股债持续共振，债市持续承压——债市周评（2025 年 9 月 1 日-9 月 6 日）

摘要:

9 月 1 日至 9 月 6 日，资金面小幅收紧，资金价格保持低位震荡。至 9 月 6 日，DR001 收 1.3163%,较上周下行约 2BP,R001 下行约 5BP 至 1.3609%,DR007 下行约 8BP 至 1.4372%，R007 下行约 6BP 至 1.4566%。本周存单市场收益率窄幅震荡，整体曲线无显著变化。至 9 月 6 日，1 年期 AAA 存单利率上行约 0.5BP，收于 1.675%。**下周市场将面临公开市场操作和存单到期双重压力，银行体系净融资规模或温和收缩。预计资金面将呈现边际趋紧态势，但资金利率有望维持稳定。**

9 月 5 日晚间，证监会正式发布《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》（征求意见稿），并向社会公开征求意见。征求意见稿中，调降公募基金认购费、申购费、销售服务费率，同时规定所有赎回费归入基金资产，但将债券基金赎回费拉平至股票基金、混合基金水平。**《管理规定》征求意见稿中拟定的债券基金赎回费率对比当前市场水平偏高，可能抑制当前债券基金的投资活跃度。**

受权益市场热度持续走高,本周债券市场收益率先下后上,延续七月底以来的熊市行情。随着股市热度的持续走高，债与股之间的共振效应持续走强。若股市保持当前乐观局面，投资者要求资产回报率也将随之攀升，资金从债市流向股市的趋势则会愈发明显，债市仍将承压。

下周，预计资金面保持当前水平，债券市场收益率将小幅上行，预计短期债券收益率震荡，中长期债券收益率上行，收益率曲线熊陡。

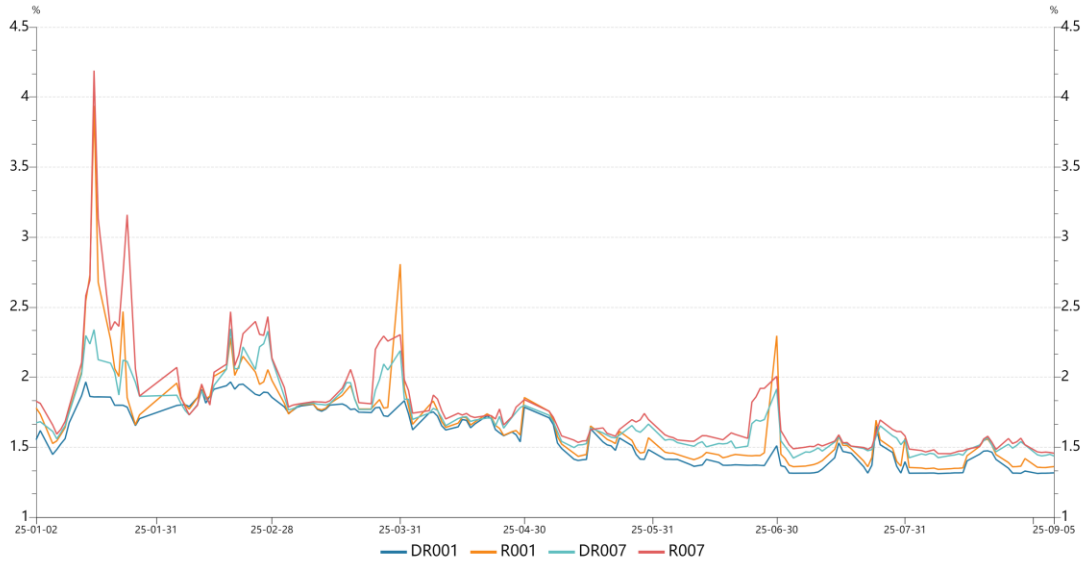
一、资金面流动性边际收紧，资金价格保持低位

9 月 1 日至 9 月 6 日，资金面小幅收紧，资金价格保持低位震荡。至 9 月 6 日，DR001 收 1.3163%，较上周下行约 2BP，R001 下行约 5BP 至 1.3609%，DR007 下行约 8BP 至 1.4372%，R007 下行约 6BP 至 1.4566%。本周公开市场操作净回笼-12,047.00 亿元，全周逆回购共投放 10,684.00 亿元，逆回购到期 22,731.00 亿元，买断式逆回购等量续作 1 万亿元，下周 10,864.00 亿元公开市场操作到期。本周银行体系净融出维持高位，全周日均净融出约为 3.8 万亿元。

本周存单市场收益率窄幅震荡，整体曲线无显著变化。至 9 月 6 日，1 年期 AAA 存单利率上行约 0.5BP，收于 1.675%。本周存单发行量为 5,825.00 亿元，净融资额为 2,524.50 亿元，下周 12,521.70 亿元存单到期。

当前资金面受央行持续净回笼影响边际收紧，但银行体系净融保持高位，资金价格亦无显著变化。**下周市场将面临公开市场操作和存单到期双重压力，银行体系净融资规模或温和收缩。预计资金面将呈现边际趋紧态势，但资金利率有望维持稳定。**

图 1 近期资金利率走势

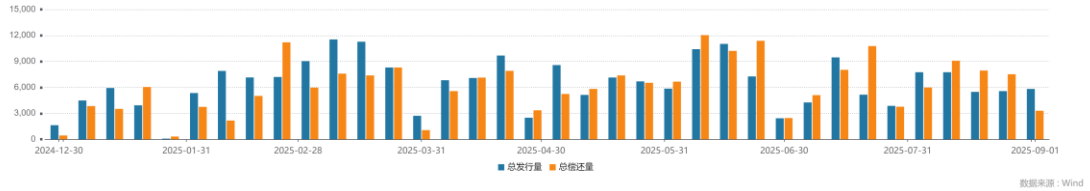


数据来源：wind

图 2 存单利率走势

数据来源：wind

图 3 存单发行与到期情况



数据来源：wind

二、销售费用调整在即，债基或面临较大冲击

9 月 5 日晚间，证监会正式发布《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》（征求意见稿），并向社会公开征求意见。较 2013 年修订版《管理规定》，做出了以下调整：

1、降低申购、认购费率和销售服务费率。征求意见稿将股票型基金的认购费率、申购费率上限由 1.2%、1.5%调降至 0.8%；将混合型基金的认购费率、申购费率上限由 1.2%、1.5%调降至 0.5%；将债券型基金的认购费率、申购费率上限由 0.6%、0.8%调降至 0.3%。同时，股票型基金、混合型基金的销售服务费率上限由 0.6%/年调降至 0.4%/年；将指数型基金、债券型基金的销售服务费率上限由 0.4%/年调降至 0.2%/年；将货币市场基金的销售服务费率上限由 0.25%，调降至 0.15%/年。

2、所有赎回费归入基金资产，归投资者所有。征求意见稿将现行赎回费率部分归基金资产所有、部分归基金销售机构所有的模式，变更为基金赎回费将全部归入基金资产，即归投资者所有。

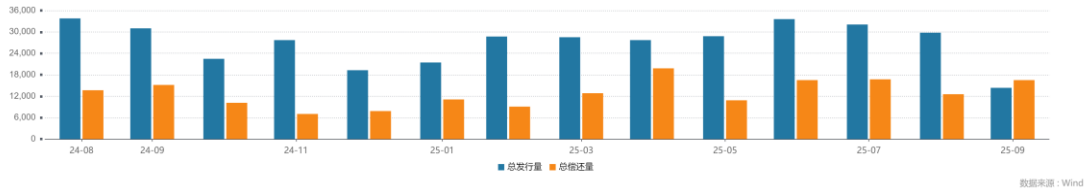
3、债券基金赎回费拉平至股票基金、混合基金水平。根据最新征求意见稿，所有公募基金对持有期少于七日的投资者，收取不低于赎回金额 1.5%的赎回费；对持有期满七日、少于三十日的投资者，收取不低于赎回金额 1%的赎回费；对持有期满三十日、少于六个月的投资者，收取不低于赎回金额 0.5%的赎回费。根据 2013 年修订版《管理规定》，债券基金可自行在招募说明书约定赎回费率，当前债券基金普遍对持有期满七日投资者免除赎回费。

近年来，证监会连续对公募基金费率进行改革，旨在将更多投资收益分配至投资者。**《管理规定》征求意见稿中拟定的债券基金赎回费率对比当前市场水平偏高，可能抑制当前债券基金的投资活跃度。**

三、股债共振，债市承压

6 月以来，政府债券发行量平稳下降，**本周政府债券（国债+地方政府债+政策银行债）共发行 5,629.61 亿元，净融资 3,170.39 亿元。**根据以往经验，进入三季度政府债券融资将随发行计划的完成而逐步回落，新增大规模供给可能性较小。

图 4 政府债券发行与到期情况

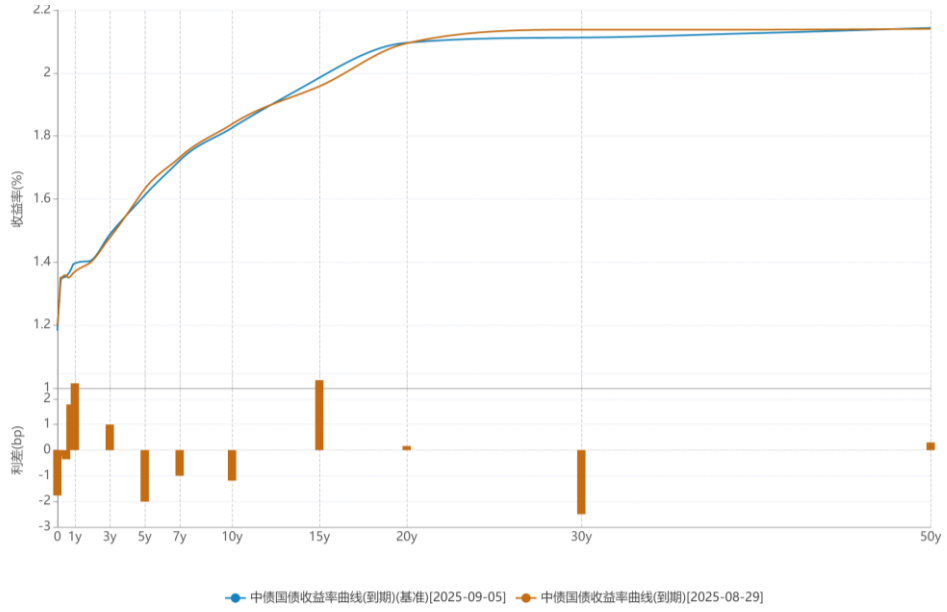


数据来源：wind

受权益市场热度持续走高，本周债券市场收益率先下后上，延续七月底以来的熊市行情。具体来看：周一，国家统计局公布制造业 PMI 为 49.4%，收益率迅速上行，日间受配置情绪影响债券收益率持续下行。周二，盘初股市走弱，债券收益率保持低位震荡，午间机构止盈行为推动收益率小幅上行，晚间央行公布 8 月各项工具流动性情况，债券收益率再次下行。周三，受股票市场回调影响，债券收益率走出单边下行行情。周四，股票市场持续走弱影响，债券收益率保持低位震荡。周五，股市强势拉升，沪指收盘重回 3800 点，十年国债到期收益率一度突破周初开盘价。

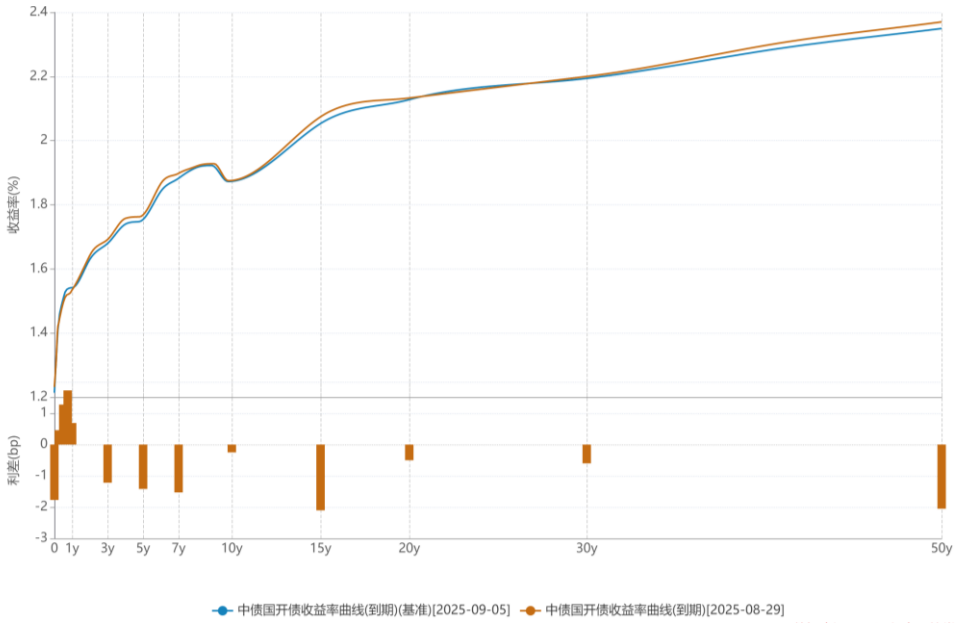
截至 9 月 5 日，1 年期国债收 1.3959%，较上周上行约 2.5BP；5 年期国债收 1.6121%，较上周下行约 2BP；10 年期国债收 1.8260%，较上周下行约 1BP，30 年期国债收 2.1125%，较上周下行约 2BP。1 年期国开债收 1.5415%，较上周下行约 0.5BP；5 年期国开债收 1.7543%，较上周上行约 1.5BP；10 年期国开债收 1.8731%，较上周下行约 0.3BP。

图 5 国债收益率期限结构



数据来源：wind

图 6 国开收益率期限结构



数据来源：wind

随着股市热度的持续走高，债与股之间的共振效应持续走强。过去三年，股市与债市的相关性并不显著，传统分析框架也较少将股市视为债市的主要影响因素。自 8 月以来，市场走势表明，股债相关性明显增强——股市正成为影响债市的重要外生变量。回顾 7 月以来的行情，尽管基本面未出现实质性变化，但科技板块领涨带动指数走强，反映出市场对股市增长预期的重新定价。**若股市保持当前乐观局面，投资者要求资产回报率也将随之攀升，资金从债市流向股市的趋势则会愈发明显，债市仍将承压。**

下周，预计资金面保持当前水平，债券市场收益率将小幅上行，预计短期债券收益率震荡，中长期债券收益率上行，收益率曲线熊陡。