

2019 年 4 月 15 日

金融市场部

## 3 月社融数据超预期，货币再宽松概率降低。

### 宏观经济

❖ **国际宏观：**欧美央行会议符合市场预期，延续边际宽松；欧盟 27 国同意继续推迟英国脱欧期限；当前主要经济体前景偏向下行，地缘政治的不确定性持续存在，主要央行货币政策趋向宽松。

❖ **国内宏观：**3 月社融、人民币贷款高增，中长期贷款占比提高，社融增速企稳，社融结构继续改善；3 月财政存款减少，M1、M2 双双回升，M1-M2 剪刀差缩小。金融数据企稳，显示企业融资需求、投资意愿回升，二季度经济企稳预期有所增强。

### 金融市场

❖ **货币政策及资金面：**上周央行实现零投放零回笼。央行连续 17 个工作日未进行逆回购操作，上周资金面整体边际趋紧，各期限资金品种价格均大幅上行，由于社融数据有所回暖，货币政策进一步宽松的必要性下降，结构性宽松仍是后续货币政策的主基调。本周将有 3675 亿元 MLF 到期，叠加 4 月是缴税大月，预计资金缺口将达到万亿，且 MLF 到期日与税期吻合，市场流动性或将延续趋紧态势。

❖ **债券市场：**上周利率债收益率呈现普遍上涨行情，短端上涨幅度大于中长端，收益率曲线平坦化；上周信用债收益率同样上行，信用利差收窄。展望本周，预计央行将到期续作 MLF，资金面在税期过后有望转松，金融数据超预期的影响或将延续，叠加下周国债供给量依然较大，一级发行对二级市场的影响不容忽视，要谨防债市收益率上行风险；信用债方面，货币政策传导路径逐渐通畅，经济企稳预期将使得风险偏好持续回升，信用利差有望继续收窄。

❖ **外汇市场：**美国经济指标回暖，欧美贸易谈判令欧元承压。短期看，欧洲经济放缓趋势愈发明显，欧元持续反弹可能性不大。国内金融、外贸数据向好短线提振人民币汇率。短期看我国跨境资本流动趋于稳定，未来仍有一定升值空间。

❖ **商品市场：**联储纪要不及预期鸽派，黄金避险支撑有所减弱，上周金价冲高回落。全球经济放缓和货币政策边际宽松预期下，黄金价格可能震荡筑底，短期内仍需关注下行风险。OPEC 减产超预期，供需基本面继续收紧，原油维持涨势，但 OPEC+ 减产后期面临的不确定性正在上升，需关注短期调整风险。

❖ **市场展望与策略：**本周逐渐临近缴税高峰，叠加 MLF 到期，预计央行将采取续作 MLF 或 TMFL 的方式对冲，全周资金将呈现先紧后松的态势。1Y 期同业存单可进行波段操作；债市方面，前半周市场担忧通胀数据及一级市场招标结果，收益率继续回升，随后在 CPI 及招标结果公布后利空兑现，利率出现下行，但金融数据大幅超出市场预期，使得收益率再次大幅上行。预计本周仍将继续消化金融数据的利空因素，策略上应以防御为主，可利用税期资金面收紧的机会适当降低久期，同时 5-10 年非国开配置价值较为凸显，可以对活跃券进行置换操作，随着基本面逐渐企稳，在控制信用风险的前提下可适当配置低等级债券。美联储 4 月声明继续鸽派，欧元区经济前景依旧低迷，预计海外收益率在低位震荡。

### 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

xiaapu@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

欧美央行会议符合市场预期，延续边际宽松；欧盟27国同意继续推迟英国脱欧期限；当前主要经济体前景偏向下行，地缘政治的不确定性持续存在，主要央行货币政策趋向宽松。

经济事件方面，欧美央行会议符合市场预期，延续边际宽松。欧央行4月议息会议维持利率不变，认为经济动能偏弱。具体来看，政策方面，欧央行本次维持利率不变，未提及TLTRO-III操作细节，尚未开始讨论分层存款利率。此前德拉吉提到，欧洲银行业正在将负利率带来的损失转移到实体经济，目前有必要讨论负利率政策的利弊问题，引发了市场对欧央行实施分层利率的猜想。但本次德拉吉表示，对分层利率尚未开始正式讨论，只是开启了研究是否要缓解负利率副作用的进程。经济前景方面，欧央行认为经济动能偏弱，但衰退风险较低。近期欧洲GDP、制造业产出、PMI等多项数据走弱，本次会议德拉吉承认欧元区经济近期继续走弱，尤其是制造业，但整体来看衰退风险较低，如有必要，欧央行已经准备好了动用所有政策工具。整体来看，欧央行4月议息会议符合市场预期，未公布具体政策的实施细节，未来动向将取决于欧洲经济走势。美联储方面，3月议息会议纪要与此前公布的会议声明基本一致，未提到降息必要性。具体来看，美联储官员认为美国经济虽有下行风险，但对继续扩张仍有信心；官员认为油价回落导致通胀温和，但核心通胀较为稳定；在利率方面，与会者普遍赞同保持耐心，多数与会者认为2019年不加息较为合适，也有一些与会者表示只要经济进展较好，那么2019年加息将是合适的，但没有与会者提到降息。

地缘政治方面，欧盟27国同意推迟英国脱欧期限至10月31日。此前，英国议会始终未通过政府版脱欧协议，并要求梅向欧盟寻求继续推迟脱欧期限。在收到请求后，欧洲理事会主席图斯克致函欧盟各国领导人表示考虑给予英国一年的灵活时间推迟脱欧期限。德国总理默克尔等大多数领导人表示愿意给英国脱欧期限延长至明年年初，但法国总统马克龙则强硬反对延长超过一年，因担心脱欧扰乱欧盟商业秩序。因此，10月31日是欧盟领导人达成的折衷日期。脱欧再次延期，为英政府获得议会支持争取了更多时间，无协议脱欧风险降低。

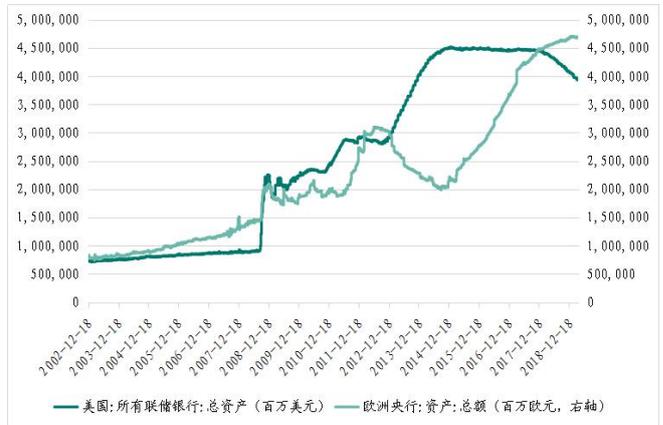
全球来看，当前主要经济体前景偏向下行，地缘政治的不确定性持续存在，主要央行货币政策趋向宽松。美国财政刺激效果趋弱，消费波动加剧，通胀向上突破动力不足，预计2019上半年经济增速将从去年的强劲增长中放缓。欧洲内在经济增长动力仍弱，英国脱欧、法国“黄马甲”等地缘政治事件持续发酵更加拖累经济前景，预计二季度经济增长动力仍弱。应对多重不确定性，主要央行将保持“耐心”持续观察经济动向，不排除在下行风险继续加大的背景下全面转向宽松。

图表 1. 欧元区尚未进入加息周期



数据来源: Wind 资讯

图表 2. 美联储缩表、欧央行停止扩表



数据来源: Wind 资讯

## 国内宏观

**3月社融、人民币贷款高增，中长期贷款占比提高，社融增速企稳，社融结构继续改善；3月财政存款减少，M1、M2双双回升，M1-M2剪刀差缩小。金融数据企稳，显示企业融资需求、投资意愿回升，二季度经济企稳预期有所增强。**

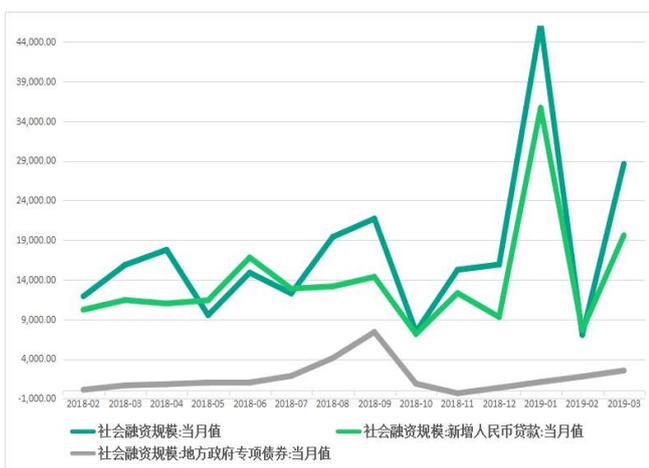
社融增速企稳，人民币贷款大幅多增，中长期贷款占比提高，社融结构继续改善。一是社融大幅多增，贷款是主要增长因素，非标、专项债也呈增长趋势。3月新增社融2.86万亿元，同比大幅多增1.28万亿元，其中人民币贷款1.96万亿元，同比多增近8200亿元，是社融高增主要原因；表外非标融资整体同比多增3353亿元，同比多增1688亿元；地方政府专项债融资增加2532亿元，同比多增1870亿元；企业债券和股票融资新增规模平稳。整体来看，今年一季度新增社融8.19万亿，同比多增2.35万亿元，显示融资需求大幅改善，同时银行年初集中放贷、地方债提前发行、企业债券融资提高、非标融资环境改善等因素也推动一季度社融高增，后续社融增幅有赖于经济企稳及实体融资需求恢复情况。二是3月人民币贷款增加1.69万亿元，同比多增5777亿元，仅次于2016年1月和2019年1月增幅，整体来看，今年一季度人民币贷款同比多增1.45万亿，显示出在剔除年初信贷开门红因素后，今年信贷需求仍有所回升。三是居民部门贷款多增，中长期贷款大幅多增。3月居民部门贷款增加约8900亿元，同比多增约3200亿元。其中，居民短贷增加4300亿元，同比多增约2300亿元；居民中长贷增加4605亿元，同比多增900亿元，可能与一二线城市房地产市场回暖，居民房贷需求回升有关。四是企业部门中长期贷款需求改善，新增中长期贷款规模超过历史同期水平。3月企业新增贷款1.07万亿，同比多增约5000亿元，企业短贷和长贷分别同比多增约2300亿和近2000亿，票据融资同比多增约1100亿元，显示贷款对于信贷贡献上升，

3月企业中长贷新增近6600亿元，超过历史同期水平，新增中长期贷款在1月之后再度多增，显示企业长期投资需求边际改善，结合前期PMI、PPI、CPI数据内需、价格指数回暖，今年经济企稳预期有所加强。

**3月财政存款减少，M1、M2双双回升，M1-M2剪刀差缩小。**一是3月财政存款减少6928亿元，同比多减2100多亿，反映出年初以来，积极财政政策发力提效，减税降费政策逐步落地，财政投放加强，财政收入减缓。二是货币增速回升，流动性维持宽松。由于春节因素消退，3月M0增速回升至3.1%；M1增速继续回升，3月为4.6%，显示企业活期存款明显增加，流动性资金持续改善；M2增速回升至8.6%，主要与信贷回暖和财政投放加强有关。2017年以来，M2增速较为平稳，今年政府工作报告明确提出M2增速与名义GDP增速相匹配，预计年内M2增速将整体维持稳定。三是M1-M2剪刀差继续为负，但差值缩窄。自2018年2月起，M1-M2剪刀差由正转负，且差值逐渐拉大，显示出企业投资需求减弱，经济下行压力较大，今年2月起剪刀差触底反弹，3月负值继续缩小，显示出企业持有活期资金意愿加强，生产信心有所恢复，后续企业利润有望由负转正。

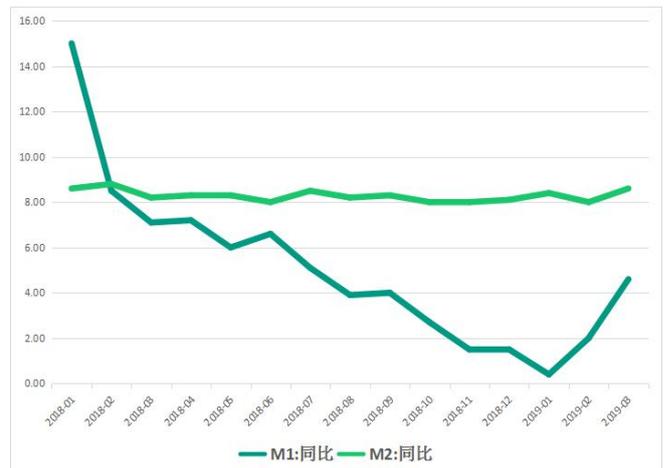
整体来看，今年一季度新增社融、人民币贷款同比高增，M1、M2增速出现回升，金融数据呈现初步企稳、触底回升的态势，从先行指标M1-M2剪刀差看，实体企业持有资金活化资产意愿加强，生产信心有所恢复，结合前期PMI、PPI、CPI数据内需、价格指数回暖，可以看出在财政政策发力、货币政策维持宽松的背景下，二季度经济企稳预期有所加强，货币政策进一步宽松概率降低，基本面预期利好股市，短期对债市造成压力。

图表3. 3月社融、人民币贷款高增



数据来源: Wind 资讯

图表4. M1-M2剪刀差缩小



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，无逆回购到期，实现零投放零回笼。央行连续17个工作日未进行逆回购操作，上周资金面整体边际趋紧，各期限资金品种价格均大幅上行，由于社融数据有所回暖，货币政策进一步宽松的必要性下降，结构性宽松仍是后续货币政策的主基调。本周将有3675亿元MLF到期，叠加4月是缴税大月，预计资金缺口将达到万亿，且MLF到期日与税期吻合，市场流动性或将延续趋紧态势。

具体来看，上周央行未开展逆回购操作，无逆回购到期，实现零投放零回笼。质押式回购利率方面，由于央行长期未进行逆回购操作，流动性边际趋紧，各期限资金品种价格均大幅上行。截至4月12日，R001加权平均利率为2.69%，较前周上行122bp；R007加权平均利率为2.73%，较前周上行49bp；R014加权平均利率为2.9%，较前周上行41bp。同业存单方面，由于市场对税期流动性的担忧，发行规模增加，而到期量较大导致净融资额减少。上周共发行666只总计3697.2亿元，到期575只总计3368.9亿元，净融资额为328.3亿元，较前周减少261.1亿元。其中，受资金面边际趋紧的影响，存单利率整体有所上行，3个月AAA+同业存单利率为2.65%，较前周上行4bp；6个月AAA+同业存单利率为2.85%，较前周上行5bp；9个月AAA+同业存单利率为3.01%，较前周上行12bp。票据直贴利率和转贴利率均小幅下行，长三角地区6个月票据直贴利率为2.8%，6个月票据转贴利率为2.35%，均较前周下行5bp。境内美元流动性较为充足，USD CIROR隔夜价格收于2.42%，较前周下行1bp；1W价格收于2.5%，较前周下行1bp。离岸人民币流动性整体有所转紧，香港市场人民币隔夜拆借利率收于2.37%，较前周上行21bp；7天品种收于2.51%，较前周上行5bp。

央行连续17个工作日未进行逆回购操作，上周资金面整体边际趋紧，由于社融数据有所回暖，货币政策进一步宽松的必要性下降，结构性宽松仍是后续货币政策的主基调。第一，3月出口增速明显回升，进口有所下降，贸易顺差扩大，但剔除春节因素，出口仅小幅改善。一季度出口累计同比增长1.4%，较去年12月增速略有上升，但不及18年全年累计增速，说明剔除春节扰动后，出口仅小幅改善。第二，3月新增社融2.86万亿元，同比大幅多增1.28万亿元，金融机构贷款增加1.69万亿元，同比多增5777亿，企业中长期贷款有所改善，社融增速企稳。信贷数据不仅总量改善，结构也有所优化。中长期贷款、短期贷款同比增量创新高，居民和企业贷款同比增量创新高，指向居民和企业预期已发生了改变，长期投资意愿增强。第三，M1、M2双双回升。M1同比回升到4.6%，反映企业存款增加、流动性持续改善；M2同比从8.0%回升至8.6%，可能与财政加强投放和企业信贷活动回升有关。

展望后续，3月份金融数据明显企稳回升使得货币政策进一步宽松的必要性降低。3月以来，央行公开市场操作量明显降低，叠加央行否定“4月降准”的消息，表明货币政策基调转稳。近期

猪价抬升通胀，虽然货币政策不至于因此收紧，但短期也难以大幅放松，近期降准的概率大幅下降。本周将有**3675亿元MLF**到期，叠加**4月是缴税大月**，预计资金缺口将达到**万亿**，且**MLF到期日与税期吻合**，市场流动性或将延续趋紧态势。

图表 5. 同业存放利率变动

期限	2019-4-12		2019-4-4	
	融出	融入	融出	融入
1W	2.65-2.55	2.35-0.72	2.65-2.4	2.18-0.72
2W	2.8-2.75	2.45-0.72	2.8-2.45	2.2-0.72
1M	3.05-2.75	2.7-1.9	3.05-2.75	2.5-1.9
3M	3.15-3.05	2.98-2.6	3.1-2.85	2.8-2.55
6M	3.35-3.25	3.15-2.5	3.25-3.2	2.9-2.6
1Y	3.5-3.35	3.3-2.65	3.55-3.35	3.17-2.65

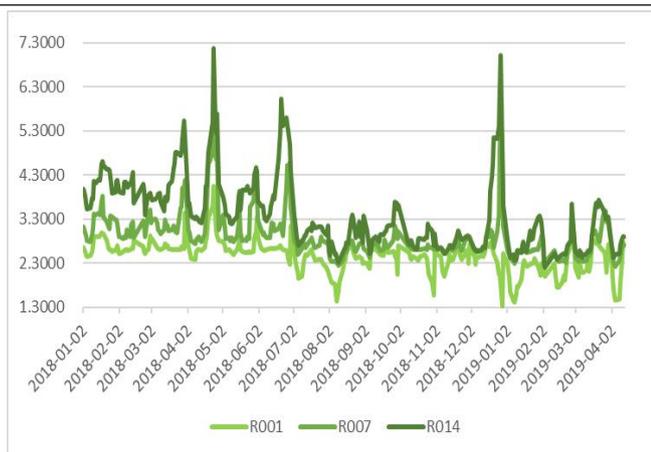
数据来源: Wind 资讯、上海国际货币

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

上周利率债收益率呈现普遍上涨行情，短端上涨幅度大于中长端，收益率曲线平坦化；上周信用债收益率同样上行，信用利差收窄。受央行连续暂停逆回购操作叠加税期临近影响，上周资金面边际趋紧，同时**3月进出口数据与金融数据超出市场预期**，经济企稳迹象明显，债市收益率呈现上行态势；信用债方面，受资金价格及利率债收益率上涨影响，信用债收益率上行，同时风险偏好继续回升，信用利差收窄。展望本周，预计央行将到期续作**MLF**，资金面在税期过后有望转松，金

融数据超预期的影响或将延续，叠加下周国债供给量依然较大，一级发行对二级市场的影响不容忽视，要谨防债市收益率上行风险；信用债方面，货币政策传导路径逐渐通畅，经济企稳预期将使得风险偏好持续回升，信用利差有望继续收窄。

上周利率债收益率普遍上行，收益率曲线呈现平坦化。税期将至，央行上周暂停公开市场操作，资金面呈现边际趋紧的态势，带动短端收益率上行约 6-10bp。3 月进出口数据及社融数据均超出市场预期，经济见底信用逐渐显现，叠加部分机构止损二级市场抛售债券，受此影响中长端收益率上行约 3-7bp。

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，央行本周末进行公开市场操作，叠加缴税高峰逐渐临近，资金面边际趋紧。中长端方面，一是 3 月金融数据大幅超出市场预期，结构方面亦有所改善，货币政策传导途径逐渐疏通，市场对经济前景的预期也将得到持续修复；二是 3 月贸易数据显示出口明显好转，贸易顺差扩大，同时市场预计下周公布的经济数据也会有一定程度的好转，国内经济基本面因素整体利空国内债市。

美债方面，收益率全周呈现大幅下行态势，10 年期美债收盘价较上周上行 6.3bp。美联储公布 3 月份会议纪要，多数美联储官员认为目前经济上行风险和下行风险均存在不确定性，且通胀接近美联储目标，预计今年将维持利率不变。从整体措辞来看，美联储的态度依然鸽派，此举符合市场预期，投资者对此反应较为平淡，但受美国股市及大宗商品持续走强影响，市场风险偏好回升，美债收益率上行。

信用债方面，上周资金价格大幅上行，利率债收益率受金融数据及进出口数据影响出现上行，上述因素共同作用带动信用债收益率普遍上行，短期限的收益率上行幅度要小于中长期，收益率曲线陡峭化。信用利差方面，金融数据超预期使得经济企稳预期升温，市场风险偏好回升，信用利差整体呈现普遍收窄趋势。

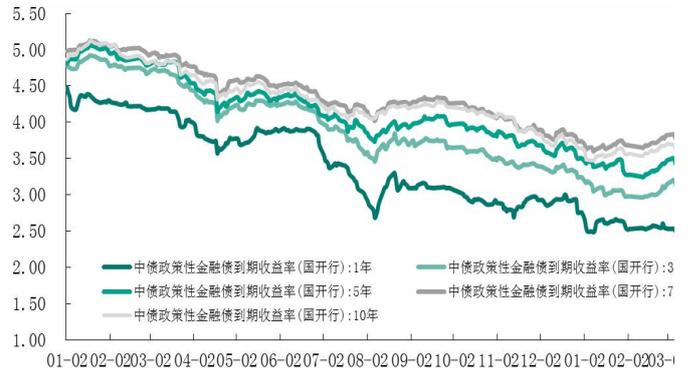
信用风险违约事件，上周共有 2 个主体的共计 2 只债券违约，违约主体分别为河南众品食品股份有限公司、大连天宝绿色食品股份有限公司，两家主体事前均已出现过违约事件，违约原因具有相似性，均为公司应收账款大幅增长且周转水平有所下降，叠加资产负债率较高导致流动性危机。

图表 9. 国债收益率走势



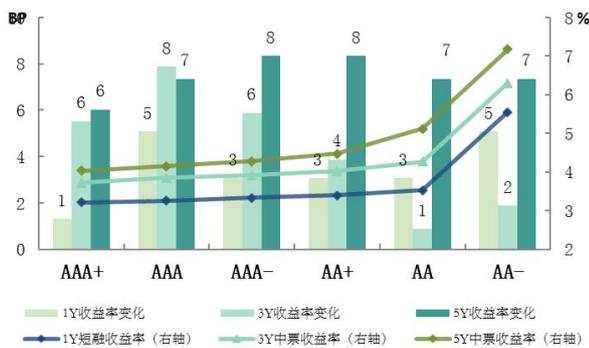
数据来源: Wind 资讯

图表 10. 政策性金融债收益率走势



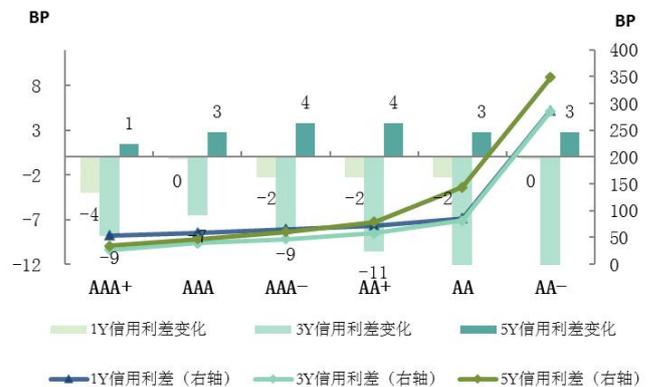
数据来源: Wind 资讯

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，下周即将面临缴税高峰，预计央行将续作 MLF，资金面有望呈现先紧后松的态势；第二，社融数据大幅超出市场预期，预计下周仍将以消化预期差为主，叠加即将公布的经济数据市场普遍预期较好，一级市场国债供给仍处高位，收益率存在继续上行风险；第三，货币政策传导路径逐渐通畅，经济企稳预期将使得风险偏好持续回升，信用利差有望继续收窄。

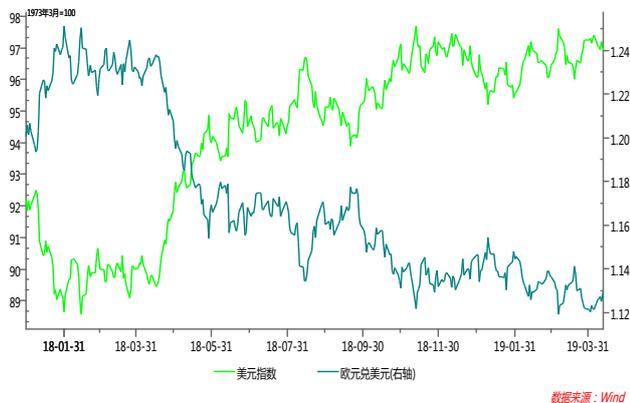
## 外汇市场

美国经济指标回暖，欧美贸易谈判令欧元承压。短期看，欧洲经济放缓趋势愈发明显，欧元持续反弹可能性不大。国内金融、外贸数据向好短线提振人民币汇率。短期看我国跨境资本流动趋于稳定，未来仍有一定升值空间。

美国经济指标回暖，欧美贸易谈判令欧元承压。上周，美元指数小幅下行，收于96.95，下跌0.48%。非美货币集体反弹，欧元兑美元收于1.1298，上涨0.74%。一是美国经济数据向好，年内降息预期有所弱化。因前周非农薪资数据不佳，前三个交易日美元持续走弱。周三公布的美国CPI数据好于预期叠加德拉基鸽派发言，美元短线出现快速回升。周四晚间公布的3月PPI数据好于预期，且初请失业金人数较前值及预期下滑，为1969年以来最低水平，表明劳动力市场表现持续强劲，可能改变市场对经济出现下滑的预期。较为强劲的就业数据令市场对于美联储降息的预期进一步下降。目前市场对于2020年1月美联储降息的预期已经跌至55%附近，而此前不佳的薪资数据表现曾一度使得这一预期上升至63%上方，暗示市场情绪有所改善，也在一定程度上对美元构成支撑。二是欧美贸易谈判前景不明，德拉基鸽派发言令欧元承压。周初因美元走势偏软，欧元出现了明显的反弹。但随着特朗普在推特发文，宣布美国将对价值110亿美元的欧盟产品征收关税。使得美欧紧张关系再次升温，欧元短线有所回落。此外，欧央行利率决议后德拉基表示，如有必要，欧洲央行已准备调整所有的工具，令欧元短期承压。展望未来，欧洲经济放缓的趋势越发的明显疲弱的外部需求对出口大国德国造成打击，尽管其政策工具已所剩无几，但欧洲央行正面临采取更多措施来支撑欧元区经济的压力，欧元持续反弹可能性不大。

金融、外贸数据向好，人民币短期仍有回升空间。上周，在岸人民币汇率收于6.7145，当周较前周基本持平，小幅上涨40PIPS。离岸人民币汇率收于6.7096，小幅上涨14PIPS。公布3月经济数据超预期，国内经济或逐步企稳。一季度外贸、金融数据陆续发布。外贸方面，中国3月出口同比增14.2%。金融方面，中国3月M2同比增长8.6%，社会融资规模2.86万亿元，同期人民币贷款增加1.69万亿元，两项数据均远超市场预期。一季度金融数据将对下一步货币政策操作有重要指引作用，而金融数据的全面超预期也一定程度上引导了市场的预期，货币政策将继续在稳定实体经济融资以及降低实体经济融资成本方面发力，未来继续实施结构性政策的概率较大。短期来看，外储连续5个月趋于回升，显示我国跨境资本流动趋于稳定，考虑到我国外债类资金尚未进入集中到期高峰，近期国际收支结构不会加剧汇率市场波动；财政政策发力背景下，中美长端利差有望小幅扩大，今年人民币兑美元预计仍有小幅升值空间。

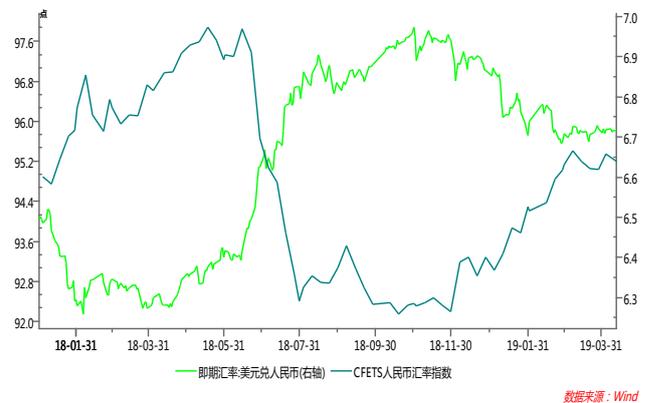
图表 13. 美元指数、欧元兑美元



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

联储纪要不及预期鸽派，避险情绪有所回落，上周金价冲高回落。全球经济放缓和货币政策边际宽松预期下，黄金价格可能震荡筑底，短期内仍需关注下行风险。OPEC 减产超预期，供需基本面继续收紧，原油维持涨势。OEPC+ 减产后期面临的不确定性正在上升，需关注短期调整风险。

联储纪要不及预期鸽派，避险支撑有所减弱，黄金价格冲高回落。上周金价先扬后抑，周五收于 1294.3 美元/盎司，当周上涨 0.45%。一是周初美元指数较为疲弱，金价连续上涨。IMF 下调全球经济增长至金融危机以来最低，美元连续下跌，金价连续三日上涨，盘中一度突破 1310 关口。二是美联储会议纪要不及预期鸽派，且美国部分经济数据表现良好，金价回吐前半周涨幅。3 月会议纪要显示，美联储官员对下一步动向存在分歧，部分委员认为今年晚些时候有必要进行一次小幅加息，市场过于鸽派的预期有所修正，同时美国 PPI 数据表现强劲，金价上涨受阻。三是市场风险情绪回升，全球股市走高的压制，贵金属仍然承压。英国脱欧期限继续推迟，欧元回暖，美元对金价的压制减弱，但美债收益率上涨、股市走高，风险情绪依然对金价形成制约。总体来看，全球经济放缓和货币政策边际宽松预期下，黄金价格可能震荡筑底，短期内仍需关注下行风险。

OPEC 减产超预期，供需基本面继续收紧，原油维持涨势。上周油价先扬后抑，WTI 原油期货上周上涨 1.28%，收于 63.89 美元/桶，布伦特原油期货上涨 1.72%，收于 71.55 美元/桶。一是 OPEC 超额完成减产目标，但市场对于减产放松预期在上升。参与 OPEC 减产的主要产油国均表现良好。其中沙特在三月份原油产量继续大幅下滑，参与减产计划的产油国整体产量为 2549.5 万桶/天，较

去年10月份原油产量下滑121.6万桶/天，较减产目标产量2591万桶/天多减产41.5万桶/天，综合减产执行率达到了152%。同时，OPEC内部分歧加大，进一步减产空间有限，市场对放松减产的预期增加。二是美国一季度产量增长步调放缓，下半年页岩油产量可能放量。美国原油产量在2019年第一季度出现明显的放缓迹象，但随着近期价格回升，钻井平台数量已经从下跌转为上涨，将加快原油产量增长速度，下半年起页岩油产量可能释放。展望后市，目前原油市场供需仍然收紧，油价维持震荡走升，OPEC+减产后期面临的不确定性正在上升，市场对放松减产的预期增加，需关注短期调整风险。

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

央行上周继续暂停工开市场操作，资金面边际趋紧，资金价格上行。本周逐渐临近缴税高峰，叠加有3665亿元MLF到期，预计央行将采取续作MLF或TMLF的方式对冲，全周资金将呈现先紧后松的态势。受资金价格上行影响，临近缴税高峰同业存单收益率亦有上行压力，税期过后压力有所减退，1Y期同业存单可进行波段操作；债市方面，前半周市场担忧通胀数据及一级市场招标结果，收益率继续回升，随后在CPI及招标结果公布后利空兑现，交易情绪转好使得利率出现下行，但周五公布的金融数据大幅超出市场预期，使得收益率再次大幅上行。预计本周仍将继续消化金融数据的利空因素，策略上应以防御为主，可利用税期资金面收紧的机会适当降低久期，同时5-10年非国开配置价值较为凸显，可以对活跃券进行置换操作，随着基本面逐渐企稳，信用利差有望继续缩窄，在控制信用风险的前提下可适当配置低等级债券。美联储4月声明继续鸽派，欧元区经济前景依旧低迷，预计海外收益率在低位震荡。

**国内市场策略：**上周央行继续暂停公开市场操作，在缴税因素的影响下，全周资金面边际趋紧，资金价格有所上行，DR007上行39.99bp至2.6691%，中枢明显上移。本周临近缴税高峰，同时将有3665亿元MLF到期，央行续作的可能性较大，预计资金价格将呈现先升后降的走势，波动将有所增加。同业存单方面，上周资金面边际趋紧使得收益率普遍上行。考虑到本周临近缴税高峰，预计收益率仍有上行空间，在税期结束后重回下行通道。债券市场方面，周初多空双方博弈即将出炉的通胀及金融数据，市场情绪较为谨慎，收益率小幅上行4.5bp；周三周四利空逐渐兑现，市场情绪有所好转，收益率下行5bp；周五公布的金融数据大幅超出市场预期，收益率快速上行8bp，10年国开活跃券最终收于3.835%。整体来看，金融数据均优于市场预期，基本面拐点逐渐显现，使得收益率快速上行。预计本周仍将以消化金融数据的利空因素为主，同时即将公布的经济数据市场预期普遍较好，对债市造成一定压力，预计收益率仍有上行空间，策略上建议以防御为主。从结构性策略来看，非活跃券逐渐受到配置户青睐，后期与活跃券利差缩窄确定性较高，可以进行换仓操作，收益率相对较高的非国开更具价值；从期限利差来看，从历史分位和资金利率来看，5-7年期具有较高配置价值；从品种利差来看，本周国债一级供给依然较大，其中30年国债180024的招标情况尤为关键，一级招标结果对二级市场影响不容忽视，叠加海外对国债需求持续疲软，国债金债利差预计将进一步收窄；从信用债来看，经济企稳预期转强，信用风险偏好有所提升，预计信用债利差存在继续缩窄的可能，2-3年期品种有较高配置价值。

**国际市场策略：**美联储3月议息会议声明措辞依然鸽派，明确今年9月停止缩减资产负债表规模，并暗示今年不再进行加息，此举符合市场预期，但随着以股市为代表的风险资产走强对债券收益率造成了上行压力，10年期美债收益率上行近6.3bp至2.567%。同时，欧洲央行维持各主要利率不变，并警示欧元区经济增速将会放缓，经济前景短期内堪忧，预计欧洲主要债券收益率仍将维持低位运行，上行风险有限。

## 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
<b>上调评级或展望</b>							
成都双流兴城建设投资有限公司	资本货物	中诚信国际信用评级有限责任公司	2019-04-09	AA+	稳定	AA	稳定
<b>下调评级或展望</b>							
南京高精传动设备制造集团有限公司	资本货物	中诚信国际信用评级有限责任公司	2019-04-10	AA	负面	AA	稳定

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。