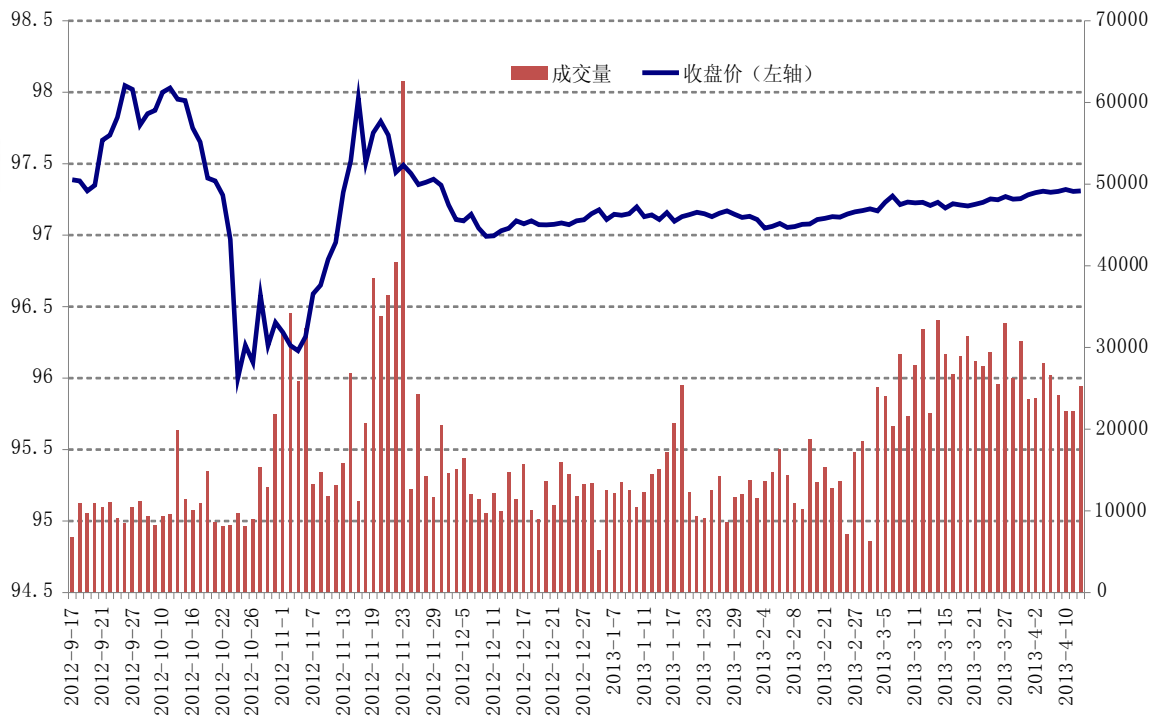


通胀到达年内低点 国债期货震荡下行

第一部分：行情回顾

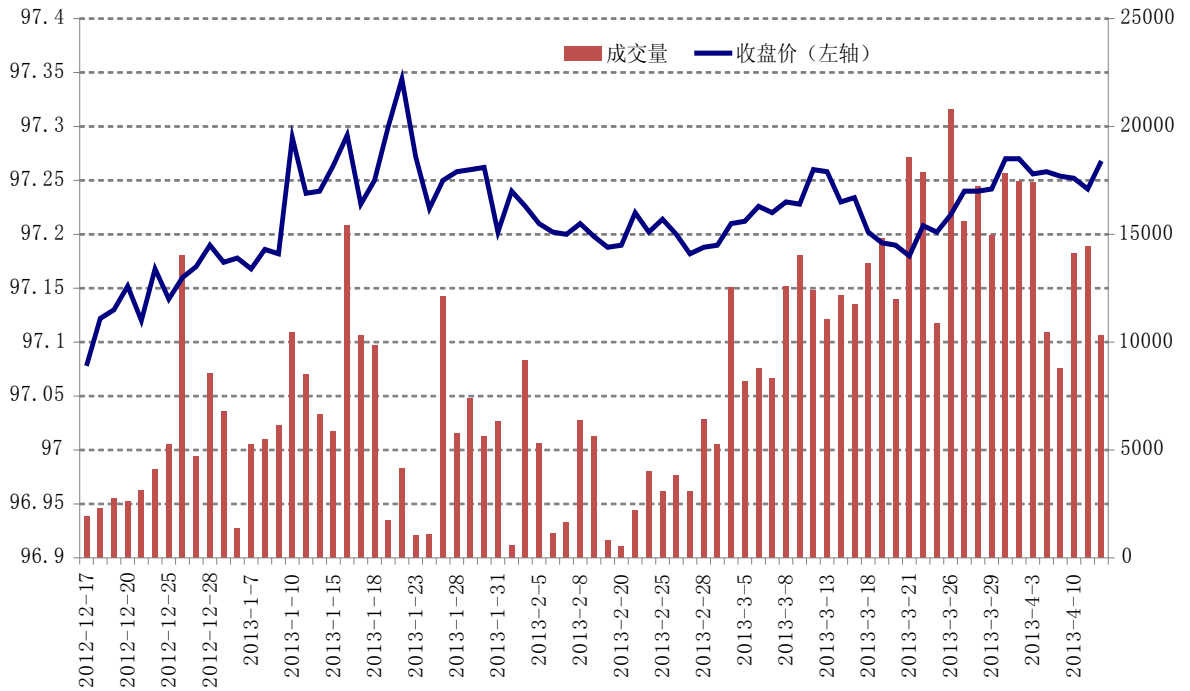
3月PMI低于预期、通胀预期趋缓及禽流感疫情的集中释放令市场避险情绪提升，债市获得短期利好，本周国债期货仿真合约TF1306及TF1309继续震荡上行，但TF1312出现小幅下挫，体现市场对4季度资金面趋紧的担忧。成交价格继续震荡上行。本周主力合约TF1306成交量不及上周，日均成交24109.6手，周五成交25309手，较上周五减少2740手；价格波动较上周有所减弱，交投区间为97.260-97.350，日均收盘价格97.3084，周五报收于97.31，较上周五上涨0.002点。相比TF1306合约，TF1309合约价格波动更为温和，但涨幅略大，本周五收盘价为97.268，比上周五上涨0.012点。TF1312合约周五报收于97.266，较上周五下跌0.014点。

<TF 仿真 1306 合约走势>



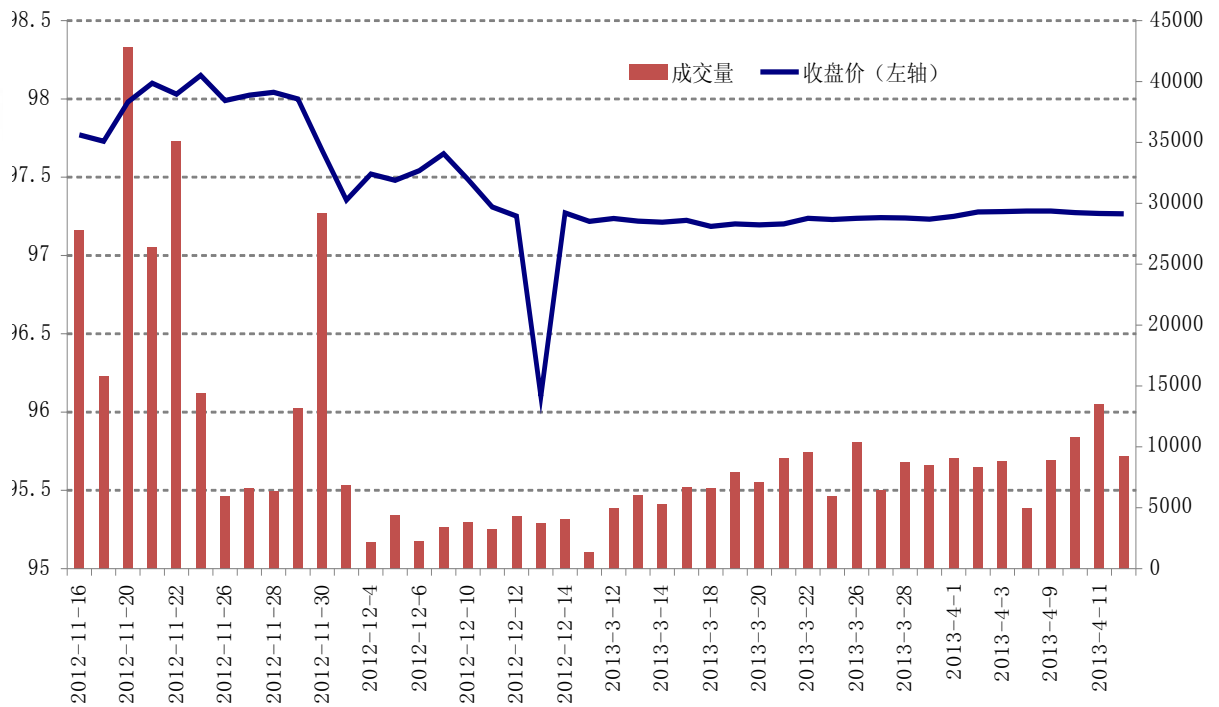
数据来源：文华财经

<TF 仿真 1309 合约走势>



数据来源：文华财经

<TF 仿真 1312 合约走势>



数据来源：文华财经

第二部分：国内宏观基本面

1. 上周宏观要闻

食品价格下降影响 3 月份 CPI 同比涨幅回落 国家统计局公布,3 月份,CPI 同比上涨 2.1%, 去年价格上涨的翘尾因素约为 0.9 个百分点, 新涨价因素约为 1.2 个百分点。其中, 食品价格同比上涨 2.7%, 影响 CPI 同比上涨约 0.88 个百分点。当月 CPI 环比下降 0.9%。

工业活动偏弱 PPI 降幅意外扩大 国家统计局公布, 3 月份, PPI 同比下降 1.9%, 环比持平; 工业生产者购进价格同比下降 2.0%, 环比下降 0.1%。一季度, PPI 同比下降 1.7%, 工业生产者购进价格同比下降 1.9%。

进口增速强势反弹 三月份意外现贸易逆差 海关总署公布, 3 月份, 我国进出口总值 2.29 万亿元人民币 (折合 3652.6 亿美元), 扣除汇率因素, 增长 12.1%。其中出口 1.14 万亿元人民币 (折合 1821.9 亿美元), 增长 10% (路透预估值 10.5%); 进口 1.15 万亿元人民币 (折合 1830.7 亿美元), 增长 14.1% (路透预估值 5.2%); 贸易逆差 61 亿元人民币 (折合 8.8 亿美元) (路透预估值 154 亿美元), 去年同期为贸易顺差 51.8 亿美元。

2 月新增外汇占款正常回落 央行公布, 3 月外汇占款增加 2,954.26 亿元, 自上月的历史最高水平环比回落 57%, 当月财政性存款增加 243.11 亿元, 表明 2 月份市场因此增加的流动性为 2,711.15 亿元

社会融资规模和人民币信贷放量 货币增速反弹 央行公布数据显示, 3 月末 M2 同比增长 15.7% (市场预估 14.6%); 当月新增人民币贷款 1.06 万亿元 (市场预估 8500 亿元)。一季度社会融资规模为 6.16 万亿元, 较上年同期多 2.27 万亿元; 其中 3 月社会融资规模为 2.54 万亿元, 与今年 1 月创下的历史单月新高持平。3 月末, 广义货币 (M2) 余额 103.61 万亿元, 同比增长 15.7%, 分别比上月末和上年末高 0.5 个和 1.9 个百分点; 狭义货币 (M1) 余额 31.12 万亿元, 同比增长 11.9%, 分别比上月末和上年末高 2.4 个和 5.4 个百分点; 流通中货币 (M0) 余额 5.57 万亿元, 同比增长 12.4%。一季度净投放现金 1065 亿元。

一季度国家外汇储备新增约 1300 亿美元 央行公布数据显示, 截至 2013 年 3 月末, 国家外汇储备余额为 3.44 万亿美元, 与 2012 年末相比, 一季度增加约 1300 亿美元, 相当于去年全年外汇储备增幅。外商直接投资、贸易顺差和国际资本流入均是外汇储备增长的重要来源, 但国际资本加速流入可能是一季度外汇储备大幅增加的主要原因。

央行公开市场回笼量减小 央行本周公开市场净回笼 170 亿元，较上周的 250 亿元继续缩减。4 月后，央行公开市场资金回笼力度有所减轻，银行间市场资金价格保持在相对稳定的水平，目前资金环境并不紧张，流动性总体偏中性。

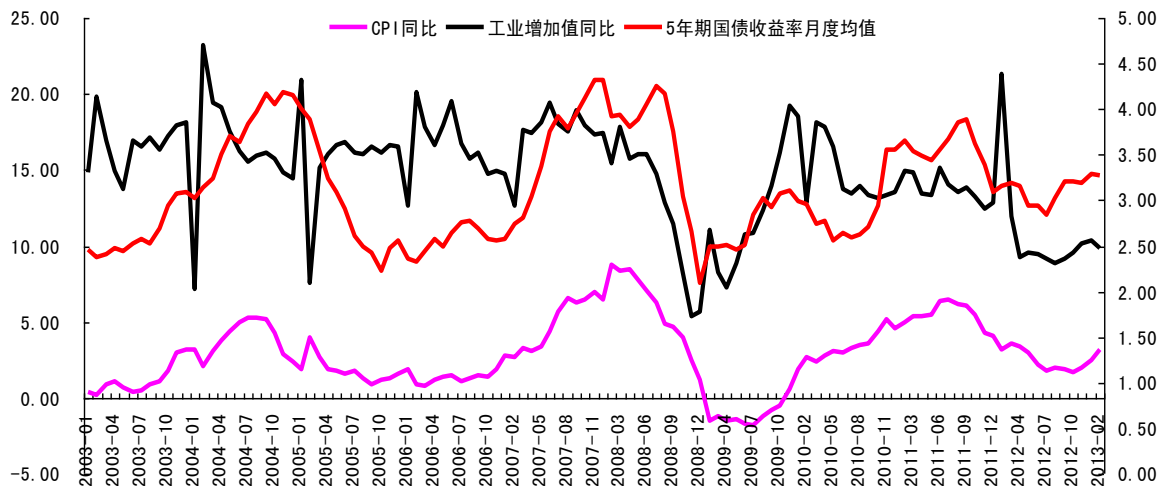
人民币兑美元再创新高 人民币兑美元即期周五再创新高，最高曾触及 6.19 元的整数关口。美国财政部报告表示，中国不符合汇率操纵国的定义，但是人民币对美元币值仍然“大幅低估”，人民币仍有必要对美元进一步升值。

中国于 4 月 10 日启动人民币与澳元的直接交易 此前人民币只有对美元和日元可以直接交易。人民币对澳元直接交易将有效降低中澳两国贸易结算的汇兑成本，便利人民币和澳元在贸易结算中的使用，也意味着人民币的国际化迈出重要一步。

2. 国内宏观经济基本面

通胀和经济增长是决定国债收益率和价格变动方向的基本面因素。4 月 9 日，国家统计局公布 3 月份 CPI 和 PPI；4 月 15 日，国家统计局将公布 3 月份经济数据，同时将公布一季度的 GDP 增速。

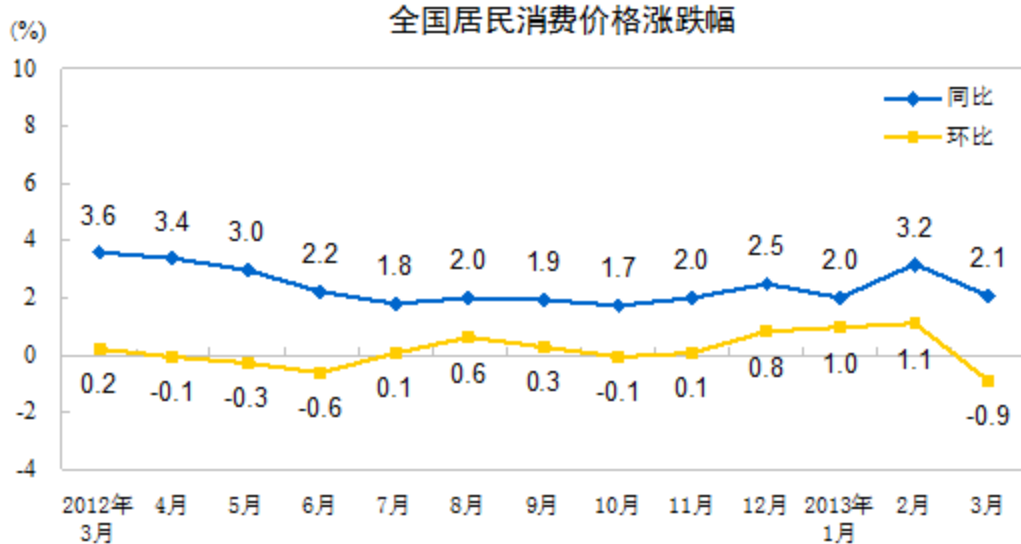
经济基本面因素和利率走势



从经济增长、通胀和债券收益率长期关系来看，通胀与国债收益率成较强的直接相关性，而经济增长也一定程度上决定国债收益率的变动方向。

2013 年 3 月份，全国 CPI 同比上涨 2.1%。其中，食品价格同比上涨 6.0%，影响 CPI 同比

上涨约 0.88 个百分点。较上月对 CPI 的影响降低 1.1 个百分点。在 3 月份 2.1% 的 CPI 同比涨幅中，去年价格上涨的翘尾因素约为 0.9 个百分点，新涨价因素约为 1.2 个百分点。3 月份，CPI 环比下降 0.9%，其中，食品价格环比下降 2.9%，影响 CPI 环比下降约 0.99 个百分点。



数据来源：国家统计局

国家统计局城市司高级统计师余秋梅认为：一、3 月份鲜菜、蛋、肉禽和水产品等主要食品价格下降，是影响 CPI 环比下降较多的主要原因。由于每年春节前后的物价变动都带有明显的季节性，节日过后鲜活农产品价格通常都会有明显的下降，今年也是一样。二、3 月份的 CPI 总体上低于 2 月份，是影响 CPI 同比涨幅回落的主要原因。发布的数据显示，在 3 月份 2.1% 的 CPI 同比涨幅中，去年价格上涨的翘尾因素约为 0.9 个百分点，新涨价因素约为 1.2 个百分点，和 2 月份相比，分别减少约 0.2 和 0.9 个百分点。由于两者合计减少约 1.1 个百分点，因此 3 月份的 CPI 同比涨幅比 2 月份的 3.2% 回落 1.1 个百分点。在 CPI 同比涨幅回落的 1.1 个百分点中，新涨价因素减少的影响占 81.8%，超过八成。

由此可见，3 月份主要食品价格低于春节所在的 2 月份、CPI 从 2 月份的高位回落是比较正常的。未来几个月，气候条件更加有利于鲜活农产品的生产，预计居民消费价格将保持相对稳定。从中期来看，预计上半年通胀处于可控状况，下半年缓和上升的可能性较大。因此，通胀趋势决定国债收益率在上半年继续震荡，下半年缓和爬升。

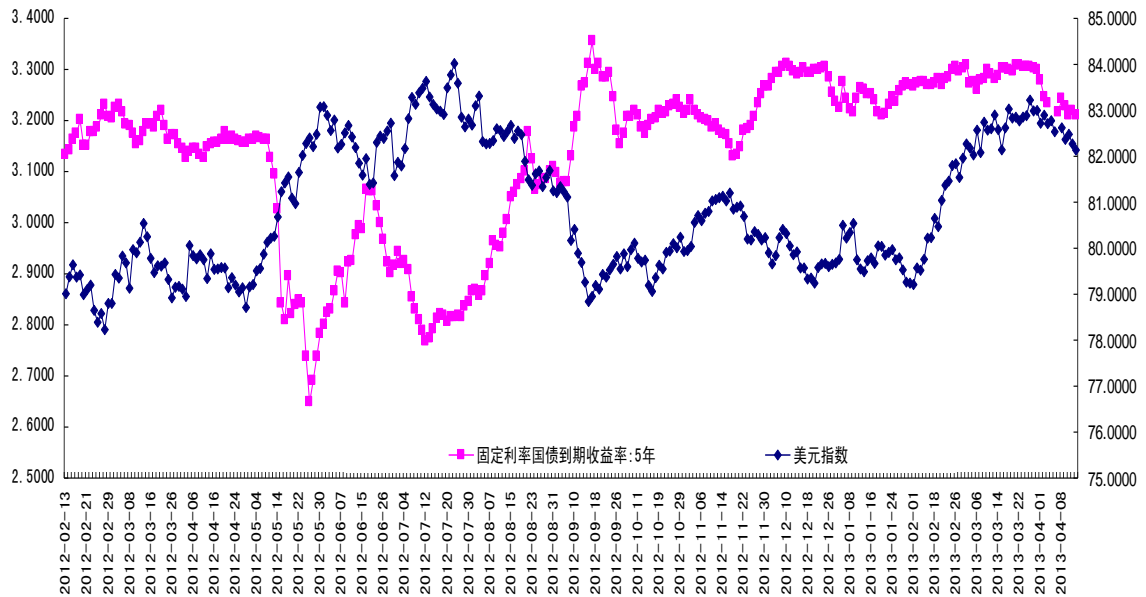
从经济增长情况来看，国内经济复苏的进程虽在春节有所中断，预计上半年国内经济继续回升的可能性较大。路透综合 20 家机构预估中值显示，中国一季度经济增速料将加快至 8%，这主要是受到出口和投资增长的带动（3 月投资增速预估 21.3%），经济连续第二个季度出现回升。但工业（3 月工业预估增速 10.0%）和消费（3 月消费增速预估 12.5%）依然乏力，加上宏

观经济先行指标 PMI 悉数上升，表明经济处在弱复苏态势。

3. 国际宏观基本面指标——美元指数

从历史走势来看，美元指数和中国 5 年期国债利率之间存在一定的负相关关系。

美元指数和我国5年期国债利率走势



数据来源: Wind 资讯、文华财经

美元指数与国内长期利率的负相关传导逻辑体现在美元指数对于国际大宗商品的影响，美元的上涨一般将导致以石油为代表的国际大宗商品价格出现回落，进一步引致国际通货膨胀压力降低，这样也为国内长期利率的回落创造了条件。

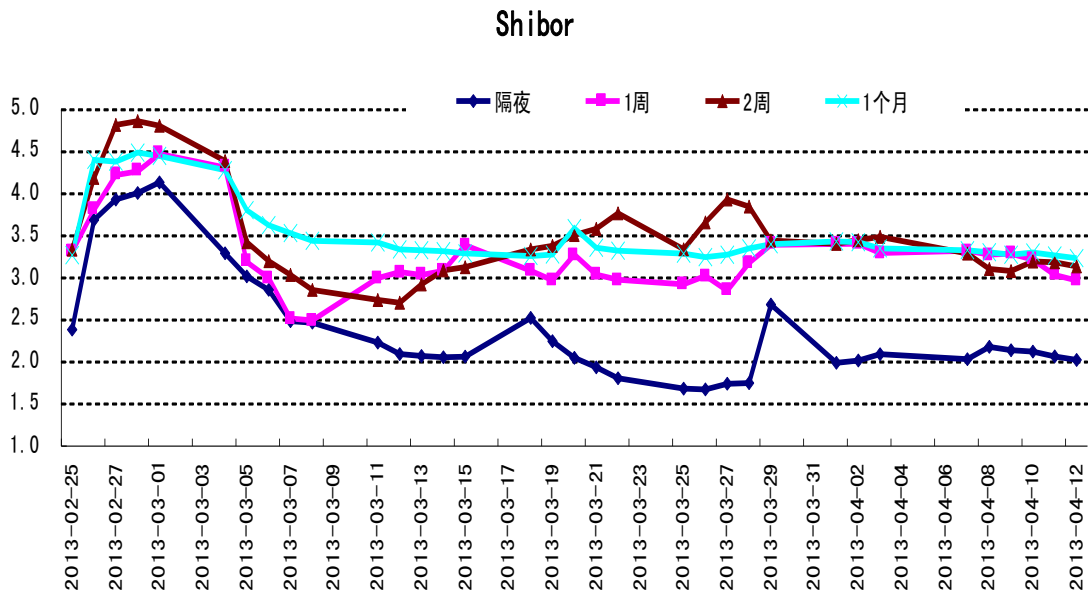
本周美元指数一路下行，周五（4月12日）收盘 82.135，较上周五（4月5日）收盘价 82.535 下降 0.4 点。本周美元小幅下行，但依然维持高位。

本周 5 年期国债收益率小幅下行，周五（4月12日）收益率 3.2107%，较上周三（3月31日）收益率 3.2332% 下降 2 个基点。

第三部分：资金面与政策面

1. Shibor：银行间拆借利率波动较小

受清明小长假影响，本周有六个工作日，周五公布的隔夜 Shibor 较上周三下行 7 个基点至 2.0238%；1 周 Shibor 较上周三下行 32 个基点至 2.97%；2 周 Shibor 较上周五下行 35 个基点至 3.138%；1 月 Shibor 较上周五下行 11 个基点至 3.2358%；本周上海银行间拆借利率继续全线小幅下行。



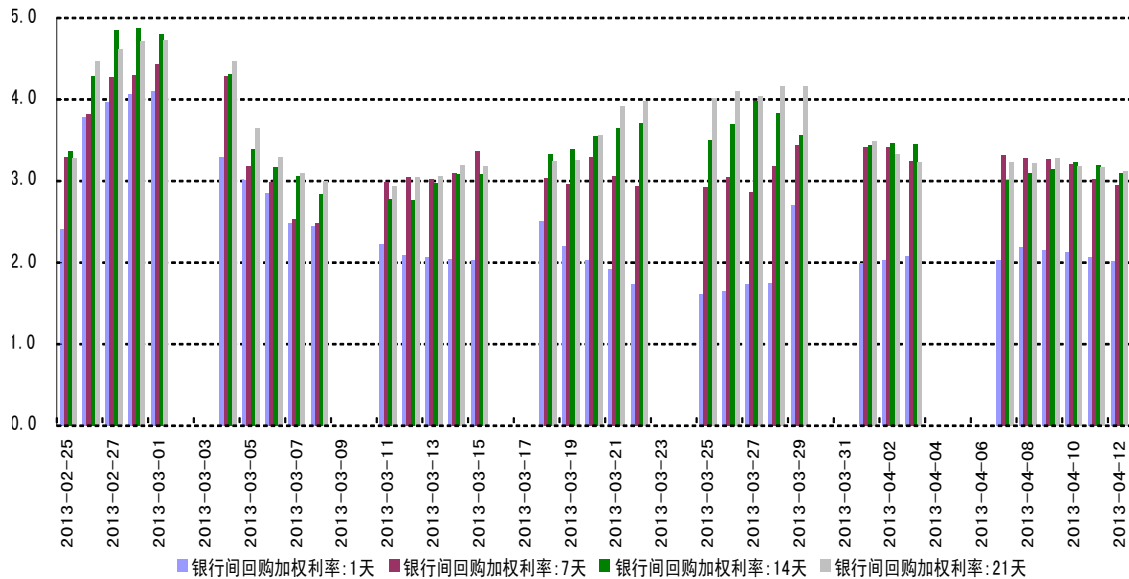
数据来源: Wind 资讯

虽然央行已经连续 8 周回笼资金 1.12 万亿元，但银行间资金依然较为充裕，总体长短期利率均处于较低水平。从 3 月份来看，长期利率呈现小幅上行的趋势，短期利率在月尾也由于季末流动性紧张现上行。短期内流动性有所收紧，但长期而言，流动性依然充足。

2. 银行间回购利率

银行间市场的 7 天回购利率的变化更多反映的是市场资金面因素的变化。

银行间回购利率



数据来源: Wind 资讯

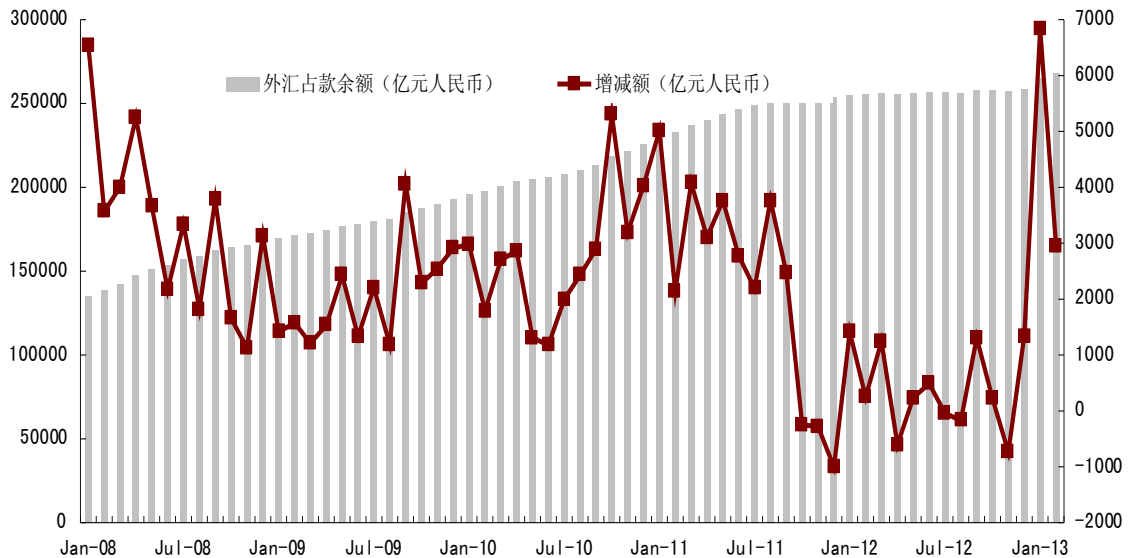
本周五公布的 1 天期银行间回购加权利率较上周三下行 6 个基点至 2.0208%；7 天期银行间回购加权利率较上周三下行 29 个基点至 2.9473%；14 天期银行间回购加权利率较上周三下行 35 个基点至 3.0969%；21 天期银行间回购加权利率较上周三下行 10 个基点至 3.1237%。本周银行间回购加权利率继续全线下行，但较上周的跌幅已经大幅收窄，目前回购利率趋于稳定并维持在低位，市场资金充裕。

3. 政策展望

春节过后，央行公开市场已经连续八周回笼资金 1.12 万亿元，2 月 18 日至 4 月 14 日，连续八周周回笼的资金数量分别是 9100 亿、50 亿、50 亿、440 亿、470 亿、570 亿、250 亿、和 170 亿元。进入 4 月后，央行公开市场资金回笼力度有所减轻，银行间市场资金价格保持在相对稳定的水平，目前资金环境并不紧张，流动性总体偏中性。整体看，在稳健政策思路下，资金紧张程度弱于往年。

央行数据显示，2 月末金融机构外汇占款余额为 268,324.33 亿元人民币，当月外汇占款增加 2,954.26 亿元，自上月 6836.59 亿元的历史最高水平环比回落 57%。2 月末财政性存款余额为 27,968.20 亿元，当月增加 243.11 亿元。上述两项数据表明，2 月份市场因此增加的流动性为 2,711.15 亿元。

我国外汇占款余额变动 (2008.1—2013.3)



数据来源：中国人民银行

预计 2 月外汇占款增长仍然主要来自短期资本流入，一是私人部门结售汇意愿变化；二是国内经济回暖推动流动性需求回升；三是投资带动短期热钱流入。此外，从通胀来看，3 月的 CPI 降至 2.1%，上半年也不存在通胀压力。从通胀压力和热钱流入趋势来看，预计货币政策不会马上收紧，央行仍将继续在公开市场开展正回购，温和回笼资金。

第四部分：后市展望

1. 经济基本面分析

经济增速：经济缓慢复苏，有利于国债价格上升

通胀：预计二季度通胀回升，压制国债价格

2. 政策面分析：政策处于真空期，对国债价格影响偏于中性

3. 资金面分析：资金面较为宽松，市场利率较低，有利于国债价格上升

4. 技术面分析：风险中性，对国债价格影响中性

鉴于通胀到达年内低点，预计将回升，因此建议下周轻仓做空 TF1306 国债期货主力合约。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

【瑞达期货分支机构】

上海成都北路营业部

上海市成都北路199号恒利大厦401、402室

成都营业部

成都市青羊区顺城大街229号顺城大厦6、8楼

南京营业部

南京市中山东路300号长发中心01幢6层

厦门营业部

厦门市湖滨西路9号15C

贵阳营业部

贵阳市云岩区富水北路68号物资综合大厦15楼 (电梯14层)

汕头营业部

汕头市金砂路99号君悦华庭商务楼5层

泉州营业部

泉州市丰泽区丰泽街建行大厦10层

石狮营业部

石狮市金林路兴业银行21层

晋江营业部

晋江市崇德路273号工行大厦17楼

漳州营业部

漳州市胜利东路发展广场14层

三明营业部

三明市梅列区崇桂新村46幢二层

龙岩营业部

龙岩市中山路凯丰商厦7楼

广州营业部

广州市越秀区先烈中路69号东山广场10层

长沙营业部

长沙市天心区劳动西路289号嘉盛国际21楼21001室

杭州营业部

杭州市江干区香樟路2号泛海国际中心1幢1003、1004室

南昌营业部

南昌市洪城路8号国贸长青楼11层

柳州营业部

柳州市景行路19号方东大厦6楼

深圳营业部

深圳市福田区联合广场A栋塔楼A15层

武汉营业部

武汉市唐家墩路菱角湖万达广场A2写字楼7楼

福州营业部

福州市五四路89号置地广场16层 (电梯18层)

乐山营业部

乐山市市中区龙游路西段46号金城大厦3楼

鄂尔多斯营业部

鄂尔多斯市东胜区吉劳庆北路6号金辉大厦9层

太原营业部

太原市长风大街705号和信商业广场1幢28层

梧州营业部

广西省梧州市新兴三路八号西侧二楼

重庆营业部

重庆市渝中区五一路8号第24层2号

昆明营业部

昆明市环城西路611-613号A幢方舟大厦十五层3、4号

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路13号13层1304、1305号

莆田营业部

莆田市学园路德信大厦三楼301-304号