

民银智库研究

2019 年第 12 期

总第 104 期

中国民生银行研究院

2019 年 4 月 10 日

2019 年一季度债市、汇市回顾与展望

金融研究团队：

黄剑辉

huangjianhui@cmbc.com.cn

麻艳

mayan12@cmbc.com.cn

董文欣

dongwenxin@cmbc.com.cn

李鑫

lixin68@cmbc.com.cn

- **国内经济继续筑底，全球货币政策面临拐点。**1-2 月份我国经济运行总体平稳，固定资产投资和消费稳中有升；但经济下行压力不减，制造业投资、进出口增速、房地产销售不及预期。目前国内经济正逐步从下行阶段进入企稳阶段，预计经济数据会出现反复波动来探明底部。一季度全球贸易和投资表现疲软，制造业增长乏力，下行压力凸显。美国、欧元区等主要经济体货币政策正常化节奏放缓，**全球货币政策面临拐点。**
- **货币政策和流动性：**一季度央行货币政策操作实现资金投放和回笼的基本平衡，预计未来货币政策将继续保持宽松，**货币市场利率中枢将维持在较低位置**，为降低实体经济融资成本提供宽松的货币金融环境。
- **债券市场：**受资金面整体宽松但波动增强、宏观经济数据和宽信用预期有所反复、地方债供给冲击、股债跷跷板效应、海外货币政策宽松预期等各方面因素影响，一季度利率债收益率震荡略有下行。一季度信用债市场风险偏好有所提升但民企债券违约依旧高发。**预计短期债市仍将以震荡为主**，长期来看收益率仍有下行空间。
- **外汇市场：**一季度美元指数高位震荡，欧元、英镑、日元等非美货币涨跌互现，人民币汇率在外部压力有所缓解、中美利差再度走阔、市场对中美贸易谈判走向较乐观等多重因素提振下，呈现企稳回升态势。**随着强美元周期渐近尾声，人民币汇率所面临的外部压力有所缓解**，中美贸易谈判或是影响二季度人民币汇率走势的最大不确定因素。
- **黄金、原油：**全球经济疲弱推动黄金波动上涨，货币政策面临拐点或进一步支撑金价。OPEC 兑现减产支撑油价一季度走出上涨行情，若美国产量、库存量不出现超预期增加，**油价二季度或将稳定偏强运行。**

目 录

一、宏观驱动因素分析	1
（一）主要经济体下行压力显现，全球货币政策面临拐点	1
（二）国内经济继续筑底，预计未来通胀有所反弹	6
二、货币政策和流动性分析	11
（一）货币政策仍将偏宽松	11
（二）货币市场利率中枢下行，波动增强	15
（三）社会融资规模增速企稳	17
（四）货币政策及流动性展望	22
三、债券市场回顾及展望	24
（一）多因素驱动一季度利率债走出震荡行情	24
（二）信用债市场风险偏好略有提升	29
四、外汇市场回顾及展望	32
（一）外汇概览：美元指数高位震荡，非美货币涨跌互现	32
（二）“比差效应”对美元形成支撑，但未来上涨动能有所减弱	35
（三）多重因素共同提振，人民币兑美元汇率走升	40
五、黄金、原油市场回顾及展望	45
（一）金价受经济疲弱影响走强，后市仍有上行空间	45
（二）OPEC 减产支撑原油上涨，预计未来油价或将趋稳	49

2019 年一季度债市、汇市回顾与展望

2019 年以来，国内经济继续筑底，货币政策保持宽松；海外主要经济体下行压力凸显，全球货币政策面临拐点。在复杂的国内外经济形势下，一季度国内货币市场利率低位运行，债市收益率震荡略有下行，人民币汇率在多重因素提振下呈现企稳回升态势。预计未来货币市场利率中枢将维持在较低位置，短期债市将以震荡为主；随着强美元周期渐近尾声，人民币汇率所面临的外部压力将有所缓解。国内债市、汇市整体将为实体经济发展提供较为适宜的货币金融环境。

一、宏观驱动因素分析

（一）主要经济体下行压力显现，全球货币政策面临拐点

1、全球主要经济体下行压力显现

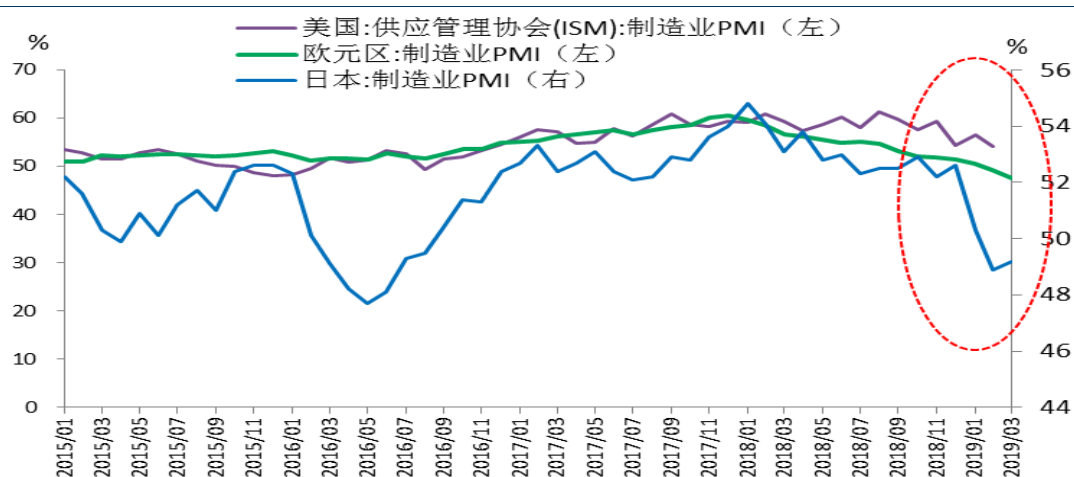
2019 年一季度，全球贸易和投资表现疲软，制造业增长乏力，下行压力凸显。主要经济体增长放缓，美国经济开始降温，欧洲经济持续低迷，日本表现相对温和，部分新兴经济体持续动荡。

国际贸易和投资活动继续萎缩，制造业增长乏力。世界贸易组织（WTO）数据显示，2018 年全球商品贸易预计增长 3.9%，较上年回落 0.8 个百分点；全球直接投资减少 19%，连续三年出现下滑。作为全球贸易风向标的波罗的海干散货指数（BDI）自 2019 年以来持续下跌，从年初的 1282 跌至 3 月末的 690 附近，跌幅约 46%。与此同

时，摩根大通公布的 2 月全球制造业采购经理人指数（PMI）仅为 50.6%，较上月回落 0.2 个百分点，较去年同期下降 3.5 个百分点，创两年半来新低。该指数自 2018 年以来持续下跌，意味着全球经济复苏的下行压力不断显现。

全球主要经济体增长放缓。美国经济开始降温。受库存下降、消费增速放缓、住宅投资下滑以及政府关门等因素影响，预计美国一季度经济增速将大幅放缓。2 月美国 ISM 制造业 PMI 为 54.2%，较上月回落 2.4 个百分点，制造业景气度下降。同时 2 月美国劳动力市场意外下滑，通胀继续回落，核心 CPI 同比 2.1%，较 1 月回落 0.1 个百分点。**欧洲经济持续疲软。**受内部政治风险上升、私人消费不振、外部贸易摩擦等多重因素影响，欧元区制造业和服务业 PMI 指数均处于历史较低水平，欧洲经济下行压力加大。受脱欧不确定性的困扰，英国消费和投资低迷，英镑大幅波动，对经济造成较大冲击。**日本经济表现温和**，但通胀仍然低迷，核心 CPI 维持在 1% 左右，持续低于央行目标。**部分新兴经济体金融动荡加剧。**3 月末土耳其股汇债三杀，股市一度暴跌 7%，隔夜互换利率飙升，汇率大跌，风险仍在继续发酵。

图 1：美国、欧元区、日本制造业 PMI 进入下行通道



资料来源：Wind，民生银行研究院

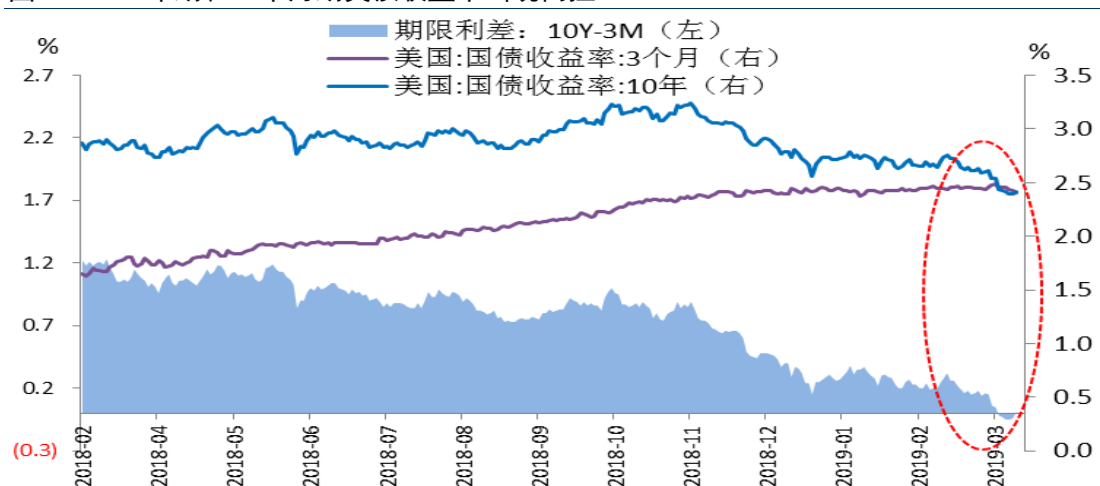
2、美债收益率倒挂加剧市场担忧

美债收益率倒挂引发市场对美国进入衰退的担忧。3 月 22 日，美国 10 年期国债收益率报收 2.44%，3 个月国债收益率为 2.46%，短端利率高于长端利率，收益率曲线出现倒挂，二者的倒挂一直持续至三月底。这一现象引发欧美市场恐慌，欧美几大主要指数当日收跌。根据历史经验，债券收益率出现倒挂后，美联储会停止加息，随后 1-2 年内有可能发生经济衰退，而美联储通常会在倒挂后半年左右开始降息。

收益率倒挂意味着美国经济增长可能已经见顶。在维持了长达 9 年的扩张后，美国正处于经济复苏晚期。受减税红利消退、货币政策不断紧缩、关税影响显现、资本市场剧烈波动、政府停摆等因素影响，美国经济增长的可持续性面临较大挑战。从经济指标看，美国 2018 年底和 2019 年初各项信心指数大多从高位回落，多数制造业指标在今年 1 月和 2 月放缓，其中 2 月制造业 PMI 指数下滑至 54.2%，为特

朗普当选美国总统以来新低。就业市场显示出降温迹象，2 月美国非农就业人口经季调后仅新增 2 万，同比环比均大幅下降，创 17 个月新低。初次申请失业救济人数升至高位。针对美国未来的经济走势，市场普遍认为，美国经济或将进入下行通道。

图 2： 10 年期和 3 个月期美债收益率出现倒挂



资料来源：Wind，民生银行研究院

3、主要经济体货币政策正常化节奏放缓，全球货币政策面临拐点

美国方面。2018 年四季度美国资本市场大幅波动后，美联储对于收紧货币政策进程的态度出现明显转变，“耐心”成为美联储委员在公开场合谈话最常提及的词语之一，多位鹰派官员态度也明显转鸽。2018 年 12 月，美联储公开市场委员会（FOMC）将 2019 年加息次数从 3 次下调至 2 次。2019 年 1 月份 FOMC 声明将“进一步逐步加息”的表述拿掉，更加强调未来利率调整将依赖于经济数据，而不再对政策变化提出倾向性意见。3 月议息会议释放了比之前更加强烈的鸽派信号，不但明确计划今年 9 月末停止缩表，而且多数美联储官员预计

今年全年不加息，明年加息 1 次；对美国经济的评价也有所降低，称经济活动增速较去年四季度放缓，家庭支出和企业固定投资的增速放慢，而上次议息会议称去年四季度经济活动增长稳健。这些均表现出美联储紧缩货币政策步伐放缓的倾向。

欧元区方面。欧洲央行在去年 12 月刚刚采取货币政策正常化的第一步，结束了四年的债券购买。但是在今年 3 月的政策利率决议中，欧洲央行大幅下调欧元区经济增速（从 1.7% 降至 1.1%）和通胀预期（从 1.6% 降至 1.2%），决定维持三大关键利率不变，并修改前瞻性指引，进一步放松货币政策，将加息的最早时间推迟至 2019 年底。同时，在时隔三年之后，再次启动向银行提供低息贷款——“定向长期再融资操作（Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO-III）”，该项目实施的计划时间为 2019 年 9 月至 2021 年 3 月，目的是加强信贷刺激措施。欧洲央行同时表示债券再投资将一直持续到首次加息后很长一段时间，以维持有利的流动性条件和货币宽松环境。这意味着欧元区不但没有完全启动货币紧缩，还将在 2019 年实施新一轮货币宽松政策。

其他发达经济体方面。英国央行在 2 月将主要再融资利率维持在 0.75% 不变，同时维持政府债券及企业债券的购买金额不变。日本央行一直未收紧其宽松货币政策，2 月宣布继续维持政策利率 -0.1% 不变。加拿大、澳大利亚、新西兰央行近期宣布暂停加息。

整体而言，由于全球贸易放缓，经济增长下行，债务负担上升，

加上美国经济增长或将见顶，使得全球主要经济体货币政策正常化节奏放缓，全球货币政策面临拐点。

（二）国内经济继续筑底，预计未来通胀有所反弹

今年一季度，中国经济呈现上行力量和下行力量此消彼长的对决态势，总体来看下行压力较大。一方面，全球经济复苏放缓、中美贸易摩擦负面影响显现，对外出口增长由正转负。另一方面，随着以“六稳”为代表的一系列政策的实施和落地，经济运行中的稳定因素也在不断增多，基建投资增长开始企稳回升，挖掘机、汽车起重器等工程机械巨幅增长，消费者信心指数持续回升。展望二季度，尽管外部环境依旧复杂多变，但国内的政策和市场环境均趋于好转，《政府工作报告》对大规模减税降费、加大基建投资补短板、缓解融资难融资贵等作了部署，新订单指数、生产经营活动预期指数等先行指标已在回升。

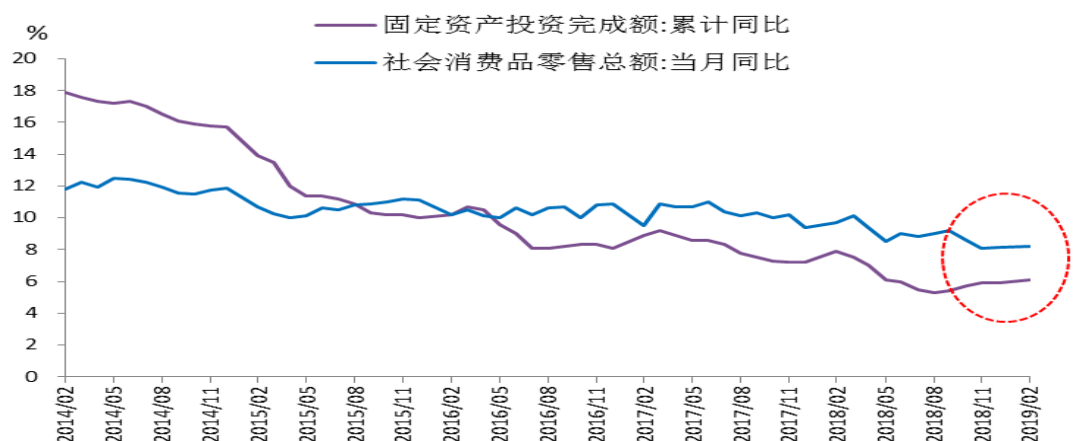
1、1-2 月份我国经济运行整体平稳

1-2 月我国经济运行总体平稳。一是投资在基建投资渐进复苏和房地产投资高位提升支撑下延续回暖态势；二是消费稳中有升。

第一，基础设施补短板政策显效，投资增速企稳回升。去年下半年以来，为应对经济下行压力，中国政府出台了“六稳”政策，其中把加大基础设施补短板作为“稳投资”的重要抓手，并从项目审批、资本金调整、加快地方政府债券发行等多方面予以支持。受此影响，今年前 2 个月投资延续了去年四季度以来企稳回升的态势，增长 6.1%，

比上年全年加快了 0.2 个百分点。分投资类别看，基建和房地产两大投资增长均有加快。1-2 月第三产业中的基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增速较 2018 年全年回升 0.5 个百分点至 4.3%。

图 3：投资增速企稳，消费平稳增长



资料来源：Wind，民生银行研究院

第二，消费平稳增长，保持升级势头。1-2 月份，社会消费品零售总额同比名义增长 8.2%，增速与上年 12 月持平；扣除价格因素实际增长 7.1%，较上年 12 月加快 0.5 个百分点。1-2 月份，在居住类相关商品、石油及制品类消费增速较上年 12 月大幅放缓的情况下，消费依然保持平稳，与汽车消费降幅大幅收窄、餐饮和通讯器材等升级类商品消费增速提升有关。1-2 月通讯器材、化妆品和金银珠宝销售额累计分别增长 8.2%、8.9%和 4.4%，增速分别较上年全年回升 9.1、7 和 2.1 个百分点。另外，旅游、文化等服务消费较快增长，证明消费升级仍在继续。今年春节假期，全国旅游接待总人数超过 4 亿人次，同比增长 7.6%，实现旅游收入 5139 亿元，同比增长 8.2%，电影票

房达 58.4 亿元，观影人次达 1.3 亿。

2、我国经济下行压力并未减弱

我国经济下行压力并未减弱。一是制造业和民间投资增速超预期下滑，显示企业信心仍然疲弱；二是房地产相关数据全面走软，在购置费分摊因素消退后开发投资增速将继续回落；三是进出口在内外需疲软的大背景下预计仍将以下行为主；四是城镇调查失业率在 2 月份反弹，由 4.9% 回升至 5.3%，这是 2017 年 1 月有统计以来的次高水平，可能会影响居民收入进而拖累消费。

第一，制造业投资高位显著回落。1-2 月制造业投资同比增速较 2018 年全年大幅回落 3.6 个百分点至 5.9%，是 2018 年 4 月份以来首次回落。一方面，2 月 PMI 数据显示制造业当前呈供需两弱局面；另一方面，由于今年春节较去年提前，部分企业开工较晚，2 月有效工作日显著少于去年。两方面原因导致制造业投资大幅低于预期。从结构上看，有色金属冶炼和压延加工转为大幅负增长，原本持续在 10% 以上增速运行的电气机械和器材制造业以及计算机、通信和其他电子设备制造业均转为有史以来罕见的负增长。总体而言，即使有季节性因素存在，制造业投资疲弱态势也已初步显露，拐点或已出现，今年难再持续高增长。

第二，民间投资有所回落。民间投资 1-2 月份同比增长 7.5%，增速比 2018 年全年回落 1.2 个百分点，2018 年以来首次回落至 8% 以下，仍高于总体投资增速 1.4 个百分点。1-2 月份民间固定资产投

资占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 60.12%，比 2018 年全年低 1.87 个百分点，连续 6 个月小幅回落。民间投资中制造业占据近半壁江山，1-2 月民间投资下滑主要受制造业投资回落拖累，表明投资内生动力不足。

第三，房地产领域关键指标全面回落。1-2 月份，房地产新开工、销售、土地购置、资金来源等增速全面回落，预计后续房地产投资将高位回落。一是商品房销售转为负增长。1-2 月份，商品房销售面积同比增速由 2018 年全年的 1.3% 转为 -3.6%，比 2018 年同期低 7.7 个百分点，连续回落 7 个月之后转负，这是 2015 年 6 月以来的首次；商品房销售额增长 2.8%，增速比 2018 年全年大幅下滑 9.4 个百分点，降至 2015 年 5 月以来的最低水平。在“房住不炒”调控主基调下，房地产市场销售增速自去年下半年以来步入下行通道，楼市持续降温。二是新开工、土地购置和资金来源全面回落。1-2 月份，新开工面积累计同比增长 6.0%，较 2018 年全年回落 11.2 个百分点。土地购置面积累计增速由去年下半年维持 10% 以上高增长转为大幅下滑 34.1%，为 2009 年 4 月来最低；土地成交价款也由 2018 年全年的 18% 转为大幅下滑 13.1%，是 2016 年以来的最低水平。总体而言，需求持续走弱将拖累房地产开发投资高位回落。

第四，外需疲弱、内需不旺，进出口贸易双双走弱。受外需疲弱、中美贸易摩擦、产业链转移等因素影响，1-2 月份出口大幅减速（-4.6%），较上年全年下滑 14.5 个百分点。分国别和地区看，中国

对全球大部分国家和地区出口均出现下滑，其中对美出口下滑幅度最大。主要是受全球经济放缓、全球保护主义盛行、产业链转移（比如三星手机装配厂转移到越南）、人民币持续走强等因素影响。1-2 月进口同比增速为-3.1%，较上年全年下降 18.9 个百分点，进口下滑反映出国内需求随着经济下行而减弱。

3、物价总水平回落，CPI 和 PPI “剪刀差”反转

物价是经济总供求的集中反映。随着经济景气度下滑，前 2 个月消费物价和生产物价双双走低。消费物价涨幅回落，CPI 同比上涨 1.6%，比上年全年回落 0.5 个百分点。食品和非食品价格涨幅均有所回落。食品价格上涨 1.3%，涨幅较上年全年回落 0.5 个百分点。其中，受猪瘟疫情影响养殖户加快出栏，抑制猪价上涨，2 月份猪肉价格同比降幅有所扩大。但未来短时间内控制猪瘟爆发的难度较大，预计猪肉价格将迎来暴涨，进而推动 CPI 上行。在上年较高基数、需求总体偏弱的情况下，PPI 涨幅回落。前 2 个月，PPI 上涨 0.1%，较上年全年回落 3.4 个百分点。当前，CPI 与 PPI 涨幅“剪刀差”反转，PPI 涨幅开始低于 CPI 涨幅，显示出目前经济需求较弱，下行压力较大，预计 PPI 在未来数月有出现短期通缩的可能。政府工作报告提出今年通胀目标控制在 3%左右，从当前通胀水平及未来预期看，货币政策仍有边际宽松的空间。

二、货币政策和流动性分析

（一）货币政策仍将偏宽松

1、2018 年货币政策和监管政策快速转向

2018 年是货币政策和金融监管政策快速转向的一年。2018 年初，资管新规以及一系列防范金融风险的具体措施逐步落地，同时市场认为从三大攻坚战的目标来看，去杠杆的过程将会持续，因此市场普遍预计 2018 年仍然会面临货币政策和监管政策“双紧”的局面，市场情绪极度悲观。但在中美贸易摩擦升温和经济下行压力明显增大的背景下，2018 年中的中央政治局会议从顶层设计层面及时调整，提出“六个稳”作为短期任务要求。随后金融监管和货币政策有所转向，从史无前例的“双紧”状态迅速调整，使得 2018 年成为政策转向最快的一年。

从货币政策来看，央行于 2018 年 1 月、4 月、7 月、10 月接连降准或定向降准，进一步向银行间市场投放流动性。同时货币政策基调也从 2017Q4 的“保持货币政策的稳健中性，管住货币供给总闸门”，转变为 2018Q3 的“实施好稳健中性的货币政策，增强政策的前瞻性、灵活性、和针对性”。全年来看，央行实施的定向降准次数高达 4 次，并从以下四个方面全方位多角度支持实体经济流动性：一是扩大 MLF 等工具担保品范围；二是增加再贷款再贴现额度；三是创设定向中期借贷便利（TMLF）；四是在 MPA 考核中增加小微企业和民营企业融资指标等。

从监管政策来看,2018 年 4 月份推出的资管新规如果完全落实,将对市场产生巨大冲击。首先,若新设资管产品不被批准买入非标,原有资管产品无法接续投资非标,则非标融资收缩压力巨大;另外,如果理财产品完全按照净值化产品推行,根据实践经验,整体资管规模也将会出现大幅收缩。经历了 2018 年 3、4 月份中美贸易摩擦出现,5 月基本面尤其社融数据大幅下滑之后,在 2018 年 7 月份,一行两会迅速为严苛的资管新规打上补丁,发布资管新规补充通知。通知大幅放松了过渡期要求,明确不强制要求原有资管产品压降进度,并且明确新设的公募资管产品可适当投资非标,并允许老产品续发对接新资产,极大缓解了非标的压力;此外增加了可摊余成本法计量的产品,允许现金管理类产品和定期开放产品采用摊余成本法,使其成为接续老产品的最主要产品,平缓了过渡期的冲击。相比较而言,资管新规的酝酿和发布经历了长达一年半的时间,而面对不利冲击后补充通知的出台仅用了 1-2 个月的时间,监管政策转向非常迅速,充分体现了 2018 年面对不利冲击时政策的前瞻性和灵活性。

2、2019 年一季度货币政策操作实现资金投放和回笼基本平衡

2019 年以来,央行通过降低法定存款准备金率、开展定向中期借贷便利以及公开市场逆回购等操作,实现了资金投放和回笼的基本平衡。

第一,2019 年初央行下调金融机构法定存款准备金率 1 个百分点,其中,2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点,并

将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于 500 万元”调整为“单户授信小于 1000 万元”。同时，2019 年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。

第二，2019 年 1 月 23 日，央行开展了 2019 年一季度定向中期借贷便利（TMLF）操作，操作金额根据有关金融机构 2018 年四季度小微企业和民营企业贷款增量并结合其需求确定为 2575 亿元。操作期限为一年，到期可根据金融机构需求续做两次，实际使用期限可达到三年。操作利率为 3.15%，比中期借贷便利（MLF）利率优惠 15 个基点。

第三，2019 年 1 月 25 日，央行开展了 2018 年度普惠金融定向降准动态考核。达到普惠金融定向降准标准的金融机构，可分别享受 0.5 个或 1.5 个百分点的存款准备金率优惠。根据央行测算此次动态考核净释放长期资金约 2500 亿元，加上 1 月 4 日宣布下调金融机构存款准备金率 1 个百分点置换中期借贷便利后净释放的长期资金 3000 多亿元，以及 1 月 23 日开展的 2575 亿元定向中期借贷便利操作，上述三项措施共释放长期资金约 8000 亿元。

公开市场操作方面，2019 年一季度，央行累计开展公开市场逆回购操作 1.97 万亿，其中 7 天期 1.26 万亿，14 天期 2100 亿，28 天期 5000 亿，一季度逆回购到期 2.81 万亿，一季度央行通过公开市场净回笼资金 8400 亿元，季度末公开市场逆回购操作余额为 0。

合计来看，央行一季度资金投放和回笼基本实现精准平衡。但由

于降准置换中期借贷便利每年还可直接降低相关银行付息成本约 200 亿元，通过银行传导后有利于实体经济降成本。

3、一季度货币政策表态继续偏宽松

从 2018 年四季度货币政策报告表述来看，央行强调“稳健的货币政策保持松紧适度，强化逆周期调节，把握好宏观调控的度，在多个目标中实现综合平衡”。相比三季度货币政策执行报告，央行在报告中把“稳健中性”货币政策中的“中性”去除，并不再用守好货币供应“总闸门”的提法，同时央行强调短期货币政策的主要目标是“强化逆周期调节”，加上央行对经济形势较为谨慎的判断，意味着货币政策将继续保持宽松。

从 2019 年政府工作报告的表述来看，2019 年政府工作报告进一步明确广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。在实际执行中，既要把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，又要灵活运用多种货币政策工具，疏通货币政策传导渠道，保持流动性合理充裕，有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题，防范化解金融风险。同时提到“适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段引导金融机构扩大信贷投放”，“降低实际利率水平”，并将“加大对中小银行的定向降准力度，释放的资金全部用于民营和小微企业贷款”。

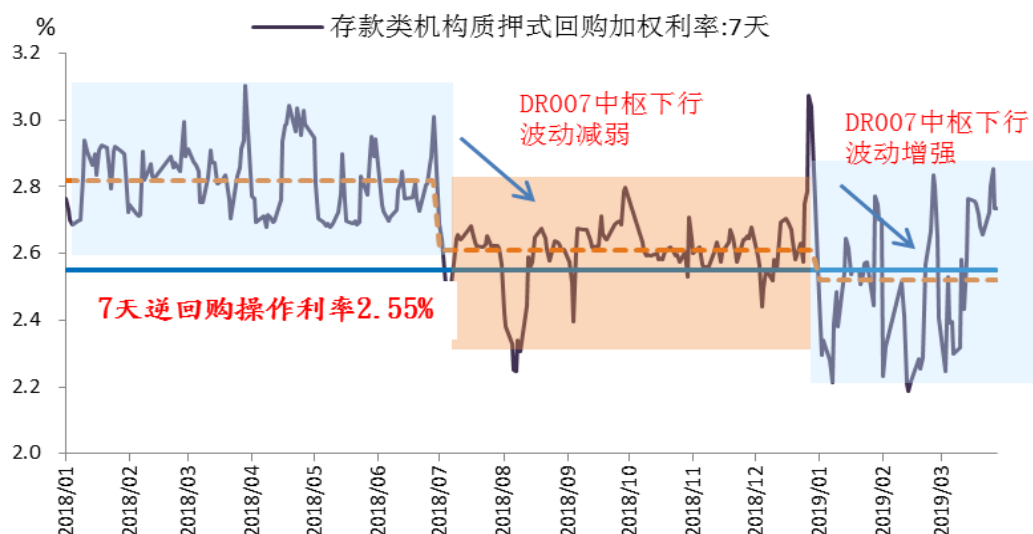
从央行及政府工作报告的措辞来看，今年货币政策宽松仍有空间，货币政策收紧的概率低，整体利率水平仍有引导下行的空间，但需要

等待关键时点信号。具体而言，“M2 和社融规模增速要与名义 GDP 增速相匹配”的目标设定要求今年 M2 增速企稳回升，意味着金融体系信用派生能力需要增强，需要疏通宽货币向宽信用的传导渠道，而稳经济、促进信用扩张，离不开宽松的货币金融环境。同时，人民币汇率贬值压力减弱，海外央行重新转向宽松，也将打开国内货币政策放松空间。以上意味着 2019 年货币政策总体取向不会明显收紧，更多是货币政策工具上的选择和创新。

（二）货币市场利率中枢下行，波动增强

货币市场利率尤其是存款类金融机构质押回购利率是衡量银行间市场流动性是否宽松的核心指标。2018 年以来货币市场利率的变动可以分为三个阶段：（1）2018 年初-2018 年 6 月底，货币政策偏松，7 天期存款类金融机构质押回购利率（DR007）的利率中枢在 2.82% 左右，高于 7 天期公开市场逆回购操作利率 2.55% 的水平，即这一时期 DR007 在政策利率的上方波动。（2）2018 年 7 月-2018 年底，货币政策正式转向，宽松力度加大，央行“锁短放长”操作进一步压低资金利率，DR007 利率中枢降至 2.61% 左右；DR007 基本紧贴 7 天逆回购操作利率 2.55% 运行，时而突破政策利率形成倒挂。（3）2019 年初至今，央行连续降准力度较大，DR007 利率中枢降至 2.52% 左右，下移至政策利率 2.55% 之下；同时 DR007 波动范围明显增大，波动性明显增强。

图 4：2019 年以来，DR007 中枢下行，波动增强



资料来源：Wind，民生银行研究院

一季度资金利率中枢下移主要由年初降准推动，一个月内两次降准的资金释放力度在前期本就相对宽松的环境下推动利率较快下行。同时，央行也重启了 14 天和 28 天逆回购操作来保证春节期间的流动性供给，相对往年而言，资金面十分宽松。资金利率波动性显著增强主要是由于：一是受元旦和春节因素影响，央行通过逆回购平抑波动的难度较高；二是 DR007 的利率中枢已经降至逆回购操作利率以下，对公开市场操作作为货币政策工具平抑市场波动的能力形成掣肘。整体而言，货币市场利率中枢下行反映出市场流动性仍较为充裕，资金利率波动性增强反映出货币政策对资金面波动容忍度有所提升。

春节后央行公开市场操作力度明显减弱，节后 35 个工作日，仅有 8 个工作日开展公开市场操作。2 月 11 日至 3 月底，央行共实现约 1.5 万亿元的流动性净回笼，基本上冲销了春节前降准释放的资金。3 月份是季末 MPA 考核以及资金到期大月，季末资金面的波动会明

显高于平日。但央行认为目前财政支出力度较大，市场流动性仍旧充裕，并未恢复公开市场操作力度，从侧面印证央行对资金面波动的容忍度有所提升，或是为了防止“大水漫灌”导致金融机构加杠杆行为卷土重来。预计季末时点过后，资金利率将重新回到政策利率附近。

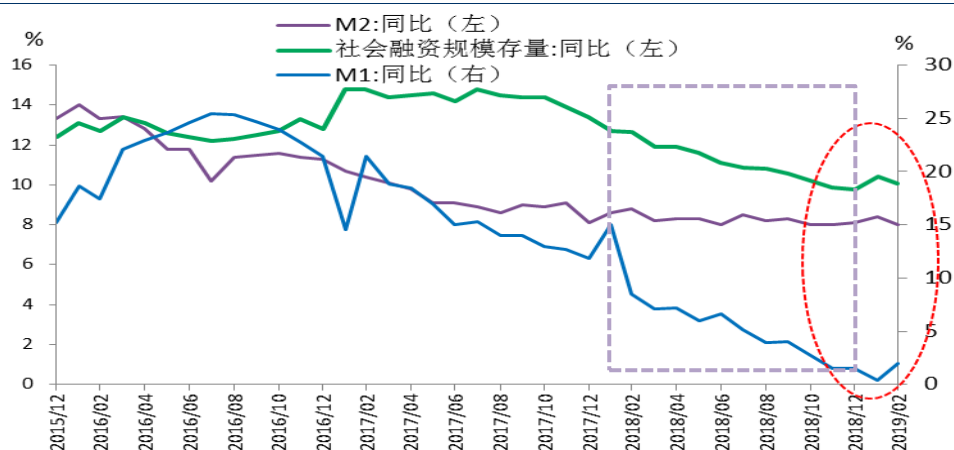
进入二季度后，若经济数据仍然低于预期，央行的可能选择之一是开展针对小微、民营企业的定向降准，配合公开市场操作减量以避免流动性泛滥，资金面的波动仍然存在；央行的选择之二是继续引导 DR007 维持低位，并择机降低公开市场逆回购操作利率，通过降低货币市场利率引导广谱利率下行，从而降低实体经济融资成本。

（三）社会融资规模增速企稳

1、受非标收缩拖累，2018 年社融增速创新低

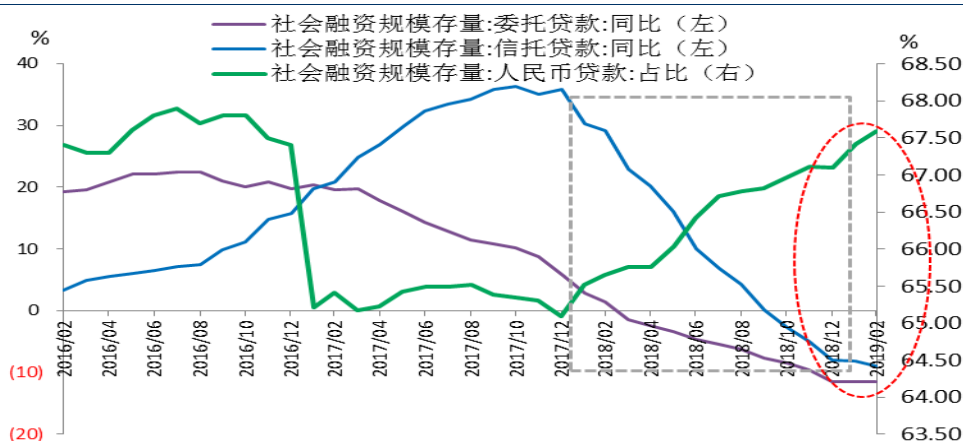
2018 年我国广义流动性持续收缩，主要表现为社融增量下滑，增速创历史新低。具体而言，2018 年社融增速为 9.78%，降至个位数的水平，M2 同比增速为 8.1%，处于历史低位。广义流动性的收缩主要是由于严监管背景下非标大幅收缩。2018 年末，委托贷款规模同比增长-11.6%，信托贷款规模同比增长-8%，对社融增长持续负贡献。非标大幅萎缩也导致社融中贷款占比提升，2018 年底贷款占比 67.1%，较上年末提升了 2 个百分点。

图 5： 2018 年广义流动性持续收缩，2019 年初企稳



资料来源：Wind，民生银行研究院

图 6： 2018 年非标持续收缩，2019 年初企稳

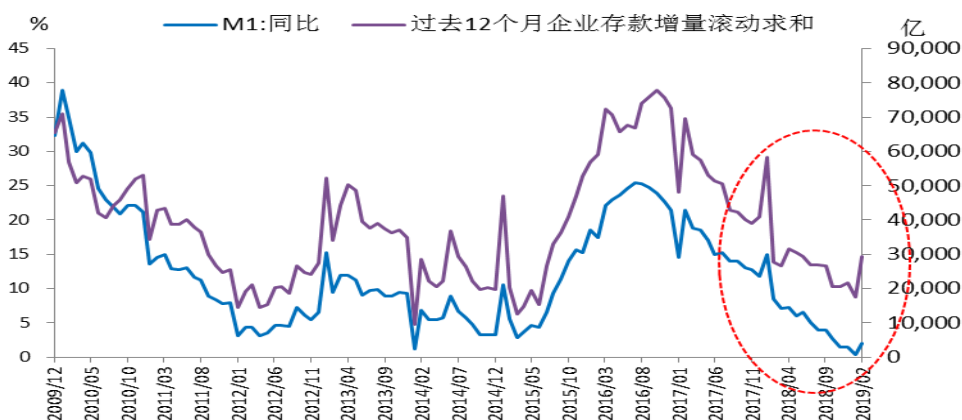


资料来源：Wind，民生银行研究院

广义流动性持续收缩导致企业活期流动性降至历年来最低水平。在社融收缩的过程中，贷款派生存款效应大幅削弱，2018 年企业存款增量位于近十年的历史低位水平。在企业存款增长偏低的背景下，企业定期存款的增长高于活期存款，导致企业活期存款指标 M1 同比增速创历史新低，2018 年底为 1.5%。这意味着企业活期流动性出现恶化，将会对企业投资意愿产生负面影响，并导致企业流动性周转困难，从而引发债务风险，例如 2018 年下半年以来债市违约案例的大

幅增加。

图 7：企业存款增量和企业活期流动性降至历史低位



资料来源：Wind，民生银行研究院

2、2019 年 1-2 月，社融冲高回落、整体增速企稳

2019 年 1、2 月份，社融数据冲高回落。具体而言，1 月份新增社融 4.6 万亿，新增人民币贷款 3.2 万亿，远超市场预期且为近年来最高水平。2 月份新增社融约 7000 亿，新增人民币贷款约 8800 亿，较 1 月份大幅回落。社融数据冲高回落主要受以下三个因素影响：一是由于春节因素导致的季节性波动。今年农历正月与公历 2 月份高度重合造成 2 月份有效工作日不足 8 天（一般正式的生产恢复需要在正月十五 2 月 19 日之后，中小企业可能面临更长的假期），比近年 2 月份的工作日大致少 5 天左右。因此信贷数据除需要结合 1、2 月份综合考虑，甚至需要将 3 月份也纳入其中进行考量。二是金融机构早放贷早收益驱动 1 月份贷款升高，尤其是银行考虑到今年融资需求逐步回落，贷款利率将逐步走低，早放贷早收益的动机更为强烈。三是票据增量对金融数据造成较大扰动。1 月份表内外票据增量合计近 9000 亿，而 2 月份随着监管关注票据套利，表内外票据合计萎缩约 1400

亿，成为拖累金融数据的主要因素之一。

综合考虑 1、2 月份数据，2019 年前两个月货币信贷和社会融资规模开始企稳。前 2 个月人民币贷款新增 4.1 万亿元，同比多增约 3700 亿元。社会融资规模前 2 个月增量为 5.3 万亿元，比上年同期多 1 万亿元，增长幅度较大。2 月末，社会融资规模增速为 10.1%，比上年末提高 0.3 个百分点，M2 增速为 8.0%，与上年末基本持平。社融增速企稳，一是由于表内票据融资同比多增，二是由于非标收缩放缓，三是由于债市收益率下跌带动企业债券融资大幅回暖，四是由于一季度地方债提前发行。

整体而言，2019 年 1、2 月份的社融企稳主要是融资供给端企稳，实体经济融资需求是否企稳回升仍待观察。例如企业债券融资回暖、地方债提前发行均是由于市场融资条件好转导致的，非标收缩放缓是由于监管条件好转导致的。表内票据的同比多增一方面是由于票据套利的存在，另一方面或意味着企业短期融资需求回暖，但企业中长期贷款同比少增也意味着金融机构风险偏好仍未出现实质性好转。

表 1： 1、2 月份新增贷款

单位：亿元	前2月新增 同比增减			前2月新增 同比增减			前2月新增 同比增减			前2月新增 同比增减	
新增人民币贷款	41158	3765	短期贷款及票据	14252	6885	中长期贷款	28322	-693			
-居民	9192	-2575	居民短期	-2	-2639	居民中长期	9195	65			
-企业	34141	8894	企业短期	7399	2241	企业中长期	19127	-758	票据融资	6855	7283
-非银金融机构	-2165	-2232									

资料来源：Wind，民生银行研究院

表 2： 1、2 月份新增社融

单位：亿元	1、2月新增社融	新增社融同比变动
当月社会融资规模增量	53383	10696
人民币贷款	43309	6259
外币贷款	238	-114
委托贷款	-1208	256
信托贷款	308	-807
未贴现票据	683	-860
企业债券融资	5795	3929
非金融企业股票融资	413	-466
地方政府专项债券	2859	2751
存款类金融机构资产支持证券	0	0
贷款核销	0	0

资料来源：Wind，民生银行研究院

3、未来广义流动性何时反弹仍待观察

融资需求回暖是社融筑底回升的核心影响因素，也是广义流动性反弹以及“宽货币”传导至“宽信用”的必经之路。从目前融资需求端三部门加杠杆的意愿和能力来看，融资需求改善的速度或将较慢，广义流动性能否反弹仍待观察。

首先，从房地产行业来看，地产领域加杠杆的动力不强。由于房地产相关融资是目前我国最大的融资需求来源，2018 年包括居民房贷、表内开发贷和保障房贷款、表外开发商融资在内各类融资需求占整体社融增量的 60%以上，一旦房地产销量和开发商土地购置回落，房地产融资需求萎缩将会压制社融的反弹。而政策层面政府强调“房住不炒”和“因城施策”，全面放松房地产调控的概率很低。在此背景下，房企对于进一步进行土地购置和建安投资的决策也趋于谨慎。

其次，从居民部门来看，虽然未来居民部门整体加杠杆的幅度有限，但仍有结构性的机会。此前居民部门经过几轮明显的加杠杆以后，

资产负债表已有所损伤。2017 年以来，居民部门的新增贷款已超过新增存款，居民部门进一步加杠杆的幅度有限。但是考虑到本轮地产周期的区域分化特征，即一二线城市与三四线城市所处的地产周期阶段不同，三四线城市住宅销售增速维持高位的同时，一二线城市住宅销售增速 2016 年后就已明显回落，这意味着当前一二线城市居民仍有一定加杠杆的空间，但杠杆率的抬升不会太高。

再次，从地方政府来看，基建领域有一定加杠杆的空间但空间有限。当前政策通过基建托底经济的意图明显，考虑到今年 1 季度起地方政府专项债加速发行，基建投资大概率将继续改善。但由于目前地方债务约束规范化的中期方向仍然明确，基建增速反弹的幅度仍然有限。

整体来看，本轮社融企稳时仅有地方政府和居民部门有一定加杠杆的空间和可能性，预计“宽货币”向“宽信用”传导的速度不会太快。

（四）货币政策及流动性展望

当前国内经济下行压力仍在，全球央行货币政策转向打开国内货币政策空间，预计我国央行将继续保持宽松的货币政策，且不排除货币政策进一步宽松的可能性。货币市场的资金利率中枢将继续维持在较低位置，为降低实体经济融资成本提供宽松的货币金融环境。以社会融资规模增量为代表的广义流动性已经企稳，但目前仅有地方政府和居民部门有一定加杠杆的空间，广义流动性何时反弹仍待观察。

下一步央行的重心将在于如何选择和创新货币政策工具，疏通货币政策传导机制，进一步提升金融服务实体经济的意愿和能力。目前央行主要通过公开市场逆回购平抑货币市场利率波动，通过中期借贷便利（MLF）投放长期资金，通过定向降准、TMLF 以及其他结构性工具支持民营、小微企业发展。除此之外，央行可能的货币政策工具有以下几种：

首先，降低法定存款准备金率仍有一定空间，但空间边际缩减。2018 年以来，央行在每季度的第一个月均开展降准或定向降准操作，释放市场流动性。目前金融机构法定存款准备金率的基准档次大体可以分为三档，大型商业银行为 13.5%、中小型商业银行为 11.5%、县域农村金融机构为 8%。加上普惠金融定向降准政策，大部分金融机构都可在基准的法定存款准备金率水平上降低 0.5 到 1 个百分点，目前全部金融机构加权平均法定存款准备金率约为 11%，超额准备金率约为 1%，总准备金率约为 12%，与美国、欧洲 12% 的总准备金率基本持平，远低于日本（约为 20% 左右）。整体来看，我国降准仍有一定空间，但空间正在边际缩减，定向降准的概率较大。

其次，降低公开市场逆回购操作利率的可能性有所提升。目前货币市场利率 DR007 的运行中枢约为 2.5%，已经低于 7 天期公开市场逆回购操作 2.55% 的水平，加上美联储转鸽、美元走弱、人民币贬值压力减少，央行已经具备继续引导货币市场利率下行的条件。此外，目前经济和货币增速已降至历史低位，但货币市场质押回购利率同

2009 年的历史低位 0.8%-0.9%相比还有很大差距，央行通过降低公开市场逆回购操作利率引导货币市场利率下行的空间仍在。

最后，央行是否选择下调基准利率仍待观察。政府工作报告中强调“适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段引导金融机构扩大信贷投放”，“降低实际利率水平”，市场一度认为降低基准利率箭在弦上。央行行长易纲指出：目前小微企业和民营企业感受到融资成本较高是主要是风险溢价较高造成的，未来央行将通过利率市场化改革和供给侧结构性改革来降低风险溢价。如果未来经济出现超预期下滑，不排除央行下调基准利率支持实体经济的可能性。

三、债券市场回顾及展望

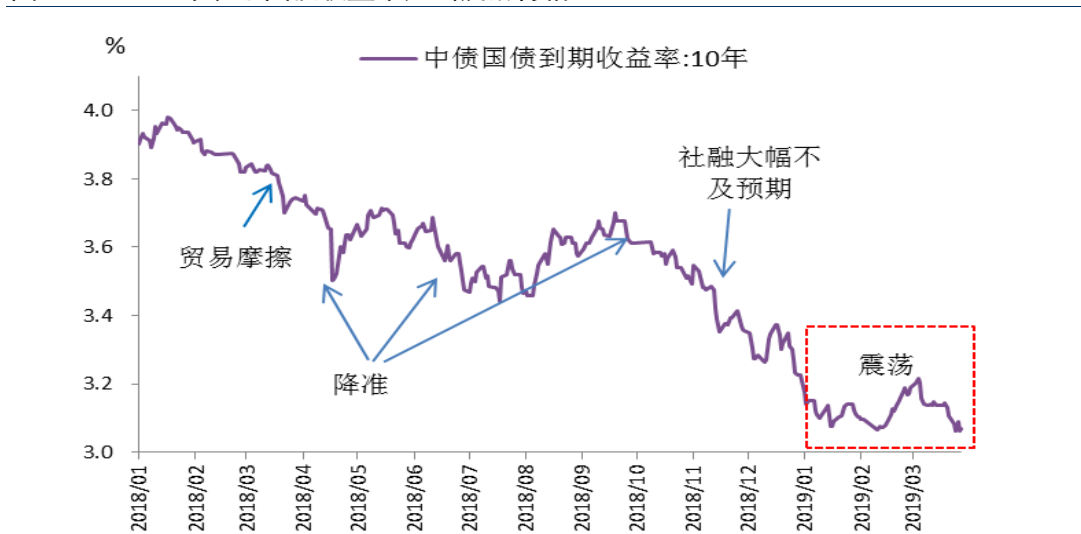
（一）多因素驱动一季度利率债走出震荡行情

2018 年中国债券收益率大幅下行，不仅跑赢了国内其他大类资产，也跑赢了全球大类资产。10 年期国债收益率全年下行 67 个 BP 至 3.23%，10 年期国开债收益率下行 123 个 BP 至 3.64%。收益率大幅下行主要受以下因素影响：一是货币政策转向宽松；二是经济下行压力增大；三是社融大幅萎缩；四是股市疲软；五是境外资金增配国内债券。2018 年四季度随着市场对房地产等经济各方面担忧增大，潜在“资产荒”背景下金融机构出现一定抢配行为，金融机构债券买入量抬升、久期拉长，利率快速下行。

2019 年以来利率债收益率震荡略有下行。具体而言，一季度末 10 年期国债收于 3.07%，较上年末下降 16BP，期间在三月上旬曾重

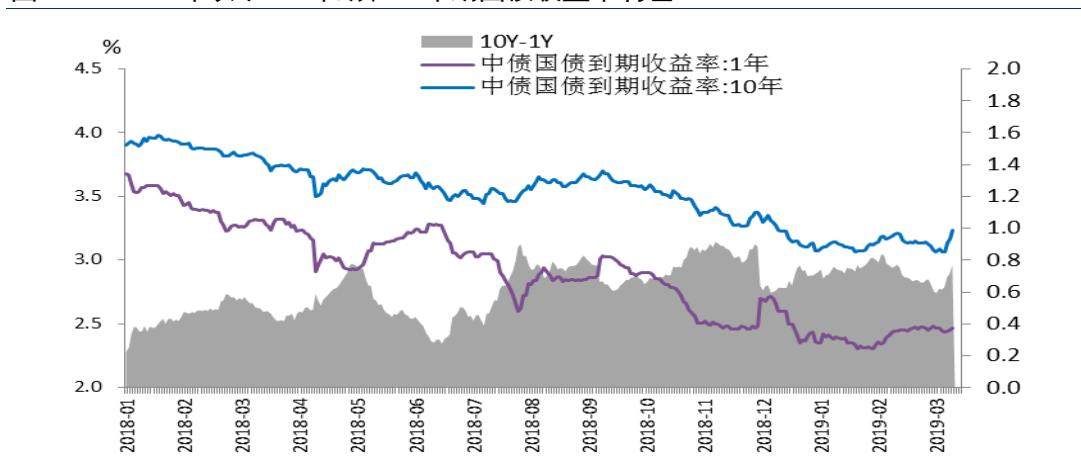
回 3.22% 的年初水平。10 年国开债收益率收于 3.58%，较上年末下降 6BP，期间曾重回 3.7% 的年初水平。一季度利率债的走势主要受资金面整体宽松但波动增强、宏观数据显示经济走势仍待观察、宽信用预期有所反复、地方债供给冲击、股债跷跷板效应、海外货币政策宽松预期等各方面因素影响。

图 8：2019 年以来国债收益率走出震荡行情



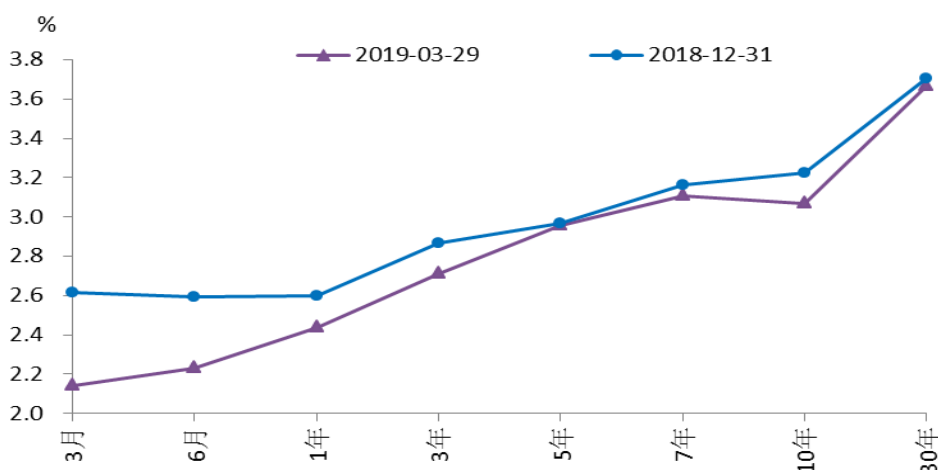
资料来源：Wind，民生银行研究院

图 9：2018 年以来 10 年期和 1 年期国债收益率利差



资料来源：Wind，民生银行研究院

图 10：一季度国债收益率曲线有所陡峭化



资料来源：Wind，民生银行研究院

资金面方面，一季度货币市场利率中枢下行，波动增强，带动短端国债收益率下行幅度较大，国债收益率曲线呈现陡峭化的趋势。

基本面方面，市场对宏观数据分歧加大。例如 1 月份工业增加值和进出口额同比增速有所回升，但 2 月份又出现大幅下滑并创下近年新低；1-2 月份固定资产投资增速和房地产开发投资增速略有回暖，但房地产销售额大幅下滑；2 月份制造业 PMI 连续三个月位于荣枯线以下并创近年来新低，但 3 月份制造业 PMI 显著回升至 50.5%。经济数据有所波动一方面是受到春节因素影响，另一方面是由于目前经济正在逐步从下行阶段进入企稳阶段，经济数据会出现反复波动来探明底部。此外，统计部门频繁调整宏观数据统计口径，也导致市场分歧有所加剧。

表 3： 一季度宏观数据分歧加大

%	制造业 PMI	工业增加值 (当月同比)	进出口金额 (当月同比)	固定资产投资完成额(累计同比)	房地产开发投资完成额(累计同比)	社会消费品零售总额(当月同比)	限额以上企业消费品零售总额(当月同比)
2018-12	49.40	5.70	-5.91	5.90	9.50	8.16	2.44
2019-01	49.50	6.80	4.10				
2019-02	49.20	3.36	-13.80	6.10	11.60	8.20	3.50
2019-03	50.50						

资料来源：Wind，民生银行研究院

金融数据方面，1 月份和 2 月份社融数据出现强烈反差，市场对“宽信用”的预期有所波动，带动利率债收益率出现震荡。1 月份天量信贷引发宽信用预期，带动利率债收益率有所上行。具体而言，1 月新增社融 4.64 万亿远超预期，同比多增 1.56 万亿；其中 1 月新增信贷 3.23 万亿，创下历史新高；1 月新增企业债券 4990 亿，同比多增 3768 亿；非标融资也有所改善，未再大幅萎缩。但 2 月金融数据不及预期，主要是由于 2 月份春节因素影响及银行早放贷早收益行为的回落。综合 1 月份和 2 月份的数据来看，整体融资环境略有改善，主要是地方政府发债提速对社融形成一定支撑，未来货币政策将延续宽松。

表 4： 1-2 月份社融数据出现强烈反差

单位：亿元	1月新增社融	2月新增社融	2月新增社融环比变动	2月新增社融同比变动
当月社会融资规模增量	46400	7030	-39323	-4864
人民币贷款	35700	7641	-28028	-2559
外币贷款	343	-105	-449	-192
委托贷款	-699	-508	191	242
信托贷款	345	-37	-382	-697
未贴现票据	3786	-3103	-6890	-3209
企业债券融资	4990	805	-4185	161
非金融企业股票融资	293	119	-174	-260
地方政府专项债券	1088	1771	683	1663
存款类金融机构资产支持证券	0	0	0	0
贷款核销	0	0	0	0

资料来源：Wind，民生银行研究院

地方债供给冲击方面，2019 年一季度地方债提前发行，分流部分配置资金，对利率债市场形成一定冲击。2019 年一季度地方债供给放量，1 月份净供给 4180 亿元，2 月份净供给 3380 亿元，3 月份净供给 4773 亿元。根据 2 月份中债登和上清所的债券托管数据，2 月份全国性商业银行主要增持地方债（地方债托管净增量的 81% 由全国性商业银行持有），减持政金债和信用债，地方债的挤出效应显现。

股票市场方面，一季度股票市场大幅上涨使得市场风险偏好上升，股债跷跷板效应有所显现。尤其是 2 月中旬以来，股票市场快速大幅上涨，2 月 25 日 A 股三大股指均出现 5% 以上的涨幅，其中上证综指日内连续突破 2800 点和 2900 点两大整数关口，创下 2015 年 7 月份以来的最大涨幅，当日 10 年期国债活跃券收益率上行 8BP，10 年期国开债活跃券上行 7BP 左右，国债期货放量下跌。从债券托管数据来看，2 月份广义基金对债券的配置力度显著下降，由 1 月份的增持 1135 亿转为净减持 1043 亿，其中国债和政金债增持量明显下降，对信用债的增持量只有 1 月份的 1/3，主要是由于 A 股强势上涨导致广义基金更多资金流向股市。

海外货币政策方面，全球货币政策转向宽松的预期有所增强，有望打开我国央行货币宽松的空间，阶段性带动利率债收益率有所下行。美联储 3 月议息会议释放了比之前更加强烈的鸽派信号，不但明确计划今年 9 月末停止缩表，而且多数美联储官员预计今年全年不加息，明年加息 1 次。同时，欧央行发表超预期鸽派利率决议，保持三大利

率不变，修改利率前瞻指引，明确至少至 2019 年末主要利率水平将保持不变，并宣布将于 9 月开启为期两年的定向长期再融资操作。总体来看，全球货币政策面临拐点，将打开我国货币政策宽松的空间。

海外资金方面，人民币计价的中国国债和政策性金融债从今年 4 月起被纳入彭博巴克莱全球综合指数，并将在 20 个月内分步完成。初步估算，加入该指数后，预计将有 1000 亿美元流入中国债券市场。此外，今年中国债市还有被其他国际指数纳入的可能，富时罗素全球政府债券指数（WGBI）预计将于今年 9 月份宣布是否将中国债券纳入指数。增量海外资金投资中国利率债将进一步提升中国债券市场的国际化水平，对债券走势形成支撑。

整体而言，年初以来，由于金融数据和实体经济数据波动较大，没有形成明显的利多和利空，市场情绪缺少参照，同时资金面进一步宽松缺席，加之年初以来股票市场逐渐回暖和投资者风险偏好有所提升，利率下行略显疲态，债券市场进入横盘行情。但同时全球货币政策转鸽打开了我国货币政策宽松的空间，向成为推动债券收益率向下波动的重要因素。短期来看，3 月份经济数据可能出现季节性回升，从而利空债市；中长期来看，今年经济基本面出现明显改善的概率较小，经济数据的季节性回升并不会导致货币政策方向变化，利率债或将在震荡中走出收益率中枢下行的行情。

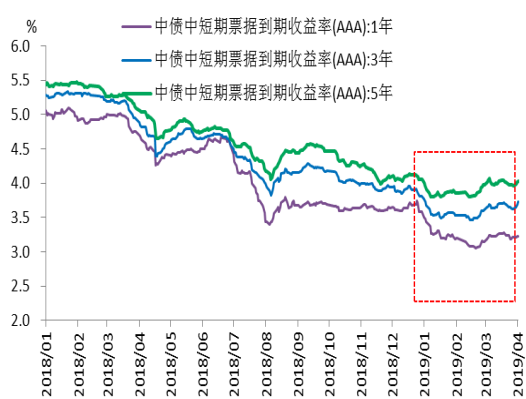
（二）信用债市场风险偏好略有提升

1、一季度信用债收益率波动中略有下行，曲线陡峭化

2019 年一季度信用债收益率延续了 2018 年的下行趋势，收益率曲线整体跟随利率债下移。5 年期 AAA 和 AA+ 中短期票据收益率分别下行 9BP 和 8BP 至 3.96% 和 4.27%。

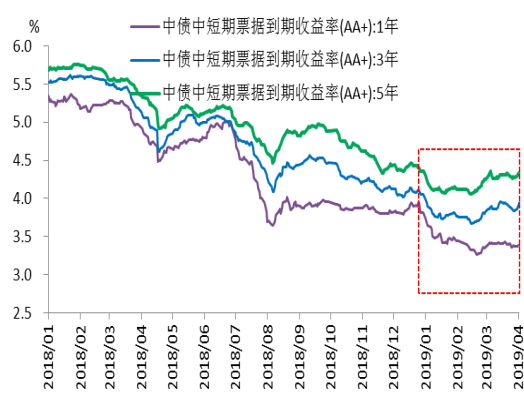
受资金面宽松影响，短端利率下行幅度明显大于长端利率，曲线形态陡峭化。1Y 期 AAA 级中短期票据收益率下行 38 个 BP，远高于 5Y 期的下行幅度。其中，低评级信用债收益率的下行幅度大于高评级，主要是由于民企纾困政策陆续出台显效，投资者风险偏好略有提升，投资策略出现一定程度的信用下沉。

图 11：AAA 中短期票据收益率走势



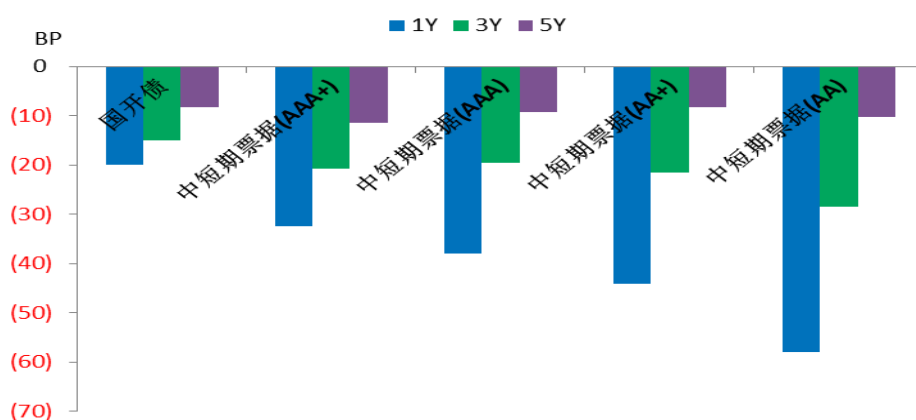
资料来源：Wind，民生银行研究院

图 12：AA+ 中短期票据收益率走势



资料来源：Wind，民生银行研究院

图 13：一季度中短期票据收益率下行幅度



资料来源：Wind，民生银行研究院

2、债券违约依旧高发，主要集中于民企

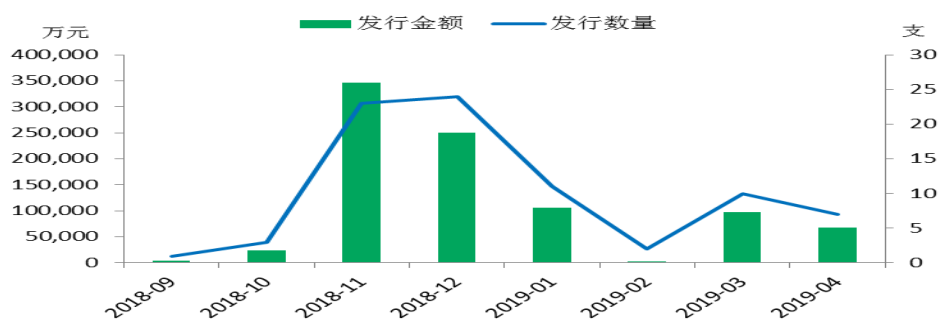
2019 年一季度，信用债市场新增违约主体 10 家，新增违约债券 47 支，合计违约金额 298 亿元，新增违约主体以低评级的民营企业为主。

表 5：一季度新增违约主体

发行人	公司属性	省份	所属行业	最新债项评级	发行时债项评级
成都天翔环境股份有限公司	民营企业	四川省	环境与设施服务		-
三胞集团有限公司	民营企业	江苏省	电脑与电子产品零售	C	AA
山东胜通集团股份有限公司	民营企业	山东省	多元化工	C	AA+
东方金钰股份有限公司	民营企业	湖北省	服装、服饰与奢侈品	C	AA
哈尔滨秋林集团股份有限公司	民营企业	黑龙江省	百货商店	AA	AA
北京东方园林环境股份有限公司	民营企业	北京	环境与设施服务	A-1	A-1
国购投资有限公司	民营企业	安徽省	房地产开发	C	AA
宝塔石化集团有限公司	民营企业	宁夏	石油与天然气的炼制和销售	C	AA
康得新复合材料集团股份有限公司	民营企业	江苏省	基础化工		-
河南众品食品股份有限公司	民营企业	河南省	食品加工与肉类	C	AA

资料来源：Wind，民生银行研究院

一季度信用风险缓释凭证（CRMW）发行速度有所下降，4 月份以来有所回暖。去年底央行宣布推出民企融资支持工具后，2018 年 11 月份 CRMW 发行达到阶段性高峰，当月实际创设 20 余支，总实际创设金额约 35 亿元，但其后发行节奏明显放缓，一季度合计创设 23 支，总实际创设金额约 20 亿元。CRMW 一季度发行放缓一是受到春节因素影响；二是由于此前信用债市场存在较强的刚性兑付预期，缺少相应的违约概率数据，无法形成合理的 CRMW 定价机制；三是由于去年 10 月份以来发行的 CRMW 期限较短，吸引力不足。2019 年 4 月份以来，CRMW 发行提速，4 月第一周发行了 7 支 CRMW，合计金额 6.8 亿元，发行期限以两到三年期为主。预计未来 CRMW 将进一步支持民营企业债券融资，提升民营企业金融可得性。

图 14：一季度 CRMW 发行降速¹

资料来源：Wind，民生银行研究院

四、外汇市场回顾及展望

（一）外汇概览：美元指数高位震荡，非美货币涨跌互现

2019 年以来，全球经济复苏基础持续弱化，以美联储不断释放鸽派信号为代表，各主要央行货币政策整体呈现一定程度的宽松。

年初至今，美元指数主要在 95.2 至 97.6 之间高位震荡，进入 2 月份后，运行区间整体小幅升至 96 关口上方，2019 年一季度累计涨幅 0.9%。美元延续偏强态势但缺乏进一步上涨动能，主要受到经济基本面及货币政策基调影响。当前美国经济确有一定回落压力，但整体仍较为稳健；叠加比差效应下，基本面明显优于欧洲、日本等其他主要经济体，使得美元指数获得有效支撑。但美联储延续鸽派立场，1 月议息会议声明显著偏鸽派，3 月议息会议从“加息”和“缩表”两大货币政策操作上对美国货币政策边际转松进行了再确认。在美国经济基本面构筑汇率底部支撑、美联储宽松预期不断确认、美元指数上涨动能不足的背景下，比差效应支撑美元指数呈现震荡偏强走势。

欧元方面，欧元区经济增速持续放缓，3 月议息会议推迟加息时间并

¹ 4 月份的数据截止 2019 年 4 月 5 日。

提出将推出新一轮定向长期再融资操作（TLTRO）；与此同时，欧洲内部仍存在诸多不确定性，英国脱欧进程、意大利政府预算等问题时常扰动市场敏感神经。欧元汇率持续承压下挫，2019 年一季度累计跌幅 1.97%。英镑方面，2019 年一季度，英镑在 1.26-1.34 区间震荡调整，且波动幅度明显增大，当前英国脱欧不确定性仍是主导英镑走势的关键因素，乐观预期提振时英镑显著上涨，悲观预期传出则转而大幅回落。日元方面，日本经济扩张步伐放缓，通胀持续低于央行货币政策目标、出口快速转弱施压汇率，日元自年初以来呈现震荡下行态势，虽三月中上旬有阶段性反弹，但随后快速回吐了部分涨幅。新兴市场方面，经济发展持续分化，增长普遍不及预期，除印度央行于 2 月意外降息外，巴西、俄罗斯、南非等央行暂维持利率水平不变。3 月 27 日，土耳其再现“股债汇”三杀，土耳其里拉兑美元汇率盘中跌幅超 2.6%，隔夜互换利率一度跳涨至 1200%。随着恐慌情绪蔓延，阿根廷比索、巴西雷亚尔等新兴市场汇市受到不同程度影响。当前整体新兴市场仍较为稳健，但投资者情绪依然较脆弱，预计短期内土耳其里拉仍有下跌压力。

表 6：2019 年一季度部分币种汇率变化

主要汇率	2019/3/29 汇价	1 月份 汇价变动	2 月份 汇价变动	3 月份 汇价变动	一季度 汇价变动
美元指数	97.2456	-0.54%	0.70%	1.07%	1.22%
欧元兑美元	1.1218	-0.16%	-0.67%	-1.34%	-2.16%
英镑兑美元	1.3034	2.77%	1.16%	-1.73%	2.17%
美元兑日元	110.8550	-0.65%	2.32%	-0.48%	1.17%
澳元兑美元	0.7096	3.13%	-2.49%	0.04%	0.60%
美元兑人民币	6.7202	-2.33%	-0.28%	0.50%	-2.12%

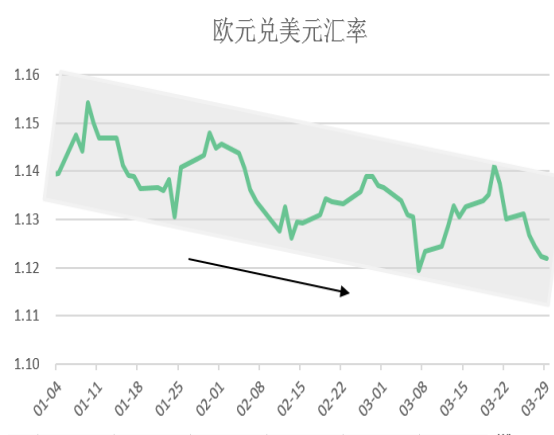
资料来源：Wind，民生银行研究院

图 15: 美元指数 2019 年一季度走势



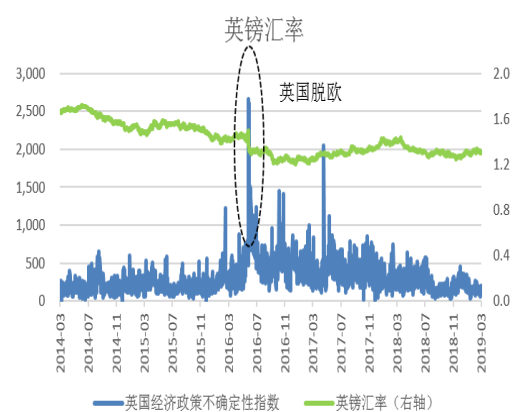
资料来源: Wind, 民生银行研究院

图 16: 欧元 2019 年一季度走势



资料来源: Wind, 民生银行研究院

图 17: 英镑 2019 年一季度走势



资料来源: Wind, 民生银行研究院

图 18: 日元 2019 年一季度走势

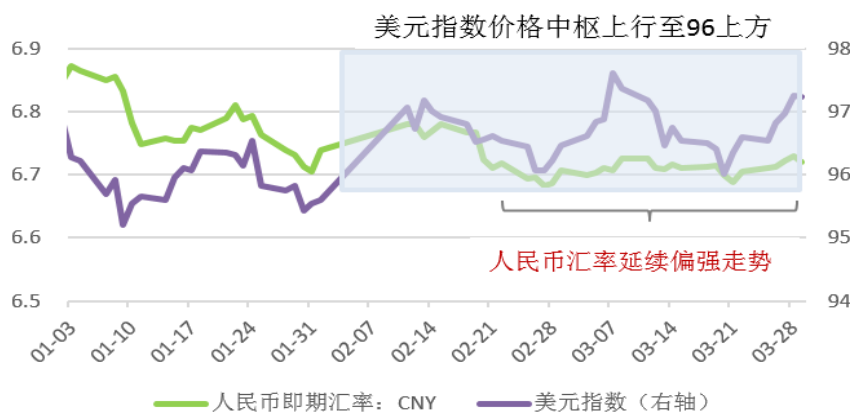


资料来源: Wind, 民生银行研究院

人民币汇率方面，人民币即期汇率自上年末的 6.8658 反弹至 6.7202，累计涨幅 2.12%。2019 年至今，人民币汇率能够在美元指数震荡偏强的走势下有所反弹，主要受到外部压力有所缓解、中美利差再度走阔、市场对中美贸易谈判走向较乐观、人民币汇率定价机制、金融账户外资流入潜力较大等多重因素提振。在此背景下，中美贸易谈判进展将是短期内影响人民币汇率的最大不确定性因素，当前中美双方经贸团队保持快节奏、短间隔的密切联系，反映出双方对于有效推进解决贸易问题的积极态度，有利于人民币汇率保持稳定。同时，

市场普遍预期我国经济将于年内企稳，也对人民币走势形成支撑。预计人民币汇率将会继续保持双向波动、区间稳定的总体态势。

图 19：2019 年一季度人民币即期汇率走势



资料来源：Wind、民生银行研究院

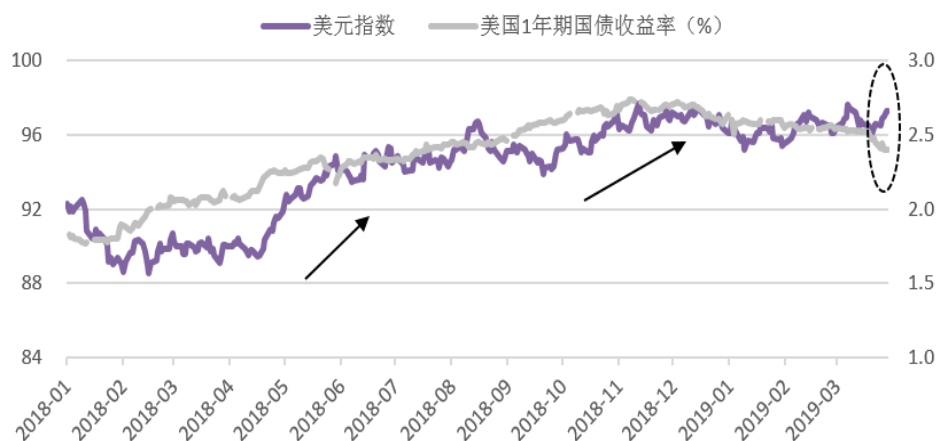
（二）“比差效应”对美元形成支撑，但未来上涨动能有所减弱

1、“比差效应”支撑一季度美元指数高位震荡

2019 年一季度美元指数呈现偏强走势，在 95.2 至 97.6 区间高位震荡调整，2 月份以来价格中枢进一步小幅上移至 96 关口上方，2019 年一季度末收于 97.2456，较上年末累计上涨 0.9%。

一季度美元指数走强的逻辑与去年显著不同。2018 年主要是美国强劲的经济表现及美联储不断推进渐进式加息，构筑了强势的基本面并推升美元走高。而 2019 年一季度，则更多的是由于其他经济体在经济基本面、货币政策及政治不确定性等方面的综合表现显著弱于美国，比差效应下，美国相对稳健的基本面仍能对美元构成有力支撑；此外，欧元、英镑等主要美元指数构成币种大幅下挫，也使得美元指数被动上行。

图 20：2019 年一季度美元指数走势



资料来源：Wind、民生银行研究院

一是基本面相对稳健对美元形成一定支撑。美国 2018 年四季度 GDP 环比折年率终值 2.2%，低于初值（2.6%）和预期（2.3%），表明美国经济延续放缓迹象。受库存下降、消费增速放缓、住宅投资增速下滑及政府关门等因素影响，年初以来公布的一系列美国经济数据可谓喜忧参半，近期公布的 3 月消费者信心指数、2 月新房开工、2018 年四季度 GDP 折年率等多项数据总体不及预期，印证当前美国经济确有一定回落压力，但综合考虑 2018 年美国经济增速仍为 2015 年以来最高、PCE 显示通胀压力依然温和、2019 年 2 月小时薪资增速好于预期等情况来看，整体基本面仍较为稳健。特别是，今年以来全球经济复苏基础持续弱化，欧洲经济尽显疲态且内部政治风险仍存、英国脱欧风险提升经济政策不确定性、日本核心 CPI 维持 1% 左右显示通胀仍然低迷、新兴经济体受外部环境影响下行压力增大，在比差效应下，美国基本面明显优于其他主要经济体，使得美元指数获得有力支撑。

表 7：2017-2019 年主要经济体基本面情况

	GDP增长率			CPI涨幅			失业率		
	2017	2018	2019E	2017	2018	2019E	2017	2018	2019E
美国	2.2	2.9	2.2	2.1	2.5	1.9	4.4	3.9	3.7
欧元区	2.4	1.8	1.1	1.5	1.8	1.4	9.1	8.2	7.8
英国	1.8	1.4	1.4	2.7	2.5	2.0	4.4	4.1	4.1
日本	1.9	0.8	0.8	0.5	1.0	0.9	2.8	2.4	2.4

资料来源：中国银行国际金融研究所，民生银行研究院

二是主要非美货币大幅调整，使得美元指数被动走强。2019 年一季度，全球经济下行压力显现，叠加外部环境不确定性提升，主要非美货币表现整体欠佳。欧元方面，1-3 月连续呈现震荡下行态势，一季度累计下调 2.16%。受内部政治风险上升、私人消费不振、外部贸易环境欠佳等多重因素影响，欧洲经济持续疲软、德法经济数据亦是屡次不及预期，当前欧元区经济增速持续放缓、复苏动能不足已成为市场共识，日前欧洲央行行长德拉吉发表讲话称，欧元区经济增长势头自去年以来有所下降，外部需求可能持续恶化及全球不确定性进一步上升，经济前景存在趋势性下行风险，并表示欧洲央行将延续宽松政策，甚至在必要时推迟加息计划。英镑方面，无协议脱欧风险仍存，3 月份英镑汇率大幅下挫 1.73%。由于持续受到脱欧不确定性的困扰，英国消费和投资较为低迷，对经济造成一定冲击。随着原定脱欧最后期限临近，3 月份英国议会就脱欧问题进行了多次投票，3 月 29 日英国议会以 344-286 票第三次否决首相特蕾莎梅脱欧方案后，英国无协议脱欧风险再度升温。日元方面，一季度日元汇率下挫 1.17%。当前日本整体经济表现尚可，但通胀仍然低迷，新近公布的 1 月货币政策会议纪要显示，因海外风险升高有可能令日本脆弱的经济复苏脱

轨，日本央行决策者对于央行应扩大货币刺激的节奏问题存在分歧，而近期一系列经济数据表现疲软也令市场担心日本经济已进入技术性衰退，日元持续承压。

三是全球范围内诸多不确定性因素，推升美元避险买盘需求。

2019 年一季度，中美贸易问题渐呈缓和趋势，主要经济体金融市场价格波动性有所回落，市场风险偏好边际回升，但当前全球范围内诸多不确定性因素的存在，仍牵动着市场敏感的神经，避险需求对美元形成阶段性支撑。首先，1-2 月份市场对全球经济增长前景的担忧有所加剧，而美国经济保持比较优势，交易商积极买入美元避险。其次，欧元区经济和政治风险并存且暂未缓解，1-2 月英国脱欧不确定性、法国“黄马甲”运动和意大利预算问题等被视为欧元区潜在的重要风险因素，3 月英国无协议脱欧风险更是引发市场高度关注。再次，新兴经济体投资者情绪依然脆弱，特别是 3 月 27 日土耳其遭遇“股债汇”三杀，隔夜互换利率一度跳涨至 1200%，恐慌情绪对阿根廷比索、巴西雷亚尔等新兴市场汇市的负面冲击已有所显现；日后若土耳其行政干预减弱，里拉币值也将难挡跌势，市场避险情绪升温，部分资金寻求通过日元、瑞郎、美元等货币避险。

2、强势美元周期或已渐近尾声

2018 年美元指数表现较为强势，全年累计涨幅近 4.6%，在金融市场加剧波动及避险需求不断增强背景下，全球资本加速回流美国。但 2019 年以来，美元指数虽仍处相对高位，但因缺乏持续上涨动能

而不断震荡调整。综合当前情况来看，美元指数或呈现边际转弱。首先，美国基本面情况及其与主要经济体之间的力量对比是决定美元指数强弱的根本原因，2018 年美国整体表现显著优于其他主要经济体，可谓一枝独秀，但随着减税刺激政策效果逐渐趋弱、美国财政赤字压力日渐显现及强势美元对美国经济的负面影响日益凸显，在全球经济复苏基础持续弱化的背景下，2019 年以来，美国经济放缓迹象明显且不断得以确认，如多项信心指数自高位下调、制造业 PMI 边际回落。虽美国基本面相较其他主要经济体仍相对稳健，但近期美债收益率倒挂引发市场对美国渐入衰退的担忧，对于维持了长达 9 年的经济扩张且正处于经济复苏晚期的美国来说，经济增长或已见顶。其次，美联储 2018 年以来加快推动加息进程，联邦基金利率已日趋接近中性利率水平，2019 年 3 月美联储议息会议决议延续鸽派立场，美联储预测 2019 年不再加息并明确提出停止缩表计划，是美国货币政策边际转松的再确认。同时，美联储下调 2019 年经济增速预测至 2.1%，如果美国经济超预期下滑，不排除再次进入货币宽松周期的可能。随着全球经济增速放缓迹象日趋明显，近期各主要央行货币政策均显示出了一定程度的宽松。美国去年以来与主要经济体间货币政策的分化格局有望逐步缓和。再次，从交易性因素来看，一方面，随着美联储停止货币紧缩并转向鸽派、美债收益率承压并阶段性倒挂，美元回流本土的趋势将有所削弱；另一方面，当前整体新兴市场仍较为稳健，土耳其汇率异常波动的影响或相对有限；此外，如果年内英国

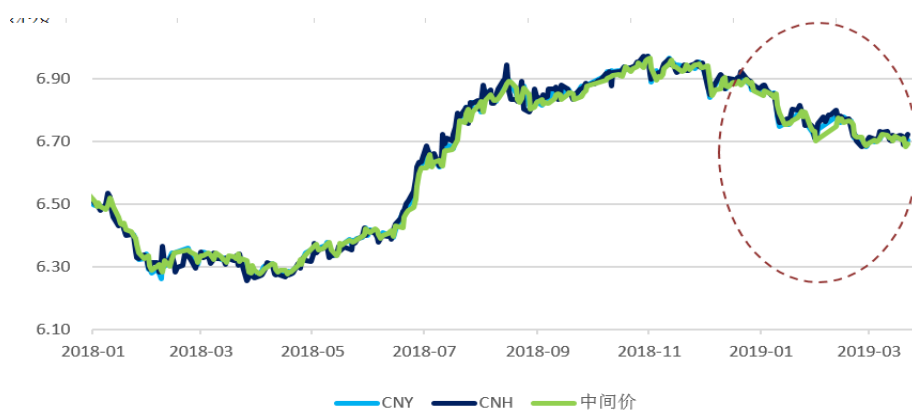
脱欧前景得以明朗化，避险情绪对美元指数的支撑也将大幅减弱。

（三）多重因素共同提振，人民币兑美元汇率走升

1、一季度人民币兑美元呈现较明显的升值趋势

2019 年一季度，人民币兑美元中间价²由 6.8632 上调至 6.7335，涨幅 1.89%。在岸与离岸汇率方面，在岸即期汇率收盘价由 6.8658 上调至 6.7202，累计升值 1456bp，涨幅 2.12%；离岸即期汇率收盘价由 6.8702 上调至 6.7232，累计升值 1587bp，涨幅 2.14%。与 2018 年下半年美元指数基本位于 93.7-97.8 区间内波动、人民币汇率大幅承压下挫形成鲜明对比的是，2019 年以来，在美元指数走势偏强的背景下，人民币汇率的表现显著优于欧元、英镑等主要非美货币以及其他新兴市场货币汇率。

图 21：2019 年以来人民币汇率呈现边际转强



资料来源：Wind、民生银行研究院

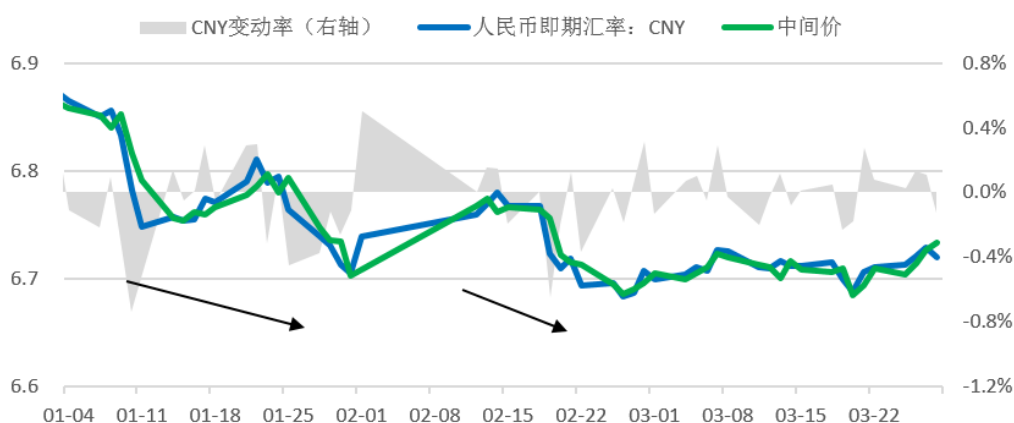
具体而言，1-2 月份，人民币汇率呈现大幅震荡调整态势并快速走强。其中，1 月末人民币兑美元中间价为 6.7025，较去年 12 月末上调 1607bp，主要受美元指数回调、外部贸易环境边际改善、年初

² 由于元旦假期影响人民币外汇交易，中间价和在岸即期汇率统一取 12 月 28 日数据作为上年末收盘价。

季节性结汇高峰等因素共同提振，结合上年累计 5% 的贬值幅度来看，呈现出明显的修复式反弹。2 月份人民币汇率继续升值，在美元指数由 95.5533 升至 96.2199 的背景下，境外资本加速流入及国内经济企稳预期推动人民币兑美元中间价震荡调整后再度小幅上行 124bp。

进入 3 月份，人民币汇率大体保持在 6.68 至 6.73 的小范围内区间波动。月初受美国经济数据优于预期、欧洲央行宣布推迟首次加息时间并向银行发放新一轮低息贷款的影响，美元指数创下年内新高，人民币震荡调整至 6.72 上方；下旬，美元指数受到美联储宽松预期打压，加之中美贸易谈判频传利好，人民币汇率盘中曾创下 6.6689 的年内新高，不过其后在购汇盘的影响下被拉回 6.7 上方；月底，疲弱的欧元区经济数据和市场对全球经济复苏预期的减弱再度提振美元，人民币汇率重新回到 6.70-6.73 的区间盘整。

图 22：2019 年一季度人民币汇率变动情况



资料来源：Wind、民生银行研究院

2、人民币兑美元走强的影响因素分析

2019 年一季度，人民币汇率能在美元指数偏强、国内基本面边

际承压的背景下有所反弹，主要受到内外部不确定性明显缓解、市场预期边际转暖、人民币汇率形成机制等多重因素影响。

一是外部环境边际改善，中美利差再度走阔。随着美国经济增速放缓信号不断显现以及美联储紧缩周期进入尾声，美元指数难以获得进一步上涨动能，美元指数边际转弱预期增强，资金向新兴市场回流趋势明显，人民币汇率面临的外部压力得以阶段性缓解。此外，美联储鸽派货币政策带动美债收益率下滑，中美利差重新走阔至 60bp 左右，为去年 9 月以来新高，吸引了更多海外资金加仓人民币资产套取无风险利差收益。

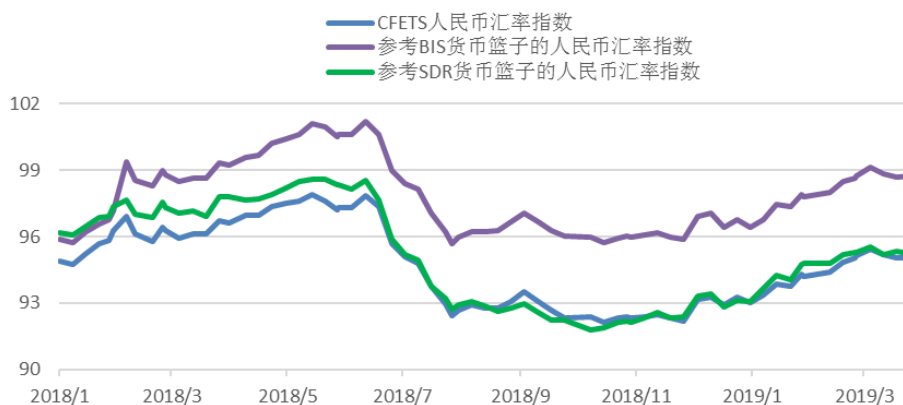
二是国内逆周期调节力度加大，经济企稳预期增强。2019 年一季度经济开局暂稳。虽然从工业企业利润增速放缓、社零和汽车销售仍显疲态、出口增长由正转负等情况来看，下行压力依然较大；但随着财政支出增速明显加快、货币政策外部约束减弱且更加聚焦国内，逆周期调节力度持续加大，经济运行中的积极因素也在不断增多，例如基建投资开始呈现企稳回升、3 月制造业 PMI（50.5%）重回荣枯线上方、民营企业的金融可得性提升等。《政府工作报告》对加大基础设施补短板、实施更大规模减税降费、解决融资难融资贵等问题进行了具体部署，预计这些政策将在二季度集中实施并开始显效，当前市场对经济逐步企稳的预期有所增强。

三是中美贸易磋商积极推进，市场对谈判前景较为乐观。自去年 12 月中美元首在 G20 峰会期间就经贸问题达成重要共识以来，中美

双方都在以积极态度推动着对话和谈判，中美贸易摩擦呈现阶段性缓和，表明我国外部经贸环境正朝向边际改善的方向发展，提振了市场信心。当前中美已进行至第九轮经贸高级别磋商，对各类问题进行了广泛而深入的协商并形成了一系列的共识基础，市场普遍对中美贸易谈判前景较为乐观。

四是在逆周期因子作用下，人民币汇率“易涨难跌”。现行人民币汇率中间价报价机制为“中间价=上日收盘价+篮子货币汇率走势+逆周期因子”，2018年8月底重启逆周期因子以来至今尚未取消，以致当美元弱人民币强时，逆周期因子令人民币汇率升的更多；而当美元强人民币弱时，逆周期因子令人民币汇率跌的更少。2月份以来收盘价相对中间价总体偏弱，2、3月份即期汇率分别变动0.39%和-0.11%，但CFETS指数却累计升值近0.8%，当期CFETS指数升值更多的是来自逆周期调控而非市场的顺周期性，因此我们看到在人民币汇率走强时，多边汇率升幅要高于双边汇率。下一步要关注“逆周期因子”调整，这可能对未来人民币汇率走势产生重大影响。

图 23：2019 年一季度人民币汇率指数变动



资料来源：Wind、民生银行研究院

五是扩大对外开放背景下，外资流入潜力较大。与 2018 年底相比，2019 年 1-2 月的银行代客结售汇差额由-149 亿美元上涨至 0.11 亿美元。其中，经常账户收入与支出差额增加了 220 亿美元，资本与金融账户收入与支出差额增加了 243 亿美元。2018 年下半年以来，海外证券投资资金流入规模显著增长，全年仅中国债市外资净流入就达 1000 亿美元左右。2019 年 1 月，中国国债和政策性银行债券被纳入彭博巴克莱全球综合指数（Bloomberg Barclays Global Aggregate Index），而随着中国金融市场扩大对外开放，我国股票市场和债券市场将更广泛的被纳入主要国际指数，据德意志银行研究团队估算，2019 年海外资金流入将进一步提升至 6000-7000 亿元人民币。

3、预计人民币汇率将保持稳定的运行态势

随着强势美元周期渐近尾声、全球货币正常化节奏放缓、中美利差再度走阔，人民币汇率面临的外部压力已有所缓解。同时，人民币汇率对基本面的反应也趋于钝化，且随着经济触底迹象增多、逆周期调节力度加大，市场对年内经济基本面逐步企稳的预期有所增强。短期来看，中美贸易谈判是影响人民币汇率走势的最大不确定因素。近日李克强总理表示“中美两国不存在信任赤字，希望中美贸易磋商能够达成结果”，刘鹤副总理也已于 4 月初应邀访美，反映出中美双方对于推进解决贸易问题的积极态度，当前市场普遍预期国际贸易问题将呈现缓和趋势。

中长期来看，人民币汇率表现最终还是取决于我国经济基本面。

当前外部环境仍有较多不确定性因素，但我国经济基本面总体稳健，具有较大韧性和较强应变能力。2019 年一季度经济数据显示我国需求总体偏弱，人民币基本面仍有待夯实，但经济运行中的积极因素也在不断增多，当前市场对二季度基本面边际改善及年内经济企稳预期有所增强。此外，结合汇率方面相关政策基调来看，2019 年央行工作会议提出，稳步深化汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。2019 年全国外汇管理工作会议也提出，健全跨境资本流动“宏观审慎+微观监管”两位一体的管理框架，市场化逆周期调节外汇市场波动，保持外汇微观监管跨周期的稳定性、一致性和可预期性。预计货币当局将适时加大逆周期调控力度，及时稳定市场预期，人民币汇率总体稳定的运行态势有望延续。

五、黄金、原油市场回顾及展望

（一）金价受经济疲弱影响走强，后市仍有上行空间

1、一季度全球经济疲弱，黄金波动上涨

期货方面，COMEX 黄金一季度末收于 1297.00 美元/盎司，较去年末上涨 12.30 美元/盎司，涨幅 0.96%。现货方面，伦敦现货黄金收于 1295.40 美元/盎司，较去年末上涨 13.75 美元/盎司，涨幅 1.07%。截至一季度末，全球最大黄金 ETF-SPDR Gold Trust 持仓量为 784.26 吨，较去年末减少 3.41 吨。

图 24：黄金期货及现货价格走势

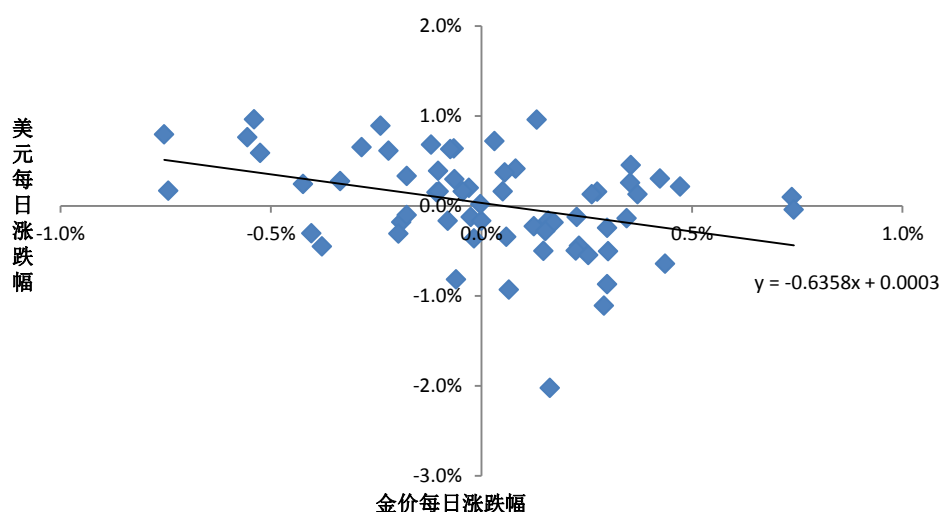


资料来源：Wind，民生银行研究院

具体而言，一季度黄金市场呈现如下几点特征：

第一，金价与美元指数之间存在较强的负相关性。一季度美元每日涨跌幅对现货黄金价格每日涨跌幅的回归系数为-0.6358。这一方面说明近期金价的变化在很大程度上受美元走势的影响；另一方面这也说明近期无论是黄金还是美元似乎均未表现出趋势性上涨行情。从历史上看，当黄金或美元出现趋势性上涨行情时，二者相关性往往会显著下降。例如，2009-2011 年金价持续上涨时，上述回归系数为-0.3566；2015 年美元大幅上涨时，上述回归系数为-0.4318。

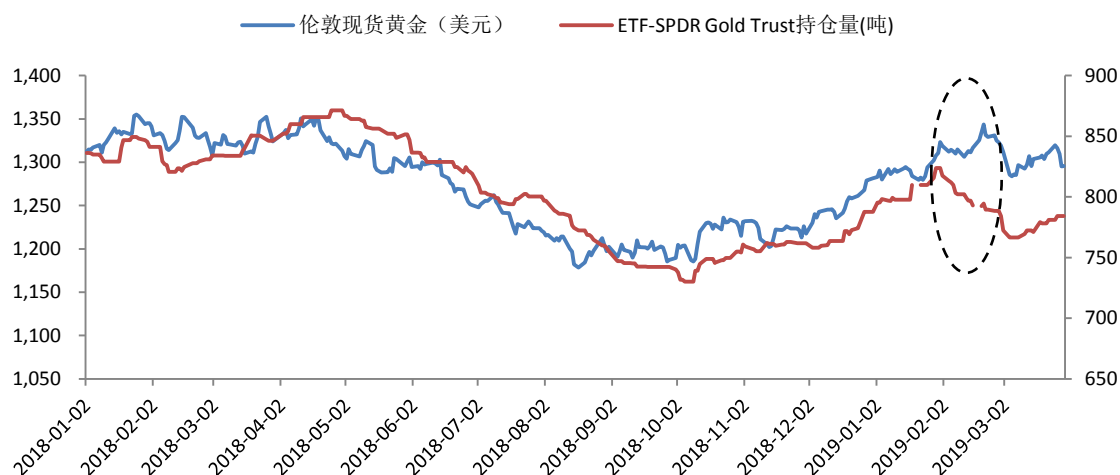
图 25：一季度现货黄金价格每日涨跌幅与美元指数每日涨跌幅的相关性分析



资料来源：Wind，民生银行研究院

第二，中美贸易谈判取得进展缓解市场风险情绪。2019 年以来，在贸易摩擦、英国脱欧、美国国内政治风险以及国际地缘政治风险事件叠加下，国际市场面临较大不确定性的干扰，作为避险资产的黄金受到一定的支撑。然而随着中美贸易谈判取得较大进展，整体来看市场风险在边际上有所缓解。从金价和 ETF-SPDR Gold Trust 持仓量的走势对比中可以很容易看出，二者存在较强的相关性，但在 2 月初中美贸易谈判取得积极进展后，二者走势出现分化，ETF 持仓量相较于金价出现明显的下降趋势，这意味着黄金的避险价值边际上有所下降。

图 26：黄金期货及现货价格走势



资料来源：Wind，民生银行研究院

第三，全球经济疲弱推升黄金价值。尽管黄金与美元在波动上存在较为明显的负相关关系，然而从整个一季度来看，COMEX 黄金上涨 0.96%，伦敦现货黄金上涨 1.07%，而与此同时，美元指数同样上涨 1.22%。在全球主要经济体均存在较大下行压力的情况下，美国经济转入衰退的迹象相对而言不太明显，但从数据上看同样较为疲弱，美元上涨是在比差逻辑下的相对胜出。但总体来看，全球经济承压的态势使得各国央行均有货币宽松的预期，这使得包括美元在内的各国货币相较于黄金整体走弱，并反衬金价走强。故而出现黄金、美元二者同时上涨的局面。

2、二季度货币政策面临拐点或进一步支撑金价

从美元角度来看，随着美国经济可能进入下行通道，强势美元周期或也接近尾声，其对金价形成的压力将有所减弱；从全球经济形势来看，主要经济体经济下行压力逐步显现，全球货币政策正常化节奏放缓，货币政策面临拐点，或进一步支撑黄金走强；从风险因素来看，

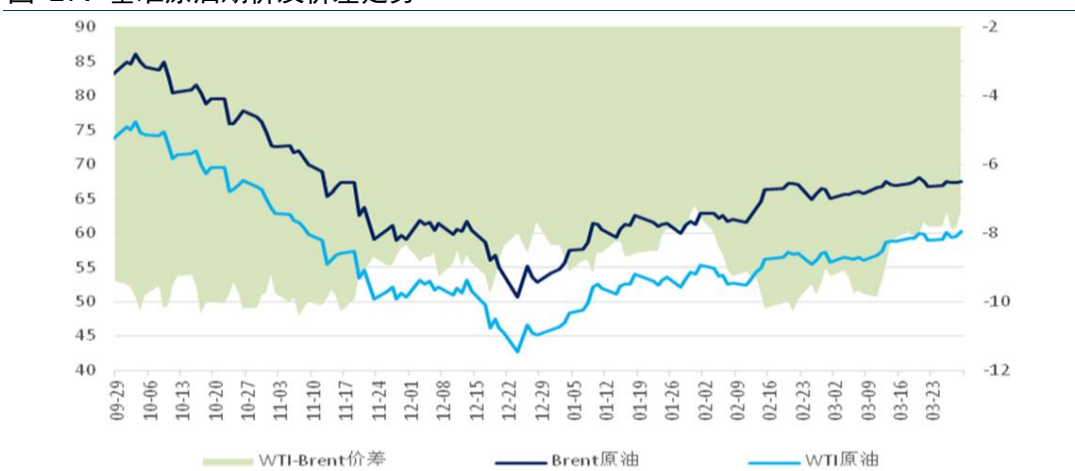
当前市场普遍预期中美贸易问题将呈现缓和趋势，除此之外其他主要的风险事件诸如英国脱欧、新兴市场风险、委内瑞拉动荡等往往会不同程度地强化美元和黄金的避险属性，究竟对哪一方的推升作用更大存在较大不确定性。综合上述因素来看，金价后市有走强的可能，但在不确定性较大的情况下金价波动也可能加大。

（二）OPEC 减产支撑原油上涨，预计未来油价或将趋稳

1、一季度 OPEC 兑现减产支撑油价上涨

Brent 原油一季度末收于 67.55 美元/桶，比去年末上涨 13.40 美元/桶，涨幅 24.75%。WTI 原油一季度末收于 60.18 美元/桶，比去年末上涨 14.37 美元/桶，涨幅 31.37%。

图 27：基准原油期价及价差走势



资料来源：Wind，民生银行研究院

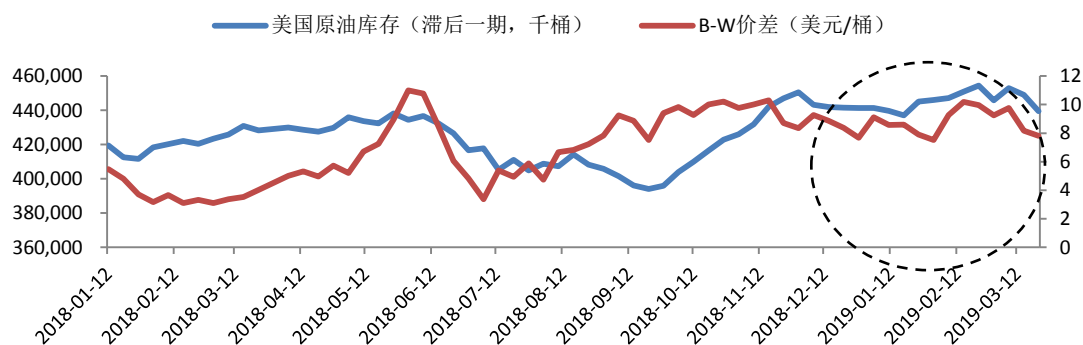
具体而言，一季度原油市场呈现如下几点特征：

第一，OPEC 兑现减产支撑油价走出上涨行情。一季度油价上涨行情的大逻辑在于，供给侧 OPEC+ 坚持减产对油价形成的支撑，压过了需求侧全球经济放缓造成的悲观预期。从供给侧看，尽管去年

12 月 OPEC+ 形成减产协议，然而市场对协议究竟能够兑现到何种程度存在较大的疑虑。伴随着原油产量数据的逐月公布，减产执行情况得到了确认，甚至在超额减产，2 月份 OPEC 成员国减产执行率为 105%，这使得市场疑虑被逐步打消，从而持续形成对油价的支撑。与供给侧相反，从需求侧看，全球经济增长疲态的逐步显现，特别是美欧经济数据的疲弱持续对原油需求的预期、进而对油价形成拖累。不过总体来看，一季度减产对油市的提振要大于经济下行对油市的拖累，从而支撑油价走出上涨行情。

第二，美国原油产量和库存量变化对 B-W 价差影响更大。尽管每周 EIA 公布美国原油产量和库存量的超预期变化都会对油价造成较大的短期影响，但自去年四季度美国原油库存快速攀升至 4.4 亿桶水平之后，相比于国际油价水平，EIA 数据对 B-W 价差影响似乎更大，滞后一期的美国原油库存量与 B-W 价差之间存在更强的相关性。这在一定程度上也暗示了近期油价受数据公布带来的市场情绪变化的影响较强。

图 28：美国原油库存量与 B-W 价差之间的相关性增强



资料来源：Wind，民生银行研究院

2、预期逐步消化，二季度油价或稳定偏强

展望二季度，一方面，支撑油价走强的供需两端的大背景依然存在，但随着市场对于减产和经济下行的预期逐渐稳定，其对油价变化的实际影响会减弱。实际上，1-3 月布油价格分别上涨 13.06%、8.27%、1.92%，预计后期这种减弱趋势会进一步延续；甚至极端情况下，例如全球经济衰退得到进一步确认，则供需双方提振和拖累之间的力量对比也可能发生逆转。

另一方面，从风险事件和季节性因素来看，除非有较大的事件发生，其通常难以对油价形成趋势性影响。然而在当前市场受情绪影响较强的情况下，委内瑞拉、伊朗受制裁削减供应以及四月后全球炼厂检修高峰逐渐结束等因素可能会形成利多信号的叠加效应，令市场形成较为乐观的预期。

表 8：油价变化受季节性因素影响较小

	一季度	二季度	三季度	四季度
2012 年	+	-	+	-
2013 年	-	-	+	+
2014 年	-	+	-	-
2015 年	-	+	-	-
2016 年	+	+	+	+
2017 年	-	-	+	+
2018 年	+	+	+	-

资料来源：民生银行研究院整理

总体来看，若美国产量、库存量不出现超预期的大幅增加，国际油价二季度或将稳定偏强运行。

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归民生银行研究院（民银智库）所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：mayan12@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入民生银行研究院公众账号“民银智库”（见右图）

