



2018年7月16日

美经济数据强劲，人民币宽幅震荡

宏观经济

■ **国际宏观：**美国经济下半年预计持续向好，劳动力市场持续强劲、私人投资与净出口转暖和宽松的财政政策将促进美国经济保持高速增长。通胀持续回升及税改所带来的宽松环境将促使美联储坚持渐进式加息计划。长期来看，美国经济下行压力仍然存在，消费数据转弱、部分资产价值偏高以及财政赤字的不断扩大给美国经济发展带来下行压力。

■ **国内宏观：**6月出口数据略高于预期，贸易战预期下企业存在加快出口的抢跑效应。进口数据不及预期，一方面源于大宗商品价格下降和人民币贬值所带来的价格效应，另一方面源于国内进口需求下降和美国出口限制政策所造成的进口量的下跌。总体看，我国下半年进出口数据会在贸易战影响下持续承压，贸易战将在较长时间内持续，需持续评估风险及应对措施。

金融市场

■ **货币政策及资金面：**七月第二周，央行在公开市场整体净回笼资金，全周央行开展逆回购操作300亿元，到期1200亿元，同时到期续作了1885亿MLF，净回笼900亿元。资金面整体依然宽松，但边际有所收敛。质押式回购利率各期限均有所上行。预计随着税期来临，资金面将继续进一步收敛，但整体依然中性。

■ **债券市场：**基本面方面，美国通胀压力正逐步显现，欧元区工业产出企稳；国内6月通胀小幅回升，社融、进出口数据继续走弱。政策方面，美联储重申经济向好、支持渐进加息，欧央行强调经济不确定性；央行等额续作MLF保证流动性合理充裕。一级市场方面，发行量较前周上升，地方政府债务发行速度明显加快，需求整体尚可。二级市场方面，资金面小幅反弹，中长端延续走强。

■ **外汇市场：**美国经济数据强劲、通胀回升，美联储年内加息两次预期较强，美元指数较为强势。美国再对中国2000亿商品加征关税，人民币汇率再现大幅调整，但贬值速度相对于6月明显放缓。外汇储备数据小幅上升，显示跨境资本流动较为均衡。展望后市，国内经济基本面韧性仍强，人民币兑美元将逐步企稳，延续双向波动。

■ **商品市场：**中美贸易摩擦再度升级，美国通胀数据强劲，加息预期打压金价，黄金的低位反弹终结，再度延续震荡下行走势。原油供给收紧支撑油价，挪威和伊拉克爆发罢工事件，以及全球多地原油供应下滑，对油价构成潜在支撑，但利比亚原油供应恢复以及中美贸易摩擦加剧打压油价。

市场展望及策略建议

■ 信贷数据显示实体经济尤其民营及地产的融资难度加大，未来将制约经济表现；中美贸易战有所缓和，短期市场担忧情绪有所降温。美国继续维持渐进加息的态势，但通胀逐步进入正轨可能将使得美联储延续稳步加息的步伐。资金面受缴税因素影响有所扰动，但预计下半周仍将恢复宽松；债券收益率预计震荡下行，低资质信用利差仍将维持高位。美元短期盘整，人民币预计维持稳定；美债收益率继续下行概率较低；金价可能短期维持疲软，但油价可能调整后继续强势。

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

美国经济下半年预计持续向好，劳动力市场持续强劲、私人投资与净出口转暖和宽松的财政政策将促进美国经济保持高速增长。通胀持续回升及税改所带来的宽松环境将促使美联储坚持渐进式加息计划。长期来看，美国经济下行压力仍然存在，消费数据转弱、部分资产价值偏高以及财政赤字的不断扩大给美国经济发展带来下行压力。

上周五美联储公布了2018上半年度的《货币政策报告》，报告认为，2018年上半年美国经济处于稳健的扩张状态，劳动力市场保持强劲，通胀前景处于迈向2%目标的正轨之上。美国经济将持续被利好的劳动力市场以及宽松的财政政策提振。因此，美联储预计进一步渐进式加息是合适的，鉴于薪资增速仍呈“温和”态势，也排除了激进加息的必要。不过报告也指出，美国经济仍存在下行风险，消费动能转弱、部分资产估值偏高以及财政赤字不断扩大给美国经济发展带来下行压力。

美国经济下半年预计持续向好，美联储将坚持渐进式加息计划，下半年大概率会加息两次。

一是美国劳动力市场在今年上半年进一步加强，新增就业人口增加，失业率下行，劳动报酬温和上升。首先是上半年美国非农就业人口总就业人数月均增加21.5万人，较2017年有所提高；其次是美国失业率半年内从4.1%小幅下降至4.0%，达到2000年以来的最低值；最后是今年上半年美国非农平均时薪月增长率为2.68%，高于去年同期的2.54%，劳动报酬保持温和上升的趋势。鉴于美国近期劳动生产率仍维持在略高于1%的历史低位，如果美国劳动生产率能够保持上行的趋势，预计美国劳动力市场将持续强劲。

二是美国通胀持续回升，部分通胀指标已经接近2%的政策目标。美国今年以来PCE同比数据持续走高，逐步接近2%的政策目标。能源价格的上升是总通胀水平迅速上升的主要原因，一方面全球经济前景改善导致能源需求上升，另一方面伊朗和委内瑞拉的政治危机导致供给不及预期，供需因素共同促成了油价的上涨。此外美国非燃料进口价格在2018年初也大幅上涨，一方面源于全球需求量的增加，另一方面源于美国激进的贸易政策。预计在通胀压力上行和就业压力不大的情况下，美联储下半年将继续坚持渐进式加息计划，预计下半年将会加息两次。

三是美国私人投资和净出口持续转暖。2016年2季度以来美国国内私人投资逐渐转暖，一方面源于企业生产扩张需求日益旺盛，另一方面源于企业融资环

境较为宽松。同时随着美国贸易政策的持续落地，预计美国会和多国缩减双边贸易逆差，净出口将会转暖。

四是美国财政政策今年将更具扩张性。特朗普减税计划将会在今年正式施行，对个人和公司的减税将会刺激私人消费和投资的增加。同时《2018 两党预算法案》的落地将会增加政府购买，对短期的美国经济起到提振的作用。

美国经济下行风险仍然存在，消费数据转弱、部分资产估值偏高以及财政赤字的不断扩大值得关注。

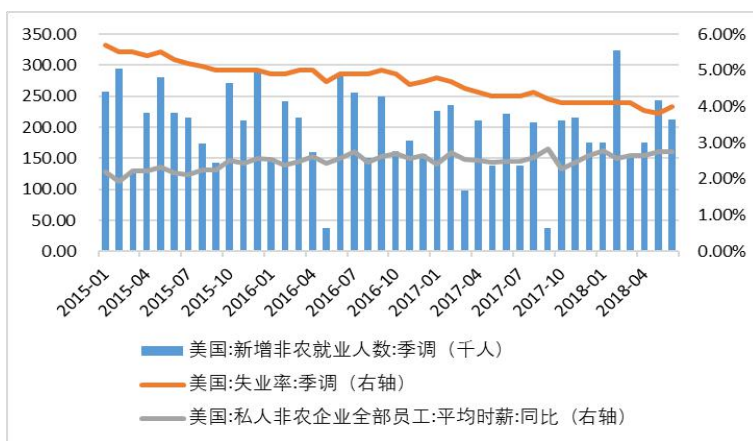
一是美国近期消费数据下滑且不及预期，对经济增长支撑作用有所减弱。首先是一季度美国个人消费支出同比数据下滑，密歇根大学消费者信心指数连续四个月下滑且不及预期，美国消费下行风险加大。其次是美国个人消费支出占个人可支配收入的比重持续上升且在去年四季度达到 20 年来的历史高位，消费倾向上行空间有限。最后是贸易摩擦使得消费者负面情绪增加，消费倾向可能转弱。不过也应注意到，劳动力市场的强劲和税收上的减免会对消费产生促进作用，消费对经济的实际影响取决于上述因素互相抵免后的综合作用。

二是部分资产估值偏高，为经济增长埋下隐患。截至上周收盘，道琼斯、标普和纳斯达克三大股指平均市盈率分别为 24.6、25.8 和 26.4，均已大幅高于历史中位数。由于特朗普行情的带动和国外避险资产的涌入，美国国内投资情绪高涨，部分资产被高估，给美国金融体系带来下行风险。

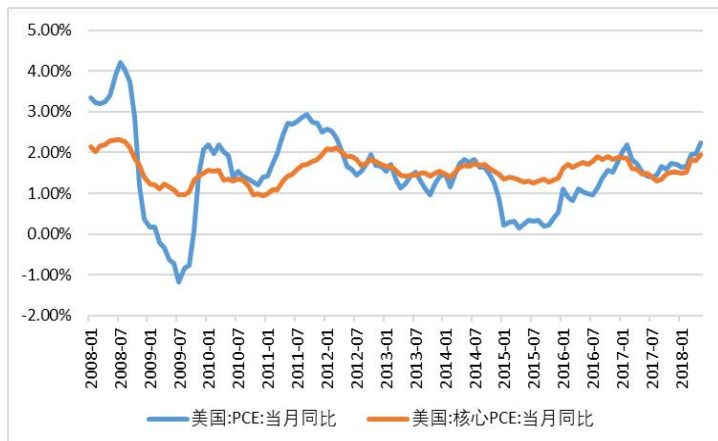
三是美国财政赤字将进一步扩大，特朗普减税的财政压力逐步凸显。特朗普税改预计会在未来十年内减少 1.5 万亿的联邦政府收入，虽然联邦政府支出也会有所缩减，但此次税改未来十年仍然会给联邦政府带来 1 万亿左右的新增赤字。虽然税改短期会刺激经济的上行，但长期美国经济会因此承压。

总的来说，美国经济下半年将保持高速增长，美联储大概率将持续收紧以抵消通胀和税改带来的影响。长期看，美国经济下行风险仍然存在，需要关注消费、资产价格和赤字所带来的影响。

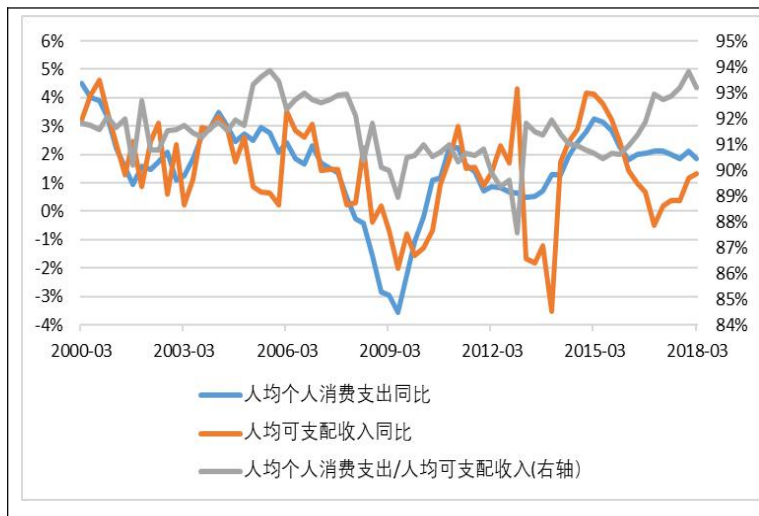
图表 1. 美国非农就业人数、失业率及平均时薪



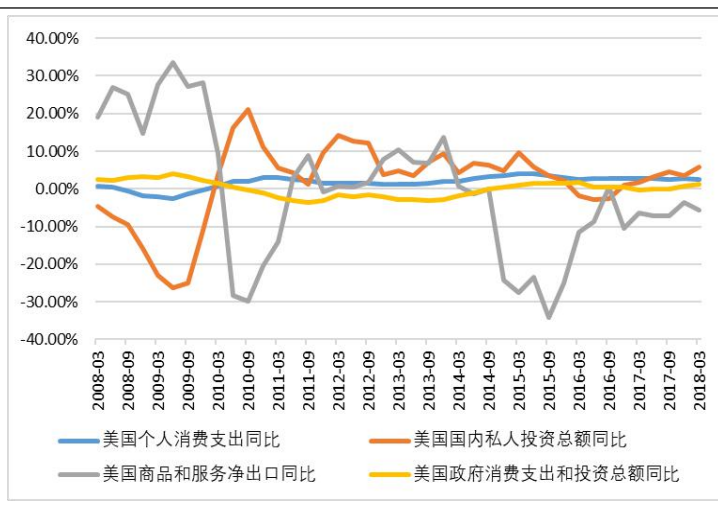
图表 2. 美国 PCE 与核心 PCE 同比



图表 3. 人均个人消费支出和个人可支配收入



图表 4. 美国 GDP 各分项同比



国内宏观

6月出口数据略高于预期，贸易战预期下企业存在加快出口的抢跑效应。进口数据不及预期，一方面源于大宗商品价格下降和人民币贬值所带来的价格效应，另一方面源于国内进口需求下降和美国出口限制政策所造成的进口量的下跌。总体看，我国下半年进出口数据会在贸易战影响下持续承压，目前实际落地的500亿美元的贸易战规模尚属可控，但下一步若向金融、技术甚至意识形态等领域延伸，存在风险超预期的可能。贸易战将在较长时间内持续，需持续评估风险及应对措施。

上周五海关总署公布了2018年6月我国进出口数据，以美元计价，6月中国出口同比11.3%，前值12.6%；进口同比14.1%，前值26%；贸易顺差416.1亿美元，前值249.2亿美元。出口数据略高于预期，主要原因在于贸易战预期下企业存在加快出口的抢跑效应。进口数据不及预期，一方面源于大宗商品价格下降和人民币贬值所带来的价格效应，另一方面源于国内进口需求下降和美国出口限制政策所造成的进口量的下跌。随着中美近期加征关税政策实际落地，对我国贸易的影响也会逐渐增加，但由于我国基本面持续向好、贸易回旋空间较大，贸易战对我国的影响总体可控。

出口有韧性，企业出口在贸易政策落地之前存在抢跑效应。6月出口同比增长11.3%，较前值12.6%小幅回落，出口当月环比显示符合季节性规律。分贸易方式来看，一般贸易出口同比进一步回升至17%，较前值加快1.8个百分点；加工贸易出口则出现回落，进料加工贸易同比增长1.3%。主要原因在于企业在美加征关税政策实际落地之前加大对美出口，抢跑效应明显。从国别拆分来看，一方面得益于抢跑效应和美国短期经济进一步上行的共同影响，对美国出口同比增

速连续3个月回升，另一方面，对新兴市场国家的出口仍然强劲，尽管6月对金砖国家出口同比增速从5月份的28.2%回落至11.2%，但这主要与去年6月高基数有关，1-6月对金砖国家和东盟出口平均增速分别保持在22.9%和18.4%，表明我国同新兴经济体的贸易仍然强劲。

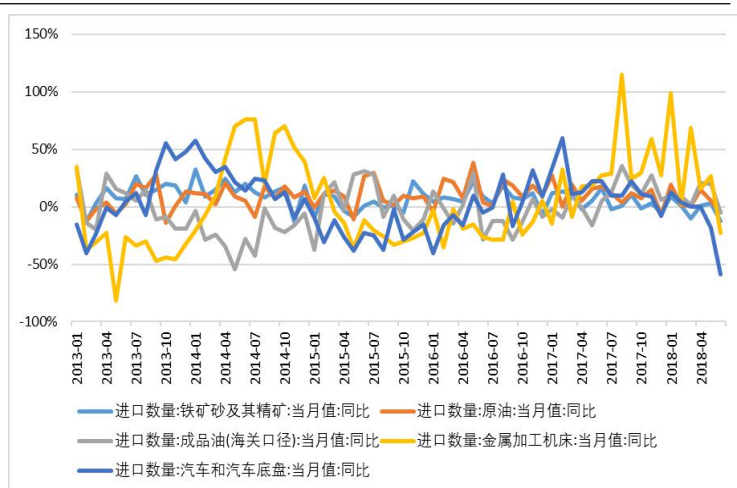
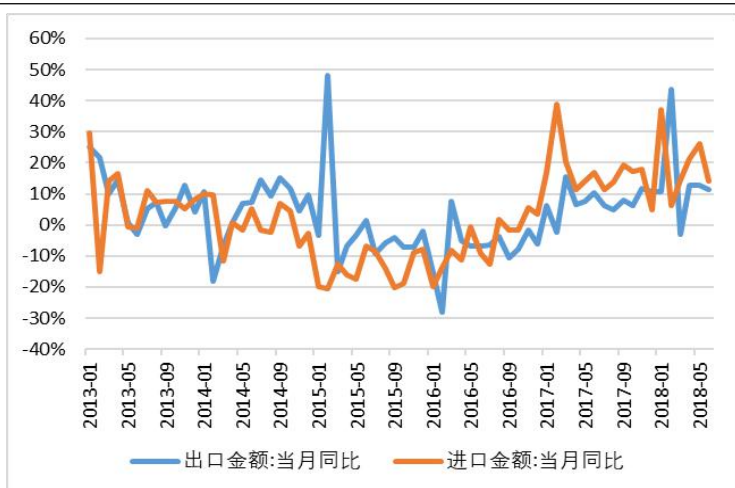
进口增速大幅不及预期，量价回落致进口增速下降。6月进口同比14.1%，较前值26%大幅回落11.9个百分点。环比下降6.8%，创下近年来同期新低，进口整体较季节性规律偏弱。进口的大幅走弱主要来自于两个层面：一是大宗商品价格和人民币汇率所带来的价格效应。CRB指数显示大宗商品价格对进口增速的支撑较4、5月份明显减弱，同时6月人民币汇率下行也为以美元计价的出口额带来不利影响。二是供需两端双双收缩带来生产性需求和终端需求的走弱。受下游需求的季节性淡季和环保限产扰动的影响，主要大宗进口量大幅回落，原油、成品油、铁矿石进口同比纷纷转负，同比分别下降4.9%、5.1%和12.1%；金属加工机床同比下降22.4%，是去年3月以来首次负增长。消费需求也有所走弱，尤其是受进车进口关税下调在7月正式实施影响，6月汽车和汽车底盘同比下降59.1%，同比降幅较5月进一步加快。

虽然贸易战对我国进出口影响逐渐显现，但目前看影响尚在可控范围内。一是基本面为我国经济增长提供支撑。从高频数据来看，6月份六大集团耗煤量同比增长10.4%，高出去年同期4.9个百分点；粗钢产量同比增长6.3%，也处于比较高的增长水平。另外，6月份全国高炉开工71.49%，较上月70.26%有小幅的上涨。虽然6月PMI有所回落，但仍处于荣枯线上方，综合来看6月份中国经济增长仍然平稳，因此短期进口增长仍然具有基本面的支撑。二是我国的进出口贸易并未过度依赖特定国家，个别国家的贸易冲击可以利用其余地区补充的回旋空间加大。当前我国与美欧日贸易总额占我国贸易总额比例在35%左右，较我国加入世贸组织前降低了约15个百分点。一季度，我国与一带一路国家进出口总值1.86万亿元，增长12.9%，高出同期我国外贸整体增速3.5个百分点，占我国进出口总值的27.5%，比重提升0.5个百分点。由此可见，尽管中美双边贸易额受贸易战影响下降，但一带一路沿线国家对我国贸易形成一定补充，贸易战影响总体可控。

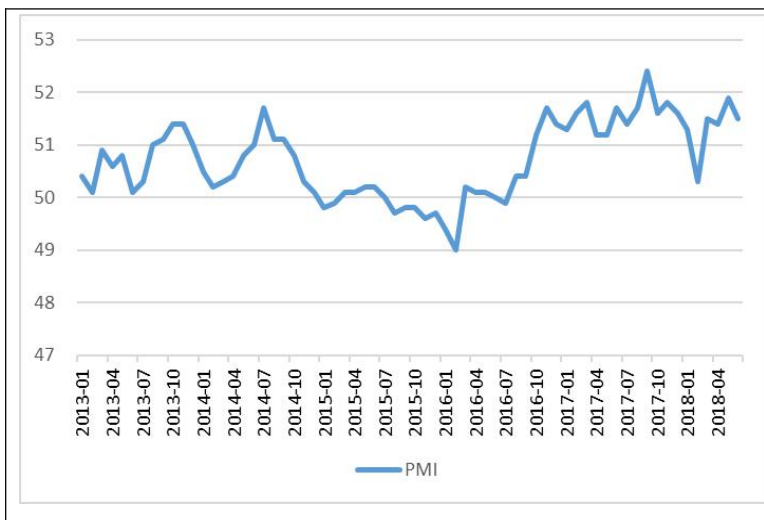
总体看，我国下半年进出口数据会在贸易战影响下持续承压，目前实际落地的500亿美元的贸易战规模尚属可控，但下一步若向金融、技术甚至意识形态等领域延伸，存在风险超预期的可能。贸易战将在较长时间内持续，需持续评估风险及应对措施。

图表 5. 进出口金额（美元计价）同比

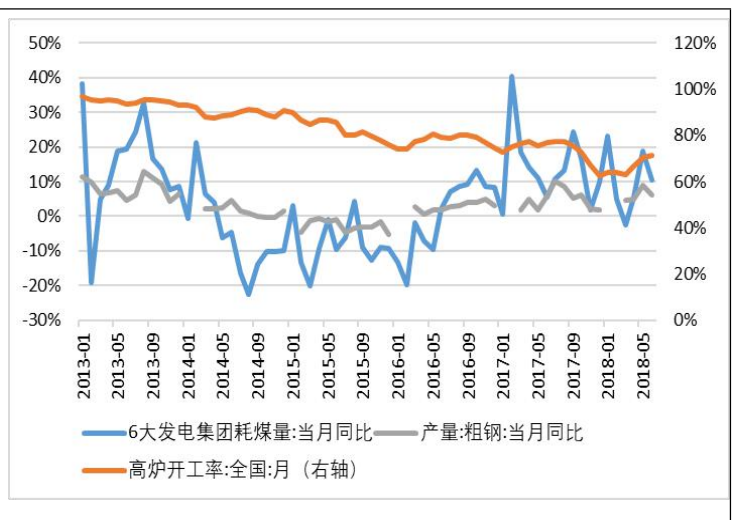
图表 6. 主要商品进口量同比



图表 7. 中采 PMI



图表 8. 高频数据情况



二、金融市场

货币政策与资金面

七月第二周，央行在公开市场整体净回笼资金，全周净回笼900亿元，资金面整体依然宽松，但边际有所收敛。质押式回购利率各期限均有所上行。预计随着税期来临，资金面将继续进一步收敛，但整体依然中性。

央行公开市场整体净回笼资金，资金面整体依然宽松，但受税期临近影响，短期资金需求较为旺盛，资金面边际有所收敛。全周央行开展逆回购操作300亿元，到期1200亿元，同时到期续作了1885亿 MLF，全周净回笼900亿元。预计随着税期来临，资金面将继续进一步收敛，但整体依然中性。

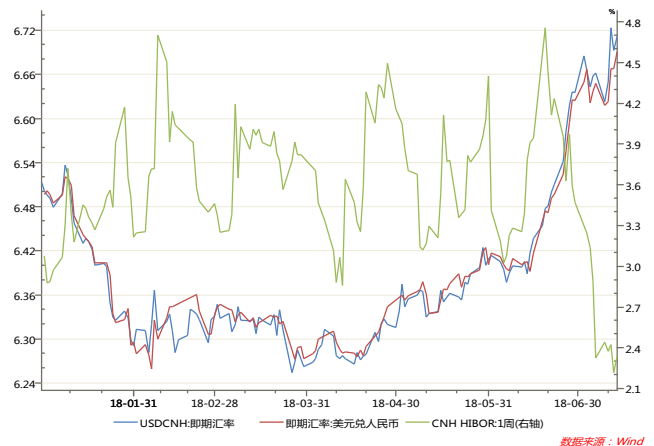
质押式回购利率方面，各期限利率有所上行，但7天14天品种依然处于低位。截止上周五，R001加权平均利率为2.48%，较前周上行53bp；R007加权平均利率为2.71%，较前周上行18bp；R014加权平均利率为3.03%，较前周上行32bp。同业存单方面，上周共发行509只总计2113亿，净融资额为-400亿，较前周减少907亿。资金面依旧宽松，一级二级市场各期限利率与前周基本持平，3个月AAA+同业存单利率为3.36%，与前周持平，6个月AAA+同业存单利率为3.50%，与前周持平，9个月AAA+同业存单利率为3.75%，下行3bp。

汇率方面，美国6月核心CPI升值2.3%的高位，美元指数回升，人民币对美元有所贬值。但6月中国外汇储备环比上升，表明近期人民币汇率贬值并未伴随明显的资本外流，央行也未抛售外储维稳，证明人民币贬值压力可控。具体来看，上周五在岸汇率收报在6.6905，离岸汇率收报在6.7118，分别较前周贬值425个基点和496基点。离岸人民币流动性隔夜略有收紧，其他期限保持宽松。全周来看，隔夜较前周上行44bp至1.89%，7天上行1bp至2.34%，14天下行6bp至2.58%。

图表 9. 同业存放利率变动

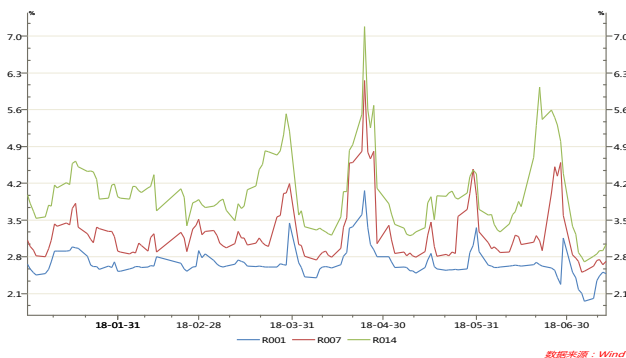
期限	2018-7-13		2018-7-6	
	融出	融出	融入	融入
1W	2.95-2.4	2.45-1.55	3.2-3	3-1.6
2W	3.95-2.5	2.5-1.6	3.5-3.1	3.1-1.8
1M	3.8-3.15	2.85-1.9	4.65-3.65	4.3-2
3M	5.35-3.65	3.6-3.26	5.65-4.05	5.45-3
6M	5.85-4.3	4.1-3.35	5.2-5	5.5-3.5
1Y	5.85-4.5	4.3-3.7	5.65-5.15	5.5-3.75

图表 10. 境内外美元汇差与离岸人民币利率 (%)

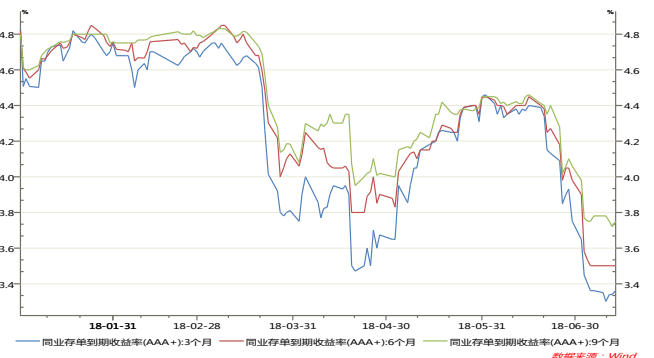


数据来源：Wind，上海国际货币，中国农业银行金融市场部

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，美国通胀压力正逐步显现，欧元区工业产出企稳；国内6月CPI和PPI小幅回升，社融、进出口数据继续走弱，信贷短期反弹仍难弥补非标下滑缺口。政策方面，美联储重申经济向好、支持渐进加息，欧央行强调经济不确定性；央行等额续作MLF保证流动性合理充裕。一级市场方面，发行量较前周上升，地方政府债务发行速度明显加快，需求整体尚可。二级市场方面，资金面小幅反弹，中长端延续走强。一方面市场仍然关注中美贸易战的新增消息，在美国新增2000亿美元商品加征关税以及特朗普权力受限之间摇摆。同时，市场普遍预计6月贷款数据将大幅回升，前半周情绪较为谨慎。周五社融数据大幅低于预期，做多情绪再度释放。展望本周，一方面，本周将有400亿元逆回购到期，预计7月中下旬缴税等因素将对资金面造成一定扰动，短端收益率易上难下。另一方面，重点关注即将公布的二季度及6月经济数据，预计增长下行压力将持续显现。叠加贸易战升温，短期利空因素较少，预计曲线呈现平坦化走势。

债券市场无风险利率

基本面：海外方面，美国6月CPI同比2.9%，创2012年2月以来最大升幅，前值2.8%；核心CPI同比2.3%，为2017年1月以来最大升幅，前值2.2%，通胀压力正逐步显现，美联储年内再升息两次的可能性渐增。欧元区5月工业产出同比2.4%，前值1.7%，符合预期，总体工业产出企稳。

国内方面，6月CPI同比增长1.9%，前值1.8%，上行主要受食品价格的推动；PPI同比增长4.7%，前值4.1%，低基数、油价上行是PPI回升的主要支撑。6月出口（以美元计）同比增长11.3%，前值12.6%；进口增长14.1%，前值26%；贸易顺差416.1亿美元，前值249.2亿美元，贸易战带来的影响尚不明显，但下半年可能会面临更大的下行压力。6月新增社融1.18万亿元，同比少增约6000亿元；6月金融机构贷款增加1.85亿元，同比多增3000亿元；M2增速进一步降至8.0%。虽然表内大幅发力，但仍小于表外融资减少量，整体信用供给仍在收缩。

政策方面：海外方面，美联储半年度货币政策报告认为2018年上半年美国经济处于稳健的扩张状态，通胀前景处于迈向2%目标的正轨之上。欧洲央行6月货币政策会议纪要显示利率将维持当前水平直至达成通胀目标，将根据经济数据对结束QE的时间保持谨慎。

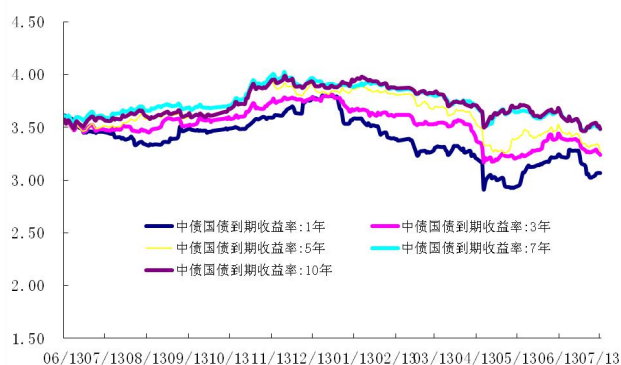
此外，中美贸易争端再度升级。上周三美国公布进一步对华加征关税清单，拟对约2000亿美元的中国产品加征10%的关税，将在8月30日公众评论期结束后再进一步决定。

供需方面：一级市场方面，上周记账式国债发行8只，金额862.40亿元，政策性金融债发行11只，金额650.00亿元，地方债发行36只，金额2163.68亿元，发行量较前周上升，地方政府近期发行速度明显加快，需求尚可。二级市

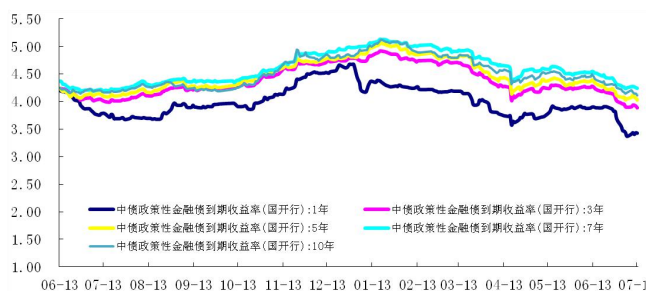
场方面，利率债短端跟随货币利率上行，而长端利率震荡下行，其中1年期国债收于3.07%，较前一周上行4BP；10年期国债收于3.49%，较前一周下行4BP。1年期国开债收于3.42%，较前一周上行6BP；10年期国开债收于4.11%，较前一周下行6BP。

上周中债和上清所公布了6月各机构债券托管数据，其中全国性大行增持除存单外的其它品种，平均200-400亿；广义基金增持利率债400亿以上，减持信用债600亿，风险偏好明显下降。境外机构增持国债仅800亿，存单200亿以上，汇率贬值影响尚未体现。在整体流动性宽松以及利率持续下行背景下，市场需求较为旺盛。

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

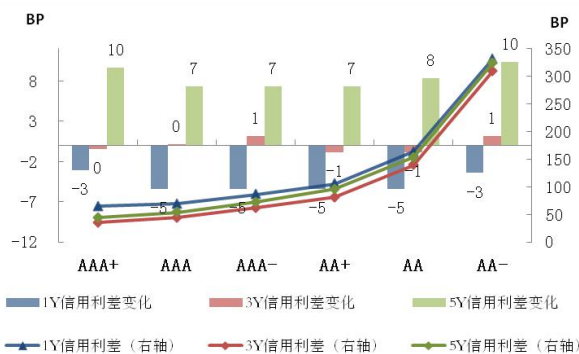
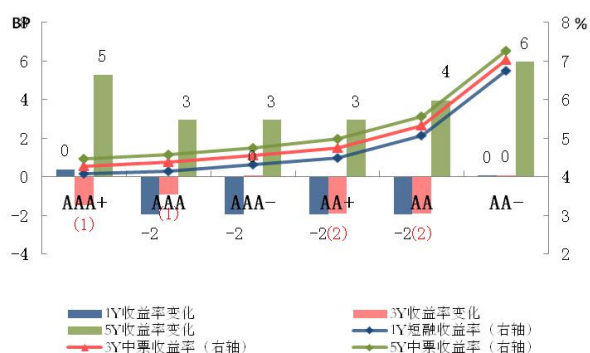
市场情绪: 上周，资金利率仍处于年内较低水平，流动性维持宽松。一方面市场仍然关注中美贸易战的新增消息，在美国新增2000亿美元商品加征关税以及特朗普权力受限之间摇摆。同时，市场普遍预计6月贷款数据将大幅回升，前半周情绪较为谨慎。周五社融数据大幅低于预期，做多情绪再度释放。

信用市场

一级市场方面，同业存单发行1965.90亿元，短融发行519.50亿元，企业债发行18.00亿元，公司债发行128.50亿元，信用债发行规模较上周有所增加。二级市场方面，风险偏好下降，信用债分化继续。分品种看，相较于前周，AA+及以上1年期短融下行1-2bp，3年期中票下行1-2bp，5年期中票上行3-5bp。AA+及以上1年期短融利差下行3-5bp，3年期中票利差持平，5年期中票利差上行7-10bp。经济回落的担忧与风险偏好的下降共同作用。

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15家违约主体的27只债券违约,涉及金额271亿元。上周,无违约事件发生,山东邹平农村商业银行股份有限公司和安徽盛运环保(集团)股份有限公司被下调主体评级。作为地方农村金融机构,山东邹平农村商业银行股份有限公司信贷投放主要集中于区域内中小微企业,以中小制造业为主(制造业贷款占对公贷款比例为64.74%),而客户又相对集中(前十大客户贷款集中度高达52.26%),面临的信用风险较大。截至2017年末,该行不良贷款率从上一年末的2.43%飙升至9.28%,逾期贷款占比同比大幅跃升20.07个百分点至27.20%。不良贷款大幅攀升,导致邹平农商行出现较大贷款损失准备缺口,资本净额被大幅减扣,拨备覆盖率从上一年度的215.3%大幅降至59.28%,远远低于监管部门一般要求的150%;资本充足率也从上一年的11.73%降至7.12%,低于10.5%的最低监管要求。东方金诚认为,邹平农商行已经面临较大外部资本补充压力。安徽盛运环保(集团)股份有限公司与四川省能源投资集团有限责任公司就宣城中科环保电力有限公司项目建设问题与当地政府协商解决,并签订了一系列协议。联合评级鉴于目前川能集团对盛运环保的尽职调查仍处于进行阶段(尽调时间为1-3个月),尽调结果存在不确定性,且后续需四川省国资委审批,流程较繁琐,该事项仍存在重大不确定性。同时,川能集团与公司股东开晓胜的股权转让及与上市公司的项目子公司托管事宜仍在尽职调查阶段,结果存在不确定性。

展望本周,一方面,本周将有400亿元逆回购到期,预计7月中下旬缴税等因素将对资金面造成一定扰动,短端收益率易上难下。另一方面,重点关注即将公布的二季度及6月经济数据,预计增长下行压力仍将持续显现。叠加贸易战升温,短期利空因素较少,预计曲线呈现平坦化走势。

外汇市场

美国经济数据强劲、通胀回升,美联储年内加息两次预期较强,美元指数

较为强势。美国再对中国 2000 亿商品加征关税，人民币汇率再现大幅调整，但贬值速度相对于 6 月明显放缓。外汇储备数据小幅上升，显示跨境资本流动较为均衡。展望后市，国内经济基本面韧性仍强，人民币兑美元将逐步企稳，延续双向波动。

美国再对中国 2000 亿商品加征关税，人民币汇率再现大幅调整，但贬值速度相对于 6 月明显放缓。外汇储备数据小幅上升，显示跨境资本流动较为均衡。展望后市，国内经济基本面韧性仍强，人民币兑美元将逐步企稳，延续双向波动。周初人民币汇率上行至 6.60 附近，随后再度承压下跌。当周下跌 0.69%，收于 6.6905。一是中美贸易战再度升级，市场情绪再度转为谨慎，人民币汇率再度大幅调整。7 月 10 日，美国贸易代表办公室发布声明，再对中国 2000 亿美元商品加征 10% 关税，预计关税将在 8 月 30 日公众咨询结束后生效。7 月 11 日当天，人民币汇率大幅下挫，离岸人民币下跌逾 700 点，跌幅超过 1%，跌破 6.72 关口。在岸人民币汇率下跌 444 点。二是外储数据环比上升，跨境资本流动较为均衡。6 月我国外汇储备 31121 亿美元，环比上升 15 亿美元。剔除估值效应后，外储实际上升 83 亿美元，体现 6 月人民币相对美元大幅贬值的行情下，结汇力量仍然较强。三是预计后续人民币汇率将延续双向波动。年初以来人民币对美元贬值幅度为 2.74%，与美元指数升值幅度 2.65% 接近。同时，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。

美国经济数据强劲、通胀回升，美联储年内加息两次预期较强，美元指数高位震荡，预计短期内美元指数仍有一定支撑。上周美元指数上涨 0.73%，94.7045。一是美国劳动力数据和通胀数据表现强劲。5 月美国通胀数据表现强劲，美国 6 月 PPI 环比升 0.3%，同比升 3.4%，CPI 同比增速创 6 年来最大增幅。此前公布的数据显示美国薪资涨幅不及预期且失业率上升，总体来看，美国失业率数据接近历史底部区间，周内公布的数据显示 5 月美国自主离职人数创下历史新高，未来薪资增长带来的通胀或有回升动能。二是年内美联储加息两次的预期较强，美联储会议纪要和鲍威尔讲话均表明美联储仍将渐进式加息。目前强劲的基本面依然支撑美元相对强势，预计短期内美元指数仍有一定支撑。非美货币方面，欧元方面，欧元兑美元下跌 0.74%，收于 1.1624。欧元区部分经济数据出现部分企稳现象。英镑兑美元汇率下跌 0.88%，收于 1.3132。受脱欧、贸易战影响制造业信心依然不足，英国央行行长卡尼鹰派发声，市场对英国央行 8 月加息的预期升温。美元兑日元上涨 1.90%，收于 112.75，日本货币仍维持宽松，虽然贸易战再度升级，但市场对美国经济的信心仍强，日元的避险功能有所下降。

商品市场

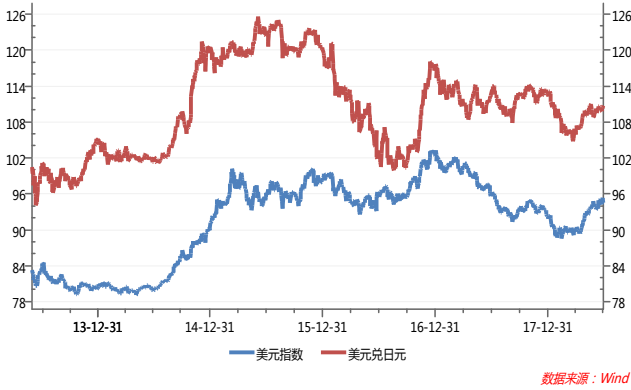
中美贸易摩擦再度升级，美国通胀数据强劲，加息预期打压金价，黄金的低位反弹终结，再度延续震荡下行走势。原油供给收紧支撑油价，挪威和伊拉克爆发罢工事件，以及全球多地原油供应下滑，对油价构成潜在支撑，但利比亚原油供应恢复以及中美贸易摩擦加剧打压油价。

中美贸易摩擦再度升级，美国通胀数据强劲，加息预期打压金价，黄金的低位反弹宣告终结，再度延续震荡下行走势。本周需关注零售数据和鲍威尔讲话，如果加息预期再度支撑美元走强，金价仍有下行压力。上周黄金重挫逾1%至1240关口。一是中美贸易战再度升级，但避险情绪并未为金价带来支撑。在中美贸易摩擦升级的情况下，美元重新走高，黄金的避险功能失效，限制了黄金的上行空间。二是美国上周公布的数据良好，提振美联储年内加息两次预期，也对金价形成打压。美国6月PPI增长3.4%，高于预期3.1%，同时创六年以来的最大增幅；美国6月CPI年率增长符合预期，为2.9%，刷新2012年以来的最大涨幅。通胀数据回升加大了年内加息两次的概率。美联储主席鲍威尔称目前渐进式加息的结果感到满意，鹰派讲话均利好美元，导致黄金接连失守1260和1250关口。展望后市，本周美国将公布零售数据，鉴于近期美国经济数据表现良好，如果零售销售数据符合或好于市场预期，料进一步支撑支持美元上涨，黄金或有持续下跌的风险。同时还需关注美联储主席鲍威尔将在参议院的证词陈述，如果鲍威尔重申鹰派言论，或对金价构成打压。

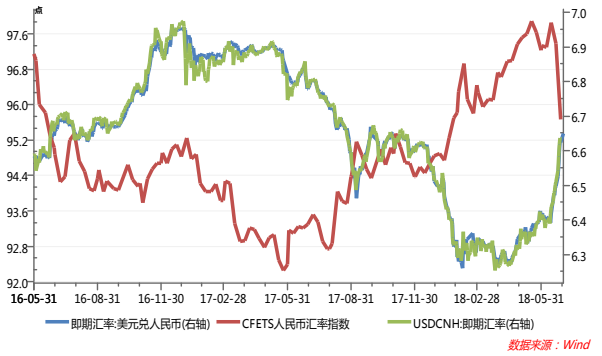
原油供给收紧支撑油价，挪威和伊拉克爆发罢工事件，以及全球多地原油供应下滑，对油价构成潜在支撑，但利比亚原油供应恢复以及中美贸易摩擦加剧打压油价。美国WTI原油期货下跌3.78%至71.01美元/桶；布伦特原油期货下跌2.31%至75.33美元/桶。一是挪威和伊拉克爆发罢工事件，为油价形成潜在支撑。有报道称，挪威离岸油田数百名工人仍在罢工，将影响2.39万桶/日的原油供应；此外，伊拉克方面也有罢工游行活动出现，一定程度上限制了原油供应。与此同时，加拿大和委内瑞拉等全球多地原油供应收紧，继续给油价提供支撑。二是美国钻井数维持不变，未来原油产量增长趋势或将放缓。油服企业贝克休斯公布的数据显示，截至7月13日当周的美国石油活跃钻井数维持在863座不变，或预示着美国原油产量持续增加的趋势将会放缓，这对原油多头构成利好，数据公布后美国原油期货反弹至两日高点71.62美元，布伦特原油期货也触及了两日高点至75.88美元。三是利比亚原油供应恢复以及中美贸易摩擦加剧，再次令油价承压走低。利比亚国家石油公司宣布将重开四个出口终端，结束了该国大多数石油出口停摆的状况，终端重开将令最多85万桶/日的高品质原油进入国际市场。与此同时，中美贸易摩擦加剧导致避险情绪回升，打压了原油等高风险资

产。

图表 17. 美元指数、美元兑日元

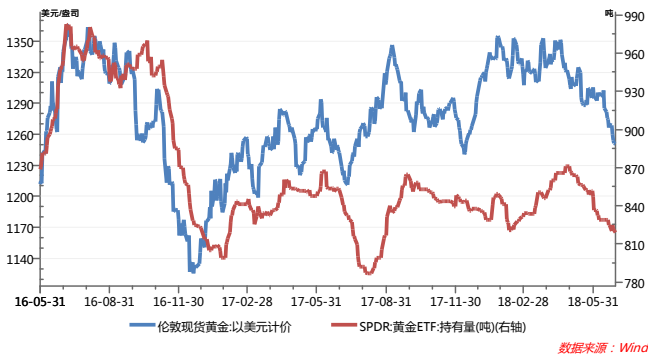


图表 18 人民币在岸及离岸汇率

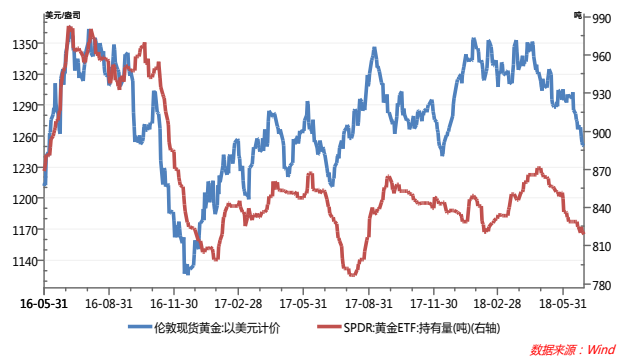


来源: wind、中国农业银行金融市场部

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

三、市场展望与策略

信贷数据显示实体经济尤其民营及地产的融资难度加大，未来将制约经济表现；中美贸易战有所缓和，短期市场担忧情绪有所降温。美国继续维持渐进加息的态势，但通胀逐步进入正轨可能将使得美联储延续稳步加息的步伐。资金面受缴税因素影响有所扰动，但预计下半周仍将恢复宽松；债券收益率预计震荡下行，低资质信用利差仍将维持高位。美元短期盘整，人民币预计维持稳定；美债收益率继续下行概率较低；金价可能短期维持疲软，但油价可能调整后继续强势。

宏观经济方面，上周末央行发布信贷数据，其中社融增量明显低于预期，在人民币贷款放量的背景下，表外融资大幅萎缩是社融增量的主要原因，在严监管下，部分表外融资无法回流表外，使得实体经济尤其民营及地产的融资难度加大，未来可能继续制约经济表现。贸易形势方面，中美双方短期仍停留在言论上互相攻击态势，并没有进一步实际措施出炉，且中兴通讯获得美国商务部解除禁止出口，使得短期市场对于贸易战升级的担忧有所放缓。此外，本周将公布上半年宏观经济数据，数据预计将略有下滑，但仍总体稳健，而下周将召开年中经济工作会议，将分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作，预计在经济工作会议后，仍将有进一步的稳经济政策出台。

海外方面，美联储主席表示，对渐进式加息的结果感到欣慰，美联储流连于加息过快和行动太慢之间，显示当前的美国经济形势下，美联储仍然有较大概率再度加息，但预计下半年加息次数可能仅为一次。经济数据方面，美国通胀数据基本与预期持平，6月CPI同比升2.9%，创下2012年2月以来最大升幅，核心CPI同比升2.3%，基本与预期一致，通胀逐步进入正轨也是美联储保持稳步加息的主要原因；而欧元区主要国家CPI同比也回升到2%以上，显示未来通胀仍有一定抬升的风险。与此同时，在贸易战方面，特朗普的关税总统权力受到约束，美国国会参议院以88比11的压倒性表决结果通过一项非约束性提案，寻求限制特朗普加征进口商品关税的总统权力，显示短期贸易战恶化的概率较低；而欧洲央行的会议纪要也显示，警惕保护主义不断抬头对经济的威胁，但美国特朗普称将于7月25日开始与欧盟进行贸易磋商，未来贸易局势缓和的概率有所提升。

国内市场策略：资金面方面，本周周中进行月度缴税，考虑7月是传统缴税大月，预计资金面将逐步转为均衡，但由于央行仍将进行流动性支持，预计下半周资金面将逐步恢复宽松。债券市场方面，信贷差于预期将继续刺激收益率整体往下，但考虑经济数据反映经济预期转弱的预期已基本被市场消化，在债市利好因素逐步反应后，市场可能出现小幅调整，整体趋势将呈震荡下行态势；民营信用风险持续高发，使得低资质品种的信用利差仍将维持高位。权益类市场方面，考虑经济数据显示经济存下行压力，短期股市延续反弹的走势仍然较难，但考虑

利好的积极因素已在陆续积累，包括中投考虑将部分外汇储备投资于境内股市，预计股市转而大幅下行的概率较低。

国际市场策略：贸易战短期缓和以及美国经济并未有更加优异的表现，美元指数预计维持高位盘整；欧元区在短期低位震荡后，有技术性反弹的需求；人民币远期掉期点维持较低水平，显示海外机构对中国资产的青睐度仍然较高，预计人民币汇率保持稳定。美债方面，市场对贸易战的担忧减轻可能削弱美债收益率下行的空间，但对未来美国经济的预期使得整体上行压力仍然较大，预计10年期美债收益率仍然维持区间震荡的态势。商品方面，美元短期盘整对商品价格影响有限，避险情绪降温可能削弱黄金需求，金价预计维持弱势；油价在受利比亚恢复生产的消息刺激后有所走低，但OPEC增产的执行难度以及部分地缘局势的持续发生可能限制油价下行空间，预计油价仍然维持高位震荡态势。

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							
扬州经济技术开发区开发总公司	房地产 II	中诚信国际	2018-07-10	AA+	稳定	AA	稳定
西南水泥有限公司	材料 II	联合资信	2018-07-11	AAA	稳定	AA+	稳定
阜阳颍泉农村商业银行股份有限公司	银行	东方金诚	2018-07-11	AA-		A+	
长春欧亚集团股份有限公司	零售业	中诚信国际	2018-07-12	AA+	稳定	AA	稳定
下调评级或展望							
山东邹平农村商业银行股份有限公司	银行	东方金诚	2018-07-09	A+	负面	AA-	
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	2018-07-10	CC		BB	

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。