



2018年4月23日

## 定向降准置换麻辣粉，债市收益率明显下行

### 宏观经济

■ **国际宏观：**国际货币基金组织发布2018年4月《世界经济展望》、《全球金融稳定报告》和《财政监测报告》。全球经济回升已变得更为广泛，但当前有利的经济增速不会一直持续下去。全球金融状况尽管仍然支持着经济增长，但多年极低利率和波动中累积起来的金融脆弱性增加。债务高企是一个问题，需要增强风险抵御能力。

■ **国内宏观：**一季度经济数据陆续出炉，一季度看GDP同比增长6.8%，经济增速保持平稳；分项看，消费超预期，消费升级拉动消费增长，是GDP保持平稳增长的重要力量。在已经公布GDP增速的省份中，11个省份GDP增速有所放缓，其中海南省、天津市两地降幅显著，贵州依旧保持较高速度增长。

### 金融市场

■ **货币政策及资金面：**上周央行开展4200亿7天逆回购操作，700亿14天逆回购操作，到期200亿，逆回购方面净投放4700亿。同时等额续作了3675亿到期MLF和800亿国库现金定存。在上周二宣布下调部分银行法定存款准备金率以置换存量MLF，并释放约4000亿增量资金。但受缴税等因素影响，资金面较为紧张，程度超过三月末。汇率方面，美联储发布褐皮书，对美国经济前景较为乐观，且经济数据高于预期，美元指数回升至90.316。在岸美元兑人民币收于6.2898，较前周贬值73基点。预计近期人民币汇率仍然将在较窄空间内双向波动。

■ **债券市场：**缴税扰动令资金面承压，央行加大净投放维稳。央行采用定向降准置换存量MLF，一是提前稳定六月份资金面，加大对实体经济支持。二是打开货币乘数空间，缓解基础货币供应的压力，提高信用投放能力。三是配合前期放开存款利率自律上限的操作，有利于存款利率和货币市场利率的进一步并轨和利率市场化的进一步推进。一级市场上周新债总体发行规模减少，利率债需求尚可。招标整体较为平稳，从中标利率和中标倍数看，市场对国开债、非国开债需求尚可，对国债需求一般。二级市场上周初公开市场重启净投放稳定流动性，叠加信贷数据不及预期等因素，收益率小幅下行；周二MLF操作规模不及预期，经济数据喜忧参半，多空存在分歧；周三央行意外降准，债市做多热情高涨，收益率大幅下行15-20bp；周四周五资金面再显紧势，大幅下行后市场情绪转为谨慎，收益率小幅反弹。信用债方面，上周信用债收益率跟随利率债全线下行，二级市场利差收窄，期限与等级间利差变化不大，曲线小幅走平。

■ **外汇及商品市场：**美债收益率攀升，欧英央行货币政策态度谨慎，美元指数反弹。地缘政治风险暂缓，美国经济表现不俗，黄金缺乏上涨动力。地缘政治焦点转换，减产协议有望延长，油价总体维持强势。

### 市场展望及策略建议

■ 央行行长表示中国经济继续向好，有利于提升市场对于中国经济的信心；朝鲜、中美贸易问题均缓解，降低避险情绪；美国经济数据继续向好，6月加息预期升温。资金面预计先紧后松；债市收益率受中美利差较窄、避险情绪降温以及资金面预期等影响，调整概率较大。美元受政治局势影响短期可能反弹，日元有抛售压力；美债收益率大概率突破3%关键位并短期处于疲软态势；商品则受美元及避险情绪影响预计有所走弱。

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)

宋子川 021-20687220

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

张朔 021-20687246

[zhang\\_shuo@abchina.com](mailto:zhang_shuo@abchina.com)

程丹琪 010-85607531

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

## 一、宏观经济

### 国际宏观

上周国际货币基金组织发布 2018 年 4 月《世界经济展望》、《全球金融稳定报告》和《财政监测报告》。全球经济回升已变得更为广泛而强劲，但当前有利的经济增速不会一直持续下去。全球金融状况尽管仍然支持着经济增长，但已有所收紧，在多年极低利率和波动中累积起来的金融脆弱性增加。债务高企是一个问题，需要增强风险抵御能力，支持经济增长。

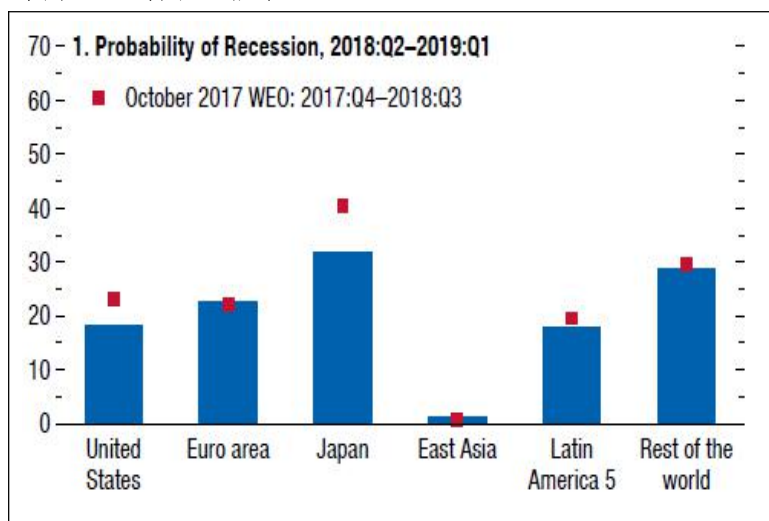
上周国际货币基金组织发布 2018 年 4 月《世界经济展望》、《全球金融稳定报告》和《财政监测报告》。

《世界经济展望》指出，2016 年中开始的全球经济回升已变得更为广泛、更为强劲。发达经济体今年和明年将继续以超过潜在增长率的速度扩张，随后经济增长将减速，而新兴市场和发展中经济体的增长将加快，随后趋于稳定。对于多数国家，当前有利的经济增速不会一直持续下去。政策制定者应抓住这一机会巩固增长，使经济增长更具可持续性，并加强政府应对下次衰退的能力。本期《世界经济展望》的三个分析性章节都侧重于长期经济增长的核心决定因素。一是人口增长、年龄分布和其他结构性就业趋势对于理解增长、投资和生产率至关重要。发达经济体国家面临人口老龄化，其中很多还存在劳动力总体参与率下降的问题，对经济增长造成显著阻碍。尤其令人担忧的是，年轻人和壮年男性的劳动力参与率普遍下降。各项政策（如教育投资和税收政策）能够缓解这些效应，但即使采用最佳做法，参与率还会继续下降。二是全球范围内制造业就业比重下降，这一情况在发达经济体尤为显著。技术进步和全球化驱动的结构性转型引起了普遍关注，人们担心，随着“好工作”消失，收入不平等将加剧。另一个担忧是，当前贫穷国家如果不能经过一个制造业吸收大量就业的发展阶段，就可能一直陷入远离全球收入前沿的境地。报告指出，服务业能够在很大程度上促进生产率增长。因此，最佳应对政策不是抵制市场力量和补贴制造业（这在全球范围内可能是一种“零和游戏”），而是着眼于提高经济整体生产率。为此，需要实施结构性改革，包括降低服务业贸易壁垒，同时开展能够提高劳动力参与意愿的人力投资。三是创新活动和技术专门知识跨境传播的过程。历史上，从技术领先国向贫穷国家的跨境知识流动是收入趋同的重要驱动因素。现在，中国和韩国在一些部门跻身技术领先地位，可能给其他国家（包括老牌高收入国家）带来积极影响。报告指出，国际贸易和竞争能够促进全球知识扩散，从而提供了全球化造福所有国家的重要渠道。从这个角度讲，限制贸易以支持政治上偏护的经济部门，这种做法最终将损害生产率增长。

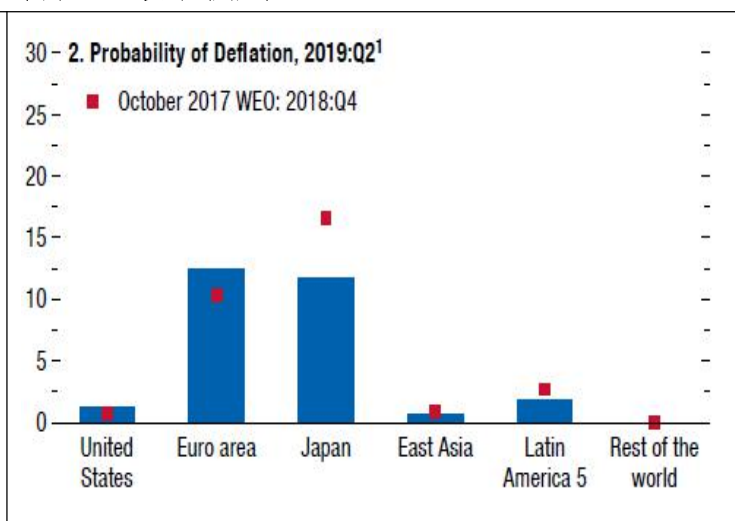
《全球金融稳定报告》指出，全球金融状况尽管仍然支持着经济增长，但已有所收紧。这种收紧主要反映了2月初出现的一轮股市波动，以及由于担心保护主义措施广泛升级，风险资产价格在3月底的下降。与上一期《全球金融稳定报告》中的情形相比，金融稳定面临的短期风险略有增加，而中期风险则继续保持高位。在多年极低利率和波动中累积起来的金融脆弱性可能会使前方的路崎岖不平，并使增长面临风险。事实上，对经济增长在险水平的分析显示，由于金融条件宽松，中期经济增长的风险仍远高于历史标准。

《财政监测报告》指出，债务高企是一个问题，需要增强风险抵御能力，支持经济增长。全球债务已处于历史高位，2016年达到了创纪录的164万亿美元的峰值，相当于全球GDP的225%。与2009年的高峰相比，目前全球债务又增加了GDP的12%。强劲、广泛的经济增长给各国带来了机遇，现在便可着手重建财政缓冲、改善政府收支并实现稳定的公共债务。在经济上行时加强财政缓冲，将为经济最终低迷时提供财政支持留出余地，防止财政脆弱性在金融环境恶化时成为压力的来源。

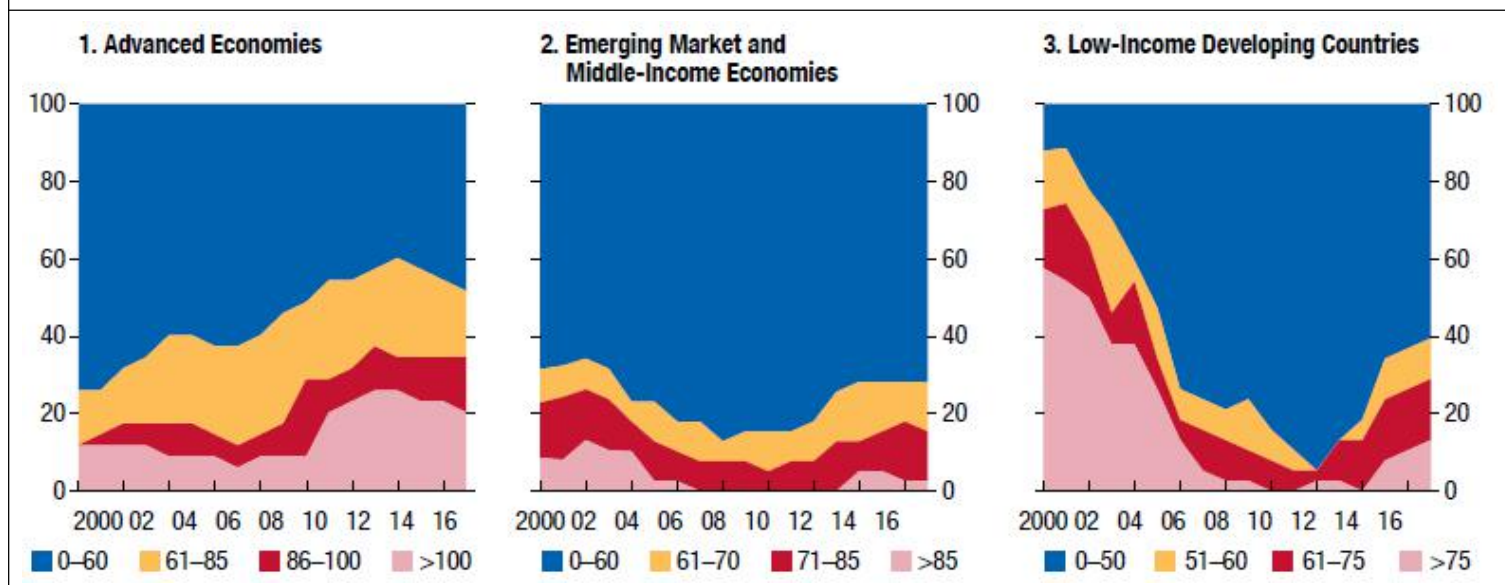
图表 1. 经济衰退概率



图表 2. 通货紧缩概率



图表 3. 各地区不同债务水平国家占比变化



## 国内宏观

一季度经济数据陆续出炉，一季度看 GDP 同比增长6.8%，经济增速保持平稳；分项看，消费超预期，消费升级拉动消费增长，是 GDP 保持平稳增长的重要力量。在已经公布 GDP 增速的省份中，11个省份 GDP 增速有所放缓，其中海南省、天津市两地降幅显著，贵州依旧保持较高速度增长。

一季度经济数据陆续出炉，从全国方面来看，一季度看 GDP 同比 6.8%，连续三个季度保持在 6.8% 的增速水平，经济增速保持平稳；分项看，消费超预期，消费升级拉动消费增长，网上消费持续上升，是 GDP 保持平稳增长的重要力量。在已经公布 GDP 增速的省份中，11个省份 GDP 增速有所放缓，其中海南省、天津市两地降幅显著，贵州依旧保持较高速度增长。

**消费超预期增长，固定资产投资有所回落。**上周，统计局公布一季度经济数据：就一季度看，GDP 同比 6.8%，连续三个季度保持在 6.8% 的增速水平，经济增速保持平稳，增速并不弱。虽然工业增加值、制造业和基建投资增速有所下滑，但主要受季节因素影响，预计后续有一定回升空间。分项来看，3月工业增加值同比增速从1-2月的7.2%快速回落至6%，与春节和基数因素有关。春节延后将使得1-2月工业增加值偏高，而3月偏低；此外，去年3月的高基数也会对今年3月工业增加值同比增速产生拖累。总体来看，3月工业生产复工较慢，企业仍相对谨慎。3月社会消费品零售总额同比 10.1%，前值9.4%。**消费超预期，消费升级拉动消费增长，网上消费持续上升。**1-3月份，全国网上零售额 19318 亿元，

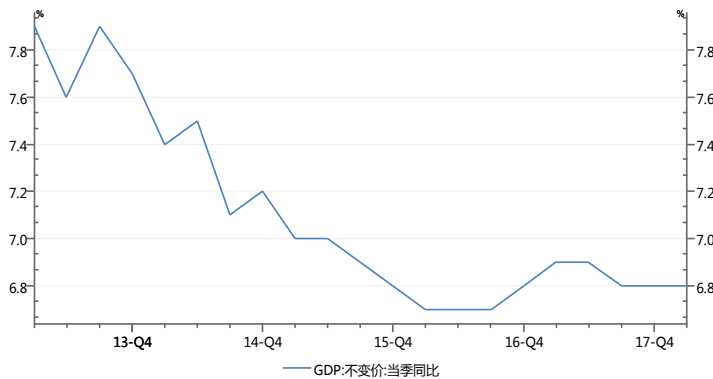
同比增长 35.4%。网上消费持续增长，实物商品网上零售额 14567 亿元，增长 34.4%，比去年同期加快 3.3 个百分点，占社会消费品零售总额的比重从去年同期的 12.4 提升至 16.1%，对消费的拉动作用增长。伴随着居民收入的提高，与消费升级有关产品消费增长较快。全国固定资产投资（不含农户）100763 亿元，同比增长 7.5%，增速比 1-2 月份回落 0.4 个百分点。受高基数和季节影响，制造业投资增速回落。1-3 月份制造业投资增长 3.8%，较前值回落 0.5 个百分点。导致增速下滑的首先是去年的高基数，受制造业复苏和供给侧改革带来产品价格上升影响，去年一季度制造业投资大幅上升 5.8%。其次是今年春节较晚的季节因素。从高频数据看，高炉开工率虽不及去年同期，但春节后持续改善，至今仍处于持续上升状态。此外，分项数据还显示，民间投资增长加快，基建投资有所回落。

**一季度我国消费市场呈现稳步加快增长态势，消费对经济增长的基础性作用继续增强。**一是网络销售保持高速增长。一季度全国网上商品零售额达到 1.5 万亿元人民币，同比增长 34.4%，占社会消费品零售总额的比重达到 16.1%，较上年同期提高 3.7 个百分点。重点监测零售企业网络零售额增速比百货店、超市、购物中心等业态增速分别高 18.8、16.1 和 14.2 个百分点。二是线下消费持续回暖态势。一季度重点监测零售企业百货店、超市、购物中心、便利店销售额同比分别增长 1.7%、4.4%、6.3% 和 7.2%。三是商品消费升级步伐不减。升级类、品质类商品销量增速加快，一季度限额以上单位汽车销售额同比增长 7.4%，较上年同期加快 5.1 个百分点；新能源汽车销售增长 154%。四是消费价格温和上涨。一季度居民消费价格同比上涨 2.1%，涨幅较上年同期扩大 0.7 个百分点。商务部监测的全国食用农产品市场价格累计同比上涨 1.1%，涨幅较上年同期扩大 5.0 个百分点，3 月份环比下降 5.4%，结束连续 7 个月环比上涨的态势。一季度我国网络零售市场主要呈现以下特点：**一是消费提质升级趋势明显。**商务大数据监测显示，文化、健康、旅游消费增长迅速，图书音像、文化办公用品和中西药品销售额增速均超过 50%，文化内涵、消费体验成为影响消费者选择的重要因素。**二是农村网络零售增长较快。**一季度全国农村网上零售额为 2878.2 亿元，同比增长 34.7%，占全国网上零售额的 14.9%。**三是二手电商助推绿色发展。**一季度二手电商增长迅速，线上线下互动的闲置物品交易活跃，帮助社会闲散资源的供求对接，有力推动了绿色循环发展。

**各省（区、市）第一季度经济数据相继出炉。**截至 4 月 22 日，已有 17 个省份晒出一季度成绩单。在一季度 GDP 总量方面，河南省首次突破 1 万亿元。山东省 GDP 为 18900.6 亿元，在已公布的 17 个省份中排名第一，其 GDP 增量为 2247.3 亿元，同样排名第一。经济总量的排名出现变化：上海市以 7863.4 亿元的 GDP 总量超过湖南省；天津市延续去年经济挤水分的趋势，GDP 总量被江西省、陕西省超越。在一季度 GDP 增速方面，与去年同期相比，11 个省份 GDP 增速有所放缓，其中海南省、天津市两地降幅显著，分别比去年同期下降 3.8 个百分点和

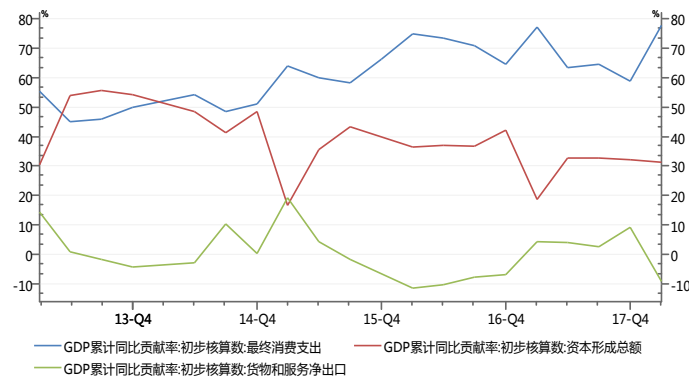
6.1个百分点，天津市一季度经济增速仅为1.9%，在17个省份中垫底。去年经济增速排名靠前的贵州、云南、江西三省，今年依然维持着9%以上的高速增长。其中，贵州省以10.1%的增速排在首位，成为17省份中唯一增速超过10%的省份。这是自2011年一季度以来，贵州省连续29个季度GDP增速位列全国前三位。根据各地的政府工作报告，上述不少省份下调了2018年经济增长目标。其中，天津从去年的8%下调到5%，河南、山东、安徽、宁夏、青海等分别下调0.5个百分点。在一季度经济情况的分析中，“经济结构优化”、“推动高质量发展”成为各地的关键词。

图表 4. 一季度 GDP 增速



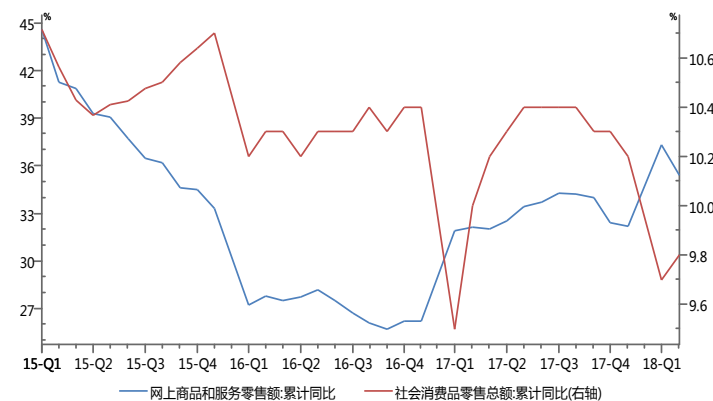
数据来源: Wind

图表 5. 三大需求对 GDP 拉动



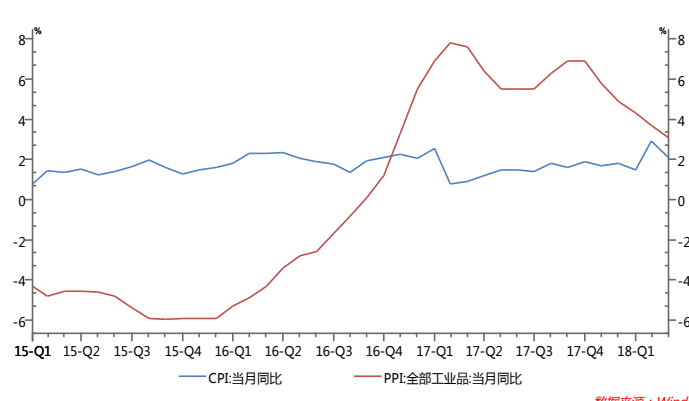
数据来源: Wind

图表 6. 消费增速



数据来源: Wind

图表 7. 价格指数



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

上周央行开展4200亿7天逆回购操作，700亿14天逆回购操作，到期200亿，逆回购方面净投放4700亿。同时等额续作了3675亿到期MLF和800亿国库现金定存。在上周二宣布下调部分银行法定存款准备金率以置换存量MLF，并释放约4000亿增量资金。但受缴税等因素影响，资金面较为紧张，程度超过三月末。汇率方面，美联储发布褐皮书，对美国经济前景较为乐观，且经济数据高于预期，美元指数回升至90.316。在岸美元兑人民币收于6.2898，较前周贬值73基点。预计近期人民币汇率仍然将在较窄空间内双向波动。

上周央行开展4200亿7天逆回购操作，700亿14天逆回购操作，到期200亿，逆回购方面净投放4700亿。同时等额续作了3675亿到期MLF和800亿国库现金定存。在上周二宣布下调部分银行法定存款准备金率以置换存量MLF，并释放约4000亿增量资金。但受缴税等因素影响，资金面较为紧张，程度超过三月末。

具体来看，截止上周五，R001加权平均利率为3.37%，较前周上行78bp；R007加权平均利率为4.60%，较前周上行181bp；R014加权平均利率为4.93%，较前周上行172bp。同业存单方面，上周共发行3918亿，净融资额为29.2亿。二级市场方面，3个月AAA+同业存单利率为3.47%，下行48bp，6个月AAA+同业存单利率为3.80%，下行25bp，9个月AAA+同业存单利率为3.95%，下行35bp。同业存款方面，各期限吸收报价为：7天1.9%-4.1%左右，14天2.15%-4.0%左右，1个月2.8%-3.9%左右，3个月3.26%-4.2%左右，6个月3.7%-4.5%左右，1年2.91%-4.75%左右。

汇率方面，美联储发布褐皮书，对美国经济前景较为乐观，且经济数据高于预期，美元指数回升至90.316。在岸美元兑人民币收于6.2898，较前周贬值73基点。预计近期人民币汇率仍然将在较窄空间内双向波动。

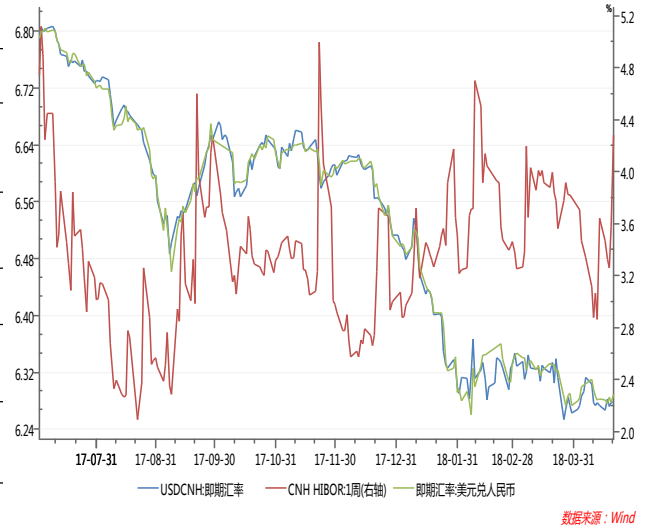
全周美元兑人民币中间价升值1基点，周五开在6.2897。在岸汇率收报在6.2898，离岸汇率收报在6.2791，分别较前周贬值73个基点和59基点。美元兑人民币掉期方面，1个月掉期点上行6bp至61bp，3个月期掉期点下行7bp至165bp。美元交投活跃，日均成交量在300亿美元左右。离岸人民币流动性收紧，全周来看，隔夜较前周上行122bp至4.13%，7天上行64bp至4.28%，14天上行48bp至4.23%。

本周有5200亿逆回购，同时25日将迎来降准。随着税期的结束，财政投放于降准带来的资金，预计本周流动性将较上周有所好转。

图表 8. 同业存放利率变动

图表 9. 境内外美元汇差与离岸人民币利率 (%)

期限	2018-4-20		2018-4-13	
	融出	融入	融出	融入
1W	3.2-2.9	4.2-2.5	3.2-2.9	2.1-1.9
2W	3.4-2.9	4-3.4	3.4-2.9	2.5-2.15
1M	4.3-3.9	3.9-2.9	4.3-3.9	3.3-3.05
3M	5.3-4.6	4.1-3.5	5.3-4.6	4.15-3.26
6M	5.5-4.9	4.2-3.75	5.5-4.9	4.45-4
1Y	6-5.3	4.5-2.9	6-5.7	4.75-3.24

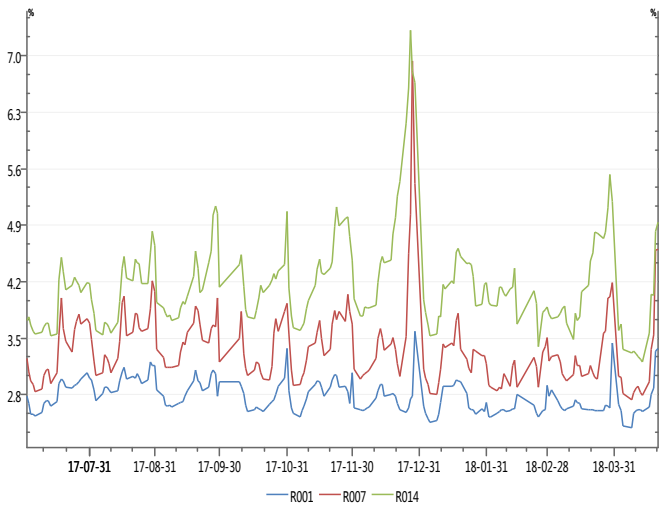


数据来源: Wind

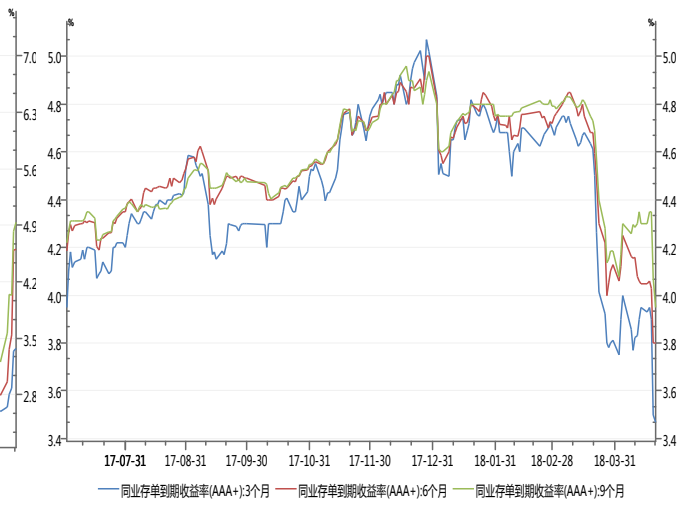
数据来源: Wind, 上海国际货币, 中国农业银行金融市场部

图表 10. 银行间债券回购利率走势

图表 11. 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

缴税扰动令资金面承压，央行加大净投放维稳。央行采用定向降准置换存量MLF，一是提前稳定六月份资金面，加大对实体经济支持。二是打开货币乘数空间，缓解基础货币供应的压力，提高信用投放能力。三是配合前期放开存款利率自律上限的操作，有利于存款利率和货币市场利率的进一步并轨和利率市场化的进一步推进。一季度经济较去年同期小幅回落，但除房地产因土地购置费大量激增之故大幅上行之外，进出口、基建以及制造业均相对疲软。美国3月零售数据较弱。中美贸易战焦点转向芯片禁售，不确定性仍然较大，但已出现一定缓和迹象。一级市场方面，上周新债总体发行规模有所减少，利率债需求尚可。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、非国开债需求尚可，对国债需求一般。二级市场方面，上周初公开市场重启净投放稳定流动性，叠加信贷数据不及预期等因素，债市收益率小幅下行；周二MLF操作规模不及预期，经济数据喜忧参半，债市多空存在分歧；周三央行意外降准，债市做多热情高涨，收益率大幅下行15-20bp；周四周五资金面再显紧势，大幅下行后市场情绪转为谨慎，收益率小幅反弹。信用债方面，上周信用债收益率跟随利率债全线下行，二级市场利差收窄，期限与等级间利差变化不大，曲线小幅走平。

**政策方面：**上周有200亿逆回购到期，MLF3675亿到期，央行逆回购投放4900亿元，MLF投放3675亿，整周实现净投放4700亿元。近期为对冲税期、金融机构缴存法定存款准备金等因素的影响，央行资金投放较前期明显力度加大，但资金面仍维持紧张。上周二，央行宣布从2018年4月25日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点；同日，上述银行将各自按照“先借先还”的顺序，使用降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利（MLF），此次降准将释放增量资金约4000亿元，大部分增量资金释放给城商行和非县域农商行。统计局上周公布一季度经济数据显示，GDP同比6.8%，连续三个季度保持在6.8%的增速水平，经济增速保持平稳，增速不弱。3月规模以上工业增加值同比6%，低于预期6.3%和前值6.2%，较1-2月的7.2%快速回落至6%。主要由于今年春节延后使得1-2月工业增加值偏高。此外，去年3月的高基数也会对今年3月工业增加值同比增速产生拖累。3月工业生产复工较慢，企业仍相对谨慎。3月社会消费品零售总额同比

请参阅最后一页的信息披露和法律声明

10.1%，高于预期 9.7%和前值 9.4%。消费升级拉动消费增长，网上消费持续上升。1-3月份，实物商品网上零售额14567亿元，增长34.4%，比去年同期加快3.3个百分点，占社会消费品零售总额的比重从去年同期的12.4提升至16.1%，对消费的拉动作用增长。伴随着居民收入的提高，与消费升级有关产品消费增长较快。全国固定资产投资同比增长7.5%，增速比1-2月份回落0.4个百分点。受制造业复苏和供给侧改革带来产品价格上升影响，去年一季度制造业投资大幅上升5.8%。其次是今年春节较晚的季节因素。房地产投资方面，1-3月累计同比增长10.4%，增速与1-2月相比提高0.5个百分点。基建投资1-3月累计投资增速为13%，增速与1-2月相比回落3.1个百分点，广义财政收缩可能使得基建投资持续承压。上周四，外管局发布一季度银行结售汇逆差1155亿元人民币，银行代客涉外收入5.38万亿元，对外付款5.31万亿元，涉外收付款顺差707亿元，从今年的走势来看，我国跨境资金仍将保持双向流动、总体平衡的局面。总体来看，缴税扰动令资金面承压，央行加大净投放维稳。央行采用定向降准置换存量MLF，一是提前稳定六月份资金面，加大对实体经济支持。二是打开货币乘数空间，缓解基础货币供应的压力，提高信用投放能力。三是配合前期放开存款利率自律上限的操作，有利于存款利率和货币市场利率的进一步并轨和利率市场化的进一步推进。一季度经济较去年同期小幅回落，但除房地产因土地购置费大量激增之故大幅上行之外，进出口、基建以及制造业均相对疲软。

上周一，美国商务部公布3月份商品零售额为4708亿美元，环比下降0.2%，高于市场预期0.1%。美国商品零售连续两个月下滑，预示着个人消费动力不足。上周三，美国宣布对产自中国的钢制轮毂产品发起反倾销和反补贴调查，同时禁止移动运营商使用联邦补贴购买中国企业生产的任何电信设备，但后续美方首次释放出了希望谈判的信号。上周四，美联储发布褐皮书表明美国经济依旧处于持续增长的轨道上。但全球贸易战是一个潜在风险，制造业、农业和交通等企业对美国已推出或计划推出的关税感到担忧。欧元区方面，欧元区3月调和CPI同比终值1.30%，略低于预期和前值1.40%；3月核心调和CPI同比终值1.00%，与预期和前值持平。欧洲央行执委表示，由于通胀“疲弱”，仍有必要保持充分的刺激。总体来说，美国3月零售数据较弱。中美贸易战焦点转向芯片禁售，不确定性仍然较大，但已出现一定缓和迹象。

**一级市场：**上周新债总体发行规模有所减少，利率债需求尚可。按品种来看，

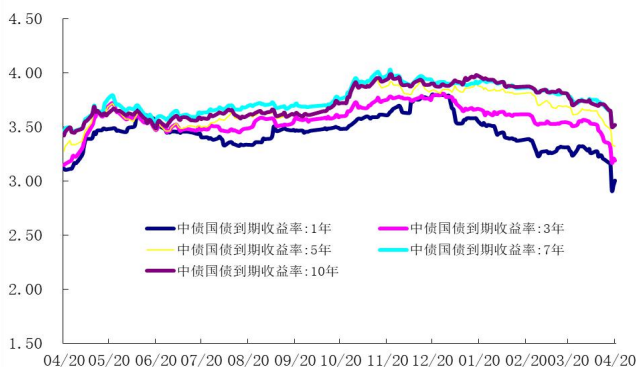
上周国债发行4只，金额合计1063.8亿元，较前周持平；政策性金融债发行18只，金额合计1034亿元，较前周持平；地方债共发行29只，金额合计1291.54亿元，规模比前周有所减少。招标情况整体较为平稳，从中标利率和中标倍数看，市场对国开债、非国开债需求尚可，对国债需求一般。

信用债方面，同业存单发行3749.3亿元，短融发行859.5亿元，企业债发行55亿元，公司债发行218.3亿元，信用债发行规模较上周有所下降。

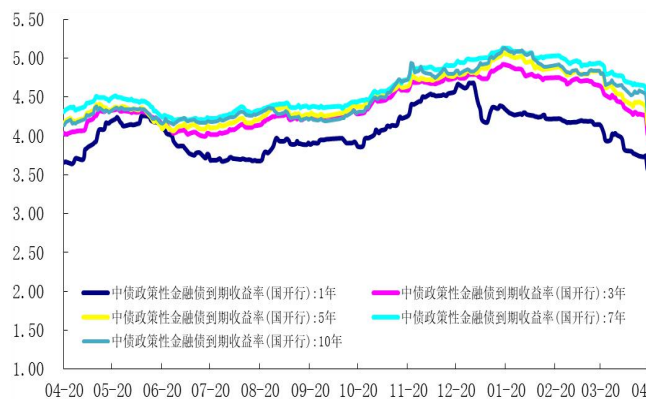
**二级市场：**上周初公开市场重启净投放稳定流动性，叠加信贷数据不及预期等因素，债市收益率小幅下行；周二MLF操作规模不及预期，经济数据喜忧参半，债市多空存在分歧；周三央行意外降准，债市做多热情高涨，收益率大幅下行15-20bp；周四周五资金面再显紧势，大幅下行后市场情绪转为谨慎，收益率小幅反弹。具体来看，1年期国债收于3.01%，较上周下行19bp；10年期国债收于3.52%，较上周下行19bp。1年期国开债收于3.62%，比上周下行12bp；10年期国开债收于4.36%，比上周下行22bp。

信用债方面，上周信用债收益率跟随利率债全线下行，二级市场利差收窄，期限与等级间利差变化不大，曲线小幅走平。分品种看，相比于前周，AA+及以上1年期短融下行16-25bp，3年期中票下行23-26bp左右，5年期中票下行30bp左右。

图表 12. 国债收益率走势



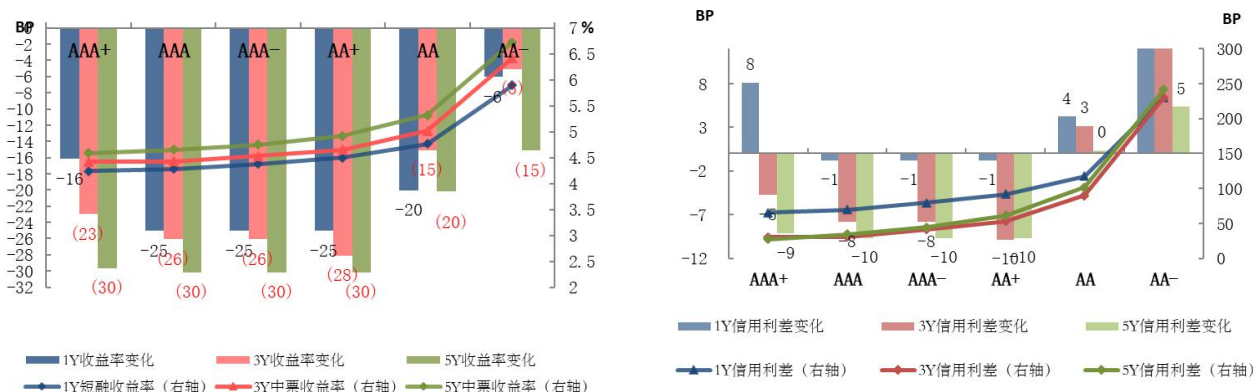
图表 13. 政策性金融债收益率走势



来源：wind、中国农业银行金融市场部

图表 14. 信用债收益率走势周变化

图表 15. 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，旭辉集团股份有限公司上调评级，主要由于2017在房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的背景下，旭辉集团股份有限公司继续坚持标准化的运营模式，通过较快的项目周转速度，实现快速去化，销售业绩大幅增长，长三角区域及行业领先地位得到巩固。

图表16. 上周评级调整

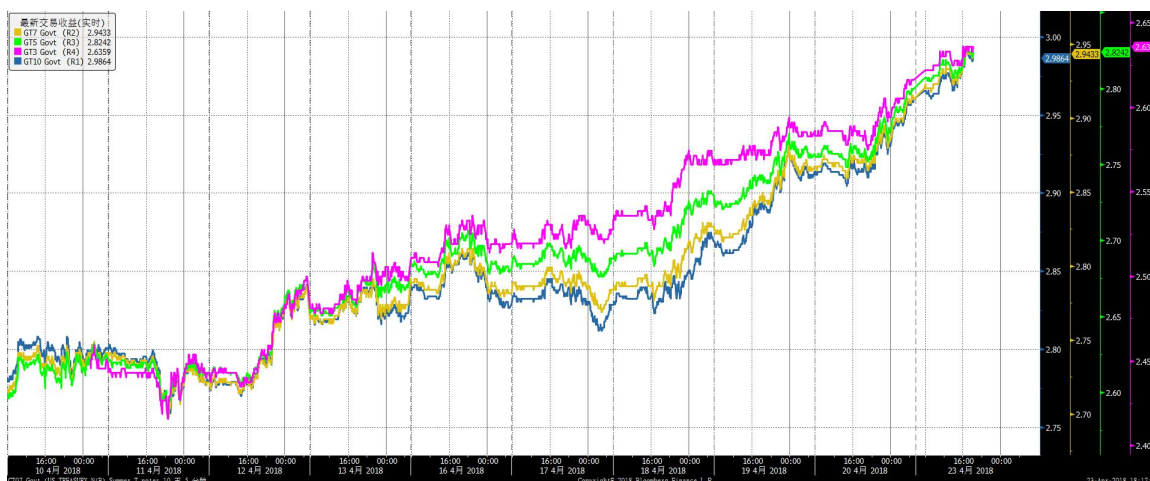
数据来源: wind、中国农业银行金融市场

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
上调评级或展望							
旭辉集团股份有限公司	房地产 II	中诚信证券评估有限公司	2018-04-17	AAA	稳定	AA+	稳定

展望本周，第一，资金面方面，共有5200亿逆回购到期，关注缴税的持续影响，以及周二落地的央行降准及公开市场操作情况；第二，监管方面，前期传闻央行行为维持金融系统的稳定推迟《资管新规》发布，监管影响有所减弱。但也不排除降准是为配合新规落地；第四，海外方面，仍需关注贸易战、美俄冲突以及叙利亚局势对市场的影响。

由于市场预期美联储加息和债券抛售，美国国债走高且收益率驱平。截止上周末，1、3、5、7、10年期美国国债收益率分别为2.22%、2.62%、2.80%、2.91%和2.96%，较上周末分别上行10BP、11BP、13BP、14BP和14BP。预计未来美债收益率将维持高位震荡。

图17. 美国3、5、7、10年期国债收益率



## 外汇及商品市场

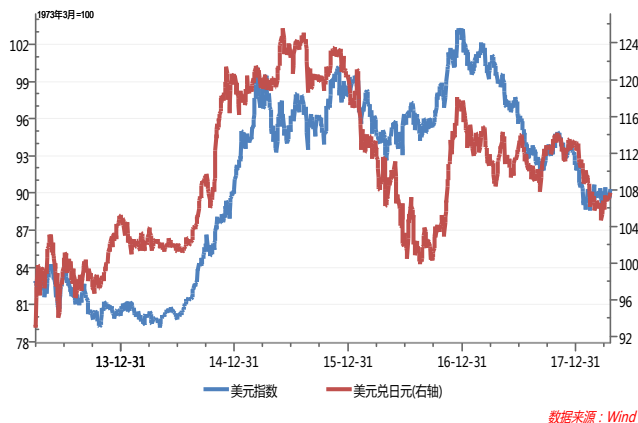
美债收益率攀升，欧英央行货币政策态度谨慎，美元指数反弹。全球避险情绪冷却，美国经济表现不俗，黄金承压下跌。地缘政治焦点转换，减产协议有望延长，油价总体维持强势。

美债收益率大幅攀升，欧英央行态度谨慎，美元指数反弹。美元方面，上周美元指数上涨 0.59%，收于 90.3313。美元指数周内反弹，一是美国通胀预期升温，美债收益率攀升，支撑美元上涨。周五美国 10 年期国债收益率接近 3% 重要关口，10 年期通胀保值债券隐含的通胀预期已攀升至 2.19%，为 2014 年 9 月以来的最高水平。二是美联储未来或进一步收紧货币政策。周内公布的美联储褐皮书对美国的经济表现相对乐观，美联储三号人物杜德利再次强调将渐进加息，目前市场预期美联储在 2018 年至少再升息两次。相比欧、英央行近期谨慎的态度，美联储收紧货币政策的态度更为坚定，为美元提供支撑。**欧英央行货币政策态度偏鸽，打压欧元英镑周内走弱。**欧元方面，欧央行行长德拉基表示，在贸易保护主义负面影响以及通胀依旧疲软的情况下，货币政策将保持谨慎。欧元兑美元下跌 0.46%，收于 1.2275。**英镑方面**，卡尼在 IMF 年会上暗示，由于近期经济放缓、脱欧不确定性仍存，年内可能仅加息一次，且当前央行内部对 5 月加息的分歧较大。市场解读卡尼或不支持英央行 5 月加息，叠加周内公布的英国通胀数据不及预期，市场对英央行 5 月加息概率的预期由 90% 以上大幅跌至 50% 左右。英镑兑美元下跌 1.64%，收于 1.4029。**展望后市**，目前中东局势暂缓，美国财长努钦表示将于中方进行磋商，中美贸易摩擦问题或有缓和，经济基本面和货币政策相对情况或将重新主导美元走势。本周将公布美国、欧元区 GDP 等多项重要经济数据，欧央行将进行议息会议。与欧元区及英国通胀不及预期相比，美国通胀表现相对稳健，在市场经济“过热”的预期推动下美债收益率大幅上行，如果本周公布的一季度美国 GDP 数据表现强劲，则可能进一步推动美债收益率及美元上涨，反之则可能引发市场对于经济“滞胀”的预期，进而打压美元下行。总体来看，美国经济数据较大可能优于欧元区表现，美元或将保持相对强势。

**全球避险情绪冷却，美国经济表现不俗，黄金承压下跌。**国际现货黄金上周累计下跌 10.48 美元，跌幅 0.78%，收盘价为 1335.52 美元/盎司，最高触及 1356 美元/盎司，最低触及 1334.31 美元/盎司。基本上，首先，朝鲜宣布停止核试验并进行改革开放，美国财长将赴中国就贸易战进行谈判，全球避险情绪冷却；其次，美国零售销售、新屋开工等经济数据表现良好，美元指数大幅反弹，黄金承压下行。目前中东局势暂缓，朝核问题出现重大转机，黄金缺乏持续上涨的动力，需要重点关注下周美国第一季度 GDP 数据，若经济数据表现亮眼，黄金或继续承受下行压力。技术面上，预计黄金将回落至 1325 美元的支撑位水平。

**地缘政治焦点转换，减产协议有望延长，油价总体维持强势。**美国 WTI 原油期货上周收报 68.40 美元/桶，累计上涨 1.50%。布伦特原油期货上周收报 74.06 美元/桶，累计上涨 2.04%。一是叙利亚地缘政治风险未进一步发酵，目前地缘政治风险焦点转变为五月特朗普政府将否重启对伊朗制裁，对于伊朗石油供应再受限制的预期对近期油价形成支撑。二是限产协议有望延长，周内沙特官员接受采访时表示，期望看到油价升破 80 美元关口，甚至触及 100 美元大关，这令市场对延长减产协议的预期继续升温，OPEC 有可能在 6 月政策会议上和俄罗斯等非 OPEC 产油国达成新一轮的减产协议。三是周内原油数据利好油价，国际能源署 IEA 及 OPEC 最新月报均显示原油产量下降。3 月 OPEC 原油产量环比下降 20.14 万桶/日至 3196 万桶/日，触及一年来最低水平，因委内瑞拉原油产量继续下滑，较 2 月减少 5.53 万桶/日。沙特也在 2 月基础上进一步削减了 4.69 万桶/日。周内美国总统特朗普指责 OPEC 人为抬高油价，一度令油价承压下挫，但由于风险情绪已经改善且库存也在继续下滑，油价依然稳步上扬。展望后市，目前叙利亚风险因素有所消退，但中东地区的地缘风险因素仍然存在，预计油价仍将维持强势，高位震荡。

图表 18. 美元指数、美元兑日元

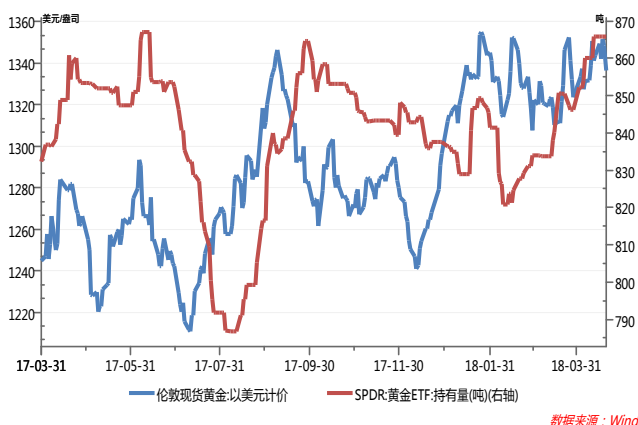


图表 19. 人民币在岸及离岸汇率



来源: wind、中国农业银行金融市场部

图表 20. 黄金价格



图表 21 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

央行行长在 G20 财长及央行行长会议表示中国经济继续向好, 有利于提升市场对于中国经济的信心; 朝鲜问题、中美贸易问题均有所缓解, 有利于降低避险情绪; 美国经济数据继续向好, 美联储 6 月加息预期升温。资金面预计先紧后松; 债市收益率受中美利差较窄、避险情绪降温以及资金面预期等影响,

调整概率较大。美元受政治局势影响短期可能反弹，日元则有抛售压力；美债收益率大概率突破3%关键位并短期处于疲软态势；商品则受美元及避险情绪影响预计有所走弱。

**宏观经济方面**，央行行长易纲出席二十国集团（G20）财长和央行行长会议时表示，中国经济继续向好，主要指标优于预期；当前贸易争端为金融市场和资本流动带来了巨大不确定性；中国将进一步推动改革，扩大开放，应对未来挑战。显示尽管当前贸易战隐忧等负面因素仍在，但中国官方对经济增长的预期仍然较高，易纲行长的表态有利于缓解外界对中国经济的疑虑，未来中国将继续保持开放的态势，并逐步解决与各国的贸易问题。外管局公布数据显示，一季度银行结售汇逆差1155亿元，显示人民币稳步升值下仍然有较大资金流向境外，从外管局的分析来看，跨境资金双向流动更加稳定，也显示当前人民币汇率受市场供求的影响越来越大，未来人民币汇率仍将整体稳定。

**国际方面**，消息面整体偏暖，一是政治局势上朝鲜问题有所缓解，朝鲜政府表示将停止核试验及相关装置，专注发展经济，中美韩等国均对表态积极，有利于国际政治局势的稳定；二是美国财长透露将赴中国商谈贸易问题，并表示持谨慎乐观的态势，显示中美贸易形势最终仍然为有分歧但部分缓和的态势。国际的紧张形势缓和，有利于降低市场的避险情绪。经济数据方面美国数据继续强劲，无论是失业数据还是制造业数据，均好于预期，同时联邦利率期货数据显示6月美联储加息的概率超过60%，美债收益率近期持续上行也反映这一预期，全球再次步入加息周期的概率提升。

**国内市场策略**，资金面方面，上周央行降准后市场资金面在缴税期的影响下反而持续紧张，预计本周初将延续紧张态势，但央行思路无意流动性偏紧，预计在下半周资金面将逐步好转。债券市场方面，一是美债收益率大幅上行，中美利差降到较低水平，二是朝鲜问题及中美贸易战等均有缓解，避险情绪降温，三是资金面持续偏紧提升市场对未来资金面的谨慎心态，四是前期收益率大幅下行本身有调整需要，因此，本周债券市场大概率出现调整，资金面及悲观预期的存在使得短端和中长端均可能上行，收益率曲线平行上移的概率较大。权益类市场方面，资金面紧张及降准带来对后续经济增长的隐忧，使得A股大概率延续调整态势，不过随着MSCI纳入临近，加上北向通持续有外资流入，预计A股短期企稳的概率仍然较大。

**国际市场策略**，朝鲜问题缓解以及美国继续着手解决贸易问题，加上美联储加息的预期继续升温，美元可能转而出现反弹；人民币在中美利差较低的情况下有可能出现一定贬值压力；避险情绪降低可能使得资金流出日元。美债方面，10年美债收益率继续接近3%关键位置，由于市场对于美债的整体情绪较差，预计突破3%的概率较大，并引发较多的止损盘，短期美债维持弱势。商品方面，避险情绪降温以及美元走强可能使得商品价格出现回调，黄金的调整压力较大，而原油方面则同时受利比亚因火灾减产的影响则有一定支持，预计油价呈震荡走势为主。



**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。