2018 年 3 月 19 日

沃尔克规则或将修订，银行间市场整体宽松

宏观经济

国际宏观：美国经济数据向好、通胀稳定、就业市场持续收紧。美国参议院通过立法，修订 2010 年《多德-弗兰克法案》，美联储称正在考虑全面修订沃尔克规则，美国境外非美银行的金融监管负担有望减少。由于包括北爱尔兰和爱尔兰边境问题等重要协议谈判进展缓慢，英国建议推迟正式脱欧的日期。

国内宏观：近期，五部委联合下发《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》，提出支持商业银行通过多种渠道发行资本工具。商业银行从补充资本充足率和承接表外资产回表两方面考虑，存在提升资本充足率需求。此外，银监会下调拨备覆盖率和贷款拨备率指标，也为银行通过增加利润方式补充资本提供了条件。

金融市场

货币政策及资金面：受 CRA 到期和缴税走款影响，上周前半周资金面一度有所趋紧。不过在央行连续投放下，下半周资金面回归宽松。全周央行开展 2400 亿逆回购操作以及 3270 亿 1 年期 MLF 操作，并且未上调操作利率，净投放 3775 亿元。汇率方面，近期美国连续出台贸易保护措施，引发全球投资者对贸易战升级的担忧，美元指数呈震荡走势。全周美元指数涨 0.06%，收于 90.1920。在岸美元兑人民币收于 6.3247，全周累计上涨 123 基点。美国贸易保护主义倾向抬头将对全球经济造成冲击，预计后续人民币汇率波动幅度将加大。

债券市场：上周整体资金面偏宽松。后市来看，美联储加息等海外风险回升，两会后开工将逐步恢复正常，目前债券市场收益率仍存在一定的风险；美联储加息逐步临近，海外债市风险仍需密切跟踪。一级市场：上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尚可，市场对短期政金债需求不错，对国债、非国开债需求尚可。二级市场：上周资金面继续处于宽松态势，但是市场预期边际将逐步趋紧，短端收益率小幅上行；而经济数据超预期，叠加美联储加息等利空因素逐步来临，长端债券收益率普遍上行，国开债国债表现分化。信用债方面，期限利差分化，信用利差整体走低。

外汇及商品市场：市场等待议息决议，美元指数连续四周收涨。白宫人事变动引发避险情绪，加息预期升温黄金承压下行，黄金走势先涨后跌。美国原油产量刷新历史新高，油价承压；IEA 上调需求预期提振市场信心，技术面需求引燃市场情绪。

市场展望及策略建议

央行加量但不加价续作 MLF，易纲上任央行行长，预计政策的延续性较大。特朗普的贸易保护措施持续发酵，但市场认为影响仍然较为中性；美欧经济强劲但短期略有反复。资金面预计稳定，债市呈震荡走势，收益率曲线可能小幅走陡。加息时点临近可能导致美元走势有所扰动，短期人民币汇率仍将稳定；美债收益率可能受鹰派美联储加息影响再度走高；油价受未来减产执行效果预期影响短期可能走弱。

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
沈方威 021-20687213
shenfangwei@abchina.com
杨穆彬 021-20687207
yangmubin@abchina.com
程丹琪 010-85607531
chengdanqi@abchina.com

一、宏观经济

国际宏观

美国经济数据向好、通胀稳定、就业市场持续收紧。美国参议院通过立法，修订 2010 年《多德-弗兰克法案》，美联储称正在考虑全面修订沃尔克规则，美国境外非美银行的金融监管负担有望减少。由于包括北爱尔兰和爱尔兰边境问题等重要协议谈判进展缓慢，英国建议延长《里斯本条约》第 50 条的脱欧期限，推迟正式脱欧的日期。

上周美国经济数据向好，经济复苏持续、通胀稳定、就业市场持续收紧。制造业方面，美国 2 月工业产出环比增 1.1%，创 4 个月最大增幅，预期增 0.4%，前值由降 0.1%修正为降 0.3%。美国 2 月工业产出为连续第六个月上升，这意味着随着大宗商品价格上涨,刺激机器和其他设备需求,美国制造业复苏正在加速。美国 2 月采矿产量增加了 2.7%，因为石油和天然气钻井数量增加了 7.1%；制造业占美国经济总量的百分之 12 左右，随着油价下跌、美元走强和库存过剩逐渐消失，制造业正在复苏；在特朗普政府承诺推行对商业友好的政策(包括减税和放松管制)下，该行业前景在飙升。**就业方面**，美国劳工部报告称，截至 3 月 10 日当周的美国首次申请失业救济人数减少 4000，总数下降至 22.6 万，维持在近 50 年来的最低水平。市场预期该数字将为 22.8 万。初请失业金人数下降，表明尽管经济成长在第一季初似乎放缓，但就业市场依旧保持强势。**通胀方面**，美国 2 月 CPI 同比 2.2%，预期 2.2%，前值 2.1%。美国 2 月核心 CPI 同比 1.8%，预期 1.8%，前值 1.8%。美国 2 月 CPI 环比 0.2%，预期 0.2%，前值 0.5%。美国 2 月核心 CPI 环比 0.2%，预期 0.2%，前值 0.3%。此前投资者将焦点转向美国 CPI，以寻找评估通胀趋势的线索以及美联储日后政策动向的指引，而美国 CPI 数据符合预期，支持了三月加息预期。此外，劳工部发布的一份报告表明，2 月进口物价较前月上升 0.4%，延续 1 月上升 0.8%的势头。该报告证实了通胀加快的趋势。

据报道，美国参议院通过立法，修订 2010 年《多德-弗兰克法案》，中小型银行的监管可获得松绑。根据参议院银行业委员会主席 Mike Crapo 所草拟的提议，小型银行所面临的部分最苛刻的要求将被撤销，它们将被剔除出“大而不能倒”银行名单。投票还需众议院批准，才能被签署为法律。为避免银行承担过多风险、回归存贷款业务，金融危机后美国出台了《多得-弗兰克法案》。沃尔克规则作为该法案的一部分，主要限制美国商业银行从事高风险自营交易，并限制商业银行持有私募基金权益,其他国家与美国金融机构和交易员开展相关业务也受到此规则的限制。2017 年德意志银行因违反沃尔克规则受到违规处罚 1.57

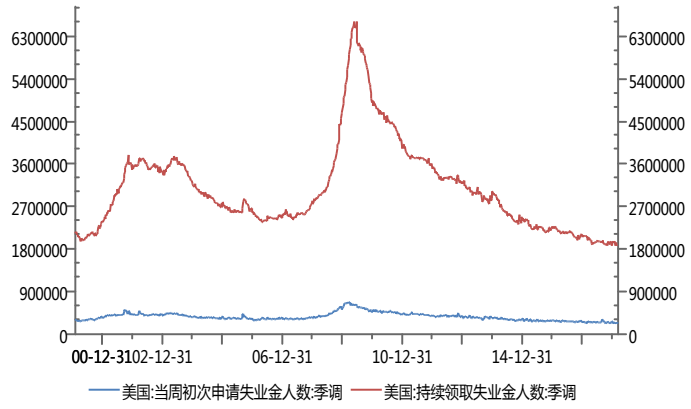
亿美元，各国金融机构均面临沃尔克规则带来的合规压力。特朗普一直秉承放松金融监管的理念，并于今年 2 月签署总统行政命令，要求美国财政部重新审查《多得弗兰克法案》，美联储称正在考虑全面修订沃尔克规则。一方面，美联储关注如何制定有效且简单的规则来简化沃尔克规则的执行过程，比如明确具体的“做市豁免”要求等。另一方面，美联储也在研究如何减少美国境外非美银行的沃尔克合规负担。

英国脱欧委员会称，由于包括北爱尔兰和爱尔兰边境问题等重要协议谈判进展缓慢，建议延长《里斯本条约》第 50 条的脱欧期限，推迟正式脱欧的日期。英国脱欧委员会发表报告称，到目前为止，许多主要议题的谈判进展缓慢，包括北爱尔兰和爱尔兰的边界问题，以及英国正式脱欧前，欧盟公民在英国能享有的权益等。有鉴于此，委员会建议延长《里斯本条约》第 50 条的脱欧期限，推迟正式脱欧的日期。根据条约，英国必须在启动脱欧程序的两年内正式退出欧盟。也就是说，英国和欧盟必须在今年 10 月前结束脱欧谈判，然后在明天 3 月底脱欧。但委员会认为，很难在接下来的 7 个月内结束谈判。3 月初，欧盟公布首份有关英国“脱欧”的法律文件草案，明确要求北爱尔兰在英国“脱欧”后留在欧盟关税同盟。英国首相特雷莎•梅对此反应激烈，誓言她绝不会接受如此一份草案。这意味着英国“脱欧”谈判走向破裂的可能性由此进一步增加。一是 2016 年英国脱欧公投和年底特朗普当选将全球金融市场的焦点转向避险情绪的变化。随着去年欧洲大选年较为平稳的度过、地缘政治摩擦的不确定性减弱，避险情绪的边际变化减小。今年来看，局部地缘冲突和避险情绪将主要由美国主导。二是欧洲和英国经济表现较为强劲，地缘政治格局变动对经济的影响小于预期。去年欧元区经济超预期复苏，今年经济复苏程度是否能好于预期仍被市场关注。在美国税改的外部环境下，欧洲国家也在降低企业税负提高竞争力。政治变动对经济影响被证明是小于预期的，这在一定程度上缓解了脱欧谈判的紧迫性。由于是历史上首次，英国脱欧谈判必将是一场漫长的拉锯。三是目前全球聚焦于特朗普挑起的贸易摩擦将对全球经济格局的改变。全球经济继金融危机后开始持续复苏，但是在美国对进口钢铝征收关税后恐爆发贸易战，经济减缓的可能性仍存在。在最近一项路透调查中，71 位受访者中有近 90%表示，他们担心美国的关税举措会导致更大范围的贸易战。二战之后建立起的全球经济架构正在经历明显改变，贸易格局或将更加多元化。

图表 1. 美国工业产出指数

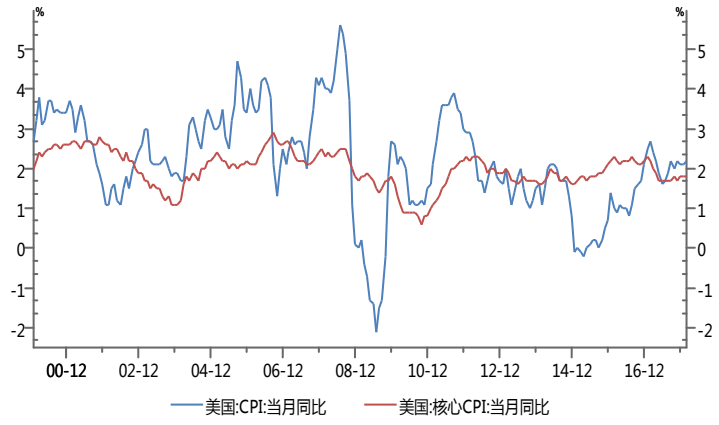
数据来源：Wind

图表 2. 美国当周首申



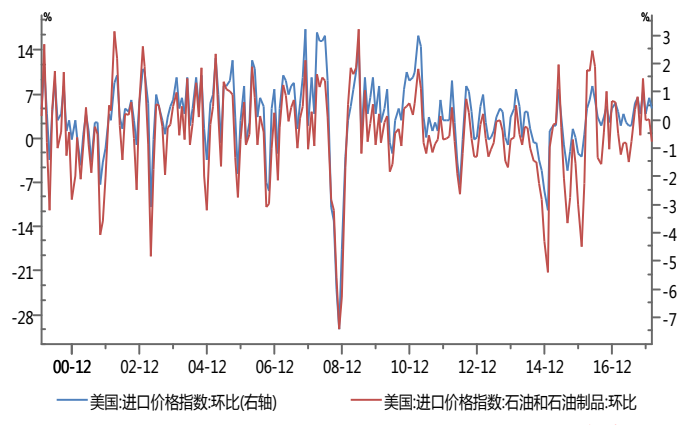
数据来源：Wind

图表 3. 美国 CPI



数据来源：Wind

图表 4. 美国进口价格指数



数据来源：Wind

国内宏观

近期，五部委联合下发《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》，提出支持商业银行通过多种渠道发行资本工具。商业银行从补充资本充足率和承接表外资产回表两方面考虑，存在提升资本充足率需求。此外，银监会下调拨备覆盖率和贷款拨备率指标，也为银行通过增加利润方式补充资本提供了条件。

近期，五部委联合下发《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》，提出支持商业银行通过多种渠道发行资本工具。为银行发行无固定期限资本债

券、转股型二级资本债券等资本工具创造有利条件。《意见》出台后，银行资本补充渠道会更多，工具类型更丰富，资本工具发行量或有较大增长，同时资本工具的投资主体未来也会进一步扩展。从宏观审慎的角度看，适度允许银行业进行资本工具方面的创新，更好地补充资本，将有助于稳定实体经济的融资需求。

支持商业银行多渠道发行资本工具，鼓励新型资本补充债券。3 月 12 日，一行三会和国家外汇局联合发布《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》。《意见》主要包括以下内容：**一是**积极扩宽资本工具发行渠道，**二是**积极研究增加资本工具种类，**三是**扩大投资者群体，**四是**简化资本工具发行的审批程序。此前，人民银行曾就银行业金融机构发行资本补充债券有关事宜公告，鼓励银行业金融机构发行具有创新损失吸收机制或触发事件的新型资本补充债券。

农业银行定向增发募资近千亿，长期有助于经营发展。3 月 12 日晚间农行发布公告称，拟以非公开发行方式发行不超过 274.73 亿股 A 股，募集资金规模不超过人民币 1000 亿元，扣除相关发行费用后将全部用于补充核心一级资本。选择非公开发行是因为影响比较小，财政汇金烟草基本拿了再融资的全部份额，不在二级市场直接操作，对市场负面影响最低。本次非公开发行后，**一是**财政部、汇金公司仍为农行主要股东，股权结构未发生重大变更，发行前后公司均无实际控制人，本次发行亦不会导致公司控制权发生改变。**二是**将用于补充核心一级资本，提高资本充足率。**三是**净资产规模将增加，短期内可能在一定程度上摊薄净资产收益率。但从长期看，募集资金用于支持各项业务发展所产生的效益将会逐步显现，将对经营业绩产生积极影响，并进一步提升每股净资产。**四是**有助于提升资本规模，促进经营转型发展，保持利润平稳增长，提升盈利能力和综合竞争力。

商业银行补充资本充足率，同时需承接表外资产回归表内。除农行外，近期多家上市银行已经开始通过定增、发行优先股、发行可转债等方式进行资本补充。银行业补充资本，**一是进一步提升资本充足率，以满足监管要求。**巴塞尔 III 实施之后，我国与国际标准逐步接轨，银监会在《商业银行资本管理办法》的基础上设置过渡期，从 2012 年开始，资本充足率要求持续提高，此后便出现了银行股大量再融资。2017 年末银行业资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足分分别为 13.65%、11.35%、10.75%，高于 2017 年底监管指标约 3 个百分点。2019 年，全球系统重要性银行将要实施 TLAC，资本充足率要求将会进一步提高，因此银行存在一定的资本补充需求。**二是部分影子银行业务风险开始暴露，银行需承接表外资产回归表内。**表外资管行业的扩张，在给商业银行提供了利润增长的同时，也埋下了风险隐患，部分影子银行业务风险开始暴露。银行通过理财、同业等业务，将原本自己承担风险的资产转移至表外或风险权重较低资产，从而提升了资本充足率指标。若将漏提风险资产还原，则会降低当前资本充足率，银行存在补充资本需求。

此外，银监会下调拨备覆盖率和贷款拨备率指标，也为银行通过增加利润方

式补充资本提供了条件，提升银行吸纳表外资产回归的能力。

二、金融市场

货币政策与资金面

受CRA到期和缴税走款影响，上周前半周资金面一度有所趋紧。不过在央行连续投放下，下半周资金面回归宽松。全周央行开展2400亿逆回购操作以及3270亿1年期MLF操作，并且未上调操作利率，净投放3775亿元。汇率方面，近期美国连续出台贸易保护措施，引发全球投资者对贸易战升级的担忧，美元指数呈震荡走势。全周美元指数涨0.06%，收于90.1920。在岸美元兑人民币收于6.3247，全周累计上涨123基点。美国贸易保护主义倾向抬头将对全球经济造成冲击，预计后续人民币汇率波动幅度将加大。

上周央行开展2400亿逆回购操作以及 3270亿1年期MLF操作，并且未上调操作利率，净投放3775亿元。尽管部分时点呈现结构性紧张，但全周来看资金面总体宽松。

截止上周五，R001加权平均利率为2.63%，较前周上行1bp；R007加权平均利率为3.03%，较前周上行6bp；R014加权平均利率为4.08%，较前周上行39bp。同业存单方面，上周共发行5620亿，净融资额为3982亿。二级市场方面，3个月AAA同业存单利率为4.68%，下行4bp，6个月AAA同业存单利率为4.75%，下行10bp，9个月AAA同业存单利率为4.81%，下行2bp。同业存款方面，各期限吸收报价为：7天2.0%-3.55%左右，14天2.42%-3.77%左右，1个月3.3%-4.95%左右，3个月4.0%-4.8%左右，6个月3.3%-5.4%左右，1年3.9%-5.5%左右。

汇率方面，近期美国连续出台贸易保护措施，引发全球投资者对贸易战升级的担忧，美元指数呈震荡走势。全周美元指数涨0.06%，收于90.1920。在岸美元兑人民币收于6.3247，全周累计上涨123基点。美国贸易保护主义倾向抬头将对全球经济造成冲击，预计后续人民币汇率波动幅度将加大。

全周美元兑人民币中间价升值111基点，上周五开在6.3340。在岸汇率收报在6.3247，离岸汇率收报在6.3260，分别较前周升值123个基点和贬值2基点。美元兑人民币掉期方面，1个月掉期点下行2bp至99bp，3个月期掉期点下行4bp至290bp。美元交投活跃，日均成交量在240亿美元左右。离岸人民币流动性平稳，全周来看，隔夜较前周下行17bp至3.20%，7天下行12bp至3.91%，14天上行22bp至4.27%。

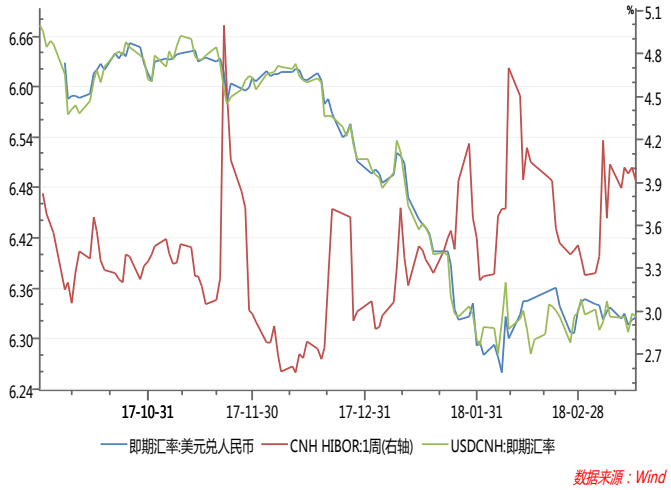
本周有3800亿逆回购到期。进入下旬，机构将为跨季头寸做充足准备，预计资金面将小幅趋紧。

图表 5. 同业存放利率变动

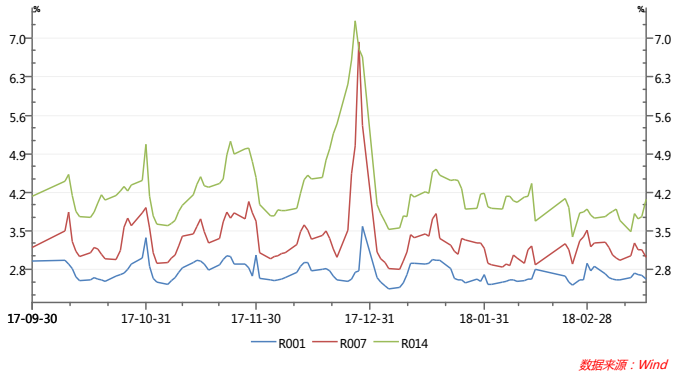
	2018-3-9		2018-3-9	
期限	融出	融出	融入	融入
1W	3.8－3.05	3.1－2	3.8－3.05	3－2
2W	3.4－3.2	3.55－2.8	3.4－3.2	3.1－2.2
1M	4.95－4.9	4.9－4.4	4.95－4.9	4.85－4.05
3M	5.6－5	4.8－4.1	5.6－5	4.9－4.55
6M	6－5.6	4.95－4.2	6－5.6	5.5－4.2
1Y	5.75－5.5	5.75－5.5	5.75－5.5	5.45－3.22

数据来源：Wind，上海国际货币，中国农业银行金融市场部

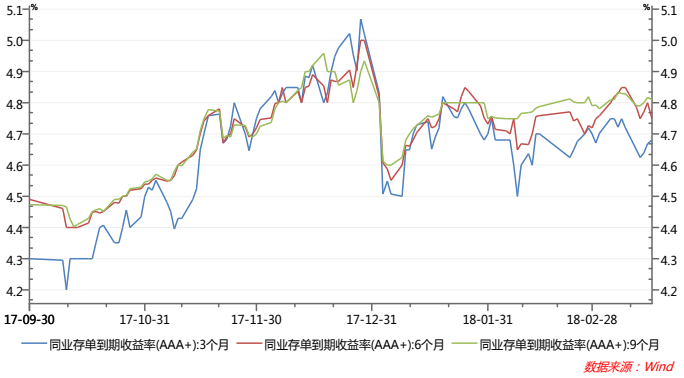
图表 6. 境内外美元汇差与离岸人民币利率（%）



图表 7. 银行间债券回购利率走势



图表 8. 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

上周面临缴税期、临时准备金收回、季末等多重因素，但央行维稳态势不变，MLF 超量续作，并且未提前加息，整体资金面偏宽松。统计局发布的经济数据多数出现超预期回暖，但债券市场对强劲的经济数据反应较为平淡，市场对本次经济数据的超预期霍暖以及可持续性存疑，基本面的需求端仍有待后续数据验证，后市来看，美联储加息等海外风险回升，两会后开工将逐步恢复正常，目前债券市场收益率仍存在一定的风险。美国 2 月通胀保持温和，数据消费偏软、生产偏强，总体经济态势正稳步向美联储的政策目标迈进；美联储加息逐

步临近，海外债市风险仍需密切跟踪。一级市场：上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尚可，市场对短期政金债需求不错，对国债、非国开债需求尚可。二级市场：上周资金面继续处于宽松态势，但是市场预期边际将逐步趋紧，短端收益率小幅上行；而经济数据超预期，叠加美联储加息等利空因素逐步来临，长端债券收益率普遍上行，国开债国债表现分化。信用债方面，期限利差分化，信用利差整体走低。

政策方面：本周有1895亿MLF到期到期，无逆回购到期，央行逆回购2400亿元，MLF投放3270亿元，实现净投放3775亿元。随着税期、临时准备金收回等因素到来，央行公开市场保持投放，并适时进行MLF操作对冲到期量，维护资金面平稳，本周资金面先松后紧维持窄幅波动。周一，人民银行联合发布《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》，进一步支持商业银行拓宽资本补充渠道、提升银行体系稳健性、强化银行支持实体经济能力。本周“两会”仍在进行中，周二公布的国务院机构改革方案提出将银监会和保监会的职责整合，组件中国银行保险监督管理委员会，未来中国金融监管体制形成新的“一行两会”结构。周三统计局公布经济数据，各项数据大幅超预期：中国1-2月规模以上工业增加值同比增7.2%，高于预期6.2%和前值6.6%；1-2月固定资产投资（不含农户）同比增7.9%，高于预期7.0%和前值7.20%；1-2月民间固定资产投资同比增8.1%，高于前值6.60%；1-2月社会消费品零售总额同比增9.7%，略低于预期9.80%；1-2月房地产开发投资同比增9.9%，增速比去年全年提高2.9个百分点，此前连续三个月增速下滑；其中，住宅投资增12.3%；1-2月发电量10454.5亿千瓦时，同比增长11%，为2013年8月以来的最高增速，去年12月同比增长6.3%。**总体来看，上周面临缴税期、临时准备金收回、季末等多重因素，但央行维稳态势不变，MLF超量续作，并且未提前加息，整体资金面偏宽松。统计局发布的经济数据多数出现超预期回暖，但债券市场对强劲的经济数据反应较为平淡，市场对本次经济数据的超预期霍暖以及可持续性存疑，基本面的需求端仍有待后续数据验证，后市来看，美联储加息等海外风险回升，两会后开工将逐步恢复正常，目前债券市场收益率仍存在一定的风险。**

本周二，美国公布2月份CPI数据，美国2月CPI环比升0.2%，富恶化预期，前值为0.5%；2月核心CPI环比升0.2%，同比升1.8%，与预期及前值齐平。本周三，美国公布2月零售销售环比降0.1%，为连续第三个月下滑，为2012年4月以来首次三连跌，预期增0.3%。美国2月PPI环比增0.2%超预期，前值为0.4%；同比增2.8%，与预期持平高于前值；2月PPI增幅超预期主要是收服务业成本上升推动。本周四，美国参议院通过立法，修订2010年《多德-弗兰克法案》，中小银行监管获得松绑。本周五，美国公布2月工业产出环比增1.1%，创4个月最大增幅，预期增0.4%，前值由降0.1%修正为降0.3%；2月制造业产出环比增1.2%，高于预期；2月新屋开工环比降7%，预期降2.7%，前值增9.7%。美国2月营建许可129.8万，比预期的132万少；环比降5.7%，预期降4.1%，前值由增7.4%修正为增5.9%。周五欧元区2月CPI终值同比增1.1%，不及预期的1.2%和前值的1.3%；欧元区2月CPI环比增0.2%，与预期和前值持平。特朗普政府继续扩大贸易对抗，美国政

府将扩大对中国征收额外关税的范围；白宫确认特朗普政府正寻求对华贸易赤字削减1000亿美元。**总体来说，美国2月通胀保持温和，数据消费偏软、生产偏强，总体经济态势正稳步向美联储的政策目标迈进；美联储加息逐步临近，海外债市风险仍需密切跟踪。**

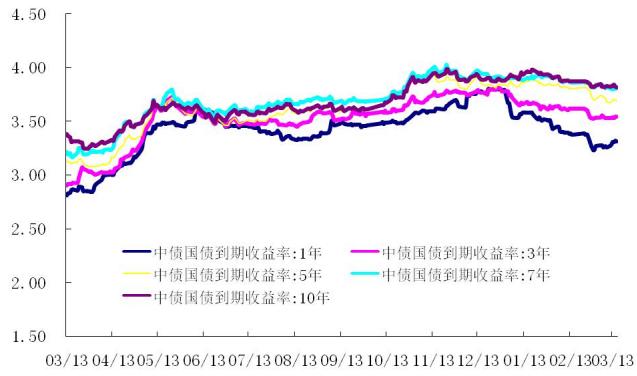
一级市场：上周新债总体发行规模有所增加，利率债需求较好。按品种来看，上月国债发行 3 只，金额合计 500 亿元，规模较前周有所减少；政策性金融债发行 15 只，金额合计 868.6 亿元，规模比前周略有下降；地方债共发行 24 只，金额合计 894.18 亿元，规模比前周大幅增加。**一级市场招标情况整体尚可，市场对短期政金债需求不错，对国债、非国开债需求尚可。**

信用债方面，同业存单发行 5508.40 亿元，短融发行 908 亿元，企业债发行 23 亿元，公司债发行 121.5 亿元，信用债发行规模较上周有所下降。

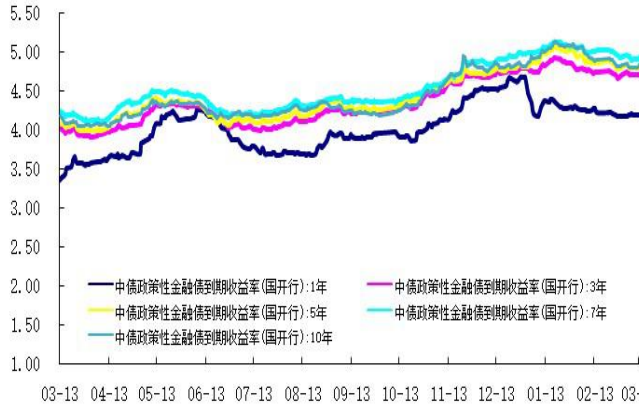
二级市场：上周资金面继续处于宽松态势，但是市场预期边际将逐步趋紧，短端收益率小幅上行；而经济数据超预期，叠加美联储加息等利空因素逐步来临，长端债券收益率普遍上行，国开债国债表现分化。总体来看，短期国债、长期国开债收益率均小幅上行，而长期国债、短期国开收益率小幅下行。具体来看，1 年期国债收于 3.32%，较上周上行 6bp；10 年期国债收于 3.82%，较上周下行 1bp。1 年期国开债收于 4.15%，比上周下行 4bp；10 年期国开债收于 4.84%，比上周上行 4bp。

信用债方面，期限利差分化，信用利差整体走低。分品种看，相比于上月，AA+及以上 1 年期短融下行 0-5bp，3 年期中票上行 2bp 左右，5 年期中票上行 1bp 左右。

图表 9. 国债收益率走势



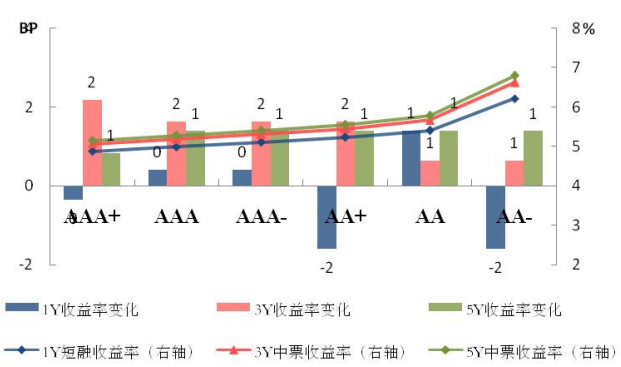
图表 10. 政策性金融债收益率走势

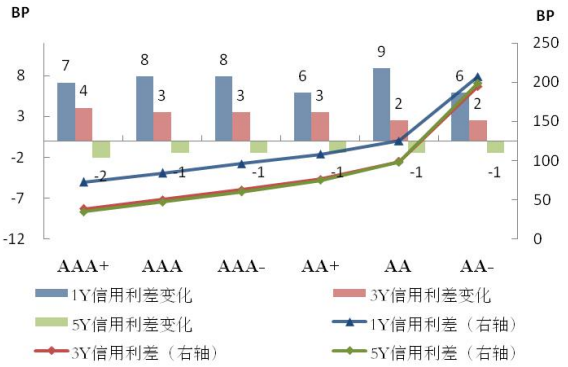


来源：wind、中国农业银行金融市场部

图表 11. 信用债收益率走势周变化

图表 12. 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：上周，继 3 月 2 日联合信用将神雾科技集团股份有限公司主体评级由 A-下调至 BBB 后，3 月 15 日，神雾科技集团股份有限公司再度被下调评级至 B，主要原因仍是神雾集团所持神雾环保及神雾节能股份被司法冻结及司法轮候冻结，集团所持神雾节能股份已被冻结及司法轮候冻结，所持神雾环保股份被司法冻结的比例较高，神雾环保及神雾节能可能存在实际控制权的变动风险。

图表13. 上周评级调整

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
下调评级或展望							
神雾科技集团股份有限公司	商业和专业服务	联合信用	2018-03-15	B		BBB	

展望本周，第一，资金面方面，本周共有 3800 亿元逆回购到期，叠加季末因素逐步来临，预计流动性较前期的宽松局面会有所收紧，短端收益率可能底部反弹；第二，基本面方面，上周公布的 2 月工业增加值、投资、消费等数据未债市形成明显影响，本周无重大经济数据发布，预计基本面对债市短期影响较小；第三，监管政策方面，两会闭幕后，资管新规及监管细则等可能逐步落地，对债市总体利空；第四，海外方面，预计美联储将迎来年内首次加息，海外债市总体利空，预计国内债市的长端收益率存在较大的上行风险。

上周中期，由于美国经济数据疲弱、市场对美国政治和贸易问题的担心以及伦敦同业拆借利率与隔夜利率互换息差飙升施压短债收益率，美债收益率曲线趋平。之后美国 2 月工业生产数据较好，美债收益率上行。上周五，1、3、5、7、10 年期美国国债收益率分别为 2.08%、2.44%、2.65%、2.78%、2.85%，较前一周

末分别变动 5BP、-1BP、0BP、-4BP 和-5BP。未来美债收益率仍将随着加息步伐上行。

图 14. 美国 3、5、7、10 年期国债收益率

外汇及商品市场

经济数据表现稳健，市场等待议息决议，美元指数连续四周收涨。白宫人事变动引发避险情绪，加息预期升温黄金承压下行，黄金走势先涨后跌。美国原油产量刷新历史新高，油价承压；IEA 上调需求预期提振市场信心，技术面需求引燃市场情绪。

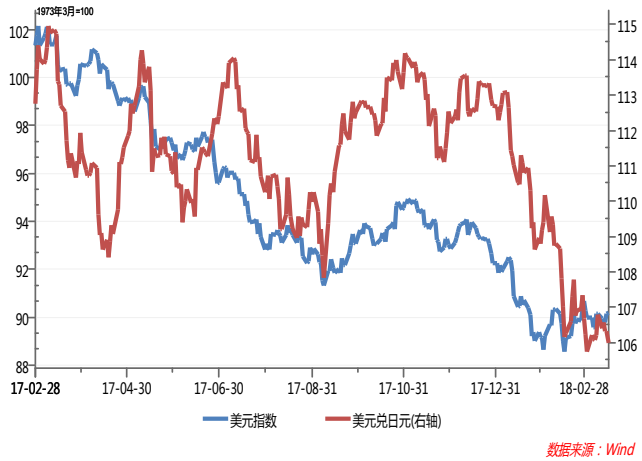
经济数据表现稳健，市场等待议息决议，美元指数连续四周收涨。美元方面，上周美元指数收报于 90.1920，小幅上涨 0.06%。周内公布的经济数据表现稳健，市场普遍预期美联储将在本周宣布加息，推动美元升至两周来高位。但美国贸易策略和美国政府人事变动仍引发市场担忧，限制了美元的涨幅。具体来看，一是经济数据表现良好，进一步巩固 3 月加息预期。美国就业、工业产出以及消费数据表现强劲，表明美国经济增长动能仍强。二是特朗普政府解雇多名高级官员，市场对于美国政局不确定性的担忧引发美元短线波动。此外，对贸易战的担忧情绪也限制了美元涨幅。3 月以来，美元指数进入盘整状态，最近两周时间，美元指数主要运行区间位于 89.8-90.2。目前虽受加息预期提振有小幅反弹，但未摆脱当前波动区间。本周美联储将举行 3 月议息会议，市场对于加息已经充分预期。市场关注会议声明、鲍威尔新闻发布会，以及美联储经济预期和点阵图调整，以期寻找美联储是否将加快收紧货币政策的信号。如果美联储的观点比市场预期更为鹰派，或将支撑美元走强，反之则加息落地后美元可能出现“买预期，卖事实”的情况。**欧元方面，**上周欧元兑美元汇率下跌 0.13%，收于 1.1229。周内公布的通胀数据放缓，欧元区 2 月 CPI 终值下滑至 1.1%。叠加欧央行行长德拉基讲话立场依然偏鸽派，欧央行货币政策立场仍维持谨慎，美联储加息可能为欧元增加进一步下行风险。**英镑方面，**上周英镑兑美元汇率上涨 0.69%，收于 1.3945。本周英国将公布通胀、就业及零售数据，英央行也将于周四公布利率决议。如果薪资增速有所起色，英央行的声明或将更显鹰派，进而提振英镑走强。此外本周四将举行欧盟领导人峰会，英国和欧盟对脱欧谈判的态度将影响英镑走势。

白宫人事变动引发避险情绪，加息预期升温黄金承压下行，黄金走势先涨

后跌。国际现货黄金上周累计下跌 9.15 美元，跌幅 0.69%，收盘价为 1314.20 美元/盎司，最高触及 1330.02 元/盎司，最低触及 1309.30 美元/盎司。上周黄金的走势先涨后跌。周初主要是由于美国白宫内部人事变动引发市场的避险情绪所导致，下半周由于美国通胀数据以及初请就业数据较为华丽，加息预期进一步升温，美元实现反弹，黄金承压下行。预计当前黄金将维持震荡偏弱走势。展望后市，本周重点关注美联储议息会议决议以及议息会议后鲍威尔主席的发言，预计加息落地后黄金将实现反弹。

美国原油产量刷新历史新高，油价承压；IEA 上调需求预期提振市场信心，技术面需求引燃市场情绪。美国 WTI 原油期货周五收报 62.34 美元/桶，上周上涨 0.44%。布伦特原油 5 月期货周五收报 66.21 美元/桶，上周收涨 1.02%。供给方面，一是美国原油产量刷新历史新高，油价压力仍存。上周美国原油库存增加高于预期，美国国内原油产量增加 1.2 万桶至 1038.1 万桶/日，连续 3 周录得增长后续刷历史新高。二是对伊朗核协议破裂的担忧为油价提供一定支撑。近期美国总统特朗普宣布解除蒂勒森国务卿职位后，油价受到一定支撑，主要是由于市场担心伊朗核协议可能破裂。取代蒂勒森的庞皮欧一直对伊朗核协议持批判态度，2015 年就曾号召退出伊朗核协议。这可能影响企业对伊朗原油的投资情绪，使得伊朗无法保持当前产量水平。需求方面，IEA 将 2018 年全球原油需求预期上修至 9930 万桶/日，提振了多头信心。但美国贸易战可能引发的贸易战可能拖累全球经济增长放缓，从而打击原油需求表现。技术面来看，周五油价在突破 200 日均线后引燃市场情绪，即使美国石油活跃钻井数再度回升也未能阻止油价大幅反弹。

图表 15. 美元指数、美元兑日元

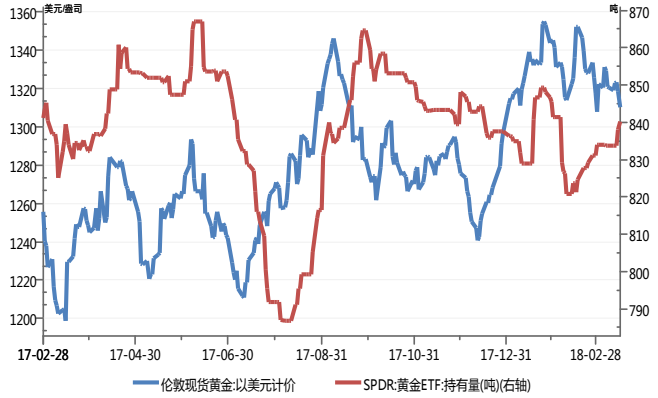


图表 16 人民币在岸及离岸汇率

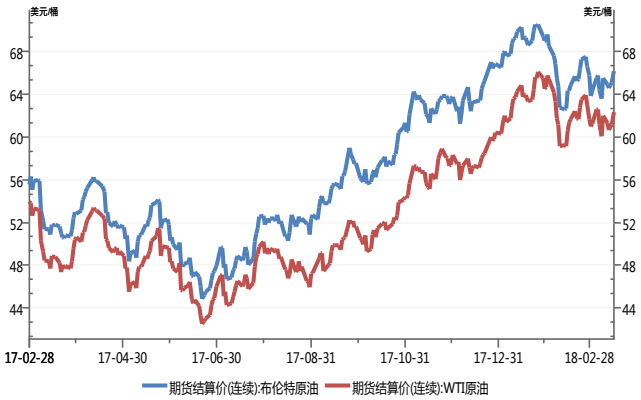
来源：wind、中国农业银行金融市场部

图表 17. 黄金价格

图表 18 布伦特及美国原油



数据来源：Wind



数据来源：Wind

来源：wind、中国农业银行金融市场部

三、市场展望与策略

央行加量但不加价续作 MLF，减缓市场的紧缩预期；易纲上任央行行长，预计政策的延续性较大。特朗普的贸易保护措施持续发酵，但市场认为影响仍然较为中性；美欧经济强劲但短期略有反复。资金面预计稳定，债市呈震荡走势，收益率曲线可能小幅走陡。加息时点临近可能导致美元走势有所扰动，短期人民币汇率仍将稳定；美债收益率可能受鹰派美联储加息影响再度走高；油价受未来减产执行效果预期影响短期可能走弱。

宏观经济方面，上周五央行加量续作 MLF，中标利率持平于 3.25%，显示央行对于收紧货币政策仍然有较大的担忧，一方面可能认为当前市场融资成本可能处于较高水平，无意给市场提供步入紧缩周期的预期，另一方面由于两会仍在召开过程，避免对市场造成较大冲击，有意在两会结束及美联储宣布加息后再采取相应措施，因此，货币政策仍然处于较为中性的态势。同时周末确认易纲将上任新一届央行行长，由于此前市场有所预期，且由于其在央行工作时间较长，延续前任的政策思路概率较大，因此对市场的整体影响不大。

国际方面，特朗普的贸易保护政策持续发酵，有报道称特朗普的贸易政策主要针对中国，且可能在其他方面对中国继续进行施压，显示未来贸易战仍有升级的可能，同时欧盟也在考虑出台针对美国征收钢铁和铝关税的应对措施。但市场对贸易战解读仍较中性，有深度评论称美国的贸易保护措施主要为了在与中国的对话中占据更好的位置，并不会大范围采取这种损人不利己的措施，因此短期贸易战的担忧不大。国际政治方面，美国政府的关键人士继续出现解雇，且政治斗争仍有持续发酵的可能，市场对于政治的担忧可能引发避险情绪。经济数据方面，美国工业产出继续好于预期，但新屋开工略低于预期，显示美国经济增长仍然强劲但仍有隐忧；欧元区 CPI 终值略低于预期，显示欧洲的增长短期并不稳固，可能减缓市场对于退出宽松进程的预期。

国内市场策略：资金面方面，两会临近结束，但由于前期央行的持续呵护，资金面短期收紧的概率不大，但跨季资金仍将处于偏紧的结构性态势。债券市场方面，周末多空因素交织，一级方面利率债发行量基本和到期量一致但银行的配置需求仍存，而上周加量不加价的 MLF 续作并未引起市场强劲的买盘情绪，显示市场仍然处于偏弱的格局，因此市场预计可能处于震荡走势。一方面，市场担忧央行可能调整存贷款基准利率，长端利率有上行压力；另一方面，公开市场利率整体维持稳定加上央行对流动性的呵护，可能使得短端利率仍然有下行空间，收益率曲线预计呈陡峭化走势。权益类市场方面，短期加息的担忧笼罩市场，使得股市缺乏持续上涨的动力，预计股市进入小幅调整态势，MSCI 纳入的预期可能使得部分蓝筹股有一定支撑。

国际市场策略：美元受特朗普关税政策及政治的不确定性影响，短期仍然处于偏弱的态势，但临近加息时点可能有短暂走强的可能；欧元通胀数据不及预期可能拖累欧元走势，预计短期相对美元继续盘整；人民币汇率亦出现两难态势，贸易战对中国有一定影响，但中国经济的持续向好也增加外资对投资中国的信心，短期人民币汇率仍将稳定。美债方面，10 年期美债在触及 3.0%关键位置后持续回落，市场短期对于加息的担忧仍然较低，如加息出现较为鹰派的表态，可

能重新刺激美债收益率上行。商品方面，避险情绪提升短期支撑金价，但加息反应如超出预期可能限制金价，因此金价短期仍然是上下两难的态势；油价方面，有消息称美国页岩油的增产给 OPEC 等国带来较大压力，减产计划的有效性可能日益降低，未来产量有继续回升可能，可能对油价造成负面影响，预计油价短期可能小幅走弱。

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。