

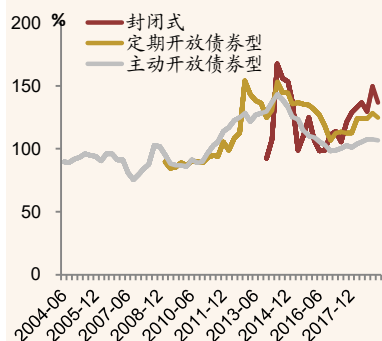
定期报告

2019年4月29日

各类债基仓位均下降 利率债久期中枢下移

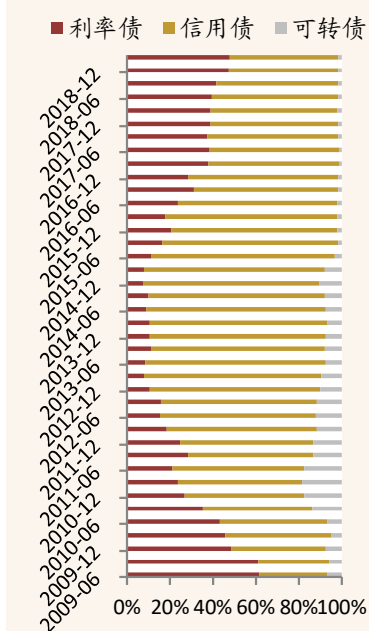
债券型基金2019年一季度投资组合分析

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



资料来源: Wind, 招商证券

宗乐 CFA

86-755-82943206

zongl@cmschina.com.cn

S1090511030005

包羽洁

86-755-8308-1505

baoyujie@cmschina.com.cn

S1090519020002

债券型基金 2019 年一季度披露完毕, 本文分析了债券型基金一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。

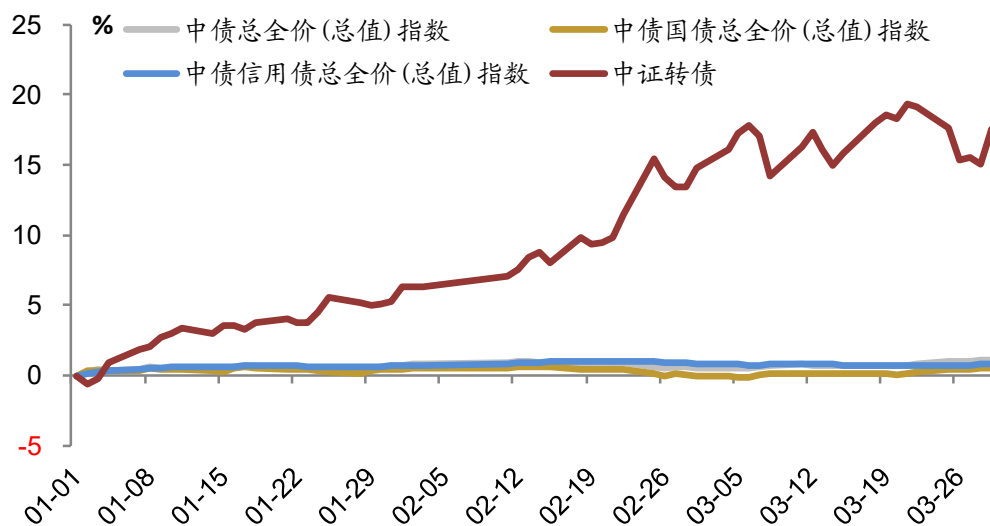
- 2019 年一季度, 债市整体稳步上行, 各类债券指数均有不同幅度的上涨; 尤其是可转债指数, 受一季度股市大幅上涨的影响, 可转债指数上涨幅度较大。中债国债总指上涨 0.6%; 中债信用债总指上涨 0.8%; 中证可转换债券指数上涨 17.5%。
- 2019 年一季度末, 债券型基金平均债券仓位(债券市值/资产净值)为 112.3%, 较上季度末下跌了 1.6 个百分点。
- 分类来看, 主动开放债券型基金平均仓位为 106.6%, 下跌 0.8 个百分点; 封闭式债券型基金平均债券仓位为 136.5%, 下跌 14.2 个百分点; 定期开放债券型基金平均债券仓位为 124.6%, 下跌 3.0 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, 一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 42.2%、38.8%和 9.6%。整体来看, 信用债在债券型基金投资中仍然占据主导地位, 所占比例较上一季度继续下降, 占基金债券投资的比例为 49.8%。
- 一季度期间, 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上升。在各类债券占债券投资的比例方面, 信用债占比下降 0.7%, 利率债占比上升 0.5%, 可转债占比上升 0.3%。
- 一季度末, 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。
- 从重仓债券信用评级变化趋势来看, 一季度, 高评级信用债 (AAA) 重仓比例有所下降, 中等级信用债 (AA+、AA) 的整体重仓比例有所上升; 低评级信用债 (AA-) 重仓比例略有上升。总体来看, 所占比例最高的仍为高评级信用债, 中等级级的债券占比自 2017 年末至今首次上升。在中等级信用债中, 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略有回升, 但仍处于历史较低位。
- 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上涨幅度较大, 所占比例为 25.8%, 久期在 1-3 年的债券占比略有下降至 51.1%, 占比排名第一, 与久期在 1 年以下的债券占比差距有所缩小。久期在 3-5 年的债券占比小幅下降至 14.4%, 久期在 5-7 年的债券占比上涨至 3.7%, 久期在 7-10 年的债券占比大幅下降至 5.0%。整体来看, 长久期债券占比下降幅度较大, 整体久期中枢下移。

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——各类债基仓位均下降

2019 年一季度, 债市整体稳步上行, 各类债券指数均有不同幅度的上涨; 尤其是可转债指数, 受一季度股市大幅上涨的影响, 可转债指数上涨幅度较大。中债国债总指上涨 0.6%; 中债信用债总指上涨 0.8%; 中证可转换债券指数上涨 17.5%。(图 1)

图1: 债券市场主要指数走势 (2019年一季度)



资料来源: Wind, 招商证券基金评价与分析系统

2019 年一季度末, 债券型基金平均债券仓位 (债券市值/资产净值) 为 112.3%, 较上季度末下跌了 1.6 个百分点。

分类来看, 主动开放债券型基金平均仓位为 106.6%, 下跌 0.8 个百分点; 封闭式债券型基金平均债券仓位为 136.5%, 下跌 14.2 个百分点; 定期开放债券型基金平均债券仓位为 124.6%, 下跌 3.0 个百分点。

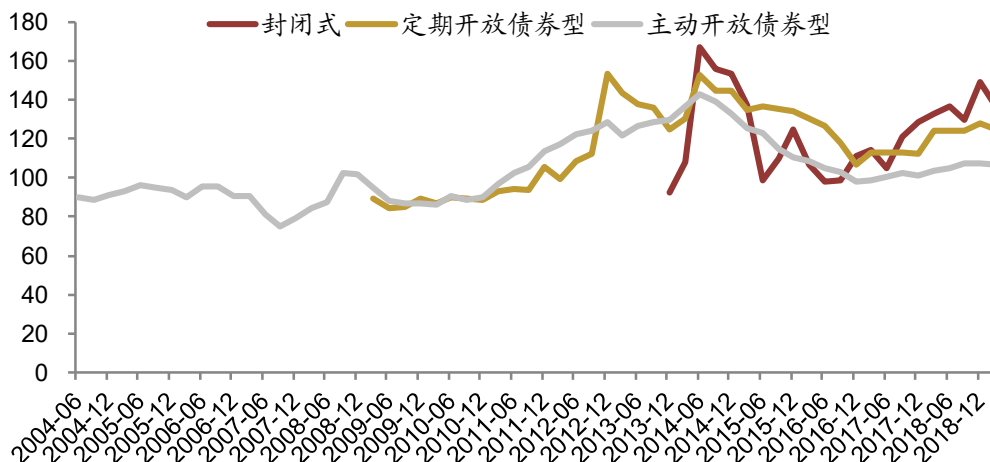
表1: 各类债券型基金债券仓位情况 (2019年一季度, 单位: %)

	封闭式	定期开放	开放式	全部类别
上期均值	150.73	127.51	107.46	113.90
本期均值	136.52	124.56	106.64	112.32
较上季度变化	-14.21	-2.95	-0.82	-1.58

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一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年一季度）



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、可转债占比上升

按照全部券种投资市值占债券投资总市值的比例计算，一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42.2%、38.8%和9.6%。整体来看，信用债在债券型基金投资中仍然占据主导地位，所占比例较上一季度继续下降，占基金债券投资的比例为49.8%。

一季度期间，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上升。在各类债券占债券投资的比例方面，信用债占比下降0.7%，利率债占比上升0.5%，可转债占比上升0.3%。（表2、图3）

表2：基金券种投资季度间变动情况（2019年一季度）

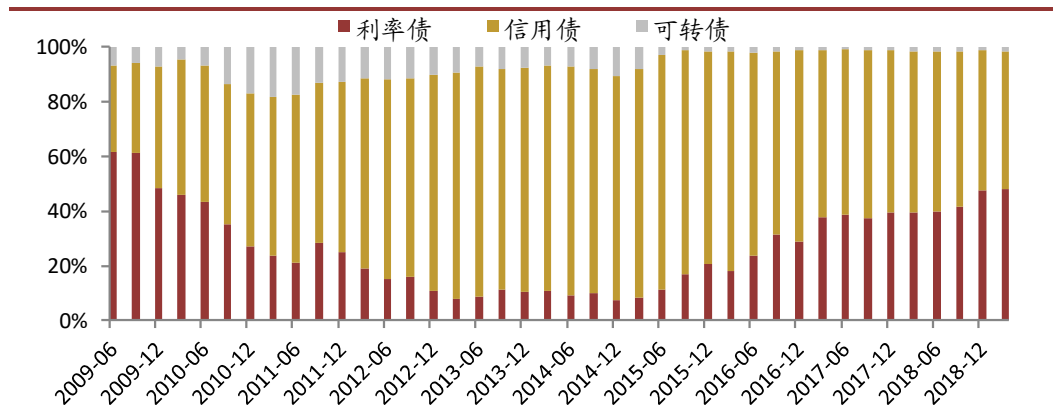
债券类别	本季末市值 (亿元)	本季末占债券 投资比 (%)	比上季末市值变动 绝对值 (亿元)	比上季末占债券投资 比例变动值 (%)
国债	321.33	1.11	-61.90	-0.42
金融债	12,181.55	42.24	2,101.38	1.86
央行票据	0.00	0.00	0.00	0.00
同业存单	1,245.60	4.32	-60.53	-0.91
利率债	13,748.48	47.67	1,978.95	0.52
企业短期融资券	2,757.85	9.56	270.93	-0.40
企债	11,185.70	38.78	1,404.34	-0.40
资产支持证券	412.22	1.43	68.47	0.05
信用债	14,355.78	49.78	1,743.74	-0.75
可转债	439.36	1.52	146.16	0.35
合计	28,543.61	98.97	3,868.86	0.13

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，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年一季度延续了该下降趋势，虽然下降幅度不大，仍然处于近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年一季度同样延续了该上涨趋势，处于近7年来的历史高点。在可转债方面，由于2019年股票市场大幅上涨，可转债的配置比例有所上升，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年二季度-2019年一季度）



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

一季度末，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年一季度）

代码	名称	重仓基金家数	持仓总市值 (亿元)	债券类别
180208.IB	18国开08	143	498.09	金融债
180212.IB	18国开12	94	443.16	金融债
170209.IB	17国开09	68	247.12	金融债
180204.IB	18国开04	107	202.06	金融债
170205.IB	17国开05	41	193.27	金融债
180409.IB	18农发09	54	187.44	金融债
180313.IB	18进出13	46	158.37	金融债
170206.IB	17国开06	47	145.07	金融债
180211.IB	18国开11	71	142.79	金融债
190201.IB	19国开01	64	137.50	金融债
160206.IB	16国开06	39	129.98	金融债
180205.IB	18国开05	84	111.23	金融债
180403.IB	18农发03	12	104.52	金融债
180401.IB	18农发01	12	99.17	金融债
180203.IB	18国开03	42	96.80	金融债
180210.IB	18国开10	86	84.93	金融债
180408.IB	18农发08	19	84.83	金融债
190202.IB	19国开02	37	83.16	金融债
170411.IB	17农发11	22	82.89	金融债
170215.IB	17国开15	43	76.46	金融债

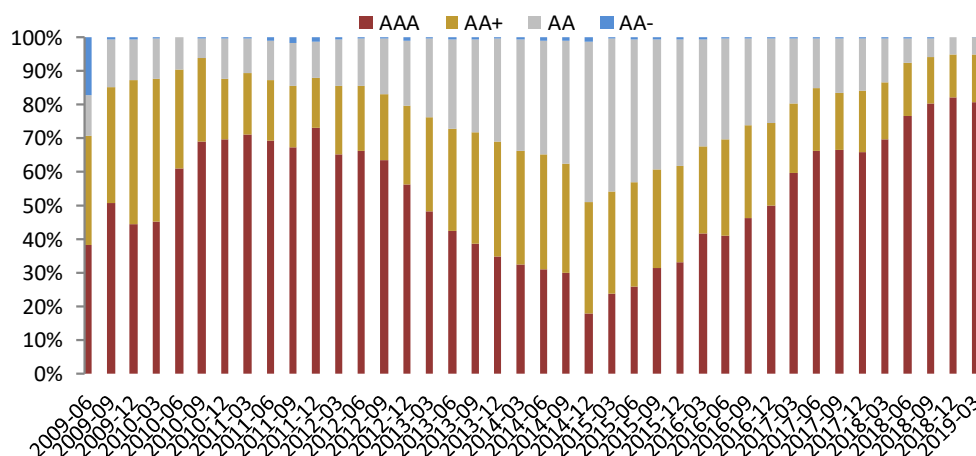
资料来源：Wind，招商证券基金评价与分析系统

2、重仓信用债信用评级分析——高评级信用债占比下降

一季度末，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**，市值占所有重仓信用债比例达到 **80.9%**，AA+、AA 和 AA- 评级信用债占比依次为 14.1%、5.0% 和 0.02%。

从重仓债券信用评级变化趋势来看，一季度，高评级信用债 (AAA) 重仓比例有所下降，中等级别信用债 (AA+、AA) 的整体重仓比例有所上升；低评级信用债 (AA-) 重仓比例略有上升。总体来看，所占比例最高的仍为高评级信用债，中等级别的债券占比自 2017 年末至今首次上升。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略有回升，但仍处于历史较低位。(图 4)

图4：重仓信用债评级走势图（2009年二季度-2019年一季度）

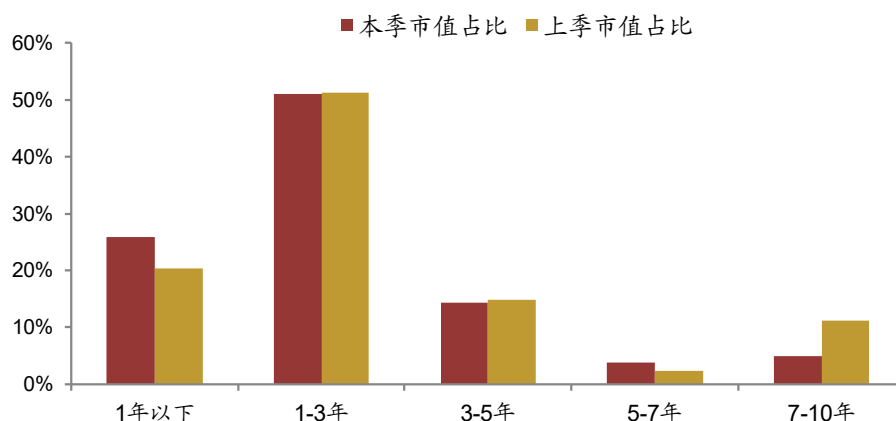


资料来源：Wind，招商证券基金评价与分析系统

3、重仓利率债久期分布——整体久期中枢下移

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上涨幅度较大，所占比例为 **25.8%**，久期在 1-3 年的债券占比略有下降至 **51.1%**，占比排名第一，与久期在 1 年以下的债券占比差距有所缩小。久期在 3-5 年的债券占比小幅下降至 **14.4%**，久期在 5-7 年的债券占比上涨至 **3.7%**，久期在 7-10 年的债券占比大幅下降至 **5.0%**。整体来看，长久期债券占比下降幅度较大，整体久期中枢下移。(图 5)

图5：重仓利率债久期分布变化（2019年一季度）



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。

宗乐 CFA: 加拿大阿尔伯塔大学经济金融学硕士，北京大学国际金融学学士，2007 年加入招商证券，现为招商证券研究发展中心副总裁，长期从事基金评价、基金研究等方面的工作，具备证券从业资格和基金从业资格。作为专家评委，连续多年参与“中国证券报金牛基金奖”评审工作，并为多家权威财经报刊撰稿，分享研究心得。

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。