2018 年 6 月 4 日

避险情绪推升美元，违约推动信用分化

宏观经济

国际宏观：上周意大利政局动荡引发市场对意大利经济和欧元区稳定前景的担忧，全球金融市场出现大幅波动。市场担心意大利政局变动可能会演变成另一次欧债危机。我们认为未来意大利政局不稳可能会带来短期冲击，但退欧可能性较小。

国内宏观：6 月 1 日，中国人民银行宣布适当扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围。此次央行扩大抵押品范围，一是对近期债市频繁出现的民企违约事件的积极回应，缓解市场信用风险；二是提高 MLF 操作的灵活性，完善央行货币政策框架；三是结构性政策调整，降低企业融资成本。

金融市场

货币政策及资金面：五月资金面总体宽松，仅在月中税期与月末汇算清缴有所收紧。全月来看，5 月央行共实施逆回购操作 18800 亿元，其中 7 天期逆回购 10900 亿元，14 天期 5300 亿元，28 天期 2600 亿元，同时有 12500 亿逆回购到期，累计净投放 6300 亿元。展望本月，预计央行将呵护银行间的流动性，来为支持实体经济融资创造适宜的大环境，预计本月资金面依然会存在时点性与结构性紧张局面，但不至于出现极端紧张局面。

债券市场：美国通胀、PMI 数据保持良好态势，非农就业也超市场预期，美国 6 月加息概率进一步提升。国内 4 月经济数据喜忧参半，通胀短期继续分化，工业增加值增速回升新经济高增长的同时投资增速小幅下滑，叠加社融数据难改下行趋势，经济走势维持稳定。一级市场方面，上月一级市场新债总体发行规模比四月有所增加，利率债整体需求尚可。二季度利率债供给逐渐上升已被市场预期，但 5 月供给节奏仍然相对较慢。二级方面，10 年期美债收益率在油价以及意大利政局影响下先上后下，国内情绪跟随海外市场波动明显。展望本月，央行是否继续进行降准置换 MLF 操作仍需关注，而基本面对债市影响较小。

外汇市场：欧美经济运行分化，意大利政治局势打压欧元走弱，5 月美元指数继续强势上扬，一度突破 95 关口，人民币汇率随之承压调整。但国内经济基本面总体稳健，存量美元结汇缓和人民币调整幅度。预计美元指数将高位震荡，在年中购汇分红需求影响下，人民币仍有一定调整压力。

商品市场：美债美元强势施压金价，地缘政治风波迭起，避险情绪支撑下金价收复部分跌幅，预计短期内金价将弱势震荡。受伊核问题影响，原油价格刷新三年高位，但随后增产预期压制下，油价高位回落，未来重点关注 6 月 OPEC 会议。

市场展望及策略建议

央行扩大 MLF 担保品范围，显示央行意识到实体企业融资难的问题仍存，未来货币政策可能有边际转松的可能。美国贸易政策仍存较大不确定性，未来全球贸易仍有不确定性；非农就业数据强劲暗示美联储 6 月加息临近，美国经济相比全球其他主要经济体仍然强劲。资金面全月预计仍然均衡，债券短期有调整压力，但上行空间不大。美元继续维持强势；十年美债收益率短期仍然难以突破 3%关键点位；商品受美元影响有调整压力，但同时亦有支撑，预计全月仍然震荡走势为主。

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

上周意大利政局动荡引发市场对意大利经济和欧元区稳定前景的担忧，全球金融市场出现大幅波动。市场担心意大利政局变动可能会演变成另一次欧债危机。我们认为未来意大利政局不稳可能会带来短期冲击，但退欧可能性较小。

上周意大利政局动荡引发市场对意大利经济和欧元区稳定前景的担忧。自 3 月议会选举以来，意大利政局经历了悬浮议会产生、多轮组阁无果、重新大选危局和“反建制”政党组阁成功四个阶段。在 3 月 4 日的意大利议会选举中，联盟党、力量党和兄弟党组成的中右翼联盟赢得 37%选票，五星运动党获得约 32%选票，成为得票率最高的单一政党。由于没有任何一个政党获得议会绝对多数席位，因而产生“悬浮议会”。截至 4 月末，意大利四轮组阁磋商均无果而终。5 月 21 日，五星运动党和极右翼联盟党（大选时中右翼联盟其中之一）达成组阁最终协议。5 月 23 日总理人选孔特获得意大利总统马塔雷拉任命，开始尝试组阁。5 月 27 日，由于马塔雷拉否决了持“疑欧”立场的经济学家萨沃纳出任财政部长，孔特放弃组阁。马塔雷拉提名前 IMF 执行董事科塔雷利担任临时总理，若科塔雷利无法获得议会的支持，意大利最早将在今年 9 月或 10 月重新进行选举。当地时间 5 月 31 日晚，五星运动党和极右翼联盟党再次发表联合声明，称已经达成组阁协议。意大利总统重新授权孔特组阁，政治经济学家特里亚将出任财长。曾被提名财长的“疑欧派”萨沃纳或任欧盟事务部长，此前临危受命临时总理的科塔雷利正式退出。新内阁在当地时间 2018 年 6 月 1 日宣誓就职，“反建制”政党组阁成功。

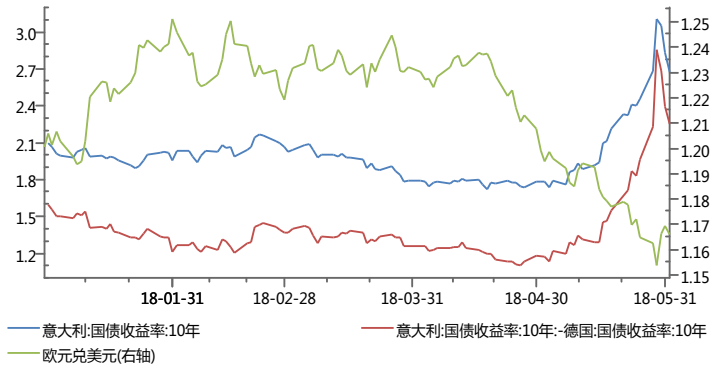
上周意大利政治动荡引发全球金融市场出现大幅波动。5 月 29 日，受避险情绪上升影响，金价短线跳升 5 美元至 1305.45 美元每盎司；政治危机令意大利资产和欧元遭到抛售，2 年期意大利国债一度上涨超过 150 个基点至 2.73%，10 年期意大利国债急升 50 个基点达到逾 4 年最高的 3.38%；10 年期意大利国债与德国国债利差触及 2013 年 6 月以来最宽，达到 300 个基点以上，避险需求一度将 10 年德国国债收益率压低至 0.19%，美元兑欧元升至 2017 年 7 月以来的最高 1.1506。

由于五星运动党和极右翼北方联盟党曾经呼吁提高财政支出、减税以及提议欧央行买入的意大利国债不计入欧盟《稳定与增长公约》中“公共债务在 GDP 占比低于 60%”的评估规定，并考虑建立退出欧元区的机制，尽管 5 月 31 日最终版本组阁协议显示，两党改变态度不要求欧洲央行核销债务，不寻求退出欧元区或举行公投，但是**市场对意大利未来政局变动是否将会演变成另一次欧债危机**

仍存在疑虑。根据 ECB 数据显示，2017 年意大利政府债务率已达 131.8%，仅次于希腊的 178.6%，也高于欧债危机前希腊约为 125%的政府债务率。欧债危机爆发后，欧盟与国际货币基金组织成立了欧洲金融稳定机制（ESM），并建立了欧洲金融稳定基金（EFSF），旨在向申请援助并得到批准的欧元区成员国提供紧急贷款，以欧元区成员国的信用作为抵押发行债券融资。5 月 13 日，德国财长肖尔茨提出："面临意大利局势问题，德国和法国将很快提出振兴欧洲的解决方案，欧元区改革应该提速。"德国的表态与"反建制"政党希望加速欧元区改革的诉求吻合。

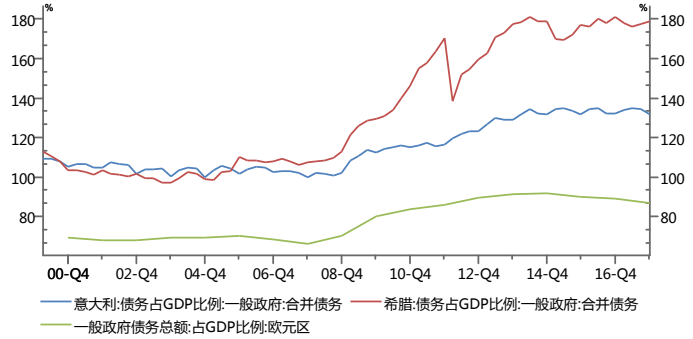
我们认为未来意大利政局不稳可能会带来短期冲击，但是退欧可能性较小。一是意大利民众的主要诉求是通过改革赢得财政预算上更多的灵活性，而不是脱离欧元区。依据最新民意统计，支持欧元的占 59%，反对占 30%。二是意大利大部分国债由国内持有，脱欧不能根本解决债务问题。三是目前美国与欧洲贸易形势紧张，有利于欧洲内部的政治稳定。展望未来，本周议会两院信任投票后，意大利政局将进入较为稳定的时期。而年内德国 9-10 月举行的议会选举、欧元区改革发展和欧洲央行货币政策收紧节奏将成为影响欧洲市场的主要关注点。

图表 1. 意大利国债与欧元汇率



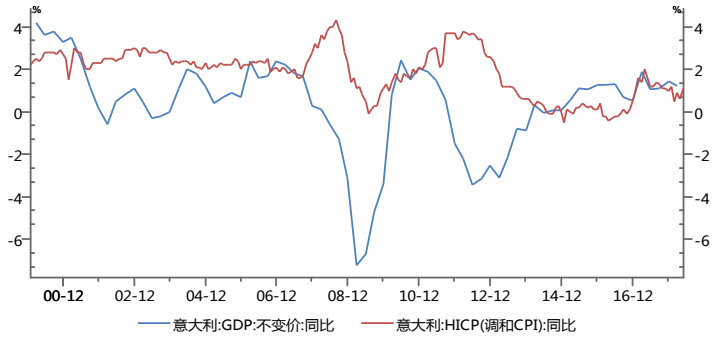
数据来源：Wind

图表 2. 意大利、希腊和欧元区债务率



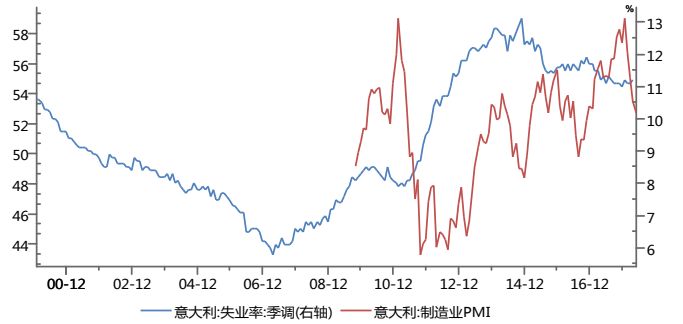
数据来源：Wind

图表 3. 意大利经济增长和通胀



数据来源：Wind

图表 4. 意大利失业率和制造业 PMI



数据来源：Wind

国内宏观

6月1日，中国人民银行宣布适当扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围。此次央行扩大抵押品范围，一是对近期债市频繁出现的民企违约事件的积极回应，缓解市场信用风险；二是提高 MLF 操作的灵活性，完善央行货币政策框架；三是结构性政策调整，降低企业融资成本。

6 月 1 日，中国人民银行宣布适当扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围。新纳入中期借贷便利担保品范围的有不低于 AA 级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA 级公司信用类债券和优质的小微企业贷款和绿色贷款等。2014 年 9 月 MLF 创设之时，其担保品仅包括国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债；2015 年 5 月，财政部、央行和银监会联合发文，允许地方债纳入中央国库和试点地区现金管理的抵押品范围，纳入人民银行 SLF、MLF、和 PSL 的合格抵押品范围；2015 年央行出台的《中国人民银行再贷款与常备借贷便利抵押品管理指引（试行）》是央行构建抵押品框架的首部文件，在加入地方债的同时，对企业债的评级也做出具体要求。此次央行再次扩大担保品范围，将相关领域和信用债的范围扩大至 AA 级，在债券评级上放宽了标准。

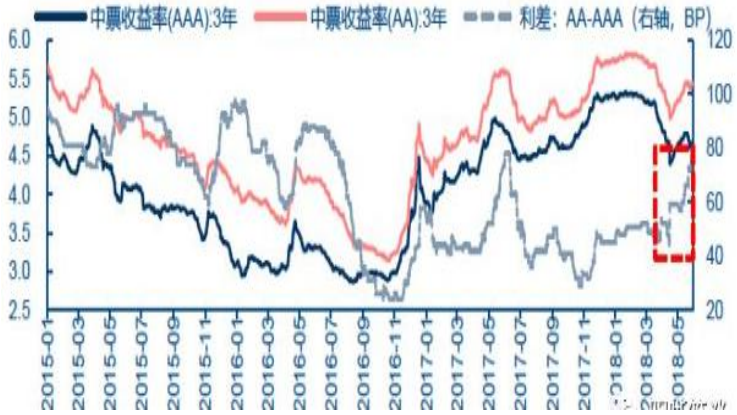
此次央行扩大抵押品范围，是对近期债市频繁出现的民企违约事件的积极回应，缓解市场信用风险。去杠杆过程旨在降低国企和地方政府杠杆水平，但民营企业却首当其冲，一方面源于部分民营企业过于激进的扩张策略，在严监管环境下出现再融资困难，进而导致的流动性危机，另一方面源于市场在融资条件趋紧背景下对于民营企业的逆向选择。近期信用风险加剧与表外高收益配置资金回表，AA 等级信用债面临收益率背离上行与发行萎缩。近日利率波动下行，债券一级发行情绪逐步转暖，但是中低等级债券发行仍有困难，在整体信用债净融资转正时，AA 等级品种净融资甚至为负。不少企业债券市场再融资出现问题，乃至触发了多起信用事件，比如盾安短融取消发行，导致后续一系列信用风波。信用风险蔓延到多家上市公司，也引起了股市情绪的调整，市场对信用风险的关注度达到了近几年的最高度。多数民企信用债评级在 AA 以上，央行将其纳入担保品范围将纾解市场因接连违约而产生的恐慌情绪。

提高 MLF 操作的灵活性，完善央行货币政策框架。近年来公开市场操作已成为央行基础货币投放的主要渠道，其中 MLF 余额在 5 月末已达 4.017 万亿元。央行货币政策当前正从数量型工具向价格型工具转型，转型过程一定程度上取决于货币政策工具使用覆盖面和金融机构能够提供的合格抵押品的规模。目前央行的公开市场操作余额较大，一些银行面临质押品不足的情况，制约公开市场操作工具的灵活性，扩大 MLF 担保品范围将增加 MLF 的操作空间，进而提高其灵活性和可用性。

结构性政策调整，降低企业融资成本。担保品扩容定向支持小微、绿色、“三农”企业，有助于提高该领域企业债的流动性，实现流动性的结构性宽松。“三农”和小微企业的性质决定其仍以贷款作为主要融资方式，三农专项债和小微企业债发行规模远小于小微企业贷款规模。而这些企业主要贷款银行为城商行、农商行、农村信用社等中小型银行，在目前金融体系流动性结构不均衡的背景下，小微企业从中小型银行金融间接融资的难度增大。此次央行在特定企业债上扩大 MLF 担保品范围，引导金融机构加大对小微企业、绿色经济等领域的支持力度，定向释放资金以实现流动性的结构化宽松的目的。结合央行行长易纲于 5 月 31 日主持的小微企业融资情况座谈会上指出，央行等金融管理部门将不断加大小微企业金融服务的政策指引和支持力度，以缓解小微企业融资难、融资贵的问题。

整体来看，不论是此前的定向降准，还是此次的 MLF 担保品扩容，今年央行的货币政策操作均呈现结构性特征，即货币政策不再聚焦在狭义的流动性投放，而是通过结构性的信贷政策鼓励金融资源向国民经济的薄弱环节倾斜，这就是在控制总量投放的情况下的结构性优化。目前央行回购操作并没有放量，预计央行仍将保持稳健中性的货币政策。

图表 5. 信用风险影响 AA 信用债收益率大幅上行



图表 6. 三农专项金融债和小微企业债存量

二、金融市场

货币政策与资金面

五月资金面总体宽松，仅在月中税期与月末汇算清缴有所收紧。全月来看，5月央行共实施逆回购操作18800亿元，其中7天期逆回购10900亿元，14天期5300亿元，28天期2600亿元，同时有12500亿逆回购到期，累计净投放6300亿元。展

望本月，预计央行将呵护银行间的流动性，来为支持实体经济融资创造适宜的大环境，预计本月资金面依然会存在时点性与结构性紧张局面，但不至于出现极端紧张局面。

五月资金面总体宽松。月初因定向降准落地与财政支出下滑，资金面延续平衡宽松，央行公开市场净回笼资金。月中税期，资金面有所收紧，央行灵活运用货币市场工具，增加公开市场净投放并投放 PSL，维持流动性合理适中。下旬，税期结束后资金面有所改善，直至月末，资金面受跨月因素影响再度紧张，央行扩大投放呵护流动性。展望六月，机构再度面临季末 MPA 考核，结构性紧张在所难免。但在经济增长存压力、社融增速放缓，同时违约潮渐起，中小企业融资难融资贵的大环境下，预计央行将呵护银行间的流动性，来为支持实体经济融资创造适宜的大环境。整体看，预计资金面整体中性，依然会存在时点性与结构性紧张局面，但不至于出现极端紧张局面。

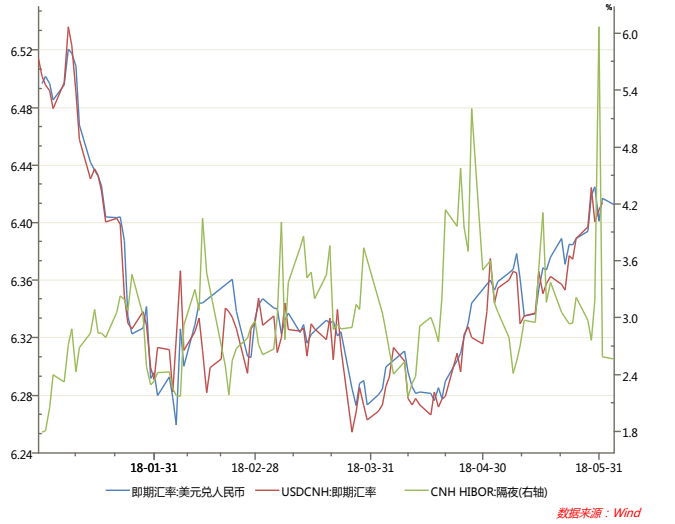
质押式回购利率方面，受月末资金面紧张影响，全月来看各期限利率整体均有所上行。具体来看，截止5月31日，R001加权平均利率为3.35%，较前月上行55bp；R007加权平均利率为3.97%，较前月上行92bp；R014加权平均利率为4.38%，较前月上行28bp。同业存单方面，受一级带动，二级市场各期限利率明显上行，3个月 AAA+同业存单利率为4.45%，较前月上行78bp，6个月 AAA+同业存单利率为4.44%，上行54bp，9个月 AAA+同业存单利率为4.45%，上行43bp。6月存单到期量为2.23万亿，为历史第二，六月上旬两周到期巨量。预计6月存单收益率将先上后下。

汇率方面，“美强英欧弱”格局使得美元指数上行，欧元、英镑相对美元贬值。直至月底，欧洲政局缓和经济数据走强，而美国经济褐皮书称四月底以来经济“温和扩张”，才使得美元指数高位回落。全月来看，人民币汇率也小幅走弱。5月31日，在岸人民币兑美元收于6.4010。，贬值571基点。考虑到欧元区、英国经济向好，预计英镑欧元大幅走弱空间有限，而且且强美元不符合特朗普施政理念，预计美元指数大幅上行看空间有限，人民币汇率整体窄幅波动，难以出现趋势性变化。在岸汇率收报在6.4010，离岸汇率收报在6.4091，分别较前月贬值571个基点和932基点。离岸人民币方面，流动性先松后紧，全周来看，隔夜在月末一日飙升，相比前月上行257bp 至6.07%，7天上行24bp 至4.40%，14天上行14bp 至4.43%。

图表 7. 同业存放利率变动

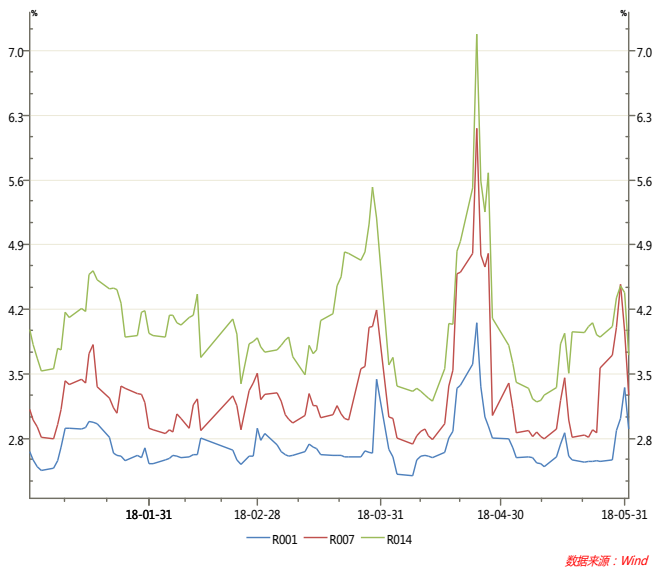
图表 8. 境内外美元汇差与离岸人民币利率（%）

	2018-5-31		2018-4-28	
期限	融出	融入	融出	融入
1W	4.5-4.1	4-2.8	5.5-4.8	5 –2.95
2W	4.5-4.3	4.2-3.3	5.8 – 5	4.6 – 3.8
1M	4.8-4.6	4.5-3	4.8 –4.4	4.3 –3.75
3M	5-4.8	4.7-4	5.2 – 4.5	4.35 – 3.85
6M	4.9–4.85	4.65 – 4.21	5.5– 4.7	4.35 – 3.93
1Y	5.15– 4.95	4.75 –4	5.7– 4.8	4.55 –3.02

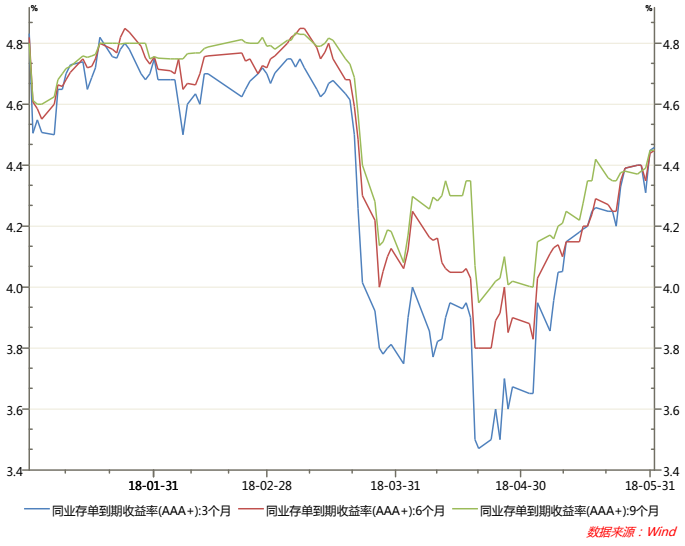


数据来源：Wind，上海国际货币，中国农业银行金融市场部

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

美国通胀、PMI 数据保持良好态势，非农就业也超市场预期，美国6月加息概率进一步提升。国内4月经济数据喜忧参半，通胀短期继续分化，工业增加值增速回升新经济高增长的同时投资增速小幅下滑，叠加社融数据难改下行趋势，经济走势维持稳定。《大额风险暴露管理办法》、《流动性风险管理办法》陆续出台，在延长过渡期的同时对部分细则进行了更为严格的规定，总体基本符合市场预期。一级市场方面，上月一级市场新债总体发行规模比四月有所增加，

利率债整体需求尚可。二季度利率债供给逐渐上升已被市场预期，但5月供给节奏仍然相对较慢。二级方面，10年期美债收益率在油价以及意大利政局影响下先上后下，国内情绪跟随海外市场波动明显。展望本月，央行是否继续进行降准置换MLF操作仍需关注，而基本面对债市影响较小。

债券市场无风险利率

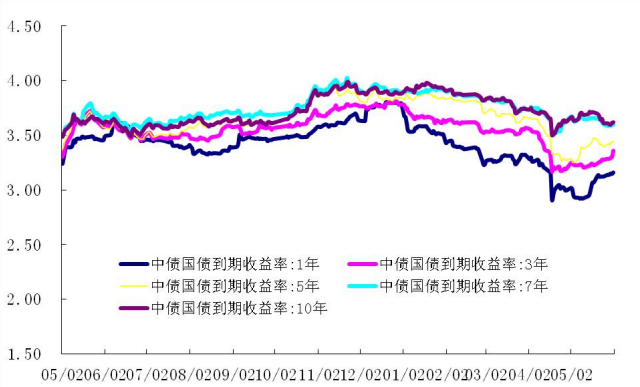
基本面：海外方面，4月美国CPI同比上涨2.5%，环比涨0.2%，不及预期，但创去年2月以来新高，且连续8个月维持在2%以上。4月PCE物价指数同比2.0%，持平于前值与预期；核心PCE物价指数同比1.8%，通胀保持较高水平。美国5月新增非农就业人数22.3万，远超预期19万人；5月失业率进一步降至3.8%，创十八年来新低，接近充分就业；5月平均时薪环比增长0.3%高于预期与前值；5月工资增速稳步上涨巩固了美联储6月加息的预期。美国5月ISM制造业指数58.7，高于预期58.2和前值57.3;5月Markit制造业PMI为56.4,略低于预期和前值56.6。总的来看，美国通胀和就业依然强劲，经济前景较其他发达经济体乐观。国内方面，4月CPI环比下跌0.2%，同比继续回落至1.8%。食品价格环比下跌是CPI的主要拖累，通胀总体保持平稳。4月PPI环比下降0.2%，同比结束连续5个月的下行态势，短期回升至3.4%。春节后的“开工弱”与3月中来的“开工快”均是因采暖季限产扰动。4月出口同比增长3.7%,前值降9.8%;进口增11.6%,前值增5.9%;贸易顺差1828亿元，收窄27%；出口回升主要是前期订单释放及贸易战制裁担忧所致。4月新增人民币贷款1.18万亿元，上期值1.12万亿元；新增社融规模1.56万亿元，上期值1.33万亿元；M2同比增速8.3%上期值8.2%；金融数据整体企稳，一方面说明实体需求仍具有较强韧性，另一方面也是央行货币政策边际趋稳的结果。中长期贷款下降以及表外融资收缩显示对实体经济支撑力度依然偏弱，特别是地方政府债务管控以及房地产融资受限，金融体系对实体经济资金支撑将继续下降。4月规模以上工业增加值同比增长7%，前值6%；社会消费品零售总同比增长9.4%，前值10.1%，增速放缓，创年内新低；城镇固定资产投资累计同比增长7%，前值7.5%，跌至2000年以来新低。4月经济数据喜忧参半，供给旺盛，但是需求相对较弱。5月官方制造业PMI为51.9，高于预期和前值，其中生产51.9和新订单53.8显示出供需两旺的局面。产成品库存降至47.2，原材料价格与出厂价有所上升，5月PPI或将维持高位。

政策方面：5月3日凌晨，美联储议息会议如期维持利率水平不变，美元指数出现一定回落，反映市场对于美国货币政策持续紧缩的担忧在消退，这一变化有助于减缓美国向滞涨和衰退滑落的速度。5月9日，特朗普宣布美国退出伊朗核协议，并恢复对伊朗的制裁，随后称美国将寻求对伊朗采取“最高级别”的经济制裁，任何帮助伊朗获得核武器的国家都将面临制裁。该举动引发市场避险情绪升温，短期内抑制美债收益率上涨。油价上月直线上涨，全球通胀压力将有所增加。国内方面，5月4日，银保监会正式公布《商业银行大额风险暴露管理办法》，相比征求意见稿，正式稿对于匿名客户的规定比征求意见稿有所放松，但对于非定制的公募基金、同业理财和部分无法穿透的资管计划仍存在较大限制；同时正式稿延长了一年过渡期便于机构调整。《办法》对于监管套利、同业杠杆现象保持

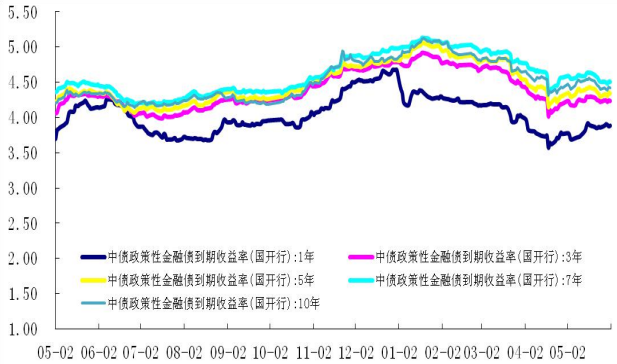
高压态势，对于一级资本金较小的中小银行影响更大。5月17日，发改委、财政部发布《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，对地方政府违法违规举债的规范整治开始覆盖到境外举债。显示出监管层对于防范金融风险的决心。5月25日，银保监会正式发布《商业银行流动性风险管理办法》，相比征求意见稿，正式稿一方面延长过渡期，并在 LMR 指标中引入对央行负债；另一方面调低3个月内存款折算率，明确7天内融出折算系数为0，总体基本符合市场预期，适应了当前加强商业银行流动性风险管理的需要。

供需方面：上月一级市场新债总体发行规模比四月有所增加，利率债整体需求尚可。按品种来看，上月国债发行14只，金额3450.90亿元，较上月增加200亿；政策性金融债发行62只，金额合计3804.30亿元，增加22亿；地方债发行71只，金额合计3552.57亿元，增加534亿。二季度利率债供给逐渐上升已被市场预期，但5月供给节奏仍然相对较慢。二级市场方面，1年期国债收于3.15%，较上月上行15bp；10年期国债收于3.61%，较上月下行1bp。1年期国开债收于3.87%，比上月上行11bp；10年期国开债收于4.43%，比上月上行1bp。

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

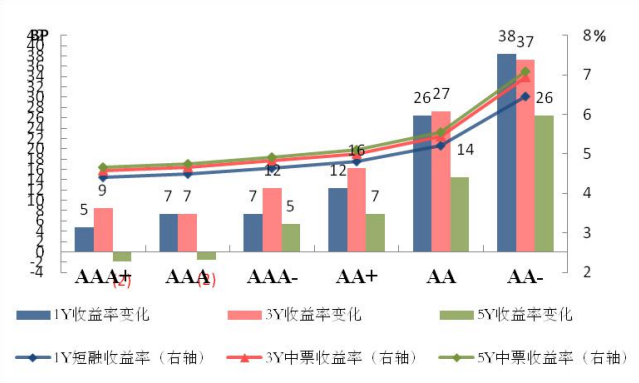
市场情绪：海外基本面呈现“美强欧弱”，美元一改前期弱势，持续上涨；由于特朗普宣布退出伊朗核协议，同时中东局势紧张、委内瑞拉深陷泥潭，市场担心原油价格上涨造成通胀上升，10年期美债收益率一度突破3.1%关口。而五月底意大利政治危机造成国际避险情绪强烈，避险情绪使得收益率再度回落。中美贸易战美方态度反复，中美贸易摩擦预计仍将继续发酵，对于经济影响的不确定性对避险情绪构成支撑。国内情绪跟随海外市场波动明显。

信用市场

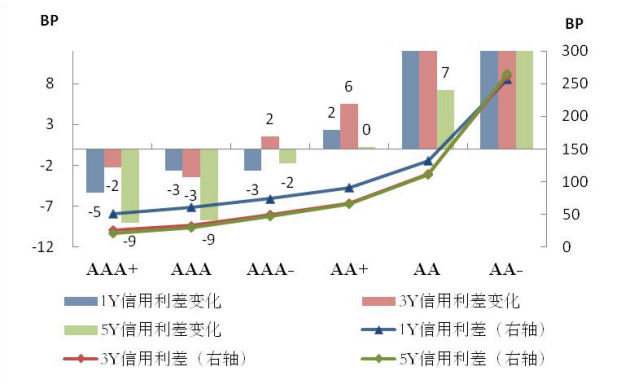
一级市场方面，同业存单发行 20354.60 亿元，较 4 月增加近 6000 亿，主要由于机构普遍预期 6 月 2.2 万亿到期压力较大，需要提前发行平滑流动性需求。

短融发行 1809.00 亿元，企业债发行 41.00 亿元，公司债发行 959.46 亿元，信用债发行规模较上月有所回升。二级市场方面，在资管新规落地以及违约事件冲击的影响下，市场风险偏好有所降低，上月信用债收益率整体上行。分品种看，1 年期短融上行 16bp，3 年期中票上行 18bp 左右，5 年期中票上行 8bp 左右。信用利差呈现分化，AA+及以上 1 年期短融利差下行 3-5bp，3 年期中票利差下行 2bp 左右，5 年期中票利差下行 2-9bp 左右。而 AA 及以下信用利差大幅上升 5-10bp。

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

信用风险违约事件：5 月份共有 5 只债券违约，违约主体分别是上海华信国际集团有限公司、四川省煤炭产业集团有限责任公司、富贵鸟股份有限公司、凯迪生态环境科技股份有限公司、中安科股份有限公司。在前期债务集中到期、金融去杠杆持续推进等多重因素的影响下，已有多只信用债出现违约，违约主体数量持续攀升，本年度违约债券数量已经达到 21 只。本轮“违约潮”的爆发，除了受到企业本身盈利状况恶化、信用债集中到期等因素影响外，防风险和去杠杆政策阻断了部分企业的再融资渠道，是造成企业资金链断裂的最主要原因。央行于 6 月 1 日称，将不低于 AA 级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA 级公司信用类债等纳入 MLF 担保品范围。央行有助于缓解信用债市场的悲观情绪。

展望本月，第一，资金面方面，6 月将有 9400 亿元逆回购和 4980 亿元 MLF 到期，月初资金面预计将维持宽松，而从中旬开始，财政存款、缴税缴准等扰动因素将为季末带来一定冲击。第二，美联储 6 月加息在即，央行操作值得关注，虽然短期内难以出现宽松，但关键时点对于流动性缺口的补充有助于稳定市场。第三，5 月经济数据即将发布，高频数据显示通胀、工业生产仍可能保持高位，而 5 月企业债发行大幅下降可能令社融数据承压，总体看基本面对于债券市场缺乏明确方向。

外汇市场

欧美经济运行分化，意大利政治局势打压欧元走弱，5 月美元指数继续强势上扬，一度突破 95 关口，人民币汇率随之承压下行。但国内经济基本面总体稳健，存量美元结汇缓和了人民币调整幅度。预计美元指数将高位震荡，在年中购汇分红需求影响下，人民币仍有一定调整压力。

美元指数强势上扬，人民币汇率随之承压调整，但存量美元结汇缓和人民币调整幅度。预计 6 月在年中购汇分红需求影响下，人民币仍有一定调整压力。5 月人民币兑美元汇率累计下跌 0.90%，收于 6.4010。美元指数延续强势上行，一度突破 95 关口，非美货币纷纷承压调整，部分新兴市场国家资本外流压力严重。但人民币汇率调整幅度相对温和。**一是**国内经济基本面总体稳健，为人民币提供稳固支撑。年初至今，我国经济增长好于市场预期。5 月官方制造业 PMI 为 51.9，预期 51.4，前值 51.4，5 月份 PMI 数据创下近七年同期新高，显示经济增长韧性仍强。**二是**市场逢高结汇需求缓解了人民币跌势。外管局数据显示，4 月银行结售汇顺差 669 亿元人民币，其中银行代客结售汇顺差 924 亿元人民币，为 2014 年 6 月以来最大顺差。结售汇顺差的主要因素是 4 月进出口贸易恢复顺差，且结汇率明显抬升。从历史数据来看，2017 年初至 2018 年 3 月，在人民币震荡上行阶段，结汇需求并未显著释放，结汇率总体走平，购汇率下行。2018 年 4 月起，随着美元反弹，结汇率上升至 70%，达到“811”汇改以来的最高水平。**三是**持续的资本市场开放和人民币国际化进程带来增量外汇供给。央行一季度货币政策执行报告指出，逆周期宏观审慎资本流动管理政策全部回归中性，有序推进人民币国际化与资本开放。近两个月来，陆港通北向资金持续流入 A 股市场，4 月份境外投资者净买入 664 亿元人民币中国债券，刷新单月增量的新高。**展望后市，**在企业年中购汇分红需求影响下，短期内人民币或仍有一定调整压力。

欧美经济运行分化，意大利政治局势打压欧元走弱，5 月美元指数继续强势上扬，一度突破 95 关口。预计加息前景下美元指数仍有一定支撑。5 月美元指数上涨 2.34%，收于 93.9891。月内美元指数上涨主要受到两方面因素带动。**一是**美欧经济运行分化，美国通胀和美债收益率上行，支撑美元强势上扬。欧、日复苏动能有所放缓，而美国经济数据表现较为强劲。美国通胀稳步回升，推升美联储加息预期，从而带动美元指数走强。**二是**意大利政局风险打压欧元走弱，推升市场避险情绪，推动 5 月下旬美元指数上涨。5 月 20 日起，意大利组阁危机再起，资金大量从欧洲市场流入美国，推升美元升破 94 关口。在美元走强的影响下，非美货币承压下跌。**欧元方面，**欧元兑美元下跌 3.2%，收于 1.1692。欧元兑美元汇率经历了 2016 年 12 月以来表现最差的一个月，一度跌破 2017 年 11 月的低点。欧洲 5 月软指标继续放缓，5 月欧元区 PMI 数据大幅走低，叠加意大

利政局影响，欧元大幅下跌。**英镑方面，**英镑兑美元下跌 3.44%，收于 1.3294。5 月初英央行宣布放弃加息并下调经济预期，通胀数据超预期放缓，打压英镑基本回到 2017 年 11 月左右的水平。**日元方面，**5 月日元兑美元汇率走出 V 型走势，5 月中上旬随着美元走强，日元承压下跌，随后受到欧洲政治因素以及贸易摩擦影响，避险情绪上升，日元相对于美元走强。5 月日元兑美元汇率上涨 0.49，收于 108.8050。**展望后市，**6 月美、欧、日央行将举行议息会议，市场目前普遍预期美联储将于 6 月加息，但预计美联储超出预期的鹰派表态有限。欧、日央行料将按兵不动。议息会议后，美元短期利空出尽可能有所回调，美元指数或将高位震荡。

商品市场

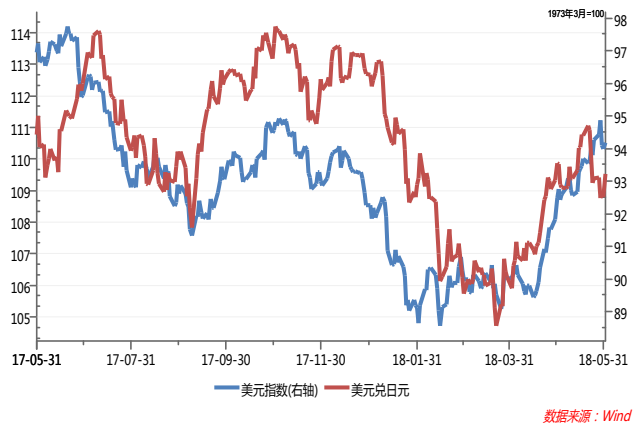
美债美元强势施压金价，但地缘政治风波迭起，避险情绪支撑下金价收复部分跌幅，预计短期内金价将弱势震荡。受伊核问题影响，原油价格刷新三年高位，但随后增产预期压制下，油价高位回落，未来重点关注 6 月 OPEC 会议。

5 月金价整体震荡下行，美债美元强势施压金价，避险情绪逐步回升下金价收复部分跌幅。预计 6 月加息前金价将弱震荡，地缘政治因素或仍为金价提供支撑。国际现货黄金 5 月整体震荡下行，开于 1315.2 美元，最高上涨至 1325.96 美元，随后偏转向下，并于月中跌破 1300 美元支撑，创下年初以来的新低，逼近 1280 美元位置，最低下探至 1281.76 美元。截止 5 月 30 日，国际金价最终收于 1301.2 美元，全月下跌 1.06%，振幅为 3.36%，振幅继续收窄。**一是**强势的美元美债施压金价。5 月美指美债延续了 4 月的强劲走势，美元指数连续突破 93、94 和 95 关口，不断刷新年初以来新高。10 期国债收益率也跟随美元指数同步走强，并于月中突破 3%，最高升至 3.128%。美指美债双双创出新高，使得国际金价承压下跌。**二是**频繁的地缘政治事件影响下，国际金价收回部分跌幅，逐渐企稳于 1300 美元位置。美朝问题悬而未决，欧洲地缘事件频发，避险情绪回升，带动国际金价冲上 1300 美元。**展望后市，**目前美元指数自高位回调，但由于 6 月加息预期较强，在美联储议息会议之前，国际金价料将继续承压。欧元区的政治动荡预计还将为国际金价提供支撑，而中东地区美俄的地缘冲突显现，6 月初有可能迎来历史性的美朝“特金会”，中美贸易博弈及欧美贸易摩擦也可能成为未来主要的避险事件之一，或为金价带来部分支撑，预计短期内金价仍将维持弱势震荡格局。

受伊核问题影响，原油价格刷新三年高位，但随后增产预期压制下，油价高位回落。目前欧美原油期货走势分化，未来需关注 6 月底 OPEC 会议情况。布伦特原油期货上涨 4.02%，收于 77.56 美元/桶。WTI 原油期货下跌 2.14%，收于

报 67.04 美元/桶。目前布伦特与 WTI 原油价格分化，价差处于三年来高位。具体来看，**一是**地缘政治担忧推升油价月初创三年新高，布油一度突破 80 美元大关。月初美国宣布退出伊朗核协议，委内瑞拉石油产量持续下降，出于对伊朗和委内瑞拉产量的担忧，油价快速上涨，接连刷新三年高位。**二是**俄罗斯与 OPEC 计划增产引发市场对供给的担忧。媒体报道，考虑到伊朗和委内瑞拉的供应风险，俄罗斯和沙特正讨论增产 100 万桶/日，打压油价从高位大幅回落。**三是**随着夏季驾车旅行高峰的到来，布伦特原油回涨，但由于美原油运输管道瓶颈问题，WTI 原油未能继续走强，布伦特与 WTI 差价快速走扩。WTI 和布伦特期货合约是全球最为重要的两个原油期货合约，两者油品接近。但地理位置和运输便捷程度使二者存在价差。布伦特原油更多反映除美国外的国际市场原油的供需水平，而 WTI 原油更多反映美国国内的供需水平。当美国原油出口不足以支撑全球供需缺口时，布伦特原油价格涨幅将超过 WTI，因此两者价差可以当做原油市场供求紧张程度的指标。**展望后市**，从供给来看，市场预测 OPEC 减产协议大概率将延续，需要重点关注 6 月底 OPEC 会议的情况。目前原油供需基本面收紧，未来伊朗制裁重启带来的减产幅度和 OPEC 增产幅度将是决定供需平衡的关键。从需求来看，7-8 月份原油需求为全年高点，未来油价或仍有一定支撑。

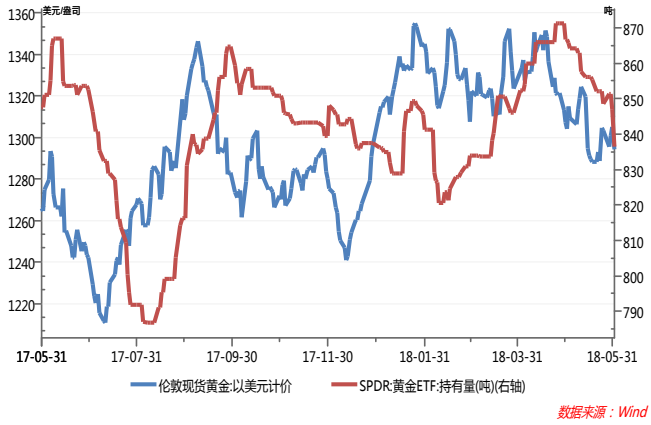
图表 15. 美元指数、美元兑日元



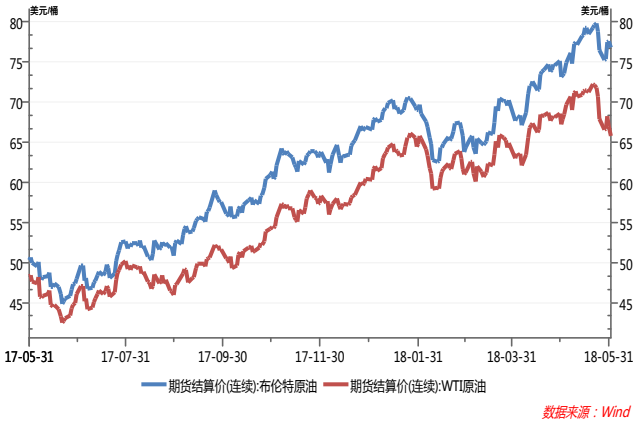
图表 16 人民币在岸及离岸汇率

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



来源：wind、中国农业银行金融市场部

附件 1. 上月评级调整表

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							
重庆渝中国有资产经营管理有限公司	银行	中诚信国际信用评级有限责	2018-05-29	AA+	稳定	AA	稳定
重庆三峡担保集团股份有限公司	银行	中诚信国际信用评级有限责	2018-05-14	AAA	稳定	AA+	稳定
中冶置业集团有限公司	资本货物	中诚信证券评估有限公司	2018-05-25	AAA	稳定	AA+	稳定
郑州银行股份有限公司	消费者服务 II	联合资信评估有限公司	2018-05-21	AAA	稳定	AA+	稳定
浙江温州瓯海农村商业银行股份有限公司	消费者服务 II	上海新世纪资信评估投资服	2018-05-15	AA	稳定	AA-	稳定
浙江龙泉农村商业银行股份有限公司	公用事业 II	中诚信国际信用评级有限责	2018-05-24	A	-	A-	-
浙江国兴投资集团有限公司	多元金融	上海新世纪资信评估投资服	2018-05-16	AA+	稳定	AA	稳定
云南世博旅游控股集团有限公司	资本货物	东方金诚国际信用评估有限	2018-05-29	AA+	稳定	AA	稳定
云南旅游股份有限公司	能源 II	东方金诚国际信用评估有限	2018-05-29	AA	稳定	AA-	稳定
云南保山电力股份有限公司	公用事业 II	东方金诚国际信用评估有限	2018-05-17	AA	稳定	AA	负面
宣城市国有资产投资有限公司	材料 II	鹏元资信评估有限公司	2018-05-21	AA+	稳定	AA	稳定
许继电气股份有限公司	房地产 II	联合信用评级有限公司	2018-05-23	AA+	稳定	AA	稳定
新天绿色能源股份有限公司	材料 II	中诚信证券评估有限公司	2018-05-25	AA+	正面	AA+	稳定
协鑫智慧能源股份有限公司	房地产 II	中诚信证券评估有限公司	2018-05-28	AA+	稳定	AA	稳定
泰山玻璃纤维有限公司	公用事业 II	联合信用评级有限公司	2018-05-18	AA+	稳定	AA	稳定
四川蓝光发展股份有限公司	多元金融	中诚信国际信用评级有限责	2018-05-24	AA+	稳定	AA	稳定
盛和资源控股股份有限公司	公用事业 II	鹏元资信评估有限公司	2018-05-24	AA	稳定	AA	负面
深圳市新南山控股(集团)股份有限公司	银行	联合信用评级有限公司	2018-05-28	AA+	稳定	AA	稳定

上海水务资产经营发展有限公司	银行	上海远东资信评估有限公司	2018-05-15	AA+	稳定	AA	稳定
上海东兴投资控股发展有限公司	能源 II	上海新世纪资信评估投资服	2018-05-21	AAA	稳定	AA+	稳定
上海大众公用事业(集团)股份有限公司	材料 II	中诚信证券评估有限公司	2018-05-29	AAA	稳定	AA+	稳定
山西盂县农村商业银行股份有限公司	资本货物	联合资信评估有限公司	2018-05-16	A+	稳定	A	-
宁波慈溪农村商业银行股份有限公司	资本货物	东方金诚国际信用评估有限	2018-05-02	AA+	稳定	AA	稳定
内蒙古伊泰煤炭股份有限公司	银行	大公国际资信评估有限公司	2018-05-22	AAA	稳定	AA+	稳定
马鞍山钢铁股份有限公司	资本货物	中诚信国际信用评级有限责	2018-05-14	AAA	稳定	AA+	稳定
岭南生态文旅股份有限公司	材料 II	鹏元资信评估有限公司	2018-05-15	AA	稳定	AA-	稳定
乐清市国有投资有限公司	资本货物	上海新世纪资信评估投资服	2018-05-30	AA+	稳定	AA	稳定
江苏泰州农村商业银行股份有限公司	多元金融	东方金诚国际信用评估有限	2018-05-29	AA	稳定	AA-	稳定
江苏国泰国际集团有限公司	材料 II	联合资信评估有限公司	2018-05-21	AA+	稳定	AA	稳定
冀东发展集团有限责任公司	资本货物	鹏元资信评估有限公司	2018-05-23	AA	稳定	AA	负面
黄冈市城市建设投资有限公司	材料 II	鹏元资信评估有限公司	2018-05-23	AA+	稳定	AA	稳定
华西证券股份有限公司	银行	联合信用评级有限公司	2018-05-30	AAA	稳定	AA+	稳定
湖北兴发化工集团股份有限公司	能源 II	鹏元资信评估有限公司	2018-05-30	AA+	稳定	AA	稳定
杭州前进齿轮箱集团股份有限公司	银行	上海新世纪资信评估投资服	2018-05-31	AA	稳定	AA	负面
海南瑞泽新型建材股份有限公司	房地产 II	鹏元资信评估有限公司	2018-05-21	AA	稳定	AA-	稳定
广西北部湾银行股份有限公司	商业和专业服务	联合资信评估有限公司	2018-05-07	AA+	稳定	AA	稳定
广汇能源股份有限公司	食品、饮料与烟草	中诚信国际信用评级有限责	2018-05-23	AA+	稳定	AA	稳定
甘肃银行股份有限公司	房地产 II	联合资信评估有限公司	2018-05-14	AAA	稳定	AA+	稳定
复地(集团)股份有限公司	多元金融	中诚信证券评估有限公司	2018-05-17	AAA	稳定	AA+	稳定
东江环保股份有限公司	资本货物	中诚信证券评估有限公司	2018-05-28	AA+	稳定	AA	稳定
北京顺鑫农业股份有限公司	银行	联合信用评级有限公司	2018-05-29	AA+	稳定	AA	稳定

北京城建投资发展股份有限公司	银行	联合信用评级有限公司	2018-05-08	AAA	稳定	AA+	稳定
宝信国际融资租赁有限公司	资本货物	中诚信证券评估有限公司	2018-05-28	AA	稳定	AA-	稳定
安徽乐行城市建设集团有限公司	消费者服务 II	东方金诚国际信用评估有限	2018-05-23	AA	稳定	AA-	稳定
下调评级或展望							
中弘控股股份有限公司	房地产 II	大公国际资信评估有限公司	2018-05-29	B	负面	BBB-	负面
阳光凯迪新能源集团有限公司	多元金融	大公国际资信评估有限公司	2018-05-16	BBB+	负面	A+	负面
阳光凯迪新能源集团有限公司	多元金融	大公国际资信评估有限公司	2018-05-25	B	负面	BBB+	负面
阳光凯迪新能源集团有限公司	多元金融	大公国际资信评估有限公司	2018-05-08	A+	负面	AA	稳定
阳光凯迪新能源集团有限公司	多元金融	鹏元资信评估有限公司	2018-05-08	BBB	负面	AA	负面
新疆金特钢铁股份有限公司	材料 II	鹏元资信评估有限公司	2018-05-21	CC	负面	B-	负面
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	2018-05-02	BBB-	-	AA-	-
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	2018-05-15	B	-	BBB+	-
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	2018-05-04	BBB+	-	AA	-
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	2018-05-04	BBB+	-	AA	-
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	2018-05-15	B	-	BBB+	-
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	2018-05-22	C	-	B	-
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	2018-05-22	CC	-	BB	-
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	2018-05-16	BB	-	BBB-	-
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	2018-05-21	C	-	B	-
山东广饶农村商业银行股份有限公司	银行	东方金诚国际信用评估有限	2018-05-04	A+	负面	AA-	稳定
凯迪生态环境科技股份有限公司	公用事业 II	中诚信证券评估有限公司	2018-05-07	C	-	AA	稳定
凯迪生态环境科技股份有限公司	公用事业 II	中诚信国际信用评级有限责	2018-05-07	C	-	AA	稳定
凯迪生态环境科技股份有限公司	公用事业 II	鹏元资信评估有限公司	2018-05-08	C	稳定	AA	稳定

盾安控股集团有限公司	资本货物	大公国际资信评估有限公司	2018-05-04	AA-	负面	AA+	稳定
安徽盛运环保(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	2018-05-09	A+	-	AA	稳定
安徽盛运环保(集团)股份有限公司	商业和专业服务	中诚信国际信用评级有限责	2018-05-11	BBB-	-	AA-	-

数据来源：wind、中国农业银行金融市场

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。