



2018年9月10日

进口走强出口承压，非农提振美元指数

宏观经济

■ **国际宏观：**受贸易数据拖累，欧元区二季度 GDP 同比终值下修 0.1% 至 2.1%。从历史经济周期数据来看，本轮欧元区经济增长仍将继续，但将较为温和。目前欧洲经济增长下行的主要风险点是美国主导的贸易摩擦、中东地缘政治问题引发的原油价格波动和美欧货币政策差距引发的金融不稳定。

■ **国内宏观：**海关总署上周六公布的数据显示，以美元计价，8 月我国出口同比增长 9.8%，进口同比增长 20%，贸易顺差 279.1 亿。总体来看，出口增速保持一定韧性，进口增速出现较大下滑但是高于预期。美国公布数据方面，美国 7 月与中国的商品贸易逆差较上月上升 10%，至创纪录的 368 亿美元。中美贸易摩擦升级将导致出口增速面临一定下行压力。

金融市场

■ **货币政策及资金面：**央行连续暂停公开市场操作，同时在等额续作到期 MLF，全周公开市场零投放零回笼，资金面整体宽松，但至下半周隔夜资金需求增多，带动资金面出现边际收敛迹象。临近月中，预计资金面边际收紧，价格上或有所抬升，但整体供给应仍较为充裕。汇率方面，在我国进口较强、出口承压的情况下，预计贸易顺差的减少将使得人民币汇率承压。

■ **债券市场：**一级市场方面，利率债发行量较前周减少，市场对国债需求一般、对政金债需求较为旺盛；信用债发行规模较上周有所增加。二级市场方面，上周资金面小幅收紧，市场预计 8 月通胀压力有所增大，利率债长短端均小幅走弱。上周信用债收益率各期限普遍上行，除 3 年期信用利差略走阔外，其他期限的信用利差普遍收窄。展望本周，一是本周无逆回购到期，临近月中缴税期，预计资金面呈现边际趋紧态势；二是本周关注本周公布的 8 月经济数据，通胀压力下债券收益率仍面临一定的调整压力。

■ **外汇市场：**美国 8 月非农数据表现强劲，贸易摩擦背景下避险支撑美元，逆周期因子重启后市场预期合理分化，但贸易摩擦影响下贸易顺差收窄或使人民币承压，预计短期内美元指数延续震荡走势，人民币汇率延续双向波动。

■ **商品市场：**非农数据走强和避险情绪提振美元，黄金承压下跌，美国政治不确定性为金价提供支撑。本周关于美国 CPI 和欧央行利率决议，预计金价区间震荡。飓风威胁短线提振油价刷新数月新高，但随后油价冲高回落，库存报告打压油价最终收跌。

市场展望及策略建议

■ 中国 8 月进出口数据好于预期，显示外贸形势表现仍然较好；减税政策持续推出有利于提振市场对于中国经济的信心。美国非农就业数据强劲，美联储 9 月加息概率很大；部分新兴市场仍有冲击。资金面预计仍维持均衡；债券收益率有整体上行风险。美元预计仍维持强势，人民币贬值压力减轻；美债收益率将继续上行；金价维持疲软态势。

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

受贸易数据拖累，欧元区二季度 GDP 同比终值下修 0.1% 至 2.1%。从历史经济周期数据来看，本轮欧元区经济增长仍将继续，但将较为温和。目前欧洲经济增长下行的主要风险点是美国主导的贸易摩擦、中东地缘政治问题引发的原油价格波动和美欧货币政策差距引发的金融不稳定。

据欧盟统计局，欧元区二季度 GDP 同比终值下修 0.1% 至 2.1%。数据变动的主要原因是企业和其他投资的大幅增加，以及贸易帐的拖累。具体来看，第二季度固定资本形成总额增长 1.2%，为 GDP 增长贡献了 0.3 个百分点。库存、家庭支出和政府支出的变化各贡献 0.1%。贸易方面，在出口增长 0.6% 的同时，进口也增长 1.1%，这意味着对外贸易对 GDP 的净影响是 0.2 个百分点，2018 年一季度的净贸易额也为负，但 2017 年最后两个季度为正。分国家来看，在欧元区国家中，马耳他、爱沙尼亚和斯洛伐克的增幅最大，分别为 1.9%、1.4% 和 1.1%，法国、希腊和意大利的增幅最低，均为 0.2%。德国经济在本季度增长了 0.5%。

从历史经济周期数据来看，本轮欧元区经济增长仍将继续。从 1975 年以来的经济周期数据看，本次欧元区经济复苏时间较历史平均值仍然较短，且经济增长幅度仍然低于历史平均水平。据欧洲央行数据，1975 年以来的 5 次经济从低谷到高峰平均时间为 31 个季度，GDP 平均增加约 21%；而本次经济复苏到目前为止持续了 20 个季度，GDP 增加低于 10%。

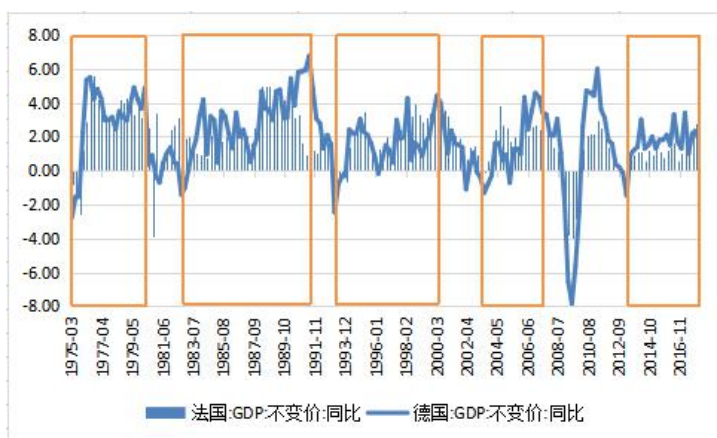
由于目前经济存量复苏的特征较为明显，下半年经济复苏仍将十分温和。除去天气因素的不利影响外，上半年欧元区经济复苏较慢的主要原因是部分国家和行业的生产能力达到上限。从 2010 年开始，欧元区制造业产能利用率不断上行，2018 年二季度达到 83.80%，高于 1985 年以来平均值的 81.17%，也远高于 6 月美国制造业产能利用率的 75.73%。目前欧元区主要通过增加就业的方式来提高产能。

从欧洲主要经济体德国和法国的经济增长领先指标来看，未来欧洲经济复苏将较为温和。一是未来德国经济复苏将较为温和。德国伊弗研究所 IFO 预期指数一般领先德国 GDP 约一个季度。2015 年 10 月至 2016 年 9 月，2016 年 10 月至 2017 年 9 月，2017 年 10 月至 2018 年 7 月德国 IFO 预期指数月度平均值为 99.83、101.06 和 100.49。二是法国经济复苏也将较为温和。法国制造业新订单环比变动领先经济环比增长约为一个季度。2015 年 10 月至 2016 年 9 月，2016 年 10 月至 2017 年 9 月，2017 年 10 月至 2018 年 7 月法国制造业新订单环比变动月度平均值为 5.54、10.03 和 7.65。按照德法两国领先指标来看，预计 2018 年两国

经济增速将低于2017年，但高于2016年。此外，近期德国IFO虽然维持低位但没有出现再次下行，经济仍有一定底部支撑。

目前欧洲经济增长下行的主要风险点有三个：一是美国主导的全球贸易保护主义抬头。贸易摩擦或将使欧元区进出口受到负面影响，且全球贸易体系如果重构将对欧元区多年来形成的经济分工产生冲击；二是中东地缘政治引发的国际油价上行；三是金融不稳定性持续增加。由于美联储和欧洲央行货币政策步伐并不统一，加上美元流入美国，欧元区金融市场近半年来波动加大。

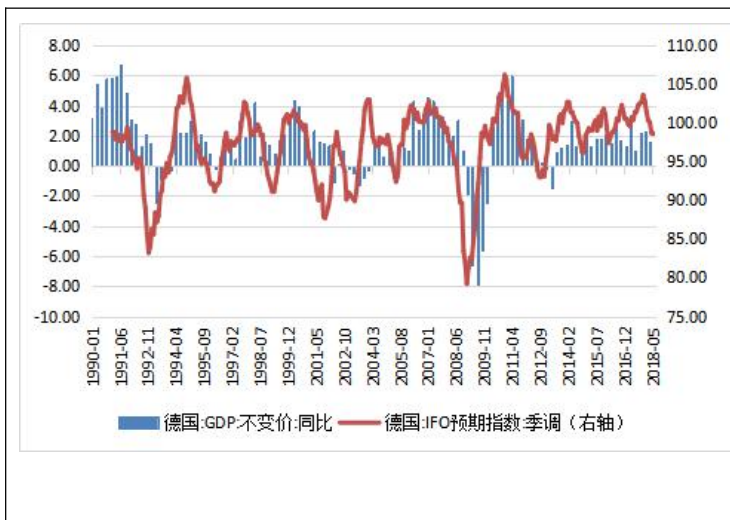
图表 1. 欧元区经济增长 (1975-2018)



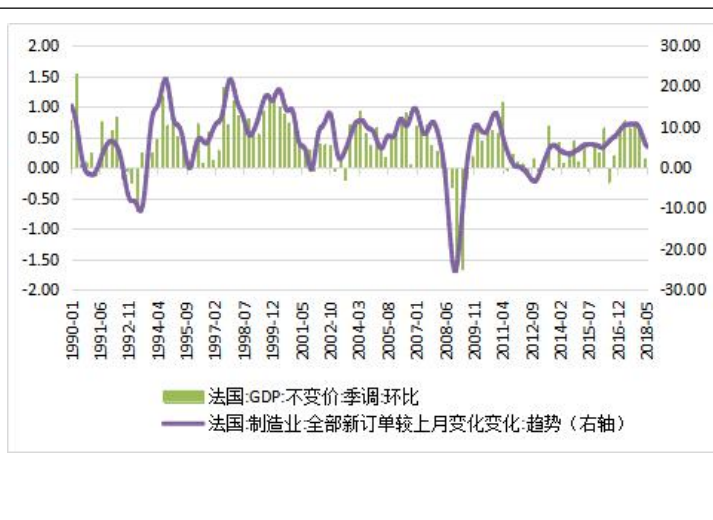
图表 2. 欧元区失业率与居民消费



图表 3. 德国 IFO 预期指数和经济增长



图表 4. 法国新订单趋势与经济增长



国内宏观

海关总署上周六公布的数据显示,以美元计价,8月我国出口同比增长9.8%,进口同比增长20%,贸易顺差279.1亿。总体来看,出口增速保持一定韧性,进口增速出现较大下滑但是高于预期。美国公布数据方面,美国7月与中国的商品贸易逆差较上月上升10%,至创纪录的368亿美元。中美贸易摩擦升级将导致出口增速面临一定下行压力。

海关总署上周六公布的数据显示,以美元计价,8月我国出口同比增长9.8%,前值12.2%;进口同比增长20%,前值27.3%;贸易顺差279.1亿。总体来看,出口增速保持一定韧性,进口增速出现较大下滑但是高于预期。美国公布数据方面,美国7月贸易帐逆差501亿美元,为五个月最大逆差规模,分国家来看,美国7月与中国的商品贸易逆差较上月上升10%,至创纪录的368亿美元。

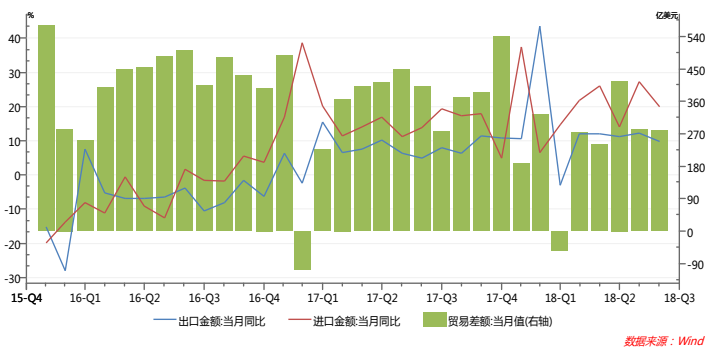
出口保持韧性,汽车进口扰动拖累进口增速。海关总署上周六公布的数据显示,以美元计价,8月我国出口同比增长9.8%,前值12.2%,预期10%;进口同比增长20%,前值27.3%,预期17.7%;贸易顺差279.1亿,前值280.5亿,预期顺差310亿。总体来看,出口增速保持一定韧性,进口增速出现较大下滑但是高于预期。具体来看:一是**出口保持韧性,对主要贸易伙伴涨跌不一**。8月份出口增速较7月小幅放缓,与市场预期基本持平。分国别来看,8月份对美国出口增速回升,对欧盟、日本和主要新兴经济体出口增速下滑。其中,对美出口增速上升,一是与美国经济持续向好有关,二是表明7月以来美国对中国合计500亿美元出口商品征收关税的影响尚不明显,且对后续2000亿美元加关税商品可能存在“抢出口”效应。对欧盟、日本和新兴经济体出口增速下滑主要与这些经济体经济基本面下滑有关。分商品类别上看,机电产品、高新技术产品和劳动密集型产品出口同比下滑,而钢材出口数量同比继续上升。二是**汽车进口扰动拖累进口增速**。分产品来看,8月农产品进口金额同比上升15.8%(前值5%),连续两个月下滑后开始回升,表明7月中国对产自美国的大豆、玉米、高粱等农产品征收关税对进口带来的拖累作用有所减弱,中国从巴西、阿根廷等国家进口大豆的替代效应开始显现。8月汽车进口增速15%,较7月份的72%大幅下滑,但是仍然高于1-7月10%的累计增速。8月大宗商品进口保持高增长,其中原油进口量价齐增,而铜、铁矿石相反,量价齐跌,进口均增速下滑。

美国公布中美贸易逆差持续扩大。美国方面,上周三美国商务部公布数据显示,美国7月贸易帐逆差501亿美元,为五个月最大逆差规模,预期逆差502亿美元,前值由-463亿美元修正为-457亿美元。在2018年的前七个月,美国贸易逆差累计已达到近3380亿美元,而2017年同期的贸易逆差则为3160亿美元。**出口方面**,7月,美国出口下降1.0%至2111亿美元。从商品种类来看,大豆出

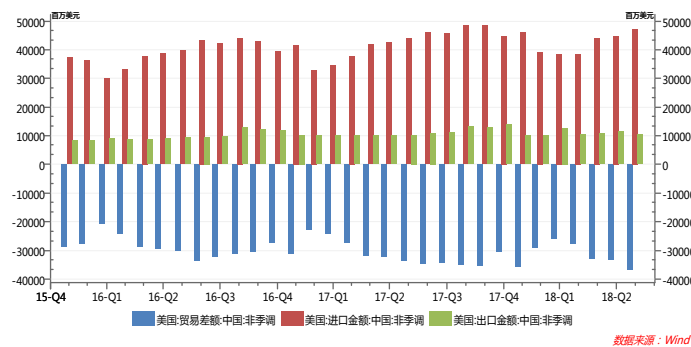
口下降7亿美元，民用飞机出货量减少16亿美元，石油出口则创历史新高。进口方面，7月美国进口增长了0.9%，达到创纪录的2612亿美元。电脑和电脑配件、汽车和零部件以及其他商品的进口均有所增加，药物制剂进口则有所减少。7月美国原油进口量更是达到了203亿美元，平均价格则为每桶64.63美元，双双刷新自2014年12月以来的新高。分国家来看，美国7月与中国的商品贸易逆差较上月上升10%，至创纪录的368亿美元；与墨西哥的贸易逆差则缩小25.3%至55亿美元，而与加拿大的贸易逆差猛增57.6%至31亿美元；与欧盟的贸易逆差更是上升50%，达到创纪录的176亿美元。总体来看，1993年至今，美国贸易差额、商品贸易差额和服务贸易差额同比平均值为-16.3%、-10.7%和7.5%，2018年前6个月平均值分别为-7.3%、-6.3%和4.4%，从历史数据看贸易赤字改善明显且有一定缩小趋势。目前由美国挑起的全球贸易摩擦对金融市场的边际影响减弱，各国均在寻找积极应对的方法，预计未来美国在国际贸易领域取得的阶段性优势将有所减弱。

展望未来，出口方面，预计9月中旬前，美国将正式公布2000亿美元加关税的方案，大概率会分步实施；本月出现的出口“抢跑”效应可能面临“刹车”对其他经济体出口增速低迷可能难以抵消对美出口的下滑，总体出口增速面临下行压力。进口方面，国内经济有一定下行压力，当前宏观政策转向稳增长，但进口增速是否能有大幅回升仍需观察。

图表 5. 海关总署公布贸易数据



图表 6. 美国商务部公布中美贸易逆差



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

央行连续暂停公开市场操作，同时在等额续作到期MLF，全周公开市场零投放零回笼，资金面整体宽松，但至下半周隔夜资金需求增多，带动资金面出现边际收敛迹象。临近月中，预计资金面边际收紧，价格上或有所抬升，但整体供给仍将较为充裕。汇率方面，在我国进口较强、出口承压的情况下，预计贸易顺差的减少将使得人民币汇率承压。

央行连续暂停公开市场操作，同时在周五等额续作到期1765亿一年期MLF。全周公开市场零投放零回笼，资金面整体宽松，但至下半周隔夜资金需求增多，带动资金面出现边际收敛迹象。同时隔夜期限与其他月内期限利率出现倒挂。展望本周，临近月中，预计资金面边际收紧，价格上或有所抬升，但整体供给仍将较为充裕。

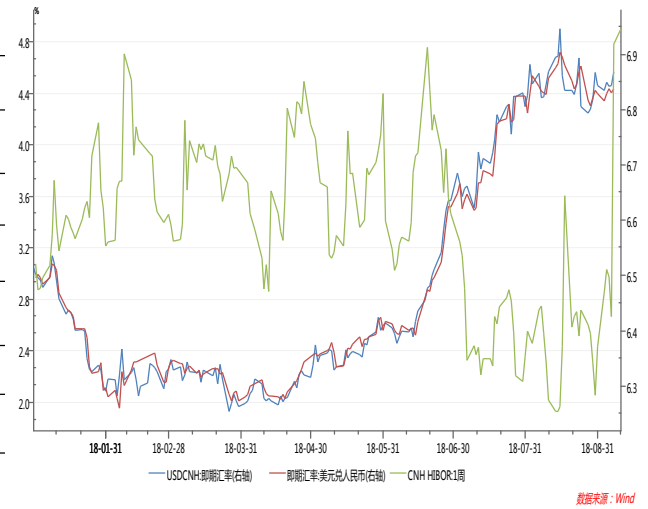
质押式回购利率方面，呈现短期限利率上行，较长期限下行的情形。截止9月7日，R001加权平均利率为2.63%，较前周上行31bp；R007加权平均利率为2.74%，较前周上行12bp；R014加权平均利率为2.83%，较前月下行54bp。同业存单方面，全周共发行625只总计4588亿，净融资额大幅上升至-2936亿。存单利率总体下行，具体来看，3个月AAA+同业存单利率为2.62%，较前周下行23bp，6个月AAA+同业存单利率为3.13%，较前周下行15bp，9个月AAA+同业存单利率为3.42%，较前周上行2bp。同业存款保持低位，截止9月7日的吸收报价具体为：7天0.72%-2.40%，14天0.72%-2.50%，1个月1.1%-2.8%，3个月2.3%-2.9%，6个月2.8%-3.4%，1年3.2%-3.8%。

汇率方面，上周人民币汇率窄幅震荡。9月7日在岸汇率收报在6.8379，离岸汇率收报在6.8691，分别较前周贬值80基点和243基点。离岸人民币方面，流动性收紧。全周来看，隔夜大幅上行165bp至3.144%，7天上行235bp至4.78%，14天上行209bp至4.72%。总体来看，在我国进口较强、出口承压的情况下，预计贸易顺差的减少将使得人民币汇率承压。

图表7. 同业存放利率变动

图表8. 境内外美元汇差与离岸人民币利率（%）

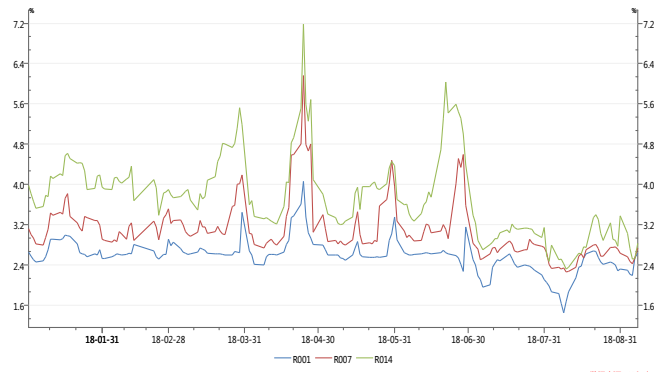
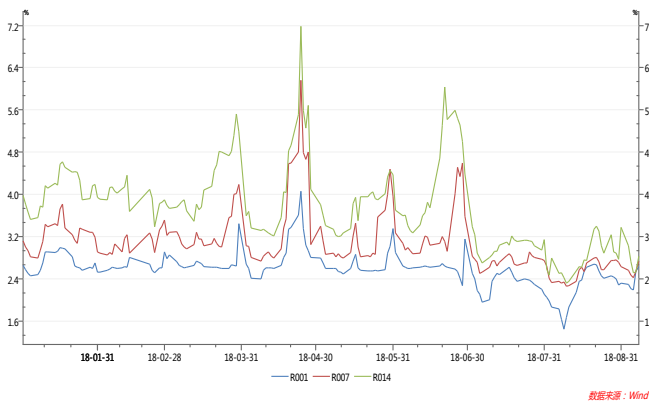
期限	2018-9-7		2018-8-31	
	融出	融出	融入	融入
1W	2.9-2.6	2.4-0.72	2.9-2.6	2-0.72
2W	3.3-2.9	2.4-0.72	3.3-2.9	2.08-0.72
1M	3.5-3.2	2.8-1.1	3.4-2.9	2.25-1.1
3M	4.25-3.5	2.8-2.3	4.1-3.5	2.9-2.5
6M	5.05-4	3.4-2.8	5.1-3.9	3.55-2.99
1Y	5.1-4.1	3.7-3.2	5.1-4.1	3.8-3.33



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

海外方面, 贸易紧张局势对美国的经济造成一定冲击, 但美国经济向好之势已经确立, 巩固了美联储9月第三次加息的预期。国内方面, 海关总署发布8月的外贸数据, 8月进出口增速双双回落, 显示外需和内需均有走弱。政策方面, 银保监会下发《关于商业银行承销地方政府债券有关事项的通知》, 进一步支持地方债发行, 对其他利率债产生一定挤出效应。一级市场方面, 利率债发行量较前周减少, 市场对国债需求一般、对政金债需求较为旺盛; 信用债发行规模

较上周有所增加。二级市场方面，上周资金面小幅收紧，市场预计8月通胀压力有所增大，利率债长短端均小幅走弱。上周信用债收益率各期限普遍上行，除3年期信用利差略走阔外，其他期限的信用利差普遍收窄。展望本周，一是本周无逆回购到期，临近月中缴税期，预计资金面呈现边际趋紧态势；二是本周关注本周公布的8月经济数据，通胀压力下债券收益率仍面临一定的调整压力。

债券市场无风险利率

基本面：海外方面，8月美国ISM制造业指数为61.3，创2004年5月以来新高。新订单指数和生产指数高涨，就业指数创六个月新高，反映出内需仍然较为强劲；但新出口订单和进口指数均下滑，贸易摩擦影响有所显现。ISM非制造业指数为58.5，连续103个月处于荣枯分水岭上方。美国8月新增非农就业人数20.1万人，较上月有所回升，并超过预期19万人，就业市场保持强劲。分行业来看，8月各行业就业大体增加。其中服务业的增幅最大，新增17.8万个就业，为三个月的高点。8月失业率3.9%，与前值持平。这是近三年以来第四次降至4%以下，仍处于历史低位。8月平均每小时工资环比0.4%，同比增速2.9%，高于预期和前值。虽然本次非农数据超过预期，但较高的薪资增幅说明当前劳动力市场仍旧趋紧，推动劳工成本稳步上升。目前美国经济韧性较好，减税计划和增加政府支出计划在一定程度上保护经济免受贸易冲突影响，巩固了9月美联储议息会议上进行今年第三次加息的预期。

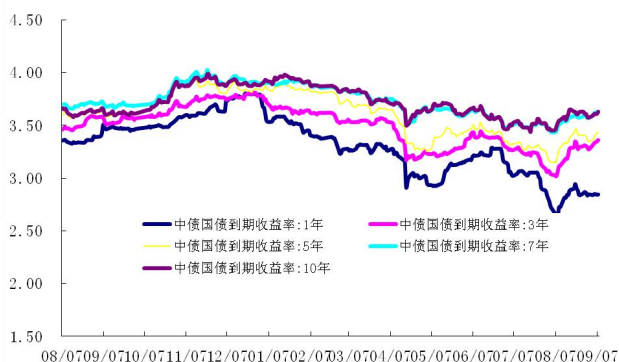
国内方面，中国8月外汇储备31097.2亿美元，低于预期的31150亿美元和前值31179.5亿美元，环比减少82.3亿美元，在连续两个月回升后开始下行。8月份美元指数呈现震荡态势，全月整体持平，非美资产的汇率折算因素影响较小。上个月海外主要国家国债多数下行，综合非美资产的汇率折算和资产价格的估值变动后，跨境资金流动总体平稳。海关总署最新数据显示，8月出口同比（按美元计）今值9.8%，低于预期10%和前值12.2%；8月进口同比20%，高于预期17.7%，不及前值27.3%；8月贸易帐下滑至279.1亿美元。8月进出口增速双双回落，显示外需和内需均有走弱。出口受到外需减弱和贸易摩擦影响，进口回落主要是投资增速和工业生产放缓的影响。分国别来看，对发达国家的进口同比回落快于出口，对发展中国家则是出口走弱更明显，体现为发达国家顺差提升，对发展中国家顺差自6月连续第二个月下滑。分商品来看，进口增长贡献主要来自于原油、天然气、农产品，汽车相对走弱。除钢材外，主要大宗商品（铜铁煤）进口数量同比增速均明显下滑。8月汽车及汽车底盘进口数量环比下滑，同比仅增加0.8%，与内需走弱有关。后续来看，预计未来几个月出口加速下滑。一方面抢出口现象有所退潮，另一方面新兴市场风险蔓延，美国以外的外需也面临风险。如果美国进一步加征关税，中美贸易摩擦的冲击还将放大。同时，今年前8月的货物贸易顺差较去年同期大幅压缩，贸易摩擦压力下，贸易顺差可能还会收缩。

政策方面：国内方面，中证报报道银保监会于近日下发《关于商业银行承销地方政府债券有关事项的通知》。通知指出，地方政府债券规模管理比照国债实

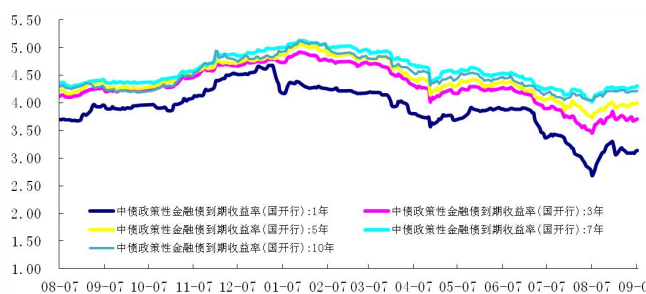
行余额限额管理。此举将进一步提升银行投资地方债的意愿，对其他利率债产生一定挤出效应。中美贸易摩擦方面，上周美方就拟对 2000 亿元中国商品加征关税举行系列听证会，中国商务部回应将视美方行动采取必要反制，美中贸易摩擦仍有进一步升级的可能性。

供需方面：一级市场方面，上周国债发行 5 只，金额 1101.50 亿元，政策性金融债发行 10 只，金额合计 633.60 亿元，地方债发行 6 只，金额合计 61.96 亿元。利率债发行量较前周减少，其中地方债大幅下降，主要于月初因素有关。市场对国债需求一般，对政金债需求较为旺盛。二级市场方面，上周资金面小幅收紧，市场预计 8 月通胀压力有所增大，利率债长短端均小幅走弱。具体来看，1 年期国债收于 2.84%，较前一周下行 0.13BP；10 年期国债收于 3.63%，较前一周上行 5.50BP。1 年期国开债收于 3.14%，较前一周上行 4.52BP；10 年期国开债收于 4.22%，较前一周上行 3.14BP。

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：周初，消息面真空，市场情绪较为谨慎，整体交投比较清淡。后半周，资金面边际收紧，叠加央行开展正回购消息带动市场预期未来利率中枢将一定程度上行，市场卖盘涌现。同时，多数机构预测 8 月 CPI 同比增速或达 2.2%，创今年以来新高，令债市进一步承压。

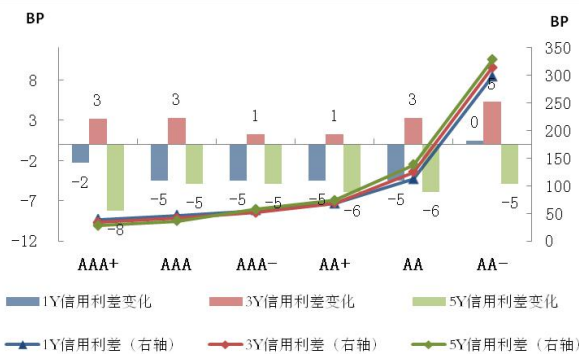
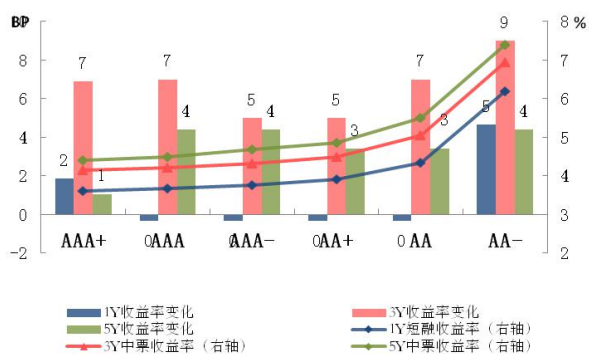
信用市场

一级市场方面，同业存单发行 4509.80 亿元，短融发行 431.50 亿元，中票发行 380.50 亿元，企业债 14.50 亿元，公司债发行 149.20 亿元，信用债整体发行规模较上周有所增加。二级市场方面，上周信用债收益率各期限普遍上行。分品种看，相较于前周，AA+级及以上 1 年期短融收益率上行 0-2bp，3 年期中票上行 5-7bp，5 年期中票上行 1-4bp。上周除 3 年期信用利差略走阔外，其他期限

的信用利差普遍收窄。AA+及以上1年期短融利差下行2-5bp，3年期中票利差上行1-3bp，5年期中票利差下行5-8bp。

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, 共发生 3 起信用债违约事件, 为 17 华信 Y1、16 凯迪 01 和 16 凯迪 02。(1) 2018 年 8 月 24 日, 上海华信国际集团有限公司 2017 年公开发行可续期公司债券 (第一期) 2018 年第三次债券持有人会议召开。8 月 27 日会议公告公布, 要求所有未偿还的本金和相应利息立即到期应付, 并要求上海华信国际集团有限公司于决议公告之日起 5 个工作日内偿付本期债券所有本息。截至 2018 年 8 月 31 日, 即会议决议公告的第 5 个工作日, 上海华信国际集团有限公司未能履行会议决议, “17 华信 Y1” 公司债券已构成违约。(2)、(3) 凯迪生态环境科技股份有限公司发行的 16 凯迪 01 和 16 凯迪 02, 2018 年 9 月 7 日为上一年度的付息日。2018 年 9 月 5 日, 凯迪生态环境科技股份有限公司发布《“16 凯迪 01”、“16 凯迪 02” 2018 年无法按时付息公告》, 称公司目前资金周转困难, 不能按时支付 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。

展望本周, 一是本周无逆回购到期, 临近月中缴税期, 预计资金面呈现边际趋紧态势; 二是本周关注本周公布的 8 月经济数据, 通胀方面, 8 月工业品价格普涨, 8 月 PMI 主要原材料购进价格大幅上涨 4.4 个百分点, 预计 8 月 PPI 同比增速升至 4.0-4.2% 附近。CPI 方面, 食品涨价较为明显, 近期的猪肉、蔬菜、鸡蛋、苹果、谷物上涨都受到供给的冲击。预计 CPI 同比升至 2.3% 左右。通胀压力下债券收益率仍面临一定的调整压力。

外汇市场

美国8月非农数据表现强劲，贸易摩擦背景下避险支撑美元，逆周期因子重启后市场预期合理分化，但贸易摩擦影响下贸易顺差收窄或使人民币承压，预计短期内美元指数延续震荡走势，人民币汇率延续双向波动。

逆周期因子重启后市场预期合理分化，但贸易摩擦影响下贸易顺差收窄或使人民币承压，预计短期内美元指数延续震荡走势，人民币汇率延续双向波动。上周人民币兑美元汇率累计下跌80点，结束两周连涨，上周人民币汇率收于6.8379。一是央行重启逆周期调控后，市场预期逐渐分化，人民币转入区间震荡。8月央行重启逆周期因子后，人民币兑美元汇率转入区间震荡，进入9月，人民币汇率延续震荡走势。二是8月贸易顺差环比稳定，但贸易摩擦升温预期下，未来贸易顺差收窄或对人民币施压。8月贸易差额为279.1亿美元，相比7月的280.5亿美元，单月差额基本持平。但在我国出口承压的条件下，未来贸易差额可能仍然维持低位，对GDP的拉动作用边际减弱。9月6日，美国政府对价值2000亿美元中国商品加征关税的公众意见期结束，市场对于中美贸易摩擦升级的预期仍存，对人民币汇率构成压力。三是外汇储备规模环比小幅下降，跨境资本流动基本平衡。8月我国官方外汇储备减少82.3亿美元，外管局表示，8月我国外汇市场供求保持总体稳定，跨境资金流动基本平衡；全球贸易摩擦、地缘政治经济局势等不确定因素继续发酵，美元指数波动上升，外汇储备规模略有下降。展望后市，预计美联储9月加息前美元指数仍维持高位震荡，人民币兑美元汇率将维持区间震荡。

美国8月非农数据表现强劲，贸易摩擦背景下避险支撑美元，关注本周美国CPI数据和欧央行议息影响。上周美元指数窄幅震荡，收于95.4137，上涨0.31%。一是美国经济基本表现强劲，支持美联储年内加息四次的预期。继第二季GDP增速上修至4.2%之后，8月美国非农数据表现强劲，新增就业和薪资增速均超预期，其中平均薪资同比增速更是创下2009年初以来的新高。尽管此前特朗普数次口头“干预”强势美元，但市场对于美联储9月和12月再加息两次的预期不断升温。二是全球贸易摩擦持续，全球贸易关系的紧张以及由此带来的非美地区经济增速的放缓都为美元提供支撑。欧元方面，欧洲整体经济尚未企稳，欧元区第二季度GDP再次下修至2.1%，欧央行短期内货币政策收紧的可能性较低。上周欧元兑美元小幅收跌0.03%，收于1.16470。英镑方面，当前除了美元的影响外，英镑的焦点在于英国脱欧的进展，近期英国脱欧释放积极信号，未来需关注谈判进展。英镑兑美元下跌0.48%，收于1.2943。预计欧美经济基本面和货币政策分化短期内仍将持续，美元指数预计将维持震荡走势，本周美国CPI

数据和欧央行议息会议可能提振美元指数走强。

商品市场

非农数据走强和避险情绪提振美元，黄金承压下跌，美国政治不确定性为金价提供支撑。本周关于美国 CPI 和欧央行利率决议，预计金价区间震荡。飓风威胁短线提振油价刷新数月新高，但随后油价冲高回落，库存报告打压油价最终收跌。

非农数据走强和避险情绪提振美元，黄金承压下跌，美国政治不确定性为金价提供支撑。本周关于美国 CPI 和欧央行利率决议，预计金价区间震荡。国际现货黄金上周累计下跌 5.03 美元，跌幅 0.43%，收盘价为 1296.47 美元/盎司，最高触及 1207 元/盎司，最低触及 1290.60 美元/盎司；国际现货白银全周下跌 0.392，跌幅 2.7%，收盘价为 14.134 美元/盎司，最高触及 14.551 美元，最低触及 14.050 美元/盎司。基本上，首先，美国经济良好的表现支撑市场对于 9 月份进行加息的预期，利空黄金。美元 8 月非农就业数据表现华丽，美元指数企稳于 95 关口上方。其次，市场担忧美国对中国实施 2000 亿美元关税也刺激了市场避险情绪，但目前贸易战层面市场倾向于选择美元资产进行避险，黄金的避险属性相对较弱。最后，美国司法机构对于特朗普的调查指控提升了市场不确定性，利多黄金。后市展望，预计本周黄金区间震荡，重点关注美国消费者物价指数以及欧央行利率决议。

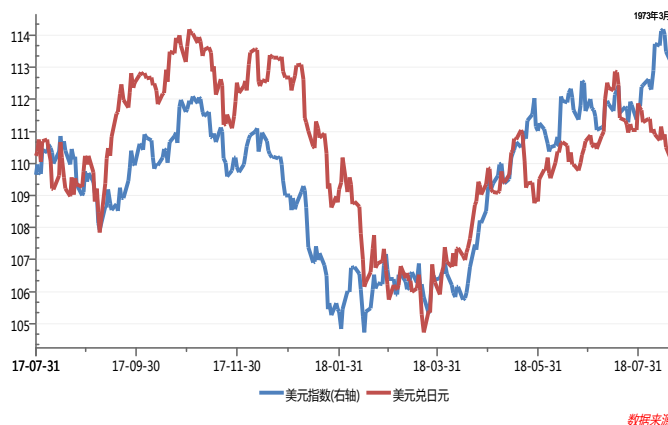
飓风威胁短线提振油价刷新数月新高，但随后油价冲高回落，库存报告打压油价最终收跌。需求旺季结束或使得美国原油库存积累，但是随着伊朗出口量逐渐下滑，预计油价仍受到一定支撑。

美国 WTI 原油上周收跌 2.02%，报 67.86 美元/桶，布伦特原油上周收跌 0.78%，报 77.10 美元/桶。一是热带风暴戈登引发市场供给担忧，拉升油价短线上涨。美国原油因此刷新近两个月新高，布油更是刷新逾三个月新高。但飓风影响有限且路线偏离产油区，未给原油生产和炼油造成进一步重大影响，油价也随之高位回落。二是在库存数据助推下油价加速下跌。API 公布的调查数据显示，截至 8 月 31 日当周 API 原油库存下滑 117 万桶，降幅不及市场普遍预计的 130 万桶，令短线本已疲弱的油价雪上加霜。美国 EIA 汽油库存不降反增，也对油价形成打压。三是美元振荡走强、贸易紧张局势下脆弱的新兴市场经济和风险偏好情绪亦给油价带来下行压力。美国经济数据持续向好，包括 ISM 制造业和服务业 PMI，8 月非农报告也意外强劲。此外，美国可能对中国额外 2000 亿美元商品加征关税的担忧叠加美联储加息预期，令新兴市场的经济金融全面承压，在打压原

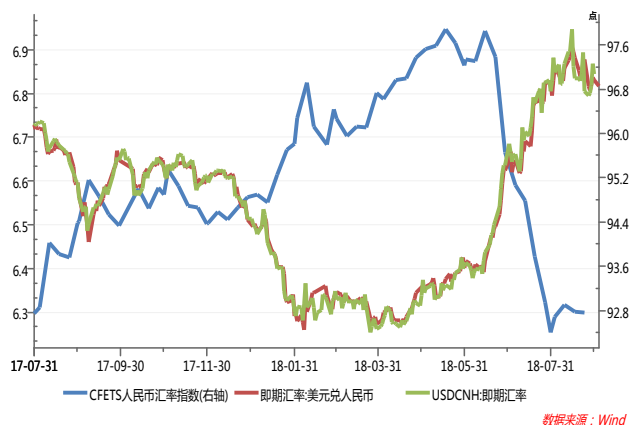
请参阅最后一页的信息披露和法律声明

油需求预期的同时令市场风险偏好情绪走弱。展望后市，需求旺季结束或使得美国原油库存积累，但是随着伊朗出口量逐渐下滑，预计油价仍受到一定支撑。

图表 15. 美元指数、美元兑日元

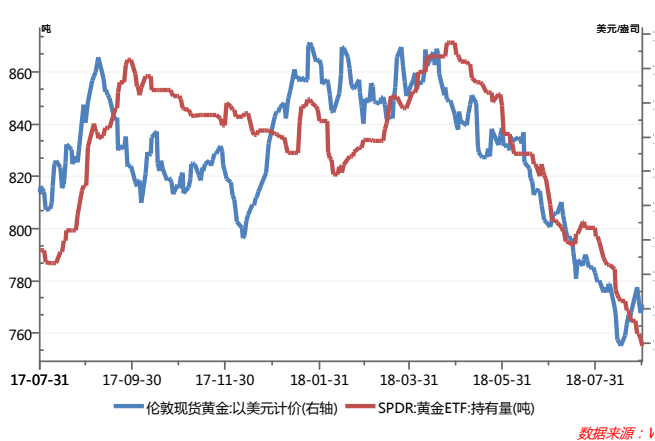


图表 16 人民币在岸及离岸汇率

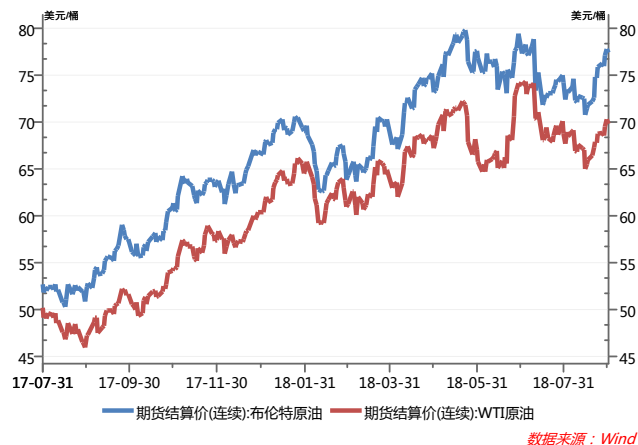


来源: wind、中国农业银行金融市场部

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

中国8月进出口数据好于预期，显示外贸形势表现仍然较好；减税政策持续推出有利于提振市场对于中国经济的信心。美国非农就业数据强劲，美联储9月加息概率很大；部分新兴市场仍有冲击。资金面预计仍维持均衡；债券收益率有整体上行风险。美元预计仍维持强势，人民币贬值压力减轻；美债收益率将继续上行；金价维持疲软态势。

宏观经济方面，上周末中国公布8月进出口数据，出口和进口均好于预期，其中出口相比前值略有回升，显示中美贸易战短期对于外贸形势的整体影响不大，外部经济和内部需求短期仍然对进出口有一定支撑，叠加美国非农就业数据强劲、美国与墨西哥、加拿大等国的贸易谈判较为乐观，全球贸易形势并未有此前市场预期的差，市场对于中国经济受贸易形势拖累的悲观预期将有所修正。经济政策方面，近期国家围绕减税方面推出的刺激政策较多，李克强总理在国务院常务会议时表示，要确保扣除后的应纳税收入起点明显高于5000元，进一步减轻群众税收负担，增加居民实际收入、增强消费能力；同时在个税起征点提高后，财政部、税务总局又发布通知强化了执行细则；在机电和文化等产品方面，也提高了产品出口退税率，有利于提升优势产品的出口。因此，短期相关政策推出有利于稳定当前预期不佳的消费的出口，提升市场对于中国经济的信心。

海外方面，美国8月非农就业人数增20.1万，好于市场预期，失业率维持较低的3.9%水平，显示美国就业市场表现仍然强劲；据CME“美联储观察”，美联储今年9月加息25个基点至2%-2.25%区间的概率为99%，显示9月美联储加息基本是板上钉钉。美联储人士也在加息前不断表态强化加息预期，相关人员表示目前经济表现良好，渐进加息是合理的，政策利率应该会逐步朝向中性利率，非农就业报告支持逐步加息路径。同时在贸易方面，美国150家行业协会联合致信美国贸易代表，呼吁不要对更多中国输美商品加征关税，并警告加征关税将严重破坏全球供应链，并伤害美国企业和消费者的利率。预计美国良好的经济表现预计仍将维持一段时间。而与之形成反差的则是新兴市场的动荡，土耳其、阿根廷、巴西目前仍处于经济危机当中，本币贬值、国内通胀高企将继续维持一段时间且成为全球经济的不稳定因素。

国内市场策略：资金面方面，本周将迎来地方债发行高峰，同时缴税期来临，资金面较上周将小幅收紧，但考虑央行在当前局势下对流动性仍将维持支持态度，资金面预计仍然维持均衡。债券市场方面，基本面因素对债券偏空，一是地方债发行放量，大行和股份制的配置资金将较多投入在地方债投标中，对其他债券形成挤出效应，二是经济并未市场预期的差，可能对市场的悲观预期有一定修

正，三是通胀数据预期出台，由于蔬菜、猪肉、房租等价格上涨预计对通胀形成压力，因此通胀数据出台前市场仍将维持谨慎，考虑资金面也无法如上周宽松，收益率曲线将呈整体上行态势。权益类市场方面，境外资金持续流入、社保加大权益资产配置并未提振股市，短期市场情绪仍然悲观，股市仍将维持调整态势。

国际市场策略：强劲的非农就业数据将继续提振美元，但美元指数在 95 美元上行震荡已久，市场对于美联储加息的预期较为充足，而未来美国经济开始回落仍然也有一定预期，因此美元向上突破的难度仍然较大；欧元兑美元从前期低点已有明显反弹，但相较美元的强势，欧元仍然较为疲软；人民币汇率短期稳定，在中国央行意图提升短期资金价格导致债券收益率明显回升的基础上，贬值压力明显减轻。美债方面，非农就业数据、美联储加息、通胀回升短期将压制美债表现，在短期美债收益率已经处于较高水平下，中长期美债的上行压力显现，预计 10 年期美债将继续试探 3.0% 关键点位。商品方面，美元强势将施压商品表现，经济表现较强同时削弱黄金的避险需求，预计金价仍将维持疲软；油价则受地缘政治局势不稳定影响短期大幅调整概率不大，预计在当前 70 美元/桶位置上下震荡。

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							
下调评级或展望							
三胞集团有限公司	零售业	中诚信国际	2018-09-03	A		AA-	
江苏宏图高科技股份有限公司	零售业	中诚信国际	2018-09-04	AA-		AA	
三胞集团有限公司	零售业	鹏元资信	2018-09-06	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	2018-09-07	BBB	负面	A	负面
雏鹰农牧集团股份有限公司	食品、饮料与烟草	联合资信	2018-09-07	BBB	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。