



2018年7月2日

经济下行压力加大，货币市场转向宽松

宏观经济

■ **国际宏观：**上周数据显示美欧通胀水平均有所抬升，为货币政策收紧提供支撑。由于美国经济下行风险减弱，通胀回升，预计美联储下半年将加息两次，缩表进程或加快。而欧洲央行通胀预期抬升，预计将在2018年底结束资产购买计划，货币政策仍将保持耐心、持续和谨慎。

■ **国内宏观：**国家统计局公布5月规模以上工业企业利润数据，延续了此前快速增长的势头，行业分化趋势延续；公布的6月官方制造业PMI为51.5，连续23个月位于扩张区间，大中小企业出现较为明显分化。

金融市场

■ **货币政策及资金面：**六月资金面超预期宽松。季末隔夜流动性充裕，跨月品种融出也好于预期。央行呵护资金面，全月共开展14300亿逆回购操作，6630亿MLF操作，1000亿国库现金定存，当月MLF到期2595亿，逆回购到期16400亿，国库现金定存到期500亿，全月净投放2435亿元。回购与存单利率均下行。本月有6300亿逆回购、800亿国库现金定存和1885亿MLF到期，回笼压力适中。预计月初降准资金面宽松，月中季度缴税会对流动性造成影响，而央行仍将呵护流动性，维持流动性合理充裕。

■ **债券市场：**基本面方面，“美强欧弱”格局延续；国内5月经济金融数据全面趋弱，经济下行压力得到进一步确认。美联储如期加息，欧央行对加息表述偏鸽派。央行未跟随美联储加息，而采取定向降准，货币政策趋松态势明朗化。上月一级市场新债总体发行规模较五月有所增加，市场对国债需求一般、对政金债需求旺盛，信用债发行在季节性因素消退后有所恢复。二级市场方面，经济下行得到确认、货币政策延续边际放松，6月债市整体走强，利率债长端收益率大幅下行。展望本月，经济短期下行压力难消散，关注美国关税政策实施后对债市的影响。

■ **外汇市场：**贸易争端引发市场避险情绪，中美经济和货币政策走向分化，企业结售汇行为发生变化，人民币汇率自6月中旬起快速贬值。预计人民币短期内双向波动将加大，长期来看，随着对经济基本面和货币政策的预期差逐渐消化，预计人民币仍将呈现双向波动的走势。

■ **商品市场：**美元指数走强打压金价下跌，避险情绪未能为黄金提供支撑，金价6月大幅下行，金价可能延续弱势震荡。美国原油库存持续下降，OPEC增产低于市场预期，原油供需维持紧平衡，美国WTI原油涨至三年高位。后续仍需关注增产可能对市场情绪的影响。。

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

上周数据显示美欧通胀水平均有所抬升，为货币政策收紧提供支撑。由于美国经济下行风险减弱、全球经济好转、加息进入后期，预计美联储下半年将加息两次，缩表进程或加快。而欧洲央行通胀预期抬升，预计将在2018年底结束资产购买计划，货币政策仍将保持耐心、持续和谨慎。

美国5月PCE物价指数较上年同期上升2.3%，创2012年3月以来的最大升幅。剔除食品和能源的核心PCE物价指数较上年同期上升2.0%，创2012年4月以来最大升幅。通胀水平六年来首次触及美联储2%的通胀目标，为美联储渐进加息提供支撑。预计美联储下半年仍将加息两次，但缩表进程或加快。

一是失业率较低，且通胀水平正在有序接近联储2%的目标。一方面，2009年10月美国失业率达到高点10%后开始趋势性下降，今年5月失业率为3.80%，已降至2000年4月以来的新低，且预计失业率未来还将会进一步下降。另一方面，今年3月开始通胀水平有所跳升（从1.52%到1.83%）且4、5月维持在较高水平（1.80%），数值与联储目标接近或持平；并且2011年以来美国通胀水平平均较为温和，预计下半年就业市场进一步趋紧并不会大幅推升通胀水平。

二是在经济情况较好时加息为未来经济下行时降息做好准备。2017年9月美联储缩表时称开启货币政策正常化是希望未来应对下次经济危机时仍有可选择的货币政策工具。近半年美国经济持续复苏，相对欧洲表现更加亮眼。虽然下半年复苏仍将持续，但2020年后经济增长可能出现较大下滑，因此下半年仍是加息的较好时间窗口。

而在缩表方面，2018年上半年美联储缩表进程总体慢于计划。一是国债缩表基本符合预期。2017年10月至12月，2018年1月至3月，2018年4月至5月，美联储持有的国债规模月均分别下降57.5、117.2和175.8亿美元，与计划的60、120和180亿美元基本符合。二是MBS缩表慢于预期。2017年10月至12月，2018年1月至3月，2018年4月至5月，美联储持有的MBS规模月均分别下降10.8、35.2和98.9亿美元，与计划的40、80和120亿美元仍有一定差距。

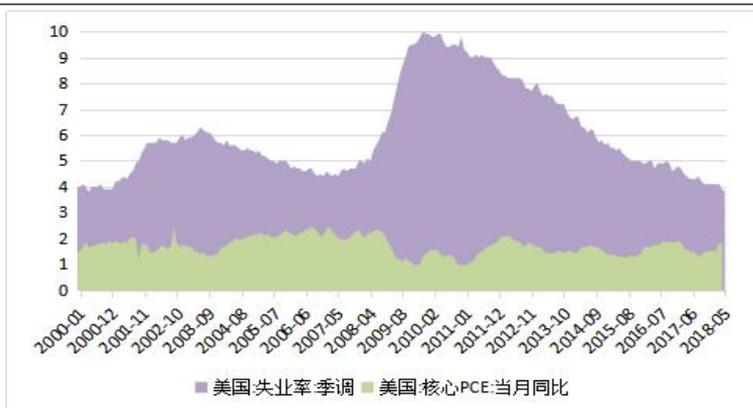
缩表进程慢于预期的原因一是相对加息而言美联储对缩表影响的预测能力更加有限，且加息向市场传递的信号简单明确。二是2017年9月美联储宣布缩表之后美国经济尚未表现特别亮眼，仍有一定下行风险，维持略微快于预期的加息和相对较慢的缩表有利于缓解政策的叠加效应。三是目前美联储货币政策收紧领先其他国家，需要适当控制收紧步伐。

随着美国经济下行风险减弱、全球经济好转、加息进入后期，预计下半年美联储缩表将加快。

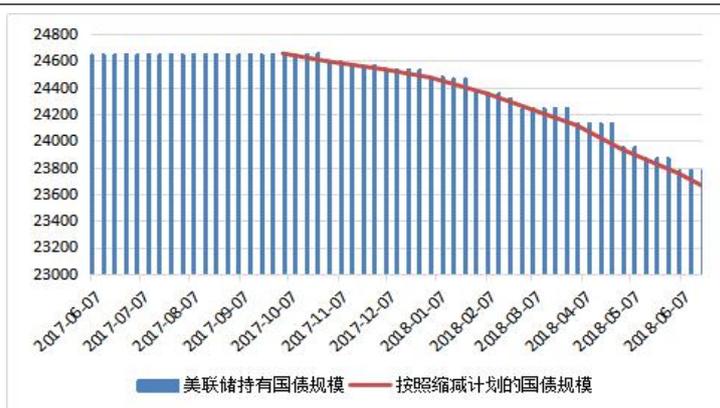
欧洲通胀方面，欧盟统计局公布数据显示，因能源和食品价格上涨，欧元区6月调和CPI同比增长2%，符合预期2%，略高于前值1.9%，这是2017年2月以来欧元区通胀首次达到2%（当月亦为2%）。剔除波动性较大的能源和食品价格的欧元区6月核心调和CPI同比初值1%，符合预期1%，略低于前值1.1%。

年初以来油价的快速上行推升欧元区通胀水平，为欧洲央行收紧货币政策提供支撑。一是近期核心通胀水平有抬升势头，体现了通胀水平向2%目标水平收敛的可能；二是欧洲央行对通胀收敛的信心增加。据欧央行称，根据官员预测、模型估计和市场预期等因素经过加权形成的未来通胀分布显示，通胀分布方差下降且低通胀水平可能性降低。三是从经济走势和此前的政策来看，通胀走势的稳健性有所增加。预计欧洲央行将在2018年底结束资产购买计划，并将持续一段时间的再投资；且在2019年夏天前不会提高利率，欧洲仍将保持目前利率较长时间。整体看，欧洲央行货币政策仍将保持耐心、持续和谨慎。

图表 1. 美国失业率与通胀水平



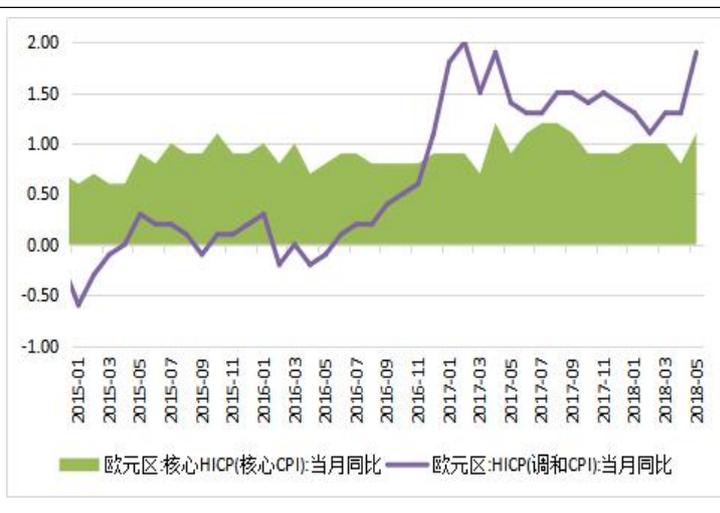
图表 2. 美联储持有国债规模（亿美元）



图表 3. 美联储持有 MBS 规模（亿美元）



图表 4. 欧元区通胀和核心通胀



国内宏观

国家统计局公布5月规模以上工业企业利润数据，延续了此前快速增长的势头，行业分化趋势延续；公布的6月官方制造业PMI为51.5，连续23个月位于扩张区间，大中小企业出现较为明显分化。

国家统计局公布5月规模以上工业企业利润数据，中国5月规模以上工业企业利润6070.6亿元，同比增长21.1%，前值增长21.9%，延续了快速增长的势头。6月底，国家统计局公布了6月官方制造业PMI为51.5，预期51.6，前值51.9，连续23个月位于扩张区间。主要分项指标中，新订单指数回落至53.2，仍处于扩张区间，说明内需尚可；但是新出口订单指数较上月回落1.4个百分点，降至荣枯线下49.8，创3月以来新低，外需明显放缓。展望未来，下半年预计在企业利润逐步回升的带动下，制造业投资增速将逐步趋稳。

工业企业利润保持高速增长，行业分化趋势延续。中国5月规模以上工业企业利润6070.6亿元，同比增长21.1%，前值增长21.9%，延续了快速增长的势头。成本降、价格升是企业利润持续改善的主因。从成本端来看，规模以上工业企业每百元的主营业务收入中累计的成本与费用一改年初至今的上升趋势，环比和同比均小幅回落：1-5月份，规模以上工业企业每百元主营业务收入中的成本费用为92.59元，同比下降0.35元；其中，每百元主营业务收入中的成本为84.49元，同比下降0.31元。同时，5月PPI同比增长4.1%，较4月大幅增加0.7个百分点。PPI维持高位与财务费用增速减缓造成工业利润增速加快，呈现扩张趋势。从行业角度看，行业分化形势继续：石油和天然气开采行业利润依旧处于高速增长，石油价格相对去年同期仍旧处于高位，预计6月石油天然气行业利润增速继续维持高位；黑色金属采矿业、有色金属冶炼及压延加工业、其他采矿业、以及铁路、船舶、航空航天和其他运输业利润较低。

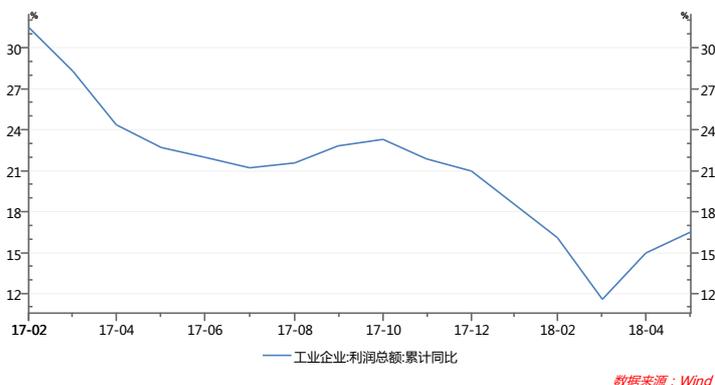
企业利润仍保持较高增速，预计下半年制造业将继续回升。1到5月份，制造业投资增速达到5.2%，较去年全年高出0.4个百分点。一方面源于PPI上行、工业企业利润修复后的投资扩张，另一方面源于前期外需向好带动出口导向型制造业投资回暖。2017年以来，工业企业利润能保持较高增速主要是受到供给侧结构性改革和环保限产政策的带动，一方面盈利主要集中在大中型国有企业，反映为行业集中度上升。今年，结构性去杠杆进程持续，企业利润有所回落，但仍保持10%以上增速，企业前期留存利润为当期投资活动提供了资金支持。另一方面，工业企业资产负债表得到修复，且扩大内需政策带动下下半年需求或较上半年有所复苏，企业存在进一步加大生产动力，预计下半年制造业将继续回升。

官方制造业保持扩张区间，大中小企业分化明显。6月官方制造业PMI为51.5，预期51.6，前值51.9，连续23个月位于扩张区间。主要分项指标中，新

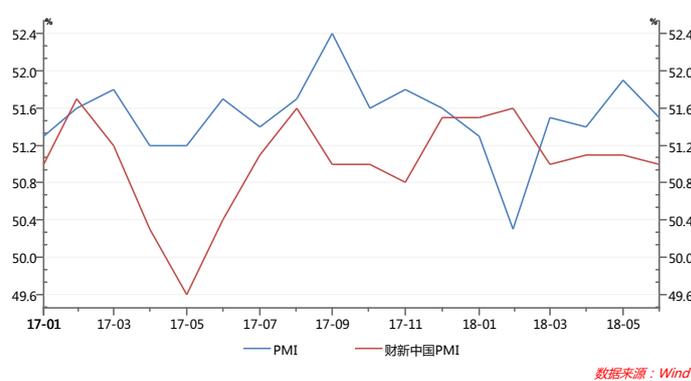
订单指数回落至 53.2，仍处于扩张区间，说明内需尚可；但是新出口订单指数较上月回落 1.4 个百分点，降至荣枯线下 49.8，创 3 月以来新低，外需明显放缓；同时进口指数回落 0.2 个百分点至 50；结合今年以来贸易顺差持续缩小，中美互征关税落地在即，进出口回落或进一步带动 PMI 走弱。价格方面，购进价格指数升至 57.7，创下年内新高，反映了油价上涨的滞后影响和 6 月以来煤钢价格冲高，不过 6 月之后淡季来临，价格上涨持续性不强。大中小型企业方面，大型企业经营状况平稳。6 月大型企业制造业 PMI 为 52.9，较上月回落 0.2 个百分点，依然维持在扩张区间；6 月中型企业制造业 PMI 指数继续回落至 49.9，较 5 月回落 1.1 个百分点；小型企业制造业 PMI 为 49.2，较上个月回升 0.2 个百分点，大中小型企业分化明显。整体来看，受中美贸易摩擦影响制造业新出口订单指数和进口指数较 5 月份有所回落，贸易摩擦成为未来一段时间内最大的不确定性，中美贸易问题的解决尚待时日，对进出口的影响以及对于经济基本面的整体影响仍需继续关注。

展望后续，由于央行未跟随美联储提高公开市场利率后，快速落实国务院常务会议的要求，实施定向降准，使得市场对于货币政策预调的预期进一步巩固。一是近期中美贸易战的不确定性再度升温，市场预期中美贸易争端将较为持久，未来对净出口的拖累可能进一步加剧。二是近期公布的国内经济数据、社融和 M2 等金融数据均显示下半年经济下行压力有所上升。三是年初以来信用违约持续增加，虽总体违约率较低，但对市场情绪影响较大。

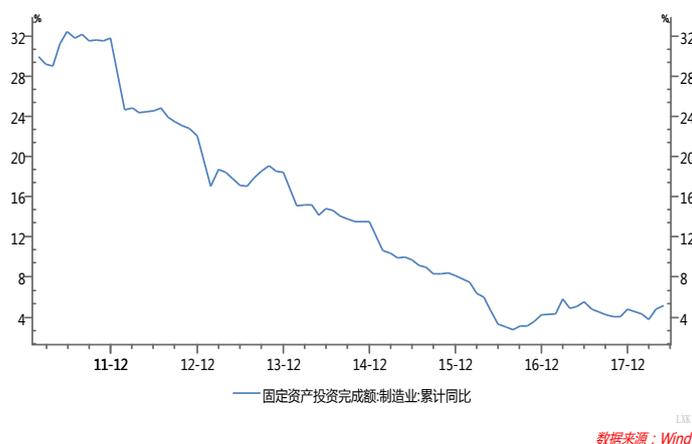
图表 5. 工业企业利润增速



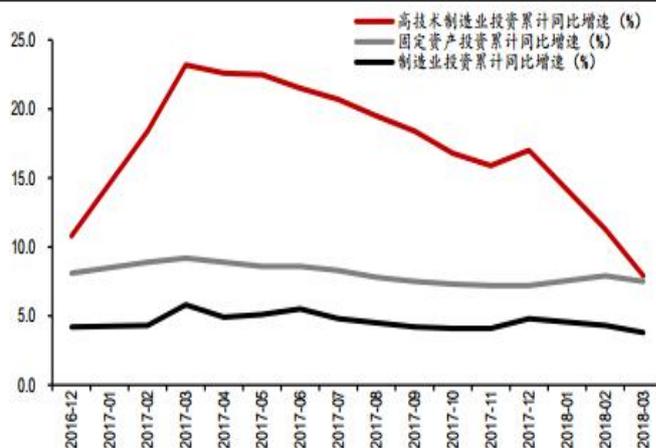
图表 6. PMI 数据



图表 7. 制造业稳步回升



图表 8. 高新制造业增速较快



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

六月资金面超预期宽松。季末隔夜流动性充裕，跨月品种融出也好于预期。央行也呵护资金面，全月共开展14300亿逆回购操作，6630亿 MLF 操作，1000亿国库现金定存，当月 MLF 到期2595亿，逆回购到期16400亿，国库现金定存到期500亿，全月净投放2435亿元。在资金面超预期带动下，回购与存单利率均下行。本月有6300亿逆回购、800亿国库现金定存到期和1885亿 MLF 到期，回笼压力适中。预计月初降准资金面宽松，月中季度缴税会对流动性造成一定影响，而预计央行仍将呵护流动性，维持流动性合理充裕。

六月资金面超预期宽松。季末隔夜流动性充裕，跨月品种融出也好于预期。央行也呵护资金面，全月共开展14300亿逆回购操作，6630亿 MLF 操作，1000亿国库现金定存，当月 MLF 到期2595亿，逆回购到期16400亿，国库现金定存到期500亿，全月净投放2435亿元。此外，六月央行扩大 MLF 了质押品范围，未跟随美联储加息，且宣布将于7月定向降准，显示出对流动性的呵护。展望7月，预计月中季度缴税会对流动性造成一定影响，而月初月末流动性将总体偏松。但预计央行仍将呵护流动性，维持流动性合理充裕。

质押式回购利率方面，截止6月29日，R001加权平均利率为3.16%，较前月下行19bp；R007加权平均利率为3.58%，较前月下行39bp；R014加权平均利率为4.39%，较前月上行1bp。同业存单方面，全月共发行2362只总计22121亿，净融

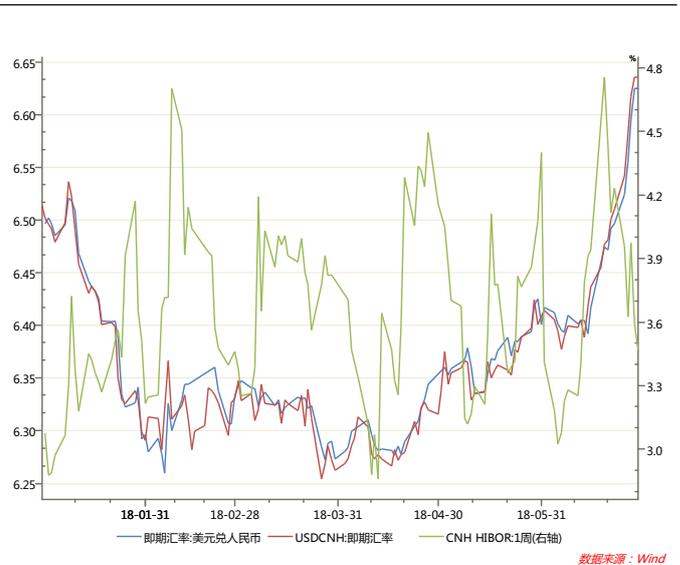
资额为-702亿，较前月大幅减少4922亿。受资金面宽松和央行降准消息影响，一级二级市场各期限利率从高位回落，3个月 AAA+同业存单利率为3.75%，下行70bp，6个月 AAA+同业存单利率为3.98%，下行46bp，9个月 AAA+同业存单利率为4.06%，下行39bp。本月存单到期量大幅下降9694亿，发行压力有所下降，预计同业存单利率将继续回落。

汇率方面，美国经济数据向好、美联储会议声明偏鹰，推升美元指数全月上行0.5%至94.47。美元指数的高位震荡也使得在岸、离岸人民币贬值，离岸在岸汇差走阔。6月29日在岸汇率收报在6.6246，离岸汇率收报在6.6354，分别较前月下跌3.38%和3.41%。离岸人民币方面，流动性整体维持宽松。全周来看，隔夜较前月大幅下行389bp至2.18%，7天下行93bp至3.47%，14天下行69bp至3.74%。总体来看，短期内美元指数将维持强势，使得人民币短期内有一定贬值压力。但随着人民币兑美元贬值幅度逐渐与本轮美元指数的涨幅相匹配，人民币兑美元汇率或将企稳。

图表 9. 同业存放利率变动

期限	2018-6-29		2018-5-31	
	融出	融出	融入	融入
1W	4.85-4.2	3.8-1.9	4.5-4.1	4-2.8
2W	5.5-4.6	3.25-2.5	4.5-4.3	4.2-3.3
1M	5.6-5.5	5.45-2.6	4.8-4.6	4.5-3
3M	5.6-5.5	5.45-3.5	5-4.8	4.7-4
6M	5.6-5.55	5.5-3.75	4.9-4.85	4.65-4.21
1Y	5.65-5.55	5.5-3.8	5.15-4.95	4.75-4

图表 10. 境内外美元汇差与离岸人民币利率 (%)

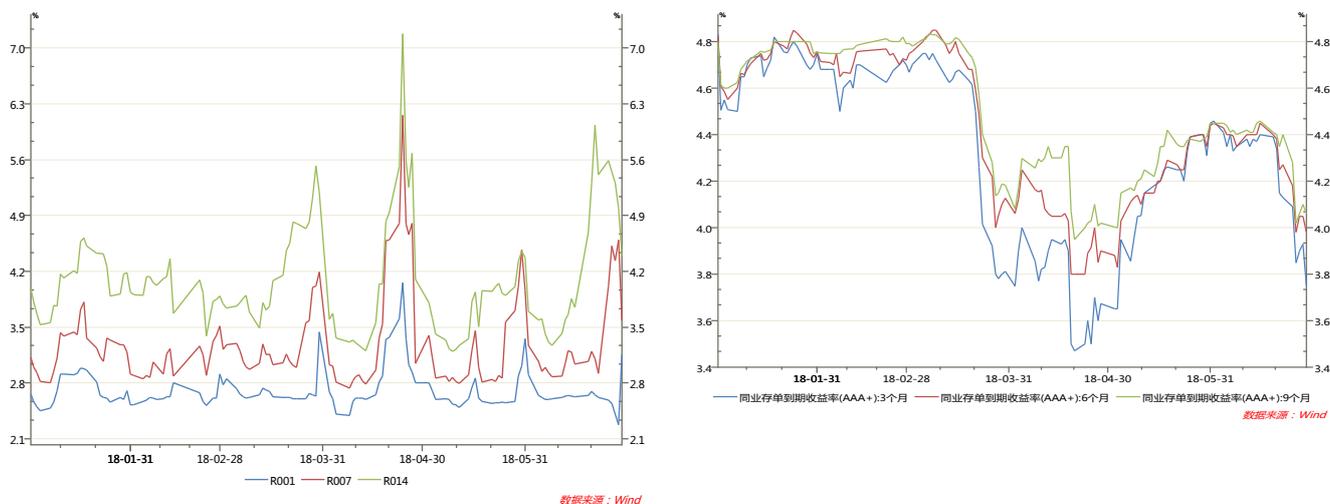


数据来源: Wind

数据来源: Wind, 上海国际货币, 中国农业银行金融市场部

图表 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, 美国经济继续保持良好态势, 延续“美强欧弱”格局。国内5月经济金融数据全面趋弱, 经济下行压力得到进一步确认。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, 采取定向降准方式, 并表态要保持流动性合理充裕, 货币政策趋松态势继续明朗化, 维护资金面整体稳定的意图较为明确。上月一级市场新债总体发行规模较五月有所增加, 市场对国债需求一般、对政金债需求旺盛, 信用债发行在季节性因素消退后有所恢复。二级市场方面, 经济下行得到确认、货币政策延续边际放松, 6月债市整体走强, 利率债长端收益率大幅下行。展望本月, 经济短期下行压力难消散, 关注美国关税政策实施后对债市的影响。

债券市场无风险利率

基本面: 海外方面, 美国经济保持良好态势, 延续“美强欧弱”格局。美国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; 5月核心PCE物价指数同比上涨2%, 为2012年4月以来最大增幅, 6年来首次达到了美联储2%的通胀目标。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6月制造业PMI初值55, 降至十八个月最低。服务业PMI初值55, 为4个月以来新高。制造业显示出在未来几个月内出现增速进一步下滑的趋势, 企业表达了对贸易冲突和政治不确定性的担忧。总的来看, 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，上半月公布的5月出口同比增长12.6%，前值12.7%，进口同比增长26%，前值21.5%，外贸较为稳健。5月CPI同比上涨1.8%，食品项成为拖累CPI的主要原因；PPI同比上涨4.1%，前值3.4%，原油价格上涨贡献占比较高。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。同时，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。5月规模以上工业企业利润6070.6亿元，同比增长21.1%，前值增长21.9%，延续了快速增长的势头，成本降、价格升是企业利润持续改善的主因。6月官方制造业PMI为51.5，预期51.6，前值51.9，连续23个月位于扩张区间，其中受中美贸易摩擦影响制造业新出口订单指数和进口指数较5月份有所回落，贸易摩擦成为未来一段时间内最大的不确定性。中美经贸磋商双方一度取得成果，但美方反复无常，中方坦然应对，后续需进一步关注贸易摩擦的影响。

政策方面：海外方面，6月14日，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。美联储主席鲍威尔在向民主党众议院筹款委员会重申，美联储正追求耐心的加息路径。通胀一直很低，政策制定者必须谨慎行事。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，6月15日，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。6月20日，国务院常务会议召开，部署缓解小微企业融资难、融资贵，称要坚持稳健中性的货币政策，保持经济运行在合理区间。6月24日央行宣布定向降准0.5个百分点，释放资金7000亿元支持“债转股”和小微企业融资，货币政策趋松的态势进一步明朗化。6月27日，央行货币政策委员会第二季度例会召开，央行对国内经济以及贸易前景的看法仍较为乐观，但关于流动性的措辞从前期的“合理稳定”到目前的“合理充裕”，表明央行中性偏松的货币政策取向更为明确。去年四季度所提及的“有效控制宏观杠杆率”此次并未出现，今年是“把握好结构性去杠杆的力度和节奏”、“稳定市场预期”等。可能是谨防“超调”引致经济下行和市场波动风险。总的来看，央行对市场态度较为缓和，在经济转弱以及贸易战双重压力下维稳意图明显。

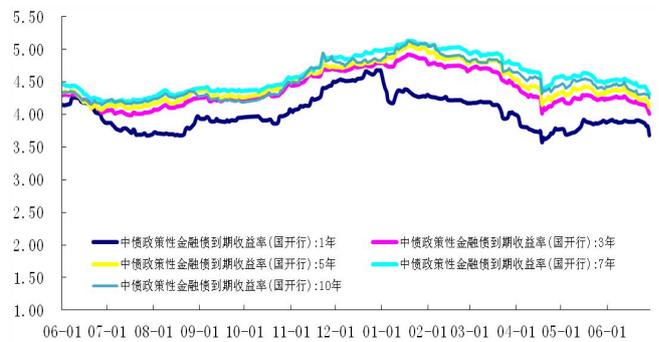
供需方面：上月一级市场新债总体发行规模较五月有所增加，市场对国债需求一般、对政金债需求旺盛。按品种来看，上月国债发行15只，金额3844.50亿，较上月增加393.60亿；政策性金融债发行49只，金额合计2564.50亿，较上月减少1239.80亿；地方债发行90只，金额合计5343.24亿，增加1790.67亿。二级市场方面，在诸多利好因素带动下，市场收益率大幅下行。其中1年期国债收于3.16%，较上月上行1bp；10年期国债收于3.48%，较上月下行13bp。1年期国开债收于3.68%，比上月下行19bp；10年期国开债收于4.25%，比上月

下行 18bp。

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

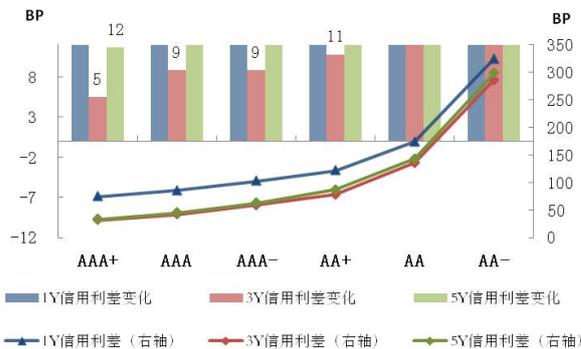
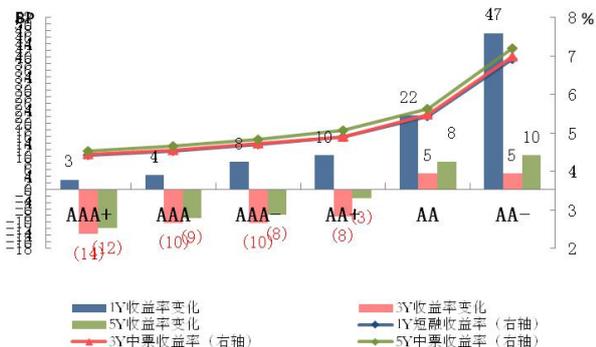
市场情绪: 月初多空情绪交织。一级发行逐步放量,但是美国贸易战引发的全球避险情绪继续上涨,国内长端债市收益率维持平稳态势;此外央行开展 4630 亿元一年期 MLF 操作,表现出央行对银行体系半年末关键时点流动性的维护。月中,央行未跟随美联储加息进行公开市场操作,叠加国内社融明显下降,债市情绪受到大幅提振。月末,在央行持续投放下,市场对货币政策预期进一步转松,叠加中美贸易战担忧升级,债市情绪全面转好。

信用市场

一级市场方面,同业存单发行 22036.40 亿,较上月增加 1761.80 亿,基本对冲到期量,发行压力较小。短融发行 2103.90 亿,较上月增加 304.90 亿。企业债发行 157.60 亿,较上月增加 116.60 亿。公司债发行 789.16 亿,较上月减少 102.20 亿。信用债发行规模在 5 月季节性因素消退后有所回升。二级市场方面,在违约事件的持续冲击影响下,市场较为偏好中长期限、高信用等级信用债。分品种看,AA+及以上 1 年期短融上行 3-10bp,3 年期中票下行 8-14bp,5 年期中票下行 3-12bp。上周信用利差整体走阔,AA+及以上 1 年期短融利差上行 23-30bp,3 年期中票利差上行 5-11bp 左右,5 年期中票利差上行 12-21bp 左右。

图表 15. 信用债收益率走势变化

图表 16. 信用利差走势变化



来源: wind、中国农业银行金融市场部

信用风险违约事件: 6月共有4只债券违约,涉及上海华信国际集团有限公司的17沪华信SCP003和17沪华信MTN001、中融双创(北京)科技集团有限公司的16长城01、阳光凯迪新能源集团有限公司的16凯迪债。今年的违约可以说是前期货币宽松和资产荒中实体企业放量融资的后遗症,在目前强监管和紧信用的环境下,再融资环境收紧,叠加前期投资盲目、收益不佳,企业现金流紧张问题逐步显现。从今年首次违约的案例来看,违约的频率有加快的趋势,行业性色彩明显减少,违约更集中地发在在民营、上市等属性上,同时再融资因素凸显。

展望本月,第一,资金面方面,7月将有6300亿元逆回购和3600亿元MLF到期,定向降准等结构性政策为流动性提供了支撑,预计将保持平稳偏松局面。**第二,**中国对原产于美国的545项约340亿美元进口商品自2018年7月6日起实施加征关税,需关注中美双方是否会采取措施避免关税的真正实施及避险情绪对市场的影响。**第三,**从高频及先行指标来看,6月经济金融数据可能仍难有明显起色,经济下行压力仍将为债券收益率打开下行空间。

外汇市场

贸易争端引发市场避险情绪,中美经济和货币政策走向分化,企业结售汇行为发生变化,人民币汇率自6月中旬起快速贬值。预计人民币短期内双向波动将加大,长期来看,随着对经济基本面和货币政策的预期差逐渐消化,预计人民币仍将呈现双向波动的走势。

中美贸易摩擦升级叠加中美货币政策预期分化,微观主体结售汇行为发生变化,人民币汇率快速走贬,短期内人民币仍将承受一定压力。6月中旬起,人民币兑美元汇率快速走弱,从6.40上方接连下挫,累计下跌3.49%,收于6.6246,已抹去年内全部涨幅。此次人民币汇率波动,一是中美贸易争端升级,避险情绪

上升施压人民币汇率。6月中旬，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，美元指数突破 95，对主要国家货币均呈现升值走势。二是中美实体经济和货币政策预期分化加剧人民币阶段性贬值压力。近期美国实体经济数据持续向好，美联储年内再加息两次的预期上升，国内经济和社融数据均显示经济下半年下行压力加大，同时央行降准等货币政策也与美联储出现分化趋势，央行二季度例会将“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”删除，体现了央行对人民币汇率波动的容忍度增加，短期内人民币双向波动幅度或加大。三是此前支撑人民币汇率的供需情况发生了转变。4月中下旬至5月底美元指数升幅近5%，同期人民币贬值幅度不到2%，主要由于企业存量结汇行为支撑人民币汇率稳定。5月末非金融企业外汇存款连续四个月下降至4274亿美元，创去年1月以来新低，在人民币贬值预期抬头的情况下，企业开始购汇、惜售或囤积美元，境内汇市供需关系有所改变，对人民币汇率支撑减弱。展望未来，短期内人民币仍将承受一定贬值压力。但从更长周期来看，国内经济基本面仍然稳健，随着对经济基本面和货币政策的预期差逐渐消化，预计人民币仍将呈现双向波动的走势。

全球贸易摩擦引发市场避险情绪，美联储鹰派加息，欧央行表态意外鸽派，美元指数保持强势。6月美元指数总体延续强势，累计上涨0.56%，收于94.5194。二季度涨5.04%，为六个季度来首次上涨。一是欧美货币政策短期分化，提振美元指数上行。6月美联储如期加息且表态较为鹰派，美国5月核心PCE物价指数年率录得2%，为六年以来首次触及美联储2%的通胀目标，市场对美联储年内再加息两次的预期上升。欧央行决定年底结束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。预计美联储加息仍将对美元形成支撑。二是全球贸易摩擦再度升温，市场避险情绪推升美元指数走强，美元指数触及11个月来的高位95.53。除中美贸易争端加剧之外，美国宣布对欧盟等经济体的部分进口商品征收惩罚性关税后，欧盟、俄罗斯、加拿大、墨西哥、印度等经济体也纷纷对美国展开关税反制。展望后市，美国经济总体表现较为稳健，美联储收紧货币政策的步伐较为坚定，预计美元指数短期内仍有支撑。

商品市场

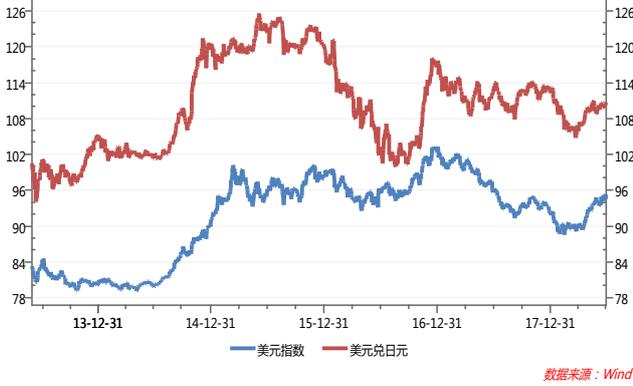
美元指数走强打压金价下跌，避险情绪未能为黄金提供支撑，金价6月大幅下行，金价可能延续弱势震荡。美国原油库存持续下降，OPEC增产量低于市场预期，原油供需维持紧平衡，美国WTI原油涨至三年高位。

美元指数走强打压金价下跌，避险情绪未能为黄金提供支撑，金价6月大幅下行，金价可能延续弱势震荡。国际现货黄金6月收于1248.34美元，全月下跌3.86%。一是美联储加息提振美元指数再度走强，成为国际金价下跌主因。美

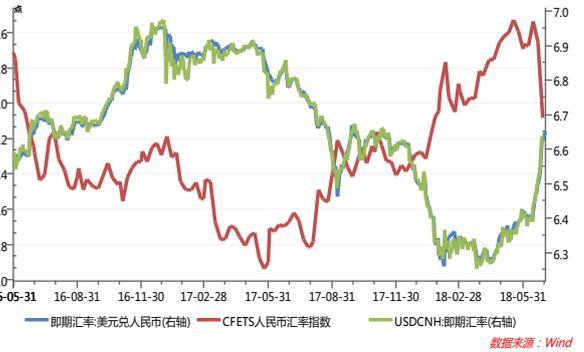
指重拾涨势，使得国际金价承压连续下挫，于月末跌破 1260 美元关键支撑，创下年初以来的新低，回吐去年年底来的大部分涨幅。二是贸易摩擦升级，但黄金避险能力减弱。月内美朝峰会使得避险情绪一度缓解，但随后美国方面再次就贸易问题向中国和欧盟施压，使得市场避险情绪再起。黄金价格显示出商品属性，不升反跌，贵金属短期的避险能力逐步减弱。同时，金价连续破位带来的技术面恶化，使得金价持续走低。**展望后市**，预计美国良好的经济数据预计将进一步对美元指数形成支撑，黄金价格可能仍有压力，金价可能仍将维持弱势震荡。

美国原油库存持续下降，OPEC 增产量低于市场预期，原油供需维持紧平衡，美国 WTI 原油涨至三年高位，后续仍需关注增产可能对油价上涨的压制。美国 WTI 原油期货收于 74.15 美元/桶，当月上涨 10.61%；布伦特 9 月原油期货收于 79.23 美元/桶，当月上涨 2.15%。一是对 OPEC 增产的担忧情绪引发油价反复。OPEC 减产协议在过去一年内为油价带来强劲支撑，5 月以来，市场对于 OPEC 增产的担忧压制油价走势。在 6 月举行的峰会中，OPEC 重申从 7 月 1 日起重新按 100% 的减产执行率执行，会议结果低于市场预期，带动油价反弹。二是地缘政治紧张继续推升油价上涨。美伊矛盾进一步激化、委内瑞拉产量持续下降、利比亚半数产能关停，均增加了原油供给的不确定性。三是美国原油供应收紧，带动 WTI 油价涨至三周高位。截至 6 月 22 日当周的美国原油库存减少 989.1 万桶，连续第三周下滑，并创下近一年来最大单周降幅，数据公布后美油快速上涨至三年高位。总体来看，全球经济复苏为油价提供支撑，美国原油库存持续下降，OPEC 保持 100% 减产执行率下的原油供需偏紧。但近日美国总统特朗普称要求沙特增加最高达 200 万桶/日原油产量以降低油价，后续仍需关注增产可能对油价上涨的压制。

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



图表 20 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							
浙江省旅游集团有限责任公司	消费者服务 II	上海新世纪	2018-06-04	AA+	稳定	AA	稳定
四川科伦药业股份有限公司	制药、生物科技与生命科学	中诚信证券	2018-06-04	AA+	正面	AA+	稳定
马鞍山钢铁股份有限公司	材料 II	联合资信	2018-06-04	AAA	稳定	AA+	稳定
广州市时代控股集团有限公司	房地产 II	上海新世纪	2018-06-04	AA+	稳定	AA	稳定
中交第二航务工程局有限公司	资本货物	上海新世纪	2018-06-05	AAA	稳定	AA+	稳定
潍坊市投资集团有公司	多元金融	联合资信	2018-06-05	AA+	稳定	AA	稳定
江河创建集团股份有限公司	资本货物	大公国际	2018-06-07	AA+	稳定	AA	稳定
合盛硅业股份有限公司	材料 II	中诚信证券	2018-06-07	AA+	稳定	AA	稳定
天津中环半导体股份有限公司	半导体与半导体生产设备	东方金诚	2018-06-08	AA+	稳定	AA	稳定
安徽马鞍山农村商业银行股份有限公司	银行	联合资信	2018-06-08	AA	稳定	AA-	稳定
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	半导体与半导体生产设	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、生物科技与生命科	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
中建西部建设股份有限公司	材料 II	中诚信国际	2018-06-20	AA+	稳定	AA	正面

中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司	材料II	联合信用	2018-06-19	AAA	稳定	AA+	稳定
中电建路桥集团有限公司	资本货物	中诚信国际	2018-06-20	AAA	稳定	AA+	稳定
浙江省国际贸易集团有限公司	资本货物	联合资信	2018-06-19	AAA	稳定	AA+	稳定
天齐锂业股份有限公司	材料II	中诚信国际	2018-06-22	AA+	稳定	AA	稳定
四川发展融资担保股份有限公司	-	鹏元资信	2018-06-21	AAA	稳定	AA+	稳定
如东县东泰社会发展投资有限责任公司	资本货物	鹏元资信	2018-06-20	AA+	稳定	AA	稳定
青岛市即墨区城市开发投资有限公司	房地产II	中诚信国际	2018-06-19	AA+	稳定	AA	稳定
平顶山天安煤业股份有限公司	能源II	中诚信证券	2018-06-20	AAA	稳定	AAA	负面
南陵县建设投资有限责任公司	资本货物	鹏元资信	2018-06-20	AA	稳定	AA-	稳定
昆明滇池投资有限责任公司	公用事业II	大公国际资信	2018-06-22	AA+	稳定	AA	稳定
华建国际实业(深圳)有限公司	多元金融	中诚信证券	2018-06-22	AA+	稳定	AA	稳定
杭州萧山钱江世纪城开发建设有限责任公司	资本货物	中诚信国际	2018-06-21	AA+	稳定	AA	稳定
共青城财政管理投资有限公司	多元金融	鹏元资信	2018-06-19	AA	稳定	AA-	稳定
成都兴锦生态建设投资集团有限公司	资本货物	鹏元资信	2018-06-22	AA+	稳定	AA	稳定
北京亦庄国际投资发展有限公司	多元金融	中诚信证券	2018-06-22	AAA	稳定	AA+	稳定
北京顺鑫农业股份有限公司	食品、饮料与烟草	联合资信	2018-06-22	AA+	稳定	AA	稳定
盐城高新区投资集团有限公司	资本货物	联合资信	2018-06-25	AA+	稳定	AA	稳定
萧县建设投资有限责任公司	房地产II	东方金诚	2018-06-25	AA	稳定	AA-	稳定
绵阳科技城发展投资(集团)有限公司	商业和专业服务	联合信用	2018-06-25	AA	稳定	AA	观望
鲁能集团有限公司	资本货物	中诚信证券	2018-06-25	AAA	稳定	AA+	稳定
江东控股集团有限责任公司	资本货物	大公国际	2018-06-25	AA+	稳定	AA	稳定
湖南财信投资控股有限责任公司	多元金融	联合信用	2018-06-25	AAA	稳定	AA+	稳定
光大嘉宝股份有限公司	房地产II	联合信用	2018-06-25	AA+	稳定	AA	正面

抚州市东乡区投资发展有限责任公司	资本货物	鹏元资信	2018-06-25	AA	稳定	AA-	稳定
北京千方科技股份有限公司	软件与服务	中诚信证券	2018-06-25	AA	正面	AA	稳定
诸暨市城市建设投资发展有限公司	房地产II	鹏元资信	2018-06-26	AA+	稳定	AA	稳定
重庆城市交通开发投资(集团)有限公司	资本货物	中诚信国际	2018-06-26	AAA	稳定	AA+	稳定
宿州市新区建设投资集团有限公司	资本货物	东方金诚	2018-06-26	AA	稳定	AA-	稳定
西安投资控股有限公司	多元金融	大公国际	2018-06-26	AA+	稳定	AA	稳定
温岭市国有资产投资集团有限公司	资本货物	鹏元资信	2018-06-26	AA+	稳定	AA	稳定
天风证券股份有限公司	多元金融	大公国际	2018-06-26	AAA	稳定	AA+	稳定
苏宁电器集团有限公司	零售业	联合信用	2018-06-26	AAA	稳定	AA+	稳定
山西襄矿集团有限公司	能源II	鹏元资信	2018-06-26	AA-	正面	AA-	稳定
山东如意科技集团有限公司	耐用消费品与服装	大公国际	2018-06-26	AA+	稳定	AA	正面
厦门禹洲鸿图地产开发有限公司	房地产II	东方金诚	2018-06-26	AA+	稳定	AA	稳定
瑞安市国有资产投资集团有限公司	多元金融	鹏元资信	2018-06-26	AA+	稳定	AA	稳定
青岛市即墨区城市开发投资有限公司	房地产II	鹏元资信	2018-06-26	AA+	稳定	AA	稳定
七台河市城市建设投资发展有限公司	资本货物	鹏元资信	2018-06-26	AA	稳定	AA	负面
宁乡市城市建设投资集团有限公司	房地产II	东方金诚	2018-06-26	AA+	稳定	AA	稳定
南阳投资集团有限公司	资本货物	联合资信	2018-06-26	AA+	稳定	AA	稳定
南京新港东区建设发展有限公司	资本货物	东方金诚	2018-06-26	AA+	稳定	AA	稳定
林州红旗渠经济技术开发区汇通控股有限公司	资本货物	鹏元资信	2018-06-26	AA	稳定	AA-	稳定
开滦(集团)有限责任公司	能源II	中诚信国际	2018-06-26	AA+	正面	AA+	稳定
湖北松滋金松投资控股集团有限公司	资本货物	鹏元资信	2018-06-26	AA	稳定	AA-	稳定
哈尔滨市城市建设投资集团有限公司	资本货物	联合资信	2018-06-26	AA+	稳定	AA	稳定
广东省粤科金融集团有限公司	多元金融	联合资信	2018-06-26	AAA	稳定	AA+	稳定

北京天恒置业集团有限公司	房地产II	联合信用	2018-06-26	AA+	稳定	AA	稳定
北京天恒置业集团有限公司	房地产II	联合资信	2018-06-26	AA+	稳定	AA	稳定
阿克苏地区绿色实业开发有限公司	公用事业II	鹏元资信	2018-06-26	AA+	稳定	AA	稳定
浙江恒逸集团有限公司	材料II	大公国际	2018-06-27	AA+	稳定	AA	正面
应城市蒲阳开发投资有限公司	资本货物	鹏元资信	2018-06-27	AA	稳定	AA-	稳定
绥芬河海融城市建设投资发展有限公司	资本货物	鹏元资信	2018-06-27	AA-	稳定	AA-	负面
苏州银行股份有限公司	银行	联合资信	2018-06-27	AAA	稳定	AA+	稳定
深圳广田集团股份有限公司	资本货物	大公国际	2018-06-27	AA+	稳定	AA	稳定
如皋市交通投资发展有限公司	运输	鹏元资信	2018-06-27	AA+	稳定	AA	稳定
如皋市交通投资发展有限公司	运输	联合资信	2018-06-27	AA+	稳定	AA	稳定
闽西兴杭国有资产投资经营有限公司	材料II	中诚信证券	2018-06-27	AAA	稳定	AA+	稳定
闽西兴杭国有资产投资经营有限公司	材料II	中诚信国际	2018-06-27	AAA	稳定	AA+	稳定
建安投资控股集团有限公司	多元金融	鹏元资信	2018-06-27	AA+	稳定	AA	稳定
建安投资控股集团有限公司	多元金融	中诚信国际	2018-06-27	AA+	稳定	AA	稳定
淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司	房地产II	联合资信	2018-06-27	AA	稳定	AA	负面
湖北省供销合作社国有资产经营管理公司	零售业	鹏元资信	2018-06-27	AA	稳定	AA	负面
广西柳工机械股份有限公司	资本货物	中诚信证券	2018-06-27	AAA	稳定	AA+	正面
成都产业投资集团有限公司	资本货物	大公国际	2018-06-27	AAA	稳定	AA+	稳定
唐山港集团股份有限公司	运输	大公国际	2018-6-28	AAA	稳定	AA+	稳定
中国巨石股份有限公司	材料II	中诚信国际	2018-6-29	AAA	稳定	AA+	稳定
上海大众公用事业(集团)股份有限公司	公共事业II	中诚信国际	2018-6-29	AAA	稳定	AA+	稳定
下调评级或展望							
阳光凯迪新能源集团有限公司	多元金融	大公国际资信	2018-06-05	C		B	负面

阳光凯迪新能源集团有限公司	多元金融	鹏元资信	2018-06-06	C	稳定	BBB	负面
大连天神娱乐股份有限公司	软件与服务	鹏元资信	2018-06-07	AA	负面	AA	稳定
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
重庆钢铁集团矿业有限公司	材料II	中诚信证券	2018-06-22	A+	-	AA-	稳定
上海华信国际集团有限公司	能源II	中诚信国际	2018-06-22	C	-	CC	-
山东金茂纺织化工集团有限公司	材料II	上海新世纪资信	2018-06-20	BBB	-	AA-	稳定
青海盐湖工业股份有限公司	材料II	大公国际资信	2018-06-20	AAA	负面	AAA	稳定
星期六股份有限公司	耐用消费品与服装	鹏元资信	2018-06-25	AA-	负面	AA-	稳定
华升集团控股有限公司	资本货物	鹏元资信	2018-06-25	AA-	稳定	AA	稳定
甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司	耐用消费品与服装	联合信用	2018-06-25	AA	负面	AA	稳定
丰汇租赁有限公司	消费服务II	联合信用	2018-06-25	AA-		AA	稳定
中国吉林森林工业集团有限责任公司	材料II	中诚信国际	2018-06-26	A-		A+	负面
禹州市投资总公司	房地产II	联合资信	2018-06-26	AA-	稳定	AA	负面
扬州市广陵新城投资发展有限公司	资本货物	中诚信国际	2018-06-26	AA	负面	AA	稳定
深圳市大富配天投资有限公司	多元金融	联合信用	2018-06-26	BBB		AA-	稳定
大洼县临港生态新城投资建设发展有限公司	资本货物	联合资信	2018-06-26	AA-	稳定	AA	稳定
中弘控股股份有限公司	房地产II	大公国际	2018-06-27	CCC	负面	B	负面
营口港务集团有限公司	运输	大公国际	2018-06-27	AA+	负面	AA+	稳定
深圳市宝德投资控股有限公司	软件与服务	鹏元资信	2018-06-27	AA	负面	AA	稳定
山东金茂纺织化工集团有限公司	材料II	大公国际	2018-06-27	A	负面	AA	稳定

山东大海集团有限公司	多元金融	大公国际	2018-06-27	A+	负面	AA	稳定
宁夏泰瑞制药股份有限公司	材料II	大公国际	2018-06-27	AA	负面	AA	稳定
内蒙古圣牧高科牧业有限公司	食品、饮料与烟草	联合信用	2018-6-27	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	2018-06-27	BB		A+	
贵阳农村商业银行股份有限公司	银行	中诚信国际	2018-06-29	A+	稳定	AA-	稳定

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。