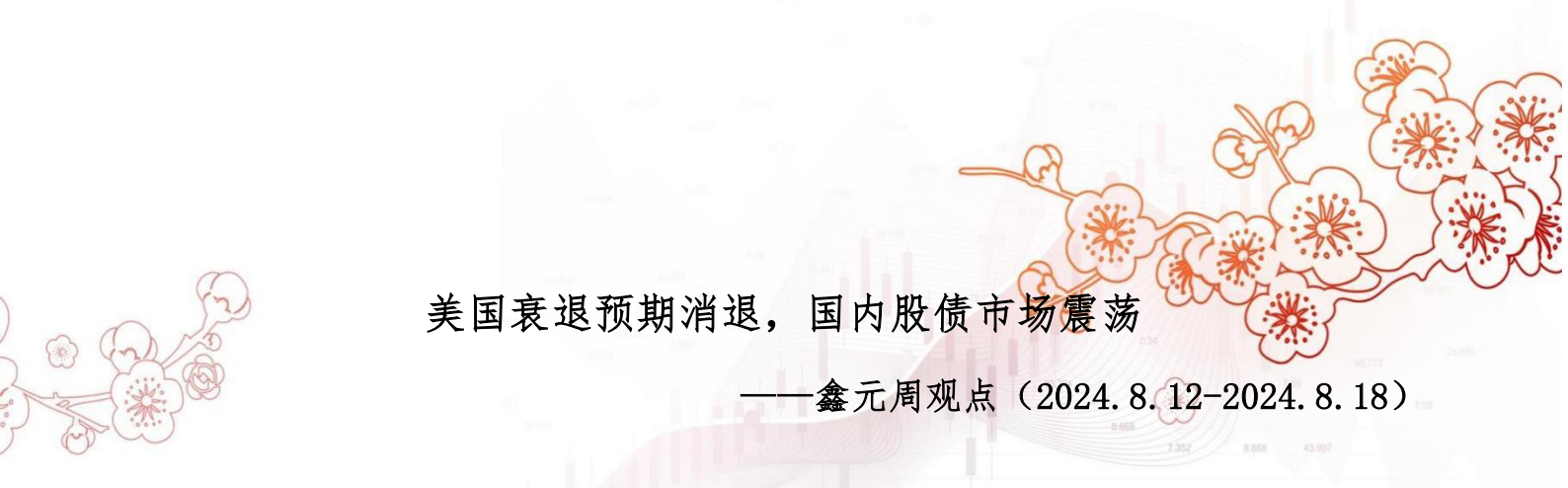




美国衰退预期消退，国内股债市场震荡

——鑫元周观点（2024.8.12-2024.8.18）

一、核心观点

国内宏观方面，7月经济数据显示供需矛盾仍较突出。社会消费品零售总额同比增长2.7%，低于Wind一致预期的3.1%，较前值2.0%上行0.7个百分点；7月工业增加值同比增长5.1%，较前值回落0.2个百分点，但仍高于Wind一致预期的5.0%。虽然基建投资增速对固定资产投资有所支撑，但房地产投资低位下行、制造业投资边际回落拖累7月固定资产投资增速。7月单月，固定资产投资、基建、房地产、制造业投资当月同比分别为1.9%、10.7%、-10.8%、8.3%，分别比上月变化-1.7、+0.6、-0.7、-0.9个百分点。金融数据反映需求偏弱，7月社会融资规模增量为7708亿元，同比少增2342亿元；7月末社会融资规模存量为395.7万亿元，同比增长8.2%。7月新增人民币贷款2600亿元，同比少增859亿元。7月末M1同比增长-6.6%，前值-5.0%；M2同比增长6.3%，前值7.2%。海外宏观方面，7月美国CPI基本符合一致预期，通胀总体仍处于温和降温阶段。具体看，美国7月CPI环比0.2%，高于前值（-0.1%），符合一致预期（0.2%）；同比2.9%，弱于前值（+3.0%）和一致预期（+3.0%）。核心CPI环比0.2%，符合一致预期（0.2%），高于前值（0.1%）；同比3.2%，符合一致预期（3.2%），较前值（3.3%）有所回落。美国7月零售销售环比1%超预期，创一年半来最高纪录，前值下修至-0.2%；剔除汽车后零售额增长0.4%，超过预期0.1%，前值从0.4%上修至0.5%；剔除汽车和汽油后零售额增长0.4%，超过预期0.2%，较6月的0.8%有所放缓。

权益市场方面，上上周海外市场是在修复美国经济大幅衰退到正常着陆；上周开始修复经济着陆的时间久期。海外市场开始抢跑交易鲍威尔会在杰克逊霍尔会议上，给出更多美国经济软着陆的指引。软着陆预期的修复对于国内市场的影响相对中性，就像之前硬着陆的预期也没有带来太多的影响一样。7月社融新增人民币贷款余额为767亿元，上一个负值的时间点发生在2005年。在房贷利率创新低且去年低基数的情况下，居民中长期新增贷款100亿元，还款和新增规模基本打平。企业新增中长期贷款1300亿元，只有去年同期的一半水平。我们认为央行的意图并非是要让债券收益率大幅快速上行，它是希望降低债市的短期交易失衡，

做好压力测试，避免类似最近日本，去年硅谷银行的错配风险发生；让中小金融机构回归信贷主业，服务地方经济发展。这些应该才是央行近期行为的最好注解。上周策略中提及的“海外科技巨头修复带来的 AI 算力品种反弹；内需 G 端行业在一定程度上会受益于长债品种资金迁移，出现补涨，在上周的交易中都得到了较好的反映，对应的行业涨幅居前。上上周认为市场已经完成了内需刺激性行业的轮动卡位，上周相关行业跌幅居前。建议维持哑铃策略：哑铃的左侧是四大行核心红利；哑铃的右侧是内需 G 端确定性强的行业。左侧的比重应该要多于右侧。市场的复杂修复性反弹，预计会表现为震荡走势，当下属于相对收益重于绝对收益的阶段。

固收市场方面，上周债市受资金面波动、二季度货币政策执行报告对于利率风险和资管产品净值波动的强调、监管对于银行投资公募基金规模限制以及公募免税政策取消等传言、央行对长债交易的干预、7 月金融经济数据等综合影响，债市呈宽幅震荡状态，TL2409 周内振幅 1.93%，T2409 周内振幅 0.7%，10 年国债 240011 上下振幅 8bp，30 年国债 230023 上下振幅 8.5bp，全周 TL2409 下跌 0.12%，T2409 下跌 0.23%，30 年国债 230023 下行 0.25bp 至 2.3775%，10 年国债 240011 下行 1.7bp 至 2.183%。基本面方面，不管是外需、内需、金融数据还是高频数据，都指向需求、信心是严重不足的，往后看，实现全年目标，压力不小，政治局会议后，货币政策已经先行，但主要矛盾不在于货币，还是在于财政，财政如果一直没有超预期的政策出台，目前这种局面预计很难打破。央行虽未选择收紧流动性来给债市降温，主因一方面基本面下行压力较大，需要相对宽松的流动性环境支撑，另一方面，央行也不希望市场过度恐慌进而引发负反馈效应；往后看央行对于长债风险的关注以及对于债市的实际干预预计短期内将持续存在，债市大概率呈震荡状态，策略上建议多看少动。

二、宏观动态

（一）国内宏观

国家统计局：1-7 月份全国固定资产投资增长 3.6%。国家统计局公布数据显示，1-7 月份，固定资产投资同比增长 3.6%，房地产开发投资下降 10.2%。7 月份，社会消费品零售总额同比增长 2.7%，规模以上工业增加值增长 5.1%，城镇调查失业率为 5.2%。国家统计局表示，7 月份，我国经济运行总体平稳、稳中有进，生产需求继续恢复，就业物价总体稳定，新动能继续培育壮大，高质量发展扎实推进。

1-7 月人民币贷款增 13.53 万亿元，社会融资存量同比增 8.2%。央行公布的金融数据显

示，1-7月，人民币贷款增加13.53万亿元，7月末人民币贷款余额同比增长8.7%；1-7月，社会融资规模增量为18.87万亿元，比上年同期少3.22万亿元，7月末社会融资规模存量同比增长8.2%，增速比上月高0.1个百分点。此外，7月末，M2同比增长6.3%，比上月末高0.1个百分点；M1同比下降6.6%。业内专家表示，7月金融总量增速高于名义GDP增速，总体保持合理增长。近年来，受经济转型升级、有效需求不足和治理资金空转等影响，金融总量增长整体“减速提质”。

8月16日出版的第16期《求是》杂志将发表习近平总书记《关于〈中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定〉的说明》。习近平指出，决定稿锚定2035年基本实现社会主义现代化目标，重点部署未来五年的重大改革举措，在内容摆布上有以下几个特点。第一，注重发挥经济体制改革牵引作用。第二，注重构建支持全面创新体制机制。第三，注重全面改革。第四，注重统筹发展和安全。第五，注重加强党对改革的领导。

央行媒体：坚决打击债券市场扰乱市场秩序违法行为。中国金融时报发文指出，当前市场机构的公司治理和内控制度仍需不断完善，还存在一些不规范的现象。近期债券市场有部分机构存在出借债券交易账户、报价明显偏离市场水平等现象，金融管理部门打击扰乱市场秩序违法行为，有利于规范市场运行，维护良好市场秩序，促进金融市场长期稳定发展。

国家发改委联合有关部门建立促进民间投资资金和要素保障工作机制。国家发改委联合自然资源部、生态环境部、金融监管总局印发通知，建立促进民间投资资金和要素保障工作机制，进一步促进民间投资发展。通知提出，国家发展改革委将滚动接续地向民间资本推介项目，并着力加大对交通、能源、水利等基础设施重点项目的推介力度。对符合条件的全国重点民间投资项目，将通过安排中央预算内投资等加大政府投资支持力度。

科创板网下打新迎新规。上交所发布《上海市场首次公开发行股票网下发行实施细则（2024年修订）》。此次细则修订主要对投资者参与科创板网下发行业务，增加了持有科创板市值的要求。自10月1日起，网下投资者及其管理的配售对象参加科创板新股网下发行的，除需符合现行市值门槛要求外，主承销商还应要求其在基准日（初步询价开始日前两个交易日）前20个交易日（含基准日）所持有科创板非限售A股股票和非限售存托凭证总市值的日均市值为600万元（含）以上。

国新办举行“推动高质量发展”系列主题新闻发布会，市场监管总局相关负责人介绍近年来市场监管支撑高质量发展情况。发布会要点包括：市场监管总局正在研究制定《个体工商户促进发展和规范登记管理规定》，解决“个转企”登记、经营权继承、市场退出等重点难

点问题；今年年底，建成全国“个体工商户名录”，让个体工商户的“家底”更加清晰、帮扶措施更加精准有效；正在加快制定《经营者公平竞争合规管理规范》国家标准，积极推动形成企业主动合规、政府有效引导、社会广泛支持的多方共治格局；计划在今明两年内完成294项重点国家标准的制修订工作，通过标准制定实施和配套政策支持，更好支撑设备更新和消费品以旧换新；正在加快国家网络交易监管平台建设，提升平台经济领域重大风险的预警和应急处置能力，确保平台经济的健康发展。

（二）海外宏观

美国7月CPI同比升2.9%，连续第四个月回落。7月CPI是2021年3月以来首次重回“2字头”，预估升3%，前值升3%；环比升0.2%，预估升0.2%，前值降0.1%。美国7月核心CPI同比升3.2%，预估升3.2%，前值升3.3%；环比升0.2%，预估升0.2%，前值升0.1%。

美国上周初请失业金人数为22.7万，低于预期。美国上周初请失业金人数为22.7万人，预期23.5万人，前值自23.3万人修正至23.4万人；四周均值23.65万人，前值自24.075万人修正至24.1万人；至8月3日当周续请失业金人数186.4万人，预期187.5万人，前值自187.5万人修正至187.1万人。

美国7月零售销售环比1%超预期，创一年半来最高纪录。美国7月零售销售环比升1.0%，预期升0.3%，前值从持平修正为降0.2%。核心零售销售环比升0.4%，预期升0.1%，前值从升0.4%修正为升0.5%。

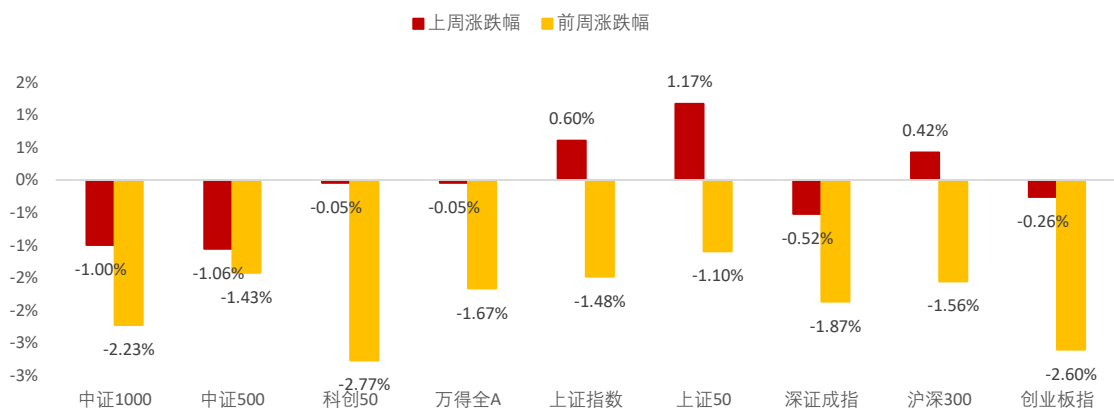
美国7月PPI涨幅低于预期。数据显示，美国7月PPI同比升2.2%，预期升2.3%，前值自升2.6%修正至升2.7%；环比升0.1%，预期升0.2%，前值升0.2%；核心PPI同比升2.4%，预期升2.7%，前值升3%；核心PPI环比持平，预期升0.2%，前值自升0.4%修正至升0.3%。

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 8 月 16 日，上证 50 上涨 1.17%，上证指数上涨 0.60%，沪深 300 上涨 0.42%，涨幅居前；中证 500 下跌 1.06%，中证 1000 下跌 1.00%，深证成指下跌 0.52%，跌幅居前。从行业板块看，上周**银行、通信、煤炭**领涨，**房地产、建筑材料、社会服务**领跌。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2024/8/16	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	12.8	↑ 0.13	22.8	↑ 2.97	35.8%	36.3%	31.4%
深证成指	19.4	↓ 0.13	30.0	↓ 0.40	21.4%	8.9%	1.5%
上证 50	10.3	↑ 0.22	40.1	↑ 7.21	60.2%	62.2%	52.4%
沪深 300	11.5	↑ 0.15	23.5	↑ 2.26	28.5%	21.8%	19.8%
中证 500	19.9	↓ 0.22	5.4	↓ 0.92	7.5%	13.4%	9.3%
中证 1000	29.6	↓ 0.52	11.4	↓ 1.87	11.4%	17.6%	9.5%
创业板指	24.6	↑ 0.26	0.3	↑ 0.14	0.4%	0.6%	0.9%
科创 50	44.2	↑ 0.19	41.0	↑ 2.23	41.0%	41.0%	42.8%

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）

	2024/8/16	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)	11.9	↑ 0.24	30.90%	↑ 3.59	30.9%	37.3%	54.1%
煤炭(中信)	11.9	↑ 0.38	65.25%	↑ 3.33	65.3%	94.7%	93.0%
有色金属(中信)	19.5	↓ 0.05	16.01%	↑ 0.01	16.0%	26.6%	38.6%

电力及公用事业(中信)	19.0	↑	0.12	24.41%	↑	1.15	24.4%	11.7%	16.9%
钢铁(中信)	29.2	↓	0.73	61.40%	↓	0.72	61.4%	79.5%	70.2%
基础化工(中信)	25.6	↓	0.60	27.04%	↓	1.49	27.0%	48.2%	36.8%
建筑(中信)	8.1	↓	0.07	1.76%	↓	1.09	1.8%	3.1%	4.5%
建材(中信)	19.1	↓	0.73	48.65%	↓	2.72	48.6%	76.1%	67.8%
轻工制造(中信)	21.0	↓	1.01	4.54%	↓	2.68	4.5%	8.1%	0.8%
机械(中信)	27.6	↓	0.10	2.66%	↓	0.04	2.7%	2.0%	2.9%
电力设备及新能源(中信)	22.9	↓	0.43	6.70%	↓	0.81	6.7%	11.9%	17.0%
国防军工(中信)	56.8	↓	1.28	15.70%	↓	2.81	15.7%	9.1%	7.2%
汽车(中信)	24.2	↓	0.06	53.76%	↓	0.10	53.8%	25.6%	1.5%
家电(中信)	13.3	↓	0.09	3.20%	↓	0.44	3.2%	4.9%	0.4%
纺织服装(中信)	18.6	↓	0.10	0.18%	↓	0.14	0.2%	0.3%	0.5%
医药(中信)	33.9	↓	0.04	11.38%	↓	0.13	11.4%	20.1%	14.3%
食品饮料(中信)	19.7	↓	0.35	12.06%	↓	0.60	12.1%	0.1%	0.2%
农林牧渔(中信)	205.1	↓	29.43	92.79%	↓	0.32	92.8%	85.3%	75.4%
银行(中信)	5.7	↑	0.20	39.81%	↑	4.20	39.8%	46.4%	67.4%
非银行金融(中信)	17.5	↑	0.27	51.53%	↑	4.27	51.5%	67.9%	77.5%
交通运输(中信)	16.5	↑	0.01	9.60%	↑	0.22	9.6%	9.8%	10.3%
电子(中信)	58.4	↑	0.08	64.06%	↑	0.17	64.1%	57.9%	50.7%
通信(中信)	20.2	↑	0.50	10.37%	↑	1.10	10.4%	18.5%	26.8%
计算机(中信)	75.1	↑	0.53	44.98%	↑	0.71	45.0%	21.8%	10.1%
传媒(中信)	32.8	↑	0.75	7.72%	↑	2.17	7.7%	13.0%	3.6%
综合金融(中信)	26.8	↑	0.32	3.28%	↑	1.05	3.3%	3.3%	3.5%

数据来源：Wind、鑫元基金

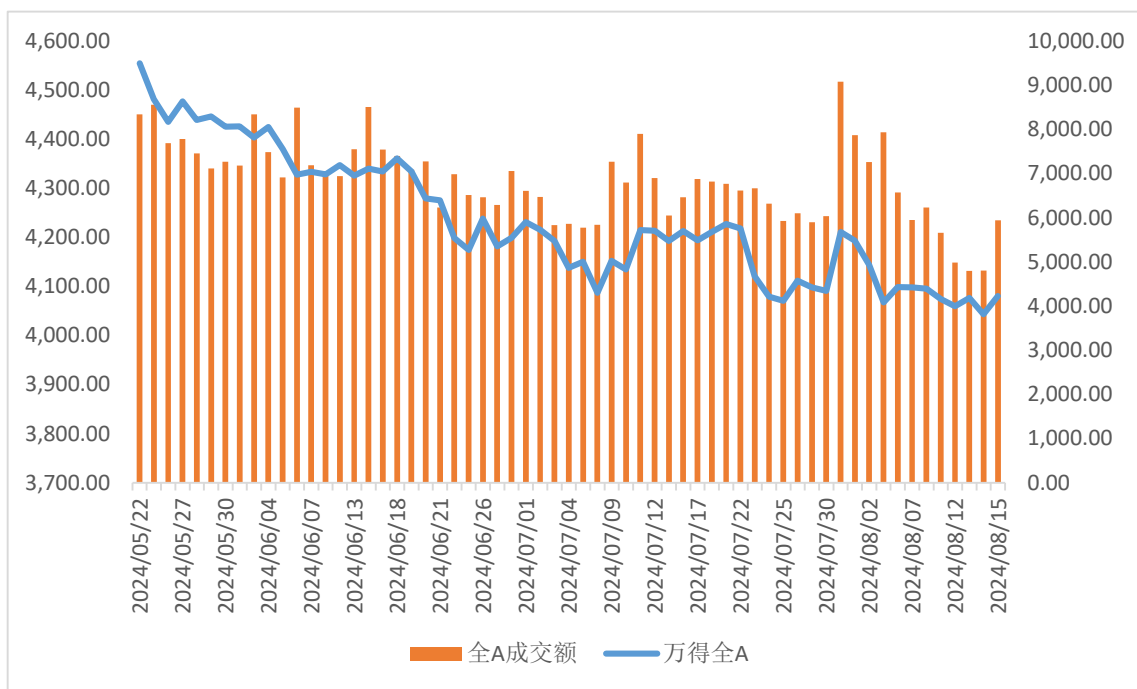
上周各宽基指数估值涨跌不一，传媒、计算机、通信上行较多。当前各主要宽基指数估值水平，普遍在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周传媒、计算机、通信估值上行最多，农林牧渔、国防军工、轻工制造估值下行最多。当前农林牧渔、煤炭、电子、钢铁、汽车板块估值处于历史较高水平；纺织服饰、建筑、机械、家电、综合金融板块估值处于历史较低水平。

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，上周市场缩量震荡。从行业拥挤度的角度，汽车，国防军工，机械的拥挤度较高。

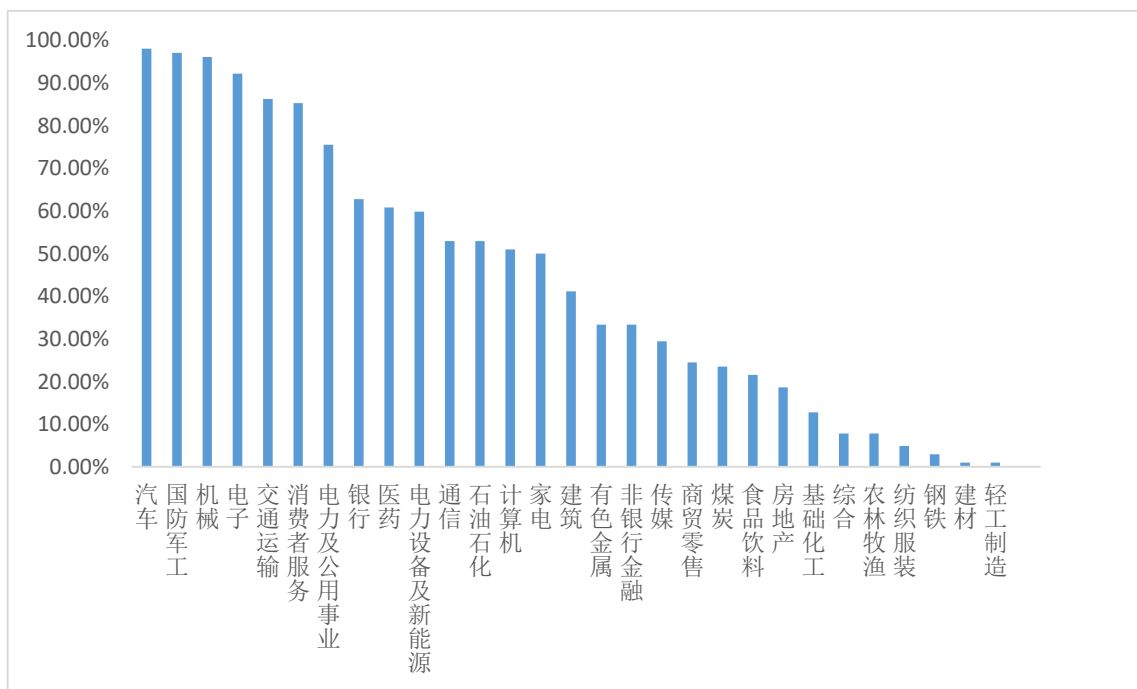
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.52%，处于历史 96.23%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场换手率



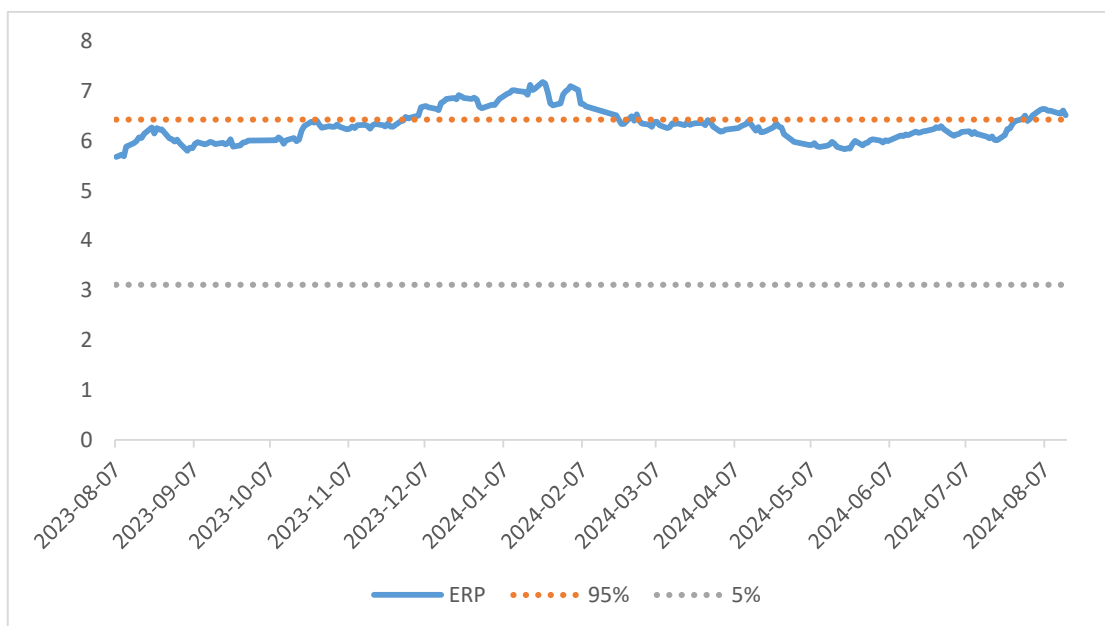
数据来源：Wind、鑫元基金

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

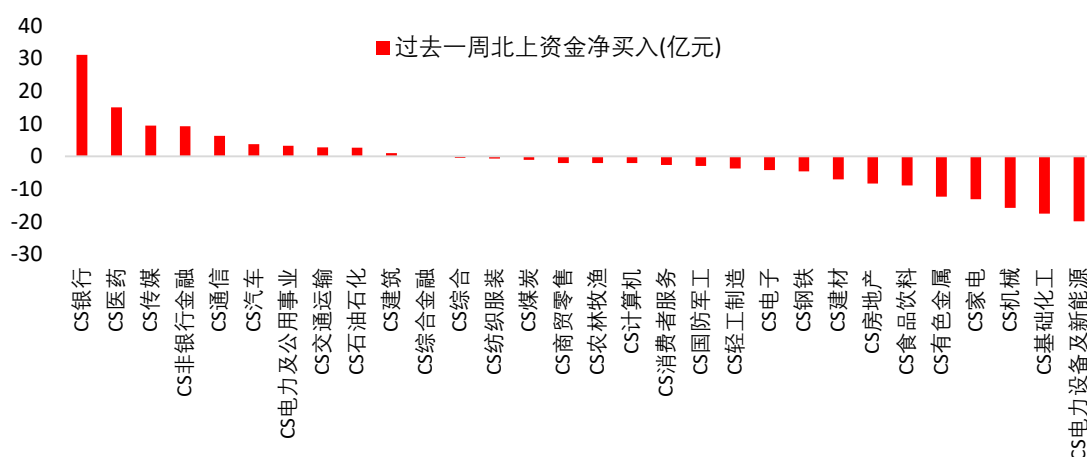


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

上周北向资金净流出 44.08 亿元，上上周净流出 142.38 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 **银行**（↑ 31.13）、**医药**（↑ 15.02）、**传媒**（↑ 9.45）、**非银行金融**（↑ 9.25）、**通信**（↑ 6.30）；减持金额排名靠前的行业是 **电力设备及新能源**（↓ 19.87）、**基础化工**（↓ 17.51）、**机械**（↓ 15.79）、**家电**（↓ 13.14）、**有色金属**（↓ 12.28）。

图 7：上周北向资金行业流向（亿元）

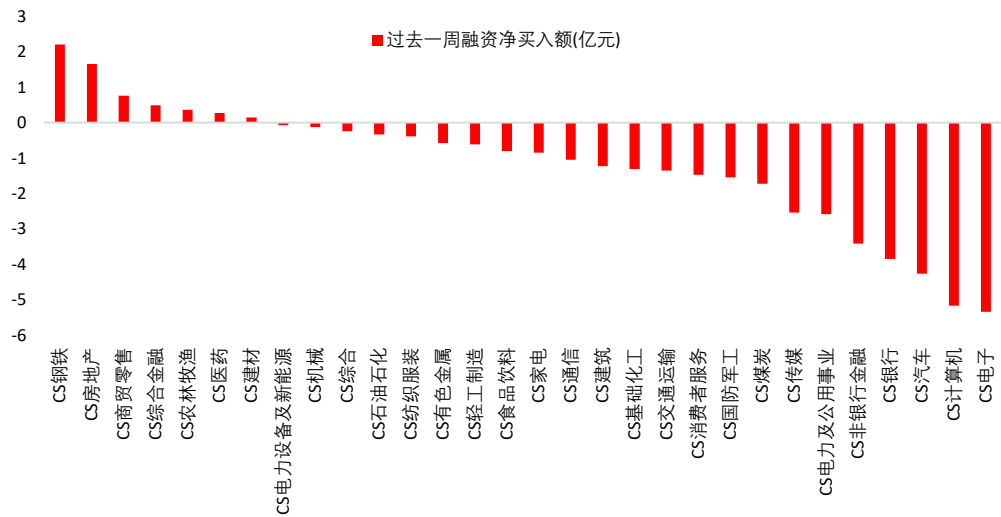


数据来源：Wind、鑫元基金

8 月 16 日，两融资金占比为 3.44%，8 月 9 日为 4%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截

至 8 月 16 日，上周融资净买入的前五行业为钢铁、房地产、商贸零售、综合金融、农林牧渔。

图 8：上周两融资金行业流向（万元）

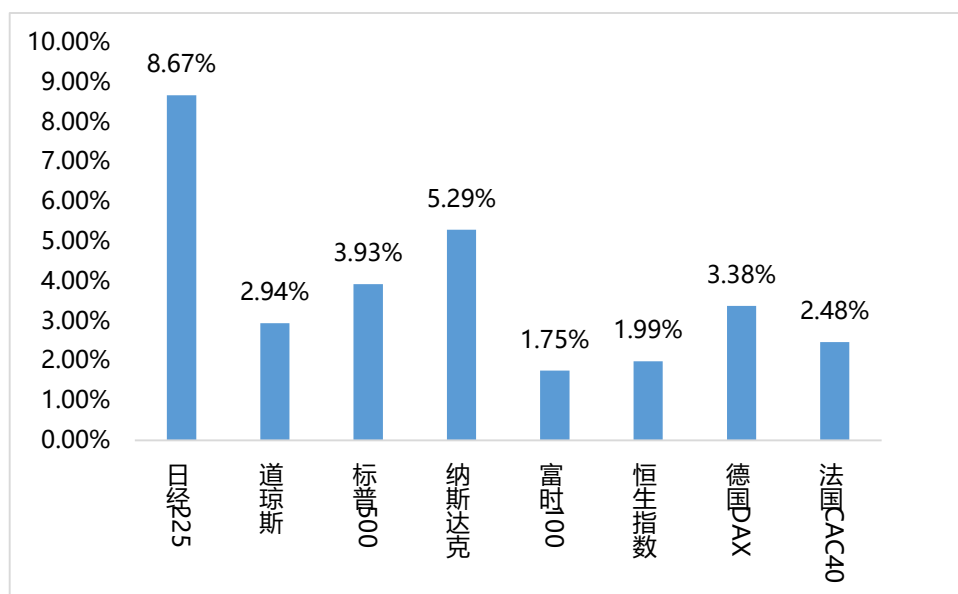


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市上涨。美国股市方面，道指上涨 2.94%，标普 500 上涨 3.93%，纳指上涨 5.29%；欧洲股市方面，德国 DAX 上涨 3.38%，英国富时 100 上涨 1.75%，法国 CAC40 上涨 2.48%；亚太股市方面，日经指数上涨 8.67%，恒生指数下跌 1.99%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

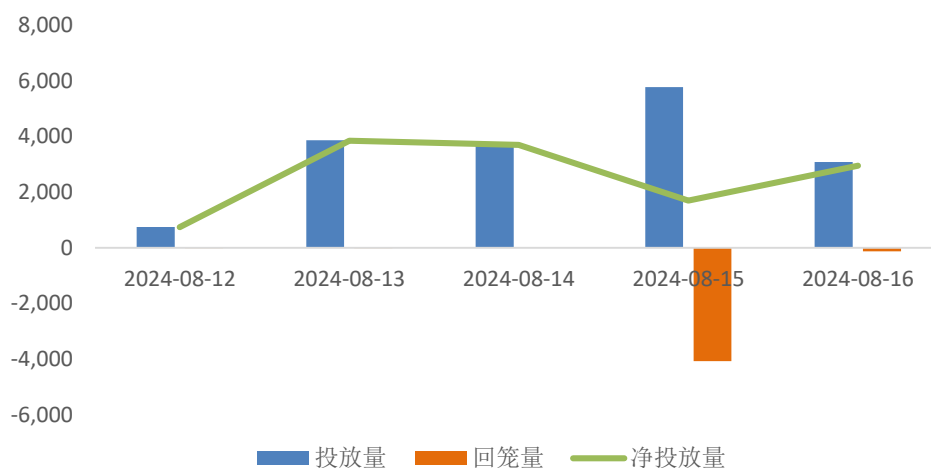


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行开展 15449 亿元逆回购操作和 1700 亿元国库现金定存发行，因上周共有 212.9 亿元逆回购到期和 4010 亿元 MLF 到期，上周实现净投放 12926.1 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 2400 亿元，地方政府债计划发行 1956.7 元，整体净缴款 704 亿元。

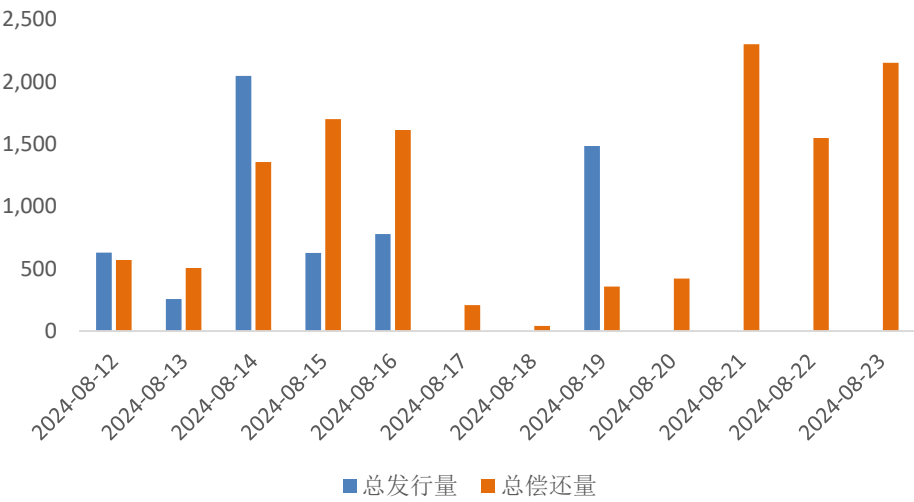
表 1：8 月 19 日-8 月 23 日政府债发行缴款

单位：亿元

	8 月 19 日		8 月 20 日		8 月 21 日		8 月 22 日		8 月 23 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	260.2	450	308.8	0	889.8	1950	497.9
到期	300	374.8	0	46.1	0	636.9	0	103.5	0	358
缴款	300	0	0	0	0	260.2	450	271.6	0	889.8
净缴款	-23.1		-46.1		-376.7		618.1		531.7	

同业存单发行：本周到期 7034 亿元，高于前一周的 6314 亿元，其后一周将降至 4722 亿元，而后降至 1480 亿元。

图 11：同业存单到期与发行



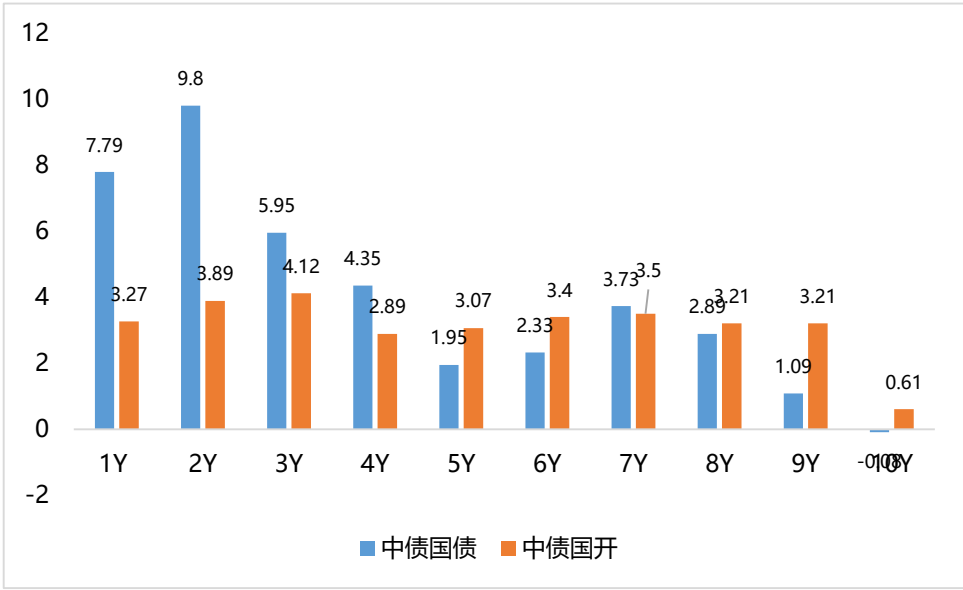
回购市场：政府债净缴款规模达到 6150 亿元，为今年以来单周最高值，周内政府债缴款压力主要集中在上周四和上周五，分别为 4000 亿+、700 亿+，恰逢税期。面临政府债缴款和税期压力，央行逆回购从上周二开始大幅放量，上周二至上周四分别达到 3000 亿+、3000 亿+和 5000 亿+，全周累计净投放 1.5 万亿元。资金利率随着央行投放上量而逐步下行，DR001 从上周一的 1.96%下行至 1.70%，R001 从 2.0%下行至 1.77%。

票据利率：上周市场交投活跃度依旧不高，但在大行连续进场降价配置以及票源供给一般的情况下，票据利率整体震荡下行，其中年内高价票下行幅度较大。跨年票已跌破大行资金成本，四季度票也遭受较大下跌，或将抑制部分机构批量买入；央行强调“人民银行将逐

步淡化对数量目标的关注”，或将缓解当前市场悲观情绪。展望本周，票据利率或将止跌，修复性小幅反弹。

（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	24.69	10.91	30.89	33.22
环比	-1.84	-4.00	-1.91	0.83
年初以来	-6.02	-13.15	11.82	28.49
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	27.39	15.43	18.02	52.63
2016 年以来分位数	39.70%	19.99%	94.96%	24.71%

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

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	28.46	16.98	15	16.12	17.8

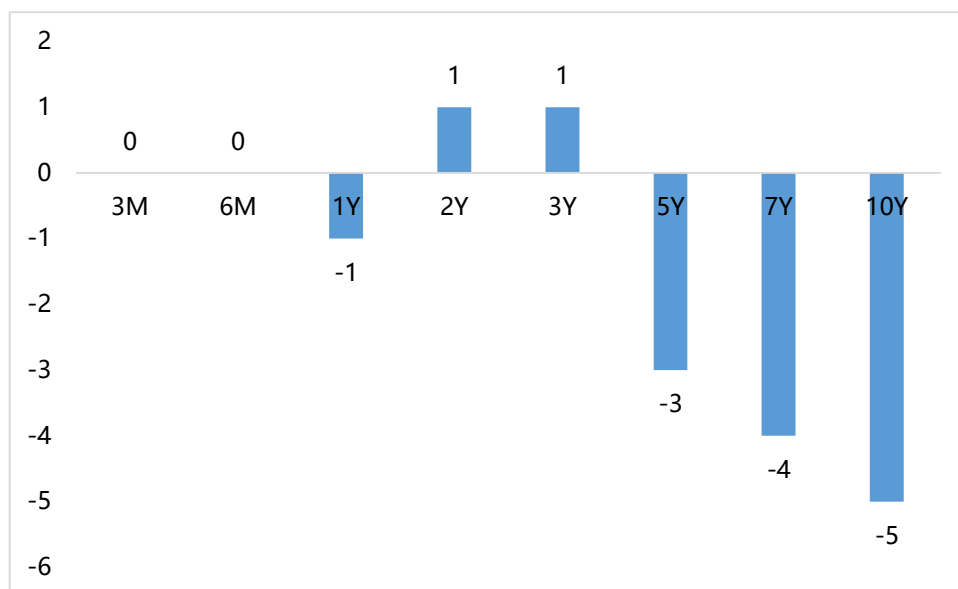
环比	1.79	-1.64	-1.67	2.34	1.69
年初以来	-19.37	-35.24	-48.23	-37.71	-49.12
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.68	12.62
2016 年以来平均值	46.10	36.57	39.11	43.03	44.34
2016 年以来分位数	12.17%	1.30%	0.56%	0.74%	1.57%

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整体上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 7.79BP 至 1.5341，3 年期上行 5.95BP 至 1.7810，5 年期上行 1.95BP 至 1.8901，10 年期下行 0.08BP 至 2.1978。

长期限高等级票据信用利差波动。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.79BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.64BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.67BP。

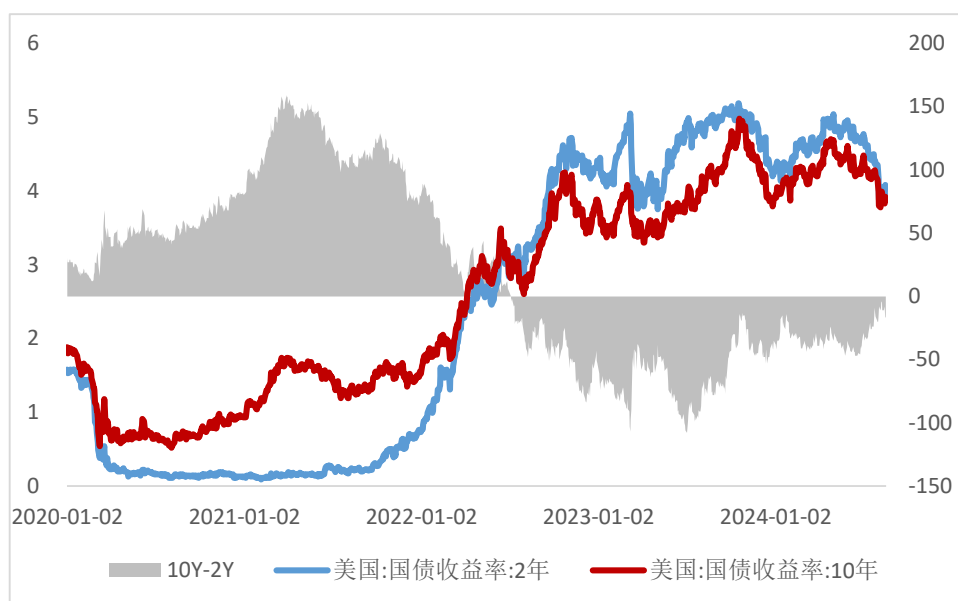
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率分化。上周 10 年期美债收益率下行 5BP，10 年期国债收益率下行 0.08BP，中美利差倒挂程度有所缩小。全周来看，1 年期美债收益率下行 1BP，3 年期美债收益率上行 1BP，10 年期美债收益率下行 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

上周美元指数下行，在岸人民币汇率分化和离岸人民币汇率升值。上周美元指数下行 0.72%，在岸人民币汇率有所升值，中间价贬值 0.02%，即期汇率升值 0.09%，离岸人民币汇率升值 0.16%。

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	102.404	7.1464	7.168	7.1631
对照日期	103.1518	7.1449	7.1746	7.1747
涨跌	-0.72%	-0.02%	0.09%	0.16%

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

国内宏观方面，7 月经济运行总体平稳，但当前美国经济增速有所放缓，地缘冲突有升温可能，外部环境变化带来的不利影响增多，国内有效需求依然不足，新旧动能转换存在阵

痛，经济持续回升向好仍面临诸多困难挑战。7 月是暑期出行旺季，文旅出行支撑社零增长。但社零偏弱反映居民对于未来收入的预期偏弱，居民消费端改善程度不及预期。7 月工业生产增速边际下行，但仍然强于一致预期，显示供需矛盾逐步缓解，但市场出清速度较为缓慢。虽然基建投资增速对固定资产投资有所支撑，但房地产投资低位下行、制造业投资边际回落拖累 7 月固定资产投资增速。因此，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，7 月 CPI 数据基本符合预期，显示美国通胀仅温和回落、仍有黏性，并非衰退情况下的快速下行。我们认为通胀在 3-4 季度可能延续缓慢降温态势。虽然四季度 CPI 同比基数较高，但通胀环比季节性也偏弱。与此同时，7 月美国零售数据超预期，显示美国经济动能放缓但仍有韧性。货币政策方面，我们维持此前的判断，预计首次降息的时间点在 9 月，基准情形下预防式降息 2-3 次。美债方面，在降息之前美债收益率低位震荡，10 年期美债收益率可能在 3.8-4.0% 左右窄幅震荡，当前市场计入的降息预期仍然偏高，继续下行的空间有限，但同时降息落地前美债处于顺风阶段（tailwind），收益率大幅上升概率也较低。美股方面，当前由美国衰退预期、日央行加息引发的套息交易逆转等因素造成的局部流动性冲击已经缓解，但考虑到当前美国总统选举竞争激烈，中东局势仍有不确定性，以及市场对美国经济增长数据高度敏感等因素，美股预计震荡式修复。

（二）权益市场展望和策略

宏观变化：上上周海外市场是在修复美国经济大幅衰退到正常着陆；上周开始修复经济着陆的时间久期。海外市场开始抢跑交易鲍威尔会在杰克逊霍尔会议上，给出更多美国经济软着陆的指引。软着陆预期的修复对于国内市场的影响相对中性，就像之前硬着陆的预期也没有带来太多的影响一样。

7 月社融新增人民币贷款余额为 767 亿元，上一个负值的时间点发生在 2005 年。在房贷利率创新低且去年低基数的情况下，居民中长期新增贷款 100 亿元，还款和新增规模基本打平。企业新增中长期贷款 1300 亿元，只有去年同期的一半水平。我们认为央行的意图并非是要让债券收益率大幅快速上行，它是希望降低债市的短期交易失衡，做好压力测试，避免类似最近日本，去年硅谷银行的错配风险发生；让中小金融机构回归信贷主业，服务地方经济发展。这些应该才是央行近期行为的最好注解。

行业配置：前周策略中提及的“海外科技巨头修复带来的 AI 算力品种反弹；内需 G 端行业在一定程度上会受益于长债品种资金迁移，出现补涨，在上周的交易中都得到了较好的反

映，对应的行业涨幅居前。上上周认为市场已经完成了内需刺激性行业的轮动卡位，上周相关行业跌幅居前。

建议维持哑铃策略：哑铃的左侧是四大行核心红利；哑铃的右侧是内需G端确定性强的行业。左侧的比重应该要多于右侧。市场的复杂修复性反弹，预计会表现为震荡走势，当下属于相对收益重于绝对收益的阶段。

（三）债券市场展望和策略

资金面来看，本周政府债净缴款 704 亿，且尚未进入跨月周，预计资金面压力有所缓解，不过下周公开市场到期规模超 1.5 万亿，需关注央行具体回笼情况。虽然央行近期在持续强调债市风险并实际通过多种途径给市场降温，但从上周央行持续大额净投放呵护流动性来看，收紧流动性并未央行的首选，所以整体而言，后续流动性大概率维持合理充裕状态，只不过受政府债集中发行上量、大行整体仍较缺长钱，预计资金价格中枢难以大幅下行。

基本面方面，不管是外需、内需、金融数据还是高频数据，都指向需求、信心是严重不足的。往后看，实现全年目标，压力不小，政治局会议后，货币政策已经先行，但主要矛盾不在于货币，还是在于财政，财政如果一直没有超预期的政策出台，目前这种局面预计很难打破。

策略上，7 月中下旬以来在央行超预期降息、超常规投放 MLF、外围市场衰退交易等因素共振下，债市做多情绪不断升温，非银机构不断拉久期追逐长端、超长端品种，10 年国债、30 年国债相继下破 2.1%、2.3%，并有进一步升温之势；监管见势果断出手，指导大行持续集中卖出 7 年、10 年国债，交易商协会对江苏 4 家农商行启动自律调查，过热的债市情绪总算有所降温，成交量明显减少，收益率明显上行，7 年、10 年国债活跃券从前期低点上行幅度一度超 10bp，30 年国债活跃券从上周内低点上行幅度也近 10bp，但上周在央行再度开启大额净投放、金融时报模棱两可的表态，市场情绪再起，虽然成交量不大，但收益率下行明显，目前 10 年国债 240011 收益率 2.183%、30 年国债 230023 收益率 2.3775%，已下破市场一度认为央行默认的下限 2.2%和 2.4%，并受市场传闻影响，市场处于宽幅震荡状态，虽然成交量下降明显，但收益率波动明显加大。总结而言，央行虽未选择收紧流动性来给债市降温，主因一方面基本面下行压力较大，需要相对宽松的流动性环境支撑，另一方面，央行也不希望市场过度恐慌进而引发负反馈效应；往后看央行对于长债风险的关注以及对于债市的实际干预预计短期内将持续存在，债市大概率呈震荡状态，策略上建议多看少动。

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。