

2019年5月13日

金融市场部

美国提高关税落地，利率汇率波动加大

宏观经济

❖ **国际宏观:** 中方团队赴美磋商，会后表态审慎乐观，美方加征关税正式落地，商务部回应将反制；美国4月CPI、PPI涨幅小于预期，施压美联储通胀回落是暂时的观点。

❖ **国内宏观:** 4月社融、人民币贷款增速低于市场预期，M1、M2增速有所下降，CPI、PPI增速继续回升。金融数据整体较3月回落主要受季节因素影响；通胀整体较为平稳，未来CPI、PPI走势可能出现分化。

金融市场

❖ **货币政策及资金面:** 上周央行开展500亿元7天逆回购操作，无逆回购到期，净投放500亿元。月初资金面扰动因素较少，叠加央行为了稳定市场情绪，连续开展逆回购操作对冲贸易战冲击，上周流动性充裕，隔夜最低降至1.1%。本周公开市场将有1560亿元MLF回笼和500亿元逆回购到期，预计央行将呵护市场流动性维持资金面合理充裕。

❖ **债券市场:** 上周利率债收益率受贸易谈判影响呈现明显下行；信用债收益率受利率债带动同样大幅走低，短期限信用利差走扩，中期限信用利差收窄。上周中美谈判波折对收益率产生较大影响，利率债收益率全周震荡下行；受部分企业业绩暴雷的影响，短期限信用利差出现走扩。展望本周，中美谈判的不确定性仍然较大，叠加4月经济数据预计回落，收益率有望继续走低；信用方面，在货币政策宽松和政策面的持续发力下，预计信用利差将重新收窄。

❖ **外汇市场:** 通胀数据不及预期，美联储降息预期上升，美元短线走弱。贸易摩擦不确定性上升，人民币汇率较大幅度下跌。但总体来看，在基本面韧性较强、外资持续流入的背景下，市场情绪较为稳定。如果未来中美贸易谈判缓和，人民币汇率将仍有一定支撑。

❖ **商品市场:** 黄金方面，市场对贸易摩擦的担忧情绪、美国通胀数据较为温和及美联储降息预期支撑金价小幅走强，未来或仍有反弹空间。石油方面，贸易摩擦加剧对原油需求的负面影响，但美国钻井处于低位、地缘政治局势等因素加剧供给紧张担忧，油价高位震荡小幅收跌。

❖ **市场展望与策略:** 上周银行间流动性全周处于宽松状态，资金利率下行，预计本周央行将根据经济数据及贸易战进展适度调节货币政策。存单市场方面，虽然上周资金面相对宽松，但本周临近5月缴税且月中有MLF到期，预计资金面将呈现边际趋紧，存单利率有一定上行压力，可以进行增持。债市方面，贸易战烽烟再起，美国宣布自5月10日起对中国2000亿美元进口商品加增关税，预计将对国内基本面产生一定负面影响。同时上周公布的4月金融数据不及预期，居民短期贷款及企业贷款均出现下滑，显示经济企稳基础仍然薄弱，债市收益率仍有下行空间，策略上可以适当拉长久期增厚收益。政策持续支持民营、小微企业，随着风险偏好的持续改善，信用利差有望缩窄，在风险可控的情况下，可适当配置较低等级的信用债。中美贸易战对美国的影响同样不容忽视，美股出现高位回调，预计债券收益率仍有下行空间。

联系人

郝佳

010-85209686

haojia@abchina.com

甄志昊

010-85607523

zhenzhihao@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

虞汉阳

021-20687231

yuhanyang@abchina.com

宏观经济

国际宏观

中方团队赴美磋商，会后表态审慎乐观，美方加征关税正式落地，商务部回应将反制；美国4月CPI、PPI涨幅小于预期，施压美联储通胀回落是暂时的观点。

中美贸易摩擦方面，中方团队赴美磋商，会后表态审慎乐观；美方加征关税正式落地，商务部回应将反制。5月9日至10日，第十一轮中美经贸高级别磋商在华盛顿举行。刘鹤在磋商结束后表示，中美关系十分重要，经贸关系是中美关系的“压舱石”和“推进器”。合作是双方唯一正确的选择，但合作是有原则的，在重大原则问题上中方决不让步。同时，他还表示，磋商并没有破裂，双方在很多问题上澄清了立场。中方对磋商未来审慎乐观，双方同意在北京再见面。针对10日正式落地的加征关税，商务部表示，中方对此深表遗憾，将不得不采取必要反制措施。短期来看，在当前全球需求持续走弱背景下，贸易摩擦对中美双方净出口都将形成压力，同时也将加大金融市场短期波动。中长期看，中美战略竞争具有长期性与严峻性，立足国内发展、形成强大国内市场是中方应对贸易摩擦的关键。

美国经济方面，美国4月CPI、PPI涨幅小于预期，施压美联储“近期基础价格涨幅的回落是暂时的”观点。美国4月CPI环比上涨0.3%，不及预期的0.4%，亦不及前值的0.4%；同比增长2%，不及预期的2.1%，但好于前值的1.9%；核心CPI环比微涨0.1%，已连续3个月维持0.1%的增长。4月PPI环比上涨0.2%，低于预期的0.3%，大幅低于前值的0.6%；核心PPI同比增长2.4%，增速创8个月新低。具体来看，一是CPI主要受汽油、租金和医疗成本上涨的提振。美国4月汽油价格上涨了5.7%，对CPI增速的贡献率超过三分之二；住房成本同比上涨3.8%，为2017年9月以来最高水平；医疗保健支出增长0.3%，与3月份持平。与此同时，食品指数自2017年6月以来出现首次月度下跌、二手车和卡车价格下降成为CPI的拖累因素。二是食品、贸易拖累PPI不及预期。4月食品项价格环比下跌0.2%，贸易项环比下跌0.5%，是PPI的主要拖累项。而能源价格较环比上涨1.8%，提振了整体经济指标。美联储一直视通胀为货币政策的一个目标。在5月FOMC会议上，美联储承认整体通胀与核心通胀均有所下跌并低于2%的目标，但鲍威尔认为核心通胀的下滑是暂时性的，需耐心观望未来通胀前景。但4月CPI、PPI数据反映美国通胀压力或比预期的弱，市场和特朗普都认为应当降息以应对通胀率走低。

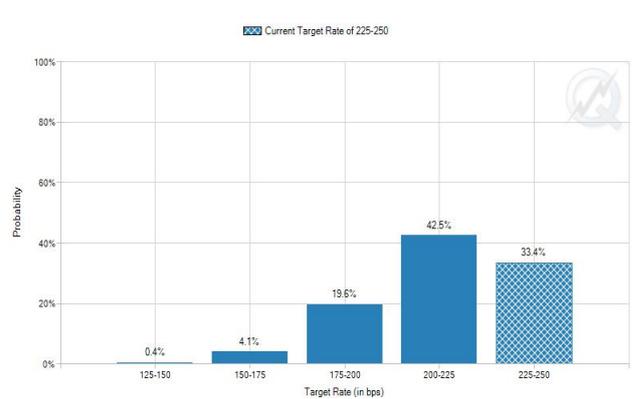
整体来看，当前美国经济数据出现分化，就业、经济增长稳健，但通胀较为温和，美联储调整政策的紧迫性下降，预计其将顶住外界压力，保持耐心观察经济走向。而全球地缘政治事件的不确定性仍然较大，预计金融市场震荡将加剧。

图表 1. 美国通胀指标温和



数据来源: Wind 资讯

图表 2. CME 预期 2019 年联邦基金利率分布



数据来源: CME 官网

国内宏观

4 月社融、人民币贷款增速低于市场预期，M1、M2 增速有所下降，CPI、PPI 增速继续回升。金融数据整体较 3 月回落受季节因素影响较大；通胀整体较为平稳，未来 CPI、PPI 走势可能出现分化。

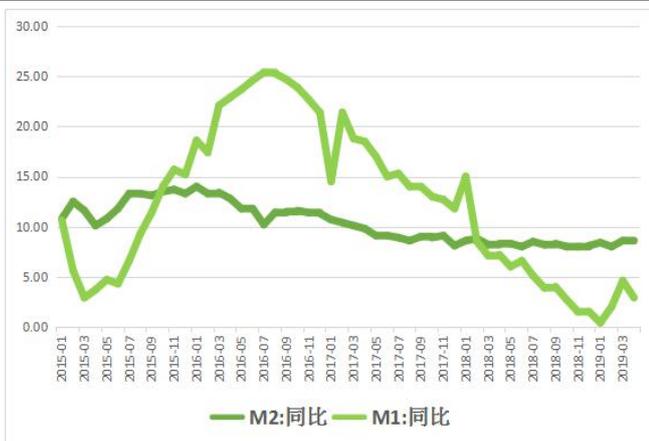
受季节性因素影响，4 月金融数据整体较 3 月回落。一是 M1、M2 同比增速微降，M1-M2 剪刀差走扩。4 月 M2 余额 188.47 万亿元，同比增长 8.5%，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.2 个百分点，符合市场预期；M1 余额 54.06 万亿元，同比增长 2.9%，增速分别比上月末和上年同期低 1.7 个和 4.3 个百分点；M0 余额 7.4 万亿元，同比增长 3.5%。受 M1 下降幅度相对较大影响，M1-M2 剪刀差未能延续 3 月收窄趋势，继续走扩。4 月 M1 同比增速下降一方面可能受地产成交及政府债发行减速影响，同时也受季节性因素及支付习惯变化带来的流动性结构变化影响。二是新增人民币贷款低于市场预期及去年同期水平，居民贷款占比稳定，企业贷款占比下滑。4 月人民币贷款增加 8733 亿元，同比少增 2254 亿元，从供给端看，银行信贷投放有所回落，从需求端来看，基建发力、地产回暖，支撑贷款需求。分部门看，住户部门贷款增加 5258 亿元，其中短期贷款增加 1093 亿元，中长期贷款增加 4165 亿元，短贷明显回落，中长期贷款仍较为强劲；非金融企业及机关团体贷款增加 3471 亿元，其中短期贷款减少 1417 亿元，中长期贷款增加 2823 亿元，同比少增 1845 亿元，占比 34%，较 3 月的 63.1% 大幅下滑。企业短期贷款及中长期贷款同时同比少增，一方面可能是企业融资需求前置，另一方面中小企业需求虽然已经回升，但仍需要时间进一步拉动。表内票据融资增加 1874 亿元，同比多增 851 亿元，企业加快票据贴现，表外票据向表内回归。三是 4 月新增社融低于预期，除贷款外，“非标”对社融影响再次为负。4 月新增社融为 1.36 万亿元，低于市场预期的 1.63 万亿元以及去年同期的 1.78 万亿元，社融增速从上月的 10.7% 下滑至 10.4%。其中，人民币贷款明显回落，表外票据大幅萎缩，同比多减 1810 亿元，带动非标资产净减 1427 亿元，上月为净增 823 亿。4 月企业债净融资 3574 亿元，同比微降 473 亿

元，新增股票融资 262 亿元。此外，4 月地方政府专项债净发行 1,679 亿元，同比多增 871 亿元，比 3 月同比多增 1870 亿元，节奏有所放缓。2019 年专项债限额 2.15 万亿元，截至 4 月末新增专项债发行进度已达到了全年新增限额的 42%。四是回购利率有所降低。质押式回购加权平均利率为 2.46%，分别比上月和上年同期低 0.01 个和 0.64 个百分点。

4 月通胀继续回升，其中 CPI 增幅略低于预期，PPI 增幅超预期。一是受食品上涨拉动，4 月 CPI 同比上涨 2.5%，低于预期的 2.6%，涨幅比上月扩大 0.2%，环比上涨 0.1%，较前值上升 0.5%。4 月食品项同比上涨 6.1%，高于前值 2%；非食品项同比上涨 1.7%，较前值减少 0.1%。受生猪供给短缺影响，猪肉价格月环比上升 1.6%。二是受黑色涨幅扩大，化学制品价格由负转正影响，4 月 PPI 同比上涨 0.9%，高于预期的 0.6%，涨幅较前值扩大 0.5%；环比由上月上涨 0.1% 上升为上涨 0.3%。烟草制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、化学纤维制造业涨幅最大，环比分别上涨 2.2%、1.0% 和 0.8%。考虑到后续农产品上涨压力将逐步显现，后续 CPI 可能继续攀升，但受贸易谈判进程和国际油价回调影响，PPI 可能有所回落。

整体来看，4 月金融数据较 3 月增速有所放缓，主要受 1 季度信贷前倾后的自然回落因素影响，但也有货币政策边际调整的因素。将时间拉长来看，1-4 月合计新增社融 9.6 万亿元，比 2018 年同期多增 1.9 万亿元，企稳回升趋势延续，实体经济融资环境较 2018 年仍有大幅改善。预计在外需不确定性上升的背景下，货币政策有望保持灵活，加大逆周期预调、微调力度，若增长预期再次承压，后续货币和财政政策可能做出相应调整。

图表 3. M1、M2 增速微降，剪刀差扩大



数据来源：Wind 资讯

图表 4. CPI、PPI 继续回升



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500亿元7天逆回购操作，无逆回购到期，净投放500亿元。月初资金面扰动因素较少，叠加央行为了稳定市场情绪，连续开展逆回购操作对冲贸易战冲击，上周流动性充裕，隔夜最低降至1.1%。本周公开市场将有1560亿元MLF回笼和500亿元逆回购到期，预计央行将呵护市场流动性维持资金面合理充裕。

具体来看，上周央行开展500亿元7天逆回购操作，无逆回购到期，净投放500亿元。质押式回购利率方面，由于月初资金面宽松，各期限资金品种价格均大幅下行。截至5月10日，R001加权平均利率为1.88%，较前周下行24bp；R007加权平均利率为2.38%，较前周下行36bp；R014加权平均利率为2.51%，较前周下行41bp。同业存单方面，银行发行热情升温，净融资额明显增加。上周共发行801只总计7235.2亿元，到期569只总计3184.5亿元，净融资额为4050.7亿元，较前周增加4571.2亿元。其中，由于资金面宽松，短存单利率有所下行，3个月AAA+同业存单利率为2.78%，较前周下行18bp；6个月AAA+同业存单利率为2.84%，较前周下行15bp；9个月AAA+同业存单利率为3.09%，较前周上行1bp。票据直贴利率和转贴利率均大幅下行，长三角地区6个月票据直贴利率为2.8%，较前周下行15bp；6个月票据转贴利率为2.40%，较前周下行10bp。境内美元流动性月初较为宽松，USD CIROR隔夜价格收于2.44%，较前周下行9bp；1W价格收于2.52%，较前周下行14bp。离岸人民币流动性转紧，香港市场人民币隔夜拆借利率收于2.48%，较前周上行56bp；7天品种收于2.93%，较前周上行45bp。

月初资金面扰动因素较少，叠加央行为了稳定市场情绪，连续开展逆回购操作对冲贸易战冲击，上周流动性充裕，隔夜最低降至1.1%。第一，央行自5月15日开始对中小银行实行较低存款准备金率，释放长期资金约2800亿元，全部用于发放民营和小微企业贷款。本次降准分三次实施到位，定向降准凸显了政府逆周期调节的决心。第二，4月贸易数据，进口好于预期但出口低于预期，未来进出口仍存在下滑压力。大宗商品与农产品支撑进口数据，价格起到较强支撑，而非内需明显改善。前期抢出口效应拖累出口数据，未来由于贸易战和全球经济下滑的压力，出口仍然存在下行压力。第三，4月社融、信贷、M1均不及预期，从结构看票据融资仍构成支撑，长期融资需求并未明显改善。一季度金融数据强劲，四月明显回落，也说明了前期部分是受到贷款投放节奏的影响。后续地方债的前置发行对社融和财政支出的支撑也会逐渐减弱，经济回暖仍需政策支持。

展望本周，国内方面将公布4月经济数据，从高频数据来看，经济数据将较一季度有所下滑。海外方面，欧盟委员会将德国GDP增速预期由1.1%下调至0.5%，为今年第二次下调；将欧元区2019年GDP增速由1.3%下调至1.2%；将意大利2019年经济增速下调至0.1%，英国脱欧和国

际贸易的不确定性使经济前景压力大，海外货币政策预计将维持宽松状态。贸易战方面，本周债市随着贸易战的变化出现较大波动，虽然谈判仍将继续，但美方提高关税对人民币汇率和出口将造成压力，央行预计将维持逆周期调节力度。本周公开市场将有**1560亿元MLF回笼**和**500亿元逆回购到期**，预计央行将呵护市场流动性维持资金面合理充裕。

图表 5. 同业存放利率变动

期限	2019-5-10		2019-4-30	
	融出	融入	融出	融入
1W	2.85-2	1.61-0.72	3-2.92	2.5-1.5
2W	2.95-2.25	1.86-0.72	2.95-2.92	2.5-1.5
1M	3.05-2.5	2.55-2	3.05-2.92	2.6-1.9
3M	4-3.25	3.05-2.55	3.15-3.12	3.2-2.6
6M	4.35-3.4	3.15-2.7	3.5-3.25	3.25-2.6
1Y	4.75-3.6	3.38-2.95	3.6-3.35	3.45-2.8

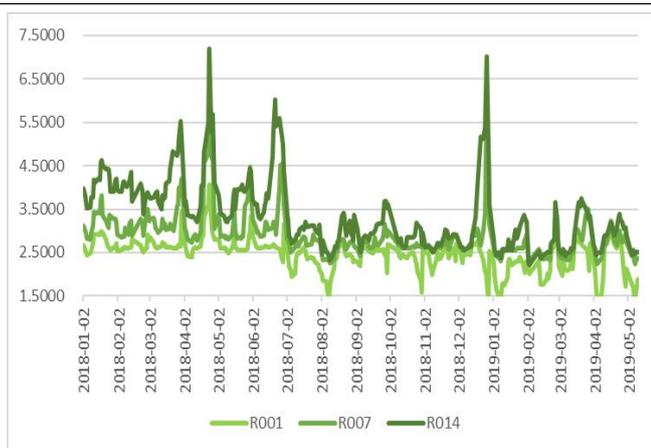
数据来源: Wind 资讯、上海国际货币

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

上周利率债收益率受贸易谈判影响呈现明显下行；上周信用债收益率受利率债带动同样大幅走低，短期限信用利差走扩，中期限信用利差收窄。上周中美谈判波折对收益率产生较大影响，利率债收益率全周震荡下行；受部分企业业绩暴雷的影响，短期限信用利差出现走扩。展望本周，中美谈判的不确定性仍然较大，叠加4月经济数据预计回落，收益率有望继续走低；信用方面，在货币政策宽松和政策面的持续发力下，预计信用利差将重新收窄。

上周利率债收益率整体呈现大幅下行。上周在跨月后资金面保持宽松，叠加央行持续开展公开操作显示对于资金面的呵护，短端收益率在资金价格带动下明显下行。上周受中美贸易谈判消息的影响，叠加4月金融数据的不及预期，全周收益率下行约3-8bp。

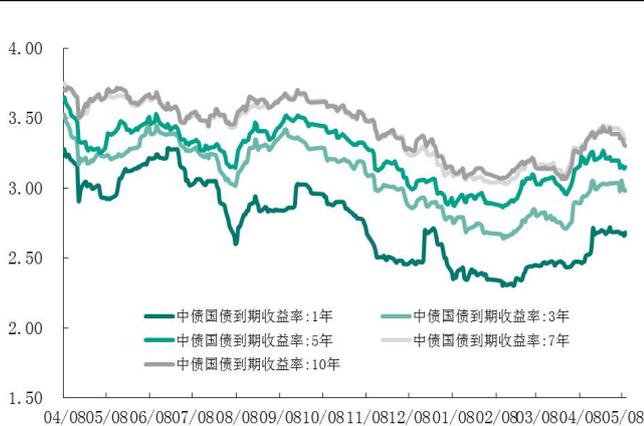
具体来看，驱动各期限收益率变化的主要因素如下：短端方面，资金面全周呈现宽松状态，叠加央行的持续投放，短端收益率下行约2-3bp。中长端方面，一是中美贸易谈判出现重大波折，特朗普不满中美谈判进程过缓，宣布从上周五开始对之前2000亿美元商品的10%关税提升至25%，虽然刘鹤副总理继续赴美进行磋商，但市场对于谈判的乐观情绪发生明显转变；二是4月金融数据明显不及预期，在3月社融和信贷数据快速增长之后，4月相关数据出现明显回落，经济企稳仍有待观察；三是通胀压力预计可控，4月通胀数据虽然继续回升，但在猪肉价格同比大幅上涨的情况下，CPI增速并未显著超出预期，通胀因素对于收益率的制约相对有限。

美债方面，全周债市收益率震荡走低。受中美贸易谈判波折的影响，美股出现大跌，市场避险情绪升温明显，带动债市收益率的明显下行。此外，美国4月的PPI出现回落，叠加之前一些经济领先指标的不及预期，市场对于美国之后经济放缓的预期依然较强。

信用债方面，上月信用债受利率债大幅下行的影响，各期限信用债收益率上均出现明显下行，其中长端信用债下行幅度要超过短端。信用利差方面，受部分企业业绩出现暴雷的影响，叠加利率债收益率下行过快，上周短期限信用利差出现走扩，中长期信用利差未发生明显变化。

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，违约主体为华阳经贸集团有限公司。该主体已经多次出现债券违约，主要系盲目多元投资加剧资金风险，而母公司为无实际业务的控股空壳，债务负担重、具有刚性兑付压力的直接融资占比极高。

图表 9. 国债收益率走势



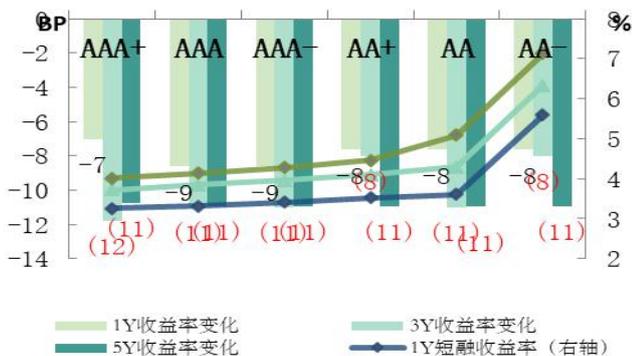
数据来源: Wind 资讯

图表 10. 政策性金融债收益率走势



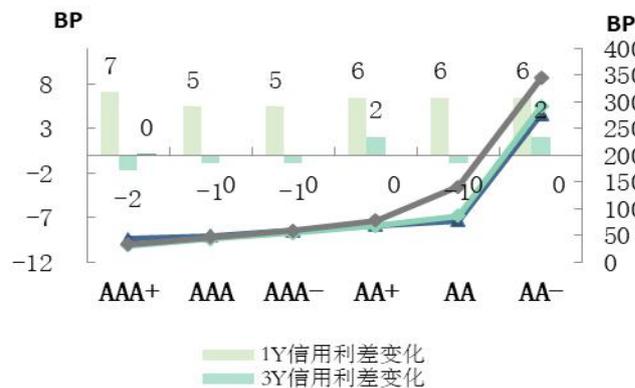
数据来源: Wind 资讯

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，本周虽然有月中缴税和 MLF 到期影响，但在贸易谈判的影响下预计央行会继续呵护资金面，短端收益率上行风险较小；第二，本周将公布 4 月经济数据，高频数据显示相关增速较 3 月和一季度将出现回落，叠加中美谈判的不确定性仍然较大，中长端收益率仍有继续下行的空间；第三，信用债方面，信用债收益率受利率债带动预计也将出现小幅下行，而在政策的推动下，各期限信用利差有望进一步收窄。

外汇市场

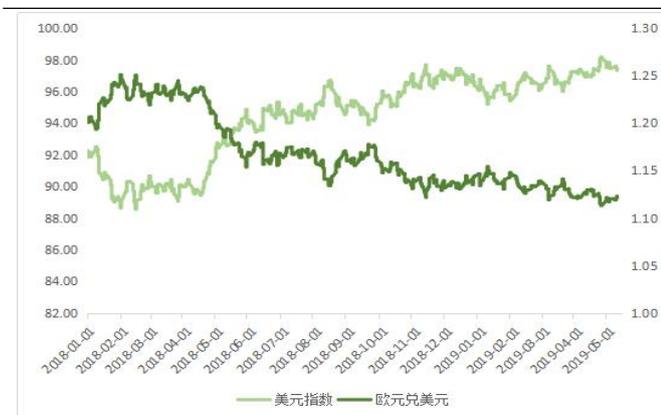
美联储降息预期上升，美元短期内承受一定压力。贸易摩擦不确定性上升，人民币汇率较大幅度下跌。但总体来看，在基本面韧性较强、外资持续流入的背景下，市场情绪较为稳定。如果未来中美贸易谈判缓和，人民币汇率将仍有一定支撑。

通胀数据不及预期，内外环境不确定性增加，美元短期承受一定压力。上周，美元指数下跌

0.13%，收于 97.3356。上周美元指数小幅走弱，一是内外压力下市场预期美联储降息的概率上升。外部方面，本周美国将对 2000 亿美元中国进口商品的关税提高至 25%，尽管中美贸易谈判并未因此中断，但关税提高和谈判进展潜在波折的影响，很可能加剧美国经济的放缓和金融市场的调整。内部方面，通胀动力略显不足，市场预期美联储年内降息的概率近期有所上升。二是市场避险情绪上升，股市调整，日元和黄金上涨，美元指数下跌。三是欧央行官员透露积极信号，欧元升值。从近期欧盟和欧央行表态来看，官方对于有下半年欧元区经济企稳复苏持有较为乐观的态度。总体来看，主要非美经济体第一季度经济表现好于预期，外部贸易环境和内部通胀压力下，市场预期美联储年内降息的概率有所上升，美元短线承受一定压力。本周重点关注中美经济数据和中国对美国加征关税的反制，在当前贸易环境恶化的情况下，预计经济数据即使向好，对于市场的边际支撑作用也非常有限，美元可能继续小幅下探。

中美贸易谈判不确定性大增，人民币汇率承压下跌，但市场情绪总体稳定。上周人民币汇率下跌 1.12%，收于 6.8118。中美贸易谈判再起波澜，人民币汇率较大幅度下跌。前 4 月人民币汇率较去年升值 1.9%，CFETS 指数也由去年末的 91.28 回升至 95.63，主要原因一是中美贸易谈判取得了积极进展，市场对谈判前景的预期较为乐观；二是全球货币政策趋于边际宽松，全球风险类资产普遍上涨；三是中国经济、金融数据表现好于预期，经济回暖概率增大。人民币汇率近期快速贬值，与去年 6 月下旬美方决定加征关税后，人民币汇率的一波急贬有相似之处。但与去年 6 月相比，市场情绪较为稳定。一是由于国内基本面保持韧性，二是贸易问题转变为“持久战”后，市场对其敏感度下降；三是贸易谈判已进入文本阶段；市场情绪受消息面影响的程度弱于 2018 年 6 月。展望后市，预计未来人民币汇率走势短期内仍将受到贸易谈判影响，如果谈判有所缓和预计人民币汇率仍有支撑。一方面，尽管欧强美弱格局延续，美元可能保持偏强震荡，但持续大幅上行的可能性有限，近期美国经济超预期程度已经弱于欧洲，贸易战也将对美国造成冲击。后续关注美国财政部汇率观察半年报中透露的贸易谈判诉求，以及对华进口关税是否继续升级等。另一方面，金融对外开放将带来外资流入。受益于 MSCI 提高 A 股纳入因子、富时罗素 GEIS 指数集合纳入 A 股、彭博巴克莱指数纳入中国债券，海外资金被动流入将大幅增加，人民币在本轮调整后或将趋于稳定。

图表 13. 美元指数、欧元兑美元



图表 14. 人民币汇率



数据来源：Wind 资讯

数据来源：Wind 资讯

商品市场

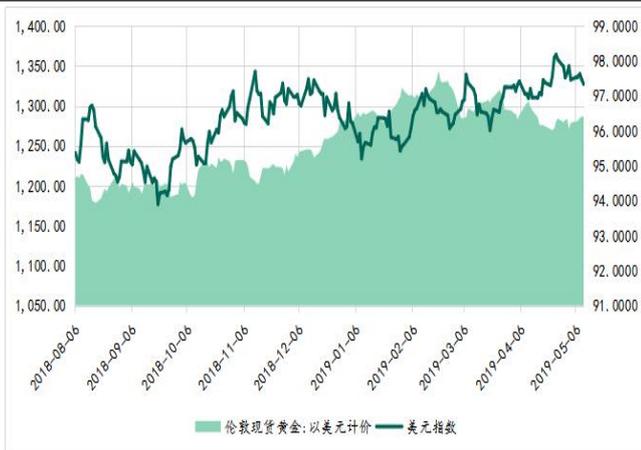
黄金方面，贸易摩擦引发避险情绪，美国通胀数据弱于预期及美联储降息预期上升，支撑金价小幅走强，未来或仍有反弹空间。石油方面，贸易摩擦加剧对原油需求的负面影响，但美国钻井处于低位、地缘政治局势等因素加剧供给紧张担忧，油价小幅下跌。

贸易摩擦引发的避险情绪、美国通胀数据及美联储降息预期支撑金价小幅走强。上周国际金价交投于1277/1292窄幅区间，收于1287.1美元/盎司，上涨0.67%。一是贸易摩擦再起波澜，全球股市下跌，避险情绪上升。本周因国际贸易紧张情绪，全球股市总体走势向下。美国股市周一周二连续两个交易日全线下挫，录得今年1月初以来的最大两日跌幅。股市大跌和避险情绪回升的影响，黄金本周刷新一个月新高至1291.56美元。尽管国际贸易紧张局势发酵，市场更加青睐日元等避险资产，因此黄金的涨幅受限，二是央行加大黄金储备叠加实物需求增长对金价构成支撑。5月6日中国人民银行最新公布的数据显示，截至2019年4月，中国黄金储备为6110万盎司，环比增加48万盎司，连续5个月增持。自2018年12月以来，央行的黄金储备持续增加。不仅中国央行，全球央行近期都在买黄金。世界黄金协会在5月2日的一份报告中称，一季度全球央行在2019年第一季度购买了145.5吨黄金，较2018年同期增长68%，这是自2013年以来最强的年度开端。未来一段时间内全球央行都将处于增持黄金的过程中。三是地缘局势对金价构成支撑。近期美伊对抗的局面有加剧的迹象，上周日，美国国家安全顾问博尔顿表示美国正增加在中东地区的军事存在，向伊朗发出明确信息，即对美国或美国盟友利益的任何攻击都将遭到“无情的打击”。伊朗随后便表示将会采取反制措施，这使得市场对于地缘政治的担忧情绪进一步回升。总体来看，美国经济未来可能逐步走弱，全球股市走势开始呈现出疲态，同时美债收益率再次出现倒挂，避险情绪下黄金近期企稳，或为其进一步反弹提供空间。

贸易摩擦加剧对原油需求的负面影响，但美国钻井数处于低位、地缘政治局势等因素加剧供给紧张担忧，油价小幅下跌。布伦特原油上周下跌0.32%，收于70.62美元/桶，美国WTI原油下跌0.45%，收于61.66美元/桶。需求方面，国际贸易争端加剧压制原油需求前景。本周对于原油市场最大的利空因素是国际贸易局势的恶化，因中美两国对于世界经济增长的贡献率超过50%，两国贸易争端加剧可能会使得全球经济放缓的趋势越发的明显，因而降低原油需求。原油供给呈现紧张态势，为油价提供支撑。一是美国原油钻井续刷13个月新低，周六凌晨公布的美国原油钻井数减少2口至805口，续刷13个月新低。暗示美国增产仍然乏力，市场投资不足，这可能会对美国后期产量产生负面影响，加剧供应短缺的状况。二是地缘政治因素加剧产量短缺的担忧。美伊局势升级或导致伊朗原油产量进一步下降。根据市场测算，随着美伊对抗的加剧，从5月起，伊朗石油日出口量可能降至70万桶，甚至低至50万桶。目前委内瑞拉的原油产量已经跌至了87万桶/日，未来随着美国更多的制裁措施，未来该国产量还将进一步的下滑。同时利比亚近期国内的战乱局势也使得该国的原油产量受到了影响，三是OPEC+因非自愿减产导致的产量损失也是支撑油价的重要因素。俄罗斯因为油管污染的问题尚没有恢复原油的输送，导致俄罗斯也出现了产量的下降，此外沙特方

面在增产上持观望立场，加剧了全球原油供给紧缺的趋势。**展望后市**，在 OPEC 不增产的情况下，供需基本面收紧，原油高位仍有支撑，但贸易摩擦加剧需求前景的不确定性，油价的波动可能加大。未来需主要关注三个因素，即 OPEC 增产的进展、此前获得制裁豁免的国家将如何进口石油以及美国制裁政策是否松动。

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

上周央行在月初流动性相对宽松的态势下仍然净投放500亿元资金，银行间流动性全周处于宽松状态，资金利率下行，预计本周央行将根据经济数据及贸易战进展适度调节货币政策。存单市场方面，虽然上周资金面相对宽松，但本周临近5月缴税且月中有MLF到期，预计资金面将呈现边际趋紧，存单利率有一定上行压力，可以利用收益率上行进行增持。债市方面，贸易战烽烟再起，美国宣布自5月10日起对中国2000亿美元进口商品加增关税，预计将对国内基本面产生一定负面影响。同时上周公布的4月金融数据不及预期，居民短期贷款及企业贷款均出现下滑，显示经济企稳基础仍然薄弱，债市收益率仍有下行空间，策略上可以适当拉长久期增厚收益。随着风险偏好的持续改善，信用利差有望缩窄，在风险可控的情况下，可适当配置较低等级的信用债。中美贸易战对美国的影响同样不容忽视，美股出现高位回调，预计债券收益率仍有下行空间。

国内市场策略：上周央行逆回购净投放500亿元，全周资金面呈现宽松格局，DR001一度下降至1.4%附近，资金利率处于年内低位。本周一方面受月度缴税影响，月中资金面存在缺口，预计央行将通过逆回购的形势补充流动性，另一方面，本周有1560亿MLF到期，需重点关注央行的续作情况。预计资金利率将呈现边际上行态势。同业存单方面，本周到期续发压力较大，叠加部分银行对于流动性的需求，预计1Y存单利率将继续提升，可以在利率上行期间适当配置，1Y期国股品种在3.24%以上仍具有配置价值。债券市场方面，美国宣布对中国2000亿美元进口商品加增关税，中美贸易谈判在关键问题上存在分歧，后续前景仍不明朗，预计此次加增关税将对GDP产生约0.3%的负面影响，叠加4月份金融数据不及市场预期，虽有季节性因素，但需求端仍显疲态，受上述因素影响，上周债市收益率出现明显下行。展望本周，预计4月经济数据较一季度出现回落，叠加近期股市调整，债市收益率预计仍有一定下行空间，策略上建议适度做多债市，可以适当拉长久期，增厚债市下行收益。长端活跃券方面，近期海外事件整体利多国内债市，市场对于本周即将公布的经济数据预期偏弱，收益率整体上行风险有限。从结构性策略来看，上周收益率的大幅下行，配置价值减弱，叠加190205受换券因素影响，下行幅度预计不及其他同期限券种，可以进行减持操作，同时增持190401等其他十年期券种；从期限利差来看，受缴税因素影响，资金面存在边际收紧趋势，收益率曲线将呈现平坦化下行，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，本周一二级市场发行2年、5年及30年国债，供给量较大，预计将对相应券种收益率产生负面影响，可以将相近期限国债置换为政金债降低风险；从信用债来看，受资金面宽松影响，信用债收益率出现较大幅度下行，后续随着信用风险偏好的持续改善，预计信用债利差将继续缩窄。

国际市场策略：中美贸易战预计将对美国经济产生负面影响，美国股市上周高位回调约2%，风险偏好有所下降，同时欧盟再次下调全年经济增长预期至1.2%，全球经济增速趋缓格局仍未改变，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							
新奥生态控股股份有限公司	材料 II	联合信用评级有限公司	2019-05-07	AA	正面	AA	稳定
山东高速路桥集团股份有限公司	资本货物	联合信用评级有限公司	2019-05-10	AA+	稳定	AA	稳定
下调评级或展望							
无							

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。