

2019年12月16日

金融市场部

中美贸易摩擦缓和，国内社融平稳回升

宏观经济

❖ **国际宏观：**中美就第一阶段经贸协议文本达成一致，英国大选保守党大胜，全球风险因素趋向缓和；欧美央行年内最后一次议息会议均维持按兵不动，货币政策进入观察期。

❖ **国内宏观：**11月金融数据好于预期及前值，CPI抬升幅度超市场预期，PPI继续抬升，经济呈现边际改善的趋势。在外部不确定性减弱、国内六稳工作继续加力的情况下，国内经济有向好趋势。

金融市场

❖ **货币政策及资金面：**上周央行未开展逆回购操作，周六有2860亿元MLF到期，递延至周一，合计净回笼2860亿元。虽然临近跨月，但无逆回购到期，叠加月初央行超额续作到期的MLF，市场流动性维持充裕状态，资金利率并未受税期影响明显上行。本周将有2860亿元MLF和500亿元国库现金定存到期，央行续作MLF的金额将影响市场对货币政策的预期和判断。

❖ **债券市场：**上周利率债收益率整体下行，但短端下行幅度超过中长端，曲线呈现陡峭化；上周信用债收益率跟随利率债幅下行，信用违约事件有所缓和，各品种信用利差均出现收窄。展望本周，11月经济数据出现回暖迹象，中美一阶段虽然达成协议文本但关税并未全部取消，受多空交织影响收益率延续震荡概率较大；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：**美联储鸽派表态打压美元，欧央行维持超宽松政策支撑欧元，保守党获胜英镑大涨。展望未来，中美贸易谈判和英国大选均告一段落，短期内汇市将持窄幅震荡走势。中美达成第一阶段经贸协议文本，人民币大涨，预计未来人民币汇率将在合理均衡水平上双向波动、弹性增加。

❖ **商品市场：**美欧货币政策表态偏鸽，英国大选落幕，中美贸易达成一致，金价持续宽幅震荡。市场避险情绪有所消退，金价短期内上涨的空间可能有限，但上周黄金利空集中出清，或对黄金中长期走势形成利好。风险事件逐一排除，市场情绪转暖，原油价格温和上涨。当前全球石油供求较为平衡，需求端全球经济下行压力不减，供给端减产压力仍然存在，油价或将维持震荡态势。

❖ **市场展望与策略：**本周无逆回购到期，资金面整体压力有限。同业存单市场方面，1个月以上的跨年品种曲线平坦，海外客户对1年期大行存单需求较为旺盛，可以择机适度配置1年期大行和国股存单。债券市场方面，虽然中美贸易谈判达成第一阶段协议、金融数据超预期、通胀压力仍高企，但年底配置盘力量强劲，在多重利空因素影响下，各期限收益率并未出现明显上行，交易盘年底比较谨慎，参与热情不高，预计呈现窄幅震荡行情。美联储议息会议维持当前利率不变，符合预期，美国新增非农就业数据好于预期，显示就业仍有韧性，短期内进一步降息概率较小，后续预计将维持震荡行情。

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

中美就第一阶段经贸协议文本达成一致，英国大选保守党大胜，全球风险因素趋向缓和；欧美央行年内最后一次议息会议均维持按兵不动，货币政策进入观察期。

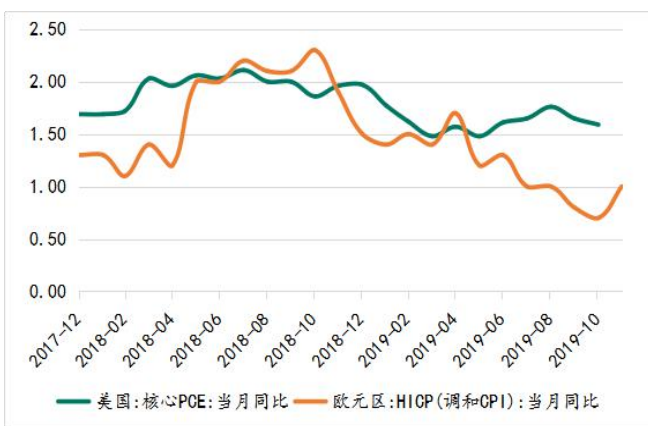
中美就第一阶段经贸协议文本达成一致，英国大选保守党大胜，全球风险因素趋向缓和。一是全球贸易摩擦趋向缓和。上周五晚间，中方发布关于中美第一阶段经贸协议的声明，宣布中美双方已就第一阶段经贸协议文本达成一致。协议文本包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款九个章节。同时，双方达成一致，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变。同日，美国贸易代表办公室亦发布声明称双方就协议文本达成一致，根据公布的事实清单，中国承诺在未来两年内，进口各种美国商品和服务的总额将在2017年度进口额基础上增加不低于2000亿美元，涵盖各种美国制成品、食品、农产品和海产品、能源产品和服务。另外，原定于12月15日对约1800亿美元中国商品加征15%关税计划暂停，对目前征收15%关税的约1200亿美元商品减半征收7.5%的关税，但此前加征25%关税的2500亿美元产品税率不变。作为回应，中方暂停了15日对美国部分进口商品加征关税的计划。除中美贸易外，北美贸易局势也迎来改善。美国、墨西哥和加拿大政府签署了美墨加协定（USMCA）修改稿，该协议将取代北美自由贸易协定（NAFTA），后续将提交各国议会审议。二是英国大选保守党获胜，约翰逊带领英国顺利脱欧的希望提升。英国大选结果显示，首相约翰逊所在的保守党获得下议院650个席位中的365席，重新获得下议院多数党地位，工党席位则下降至203席。保守党重获下议院多数席位将有助于约翰逊统一政府及议会意见，约翰逊有望在明年1月的截止日前顺利带领英国脱欧。

欧美央行年内最后一次议息会议均维持按兵不动，货币政策进入观察期。上周四凌晨，美联储公布议息会议结果，票委们一致支持维持联邦基金利率目标区间在1.5%-1.75%不变，符合市场预期。对经济和通胀的看法方面，12月会议与9月相比基本一致，认为近期就业市场数据依然强劲，经济活动增长温和，居民消费增长短期较强，而商业固定投资和出口疲软的状况仍在持续。本次决议删掉了“经济前景不确定性仍存”的表述，但强调全球经济发展和通胀压力减弱的风险仍值得关注。美联储未调整2020-2022年的GDP及核心PCE增速预测，分别维持在2.0%/1.9%/1.8%、1.9%/2.0%/2.0%，但美联储将2019年核心PCE增速预测下调0.2个百分点至1.6%，与其对通胀疲软的担忧一致。对未来政策展望方面，本次决议公布的点阵图显示，没有委员预计2020年将降息，大多数官员预期利率将保持不变，少数认为将加息一次。但鲍威尔强调当前加息门槛仍高，他提到，货币政策需要保持宽松来支持通胀接近政策目标，只有通胀持续回升时才应加息。有机扩表方面，美联储重申将维持国库券购买计划直至2020年第二季度以稳定货币市场，缓解银行超额准备金规模不足的问题。上周四，纽约联储宣布将增加回购操作规模，以近5000亿美元来支持金融

市场跨年，与决议精神一致。欧洲央行方面，12月决议显示欧央行维持三大利率不变，同时，继续保持每月200亿的QE规模，符合预期。欧洲央行行长拉加德指出就业和薪资增速支撑经济韧性，贸易摩擦和英国脱欧对欧元区经济的负面冲击可能相对减弱，对经济看法向好。但拉加德重申了其对于宽松立场的支持，她表示，如有需要，欧央行将调整所有工具。

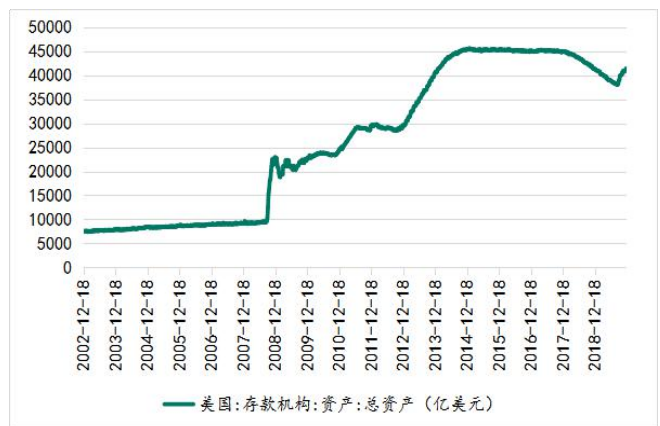
整体来看，2018年以来拖累全球制造业及投资增长的中美贸易谈判取得阶段性进展，同时，英国脱欧预期向好，尾部风险降低将有助于全球经济企稳。近期欧美经济数据展示出边际回暖迹象，支持欧美央行维持当前政策立场。但也应注意到，当前全球经济内生增长动力仍有待增强，宽松政策短期难以退出，若欧美经济增速再度放缓，欧美央行仍有进一步宽松可能。

图表 1. 欧美通胀不及政策目标



数据来源: Wind

图表 2. 美联储继续有机扩表



数据来源: Wind

国内宏观

11月金融数据好于预期及前值，CPI抬升幅度超市场预期，PPI继续抬升，经济呈现边际改善的趋势。在外部不确定性减弱、国内六稳工作继续加力的情况下，国内经济有向好趋势。

11月社融超预期回升。11月新增社融1.75万亿，略超市场预期，同比多增1505亿，环比多增1.14万亿，存量同比持平于10.7%。表内企业长期贷款同比持续多增，表外贴现票据净增加。分项看，向实体投放的人民币贷款11月新增1.36万亿元，同比多增1298亿元，环比多增8130亿元。表外融资11月收缩1061亿元，同比少增843亿元，同比改善主要来源于未贴现票据的多增。其中委托贷款存量收缩959亿元（前值-667亿元），信托贷款收缩673亿元（前值-624亿元），未贴现的银行承兑汇票新增571亿元（前值-1053亿元）。直接融资共3220亿元，其中债券净融资2696亿元，股票融资524亿。整体较去年同期的发债高峰少增了近1000亿。此外，11月地方专项债净融资基本为零（-1亿元），同比多增331亿。

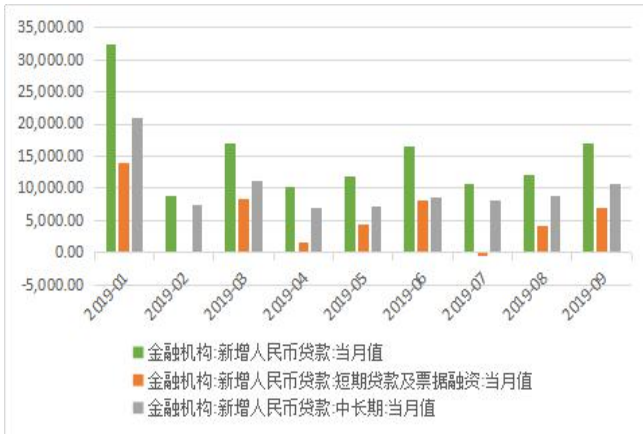
贷款结构改善，企业长贷持续增加。11月新增人民币贷款1.39万亿，对实体投放规模近1.36万亿，同比多增1400亿元。企业中长期贷款仍然保持同比改善态势，企业短贷再现多增，其余各项基本保持平稳，唯一形成拖累的实际是票据融资。居民长贷新增4689亿，同比多增298亿，与下半年来房地产销售同比改善趋势相一致。居民短贷11月新增2142亿元，同比基本持平。企业部门短贷新增1643亿元，同比多增1783亿元。企业长贷新增4206亿，同比多增911亿，政府融资需求回暖的环境下，企业长贷同比改善趋势得以持续。票据融资成为11月唯一拖累，尽管11月票据利率出现快速下行，但票据融资仍表现不佳，当月新增624亿元，环比虽有多增近400亿，但与去年同期比有较大落差。

财政存款带动下存款同比多增。11月金融机构人民币存款总量新增1.31万亿元，同比多增3593亿元，其中财政存款同比多增4192亿元，相较去年同期财政支出力度减弱。企业存款同比多增1321亿元，居民存款同比少增近5000亿元，或与11月各大电商“双11”有关，存款流向了企业部门。11月M2增速回落至8.2%，M1提升0.2个百分点3.5%，反映暖冬之下企业生产积极性有所回升。

11月通胀增长略超预期。11月CPI同比上涨4.5%，较10月上升0.7个百分点，主要推动力仍是食品尤其是猪肉价格的大幅上涨。11月食品烟酒类价格同比上涨13.9%，影响CPI上涨约4.1个百分点。畜肉类价格同比上涨74.5%，影响CPI上涨约3.27个百分点；其中猪肉价格同比上涨110.2%，影响CPI上涨约2.64个百分点；牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格受消费旺季及替代需求影响，同比上涨11.8%-25.7%。受翘尾因素和猪肉价格影响，2020年上半年CPI同比仍将处于高位，下半年伴随猪肉产能恢复价格下降及基数抬高而回落。此外，非食品价格同比上涨1.0%，较10月微升0.1个百分点。11月PPI同比下降1.4%，较10月降幅收窄0.2个百分点，环比由10月的0.1%降至-0.1%，价格绝对水平下降，受翘尾因素影响，12月PPI将继续回升。分行业来看，有色金属矿采选业、石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业、黑色金属矿采选业、煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业11月环比涨幅较10月显著下降；而受冬季取暖和基建投资回升拉动，燃气生产和供应业、水泥为代表的非金属矿物制品业、电力、热力的生产和供应业环比涨幅略有扩大。

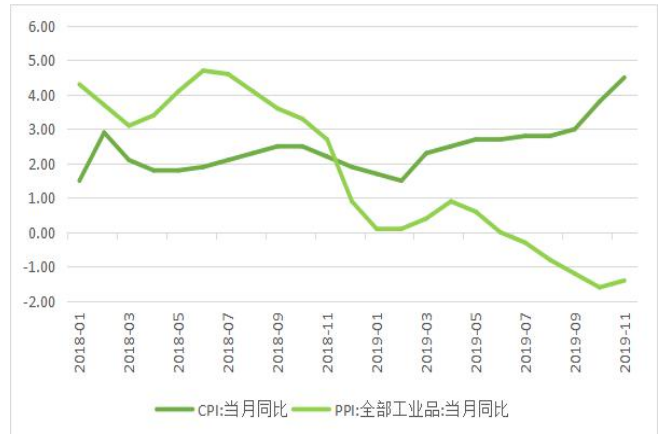
整体来看，11月社融增长保持平稳，近期央行要求增强信贷对实体经济的支持力度，以及银保监会要求实现今年制造业全部贷款、中长期贷款、信用贷款的余额均明显高于上年。从11月货币信贷数据观察，这些政策的效果有所显现。12月及明年1季度社融基数明显走高，若需保持社融同比增长大体平稳，逆周期调节力度可能需要在目前基础上再加码。由于此轮通胀上涨主要受猪肉价格影响，因此对货币政策掣肘不大，但仍需对明年1月通胀数据保持关注。

图表3. 人民币贷款同比多增且结构改善



数据来源: Wind 资讯

图表4. CPI超预期上涨, PPI有所改善



数据来源: Wind 资讯

金融市场

货币政策与资金面

上周央行未开展逆回购操作，周六有 2860 亿元 MLF 到期，递延至周一，合计净回笼 2860 亿元。虽然临近跨月，但无逆回购到期，叠加月初央行超额续作到期的 MLF，市场流动性维持充裕状态，资金利率并未受税期影响明显上行。本周将有 2860 亿元 MLF 和 500 亿元国库现金定存到期，在当前资金面宽松的情况下，央行续作 MLF 的金额将影响市场对货币政策的预期和判断。

具体来看，上周央行未开展逆回购操作，周六有 2860 亿元 MLF 到期，递延至周一，合计净回笼 2860 亿元。质押式回购利率方面，短期资金利率维持平稳。截至 12 月 13 日，R001 加权平均利率为 2.17%，较前周上行 5bp；R007 加权平均利率为 2.53%，较前周上行 9bp；R014 加权平均利率为 2.60%，较前周下行 1bp。同业存单方面，一级市场发行情绪维持高涨。上周共发行 943 只总计 6163.7 亿元，到期 622 只总计 5058.37 亿元，净融资额为 1105.33 亿元，较前周减少 1091.41 亿元。存单利率整体维持平稳，跨年品种曲线平坦，3 个月 AAA+ 同业存单利率为 3.03%，较前周下行 5bp；6 个月 AAA+ 同业存单利率为 3.09%，与前周持平；9 个月 AAA+ 同业存单利率为 3.1%，较前周下行 1bp。境内美元流动性依旧维持宽松，短期资金供给充裕，USD CIROR 隔夜价格报在 1.53%，较前周下行 3bp，1W 价格报在 1.6%，较前周下行 1bp。离岸人民币流动性涨跌不一，香港市场人民币隔夜拆借利率收于 2.78%，较前周上行 17bp；7 天品种收于 2.89%，较前周下行 3bp。

虽然临近跨月，但无逆回购到期，叠加月初央行超额续作到期的 MLF，市场流动性维持充裕状态，资金利率并未受税期影响明显上行。首先，11 月金融数据超预期，贷款为社融超预期的主要贡献项，逆周期调节作用有一定成效。超预期的金融数据叠加持续走高的 CPI 数据，使得短期内央行继续放松货币政策的必要性降低，预计年内货币政策将维持当前状态，为明年货币政策进一步宽松预留空间。第二，美联储议息会议维持当前利率不变，符合预期。声明删除了“前景围绕着不确定性”的表述，下调了失业率预期，但对通胀疲弱的担忧仍然存在，货币政策进入观察期。第三，中美达成第一阶段经贸协议，市场风险偏好提振，贸易向好利于后续经济走势。不进一步加征关税并取消部分前期加征的关税，当前阶段中美谈判的总体走向是积极的，贸易摩擦反复已是常态，下一阶段的走势尚存分歧，但短期将提振市场情绪。

展望本周，考虑到中美达成第一阶段协议，对未来国内贸易甚至全球贸易形势构成利好，转好的金融数据和持续走高的通胀数据，叠加市场预期本周公布的经济数据也将有所回暖，年内货币政策继续宽松的必要性有限，预计整体将维持当前均衡宽松状态。本周将有 2860 亿元 MLF 和 500 亿元国库现金定存到期，在当前资金面宽松的情况下，央行续作 MLF 的金额将影响市场对货币政策的预期和判断。

图表 5. 同业存放利率变动

期限	2019-12-13		2019-12-6	
	融出	融入	融出	融出
1W	3.2-3.1	2.35-0.72	3.2-3.1	3.2-3.1
2W	3.25-3.15	2.40-0.72	3.25-3.15	3.25-3.15
1M	3.4-3.45	3.35-2	3.-3.25	3.-3.25
3M	3.95-3.6	3.45-2.85	3.95-3.6	3.95-3.6
6M	3.7-3.65	3.5-2.9	3.7-3.65	3.7-3.65
1Y	3.95-3.9	3.6-2.95	3.95-3.9	3.95-3.9

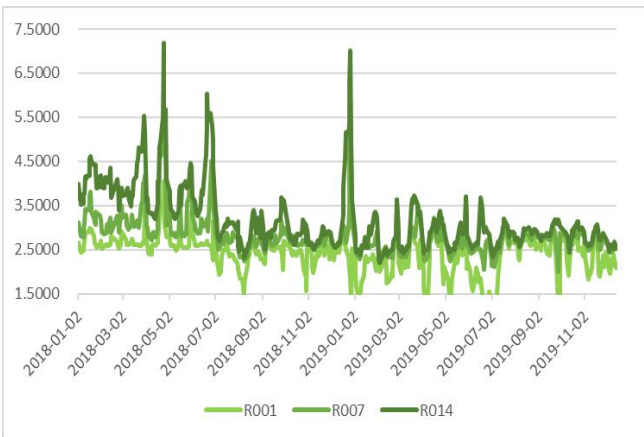
数据来源: Wind 资讯、上海国际货币

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

上周利率债收益率整体下行,但短端下行幅度超过中长端,曲线呈现陡峭化;上周信用债收益率跟随利率债幅下行,信用利差有所收窄。上周央行虽然未开展公开市场操作,但前周超量续作MLF,资金面全周保持宽松带动短端收益率下行,中长端方面配置盘力量较强,但CPI超预期上行以及PPI的企稳,叠加金融数据的回暖和中美贸易协议文本的达成,收益率全周小幅下行;信用违约事件有所缓和,各品种信用利差均出现收窄。展望本周,11月经济数据大概率出现回暖迹象,中美一阶段虽然达成协议文本但关税并未全部取消,受多空交织影响收益率延续震荡概率较大;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。

上周利率债收益率整体下行,但短端下行幅度超过中长端,曲线呈现陡峭化。上周央行虽然未

开展公开市场操作，但前周在资金面已经维持宽松的情况下超量投放 MLF，资金价格中枢较之前出现明显下移，全周短端收益率小幅下行约 3-5bp。上周公布的 CPI 超预期上行、PPI 继续出现筑底回升迹象，11 月金融数据从总量和结构看均出现好转，但年底配置盘抢配力量较强，全周长端收益率在多空因素交织下小幅下行 1bp 左右。

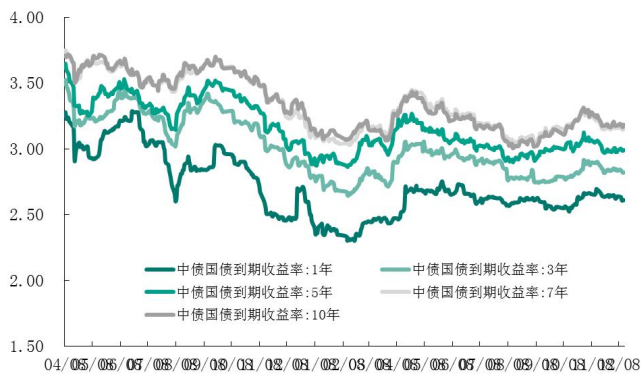
具体来看，驱动各期限收益率变化的主要因素如下：短端方面，央行全周未开展公开市场操作，也无资金到期，但之前超量投放的 MLF 资金导致市场流动性宽松延续，资金价格持续维持低位带动短端收益率下行。中长端方面，一是**通胀有所超预期**，11 月 CPI 继续超出市场预期上行至 4.5%，但未出现之前央行警惕的扩散迹象，PPI 继续出现小幅筑底回升迹象；二是**11 月金融数据出现回暖**，11 月信贷和社融数据均基本符合市场预期，虽然 M2 同比增速出现回落，但社融结构表现相对良好；三是**临近年底配置盘抢配力量较强**，上周利空因素相对较多，但市场收益率均未出现明显回调，买盘力量基本主导市场走势。

美债方面，上周美债收益率整体呈现先上后下走势。上半周在美股持续创造新高的影响下，叠加英国大选以及中美贸易谈判传出的利好消息，市场风险偏好明显上升，美债收益率上行约 20bp。周五晚间，英国大选结果出炉，保守党成功获得议会多数席位则英国脱欧预计将在计划内完成，此外中美贸易谈判的一阶段协议也正式签署。两则消息公布后市场呈现利空出尽走势，美债收益率回落约 10bp。

信用债方面，上周受利率债收益率整体下行的影响，各期限信用债收益率也出现相应程度走低，且长期限的下行幅度超过短端。信用利差方面，虽然有类城投平台出现违约事件，但次日即得到解决，市场信心未受到明显冲击，信用利差全周小幅收窄。

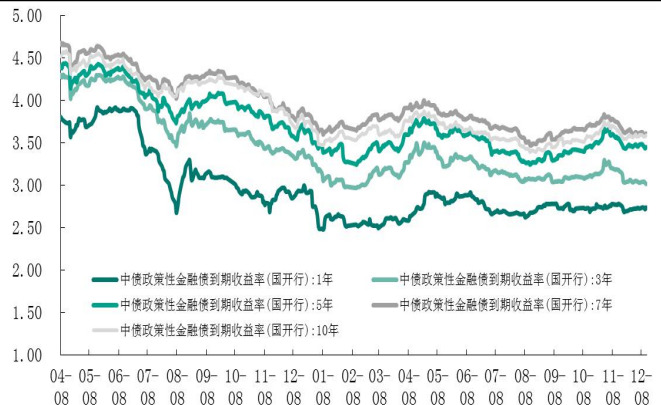
上周共有 1 家主体共计 1 只信用债出现违约事件。其中违约主体为西王集团。该家主体之前已经出现违约事件，西王集团的资产负债率明显高于行业平均水平，且旗下主要上市公司的股权已被质押。而主业糖业和钢铁业营收的不断下滑也导致公司盈利能力明显不足。

图表 9. 国债收益率走势



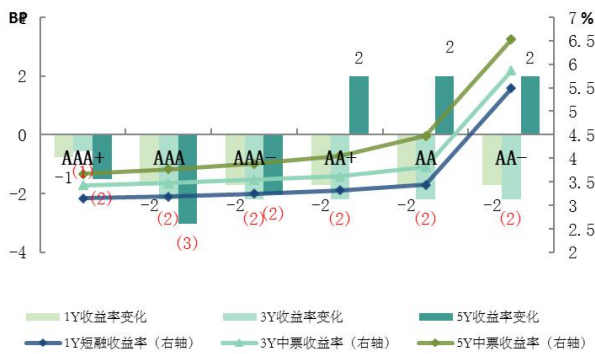
数据来源: Wind 资讯

图表 10. 政策性金融债收益率走势



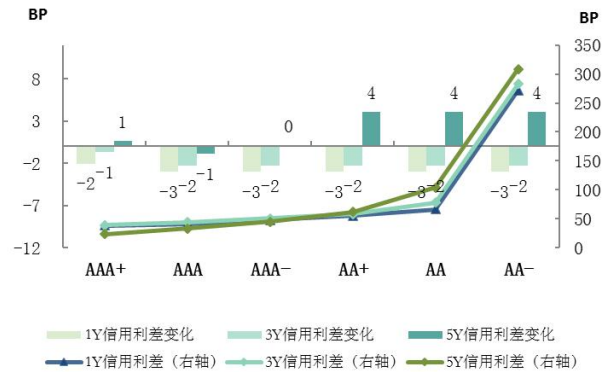
数据来源: Wind 资讯

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

展望本周，第一，央行大概率续作到期 MLF，但利率难有继续下调，且临近跨年，资金价格中枢可能出现回升，短端收益率预计将出现小幅回升；第二，11 月经济大概率将出现企稳回升，中美一阶段虽然达成协议但关税并未全部取消，受多空交织影响收益率延续震荡概率较大；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。

外汇市场

美联储鸽派表态打压美元，欧央行维持超宽松政策支撑欧元，保守党获胜英镑大涨。展望未来，中美贸易谈判和英国大选均告一段落，短期内汇市将持窄幅震荡走势。中美达成第一阶段经贸协议，人民币大涨。预计未来人民币汇率将在合理均衡水平上双向波动，弹性增加。

联储鸽派表态打压美元，欧央行维持超宽松政策支撑欧元，保守党获胜英镑大涨。上周美元指数收于 97.1841，下跌 0.51%。欧元兑美元收于 1.1122，上涨 0.57%。英镑兑美元收于 1.3330，上涨 1.45%。美元方面，一是美联储 12 月议息会议偏向鸽派打压美元涨势。会议维持利率不变符合市场预期，点阵图显示 2020 年将按兵不动，此外在随后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔称如要加息，需要看到通胀有持续性的明显上涨，释放鸽派信号。二是上周主要美国经济数据喜忧参半。周三公布美国 11 月 CPI 数据略微好于预期，但是市场重点关注的 11 月零售销售数据不及预期，其中零售销售和核心零售销售均不及预期。三是特朗普弹劾案日趋白热化，尽管结局难有悬念，但仍然向市场释放了美国政治稳定性不佳的信号。欧元方面，欧洲央行利率决议维持利率不变，如市场预期。且欧洲央行新任行长拉加德表示会维持其超宽松货币政策不变，甚至还为出台更多刺激措施敞开大门。英镑方面，英国大选保守党大胜提振英镑。约翰逊所在的保守党获得了 365 票赢得大选，比其他政党的总和多 80 个；这是自 1987 年玛格丽特·撒切尔以来保守党取得的最多席位。市

场预计他将带领英国在1月31日前完成脱欧。展望未来，中美贸易谈判和英国大选均告一段落，短期内汇市将持窄幅震荡走势。

中美达成第一阶段经贸协议文本，人民币大涨。上周在岸人民币汇率收于6.9839，升值501PIPS，涨幅为0.71%。离岸人民币汇率收于7.0054，升值186PIPS，涨幅为0.26%。上周中美贸易谈判仍是影响汇率的主要因素。周初因中美第一阶段贸易协议尚未最终确定，市场敏感且观望情绪浓重，人民币汇率窄幅波动。此后，受中美两国达成第一阶段贸易协议文本提振，12月12日人民币离岸即期汇率快速升至6.9444，率先收复7关口，创8月以来最大日涨幅；12月13日人民币在岸即期汇率一度快速反弹至6.9570，创近四个半月新高，最终收于6.9839。中美第一阶段经贸协议文本包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和终端解决、最终条款九个章节。美方发布协议内容中关于汇率的表述为“本章针对不公平的汇率操作，要求作出高标准承诺，避免竞争性贬值和设置汇率目标”。周末外汇管理局传达学习贯彻中央经济工作会议精神是指出一是坚决打好外汇领域防范化解重大金融风险攻坚战，有效维护外汇市场稳定和国家经济金融安全；二是服务实体经济，服务对外开放，进一步提升跨境贸易投资的便利化水平；三是坚持安全、流动和保值增值的原则，加强外汇储备经营管理能力建设。预计未来人民币汇率将在合理均衡水平上双向波动、弹性增加。

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

美欧货币政策表态偏鸽，英国大选落幕，中美贸易达成一致，金价持续宽幅震荡。市场避险情绪有所消退，金价短期内上涨的空间可能有限，但上周黄金利空集中出清，或对黄金中长期走势形成利好。风险事件逐一排除，市场情绪转暖，原油价格温和上涨。当前全球石油供求较为平衡，需求端全球经济下行压力不减，供给端减产压力仍然存在，油价或将维持

震荡态势。

美欧货币政策表态偏鸽，英国大选落幕，中美贸易达成一致，金价持续宽幅震荡。截至12月13日当周，金价在前三个工作日温和上涨，在周四最高上涨至1487.00美元/盎司，随后于周四晚间至周五凌晨，金价一度跳水25美元/盎司。此后金价持续上涨，并最终收于1475.67美元/盎司。一是美欧央行维持利率不变，但表态偏鸽。周四凌晨美联储宣布维持联邦基金目标利率在1.50%-1.75%不变，符合市场预期。美联储主席鲍威尔表示美国当前通胀依然低于目标，货币政策需要保持宽松来支持通胀上行，只有通胀持续回升才应加息。当日晚20点45分欧央行宣布维持三大关键利率不变，维持每月购债规模为200亿欧元不变，均符合预期。欧洲央行行长拉加德表示，在长时间内需要宽松立场，如有所需，欧洲央行将调整所有工具。美欧央行行长表态均较为偏鸽，支撑金价在周四凌晨和晚间两次上涨。二是中美贸易传来利好，英国大选落幕，避险情绪迅速消退。周四晚22点35分特朗普发推称“非常接近”同中国达成协议，金价急转直下，大幅跳水。随后周五凌晨5点左右，英国大选传来初步结果，保守党获得多数席位，约翰逊将连任英国首相，金价随即进一步下探，最低至1461.70美元/盎司。虽然风险事件逐一排除，但是金价仍然维持在1460美元/盎司上方，说明当前市场看涨情绪仍较为火热，周五金价探底后逐步上涨正说明这一点。综合来看，市场避险情绪有所消退，金价短期内上涨的空间可能有限，但上周黄金利空集中出清，或对黄金中长期走势形成利好。

风险事件逐一排除，市场情绪转暖，原油价格温和上涨。截至12月13日当周，布油和美油分别收于64.99美元/桶和59.69美元/桶，周涨幅分别为0.93%和0.83%。一是中美贸易达成共识，英国保守党赢得大选，原油需求预期有所提升。周五中美双方宣布已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。当日，英国也揭晓了大选结果，首相鲍里斯·约翰逊领导的保守党赢得绝对多数的359个席位，成为议会第一大党。上述消息一定程度上打消了市场对全球经济增长不确定性的担忧，支撑油价上行。不过，当前全球经济下行压力仍然较大，需求端利好对油价影响相对有限，油价涨幅也较为温和。二是美国页岩油挤压OPEC的影响力，石油钻井数结束连降。今年以来，美国石油活跃钻井数呈下降趋势，但产量却保持增长。不过上周美国石油钻井数有所反弹，美国石油活跃钻井数增加4座至667座，连续七周录得下滑后再度增长。说明在OPEC+减产，美油增产意愿较强，或对未来油价形成打压。综合来看，当前全球石油供求较为平衡，需求端全球经济下行压力不减，供给端减产压力仍然存在，油价或将维持震荡态势。

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

上周央行未开展逆回购操作，周六有2860亿元MLF到期，递延至周一，合计净回笼2860亿元。虽然临近跨月，但无逆回购到期，叠加月初央行超额续作到期的MLF，市场流动性维持充裕状态。本周无逆回购到期，资金面整体压力有限。同业存单市场方面，1个月以上的跨年品种曲线平坦，海外客户对1年期大行存单需求较为旺盛，可以择机适度配置1年期大行和国股存单。债券市场方面，虽然中美贸易谈判达成第一阶段协议、金融数据超预期、通胀压力仍高企，但年底配置盘力量强劲，在多重利空因素影响下，各期限收益率并未出现明显上行，交易盘年底比较谨慎，参与热情不高，预计呈现窄幅震荡行情。美联储议息会议维持当前利率不变，符合预期；美国新增非农就业数据好于预期，显示就业仍有韧性，短期内进一步降息概率较小，后续预计将维持震荡行情。

国内市场策略：上周央行未开展逆回购操作，周六有2860亿元MLF到期，递延至周一，合计净回笼2860亿元。上周虽然临近跨月，但无逆回购到期，叠加月初央行超额续作到期的MLF，市场流动性维持充裕状态。本周无逆回购到期，央行超额续作到期的MLF，在央行的呵护下，资金面整体压力有限。同业存单方面，近期存单一级市场维持较高配置热情，1个月以上的跨年品种曲线平坦，市场对于3个月期限的需求较高，由于资金面宽松，年内收益率上行风险不大，海外客户对1年期大行存单需求较为旺盛，可以择机适度配置1年期大行和国股存单。债券市场方面，上周10年期国开活跃券190215最终收于3.5925%，较前周上行0.35bp，虽然中美贸易谈判达成第一阶段协议文本、金融数据超预期、通胀压力仍高企，但年底配置盘力量强劲，在多重利空因素影响下，各期限收益率并未出现明显上行，上周债券收益率在窄区间内小幅波动。整体来看，近期经济基本面数据有一定回暖，但由于资金面宽松叠加年底配置盘力量，市场对于利空信息有所钝化，波动收窄。考虑到明年1季度地方债供给压力，收益率有一定上行风险，交易盘年底比较谨慎，参与热情不高，以日内波段操作为主，策略上仍建议保持谨慎，整体维持久期和仓位稳定，若利率有所上行可择机增持。从期限利差来看，上周曲线陡峭化，受到摊余成本法基金的影响，3、5年期品种收益率下行更多，可择机坚持；从品种利差来看，近期政金债和国债间的利差维持平稳，由于年内交易相对清淡，后续利差预计将保持平稳；信用债方面，中高评级信用利差持续压缩，年底欠配现象明显，银行买盘较多，可择机减持。

国际市场策略：美联储议息会议维持当前利率不变，符合预期，由于近期美国经济数据有一定回暖，降息的必要性降低，市场预期短期内美联储将维持当前政策利率不变，后续将观察经济数据做出进一步判断。叠加中美贸易谈判缓和的影响，美债收益率有所上行，目前十年期美债收益率为1.82%，后续预计将维持震荡行情。

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							
无							
下调评级或展望							
万达集团股份有限公司	技术硬件与设备	中诚信国际信用评级有限责任公司	2019-12-13	AA+	负面	AA+	稳定
博天环境集团股份有限公司	商业和专业服务	上海新世纪资信评估投资服务有限公	2019-12-09	BBB		AA-	

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。