



2018年9月25日

联储加息在即，债市保持震荡

宏观经济

■ **国际宏观：**日本央行按兵不动并称将在相当长时间内保持极低利率水平，黑田东彦表示7月会议决定总体上是对宽松政策力度的加强，8月ETF买入减少并不意味着政策转向；受制于通胀目标达成进度，日本央行维持宽松态势的趋势短期内不会改变。

■ **国内宏观：**中共中央、国务院发布关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见，侧重从供给侧解决消费结构不平衡、居民高负债挤出消费等问题，未来应重点关注中低收入地区基础设施建设及消费活力激活情况。

金融市场

■ **货币政策及资金面：**上周适逢税期，央行加大资金投放力度。全周通过逆回购投放600亿元。同时还进行了2650亿1年期MLF操作和1200亿元国库现金定存招标。前半周面临缴税因素影响，央行投放流动性，资金面结构性紧张，资金利率有所上行，下半周在财政投放助力下，央行顺势回笼流动性，资金面保持中性偏宽松。本周公开市场有2900亿逆回购到期，同时适逢季末与国庆假期，同时美联储议息会议大概率加息。预计流动性整体中性，结构性紧张。预计央行会通过公开市场适度投放流动性。

■ **债券市场：**政策方面，中美贸易争端仍未有好转态势，在目前贸易形式不明朗的情况下，国内政策致力于稳投资、稳融资、稳消费，政策发力的实际成效仍需高度关注。一级市场方面，利率债发行量较前周有小幅下降，需求较好，信用债整体发行规模较上周有所增加。二级市场方面，前半周受资金面结构性收紧、稳投资政策预期以及美债收益率持续上行的影响，市场情绪较为谨慎，债券收益率大幅上行；后半周中美贸易谈判处于僵局，避险情绪升温，收益率小幅回落。全周来看，市场仍未出现趋势性变化，多空因素交织。上周信用债收益率各期限有所分化，除3年期信用利差走阔以外，其他期限信用利差普遍收窄。

■ **外汇市场：**美元指数延续弱势，短期来看，9月联储议息会议需重点关注其对未来中性利率水平的预期引导。中期看，中期选举将是美元指数是否继续趋弱的重要节点。人民币方面，央行货币政策工具出海，人民币大幅下跌可能性进一步下降。

■ **商品市场：**贸易摩擦对金价的打压边际减弱，但美股和美债上涨限制了黄金涨幅，金价围绕1200一线窄幅震荡。预计加息前金价将维持弱势震荡。美伊制裁持续发酵，OPEC+会议并未额外增产，原油价格强劲收涨。预计四季度油价将维持高位震荡。

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

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

日本央行按兵不动并称将在相当长时间内保持极低利率水平，黑田东彦表示7月会议决定总体上是对宽松政策力度的加强，8月ETF买入减少并不意味着政策转向；受制于通胀目标达成进度，日本央行维持宽松态势的趋势短期内不会改变。

日本央行在9月会议上宣布维持政策利率-0.1%不变，维持日本10年期国债收益率目标0%不变，并称将会在相当长的时间内保持目前极低的利率水平。黑田东彦在会上重申并补充了此前公布的货币政策，表示本次会议维持收益率曲线控制政策（YCC）不变，日本央行将继续保留负利率政策和10年期国债收益率目标，也会保留J-Reit和ETF买入。因通胀率仍远低于2%的目标，日本央行承诺长时间维持利率在非常低的水准。

同时，黑田东彦回应了此前市场对于货币政策的观点，称7月会议决定总体上是对宽松政策力度的加强，8月ETF买入减少并不意味着政策转向。此前，由于疲软的通胀迫使其维持大规模刺激措施的时间超过预期，日本央行已于7月采取措施增加了政策框架的可持续性，包括允许债券收益率在零目标位附近更加灵活地波动，以及提高了债券购买及股票ETF购买的灵活性。而在9月初，日本央行宣布将把每月购债频次从8月的6次降到9月的5次，但将每次最大购债规模由5000亿日元提高到6000亿日元，市场对日本央行货币政策实际上是收紧还是放松了出现分歧。黑田称，鉴于通常夏季交投清淡，因此目前评估7月调整对日债的影响为时过早，但7月份的决定总体上是对宽松政策力度的加强。黑田东彦也提及了8月ETF购买减少的问题。7月会议后，日本央行在日东证指数下跌超过0.2%时，多次未介入市场，而此前，每当日本东证指数下跌超过0.2%，日本央行便会介入买入ETF，防止可能出现的崩盘。对此，黑田表示这并不意味着政策转向，ETF买入规模并不设预先确定的数字，可以灵活调整。

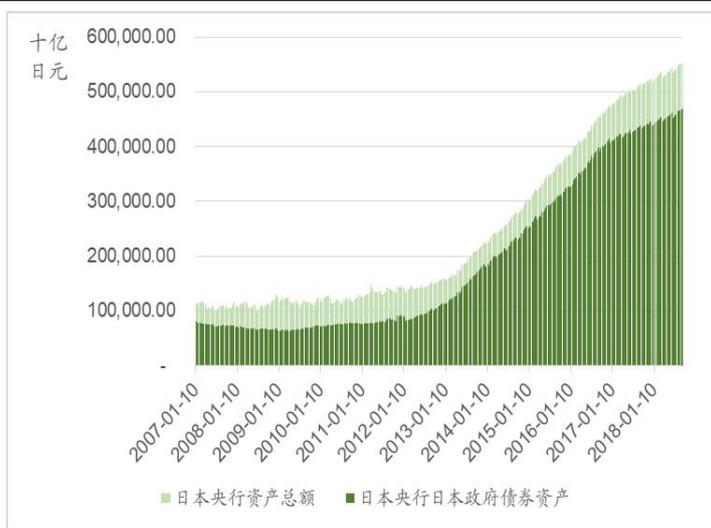
整体来看，日本央行货币政策受制于通胀目标达成进度，维持宽松态势的趋势短期内不会改变。8月日本CPI同比增1.3%，核心CPI同比增0.9%，与日本央行2%的通胀目标仍有较大差距，日本央行也有力回应了市场关于宽松政策转向的观点，预期短期内宽松态势仍将延续。

图表 1. 日本通胀仍未达到 2% 目标



数据来源: Wind 资讯

图表 2. 日本央行仍在扩表阶段



数据来源: Wind 资讯

国内宏观

中共中央、国务院发布关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见，侧重从供给侧解决消费结构不平衡、居民高负债挤出消费等问题，未来应重点关注中低收入地区基础设施建设及消费活力激活情况。

上周，中共中央、国务院发布关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见，总体目标包括居民消费率稳步提升、服务消费占比稳步提高、全国居民恩格尔系数逐步下降等。意见指出，要构建更加成熟的消费细分市场，壮大消费新增长点，促进实物消费不断提挡升级、促进实物消费不断提挡升级、推动农村居民消费梯次升级。近年来，我国消费规模持续扩大，消费水平不断提高，消费结构改善优化，消费对经济发展的基础性作用进一步凸显。数据显示，消费对中国经济增长的贡献率自 2015 年以来已连续 3 年保持在 50% 以上。今年以来，随着外部贸易摩擦压力的增大，消费支出贡献率进一步提升至 77% 以上，已成为经济增长的“稳定器”。

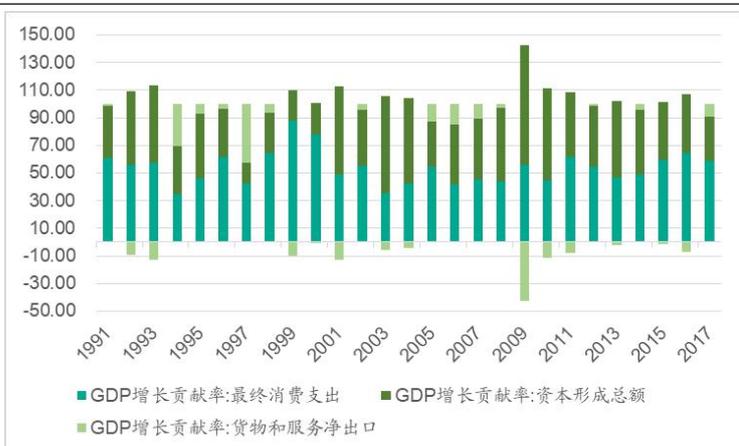
虽然我国已经呈现出消费服务化、消费个性化、多样化等趋势特征，但也存在社零增速整体下台阶、最终消费率偏低、城乡消费不平衡、居民高负债挤出消费等问题。今年以来，社会消费品零售总额增速下滑至个位数，整体增速中枢下移，虽然其中有消费服务化倾向带来的新变化，但棚改货币化退潮拉低房地产下游消费、汽车消费增长回落的影响也不容忽视，消费新支撑点有待发掘，社零增速继续承压。2017 年我国最终消费率为 53.60%，仍显著低于美欧日等主要发达国家 80% 左右的水平，也低于 2016 年全球综合最终消费率 72.94%。由于各

国政府消费率基本在10%-20%区间内，拉低我国最终消费率还是源于居民端。

居民端消费不足主要源于消费结构不平衡和居民高负债挤出消费两方面。一是不同地区消费结构不平衡问题突出。在城乡消费水平对比上，2008年以来，城镇消费与农村消费差距有所缩小，但仍是农村消费的2.7倍左右。一方面这是由城乡收入差距较大造成，同期全国城镇居民人均可支配收入是农村居民可支配收入的2.7倍左右，可支配收入的差异决定了二者消费水平的差距。另一方面，城乡供给结构失衡，网购带来的较低价格和便利服务惠及农村居民的程 度有限。农村地区缺乏人口聚集效应带来的消费流量且物流运输等基础设施建设较为落后，导致农村地区供应链成本及商业运营成本较高，农村居民面临同质产品支付的价格更贵，农村地区消费升级仍然任重道远。在一线城市与其他城市间，商品与服务结构差异也较大。一线城市可以提供更好的教育、医疗等服务，居民可消费商品层次也更为丰富，其他城市的消费供给可能无法满足当地居民的消费需求。二是居民高负债影响居民消费能力。2015年之后房地产价格再次快速上涨，带动居民杠杆率进一步提高，二季度末，居民杠杆率已达到51%的水平。一方面，长期购房贷款支出直接压缩居民可供消费收入，对居民消费尤其是中等收入居民消费形成较大挤出效应。另一方面，高企房价带来的财富不平衡造成了消费分层现象，这可能也是消费升级与消费降级并存的潜在原因。

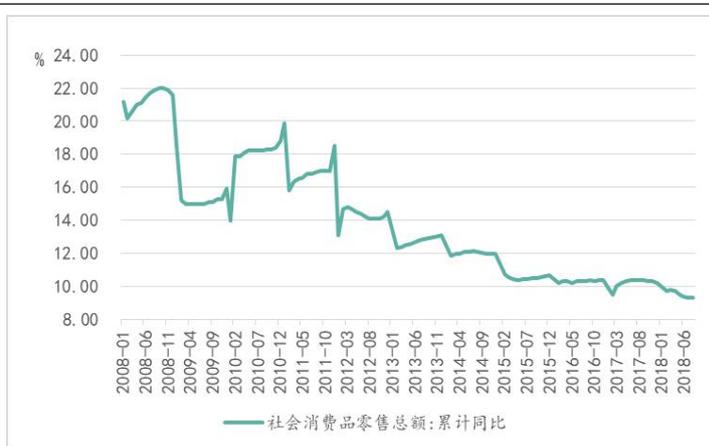
《若干意见》针对消费结构不平衡的问题，提出要推动农村居民消费梯次升级、推动电子商务向广大农村地区延伸覆盖、健全农村现代流通网络体系；针对高负债率挤出消费的问题，提出要完善有利于提高居民消费能力的收入分配制度，增加低收入群体收入，扩大中等收入群体，并从大力发展住房租赁市场、推进个税改革等方面予以支持。整体来看，意见对于消费不足问题，主要从供给侧提出对策，未来应重点关注中低收入地区基础设施建设及消费活力激活情况。

图表 3. 1991 年以来三大需求对 GDP 增长贡献率



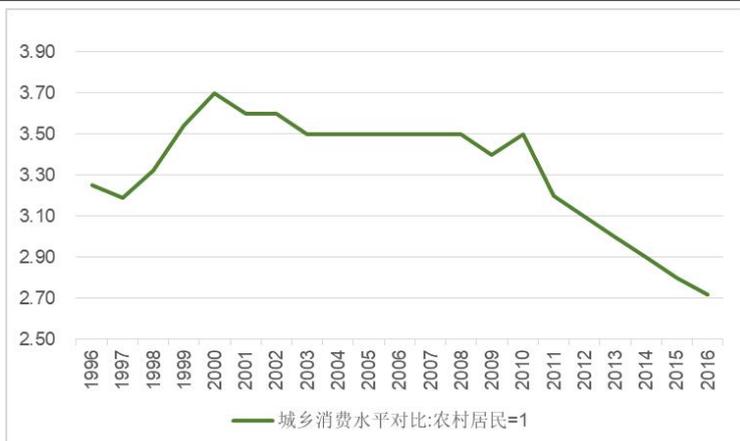
数据来源: Wind 资讯

图表 4. 社零增速整体下台阶



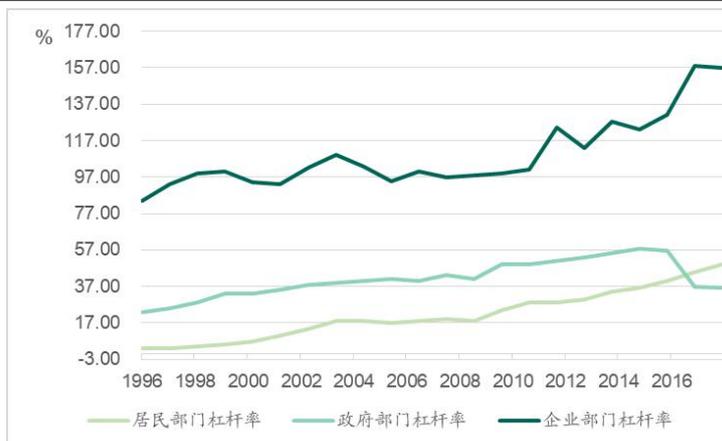
数据来源: Wind 资讯

图表 5. 城乡消费不平衡



数据来源: Wind 资讯

图表 6. 居民杠杆率持续上升



数据来源: Wind 资讯

二、金融市场

货币政策与资金面

上周适逢税期, 央行加大资金投放力度, 全周通过逆回购投放600亿元。同时还进行了2650亿1年期MLF操作和1200亿元国库现金定存招标。前半周面临缴税因素影响, 央行投放流动性, 资金面结构型紧张, 资金利率有所上行, 下半周在财政投放助力下, 央行顺势回笼流动性, 资金面保持中性偏宽松。从本周看, 公开市场有2900亿逆回购到期, 同时适逢季末与国庆假期, 同时美联储议息会议大概率加息。预计流动性整体中性, 结构性紧张。预计央行会通过公开市场适度投放流动性。

上周适逢税期, 央行加大资金投放力度。全周通过7天和14天逆回购, 分别向市场投放了2300亿和1000亿流动性, 全周有2700亿逆回购到期, 合计通过逆回购投放600亿元。同时, 在周一央行还进行了2650亿1年期MLF操作, 周五进行了1200亿元国库现金定存招标, 中标利率3.71%, 较上期下降9个基点。具体来看, 前半周面临缴税因素影响, 央行投放流动性, 资金面结构型紧张, 资金利率有所上行, 下半周在财政投放助力下, 央行顺势回笼流动性, 资金面保持中性偏宽松。

从央行近期的操作来看, 加大了MLF的使用频率, 每个月一般进行2次MLF操作。一方面通过中长期限资金的投放, 维护流动性, 另一方面通过这种方法抬升利率中枢的价格, 也减少机构套利行为。总体上维持了量稳价升的局面。未来

来看，在美联储可能年内两度加息，中美利差收窄的大背景下，央行或继续使用类似操作，保持流动性合理充裕，同时货币利率维持在合理区间，难以大幅下行。

从本周看，公开市场有2900亿逆回购到期，同时适逢季末与国庆假期，同时美联储议息会议大概率加息。预计流动性整体中性，结构性紧张。预计央行会通过公开市场适度投放流动性，同时跟随上调政策利率的可能性不大，但不能排除，仍需密切关注。

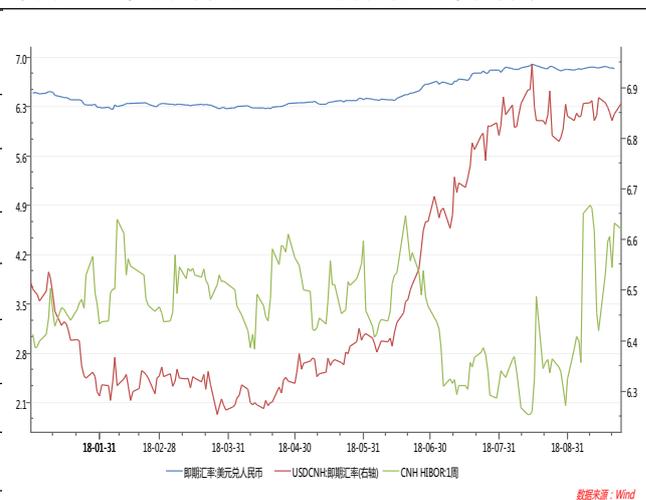
质押式回购利率方面，短端利率先升后降，14天跨季利率整体上行。具体来看，截止9月21日，R001加权平均利率为2.55%，较前周上行4bp；R007加权平均利率为2.66%，较前周上行7bp；R014加权平均利率为3.15%，上行21bp。存单利率先降后升，具体来看，3个月AAA+同业存单利率为2.68%，较前周上行3bp，6个月AAA+同业存单利率为3.28%，较前周上行3bp，9个月AAA+同业存单利率为3.48%，较前周下行2bp。

汇率方面，近期因全球风险意愿回升，抑制对美元避险需求，美元指数回落。人民币汇率小幅升值，9月21日在岸汇率收报在6.8390，离岸汇率收报在6.8482，分别较前周升值131基点和320基点。另外，9月20日，中国人民银行和香港特别行政区金融管理局签署协议，旨在便利中国人民银行在香港发行央行票据，丰富香港高信用等级人民币金融产品，完善香港人民币债券收益率曲线。同时人民银行也可以通过发行央行票据来调节离岸人民币流动性，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。消息既出，离岸人民币流动性大幅收紧。全周来看，隔夜上行208bp至4.56%，7天上行153bp至4.65%，14天上行98bp至4.66%。总体来看，美联储加息将使人民币汇率承受一定压力，但在央行多种手段调控下，预计人民币汇率将双向波动，大幅贬值可能不大。

图表 7. 同业存放利率变动

期限	2018-9-21		2018-9-14	
	融出	融出	融入	融入
1W	2.9-2.6	2.75-0.72	2.9-2.6	2.3-0.72
2W	3.3-2.9	2.75-0.72	3.3-2.9	2.4-0.72
1M	3.5-3.2	2.8-2.4	3.5-3.2	2.7-2.5
3M	4.25-3.5	2.9-2.4	4.25-3.5	2.8-2.3
6M	5.05-4	3.55-3	5.05-4	3.5-3
1Y	5.1-4.1	3.85-3.25	5.1-4.1	3.75-3.3

图表 8. 境内外美元汇差与离岸人民币利率 (%)

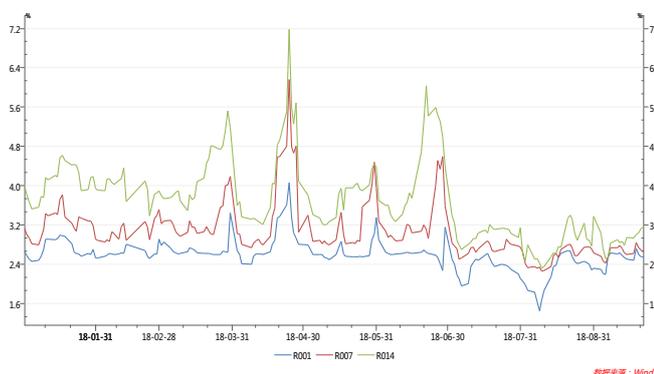


数据来源: Wind

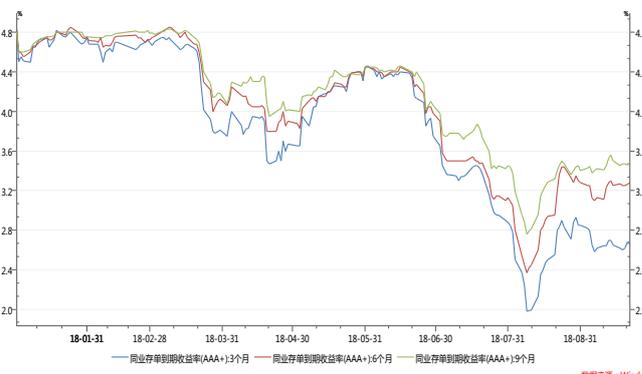
数据来源: Wind, 上海国际货币, 中国农业银行金融市场部

请参阅最后一页的信息披露和法律声明

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，上周公布数据对市场影响不大。政策方面，中美贸易争端仍未有好转态势，在目前贸易形式不明朗的情况下，国内政策致力于稳投资、稳融资、稳消费，政策发力的实际成效仍需高度关注。一级市场方面，利率债发行量较前周有小幅下降，需求较好，信用债整体发行规模较上周有所增加。二级市场方面，前半周受资金面结构性收紧、稳投资政策预期以及美债收益率持续上行的影响，市场情绪较为谨慎，债券收益率大幅上行；后半周中美贸易谈判处于僵局，避险情绪升温，收益率小幅回落。全周来看，市场仍未出现趋势性变化，多空因素交织。上周信用债收益率各期限有所分化，除3年期信用利差走阔以外，其他期限信用利差普遍收窄。展望本周，第一，周中美联储加息，需重点关注国内央行的动作。目前在稳融资的背景下，直接跟随对OMO利率加息概率不大，而不做任何操作也会受到汇率压力的掣肘。通过引导提高资金市场利率的方式对冲外汇市场压力，同时不释放紧缩信号影响金融市场及实体经济预期的对冲型操作概率较大。从历次美联储加息影响来看，预计收益率呈现“加息前上行、加息后回落”的态势。第二，目前中美贸易摩擦形式仍然复杂，有消息报道在美国中期选举前，双方较难进行谈判，中期来看避险情绪仍会限制收益率的上行幅度。预计本周短端收益率在季末以及海外因素影响下有所上行，中长端仍维持窄幅震荡。

债券市场无风险利率

基本面：海外方面，美国8月零售销售环比0.1%，创六个月最小增幅，不及预期0.4%和前值0.5%，主要原因是消费者减少对汽车和服装的购买，近期维持高位的油价可能会使其他类别的消费减少。不过7月环比增速从0.5%上修至0.7%，意味着能继续保持对第三季度经济强劲增长的预期。欧元区公布8月调和CPI同比终值2%，环比0.2%，核心调和CPI同比终值1%，符合预期，欧洲央行执委表示通胀前景方面的不确定性正在消退，预计通胀率将进一步向欧洲央行目

标靠拢。欧元区9月制造业PMI初值回落至53.3，不及预期54.5和前值54.6。贸易摩擦外加英国脱欧，全球需求下降，避险情绪日益加剧，去库存化以及欧元区内部和其他地区政治不确定性上升都加剧了商业活动的放缓。

国内方面，外管局公布8月银行结售汇数据。1-8月，银行累计结售汇逆差766亿元（等值105亿美元），银行代客累计结售汇顺差2052亿元；8月银行结售汇逆差1017亿元人民币（等值149亿美元），8月银行代客结售汇逆差633亿元。其中8月银行代客结售汇逆差显著扩大，创逾一年来最大逆差。这一表现差于市场预期，银行代客结售汇逆差的飙升，表明居民部门贬值预期有所增强。这与稍早前公布的外汇储备和央行口径外汇占款数据中得到印证，8月外汇储备减少了82.3亿美元，外汇占款环比减少23.95亿元，结束7个月连增。

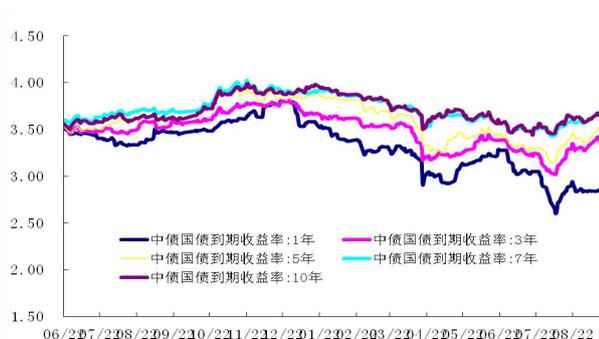
政策方面：中美贸易摩擦仍未缓和，美国于9月24日开始对产自中国的2000亿产品加征10%关税。特朗普还称，如果中国采取报复行动伤害“美国农民和其他产业”，美国将对中国产2670亿商品加征关税。国内方面，9月18日针对美方对中国产品加征关税的行为，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的5207个税目、约600亿美元商品，加征10%或5%的关税，自2018年9月24日12时01分起实施。9月24日，国务院新闻办公室发表《关于中美经贸摩擦的事实与中方立场》白皮书，以大量数据事实证明中美双方贸易往来是合作共赢局面，反驳此前美国对中国加征关税的理由。原定于本周开展的中美贸易谈判也被取消，市场避险情绪仍然浓厚。

上周国常会会议指出，要聚焦补短板扩大有效投资，按照既不过度依赖投资、也不能不要投资、防止大起大落的要求，稳住投资保持正常增长。同日发改委在“加大基础设施补短板力度，稳定有效投资”新闻发布会上，提出将进一步加大项目储备力度、加快项目前期工作推动开工、保障在建项目后续融资等，提高投资针对性和精准性。叠加人民银行表示金融机构要进一步加大对民营企业的融资、国务院发布《关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见》，可以看出在目前贸易形式不明朗的情况下，国内政策致力于稳投资、稳融资、稳消费，政策发力的实际成效仍需高度关注。

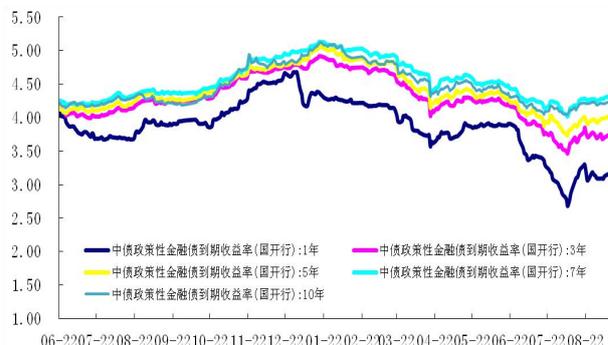
上周四人民银行和香港特别行政区金融管理局签署了《关于使用债务工具中央结算系统发行中国人民银行票据的合作备忘录》。在本周美联储加息前，央行通过提前收紧离岸流动性，有助于保持汇率稳定，同时为境内货币政策提供一定空间。

供需方面：一级市场方面，上周国债发行3只，金额1000亿元；政策性金融债发行8只，金额共计488.30亿元；地方债发行71只，金额合计3788.85亿元。利率债发行量较前周小幅增加，地方债发行量较前周有大幅增加，总体需求较为旺盛。二级市场方面，债券收益率先上后下，具体来看，1年期国债收于3.03%，较前一周上行16bp，10年期国债收于3.68%，较前一周上行4bp。1年期国开债收于3.10%，与前周保持持平，10年期国开债收于4.27%，较前周上行4bp。

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

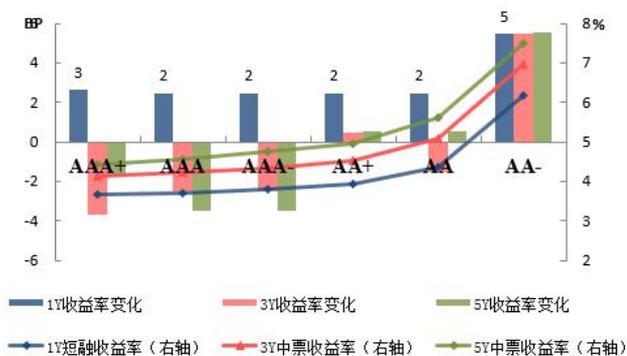
市场情绪: 前半周受资金面结构性收紧、稳投资政策预期以及美债收益率持续上行的影响,市场情绪较为谨慎,债券收益率大幅上行;后半周中美贸易谈判处于僵局,避险情绪升温,收益率小幅回落。全周来看,市场仍未出现趋势性变化,多空因素交织。

8月份以来,债市做多情绪普遍降温,长端利率震荡偏弱。对比来看,与2015年上半年行情类似:首先是在经济下行压力加大下,先经历一段超过100BP下行幅度的大牛市;随后2015年3月份首批1万亿地方政府置换债的发行计划公布,供给压力有所提升。虽然央行宽松的货币政策也未曾转向,但收益率持续上行。今年8月份专项债发行接近4300亿元,而9月份发行量可能将会超过5700亿元。同时财政部要求地方债投标利率较国债均值至少上浮40bp,短期内国债的性价比和配置需求都出现了明显下滑。2018年上半年看多债市的主线逻辑是贸易战和融资收缩,但目前国内政策持续发力,主线逻辑对于行情的推动力逐渐减弱。

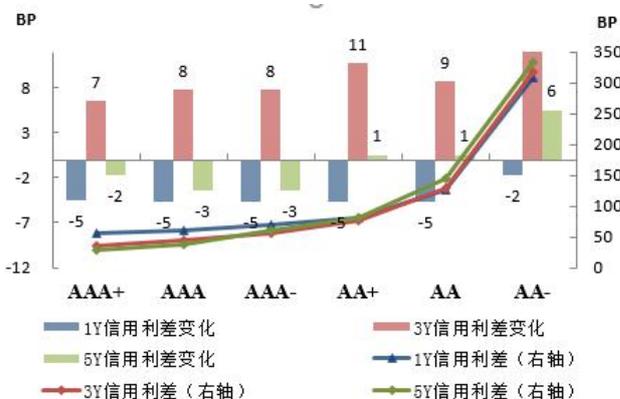
信用市场

一级市场方面,同业存单发行5529亿元,短融发行394亿元,中票发行317.10亿元,企业债发行53亿元,公司债发行196.59亿元,信用债整体规模较前周略有减少。二级市场方面,各期限信用债收益率有所分化。分品种看,相较于前周,AA+级及以上1年期短融收益率上行2-3bp,3-5年期中票下行2-4bp。上周除3年期信用利差走阔以外,其他期限的信用利差普遍小幅收窄。AA+及以上1年期短融利差下行2-5bp,3年期中票利差上行7-12bp,5年期中票利差下行2-3bp。

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: 上周共发起 2 起信用债违约事件: (1) 利源精制公告称, 因公司目前资金周转困难, 截至 9 月 20 日公司尚未足额支付“14 利源债”2018 年利息至中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司指定账户。公司预计不能按期支付“14 利源债”的利息。(2) 海航集团下属公司海航创新由于流动资金紧张, 未能归还湖南信托 3 亿元信托借款。新世纪评级称将持续关注上述事项后续处理情况及影响。涉及个券: 09 海航债, 13 海航债, 15 海航债, 16 海航 01, 16 海航 02。

展望本周, 第一, 周中美联储加息, 需重点关注国内央行的动作。目前在稳融资的背景下, 直接跟随对 OMO 利率加息概率不大, 而不做任何操作也会受到汇率压力的掣肘。通过引导提高资金市场利率的方式对冲外汇市场压力, 同时不释放紧缩信号影响金融市场及实体经济预期的对冲型操作概率较大。从历次美联储加息影响来看, 预计收益率呈现“加息前上行、加息后回落”的态势。第二, 目前中美贸易摩擦形式仍然复杂, 有消息报道在美国中期选举前, 双方较难进行谈判, 中期来看避险情绪仍会限制收益率的上行幅度。预计本周短端收益率在季末以及海外因素影响下有所上行, 中长端仍维持窄幅震荡。

外汇市场

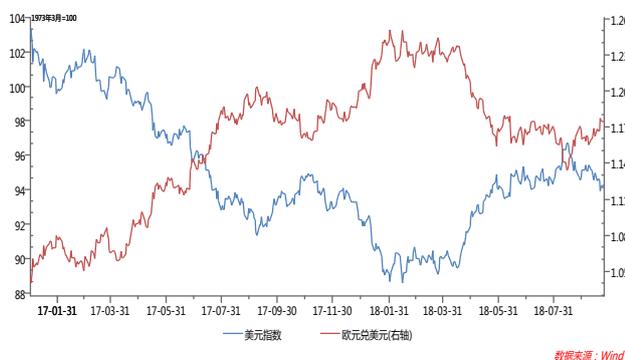
美联储加息在即, 美元指数延续弱势, 短期来看, 9 月联储议息会议需重点关注其对未来中性利率水平的预期引导。中期看, 中期选举将是美元指数是否继续趋弱的重要节点。人民币方面, 央行货币政策工具出海, 人民币大幅下跌可能性进一步下降。

美联储加息在即, 美元指数延续弱势, 中期选举将成为重要节点。本周美联储 9 月份议息会议基本确定再次加息, 但该信息此前已被市场充分预期。欧央行 9 月议息会议表明将在年内结束 QE, 并可能在明年中段开启加息, 市场之前对欧元区、日本经济

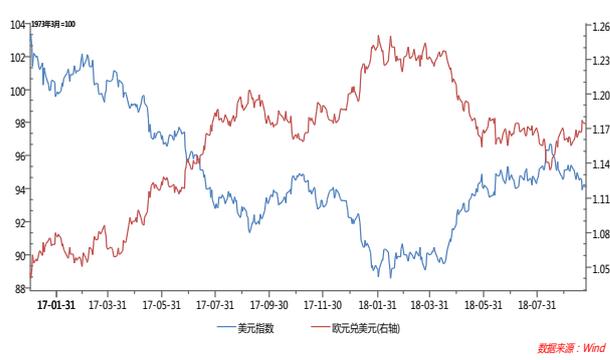
增长和货币政策的预期过低，近期逐渐有修复迹象，美元指数上周累计下跌0.8%，收于94.21。短期来看，9月联储议息会议需重点关注其对未来中性利率水平的预期引导。今年6月FOMC投票点阵图显示联邦基金利率中性水平将在2.9%附近，当前联邦基金利率区间为1.75%-2%，若年内美联储加息两次，则年末联邦基金利率将达到2.5%附近。美联储对明后两年联邦基金利率的预期中位数分别是3.1%和3.4%，如联邦基金利率中性水平的预期引导发生修正，则美债10年期收益率中枢或将对应调整。中期看，中期选举将是美元指数是否继续趋弱的重要节点。近期，美元指数有所走弱，主要原因包括特朗普“通俄门”升级，其支持率下降、中期选举可能失利等政治因素，也包括NAFTA谈判进展不顺，欧央行逐渐推动货币收紧等经济和货币政策因素。若特朗普中期选举失利，基建、财政刺激大概率无法兑现，美国经济或将难以维持强势复苏态势。随着欧日央行货币政策收紧，美元指数或将逐步走弱。

央行货币政策工具出海，离岸人民币维持强势。周五，在岸人民币兑美元收盘报6.8390，创9月7日以来新高，当周累计上涨131点。人民币兑美元中间价累计调升5个基点。隔夜美元指数大幅下行，但小长假临近，客盘购汇需求增加，这也导致客盘对美指下跌反应不大，预计短期人民币仍将延续区间宽幅震荡走势。上周四晚间，香港金融管理局宣布与中国人民银行签订《关于使用债务工具中央结算系统发行中国人民银行票据的合作备忘录》，利用金管局的债务工具中央结算系统债券投标平台，在香港招标发行中国人民银行票据，旨在便利中国人民银行在香港发行央行票据，丰富香港高信用等级人民币金融产品，完善香港人民币债券收益率曲线。中国央行要在离岸发央票已经影响离岸人民币空头人气，离、在岸汇价再现倒挂，隔夜HIBOR拆息利率亦升至近四个月新高；监管层在探索管理人民币预期的新工具，也可见其稳定市场的态度，人民币大幅下跌可能性进一步下降。

图表 15. 美元指数、欧元兑美元



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

商品市场

贸易摩擦对金价的打压边际减弱，但美股和美债上涨限制了黄金涨幅，金价围绕1200一线窄幅震荡。预计加息前金价将维持弱势震荡。美伊制裁持续发酵，OPEC+会议并未额外增产，原油价格强劲收涨。预计四季度原油供应仍有缺口，油价未来高位震荡。

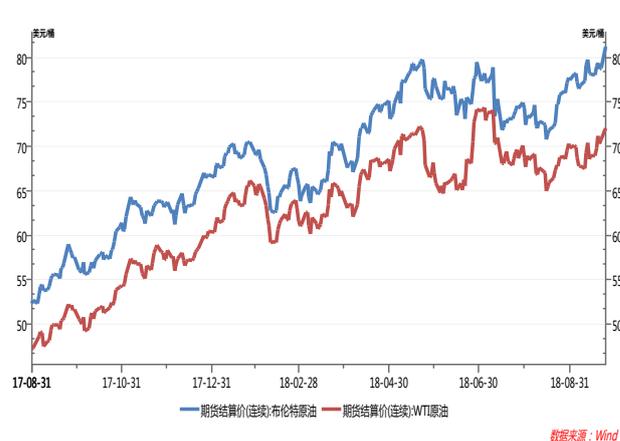
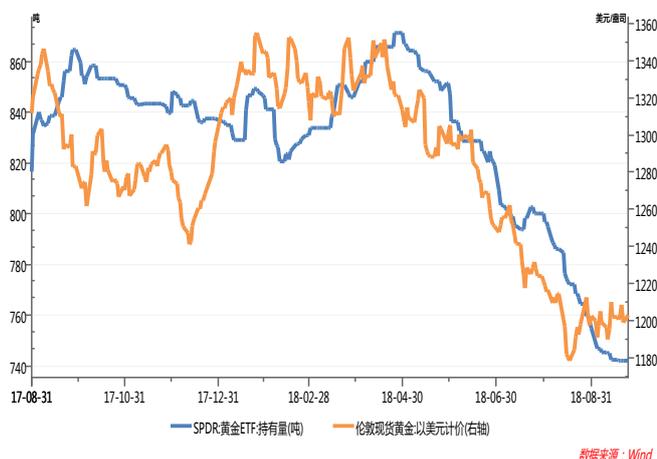
贸易摩擦对金价的打压边际减弱，但美股和美债上涨限制了黄金涨幅，金价围绕1200一线窄幅震荡。预计加息前金价将维持弱势震荡，后续仍需关注美债和美元走势。国际黄金上周收于1200关口下方，美元/盎司，累计涨幅0.3%。中美贸易紧张局势升温，但并未再度支持美元上涨，推动国际现货黄金连续四日反弹。在攀至1200关口上方后，黄金再次受阻回落，承压于1200关口下方，整体仍旧保持在短期震荡区间整理。具体来看，一是贸易摩擦引发的避险情绪有所减弱。由于美国经济表现强劲，在本轮贸易摩擦中美元和美债成为市场更加青睐的避险资产，黄金避险属性相对较弱；而当市场风险情绪回升时，市场追逐高风险资产，黄金价格下跌。黄金市场情绪整体较为偏空。上周美国对价值约2000亿美元进口自中国的商品征税10%，低于此前预期的25%，美元回落，金价反弹。但市场风险情绪回升支撑股市大涨，限制了金价的上涨动能。二是美联储加息在即，市场整体情绪较为谨慎。9月27日美联储议息会议大概率加息，按照历史情况看市场公认会加息的FOMC会议前金价波动较小，投资者均会保持耐心和谨慎。10年期美债收益率再度上破3%关口。展望未来，预计金价可能将维持弱势震荡。短期内需重点关注美联储对后续加息路径的指引，如果会议声明偏鹰派，黄金有可能下破区间底部，反之有望重新上探千二关口上方。总体来看，美国总体经济相对欧洲表现良好，预计年内美元指数仍有支撑，对金价形成压制。进入2019年后，美国经济增速大概率放缓，欧央行加息预期可能重启，金价或迎来反弹。

美伊制裁持续发酵，OPEC+会议并未额外增产，原油价格强劲收涨。预计四季度原油供应仍有缺口，油价未来高位震荡。美国WTI原油期货上周上涨近4.8%至71.60美元/桶，布伦特原油期货上涨3.43%至78.80美元/桶。一是美国原油库存数下降，为油价构成支撑。美国EIA原油及汽油库存下滑，美国石油钻井数大幅下降，提振原油市场情绪。二是地缘政治因素助推油价上涨。美伊关系因伊朗在周末举行的阅兵式遭到恐怖袭击而进一步恶化，目前距离伊朗第二轮制裁还有不到一个月的时间，美伊关系恶化对原油供给端不利。三是欧佩克和俄罗斯等非欧佩克产油国于9月23日在阿尔及利亚举行市场监督委员会会议，这次会议上没有针对伊朗供应下降提出任何额外的增加产量的建议，实质上拒绝了特朗普要求增加产量抵消伊朗供应缺口的要求。展望后市，一是美国仍然对国际油价变

动有重要影响，仍需关注11月6日举行的美国中期大选对伊朗制裁及贸易关系的影响。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。三是预计四季度原油供给总量仍然存在缺口。目前OPEC整体减产执行率依然有130%左右，意味着名义上仍有约35万桶/天的增产空间，但从产油国仍然有维持较高油价的动机，更为关键的是，两国能否短期快速增产仍有不确定性。俄油长表示其在16年10月产量水平上增产30万桶/天从技术上至少需要1年，而沙特达到1200万桶/天产量可能需要6个月左右。预计短期内原油价格有望维持震荡走势，未来或仍有上行空间。

图表 17. 黄金价格、美元指数和 10 年美债收益率

图表 18. 布伦特及美国原油



来源: Bloomberg、中国农业银行金融市场部

附件 1. 上周评级调整表

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							
吉林利源精制股份有限公司	材料 II	联合信用	2018-09-18	BB	负面	BBB	负面
龙跃实业集团有限公司	商业和专业服务	联合信用	2018-09-19	AA-	负面	AA	
北讯集团股份有限公司	资本货物	联合信用	2018-09-19	AA-	负面	AA	稳定
吉林利源精制股份有限公司	材料 II	联合信用	2018-09-21	CCC	负面	BB	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。