2018 年 9 月 3 日

地方债放量利率回升，逆周期因子稳定汇率

宏观经济

国际宏观：美国第二季度实际 GDP 上修为增长 4.2%，高于市场预期。上修的主要原因是投资的加速增长和政府支出增速增加，此外个人消费依旧增长强劲但较初值有所下调。由于本次修正主要得益于减税计划等一次性驱动因素，市场和研究机构均认为美国经济增速在接下来的季度中并不能持续。

国内宏观：上周，国家统计局公布了 7 月工业企业利润数据和 8 月官方制造业 PMI 数据。工业企业利润方面，1-7 月全国规模以上工业企业利润总额同比增长 17.1%，总体盈利状况仍然良好，维持在历史较高水平。PMI 数据方面，8 月制造业 PMI 为 51.3%，生产反弹和就业改善是制造业 PMI 回升的主要原因。

金融市场

货币政策及资金面：上月央行进行 3000 亿元逆回购操作，开展 1 年期 MLF 操作 5320 亿元，国库现金定存招标 2200 亿，单月净投放 2455 亿元。上旬资金面延续了七月的宽裕状态，在财政投放的推动下，流动性宽松程度创下年内之最，隔夜回购加权一度下探至 1.45%，7 天加权也创出 2.26%的近两年最低位，显著低于公开市场利率走廊。随后人民银行对回购利率做出窗口指导，叠加中旬缴税走款和地方债发行加速的影响，资金面有所收紧。下旬随着缴税因素的消退，以及人民银行新增 MLF 操作，资金面转为宽松，流动性平稳跨月。

债券市场：基本面方面，美国经济增长强劲，短期通胀回升压力可控，预计 9 月将持续加息；国内方面，7 月经济数据总体表现偏弱，但是地方债发行等宽信用措施下，预计短期内经济将存在一定企稳空间。一级市场方面，8 月地方债发行放量，国债需求较为一般，政金债需求尚可。二级市场方面，相对 7 月的宽松态势，8 月资金面边际收紧，叠加地方债发行发量，短端收益率明显上行；而受猪肉、蔬菜、房租等价格攀升，通胀预期升温的情况下长端收益率同步调整，整体收益率有所上行；受利率债影响，信用债收益率跟随上行，信用利差整体小幅走扩。

外汇市场：美国经济数据表现强劲，贸易摩擦和新兴市场大幅波动引发避险情绪支撑，美元指数冲击 97 关口回落。央行重启逆周期因子提振市场信心，7 月结售汇转为逆差但结汇率上升，市场预期有所分化，预计人民币汇率将逐步企稳，宽幅双向波动。

商品市场：美国经济数据强劲支撑美联储加息预期，贸易摩擦对金价构成打压，黄金连续第五个月下跌。伊朗制裁引发市场担忧，美国库存连续两周下跌，8 月油价高位震荡。

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

一、宏观经济

国际宏观

美国第二季度实际 GDP 上修为增长 4.2%，高于市场预期。上修的主要原因是投资的加速增长和政府支出增速增加，此外个人消费依旧增长强劲但较初值有所下调。由于本次修正主要得益于减税计划等一次性驱动因素，市场和研究机构均认为美国经济增速在接下来的季度中并不能持续。

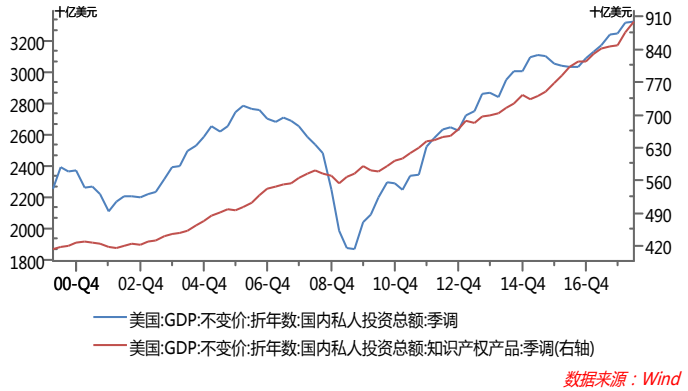
上周美国商务部公布的修正数据显示，美国第二季度实际 GDP 按年率计算环比增长 4.2%，高于预期的 4%，比之前公布的初值 4.1%略有上调，**这是自 2014 年第三季度以来的最快增速。**统计数据显示，**与初值相比，美国第二季度 GDP 的向上修正在很大程度上是因为投资的加速增长。**第二季度，美国私营非居民类非住宅商业投资增速上修正为年化增长 8.5%，超过初值年化 7.3%的增速。其中，设备投资年化增长 4.4%，超过初值的 3.9%，同时，由于软件投资拉动，知识产权类投资增速从初值增长 8.2%大幅上修到 11%。**除了私人商业投资上修外，政府支出增速也从初值 2.1%向上修正为 2.3%，其中美国联邦政府贡献了主要的增长，国防支出增幅达到为 2009 年以来最高水平。**然而，负责美国主要基础建设的州政府和地方政府的支出则增长乏力。特朗普政府通过的新税法为州税和地方税抵扣设置上限，增加了州政府和地方政府征税的难度，为州和地方的基建项目埋下不确定因子。**二季度，占美国 GDP 三分之二的个人消费虽然依旧增长强劲，但修正值从初值的增长 4%下修至 3.8%。**强劲的就业市场和不断增长的可支配收入推动了消费的持续增长，但有分析认为，美国近年来年度可支配收入增速从未超过 2.5%，所以个人消费增长很难维持在远高于可支配收入增速的水平之上。对于二季度 GDP 修正值，美国总统特朗普称，美国第二季度经济增长“令人惊叹“、”非常有可持续性“，这证明其政府政策的正确性。**但目前市场和各研究机构均认为美国经济增速在接下来的季度中并不能持续，**主要原因是本次修正主要得益于减税计划等一次性驱动因素，因此二季度的强劲增长不太可能持续。

美国对外贸易政策也为美国经济发展带来不确定性。中美方面，据彭博报道，美国总统特朗普准备迅速扩大与中国的贸易战，已告诉助手们，待公众意见征询期按计划在本周结束，他就准备马上对另外 2,000 亿美元中国进口商品加征关税。一些消息人士表示，特朗普尚未做出最终决定。特朗普政府官员对于以多大力度向中国施压存在分歧。而白宫方面对彭博的报导不予置评。这一消息严重打击了市场，美股标普 500 指数触及盘中低点，美元、人民币和美国公债收益率亦下滑。**美加方面，**存在争议的美加贸易谈判上周五结束，在会谈气氛恶化后没有达成修改北美自由贸易协定(NAFTA)的协议。而美国总统特朗普则通知国会，他

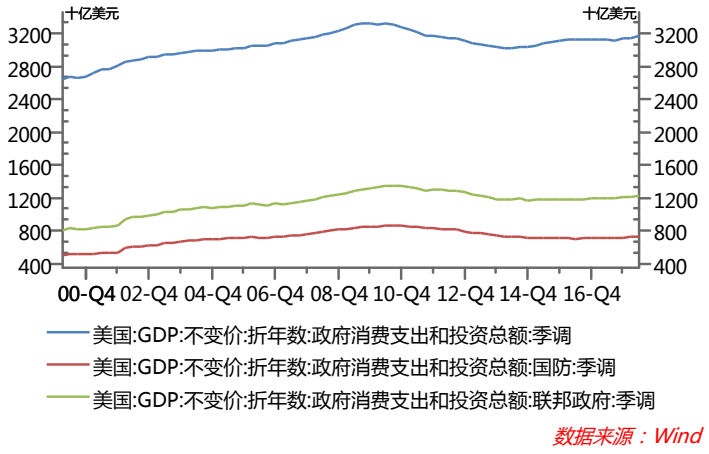
打算与墨西哥签署一项双边贸易协议。美国和加拿大贸易官员制定了在周三重启谈判的计划，希望达成一项三个国家都能签署的协议。美国总统特朗普上周六表示，没必要把加拿大留在 NAFTA，并警告美国国会不要干涉贸易谈判，否则他会完全终止 NAFTA。

图表 1. 美国 GDP

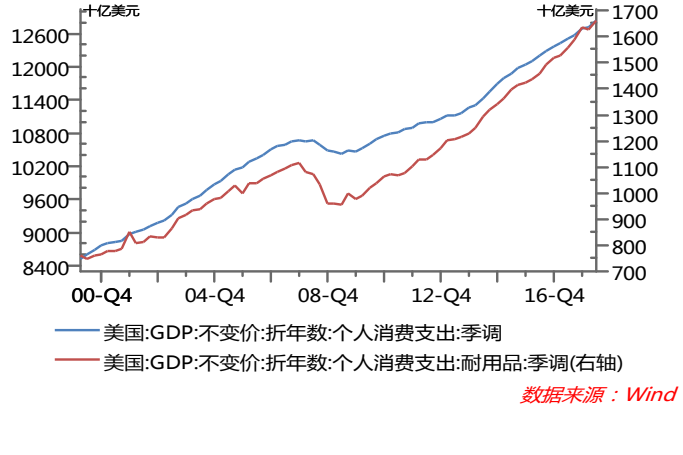
图表 2. 美国私人投资总额



图表 3. 美国政府支出



图表 4. 美国个人消费支出



国内宏观

上周，国家统计局公布了7月工业企业利润数据和8月官方制造业 PMI 数据。工业企业利润方面，1-7月全国规模以上工业企业利润总额同比增长17.1%，总体盈利状况仍然良好，维持在历史较高水平。PMI 数据方面，8月制造业 PMI 为51.3%，生产反弹和就业改善是制造业 PMI 回升的主要原因。

上周，国家统计局公布了 7 月工业企业利润数据和 8 月官方制造业 PMI 数据。

工业企业利润方面，1-7 月，全国规模以上工业企业利润总额同比增长 17.1%，前值为 17.2%。整体来看，规模以上工业企业总体盈利状况仍然良好，维持在历史较高水平，小幅回落主要是受到利润率增速较低的影响。PMI 数据方面，8 月制造业 PMI 为 51.3%，非制造业 PMI 为 54.2%，综合 PMI 为 53.8%，生产反弹和就业改善是制造业 PMI 回升的主要原因。

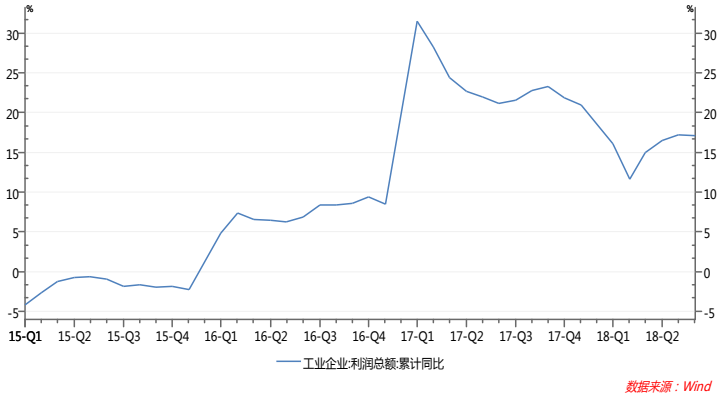
规模以上工业企业整体盈利良好，年内企业利润增速或已步入下行周期。国家统计局上周公布 2018 年 7 月工业企业利润数据：1-7 月，全国规模以上工业企业利润总额同比增长 17.1%，前值为 17.2%。整体来看，规模以上工业企业总体盈利状况仍然良好，维持在历史较高水平，小幅回落主要是受到利润率增速较低的影响。根据相关指标的关系，可以将工业企业利润增速大致分解为工业增加值增速、PPI 增速与主营业务收入利润率增速三部分之和，以分别表示产出、价格与利润率变动对工业企业利润增速的贡献。7 月 PPI 单月同比增速下滑 0.1 个百分点至 4.6%，同时 7 月工业增加值增速也继续保持 6.0%的较低水平。7 月单月利润增速 16.2%，较 6 月继续回落 3.8 个百分点，降幅相对较大。分企业类别来看，国企盈利状况虽然明显占优，但是国企利润增速略降、私企利润增速微升。1-7 月份，国有及控股工业企业利润同比增速 30.5%，比 1-6 月降低 1 个百分点，终结连续 4 月升势。1-7 月私营工业企业利润增速 10.3%，较 1-6 月上升 0.3 个百分点，扭转此前连续 3 个月下降趋势。这应该与近期相关国家政策强调向中小企业倾斜有关。在下半年 PPI 有所回落、去年高基数、中美贸易战引发外需下降等一系列因素的影响下，年内工业企业利润增速或已步入下行周期。但与此同时，政策边际放松，近期相关国家政策向中小企业倾斜，预计未来中小企业经营环境将在政策扶持下有边际改善，对利润的支撑效果也将逐步显现，利润增速不会大幅下行。

生产反弹和就业改善是制造业 PMI 回升的主要原因。8 月制造业 PMI 为 51.3%，较 7 月回升 0.1 个百分点，高于市场预期。从构成指数看，生产指数为 53.3%，较上月回升 0.3 个百分点，就业指数为 49.4%，达到过去 12 个月以来的最高点，环比回升 0.2 个百分点，二者共计拉动 8 月制造业 PMI 环比增长 1.15 个百分点。夏季生产反弹可能源于生产抢进度以应对冬季限产。就业指数回升至近期高点可能与小微企业税费负担下降，活力有所改善有关，8 月中小企业 PMI 指数再度回到临界值以上。**通胀压力上升，下半年 PPI 回落幅度可能进一步低于预期。**8 月原材料购进价格指数为 58.7%，环比上涨 4.4 个百分点，出厂价格指数为 54.3%，环比上证 3.8 个百分点，企业成本压力和涨价压力明显反弹。今年以来 PPI 走势强于预期，这显然与供给收缩有关。4 季度供给收缩压力还会进一步提升，即使需求水平持续回落，PPI 同比增速的回落幅度可能仍将低于预期。**总需求水平继续放缓，政策微调效果有待评估。**受内外不利因素的影响，8 月新订单指数回落 0.1 个百分点至 52.2%。外贸形势进一步恶化，新出口订单指数为 49.4%，环比回落 0.4 个百分点，连续三个月位于临界值以下，进口指数为 49.1%，

环比回落 0.5 个百分点。贸易战对我国外贸形势的冲击持续发酵。建筑业 PMI 扩大速度放缓，但预期明显改善。建筑业 PMI 的走势更能直观反映基建投资是否有所改善，但 8 月受气象灾害的影响，建筑业 PMI 回落 0.5 个百分点至 59%。不过，建筑业就业和预期指数明显回升，显示了相关企业对未来信心的增强。其中，就业指数为 54.3%，环比上涨 0.8 个百分点，预期指数为 65.8%，环比上涨 1.7 个百分点。

展望未来，尽管 8 月 PMI 指数小幅反弹，但 8 月经济数据可能仍将延续 7 月的弱势。主要是体现在需求侧的弱势延续回落趋势，供给侧的改善可能还是与新动能关系更密切。8 月高技术制造业 PMI 为 54.3%，环比、同比分别上升 1.7 和 2.4 个百分点。中、小型企业 PMI 为 50.4%和 50.0%，分别比上月上升 0.5 和 0.7 个百分点，均高于年均值。中国经济回落过程中仍有一些结构性亮点，但外需明显恶化导致这些亮点不足以稳定下半年经济。因此 8 月 PMI 的回升趋势能否延续可能还是需要政策的更多支撑。

图表 5. 工业企业利润数据



图表 6. 官方制造业 PMI

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

上月央行进行3000亿元逆回购操作，开展1年期 MLF 操作5320亿元，国库现金定存招标2200亿，单月净投放2455亿元。八月上旬资金面延续了七月的宽裕状态，在财政投放的推动下，流动性宽松程度创下年内之最，隔夜回购加权一度下探至1.45%，7天加权也创出2.26%的近两年最低位，显著低于公开市场利率走廊。随后人民银行对回购利率做出窗口指导，叠加中旬缴税走款和地方债发

行加速的影响，资金面有所收紧。下旬随着缴税因素的消退，以及人民银行新增 MLF 操作，资金面转为宽松，流动性平稳跨月。汇率方面，在逆周期因子的调控下，预计人民币汇率将呈区间震荡走势，单向贬值动能衰减。

八月央行净投放2455亿元，其中开展3000亿元逆回购操作，开展1年期 MLF 操作5320亿元，国库现金定存招标2200亿，逆回购到期3500亿元，国库现金定存到期1200亿元，MLF 到期3365亿元。八月上旬资金面延续了七月的宽裕状态，在财政投放的推动下，流动性宽松程度创下年内之最，隔夜回购加权一度下探至1.45%，7天加权也创出2.26%的近两年最低位，显著低于公开市场利率走廊。随后人民银行对回购利率做出窗口指导，叠加中旬缴税走款和地方债发行加速的影响，资金面有所收紧。下旬随着缴税因素的消退，以及人民银行新增 MLF 操作，资金面转为宽松，流动性平稳跨月。展望本月，地方专项债发行仍将保持较快的节奏，对资金面将造成一定冲击，不过考虑到近期汇率市场仍有企稳，边际上提高了央行的货币政策灵活度，资金面将围绕中性波动。

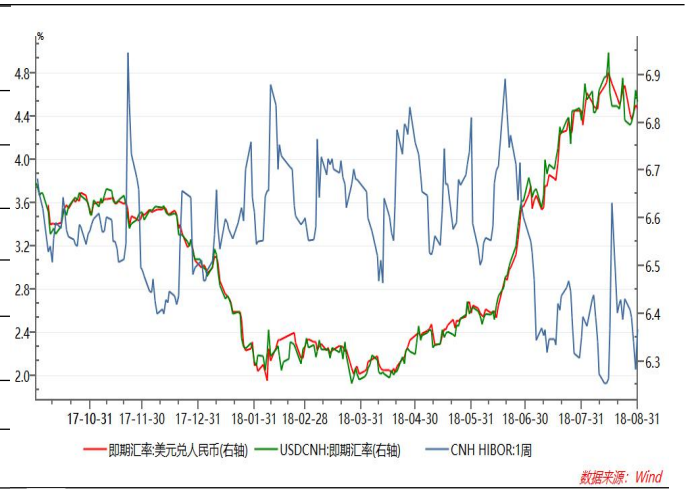
质押式回购利率方面，全月各期限利率涨跌不一。截止8月31日，R001加权平均利率为2.32%，较前月上行22bp；R007加权平均利率为2.63%，较前月下行12bp；R014加权平均利率为3.37%，较前月上行23bp。同业存单方面，全月共发行2537只总计17449亿，净融资额为-463亿。

汇率方面，离岸人民币流动性基本稳定。全月来看，隔夜下行59bp 至1.49%，7天上行7bp 至2.43%，14天上行3bp 至2.63%。总体来看，预计人民币汇率将区间震荡，在逆周期因子的调控下，预计人民币汇率将呈区间震荡走势，单向贬值动能衰减。

图表 7. 同业存放利率变动

	2018-8-31		2018-8-24	
期限	融出	融出	融入	融入
1W	2.9-2.6	2-0.72	2.9-2.6	2.19-1.5
2W	3.3-2.9	2.08-0.72	3.3-2.9	2.5-1.8
1M	3.4-2.9	2.25-1.1	3.4-2.9	2.85-2.1
3M	4.1-3.5	2.9-2.5	4.1-3.5	3.15-2.7
6M	5.1-3.9	3.55-2.99	5.1-3.9	3.65-2.7
1Y	5.1-4.1	3.8-3.33	5.1-4.1	3.95-3.3

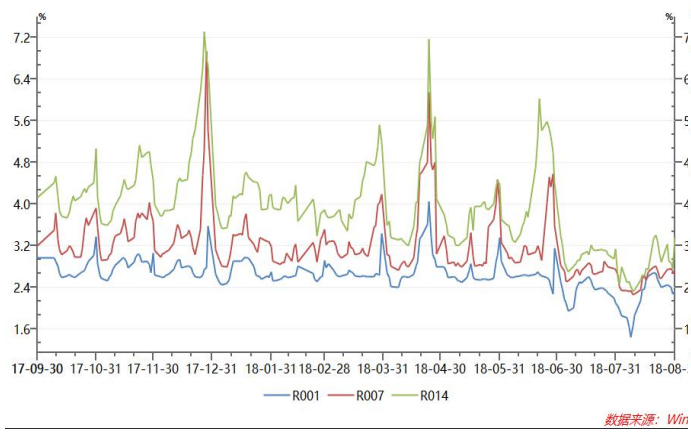
图表 8. 境内外美元汇差与离岸人民币利率（%）



数据来源：Wind，上海国际货币，中国农业银行金融市场部

图表 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

基本面方面，美国经济增长强劲，短期通胀回升压力可控，预计 9 月将持续加息；国内方面，7 月经济数据总体表现偏弱，但是地方债发行等宽信用措施下，预计短期内经济将存在一定企稳空间。一级市场方面，8 月地方债发行放量，国债需求较为一般，政金债需求尚可。二级市场方面，相对 7 月的宽松态势，8 月资金面边际收紧，叠加地方债发行发量，短端收益率明显上行；而受猪肉、蔬菜、房租等价格攀升，通胀预期升温的情况下长端收益率同步调整，整体收益率有所上行；受利率债影响，信用债收益率跟随上行，信用利差整体小幅走扩。

债券市场无风险利率

基本面：海外方面，美国核心 PCE 物价指数同比今值 2%，预期 2%，前值 1.9% ，增幅为 2012 年 4 月以来最大，但是并未明显超出 2%，短期通胀压力可控；二季度实际 GDP 年化季环比修正值 4.2%，高于预期的 4%，为 2014 年第三季度以来最快增速，但鉴于减税计划的事件性驱动，二季度的强劲增长持续性可能较弱，数据公布后 9 月加息概率依旧处于高位。

国内方面，7 月出口同比增长 6%，高于预期 5.6%和前值 3.1%；进口增长 20.9%，高于预期 12.5%和前值 6%，部分受人民币持续走弱对出口增速形成支撑，总的来看，进出口增速略超市场预期，与官方制造业采购经理指数（PMI）中新出口订单指数连续位于景气线下的表现存在差别。7 月 CPI 同比 2.1%，高于预期 2%和前值 1.9%。7 月 PPI 同比 4.6%，低于前值 4.7%。受食品、油价和旅游等因素影响，通胀压力相比前期有所上升。7 月新增社会融资规模 1.04 万亿，按新口径测算的社融同比增长 10.3%；M2 货币供应同比 8.5%，预期 8.2%，前值 8%。统计口径调整下社融同比增速有所回升，按原口径计算的同比值仍呈现下滑趋势；但是 M2 增速反弹显示信贷扩张效果显现。7 月规模以上工业增加值同比 6%，预期 6.3%，前值 6%；1-7 月城镇固定资产投资累计同比 5.5%，预期 6%，

前值 6%；7 月社会消费品零售总额同比 8.8%，预期 9.1%，前值 9%。受基建投资继续下滑影响，固定资产投资明显走弱，但是房地产和制造业投资存在一定支撑；而消费端继续下滑，短期内经济仍存在下滑压力。

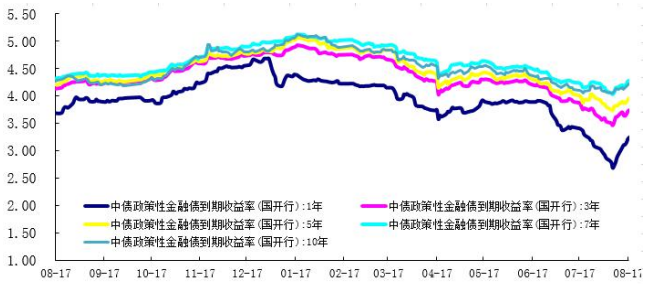
政策方面：海外方面，美联储公布 8 月份会议纪要，会议纪要显示与会联储对短期经济走势信心较强，认为循序渐进加息将和持续扩张的经济活动、强劲的市场环境和 2%的通胀目标一致，关注贸易政策及贸易争端的影响。

国内方面，8 月 10 日央行发布二季度货币政策执行报告，经济方面，要注意防范短期内需求端“几碰头”可能对经济形成的扰动，货币政策把好货币供给总闸门，坚决不搞大水漫灌，同时要疏通货币政策向实体经济的传导机制。8 月 20 日，财政部印发《地方政府债券公开承销发行业务规程》的通知，近期多项政策将促进地方债市场发展，有助于商业银行承接目前大量的地方债供给，结构上对其它品种产生挤出效应。8 月 24 日，人民银行宣布重启人民币兑美元中间价报价的“逆周期因子”，有望缓解一部分贬值压力，稳住人民币汇率，为境内货币政策操作留下空间。

供需方面：一级市场方面，上月国债发行 15 只，金额 3694.84 亿元，政策性金融债发行 43 只，金额合计 2635 亿元，地方债发行 194 只，金额合计 8829.70 亿元。利率债发行量较上月有所增加，特别是地方债的发行放量，国债需求较为一般，政金债需求尚可。二级市场方面，相对 7 月的宽松态势，8 月资金面边际收紧，叠加地方债发行发量，短端收益率明显上行；而受猪肉、蔬菜、房租等价格攀升，通胀预期升温的情况下长端收益率同步调整，整体收益率有所上行。具体来看，1 年期国债收于 2.8451%，较前上月上行 0.4BP；10 年期国债收于 3.5751%，较前上月上行 9.4BP。1 年期国开债收于 3.0912%，较前上月上行 10BP；10 年期国开债收于 4.1857%，较前月上行 8.5BP。

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

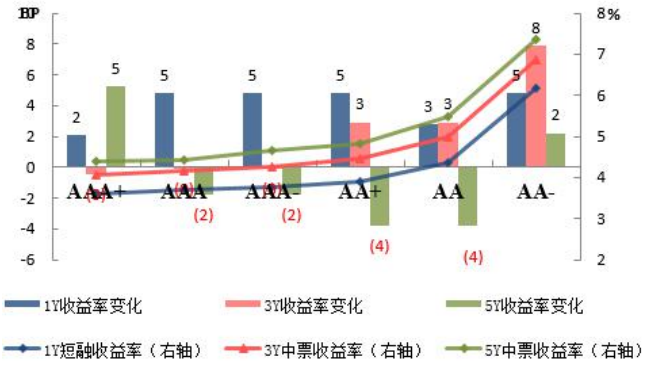
市场情绪：上旬资金面边际收紧，叠加通胀预期上行，利率债配置情绪偏弱；下旬资金面逐步转松，叠加中美贸易摩擦的有所升级，以及一级市场招标结果较好，债市情绪边际回暖。全月来看，经历 7 月资金面异常宽松后，市场对于资金

面的边际变化较为敏感，资金利率边际上行对债市情绪造成明显利空。

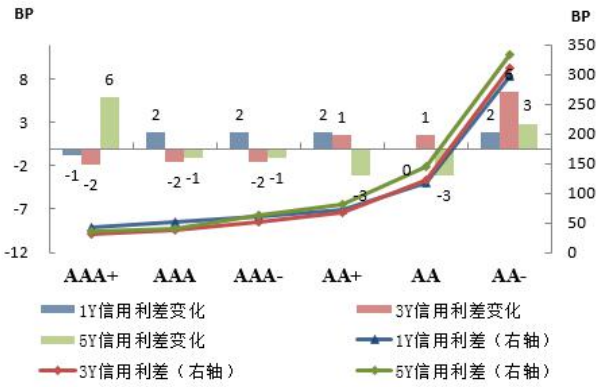
信用市场

一级市场方面，8 月同业存单发行 17292.30 亿元，较上月增加 4811.60 亿元，短融发行 3560.30 亿元，较上月增加 661.70 亿元，中票发行 1718.70 亿元，较上月增加 394.15 亿元，企业债 213.70 亿元，较上月增加 131.50 亿元，公司债发行 1582.21 亿元，较上月增加 71.04 亿元。二级市场方面，受利率债上行的驱动，信用债各期限评级收益率同步上行。分品种看，相较于前月，AA+级及以上 1 年期短融收益率上行 2-5bp，3 年期中票 AAA-及以上较上月持平，AA+上行 3bp， 5 年期中票有所分化，AAA+上行 5bp，AA+及以上中票下行 2-4bp。上月，AA+及以上 1 年期短融利差上行 2bp，3 年期中票利差下行 2bp，5 年期中票利差有所分化，AAA+上行 6bp，AAA 及以下下行 1-2bp。信用利差小幅走扩。

图表 13. 信用债收益率走势月变化



图表 14. 信用利差走势月变化



来源：wind、中国农业银行金融市场部

信用风险违约事件：（1）北讯集团发布说明公告，公司截至 6 月末负债合计已达 101.55 亿元，同比暴增 56%。其中，流动负债 55 亿元，一年内到期的非流动负债 12 亿元，同比都有大幅增长。且有知情人透露，北讯集团内部已经发生的债务逾期合计金额已经过亿，公司新增融资面临较大阻力。（2）凯迪生态生命因公司目前资金周转困难，预计不能按期支付 16 凯迪 01 和 16 凯迪 02 的利息，公司会积极筹措资金，争取尽早完成债券利息的支付。（3）上海华信国际集团有限公司发行的 17 沪华信 SCP005，受公司控股股东中国华信能源有限公司董事会主席不能正常履职以及 3 月 1 日媒体新闻事件等不利因素的冲击，公司正常经营已受到重大影响。截止 2018 年 8 月 20 日日终，公司未能筹集到期偿付资金，“17 沪华信 SCP005”不能按期足额偿付本金及利息，已构成实质性违约。（4）2018 年 8 月 21 日为丹东港集团有限公司 2015 年度第二期非公开定向债务融资工具 15 丹东港 PPN002 的到期兑付日，由于公司资金紧张，未能按期足额偿付。（5）海口美兰国际机场有限责任公司发行的 2017 年度第二期超短期融资券“17 美兰机场 SCP002”兑付日为 2018 年 8 月 24 日，截止大额支付系统关闭前，公司已

在当日 10 点之前将利息 5400 万元支付至应收固定收益产品付息兑付资金账户，本金由于大额系统关闭原因，未能将本金 10 亿元转至应收固定收益产品付息兑付资金账户。公司已完成 10 亿元本金转账操作，资金在途，预计将于 8 月 27 日上午到位。(6) 18 永泰能源 CP003、17 永泰能源 CP007、18 永泰能源 CP002、17 永泰能源 CP006 和 17 永泰能源 CP005，发行主体均为永泰能源股份有限公司。永泰能源七月初已有短期融资违约。该公司违约原因在于高质押、高负债，据上市公司最新质押公告显示，永泰能源质押其持有股份已达 99.92%；据 2018 年第一季报，公司整体负债为 782 亿元，债务性负债近 600 亿元，占负债比率的 76%。永泰能源于 2018 年 8 月 6 日发布 17 永泰能源 CP005 等 6 期债券 2018 年第一次持有人会议决议公告，其中 18 永泰能源 CP003、17 永泰能源 CP007、18 永泰能源 CP002、17 永泰能源 CP006 和 17 永泰能源 CP005 未能豁免违反约定，导致上述五期债券于 8 月 1 日提前到期，构成实质违约。

展望本月，一是关注 9 月到期的 MLF 续作量，预计短端利率难以大幅波动；二是目前市场对于宽货币向宽信用的传导预期存在分化，因此仍需关注 8 月各项经济金融数据的走势，特别是社融数据的结构性问题，预计宽信用将取得一定的边际效果，叠加猪肉等价格回升背景下市场的通胀预期走高，预计债市仍将以震荡格局为主；三是关注中美贸易战的后续走向，特别是 2000 亿美元产品关税的落地情况。

外汇市场

美国经济数据表现强劲，贸易摩擦和新兴市场大幅波动引发避险情绪支撑，美元指数冲击 97 关口后回落。央行重启逆周期因子提振市场信心，7 月结售汇转为逆差但结汇率上升，市场预期有所分化，预计人民币汇率将逐步企稳，宽幅双向波动。

美元指数冲击 97 关口后回落，央行重启逆周期因子提振市场信心，7 月结售汇转为逆差但结汇率上升，市场预期有所分化，预计人民币汇率将逐步企稳，宽幅双向波动。在经历了三个月快速下跌后，8 月人民币兑美元汇率转入区间震荡。8 月 31 日人民币兑美元汇率收于 6.8299，当月小幅下跌 0.06%。**一是**央行重启宏观审慎政策进行逆周期调节，通过调整外汇风险准备金、收紧离岸市场流动性以及重启中间价逆周期因子等措施提振市场信心。8 月 3 日，央行宣布自 8 月 6 日起将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 调整为 20%，旨在抑制外汇市场过度波动，打击跨境外汇套利。随后在 8 月 21 日国务院新闻办公室举行的政策例行吹风会上，央行货币政策司司长李波表明了“底线思维”。8 月 24 日，外汇交易中心发布公告称，人民币对美元中间价报价行重启“逆周期因子”。消息公布后，离岸人民币汇率短线快速拉升，当天收涨 882 点。在人民币汇率大幅调整的背景下，央行通过系列措施有助于稳定市场信心，部分缓解因中美贸易摩擦升级和美联储加息带来的贬值压力。**二是** 7 月结售汇数据显示外汇供求延续偏弱态势，

但结汇率出现反弹，汇率预期或逐步趋稳。7 月结售汇逆差 630 亿元人民币，结束此前连续三个月顺差趋势。从结售汇率的情况来看，7 月份结汇率明显反弹至 73%为“811”汇改以来的新高，售汇率抬升至 67%，客户结售汇意愿的变动出现了一定程度分化，市场未出现明显的单边贬值预期。**三是**美元指数在冲击 97 关口后回落，美元指数区间整理的背景下人民币汇率压力减小。总体来看，短期内随着美联储加息、贸易摩擦持续以及新兴市场资本流动加剧，人民币汇率或仍有一定压力，但经济基本面总体韧性较强，逆周期因子重启后市场预期合理分化，有望使人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，预计人民币汇率将逐步企稳，双向宽幅波动。

美国经济数据表现强劲，贸易摩擦和新兴市场大幅波动引发避险情绪支撑，美元指数冲击 97 关口后回落，8 月收涨 0.62%，收于 95.1213。一是美国经济数据表现强劲，进一步巩固美联储 9 月加息预期。美国二季度 GDP 上修至 4.2%，美国 7 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2%，强劲的消费数据或仍为美国三季度经济形成支撑，同时也巩固了美联储 9 月加息预期。**二是**贸易摩擦和新兴市场货币危机带来避险情绪支撑。中美谈判未取得突破性进展，中美贸易摩擦持续。土耳其和美国的外交冲突持续恶化，土耳其里拉兑美元汇率暴跌，引发新兴市场货币大幅波动。**三是**特朗普再度表示对“弱美元”的倾向，鲍威尔在全球央行会议上的讲话不及预期鹰派，打压美元指数下跌。后续仍需关注特朗普对美元的口头干预。**展望后市**，预计欧美经济基本面和货币政策分化短期内仍将持续，美国经济表现依然强劲，美联储大概率于 9 月加息，目前年内加息四次的概率在 70%以上，需关注在议息会议上美联储是否暗示年内加息四次。相比之下，欧元区经济依然疲弱，预计欧央行货币政策立场不会改变。预计美元指数在 9 月加息前仍将维持震荡走势，同时需关注贸易摩擦、特朗普的口头干预等问题。

商品市场

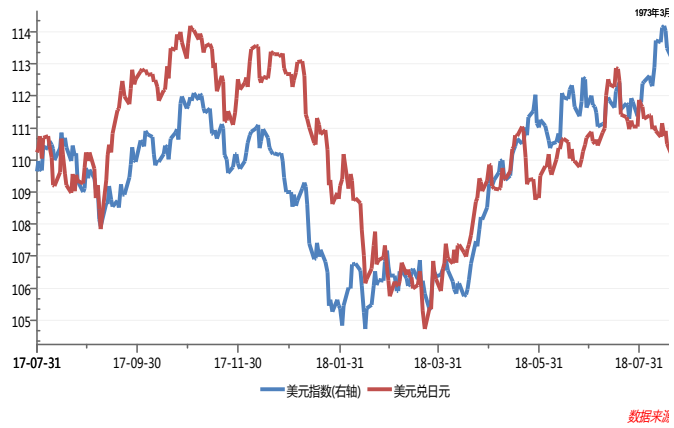
美国经济数据强劲支撑美联储加息预期，贸易摩擦对金价构成打压，黄金连续第五个月下跌。伊朗制裁引发市场担忧，美国库存连续两周下跌，8 月油价高位震荡。9 月原油的供需面有望边际好转，仍需关注伊朗出口下滑速度、其他国家增产幅度以及中国需求情况。

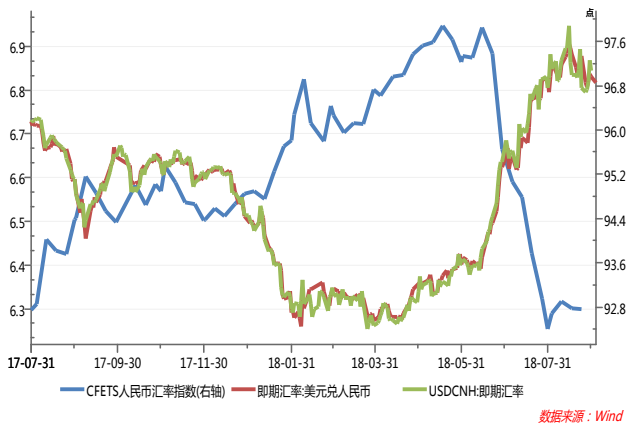
经济数据强劲支撑美联储加息预期，贸易摩擦对金价构成打压，黄金连续第五个月下跌，累计接近 10%。4 月以来，黄金价格连续下跌，8 月伦敦金盘中最低触及 1160 美元/盎司，随后在 1170 美元/盎司筑底反弹，最终收于 1200 关口上方，8 月累计跌幅近 2%。**一是**强劲的经济数据支撑美联储加息预期，强势美元对金价构成打压，月内公布的 7 月美国零售销售数据大幅好于预期，美国 7 月核心 PCE 物价指数年率增长 2.0%，符合预期，年内第三次触及美联储的 2%目标。**二是**全球贸易摩擦持续，美元指数的避险功能再次凸显，削弱了黄金的反弹动能。近期中美贸易谈判没有达成任何协议，特朗普称

将退出 WTO，美欧之间关于汽车关税的摩擦也再度升级。全球贸易争端升级的背景下，避险情绪限制了美元的跌幅，利空黄金。**展望后市，**仍需关注美国经济数据和贸易局势变化。8 月非农数据即将公布，若数据符合或好于预期，或进一步打击金价。贸易局势方面，美国总统特朗普对中国 2000 亿美元商品加征关税的公开意见征询截止日期为 9 月 5 日。美国与加拿大将于周三继续谈判，也需持续关注。

伊朗制裁引发市场担忧，美国库存连续两周下跌，8 月油价高位震荡。9 月原油的供需面有望边际好转，仍需关注伊朗出口下滑速度、其他国家增产幅度以及中国需求情况。美国 WTI 原油期货收报 69.80 美元/桶，8 月上涨 1.7%。布伦特原油期货报 77.64 美元/桶，8 月上涨 4.73%。**供给方面，一是**美国产量延续高位，库存连续两周下降显示出收紧迹象。8 月 31 日美国原油产量为 1100 万桶/天，较之前一周持平，较一年前增加 147 万桶/天。至 8 月 24 日当周，原油出口量增加，进口量减少。美国能源信息署(EIA)周三公布报告称，截至 8 月 24 日当周美国原油库存减少 260 万桶，连续两周下降。**二是**美国对伊制裁的影响逐步显现，未来或加剧油价波动。8 月 6 日，美国对伊制裁第一阶段措施正式开始实施，该阶段的制裁并没有直击伊朗石油行业，而是主要针对伊朗购买美国的银行票据、黄金和贵金属贸易、钢铁、煤炭和汽车行业，对伊朗石油行业的制裁按计划将开始于今年 11 月 5 日。美国制裁对伊朗原油出口的影响已逐步显现。8 月 1 日至 15 日伊朗石油出口为 174 万桶/日，环比上月 240 万桶/日下降 80 万桶/日，印度进口环比大幅下降。如果未来欧洲、印度与日本都没有找到进口伊朗石油的解决办法，11 月之前伊朗石油出口下降幅度最高可能达到 120 万桶/日。**需求方面，一是**中国国家统计局数据显示 1-7 月份，国内进口原油同比增长 5.6%；原油加工量同比增长 9.2%；表面当前原油市场库存被动抽紧，未来或有补库存行为。**二是** OPEC 和 EIA 机构月报下调全球原油需求预期。EIA 在 8 月短期能源展望报告中下调对全球石油需求增速的预期，这是 EIA 连续第二个月下调该增速预期。OPEC 预计 2019 年全球原油需求增速将从今年的 165 万桶/日放缓至 145 万桶/日。展望后市，9 月原油的供需面有望边际好转，伊朗出口下滑速度、其余国家增产幅度以及中国采购节奏将影响油价变动幅度，预计油价短期内将延续震荡。

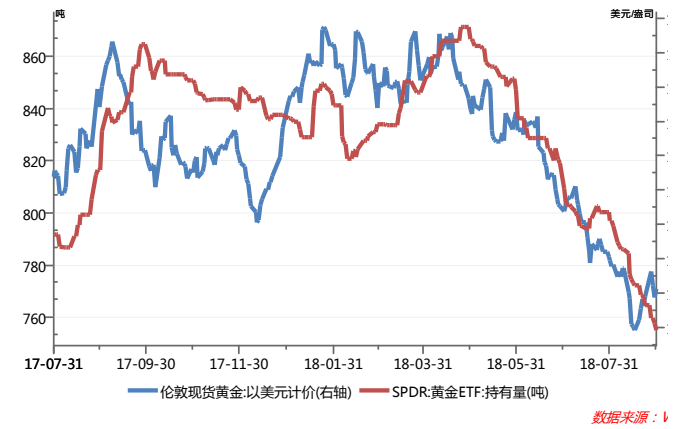
图表 15. 美元指数、美元兑日元　　图表 16 人民币在岸及离岸汇率



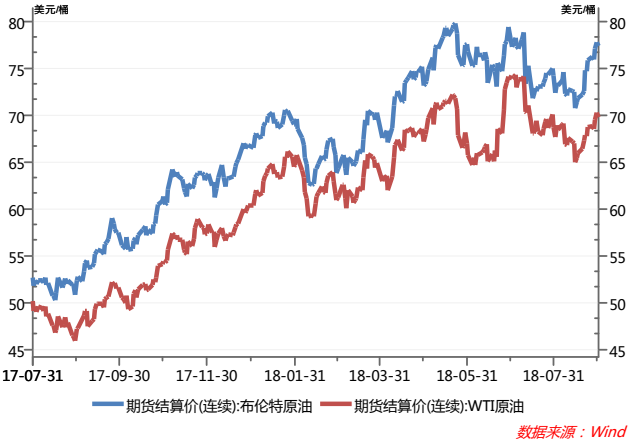


来源：wind、中国农业银行金融市场部

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

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							
苏宁电器集团有限公司	零售业	东方金诚国际	2018-08-06	AAA	稳定	AA+	稳定
宁波市北仑区农村信用合作联社	银行	东方金诚国际	2018-08-07	AA-		A+	
泉州银行股份有限公司	银行	新世纪资信	2018-08-10	AA+		AA	稳定
南昌市政公用投资控股有限责任公司	公用事业 II	大公国际	2018-08-17	AAA	稳定	AA+	稳定
广东信宜农村商业银行股份有限公司	银行	中诚信国际	2018-08-22	AA-		A+	
江苏省农垦集团有限公司	资本货物	中诚信国际	2018-08-23	AAA	稳定	AA+	稳定
下调评级或展望							
东方金钰股份有限公司	耐用消费品与服装	联合信用	2018-08-08	A		AA-	负面
华昌达智能装备集团股份有限公司	资本货物	中诚信证券	2018-08-10	A+		AA-	
新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司	资本货物	新世纪资信	2018-08-14	C		AA	稳定
金鸿控股集团股份有限公司	公用事业 II	联合信用	2018-08-17	AA-	负面	AA	
金鸿控股集团股份有限公司	公用事业 II	联合资信	2018-08-17	AA-	负面	AA	
吉林利源精制股份有限公司	材料 II	联合信用	2018-08-14	A	负面	AA	稳定
雏鹰农牧集团股份有限公司	食品、饮料与烟草	联合资信	2018-08-13	A	负面	AA-	负面
雏鹰农牧集团股份有限公司	食品、饮料与烟草	联合信用	2018-08-13	A	负面	AA-	负面
洪业化工集团股份有限公司	材料 II	中诚信证券	2018-08-20	CC		BBB-	
金鸿控股集团股份有限公司	公用事业 II	联合资信	2018-08-21	A		AA-	负面
金鸿控股集团股份有限公司	公用事业 II	联合信用	2018-08-21	A		AA-	负面
江苏辉丰生物农业股份有限公司	材料 II	鹏元资信	2018-08-23	A+	负面	AA-	负面

金鸿控股集团股份有限公司	公用事业II	联合信用	2018-08-24	BB+		A	
金鸿控股集团股份有限公司	公用事业II	联合资信	2018-08-24	BB+		A	
金鸿控股集团股份有限公司	公用事业II	联合信用	2018-08-27	C		BB+	
金鸿控股集团股份有限公司	公用事业II	联合资信	2018-08-27	C		BB+	
金昌市建设投资开发(集团)有限责任公司	材料II	东方金诚国际	2018-08-28	AA-	负面	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。