

稳增长政策陆续落地，市场风险偏好提升

——鑫元周观点（2023.08.28-2023.09.03）

一、核心观点

宏观方面，稳增长政策陆续落地，8月高频数据改善，PMI环比回升。8月最后一周，认房不认贷、调降存量首套住房贷款利率、调降住房首付比例、个人所得税优惠等各项政策措施陆续落地，政策端明显开始发力。8月生产、消费、外贸等高频数据较7月出现改善，官方制造业PMI录得49.7%，连续三个月环比回升，财新中国制造业PMI录得51%，上行1.8%至扩张区间，各种迹象表明国内基本面开始修复。

权益市场方面，A股各大指数悉数上涨，但走势一波三折。上周一在众多利好的加持下，市场情绪高涨，高开后快速涨幅收窄，上证指数全周并未突破上周一高开的位置，显示出投资者仍保持谨慎。上周政策利好的力度和密度均超出市场预期，我们认为前期市场对经济可能出现非线性下滑的过度担忧理应打消。造成市场走势的另一个原因是北向资金的持续净流出，上周五天均为净流出，合计超156亿。但从历史复盘来看，北向资金的走向与股指一般呈同向关系，其并无明显的前瞻性，随着汇率的稳定以及经济数据的逐步企稳，北向资金的重新流入是可以预见的。本轮的快速流出仅仅是充当了市场情绪低迷的放大器，我们不认为是系统性的撤离。在海外流动性逐步改善的大周期下，随着国内经济金融数据的稳步回升，两者的共振将对9月行情带来支撑。

固收市场方面，当前基本面修复或较为温和，债券市场大幅调整的可能性不大。政策层面，宽地产政策落地、风险偏好提升，叠加政府债发行加速，短期内债市或将经历阶段性调整，但居民购房的需求受制于就业压力和收入预期，政策的效果有待观察。同时，货币政策将保持宽松以配合地方债务化解。流动性层面，央行延续呵护态度，资金面可能仍有所波动，但整体将继续保持平稳。债市短期内或将面临阶段性调整，但中长期看债券的配置价值仍在。建议利率债账户保持中性久期和仓位，择机参与利率债波段交易；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，短端不宜过度追低，可选取优质主体适当拉长久期。

二、宏观动态

（一）国内宏观

中国制造业 PMI 连续三个月回升。国家统计局公布数据显示，8 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 49.7%，环比上升 0.4 个百分点；非制造业商务活动指数为 51.0%，下降 0.5 个百分点，持续位于扩张区间；综合 PMI 产出指数为 51.3%，上升 0.2 个百分点，我国经济景气水平总体保持稳定。

证券交易印花税减半征收。财政部、税务总局公告，为活跃资本市场、提振投资者信心，自 8 月 28 日起，证券交易印花税实施减半征收。港交所公告称，财政部、税务总局两部门关于减半征收证券交易印花税的调整亦适用于沪股通及深股通。

购房首付比率及存量首套房贷利率调降。两部门联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，统一全国商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限。不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，首套住房和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限统一为不低于 20% 和 30%。将二套住房利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加 20 个基点；首套住房利率政策下限仍为不低于相应期限 LPR 减 20 个基点。自 9 月 25 日起，存量首套住房商业性个人住房贷款借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款。

9 月央行调降外汇存款准备金率。为提升金融机构外汇资金运用能力，央行决定，自 9 月 15 日起下调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点至 4%。外汇存款准备金率是指金融机构交存央行的外汇存款准备金与其吸收外汇存款比率。央行调降外汇存款准备金率，意在向市场释放外汇流动性，平衡外汇供求关系，从一定程度抑制人民币贬值。

国务院发布通知提高三项个税专项附加扣除标准。国务院发布通知称，为进一步减轻家庭生育养育和赡养老人支出负担，决定提高 3 岁以下婴幼儿照护等三项个人所得税专项附加扣除标准。3 岁以下婴幼儿照护专项附加扣除标准，由每个婴幼儿每月 1000 元提高到 2000 元。子女教育专项附加扣除标准，由每个子女每月 1000 元提高到 2000 元。赡养老人专项附加扣除标准，由每月 2000 元提高到 3000 元。

财政部发布《2023 年上半年中国财政政策执行情况报告》。报告称，下半年要加力提效实施好积极的财政政策，支持做强做优实体经济。加快地方政府专项债券发行使用，研究扩大投向领域和用作项目资本金范围。

商务部部长王文涛在京与来访的美国商务部部长雷蒙多举行会谈。王文涛重点就美国对华

301 关税、半导体政策、双向投资限制、歧视性补贴、制裁中国企业等表达严正关切。双方宣布在中美两国商务部之间建立新的沟通渠道，成立一个工作组，由中美副部长级和司局级政府官员组成，并有企业代表参加，以寻求解决具体商业问题的办法。此外，双方还启动出口管制信息交流机制，作为解释各自出口管制制度和改善沟通的机制。

十四届全国人大常委会第五次会议在京举行。会议审议行政复议法修订草案、民事诉讼法修正草案、学前教育法草案、学位法草案等。受国务院委托，国家发改委主任郑栅洁作了《关于今年以来国民经济和社会发展计划执行情况的报告》，财政部部长刘昆作了《关于今年以来预算执行情况的报告》。国家发改委主任郑栅洁表示，要加大宏观政策调控力度，积极扩大国内需求，大力推动现代化产业体系建设，持续深化改革开放，全面抓好农业农村工作，深入推进区域协调发展和新型城镇化建设，扎实推进经济社会发展绿色转型，切实防范化解重点领域风险，加大民生保障力度。财政部部长刘昆表示，要加力提效实施好积极的财政政策，支持做强做优实体经济，切实保障和改善民生，防范化解地方政府债务风险，进一步严肃财经纪律。

（二）海外宏观

美国 8 月非农新增就业人数超预期，失业率意外走高。美国 8 月季调后非农就业人口增加 18.7 万人，预期 17 万人，前值自 18.7 万人下修至 15.7 万人；失业率意外上升 0.3 个百分点至 3.8%，创 2022 年 2 月以来新高，预期及前值均为 3.5%；员工平均时薪同比涨幅为 4.3%，预期及前值均为 4.4%，环比上涨 0.2%，预期 0.3%，前值 0.4%；劳动参与率上升 0.2 个百分点至 62.8%，创 2020 年 2 月疫情以来新高。

美国初请失业金人数降至四周以来最低水平。美国上周初请失业金人数为 22.8 万人，预期 23.5 万人，前值自 23 万人修正至 23.2 万人；8 月 19 日当周续请失业金人数 172.5 万人，预期 170.3 万人，前值自 170.2 万人修正至 169.7 万人。

美国 7 月 PCE 符合预期。美国 7 月核心 PCE 物价指数同比上升 4.2%，符合预期，前值 4.1%；环比升 0.2%，与预期及前值一致；7 月 PCE 物价指数同比升 3.3%，预期 3.3%，前值 3.0%，环比升 0.2%，预期及前值均为 0.2%。7 月个人支出环比上升 0.8%，为 1 月以来最大升幅，预期 0.7%，前值 0.5%修正为 0.6%。

欧洲央行会议纪要显示，所有成员支持将利率上调 25 个基点。鉴于传导性强于预期的风险，最初也有人表示倾向于不加息。与会者强调，在不确定的环境下，坚持以数据为依据、逐次召开会议的做法是有好处的，因为市场参与者会特别关注理事会对未来利率路径的指导。

特别是，市场普遍认为，在 9 月份的会议之前，理事会既不应暗示进一步加息，也不应发出暂停加息或已达到加息峰值的信号。与会者强调，任何进一步的紧缩措施都必须根据新收到的数据和仔细权衡相关风险的“风险管理方法”逐次进行评估。

日本央行行长：日本低通胀现状支持央行现行货币政策框架。日本央行行长植田和男表示，日本通胀仍然低于目标的支持，这支持央行当前的的货币政策策略。

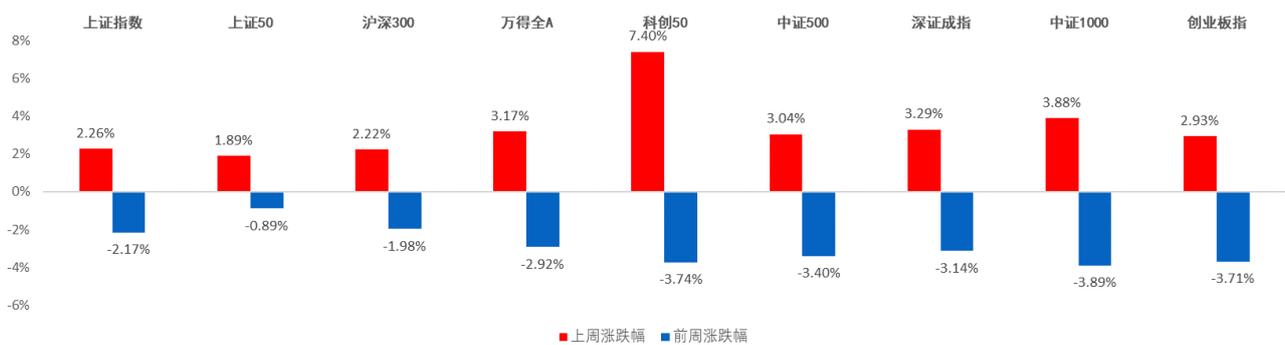
三、市场回顾

(一) 权益市场

1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数悉数上涨，风格上成长略占优。截至 9 月 1 日（上周五），上证指数上涨 2.26%，上证 50 上涨 1.89%，沪深 300 上涨 2.22%，万得全 A 上涨 3.17%，科创 50 上涨 7.40%，中证 500 上涨 3.04%，深证成指上涨 3.29%，中证 1000 上涨 3.88%，创业板指上涨 2.93%。从行业板块看，上周电子、煤炭、家电、计算机、轻工制造领涨，电力及公用事业、综合金融、银行、非银行金融、农林牧渔领跌。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，较前周下行 0.01，风格上成长略占优，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悉数上行。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**钢铁、电子、基础化工、传媒、计算机**估值领涨。当前**钢铁、传媒、电子、建材、汽车**板块估值处于历史较高水平；**电力设备及新能源、通信、煤炭、银行、有色金属**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)

	2023/9/1	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	13.1	↑ 0.45	25.1	↑ 11.06	41.7%	46.9%	36.8%
深证成指	22.9	↑ 1.18	41.6	↑ 2.11	28.1%	16.5%	2.7%
上证50	10.1	↑ 0.47	35.9	↑ 15.63	55.6%	56.8%	43.9%
沪深300	11.7	↑ 0.35	25.7	↑ 6.08	31.3%	23.3%	17.6%
中证500	23.7	↑ 1.66	19.3	↑ 8.76	26.5%	50.8%	53.3%
中证1000	38.1	↑ 4.36	43.3	↑ 18.34	43.3%	65.7%	66.7%
创业板指	30.7	↑ 1.59	3.1	↑ 1.61	3.6%	6.9%	1.3%
科创50	40.8	↑ 2.81	14.4	↑ 12.33	14.4%	14.4%	15.2%

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)

	2023/9/1	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)	11.2	↑ 0.46	17.32%	↑ 5.00	17.3%	28.6%	45.1%
煤炭(中信)	7.6	↑ 1.40	9.17%	↑ 7.96	9.2%	16.6%	26.2%
有色金属(中信)	16.8	↑ 2.06	9.57%	↑ 8.43	9.6%	17.0%	26.8%
电力及公用事业(中信)	23.8	↓ 0.95	61.63%	↓ 3.78	61.6%	52.2%	41.9%
钢铁(中信)	99.9	↑ 55.25	93.88%	↑ 18.62	93.9%	100.0%	100.0%
基础化工(中信)	26.7	↑ 5.05	29.07%	↑ 12.46	29.1%	55.7%	43.5%
建筑(中信)	10.0	↑ 0.13	30.64%	↑ 2.14	30.6%	44.7%	56.0%
建材(中信)	25.8	↑ 0.68	71.21%	↑ 1.00	71.2%	100.0%	100.0%
轻工制造(中信)	38.7	↑ 5.61	63.32%	↑ 17.55	63.3%	100.0%	100.0%
机械(中信)	34.6	↑ 0.98	16.61%	↑ 3.94	16.6%	18.0%	18.7%
电力设备及新能源(中信)	21.3	↑ 0.44	0.16%	↑ 0.16	0.2%	0.3%	0.5%
国防军工(中信)	64.2	↑ 1.75	32.48%	↑ 5.33	32.5%	38.0%	30.1%
汽车(中信)	33.4	↓ 0.75	69.09%	↓ 0.49	69.1%	40.9%	6.9%
家电(中信)	15.7	↑ 0.43	23.29%	↑ 3.73	23.3%	18.2%	12.6%
纺织服装(中信)	31.0	↑ 0.09	48.98%	↑ 0.18	49.0%	60.0%	60.5%
医药(中信)	38.1	↑ 2.66	34.84%	↑ 16.87	34.8%	43.8%	33.2%
食品饮料(中信)	31.3	↑ 0.69	47.09%	↑ 5.73	47.1%	22.8%	7.4%
银行(中信)	4.6	↓ 0.07	9.35%	↓ 3.48	9.3%	11.6%	18.3%
非银行金融(中信)	17.8	↑ 1.04	53.50%	↑ 12.41	53.5%	71.1%	82.0%
交通运输(中信)	26.8	↓ 2.94	68.77%	↓ 10.29	68.8%	64.9%	44.7%
电子(中信)	70.5	↑ 12.42	86.76%	↑ 18.72	86.8%	81.3%	76.7%
通信(中信)	20.6	↑ 0.18	8.13%	↑ 0.06	8.1%	15.6%	24.6%
计算机(中信)	96.9	↑ 3.32	58.17%	↑ 0.91	58.2%	34.6%	21.6%
传媒(中信)	138.1	↑ 3.83	90.30%	↑ 0.07	90.3%	76.3%	71.0%
综合金融(中信)	38.8	↑ 2.40	46.71%	↑ 8.83	46.7%	46.7%	44.7%

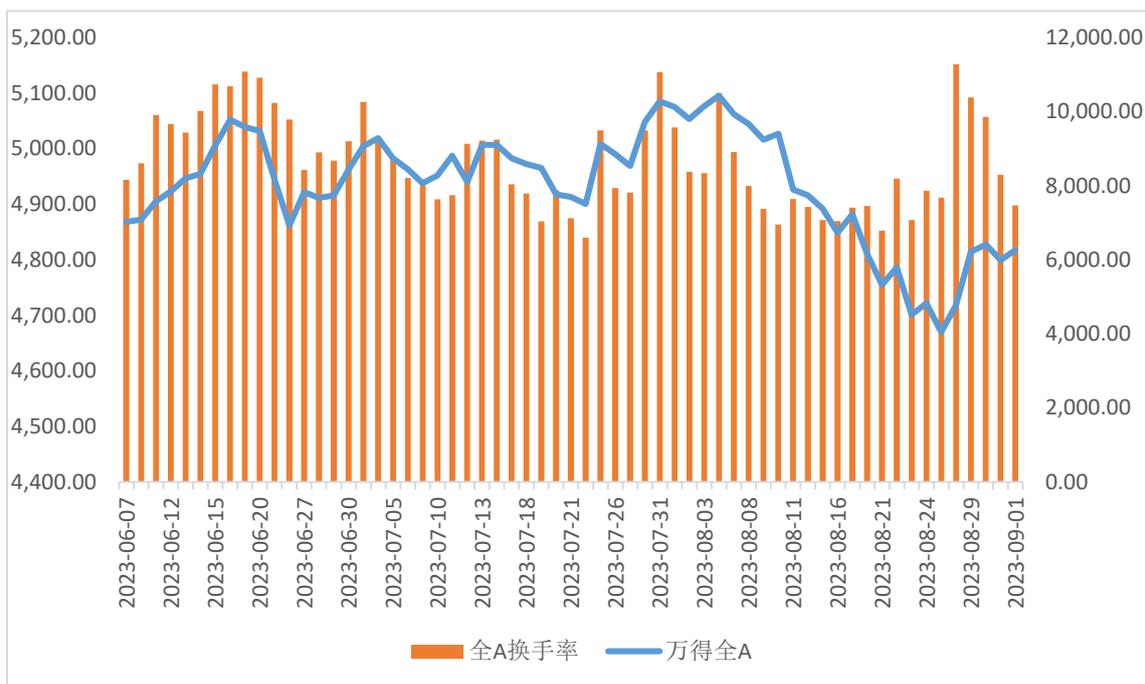
数据来源：Wind、鑫元基金

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，本周市场价稳量缩，是一种较为健康的信号。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。

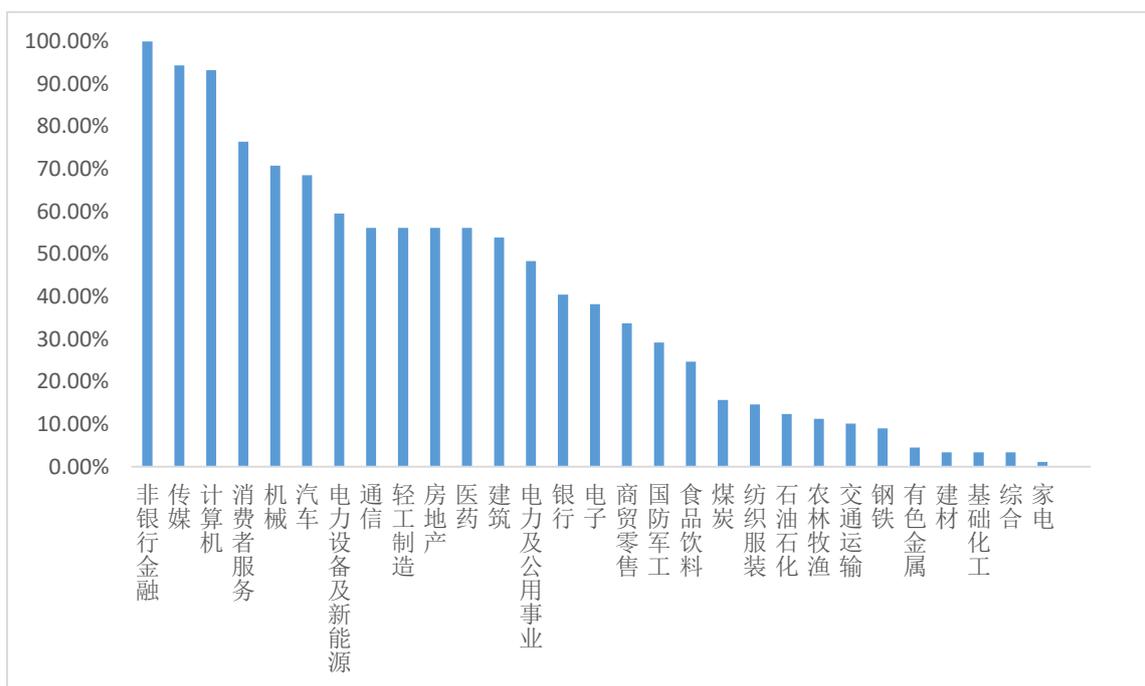
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价仍为 5.99%，处于历史 91%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 5：全市场换手率



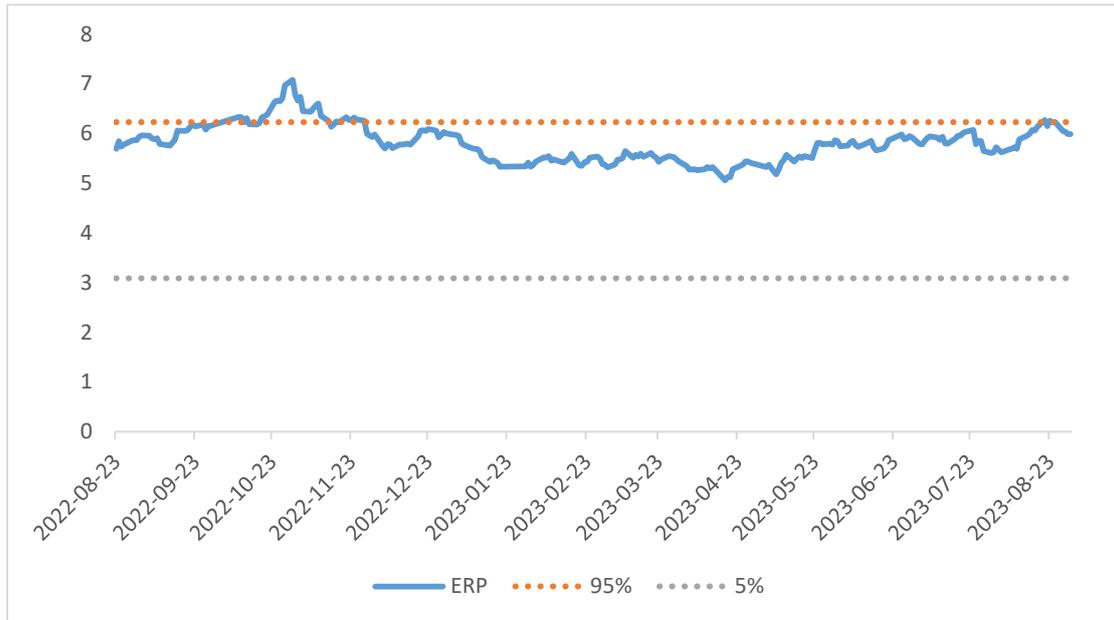
数据来源：Wind、鑫元基金

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

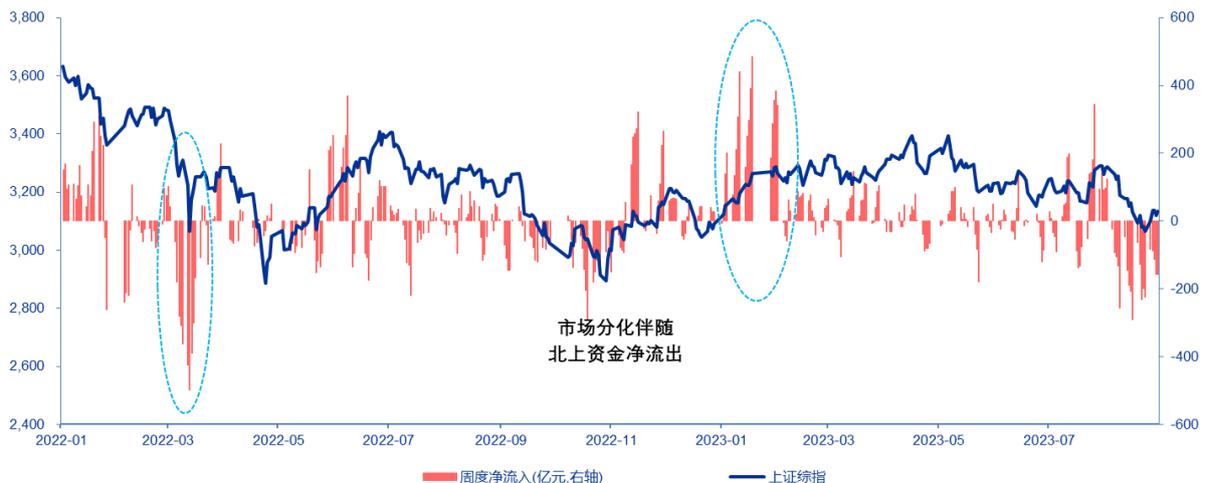


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

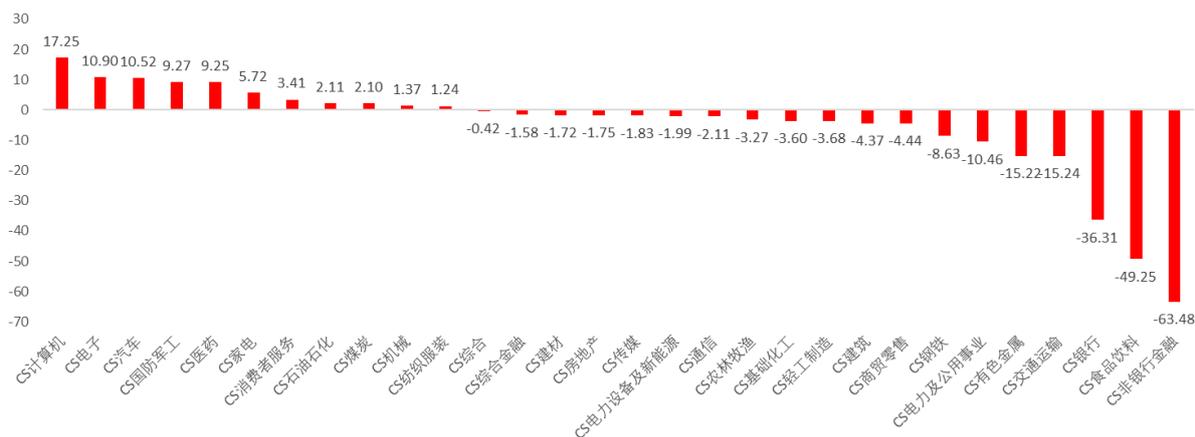
上周北向资金净流出 156.87 亿元，上上周净流出 224.20 亿元，最近一周北向资金净流出减少。上周增持金额排行靠前的行业是**计算机**（↑ 17.25）、**电子**（↑ 10.90）、**汽车**（↑ 10.52）、**国防军工**（↑ 9.27）、**医药**（↑ 9.25）；减持金额排名靠前的行业**非银行金融**（↓ 63.48）、**食品饮料**（↓ 49.25）、**银行**（↓ 36.31）、**交通运输**（↓ 15.24）、**有色金属**（↓ 15.22）。

图 8：北向资金周度净流入情况（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

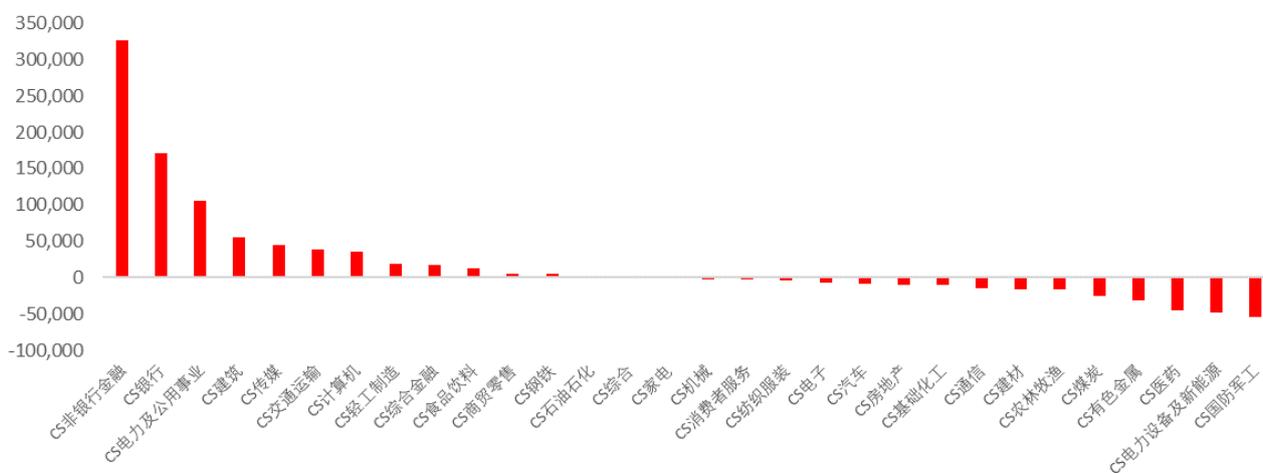
图 9：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

9月1日，两融资金占比为3.49%，8月25日为5.78%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至9月1日，上周融资净买入最大的五个行业为非银行金融、银行、电力及公用事业、建筑、传媒。

图 10：上周两融资金行业流向（万元）

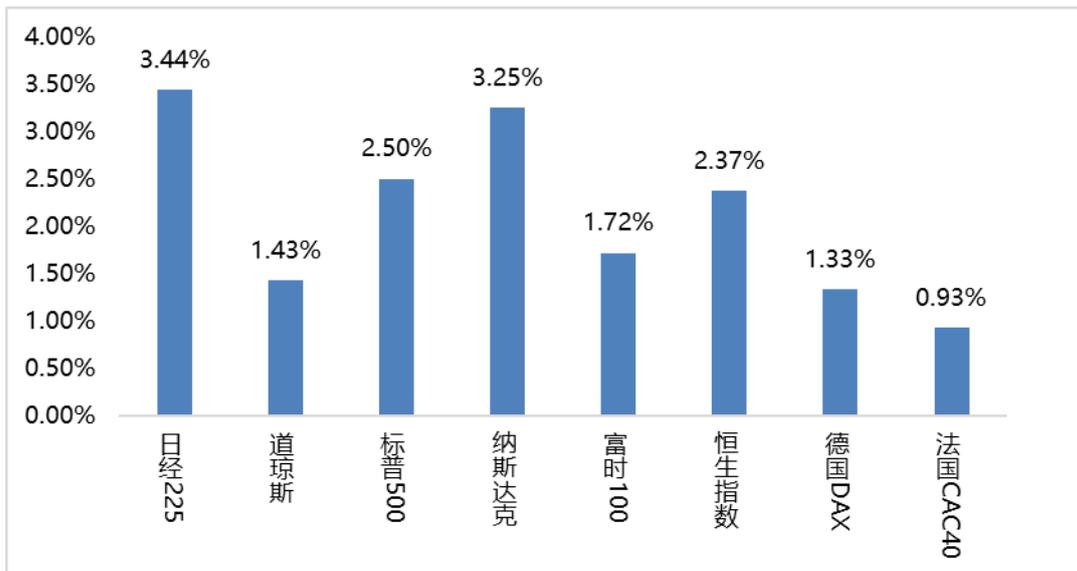


数据来源：Wind、鑫元基金

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1.43%，标普500上涨2.50%，纳指上涨3.25%；欧洲股市方面，英国富时100上涨1.72%，德国上涨1.33%，法国上涨0.93%；亚太股市方面，日经指数上涨3.44%，恒生指数上涨2.37%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

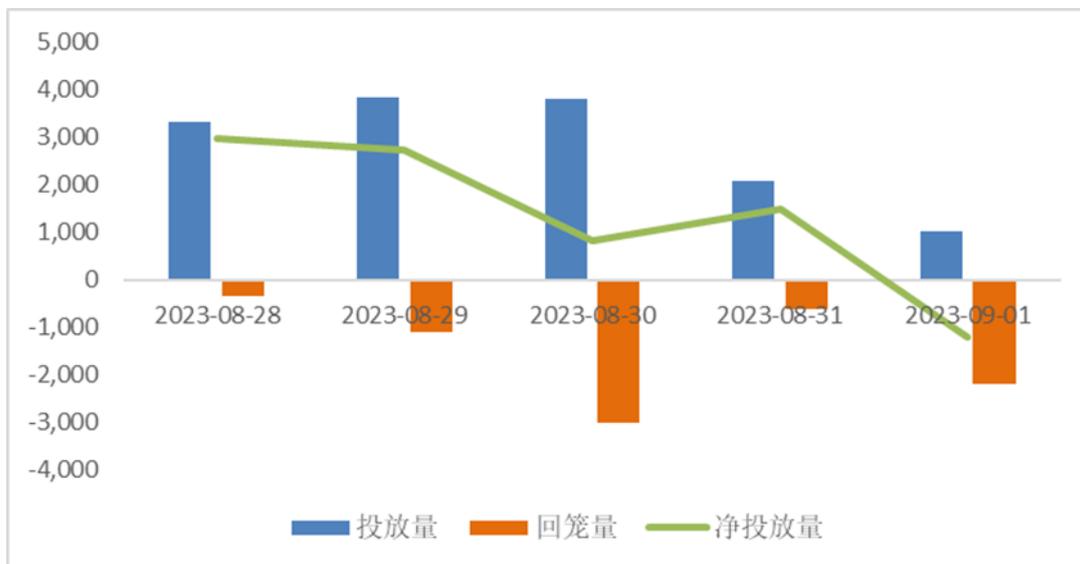


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周进行 14090 亿元逆回购操作，因有 7280 亿元逆回购到期，实现净投放 6810 亿元。

图 12：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

上周公开市场累计有 14090 亿元逆回购到期。整体看，9 月资金面仍有望维持合理充裕，但也存在一些扰动因素。例如税期影响、地方债发行速度仍保持高位、季末信贷投放将保持高位等。

政府债发行：本周国债计划发行 1180 亿，地方政府债发行 1514.1 亿元，整体净缴款 706.2 亿元。

表 1：9 月 4 日-9 月 8 日政府债发行缴款

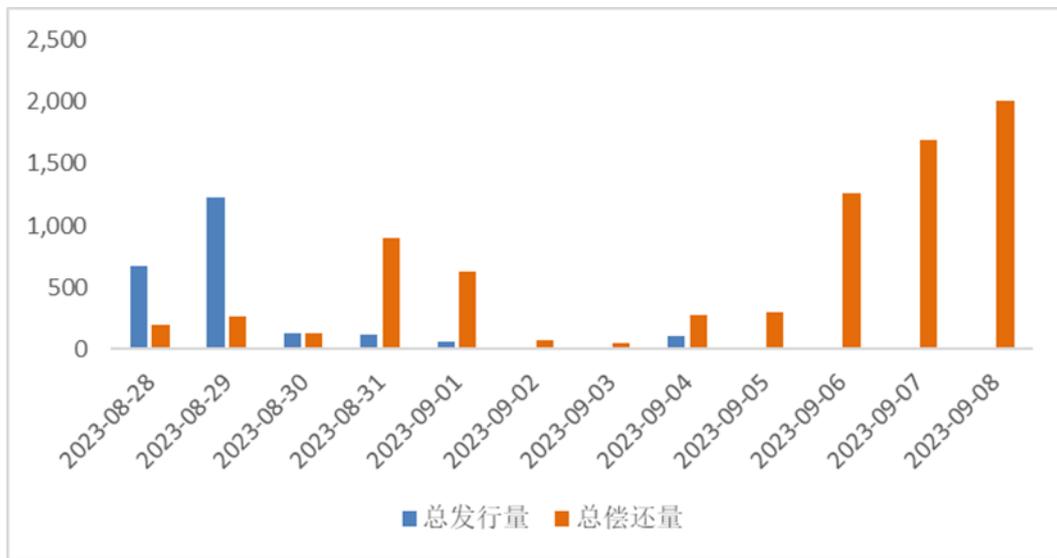
单位：亿元

	9 月 4 日		9 月 5 日		9 月 6 日		9 月 7 日		9 月 8 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	0	0	24	950	0	0	1030.4	230	459.8
到期	808.2	734.7	0	0	0	44	606	53	0	16.0
缴款	951	3	0	3	0	30.7	950	0	0	1030.4
净缴款	-588.9		3		1265.6		1694.7		2004.7	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：9 月 4-8 日，同业存单到期 5659 亿元，接下来三周分别到期 3865 亿元、5838 亿元和 4970 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

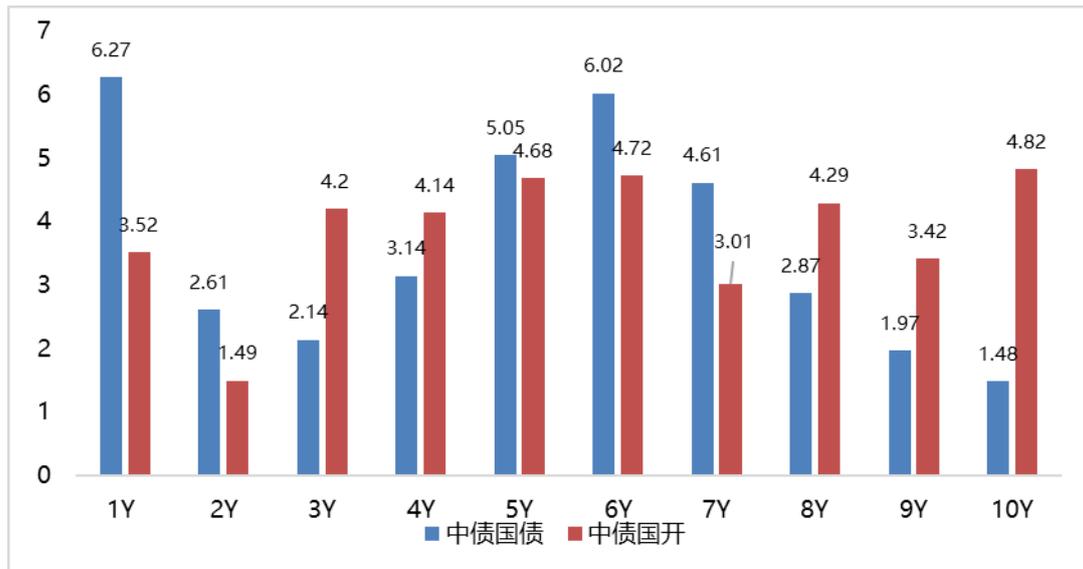
回购市场：月末最后一周，资金利率高位震荡，跨月后边际转松。具体而言，上周一至上周四（8 月最后一天），DR001 基本在 1.9%-2.0%之间波动，R001 在跨月当天之前在 2.0%-2.1%之间波动，跨月当天上行至 2.36%，上周五（9 月初）分别下行至 1.67%、1.76%，全周均值分别较前一周上行 9bp、17bp。DR007 基本在 2.1%-2.3%之间波动，R007 在 2.2%-2.4%之间波动，上周五下行至 1.8%、2.0%，二者均值分别较前一周上行 26bp、28bp。8 月 28 日-9 月 1 日，银行间质押式回购日均成交 6.03 万亿元，明显低于前一周的 7.05 万亿元。周内变化来看，上周一和上周三成交量仍在 6 万亿元以上，上周四（跨月当天）降至 4.7 万亿元，上周五（9 月 1 日）回升至 6.6 万亿元。

票据利率：全周来看国股 6M 票据利率较上周五上涨 18BP 至 1.27%，国股 3M 票据利率上行 21BP 至 1.35%。上周一上周二，市场情绪延续较好，卖盘积极出票，买盘机构持观望态度，

票据利率延续上行。上周三，早盘机构出票情绪延续，报价延续上调，午后，买盘部分机构收票需求释放，市场情绪下滑，票价滞涨转跌。上周四，八月最后一个交易日，部分机构仍有补规模需求，午前票价延续小降，随着规模需求缓解，买盘收口收敛，票价跌后回升。上周五，月初第一天，市场交投较为清淡，票据利率整体震荡调整。

(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	28.62	19.42	14.68	57.7
环比	-4.13	2.91	-3.57	12.01
年初以来	-2.09	-4.64	-4.39	52.97
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	55.23
2016 年以来分位数	54.03%	76.05%	27.43%	45.81%

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 9 月 3 日）

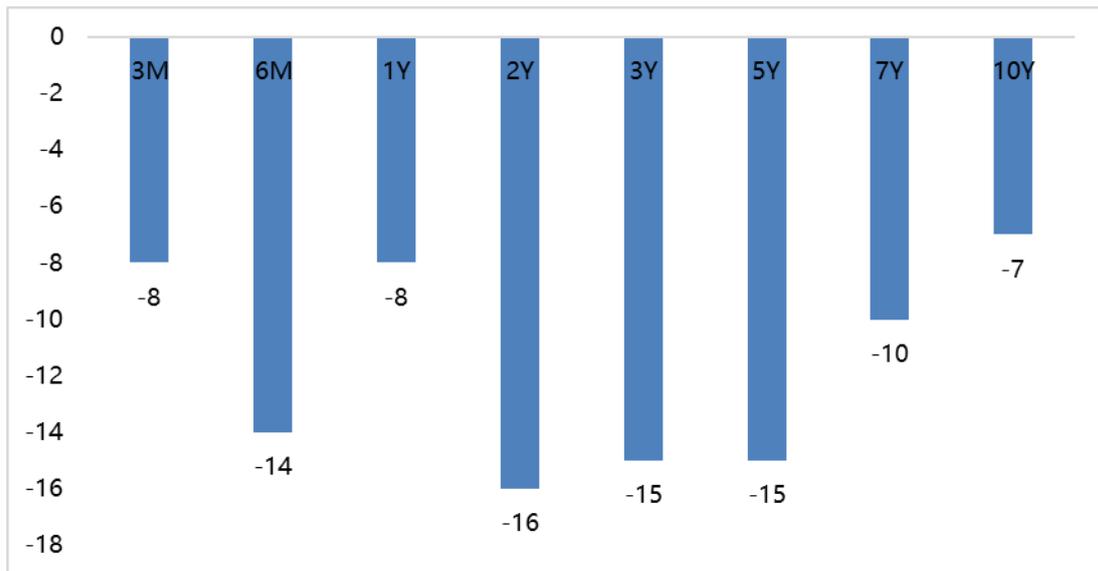
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	32.01	28.92	33.67	29.86	41.22
环比	5.10	5.09	2.28	-1.52	-2.79
年初以来	-15.82	-23.3	-29.56	-23.97	-25.7
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
2016 年以来平均值	47.98	37.71	40.45	44.87	45.51
2016 年以来分位数	14.58%	22.90%	27.17%	6.56%	33.73%

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 6.27BP 至 1.9578，3 年期上行 2.14BP 至 2.244，5 年期上行 5.05BP 至 2.4382，10 年期上行 1.48BP 至 2.585。

长时期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 5.10BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 5.09BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.28BP。

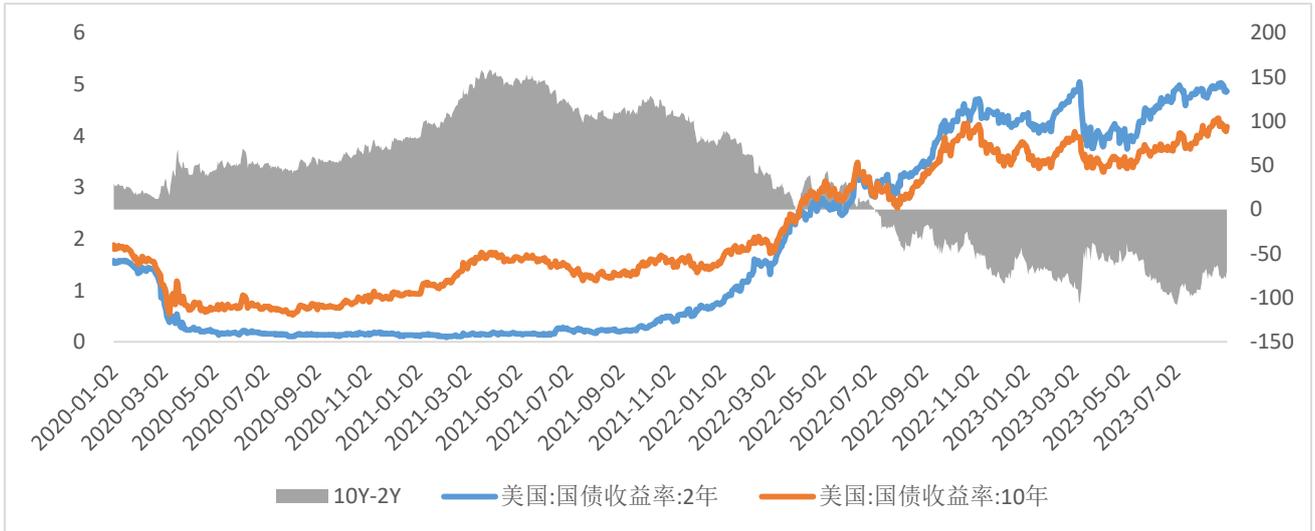
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体下行。上周 10 年期美债收益率下行 7BP，10 年期国债收益率上行 1.48BP，中美利差倒挂程度减小。全周来看，1 年期美债收益率下行 8BP，3 年期美债收益率下行 15BP，10 年期美债收益率下行 7BP。

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 0.08%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.13%，即期汇率升值 0.34%，离岸人民币汇率升值 0.33%。

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	104.2755	7.1788	7.2633	7.2707
对照日期	104.1939	7.1883	7.2884	7.2949
涨跌	0.08%	0.13%	0.34%	0.33%

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，稳增长政策陆续落地，8月高频数据改善，PMI 环比回升。8月最后一周，认房不认贷、调降存量首套住房贷款利率、调降住房首付比例、个人所得税优惠等各项稳增长政策陆续落地，政策端明显开始发力。8月生产、消费、外贸等高频数据较7月出现改善，高炉开工率、轮胎开工率、PTA 装置负荷率环比及同比均有明显上行，乘用车销售继续维持韧性，实物消费价格指数出现企稳回升，外贸运价指数上行。8月官方制造业 PMI 录得 49.7%，连续三个月环比回升，财新中国制造业 PMI 录得 51%，上行 1.8%至扩张区间，各种迹象表明国内基本面开始修复。8月美国非农数据显示美国劳动力市场进一步降温，美联储继续加息

的必要性下降。

(二) 权益市场展望和策略

海外方面，上周美国公布多个重磅数据，市场对货币政策继续紧缩的担忧有所缓解。国内方面，中美高层对话继续，证监会“四箭”齐发，房地产政策利好频出，个人所得税优惠政策力度继续加强。A股各大指数悉数上涨，但是上周走势一波三折。上周一在众多利好的加持下，市场情绪高涨，取得了令人振奋的高开幅度，但是随后快速涨幅收窄，上证指数全周并未突破上周一高开的位置，显示出投资者仍保持谨慎。上周政策利好的力度和密度均一定程度上超出市场预期，我们可以明确的看到政府“阻断经济走弱和预期转弱的负向循环”的意愿，我们认为前期资本市场对经济可能出现非线性下滑的过度担忧理应打消，“政策底”非常明确。近期市场走势如此纠结的另一个原因是北向资金的持续净流出，上周五天均为净流出，合计超 156 亿。不过从历史复盘来看，北向资金的走向与股指一般呈同向关系，其并无明显的前瞻性，随着汇率的稳定以及经济数据的逐步企稳，北向资金的重新流入是可以预见的。本轮的快速流出仅仅是充当了市场情绪低迷的放大器，我们不认为是系统性的撤离。在海外流动性逐步改善的大周期下，随着国内经济金融数据的稳步回升，两者的共振将对 9 月行情带来支撑。

(三) 债券市场展望和策略

上周的债券市场在印花税下调、跨月资金面超预期收紧以及宽地产政策的影响下迎来调整，上周五尾盘，北京上海等超一线城市落实“认房不认贷”，地产政策预期兑现，10Y 国债收在 2.625%水平。基本面层面，8 月份 PMI 有所回升但仍处于荣枯线下方，部分高频数据有所好转，基本面修复难以超预期，债券市场大幅调整的可能性不大。政策层面，宽地产政策落地、风险偏好提升，叠加政府债发行加速，短期内债市或将经历阶段性调整，但居民购房的需求受制于就业压力和收入预期，政策的效果有待观察。同时，货币政策将保持宽松以配合地方债务化解，整体利率水平大概率维持低位。流动性层面，近期债券发行集中，央行延续呵护态度，公开市场操作投放充足，而市场回购余额已回落至 10 万亿水平，资金面可能仍有所波动，但整体将继续保持平稳。债市短期内或将面临阶段性调整，但中长期看债券的配置价值仍在。建议利率债账户保持中性久期和仓位，择机参与利率债波段交易；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，短端不宜过度追低，可选取优质主体适当拉长久期。

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。