

经济重回扩张区间，权益市场可采取“短久期”策略

——鑫元周观点（2023.09.25-2023.09.28）

一、核心观点

宏观方面，国内基本面重回扩张，海外美债收益率持续上行。9月官方制造业 PMI 指数录得 50.2%，连续四个月上行，指数越过荣枯线（50%）进入扩张区间。分项指数来看，PMI 生产指数改善最为明显，其他各分项指数均有一定程度改善。预期四季度国内基本面将持续改善。海外方面，临时拨款法案获得通过避免美国政府关门，美国财政支出规模并未受到影响，美债供给放量叠加需求收缩导致美债收益率持续上行，对全球金融市场造成不小压力。

权益市场方面，节前一周 A 股市场磨底，主要宽基指数微涨。情绪指标触底后小幅反弹。成交额略有回升，周内均值 7050 亿，同时换手率持续下滑。情绪指标、超买超卖指标、涨停个股数都处于较低水平。资金层面，北向资金仍然大幅净流出，节前一周合计净流出 175 亿。中秋国庆节期间，旅游收入、人均旅游花费呈现修复态势；国内经济数据显示盈利改善，经济景气度回升。目前美国名义利率仍有进一步上升空间，如果美国名义利率上行幅度大于中国名义利率上行幅度，A 股将承压，短期这个情景概率较高。如果中美利差将收窄，则有利于 A 股估值修复，中期维度比较乐观。目前股票投资可收缩于“短久期”策略，要能尽快收回投资本金。

固收市场方面，跨季前最后一周，央行持续加大跨季资金投放力度，但跨季资金依旧供不应求、价格高企，周内债市主线聚焦于资金面、货币政策预期变化、股债跷跷板、经济数据等反复博弈：前半周在货币政策委员会委员关于“货币政策继续放宽的空间已经很小”相关言论、资金面边际收紧、汇率贬值、8 月工业企业利润改善等利空因素共振下，债市明显走弱，一年国股触及 2.52%，10 年国债向上突破 2.7% 关口；下半周资金面边际转松、配置资金高位进场，债市情绪略有好转，收益率略有下行。目前 1 年国股 2.44%、10 年国债逼近 2.7% 心理关口，9 月 PMI 数据重返扩张区间，“双节”人流量、消费数据均表现亮眼，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

中国9月官方制造业PMI为50.2，前值49.7，重返扩张区间。官方非制造业PMI为51.7，前值51，非制造业扩张力度有所增强；综合PMI产出指数为52，前值51.3，表明我国企业生产经营活动总体扩张加快。国家统计局表示，9月份，随着政策效应不断累积，经济运行中积极因素不断增多，三大指数均位于扩张区间，我国经济景气水平有所回升；下一步，需着力推动已出台的政策措施落地见效，进一步巩固经济持续回升向好态势。

《求是》杂志将发表国家主席习近平的重要文章《推进中国式现代化需要处理好若干重大关系》。文章指出，推进中国式现代化是一个系统工程，需要统筹兼顾、系统谋划、整体推进，正确处理好一系列重大关系。文章重点强调了6个方面。一是顶层设计与实践探索的关系。二是战略与策略的关系。三是守正与创新的关系。四是效率与公平的关系。五是活力与秩序的关系。六是自立自强与对外开放的关系。

国务院办公厅印发《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》。其中提出，加大优质旅游产品和服务供给，推进文化和旅游深度融合发展，实施美好生活度假休闲工程，实施体育旅游精品示范工程，开展乡村旅游提质增效行动，发展生态旅游产品，拓展海洋旅游产品，优化旅游基础设施投入，盘活闲置旅游项目；激发旅游消费需求，改善旅游消费环境，完善消费惠民政策，调整优化景区管理，完善旅游交通服务，有序发展夜间经济，促进区域合作联动。

《求是》杂志刊发国资委党委署名文章《深入实施国有企业改革深化提升行动》。文章称，通过实施国有企业改革三年行动，国有企业改革发展取得重大成果，但一些长期制约国有企业发展的体制机制弊端尚未彻底破除，一些国有企业仍存在大而不强、资产收益率不高、创新能力不足等问题。必须通过不断深化改革，抓重点、补短板、强弱项，提高国有企业治理水平和核心竞争力，促进企业高质量发展。

中共中央政治局举行第八次集体学习。国家领导人在集中学习时强调，积极参与世界贸易组织改革，提高驾驭高水平对外开放能力。要稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放。进一步激发进口潜力、放宽市场准入、推动多边和双边合作深入发展。加快建设贸易强国，向全球价值链中高端迈进。

央行货币政策委员会召开三季度例会。会议强调，加大宏观政策调控力度，精准有力实

施稳健的货币政策。促进物价低位回升，保持物价在合理水平。坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，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。支持刚性和改善性住房需求，推动降低存量首套房贷利率落地见效。落实促进平台经济健康发展的金融政策措施，推动平台企业规范健康持续发展。

（二）海外宏观

美国 9 月非农就业人数远超预期，支持美联储再次加息。美国 9 月季调后非农就业人口增 33.6 万人，为 2023 年 1 月以来最大增幅，预期增 17 万人，前值由增 18.7 万人上修至增 22.7 万人；美国 9 月平均每小时工资环比升 0.2%，预期升 0.3%，前值升 0.2%；同比升 4.2%，预期升 4.3%，前值升 4.3%。

美国至 9 月 30 日初请失业金人数保持在历史低位。美国至 9 月 30 日当周初请失业金人数为 20.7 万人，预期 21 万人，前值 20.4 万人；续请失业金人数为 166.4 万人，预期 167.5 万人，前值 167 万人；初请失业金人数四周均值为 20.875 万人，前值 21.1 万人。

美国 9 月 ADP 就业增加 8.9 万远低于预期，创 2021 年初以来最低。预期增 15.3 万人，前值增 17.7 万人。ADP 报告显示，9 月建筑业就业人数增加 1.6 万人，8 月增加 0.6 万人；制造业就业人数减少 1.2 万人，8 月增加 1.2 万人；贸易/运输/公用事业就业人数减少 1.3 万人，8 月增加 4.5 万人；金融服务业就业人数增加 1.7 万人，8 月人数持平；专业/商业服务就业人数减少 3.2 万人，8 月增加 1.5 万人。

美国 9 月 Markit 制造业 PMI 终值为 49.8，预期 48.9，前值 48.9。9 月 ISM 制造业 PMI 为 49，预期 47.7，前值 47.6。8 月营建支出环比升 0.5%，预期升 0.5%，前值升 0.7%。

以色列宣布进入战争状态。据央视新闻，当地时间 10 月 7 日早晨，加沙地带巴勒斯坦武装组织向以色列境内发射多枚火箭弹，随后以色列出动战机对加沙地带展开空袭。巴以新一轮冲突已造成双方近 300 人死亡、超 2500 人受伤。

美联储理事鲍曼表示，美国通胀仍然“过高”。鲍曼表示利率可能需要进一步提高，才能使通胀迅速回到美联储 2% 的目标。鲍曼预计，美联储将进一步加息，并在一段时间内将利率维持在限制性水平。

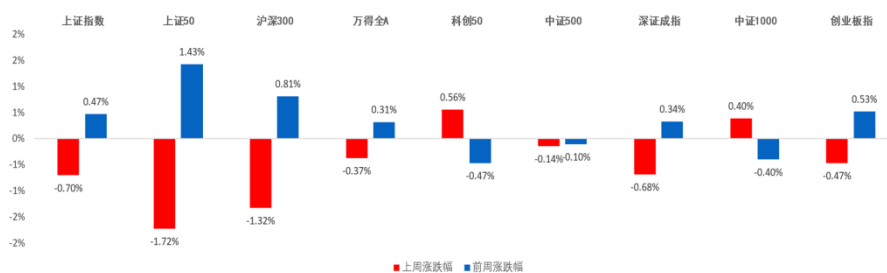
三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数跌多涨少，风格上价值成长维持均衡。截至 9 月 28 日，上证 50 跌幅达 1.72%，沪深 300 跌幅达 1.32%，上证指数跌幅达 0.70%，深证成指跌幅达 0.68%，跌幅靠前。从行业板块看，上周医药、机械、电力设备及新能源、传媒、综合领涨，非银行金融、房地产、食品饮料、有色金属、农林牧渔领跌。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 0.43，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

节前最后一周各宽基指数估值跌多涨少，上证 50、深证成指、沪深 300 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，上周医药、传媒等行业估值上行，钢铁、食品饮料等行业估值下行。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、有色金属、通信、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)

	2023/9/28	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	↓ 0.09	24.9	↓ 3.34	41.2%	45.8%	35.7%
深证成指	22.2	↓ 0.17	39.4	↓ 0.31	26.5%	13.7%	1.5%
上证50	10.1	↓ 0.18	35.7	↓ 5.44	55.0%	55.6%	42.6%
沪深300	11.5	↓ 0.16	22.3	↓ 3.99	26.6%	17.1%	12.1%
中证500	23.4	↓ 0.05	18.2	↓ 0.20	25.0%	47.5%	49.0%
中证1000	38.0	↑ 0.15	42.8	↑ 0.33	42.8%	64.5%	65.8%
创业板指	29.4	↓ 0.15	1.9	↓ 0.12	2.3%	4.3%	0.6%
科创50	39.0	↑ 0.23	4.6	↑ 0.97	4.6%	4.6%	4.9%

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)

	2023/9/28	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	↓ 0.07	25.19%	↓ 0.74	25.2%	32.8%	51.3%
煤炭(中信)	8.1	↓ 0.04	11.93%	↓ 0.06	11.9%	21.5%	32.0%
有色金属(中信)	16.4	↓ 0.36	8.53%	↓ 0.94	8.5%	15.1%	23.5%
电力及公用事业(中信)	23.7	↓ 0.06	60.62%	↓ 0.41	60.6%	50.7%	41.4%
钢铁(中信)	98.0	↓ 1.66	92.95%	↓ 0.43	93.0%	98.7%	97.9%
基础化工(中信)	25.9	↓ 0.28	28.42%	↓ 0.20	28.4%	54.1%	42.5%
建筑(中信)	9.8	0.00	27.72%	↑ 0.13	27.7%	39.6%	51.3%
建材(中信)	24.9	↓ 0.39	69.32%	↓ 1.05	69.3%	98.4%	97.4%
轻工制造(中信)	37.6	↓ 0.20	60.31%	↓ 0.48	60.3%	98.7%	98.0%
机械(中信)	34.2	↑ 0.38	15.40%	↑ 1.97	15.4%	15.8%	17.5%
电力设备及新能源(中信)	20.3	↑ 0.14	0.31%	↑ 0.23	0.3%	0.6%	0.9%
国防军工(中信)	63.1	↓ 0.23	29.20%	↓ 0.28	29.2%	32.1%	23.3%
汽车(中信)	33.3	↓ 0.06	68.69%	↓ 0.19	68.7%	40.6%	7.2%
家电(中信)	15.4	↓ 0.10	21.05%	↓ 1.28	21.1%	15.7%	8.9%
纺织服装(中信)	30.8	↓ 0.09	48.11%	↓ 0.50	48.1%	58.8%	59.4%
医药(中信)	39.7	↑ 0.94	49.43%	↑ 8.71	49.4%	55.1%	41.9%
食品饮料(中信)	30.1	↓ 0.77	37.27%	↓ 7.13	37.3%	14.5%	1.0%
银行(中信)	4.8	↓ 0.03	15.48%	↓ 0.57	15.5%	16.5%	25.8%
非银行金融(中信)	17.3	↓ 0.53	47.41%	↓ 6.17	47.4%	64.8%	76.6%
交通运输(中信)	26.5	↓ 0.26	66.39%	↓ 1.70	66.4%	62.5%	41.4%
电子(中信)	69.0	↑ 0.31	85.15%	↑ 0.41	85.1%	80.0%	75.3%
通信(中信)	20.8	↓ 0.43	8.54%	↓ 0.91	8.5%	16.3%	25.4%
计算机(中信)	92.4	↓ 0.30	56.76%	↓ 0.01	56.8%	33.9%	21.3%
传媒(中信)	129.2	↑ 0.51	89.57%	↓ 0.03	89.6%	74.9%	69.1%
综合金融(中信)	38.7	↓ 0.46	45.78%	↓ 4.09	45.8%	45.8%	44.2%

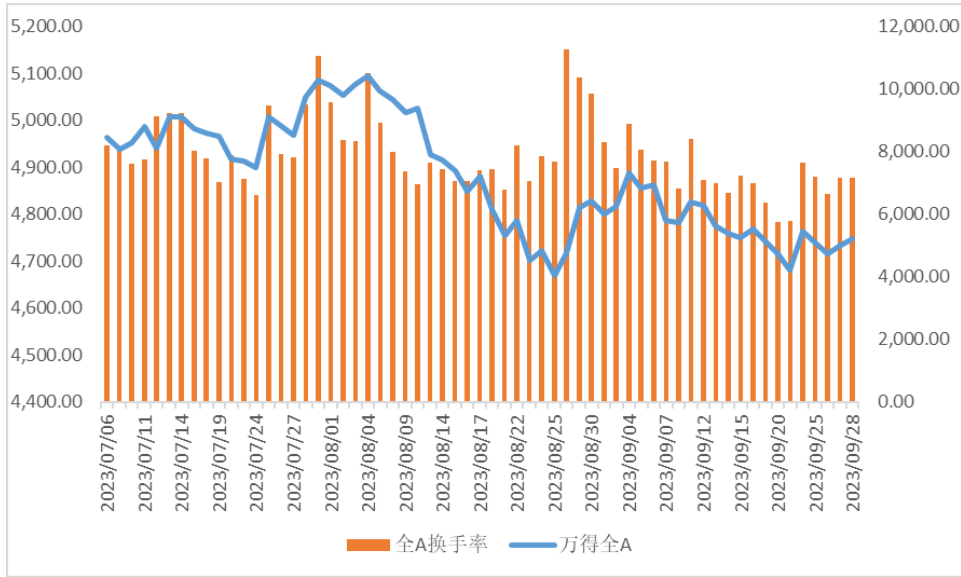
数据来源：Wind、鑫元基金

3、权益市场情绪

节前最后一周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，节前最后一周市场价跌量缩，是一种较为健康的信号。从行业拥挤度的角度，机械，计算机，汽车行业的拥挤度较高。

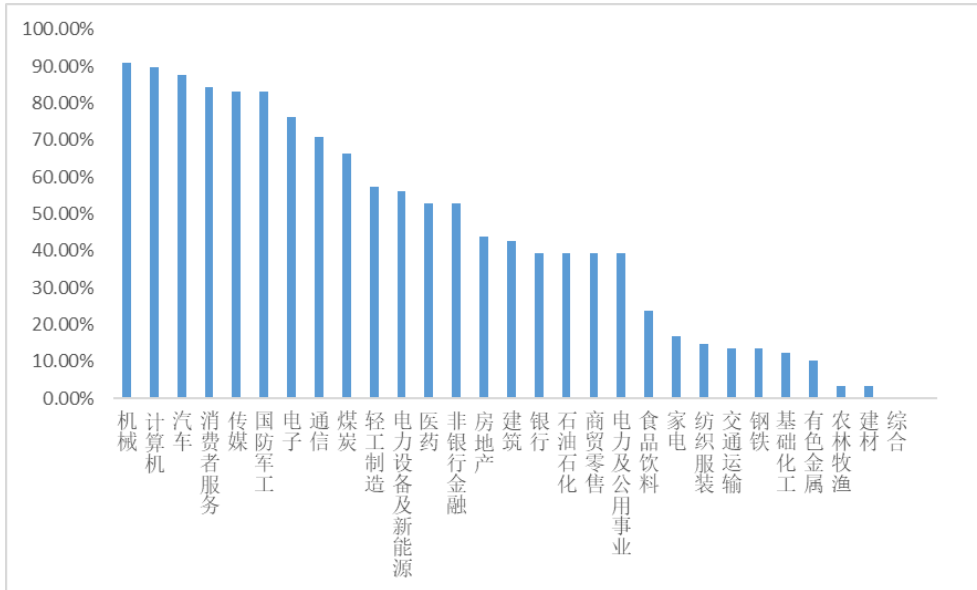
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价仍为 5.97%，处于历史 90%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 5：全市场换手率



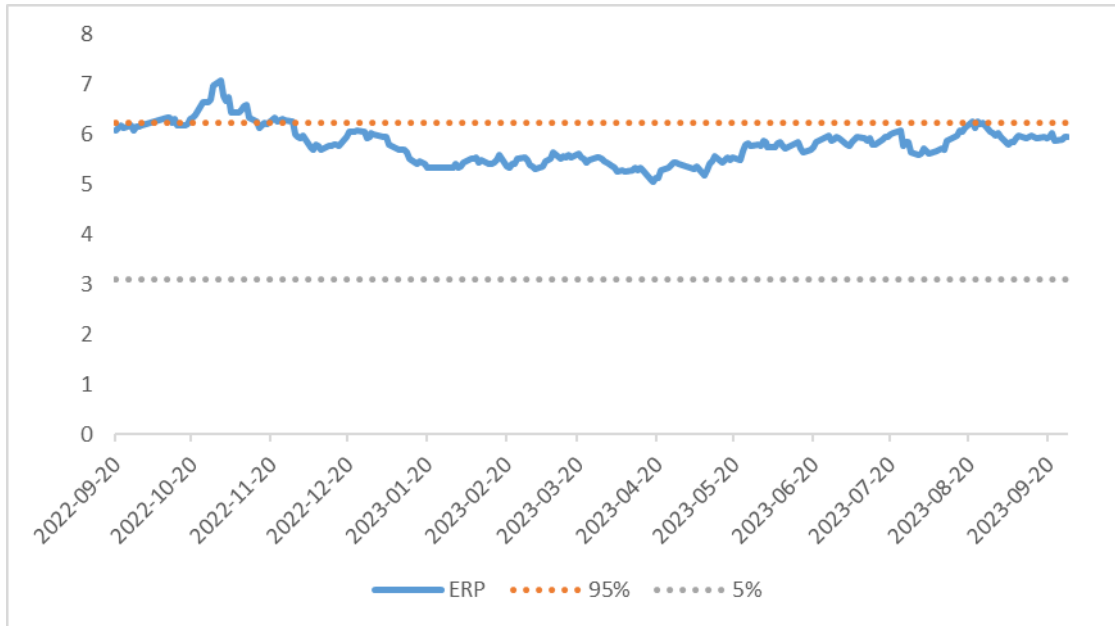
数据来源：Wind、鑫元基金

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

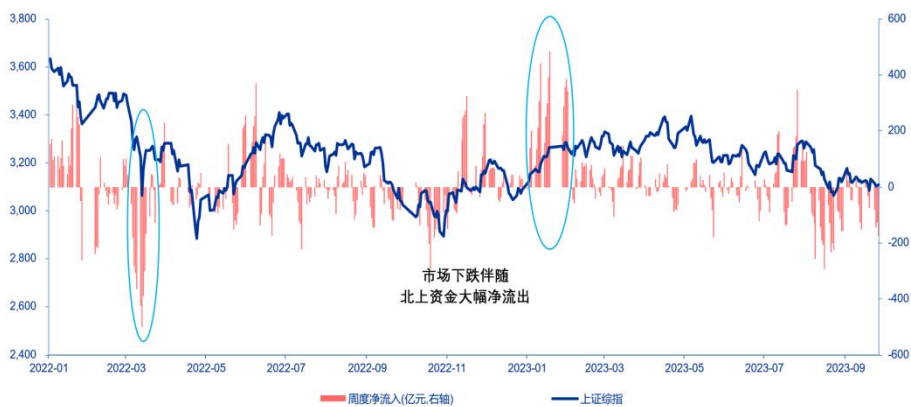


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

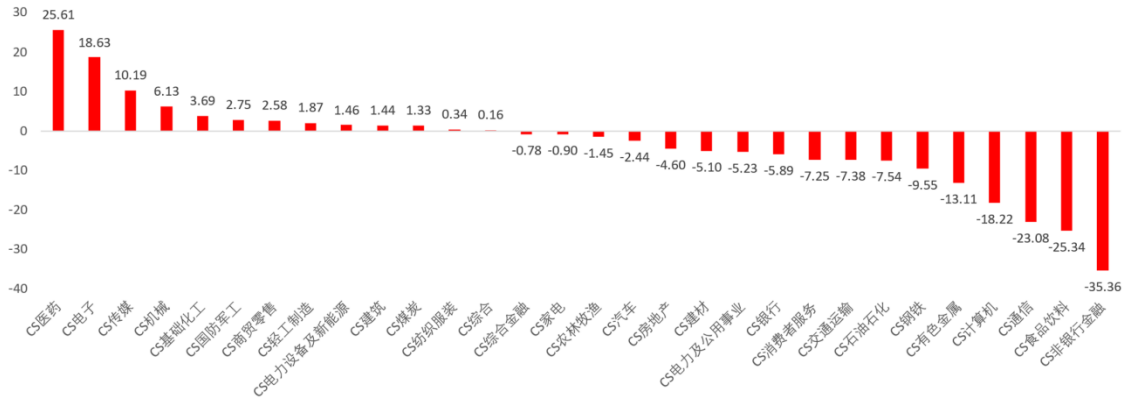
节前最后一周北向资金净流出 175.27 亿元，前周净流入 0.29 亿元，节前最后一周北向资金由净流入转为净流出。节前最后一周增持金额排行靠前的行业是医药（↑ 25.61）、电子（↑ 18.63）、传媒（↑ 10.19）、机械（↑ 6.13）、基础化工（↑ 3.69）；减持金额排名靠前的行业是非银行金融（↓ 35.36）、食品饮料（↓ 25.34）、通信（↓ 23.08）、计算机（↓ 18.22）、有色金属（↓ 13.11）。

图 8：北向资金周度净流入情况（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

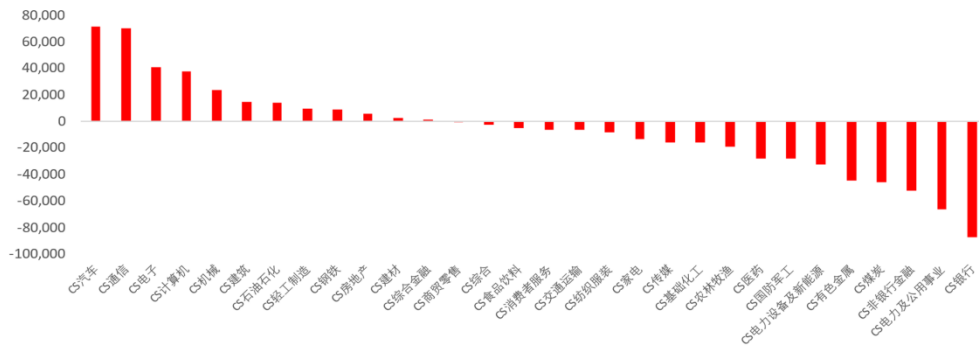
图 9：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

9月27日，两融资金占比为8.08%，9月22日为8.16%，反映出杠杆资金加仓意愿回落。截至9月28日，当周融资净买入最大的五个行业为汽车、通信、电子、计算机、机械。

图 10：上周两融资金行业流向（万元）

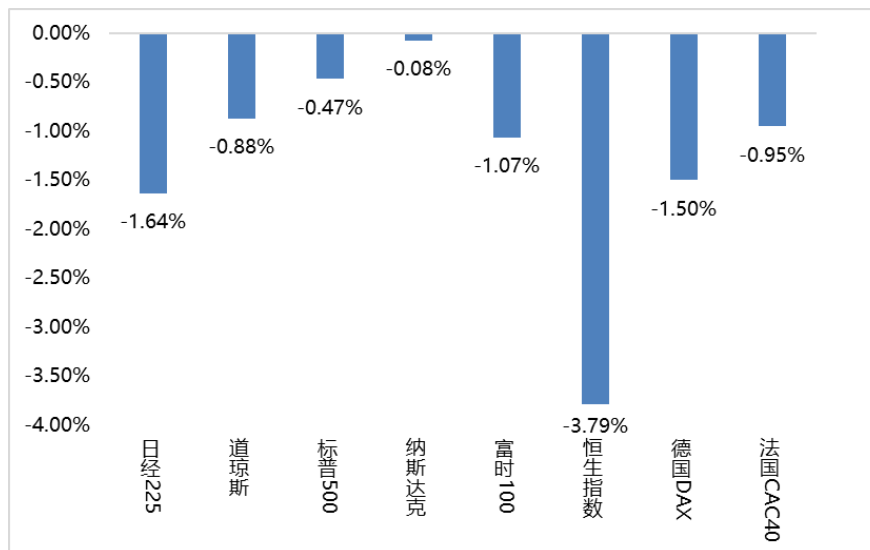


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

节前最后一周海外股市集体下跌。美国股市方面，道指下跌 0.88%，标普 500 下跌 0.47%，纳指下跌 0.08%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 1.07%，德国 DAX 下跌 1.50%，法国 CAC40 下跌 0.95；亚太股市方面，日经指数下跌 1.64%，恒生指数下跌 3.79%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

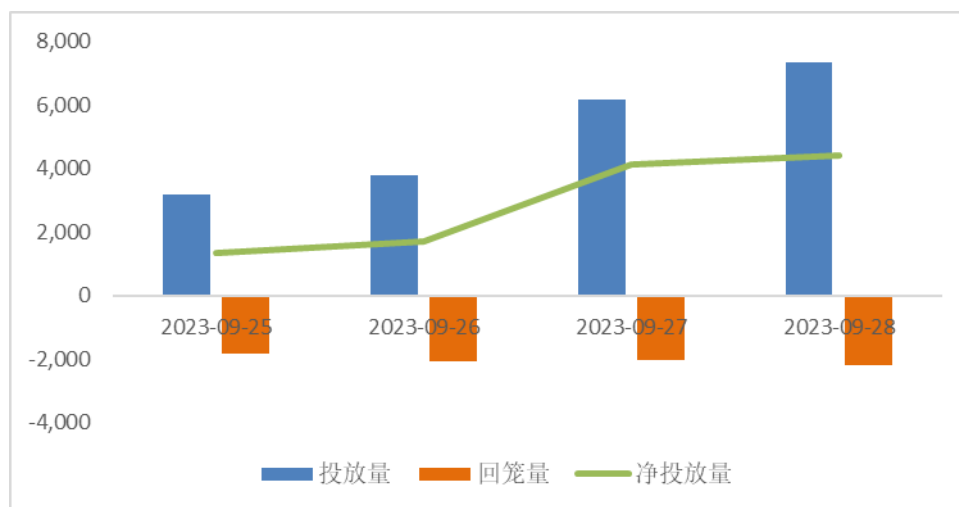


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：节前最后一周央行进行 20500 亿元逆回购操作，因有 8170 亿元逆回购到期，节前最后一周实现净投放 11570 亿元。

图 12：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

政府债发行：本周国债计划发行 1150 亿元，地方政府债发行 1779 亿元，整体净缴款 2453.8 亿元。

表 1：10 月 9 日-10 月 13 日政府债发行缴款

单位：亿元

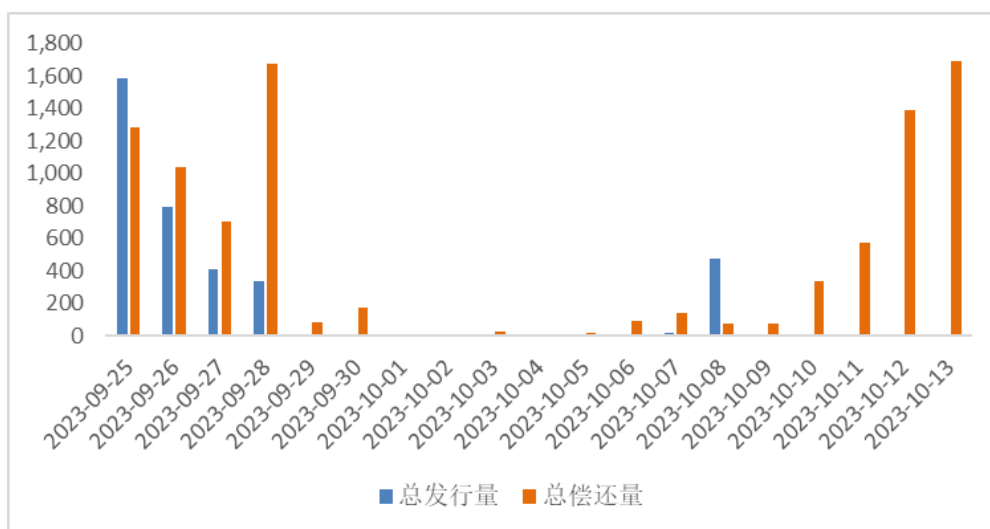
	10 月 9 日		10 月 10 日		10 月 11 日		10 月 12 日		10 月 13 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	925.6	0	702.5	1150	0	0	150.9	0	0

到期	0	1.5	427	10	0	276	201.2	153	0	51.4
缴款	0	644.9	0	925.6	0	702.5	1150	0	0	150.9
净缴款	643.4		488.6		426.5		795.8		99.5	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：10月9-13日，同业存单到期4323亿元，接下来一周到期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



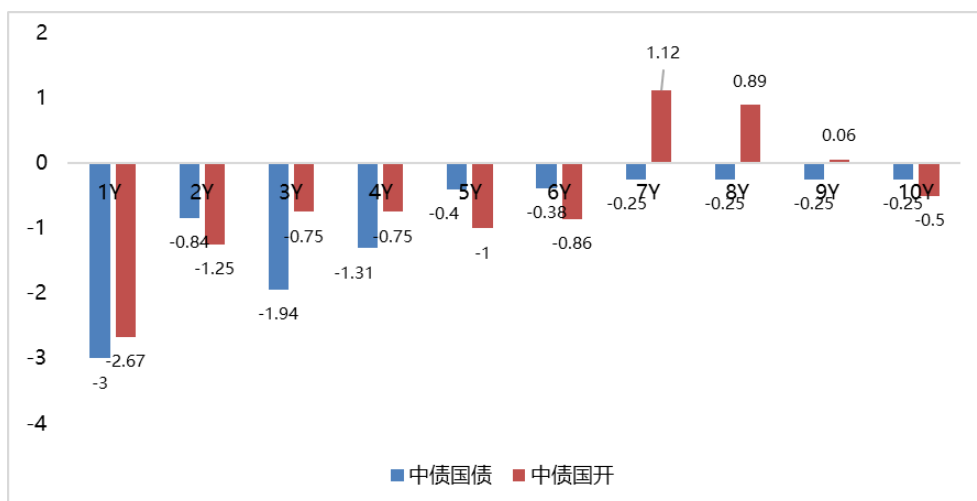
数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：节前最后一周周初跨月资金面持续收紧，跨月当日资金利率有所下行。具体而言，25-27日资金利率波动上行，R014上行至4.34%，达到周内最高点，周四转为下行，下行至4.03%。全周来看，银行间质押式回购日均成交5.74万亿，低于前一周的6.94万亿，主要还是受到机构跨月进度影响。

票据利率：临近月底，短期资金面承压，机构持票成本提高。机构规模需求基本得到满足，主要大行农行、农发未进场，机构收票动作有所放缓，但随着票价上行，部分中小机构及非银机构进场配置，最后两天中行同样进场收票，买盘收票需求有所释放。看涨情绪带动下，机构出票需求较好，叠加票源供给相对充足，卖盘继续出票。买卖双方积极报价，票价逐步走高，短期票波幅显著。月末最后一天，市场交投情绪走低，仍有部分机构释放最后的收票需求，卖盘出票意愿维持。供需博弈下，票价高位震荡。

(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	20.36	15.43	14.95	10.69
环比	1.06	1.54	0.15	-31.53
年初以来	-10.35	-8.63	-4.12	5.96
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	27.60	15.79	18.17	55.21
2016 年以来分位数	25.77%	46.80%	30.00%	11.39%

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 28 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	29.39	32.8	42.15	43.65	51.32
环比	3.87	4.20	4.14	3.24	3.93
年初以来	-18.44	-19.42	-21.08	-10.18	-15.6
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	47.82	37.65	40.44	44.80	45.53
2016 年以来分位数	9.64%	36.49%	56.55%	51.65%	71.55%

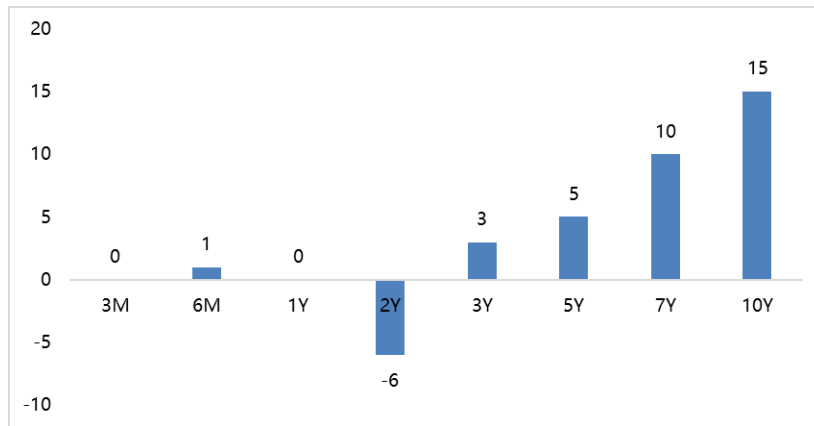
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

节前最后一周除 7 年期与 8 年期中债国开外，中债国开和中债国债收益率集体下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 3BP 至 2.1677，3 年期下行 1.94BP 至 2.3713，5 年期下行 0.4BP 至 2.5256，10 年期下行 0.25BP 至 2.6751。

长时期高等级票据信用利差短期长期均走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 3.87BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 4.20BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票

据信用利差走阔 4.14BP。

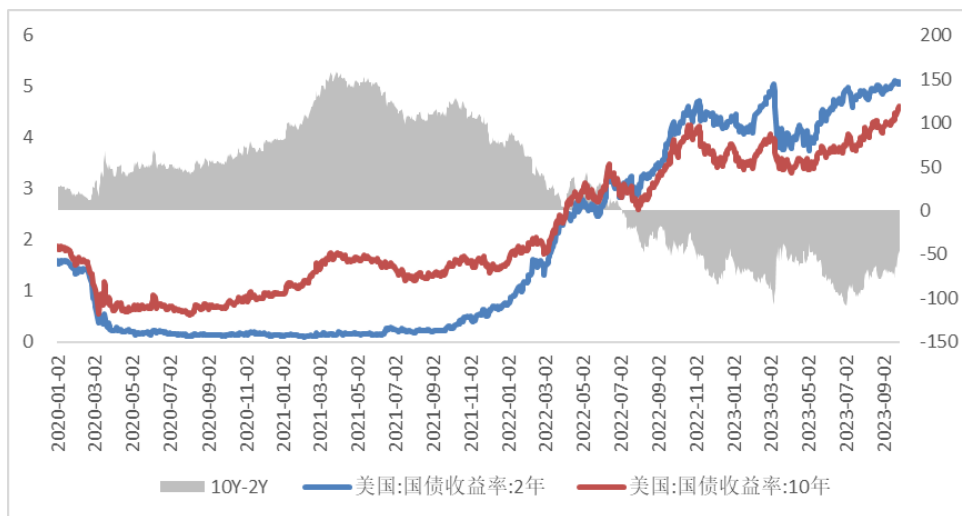
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

节前最后一周除 2 年期外美债各期限收益率集体上行。节前最后一周 10 年期美债收益率上行 15BP，10 年期国债收益率下行 0.25BP，中美利差倒挂程度有所加深。全周来看，1 年期美债收益率上行 0BP，3 年期美债收益率上行 3BP，10 年期美债收益率上行 15BP。

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

节前最后一周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率升值。节前最后一周美元指数上涨 0.50%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价贬值 0.10%，即期汇率不变，离岸人民币汇率升值 0.05%。

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	106.1346	7.1798	7.3002	7.2948
对照日期	105.6098	7.1729	7.3002	7.2987
涨跌	0.50%	-0.10%	0.00%	0.05%

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，国内基本面重回扩张，海外美债收益率持续上行。9月官方制造业PMI指数录得50.2%，连续四个月上行，指数越过荣枯线（50%）进入扩张区间。分项指数来看，9月各类指数均有改善，其中生产指数改善最为明显。9月PMI生产指数录得52.7%，明显高于荣枯线。生产的改善有三方面的原因：第一，暑假结束、气温回落，生产进入季节性旺季；第二，近两月BDI指数明显回升，显示全球贸易景气度有所回暖，叠加大宗商品供给侧受限，导致大宗商品价格上行，上游原材料行业盈利改善，激发生产积极性；第三，当前工业企业库存处于绝对低位，存在补库存的需求，钢铁、有色等行业已率先开始补库。在三方面因素叠加下，生产改善更为明显。虽然9月PMI回到荣枯线上方，但主因生产带动，目前来看地产政策效果和力度不成正比，下游需求修复偏慢，因此仍然维持四季度经济环比弱修复的判断。海外方面，临时拨款法案获得通过避免美国政府关门，美国财政支出规模并未受到影响，美债供给放量叠加美债需求的收缩导致美债收益率持续上行，对全球金融市场造成不小压力。

（二）权益市场展望和策略

回顾节前一周，A股市场磨底，主要宽基指数微涨，小盘表现好于大盘，成长好于价值，呈现出一定超跌反弹态势。情绪指标触底后小幅反弹。成交额略有回升，周内均值7050亿，同时换手率持续下滑。从情绪指标、超买超卖指标、涨停个股数来看，当前都处于较低水平。资金层面，北向资金仍然大幅净流出，节前一周合计净流出175亿。

假期期间，国内方面，中秋国庆国内旅游收入、人均旅游花费呈现修复态势。环比情况来看，旅游收入、人均消费的恢复情况要好于春节、五一和端午，居民消费意愿边际提升。国内经济数据显示盈利改善，经济景气度回升。9月27日公布的工业企业利润数据显示，8月工业企业利润、营收同比增速双双转正，营收利润率回到均值以上水平；上中下游盈利增

速、营收利润率均回升，信号积极。9月30日公布的9月制造业PMI回升至50.2%，回到荣枯线以上。

海外方面，美国强烈加息预期、较为强劲的经济数据推升美债利率，9月29日-10月6日，三方面因素影响美债实际利率和名义利率，整体导致10年期美债收益率上行22bp至4.81，美元指数上行，黄金和原油价格大跌，基本金属和全球股市调整。

展望市场，盈利修复构成支撑，中美利差大幅上行，短期有压力。考虑到外资是当前A股边际定价资金，从外资视角来看，A股分子端主要考量因素包括：企业盈利预期、美国通胀预期、中国通胀预期。分母端主要考量因素包括：美国实际利率、美国通胀预期、美股ERP、中国国家风险溢价。分子端修复，分母端不确定，核心观测指标是中美利差。如果美国名义利率上行幅度大于中国名义利率上行幅度，A股承压，短期内这个情景的概率较高。如果美国利率高位震荡，中国利率随经济修复而缓慢上行，则中美利差将收窄，有利于A股估值修复，类似22年5-6月、23年1-2月的情景，是中期维度比较乐观的情景。

类似债券，利率上行的时候，股票投资也可收缩于“短久期”策略，**要能尽快收回投资本金。看好三类标的：第一高股息，第二低估值，第三有确定成长性的细分行业龙头，最好是有供给端逻辑的标的。**

（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PMI数据重返扩张区间，“双节”人流量、消费数据均表现亮眼。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，“人心”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15BP左右，短端上行30BP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。目前10年国债逼近2.7%、1年国股2.44%，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。