



2018年3月12日

非农就业大幅增长，债市收益整体下行

宏观经济

■ **国际宏观：**美国总统特朗普日前宣布将对进口钢铁和铝产品征收高关税，这一贸易保护主义作法遭到世界范围的反对，未来贸易摩擦有可能扰乱全球市场。美国新增非农刷新 2016 年 7 月以来新高，但是薪资压力仍然不高。欧洲央行维持利率不变，政策表态仍然谨慎。

■ **国内宏观：**上周，海关总署、央行和统计局分别公布 2 月份进出口、金融和通胀数据。出口增速大幅超预期，进口增速边际趋稳。居民部门加杠杆增速放缓，表外回归表内的趋势延续。春节错位的低基数影响，以及寒冷天气导致 CPI 超出市场预期。

金融市场

■ **货币政策及资金面：**上周央行未开展公开市场操作，自然回笼 2400 亿，周三开展 1055 亿 MLF 操作对冲当天到期规模。全周来看，供给与需求较为均衡，资金面总体宽松。汇率方面，美国 2 月非农就业人口意外大增 31.3 万，而时薪增速不及预期，引发美元指数震荡。全周美元指数涨 0.15%，收于 90.1332。在岸美元兑人民币收于 6.3370，全周累计上涨 102 基点。预计短期内人民币汇率将窄幅波动。

■ **债券市场：**从政策面来看，2018 年政府工作报告维持稳健中性的货币政策和积极财政政策不变，并淡化货币增速目标，三是对于去杠杆、整治影子银行还将持续，整体表态也偏中性。劳动力市场继续保持强劲支撑经济增长，但薪资增速有所放缓，贸易战激化避险情绪同样对美债有抑制作用，美债收益率维持高位震荡。一级市场方面，本周新债总体发行规模有所增加，利率债需求较好。一级市场招标情况整体较为平稳，市场对国开债需求较为旺盛，对国债、非国开债需求尚可。二级市场方面，周初“两会”召开，政府工作报告指出 2018 年我国赤字率有所降低，市场预期利率债供给有所下降，叠加监管允许商业银行下调拨备率可能增加配置资金，债市收益率整体下行。周四 2 月出口数据、周五 2 月 CPI 数据大幅超出市场预期，使得收益率短暂反弹。但在资金面整体宽松、一级供给尚未放量、基本面受季节性因素影响较大难以持续的背景下，债市情绪整体向好，债券收益率维持低位震荡。信用债方面，期限利差与等级间利差均有所下降，其中短期限品种信用利差波动幅度和下降幅度均大于长期品种。

■ **外汇及商品市场：**非农就业超出市场预期，贸易保护主义引发市场关注，美元指数连续三周上涨。地缘政治风险减弱，市场风险偏好回升，金价大幅震荡，WTI 与布伦特原油双双周线收涨。

市场展望及策略建议

■ **中国 2 月 CPI 超预期，未来通胀仍有继续上行的压力；2 月社融增量显示实体融资需求仍然旺盛，但存在结构性分化现象，其中居民中长期新增贷款同比去年同期出现回落，未来社融增量有较大压力。两会期间资金面预计维持稳定，债券收益率区间震荡概率较大。市场对美国政策的不确定性预期仍然较高，因此美元转而走强的概率仍然较低；中美贸易乌云笼罩使得短期人民币难以持续走强；超预期的非农就业数据提升年内美联储加息的速度，预计美债收益率转而向上的概率较大。**

联系人：

郭振宇 021-20687223

guozhenyu@abchina.com

马至夏 010-85607524

mazhixia@abchina.com

甄志昊 010-85607523

zhenzhihao@abchina.com

张朔 021-20687246

zhang_shuo@abchina.com

宋子川 021-20687220

songzichuan@abchina.com

程丹琪 010-85607531

chengdanqi@abchina.com

一、宏观经济

国际宏观

美国总统特朗普日前宣布将对进口钢铁和铝产品征收高关税，这一贸易保护主义作法遭到世界范围的反对，未来贸易摩擦有可能扰乱全球市场。美国新增非农刷新 2016 年 7 月以来新高，但是薪资压力仍然不高。欧洲央行维持利率不变，政策表态仍然谨慎。

美国总统特朗普于当地时间上周四下午正式签署了对进口钢铁和铝产品分别征收 25% 和 10% 关税的行政命令，关税将在 15 天内开征，同时给予加拿大和墨西哥两国豁免权。美国以外所有国家都获得谈判邀请，可能通过谈判豁免这一关税。特朗普表示，贸易代表 Lighthizer 将率领美国团队与其他国家谈判关税事宜；在修订和撤销关税方面，美国保持开放性。在对美国钢铁和铝制品行业的代表发表讲话时，特朗普表示，“这些关税将被签署，且将首次作为保护措施长期存在，大家将重新拓展自己的企业。正如我所说的，你们必须重新拓展你们的产业。”与此同时，他宣布了计划征收关税的水平，并初步暗示这些措施将“无限期”存在。这些关税的出台源自上个月美国商务部所提出的建议。美国商务部的建议包括全球性关税、根据国家不同而有区别的关税和配额结合措施，也即全球性进口配额。这项关税政策的宣布引起了国内的热议讨论，一是质疑该关税是否足以将铁铝行业的制造提升到必要的水平，二是这些关税会给使用这些原料的下游制造业以及购买商品的消费者带来多大的额外损失。美国的贸易伙伴对美举动表示担忧，许多官员警告这些关税会扰乱全球市场，使得生产过程更加复杂化，并激发报复行动一发不可收拾。在本周 WTO 贸易谈判委员会的一次非正式会议上，阿泽维多重申对可能严重损害全球贸易体系的单边性贸易措施表示关切。“鉴于最近关于贸易政策措施的一些声明，我们能够清楚地看到全球范围内越来越高、越来越真实的贸易壁垒升级的风险。”加拿大和欧盟等 WTO 成员的贸易官员都纷纷警告美国的单边性铁铝关税将引发回应性行动。欧盟贸易委员 Cecilia Malmström 上周表示，“欧盟将寻求尽早地和美国在日内瓦进行争端解决磋商。欧盟贸易委员会将监测市场的发展，如有必要，会采取 WTO 容许的保障行动来确保欧盟市场的稳定。”Cecilia Malmström 还在 3 月 7 日周三宣布了一份针对美国关税的多项应对方案。

美国 2 月非农就业人口增 31.3 万，刷新 2016 年 7 月以来新高，预期 20.5 万，前值 20 万修正为 23.9 万；失业率 4.1%，预期 4%，前值 4.1%；平均每小时工资同比增 2.6%，低于预期增 2.8%，前值增 2.9%。据“美联储观察”：非农数据

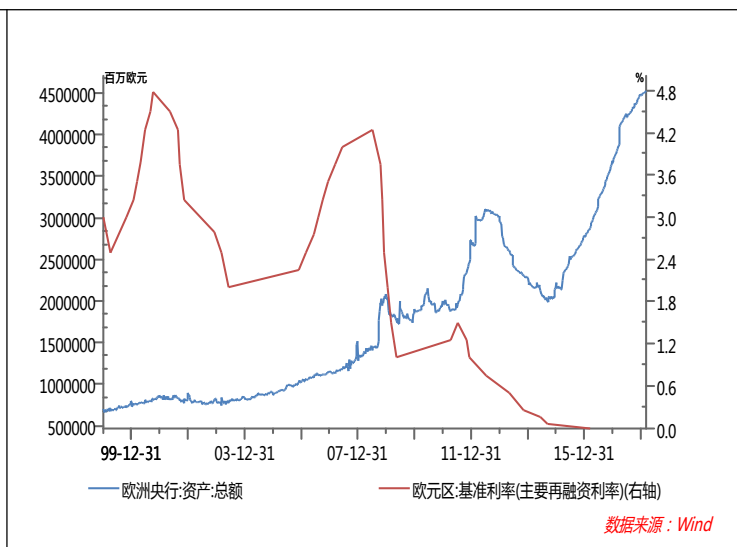
公布后，美联储今年3月加息25个基点至1.5%-1.75%区间的概率降至83.1%，6月该区间概率降至22%。就业市场强劲早已成为市场共识，但是目前来看就业市场还没有引起薪资压力，这有可能是通胀不能上行的表现，也有可能预示着未来压力积聚后通胀将快速上行。总体看，劳动力市场收紧向通胀的传导应当密切关注。

上周四晚，欧洲央行公布利率决议，维持三大基准利率不变，但在声明中调整了有关资产购买的措辞。欧洲央行维持主要再融资利率在0.0%不变；维持隔夜贷款利率在0.25%不变；维持隔夜存款利率在-0.40%不变，均符合预期。欧洲央行调整了有关资产购买的措辞，去掉了“如果展望恶化，将增加购债规模或持续期限”的表述，暗示其或将结束长达三年的刺激计划。目前欧洲央行的资产购买计划为每月300亿欧元的资产购买规模，时间持续到9月份。欧洲央行面对的两难处境是，经济增速超过预期，但通胀仍疲弱。本次会议欧洲央行将今年欧元区经济增长预估从之前的2.3%小幅上调至2.4%，预计2019年和2020年分别增长1.9%和1.7%。而通胀方面，今年2月通胀率触及14个月低位。德拉吉称，今年剩余时间，通胀将徘徊在1.5%左右，2020年也仅升至1.7%。德拉吉称经济面临的最大风险是全球贸易战和美国的另外一个政策意向——放松银行监管。从德拉吉的表态来看，当前利率将持续至QE结束后。市场预计欧洲央行将在年底前结束购债，但首次升息要等到明年第二季。整体看面对美联储加息、欧洲通胀上行并未显现和强势欧元等情况，欧洲央行货币政策表态仍将维持谨慎，上半年大概率不会有明确信息出现。

图表 1. 美国贸易



图表 2. 欧元区基准利率与



国内宏观

上周，海关总署、央行和统计局分别公布2月份进出口、金融和通胀数据。

请参阅最后一页的信息披露和法律声明

出口增速大幅超预期，进口增速边际趋稳。居民部门加杠杆增速放缓，表外回归表内的趋势延续。春节错位的低基数影响，以及寒冷天气导致CPI超出市场预期。

上周，海关总署、央行和统计局分别公布2月份进出口、金融和通胀数据。进出口数据方面，以美元计价，2月我国出口同比增长44.5%，大幅超出市场预期，进口同比增长6.3%。金融数据方面，2月新增人民币贷款8393亿元，同比少增3307亿元；社会融资规模1.17万亿元，同比多增792亿元；M2同比增长8.8%。通胀数据方面，2月CPI同比增长2.9%，超出市场预期；PPI同比增长3.7%，与市场预期持平。

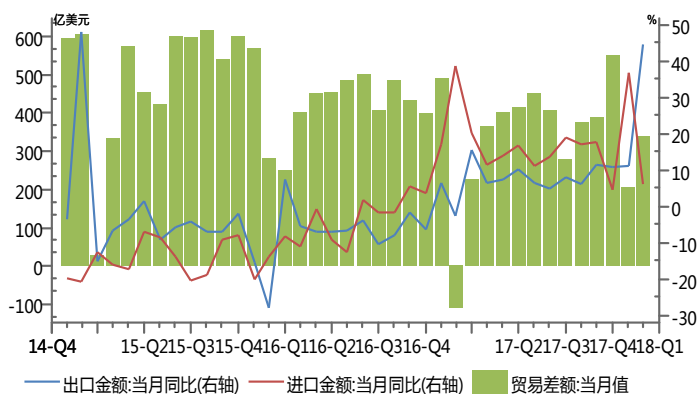
出口增速大幅超预期，进口增速边际趋稳。海关总署公布的数据显示，以美元计价，2月我国出口同比增长44.5%，前值11.2%，预期11%；进口同比增长6.3%，前值36.8%，预期8%；贸易顺差337.43亿，前值230.5亿。具体来看：**一是出口大幅超预期反应外需强劲。**由于去年2月出口增速基数较低(-2.42%)，以及春节错位带来的扰动影响，2月份出口增速大幅超预期。但是合并1-2月数据来看，1-2月出口增长24.4%，仍然显著超出市场预期以及去年全年出口增速(7.90%)。主要原因是全球经济处于高度景气阶段，外需强劲。2月份摩根大通全球制造业PMI为54.2%，处于2011年4月以来高点。此外，美元指数较去年同期贬值10%，对于以美元计价的出口增速也有一定的抬升作用。分国别来看，对主要国家出口增速均显著加快。1-2月，中国对欧盟出口增长24.7%，对美出口增长26.6%，对东南亚国家出口增长27.7%，对日出口增长13.4%，对韩出口增长11.1%。分贸易方式看，一般贸易出口增速达到32.2%，加工贸易出口增长12.3%。**二是大宗商品价格上涨势头减弱，进口边际趋稳。**为消除春节扰动影响，合并1-2月数据来看，1-2月进口增长21.7%，与去年同期27%的增速相比有所回落，但是较去年全年16%左右的水平有较大提升。主要原因是前期大宗商品价格上涨因素有所减弱，国内进口意愿增强。2月份大宗商品价格总指数为139.66，较1月份下降1，结束了去年6月份以来的持续上升趋势。分品种来看，1-2月份原油、铁矿砂及其精矿、钢材进口数量同比增长10.8%、5.4%、1.6%，分别较去年同期增长-1.7%、-7.1%、-16%，但是较去年全年增长0.7%、0.4%、1%。综合来看，2月份出口数据大幅超预期，与2月份PMI新出口订单指数(49)的回落有所背离。叠加美国贸易逆差再创新高，特朗普意欲发起贸易战，欧美对华的贸易保护主义倾向明显，这将对2018年出口造成一定的考验和冲击。未来出口增速能否继续超预期，还需要进一步观察。

居民部门加杠杆增速放缓，表外回归表内的趋势延续。上周五，央行公布的2月金融数据显示，2月新增人民币贷款8393亿元，同比少增3307亿元；社会融资规模1.17万亿元，同比多增792亿元；M2同比增长8.8%，前值8.6%。具体来看：**一是贷款结构改善、居民加杠杆增速继续放缓。**2月新增人民币贷款略

低于市场预期，原因可能是银行贷款额度偏紧。从信贷结构来看，2月企业中长期贷款增加6585亿元，同比多增567亿元，创历史同期新高，占全部贷款比重的78%，处于近一年以来高位，显示资金加快流入实体经济，企业生产活力不断提高。居民的中长期贷款增量3220亿元，连续第10个月低于去年同期值，显示居民加杠杆增速继续放缓。二是社融延续表外回归表内的趋势。2月社融增量主要来源于直接融资回升，企业债券和股票等直接融资为1101亿元，同比多增1656亿元。为消除春节错位影响，1-2月合并看，表内融资同比多增3457亿元，表外融资同比少增11766亿元，显示了监管政策开前门、堵后门的思路，以及融资方式延续表外回归表内的趋势。三是财政存款大幅投放推动M2增速回升。2月财政存款下降5287亿元，大幅高于同是春节在2月的15、16年同期的财政投放力度，提振M2增速约0.4-0.5个百分点。由于融资方式多元化，M2对经济中货币总量代表能力下降，与经济的相关性弱化。2018年政府工作报告不再明确提出M2目标，显示了政府对于M2指标的重视程度有所降低。

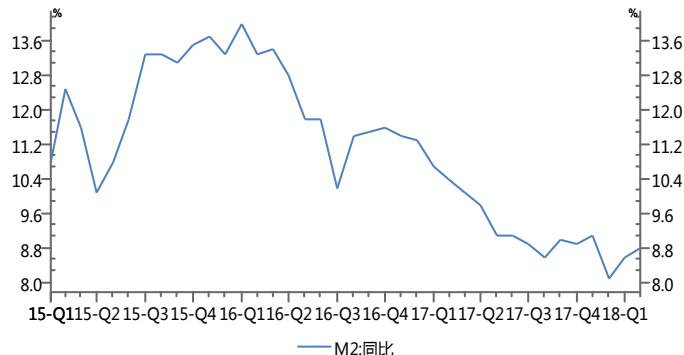
春节错位的低基数影响，以及寒冷天气导致CPI超出市场预期。统计局公布的2月通胀数据显示，2月CPI同比增长2.9%，预期2.5%，前值1.5%；PPI同比增长3.7%，预期3.8%，前值4.3%。一是春节因素和寒冷天气导致CPI回升。2月CPI同比2.9%，较上月上升1.4个百分点。商务部高频数据与统计局数据的口径差异，导致商务部食用农产品价格指数环比增幅缩窄，而统计局CPI食品分项环比增幅显著扩大，对市场预期造成一定干扰，导致2月份CPI同比增速超市场预期。从分项来看，食品价格涨幅较1月扩大2.2个百分点至4.4%，非食品价格涨幅较上月扩大0.3个百分点至0.5%。二是高基数叠加春节生产淡季导致PPI回落。2月PPI同比较上月回落0.6个点至3.7%，环比较上月下降0.4个点至-0.1%。分行业来看，煤炭、汽车、食品加工行业PPI改善，有色、黑色、化工、燃气等涨幅回落，这与高基数和春节生产淡季相符合。

图表3. 进出口数据



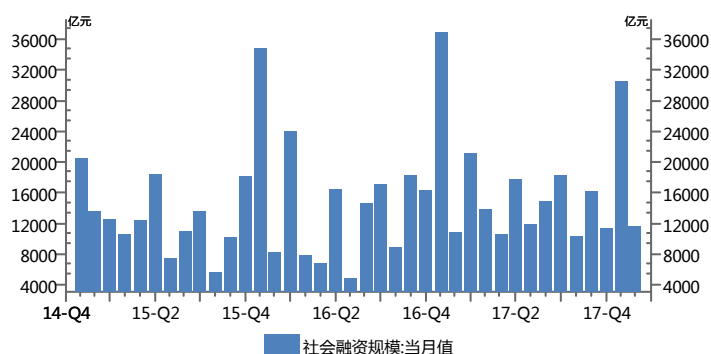
数据来源: Wind

图表4. M2增速



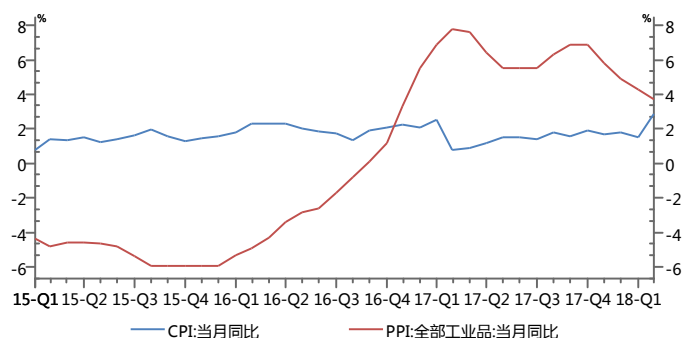
数据来源: Wind

图表 5. 社会融资规模



数据来源: Wind

图表 6. 通胀数据



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

上周央行未开展公开市场操作, 自然回笼2400亿, 周三开展1055亿 MLF 操作对冲当天到期规模。全周来看, 供给与需求较为均衡, 资金面总体宽松。汇率方面, 美国2月非农就业人口意外大增31.3万, 而时薪增速不及预期, 引发美元指数震荡。全周美元指数涨0.15%, 收于90.1332。在岸美元兑人民币收于6.3370, 全周累计上涨102基点。预计短期内人民币汇率将窄幅波动。

上周央行未开展公开市场操作, 自然回笼2400亿, 周三开展1055亿 MLF 操作对冲当天到期规模。全周来看, 供给与需求较为均衡, 资金面总体宽松。

截止上周五, R001加权平均利率为2.62%, 较前周下行23bp; R007加权平均利率为2.97%, 较前周下行31bp; R014加权平均利率为3.69%, 较前周下行5bp。同业存单方面, 上周共发行8322亿, 净融资额为2802亿。二级市场方面, 3个月 AAA 同业存单利率为4.72%, 上行2bp, 6个月 AAA 同业存单利率为4.85%, 上行9bp, 9个月 AAA 同业存单利率为4.83%, 上行5bp。同业存款方面, 各期限吸收报价为: 7天2.0%-3.0%左右, 14天2.2%-3.1%左右, 1个月4.05%-4.85%左右, 3个月4.55%-4.9%左右, 6个月4.2%-5%左右, 1年3.22%-5.45%左右。

汇率方面, 美国2月非农就业人口意外大增31.3万, 而时薪增速不及预期, 引发美元指数震荡。全周美元指数涨0.15%, 收于90.1332。在岸美元兑人民币收于6.3370, 全周累计上涨102基点。预计短期内人民币汇率将窄幅波动。

全周美元兑人民币中间价贬值212基点, 上周五开在6.3451。在岸汇率收报在6.3370, 离岸汇率收报在6.3258, 分别较前周升值102个基点和28基点。美元兑人民币掉期方面, 1个月掉期点下行19bp 至100bp, 3个月期掉期点下行27bp 至286bp。美元交投活跃度略有上升, 日均成交量在240亿美元左右。离岸人民币

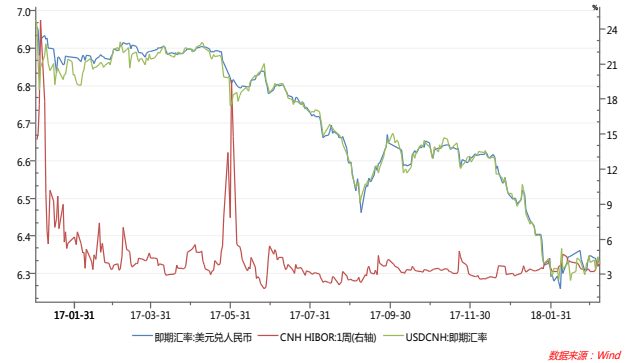
流动性有所收紧，全周来看，隔夜较前周上行76bp至3.37%，7天上行78bp至4.03%，14天上行48bp至4.05%。

本周无逆回购到期，有1895亿MLF到期。随着缴税缴准时点的来临，预计资金面将回归中性。

图表7. 同业存放利率变动

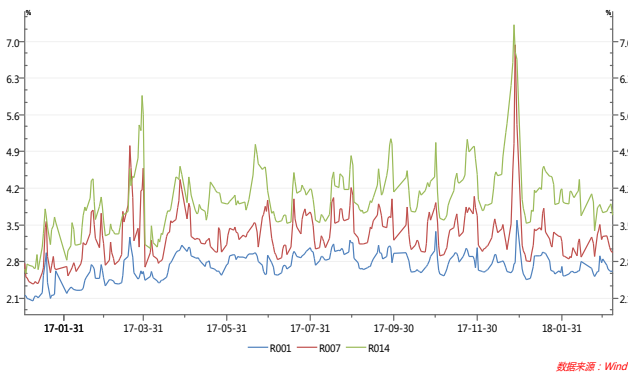
期限	2018-3-9		2018-3-2	
	融出	融出	融入	融入
1W	3.8-3.05	3-2	3.35-1.9	3.35-1.9
2W	3.4-3.2	3.1-2.2	3.7-2.2	3.7-2.2
1M	4.95-4.9	4.85-4.05	4.7-3	4.7-3
3M	5.6-5	4.9-4.55	4.85-4.5	4.85-4.5
6M	6-5.6	5.5-4.2	4.95-4.2	4.95-4.2
1Y	5.75-5.5	5.45-3.22	5.1-3.2	5.1-3.2

图表8. 境内外美元汇差与离岸人民币利率(%)



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, 中国农业银行金融市场部

债券市场

2月进出口、金融以及通胀的单月数据受春节因素影响波动较大，综合前两

月来看，基本面整体仍保持良好态势。从政策面来看，2018年政府工作报告维持稳健中性的货币政策和积极财政政策不变，并淡化货币增速目标，三是对于去杠杆、整治影子银行还将持续，整体表态也偏中性。劳动力市场继续保持强劲支撑经济增长，但薪资增速有所放缓，贸易战激化避险情绪同样对美债有抑制作用，美债收益率维持高位震荡。一级市场方面，本周新债总体发行规模有所增加，利率债需求较好。一级市场招标情况整体较为平稳，市场对国开债需求较为旺盛，对国债、非国开债需求尚可。二级市场方面，周初“两会”召开，政府工作报告指出2018年我国赤字率有所降低，市场预期利率债供给有所下降，叠加监管允许商业银行下调拨备率可能增加配置资金，债市收益率整体下行。周四2月出口数据、周五2月CPI数据大幅超出市场预期，使得收益率短暂反弹。但在资金面整体宽松、一级供给尚未放量、基本面受季节性因素影响较大难以持续的背景下，债市情绪整体向好，债券收益率维持低位震荡。信用债方面，期限利差与等级间利差均有所下降，其中短期限品种信用利差波动幅度和下降幅度均大于长期品种。

政策方面：本周有2400亿逆回购、1055亿MLF到期到期，央行MLF投放1055亿元，未进行逆回购操作，实现净回笼2400亿元，资金面整体较为宽松，跨季资金价格略有上升。本周“两会”召开，政府工作报告提出：2018年GDP增长目标为6.5%左右，删去了去年“在实际工作中争取更好结果”的表述，表明政府对经济增速数字有所淡化；财政赤字规模2.38万亿元，与去年持平，但赤字率拟按2.6%安排，比去年降0.4个百分点，主要受不计入赤字的地方专项债券规模大幅度提升影响；货币政策继续保持稳健中性，要松紧适度，保持广义货币M2、信贷和社会融资规模合理增长，首次淡化目标增速。周一公布的2月财新中国服务业PMI小幅回落至54.2，预期54，前值54.7，显示中国服务业活动继续稳健增长，企业生产经营活动继续小幅改善，这一走势与官方服务业PMI一致。周四中国2月外贸数据公布，其中以美元计价出口同比大增44.5%，超出预期11%和前值11.1%；进口同比6.3%，低于预期8.0%和前值36.9%。进出口总体受到一定的春节错峰影响较大，但合并1-2月数据，出口在全球贸易景气度较高的背景下仍然较高。分国别看，中国对主要贸易伙伴出口都保持高增长，尤其对美、欧的出口增速分别达到37.6%和34%。周五央行发布2月金融数据，2月新增人民币贷款8393亿元，社会融资规模11700亿元，M2同比8.8%，总体基本符合市场预期。具体来看，新增贷款增长低于预期，和往年同期相比也较弱，由于2月的春季假期，各项贷款均下降明显；企业新增贷款下降明显，尤其是短期贷款减少较多，企业投资信贷和前月相比有较大下滑。但合并一二月数据来看，总体融资需求保持旺盛，同时表外转表内的趋势显著。周五统计局公布数据显示，2月CPI同比上涨2.9%，预期2.5%，前值1.5%，略微超出市场预期；PPI同比上涨3.7%，预期3.7%，前值4.3%，基本符合预期。2月CPI超预期的主要原因在于高频数据显示年初以来猪肉价格下跌幅度较大，与统计局口径发生背离。同时在寒冷天气影响下，鲜菜鲜果增速较为显著，且春节因素下非食品项也对整体通胀形成有力支撑。总体来看，2月进出口、金融以及通胀的单月数据受春节因素影响波动较大，综合前两月来看，基本面整体仍保持良好态势。从政策面来看，2018年政府工作报告维持稳健中性的货币政策和积极财政政策不变，并淡化货

币增速目标，三是对于去杠杆、整治影子银行还将持续，整体表态也偏中性。

美国总统特朗普签署关税公告，决定对进口钢铁和铝分别征收 25% 和 10% 的关税，加拿大和墨西哥暂时得到豁免，基于国家安全考虑，给其他国家留下了关税谈判空间。在特朗普威胁欧盟汽车征税的影响下，美欧贸易战一度紧张，导致 10 年期美债收益率小幅下行。周五美国劳工部公布 2 月份美国新增非农就业人数 31.3 万，远超预期值 20.5 万，失业率 4.1% 与前值保持一致，劳动参与率 63% 略有提高，平均时薪环比增涨 0.10%，低于预期 0.20% 和前值 0.30%。总体来说，劳动力市场继续保持强劲支撑经济增长，但薪资增速有所放缓，贸易战激化避险情绪同样对美债有抑制作用，美债收益率维持高位震荡。

一级市场：本周新债总体发行规模有所增加，利率债需求较好。按品种来看，上月国债发行 4 只，金额合计 600 亿元，规模较前周有所增加；政策性金融债发行 14 只，金额合计 964.9 亿元，规模比前周明显增加；地方债发行启动，共发行 6 只，金额合计 160.52 亿元，规模比前周小幅增加。一级市场招标情况整体较为平稳，市场对国开债需求较为旺盛，对国债、非国开债需求尚可。

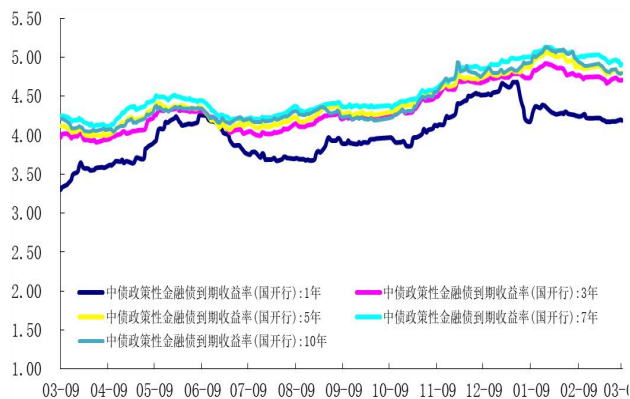
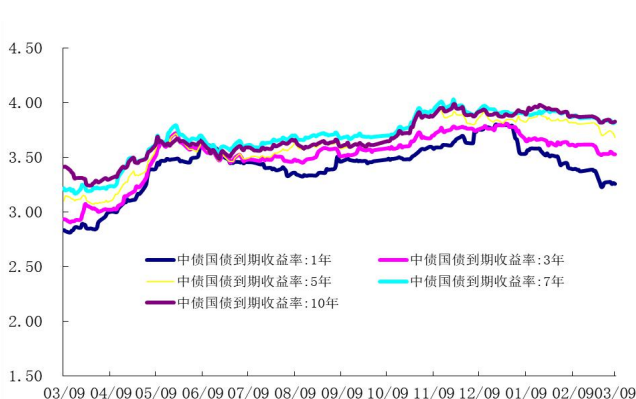
信用债方面，同业存单发行 8104.5 亿元，短融发行 720.5 亿元，企业债发行 15 亿元，公司债发行 143.03 亿元，信用债发行规模较上周小幅上升。

二级市场：周初“两会”召开，政府工作报告指出 2018 年我国赤字率有所降低，市场预期利率债供给有所下降，叠加监管允许商业银行下调拨备率可能增加配置资金，债市收益率整体下行。周四 2 月出口数据、周五 2 月 CPI 数据大幅超出市场预期，使得收益率短暂反弹。但在资金面整体宽松、一级供给尚未放量、基本面受季节性因素影响较大难以持续的背景下，债市情绪整体向好，债券收益率维持低位震荡。总体来看，国债、国开债、非国开债各期限收益率均小幅下行，整体来看中长端表现好于短端。具体来看，1 年期国债收于 3.26%，较上周下行 1bp；10 年期国债收于 3.83%，与上周持平。1 年期国开债收于 4.19%，比上周上行 2bp；10 年期国开债收于 4.80%，比上周下行 1bp。

信用债方面，期限利差与等级间利差均有所下降，其中短期限品种信用利差波动幅度和下降幅度均大于长期品种。分品种看，相比于上月，AA+ 及以上 1 年期短融下行 2-5bp，3 年期中票下行 3-5bp 左右，5 年期中票下行 1-2bp。

图表 11. 国债收益率走势

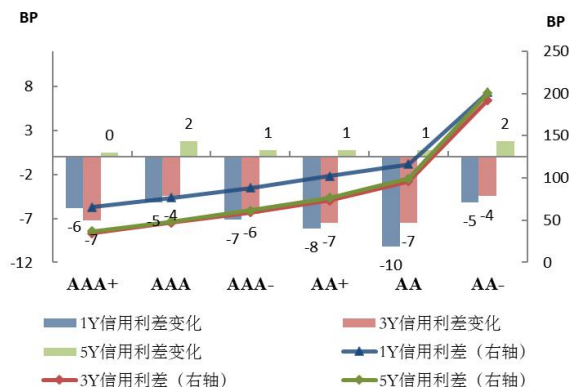
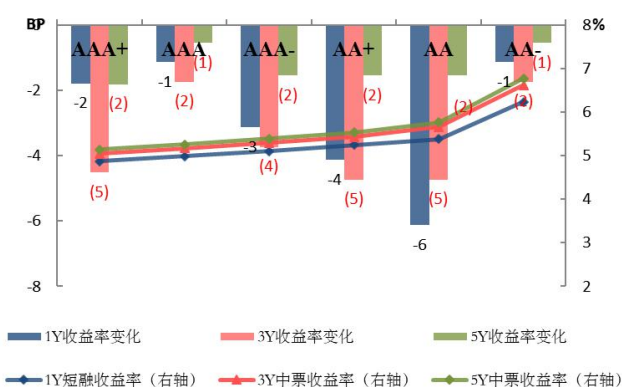
图表 12. 政策性金融债收益率走势



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, 信达地产股份有限公司上调评级由 AA 上调至 AA+, 主要由于信达地产销售业绩持续增长, 加之其较为充足的预收房款, 在短期内为其经营业绩的增长提供了较好的保障。上海华信国际集团有限公司下调评级由 AAA 下调至 AA+, 主要由于公司目前负债率较高, 短期偿债压力较大。

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							
信达地产股份有限公司	房地产 II	中诚信证券	2018-03-05	AA+	稳定	AA	稳定
下调评级或展望							

上海华信国际集团有限公司	能源 II	中诚信国际	2018-03-02	AA+		AAA	稳定
--------------	-------	-------	------------	-----	--	-----	----

展望下周，第一，资金面方面，本周无逆回购到期，仅周五到期 1895 亿元 1 年期 MLF，美联储加息迫近，央行面临跟随压力，且本周将进入缴税期，预计流动性较前期的宽松局面会有所收紧；第二，基本面方面，本周将公布 2 月工业增加值、投资、消费等数据，从前期公布的数据来看预计难以对债市形成明显影响；第三，监管方面，近期监管表态相对缓和，且资管新规正式出台时间点尚不确定，市场情绪整体较好，但在两会后地方债可能放量的影响下，预计收益率难以出现进一步下行。

上周特朗普钢铁关税、柯恩辞职和美联储加息立场影响美债走势。整体看，初期关税问题的反复对市场造成较大影响，后期影响减弱。上周五，1、3、5、7、10 年期美国国债收益率分别为 2.03%、2.45%、2.65%、2.82%、2.90%，较前一周分别变动-3BP、-5BP、-2BP、3BP 和 4BP。临近 3 月加息时点，未来美债收益率将随加息而上行。

图 16. 美国 3、5、7、10 年期国债收益率



外汇及商品市场

非农就业超出市场预期，贸易保护主义引发市场关注，美元指数连续三周上涨。地缘政治风险减弱，市场风险偏好回升，金价大幅震荡，WTI 与布伦特原油双双周线收涨。

非农就业超出市场预期，贸易保护主义引发市场关注，美元指数连续三周上涨。上周美元指数收于 90.1332，上涨 0.15%，连续第三周上涨。全球货币政策边际收紧和贸易环境变化仍是市场关注焦点。具体来看，一是周内公布的非农数据超出市场预期，但薪资增速放缓，市场预期加息节奏向美联储的预期靠拢，即 2018 年将加息三次。美国劳工部数据显示，2 月非农就业新增 31.3 万人，大超市场预期，时薪增长略低于预期，失业率维持历史低位。数据公布后，美元指数短线剧烈波动。在前期油价、通胀预期回暖的背景下，市场预测美联储 3 月加请参阅最后一页的信息披露和法律声明

息概率达到100%，不少机构认为美联储年内可能加息4次，提振美元走强。2月非农数据公布后，美联储3月加息概率小幅下降，市场对全年加息节奏也向美联储的预期，即加息三次靠拢。2018年美联储货币紧缩节奏是否加快，2-3月美国的通胀数据和3月的非农数据将非常关键，如通胀回升态势未能延续，预计美元指数仍将保持偏弱运行。二是特朗普政府加强贸易保护，引发市场对于贸易战的担忧。美国1月贸易逆差为566亿美元，这是2008年10月以来最高水平。如果特朗普持续采用强硬的贸易保护主义政策，将对美国和全球经济带来较大的负面影响。3月9日，特朗普签署关税公告，决定对进口钢铁和铝分别征收25%和10%的高额关税，目前加拿大、墨西哥获得豁免，欧盟、澳大利亚和日本也在寻求豁免。周内特朗普政府内反对贸易保护主义的重要人物科恩宣布辞去美国总统特朗普的首席经济顾问一职，也引发美元指数波动。

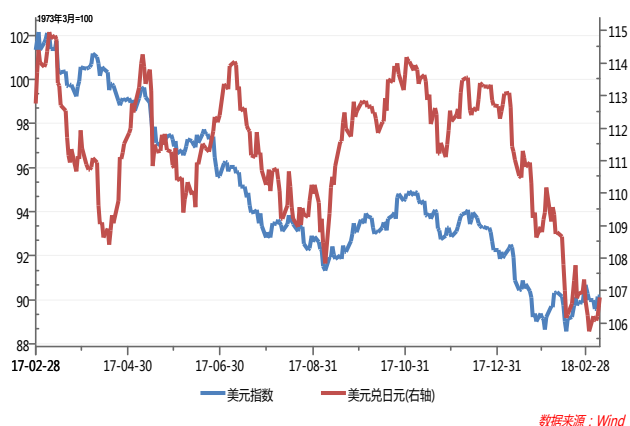
欧元方面，上周欧元兑美元汇率下跌0.1%，报收于1.2308。周内欧洲央行公布3月利率决议，维持三大基准利率不变，但在声明中调整了有关资产购买的措辞。略显鹰派的声明并未明显拉升欧元走势，欧央行下调了2019年通胀预期，德拉基还表示了对于贸易保护主义抬头和放松金融监管的担忧。欧央行12月会议纪要提及，将于2018年初调整前瞻指引，引发市场对于欧央行加快退出宽松政策的预期，带动欧元一度快速上升。目前市场机构预测欧央行将于年底结束QE购债，并最早于2019年二季度正式开启加息，短期内欧元走势仍受到全球贸易环境以及欧洲政治事件的影响。

非农数据靴子落地黄金反弹，市场风险情绪缓和利空黄金，金价大幅震荡，对贸易战的担忧仍为金价提供支撑。国际现货黄金上周累计收涨1.00美元，涨幅达0.08%，收报1323.20美元/盎司，最高上探至1340.42美元/盎司，最低下探至1312.90美元/盎司。一方面，欧洲央行周四继续维持利率不变并意外抛弃宽松承诺，利多美元，黄金下跌；周五公布的美国2月非农数据强劲超预期，但薪资增幅仍有瑕疵，靴子落地后黄金反弹。另一方面，美朝关系走缓及贸易战风险降低，市场风险情绪缓和，利空黄金。整体来说，本周国际现货黄金价格大幅震荡，主要在于美元短线走强美朝关系走缓令金价承压重挫。基本上本周重点关注美国即将公布的核心CPI和零售销售数，如果数据较好，将推动美元走强，进一步推升加息预期，利空黄金。预计黄金本周将维持震荡走势。

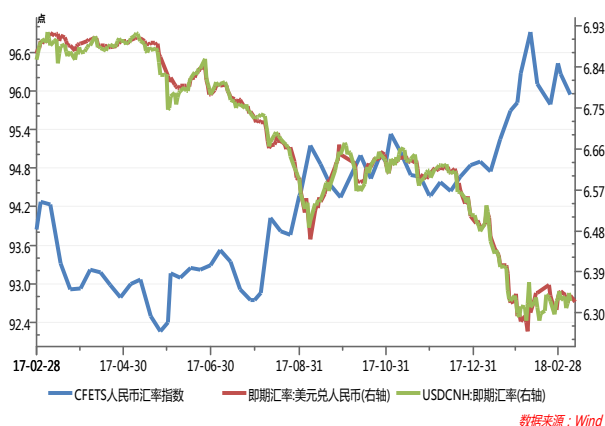
地缘政治风险缓和，非农数据提振风险偏好，WTI与布伦特原油双双周线收涨。美国WTI原油期货周五收报62.04美元/桶，上周上涨1.42%。布伦特原油期货周五收报65.49美元/桶，上周回升1.83%。WTI与布伦特原油双双周线收涨，一是由于市场风险情绪得到提振。周内美朝关系缓和，且美国2月非农数据表现出“高增长、低通胀”的黄金组合，市场风险偏好回升。二是虽然油价处于近三年高位附近，刺激美国原油生产商继续扩大2018年的资本支出，但美国石油活跃钻井数录得7周来首次下降。展望后市，一是美国原油产量数量攀升，或将影响到OPEC减产执行效果，原油价格或将承压。美国能源信息署数据显示，截至3月2日当周，美国原油产量再度增加0.4%至纪录新高的1036万桶/日，进一步接近全球最大原油生产国俄罗斯产量水平。这令市场担忧情绪加重，分析师认为美国原油产量继续增长，可能威胁到石油输出国组织(OPEC)的减产行动，从而令油价承压。二是关注贸易保护主义对于油价的多重影响，一方面，美国页岩油气

的运输管道绝大多数都采用进口钢制管道，使用比重超过四分之三。一旦开征高达25%的进口钢材关税，美国的油气供应成本可能明显增加，或将抑制美国原油产量。另一方面，美国对钢铁和铝征收关税的计划可能会挤压经济增长，削弱原油需求。

图表 17. 美元指数、美元兑日元

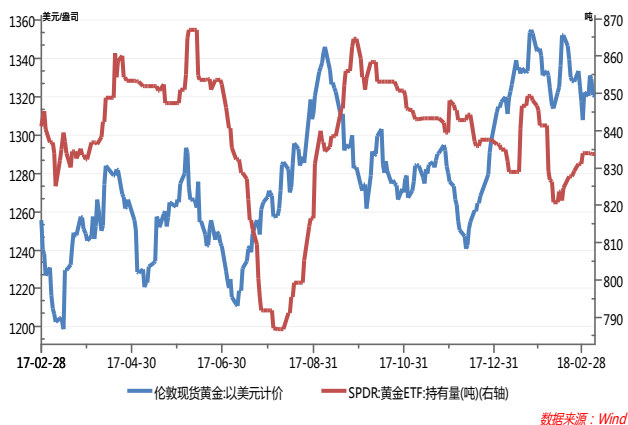


图表 18 人民币在岸及离岸汇率

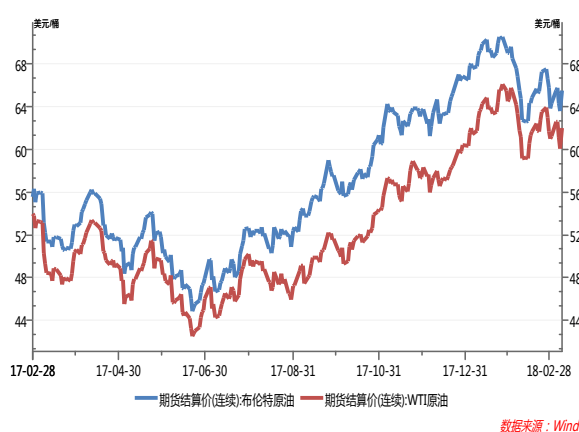


来源: wind、中国农业银行金融市场部

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

中国2月CPI超预期，未来通胀仍有继续上行的压力；2月社融增量显示实体融资需求仍然旺盛，但存在结构性分化现象，其中居民中长期新增贷款同比去年同期出现回落，未来社融增量有较大压力。两会期间资金面预计维持稳定，债券收益率区间震荡概率较大。市场对美国政策的不确定性预期仍然较高，因此美元转而走强的概率仍然较低；中美贸易阴云笼罩使得短期人民币难以持续走强；超预期的非农就业数据提升年内美联储加息的速度，预计美债收益率转而上行的概率较大。

宏观经济方面，中国2月CPI同比增2.9%，超过预期的2.5%，尽管由春节错位因素的影响，但微观方面的各类工业及消费品涨价，已经开始在数据上得以体现，且近期猪价持续回落对冲了其余消费品的涨价幅度，3月通胀可能受季节性因素回落，但未来通胀仍有继续上行的压力，尤其是近期连续上涨的国际油价可能对未来通胀产生明显影响；2月社融增量1.17万亿元，基本与预期一致，显示实体融资需求仍然旺盛，但存在结构性分化现象，其中居民中长期新增贷款同比去年同期出现回落，显示居民购房需求有所放缓，考虑过去2年信贷需求的主要增量来自于居民购房，未来这一因素减弱可能对实体融资需求有负面影响。正如周小川行长在上周五的讲话中提到，中国广义货币的总量在经济体中已经相当大，在追求质量型增长的同时，有可能减少过去大量依靠资金支持的这种增长方式，显示未来社融增量可能出现边际放缓的迹象。

国际方面，国际热点围绕美国关税行动，美国商务部长称目前有几个国家准备围绕关税豁免事宜与美国谈判，且有消息称加拿大、墨西哥和澳大利亚均可豁免钢铁和铝关税，显示特朗普的关税政策仍有较大的回旋余地。因此，如果特朗普的关税政策对全球贸易造成较大影响，特朗普政府可能对此进行相应的调整，市场的担忧据此有所减轻。有分析称中国受到美国贸易保护政策影响最大，但中国对此进行解释称，贸易的竞争从根本上说是产业的竞争，中美在不同领域各有优势，贸易保护不利于中美两国各自的利益，因此美国贸易政策对中国的影响短期来看并不明显。而经济数据方面，美国2月非农就业人口大增31.3万人，超过市场预期，显示美国经济继续强劲，尽管有分析称薪资增长是隐忧，但该数据基本上确定了美联储3月加息的动作，预计今年市场仍然围绕着发达国家推出宽松政策的周期运作。

国内市场策略：资金面方面，两会期间预计资金面维持整体均衡，因此本周资金面仍然整体无忧，但缴税期可能对资金面略有扰动。债券市场方面，周末部分券商研报对债市转向乐观，核心逻辑在于社融需求未来可能放缓，主要由于居民中长期贷款需求有走弱迹象，但美国超预期经济数据带动美债上周五上行，可能对国内债市为另一负面影响，一方面，近期利空因素如监管趋严短期大概率难

以批量出台，给了目前市场做多的氛围，但另一方面近期整体收益率有一定程度的下行，收益率继续往下的概率仍然有限，因此，在多空因素交织的氛围下，收益率区间震荡的概率仍然较大；期限方面，临近缴税期及季末，资金面边际扰动可能导致短端收益率相比长端略有上行。权益类市场方面，有报道称 MSCI 纳入中国 A 股的时点日益临近，由于大部分国家在纳入指数后均有较强表现，因此预计中国 A 股小幅走强的概率仍然较大，尤其是创业板可能跟随美国纳斯达克的表现继续走强。

国际市场策略：美元受特朗普关税政策的影响短期出现回调，尽管近期美国对关系较好的伙伴有豁免，以及非农就业数据表现强劲，但市场对美国政策的不确定性预期仍然较高，因此美元转而走强的概率仍然较低；欧元方面，美国的贸易保护政策短期对全球贸易冲击不大，对欧洲的影响也较有限，预期修正导致欧元可能相对美元小幅强势；人民币短期市场情绪偏为乐观，但中美贸易阴云笼罩使得短期人民币难以继续走强。美债方面，超预期的非农就业数据提升年内美联储加息的速度，预计美债收益率转而向上的概率较大。商品方面，尽管短期市场对于贸易战的担忧有所放缓，但未来的不确定性仍然较大，金价仍有较强的支撑；有分析称钢铁和铝收税影响美国油气管道建设，预计美国原油生产可能受限，但短期来看美国页岩油产量明显增加对全球原油供应产生冲击，油价当前位置仍有一定调整需求。

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。