

政策释放暖意 权益市场小幅上行

——鑫元周观点（2024.7.29-2024.8.4）

一、核心观点

宏观方面，7月中央政治局会议召开，会议指出宏观政策要持续用力、更加给力；7月国内 PMI 数据表现仍显乏力；日本央行意外加息，日元汇率直线拉升，人民币同步升值；美国7月非农数据显著低于预期，全球金融市场波动加大。上周7月中央政治局会议召开，会议指出下半年改革发展稳定任务很重，宏观政策要持续用力、更加给力。会议表示要以提振消费为重点着力扩大国内需求，要防止“内卷式”恶性竞争，畅通落后低效产能退出渠道，相关表述对于提振市场信心具有积极作用。上周7月国内 PMI 数据公布，官方制造业 PMI 为 49.4%，连续三个月位于收缩区间，显示国内宏观经济仍待提振。上周日本央行意外加息，叠加美国经济数据不及预期，日元汇率直线拉升，人民币汇率亦明显升值。上周美国7月非农数据显著低于预期，失业率上升，薪资增速下降，表明美国经济加速下行。受此影响，全球金融市场动荡，美国、欧洲、日本等全球主要经济体股市大幅下跌，美元指数走弱，美债收益率下行，黄金走强，代表市场恐慌情绪的 VIX 指数跳升。

权益市场方面，上周市场波动较大，以上证指数为例，上周二盘中创出新低，上周三放量反弹，触及20日均线，上周四上周五缩量回落。从短期因素来看，美国多项经济数据走弱，引发衰退担忧，对此我们认为“衰退交易”可能和“特朗普交易”类似，只是短期行为，中长期趋势还是要关注基本面的实质变化，比如美国通胀和就业的实际情况，而非短期一个月的数据波动。7月份政治局会议继续坚持“稳中求进”工作总基调，对经济复杂性理解更深，中长期强调“要保持战略定力”同时重申“坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”。政策态度积极但推进落地需要时间，考虑A股整体盈利仍然承压，外部环境波动加大，且技术面来看当前位置上方筹码压力大，预计万得全A延续震荡走势。红利+微盘/非基金重仓（自下而上选股，符合低估值、资产负债表稳健、现金流好的标准）组合配置可能会是当前底部区域的较优选择，类似债券+看涨期权的组

固收市场方面，上周债市延续火热态势，除上周三在权益市场大幅反弹的背景下长端有所调整外，其余交易日收益率都有明显下行，非银机构拉久期明显，国债期货不断续创新高，

长债收益率屡创 2002 年 5 月来新低；全周 TL2409 上涨 1.4%，T2409 上涨 0.39%，TF2409 上涨 0.24%；现券来看，30 年 230023 下行 7.35bp 至 2.3385%，10 年国债 240011 下行 6.5bp 至 2.1175%。7 月制造业 PMI 微跌、连续第 3 个月收缩；非制造业 PMI 持续回落，整体经济景气度仍弱；往后看，实现全年目标，需要下半年 GDP 增速回升至 5%左右；7 月政治局会议强调“政策要持续用力、更加给力”，预计政策落地节奏应会有积极变化，重点方向包括专项债加快发行使用、进一步松地产、地产收储规模扩大等；货币政策方面，降准降息仍有空间；但政治局会议也强调了战略定力，意在托而不举，大规模刺激政策短期大概率仍难出台。在经济转型期和化债关键期、资产荒格局尚未明显改善等支撑下债券市场仍未到反转时，但近两周债市情绪不断升温，非银机构不断拉久期追逐长端、超长端品种，短期不建议追高；如后续有所调整，可考虑加仓。

二、宏观动态

（一）国内宏观

中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议指出，要以改革为动力促进稳增长、调结构、防风险，充分发挥经济体制改革的牵引作用，及时推出一批条件成熟、可感可及的改革举措。宏观政策要持续用力、更加给力。要加强逆周期调节，及早储备并适时推出一批增量政策举措。要加快专项债发行使用进度，更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新。要综合运用多种货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度。要以提振消费为重点扩大国内需求。要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。推出新一轮服务业扩大开放试点举措。积极支持收购存量商品房用作保障性住房；创造条件加快化解地方融资平台债务风险；要统筹防风险、强监管、促发展，提振投资者信心，提升资本市场内在稳定性。

7 月官方制造业 PMI 录得 49.4%，继续位于荣枯线以下。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数高于临界点，新订单指数、原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数低于临界点。生产指数为 50.1%，比上月下降 0.5 个百分点，高于临界点，表明制造业生产小幅扩张。新订单指数为 49.3%，比上月下降 0.2 个百分点，表明制造业市场需求有所回落。原材料库存指数为 47.8%，比上月上升 0.2 个百分点，表明制造业主要原材料库存量降幅收窄。从业人员指数为 48.3%，比上月上升 0.2 个百分点，表明制造业企业用工景气度小幅回升。供应商配送时间指数为 49.3%，比上月下降 0.2 个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间较上月有所延长。

国务院印发新型城镇化战略五年行动计划。计划明确，经过 5 年的努力，农业转移人口落户城市渠道进一步畅通，常住地提供基本公共服务制度进一步健全，协调推进潜力地区新型工业化城镇化明显加快，培育形成一批辐射带动力强的现代化都市圈，城市安全韧性短板得到有效补齐，常住人口城镇化率提升至接近 70%，更好支撑经济社会高质量发展。行动计划提出实施新一轮农业转移人口市民化行动、潜力地区城镇化水平提升行动、现代化都市圈培育行动、城市更新和安全韧性提升行动 4 项重大行动、19 项重点任务及有关政策措施。

国务院印发关于促进服务消费高质量发展的意见。意见提出 6 方面 20 项重点任务。包括挖掘餐饮住宿、家政服务、养老托育等基础型消费潜力；激发文化娱乐、旅游、体育、教育和培训、居住服务等改善型消费活力；培育壮大数字、绿色、健康等新型消费；增强服务消费动能，创新服务消费场景，加强服务消费品牌培育，放宽服务业市场准入，持续深化电信等领域开放。

（二）海外宏观

美国 7 月非农就业人口增长 11.4 万人，创 2020 年 12 月以来最低。远不及预期的 17.5 万人，前值则由 20.6 万人大幅下修至 17.9 万人。失业率升至 4.3%，连续第四个月上升，创 2021 年 10 月以来最高，预期为持平于 4.1%。7 月时薪环比上涨 0.2%，预期持平于 0.3%。非农数据远不及预期令恐慌情绪加速蔓延，交易员押注美联储 9 月降息 50 基点的可能性 90%，今年累计降息幅度将超过 110 个基点。

美国上周初请失业金人数 24.9 万人，为近一年新高。美国上周初请失业金人数增加 1.4 万至 24.9 万人，创近一年新高，高于预期的 23.6 万人。前一周续请失业救济人数量上升至 187.7 万人，创自 2021 年 11 月以来的新高。美国 7 月挑战者企业裁员人数 25885 人，同比升 9.2%，环比降 46.94%。

美联储在 7 月 FOMC 会议上继续按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%至 5.5% 不变。但同时释放 9 月可能降息的信号：美联储进一步确认在降通胀方面取得进展，除了通胀，美联储开始强调关注避免就业方面风险。在利率决议后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示，随着劳动力市场降温和通胀率下降，实现就业和通胀目标的风险继续趋于平衡。9 月份 FOMC 货币政策会议上，降息可能是一个选项，FOMC 最快将在 9 月份选择降息。鲍威尔讲话后，美元、美债收益率双双下挫，美股、黄金走高。交易员们认为，美联储今年会降息 70 个基点，此前预计降息空间为 64 个基点。

美国 7 月 ISM 制造业 PMI 录得 46.8，萎缩幅度创八个月最大。远不及市场预期的 48.8，

前值为 48.5。生产指数降至 45.9 的四年多低点，就业指数 43.4 创 2020 年 6 月以来最低。美国 7 月标普全球制造业 PMI 终值 49.6，预期 49.6，初值 49.5，6 月终值 51.6。

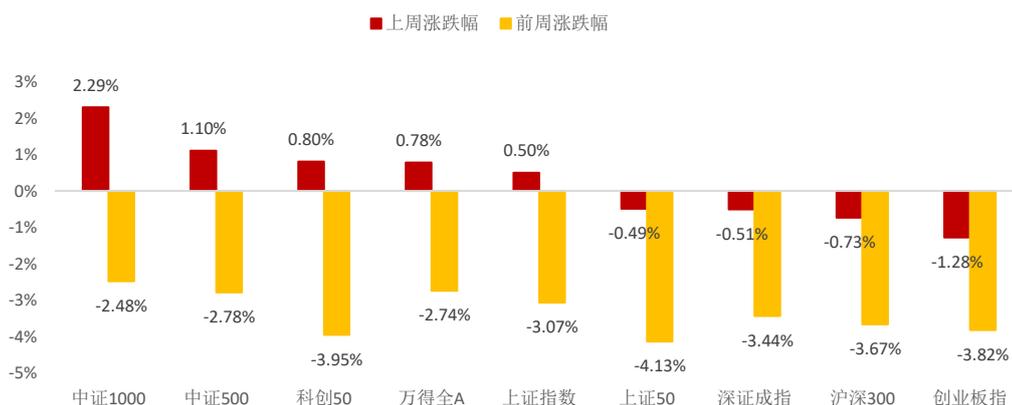
日本央行“超预期”加息 15 个基点，将政策利率从 0-0.1% 上调至 0.15%-0.25%。这一调整也是继今年 3 月日本央行宣布 17 年来首次加息之后，再次做出加息的决定。日本央行还公布缩表计划，国债购买规模每个季度减少 4000 亿日元，且不再提供债券购买范围而是提供指定金额。日本央行行长植田和男表示，如果经济和物价走势符合预期，将继续加息。美元兑日元一度跌超 2%，自今年 3 月以来首次跌破 150 关口。

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 股各宽基指数涨跌不一。截至 8 月 2 日，中证 1000 上涨 2.29%，中证 500 上涨 1.1%，科创 50 上涨 0.8%，涨幅居前。创业板指下跌 1.28%，沪深 300 下跌 0.73%，深证成指下跌 0.51%，跌幅居前。从行业板块看，上周综合、社会服务、建筑装饰领涨，电力设备、公用事业、煤炭领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2024/8/2	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	12.9	↑ 0.06	24.0	↑ 1.96	38.1%	40.0%	33.6%
深证成指	20.0	↓ 0.19	32.2	↓ 0.33	23.2%	10.7%	3.2%
上证50	10.2	↓ 0.04	38.7	↓ 1.23	58.3%	60.1%	49.7%
沪深300	11.6	↓ 0.07	24.4	↓ 2.26	29.6%	23.4%	21.6%
中证500	20.4	↑ 0.22	7.5	↑ 1.18	10.3%	18.5%	15.4%
中证1000	30.9	↑ 0.62	17.9	↑ 3.66	17.9%	27.6%	23.5%
创业板指	24.9	↓ 0.48	0.3	↓ 0.33	0.4%	0.8%	1.1%
科创50	44.9	↑ 0.25	47.1	↑ 1.50	47.1%	47.1%	49.2%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周A股市场中信一级行业PE（TTM）

	2024/8/2	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)	11.7	↓ 0.16	28.62%	↓ 1.97	28.6%	36.1%	52.5%
煤炭(中信)	11.5	↓ 0.24	61.82%	↓ 2.25	61.8%	92.2%	90.5%
有色金属(中信)	20.1	↑ 0.19	16.58%	↑ 0.43	16.6%	27.6%	40.2%
电力及公用事业(中信)	19.2	↓ 0.27	25.88%	↓ 2.96	25.9%	12.9%	18.7%
钢铁(中信)	30.7	↑ 0.28	63.33%	↑ 0.26	63.3%	81.3%	72.7%
基础化工(中信)	26.6	↓ 0.05	29.53%	↓ 0.16	29.5%	52.7%	41.8%
建筑(中信)	8.3	↑ 0.24	4.37%	↑ 3.47	4.4%	5.6%	7.9%
建材(中信)	19.6	↑ 0.10	50.81%	↑ 0.23	50.8%	78.7%	71.3%
轻工制造(中信)	21.7	↑ 0.38	6.25%	↑ 1.07	6.3%	11.2%	4.3%
机械(中信)	28.5	↑ 1.47	3.72%	↑ 1.80	3.7%	3.1%	4.5%
电力设备及新能源(中信)	23.6	↓ 0.68	8.20%	↓ 1.68	8.2%	14.7%	20.2%
国防军工(中信)	60.8	↓ 4.60	24.83%	↓ 14.85	24.8%	24.3%	17.9%
汽车(中信)	25.1	↓ 0.50	55.22%	↓ 1.80	55.2%	26.9%	2.1%
商贸零售(中信)	49.4	↑ 1.63	68.10%	↑ 4.06	68.1%	51.5%	20.4%
消费者服务(中信)	36.9	↑ 1.25	18.48%	↑ 1.19	18.5%	25.0%	2.7%
家电(中信)	13.7	0.00	6.76%	↑ 0.10	6.8%	7.1%	1.3%

纺织服装(中信)	18.7	↑	0.04	0.22%	↑	0.11	0.2%	0.4%	0.6%
医药(中信)	34.5	↑	1.16	12.54%	↑	2.84	12.5%	21.8%	15.9%
食品饮料(中信)	19.7	↓	0.29	12.14%	↓	0.35	12.1%	0.1%	0.2%
银行(中信)	5.6	↑	0.03	36.43%	↑	0.66	36.4%	41.9%	61.0%
非银行金融(中信)	17.8	↑	0.43	55.33%	↑	5.87	55.3%	72.2%	81.9%
交通运输(中信)	16.9	↑	0.30	13.37%	↑	2.76	13.4%	14.3%	13.8%
电子(中信)	60.6	↓	0.01	68.74%	↓	0.09	68.7%	62.8%	57.0%
通信(中信)	20.8	↑	0.08	12.65%	↑	0.41	12.6%	22.6%	32.9%
计算机(中信)	78.9	↓	0.37	48.28%	↓	0.63	48.3%	26.1%	15.8%
传媒(中信)	32.3	↑	0.70	5.78%	↑	1.87	5.8%	9.7%	1.9%
综合金融(中信)	27.0	↑	1.01	3.74%	↑	2.45	3.7%	3.7%	4.0%

数据来源：Wind、鑫元基金

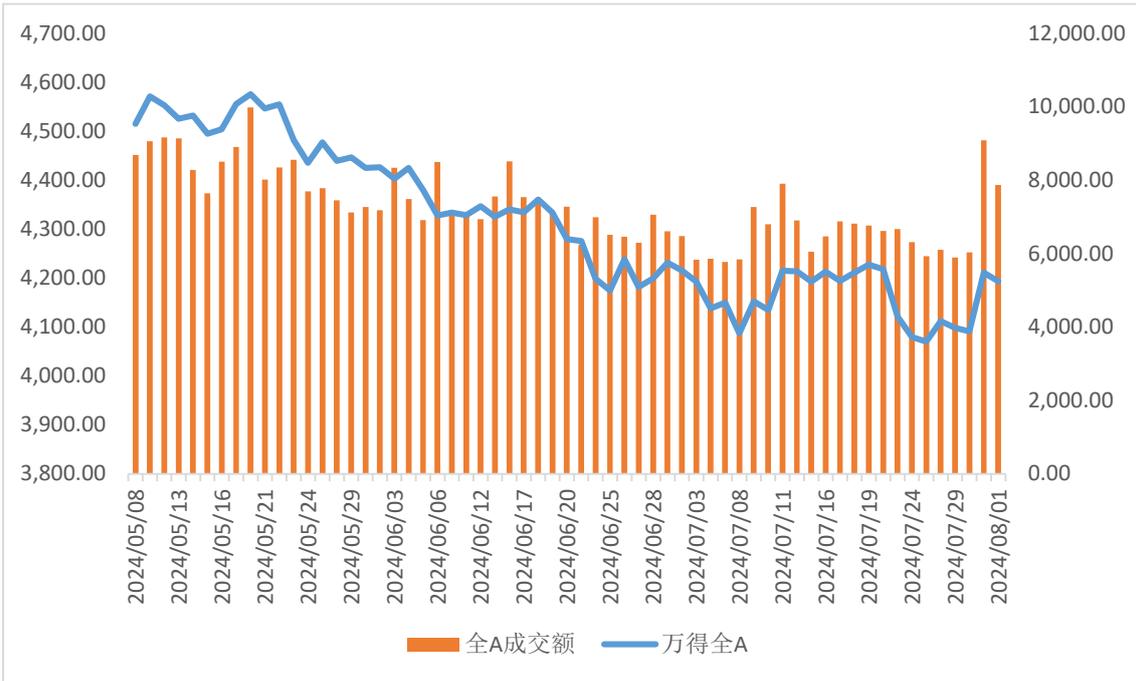
上周各宽基指数估值涨跌不一，商贸零售、机械、消费者服务、医药、综合金融估值上行较多。当前各主要宽基指数估值水平，普遍在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周商贸零售、机械、消费者服务、医药、综合金融估值上行最多，国防军工、电力设备及新能源、汽车、计算机、食品饮料估值下行最多。当前电子、商贸零售、钢铁、煤炭、非银金融板块估值处于历史较高水平；纺织服饰、机械、综合金融、建筑、传媒板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场情绪

上周量化模型的信号为“中性偏空”。从全 A 换手率的角度看，上周市场放量上行。从行业拥挤度的角度，电子，汽车，机械的拥挤度较高。

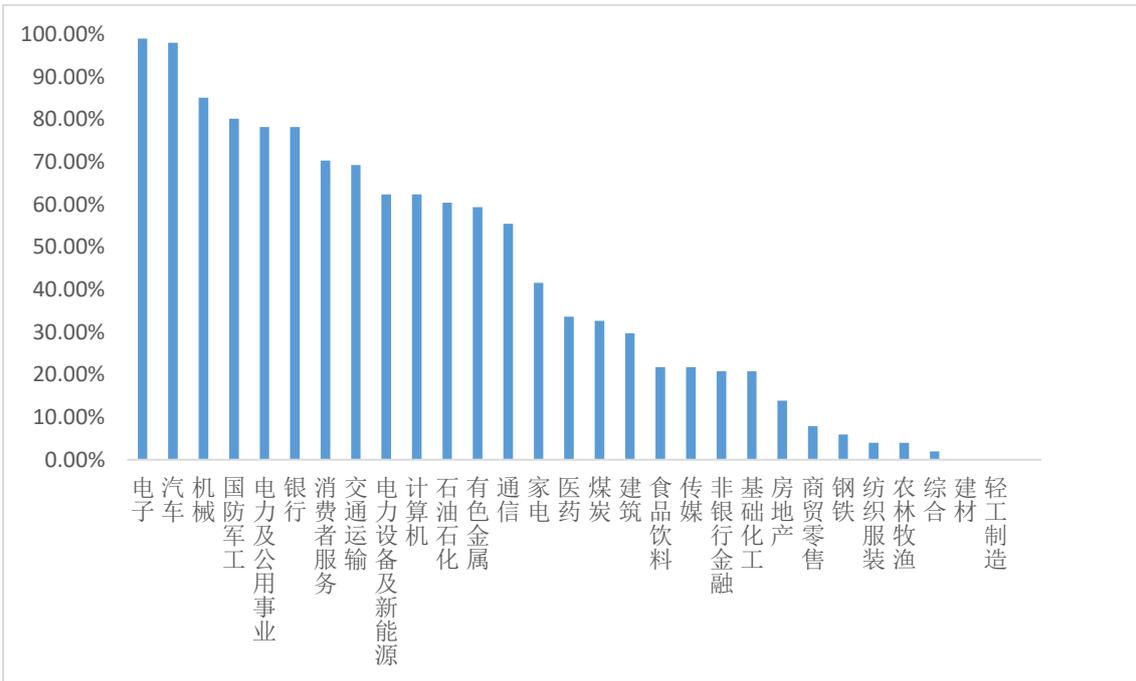
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.44%，处于历史 95.68%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图：全市场换手率



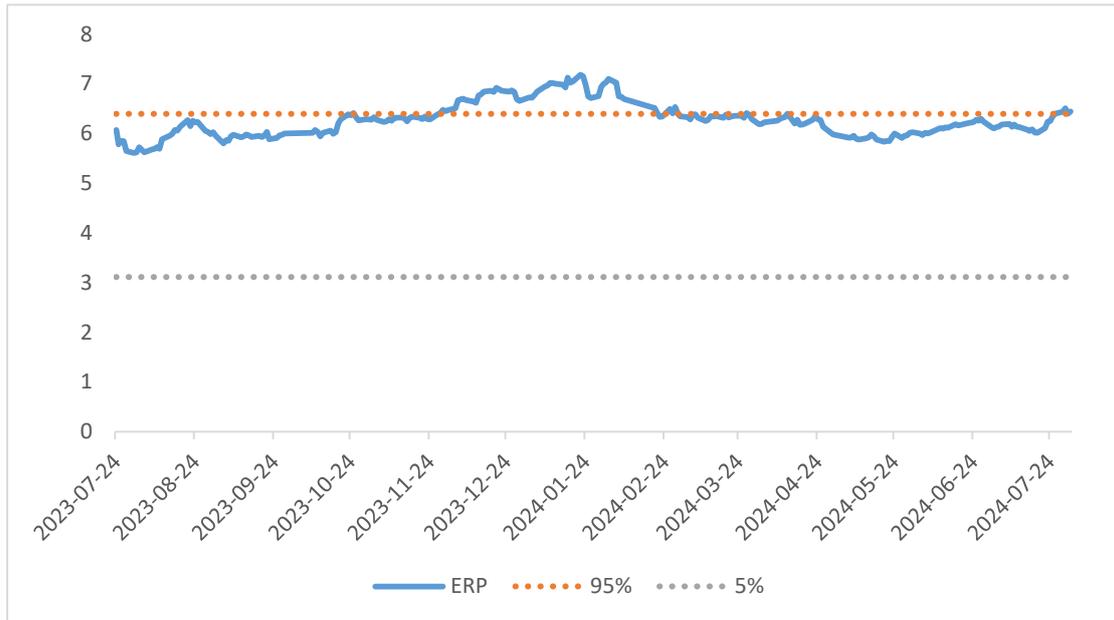
数据来源：Wind、鑫元基金

图：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind、鑫元基金

图：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债

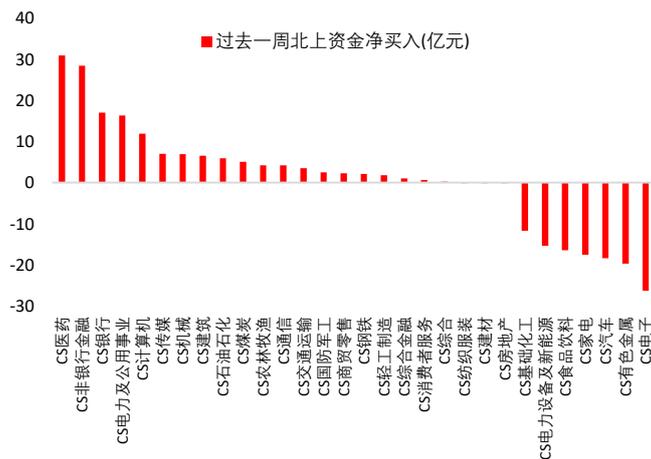


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

上周北向资金净流入 32.71 亿元，上上周净流出 113.88 亿元，最近一周北向资金持续净流入。上周增持金额排行靠前的行业是医药（↑ 30.92）、非银金融（↑ 28.42）、银行（↑ 17.02）、电力及公用事业（↑ 16.29）、计算机（↑ 11.86）；减持金额排名靠前的行业是电子（↓ 26.23）、有色金属（↓ 19.7）、汽车（↓ 18.39）、家电（↓ 17.5）、食品饮料（↓ 16.43）。

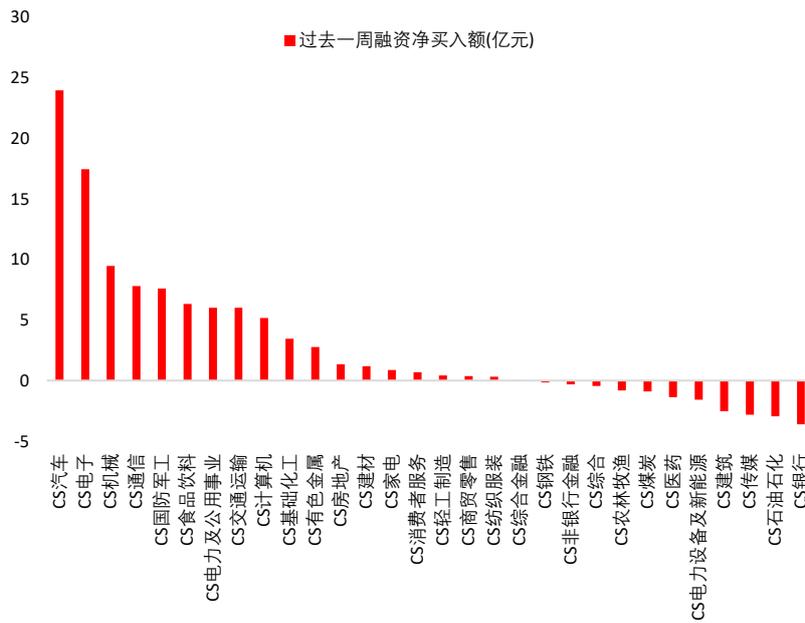
图：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

8月1日，两融资金占比为 8.34%，7月26日为 7.67%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至8月2日，上周融资净买入的前五行业为汽车、电子、机械、通信、国防军工。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

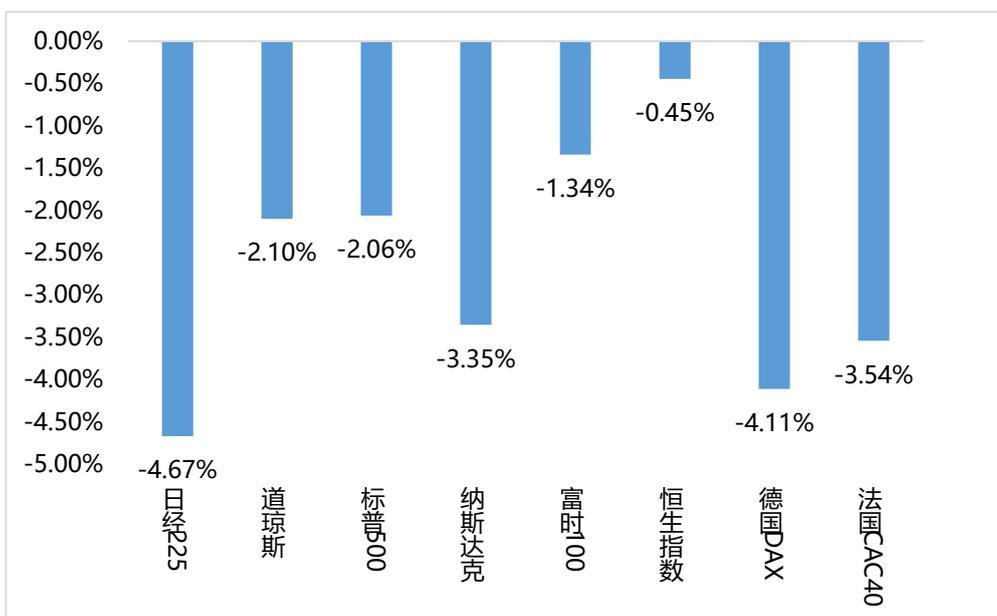


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市多数下跌，受美股衰退交易影响，纳指深度回调。美国股市方面，道指下跌 2.10%，标普 500 下跌 2.06%，纳指下跌 3.35%；欧洲股市方面，德国 DAX 下跌 4.11%，英国富时 100 下跌 1.34%，法国 CAC40 下跌 3.54%；亚太股市方面，日经指数下跌 4.67%，恒生指数下跌 0.45%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

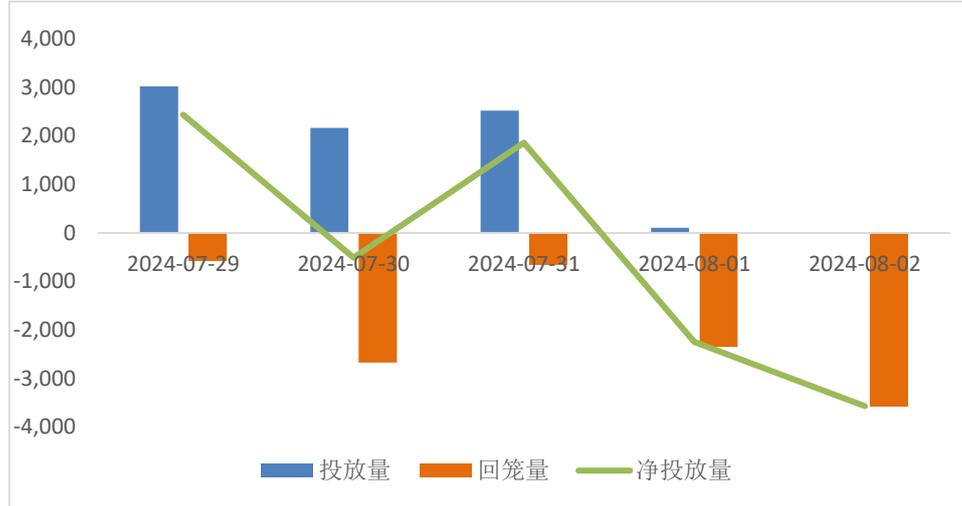


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行开展 7810.5 亿元逆回购操作，因有 9847.5 亿元逆回购到期，实现净回笼 2037 亿元。

图：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 3460 亿元，地方政府债计划发行 2484.5 元，整体净缴款 4366 亿元。

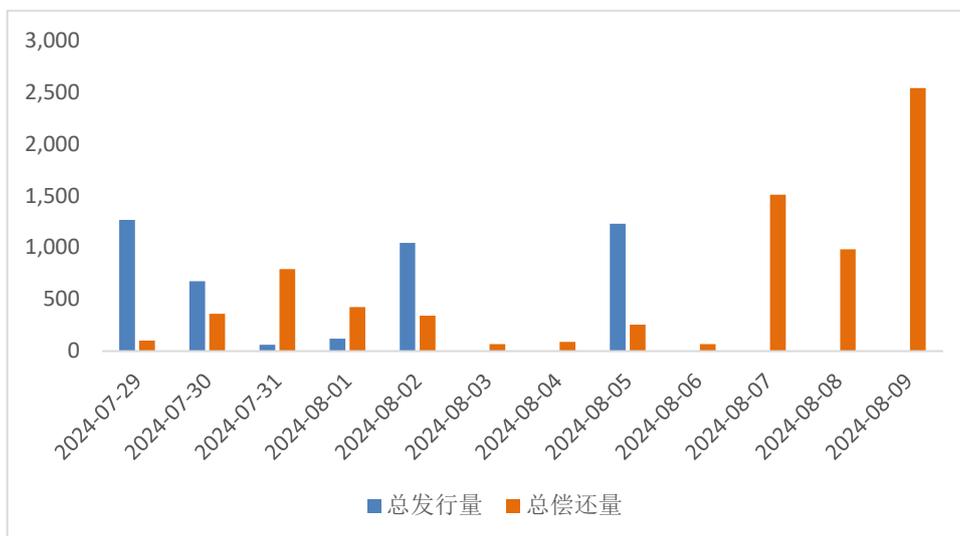
图：8月5日-8月9日政府债发行缴款

单位：亿元

	8月5日		8月6日		8月7日		8月8日		8月9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	1278.3	2460	0	0	1021	1000	185.2
到期	300	24.2	0	141.8	0	31.5	200.7	377	0	58
缴款	740	0	0	0	0	1278.3	2460	0	0	1021
净缴款	415.8		-141.8		1246.7		1882.3		963	

同业存单发行：下周到期 5509 亿元，大幅高于前一周的 2444 亿元，其后两周将继续升至 6314、7034 亿元，未来三周到期压力逐步上升。

图：同业存单到期与发行

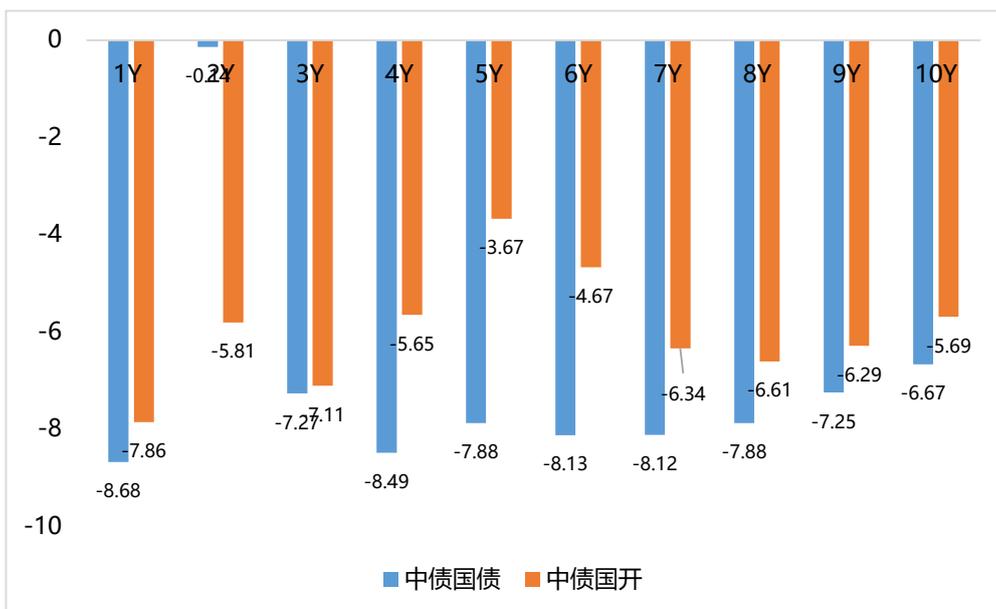


回购市场：跨月资金舒适，跨月后资金利率中枢下移。除跨月当天外，DR001 基本在 1.5-1.6% 附近波动，跨月当天短暂升至 1.8%，而后持续回落至 1.56%，达到今年以来低点。R001 则在 1.6-1.7% 附近波动，跨月升至 1.96%，而后收至 1.65%。二者中枢分别较前一周下行 8bp、4bp；7 天资金利率表现平稳，DR007 从跨月前的 1.8-1.9% 下行至 1.7%，R007 从 1.9-2.0% 下行至 1.8%，二者中枢分别较前一周下行 3bp、2bp。

票据利率：跨月时点，在规模因素扰动下，票据利率波幅加大，前半周为 7 月末，多数银行因临时补充规模需要，纷纷进场抢票，卖盘机构惜售，市场票源稀少，导致票价飞流直下，接连创下年内新低。后半周则来到月初时点，银行机构规模压力缓解，叠加票价低位，卖盘出票力量有所增加，但市场活跃度低迷，买盘谨慎观望，交易多为托收票和跨年 1 月票。供需博弈下，票价迎来修复性反弹后小幅回暖。

(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

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	28.4	14.47	30.89	32.33
环比	1.41	-0.61	1.21	10.43
年初以来	-2.31	-9.59	11.82	27.6
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	27.39	15.45	17.95	52.73
2016 年以来分位数	53.70%	42.96%	95.35%	23.62%

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 8 月 2 日)

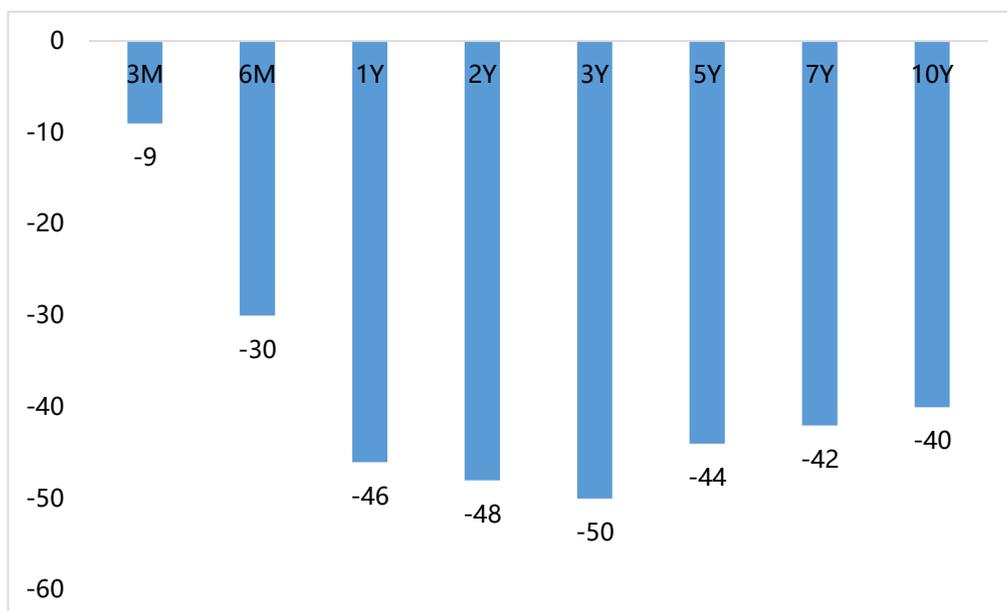
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	30.36	23.12	18.66	17.07	18.39
环比	3.82	2.60	3.83	-0.05	-2.62
年初以来	-17.47	-29.1	-44.57	-36.76	-48.53
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.68	12.62
2016 年以来平均值	46.18	36.65	39.21	43.16	44.46
2016 年以来分位数	15.95%	11.90%	3.58%	0.98%	1.77%

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

上周中债国开和中债国债收益率下行。其中, 中债国债 1 年期收益率下行 8.68BP 至 1.3901, 3 年期下行 7.27BP 至 1.6741, 5 年期下行 7.88BP 至 1.8188, 10 年期下行 6.7BP 至 2.1277。

票据信用利差下行。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.01 BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收紧 2.42BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收紧 1.26BP。

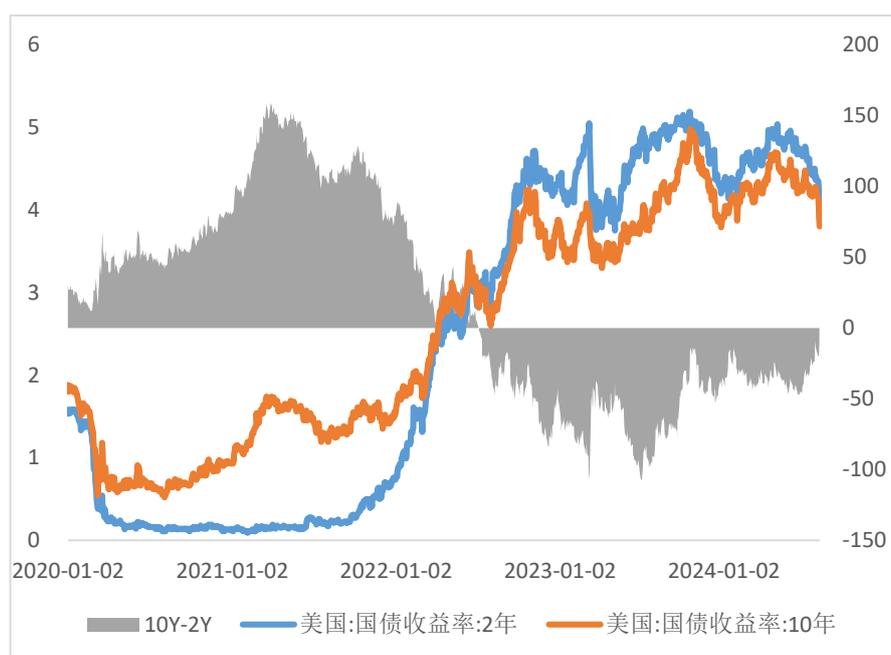
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率下行。上周 10 年期美债收益率下行 40BP，10 年期国债收益率下行 6.7BP，中美利差倒挂程度收窄。全周来看，1 年期美债收益率下行 46BP，3 年期美债收益率下 50BP，10 年期美债收益率下行 40BP。

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

上周美元指数下行，在岸人民币汇率贬值，离岸人民币升值。上周美元指数下跌 1.05%，在岸人民币汇率贬值，中间价升值，即期汇率贬值 0.15%，离岸人民币汇率升值 1.34%。

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	103.2295	7.1376	7.215	7.1658
对照日期	104.3233	7.127	7.2536	7.2633
涨跌	-1.05%	-0.15%	0.53%	1.34%

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，国内宏观方面，“三中全会”后，近期逆周期政策有所发力，边际提振经济内生动能，但内需回升需政策进一步加码。央行调降 OMO 利率和 LPR 利率，释放了托底经济意图。与此同时，国家发改委、财政部统筹安排 3000 亿左右超长期特别国债加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新，拓宽了设备更新以及以旧换新的支持范围、并明确了资金来源及中央层面的补贴总额，降低了超长期特别国债资金申报门槛。新一轮消费品以旧换新和设备更新改造政策可能提振财政扩张效果，短期对居民耐用品消费有所提振，制造业投资增速也可能保持高位，但从更广的货币财政政策组合而言，考虑 3000 亿规模仅占 2023 年一般公共预算支出的 1%、杠杆效应可能较为有限，内需回升可能需要中央政府进一步增加对实体经济的直接支持，优化国债资金的用途，并辅之以经济及居民收入预期修复。

海外方面，近期经济数据显示美国经济仍有韧性，短期陷入衰退的概率较低，但经济动能放缓；劳动力市场温和降温，但暂未出现失业率将大幅攀升的迹象。3 季度美国通胀环比大概率延续回落态势。货币政策方面维持此前的判断，基准情形下，预计联储将于 9 月降息，全年降息 1 次。近期美股在部分个股财报不及预期的催化下，前期 AI 催化下资金抱团的科技股瓦解，且美股大幅下行可能导致 CTA 抛售。考虑到 AI 浪潮下科技股巨头的分子端较其他板块更为扎实，建议近期观察美国科技股财报情况，待回调查一段落、美股出现企稳迹象后可再次介入。

（二）权益市场展望和策略

上周周观点中我们提到，“市场生态在变好，资金流向了其他低关注度、低拥挤的板块，体感明显优于指数涨但大部分股票下跌的时期。抱团的瓦解的背后是大体量资金调仓切换，在低风险偏好下，这样的情形可能暂时还看不到。……如果想避免拥挤交易，可以关注一些低估值、资产负债表稳健、现金流好的公司，寻找现实和资金偏好共振阻力最小的方向。”这周的市场变化证实了我们的想法，随着 AI 链的调整和低估值大盘指数的整理，资金确实流向了之前关注度低的方向，如微盘股、中证 2000。政策态度积极但推进落地需要时间，考虑 A 股整体盈利仍然承压，外部环境波动加大，且技术面来看当前位置上方筹码压力大，预计万得全 A 延续震荡走势。红利+微盘/非基金重仓（自下而上选股，符合低估值、资产负债表稳健、现金流好的标准）组合配置可能会是当前底部区域的较优选择，类似债券+看涨期权的组合。

（三）债券市场展望和策略

资金面来看，本周公开市场有 7810.5 亿到期，政府债净缴款 4366 亿，整体到期规模较大，对资金面将有所扰动。往后看，8-12 月 MLF 到期量 4.68 万亿，叠加近期大行仍较缺钱，且年内大行同业存单剩余备案额度有限，资金缺口压力增加，预计央行将延续呵护态度，降准等必要性提升。

基本面方面，7 月制造业 PMI 微跌、连续第 3 个月收缩；非制造业 PMI 持续回落，整体经济景气度仍弱。结构看，进出口之外的多数分项都小幅回落，指向外需强、内需弱的特征延续。往后看，实现全年目标，需要下半年 GDP 增速回升至 5% 左右，主要支撑力量可能是政策发力推动投资回升、出口延续偏强。

政策面看，7 月政治局会议强调“政策要持续用力、更加给力”，再提“加强逆周期调节”，预计政策落地节奏应会有积极变化。短期应会有增量政策出台，重点方向包括专项债加快发行使用、进一步松地产、地产收储规模扩大等；货币政策方面，降准降息仍有空间。但政治局会议也强调了战略定力，意在托而不举，大规模刺激政策短期大概率仍难出台。

策略上，在经济转型期和化债关键期、资产荒格局尚未明显改善等的支撑下债券市场仍未到反转时，但近两周债市情绪不断升温，非银机构不断拉久期追逐长端、超长端品种，短期不建议追高；回顾过往两三年，8 月大多为年内的资金利率低点和收益率低点；后续一方面随着政府债发行节奏加快，目前的供需失衡状态将会有所改善，还有监管的外部干预风险

仍未解除，尤其在债市情绪明显过热的情况下。后续如果调整，可逐步加仓。

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。