



全球央行年会召开 美联储 9 月降息路径基本确定

——鑫元周观点（2024. 8. 19-2024. 8. 25）

一、核心观点

宏观方面，高频数据显示当前国内基本面缺乏弹性，宏观政策有待继续加力；海外方面，杰克逊霍尔全球央行年会召开，美联储主席鲍威尔发表讲话称政策调整的时机已经来临，市场预期美联储 9 月开启降息基本已成定局。国内方面，上周基本面较为平淡，并无更多经济数据公布，但从高频数据来看，当前宏观经济仍然缺乏弹性。党的二十届三中全会强调坚定不移实现全年经济社会发展目标，7 月中央政治局会议指出宏观政策持续加力、更加给力，预期后续宏观政策取向将更加积极，关注降准降息等货币政策、增发政府债券等财政政策，以及地产消费等产业政策出台的可能性。海外方面，杰克逊霍尔全球央行年会召开，美联储主席鲍威尔发表讲话称政策调整的时机已经来临，其并未否认 9 月降息 25BP 甚至 50BP 的可能性，市场解读其发言总体偏鸽，美联储 9 月开启降息基本板上钉钉，美股、美债、黄金上涨，美元指数走弱。

权益市场方面，在本周中报利空出尽的探底之后，市场将展开持续性反弹，有望重回 7 月中旬的平台位置。这既是本轮复杂的修复性反弹最后的高潮收尾部分，也是三季度最具可操作性的投资时段。海外市场进入下有美联储保底（降息会有，但幅度取决于数据），上有分子衰退压力（美国经济着陆的进程并未停止）的震荡阶段。上周海外市场有对于分母宽松的抢跑交易，比如黄金的走势，但失业数据显示的经济韧性并未发现明显变化，杰克逊霍尔会议上鲍威尔保持稳健，也未有超预期的指引。所以目前不宜对分母宽松有过多的预期。前周策略中建议：“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”。申万二级行业分类里面涨幅前两位的分别是国有大型银行上涨 4.50%（最近二周国有大型银行涨幅达到 8.72%），轨交设备上涨 3.58%，与策略建议基本吻合。未来市场会先表现为本周中报利空出尽的探底，然后有望出现持续性的反弹，因此建议部分减持之前哑铃策略的持仓，高低切换至短期跌幅较大的消费电子产业链和地产相关出口链，增加组合的进攻性弹性，等待 9 月伊始的市场反弹机会。当然届时也会有新的题材出现，可以适当

参与。

固收市场方面，上周债市主要受资金面均衡偏紧、资金价格中枢上行、交易商协会副秘书长“当前债市存在三个认识误区，有必要予以厘清”的专访等影响，利率债整体呈现震荡偏强走势、长债和超长债表现亮眼，信用债则延续阴跌状态，信用和利率走势有所分化；全周 TL2409 上涨 1.11%，T2409 上涨 0.27%，TF2409 上涨 0.22%；现券来看，30 年 230023 下行 4bp 至 2.3375%，10 年国债 240011 下行 4.05bp 至 2.1475%，一年国股存单收益率上行 3bp 至 1.96%。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。交易商协会副秘书长关于“当前债市存在三个认识误区，有必要予以厘清”的专访足以显示，央行对于债市的干预主要是从宏观审慎角度出发，遏制羊群效应导致长债利率单边下行可能潜藏的系统性风险。同时央行也对目前不少机构“一刀切”暂停国债交易的躺平式状态表示不满。可见“过热”和“过冷”的两个极端市场状态都是央行所不愿意看见的，前者可能潜藏着系统性风险，后者又可能带来流动性隐患。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，另外近期信用持续的阴跌值得关注。

二、宏观动态

（一）国内宏观

国务院总理李强主持召开国务院常务会议。会议审议通过《关于以高水平开放推动服务贸易高质量发展的意见》和《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2024 年版）》，研究促进专精特新中小企业高质量发展的政策措施等。会议指出，要提升服务贸易自由化便利化水平，全面实施跨境服务贸易负面清单，推进服务业扩大开放综合试点示范；全面取消制造业领域外资准入限制措施，抓紧推进电信、教育、医疗等服务领域开放；强化财税、金融、科技、产业、人才等政策协同，全链条支持专精特新中小企业创新发展。

中共中央政治局召开会议，审议《进一步推动西部大开发形成新格局的若干政策措施》。会议指出，西部大开发是党中央作出的重大战略决策，要准确把握西部大开发在推进中国式现代化中的定位和使命，保持战略定力，一以贯之抓好贯彻落实，聚焦大保护、大开放、高质量发展，加快构建新发展格局，提升区域整体实力和可持续发展能力。要持续提升发展内生动力，提升开放型经济水平。要加强重点领域安全保障能力建设，强化能源资源保障，推

进清洁能源基地建设。要因地制宜推进新型城镇化建设，扎实推进乡村全面振兴，巩固拓展脱贫攻坚成果，确保农村人口不发生规模性返贫致贫。

国新办举行“推动高质量发展”系列主题新闻发布会。国家金融监管总局表示，区域金融布局优化主要根据区域经济发展规模、金融总量和发展趋势，以及金融需求变化等因素，各地一直在做，不存在快和慢的问题；推进中小金融机构改革过程中，金融监管总局采取实事求是、稳步推进的原则，不搞“一刀切”；重点对主要股东的行为加强监管，严防大股东操纵、凌驾于中小金融机构之上；今年上半年，民营银行总体是盈利的，有几家民营银行净利润同比有所下降，主要是这些银行与去年同期相比明显加大了拨备计提力度，直接影响了当期利润，导致了民营银行净利润出现阶段性下滑。

国家金融监管总局发布关于《小额贷款公司监督管理暂行办法（征求意见稿）》公开征求意见的公告。网络小额贷款公司应当确保贷款申请受理、风险审核、贷款审批、贷款发放和贷款回收等核心业务环节通过线上操作完成。小额贷款公司不得跨省、自治区、直辖市开展业务。小额贷款公司跨地市展业的条件由省级地方金融管理机构规定。网络小额贷款公司对单户用于消费的贷款余额不得超过人民币二十万元，对单户用于生产经营的各项贷款余额不得超过人民币一千万元。小额贷款公司设立、终止等重大事项统一由省级地方金融管理机构负责，不得下放。

中证协正就修改《首次公开发行股票网下投资者管理规则》向行业征求意见。新规首次提出，网下机构投资者应当设置首发证券风险绩效考核指标，对报价的客观性、审慎性进行回溯验证，对于上市公司上市当年及第二年被实施风险警示、股票终止上市或者经营业绩较上市前一年发生大幅下滑、首发证券暂缓发行、自身不当报价行为引发负面舆情、被投诉或举报等情况，纳入对定价小组成员的绩效薪酬递延支付或者回退机制，并定期向中证协报告。

中美金融工作组举行第五次会议。双方就中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议关于进一步全面深化改革的总体部署、中美经济金融形势与货币政策、金融稳定与监管、证券与资本市场、跨境支付和数据、国际金融治理、金融科技、可持续金融、反洗钱和反恐怖融资以及其他双方关心的金融政策议题进行了专业、务实、坦诚和建设性的沟通。

央行行长潘功胜：研究储备增量政策举措，增强宏观政策协调配合。央行行长潘功胜表示，将围绕货币政策、系统性金融风险防控等职责，加快建设现代中央银行制度。将继续坚持支持性的货币政策立场，引导货币信贷合理增长，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。研究储备增量政策举措，增强宏观政策协调

配合。潘功胜指出，目前，我国金融体系总体稳健。重点领域金融风险正在有序化解。融资平台的数量和存量债务水平不断下降，大部分融资平台到期债务实现了接续、重组和置换，融资成本负担较之前显著下降。当前高风险中小银行数量较峰值已压降近半。

（二）海外宏观

美国 3 月非农总人数下修 81.8 万。美国劳工统计局：年度基准修订的初步估计显示，2024 年 3 月美国非农就业总人数下修 81.8 万人，下修幅度 0.5%。美国 3 月非农就业总人数修正数据公布后，“美联储传声筒”Nick Timiraos 评论称，数据显示，美国就业增长确实不如此前每月报道的那么强劲。除了总人数外，此次报告对就业水平的修正幅度为 0.5%，是 2009 年以来最大的一次。

失业救济人数小幅上涨至 23.2 万人符合预期。美国上周初请失业金人数为 23.2 万人，预期 23 万人，前值自 22.7 万人修正至 22.8 万人；四周均值 23.6 万人，前值自 23.65 万人修正至 23.675 万人；至 8 月 10 日当周续请失业金人数 186.3 万人，预期 186.7 万人，前值自 186.4 万人修正至 185.9 万人。

美联储 7 月会议纪要：绝大多数决策者预计 9 月可能适合降息。美联储会议纪要显示，三周前的美联储货币政策会议上，美联储决策者普遍对通胀会持续回落到联储的目标 2%更有信心，绝大多数人都预计，9 月可能适合降息，一些人甚至认为，根据通胀和就业市场的环境，上月就已经有理由降息。

欧盟委员会披露了对从中国进口的纯电动汽车征收最终反补贴税的决定草案。后续将于 11 月 4 日前作出最终裁定。相比欧盟委员会最初制定的税率，欧委会草案对拟议税率进行小幅调整，且不追溯征收反补贴税。其中，比亚迪 17.0%，吉利 19.3%，上汽集团 36.3%，其他合作公司 21.3%，其他所有非合作公司 36.3%。此外，还决定对特斯拉作为中国出口商实施单独关税税率，现阶段定为 9%。最终措施必须在临时关税征收后 4 个月内实施。包括调查最终结果的委员会实施条例将最迟于 2024 年 10 月 30 日在《官方公报》上公布（最长在调查开始后 13 个月内）。

鲍威尔释放最强降息信号。美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会发表讲话表示，政策调整的时机已经到来，未来的方向是明确的，降息的时机和步伐将取决于数据、前景以及风险的平衡。鲍威尔强调，越来越有信心，通胀率将可持续地回到 2%的目标水平。劳动力市场已从之前的过热状态大幅降温，似乎不太可能在短期内成为通胀压力上升的根源。不寻求也不欢迎劳动力市场状况进一步降温。

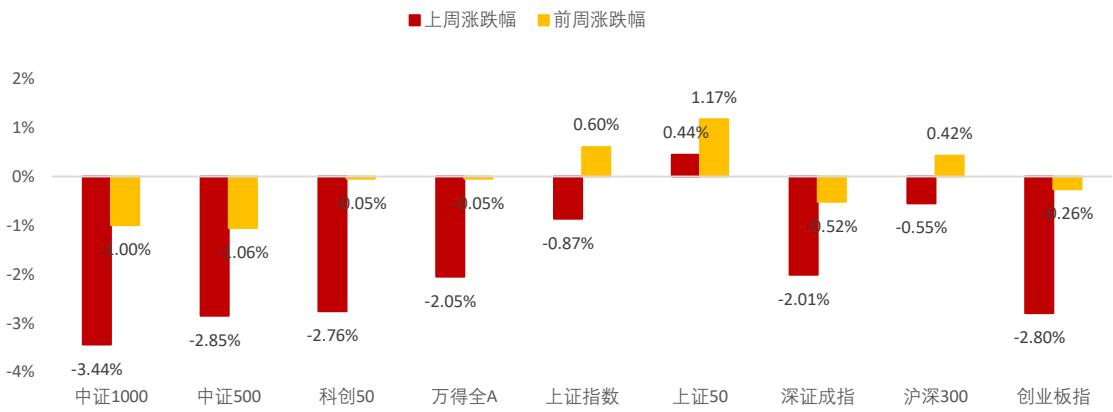
植田和男称经济良好时将继续加息。日本央行行长植田和男在日本国会听证会上表示，日本央行的基本立场没有改变，如果确信经济和通胀发展符合预期，日本央行将继续加息。

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 23 日，上证 50 上涨 0.44%，涨幅居前；中证 1000 下跌 3.44%，中证 500 下跌 2.85%，创业板指下跌 2.80%，跌幅居前。从行业板块看，上周家用电器、银行领涨，美容护理、农林牧渔、医药生物领跌。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2024/8/23	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	12.7	↓ 0.11	21.7	↓ 2.36	33.4%	32.1%	27.9%
深证成指	19.0	↓ 0.42	28.8	↓ 0.97	20.5%	7.9%	0.9%
上证 50	10.4	↑ 0.10	42.2	↑ 2.98	63.2%	65.5%	55.7%
沪深 300	11.5	↓ 0.01	23.4	↓ 0.28	28.2%	21.3%	19.3%
中证 500	19.2	↓ 0.63	4.2	↓ 1.92	5.6%	10.0%	6.7%
中证 1000	28.8	↓ 0.78	9.7	↓ 1.73	9.7%	14.9%	5.9%
创业板指	23.9	↓ 0.71	0.1	↓ 0.18	0.2%	0.3%	0.5%

科创 50	43.3	↓	0.90	31.4	↓	9.59	31.4%	31.4%	32.8%
-------	------	---	------	------	---	------	-------	-------	-------

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）

	2024/8/23	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	↓ 0.20	28.18%	↓ 2.72	28.2%	35.7%	51.8%
煤炭(中信)	11.8	↓ 0.12	64.34%	↓ 0.92	64.3%	94.3%	92.5%
有色金属(中信)	19.1	↓ 0.34	15.71%	↓ 0.30	15.7%	26.1%	37.8%
电力及公用事业(中信)	18.4	↓ 0.64	20.09%	↓ 4.32	20.1%	7.9%	11.5%
钢铁(中信)	28.9	↓ 0.32	61.26%	↓ 0.14	61.3%	79.3%	70.0%
基础化工(中信)	24.4	↓ 1.24	23.62%	↓ 3.43	23.6%	42.0%	33.9%
建筑(中信)	8.0	↓ 0.10	0.36%	↓ 1.41	0.4%	0.6%	0.9%
建材(中信)	18.9	↓ 0.20	48.24%	↓ 0.41	48.2%	75.6%	67.1%
轻工制造(中信)	20.4	↓ 0.57	4.21%	↓ 0.33	4.2%	7.5%	0.5%
机械(中信)	27.1	↓ 0.51	2.01%	↓ 0.65	2.0%	1.2%	1.7%
电力设备及新能源(中信)	22.4	↓ 0.52	6.22%	↓ 0.48	6.2%	11.1%	15.9%
国防军工(中信)	56.2	↓ 0.61	13.98%	↓ 1.72	14.0%	6.3%	5.7%
汽车(中信)	23.7	↓ 0.48	52.44%	↓ 1.32	52.4%	24.2%	0.5%
家电(中信)	13.4	↑ 0.14	4.46%	↑ 1.25	4.5%	6.2%	1.3%
纺织服装(中信)	18.4	↓ 0.21	0.07%	↓ 0.11	0.1%	0.1%	0.2%
医药(中信)	32.0	↓ 1.95	7.55%	↓ 3.83	7.5%	13.4%	7.2%
食品饮料(中信)	19.2	↓ 0.52	11.86%	↓ 0.20	11.9%	0.1%	0.1%
农林牧渔(中信)	177.2	↓ 27.88	92.30%	↓ 0.49	92.3%	84.3%	74.8%
银行(中信)	5.9	↑ 0.21	46.01%	↑ 6.20	46.0%	52.5%	76.1%
非银行金融(中信)	17.1	↓ 0.32	46.59%	↓ 4.95	46.6%	62.5%	71.8%
交通运输(中信)	16.4	↓ 0.12	8.52%	↓ 1.08	8.5%	8.6%	8.9%
电子(中信)	55.4	↓ 3.00	53.95%	↓ 10.11	54.0%	52.2%	43.0%
通信(中信)	20.1	↓ 0.09	10.03%	↓ 0.34	10.0%	17.8%	25.9%
计算机(中信)	72.9	↓ 2.16	42.38%	↓ 2.60	42.4%	18.7%	5.8%
传媒(中信)	31.9	↓ 0.88	5.18%	↓ 2.54	5.2%	8.7%	1.6%
综合金融(中信)	26.6	↓ 0.24	2.52%	↓ 0.75	2.5%	2.5%	2.7%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数估值涨跌不一，银行、家电估值上行较多。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，上周银行、家电估值上行最多，农林牧渔、电子、计算机估值下行最多。当前农林牧渔、煤炭、钢铁、电子、汽车板块估值处于历史较高水平；纺织服饰、建筑、机械、综合金融、轻工制造板块

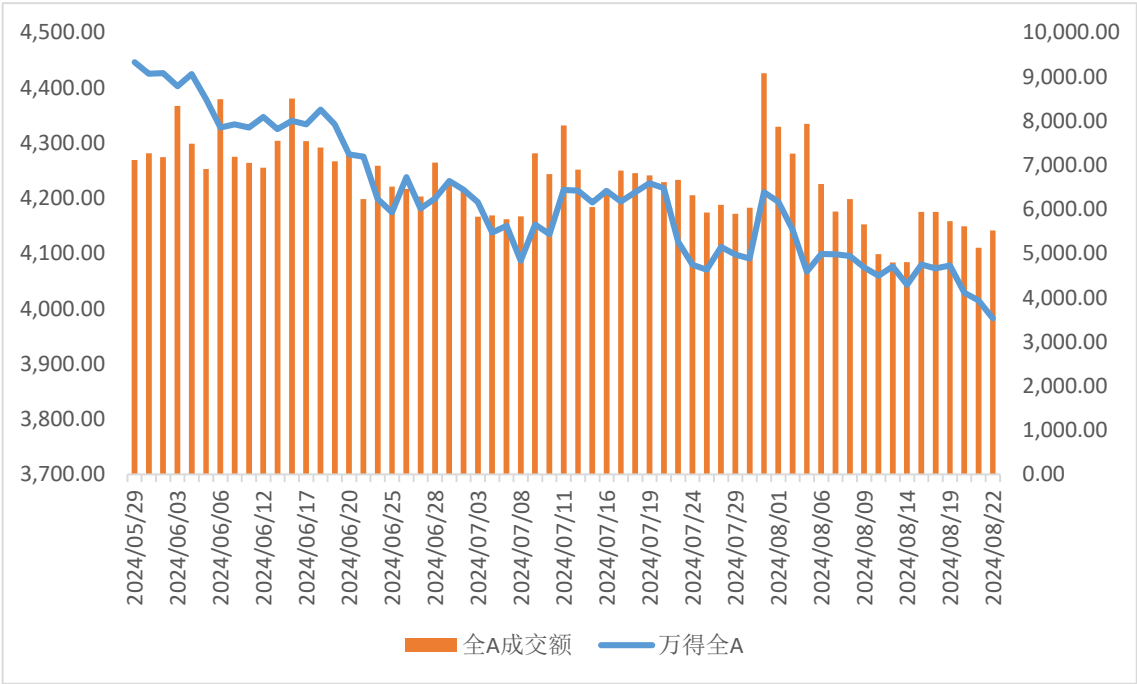
估值处于历史较低水平。

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，上周市场缩量下行。从行业拥挤度的角度，机械，国防军工，汽车的拥挤度较高。

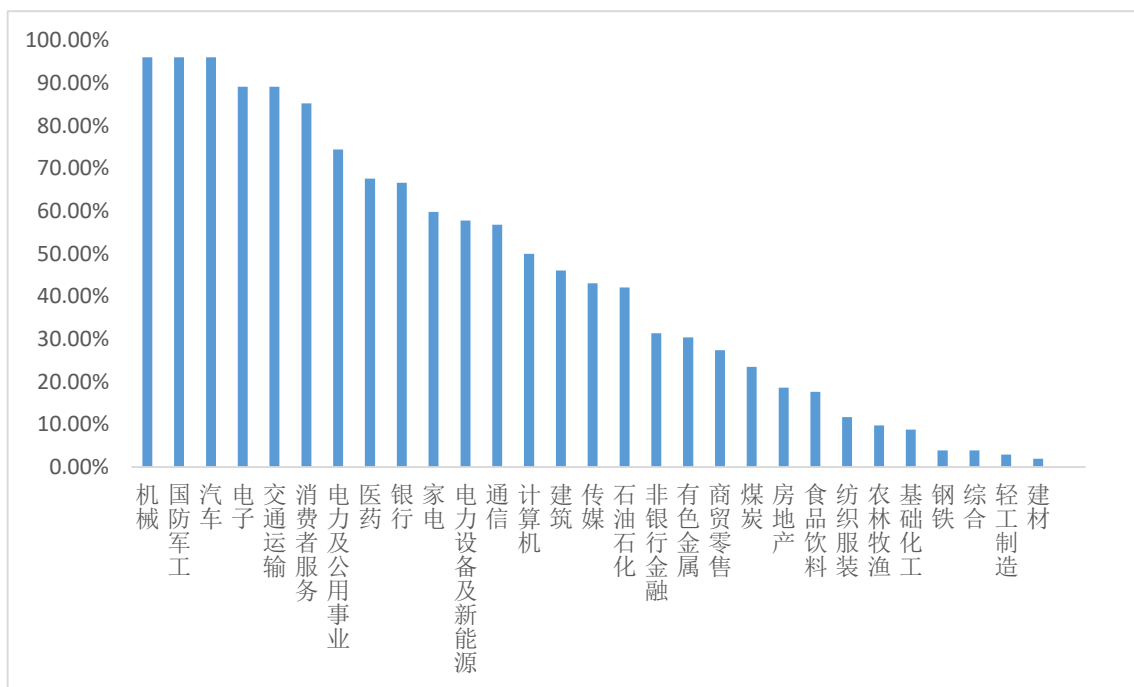
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.55%，处于历史 96.57%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场换手率



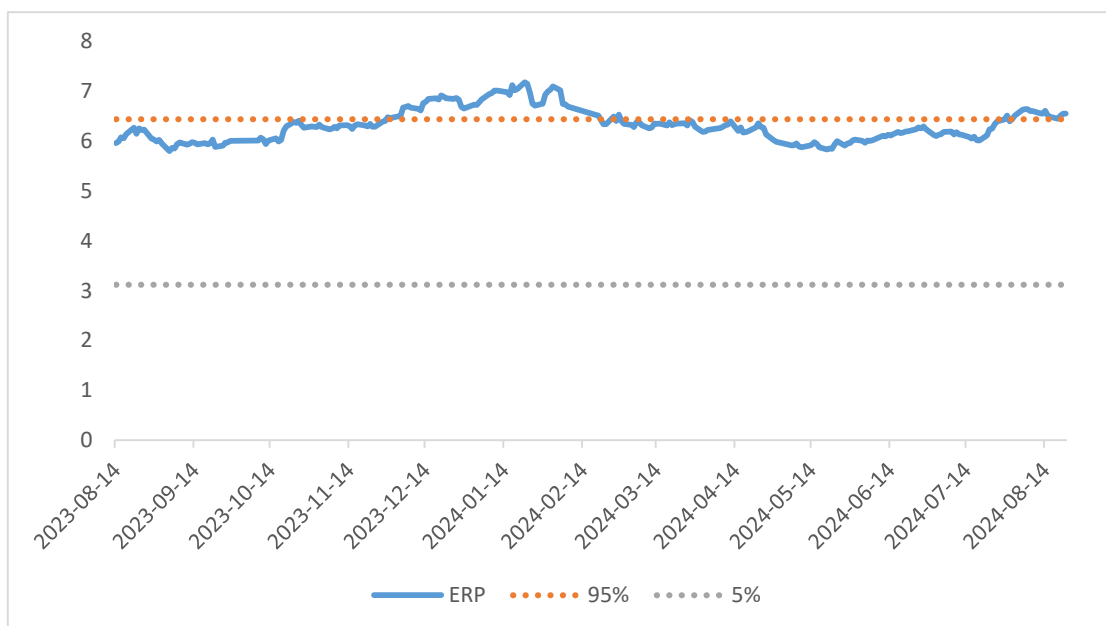
数据来源：Wind、鑫元基金

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

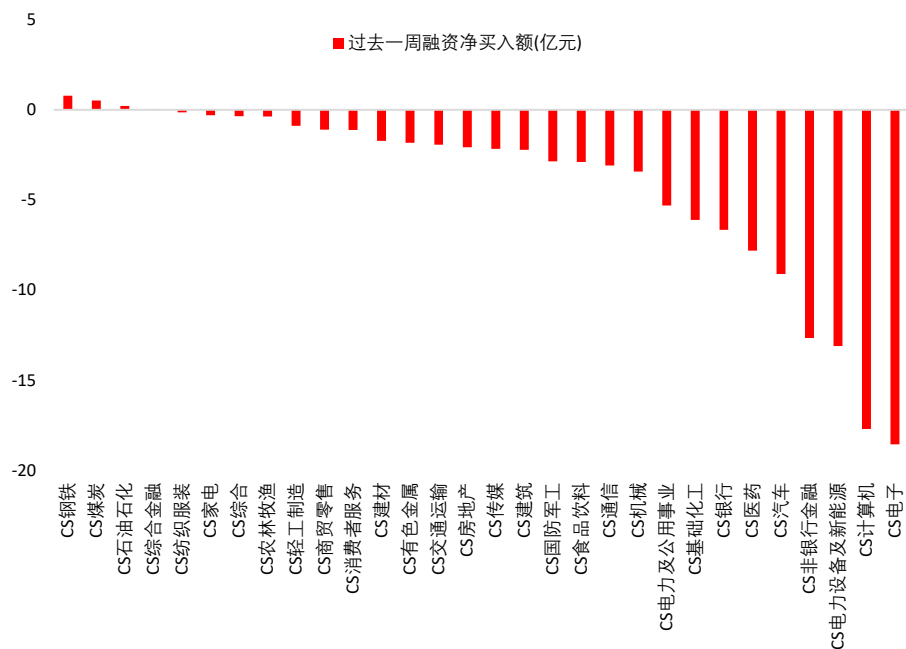


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

8月23日，两融资金占比为3.57%，8月16日为7.32%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至8月23日，上周融资净买入的前三行业为钢铁、煤炭、石油石化。

图 8：上周两融资金行业流向（万元）

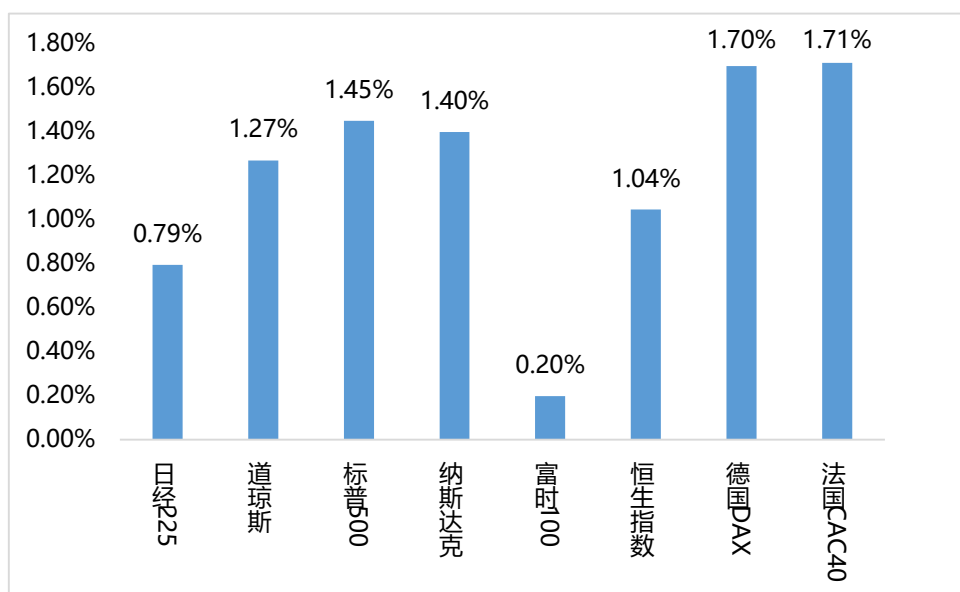


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市集体上涨。美国股市方面，道指上涨 1.27%，标普 500 上涨 1.45%，纳指上涨 1.40%；欧洲股市方面，德国 DAX 上涨 1.70%，英国富时 100 上涨 0.20%，法国 CAC40 上涨 1.71%；亚太股市方面，日经指数上涨 0.79%，恒生指数上涨 1.04%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

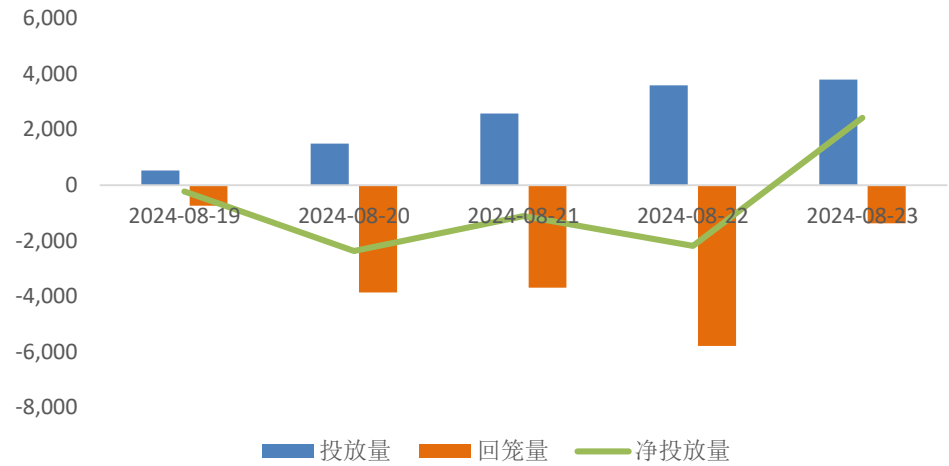


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行进行 11978 亿元逆回购操作，因有 15449 亿元逆回购到期，实现净回笼 3471 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 4000 亿元，地方政府债计划发行 3633.5 元，整体净缴款 4540.3 亿元。

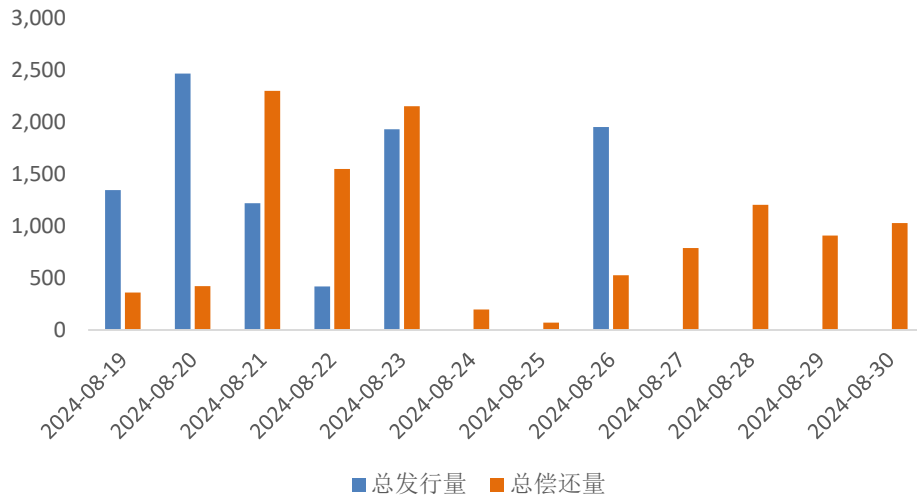
表 1：8 月 26 日-8 月 30 日政府债发行缴款

单位：亿元

	8 月 26 日		8 月 27 日		8 月 28 日		8 月 29 日		8 月 30 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	791.2	0	1260.1	0	105	4000	795.7	0	681.4
到期	300.5	281.3	0	0	0	203.1	4000	62	0	356
缴款	2256.4	497.9	0	828.4	0	1260.1	0	105	0	795.7
净缴款	-23.1		-46.1		-376.7		618.1		531.7	

同业存单发行：本周（8 月 26-30 日）到期 4722 亿元，大幅低于前一周的 7034 亿元，其后一周继续降至 1638 亿元，而后升至 6016 亿元。

图 11：同业存单到期与发行

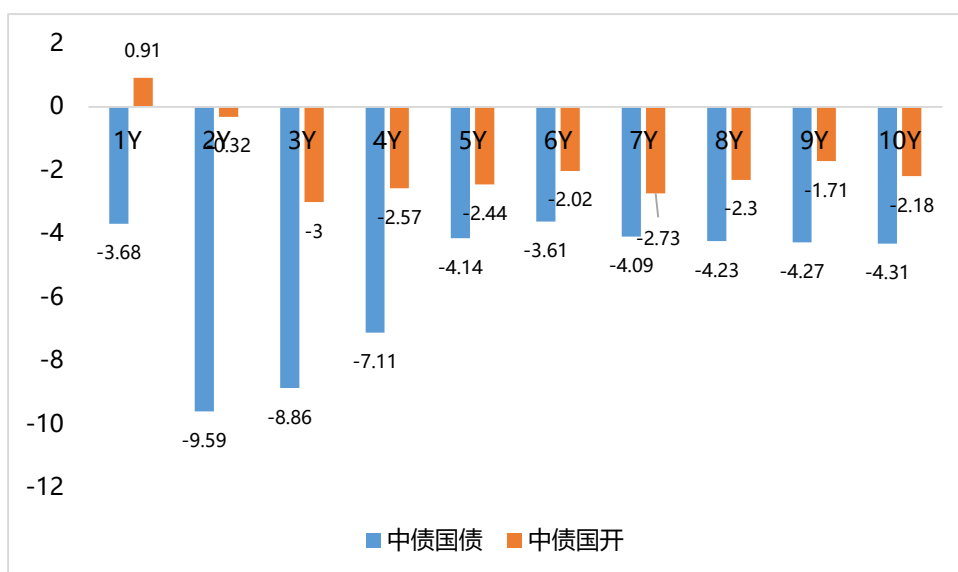


回购市场：政府债净缴款大幅下降，资金面压力有所降低。在大额逆回购到期的情况下，央行持续净回笼资金，上周一至上周四累计净回笼 5886 亿元，上周五恢复净投放 2415 亿元，资金利率伴随央行净回笼一度收敛。DR001 从上周一的 1.69% 上行至 1.81%，R001 从上周一的 1.76% 上行至 1.89%，与 7 天逆回购利差达到 10-20bp，不过中枢较前一周的税期分别下行 9bp、7bp。DR007 从 1.73% 上行至 1.85%，R007 从 1.83% 上行至 1.92%，二者均值分别较前一周下行 6bp、4bp。

票据利率：上周市场交投活跃度较上周明显提升，在国有大行的不断降价带动下，票据利率大幅走低，全期限票价一度均跌至 1.0% 之下，后又随着卖盘出票止盈和大行放缓收票，市场情绪反转，票价跌后回弹。截止上周五，本周 6M 票据利率较上周下行 14BP 至 0.81%，国股 3M 票据利率较上周下行 15BP 至 1.0 %。

（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	19.51	15.63	30.6	22.99
环比	-5.18	4.72	-0.17	-10.23
年初以来	-1.47	4.56	15.08	-7.41
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	18.05	52.57
2016 年以来分位数	22.90%	52.45%	94.51%	16.53%

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

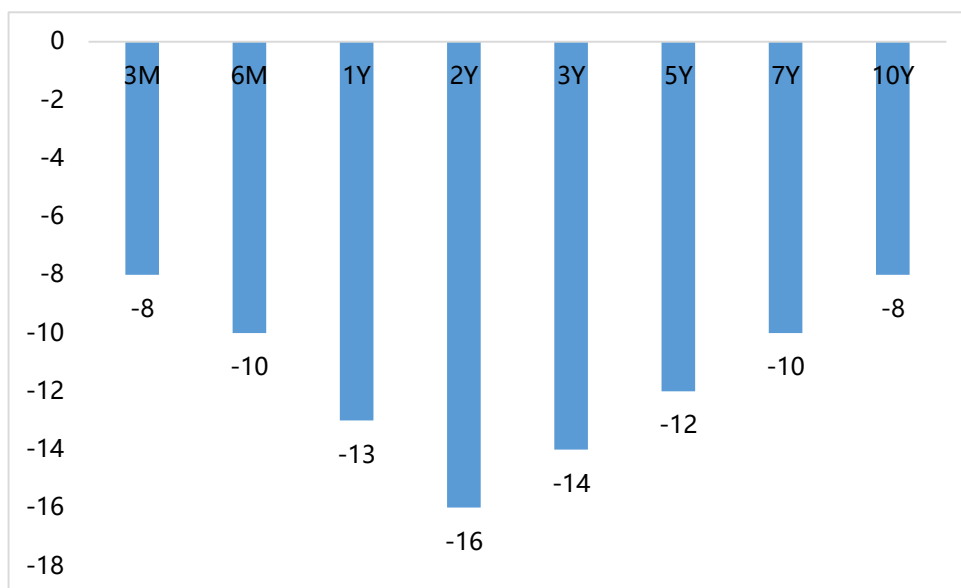
中债中短期票据信用利差					
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	32.81	22	22.88	24.25	26.52
环比	4.35	5.02	7.88	8.13	8.72
年初以来	0.47	-13.23	-14.38	-9.39	-18.6
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	46.07	36.53	39.06	42.98	44.29
2016 年以来分位数	22.11%	9.28%	8.73%	5.96%	9.05%

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下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 3.68BP 至 1.4973，3 年期下行 8.86BP 至 1.6924，5 年期下行 4.14BP 至 1.8487，10 年期下行 4.31BP 至 2.1547。

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 4.35BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 5.02BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 7.88BP。

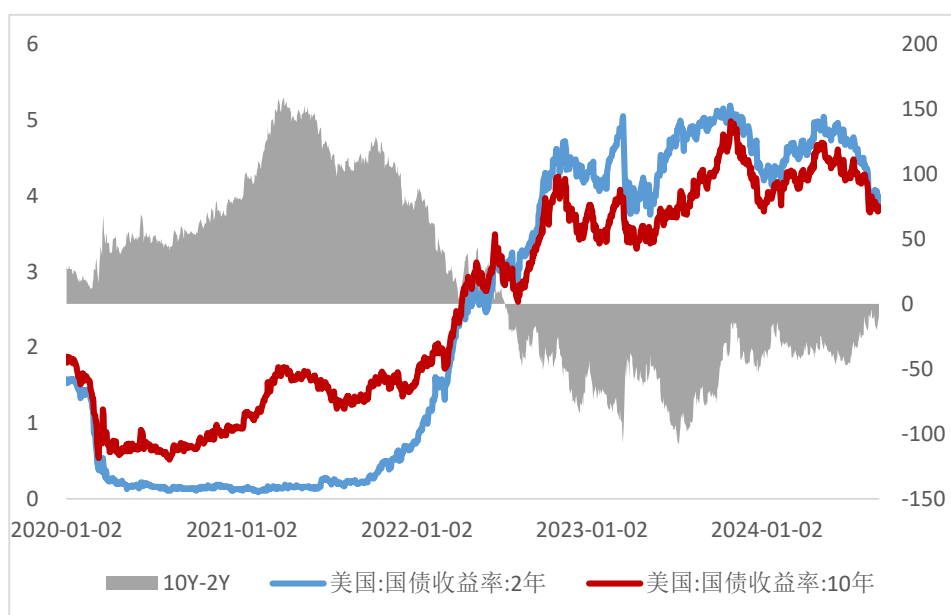
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率整体下行。上周 10 年期美债收益率下行 8BP，10 年期国债收益率下行 4.31BP，中美利差倒挂程度减小。全周来看，1 年期美债收益率下行 13BP，3 年期美债收益率下行 14BP，10 年期美债收益率下行 8BP。

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，在岸和离岸人民币汇率均升值。上周美元指数下行 1.68%，在岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.15%，即期汇率升值 0.44%，离岸人民币汇率升值 0.66%。

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	100.6824	7.1358	7.1368	7.1161
对照日期	102.404	7.1464	7.168	7.1631
涨跌	-1.68%	0.15%	0.44%	0.66%

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，高频数据显示当前国内基本面缺乏弹性，宏观政策有待继续加力；海外方面，杰克逊霍尔全球央行年会召开，美联储主席鲍威尔发表讲话称政策调整的时机已经来临，未来的方向很明确，市场预期美联储 9 月开启降息板上钉钉。国内方面，上周基本面较为平淡，并无更多经济数据公布，但从高频数据来看，当前宏观经济仍然缺乏弹性。螺纹钢、水泥、石油沥青等建筑相关的产业开工率继续位于季节性低位，新房及二手房销售表现一般。党的二十届三中全会强调坚定不移实现全年经济社会发展目标，7 月中央政治局会议指出宏观政策持续加力、更加给力，预期后续宏观政策取向将更加积极，关注降准降息等货币政策、增发政府债券等财政政策，以及地产消费等产业政策出台的可能性。海外方面，杰克逊霍尔全球央行年会召开，美联储主席鲍威尔发表讲话称政策调整的时机已经来临，其并未否认 9 月降息 25BP 甚至 50BP 的可能性，市场解读其发言总体偏鸽，美联储 9 月开启降息基本板上钉钉，美股、美债、黄金上涨，美元指数走弱。

（二）权益市场展望和策略

市场趋势：在本周中报利空出尽的探底之后，市场将展开持续性反弹，有望重回 7 月中旬

的平台位置。这既是本轮复杂的修复性反弹最后的高潮收尾部分，也是三季度最具可操作性的投资时段。

宏观变化：海外市场进入下有美联储保底（降息会有，但幅度取决于数据），上有分子衰退压力（美国经济着陆的进程并未停止）的震荡阶段。上周海外市场有对于分母宽松的抢跑交易，比如黄金的走势，但失业数据显示的经济韧性并未发现明显变化，杰克逊霍尔会议上鲍威尔保持稳健，也未有超预期的指引。所以目前不宜对分母宽松有过多的预期。

行业配置：前周策略中建议：“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”。申万二级行业分类里面涨幅前两位的分别是国有大型银行上涨 4.50%（最近二周国有大型银行涨幅达到 8.72%），轨交设备上涨 3.58%，与策略建议基本吻合。

未来市场会先表现为本周中报利空出尽的探底，然后有望出现持续性的反弹，因此建议部分减持之前哑铃策略的持仓，高低切换至短期跌幅较大的消费电子产业链和地产相关出口链，增加组合的进攻性弹性，等待 9 月伊始的市场反弹机会。当然届时也会有新的题材出现，可以适当参与。

（三）债券市场展望和策略

资金面来看，本周政府债净缴款再度回升至 4000 亿以上，其中周一净缴款在 2000 亿以上，同时公开市场有 11978 亿到期，叠加跨月，对资金面扰动或有所上升，另外周一应该是 MLF 操作时点，由于目前资金价格中枢偏离政策利率较多，且大行较为缺长期资金，目前市场对于周一央行如何操作有较大期待，若加量幅度较大，或者伴随降准等操作，资金面紧张状态将有所缓和。整体而言，央行的呵护态度仍在，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，收益率有所上行；但是持续的成交低迷或许又隐藏着不小的流动性风险，上周三对交易商协会副秘书长关于“当前债市存在三个认识误区，有必要予以厘清”的专访足以显示，央行对于债市的干预主要是从宏观审慎角度出发，遏制羊群效应导致长债利率单边下行可能潜藏的系统性风险，同时也对目前不少机构“一刀切”暂停国债交易的躺平式状态表示不满，可见“过热”和“过冷”的两个极端市场状态都是央行所不愿意看见的，前者可能潜藏着系统性风险，后者又可能带来流动性隐患。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，另外近期信用持续的阴跌值得关注；策略上建议多看少动，可适当关注在市场情绪较弱、信用调整过程中的配置机会。

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。