



本期摘要

一、政经聚焦

中国

逆周期因子重启，缓解人民币贬值压力

美国

美国二季度 GDP 增速达 4.2%，为四年来最佳

欧洲

英国脱欧谈判现突破，英镑创近四周新高

法国政府上调今年财政赤字率预期

新兴市场及其他国家

韩国央行维持基准利率 1.50% 不变

普京宣布修改退休改革计划

阿根廷央行将利率从 45% 提升至 60%，但难阻比索下跌势头

二、国家主权评级动态

惠誉将意大利主权评级展望由“稳定”调整至“负面”

标普将阿根廷主权评级列入负面观察名单

三、主要经济体利率及汇率走势

主要经济体国债与美债收益率利差均有所下降

美元指数持续走软至近四周低位，大部分非美货币展开反弹

四、国际大宗商品价格走势

原油价格震荡上涨

黄金价格承压走低

联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 17 层

网址：www.lhratings.com

联合信用评级有限公司

电话：+861085172818

传真：+861085171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层

网址：www.unitedratings.com.cn

一、政经聚焦

◆ 逆周期因子重启，缓解人民币贬值压力

日前，中国人民银行发布公告称，基于自身对市场情况的判断，8 月份以来，人民币对美元汇率中间价报价行陆续主动调整了“逆周期系数”，以适度对冲贬值方向的顺周期情绪。这是继今年 1 月各中间价报价行相继将“逆周期因子”调整为中性后，时隔 7 个月再次重启。

联合点评：近期，受美元指数走强和中美贸易战等因素影响，外汇市场出现了一些顺周期行为，同时跨境资金流动波动也有所加大，因此人民币对美元中间价报价行重启了“逆周期因子”。在“逆周期因子”的影响下，市场预期或会有所改变，短期内人民币汇率有望摆脱连续贬值的局面，呈现双向波动特征。

◆ 美国二季度 GDP 增速达 4.2%，为四年来最佳

8 月 29 日，美国商务部公布的数据显示，美国二季度实际国内生产总值（GDP）高达 4.2%，高于 7 月公布的初值 4.1%，创下近四年来最佳经济表现。统计表明，二季度 GDP 增长数据被小幅向上修正的原因是美国企业在软件方面的支出高于此前预期，且美国的石油进口量有所下降。

联合点评：强劲的就增长、持续增加的税后收入以及家庭的乐观情绪在最近几个月令美国消费者支出大幅提升，企业投资也继续以健康速度增长，这是美国二季度 GDP 增速表现上佳的主要原因。但随着减税刺激效应减弱、贸易争端持续升级及美联储加息导致企业借贷成本上升，美国二季度的经济表现或将难以持续。

◆ 英国脱欧谈判现突破，英镑创近四周新高

8 月 28 日，欧盟首席谈判代表巴尼耶在与德国外长会晤后表示，在英国脱欧后，欧盟准备与英国建立前所未有的紧密关系，但欧盟不会允许一切削弱其单一市场的事发生。英国脱欧事务大臣拉布同日坚称，可以与欧盟达成“正面的”脱欧协议，大概 80% 的脱欧协议内容已经确定。传出脱欧谈判有望获得突破的消息后，英镑兑美元大涨，一度升破 1.30，创 8 月 6 日以来盘中新高，日内涨幅达到约 1%。

联合点评：此前英国和欧盟的官员都在许多脱欧问题上互不相让，给英国脱欧前景蒙上诸多阴影。此次英国和欧盟双方传递出了积极信号，“无协议脱欧”有望避免，市场担忧情绪也得到了一定程度的缓解。从目前来看，英国脱欧采用“挪威模式”的可能性较大，即英国在脱离欧盟后依旧具有对单一市场的进入权，也有义务交会费并遵守欧盟的主要法律，同时移民也可自由出入欧盟，但农业、渔业、司法和家庭相关法规不在欧盟的监管之下。这种模式能够使英国在与欧盟保持一定距离之余又能享受到欧盟的诸多便利，将有助于减少英国脱欧后遭受的经济打击。

◆ 法国政府上调今年财政赤字率预期

8 月 27 日，法国经济和财政部长布鲁诺·勒梅尔称，受上半年经济增长乏力和政府接管法国国营铁路公司巨额债务影响，法国今年财政赤字率预计将达 2.6%，高于此前设定的 2.3% 目标。经济学家普遍预计法国今年经济增速将降至 1.7%，低于政府设定的 2% 目标，更低的经济增速意味着政府税入将低于预期，从而加大政府的财政压力。

联合点评：得益于税收增长及财政改革措施奏效，法国 2017 年财政赤字率为 2.6%，十年来首次降至欧盟设定的 3% 上限以内。但法国整体债务规模在欧盟国家中仍然较高，2017 年公共债务占国内生产总值的比重达 97%，远远高出欧盟设定的 60% 上限。高额的公共债务将不利于法国财政状况的进一步改善，也将对法国经济复苏形成长期制约。

◆ 韩国央行维持基准利率 1.50% 不变

8 月 31 日，韩国央行召开金融货币委员会全体会议，决定维持基准利率 1.50% 不变。这是韩国央行自去年 11 月上调基准利率 0.25 个百分点后第六次维持基准利率不变。据分析，央行决定冻结利率是因为韩国就业指标持续走低，韩国消费者信心指数和企业信心指数下降，个体户经营状况不佳，主要收入分配指标出现恶化，文在寅政府的“增收促增长”效果引发质疑等。

联合点评：尽管韩国央行加息一再延后，但年内加息的可能性仍然存在。韩国经济增速预期高于潜在经济增长率、出口持续向好等因素均对加息形成支撑，且韩国央行也一直强调低利率政策有明显的负面作用，需对此进行调整。此外，在美联储年内加息预期持续上升的情况下，韩国央行不加息会使得韩美利差持续走扩，这也是韩国央行不得不考虑的一个因素。

◆ 普京宣布修改退休改革计划

8 月 29 日，面对民众抗议和支持率的显著下滑，俄罗斯总统普京罕见做出政策让步，对提高俄罗斯人退休年龄的养老金改革计划作出了小幅修改。普京表示，提高退休年龄这个想法整体上是正确的，从现在俄罗斯的经济状况和人口老龄化趋势来看，退休改革不能一推再推了。作为让步，普京提议将女性退休年龄从目前的 55 岁最终提高到 60 岁，而不是之前拟定的 63 岁，但男性退休年龄仍将从目前的 60 岁提高到 65 岁。普京说，之所以这样修改，是因为女性在俄罗斯社会中扮演着重要角色。

联合点评：受过去几年油价大跌、西方国家制裁等因素影响，俄罗斯经济近年来一直不景气，再加上人口出生率的急剧下降，俄罗斯在未来几年将面临严重人口危机，这些都给俄罗斯的养老金体系带来了巨大压力。此前延迟退休年龄的计划已被拖延数年，导致通货膨胀和贫穷率上升的风险提升，继续推迟将会威胁到俄罗斯社会的稳定性和安全性。因此俄罗斯推出养老金改革势在必行。

必行，尽管普京对改革计划作出了一定让步，但改革计划如能顺利实施仍将有利于俄罗斯养老金及政府财政的长久发展。

◆ 阿根廷央行将利率从 45% 提升至 60%，但难阻比索下跌势头

8 月 30 日，阿根廷央行召开紧急会议，宣布为了应对比索带来的通货膨胀压力，将利率从 45% 提升至 60%，并且称在今年 12 月以前都不会降息。但加息并没能有效组织比索下跌的势头，8 月 31 日阿根廷比索兑美元跌幅扩大至 19%，跌破 40 关口，再创历史新低。2018 年以来，阿根廷比索已经累计贬值超 50%。

联合点评：尽管阿根廷总统马克里已向国际货币基金组织（IMF）请求加快拨付贷款，但此举不但没有稳定市场，反倒进一步激发市场的担忧情绪。阿根廷目前面临的最大问题在于，投资者已经失去了对马克里政府的信任，不相信这位从十几年来开支无度的民粹主义者手中接掌政权的总统能够提振经济，并将阿根廷的预算赤字、贸易逆差和通货膨胀降低到可控水平。

二、国家主权评级动态

◆ 惠誉将意大利主权评级展望由“稳定”调整至“负面”

8 月 31 日，惠誉将意大利主权评级展望由“稳定”调整至“负面”，同时维持意大利主权长期本、外币信用等级为“BBB/BBB”。惠誉认为，意大利新的联合政府上台后提出的财政宽松政策将使其面临更大的债务压力，近期提出的《尊严法案》对改善就业市场状况效果有限，而此前提出的就业及养老金改革方案将持续对意大利的中期经济增长前景及财政状况产生影响。此外，部分政府官员的反欧盟立场也在一定程度上打击投资者情绪，对意大利主权债务发行成本及整个资本市场产生不利影响。

◆ 标普将阿根廷主权评级列入负面观察名单

8 月 31 日，标普将阿根廷“B+/B+”的长期本、外币主权信用等级列入负面观察名单，并预计在三个月内采取下一步评级行动。标普认为，尽管马克里政府采取了一些紧缩政策来稳定经济增长，但阿根廷比索的持续贬值对这些政策的实施造成了很大阻碍，货币政策缺乏有效性、持续增长的债务水平以及占比较高的外币债务等因素使得阿根廷的财政状况和外部融资状况持续恶化。

表 1 国家主权评级调整情况

国家	最新评级	评级展望	评级日期	上次评级	上次评级展望	上次评级日期	评级变动
惠誉 (Fitch)							
加纳	B/B	稳定	2018/8/31	B/B	稳定	2017/9/15	不变
意大利	BBB/BBB	负面	2018/8/31	BBB/BBB	稳定	2018/3/16	下调展望
匈牙利	BBB-/BBB-	正面	2018/8/31	BBB-/BBB-	正面	2018/3/9	不变
印度尼西亚	BBB/BBB	稳定	2018/9/2	BBB/BBB	稳定	2017/12/20	不变
标普 (S&P)							
阿根廷	B+/B+	列入负面观察名单	2018/8/31	B+/B+	稳定	2018/6/3	-
穆迪 (Moody's)							
埃及	B3/B3	正面	2018/8/28	B3/B3	稳定	2017/8/18	上调展望

数据来源：联合资信/联合评级整理

三、主要经济体利率及汇率走势

◆ 主要经济体国债与美债收益率利差均有所下降

本周全球主要央行基准利率水平维持不变。

表 2 全球主要央行基准利率水平

单位：%

央行名称	利率名称	当前值	前次值	变动基点	公布时间	下次预测值
美联储	联邦基准利率	1.75-2	1.75-2	0	2018/8/1	2-2.25
欧洲央行	基准利率	0	0	0	2018/7/27	0
日本央行	政策目标基准利率	-0.1	-0.1	0	2018/7/31	-0.1
英国央行	基准利率	0.75	0.75	0	2018/8/2	0.75
中国人民银行	基准利率	4.35	4.35	0	2015/10/23	4.35

数据来源：联合资信/联合评级整理

本周，美国各期限国债收益率均较上周有所上升。受此影响，中美各期限国债平均收益率利差均出现了不同程度的收窄，1 年期、5 年期和 10 年期中美平均利差分别较上周下降了 7.47、8.74 和 6.25 个 BP。日本负利率现状下，与美债利差继续保持负值，本周日本 1 年期、5 年期和 10 年期国债收益率平均利差分别较上周下降了 2.54、3.30 和 3.52 个 BP；欧元区 1 年期国债收益率平均利差较上周下降了 1.74 个 BP 至-3.13%，5 年期和 10 年期国债收益率较美债平均利差则上涨了 0.57 和 2.00 个 BP 至-2.96%和-2.46%。



表 3 与 1 年期美国国债到期收益率利差

单位：%

国家	相应指标名称	本周平均利差	上周平均利差	变动 BP	今年以来累计变动 BP
中国	国债到期收益率：1 年	0.3821	0.4567	-7.47	-142.28
日本	国债利率：1 年	-2.5870	-2.5616	-2.54	-62.40
欧元区	公债收益率：1 年	-3.1330	-3.1156	-1.74	-61.72

数据来源：联合资信/联合评级整理

表 4 与 5 年期美国国债到期收益率利差

单位：%

国家	相应指标名称	本周平均利差	上周平均利差	变动 BP	今年以来累计变动 BP
中国	国债到期收益率：5 年	0.6304	0.7178	-8.74	-95.59
日本	国债利率：5 年	-2.8288	-2.7958	-3.30	-45.98
欧元区	公债收益率：5 年	-2.9584	-2.9641	0.57	-54.01
英国	国债收益率：5 年	-1.7511	-1.7513	0.02	-28.57

数据来源：联合资信/联合评级整理

表 5 与 10 年期美国国债到期收益率利差

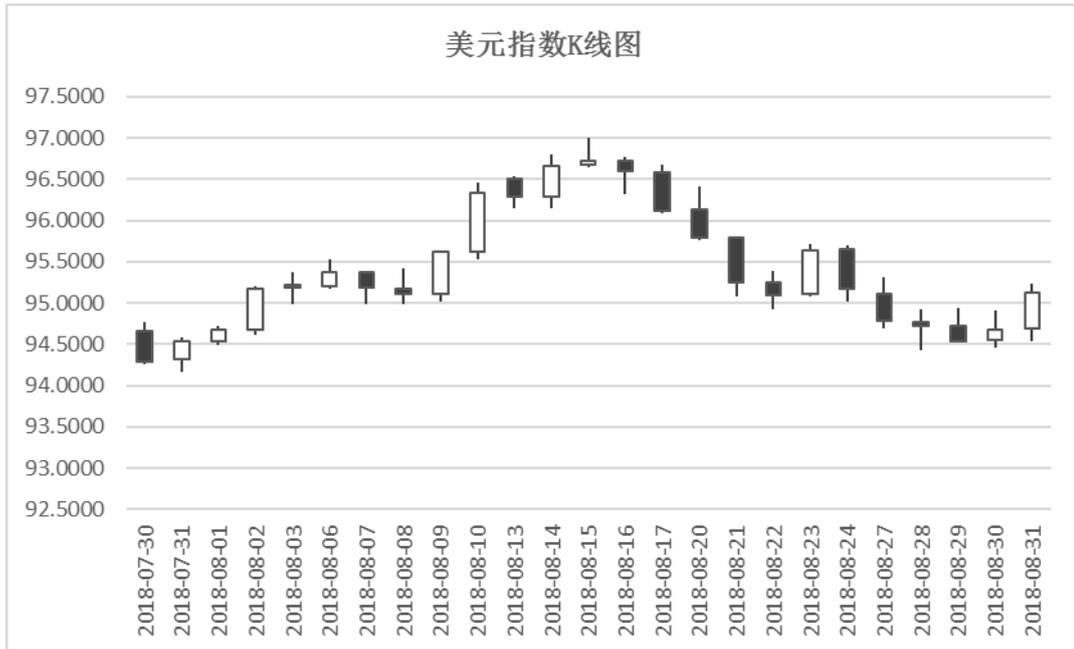
单位：%

国家	相应指标名称	本周平均利差	上周平均利差	变动 BP	今年以来累计变动 BP
中国	国债到期收益率：10 年	0.7331	0.7956	-6.25	-72.69
日本	国债利率：10 年	-2.7612	-2.7260	-3.52	-35.32
欧元区	公债收益率：10 年	-2.4556	-2.4756	2.00	-53.30
英国	国债收益率：10 年	-1.4448	-1.4647	1.99	-30.65

数据来源：联合资信/联合评级整理

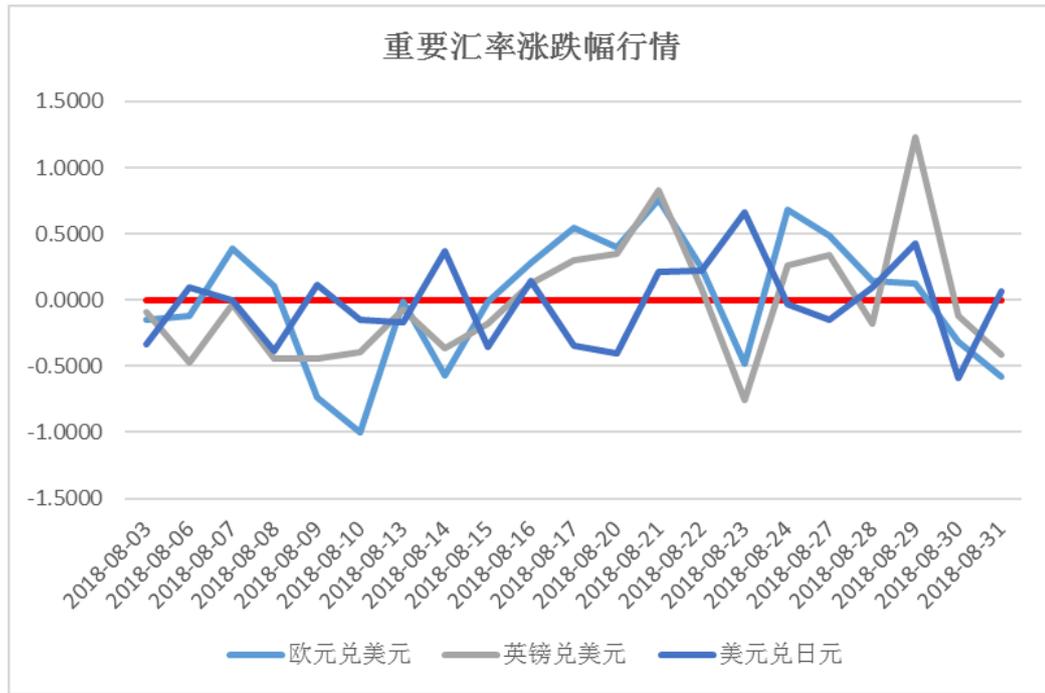
◆ 美元指数持续走软至近四周低位，大部分非美货币展开反弹

本周，美国和墨西哥达成新的贸易协议后，自特朗普上台以来两国关系陷入的不和僵局有望结束，令市场避险情绪降温，对美元构成打压，美元指数走软并跌至四周低位。此外，美国商务部数据显示美国 7 月耐用品订单表现不佳，环比下跌 1.7%，创 1 月份以来的最大跌幅，也对美元造成了较为明显的拖累。周五，美元指数收于 95.1213，周内累计收跌 0.05%。



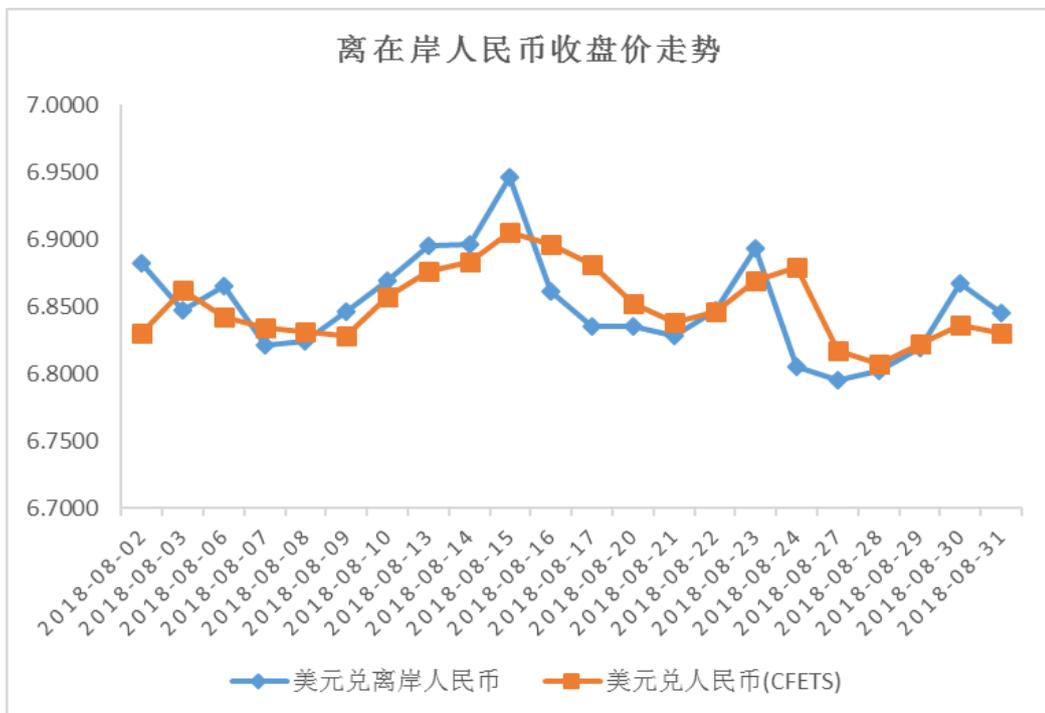
数据来源：WIND

欧元方面，周四新兴市场货币再次大跌，危机蔓延担忧导致全球避险情绪升温，美元强势上扬，欧元兑美元汇率结束四连涨势头，重返 1.1700 下方。周五欧洲统计局公布的数据显示，欧元区 8 月居民消费价格指数（CPI）年率初值由 7 月的 2.1% 降至 2.0%，不及预期，引发欧元兑美元汇率进一步走低。周五欧元兑美元收于 1.1603，周内累计收跌 0.15%。英镑方面，周三欧盟首席脱欧谈判代表巴尼尔表示欧盟准备向英国提出建立史无前例的合作伙伴关系。受英国与欧盟有望达成脱欧协议的乐观预期带动，英镑于当日创下 2 月份以来最大单日涨幅。周五英镑兑美元收于 1.2958，周内累计收涨 0.85%。日元方面，有消息称特朗普希望在下周公众意见征询期结束后立即推进对中国 2000 亿美元商品加征关税的计划。在不确定性上升时期，由于日元被视为避险资产，日元汇率被推升。周五，美元兑日元收于 111.0850，周内累计收跌 0.14%。



数据来源：WIND

本周，美元兑在岸人民币汇率周五收于 6.8299，周内累计下跌 0.71%，人民币兑美元继续升值；而同期离岸人民币兑美元汇率则出现下跌，美元兑离岸人民币汇率周五收于 6.8448，周内累计上涨 0.58%。中国庞大的外汇储备以及稳健的经济基本面支持人民币企稳运行，加之“逆周期因子”等措施的采用，后续人民币汇率的弹性将进一步增加，随美元在均衡区间内双向波动。



数据来源：WIND

四、国际大宗商品价格走势

◆ 原油价格震荡上涨

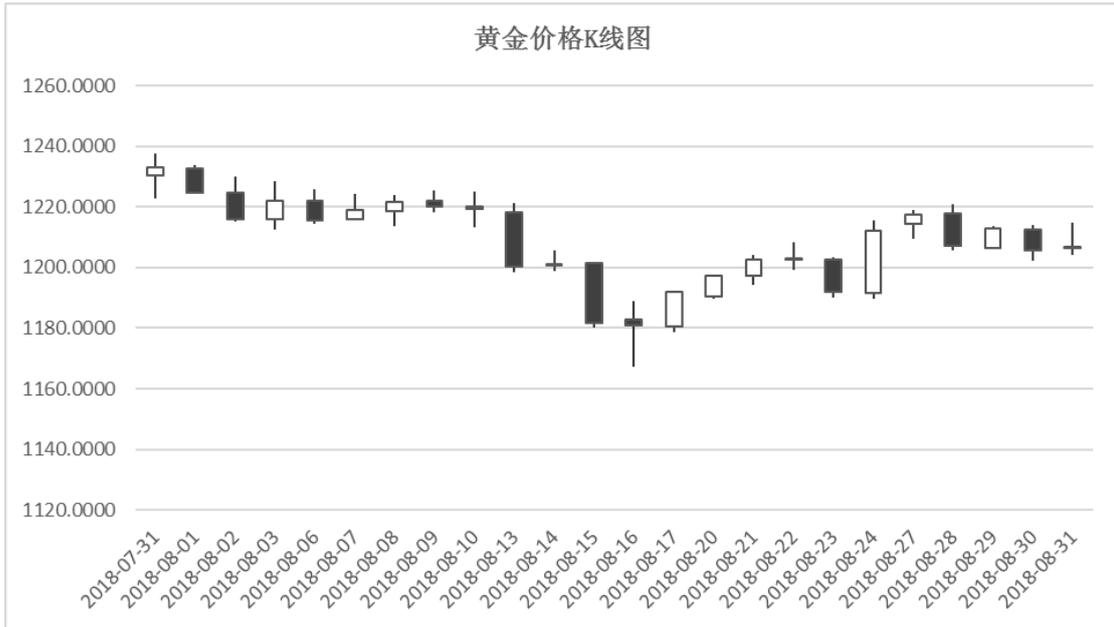
本周，受美国原油库存下降超预期、美元持续走弱等因素的影响，国际原油价格整体呈现震荡上涨态势。美国与伊朗的紧张局势加剧，伊朗原油出口出现大幅降低也继续为油价带来支撑。数据显示，8 月伊朗原油和凝析油的出口量大约为 6400 万桶，日均出口量为 200 万桶左右，这是自 2017 年 4 月以来，伊朗月均原油和超轻油出货量首次降至 7000 万桶以下，或表明美国对伊朗重启制裁的效果正在显现，预计全球原油供应将持续偏紧。周五，原油价格收盘于 69.88 美元/桶，比上周收盘价上涨 1.98%。



数据来源：WIND

◆ 黄金价格承压走低

黄金价格的涨跌仍然受到美元表现及美国加息预期的显著影响。周初，随着美元指数走软，黄金价格趁势走高。周三，美国商务部公布的数据显示，美国二季度实际 GDP 年化季环比修正值增长 4.2%，为近四年来最佳表现，夯实了市场对美联储在 9 月加息的预期，美元指数随之走高，黄金价格承压走低。周五黄金价格收盘于 1206.90 美元/盎司，较上周收盘价下跌了 0.45%。



数据来源：WIND