债市平论：胜率和赔率，哪个更重要？20260907

2026 年 Q3 债市策略：供给放量扰动有限，信用债极致演绎下精选结构

摘要

- 2026 年 Q3 债市利空聚焦央行防风险态度及广义财政供给节奏，但当前“一致看多、行为分歧”的格局使交易风险整体可控。
- 央行操作维持“缩短放长”中性偏支持，非银机构自 3 月持续降杠杆，基金杠杆率约 100%，资金面收紧对长端利率冲击有限。
- 预计 9 月三周至 12 月政府债净融资同比多增 1-1.5 万亿，供给压力集中于 9-10 月，但银行“资产荒”驱动资金由贷转债，利好债市承接。
- 信用债收益率与利差已至极致低位，建议标配 3 年期内普通信用债，城投策略可下沉至 2-3 年期，关注 5 年期二永债交易机会。
- 城投平台 2026 年中报向好，资产负债表扩张放缓，长期股权投资增加反映转型迹象，自由现金流受投资支出收窄而边际修复。
- 转债市场因强赎条款敏感性出现溢价压缩，建议控制仓位，关注强赎保护期内的新券、临期低溢价品种及具备化债预期的下修标的。

Q&A

从胜率和赔率的角度来看，当前债券市场的核心矛盾是什么？回顾 2024 年三季度和四季度的市场情况，对当前有何借鉴意义？

当前市场的主要矛盾在于胜率与赔率的权衡。市场普遍认为胜率尚可，但赔率有限。然而，这一困扰在 2026 年一季度和二季度也同样存在。回顾历史，2024 年三季度市场对货币宽松的预期不足，加之央行对利率风险保持关注并推出借券、国债买卖等新工具，导致市场对政策走向理解不清。这造成了期限利差和信用利差的极端压缩，例如 30 年与 10 年期国债利差在 2024 年 9 月 23 日一度压缩至 10 个基点，5 年期二级资本债与 10 年期国开债的利差甚至倒挂至负 10 个基点。直至 2024 年四季度，政策基调转为“适度宽松”，叠加配置力量的推动，利率才得以向下突破。这表明，即使没有政策基调的明确转变，资金的配置需求本身

也能驱动利率下行。

进入 2026 年三季度，影响债券市场的两大主要利空因素是什么？如何评估央行的政策态度及其对市场的影响？

进入 2026 年三季度，市场关注的利空因素主要有两点：一是央行的政策态度，二是广义财政的增量政策及供给节奏。 关于央行的态度，其核心关注点在于防范金融风险，特别是银行业的风险，这一关注点源于 2023 年的硅谷银行事件，旨在避免银行过度进行期限错配和拉长久期的行为。对于非银机构，其市场化行为的交易风险目前并不大。当前基金仓位虽处历史高位，但分歧度也很大，与 2025 年六七月间市场一致看多且一致做多的高点情况不同，目前是“一致看多，但行为不一致”，这种联合博弈下的高仓位、高分歧度格局对应的交易风险相对可控。 从近期操作看，央行态度并未出现大的转变。上一周采取了零元逆回购、500 亿国债买卖以及买断式逆回购平量操作的组合，这本质上是“缩短放长”的延续，旨在维持资金面的稳定，既不过松也不过紧。在零元逆回购的情况下，资金面体感依然相对宽松。只要国债买卖操作仍在进行，就表明总体态度是中性偏支持的。这与 2025 年初因债市供需失衡而暂停国债买卖的强硬态度形成对比。当前宏观基本面并未出现显著积极变化，政策性金融工具虽已开始落地，但地方债发行尚未放量，因此央行不具备持续性、全面性收紧的基础。 此外，当前市场杠杆水平普遍较低。非银机构自 2026 年 3 月以来持续降杠杆，基金的杠杆率普遍仅为 100%出头，基本没有杠杆。在这种情况下，即使资金面进一步收紧，对债券市场尤其是长端和超长端利率的冲击也相对有限。

对于财政政策，特别是政府债券的供给节奏，应如何展望？这对债券市场将产生何种影响？

对财政政策的基础判断是，从当前到 2026 年年底，预计不会出台大规模的一揽子财政刺激政策。近期的政策出台呈现散点式特征，无论是发改委的会议部署还是地产领域的政策，力度均非特别巨大，也非系统性的一揽子计划。这意味着后续即便有新政策，也可能是小规模的，对市场预期的冲击不会是一次性的。在新增专项债额度尚未充分使用之前，推出大规模增量政策的可能性不大。 关于政府债供给节奏，市场在 2026 年 6 月时曾普遍预期三季度将大幅放量，但实际发行进度慢于预期，也慢于 2025 年同期。基于政策性金融工具落地会带动项目推进的中性假设，预计从 9 月第三周开始，政府债发行将逐步放量。国债供给计划和近期财政部针对部分银行和保险机构的定向特别国债发行计划，都预示着供给将提速。需要注意的是，今年的定向特别国债尚未发行。 具体的供给规模预测如下： 国债方面，预计 9 月第三周至 12 月，发行总规模约 5.35 万亿，同比多增超 5,000 亿元；净融资额约 2.9 万亿，同比多增约 8,000 亿元。 地方债方面，若不考虑盘活存量债务或增发特殊再融资债，预计 9 至 12 月净融资额为 1.76 万亿，同比增加近 2000 亿元。若考虑盘活 3,000 亿存量，则净融资额相应增加。综合来看，在不盘活存量的情况下，9 至 12 月国债和地方债合计净融资额将比去年同期多出 1 万亿；若盘活存量，则多增 1.3 至 1.5 万亿。供给压力将主要集

中在 9 月第三周至 10 月份，而盘活存量债务主要影响 11 月和 12 月的供给。

政府债供给放量是否必然会对债券市场构成压力？决定其最终影响的关键因素是什么？

从历史经验看，影响债券市场走势的核心因素并非供给本身，而是宏观基本面、市场预期以及股债之间的资金切换。自上而下分析，政府债供给能否转化为市场压力，取决于以下三个关键因素： 第一，金融机构的资产负债状态。政府债供给压力的大小，本质上取决于金融机构的承接能力。这可以从社融和 M2 增速来观察。尽管市场感觉银行在“缩表”，但 2026 年银行半年报显示，银行总资产仍在增长，只是增速放缓，其中贷款增速下降尤为明显，而金融投资部分的增速降幅相对平缓。这种“资产荒”的局面，迫使银行将资金从贷款转向债券投资，这对债市构成利好。 第二，社融增速。可以直接观察社融增速作为衡量实体融资需求和银行资产配置压力的指标。 第三，央行的应对。市场对供给压力的反应，很大程度上取决于对央行货币政策操作的预期和交易。央行的态度和流动性投放将是决定供给冲击能否被平稳吸收的关键。

在当前政府债供给放量预期下，对后续债券市场的整体走势有何判断？建议投资者采取何种策略？

尽管市场预期 9 月中下旬政府债供给将放量，可能会对债券市场造成阶段性扰动，但这种波动预计不会超过 5 个基点。核心在于，2026 年剩余的资产供给难以带来基本面的全面回升。从数据层面看，9 至 10 月份的社融增速预计将企稳，但不会大幅回升，而从 11 月份开始到 2027 年上半年，社融增速可能重回下行趋势。因此，当前时点建议保持多头思维，任何因供给放量引发的市场调整都应视为买入机会。

上周信用债市场的整体行情表现如何？当前市场情绪和收益率水平呈现出哪些极致化特征？

上周信用债市场整体走强，收益率与信用利差普遍下行。除 1 年期左右的利差因被动因素有所抬升外，其他品种和期限的利差均呈收窄态势。其中，高等级二永债的 5 年期及 5 年以上品种、以及城投债中 2A-评级的 7 年期曲线表现尤为突出，后者利差收缩约 11 个基点。市场做多情绪浓厚，在利率、资金、信用风险及负债端均无明显波动的情况下，行情呈现向极致演绎的趋势。在市场通常跟踪的 36 条主流信用债曲线（涵盖中短票、城投、二永债，评级 AAA 至 2A-，期限 1 至 5 年）中，已有 17 条曲线的收益率刷新或逼近（2BP 以内）年内低点，另有 13 条曲线的信用利差已达到或逼近（2BP 以内）年内低点。

在当前信用债市场已演绎至较极致水平的情况下，短期内还有哪些投资机会？不同品种面临的主要约束是什么？

尽管多数 1 至 5 年期曲线的收益率和利差仍有小幅压缩空间，但空间有限，且面临各自的约束。具体来看，1 年期相关品种的利差距离年内低点尚有约 7 至 8 个基点的空间，但其主要受制于资金面，央行对资金利率的把控使得资金面难以降至上半年水平。中高等级 3 至 5 年期普通信用债的利差距离年内低点虽有 3 至 6 个基点的空间，但其绝对收益率已刷新年内低点，导致票息水平较低，对投资者在 9 月时点的吸引力不足。

针对当前市场环境，有哪些具体的信用债投资策略建议？

建议采取以下三种策略： 第一，标配 3 年期以内的普通信用债，并可适度进行下沉，其中城投债的下沉策略可放宽至 2 到 3 年期。上周 3 年期 AA+减城投债利差收窄 2 至 4 个基点，表现突出。对于其他下沉主题，如部分房企或受评级调整影响的主体，须严格控制久期。考虑到 828 政策对房企基本面的短期负面影响，参与时应侧重选择外部支持力度较强的标的，例如北京的房企，同时需警惕南方部分企业因负面舆情导致的利差反复。 第二，挖掘 4 至 5 年期中低等级产业债的机会，重点关注国有的媒体、交通运输或公用事业类企业。此类主体兼具票息、可控的信用风险及一定的流动性，适合作为换手交易的备选。对于同期限的城投债，建议关注弱区域的市级核心平台，特别是持有重要公益性资产且与区域民生紧密绑定的主体。 第三，继续关注二永债的交易策略，尤其是 5 年期品种。近期该品种表现亮眼，量化择时信号已重新翻多，显示做多势能仍在，但对交易能力要求较高。当前收益率在布林带上轨 1.88%和下轨 1.82%之间运行，需关注交易区间。

5 年期以上二永债和普通信用债的市场参与情况如何？与七八月下旬相比有何变化？

上周，5 年期以上二永债和普通信用债均有不错表现。基金对 5 年期以上二永债有试探性做多，但净买入规模很低，尚未形成稳固的做多力量，因此其波动性可能较大。5 年期以上普通信用债的做多力量则依然由保险和其他类型机构支撑，基金未表现出明显的参与意图。这与七八月下旬的情况有所不同，当时交易盘对做多的热情更高，行动也更为激进。本轮行情中，市场参与者更多是寻求增厚收益，但在行动上表现得并不冒进。

市场关注的 5 年期二永债收益率是否有望突破 1.8%的关键点位？其驱动因素和当前面临的制约是什么？

5 年期二永债收益率若要突破 1.8%等关键点位，可能需要以下驱动因素之一：一是基准利率进一步走强，例如 10 年期国债收益率继续下探或 30-10 年期利差压缩，从而带动其超额下行；二是出现独特的需求端力量。然而，短期内这两个条

件均不具备。一方面，负债端未见明显增长；另一方面，尽管市场对 5 年期二永债的交易热情存在，但实际做多心态趋于谨慎。许多投资者因 2026 年以来市场未出现像样的调整，在 9 月这个时点参与时态度谨慎，这影响了其作为“利率放大器”的效果，导致本轮下行中 5 年期二永债基本跟随 5 年期基准利率变动，弹性不明显。

关于近期申报的科创债场外指数基金，其产品特点、与现有 ETF 的差异以及对市场可能产生的影响是什么？

9 月 4 日，有 10 家中小基金公司申报了科创债场外指数基金。该产品与现有的科创债 ETF 在定位上存在差异，其主要优势在于可以投资银行间市场的科创债，并且跟踪的基准指数也与 ETF 不同。不过，作为场外基金，它存在 T+1 申赎、不能用于质押等特点。该产品与科创债 ETF 可能存在一定的竞争关系，其能带来的绝对增量资金尚需进一步观察。目前该产品尚无上线指引，预计建仓时点可能在 2026 年第四季度。待其后续建仓时，银行间科创债的利差存在被压缩的可能性，但预计绝对幅度不会特别大。

从 2026 年中报来看，城投平台的整体财务状况呈现出哪些趋势和变化？

城投平台 2026 年中报整体呈现向好趋势。具体表现在：资产负债表的扩张速度进一步放缓，杠杆增速得到控制。债务结构方面，短债占比微升，现金短债比略有回落，但绝对变动不大。资产端，存货和应收款同比转为下降，而长期股权投资成为资产配置的核心方向，相应的投资收益同比增速较高，反映出平台转型的迹象。现金流方面，经营活动有所改善，同时投资支出收窄，使得自由现金流出现边际修复。综合主客观因素，平台对外部融资的需求也有所减弱。

上周转债市场为何出现较大的溢价压缩调整？

上周转债市场出现显著的溢价压缩调整，其核心原因是天股转债的条款因素发生变动，这一事件直接导致了双高（高价格、高溢价）转债的溢价水平出现集体压缩。

上周（2026 年 9 月第一周）中证转债指数表现如何，主要的下跌原因和市场结构特征是什么？

上周中证转债指数连续五个交易日调整，周跌幅约为 2.4%。其中，等权价格中位数跌幅约为 0.7%，指数与中位数的跌幅缺口主要源于高价、高弹性、高溢价的“双高”类权重可转债出现集中出清。从收益拆解来看，价格中位数下跌约 0.7%，其中正股平价上涨 0.3%，而估值则下跌了 1 个百分点，估值端已经周呈现修复态势。当前市场的一个显著问题是，由于可转债估值普遍偏高高”转债对赎回条款极为敏感。然而，赎回条款的核心边际变化主要来自发其决策口径难以通过技术分析或价格博弈进行预测，更多依赖于消息面，

人在草木间

面的跟踪难度较大。这导致高溢价风险建立在不可控事件之上，使得当前可转债的胜率与赔率相较以往有所减弱。

从市场情绪和预期的角度看，当前可转债市场的博弈环境与上半年相比有何变化？

当前可转债市场的整体预期相较于上半年有所调整。回顾 2026 年，中证转债指数的高点出现在一至二月份市场预期极强的“春季躁动”行情中，第二个高点则出现在 3 月份海外市场恐慌情绪结束后。此后，指数的每个反弹高点均低于前一个高点。可转债的博弈本质上反映了对权益市场的预期。目前，市场预期相比上半年有所走弱，例如，AI 板块在四、五月份经历强势上涨后出现大幅调整，且后续修复趋势多变，受到韩国、美国股市、美联储政策及地缘政治等多重因素影响。进入 9 月份，市场尚未形成明显的趋势性特征。尽管近期市场（以 2026 年 9 月 7 日为例）在 AI 科技板块带动下有所反弹，但整体预期仍偏弱。因此，建立在权益预期之上的可转债，其边际支撑力度可能有所下降，在高估值背景下需要关注相应风险。

在当前市场环境下，可转债投资应关注哪些结构性机会？

在当前市场环境下，短期内可转债仍存在博弈空间，但中长期需关注整体性价比。建议在控制总体仓位的同时，关注以下四个结构性机会： 第一，新券。新券上市后半年内有强制赎回保护期，投资者无需担忧强赎风险，可以更专注于博弈。新券的高估值能否维持，核心取决于正股的预期。尽管 8 月份新券上市首月的赚钱效应相比前几个月有所下滑，赔率边际下降，但胜率依然较高。其中，上市首日封板的小盘、低换手率新券，其后续价格走势通常更为强势。 第二，存量偏股型转债。对于这类转债，可以自下而上地筛选在前两周溢价压缩过程中性价比有所提升的标的。 第三，中低价转债，尤其是临近到期（临期）的品种。部分临期品种在 8 月份经历了向纯债锚点压缩的明显调整。研究显示，转债的纯债溢价率通常在剩余期限一年左右开始趋势性压缩，在剩余三个月左右时压缩斜率最大。因此，对于剩余期限向一年过渡、但纯债溢价率和转股溢价率仍处高位的标的，需警惕风险。反之，对于一些临期标的，若其溢价率已压缩至个位数，无论是转股溢价率还是纯债溢价率，从赔率角度看具备一定吸引力。因为在到期前，行业轮动带来的正股上涨可能覆盖其有限的向下空间。 第四，具备化债预期的中低价转债。许多发行人不希望到期还钱，因此有动力通过下修转股价或促转股等方式实现转股。从数据上看，2026 年 6 月、7 月、8 月这三个月，下修转股价的案例数量有所增加，这可能与发行人意识到当前市场强度不及预期有关。近期市场调整后，这类化债策略标的的价格中枢已从之前的 125 元左右下调至 122-123 元区间。根据测算，若要成功促转股，正股平价需达到 130 元，对应的转债价格约为 146-148 元。因此，当前 122 元出头的价格为投资者提供了在市场情绪悲观时低位布局的机会，以时间换空间，等待公司下修操作或权益市场回暖带来的双重收益。

综合来看，当前对可转债的总体投资策略和仓位管理有何建议？

综合来看，当前对权益市场的观点是有上涨空间，但预期强度不及上半年。可转债作为衍生于权益的资产，其边际支撑力度有所下降，在高估值背景下需关注相应风险。因此，投资策略上建议在风险中寻找结构性博弈点。相较于之前，目前的仓位管理应更为谨慎。在结构配置上，可以适度向防御性方向倾斜，同时在偏股型转债中精选部分性价比突出的标的进行进攻性配置。