

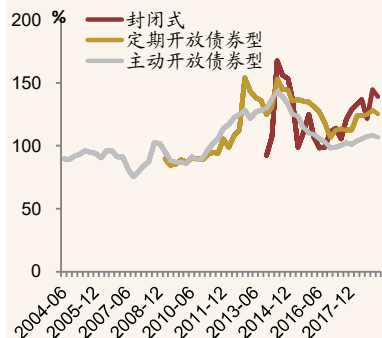
定期报告

2019年8月1日

## 利率债占比超信用债 高评级债占比回升

### 债券型基金2019年二季度投资组合分析

债券型基金债券仓位变动



资料来源: Wind, 招商证券

债券型基金券种配置变化



包羽洁

86-755-8308-1505

baoyujie@cmschina.com.cn

S1090519020002

债券型基金 2019 年二季度披露完毕, 本文分析了债券型基金二季度的投资组合结构, 包括债券仓位、券种配置、重仓个券信用评级及久期分布等情况。

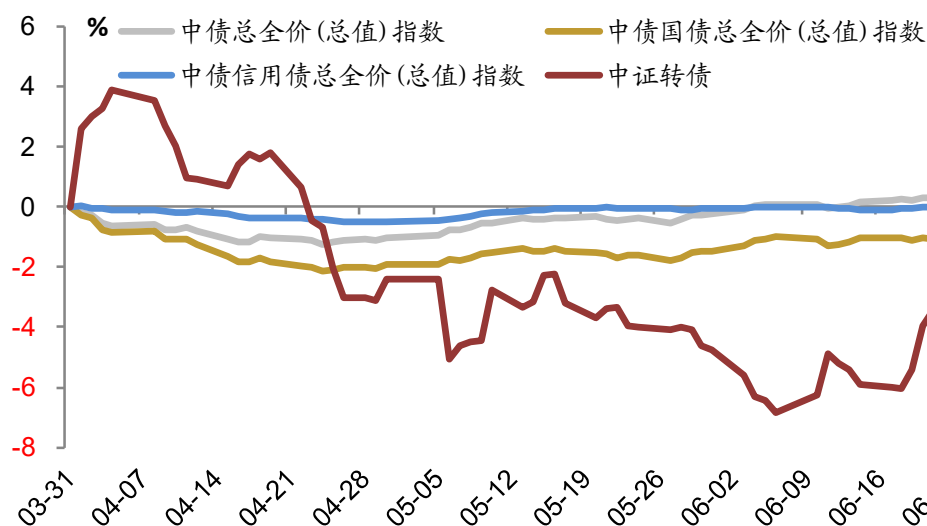
- 2019 年二季度, 债市整体先下行后有所回升。中债总全价指数和中债信用债总全价指数均略有上涨, 中债国债总全价指数有所下行。受股票市场下行的影响, 可转债指数下行幅度较大。中债国债总指下跌 1.1%; 中债信用债总指上涨 0.1%; 中证可转换债券指数下跌 3.6%。
- 2019 年二季度末, 债券型基金平均债券仓位(债券市值/资产净值)为 111.9%, 较上季度末下跌了 0.4 个百分点。
- 分类来看, 主动开放债券型基金平均债券仓位为 106.7%, 与上季度基本持平; 封闭式债券型基金平均债券仓位为 134.8%, 下跌 1.8 个百分点; 定期开放债券型基金平均债券仓位为 124.2%, 下跌 0.3 个百分点。
- 按照全部券种投资市值占债券投资总市值的比例计算, 二季度末基金重点投资的前 3 券种依次为: 金融债、企业债以及企业短期融资券, 占基金投资债券比例分别为 44.4%、38.1%和 8.7%。整体来看, 利率债占比较上一季度继续上升, 超过了信用债占比, 在债券型基金投资中占据了主导地位, 占基金债券投资的比例为 48.9%。
- 二季度期间, 债券型基金券种结构的调整主要体现在: 与上季度相比, 信用债占债券基金整体债券投资的比例继续下降, 利率债和可转债的占比继续上升, 利率债成为了债券型基金债券投资中占比最大的品种。在各类别债券占债券投资的比例方面, 信用债占比下降 1.5%, 利率债占比上升 1.2%, 可转债占比上升 0.1%。
- 二季度末, 债券型基金前五大重仓个券为 18 国开 08、18 国开 12、17 国开 09、18 国开 04 以及 17 国开 05, 基金的前二十大重仓个券均为金融债。
- 从券种配置的走势来看, 从 2008 年以来, 基金不断增加对信用债的配置比例, 使其逐渐占据了债券投资中最大的比例; 但是自 2015 年以来, 信用债占比不断下降, 2019 年二季度, 信用债占比被利率债超越, 信用债占比处于近 5 年内该比例的历史较低位。就利率债而言, 2018 年以来, 利率债投资占比不断上升, 2019 年二季度超越了信用债占比, 成为了债券投资中占比最大的券种, 处于近 7 年来的历史高点。在可转债方面, 可转债的配置比例继续略有上升, 占比仍在 2%以下, 处于历史低位。
- 从重仓利率债的久期来看, 与上季度相比, 久期在 1 年以下的利率债占比有所下降, 所占比例为 23.7%, 久期在 1-3 年的债券占比略有上升至 52.3%, 占比排名第一。久期在 3-5 年的债券占比小幅上升至 14.9%, 久期在 5-7 年的债券占比上涨至 4.3%, 久期在 7-10 年的债券继续下降至 4.7%。整体来看, 各类久期债券占比变动幅度不大, 与上季度基本一致。

根据招商证券基金分类规则，债券型基金分为开放式主动型、封闭式、定期开放、指数型和 ETF 等类型。由于不同运作方式面临的申赎压力不同，债券仓位也相应不同。指数型和 ETF 采取被动策略，在本报告中不作讨论。文中讨论的债券型基金包括开放式主动型、封闭式和定期开放三类。

## 一、债券型基金的资产配置——各类债基仓位变动较小

2019 年二季度，债市整体先下行后有所回升。中债总全价指数和中债信用债总全价指数均略有上涨，中债国债总全价指数有所下行。受股票市场下行的影响，可转债指数下行幅度较大。中债国债总指下跌 1.1%；中债信用债总指上涨 0.1%；中证可转换债券指数下跌 3.6%。（图 1）

图1：债券市场主要指数走势（2019年二季度）



资料来源：Wind，招商证券基金评价与分析系统

2019 年二季度末，债券型基金平均债券仓位（债券市值/资产净值）为 111.9%，较上季度末下跌了 0.4 个百分点。

分类来看，主动开放债券型基金平均债券仓位为 106.7%，与上季度基本持平；封闭式债券型基金平均债券仓位为 134.8%，下跌 1.8 个百分点；定期开放债券型基金平均债券仓位为 124.2%，下跌 0.3 个百分点。

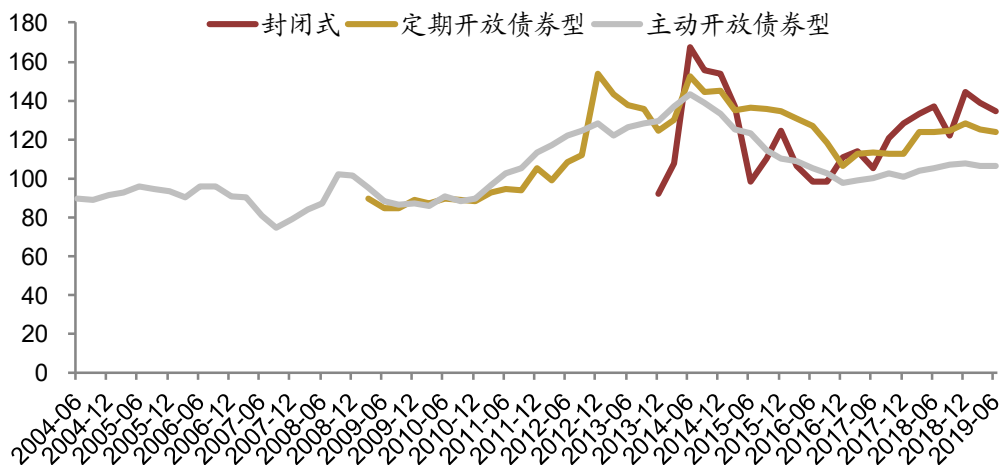
表1：各类债券型基金债券仓位情况（2019年二季度，单位：%）

	封闭式	定期开放	开放式	全部类别
上期均值	136.52	124.56	106.64	112.32
本期均值	134.76	124.23	106.66	111.92
较上季度变化	-1.76	-0.33	0.02	-0.40

资料来源：Wind，招商证券基金评价与分析系统

需要指出的是，由于季报的滞后性，基于季报数据的分析仅仅反映了基金二季末时点的持仓状况。

图2：债券型基金债券仓位走势图（截至2019年二季度）



资料来源：Wind，招商证券基金评价与分析系统

## 二、券种分布——利率债占比超信用债

按照全部券种投资市值占债券投资总市值的比例计算，二季度末基金重点投资的前3券种依次为：金融债、企业债以及企业短期融资券，占基金投资债券比例分别为44.4%、38.1%和8.7%。整体来看，利率债占比较上一季度继续上升，超过了信用债占比，在债券型基金投资中占据了主导地位，占基金债券投资的比例为48.9%。

二季度期间，债券型基金券种结构的调整主要体现为：与上季度相比，信用债占债券基金整体债券投资的比例继续下降，利率债和可转债的占比继续上升，利率债成为了债券型基金债券投资中占比最大的品种。在各类别债券占债券投资的比例方面，信用债占比下降1.5%，利率债占比上升1.2%，可转债占比上升0.1%。（表2、图3）

表2：基金券种投资季度间变动情况（2019年二季度）

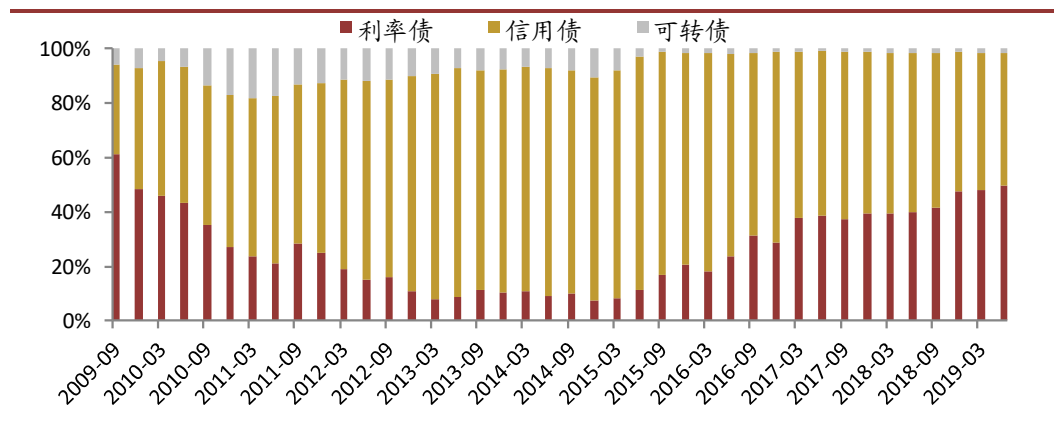
债券类别	本季末市值 (亿元)	本季末占债券 投资比 (%)	比上季末市值变动 绝对值 (亿元)	比上季末占债券投资 比例变动值 (%)
国债	285.05	0.97	-36.34	-0.15
金融债	13,081.00	44.45	897.88	2.23
央行票据	0.00	0.00	0.00	0.00
同业存单	1,035.54	3.52	-220.66	-0.83
<b>利率债</b>	<b>14,401.59</b>	<b>48.93</b>	<b>640.89</b>	<b>1.25</b>
企业短期融资券	2,573.15	8.74	-184.88	-0.81
企债	11,209.88	38.09	22.26	-0.68
资产支持证券	430.72	1.46	18.50	0.04
<b>信用债</b>	<b>14,213.75</b>	<b>48.30</b>	<b>-144.11</b>	<b>-1.46</b>
<b>可转债</b>	<b>481.53</b>	<b>1.64</b>	<b>41.99</b>	<b>0.11</b>
合计	29,096.87	98.87	538.77	-0.10

资料来源：Wind，招商证券基金评价与分析系统

从券种配置的走势来看，从2009年以来，基金不断增加对信用债的配置比例，使其逐渐占据了债券投资中最大的比例；但是自2015年以来，信用债占比不断下降，在2016年下降幅度较大；2018年以来，信用债的配置比例每季度均有所下降，2019年二季度，信用债占比被利率债超越，信用债占比处于近5年内该比例的历史较低位。

就利率债而言, 2018 年以来, 利率债投资占比不断上升, 2019 年二季度超越了信用债占比, 成为了债券投资中占比最大的券种, 处于近 7 年来的历史高点。在可转债方面, 由于 2019 年股票市场表现较强, 可转债的配置比例继续略有上升, 占比仍在 2% 以下, 处于历史低位。(图 3)

图3: 债券型基金券种配置比例变动情况 (2009年三季度-2019年二季度)



资料来源: Wind, 招商证券基金评价与分析系统

### 三、重仓个券分析

#### 1、前二十大重仓个券——前二十大重仓券均为金融债

二季度末, 债券型基金前五大重仓个券为 18 国开 08、18 国开 12、17 国开 09、18 国开 04 以及 17 国开 05, 基金的前二十大重仓个券均为金融债。(表 3)

表3: 债券型基金前20大重仓个券 (2019年二季度)

代码	名称	重仓基金数量	持仓总市值 (亿元)	债券类别
180208.IB	18 国开 08	151	535.09	金融债
180212.IB	18 国开 12	94	423.57	金融债
170209.IB	17 国开 09	74	286.56	金融债
190202.IB	19 国开 02	85	271.75	金融债
180204.IB	18 国开 04	85	200.46	金融债
180409.IB	18 农发 09	55	196.73	金融债
190203.IB	19 国开 03	89	179.64	金融债
170206.IB	17 国开 06	52	176.78	金融债
180313.IB	18 进出 13	48	157.58	金融债
190205.IB	19 国开 05	111	154.96	金融债
180211.IB	18 国开 11	64	152.19	金融债
190201.IB	19 国开 01	94	134.18	金融债
160206.IB	16 国开 06	40	122.88	金融债
180209.IB	18 国开 09	42	118.49	金融债
180205.IB	18 国开 05	63	105.19	金融债
170205.IB	17 国开 05	37	95.94	金融债
180403.IB	18 农发 03	9	86.01	金融债
180203.IB	18 国开 03	45	85.08	金融债
190210.IB	19 国开 10	64	80.05	金融债
170411.IB	17 农发 11	24	79.94	金融债

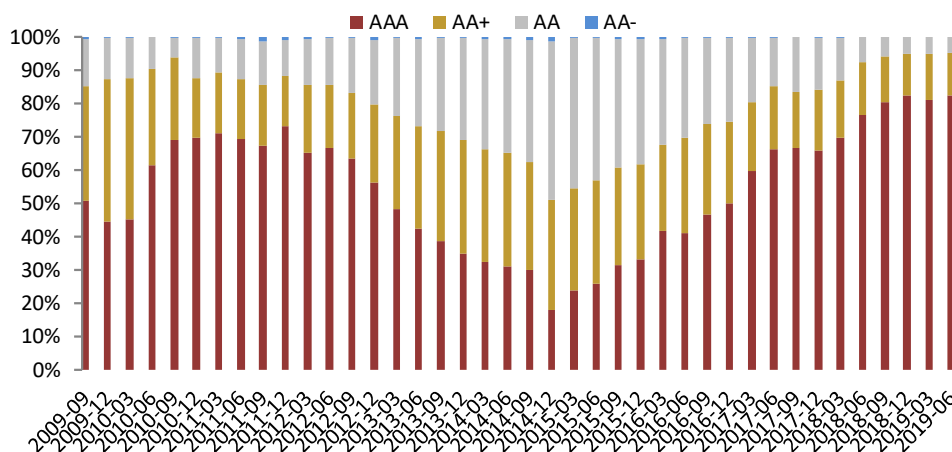
资料来源: Wind, 招商证券基金评价与分析系统

## 2、重仓信用债信用评级分析——高评级信用债占比有所回升

二季度末，所有债券基金重仓配置的信用债中，**AAA 评级信用债配置比例仍为最高，市值占有所有重仓信用债比例达到 82.4%**，AA+、AA 和 AA- 评级信用债占比依次为 12.6%、4.9% 和 0.0%。

从重仓债券信用评级变化趋势来看，二季度，高评级信用债（AAA）重仓比例有所上升，中等级别信用债（AA+、AA）的整体重仓比例有所下降；低评级信用债（AA-）重仓比例略有下降。总体来看，所占比例最高的仍为高评级信用债，且所占比例有所回升。在中等级别信用债中，AA+ 评级的债券占比仍然高于 AA 评级的债券。体现了目前债券型基金的风险偏好仍处于历史较低位。（图 4）

图4：重仓信用债评级走势图（2009年三季度-2019年二季度）

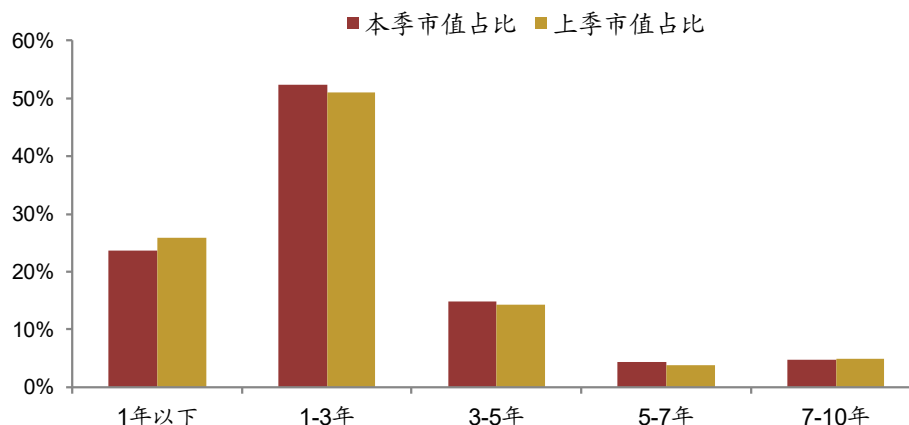


资料来源：Wind，招商证券基金评价与分析系统

## 3、重仓利率债久期分布——整体久期情况与上期较一致

从重仓利率债的久期来看，与上季度相比，久期在 1 年以下的利率债占比有所下降，所占比例为 23.7%，久期在 1-3 年的债券占比略有上升至 52.3%，占比排名第一。久期在 3-5 年的债券占比小幅上升至 14.9%，久期在 5-7 年的债券占比上涨至 4.3%，久期在 7-10 年的债券继续下降至 4.7%。整体来看，各类久期债券占比变动幅度不大，与上季度基本一致。（图 5）

图5：重仓利率债久期分布变化（2019年二季度）



资料来源：Wind，招商证券基金评价与分析系统

## 分析师承诺

负责本研究报告的每位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**包羽洁：**香港大学经济学硕士，武汉大学金融工程学士，2016 年加入招商证券研究发展中心，具备证券从业资格和基金从业资格。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。