债市周度讨论会 20260907

宏观波动期把握节奏，债市看好超长端供给切换

摘要

- 宏观不确定性压制风险偏好，美联储加息预期波动导致高估值成长股承压，市场呈现增量资金匮乏与板块快速轮动的特征。
- 9 月中下旬为关键决策窗口，需关注美国 CPI、FOMC 会议及地缘政治落地；建议采用哑铃型配置，提升红利与价值资产仓位。
- 可转债市场处于低夏普比率状态，预期 2026 年底回报仅 2%-3%，波动率达 5%-6%；应规避双高品种，关注低价权重券及次新券。
- 2026 年政府债发行节奏后移，9-11 月净融资额处于高位，10 月与 11 月将迎来全年利率债供给压力峰值。
- 2027 年 6 万亿置换债计划结束将减少 2 万亿净融资，显著缓解超长端供给压力，该预期或在 2026 年 Q4 提前定价。
- 债市基本面支撑仍存但赔率偏低，短期受日历效应与供给压力扰动，建议区间波段交易，结构上相对看好超长端债券。

Q&A

当前股市呈现出哪些核心特征，其背后的市场逻辑或叙事是怎样的？

近期股市呈现出缩量下跌、放量不涨的典型特征，指数画像表现为涨不动也跌不深。个股回报分布呈哑铃型，主要是便宜或跌幅较深的股票上涨。这些特征背后反映了市场正在演绎的四套逻辑： 第一，不确定性限制了风险偏好。例如，美联储加息预期在过去一周内反复波动，导致市场缺乏确定的交易方向，A 股和美股的风险偏好均被消耗。即便美国通胀数据有所改善，分母端的压力也难有根本性缓解，高估值成长股大概率将继续承压。 第二，市场结构不稳定，导致做多信心与能力均显不足。前期涨幅过高的 AI 算力板块出现波动，且市场呈现“今天涨、明天跌”的负相关性。增量资金匮乏，交易主体主要是被动型 ETF 或配置型资金，多数主动型产品呈短期流出状态。同时，市场对未来预期不够积充分定价的板块涨幅过高，而便宜的板块则被认为逻辑不够强或缺乏持续之缺少重磅做多信号，制约了市场信心。 第三，板块与风格轮动，但主尚不明确。投资者分化明显，一部分坚持在科技板块内部轮动，不愿涉足

人在草木间

估值板块；另一部分配置型投资者则因介意估值分化而选择买入便宜的补涨方向，但并不认为其具备持续上涨能力，因此操作上表现为灵活的轮动。 第四，地缘政治与宏观政策等领域的众多不确定性因素尚未落地。外部环境方面，9 月份的中美领导人会晤、中东局势、俄乌冲突等事件均未明朗，油价高位运行。国内方面，多数政策处于待验证和待兑现阶段，其效果有待后续经济数据（尤其是 9 月底数据）检验。尽管国内政策密度不低，但市场对政策节奏和力度的看法存在分歧，难以形成共识性的做多力量。

鉴于当前复杂的市场环境，后续操作的建议是什么，尤其是在投资时点和方向选择上？

当前最重要的任务是做好选择，核心在于把握节奏（时点）和结构（方向）。 在时点选择上，9 月中下旬可能是比较理想的决策窗口，届时多项不确定性因素有望落地或兑现，做出选择的胜率相对较高。关键时间节点包括：9 月 11 日公布的美国 CPI 数据，这是判断美联储加息周期的重要参考；之后的美联储 FOMC 会议决议，市场关注其是否会改变当前隐含的 1-2 次加息预期；此外，还包括中美元首会晤互动以及 10 月份的中办会议等。 在方向选择上，需要围绕前述四个市场核心问题进行应对，寻找最大公约数： 第一，为应对宏观不确定性，建议提升红利和价值型资产的仓位，采用短久期策略。对于长久期的科技成长股，不宜轻易加仓，最好等待 FOMC 会议结果明朗后再做决策。 第二，针对增量资金不足和市场结构拥挤的问题，应保持中性仓位，并强调交易纪律的重要性。建议采取右侧交易策略，不追高、不提前抢跑。 第三，对于风格与板块轮动方向不明的情况，推荐采用灵活的哑铃型配置。当前可以博弈一些低位的顺周期、猪周期及部分消费板块的机会，若后续修复逻辑兑现则可继续持有，否则应及时调整。在科技板块，建议不提升总体仓位，仅在内部围绕独立景气或国产替代逻辑进行高低切换，可关注 AI 发电和 AI 上游物料方向，其拥挤度相对低于纯 AI 硬件。 第四，为应对国内外事件的不确定性，应保持少量仓位配置于具备政策或地缘期权属性的品种，例如央企地产、头部券商，也可适度配置军工板块。

当前可转债市场的整体状况如何，年底前的预期回报和潜在风险是怎样的？

当前可转债市场大概率仍处于一个低夏普比率的状态，即预期回报不高而波动性可能较大。预计到 2026 年年底，可转债的整体回报可能仅为 2%至 3%，这已是偏乐观的估计，实际回报甚至可能更低。然而，其波动性可能达到 5 至 6 个点。这主要是因为当前可转债整体估值过高，性价比差。特别是高价转债，若市场出现普遍性、集中性的赎回，可能在一两周内出现 5%至 6%的回撤。因此，整体判断转债市场处于弱势普跌、低夏普比率的状态。

针对当前可转债市场的特点，具体的投资策略和品种选择上有何建议？

建议投资者保持中性仓位。不完全降低仓位是因为相对于纯债市场，可转债的机会仍然略大；但不建议采取激进仓位，因为其整体风险收益比不佳。 在具体品

种选择上，策略总结为两点： 第一，主要的配置仓位应集中于低价的权重类品种。这类品种至少能获得转债 ETF 等被动型产品的配置需求，性价比较高。 第二，对于追求弹性的交易型仓位，可以关注上市 6 个月以内的次新券。这类券种没有赎回风险，如果其基本面逻辑足够好，可以作为交易性机会进行博弈。 需要明确规避的是双高（高价格、高溢价率）品种。许多价格在 150-160 元的转债，其溢价率甚至高达 30%-40%以上，一旦正股市场出现波动，极易发生价格和估值的双杀，动辄可能下跌 20%-30%。因此，高价转债不作推荐，并建议及时规避。

2026 年剩余时间内的债券供给额度、节奏如何，是否存在无法按计划完成发行的可能性？此外，考虑到 2027 年置换债将退出，以及新型政策性金融工具的启动，第四季度的整体利率债供给格局将呈现何种态势？

2026 年年初安排的财政工具合计为 13.89 万亿，低于 2025 年包含 5,000 亿结存限额在内的 14.36 万亿，显示财政力度并未整体加码。这 13.89 万亿包括 5.89 万亿赤字（贡献一般国债和一般地方债）、1.3 万亿超长期特别国债、3,000 亿注资特别国债、4.4 万亿新增专项债以及 2 万亿置换债。 截至 2026 年 8 月底，政府债剩余发行额度为 4.77 万亿，其中新增专项债剩余 1.47 万亿，整体发行进度为 66%，较 2025 年同期的 76%慢了 10 个百分点。发行进度偏慢的原因各有不同：一般国债主要是由于 1-8 月到期量同比增加 1.08 万亿，导致净融资额被压低，而 9-12 月到期量将同比减少 9,391 亿；特别国债则因原计划 6 月发行的 3,000 亿注资特别国债延迟；地方债发行慢主要体现在新增项目类专项债上，原因包括合意项目储备不足、审批趋严以及发行资源向化债倾斜。历史上，国债仅在 2021 年出现过明显未发完的情况，而地方债通常仅有小额结转。因此，判断 2026 年政府债大面积发不完的概率较低，大概率能够完成年初计划，只是发行节奏后移。根据测算，在基准情形下，9 月、10 月和 11 月的政府债净融资额预计分别为 1.4 万亿、1.2 万亿和 1.3 万亿，同比分别增加约 2,600 多亿、6,200 多亿和 600 多亿。12 月净融资额将回落至 8,000 多亿。9-12 月月均净融资额为 1.19 万亿，相比 7-8 月的月均 1.1 万亿，供给压力并未明显回落。不过，从期限结构看，长端和超长端政府债的净供给压力自 9 月起将有明显缓解。政策性金融债方面，2026 年前 8 个月净融资额仅为 2,500 亿，远低于 2025 年同期的 1.74 万亿。但 8,000 亿新型政策性金融工具的启动将带来相应规模的政金债净融资。若将此考虑在内，9-12 月利率债（政府债+政金债）的合并净供给预计分别为 1.21 万亿、1.78 万亿、1.81 万亿和 8,900 多亿。这意味着 10 月和 11 月将是全年利率债供给压力的峰值。 对于 2027 年，最确定的变化是为期三年总额 6 万亿的置换债计划将于 2026 年底结束。置换债的退出将使政府债净融资规模减少约 2 万亿。由于 2026 年发行的置换债中，10 年期以上占比近七成，贡献了 1.46 万亿的超长债供给（占全年超长政府债发行总量的四分之一），其退出将显著减轻 2027 年超长端债券的供给压力。市场对此的定价预期可能会提前在 2026 年第四季度反映。

基于当前宏观基本面、市场赔率以及四季度供给压力等因素，对后续债市的整体观点和投资策略有何建议？

从宏观层面看，内需疲弱、融资需求差以及稳增长政策预期不足且力度有限等基本面因素，依然对债券市场形成有力支撑，因此债市向好的大方向并未改变。 然而，市场也面临一些不利因素和扰动。首先，当前市场的赔率已处于较低水平，同时基金久期普遍拉高，在此位置大幅做多的难度较大。其次，短期扰动因素增多，包括 9 月份市场存在的日历效应、尚未完全释放的供给压力、季末信贷冲量以及降息预期偏弱等，这些因素限制了长端和超长端收益率的下行空间。此外，近期海外债市收益率集体走高也构成外部压力。 综合来看，当前债市处于一个胜率较高但赔率不足、上行空间有限的状态，短期波动可能略有增大，趋势性操作难度较高。因此，建议采取“进可攻、退可守”的策略，在区间内进行波段交易。 在结构性机会方面，相对更看好超长端债券的表现。主要原因有三点：第一，目前 30 年与 10 年期国债的期限利差仍处于历史较高分位数水平；第二，尽管四季度利率债总供给压力不减，但超长端部分的净供给压力自 9 月后将出现明显回落；第三，市场对 2027 年因置换债退出而导致的超长债供给减少已有预期。对于短端，在资金面相对平稳的背景下，存单具备一定的票息价值。