

# 政策暖风惹人醉 A 股佳期正当时

——鑫元周观点（2023.07.24-2023.07.30）

## 一、核心观点

**宏观方面**，7 月中央政治局会议召开，市场信心大振。会议指出要加大宏观政策调控力度，加强逆周期调节和政策储备，不断推动经济运行持续好转。会议同时指出要活跃资本市场，提振投资者信心。对于房地产及地方债务问题，会议表示要适时调整优化房地产政策，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。本次中央政治局会议正面回应市场关切，政策取向积极，极大提振了市场信心。

**权益市场方面**，A 股上周在估值低点和情绪低点遇到政策态度转向，触底反弹，主要宽基指数全线上涨。我们认为权益市场进入政策友好阶段，未来可以乐观一点。首先，政治局会议超预期的逆周期调节政策表态令基本面企稳预期得到强化，房地产政策转暖有望使得地产对库存周期的抑制作用减弱，A 股基本面存在向上修复机会。其次，政治局会议罕见提及“活跃资本市场”，资本市场成交额上升、资金流入预期增强，在市场对复苏预期仍存在疑虑和分歧的情况下，有利于风险偏好和估值提升。总的来看，现在市场仍处在一个赔率较高的位置，进入 2023 年的下半年，我们对权益市场的下半场保持信心。

**固收市场方面**，上周一召开的政治局会议内容大超市场预期，引发了市场对于“强预期”的担忧，权益市场、债市反应强烈。政治局会议再一次终止了利率突破前低的步伐，这进一步说明 10 年国债短期的底大概率就在 2.6%附近；虽然周内市场情绪有所好转，但暂时还难言已经完全企稳；当然机遇与压力并存，调整意味着更好的配置点位和更大的择券空间；策略上，建议先耐心等待，组合优先侧重流动性，重点关注后续出台的具体政策举措、风险偏好变化以及市场的预期走向。

## 二、宏观动态

### （一）国内宏观

中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议指出，我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变。会议强调，做好下半年经济工作，要着力扩大内需、提振信心、防范风险；要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备；要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展；要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；要活跃资本市场，提振投资者信心。

1~6 月份全国规模以上工业企业利润下降 16.8%，降幅有所收敛。据国家统计局数据，1-6 月规模以上工业企业利润总额 33884.6 亿元，同比下降 16.8%，降幅比 1-5 月份收窄 2.0 个百分点；6 月份，规模以上工业企业实现利润总额 7197.6 亿元，同比下降 8.3%，降幅较 5 月份收窄 4.3 个百分点。

在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议在京召开。国务院副总理何立峰出席会议并讲话称，城中村改造是一项复杂艰巨的系统工程，要从实际出发，采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造。实行改造资金和规划指标全市统筹、土地资源区域统筹，促进资金综合平衡、动态平衡。必须实行净地出让。坚持以市场化为主导、多种业态并举的开发运营方式。

国家发改委印发《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作努力调动民间投资积极性的通知》。通知提出，将在交通、水利、清洁能源、新型基础设施、先进制造业、现代设施农业等领域中，选择一批市场空间大、发展潜力强、符合国家重大战略和产业政策要求、有利于推动高质量发展的细分行业，鼓励民间资本积极参与；全面梳理吸引民间资本项目清单，形成拟向民间资本推介的重大项目清单。

住建部表示进一步落实好“认房不认贷”等房地产政策措施。住房和城乡建设部部长倪虹召开企业座谈会，就建筑业高质量发展和房地产市场平稳健康发展与企业进行深入交流。倪虹强调，要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施。

### （二）海外宏观

**美国二季度 GDP 超预期。**二季度美国 GDP 按年率计算增长 2.4%，高于一季度的 2%，同时高于预期的 1.8%。与今年一季度相比，二季度 GDP 增长加快主要反映了私营部门库存投资回升和非住宅类固定投资增加，但消费者支出减弱、出口下降和政府开支减少部分抵消了以上因素的影响。

**美国 6 月核心 PCE 物价指数低于预期。**美国 6 月核心 PCE 同比升 4.1%，为 2021 年 9 月以来最小增幅。预期升 4.2%，前值升 4.6%；环比升 0.2%，预期升 0.2%，前值升 0.3%。美国 6 月个人支出环比升 0.5%，预期升 0.4%，前值自升 0.1%修正至升 0.2%。

**美联储如期加息 25 个基点。**美联储在 7 月议息会议上将联邦基金利率目标区间上调至 5.25%到 5.50%，创 2001 年 1 月以来最高。美联储已累计加息 11 次，累计加息幅度达 525 个基点。FOMC 声明显示，经济活动以温和步伐扩张；就业增长强劲，失业率保持低位。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，未来加息仍将取决于数据，9 月加息和不加息都有可能。

**欧洲央行如期加息 25 个基点。**欧洲央行表示，总体上，基础通胀仍然较高，通胀预期仍将在太长时间居高不下，利率决策将继续基于对通胀前景的评估，关键利率将设定在足够严格的水平上；未来的决定将确保在必要的时间内，利率将被设定在足够限制性的水平，以实现通胀及时回归到 2%的中期目标。

**日本央行对收益率曲线控制区间进行调整。**日本央行将基准利率维持在-0.1%不变，将 10 年期国债收益率目标维持在 0%附近，符合市场预期。日本央行调整收益率曲线控制（YCC）政策，将灵活控制 10 年期收益率，允许 10 年期国债收益率在 0.5 个百分点左右波动。

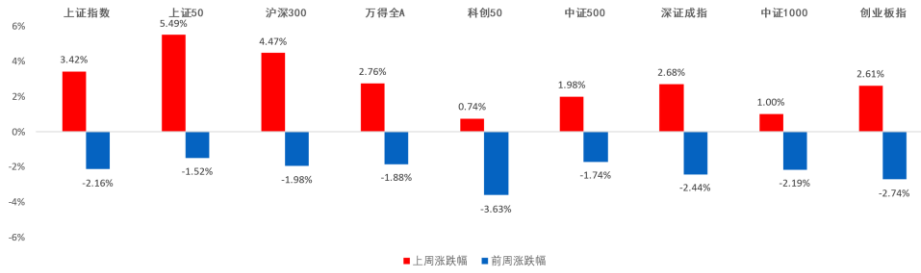
### 三、市场回顾

#### （一）权益市场

##### 1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数均上涨，风格上大盘价值略占优。截至 7 月 28 日（上周五），中证 1000 上涨 1.00%，万得全 A 上涨 2.76%，创业板指上涨 2.61%，中证 500 上涨 1.98%，上证指数上涨 3.42%，科创 50 上涨 0.74%，上证 50 上涨 5.49%，沪深 300 上涨 4.47%，深证成指上涨 2.68%。从行业板块看，上周**非银行金融、综合金融、房地产、银行、建材**领涨，**传媒、国防军工**领跌。上周大盘/小盘风格指数为 0.19，较前周略升，价值/成长风格指数为 0.58，相较前周略升，风格上以大盘价值略占优。

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

图 2：上周 A 股市场风格走势



数据来源：Wind、鑫元基金

## 2、权益市场估值

上周各宽基指数估值均上行。当前各主要宽基指数估值水平全都在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周**钢铁、综合金融、食品饮料、非银行金融、汽车、建材**估值领涨。当前**综合金融、传媒、交通运输、电子、电力及公用事业**板块估值处于历史较高水平；**煤炭、电力设备及新能源、有色金属、通信、石油石化**板块估值处于历史较低水平。

图 3：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2023/7/28	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数
上证指数	13.3	↑ 0.44	27.2	↑ 11.63	46.4%	55.7%	44.4%
深证成指	23.6	↑ 0.58	44.2	↑ 3.99	32.1%	23.6%	5.5%
上证50	10.1	↑ 0.50	35.4	↑ 16.90	54.9%	55.6%	41.8%
沪深300	12.0	↑ 0.48	32.3	↑ 14.62	42.3%	39.2%	30.6%
中证500	23.3	↑ 0.47	17.4	↑ 2.73	24.0%	46.5%	48.0%
中证1000	36.0	↑ 0.44	31.3	↑ 2.41	31.3%	49.2%	47.8%
创业板指	31.9	↑ 0.09	4.2	↑ 0.23	4.2%	8.2%	2.0%
科创50	40.3	↑ 0.25	9.0	↑ 1.46	9.0%	9.0%	9.5%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 4：上周 A 股市场中信一级行业 PE（TTM）

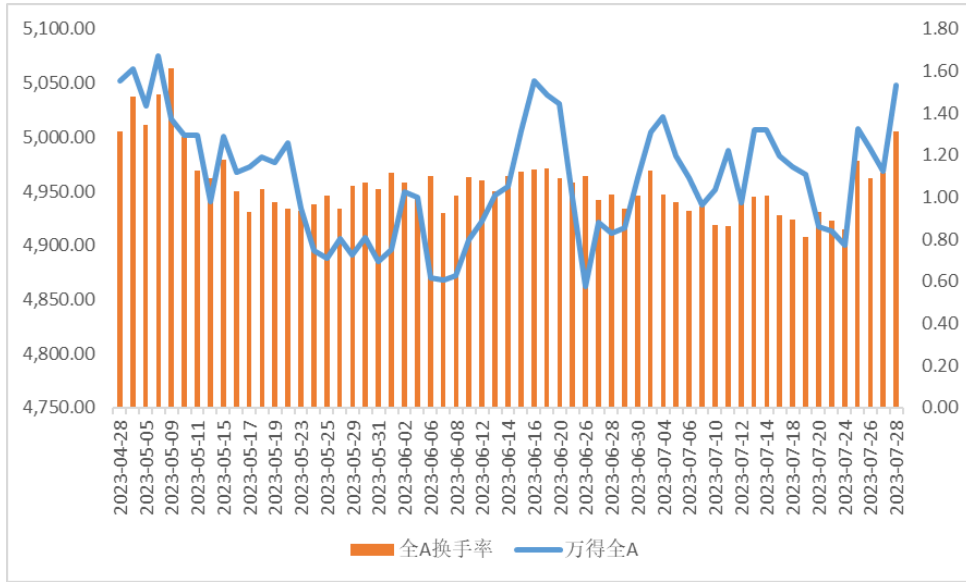
	2023/7/28	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数
石油石化(中信)	10.7	↑ 0.03	11.74%	↑ 0.22	11.7%	22.7%	36.2%
煤炭(中信)	6.2	↑ 0.09	0.63%	↑ 0.54	0.6%	1.2%	1.8%
有色金属(中信)	15.2	↑ 0.25	3.55%	↑ 1.37	3.6%	6.4%	10.1%
电力及公用事业(中信)	26.0	↓ 1.23	69.89%	↓ 5.82	69.9%	62.2%	48.3%
钢铁(中信)	48.0	↑ 3.51	77.13%	↑ 2.28	77.1%	99.8%	99.8%
基础化工(中信)	21.9	↑ 0.32	18.48%	↑ 2.31	18.5%	35.8%	35.3%
建筑(中信)	10.9	↑ 0.43	47.88%	↑ 8.49	47.9%	73.2%	82.2%
建材(中信)	23.4	↑ 1.45	66.84%	↑ 4.64	66.8%	99.6%	99.9%
轻工制造(中信)	36.4	↑ 1.20	58.39%	↑ 4.45	58.4%	99.8%	99.8%
机械(中信)	37.2	↑ 0.01	29.83%	↑ 0.06	29.8%	38.1%	41.9%
电力设备及新能源(中信)	22.9	↓ 0.10	0.56%	↑ 0.04	0.6%	1.1%	1.3%
国防军工(中信)	68.3	↑ 0.07	41.93%	↑ 0.08	41.9%	54.9%	48.0%
汽车(中信)	39.6	↑ 1.49	79.17%	↑ 3.42	79.2%	59.7%	35.8%
家电(中信)	16.5	↑ 0.47	33.76%	↑ 7.21	33.8%	30.2%	30.2%
纺织服装(中信)	38.6	↑ 1.00	81.99%	↑ 3.81	82.0%	84.5%	80.4%
医药(中信)	39.6	↑ 1.24	47.16%	↑ 11.27	47.2%	52.0%	38.4%
食品饮料(中信)	33.3	↑ 1.84	63.98%	↑ 15.85	64.0%	41.6%	12.7%
银行(中信)	4.9	↑ 0.27	18.05%	↑ 7.56	18.0%	17.7%	28.2%
非银行金融(中信)	16.8	↑ 1.76	41.06%	↑ 17.92	41.1%	59.2%	75.1%
交通运输(中信)	32.4	↑ 0.98	85.01%	↑ 2.30	85.0%	76.4%	62.3%
电子(中信)	62.2	↓ 0.47	75.72%	↓ 0.79	75.7%	71.7%	67.8%
通信(中信)	21.5	↑ 0.02	8.93%	↑ 0.22	8.9%	17.3%	27.5%
计算机(中信)	101.7	↑ 0.24	62.55%	↑ 0.19	62.6%	39.9%	25.6%
传媒(中信)	154.8	↓ 5.01	91.95%	↓ 0.47	91.9%	80.0%	76.2%
综合金融(中信)	70.7	↑ 2.85	97.39%	↑ 0.60	97.4%	97.4%	97.1%

数据来源：Wind、鑫元基金

### 3、权益市场情绪

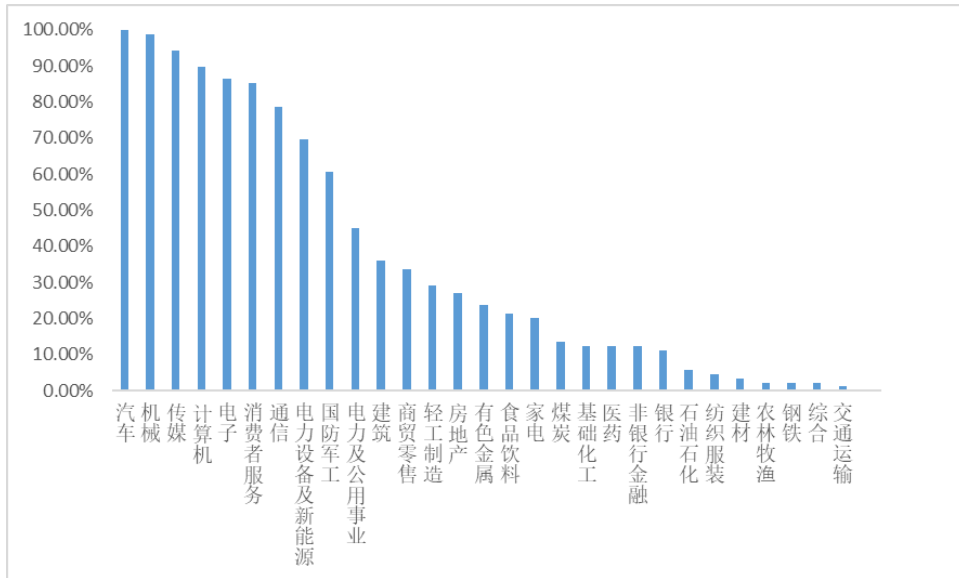
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，市场价量齐升，是一个较为良好的信号。从行业拥挤度的角度，汽车，机械行业拥挤度较高，TMT 行业拥挤度小幅提升。从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价仍为 5.65%，处于历史 82%分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择，但是注意市场短期下行的风险。

图 5：全市场换手率



数据来源：Wind、鑫元基金

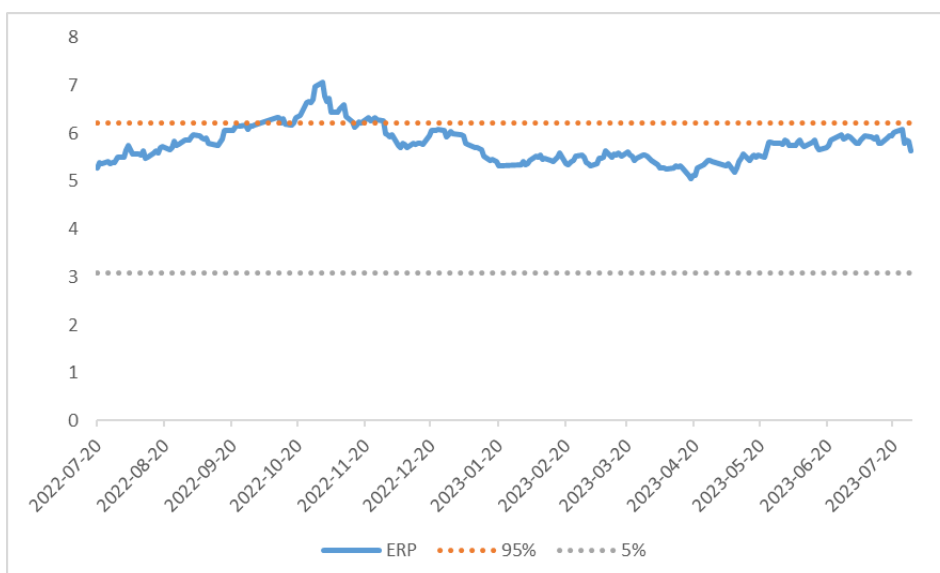
图 6：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind、鑫元基金



图 7：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债

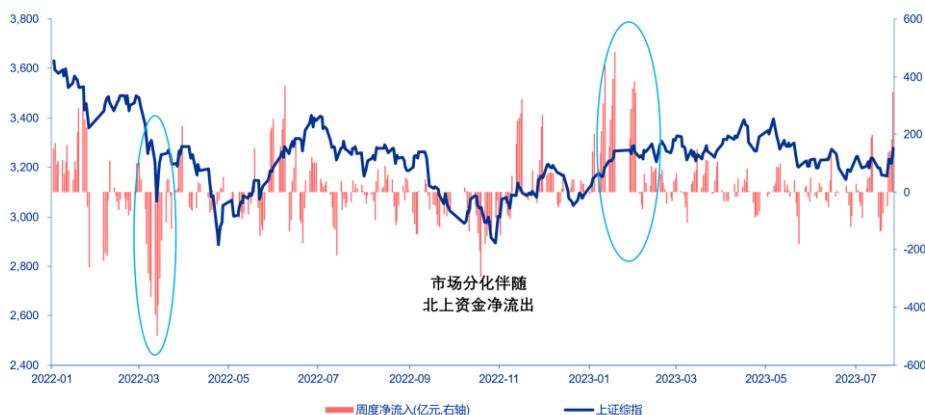


数据来源：Wind、鑫元基金

#### 4、权益市场资金

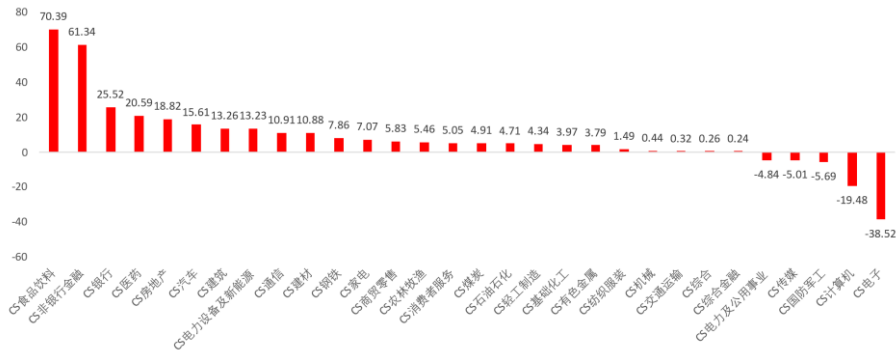
上周北向资金净流入 242.74 亿元，上上周净流出 75.25 亿元，最近一周北向资金由净流出转为净流入。上周增持金额排行靠前的行业是食品饮料（↑ 70.39）、非银行金融（↑ 61.34）、银行（↑ 25.52）、医药（↑ 20.59）、房地产（↑ 18.82）；减持金额排名靠前的行业是电子（↓ 38.52）、计算机（↓ 19.48）、国防军工（↓ 5.69）、传媒（↓ 5.01）、电力及公用事业（↓ 4.84）。

图 8：北向资金周度净流入情况（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

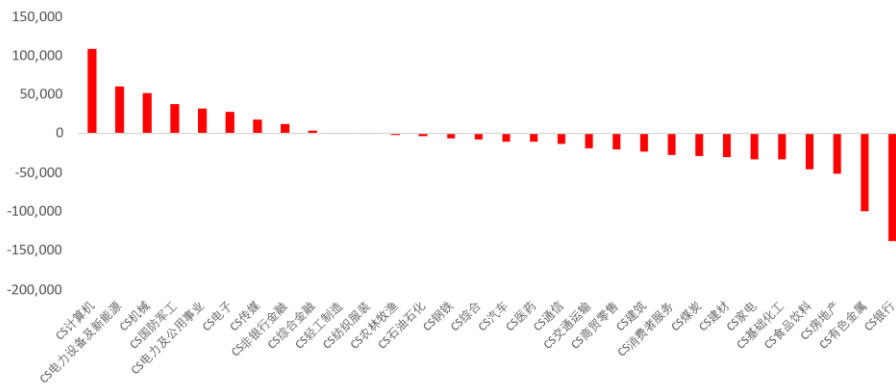
图 9：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

7月28日，两融资金占比为6.60%，7月21日为6.44%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至7月28日，上周融资净买入最大的五个行业为计算机、电新、机械、国防军工、电力及公用事业。

图 10：上周两融资金行业流向（万元）



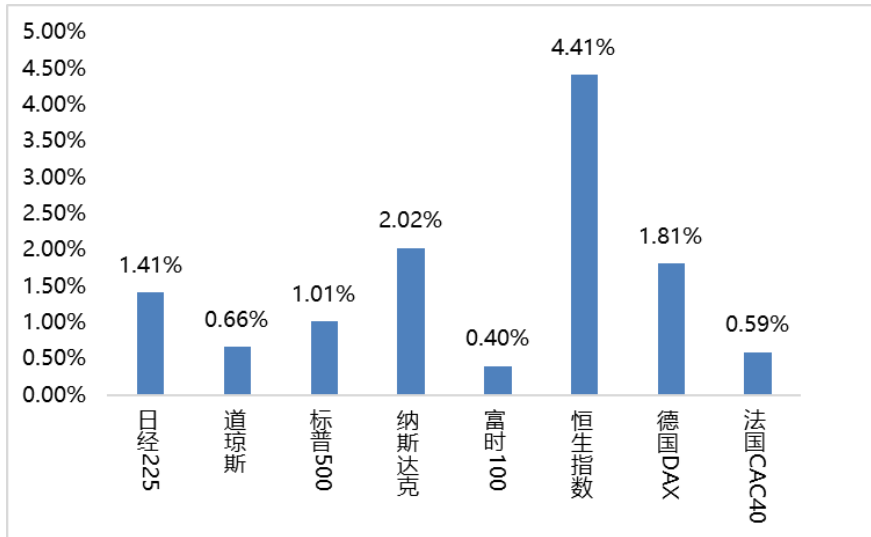
数据来源：Wind、鑫元基金

## 5、海外权益市场

上周海外股市集体上涨。美国股市方面，道指上涨0.66%，标普500上涨1.01%，纳指上涨2.02%；欧洲股市方面，英国富时100上涨0.40%，德国DAX上涨1.81%，法国CAC40上涨0.59%；亚太股市方面，日经指数上涨1.41%，恒生指数上涨4.41%。



图 11：上周海外主要指数涨跌

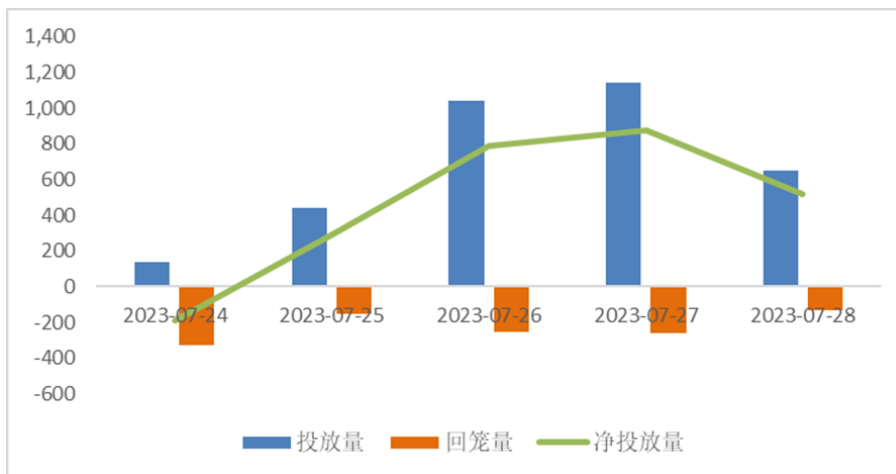


数据来源：Wind、鑫元基金

## （二）资金市场

**公开市场操作：**上周央行开展 3410 亿元逆回购和 600 亿元国库现金管理操作，因有 1120 亿元逆回购到期，实现净投放 2890 亿元。

图 12：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

跨月资金面波动情况，7 月末财政支出支撑 8 月上旬流动性。

**政府债发行：**本周国债无发行计划，地方政府债发行 2651.6 亿元，整体净缴款 1597 亿元。

表 1：7 月 31 日-8 月 4 日政府债发行缴款

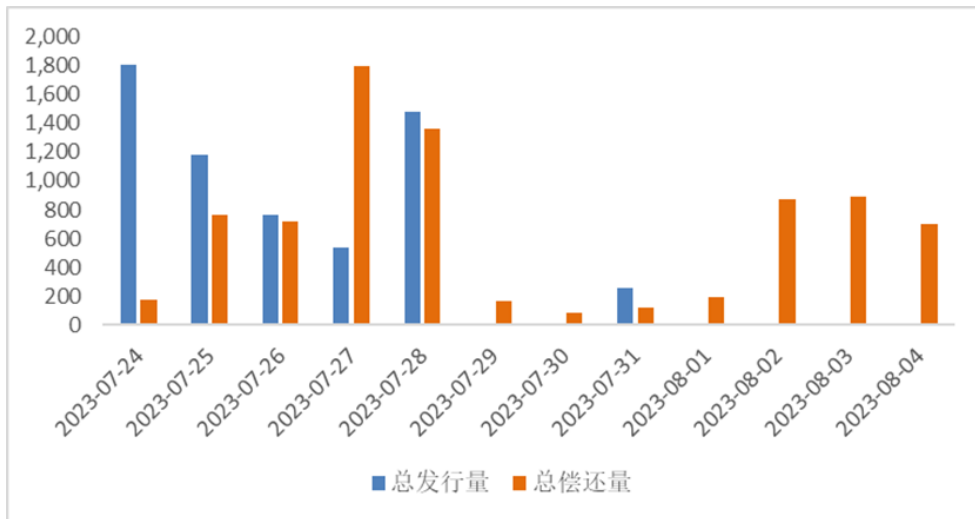
单位：亿元

	7 月 31 日		8 月 1 日		8 月 2 日		8 月 3 日		8 月 4 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	154.9	0	186.8	0	1637.6	0	0	0	672.3
到期	0	18.8	0	377.5	0	0	403.9	50.7	0	120.9
缴款	300.8	300	0	154.9	0	175.4	0	1637.6	0	0
净缴款	582		-222.6		175.4		1183		-120.9	

数据来源：Wind、鑫元基金

**同业存单发行：**7 月 31 日-8 月 4 日，同业存单到期量 3030 亿元。接下来三周分别到期 6394 亿元、4386 亿元和 5543 亿元，整体而言 8 月到期量和 7 月相差不多。

图 13：同业存单到期与发行



数据来源：Wind、鑫元基金

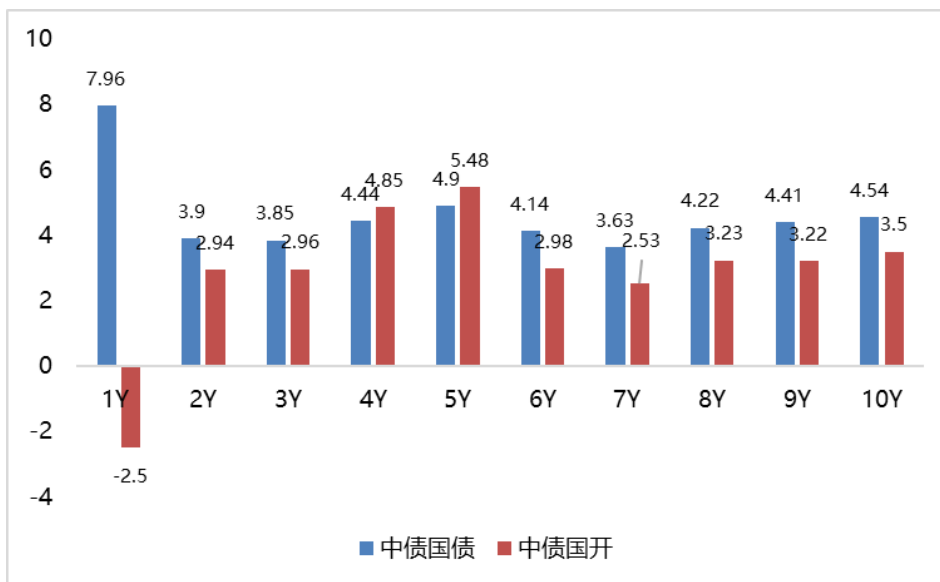
**回购市场：**临近跨月，资金利率维持低位震荡。DR001 在 1.39-1.53%之间窄幅波动，R001 在 1.52-1.65%之间，二者均值分别较前一周下行 4bp、5bp。7 天资金利率先上后下，上周二开始，7 天资金可以跨月，DR007 和 R007 分别较上周一上行 9bp、38bp 至 1.86%、2.15%，达到周内最高点，而后转为下行，上周五分别收至 1.82%、1.96%，DR007 均值较前一周下行 2bp，而 R007 上行 9bp。7 月 24-28 日，银行间质押式回购日均成交 7.87 万亿元，略高于前一周的 7.86 万亿元。上周一至上周三成交量均在 8 万亿元以上，上周四、上周五分别降至 7.8 万亿元、7 万亿元。上周一至上周三隔夜成交量也均在 7 万亿元以上，而后降至 6.8 万亿元、6.1 万亿元。

**票据利率：**月末时点，规模因素主导市场，买盘机构进场抢票下，票价震荡下行，短期票价跌幅明显。上周一上周二，一级市场票源供给增速放缓，卖盘力量维持，买盘机构收票情绪较上周明显回暖，供需博弈下票价震荡下行。上周三，随着企业融资贴现意愿释放及开

票量整体提振，卖盘供给情绪有所回暖，各期限票出口较多，反观买盘则观望情绪较浓，收口力量不足，供需博弈下，票价整体上涨，但上周三尾盘收口出现异动，部分机构进场喊价收票，价格有所下调。上周四上周五，受加规模影响，部分机构纷纷进场抢票，开盘报价便大幅下跌，短期票一票难求，国股 1M 票价跌至 0.01%，市场交投活跃，供需博弈下，票价大幅下跌。

### (三) 债券市场

图 14：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 2：中债国债期限利差（2023 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	42.67	19.62	21.23	69.31
环比	-4.11	1.05	-0.36	-3.46
年初以来	11.96	-4.44	2.16	64.58
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	27.52	15.78	18.19	55.12
2016 年以来分位数	89.66%	76.85%	73.26%	58.60%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差（2023 年 7 月 30 日）

项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	37.52	33.45	35.63	31.54	46.93
环比	8.38	4.04	3.75	-1.04	-0.72
年初以来	-10.31	-18.77	-27.6	-22.29	-19.99
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
2016 年以来平均值	48.19	37.82	40.53	45.02	45.50

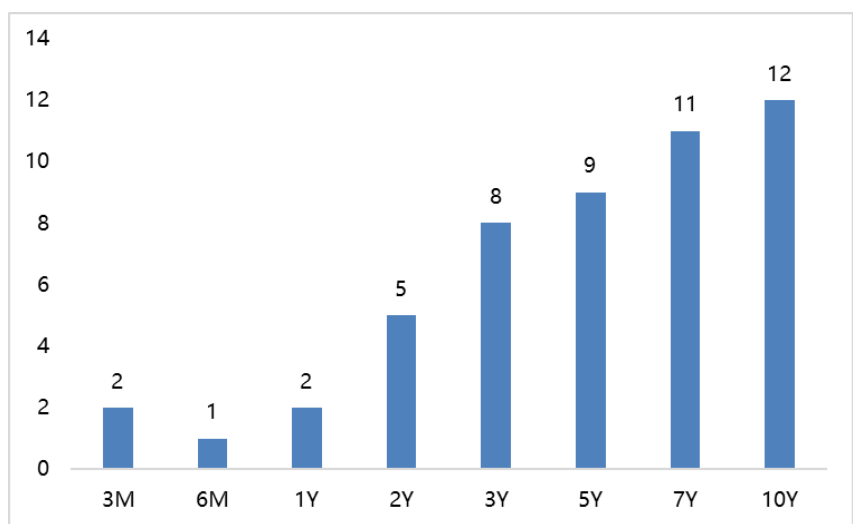
2016 年以来分位数	28.90%	37.50%	33.28%	9.65%	56.49%
-------------	--------	--------	--------	-------	--------

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周除 1 年期中债国开外，利率债各期限收益率集体上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 7.96BP 至 1.8181，3 年期上行 3.85BP 至 2.2448，5 年期上行 4.9BP 至 2.4410，10 年期上行 4.54BP 至 2.6533。

长期限高等级票据信用利差短期走阔，长期收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 8.38BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 4.04BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 3.75BP。

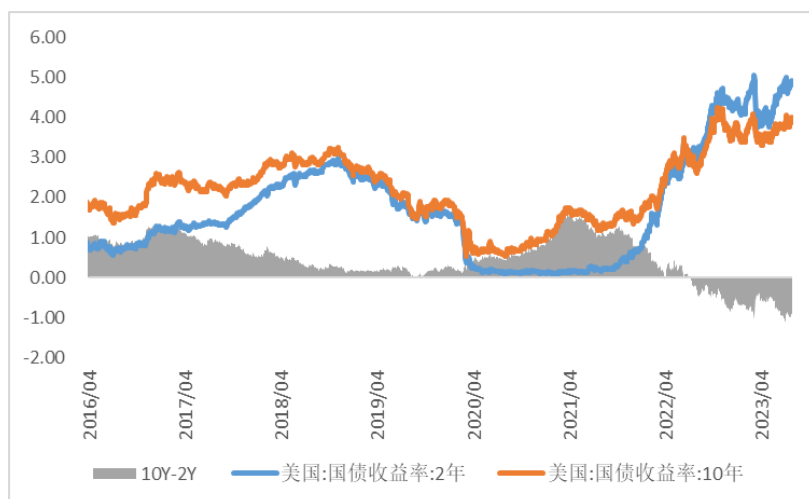
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体上行。上周四，美国当周初次申请失业金人数降至 22.1 万人，创下四个月以来的低位。第二季度美国 GDP 折合成年率增长 2.4%，好于市场普遍预期的 2%。这些数据再次体现出美国经济的韧性，使得上周四美联储一如预期地将利率上调了 25BP。叠加上周五美国 6 月核心 PCE 物价指数超预期回落（同比升 4.1%，为 2021 年 9 月以来的最小增幅），市场对于美联储将在更长的时间里维持更高利率的预期增强。上周 10 年期美债收益率上行 12BP，10 年期国债收益率上行 4.54BP，中美利差倒挂程度有所加深。全周来看，1 年期美债收益率上行 2BP，3 年期美债收益率上行 8BP，10 年期美债收益率上行 12BP。

图 16：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

#### (四) 外汇市场

上周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率升值。上周美元指数上涨 0.62%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.17%，即期汇率升值 0.20%，离岸人民币汇率升值 0.50%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	101.713	7.1338	7.1645	7.1534
对照日期	101.0857	7.1456	7.179	7.1895
涨跌	0.62%	0.17%	0.20%	0.50%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

## 四、市场展望及投资策略

### (一) 宏观展望

7 月中央政治局会议召开，市场信心大振。会议指出要加大宏观政策调控力度，加强逆周期调节和政策储备，政策总基调较 4 月会议更为积极。本次会议围绕扩大内需、提振信心、防范风险三方面做出一系列政策部署。扩大内需方面，会议指出要发挥消费拉动经济增长的基础性作用，提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。

提振信心方面，会议指出要活跃资本市场，提振投资者信心，同时要大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展。防范风险方面，会议指出要适时调整优化房地产政策，有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。本次中央政治局会议正面回应市场关切，政策取向积极，极大提振了市场信心。海外方面，美联储 7 月议息会议加息 25BP，但市场普遍预期美联储加息已近尾声，市场反应较为平淡。

## **（二）权益市场展望和策略**

A 股上周在估值低点和情绪低点遇到政策态度转向，触底反弹，主要宽基指数全线上涨。考虑三季度 PPI 翘尾因素将减弱，叠加近期商品价格回升对 PPI 形成拉动，同时政策端对需求可能也会形成一定提振，未来工业企业利润数据有望延续改善。高频数据方面，虽然需求端消费和出口有所恢复，但地产和基建仍未见改善。人民币汇率升值，北上资金由上周的净流出转为大幅净流入。市场情绪指标在上周一触底后开启上行周期，成交额反弹，但换手率较上周进一步下行。沪深 300 期权隐含波动率从极低位置有所提升，但仍处于底部区域。我们偏向认为权益市场进入政策友好阶段，可以乐观一点。首先，政治局会议超预期的逆周期调节政策表态令基本面企稳预期得到强化，房地产政策转暖有望使得地产对库存周期的抑制作用减弱，A 股基本面存在向上修复机会。其次，政治局会议罕见提及“活跃资本市场”，资本市场成交额上升、资金流入预期增强，在市场对复苏预期仍存在疑虑和分歧的情况下，有利于风险偏好和估值提升。此外，观察情绪指标，今年以来每轮情绪指标上行/下行周期持续 1 个月左右，这一轮的不一样之处在于：（1）有政策催化，且未来一段时间可能会有进一步政策落地，（2）库存周期、PPI、盈利周期都有望于 3 季度见底。政策预期改善，基本面筑底，情绪上行，展望后市，可以乐观一点。风险方面，若后续执行层面政策不及预期，或进入政策效果验证期，市场阻力可能加大。总的来看，现在市场仍处在一个赔率较高的位置，进入 2023 的下半年，我们对权益市场的下半场保持信心。结构层面，目前公募基金发行仍然低迷，且偏股型基金仓位相对高位，同时海外流动性不确定因素仍存，在缺乏增量资金入场的情况下，行情板块的持续性可能受限，短期行业层面机会将以修复性的交易机会为主。关注政治局会议带来的新线索，包括地产及地产链、顺周期大宗商品、一带一路、金融。

## **（三）债券市场展望和策略**

基本面低位徘徊、资金面延续宽松、政治局会议对于当前经济形势、地产供需格局、资本市场态度及后续逆周期调节的政策定调大超市场预期，引发了市场对于“强预期”的担忧，权益市场、债市反应强烈：截至上周五收盘，上证指数周内涨幅超 3.5%，10 年国债从 2.595%



上行至 2.655%。

政治局会议再一次终止了利率突破前低的步伐，这进一步说明 10 年国债短期的底大概率就在 2.6%附近，从上周一、上周二的市场反应来看，调整还是比较剧烈的，主要在于前期市场对于基本面、政策预期过于一致且悲观，导致各类型机构的仓位、久期都处于比较高的状态，一旦有预期差出现，就会导致剧烈波动，虽然上周三、上周四市场情绪有所好转，但暂时还难言市场已经完全企稳。

当然机会也是和压力并存的，一方面具体政策措施及效果还有待验证，毕竟经济运行大周期及上层调控逻辑发生了较大变化，强预期到弱现实改变的过渡注定是需要较长时间的，过程肯定还会是曲折和起伏的，另外流动性宽松环境还在、降准甚至降息的可能还在；最后，机构配置需求仍在，调整意味着更好的配置点位和更大的择券空间。策略上，建议先耐心等待，组合优先侧重流动性，重点关注后续出台的具体政策举措、风险偏好变化以及市场的预期走向。

**风险提示：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。

本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。