

债市对股市潜在慢牛行情仍有顾虑

- **一级市场回顾** 上周一级市场国债、地方债和政策性金融债发行规模分别为 0 亿、3516 亿和 1510 亿，净融资额为-2371 亿、2435 亿和-200 亿。金融债（不含政金债）共计发行规模 702 亿，净融资额 388 亿。非金信用债共计发行规模 2146 亿，净融资额-231 亿。可转债新券发行 1 只，预计融资规模 5 亿元。
- **二级市场回顾** 上周股市迎来止盈行情，但债市修复行情受阻。主要影响因素包括：9.3 阅兵行情、债基赎回扰动等。
- **流动性跟踪** 央行净投放流动性、MLF 资金落地，呵护跨月流动性。最终 R001 和 R007 分别较前周下行 2.8BP 和上行 3.3BP。
- **政策与基本面** 1-7 月工业企业利润数据略有改善，8 月制造业景气度低位弱回升。高频数据来看：生产端多数回落，消费端服务消费回升商品回落，价格端分化。
- **海外市场** 特朗普加强对美联储的施压，9 月降息预期上行。10 年期美债收盘在 4.23%，较前周下行 3BP。
- **权益市场** 本周 A 股市场延续涨势，万得全 A 周内上涨 1.90%，科创 50 指数暴涨 7.49%，通信、有色板块领涨。成交放量，全 A 日均成交量 2.98 万亿元，周度日均成交额放量 3956.51 亿元。截至 2025 年 8 月 28 日，全 A 融资余额 21319.24 亿，较 8 月 21 日增加 964.77 亿，融资余额持续净流入，方向上仍以“创”为主，警惕短期市场过热风险。
- **债市策略展望** 经过 8 月债市调整后，长端利率债收益率回到了对配置盘有相对吸引力的点位，进一步上行空间有限，但短期内债市做多动力也较为不足，9 月或更偏震荡市，债市右侧逻辑尚未成立：一是，央行对流动性保持呵护有度的态度，年内降准降息意愿有限，资金利率难见大幅下行；二是从 8 月底 A 股表现来看，股市有望通过 9.3 前部分投资者集中止盈的压力测试，继续表现偏强，在此背景下债基的赎回扰动或持续；三是，从全市场久期等数据来看，本轮调整中债市高拥挤度未出现明显改善，投资者持续对利空因素较为敏感，更易止损（止盈）；四是，今年配置盘负债端增速有限，叠加前期承接了较多政府债新发需求，对二级市场的支持力度偏弱。因此，虽然基本面和资金面对债市仍较为友好，但交易拥挤度偏高加之股市有望维持偏强运行，利率情绪的大幅修复仍需等待来自货币政策宽松和基本面大幅下行等更为明确的信号。转债市场方面，指数高位震荡，周中有所下行。临

近大阅兵时点，部分资金抢跑止盈，在周中的时候转债指数大幅度调整。转债价格中位数来到 136 块的高位后，资金止盈放大波动在情理范围中，展望中期视角，转债供需的结构尚未逆转，产业上 DeepSeek 新模型适配国产芯片，英伟达在中国市场的不可替代性正逐步削弱，国产替代趋势被强化，进入下半年转债不乏主题性机会；经过调整后转债价格中位数下移，择券空间有所修复。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。