

Bond Market

投资交易笔记(续)

2011~2015年中国债券市场研究回眸



董德志◎著

中国财经出版传媒集团

经济科学出版社
Economic Science Press

投资交易笔记(续)

——2011~2015年中国债券市场研究回眸

董德志 著



笔记

中国财经出版传媒集团

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

投资交易笔记：续：2011~2015年中国债券市场研究
回眸 / 董德志著. —北京：经济科学出版社，2016. 8
(2016. 12 重印)
ISBN 978 - 7 - 5141 - 7233 - 1

I. ①投… II. ①董… III. ①债券市场 - 中国 -
2011 - 2015 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 211172 号

责任编辑：王东岗
责任校对：郑淑艳
版式设计：齐 杰
责任印制：邱 天

投资交易笔记 (续)

——2011~2015年中国债券市场研究回眸

董德志 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编辑部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcbs. tmall. com

北京财经印刷厂印刷

华玉装订厂装订

787 × 1092 16 开 18 印张 400000 字

2016 年 9 月第 1 版 2016 年 12 月第 3 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 7233 - 1 定价：50. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话：010 - 88191586)

电子邮箱：dbts@ esp. com. cn)

自序

距2011年《投资交易笔记——2002~2010年中国债券市场研究回眸》一书出版发行已经整整五年了。在这五年时间中，中国的债券市场也发生着日新月异的变化。与此同时，笔者也未敢故步自封，始终紧紧跟随着中国债券市场的“脉搏”。

2011~2015年，五年时间，合计1245个交易日，每个交易日所发生的故事都铭记于笔者的心头。微观构成了宏观，而宏观又潜移默化的指导着微观，这一特征在金融市场的变化中尤为显著。也正是借《投资交易笔记（续）——2011~2015年中国债券市场研究回眸》一书撰写之际，笔者试图将1245个交易日的微观故事串成宏观视角。

相比于2002~2010年的债券市场，2011~2015年的市场发生了深刻变化，而这也恰逢中国宏观经济运行从“旧动能”驱动向“新动能”驱动转化，这一转折时点大致发生在2011年附近。以此时点划分，中国经济运行也从周期性特征向结构性特征转变。幸运的是，前、后两册书见证了中国经济与中国债券市场的这种转折与变化。

比较《投资交易笔记——2002~2010年中国债券市场研究回眸》与《投资交易笔记（续）——2011~2015年中国债券市场研究回眸》，两本书的共通之处在于，都没有脱离从微观入手的视角，依然站在一个市场观察者的角度尽可能公正、客观的刻画纷繁复杂的市场变化。这部分内容已经成为笔者工作中潜移默化的习惯，也非常希望这部分内容能以“字典”、“备忘录”之类的功能提供给读者以一定参考。

如果说前、后两册书的不同之处，则更为显著。这也恰好对应了笔者工作属性的变化，从一个交易员彻底转化为一个研究员。也正是由于这种工作角色的转变，令前、后两册书在主导思维方面出现了较大的变化。

如果说《投资交易笔记——2002~2010年中国债券市场研究回眸》的思索更侧重于从概念、经验角度出发去梳理市场变化，那么《投资交易笔记（续）——2011~2015年中国债券市场研究回眸》则更试图从

理性、逻辑角度来归纳整理。2002~2015年长达十四年的思考与观察，一些思路上的去伪存真、反复斟酌，最终浓缩于本书之中，也令本书更为厚重。

长期的市场经历和观察，令笔者面对市场的波动、情绪的起伏已经相对淡定，而更希望从稳定的逻辑线条去解释、理解各种变化。

《投资交易笔记——2002~2010年中国债券市场研究回眸》内容中，经济增长与通货膨胀的“双轮驱动”逻辑线条贯穿始终，且经历了历史周期的检验。《投资交易笔记（续）——2011~2015年中国债券市场研究回眸》中，笔者试图将“双轮驱动”的逻辑线条进一步丰富扩展至“三因素决定框架”、“货币+信用组合分析框架”以及“利差分布决定论”等框架中。虽然前后逻辑的内涵有所差异，后者更为丰富，但是本质依然是殊途同归。

笔者始终遵循着这样一个基本原则：尽可能用少的因素去解释更多的内容。因为一旦解释变量增多，其应用的实际效果就会大打折扣。即：研究分析需要从微观中而来，但是目标还是向宏观而去。

十四载经历、两册书、合计60余万字，希望能给读者以帮助。

在成书的过程中，感谢我的同事赵婧、魏玉敏、陶川、燕翔、李智能、柯聪伟等，在一定程度上，本书是我们智慧的合力之作，感谢他们！

还要感谢金融市场中的各位同仁，在与你们的交流探讨中，给予了我各种各样的灵感与思索，感谢你们！

感谢我的家人。在我繁忙工作之余，撰写本书之时，是家人给予了我支持和理解，由衷的感谢他们！

最终，依然采用英国首相丘吉尔所说的名言：“回顾愈深，思之愈远”。希望我们在对历史的不断回顾与反思中，能对未来看得更远一些！

本书中所有内容仅代表我个人观点，疏漏和错误之处敬请读者批评指正。是为序。

董德志

2016年5月18日于上海

目 录

第一篇 2011 ~ 2015 年利率市场变化回顾	1
第一章 2011 年：滞胀时期	3
第一节 2011 年基准国债利率运行轨迹综述	3
第二节 2011 年长期利率波动详解	5
第三节 2011 年市场变化之启迪	14
第二章 2012 年：“微型”小复苏	20
第一节 2012 年基准国债利率运行轨迹综述	20
第二节 2012 年长期利率波动详解	21
第三节 2012 年市场变化之启迪	28
第三章 2013 年：“钱荒”惨烈	33
第一节 2013 年基准国债利率运行轨迹综述	33
第二节 2013 年长期利率波动详解	35
第三节 2013 年市场变化之启迪	43
第四章 2014 年：重归基本面，与利率市场化之争	48
第一节 2014 年基准国债利率运行轨迹综述	48
第二节 2014 年长期利率波动详解	49
第三节 2014 年市场变化之启迪	57
第五章 2015 年：调结构叠加“股灾”	62
第一节 2015 年基准国债利率运行轨迹综述	62
第二节 2015 年长期利率波动详解	64
第三节 2015 年市场变化之启迪	79

第二篇 层出不穷的逻辑线条综合一览	91
第一章 以传统经济基本面因素为基础的分析框架	93
第二章 以货币流动性因素为基础的分析框架	97
第三章 “成本推动说”与“品种替代说”	102
第四章 “供求决定论”	108
第五章 “外部因素干扰说”	113
第三篇 “三因素供需分析框架”和“利差分布变化论”	119
第一章 “三因素供需分析”辨别利率变化方向	121
第一节 融资需求曲线与资金供给意愿曲线	121
第二节 三因素供需决定框架	124
第三节 微观货币运行市场中的供需曲线典范	128
第二章 “利差分布变化”判别利率变化幅度	130
第一节 利差曲线变化的基本驱动因素	132
第二节 中国利差曲线的历史考察	137
第三节 利差变化幅度的考察	140
第四节 利差分布变化论的实际运用框架构建	146
第四篇 政策面因素解析及“货币+信用”组合的债市 分析框架	153
第一章 道不尽的“稳增长”	155
第二章 “货币+信用”组合的债券市场分析框架	163

第五篇 “三因素供需分析” 框架与 “货币 + 信用” 组合分析模式的统一	175
第一章 三因素供需分析模式	177
第二章 “货币 + 信用” 组合分析模式	180
第三章 利差分布变化论	182
第四章 “三因素供需分析” 框架与 “货币 + 信用” 组合分析框架的统一	184
第六篇 “货币 + 信用” 组合框架下的大类资产价格变化	187
第一章 “货币 + 信用” 组合模式下债券市场的变化	189
第二章 “货币 + 信用” 组合模式下股票市场的变化	190
第三章 “货币 + 信用” 组合模式下大宗商品市场的变化	193
第四章 “货币 + 信用” 组合模式下大类资产价格关系一览	196
第七篇 信用品分析思路初探	199
第一章 信用债策略分析框架之一：要素分解法	201
第二章 信用债策略分析框架之二：成本收益比较	207
第八篇 经济基本面分析拾遗	209
第一章 经济增长问题拾遗	211
第一节 如何看待经济增长：三位一体的经济增长判别模式	211
第二节 更全面地认识经济增长因素——第三产业增长	216
第三节 如何看待经济增长的同比指标与环比指标	226
第二章 通货膨胀问题拾遗	230
第一节 通货膨胀的全局性特征	230
第二节 通货膨胀的世界性特征	232

第三节	CPI中的非食品项目高频跟踪指数	233
第三章	基础货币、货币与广义信贷资产	236
第一节	基础货币的决定渠道	237
第二节	广义货币供应量的决定：资产创设负债	238
第三节	广义信贷资产与MPA	240
第四章	有关债券市场分析中所关注的指标一览表	244
第九篇	漫谈与随笔	247
第一章	关于利率的波动性	249
第二章	中债财富总指数的运用	252
第三章	金融市场分析中的“微观成立与宏观不成立”	257
第四章	最需要关注的是逻辑推导的前提假设和约束条件	260
第五章	信息传播时代对金融市场投资者心理的影响	263
附录一	2011~2015年期间的8次“稳增长”情况及其影响一览	265
附录二	2011年以来历次中共中央政治局关于经济形势研究会议的 相关内容及其对比	269
参考文献	277

第一篇

2011~2015 年利率市场变化回顾

经过了这么多年，笔者依然信奉着“以史为鉴”的信条。历史的反复回顾虽然未必能令投资思路领先未来，但是却可以令投资者面临不确定性时刻，多一些心理准备、少一些迷茫。

因此在本书的第一篇内容笔者承接了《投资交易笔记——2002~2010年中国债券市场研究回眸》一书的框架，梳理了2010~2015年这五年时期中债券市场所发生的事情。在梳理变化的过程中，也确实是非常巧合，笔者由衷的感受到，似乎恰好是以2010~2011年时间点为分界线，中国的债券市场变化前后呈现出更为丰富化的逻辑线条。

如果说之前的驱动债券市场的逻辑主线可以用一个词衡量，那就是传统周期性，而之后驱动债券市场的逻辑主线则定位于结构性。在传统周期性的债券市场变化中，经济增长和通货膨胀因素成为主导债券市场的主体力量，而在结构性变迁的债券市场中，除去原有的基本面主导因素外，债务杠杆情况也成为重要的影响因素。

对应于债券市场这种巨变，背后深层次的宏观基本面分化在于，之前的中国经济基本面变化是周期性特征为主，潜在经济增长速度是平稳的，之后的中国经济基本面变化是结构性特征为主的，我们正在经历着长期难遇的潜在增长速度下行阶段。

对应于经济基本面的特征变化，中国宏观政策也发生着深刻的变化，之前的政策是以需求端调节为主导，之后的政策是以供给侧调节为主导。

总体来看，潜在增长速度的变迁导致了中国经济基本面运行的特征发生根本性变化，进而导致了中国的宏观调控政策发生着根本性变化，而作为中国宏观经济、政策温度计的债券市场也自然呈现出前后各异的变化特征。而发生这一系列变迁的分界点笔者认为正是2011年。

但是历史和现实不能相互否定，以往的特征与经历依然是非常宝贵的财富。周期性特征的市场变化和结构性特征的市场变化在历史长河中将依次交替，以潜在经济增长速度的稳定与否为各自发生前提，2002~2010年的债券市场经历的是潜在增速稳定下的波动与变化，2011~2015年的债券市场经历的是潜在增速在下行状况下的波动与变化，也许这一进程还没有结束，但是相信我们已经经历了过半的历程。

也正是由于前后中国经济基本面的本质特征发生了变化，以往周期中的经验似乎在新状况下遭遇了挑战，很多新的变化、新的特征发生在了最近五年时间中，也由此催发了很多新的思考。

在本篇内容中，笔者按照年度周期为跨度，仔细梳理了每一时期中驱动债券市场变化的因素，这与《投资交易笔记——2002~2010年中国债券市场研究回眸》中的格局相仿，但是在每年的梳理结束了，笔者增加了一节内容，对于当年度市场思潮中的热点、焦点问题进行回顾评述，起名为“历年市场变化之启迪”。

首先需要声明的是，这些热点或焦点探讨并非全部是笔者自身所创，多取之于市场的集体结晶，这些思维是当时市场变化中的关注焦点，有的内容和结论在当期可能难以立时证实或证伪，但是经过了历史的检验后，这些看法和评述在今天可以大致的进行更为客观的评说，时间起到了去伪存真的重要作用。大浪淘沙后的经验更值得读者去关注与反思。

让我们一起展开波澜壮阔的2011~2015年中国债券市场长轴画卷！

第一章

2011年^①：滞胀时期

2002~2010年，笔者经历过中国经济的过热、衰退等变化，但是始终没有遭遇过滞胀时期。从教科书中也可以了解，滞胀^②是一种较为罕见的经济基本面现象，在滞胀时期，债券品种会有如何的变化和表现是一个非常值得回顾记忆的内容。

2011年中，中国的经济基本面变化在相当一段时期遭遇到了这种罕见的局面，而这一过程中，债券市场的变化也确实展现出与以往并不相同的特征。

单纯从长期利率变化来看，似乎也很难将2011年的债券市场简单归纳为熊市或牛市，但是从整体市场投资者的感受来看，2011年却是一个刻骨铭心又格外难熬的历史时期，期间大悲到大喜的转化似乎来得那么意外。

第一节 2011年基准国债利率运行轨迹综述

2011年10年期国债的利率波动区间在(3.42%，4.13%)，全年利率呈现出“久盘而后下跌”的变化。从走势特征来看，2011年前三个季度，10年期国债利率维持在一个很窄的区间(3.80%，4.10%)波动，而进入四季度后，快速地出现了明显下跌，一举回落到3.40%附近。全年波动幅度在70基点^③附近。2011年10年期国债利率走向在历史长河中的分布位置，如图1-1-1所示。

① 2011年2月3日是大年初一。

② 停滞性通货膨胀(英文: stagflation)，简称滞胀或停滞性通胀，在经济学、特别是宏观经济学中，特指经济停滞(stagnation)，失业及通货膨胀(inflation)同时持续高涨的经济现象。

③ 一个基点等于1个百分点的1%，即1个基点=0.01%。

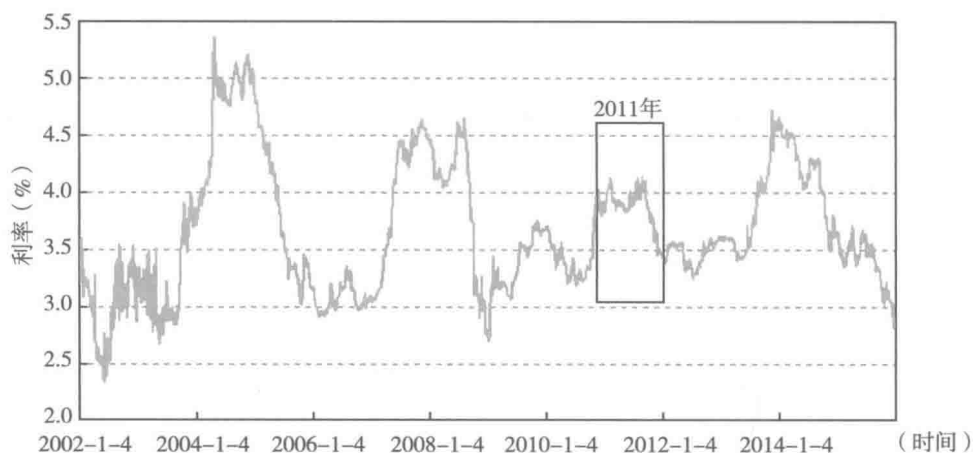


图 1-1-1 2002~2014 年 10 年期国债利率变化一览

资料来源：中央国债登记结算有限责任公司（简称 CDC^①）www.chinabond.com.cn。

如果单独从 CPI 水平来看，2011 年的 CPI 增速最高上冲到 6.5%，可谓通货膨胀形势严峻，但是与以往高通胀时期相比，在 CPI 一路上冲的前三季度中，长期利率的波动可谓相当温和，10 年期国债的波动幅度不超过 30 基点，这也是历年以来较为罕见的局面。如图 1-1-2 所示。



图 1-1-2 2011 年 10 年期国债利率变化一览

资料来源：中央国债登记结算有限责任公司 www.chinabond.com.cn。

如果说 2010 年长期利率变化的驱动受到双因素（经济增长、通货膨胀）变化的先后影响，在 2011 年长期利率变化的驱动则是受到了双因素（经济增长、通货膨胀）变化的同时影响。

① CDC 系中央国债登记结算有限责任公司英文缩写。

在2011年，特别是前三个季度中呈现出较为典型的“经济增速下行，通货膨胀上行”的“类滞胀”特征。因此笔者倾向于将此定义为罕见的“滞胀”时期，回顾滞胀时期的长期利率变化，从经验上有两个结论可以参考：

(1) 滞胀时期之后，经济基本面大概率会进入衰退时期；

(2) 滞胀时期对于长期利率的冲击幅度是有限的。回顾2011年来看，10年期国债由于利率波动幅度可控，甚至可以取代短期债券作为一种不错的流动性管理品种，且考虑到第一个结论，长期利率品种就更适合在滞胀时期作为一种进可攻、退可守的品种。

2011年中，不可忽略的是长、短期利率的走势和波幅存在着非常显著的差异，如图1-1-3所示。



图1-1-3 2011年长、短期利率的走势变化差异

资料来源：中央国债登记结算有限责任公司 www.chinabond.com.cn。

第二节 2011年长期利率波动详解

2010年底，突发而至的通货膨胀在2011年蔓延开来，且伴随2010年底以来的上调法定存款准备金率和加息政策出台，新年伊始的国内债券市场就被政策紧缩氛围所笼罩。

从通货膨胀率的变化来看，这是2002年以来所经历的第三轮高通胀时期，但是与前两轮通货膨胀时期相比，长期利率的变化则相对淡定很多。原因是在高通胀进行过程中，中国经济的增长却没有出现前两轮的过热特征，反而呈现出不断回落、下行的态势。不断上行的通货膨胀率和逐渐下行的经济增长速度同时而出现，形成了“滞胀”特征。

从回顾历史角度来看，2011年也是一个中国经济增长周期重要的“分水岭”。始自2002年以来的经济上行大周期在2011年附近形成了重要的转折点。

如果从事后观察来看，中国经济的大周期大致可以做以下三个阶段的划分：

- (1) 2002~2008年：大的增长上行周期；
- (2) 2009~2011年：在“四万亿元”大刺激下推动的“伪”复苏时期；
- (3) 2012年至本书截止日：大的增长下行周期。

因此以2011年为分界线，笔者倾向于将前期作为“旧时期”对待，2012年后则作为“新时期”对待。

当然这种划分是事后总结的结果，因为站在2011年时期，我们并不清晰这是一个重要的历史转折点。

身处2011年，开年的债券市场被通货膨胀走高的预期所困扰，前三个季度中，市场始终在“通货膨胀走高—政策紧缩—资金面紧张—利率上行”的循环中运行，但是非常意外的是在2011年上半年时期中，国际市场动荡不止，一系列意想不到的风险事件依次爆发，这在一定程度上弱化了利率上行的幅度（出自避险因素），而也正是在这种风险事件频发、“避险情绪”阶段性主导市场的时期，国内经济增长因素也发生着微妙的变化。高通胀时期的高增长状况始终没有出现，反而出现了经济增长动能逐级下降的局面，这引发了投资者的逐渐关注。

需要关注的是，外围市场的动荡虽然在一定程度上诱发了中国经济的不确定性，即外需衰退的担忧，但是中国经济的调整与回落主要还是植根于内需的弱化。

一、2011年初至3月17日：通货膨胀忧虑与“避险情绪”的对抗

在2010年底通货膨胀再起、货币政策紧缩不断的氛围中，市场走入2011年，连续数月的高通胀局面，令市场对政策紧缩的预期不断高涨，长期利率也出现了攀升走势，但是这个局面却在2月下旬被突如其来的一系列“风险事件”所逆转。

（一）2011年1月4日至2月21日：通胀高企+紧缩预期不断

在2010年11月份CPI增速上行破“5”之后，12月份的CPI增速虽然略有下行（4.6%），但是依然高于当时的市场预期（4.5%），此外四季度中国的GDP增速水平达到了10%，也显著高于当时的市场主流预期。

在通货膨胀和经济增速双超预期的背景下，市场投资者的加息预期不断高涨，加息传言屡屡不断，长期利率也从年初的3.86%附近上行到1月18日的3.99%一线，该时期处于对去年（2010年）底数据走势的消化阶段。

随后，市场进入了春节前模式，市场主要的聚焦点在于春节前资金面的波动上。长期利率在1月下旬期间基本处于高位整理的格局（4.0%一线），应该说，春节前市场资金面的紧张局面没有给其造成进一步冲击。

最终传言中的加息措施在春节末期落地，在随后的4个交易日中，10年期国债利率从4.0%上冲到4.10%附近（2月12日）。随后的交易日中，由于1月份CPI增速弱于市场预期（市场预期在5.3%，实际增速在4.9%），长期利率稍有回落，并稳定于4.05%一线。

客观来说，这接近2个月的利率上行完全是针对于国内通货膨胀率的变化而展开的。

（二）2011年2月21日至3月17日：突发而至的系列“风险事件”

通货膨胀居高的担忧情绪伴随2月18日提高法定存款准备金率政策落地后而达到极致（2月份中加息、加准政策密集出台），但是由于加准政策并没有进一步恶化资金面状况（反映在加准政策落地后，银行间回购利率并没有异常上升），因此长期利率只是经历了一个短期“脉冲”式的波动。

2月下旬以来，一系列海外“风险事件”成为焦点，这些事件甚至是出乎预期的，而且是多线条、集中式爆发。分别表现为：北非一些国家的政治动荡局面^①引发了市场避险情绪回升、欧洲债务危机担忧情绪引发国际股票市场大幅度下跌、日本大地震以及随后引发的核泄漏危机^②等，其中以日本地震以及核泄漏危机的影响程度最为显著（3月11~17日）。在此阶段，中国10年期国债利率从高点4.07%下跌到3.83%附近，回落幅度近25个基点。

回顾一下，一季度中，大致可划分为两个阶段：第一阶段主要以国内基本面为主导，其发酵、酝酿直至以加息加准先后落地而达到高潮，利率上行约20个基点，在这种悲观预期释放后，突发而至的国际系列“风险事件”引发了第二阶段，利率再度出现了回落。

这里需要提示一个奇特的名词：“风险偏好”，这个词在以前乃至未来的市场评论中会非常常见。

例如，以该阶段的市场变化主导因素来看，我们提及了三个“风险事件”：北非动乱、欧债危机担忧、日本大地震及核泄漏危机。这三个“风险事件”都会引发市场所谓“风险偏好”的变化（各类分析报告中常以risk on/off去表述），但是从笔者自身认识角度来看，有的所谓“风险事件”是密切联系于实际经济基本面的，而有的则是对经济基本面存在着非常模糊的预期影响。

例如，笔者认为欧债危机因素对于中国经济基本面而言，影响的关联性会更大一些，因为其会较为持续的削弱中国的外需，所以该因素对于中国利率市场的影响持续

^① 2010年12月中下旬以来，突尼斯、埃及、利比亚、也门和叙利亚等阿拉伯多国相继陷入动荡、战乱和政权更替，规模、范围和影响之大前所未见，而且持续冲击地区力量格局并波及世界。

^② 2011年3月11日，日本当地时间14时46分，日本东北部海域发生里氏9.0级地震并引发海啸，造成重大人员伤亡和财产损失。地震震中位于宫城县以东太平洋海域，震源深度海底10千米。东京有强烈震感。地震引发的海啸影响到太平洋沿岸的大部分地区。地震造成日本福岛第一核电站1~4号机组发生核泄漏事故。4月1日，日本内阁会议决定将此次地震称为“东日本大地震”。

性会更长一些。而对于北非动乱、日本大地震及核泄漏危机等因素，并不应轻易将其视为持续影响因素，其更多意义上影响的是投资者即时的情绪。

因此“风险事件”的属性应该依据其对于国内经济基本面的影响持续性进行详细分类，当然这种认识在理论上、后视镜性角度来看是容易理解的，当投资者身处其境中，是很难以理性区分的。例如在日本大地震并引发核泄露危机后，当时中国市场中各类分析报告也将其影响联系到了经济基本面角度，比如会引发与日本产业链相关行业生产的放缓、会造成某些物资的缺乏并导致价格上涨（事实上，当时确实在民间引发了居民抢购食盐，造成盐价波动的现实），虽然这一系列预期在后期很快消失，并没有兑现。

针对“风险偏好”的这一问题的理解，笔者会在后面章节中进一步介绍。

二、2011年3月18日至6月7日：国内基本面因素与“避险情绪”的二度交锋

从微观视角来观察2011年的国内利率市场驱动因素，会发现非常有趣。年初至3月中旬的驱动因素在随后的这段时期中再度显现、重复出现。

（一）2011年3月18日至4月7日：通胀预期再度主导

当日本地震引发的核泄漏危机担忧情绪逐渐平缓下来，市场的焦点再度转移回国内，通货膨胀问题依然是主要关注点。3月份的中国CPI指数再度冲破5%，并创下新高，自然对债券市场具有显著冲击，长期利率再度回升到3.90%上方。

针对CPI过高局面，4月5日中央银行宣布再度加息。由于市场对于物价的上涨并最终引发加息已有预期（事实上从3月中下旬以来的利率回升就是在反映通货膨胀的回升，并同步反映消化着加息的预期），加息后长期利率只是短暂性“脉冲”，并定格于3.92%。

（二）2011年4月8日至6月7日：莫名的“风险事件”再度发生

加息过后，也随后落地了提高法定存款准备金率政策，但是由于准备金政策出台后，货币市场资金面依然保持平稳，并没有给长期利率形成更大、更持续性的冲击。

而非常意外的是，在该阶段中两个莫名的“风险事件”依次涌现。

在“311日本大地震”引发核泄漏危机忧虑后，在4月12日，日本核泄漏事件恶化升级，并引发了全球大宗商品价格的暴跌局面。

无独有偶，令人意想不到的是的5月1日，美国宣布击毙了基地组织灵魂人物