债市：近期路演债市关注热点探讨 20260906

供给扰动可控与配置力量博弈，建议 Q4 债市左侧布局

摘要

- 供给扰动可控，市场进入均衡盘整期。8 月政府债发行虽超万亿，但 9 月进度不及预期，央行配合下供给压力有限；市场缺乏明确通缩或强降息预期，策略转向 5 年期以内政金债与信用债的均衡配置。
- 机构行为分化，短久期偏好上升。银行自营加大 10 年期以上政府债卖出，增配 1-3 年期国债以管理季末指标；保险机构维持长端净买入但力度环比下降，配置盘需求释放缓慢导致利率窄幅震荡。
- 中短端利率受增量政策与存单供给双重影响。8,000 亿政策工具投放的信贷撬动效应预计低于 2022 年；9-12 月将有 1,200 亿 3 年期以内同业存单发行，10 月新理财产品入场将支撑 5 年期以内品种需求。
- 宏观基本面与财政力度对债市拉动有限。2026 年新增专项债额度首次未增，维持 10.4 万亿；即便 10 月追加 5,000-8,000 亿限额减余额，对宏观拉动亦有限，年内超预期政策概率较低。
- 久期拉长取决于海外环境、资金面及配置盘共振。需警惕美联储加息预期引发的股债双杀风险；资金面预计平稳，隔夜利率围绕政策利率±5bp 波动；若保险机构不系统性参与，利差中枢难有效收窄。
- Q4 投资策略建议左侧布局。2026 年右侧交易赚钱效应低且节奏难把握，建议在 9-10 月积压的多头力量重新进场前进行左侧配置，利用前期业绩安全垫通过仓位调整表达观点。

Q&A

如何看待 2026 年 9 月第一周债券市场的表现，以及当前市场进入盘整期的主要原因和微观交易结构的变化？

2026 年 9 月第一周，债券市场在经历一轮下行后进入了新的盘整期。此前市场普遍担忧的“9 月魔咒”或因供给扰动引发的调整并未出现，主要原因在于，与 2024 年央行纠偏市场或 2025 年公募新规等监管因素驱动的调整不同，当前纯粹由供给因素带来的扰动在央行配合下是可控的。尽管 8 月份政府债发行量达到 1 万多亿，有所加速，但 9 月目前的实际发行和计划量均未及预期。 市场进入盘

整期的核心在于，在经历了前一阶段的拉长久期和博取资本利得后，市场出现了分歧。当前环境与 2024 年不同，市场缺乏明确的通缩预期和强劲的降息预期，整体更为中性。因此，本周市场策略逐步转向更为均衡的期限配置，出现了小幅止盈操作。具体来看，基金明显增配了 5 年期左右的政策性金融债以及 5 年期以内的信用债，以在稳定估值和保留做多弹性之间取得平衡。这种交易结构导致短期内难以形成单边的多头合力，同时配置盘的需求释放缓慢，利率因此呈现窄幅震荡行情。 从具体的机构行为来看：银行自营整体卖出政策性金融债，特别是 10 年期以上的政府债，卖出力度有所加大，同时出于季末指标管理的需求，增配了 1-3 年期的短久期国债；保险机构则延续均衡配置策略，对 10 年期以上品种保持净买入，但买入力度环比下降，对地方债的买入力度也在减弱。

展望 2026 年第三季度末及第四季度，影响中短端利率确定性的核心正负因素分别是什么？

影响中短端利率确定性的因素可归结为一正一负两个方面。 正面因素是增量政策的逐步落地，特别是 8,000 亿的政策工具已开始投放。市场担忧其可能产生类似 2022 年高达 5 倍左右的杠杆撬动效应，从而对银行负债、存单和支付管理产生影响。但对比来看，2023 年化债阶段的杠杆倍数已明显降低。考虑到 2026 年宏观增长诉求与化债平衡的需要，以及政策导向更偏向于科技、科创类轻资产项目，这些项目对信贷的短期撬动作用预计是可控的。因此，在多头环境下不宜过早高估其影响，需密切关注存单和政府债发行情况进行评估。 负面因素则来自同业存单的供给压力。未来四个月（9 月至 12 月）将有 1,200 亿额度的 3 年期以内同业存单发行，主要集中在 12 月。此外，9 月份新批准注册的 15 支产品，预计将在 10 月份开始进入配置阶段，这些产品主要投向信用债，费后收益率能达到 1.7%以上已属不错。这批增量供给的发行节奏、理财产品的实际需求，以及后续可能出现的第二、三批供给，将对市场形成一波接一波的配置需求和利差波动。综合来看，这些因素将对 5 年期以内的交易和配置持续产生有利影响。

从更长远的视角看，决定未来机构固收策略是否会再度拉长久期的关键弹性因素有哪些？

机构固收策略能否再度拉长久期，取决于四个核心弹性因素的共振。 第一，海外环境与全球风险偏好。9 月份以来，债券市场的做多力量与权益市场的走弱存在关联。美国非农数据超预期后，市场关注 9 月 11 日的通胀数据，若通胀超预期，美联储加息的可能性将增加。美元流动性和全球风险偏好的变化会通过股债“跷跷板效应”影响国内债市。但需注意，在 9 月份，这种效应可能表现为权益市场先下跌，引发固收产品赎回，从而对债券市场造成短期冲击，资金最终才可能回流固收。 第二，国内资金面与信用创造。资金面的平稳宽松和信用创造受阻是债市做多的基本逻辑。预计下周资金面将趋于平稳，尽管央行可能延续零投放，但隔夜利率大概率围绕政策利率上下 5 个基点波动，央行引导收紧的必要性有限，复刻 6 月份偏紧格局的可能性较低。 第三，宏观基本面与财政政策。下周将密集发布 PMI 等经济数据。在 2025 年低基数效应下，结合 8 月以来财政资

金投放环比提升，预计对固定资产投资有一定拉动作用，消费的边际下行压力也在缓和。财政政策方面，年内出现超预期政策的可能性较低。9 月和 10 月大概率将完成剩余存量专项债发行任务量的 90%以上。值得注意的是，2026 年是自 2018 年以来新增专项债额度首次未较前一年增加（总额 10.4 万亿），反映了央地之间的博弈。即便 10 月份为平衡财政和宏观压力，追加 5,000 亿至 8,000 亿的限额减余额，其对宏观的拉动作用也相对有限。 第四，配置盘的参与意愿。如果配置盘，特别是保险机构，不进行系统性参与，那么交易盘的做多力量可能会一波三折，市场可能出现脉冲式下行，但利差中枢难以有效收窄。尽管保险机构因分红险和“821”新规存在配置缺口，但若权益市场未对其业绩构成较大压力，且一级资本得到补充，其追涨动力不会很强，尤其是在地方债仍有增量供给的情况下。

综合当前市场环境，对于 2026 年第四季度的债券市场投资策略有何具体建议？

综合来看，本周市场表现出对后市的观望态度，资金面、基本面、增量政策以及做多力量的入场节奏是接下来的关键。站在 9 月 6 日的时点，对于第四季度的投资，建议可以考虑左侧布局。 2026 年的市场环境显示，进行右侧交易的赚钱效应较低且节奏难以把握。因此，采取左侧布局、承担一定的风险，可能是一种更为合适的策略。前期积压的做多力量，在 9 月至 10 月期间，很有可能在上述几大因素的演变下重新进场。 当然，具体的策略执行需要结合不同产品的仓位和前期业绩积累。对于前期已有较好业绩盈余和安全垫的产品，其对于市场观点的表达会更多地通过仓位调整来实现。总而言之，吸取当前市场环境的经验，在当前时点进行左侧布局，以把握第四季度可能出现的市场机会，是值得考虑的方向。

人在草木间