

估值底、政策底、经济底夯实市场底 指数企稳向上未来可期

——鑫元周观点（2023.08.14-2023.08.20）

一、核心观点

宏观方面，7月经济数据转弱，央行超预期降息。宏观经济在经历了5、6月的小幅改善后在7月重新转弱，显示宏观经济修复基础仍不牢固，需要政策继续给予呵护与支持。上周央行超预期非对称降息，MLF利率调降15BP，为2020年4月以来最大降幅，展现出货币政策对于宏观经济的呵护态度。7月经济数据转弱有“618”活动对需求的透支、南方台风北方洪涝等短期因素的影响在，预期随着政策的持续落地见效，宏观经济将重回上行轨道。

权益市场方面，A股上周延续调整，宽基指数全线下跌，不少指数创出年内新低。在海内外基本面（美强中弱）和政策（货币政策分化）环境下，中美利差扩大、北向资金大幅外流，离岸人民币贬值跌破年内低点，A股和港股均出现较大幅度调整。具体板块来看，TMT和核心资产表现最差，具备逆周期属性的金融地产相对跌的更少。在这样的市场调整中表现较好的策略：（1）偏防御性质的红利指数，股息率高，分红稳定；（2）受益于经济偏弱、流动性宽松和交易策略的万得微盘股指数；（3）具备期权属性的双低可转债指数，下有债底保护，向上有弹性。展望后市，我们认为短期情绪触底，市场超调迹象明显，同时考虑当下处于政策环境友好阶段，进一步下行空间有限。中长期来看，当下估值底、政策底、经济底的位置感明确，震荡慢牛格局可期。

固收市场方面，经济数据再度转弱，居民信心不足、消费力偏弱，生产和投资增速均有所减缓。央行超预期降息，随后二季度货政报告发布，报告对国内经济前景较为积极，同时关注海外的不确定性，指出国内不存在长期通缩或通胀的基础，货币政策持续发力仍有可能。流动性层面，央行“保持流动性合理充裕”，“灵活开展公开市场操作，保持银行体系流动性和货币市场利率平稳运行”。本轮降息后债市利率下行幅度较为克制，债市配置价值仍在。建议利率债账户保持中性久期和仓位，适时博弈长端交易机会；信用债账户采取票息和杠杆策略，关注中短久期票息确定的资产，合理利用杠杆提升组合收益。

二、宏观动态

(一) 国内宏观

中国 7 月经济数据出炉，主要指标同比增速较上月有所放缓。国家统计局发布数据显示，7 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 3.7%，社会消费品零售同比增长 2.5%，增速较前值放缓。全国城镇调查失业率为 5.3%，比上月上升 0.1 个百分点。1-7 月，固定资产投资同比增 3.4%，房地产投资同比下降 8.5%。另外，服务零售额指标首次亮相，1-7 月同比增长 20.3%，明显快于商品零售额增速。自 8 月份开始，全国青年人等分年龄段的城镇调查失业率将暂停发布，待相关统计方法制度进一步完善后会及时恢复发布。

三大关键政策利率同日“降息”。央行 8 月 15 日进行 2040 亿元 7 天逆回购，中标利率下调 10 个基点至 1.8%；续作 4010 亿元 1 年期 MLF，中标利率下调 15 个基点至 2.5%。同时，央行将常备借贷便利利率（SLF）下调 10 个基点。央行此次下调 MLF 利率，充分释放出加强逆周期调节、全力支持实体经济政策信号。随着 MLF 利率调降，后续 1 年期和 5 年期以上贷款市场报价利率（LPR）调降已值得期待。往后看，央行依然有空间、有动力开展降准操作。

国务院总理李强主持召开国务院第二次全体会议。会议强调，要着力扩大国内需求，继续拓展扩消费、促投资政策空间，提振大宗消费，调动民间投资积极性，扎实做好重大项目前期研究和储备。大力推进战略性新兴产业集群发展，全面加快制造业数字化转型步伐。深入实施新一轮国企改革深化提升行动，优化民营企业发展环境，推动外贸稳规模优结构。

中央政治局常务委员会召开会议，研究部署防汛抗洪救灾和灾后恢复重建工作。会议指出，要用好救灾资金，加快恢复重建，抓紧抢修交通、通讯、电力等受损基础设施，抓紧修复灾毁农田和农业设施。金融机构要优化简化相关程序，加强对受灾地区信贷支持和保险理赔，同时持续做好风险隐患排查，努力帮助受灾群众和经营主体渡过难关。会议强调，要认真排查总结，抓紧补短板、强弱项，进一步提升我国防灾减灾救灾能力。

央行发布《2023 年第二季度中国货币政策执行报告》。报告涉及货币政策、人民币汇率、房地产等重磅内容。报告指出，宏观经济有望延续好转态势，未来与金融数据将更加匹配。稳健的货币政策要精准有力，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，稳固支持实体经济恢复发展。报告明确，要保持货币信贷总量适度、节奏平稳；推动实体经济融资成本稳中有降；坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；适时调整优化房地产政策，促进房地产市场平稳健康发展。报告预计，8 月开始我国 CPI 有望逐步回升，全年呈 U 型走势；PPI 同比已于 7 月触底反弹，未来降幅还将趋于收敛。要发挥好金融在

促消费、稳投资、扩内需中的积极作用，保持物价水平基本稳定。

国务院印发《关于进一步优化外商投资环境 加大吸引外商投资力度的意见》。提出加大重点领域引进外资力度。在符合有关法律法规的前提下，加快生物医药领域外商投资项目落地投产；拓宽吸引外资渠道。鼓励符合条件的外国投资者设立投资性公司、地区总部，相关投资性公司投资设立的企业，可按国家有关规定享受外商投资企业待遇；探索便利化的数据跨境流动安全管理机制。落实网络安全法、数据安全法、个人信息保护法等要求，为符合条件的外商投资企业建立绿色通道，高效开展重要数据和个人信息出境安全评估，促进数据安全有序自由流动。

（二）海外宏观

美国失业金人数低于预期。美国上周初请失业金人数为 23.9 万人，预期 24 万人，前值自 24.8 万人修正至 25 万人；8 月 5 日当周续请失业金人数 171.6 万人，预期 170 万人，前值 168.4 万人。美国 8 月费城联储制造业指数为 12，预期-10，前值-13.5。

美联储会议纪要：重申通胀上行风险。美联储会议纪要显示，通胀风险可能要求进一步收紧政策；两名美联储官员倾向于在 7 月份保持利率稳定。多数美联储官员认为通胀存在“重大”上行风险。多位与会者警告意外过度收紧政策的风险，一些与会者认为经济风险变得更加平衡。与会者表示，经济活动似乎正在逐渐放缓。美联储工作人员不再预计会出现经济衰退，预计失业率将小幅上升。与会者表示通胀高得令人无法接受，需要更多证据才能让人们相信物价压力正在消退。

欧洲央行管委卡扎克斯：通胀正在放缓。任何额外的利率上调幅度都将很小；在决定加息之前，需要看到欧洲央行新预测。

三、市场回顾

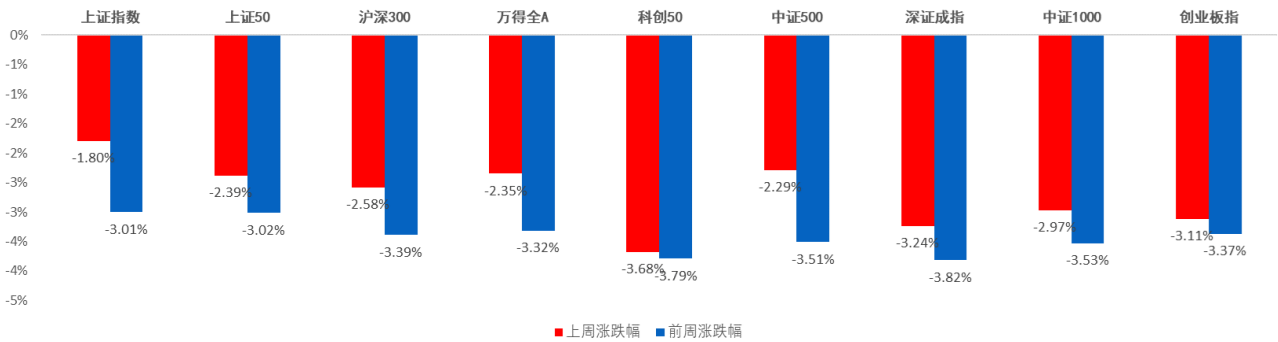
（一）权益市场

1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数悉数下跌，风格上价值略占优。截至 8 月 18 日（上周五），上证指数下跌 1.80%，上证 50 下跌 2.39%，沪深 300 下跌 2.58%，万得全 A 下跌 2.35%，科创 50 下跌 3.68%，中证 500 下跌 2.29%，深证成指下跌 3.24%，中证 1000 下跌 2.97%，创业板指下跌 3.11%。从行业板块看，上周**纺织服装、国防军工、电力及公用事业、轻工制造**领涨，**电子、消费者服务、计算机、有色金属、汽车**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，较前周上行 0.02，风格上价值略占优，预计后续与宏观经济相

关注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悉数下行。当前各主要宽基指数估值水平全都在历史 40%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**纺织服装、国防军工、建材**估值领涨。当前**传媒、交通运输、综合金融、电子、钢铁**板块估值处于历史较高水平；**电力设备及新能源、煤炭、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)

	2023/8/18	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	12.8	↓ 0.15	21.5	↓ 3.66	33.9%	32.9%	26.5%
深证成指	22.3	↓ 0.64	39.9	↓ 1.36	26.6%	13.7%	0.6%
上证50	9.6	↓ 0.16	24.2	↓ 6.16	38.8%	30.0%	21.5%
沪深300	11.5	↓ 0.24	22.0	↓ 5.11	26.4%	16.5%	11.5%
中证500	22.5	↓ 0.36	14.5	↓ 1.28	20.1%	38.7%	40.1%
中证1000	34.3	↓ 0.81	26.0	↓ 1.69	26.0%	41.0%	37.3%
创业板指	30.6	↓ 0.66	2.6	↓ 0.56	3.0%	5.8%	0.1%
科创50	39.6	↓ 1.96	6.0	↓ 11.79	6.0%	6.0%	6.4%

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）

	2023/8/18	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)	10.6	↑ 0.07	11.44%	↑ 0.69	11.4%	22.0%	34.8%
煤炭(中信)	6.0	↓ 0.02	0.08%	↓ 0.08	0.1%	0.2%	0.2%
有色金属(中信)	14.4	↓ 0.54	0.30%	↓ 2.09	0.3%	0.5%	0.8%
电力及公用事业(中信)	25.5	↑ 0.12	68.10%	↑ 0.14	68.1%	60.3%	47.7%
钢铁(中信)	43.8	↑ 0.15	73.35%	↓ 0.08	73.4%	94.6%	91.5%
基础化工(中信)	21.4	↓ 0.24	14.63%	↓ 1.37	14.6%	28.1%	26.7%
建筑(中信)	10.5	↓ 0.09	40.42%	↓ 1.74	40.4%	60.1%	72.5%
建材(中信)	23.1	↑ 0.79	66.21%	↑ 2.99	66.2%	98.7%	98.4%
轻工制造(中信)	35.0	↓ 0.08	53.04%	↓ 0.34	53.0%	93.1%	89.1%
机械(中信)	35.4	↓ 0.47	19.95%	↓ 2.17	20.0%	22.9%	23.4%
电力设备及新能源(中信)	21.9	↓ 0.92	0.04%	↓ 0.47	0.0%	0.1%	0.1%
国防军工(中信)	66.8	↑ 0.79	39.51%	↑ 1.94	39.5%	50.9%	43.5%
汽车(中信)	36.0	↓ 2.05	71.85%	↓ 3.34	71.8%	45.8%	14.3%
家电(中信)	15.6	↓ 0.26	22.48%	↓ 2.14	22.5%	16.9%	10.4%
纺织服装(中信)	33.7	↑ 1.14	62.54%	↑ 5.25	62.5%	71.5%	68.2%
医药(中信)	36.5	↓ 0.90	25.91%	↓ 4.91	25.9%	38.8%	29.7%
食品饮料(中信)	30.8	↓ 0.75	43.18%	↓ 5.66	43.2%	18.1%	3.8%
银行(中信)	4.7	↓ 0.02	13.33%	↓ 0.58	13.3%	14.2%	22.4%
非银行金融(中信)	16.6	↓ 0.12	39.31%	↓ 1.22	39.3%	56.3%	71.2%
交通运输(中信)	31.5	↓ 0.13	82.45%	↓ 0.52	82.5%	72.5%	56.4%
电子(中信)	60.8	↑ 0.02	73.42%	↓ 0.11	73.4%	69.7%	66.0%
通信(中信)	20.3	↓ 0.75	7.97%	↓ 0.41	8.0%	15.3%	24.2%
计算机(中信)	97.1	↓ 0.00	58.36%	↓ 0.12	58.4%	34.7%	21.6%
传媒(中信)	134.0	↓ 8.45	90.35%	↓ 0.27	90.4%	76.3%	70.9%
综合金融(中信)	54.5	↓ 6.98	80.00%	↓ 8.57	80.0%	80.0%	77.8%

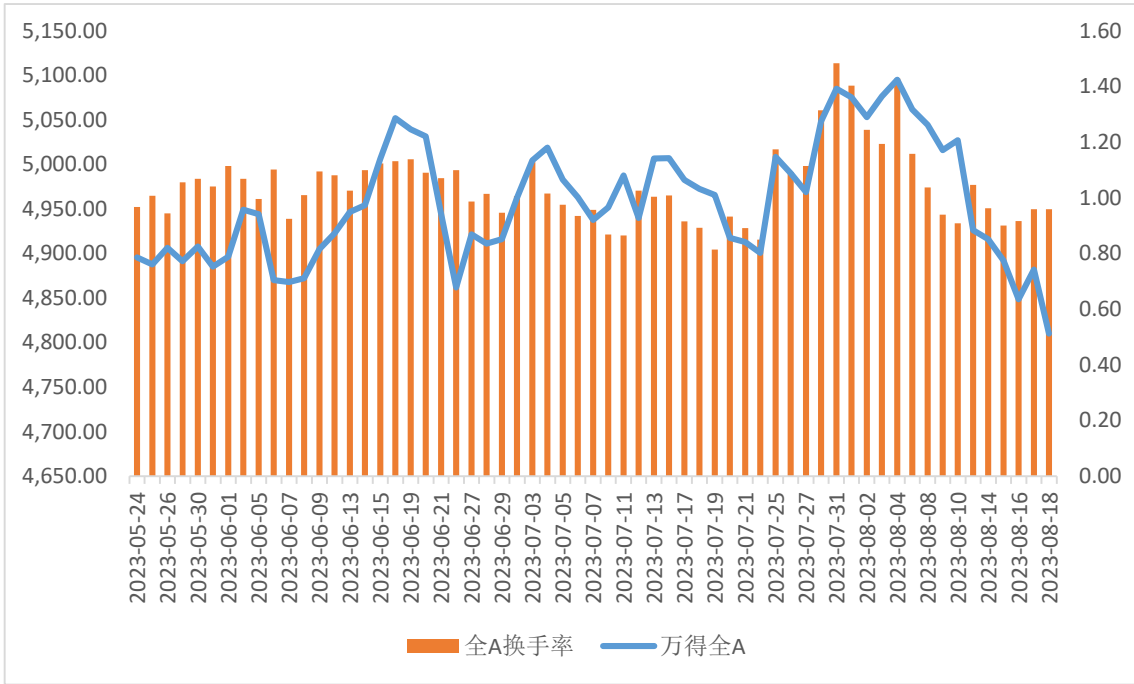
数据来源：Wind、鑫元基金

3、权益市场情绪

上周量化模型的信号为“中性偏空”。从全 A 换手率的角度看，上周市场放量快速下跌，是一种较为糟糕的信号。从行业拥挤度的角度，非银金融，汽车，传媒行业的拥挤度较高。

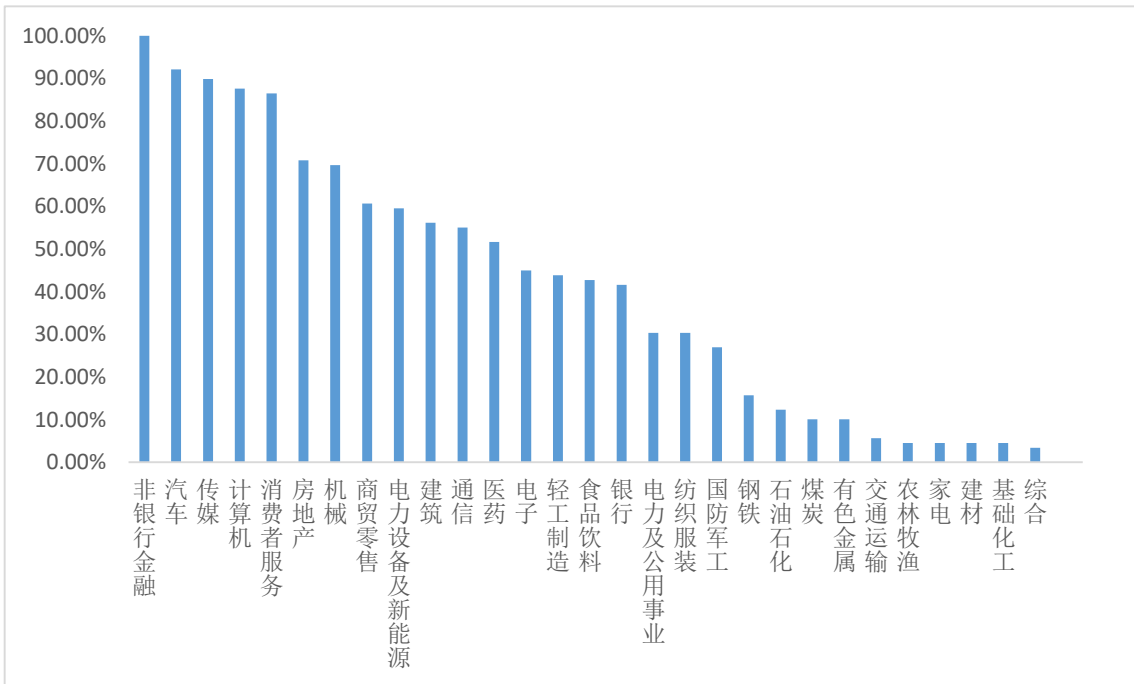
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价仍为 6.06%，处于历史 93%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 5：全市场换手率



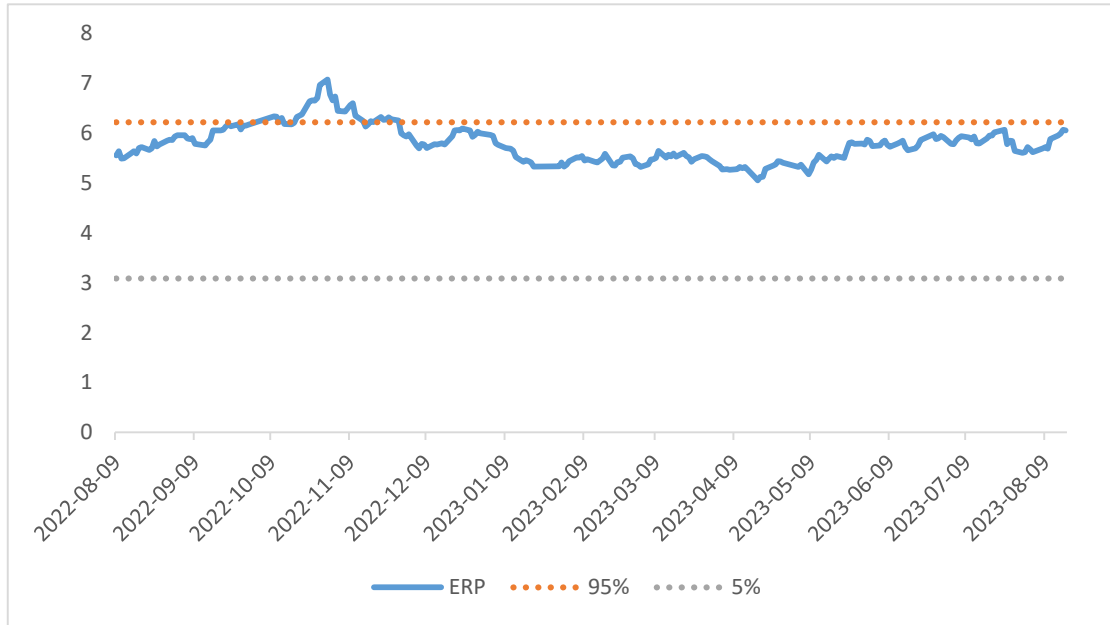
数据来源：Wind、鑫元基金

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

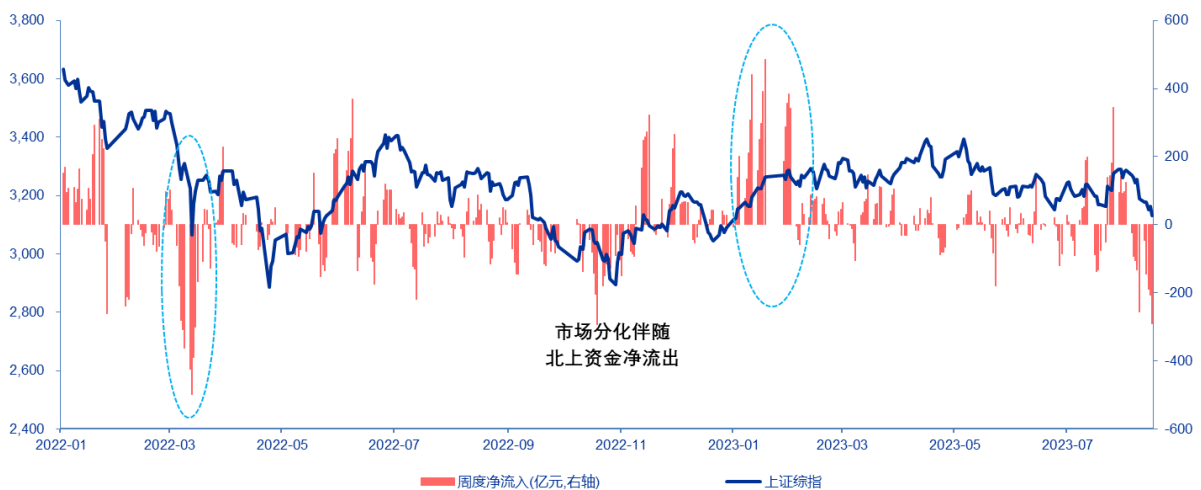


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

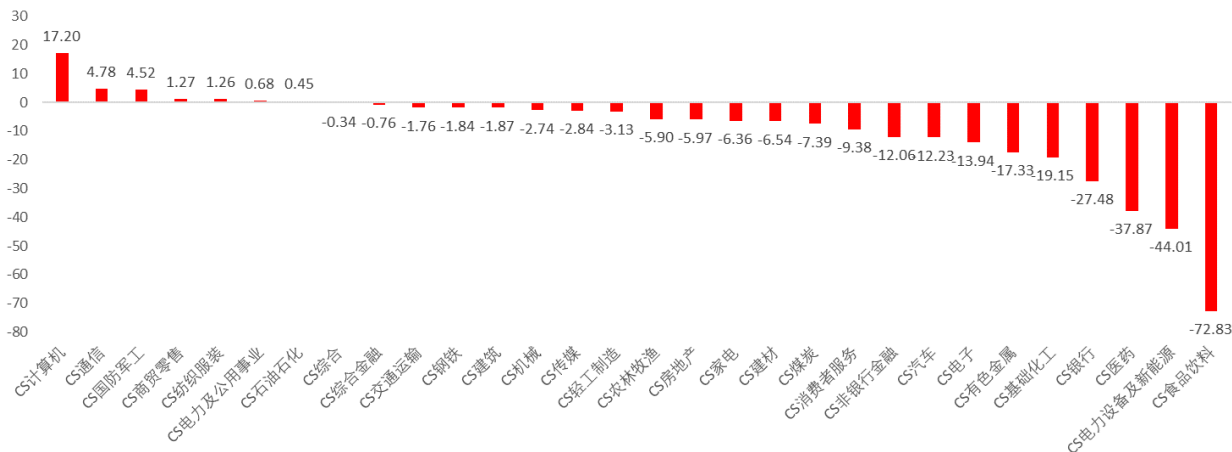
上周北向资金净流出 291.16 亿元，上上周净流出 255.80 亿元，最近一周北向资金净流出增加。上周增持金额排行靠前的行业是**计算机**（↑ 17.20）、**通信**（↑ 4.78）、**国防军工**（↑ 4.52）、**商贸零售**（↑ 1.27）、**纺织服装**（↑ 1.26）；减持金额排名靠前的行业是**食品饮料**（↓ 72.83）、**电力设备及新能源**（↓ 44.01）、**医药**（↓ 37.87）、**银行**（↓ 27.48）、**基础化工**（↓ 19.15）。

图 8：北向资金周度净流入情况（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

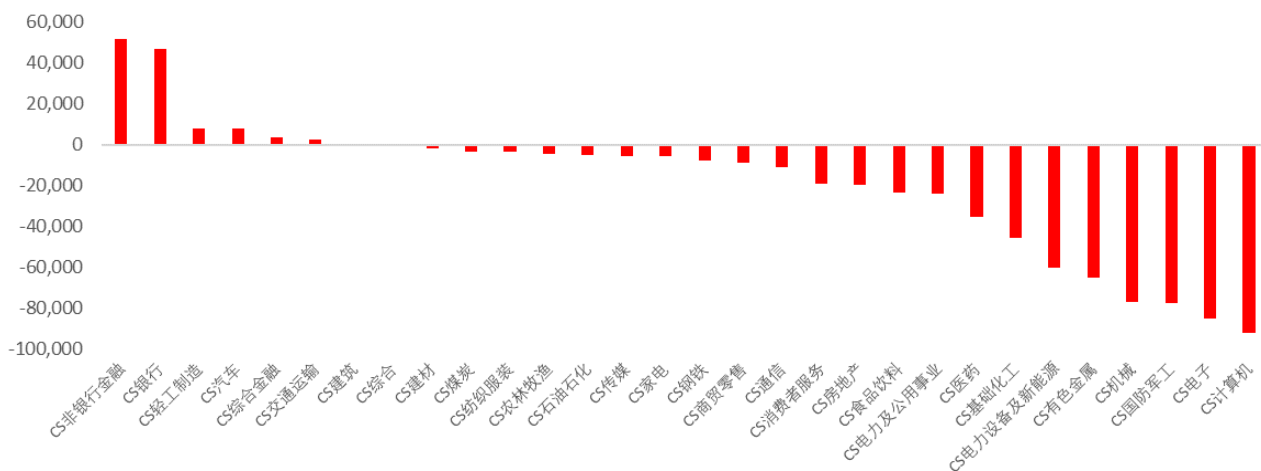
图 9：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

8月18日，两融资金占比为3.46%，8月11日为6.92%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至8月18日，上周融资净买入最大的五个行业为非银行金融、银行、轻工制造、汽车、综合金融。

图 10：上周两融资金行业流向（万元）

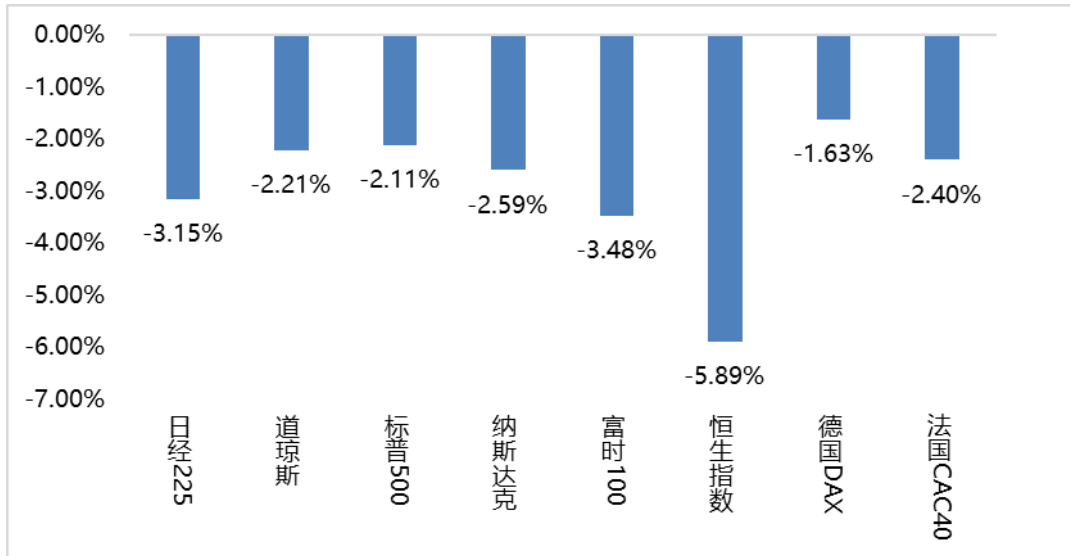


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市集体下跌。美国股市方面，道指下跌2.21%，标普500下跌2.11%，纳指下跌2.59%；欧洲股市方面，英国富时100下跌3.48%，德国DAX下跌1.63%，法国CAC40下跌2.40%；亚太股市方面，日经指数下跌3.15%，恒生指数下跌5.89%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

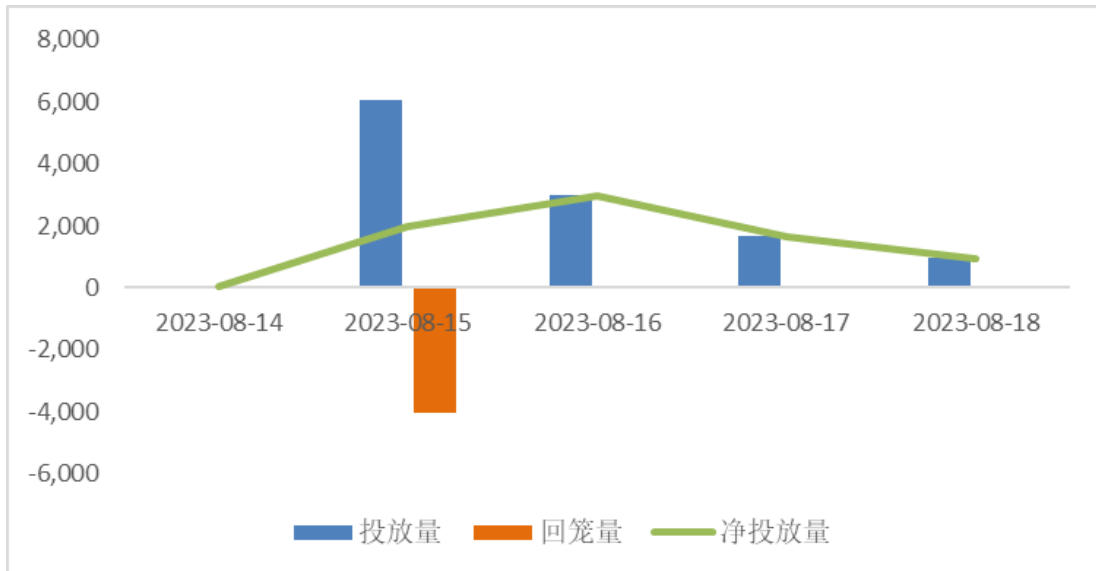


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周 7750 亿元逆回购操作和 4010 亿元 MLF 操作，因有 180 亿元逆回购和 4000 亿元 MLF 到期，实现净投放 7580 亿元。

图 12：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

25 日借入 7 天资金可以跨月，关注跨月资金供需变化，同时关注税期过后资金利率上行是否延续，除此之外，全周逆回购到期 7750 亿元，到期量相对较大，21 日国库定存到期 600 亿元；

政府债发行：本周国债计划发行 2550 亿，地方政府债发行 1523.1 亿元，整体净缴款

3075.3 亿元。

表 1：8 月 21 日-8 月 25 日政府债发行缴款

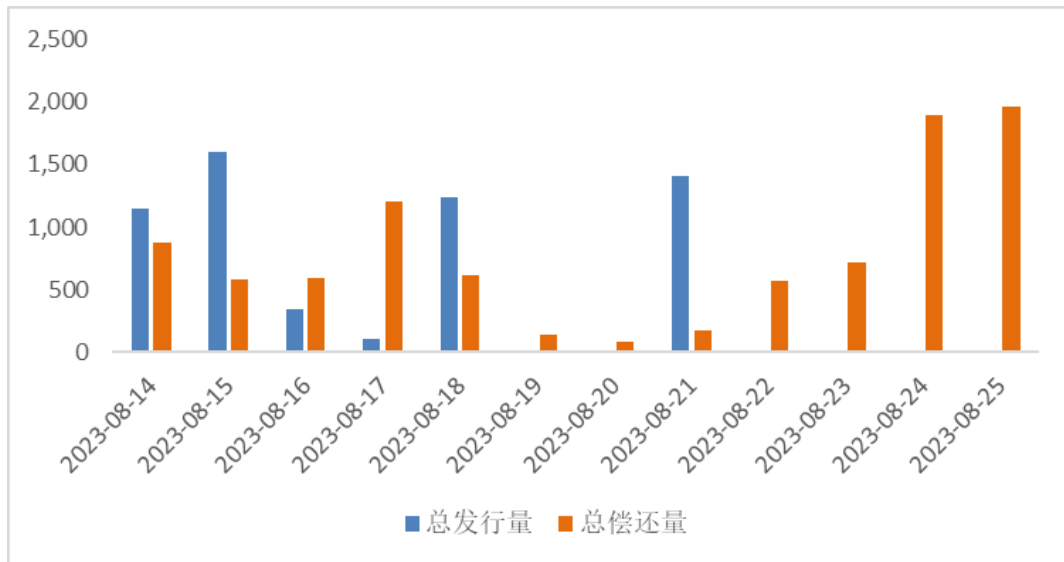
单位：亿元

	8 月 21 日		8 月 22 日		8 月 23 日		8 月 24 日		8 月 25 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	639.7	0	1374	0	1305.4	1900	715.2	650	466.3
到期	401.5	319.1	1118.8	396.9	0	514.3	0	201.2	0	46.1
缴款	301	0	0	642.7	0	1374	0	1292.2	1900	530.3
净缴款	-419.6		-840.1		859.7		1091		2384.2	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：8 月 21-25 日，同业存单到期 5543 亿元。接下来三周分别到期 2702 亿元、5659 亿元和 3865 亿元，整体到期压力不大。

图 13：同业存单到期与发行



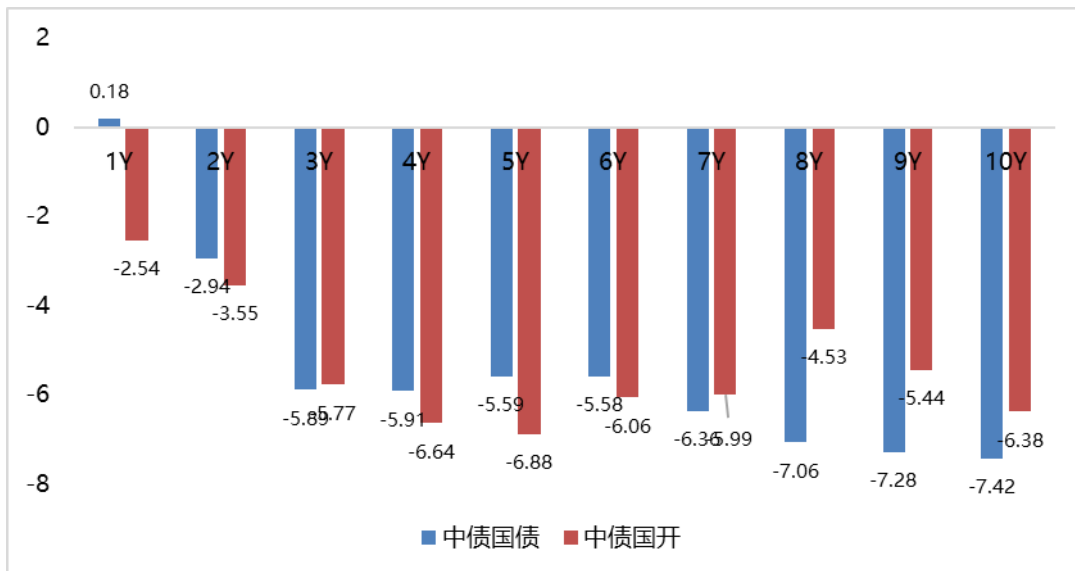
数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：央行意外降息后，税期资金面反而收敛，且税期过后收敛情绪延续。具体而言，15 日为纳税截止日，16-17 日税期缴款，税期 DR001 和 R001 分别升至 1.86%、2.0%，税期过后继续上行趋势延续，上周五分别攀升至 1.94%、2.05%，二者均值均较前一周上行 41bp。7 天资金利率相对波动更小，DR007 和 R007 持续攀升至 1.92%、2.01%，二者均值较前一周上行 14bp、15bp。这与 6 月税期有相似之处，6 月 13 日降息后迎来税期，R001 和 R007 达到 2.04%和 2.18%，税期过后，二者继续升至 2.06%、2.26%，但此后资金面阶段性转松，没有再继续收敛。银行间质押式回购成交量降至 6 万亿+。8 月 14-18 日，银行间质押式回购日均成交 7.29 万亿元，低于前一周的 8.33 万亿元，上周一至上周三仍在 7 万亿元以上，上周四和上周五降至 6 万亿元，和 6 月税期相比略低，6 月税期仍然维持在 7-8 万亿元附近。

票据利率：上周一至上周二，受公布金融数据走差及央行超预期降息影响，看跌情绪释放，买盘收口增多，主要大行农行、农发大幅降价进场配置，卖盘出票相对谨慎，票价快速下行。上周三，一级市场票源供给重回千亿，叠加票据利率走低，卖盘机构出票止盈需求有所增多，大行继续进场收票，但部分报价上调，市场情绪发生转变，票价止跌回调。上周四，随着资金成本走高，买盘配置情绪相对不高，卖盘票源供给延续向好，长期票价整体震荡调整，短期票价有所抬升。上周五时点，午前市场情绪延续向好，卖盘机构继续出票，主要大行纷纷进场配置，供需力量相对持稳，票价震荡调整。午后，部分行机构有加规模需求释放，买盘收票情绪延续，卖盘出票谨慎，市场情绪有所走低，票价小幅回落。

(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	36.61	16.73	19.82	55.48
环比	-6.07	0.30	-1.83	-28.85
年初以来	5.9	-7.33	0.75	50.75
2016 年以来最大值	256.97	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	27.77	15.79	18.21	55.29
2016 年以来分位数	76.71%	56.93%	62.48%	43.59%

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 20 日）

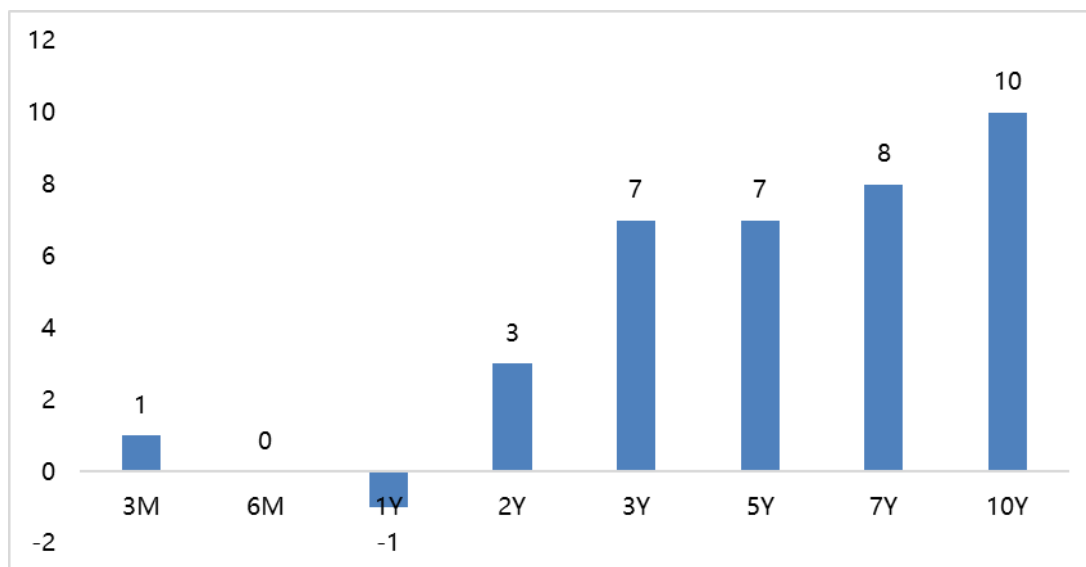
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	32.05	25.89	33.31	35.39	48.31
环比	-0.58	-3.49	1.11	2.42	2.29
年初以来	-15.78	-26.33	-29.92	-18.44	-18.61
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
2016 年以来平均值	48.08	37.77	40.48	44.93	45.51
2016 年以来分位数	14.29%	14.70%	25.59%	18.73%	61.49%

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 0.18P 至 1.8323，3 年期下行 5.89BP 至 2.1984，5 年期下行 5.59BP 至 2.3657，10 年期下行 7.42BP 至 2.5639。收益率曲线走平。

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 0.58BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 3.49BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.11BP。

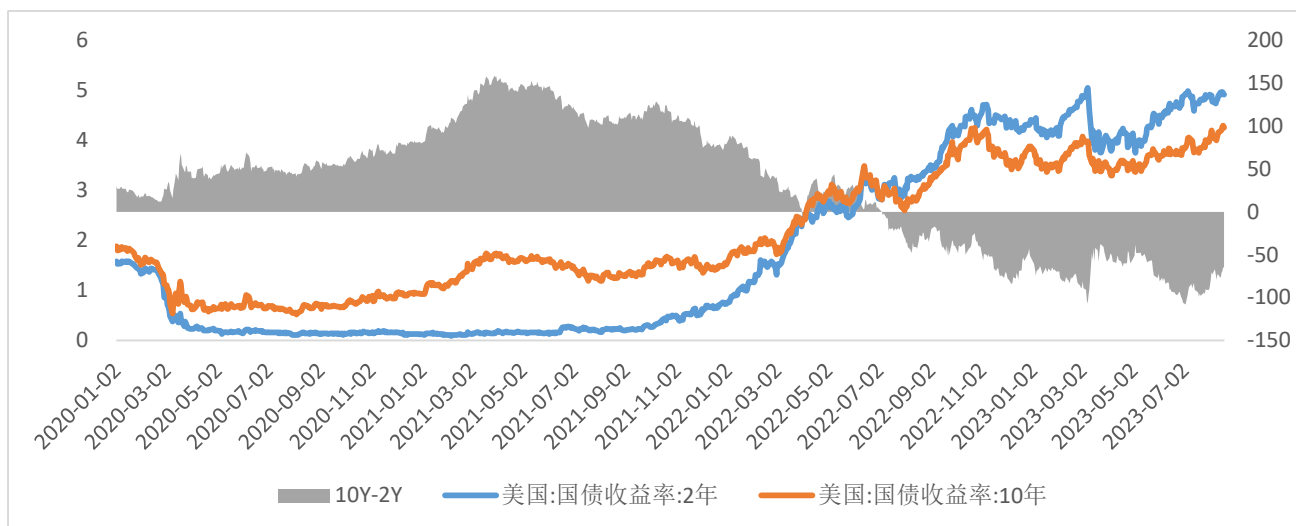
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率除 1 年期外集体上行。上周 10 年期美债收益率上行 10BP，10 年期国债收益率下行 7.42BP，中美利差倒挂程度加深。全周来看，1 年期美债收益率下行 1BP，3 年期美债收益率上行 7BP，10 年期美债收益率上行 10BP。

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贬值。上周美元指数上涨 0.55%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.59%，即期汇率贬值 0.77%，离岸人民币汇率贬值 0.65%。

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	103.4433	7.2006	7.2896	7.3077
对照日期	102.877	7.1587	7.234	7.2609
涨跌	0.55%	-0.59%	-0.77%	-0.65%

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，7 月经济数据转弱，央行超预期降息。7 月社会消费品零售总额同比增长 2.5%，大幅低于预期的 5.3%，较前值 3.1%下行 0.6%。7 月社零季调环比-0.06%，弱于季节性。总体来看，暑期出行支撑下服务消费尚有一定强度，但实物消费偏弱，今年电商“618”活动力度空前，活动对后续需求造成了一定程度的透支。7 月工业增加值同比增长 3.7%，低于预期的 4.6%，较前值的 4.4%下行 0.7%。7 月工业增加值季调环比 0.01%，弱于季节性。7 月工业增加值与位于扩张区间的 PMI 生产指数和 7 月大宗商品价格的普遍上行形成明显背离，或与月末台风洪涝对北方生产造成的影响有关。7 月，固定资产投资累计同比增速 3.4%，

较 6 月下行 0.4%，低于预期，三大投资均有所走弱。宏观经济在经历了 5 月及 6 月的小幅改善后，在 7 月重新转弱，显示宏观经济修复基础仍不牢固，需要政策继续给予呵护与支持。上周央行超预期非对称降息，其中 MLF 利率调降 15BP，为 2020 年 4 月以来最大降幅，展现出货币政策对于宏观经济的呵护态度。7 月经济数据转弱有“618”活动对需求的透支、南方台风北方洪涝等短期因素的影响在，预期随着政策的持续落地见效，宏观经济将重回上行轨道。

(二) 权益市场展望和策略

A 股上周延续调整，宽基指数全线下跌，不少指数创出年内新低。国内方面，7 月经济数据显示国内经济延续弱势，央行降息时点和幅度均超出市场预期；海外方面，7 月美国零售超预期，就业有韧性，美联储会议纪要表态偏鹰。在这样的基本面（美强中弱）和政策（货币政策分化）环境下，中美利差扩大、北向资金大幅外流，离岸人民币贬值跌破年内低点，A 股和港股均出现较大幅度调整。具体板块来看，TMT 和核心资产表现最差，具备逆周期属性的金融地产相对跌的更少，在这样的市场调整中表现较好的策略：（1）偏防御性质的红利指数，股息率高，分红稳定；（2）受益于经济偏弱、流动性宽松和交易策略的万得微盘股指数；（3）具备期权属性的双低可转债指数，下有债底保护，向上有弹性。展望后市，我们认为短期情绪触底，市场超调迹象明显，同时考虑当下处于政策环境友好阶段，进一步下行空间有限。中长期来看，当下估值底、政策底、经济底的位置感明确，震荡慢牛格局可期。主要关注海外流动性和国内经济、政策。海外方面，美国经济有韧性、美债供需因素制约，往后看美债收益率或将高位震荡；国内方面，等待政策组合拳和经济基本面回暖信号进一步确认，关注地方债务风险化解及房地产投资销售数据。复盘 2008 年、2012 年、2018 年 A 股历次政策底，可以发现政策底出现后市场不会立刻出现 V 型反转，仍会在底部震荡一段时间，随后进入上升通道。从 7 月 24 日中央政治局会议定调重大变化，到后续各部委针对性制定政策落实，再到 8 月 15 日央行超预期降息，政策底明确。因此，即使当下市场波动加大，我们对后续 A 股市场仍然保持乐观。

(三) 债券市场展望和策略

经济数据再度转弱，居民信心不足、消费力偏弱，生产和投资增速均有所减缓。时隔两个月后，央行超预期降息，推动实体经济融资成本继续下降，随后二季度货政报告发布，报告对国内经济前景较为积极，同时关注海外的不确定性，“坚决防范汇率超调风险”，指出物价有望触底回升，仍不存在长期通缩或通胀的基础，下一步将“更好发挥货币政策工具的总量和机构双重功能”，货币政策持续发力仍有可能。流动性层面，央行延续“保持流动性合理

充裕”的态度，“灵活开展公开市场操作，保持银行体系流动性和货币市场利率平稳运行”，预计市场资金面将维持平稳宽松。本轮降息后债市利率下行幅度较为克制，后续可能会有相关配套政策出台，鉴于当前 10Y 国债收益率高于 MLF 利率水平，大幅调整可能性不大，债市配置价值仍在。建议利率债账户保持中性久期和仓位，适时博弈长端交易机会；信用债账户采取票息和杠杆策略，关注中短久期票息确定的资产，合理利用杠杆提升组合收益。

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。