市场预期，就业市场依然保持稳健，后续美联储降息预期降温，预计美债收益率短期内存在上行风险。

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

宏观经济

国际宏观

美联储宣布年内第三次降息，声明措辞暗示降息或就此暂停；美国三季度 GDP 增速继续放缓，但好于预期；10月非农就业依旧稳健，制造业 PMI 仍处萎缩区间。

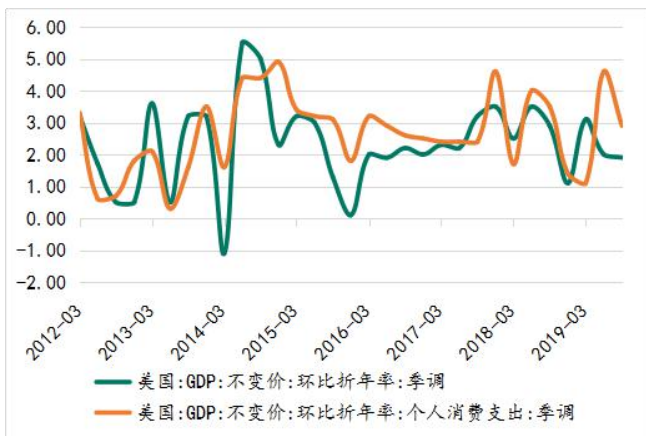
美联储宣布年内第三次降息，声明措辞暗示降息或就此暂停。10月31日，美联储宣布下调联邦基金利率25个基点至1.50%-1.75%，为今年以来美联储第三次降息，符合市场预期。对经济评价方面，本次声明与9月会议基本一致，维持对劳动力市场强劲、失业率保持低位、经济活动温和增长等评价，赞扬家庭支出“增速更快”。但声明认为全球经济发展对美国经济前景产生不确定性影响，同时美国国内通胀压力疲软，支持其降息。会议声明删除了美联储“将采取适当行动维持经济扩张”的措辞，修改为“将评估联邦基金利率目标区间的合理路径”，这一调整或暗示此次降息已完成鲍威尔所谓的“周期中调整”，立场偏“鹰派”。随后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示，公开市场委员会（FOMC）对美国经济的展望是按接近2%的水平温和增长，只要经济符合前景预期，政策就是适宜的，如果需要再次改变美国基准利率，将需要发生“对美联储预期前景进行重大重新评估”的事件，进一步传递了降息可能暂停的信号。此外，鲍威尔还指出，目前美联储没有考虑加息。他说，“在我们考虑加息之前，我们需要看到通货膨胀出现持续的真正显著的上升。”这一措辞暗示了美联储对通胀上行的容忍度或提高，鲍威尔亦提到了美联储可能在2020年中旬调整通胀目标这一货币政策框架，需关注美联储会否采取“补偿策略”，容忍通胀暂时性的超过2%。此次议息会议后，芝商所美联储观察工具显示，美联储12月按兵不动的概率上涨至87.5%。

经济数据方面，上周公布的美国三季度 GDP 增速继续放缓，但好于预期；10月非农就业依旧稳健，制造业 PMI 仍处萎缩区间。美国商务部公布的初次数据显示，受益于较为强劲的消费者支出，美国第三季度 GDP 环比折年率为增长1.9%，较第一、二季度增速继续放缓，但好于预期的1.6%。第三季度 GDP 的增长主要受益于相对强劲的个人消费支出，个人消费支出第三季度增幅为2.9%，处于健康水平。但应注意到，这一数据较第二季度的4.6%大幅放缓，且9月美国零售销售7个月来首次出现下滑，环比下降0.3%，反映消费动能出现松动迹象。另外，美国投资情况仍未出现改善，非住宅类固定资产投资下滑3.0%，已连续两个季度下滑。当季，个人消费开支为经济增长贡献1.93个百分点，明显低于上一季度的3.03个百分点；政府支出贡献0.35个百分点；非住宅类固定资产投资拖累0.4个百分点；净出口拖累0.08个百分点；私人库存拖累0.05个百分点。其他数据方面，非农就业、核心 PCE 和制造业 PMI 呈现出喜忧参半局面。10月新增非农就业12.8万人，好于市场预期的8.9万人，同时前两个月新增就业共上修9.5万，显示美国的劳动力市场可能比市场预期的要更加强健。因劳动参与率回升，10月失业率从9月的3.5%反弹至3.6%，但仍处于近半世纪低点水平。薪资方面，10月时薪环比增0.2%不及市场预期的0.3%，但同比增速高于9月的2.9%，报3.0%。通胀方面，9月核心 PCE 物价指数同比增1.7%，低于前值的1.8%，整体温和，依然没有达到美联储设定的2%的通胀目标。制造业方面，美国10月 ISM 制造业指数为48.3，

逊于预期的 48.9，连续第三个月位于荣枯线下方，除新出口订单外，其余分项数据均跌入萎缩区间，而在行业分布上，18个制造业行业中，有12个陷入萎缩。

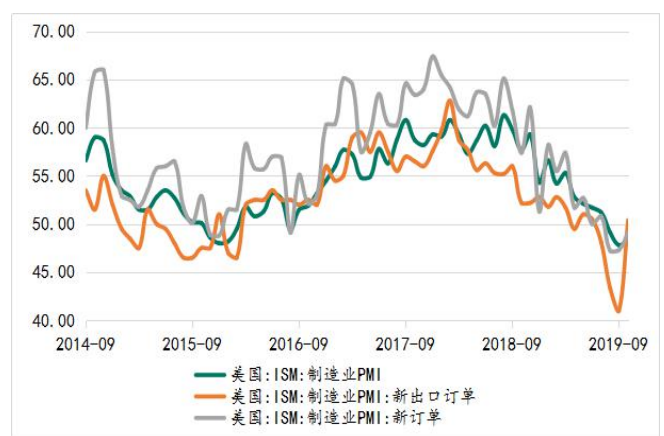
整体来看，当前美国经济情况与美联储描述一致，劳动力市场保持强劲、商业固定投资疲软、通胀温和，美联储需要更多经济数据来确定下一步行动。当前美国经济主要动力消费呈现一定走弱迹象，经济进一步下行压力增大，美联储仍有可能降息托底；而若潜在通胀压力上升，美联储或调整通胀容忍度，加息概率偏低。

图表 1. 美国第三季度 GDP 增速继续放缓



数据来源: Wind

图表 2. 美国制造业 PMI 数据仍疲软



数据来源: Wind

国内宏观

10月官方PMI继续走弱，财新PMI保持上升态势，两指数出现明显背离，主要原因为调查企业样本差异。由于财新PMI调查样本较少，指数波动相对较大，未来能否持续仍需关注中美贸易谈判结果和宏观调控政策对经济托底效果。

10月官方制造业和非制造业PMI继续走弱。10月官方制造业PMI 49.3，低于预期的49.8和前值49.8；非制造业PMI为52.8，也低于预期的53.6和前值53.7。一是10月生产指数为50.8，较上月下滑1.5个百分点，内需仍然相对较弱，高炉开工率等高频数据也显示出同样趋势。二是新订单和新出口订单均回落，进口指数下滑。10月新订单指数49.6，较上月下滑0.9个百分点，跌破荣枯线；新出口订单指数47，较上月下滑1.2个百分点；进口指数46.9，较上月下滑0.2个百分点。由于近期PPI持续为负，制造业企业盈利承压，制造业投资低迷的状况始终未有改善；基建投资受财政发力空间限制，力度难以加大；房地产投资受政策限制，难有上升空间。10月新出口订单下滑，主要由于全球经济增长放缓，以及中美贸易摩擦负面效应。虽然目前中美贸易摩擦暂缓，但此前已生效的商品关税（包括2500亿美元商品的25%关税及部分3000亿美元商品的15%关税）未取消。此外，12月15日对3000亿美元中的部分商品（约1600亿美元，其余已在9月1日生效）加征15%的关税仍需谈判，出口企业面临的不确定性仍高。三是非制造业景气度下滑，10月非制造业商务活动指数为52.8，较上月下滑0.9个百分点；服务业商务活动指数为51.4，较上月下

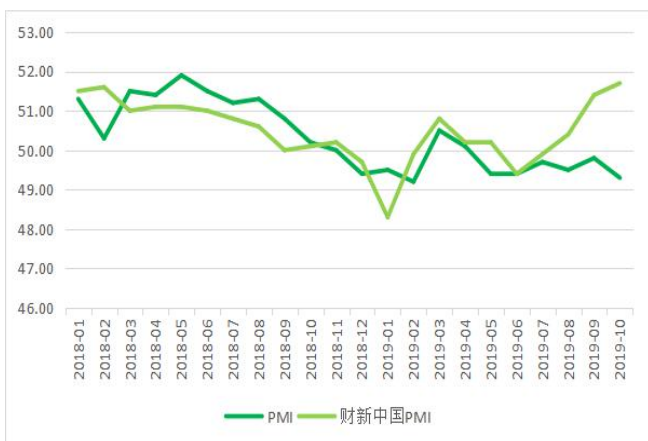
滑 1.6 个百分点。从行业看，住宿和餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数高于上月；信息传输软件和信息技术服务、金融、房地产等行业商务活动指数低于上月。

财新制造业 PMI 指数保持上升趋势。10 月财新制造业 PMI 为 51.7，较 9 月上升 0.3 个百分点，连续 4 个月回升，并创下 20 个月以来新高。从分项指数来看，新订单指数、新出口订单指数、产出指数等均有回升。其中，新订单指数大幅上扬，创下 2013 年 2 月以来最高；新出口订单指数也显著反弹至荣枯线以上，为 2018 年 3 月以来最高；内外需均有所好转，带动企业扩大生产，产出指数连续第 4 个月上升，为 2017 年以来最高；调查企业对未来 12 个月生产前景乐观度出现改善，升至 6 个月最高。

制造业 PMI 与财新 PMI 走势出现明显背离，财新 PMI 连续 4 个月保持上升势头，而官方 PMI 一直在低位徘徊。从均值看，10 月财新 PMI 较 2013 年以来均值高 1.7 个百分点，而统计局 PMI 较 2013 年以来均值低 1.3 个百分点。从 9 月份工业生产、出口、PPI 等指标来看，尚未显示趋势性复苏迹象。两指数的走势背离，主要由于两者调查范围不一致。官方制造业 PMI 调查覆盖 3000 家左右企业，财新制造业 PMI 仅覆盖 500 多家企业，因此官方 PMI 更具代表性，财新 PMI 波动幅度更大。由于财新 PMI 样本企业多选择东部沿海地区出口企业，因此抢出口效应可能促使中小企业出口新订单 PMI 回升，从而影响了中小企业新订单 PMI 的回升。未来随着抢出口效益的减弱和消失，两大指标走势将趋于统一。

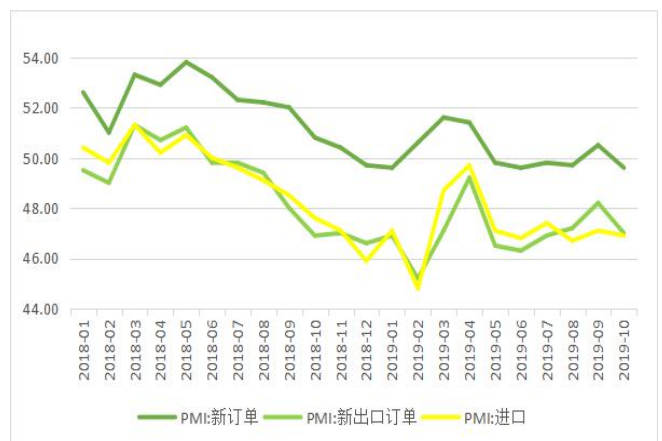
整体来看，今年四季度货币政策仍将受到 CPI 掣肘，在流动性维持平稳宽松的同时，短端货币市场价格难以下降。财政政策有进一步宽松的空间，但目前地方政府专项债提前发行仍未有明确安排，年底前落地见效的可能性不大。中美贸易谈判趋势向好，双方牵头人上周五再次通话，称已取得原则共识，并讨论了下一步磋商安排，双方协议签署步伐未受到 APEC 会议取消影响。在国外压力减小，国内逆周期政策发力的情况下，年底前宏观经济将可能出现改善，未来将重点关注 12 月份召开的中央经济工作会议对下一阶段经济定调。

图表 3. 官方 PMI 与财新 PMI 走势背离



数据来源：Wind 资讯

图表 4. PMI 分项指数显示需求仍然较弱



数据来源：Wind 资讯

金融市场

货币政策与资金面

十月央行合计开展 6200 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 操作，全口径合计净回笼 300 亿元。央行超预期开展 2000 亿元 MLF 操作，十月是缴税大月，由于国庆假期影响，税期截止日延迟至 24 日，央行持续开展逆回购操作投放资金呵护流动性，从历史规律来看十月央行将开展 TMLF 操作，市场预期落空后，对通胀的担忧持续发酵。本月公开市场将有 300 亿元逆回购到期和 4035 亿元 MLF 到期，月初银行间流动性充裕，预计央行将续作 MLF 投放长期资金，十一月整体资金利率中枢将维持平稳。

具体来看，十月央行合计开展 6200 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 操作，并开展 3 个月央行票据互换 60 亿元和 600 亿元国库现金定存，有 9100 亿元逆回购到期，全口径合计净回笼 300 亿元。质押式回购利率方面，税期资金利率略有抬升，由于央行持续投放资金呵护流动性，资金利率逐步回落。截至 10 月 31 日，R001 加权平均利率为 2.67%，较前月下行 8bp；R007 加权平均利率为 2.83%，较前月下行 4bp；R014 加权平均利率为 2.9%，较前月下行 14bp。同业存单方面，上月存单一级市场发行热情高涨，发行利率不断提价，净融资额继续回升。10 月共发行 2549 只总计 13855.6 亿元，到期 2204 只总计 11357.97 亿元，净融资额为 2497.63 亿元，较 9 月增加 1828.27 亿元。其中，由于跨春节因素，3 个月到期的存单利率明显上行，3 个月 AAA+ 同业存单利率为 2.94%，较前月上行 30bp；6 个月 AAA+ 同业存单利率为 2.96%，较前月上行 6bp；9 个月 AAA+ 同业存单利率为 3.01%，较前月上行 4bp。境内美元当月整体继续转松，USD CIROR 隔夜价格收于 2.15%，较前月下行 52bp；1W 价格收于 1.75%，较前月下行 47bp。离岸人民币流动性延续宽松态势，香港市场人民币隔夜拆借利率收于 2.53%，较前月下行 8bp；7 天品种收于 2.76%，较前月下行 15bp。

央行超预期开展 2000 亿元 MLF 操作，十月是缴税大月，由于国庆假期影响，税期截止日延迟至 24 日，央行持续开展逆回购操作投放资金呵护流动性，从历史规律来看十月央行将开展 TMLF 操作，市场预期落空后，对通胀的担忧持续发酵。首先，美联储年内第三次降息落地，符合预期，预计为年内最后一次降息，对经济的判断与 9 月相比无明显变化。措辞中删除了“采取适当行动维持经济扩张”，短期内进一步降息的概率较低，国内货币政策制约于不断加剧的通胀压力，仍将以我为主，难以进一步转松。第三，9 月经济数据除 GDP 不及预期外，消费、投资、工业增加值数据有所好转，10 月 PMI 数据不及预期，基本面转好仍需财政政策发力。CPI 提前破 3，叠加金融、经济数据改善，都将制约央行货币政策放松的空间，预计财政政策将持续发力托底经济。第三，受贸易战转好和地方债提前发行落地的影响，市场预期经济将逐步企稳。持续上涨的猪价带动 CPI 预期不断上行，地方债提前落地需要宽松的货币政策予以支持，预计资金面将保持总量宽松、资金利率中枢平稳的态势。

展望本月，美联储第三次降息落地，全球货币政策仍处于宽松周期中。虽然持续上涨的通胀压力制约我国货币政策跟随宽松的空间，但为了支持经济回暖和地方债提前发行，整体流动性也难有收紧。本月公开市场将有**300亿元**逆回购到期和**4035亿元 MLF**到期，月初银行间流动性充裕，预计央行将续作**MLF**投放长期资金，十一月整体资金利率中枢将维持平稳。

图表 5. 同业存放利率变动

期限	2019-10-31		2019-9-30	
	融出	融入	融出	融入
1W	3.2-3.1	2.85-2.2	3.2-3.1	2.75-2.19
2W	3.25-3.15	3.1-2.2	3.25-3.1	2.85-2.4
1M	3.25-3.2	3.16-2.4	3.25-3.2	3.1-2.46
3M	3.95-3.6	3.3-2.89	3.95-3.65	3.25-2.6
6M	3.7-3.65	3.5-2.9	3.6-3.4	3.35-2.79
1Y	3.95-3.9	3.7-3.01	4-3.65	3.5-2.9

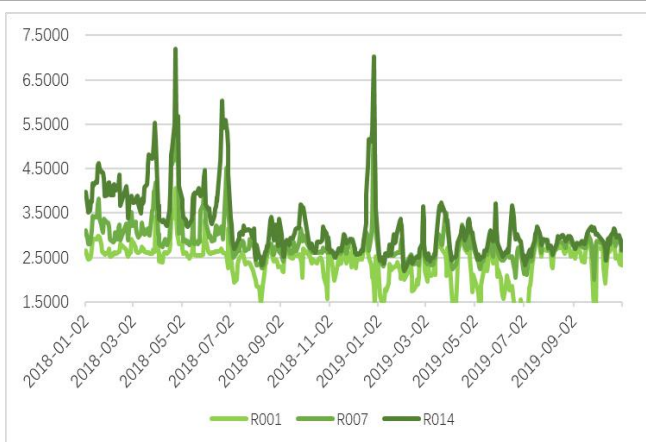
数据来源: Wind 资讯、上海国际货币

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

上月利率债收益率整体大幅上行，收益率曲线有所走陡；上月中长期信用债收益率受利率债影响同样出现上行，低评级信用利差有所收窄。上月央行在税期和跨季前投放资金充足，流动性保持宽松，但央行未开展 TMLF 操作，市场对未来货币政策不确定性较大，带动短端收益率上行，中长端收益率在 9 月基本面数据有所企稳、通胀压力明显增加以及中美贸易谈判取得进展等利空因素的影响下大幅走高；受宽信用政策进一步疏导的带动，低评级信用利差出现收窄。展望本月，通胀

因素以及中美谈判带来的汇率制约都将对央行货币政策构成制约，虽然10月基本面数据难有好转，但市场临近年底预计将保持谨慎，预计收益率全月高位震荡概率较大；信用方面，央行疏导信用传导机制的力度预计将进一步增加，中低评级信用利差将继续收窄。

上月利率债收益率整体大幅上行，收益率曲线走陡。上月央行虽然在在税期和跨季时点上资金投放充足，全月资金面相对维持宽松，但10月LPR报价未再延续下行趋势且央行未开展TMLF操作，市场对未来央行货币政策不确定性加大，带动短端收益率出现走高。CPI在猪肉价格大幅上行的带动下提前触及3%，此外中美贸易谈判临近达成一阶段协议，9月基本面数据较8月未出现进一步回落，各种利空因素带动中长端收益率全月大幅回调。

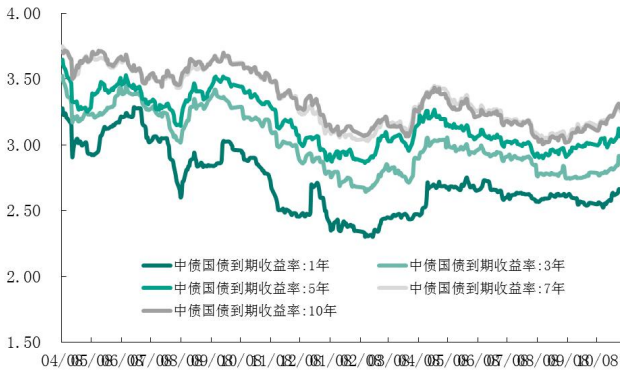
具体来看，驱动各期限收益率变化的主要因素如下：短端方面，央行在税期和跨季前投放资金充足，但10月LPR报价未延续下调且未如期开展TMLF操作，市场对于货币政策边际收紧的预期有所增强。中长端方面，一是**通胀压力进一步强化**，9月CPI在猪肉价格继续上涨的情况下提前触及3%，而在去年四季度低基数的情况下市场担忧未来CPI继续走高的风险加重；二是**中美贸易出现缓和**，中美双方确认即将达成一阶段文本协议，预计11月双方领导人会面前将完成文本协商；三是**9月基本面数据出现企稳**，9月金融数据较8月继续呈现回暖，经济数据中房地产依然构成支持、消费出现回升、工业增加值反弹，市场对于四季度稳经济的预期加强。

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，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。后半月，美联储议息会议如期降息25bp，虽然议息决议和鲍威尔的讲话均暗示后续降息的可能性消退，但美债收益率依然重新回落约至月初水平。

信用债方面，受利率债收益率全月大幅上行的影响，各期限信用债收益率也出现一定程度回调，且长期信用债收益率上行幅度要明显超过短端。信用利差方面，上月市场虽然出现多起信用违约事件，但央行宽信用政策进一步落地，叠加利率债收益率的大幅回调，上月全月信用利差未出现明显走扩，且低评级信用利差出现收窄。

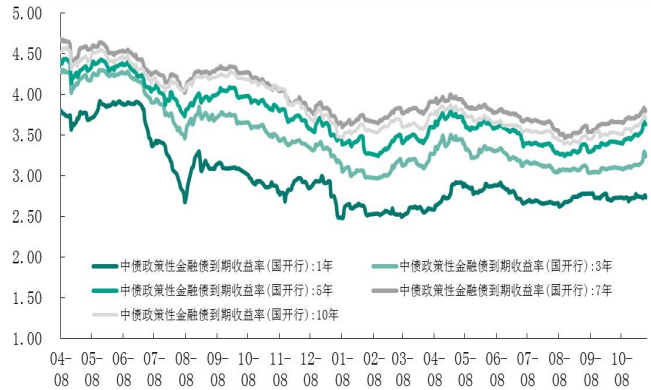
信用风险违约事件，上周有6个主体的共计7只债券违约，违约主体为南京建工、三鼎控股、西王集团、同益实业、中信国安和东方锆业。其中西王集团和东方锆业为首次出现违约。西王集团主要受到山东地区互保影响，目前仍有较大担保债务且多笔未到期债务已构成交叉违约。东方锆业虽然为央企子公司，但经营持续亏损，难以维持债务兑付。其余4家主体之前已经出现过违约事件。

图表 9. 国债收益率走势



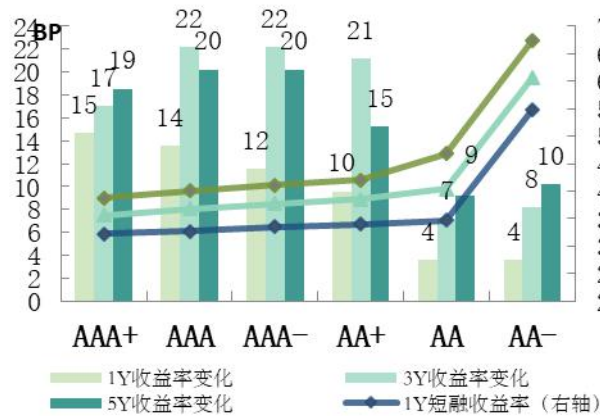
数据来源: Wind 资讯

图表 10. 政策性金融债收益率走势



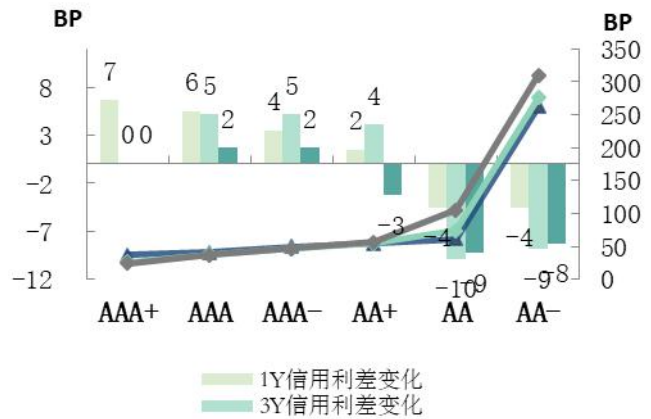
数据来源: Wind 资讯

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，货币政策保持定力，抑制短端收益率的进一步下行。CPI 预计继续抬升将对市场情绪构成制约，此外中美贸易谈判大概率将签署一阶段协议，虽然 10 月基本面数据难有进一步好转，但临近年末预计市场将保持谨慎，全月中长端收益率高位震荡的概率较大。

外汇市场

经济数据不佳美元下行，脱欧乐观情绪支撑欧元。随着非基本面因素消退，市场仍会回到美强欧弱的格局。美元下行、中美贸易关系短期转暖，人民币上行。预计未来人民币仍有小幅升值空间。

经济数据不佳美元下行，脱欧乐观情绪支撑欧元。上月，美元指数收于 97.31，下跌 2.10%。欧元兑美元收于 1.1153，上涨 2.33%。一是经济数据表现不佳美元下行，月末议息会议“鹰派降息”，鲍威尔暗示仍需关注数据决定政策走向对美元反弹支撑有限。美国 9 月制造业 PMI 创下逾十年新低，连续两个月低于荣枯线水平；9 月核心零售销售月率 7 个月来首次下滑，对美国经济贡献

率占比最高的消费数据强化了市场对于美国经济衰退的忧虑。月末议息会议删去了“将采取适当行动”被市场解读为短期内按兵不动，美元上行，之后鲍威尔表示会更加依赖数据，美元吐回涨幅。二是美元回落、脱欧乐观情绪带动欧元上行，但欧元区整体经济疲弱态势未变，欧元上行空间有限。10月中旬，英国与欧盟达成脱欧协议，超出市场预期，尽管后续英国议会有关脱欧协议相关进程的投票出现反复，但是市场对于无协议脱欧的担忧情绪大幅降温，受此影响，英镑自一个半月低点附近出现了近800点的涨幅。但是欧元区经济持续疲软，欧元区制造业和非制造业PMI以外，德国经济作为欧洲经济动能也有萎缩可能，欧元整体上涨有限。展望未来，随着非基本面因素消退，市场仍会回到美强欧弱的格局。

美元下行、中美贸易关系短期转暖，人民币上行。上月，在岸人民币汇率收于7.0350，升值1.44%。离岸人民币汇率收于7.0466，升值0.58%。一是中美贸易关系短期缓和助力人民币升值。10月中美第十三轮高级别磋商谈判取得实质性进展，10月15日美方取消将2000亿美元关税从25%提升到30%的计划，中美元首有望于11月16日至17日APEC峰会上签署书面协议（最新消息APEC峰会因智利国内动乱而无法举行）。贸易利好消息助推人民币相对美元反弹，随后进入窄幅震荡。二是主要非美货币相对人民币走势分化。英国无协议脱欧风险显著下降，英镑、欧元相对人民币分别升值3.4%、0.7%；美债收益率反弹、全球风险偏好回升之下，日元相对人民币贬值1.7%，三大人民币指数继续下行。预计未来人民币仍有小幅升值空间。

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

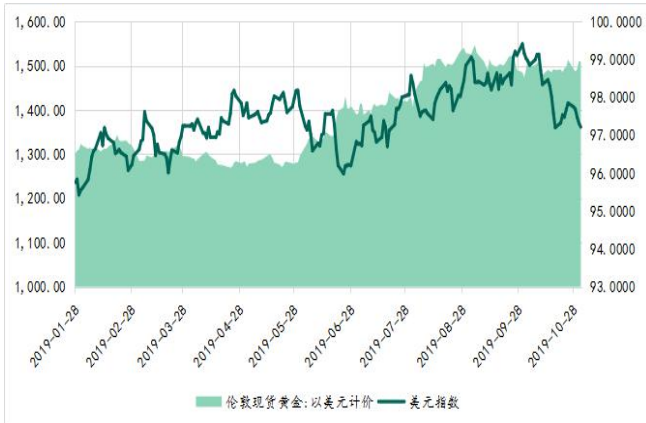
避险情绪回落，美联储如期降息，10月国际现货黄金探底回升，呈震荡上行走势。预计黄金11月将持续窄幅调整，等待反弹时机。中美贸易谈判向好，OPEC+释放进一步减产信号，原油价格震荡后基本收平，需求低迷仍将持续施压油价，后续仍需关注下行风险。

避险情绪回落，美联储如期降息，10月国际现货黄金探底回升，呈震荡上行走势。月初

国际金价开于 1472.15 美元，最终 10 月国际金价收于 1512.7 美元，涨幅 2.75%。黄金价格波动主要受中美贸易摩擦缓和和英国脱欧事件影响。由于月初中美贸易谈判取得阶段性成果，同时英国硬脱欧风险降低，金价一直受避险情绪消退的压制。月末金价重新回归美联储议息会议逻辑，加之近期美国经济数据表现不佳，金价重获上涨支撑。一是中美贸易谈判取得成果，硬脱欧风险降低，市场主要避险情绪消退。本月 10 日至 11 日，中美贸易代表在纽约举行第十三轮中美经贸高级别磋商，一改此前紧张关系，中美双方在此次谈判中取得了阶段性进展，随后双方不断释放积极贸易信号，使得金价承压走低。而英国协议脱欧也重现曙光。欧洲理事会同意英国延迟脱欧至 2020 年 1 月 31 日的要求，加上英国议会原则上已通过政府的脱欧协议，目前只要完成脱欧协议立法过程，英国理论上就可以协议脱欧。受此影响，英镑上涨，硬脱欧风险骤降，金价继续受到压制。二是美联储如期降息，但美国经济数据不佳，金价获得支撑。美联储在 10 月 31 日凌晨的议息会议上如期降息 25 个基点，但美联储继续维持“鹰派”降息的表态，认为美国经济温和增长，劳动力市场就业充分，失业率维持低位，整体美国经济仍具有一定韧性。但降息之后金价探底回升，收复此前跌幅，主要原因是近期美国经济数据不佳，全球经济增速依然放缓，避险情绪始终存在，为国际金价提供支撑。总体来看，本月主要避险情绪暂时消退，对金价形成一定打压，但是全球经济衰退风险始终不散，全球央行货币宽松预期依然较强，加上中美贸易谈判长期性影响，黄金价格依然位于关键支撑位之上。预计黄金 11 月将持续窄幅调整，等待反弹时机。

中美贸易谈判向好，OPEC+释放进一步减产信号，原油价格震荡后基本收平，需求低迷仍将持续施压油价，后续仍需关注下行风险。中美贸易谈判向好，令市场避险情绪缓和，支撑原油市场。同时，OPEC 减产也在一定程度上利好油价，但全球经济前景低迷，预计 OPEC 减产对油价提振作用有限，整体而言油价仍有下行风险。全月来看，布伦特原油收于 60.61 美元/桶，下跌 0.9%，美国 WTI 原油收于 55.06 美元/桶，基本持平。一是国际贸易局势的乐观预期升温，为油价上涨提供支撑。近期中美贸易谈判取得显著进展，10 月 25 日晚，中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方同意妥善解决各自核心关切，确认部分文本的技术性磋商基本完成。美国布伦特原油一度刷新逾一个月高点至 56.92 美元。二是 OPEC 释放减产信号，以达到原油市场的平衡。OPEC 秘书长巴尔金此前表示，可能会采取行动使原油市场达到平衡，并将在 12 月讨论明年的产量。市场对延长减产的期望上升，也对油价形成提振。三是全球经济增长放缓，原油需求前景低迷，仍将持续施压油价。世界银行下调原油等大宗商品展望，尽管 OPEC 和相关生产国为削减石油供应做出了努力，但需求疲软的情况更加严重。报告指出，对 2019 年和 2020 年全球增长的预期已经大幅下调，包括新兴市场和发展中经济体。与发达经济体相比，这些经济体对商品往往具有更大的收入弹性，因此它们的放缓对能源需求造成了很大影响。贸易因素削弱了投资者对全球增长的信心，原油市场因此受到波及，预计今年原油价格可能仍有进一步下降风险，但到 2020 年会持稳。总体来看，减产及贸易谈判将对原油价格形成一定支撑，但全球经济整体复苏乏力，原油供大于求的格局未发生改变，未来仍需关注减产力度以及美国 and OPEC 之间的动态博弈，油价仍有一定下行风险。

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

央行上月超预期投放 MLF 2000 亿元，利率维持 3.30% 不变，资金面维持月初宽松、月中月末松紧适中的格局，TMLF 方面，央行本月未能如期进行 4 季度 TMLF 操作，引发市场对于央行后续货币政策收紧的担忧，Shibor 报价上行，导致存单收益率走高；债市方面，美联储如期降息，但 10 月非农就业人数超出市场预期，使得十二月降息概率下降，国内方面，9 月社融数据出现反弹，结构亦有所改善，叠加 9 月份经济数据企稳，通胀压力上升，央行在货币政策方面“保持定力”，导致本月债市收益率呈现单边上行情。前期利空因素集中释放，债市消化仍需要一定时间，地方债在四季度的发行规模仍未可知，但随着 10 月 PMI 继续走低，基本面出现拐点言之尚早，叠加目前的收益率已经具备一定的配置价值，预计近期债市走势仍将以震荡盘整为主。信用债方面，受债基发行受限、央行四季度未能续作 TMLF 及 Shibor 报价上行等因素综合影响，基金成为信用债抛售主力，预计这一局面短期内难以得到改善。美国 10 月份新增非农就业人数为 12.8 万人，好于市场预期，就业市场依然保持稳健，后续美联储降息预期降温，预计美债收益率短期内存在上行风险。

国内市场策略：上月央行进行 MLF 操作投放资金 2000 亿元，利率维持 3.30% 不变，但后续并未如市场预期般进行 TMLF 操作，使得市场对于央行货币政策边际宽松的预期降温，叠加本月 LPR 报价利率维持不变，造成存单收益率整体上行。债券市场方面，美联储如期降息 25 个基点，但 10 月非农就业数据超出市场预期，经济增长韧性不容忽视，国内方面，金融数据再次反弹，结构亦有所改善，长期贷款占比提升，经济数据受季末赶工因素影响边际好转，后续持续性仍有待观察，同时 CPI 突破 3%，猪肉价格居高不下，四季度 CPI 存在进一步走高的可能，通胀压力成为货币政策宽松的掣肘，上述因素综合导致本月长端收益率上行 15-30bp，10 年国开活跃券 190215 最终收于 3.71%，上行 19bp。整体来看，货币政策未能进一步宽松仍是利率下行的主要阻力，叠加以社融为代表的先行指标出现改善，经济进一步下行预期降温，策略上建议中长端维持中性仓位，保持谨慎，待债市企稳后再进行加仓操作。从结构性策略来看，190215 与 190210 目前价差为 6bp，仍处于相对低位，可以逐步将 190210 的仓位切换至 190215；从品种利差来看，受债基新发行审批受限影响，基金抛盘导致本月政金债增量供给较多，叠加中美利差仍处于高位，国债的安全边际仍然好于政金债；从信用债来看，由于监管原因新增债基受限，基金减持信用债现象仍有持续可能，短期难以得到改善，信用利差存在走扩风险。

国际市场策略：美联储将联邦储备基金利率下调 25 个基点，降低至 1.5%—1.75% 区间，符合市场预期，此为美联储年内第三次降息，但在会议声明及讲话中暗示“保险性”降息已经结束，叠加美国 10 月非农就业数据好于预期，年内再次降息的预期进一步下降，导致 10 年期美债收益率全月上行 3.8bp 至 1.753%，欧洲方面英国脱欧有所进展，风险偏好提升，但主要经济体经济仍未出现明显改善，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
上调评级或展望							
都江堰兴堰投资有限公司	资本货物	东方金诚国际信用评估有限公司	2019-10-18	AA	稳定	AA	负面
下调评级或展望							
西王集团有限公司	食品、饮料与烟草	东方金诚国际信用评估有限公司	2019-10-31	BB	负面	A+	负面
西王集团有限公司	食品、饮料与烟草	东方金诚国际信用评估有限公司	2019-10-24	A+	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	2019-10-12	B	负面	BB+	负面
上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司	房地产 II	东方金诚国际信用评估有限公司	2019-10-24	AA	负面	AA	稳定
山东万通石油化工集团有限公司	能源 II	联合信用评级有限公司	2019-10-09	AA	负面	AA	稳定
隆鑫控股有限公司	汽车与汽车零部件	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2019-10-23	A	负面	AA-	负面
华晨电力股份公司	公用事业 II	联合信用评级有限公司	2019-10-17	CCC	负面	BB	负面
广东东方锆业科技股份有限公司	材料 II	中证鹏元资信评估股份有限公司	2019-10-09	C	稳定	A+	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估有限公司	2019-10-18	B-	负面	BB-	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。