



2018年3月5日

## 美联储巩固加息预期，银行间市场保持宽松

### 宏观经济

■ **国际宏观：**美欧央行均对经济持乐观态度，通胀对未来货币政策节奏边际影响加强。目前美联储将保持年内加息3次的预期，而欧洲央行表态谨慎。2月初全球股市下跌的根源在于无风险利率上升所引发的全球流动性收缩，而未来特朗普对进口钢铁和铝产品全面征税将引发全球范围内的贸易摩擦，市场避险情绪或上升。

■ **国内宏观：**春节前，央行公布金融数据超预期增长，显示国内需求仍强。同时，央行调整了M2统计口径，体现了监管层面对表外信用派生机制的重视，未来仍存在进一步完善可能。2月中旬，央行发布2017年第四季度中国货币政策执行报告，继续实施稳健中性的货币政策，维护流动性合理稳定。

联系人：

### 金融市场

■ **货币政策及资金面：**2月资金面经历了较长的宽松时期，跨月后央行投放力度减弱。在CRA逐步到期的影响下，3月第一周流动性较2月趋紧。全周公开市场开展逆回购操作3900亿，同时有2700亿逆回购到期。汇率方面，美联储新任主席鲍威尔国会证词偏鹰派，支撑美元走出连续下跌趋势。在岸美元兑人民币收于6.3472，较前周小幅贬值92基点。由于当前中美利差大幅收窄，预计本周人民币汇率难现2月初的强劲走势。

■ **债券市场：**综合来看，3月的债市风险较高，包括国内公开市场跟随加息、政策集中落地、以及中下旬资金波动都可能再次引发市场调整，收益率仍然存在上行压力。展望海外债市，3月美联储FOMC会议将大概率实施18年年内首次加息，欧央行利率会议也将就调整前瞻指引表述进行讨论，海外风险总体而言仍然较高。一级市场方面，受春节假期影响，新债总体发行规模有所减少，地方债发行重新启动，一级市场招标情况整体较为平稳，从中标利率和中标倍数看，市场对国开债、非国开债需求较为旺盛，对国债需求尚可。二级市场方面，资金面持续改善使得市场谨慎态度有所缓和，叠加监管处于真空期，基本面尚未出现明显上行或下行迹象，二级市场收益率整体明显下行。信用债方面，期限利差与等级间利差均有所走阔，其中短期限品种信用利差波动幅度和走扩幅度均大于长期品种。

■ **外汇及商品市场：**通胀回升及加息预期提振美元反弹，贸易保护主义引发避险情绪。美元指数反复金价随之反向变化，避险情绪为金价提供支撑。美国原油产量再度回升，油价下行压力加大。

### 市场展望及策略建议

■ 美国宣称将对进口钢铁和铝征收惩罚性关税，全球贸易保护的担忧升温。两会期间预计资金面仍保持整体均衡，但临近月末可能边际收紧；政策面对债市略显中性，但受季末资金面影响，债券收益率震荡小幅上行的走势概率较大。特朗普贸易保护政策将降低美元资产的吸引力，美元短期受压；美债、黄金短期受避险情绪影响走跌概率不大；油价受供应提升影响短期仍将调整。

郭振宇 021-20687223

[guozhenyu@abchina.com](mailto:guozhenyu@abchina.com)

马至夏 010-85607524

[mazhixia@abchina.com](mailto:mazhixia@abchina.com)

甄志昊 010-85607523

[zhenzhihao@abchina.com](mailto:zhenzhihao@abchina.com)

沈方威 021-20687213

[shenfangwei@abchina.com](mailto:shenfangwei@abchina.com)

杨穆彬 021-20687207

[yangmubin@abchina.com](mailto:yangmubin@abchina.com)

程丹琪 010-85607531

[chengdanqi@abchina.com](mailto:chengdanqi@abchina.com)

## 一、宏观经济

### 国际宏观

美欧央行均对经济持乐观态度，通胀对未来货币政策节奏边际影响加强。目前美联储将保持年内加息3次的预期，而欧洲央行表态谨慎。2月初全球股市下跌的根源在于无风险利率上升所引发的全球流动性收缩，而未来特朗普对进口钢铁和铝产品全面征税将引发全球范围内的贸易摩擦，市场避险情绪或上升。

整体来看二月各国央行对经济增长保持乐观，全球货币政策收紧持续。美联储方面，美联储1月会议纪要显示票委成员1月对美国经济的预期高于12月会议时的预期。对2017年4季度的实际GDP预期较之前有所提升，商业支出和家庭支出都高于预期。从最终数据来看，美国四季度的实际GDP年化季环比增速2.5%，符合预期，但略逊于初值2.6%，去年三季度为3.2%。占美国经济活动主体(2/3)的实际消费支出修正增速不变，依旧为3.8%，高于预期的3.6%，创2014年四季度以来的三年最高，也高于三季度的前值增速2.2%。本轮美国经济复苏已经持续较长时间，短期内经济仍将表现较好，未来有可能即将进入下行区间，也有可能经济调整后进入长期的低速增长波动减弱区间。通胀方面预期并未调整。几乎所有委员会成员都对通胀保持乐观，认为预期通胀率中期内会回升到2%的目标，因为经济增长仍高于趋势水平，就业市场保持强劲。美国商务部最新公布数据显示，美国1月通胀有所抬头，1月核心PCE物价指数环比上升0.3%，为2017年1月以来的最大升幅，持平预期，高于前值0.2%。核心PCE物价指数是美联储最为关注的通胀指标，是美联储衡量通胀、制定政策的重要考量之一，在就业市场趋紧成为市场共识的环境下，通胀变化对金融市场的边际影响正在变大。核心PCE指数自2012年中以来就一直低于美联储的目标值2%。在近日美联储新任主席鲍威尔对于经济前景、通胀等乐观的言论下，本次PCE通胀数据被认为是市场衡量美联储加息节奏的重要指引。总体来看，美国通胀是否已开始持续抬升趋势仍需要更多的证据。

欧洲央行方面，欧洲央行公布1月货币政策会议纪要显示，由于通胀仍然疲软，欧洲央行态度维持谨慎，称关于货币政策的措辞将随着经济前景逐渐调整，以避免往后出现突兀且失序的调整。关于前瞻指引方面，纪要称，欧洲央行将在年初重新评估指引，但现在作出调整为时过早。由于自12月货币政策会议以来，欧元持续而广泛地走强，美元维持疲软，委员们普遍担心欧元汇率的波动。担心欧元大幅升值可能会削弱通胀，扭转央行过去三年超宽松刺激政策的效果。欧洲央行警告称，美国官员试图下调美元汇率的做法可能迫使他们重新考虑汇率政策，因为几十年来不以货币汇率为目标的公约似乎出现了危险。会议纪要显示，

欧央行行长德拉吉关于货币战争的担心在各大欧元区成员国中广泛存在。纪要称，国际机构近期在声明中表达了关于汇率发展变化的担忧言论，必须强调坚持之前各国同意的有关汇率政策的协议的重要性，而“汇率政策协议”明确地排除了竞争性货币贬值。近期美元指数没有较为明显的单边走势，但是欧元央行收紧货币政策将对欧元产生提振效果，影响欧元区的贸易情况。

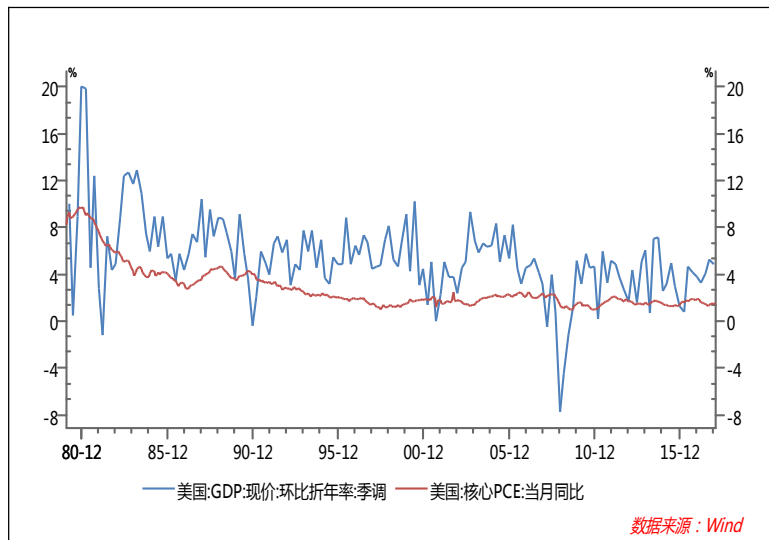
2月初，全球股市出现较为明显的大幅调整，成为全球金融市场最重要的影响变量之一。全球股市下跌的根源在于无风险利率的上升所引发的全球流动性收缩，利率上升趋势尚未结束的情况下，股市仍将受到抑制。金融危机以来，全球央行持续放松货币政策，全球央行资产负债表的扩张和利率的逐步走低在过去十年推动了全球风险资产价格的持续上升，风险资产的持续上涨也导致其估值偏高，股市就反映在市盈率偏高。因此本次美股暴跌不仅跌势很迅猛，而且持续的时间比较长。股市的下跌也带动了商品的回落，比如原油和铜等此前比较强势的商品都出现了回调。不过，尽管风险资产跌幅较大，但避险资产，比如黄金和债券则并没有因此上涨。这一次风险资产价格的调整，是因为债券这一类避险资产的利率持续上升所引发的。而债券利率上升本质上就是流动性收缩的反映。由于股市整体变化有限，目前尚未影响美联储的货币政策节奏。

上周美国总统特朗普宣布计划对进口钢铁和铝产品全面征税，税率分别为25%和10%。特朗普称将在本周签署该决定。目前尚不清楚这是针对所有贸易伙伴的，还是针对特定国家的。特朗普此举引起欧盟、加拿大、巴西、韩国等国家和地区的强烈反对。一是**美国贸易保护主义抬头，市场避险情绪上升**。在税改基本落地的情况之下，特朗普竞选承诺中的贸易保护政策开始逐渐摆上台面。欧盟表示，若美国一意孤行地加税，欧盟将开征“防御性”进口关税，拟对价值约35亿美元的美国商品实施25%的进口关税。美国最大的钢材进口国加拿大也表示若美对加征收关税，加将为保护其贸易利益和工人而采取相应措施。出于对贸易战的担忧，VIX指数衡量的标普500波动率再度回升，美股、欧股震动，避险资产日元则进一步走强。二是**增加关税或将推高美国通货膨胀，进而迫使美联储不得不加快加息步伐，导致股价下挫，威胁美国经济增长的同时也将给全球金融市场带来较大不确定性**。

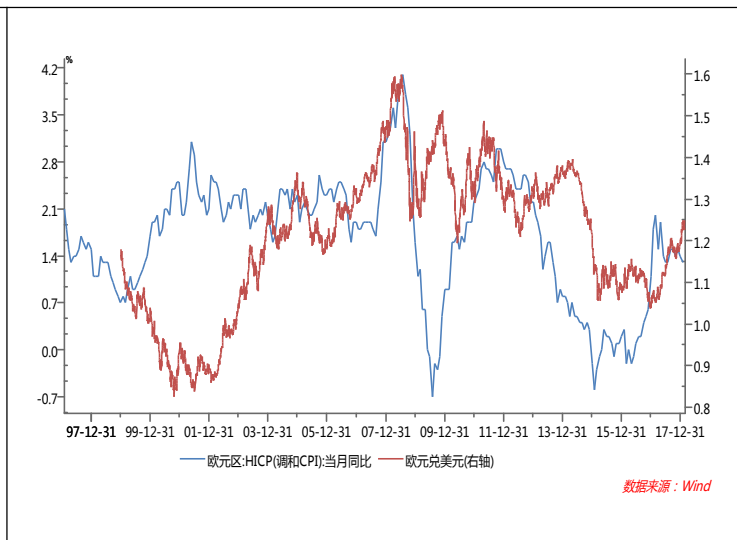
此外，德国社民党成员投票支持与总理默克尔所属保守派组阁。这意味着德国自2013年以来再次出现“大联合政府”，也为默克尔赢得连续第四届总理任期扫清障碍。预计德国总理默克尔将在3月中旬宣誓就职。从历史上来看，德国以往过渡政府存在的时间仅为40天，这次德国的政治僵局已经持续了五个月。自去年9月联邦议院选举后，德国新政府一直未能组建成功。默克尔领导的联盟党（基民盟/基社盟）未能于去年9月的国会大选取得过半席位，在同两个小党尝试组阁失败后，转而向曾经的执政伙伴社民党寻求支持，两党于2月初达成联合组阁协议。本次组阁成功是德国对法国总统马克龙的法德共同领导欧盟的支

持，将利好欧元。组阁事宜尘埃落定有助于德国恢复在欧洲的领导地位，带领欧洲应对一系列挑战，尤其是当下一触即发的美欧贸易战。

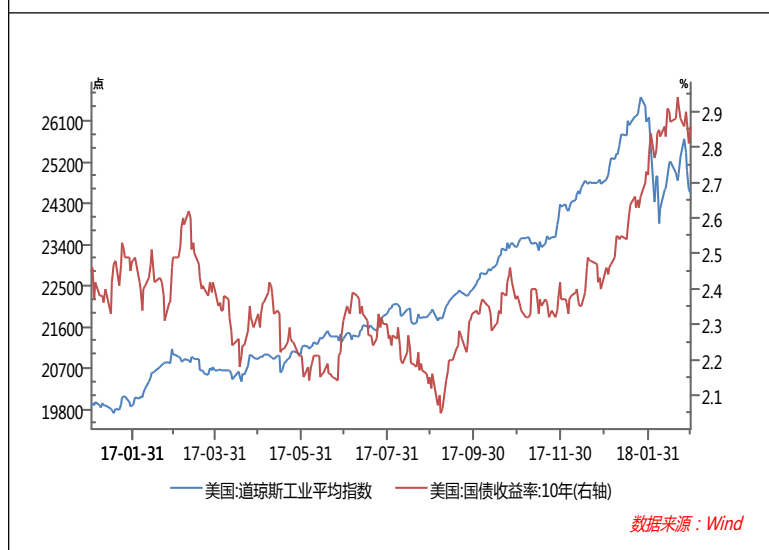
图表 1. 美国经济增长和通胀



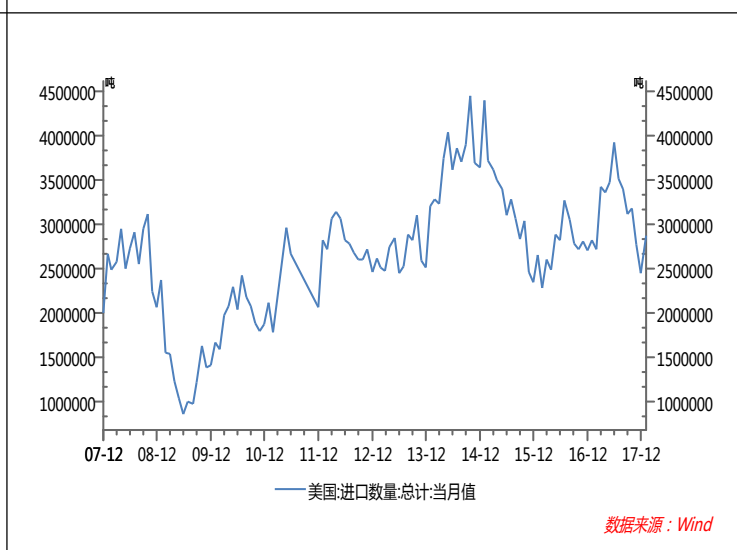
图表 2. 欧元区通胀和汇率



图表 3. 美国股市和债市



图表 4. 美国钢铁贸易



## 国内宏观

春节前，央行公布金融数据超预期增长，显示国内需求仍强。同时，央行调整了M2统计口径，体现了监管层面对表外信用派生机制的重视，未来仍存在进一步完善可能。2月中旬，央行发布2017年第四季度中国货币政策执行报告，继续实施稳健中性的货币政策，维护流动性合理稳定。

春节前，央行公布1月份金融数据，金融数据大幅超出市场预期；同时，央行完善了M2统计口径，体现了监管层面对表外信用派生机制的重视。2月中旬，请参阅最后一页的信息披露和法律声明

央行发布2017年第四季度中国货币政策执行报告。一是央行认为2017年货币金融环境中性适度，2018年将有望延续。二是货币政策目标中没有再谈“抑泡沫”、重点谈“防风险”。三是四季度社会综合融资成本上行的趋势并未如预期加快。四是外汇政策将着力于释放外汇需求、对资本外流的担忧显著减轻。

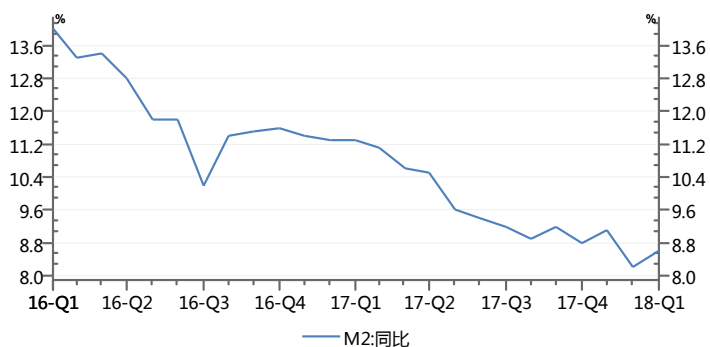
**金融数据超预期增长，国内需求仍强。**统计局公布1月份金融数据，中国1月新增人民币贷款29000亿元，创历史新高，1月M2货币供应同比8.6%，小幅超预期，社会融资规模30600亿元，小幅低于预期。整体来看，继去年12月全面回落之后，中国1月金融信贷数据走高，除社会融资规模不及预期外，M2货币供应增速与新增信贷均超预期，新增信贷更是大幅超过前值5844亿元，创历史纪录。分开来看，社融方面增速下降，余额同比增速11.3%，比上月增速下降1.2个百分点，比17年同期下降1.4个百分点，主要原因是在表外监管趋严和规范的背景下，表外融资受到影响，导致下降态势。信贷方面，信贷数据大幅走高的原因或有以下三点，一是在17年年底非标连续被监管约束后，信托贷款与委托贷款受到重创，在融资需求仍有韧性的情况下，大量表外非标回表内信贷，推升贷款需求；二是全球经济明显复苏，国内经济依然向好，支撑信贷需求；三是17年12月信贷额度明显受限之下，信贷需求堆积到1月集中释放。M2方面，M2数据超预期则可能是受新增信贷规模较大，派生存款较多的影响。1月金融数据出现大幅超预期的情况，虽然一定程度上有季节性因素影响，今年春节日期较晚，因而信贷多集中在1月。尽管如此，社融表外向表内回归趋势明显，从社融数据来看经济的韧性较强，实体需求不弱，也说明此前的监管政策落实有力，经济正向增长发展。

**央行完善M2统计口径，未来存在进一步完善可能。**在公布1月金融数据的同时，央行调整了M2的统计口径：2018年1月，人民银行完善货币供应量中货币市场基金部分的统计方法，用非存款机构部门持有的货币市场基金取代货币市场基金存款（含存单）。此次M2口径调整对当期增速影响不大。根据央行金融数据解读，1月调整后M2余额扩大1.15万亿元，相比去年同期可比数据，余额扩大8249亿元，可比口径下当期本期M2余额同比增长8.6%；而完善前方法计算得到同比增长8.5%，相差仅0.1个百分点。M2口径之所以随时间调整，原因在于所统计的M2口径需要契合当前信用派生体系，能够准确反映真实的货币供应总量。近年来我国影子银行快速发展，非银金融机构创造货币的参与程度加深，狭义M2与统计遗漏部门的分化越来越大，这种情况下，狭义M2远不能准确反映真实的货币供应变动情况。在狭义M2基础上加入表外理财，或者货币基金等项目调整，构建得到广义M2口径，相比狭义M2更能准确反映真实货币供应增速，原因在于此轮金融杠杆中表外理财和货币基金发展与银行表内存款趋势表现出极大不同，狭义M2难以准确反映总货币供应趋势。此次M2口径调整，央行首次纳入银行存款以外的项目，体现了监管层面对表外信用派生机制的重视。随着金融杠杆调控持续推进，资管新规细则逐渐落地，未来中国金融体系将出现很大变

化，为更好反应金融体系运行机制，未来金融统计指标或有进一步完善措施。

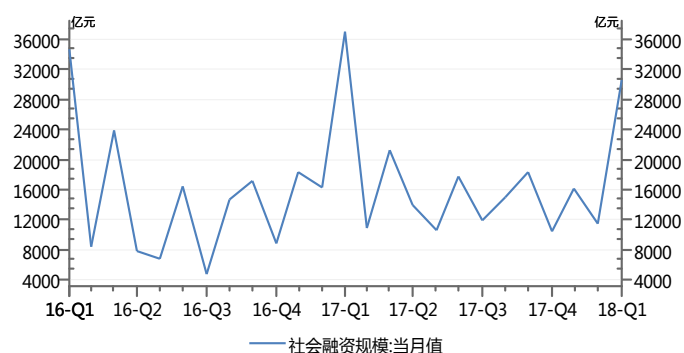
**四季度货币政策报告发布，继续实施稳健中性的货币政策。**2月中旬，央行发布2017年第四季度中国货币政策执行报告。一是央行认为**2017年货币金融环境中性适度，2018年将有望延续**。展望下一阶段，央行对全球和国内经济乐观、认为国内物价存在小幅上升压力，但总体可控。央行将继续实施稳健中性的货币政策，流动性层面，在要“助力去杠杆和防范金融风险”，会“综合考虑金融监管政策的宏观效应及对金融业态和市场运行格局的影响，加强监管协调”维护流动性合理稳定。二是**货币政策目标中没有再谈“抑泡沫”、重点谈“防风险”**。这是央行认为“货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架初见成效”的结果，对房地产泡沫的担忧减轻。去杠杆依然是货币政策目标之一，具体提法未变。三是**四季度社会综合融资成本上行的趋势并未如预期加快**。从政策利率到房贷利率的传导是顺畅的，而政策利率到企业贷款利率的传导低于预期，这主要是按揭贷款额度受限，而企业贷款规模持续超预期的多增、以及大企业获得低利率贷款占比上升有关。如果2018年广义信贷MPA管理对表内企业贷款的约束依然较弱，即表内企业贷款规模增长依然较多，那么企业一般贷款利率可能升幅依然不多，这意味着社会融资整体成本的升幅有限，那么对实体经济的负面影响可控，融资需求和负债供给不匹配的问题改善幅度也将有限。四是**外汇政策将着力于释放外汇需求、对资本外流的担忧显著减轻**。

图表 5. M2 增速



数据来源: Wind

图表 6. 社会融资规模



数据来源: Wind

数据来源: 万得 彭博 中国农业银行金融市场部

## 二、金融市场

## 货币政策与资金面

2月资金面经历了较长的宽松时期，跨月后央行投放力度减弱。在CRA逐步到期的影响下，3月第一周流动性较2月趋紧。全周公开市场开展逆回购操作3900亿，同时有2700亿逆回购到期。汇率方面，美联储新任主席鲍威尔国会证词偏鹰派，支撑美元走出连续下跌趋势。在岸美元兑人民币收于6.3472，较前周小幅贬值92基点。由于当前中美利差大幅收窄，预计未来一段时间人民币汇率难现2月初的强劲走势。

跨月后银行体系流动性充足，央行降低了流动性投放力度。全周公开市场开展逆回购操作3900亿，同时有2700亿逆回购到期。

截止上周五，R001加权平均利率为2.85%，较前周上行33bp；R007加权平均利率为3.28%，较前周上行38bp；R014加权平均利率为3.74%，较前周上行35bp。同业存单方面，上周共发行6348亿，净融资额为3190亿。二级市场方面，3个月AAA+同业存单利率为4.70%，上行2bp，6个月AAA+同业存单利率为4.76%，上行1bp，9个月AAA+同业存单利率为4.78%，下行2bp。同业存款方面，期限利率呈陡峭化走势，短期略有下行，中长期出现上行，具体来看各期限吸收报价为：7天1.9%-3.5%左右，14天2.2%-3.7%左右，1个月2.7%-4.8%左右，3个月3.6%-5.9%左右，6个月3.5%-6%左右，1年3.2%-6.5%左右。

汇率方面，美联储新任主席鲍威尔国会证词偏鹰派，支撑美元走出连续下跌趋势。在岸美元兑人民币收于6.3472，较前周小幅贬值92基点。由于当前中美利差大幅收窄，预计未来一段时间人民币汇率难现2月初的强劲走势。

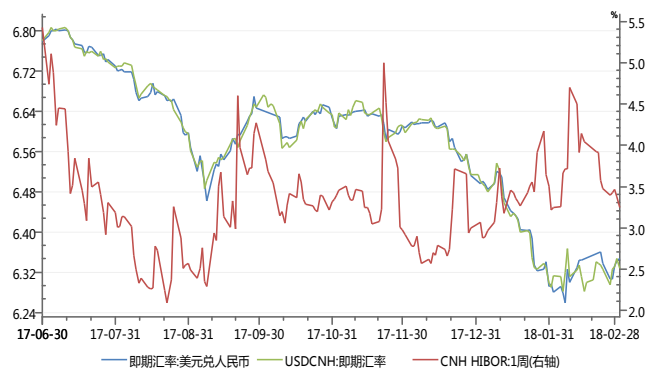
全周美元兑人民币中间价升值148基点，周五开在6.3334。在岸汇率收报在6.3472，离岸汇率收报在6.3286，分别较前周贬值92个基点和22基点。美元兑人民币掉期方面，1个月掉期点上行23bp至121bp，3个月期掉期点上行5bp至315bp。春节后境内美元交投活跃度上升，日均成交量在225亿美元左右。离岸人民币流动性维持宽松，全周来看，隔夜较前周下行7bp至2.61%，7天下行23bp至3.25%，14天下行19bp至3.57%。

本周将有3400亿逆回购到期和1055亿MLF到期，同时CRA投放的资金也将逐渐回笼。预计央行将继续维持小幅净投放，资金面回归中性。

图表 7. 同业存放利率变动

图表 8. 境内外美元汇差与离岸人民币利率 (%)

期限	2018-3-2		2018-2-23	
	融出	融入	融出	融入
1W	4.7-4.6	3.35-1.9	4.7-4.6	3.5-1.9
2W	4.7-4.5	3.7-2.2	4.7-4.5	3.8-2.4
1M	4.8-4.5	4.7-3	4.8-4.5	3.8-2.96
3M	5.5-5.05	4.85-4.5	5.5-5.05	4.85-4.2
6M	5.45-5.15	4.95-4.2	5.45-5.15	4.9-4.2
1Y	5.8-5.6	5.1-3.2	5.8-5.6	5.05-3.37

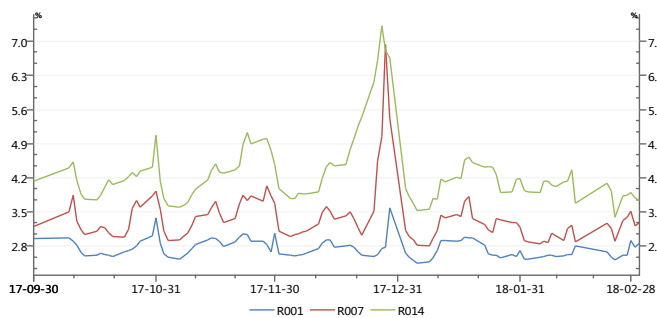


数据来源: Wind

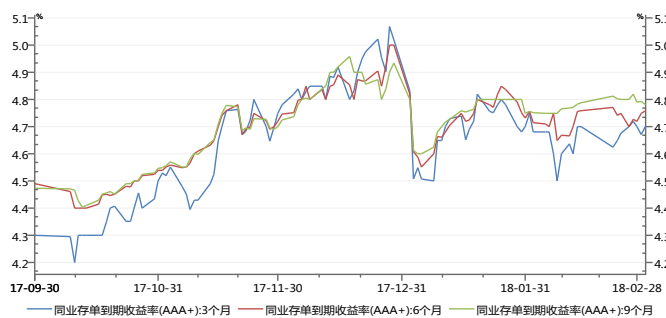
数据来源: Wind, 上海国际货币, 中国农业银行金融市场部

图表 9. 银行间债券回购利率走势

图表 10. 人民币同业存单利率走势



数据来源: Wind



数据来源: Wind

数据来源: Wind, 中国农业银行金融市场部

## 债券市场

国内基本面并未出现明显恶化, 总体趋势仍需观察; 监管方面, 资管新规以及相关配套政策落地, 金融市场将迎来真正意义上的业务调整; 资金方面, 3月资金面将呈现前松后紧的局面, 风险点预计集中在中下旬。综合来看, 3月的债市风险较高, 包括国内公开市场跟随加息、政策集中落地、以及中下旬资金波动都可能会再次引发市场调整, 收益率仍然存在上行压力。经济和通胀数据的持续走强将加速市场形成紧缩预期, 特别是欧央行表态仍延续对经济的乐观和对通胀的谨慎乐观预期。展望海外债市, 3月美联储 FOMC 会议将大概率实施 18 年年内首次加息, 欧央行利率会议也将就调整前瞻指引表述进行讨论, 海外风险总体而言仍然较高。一级市场方面, 受春节假期影响, 新债总体发行规模有所减少, 地方债发行重新启动, 一级市场招标情况整体较为平稳, 从中标利率和中标倍数看, 市场对国开债、非国开债需求较为旺盛, 对国债需求尚可。二级市场方面, 资金面持续改善使得市场谨慎态度有所缓和, 叠加监管处于真空期, 基本面尚未出现明显上行或下行迹象, 二级市场收益率整体明显下行。信用债方面, 期限利差与等级间利差均有所走阔, 其中短期限品种信用利差波



动幅度和走扩幅度均大于长期品种。

**政策方面：**2月整月逆回购到期3900亿元，MLF到期2435亿元，央行逆回购投放7300亿元，MLF投放3930亿元，实现净投放4895亿元；资金面整体较为宽松，资金利率均呈短升长降的态势。中国1月财新服务业PMI环比上升0.8个百分点至54.7，升至2012年5月以来的新高；此前公布的1月财新制造业PMI持平前值；1月财新综合PMI报53.7，为七年来最高，用工数据显示，两大行业继续分化，服务业用工数量上升，而制造业用工进一步收缩。2018年中国人民银行工作会议在京召开，会议称2018年将健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，保持货币政策稳健中性；加强金融风险研判及重点领域风险防控，完善金融风险监测、评估、预警和处置体系；将继续探索利率走廊机制；将加大市场决定汇率的力度，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。中国1月外汇储备环比增加215亿美元至31615亿美元，连续第12个月回升，略低于市场预期，国际金融市场上，主要非美元货币汇率升值和资产价格变动等各因素共同作用，导致外汇储备规模小幅上升。1月中国出口同比增长6%（按人民币计），进口同比增长30.2%，超出市场预期。主要受到去年1月春节产生的错位效应叠加1月人民币大幅升值的影响。1月中国CPI同比1.5%，PPI同比4.3%，均符合预期，CPI方面，食品分项整体同比下降幅度较大，非食品项中房租外服务同比增速大幅收窄；PPI方面，由于生产资料中钢铁价格受季节性因素转弱影响有所回落。中国1月M2同比增8.6%，预期8.2%，前值8.2%，一方面，金融去杠杆正在进行，去杠杆表外融资渠道减少，表外融资压缩，货币派生的渠道被抑制，M2增速下降，另一方面，实体融资需求不弱，社会融资规模增大，金融机构资产端扩张的速度加快，使得2017年全年经济增长的韧性较强；1月社会融资规模增量为3.06万亿元，地方债务置换减少及2016年地方债务置换的基数高，抬高了2017年社融增速；1月新增人民币贷款29000亿元，贷款增量创历史新高，但质量弱于去年同期。央行发布的2017年第四季度中国货币政策执行报告指出，将实施好稳健中性的货币政策，保持流动性合理稳定，管住货币供给总闸门，综合运用价、量工具加强预调微调，保持货币信贷和社会融资规模合理增长；要把握好稳增长、去杠杆、防风险之间的平衡，掌控好流动性尺度，助力去杠杆和防范化解金融风险；宽松货币政策可能带来资产泡沫、金融脆弱性以及贫富分化，低一些的货币增速仍能够支持经济实现高质量发展；M2的可测性、可控性及与实体经济的相关性都在下降；积极完善和推广全口径跨境融资宏观审慎管理，适时推动前期出台的逆周期调控政策回归中性。2月24日中共中央政治局召开会议，透露出的经济政策信号主要有三点：第一，宏观政策保持连续性，2018年财政政策仍将保持积极，货币政策稳健；第二，扩大消费，强调投资的有效性，这与高质量发展的主基调相一致；第三，对外开放将有新格局。中国2月制造业PMI为50.3%，环比回落1.0个百分点，为2016年8月以来最低，制造业增速有所放缓；非制造业PMI为54.4%，较比上月回落0.9个百分点，但高于去年同期0.2个百分点，非制造业总体仍保持较高的景气水平；中国2月综合PMI 52.9，前值54.6。监管层近日召开闭门会议，短期理财基金和货币基金或将面临重大调整，主要内容包括以下几点：一是在资管新规公布以后，所有的理财型基金按照颁布时点，规模只能减少，不能增加；二是短期理财基金不再沿用摊余成本法，

全部改为净值型产品；三是对货币基金的 T+0 快速赎回业务进行了讨论。总体来说，国内基本面并未出现明显恶化，总体趋势仍需观察；监管方面，资管新规以及相关配套政策落地，金融市场将迎来真正意义上的业务调整；资金方面，3月资金面将呈现前松后紧的局面，风险点预计集中在中下旬。综合来看，3月的债市风险较高，包括国内公开市场跟随加息、政策集中落地、以及中下旬资金波动都可能会再次引发市场调整，收益率仍然存在上行压力。

美国1月ISM非制造业指数59.9，创2005年8月以来新高，服务业加速增长、加之此前制造业数据强劲，意味着全年需求可能保持强劲增长，分项指数中，订单指数升至62.7，为7年新高。美国12月贸易帐逆差531亿美元，创2008年以来最大逆差规模，2017全年贸易逆差为5660亿美元，高于2016年的5048亿美元。美国1月CPI环比升0.5%，同比升2.1%，1月核心CPI环比升0.3%，同比升1.8%，CPI数据超预期，主要是1月份能源价格涨幅居前，同比增长5.5%，住宅、交通运输以及医疗保健等分项涨幅也较为明显，分别同比增长2.8%、3%及2%。美联储一月会议纪要显示，几乎所有美联储委员预计通胀将升至2%的目标水平；强劲的经济增速增加了进一步加息的可能，渐进加息道路依然合适。美联储半年度货币政策报告显示美国劳动力市场接近充分就业状态；美国经济强劲，将保证进一步渐进式加息。美联储主席鲍威尔在半年度货币政策书面证词中表示，预计将进一步逐步加息，美国经济展望维持强劲，市场波动不会阻止加息步伐。在听证会中，他拒绝预期今年的加息次数，不过强调个人对美国通胀和经济前景信心增强。市场认为鲍威尔此番言论意味着未来有比当前预期更多加息次数的可能。美国商务部的二读数据显示，美国去年四季度实际GDP年化季环比增速2.5%，符合预期，但逊于初读2.6%，占经济活动主体的消费支出增速3.8%，创2014年四季度以来最高，导致库存下降与进口激增，令GDP读数承压，但家庭和商业开支保持稳健增长，或为2018年经济增加向上动能。数据整体仍表明美国经济去年全年实现平稳收官。美国商务部最新公布数据显示，美国1月通胀有所抬头，美联储关注的核心PCE物价指数1月环比增长0.3%，创1年内最大单月增幅；1月个人收入增长好于预期，主要反映税改法案通过后对美国民众收入的一次性影响。美国2月ISM制造业指数60.8，扩张速度创2004年5月以来新高，表明需求继续为制造业发展提供支撑。数据主要反映了在全球经济改善、商业投资持稳的大环境下，美国税改及就业因素刺激消费开支回升，从而对制造业产生的影响。欧元区和德国先后公布了四季度GDP增速初值，欧元区和德国四季度GDP同比增速分别为2.7%和2.3%，增速自2017年二季度以来持续上升，表明欧洲经济复苏明显，对比来看，欧元区2017全年GDP增速达到2.5%，高于美国的2.3%，预计在低利率环境下，今年欧元区经济将继续向好，对我国出口形成一定的提振作用。英国央行利率决议结果显示，英国央行维持基准利率0.5%不变，维持债券购买规模4350亿英镑不变，维持企业债购买规模100亿英镑不变，均符合预期。虽然按兵不动，但这一次英国央行的立场显然更偏鹰派，关键词是“更早”、“更大幅度”的加息。欧元区2月制造业PMI初值58.5，创四个月新低，低于预期和前值，欧元区经济动能略有放缓，但依然强劲。欧洲央行会议纪要表明欧洲央行委员同意当前调整前瞻性指引为时过早，在通胀低迷的情况下应当保持耐心和韧性，政策用词将随着经济前景逐渐调整，作为例行评估的一部分，欧洲央行将在2018年初重新评估前瞻性指引。**经济和通胀数据的持续走**

强将加速市场形成紧缩预期，特别是欧央行表态仍延续对经济的乐观和对通胀的谨慎乐观预期。展望海外债市，3月美联储FOMC会议将大概率实施18年年内首次加息，欧央行利率会议也将就调整前瞻指引表述进行讨论，海外风险总体而言仍然较高。

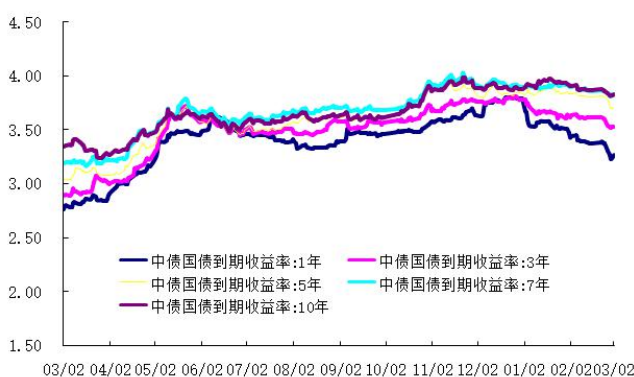
**一级市场：**受春节假期影响，新债总体发行规模有所减少，地方债发行重新启动。按品种来看，上月国债发行8只，金额合计1200亿元，规模较前月有所减少；政策性金融债发行33只，金额合计2027.6亿元，规模比1月大幅减少；地方债发行启动，共发行15只，金额合计285.61亿元。一级市场招标情况整体较为平稳；从中标利率和中标倍数看，市场对国开债、非国开债需求较为旺盛，对国债需求尚可。

信用债方面，同业存单发行15643.20亿元，短融发行1557.1亿元，企业债发行73.1亿元，公司债发行313.9亿元，信用债发行规模较上个月小幅上升。

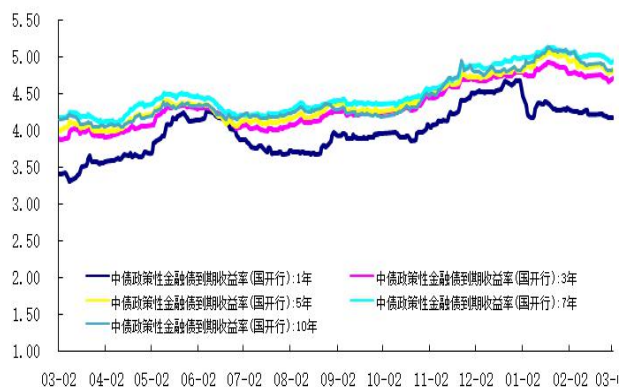
**二级市场：**资金面持续改善使得市场谨慎态度有所缓和，叠加监管处于真空期，基本面尚未出现明显上行或下行迹象，二级市场收益率整体明显下行。总体来看，国债、国开债、非国开债各期限收益率均下行，且下行幅度较大，中长期政金债表现较好。具体来看，1年期国债收于3.23%，较上月下行24bp；10年期国债收于3.85%，较上月下行8bp。1年期国开债收于4.18%，比上月下行12bp；10年期国开债收于4.81%，比上月下行26bp。

信用债方面，期限利差与等级间利差均有所走阔，其中，短期限品种信用利差波动幅度和走扩幅度均大于长期品种。分品种看，相比于上月，AA+及以上1年期短融上行2-5bp，AA+以下1年期短融下行1-4bp，3年期中票下行10-11bp左右，5年期中票下行19-20bp。

图表 11. 国债收益率走势



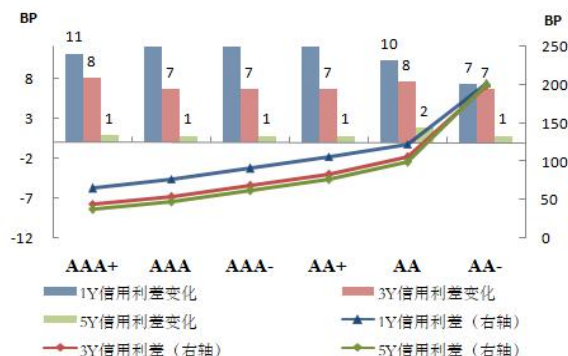
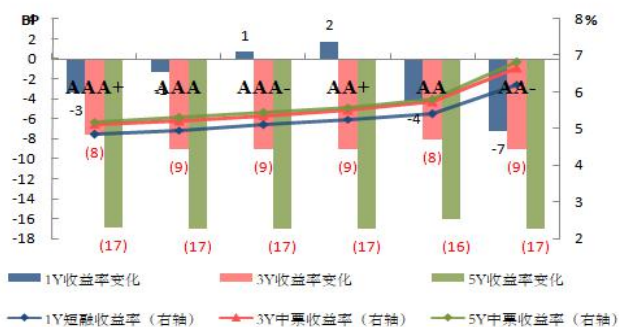
图表 12. 政策性金融债收益率走势



来源：wind、中国农业银行金融市场部

图表 13. 信用债收益率走势周变化

图表 14. 信用利差走势周变化



来源: wind、中国农业银行金融市场部

**信用风险:**上月,中国重型汽车集团有限公司上调评级,主要由于公司2017年1-9月整体盈利能力显著提升,预计公司2017年全年营业总收入及净利润水平将大幅增长。四川蓝光发展股份有限公司上调评级,主要由于公司近年来债务期限结构得以不断优化,货币资金充裕,能够对其债务本息的偿还形成有力保障。

浙江古纤道新材料股份有限公司下调评级,主要由于古纤道新材料营运资金压力较大,自有资金对短期债务覆盖较弱;抵(质)押资产规模较大,再融资能力受到影响。吉林蛟河农村商业银行股份有限公司下调评级,由于违规购买理财,蛟河农商行于1月27日收到银监会吉林银监分局行政处罚决定书(吉市银监罚决字〔2018〕1号),因该行违规从事投资活动,罚没合计7744.51万元,上述事项将对该行的资产质量、盈利能力、流动性和资本充足度等产生重大影响。湖北宜化集团有限责任公司及其下属上市公司湖北宜化化工股份有限公司下调评级,主要原因为公司2017年度业绩预告公告归属于上市公司股东的净利润亏损约44亿-48亿,同时公司下属另一家上市公司预计2018年归属于上市公司股东的净利润亏损约5亿-7.5亿。神雾科技集团股份有限公司下调评级,主要由于神雾集团股票质押式回购交易出现逾期违约事件,反映出神雾集团整体流动性出现紧张。神雾环保技术股份有限公司下调评级,由于神雾集团的流动性风险以及神雾环保股价跌幅较大,部分股票已触及平仓线,存在平仓风险。西王集团有限公司评级下调的主要原因是公司存货规模较大,债务负担仍较重,对外担保企业齐星集团有限公司发生经营风险且破产重整方案长时间未确定,公司债务负担加重,代偿风险进一步加大及公司融资渠道受到不利影响等不利因素。考虑到西王集团债务压力加大、偿债来源减少及齐星集团破产重整方案长时间不能确定等多种因素,未来西王集团的偿债能力存在进一步下滑的风险。云南路桥股份有限公司下调评级,主要由于云南路桥股份有限公司2016年非公开发行公司债券(第一期)债券行权日为2018年3月14日,债券持有人将执行投资者回售选择权,云南路桥面临一定资助压力;受今年新签合同额和年末在手合同额持续下降影响,公司2017年前三季度营业收入同比下降;公司工程款回收期限长,期末应收账款和长期应收款余额仍然较大;公司债务负担较重,资产负债率水平高。神雾科技集团股份有限公司再次下调评级,主要由于神雾集团上市子公司神雾环保技术股份有限公司和神雾节能股份有限公司分别所发布的《神雾环保技术股份有限公司关于控股股东部分股份被司法冻结的公告》和《神雾节能股份有限公司关于控股股

东股份被冻结的公告》，其中神雾集团持有的神雾环保部分股份被司法冻结，所持有的神雾节能股份被司法冻结及司法轮候冻结，神雾集团整体资金紧张程度进一步加剧。**上海华信国际集团有限公司**下调评级，主要由于部分媒体报道关于上海华信控股股东中国华信能源有限公司董事局主席叶简明先生被调查的相关消息，此事件对上海华信经营管理和未来发展可能产生重大影响。**富贵鸟股份有限公司**下调评级，主要由于公司的资产质量呈进一步下降趋势，受限资产占比很高，可偿债资金来源大幅减少；公司的或有负债规模上升导致其偿债能力继续下降，且盈利水平和现金流尚无改善迹象。**邦银金融租赁股份有限公司**下调评级，主要由于邦银金融的实际控制人为安邦保险集团股份有限公司，2018年2月23日，中国保监会发布了关于对安邦保险集团依法实施接管的公告，该事项将使安邦保险集团对邦银金融的支持能力产生负面影响。

**图表15. 上月评级调整**

数据来源：wind、中国农业银行金融市场

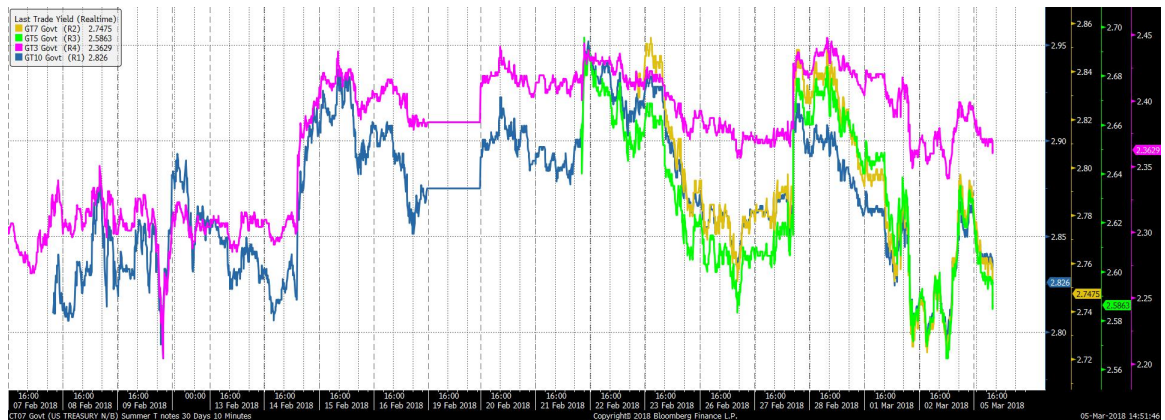
发行人	行业	评级机构	最新评级日期	最新主体评级	最新评级展望	上次主体评级	上次评级展望
上调评级或展望							
中国重型汽车集团有限公司	资本货物	中诚信国际	2018-02-06	AAA	稳定	AA+	稳定
四川蓝光发展股份有限公司	房地产II	中诚信证券	2018-02-06	AA+	稳定	AA	稳定
下调评级或展望							
浙江古纤道新材料股份有限公司	材料II	大公国际资信评估有限公司	2018-02-06	A	负面	AA-	负面
吉林蛟河农村商业银行股份有限公司	银行	上海新世纪资信评估投资服务	2018-02-08	A	-	A+	稳定
湖北宜化集团有限责任公司	材料II	中诚信国际信用评级有限责	2018-02-06	A	-	AA-	-
湖北宜化化工股份有限公司	材料II	中诚信国际信用评级有限责	2018-02-06	A	-	AA-	-
神雾科技集团股份有限公司	商业和专业服务	联合信用	2018-02-11	A-	-	AA-	稳定
神雾环保技术股份有限公司	资本货物	联合信用	2018-02-11	A	-	AA	稳定
西王集团有限公司	食品、饮料与烟草	大公国际资信	2018-02-24	AA	负面	AA+	负面
富贵鸟股份有限公司	耐用消费品与服装	上海新世纪资信评估投资服务	2018-02-27	CC	-	B	-
云南路桥股份有限公司	运输	东方金诚国际信用评级有限	2018-02-28	AA-	负面	AA	负面
上海华信国际集团有限公司	能源II	联合资信评估有限公司	2018-03-01	AA+	-	AAA	稳定

邦银金融租赁股份有限公司	多元金融	联合资信评估有限公司	2018-03-01	AA+	-	AAA	稳定
神雾科技集团股份有限公司	商业和专业服务	联合信用评级有限公司	2018-03-02	BBB	-	A-	-

展望下月，**第一，资金面方面**，3月上旬两会召开期间，流动性大概率有望维持基本稳定，但是随着春节投放的CRA逐步退出，流动性预计将再度回归紧平衡；**第二，基本面方面**，2月基本面数据受春节因素扰动，预计市场难以形成一致性预期，总体影响较小；**第三，监管方面**，随着两会结束，监管层加速推动政策落地动力加大，随着资管新规以及相关配套政策落地，金融市场将迎来真正意义上的业务调整，需要重点关注严监管对债市的影响。**第四，海外方面**，美联储、欧央行、英央行3月将相继召开议息会议，加息决议以及会议表态将影响市场预期，进一步决定市场走势，预计海外因素仍然利空国内债券市场。

本月美国股市波动、美联储和欧洲央行会议纪要对经济持乐观态度、鲍威尔国会首秀被市场解读为鹰派均对美债收益率造成较大影响。截止2月末，1、3、5、7、10年期美国国债收益率分别为2.07%、2.42%、2.65%、2.80%、2.87%，较前一月末分别上行17BP、1BP、13BP、14BP和15BP。未来随着美联储加息进程的推进，美债收益率将逐步上行，且波动性增加。近期来看特朗普征收铁铝关税将会给金融市场带来较大波动。

图 16. 美国 3、5、7、10 年期国债收益率



## 外汇及商品市场

通胀回升以及加息预期提振美元反弹，美国贸易保护主义削弱加息利好。美元指数反复金价随之反向变化，避险情绪为金价提供支撑。美国原油产量再度回升，油价下行压力加大。

通胀回升以及加息预期提振美元反弹，美国贸易保护主义削弱加息利好。2月美元指数走势反复，累计上涨1.74%，收于90.6684。月初，美元指数自88.5位置附近反弹，一路收复90位置关口，最高上探至90.57；随后在避险情绪影响下，又回吐全部涨幅，快速下挫，最低下探至88.24；紧接着在美国财政部大

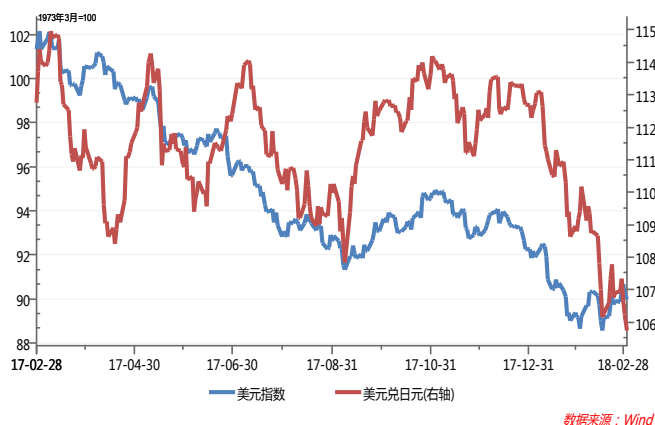
举发债，避险情绪回落的影响下，美元指数又再次反弹至90关口上方。具体来看，影响月内美元指数变化主要有三方面因素。一是美国通胀预期抬升，加息预期提振美元走强。一方面，相较于欧洲央行较为鸽派的表态，市场预计美联储收紧货币政策的速度可能快于预期，支撑美元走强。另一方面，加息预期引发全球股市大幅调整，市场风险偏好回落，也对美元起到提振作用。美国1月非农数据靓丽，劳动力市场动能持续，薪资增速更是创下2009年以来的最大涨幅，美国1月非农就业人数20万，高于预期的18万和前值16万，远超市场预期。建筑业、餐饮以及医疗保健和制造业的持续回暖，带动了劳动力市场的持续复苏，数据公布后促使美元指数止跌反转，一路收复90美元关口。二是在通胀预期上升、债券供需不平衡的情况下，美债收益率攀升，为美元提供一定支撑。美国财政部大举发行三个月和六个月短债，使得美国政府停摆风险下降，10年美债收益率上扬，促使美元指数回升。三是美欧贸易战一触即发，引发市场担忧，削弱了加息预期带来的利好。3月1日，美国总统特朗普宣称以国家安全为由，将对进口钢铁和铝分别征收25%和10%的惩罚性关税。欧盟对此强硬回应，宣布将对价值约35亿美元的美国商品实施25%的进口关税。特朗普周六在Twitter上发文称，如果28国集团坚持对美国商品征收惩罚性关税，美国将采用报复性关税对欧盟汽车出口进行反击。如果相关政策落地，最终会给美国经济带来负面影响。展望后市，一是关注全球货币政策边际收紧情况。近期日本央行行长黑田东彦表示可能在2019财年考虑结束超宽松货币政策，全球货币政策进一步边际收紧。二是关注全球贸易环境的新变化。

**美元指数反复金价随之反向变化，避险情绪为金价提供支撑。**2月国际现货黄金呈区间震荡走势，收于1318.19美元，全月下跌1.97%，振幅为4.11%。月初，国际金价开于1340美元上方，随后开始下挫，于春节前下探1306.81美元后再次反弹，一度触及1360美元上方，随后再次转为下跌，在下探1320美元后反弹企稳，最后受鲍威尔首秀影响大跌15美元，跌幅达1.12%。一是美元指数反复，国际金价跟随美元指数反方向变化。二是美国政府财政赤字及特朗普总统的贸易战倾向，使得市场避险情绪回升，特朗普总统表示要对征收美国产品进口税的国家，征收相同的进口税率。虽然美国政府随后没有公布具体的执行计划，但已引发市场对美国开打贸易战的担忧，给市场带来避险情绪。整体上看，2月基本延续了1月美元指数对国际金价的影响，而与1月不同的是，避险情绪对金价的影响逐步显现，给金价在一定程度上起到支撑作用。进入3月，除了关注美国2月非农就业数据，还需要留意美联储3月议息会议对美元指数走势的影响，从近期美联储主席鲍威尔的发言看，3月份加息概率较大，将给黄金价格带来压力。此外，由于平昌冬奥会结束，美朝矛盾又将成为新的避险因素，给黄金价格带来支撑。预计受3月下旬议息会议加息预期影响，国际金价整体呈下降趋势；加息落地后，美朝矛盾及中东地缘政治因素或将成为新的热点，避险情绪的再度升温可能促使金价企稳回升。

**美国原油产量再度回升，油价下行压力加大。**2月原油价格波动较为剧烈。月初，由于供需紧张关系得到缓解，加之美联储加息预期下风险资产价格回调，原油价格大幅下跌。随后中东局势紧张，并且沙特能源部长表示OPEC承诺在今年继续减少石油产量，油价快速反弹。但美国原油和汽油库存增幅均超预期，同时美国原油产量也再度回升，加大了油价的下行压力。展望后市，基本上，一

是美国原油库存反弹或仍将使油价承压。从影响库存变动的原油产量、进口数和出口量分别来看，产量方面，2017年下半年以来的强势油价和活跃钻机增长为2018年的页岩油稳定增产提供了有利支撑，2月的EIA短期能源展望（STEO）预计2018年美国原油产量为1059万桶/天。进口方面，美国原油进口前五大国家分别为加拿大、沙特、委内瑞拉、墨西哥和哥伦比亚，短期进口量相对稳定。出口方面，Brent和WTI的价差决定出口量，如果价差维持在4美元/桶以内，美国原油出口量可能减少，也是导致库存变化超预期的主要变量。因此，基本上存在原油库存反弹带来的原油价格调整风险。二是美国贸易保护主义也引发对油价的担忧情绪，虽然对贸易战的担忧使美元承压，从而小幅提振油价，但市场担心美国对钢铁和铝征收关税的计划可能会挤压经济增长。短期内还需关注欧洲和日本3月央行会议是否会加快退出宽松货币政策导致美元走弱，以及叙利亚战争扩大化等地缘政治因素。

图表 17. 美元指数、美元兑日元



图表 18 人民币在岸及离岸汇率



来源: wind、中国农业银行金融市场部

图表 19. 黄金价格



图表 20 布伦特及美国原油



来源: wind、中国农业银行金融市场部



### 三、市场展望与策略

GDP 增长及赤字率目标略低于此前预期，显示今年仍然是结构调整及去杠杆深化的一年。美国宣称将对进口钢铁和铝征收惩罚性关税，全球贸易保护的担忧升温。两会期间预计资金面仍保持整体均衡，但临近月末可能边际收紧；政策面对债市略显中性，但受季末资金面影响，债券收益率震荡小幅上行的走势概率较大。特朗普贸易保护政策将降低美元资产的吸引力，美元短期受压；美债、黄金短期受避险情绪影响走跌概率不大；油价受供应提升影响短期仍将调整。

**宏观经济方面**，政府工作报告指出，财政赤字率一直控制在3%以内，货币政策保持稳健中性，同时提出中国2018年GDP增长目标为6.5%左右，CPI目标3%，财政预算赤字率2.6%。GDP增长目标和赤字率均低于预期，一方面，今年仍然是结构调整及去杠杆深化的一年，弱化GDP增长目标有利于将政府工作重心继续倾向强监管、严规范上；另一方面，赤字率目标下调可能减少债券供应，加上减税政策的推出，预计政府收入及支出增速将有所放缓。展望本月，由于政府提出超预期的减少政策，尤其是个人所得税起征点提高，可能提升市场对于稳增长的信心；同时经济增长目标压力减少可能提升去杠杆等严监管政策推出的预期，预计相关政策将于两会后陆续出台。

**国际方面**，上周四美国宣称将对进口钢铁和铝征收惩罚性关税，全球贸易保护的担忧升温。多名分析师认为美国征收关税将对全球经济产生影响，一方面可能推升美国国内通胀，另一方面也将限制其他国家出口美国产品的出口量，同时可能增加其他国家对美国开展的反击性措施，导致全球贸易保护战重启。尽管相关政策没有最终出台，但市场对于贸易保护的担忧明显升温，贸易战开打可能影响全国经济增速及部分出口型国家的整体竞争力。欧洲方面，英国的脱欧进程仍在持续缓慢推进，有消息称英国希望达成一个“脱欧”贸易协定，但从目前迹象来看，无论是英国国内还是欧盟，都有不小的阻力，显示当前全球贸易受各国国内利益的约束越来越多。

**国内市场策略**：资金面方面，两会期间预计资金面仍保持整体均衡，但两会后临近季末资金面可能边际转紧，一方面政府工作报告暗示经济增长目标降低可能导致通过宽松资金面支撑经济增长的意图降低，另一方面一季度末的监管考核可能导致部分银行储备更多流动性，因此，市场对于本月后半月的资金面预期较为不乐观。债券市场方面，政府工作报告对于债市的影响好坏不一，有利方面则是赤字减少、增长目标降低可能导致经济增长边际放缓；不利方面则是经济增长目标降低可能使得政府重心继续专注于去杠杆，中性偏紧的流动性及持续强化的监管仍然保持较高预期，因此政策面对债市整体中性。展望本月，由于临近季末可能出现边际收紧迹象，债券收益率震荡小幅上行的走势概率较大。权益类市场

方面，政府工作报告整体对经济有益，尤其是个人起征点增加有利于提振个人消费，加上工作报告将提出较多新的热点，可能会激起部分板块炒作，因此A股的整体情绪较好。

**国际市场策略：**美国经济整体向好，但由于特朗普部分政策不利于全球化，客观上也将降低美元资产的吸引力，美元短期受压；欧洲经济保持良好态势但有放缓迹象，欧元兑美元短期仍将保持震荡态势；政府会议期间预计人民币汇率整体维持稳定，近期收敛的国内外利差可能使得人民币难以延续升值态势。美债方面，投资者对于美国贸易保护的担忧及避险情绪升温，3月美债收益率难以突破前期高点或者3%关键点位，因此震荡盘整概率较大。商品方面，避险情绪的持续存在使得金价依旧维持较高吸引力，当前金价有支撑；原油方面，当前油价部分产油国开始恢复此前停产的部分装备、以及美国页岩油产量持续提升，预计短期油价仍将处于调整态势，部分地缘政治事件可能对油价造成短期冲击。

**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。