

# 政策进入密集落地期 市场风险偏好回升

——鑫元周观点（2023.07.31-2023.08.06）

## 一、核心观点

**宏观方面**，7月PMI小幅改善，政策进入中央政治局会议召开后的密集落地期。7月官方制造业PMI录得49.3%，连续两个月环比改善。7月中央政治局会议对活跃资本市场、适时调整地产政策、化解地方政府债务等方面作出了总体部署，中央政治局会议召开后，各项政策进入密集落地期。证监会召开会议讨论活跃资本市场的具体举措，央行召开会议指出要指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率，发改委出台恢复和扩大消费二十条措施，财政部出台政策对小微企业等进行税收减免。中央政治局会议高屋建瓴作出部署，各项政策落地需见实效，若政策效果不佳，后续政策力度或将继续提升。

**权益市场方面**，A股上周震荡上行，风险偏好有所改善。北向资金方面，此前两次大幅流入均可以看作海外资金基于全球资产配置视野下的资产再平衡，流入的驱动力分别来源于海外经济体预期恶化和外资对于国内经济预期转好。目前来看，北向资金在回补了此前低配之后，将会变为正常的流入状态。上周的资金更多流入宽松交易预期下的行业，包括强宏观的非银、地产和汽车等，以及人工智能相关的计算机和通信等行业。后续要关注的点有：1）地产政策出台的速度和强度，例如一线城市的放松力度；2）活跃资本市场的相关政策落地，继续推动非银等行业的反弹；3）货币政策的进一步宽松，比如降准的可能性。

**固收市场方面**，上周政治局会议后，各部委密集出台各项政策举措，整体处于市场预期内，其中央行提到要有序降低存量房贷利率，引发了市场对于进一步压降存款利率、降准降息的预期，叠加月初资金价格中枢下移，债市整体震荡走强、短端好于长端。目前政治局会议对于市场的冲击已逐步消散，后续债市方向如何抉择，仍取决于政策效果及经济基本面能否有所改善，短期债市大概率处于窄幅震荡格局；策略上，利率账户建议保持中性久期和仓位，信用组合建议坚持票息和适度杠杆策略。

## 二、宏观动态

### (一) 国内宏观

7月PMI连续2个月小幅回升，我国经济延续恢复发展态势。中国7月官方制造业PMI为49.3%，环比上升0.3个百分点，连续2个月平稳上升；非制造业PMI为51.5%，下降1.7个百分点；综合PMI产出指数为51.1%，下降1.2个百分点。

李强总理主持召开国务院常务会议。会议强调，要加强逆周期调节和政策储备研究，相继出台新的政策举措，更好体现宏观政策的针对性、组合性和协同性。要着力激发民间投资活力，加快解决拖欠企业账款问题，坚决整治乱收费、乱罚款、乱摊派。要活跃资本市场，提振投资者信心。要调整优化房地产政策，根据不同需求、不同城市等推出有利于房地产市场平稳健康发展的政策举措，加快研究构建房地产业新发展模式。

央行、外汇局召开2023年下半年工作会议。会议指出，要支持房地产市场平稳健康发展。因城施策精准实施差别化住房信贷政策，继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行，更好满足居民刚性和改善性住房需求。指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。

四部门联合召开新闻发布会，介绍“打好宏观政策组合拳，推动经济高质量发展”有关情况。央行重磅回应降准、降息等问题称，将综合评估存款准备金率政策，目标是保持银行体系流动性合理充裕。要科学合理把握利率水平，适时适度做好逆周期调节，防止资金套利和空转。未来还将继续发挥好贷款市场报价利率改革效能和指导作用，指导银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。国家发改委表示，持续谋划研究一批针对性更强、力度更大的储备政策，根据形势变化及时分批出台实施。财政部表示，将于近期公布税费优惠政策后续安排，稳定预期、提振信心。国家税务总局要求，持续抓好政策落实“最后一公里”，确保纳税人缴费人便利快捷享受到真金白银的政策红利。

国务院新闻办公室举行国务院政策例行吹风会。《关于恢复和扩大消费的措施》近日发布，围绕稳定大宗消费、扩大服务消费、促进农村消费、拓展新型消费、完善消费设施、优化消费环境等六大方面，提出20条政策举措。国务院新闻办公室举行国务院政策例行吹风会，介绍恢复和扩大消费措施有关情况。国家发改委指出，促消费政策不是所谓的“掏空钱包”“透支需求”；针对汽车消费细分市场，将研究优化更多大众化、普惠性的支持政策。商务部表示，将积极会同有关部门用好政策空间进一步促进消费恢复和扩大。

8月1日出版的第15期《求是》杂志发表国家领导人重要文章《加强基础研究 实现高水平科技自立自强》。文章强调，加强基础研究，是实现高水平科技自立自强的迫切要求，是

建设世界科技强国必由之路。应对国际科技竞争、实现高水平科技自立自强，推动构建新发展格局、实现高质量发展，迫切需要加强基础研究，从源头和底层解决关键技术问题。

中国结算拟自 10 月起进一步降低股票类业务最低结算备付金缴纳比例。将该比例由现行的 16%调降至平均接近 13%，并正式实施股票类业务最低结算备付金缴纳比例差异化安排，具体为：根据结算参与人资金收付时点设定不同的缴纳比例，其中结算参与人可就托管业务向中国结算自主申报选择适用差异化或固定最低结算备付金比例计收方式。

## （二）海外宏观

美国 7 月非农数据小幅不及预期。7 月季调后非农就业人数增加 18.7 万人，为 2020 年 12 月以来最小增幅，预期 20 万人，前值自 20.9 万人修正至 18.5 万人；失业率为 3.5%，预期及前值均为 3.6%；薪资稳健增长，平均时薪同比上升 4.4%，预期 4.2%，前值 4.4%；环比升 0.4%，预期 0.3%，前值 0.4%；就业参与率为 62.6%，与预期及前值一致。美国总统拜登表示，失业率接近历史最低水平，处于工作年龄美国人工作比例创 20 年来新高。美联储博斯蒂克称，美国就业增长正有序放缓，没必要进一步加息。

美国上周初请失业金人数小幅升至 22.7 万，仍接近年内最低水平。美国上周初请失业金人数为 22.7 万人，预期 22.7 万人，前值 22.1 万人；7 月 22 日当周续请失业金人数 170 万人，符合预期，前值自 169 万人修正至 167.9 万人。7 月挑战者企业裁员人数 2.37 万人，创去年 8 月以来新低，前值 4.07 万人。

惠誉将美国的长期评级从“AAA”下调至“AA+”。美国的评级下调反映了未来三年预计的财政恶化情况，以及不断增长的政府债务负担。惠誉预计美联储将在 9 月再次加息，将利率提高至 5.5%-5.75%；预计美国政府总体赤字将从 2022 年的 3.7%上升至 2023 年的 6.3%；预计美国今年实际 GDP 年增长率将从 2022 年的 2.1%降至 1.2%。

## 三、市场回顾

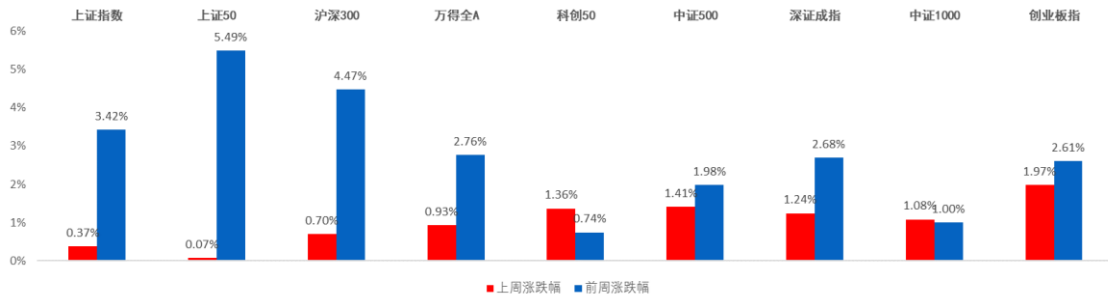
### （一）权益市场

#### 1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数均上涨，风格上维持震荡。截至 8 月 4 日（上周五），上证指数上涨 0.37%，上证 50 上涨 0.07%，沪深 300 上涨 0.70%，万得全 A 上涨 0.93%，科创 50 上涨 1.36%，中证 500 上涨 1.41%，深证成指上涨 1.24%，中证 1000 上涨 1.08%，创业板指上涨 1.07%。从行业板块看，上周综合金融、房地产、非银行金融、传媒、通信领涨，医药、煤炭、纺织服装、石油石化、交通运输领跌。上周大盘/小盘风格指数为 0.19，较前周持平，价值/成长风

格指数为 0.58，较前周持平，风格上维持震荡，预计后续与宏观经济相关度较强的大盘价值风格或仍可占优，随着宏观经济回升的确定性日趋增强，收益弹性更大的小盘成长或将逐渐回归。

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多数上行。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**传媒、计算机、电子、非银行金融、电力设备及新能源**估值领涨。当前**传媒、综合金融、交通运输、纺织服装、汽车**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)

	2023/8/4	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	↑ 0.04	27.7	↑ 0.86	47.3%	57.3%	45.9%
深证成指	23.8	↑ 0.28	45.6	↑ 2.35	34.5%	28.0%	7.0%
上证50	10.1	↓ 0.05	34.2	↓ 1.61	53.3%	53.5%	40.1%
沪深300	12.1	↑ 0.05	33.0	↑ 1.18	43.5%	41.1%	32.6%
中证500	23.7	↑ 0.34	18.8	↑ 1.81	25.9%	49.9%	52.0%
中证1000	36.2	↑ 0.23	33.5	↑ 2.17	33.5%	52.4%	52.0%
创业板指	32.4	↑ 0.46	5.2	↑ 0.94	5.2%	10.0%	4.9%
科创50	43.4	↑ 3.03	28.8	↑ 19.81	28.8%	28.8%	30.5%

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)

	2023/8/4	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)	10.4	↓ 0.25	10.21%	↓ 1.53	10.2%	19.7%	31.3%
煤炭(中信)	6.0	↓ 0.13	0.04%	↓ 0.59	0.0%	0.1%	0.1%
有色金属(中信)	15.4	↑ 0.20	4.49%	↑ 0.93	4.5%	8.0%	12.8%
电力及公用事业(中信)	26.0	↑ 0.05	70.03%	↑ 0.14	70.0%	62.2%	48.2%
钢铁(中信)	45.5	↓ 2.53	75.98%	↓ 1.15	76.0%	98.3%	97.3%
基础化工(中信)	21.9	↓ 0.05	18.01%	↓ 0.47	18.0%	34.8%	34.4%
建筑(中信)	11.1	↑ 0.20	51.46%	↑ 3.59	51.5%	78.4%	85.2%
建材(中信)	23.5	↑ 0.19	67.58%	↑ 0.74	67.6%	99.4%	99.5%
轻工制造(中信)	36.4	↓ 0.01	58.27%	↓ 0.12	58.3%	99.5%	99.1%
机械(中信)	37.6	↑ 0.35	31.20%	↑ 1.37	31.2%	40.1%	44.8%
电力设备及新能源(中信)	23.6	↑ 0.67	1.86%	↑ 1.31	1.9%	3.6%	4.3%
国防军工(中信)	68.2	↓ 0.18	41.69%	↓ 0.24	41.7%	54.5%	47.6%
汽车(中信)	39.7	↑ 0.07	79.22%	↑ 0.04	79.2%	59.9%	36.2%
家电(中信)	16.5	↓ 0.03	33.25%	↓ 0.50	33.3%	29.4%	28.9%
纺织服装(中信)	38.0	↓ 0.61	79.61%	↓ 2.38	79.6%	83.3%	79.2%
医药(中信)	38.2	↓ 1.34	34.96%	↓ 12.21	35.0%	43.3%	32.0%
食品饮料(中信)	32.7	↓ 0.59	59.74%	↓ 4.24	59.7%	35.9%	11.5%
银行(中信)	4.9	↓ 0.05	17.38%	↓ 0.67	17.4%	17.0%	27.0%
非银行金融(中信)	17.5	↑ 0.73	49.80%	↑ 8.75	49.8%	67.6%	79.7%
交通运输(中信)	32.1	↓ 0.30	84.44%	↓ 0.56	84.4%	75.5%	61.1%
电子(中信)	63.0	↑ 0.80	77.20%	↑ 1.47	77.2%	73.1%	69.0%
通信(中信)	22.0	↑ 0.48	10.06%	↑ 1.13	10.1%	19.4%	30.9%
计算机(中信)	103.3	↑ 1.59	63.78%	↑ 1.22	63.8%	42.0%	27.2%
传媒(中信)	160.4	↑ 5.68	92.46%	↑ 0.51	92.5%	81.3%	78.2%
综合金融(中信)	65.3	↓ 5.40	91.65%	↓ 5.74	91.7%	91.7%	90.7%

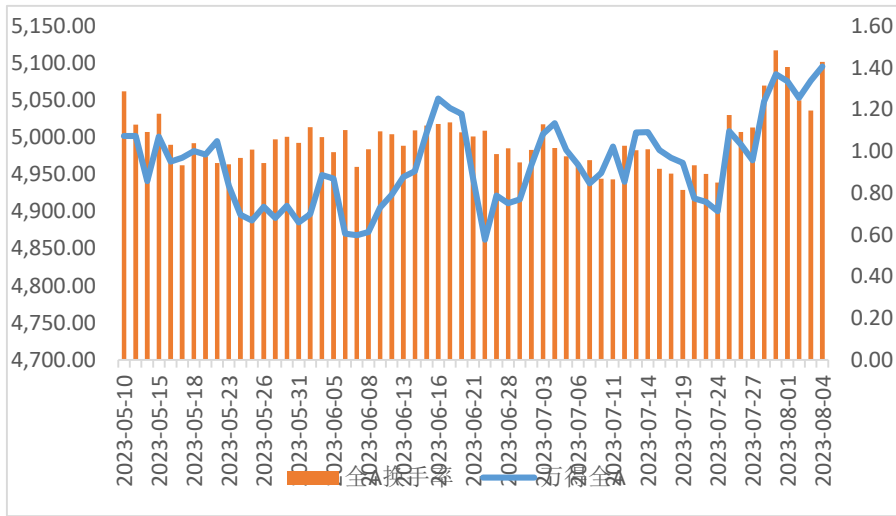
数据来源：Wind、鑫元基金

### 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，上周市场价量齐升，是一种较为良好的信号。从行业拥挤度的角度，汽车、传媒、机械行业的拥挤度较高。

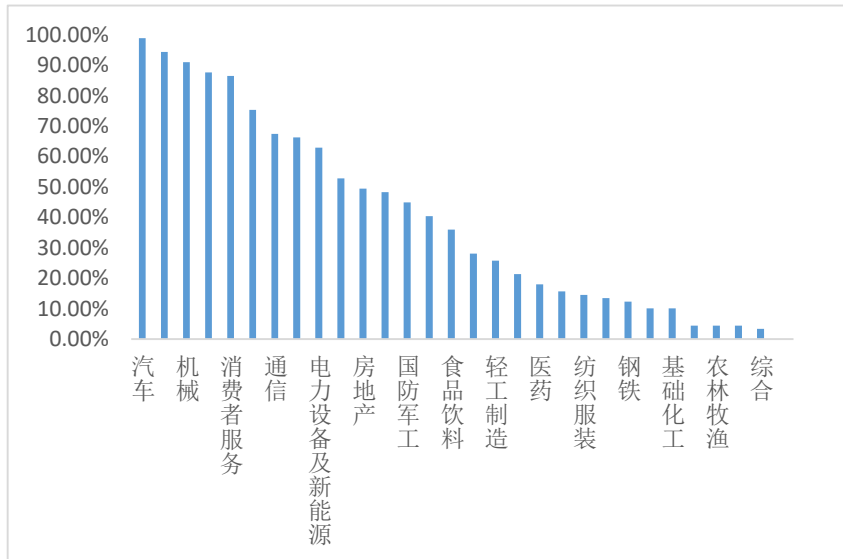
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价仍为 5.68%，处于历史 83%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 5：全市场换手率



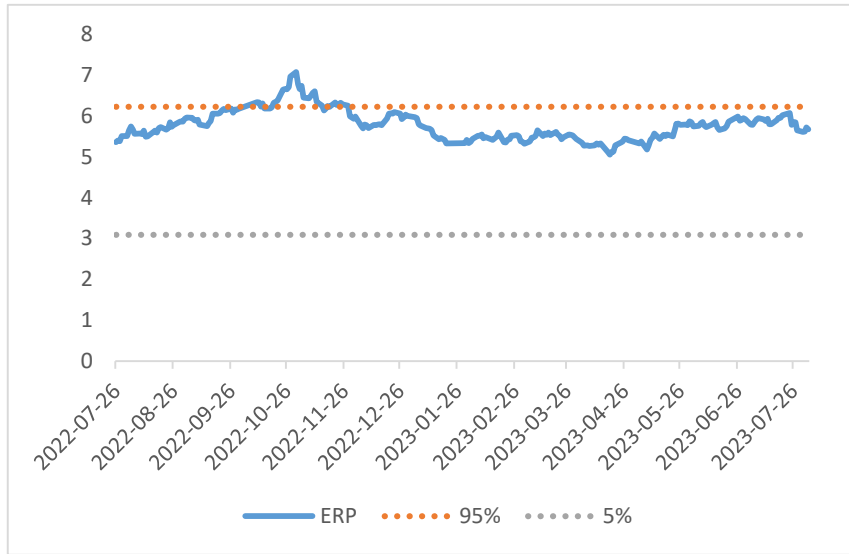
数据来源：Wind、鑫元基金

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

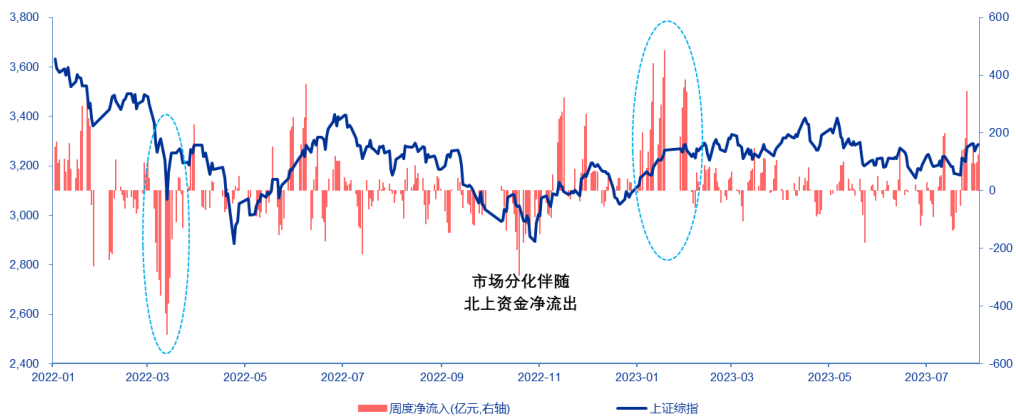


数据来源：Wind、鑫元基金

#### 4、权益市场资金

上周北向资金净流入 124.67 亿元，前周净流入 345.06 亿元，最近一周北向资金净流入减少。上周增持金额排行靠前的行业是**电力设备及新能源**（↑ 54.23）、**非银行金融**（↑ 24.90）、**食品饮料**（↑ 22.37）、**汽车**（↑ 15.80）、**计算机**（↑ 15.78）；减持金额排名靠前的行业是**机械**（↓ 20.51）、**通信**（↓ 12.27）、**电子**（↓ 10.75）、**煤炭**（↓ 5.88）、**基础化工**（↓ 5.35）。

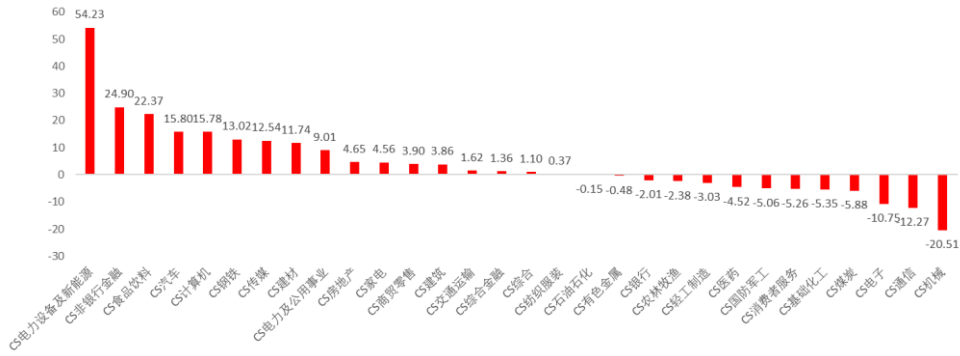
图 8：北向资金周度净流入情况（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金



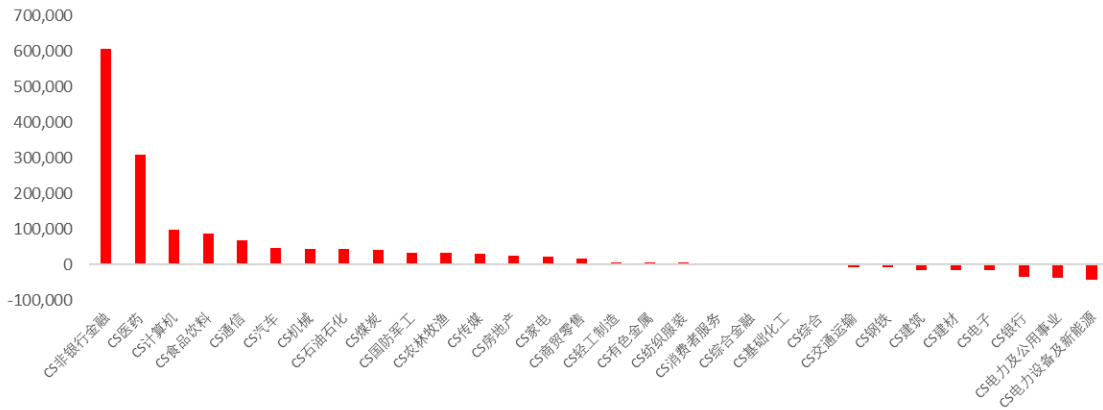
图 9：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

8月4日，两融资金占比为4.53%，7月28日为7.32%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至8月4日，上周融资净买入最大的五个行业为非银行金融、医药、计算机、食品饮料、通信。

图 10：上周两融资金行业流向（万元）



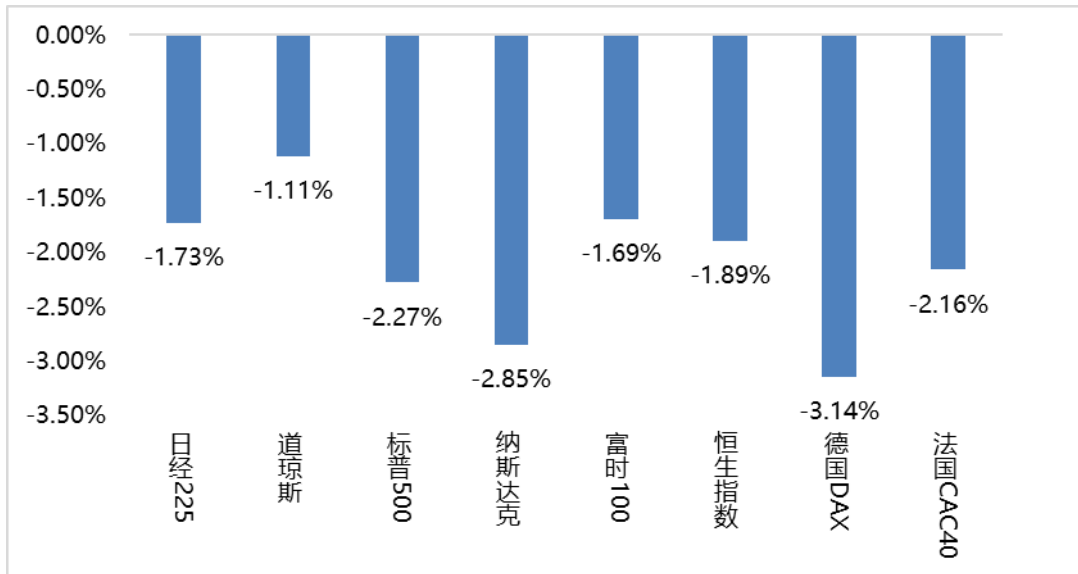
数据来源：Wind、鑫元基金

## 5、海外权益市场

受惠誉调降美国信用评级影响，上周海外股市集体下跌。美国股市方面，道指下跌1.11%，标普500下跌2.27%，纳指下跌2.85%；欧洲股市方面，英国富时100下跌1.69%，德国DAX下跌3.14%，法国CAC40下跌2.16%；亚太股市方面，日经指数下跌1.73%，恒生指数下跌1.89%。



图 11：上周海外主要指数涨跌

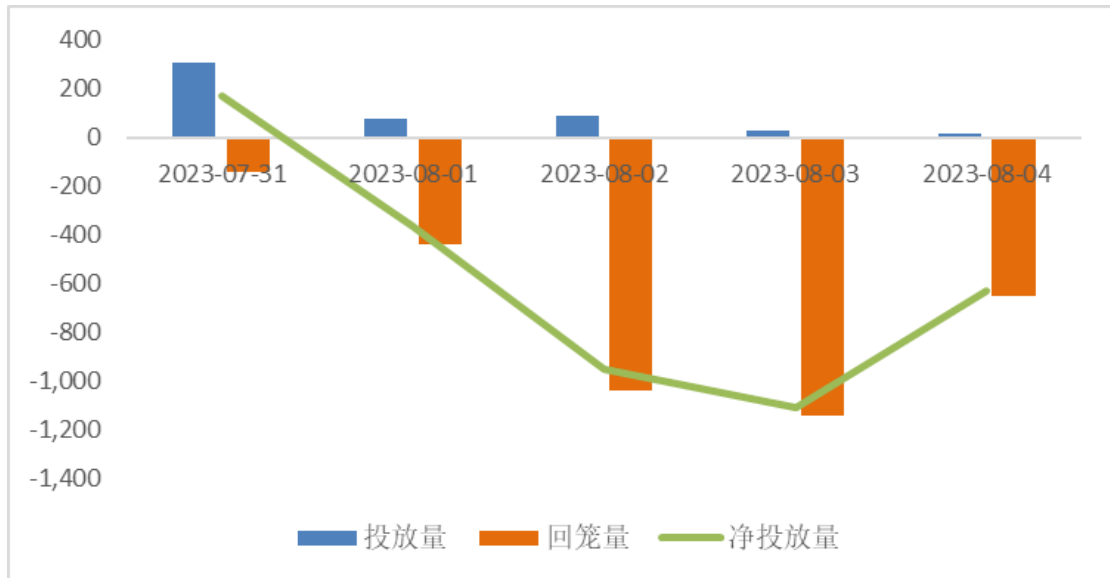


数据来源：Wind、鑫元基金

## （二）资金市场

**公开市场操作：**上周央行开展 530 亿元逆回购操作，因有 3410 亿元逆回购到期，上周实现净回笼 2880 亿元。

图 12：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

9-11 日借入 7 天资金在税期到期，关注市场对税期资金利率的预期；除此之外，本周逆回购到期 530 亿元，到期量相对较小。

**政府债发行：**本周国债计划发行 2130 亿，地方政府债发行 1523.1 亿元，整体净缴款 2321.1 亿元。

表 1：8 月 7 日-8 月 11 日政府债发行缴款

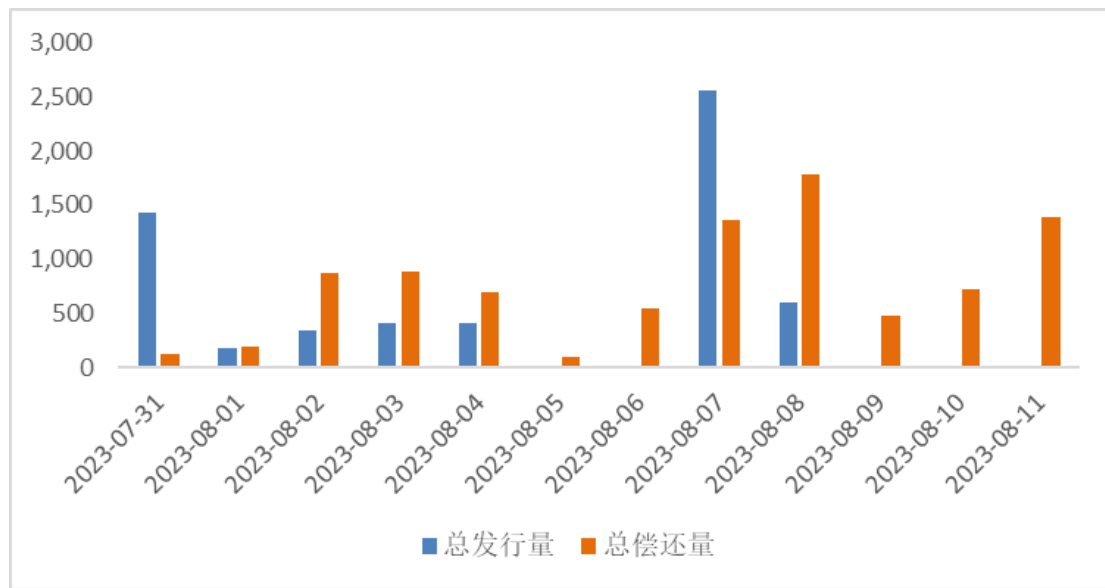
单位：亿元

	8 月 7 日		8 月 8 日		8 月 9 日		8 月 10 日		8 月 11 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	581.9	0	420.1	1900	0	0	521.1	230	0
到期	700	531.5	0	115.4	0	275.2	723.3	378.8	0	0
缴款	950	690.3	0	581.9	0	420.1	1900	0	0	521.1
净缴款	408.8		466.5		133		797.9		514.9	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：8 月 7-11 日，同业存单到期 6394 亿元。接下来三周分别到期 4386 亿元、5543 亿元和 2076 亿元，到期压力将趋于下降。整体来看，8 月到到期量和 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

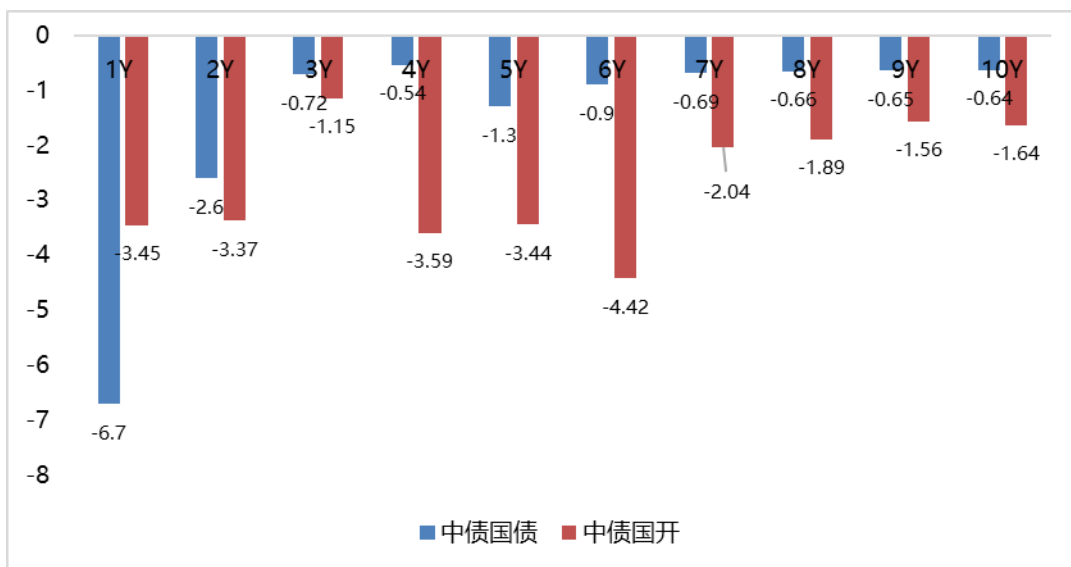
**回购市场：**7 月最后一天，DR001、R001 分别大幅上行 42bp、48bp 至 1.88%、2.05%，7 天资金利率上行幅度较小，DR007、R007 分别上行 17bp、2bp 至 1.98%，仍维持在 7 天逆回购利率 2.0% 以下，体现跨月资金面整体仍偏宽松。跨月后，资金面大幅转松，DR001 和 R001 上周五下行至 1.15%、1.28%，二者均值分别较前一周下行 9bp、7bp。DR007 和 R007 下行至 1.64%、1.71%，二者均值较前一周下行 7bp、21bp。7 月 31 日-8 月 4 日，银行间质押式回购日均成交 7.62 万亿元，低于前一周的 7.87 万亿元，主要是由于 7 月跨月当天成交量降至 5 万亿元左右，跨月后快速回升，上周三至上周五成交量均在 8 万亿元以上。其中隔夜成交量在跨月当天降至 4.7 万亿元，上周五回升至 8 万亿元+。

**票据利率：**上周票据利率从上月末的低位回调后开始窄幅震荡直至上周五转为下行。上周一，7 月最后一天，市场交投有所回落，买盘部分机构收口主要以短期为主，卖盘机构出

于规模调整及售票止盈需要继续出票，其中长期出口居多，票价呈现短期维持低位，长期票小幅回暖的走势。上周二，8月第一天，月末超跌的价格迎来修复性反弹，买卖双方均较为谨慎，交易以托收票为主，在农行进场收票下，买盘情绪有所释放，票价震荡小降。上周三至上周四，一级市场票源供给稳步爬升，主要大行连续进场收票，报价较为贴合市场，部分报价有所下调，带动买盘配置意愿释放，市场情绪总体低位运行，总体来看，短期9月和跨年1-2月票小幅下行，四季度票价震荡回调。上周五，市场情绪延续低开，卖盘机构出票意愿相对不足，大行继续进场操作下，买盘收口略多，供需博弈下，票价整体小降。

### (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	48.65	19.04	21.89	93.97
环比	5.98	-0.58	0.66	24.66
年初以来	17.94	-5.02	2.82	89.24
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	27.57	15.79	18.19	55.19
2016 年以来分位数	95.37%	73.54%	76.33%	82.90%

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 8 月 6 日）

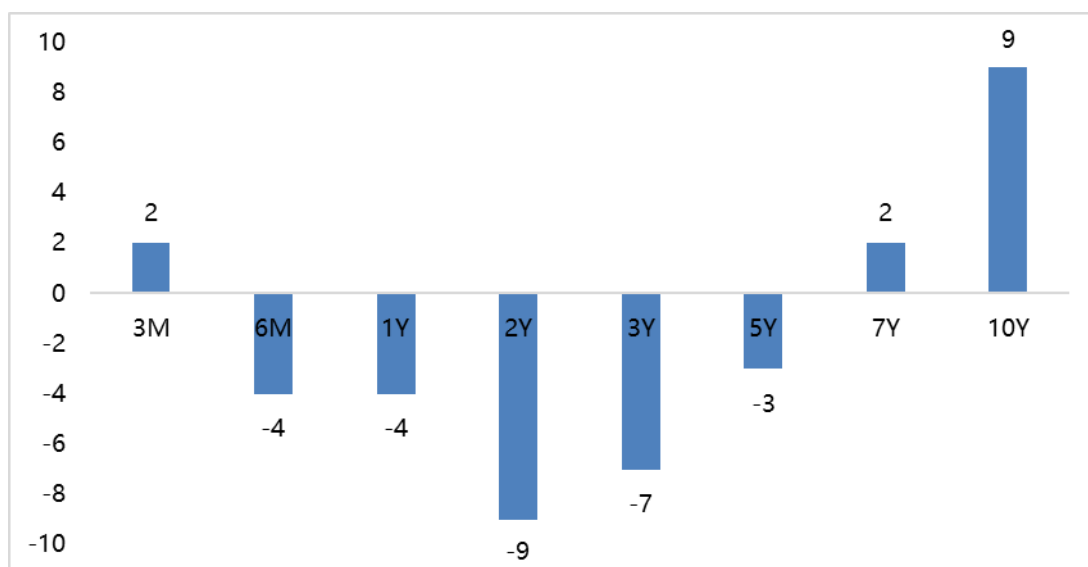
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	37.16	35.43	37.03	32.17	47.8
环比	-0.36	1.98	1.40	0.63	0.87
年初以来	-10.67	-16.79	-26.2	-21.66	-19.12
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
2016 年以来平均值	48.16	37.82	40.52	44.99	45.50
2016 年以来分位数	27.62%	42.92%	38.66%	11.10%	59.13%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周利率债各期限收益率集体下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 6.7BP 至 1.7511，3 年期下行 0.72BP 至 2.2376，5 年期下行 1.3BP 至 2.428，10 年期下行 0.64BP 至 2.6469。

长时期高等级票据信用利差短期收窄，长期走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.36BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.98BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.40BP。

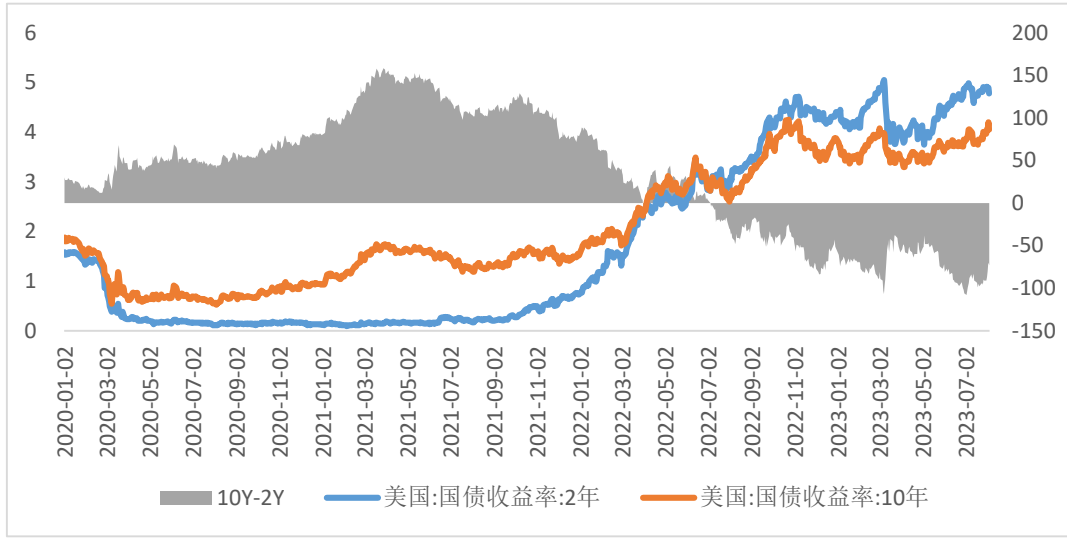
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债 3 个月、7 年期和 10 年期收益上行，其余各期限收益率下行。上周 10 年期美债收益率上行 9BP，10 年期国债收益率下行 0.64BP，中美利差倒挂程度加深。全周来看，1 年期美债收益率下行 4BP，3 年期美债收益率下行 7BP，10 年期美债收益率上行 9BP。

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小幅贬值。上周美元指数上涨 0.29%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.11%，即期汇率贬值 0.22%，离岸人民币汇率贬值 0.49%。

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	102.0037	7.1418	7.1802	7.1883
对照日期	101.713	7.1338	7.1645	7.1534
涨跌	0.29%	-0.11%	-0.22%	-0.49%

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

宏观方面，政策进入中央政治局召开后的密集落地期。7 月中央政治局会议对活跃资本市场、适时调整地产政策、化解地方政府债务等方面作出了总体部署，中央政治局会议召开后，各项政策进入密集落地期。证监会召开会议讨论活跃资本市场的具体举措，央行召开会议指出要指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率，发改委出台恢复和扩大消费二十条措施，财政部出台政策对小微企业等进行税收减免。中央政治局会议高屋建瓴作出部署，各项政策落地需有实效，若政策效果不佳，后续政策力度或将继续提升。海外方面，美国 7

月新增非农就业人数小幅不及预期，失业率处于低位，工资增速依然具有韧性，服务业就业回落而制造业就业回升。总体来看，美国就业市场趋于饱和，虽有降温但依然韧性较强。

## **（二）权益市场展望和策略**

**A 股上周震荡上行，制造业景气水平持续改善。**7 月制造业 PMI 较上月上升 0.3%至 49.3%，制造业景气水平持续改善，但是经济数据恢复速度偏缓慢，在复苏数据没有出现加速迹象之前，资本市场难给予充分的定价，债券收益率下行是在反馈货币政策的进一步宽松预期。7 月非制造业商务活动指数为 51.5%，比上月下降 1.7 个百分点，仍高于临界点，非制造业继续保持扩张。北向资金方面，此前两次大幅流入均可以看作海外资金基于全球资产配置视野下的资产再平衡，流入的驱动力分别来源于海外经济体预期恶化和外资对于国内经济预期转好。目前来看，北向资金在回补了此前低配之后，将会变为正常的流入状态。上周的资金更多流入宽松交易预期下的行业，包括强宏观的非银、地产和汽车等，以及人工智能相关的计算机和通信等行业。后续要关注的点有：1) 地产政策出台的速度和强度，例如一线城市的放松力度；2) 活跃资本市场的相关政策落地，继续推动非银等行业的反弹；3) 货币政策的进一步宽松，比如降准的可能性。

## **（三）债券市场展望和策略**

基本面低位徘徊、政治局会议后，各部委密集出台各项政策举措，但整体处于市场预期内，四大一线城市关于地产的放松政策尚未落地，不过市场预期已较为充分。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%。

月初资金价格中枢下移，R001 由上周一的 2.05%下行至上周五的 1.28%，R007 由上周一的 1.98%下行至上周五的 1.71%；相对应，杠杆水平略有抬升，银行间日成交额再次突破 8 万亿；后续来看的话，一方面一级供给放量将增加缴款需求，另一方银行间杠杆高企，意味着资金价格中枢进一步下移的空间相对有限，但大幅上行的可能性亦较小。

目前政治局会议对于市场的冲击已逐步消散，后续债市方向如何抉择，仍取决于政策效果如何及经济基本面能否有所改善，短期债市大概率处于窄幅震荡格局；策略上，利率账户建议保持中性久期和仓位，信用组合建议坚持票息和适度杠杆策略。

**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。