收益率整体上行，信用利差再收窄

宏观经济

❖ **国际宏观：**英国议会再度大比例否决脱欧协议，也否决了“无协议脱欧”的可能性；上周公布的美国经济数据喜忧参半，3 月联储会议或下修加息路径预测；全球风险偏好回升或因基本面疲弱的确认而中断。

❖ **国内宏观：**多省发布 2018 年《国民经济和社会发展统计公报》，GDP 排名靠前省份基本为常住人口大省，其中广东省常住人口总量破亿，增量超百万，增长率远超其他省份。未来伴随着新型城镇化，人口将随着其他要素一起向经济发达、公共服务水平高、人口流动壁垒少的区域流动，城市发展洗牌机会也将来临。

金融市场

❖ **货币政策及资金面：**上周央行开展 200 亿元 7 天逆回购，全口径下合计净回笼 200 亿元。税期扰动叠加地方债发行放量的影响，下半周资金面整体收紧态势。预计未来货币政策整体仍将维持宽松态势，重点在于解决企业融资难贵问题。本周公开市场方面有 200 亿元逆回购到期，税期扰动因素已过，预计本周流动性将呈现边际趋松状态。

❖ **债券市场：**上周利率债收益率整体上行，曲线有所走平；信用债收益率短期限基本不变、中长期限走高，信用利差收窄。受经济数据和资金面影响，收益率全周呈现震荡上行；两会出台政策支持，风险偏好继续回升，信用利差继续收窄。展望本周，缴税时点过后资金面预计宽松且下周为消息真空期，收益率预计延续震荡，信用利差继续收窄。

❖ **外汇市场：**美国通胀数据不佳施压美元，需进一步关注美联储议息会议。短期看，美联储持续鸽派表态，年内加息概率有所降低，对美元支撑将减弱。市场情绪改善，人民币小幅升值。短期来看，两会后市场焦点料重回中美谈判进展和美元走向，在结果落定前人民币或仍难有趋势性走势。

❖ **商品市场：**经济数据疲弱打压美元指数下跌，但无协议脱欧协议被否决，避险资产受到的支撑减弱。基本面供需改善支撑油价偏强震荡。市场普遍预期 OPEC 将延长减产协议，或继续为短期油价提供底部支撑。需要关注美欧经济数据不佳对全球风险情绪的影响。

市场展望及策略建议

❖ 近期资金利率波动性增大，但是从月度移动均值来看，资金利率仍处于下行通道，稳健货币政策下数量型或利率型工具均存在可用空间；平坦化的收益率曲线下可适当增配 6M 以内等短期限存单，后续择机增配 1Y 等长期限存单；债市方面，债市收益率下行的主要逻辑未发生趋势性改变，维持明显反弹后加仓并拉长久期的策略，增持非国开的长期限债券，并对国开债进行反向操作，3 年、5 年和 7 年期品种均存在配置价值。地方债发行压力增大背景下可择机建立 7 年和 10 年期国开债隐含税率缩窄策略，在控制信用风险的前提下可适当配置短期限的低等级债券。全球经济走弱，关注美联储议息会议，预计美元指数继续走弱，欧元汇率反向走强，人民币汇率短期稳定，长端美债收益率上行空间较小。

联系人

郝佳
010-85209686
haojia@abchina.com

甄志昊
010-85607523
zhenzhihao@abchina.com

沈方威
021-20687207
shenfangwei@abchina.com

程丹琪
010-85607531
chengdanqi@abchina.com

夏谱
010-85607542
xiapu@abchina.com

叶丹
021-20687210
yedan@abchina.com

支琪凯
021-20687245
zhiqikai@abchina.com

宏观经济

国际宏观

英国议会再度大比例否决脱欧协议，也否决了“无协议脱欧”的可能性；上周公布的美国经济数据喜忧参半，3 月联储会议或下修加息路径预测；全球风险偏好回升或因基本面疲弱的确认而中断。

英国议会再度大比例否决脱欧协议，也否决了“无协议脱欧”的可能性。上周三凌晨，英国议会以 391-242 大比例否决了梅政府与欧盟达成的新版脱欧协议。在 1 月闯关议会失利后，梅政府与欧盟就协议最受争议的部分——爱尔兰“后备计划”进行重新谈判，并在上周二以欧盟做出不恶意将英国拖在后备计划中的保证为结果达成新协议。但英国总检察长认为，新协议的“法律风险并没有改变”，仍可能因后备计划导致英国无法在国际法意义上实质性脱欧，进而失去与其他国家达成贸易协议的能力。基于此，新协议被大比例否决。在此之后，**英国议会下院投票反对英国在任何情况下“无协议脱欧”，硬脱欧风险降低，**英磅大涨超 2%。周四，英国议会下院还投票通过了一项要求推迟“脱欧”的政府动议。不过该投票没有约束力，延后脱欧必须经由欧盟同意，而欧盟已经表示，英国需要为自己提出的延期申请找到理由。虽然距离脱欧截止日仅两周左右，但表决结果显示英国无协议脱欧的可能性较低，后续更可能是英国与欧盟进行进一步协商，达成“软脱欧”协议或推迟脱欧。

上周公布的美国经济数据喜忧参半，关注 3 月联储会议表态。零售销售和消费者信心回暖：1 月零售销售环比上涨 0.2%，较 12 月数据大幅反弹；但 12 月数据下修至-1.6%，这一跌幅为 2009 年 9 月来最大，意味着去年四季度 GDP 增速也将被下修。3 月密歇根大学消费者信心指数初值为 97.8，较前值 93.8 大幅反弹。**通胀有所走弱，楼市仍旧疲软：**受汽车、处方药价格下跌拖累，2 月 CPI 同比增长 1.5%，创两年半来最小涨幅；1 月新屋销售环比跌 6.9%，创三个月最大跌幅；同时，1 月新屋销售的中位数房价同比下跌 3.8%。除此之外，近期制造业 PMI、工业产出、非农就业等数据则反映制造业及就业数据趋向疲软。基于此，预计本次 FOMC 会议美联储将下修经济增长预测、下修加息路径预测（12 月会议点阵图显示 2019 年将加息 2 次）并公布结束缩表计划。

整体来看，全球政治、贸易摩擦不确定性等风险仍存，经济增长动力趋弱。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也反映去年的高增长已难以为继，全球经济走向同步放缓，货币政策走向边际宽松。但也应注意到，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。

图表 1. 美国消费者信心指数回暖

数据来源：Wind 资讯

图表 2. 美国楼市疲软

数据来源：Wind 资讯

多省发布 2018 年《国民经济和社会发展统计公报》，GDP 排名靠前省份基本为常住人口大省，其中广东省常住人口总量破亿，增量超百万，增长率远超其他省份。除经济因素外，广东省积极的人才吸引政策起到了重要作用。未来，伴随着新型城镇化，人口将随着其他要素资源一起向经济发达、公共服务水平高、人口流动壁垒少的区域流动，城市发展洗牌机会也将来临。

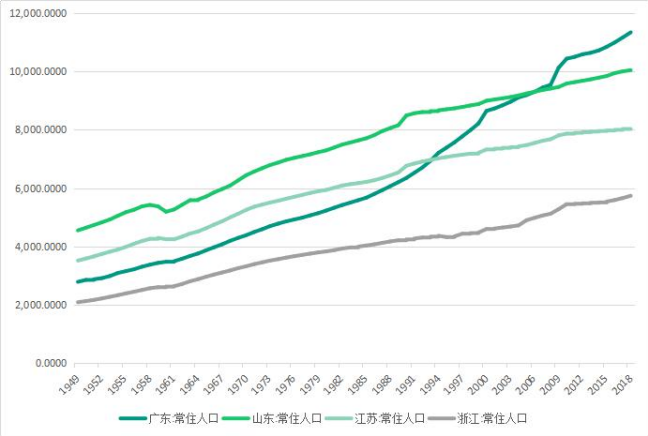
近日，多省份发布 2018 年《国民经济和社会发展统计公报》，综合分析常住人口和 GDP 总量，可以看出未来人口流动的特点及走向。一是经济大省与常住人口大省基本重合。从常住人口省份排名看，前两名广东、山东常住人口均破亿，河南、四川、江苏紧随其后。而结合 GDP 排名看，广东、山东、河南、江苏 GDP 排名均在前五名。四川省常住人口排名第四，GDP 排名第六，均位处前列。究其原因，经济发达地区劳动力需求大，就业机会多，工资水平相对较高，是吸引外来人才、留住人才的重要因素。**二是广东省异军突起，落户政策吸引人口流入。**广东省 2018 年常住人口增长率 1.58%，年增量占全国增量的 24.8%，遥遥领先其他省份。广东省常住人口除自然增长外，一大部分是外来流入人口。据广东省统计局数据显示，2018 年，广东省自然增长人口 92.76 万人，人口流入 84.24 万人。除经济因素以外，广东省采取了积极的人才吸引政策，吸引人才落户。以广州市为例，2018 年广州市将人才落户的社保门槛从 12 个月降到 6 个，调整了积分入户政策，给予租房者在入户上更为公平对待，还将学士、硕士、博士等学历类人才入户年龄比之前放宽 5 岁，分别到 40、45、50 周岁。**三是北京常住人口连续两年负增长，辽宁常住人口连续多年增速下滑。**2018 年，北京市常住人口为 2154.2 万人，较 2017 年减少 16.5 万人，连续两年负增长。辽宁省自 2012 年开始常住人口增速已呈现下滑态势，2018 年年末常住人口 4359.3 万人，同比增速-0.35%。北京和辽宁是两类人口负增长省份的代表，一类是经济发展水平较高的大城市，受高房价、户籍制度、人口调控政策影响，外来常住人口有所减少，城市人口结构洗牌，城市功能进行了重新定位；一类是经济欠发达省份，由于经济活力欠佳，就业水平不充分，导致劳动力流出，新生儿也随之减少，造成人口负增长。

今年政府工作报告提到，“要深入推进新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展。抓好农

业转移人口落户，推动城镇基本公共服务覆盖常住人口。新型城镇化要处处体现以人为核心，提高柔性化治理、精细化服务水平，让城市更加宜居，更具包容和人文关怀。”2018 年末全国常住人口城镇化率为 59.58%，户籍人口城镇化率为 43.37%，已经非常接近《国家新型城镇化规划(2014—2020 年)》中提出**的到 2020 年，常住人口城镇化率达到 60%左右，户籍人口城镇化率达到 45%左右的目标。进入城镇化中后期，城镇化质量将放在城镇化发展的首要位置。今年 2 月底，发改革发布了《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》，进一步提出在原有城市群基础上，形成若干空间结构清晰、城市功能互补、要素流动有序、产业分工协调、交通往来顺畅、公共服务均衡、环境和谐宜居的现代化都市圈，实现区域经济增长和城市化的双重目标。**

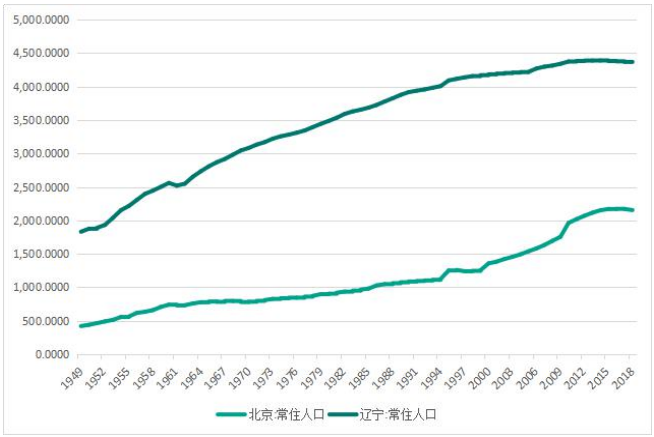
综合来看，影响常住人口因素主要有经济发展水平、房价、公共服务水平和落户政策。随着区域发展战略、都市圈、城市群建设的进一步推进，人口流动速度将进一步加快，人口区域分布将发生较大变化。人口作为重要的资源要素，将主动流向经济发展快、生活质量好、户籍政策壁垒少的区域，另一方面，吸引人才流入、满足其高质量生活、快速实现外来人口本地化、优化人口和经济结构、激活有效投资和潜在消费需求将为城市发展带来新的机遇，广东、深圳等地已走在全国前列。

图表 3. 经济大省常住人口数呈现增长趋势



数据来源：Wind 资讯

图表 4. 2018 年北京、辽宁常住人口负增长



数据来源：Wind 资讯

金融市场

货币政策与资金面

上周央行开展 200 亿元 7 天逆回购，全口径下合计净回笼 200 亿元。由于税期扰动叠加地方债发行放量的影响，上周下半周资金面整体呈现收紧态势，各期限资金价格均明显上行。经济数据显示，2019 年经济企稳可能性较高，但显著回升概率较低，未来货币政策整体仍将维持宽松态势，重点在于解决企业融资难贵问题。本周公开市场方面有 200 亿元逆回购到期，上周六有 3270 亿元 MLF 到期顺延到本周一，然而今年 1 月降准时央行曾表示一季度到期的中期借贷便利不再续做，税期扰动因素已过，预计本周流动性将呈现边际趋松状态。

具体来看，上周央行开展 200 亿元 7 天逆回购，全口径下合计净回笼 200 亿元。**质押式回购利率方面，由于税期流动性转紧，回购利率有所上行。**截至 3 月 15 日，R001 加权平均利率为 2.75%，较前周上行 66bp; R007 加权平均利率为 2.92%，较前周上行 59bp; R014 加权平均利率为 2.91%，较前周上行 43bp。**同业存单方面，由于到期压力较大，市场净融资额大幅下降。**上周共发行 739 只总计 4680.1 亿元，到期 633 只总计 5032.9 亿元，净融资额为-352.8 亿元，较前周减少 1533.4 亿元。**其中，不同期限存单利率均有所上行。**具体来看，3 个月 AAA+同业存单利率为 2.80%，较前周上行 7bp；6 个月 AAA+同业存单利率为 2.84%,较前周上行 3bp；9 个月 AAA+同业存单利率为 2.88%，较前周上行 2bp。**票据直贴利率和转贴利率小幅下行，**长三角地区 6 个月票据直贴利率为 2.9%，6 个月票据转贴利率为 2.45%，均较前周下行 5bp。**境内美元流动性整体继续维持宽松态势，**USD CIROR 价格平稳，隔夜价格收于 2.39%，1M 价格收于 2.61%，均与前周保持不变。**离岸人民币流动性转宽松，**香港市场人民币隔夜拆借利率收于 2.25%，较前周下行 9bp；7 天品种收于 1.97%，较前周下行 37bp。

由于税期扰动叠加地方债发行放量的影响，上周下半周资金面整体呈现收紧态势，各期限资金价格均明显上行。经济数据显示，2019 年经济企稳可能性较高，但显著回升概率较低，未来货币政策整体仍将维持宽松态势。首先，1-2 月工业增加值、制造业投资和消费均无明显回暖，但基建“托底”效应初步显现，逆周期调节开始起作用。数据表明财政货币政策取得初步效果，内需回暖，尤其是社融和基建投资触底回升，伴随基建持续回暖带动相关需求上升以及宽货币向宽信用的见效，工业增加值同比可能反弹。**第二，货币政策松紧适度，纾解宽货币到宽信用渠道，化解流动性约束，对中小银行定向降准，支持民企和小微企业融资。**政府工作报告着力解决企业融资难贵问题，央行的货币政策取向是继续维持放松，流动性合理充裕，但不会大水漫灌。**第三，李克强总理在人大闭幕式后答记者问中表示可以运用像存款准备金率、利率等数量型或价格型工具，市场降息预期浓重。**总理表示可适度调低增速预期目标，对经济下行虽不会“大水漫灌”，但留有政策空间，降息落地将打开利率下行空间。

展望本周，英国议会通过延期脱欧，未来脱欧仍存较大不确定性，英国预算责任办公室下调了 2019 年英国 GDP 增速至 1.2%，此前预测为 1.6%，海外主要经济体的经济增速下滑压力加大，对国内货币政策构成的制约进一步弱化，降息降准可期。**本周公开市场方面有 200 亿元逆回购到期，上周六有 3270 亿元 MLF 到期顺延到本周一，然而今年 1 月降准时央行曾表示一季度到期的中期借贷便利不再续做，税期扰动因素已过，预计本周流动性将呈现边际趋松状态。**

图表 5.同业存放利率变动

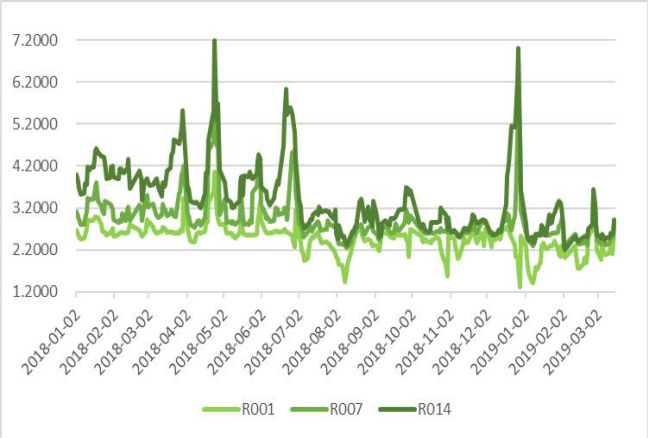
	2019-3-15		2019-3-8	
期限	融出	融入	融出	融入
1W	3.2-3.05	2.3-0.72	3.2-3.05	2.2-0.72
2W	3-2.9	2.95-0.72	3-2.9	2.3-0.72
1M	3.2-2.8	2.95-1.9	3.2-2.8	2.8-1.9
3M	4.3-3.9	2.9-2.65	4.3-3.9	2.87-2.4
6M	4.4-3.95	3.08-2.7	4.4-3.95	2.98-2.7
1Y	4.8-4.2	3.23-2.65	4.8-4.2	3.23-2.95

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

上周利率债收益率整体上行，曲线有所走平；上周信用债收益率短期限基本不变、中长期限走高，信用利差收窄。受经济数据和资金面影响，收益率全周呈现震荡上行；受两会出台政策的支持以及市场风险偏好的继续回升，信用利差继续收窄。展望本周，缴税时点过后资金面预计宽松且下周为消息真空期，收益率预计延续震荡；信用方面，两会后一系列政策的落地支持民营企业，预计信用利差继续收窄。

上周利率债收益率震荡上行，收益率曲线呈现平坦化。上周面临缴税，而央行全周投放较少，资金面全周均较为紧张，资金价格的上行带动短端收益率走高约 2-8bp。二月各项数据基本符合预期，叠加中美谈判有望短期达成协议，中长端收益率全周震荡上行。

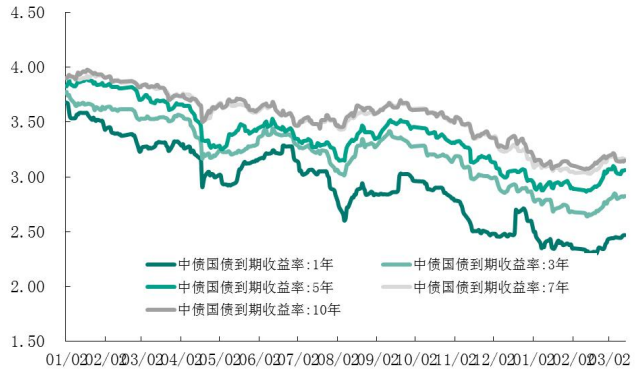
具体来看，驱动各期限收益率变化的主要因素如下：短端方面，缴税时点央行的投放较少导致资金面短期出现紧张，短端收益率上行明显。中长端方面，**一是 1-2 月金融数据表现较好**，虽然 2 月单月数据一般，但剔除春节因素结合 1-2 月来看，信贷投放和社融数据增速均较快，叠加企业中长期贷款的回升和非标收缩的减缓，社融结构也出现改善；**二是经济数据未出现超预期的恶化**，虽然工业增加值和社消增速同比仍出现下行，但符合市场预期，固定资产投资继续回升，房地产投资的超预期增长和基建的稳步提升使得市场加大对于经济企稳信心；**三是中美谈判继续有利好进展**，上周中美双方就协议文本问题举行多次通话，双方已就关键问题达成一致，短期内达成协议的概率进一步加大。

美债方面，收益率全周大幅震荡，收益率基本与上周持平。前半周，受到国际油价不断上涨的影响，美债收益率走高，上行幅度约为 2-4bp；周三、周四英国议会连续就新版脱欧协议和无协议脱欧进行投票，美债收益率再区间内大幅度震荡，收益率呈现先上后下。

信用债方面，上月信用债受利率债上行的影响，信用债收益率中长端上行约为 2-6bp，短期限品种市场买入较多，收益率基本不变。信用利差方面，1-2 月信贷规模仍保持较快增长，叠加银保监会要求继续加强对于小微企业的贷款，宽信用正在逐步显现，信用利差整体呈现收窄趋势，且短期限品种收窄要超过中长端。

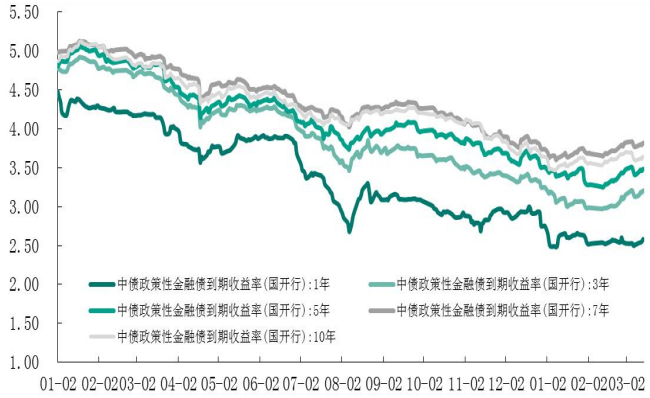
信用风险违约事件，上周共有 2 个主体的共计 2 只债券违约，违约主体分别为华盛江泉集团有限公司和印纪娱乐。两家机构之前均已出现过债券违约事件，且目前经营存在较大问题，后续到期债券仍有很大的违约风险。

图表 9. 国债收益率走势



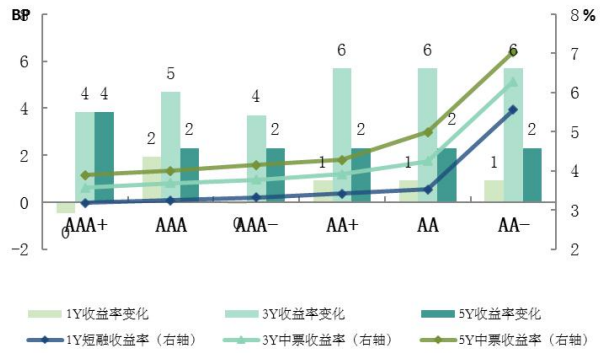
数据来源：Wind 资讯

图表 10. 政策性金融债收益率走势



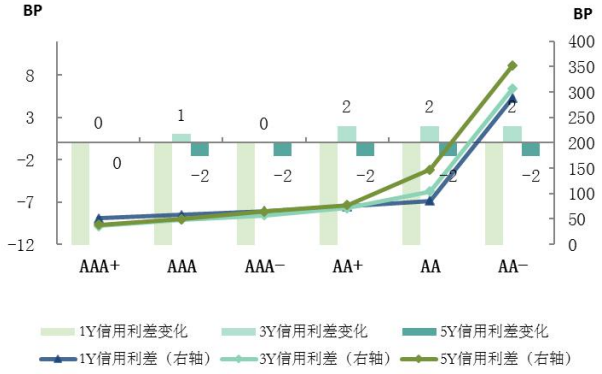
数据来源：Wind 资讯

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，缴税时点度过后资金面将重新转为宽松，预计短端收益率上行风险较小，但如果未出现降息，当前位置继续下行空间也相对有限；第二，本周处于消息面真空期，当前市场交易盘博弈情绪较重，但股债跷跷板效应正在逐步消退，收益率预计仍有进一步下行空间；第三，信用债方面，股市的回暖带动市场风险偏好的提升，叠加两会后政府相关政策的不断落实，预计信用利差将进一步收窄。

外汇市场

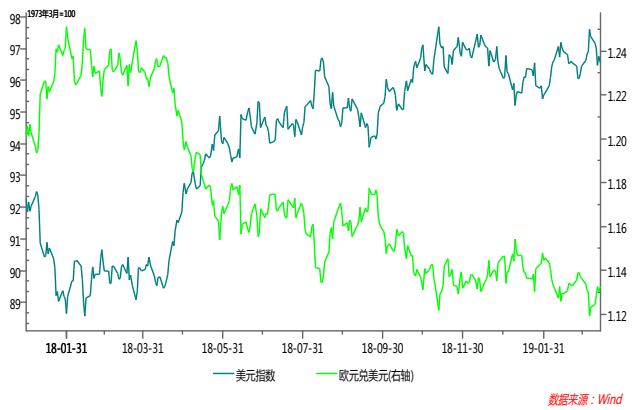
美国通胀数据不佳施压美元，需进一步关注美联储议息会议。短期看，美联储持续鸽派表态，年内加息概率有所降低，对美元支撑将减弱。市场情绪改善，人民币小幅升值。短期来看，两会后市场焦点料重回中美谈判进展和美元走向，在结果落定前人民币或仍难有趋势性走势，短期仍将在

当前水平保持震荡态势。

美国通胀数据不佳施压美元，需进一步关注美联储议息会议。上周，美元指数贬值 0.84%，收于 96.55。欧元贬值 0.82%，收于 1.1326。英镑围绕脱欧展开波动，收于 1.3293，上涨 2.1%。**一是美国经济数据不佳施压美元指数。**2 月份美国非农就业人数增长几乎停滞，上周开盘后美元延续了美元大跌的走势。上周，美国 2 月未季调 CPI 年率公布值为 1.5%，不及前值及预期的 1.6%；而 2 月未季调核心 CPI 年率为 2.1%，也差于预期及前值的 2.2%。因美联储近期多次提到通胀疲软，短时间对加息持有观望的立场，而 CPI 数据疲软无疑加剧了市场对于美联储暂停加息的预期。本周美联储将进行 3 月议息会议，市场预计此次美联储将按兵不动并提出停止缩减资产负债表的计划，未来对美元将构成进一步压力。**二是脱欧走势带动英镑波动。**在上周交易日之前，英镑兑美元连续八天下跌，为 10 个月来的最长连跌纪录。北京时间周三凌晨，英国首相特雷莎·梅的脱欧协议再次被议会拒绝，令市场担忧英国最终或选择无协议脱欧，英镑维持在低位震荡。但周四英国议会封杀无协议脱欧，英国脱欧不确定性降低，英镑短线再次飙升近 200 点，因无协议脱欧一直被市场视作是最大的风险，因此随着无协议脱欧被排除，市场的担忧情绪明显缓和。市场将关注下周英国议会是否会批准特雷莎的脱欧协议，如果未能通过，欧盟可能会在峰会上拒绝英国短期延长的请求，英国将被迫考虑长期延长脱欧期限亦或是二次公投，如果这两个选项遭遇排除，英国只有无协议脱欧一条路可走，这将导致英镑再次大幅承压。**展望未来，美联储持续鸽派表态，年内加息概率有所降低，对美元支撑将减弱。**

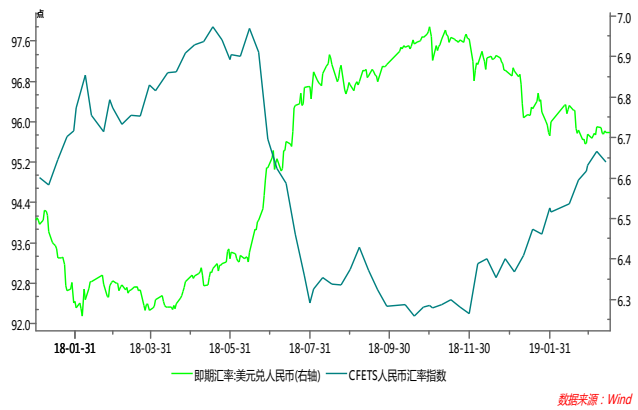
市场情绪改善，人民币小幅升值。上周，在岸人民币汇率收于 6.7117，当周升值 0.23%，收涨 152PIPS。离岸人民币汇率收于 6.7137，当周升值 0.26%，上涨 174PIPS。**一是美元指数偏弱运行，人民币中间价小幅走升。**美元指数本周持续走弱，带动人民币中间价有所走升。**二是中美磋商现实质性进展，稳定市场预期。**中美磋商“实质性”进展助力稳定市场预期，客盘结汇需求逐渐释放，人民币由跌转升。**短期来看，两会后市场焦点料重回中美谈判进展和美元走向，在结果落定前人民币或仍难有趋势性走势，短期仍将在当前水平保持震荡态势。**

图表 13. 美元指数、欧元兑美元



数据来源：Wind 资讯

图表 14. 人民币汇率



数据来源：Wind 资讯

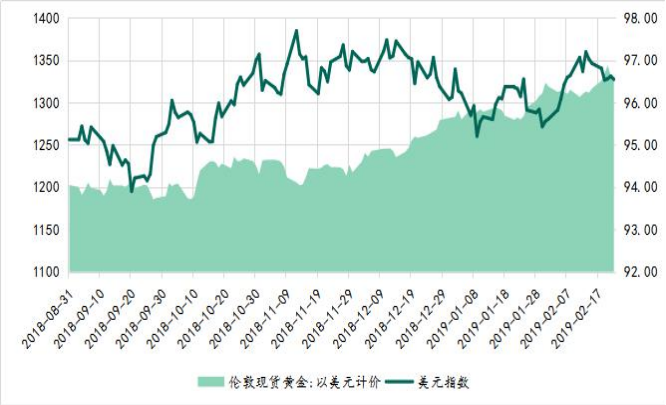
商品市场

经济数据疲弱打压美元指数下跌，但无协议脱欧协议被否，避险资产受到的支撑减弱。OPEC 减产叠加美原油库存意外下降，基本面供需改善支撑油价偏强震荡。市场普遍预期 OPEC 将在 4 月或 6 月的会议上延长减产协议至下半年，或继续为短期油价提供底部支撑。但同时需要关注美欧经济数据不佳或压制全球风险情绪，油价等风险资产二季度可能面临调整。

经济数据疲弱打压美元指数下跌，但无协议脱欧协议被否，避险资产受到的支撑减弱。一是美国通胀数据低位运行，加大了美联储边际转松的可能，支持金价上涨。2 月季调后 CPI 环比升 0.2%，为四个月来首次上涨，同比升 1.5%；核心 CPI 环比升 0.1%，同比升 2.1%。美国 2 月物价数据基本符合预期，但是仍保持低位运行，加大了美联储维持利率不变的可能，从而支撑金价小幅上涨，并突破 1300 重要关口。**二是美国其他经济数据表现疲弱，美元指数大幅下跌。**上周美元指数跌 0.8%，创去年 8 月以来最大周度跌幅。美国 1 月零售销售环比增 0.2%，预期降 0.1%，前值降 1.2%，好于预期与前值。美国 3 月 9 日当周首次申请失业救济人数 22.9 万，预期 22.5 万，前值 22.3 万。美国 1 月新屋销售 60.7 万户，预期 62.2 万户，前值由 62.1 万户修正为 65.2 万户；1 月新屋销售环比降 6.9%，预期增 0.2%，前值增 3.7%，远不及预期。**三是美股继续上涨显示市场风险偏好较高。**上周周内标普 500 指数接上涨，站上 2800 点心理关口，创四个多月以来新高。总体而言，美股的继续上涨反映市场风险偏好较高。**四是英国否决无协议脱欧方案，打压避险资产。**英国议会投票否决无协议脱欧方案，使市场判断出英国无协议脱欧的可能性大大降低，英镑兑美元上涨，美元和黄金作为避险资产遭受打压。**中长期来看，预计金价仍有震荡走升空间，但须关注欧元疲弱支撑美元对金价的压制。**

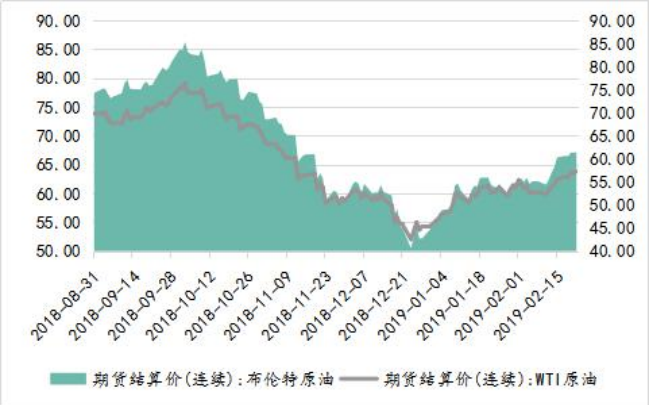
OPEC 减产叠加美原油库存意外下降，基本面供需改善支撑油价偏强震荡。上周 WTI 上涨 4.76%，报 58.74 美元/桶；布伦特上涨 1.76%，报 66.90 美元/桶，均连续两周上涨。**一是 OPEC 减产仍为原油价格提供支撑，美国原油产量下降也助力油价上涨。**OPEC 将继续减产及沙特将减产至 1000 万桶以下继续助长油价，EIA 库存也录得意外降幅，同时美国国内原油产量下降 10 万桶。最大供给增量来源美国的产量下滑提供了有力支撑。**二是需求影响下美油和布油涨跌互现。**尽管供给方面对油价形成支撑，但欧洲多国下调经济预期，宏观方面使布油承压收跌，周内两油出现涨跌互现的情况。**展望后市，**市场普遍预期 OPEC 将在 4 月或 6 月的会议上延长减产协议至下半年，该预期将继续为短期油价提供底部支撑。美国贝克休斯钻井数已降至 2018 年 4 月以来最低，美国原油产量增速放缓将成为推高美油的动力，但美国近期失业率数据始终不及预期，或预示其经济放缓。布油或因欧洲宏观预期不佳而涨幅受限，上行有待地缘危机支持。近期美、布两油涨跌互现的情况或出将再度出现，两油价差也会因此收窄。预计短期内油价维持偏强震荡，但同时需要关注美欧经济数据不佳或压制全球风险情绪，油价等风险资产二季度可能面临调整。

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

市场展望与策略

近期资金利率波动性增大，但是从月度移动均值来看，资金利率仍处于下行通道，稳健货币政策下数量型或利率型工具均存在可用空间；平坦化的收益率曲线下可适当增配 6M 以内等短期限存单，后续择机增配 1Y 等长期限存单；债市方面，除房地产投资外年初经济数据表现整体偏弱，叠加收益率曲线形态变化和微观数据的交叉验证，债市收益率下行的主要逻辑未发生趋势性改变，维持明显反弹后加仓并拉长久期的策略，增持非国开的长期限债券，并对国开债进行反向操作，从目前期限利差来看，3 年、5 年和 7 年期品种均存在配置价值，地方债发行压力增大背景下可择机建立 7 年和 10 年期国开债隐含税率缩窄策略，在控制信用风险的前提下可适当配置短期限的低等级债券。全球经济走弱，关注美联储议息会议，预计美元指数继续走弱，欧元汇率反向走强，人民币汇率短期稳定，长端美债收益率上行空间较小。

国内市场策略：近期资金利率波动性增大，但是从月度移动均值来看，资金利率仍处于下行通道，稳健货币政策下数量型或利率型工具均存在可用空间。同业存单方面，虽然三月到期量较大，发行进度明显提前，叠加利率“双轨合一轨”的制度建设要求下同业存单发行利率难以脱离货币市场利率而明显上行；结合目前相对平坦化的收益率曲线，可适当增配 6M 以内等短期限品种，后续择机增配 1Y 等长期限品种。债券市场方面，近期央行公开市场的谨慎态度对资金面的稳定预期形成一定扰动，叠加股市整体表现良好，债券收益率波动明显加大；但是，虽然存在春节因素导致的时点性扰动，除房地产投资外年初经济数据表现整体偏弱，叠加收益率曲线形态变化和微观数据的交叉验证，债市收益率下行的主要逻辑未发生趋势性改变；此外，短期股市双向波动性明显加大，也将在一定程度上驱动风险情绪的降温，维持明显反弹后加仓并拉长久期的策略；结合前期收益率走势，3.7%-3.75%为合理的适度加仓及拉长久期区间；从结构性策略来看，目前长期限非国开与国开债利差继续走扩，可增持 10 年非国开的长期限债券，并对国开债进行反向操作；从期限利差来看，3 年、5 年和 7 年期的政金债仍存在配置价值，而 10 年的性价比低；从品种利差来看，两会后地方债发行压力将明显增大，结合目前各期限的隐含税率，可择机建立 7 年和 10 年期国开债隐含税率缩窄的策略；从信用债来看，市场风险偏好继续抬升，预计短期限的低等级信用利差仍存在缩窄空间，中长期限的风险偏好回升仍需继续等待，因此在控制信用风险的前提下可适当配置短期限低等级信用债。

国际市场策略：美国通胀数据不及预期，而新屋销售环比数也低于预期，经济总体呈现边际走弱趋势，关注 3 月美联储议息会议要；欧洲央行重启 TLTRO，前期欧元汇率整体弱势，而美国基本面走弱带动欧元反向走强，关注英国脱欧的进展；国内资本市场表现良好，资本项目流入支撑人民币汇率，但是进出口贸易超预期下滑背景下经常项目将逐步形成拖累，人民币汇率短期震荡，关注中美贸易谈判的进展；基本面走弱背景下 10 年美债收益率持续上行空间较小。

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							
中粮地产(集团)股份有限公司	房地产 II	中证鹏元资信评估股份有限公司	2019-03-11	AAA	稳定	AA+	稳定
浙江东阳农村商业银行股份有限公司	银行	上海新世纪资信评估投资服务有限公	2019-03-11	AA	稳定	AA-	稳定
晋城市国有资本投资运营有限公司	资本货物	中诚信国际信用评级有限责任公司	2019-03-11	AA+	稳定	AA	稳定
下调评级或展望							
南京建工产业集团有限公司	资本货物	联合信用评级有限公司	2019-03-13	A	负面	AA-	稳定
金洲慈航集团股份有限公司	耐用消费品与服装	大公国际资信评估有限公司	2019-03-11	A		AA-	稳定
东方金钰股份有限公司	耐用消费品与服装	联合信用评级有限公司	2019-03-13	CC	负面	B	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。