



何秀红女士

5年证券从业经验。曾任广发证券股份有限公司债券研究员；

2009年加入工银瑞信，曾任固定收益研究员；2011年2月10日至今，担任工银四季收益债券型基金基金经理；2011年12月27日至今担任工银保本混合基金基金经理。

## 宏观经济与利率市场的分歧

今年以来，利率市场与经济基本面关系出现一些分歧，主要表现为经济增长放缓，CPI下行到2%以内，PPI出现通缩，但是利率市场仅仅维持震荡，收益率维持在较高水平，企业各项债务融资成本也比较高，相对于其经营效应而言是不对等的。

在存在主权风险的国家里，经济衰退与利率高企会并存，然而，中国的主权风险不大，主权评级展望稳定。况且中国债券市场参与主体主要为国内投资机构，对外开放度不高。对利率市场存在决定性影响还是经济基本面以及由此引申的货币政策和资金状况。

经济基本面与债券收益率之间分歧，比较大可能发生在两者的中介——货币政策和资金状况与基本面联系发生了变化。央行今年降息2次，可确加大了存款利率上浮幅度。央行今年降准2次，可在外汇占款增速已经降至个位数，资金面仍然是紧平衡的状态。下半年，央行持续逆回购，且逆回购利率维持在3.35%以上水平，使得资金利率中枢发生改变，由此收益率曲线短端大幅上行，抬高整条收益率曲线水平。

货币政策以及资金面对基本面反应发生变化，在2011年就已经存在，当时经济呈现类滞涨的状态，CPI高点为6.45%，相对前几轮高点而言并不高，但是资金紧张的程度则是史无前例的。这种关系变化，应该是某些结构性因素发生了变化。从我们的观察来看，与2009年的信贷大幅投放，地方政府和企业加大投资有很大的关系。企业和地方政府杠杆提升，对于资金需求会比较大，然而，央行为了应对这次“四万亿”投资所引发

的后遗症，维持相对偏紧的货币政策，与此同时人民币升值预期减弱，外汇占款增速大幅下降。

这种结构性因素变化，改变了货币政策以及资金面对基本面反应，使得利率市场和基本面关系也发生变化。如果央行持续保持相对谨慎的货币政策，政府和企业的杠杆逐渐降低，资金状况与基本面关系将会逐渐向此前关系恢复。

利率市场同时受到周期性和结构性因素影响，我们往往会考虑到周期性变动的的影响，却很难估计结构性发生了哪些变化。在一个比较短的时间里，结构性因素确实难以辨识，对市场影响主要还是周期性因素。

### 重要提示：

提示：本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。投资有风险，过往业绩并不代表其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩不构成新基金业绩表现的保证，有关数据仅供参考，不构成任何承诺。投资者投资工银瑞信基金管理有限公司管理的的产品时，应认真阅读相关法律文件。

工银瑞信在本材料中的所有观点仅代表工银瑞信在本材料成文时的观点，工银瑞信有权对其进行调整。若本材料转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表工银瑞信的立场。除非另有明确说明，本材料的版权为工银瑞信所有。未经工银瑞信的书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、复制或修改。

公司地址：北京市西城区金融大街丙 17 号北京银行大厦 8 层  
邮政编码：100033  
客服热线：400-811-9999（免长途费）  
公司网址：www.icbccs.com.cn