

## A 股上周极致缩量，投资者可“持仓过节”

——鑫元周观点（2023.09.18-2023.09.24）

### 一、核心观点

**宏观方面**，国内基本面平稳向好，海外美联储暂停加息。近期，地产等宏观政策持续积极，政策效果逐渐显现，加之产需进入季节性旺季，国内基本面总体平稳向好。**生产方面**，钢铁、煤炭、橡胶轮胎、PTA 等主要行业开工率维持积极；**需求方面**，乘用车销量韧性较强，服务业需求在暑期结束后小幅回落但总体保持平稳。预期四季度宏观经济将持续温和改善。海外方面，美联储 9 月议息会议如期暂停加息，点阵图显示今年还有一次加息，明年降息时点有所延后，本次会议总体中性偏鸽。

**权益市场方面**，上周周中市场情绪进入冰点，连续两日成交不足六千亿，一方面是中秋国庆长假将至，更重要的是 9 月以来市场的连续阴跌对投资者心态造成了巨大伤害。但是犹如被压缩到极致的弹簧，短期的爆发力超出想象，上周五 A 股在美国十年期国债飙升、海外市场均明显下跌的背景下，北向资金“一反常态”大幅流入超 70 亿，带动 A 股上演了 9 月以来最大上涨。对于市场，建议更多的以“赔率”的角度看待。在假期将近叠加美十债再创新高的客观环境下市场热度的显著上升较难出现。在市场情绪的冰点之时，无法判断市场何时上攻，但是我们可以相信市场大概率将会上行，冷静等待，避免追涨杀跌是较好的投资策略，投资者“持仓过节”是个较好选择。

**固收市场方面**，上周央行持续加大跨季资金投放力度、资金面边际转松、资金价格中枢有所下行，权益市场持续缩量下挫后、终在周五迎来反弹，周内债市主线聚焦于资金面、国债一级供给、股债跷跷板及各种“小作文”反复博弈，整体而言前半周在股市下挫、资金面转松的提振下债市偏强，但周五受权益市场反弹压制，收益率普遍回调，将周内下行幅度几乎一扫而尽。目前 1 年国股收平于上周五的 2.44%、10 年国债则逼近 2.7% 心理关口，曲线有继续从熊平向熊陡演变迹象。从基本面底部企稳改善的持续性、政策预期、资金面、筹码及情绪释放来看，债市短期调整可能尚未结束，需要严密跟踪负债端赎回情况和机构行为变化；但利率中期下行趋势大概率仍未改变。策略上，短期建议采取防御状态，侧重组合的流动性，待政策效果逐步得到验证、筹码及情绪得到充分释放后再考虑入场。

## 二、宏观动态

### （一）国内宏观

国务院总理李强 9 月 20 日主持召开国务院常务会。国务院常务会议研究加快推进新型工业化有关工作，审议通过《清理拖欠企业账款专项行动方案》，听取推动经济持续回升向好督查调研情况汇报，审议通过《未成年人网络保护条例（草案）》。会议强调，要坚持推动传统产业改造升级和培育壮大战略性新兴产业两手抓，加快发展先进制造业，协同推进数字产业化和产业数字化，着力补齐短板、拉长长板、锻造新板。

全国新型工业化推进大会 9 月 22 日至 23 日在京召开。国家主席习近平作出重要指示指出，要积极主动适应和引领新一轮科技革命和产业变革，把高质量发展的要求贯穿新型工业化全过程，把建设制造强国同发展数字经济、产业信息化等有机结合，为中国式现代化构筑强大物质技术基础。

中美成立经济领域工作组。中美双方商定，成立经济领域工作组，包括“经济工作组”和“金融工作组”。“经济工作组”由中美两国财政部副部长级官员牵头，“金融工作组”由中国人民银行和美国财政部副部长级官员牵头。两个工作组将定期、不定期举行会议，就经济、金融领域相关问题加强沟通和交流。

国务院总理李强在北京市调研专精特新企业发展情况。他指出，我国经济正处在高质量发展爬坡过坎的重大关口，必须进一步增强发展信心，保持转型升级定力。要进一步完善全要素的资源保障体系、全生命周期的服务管理体系和梯度成长的培育体系，针对企业在融资支持、税收优惠、准入门槛、产权保护、人才培养等方面的诉求，推出更加精准有效的政策。

四部门解读经济形势，释放多重政策信号。国新办 9 月 20 日举行国务院政策例行吹风会，相关负责人表示，货币政策应对超预期挑战和变化仍然有充足的政策空间，中国经济不存在所谓的通缩，后期也不会出现通缩，唱衰中国从没实现过。人民币对美元汇率非常重要，但并不是人民币汇率的全部，人民币对一篮子货币稳中有升；央行、外汇局将坚决防范汇率超调风险。降低存量房贷利率已在积极有效推进，预计超九成借款人可及时享受政策红利，其余也将在 10 月底前完成调整。

### （二）海外宏观

美国至 9 月 16 日当周初请失业金人数为 20.1 万人，少于预期。美国至 9 月 16 日当周初请失业金人数减少 2 万至 20.1 万，低于预期值 22.5 万，为今年 1 月以来的最低水平。9 月 9

日当周续请失业金人数降至 166 万人，为今年初以来最低水平。

**美国 9 月服务业 PMI 创 1 月来新低，制造业连续五个月萎缩。**美国 9 月 Markit 制造业 PMI 初值为 48.9，创两个月新高，超过预期的 48.2，也超过 8 月的 47.9，但仍然位于荣枯线下方，且为连续第五个月陷入萎缩。服务业 PMI 初值 50.2，创今年 1 月以来最低，低于预期 50.7。综合 PMI 初值 50.1，创今年 2 月以来最低，预期 50.4。

**英国央行意外暂停加息，为近两年来首次。**英国央行周四意外维持基准利率在 5.25% 不变，从 2021 年底开始的连续 14 次加息之旅终于暂时停下脚步。此次利率决议的投票结果为五票赞成四票反对，而此前市场预期将加息 25 个基点。英国央行同时表示，如果通胀压力持续存在，需要进一步收紧货币政策。

**美联储 9 月议息会议如期暂停加息。**美联储如期按兵不动，将基准利率维持在 5.25% 至 5.50% 的二十二年来高位。政策声明重申通胀保持高企，并改称就业增长放缓，经济活动稳健增长。点阵图显示，多数决策者预计今年内还有一次加息，预计明年可能至少降息一次。此外，经济展望显示，美联储官员大幅上调今年的 GDP 增速预期。美联储主席鲍威尔也并未安抚市场，他表示，美联储准备在情况适宜时再度加息，经济活动更加强劲，意味着还需采取更多利率行动，但目前尚未感受到本轮紧缩的全面效果，将根据最新数据做决定，在利率路径上谨慎推进。

**日本央行宣布继续实行超宽松货币政策。**日本将短期利率维持在负 0.1% 的水平，并通过购买长期国债，使长期利率维持在零左右。该行表示，将更加灵活地实施收益率曲线控制政策，在一定情形下允许该收益率波动幅度超过正负 0.5%。另外，有必要密切关注金融和外汇市场的发展。

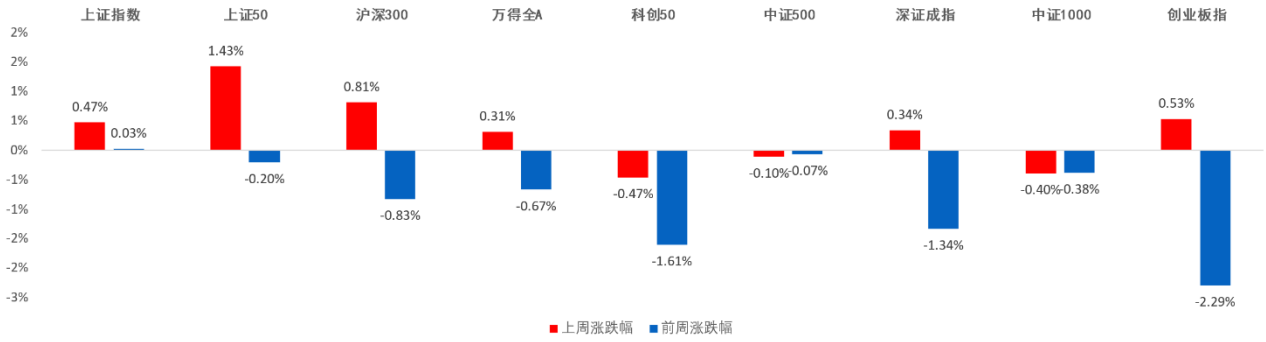
### 三、市场回顾

#### (一) 权益市场

##### 1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数涨跌不一，风格上价值成长维持均衡。截至 9 月 22 日（上周五），上证 50 涨幅达 1.43%，沪深 300 涨幅达 0.81%，创业板指涨幅达 0.53%，上证指数涨幅达 0.47%，涨幅靠前。从行业板块看，上周**通信、非银行金融、银行、家电、计算机**领涨，**国防军工、有色金属、电力及公用事业、消费者服务、商贸零售**领跌。上周大盘/小盘风格指数为 0.19，与前周持平，价值/成长风格指数为 0.45，亦与前周持平，风格上价值成长维持均衡。

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涨跌不一，中证 1000、科创 50、中证 500 下行较多。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，上周计算机、传媒等行业估值上行，商贸零售、国防军工等行业估值下行。当前商贸零售、农林牧渔、钢铁、传媒、电子板块估值处于历史较高水平；电力设备及新能源、通信、有色金属、煤炭、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)

	2023/9/22	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	13.2	↑ 0.07	26.4	↑ 2.96	44.5%	52.0%	41.5%
深证成指	22.4	↑ 0.04	40.0	↑ 0.14	26.8%	14.3%	1.9%
上证50	10.3	↑ 0.15	39.4	↑ 4.46	60.4%	61.7%	49.0%
沪深300	11.7	↑ 0.09	25.2	↑ 2.72	30.6%	22.3%	17.1%
中证500	23.5	↓ 0.05	18.4	↓ 0.52	25.1%	48.0%	49.5%
中证1000	37.9	↓ 0.17	42.4	↓ 0.24	42.4%	64.0%	65.4%
创业板指	29.5	↑ 0.11	2.0	↑ 0.23	2.4%	4.5%	0.9%
科创50	38.8	↓ 0.15	3.6	↑ 0.09	3.6%	3.6%	3.8%

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）

	2023/9/22	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)	11.6	↓ 0.02	25.93%	↓ 0.40	25.9%	33.4%	52.2%
煤炭(中信)	8.1	↓ 0.02	12.00%	↓ 0.07	12.0%	21.7%	31.9%
有色金属(中信)	16.7	↓ 0.37	9.47%	↓ 0.69	9.5%	16.8%	26.2%
电力及公用事业(中信)	23.7	↓ 0.29	61.03%	↓ 1.65	61.0%	51.3%	41.4%
钢铁(中信)	99.6	↓ 0.59	93.38%	↓ 0.43	93.4%	99.2%	98.7%
基础化工(中信)	26.2	↓ 0.17	28.62%	↓ 0.02	28.6%	54.6%	42.7%
建筑(中信)	9.8	↑ 0.07	27.59%	↑ 1.22	27.6%	39.4%	51.0%
建材(中信)	25.3	↑ 0.17	70.36%	↑ 0.45	70.4%	99.3%	98.8%
轻工制造(中信)	37.8	↓ 0.07	60.80%	↓ 0.31	60.8%	99.0%	98.5%
机械(中信)	33.8	↑ 0.10	13.43%	↑ 0.52	13.4%	12.9%	15.0%
电力设备及新能源(中信)	20.1	↓ 0.08	0.08%	↑ 0.08	0.1%	0.1%	0.2%
国防军工(中信)	63.3	↓ 1.34	29.48%	↓ 4.01	29.5%	32.7%	23.8%
汽车(中信)	33.3	↑ 0.28	68.88%	↑ 0.41	68.9%	40.8%	7.3%
家电(中信)	15.6	↑ 0.17	22.34%	↑ 2.03	22.3%	17.1%	10.8%
纺织服装(中信)	30.9	↓ 0.09	48.61%	↓ 0.41	48.6%	59.3%	59.7%
医药(中信)	38.8	↑ 0.02	40.73%	↑ 0.12	40.7%	46.7%	36.2%
食品饮料(中信)	30.9	↑ 0.37	44.40%	↑ 3.86	44.4%	19.7%	5.9%
银行(中信)	4.8	↑ 0.10	16.05%	↑ 3.24	16.0%	16.9%	26.5%
非银行金融(中信)	17.8	↑ 0.39	53.57%	↑ 4.24	53.6%	71.0%	81.9%
交通运输(中信)	26.7	↑ 0.01	68.10%	↑ 0.06	68.1%	64.5%	44.4%
电子(中信)	68.7	↓ 0.36	84.73%	↓ 0.48	84.7%	79.6%	75.1%
通信(中信)	21.2	↓ 0.07	9.45%	↑ 0.14	9.4%	18.0%	28.2%
计算机(中信)	92.7	↑ 1.80	56.77%	↑ 0.44	56.8%	33.8%	21.2%
传媒(中信)	128.7	↑ 1.62	89.60%	↑ 0.22	89.6%	74.9%	69.1%
综合金融(中信)	39.2	↑ 0.16	49.86%	↑ 1.59	49.9%	49.9%	47.5%

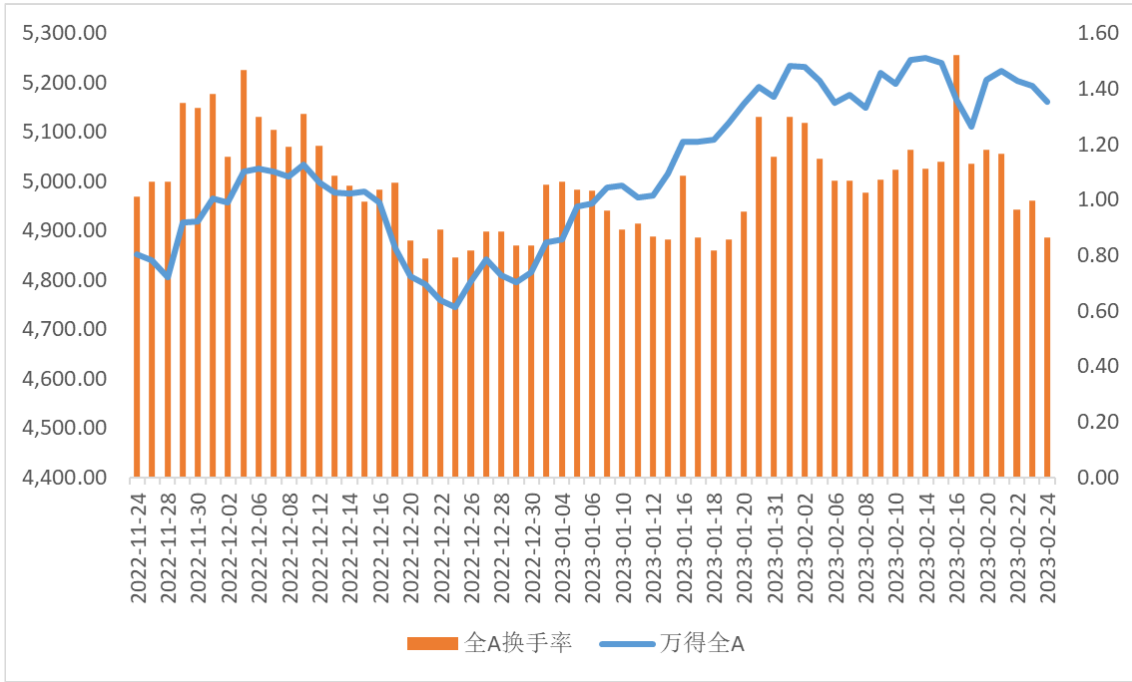
数据来源：Wind、鑫元基金

### 3、权益市场情绪

目前量化模型的信号为“中性”，市场在经历了去年 10 月底以来的快速上涨后，已转向震荡调整的阶段。从全 A 换手率的角度看，上周下跌缩量，缩量比率已达到 56%，说明左侧进场的安全边际开始增加。从行业拥挤度的角度，计算机行业拥挤度最高，且超过历史 95%分位数；结合 ChatGPT 指数放量破位，后市计算机与传媒等行业很可能出现震荡回调行情。

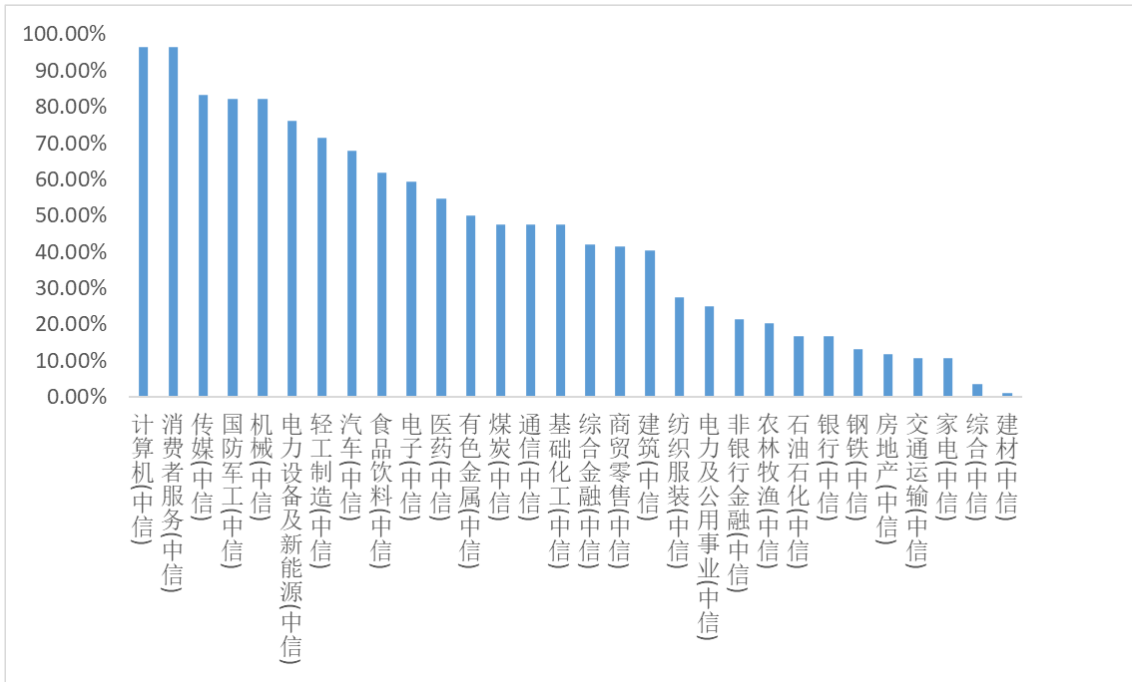
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价仍为 5.51%，处于历史 78%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择，但是要注意市场短期回调的风险。

图 5：全市场换手率



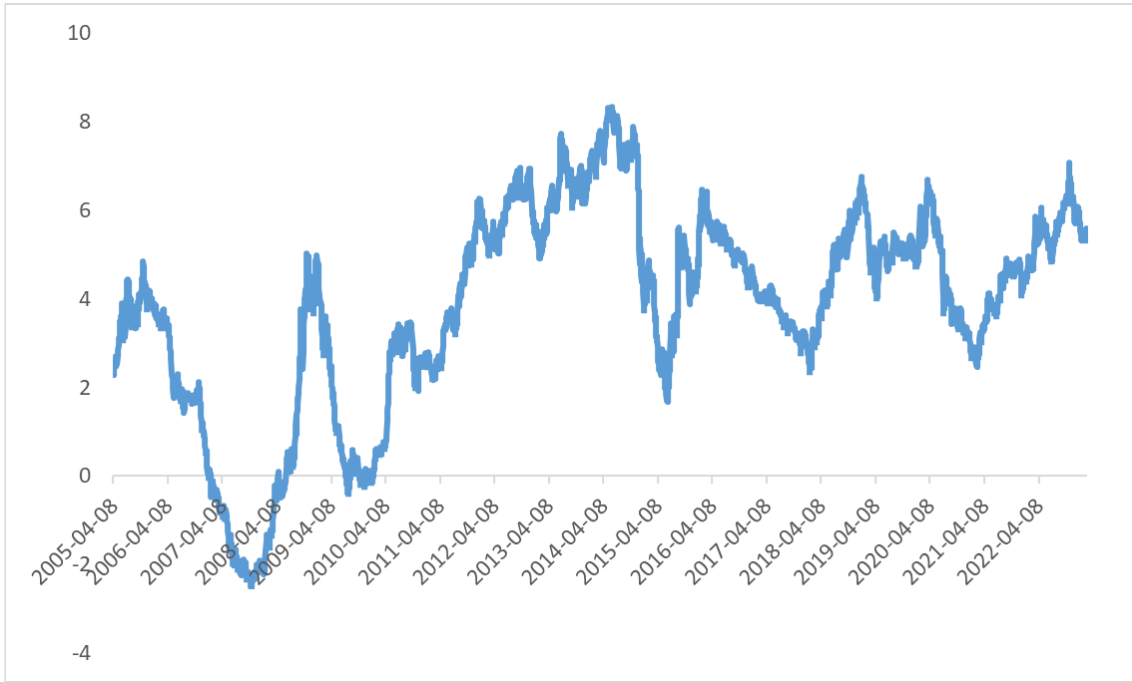
数据来源：Wind、鑫元基金

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

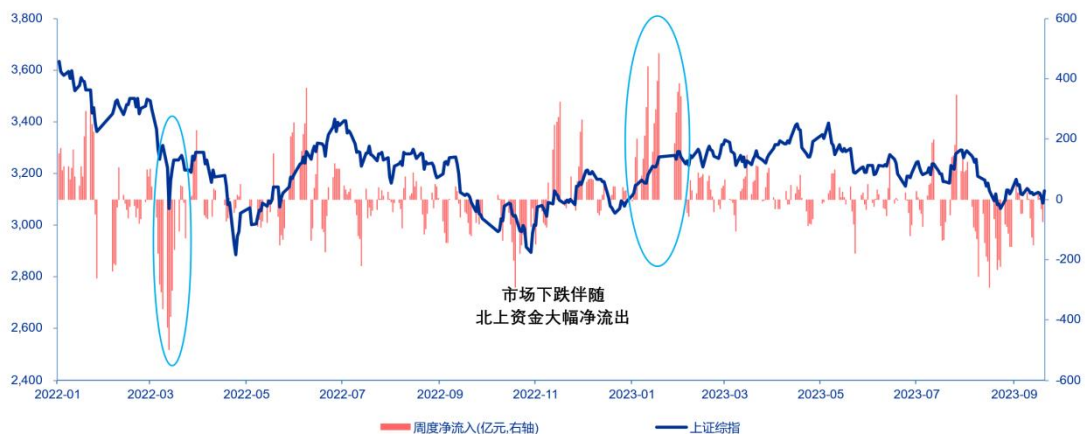


数据来源：Wind、鑫元基金

#### 4、权益市场资金

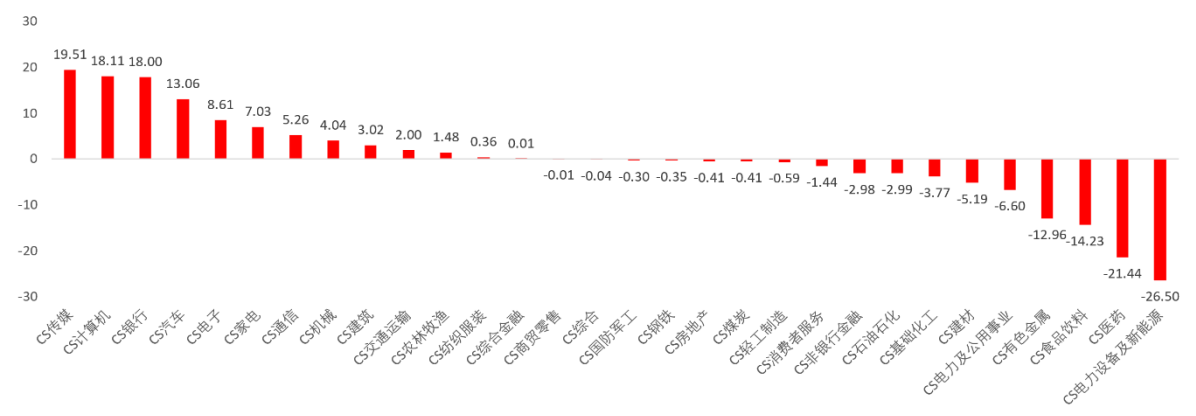
上周北向资金净流入 0.29 亿元，上上周净流出 152.06 亿元，最近一周北向资金由净流出转为净流入。上周增持金额排行靠前的行业是**传媒**（↑ 19.51）、**计算机**（↑ 18.11）、**银行**（↑ 18.00）、**汽车**（↑ 13.06）、**电子**（↑ 8.61）；减持金额排名靠前的行业是**电力设备及新能源**（↓ 26.50）、**医药**（↓ 21.44）、**食品饮料**（↓ 14.23）、**有色金属**（↓ 12.96）、**电力及公用事业**（↓ 6.60）。

图 8：北向资金周度净流入情况（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

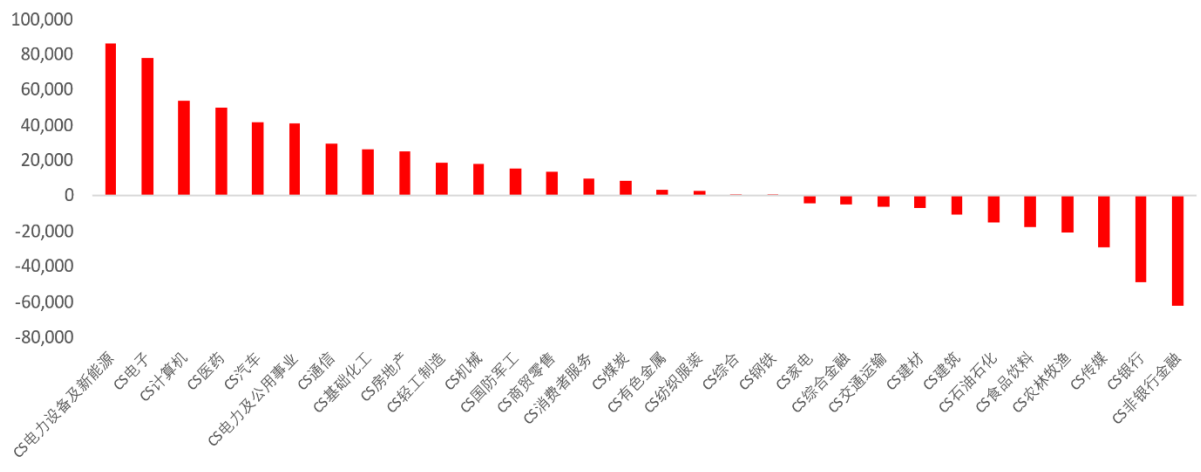
图 9：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

9月21日，两融资金占比为7.31%，9月15日（上周五）为8.03%，反映出杠杆资金加仓意愿回落。截至9月22日，上周融资净买入最大的五个行业为电力设备及新能源、电子、计算机、医药、汽车。

图 10：上周两融资金行业流向（万元）



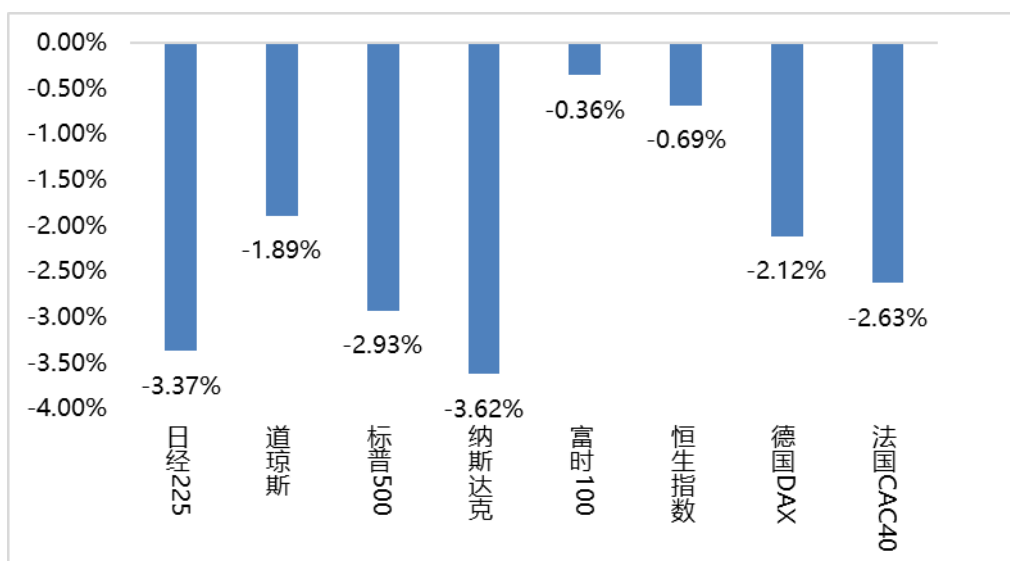
数据来源：Wind、鑫元基金

## 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 1.89%，标普 500 下跌 2.93%，纳指下跌 3.62%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 0.36%，德国下跌 2.12%，法国下跌 2.63%；亚太股市方面，日经指数下跌 3.37%，恒生指数下跌 0.69%。

图 11：上周海外主要指数涨跌



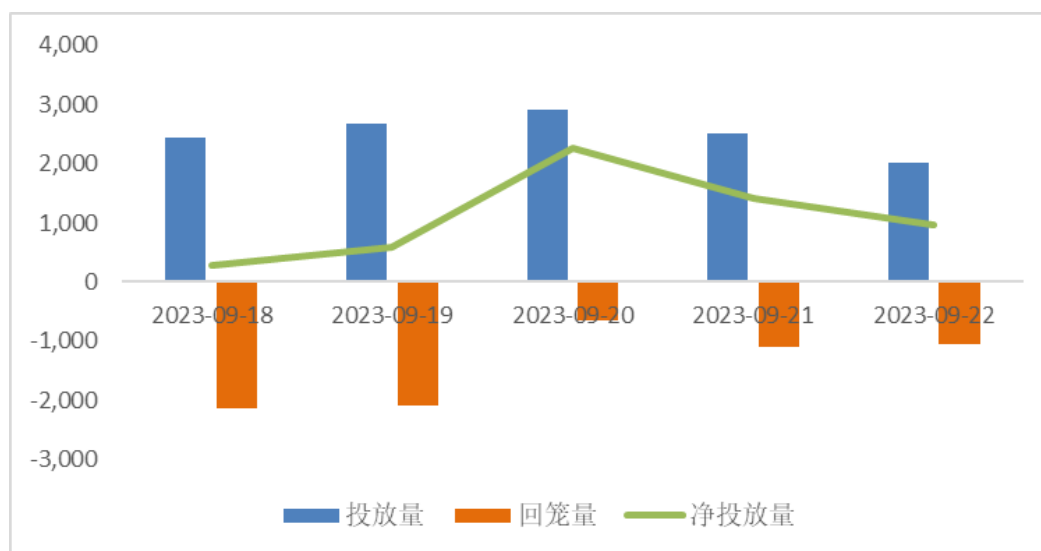


数据来源：Wind、鑫元基金

## (二) 资金市场

**公开市场操作：**上周央行进行 12560 亿元逆回购操作，因有 7040 亿元逆回购到期，上周实现净投放 5520 亿元。

图 12：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

9月25日开始借入14天资金可跨季和国庆假期，需关注本周央行逆回购投放情况。

**政府债发行：**本周国债无发行计划计划，地方政府债发行 2029 亿元，整体净缴款 3435.1 亿元。

表 1：9月25日-9月28日政府债发行缴款

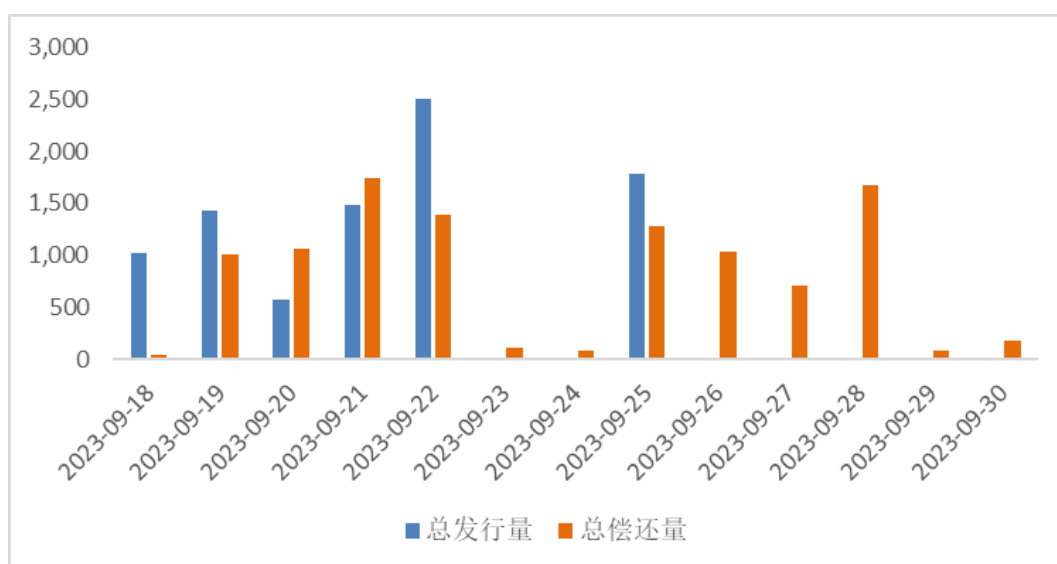
单位：亿元

	9月25日		9月26日		9月27日		9月28日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	451	0	440.4	0	491.5	0	646.2
到期	0	914.6	0	46.2	0	51.1	0	943.7
缴款	3658.2	434	0	451	0	440.4	0	486.5
净缴款	3177.6		404.8		389.3		-457.2	

数据来源：Wind、鑫元基金

**同业存单发行：**9月25-28日，同业存单到期4884亿元，接下来三周分别到期926亿元、4323亿元和8312亿元，10月初整体到期压力不大，中旬将面临较大的到期压力。

图 13：同业存单到期与发行



数据来源：Wind、鑫元基金

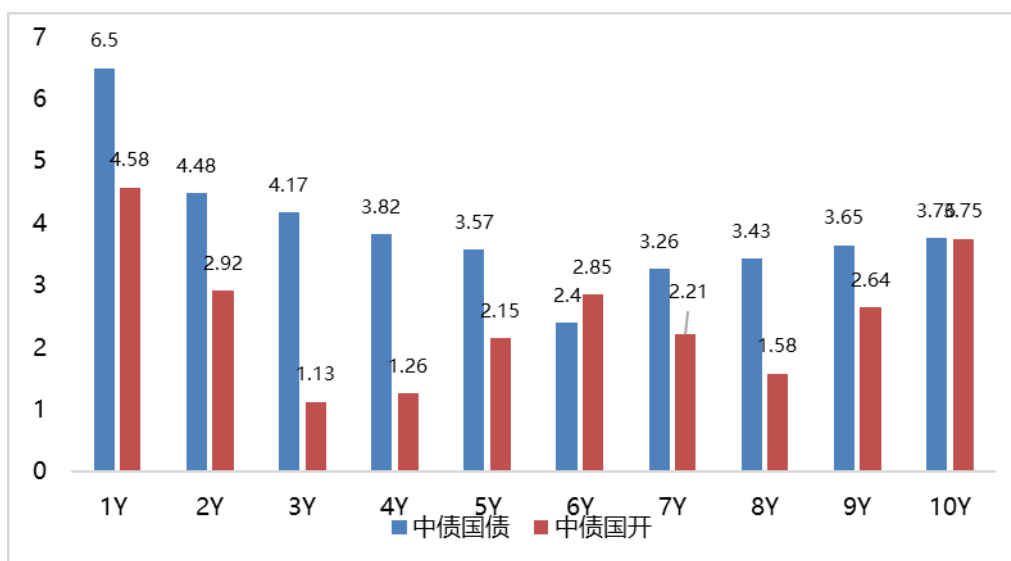
**回购市场：**税期资金利率趋于上行，税期过后资金面边际转松。具体而言，18-19日税期缴款，资金利率波动上行，周三DR001和R001延续上行，分别上行至2.02%、2.12%，达到周内最高点，周四至周五转为持续下行，分别下行至1.69%、1.79%，二者周度均值分别较前一周上行12bp、14bp。周内变化来看，周一仍在7万亿元以上，周二至周四持续降至7万亿元以下，周五再度升至7万亿元以上，基本在7万亿元左右波动。全周来看，银行间质押式回购日均成交6.94万亿，低于前一周的7.08万亿。周一至周四逆回购余额在10-11万亿元之间，周五回升至11.1万亿元。

**票据利率：**上周票据利率继续上行，大行维持净卖出票据。周一周二，早盘市场情绪高开，卖盘积极出票，收口谨慎观望。随着大行抬价入场配置，买盘情绪逐渐释放，供需博弈下，票

价震荡上行。周三，早盘卖盘继续出票，票价震荡上行。临近午盘，随着票价走高，买盘机构配置意愿活跃，卖盘出票情绪收敛。供需博弈下，票价小幅回落。午后，市场交投趋于清淡，票价震荡调整。周五，票据需求释放，买盘力量加强。市场配置需求加强导致票价走低，但是，出票力量依旧强势不下，双方僵持下，价格并未大幅降低，午后，受到大行压规模消息影响，出票力量继续加强。

### (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	19.3	13.89	14.8	42.22
环比	-2.33	-0.60	0.19	-19.37
年初以来	-11.41	-10.17	-4.27	37.49
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	27.62	15.79	18.17	55.26
2016 年以来分位数	22.57%	34.87%	28.56%	30.17%

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 24 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	25.52	28.6	38.01	40.41	47.39
环比	-5.41	-4.07	-2.90	2.69	-1.10
年初以来	-22.31	-23.62	-25.22	-13.42	-19.53
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82

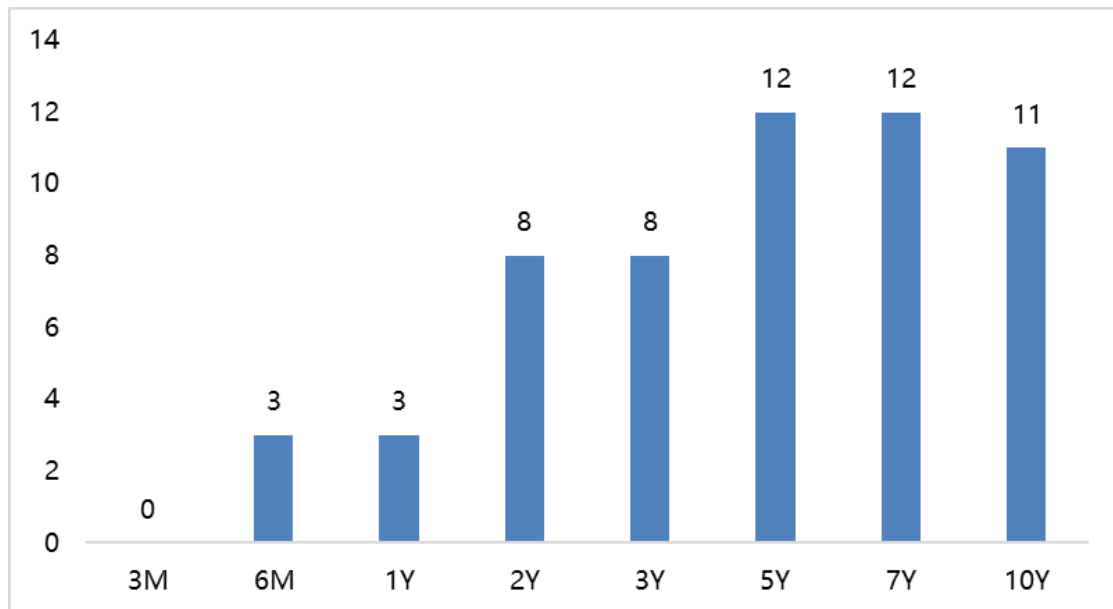
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
2016 年以来平均值	47.87	37.67	40.44	44.80	45.52
2016 年以来分位数	4.39%	21.85%	42.98%	39.62%	57.90%

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 6.5BP 至 2.1977，3 年期上行 4.17BP 至 2.3907，5 年期上行 3.57BP 至 2.5296，10 年期上行 3.76BP 至 2.6776。

长时期高等级票据信用利差短期收窄，长期收窄幅度较小。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 5.41BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 4.07BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.90BP。

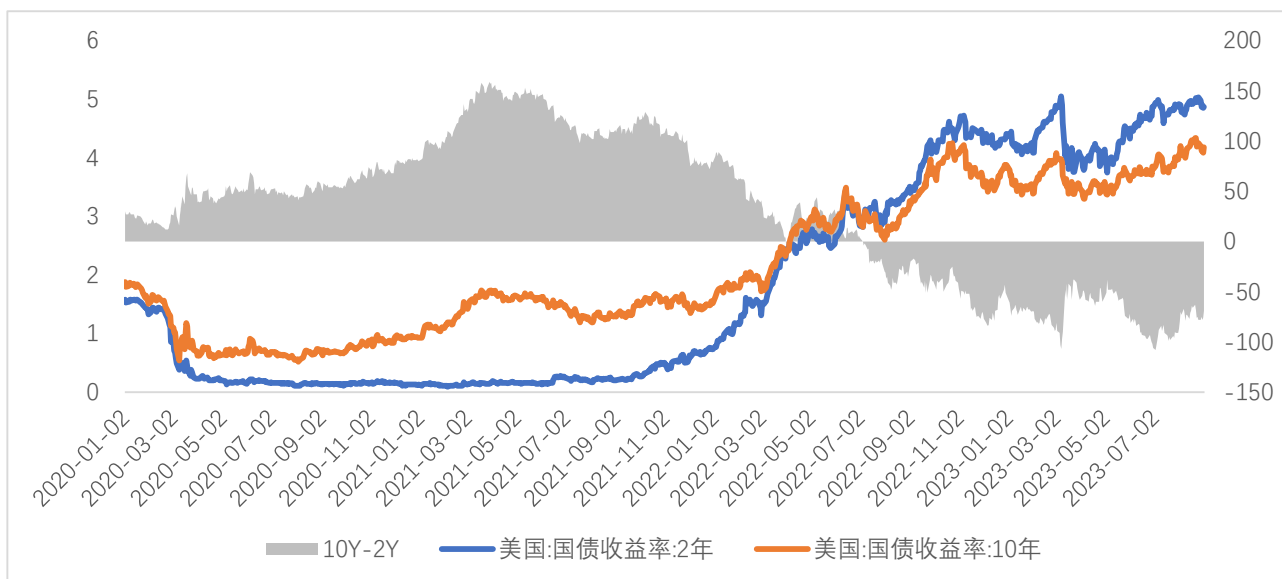
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



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 10 年期美债收益率上行 11BP，10 年期国债收益率上行 3.76BP，中美利差倒挂程度增加。全周来看，1 年期美债收益率上行 3BP，3 年期美债收益率上行 8BP，10 年期美债收益率上行 11BP。

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 0.26%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价升值 0.08%，即期汇率贬值 0.43%，离岸人民币汇率贬值 0.25%。

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	105.6098	7.1729	7.3002	7.2987
对照日期	105.3359	7.1786	7.2691	7.2807
涨跌	0.26%	0.08%	-0.43%	-0.25%

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，国内基本面平稳向好，海外美联储暂停加息。近期，地产等宏观政策持续积极，政策效果逐渐显现，加之产需进入季节性旺季，国内基本面总体平稳向好。生产方面，钢铁、煤炭、橡胶轮胎、PTA 等主要行业开工率维持积极，其中高炉开工率、半钢胎开工率继续维持五年高位，沥青开工率有所回落，动力煤非电需求回升，对煤炭价格形成支撑；需求方面，乘用车销量韧性较强，仅小幅低于去年同期水平，服务业需求在暑期结束后小幅回落但总体保持平稳，预期十月黄金周将重新迎来高峰。从近期高频数据表现来看，预期四季度宏观经济将持续温和改善。海外方面，美联储 9 月议息会议如期暂停加息，点阵图显示今年还有一次加息，

明年降息时点有所延后，本次会议总体中性偏鸽。但美债供需有所失衡，美债收益率以及美元指数仍位于较高位置，对全球金融市场带来压力。

## （二）权益市场展望和策略

海外方面，本周举办了9月的政策会议，美联储FOMC一致决定将联邦基金利率目标区间维持在5.25-5.5%不变，符合市场预期。但是，点阵图和鲍威尔的新闻发布会比预期更加鹰派。点阵图显示，2023年还有一次加息，2024年的潜在降息次数减少至2次。受此影响，美元指数本周整体走高，录得十周连涨。国内方面，本月LPR报价维持不变。中美双方商定，成立经济领域工作组，包括“经济工作组”和“金融工作组”。广州成为内地一线城市中首个部分放开限购的城市，9月以来，至少11个城市全面取消限购，其中包括部分强二线城市。

A股上周波动明显增大，其中创业板周中创近年来新低，市场成交不振，在周五大阳线的助力下，各大宽基指数周线收红。上周周中市场情绪进入冰点，连续两日成交不足六千亿，一方面是中秋国庆长假将至，更重要的是9月以来市场的连续阴跌对投资者心态造成了巨大伤害。但是犹如被压缩到极致的弹簧，短期的爆发力超出想象，周五A股在美国十年期国债飙升、海外市场均明显下跌的背景下，北向资金“一反常态”大幅流入超70亿，带动A股上演了9月以来最大上涨。对于市场，建议更多的以“赔率”的角度看待。在假期将近叠加美十债再创新高的客观环境下市场热度的显著上升较难出现。在市场情绪的冰点之时，无法判断市场何时上攻，但是我们可以相信市场大概率将会上行，冷静等待，避免追涨杀跌是较好的投资策略，因此投资者“持仓过节”是个较好选择。

## （三）债券市场展望和策略

**基本面方面**，8月经济呈现较为全面的边际好转，9月EPMI数据有较为明显的超季节性好转，预计月底的PMI数据大概率能够有较为明显的边际好转。整体而言，基本面短期企稳迹象明显，积极因素在不断累积。后续来看，在“金九银十”、地产政策显现、政府投资的带动下，预计经济改善趋势具备一定的持续性。

**流动性方面**，从货币政策基调、央行公开市场投放规模来看，流动性宽松的大环境、央行的呵护态度是没有变的，资金面整体而言不会有大的波动；但仍将面临缴款压力、税期、汇率制约等考验，预计资金价格中枢将易上难下。

总结而言，最近金融、经济数据低位企稳迹象明显，叠加宽信用政策密集出台、资金价格中枢维持高位，虽然短期内基本面难有明显改善，但对于债市而言，经历长期、持续上涨后，面对稍有改善的数据、持续落地的政策和难以大幅宽松的资金面，情绪难免有所变化，8月21

号以来，债市经历了今年以来最大幅度的调整，长端上行 10BP 左右，短端上行 20BP 以上，中途市场出现了一定程度的负债端赎回带来的恐慌性抛盘压力，近几个交易日在央行大额净投放、降准的呵护下，资金面边际转松，债市情绪有所缓和，但 8 月超预期的经济数据、意外提速的国债发行，使市场走出了利好出尽的行情，再次进入调整通道。目前 10 年国债 2.69%、1 年国债 2.44%，曲线有从熊平向熊陡方向演变的迹象。

后续来看，短期债市可能仍偏逆风，短端受制于资金价格易上难下的流动性格局，长端受制于稳增长预期抬头、基本面低位改善及年终止盈需求。

但中期来看，在地产大周期、经济转型期、大国博弈不断激烈的大格局背景下，经济想有较大的向上弹性可能不太现实，而流动性又相对宽裕，这意味着资产荒格局大概率将得以延续，利率中期下行趋势仍未改变。

策略上，短期建议采取防御状态，侧重组合的流动性，待政策效果逐步得到验证、筹码及情绪得到充分释放后再考虑入场。

**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。