

未来成交量将是权益市场关键观测指标

——鑫元周观点（2024. 6. 17-2024. 6. 23）

一、核心观点

宏观方面，5 月经济数据延续分化；陆家嘴金融论坛召开，央行、证监会等部门负责人集中发声；美国 5 月零售数据不及预期。上周公布的 5 月国内生产、零售、投资等经济数据延续分化。生产方面，受劳动节假期影响，5 月工业生产减速，工业增加值同比增长 5.6%，低于预期及前值。消费方面，受假期出行及电商“618”活动提振，5 月居民消费有所改善，社会消费品零售总额同比增长 3.7%，较前值上行但低于市场预期。投资方面，5 月固定资产投资增速回落，制造业投资延续高增，但房地产投资低位下行，基建投资亦有所回落。上周陆家嘴金融论坛召开，论坛主题为“以金融高质量发展推动世界经济增长”，央行、证监会等多部门负责人发声，释放金融进一步支持科创、服务实体的政策信号。海外方面，美国 5 月零售销售环比增长 0.1%，低于预期及前值，显示美国消费领域有所降温。

权益市场方面，上周 A 股弱势震荡，万得全 A 下跌 1.49%，上证指数下跌 1.14%，失守 3000 点，宽基指数仅科创 50 录得上涨。全周成交量萎靡，上证指数 3000 点整数关口再度失守，市场情绪仍在底部。近期成交量在 6000-8000 亿之间，增量资金明显不足，上周北向资金流出超过 160 亿，给市场带来了一定的影响。上周公布的 5 月经济数据显示经济运行整体平稳，基本上并无重大变化。过低的成交量无法支撑多个热点的健康上行，往往是某一板块“一枝独秀”，且无持续性行情。后续成交量将是重要观测变量，在其未放大之前，震荡格局恐无法突破，投资者仍需耐心等待。市场重回 3000 点以下，虽然短期会给市场带来一定心理压制，但是参照以往经验，长期维度上是市场的底部区域，后续胜率有较强的预期。

固收市场方面，受税期走款影响，上周资金面有所收敛，资金价格明显上行，DR007 上行 12bp 至 1.95%。上周利率债收益率整体震荡下行，其中 10 年期国债收益率持平上周 2.26%，30 年国债收益率突破此前央行预期管理的 2.5%关口下行至 2.48%。上周信用债收益率整体波动加大，受同期限国开债整体下行表现好于信用债影响，信用利差被动走扩。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。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。策略方面，长端以及超长端在央行自身态度的改变以及基本面数据的进一步弱化之前，下行空间的值博率并不高，但现阶段反转风险并不具备，调整后的配置依然是不错的选择。在央行表态“保持正常向上倾斜的收益率曲线”以及“LPR 报价不需要挂钩或参考 MLF 利率”后，中短端的下行可能更值得交易。

二、宏观动态

（一）国内宏观

中国 5 月份国民经济运行总体平稳。国家统计局发布数据显示，5 月份规模以上工业增加值同比增长 5.6%，环比增长 0.30%；社会消费品零售总额 39211 亿元，同比增长 3.7%，比 4 月加快 1.4 个百分点，环比增长 0.51%。1-5 月份，中国固定资产投资（不含农户）188006 亿元，同比增长 4.0%。分领域看，基础设施投资增长 5.7%，制造业投资增长 9.6%，房地产开发投资下降 10.1%。5 月份，全国城镇调查失业率为 5.0%，与 4 月持平。

央行行长潘功胜在 2024 陆家嘴论坛上系统阐述了中国当前货币政策立场及未来货币政策框架的演进。潘功胜表示，将继续坚持支持性的货币政策立场，加强逆周期和跨周期调节，支持巩固和增强经济回升向好态势，为经济社会发展营造良好的货币金融环境。他表示，逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱，未来可考虑明确以央行的某个短期操作利率为主要政策利率，目前看 7 天期逆回购操作利率已基本承担了这个功能；提升货币政策透明度，坚持市场在汇率形成中的决定性作用，保持汇率弹性。

国务院办公厅印发《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》。措施共六项、十七条细则，涵盖募、投、管、退等全链条，支持创业投资高质量发展。《政策措施》提出，鼓励行业骨干企业、科研机构、创新创业平台机构等参与创业投资，重点培育一批优秀创业投资机构；加大高新技术细分领域专业性创业投资机构培育力度；支持国际专业投资机构和团队在境内设立人民币基金；发挥政府出资的创业投资基金作用，通过“母基金+参股+直投”方式支持战略性新兴产业和未来产业；对突破关键核心技术的科技型企业，建立上市融资、债券发行、并购重组绿色通道；加快解决银行保险资产管理产品投资企业的股权退出问题；鼓励符合条件的创业投资机构发行公司债券和债务融资工具；支持符合条件的上市公司通过发行股票或可转债募集资金并购科技型企业。

证监会发布《关于深化科创板改革、服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》。措施提到，优先支持新产业新业态新技术领域突破关键核心技术的“硬科技”企业在科创板上市，支持具有关键核心技术、市场潜力大、科创属性突出的优质未盈利科技型企业科创板上市；优化新股发行定价机制，试点调整适用新股定价高价剔除比例，完善科创板新股配售安排，提高有长期持股意愿的网下投资者配售比例；优化科创板上市公司股债融资制度，更大力度支持并购重组；将科创板 ETF 纳入基金通平台转让，研究适时推出科创 50 指数期货期权；支持科创板上市公司依法依规豁免披露商业秘密等敏感信息，严格执行退市制度，坚决防止“害群之马”“僵尸空壳”在科创板出现。

住房和城乡建设部召开收购已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议。会上，住房和城乡建设部明确表示，各地要推动县级以上城市有力有序有效开展收购已建成存量商品房用作保障性住房工作。要坚持以需定购，准确摸清需求，细致摸排本地区保障性住房需求底数和已建成存量商品房情况，合理确定可用作保障性住房的商品房房源，提前锁定保障性住房需求。

（二）海外宏观

美国初请失业金人数降至 23.8 万从 10 个月高点回落。美国上周初请失业金人数为 23.8 万人，预期 23.5 万人，前值自 24.2 万人修正至 24.3 万人；四周均值 23.275 万人，前值自 22.7 万人修正至 22.725 万人；至 6 月 8 日当周续请失业金人数 182.8 万人，预期 180.5 万人，前值自 182 万人修正至 181.3 万人。

美国 5 月零售低于预期。美国 5 月份零售销售额环比增长 0.1%，低于市场预期的 0.3%，前值则由 0%下修至-0.2%。在美国商务部跟踪的 13 个类别中，有五个类别出现下降，汽油和食品服务支出是最大的下行驱动因素，餐馆和酒吧支出等服务支出下降了 0.4%，为 1 月份以来的最大降幅。数据凸显消费者支出在年初强劲增长后明显放缓。

美国财长耶伦：美国有必要控制赤字，拜登的预算充满了实现这一目标的提案。拜登将保护年收入 40 万美元以下家庭获得的税收优惠；拜登已经意识到许多美国家庭难以支付必要费用。

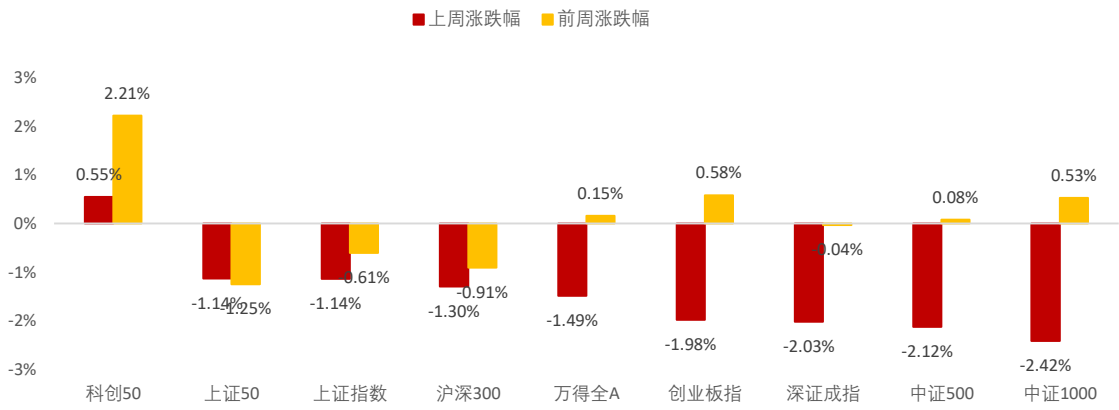
美联储理事库格勒：今年晚些时候降息可能是合适之举。美联储理事库格勒表示，今年晚些时候降息可能是合适的；受到整体通胀进展、轨迹的鼓舞；经济形势正朝着正确的方向发展。

三、市场回顾

(一) 权益市场

1、权益市场走势

图：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数多数下跌。截至 6 月 21 日，科创 50 上涨 0.55% 涨幅居前。中证 1000 下跌 2.42%，中证 500 下跌 2.12%，深证成指下跌 2.03%，跌幅居前。从行业板块看，上周通信、电子、建筑、石油石化、汽车领涨，房地产、消费者服务、传媒、商贸零售、综合金融领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2024/6/21	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	13.3	↓	0.13	29.0	↓	2.96	48.8%	58.7%	51.5%
深证成指	21.3	↓	0.56	37.2	↓	1.29	27.1%	16.7%	9.3%
上证 50	10.3	↓	0.10	39.6	↓	2.89	59.9%	62.2%	52.1%
沪深 300	11.8	↓	0.12	30.1	↓	4.46	37.9%	35.1%	32.3%
中证 500	21.9	↓	0.83	13.3	↓	5.67	18.6%	33.4%	35.1%
中证 1000	32.6	↓	3.87	22.6	↓	14.69	22.6%	34.6%	32.0%
创业板指	26.9	↓	0.52	1.5	↓	0.85	1.9%	3.4%	5.0%
科创 50	46.8	↑	2.48	51.6	↑	9.23	51.6%	51.6%	54.0%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场中信一级行业 PE（TTM）

	2024/6/21	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)	12.6	↑ 0.20	36.06%	↑ 1.84	36.1%	42.5%	62.4%
煤炭(中信)	13.4	↓ 0.26	73.48%	↓ 1.26	73.5%	99.1%	98.6%
有色金属(中信)	21.7	↓ 0.27	19.12%	↓ 0.19	19.1%	32.1%	47.2%
电力及公用事业(中信)	19.2	↓ 0.28	25.76%	↓ 2.87	25.8%	12.6%	18.5%
钢铁(中信)	31.8	↓ 0.89	65.83%	↓ 0.97	65.8%	83.5%	75.8%
基础化工(中信)	29.3	↓ 0.72	36.87%	↓ 1.24	36.9%	66.4%	57.4%
建筑(中信)	8.6	↑ 0.05	7.16%	↑ 0.90	7.2%	8.8%	12.5%
建材(中信)	21.0	↓ 0.39	55.57%	↓ 1.93	55.6%	82.4%	76.1%
轻工制造(中信)	23.7	↓ 0.94	11.62%	↓ 3.75	11.6%	20.9%	13.2%
机械(中信)	28.8	↓ 0.39	3.07%	↓ 0.55	3.1%	1.5%	2.2%
电力设备及新能源(中信)	25.2	↓ 0.71	10.08%	↓ 1.56	10.1%	18.2%	23.7%
国防军工(中信)	64.5	↓ 1.75	36.10%	↓ 5.37	36.1%	43.8%	39.6%
汽车(中信)	26.5	↑ 0.07	60.65%	↑ 0.36	60.7%	32.1%	4.9%
商贸零售(中信)	51.6	↓ 2.73	70.88%	↓ 4.07	70.9%	54.6%	24.3%
消费者服务(中信)	35.5	↓ 1.96	16.80%	↓ 1.69	16.8%	22.1%	0.0%
家电(中信)	14.6	↓ 0.60	15.05%	↓ 6.25	15.1%	13.8%	8.7%
纺织服装(中信)	21.2	↓ 0.65	3.43%	↓ 1.21	3.4%	6.0%	0.0%
医药(中信)	35.8	↓ 1.00	19.80%	↓ 7.34	19.8%	30.3%	22.4%
食品饮料(中信)	21.2	↓ 1.13	14.07%	↓ 1.23	14.1%	0.0%	0.0%
银行(中信)	5.4	↑ 0.01	32.23%	↑ 0.42	32.2%	36.0%	52.9%
非银行金融(中信)	17.8	↓ 0.21	54.84%	↓ 2.63	54.8%	71.7%	81.4%
交通运输(中信)	16.9	↑ 0.03	12.35%	↑ 0.38	12.3%	12.6%	11.4%
电子(中信)	63.2	↑ 0.90	75.16%	↑ 2.10	75.2%	69.5%	64.1%
通信(中信)	20.7	↑ 0.29	12.35%	↑ 1.11	12.3%	22.3%	32.7%
计算机(中信)	88.5	↓ 0.66	56.49%	↓ 0.54	56.5%	36.7%	27.8%
传媒(中信)	33.7	↓ 1.87	7.63%	↓ 4.47	7.6%	12.2%	0.1%
综合金融(中信)	27.1	↓ 1.26	1.10%	↓ 6.78	1.1%	1.1%	1.2%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数估值多数下跌，商贸零售、消费者服务、传媒、国防军工、综合金融估值下行较多。当前各主要宽基指数估值水平，除科创 50 外，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，上周电子、通信、石油石化、汽车、建筑估值上行最多，商贸零售、消费者服务、传媒、国防军工、综合金融估值下行最多。当前电子、煤

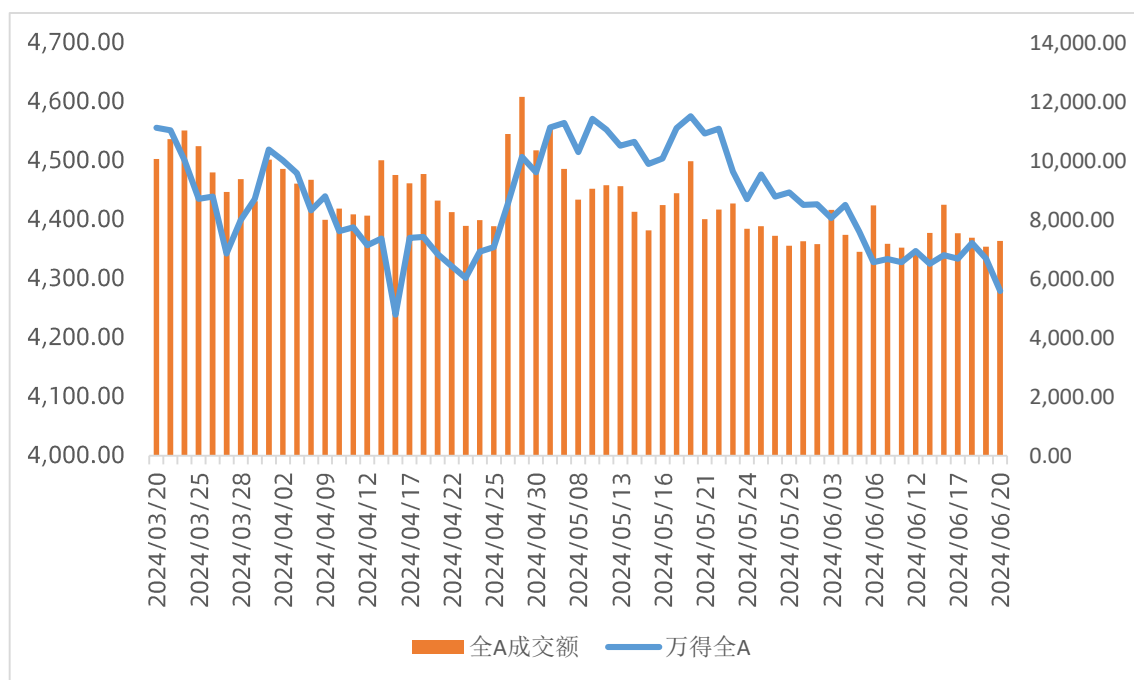
炭、商贸零售、钢铁、汽车板块估值处于历史较高水平；综合金融、机械、纺织服装、建筑、传媒板块估值处于历史较低水平。

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，电子，电力与公用事业，国防军工的拥挤度较高。

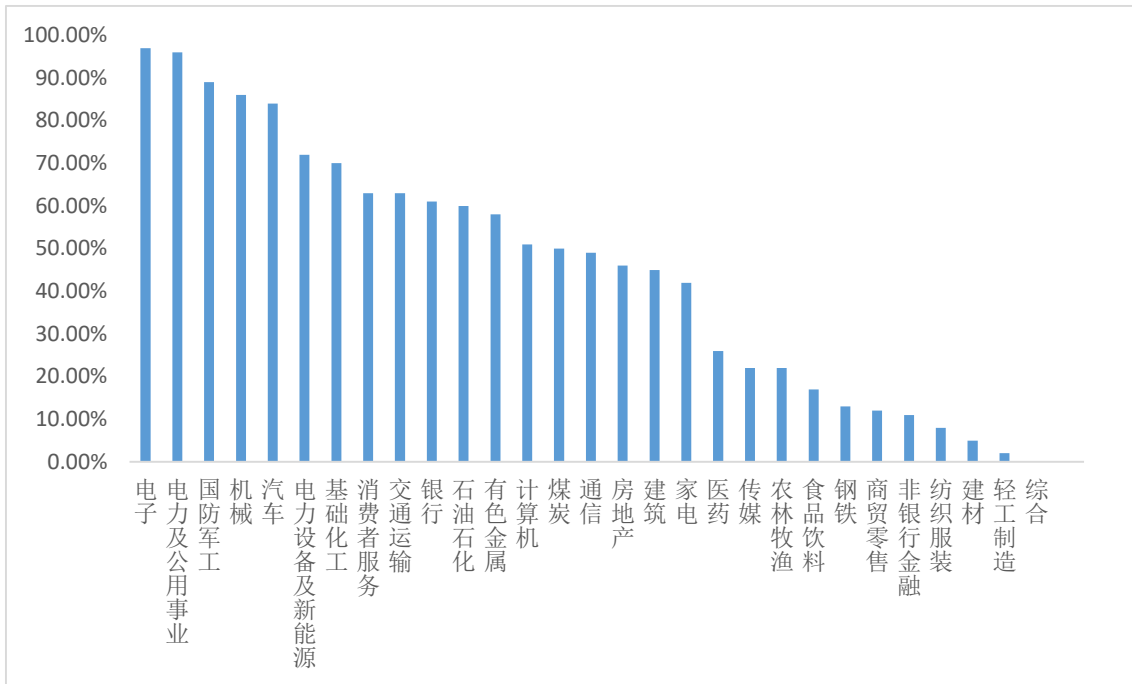
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.19%，处于历史 88.95% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场成交金额



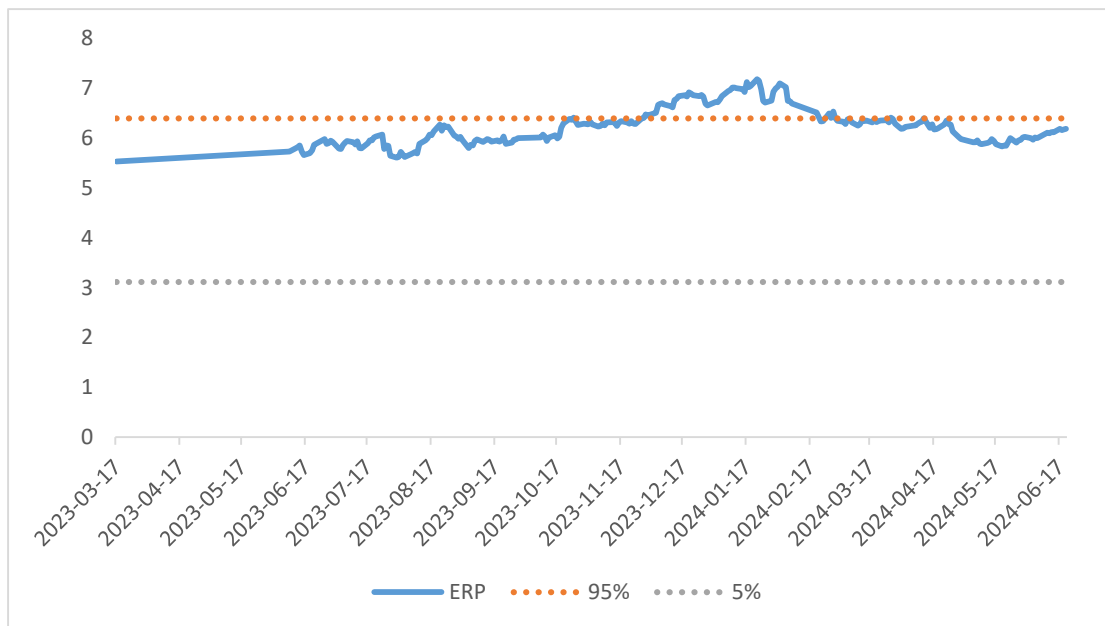
数据来源：Wind、鑫元基金

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



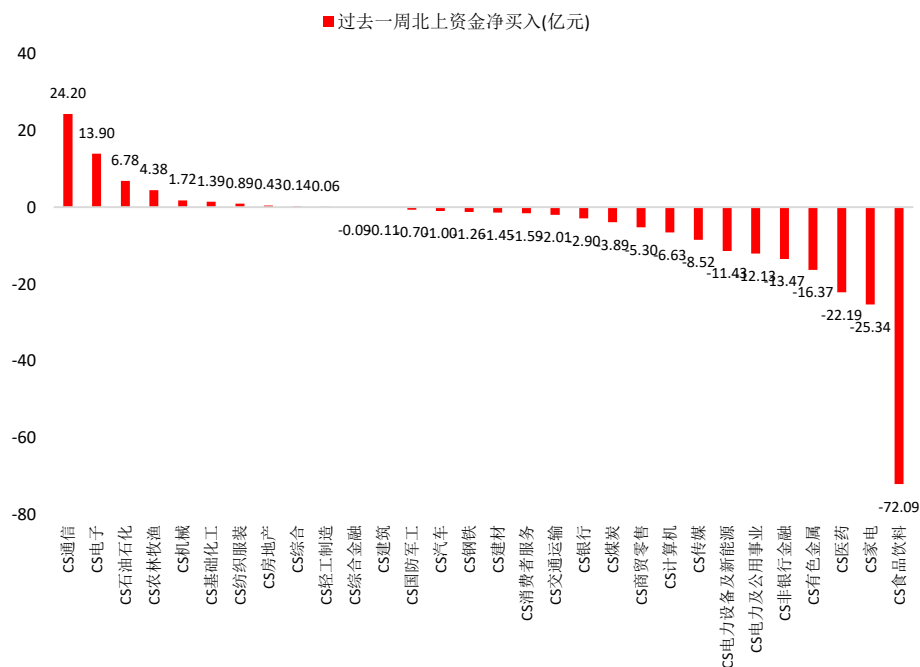
数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

上周北向资金净流出 154.59 亿元，上上周净流出 218.08 亿元，最近一周北向资金持续净流出。上周增持金额排行靠前的行业是通信（↑ 24.20）、电子（↑ 13.90）、石油石化（↑ 6.78）、农林牧渔（↑ 4.38）、机械（↑ 1.72）；减持金额排名靠前的行业是食品饮料

(↓ 72.09)、家电 (↓ 25.34)、医药 (↓ 22.19)、有色金属 (↓ 16.37)、非银行金融 (↓ 13.47)。

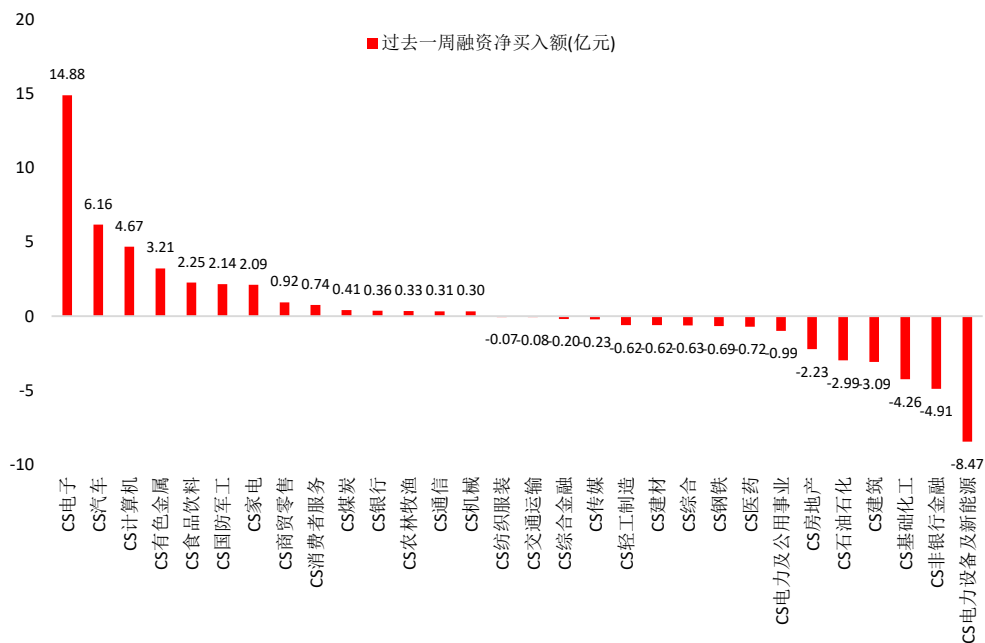
图：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

6月20日，两融资金占比为8.18%，6月14日为7.43%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至6月21日，上周融资净买入最大的五个行业为电子、汽车、计算机、有色金属、食品饮料。

图：上周两融资金行业流向（万元）

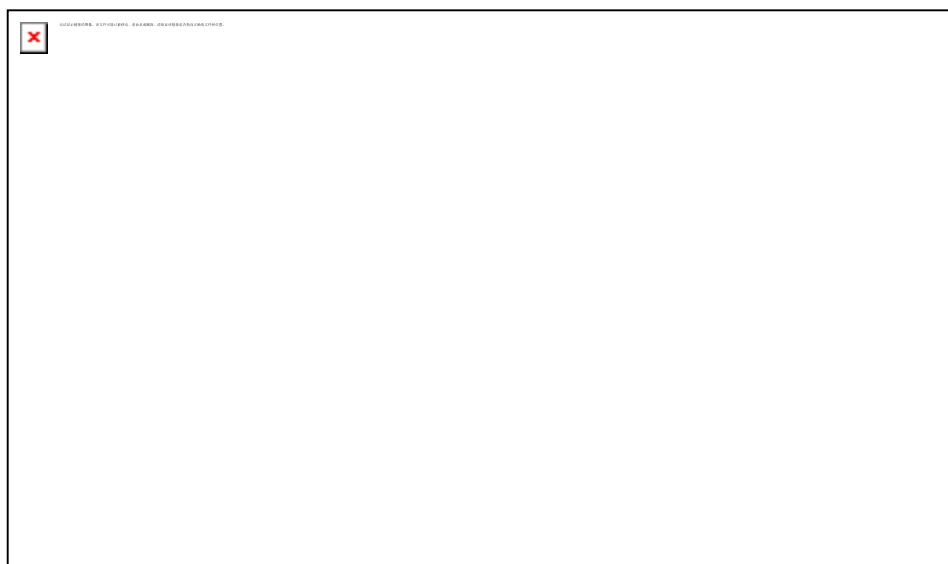


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市除日本外均为上涨。美国股市方面，道指上涨 1.45%，标普 500 上涨 0.61%，纳指持平；欧洲股市方面，德国 DAX 上涨 0.90%，英国富时 100 上涨 1.12%，法国 CAC40 上涨 1.67%；亚太股市方面，日经指数下跌 0.56%，恒生指数上涨 0.48%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

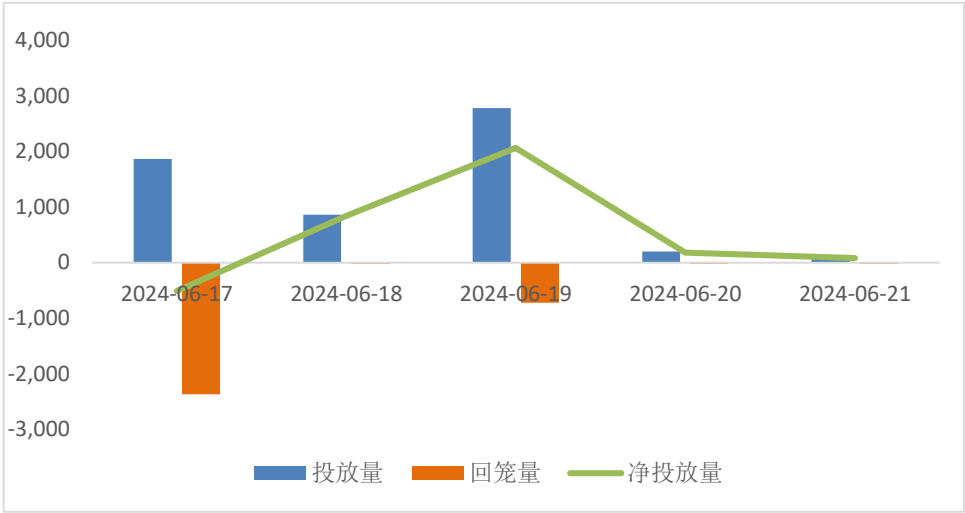


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行进行 3980 亿元逆回购操作和 1820 亿元 MLF 操作，因有 80 亿元逆回购、700 亿元国库现金管理和 2370 亿元 MLF 到期，从全口径看，实现净投放 2650 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 2900 亿元，地方政府债计划发行 1124.5 亿元，整体净缴款 468.8 亿元。

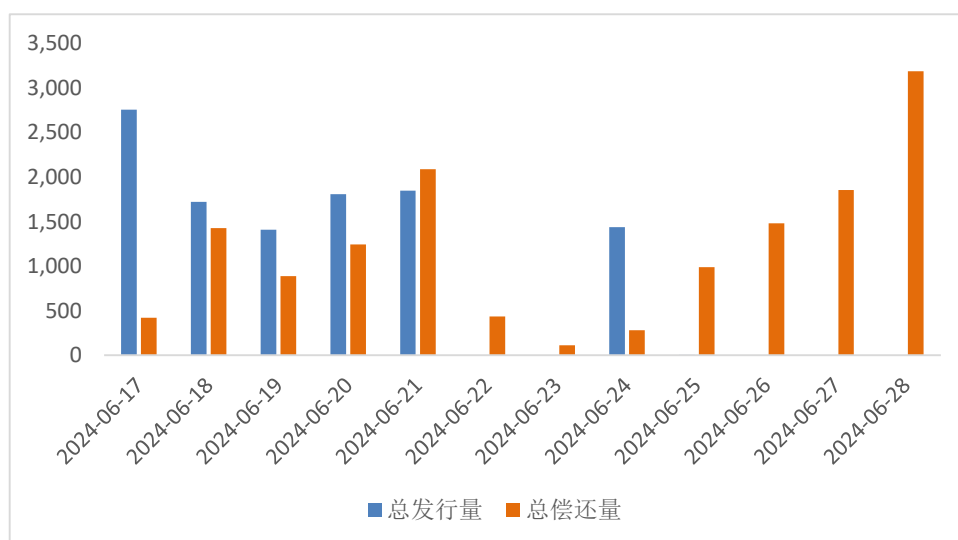
表 1：6 月 24 日-6 月 28 日政府债发行缴款

单位：亿元

	6 月 24 日		6 月 25 日		6 月 26 日		6 月 27 日		6 月 28 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	2900	215.1	0	0	0	822.7	0	86.7	0	0
到期	2015.6	54.6	2301.7	63.7	0	523.6	0	1.6	0	54.4
缴款	1100	359.5	2900	215.1	0	0	0	822.7	0	86.7
净缴款	-610.7		749.7		-523.6		821.1		32.3	

同业存单发行：本周到期 8348 亿元，明显高于前一周的 6761 亿元。其后三周，同业存单分别到期 966 亿元、6384 亿元和 5712 亿元。

图 11：同业存单到期与发行

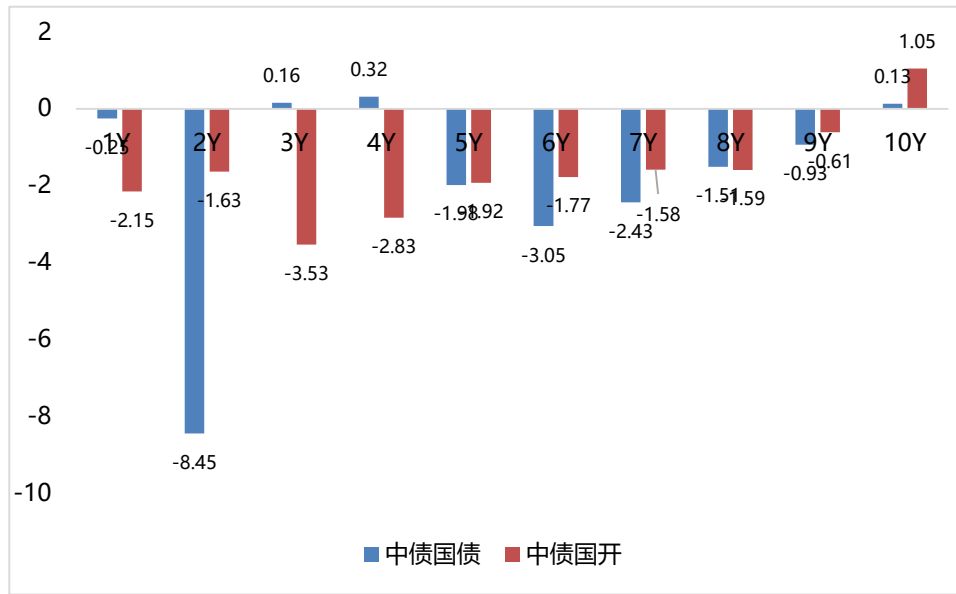


回购市场：资金利率显著上行，隔夜和 7 天资金利率一度倒挂。DR001 从上周一的 1.80% 连续上行至上周五的 1.96%，R001 从 1.86% 上行至 2.03%，二者中枢均较前一周上行 16bp。银行资金供给显著下降，而货基净融出明显上升，银行体系日内净融出规模连续下降至 2.4 万亿元，日均净融出回落至略低于 3.0 万亿元，显著低于前一周的 3.6 万亿元。

票据利率：票据利率整体区间震荡，趋势上，缓步下跌后回调。上周一，在一级市场票源供给不断攀升下，卖盘继续出票，部分大行稳价进场收票，买盘收票情绪平稳。供需相互博弈下，票价震荡略涨。上周二至上周四，市场情绪有所走低，随着国股大行降价进场，买盘配置力量向好，尽管一级市场票源供给逐步攀升，转贴市场仍显供不应求，票价震荡小降。上周五，开票量突破两千亿元，市场情绪回升，卖盘出票积极，票价止跌回升。临近午盘，标杆大行罕见进场，买盘需求有所释放，票价涨后震荡。午后，随着收口减少，卖盘延续出票，票价缓步略涨。

（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

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	30.54	14.21	21.81	21.51
环比	0.41	-2.14	2.11	-20.27
年初以来	-0.17	-9.85	2.74	16.78
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	15.43	17.82	53.10
2016年以来分位数	63.04%	41.02%	78.17%	15.65%

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

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	24.74	19.56	16.71	14.9	21.38
环比	2.40	1.64	2.39	1.84	-0.01
年初以来	-23.09	-32.66	-46.52	-38.93	-45.54
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	12.68	12.62
2016年以来平均值	46.44	36.85	39.52	43.51	44.78
2016年以来分位数	4.90%	4.10%	0.99%	0.38%	2.97%

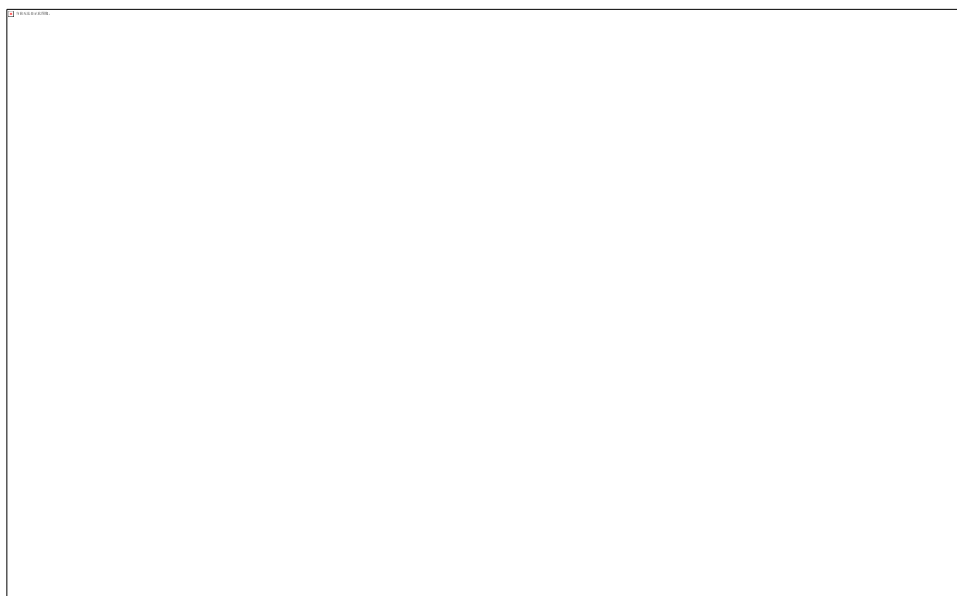
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周中债国债收益率和中债国开收益率整体上行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 0.25BP 至 1.5915，3 年期上行 0.16BP 至 1.8969，5 年期下行 1.98BP 至 2.039，10 年期上行

0.13BP 至 2.2571。

长期限高等级票据信用利差走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.40BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.64BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.39BP。

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

上周美债收益率整体上行。上周 10 年期美债收益率上行 5BP，10 年期国债收益率上行 0.13BP，中美利差倒挂程度有所扩大。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 4BP，10 年期美债收益率上行 5BP。

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，在岸和离岸人民币汇率均贬值。上周美元指数上行 0.28%，在岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.06%，即期汇率贬值 0.08%，离岸人民币汇率贬值 0.27%。

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	105.8251	7.1196	7.2613	7.2905
对照日期	105.5267	7.1151	7.2557	7.2710
涨跌	0.28%	-0.06%	-0.08%	-0.27%

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，5 月经济数据延续分化；陆家嘴论坛召开，央行、外管局、金管局、证监会负责人集中发声；美国 5 月零售数据不及预期。上周公布的 5 月生产、零售、投资等经济数据延续分化态势。生产方面，受劳动节假期因素影响，5 月工业生产减速，工业增加值同比增长 5.6%，低于预期及前值。消费方面，受假期出行及“618”活动提振，5 月居民消费有所改善，社会消费品零售总额同比增长 3.7%，较前值上行 1.4%，但仍低于预期。投资方面，5

月固定资产投资增速回落 0.2%至 4%，其中制造业投资延续高增，但房地产投资低位下行，基建投资亦有所回落。上周陆家嘴论坛召开，主题为“以金融高质量发展推动世界经济增长”，央行、证监会等多部门负责人发声，释放金融进一步支持科创、服务实体、加大改革创新的政策信号。海外方面，美国 5 月零售销售环比增长 0.1%，低于预期，前值也同步下修，显示美国消费领域有所降温。

（二）权益市场展望和策略

国际方面，美国上周初请失业金人数小幅回落，但仍徘徊在十个月高点附近；5 月零售销售仅增长 0.1%，低于预期，4 月数据被下修为-0.2%；6 月住宅建筑商信心降至今年以来最低水平，5 月份新屋开工数降至四年以来最低。众多美联储官员继续呼吁保持耐心，费城联储主席哈克称，基于目前的预测，今年降息一次是合适的，希望再看到几个月通胀改善的迹象。非美货币方面，日元本周创下自 3 月以来最长连跌纪录，连跌七天，最终收于 159.85，为 34 年来收盘新低。

国内方面，2024 陆家嘴论坛本周在上海举行，论坛主题为“以金融高质量发展推动世界经济增长”。证监会主席吴清称，将推“科创板八条”，加强量化交易监测，对非法牟利行为“露头就打”，支持上市公司运用各种资本市场工具增强核心竞争力，特别是要发挥好资本市场并购重组主渠道作用。多地的中小银行对存款挂牌利率进行了调整，降幅最高可达 60 个基点。

上周 A 股弱势震荡，万得全 A 下跌 1.49%，上证指数下跌 1.14%，失守 3000 点，上周宽基指数仅科创 50 录得上涨。全周成交量仍较为萎靡，上证指数 3000 的整数关口再度失守，市场情绪仍在底部。近期成交量在 6000-8000 亿之间，增量资金明显不足，本周北向资金流出超过 160 亿，给市场带来了一定的影响。上周公布的 5 月经济数据显示经济运行整体平稳，基本上并无重大变化。过低的成交量无法支撑多个热点的健康上行，往往是某一板块“一枝独秀”，且无持续性行情。后续成交量将是重要观测变量，在其未放大之前，震荡格局恐无法突破，投资者仍需耐心等待。市场重回 3000 点，虽然短期会给市场带来一定心理压制，但是参照以往的经验，长期维度上是市场的底部区域，后续胜率有较强的预期。

（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，长端以及超长端在央行自身态度的改变以及基本面数据的进一步弱化之前（除了国内地产走弱外，还需看到出口数据回落），下行空间的值博率并不高，但现阶段反转风险并不具备，调整后的配置依然是不错的选择。在央行表态“保持正常向上倾斜的收益率曲线”以及“LPR 报价不需要挂钩或参考 MLF 利率”后，中短端的下行可能更值得交易。策略层面，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，此外近期也可以关注一些代替地方政府融资的产投主体，上述主体的利差仍有压缩空间。

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。