美日债利率飙升的背后 20260906

银行扩表驱动债市需求，存单供给承压与信用债结构性机会

摘要

- 银行季末缩表容忍度低，倾向买入债券维持规模，大行“以债补贷”特征强化，金融投资合计达 72.8 万亿元。
- 大行同业存单发行放量且期限拉长，主因央行中长期资金供给存在缺口，8 月一年期存单净融资额居首。
- 中小银行面临不良率上升压力，或通过扩张资产规模维持分母，2026 年底至 2027 年资本补充需求将上升。
- 监管推动科创债及封闭式债基申报，预计对 5 年期及 5-10 年期信用债形成刚性配置支撑，表现优于短端。
- 美债 10 年期收益率受财政赤字与地缘油价驱动升至 4.8%以上，日债受货币政策正常化影响突破 3%。
- 策略建议：长端利率债为优选，存单在 1.48%-1.49%具备配置价值，美债宜基于曲线形态交易而非单边做多。

Q&A

根据银行 2026 年半年报及近期动态，银行的债券投资策略呈现出哪些新变化与核心特征？

从 2026 年第二季度的银行半年报来看，银行业并未出现市场前期担忧的大规模缩表现象。尽管 4 月份贷款出现净减少，但 5 月和 6 月在季末冲量效应下恢复增长，表明银行对大规模缩表的容忍度较低，在季末时点出于维持规模的考量，其买入债券的概率大于止盈操作。即将公布的 8 月份社会融资数据至关重要，若贷款能恢复正增长，类似于 5 月的情况，那么 9 月份银行，特别是中小银行，为避免缩表可能会继续增持债券，其边际增量或比例增量可能超过大行。 在信贷整体同比少增的背景下，银行业呈现出几个显著特征。首先，马太效应加剧，新增贷款向头部机构集中，中小银行的信贷资源则向长三角等优质区域倾斜。这导致中小银行在贷款和信用债（包括地方债）投资方面遇到困难，从而可能重新增加对 30 年期国债等利率债的需求。其次，银行普遍呈现“以价换量”的经营特征，多数银行的净息差企稳回升。这表明央行引导负债端利率下行的策略是有效的，

并可能进一步加强。预计未来可能出台针对性的贷款降息政策，例如与政策性补充工具相关的配套贷款利率下调，到 2027 年甚至可能出现 LPR 的下调。 然而，银行资产质量问题依然存在，尤其是股份行、城商行和农商行的不良率仍在上升，其中农商行不良率上升了 3.9 个基点。如果后续资产规模扩张放缓，中小银行将面临如何化解不良率的压力。这可能导致两种情况：一是中小银行为维持不良率分母而继续扩张资产规模；二是部分中小银行可能出现分化，面临计提拨备甚至资本充足率的压力。考虑到中小银行今年（2026 年）的二级资本债和永续债发行量不大，预计在 2026 年底至 2027 年，其资本补充需求可能上升，相关债券的利差可能出现分化，这一趋势或与地方化债进程同步。

从资产负债两端来看，大型银行在金融市场业务上有何变化，这对长端利率债和同业存单市场有何影响？

大型银行“以债补贷”的特征在进一步强化。尽管其贷款业务相对稳健，但新增规模已不如以往，因此加大了金融投资力度。六大行的金融投资合计已达到 72.8 万亿元，同比增长显著。股份行、城商行和农商行的金融投资增速虽有所放缓，但仍处于增长状态。近期对大型银行的注资，进一步支持了其维持资产规模的需求。因此，即使在季末面临考核压力，大型银行大量净卖出长端利率债的概率不大，其在二级市场的卖出量预计将相对有限。 与此同时，金融市场业务的扩张也体现在负债端。2026 年下半年，国有大行的同业存单发行显著放量。这反映出两个趋势：一是部分原先稳定的同业存款正向同业存单转移；二是存在一定程度的“存款搬家”现象，表明大行的居民和企业存款稳定性有所下降。负债端的变化导致大型银行对同业存单等流动性较好的同业负债工具的需求难以降低。综合来看，在季末时点，大型银行抛售长债的概率较低，而对同业存单的需求将保持高位，因此存单利率下行空间有限。基于此，长端利率债是相对更优的配置选择，而对杠杆策略则需保持谨慎。

2026 年 8 月末至 9 月初，同业存单市场的供需格局和定价机制主要受哪些因素影响？

尽管从 8 月末到 9 月初，以 DR001 为代表的短端资金利率已回归至 1.35%附近的中性水平，但一年期大行同业存单的一级发行利率仍停留在 1.48%左右的相对高位，并未出现明显修复。当前存单市场的供给和定价主要受以下三方面因素影响：首先，本轮存单供给主要由大型银行主导，其核心驱动因素是央行在中长期资金供给上存在缺口。自 2026 年 5 月中旬起，大行开始净融资存单，而 5 月正是当年央行通过 MLF 净回笼规模最大的月份，净回笼量超过 1 万亿元。从 5 月中旬到 8 月末，大行存单的累计净融资规模已达 2.17 万亿元，构成了全市场存单净供给的主要来源，其中农业银行的发行占比最高。 其次，大型银行与中小银行的扩表需求出现分化。在央行淡化规模情结的导向下，中小银行的资产扩张受到更明显压制，其存单发行需求有限。相比之下，大型银行需要承接政府债发行并投放政策性配套信贷，其扩表需求相对刚性。因此，一旦央行基础货币投放不足，

大型银行通过发行存单补充负债的意愿便会显著提升。

近期大行存单发行持续放量且期限拉长的原因是什么？这反映了银行在负债管理上面临哪些挑战？

近期大行存单发行放量且期限拉长，主要有三方面原因。首先，这可以看作是央行调控短端资金利率及长债定价的次生影响。当前央行主要通过短端资金利率位置引导债市定价，为避免资金过松，在中长期资金投放上可能偏向稳健或收敛。例如，2026 年 8 月买断式 MLF 净投放仅 1,000 亿元，远低于 7 月的 8,000 亿元；9 月份 3 个月的买断式 MLF 为平量投放。在央行中长期资金投放放量前，大行的负债缺口主要依靠存单发行来填补。 其次，大行拉长存单发行期限，反映了其对央行货币政策态度判断的修正。自 2026 年 5 月中旬以来，大行存单发行期限逐步拉长。5 月至 6 月，净发行主要集中在 3 个月和 6 个月期限，显示当时银行可能将资金收紧视为短期现象，可通过短期限滚续发行应对。但随后，银行逐渐认识到央行对资金的态度偏中性，4 月份的极度宽松只是特例。因此，7 月份 9 个月期限的存单发行明显放量，到了 8 月份，一年期存单的净融资额在各期限中居首。这表明银行已调整预期，通过发行长期限存单来应对持续的资金面压力。最后，从宏观背景看，过去几个月一般性存款增速显著放缓，近三个月存款同比少增 2.1 万亿元，贷款增速放缓也拖累了存款派生。这使得银行体系更加依赖对央行的负债以及同业负债，而存单是主要的非银负债工具。

2026 年银行存单备案额度的下调以及商业银行金融债发行节奏的变化，对银行的负债管理和存单发行策略产生了哪些具体影响？

2026 年银行存单备案额度首次出现下调，但这并非影响发行的主要矛盾。年内市场曾预期存单和金融债额度会统筹管理，虽此政策未落地，但确实影响了二者的额度下达节奏和实际发行。具体来看，存单方面，尽管 2026 年的备案额度下达时点从往年的 12 月推迟到 7 月，且工行及兴业、平安、中信、浦发四家股份行的额度明显减少，拖累了全市场备案额度，但由于 2025 年存单额度使用率较低，整体额度依然充裕，因此额度下达偏晚和总量减少并未对存单发行构成实质性影响。 与存单不同，普通商业银行金融债的发行因额度下达晚而大幅延后。2026 年上半年没有银行发行普通商金债，首批行政许可于 6 月末下发，首只商金债直到 7 月 15 日才发行。这意味着在 2026 年前七个多月的时间里，大行的中长期负债缺口无法通过发行商金债来补充，只能依赖存单供给。随着 7 月以来商金债发行的恢复，大行多了一个期限更长的主动负债渠道，这可以置换部分长存单的发行需求，并且对改善银行的 NSFR 指标更为直接。

展望未来，存单利率的走势将受哪些关键因素影响？当前是否具备配置价值？

存单利率能否向下修复，最关键的因素在于央行中长期资金的投放情况，尤其是买断式 MLF 的投放量。从政策态度上看，为配合政府债的加速发行，预计 9 月份央行的态度可能较 8 月份有所缓和。后续 6 个月买断式和一年期 MLF 的净投放量

可能高于 8 月份，同时中标利率也可能从 1.5%的水平略微下调。如果央行增加资金投放量，银行一级的发行供给压力将得到减轻。不过，这仍需等待观察央行的实际投放情况。在此之前，存单利率拐头向下的时点尚需等待。但从绝对位置来看，一年期大行存单在 1.48%至 1.49%的水平已具备配置价值。

近期监管部门推动科创债指数场外基金和封闭式债基的申报，这些举措背后的政策意图是什么？对中小公募机构和信用债市场将产生怎样的影响？

近期一系列举措，包括上周五（2026 年 8 月 29 日）上报的 10 只科创债指数场外基金，以及 8 月 14 日申报的 15 只五年期封闭式债基，反映了监管层支持中小公募基金公司规范健康发展的明确决心。自 2026 年 6 月陆家嘴论坛上证监会主席吴清提出相关举措以来，政策持续落地，旨在通过在产品布局和业务准入上给予适当倾斜，缓解中小公募在降费背景下面临的经营压力。由于权益产品（无论是主动管理还是 ETF）的头部效应显著，政策支持更多地聚焦于固收领域，特别是信用债等能够形成差异化的主题和品种，因为利率债的差异化空间有限。 对于信用债市场而言，这两类产品的推出对需求端构成了支撑。8 月份申报的 15 只封闭式债基，由于银行自营和理财资金对摊余成本法债基存在明确且刚性的配置需求，且多为定制型产品，预计募集规模能够得到保证，这将对 5 年期信用债形成偏刚性的配置需求。而新申报的 10 只科创债指数场外基金，虽然也能为科创债品种提供相对稳定的需求，但其影响可能更为温和。一方面，场外基金可以满足部分没有交易所账户的银行等机构对“五篇大文章”相关主题的配置需求；另一方面，目前已有 24 只科创债 ETF 上市，规模已出现分化，且 ETF 在交易灵活性上优于场外基金。考虑到当前科创债供给量稳定且充足，若需求方未能持续扩容，可能出现供需错配。因此，这批场外基金的规模扩容预计将比 ETF 发行时更温和，各产品间的规模分化会更明显，不太可能重现 ETF 首发时“抢券”的行情。

综合来看，在 9 月份债市赚钱效应历来偏弱的背景下，信用债市场的投资策略应如何把握？哪些期限的品种可能表现更佳？

尽管历史上 9 月份债市的赚钱效应偏弱，但从信用债市场来看，配置需求预计仍将获得较强支撑，整体信用债收益率将维持在低波动水平。特别是摊余成本法债基和科创债场外指数基金的相继推出，为市场注入了新的需求。从需求结构来看，摊余成本法债基对 5 年期信用债产品形成了相对刚性的配置需求。虽然产品从上报到上市通常需要一个半月左右的时间，但需求端的确定性较高。科创债基金则为市场提供了整体支撑。综合判断，5 年期附近以及 5 到 10 年期这一区间的信用债，其表现可能会比 5 年以内品种更为强劲。

近期美债和日债利率飙升并创下阶段性新高，其背后的驱动因素是什么？

本周美国 10 年期国债收益率升至 4.8%以上，日本 10 年期国债收益率也突破了 3%，两者利率上行并触及关键点位，受到了全球市场的关注。这一现象背后的原

因并非由美国或日本单一的经济数据所驱动。

近期美债与日债利率双双创下新高，其背后的主要驱动因素是什么？

近期美债和日债利率飙升，是全球利率共振与各国内生问题共同作用的结果。最直接的触发因素是美伊冲突导致的地缘政治紧张局势，推动布伦特原油价格突破每桶 96 至 97 美元，引发了能源价格冲击。此外，美联储在杰克逊霍尔会议上的鹰派表态也对市场情绪产生了影响。 从各自国家的具体情况来看，美国长端利率维持高位，其深层压力源于财政与债务问题。目前美国公共债务规模已达 40 万亿美元，财政赤字高企，导致长期国债的供给和再融资压力巨大。这使得投资者要求更高的期限溢价作为补偿，市场甚至开始讨论巨额债务是否会动摇美元信用。尽管历史上债务上限危机最终都通过提高上限解决，且美元资产的全球地位短期内难以撼动，但市场对美联储在现任主席领导下政策反应函数的不确定性正在上升，这进一步推高了投资者要求的风险补偿。同时，外部需求也在减弱，特别是随着日债收益率上升，日本资金存在回流本土的需求，削弱了其作为美债买盘的力量。美国财政部此前虽尝试通过回购操作提供流动性支持，但市场影响短暂。 日本方面，日债利率上行除了受全球利率环境影响外，更关键的因素在于其自身的货币政策框架切换和日元贬值。日本央行正逐步从长期超宽松的收益率曲线控制政策转向利率正常化，并缩减购债规模。当日本央行不再是日本国债最大且最稳定的买家后，其过去抛售或不再购买的债券需要市场力量（包括本土商业银行、保险、养老金及海外投资者）来承接和重新定价。这意味着过去被 YCC 和大规模购债所压低的期限溢价正在回归并呈现明显上行趋势。

对于当前创下新高的美债和日债，后续走势的展望如何？关键的观察时点和风险因素有哪些？

预计美债和日债利率将在高位震荡，短期内难以看到支持其趋势性回落的因素。对于美债，短端（如两年期）利率的走势将直接受到 9 月 15 日 FOMC 会议前就业和 CPI 数据的影响。目前市场对 9 月加息的预期已接近六成，若核心通胀再度超预期，加息概率将继续上升。尽管上周的就业数据表现强劲，使得加息预期下降的可能性很小，但若就业或消费数据意外大幅转弱，则可能降低加息概率。长端（如十年期）利率已触及 4.8%这一关键阻力位，若就业数据持续强劲且通胀未能回落，利率可能向 5%测试。其上行风险包括美伊冲突未能缓和导致油价突破 100 美元，或长期国债招标需求疲软；下行风险则来自地缘冲突缓和、油价回落或就业数据转弱。对于三十年期国债，其对财政赤字的放大和长端供给压力更为敏感，财政部的回购操作或美联储的结构性工具可能成为缓和因素。 对于日债，十年期国债收益率突破 3%的关键位后，预计将在 3%附近高位震荡。其上行空间取决于日本央行是否会进一步加息，以及日元是否持续贬值。同时，日本财政扩张或央行缩表也会带来上行风险。另一方面，利率下行的潜在力量来自于日本资金从海外（如美债市场）回流，增加对本土债券的配置需求。特别是对于（如三十年期）国债，若日本的寿险、养老金等机构在资金回流后增加配对利率起到一定的缓和作用。最终走势将取决于这两股力量的博弈结果。

人在草木间

的观察时点包括 9 月 15 日的 FOMC 会议，届时将密切关注美联储的官方表态及市场解读。对于日债，则需关注日本央行的会议、十年期及三十年期国债的招标需求，以及日本的财政预算安排。

在当前美债和日债利率处于高位的背景下，建议采取何种配置策略？

在当前阶段，不建议对美债进行单边做多或做空的交易。更适宜的策略是基于收益率曲线形态进行交易，以获取相对确定的收益。在 9 月 15 日 FOMC 会议结果以及关键的 CPI 和就业数据公布前，市场对于加息决策的走向仍存在不确定性，因此需要谨慎操作。