下载日志已记录，仅供内部参考

宏观专题

海外利率上行，我国债市为何仍偏强？

证券分析师

程强

资格编号：S0120524010005
邮箱：chengqiang@tebon.com.cn

研究助理

郭津岑
邮箱：guojc@tebon.com.cn

投资要点：

- **海外利率重新上行，但对国内债市的传导相对有限。**近期海外主要央行重新面临加息压力，美联储、日本央行相继收紧货币政策，海外长端利率持续上行；与此同时，我国 LPR 连续 16 个月维持不变，国内债券收益率仍处于相对低位。我们认为，海外利率上行主要通过中美利差、人民币汇率及全球风险偏好等渠道对国内债市形成一定外部约束，但在国内经济基本面偏弱、通胀压力温和的背景下，传导相对有限，国内利率走势仍主要由国内基本面、货币政策及资金供需决定。具体来看，主要有以下五方面原因：

- **一是，国内经济与通胀仍偏弱，基本面尚未形成利率上行驱动。**8 月 CPI 同比上涨 0.8%，核心 CPI 同比上涨 1.0%，PPI 同比上涨 3.8%，价格水平仍处于温和修复阶段，基本面尚未形成推升利率上行的动力。

- **二是，政策利率与市场利率并非完全同步。**LPR 维持不变，短期降息预期落空，并不意味着债券收益率必然上行。当前信贷需求偏弱，资金仍存在向债券市场配置的动力，政策利率保持稳定与债券收益率低位运行可以阶段性并存，市场利率与政策利率仍可能出现一定程度的分化。

- **三是，“资产荒”仍是债市低位运行的重要支撑。**当前实体融资需求相对偏弱，高收益优质资产供给有限，机构配置需求仍然较强，资金持续向高流动性、低风险资产集中，对债券收益率形成持续支撑。

- **四是，中国债市与海外市场相关性较低，具备一定分散化配置价值。**今年以来海外主要债券市场收益率明显上行，而我国国债收益率反而下行，国内外债市表现分化，使得中国债券在全球固定收益配置中具有一定分散化价值。

- **五是，人民币升值对境外资金配置形成一定边际支撑。**在中外利差较大的情况下，境外机构持有中国债券规模仍保持稳定，人民币升值能够改善境外投资者持有人民币债券的综合回报，在一定程度上弥补利差劣势。

- **展望后市，低利率环境仍有一定延续基础，但收益率进一步下行的空间正在收窄。**当前 10 年期、30 年期国债收益率已处于近三年较低水平，海外利率、人民币汇率以及银行净息差等因素均对国内利率进一步下行形成一定约束。我们认为，利率下行趋势尚未完全逆转，但收益率若要进一步突破前期低点，仍需要基本面超预期走弱或政策利率下调等新的增量催化，债市投资收益或逐步从趋势性资本利得转向波段交易。利率债策略上可适当控制久期暴露，关注收益率曲线及资金面变化；信用债则建议关注中短久期、高资质二永债的票息和骑乘收益，同时更加重视信用资质、流动性及估值安全边际。

- **风险提示：**海外通胀超预期；国内经济修复超预期；国内政策超预期

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 海外利率重新上行，外部约束传导有限.....4
2. 我国债市为何偏强？.....5
3. 后市展望.....7
4. 风险提示.....9

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：点阵图指引显示 26 年预计还加息一次 4
图 2：M2 增速持续高于信贷增速，资产荒压力未消（%） 6
图 3：中外十年期国债利差走势（BP） 7
图 4：近三年国债收益率走势（%） 8

下载日志已记录，仅供内部参考

近期，海外主要央行重新面临加息压力，而国内政策利率仍保持稳定，全球货币政策分化进一步加深。9 月 16 日，美联储将联邦基金目标区间上调 25BP 至 3.75%-4.00%，为 2023 年 7 月以来首次加息；9 月 18 日，日本央行将政策利率上调至 1.25%，创 31 年以来新高。与此同时，9 月 20 日，我国 LPR 报价出炉，1 年期和 5 年期以上分别维持在 3.00%和 3.50%，连续 16 个月保持不变。海外主要经济体重新进入偏紧的政策阶段，而国内贷款市场报价利率仍维持稳定，内外货币政策的分化进一步加深。

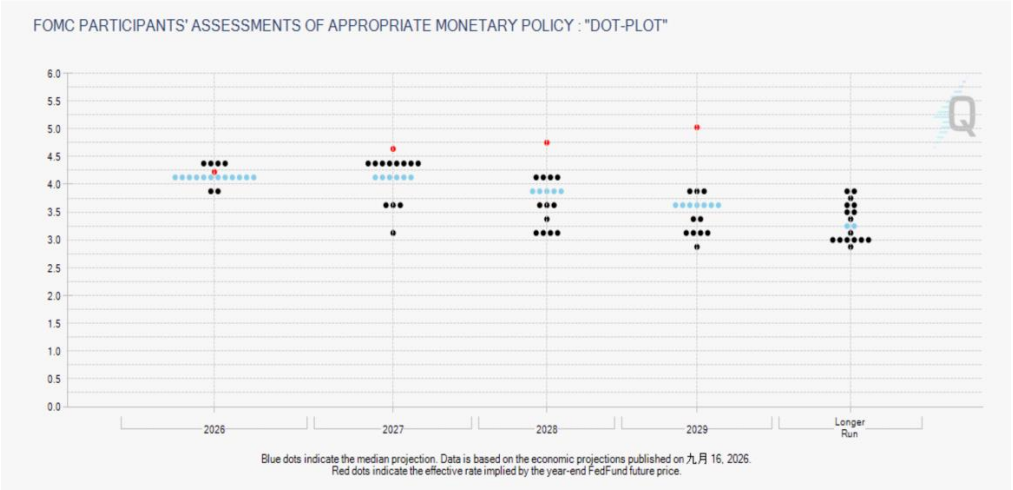
1. 海外利率重新上行，外部约束传导有限

海外主要经济体面临通胀和利率上行压力，全球债券市场的定价环境明显趋紧。本轮全球债市调整并非单一因素驱动，能源价格上涨、通胀预期升温、财政赤字扩张以及国债供给增加等因素相互叠加，共同推动海外长端利率重新上行。中东局势持续紧张推升国际油价，市场对发达经济体通胀前景的担忧有所升温；与此同时，美国国债规模突破 40 万亿美元，财政赤字持续处于较高水平，市场对海外主要经济体利率中枢的预期也随之重新调整。9 月，美债 10 年期收益率一度突破 5%，为 2007 年 7 月以来最高；10 年期日债收益率升至 3.00%，为 1996 年以来首次；英法 30 年期超长债收益率亦创金融危机以来新高，全球主要债券市场面临的利率环境明显收紧。

本轮海外长端利率上行并非单纯由政策利率驱动，通胀预期、能源价格、财政融资以及债券供给同样构成重要影响。

能源价格上涨与核心服务价格韧性共同推动美国通胀重新升温。8 月美国 PPI 同比升至 5.4%，明显高于前值 4.8%；CPI 同比上涨 3.4%，环比上涨 0.30%，核心 CPI 同比上涨约 2.40%，价格压力仍然存在。近期能源价格上涨首先推高生产端成本，并向运输、服务等环节传导；与此同时，核心服务价格仍保持一定韧性，美国通胀回落仍面临一定阻力。在通胀压力仍存的背景下，美联储政策利率维持高位的时间可能延长，市场对后续政策进一步收紧的预期也有所升温。美联储 9 月加息 25BP 后，CME 点阵图显示，18 名政策制定者中有 16 人预计 2026 年至少还会有一次加息。

图 1：点阵图指引显示 26 年预计还加息一次



资料来源：CME，德邦研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

美国财政赤字规模较高、国债供给增加以及期限溢价上升，进一步强化了长端收益率上行压力。一级发行方面，30 年期美债发行利率由年初的 4.825%升至 9 月的 5.308%，长端融资成本进一步上行。随着超过 40 万亿美元的存量债务不断进入滚动续作阶段，融资成本的小幅上升也逐步转化为较大的利息支出增量。据 CBO，2026 财年前 10 个月，美国公共债务净利息支出已达 9630 亿美元，较国防支出高出约 2000 亿美元，财政利息负担持续加重。与此同时，AI 产业投资扩张也带动企业融资需求上升。截至 7 月初，五大数据中心合计债券发行规模已达到约 1940 亿美元，企业融资需求扩张进一步增加了市场对中长期资金供需和融资成本的关注。

海外利率中枢重新抬升，或对国内债市形成外部利率约束，但传导有限。与单纯观察央行政策利率不同，10 年期及以上长端收益率同时反映经济增长、通胀预期、财政赤字、债券供给以及期限溢价等因素，因此长端收益率快速上行通常意味着金融市场整体融资条件趋于收紧。央行《2026 年第二季度中国货币政策执行报告》指出，本轮海外货币政策调整更多是对阶段性通胀压力的应对，并非类似金融危机、疫情后的政策“大幅反转”；同时，近年来主要经济体能源供给韧性有所提升，海外货币政策收紧的幅度及其外溢影响或相对有限。我们认为，对国内债市而言，海外货币政策转鹰或将通过中美利差、人民币汇率及全球风险偏好形成一定约束。以 30 年期国债利差为例，当前中美利差已达到约 320BP，美债长端收益率处于相对高位，国内债市面临的外部收益率约束理论上应有所增强。但在国内货币政策保持宽松、经济基本面偏弱的背景下，**外部利率上行对国内债市的传导仍相对有限，国内利率走势仍将主要由国内基本面和货币政策决定。**

2. 我国债市为何偏强？

今年以来，海外主要经济体债券收益率整体上行，而我国债市收益率仍处于相对低位，内外债券市场表现出现明显分化。我们认为，这种分化并非单一因素驱动，而是国内基本面、资金面、政策面以及跨境资产配置共同作用的结果。具体来看，主要有以下五方面原因。

一是，国内经济与通胀仍偏弱，基本面尚未形成利率上行驱动。从经济活动看，国内经济呈现生产相对较强、价格水平偏温和的特征。8 月规模以上工业增加值同比增长 5.2%，服务业生产指数增长 4.1%，生产端保持一定韧性；但同期 CPI 同比仅上涨 0.8%，核心 CPI 为 1.0%，价格水平整体仍处于温和修复阶段。这意味着，当前名义增长偏弱的主要拖累在于价格而非生产，即实际增长并不算弱，但价格低迷压低了整体名义增速。在此背景下，名义增长对利率上行的推动仍然有限，市场对国内经济增长和通胀中枢的预期尚不足以支持长端利率持续向上突破。

我们认为，**海外利率上行与国内利率低位运行并不矛盾，其背后反映的是内外经济和通胀环境的差异。**海外市场当前面临的主要问题是通胀预期、财政赤字以及债券供给增加对长端利率的推动，而国内价格水平仍处于温和修复阶段，债券市场定价的核心仍更多取决于国内增长、通胀、资金和资产供需。因此，在国内基本面尚未出现明显再通胀的情况下，海外利率上行更多体现为国内债市面临的外部约束，而非直接转化为国内收益率的同步上行。

二是，国内债市定价与政策利率并非完全同步，市场利率仍由资金供需决定。LPR 维持不变、降息预期落空，并不意味着债券收益率必然承压。政策利率主要

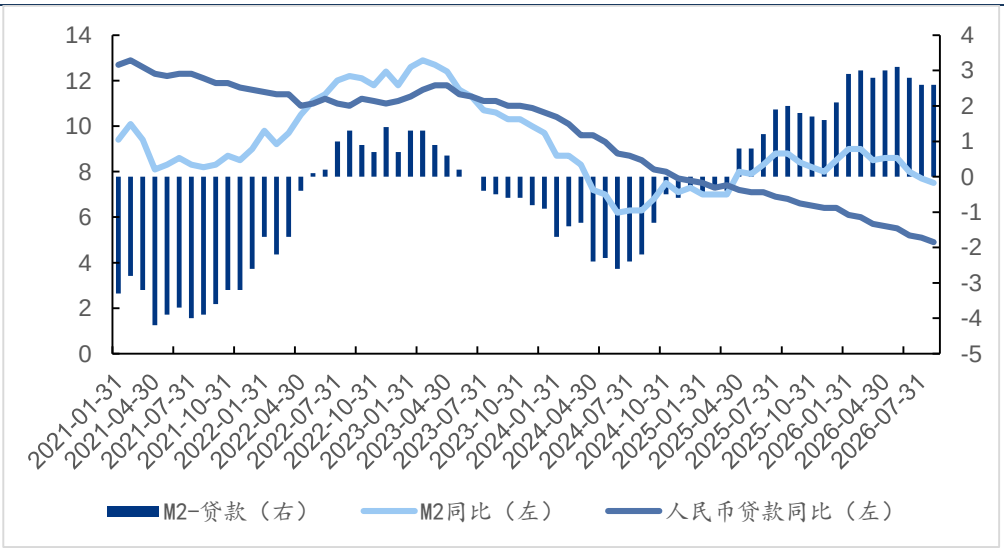
下载日志已记录，仅供内部参考

影响银行体系资金价格和贷款定价，而债券收益率则更多由经济增长预期、通胀、资金供需以及机构配置行为共同决定。因此，当前政策利率保持稳定的同时，国内债券市场仍处于相对低收益率环境。9 月 20 日，LPR 维持不变后，现券市场连续几个交易日仍延续偏强走势，表明市场对未来经济和资金供需的判断并未完全跟随短期政策预期变化。

我们认为，当前政策利率进一步下调或受到银行净息差压力等因素约束。随着存款利率持续下降，前期高息存款置换为利率更低的产品，银行负债端成本有所改善；但与此同时，信贷需求偏弱，贷款收益率仍处下行通道，对冲了部分负债端的改善效果，银行净息差仍面临压力。在此背景下，进一步降低政策利率需要兼顾银行经营压力，货币政策宽松方式可能更多依赖流动性投放和结构性工具。需要强调的是，净息差压力主要制约的是存款利率和 LPR 的下调空间，而非银行体系流动性投放本身。因此，政策利率下调受限，并不意味着资金会从债券市场退出。银行和其他机构的资产配置仍需在债券及其他金融资产之间权衡，当实体融资需求不足时，资金仍可能流向利率债，使市场利率与政策利率出现阶段性分化，从而支撑债市偏强运行。

三是，实体融资需求相对偏弱与机构配置需求持续存在，“资产荒”仍是当前债市低利率的重要支撑。当实体经济融资需求不足时，银行信贷、非标以及部分信用资产的配置需求相对有限，资金需要在有限的优质资产中寻找收益。当资金配置需求与高收益优质资产供给之间出现结构性错配时，资金便会向利率债等高流动性、低风险资产集中，从而压低债券收益率。从融资端看，截至 8 月末，社会融资规模存量同比增长 7.2%，人民币贷款余额同比增长 4.9%，M2 同比增长 7.5%。M2 增速持续高于社融和信贷增速，反映出当前货币供给相对充裕，而实体融资需求偏弱，资金供给与融资需求之间的缺口依然存在，“资产荒”格局并未根本改变。

图 2：M2 增速持续高于信贷增速，资产荒压力未消（%）



资料来源：IFIND，德邦研究所

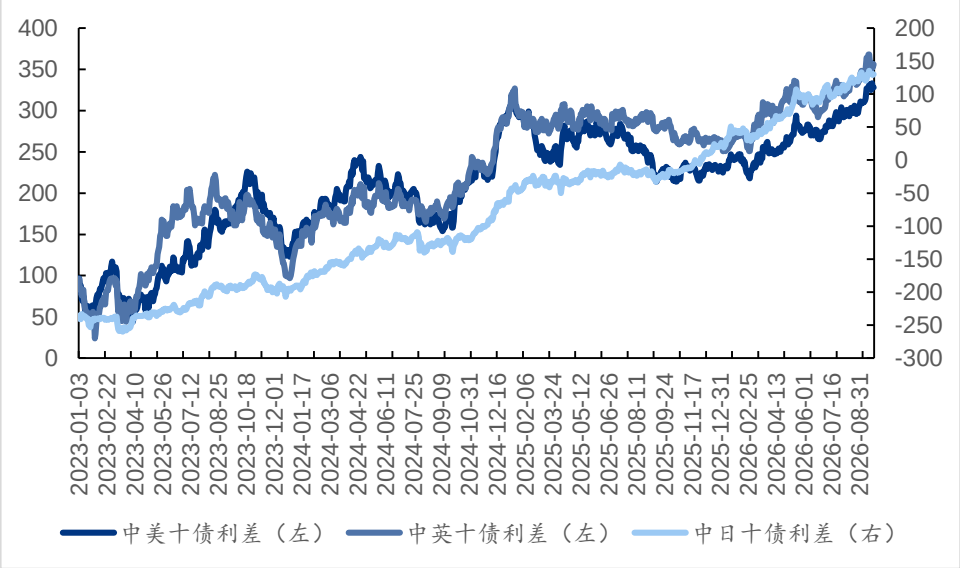
值得注意的是，当前资产荒的核心并非债券供给绝对不足，而是高收益优质资产相对有限。在贷款利率持续处于低位的背景下，机构资产配置的收益率中枢同步下移，利率债凭借其流动性与安全性，依然是重要的配置方向。为增厚收益，部分机构选择信用下沉，这又进一步压低了信用利差，使“资产荒”格局对债市

下载日志已记录，仅供内部参考

形成持续支撑。因此，即便海外利率明显上行，若国内融资需求与资产收益率未出现趋势性变化，债市仍具备较强的内生配置力量。

四是，中国债市与海外市场相关性较低，全球利率调整背景下的避险与分散化配置需求，对国内债市形成一定支撑。在全球利率抛售中，中国债券已成为相对安全的避风港。自 2 月美伊冲突爆发以来，美、英、日 10 年期国债收益率累计上行约 85-100BP，而我国 10 年期国债收益率同期反而下行 10BP 左右（截至 9 月 22 日），国内外债市表现分化。我国债市与全球主要债券市场较低的相关性，使其在全球固定收益资产配置中具有一定的分散化价值。当海外债券收益率受到通胀、财政赤字和债券供给等因素影响而明显上行时，中国债市仍受到国内低通胀、弱信用需求和资产荒等因素支撑，收益率走势并未跟随全球债市调整。因此，中国债券在全球固定收益资产中的配置价值，不仅取决于绝对收益率水平，也与其相对独立的宏观定价环境有关。

图 3：中外十年期国债利差走势（BP）



资料来源：IFIND，德邦研究所

五是，人民币升值提升中国资产吸引力，对境外资金配置或形成一定边际支撑。今年以来，中国银行间债券市场境外机构国债持有量，整体保持稳定，截至 8 月末较年初小幅增长 2%；截至 8 月末，境外机构持有中国债券约 3.19 万亿元，8 月北向债券通成交量达到 8039 亿元，境外投资者仍保持一定的交易和配置活跃度。在国内外利差走阔的情况下，境外机构配置人民币债券并未明显收缩，说明汇率因素可能在一定程度上对利差劣势形成补偿。我们认为，**从资产回报的角度看，人民币升值预期能够改善境外投资者持有人民币债券的综合收益，从而弱化单纯比较中外利差所形成的配置约束。**对于未进行汇率对冲的境外投资者而言，人民币升值不仅能够提升人民币债券以外币计价的回报，还可能增强其对人民币资产的配置意愿。因此，在人民币汇率相对稳定或存在升值预期的阶段，汇率收益与债券票息收益可能形成一定的协同效应，对境外资金配置中国债券形成边际支撑。

3. 后市展望

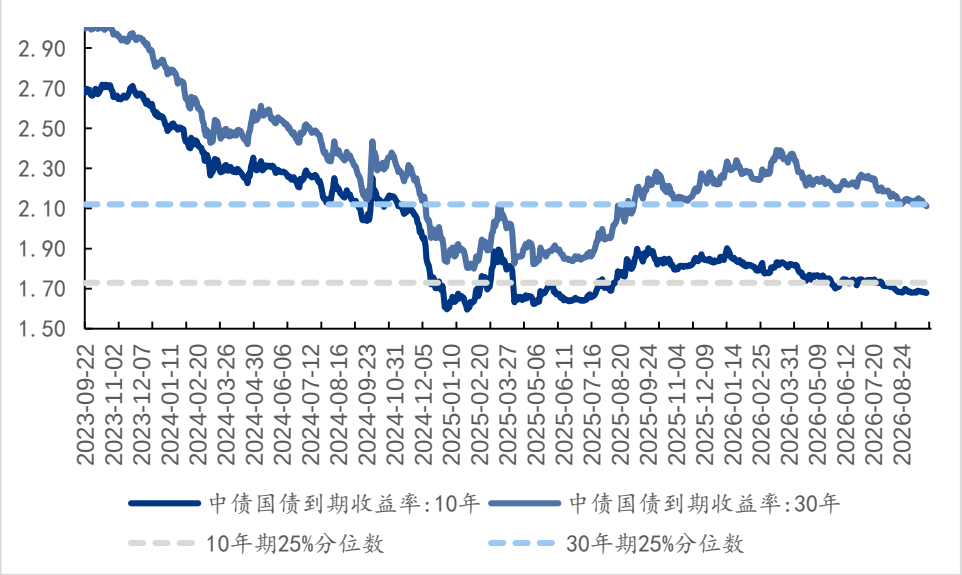
当前债市仍有基本面和资金面的支撑，但收益率进一步下行的空间正在收窄。

下载日志已记录，仅供内部参考

截至 9 月 23 日，10 年期国债收益率约为 1.68%，30 年期约为 2.11%，均处于近三年 25%分位数附近。从基本面看，内需修复偏慢、通胀压力温和，经济增长和物价仍未形成明显的利率上行驱动；从资金面看，机构配置需求仍然较强，优质资产相对有限，资产荒格局尚未发生根本变化。因此，当前低利率环境仍具备一定延续基础。但是，海外利率、汇率和银行净息差等因素，则对国内利率进一步下行形成一定约束。一方面，海外高利率环境仍在延续，美债长端收益率维持高位，海外利率上行仍可能通过汇率和跨境资金等渠道对国内利率形成扰动；另一方面，人民币汇率年内已实现一定幅度升值，若继续快速升值，可能对出口形成一定压力，汇率约束仍需关注。此外，银行净息差持续承压，也意味着政策利率进一步下调的空间和节奏需要更加审慎，资金利率大幅下行的空间相应受到约束。

利率下行趋势尚未完全逆转，但进一步下行需要新的增量催化。我们认为，10 年期国债收益率低点或触及 1.6%附近、30 年期接近 2.0%，但若要向上述点位进一步突破，仍需要基本面超预期走弱、政策利率下调等因素配合。在缺乏新的强催化因素情况下，收益率继续快速下行的难度正在上升，债市收益来源也预计将逐步从趋势性资本利得转向波段交易。策略上，整体久期暴露宜适当控制，避免在收益率低位过度拉长久期；长端交易机会可关注收益率曲线形态变化，如 30Y-10Y 期限利差的压缩空间。同时密切跟踪税期、跨季、政府债缴款等因素带来的资金面波动，以及政策预期和海外利率变化形成的阶段性交易窗口。

图 4：近三年国债收益率走势（%）



资料来源：IFIND，德邦研究所

信用债收益来源或将从前期的利差压缩，逐步转向票息和滚动收益。经过前期收益率持续下行，各等级信用利差已处于相对低位，继续压缩的空间有限，单纯依靠信用利差收窄获取资本利得的空间有所下降。在低利率环境下，信用债仍具有一定的票息优势，但投资收益对信用资质、期限结构和流动性的依赖将进一步提高。随着信用利差持续压缩，信用下沉的风险补偿也逐步下降，低等级品种的安全垫有所变薄。尤其对于部分弱资质、低等级信用债而言，若市场风险偏好发生变化，估值回撤压力可能更为明显，单纯依赖评级下沉获取超额收益的性价比有所下降。因此，在择券时需更加谨慎，避免在信用利差已经较低的情况下，通过进一步信用下沉换取有限的收益增厚。

下载日志已记录，仅供内部参考

策略上，**建议关注中短久期、高资质二永债，博取票息和骑乘收益；期限结构方面，可关注 3—5 年期品种的骑乘机会。在控制信用风险和流动性风险的前提下获取滚动收益。整体来看，信用债策略或将逐步从前期博取利差压缩的资本利得，转向以票息和骑乘收益为主，并更加重视信用资质与估值安全边际。**

4. 风险提示

1）**海外通胀超预期：**若能源价格、核心服务价格等因素推动海外通胀持续高于预期，可能促使主要央行维持偏紧货币政策，海外长端利率进一步上行，并通过利差、汇率及全球风险偏好等渠道加大对国内债市的外部压力。

2）**国内经济修复超预期：**若内需、地产或价格水平出现明显改善，经济增长和通胀预期可能重新抬升，国内长端利率上行压力将有所增加，债市低利率环境或面临调整。

3）**国内政策超预期：**若货币政策宽松力度弱于预期，或财政扩张力度明显加大，可能改变市场对资金供需及经济增长的预期，对债券收益率形成阶段性扰动。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，北京大学经济学博士，CFA、CPA，德邦证券首席经济学家、研究所所长。

郭津岑，不列颠哥伦比亚经济学学士（Distinction），香港大学经济学硕士。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类　别	评　级	说　明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； **2. 市场基准指数的比较标准：** A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	**股票投资评级**	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。
根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。