

2019 年 4 月 22 日

金融市场部

GDP 增速超预期，曲线平坦化上行

宏观经济

❖ **国际宏观：**美联储 4 月褐皮书显示 3 月至 4 月初期美国经济温和增长，其他数据显示一季度 GDP 或超预期；欧元区制造业 PMI 边际回升，但经济增长仍然承压；美强欧弱格局延续、地缘政治事件频发，预计美元指数仍将维持高位震荡。

❖ **国内宏观：**一季度 GDP 增速超预期，消费、投资出现企稳迹象，进出口仍然偏弱。在 1 季度金融条件明显宽松及减税降费等积极财政政策落地影响下，预计二季度消费与工业增速有望继续回升。从中央政治局会议表态来看，货币维持宽松但继续加码概率低，积极财政政策力度不减，对总需求提振作用将逐步显现。

金融市场

❖ **货币政策及资金面：**上周央行共开展 3000 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 操作，全口径合计净投放 1335 亿元。受税期因素和 MLF 到期因素扰动，上周周初资金面较为紧张，回购价格大幅上行，但随着央行通过逆回购与 MLF 操作投放资金，市场资金面逐渐转向宽松，但未来货币政策可能更趋谨慎。本周将有 3000 亿元逆回购到期，但随着税期影响的消退，预计市场流动性将维持均衡格局。

❖ **债券市场：**上周利率债收益率多数上涨，短端上涨幅度大于中长端，收益率曲线平坦化；上周信用债收益率普遍上行，信用利差涨跌互现。3 月工业增加值超出市场预期，经济企稳迹象明显，债市收益率呈现上行态势；信用债方面，受资金成本及利率债收益率上升影响，收益率普遍上行，信用利差短端收窄，长端走阔。展望本周，资金面将呈现边际转松态势，短端收益率上行风险整体有限，长端方面，基本面对债市构成的利空基本兑现，预计将呈现震荡走势；信用债方面，随着资金面逐渐宽松，基金等机构有望增配信用债，预计信用利差将有所收窄。

❖ **外汇市场：**美国经济指标向好，欧洲制造业活动疲弱打压欧元。短期看，欧洲经济放缓，欧元短期持续承压，但同时也需警惕美国国内政治风险。国内一季度经济数据向好提振人民币汇率，短期看未来人民币汇率将得到进一步支撑。

❖ **商品市场：**美国 3 月零售数据超出市场预期，黄金在美元和美债利率的压制下表现较弱，目前黄金受到的避险和通胀支撑有限，二季度或震荡筑底。供给收缩继续支撑油价，短期内地缘政治因素或继续刺激油价，但 OPEC 减产内部分歧加大，进一步减产空间有限，美国下半年起可能放量，仍需关注下行风险。

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

虞汉阳

021-20687231

yuhanyang@abchina.com

宏观经济

国际宏观

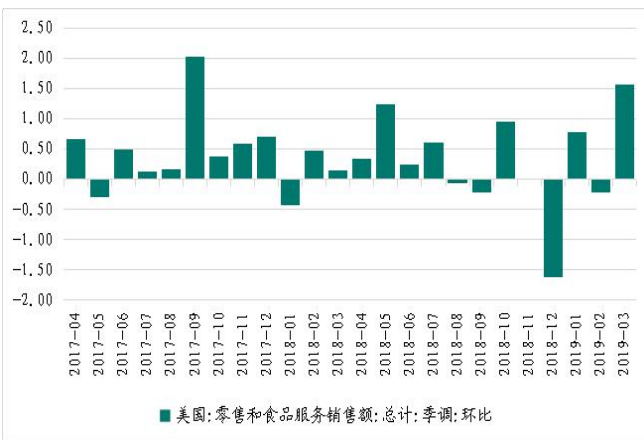
美联储4月褐皮书显示3月至4月初期美国经济温和增长，其他数据显示一季度GDP或超预期；欧元区制造业PMI边际回升，但经济增长仍然承压；美强欧弱格局延续、地缘政治事件频发，预计美元指数仍将维持高位震荡。

美联储4月褐皮书显示3月至4月初期美国经济温和增长，其他数据显示一季度GDP或超预期。该报告基于12家地区联储银行的信息编制而成，报告显示，美国经济在3月至4月初整体实现“轻微至温和”的增长，而其中一些联储报告显示经济增长“有所增强”。就业方面，全国各地的就业人数继续增加，多数地区报告熟练工人紧缺；物价方面，自上次报告以来整体上涨缓和；经济增长方面，对消费者支出的观察结果喜忧参半，房屋销售总体更为强劲，而汽车销售普遍疲软；制造业继续温和扩张，部分声音表示近期的贸易谈判进展使得担忧有所缓解。报告整体评估较3月略积极，近期公布的零售、就业和贸易数据也反映美国经济仍有韧性。美国3月零售环比增长1.6%，高于前值-0.2%和预期值1%，创一年半来新高，逆转了2月数据意外下滑的走势；4月13日当周首次申请失业救济人数为19.2万人，连续两周创近半世纪新低，美国劳动力市场依然强劲；美国2月整体贸易逆差494亿美元，连续两个月收窄，1-2月美国总贸易逆差较去年同期下降7.6%。基于较为强劲的经济数据，市场对美国一季度实际GDP环比年化增速的预测中值已经从3月调查的1.5%提高至最新的1.8%。

欧元区制造业PMI边际回升，但经济增长仍然承压。欧元区4月制造业PMI初值为47.8，较上月提高0.3个百分点，为2018年7月以来首次回升，但仍处荣枯线下方；服务业PMI则继续下滑至52.5，拖累综合PMI指数从3月的51.6下降至51.3，欧元区经济增长仍然承压。当前欧洲经济面临外需走弱、美欧贸易摩擦加剧、英国脱欧反复、民粹主义升温等内忧外患，短期内这些问题难以得到妥善解决，并可能引发黑天鹅事件，加剧经济、金融市场动荡。结合前期公布的疲弱通胀数据，欧央行在经济、通胀双下行压力下，将延续货币政策宽松。

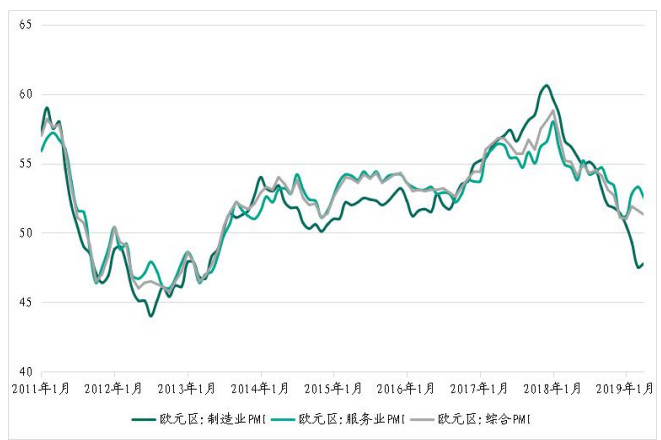
整体来看，当前全球经济震荡下行，主要央行同步转向边际宽松，但美强欧弱格局延续、地缘政治事件频发，在相对强势的经济表现和避险情绪推动下，美元资产占据优势地位，预计美元指数仍将维持高位震荡，未来需重点关注美欧日中经济增速差的变化。

图表 1. 美国 3 月零售销售超预期反弹



数据来源: Wind 资讯

图表 2. 欧元区制造业 PMI 边际回升



数据来源: Wind 资讯

国内宏观

一季度 GDP 增速超预期，消费、投资出现企稳迹象，进出口仍然偏弱。在 1 季度金融条件明显宽松及减税降费等积极财政政策落地影响下，预计二季度消费与工业增速有望继续回升。从中央政治局会议表态来看，货币维持宽松但继续加码概率低，积极财政政策力度不减，对总需求提振作用将逐步显现。

一季度 GDP 略超预期，消费、投资出现企稳迹象，进出口仍然偏弱。2019 年一季度国内生产总值按可比价格计算，同比增长 6.4%，与去年四季度持平，低于去年全年 0.2 个百分点，高于预期 0.1 个百分点。分产业看，第一产业增加值 8769 亿元，同比增长 2.7%，增速仍呈下降趋势；第二产业增加值 82346 亿元，同比增长 6.1%，增速延续去年四季度以来的回升态势；第三产业增加值 122317 亿元，增长 7.0%，较 2018 年末继续下降。从 GDP 数据来看，一季度经济开局平稳，消费企稳，投资稳步回升，贸易顺差同比扩大，均体现了经济出现向好趋势。具体来看：

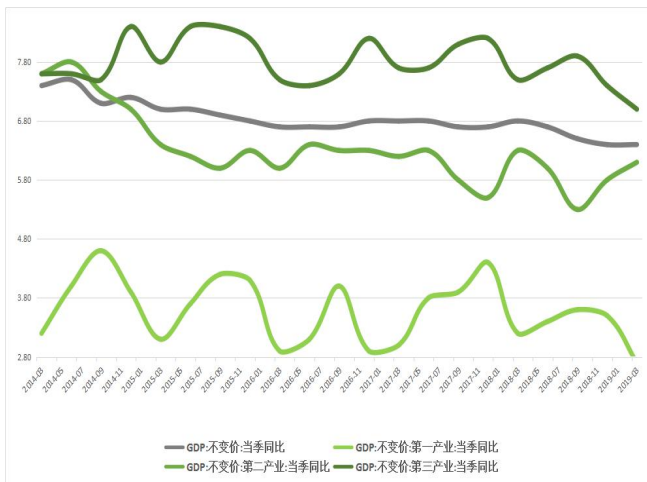
消费方面，受可支配收入提高以及地产、股市带来的财富效应影响，社零消费有所回升，随着减税效果逐步显现，后续消费增速有望企稳。3 月社零消费名义增速 8.7%，较 1-2 月上升 0.5 个百分点，社零消费增速虽然处于历史低处，但是自去年 12 月起，已恢复增长趋势。一是地产销售回暖带动家具、家电音像器材、建筑装潢增速明显上升。3 月家具、家电音像器材、建筑装潢同比增速分别为 12.8%、15.2%和 10.8%，分别较 1-2 月上升 12.1、11.9 和 4.2 个百分点，有效支撑消费。二是升级类消费商品增长较快。化妆品、通讯器材类商品同比分别增长 14.4%和 13.8%，较 1-2 月增速分别上升 5.5 和 5.6 个百分点。今年后三季度，随着增值税、个税减税效果逐步显现，以及财富效应带来的消费预期好转，预计消费将进一步企稳回升，但居民部门杠杆率对消费快速增长将有抑制作用。

投资方面，受房地产和基建投资支撑，一季度固定资产投资有所回暖，但增幅有限。一是财政政策发力下，基建投资持续回升。年初以来，财政政策持续发力，专项债发行节奏明显提前，1季度财政支出增速远高于收入增速，财政赤字规模达历史同期之最，拉动基建投资回升，1-3月基建（不含水电燃气）投资同比4.4%，较1-2月回升0.1个百分点，连续5个月回升。二是地产销售出现分化，一二线回暖、三四线偏弱。3月当月地产销售增速快速上升为1.8%，较1-2月提高5.4个百分点，其中一、二线销售受刚需回升、货币宽松等影响明显回暖，三四线由于棚改货币化影响减弱销售仍然偏弱。新开工和施工面积上行支撑地产投资继续上升，考虑到销售回暖、融资改善、库存去化充分和地产调控不再加码，短期房地产投资仍将维持高增长。三是制造业投资继续下滑，高端制造投资相对较快。1-3月制造业投资继续下滑，有色、纺织行业下滑幅度较大，但高技术投资增速上升。伴随内需回暖、PPI企稳回升和减税降费带动的盈利改善、宽货币到宽信用传导生效，企业盈利底预计在三四季度出现，制造业投资将逐渐企稳。

进出口方面，受中美贸易摩擦和外需、内需疲弱影响，进出口总体偏弱。一是受春节错位因素影响，一季度出口增速波动较大，剔除基数效应后整体仍较2018年四季度有所下降。一季度出口数据呈现1、3月高而2月低的趋势，与历史情况吻合。剔除基数效应后，3月出口增速为-4.4%，略好于1-2月的-4.6%。虽然3月我国对全球大部分国家和地区出口有所回升，但由于世界经济增速放缓带来的外需疲弱，出口增速仍不及2018年四季度。二是受高基数、内需不足及大宗商品价格影响，进口增速呈下滑趋势。受农产品进口下滑的拖累，3月进口同比-7.6%，较1-2月下滑4.4个百分点。一季度进口同比-4.8%，较去年12月回升2.9个百分点，但低于去年四季度9.2个百分点。其中原油与汽车进口金额偏低是进口数据较弱的主要原因。整体来看，在全球经济放缓的背景下，下阶段出口仍将承压，但中美贸易磋商取得积极进展、原油等大宗商品价格回升以及减税降费政策对内需企稳起到积极作用，出口下滑态势有望缓解。

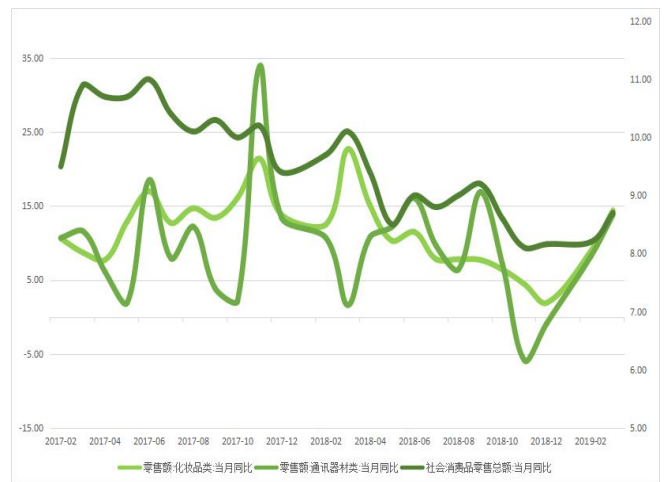
整体来看，一季度经济数据好于预期，一方面体现逆周期调节政策产生实际效果，中央也将重新考虑宏观经济政策的力度及节奏；另一方面使市场对经济预期更为乐观，有助于投资、消费企稳回升。预计后续宏观政策仍将维持宽松，积极财政政策仍将加快落实、注重实效，但货币政策进一步宽松的可能性下降，短时间内降息、降准概率不大。

图表 3.1 季度 GDP 增速超预期



数据来源: Wind 资讯

图表 4.1 季度社零增速回升, 升级类商品增速较快



数据来源: Wind 资讯

金融市场

货币政策与资金面

上周央行共开展 3000 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 操作, 全口径合计净投放 1335 亿元。受税期因素和 MLF 到期因素扰动, 上周周初资金面较为紧张, 回购价格大幅上行, 市场情绪整体偏谨慎, 但随着央行通过逆回购与 MLF 操作投放资金, 市场资金面逐渐转向宽松, 但未来货币政策可能更趋谨慎。本周公开市场将有 3000 亿元逆回购到期, 但随着税期影响的消退, 预计市场流动性将维持均衡格局。

具体来看, 上周央行合计开展 3000 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 操作, 有 3665 亿元 MLF 到期, 全口径合计净投放 1335 亿元。质押式回购利率方面, 由于缴税因素扰动, 资金利率整体先上后下。截至 4 月 19 日, R001 加权平均利率为 2.70%, 较前周上行 1bp; R007 加权平均利率为 3.14%, 较前周上行 3bp; R014 加权平均利率为 2.94%, 较前周上行 10bp。同业存单方面, 上周存单到期规模相对较多, 发行量整体保持稳定。上周共发行 643 只总计 3302.3 亿元, 到期 647 只总计 4139.1 亿元, 净融资额为 -836.8 亿元, 较前周减少 821.7 亿元。其中, 受缴税因素影响, 存单利率小幅上行, 3 个月 AAA+ 同业存单利率为 2.80%, 较前周上行 5bp; 6 个月 AAA+ 同业存单利率为 2.88%, 较前周上行 3bp; 9 个月 AAA+ 同业存单利率为 3.00%, 与前周保持不变。票据直贴利率和转贴利

率有所上行，长三角地区6个月票据直贴利率为2.95%，6个月票据转贴利率为2.50%，均较前周上行15bp。境内美元成交以短期品种为主，资金供给整体充足，USD CIROR隔夜价格收于2.43%，较前周上行1bp；1W价格收于2.50%，与前周保持不变。离岸人民币流动性有所收紧，香港市场人民币隔夜拆借利率收于2.55%，较前周上行18bp；7天品种收于2.72%，较前周上行11bp。

由于税期因素和MLF到期因素的扰动，上周周初资金面整体偏紧，但随着央行通过逆回购与MLF操作投放资金，市场逐渐转向宽松，但未来货币政策可能更趋谨慎。第一，央行一季度例会强调稳健的货币政策要松紧适度，重提“总闸门”、“防风险”，货币政策逆周期调节力度或将减弱。此次会议对国内经济形势的表述更为积极，并且指出在保持逆周期调节的同时兼顾防风险。与此同时，“把好货币政策的总闸门，不搞大水漫灌”表明在经济金融数据反映基本面企稳的背景下，未来货币政策或将回归中性，更加侧重于政策传导机制的优化。第二，央行通过缩量续作MLF+逆回购的方式对冲资金缺口，在熨平短期资金面波动的同时，减少中长期流动性投放规模。4月17日，央行开展1600亿元逆回购和2000亿元MLF操作来对冲3665亿元MLF到期，表明在融资条件和经济基本面有所企稳的情况下，货币政策偏向谨慎，未来需要在稳增长和稳杠杆之间取得平衡。第三，经济环境阶段性企稳，未来货币政策进一步放松的可能性明显降低。一季度GDP同比增长6.4%，持平去年四季度，工业增加值以及社零同比增速均好于预期，随着后续个税减免以及增值税结构性调整效果逐渐显现，未来居民消费也将进一步得到提振。

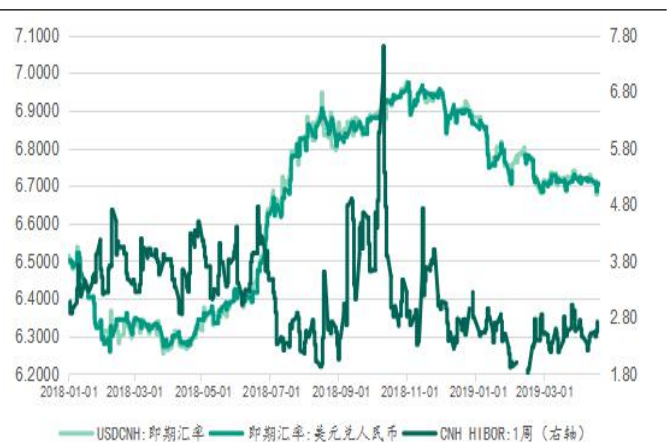
展望本周，由于国内经济基本面呈现阶段性企稳迹象，未来货币政策进一步放松动力不足，但考虑到目前向宽信用的转变依然不够充分，并且经济金融数据回升的持续性也有待观察，货币政策短期内不会轻易转向。海外方面，美联储对于未来货币政策调整依然保持谨慎态度，欧元区4月份PMI不及预期，经济疲软态势短期难以扭转，预计债券收益率仍将维持低位震荡。本周公开市场将有3000亿元逆回购到期，但随着税期影响的消退，市场情绪趋于稳定，预计市场流动性将维持均衡格局。

图表 5. 同业存放利率变动

期限	2019-4-19		2019-4-12	
	融出	融入	融出	融入
1W	3-2.92	2.9-0.72	2.65-2.55	2.35-0.72
2W	2.95-2.92	2.9-0.72	2.8-2.75	2.45-0.72
1M	3.05-2.92	2.9-1.9	3.05-2.75	2.7-1.9
3M	3.15-3.12	3.1-2.64	3.15-3.05	2.98-2.6
6M	3.5-3.25	3.2-2.64	3.35-3.25	3.15-2.5
1Y	3.6-3.35	3.3-2.8	3.5-3.35	3.3-2.65

数据来源：Wind 资讯、上海国际货币

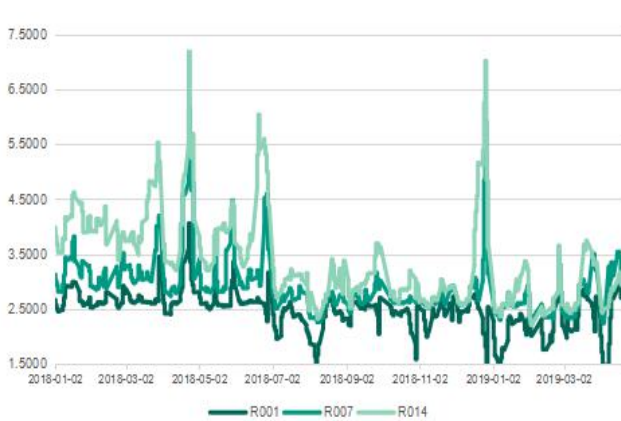
图表 6. 境内外美元汇差与离岸人民币利率 (%)



数据来源：Wind 资讯

图表 7. 银行间债券回购利率走势

图表 8. 人民币同业存单利率走势



数据来源: Wind 资讯



数据来源: Wind 资讯

债券市场

上周利率债收益率多数上涨,短端上涨幅度大于中长端,收益率曲线平坦化;上周信用债收益率普遍上行,信用利差涨跌互现。上周横跨税期,央行减额续作 MFL 并进行逆回购操作,资金面呈现先紧后松的格局,同时 3 月经济数据出炉,工业增加值超出市场预期,经济企稳迹象明显,债市收益率呈现上行态势;信用债方面,受资金成本及利率债收益率上升影响,收益率普遍上行,信用利差短端收窄,长端走阔。展望本周,税期已过,财政资金将逐渐投放,资金面将呈现边际转松态势,短端收益率上行风险整体有限,长端方面,下周即将进入数据真空期,基本面对债市构成的利空基本兑现,预计将呈现震荡走势;信用债方面,随着资金面逐渐宽松,基金等机构有望增配信用债,预计信用利差将有所收窄。

上周利率债收益率普遍上行,收益率曲线呈现平坦化。央行上周公开市场操作累计净投放 1335 亿元,资金面呈现先紧后松态势,但一年期国债一级招标结果较差,带动短端收益率上行约 3-7bp。中长端方面,3 月经济数据于上周出炉,工业增加值增速触底回升,一季度基本面整体好于市场预期,经济企稳迹象明显,叠加一级国债供给量较大,受此影响中长端收益率上行约 2-3bp。

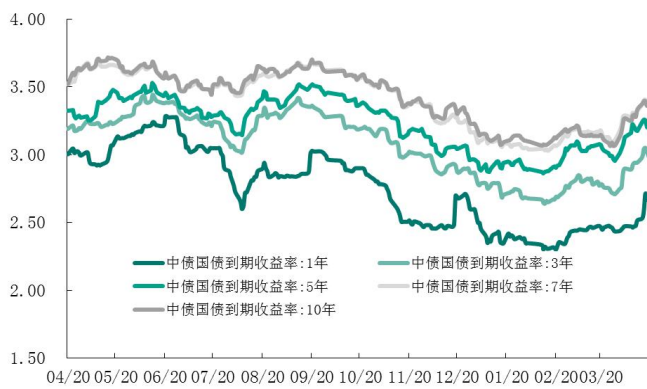
具体来看,驱动各期限收益率变化的主要因素如下:短端方面,一年期国债单期供给 400 亿,导致招标结果大幅高于二级市场收益率,带动短端收益率上行。中长端方面,一是 3 月经济数据整体好于市场预期,消费数据企稳,工业增加值大幅回暖,市场对于经济的悲观预期逐渐消失;二是央行未全额续作 MFL,市场担忧货币政策出现转向,引发市场对于长期资金供给的疑虑,受上述两种因素影响,长端收益率出现上行。

美债方面,收益率全周呈现窄幅震荡走势,10 年期美债收盘价较上周上行 0.2bp。美国 3 月份零售数据出现边际回暖,经济增长韧性仍在,叠加美国股市一直维持高位震荡走势,债市多空双方较为焦灼,在无新增利多或利空因素的情况下,难以走出趋势性行情。

信用债方面，受资金价格及利率债收益率上行影响，信用债收益率呈现普遍上涨走势，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，一级国债招标结果较差使得短端利率债上行幅度较大，信用债上行跟随幅度有限，一年期信用利差收窄，但3-5年期信用债收益率滞后利率债上行周期，使得信用利差走阔。

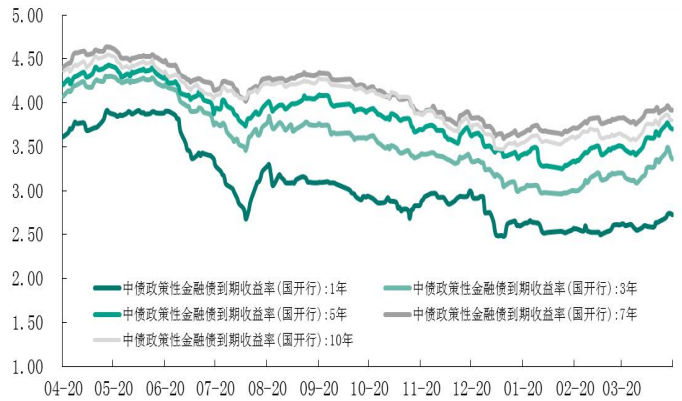
信用风险违约事件，上周共有3个主体的共计3只债券违约，违约主体分别为亿阳集团股份有限公司、金洲慈航集团股份有限公司和南京建工产业集团有限公司，违约主体均为民企，其中南京建工产业集团为首次违约，该主体运营能力减弱，短期债务增加，流动比率和速动比率均有所下降，进而导致流动性危机引发债务违约。

图表 9. 国债收益率走势



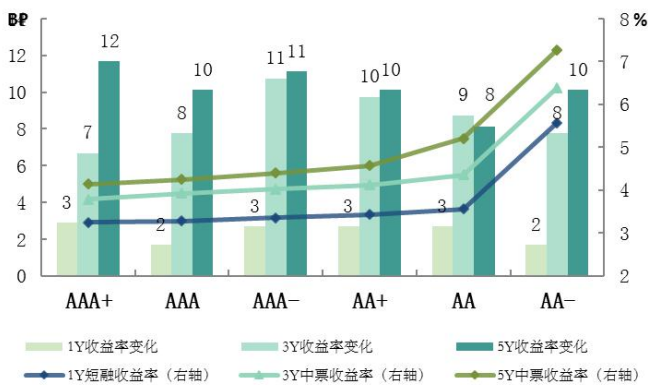
数据来源: Wind 资讯

图表 10. 政策性金融债收益率走势



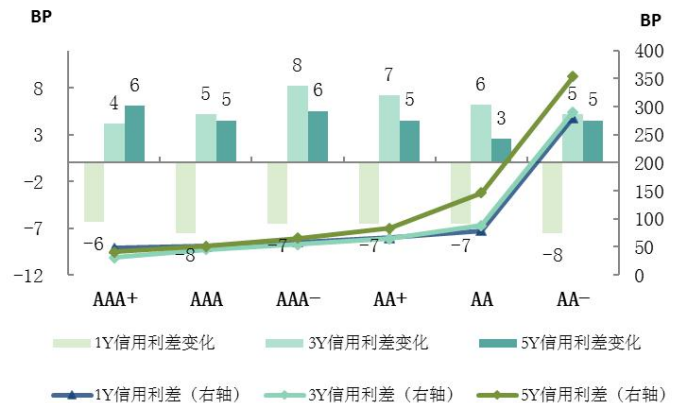
数据来源: Wind 资讯

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，税期已过，财政资金将逐渐投放，资金价格将重回下行通道，短端收益率上行风险有限；第二，经济数据企稳将使得收益率底部逐渐抬升，但在十年期政金债收益率4.0%附近配置力量较为明显，在无新增利多及利空因素的影响下，预计长端收益率将呈现震荡走势，非活跃券安全性优于活跃券；第三，信用债方面，随着资金面逐渐宽松，基金等机构有望增配信用债，预计信用利差将有所收窄。

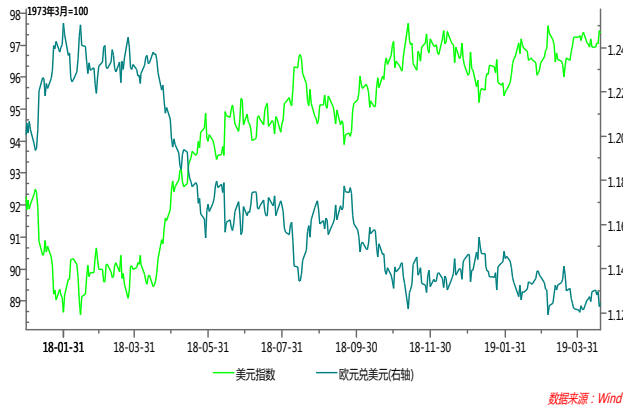
外汇市场

美国经济指标向好，欧洲制造业活动疲弱打压欧元。短期看，欧洲经济放缓，欧元短期持续承压，但同时也需警惕美国国内政治风险。国内一季度经济数据向好提振人民币汇率，短期看未来人民币汇率将得到进一步支撑。

美国经济指标向好，欧洲制造业活动疲弱打压欧元。上周，美元指数震荡上行，收于97.37，上涨0.44%。非美货币集体承压，欧元兑美元收于1.1244，下跌0.48%。一是美国多项经济数据好于预期，降低了经济增长放缓的可能性，助推美元走高。一方面，美国3月份零售额增长创一年半以来最大增幅，原因是美国家庭增加了汽车和一系列其他商品的购买量。另一方面，美国当周初请失业金人数再创49年半以来新低，表明经济持续强势，该数据已经连续五周下降。初请人数的四周均值也创下1969年11月以来新低。初请失业金人数的下滑进一步表明，美国劳动力市场依然强劲。此外，美国2月份贸易逆差意外收窄，降低了经济增长水平放缓的可能性。二是欧元区经济继续疲软。欧元区上周公布显示，法国制造业PMI不及预期，但服务业好于预期且站上荣枯线，随后公布德国4月Markit PMI初值数据，其中制造业PMI初值不及预期跌至44.5，且连续四个月萎缩。德法作为欧元区最大的两个经济体，制造业表现继续不佳，令欧元区经济放缓担忧加剧，欧元兑美元进一步承压回落。展望未来，欧洲经济放缓的趋势越发的明显，欧元短期将持续承压。但同时也需警惕美国国内潜在政治风险，对特朗普的持续调查或将对美元形成一定打压。

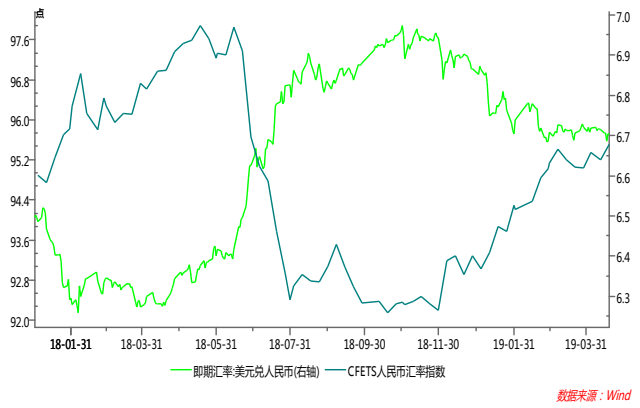
一季度GDP数据向好，人民币短期仍有回升空间。上周，在岸人民币汇率收于6.7034，当周上涨0.17%，小幅上涨111PIPS。离岸人民币汇率收于6.7021，小幅上涨75PIPS，涨幅为0.11%。一是我国一季度经济数据超预期，国内经济逐步企稳。具体来看，一季度GDP同比增长6.4%，与上年四季度相比持平，中国3月份工业增加值同比增长8.5%，好于市场预期，且为2014年7月份以来最佳表现，显示我国经济逐步企稳。二是中央政治局会议召开，未来政策仍将为经济发展注入动力。会议提出，宏观政策要立足于推动高质量发展，更加注重质的提升，更加注重激发市场活力，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度；坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。短期来看，4月公布经济数据显示经济已在企稳当中，未来人民币汇率将得到进一步支撑。

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

数据来源: Wind 资讯

商品市场

上周金价延续跌势，美国3月零售数据超出市场预期，黄金在美元和美债利率的压制下表现较弱，目前黄金受到的避险和通胀支撑有限，但美国经济回落趋势下也缺少大幅下跌的基础，二季度或震荡筑底。供给收缩继续提振油价上行，短期内地缘政治因素或将继续提振油价，但OPEC内部分歧加大，进一步减产空间有限，美国原油产量下半年起可能放量，仍需关注下行风险。

上周金价延续跌势，黄金在强势美元和美债利率的压制下表现较弱，二季度或震荡筑底。现货黄金周内下跌约14.79美元，跌幅1.15%，收于1275.40美元/盎司。受美元压制，黄金连续四周下跌，创下8月以来最长的周连跌。一是美国经济数据提振美元走强，黄金回落。美国3月零售销售数据，创2017年9月以来最大增幅，上周初请失业金人数也大幅下降，降至近50年来最低，巩固了美国经济持续增长的势头，推动美元走高，金价承压。近期黄金在强势美元和利率上升的双重压制下表现较弱。相对于美元指数上涨幅度，黄金下跌幅度更加明显。美国经济表现相对较强，当出现避险需求时，市场首选的避险资产是美元，黄金受到的支撑有限。二是通胀预期不够强烈的情况下，贵金属在宽松货币政策下受到的支撑有限。从历史上来看，2008年-2011年，危机后主要央行实施宽松货币政策，通胀预期提振金价上行。2011年后，欧美核心通胀回升缓慢，随着各国经济复苏，货币政策逐步收紧，压制金价。目前市场对于通胀的预期不够强烈，因此对金价支撑优先。三是预计金价不会大幅下跌，有望震荡筑底。短期内美债利率大幅上行的可能性有限，美国经济回落预期下，美元指数难以继续大幅上涨，预计金价有望震荡筑底。

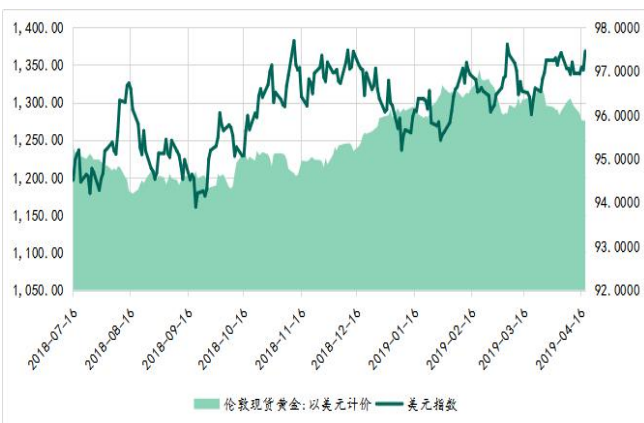
供给收缩继续提振油价上行，短期内地缘政治因素或将继续影响油价。除 OPEC 减产与美国产量下降外，地缘政治引发的供给缺口担忧也推升油价，但减产不确定性限制了油价涨幅。WTI 原油期货上周上涨 0.17%，收于 64 美元/桶，布伦特原油期货上周上涨 0.59%，收于 71.97 美元/桶。

一是沙特原油出口下降，减产继续为油价提供支撑。OPEC 4 月最新月报显示，该组织 3 月原油产量减少 53.4 万桶/天至 3002.2 万桶/天，创 2015 年 2 月以来的新低。2 月沙特原油日出口量已经降至不足 700 万桶，较 1 月份的出口量下降 27.7 万桶。正是沙特方面的超额减产努力，油价得以在进入 19 年以后持续反弹。

二是美国原油产量下降，出口量、库存和钻机数均回落。根据 EIA 发布的数据，截至 4 月 12 日当周，美国原油产量下降 10 万桶/天至 1210 万桶/天；出口量达 240.1 万桶/天，环比略有上升，但近 4 周移动平均出口量则降至 250.9 万桶/天；原油库存则一改连续上升态势出现意外下降，汽油库存则随着需求季节性向好而持续下降；活跃钻机数则是环比下降 8 台至 833 台。去年底以来，美国采油钻机数出现了下滑的趋势，但是当前库存井仍高，加上单台钻机对应产量效率的提升，预计短期产量仍然维持。美国中小页岩油企业由于债务成本的增加，加之页岩油自然衰竭，需要不断的资本开支投入，预计页岩油的产量增速放缓。

三是市场对于美国对伊朗和委内瑞拉采取制裁行动持担忧态度。展望后市，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。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。目前原油市场供需仍然收紧，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，油价可能维持震荡，同时需关注地缘政治事件冲击对油价的影响。

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

上周央行通过逆回购+MLF组合的方式对冲资金缺口，资金面经历了由紧转松的过程。本周随着财政投放陆续到位，预计资金面将保持中性。存单市场方面，考虑到供需势力整体较为均衡，预计利率将在当前位置窄幅震荡，1Y期同业存单可进行波段操作。债市方面，上周周初由于对经济前景以及政策预期存在分歧，收益率小幅反弹，随后在公开市场资金投放以及国常会要求抓紧对中小银行降准消息的影响下，收益率有所下行。但目前依然处于对基本面和政策面的观察期，债市收益率预计仍将维持震荡格局，策略上总体以防御为主，可利用非活跃券和对应期限骑乘收益较高的券种展开结构性套利策略。随着风险偏好的回升，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。美联储对于未来货币政策调整保持谨慎态度，欧元区经济短期内依然堪忧，预计债券收益率仍将维持低位震荡。

国内市场策略：上周受税期以及大量MLF到期因素叠加影响，周初资金面较为紧张，DR001一度位于3%附近。央行合计开展3000亿元逆回购和2000亿元MLF操作，适时呵护市场流动性，资金面逐渐好转，市场重回均衡偏松状态。本周虽有逆回购资金到期因素扰动，但在财政投放下预计资金面仍将保持中性。同业存单方面，上周一级供给规模保持稳定，二级利率小幅波动，考虑到税期后资金面压力不大，预计存单利率仍有回落空间，1Y期国股品种在3.15%-3.20%之间具有一定配置价值。债券市场方面，周初由于交易盘对政策预期存在分歧，市场情绪整体较为谨慎，收益率小幅上行2bp；周三周四受国常会要求抓紧对中小银行降准消息的提振，收益率快速下行6bp；周五随着股市拉升，收益率小幅上行2bp，10年国开活跃券最终收于3.815%。整体来看，3月份GDP、工业增加值等数据均表明经济基本面呈现阶段性企稳的迹象，同时央行一季度例会重提“把好货币供给总闸门”论调，未来货币政策继续放松的预期减弱。但市场对经济金融数据的持续性存有疑问，担忧后续工业生产回落以及经济数据重新走弱，因此债市收益率预计仍将维持震荡格局，整体策略上仍然以防御为主。从结构性策略来看，目前非活跃券与活跃券利差依旧相对较大，后期利差缩窄可能性较高，可适时开展换仓操作；从期限利差来看，由于短端利率上行，收益率曲线有所走平，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，近期国债一级发行规模相对较大，需要密切关注对二级市场行情的影响，并且海外机构对政金债需求相对较多，国债与政金债间的利差仍有进一步收窄的空间；从信用债来看，上周AAA级行业信用利差涨跌互现，而AA+和AA级信用利差多数收窄，随着信用风险偏好的持续提升，预计信用债利差存在继续缩窄的可能。

国际市场策略：美国3月零售销售环比上升1.6%，创2017年9月以来的新高，消费改善也将推动未来工资的上涨以及失业率的降低，推升市场对其一季度GDP增速的预期，在这种情况下，美联储仍对政策利率的变化保持耐心，10年期美债收益率小幅上行1bp至2.57%。与此同时，欧元区主要国家4月制造业PMI均低于荣枯线，表明生产活动持续收缩，制造业疲软态势短期难以扭转，预计欧洲市场主要债券收益率仍将维持低位震荡。

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							
中国巨石股份有限公司	材料 II	大公国际资信评估有限公司	2019-04-19	AAA	稳定	AA+	稳定
马鞍山郑蒲港新区建设投资有限公司	资本货物	东方金诚国际信用评估有限公司	2019-04-15	AA	稳定	AA-	稳定
下调评级或展望							
中信国安集团有限公司	资本货物	联合资信评估有限公司	2019-04-17	A	负面	AA-	负面
深圳市大富配天投资有限公司	多元金融	联合信用评级有限公司	2019-04-19	CCC	负面	B	
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	2019-04-17	BB+	负面	BBB	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。