

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消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%。



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

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消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，在低通胀、气候条件平稳且粮食丰收、猪周期启动推迟的帮助下，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、温和宽松的货币政策，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

持续面临上行压力。国泰君安利周报指出，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。

人民币即期汇率再创汇改以来新高

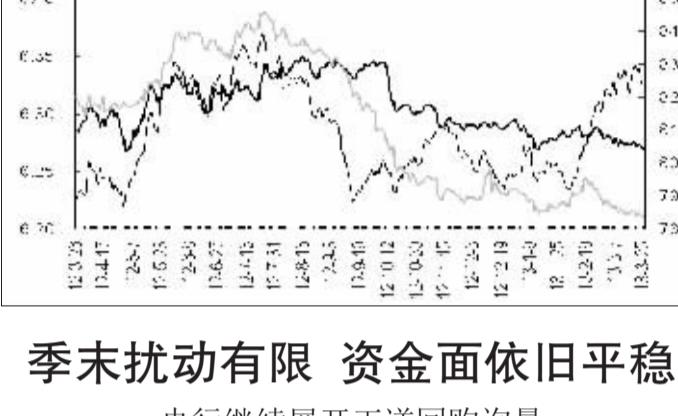
中间价距年内高点仅剩一个基点

□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“三驾马车”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。

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

月通胀水平普遍都比较乐观，预计当月CPI有望回落至2.4%左右，从而使得各方对于政策预期普遍趋于中性。

WIND数据显示，本周(3月23日-29日)公开市场上除50亿元正回购到期之外，无其他资金到期。而来自一线交易员的消息称，本周一央行向市场一级交易商同时就7天、14天逆回购和28天正回购操作进行了询量。分析人士表示，预计本周央行将继续根据资金面情况继续灵活开展公开市场操作。尽管此前央行已连续5周从公开市场净回笼资金，但在近期季节性负面因素表现十分微弱、市场流动性依然十分充裕的背景下，本周公开市场仍然可能出

现小规模资金净回笼。

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

“国五条”细则落实在即影响，地产债成交萎靡、收益率上行，如08保利债大幅上行32BP，08北辰债上行9BP。

值得一提的是，近期备受信用事件困扰的民营企债继续回暖，收益率稳中有降。如11超日债收益率下行7BP至19.4%；11智光债下行1BP至6.90%，四个交易日累计下跌约30BP；10凯迪债收益率下行逾1BP至6.62%，也是连续第四个交易日下行。

企债市场上，上交所企业债全天成交14.7亿元，较上周五的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

分析人士指出，虽然临近季末，但市场资金面仍呈现较为宽松格局，再加上3月份通胀可能出现超预期回落，因此配置和交易需求在前期收益率回调之后重新涌现。

总体来看，考虑到中性货币政策下债市调整的空间不大，短期内信用债市场不宜过分悲观。不过，从市场成交萎缩来看，投资者情绪依然谨慎，因此对于连续反弹后的中低评级债券不宜追涨。

■ 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	2年	招标数量	150亿, 可追加100亿	计息方式	固定利率
付息频率	按半年付息	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		手续费	0.05%

国信证券：3月份通胀或将回落至2.4%-2.6%，通胀压力有所缓解。上周国债和农发债的招标结果低于市场预期，配置力量的存在应会使得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3.51%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)

■ 外汇市场日报

美元后市之路或不平坦

□天下恒丰 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日结束的议息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期目标水准，较长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，并且只有各项经济指标持续改善才会考虑调整购债规模。

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

于美联储较长期目标水准，

较长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

且只有各项经济指标持

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

有希望提供较强缓冲。

整体而言，美联储在3月20

日结束的议息会议上维持

量化宽松政策不变，但调

整了对经济复苏的预期，

并下调了失业率、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。

整体而言，美联储在3月20

日结束的议息会议上维持

量化宽松政策不变，但调

整了对经济复苏的预期，

并下调了失业率、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

</