



2018年6月19日

联储鹰派欧洲偏鸽，人行维持利率不变

宏观经济

■ **国际宏观：**上周美联储鹰派加息，欧洲央行会议声明“鹰中带鸽”，日本央行维持利率不变下调通胀预期。整体看，一是经济格局导致各国央行货币政策预期分化；二是美欧货币政策收紧源于经济基本面的好转；三是货币政策分化引发货币升值贬值压力不同，新兴市场国家或将进一步承压。

■ **国内宏观：**近日，中国人民银行会同国家外管局，对合格境外机构投资者（QFII、RQFII）实施新一轮外汇管理改革，进一步便利跨境证券投资。此次外汇改革，将有利于激发境外投资者热情，减少对汇率稳定的影响，避免市场对汇率大幅波动的担忧；此时点进行改革，也体现出我国对金融实力的信心。

金融市场

■ **货币政策及资金面：**上周央行公开市场整体净投放资金，同时未跟随美联储上调公开市场利率，资金面整体依然宽松，流动性充足，唯跨季资金依然供不应求。全周央行开展逆回购操作4800亿元，公开市场到期2400亿元，另开展1000亿3个月国库现金定存，全市场合计净投放3400亿。本周公开市场到期2300亿，到期量适中。临近月末，预期资金面维持结构性紧张，但央行可能依然保持呵护，流动性不至于过紧。

■ **债券市场：**美国经济基本面延续良好形势，欧洲经济继续疲软，美元指数强势反弹；国内5月份工业增加值增速稳中略降，投资、消费明显回落，内需有所下滑，社融降幅超出预期，整体上生产端稳定需求依然偏弱。美联储如期加息，欧央行对加息表述偏鸽派，中国央行未跟随美联储加息，维护资金面整体稳定的意图较为明确。一级市场发行量有所上升，需求较为一般；二级市场对宽松预期有所增强。展望本周，一是全球贸易摩擦再度紧张化，本周仍需重点关注避险情绪对市场的影响；二是近期一级供给量略有上升，本周有地方债净融资超过1600亿元，需关注供给压力对债市的影响。

■ **外汇市场：**美联储年内加息四次预期上升，欧央行表态意外鸽派，美元指数创一年来最大单周涨幅，人民币汇率承压调整。中美贸易摩擦升温，短期内人民币汇率或仍有一定调整压力。但国内经济增长韧性较强，人民币资产对境外投资者具有较强的吸引力，央行、外管局调整QFII、RQFII相关外汇管理政策，金融开放稳步推进，预计将为人民币汇率提供支撑。

■ **商品市场：**美元强势上扬施压金价，中美贸易战引发市场避险情绪，巨额卖盘打压金价下挫，预计短期内金价可能企稳反弹。原油价格先扬后抑，连续四周收跌。对OPEC增产和中美贸易摩擦的担忧打压油价下跌，本周需关注OPEC峰会关于增产问题的讨论。

市场展望及策略建议

央行人士表示将继续实施稳健中性的货币政策，同时将积极应对可能的外部冲击；中美贸易战升级，短期可能引发避险情绪。美国经济态势良好是美国频频发动贸易战的重要原因，但未来贸易战走势仍有较大不确定性。债市受避险情绪及央行货币政策表现影响，收益率可能继续走低；权益类市场可能再度调整。美元受贸易战影响可能走强；人民币将受到打压；美债收益率受避险情绪影响可能走低，金价则有所提振；原油受美元走强及经济不确定性增大影响短期将有所调整。

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

上周美联储鹰派加息，欧洲央行会议声明“鹰中带鸽”，日本央行维持利率不变下调通胀预期。整体看，一是经济格局导致各国央行货币政策预期分化；二是美欧货币政策收紧源于经济基本面的好转；三是货币政策分化引发的货币升值贬值压力不同，未来新兴市场国家或将进一步承压。央行并未上调公开市场操作利率，体现了货币政策的独立性。

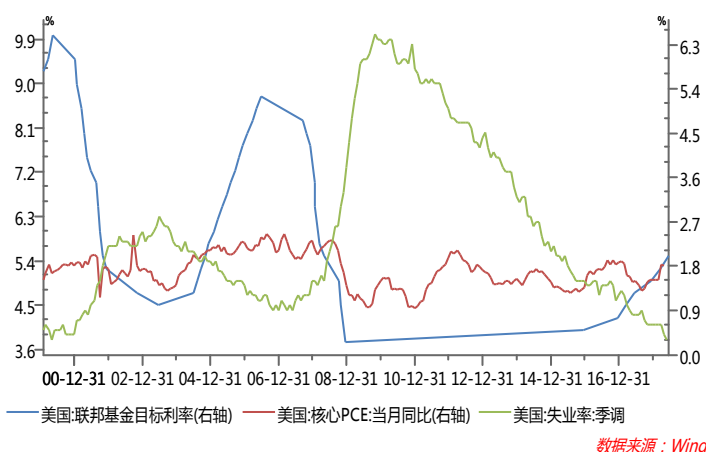
上周美联储议息会议将联邦基金目标利率区间上调至1.75%-2.00%，符合预期。美联储点阵图上调年内加息预期，对经济、劳动力市场及通胀的展望更加乐观，会议声明较市场预期更为偏鹰。上周欧洲央行会议决定维持利率不变，每月300亿欧元的资产购买规模将持续到今年9月份，10月份至12月的月度购债规模为150亿欧元，将在今年年底前结束QE，且保持利率不变至少至2019年夏天。欧洲央行年底结束QE符合市场预期，但2019年夏天后才开始加息晚于市场预期。同样在上周，日本央行宣布维持货币政策利率在-0.1%不变，符合市场预期，但同时下调通胀预期，选择继续坚守不同于美欧的宽松刺激的道路。整体看，美联储更为鹰派，欧洲央行“鹰中带鸽”，日本央行维持鸽派。

一是经济格局导致各国央行货币政策预期分化。一方面，基本面“美强欧弱”格局延续，美欧央行紧缩速度预期分化。今年以来，全球经济增速均有所放缓，但是美国和欧洲经济增速放缓有所不同。虽然美国经济增速有所下降，但是劳动力市场趋紧、通胀水平跳升，对美联储货币政策收紧形成支撑。欧洲方面，通胀水平在国际油价助推下有所回升，但经济增速较去年回落水平超出预期，叠加大意政治不确定性致使本次欧洲央行货币政策表态中性偏鸽。另一方面，今年年初以来日本经济增长一直疲软，进一步破坏了日本央行退出刺激的时机，市场预期其超宽松货币刺激政策将至少持续到2019年。二是美欧货币政策收紧源于经济基本面的好转。尽管美欧经济增长有所差别，但整体看经济增速均有所放缓，货币政策收紧可能是为应对未来经济下行腾挪货币政策空间。美联储一直认为由于生产效率增长缓慢，美国经济复苏的前景存在隐忧，目前也没有生产效率开始快速增长的信号。欧洲经济也存在相同的问题。由于生产效率增长缓慢，目前经济尚未进入快速增长的时期，仍是存量复苏，进程仍然温和。如果未来仍没有生产力的显著提高，存量复苏结束后经济将可能进入衰退时期。从几次美联储对未来经济指标的预测来看，美联储认为2019年后美国经济增速将有所下滑，2018、2019和2020年实际GDP增速预计分别为2.8、2.4和2.0。三是货币政策分化引发的货币升值贬值压力不同，未来新兴市场国家或将进一步承压。美联储

鹰派加息，欧洲央行“鹰中带鸽”，日本央行维持鸽派，未来美元有一定升值压力、欧元和日元有一定贬值压力。美联储加息后欧洲央行宣布利率决议当日，美元指数涨1.45%，报94.9264，创近一年以来新高，而欧元兑美元跌1.9%，报1.1567，创近两年来最大单日跌幅。在美元指数中，欧元和日元分别占比57.6%和13.6%，欧元和日元的走弱将进一步抬升美元升值压力，新兴市场国家货币或将进一步承压。

上周美联储再次加息25个基点后，人民银行并未上调公开市场操作利率。在本轮美联储7次加息时点上，人民银行在美联储加息后上调公开市场操作利率的情况有四次。本次未跟随上调利率体现了货币政策聚焦国内矛盾的独立性。目前公开市场操作利率与市场利率存在一定差距，上调公开市场利率象征意义更大，预计未来货币政策将维持稳健。

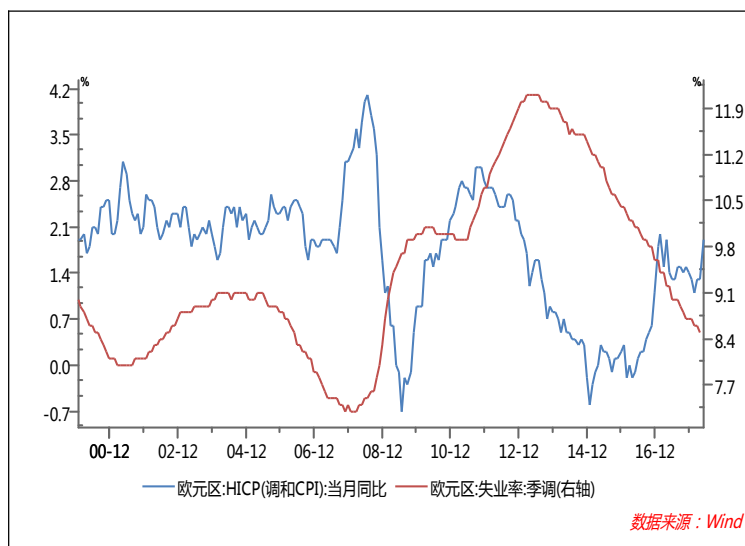
图表 1. 美国通胀、失业率和美联储目标利率



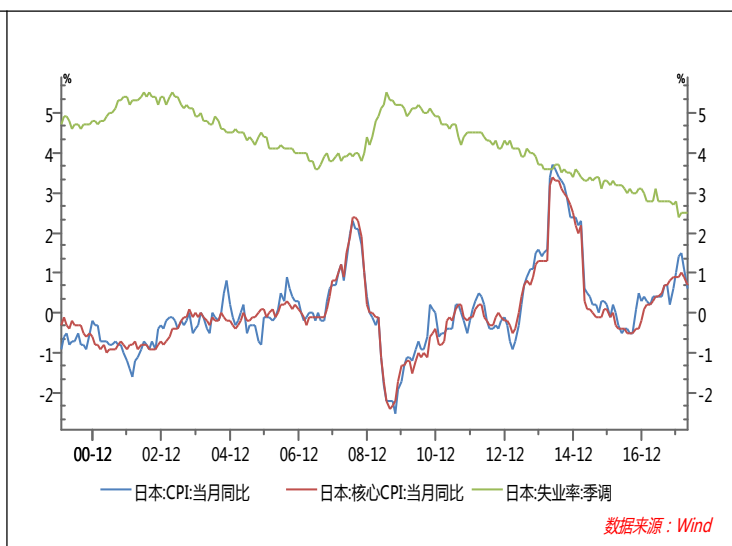
图表 2. 美联储 6 月会议预测

Variable	Median ¹			
	2018	2019	2020	Longer run
Change in real GDP	2.8	2.4	2.0	1.8
March projection	2.7	2.4	2.0	1.8
Unemployment rate	3.6	3.5	3.5	4.5
March projection	3.8	3.6	3.6	4.5
PCE inflation	2.1	2.1	2.1	2.0
March projection	1.9	2.0	2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.0	2.1	2.1	
March projection	1.9	2.1	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	2.4	3.1	3.4	2.9
March projection	2.1	2.9	3.4	2.9

图表 3. 欧元区通胀和失业率



图表 4. 日本通胀和失业率



国内宏观

近日，中国人民银行会同国家外管局，对合格境外机构投资者(QFII、RQFII)实施新一轮外汇管理改革，进一步便利跨境证券投资。此次外汇改革，将有利于激发境外投资者热情，减少对汇率稳定的影响，避免市场对汇率大幅波动的担忧；此时点进行改革，也体现出我国对金融实力的信心。

近日，中国人民银行会同国家外管局发布《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》和《中国人民银行国家外汇管理局关于人民币合格境外机构投资者境内证券投资管理有关问题的通知》，对合格境外机构投资者(QFII、RQFII)实施新一轮外汇管理改革，进一步便利跨境证券投资。具体来看，此次外汇改革主要包括以下三项：一是取消QFII每月资金汇出不超过上年末境内总资产20%的限制；二是取消QFII、RQFII本金锁定期要求，将现存的QFII投资3个月锁定期、RQFII非开放式基金投资3个月锁定期全部取消，境外机构投资者可以根据需要办理资金汇出；三是明确合格机构投资者外汇风险管理政策，允许QFII、RQFII对其境内投资进行外汇套保，对冲其汇率风险。

此次外汇改革，将有利于激发境外投资者热情。资金汇出管制措施的是对外资的进出必要的限制和引导，使之与本国的经济发展和证券市场发展相适应；主要目的是防止资金过度外流，维护跨境资金市场稳定有序。资金汇出限制一直是影响QFII投资运作的主要因素，此次改革取消汇出资金限制和取消锁定期限制，并允许投资者进行套期保值，将有助于境外投资者规避汇率变动带来的风险，进一步便利了资金的流动，境外投资者可根据自身投资状况自主决定资金汇出，将进一步激发境外投资机构的投资热情。

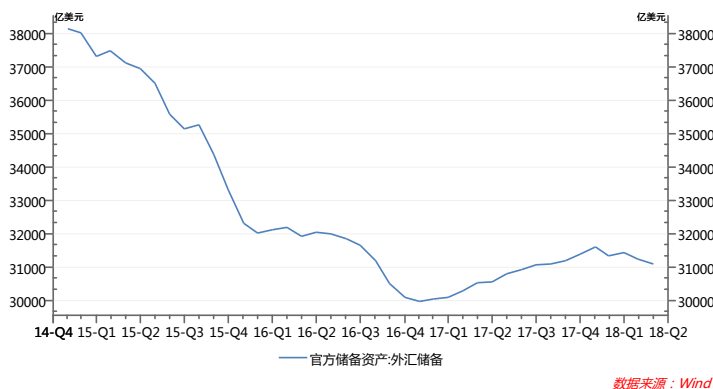
此次改革减少对汇率稳定的影响，避免了市场对汇率大幅波动的担忧。2015年和2016年中国外汇储备分别下降5127亿和3198亿美元，但是2017年总体回升幅度达到了1294亿美元。2018年以来，我国跨境资金流动已经从净流出走向基本平衡。在这个时间点松绑QFII和RQFII相关限制，减少了对汇率稳定的影响，避免了市场对汇率大幅波动的担忧；与此同时，自今年5月1日起，沪港通、深港通每日额度已经扩大四倍，此时取消对QFII和RQFII的多项限制，也可以与沪港通、深港通相对应，丰富海外投资者进入A股市场的途径和渠道。

选择此时点进行改革，体现出我国对金融实力的信心。2018年4月以来，美国经济持续复苏，俄罗斯、阿根廷、土耳其、巴西、菲律宾等国家汇率利率波动剧烈，叠加能源价格上涨，部分国家遭遇严重的资金外流，阿根廷甚至出现“股汇债”三杀局面。新兴国家贸易赤字、外债庞大、经济结构失衡是引起危机蔓延

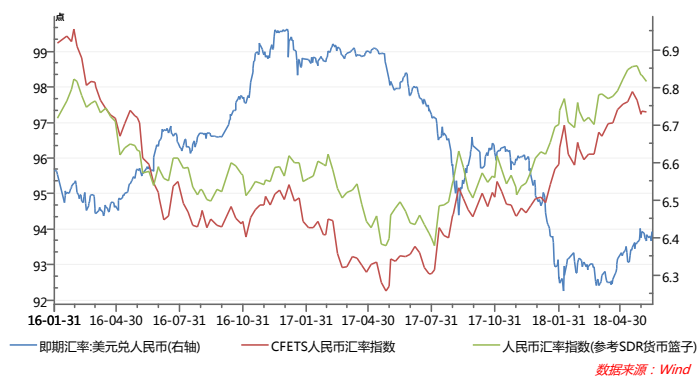
的主要原因。国际金融协会(IIF)数据显示,外国投资者5月份从新兴市场撤资123亿美元,为2016年11月份以来最大单月资金外流规模。从地区来看,资金流出规模最大的是亚洲,高达80亿美元,非洲和中东总计流出47亿美元。新兴市场自4月底时即被抛售,创IIF有记录以来第二长抛售期。6月14日美联储宣布加息后,美元指数迅速直线拉升,MSCI新兴市场指数大跌,成交量非常大,显示资金对新兴市场信心不足。相比之下,中国经济总体平稳。经济基本面方面,尽管5月份经济数据略有回落,基本面面临一定的下行压力,但制造业投资增速有所回升,实体经济投资出现企稳迹象。汇率方面,年内人民币除兑日元贬值外,兑其他主要货币均呈升值态势,人民币汇率贬值预期走弱,与其他资产相比,人民币资产具有较大的吸引力,这也展示了我国对金融实力的信心。

今年以来,我国进一步推进金融扩大开放,国际资金聚焦中国市场。截至5月底,境外机构持有我国债券数量达到14098.59亿元,连续16个月攀升;陆股通方面,上周外资净买入167.1亿元,连续十一个月资金净流入。展望未来,预计我国对外开放的道路将进一步延续。随着QFII、RQFII本金锁定期与资金汇出限制被取消,海外投资机构借道QFII、RQFII渠道投资A股的兴趣将会迅速提升。而理财市场各种与QFII、RQFII挂钩的产品,也将涌现出来,丰富投资者的选择。

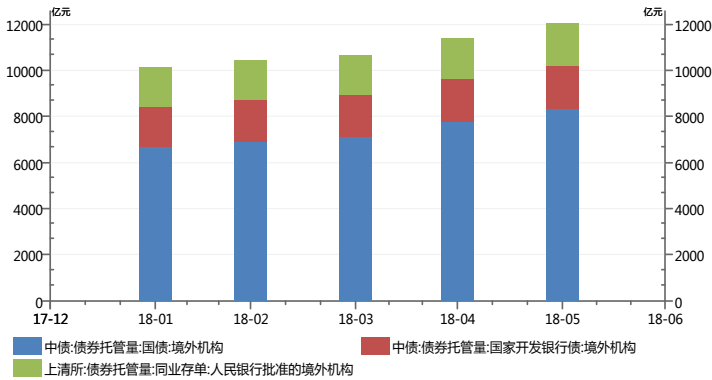
图表 5. 外汇储备企稳



图表 6. 人民币汇率稳中有升

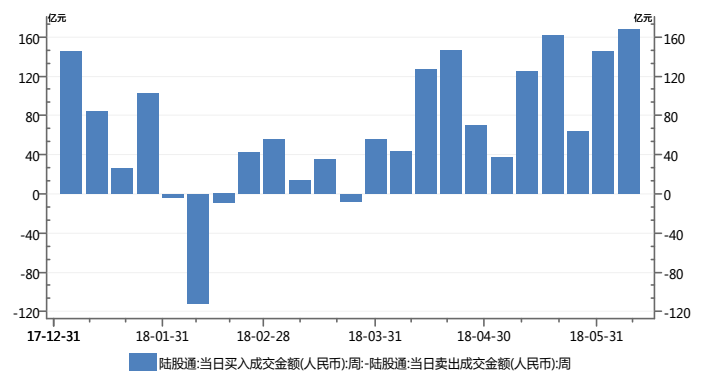


图表 7. 消费增速



数据来源: 中国债券信息网 Wind

图表 8. 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

上周央行公开市场整体净投放资金, 同时央行未跟随美联储上调公开市场利率, 资金面整体依然宽松, 流动性整体充足, 唯跨季资金需求依然供不应求。全周央行开展逆回购操作4800亿元, 公开市场到期2400亿元, 另开展1000亿3个月国库现金定存, 全市场合计净投放3400亿。本周来看, 公开市场到期2300亿, 到期量适中。同时临近月末, 预期资金面维持结构性紧张局面, 但央行可能依然保持呵护, 流动性不至于过紧。

上周央行公开市场整体净投放资金, 同时央行未跟随美联储上调公开市场利率, 资金面整体依然宽松, 流动性整体充足, 唯跨季资金需求依然供不应求。全周央行开展逆回购操作4800亿元, 其中2300亿7天期, 1400亿14天期, 1100亿28天期, 公开市场到期2400亿元, 另开展1000亿3个月国库现金定存, 全市场合计净投放3400亿。本周来看, 公开市场到期2300亿, 到期量适中。同时临近月末, 预期资金面维持结构性紧张局面, 但央行可能依然保持呵护, 流动性不至于过紧。

质押式回购利率方面, 截止上周五, R001加权平均利率为2.63%, 较前周上行3bp; R007加权平均利率为3.03%, 较前上行15bp; R014加权平均利率为3.75%, 较前周上行48bp。同业存单方面, 上周共发行727只总计6648亿, 净融资额为492亿。二级市场各期限利率小幅上行, 3个月AAA+同业存单利率为4.40%, 上行5bp, 6个月AAA+同业存单利率为4.45%, 上行10bp, 9个月AAA+同业存单利率为4.46%

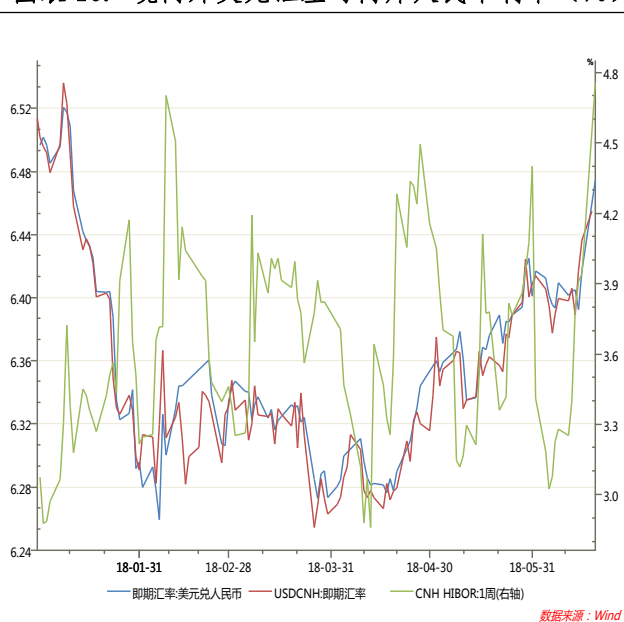
上行6bp。本周存单到期量5536亿，较前周有所回落，净融资额转正，续发压力有所减缓，但流动性方面预计中性偏紧，总体看，发行利率预计依然在高位震荡。同业存款方面，本周报价变化不大，具体为：7天2%-3.4%左右，14天2.5%-4%左右，1个月4%-5.15%左右，3个月4.25%-5.3%左右，6个月4.24%-5.45%左右，1年4.24%-5.45%左右。

汇率方面，美国经济数据向好，美联储6月政策声明对短期经济更乐观，点阵图上修年内加息预期中位值，美元指数回升至94.78。受欧央行加快退出QE预期和欧盟加拿大墨西哥对美国采取关税反制措施的影响，美元指数大幅回调，收报93.5509。受此影响，人民币兑美元汇率有所贬值，上周在岸人民币兑美元收于6.4168，贬值71基点。短期内预计美元指数继续上行概率不大，人民币汇率或将窄幅波动。上周五在岸汇率收报在6.4168，离岸汇率收报在6.4366，分别较前周贬值71个基点和370基点。离岸人民币方面，流动性维持宽松，全周来看，隔夜较前周上行68bp至3.58%，7天上行66bp至3.94%，14天上行65bp至4.15%。

图表 9. 同业存放利率变动

期限	2018-6-15		2018-6-8	
	融出	融出	融入	融入
1W	3.4-3.2	3.1-2	3.15-2.55	2.5-2
2W	4-3.2	3.4-2.5	3.45-3.2	3.1-2.47
1M	5.15-4.8	4.65-4	5.15-4.85	4.7-4
3M	5.3-4.85	4.8-4.25	5.3-4.6	4.5-4
6M	5.45-4.8	4.6-4.24	5.45-4.85	4.52-4.18
1Y	5.45-4.95	4.9-4.24	5.45-4.95	4.75-4.2

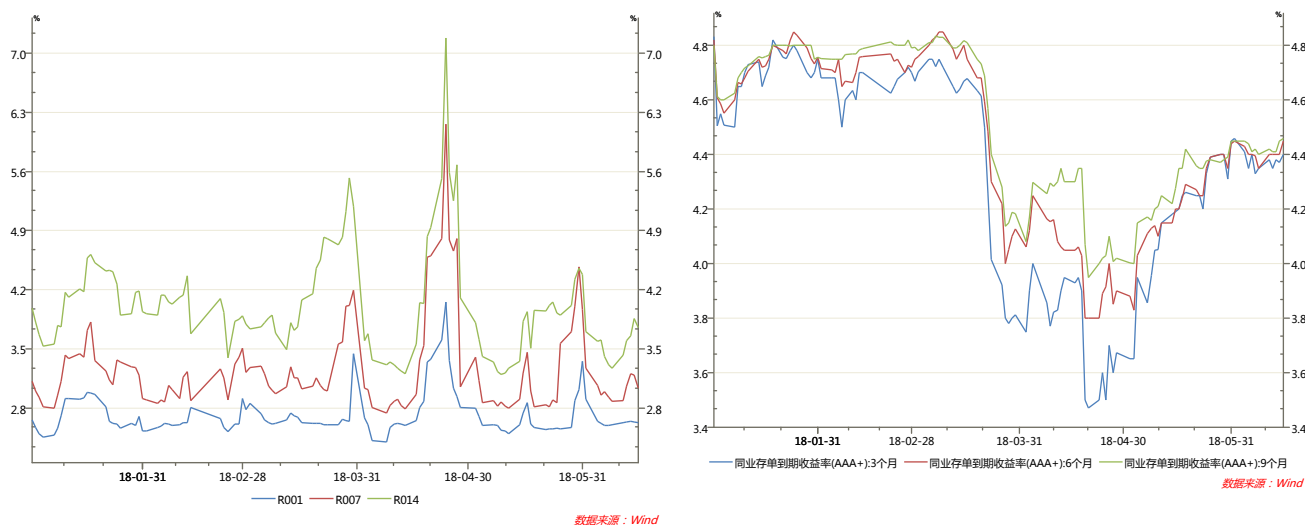
图表 10. 境内外美元汇差与离岸人民币利率 (%)



数据来源: Wind, 上海国际货币, 中国农业银行金融市场部

图表 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

基本面方面, 美国经济基本面延续良好形势, 欧洲经济继续疲软, 美元指数强势反弹; 国内5月份工业增加值增速稳中小降, 投资、消费明显回落, 内需有所下滑, 社融降幅超出预期, 整体上生产端稳定需求依然偏弱。政策方面, 美联储如期加息, 欧央行对加息表述偏鸽派, 中国央行未跟随美联储加息, 维护资金面整体稳定的意图较为明确。一级市场方面, 一级市场发行量有所上升, 需求较为一般; 二级市场方面, 受央行并未跟随美联储加息的影响, 市场对宽松预期有所增强。同时5月社融数据大幅下滑、投资消费需求不及预期, 基本面边际转弱迹象明显。展望本周, 第一, 全球贸易摩擦再度紧张化, 虽然前期市场已有一定预期和消化, 但预计仍将对各大经济体经济发展前景及全球风险偏好带来持续影响, 本周仍需重点关注避险情绪对市场的影响; 第二, 近期一级供给量略有上升, 本周有地方债净融资超过1600亿元, 需关注供给压力对债市的影响; 第三, 海外方面关注美国和欧元区6月制造业PMI数据。

债券市场无风险利率

基本面: 海外方面延续“美强欧弱”格局。美国经济继续保持良好态势: 5月CPI同比2.8%、核心CPI同比2.2%, 较前值有所上行; 5月零售销售环比增长0.8%, 同比大幅走高; 首申失业救济人数小幅下滑, 继续处于历史极低水平; 同时美联储在6月政策声明中调高2018年GDP同比至2.8%, 调高PCE至2.1%, 对短期经济前景的表述更偏乐观。相较于此, 欧元区4月工业产出同比下滑, 季

调环比数据为-0.9%，再度转为负增，同比为1.8%，较上月大幅下行1.4个百分点，不及预期。美元指数再度上行，欧元、英镑、日元均相对美元承压回落。

国内方面，经济稳中略降，呈现出“生产热、需求冷”格局，同时社融降幅超出预期。中国5月工业增加值增速小幅回落至6.8%，主要工业品产量增速涨跌互现，发电、粗钢、有色产量增速回升，水泥、汽车煤炭产量增速回落；需求端，投资、消费均明显回落，其中，1-5月月投资增速降至6.1%，基建投资拖累显著，房地产投资高位持平，5月社消零售增速8.5%，创下多年新低。金融数据方面，5月新增社融总量7608亿，创近22个月以来新低，同比少增3023亿，一方面受表外非标融资持续萎缩影响，另一方面季节性因素以及违约事件增多导致企业债发行大幅下滑近4000亿。此外周末“中美贸易战”进一步升级，美国公布对华500亿美元商品加征关税清单后，中国做出同等规模、同等力度反击，宣布对原产于美国的659项约500亿美元进口商品加征25%的关税，虽然美国的反复无常市场已有预期，但叠加经济存在下行压力、社融回落的背景下，后续需进一步关注贸易摩擦的影响。

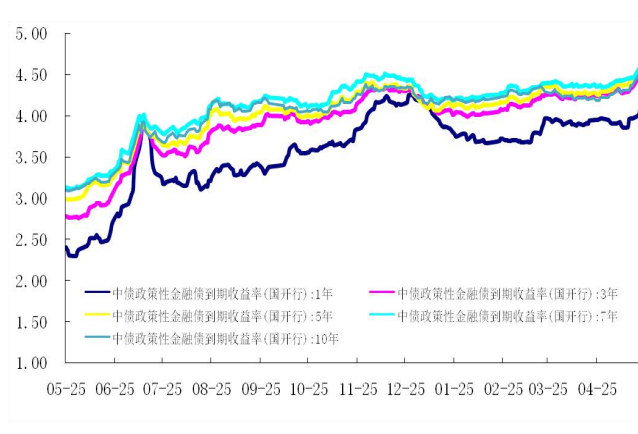
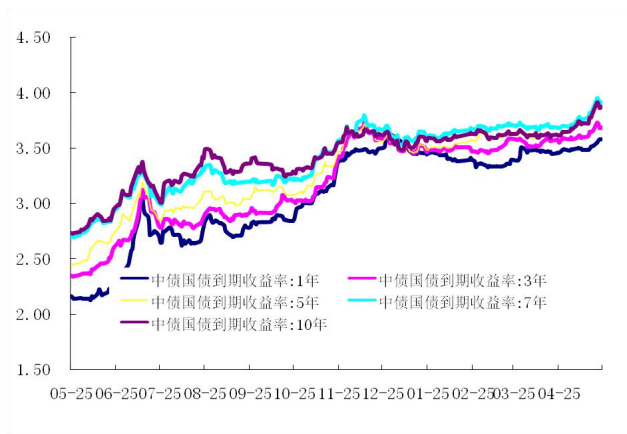
政策方面：美联储如期加息25基点，更多官员预计年内加息四次，预计2018年还将加息2次，2019年料将加息3次，同时撤销5月份决议声明中关于“预计将加息至在‘一段时期内’低于中性利率”的表述，重申美联储货币政策立场仍然适宜。欧央行6月会议声明宣布年底将退出QE，但经济明显放缓叠加意大利政治不确定性致使其对加息的表态整体中性偏鸽。在美元和美债收益率双高的组合下，新兴市场恐进一步承压，面临资金流出风险。

国内方面，央行未跟随美联储进行加息操作，而是采取维持逆回购操作利率不变策略。此举略超市场预期，在基本面承压以及贸易摩擦局势下，央行维稳意图明显。上周五媒体报道国有银行将发放额外的信贷配额，在本月底前部署到非金融部门，表明政策上意在引导资金流向实体经济重点领域和薄弱环节。周末，人民银行有关负责人于端午当天接受《金融时报》记者采访时表示，银行体系流动性合理稳定，货币信贷和社会融资规模适度增长，市场利率基本平稳，综合社会融资成本稳中有所下降，金融对实体经济的支持力度较为稳固，为服务实体经济、防控金融风险发挥了重要作用。央行的表态显示央行会继续维稳的大方向不变，同时也说明平稳有序去杠杆的政策目前不会停止。

供需方面：一级市场方面，上周记账式国债发行4只，金额1140.8亿元，政策性金融债发行12只，金额合计700.5亿元，地方债发行27只，金额合计1858.46亿元，发行量较前周上升，需求较为一般。二级市场方面，受央行并未跟随美联储加息的影响，市场对宽松预期有所增强。同时5月社融数据大幅下滑、投资消费需求不及预期，基本面边际转弱迹象明显。上周债市收益率先上后下，不同期限多数品种较前周下行，曲线呈现走平态势：1年期国债收于3.22%，较上周上行1bp；10年期国债收于3.60%，较上周下行4bp。1年期国开债收于3.99%，较上周上行5bp；10年期国开债收于4.55%，较上周下行6bp。

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

市场情绪: 上周初, 在美国加息预期之下 10 年期国债利率一度升至 3.72%, 周中, 央行未跟随美联储加息进行公开市场操作, 叠加国内社融明显下降, 债市情绪受到大幅提振, 收益率再度回落至 3.63% 附近。周末中美贸易摩擦升级, 预计避险情绪将有利于债市表现。

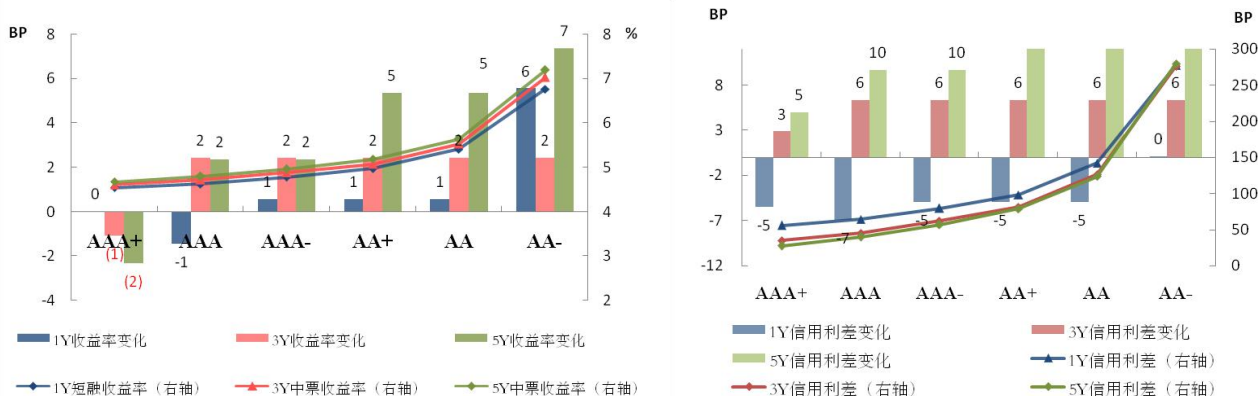
信用市场

一级市场方面, 同业存单发行 6647.6 亿元, 短融发行 775 亿元, 企业债发行 41 亿元, 公司债发行 348.55 亿元, 信用债发行规模较上周有所上升。二级市场方面, 上周信用债收益率多数上行。分品种看, 相较于前周, AA+ 及以上 1 年期短融上行 1bp 左右, 3 年期中票上行 2bp 左右, 5 年期中票上行 2-bp 左右, AA 及 AA-1 年期短融上行 1-6bp。

上周信用利差整体短端收窄长端走阔, AA+ 及以上 1 年期短融利差下行 5-7bp, 3 年期中票利差上行 3-6bp 左右, 5 年期中票利差上行 5-10bp 左右。受利率债收益率短端上行长端下行的影响, 信用利差短端缩窄长端走阔, 在信用风险高发的市场环境下, 风险偏好依然谨慎。

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

信用风险违约事件: 2018年以来信用债市场违约事件频发, 至今已经有14家违约主体的23只债券违约, 涉及金额近208亿元。新增违约主体包括邹平长城、沪华信、中安消、凯迪生态、富贵鸟、神雾环保、亿阳等主体, 负面主体包括盾安集团、天房集团、洲际油气、吉林森工、东方园林、蒙草生态、西王集团、盛运环保等。上周违约及负面事件包括: (1) 16长城01发生违约, 邹平长城集团有限公司2016年公司债券(第一期)应于2018年6月13日付息及兑付回售部分本金, 截至6月13日, 公司已向托管机构划付回售部分本金291.50万元, 尚未能按照约定将“16长城01”本期利息4230万元划至托管机构。该笔违约与其对外担保规模扩大、地区融资环境恶化有关; (2) 渝涪高速、龙岩工贸、晋投集团、榆林城投等20家企业发行债券被推迟或取消发行, 共计111.6亿; (3) 安徽粮油董事长被调查, 阳光凯迪持有凯迪生态公司被冻结及轮候冻结11次, 营口港对于“光大永明-营口港债权投资计划”到期的本金及利息共计5.3亿元无力偿还, 海航控股实际控制人由海南省国资委变更为海南省慈航公益基金会。

信用债市场违约事件不断, 监管层不断表态债市违约率仍较低, 后续仍将有序打破刚兑, 意味着当前债市违约仍不足以动摇严监管, 去杠杆大方向没有变动。

展望本周, 第一, 全球贸易摩擦再度紧张化, 虽然前期市场已有一定预期和消化, 但预计仍将对各大经济体经济发展前景及全球风险偏好带来持续影响, 本周仍需重点关注避险情绪对市场的影响; 第二, 近期一级供给量略有上升, 本周有地方债净融资超过1600亿元, 需关注供给压力对债市的影响; 第三, 海外方面关注美国和欧元区6月制造业PMI数据。

外汇市场

美联储年内加息四次预期上升, 欧央行表态意外鸽派, 美元指数创一年来最大单周涨幅。人民币汇率承压调整。中美贸易摩擦升温, 短期内人民币汇率

或仍有一定调整压力。但国内经济增长韧性较强，人民币资产对境外投资者具有较强的吸引力，央行、外管局调整 QFII、RQFII 相关外汇管理政策，金融开放稳步推进，预计将为人民币汇率提供支撑。

美元指数走强，中美贸易摩擦升温，人民币汇率承压调整。目前国内经济增长韧性较强，金融开放稳步推进，预计将为人民币汇率提供支撑，短期内人民币汇率仍有一定调整压力。上周在岸人民币汇率下跌 0.11%，收于 6.4168。一是周内美联储鹰派议息，而欧央行对于加息的表态意外鸽派。欧央行公布利率决议后，美元指数强势上涨，人民币汇率随之承压下跌。上周五人民币兑美元汇率中间价报 6.4306，大幅调低 344 个基点，为 2018 年 1 月 18 日以来最低，降幅创 2018 年 2 月 9 日以来最大。二是中美贸易摩擦再度升温，避险情绪推升美元上涨，对人民币汇率形成压力。美国当地时间 6 月 15 日，美国正式公布对中国新一轮制裁的关税清单，中国商务部随即宣布同等规模、同等力度的关税措施。市场避险情绪再度升温，6 月 18 日离岸人民币汇率大幅下跌 118 基点。三是目前国内经济增长仍有韧性，金融开放进程稳步推进，预计资本项下外资流入将为人民币汇率形成一定支撑。托管数据显示，境外机构 5 月增持人民币债券 605 亿元，尽管中美利差有所收窄，但人民币资产对外资机构仍有较强的吸引力。近期中国人民银行、国家外汇管理局对现行 QFII、RQFII 相关外汇管理政策进行调整，预计随着中国金融开放进程稳步推进，外资流入将对人民币汇率形成一定支撑。

美联储鹰派加息，欧央行表态意外鸽派，美元指数强势上涨。上周美元指数大幅上涨 1.34%，收于 94.8069，创一年半以来最大单周涨幅。欧美货币政策短期分化，提振美元指数大幅上行。周内美联储如期加息，对年内再加息两次的预期上升，较市场预期更为鹰派。欧央行会议决定维持利率不变，决定年底结束 QE，但欧央行预计加息时间晚于市场预期，释放出相对偏鸽派的信号。美联储利率决议公布后美元短线下跌，但美欧央行货币政策的紧缩速度预期分化，提振美元上涨。周末中美贸易摩擦再度升温，避险情绪推动美元指数走高，预计短期内美元或仍有一定支撑。

商品市场

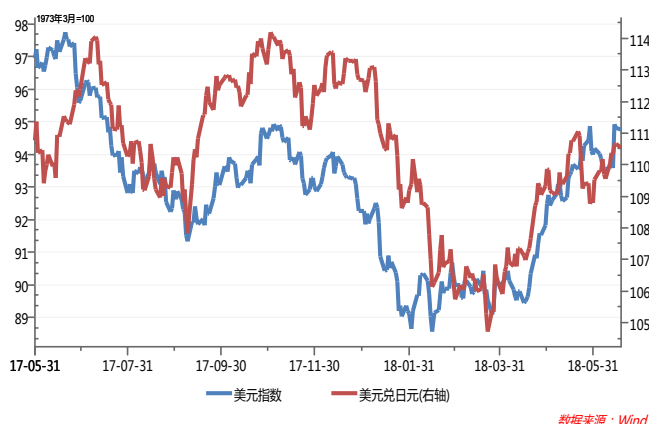
美元强势上扬施压金价，中美贸易战引发市场避险情绪，但巨额卖盘打压金价下挫，预计短期内金价可能企稳反弹。原油价格先扬后抑，连续四周收跌。对于 OPEC 增产和中美贸易摩擦的担忧打压油价下跌，本周需关注 OPEC 峰会关于增产问题的讨论。

美元强势上扬施压金价，中美贸易战引发市场避险情绪，但巨额卖盘打压金价下挫，预计短期内金价可能企稳反弹。上周黄金在 1300 关口下方加速下滑至 1280 关口附近，跌幅累计近 1.5%。一是美联储加息后，美元出现“买预期卖

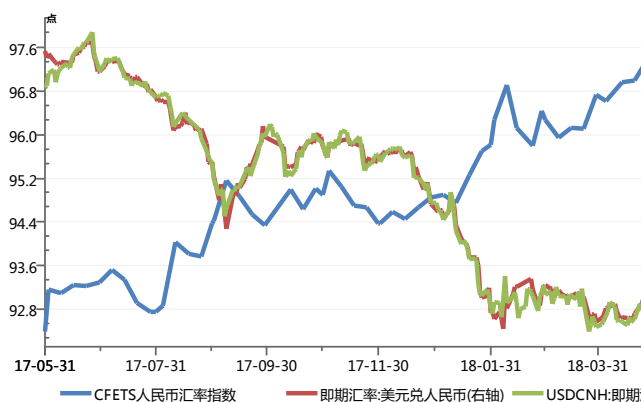
事实”行情，美元指数短线高位回落，黄金趁机反弹逼近千三关口。二是欧央行鸽派议息，美元指数快速上涨施压金价，但由于欧洲股票和债券遭到抛售，避险情绪为金价提供支撑，金价收复1300关口。三是中美贸易战升温令市场的避险情绪骤升，但是黄金遭遇巨盘抛售，大幅下挫逾20美元，下破区间底部至1280附近。本周消息面较为清淡，短期来看，黄金在大跌之后有企稳反弹的可能。

原油价格先扬后抑，连续四周收跌。对于OPEC增产和中美贸易摩擦的担忧打压油价下跌，本周需关注OPEC峰会关于增产问题的讨论。美国WTI原油期货上周累计下跌1.61%，收于65.06美元/桶；布伦特原油期货上周下跌4.12%，收于75.94美元/桶。一是OPEC月报和IEA月度短期能源展望报告喜忧参半，油价前半周温和上涨。OPEC月报显示出该组织原油产量正在增加，但减产目标已经达成。OPEC强调了石油需求强度的严重不确定性。IEA月报显示原油库存下跌310万桶至三年低位，并预计伊朗、委内瑞拉到2019年底的原油产量或锐减约30%，为油价提供了支撑。二是OPEC增产预期升温，打压油价下跌。为了抵消伊朗和委内瑞拉的产出缺口，OPEC增产成为大概率事件，临近OPEC峰会，市场对于增产的忧虑有所升温。三是中美贸易摩擦升级，引发需求减少的担忧。供需失衡的担忧打压油价于周五回吐前四个交易日的全部涨幅，跌至逾两个月低位。本周需重点关注将于周五举行的OPEC维也纳峰会，增产与否以及具体的时间和数量将是影响后续油价走势的重要因素。目前市场预计OPEC及非OPEC产油国或增产30-60万桶/日，如果增产数量超出市场预期，油价有进一步承压的可能。

图表 17. 美元指数、美元兑日元

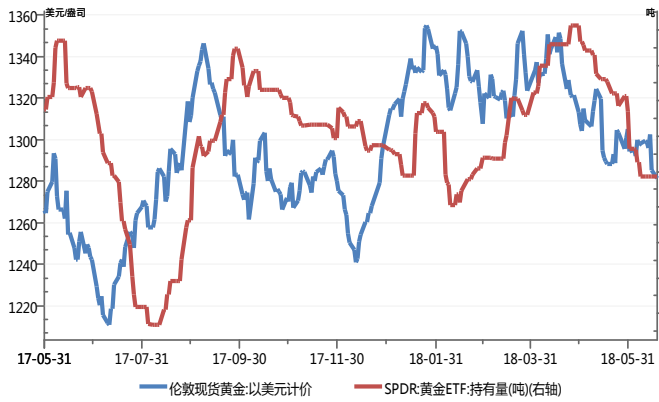


图表 18 人民币在岸及离岸汇率



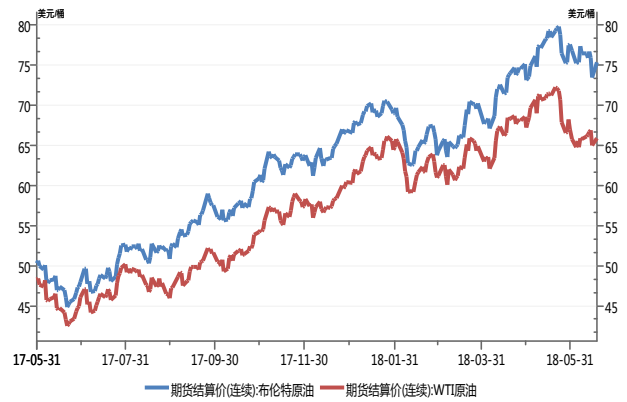
来源: wind、中国农业银行金融市场部

图表 19. 黄金价格



数据来源: I

图表 20 布伦特及美国原油



数据来源: Wind

来源: wind、中国农业银行金融市场部

附件1. 上周评级调整表

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							
中粮置业投资有限公司	房地产 II	中诚信证券	2018-6-13	AAA	稳定	AA+	稳定
浙江德清农村商业银行股份有限公司	银行	中诚信国际	2018-6-14	AA	稳定	AA-	稳定
云南锡业股份有限公司	材料 II	中诚信证券	2018-6-12	AA+	稳定	AA	稳定
天津中环半导体股份有限公司	半导体与 半导体生	联合资信	2018-6-13	AA+	稳定	AA	稳定
苏州市农业发展集团有限公司	多元金融	中诚信证券	2018-6-11	AA+	稳定	AA	稳定
康美药业股份有限公司	制药、生 物科技与	中诚信国际	2018-6-11	AAA	稳定	AA+	稳定
黑牡丹(集团)股份有限公司	房地产 II	中诚信证券	2018-6-15	AA+	稳定	AA	稳定
东华能源股份有限公司	能源 II	大公国际资信	2018-6-11	AA+	稳定	AA	稳定
下调评级或展望							
中融双创(北京)科技集团有限公司	材料 II	大公国际资信	2018-6-14	BB	负面	AA	稳定
内蒙古蒙草生态环境(集团)股份有限公司	资本货物	联合评级	2018-6-13	AA-	负面	AA	稳定
内蒙古蒙草生态环境(集团)股份有限公司	资本货物	联合资信	2018-6-11	AA-	负面	AA	稳定
北京华谊嘉信整合营销顾问集团股份有限 公司	媒体 II	东方金诚国际	2018-6-13	A+	稳定	AA	稳定

三、市场展望与策略

央行人士表示将继续实施稳健中性的货币政策，同时将积极应对可能的外部冲击；中美贸易战升级，短期可能引发避险情绪。美国经济态势良好是美国频频发动贸易战的重要原因，但未来贸易战走势仍有较大不确定性。债市受避险情绪及央行货币政策表现影响，收益率可能继续走低；权益类市场可能再度调整。美元受贸易战影响可能走强；人民币将受到打压；美债收益率受避险情绪影响可能走低，金价则有所提振；原油受美元走强及经济不确定性增大影响短期将有所调整。

宏观经济方面，央行有关负责人称，当前金融市场流动性合理稳定，经济金融运行平稳，将实施好稳健中性的货币政策，加强形势预判和预调微调，加强监管政策协调，把握好政策的力度和节奏，加大对小微企业等实体经济支持力度，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，积极有效应对可能的外部冲击，稳定市场预期，维护金融市场平稳运行。从央行表态来看，国内问题仍然是货币政策的主要关注点，信用风险引发的融资难问题、外部贸易冲击问题，可能使得未来央行货币政策可能转向略宽松的态势。贸易战方面，中国强势回应美国征收500亿元关税计划，对此可能引发美国的进一步反应，有报道称可能美国将恢复对中兴通讯的销售禁令，同时将继续对总额达到2000亿元甚至更多的商品进行关税征收，因此贸易战有升级的态势，短期可能引发避险情绪。

海外方面，美国总统特朗普表示，美国经济可能处于空前的良好状态，美国企业形势大好，并正在重返美国，就业数据为最近44年最佳状态。由此显示，美国强劲的经济表现也是美国敢于进行贸易战的原因之一，尽管短期美国经济有所约束，但贸易战进而在贸易谈判中获取的更多好处，才是支撑美国进一步增长的重要因素。但与此同时，美国国内部分机构以媒体对特朗普的这一强硬措施持反向观点，多家美国商会及行业组织纷纷发表声明，认为美国加征关税的手段可能影响美国经济，而华盛顿邮报也称，特朗普对中国加征关税是至今为止“美国优先”策略中最冒险的一步，这一具有攻击性的举措可能使得商界领袖及共和党感到不安。各界表态，显示贸易战未来的演变仍然有很大的不确定性，如美国白宫则称，特朗普今日与法国总统马克龙通电话，呼吁欧盟就贸易问题举行谈判，显示贸易战仍然只是手段之一。

国内市场策略：本周缴税期已过，且在央行对流动性的呵护下，预计仍然呈现月内宽松但跨季较为紧张的态势。债券市场方面，一是特朗普掀起的贸易战短期有升级迹象，可能引发避险情绪，利好债市，二是央行在国内问题及国际问题双重约束下，可能倾向于多投放流动性维稳市场，因此债市整体有下行空间；期限方面，由于近期利多因素较多，市场陆续解读积极因素，短期可能对中长期债

券更为偏好，收益率曲线呈现整体下行的走平态势。权益类市场方面，避险情绪加上股权质押融资问题继续打压股市氛围，预计A股将继续寻底。

国际市场策略：中美贸易战爆发，占据优势地位的美国可能更得到投资者青睐，美元有继续走强的基础；欧元区近期受贸易战及部分国家政局危机的影响，短期可能继续走弱；人民币受贸易战打击可能短期贬值；日元则受避险情绪升温影响有所支撑。美债方面，避险情绪将继续提振美债需求，美债收益率有继续下行的可能。商品方面，美元走强可能短期抑制商品表现，但由于黄金同时有避险属性，且避险需求大幅升温可能使得金价仍可能保持强势；油价则可能有所打压，加上中美贸易战引发的全球经济担忧可能继续施压油价，预计油价短期可能出现调整。

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。