

2019年3月11日

金融市场部

欧央行欲推迟加息，两会定调政策重心

宏观经济

❖ **国际宏观：**欧洲央行超预期鸽派，宣布新的定向长期再融资操作，并称预计至少在2019年底前将保持利率不变；美国近期数据不佳，美联储在利率政策上仍采取观望态度；今年以来的风险偏好回升或因基本面疲弱的确认而中断，风险资产波动将加剧，美元资产或维持高位震荡。

❖ **国内宏观：**国内经济下行压力仍然较大，《政府工作报告》为未来宏观经济调控定下基调。下一步宏观调控将重点通过扩大开放、减税降费、增加地方债发行、引导实际利率下行、降低实体融资成本等财政、货币政策托底经济发展，预计在政策红利进一步释放后，经济将逐步企稳，中国经济增长仍具韧性。

金融市场

❖ **货币政策及资金面：**上周央行未开展逆回购操作，净回笼3245亿元。上周市场流动性总体均衡偏宽松，跨月资金品种的市场需求逐渐活跃。政府工作报告“总闸门”表述再度出现，表明未来货币政策仍将保持松紧适度，重点疏通民营企业融资渠道。本周需重点关注税收缴款因素对市场的冲击，但考虑到目前银行间资金水位依然较高，预计本周资金面仍将维持中性偏松状态。

❖ **债券市场：**上周收益率曲线平坦化下行；信用债收益率普遍上涨，信用利差走阔。上周资金面继续维持宽松局面，股债跷跷板效应持续显现，叠加欧洲央行大幅下调经济增长预期，利率债收益率全周呈现下行态势；信用债方面，股市大幅上涨使得部分债基面临赎回压力，进而出现信用债抛售现象，信用利差普遍走阔。展望本周，利率债收益率有望继续下行，预计信用利差窄幅波动。

❖ **外汇市场：**各国央行鸽派表态助推美元指数，非农数据几近停滞阻碍美元进一步走强。全球经济同步出现边际走弱迹象，各国央行均推出鸽派表态，预计短期美元仍将有所支撑。外汇市场预期继续改善，人民币小幅贬值。短期来看，3月中美有望达成贸易协议，在此之前预计人民币将延续双向波动态势。

❖ **商品市场：**美元指数走强引发黄金下跌，疲弱的美国就业数据打压美元和风险情绪，黄金跌幅收窄。美元长周期仍有走弱趋势，黄金仍有一定支撑。石油需求或将走弱，美国对委内瑞拉制裁支撑油价。预计短期看在OPEC+减产协议支撑下油价仍将有一定回升空间。

联系人

郝佳

010-85209686

haojia@abchina.com

甄志昊

010-85607523

zhenzhihao@abchina.com

张朔

021-20687246

zhang_shuo@abchina.com

程丹琪

010-85607531

chengdanqi@abchina.com

夏谱

010-85607542

xiapu@abchina.com

刘大伟

021-20687242

liudawei@abchina.com

虞汉阳

021-20687231

yuhanyang@abchina.com

宏观经济

国际宏观

欧洲央行超预期鸽派，宣布新的定向长期再融资操作，并称预计至少在2019年底前将保持利率不变；美国近期数据不佳，美联储在利率政策上仍采取观望态度；今年以来的风险偏好回升或因基本面疲弱的确认而中断，风险资产波动将加剧，美元资产或维持高位震荡。

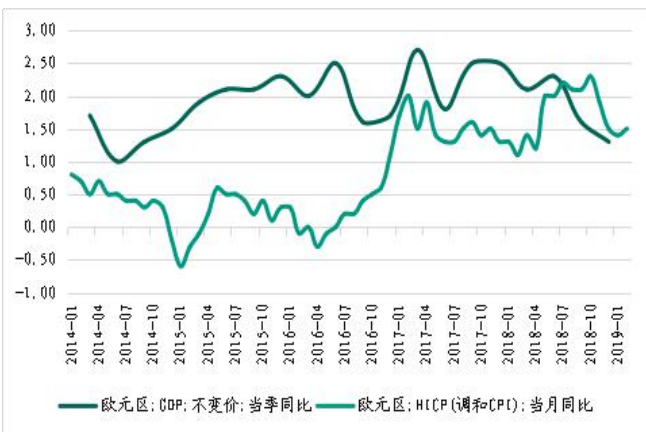
欧洲央行超预期鸽派，维持利率不变但宣布新的定向长期再融资操作，并修改利率前瞻性指引称预计至少在2019年底前将保持利率不变。欧央行于上周四晚间公布利率决议，具体来看，利率方面，此次会议欧洲央行保持按兵不动，符合市场预期。欧洲央行主要再融资利率、欧洲央行边际贷款利率和欧洲央行存款便利利率分别维持在0%、0.25%和-0.4%不变。利率前瞻指引方面，声明称预计至少在2019年底前将保持利率不变。此前的表述为“预计至少在2019年夏天前将保持利率不变”，年内加息无望被正式确认，且德拉吉在新闻发布会上表示部分官员甚至讨论保持利率不变直至2020年3月不变。定向长期再融资操作方面，声明称将从9月开始新的一系列每季度一次的定向长期再融资操作，至2021年3月结束。在TLTRO-III下，每次操作的期限均是两年；银行将可以依据截至2019年2月28日的合法总贷款存量余额为基准，借入最多30%的合格贷款，利率比照主要再融资操作的利率；同时借款利率继续包含鼓励贷款条款。这些新措施将有助于保持良好的银行贷款环境、有助于货币政策的顺利传导。欧洲央行第一批和第二批TLTRO分别于2014年和2016年启动，为银行提供无息融资。第二批TLTRO中的绝大部分将在2020年6月到期，TLTRO-III的公布有助于消除欧洲银行业的流动性压力。经济预期方面，欧洲央行大幅下调了欧元区的经济增速预期和通胀预期。将2019年通胀率预期下调0.4个百分点至1.2%，将2020和2021年通胀率分别下调0.2个百分点至1.5%和1.6%。将2019年欧元区GDP预期下调0.6个百分点至1.1%，下调2020年预期0.1个百分点至1.6%，维持2021年预期在1.5%不变。强化了欧央行认为欧元区经济增长前景面临“偏向下行”风险的观点。本次欧央行推迟利率前瞻指引、推出TLTRO-III的速度快于市场预期，行动步伐比之前的宽松政策更为迅速，反映对欧洲经济增长的担忧加剧，基本面恶化或将改变市场风险偏好。

美国近期数据不佳，美联储在利率政策上仍采取观望态度。一是去年四季度家庭财富创金融危机来最大跌幅。受四季度股市大幅调整影响，美国家庭净财富从三季度末的108万亿美元降至104.33万亿美元，为一年多新低，环比跌幅为3.5%，这也是美国家庭净财富在三年来首次季度下滑。当季家庭和非营利机构持有的股票资产价值下跌4.57万亿美元，跌幅为14%，同期的美股大盘市值抹去5.41万亿美元。二是2月非农仅增2万人，远远低于预期和前值，创17个月以来新低。预期为18万人，前值由30.4万人修正为31.1万人。2月劳动力参与率为63.2%，平均时薪环比时薪增0.4%。家庭财富缩水 and 新增就业放缓加剧了对消费增长放缓的担忧，此前公布的12月个人消

费支出环比下跌0.5%，创2009年以来最大跌幅。鲍威尔最新讲话称FOMC有耐心在利率政策上采取观望态度，对待抑制通胀的因素尤其有耐心，并将在相对较快的时间宣布关于缩表的更多细节。近期美联储官员对于调整通胀目标的发言较多，反映在经历此前较长时间低通胀后，美联储对通胀抬升的容忍度可能有所提升，紧缩货币政策的举动将更为谨慎。

OECD将2019年全球经济增速预测下调0.2个百分点至3.3%，2020年下调0.1个百分点至3.4%。OECD将经济增长预期的放缓归因于全球贸易环境的紧张、欧洲经济的疲软，以及金融市场的脆弱性，并指出，这种放缓趋势将遍及全部G20经济体，特别是欧洲国家，欧洲经济增速预期由此前的1.8%被下调至1%。综合来看，欧央行超预期鸽派的货币政策反映决策者对经济前景的看法更为悲观，美国部分经济数据走弱反映去年的高增长已难以为继。今年以来由货币政策边际宽松和经济温和放缓组合主导的风险偏好回升或因基本面疲弱的确认而中断，风险资产波动将加剧，同时由于欧央行超预期鸽派，美元资产或维持高位震荡。

图表 1. 欧元区经济和通胀走弱



数据来源: Wind 资讯

图表 2. 2月美国非农远逊预期



数据来源: Wind 资讯

国内宏观

面对国内经济下行压力仍然较大的局面，2019年《政府工作报告》为未来宏观经济调控定下基调。下一步宏观调控将重点通过扩大开放、减税降费、增加地方债发行、引导实际利率下行、降低实体融资成本等财政、货币政策托底经济发展，预计在政策红利进一步释放后，经济将逐步企稳，中国经济增长仍具韧性。

2019年政府工作报告为全年宏观经济政策定下了总基调，一是再次将经济增长目标以区间形式体现，淡化对经济增速单一目标的追求，更加突出稳就业的重要性。自1995年以来，中国仅在2016年将GDP增长目标设在一个区间(6.5%-7%)，当年《政府工作报告》指出，“当前我国经济下行压力很大，面临多重困难和严峻挑战”，除此之外的其他年份都给出明确的增长指标。2019年，

GDP目标下调至6.0%-6.5%，低于18年GDP目标增速和实际增速，表明党中央对于当前经济下行压力已有预期，在速度与质量之间做出了权衡和取舍，在保证6%的增速基础上，经济转型和结构调整空间更大。此次工作报告将稳就业提到重要位置，而稳就业的根本还是经济的稳增长，未来逆周期宏观调控都将以此作为出发点和落脚点，一系列减税降费、促进实体经济的财政政策、加大金融供给侧改革、疏通传导机制和定向精准调控金融服务实体的货币政策逻辑就相对清晰明了。

二是积极财政政策发力提效，名义赤字率小幅上调，地方专项债额度增加，减税降费力度高于往年。今年报告中最大的亮点就是大幅度的减税降费，即财政部长刘昆提到的“乘法”效应——将交通运输、建筑业等行业增值税率将由10%降至9%，制造业等行业税率将由16%降至13%，全年减轻企业税收和社保缴费负担近2万亿元。以往年份减税更多的是出台优惠政策降低税基，且往往存在政策期限，此次直接在税率上降税，透明度更高、效果更加直接，在降低企业负担的同时，还将有效引导预期、提振信心。从政府工作报告后资本市场的反应可以看出，市场对财政政策加力措施给出了积极回应。

作为积极财政政策的另一重要工具，地方政府专项债在此次报告中也被重点提及——今年拟安排地方债政府专项债券2.15万亿元，较18年新增8000亿元，合理扩大专项债使用范围，为重点项目建设提供资金支持。从前两月看，今年专项债发行有三个特点：一是发行早，截至2月末，新增专项债券累计发行3078亿元；二是成本低，1月份新增债券平均利率较2018年下降约55个基点；三是期限长，新增债券平均期限是7年，较2018年平均发行期限增加1年，实现债券期限和项目期限相匹配。展望全年，专项债的加力和提效对债券市场将产生以下影响：第一，为社融增速提供有效支撑。由于专项债被纳入社融口径，而以往专项债在7、8月份集中发行，19年专项债发行提前到1月份，虽然在1月新增社融3.1万亿中仅占1545亿元，但2-3月仍有6688亿元新增专项债待发，因此基数效应下，专项债发行将助力1季度社融增速企稳，完成底部回升。但专项债的提前发行，也意味着7、8月份的发行量下降，因此下半年社融增速仍取决于贷款、非标等增速情况。第二，短期扰动债市，收益率出现回调。18年以来社融增速下滑是推动债市走牛的一大动力，专项债提前发行使社融增速提前见底回升，市场风险情绪有所回升，对债市形成一定的负面扰动。从配置端看，地方债提前发行对其他券种也存在一定的挤出影响，但央行货币政策维持宽松及地方债利率下调，则部分缓解地方债提前发行对债市带来的压力。第三，专项债对债市的长期影响是利好。从长期看，目前经济基本面仍支撑债券牛市，而央行着力引导实际利率下降，未来债券利率曲线或呈现牛平格局。专项债的发行，为地方政府“开正门”、防范化解重大风险提供了有效支持，对于加大基建投入、托底地方经济、改善市场信心、从而缓释信用风险起到正面作用。

三是从去杠杆到稳杠杆，M2和社融增速与名义GDP相匹配，货币政策引导实际利率下行。2017年M2与社融目标均为12%，2018年，首次未提及M2增速目标，而是表述为“管好货币供给总闸门，保持广义货币M2、信贷和社会融资规模合理增长”，19年政府工作报告中明确提出“M2和社融与名义GDP匹配”，按照实际GDP增速（6.0%-6.5%）和CPI增速（3%）的目标设定，社融增速目标大概在9-9.5%左右，M2增速目标可能在8-8.5%左右。从一月份社融增速10.4%，M2增速8.4%来看，年内社融及货币增速将企稳回升。今年货币政策的重点是深化利率市场化改革，

引导实际利率下降，政府工作报告提到将“适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段引导金融机构扩大信贷投放”，并“加大对中小银行的定向降准力度，释放的资金全部用于民营和小微企业贷款”，这意味着今年货币政策虽然不搞“大水漫灌”但为了带动实际利率下降，在通胀目标稳定的基础上，将加大力度引导名义利率下降，尤其是在减税带动物价下行、通胀压力放缓、海外央行货币政策转向的情况下，整体利率仍有下行空间，将继续有利于债券牛市。当然，收益率曲线下行幅度可能不及2018年，曲线也可能趋于平坦化。

此外，央行会继续推进利率市场化改革，推动“两轨并一轨”。一月表内外票据融资高增引起社会普遍关注，人民银行行长易纲在答记者问时表示，1月票据融资高增总的来说没有大规模空转或者套利，票据贴现还是支持了实体经济，显著降低了融资成本，是中小企业的重要融资渠道。下一阶段，一是将会加强票据融资利率和资本市场利率之间的联动和传导，对套利行为采取措施，二是引导金融机构加强内部管理，防止有关行为的扭曲和风险的积累。由此可见，虽然货币市场和银行存贷款利率之间的套利行为难以避免，但监管机构不会放任大规模套利影响资金流入实体经济的行为，因此社融增速将会缓慢回升，一月份大涨情况恐难以持续。

总体来看，2019年政府工作报告延续近年思路，继续淡化对经济增速的追求，通过一系列减税和改革措施促进经济稳定发展。今年宏观经济政策重点关注：减税力度高于往年，降杠杆转为稳杠杆，货币政策进一步引导企业融资成本下降、激发企业活力。预计宽松货币政策及引导实体经济融资成本下降等各项政策措施将继续有利于债市。

图表 3. GDP 目标下调，赤字率小幅上调



数据来源: Wind 资讯

图表 4. 2019 年地方专项债提前发行



数据来源: Wind 资讯

金融市场

货币政策与资金面

上周央行未开展逆回购操作，全口径下合计净回笼3245亿元。上周市场流动性总体中性偏宽松，周初短端资金利率波动幅度较大，随后趋于平稳，而跨月资金品种的市场需求逐渐活跃。政府工作报告虽然未提“中性”一词，但“总闸门”表述再度出现，表明未来货币政策仍将保持松紧适度，重点疏通民营小微企业融资渠道。本周需重点关注税收缴款因素对市场的冲击，但考虑到目前银行间资金水位依然较高，预计本周资金面仍将维持中性偏松状态。

具体来看，上周央行未开展逆回购操作，有2200亿元逆回购和1045亿元MLF到期，全口径下合计净回笼3245亿元。质押式回购利率方面，由于月初市场流动性较为充裕，回购利率有所下行。截至3月8日，R001加权平均利率为2.09%，较前周下行11bp；R007加权平均利率为2.33%，较前周下行11bp；R014加权平均利率为2.48%，较前周下行9bp。同业存单方面，市场净融资额大幅回升，银行主动负债意愿有所增强。上周共发行669只总计4203.1亿元，到期499只总计3022.5亿元，净融资额为1180.6亿元，较前周增加3931.6亿元。其中，不同期限存单利率走势有所分化。具体来看，3个月AAA+同业存单利率为2.73%，较前周上行5bp；6个月AAA+同业存单利率为2.81%，较前周上行6bp；9个月AAA+同业存单利率为2.86%，较前周下行1bp。票据直贴利率和转贴利率总体保持稳定，长三角地区6个月票据直贴利率为2.95%，较前周上行5bp，6个月票据转贴利率为2.50%，与前周保持不变。境内美元流动性整体呈现宽松态势，中长期美元供给较为充足，USD CIROR价格总体来看较为平稳，隔夜价格收于2.39%，与前周保持不变；1M价格收于2.61%，较前周下行3bp。离岸人民币流动性总体较为均衡，香港市场人民币隔夜拆借利率收于2.22%，较前周上行18bp；7天品种收于2.34%，较前周下行9bp。

由于月初扰动因素较少，上周资金面整体保持均衡偏宽松的状态，短期资金价格有所下行，而跨月资金需求逐渐旺盛。宏观数据显示，当前稳增长压力依然较大，未来货币政策宽松基调不变。首先，稳健的货币政策依然强调松紧适度，重点在于疏通传导机制。政府工作报告虽然未提“中性”一词，但“总闸门”表述再度出现，并且取消M2和社融预期增长目标，但指出其要与国内生产总值名义增速相匹配，从而实现稳增长与防风险的平衡。第二，2月份社融增量与M2增速均低于市场预期，总体符合1月冲高、2月回落的特征，并且M1-M2剪刀差有所收窄，融资结构有所改善。2月份社融增量同比减少4847亿元，其中，随着监管对票据套利的关注，表外未贴现票据减少3100亿元，成为社融主要拖累项，但中长期贷款占比走高，人民币贷款期限结构明显改善。第三，受春节因素扰动，2月份进出口数据大幅下滑，全球贸易共振向下趋势不变。通过加总剔除春节效应影响，1-2月出口累计下降4.6%，进口累计下降3.1%。虽然存在一定的基数效应，但是贸易顺差整体减少，表明在国际需求增长放缓以及贸易摩擦冲击的大背景下，仍需宽松的货币政策提振经济。

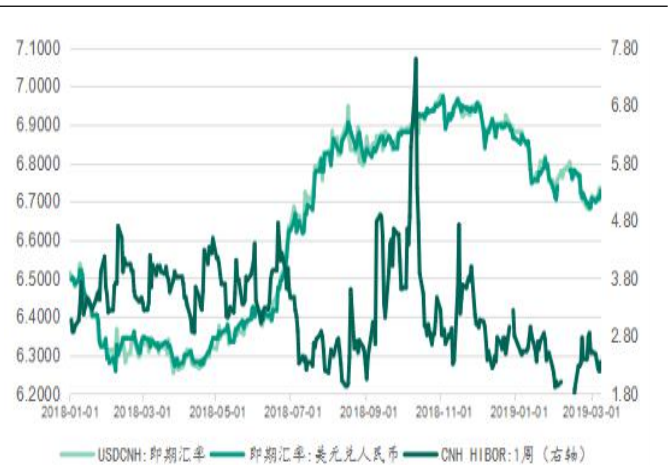
展望本周，尽管2月份经济金融数据较1月份大幅回落，但受春节因素影响较大，仍需要后续数据的进一步验证，与此同时，2月份的信贷及社融数据也体现了央行保持松紧适度、不搞大水漫灌的稳健货币政策基调。美国新增非农就业人数远远低于预期和前值，支持未来美联储加息节奏放缓的预期，加上欧央行重新走向鸽派，国内货币政策受到的制约因素进一步减弱。本周公开市场方面没有资金到期，考虑到目前银行间资金水位依然较高，预计资金面仍将维持中性偏宽松状态，但是月中缴税因素可能会造成一定的冲击，需要重点关注税期前后可能出现的流动性波动。

图表 5. 同业存放利率变动

| 期限 | 2019-3-8 | | 2019-3-1 | |
|----|----------|-----------|----------|-----------|
| | 融出 | 融入 | 融出 | 融入 |
| 1W | 3.2-3.05 | 2.2-0.72 | 3.2-3.05 | 2.2-0.72 |
| 2W | 3-2.9 | 2.3-0.72 | 3-2.9 | 2.3-0.72 |
| 1M | 3.2-2.8 | 2.8-1.9 | 3.2-2.8 | 2.7-0.72 |
| 3M | 4.3-3.9 | 2.87-2.4 | 4.3-3.4 | 2.83-2.39 |
| 6M | 4.4-3.95 | 2.98-2.7 | 3.7-3.55 | 2.93-2.53 |
| 1Y | 4.8-4.2 | 3.23-2.95 | 4.5-3.75 | 3.15-2.79 |

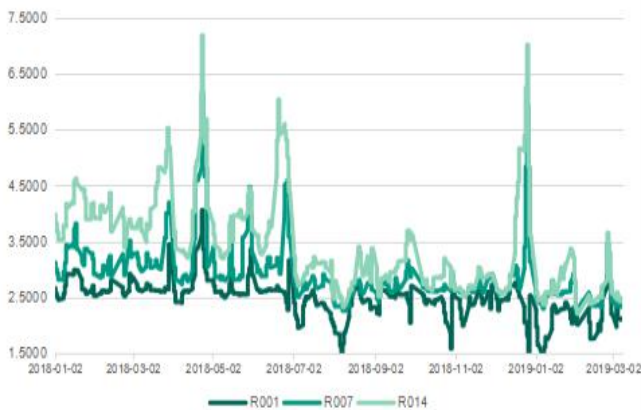
数据来源: Wind 资讯、上海国际货币

图表 6. 境内外美元汇差与离岸人民币利率 (%)



数据来源: Wind 资讯

图表 7. 银行间债券回购利率走势



数据来源: Wind 资讯

图表 8. 人民币同业存单利率走势



数据来源: Wind 资讯

债券市场

上周利率债收益率多数下行，短端下跌幅度小于中长端，收益率曲线平坦化；信用债收益率普遍上涨，信用利差走阔。上周资金面继续维持宽松局面，股债跷跷板效应持续显现，叠加欧洲央行大幅下调经济增长预期，利率债收益率全周呈现下行态势；信用债方面，股市大幅上涨使得部分债基面临赎回压力，进而出现信用债抛售现象，信用利差普遍走阔。展望本周，美国2月非农数据不及市场预期，经济面临下行压力，国内金融数据同样不及预期，货币传导路径疏通效果仍待检验，利率债收益率有望继续下行；信用方面，股市经过前期大幅上涨后面临回调压力，债基赎回压力降低，预计信用利差窄幅波动。

上周利率债收益率普遍下行，收益率曲线呈现平坦化。央行上周末进行逆回购操作，但资金面依然维持宽松局面，短端收益率小幅下行。同时，上周以股票为代表的风险资产在前期大幅上涨后出现回调，进出口数据继续走弱，叠加欧洲央行大幅下调经济增长预期，中长端收益率下行幅度较大。

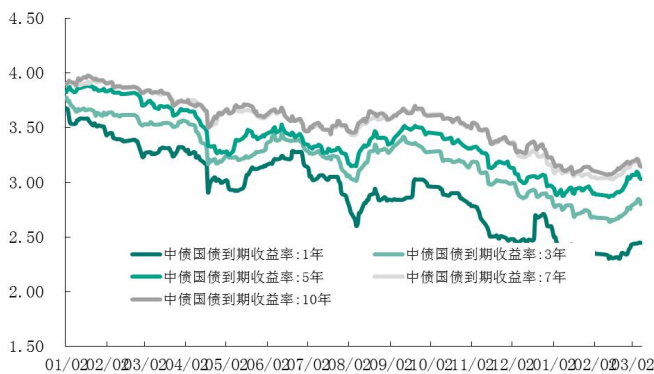
具体来看，驱动各期限收益率变化的主要因素如下：短端方面，月初资金面扰动因素较少，银行间拆借利率仍然维持较低水平，带动短端收益率小幅下行。中长端方面，一是本周股债跷跷板效应仍然明显，以股市为代表的风险资产出现回调，带动债市情绪转好；二是进出口数据不及预期，其中，出口下降16.6%，进口下降0.3%，显示外需继续走弱；三是欧洲央行将今年欧元区经济增长预期大幅下调至1.1%，并释放出推迟加息信号，海外因素整体利好国内债市。

美债方面，收益率全周呈现持续下行走势，10年期美债收盘价较上周下行12.5bp。上周，四位地区联储主席齐发声，列举了通胀、劳动力闲置问题、企业债等种种外部因素，为现阶段暂停加息正名，同时欧洲央行预计今年将保持利率不变并大幅下调2019年欧盟经济增长预期，使得投资者担忧欧洲经济衰退风险，受上述因素影响，美债收益率持续走低。

信用债方面，股市持续上涨使得部分债基与股债混合型基金出现大量赎回，基金大量抛售信用债使得收益率普遍上行，但低评级信用债收益率上行幅度小于高评级信用债，彰显风险偏好有所回升，整体来看，收益率上行幅度约为1-8bp。信用利差方面，由于基金抛售信用债使得信用利差普遍走阔。

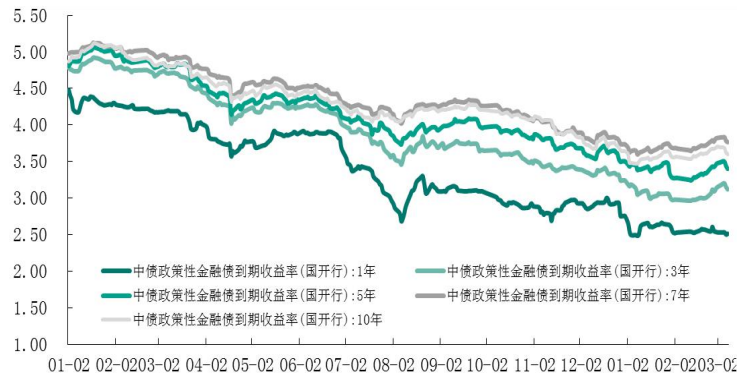
信用风险违约事件，上周共有1个主体的共计1只债券违约，违约主体为大连天宝绿色食品股份有限公司。该主体为首次出现违约，主要原因为业绩不佳导致现金流入不敷出，在此之前该主体屡陷失信风波，在银行贷款及网贷平台方面已有逾期记录，本次违约债项为“17天宝01”，公司公告称已与债券持有人协商一致，延期至4月9日兑付本息。

图表 9. 国债收益率走势



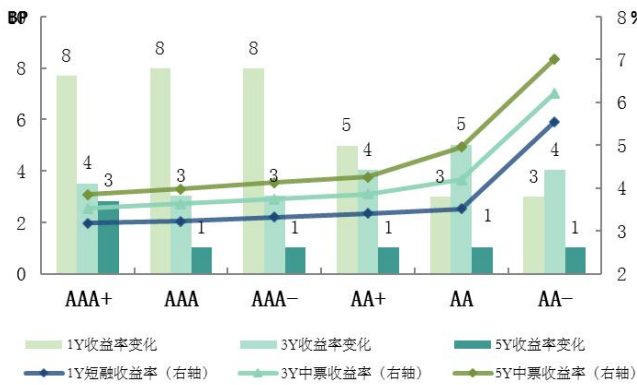
数据来源: Wind 资讯

图表 10. 政策性金融债收益率走势



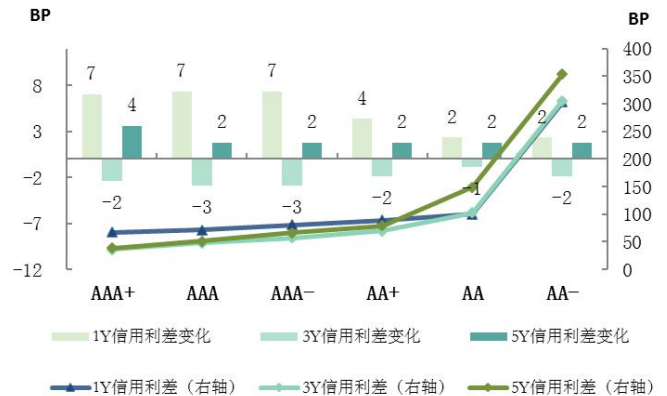
数据来源: Wind 资讯

图表 11. 信用债收益率走势变化



数据来源: Wind 资讯

图表 12. 信用利差走势变化



数据来源: Wind 资讯

展望本周，第一，本周资金面预计仍将维持宽松态势，短端收益率上行风险有限；第二，长端方面，美国 2 月非农数据不及市场预期，经济面临下行压力，国内金融数据同样不及预期，货币传导路径疏通效果仍待检验，利率债收益率有望继续下行；第三，信用方面，股市经过前期大幅上涨后面临回调压力，债基赎回压力降低，预计信用利差窄幅波动。

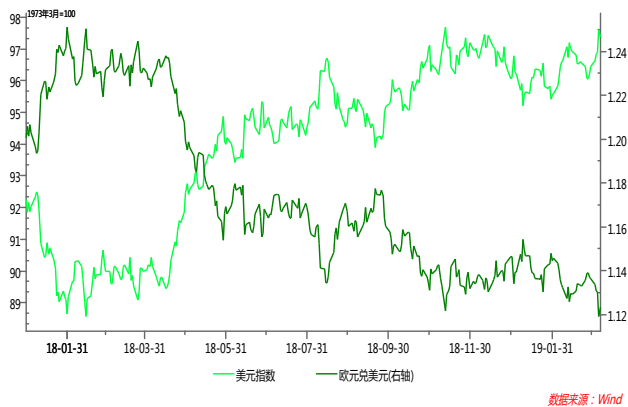
外汇市场

各国央行鸽派表态助推美元指数，非农数据几近停滞阻碍美元进一步走强。全球经济同步出现边际走弱迹象，各国央行均推出鸽派表态，预计短期美元仍将有所支撑。外汇市场预期继续改善，人民币小幅贬值。短期来看，3月中美有望达成贸易协议，在此之前预计人民币将延续双向波动态势。

各国央行鸽派表态，澳、加、欧元助推美元指数，脱欧仍无定数英镑走弱，非农数据几近停滞阻碍美元进一步走强。上周，美元指数上涨1.51%，收于97.93。欧元贬值1.16%，收于1.1234。英镑在脱欧事件和美元走强影响下，当周贬值1.45%，收于1.3016。一是欧洲央行鸽派表态并维持利率不变。周中欧洲央行3月利率决议如期按兵不动，但意外将危机后首次升息的时间推迟至2020年，并转变利率前瞻指引，宣布实施新一轮定向再融资操作(TLTRO)，并推出新一轮面向银行业的低息贷款，以重振持续放缓的欧元区经济。此次会议也下调了今年到2021年的经济增长和通胀预期，这打压欧元一度跌至21个月低点的1.1175。此外，澳洲联储连续第30次政策会议维持利率不变，并暗示政策前景持稳。随后公布的澳洲第四季经济增长接近停滞，表明国内经济动能放缓，并支持未来降息预期。加拿大央行亦维持利率不变，政策声明基调更偏鸽派，并表示未来加息时机的“不确定性增加”。全球央行鸽派表态后，美元被动走升。二是美国非农就业数据不佳，阻碍美元进一步走升。由于建筑等行业的就业人数萎缩，美国2月新增非农就业仅为2万人；薪资年率则为3.4%，创2009年4月以来最大增速，显示劳动力储备正在枯竭；失业率回落至3.8%，部分有由于联邦政府工作人员重返工作岗位。美国就业增长放缓，与美国经济增长放缓相符。CME联储观察工具的最新数据显示，美国2019年降息概率升至19.8%，一周前为14%。三是英国脱欧仍不明朗，英镑持续承压。距离英国预定的脱欧日期3月29日逐步临近，但迄今为止英国首相特雷莎·梅仍未成功完成修改，此次脱欧协议将于本周二进行议会投票表决。展望未来，全球经济同步出现边际走弱迹象，各国央行均推出鸽派表态，预计短期美元仍将有所支撑；但特朗普方面向来不乐见强势美元，预计美元指数上行空间有限。

外汇市场预期继续改善，人民币小幅贬值。上周，在岸人民币汇率收于6.7269，当周贬值0.28%，下跌191PIPS。离岸人民币汇率收于6.7311，当周贬值0.26%，下跌172PIPS。一是美元指数走强，人民币中间价小幅下跌。美元指数强势上行，并接近前期波动区间高点，拉低人民币中间价，但逢高结汇需求仍较为充足，人民币获得一定支撑。二是人民币预期持续改善。2019年以来，境外资本对中国资本市场的青睐度持续提升，在加速流入中国的股票、债券市场，亦在不断进入中国的货币、外汇、商品市场。2019年1月、2月北向资金净流入分别为607亿元和540亿元左右；中债登最新公布的数据，2月份境外机构小幅增持人民币债券43亿元。此外，今年1月外汇局也公布表示QFII总额度由1500亿美元增加至3000亿美元。短期来看，3月中美有望达成贸易协议，在此之前预计人民币将延续双向波动态势，难以出现单边方向。中长期看，2019年政府工作报告中，对于人民币汇率相关工作目标定调为“完善汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”预计未来将继续推出汇率定价机制的市场化改革，人民币定价更加市场化。

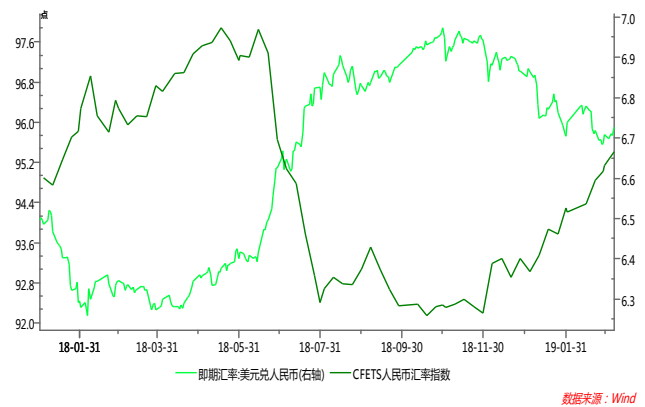
图表 13. 美元指数、欧元兑美元



数据来源: Wind

数据来源: Wind 资讯

图表 14. 人民币汇率



数据来源: Wind

数据来源: Wind 资讯

商品市场

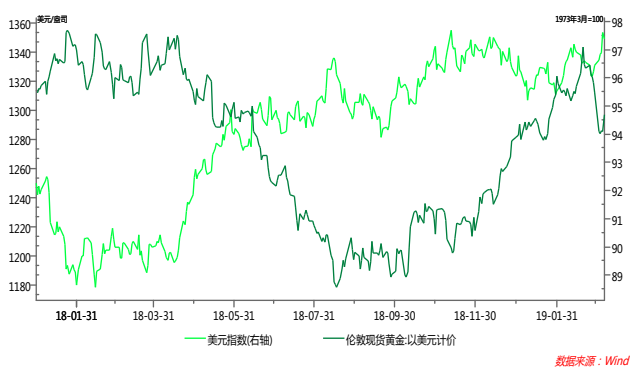
美国指数走强引发黄金下跌，疲弱的美国就业数据打压美元和风险情绪，黄金跌幅收窄。美元长周期仍有走弱趋势，黄金仍有一定支撑。石油需求或将走弱，美国对委内瑞拉制裁支撑油价。预计短期看在 OPEC+ 减产协议支撑下油价仍将有一定回升空间。

美国指数走强引发黄金下跌，疲弱的美国就业数据打压美元和风险情绪，黄金跌幅收窄。上周国际金价下跌 1.16%，收于 1297.8 美元。一是美元指数走升，打压黄金走势。上周各国央行鸽派表态，澳、加、欧元助推美元指数，对金价形成一定压制。二是疲弱的美国就业数据打压美元和风险情绪，黄金获得一定反弹。疲弱的美国就业数据打压美元和风险情绪，同时也令全球经济前景愈发黯淡。此外贸易纠纷以及脱欧充斥的不确定性将冲击全球商业和企业，也利好金价。展望后市，预计 2019 年美国基本面将继续回落，美元长周期仍有走弱趋势，黄金仍有一定支撑。

石油需求或将走弱，美国对委内瑞拉制裁支撑油价。上周美国 WTI 原油期货上涨 0.48%，报 56.07 美元/桶，布伦特原油上涨 1.03%，收报 65.74 美元/桶。一是全球经济边际放缓，引发对石油需求疲弱的担忧。欧洲央行行长德拉基上周表示，欧洲经济正处于“持续疲弱时期”，金融市场也因此受到冲击。稍早前，澳洲联储和加拿大央行也先后释放出鸽派基调。美国 2 月新增非农就业数据远低于预期，拖累美国股市和油价走低。欧洲和美国经济疲软之际，亚洲经济增长也在放缓。2 月我国以美元计出口较上年同期下降 21%，为三年来最大降幅。全球主要经济体疲软，引发对石油需求疲弱的担忧。二是美国原油产量供给充足，出口呈井喷态势。美国能源资料协会(EIA)周三公布的数据显示，截至 3 月 1 日当周，美国原油库存增加 706.9 万桶，远超市场预期的增加 131.61 万桶。美国原油产量自 2018 年初以来已增长逾 200 万桶/日，至 1210 万桶/日，使美国成为全球最大产油国。美国原油出口也在追赶新纪录，2 月原油出口达到 360 万桶/日，超过石油输出国(OPEC)

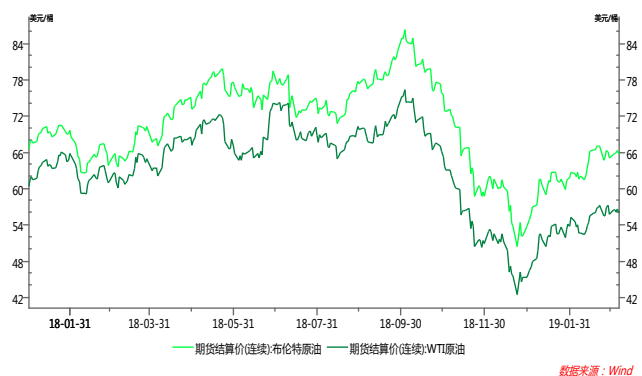
成员阿联酋、科威特或伊朗。三是 OPEC 或迟到减产决定，美国对委内瑞拉石油行业的制裁支持原油期货价格。市场预计 6 月 OPEC 及其盟友将就延长减产协议达成一致，但很大程度上取决于美国对 OPEC 成员国伊朗和委内瑞拉的制裁程度。美国 1 月对委内瑞拉国家石油公司 (PDVSA) 实施制裁，导致其出口放缓。PDVSA 本周宣布进入海上紧急状态，理由是由于制裁无法顺利出口其石油。总体来看，OPEC 成员国及以俄罗斯为首的盟国将于 4 月 17 日至 18 日在维也纳举行会议，另一次集会定于 6 月 25 日至 26 日举行。预计不太可能在 4 月份改变其产量政策，如果需要，将在 6 月份进行调整。预计在减产协议下油价仍将有一定支撑。

图表 15. 黄金价格和美元指数



数据来源: Wind 资讯

图表 16. 布伦特及 WTI 原油



数据来源: Wind 资讯

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 | | | | | | | |
| 北新建材集团有限公司 | 资本货物 | 联合信用评级有限 | 2019-03-08 | AA+ | 稳定 | AA | 稳定 |
| 下调评级或展望 | | | | | | | |
| 甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司 | 耐用消费品与服装 | 东方金诚国际信用评估有限公司 | 2019-03-04 | 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。