

中国债券：超越美元的多元化配置潜力

一个显著配置不足的资产类别

中国在岸债券市场规模超过 25 万亿美元，是全球第二大债券市场，但外国投资者持有比例仍显著偏低，低于 3%。这远低于中国在摩根大通全球新兴市场政府债券多元化指数 (GBI-EM GD) 子指数中约 10% 的权重。该市场为全球投资者提供了巨大的参与空间。凭借其规模和完全可进入性，自 2019 年以来，中国债券已被纳入摩根大通、富时罗素和彭博的全球政府债券指数。

该市场包含以下几个主要板块：

- **中国国债 (CGBs)**：最具流动性、作为基准的工具。
- **政策性银行债 (PBBs)**：由准主权实体发行，即国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行。
- **地方政府债券 (LGBs)**：由省级和市级政府发行。
- **机构债**：中国铁路总公司和中投汇金。
- **企业信用债**：中央/地方国有企业 (SOEs) 和民营企业 (POEs)。

在人民币计价的固定收益市场中，中国国债和政策性银行债在广泛使用的彭博中国综合指数中占主导地位，两者合计占指数权重的 65% 以上。虽然中国国债和政策性银行债主导了人民币债券市场，但在这两类之外，信用择券和行业配置方面仍存在显著的阿尔法收益机会。例如，国有企业债和离岸人民币 (CNH)/美元债券能提供相对于中国国债和政策性银行债的显著收益率溢价。

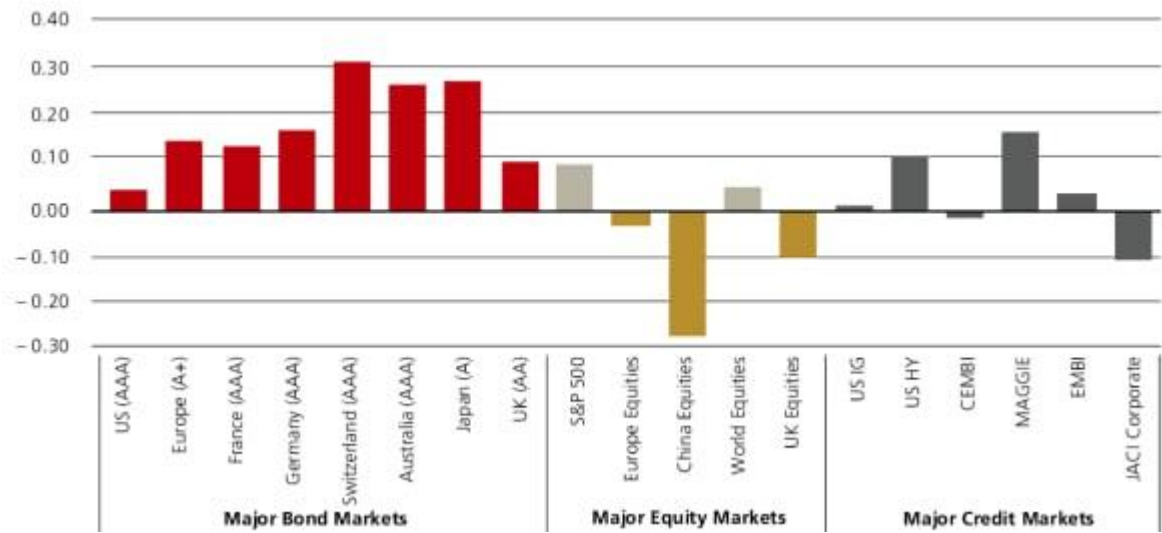
来源：Wind，长定投资。数据截至 2025 年 6 月末

为投资组合配置韧性与平衡的风险回报

在岸人民币债券与全球固定收益市场相关性低，这得益于中国与其他主要经济体的利率和经济周期不同，从而能为风险较高的资产提供“杠铃效应”。在全球利率波动时期，例如 2021-2023 年美国国债的抛售潮中，以美元计，中国国债回报率为 +3%，而同期美国国债下跌了 -12%，突显了中国国债的防御性特征。历史数据清楚地表明，在任何全球投资组合中增加人民币债券配置，都有助于提升其应对市场波动的韧性，从而改善其风险回

报特征。

这种低相关性增强了投资组合的韧性，并为寻求合理回报下多元化的储备管理者提供了战略性配置支持。



该图表展示了中国债券市场与全球主要资产类别的相关性。主要债券市场，如美国国债和日本国债，具有最高的正相关性。股票市场，包括美国、欧洲和中国 A 股，通常呈现负相关性。信用债市场显示出混合相关性，突显了中国债券在全球投资组合中的多元化潜力。来源：彭博财经有限合伙企业 (Bloomberg Finance L.P.)。

数据截至 2025 年 6 月末。仅作参考用途。

注：相关性计算以彭博指数 I08271CN 代表的中国债券市场为基准。主要股票市场由以下指数代表：标普 500 指数 (S&P 500) 彭博代码：SPX:IND；欧洲股票由 EURO STOXX 50 指数代表，彭博代码：SX5E:Ind；中国股票：由上证综合指数代表，彭博代码：SHCOMP；全球股票由 MSCI 世界指数代表，彭博代码：MXWO；英国股票由富时 100 指数代表，彭博代码：UKX。基于月度回报数据。

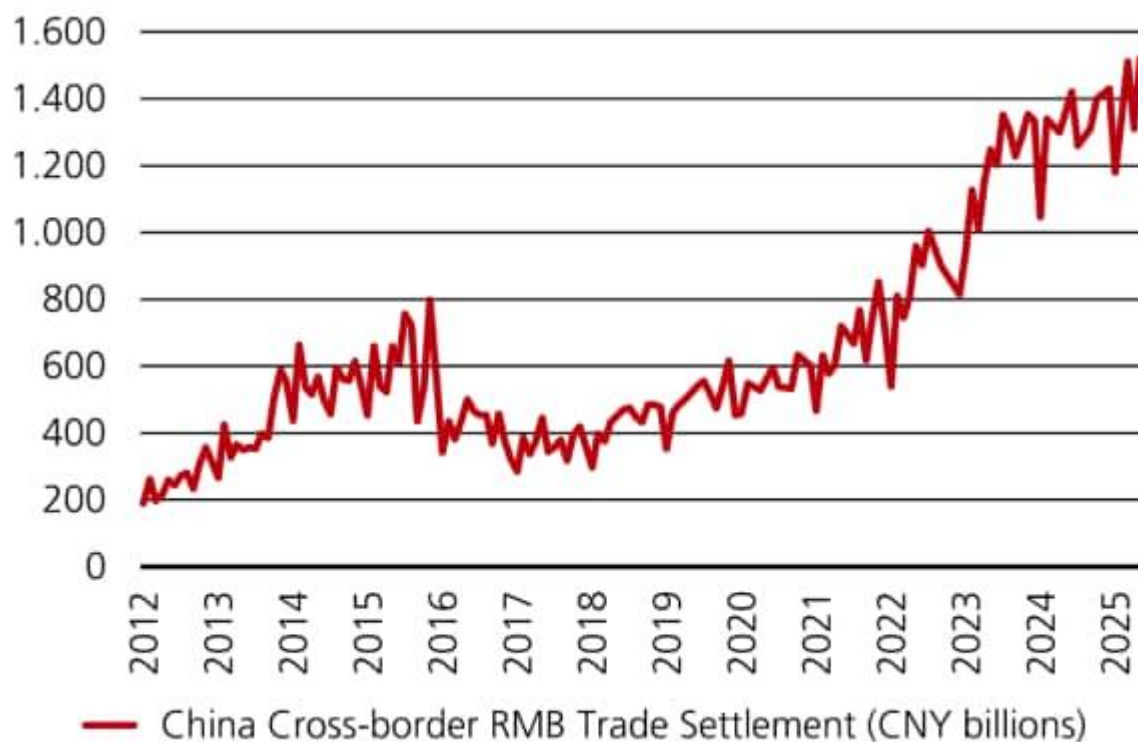
中国经济企稳，迈向更高质量增长

尽管面临周期性逆风，中国经济已显现企稳迹象。中国 2025 年第二季度 GDP 同比增长保持稳健，达到 5.2%，上半年整体宏观经济增长已超过全

年约 5% 的政府目标。政策支持和宽松措施帮助稳定了投资者情绪，尤其是在房地产领域。这一背景支撑着对高质量固定收益工具的持续需求。

人民币表现稳健

人民币日益受到结构性顺风的支撑，包括中国持续的经常账户盈余、审慎的外汇储备管理，以及去美元化背景下全球需求的上升。在宏观和政策顺风的推动下，人民币正日益成为区域性锚定货币。在特朗普政府执政期间近期的市场波动和政策不确定性下，2025 年上半年人民币兑美元升值了 1.89%。



该图表追踪了 2012 年至 2025 年 6 月跨境贸易人民币结算金额的变化。在 2016 至 2018 年间的波动之后，该趋势自 2019 年起加速上行，反映出随着中国在全球金融中角色增强，人民币在国际贸易中的使用增加。来源：彭博财经有限合伙企业。数据截至 2025 年 6 月末。

在长定投资最近进行的第 31 期储备管理者调查（RMS）中，各国央行持续增持欧元和人民币头寸，这从投资组合角度突显了人民币的重要性。

为何投资中国固定收益？“纯正”且积极管理的审慎策略

- **100%投资级策略**，纯粹投资于高质量的中国政府及政府相关债券。
- **到期收益率：1.92%（人民币）** vs 基准 1.70%
- **久期：6.28 年** vs 基准 5.90 年
- **平均信用评级：A 级**

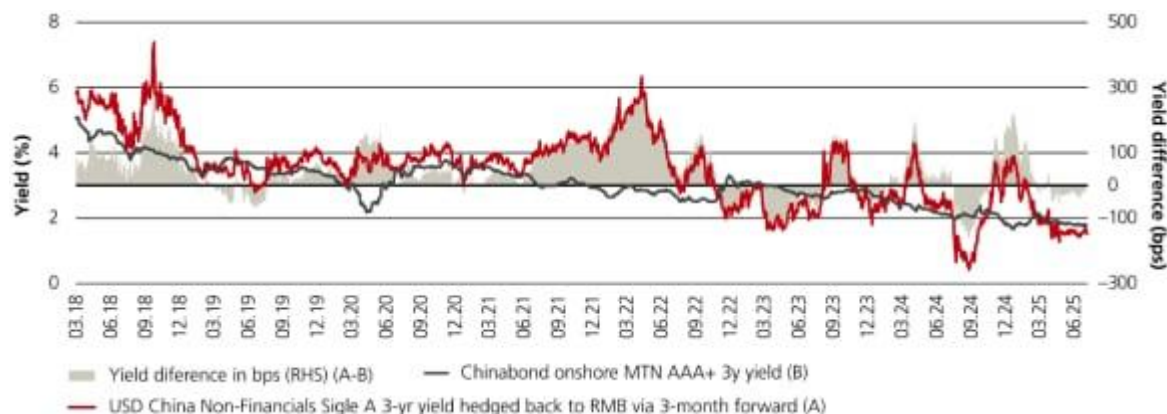
注：所示到期收益率为截至 2025 年 6 月末计算，未考虑成本、投资组合变动、市场波动及潜在违约。到期收益率仅为指示性，可能发生变化。

来源：长定投资。数据截至 2025 年 6 月末。

- **积极管理久期、行业和发行人选择。**核心配置于高质量的中国国债和政策性银行债，同时选择性投资于机构债和中央国企债以增厚收益。
- **以彭博中国综合全市场指数为基准但不拘泥于基准**，允许战术灵活性和积极创造超额收益。
- **审慎信用择券，捕捉信用阿尔法机会**，基金历史上保持零违约记录，由经验丰富的投资组合经理和信用分析师团队提供支持。
- **基于相对价值变化的战术配置**，在在岸人民币债券与离岸人民币(CNH)及美元债券之间进行战术配置以创造价值，依托团队在在岸中国固定收益和离岸亚洲信用债市场逾 20 年的经验。

南向债券通近期放宽，允许在岸非银行金融机构（即资产管理公司、保险公司和证券公司）通过南向债券通进入离岸人民币市场，这导致了对离岸人民币债券的强劲需求。对于相同发行主体和相似期限的债券，离岸人民币(CNH)债券相比在岸人民币(CNY)债券也存在显著的收益率溢价。将中国发行人的美元债券对冲回离岸人民币有时也能创造收益率提升机会。

彭博美元中国非金融企业 A 评级 3 年期债券收益率图显示，通过将离岸美元债券对冲成离岸人民币，收益率差异范围在-150 至+300 基点之间波动，为积极配置提供了周期性机会。



该图表比较了美元计价的中国非金融企业债券（A 评级，3 年期）与离岸人民币(CNH)计价 AAA 级 3 年期债券的收益率。收益率差在-150 至+300 基点之间显著波动。该模式显示存在通过将美元债券对冲成离岸人民币来获取战术性收益率提升机会的时期。来源：WIND，彭博财经有限合伙企业。

数据截至 2025 年 7 月 21 日。

风险管理至关重要。 尽管地方政府债券在指数中占比超过 17%，但由于流动性担忧，我们仍保持低配，尽管我们开始在该板块内进行一些配置，例如广东省地方政府债券（中国最大的经济强省，宏观经济基本面强劲且流动性高）。该基金完全排除地方政府融资平台(LGFVs)债券，因其结构上流动性较差。

长期投资专长 我们自 2021 年深耕中国债市，依托一支平均从业经验超 18 年的卓越团队，专注于为投资者创造长期价值。在资深投资主管的领导下，我们的投资策略历经市场考验，通过灵活调整久期、审慎管理信用风险，成功穿越不同市场周期，持续交付了令人满意的稳定回报。

常见问题解答：

为何选择积极管理型基金而非直接投资中国国债？ 演进中的中国债券市场存在低效和机遇，积极管理最能捕捉这些机会。对中央国企债和离岸人民币/美元债券的战术配置，相比被动持有主权债能提供收益增强。在中国宽松周期下，该基金的动态策略依托深入研究和市场洞察，旨在提供稳定收入和资本增值。截至 2025 年 6 月末，中国固定收益策略相较于彭博中国国债 5-7 年指数实现了 29 个基点的年化毛超额收益。

我们在该领域看到哪些投资机会和风险？ 我们认为精选的中央国有企业（SOEs）高质量信用债存在价值。虽然中央国企在技术上可归类为公司信用债，但它们往往与政府有直接或间接的联系。作为准主权、高质量的信用主体，它们能提供优于中国国债和政策性银行债的良好收益率溢价。

我们的基金不持有地方政府融资平台(LGFVs)债券，这类债券约占整个市场的 1-2%。由于 LGFVs 通常流动性较差，不符合本基金的投资定位。我们建议在信用资质谱系中更靠下的部分保持谨慎。我们认为，在较弱的国企、LGFVs 和私营企业等板块中，较低评级债券当前的收益率优势不足以弥补其信用风险。这些板块，尤其是较低质量类别的信用利差已接近历史低位。

行业分布：中国固定收益 vs 指数（中国综合指数）

行业	基金市值占比%	指数市值占比%	偏离(低配/超配)
国债 (National)	29.32%	37.78%	-8.45%
政策性银行债 (Policy Banks)	26.71%	30.21%	-3.50%
机构债 (China Railway & Central Huijin)	6.90%	0.74%	+6.17%
地方政府债 (LGBs)	13.29%	17.64%	-4.35%
中央国企债 (Central SOEs)	20.76%	9.15%	+11.61%
地方国企债 (Local SOEs)	0.00%	0.00%	0.00%
公司债 (Corporates)	1.71%	4.49%	-2.78%
现金 (Cash)	1.30%	0.00%	+1.30%

总计 (Total)	100.00%	100.00%	0.00%
------------	---------	---------	-------

来源：长定投资。数据截至 2025 年 6 月末。仅作参考用途。历史配置不代表未来配置或业绩。

机会 这个多元化的债券组合可用于参与中国固定收益市场的机遇，同时获得人民币敞口。该策略根据市场状况在久期、收益率曲线、行业和个券选择方面进行积极管理。这使得投资组合能够在整个市场周期中动态调整。投资组合经理在投资选择和权重上不受基准（彭博中国综合指数 CNY）约束。

风险 新兴市场处于发展的早期阶段，通常伴随着高价格波动性以及其它特定风险，例如市场透明度较低、监管障碍、公司治理问题以及政治和社会挑战。投资者需要具备相应的风险承受能力和容量。所有投资都面临市场波动影响。该策略可投资于流动性较低的资产，在困境市场中可能难以出售。每种策略都有其特定风险，在市场状况异常时风险可能显著增加。该策略可能使用衍生工具，可能导致额外风险（尤其是交易对手风险）。

感谢您阅读海南长定投资有限公司发布的《中国债券：超越美元的多元化配置潜力》报告（以下简称“本报告”）。在使用本报告提供的信息前，请务必仔细阅读以下法律免责声明。通过使用本报告所提供的信息，即表示您同意并接受以下条款的约束：

- 1. 信息准确性与完整性：**本报告中所包含的信息和内容旨在为读者提供关于长定投资的投资概览。尽管我们努力确保所提供的信息准确、完整和最新，但我们无法对信息的绝对准确性、时效性、适用性和完整性提供任何担保或保证。
- 2. 专业建议：**本报告中的信息不构成专业法律、财务、投资或其他领域的建议。在基于本报告信息做出决策之前，您应该咨询适当领域的专业人士，以获取详细和具体的建议。
- 3. 风险承担：**您通过使用本报告中的信息所产生的一切风险和后果将由您自行承担。海南长定投资有限公司不对因使用本报告信息而导致的任何直接或间接损失、损害、责任或后果承担任何法律责任。
- 4. 地域适用性：**本报告的信息适用于中国大陆地区、中国澳门地区和中国香港地区。如果您位于其他地区，使用本报告的信息可能受到当地法律、法规或规定的限制。请在遵守当地法律的前提下使用本报告的信息。
- 5. 第三方链接：**本报告可能包含指向第三方网站、资源或内容的链接，这些链接仅供方便提供。海南长定投资有限公司不对这些第三方链接指向内容的

准确性、完整性、合法性或可靠性承担责任。

6. **版权与知识产权：**本报告中的所有内容受版权和知识产权法律的保护。未经海南长定投资有限公司的书面许可，您不得以任何形式对本报告的内容进行复制、传播、修改、发布、展示或使用。

7. **最终解释权：**对于本报告内容的最终解释权归海南长定投资有限公司所有。

8. **法律适用与管辖：**本免责条款受中华人民共和国法律管辖。对于因与本报告内容相关的争议，双方同意提交海南长定投资有限公司所在地的有管辖权的法院进行解决。

通过使用海南长定投资有限公司的《中国债券：超越美元的多元化配置潜力》介绍报告，您理解并同意上述免责条款的内容。如果您不同意这些条款，请不要使用本报告提供的信息。如有任何疑问，请与我们联系以获取进一步的解释。