

降印花税控 IPO 权益市场投资端多重利好齐发

——鑫元周观点（2023.08.21-2023.08.27）

一、核心观点

宏观方面，高频数据企稳回升，证券交易印花税调降。7月经济数据超预期回落后，8月高频数据有所企稳，螺纹钢表观需求量回升，水泥磨机开工率和水泥发运率上行，整车货运流量指数连续三周环比改善，乘用车半钢胎开工率及工业重要原料聚酯装置负荷率持续位于近五年高位，临近9月生产旺季，宏观经济改善路径渐趋清晰。周末财政部、税务总局公告调降证券交易印花税，上次调整证券交易印花税还要追溯到15年前，调降印花税短期对权益市场利好明显。

权益市场方面，前期市场短端流动性处于偏紧状态，资金利率绝大多数时间都要高于政策性利率的下沿，不利于股票市场估值扩张。而本月中旬的意外降息，让市场担心后续经济数据的改善程度，业绩端改善的预期继续延后。在短端流动性偏紧和经济激励政策暂不及预期的情况下，与宏观经济关系密切的建筑、轻工、机械、消费者服务业以及偏成长属性的电力设备及新能源、电子和军工等行业都出现了一定的跌幅。短期的下跌走势已大体反馈了上述的因素，虽然风险偏好的极值仍有反复，但市场已在触底的过程之中。上周五三部门关于房地产认房不认贷政策的出台，也预示着经济激励性政策将进入第二阶段的政策实施和细节落地环节。对九月份，我们充满信心，预期九月市场将迎来强有力的反弹。

固收市场方面，LPR调降不及预期，显示当前银行净息差压力较大，后续存款利率或将继续下行，但并不意味着宽信用支持力度减弱，结构性的政策仍有充足空间。流动性层面，政府债发行集中叠加跨月节点临近，央行积极投放跨月资金，预计跨月资金面整体将维持平稳。政策层面，“认房不用认贷”政策推动、居民换购住房的个人所得税优惠政策延续实施，政策的落地及其效果有待观察，当前基本面修复斜率尚未有明显抬升迹象。我们认为近期债市将延续窄幅波动，配置价值仍存。建议利率债账户保持中性久期和仓位，择机参与利率债活跃券波段交易；信用债账户坚持票息策略，以中短久期票息确定的资产为主，可选取优质主体适当拉长久期，结合跨月资金价格灵活控制杠杆。

二、宏观动态

(一) 国内宏观

7月工业企业利润小幅改善。1—7月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 39439.8 亿元，同比下降 15.5%，降幅比 1—6 月份收窄 1.3 个百分点。在 41 个工业大类行业中，13 个行业利润总额同比增长，28 个行业下降。其中，电力、热力生产和供应业、电气机械和器材制造业、通用设备制造业、专用设备制造业、汽车制造业利润增速同比表现较好。1—7 月份，规模以上工业企业实现营业收入 73.22 万亿元，同比下降 0.5%；发生营业成本 62.40 万亿元，增长 0.2%；营业收入利润率为 5.39%，同比下降 0.95 个百分点。

财政部、税务总局公告，为活跃资本市场、提振投资者信心，自 2023 年 8 月 28 日起，证券交易印花税实施减半征收。自 1990 年以来，我国股票交易印花税有过多次调整，每次对印花税的调整均可以带动短期交易情绪上升。例如：2008 年 4 月和 9 月，印花税调整，次日权益市场涨幅均超过 9%。

证监会阶段性收紧 IPO 以及再融资节奏。证监会充分考虑当前市场形势，完善一二级市场逆周期调节机制，围绕合理把握 IPO、再融资节奏，作出以下安排：根据近期市场情况，阶段性收紧 IPO 节奏，促进投融资两端的动态平衡；对于金融行业上市公司或者其他行业大市值上市公司的大额再融资，实施预沟通机制，关注融资必要性和发行时机；突出扶优限劣，对于存在破发、破净、经营业绩持续亏损、财务性投资比例偏高等情形的上市公司再融资，适当限制其融资间隔、融资规模；引导上市公司合理确定再融资规模，严格执行融资间隔期要求。审核中将对前次募集资金是否基本使用完毕，前次募集资金项目是否达到预期效益等予以重点关注；严格要求上市公司募集资金应当投向主营业务，严限多元化投资；房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制

中国 8 月 LPR “非对称”降息。1 年期 LPR 报 3.45%，下调 10 个基点；5 年期以上品种报 4.20%，维持不变。8 月 LPR 非对称下降反映出在支持居民中长期信贷的同时，稳定银行息差水平的政策取向。LPR 下降将有效降低实体经济融资成本，缓解银行面临的利率约束，提振市场信心，进一步加大存款利率调整可能性。接下来，货币政策或将维持总量宽松政策取向，年内降息、降准皆有空间，新一轮降准落地可能性较大。

国务院总理李强主持召开国务院常务会议。会议审议通过《医药工业高质量发展行动计划（2023-2025 年）》《医疗装备产业高质量发展行动计划（2023-2025 年）》和《关于规划建设保障性住房的指导意见》。会议强调，要着力提高医药工业和医疗装备产业韧性和现代化水

平，增强高端药品、关键技术和原辅料等供给能力，加快补齐我国高端医疗装备短板。要着眼医药研发创新难度大、周期长、投入高的特点，给予全链条支持，鼓励和引导龙头医药企业发展壮大，提高产业集中度和市场竞争力。

住建部、央行、金融监管总局发布《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》。推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。

（二）海外宏观

美国上周初请失业金人数降至三周来新低，劳动力市场依旧强劲。美国上周初请失业金人数为 23 万人，预期 24 万人，前值自 23.9 万人修正至 24 万人；8 月 12 日当周续请失业金人数 170.2 万人，预期 170.8 万人，前值自 171.6 万人修正至 171.1 万人。

欧美多国 8 月制造业 PMI 数据出炉。欧元区 8 月制造业 PMI 初值为 43.7，预期 42.6，7 月终值 42.7。美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值为 47，创 2 月份以来新低，预期 49.3，7 月终值及初值均为 49。英国 8 月制造业 PMI 初值 42.5，创 39 个月新低，预期 45，7 月终值 45.3。法国 8 月制造业 PMI 初值为 46.4，预期 45，7 月终值 45.1。德国 8 月制造业 PMI 初值为 39.1，预期 38.7，7 月终值为 38.8。

美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话。鲍威尔称，为抑制通胀压力，保障美国经济持续的稳健性，美联储准备在适当情况下进一步加息，同时保持限制性政策立场，直到确保通胀率降至 2% 的目标水平。

欧洲央行管委卡扎克斯：欧洲经济形势相当复杂，核心通胀仍然居高不下。不急于宣布利率调整已经完成。利率暂停调整并不意味着停止。仍倾向于加息的一方。如有需要，随时可以降息。过早停止加息比降息的问题更大。如果核心通胀不减缓，整体通胀风险将上升。应该在 2025 年底之前更早实现 2% 的目标。降息的速度可能比加息的速度慢。

三、市场回顾

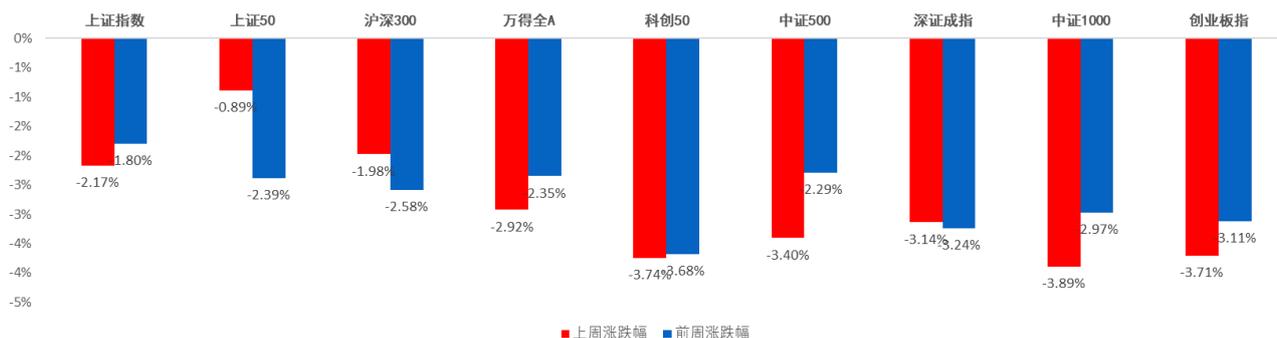
（一）权益市场

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 25 日（上周五），上证指数下跌 2.17%，上证 50 下 0.89%，沪深 300 下跌 1.98%，万得全 A 下跌 2.92%，科创 50 下跌

3.74%，中证 500 下跌 3.40%，深证成指下跌 3.14%，中证 1000 下跌 3.89%，创业板指下跌 3.71%。从行业板块看，上周农林牧渔领涨，建筑、电力设备及新能源、消费者服务、综合、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 0.59，较前周上行 0.01，风格上价值略占优，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**建材、钢铁、传媒**估值领涨。当前**传媒、交通运输、钢铁、建材、汽车**板块估值处于历史较高水平；**有色金属、煤炭、通信、石油石化、机械**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)

	2023/8/25	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	12.6	↓ 0.15	20.0	↓ 3.25	30.7%	27.1%	22.2%
深证成指	21.7	↓ 0.59	38.0	↓ 0.60	26.0%	12.8%	0.5%
上证50	9.7	↑ 0.02	25.0	↑ 1.14	40.0%	32.0%	23.5%
沪深300	11.4	↓ 0.13	20.8	↓ 1.15	25.2%	14.7%	10.0%
中证500	22.0	↓ 0.52	12.6	↓ 2.42	17.7%	34.0%	35.4%
中证1000	33.8	↓ 0.54	25.0	↓ 1.03	25.0%	39.9%	36.3%
创业板指	29.1	↓ 1.48	1.6	↓ 1.07	2.0%	3.8%	0.0%
科创50	38.0	↓ 1.60	2.0	↓ 3.98	2.0%	2.0%	2.1%

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)

	2023/8/25	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	↑ 0.11	12.32%	↑ 0.88	12.3%	23.7%	37.4%
煤炭(中信)	6.2	↑ 0.13	1.21%	↑ 1.12	1.2%	2.2%	3.5%
有色金属(中信)	14.7	↑ 0.27	1.15%	↑ 0.85	1.1%	2.0%	3.2%
电力及公用事业(中信)	24.7	↓ 0.83	65.41%	↓ 2.69	65.4%	56.9%	45.6%
钢铁(中信)	44.7	↑ 0.94	75.26%	↑ 1.91	75.3%	97.1%	95.3%
基础化工(中信)	21.6	↑ 0.26	16.61%	↑ 1.98	16.6%	31.9%	31.1%
建筑(中信)	9.9	↓ 0.65	28.49%	↓ 11.93	28.5%	41.0%	52.7%
建材(中信)	25.1	↑ 2.02	70.21%	↑ 4.00	70.2%	100.0%	100.0%
轻工制造(中信)	33.1	↓ 1.92	45.77%	↓ 7.27	45.8%	81.9%	71.5%
机械(中信)	33.6	↓ 1.76	12.67%	↓ 7.28	12.7%	11.8%	14.0%
国防军工(中信)	62.5	↓ 4.35	27.15%	↓ 12.36	27.2%	28.6%	19.6%
汽车(中信)	34.2	↓ 1.80	69.58%	↓ 2.27	69.6%	41.6%	7.8%
家电(中信)	15.3	↓ 0.33	19.56%	↓ 2.92	19.6%	14.3%	6.8%
纺织服装(中信)	30.9	↓ 2.81	48.80%	↓ 13.74	48.8%	59.8%	60.4%
医药(中信)	35.5	↓ 1.08	17.97%	↓ 7.94	18.0%	30.3%	23.3%
食品饮料(中信)	30.6	↓ 0.20	41.36%	↓ 1.82	41.4%	16.9%	2.9%
银行(中信)	4.7	↓ 0.02	12.83%	↓ 0.50	12.8%	14.2%	22.4%
非银行金融(中信)	16.8	↑ 0.15	41.09%	↑ 1.77	41.1%	59.0%	74.3%
交通运输(中信)	29.8	↓ 1.76	79.06%	↓ 3.39	79.1%	68.8%	50.7%
电子(中信)	58.1	↓ 2.77	68.04%	↓ 5.38	68.0%	65.7%	61.1%
通信(中信)	20.4	↑ 0.12	8.07%	↑ 0.10	8.1%	15.5%	24.5%
计算机(中信)	93.6	↓ 3.53	57.26%	↓ 1.10	57.3%	33.9%	21.0%
传媒(中信)	134.3	↑ 0.30	90.23%	↓ 0.12	90.2%	76.0%	70.6%
综合金融(中信)	36.4	↓ 18.03	37.89%	↓ 42.11	37.9%	37.9%	37.0%

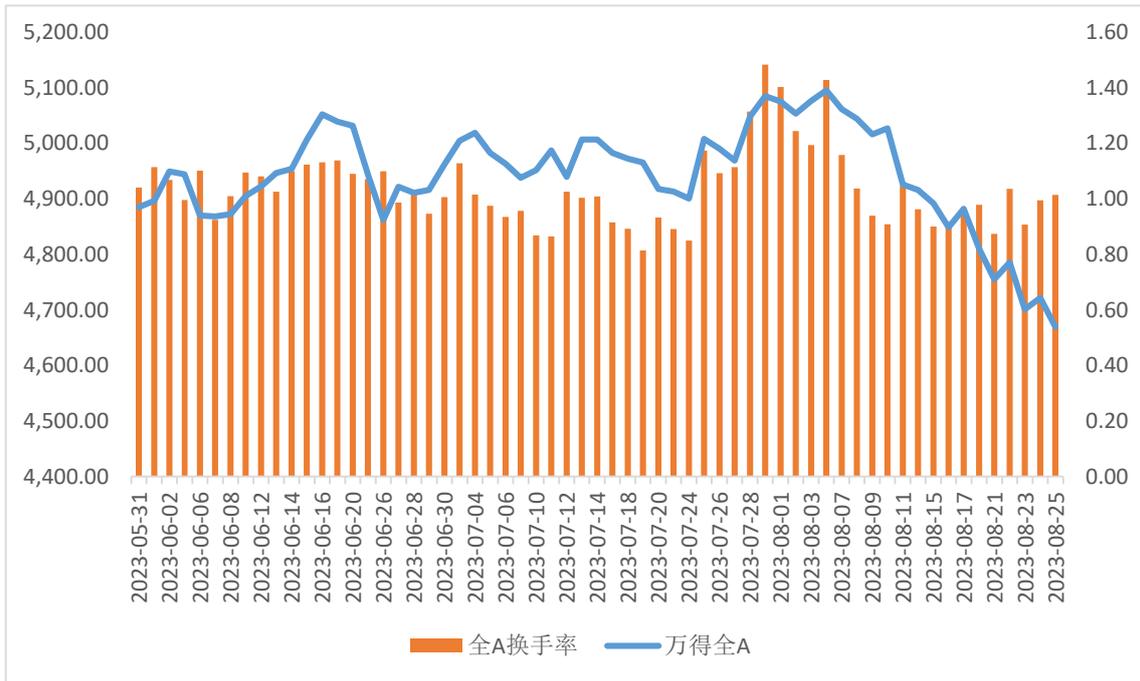
数据来源：Wind、鑫元基金

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，传媒，计算机行业的拥挤度较高。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 6.22%，处于历史 95%的

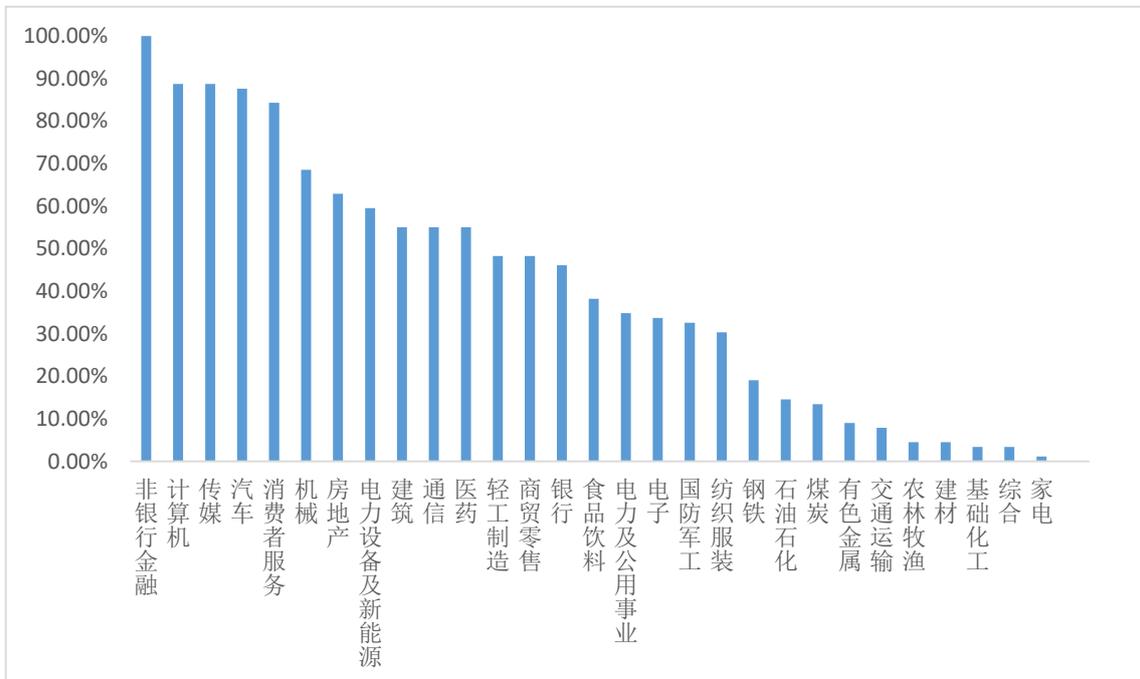
分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 5：全市场换手率



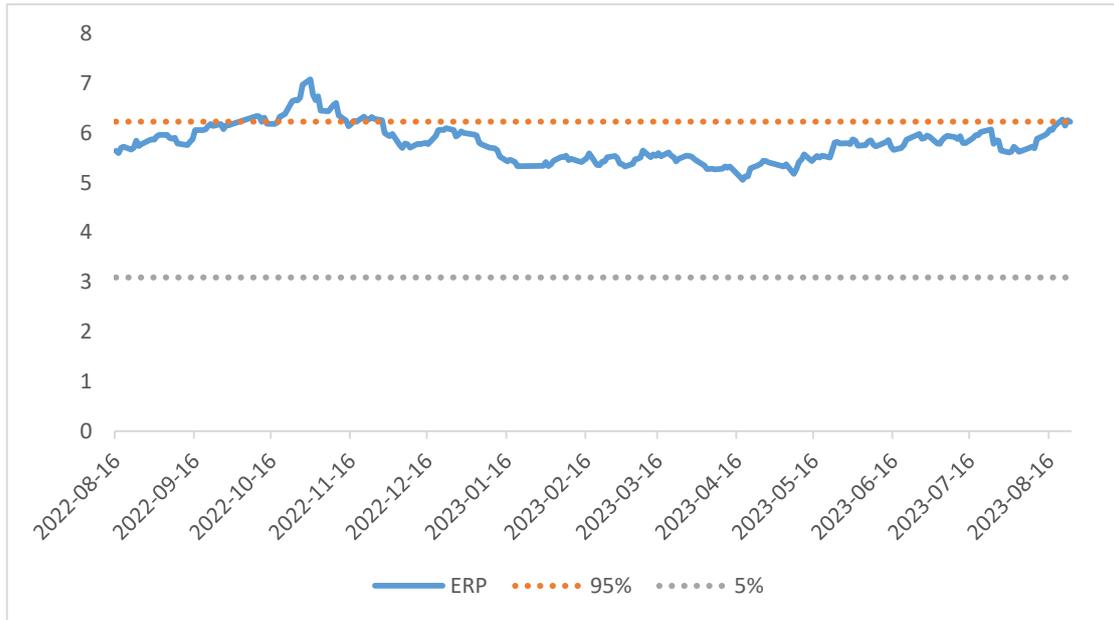
数据来源：Wind、鑫元基金

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

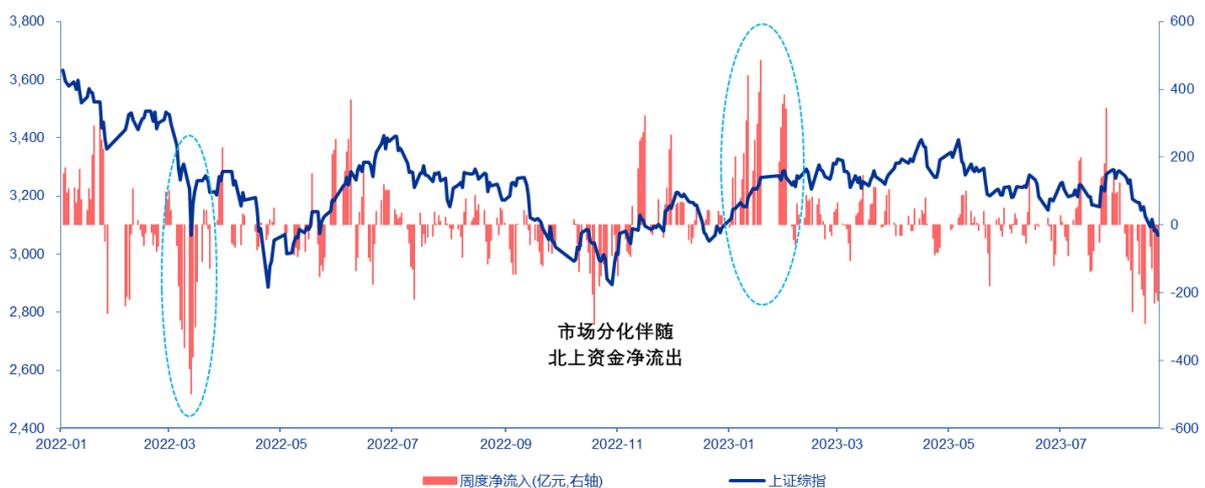


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

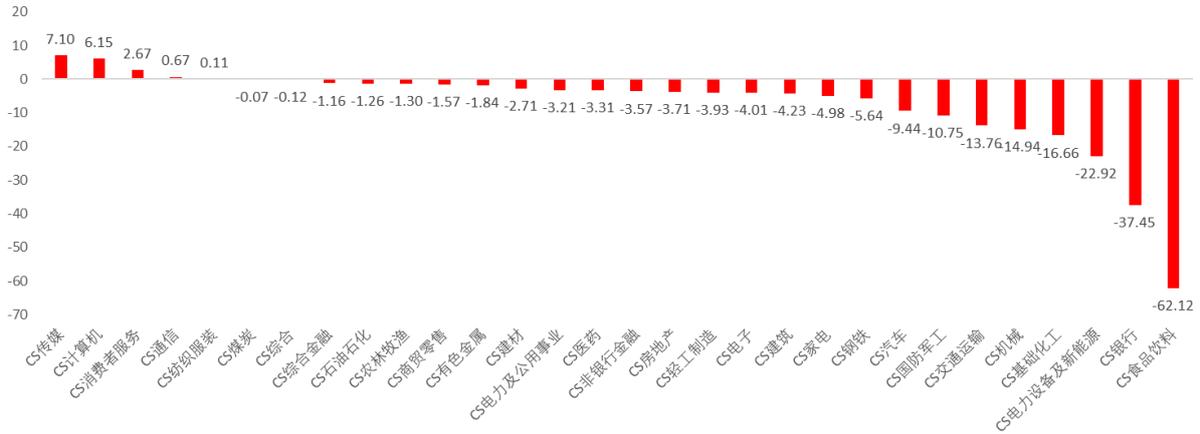
上周北向资金净流出 224.20 亿元，上上周净流出 291.16 亿元，最近一周北向资金净流出减少。上周增持金额排行靠前的行业是**传媒**（↑ 7.10）、**计算机**（↑ 6.15）、**消费者服务**（↑ 2.67）、**通信**（↑ 0.67）、**纺织服装**（↑ 0.11）；减持金额排名靠前的行业是**食品饮料**（↓ 62.12）、**银行**（↓ 37.45）、**电力设备及新能源**（↓ 22.92）、**基础化工**（↓ 16.66）、**机械**（↓ 14.94）。

图 8：北向资金周度净流入情况（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

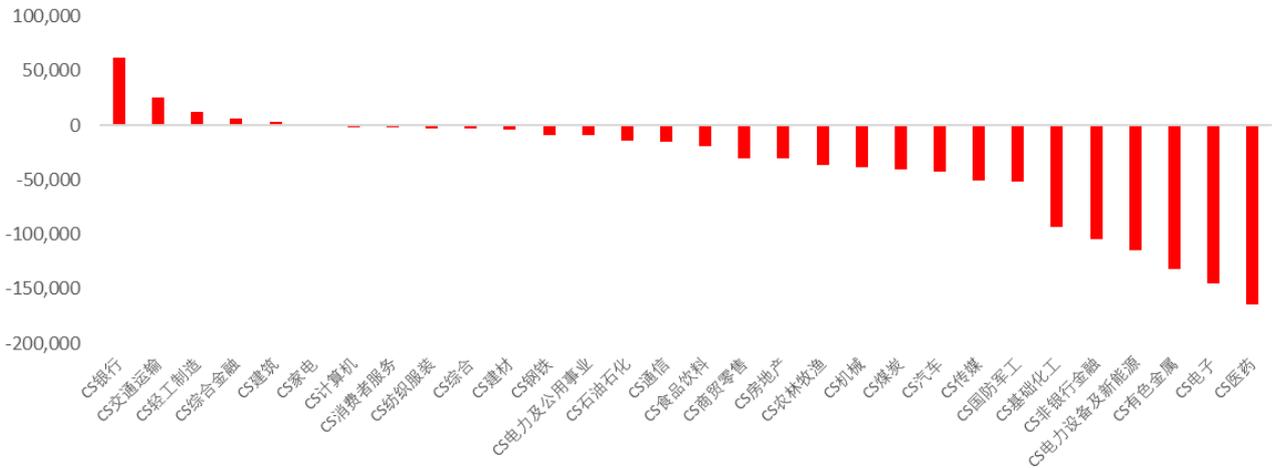
图 9：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

8月25日，两融资金占比为2.93%，8月18日为6.51%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至8月25日，上周融资净买入最大的五个行业为银行、交通运输、轻工制造、综合金融、建筑。

图 10：上周两融资金行业流向（万元）

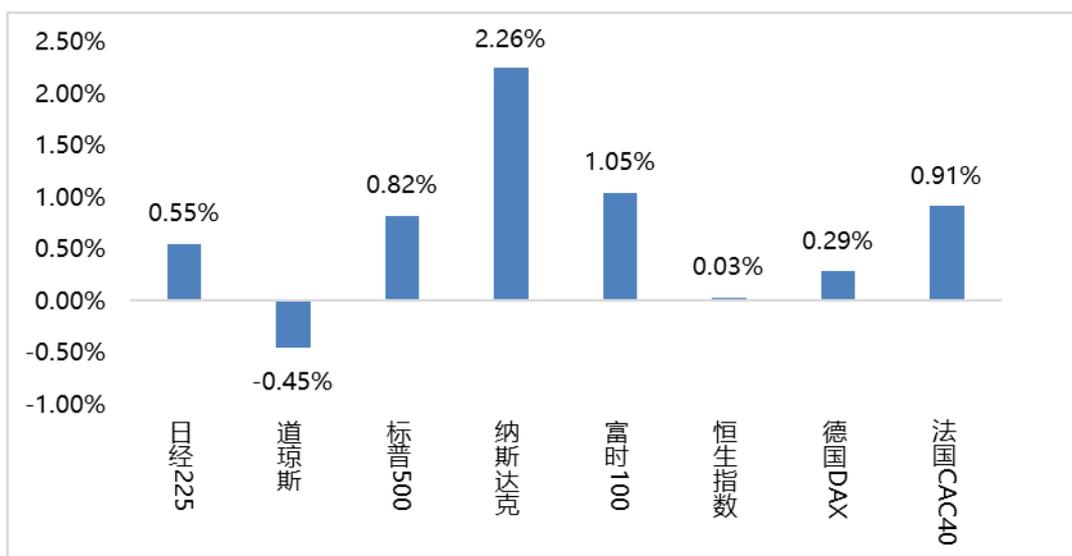


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市多数上涨。美国股市方面，道指下跌0.45%，标普500上涨0.82%，纳指上涨2.26%；欧洲股市方面，英国富时100上涨1.05%，德国上涨0.29%，法国上涨0.91%；亚太股市方面，日经指数上涨0.55%，恒生指数上涨0.03%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

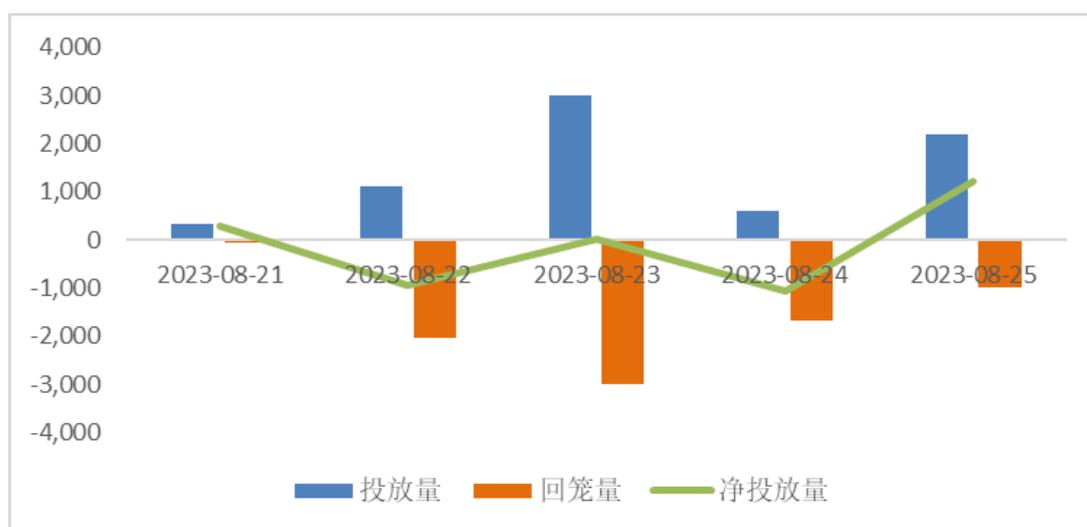


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周 7280 亿元逆回购操作和 500 亿元国库现金定存操作，因有 7750 亿元逆回购和 600 亿元国库现金定存到期，上周实现净回笼 570 亿元。

图 12：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

临近月末，关注月末资金面波动；全周逆回购到期 7280 亿元，到期量相对较大；政府债净缴款（发行缴款剔除到期）下降至 1152.1 亿元，前一周为 3273.5 亿元。其中新增专项债发行 2135 亿元，较前一周的 1642 亿元继续提速。

政府债发行：本周国债计划发行 650 亿，地方政府债发行 2650.4 亿元，整体净缴款 1152.1 亿元。

表 1：8 月 28 日-9 月 1 日政府债发行缴款

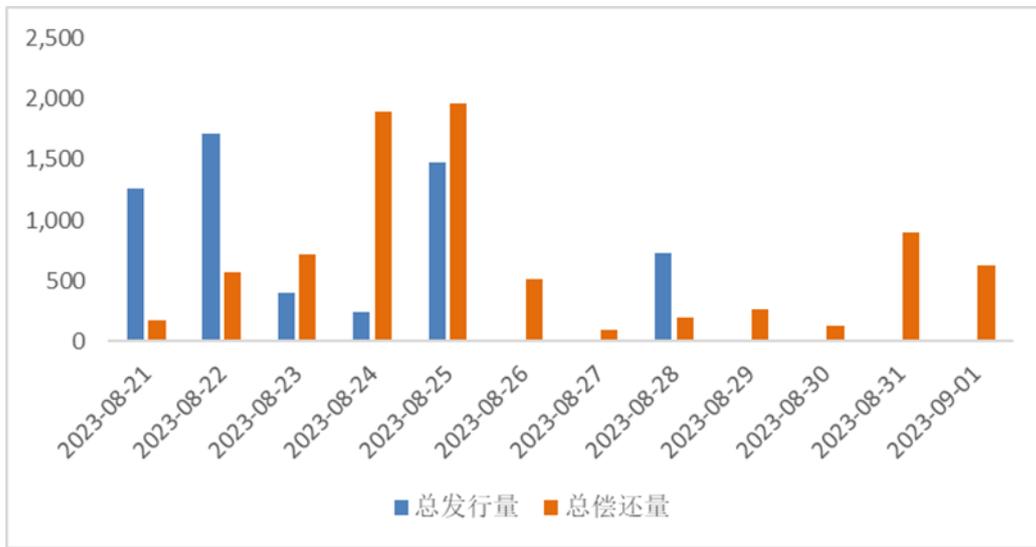
单位：亿元

	8 月 28 日		8 月 29 日		8 月 30 日		8 月 31 日		9 月 1 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	870.2	0	509.4	0	129.9	0	1140.8	650	0
到期	302	82.8	0	25	0	311.4	0	318.3	1053	294.6
缴款	951	462.9	0	883.4	0	691.3	0	130.4	0	1128.1
净缴款	655.1		524.6		379.9		-187.9		-219.6	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：8 月 28 日-9 月 1 日，同业存单到期 2702 亿元，接下来三周分别到期 5659 亿元、3865 亿元和 5838 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

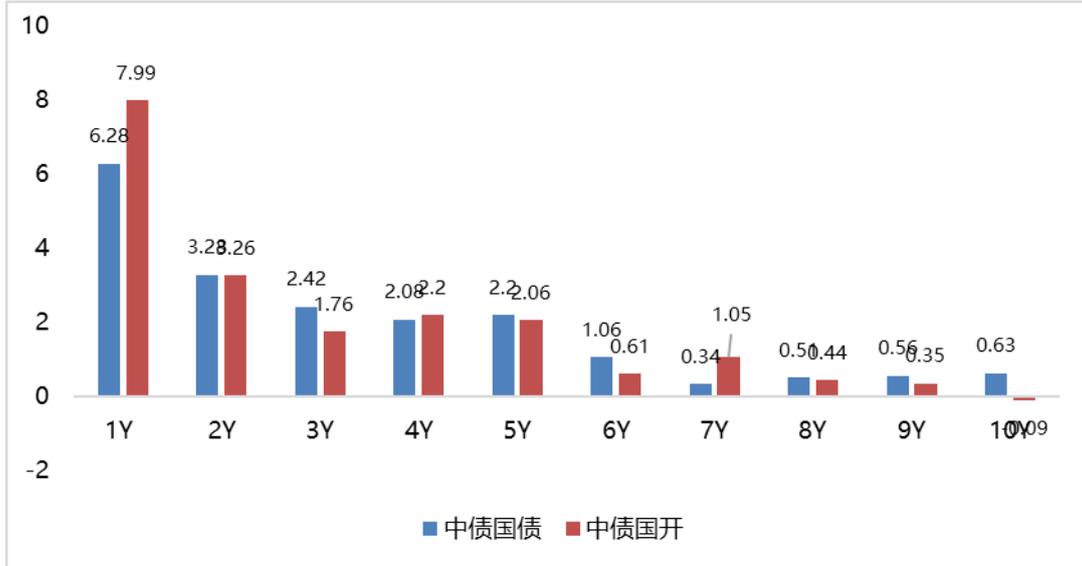
回购市场：税期过后，资金面边际转松，临近跨月又再度转为上行。具体而言，上周一至上周四，资金利率持续下行，DR001 和 R001 分别下行至 1.58%和 1.68%，上周五转为上行至 1.83%、1.92%，全周均值分别较前一周下行 4bp、6bp。DR007 和 R007 上周四分别下行至 1.78%、1.89%，上周五开始，机构可以拆借 7 天资金跨月，二者分别上行至 1.95%、2.11%，全周平均值分别较前一周下行 2bp、上行 3bp。8 月 21-25 日，银行间质押式回购日均成交 7.05 万亿元，低于前一周的 7.29 万亿元。周内变化来看，上周一和上周二成交量仍在 7 万亿元之后，之后短暂回升，上周三和上周四升至 7.3 万亿元、7.2 万亿元，至上周五，可以开始拆借 7 天资金跨月，成交量再度降至 7 万亿元以下。

票据利率：周票价呈现震荡下行后回暖走势。上周一上周二，部分机构降价进场收票，买盘配置情绪稳步释放，市场情绪低位，票据利率下行。临近午盘，大行进场收跨年国股，

报价高于市场，卖盘机构出票止盈下，票价有所回调。上周三，市场情绪开盘即低位，机构继续进场收票，卖盘谨慎出票。标杆大行降价进场，引领买盘配置情绪稳步释放，票价下行明显。上周四上周五，随着票价大幅下跌，买盘机构趋于谨慎，卖盘出票止盈需求释放，供需博弈下，票价有所反弹。

(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	32.75	16.51	18.25	45.69
环比	-3.86	-0.22	-1.57	-9.79
年初以来	2.04	-7.55	-0.82	40.96
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	27.66	15.80	18.21	55.29
2016 年以来分位数	67.33%	55.17%	50.47%	33.82%

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 27 日）

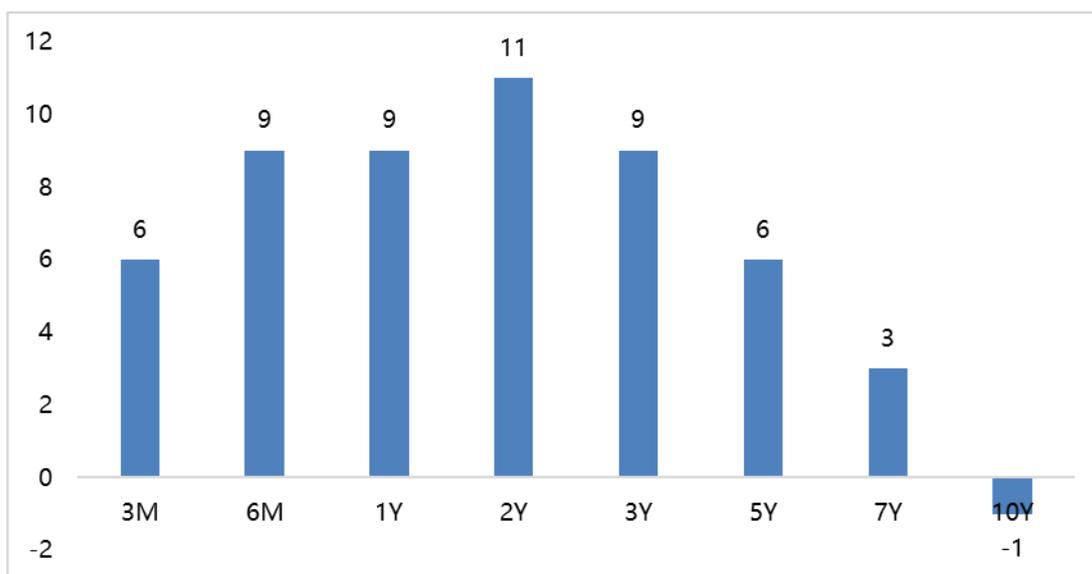
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	26.91	23.83	31.39	31.38	44.01
环比	-5.14	-2.06	-1.92	-4.01	-4.30
年初以来	-20.92	-28.39	-31.84	-22.45	-22.91
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
2016 年以来平均值	48.03	37.74	40.46	44.90	45.51
2016 年以来分位数	5.90%	10.91%	17.75%	9.50%	45.09%

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上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 6.28P 至 1.8951，3 年期上行 2.42BP 至 2.2226，5 年期上行 2.2BP 至 2.3877，10 年期上行 0.63BP 至 2.5702。

长时期高等级票据信用利差收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 5.14BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.06BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.92BP。

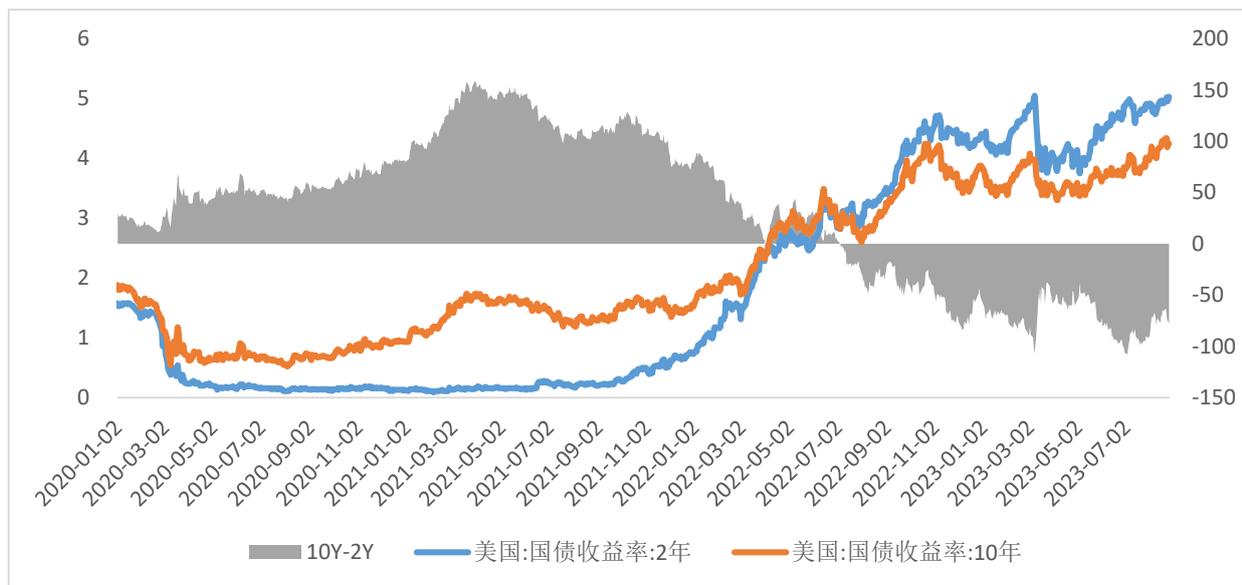
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率除十年期外集体上行。上周 10 年期美债收益率下行 1BP，10 年期国债收益率上行 0.63BP，中美利差倒挂程度减小。全周来看，1 年期美债收益率上行 9BP，3 年期美债收益率上行 3BP，10 年期美债收益率下行 1BP。

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 0.73%，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 0.02%，离岸人民币汇率升值 0.18%。

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	104.1939	7.1883	7.2884	7.2949
对照日期	103.4433	7.2006	7.2896	7.3077
涨跌	0.73%	0.17%	0.02%	0.18%

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，近期高频数据有所企稳，证券交易印花税调降。7 月经济数据超预期回落，市场风险偏好迅速下行。上周 5 年期 LPR 利率意外持平，MLF 到 LPR 的利率传导链条失灵，宽货币落地而宽信用预期落空，市场信心继续受到一定程度扰动，A 股缩量下跌、人民币表现疲软、北向资金有所流出。但从近期高频数据来看，宏观经济展现出一定的企稳信号，螺纹钢表观需求量回升，水泥磨机开工率和水泥发运率上行，表明下游建筑行业景气度有所改

善。同时，整车货运流量指数连续三周环比回升，乘用车半钢胎开工率及工业重要原料聚酯装置负荷率持续位于近五年高位，工业生产积极性小幅回暖。临近 9 月生产旺季，宏观经济改善路径渐趋清晰，待到经济数据出现切实改善后，市场信心有望修复。周末财政部、税务总局公告调降证券交易印花税，上次调整证券交易印花税还要追溯到 15 年前，调降印花税短期对权益市场利好较为明显。

（二）权益市场展望和策略

鲍威尔在今年杰克逊霍尔会议上的讲话，总体判断中性。此次讲话总结中再次强调了不确定性和风险管理，货币政策过度紧缩的风险与紧缩力度不足的风险是美联储目前需要考虑的双向风险，在不确定性中美联储不会轻易做出方向判断，更多的是看数据再做动作。因此我们继续维持之前判断，短期内海外利率风险的影响极为有限。国内方面，市场短端流动性处于偏紧的状态，资金市场的市场利率绝大多数时间都要高于政策性利率的下沿，不利于股票市场的估值扩张。而上周二的意外降息，让市场担心后续经济数据的改善程度，业绩端改善的预期继续延后。目前看市场超额流动性的缓解，依赖于后续的公开市场操作和降准来补充流动性。此外，流动性恢复之后，仍需要配合相应的经济激励政策：包括一线城市限购限贷在内的房地产政策、包含印花税政策在内的活跃资本市场政策等。流动性恢复和经济激励政策双管齐下，会让汇率可以处于一个相对平稳的震荡区间。在短端流动性偏紧和经济激励政策暂不及预期的情况下，与宏观经济关系密切的建筑、轻工制造、机械、消费者服务业以及偏成长属性的电力设备及新能源、电子和军工等行业都出现了一定的跌幅。短期的下跌走势已大体反馈了上述的因素，虽然风险偏好的极值仍有反复，但市场已在触底的过程之中。短端流动性偏紧有望在近期趋于结束。上周五三部门关于房地产认房不认贷政策的出台，也预示着经济激励性政策将进入第二阶段的政策实施和细节落地环节。对九月份，我们充满信心，九月市场将迎来一个强有力的反弹。

（三）债券市场展望和策略

本月 LPR 调降不及预期，显示当前银行净息差压力较大，银行业需要维持合理的利润，后续存款利率或将继续下行。同时，央行在货政报告中删去总量适度、节奏平稳的表述，彰显其对信贷的支持态度，所以本次 LPR 调降并不意味着宽信用支持力度减弱，结构性的政策仍有充足空间。流动性层面，近期市场资金面明显边际收敛，资金利率水平抬升，8-9 月政府债发行集中叠加跨月节点临近，央行积极投放跨月资金，预计跨月资金面整体将维持平稳。政策层面，三部门推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施，同时，居民换购住

房的个人所得税优惠政策延续实施，一线城市宽地产政策预期发酵，但目前来看，需求端就业压力和收入预期可能仍将限制居民投资消费的意愿，政策的落地及其效果有待观察，当前基本面修复斜率尚未有明显抬升迹象。我们认为近期债市将延续窄幅波动，配置价值仍存。建议利率债账户保持中性久期和仓位，择机参与利率债活跃券波段交易；信用债账户坚持票息策略，以中短久期票息确定的资产为主，可选取优质主体适当拉长久期，结合跨月资金价格灵活控制杠杆。

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。