

3月通胀或超预期回落

利率债调整压力暂缓

□本报记者 张勤峰

春节过后，高频食品价格数据迅速下降，预示3月通胀可能出现超预期的回落。目前，市场对3月CPI同比涨幅预测均值在2.5%附近，较月中旬的预测水平有所下调。市场人士认为，仅靠CPI超预期回落可能不足以推动债券市场利率中枢下行，但能够在一定程度上抵御经济复苏所带来的收益率曲线熊市增陡压力，近期利率市场或延续年初以来的“无趋势”行情。

3月通胀将重回“2”时代

国家统计局数据显示，今年2月CPI同比上涨3.2%，是2012年下半年以来首度重返3%上方。在当月通胀创下阶段新高的背后，食品价格超预期上涨充当了关键性的推动力量。而进入3月，伴随春节因素消退以及气温逐步转暖，来自统计局、商务部和农业部的高频数据均显示，食品价格出现了持续而快速的回落。根据海通证券的测算，截至3月22日，统计局50个城市主要食品价格、商务部食品农产品价格指数、农业部农产品批发价格指数环比分别下降2.8%、1.6%和7%。

■ 外汇市场日报

美元后市之路或不平坦

□天利恒丰 丁勇恒

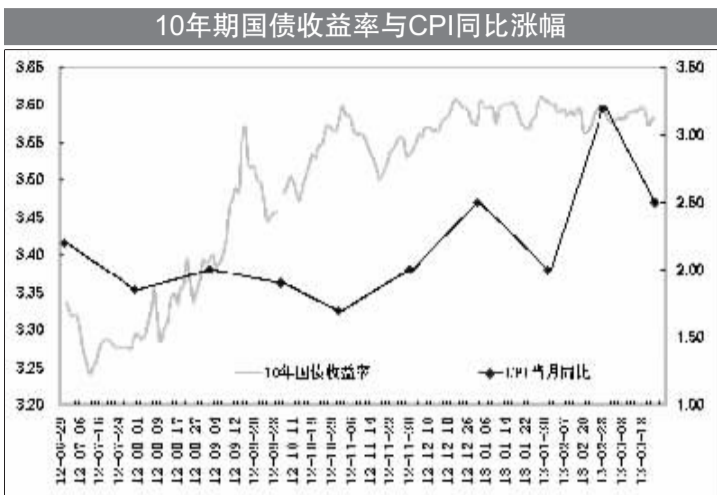
自2月初以来，美联储提前结束QE政策成为市场最热门的话题之一，受此影响，美元指数趁机从78.90一线大涨5.4%至83.17一带。而美联储在3月20日结束的议会议令美联储提前结束QE的预期成空，导致美元指数随后几个交易日连续下跌，一时间市场对美元看法陷入混乱。笔者认为，美元后市将延续下跌趋势，但道路难免坎坷。

20日结束的美联储会议如期维持之前政策，会后决策声明没有给出任何会立即缩小资产采购项目规模的暗示。政策声明称，就业市场状况显示改善迹象，经济正温和增长，通胀一直略低于美联储较长目标水准，较长周期通胀预期保持稳定，失业率仍高于6.5%的既定目标，因此将维持宽松政策不变。美联储主席伯南克认为美联储购债风险可控，并且具有各项经济指标持续改善才会考虑调整购债规模。

除了美联储官员评论外，美联储经济预估也在暗示量化宽松政策的必要性。美联储在其3月出台的评估报告中下调了失业率、2013年经济增幅和核心通胀预估，2014年失业率预估和经济增幅同样被下调，但2014年核心通胀预估被上调。从新的预估数据和去年底的预计数据对比上看，美联储量化宽松政策的调整窗口不可能早于2014年，2013年调整的概率更低。

美国商品期货交易委员会22日发布的报告显示，投机者持有的美元净多头头寸自之前一周的31786手，增加22132手，增幅近70%，至53918手，虽然数据显示投机者对于美元继续看多的意愿有所增强，但剧增的数据也为美元多头后续调整埋下伏笔。

不过，美元的下行之路或许不会顺利。欧洲方面，塞浦路斯和国际援助方25日就援助协议达成一致，虽然风险情绪于美元下跌有益，但这并不能掩盖整体欧洲经济面的颓势和其他国家实行量化宽松政策带来的避险保值需求。从技术图形上看，美元指数在82.00一线的支撑可能意义不大，但其下方81.00至81.20一带仍有望提供较强缓冲。



与此同时，一直以来在食品价格中波动较强、贡献较高的猪肉价格也出现大幅回落。中国政府网的数据显示，猪粮比在3月首周跌破6之后，目前正逼近5.5关口。广发证券认为，猪粮比的大幅下降可能导致部分散户已经出现亏损，刺激存栏生猪的加速出栏，进而加速猪肉价格的下跌。而根据统计局公布的猪肉价格，截至3月中旬，猪肉价格已较春节前累计下跌约12%，回落至去年11月上旬时的水平。

伴随着猪肉等食品价格显著回落，一些机构开始向下修正对3

月的通胀预期。例如，国泰君安在最新宏观周报中，就将3月份CPI同比预测值由原2.8%下调至2.4%。而从Wind宏观经济预测数据中可看出，3月市场通胀预期经历了明显的先扬后抑的过程。3月初，机构对3月CPI同比预测值普遍在2.2%左右，但2月CPI数据公布后，预测值区间整体上移至2.4%-2.8%，尽管仍低于2月实际通胀水平，但从预测值变化中不难看出，市场对通胀上行的担忧增强。而到3月中下旬，这一局面又出现变化，预测值重新下行至2.4%-2.5%一线。目前，3月CPI预

测均值处在2.5%左右，显示市场对通胀的超预期回落正逐渐达成共识。

债市基本面好坏参半

值得一提的是，2月CPI破3%，一度导致债券市场中长端收益率小幅上行。如今，3月份通胀预期出现向下调整，且回落幅度有所超预期，能否为利率市场带来机会呢？对此，市场人士指出，当前债券市场基本面好坏参半，仅靠CPI预期下修可能不足以推动收益率出现下行，但能够在一定程度上抵御收益率曲线熊市增陡的压力。

CPI下行难以刺激收益率中枢回落，一是因为通胀短期回落难具持续性。瑞银证券等机构认为，在低翘尾、气候条件平稳且粮食丰收、猪周期启动推动的帮助下，短期内通胀出现超预期上行的风险不大，前期偏悲观的通胀预期面临纠偏；但是食品价格周期的演变、经济增长势头回升、温和宽松的货币条件，以及政府对能源和公用事业价格的调整仍将推动CPI同比增长率处于温和上行通道。瑞银预计，二季度CPI同比将在3.1%左右，CPI持续回落的动力不强。

二是经济复苏导致利率中枢

期内信用债市场或将继续小幅调整，建议谨慎介入低评级信用债。

招商银行：规避低评级长久期品种

上周前半周信用债收益率抬升的趋势依然持续，调整步伐有所加快，AA到AA+、1-3年品种调整的幅度较大。从后半周开始，需求有所回暖，成交也趋于活跃，但整体收益率震荡走高的趋势并未有明显改变。近期机构降杠杆意向以及供给扩容的预期也影响市场对后市的观点。加上市场对未来影子银行体系以及证券资管业务监管趋严的预期进一步加强，导致了市场对未来供需矛盾激化的看法占据主流。我们认为，这对于AA评级以下品种受到的影响可能会更突出一些，建议投资者规避这一类较长久期的品种。

可转债

国泰君安：调整后有望展开反击

第一，汇丰PMI显示总量数据仍处于复苏之中，未来数据将进一步印证，无须过多担忧。第二，央行持续正回购下，银行间资金仍充裕，社会融资总量好于信贷，流动性支持风险资产。第三，微观数据仍不明朗，朦胧预期无碍正迎，出券方以券商和基金为主。AAA方面，剩余期限在1个月的12长电CP002成交在3.75%，较前一交易日上行5BP；剩余期限在7个月的12电网CP004成交在3.88%，下行3BP；剩余期限2.3年左右的12武钢MTN2成交在4.50%，上行4BP；剩余期限在9.98年的13三峡MTN1成交于4.99%，下行1BP。

目前来看，债券市场调整已经开始，一、二级市场利差已经倒挂，参与长久期品种的一、二级市场套利风险较高，大部分机

持续面临上行压力。国泰君安利率周报指出，上周公布的3月汇丰PMI初值回升至51.7，回升力度强于历史同期均值，其中产出和新订单指数双双大幅回升，表明供需两端均显著改善，预计私人部门对经济复苏不确定性的担忧将逐渐消除，市场利率中枢下行将缺乏经济基本面的支撑。瑞银证券亦表示，尽管1-2月份的经济数据好坏参半，但是经济复苏的总体势头仍然稳健，经济增速在二季度将可能进一步回升。

目前，经济复苏已成为主流预期，加上现券市场期限利差过低，收益率曲线整体面临增陡的压力。如果未来披露的3月经济数据延续回暖的话，势必会对中长端收益率产生向上的牵引。如此背景下，3月份通胀超预期回落，或有助于缓和中长端收益率上行的压力。上周一级市场招标的10年续发国债和7年期农发债收益率均意外大幅下行，也从侧面印证了中长端利率产品的配置需求仍然比较旺盛。市场人士指出，目前资金面较为宽松，基本面好坏参半，收益率虽难以向下，但短期向上突破整体平台的风险尚且可控，利率市场或延续年初以来的“无趋势”行情。

股表现，估值回调后更具吸引力。维持转债好于纯债判断，下行风险小于上行风险，防御后反击可展开。前期推荐的国电、非银大盘转债仍可持有。重工、工行调整后已可介入，正股替代下中长期配置价值毋庸置疑，短期也具有反弹动力。

东北证券：挖掘结构性机会

目前转债投资策略是对于平衡性转债和偏股性转债在控制风险的基础上挖掘结构性机会，对于涨幅较高或触发赎回条款的转债可达高减仓，控制短期风险。风险偏好投资者可在目前震荡格局中把握偏股性转债的结构性机会，进行波段操作，如电力类转债和大盘转债，投资者可精选个券，阶段性持有，高抛低吸，但此种操作策略风险比较高，依赖于投资者对市场和个股的判断，长期看市场调整是低吸偏股和平衡性转债的机会。风险厌恶者可关注偏债性转债的配置价值，如博汇转债、歌华转债，博弈其条款变化的机会，同时控制风险。博汇、中海、深机 and 歌华转债为高收益率品种，美丰、巨轮、国投、石化、工行、海直转债属高报酬品种，国电、同仁、重工、泰尔、南山和恒丰转债属潜力报酬品种。（张勤峰 整理）

人民币即期汇率再创汇改以来新高

中间价距年内高点仅剩一个基点

□本报记者 王辉

海外无本金交割远期外汇(NDF)市场上，美元对人民币1年期NDF远期汇价昨日交投在6.3000附近，与上周6.31左右的水平相比，人民币远期汇价也有小幅走强。

市场人士表示，美元的高位回落，是推动人民币汇率周一改写新高的直接推动力。受塞浦路斯政府与欧盟委员会、欧洲央行和国际货币基金组织组成的“驾马车”达成救助协议提振，市场风险情绪有所升温，隔夜及周一亚市早盘美元指数大幅走弱。而从更长时期来看，当前市场普遍预期年内中国出口仍有望保持稳健复苏，而中国经济基本面的改善预计也会较为稳定，市场对于人民币汇率延续小幅升值势头的预期依然没有改变。此外，一些分析人士还指出，人民币汇率走强有利于帮助中国缓和通胀压力，通过降低进口价格来提振内需，预计中短期内人民币汇率的升值动力还将持续。

中国外汇交易中心公布，25日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价为6.2692，较前一交易日的6.2711走低19个基点，为今年以来的次高水平，距1月15日创下的年内高点仅剩1个基点。

当日银行间外汇市场的即期交易中，人民币兑美元即期汇价在时隔短短两个交易日后，再度将汇改以来的高点刷新至6.2095。当日该即期汇价高开27个基点于6.2095，收盘报6.2107，较前一交易日上涨15个基点或0.02%。与中间价相比，当日人民币即期汇价最大偏离值达到0.95%，十分接近单日1%的涨停限制。

人民币即期汇率创下汇改以来新高



季末扰动有限 资金面依旧平稳 央行继续展开正逆回购询量

□本报记者 王辉

在金融机构25日面临常规准备金补缴以及季末、月末扰动因素日益临近的背景下，周一市场资金利率却出现下滑，其中隔夜质押式回购利率更连续第五个交易日走低。

WIND数据显示，周一的隔夜及7天期质押式回购加权平均利率分别收于1.6176%和2.9187%，比前一交易日下跌11.54和1.89个基点。与此同时，隔夜回购利率已连续第五个交易日下行，7天回购利率也是连跌三日。

兴业证券固定收益投资经理朱文杰表示，近几个交易日资金利率相对平稳，可能表明市场本身就不缺钱。当前多数机构对于3

交易所信用债缩量反弹 市场谨慎情绪仍浓

□本报记者 葛春晖

3月25日，在资金面保持宽松的背景下，交易所信用债市场延续反弹走势，但观望情绪浓厚令交易活跃度有所下降，各类信用产品整体成交量均出现萎缩。

企业债市场上，上交所企业债的21.5亿元下降逾三成，深交所全天成交13.3亿元，亦较上周五下降三成。个券表现方面，上周初因平台监管新规而出现调整的中低评级个券成交活跃，收益率多数下行。如AA级11丹东债下行2BP至6.20%，10楚雄债下行0.6BP至6.18%，09鹤城投下行近6BP至5.17%。

公司债市场上，两市当日成交6.27亿元，较上周五萎缩26%。个券表现方面，钢铁债整体涨幅居前，如11柳钢债、11南钢债收益率分别下跌约20BP、9BP；受

■ 新债定位 | New Bonds

13农发05			预测中标利率区间【3.51%，3.59%】		
债券期限	付息	招标数量	150亿,可追加100亿	计息方式	固定利率
付息频率	按年付息	招标方式	单一利率荷兰式	招标日	3月26日
起息日	3月29日	上市日	4月7日	手续费	0.05%

国信证券：3月份通胀或将回落至2.4%-2.6%，通胀压力有所缓和。上周国债和农发债的招标结果低于市场预期，配置力量的存在会使本次短期农发债具备一定需求。综合考虑手续费返还的影响，预计本期2年期农发债中标区间为3.55%至3.59%。

国海证券：预计3月份CPI环比为-0.7%，对应的同比增速为2.3%左右，较上个月大幅回落0.9个百分点，短期内对债市构成利

转债多数上涨 美丰转债七连阳

□本报记者 葛春晖

25日，沪深可转债市场继续反弹，中证转债指数收于306.00点，较上一交易日上涨1.17点或0.38%，连续第五个交易日收红。转债表现总体好于正股，在美丰转债的带动下，偏股型转债表现抢眼，多数红盘报收。

当日正常交易的22只可转债中，有16只个券飘红，另有5

只下跌、1只持平，而对应正股则为10只上涨、12只下跌。具体来看，之前已经连续六天上攻的美丰转债净价收于179.80元，收盘大涨10.17%，盘中最高创下179.88的历史纪录，其正股大涨9.36%，亦为七连阳。在美丰转债的示范作用下，其他偏股型转债亦表现不俗，除正股分别上涨2.04%、2.98%的国投、川投转债分别上涨1.74%、1.07%外，重工、工行、巨轮转2

等亦纷纷上行。相对而言，偏债型转债备受冷落，如新钢转债尽管正股大涨逾7.66%，涨幅也仅为0.17%。而偏债型同仁、泰尔转债分别下跌0.42%、0.21%，居跌幅前两位，则主要是受到正股下跌的拖累。此外，除工行转债外，大盘的中行、石化转债涨跌互现，亦主要受到了正股一涨一跌的影响。

分析人士指出，综合经济弱复苏、通胀短期回落、货币政

策中性以及资金面保持宽松等因素来看，预计未来A股市场仍存在结构性机会，转债价值大于纯债，因此未来可继续关注偏股型转债的交易机会。不过，就美丰转债而言，考虑到其已触发强制赎回条款，建议投资者注意风险，尽早转股或者抛售。资料显示，美丰转债赎回价格为103元/张，赎回日为4月15日，停止交易和转股日为4月15日。

好。目前银行间市场超储率在2%附近，资金面依旧保持相对宽松。综合各方面因素，预计本期农发行金融债券中标利率区间为3.51%至3.56%。

顺德农商行：近期资金面大幅紧张的可能性不大。由于2年期债券为稀有品种、久期较短，估计市场需求较好。考虑到手续费的影响，预计本期农发债中标区间为3.53%至3.58%。（王辉 整理）