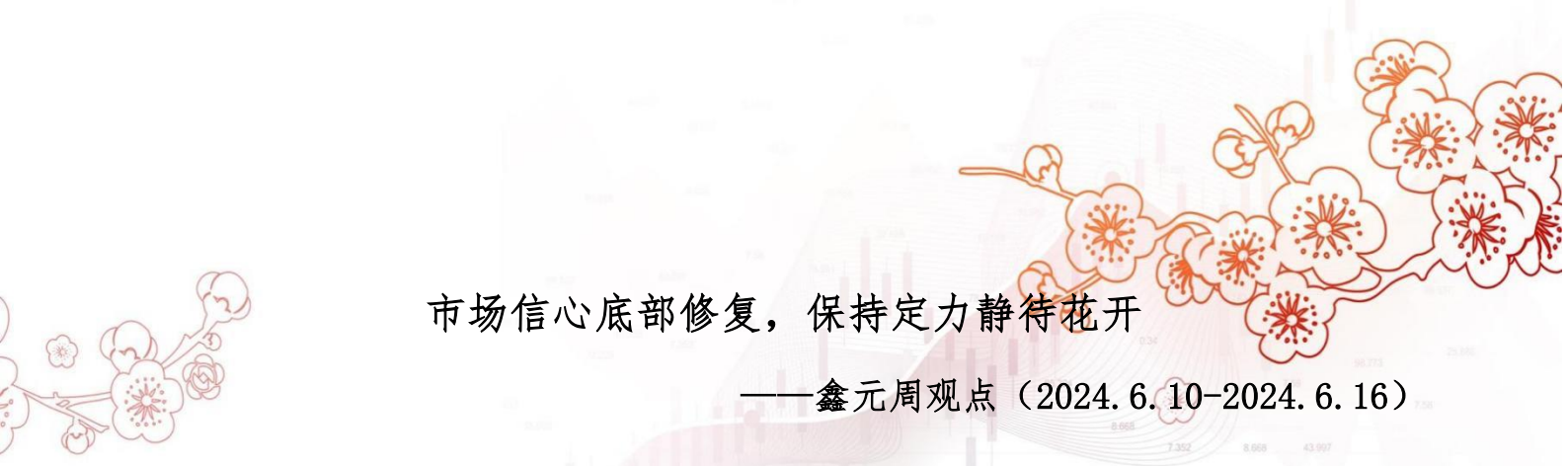




市场信心底部修复，保持定力静待花开

——鑫元周观点（2024. 6. 10-2024. 6. 16）

一、核心观点

宏观方面，国内通胀小幅升温，金融数据受“挤水分”影响延续偏弱；美国 5 月通胀显著降温，美联储连续第七次维持利率水平不变。5 月，国内通胀读数小幅回升，CPI 同比增长 0.3%，持平前月，PPI 同比增长-1.4%，较前月的-2.5%回升 1.1%，PPI 环比亦由负转正。但是，PPI 同比读数的回升多由基数效应所致，核心 CPI 环比仍弱于历史同期水平，显示下游需求仍然偏弱，对价格的拉动作用有限。5 月金融数据受“挤水分”影响延续偏弱，信贷同比少增，货币增速下行，金融数据对宏观经济的指引作用减弱。海外方面，美国 5 月通胀显著降温，CPI 及核心 CPI 环比均逊于预期。美联储连续第七次维持利率水平不变，点阵图显示今年联储或仅降息一次。

权益市场方面，央行公布 5 月金融数据显示 2024 年前五个月社会融资规模增量累计为 14.8 万亿元，比上年同期少 2.52 万亿元。5 月末，广义货币余额（M2）301.85 万亿元，同比增长 7%。中国人民银行召开保障性住房再贷款工作推进会，着力推动保障性住房再贷款政策落地见效，加快推动存量商品房去库存。财政部首发 50 年期超长期特别国债，发行总额 350 亿元，票面利率确定为 2.53%。上周 A 股有所企稳，万得全 A 上涨 0.15%，上证指数下跌 0.61%，微盘股指数继前周下跌超过 10%后上周反弹超 8%。上周成交量小幅放大，前周微盘股的冲击再次告一段落，情绪仍在底部修复中。近期属于财报真空期，市场呈现快速轮动的缩量滞涨态势，并无明确主线，投资难度加大。另外上周五发布的 M1 同比增速继续下探，一定程度反映出实体同资本市场一样，信心尚待修复。我们认为，部分金融数据处于换挡期，随着财政加力，经济的修复还在稳步推进。回到权益市场，近期的下跌让市场回到了情绪冰点位置，情绪的周期往复往往同价格的变化同频共振，我们依旧建议投资者保持定力、静待花开。

固收市场方面，全周央行进行了 80 亿元逆回购操作，因有 100 亿元逆回购到期，累计净回笼 20 亿元。资金面仍然保持平稳，加杠杆有所抬头，DR007 上行 5bp 至 1.82%。上周公布的经济以及金融数据整体偏弱的情况下，债券收益率整体下行，其中长端好于短端，10 年期

国债收益率下行 3bp 至 2.25%，1 年期下行 1bp 左右至 1.59%。上周非金融信用债一级发行量有所回落但净增量依然为正。二级市场方面，信用债收益率整体下行 1-2bp，在需求较强的推动下个券收益率差异逐渐减小。从历史分位数来看，目前各评级和期限信用利差多数处于历史极低分位。上周公布了 5 月份国内的通胀以及金融数据，整体来看，除了偏弱的内需符合市场的一致预期外，M1 增速回落并创历史新低则是市场普遍关注的重点。M1 跌幅加深一方面是 4 月份手工补息叫停后的存款搬家扰动，而另外一方面也反映了目前居民部门依然偏弱的需求，居民端没有加杠杆的意愿甚至提前还贷主动去杠杆，表明内需的弱势可能仍将延续。就债市而言，目前交易长端收益率的逻辑依然在“经济因素决定的下行趋势”以及“央行预期管理带来的阶段性阻力”中反复交织，导致长端收益率短期难以形成突破，维持区间震荡走势。目前国内经济的主要矛盾在于需求不足，地产限制性政策的放松很难再驱动居民部门加杠杆，在实质性修复居民资产负债表的政策推出前，预计长端收益率难以改变中长期下行趋势。策略方面，长端以及超长端再次来到前期央行预期管理的区间下限，但鉴于银行净息差、汇率等压力以及非银充裕的流动性，降息降准仍需契机。本轮偏弱的信贷数据已被市场充分预期的情况下，债市更多的是利好落地的节奏。现阶段趋势行情很难流畅走出，但反转风险并不具备，调整后的配置依然是不错的选择。在债市抢跑较为严重的情况下，真正打开长端区间下限的可能要看到央行自身态度的改变以及基本面数据的进一步弱化。

二、宏观动态

（一）国内宏观

前 5 月新增社融 14.8 万亿元，新增人民币贷款 11.14 万亿元。央行发布金融数据显示，今年前 5 个月，人民币贷款增加 11.14 万亿元，其中 5 月新增贷款接近万亿元水平。社会融资规模增量累计为 14.8 万亿元，其中 5 月增量为 2.06 万亿元左右，一举扭转 4 月新增社融为负的情形。5 月末，M2 同比增长 7%，M1 同比下降 4.2%。

国家主席习近平主持召开中央全面深化改革委员会第五次会议。会议强调，完善中国特色现代企业制度，建设具有全球竞争力的科技创新开放环境。会议指出，要尊重企业经营主体地位，坚持问题导向，根据企业规模、发展阶段、所有制性质等，分类施策、加强引导。要完善国有企业现代公司治理，加强对国有资本监督管理。会议审议通过《关于完善中国特色现代企业制度的意见》、《关于健全种粮农民收益保障机制和粮食主产区利益补偿机制的指导意见》、《关于建设具有全球竞争力的科技创新开放环境的若干意见》等文件。

6月16日出版的第12期《求是》杂志将发表国家领导人重要文章《开创我国高质量发展新局面》。文章指出，加快实现高水平科技自立自强，是推动高质量发展的必由之路。加快构建新发展格局，是推动高质量发展的战略基点。发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点。坚持高质量发展要成为领导干部政绩观的重要内容。文章强调，要谋划进一步全面深化改革重大举措，为推动高质量发展、推进中国式现代化持续注入强劲动力。

国务院令公布《公平竞争审查条例》，自2024年8月1日起施行。《条例》明确公平竞争审查的范围、审查标准、审查机制等。其中明确，起草政策措施，不得含有限制或者变相限制市场准入和退出、限制商品和要素自由流动、不当影响生产经营成本和影响生产经营行为的内容。

国家发改委组织召开推动大规模设备更新和消费品以旧换新部际联席会议全体会议。会议要求加大政策支持力度，加快各类资金落地，使“真金白银”的优惠直达企业和消费者。

欧盟拟对中国产电动汽车加征临时关税。对比亚迪、吉利汽车和上汽集团将分别加征17.4%、20%和38.1%的关税；对其它制造商将征收21%的关税；进口自中国的特斯拉汽车可能适用单独的税率。欧盟委员会称如果与中方的讨论不能得出有效的解决方案，这些临时关税将从7月4日起引入。商务部新闻发言人表示，欧方裁决披露中的认定缺乏事实和法律基础。中方敦促欧盟立即纠正错误做法，切实落实近期中法欧领导人三方会晤达成的重要共识，通过对话协商妥善处理经贸摩擦。中方将密切关注欧方后续进展，并将坚决采取一切必要措施，坚定捍卫中国企业的合法权益。

（二）海外宏观

美国5月CPI同比上升3.3%，低于市场预期，核心CPI增速降至三年多来最低。美国5月CPI同比增长3.3%，低于预期和前值3.4%，为近两年来的最低水平；5月CPI环比持平，为2022年7月以来最低水平。5月核心CPI同比增长3.4%，低于预期3.5%及前值3.6%，为三年多以来的最低水平；核心CPI环比增长0.2%，预期为持平于0.3%。数据公布后，市场完全消化了美联储今年降息两次的预期，9月降息的概率增至七成，11月降息的可能性达到100%。

美国5月PPI通胀超预期放缓，初请数据创近一年新高。美国5月PPI环比下降0.2%，创2023年10月以来最低，预期为上涨0.1%，前值上涨0.5%；核心PPI环比保持不变，预期为上涨0.3%。5月PPI同比上涨2.2%，低于预期的2.5%，前值2.2%。

美上周初请失业金人数创去年8月12日当周以来新高。美国上周初请失业金人数增加

1.3 万人 24.2 万人，创去年 8 月 12 日当周以来新高，预期 22.5 万人。至 6 月 1 日当周续请失业金人数升至 182 万人，高于预期的 179.8 万人。

美联储如期将利率政策按兵不动。从去年 7 月以来连续第七次会议将联邦基金利率区间维持在 5.25%至 5.50%的二十多年高位。但更新的点阵图暗示，美联储官员大幅下调了对今年降息次数的预期，从上次点阵图显示的三次降至一次，并未如最近数据激发的市场预期那样降息两次。美联储主席鲍威尔在记者会上表示，通胀已经实质性地放缓，但仍然太高，今年迄今的通胀数据还不足以给美联储降息的信心。利率决议公布后，美元和美债收益率跌幅收窄，美股、黄金涨幅收窄。

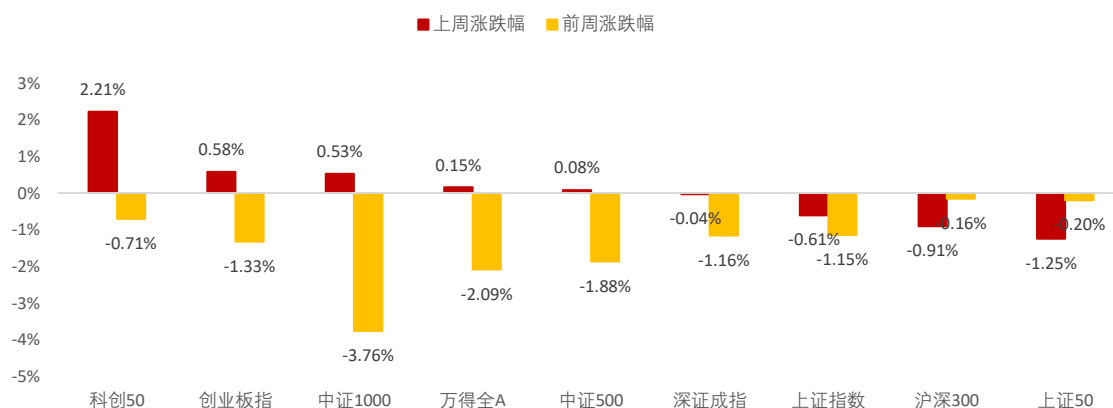
日本央行维持利率不变，将减少对日本国债的购买量。日本央行将政策利率目标维持在 0 到 0.1%之间不变，并决定开始缩减购买债券的规模，具体的减少购债计划将在 7 月确定。日本央行行长植田和男表示，购债缩减幅度将很大；7 月可能加息，取决于经济数据。日元贬值增加了通胀压力，将对日元走势作出适当回应。

三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数涨跌互现。截至 6 月 14 日，科创 50 上涨 2.21%，创业板指上涨

0.58%，中证1000上涨0.53%，涨幅居前。上证50下跌1.25%，沪深300下跌0.91%，上证指数下跌0.61%，跌幅居前。从行业板块看，上周通信、计算机、电子、综合金融、传媒领涨，交通运输、农林牧渔、食品饮料、有色金属、建材领跌。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2024/6/14	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	13.4	↓ 0.08	30.5	↓ 1.21	51.8%	63.8%	56.7%
深证成指	21.8	↓ 0.04	39.0	↓ 0.19	28.4%	18.7%	11.3%
上证50	10.4	↓ 0.12	41.7	↓ 2.03	62.8%	65.3%	55.4%
沪深300	11.9	↓ 0.10	32.7	↓ 3.14	42.4%	41.2%	38.4%
中证500	22.7	↓ 0.04	17.5	↓ 0.07	24.2%	43.7%	46.6%
中证1000	36.5	↑ 0.14	37.3	↑ 0.79	37.3%	55.3%	55.7%
创业板指	27.5	↑ 0.08	2.2	↑ 0.22	2.7%	5.0%	7.2%
科创50	44.3	↑ 0.67	42.3	↑ 6.46	42.3%	42.3%	44.3%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 3：上周 A 股市场中信一级行业 PE（TTM）

	2024/6/14	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)	12.4	↓ 0.08	34.22%	↓ 0.75	34.2%	40.5%	59.6%
煤炭(中信)	13.6	↑ 0.08	74.74%	↑ 0.19	74.7%	99.8%	99.7%
有色金属(中信)	21.9	↓ 0.59	19.32%	↓ 0.11	19.3%	32.5%	47.8%
电力及公用事业(中信)	19.5	↓ 0.25	28.62%	↓ 2.24	28.6%	15.3%	22.3%
钢铁(中信)	32.7	↓ 0.71	66.80%	↓ 0.76	66.8%	84.1%	76.6%
基础化工(中信)	30.1	↓ 0.17	38.10%	↓ 0.28	38.1%	68.7%	60.3%
建筑(中信)	8.5	↓ 0.15	6.26%	↓ 1.62	6.3%	7.5%	10.5%
建材(中信)	21.4	↓ 0.58	57.50%	↓ 2.65	57.5%	84.5%	78.9%
轻工制造(中信)	24.6	↓ 0.10	15.37%	↓ 0.35	15.4%	27.7%	18.2%
机械(中信)	29.2	↑ 0.15	3.62%	↑ 0.25	3.6%	2.0%	2.9%
电力设备及新能源(中信)	25.9	↓ 0.12	11.64%	↑ 0.06	11.6%	21.0%	24.1%
国防军工(中信)	66.3	↑ 0.33	41.47%	↑ 0.82	41.5%	53.2%	49.4%
汽车(中信)	26.4	↑ 0.43	60.29%	↑ 1.12	60.3%	31.6%	4.4%
商贸零售(中信)	54.3	↓ 1.11	74.95%	↓ 1.86	74.9%	58.3%	30.1%
消费者服务(中信)	37.4	↓ 0.72	18.49%	↓ 1.46	18.5%	24.7%	0.1%
家电(中信)	15.2	↑ 0.07	21.30%	↑ 0.92	21.3%	19.0%	15.3%
纺织服装(中信)	21.9	↓ 0.20	4.65%	↓ 0.34	4.6%	7.1%	0.2%
医药(中信)	36.8	↓ 0.28	27.14%	↓ 1.49	27.1%	37.5%	28.7%
食品饮料(中信)	22.3	↓ 0.66	15.30%	↓ 0.72	15.3%	0.3%	0.1%
银行(中信)	5.4	↓ 0.10	31.81%	↓ 2.83	31.8%	35.5%	52.2%
非银行金融(中信)	18.0	↑ 0.24	57.47%	↑ 2.92	57.5%	74.5%	83.0%
交通运输(中信)	16.9	↓ 0.67	11.97%	↓ 6.65	12.0%	12.2%	11.1%
电子(中信)	62.3	↑ 2.57	73.06%	↑ 5.72	73.1%	67.4%	62.1%
通信(中信)	20.4	↑ 0.29	11.24%	↑ 1.01	11.2%	20.3%	29.8%
计算机(中信)	89.2	↑ 4.37	57.03%	↑ 3.18	57.0%	37.5%	28.9%
传媒(中信)	35.5	↑ 0.74	12.10%	↑ 2.52	12.1%	15.8%	3.6%
综合金融(中信)	28.3	↑ 0.26	7.88%	↑ 1.64	7.9%	7.9%	8.5%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数估值涨跌互现，商贸零售、消费者服务、钢铁、交通运输、食品饮料估值下行较多。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

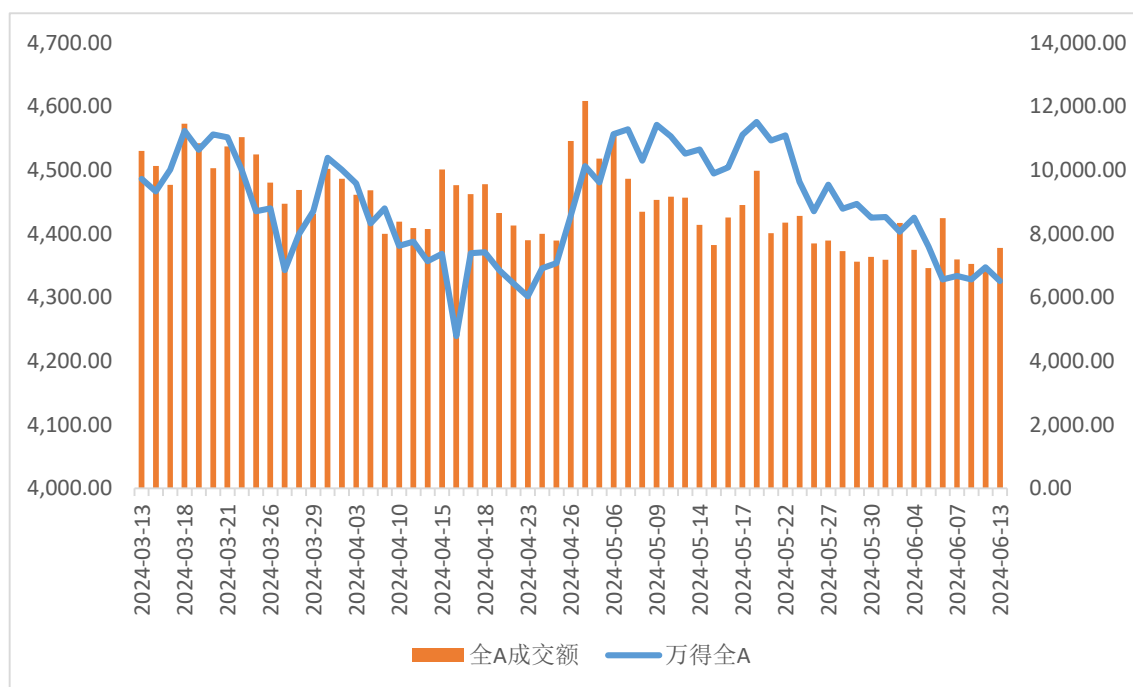
提升空间。从行业板块看，上周计算机、电子、传媒、汽车、国防军工估值上行最多，商贸零售、消费者服务、钢铁、交通运输、食品饮料估值下行最多。当前商贸零售、煤炭、电子、钢铁、汽车板块估值处于历史较高水平；机械、纺织服装、建筑、综合金融、通信板块估值处于历史较低水平。

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，上周市场缩量下行。从行业拥挤度的角度，电力与公用事业，国防军工，机械的拥挤度较高。

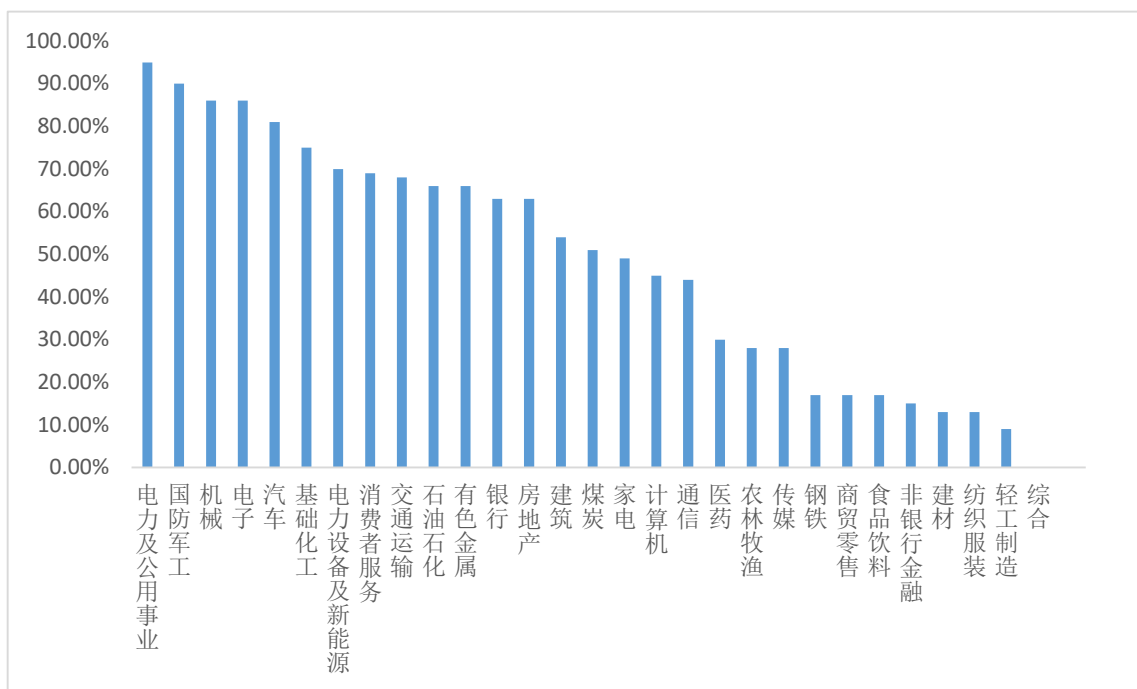
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为6.13%，处于历史87.41%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场成交金额



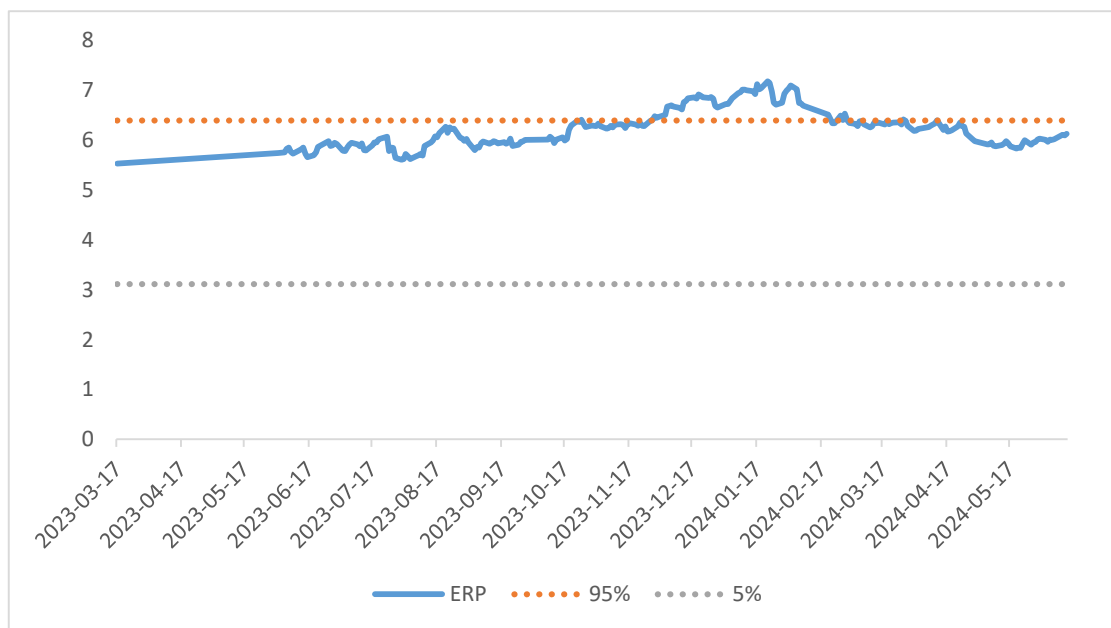
数据来源：Wind、鑫元基金

图 5：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind、鑫元基金

图 6：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



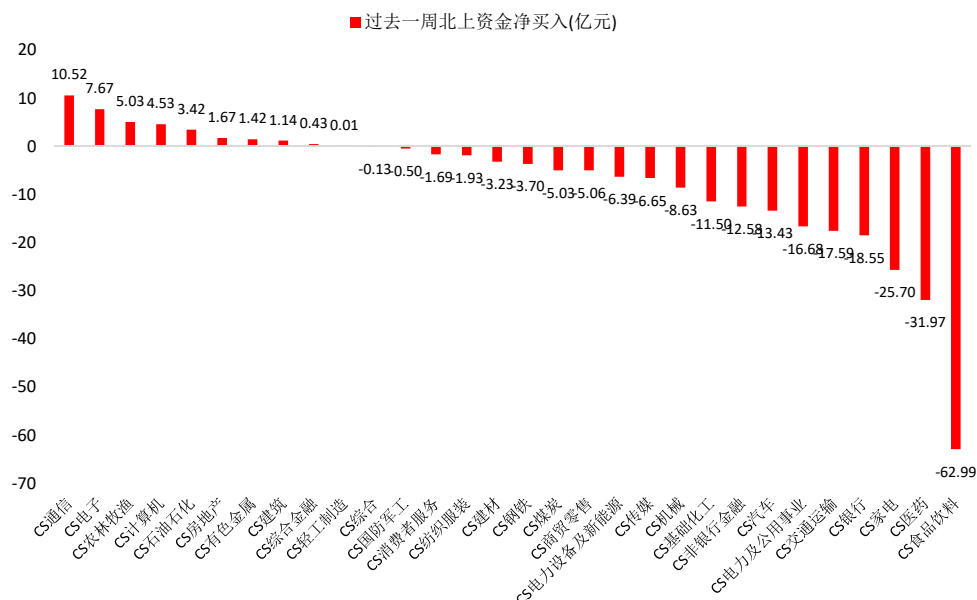
数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

上周北向资金净流出 218.08 亿元，上上周净流入 64.21 亿元，最近一周北向资金由净流入转为净流出。上周增持金额排行靠前的行业是通信（↑ 10.52）、电子（↑ 7.67）、农林牧渔（↑ 5.03）、计算机（↑ 4.53）、石油石化（↑ 3.42）；减持金额排名靠前的行业是食品

饮料（↓ 62.99）、医药（↓ 31.97）、家电（↓ 25.70）、银行（↓ 18.55）、交通运输（↓ 17.59）。

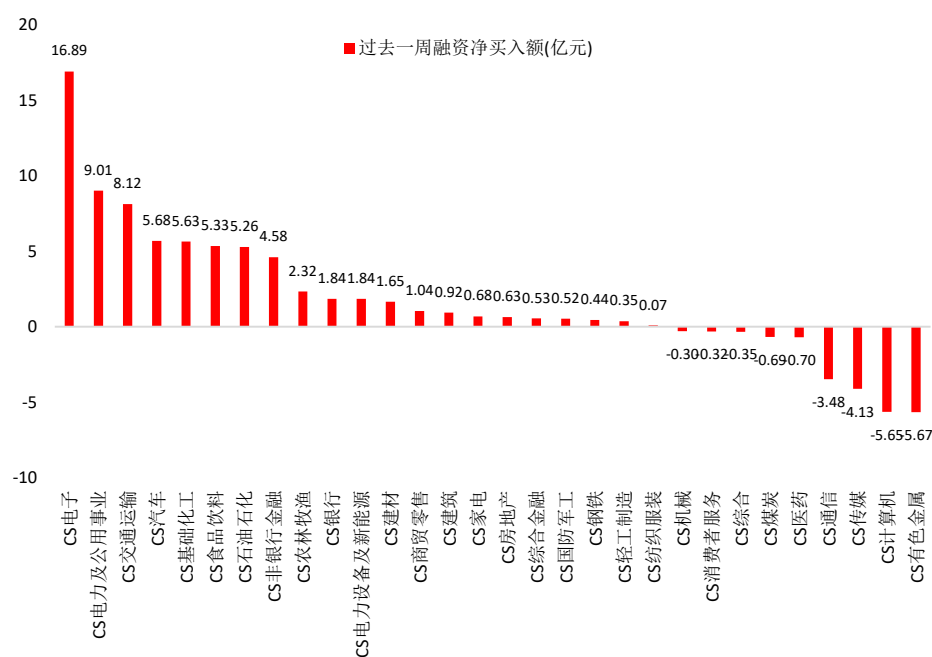
图 7：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

6月13日，两融资金占比为8.28%，6月7日为7.66%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至6月14日，上周融资净买入最大的五个行业为电子、电力及公用事业、交通运输、汽车、基础化工。

图 8：上周两融资金行业流向（万元）

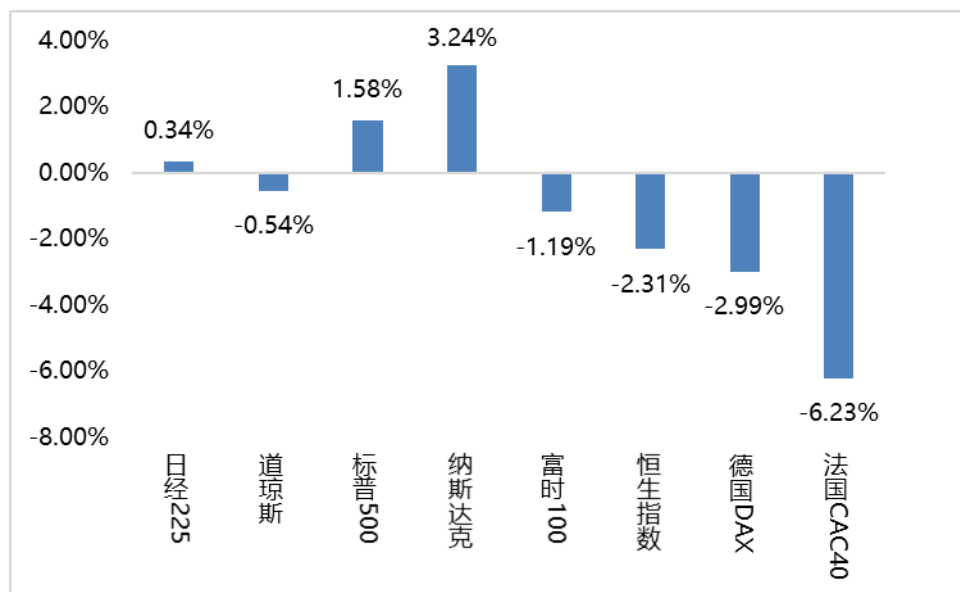


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市涨跌不一。美国股市方面，道指下跌 0.54%，标普 500 上涨 1.58%，纳指上涨 3.24%；欧洲股市方面，德国 DAX 下跌 2.99%，英国富时 100 下跌 1.19%，法国 CAC40 下跌 6.23%；亚太股市方面，日经指数上涨 0.34%，恒生指数下跌 2.31%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

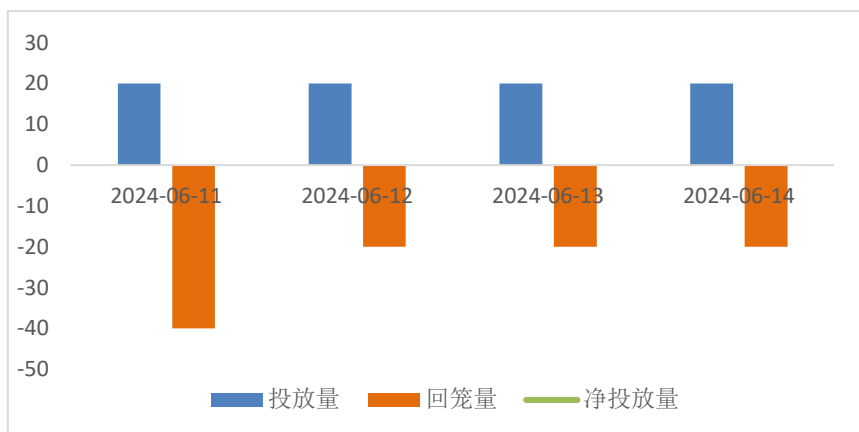


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行开展 80 亿元 7 天期逆回购操作，因有 100 亿元 7 天期逆回购到期，实现净回笼 20 亿元。

图 10：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 900 亿元，地方政府债计划发行 3404 亿元，整体净缴款 1983.9 亿元。

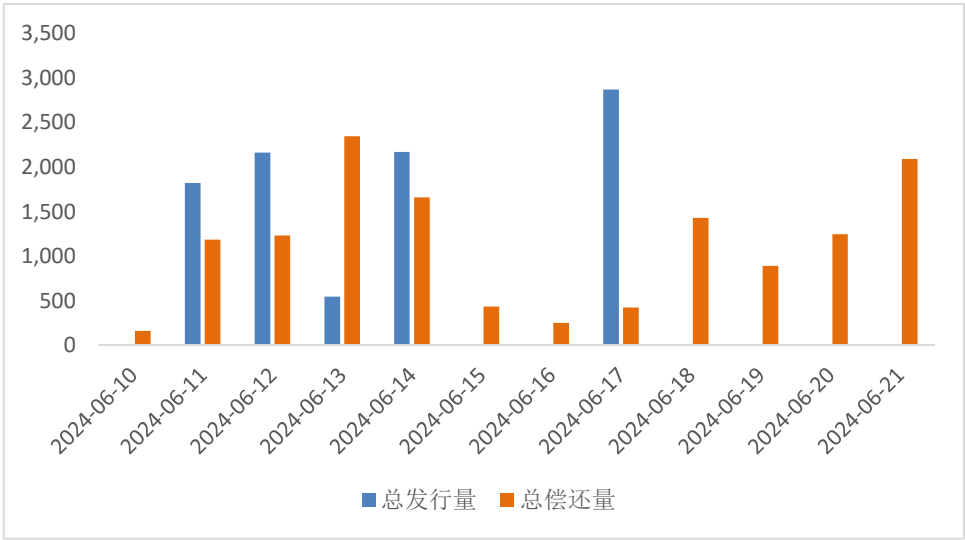
表 1：6 月 17 日-6 月 21 日政府债发行缴款

单位：亿元

	6 月 17 日		6 月 18 日		6 月 19 日		6 月 20 日		6 月 21 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	1030	0	1154.7	450	460.8	0	628.9	450	129.6
到期	400	608.7	0	615.9	840.1	374	300	26.2	0	393.5
缴款	1710	89.5	0	194.6	0	105.5	450	0	0	335.7
净缴款	819.3		394		-69.5		584.6		255.4	

同业存单发行：未来四周，同业存单分别到期 6761 亿元、8348 亿元、966 亿元和 6384 亿元。本周到期 6761 亿元，小幅低于前一周的 7313 亿元。

图 11：同业存单到期与发行



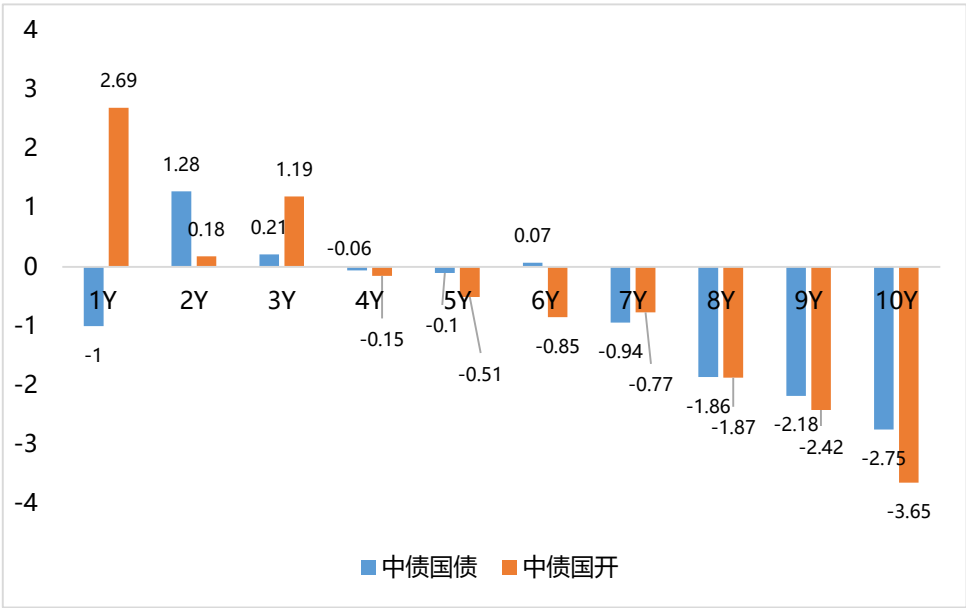
回购市场：资金利率小幅上行，DR007 重回 7 天逆回购利率上方。具体而言，上周 DR001 从上周二的 1.68%上行至上周五的 1.74%，R001 从 1.74%上行至 1.80%。银行体系净融出恢复

至 3.6 万亿元以上，略高于前一周的 3.5 万亿元，4 月下旬至 5 月基本都在 3 万亿元以下。

票据利率：票据利率跌后回升，短期票价降幅较多。前半周，由于票源供给不足，卖盘出票动力减弱，主要大行及中小行稳步收票，短期收口居多，票价小幅下行。后半周，随着一级市场供给逐步回暖，叠加上周三标杆大行出票，卖盘出票力量有所加强，买盘配置节奏平稳，部分大行稳价收票，票价企稳回调。

（三）债券市场

图 12：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

中债国债期限利差				
项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	30.13	16.35	19.7	41.78
环比	1.21	-0.31	-2.65	-3.51
年初以来	-0.58	-7.71	0.63	37.05
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	27.38	15.44	17.81	53.15
2016 年以来分位数	61.72%	57.04%	64.51%	32.70%

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（2024 年 6 月 16 日）

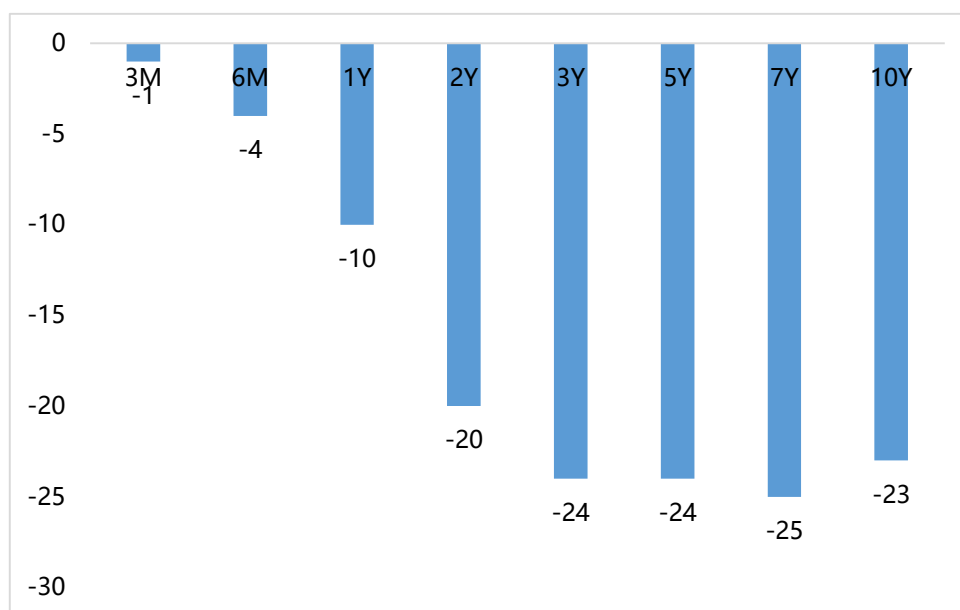
中债中短期票据信用利差					
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	22.34	17.92	14.32	13.06	21.39
环比	-4.51	-1.94	-1.87	-1.94	-1.66
年初以来	-25.49	-34.3	-48.91	-40.77	-45.53
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.06	12.62
2016 年以来平均值	46.49	36.89	39.57	43.58	44.83
2016 年以来分位数	2.50%	2.08%	0.19%	0.00%	2.88%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周中债国债收益率和中债国开收益率普遍下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 1.00BP 至 1.5940，3 年期上行 0.21BP 至 1.8953，5 年期下行 0.10BP 至 2.0588，10 年期下行 2.75BP 至 2.2558。

长期限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 4.51BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.94BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.87BP。

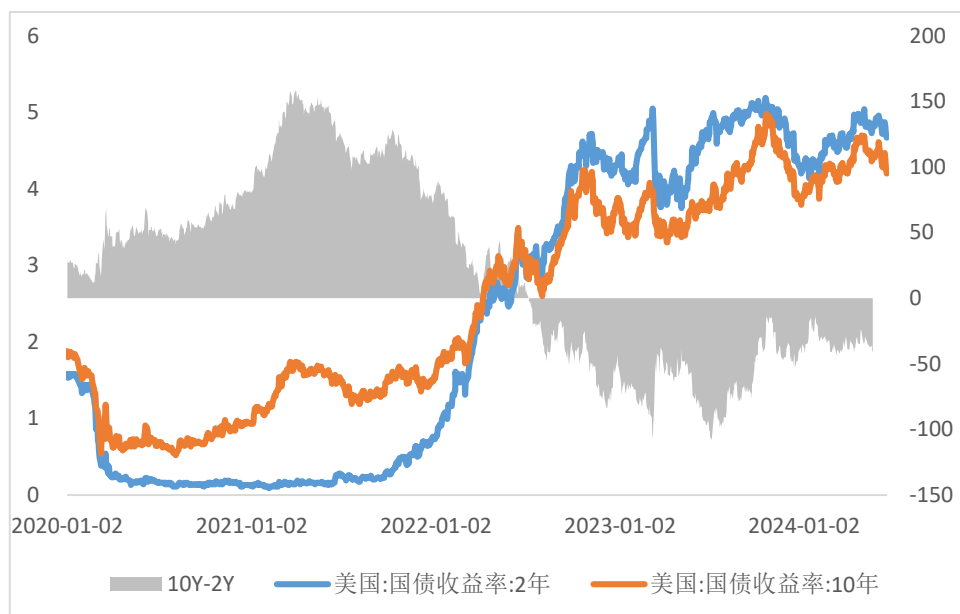
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率下行。上周 10 年期美债收益率上行 23BP，10 年期国债收益率下行 2.75BP，中美利差倒挂程度有所收窄。全周来看，1 年期美债收益率下行 10BP，3 年期美债收益率下行 24BP，10 年期美债收益率下行 23BP。

图 14：10 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，在岸人民币汇率贬值，离岸人民币贬值。上周美元指数上行 0.56%，在岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.06%，即期汇率贬值 0.18%，离岸人民币汇率贬值 0.11%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

美元和人民币汇率				
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	105.5267	7.1151	7.2557	7.2710
对照日期	104.9395	7.1106	7.2426	7.2632
涨跌	0.56%	-0.06%	-0.18%	-0.11%

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，国内通胀小幅升温，金融数据受“挤水分”影响延续偏弱；美国 5 月通胀显

著降温，美联储连续第七次维持利率水平不变。5月，国内通胀读数小幅回升，CPI 同比增长 0.3%，持平前月，PPI 同比增长-1.4%，较前月的-2.5%回升 1.1%，PPI 环比亦由负转正。但是，PPI 同比读数的回升多由基数效应所致，核心CPI 环比仍弱于历史同期水平，显示下游需求仍然偏弱，对价格的拉动作用有限。5月金融数据受“挤水分”影响延续偏弱，人民币贷款同比少增 4100 亿元，社融增速在政府债发行提速支撑下小幅回升，M1 和 M2 同比增速继续下探，金融数据对宏观经济的指引作用减弱。海外方面，美国 5 月通胀显著降温，CPI 及核心 CPI 环比均逊于预期，显示美国宏观经济有所降温。美联储 6 月议息会议召开，连续第七次维持利率水平不变，点阵图显示今年联储或仅降息一次。

（二）权益市场展望和策略

央行公布 5 月金融数据显示 2024 年前五个月社会融资规模增量累计为 14.8 万亿元，比上年同期少 2.52 万亿元。5 月末，广义货币(余额 301.85 万亿元，同比增长 7%。中国人民银行召开保障性住房再贷款工作推进会，着力推动保障性住房再贷款政策落地见效，加快推动存量商品房去库存。财政部首发 50 年期超长期特别国债，发行总额 350 亿元，票面利率确定为 2.53%。上周 A 股有所企稳，万得全 A 上涨 0.15%，上证指数下跌 0.61%，微盘股指数继前周下跌超过 10%后本周反弹超 8%。上周成交量小幅放大，前周微盘股的冲击再次告一段落，情绪仍在底部修复中。近期属于财报真空期，市场呈现快速轮动的缩量滞涨态势，并无明确主线，投资难度加大。另外上周五发布的 M1 同比增速继续下探，一定程度反映出实体同资本市场一样，信心尚待修复。我们认为，部分金融数据处于换挡期，随着财政加力经济的修复还在稳步推进。回到权益市场，近期的下跌让市场回到了情绪冰点位置，情绪的周期往复往往同价格的变化同频共振，我们依旧建议投资者保持定力、静待花开。

（三）债券市场展望和策略

基本面方面，目前市场对国内的普遍预期是生产强而需求弱。基于国内经济的主要矛盾在于需求不足，市场交易长端的主要逻辑是“经济因素决定的下行趋势”的“弱现实”。但若下半年新旧政策合力，经济面临的积极因素增多，边际上“强预期”或形成对长端定价的扰动。考虑到国内有赤字率的约束以及国家对于高质量发展的诉求，博弈政策的右侧或许是合适的选择。流动性方面，目前货币政策的重心依然是降成本和推动通胀温和增长，在国内稳增长的目标下大概率会配合财政发力，营造宽松的流动性环境，保证长端利率处在比较合适的区间。后续一级发行节奏、债券的需求结构变动或是影响交易节奏的关键。

展望来看，短期内债市进入震荡区间，建议小仓位积极参与波段交易行情，中长期底仓

则保持一定久期的前提下等待打破区间震荡因素的到来。信用债方面，在国内资产荒以及不发生系统性金融风险的逻辑支撑下，预计中短期限的信用债特别是城投债收益率将继续被压缩，若有供给冲击带来的短期调整反而是加仓的机会。

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。