中美贸易再起波澜，风险偏好或有调整

宏观经济

❖ **国际宏观：**美国经济内稳支撑外强，中美贸易争端不确定性加大；美联储维持目标利率区间不变，但下调超额准备金利率以避免有效利率上涨过快；欧元区一季度 GDP 增速反弹，但增长动力仍偏弱。

❖ **国内宏观：**4 月制造业、非制造业 PMI 有所回落，但均位于荣枯线上。考虑到三月 PMI 数据增长存在春节错位、减税落地前抢补库以及财政提前发力等因素，因此 4 月 PMI 回落也整体符合季节性惯性和市场预期，整体来看经济企稳趋势未变，但基础较为薄弱。

金融市场

❖ **货币政策及资金面：**4 月份央行全口径合计净投放 1009 亿元，月初市场流动性较为充裕，但随着税期和 MLF 到期日临近，资金面明显收紧，随后央行通过 MLF 和 TMLF 操作投放长期流动性，市场紧张情绪逐渐缓和。5 月份公开市场将有 1560 亿元 MLF 回笼，并与税期时点重合，为平抑资金面波动，央行届时可能适时呵护市场流动性，预计资金面总体维持均衡状态。

❖ **债券市场：**上月利率债收益率普遍上行，短端上涨幅度大于中长端，收益率曲线平坦化。流动性边际收紧，带动短端收益率走高，经济企稳迹象明显，带动中长端收益率上行。信用债收益率普遍上行，信用利差涨跌互现。展望本月，中美贸易谈判结果扑朔迷离，是否加增关税将成为近期债市走势的重要影响因素；4 月金融及经济数据预计小幅回落，通胀数据走高，预计债市将呈现宽幅震荡走势；信用债方面，随着支持小微企业政策逐渐落地，信用利差有望继续收窄。

❖ **外汇市场：**美国经济数据亮眼助推美元走高，欧元区经济前景黯淡欧元创两年新低。欧洲经济放缓的趋势越发的明显，欧元短期将持续承压。美元走强，人民币兑美元小幅下跌。短期来看，我国跨境资本流动趋于稳定，经济企稳后亦将对人民币形成支撑，但后续需关注贸易摩擦进展不确定性带来的影响。

❖ **商品市场：**黄金方面，避险情绪对金价的支撑消退，美元指数突破前高，金价 4 月宽幅震荡，后市除关注美元指数动向外，还需关注英国脱欧、美伊关系以及贸易摩擦等事件影响。石油方面，OPEC 减产和地缘政治因素支撑油价，4 月原油价格延续一季度以来的涨势。在美国原油库存累积、OPEC 退出减产预期上升以及贸易摩擦影响下，5 月油价或持续调整。

❖ **市场展望与策略：**近期央行多次对货币政策表态，预计后续资金面将呈现均衡态势。存单方面，5 月存在年度缴税且月中有 MLF 到期，预计下半月资金面将边际趋紧，可采取先出后收的策略，加大长久期存单配置。债市方面，市场对 4 月经济、金融数据进行博弈，债市收益率预计仍将维持震荡格局，策略上以防御为主，可采取减少长期限品种、增加短期限品种的策略。随着风险偏好的持续改善，信用利差有望继续缩窄，在风险可控的情况下，可适当配置较低等级的信用债。

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

美国经济内稳支撑外强，中美贸易争端不确定性加大；美联储维持目标利率区间不变，但下调超额准备金利率以避免有效利率上涨过快；欧元区一季度 GDP 增速反弹，但增长动力仍偏弱。

上周日特朗普于社交媒体发言称将于本周五提高之前推迟加征的关税，原因在于其认为当前中美谈判进展较为缓慢。中方于周一下午回应称“中方团队正在准备赴美磋商”。受消息影响，周一全球避险资产开盘大涨，截至 16 点，现货黄金涨 0.23%，日元兑美元涨 0.35%；国内股市大幅收跌，欧股、美股盘前全线下跌；人民币汇率早盘大幅下跌，但在外交部回应后止跌回升。**短期来看，特朗普的突然表态或是为促成更利己协议的谈判技巧，重点仍需关注中美原定于本周举行的第十一轮磋商进展。中长期看，当前美国经济仍较稳健，给予美方对外施压的支撑力量，同时，中美战略竞争具有长期性和严峻性，需时刻警醒其对国内经济、金融市场的影响，立足国内发展、提升国内经济韧性是我国应对贸易摩擦的关键。**

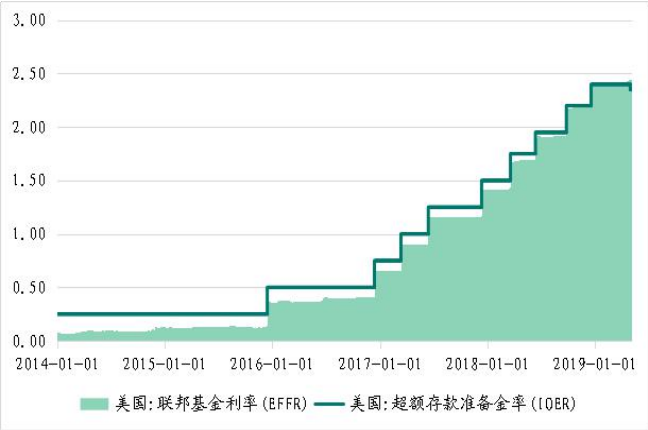
美联储维持目标利率区间不变，但下调超额准备金利率以避免有效利率上涨过快。4 月 FOMC 议息会议维持联邦基金利率在 2.25%-2.50%不变，符合市场预期，通胀疲软是美联储保持耐心的主因。具体来看，2 月、3 月美国核心 PCE 同比分别增 1.68%和 1.55%，均不及预期，且 3 月数据创 14 个月来最慢增速。基于此，**本次决议声明下调了对通胀走势的描述，认为“整体与核心通胀已经下滑并保持在 2%的目标下方”。**而上次声明则认为整体通胀下滑是因为能源价格走低，且核心通胀“保持接近 2%”。**但鲍威尔也表示，预计美国的低通胀只是暂时现象，在劳动力市场强劲、经济继续增长背景下，未来通胀会向联储的目标水平回升。**在经济增长方面，一季度美国 GDP 增速超预期加快，非农就业仍然强劲，美联储再次肯定了劳动力市场保持强劲、失业率保持低位，**并上调了对经济的描述至“经济活动增速保持稳健”。结合稳健的经济增长与暂时的低通胀情况，鲍威尔表示，美联储认为现在的政策是适合的，并没有看到加息或是降息的很大可能性，一定程度上打击了市场的降息预期。在控制联邦基金有效利率方面，美联储技术性下调了超额存款准备金利率（IOER）5 个 BP 至 2.35%。**近期联邦基金有效利率（EFFR）连续多日交投于 2.44%的水平，在 FOMC 决议公布前更是涨至 2.45%，距离当前 2.25%-2.50%的基准利率走廊上端仅差 5 个基点，并继续高于 IOER。本次下调 IOER 将有助于控制 EFFR 更接近基准利率走廊的区间中值，但仅为技术性调整，**并不意味着变相降息。综合来看，美联储 4 月 FOMC 会议按兵不动符合市场预期，但鲍威尔对降息的态度显得并不够鸽派，美债收益率及美元指数均出现反弹。**

欧元区一季度 GDP 增速反弹，但增长动力仍偏弱。欧元区一季度 GDP 季环比初值 0.4%，反弹至三个季度以来最快，高于预期的 0.3%，前值 0.2%则为四年新低。分国家看，一季度，西班牙经济受强劲投资提振，季环比初值走高至 0.7%；法国 GDP 增速与前值持平，但消费支出十分强劲；

意大利则暂时摆脱经济衰退，GDP 季环比增 0.2%重回正增长区间。同时公布的欧元区失业率在 3 月下降至 7.7%，为 2008 年 9 月以来新低。**虽然一季度 GDP 增速加快，但欧元区制造业仍然疲弱。**4 月欧元区制造业 PMI 终值为 47.9，高于预期及初值的 47.8，虽然较 3 月反弹 0.4 个百分点，但已是连续第三个月位于枯荣线下方。经济龙头德国制造业 PMI 为 44.4，已连续第四个月处于萎缩区间。**综合来看，一季度 GDP 数据显示欧元区经济仍有韧性，短期内陷入衰退的可能性较低，但持续疲弱的制造业反映欧元区增长动力偏弱，经济反弹的可持续性仍待观察。**

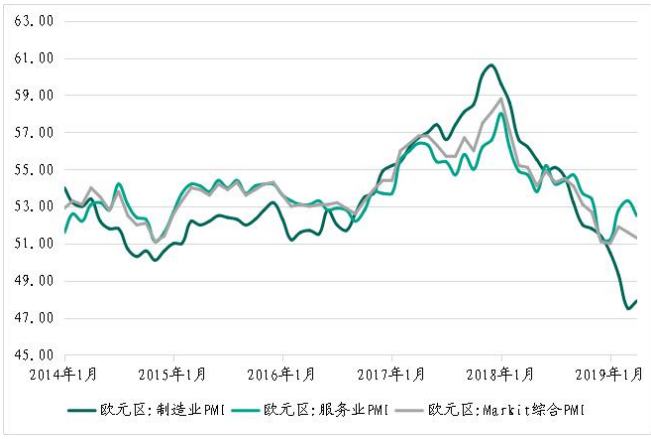
整体来看，当前美国经济增长稳健、通胀走势温和，美联储调整政策的紧迫性下降，预计仍将保持耐心观察经济走向。在对外政策方面，内稳支撑外强，中美、美欧贸易争端仍存不确定性，全球金融市场震荡将加剧。

图表 1. IOER 是 EFFR 的理论上限



数据来源：Wind 资讯

图表 2. 欧元区 PMI 仍然疲弱



数据来源：Wind 资讯

国内宏观

4 月制造业、非制造业 PMI 有所回落，但均位于荣枯线上。考虑到三月 PMI 数据增长存在春节错位、减税落地前抢补库以及财政提前发力等因素，因此 4 月 PMI 回落也整体符合季节性惯性和市场预期，整体来看经济企稳趋势未变，但基础较为薄弱。

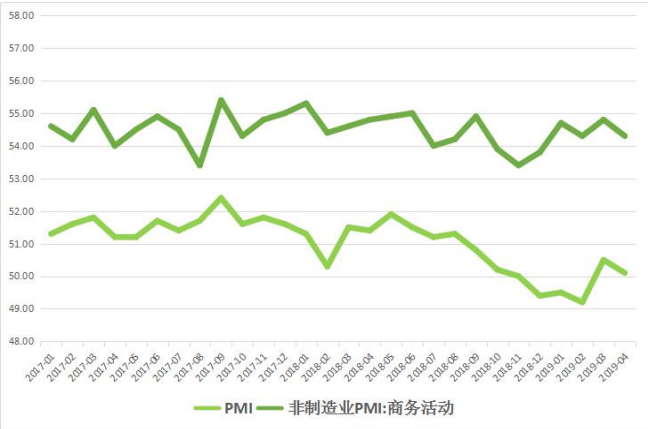
4 月制造业 PMI 较 3 月回落，但仍位于荣枯线之上。4 月制造业 PMI 为 50.1，较 3 月回落 0.4 个百分点，连续第二个月位于荣枯线之上，虽然相对位仍处于过去几年的低位区间内，但趋势向好。具体来看，**一是生产指数有所回落。**4 月 PMI 生产指数为 52.1，较 3 月回落 0.6 个百分点，但仍较一季度均值上升 1.1 个百分点，处于 2018 年 10 月以来高位。4 月生产指数的回落受季节因素惯性影响，一方面 3 月企业全面复工，生产强于往年同月；另一方面，为增加增值税抵扣，部分企业在 3 月增加原材料采购，促使上游企业生产偏高，一定程度上透支了 4 月的部分生产和订单。**二是内需继续企稳，但边际放缓。**4 月新订单指数为 51.4，较 3 月回落 0.2 个百分点，较 1 季度均值上升

0.8 个百分点，需求稳步复苏趋势进一步延续。产成品库存指数为 46.5，较 3 月减少 0.5 个百分点，较 1 季度均值下降 0.3 个百分点。4 月新订单-产成品库存较 3 月回升 0.3 个百分点，已连续 4 个月上升，反应出经济增长动能进一步恢复。年初以来，积极财政政策持续发力，基建和房地产投资增长对内需企稳提供了有力支撑。**三是外需边际回暖，出口有所回升。**新出口订单指数 49.2%，较上月提高 2.1 个百分点，较 1 季度均值提高 2.8 个百分点。4 月以来，美国就业、消费、地产等数据强劲，欧元区 PMI 有所回升，世界经济增长放缓程度好于预期，中国出口面临的外部环境有所改善。**四是不同规模企业景气度继续分化，大中型企业景气度略下滑，小企业景气度继续回升。**4 月大型企业 PMI 为 50.8，比上月回落 0.3 个百分点，较 1 季度均值回落 0.5 个百分点。中、小型企业 PMI 为 49.1 和 49.8，分别比上月变化-0.8 和 0.5 个百分点，较 1 季度均值分别回升 1.1 和 2.5 个百分点。小企业新订单指数为 50，为近 6 个月高点，小企业经营预期指数为 56.6，连续 4 个月高于荣枯线。显示出在财政、货币等一些列逆周期调节政策支持下，小企业经营情况得到有效改善。

4 月非制造业商务活动略有回落，建筑业保持高景气，但新订单指数回落。非制造业商务活动指数为 54.3%，较 3 月回落 0.5 个百分点；新订单指数 50.8%，较 3 月回落 1.7 个百分点。4 月建筑业商务活动指数为 60.1%，较 3 月回落 1.6 个百分点，但已连续两个月处于 60%以上的高景气区间，但建筑业新订单指数较 3 月回落 3.3 个百分点。由于 1 季度财政赤字规模达到了历史同期最高水平，4 月财政支出增速可能小幅下行，因此基建增速可能边际放缓，建筑业继续增长也将受到影响。

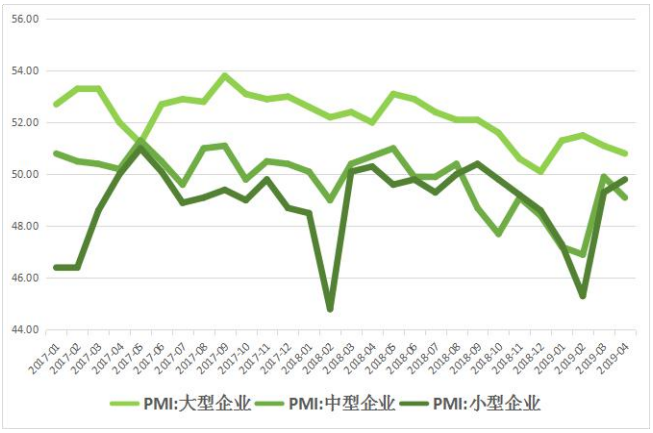
整体来看，经历了 2017 年的高景气和 2018 年的不断下探，2019 年中国经济在一季度末呈现初步企稳的趋势，从 PMI 数据初探 4 月经济走势，可以看出经济企稳的基础仍略为薄弱，但需求、价格回暖、小型企业活力上升，是制造业盈利回升的积极信号。但价格指标的增长，后续可能对央行货币政策产生一定制约，现阶段出台较大幅度宽松政策的必要性降低，但未来进一步收紧的可能性也有限。

图表 3. 4 月制造业、非制造业 PMI 均有所回落



数据来源：Wind 资讯

图表 4. 不同企业规模 PMI 继续分化



数据来源：Wind 资讯

金融市场

货币政策与资金面

4 月份央行共开展 3000 亿元逆回购、2000 亿元 MLF 和 2674 亿元 TMLF，全口径合计净投放 1009 亿元。4 月月初市场流动性较为充裕，但由于 4 月是传统缴税大月，随着税期和 MLF 到期日临近，资金面明显收紧，随后央行通过 MLF 和 TMLF 操作投放长期流动性，市场紧张情绪逐渐缓和。5 月份公开市场将有 1560 亿元 MLF 回笼，并与税期时点重合，为了平抑资金面波动，央行届时可能将适时呵护市场流动性，预计资金面总体维持均衡状态。

具体来看，4 月央行合计开展 3000 亿元逆回购、2000 亿元 MLF 和 2674 亿元 MLF，有 3000 亿元逆回购和 3665 亿元 MLF 到期，全口径合计净投放 1009 亿元。**质押式回购利率方面，由于税期及 MLF 到期因素扰动，资金利率整体先上后下。**截至 4 月 30 日，R001 加权平均利率为 2.12%，较前月下行 60bp; R007 加权平均利率为 2.74%，较前月下行 46bp; R014 加权平均利率为 2.92%，较前月下行 43bp。**同业存单方面，上月存单发行热情有所下降，融资规模有所回落。**4 月共发行 2213 只总计 11215.3 亿元，到期 2124 只总计 12311.6 亿元，净融资额为-1096.3 亿元，较 3 月减少 1134.1 亿元。**其中，由于整体供给规模减少，存单利率整体上行，**3 个月 AAA+同业存单利率为 2.96%，较前月上行 41bp；6 个月 AAA+同业存单利率为 2.99%,较前月上行 26bp；9 个月 AAA+同业存单利率为 3.09%，较前月上行 24bp。**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 3.00%，6 个月票据转贴利率为 2.55%，均较前月上行 10bp。**境内美元月末有所收紧，短期跨月资金需求旺盛，**USD CIROR 隔夜价格收于 2.53%，较前月下行 15bp；1W 价格收于 2.66%，与前月保持不变。**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 2.51%，较前月上行 61bp；7 天品种收于 2.54%，较前月下行 3bp。

4 月资金面整体呈现由松转紧再转松的过程，月初市场流动性较为充裕，但由于 4 月是传统缴税大月，随着税期和 MLF 到期日临近，资金面明显收紧，随后央行通过 MLF 和 TMLF 操作适时投放长期流动性，市场紧张情绪逐渐缓和。第一，3 月份经济金融数据呈现出企稳回升态势，表明宽信用目标取得阶段性成果。3 月新增社融 2.86 万亿元，同比大幅增加 1.28 万亿元，企业中长期贷款明显改善，M1 和 M2 也有所回升，反映市场流动性水平和企业信贷活动有所增强。**第二，央行一季度例会重提“把好货币供给总闸门”，国新办政策吹风会强调货币政策仍然保持稳健基调，未来货币政策更趋谨慎。**在调结构、稳增长、防风险等多目标的权衡中，货币政策稳增长的阶段性任务初步完成，未来货币政策将更加稳健中性，为改善经济结构的长期战略目标服务。**第三，央行通过 MLF+逆回购+TMLF 的方式对冲资金缺口，结构性货币政策工具成为流动性补充的重要途径。**17 日央行开展 1600 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 操作，24 日再次开展 2674 亿元 TMLF 操作，该组合可以在平抑短期资金面波动的同时，填补中长期资金缺口，并且 TMLF 能够通过更低的成本

和更长的潜在期限提升金融机构扶持实体经济的意愿，促进信贷投放。

展望本月，国内方面，4 月制造业 PMI 虽然仍保持在荣枯线之上，但低于市场预期，显示工业运行情况较 3 月有所减弱，而猪肉价格上涨继续推升通胀预期。海外方面，美国一季度实际 GDP 环比增长 3.2%，超出预期 2.3%，但在个人消费和企业投资端表现差强人意：一季度核心 PCE 指数年化季环比初值为 1.3%，低于预期和前值；非住宅固定资产投资增长 2.7%，低于去年四季度的 5.4%，因此美联储短期内仍将保持耐心。**本月公开市场将有 1560 亿元 MLF 回笼，并与税期时点重合，为了平抑资金面波动，央行届时可能将适时呵护市场流动性。目前处于政策的观察期，重点在于疏通货币政策的传导机制以及调节经济结构，因此预计资金面总体仍将保持均衡状态。**

图表 5.同业存放利率变动

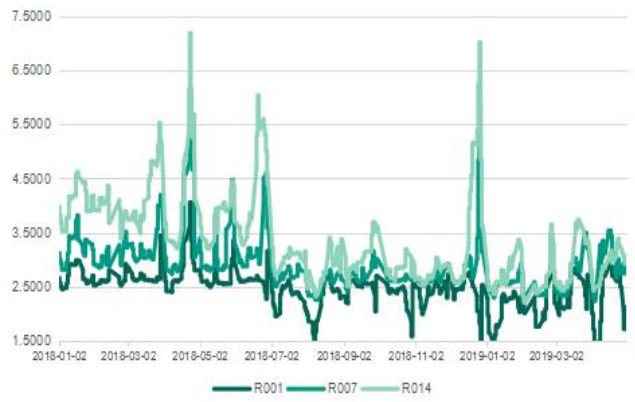
	2019-4-30		2019-3-29	
期限	融出	融入	融出	融入
1W	3-2.92	2.5-1.5	3.45-3.35	3-0.72
2W	2.95-2.92	2.5-1.5	3.5-3.2	2.9-0.72
1M	3.05-2.92	2.6-1.9	3.7-3.25	2.66-1.9
3M	3.15-3.12	3.2-2.6	4.3-3.9	2.7-2.45
6M	3.5-3.25	3.25-2.6	4.6-3.85	2.8-2.4
1Y	3.6-3.35	3.45-2.8	4.8-4.2	3.05-2.7

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

上月利率债收益率普遍上行，短端上涨幅度大于中长端，收益率曲线平坦化；信用债收益率普遍上行，信用利差短端收窄，中长端基本持平。上月流动性边际收紧，银行间回购利率中枢上行，带动短端收益率走高，同时 3 月金融经济数据出炉，信贷数据大幅超出市场预期，工业增加值增速触底回升，经济企稳迹象明显，带动中长端收益率上行；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，信用利差涨跌互现。展望本月，中美贸易战谈判结果扑朔迷离，是否加增关税将成为近期债市走势的主导因素，国内基本面方面，4 月份金融及经济数据预计小幅回落，通胀数据走高，预计债市将呈现宽幅震荡走势；信用债方面，随着支持小微企业政策逐渐落地，风险偏好逐渐回升，信用利差有望继续收窄。

上月利率债收益率普遍上行，收益率曲线呈现平坦化。央行公开市场操作累计净投放 999 亿元，资金面全月呈现先紧后松态势，资金价格中枢上行，带动短端收益率上行约 30-35bp。中长端方面，3 月社融数据超出市场预期，结构方面亦有改善，经济数据方面工业增加值增速反弹，消费投资数据企稳，一季度基本面整体好于市场预期，经济见底迹象明显，叠加一级国债供给量较大，受此影响中长端收益率上行约 17-23bp。

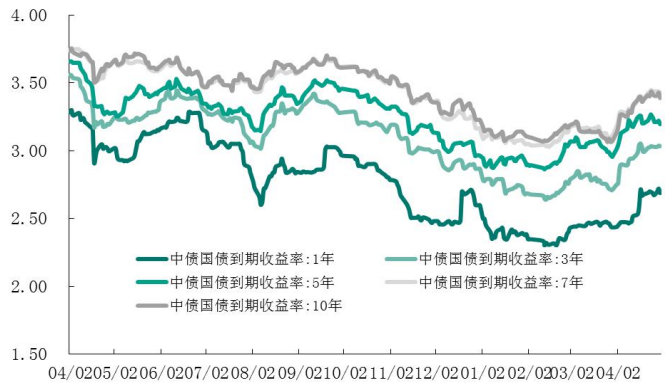
具体来看，驱动各期限收益率变化的主要因素如下：短端方面，央行通过缩短放长的操作思路进行公开市场操作，净投放金额不及市场预期，隔夜及 7 天回购利率边际上行，带动短端收益率上行。中长端方面，**一是经济金融整体好于市场预期**，3 月新增信贷 1.69 万亿元，规模以上工业增加值同比增长 8.50%，创 2014 年 7 月以来新高，市场对于经济的悲观预期逐渐消失；**二是国债单期供给放量，一级招标结果不及预期带动二级市场收益率上行**，进入 4 月后，国债单期供给量屡次超过 400 亿，导致一级发行结果高于二级市场利率，带动二级市场收益率出现上行。

美债方面，收益率上月呈现震荡上行走势，10 年期美债收盘价较上月上行 20bp 收于 2.504%。美国 4 月份新增非农就业人数超出市场预期，经济增长仍保持一定韧性，叠加美国股市快速反弹回升至历史高位，风险偏好回暖，导致债市收益率出现上行。

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限，收益率曲线陡峭化。信用利差方面，上月一年国债一级招标结果较差使得短端利率债收益率大幅上行，信用债上行跟随幅度有限，一年期信用利差收窄，中长端方面信用利差本月扰动因素较少，风险偏好维持中性水平，使得信用利差与上月基本持平。

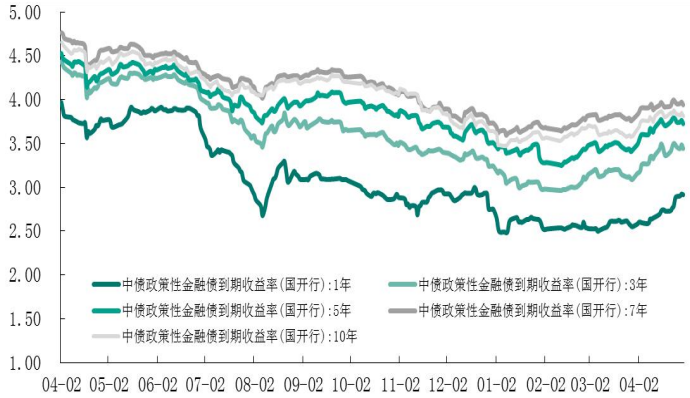
信用风险违约事件，上月共有 14 个主体的共计 18 只债券违约，其中中信国安集团有限公司、云南中小企业、金洲慈航集团股份有限公司、南京建工产业集团有限公司为首次违约，上述主体近期普遍盈利能力减弱，现金比率较差，企业债务负担整体偏高，同时涉及法律诉讼造成资产冻结，进而导致流动性危机引发债务违约。

图表 9. 国债收益率走势



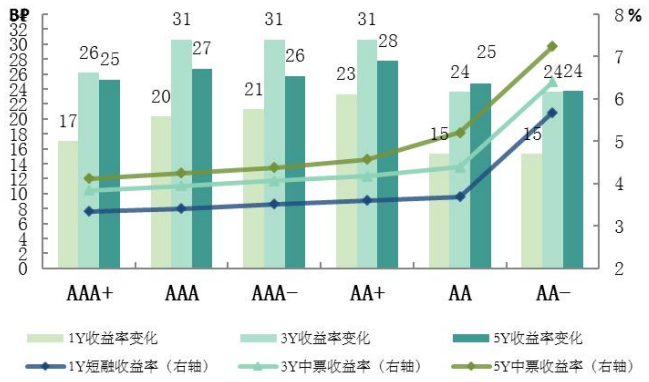
数据来源：Wind 资讯

图表 10. 政策性金融债收益率走势



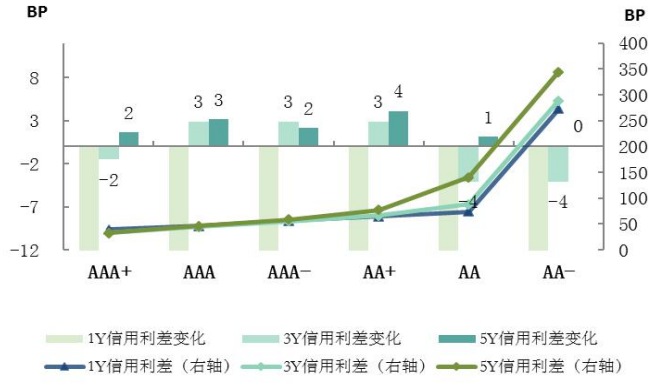
数据来源：Wind 资讯

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

展望本月，第一，中美贸易谈判将于本月继续，谈判结果存在较大不确定性，谈判结果预计将成为短期市场博弈的重点，第二，从高频数据来看，4 月金融经济数据预计将较 3 月小幅回落，通胀方面，受猪肉及石油价格上涨影响，3 月 CPI 预计将出现较大幅度上行，制约货币政策进一步边际宽松，受上述因素影响，5 月收益率将呈现宽幅震荡走势；第三，信用债方面，随着宽信用政策逐渐落地，风险偏好有望进一步提升，预计信用利差将有所收窄。

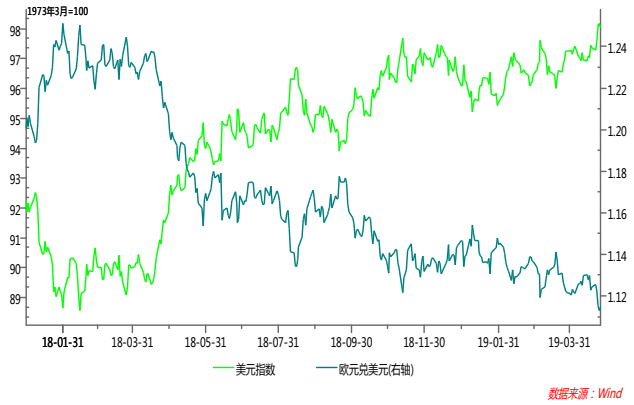
外汇市场

美国经济数据亮眼助推美元走高，欧元区经济前景黯淡欧元创两年新低。欧洲经济放缓的趋势越发的明显，欧元短期将持续承压。美元走强，人民币兑美元小幅下跌。短期来看，我国跨境资本流动趋于稳定，经济企稳后亦将对人民币形成支撑，但后续需关注贸易摩擦进展不确定性带来的影响。

美国经济数据亮眼助推美元走高，欧元区经济前景黯淡欧元创两年新低。上月，美元指数创近两年新高，但后续高位回落，收于 97.52，上涨 0.29%。非美货币集体承压，但月末有所上涨。欧元兑美元收于 1.1215，下跌 0.04%。**一是美国多项经济数据好于预期，助推美元升破关键阻力位。**本月美国多项经济数据好于预期，3 月新增非农就业岗位 19.6 万，美国当周初请失业金人数经连续五周下降，再创 49 年半以来新低；因美国家庭增加了汽车和一系列其他商品的购买量，美国 3 月份零售额增长创一年半以来最大增幅；美国 3 月新屋销售增长 4.5%，为 2017 年 11 月以来的最高水平，新屋销售连续第三个月出现增长，表明楼市正在部分复苏；美国 3 月扣除飞机的耐用品订单大增 1.3%，创八个月来最大增幅，订单金额至 700 亿美元创历史新高，擦亮制造业和经济前景；美国一季国内生产总值(GDP)环比年率初值为增长 3.2%，大幅好于市场预期，且好于前值。持续靓丽的数据极大的鼓舞了市场做多美元的热情，数据显示投资者增持美元净多仓，刷新 2015 年 12 月以来最高。**二是欧元区经济前景较差，欧元跌创近两年新低。**因贸易紧张局势损及德国，只能靠国内需求力撑放缓的经济，德国企业景气指数在 4 月意外下滑，彰显出了美国和欧元区经济数据表现的分化，上周出炉的欧元区 4 月份景气指数延续糟糕表现，连续 8 个月下跌，德国经济的一项领先指标意外下滑，加剧对欧元区最大经济体成长放缓的担忧，在加上美元走强，欧元对美元本周表现较差，一度跌至 1.1112，为 2017 年 5 月 22 日以来新低。此外，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。**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。**

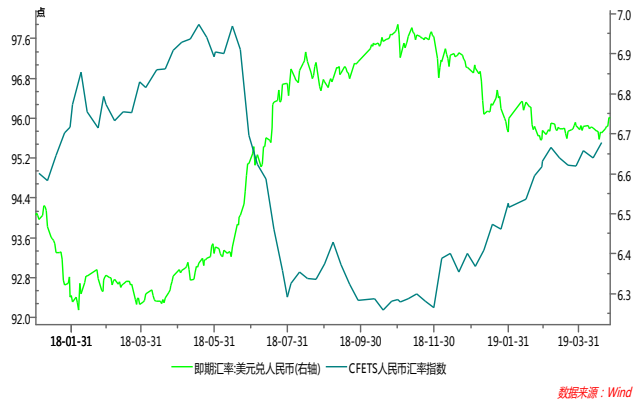
美元走强，人民币兑美元小幅下跌。上月，在岸人民币汇率收于 6.7350，全月下跌 0.22%，下跌 148PIPS。离岸人民币汇率收于 6.7378，下跌 146PIPS，跌幅为 0.22%。**一是美指突破关键阻力位，人民币小幅下跌。**具体来看，美元指数当月一度触及两年新高，达到 98.34，人民币兑美元小幅下跌。**二是国内经济数据整体向好，未来仍有支撑。**金融数据方面，中国 3 月 M2 同比增长 8.6%，社会融资规模 2.86 万亿元，同期人民币贷款增加 1.69 万亿元，远超市场预期。一季度金融数据将对下一步货币政策操作有重要指引作用，显示货币政策路径或已有所打通；一季度 GDP 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。5 月 6 日，在岸人民币兑美元 16:30 收盘报 6.7666，较上一交易日跌 300 个基点，盘中一度跌超过 600 点。**短期来看，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，4 月公布经济数据显示经济已在企稳当中，未来人民币汇率有望得到支撑，但中美贸易谈判的不确定性仍存，仍需关注贸易摩擦对市场情绪的影响。**

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

黄金方面，避险情绪对金价的支撑消退，美元指数突破前高，金价 4 月宽幅震荡，后市除关注美元指数动向外，还需关注英国脱欧、美伊关系以及贸易摩擦等事件影响。石油方面，OPEC 减产和地缘政治因素支撑油价，4 月原油价格延续一季度以来的涨势。在美国原油库存累积、OPEC 退出减产预期上升以及贸易摩擦影响下，5 月油价或持续调整。

避险情绪对金价的支撑消退，美元指数突破前高，金价 4 月宽幅震荡。国际现货黄金月初开于 1291.91 美元，最高上探至 1310.6 美元，最低下探至 1266.1 美元。截至 4 月 29 日，国际金价最终收于 1279.7 美元，全月基本收平，微跌 0.95%，振幅为 3.44%。本月金价走势区间震荡，4 月上旬，由于市场缺乏消息指引，金价和美元指数窄幅盘整，出现同涨同跌现象；4 月中旬开始，美元指数突破前高，国际金价连续探底，直至月末企稳小幅回升。整体上，本月大部分时间黄金价格与美元走势相反，但局部时间与美元走势同步。**一是市场避险消退，贵金属市场关注度持续下降。**美国 3 月非农经济数据向好，整体经济温和增长。受美国经济走出低谷影响，国际市场避险情绪消退，美指美股重拾涨势，市场关注度持续从贵金属市场转向美股美债市场。截至 4 月 23 日，CFTC 投机性净多头降至 37395 手，投机净持仓持续下降；同时，SPDR ETF 黄金持有量下降至 746.69 吨，全球 ETF 持仓也继续呈下降趋势。市场关注度的持续下降，使得金价小幅升高后连续探底，并创出年初以来新低，基本回吐全年涨幅。**二是美元指数突破前高，金价受到持续压制。**由于本月美国经济数据整体向好，美元指数逐步走出此前窄幅荡的盘整趋势，在多重利好影响下，连续向上突破，创出两年来的新高。而市场对欧洲经济忧虑也进一步助力美元涨势，受美元转向影响，国际金价承压连续下跌，一度跌破 1270 美元位置，创出年内新低。整体上看，美元、美股的强势，使得黄金短

期进入技术性弱势，但在美联储态度全面转向鸽派的背景下，黄金依然存在阶段性支撑。**展望后市，**除了关注 4 月美国非农就业数据、美联储利率决议，还需要重点留意美元指数进一步的走势，如若美元进一步走强，黄金价格可能承压进一步下挫。此外，地缘局势事件也值得关注，英国软脱欧的努力、伊朗石油危机的进一步态势及中美经济贸易谈判都将带来不确定影响，从而间接影响国际金价走势。

OPEC 减产和地缘政治因素支撑油价，4 月原油价格延续一季度以来的涨势，贸易摩擦影响下、5 月油价或持续调整。4 月布伦特原油最高涨至 75.6 美元/桶，美国 WTI 原油一度突破至 66.6 美元/桶。**供给方面，一是 OPEC 积极减产支撑供需紧平衡。**三大机构月度报告均显示，OPEC+的积极减产带来供需紧平衡格局。据 OPEC 月报，三月 OPEC 14 国原油产量较二月减少 53.4 万桶至 3002.2 万桶/天，创四年来新低。沙特原油产量减少 32.4 万至 979.4 万桶/天，委内瑞拉产量减少 28.9 万至 73.2 万桶/天，伊拉克产量减少 12.6 万至 452.2 万桶/天。**二是美伊关系愈加紧张，美对委内瑞拉的制裁也逐渐升级助推了油价的上行。**4 月 8 日，美政府正式宣布，将伊朗国家军队—伊斯兰革命卫队列为恐怖组织。做为回应，伊朗国家最高安全委员随后宣布，将美国军队认定为恐怖组织。两国关系再度紧张，吹响了终止伊朗制裁豁免的前奏。22 日美国国务卿表示 5 月豁免期结束后不会再对伊朗原油出口进行新豁免，供应减少的预期使油价在下旬冲高。**三是市场对 OPEC 退出减产预期上升，油价于 4 月末大幅下跌。**4 月 26 日市场开始预期 OPEC+可能退出减产来补伊朗制裁造成的供应缺口，看涨情绪消退，夜间市场再传出特朗普表示他已经打电话给石油输出国组织消息，要求该组织拉低原油价格的消息。北京时间凌晨 2 点开始一个自然日内，国际油价跌幅近 6%，回吐了整个四月的多半涨幅。**需求方面，**美国非农数据好于预期，失业率创出新低，FOMC 维持利率不变。欧洲和中国的经济数据虽不如美国亮眼，但处于相对平稳状态，中国 4 月 PMI 仍维持在荣枯线以上，暂无全球衰退风险。**展望后市，供给因素仍将是影响油市的关键，五月油市继续调整的概率较大。**伊朗和委内瑞拉局势以及 OPEC 减产会议将是影响五月乃至二季度原油走势的主要因素。上周 WTI 原油周度下跌 2.15%，布伦特原油下跌 1.8%。一方面，美国原油库存近几周持续累计，伊朗制裁的实际效果有待验证，出口降至 0 的可能性较小；原定于四月的 OPEC 会议被推迟至 5 月召开，其决议将在一定程度上决定下半年的走势。另一方面，中美贸易摩擦再起波澜，也对原油需求和风险偏好构成压力，预计五月原油将在高区间宽幅震荡。

图表 15.黄金价格和美元指数

图表 16.布伦特及 WTI 原油

数据来源：Wind 资讯　　*数据来源：Wind 资讯*

市场展望与策略

在政治局会议后，央行多次对于货币政策的表态证明后续不存在继续过度宽松的可能性，但预计也不会明显收紧，资金面将呈现均衡态势。存单市场方面，虽然月初资金面会相对宽松，但考虑 5 月存在年度缴税且月中有 MLF 到期，预计下半月资金面将边际趋紧，可采取先出后收的策略，加大长久期存单配置。债市方面，海外经济仍然处于放缓的趋势，但整体对于国内的影响有限。目前市场仍将对 4 月经济、金融数据进行博弈，债市收益率预计仍将维持震荡格局，策略上以防御为主，可采取减长期限品种、增加短期限品种的策略。随着风险偏好的持续改善，信用利差有望继续缩窄，在风险可控的情况下，可适当配置较低等级的信用债。美国经济数据继续分化，就业指标强势但领先指标出现走弱，虽然美联储表态未延续鸽派，但整体下行趋势未改变，预计债券收益率仍有小幅下行空间。

国内市场策略：上月央行缩量续作 MLF，但额外开展 2674 亿 TMLF 操作，全月税期和月末时点资金面未出现明显紧张。本月一方面存在年度缴税影响，预计走款将超过 6000 亿；另一方面，本月仍有 1560 亿 MLF 到期，观察央行的续作情况。预计资金面整体将继续呈现均衡态势。同业存单方面，本月到期续发压力较大，叠加部分银行对于流动性的需求，预计 3M 存单利率将继续提升。此外受资金面的影响，1Y 期国股品种在 3.20%以上仍具有配置价值。债券市场方面，3 月 PMI 重新站上荣枯线，之后的公布的 3 月通胀数据受猪肉价格的影响大幅上行，而社融和信贷数据也远超市场预期，叠加一季度的经济数据出现企稳回升迹象，债市收益率出现明显上行。但在上月下旬，市场对基本面改善仍存在疑虑，4 月数据较一季度可能出现回落，叠加近期股市调整，债市收益率预计仍将维持震荡格局，策略上建议保持谨慎，加大确定性更好的短期限品种的仓位。长端活跃券方面，继续维持收益率在 3.8%-3.9%区间震荡的判断，加大波段操作。从结构性策略来看，上月收益率的大幅上行，配置价值继续凸显，配置户对于非活跃券的配置需求进一步加大，后续与活跃券的利差将有所收窄，可继续开展换仓操作；从期限利差来看，月初资金面将暂时转为宽松，短端利率有一定下行空间，从历史分位来看，10-5 年期政金债收益率曲线仍相对较平，5 年期品种具有较高配置价值；从品种利差来看，目前 7、10 年国债和国开债在考虑税收影响后，利差仍然较阔，叠加海外机构和配置盘更偏好政金债，预计国债与政金债间的利差将进一步收窄；从信用债来看，上月受利率债收益率大幅上行影响也出现走高，但信用债利差以缩窄为主，特别是短期限品种，利差收窄明显，后续随着信用风险偏好的持续改善，预计短端信用债利差将继续缩窄。

国际市场策略：美国 1 季度 GDP 增速 3.2%虽远超预期 2.3%，但受投资和库存的暂时性因素影响较大。而就业和经济数据的不匹配，显示当前美国经济虽然韧性犹存，但下行趋势也未改变。此外美联储的议息会议后，鲍威尔的讲话超预期的未延续之前的鸽派，但美联储其他官员对于后续降息仍有预期，预计美债收益率上行风险较小，且仍有一定的下行空间。

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
云南冶金集团股份有限公司	资本货物	中诚信国际信用评级有限责任公司	2019-04-23	AA+	稳定	AA	稳定
上海世茂股份有限公司	房地产 II	联合资信评估有限公司	2019-04-30	AAA	稳定	AA+	稳定
三一集团有限公司	资本货物	中诚信国际信用评级有限责任公司	2019-04-12	AAA	稳定	AA+	稳定
宁波通商银行股份有限公司	银行	联合资信评估有限公司	2019-04-23	AA+	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
利亚德光电股份有限公司	技术硬件与设备	联合信用评级有限公司	2019-04-19	AA+	稳定	AA	正面
华西证券股份有限公司	多元金融	联合资信评估有限公司	2019-04-10	AAA	稳定	AA+	稳定
湖南华菱钢铁集团有限责任公司	材料 II	联合资信评估有限公司	2019-04-04	AAA	稳定	AA+	稳定
湖南华菱钢铁集团有限责任公司	材料 II	东方金诚国际信用评估有限公司	2019-04-04	AAA	稳定	AA+	稳定
东方财富信息股份有限公司	多元金融	大公国际资信评估有限公司	2019-04-30	AA+	稳定	AA	稳定
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
北京住总集团有限责任公司	资本货物	联合资信评估有限公司	2019-04-29	AAA	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	2019-04-26	BBB	负面	A	负面
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

中信国安集团有限公司	资本货物	联合资信评估有限公司	2019-04-29	C		BBB	负面
正源房地产开发有限公司	房地产 II	联合信用评级有限公司	2019-04-30	AA	负面	AA	稳定
颐和地产集团有限公司	房地产 II	联合信用评级有限公司	2019-04-12	AA	负面	AA	稳定
深圳市索菱实业股份有限公司	汽车与汽车零部件	中证鹏元资信评估股份有限公司	2019-04-04	BB	负面	A	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	
南宁糖业股份有限公司	食品、饮料与烟草	东方金诚国际信用评估有限公司	2019-04-24	AA-	稳定	AA	稳定
南京建工产业集团有限公司	资本货物	东方金诚国际信用评估有限公司	2019-04-02	BBB	负面	A+	负面
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
南京建工产业集团有限公司	资本货物	东方金诚国际信用评估有限公司	2019-04-19	BB+	负面	BBB	负面
南京高精传动设备制造集团有限公司	资本货物	中诚信证券评估有限公司	2019-04-12	AA	负面	AA	稳定
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
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	2019-04-26	BB	负面	A	
江苏中超控股股份有限公司	资本货物	中证鹏元资信评估股份有限公司	2019-04-26	AA-	负面	AA	稳定
吉林双阳农村商业银行股份有限公司	银行	中诚信国际信用评级有限责任公司	2019-04-04	A	稳定	A+	
广东东方锆业科技股份有限公司	材料 II	中证鹏元资信评估股份有限公司	2019-04-28	A+	负面	A+	稳定
北讯集团股份有限公司	资本货物	联合信用评级有限公司	2019-04-29	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。