

相关研究

《关注曲线继续走陡机会》2024.1.28
《绩优债基票息为主，杠杆久期下降——
23Q3 债基季报分析》2023.10.30
《绩优债基杠杆票息为主，债市关注调整
后机会》2023.7.30

分析师:孙丽萍

Tel:(021)23185648

Email:slp13219@haitong.com

证书:S0850522080001

联系人:藏多

Tel:(021)23185647

Email:zd14683@haitong.com

绩优债基票息为主，积极关注波段机会 ——23Q4 债基季报分析

投资要点:

- **23Q4 债基规模上升，债券仓位下降，主要增持利率债。**（1）债基规模大幅续增，股票型基金、混合型基金和货基规模均下降。（2）公募基金债券仓位小幅继续上行 0.04 个百分点，其中货基、债基债券仓位分别下行 2.7pcts、0.5pcts。（3）债基主要增持利率债，金融债和信用债占比下降。
- **23Q4 纯债基&混合债基分析**

重仓券：（1）前 5 名重仓券集中度整体续降。（2）纯债基增持政金债、金融债分化，混合债基对各券种整体减持。（3）23Q4 债基重仓城投债规模环比回落，AAA 级占比持平，在高资质区域的集中度略有上升。

升杠杆、拉久期。（1）纯债基&混合债基的久期在 17 年以来同期中处于中性水平。短期&中长期纯债基、混合一级&二级债基的久期均值水平分别拉长 0.08 年、0.31 年、0.43 年、0.28 年。（2）纯债基&混合债基杠杆均转为上升。短期&中长期纯债基、混合一级、混合二级的杠杆率均值水平环比分别+3.6pct、+1.5pct、+2.5pct、+5.3pct。
- **23Q4 绩优债基如何增厚收益？**（1）基金季报显示绩优基金业绩主要采用信用票息策略，以波段交易为辅，久期和杠杆灵活调整。（2）将绩优基金（各类型基金 23Q4 业绩排名前 10% 的基金）的组合久期、杠杆率水平与整体水平进行对比，结果显示：绩优纯债基&混合债基的久期偏长、杠杆分化。（3）将绩优基金各券种仓位水平与整体进行对比。分析显示：绩优纯债基&混合债基业绩均是依靠信用债票息。转债方面，绩优混合一级&二级债基的转债持仓水平相比于整体均偏高。
- **风险提示：** 基本面变化、信用风险、数据统计存在遗漏或偏差。

目 录

1. 规模：债基规模上升，股票型、混合型和货基规模下降	4
2. 债券仓位：债基债券仓位下降，主要增持利率债	4
2.1 货基债基债券仓位均降，其余类型基金普升	4
2.2 债基主要增持利率债，信用债占比下降	4
3. 重仓券分析：城投下沉力度基本持平，纯债基金增持政金债	5
3.1 重仓券集中度持续下降	5
3.2 纯债基增持政金债、金融债分化，混合债基对各券种整体减持	5
3.3 高等级城投债占比基本持平	6
4. 纯债基&混合债基：升杠杆、拉久期	7
5. 绩优基金策略：信用票息为主，波段交易为辅	8

图目录

图 1	各类型基金规模（资产净值，亿元）及占比变动（百分点）	4
图 2	公募基金规模（资产净值，亿元）及环比增速（%）	4
图 3	23Q4 各类型基金债券仓位（债券市值占基金资产总值比，%）	4
图 4	23Q4 债券型基金持券市值变动（亿元）	5
图 5	23Q4 前 5 重仓债券市值合计占债券总投资市值比（%）	5
图 6	短期纯债型基金债券持仓规模变动及占比（亿元，%）	6
图 7	中长期纯债型基金债券持仓规模变动及占比（亿元，%）	6
图 8	混合一级债基债券持仓规模变动（亿元）及占比变动	6
图 9	混合二级债基债券持仓规模变动（亿元）及占比变动	6
图 10	重仓券中城投债资质分布（占比，%）	6
图 11	23Q4 纯债基&混合债基重仓券中城投债资质变动	7
图 12	纯债基和混合债基组合久期水平（均值，年）	7
图 13	纯债基和混合债基杠杆率走势（均值，%）	8
图 14	23Q4 业绩较好的纯债基&混合债基杠杆率对比（%）	12
图 15	23Q4 业绩较好的纯债基&混合债基久期对比（年）	12
图 16	23Q4 业绩前 10%短期纯债型基金各债券持仓占比（%）	13
图 17	23Q4 业绩前 10%中长期纯债型基金各债券持仓占比（%）	13
图 18	23Q4 业绩前 10%混合一级债基各债券持仓占比（%）	13
图 19	23Q4 业绩前 10%混合二级债基各债券持仓占比（%）	13

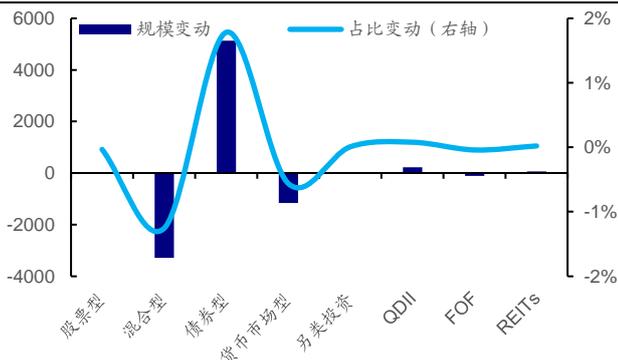
表目录

表 1	绩优短期纯债基债券持仓策略汇总（截至 23/12/31，%）	9
表 2	绩优中长期纯债基金的债券持仓策略汇总（截至 23/12/31，%）（2-1）	10
表 3	绩优中长期纯债基金的债券持仓策略汇总（截至 23/12/31，%）（2-2）	11
表 4	混合一二级债基债券持仓策略汇总（截至 23/12/31，%）	12

1. 规模：债基规模上升，股票型、混合型和货基规模下降

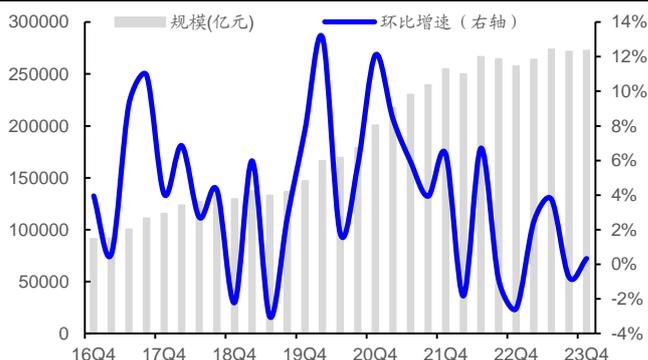
债基规模大幅续增，股票型基金、混合型基金和货基规模均下降。Wind 统计数据显示，2023Q4 公募基金规模环比小幅上升 887 亿元至 27.3 万亿元，其中债券型基金规模大幅上升 5136 亿元，混合型基金和货基分别大幅下降 3290 亿元、1156 亿元，股票型基金略降 6 亿元。从占比来看，债券型基金占比提升 1.8pcts，混合型基金、货基占比分别下降 1.3pcts、0.6pcts，其余类型基金占比变动不大。基金份额方面，债券型基金份额增加最为显著、其次是股票型基金。

图1 各类型基金规模（资产净值，亿元）及占比变动（百分点）



数据：2023年Q4相较于2023年Q3；
资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 公募基金规模（资产净值，亿元）及环比增速（%）



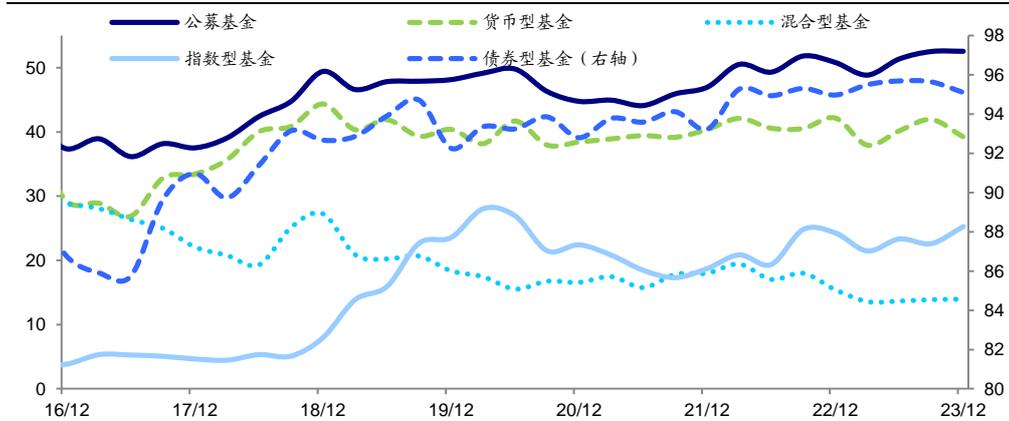
数据：截至2023年Q4
资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 债券仓位：债基债券仓位下降，主要增持利率债

2.1 货基债基债券仓位均降，其余类型基金普升

23Q4 公募基金债券仓位（债券持仓市值占基金总值比）小幅继续上行 0.04 个百分点。其中货币型、债券型的债券持仓市值占基金资产总值比分别环比下降 2.7pcts、0.5pcts，其余类型基金均为上行，指数型上升最为明显，为 2.6pcts。从债券仓位分位数来看，债券型、货币型、混合型、股票型基金的债券仓位分别处于 16 年以来 84%、45%、10%、35%分位数（季度数据）。

图3 23Q4 各类型基金债券仓位（债券市值占基金资产总值比，%）

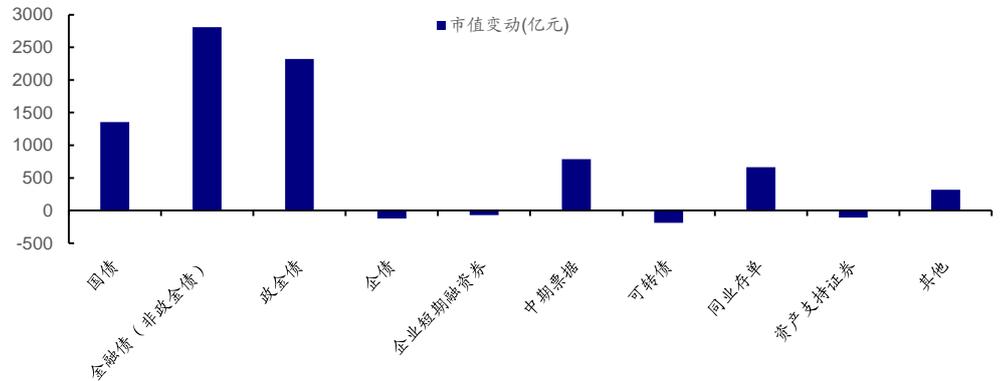


资料来源：Wind，海通证券研究所

2.2 债基主要增持利率债，信用债占比下降

23年四季度，国债和同业存单在债基持仓市值中占比上升，升幅分别为1.2pcts、0.5pcts，政金债占比略有回升，升幅为0.3pcts。其余券种占比整体下降，其中，企债、企业短期融资券占比降幅最大，分别为0.6pcts、0.4pcts；金融债（非政金债）占比下降0.3pcts。

图4 23Q4 债券型基金持券市值变动（亿元）



数据：23年Q4相比于23年Q3
 资料来源：Wind，海通证券研究所

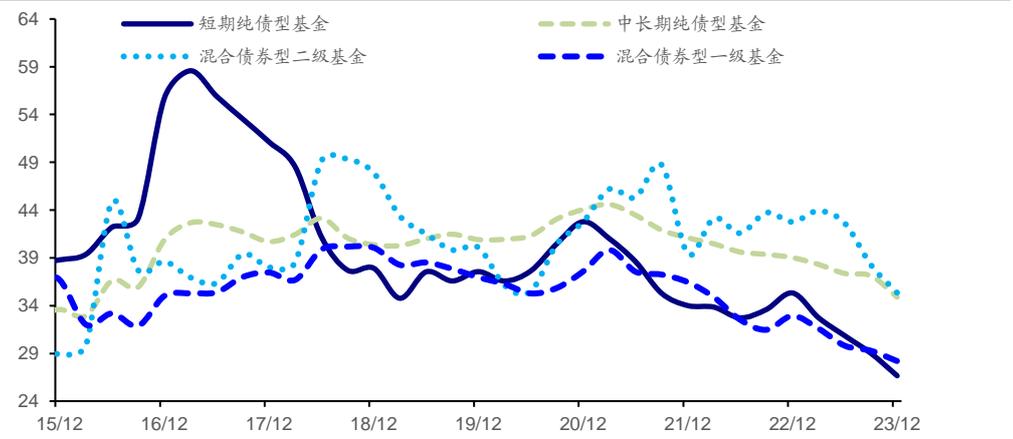
3. 重仓券分析：城投下沉力度基本持平，纯债基金增持政金债

本报告对短期纯债型基金&中长期纯债基金（同时满足无大额赎回+非摊余成本法债基的条件，下同）混合债券一级基金&混合债券二级基金（同时满足23Q4转债仓位小于10%+剔除转债后债券仓位不低于90%+无大额赎回的条件，下同）进行分析，具体来看：

3.1 重仓券集中度持续下降

从前5名重仓债券市值合计占债券总投资市值平均比重来看，至23Q4短期&中长期纯债基、混合一二级债基的重仓券集中度均继续走低，环比下行幅度在1.1~2.9pct区间。

图5 23Q4 前5重仓债券市值合计占债券总投资市值比（%）

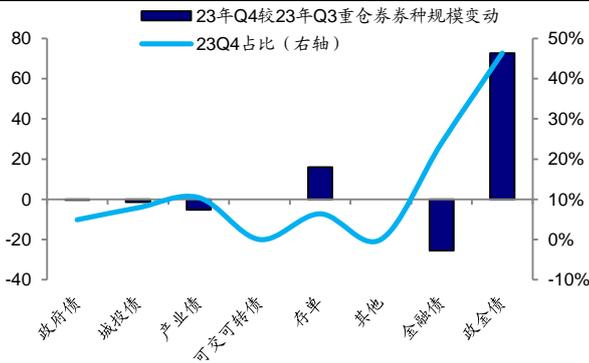


资料来源：Wind，海通证券研究所

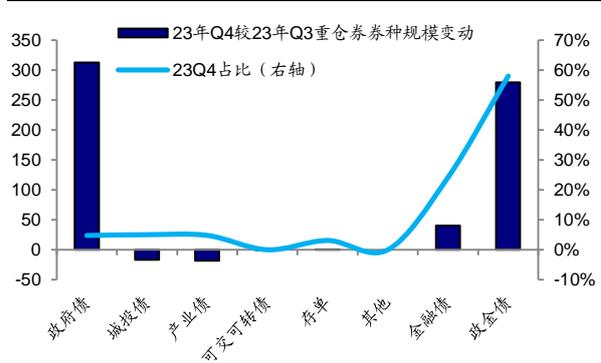
3.2 纯债基增持政金债、金融债分化，混合债基对各券种整体减持

从23Q4重仓券持有市值环比变动来看：短期纯债基金增持政金债和存单、继续减

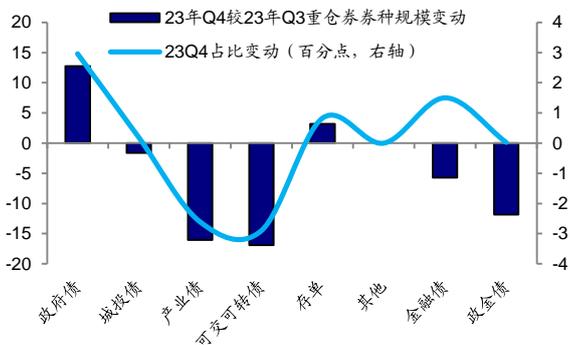
持金融债；中长期纯债基金增持政金债、政府债和金融债。混合一级债基主要减持产业债和可交可转债，增持政府债；混合二级债基对各券种基本均为减持，对于金融债和政金债减持力度最大。

图6 短期纯债型基金债券持仓规模变动及占比（亿元，%）


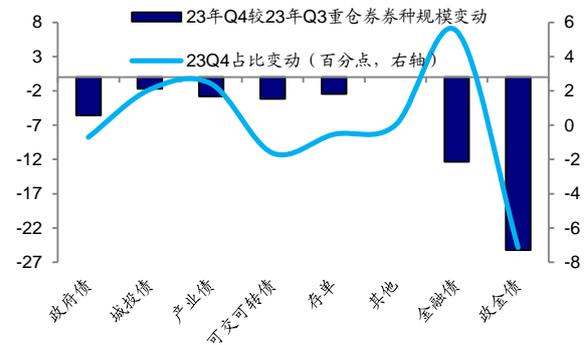
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据为非摊余成本定开债基、非可转债基金、且无大额赎回的短期纯债基金的重仓券种分析

图7 中长期纯债型基金债券持仓规模变动及占比（亿元，%）


资料来源：Wind，海通证券研究所，数据为非摊余成本定开债基、非可转债基金、且无大额赎回的中长期纯债基金的重仓券种分析

图8 混合一级债基债券持仓规模变动（亿元）及占比变动


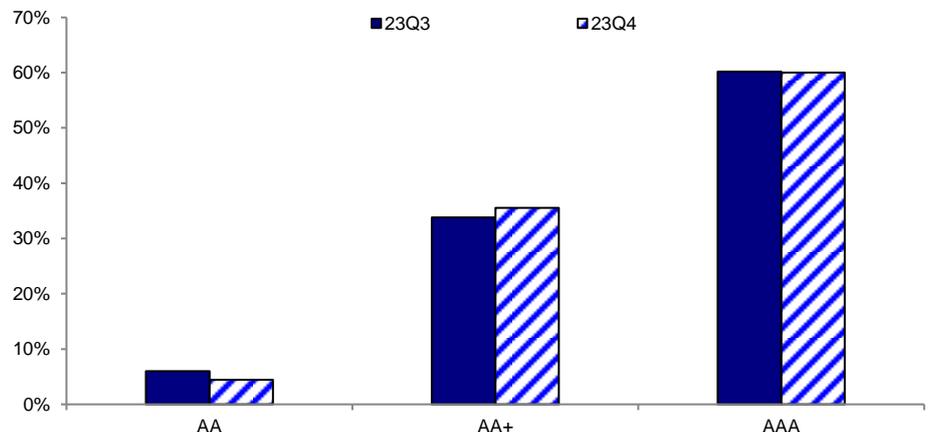
资料来源：Wind，海通证券研究所，混合一级债基（23Q4 转债仓位小于10%+剔除转债后债券仓位不低于90%+无大额赎回）重仓券分析

图9 混合二级债基债券持仓规模变动（亿元）及占比变动


资料来源：Wind，海通证券研究所，混合二级债基（23Q4 转债仓位小于10%+剔除转债后债券仓位不低于90%+无大额赎回）重仓券分析

3.3 高等级城投债占比基本持平

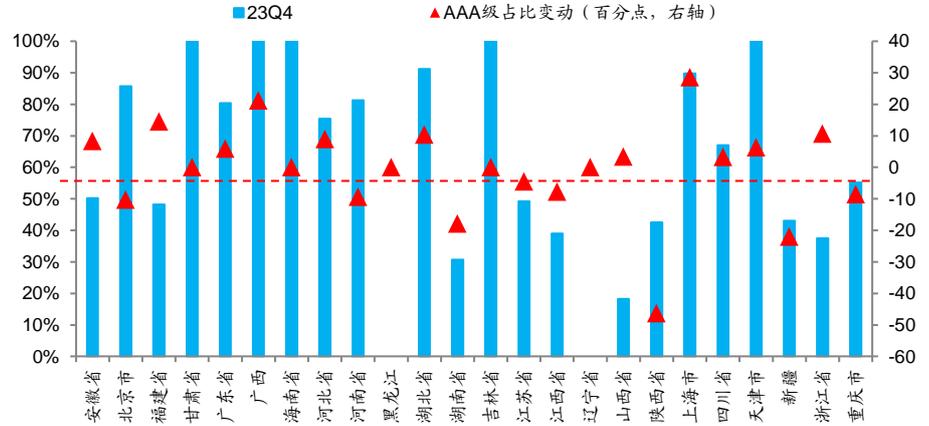
23Q4 债基重仓城投债规模环比回落、AAA 级占比持平。其中有评级数据的债券（此处仅考虑有评级且评级为非 A-1 的重仓券，可能会造成有误差，下同）中 AAA 级占比持平在 60%，AA+级占比回升 2pct 至 36%，AA 级占比继续下降 2pct 至 4%。

图10 重仓券中城投债资质分布（占比，%）


资料来源：Wind，海通证券研究所；纯债基金需剔除摊余成本定开债基且无大额赎回，混合债基需满足 23Q4 转债仓位小于 10%+剔除转债后债券仓位不低于 90%+无大额赎回的条件，此处为重仓券且有评级的数据分析

城投债重仓券在高资质区域的集中度略有上升。整体来看，城投债重仓券中在高资质区域（广东、上海、浙江、北京、福建、江苏、山东、安徽、湖北、河北等）的合计占比上行 1.8pct 至 69%。其中，23Q4 纯债基金城投债重仓券中陕西、新疆、湖南、北京等地区 AAA 级债券占比下降较为明显，上海、广西、福建等地区 AAA 级债券占比大幅上升。

图11 23Q4 纯债基&混合债基重仓券中城投债资质变动

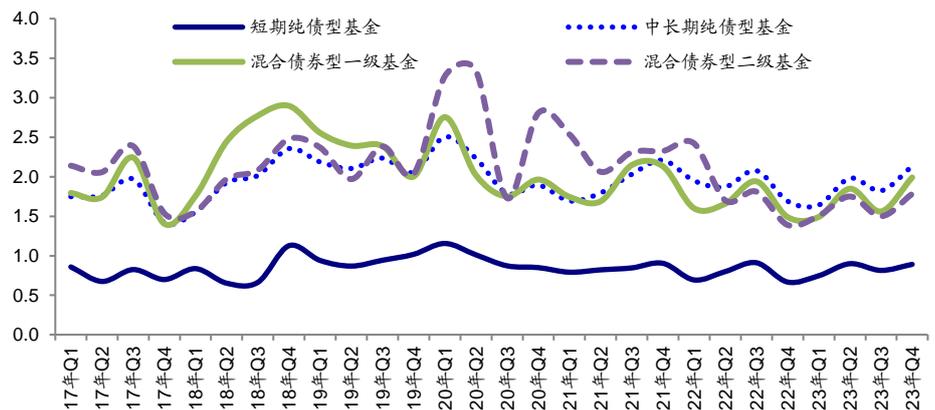


资料来源：Wind，海通证券研究所；纯债基金需剔除摊余成本定开债基且无大额赎回，混合债基需满足 23Q4 转债仓位小于 10%+剔除转债后债券仓位不低于 90%+无大额赎回的条件，此处为重仓券且有评级的数据分析

4. 纯债基&混合债基：升杠杆、拉久期

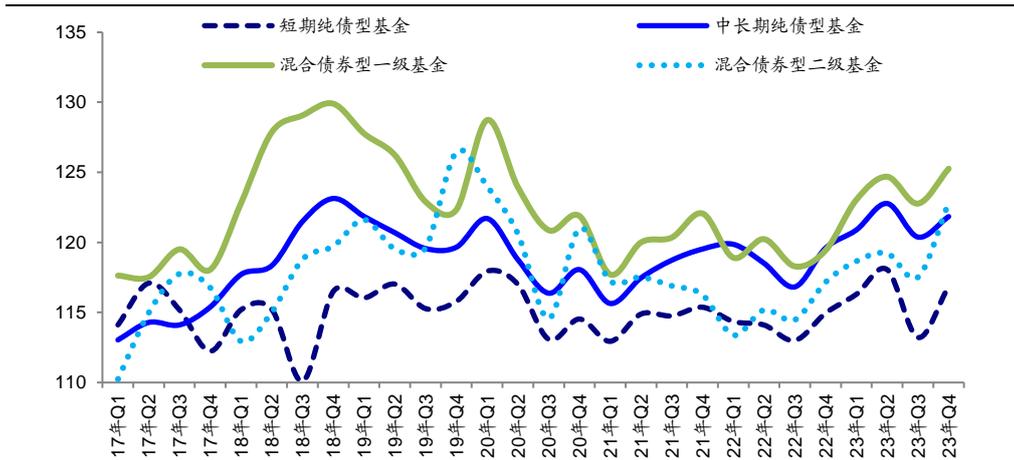
纯债基&混合债基的久期在 17 年以来同期中处于中性水平。23Q4 短期&中长期纯债基、混合一级&二级债基的久期均值水平分别拉长 0.08 年、0.31 年、0.43 年、0.28 年至 0.89 年、2.13 年、1.99 年、1.78 年。从季节性来看，上述各类型债基久期分别位居 17 年以来同期第 4、第 3、第 4、第 5 高水平。

图12 纯债基和混合债基组合久期水平（均值，年）



资料来源：Wind，海通证券研究所

纯债基&混合债基杠杆均转为上升。至 23Q4 短期&中长期纯债基、混合一级、混合二级的杠杆率均值水平环比分别+3.6pct、+1.5pct、+2.5pct、+5.3pct 至 116.9%、121.8%、125.3%、122.8%，在 17 年以来同期中均排前两名。

图13 纯债基和混合债基杠杆率走势（均值，%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 绩优基金策略：信用票息为主，波段交易为辅

我们选取 23Q4 纯债基&混合债基业绩总回报排名前列的基金进行分析（在第 3 章节基金筛选的基础上，删除定期开放基金、删除近一年以来最大回撤在同类产品的 10% 分位数下方的基金）。

23Q3 资金面边际收紧，短债利率大幅上行，稳增长政策预期升温，债基业绩表现回落。23 年三季度债市利率先下后上，短端利率上行幅度较大。整体来看，7/3-9/28 期间 1Y、10Y 国债利率分别上行 33BP、3BP。2023 年三季度基金合计规模 1-10 亿元、10-50 亿元、50-100 亿元、100 亿元以上绩优中长期纯债基金业绩大体在 0.88~2.04%、0.88~1.79%、0.89~1.31%、0.89~0.98%。

23Q4 资金面先紧后松，债市利率 10-11 月窄幅震荡、12 月明显下行，债基业绩表现提升。10 月资金面偏紧，万亿国债增发落地，债市熊平行行情。11 月资金面扰动仍大，利率“倒 N 型”走势，曲线走平。12 月资金面先紧后松，债市窄幅震荡后走向牛陡行情。整体来看，与 23/9/28 相比，至 23/12/31 一年期、十年期国债利率分别下行 9BP、12BP。2023 年四季度基金合计规模 1-10 亿元、10-50 亿元、50-100 亿元、100 亿元以上绩优中长期纯债基金业绩大体在 1.33~2.65%、1.33~2.59%、1.33~1.71%、1.34~1.74%，较 23Q3 普遍提升。

23Q4 绩优债基又是如何稳住收益的呢？具体从三个方面来看：

其一、基金季报显示绩优基金业绩主要采用信用票息策略，以波段交易为辅，久期和杠杆灵活调整。四季度多数基金表示沿用票息策略，以配置利率债和中等等级信用债为主；在信用债方面优选高性价比个券、把握城投化债行情，部分基金提到增持银行次级债和城投债适度下沉。杠杆和久期方面表现分化，多个基金提到根据市场行情灵活调整，尤其是在 12 月利率快速下行时期及时提升了杠杆和久期。在票息策略基础上，多个绩优基金表示积极通过长久期利率债品种进行波段交易，以及挖掘骑乘收益较好的个券。

对于后市，绩优债基在季报中的表态有：（1）预计 2024 年一季度债券收益率平衡震荡的概率偏大。（2）预计基本面依然处于维持当前波浪式复苏状态... 预计银行长期负债压力较四季度会有所缓解... 资金面整体有望维持平稳。因此，从核心逻辑上看，债券市场风险不大，下行幅度取决于央行对政策利率和资金面下调频率。曲线方面... 在基本面预期偏弱和机构配置需求等作用下，收益率依然处于波段下行状态... 在央行货币政策整体较为克制的情况下，短债下行受限... 利率曲线大概率会继续维持偏平运行。信用债方面... 预计近期在理财配置需求的带动下信用债表现大概率较好，不过 3 月需要防范新的资本新规执行对基金持仓信用债的影响。（3）后续资产配置上将持续对长端债券收益

率走势保持跟踪，当性价比再次凸显时可以考虑参与波段性机会。(4) 未来一段时间仍计划以票息和杠杆策略为主。

表 1 绩优短期纯债基金持仓策略汇总 (截至 23/12/31, %)

规模类型	基金代码	基金经理	基金简称	23Q4业绩表现 (%)	基金规模 (合计, 亿元)	近一年业绩表现 (%)	23Q4业绩归因
1-10亿元	013351.OF	闫沛贤	中加聚安60天滚动中短债A	1.06	3.0	4.61	坚持稳健的思路，避免了过多的事前下注，将更多精力放到波动的应对方面，杠杆和久期较为中性，在风险可控的前提下择优配置了一些具有票息吸引力的品种，同时出掉部分性价比偏低的债券，继续优化了底仓结构，此外在年末的震荡行情中，也尝试进行了一些久期交易，跟住了市场变化的总体节奏。
	010810.OF	刘勇驿	湘财久盈中短债A	1.07	7.7	3.80	在市场利率水平已经较高且经济很难一蹴而就快速上扬的情况下，短期可以关注一些阶段性的机会，当然由于政策推出的节奏、时间和偏向高度不可测，获取这些机会蕴含的收益可能略有波折。
	013751.OF	许健	中信建投稳益90天滚动持有A	1.08	6.9	4.54	组合在12月初整体提高组合久期和杠杆。
	970127.OF	杨孝梅	德邦资管月月鑫30天滚动A	1.15	5.6	4.99	-
	016717.OF	朱水媚,周毅	中银中短债A	1.15	4.4	-	策略上，我们保持合适的久期和杠杆比例，积极参与波段投资机会，优化配置结构，重点配置中短期利率债和高等级信用债，合理分配类属资产比例。
	017665.OF	李文程	兴银稳建90天持有中短债A	1.18	2.4	-	组合根据市场波动节奏及时调整组合久期及杠杆水平。具体而言，10月、11月结合城投化债的宏观背景，充分挖掘受益于化债政策的个券，重仓配置，获取信用利差压缩带来的超额收益。临近年末，适当拉长组合久期，增配兼具收益及一定期限的资产。
	013099.OF	向霏	招商稳乐中短债90天持有期A	1.22	1.2	2.81	本组合在市场收益率波动过程中积极调整仓位，顺应市场趋势，优化资产配置结构，努力提高组合收益。
	012242.OF	郑如熙,鲍越愚	华安添荣A	1.23	5.5	3.89	组合操作上，在9月、10月，我们保持了较低的组合久期和适度的杠杆，在12月调整了组合里骑乘效果较差的个券，并提升了组合的杠杆。
	017008.OF	景辉,徐娟	诺德中短债A	1.34	6.6	4.66	前期采用票息策略，以短久期城投债投资为主，组合久期在1以下。随着市场变化及产品规模的增长，组合增配中长期信用债，并提高了流动性较好的大行二级债、长久期利率债交易频次，季末组合久期提升至1.7左右。
	014490.OF	蔡玮菁,程嘉伟	浙商汇金双月鑫60天滚动中短债A	1.46	5.2	4.67	本产品四季度积极配置信用债，适度拉长高评级品种久期。
015530.OF	王康佳,叶朝明	鹏华稳福中短债A	1.65	6.1	4.85	组合操作上，10-11月资金波动较大，降低组合久期至中性，杠杆偏低，严控组合回撤，12月份提升组合久期和杠杆，回归至中性偏高状态。	
10-50亿元	013964.OF	陈信,王栋	达诚定海双月享60天滚动A	1.04	32.5	4.85	以严控信用风险和回撤为主，以持有到期的信用票息策略为基础，适当提高了组合的久期和杠杆水平，同时利用部分仓位抓取利率波段交易机会。
	006545.OF	李文程	兴银中短债A	1.06	33.9	4.05	同017665.OF
	008578.OF	邢焯,张浩硕	东海祥苏A	1.06	44.0	4.25	本报告期内，本基金采取了稳健的投资策略，主要配置利率债以及短久期中高等级信用债。在保证流动性的前提下通过适当的杠杆息差策略增厚收益。
	016149.OF	范静,林炎滨	中银季季享90天滚动中短债A	1.08	36.5	5.49	策略上，我们保持合适的久期和杠杆比例，积极参与波段投资机会，优化配置结构，重点配置中短期利率债和高等级信用债，合理分配类属资产比例。
	007014.OF	于启明,叶平	嘉合磐泰短债A	1.16	47.8	3.36	本基金在报告期内灵活调整配置节奏和持仓结构，力求在保证组合流动性的基础上，提高整体收益率水平。从节奏上来看，季度初组合久期偏短，杠杆较低，有效降低了债券收益率上行对组合的负面影响，12月加仓中短久期信用债，提高杠杆，及时把握了年底的资产配置时机。
	014083.OF	程嘉伟,白严	浙商汇金月享30天滚动持有A	1.29	18.4	4.84	同014490.OF
	011961.OF	李一硕,刘琬姝	易方达稳鑫30天滚动持有A	1.32	15.4	3.69	-
	008448.OF	欧阳帆	德邦短债A	1.33	44.5	3.99	本产品以配置短期债券为主，在严控信用风险的前提下，积极挖掘高性价比债券，在满足合同主题债比例的前提下，考虑后续资产的可得性，适当布局期限适中的非主题债；对于利率波段适度参与，增厚组合收益。
013808.OF	李一硕,刘琬姝	易方达稳悦120天滚动持有短债A	1.41	11.6	4.12	-	
50-100亿元	005350.OF	景辉,王宪彪,徐娟	诺德短债A	1.09	61.2	4.66	报告期内，本基金配置品种仍以国债、政策性金融债、中高等级信用债为主要投资品种，基金净值波动上升。
100亿元以上	007194.OF	邹德立	长城短债A	1.43	230.0	5.51	在收益率高点加大了企业债券的投资，优选区域，优选行业，优选个券，优化结构。预计2024年一季度债券收益率平衡震荡的概率偏大。

资料来源: WIND, 海通证券研究所整理, 业绩表现均为非年化区间回报率, 满足转债仓位低于 10%且剔除转债后纯债仓位不低于 90%/无大额赎回/无较大回撤

表 2 绩优中长期纯债基金的债券持仓策略汇总 (截至 23/12/31, %) (2-1)

规模类型	基金代码	基金经理	基金简称	23Q4业绩表现 (%)	基金规模 (合计,亿元)	近一年业绩表现 (%)	23Q4业绩归因
1-10亿元	016808.OF	李超	嘉合磐益纯债A	1.33	7.4	5.36	组合在四季度依然以持有 中高评级信用债 为主,并择机参与了 利率债交易 。
	000898.OF	姚姣姣	华富恒稳纯债A	1.34	6.7	4.19	本基金在四季度债券利率上行调整中及时调整持仓,适当加仓,适度地拉长了 久期 ,在年末这波利率快速下行行情中保持了一定的 进攻性 ,以获得超额收益。 投资策略: 久期策略+骑乘策略 。
	018669.OF	吕智卓	兴华安惠纯债A	1.34	5.1	-	本基金本报告期内通过观察收益率曲线的变化,挖掘 曲线凸度 最明显的2-3年期政金债、7年期政策金融债进行配置;并动态跟踪高频经济数据、预判宏观政策走势,关注 长久期、超长久期利率品种 阶段性“跌出来的机会”,适时 买入10年以上活跃券 ,获利后及时止盈。
	006980.OF	陶尹斌	国寿安保泰恒纯债	1.36	3.7	5.93	本基金在季度内继续沿用 票息策略 ,在参与了非传统网红区域的化债行情的同时,于10月中、12月上旬通过 加仓二级资本债和产业债 ,提升了组合的 杠杆和久期 ,准确的获取了波动收益。
	018744.OF	杜国昊,冯彬,朱黎明	长信90天持有A	1.38	2.8	-	在四季度采用了 短久期信用债 的投资策略,同时保持组合 投资杠杆在较低的水平 。
	006596.OF	魏伟	国泰聚禾纯债	1.41	6.8	4.86	组合持仓以流动性较高的 中高评级信用债 为主,根据市场情况灵活调整组合的 杠杆和久期 。未来一段时间仍计划以 票息和杠杆策略 为主。
	007459.OF	刘俊杰,王冠群	浙商惠睿纯债	1.44	3.1	2.75	报告期内本基金主要投资品种为利率债和信用债。 利率债以政策性金融债为主,信用债以高评级的企业债、公司债等为主 。
	016628.OF	方抗,宋倩倩	广发添财60天持有A	1.46	1.5	4.04	组合积极参与了 利率交易机会 ,底仓部分择机 置换为性价比较优的票息资产 。
	012648.OF	张佳雷,叶朝明	鹏华稳泰30天滚动持有A	1.46	1.3	4.47	四季度本基金灵活调整 杠杆比例,久期先降后升 ,积极利用交易仓位 把握市场波动中的机会 ,在保证组合良好流动性的基础上,力争提高组合整体收益。
	000147.OF	胡剑	易方达高等级信用债A	1.52	3.4	5.09	四季度初伴随债券收益率上行,组合择优加仓 中短期期限的中高等级信用债 ;10月下旬起,组合逐步 增加杠杆和平层久期 ,并结合相对价值变化不断优化券种结构。整体看,组合始终维持 投资级信用债 为主要配置品种。
	000931.OF	陶尹斌,丁宇佳	国寿安保尊益信用纯债	1.53	6.8	5.78	本基金在季度内继续沿用 票息策略 ,整体维持 中等久期 运行,于季度初进一步 加仓城投债以及银行次级债 ;并在12月适时参与了 中长久期利率债的波段交易 。
	004101.OF	李铭一	国泰民安增益A	1.54	7.9	3.97	灵活参与利率债波段操作 ,整体保持 中性杠杆和偏长久期操作 。
	006731.OF	区德成	方正富邦富利纯债A	1.56	5.1	4.50	基金延续 利率债和金融债 的配置策略,在严控信用风险的提前提下,根据收益率曲线形态变化及各个券利差进行择券。
	006242.OF	杨献忠,卢贤海	宝盈盈润纯债	1.59	3.4	6.53	本基金 减持了城投债持仓,增配了利率债 。
	013536.OF	方莉,叶朝明	鹏华稳华90天滚动持有A	1.61	5.7	4.56	积极抓住收益率曲线的 波动机会 ,保持 灵活久期 。
	008684.OF	卢贤海	宝盈盈旭A	1.63	5.2	3.52	本基金维持了 中高等级信用债 持仓。
	007408.OF	王黎晓,陈钟闻	鹏扬淳开A	1.63	5.1	3.23	操作方面,10月中旬,受一级市场发行压力冲击,市场调整压力较大,本基金主动 降低仓位至低配水平 。从10月末开始,地方政府债一级市场发行性价比明显提升,组合 逐步参与配置了高性价比品种,并持续提升仓位 。
	016151.OF	王璐,李青华	国融融泰纯债A	1.64	2.0	3.04	四季度资产配置以 中短久期信用债 为主。
	002775.OF	程卓	博时景兴纯债	1.67	7.8	7.34	-
	011262.OF	张海静	华夏鼎英A	1.70	1.9	4.44	报告期内,本基金对债券资产配置了 合理的仓位和久期 ,根据市场情况进行了一定的 波段操作 。
	003888.OF	金鸿峰	汇安嘉源纯债	1.78	7.8	4.83	当前利率债赔率降低,等待回调,信用债在高息资产逐渐退出市场、供需博弈环境和化债背景下,配置力量持续存在。 高等级城投拉长久期,短久期可适当信用下沉,二永高票息优势可波段可配置 。
	000694.OF	赵慧	鑫元鸿利A	1.96	6.7	4.43	积极关注 中短久期票息资产 的配置机会,严控信用风险。
	007676.OF	廖新昌,王宏	蜂巢添汇纯债A	2.23	4.9	9.14	本产品将 中性略偏高久期 运作,但考虑到利率下行空间受限,因此采取 高抛低吸策略 进行操作,即在收益率反弹的时候进行止盈操作,待收益率反弹后逐步加仓以增厚组合收益。
017214.OF	吕智卓	兴华安聚纯债A	2.65	3.2	-	投资策略: 票息配置策略 。 本基金本报告期内关注 受益于化债政策的区域所发行的平台公司债和企业债 ,适当 拉长久期 进行配置。	

资料来源: WIND, 海通证券研究所整理, 表中业绩表现均为非年化区间回报率, 剔除了可转债/有大额赎回/较大回撤/摊余定开债等基金

表 3 绩优中长期纯债基金的债券持仓策略汇总 (截至 23/12/31, %) (2-2)

规模类型	基金代码	基金经理	基金简称	23Q4业绩表现 (%)	基金规模 (合计,亿元)	近一年业绩表现 (%)	23Q4业绩归因
10-50亿元	007105.OF	刘嵩扬	国泰丰鑫纯债	1.33	27.9	5.51	组合配置资产以 高评级信用债 为主, 杠杆和久期保持在中性位置 。四季度票息收入是组合收益的主要来源, 收益率下行带来的资本利得也贡献了一定的组合收益。
	007546.OF	刘舒乐,刘力宁	融通增享纯债A	1.33	10.1	3.80	组合以 中高资质信用债和利率债 为主, 债券组合将保持较高的灵活性, 以 票息收入和套息 为主, 同时我们也将继续关注债市的 交易性机会 , 在适当机会通过 中长期利率品种 博取超额收益。
	006850.OF	谢越,牟琼屿	永赢颐利	1.35	23.3	5.08	本产品坚持 票息策略 , 在交易过程中努力提高组合静态, 在四季度基本 维持了组合久期和杠杆 。
	008765.OF	魏泰源	中加瑞享纯债A	1.35	20.1	6.10	-
	004061.OF	孙蕾	华夏鼎隆A	1.37	10.5	5.19	配置了合理的仓位和久期, 并根据市场情况, 进行了一定的 波段操作 。
	011489.OF	王一兵,张贺章	创金合信双季享6个月持有A	1.38	13.9	5.30	一方面, 动态调整了组合久期和杠杆水平, 在信用上 进一步提升了债券主体的整体信用等级 , 同时精挑细选了一些区域利差、行业利差有可能压缩的债券;另一方面, 通过对信用利差、行业利差、区域利差、品种利差的比较, 将性价比低的债券替换成了 性价比高的 债券, 同时结合对市场的判断, 产品适度进行了 波段操作 。
	003847.OF	李邦长,康钊,郑如熙	华安鼎丰A	1.39	28.6	5.24	组合继续深耕信用债领域, 在择券方面发挥主观能动性。
	002994.OF	康晶,王闯	招商招裕纯债A	1.39	38.9	3.76	在市场收益率波动过程中 积极调整仓位 。
	003071.OF	王玥	国联睿祥A	1.39	42.2	6.23	本基金以 中高等级信用品种配置 为主。季度内, 我们根据市场变化不断动态优化组合结构, 维持适当的久期和杠杆 。
	163907.OF	邵强	中海惠裕纯债	1.40	11.4	4.99	本基金坚持 中长期久期和中高杠杆策略 , 并继续 逐步配置信用债 。产品后续资产配置上将继续对 长端债券收益率走势 保持跟踪, 当性价比再次凸显时 可以考虑参与波段性机会 。
	003290.OF	吴冰燕	长城久稳A	1.41	10.3	6.17	组合配置兼顾利率及信用品种, 精选信用债个券 , 继续持有风险可控, 具备一定票面收益的信用品种, 维持组合 短久期及高流动性 , 操作以 票息策略及杠杆策略 为主, 组合净值稳步增长。
	008566.OF	彭朝阳	蜂巢添盈A	1.42	10.3	4.78	本基金追求收益稳健增长, 将组合久期控制在2以下, 信用债方面维持 中高等级配置 , 组合静态收益中性, 杠杆维持在中性偏高水平 。
	006304.OF	张楠	中加颐鑫纯债A	1.43	20.6	4.41	-
	005972.OF	张顺晨,于海颖	交银裕如纯债A	1.44	20.3	3.07	组合维持以 利率债和商金债配置 为主的投资策略, 基于对宏观经济的判断, 结合市场收益率曲线形态变动调整了组合久期配置, 以 中短期杠杆和骑乘较好的品种 为主要配置, 通过久期选择和精选骑乘较好的个券为组合增厚收益。
	000736.OF	郭晓晖	诺安聚利A	1.45	18.5	4.09	基金主要参与 利率债和中高等级信用债 投资, 优化组合结构和久期。
	016658.OF	吕智卓,李静文	兴华安裕利率债A	1.45	10.7	-	同018669.OF
	007311.OF	田业文	方正富邦添利A	1.46	10.1	5.37	-
	015590.OF	魏建	长城聚利纯债A	1.47	16.9	3.68	在票息资产和久期资产上根据市场变化做了 适时轮动 。
	009256.OF	姚航	民生加银鑫通	1.47	10.2	3.76	本基金保持稳定, 杠杆水平适中 , 小幅加仓部分商金债。
	002704.OF	欧阳帆	德邦锐兴A	1.49	48.4	5.08	通过 票息资产与波动资产组合 的策略, 全季表现较均衡, 也参与了年末小牛市的上涨行情, 后续会动态调整配置策略, 在票息基础上适当增加利率波段操作 。
	017710.OF	朱征星	富国增利A	1.49	18.6	-	在11月后对债市转为乐观, 并逐步提升组合久期和仓位。
	485119.OF	李敏	工银信用纯债A	1.51	43.8	6.53	四季度仍 维持配置为主、重视票息 的策略。在四季度中期小幅增持利率债和银行资本债, 适度拉长久期 , 信用债保持到期再配置节奏, 力争以稳健策略获取票息价值为主。
	007332.OF	季慧娟	嘉合磐昇纯债A	1.51	14.6	3.64	在报告期内以 中短久期高等级信用债 为主, 积极把握 波段操作机会 。12月 拉长信用债久期并提高杠杆 。
	010084.OF	李海涛	蜂巢丰瑞A	1.53	22.5	3.56	-
	017708.OF	张建,李琪	长盛盛启A	1.55	20.9	-	主要投资于 中短久期、中高等级信用债 , 择机参与 利率债波段操作 。
	007554.OF	张婉玉	财通恒利纯债	1.55	34.6	6.37	以 票息策略 为主, 杠杆策略 为辅。不断优化组合结构, 适当调整组合久期。
	015500.OF	蓝烨	山西证券裕辰	1.56	20.3	4.30	-
	003891.OF	王作舟	汇安嘉裕A	1.56	20.3	1.68	组合维持 适度杠杆 , 获得了较好的 票息收益 。
	003978.OF	许健	中信建投稳祥A	1.59	35.8	5.62	高流动性强的债券资产, 久期和杠杆操作更加频繁, 非偏利率品种降低组合持仓, 控制该部分债券资产久期。
	005448.OF	周建树,徐铭浩	诺安联创顺鑫A	1.60	10.7	4.57	本组合在9月保持较为谨慎的观点后, 进入10月, 逐步乐观, 虽然因为地方特殊再融资债券发行节奏加快, 行情演绎并不顺畅, 但也给了组合较好的建仓空间和时间。
003289.OF	郑振源	创金合信尊泰纯债	1.67	10.3	5.89	以 信用持有策略 为主, 注重票息收入; 在12月中旬 适时优化利率债的期限品种 。	
006210.OF	郑雪莹	东方臻宝纯债A	1.71	11.5	6.43	本基金持仓以 利率债和城投 为主, 增厚了组合收益。	
010733.OF	陈纪靖	红塔红土瑞景A	1.90	13.4	5.83	本基金以 中短期信用债 为主要投资标的。本基金在市场调整过程中持续增持 中高等级信用债 , 杠杆和久期均维持在中位水平 。	
012290.OF	石霄蒙	国联恒益A	2.09	10.3	4.11	本基金以信用债配置为主, 比较各类资产的性价比, 多方式提升产品收益。	
000497.OF	张婉玉,吴伟	财通纯债A	2.15	10.5	5.94	同007554.OF	
002550.OF	程剑,闵锐	嘉实稳荣	2.19	13.9	5.91	坚持以绝对收益为目标进行稳健投资, 力争在风险与收益间取得平衡。	
006212.OF	刘长俊	东方臻选纯债A	2.22	11.2	7.48	整体保持了 中性的久期并适度杠杆 , 信用债以城投债为主, 并 适度下沉, 利率债则是择机进行配置交易 以增厚产品收益。	
008857.OF	孙蕾	华夏鼎航A	2.59	12.6	6.97	同004061.OF	
016318.OF	吴萍萍	东方臻裕A	1.33	93.2	5.08	对城投债的仓位进行了一定调整, 适当增加了 产业债和二级资本债 的配置。	
003156.OF	夏里鹏,王娟娟	招商招悦纯债A	1.34	56.6	5.62	同002994.OF	
007321.OF	邓明明	鹏华金利	1.35	89.5	5.57	组合在10月保持了 低久期和低杠杆 , 在11、12月逐步加仓至 中性偏长的久期, 杠杆保持在中性水平 , 持仓结构根据市场情况也做了灵活调整。	
003863.OF	马龙,王梓林	招商招祥纯债A	1.36	90.8	5.43	同002994.OF	
007419.OF	陶尹斌	国寿安保泰弘纯债	1.42	50.1	5.13	同006980.OF	
003837.OF	车日楠	东方臻享纯债A	1.43	57.7	6.64	以持有 中高等级、中性久期 的信用债为主, 以期获得稳定的票息收入, 同时择机进行了 波段操作 以增厚产品收益。	
003102.OF	王贵君	长盛盛裕纯债A	1.71	69.2	6.46	组合持仓以信用债为主, 11月中下旬开始组合 久期和杠杆均有所抬升 。考虑到信用溢价收敛较多, 组合新增配置以 高等级信用债和利率债 为主。	
270048.OF	宋倩倩	广发纯债A	1.34	148.8	5.82	延续了 赔率优先 的原则, 在市场回调阶段 积极配置并参与久期交易机会 , 整体久期与杠杆先升后降 。随着年底收益率进一步下行, 组合逐步止盈, 降至底仓观望。	
007744.OF	王贵君	长盛安逸纯债A	1.37	107.8	5.43	同003102.OF	
004388.OF	方昶	鹏华丰享	1.44	110.7	5.21	在2023年4季度前半段 提升久期 , 以 高等级优质信用债 投资为主, 适度参与 波段交易 , 增厚组合收益。	
400030.OF	吴萍萍	东方添益	1.74	118.8	6.42	同016318.OF	

资料来源: WIND, 海通证券研究所整理, 表中业绩表现均为非年化区间回报率, 剔除了可转债/有大额赎回/较大回撤/摊余定开债等基金

表 4 混合一二级债基债券持仓策略汇总（截至 23/12/31，%）

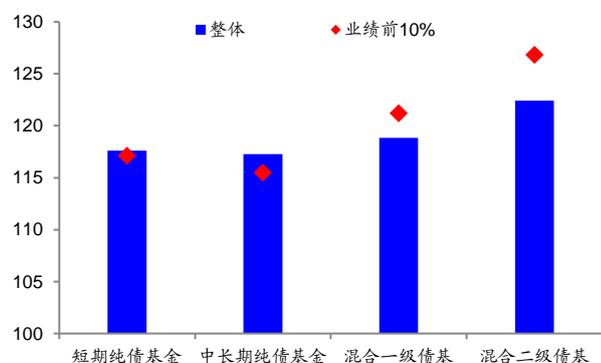
债基类型	规模类型	基金代码	基金经理	基金简称	23Q4业绩表现 (%)	基金规模 (合计, 亿元)	近一年业绩表现 (%)	23Q4业绩归因
混合债基一级基金	1-10亿元	970071.OF	崔易	第一创业创享纯债	1.31	1.7	4.87	采取 中短久期、中高评级信用债 配置策略，以获取票息收益为主，同时 维持适度杠杆 获得套息收益。
		014712.OF	张昆	恒生前海恒裕A	1.46	4.0	6.78	-
		162712.OF	代宇	广发聚利A	1.52	1.8	5.99	组合在纯债方面保持 稳健的票息策略和灵活的久期策略 相结合，适度把握交易和轮动机会。可转债方面，密切跟踪市场动向，减少了部分权益类敞口暴露。
		970024.OF	樊艳,汪志健	华安证券聚赢一年持有A	1.65	3.9	7.67	债券组合以 中高等级信用债 为主， 控制组合久期，适当运用杠杆 ，提高组合收益；控制可转债仓位，适度调整持仓结构。
	10-50亿元	270044.OF	代宇	广发双债添利A	1.51	44.6	6.42	同162712.OF
		400009.OF	刘长俊	东方稳健回报A	1.71	17.1	5.86	本基金灵活调整久期及仓位，在信用风险可控情况下，优选 中高等级信用债 力争获取底仓收益，利率债方面 择机参与利率债波段机会 。
		970039.OF	王圳杰	天风六个月滚动持有A	1.74	15.4	7.46	策略转向部分盈利落袋与精挑细选个券并行， 适度提升组合久期和杠杆 。
		003123.OF	郝杰	天治鑫利A	2.27	15.2	3.43	根据市场情况调整组合资产配置，采用 较灵活的交易策略 ，力争控制回撤。
		50-100亿元	161716.OF	刘万锋	招商双债增强C	1.38	78.0	5.42
	混合债基二级基金	1-10亿元	938666.OF	梁策,凌铃	国信睿丰A	1.51	2.1	5.39
012539.OF			车日楠	东方兴润A	1.63	3.0	5.04	产品以持有 中性久期的信用债 为主，保持一定 杠杆水平 ，并对 城投债 进行了适度下沉，以期获得稳定的票息收入，同时择机进行了 波段操作 以增厚产品收益。
10-50亿元		001011.OF	吴彬,吴凡	华夏希望债券A	1.32	16.9	4.00	组合维持了相对稳健的持仓，并于12月中旬提升了 中短端仓位 。
		200009.OF	魏建	长城稳健增利A	1.87	18.8	5.92	基于对宏观经济和资金面的预判、量化模型对交易趋势的跟踪和信用策略的前瞻性研究，及时加减组合久期并抓住了较大的债市主题性机会。

资料来源：WIND，海通证券研究所整理，业绩表现均为非年化区间回报率，满足转债仓位低于10%且剔除转债后纯债仓位不低于90%/无大额赎回/无较大回撤

其二、将绩优基金（各类型基金 23Q4 业绩排名前 10%¹的基金）的组合久期、杠杆率水平与整体水平进行对比，结果显示：

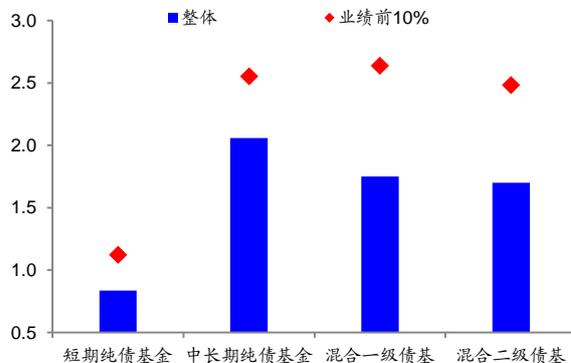
绩优纯债基&混合债基的久期偏长、杠杆分化。久期方面，绩优短期纯债基、中长期纯债基、混合一级债基、混合二级债基的组合久期分别高于各自整体水平 0.29 年、0.49 年、0.89 年、0.78 年。杠杆方面，绩优短期纯债基、中长期纯债基的杠杆率平均值分别低于其整体水平 0.5pct、1.8pct，混合一级债基、混合二级债基的杠杆率平均值分别高于其整体水平 2.4pct、4.4pct。

图14 23Q4 业绩较好的纯债基&混合债基杠杆率对比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所；纯债基为非摊余定开债基且无大额赎回，混合债基为无大额赎回+转债仓位小于10%+纯债券仓位不低于90%

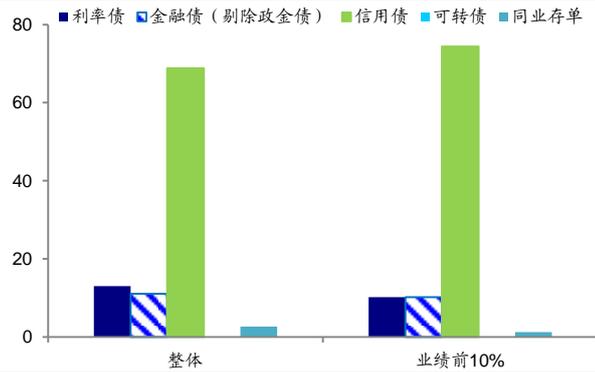
图15 23Q4 业绩较好的纯债基&混合债基久期对比 (年)



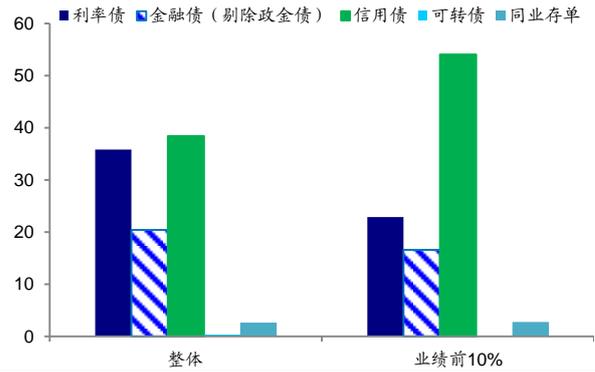
资料来源：Wind，海通证券研究所；纯债基为非摊余定开债基且无大额赎回，混合债基为无大额赎回+转债仓位小于10%+纯债券仓位不低于90%

其三、将绩优基金各券种仓位水平与整体进行对比。分析显示：绩优纯债基&混合债基业绩均是依靠信用债票息。具体来看，分析 23Q4 区间回报率排名前 10%的纯债型基金和混合债基可以看到：绩优短期&中长期纯债基、绩优混合一级&二级债基的利率债和金融债（剔除政金债）仓位均明显低于整体水平，仅信用债的仓位大幅高于整体水平。存单仓位表现分化，绩优短期纯债基金的存单仓位低于整体，其余类型绩优债基则高于整体。转债方面，绩优混合一级&二级债基的转债持仓水平相比于整体均偏高。

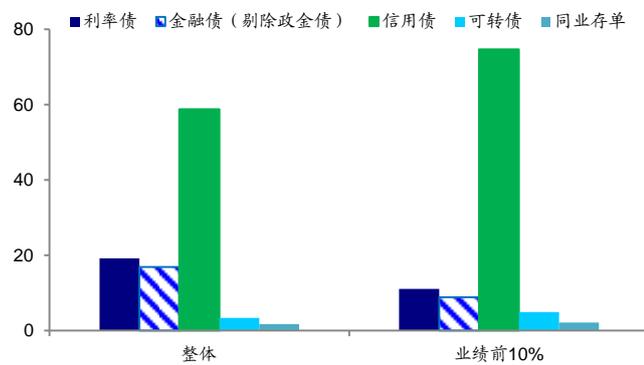
¹ (1) 绩优纯债基金：在满足非摊余定开债基+非可转债基金+无大额赎回的同时，需无较大回撤（近一年以来最大回撤不在同类产品的下 10%分位数）；(2) 绩优混合债基：在满足可转债仓位低于 10%+剔除转债后的纯债仓位不低于 90%+无大额赎回的同时，需无较大回撤近一年以来最大回撤不在同类产品的下 10%分位数）；(3) 基金业绩是指：海通证券研究所金融产品研究中心测算的 23 年 10/1-12/31 的非年化区间回报率。

图16 23Q4 业绩前 10%短期纯债型基金各债券持仓占比 (%)


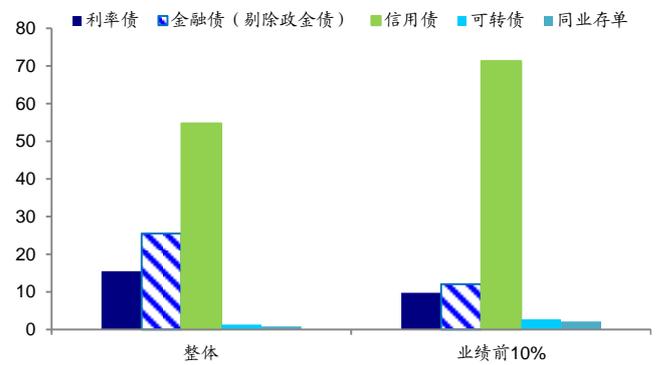
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 剔除有大额赎回/较大回撤/可转债基/摊余定开债基, 业绩为 23 年 10/1-12/31 区间回报率

图17 23Q4 业绩前 10%中长期纯债型基金各债券持仓占比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 剔除有大额赎回/较大回撤/可转债基/摊余定开债基, 业绩为 23 年 10/1-12/31 区间回报率

图18 23Q4 业绩前 10%混合一级债基金各债券持仓占比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 23 年 Q4 区间回报率, 基金无大额赎回/无较大回撤+可转债仓位小于 10%+剔除转债后债券仓位不低于 90%

图19 23Q4 业绩前 10%混合二级债基金各债券持仓占比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 23 年 Q4 区间回报率, 基金无大额赎回/无较大回撤+可转债仓位小于 10%+剔除转债后债券仓位不低于 90%

风险提示: 基本面变化、信用风险、数据统计存在遗漏或偏差。

信息披露

分析师声明

孙丽萍 固定收益研究团队

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。