

相关研究

《海通证券 2023 年 3 季度私募基金季报：震荡磨底，推荐标准略偏多配置-20231024》2023.10.24

《2023 年三季度公募基金产品发行综述：主动债券及指数权益产品发行规模上升明显，主动权益产品继续下降》2023.10.19

《海通证券：基金公司权益及固定收益类资产超额收益排行榜（2023.10.08）》2023.10.08

主动债券开放式基金三季报分析：权益仓位整体抬升，杠杆久期均下降

投资要点：

- **2023 年三季度市场回顾：**2023 年三季度，债市下跌，长债表现优于短债。具体来看，7 月，资金面维持平稳偏松，债市受稳增长预期博弈影响先涨后跌。8 月，资金面边际收敛，债市走出牛平行行情。9 月，资金面紧平衡，政策预期升温，债市走出熊平行行情。
- **大类资产配置：**债市股市均下跌，可转债债券型和偏债债券型基金权益仓位有所抬升。三季度，经济呈现温和改善的趋势，8-9 月生产、消费和投资分项的增速均在改善，新兴行业生产、服务消费、基建投资等具体领域保持较高增速，但是房地产投资的同比跌幅仍在扩大，9 月从 8 月的-3.6%降至-4.2%，股市下跌，债市下跌。各类型的主动债基在权益仓位和纯债仓位上操作思路有所分化。从权益仓位来看，准债债券型基金降低了权益仓位（股票仓位与可转债仓位之和），组合防御属性增强，而可转债债券型和偏债债券型基金低位布局，增加了权益仓位。从纯债仓位来看，债性较强的纯债债券型基金降低了纯债仓位，而准债债券型、可转债债券型和偏债债券型基金的纯债仓位有小幅增加。
- **类属资产配置：**纯债类产品利率债仓位下降，信用债仓位上升。三季度，利率震荡上行，各期限国债隐含税率大多处于历史低位，政金债降仓幅度较大。信用债方面，三季度各类型信用债均获加仓，且中票加仓幅度大于短融，在信用利差处于低位的背景下，基金经理增持期限更长的信用债品种以期获得更高的票息收益。
- **杠杆率：**小幅下降。截至 2023 年 9 月 30 日，主动债券型基金（老）整体的杠杆率为 120.38%，较二季度末下降 1.01 个百分点。三季度，资金面有所收紧，在债市震荡背景下基金经理小幅降低杠杆率，增强组合防御属性。
- **个券选择：**缩短久期，低等级信用债加仓幅度更大。截至三季度末，高等级信用债的仓位约为 64.37%，较二季度末上升 0.35 个百分点；低等级信用债的仓位约为 10.89%，较二季度末上升 1.00 个百分点。三季度，化债政策频出，地产限购政策有所放松，信用债基本面好转，信用利差出现压缩，且低等级个券利差压缩幅度更大，因此三季度主动债基高、低等级信用债仓位均上升，且低等级信用债加仓幅度更大。此外，我们也统计了重仓券的久期变化情况。截至三季度末，主动债券开放式基金重仓券的杠杆前久期为 1.84 年，较二季度末缩短 0.12 年；杠杆后久期为 2.00 年，较二季度末缩短 0.14 年。三季度，短端利率明显上行，长端利率低位震荡，主动债基缩短了组合久期。
- **风险提示：**本报告的内容为对 2023 年三季度基金季报的客观分析，不构成基金产品的投资建议。债券组合的整体评级及久期由重仓券的情况进行推算，不代表真实持仓。

分析师:章画意

Tel:(021)23185670

Email:zhy13958@haitong.com

证书:S0850523070003

首席分析师:倪韵婷

Tel:(021)23185605

Email:niyt@haitong.com

证书:S0850511010017

高级分析师:谈鑫

Tel:(021)23185601

Email:tx10771@haitong.com

证书:S0850518100005

联系人:魏玮

Tel:(021)23185677

Email:ww14694@haitong.com

目 录

1. 2023 年三季度市场回顾	5
2. 大类资产配置：债市股市均下跌，可转债债券型和偏债债券型基金权益仓位有所抬升 5	
3. 类属资产配置：纯债类产品利率债仓位下降，信用债仓位上升	7
4. 杠杆率：小幅下降	8
5. 个券选择：缩短久期，低等级信用债加仓幅度更大	8
6. 风险提示	9

图目录

图 1	1 年、10 年期国债到期收益率变动曲线5
	(截至 20230930, 单位: %)5
图 2	2 年期国开债、企业债 (AA+) 到期收益率变动曲线5
	(截至 20230930, 单位: %)5
图 3	主动债券开放式基金整体大类资产配置情况 (截至 20230930)6
图 4	各类型债基整体权益仓位变化情况 (截至 20230930)7
图 5	各类型债基整体纯债仓位变化情况 (截至 20230930)7
图 6	纯债资产整体配置情况 (截至 20230930)8
图 7	权益资产整体配置情况 (截至 20230930)8
图 8	主动债券开放式基金整体的杠杆率 (截至 20230930)8

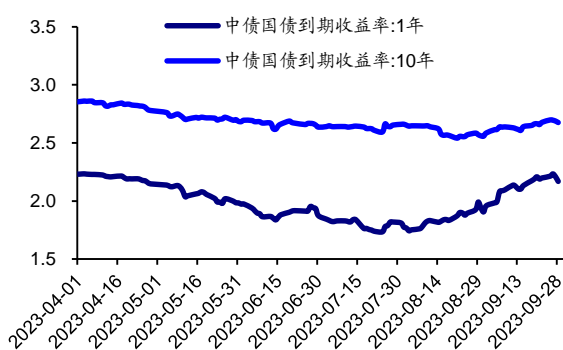
表目录

表 1	主动债券开放式基金（老）仓位情况.....	6
表 2	主动债券开放式基金（老）大类资产配置情况明细.....	7

1. 2023 年三季度市场回顾

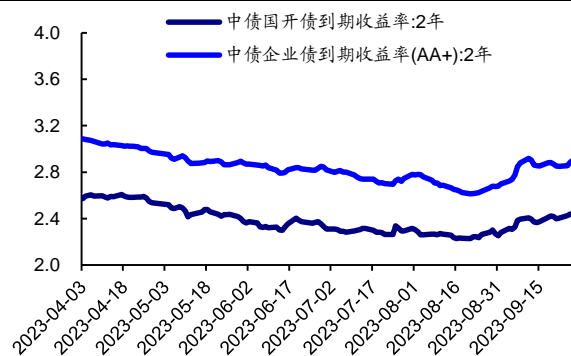
2023 年三季度，债市下跌，长债表现优于短债。具体来看，7 月，资金面维持平稳偏松，债市受稳增长预期博弈影响先涨后跌。8 月，资金面边际收敛，债市走出牛平行情。9 月，资金面紧平衡，政策预期升温，债市走出熊平行情。三季度，1 年期国债到期收益率上行 30BP 至 2.17%，1 年期国开债到期收益率上行 16BP 至 2.26%，10 年期国债到期收益率上行 4BP 至 2.68%，10 年期国开债到期收益率下行 3BP 至 2.74%，期限利差收窄。信用债方面，9 月，主要信用债品种由 7 月、8 月的净融资转为净偿还，信用债供给偏弱，三季度信用利差保持低位。主要指数方面，全季中债总净价总值指数下跌 0.12%，中债国债总净价指数下跌 0.09%，中债金融债总净价指数下跌 0.16%，中债企业债总净价指数上涨 0.04%。转债方面，中证转债指数下跌 0.52%。

图1 1年、10年期国债到期收益率变动曲线
(截至 20230930, 单位: %)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图2 2年期国开债、企业债(AA+)到期收益率变动曲线
(截至 20230930, 单位: %)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

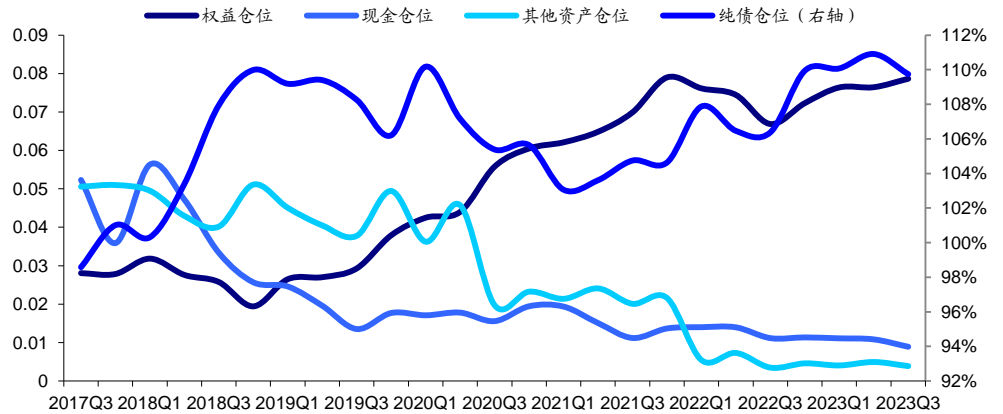
2023 年基金三季报已披露完毕。整体来看，主动债券开放式基金（包括海通评级分类下的纯债债券型、准债债券型、可转债债券型和偏债债券型基金）三季度权益仓位（股票仓位与可转债仓位之和）为 7.87%、纯债仓位为 109.74%、存款仓位为 0.89%、其他资产仓位为 0.39%。纯债资产内部，利率债仓位为 35.26%、信用债仓位为 74.48%。权益仓位内部，股票仓位为 3.05%、可转债仓位为 4.82%。主动债券开放式基金整体的杠杆率为 120.25%。以重仓券测算的高评级信用债仓位约为 63.70%、低评级信用债仓位约为 10.77%、组合杠杆前久期 1.84 年、杠杆后久期 2.16 年。

下文中我们剔除新基金的影响，统计主动债券型基金（老）的持仓情况，样本中仅包括在 2023 年三季度和 2023 年二季度都有季报披露的产品，增强样本可比性。

2. 大类资产配置：债市股市均下跌，可转债债券型和偏债债券型基金权益仓位有所抬升

截至 2023 年 9 月 30 日，主动债券开放式基金（老）的权益仓位为 7.99%，较上季度末上升 0.35 个百分点；纯债仓位为 109.94%，较上季度末下降 0.97 个百分点；存款仓位为 0.86%，较上季度末下降 0.22 个百分点；其他资产仓位为 0.38%，较上季度末下降 0.11 个百分点。

图3 主动债券开放式基金整体大类资产配置情况（截至 20230930）



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 1 主动债券开放式基金（老）仓位情况

项目	净资产 (亿元)	权益 (亿元)	占比	纯债 (亿元)	占比	存款 (亿元)	占比	其他资产 (亿元)	占比
23Q3	54328.59	4339.74	7.99%	59728.47	109.94%	466.08	0.86%	207.34	0.38%
23Q2	54795.62	4187.80	7.64%	60773.31	110.91%	590.85	1.08%	270.61	0.49%
变动值	-467.03	151.94	0.35%	-1044.84	-0.97%	-124.76	-0.22%	-63.27	-0.11%
变动比例	-0.85%	3.63%	4.52%	-1.72%	-0.87%	-21.12%	-20.44%	-23.38%	-22.72%

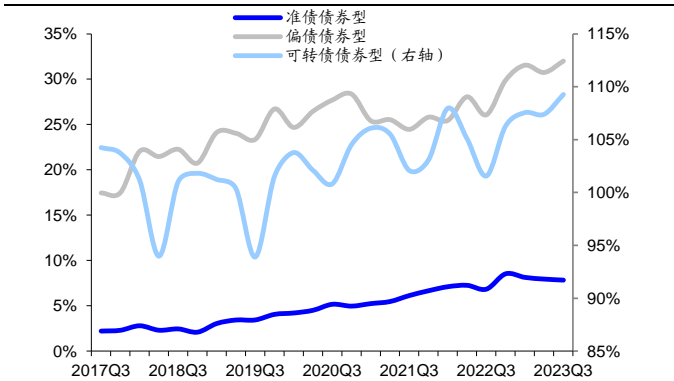
资料来源: Wind、海通证券研究所

注: 数据截至 20230930、20230630; 权益仓位为股票仓位与可转债仓位之和

分类型来看, 准债债券型基金的权益仓位 (股票仓位与可转债仓位之和) 为 7.86%, 较上季度末下降 0.07 个百分点; 可转债债券型基金的权益仓位为 109.27%, 较上季度末上升 1.87 个百分点; 偏债债券型基金的权益仓位为 32.58%, 较上季度末上升 1.92 个百分点。纯债配置方面, 纯债债券型基金的纯债仓位为 117.91%, 较上季度末下降 1.58 个百分点; 准债债券型基金的纯债仓位为 112.49%, 较上季度末上升 0.05 个百分点; 可转债债券型基金的纯债仓位为 5.60%, 较上季度末上升 0.12 个百分点; 偏债债券型基金的纯债仓位为 83.57%, 较上季度末上升 0.39 个百分点。

三季度, 经济呈现温和改善的趋势, 8-9 月生产、消费和投资分项的增速均在改善, 新兴行业生产、服务消费、基建投资等具体领域保持较高增速, 但是房地产投资的同比跌幅仍在扩大, 9 月从 8 月的 -3.6% 降至 -4.2%, 股市下跌, 债市下跌。各类型的主动债基在权益仓位和纯债仓位上操作思路有所分化。从权益仓位来看, 准债债券型基金降低了权益仓位 (股票仓位与可转债仓位之和), 组合防御属性增强, 而可转债债券型和偏债债券型基金低位布局, 增加了权益仓位。从纯债仓位来看, 债性较强的纯债债券型基金降低了纯债仓位, 而准债债券型、可转债债券型和偏债债券型基金的纯债仓位有小幅增加。

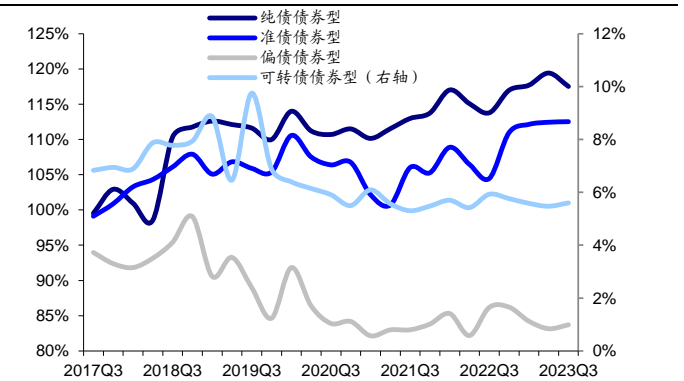
图4 各类型债基整体权益仓位变化情况（截至 20230930）



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：权益仓位为股票仓位与可转债仓位之和

图5 各类型债基整体纯债仓位变化情况（截至 20230930）



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 主动债券开放式基金（老）大类资产配置情况明细

基金类型	23Q3 权益仓位	23Q2 权益仓位	变动值	23Q3 纯债仓位	23Q2 纯债仓位	变动值
纯债债券型	--	--	--	117.91%	119.48%	-1.58%
准债债券型	7.86%	7.93%	-0.07%	112.49%	112.44%	0.05%
可转债债券型	109.27%	107.40%	1.87%	5.60%	5.48%	0.12%
偏债债券型	32.58%	30.66%	1.92%	83.57%	83.18%	0.39%

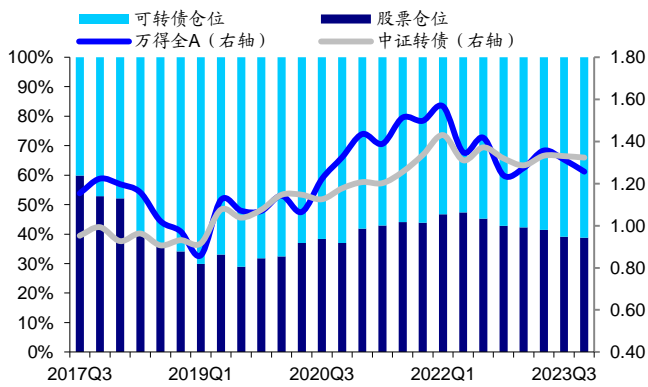
资料来源：Wind，海通证券研究所

注：数据截至 20230930、20230630；权益仓位为股票仓位与可转债仓位之和

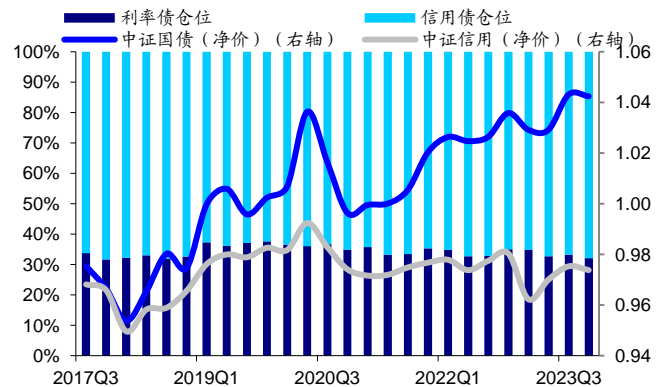
3. 类属资产配置：纯债类产品利率债仓位下降，信用债仓位上升

券种间的配置上，截至 2023 年 9 月 30 日，主动债券开放式基金（老）的利率债仓位为 34.68%，较二季度末下降 2.33 个百分点；信用债仓位为 75.26%，较二季度末上升 1.36 个百分点。券种配置对于债性较纯的产品表现起到了至关重要的作用，因此我们特别统计了纯债债券型和准债债券型产品的券种配置情况。结果表明，三季度末这两类产品的利率债仓位为 39.12%，较二季度末下降 2.71 个百分点；信用债仓位为 77.82%，较二季度末上升 1.42 个百分点。三季度，利率震荡，而在化债政策、地产利好政策的影响下信用利差出现压缩，基金经理降低利率债仓位、提高信用债配置比例以把握债市的结构行情。

进一步，我们统计了类属券种的配置情况。在利率债内部，三季度末国债仓位为 2.70%，较二季度末上升 0.27 个百分点；政金债仓位为 29.67%，较二季度末下降 2.71 个百分点。此外，同业存单仓位为 2.31%，较二季度末上升 0.12 个百分点。在信用债内部，三季度末短融仓位为 3.72%，较二季度末上升 0.24 个百分点；中票仓位为 24.22%，较二季度末上升 0.70 个百分点；公司债及企业债仓位为 15.05%，较二季度末上升 0.07 个百分点。三季度，利率震荡上行，各期限国开债隐含税率大多处于历史低位，政金债降仓幅度较大。信用债方面，三季度各类型信用债均获加仓，且中票加仓幅度大于短融，在信用利差处于低位的背景下，基金经理增持期限更长的信用债品种以期获得更高的票息收益。

图6 纯债资产整体配置情况（截至 20230930）


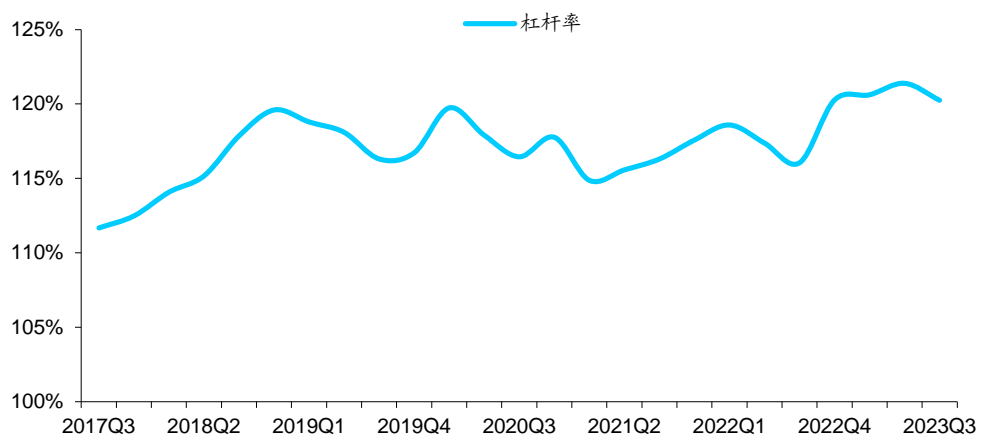
资料来源：Wind，海通证券研究所

图7 权益资产整体配置情况（截至 20230930）


资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 杠杆率：小幅下降

截至2023年9月30日，主动债券型基金（老）整体的杠杆率为120.38%，较二季度末下降1.01个百分点。三季度，资金面有所收紧，在债市震荡背景下基金经理小幅降低杠杆率，增强组合防御属性。

图8 主动债券开放式基金整体的杠杆率（截至 20230930）


资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 个券选择：缩短久期，低等级信用债加仓幅度更大

我们利用重仓券中高、低评级个券的占比，推算出基金整体投资于高、低评级信用债的比例，以下结论并不代表基金实际持仓情况。截至三季度末，高等级信用债的仓位约为64.37%，较二季度末上升0.35个百分点；低等级信用债的仓位约为10.89%，较二季度末上升1.00个百分点。三季度，化债政策频出，地产限购政策有所放松，信用债基本面好转，信用利差出现压缩，且低等级个券利差压缩幅度更大，因此三季度主动债基高、低等级信用债仓位均上升，且低等级信用债加仓幅度更大。

此外，我们也统计了重仓券的久期变化情况。截至三季度末，主动债券开放式基金重仓券的杠杆前久期为1.84年，较二季度末缩短0.12年；杠杆后久期为2.00年，较二季度末缩短0.14年。三季度，短端利率明显上行，长端利率低位震荡，主动债基缩短了组合久期。

6. 风险提示

本报告的内容为对 2023 年三季度基金季报的客观分析，不构成基金产品的投资建议。债券组合的整体评级及久期由重仓券的情况进行推算，不代表真实持仓。

信息披露 分析师声明

章画意 金融产品研究团队
倪韵婷 金融产品研究团队
谈鑫 金融产品研究团队

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。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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，海通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，未经海通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，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，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，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。