

最新焦点分析 – 固定收益资产展望 人民币债的多元配置价值

#投资 #CIO观点 #债券市场 #本地货币债市 #人民币债市

2026年9月23日

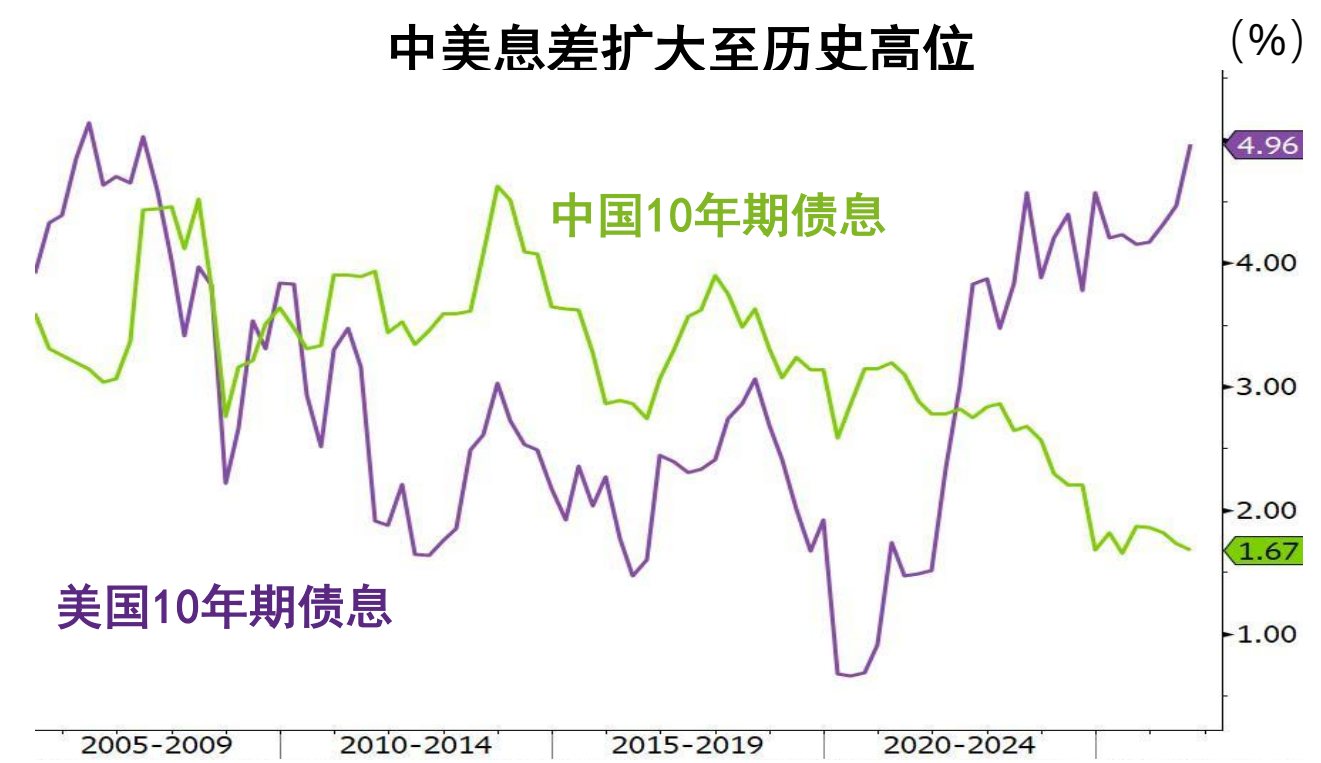
投资总监办公室及顾问服务

- **独立利率周期带来分散价值。**中国通胀、货币政策及经济周期与主要成熟市场并不同步。近15年来，中国国债人民币总回报与美债相关系数仅0.15，与富时世界政府债券指数亦仅0.05，反映与主流债市关联度低
- **市场受压时展现较强防守力。**21至23年全球债市调整期间，中国国债按美元计仍录得约5%正回报；今年成熟市场长债息再度上升时，中国国债息亦逆势回落，加上波动率相对较低，有助降低组合整体波动
- **低通胀支持正实质回报。**中国10年期国债孳息率约1.68%，实质孳息率仍近0.9%。正实质收益来自较温和的通胀环境；较低通胀、充裕流动性及较高国内储蓄率，亦有助维持相对稳定的利率环境及债券防守性
- **今年人民币走强显著增厚海外投资者持有人民币债回报。**国际化进程令人民币资产逐步成为美、欧、日元以外的配置选项；在地缘政治及全球政策不确定性上升时，其受外部因素及风险情绪影响相对有限，有助提升组合的多元化及稳定性



独立利率周期带来分散风险价值

随着全球宏观环境转变，以美国国债为核心的环球固定收益组合正面对较明显的结构性挑战。美国及部分已发展经济体面对通胀反复、财政赤字及政策周期等问题，长债孳息率波幅亦明显增加。9月美国10年期国债孳息率一度突破5%，而欧洲及日本长债息亦升至多年高位，增加环球债市的不确定性。在此背景下，债券投资者除了关注收益水平，亦更重视能提供不同回报来源、并有助分散利率风险的固定收益资产。



资料来源：彭博，截至2026年9月23日

人民币债的回报受中国自身的通胀、货币政策及经济周期驱动，与主要已发展市场并不同步。与美国、欧洲及日本不同，中国人民银行近年的政策重点主要围绕内需、就业及经济增长，与海外央行的政策方向不时出现分歧，亦令中国国债孳息率与主要海外债市的相关性相对较低。根据彭博数据，2011年2月至2026年9月21日期间，中国国债月度本币总回报与美国国债的相关系数仅0.15，与欧元区、日本及英国政府债券分别为-0.03、0.13及0.05。



与富时世界政府债券指数亦只有0.05，一般而言，相关系数越接近零，代表资产走势关联度越低；若为负数，则代表两者在部分时间甚至可能呈相反方向变动。上述数值反映中国债市与主要成熟市场债券缺乏明显同步性，有助提升固定收益组合的分散效果。

历史表现亦反映这种分散作用。当海外债券市场因通胀风险而承压时，中国国债收益率反而可能保持稳定甚至下行。例如，在2021年至2023年全球债券市场大幅调整期间，彭博中国国债总回报指数以美元计价仍录得约5.2%的正回报，而美国国债同期跌幅约11%。2026年的市场表现亦提供了一个近期例子，今年8月至9月，美国、英国、欧洲及日本长债孳息率曾上升约15至30点子，但同期中国国债孳息率反而下跌约4点子。更重要的是，中国国债的历史波动率亦长期低于不少成熟市场及新兴市场债券。

年初至今人民币债表现稳健



资料来源：彭博，截至2026年9月23日



当全球股债相关性上升、长债波幅加剧时，人民币债可透过不同的利率周期及较低相关性，降低组合整体波动，提升固定收益组合的韧性。事实上，彭博中国国债总回报指数年初至今总回报约2.8%，过去三年年化收益率约4.55%，不仅跑赢多个主要已发展市场政府债券指数，其波动率亦显著较低。

名义息率偏低，但实质回报仍维持正值

实质孳息及通胀环境亦是评估人民币债配置价值的重要因素。虽然中国政府债当前名义孳息率不高，但在通胀维持温和的环境下，投资者仍可获得正实质回报。截至2026年9月，中国10年期国债孳息率约为1.68%，同期中国通胀率约为0.8%，实质孳息率仍接近0.9%。若内地通胀持续维持较温和水平，即使名义利率偏低，中国国债仍有条件继续提供正实质收益。反观美国等市场较高的实质孳息率可为投资者提供较高的收益水平，但其债券价格亦对通胀、财政及货币政策重新定价较为敏感。而中国国债的正实质回报更多来自相对温和的通胀环境，而非高政策利率。因此，人民币债的优势并非绝对收益较高，而是回报驱动因素与海外债市不同。较低通胀、充裕流动性及较高国内储蓄率，有助令中国利率环境相对稳定，亦使人民币债在全球债市波动上升时，具备防守及分散作用。

人民币汇率提供额外回报来源

对美元或港元投资者而言，人民币债的总回报除了票息及债券价格外，亦受到汇率变动影响。因此，人民币汇率既可能增加回报，亦或构成汇率风险，是人民币债与美元债之间另一个重要的回报差异来源。



不过，自2026年以来，人民币表现有显著改善，并升至近年较高水平。人民币升值亦增厚了海外投资者持有中国债券的美元计价回报。截至2026年9月22日，彭博中国国债总回报指数美元计年初至今总回报约7.29%，明显高于其人民币计价回报，其中人民币兑美元升值提供了重要的正面汇兑贡献。

展望未来，中国庞大贸易顺差、跨境人民币使用增加及资本市场持续开放，均为人民币中长期表现提供基本面支持。对固定收益投资者而言，更值得关注的是：人民币汇率本身提供了另一个与美元利率不同的回报来源。一方面，当人民币升值时，可增厚海外投资者的总回报；另一方面，近年中国亦持续推动跨境人民币结算、债券通及互换通等市场互联互通机制，人民币在跨境贸易、融资及投资活动中的使用有所提升。随着全球投资者更重视资产及货币多元化，人民币资产亦逐步成为美元、欧元及日元资产以外的另一个配置选项。此外，在近年地缘政治风险升温、能源价格波动加剧及全球政策不确定性上升的背景下，人民币资产受外部因素及风险情绪影响相对有限，使人民币债券在部分市场震荡期间展现较稳定表现。因此，在全球利率周期分化及市场波动加大的环境下，人民币债可望继续凭借其独立的回报来源及较低相关性，在全球固定收益组合中发挥分散风险的作用，并提供一个相对独立且多元的回报来源。



债券资产表现回顾

彭博债券指数	指数表现 (%)			
	1W	1M	年初至今	1Y
彭博全球成熟市场主权债券总回报指数	0.0	-1.6	-2.2	-3.1
彭博全球投资级综合债券指数	0.0	-1.2	-1.3	-1.2
彭博美国投资级企业债券总回报指数	0.5	-0.4	-1.0	-0.4
ICE美国银行环球非金融混合公司债指数	-0.3	-2.0	-1.2	-0.4
彭博美国高收益企业债券总回报指数	0.2	-0.5	1.9	3.1
彭博泛欧综合企业债券总回报指数	-0.6	-3.0	-3.0	-2.8
彭博泛欧高收益债券总回报指数	-0.7	-2.7	-1.3	-1.2
彭博亚洲美元投资级别债券总回报指数	0.4	-0.7	-0.6	0.4
彭博亚洲美元高收益债券总回报指数	0.2	-0.3	4.6	5.6
彭博亚太地区港元债总回报指数	-0.1	-1.3	-1.5	-0.7
彭博新兴市场美元债指数	0.5	-0.6	0.7	2.8
彭博新兴市场本币政府债券总回报指数	0.4	-0.1	3.9	5.1
彭博中国国债总回报指数（美元单位）	0.2	0.5	7.3	9.6
彭博中国国债总回报指数（人民币单位）	0.0	0.1	3.0	3.2

资料来源：彭博，截至2026年9月22日

免责声明

恒生投资服务有限公司地址：香港德辅道中83号恒生总行

本资料由恒生投资服务有限公司（「恒生投资服务」）编制及发出，惟仅供一般参考之用。本资料并不构成，亦无意作为，也不应被诠释为投资建议或其他专业意见，或要约、招揽或建议投资于本资料内所述之任何证券或投资项目。透过任何途径或以任何方式再次派发或改编本资料或其中任何部分，均在严禁之列。本资料无意向派发本资料即触犯法例或规例的司法权区或国家／地区的任何人士或实体派发，亦无意供该等人士或实体使用。

本资料所载资料乃根据恒生投资服务认为可靠的资料来源而编制，惟该等资料来源未经独立核证。在本资料表达的预测及意见只作为一般的市场评论，并不构成投资研究、投资建议或其他专业意见或保证回报。该等预测及意见为恒生投资服务或撰写本资料的投资顾问（一位或多位）于本资料发出之日的意见，可作修改而毋须另行通知。概无就本资料所载任何资料、预测及／或意见的公平性、准确性、时限性、完整性或正确性，以及任何该等预测及／或意见所依据的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺，恒生投资服务及有关资料提供者亦不会就使用本资料所载任何该等资料、预测及／或意见而负责或承担任何法律责任。敬请投资者自行评估本资料所载资料、预测及／或意见的相关性、准确性及充足性，并作出彼等为该等评估而认为必要或恰当的独立调查。

本资料所述的证券或投资可能并不适合所有投资者，且并未考虑各收件人的特定投资目标或经验、财政状况或其他需要。因此，本资料并无就其中所述任何证券及／或投资是否切合任何个别人士的情况作出任何声明。于作出任何投资决定前，敬请投资者基于本身的投资目标、财政状况及特定需要而作出投资决定；在有需要的情況下，应于作出任何投资前咨询彼等的专业顾问。本资料无意提供任何投资建议或其他专业意见。

投资涉及风险。敬请投资者注意，证券及投资的价值可升亦可跌，过往的表现不一定可以作为日后表现的指引。海外投资附带一般与本港市场投资并不相关的其他风险，包括（但不限于）汇率、外国法例及规例出现不利变动。本资料并非，亦无意总览本资料所述证券或投资牵涉的任何或所有风险。于作出任何投资决定前，敬请投资者细阅及充分了解有关该等证券或投资的所有销售文件，以及其中所载的风险披露声明及风险警告。

「环境、社会及管治」（「ESG」）和可持续投资的重要声明

从广义上，「ESG和可持续投资」包括在不同程度上考虑ESG及／或其他可持续发展因素的投资策略或投资项目。本资料所提及的被归类为ESG或可持续投资的若干投资项目可能正在改变，以实现可持续发展成果。

概不保证ESG和可持续投资所产生的回报与不考虑ESG及／或其他可持续发展因素的投资回报相近。ESG和可持续投资或会偏离传统市场基准。此外，ESG和可持续投资或ESG和可持续投资带来的影响并没有标准定义或量度准则。ESG和可持续投资及相关影响量度准则是高度主观，并且在不同板块之间和同一板块之内可能存在重大差异。

恒生投资服务概无就投资项目以绿色及／或可持续投资名义进行推销或分类。对于本资料所提及的被归类为ESG或可持续投资的投资项目，这可能是基于恒生投资服务的关联公司、第三方供货商或发行机构（视属何情况而定）所设计及报告的ESG量度准则。恒生投资服务不会就该等量度准则自行作出具体的尽职调查。并不保证：（a）投资项目的ESG／可持续发展影响或量度准则的性质与任何特定投资者的可持续发展目标保持一致；或（b）投资项目的ESG／可持续发展影响将达到指定水平或目标水平（如有）。

ESG和可持续投资是一个不断演变的领域，新的监管规例可能生效，这或会影响投资的分类或标签方式。截至一个特定日期（如有指定）或本资料发出日期（视属何情况而定）被视为符合可持续发展准则的投资项目，在未来可能不再继续符合这些准则。

© 恒生投资服务有限公司。版权所有，翻印必究。

在事前未取得恒生投资服务有限公司以书面方式表示批准的情况下，不得以任何方式或以任何途径（包括电子、机械、复印、录影或其他形式）复制或传送本资料各部分或将本资料各部分储存于可予检索的系统。

(HSIS 06/26)

披露事项

恒生投资服务为恒生银行有限公司（「恒生银行」）的附属公司，而恒生银行为汇丰集团的一员。除非另有披露，于本资料发出日期，恒生投资服务在本资料所提及的公司的证券（如有）或该等公司所属同一集团的成员公司的证券中，概无拥有任何权益。

编制本资料的投资顾问（一位或多位）证实，在本资料表达的观点准确反映投资顾问（一位或多位）对本资料所提及的公司（一间及多间）或投资项目的个人观点，而投资顾问（一位或多位）的薪酬（包括其家庭）概不曾、现在没有及日后将不会与本资料所载的特定观点直接或间接相关。

恒生投资服务已制定程序以辨识及管理与恒生银行顾问业务相关的任何潜在利益冲突。恒生投资服务的投资顾问及其参与编制及分发顾问报告的职员，以独立于恒生银行环球市场、汇丰环球市场及汇丰环球研究的业务的方式营运，并拥有独立的管理层汇报程序。

恒生银行的顾问业务营运与其他银行营运之间设有资讯分隔措施，以确保所有机密及价格敏感资料均得以妥当处理。恒生投资服务的关联公司或与本资料所提及的公司（如有）进行及／或寻求开展业务往来。因此，投资者应注意，就此等公司可能存在利益冲突，或会影响本资料的客观性。

在本资料发出之日：汇丰集团内的公司及／或其高级职员、董事及雇员可能在本资料所提及的全部或任何证券／投资项目（如有）中，以其个人账户持有持仓及进行买卖。汇丰集团内的公司或会不时以主事人或代理人的身份向／从其等的客户出售和购买本资料中所提及的公司（如有）的证券／投资项目，其中包括股票及债务工具（包括衍生工具）；或有提供投资服务（不论涉及的是关于投资银行业务或非投资银行业务）；或进行承销；及／或有担任相关证券／投资项目的庄家或流通性提供者。汇丰集团内的公司可能在本资料所提及的公司的债务证券拥有重大权益。

在若干情况下，汇丰集团内的公司可能获得金钱及／或非金钱利益，包括就投资产品的始创、分销、交易及／或处置，及／或就投资产品提供服务、向客户提供服务（无论是否与投资相关）或转介服务。这些产品或服务可能由恒生银行、汇丰集团内其他公司及／或第三方发行或提供。可能获得之利益是基于预先设定的标准和变量（一套或多套）而厘定，并通常特定于指定的相关投资产品或服务。投资者应参阅有关中介机构在订立相关投资产品交易之前或在订立相关投资产品交易时须作出的关于金钱和非金钱利益的披露。

恒生投资服务旗下投资顾问（一位或多位）的部分薪酬乃参考恒生银行的盈利能力，其中包括经纪佣金收益、费用收入及／或其他金钱利益。恒生投资服务、恒生银行及汇丰集团内其他公司可能从其他方（可能包括产品发行商、汇丰集团内的公司及／或第三方）获得非金钱利益，或与恒生银行及／或汇丰集团内其他公司所分销的投资产品的发行人有密切联系或其他法律或经济关系。这些非金钱利益可包括但不限于提供与相关投资产品或服务有关的的市场研讨会、数据或分析服务、客户销售支援和员工销售支援等。