



2018年7月9日

中美间互征关税生效，人民币汇率逐步企稳

宏观经济

■ **国际宏观：**美国经济增长较为乐观，2019年或有回落。一是从领先指标来看，2018年下半年美国经济复苏仍将持续。二是从支出法统计美国GDP的四大分项来看，下半年个人消费支出增长或将加快，国内私人投资总额将保持稳定，政府消费支出和投资总额预计保持增长，贸易战后果尚不确定但预计在可控范围内。

■ **国内宏观：**7月6日，美国正式对此前公布的价值340亿美元的中国商品加征25%的进口关税。作为反击，中国政府对原产于美国的约340亿美元商品自2018年7月6日12时零1分起实施加征关税。对于我国而言，利用可能的重要时点，可在一定程度上缓解我国外部压力。

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

沈方威 021-20687213

shenfangwei@abchina.com

杨穆彬 021-20687207

yangmubin@abchina.com

程丹琪 010-85607531

chengdanqi@abchina.com

金融市场

■ **货币政策及资金面：**跨月后，资金面较上周愈加宽松。尽管央行通过逆回购回收部分流动性，但在流动性边际放松的政策基调下，市场对未来资金面较为乐观。全周央行开展逆回购操作100亿元，到期5100亿元，净回笼5000亿元。各期限回购利率和同业存单利率均出现明显下行，创年内新低。本周有1200亿逆回购到期和1885亿MLF到期，回笼压力较小，预计前半周资金面仍将持续宽松。后半周随着缴税临近，如果央行不超量续作MLF，资金面将小幅收紧。

■ **债券市场：**基本面方面，美国基本面总体良好；国内存在一定经济下行风险。一级市场方面，一级市场发行量较上周有所上升，投标倍数较好，需求旺盛；二级市场方面，跨季后资金面极度宽松，短端收益率大幅下行，长端收益率先下后上。展望本周，第一，短期内资金面存在边际趋紧可能，短端收益率存在小幅反弹空间；第二，国内信贷数据的表现将是短期内债市走势的关键因素。第三，中美贸易战的关税措施逐步落地，后续双方的反制措施仍需密切关注，预期短期内长端收益率存在反弹空间。

■ **外汇市场：**上周人民币汇率有所反弹，单周+累计下跌0.35%。美国对中国加征关税落地，市场情绪整体较为谨慎。央行官员密集发声稳定人民币汇率预期。目前CFETS指数基本回归年初水平，人民币后市或将逐步企稳，迎来双向波动。

■ **商品市场：**美元回落黄金小幅上涨，三周来首次周线收涨。贸易战持续发酵下，避险情绪对于黄金的提振依然有限。供应收紧提振油价刷新三年高位，美国原油库存及钻井数上升打压油价回落，预计后市国际油价将维持高位震荡。

市场展望及策略建议

■ **贸易战短期对中国经济有负面影响；**中央政府继续传达对中国经济乐观的信心，但市场更加关注政府后续措施。美国经济数据有一定反复，市场对于美国长期经济走弱仍有预期；贸易战总体有所缓和。资金面预计转为均衡，债市有一定调整压力，但空间不大；权益类市场可能在舆论面的带动下有所反弹。美元短期可能继续调整；市场对人民币走强的预期恢复；美债收益率维持震荡，大宗商品价格预计保持稳定。

一、宏观经济

国际宏观

美国经济增长较为乐观，2019 年或有回落。一是从领先指标来看，2018 年下半年美国经济复苏仍将持续。二是从支出法统计美国 GDP 的四大分项来看，下半年个人消费支出增长或将加快，国内私人投资总额将保持稳定，政府消费支出和投资总额预计保持增长，贸易战后果尚不确定但预计在可控范围内。预计美国下半年经济增长较为乐观，由于经济存量复苏影响 2019 年或有回落。

上周五美国公布 6 月非农数据。数据显示，美国 6 月新增就业 21.3 万高于预期，令投资者对美国经济前景感到乐观，同时美国 6 月失业率 4%，高于预期和前值的 3.8%。整体来看，美国经济增长较为乐观，2019 年或有回落。

从领先指标来看，2018 年下半年美国经济复苏仍将持续。一是研究表明美国经济陷入衰退之前，美国国债均会出现期限收益率倒挂现象，从 1980 年以来的数据看，收益率曲线倒挂领先经济衰退的时间约为 2 年左右。一方面，目前美国国债收益率期限利差趋势性收窄，但是远未达到收益率曲线倒挂的程度，2018 年下半年经济仍将保持增长。另一方面，从历史数据看，在美债收益率曲线趋平的同时经济增速将保持稳定或者有所上升。预计 2018 年下半年美国经济增速将至少与上半年持平。二是芝加哥联储公布的全美经济活动指数领先美国 GDP 数据约一个季度，2017 年全年全美经济活动指数月度均值为 0.12，2018 年 1-4 月月度均值为 0.26。预计 2018 年下半年美国经济仍将持续温和复苏。

从支出法统计美国 GDP 的四大分项来看，一是 2018 年下半年个人消费支出增长或将加快。首先，经济危机后消费增长从领先薪资增长转为趋于同步或者慢于薪资增长。从 2017 年下半年开始，劳动报酬同比增速持续提高，对消费增长的作用是非负或正面的。其次，经济危机后美国失业率持续降低，而美联储 6 月议息会议将 2018 年失业率预期从 3.8 下调至 3.6。除数据以外，美联储根据定性调查补充经济信息的褐皮书在最近几期均显示，美国劳动力市场总体较紧，职位空缺填补困难。总体看，劳动力市场强劲仍将持续。第三，密歇根大学消费者信心指数维持高位，显示消费意愿较好。密歇根大学消费者信心指数调查的是基于个人收入预期的对财政和收入状况看法。尽管上半年数据有所波动，但是与历史数据相比仍然维持在较高水平。

二是国内私人投资总额将保持稳定。一方面除国防和运输外的耐用品新增订单同比领先 GDP 中私人投资 GDP 约一个季度，而一季度新增订单季度同比虽有小幅下降但仍处于较高水平。另一方面，美国投资者信心指数也处于经济危机之后的高位，税改落地也会提升投资意愿。

三是政府消费支出和投资总额预计保持增长。经济危机之后美国政府消费支出和投资总额增速低于历史平均水平，2014年开始增速有所加快。预计在税改和基建计划推动下，2018年下半年政府消费支出和投资总额至少将保持平稳增长。

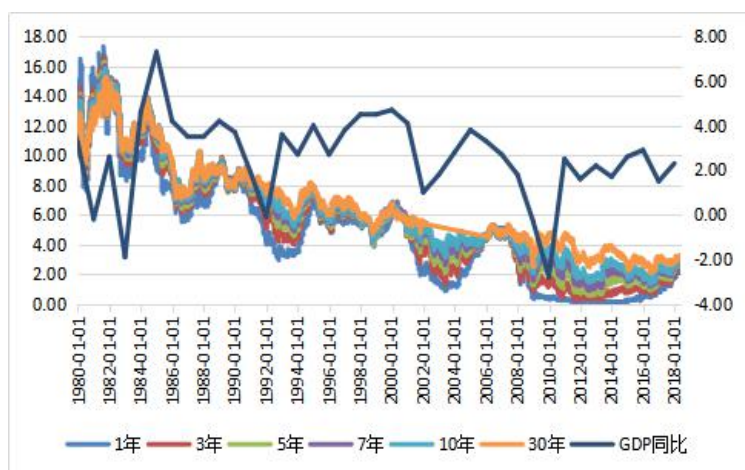
四是贸易战后果尚不确定但预计在可控范围内。1993年至今，美国贸易差额、商品贸易差额和服务贸易差额同比平均值为-16.4%、-10.7%和7.5%，2018年前4个月平均值分别为-11.6%、-8.8%和2.8%，贸易赤字改善明显且有一定缩小趋势。目前美国与多国贸易摩擦均有升级，但由于具有一定主动权，预计2018年下半年贸易情况尚属可控范围。

从美联储近期讲话看，下半年美国经济复苏仍将持续。2017年8月至近期，公开讲话主题从通胀、经济转变到金融稳定等监管话题，侧面体现了就业、通胀及经济增长都比较稳固。

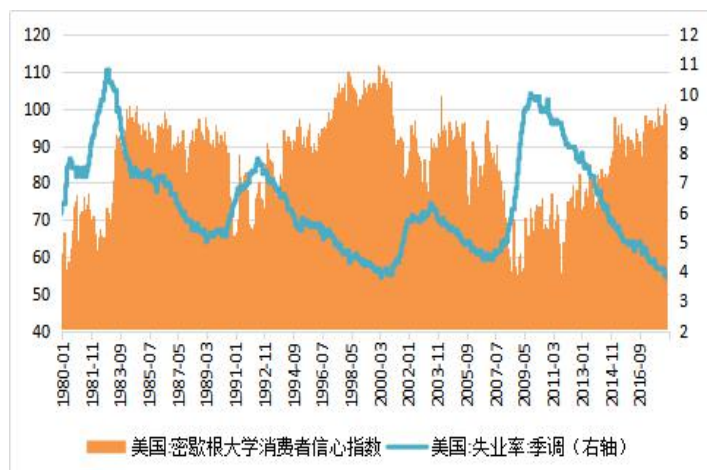
从不同机构的预测调整看，对美国2018年经济增长持乐观态度。近期美联储、IMF、世界银行和彭博分别将美国2018年经济预期上调了0.1、0.2、0.2和0.1个百分点。其中IMF和世界银行均认为额外的财政刺激可以促进美国经济短期增长，总体看是短期增长较为强劲，中期增长温和。在对2019年的预测调整方面，美联储、IMF、世界银行和彭博分别将美国2019年经济预期上调了0、0.2、0.3和0.1个百分点。尽管2019年经济预期有所上调，但受到经济存量复苏影响，仍然维持2019年整体经济增长水平低于2018年的判断。

总体看，贸易战和国际金融环境变化影响仍不确定，但预计美国下半年经济增长较为乐观，2019年或有回落。

图表 1. 美国国债收益率与美国经济增长

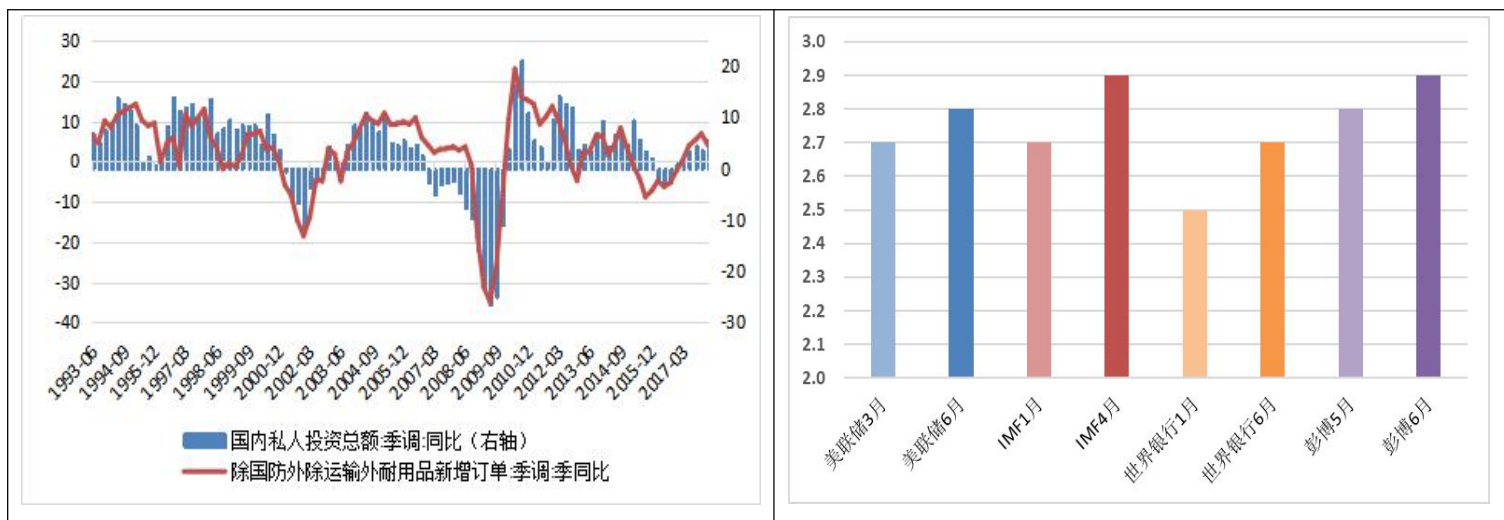


图表 2. 消费者信心与失业率



图表 3. 除国防运输外耐用品新增订单与私人投资

图表 4. 不同机构对2018年美国经济增长预测变化



国内宏观

7月6日，美国正式对此前公布的价值340亿美元的中国商品加征25%的进口关税。作为反击，中国政府对原产于美国的约340亿美元商品自2018年7月6日12时零1分起实施加征关税。对于我国而言，利用可能的重要时点，可在一定程度上缓解我国外部压力。

5月29日美国政府就发表声明表示，将对从中国进口的约500亿美元商品加征25%的关税。7月6日零时1分，美国正式对此前公布的对外商品清单上818个类别、价值340亿美元的中国商品加征25%的进口关税。作为反击，中国政府对原产于美国的659项约500亿美元进口商品加征25%的关税，其中545项约340亿美元商品自2018年7月6日12时零1分起实施加征关税。

加征关税开征标志着中美贸易争端进入新阶段。这是迄今为止经济史上规模最大的贸易战，自2017年8月美国启动对华贸易301调查开始，到今年4月美国针对中兴事件的制裁、6月15日美国对华加征关税的清单，中美贸易冲突不断升级。美国已经不仅仅针对削减对华贸易逆差这一层面，其试图遏制中国制造业崛起的意图十分明显，当前中美两国的冲突和博弈已经体现在贸易领域、高科技领域。美国对华战略或已发生由互补合作转向竞争合作关系的重大变化。2001年中国加入世贸组织后，中美贸易关系进入了快速发展阶段，双边贸易规模大幅提升。然而这一快速增长的势头到2008年危机后有所减缓，中美之间的贸易摩擦出现了尖锐化的趋势。经过四十年来的发展，中国经济迅速崛起为全球第二大经济体，其发展方向与美国政界预先设想的道路渐行渐远。2015年，美中关系全国委员会会长兰普顿提出中美关系正接近“临界点”，其认为此前美国对华奉行的接触战略已经失败，这也预示着美国对中国政策方向将发生根本改变。2018

年《美国国防战略报告》中公开将中国定位为美国的战略竞争对手。随着特朗普将对华谈判贸易代表以及内阁重要成员更换为对华强硬派人士，加之高科技产业龙头对中国的准入政策早有异议，当前美国政府已在将中国视为战略竞争对手这一点上形成一致共识，美国对华战略或已发生由互补合作转向竞争合作关系的重大变化。

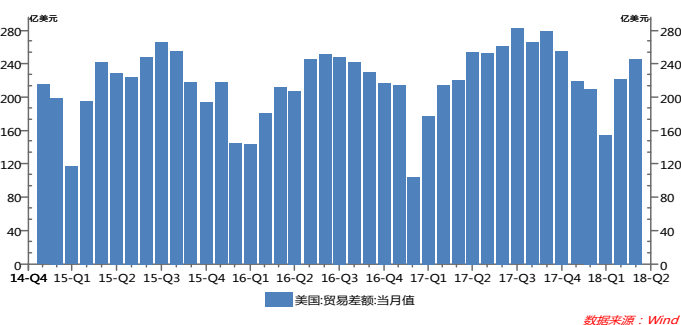
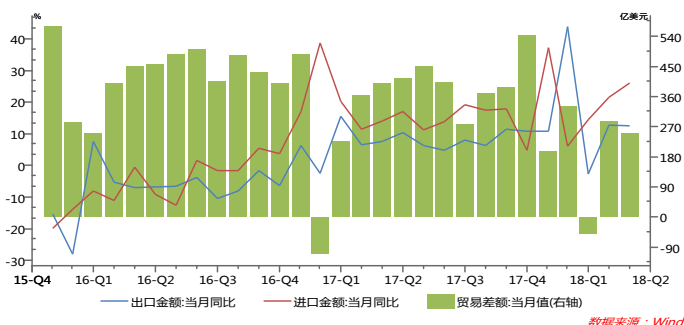
短期内，中期选举选情结果可能影响到特朗普下一步是否将政策重心由外部转向国内事务。从美国民调结果来看，特朗普民众支持率有所提升。若共和党在中期选举中获胜，特朗普未来可能将注意力更多转移至国内事务，如进一步财政刺激政策的推出等。中美贸易冲突的推进可能不会像上半年推进速度之快。相反，若民主党获得国会多数席位，则特朗普在国内事务中的主导权受限，不排除他会对外部贸易事务采取更加激进保护主义的作为。中期选举后，美国国内政治格局的演变以及跨国企业对贸易战的态度可能影响到特朗普短期内政策重心的变化。

在中期，当美国经济明显走弱时，美联储货币政策可能做出前瞻性调整，人民币资金外流压力或有减轻。当前美国经济“一枝独秀”，特朗普减税政策对2018-2019年经济增长的拉动最为明显，但是除去减税政策的影响，实际居民可购买力已经出现了一定程度的放缓。而财政刺激政策也一定程度加速了美联储从紧的货币政策节奏，这使得2019年后美国经济陷入轻衰退概率增加（可能触发因素是利率的上行节奏），而市场目前还没有对此充分预期和定价。若美国经济2019年后出现明显放缓，则美联储货币政策可能提前有所调整，美元汇率可能重回下行趋势。在外部整体流动性收紧的趋势下，美元汇率的走弱可以相对缓解中国资本外流的压力。

长期来看，贸易关税的负面滞后效应最终将波及到美国企业和实体经济，美国企业盈利和产业链调整的冲击可能最终动摇特朗普的贸易保护政策。理论上，一国贸易逆差的形成最终取决于全球产业链分工以及国内经济结构。美国长期贸易逆差的根源是美国国内储蓄不足。有研究认为，美国在1980年后连续保持贸易逆差，而美国居民储蓄率也是在1980年代初开始持续下降的。当前美国净储蓄率接近历史低位，而特朗普依然推行刺激消费和投资的计划，这将进一步加剧美国贸易逆差的扩大。而特朗普错误地将美国巨额贸易逆差归罪于中国单方面的原因，长期来看，这无益于美国经济自身的增长。如果不改变美国国内储蓄低的局面，即便中国因美国的贸易保护主义措施而对美出口大幅缩减，中国的出口空缺也会被其他一些类似国家所填补，最终也很难实现特朗普减少本国贸易赤字、增加就业的愿望。

图表 5. 上半年出口增速总体保持稳定，进口超预期增长

图表 6. 我国对美国贸易顺差持续扩大



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

跨月后, 资金面较上周愈加宽松。尽管央行通过逆回购回收部分流动性, 但在流动性边际放松的政策基调下, 市场对未来资金面较为乐观。全周央行开展逆回购操作100亿元, 到期5100亿元, 净回笼5000亿元。各期限回购利率和同业存单利率均出现明显下行, 创年内新低。本周有1200亿逆回购到期和1885亿MLF到期, 回笼压力较小, 预计前半周资金面仍将持续宽松。后半周随着缴税临近, 如果央行不超量续作MLF, 资金面将小幅收紧。

央行“合理充裕”的货币政策新基调下, 机构跨季较为顺利。本周季初时点资金面较上周愈加宽松。尽管央行通过逆回购回收部分流动性, 但在流动性边际放松的政策基调下, 市场对未来资金面较为乐观。全周央行开展逆回购操作100亿元, 到期5100亿元, 净回笼5000亿元。各期限回购利率和同业存单利率均出现明显下行, 创年内新低。。

质押式回购利率方面, 截止上周五, R001加权平均利率为1.95%, 较前周下行120bp; R007加权平均利率为2.53%, 较前周下行105bp; R014加权平均利率为2.71%, 较前周下行168bp。同业存单方面, 受宽松资金面和乐观预期影响, 一级二级市场各期限利率均明显下行, 3个月AAA+同业存单利率为3.36%, 下行39bp, 6个月AAA+同业存单利率为3.50%, 下行48bp, 9个月AAA+同业存单利率为3.78%, 下行28bp。本周存单到期量2513亿, 发行压力较小。

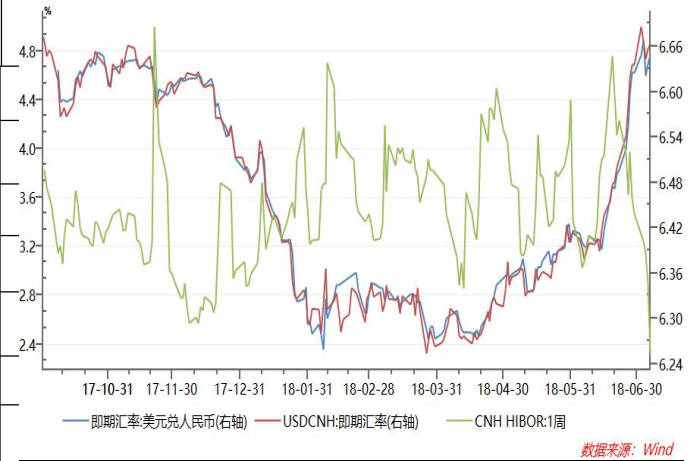
汇率方面, 中美贸易战爆发背景下, 欧元走强, 美元指数显著走弱, 收报94.0193, 较前周下跌近310点。人民币兑美元汇率一度贬至6.72, 但随着央行官员纷纷表态稳定汇率, 市场有所回调。上周五在岸汇率收报在6.6480, 离岸汇率收报在6.6622, 分别较前周贬值234个基点和269基点。离岸人民币流动性跟随境内宽松。全周来看, 隔夜较前周下行73bp至1.45%, 7天下行114bp至2.33%, 14天下行110bp至2.64%。

请参阅最后一页的信息披露和法律声明

图表 7. 同业存放利率变动

期限	2018-7-6		2018-6-22	
	融出	融出	融入	融入
1W	3.2-3	3-1.6	3.4-3.2	2.7-2
2W	3.5-3.1	3.1-1.8	4.8-4.6	4.3-2.5
1M	4.65-3.65	4.3-2	5.35-4.8	4.3-3.8
3M	5.65-4.05	5.45-3	5.4-4.85	4.3-4
6M	5.2-5	5.5-3.5	5.5-4.9	4.4-4.05
1Y	5.65-5.15	5.5-3.75	5.6-4.95	4.7-4.2

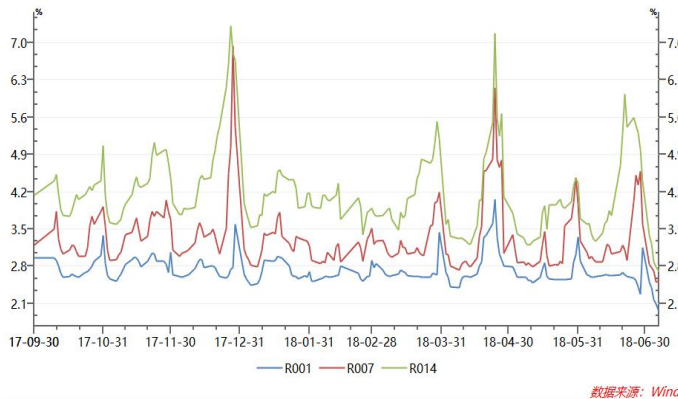
图表 8. 境内外美元汇差与离岸人民币利率 (%)



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 9. 银行间债券回购利率走势



数据来源: Wind

图表 10. 人民币同业存单利率走势



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

基本面方面, 美国新增非农略高于预期, 失业率、时薪数据不及市场预期, 基本面总体良好; 国内 6 月供需转弱, 通胀压力较小。政策方面, 美联储对短期经济前景维持乐观, 重申渐进式加息, 但担忧贸易战带来的经济下行风险; 金稳会强调将继续实施好稳健中性的货币政策, 把握好结构性去杠杆的力度和节奏, 守住不发生系统性金融风险的底线。一级市场方面, 一级市场发行量较上周有所上升, 投标倍数较好, 需求旺盛; 二级市场方面, 跨季后资金面极度宽松, 短端收益率大幅下行, 长端收益率先下后上。展望本周, 第一, 前期央行公开市场持续回笼资金, 短期内资金面存在边际趋紧可能, 但是仍需关注央行公开市场操作, 短端收益率存在小幅反弹空间; 第二, 周二将发布中国信贷

数据、CPI数据，周五将发布中国进出口、贸易帐数据；信贷数据的表现将是短期内债市走势的关键因素。第三，中美贸易战的关税措施逐步落地，后续双方的反制措施仍需密切关注，预期短期内长端收益率存在反弹空间。

债券市场无风险利率

基本面：海外方面，美国上周公布非农数据，6月新增非农就业21.3万人，失业率回升至4.0%，薪资同比持平于2.7%，环比增长0.2%；新增非农略高于预期，失业率、时薪数据不及市场预期。

国内方面，生产端，6月中旬重点钢企粗钢产量增速7.0%，六大集团发电耗煤同比增速10.9%，均较5月有所下滑；需求端，6月41城地产销量同比增速跌幅扩大至-14.2%，乘用车零售、批发增速分别为-2.3%、-1.3%，较5月份均明显下降，整体呈现产需两弱格局。上周食品价格环比下跌0.8%，但是生产资料价格回升，通胀压力较小。中美贸易战正式开始，短期或已基本消化前期市场预期，对后续经济走势的影响仍需继续评估。

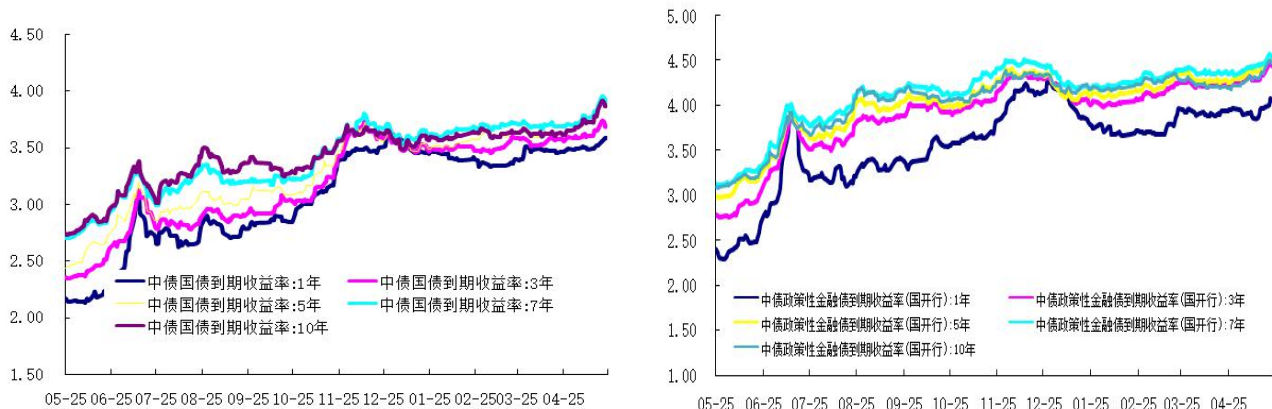
政策方面：海外方面，美联储6月会议纪要显示，官员们对短期经济前景维持乐观，但提示贸易政策及其带来的不确定性可能对资本支出产生的负面影响，预计明年联邦基金利率或高于中性水平。纪要还重申了在美国经济非常强劲的情况下，有必要渐进式加息。

国内方面，上周召开的新一届国务院金融稳定发展委员会第一次会议分析了当前经济金融形势和金融运行情况，审议了金融委办公室提出的打好防范化解重大风险攻坚战三年行动方案，向市场传递出以下信息：下一步人民银行将继续实施好稳健中性的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导货币信贷及社会融资规模合理增长；把握好结构性去杠杆的力度和节奏，促进经济平稳健康发展，稳定市场预期，打好防范化解金融风险攻坚战，守住不发生系统性金融风险的底线。

供需方面：一级市场方面，上周记账式国债发行2只，金额740亿元，政策性金融债发行11只，金额合计673.9亿元，地方债发行27只，金额合计1610.72亿元，发行量较前周上升，需求较为旺盛。二级市场方面，跨季后资金面极度宽松，短端收益率大幅下行；长债收益率先下后上，周初受周末公布的中采PMI有所放缓及新发十年国开债发行结果带动，收益率下行，周五中美贸易战正式落地，股市回调，带动债市收益率有所反弹。整体来看，上周利率债收益率短端大幅下行25-30BP，中长端下行幅度在5-10BP，利差大幅走阔，国债10Y-1Y利差扩大至51BP，国开债10Y-1Y利差扩大至80BP。1年期国债收于3.01%，较上周下行15bp；10年期国债收于3.53%，较上周上行5bp。1年期国开债收于3.41%，较上周下行28bp；10年期国开债收于4.28%，较上周下行7bp。

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: 上周得益于降准后的资金面宽松, 债市做多情绪得以延续, 叠加一级市场投标倍数较高, 收益率大幅低于市场预期, 二级市场收益率快速下行; 后半周中美贸易战落地后, 股市回涨, 股债跷跷板效应下债市收益率有所上行, 跷跷板效应明显; 后续仍需重点关注美国对中国采取反制措施后的下一步反应, 以及一级市场发行量抬升的影响。

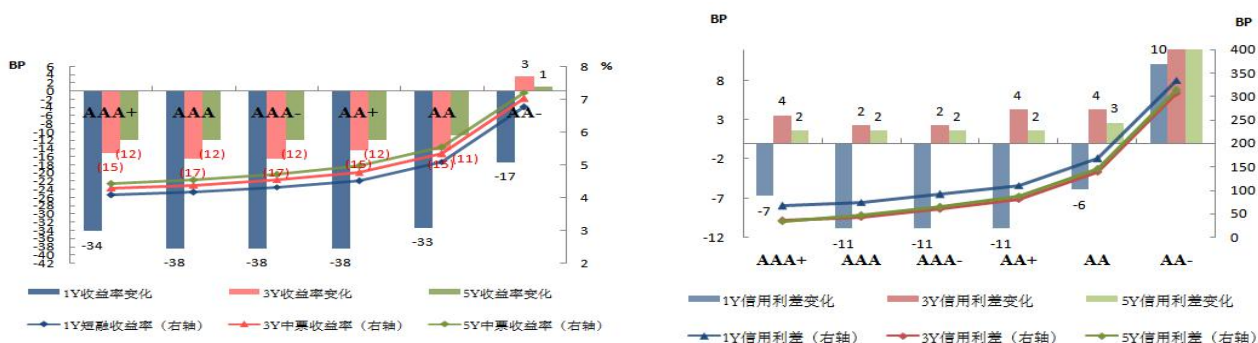
信用市场

一级市场方面, 同业存单发行 1844.8 亿元, 短融发行 426 亿元, 中票发行 72 亿元, 企业债无发行, 公司债发行 234 亿元, 上周信用债总发行 732.0 亿元, 净融资 138.41 亿元, 总规模上升 112.86 亿元, 但企业债短发行减少。二级市场方面, 上周信用债收益率各期限品种均有下行。分品种看, 相较于前周, AA+ 级及以上短融收益率整体下跌 38bp, 3 年期中票下行 15-17bp 左右, 5 年期中票下行 12bp 左右, 中票不同级别收益率平均下行 12bp。

上周信用利差整体短端大幅收窄, 长端略有走阔, AA+ 及以上 1 年期短融利差下行 7-11bp, 3 年期中票利差上行 2-4bp, 5 年期中票利差上行 2bp。受资金面极度宽松影响, 信用债短端收益率大幅下行, 信用利差短端显著缩窄, 但在违约事件再度发生影响, 长端信用利差略微走阔, 信用风险偏好仍然较低。

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: 上周的违约及负面事件包括: (1) 17 永泰能源 CP004 发生违约, 永泰能源股份有限公司应于 2018 年 7 月 5 日兑付本息, 公司融资部门表示, 截止 2018 年 7 月 5 日营业终了, 公司未能筹集到期偿付资金, “17 永泰能源 CP004” 不能按期足额偿付, 已构成实质性违约, 涉及规模 15 亿元; 永泰能源由于过高比例的股权质押和定增融资受限, 造成资金链紧张, 主体评级一周内连续调低两次, 由 AA+ 调低至 CC; 永泰能源拟售 150 亿资产, 实施 240 亿元债转股计划。(2) 16 亿阳 05 不能按期支付利息, 已构成实质性违约, 涉及规模 3.26 亿; (3) 贵阳农商行不良贷款率较年初大幅提升 15.41 个百分点至 19.54%, 同时, 拨备覆盖率大幅下降; (4) 11 凯迪 MTN1 违约两个月后仍然无法按计划兑付本息; (5) 鄂尔多斯市华研投资集团, 2017 年度经营业绩将亏损。公司 2016 年度经审计的归属于母公司所有者的净利润为负。

展望本周, 第一, 前期央行公开市场持续回笼资金, 短期内资金面存在边际趋紧可能, 但是仍需关注央行公开市场操作, 短端收益率存在小幅反弹空间; **第二,** 周二将发布中国信贷数据、CPI 数据, 周五将发布中国进出口、贸易帐数据; 信贷数据的表现将是短期内债市走势的关键因素。 **第三,** 中美贸易战的关税措施逐步落地, 后续双方的反制措施仍需密切关注, 预期短期内长端收益率存在反弹空间。

外汇市场

上周人民币汇率跌至 6.72 附近后反弹, 上周人民币汇率收于 6.6480, 累计下跌 0.35%。美国对中国加征关税落地, 市场情绪整体较为谨慎。央行官员密集发声稳定人民币汇率预期。目前 CFETS 指数基本回归年初水平, 人民币后市或将逐步企稳, 迎来双向波动。

美国对中国加征关税落地, 市场情绪整体较为谨慎。央行官员密集发声稳
请参阅最后一页的信息披露和法律声明

定人民币汇率预期，人民币汇率跌至 6.72 附近后反弹，收复部分跌幅。展望后市，国内基本面韧性仍强，人民币兑美元或将逐步企稳，延续双向波动。上周人民币汇率收于 6.6480，累计下跌 0.35%。周内人民币汇率下跌至 6.72 附近后反弹，收复部分跌幅。预计后市人民币汇率将逐步企稳，延续双向波动态势。一是美国向中国加征关税落地，市场情绪较为谨慎。美国对中国 340 亿美元商品征税于 7 月 6 日落地，中国随即发布反制措施，市场情绪得到一定的释放。未来中美贸易摩擦仍有反复的可能，或仍会持续对人民币汇率造成扰动。二是周内央行官员密集发声稳定市场预期，市场情绪有所改善。USDCNY 收盘价连续 11 个交易日相较于中间价走贬，而 7 月 3 日潘功胜局长和易纲行长发声后，USDCNY 收盘价迅速相对中间价回落 384 pips，显示市场供求更为均衡。目前汇率政策在总体回归中性，央行更多通过影响市场情绪来稳定预期。三是人民币汇率相对于一篮子货币表现较为稳定，未来或延续双向波动。4 月中下旬至 6 月初，人民币汇率表现相对强势，CFETS 人民币汇率指数保持平稳，相比于年初有所升值，一度达到 97.8 高点。随着本轮人民币加速贬值，CFETS 指数有所回落，7 月 6 日最新的 CFETS 人民币有效汇率指数为 95.07，连续第二周在 95 附近。目前 CFETS 指数基本回归年初水平，人民币汇率已进入双向波动的合理区间。展望后市，国内基本面韧性仍强，人民币兑美元震荡区间可能放宽，但总体将逐步企稳延续双向波动。全球汇市方面，美元指数上周下跌 0.53%，收于 94.0193，创 3 月以来最大单周跌幅。美联储会议纪要表明美联储仍将渐进式加息，周内公布的数据显示非农新增就业人数超预期，但薪资涨幅不及预期且失业率上升，未能为美元提供支撑。欧元兑美元汇率上涨 0.51%，收于 1.1711。周内德国政府就移民问题达成协议，德国政治风险减弱，加之欧美贸易摩擦有所缓和，推升欧元反弹。英镑兑美元汇率上涨 0.84%，收于 1.3277。英国经济数据显示经济企稳，但脱欧、贸易战依然影响制造业信心。英央行行长卡尼鹰派发声表明将收紧货币政策，英国 8 月加息预期升温，未来仍需关注英央行加息以及脱欧进展。

商品市场

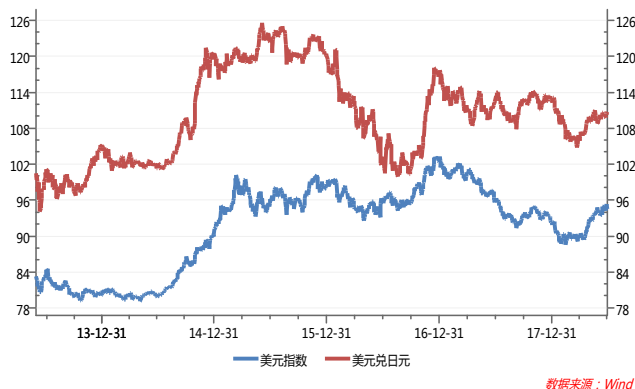
美元回落黄金小幅上涨，三周来首次周线收涨。总体来看，贸易战持续发酵下，避险情绪对于黄金的提振依然有限。供应收紧提振油价刷新三年高位，但美国原油库存及钻井数上升打压油价回落，国际油价高位震荡，美国原油整体收平，布伦特原油小幅下跌。

美元回落叠加避险情绪支撑，黄金小幅上涨。但总体来看，贸易战持续发酵下，避险情绪对于黄金的提振有限。上周国际现货黄金收于 1254.70 美元每盎司，上周小幅上涨 0.18%，为三周来首次周线收涨。一是美联储公布会议纪要后美元指数高位回落，黄金受到提振走强。美联储会议纪要延续 6 月决议以来的鹰派基调，但同时透露出官员们对于贸易摩擦以及收益率曲线趋平的担忧。美元指

数小幅回撤，黄金受到提振走强。二是中美贸易战进一步升级给黄金带来一定支撑。美中加征关税正式落地，避险情绪为金价带来一定支撑。三是非农数据显示薪资增长不及预期，对加息预期略有打压，美元指数也一度跌至94关口下方，黄金在短线上冲1260之后回落。总体来看，上周黄金反应较为平淡，贸易战持续发酵下，避险情绪对于黄金的提振有限。而美联储纪要和非农数据并未显著降低年内再加息两次的可能性，所以对黄金的推动力有限。长期来看，随着美元上涨动能的衰竭，以及全球政治经济不确定性引发的避险需求，未来金价仍有上行可能。本周市场将迎来包括美联储主席鲍威尔在内的多位美联储官员的重要讲话，同时还将公布美国CPI和PPI等通胀数据，预计会对黄金短期方向产生指引。

供应收紧提振油价刷新三年高位，但美国原油库存及钻井数上升打压油价回落，国际油价高位震荡，美国原油整体收平，布伦特原油小幅下跌。预计短期内油价仍将高位震荡，本周重点关注OPEC月报。美国WTI原油期货整周微跌0.47%至73.80美元/桶；布伦特原油期货整周下跌2.7%至77.11美元/桶。一是原油供应面收紧的情况短期内可能仍将持续，提振油价一度刷新三年半高位至75.24美元/桶。OPEC增产可能难以填补伊朗原油出口下降，同时叙利亚、委内瑞拉和加拿大等全球多地原油产量下降为油价提供支撑。二是EIA原油库存意外上升、美国原油钻井数增加等打压油价又跌向72美元关口。短期内预计油价仍将维持高位震荡，本周将迎来OPEC月度报告，6月OPEC峰会之后，OPEC原油产量以及对未来原油需求增长预期的变化将引发投资者的重点关注。

图表 15. 美元指数、美元兑日元

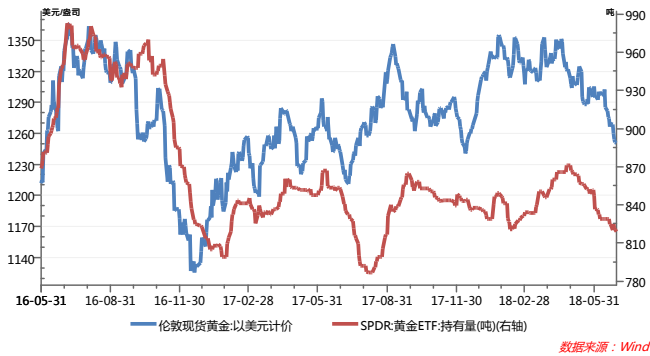


图表 16 人民币在岸及离岸汇率

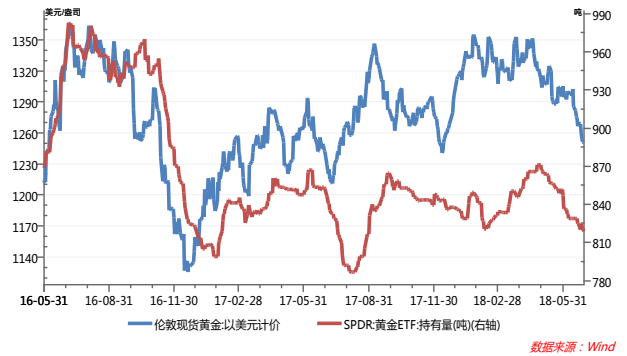


来源: wind、中国农业银行金融市场部

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

三、市场展望与策略

贸易战短期对中国经济有负面影响；中央政府继续传达对中国经济乐观的信心，但市场更加关注政府后续的稳经济措施。美国经济数据有一定反复，市场对于美国长期经济走弱仍有预期；贸易战总体有所缓和。资金面预计转为均衡，债市有一定调整压力，但空间不大；权益类市场可能在舆论面的带动下有所反弹。美元短期可能继续调整；市场对人民币走强的预期恢复；美债收益率维持震荡，大宗商品价格预计保持稳定。

宏观经济方面，针对美国对中国340亿美元商品征税，国内从政府部门到管媒均表示中国尽管不愿与美国打贸易战，但对于美国的征税措施，仍然将积极进行还击。从贸易战影响来看，一是可能使得国内宏观经济遭受一定压力，尤其对于有直接影响的出口企业来说，经营状况有所恶化，二是进口征税可能对国内通胀有小幅影响，但考虑当前国内消费有走弱迹象，通胀明显抬头的概率不大。总体来看，贸易战对国内经济不利，但整体影响较为有限。李克强在经贸论坛上表示，中国经济有“三个不会变”：经济长期向好的基本面不变、市场化改革的取向不会变、扩大开放的决心不会变，意图传达对中国经济乐观的信心，但市场更加关注政府后续的稳经济措施，短期市场对于宏观经济的预期总体仍为走弱为主。

海外方面，美联储6月货币政策会议纪要显示，在经济强劲的背景下，美联储仍需要逐步加息，但未来仍然有贸易战风险的担忧，部分委员认为从美债收益率曲线趋平问题来看，未来经济仍然有衰退风险，因此，9月美联储加息的概率仍然较高，但并未达到完全预期的地步。经济数据方面，美国6月ADP新增就业人数小幅低于预期，同时初请失业金人数略高于预期，显示美国就业情况仍出现小幅波动，但不影响市场对于美国经济整体仍处于良好态势的预期。而贸易战方面，尽管各国陆续采取针对美国征收关税的相关措施，但总体仍较为温和，而一直保持强硬姿态的美国也陆续释放一定暖意，包括允许部分企业给中兴提供零部件、允许美国企业进口部分中国商品提出豁免申请等，因此短期市场对于贸易战升级的担忧有所减轻。

国内市场策略：资金面方面，由于央行连续回笼资金，加上缴税期来临，资金面预计从上周宽松态势转为均衡。债券市场方面，一是资金面可能回归均衡，二是近期收益率整体下行幅度较大，收益率存在一定反弹空间，预计本周收益率维持调整态势，但考虑部分机构的配置压力仍然较大，上行空间有限；期限方面，由于上周曲线利差已有明显修复，但由于部分机构仍然欠配，加上担忧长端收益率反弹的风险，短端需求仍然较高，因此收益率曲线可能继续小幅走陡；信用债受永泰能源的影响低资质债券的需求仍将走弱，低等级信用利差可能继续走阔。权益类市场方面，周末从中央层面到管媒密集对股市进行乐观表态，市场情绪短

期可能小幅走好，但股权质押融资爆仓的风险仍将制约市场整体情绪，预计股市仍需要一段时间进行调整。

国际市场策略：美国经济数据短期有波澜，加上特朗普的贸易政策并不被全面看好，美元短期有继续调整的需求；人民币在接近关键点位后市场对于其继续贬值的预期大幅降低，从1年期掉期点处于历史较低水平来看也反映市场对于人民币未来的走势整体乐观，人民币可能短期反弹；避险情绪降温可能削减日元需求；欧元在美元调整之际可能短期走强。美债方面，通胀担忧短期降温，加上美国长期经济展望仍有不确定性，尽管近期风险偏好有所回升，因此美债收益率短期仍将在当前位置维持震荡走势。商品方面，美元走弱可能刺激商品走强，但避险情绪降温压制黄金需求，沙特对原油增产的表态削弱油价继续做多的热情，预计商品价格整体仍维持稳定态势。

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							
中国建筑第四工程局有限公司	资本货物	中诚信国际	2018-7-4	AAA	稳定	AA+	稳定
新疆新鑫矿业股份有限公司	材料 II	上海新世纪	2018-7-4	AA	稳定	AA	负面
江西云济投资有限公司	资本货物	鹏元资信	2018-7-5	AA	稳定	AA-	稳定
佛山农村商业银行股份有限公司	银行	中诚信国际	2018-7-5	AA+	稳定	AA	稳定
下调评级或展望							
永泰能源股份有限公司	能源 II	联合资信	2018-7-5	A	负面	AA+	稳定
永泰能源股份有限公司	能源 II	联合评级	2018-7-5	A	负面	AA+	稳定
永泰能源股份有限公司	能源 II	联合资信	2018-7-6	CC	负面	A	负面
永泰能源股份有限公司	能源 II	联合评级	2018-7-6	CC	负面	A	负面

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。