9月债市策略 - 超长债行情下半场仍大有可为 20260906

2026年债市展望：供需缺口驱动超长债下半场，30年国债看至2.0%以下

摘要

- 2026年债市供需格局利好，政府债发行节奏慢于去年且供给总量预计同比减少，而需求端因银行理财、保险及债基加久期空间充足而显著改善。
- 银行理财正成为超长债配置主力，因存款及中短债收益率过低，理财资金被迫拉长久期，即便3%的资金转向30年国债也将对定价产生显著影响。
- 大行增资2,600亿元将直接提升其超长债配置能力，且因实体贷款需求低迷，增资不会引发“宽信用”担忧，对债市构成实质性利好而非利空。
- 银行负债成本下行超预期，2Q26计息负债成本率降至1.36%，使得10年期国债在2.5%甚至更低水平仍具配置价值，降低了央行过度干预的必要性。
- 超长债行情进入下半场，预计30年期国债收益率10月底达2.0%，年底或破2.0%，仍有约20bp下行空间，建议投资者坚定持有或逢调整加仓。
- 债基久期目前处于6年左右的历史高位，但与中债综合指数基准持平，在净申购规模持续增长背景下，高久期策略具备合理性与持续性。

Q&A

如何评估2026年以来超长债市场的行情表现、主要驱动因素以及当前阶段的投资策略？

2026年超长债行情已进入下半场，但预计仍有可观空间。上半年30年期国债收益率已下行20个基点，预计下半年仍有20个基点的下行空间，全年累计下行可能达到40个基点。 回顾年内行情节奏： 一季度，市场主要由中短债驱动，例如5年期资本债收益率下行近40个基点，而超长债整体呈震荡态势，收益率并未显著下行。 自4月份起，随着中短债收益率创下历史新低，市场焦点转向收益率尚处高位、期限利差可观的超长债。债券型基金规模的显著增长带动其率先大幅加仓，推动了超长债收益率在4月和5月明显下行。 5月至7月，受超长期特别国债每月上半月集中发行的节奏影响，市场呈现“先抑后扬”的月度特征，

收益率往往在下半月创出新低。 然而，8 月份的市场节奏有所变化，上半月收益率即创年内新低，下半月则表现平平，这表明历史规律并非总是重演，不应刻舟求剑。 8 月份市场表现分析： 8 月市场总体偏震荡，上半月收益率下行，下半月有所上行。下旬的调整主要与交易盘行为相关，特别是券商自营和部分债券型基金在下旬减持了超长债。这与央行对部分基金公司就长债看法进行调研有一定关联，导致部分不坚定的投资者选择止盈离场。 投资策略建议： 尽管市场存在短期波动，但债市的基本面逻辑和长期趋势并未改变。央行目前主动收敛资金面，将 DR001 控制在 1.35%左右，但鉴于经济基本面，大幅紧缩的可能性不大。未来半年至一年内大概率不会加息，且存在降息可能，只是时点尚不明确。 市场波动使得把握小波段交易极为困难，且多数情况下可能产生负贡献。因此，2026 年债券投资的最佳策略是持有并保持不动。例如，从年初持有 30 年期老券至今，在不加杠杆的情况下，收益率已超过 6%，表现优于多数二级债基。

近期工行、农行及部分保险公司获得合计 3,600 亿元的增资，其中工行和农行合计增资 2,600 亿元，这对债市尤其是超长债市场将产生何种影响？这是否预示着新一轮的“宽信用”周期？

此轮增资对超长债市场构成实质性利好，而非利空，同时不必担忧其会引发“宽信用”。 首先，从对超长债市场的影响来看，工行和农行合计 2,600 亿元的资本金补充将在未来一至两个月内落地，这将直接提升这两家大型银行对超长债的配置能力和持仓空间。 其次，关于“宽信用”的担忧是不必要的。当前贷款增速低迷的根本原因在于实体经济缺乏有效的贷款需求，而非银行缺乏资本金或贷款供给能力。银行体系的贷款投放能力并不存在供给问题。随着房地产和基建两大传统信贷需求引擎的时代结束，信贷总需求占六至七成的部分已基本消失。同时，考虑到基建投资已相对饱和以及总人口的下降趋势，未来贷款增速预计将趋势性缓慢下行。因此，此次增资与推动“宽信用”并无直接关联。 最后，此次增资涉及的 3,000 亿元注资型特别国债，根据年初财政部的发行安排，其期限主要为 5 年期和 7 年期。这种中短期性质的供给对长债市场的冲击非常小，且在市场预期之内，银行承接压力不大。因此，增资落地后，其提升大行超长债配置能力的正向效应将是主导因素。

2026 年政府债券的发行节奏、期限结构以及整体供需格局与去年相比有何变化？这些变化对债市将产生什么影响？

2026 年政府债券的发行节奏整体慢于 2025 年同期，全年债市供给预计将少于去年，而需求则明显改善，形成了供不应求的格局，这对债市构成利好。 具体来看供给端的变化： 发行节奏方面，2026 年政府债券发行进度偏慢，例如 3,000 亿元的注资型特别国债发行时间晚于去年。不过，超长期政府债券的发行节奏与去年同期接近，其发行高峰期即将结束。预计 9 月份发行规模约为 6,000 多亿元，之后进入第四季度，单月发行规模将降至 2000 多亿元。 期限结构方面，地方政府专项债的平均发行期限出现缩短迹象。8 月份的平均发行期限已降至 14.9 年，显著低于 1 月份的 20 年和 2 月份的 18.3 年。这可能是由于陡峭的收益率曲线促

使地方政府选择发行期限更短的债券，这一趋势值得继续观察。 整体供给规模方面，2026 年政金债发行量已同比减少。政府债方面，若第四季度不像 2025 年那样有 5,000 亿元的结存限额下发，考虑到地方专项债额度并非 100%使用，今年政府债券的实际净发行量可能会低于去年。综合来看，2026 年债市总供给将同比减少。 从需求端来看，市场需求明显改善。特别是与 2025 年下半年交易盘的超长债抱团瓦解、大量卖出的情况相反，当前市场对超长债的需求旺盛。目前，券商自营和银行理财的债券持仓久期普遍较短，仍有较大的加久期空间，这意味着潜在的购买力依然充足。因此，当前超长债市场的主要风险点可能在于部分债基久期较长，但整体供不应求的格局对债市形成有力支撑。

如何看待 2026 年以来超长债市场的核心驱动因素，特别是银行理财在其中的角色变化及其未来的配置趋势？

2026 年超长债市场的一个显著变化是，交易盘尤其是债券基金重新抱团超长债，带来了大量需求。同时，一个需要重视的新趋势是银行理财正在加大对超长债的配置力度。这主要源于几个方面：首先，银行理财资金投资的固收加基金和二级债基在 2026 年的实际持有体验和收益大幅低于预期；其次，银行理财投资的存款和中短债收益率已降至历史低位，无法满足其业绩考核或业绩比较基准的要求。这种局面迫使银行理财为获取更高收益而拉长久期。鉴于银行理财的债券投资组合久期普遍较短，且过去一年的产品增量主要集中在固收增强型产品，其对净值波动的容忍度有所提升。因此，预计在未来半年到一年内，银行理财将大幅增加对超长债的投资。尽管其配置的总体比例可能仍然较低，但考虑到银行理财的巨大绝对规模，即便是少量（如百分之三）的资金投向 30 年期国债，也会对市场定价产生显著影响。 从数据上看，2026 年“其他类型机构”已成为超长债配置的主力，这背后很大一部分资金可能来源于银行理财。银行理财约有 60%至 70%的债券投资通过 SPV 进行，并未直接体现在其自身的持仓数据中。此外，保险资金今年对超长债的配置力度也在扩大。这些因素共同导致了超长债市场供不应求的局面。

如何评估当前超长债市场的投资价值与未来空间，以及对投资者的具体操作建议？

当前超长债行情仍大有可为，下半场存在显著的投资空间。预计收益率仍有 20 个基点的下行空间。2026 年的市场规律表现为每次调整都是买入机会，且调整幅度越来越小，通常在两三个基点左右，市场不太可能出现 5 到 10 个基点的大幅调整。此外，预计 2027 年的超长债供给可能会少于 2026 年。 对于投资者而言，建议高度重视超长债的下半场行情。具体操作上，建议在出现调整时果断加仓。对于已持有较多仓位的投资者，建议坚定持有至年底，至少等到 30 年期国债收益率降至 2.0%以下再考虑操作，不应轻易下车。预计未来几个月，续债基金的业绩排名将发生较大变化，因此不建议轻易将久期降至同业平均水平

人在草木间

如何看待寿险保费增速放缓对债市的影响，以及当前债券基金的久期水平是否合理？

近几个月寿险保费增速放缓主要是受高基数效应影响，无需过度担忧。2025 年 8 月底 9 月初保险预定利率下调前，市场出现了“炒停售”现象，导致 2025 年 6 月、7 月、8 月三个月的寿险新单保费异常高。因此，2026 年这三个月的单月保费同比呈现负增长是正常的基数效应。预计到 2026 年第四季度，随着基数回归正常，寿险单月保费同比增速将有不错的表现。 关于债券基金的久期，虽然目前可能处于历史高位，但整体债券基金规模仍在持续增长。只要债基保持净申购，规模不断扩大，久期仍有继续提升的潜力。2026 年债市的赚钱效应明显，短期内牛市趋势难以逆转。近期债券 ETF 规模不断创下历史新高，预计未来一两个月内将突破 1 万亿元。 目前利率债基的平均久期估计在六年左右。这一水平是合理的，不应简单与过去几年对比或刻舟求剑。因为过去三到五年发行的债券期限较长，导致中债综合指数的久期目前也达到了六年。因此，如果基金久期低于六年，实际上是低于其业绩比较基准的久期。

当前银行负债成本的下降趋势如何，这对 10 年期国债的合理收益率下限和央行的干预意愿有何影响？

银行负债成本的下降速度超出此前预期。根据 A 股上市银行数据测算，2026 年第二季度单季的计息负债成本率已降至 1.36%，同比下降 36 个基点，较 2023 年第四季度下降 11 个基点。在过去两年半的时间里（2024 年、2025 年及 2026 年上半年），银行整体负债成本累计下降了 81 个基点。与 2025 年初相比，负债成本也下降了约四五十个基点。这一变化使得当前 10 年期国债的合理收益率下限更低。2025 年初，当 10 年期国债收益率达到 2.6%时，商业银行买入面临约 20 个基点的成本倒挂。而现在，银行负债成本已降至 1.3%左右，即使 10 年期国债收益率降至 2.6%甚至 2.5%，银行买入仍有显著的配置价值，不存在倒挂问题。因此，当前 10 年期国债收益率的合理区间下限可能在 2.5%甚至更低。 鉴于广大银行购买 10 年期国债仍具配置价值，预计央行不会对债市进行过度干预。央行可能不希望债券收益率下降过快，其行为更多是影响节奏而非改变趋势。央行在 2026 年 8 月仍然买入了 500 亿国债，这反映出其并不认为当前长债收益率过低。一个强烈的转向信号将是央行高调宣布暂停国债买入，但短期内这种情况出现的可能性不大。常规调研不应被解读为重要信号。只要央行仍在买入国债，即使规模减少，其性质也与完全不买有本质区别。

对 2026 年下半年超长债市场的最终展望和核心投资策略是什么？

2026 年债市行情是由短及长的演进过程。年初许多机构对股市期望较高，对超长债态度谨慎，但市场实际走势证明了债市是牛市。随着超长债供给接近尾声，且明年供给可能大幅减少，未来几个月期限利差的压缩将更为顺畅。 判断到 2026 年 10 月底，30 年期国债收益率可能达到 2.0%；到年底，则有可能低于 2.0%。因此，坚定看多超长债，其下半场行情不是结束，而是新的开始，仍有 20 个基

点的空间，赔率很高。核心投资策略是：将主要精力配置在超长债上，因为其他券种的机会相对有限。对于已在场的投资者，关键在于“拿住”，避免因短期波动而频繁操作。虽然持有会有波动，但做小波段同样面临做错的风险且收益更低。在当前市场环境下，坚定持有是获取超额收益的关键。