



2018年9月17日

## 经济下行风险仍存，通胀压力开始显现

### 宏观经济

■ **国际宏观：**美国就业市场持续向好，JOLTS 职位空缺数超预期，当周首次申请失业救济人数和续请失业救济人数下降；CPI、PPI 略有下滑；9月加息仍是大概率事件。欧央行利率决议按兵不动；宏观经济预期方面，下调今明两年 GDP 增速预期，但德拉吉关于通胀表态较为乐观。

■ **国内宏观：**央行和统计局分别公布8月信贷数据和经济数据。新增社融规模超预期，但新增人民币贷款放缓、M2 增速回落及融资结构分布反映市场风险偏好仍未出现明显改善。经济数据显示工业增加值及消费增速略有回升，投资增速继续回落，经济下行压力仍存。

### 金融市场

■ **货币政策及资金面：**央行上周重启逆回购操作，全周逆回购投放 3300 亿，国库现金定存到期 1000 亿，合计净投放 2300 亿。在央行连续投放下，缴税前资金面稳中有松。临近下旬，财政支出将加码，对冲跨季影响和国庆前现金走款，预计资金面仍将维持平稳。汇率方面，临近美联储9月议息会议，美元指数将得到支撑。不过在贸易谈判重启的预期下，人民币贬值幅度较为有限。

■ **债券市场：**海外方面，美国各方面的经济数据总体强劲，通胀数据的意外下滑或为短期现象。国内方面，表外融资企稳，但是实体经济资金供需格局仍然偏紧，叠加经济数据基本符合预期，短期内基本面难以形成趋势性走向。政策方面，中美贸易战的进展是影响债券市场的关键因素之一，并且美国方面临近中期选举，短期内仍需密切关注贸易战的持续进展。一级市场方面，利率债发行量较前周大幅增加，需求旺盛，信用债整体发行规模也有所上周有所增加。二级市场方面，CPI 显示短期内通胀预期走强，上半周债市走弱，而后一级市场招标需求较好，叠加社融和经济数据未超出市场预期，债市收益率有所回调。上周信用债收益率各期限普遍上行，除3年期信用利差略收窄外，其他期限的信用利差普遍走阔。

■ **外汇市场：**欧、英央行谨慎议息，美国经济数据喜忧参半，避险情绪和美联储加息预期支撑美元。中美贸易战有所缓和，国内公布经济数据略超预期，为人民币提供一定支撑。美元加息预期下，人民币短期仍将承压。

■ **商品市场：**美元走强且避险属性削弱打压金价，英镑和欧元升值对金价形成阶段性支撑。预计在美联储9月会议前金价呈现弱势震荡。美国制裁打压伊朗和2019年原油产量增幅小于之前预期抬升油价。美国仍然主导国际油价变动、全球经济支撑原油需求、美元短期压制油价，预计未来震荡且有一定下行压力。

### 市场展望及策略建议

■ 中国经济数据显示短期宏观经济有一定韧性，但市场对于经济基本面的判断仍有分歧。美国经济数据强劲基本坐实9月加息，但市场预期充分；中美贸易形势有缓和迹象。资金面预计维持稳定，债市收益率曲线可能走平，权益类市场仍较疲弱。美元预计维持震荡，人民币仍有调整压力；长期美债收益率有上行压力；金价短期吸引力提升，油价预计维持震荡。

联系人：

郭振宇 021-20687223

[guozhenyu@abchina.com](mailto:guozhenyu@abchina.com)

马至夏 010-85607524

[mazhixia@abchina.com](mailto:mazhixia@abchina.com)

甄志昊 010-85607523

[zhenzhihao@abchina.com](mailto:zhenzhihao@abchina.com)

沈方威 021-20687213

[shenfangwei@abchina.com](mailto:shenfangwei@abchina.com)

杨穆彬 021-20687207

[yangmubin@abchina.com](mailto:yangmubin@abchina.com)

程丹琪 010-85607531

[chengdanqi@abchina.com](mailto:chengdanqi@abchina.com)

## 一、宏观经济

### 国际宏观

美国就业市场持续向好，JOLTS 职位空缺数超预期，当周首次申请失业救济人数和续请失业救济人数下降；CPI、PPI 略有下滑；9月加息仍是大概率事件。欧央行利率决议按兵不动；宏观经济预期方面，下调今明两年 GDP 增速预期，但德拉吉关于通胀表态较为乐观。

JOLTS 职位空缺和申领失业救济人数数据显示美国就业市场持续向好，8月 CPI、PPI 增速放缓，但预期9月加息仍是大概率事件。7月 JOLTS 职位空缺 693.9 万人，创历史新高，前值修正为 682.2 万人；9月8日当周首次申请失业救济人数 20.4 万人，前值 20.5 万人；9月1日当周续请失业救济人数 169.6 万人，前值 171.1 万人，这些数据与8月超预期的非农就业人数相比，进一步展示出了劳动力市场的强劲需求。美国8月 CPI、PPI 增速放缓。8月核心 CPI 同比增速 2.2%，前值 2.4%；8月 CPI 同比增速 2.7%，前值 2.9%。8月核心 PPI 同比增速 2.3%，前值 2.7%；8月 PPI 同比增速 2.8%，前值 3.3%。从分项来看，CPI 方面，商品价格指数环比下降 0.3%，其中服装价格、医疗商品价格分别环比下跌 1.6%、0.3%，拖累较大。PPI 方面，8月贸易服务指数环比下降 0.9%，食品价格环比下跌 0.6%，另外，医疗保健服务成本环比下降 0.5%。整体来看，受服装价格、医疗价格环比下跌带动，美国8月 CPI、PPI 增速略有下滑，低于市场预期。未来薪资增长及加征进口关税对美国通胀影响值得关注，预期在劳动力市场和经济强劲背景下，9月加息仍是大概率事件。

欧央行公布9月利率决议，维持利率及购债规模不变，下调了今明两年 GDP 增速预期，贸易摩擦、新兴市场动荡及意大利财政不确定性风险上升，欧央行货币政策态度维持谨慎。欧元区欧洲央行主要再融资利率、存款便利利率、边际贷款利率分别维持在 0%、-0.4%、0.25% 不变，并且欧央行重申将保持利率不变至少至 2019 年夏天。同时，每月 300 亿欧元的资产购买规模将持续到 9 月底，10-12 月的月度 QE 规模将降至 150 亿欧元，若中期通胀前景确认，QE 将于 12 月底结束，表述与前两次会议均一致。宏观经济预期方面，欧央行下调了今明两年 GDP 增速预期，维持通胀率预期不变，德拉吉关于通胀表态乐观。GDP 增速方面，预计 2018 年 GDP 增速为 2.0%，较 6 月预期下调 1 个百分点；预计 2019 年 GDP 增速为 1.8%，较 6 月预期下调 1 个百分点；预计 2020 年 GDP 增速为 1.7%，与 6 月预期保持一致。通胀方面，预计 2018 年、2019 年、2020 年通胀率均为 1.7%，与 6 月预期均一致。德拉吉表示，虽然基本通胀指标仍普遍低迷，但因产能利用率上升和劳动力市场收紧，区内物价压力正在增强，围绕通胀前景的不确定性正

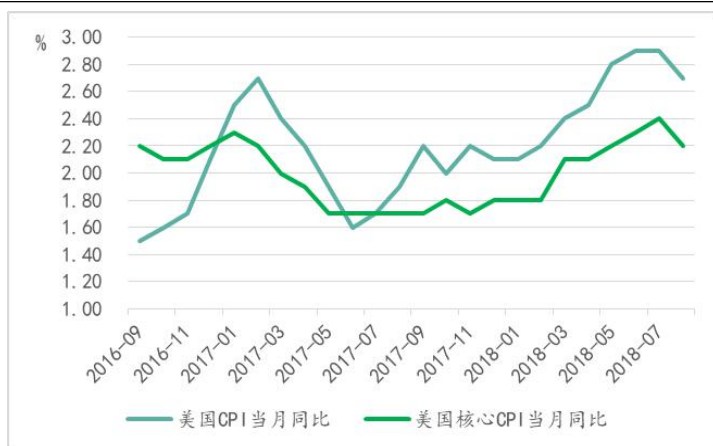
在消退。预计今年余下时间通胀都将处于当前水平附近。潜在通胀率到年底将上升，中期内将逐渐走高。**贸易摩擦、新兴市场动荡及意大利财政不确定性是欧央行关注的经济、政治风险。**德拉吉提到，保护主义、新兴市场风险显著上升，但目前为止来自土耳其、阿根廷的溢出效应并不明显。意大利执政联盟将于10月提交预算草案，仍有可能挑战欧盟对公共赤字3%的限制，但德拉吉认为，意大利并未出现任何“传染风险”。欧央行内部对风险的评估依然是“基本平衡”。**整体来看，欧央行货币政策态度维持谨慎。**二季度受贸易数据拖累，欧元区GDP同比增速继续下滑。通胀水平虽然连续三个月达标，但贸易摩擦、新兴市场国家金融动荡及意大利财政不确定性等风险不容忽视。欧央行下调了今明两年的经济增长预期，并表示仍有必要实施大量刺激措施来支持通胀，准备好在必要时调动所有政策工具。

图表 1. 8月美国就业市场仍然强劲



数据来源: Wind 资讯

图表 2. 8月美国CPI增速略有下滑



数据来源: Wind 资讯

图表 3. 2018年以来欧元区GDP增速持续下滑



数据来源: Wind 资讯

图表 4. 欧元区通胀水平整体温和



数据来源: Wind 资讯

## 国内宏观

央行和统计局分别公布8月信贷数据和经济数据。新增社融规模超预期，但新增人民币贷款放缓、M2增速回落及融资结构分布反映市场风险偏好仍未出现明显改善。经济数据显示工业增加值及消费增速略有回升，投资增速继续回落，经济下行压力仍存。

信贷数据方面，8月债券、非标融资带动新增社融规模超预期，新增人民币贷款增幅放缓，财政存款同比多增拖累M2增速，融资结构偏短期，金融机构风险偏好仍未改善。新口径下新增社融1.52万亿，前值1.04万亿，同比少增约380亿，较7月同比少增约1,300亿的规模有所改善；8月新增人民币贷款1.28万亿，前值1.45万亿，同比多增约1,900亿，较7月同比多增约6,200亿的规模大幅放缓；M2同比增速8.2%，较前值8.5%有所下降。具体来看，新增社融规模中，企业债券融资大幅增加、非标融资降幅放缓带动社融增量超过预期，但社融存量增速继续下滑。8月企业债券融资3,376亿元，同比多增2,239亿元，环比多增1,139亿元，但结构上仍以AA+及以上级别、国企为主，AA级以下和非国企发行人债券融资依旧偏弱。非标项8月新增规模为负，同比多减3,977亿元，但环比降幅减少2,212亿元，降幅有所放缓。其中，委托贷款降幅仍在扩大，信托贷款、未贴现汇票降幅收窄较为明显，可能与资管新规细则有所放松及银行开票规模扩大有关。8月新增人民币贷款同比多增1,622亿元，较7月同比多增3,150亿元放缓明显，可能与7月银行信贷储备项目投放较快有关。虽然政策面持续加强疏通货币政策传导，但8月社融存量同比增速10.1%，仍呈现继续下滑态势。新增人民币贷款增幅大幅放缓，同比新增以短期贷款和票据融资为主，环比新增居民户成为主力。8月新增人民币贷款同比增幅较7月大幅放缓。同比来看，短贷及票据同比多增约1,800亿成为增加主力。环比来看，8月短贷及票据环比多增，中长期贷款环比萎缩，居民户环比多增，企业户环比萎缩。今年以来的居民户贷款同比增长中，短贷增长是主要来源，中长期贷款规模较为平稳，同比有降，反映地产销售增速放缓。8月企业户同比多增约1,900亿，但短贷同比减少约2,400亿，中长贷同比减少214亿元，反映企业户同比多增主要源于期限较短、风险较低的票据融资；环比上企业户更是呈现萎缩态势，可能与7月银行信贷项目投放较快相关。整体来看，新增人民币贷款以短贷和票据融资为主，企业贷款经历7月高增后回落较快，反映市场风险偏好仍未改善。M2增速上，8月地方债发行放量，财政存款当月增加850亿，同比多增4,750亿，拖累M2增速，后续需关注财政资金投放节奏。

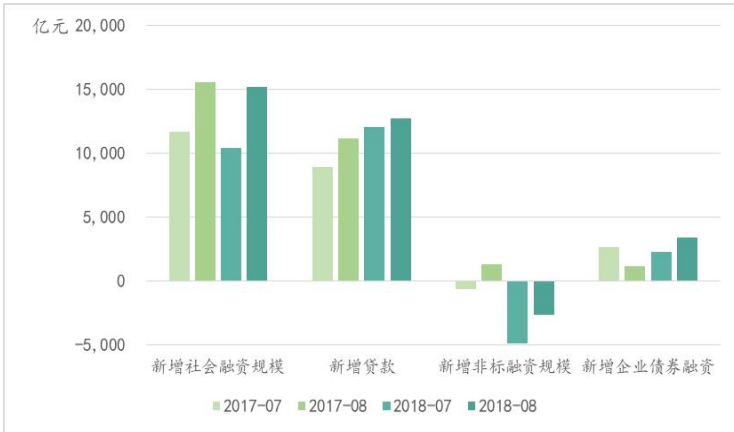
经济数据方面，工业增加值增速略有回升、上下游行业分化显现，基建、房地产拖累固定资产投资增速，消费增速受短期扰动回升，整体经济下行压力

仍存。8月规模以上工业增加值同比增长6.1%，前值6.0%，1-8月规模以上工业增加值同比增长6.5%，略不及前值6.6%；社会消费品零售总额同比名义增长9.0%，前值8.8%，1-8月社会消费品零售总额同比名义增长9.3%，增速与前值持平；1-8月固定资产投资同比增速5.3%，前值5.5%，增速继续下滑但降幅较前值收窄。**工业增加值方面，上游行业增速加快，下游行业走弱明显。**采矿业增速扩大，制造业增速小幅回落。分行业看，上游黑色金属冶炼继续走弱，同比增速仅为5.9%，前值6.6%，而有色金属冶炼大幅增长至9.5%，前值5.6%；下游通用设备、专用设备制造业和汽车制造业同比明显走弱，同比增速分别降至5.9%、9.8%和1.9%，前值分别为6.90%、11.20%、6.30%，其中汽车制造业已连续三个月走弱，与汽车消费疲弱相关。**固定资产投资方面，基建、房地产放缓，制造业投资小幅改善。**1-8月狭义基建投资增长4.2%，较1-7月下滑1.5个百分点，在地方债发行加速、加快中西部基建背景下，基建投资在年内可能回升，但考虑此前基建扩张存在部分问题，基建投资推进将更为稳妥。1-8月地产投资回落0.1个百分点至10.1%，1-8月新开工面积同比增长15.9%，增速提高0.6个百分点；土地购置面积同比增长15.6%，增速提高4.3个百分点；房地产开发企业到位资金同比增长6.9%，增速提高0.5个百分点，资金边际改善对拿地和新开工形成支撑。但考虑坚决遏制房价上涨的定调，预计年内房地产销售及投资不会过快增长。1-8月制造业增长7.5%，较前值提高0.2个百分点，主要由上游行业贡献。今年上半年工业利润的三分之二为上游五大行业贡献，而8月PMI价格指数再创新高，意味着中下游企业利润堪忧，制约下游投资扩张。与之相对应的，工业增加值数据也显示上、下游行业增长分化。**消费方面，价格上涨和电商促销成为拉动消费增长的短期因素。**扣除价格因素后，实际消费增速仅加快0.1个百分点，电商“818”促销带动日用品消费提升，日用品类消费同比增速从上月的11.3%上升至15.8%。在主要零售商品中，汽车、手机都呈现下滑态势，汽车类零售同比下降3.2%，较上月下降2.0%进一步下滑，通讯器材类同比增速创今年上半年以来新低，同比仅6.4%。房地产下游消费中，家具类零售同比增长9.5%，连续三个月下滑，家用电器同比增速仅4.8%，大幅低于上半年平均增速9%。考虑到居民户中长期贷款总规模保持平稳，同比有降，后续房地产销售及下游消费面临下行压力。

从整体看，“宽货币”向“宽信用”的传导效果仍然有限，经济下行压力仍存。8月信贷数据反映出社会融资规模总量企稳，但在融资结构上，短期贷款、票据、高等级信用债的多增反映出市场风险偏好仍未得到改善，而实体经济面临贸易摩擦、利润率下滑等多重障碍，本身需求也在走弱，“宽货币”向“宽信用”的传导效果仍然有限。经济数据方面，工业生产上下游分化显现，上游涨价、消费端需求疲弱制约部分下游行业利润及投资扩张；地方债发行资金陆续到位后，财政支出对基建投资的支撑需继续关注；资金边际改善对房企拿地和新开工形成支撑，但严控房价背景下，房地产投资压力不减；消费方面，汽车消费、房地产

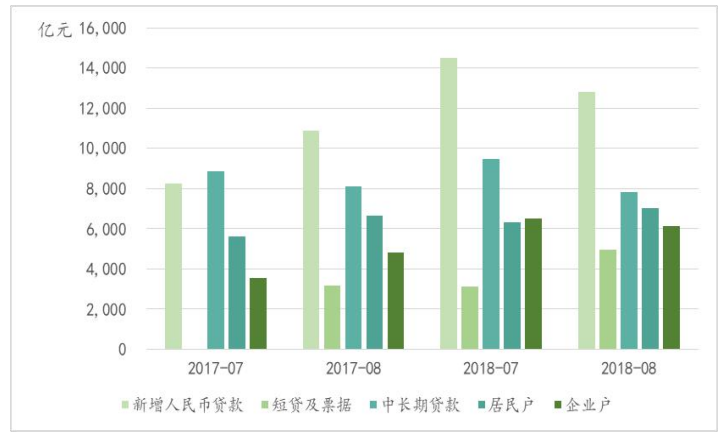
下游消费的高速增长难以持续，消费新支撑点有待发掘。面临外部贸易摩擦风险，内部去杠杆、调结构的要求，年内经济下行压力仍存。

图表 5. 8月社会融资规模及主要分项同比环比变化



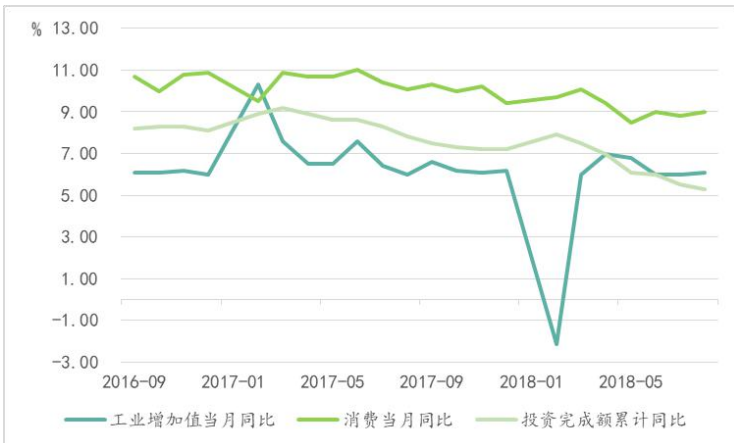
数据来源: Wind 资讯

图表 6. 8月新增人民币贷款规模及主要分项同比环比变化



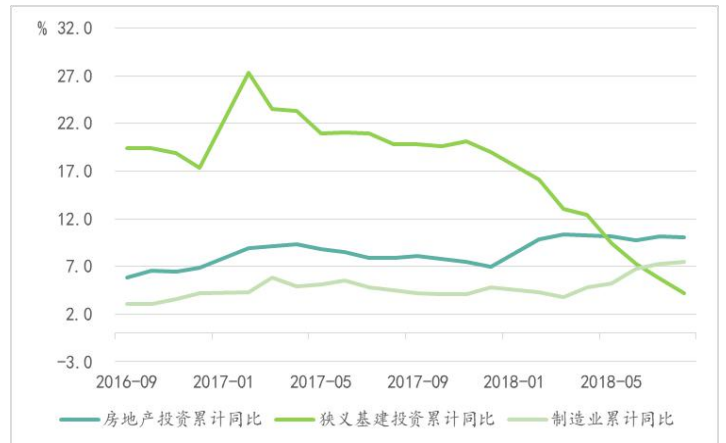
数据来源: Wind 资讯

图表 7. 工业增加值、消费及投资增速



数据来源: Wind 资讯

图表 8. 三大投资同比增速



数据来源: Wind 资讯

## 二、金融市场

### 货币政策与资金面

央行上周重启逆回购操作，全周逆回购投放3300亿，国库现金定存到期1000亿，合计净投放2300亿。在央行连续投放下，缴税前资金面稳中有松。临近下旬，财政支出将加码，对冲跨季影响和国庆前现金走款，预计资金面仍将维持平稳。汇率方面，临近美联储9月议息会议，美元指数将得到支撑。不过在贸易

请参阅最后一页的信息披露和法律声明

谈判重启的预期下，人民币贬值幅度较为有限。

尽管上周无逆回购到期，为对冲税期影响，央行重启逆回购操作，全周逆回购投放3300亿，国库现金定存到期1000亿，合计净投放2300亿。在央行连续投放下，缴税前资金面稳中有松。临近下旬，财政支出将加码，对冲跨季影响和国庆前现金走款，预计资金面仍将维持平稳。

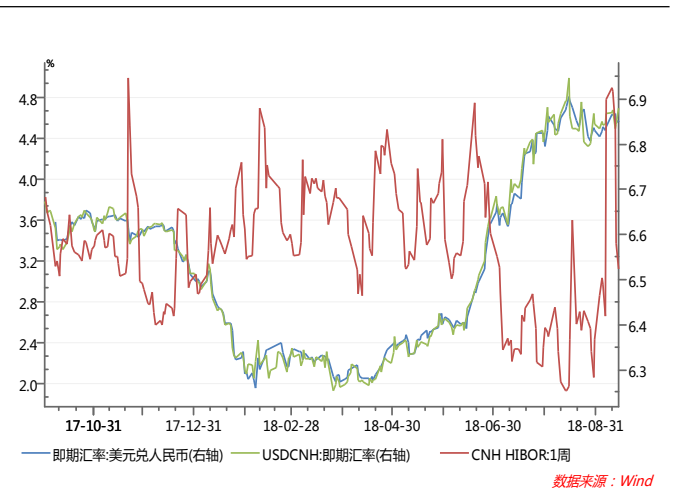
质押式回购利率方面，7天内利率显著下行。截止9月14日，R001加权平均利率为2.51%，较前周下行12bp；R007加权平均利率为2.59%，较前周下行15bp；R014加权平均利率为2.94%，上行11bp。同业存单方面，全周共发行722只总计5454亿，净融资额-708亿。在较大的到期压力下，存单利率总体上行，具体来看，3个月AAA+同业存单利率为2.65%，较前周上行3bp，6个月AAA+同业存单利率为3.25%，较前周上行12bp，9个月AAA+同业存单利率为3.50%，较前周上行8bp。

汇率方面，上周人民币汇率窄幅震荡。9月14日在岸汇率收报在6.8521，离岸汇率收报在6.8802，分别较前周贬值142基点和111基点。离岸人民币方面，流动性较前周放松。全周来看，隔夜下行66bp至2.48%，7天下行166bp至3.12%，14天下行104bp至3.68%。总体来看，美联储加息和我国收窄的贸易顺差将使得人民币汇率承压。

图表9. 同业存放利率变动

期限	2018-9-14		2018-9-7	
	融出	融入	融出	融入
1W	2.9-2.6	2.3-0.72	2.9-2.6	2.4-0.72
2W	3.3-2.9	2.4-0.72	3.3-2.9	2.4-0.72
1M	3.5-3.2	2.7-2.5	3.5-3.2	2.8-1.1
3M	4.25-3.5	2.8-2.3	4.25-3.5	2.8-2.3
6M	5.05-4	3.5-3	5.05-4	3.4-2.8
1Y	5.1-4.1	3.75-3.3	5.1-4.1	3.7-3.2

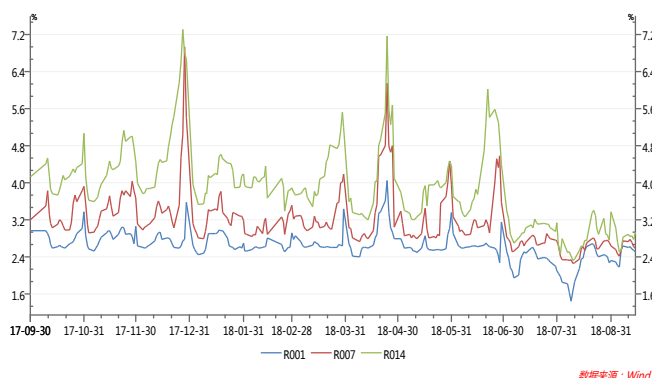
图表10. 境内外美元汇差与离岸人民币利率(%)



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



数据来源: Wind

图表 12. 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

海外方面, 美国各方面的经济数据总体强劲, 通胀数据的意外下滑或为短期现象。国内方面, 表外融资企稳, 但是实体经济资金供需格局仍然偏紧, 叠加经济数据基本符合预期, 短期内基本面难以形成趋势性走向。政策方面, 中美贸易战的进展是影响债券市场的关键因素之一, 并且美国方面临近中期选举, 短期内仍需密切关注贸易战的持续进展。一级市场方面, 利率债发行量较前周大幅增加, 需求旺盛, 信用债整体发行规模也有所上周有所增加。二级市场方面, CPI 显示短期内通胀预期走强, 上半周债市走弱, 而后一级市场招标需求较好, 叠加社融和经济数据未超出市场预期, 债市收益率有所回调。上周信用债收益率各期限普遍上行, 除 3 年期信用利差略收窄外, 其他期限的信用利差普遍走阔。展望本周, 一是从 8 月公布的经济金融数据来看, 短期内债市基本面仍未呈现趋势性变化, 边际走弱与否都需 9 月及后续月份的数据进行验证; 二是鉴于基本面短期走向不明, 叠加 9 月美联储加息预期的影响, 短期内央行公开市场操作的态度将成为影响债市走向的关键因素之一, 后续需密切关注央行投放力度、跟随加息与否以及加息力度。总体来看, 债市情绪总体偏弱, 多空因素交织, 叠加债市收益率相对较高, 预计短期内仍将呈现高位震荡格局为主。

### 债券市场无风险利率

基本面: 海外方面, 美国 8 月 CPI 同比增长 2.7%, 核心 CPI 同比增长 2.2%, 均不及预期, 其中商品价格指数环比下降 0.3%, 服务价格指数环比增长 0.2%, 综合其他经济指标来看, CPI 走弱可能仅为暂时现象, 后续通胀仍存在上升预期; 美国 9 月密歇根大学消费者信心指数初值升至 100.8, 创 2004 年以来第二高水平, 信心指数上扬很大程度上受就业、收入的前景较为乐观等因素影响, 消费者



预计经济持续增长将提供更多岗位。

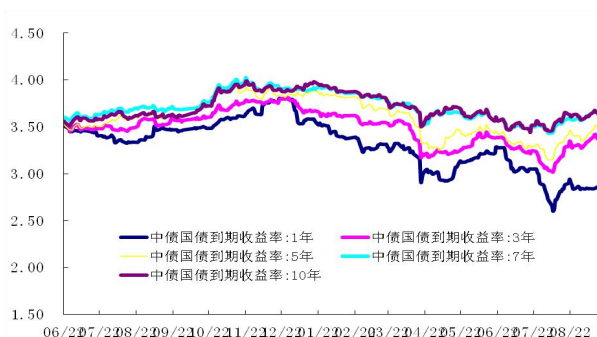
国内方面，8月新增社会融资规模1.52万亿元，新增人民币贷款1.28万亿元，M2同比增长8.2%，低于市场预期的8.6%；M1同比增长3.9%，远低于市场预期的5.3%，接近历史底部区间，表外融资下滑趋势有所遏制，表内外替代现象弱化，社融增速有所企稳，但是M1-M2的增速剪刀差继续扩大，表明实体经济的资金格局仍然偏紧，总体来看，8月社融数据好坏参半，短期内难以形成基本面的趋势性判断，仍需后续数据的交叉验证。经济数据方面，1-8月固定资产投资继续下滑至5.3%，其中房地产投资和制造业投资仍处于高位态势，基建投资继续下滑至4.2%，宽信用的政策效果仍有待验证；但是1-8月社会消费品零售总额同比持平于9.3%，其中8月同比增长9%，消费边际企稳对短期经济走势存在一定支撑。

政策方面：海外方面，中美贸易谈判仍处于模糊期，美国方面的各方态度存在分歧，后续进展仍需密切关注。欧洲央行公布9月政策利率会议决议，维持再融资利率、存款便利利率和边际贷款利率不变；欧洲央行行长德吉拉表示，核心通胀将明显走强，目前的政策立场符合目标。总体来看，中美贸易战的进展是影响债券市场的关键因素之一，并且美国方面临近中期选举，短期内仍需密切关注贸易战的持续进展。

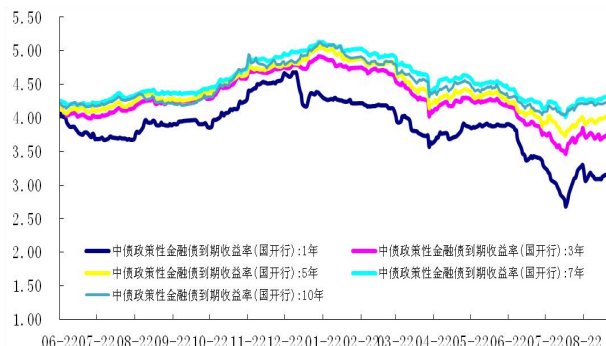
国内方面，国务院金融稳定发展委员会召开第三次会议，会议强调，做好当前金融工作，必须保持战略定力，按照党中央、国务院总体要求，坚持稳中求进总基调，遵循既定方针，抓住关键问题推进工作。要防范各种“黑天鹅”事件，保持股市、债市、汇市平稳健康发展。中国央行、证监会联合发布的2018年第14号公告提出，央行、证监会以及相关分支机构和自律组织有权对信用评级机构开展通过现场、非现场方式进行监督检查和自律调查，必要时可对信用评级机构开展联合调查，对违反法律法规、监管规定或自律规则的，将依法给予行政处罚或自律处分；同时，将建立健全评级监管及自律管理信息共享机制；并将逐步统一对信用评级机构开展以投资者为导向的市场化评价。

供需方面：一级市场方面，上周国债发行4只，金额1145.1亿元，政策性金融债发行8只，金额合计470亿元，地方债发行55只，金额合计2352.02亿元，利率债发行量较前周大幅增加，特别是地方债，总体需求较为旺盛。二级市场方面，CPI显示短期内通胀预期走强，上半周债市走弱，而后一级市场招标需求较好，叠加社融和经济数据未超出市场预期，债市收益率有所回调。其中1年期国债收于2.86%，较前一周上行2BP；10年期国债收于3.64%，较前一周基本保持稳定。1年期国开债收于3.10%，较前一周下行4BP；10年期国开债收于4.23%，较前一周上行1BP。

图表 13. 国债收益率走势



图表 14. 政策性金融债收益率走势



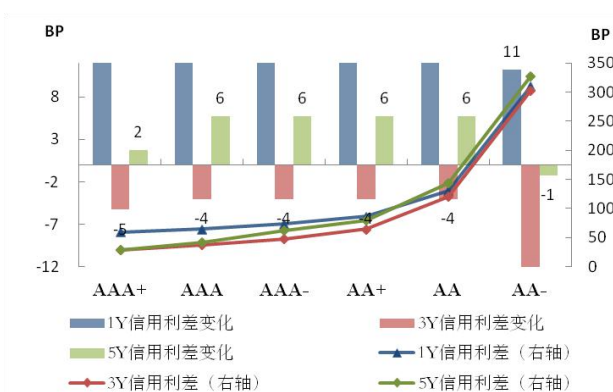
来源: wind、中国农业银行金融市场部

**市场情绪:** 上半周, 通胀数据高于预期引发市场的滞涨预期, 债市情绪有所转弱。后半周, 一级市场需求旺盛, 叠加经济和金融数据略不及预期, 债市情绪有所转强。全周来看, 市场对债市走势存在明显分歧, 多空力量交织, 债市交投情绪清淡。

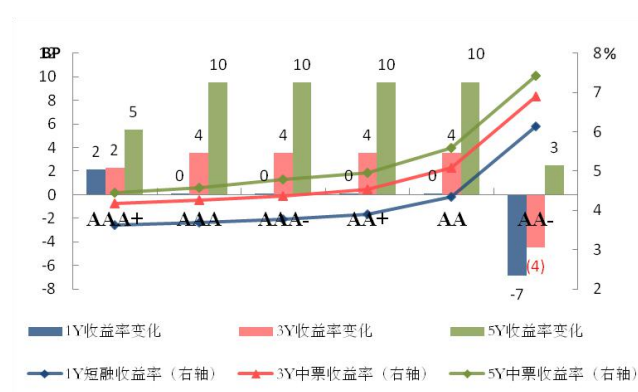
### 信用市场

一级市场方面, 同业存单发行 5994.5 亿元, 短融发行 331.50 亿元, 中票发行 123 亿元, 企业债 43 亿元, 公司债发行 220.5 亿元, 信用债整体发行规模较上周有所增加。二级市场方面, 各期限信用债收益率普遍上行。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 2-4bp, 5 年期中票上行 5-10bp。上周除 3 年期信用利差略收窄外, 其他期限的信用利差普遍走阔。AA+及以上 1 年期短融利差上行 18-20bp, 3 年期中票利差下行 4-5bp, 5 年期中票利差上行 2-6bp。

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：**上周，共发起4起信用债违约事件，为16长城02、17印纪娱乐CP001、16亿阳06、16申信01。(1)邹平长城集团有限公司2016年公司债券(第二期)未能按期兑付利息。(2)由交通银行股份有限公司主承销的印纪娱乐传媒股份有限公司2017年度第一期短期融资券(债券简称:17印纪娱乐CP001,债券代码:041755017)应于2018年9月8日(周末,顺延至9月10日)兑付本息。截至2018年9月10日营业终了,印纪娱乐传媒股份有限公司未能按照约定将“17印纪娱乐CP001”兑付资金按时足额划至托管机构,已构成实质违约。(3)现阶段公司无法按时支付16亿阳06回售资金、本次债券利息及相关手续费,待公司重组完成后一并处理本次债券兑息及16亿阳06回售事宜。(4)根据“16申信01”公司债的募集说明书约定,“16申信01”于2018年9月10日应支付第二个付息年度利息244,800,000.00元人民币。由于发行人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及3月1日媒体新闻事件等不利因素冲击,公司正常经营已受到重大影响,无法按期偿付本次债券到期应付的利息,上述事项导致“16申信01”公司债发生实质性违约。

**展望本周，**一是从8月公布的经济金融数据来看，短期内债市基本面仍未呈现趋势性变化，边际走弱与否都需9月及后续月份的数据进行验证；二是鉴于基本面短期走向不明，叠加9月美联储加息预期的影响，短期内央行公开市场操作的态度将成为影响债市走向的关键因素之一，后续需密切关注央行投放力度、跟随加息与否以及加息力度。总体来看，债市情绪总体偏弱，多空因素交织，叠加债市收益率相对较高，预计短期内仍将呈现高位震荡格局为主。

## 外汇市场

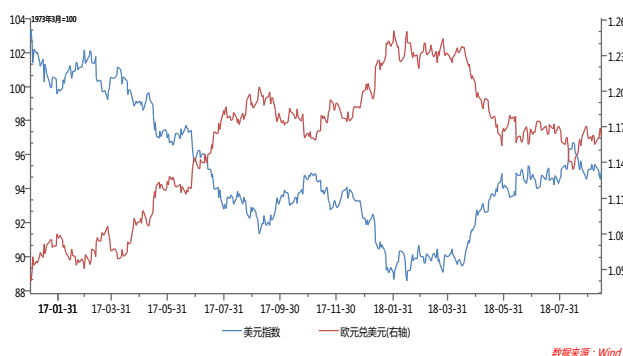
**欧、英央行谨慎议息，美国经济数据喜忧参半，避险情绪和美联储加息预期支撑美元。中美贸易战有所缓和，国内公布经济数据略超预期，为人民币提供一定支撑。美元加息预期下，人民币短期仍将承压。**

**经济数据超预期为人民币提供一定支撑，人民币延续双向宽幅波动。**上周五，在岸人民币收于6.8521，较前一周贬值142个基点，贬值幅度0.2%。一是中美贸易战有所缓和。美媒报道称，美国财政部长姆努钦已向中方团队发出邀请，希望中方派出部级代表团在美国政府对华加征新一轮关税前与美方进行贸易谈判，地点将在北京或者华盛顿，时间是“未来几周”。此次美方发出谈判邀请，表明特朗普政府并不希望贸易冲突快速升级，未来谈判过程仍将非常艰难，人民币汇率不确定因素仍较大。二是国内公布经济数据略超预期，为人民币提供一定支撑。8月份工业增加值增速略有回升，固定资产投资方面，基建、房地产放缓，制造业投资小幅改善，价格上涨和电商促销成为拉动消费增长的短期因素。国内经济数据韧性仍存，为人民币提供一定支撑。三是美元加息预期下，人民币短期仍将承压。联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会上讲话，进一步确认了美联储的渐进加息路径。美联储9月份大概率加息，人民币短期仍将承压。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

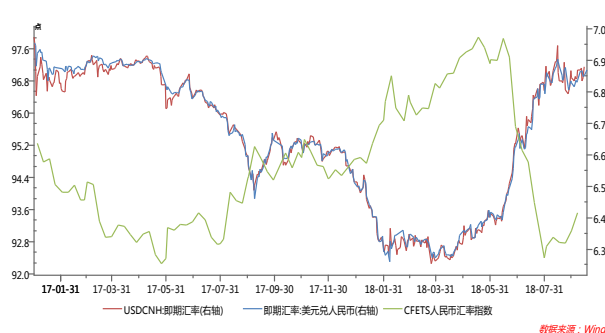
一定压力，但经济基本面总体韧性较强，逆周期因子重启后市场预期合理分化，有望使人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，预计人民币汇率将逐步企稳，双向宽幅波动。

欧、英央行谨慎议息，美国经济数据喜忧参半，避险情绪和美联储加息预期支撑美元。上周五，美元指数收于94.98，较前一周下跌0.45%。一是“内忧外患”制约货币政策正常化，欧洲央行按兵不动，欧美政策货币分化持续仍在。外部因素上，贸易保护主义挥之不去，英国脱欧前景依旧不明，对外贸易表现不佳成为欧元区经济继续寻底的重要诱因；内部因素上，以意大利为代表的边缘欧洲国家面临金融脆弱性的考验，财政问题很可能成为矛盾激化的导火索。同时，欧洲近期公布经济数据显示欧元区经济增长持续回落，欧洲与美国货币政策分化仍将持续。二是美国经济向好，美元有望进一步走强。上周美国公布PPI、CPI数据不及预期，但结合前期公布非农就业数据中薪资增长2.9%，强劲的二季度GDP增长（4.2%），以及创14年新高的制造业PMI指数（61.3），预计美国通胀将在当前水平进一步加速。经济基本面高景气叠加稳步收紧的货币政策，为美元进一步走强提供坚实的基本面；同时，欧日经济表现平淡、政局不稳以及新兴经济体风险演化短期难以结束，也将为美元上涨提供助力。

图表 17. 美元指数、欧元兑美元



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

## 商品市场

美元走强且避险属性削弱打压金价，英镑和欧元升值对金价形成阶段性支撑。预计在美联储9月会议前金价呈现弱势震荡。美国制裁打压伊朗和2019年原油产量增幅小于之前预期抬升油价。美国仍然主导国际油价变动、全球经济支撑原油需求、美元短期压制油价，预计未来震荡且有一定下行压力。

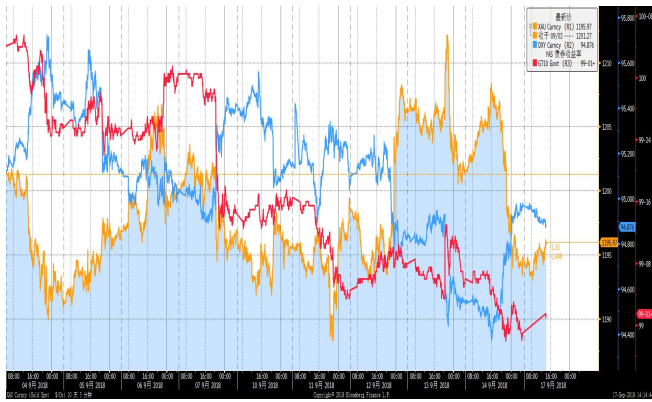
美元走强且避险属性削弱打压金价，英镑和欧元升值对金价形成阶段性支撑。预计在美联储9月会议前金价呈现弱势震荡。周五国际黄金收于1193.31美元/盎司，全周黄金下跌2.05美元，跌幅0.17%。周一由于英国脱欧协议将很快达成的希望提振英镑和欧元兑美元上涨，令英国和欧元区投资者购买黄金更便

宜，现货金价格持稳。此后金价逼近每盎司 1200 美元令投资者买入且美元兑一篮子主要货币下跌，金价转升。之后中美将进行新一轮谈判的预期令投资者买入较高风险资产，而非在黄金中避险，金价下滑。周五报导称美国总统特朗普指示助理，将实施对更多中国进口商品征收关税措施后，美元兑人民币走强，金价转跌。**近期来看，一是黄金价格变动仍主要受美元指数变化影响，英镑和欧元升值对金价形成阶段性支撑。二是由于近期风险事件主要为由美国主导的贸易摩擦，当市场风险情绪上升时，美元和美债成为市场更加青睐的避险资产，黄金避险属性相对较弱；而当市场风险情绪下降时，市场追逐高风险资产，黄金价格下跌。黄金市场情绪较为偏空。展望未来，我们认为金价将维持弱势震荡。一是美国经济相对欧洲表现良好，美元指数大概率将维持高位震荡，对金价形成压制。二是由于美国经济在 2019 年以后增速可能放缓，美国挑起的贸易摩擦边际效应减弱，市场避险情绪可能下降，不利于金价上行。三是 9 月 27 日美联储议息会议大概率加息，按照历史情况看在市场公认会加息的 FOMC 会议前金价波动较小，投资者均会保持耐心和谨慎。**

**美国制裁打压伊朗和 2019 年原油产量增幅小于之前预期抬升油价。美国仍然主导国际油价变动、全球经济支撑原油需求、美元短期压制油价，预计未来震荡且有一定下行压力。上周国际油价先涨后跌。美国 WTI 原油期货上周涨 1.79%，报收于 68.99 美元/桶，布伦特原油上周涨 1.65%，报收于 78.09 美元/桶。周一由于彭博数据显示美国原油库存正上升，与此前能源信息提供商 Genscape 预期原油库存下降的报告相矛盾导致油价涨跌互现。此后受美国制裁打压伊朗原油出口，且预计美国 2019 年原油产量增幅小于之前预期所引发的供应担忧影响，油价周二周三连续上涨。之后因投资者聚焦新兴市场危机风险以及贸易争端可能削弱原油需求影响，油价下行。此后市场担心美国对更多中国商品征收关税和美国对伊朗实施新的制裁，油价涨跌互现。一是美国仍然主导国际油价变动。一方面，美国是目前全球地缘政治摩擦的主要发起者，其制裁信息等打压中东原油出口，降低原油供给；另一方面，美国是页岩油的最大生产国，其原油库存数量和价格策略对国际油价变动有重要作用。二是全球经济复苏在 2019 年以后可能更加缓慢，但 2018 年下半年仍然乐观。近期贸易摩擦影响边际减弱，市场有一定的原油需求缩减担忧但大幅缩减的可能性不大。三是美元近期仍将维持高位震荡，对油价形成短期压力。展望未来，预计原油价格将维持震荡，有一定下行压力。**

图表 19. 黄金价格、美元指数和 10 年美债收益率

图表 20. 布伦特及美国原油



来源: Bloomberg、中国农业银行金融市场部

### 三、市场展望与策略

中国经济数据显示短期宏观经济有一定韧性，但市场对于经济基本面的判断仍有分歧。美国经济数据强劲基本坐实9月加息，但市场预期充分；中美贸易形势有缓和迹象。资金面预计维持稳定，债市收益率曲线可能走平，权益类市场仍较疲弱。美元预计维持震荡，人民币仍有调整压力；长期美债收益率有上行压力；金价短期吸引力提升，油价预计维持震荡。

**宏观经济方面**，上周公布了8月份CPI、PPI、社会融资、工业增加值、固定资产投资及社会消费品零售额数据。其中，8月份通胀略有回升，工业增加值、消费略高预期，但实体融资需求仍未明显起色，显示在稳增长政策下实体经济略有回升，我国经济面对下行压力展现出一定韧性，预计未来GDP增速快速回落的可能性较低，但根基仍不牢靠，市场对于经济的整体预期仍存在较大分歧，一方面乐观派认为未来基建投资可能回升、以及贸易形势缓和，均有利于支持当前宏观经济，而另一方面悲观派则认为实体需求正在下滑，加上消费增长乏力，未来经济仍存下行压力；政策方面，预计未来货币政策将更加注重“稳增长”，整体保持适度宽松的状态，以对冲外部冲击及内需疲弱带来的压力，减税相关政策可能将继续有针对性措施出台；同时，如何理顺利率传导机制，从宽货币到宽信用，让流动性进入实体经济将成为未来政策关注的重点。

**海外方面**，美国8月PPI环比-0.1%，预期0.2%，核心PPI环比-0.1%，预期0.2%；CPI环比0.2%，预期0.3%，核心CPI环比0.1%，预期0.2%。8月PPI和CPI数据均低于预期，显示美国当前通胀步伐有所放缓，经济处于温和上行阶段，尚未过热。美国经济基本面较好，其他宏观数据仍保持强劲，数据公布后2年期、10年期美债收益率变化不大，市场并未因为通胀数据走弱而改变对美联储加息和未来通胀走势的预期，下周加息仍是大概率事件。中美贸易战方面，商务部表示中方已收到美方贸易谈判邀请，双方正就具体细节进行沟通，重启谈判是积极的信号，未来贸易战可能会有所缓和。欧洲央行公布9月政策利率会议决议，维持三大利率和购债规模不变，重申将保持利率不变至少至2019年夏天，将于12月底结束QE，并下调今明两年GDP增速预期，维持通胀率预期不变。欧洲央行行长德拉吉指出，下调经济增长预期主要和外需疲软、全球贸易摩擦和新兴市场动荡有关。

**国内市场策略**：资金面方面，本周将继续迎来地方债发行高峰，同时缴税期来临、MLF到期，预计央行将继续通过公开市场操作投放流动性，资金面将维持上周整体均衡态势，大幅转紧的概率不大。债券市场方面，海外美债继续触及3%关键点位、联储加息国内是否跟随、地方债发行继续放量依然是制约债市表现的主要因素，但另一方面，近期债市调整基本反映相关预期，且地方债发行高峰开始步入尾声，以及缴税期如资金面依然维持宽松态势，则有利于支撑当前收益

率，预计收益率仍然维持震荡走势为主，临近美联储加息可能短端收益率有上行的压力，收益率曲线整体有走平趋势。权益类市场方面，平安资管裁撤权益部门传闻坐实，短期可能继续打压股市多头情绪，预计权益类市场仍然维持偏弱格局，但短期整体估值吸引，预计调整空间不大。

**国际市场策略：**尽管美国经济数据依旧强劲，但资产价格高企、联储加息预期强化下美元继续走强概率不大，近期美元指数持续于95位置保持震荡，短期向上或向下突破的概率不大；欧元区在经历经济增速回落、部分地区政治局势不稳定后，短期市场对其的信心开始恢复，预计欧元短期可能走强；人民币短期仍有贬值压力，尤其是中国央行如不跟随美联储加息，短期仍有一定冲击。美债方面，上周10年期美债突破3%关键点位后仍在3%以下徘徊，在收益率曲线正常化下长端收益率仍有一定上行压力。商品方面，金价连续调整后短期有企稳迹象，美元出现震荡下金价吸引力提升，如避险情绪升温可能刺激金价走强；油价短期预计继续维持震荡走势，当前位置反映较为均衡的原油供需。



## 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							
下调评级或展望							
印纪娱乐传媒股份有限公司	零售业	新世纪信评	2018-09-10	C		CCC	
万正投资集团有限公司	零售业	鹏元资信	2018-09-13	B+	负面	BB+	负面
吉林利源精制股份有限公司	零售业	联合信用	2018-09-13	BBB	负面	A	负面

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。