



2018年4月2日

## 中美贸易摩擦升级，利率曲线陡峭下行

### 宏观经济

■ **国际宏观：**美联储3月议息会议上调联邦基金利率25个基点至1.5%-1.75%，符合市场预期。从历次加息持续时间和幅度来看，本轮加息即将开始下半程。欧洲央行维持利率不变，政策表态仍然谨慎。中美贸易冲突可能进一步升级。中美贸易冲突对中国相关行业去产能和产业结构升级构成不利影响，对两国的通胀都将产生推升作用。

■ **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。近期，美国方面公布了关税信息，对特定中国商品，美国将征收25%关税，中美贸易摩擦持续升级。

### 金融市场

■ **货币政策及资金面：**上月央行开展5400亿7天逆回购操作，500亿国库现金定存招标以及4325亿MLF操作，净回笼3225亿元。其中3月22日跟随美联储加息上调公开市场利率5bp，符合市场预期。全月来看，资金面整体维持宽松局面，仅月末略有趋紧。汇率方面，受贸易战升级和美国通胀数据未见起色影响，美元指数震荡后小幅走弱。全月美元指数下滑至89.98。在岸美元兑人民币收于6.2733。当前海外市场焦点为各国一季度收官经济数据及美国政府的挑起的贸易战走势，预计人民币将呈区间震荡。

■ **债券市场：**国内方面，3月公布的经济数据表现不一，国内基本面并未出现明显恶化，总体趋势仍需观察；资金方面，央行维持稳健中性的货币政策，资金面整体维持平衡；监管方面，资管新规通过，等待具体细则落地，在操作层面或会选择更具可实施性的方式对业务调整的要求进行明确，债市收益率或将在资金边际收紧和新规落地的冲击下出现向上调整。一级市场方面，新债总体发行规模有所增加，地方债发行增加显著，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，市场对国开债需求较为旺盛，对国债、非国开债需求尚可。二级市场方面，季末资金面维持稳定态势，短端收益率下行较快；而基本面存在走弱预期，叠加贸易战对基本面的扰动，助推债市乐观情绪，二级市场收益率多数下行。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小于长期品种。

■ **外汇及商品市场：**联储加息落地，贸易摩擦升级打压美元，美元指数低位震荡。金价变动与美元指数日趋紧密，避险情绪提振黄金，国际现货黄金3月整体震荡走高。欧佩克与非欧佩克减产执行率继续创出新高，中东地缘局势紧张等因素支撑原油期价。

联系人：

郭振宇 021-58887391

[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

美联储3月议息会议上调联邦基金利率25个基点至1.5%-1.75%，符合市场预期。从历次加息持续时间和幅度来看，本轮加息即将开始下半程。欧洲央行维持利率不变，政策表态仍然谨慎。中美贸易冲突可能进一步升级。中美贸易冲突对中国相关行业去产能和产业结构升级构成不利影响，对两国的通胀都将产生推升作用，同时，特朗普在农产品产区的支持率可能面临不利影响。

美联储3月议息会议上调联邦基金利率25个基点至1.5%-1.75%，符合市场预期。一是从历次加息持续时间和幅度来看，本轮加息即将开始下半程。2015年12月开始加息至2018年3月已经过去28个月，目前美联储已加息6次，上调目标利率幅度为1.50%。三月加息为今年以来的第1次加息，上一次加息发生在去年12月。按照美联储在2018年3月发布的2020年末目标利率预期值为3.375%计算，未来还有约7次左右的加息。二是加息后美股、美债、美元均下跌。就资产价格变动来看，一是短期美债收益率与目标利率变动一致，长期美债在趋势下行过程中，阶段性的波动与加息周期一致。二是2000年以前股市波动与目标利率变化无明显相关，2000以后降息过程伴随股市下行调整。金融危机后的低利率环境推升美股价格。2月初股市下跌原因在于无风险利率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，未来股市仍将受到抑制。三是加息对房地产市场构成调整压力。三是美联储对经济持乐观态度，但是税改和国际贸易前景不确定性较大。近期中美贸易摩擦令使得对爆发全球贸易战的担忧升温。全球范围内的贸易摩擦将对全球经济复苏产生负面作用，对全球货币政策相继边际收紧产生阻碍。而美国和其他国家的双边贸易经过长时间的发展，贸易结构相对稳定，贸易政策短期变化的冲击对美国国民福利影响较为负面。总体来看，三月加息符合预期，美联储对未来经济更加乐观，但是经济持续复苏不确定因素仍然存在，渐进式加息的节奏把握仍要看未来经济的表现。

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。货币政策仍然谨慎。一是欧元区通胀迟迟不能上行，对以通胀为唯一货币政策目标的欧洲央行来说，货币政策收紧的顾虑仍然很大。二是在经济复苏过程中各国经济增长出现分化，收紧货币政策后宽松金融环境的改变可能令经济复苏出现反复。三是美联储加息预期已经较为充分，任何欧洲央行释放的收紧货币信号都会对欧元产生支撑反而不利于经济持续稳定增长。四是美国贸易战使欧元区面临的外部金融经济环境变数较大。总体看，欧元区货币政策仍将谨慎，通胀水平变化的边际影响仍然较大。退出QE前不会考虑加息，半年末将有

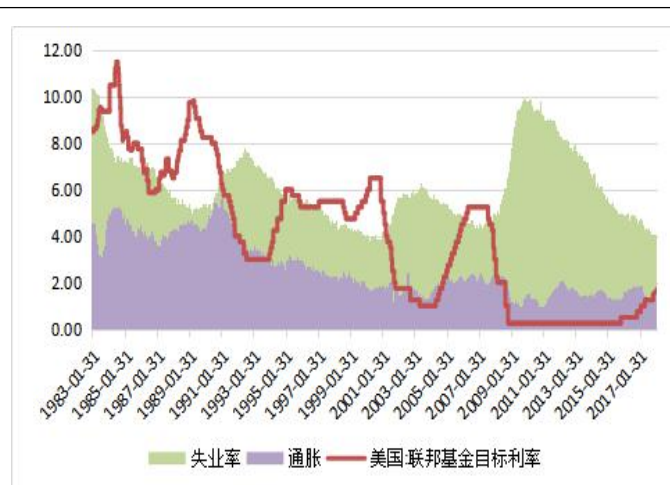
比较明确的指引。目前欧洲央行QE规模为每月300亿欧元的资产购买，至2018年9月结束。德拉基来近期讲话中表示在退出QE之前不会考虑加息，年内欧洲央行还有4、6、7、9、10、12月6次议息会议，而12月加息概率为15.1%。

继对中国钢铁和铝产品加税后，美国宣布对中国600亿美元进口商品征收25%的关税；中国宣布对30亿美元美国商品加征关税。中美贸易冲突可能进一步升级。从产品分类来看，受影响的中国商品主要为航空产品、现代铁路、新能源汽车和高科技产品，而美国商品可能主要集中在农产品。从持续时间来看，目前特朗普对中国贸易发难源于其竞选承诺，预计在今年11月美国中期选举前，特朗普政府可能都将保持对中美贸易的高压政策。从对中美的直接影响来看，中美贸易冲突对中国相关行业去产能和产业结构升级构成不利影响，对两国的通胀都将产生推升作用，同时，特朗普在农产品产区的支持率可能面临不利影响。从解决途径来看，一方面中国将寻求在WTO框架下或中美直接对话方式缓和冲突，另一方面可能通过适度增加美国商品进口方式降低双边贸易顺差，同时，中国可能在市场开放方面有新的举措。需密切关注博鳌论坛期间中美贸易冲突的进展。

图表 1. 美联储上调经济预期

Variable	Median <sup>1</sup>			
	2018	2019	2020	Longer run
Change in real GDP	2.7	2.4	2.0	1.8
December projection	2.5	2.1	2.0	1.8
Unemployment rate	3.8	3.6	3.6	4.5
December projection	3.9	3.9	4.0	4.6
PCE inflation	1.9	2.0	2.1	2.0
December projection	1.9	2.0	2.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	1.9	2.1	2.1	
December projection	1.9	2.0	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	2.1	2.9	3.4	2.9
December projection	2.1	2.7	3.1	2.8

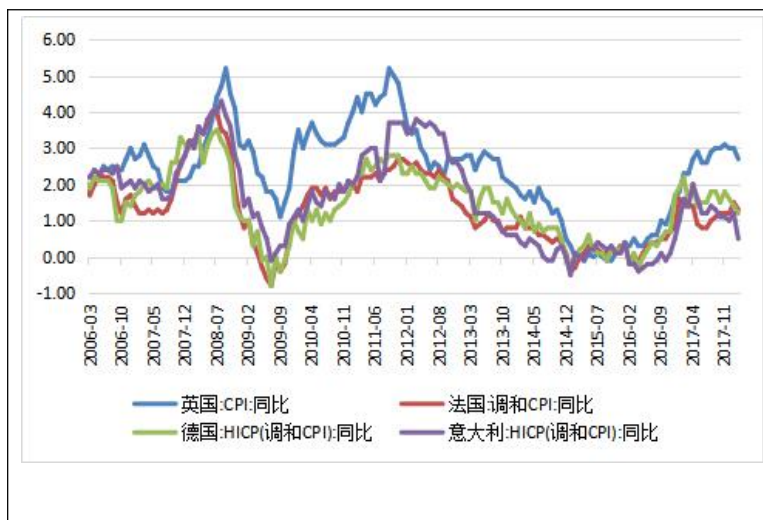
图表 2. 美国失业率、通胀和美联储目标利率



图表 3. 英、法、德、意通胀水平

图表 4. 中国从美进口主要产品情况





指标名称(单位:亿美元)	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
机电、音像设备及其零件、附件	383.09	383.00	356.73	312.58	341.13
车辆、航空器、船舶及运输设备	245.06	298.47	309.45	272.85	300.24
植物产品	165.35	194.22	164.67	166.38	169.77
化学工业及其相关工业的产品	125.55	128.56	126.51	124.92	148.38
光学、医疗等仪器;钟表;乐器	111.22	114.01	113.45	111.38	118.06
从美国进口总额合计	1,030.27	1,118.26	1,070.80	988.11	1,077.57

## 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。近期，美国方面公布了关税信息，对特定中国商品，美国将征收 25% 关税，中美贸易摩擦持续升级。

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。3 月下旬，美国方面公布了关税信息，对特定中国商品，美国将征收 25% 关税，中美贸易摩擦持续升级。美国白宫官员表示美国计划向 500 亿美元中国进口商品征收关税。针对先前的 232 调查，我国给出强硬回应，拟对自美国进口的部分产品加征关税，以平衡因美国对进口钢铝产品加征关税给中方利益造成的损失。

**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。**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

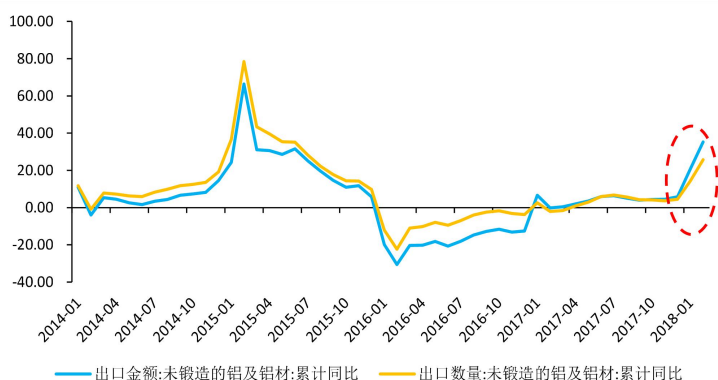
市银行已经开始通过定增、发行优先股、发行可转债等方式进行资本补充。银行业补充资本，一是**进一步提升资本充足率，以满足监管要求**。巴塞尔 III 实施之后，我国与国际标准逐步接轨，银监会在《商业银行资本管理办法》的基础上设置过渡期，从 2012 年开始，资本充足率要求持续提高，此后便出现了银行股大量再融资。2017 年末银行业资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别为 13.65%、11.35%、10.75%，高于 2017 年底监管指标约 3 个百分点。2019 年，全球系统重要性银行将要实施 TLAC，资本充足率要求将会进一步提高，因此银行存在一定的资本补充需求。二是**部分影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。

**301 调查即将公布，中美贸易摩擦或将升级。**我国加入 WTO 前，美国曾于 1991、1994、1996 三次对中国发起“特别 301 调查”，让中国先后修订了《专利法》、《商标法》，颁布《反不正当竞争法》等知识产权保护法律法规。2010 年，美国对我国新能源发起 301 调查，最终我国同意停止对使用国产零部件的风电企业提供补贴。2017 年 8 月 14 日，特朗普签署行政备忘录，授权莱特希泽对“中国不公平贸易行为”发起调查，重点在中国企业是否“涉嫌侵犯美国知识产权和强制美国企业做技术转让，以及美国企业是否被迫与中方合作伙伴分享先进技术”等议题。随后 8 月 18 日，美国贸易代表办公室发布声明，宣布根据贸易保护法第 301 条款启动对中国调查。本周，美国贸易代表处 (USTR) 公布了关税信息，对特定中国商品，美国将征收 25% 关税。美国白宫官员表示美国计划向 500 亿美元中国进口商品征收关税，这些产品包括：航空产品、现代铁路、新能源汽车和高科技产品等 1300 个类别，USTR 将在 15 天内公布针对的商品清单。随后，特朗普签署备忘录，并表示 301 调查结果可能会要求对大约 600 亿美元中国商品征税。征收关税同时限制中国对美国投资，美国目前已经加强对中国投资美国的限制，叫停多起中资收购美国半导体公司的交易。未来，财政部将有 60 天时间推出具体计划。

**短期来看，中美贸易摩擦不可避免，或将出现局部加剧的情况，但难以出现大范围贸易战。**一是美方针对中国选取“双反”调查的对象在中美贸易中占比较低，降低了贸易摩擦升级的可能性。2017 年，我国对美出口铝及其制品 37.56 亿美元，在中国对美出口总额中占比为 0.87%；我国全年出口铝及其制品 226.8 亿美元，对美出口额占比为 16.56%，产品出口对美国市场依赖度较低。二是美国挑起与中国、欧洲的“贸易战”或将加强中欧贸易关系，从 2006 年后，欧洲超过美国成为中国最大的贸易伙伴，过去 5 年中国对欧洲进出口占比提升 3.6

个百分点至15.13%，中美贸易战升级将巩固中欧贸易关系，长远看不利于美国的战略。三是美国发起和主要贸易伙伴的“贸易战”将直接抬升美国国内通胀水平，对美国国内经济亦有损害。当前美国力求打压中国的钢铁和铝出口，原材料成本的上升将推动其国内汽车制造等相关行业成本，推升美国国内通胀水平，对美国国内消费构成不利影响。

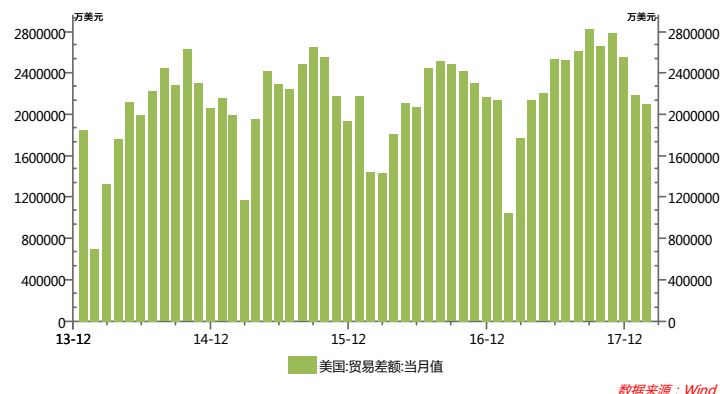
图表 5. 我国对美国铝制品出口增速



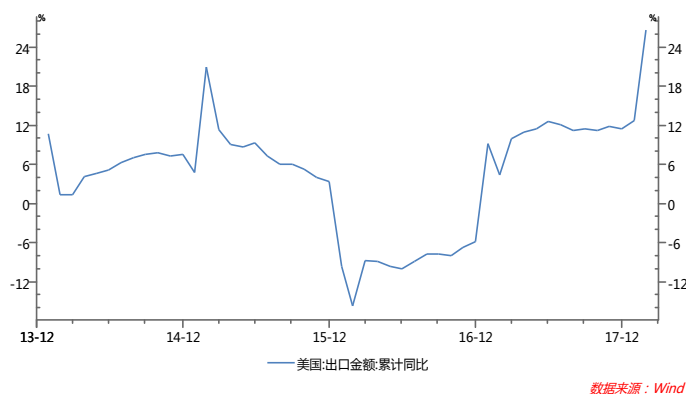
图表 6. 我国对美国出口主要行业

2017年对美国出口金额前五行业	金额 (单位: 亿美元)
机电、音像设备及其零件、附件	1,985.49
杂项制品	520.28
纺织原料及纺织制品	425.17
金属及其制品	230.16
#钢铁制品	105.26
#铝及其制品	37.56
#钢铁	6.01
车辆、航空器、船舶及运输设备	197.01
2017年我国对美国出口总额	4,331.46

图表 7. 中美贸易逆差



图表 8. 我国对美国出口增速



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

上月央行开展5400亿7天逆回购操作，500亿国库现金定存招标以及4325亿MLF操作，实现净回笼3225亿元。其中3月22日跟随美联储加息上调公开市场利率5bp，符合市场预期。全月来看，资金面整体维持宽松局面，仅月末略有趋紧。请参阅最后一页的信息披露和法律声明

汇率方面，受贸易战升级和美国通胀数据未见起色影响，美元指数震荡后小幅走弱。全月美元指数下滑至89.98。在岸美元兑人民币收于6.2733。当前海外市场焦点为各国一季度收官经济数据及美国政府的挑起的贸易战走势，预计人民币将呈区间震荡。

上月央行开展5400亿7天逆回购操作，500亿国库现金定存招标以及4325亿MLF操作，实现净回笼3225亿元。其中3月22日跟随美联储加息上调公开市场利率5bp，符合市场预期。全月来看，资金面整体维持宽松局面，仅月末略有趋紧。

截止上周五，R001加权平均利率收于3.44%，较前周上行53bp；R007加权平均利率为4.19%，较前周上行68bp；R014加权平均利率为5.19%，较前周上行130bp。同业存单方面，上月共发行22028亿，净融资额为3165亿。二级市场方面，3个月AAA同业存单利率为3.81%，下行89bp，6个月AAA同业存单利率为4.13%，下行59bp，9个月AAA同业存单利率为4.18%，下行61bp。同业存款方面，各期限吸收报价为：7天1.9%-3.8%左右，14天2.4%-3.8%左右，1个月3%-3.8%左右，3个月3.1%-4%左右，6个月3.8%-4.6%左右，1年3.3%-4.7%左右。

汇率方面，受贸易战升级和美国通胀数据未见起色影响，美元指数震荡后小幅走弱。全月美元指数下滑至89.98。在岸美元兑人民币收于6.2733。当前海外市场焦点为各国一季度收官经济数据及美国政府的挑起的贸易战走势，预计人民币将呈区间震荡。

全月美元兑人民币中间价升值413基点，上周五开在6.2881。在岸汇率收在6.2733，离岸汇率收在6.2628，分别较前周升值602个基点和681基点。美元兑人民币掉期方面，受美联储加息后中美货币市场利差收窄影响，1个月掉期点下行41bp至66bp，3个月期掉期点下行112bp至208bp。美元交投活跃，日均成交量在238亿美元左右。离岸人民币流动性趋紧，全月来看，隔夜较前月上行77bp至3.74%，7天上行36bp至3.82%，14天上行34bp至4.10%。

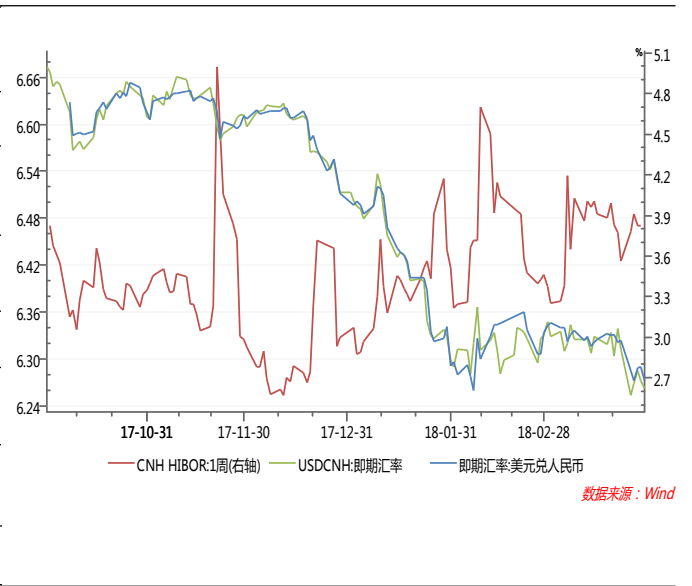
本周有200亿逆回购到期，到期压力较小。跨月后第一周，资金扰动项较小，随着财政投放陆续到位，预计流动性总体保持宽松。

图表 9. 同业存放利率变动

图表 10. 境内外美元汇差与离岸人民币利率 (%)



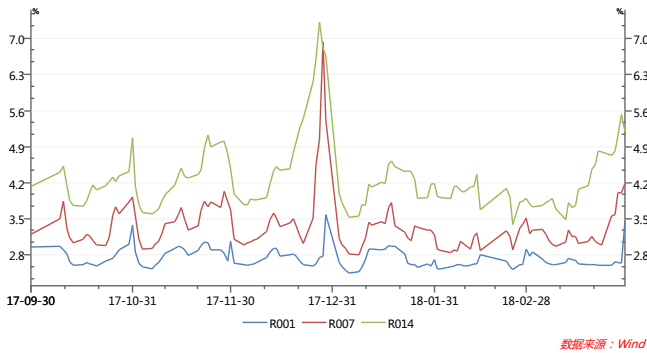
期限	2018-3-30		2018-3-23	
	融出	融出	融入	融入
1W	3.8 - 3.75	3.8 - 2	3.8 - 3.05	2 - 1.9
2W	4.3 - 4.2	3.8 - 2.7	4.3 - 4.2	3.2 - 2.6
1M	4.95 - 4.9	3.8 - 3.2	4.95 - 4.9	3.7 - 3.45
3M	5.6 - 5	4 - 3.4	5.6 - 5	3.9 - 3.5
6M	6 - 5.6	4.65 - 3.9	6 - 5.6	4.3 - 3.9
1Y	5.75 - 5.5	4.7 - 4.15	5.75 - 5.5	4.7 - 4.4



数据来源: Wind, 上海国际货币, 中国农业银行金融市场部

图表 11. 银行间债券回购利率走势

图表 12. 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

国内方面, 3月公布的经济数据表现不一, 国内基本面并未出现明显恶化, 总体趋势仍需观察; 资金方面, 央行维持稳健中性的货币政策, 资金面整体维持平衡; 监管方面, 资管新规通过, 等待具体细则落地, 在操作层面或会选择更具可实施性的方式对业务调整的要求进行明确, 债市收益率或将在资金边际收紧和新规落地的冲击下出现向上调整。展望海外债市, 美联储3月利率决议如期加息, 年内预计加息3次, 但贸易战策略对美国影响偏负面, 美联储



后续加息进程可能将受到影响；欧元区方面，欧央行3月利率决议按兵不动，但欧元区经济数据稳中向好，复苏势头仍在。一级市场方面，新债总体发行规模有所增加，地方债发行增加显著，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，市场对国开债需求较为旺盛，对国债、非国开债需求尚可。二级市场方面，季末资金面维持稳定态势，短端收益率下行较快；而基本面存在走弱预期，叠加贸易战对基本面的扰动，助推债市乐观情绪，二级市场收益率多数下行。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小于长期品种。

政策方面：3月整月逆回购到期10500亿元，MLF到期2950亿元，央行逆回购投放5400亿元，MLF投放4325亿元，实现净回笼3725亿元；资金面整体较为宽松，月末略有收紧最终平稳过度。本月初“两会”召开，总理在第十三届全国人民代表大会第一次会议上发布《政府工作报告》，报告提出：中国2018年GDP增长目标为6.5%左右；城镇新增就业1100万人以上，城镇调查失业率5.5%以内，城镇登记失业率4.5%以内；赤字率拟按2.6%安排，比去年预算低0.4个百分点；稳健的货币政策保持中性，要松紧适度，中国2018年CPI涨幅目标3%左右。官方赤字率的下调意味着财政扩张的步伐有所放缓，但2018年财政支出的下滑较为有限。从监管方面来看，今年的主调依然是严监管、去杠杆，货币政策也依然保持稳健中性、有弹性，M2增速目标淡化后，是整体管好货币供给总闸门，合理增长M2、信贷和社融，旨在维持流动性的合理稳定。中国2月财新服务业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。CPI方面，中国2月CPI同比上涨2.9%，预期2.5%，前值1.5%，环比增速0.6%；PPI同比上涨3.7%，预期3.7%，前值4.3%，环比增速-0.1%。CPI同比涨幅扩大1.4%，环比涨幅扩大0.6%，2月通胀数据显示虽然年初以来猪肉价格下跌幅度较大，但其他食品项增速都较为显著，且非食品项对整体通胀形成了较为有力的支撑，2月CPI同比增速较上月上升幅度较大，今年春节位于2月与去年春节位于1月产生的错月效应是造成今年2月CPI同比增速大幅上升的主要原因，食品项价格大幅上升是拉高CPI环比增速的主要原因。中国1-2月规模以上工业企业实现利润总额9689亿元，同比增长16.1%。统计局称，工业企业效益开局向好，企业利润增长加快。2月末，规模以上工业企业资产负债率为56.3%，同比降低0.8个百分点。其中，国有控股企业资产负债率为59.6%，同比降低1.4个百分点，1-2月份工业企业利润增速中枢回落，PPI见顶回落拖累收入增速，但企业盈利能力仍在改善；分行业来看，上中下游行业利润增速均有放缓，存货及应收账款增速小幅抬升，但营运能力依旧好转。PMI方面，中国3月官方制造业PMI为51.5，预期50.5，前值50.3；3月官方非制造业PMI为54.6，预期54.6，前值54.4，3月官方综合PMI为54，前值52.9，3月制造业采购经理指数明显回升，升至一季度高点，制造业扩张提速；非制造业总体延续平稳较快的运行格局，从行业大类看，铁路运输、证券、保险等行业商务活动指数均位于55.0%及以上的较高景气区间，而餐饮、房地产等行业位于临界点以下；综合PMI产出指数扩张加快，表明我国企业生产经营活动总体上进一步扩张。监管方面，备受瞩目的资产管理新规获通过，市场继续等待具体规则落地，债市弱势调整。23号文进一步规范地方政府和国企融资，继续从严推进地

方政府债务“堵后门”，主要关注三个方面的要求：（1）平台不许替地方政府融资；（2）打破地方政府对于地方建设项目的“刚兑”，滚动发行、集合类、分离定价的资管产品均不得对接；（3）金融机构提供融资应严格按项目审查，而不是政府信用；（4）加强对国有企业股东资质审查。今年将继续延续地方政府融资平台去杠杆方向。总体来说，3月公布的经济数据表现不一，国内基本面并未出现明显恶化，总体趋势仍需观察；资金方面，央行维持稳健中性的货币政策，资金面整体维持平衡；监管方面，资管新规通过，等待具体细则落地，在操作层面或会选择更具可实施性的方式对业务调整的要求进行明确，债市收益率或将在资金边际收紧和新规落地的冲击下出现向上调整。

美国劳工部公布2月份非农就业数据显示：（1）2月美国新增非农就业人数31.3万，远超预期值20.5万，前值20万，修正为23.9万；（2）失业率4.1%，高于市场预期4.0%，与前值4.10%保持一致，美国2月劳动参与率63%，相比前值62.7%略有提高；（3）平均时薪环比增涨0.10%，低于预期增长0.20%，较前值0.30%有所下降；时薪同比增长2.6%，不及预期增长2.80%，前值2.90%下修为2.80%；总体来说，新增就业大超预期，失业率稳定保持低位，劳动力市场继续保持强劲，将支撑经济增长，而薪资增速有所放缓。CPI方面，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，美国2月通胀保持温和。PPI方面，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。经济增长方面，17年4季度GDP季调终值上修，其中个人消费贡献再度提升，库存降幅下修，但净出口的拉动作用大幅下滑。美联储加息方面，美加息靴子在本月正式落地，美联储发布的FOMC声明称，加息25个基点至1.50%-1.75%区间，维持今年加息3次预期不变，但预计会在2019-20年更加陡峭地加息；重申认为美国经济保证进一步渐进式加息，点阵图显示美国2018年仍将加息3次，美联储预计通胀将在数月继续上扬，渐进加息的主基调将延续，随后央行通过OMO7操作上调5个基点。贸易战方面，美国总统特朗普指令对华采取贸易限制措施，中方商务部发布中止减让清单予以回应。贸易战的开启对美国经济增长偏负面，也将对我国出口不利，令经济下行压力增大，打压风险偏好、抬升避险资产价格，随着中美谈判协商意愿逐渐明晰，贸易战担忧情绪降温，债市小幅调整。欧元区方面：欧元区1月工业生产回落至3.4%，大幅低于预期，主因法国工业生产同比增速下行，但德国表现仍然突出，意大利亦相对稳健。此外，欧元区、德国和法国3月制造业PMI初值分别为56.6、58.4和53.6，服务业PMI初值分别为55、54.2和56.8，均较1-2月有所下行，工业生产震荡，PMI再度回落。总体来说，美联储3月利率决议如期加息，年内预计加息3次，但贸易战策略对美国影响偏负面，美联储后续加息进程可能将受到影响；欧元区方面，欧央行3月利率决议按兵不动，但欧元区经济数据稳中向好，复苏势头仍在。

**一级市场：**新债总体发行规模有所增加，地方债发行增加显著。按品种来看，上月国债发行14只，金额合计2100亿元，规模较前月有明显增加；政策性金融债发行62只，金额合计3992.5亿元，规模比2月大幅增加；地方债发行启动，共发行52只，金额合计1909.83亿元。从发行情况看，一级市场招标情况整体

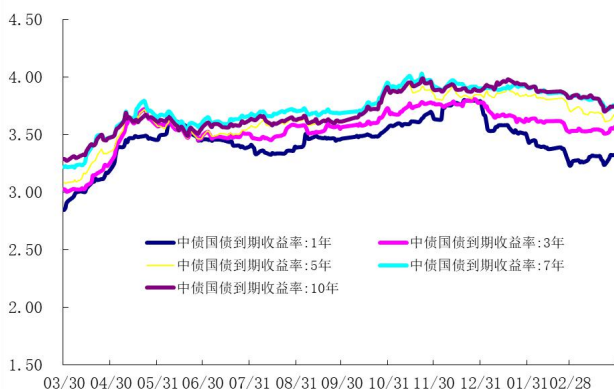
较为平稳；从中标利率和中标倍数看，市场对国开债需求较为旺盛，对国债、非国开债需求尚可。

信用债方面，同业存单发行 21870.50 亿元，短融发行 3603.5 亿元，企业债发行 240 亿元，公司债发行 1325.42 亿元，信用债发行规模较上个月显著上升。

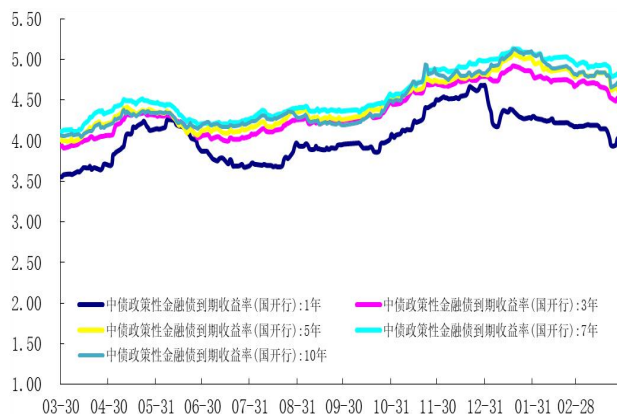
二级市场：季末资金面维持稳定态势，短端收益率下行较快；而基本面存在走弱预期，叠加贸易战对基本面的扰动，助推债市乐观情绪，二级市场收益率多数下行。总体来看，国债收益率短升长降，国开债收益率长短端均下行，下行幅度相当。具体来看，1 年期国债收于 3.32%，较上月上行 9bp；10 年期国债收于 3.74%，较上月下行 11bp。1 年期国开债收于 4.01%，比上月下行 17bp；10 年期国开债收于 4.65%，比上月下行 16bp。

信用债方面，期限利差与等级间利差均有所下降，其中短期品种信用利差波动幅度和下降幅度小于长期品种。分品种看，相比于上月，AA+及以上 1 年期短融下行 14-25bp，3 年期中票下行 27-32bp 左右，5 年期中票下行 20-22bp。

图表 13. 国债收益率走势

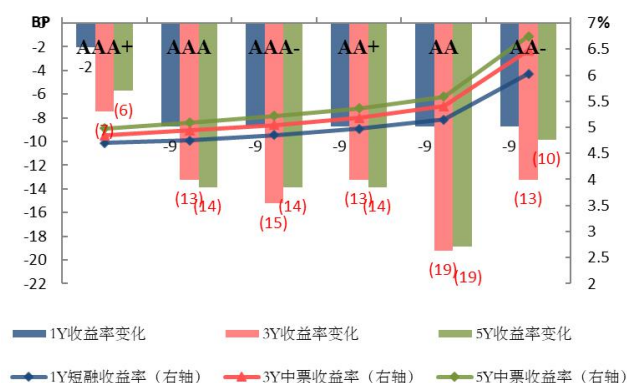


图表 14. 政策性金融债收益率走势

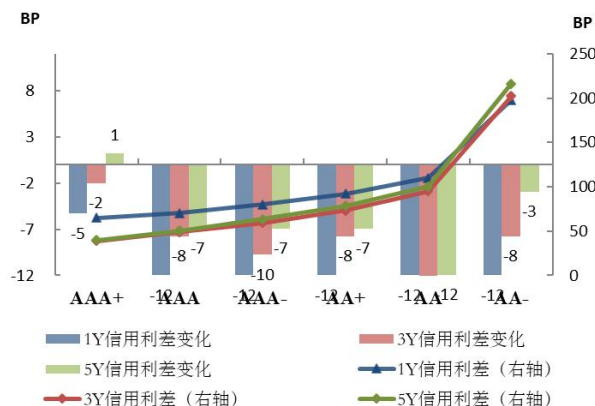


来源：wind、中国农业银行金融市场部

图表 15. 信用债收益率走势周变化



图表 16. 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。**物美控股集团有限公司**上调评级，主要由于国内零售行业发展态势较好，近年来物美集团经营规模持续扩大，营收保持增长；**钟祥市城市建设投资公司**上调评级，主要由于2017年公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础；公司综合开发业务持续性较好，营业收入持续增长；**浏阳市城市建设集团有限公司**上调评级，主要由于近年来浏阳市经济保持较快发展，财政实力不断增强，主要经济指标在长沙市下辖区县排名靠前，产业结构不断优化，良好的园区布局及支柱产业的发展带动浏阳市产业园区经济快速增长，公司发展面临良好的外部环境；**天津临港投资控股有限公司**上调评级，主要由于临港经济区与天津港保税区两区合并成为新天津港保税区，形成优势互补、协同发展态势，未来发展潜力较大，合并后新天津港保税区财政实力较原临港经济区大幅提升；**凤台县华兴城市建设投资有限公司**上调评级，主要由于2017年以来凤台县区域经济及财政实力稳步增长；经过一系列资产整合后，公司在凤台县的城市建设投融资主体地位更加突出；公司资产、收入规模大幅增长，资本实力显著提升以及基础设施建设项目的回款情况进一步改善；**新光控股集团有限公司**上调评级，主要因为短期内凭借品牌影响力和技术优势，公司在饰品行业的优势地位将进一步巩固和强化，区位优势显著和城市住房需求旺盛为公司房地产业务收入提供支持，公司盈利能力强，为其增强抗风险能力、改善偿债能力提供有力保障；**悦达融资租赁有限公司**上调评级，主要因为悦达租赁正处于快速扩张时期，带动收入增长，推动净营业收入同比上升。

**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。**邦银金融租赁股份有限公司**下调评级，主要由于邦银金租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租的支持能力产生负面影响；**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。**丹东银行股份有限公司**下调评级，主要由于丹东银行对丹东港的信贷规模大，贷款客户集中度高，贷款的担保措施以丹东港股东所持股权质押及土地和部分海域使用权为主；目前，丹东银行尚未将丹东港的贷款计入不良贷款；

**图表17. 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	中诚信证券评估有限公司	2018-03-05	AA+	稳定	AA	稳定



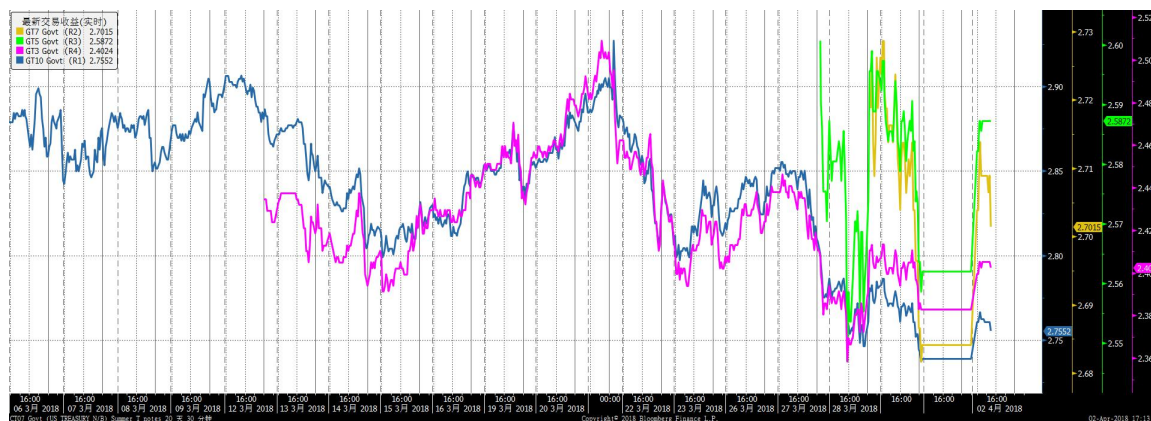
物美控股集团有限公司	资本货物	上海新世纪资信评估投资服	2018-03-09	AA+	稳定	AA	稳定
钟祥市城市建设投资公司	资本货物	鹏元资信评估有限公司	2018-03-19	AA	稳定	AA-	稳定
浏阳市城市建设集团有限公司	资本货物	大公国际资信评估有限公司	2018-03-19	AA+	稳定	AA	稳定
天津临港投资控股有限公司	资本货物	中诚信国际信用评级有限责	2018-03-20	AA+	稳定	AA	稳定
凤台县华兴城市建设投资有限公司	资本货物	中诚信国际信用评级有限责	2018-03-20	AA	稳定	AA-	稳定
新光控股集团有限公司	多元金融	大公国际资信评估有限公司	2018-03-21	AA+	稳定	AA	稳定
悦达融资租赁有限公司	多元金融	中诚信国际信用评级有限责	2018-03-28	AA	-	AA-	-
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
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-	-
神雾环保技术股份有限公司	资本货物	联合信用评级有限公司	2018-03-02	BBB+	-	A	稳定
上海华信国际集团有限公司	能源 II	联合信用评级有限公司	2018-03-02	AA+	-	AAA	稳定
上海华信国际集团有限公司	能源 II	中诚信国际信用评级有限责	2018-03-08	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	2018-03-15	B	-	BBB	-
丹东银行股份有限公司	银行	联合资信评估有限公司	2018-03-23	A+	-	AA-	稳定
上海华信国际集团有限公司	能源 II	中诚信国际信用评级有限责	2018-03-30	AA-	-	AA+	-

**展望本月：第一，资金面方面**，从“双支柱调控框架”来看，央行通过货币政策边际收紧来去杠杆的动力将逐步走弱，作为总量政策的货币政策预计在整体去杠杆和调结构的过程中，将保持较长时间的基本稳定，2018年货币政策维持稳健中性、资金面利率较2017年止升企稳；**第二，基本面方面**，重点关注3月各项基本面经济数据，需求端转弱预期能否兑现；**第三，海外方面**，关注贸易战后续持续影响，预计中美之间将就商品市场和投资准入、高科技产品和能源进出口等问题展开深入谈判。

3月美国贸易问题两度引起美债收益率下行。其余时间段内美债收益率跟随加息步伐上行。截止3月末，1、3、5、7、10年期美国国债收益率分别为2.09%、

2.39%、2.56%、2.68%、2.74%，较前一月末分别变动2BP、-3BP、-9BP、-12BP和-13BP。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。

图 18. 美国 1、3、5、7、10 年期国债收益率



## 外汇及商品市场

三月联储加息落地，贸易摩擦升级打压美元，美元指数低位震荡。金价变动与美元指数日趋紧密，避险情绪提振黄金走势，国际现货黄金3月整体震荡走高。欧佩克与非欧佩克减产执行率继续创出新高，中东地缘局势紧张等因素支撑原油期价。

三月联储加息落地，贸易摩擦升级打压美元，美元指数低位震荡。美元方面，3月全月，美元指数在低位呈区间盘整走势，当月下跌0.76%，收于89.9769。美联储加息和贸易摩擦升温是影响美元指数月内走势的两条主线。月初，美国总统特朗普表示将对进口钢铁产品和铝产品加征关税，引发避险情绪升温。受此影响，隔夜美股重挫，美元遭受打压，自90.67位置附近一路下行跌破90关口。月中，受美国2月靓丽非农数据影响，美元指数小幅回升。3月中下旬开始，美元指数走出“V”型走势。先是美联储如期实施年内首次加息，但会议未明确指出年内4次加息，被市场解读为态度偏鸽，加上中美贸易战可能性上升的避险预期，美元指数一度下破89。随后中美贸易有和解趋势，叠加月末资金回流，美元指数收回此前跌幅。展望后市，美元4月往往呈现季节性弱势，在过去的4月份中，美元指数连续7次下跌，过去10年的平均跌幅为1.26%。基本面来看，中美贸易摩擦短期内可能仍将使美元承压。4月2日，中国决定对原产于美国的部分进口商品中止关税减让义务，两国贸易分歧短时间内或难以达成一致。**欧元方面**，欧元兑美元汇率上涨1.05%，收于6.2323。金融市场的不确定性引发避险情绪，打压美元走势，对欧元提供了一定支撑。欧洲央行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。目前欧央行货币政策立场仍维持谨慎。**英镑方面**，英镑兑美元汇率上升1.88%，收于1.4020。一季度英镑/美元上涨约3.9%，创下2015年中期以来最佳表现。月内公布的薪资数据增

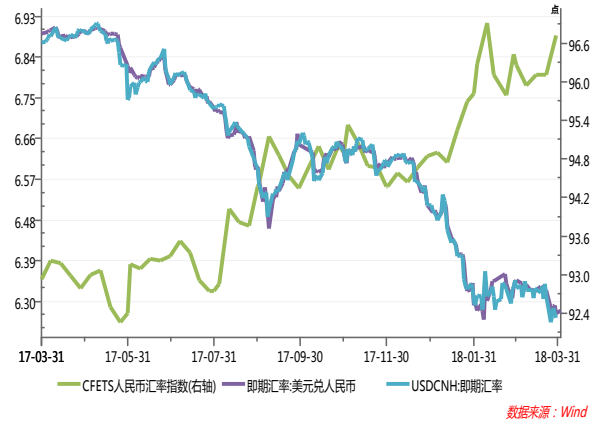
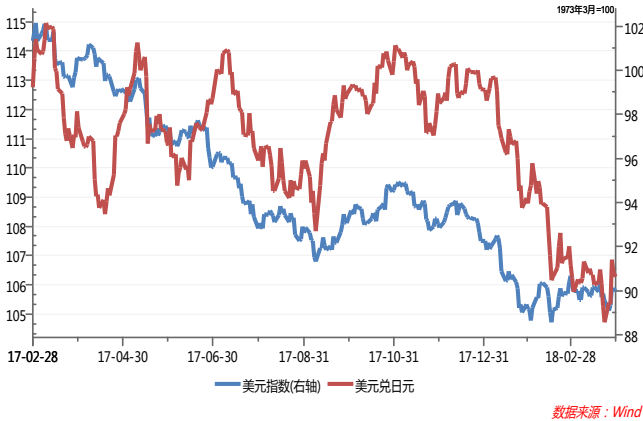
幅为两年来最大，强化了英国央行最早在5月加息的预期。英国脱欧谈判也取得进展，提振英镑走强。**人民币方面**，美元兑人民币汇率下跌0.95%，收于6.2733。欧元兑人民币汇率上涨7.7380。三月末人民币对美元汇率急涨，一方面美元指数走弱提供了外部条件，另一方面前期市场预期不足、季末流动性收紧等可能放大了汇价波动。目前跨境资本流动较为平衡，国内经济基本面较为稳固，预计后市人民币将总体持稳，保持双向波动。

**金价变动与美元指数日趋紧密，避险情绪提振黄金走势，国际现货黄金3月整体震荡走高。**月初开始，国际金价小幅攀升至1340美元后进入窄幅盘整，震荡区间为1310美元至1330美元；3月下旬，国际金价强力拉升，触及1355美元后回吐大部分涨幅。截止3月29日，3月国际金价开于1318.3美元，最高上涨至1356.83美元，最低下探至1302.61美元，最终收于1325.03美元，全月上涨0.55%，振幅为4.11%，振幅及涨幅逐步收窄。总体上，由于3月国际黄金重回了美国加息预期轨道，其变动趋势与美元指数关系日趋紧密，同时贸易战引发的避险担忧成为市场新的关注焦点。国际方面，下周金融市场又将迎来诸多重磅事件，最为关键的是定于4月6日的美国非农数据和美联储主席鲍威尔讲话。若薪资数据高于预期，可能提升外界对美联储更快加息的预期，从而对美元构成支撑。此外，美联储主席鲍威尔将于4月6日访问芝加哥期间就经济展望发表演讲，假如鲍威尔因近期通胀数据走高而发表措辞鹰派的言论，则可能会提升外界对美联储更多次加息的预期，从而利好美元走势。

**欧佩克与非欧佩克减产执行率继续创出新高，中东地缘局势紧张等因素支撑原油期价；美国原油产量持续创出新高，贸易战风险升温限制油价的上涨空间。**3月WTI原油收于64.94，当月上涨5.35%。布伦特原油收于70.27，当月上涨6.83%。具体来看，一是OPEC减产执行率良好，沙特能源部长表示减产协议有望延长。2月欧佩克原油产量减少7.7万桶/日至3218.6万桶/日，委内瑞拉、伊拉克、伊朗等国产量出现减少。11个OPEC国家减产执行率达到147%。目前市场预期欧佩克可能延长减产协议。二是美国原油产量仍对油价形成压力，截止3月23日当周的美国原油日均产量1043.3万桶，连续两个月处于1000万桶上方，比上年同期日均产量增加128.6万桶，增幅为14.1%。这令市场担忧情绪加重。三是地缘政治风险为油价提供一定支撑，美国对伊朗的制裁豁免期将于5月12日到期，目前市场预期美国总统特朗普将退出伊朗核协议，同时沙特与伊朗两国关系紧张；5月20日委内瑞拉将举行选举，委内瑞拉及中东地缘局势支撑原油市场。展望后市，预计原油将延续高位震荡走势。

图表 19. 美元指数、美元兑日元

图表 20 人民币在岸及离岸汇率

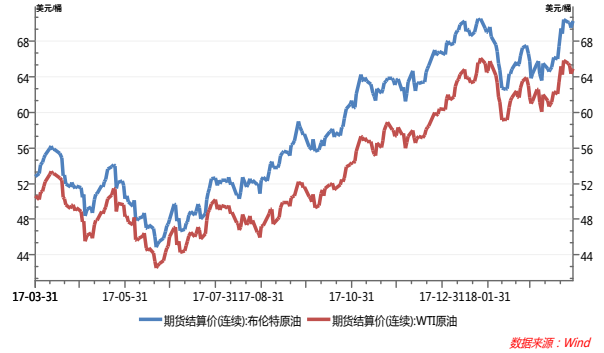


来源: wind、中国农业银行金融市场部

图表 21. 黄金价格



图表 22 布伦特及美国原油



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。