

因归何类，由债券基金看机构投资者组合绩效评价

——大类资产配置专题研究之一

相关研究

主要内容：

- **投资组合绩效评价理论：**投资组合的绩效评价包括绩效度量、业绩归因和绩效评估三部分。权益类投资组合业绩归因方法中，BHB模型将投资组合对比基准组合的超额收益归因于资产配置效应、证券选择效应和交互效应。而债券投资组合相对于股票在收益结构、风险因素、投资行为上的差异决定了业绩归因方法的区别。
- **债券基金业绩归因模型：**遵循“由上而下”的分解逻辑，将债券基金收益归因为大类资产配置、券种配置、票息收益、杠杆、久期等维度，构建债券基金多维分析体系。在09Q1至12Q4最近一轮经济周期中，大类资产配置和券种配置是决定当期债券基金业绩优劣最重要的因素（ R^2 分别为28%和32%），其中券种配置影响趋于上升。持有债券基金的收益和风险均高于持有信用债或国债，风险收益比基本落在有效投资边界上，并且风险收益低于市场组合。
- **分析模型各单项指标的驱动因素、周期特征、对业绩预测的有效性：**1) 大类资产配置受股、债、资金面涨跌驱动，基本遵循投资时钟规律；2) 券种配置为资本利得与流动性的二重博弈；3) 债基票息收益在经济周期上的轮动受资本利得、市场发行利率和基金策略共同影响；4) 债市向好+资金成本降低推动债基加杠杆；5) 债市向好+期限结构平坦化推动债基加久期。
- **揭示08年后债基盈利模式的变化：**随着信用债市场大规模扩张和股债跷跷板现象弱化，债基盈利模式由权益类资产收益主导、债券资产收益主要依靠调整久期，转向债券资产收益上升，通过回购杠杆放大信用与资金利差。
- **一级筛选：**选取中长期资产配置排名前30%的基金构建一级筛选池。过去三年年化复权净值增长率为5.27%，三年累计收益为16.72%，Sharpe比率与最大回撤均优于市场平均。**二级筛选：**在一级筛选池的基础上，结合对后一期市场走势的预期，筛选久期、杠杆等相匹配的基金构成二级筛选池，兼顾基金分红和流动性等因素。

证券分析师

屈庆 A0230511040079
quqing@swsresearch.com

研究支持

王晓彦 A0230112080020
wangxy@swsresearch.com

联系人

潘捷
 (8621)23297279
panjie@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
 电话：(8621)23297818
 上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

目 录

1.法有定论：投资组合绩效评价原理	2
1.1 股票投资组合业绩归因模型	2
1.2 债券投资组合业绩归因模型	3
2.研机析理：债券基金业绩分解	5
2.1 第一层分解：大类资产配置收益分解	5
2.2 第二层分解：债券品种配置收益分解	5
2.3 第三层分解：债券选择收益分解	6
2.4 最近一轮经济周期中的债基绩效归因分析	6
3.寻本溯源：债券基金业绩分析维度	8
3.1 大类资产配置.....	8
3.1.1 驱动要素和周期特征：遵循投资时钟规律	8
3.1.2 指标有效性：权益类资产收益占主导	10
3.2 债券资产配置.....	12
3.2.1 驱动要素和周期特征：资本利得与流动性的二重博 弈.....	12
3.2.2 指标有效性：08年后债券资产配置贡献上升	15
3.3 票息收益.....	16
3.3.1 驱动要素和周期特征：滞涨、收缩期配置高息债	16
3.3.2 指标有效性：市场处于相持阶段，票息贡献度大	17
3.4 基金杠杆.....	18
3.4.1 驱动要素和周期特征：债市向好+资金成本降低推动 加杠杆.....	18
3.4.2 指标有效性：对业绩贡献趋势性上行	22
3.5 基金组合久期.....	22
3.5.1 驱动要素和周期特征：滞涨末期限结构平坦化催动 加久期.....	22
3.5.2 指标有效性：牛市初期，久期与业绩的相关度提升	25
3.6 小结：08年后，债基盈利模式发生改变	25
4. 躬体力行：构建债基业绩筛选模型	26
4.1 一级筛选：寻找资产配置能力突出的债基	26
4.2 二级筛选：结合市场判断的优化配置	28

1. 法有定论：投资组合绩效评价原理

投资组合的绩效评价包括绩效度量、业绩归因和绩效评估三部分。绩效度量旨在研究投资组合的相对或绝对收益及风险测度；绩效归因侧重于分析超额收益的来源；绩效评估则基于前两部分进行总结反馈，涵盖业绩持续性分析、投资风格分析等方面。投资组合绩效评价在投资决策有效性分析、投资组合构建与管理人筛选中有着广泛运用。

作为大类资产配置系列研究的第一篇方法论专题，本文旨在探讨机构投资者的绩效评价体系，并以债券基金为例建立归因分析，梳理投资绩效的驱动因素、周期特征、对业绩预测的有效性，并尝试根据基金资产配置能力建立基金筛选池。

1.1 股票投资组合业绩归因模型

作为投资组合绩效评价的核心内容，股票投资组合业绩归因分析包括三部分内容：择时能力分析、选股能力分析以及风险归属分析。择时能力指投资经理通过预测市场的整体走势相机调整股票投资组合贝塔值，从而在不同的市场环境下获取较好的收益水平的能力。选股能力指投资经理从微观角度出发分析某一只股票的价值，根据评估其是否被高估或者低估，调整投资比重。例如用 CAPM 模型进行解释，选股能力体现为寻找期望收益率和证券市场线偏离的股票。风险归属分析是指通过将投资组合的超额收益进行分解以获知超额收益来源于哪些风险选择带来的补偿回报。

其中，Brinson 等人建立起的组合收益归因模型（BHB 模型）作为投资收益归因分析的经典模型被业界广泛运用。BHB 模型将投资组合对比基准组合的超额收益归因于资产配置效应、证券选择效应和交互效应。资产配置效应指投资组合和基准组合在各类资产上配置的比例不同所带来的超额收益，证券选择效应是投资组合与基准组合在具体的证券选择和配置上不同所带来的超额收益，交互效应反映了资产配置效应和证券选择效应的交互影响。BHB 模型相比 CAMP 模型和 ATP 模型的优势在于对有效市场的假设有所放松。

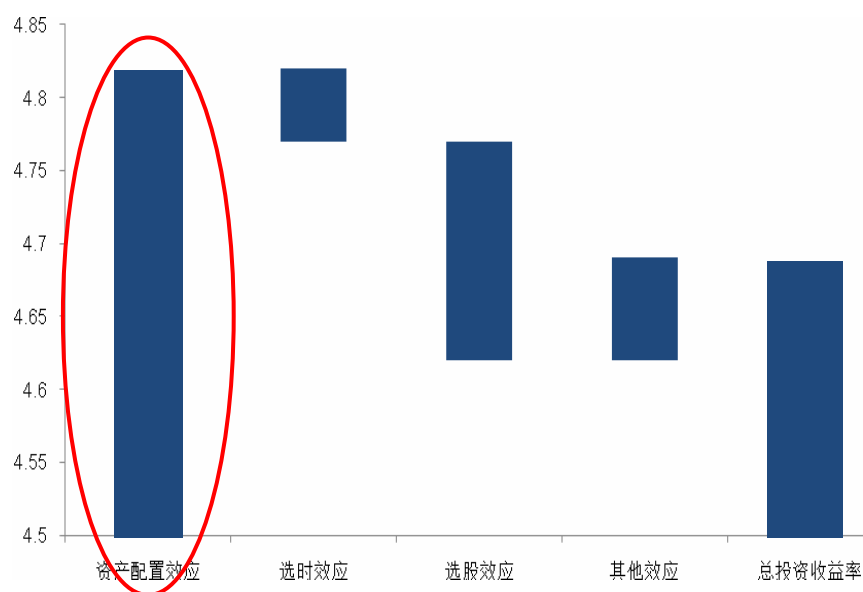
图 1: 投资组合收益归因模型（BHB 模型）

选时	(IV) 组合实际投资收益率 $\sum W_{ai} R_{ai}$	(II) 资产配置与选时收益率 $\sum W_{ai} R_{pi}$
	(III) 资产配置与选股收益率 $\sum W_{pi} R_{ai}$	(I) 大类资产配置收益率 $\sum W_{pi} R_{pi}$

资料来源：申万研究，Determinants of Portfolio Performance

参照 BHB 模型对国内保险机构进行绩效分解可以得到，大类资产配置带来了 4.82% 的收益，占到了我国保险机构组合收益的绝大部分，而积极的证券选择和市场时机选择所带来的收益贡献为负。

图 2：我国保险机构实际投资收益的分解（%）



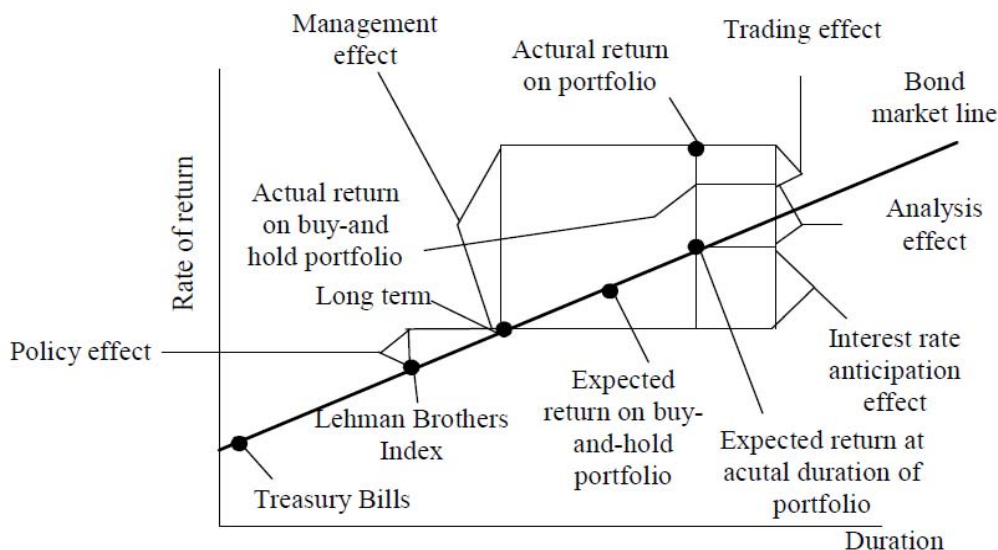
资料来源：上市公司年报，申万研究

1.2 债券投资组合业绩归因模型

债券与股票两类基础资产在收益结构、风险因素、投资行为上的差异决定了投资组合业绩归因方法的差别。首先，区别于股票资产，债券的投资收益主要包括息票收益、再投资收益和资本利得等方面，对应主要风险为利率风险和信用风险。因此，权益类投资组合理论中广泛运用的 beta 系数（度量证券所承担的系统性风险的大小）并不适用于债券投资组合，久期则是更为适合的风险度量指标。另一方面，债券组合管理人投资行为的差异也导致归因

方法的不同，以保险和银行为主的配置型机构采取持有到期策略，配置收益的差异较小对归因模型的精度提出更高要求。而在实际投资中，部分投资机构还可运用回购杠杆放大收益，进一步丰富了投资组合收益的来源。

图 3：债券投资组合业绩表现分解



资料来源：申万研究，Analysis of Investments and Mngement of Portfolios

正是由于债券与股票的收益结构有很大差异，对于债券投资组合的收益分析不能简单采用对股票投资组合的分析方法，BHB 模型所强调的资产配置效应、证券选择效应和时机选择效应并不能完整解释债券组合收益的来源，并不适用于债券投资组合的收益归因。因此，很多学者提出了单纯的债券投资组合的业绩归因模型，其中普遍应用的一个分析框架是 Campisi (2000) 提出的分解模型。

Campisi 将债券的投资收益分解为票息收入收益和价格变化收益。其中价格变化收益是由到期收益率变化带来的，因此又可以分为基准利率效应（基准利率如国债利率变化带来的价格变化收益）、利差效应（债券品种 i 的利差变化带来的价格变化收益）和剩余收益。债券品种 i 总投资收益率的分解可用公式表达为：

$$r_i = I_i + D_i * (-\Delta y) + D_i * (-\Delta y_{s_i}) + \varepsilon_i$$

其中 I_i 为息票收益率， D_i 为债券品种 i 的修正久期， Δy 为基准利率的变化值（反映市场利率的平均波动）， Δy_{s_i} 为债券品种 i 的利差变化值（反映该债券独有的风险溢价特征的利差波动）， ε_i 则为总投资收益中无法由息票收入收益、基准利率效应和利差效应解释的那部分剩余收益。

在研究处理中，我们往往将剩余收益这一项省去，数学上将债券收益率减去票息收益和基准利率效应的差项全部归为利差收益。因此债券的收益率也就由三部分组成，分别为票息收入、基准利率变动收益和利差收益。由于债

券组合的久期 D_P 等于组合中所有个券久期 D_i 的加权平均，于是债券投资组合的收益 r 可表示为：

$$r = \sum_i w_i r_i = r_{\text{票息}} + r_{\text{基准利率}} + r_{\text{利差}} = \sum_i w_i I_i + D_P * (-\Delta y) + \sum_i (-w_i D_i \Delta y_i)$$

2. 研机析理：债券基金业绩分解

根据投资组合理论，债券基金的超额收益综合度量了资产配置效应和资产选择效应两方面。我们将基金实际收益扣除相应市场平均收益后得到基金相对市场的“超额收益”，通过业绩归因将超额收益分解为资产配置效应和资产选择效应两方面，以衡量两种效应对基金绩效水平的贡献程度。

$$\begin{aligned} \text{Selectivity Effect} &= \sum_{i=1}^n \omega_{ai} (R_{ai} - R_{pi}) \\ \text{Allocation Effect} &= \sum_{i=1}^n (\omega_{ai} - \omega_{pi}) (R_{pi} - \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n R_{pi}) \\ \text{Total Performance} &= \sum_{i=1}^n \omega_{ai} (R_{ai} - R_{pi}) + \sum_{i=1}^n (\omega_{ai} - \omega_{pi}) (R_{pi} - \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n R_{pi}) \\ &= \sum_{i=1}^n \omega_{ai} R_{ai} - \sum_{i=1}^n \omega_{pi} R_{pi} \end{aligned}$$

基于“自上而下”的绩效分解原则，对债券基金进行绩效分解，同时兼顾因子间逻辑的独立性与数据的可得性。

2.1 第一层分解：大类资产配置收益分解

在第一层归因分析中，我们从大类资产配置的视角，考察基金对股票、债券、现金的配置。选取上一季度与当季每只基金各大类资产仓位均值，分别以沪深300指数、中债全债指数、3个月回购利率作为股票、债券和现金资产的市场平均收益率，对当季收益进行归因。

2.2 第二层分解：债券品种配置收益分解

在第一层分解的基础上，进一步将大类资产选择收益在券种配置和券种选择间分解。对于债券基金，权益类资产仓位比重在20%以内，我们假设资产选择收益主要来源于债券类资产配置收益和券种选择收益。由于券种选择收益无法得到，可从大类资产选择收益中扣除券种配置收益得到。

考察基金对债券类资产的配置能力。选取上一季度与当季每只基金各债券类资产仓位均值，分别以中债各券种指数¹作为国债、金融债、央票、企债、转债的市场平均收益率，对当季收益进行归因。

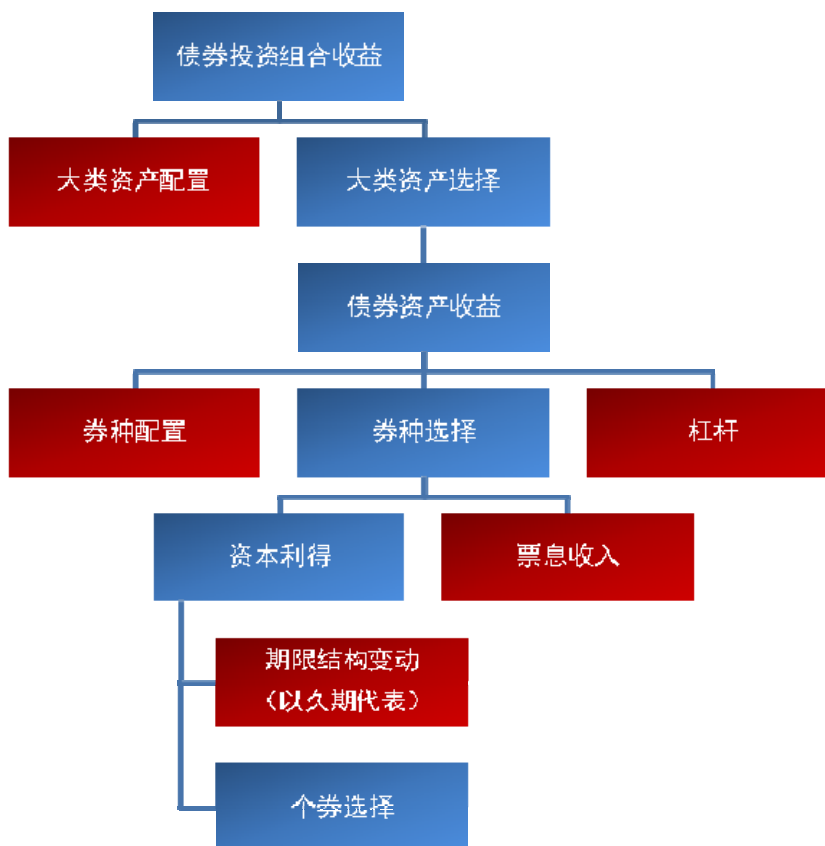
结合国内债券市场具体券种投资品种和交易制度，这一部分被分解为券种配置、杠杆、券种选择。回购杠杆的运用本质上依然是债券资产的配置能力，可通过对比基于市场平均杠杆水平的券种配置收益得到。

¹ 可转债指数选取中信标普转债指数进行计算。

2.3 第三层分解：债券选择收益分解

债券资产选择收益中包含票息收入（Income Effect）和资本利得（Price Change Effect），资本利得可进一步分解为个券选择收益（Bond Selection Effect）和期限结构变动（平移、斜度、曲度）。因此，券种选择项下进一步分解为票息收入、久期²。

图 4：债券投资组合收益分析



资料来源：申万研究

2.4 最近一轮经济周期中的债基绩效归因分析

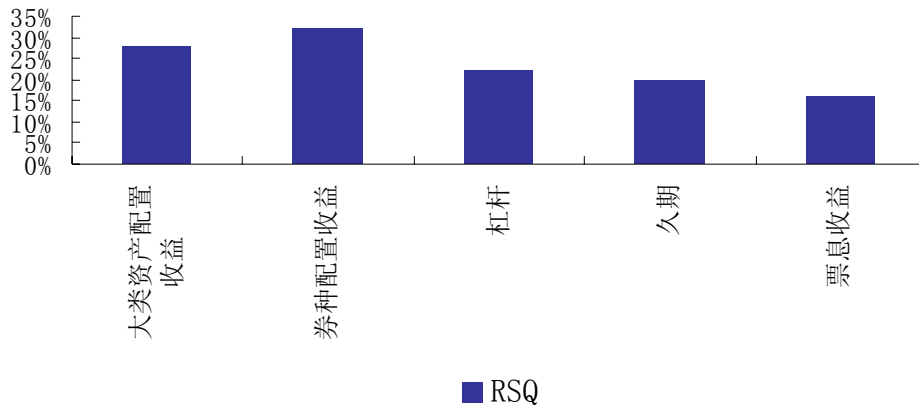
考察从 2009 年Q1 至 2012 年Q4 债券基金的绩效归因情况，该时间段基本覆盖一个完整的经济周期。对于一只债基，分别将其相对市场的超额收益和五项归因分析因子的时间序列进行回归分析，得到大类资产配置、券种配置、杠杆、久期、票息对于债基业绩的解释程度 R^2 。

从绩效归因因子对于市场整体的解释力度来看，大类资产配置与券种配置对于债基业绩的解释程度分别达到 28%和 32%。其余归因因子中，杠杆、久期、和票息的解释力度分别为 22%、20%和 16%。说明资产配置效应仍是决定当期债券基金业绩优劣最重要的因素，其中债券基金在国债、企业债、转债等不同券种间的配置效应对于投资业绩的解释更为显著。合理的解释是债基的债

² 在总体分析中暂不考虑个券选择收益。

券仓位普遍在 80%以上，因而相对超额收益的差异更多的体现在券种配置效应之中。另外，09 年后回购杠杆的广泛运用进一步放大券种配置收益的差异。

图 5：资产配置效应对债券基金业绩的解释力度最高

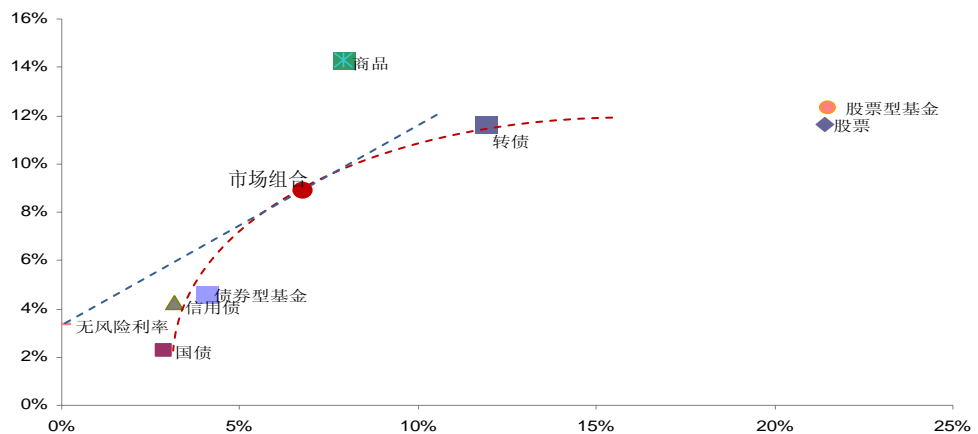


资料来源：申万研究

从绩效归因因子对于超额收益的绝对贡献来看，资产配置收益是超额收益的主要来源。区间内排名前 30% 债基的大类资产配置年化收益为 1.7%，券种配置年化收益为 1.3%。在股市上涨的时段，排名靠前债基的资产配置收益明显放大，说明来自股市和转债的收益仍是决定债基资产配置收益的主导因素。

考察债券基金及其他资产的风险-收益水平。持有债券基金的收益和风险均高于持有信用债或国债。债基风险收益比基本落在有效投资边界上，并且风险收益低于市场组合，因而属于中低风险资产。而对于保险等配置型机构，债券基金作为固定收益类二级资产，对于有效投资边界的改善主要来源于：1) 债基可使用回购杠杆；2) 通过配置债基持有因流动性受限难以直接购买的个券；3) 交易型债基相比债券具有更好的流动性；4) 分级债基结构杠杆。

图 6：债券基金收益高于信用债，风险收益比基本落于有效投资边界上



资料来源：申万研究

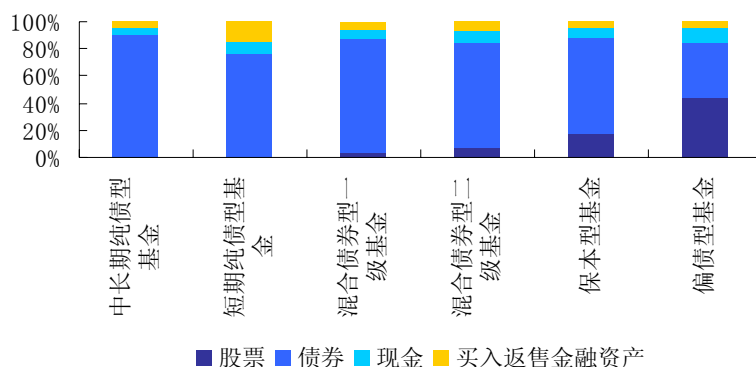
3. 寻本溯源：债券基金业绩分析维度

逐一考察大类资产配置、券种配置、杠杆、久期、票息的驱动因素、周期特征、及对业绩预测的有效性。研究对象包括 WIND 债券基金分类下的短期纯债型、中长期纯债型、混合债券型一级、混合债券型二级、保本型和偏债基（债券仓位大于 60%）。其中，分级基金以母基金计入，封闭式基金在筛选模型中剔除。选取 04 年二季度至 12 年四季度债基季报数据进行分析。

3.1 大类资产配置

首先分析债基大类资产配置结构，受到投资范围的约束，纯债基主要在债券、现金、买入返售金融资产间配置。其中短期纯债基对于现金、买入返售金融资产的仓位比例更高。混合债基中，一级债基和二级债基的股票仓位一般分别控制在 5% 和 10% 以下。随着今后一级债基不再参与打新，其资产配置结构将向中长期债基转化，债券资产比重将小幅增加。

图 7：大类资产仓位均值



资料来源：申万研究

3.1.1 驱动要素和周期特征：遵循投资时钟规律

大类资产配置的驱动因素：股、债、资金面涨跌切换

分析各类基金大类资产历史仓位变动，债基资产配置主要受到股债涨跌和资金利率的影响。从整体配置来看，债券资产的比例在 2010 年以后趋势性增加。按分项债基来看：

- 1) 纯债类基金在债券、现金、返售债券间配置主要受债市涨跌和资金利率的影响。债市下跌时，现金和买入返售债券的比例显著上升。另外，短期纯债资金拆出规模还受资金利率作用。例如在 07 年三、四季度、11 年二季度，7 天回购利率均在 3.7% 以上，短期纯债的资金拆出规模都在 25% 以上，超过现金资产。
- 2) 混合债券型债基方面，大类资产配置主要受债市涨跌影响。债市绝对上涨阶段，混合债券型债基将超配债券，低配股票和现金。

本轮债券牛市（11年二季度到12年二季度）中，混合债券型债基债券仓位较08年债券牛市出现显著提升，债券市值占净资产的比重由90%上升至110%以上。

- 3) 保本类债基方面，股市相对牛市对应股票与现金类资产占比的显著上升。货币资金利率松紧将使债券和现金配置产生转化。
- 4) 偏债类基金方面，大类资产配置主要受股市涨跌和资金松紧影响。资金紧张时，现金、资金拆出比例上升。

表1 股、债、资金涨跌切换驱动债基大类资产配置

	主要驱动因素		
	股（涨）	债（涨）	资金面（紧）
中长期纯债型基金		现金、返售债券→债券	现金→债券
短期纯债型基金		现金、返售债券→债券	现金→债券、返售债券
混合债券型一级基金		股票、现金→债券	
混合债券型二级基金		股票、现金→债券	
保本型基金	债券→股票、现金		债券→现金
偏债型基金	债券→股票、现金		债券→现金、返售债券

资料来源：申万研究

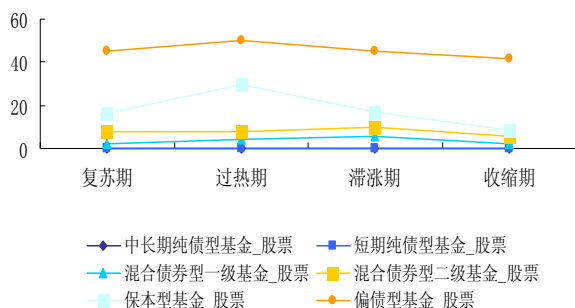
经济周期轮动：债基大类资产配置的投资时钟

从经济周期的维度观察，债基大类资产配置变化基本遵循了投资时钟原理。其中，混合债券型二级债基和保本类配置略领先于实际经济周期，即在经济进入滞涨期时开始增大债券类资产的仓位，而在复苏期降低债券配置，转向权益类资产，当进入过热期和滞涨期时增配现金。二级债基较一级债基提升股票大类仓位的时点更早，而一级债基的债券类资产配置更为敏感。纯债基主要在债券、现金及买入返售金融资产（即资金拆出）间进行配置，当进入过热期时资金利率上升，纯债基增大资金拆出规模。其中，短期纯债现金资产显著减少。另外，买入返售金融资产大多在1个月内，资金流动性高，是短期债基的主要配置品种。

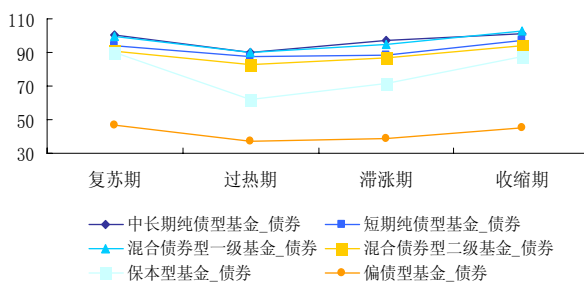
表2 债基大类资产配置投资时钟

	复苏期	过热期	滞涨期	收缩期
中长期纯债型基金	现金	买入返售金融资产	债	债
短期纯债型基金	现金	买入返售金融资产	现金	债
混合债券型一级基金	--	股、现金	现金、债	债
混合债券型二级基金	股	股、现金	现金、债	债
保本型基金	债、股	股、现金	现金、债	债
偏债型基金	债	股、现金	股、现金	债

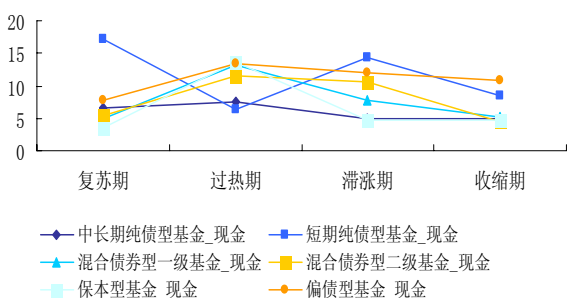
资料来源：申万研究

图 8：债基在过热期高配股票


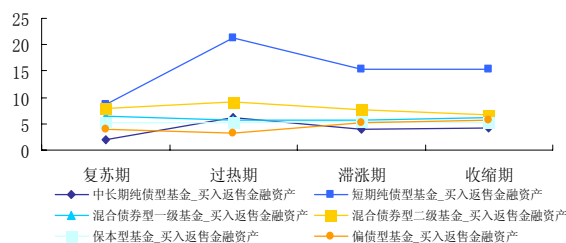
资料来源：申万研究

图 9：债基在收缩、复苏期高配债券


资料来源：申万研究

图 10：债基在过热和滞涨期高配现金


资料来源：申万研究

图 11：纯债基在过热期高配买入返售金融资产


资料来源：申万研究

3.1.2 指标有效性：权益类资产收益占主导

考察大类资产配置对于当期和下期业绩的解释程度。采用归因分析得到各债基在每一季度大类资产配置收益³。分析大类资产配置排名对同期及后一期业绩的解释程度和各期业绩排名在前/后 20%基金对应上期大类资产配置：

大类资产配置差异由权益类资产收益占主导

当期业绩排名在前/后 20%的基金对应上期大类资产配置收益的差异放大的时期对应股市牛市。这意味着大类资产配置差异主要由权益类资产收益决定。

08年后，大类资产配置对业绩的贡献有所下降

大类资产配置收益与同期业绩的相关度达到 0.4 以上。在 08 年以前，股债跷跷板明显，两者的相关系数甚至达到 0.8 水平。随着此后股债切换频率加快，股市持续牛市的时长减少，大类资产配置收益与业绩相关系数的峰值趋势性下降，大类资产配置能力对于超额收益的解释度有所弱化。

³ 归因分析详见 2.1 节。

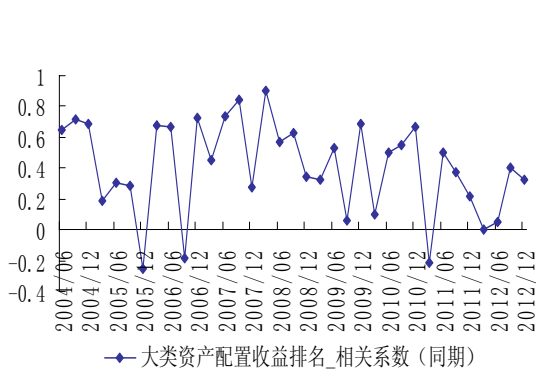
股债涨跌预期趋同时，大类资产配置对同期业绩解释度弱化

从大类资产配置与同期业绩相关系数中还可发现，当股债风格转换初期，大类资产配置与同期业绩相关度较高，资产配置能力是业绩差异的主导因素。当股债相对涨跌趋势形成后，大类资产配置对同期业绩解释度弱化。此时，市场对于大类资产配置的预期趋于一致，配置所导致的业绩差异减弱，例如12年Q1后。

股债风格转换时，大类资产配置与后一期业绩相关度减少

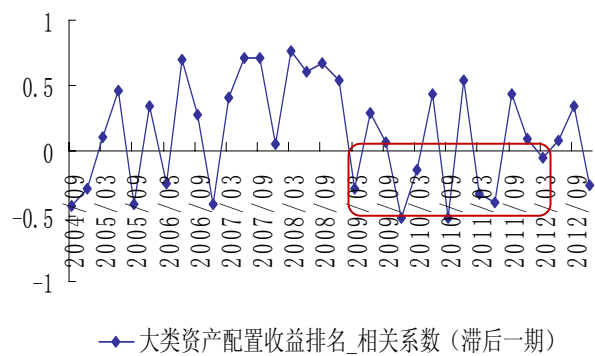
大类资产配置收益与下一期业绩的相关度随股债风格转换而变化。由于资产配置存在一定持续性，当期资产配置情况对后一期业绩表现有一定合理性。若当期股债相对涨跌发生变化，大类资产配置收益与下一期业绩的相关系数将明显变小或呈负相关。例如07年12月：股市见顶回落；09年3月：股市企稳；10年9月：上轮债市牛市结束、股市上涨；11年12月：市场转向债市牛市。

图 12: 08年后，大类资产配置对业绩的贡献有所下降



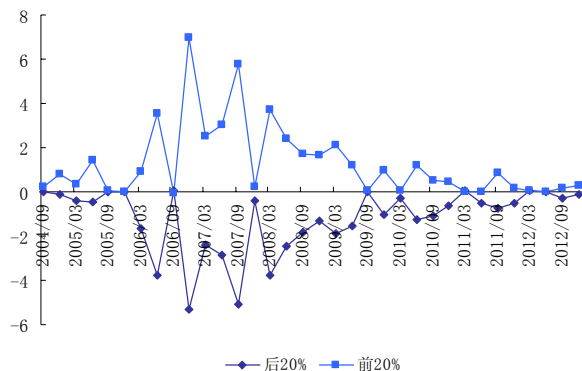
资料来源：申万研究

图 13: 股债风格转换时，大类资产配置与后一期业绩相关度减少



资料来源：申万研究

图 14: 业绩前/后 20%基金对应当期大类资产收益



资料来源：申万研究

3.2 债券资产配置

3.2.1 驱动要素和周期特征：资本利得与流动性的二重博弈

债基作为债市中的交易型参与者，其债券配置受到各品种信用利差变化、债市流动性风险等因素影响。

短期纯债型对金融债信用利差敏感，混合债券型、保本型对企债信用利差敏感

统计各债基在国债/企债、国债/银债、国债/转债相对上涨阶段的配置变化。得到交易类机构的以下配置特征：**短期纯债类的金融债配置对其信用利差较为敏感**；各类型债基的企债配置变化与企债当季涨跌基本一致，其中**混合债券型、保本型债基对信用利差变化更为敏感**，仓位变化超过 15%。随着 08 年以后信用债市场的扩张，债基对企业债的配置趋势性上升，混合债券型债基由 25%升至 40%以上。

图 15：短期纯债型对金融债信用利差较为敏感

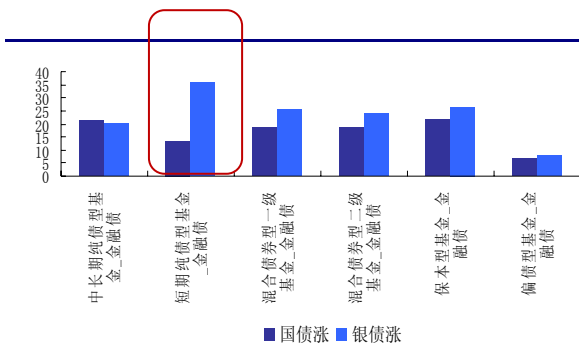
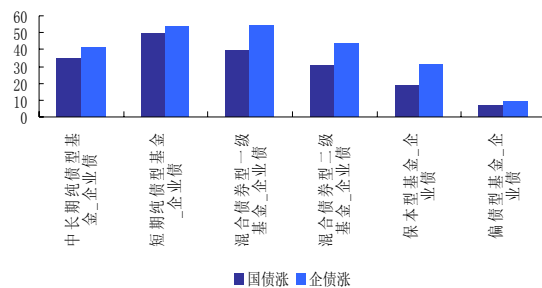


图 16：混合债券型、保本型对企债信用利差更为敏感



资料来源：申万研究

资料来源：申万研究

经济周期轮动：资本利得与流动性的二重博弈

从经济周期的维度来看，当债券进入牛市时，一般而言以利率债收益率率先下行，进而带动高等级信用债，而后是中低等级信用债和城投债，最后是可转债。而在债券熊市中，信用利差受流动性风险和经济增长预期两方博弈制约，往往流动性较高的债券先被抛售。

1) 经济由**滞涨期进入收缩期**，影响债市的聚焦点由通胀向经济下跌风险转变，经济增速下滑往往伴随着企业经营业绩的恶化，企业信用风险增加，信用利差相应走高。利率市场逐步触底企稳，且市场发行利率还处于高位，**企债仓位较高的债基逐步换入利率债，减持可转债。**

2) 经济由**收缩期**进入**复苏期**，信用利差受流动性风险和经济增长预期双方博弈制约。收缩中后期，宽松的货币政策使得流动性持续改善和经济复苏预期，信用利差缩小；但随着经济筑底企稳，投资者风险偏好上升，“股债跷跷板”效应显现，债市下行风险推升信用债流动性风险，信用利差扩大。债基金仓位上，**债基减持流动性较好的信用类产品，减仓比例过半。**

随权益类资产的上涨，**中长期债基大幅增持可转债**，这在08年前尤为明显。而混合二级、偏债、保本在此期间直接配置于股票二级市场，未表现出转债的显著增加。

3) 经济由**复苏期**进入**过热期**，通胀高企引导国债和企债利率整体上行，信用利差随经济向好收窄。债基金仓位上，**过热阶段债券类资产总仓位降至最低点，留存仓位主要为利率品种和流动性较差的信用品种。**

4) 经济由**过热期**进入**滞胀期**，债市受到经济增速和通胀、以及资金面多重因素博弈影响。若市场对经济增速忧虑加剧，或者市场流动性趋紧，信用利差将呈扩大趋势。例如11年一、二季度，通胀屡创新高、经济下行风险逐步显现，资金利率徘徊在3.5%以上高位整理，信用债利率加速上行。

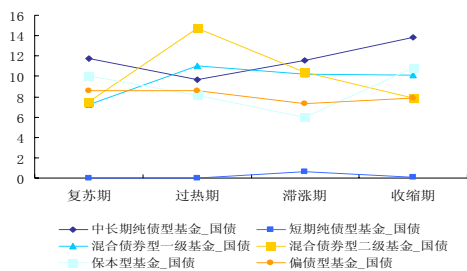
信用利差扩大和流动性因素共同驱使债基券种配置中**企业债占比走高**。一方面，由于企业债流动性受限，使得债基被动提高企债占比；另一方面，随着信用利差的扩大，债基主动配置企债的动机增强。而随着权益类资产见顶回落，**可转债债性显现，混合债基、中长期纯债基提升配置比例。**

表3 债基债券资产投资时钟

	复苏期	过热期	滞胀期	收缩期
中长期纯债型基金	央票	企业债	企业债、转债	企业债、央票
短期纯债型基金	金融债	金融债	企业债	企业债、金融债
混合债券型一级基金	金融债	金融债	企业债、转债	企业债
混合债券型二级基金	央票、金融债	央票	企业债、转债	企业债
保本型基金	金融债、国债	央票	企业债	企业债、金融债
偏债型基金	央票、国债	央票	企业债	企业债、央票

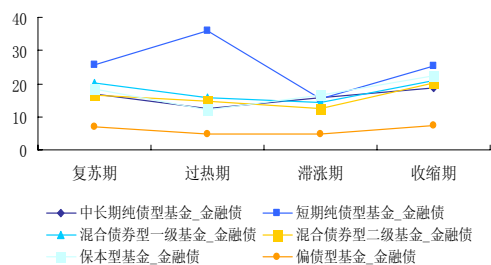
资料来源：申万研究

图 17: 债基在收缩期增配国债



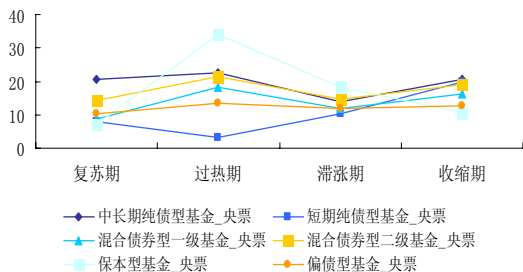
资料来源：申万研究

图 18: 债基在复苏期高配金融债



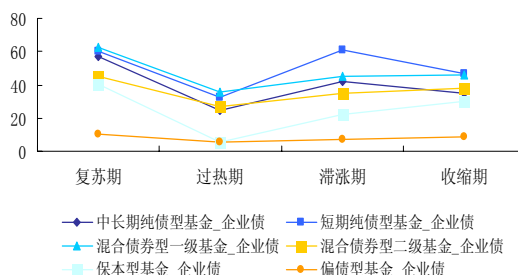
资料来源：申万研究

图 19: 债基在复苏期高配央票



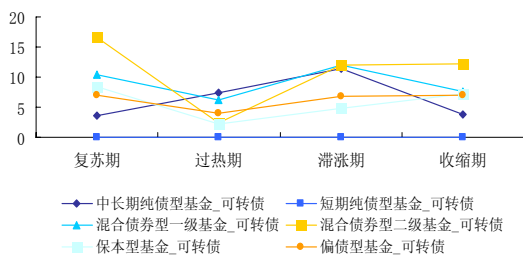
资料来源：申万研究

图 20: 债基在滞涨期被动提升企债仓位



资料来源：申万研究

图 21: 债基在复苏、滞涨期高配转债



资料来源：申万研究

3.2.2 指标有效性：08年后债券资产配置贡献上升

考察债券资产配置对于当期和下期业绩的解释程度。采用归因分析得到各债基在每一季度债券资产配置收益。分析债券资产配置排名对同期及后一期业绩的解释程度：

08年后，债券资产配置对业绩的贡献趋向上升

总体来看，债券资产配置对于业绩的解释力度较为稳定。08年后，股债跷跷板现象趋于弱化，信用债市场迅速扩张，债基盈利模式出现转变，债基收益逐步回归债券市场。原先债基获取收益主要依靠调整久期，而此后债基可通过回购杠杆放大信用和资金成本的利差。债券资产配置对业绩的贡献趋向上升，同期相关度由0.25上升至0.33。

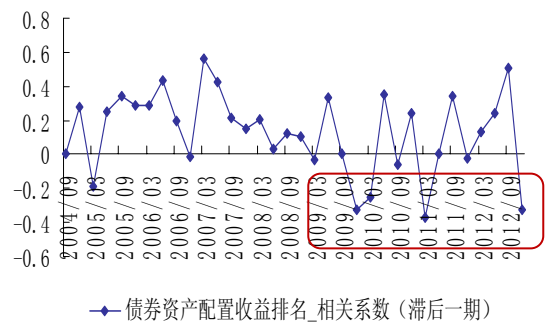
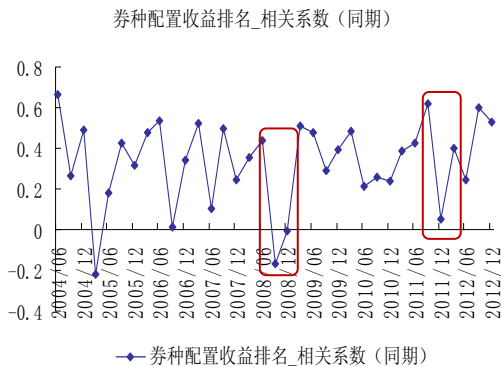
利率与信用同涨时，债券资产配置对当期业绩解释度减弱

当利率债与信用债同涨时，债券资产配置对当期业绩解释度弱化。这类情况主要发生在债市牛市前期，利率债与信用债同步大涨之时。例如08年三季度、11年四季度，利率品与信用品呈现普涨格局，当期业绩主要取决于大类资产配置和久期选择能力，券种配置重要性相对降低。

券种风格转换时，债券资产配置与后一期业绩相关度减少

与大类资产类似，债券资产配置收益与下一期业绩的相关度随券种风格转换而变化。若当期转债相对于国债的涨跌发生变化，债券资产配置收益与下一期业绩的相关系数将明显变小或呈负相关，这一现象在08年以后尤为明显。例如11年一季度：由于前期市场预期股市随通胀上行将持续上涨，部分市场机构高配转债，结果受经济下行风险增大影响，转债上涨预期落空，国债强于转债，造成前期高配转债的机构损失惨重。而在12年四季度，股市向好带动转债上行，券种风格转换使得上一季度排名靠后的转债基收益明显上行。

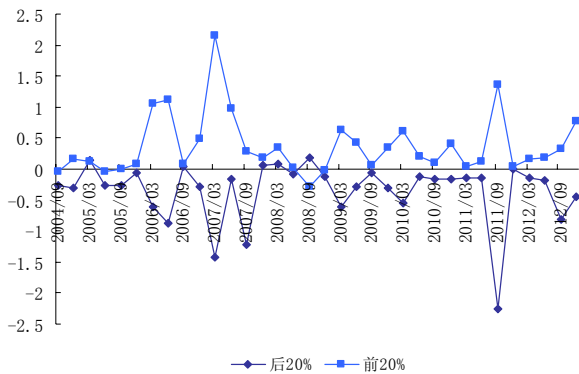
图 22：08 年后，债券资产配置对业绩的贡献趋向上升 图 23：券种风格转换时，债券资产配置与后一期业绩相关度减少



资料来源：申万研究

资料来源：申万研究

图 24：业绩前/后 20%基金对应当期债券资产收益



资料来源：申万研究

3.3 票息收益

3.3.1 驱动要素和周期特征：滞涨、收缩期配置高息债

对于债基而言，若采用持有至到期策略，债券组合的价格风险将随到期日的临近而趋向于零。在不发生违约的情况下，票息收益的收入效应是基金净值增长的重要来源。我们选取基金季报中公布的前五大重仓债券的票息加权平均值⁴衡量债基的票息收入效应。

短期纯债基和封闭式债基更倾向于持有高票息债券

从分类债券来看，股性越弱的基金品种票息收益均值越高。另外封闭式债基的票息收益显著高于其他债基。从票息与久期的关系分析，短期纯债基久期较短，故投资于高票息品种以降低整体组合久期。而封闭式债基赎回压力相对较小，故更倾向于选择持有到期策略。

经济周期轮动：资本利得、市场发行利率和个券流动性共同决定

我们认为影响债基持（高）息券种的意愿的因素包括：未来资本利得（即股债涨跌预期）、市场发行利率和个券流动性。这三股力量的共同驱动决定了基金票息收益在不同经济周期上的变化。

1) 经济由滞涨期进入收缩期，影响债市的聚焦点由通胀向经济下跌风险转变。债市逐步触底企稳，且市场发行利率还处于高位，债基加仓债券从而获得票息收益和资本利得的双重回报。

历史上较为典型的阶段是 2008 年 2 季度，债市大反转的前夜。当时，市场对通胀的恐慌情绪再起，长期国债招标发行利率超预期上行，加之 5、6 两月间央行连续两次上调存款准备金率，在经济基本面和资金面的双重利空下，10 年期国债利率飙升至 4.6%。该阶段是建仓的黄金时期，市场发行利率处于

⁴ 受季报中公布信息所限，我们被迫采用前五大重仓债券。实则前五大重仓券未必有代表性，因为票息高的个券通常质量比较差，一般基金经理有动力把它们藏在后面。也可用半年报中票息收入项代替。

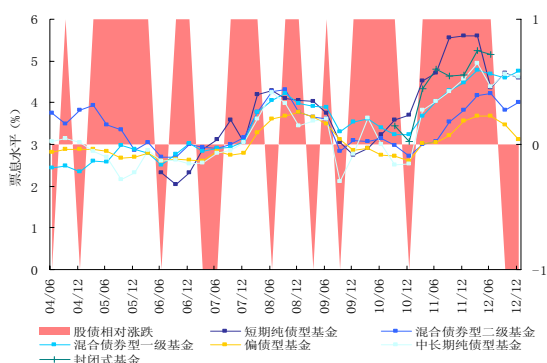
高位，且选择余地大。当时，市场中债基所持票息收益出现明显上升。事后证明，二季度末票息收益靠前的基金在三季度的业绩排名处于前列。

2) 经济由**衰退进入复苏周期**，基金票息仍处于高位，但**稍有回落**。这一阶段，发行利率下行，债市进入牛市后半程，未来资本利得空间收窄。市场力量不断对经济基本面的预期做出修正，债基逐步获利了结流动性较好的品种。例如 09 年 2 季度，4 月初随着集中公布的一季度数据的集中公布，市场对经济见底基本形成共识，基金开始去债券化，票息收益普遍下降，同样也表现为杠杆下降（见后文）。

3) 经济由**复苏期进入过热期**，债市由牛转熊，债券**资本利得上的亏损与票息收益相抵消**，债基继续抛售流动性好的券种，抛不掉的持券过冬。这一阶段，短期纯债的票息水平下降最为明显。

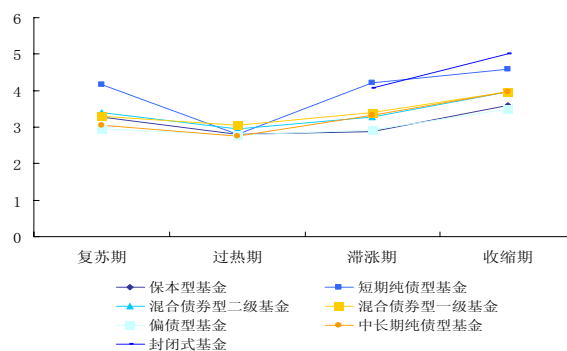
4) 经济由**过热期进入滞涨期**，股债双杀，但债市下跌空间已然有限，反观发行利率再度高企，债基逐步吸纳一些高票息品种做配置用，表现为**票息水平的回升**。例如 08 年一季度和 11 年一季度。

图 25：纯债类与封闭式债基票息水平高



资料来源：申万研究

图 26：票息收益在经济周期上的分布



资料来源：申万研究

3.3.2 指标有效性：市场处于相持阶段，票息贡献度大

分别对各类债基票息和业绩进行排名，得到票息与收益的相关系数时间序列。将同期相关系数、滞后一期相关系数以及股债强弱关系进行比较发现：

持券有较强的持续性

同期相关系数与滞后一期相关系数的变动方向基本一致。受限于债券市场流动性，债基一般不会频繁调仓，因而持券有较强的持续性，前期票息水平对下一期票息水平解释力度大。

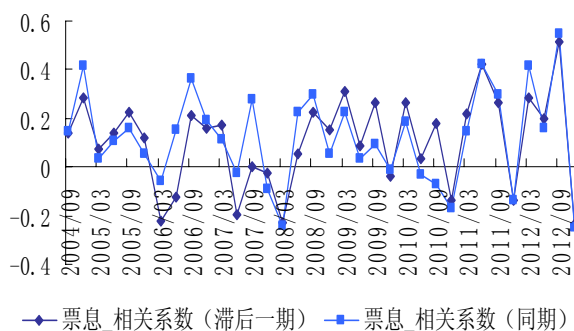
08 年后，票息水平对后一期业绩的贡献上升

从票息水平对后一期业绩的解释力度来看，两者相关性相比其他指标并不具备优势。但 08 年后，票息水平对后一期业绩的贡献有明显提升，业绩前 20% 与后 20% 基金所持票息出现分化。

市场处于相持阶段，票息贡献度大

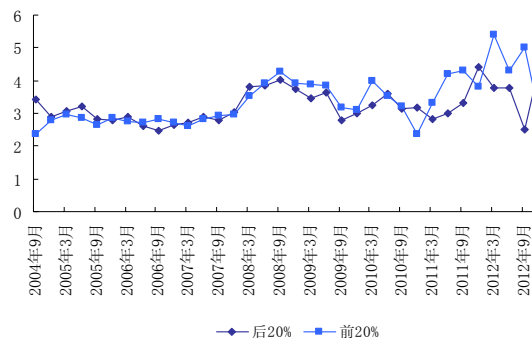
债市进入熊市中末期或牛市中末期，通常市场走势多处于相持阶段，资本利得占比自然比较小，票息水平对于业绩的解释力度增大，高票息对应更优的业绩排名。这也间接显现出企业债此时的配置价值。两者出现背离的时段在 10 年四季度和 11 年四季度。从不同债基来看，中长期债基票息水平与业绩的相关度更为显著。

图 27：债基持券有较强持续性



资料来源：申万研究

图 28：08 年后票息水平出现分化



资料来源：申万研究

3.4 基金杠杆

3.4.1 驱动要素和周期特征：债市向好+资金成本降低推动加杠杆

债券基金可通过质押式回购投资债券对基金进行杠杆操作，从而进一步扩大债券类资产收益率。目前交易所规定债券基金杠杆控制在 2 倍以内，回购标准券使用率不得超过 90%，可用于回购的品种包括国债、企业债、公司债、分离交易可转债和可转债⁵，交易机构多用 3 年期票据进行杠杆放大操作。

我们用基金总资产/基金净资产衡量基金杠杆，并将总资产进一步拆分为净资产和回购融券两部分。可以发现，回购滚动数量和债券资产价值将同时影响债基回购杠杆大小。具体而言：

回购滚动数量增大/减小：主动加/减杠杆；

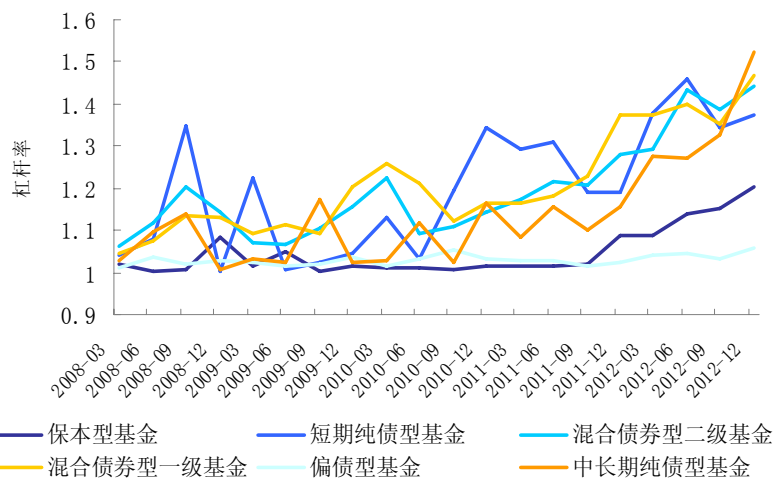
⁵ 上交所自 2012 年 5 月 21 日起对符合条件的可转债可计入回购质押库，资质标准比照公司债券。可计入回购质押库的可转债包括新钢转债、国投转债、中海转债、国电转债、工行转债、中行转债、石化转债和川投转债。

债券资产价值增大/减小：被动减/加杠杆⁶。

$$\text{基金杠杆} = \frac{\text{总资产}}{\text{净资产}} = \frac{\text{净资产} + \text{融入债券}}{\text{净资产}}$$

从不同类别债基杠杆历史水平来看，混合债券型一级与混合债券型二级债基的杠杆水平和变化方向较为一致，在2010年以前基本保持在1到1.25的区间波动，此后一路上行，目前已达到1.4的历史高点。短期纯债基波动幅度较大，纯债类基金杠杆水平目前也已处于高位。而偏债类杠杆水平总体偏低，波动幅度小。

图 29：目前杠杆水平处于历史高位



资料来源：申万研究

经济周期轮动：收缩期主动加杠杆，复苏过热期主动减杠杆

观察不同经济周期上的基金杠杆变动，介于纯债类和混合债券型债基历史上杠杆变动较为明显，而保本类和偏债类主要受到股市涨跌对于净值的影响，这里主要分析纯债类基金和混合债券型债基：

1) 经济由滞涨期进入收缩期，债市触底企稳，资金成本逐步回落，债基提高回购量，呈现主动加杠杆的特征。从峰值阶段的水平来看，短期纯债基杠杆>混合债券型杠杆>中长期纯债基杠杆。

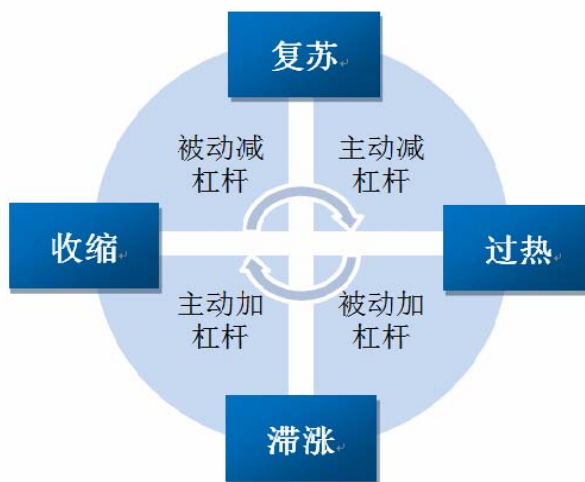
2) 经济由衰退进入复苏周期，债券资产价值上升，杠杆（被动）降低。其中短期纯债基减杠杆幅度最大，达到23%；混合债券型债基中，由于一级债基持债比例更高，其减杠杆速度略快于二级债基。

3) 经济由复苏期进入过热期，债市由牛转熊，基金放慢回购融券步伐，主动降低杠杆。但历史数据显示，除了二级债基外，纯债基和一级债基的杠杆水平出现小幅回升。合理的解释是：伴随大类资产风险偏好切换，导致流动性变化所引致的被动加杠杆快于基金的主动去杠杆。

⁶ 一般而言，债基杠杆大于1。

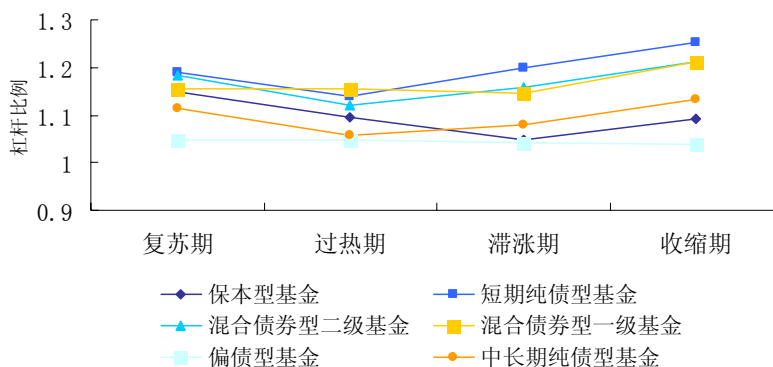
4) 经济由过热期进入滞涨期，股债双杀，基金资产市值收缩，呈现被动加杠杆的特征。此外，如果基金关注票息收益，此时也有主动加杠杆的动机。

图 30：基金杠杆在经济周期上的变化



资料来源：申万研究

图 31：收缩期主动加杠杆，过热期主动减杠杆



资料来源：申万研究

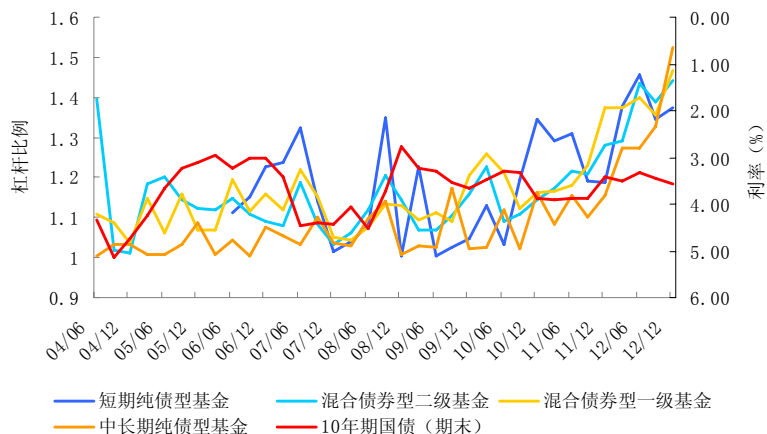
主动调杠杆的驱动因素：债市向好+资金成本降低推动加杠杆

杠杆交易的收益来源包括不同期限的利差收益（长期利率-短期利率）和持有债券的票息收益两部分。由于票息收益对持债时长有一定要求，仅讨论资本利得部分：

1) 债券与股票相对强弱：混合债券型基金与股市对债市的相对收益呈现较为明显的负相关性。债市向好时基金通过回购投券放大债券部分收益，对应基金杠杆的提升，这一现象在 08 年以后尤为明显；而保本型基金、偏债型

基金与股市对债市的相对收益呈现负相关性。较为合理的解释是当股市向好时基金通过回购融资投向权益类资产或应对赎回压力，基金杠杆放大。

图 32：债市向好推动债基加杠杆



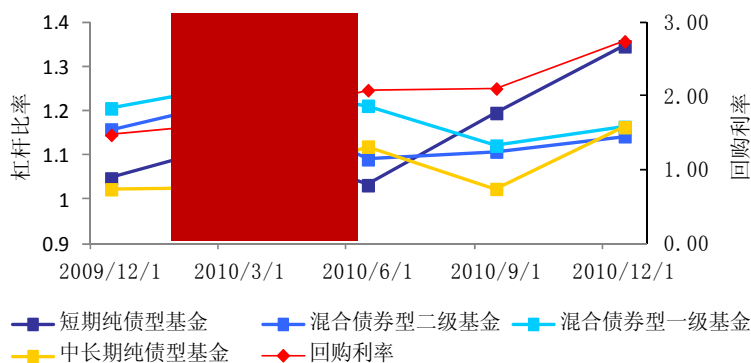
资料来源：申万研究

2) 货币市场资金成本：债基通过回购赚取短期资金利率与长期债券利率的利差。而当资金利率忽然上升时，这类滚动套利交易盘的资金链趋紧，不得不降低杠杆。

较为典型的时期是2010年5月。当时，欧债危机爆发致使外汇占款减少，加之年中企业税款上缴，前期准备金率上调，货币总量缺失造成资金利率超预期趋紧，回购利率摆脱前期1.6%的平台上行至3%以上。交易类机构被迫降低杠杆，可以看到前期杠杆水平较高的混合债券型债基和短期纯债基均在二季度调低杠杆水平。

而从今年3月至6月，虽然债基杠杆达历史峰值，但套利空间较前期已明显收窄，未来潜藏巨大的去杠杆压力。

图 33：资金利率超预期趋紧逼迫债基降杠杆



3.4.2 指标有效性：对业绩贡献趋势性上行

分别对各类债基杠杆和业绩进行排名，得到杠杆与收益的相关系数时间序列。将同期相关系数、滞后一期相关系数以及股债强弱关系进行比较发现：

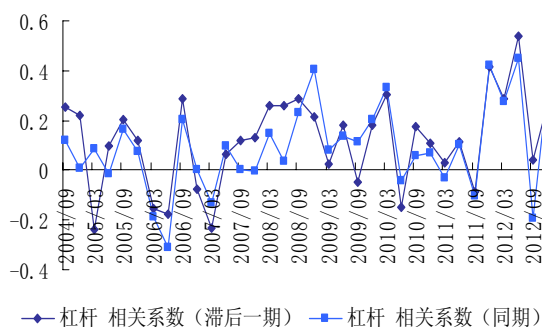
信用债市场扩张驱动债基盈利模式改变，债基杠杆对业绩贡献趋势上行

08年后，信用债市场迅速扩张，债基盈利模式出现转变：原先债基获取收益主要依靠调整久期，而此后由于信用债与利率债之间存在较大信用利差，债基可通过加杠杆放大这一部分收益。总体来看，债基杠杆与业绩的相关度呈上升趋势，特别是在11年三季度开始的牛市中，债基杠杆与业绩的相关系数达到0.4以上，债基在牛市中运用回购杠杆放大收益对于业绩的贡献度增大。

债市牛市中后期，杠杆对于业绩的贡献提升

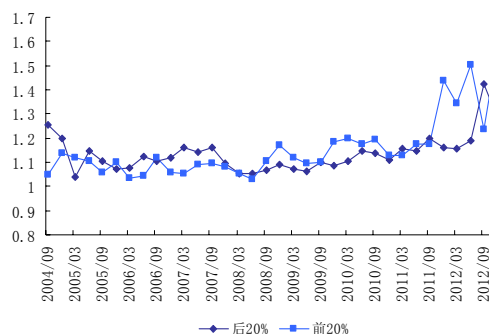
进入债市牛市中后期，债基杠杆水平抬升，其与业绩排名的相关性显著为正。例如：10年一季度债市牛尾，上期债基杠杆与业绩相关度达到0.3。而在股债发生风格转换时，债基杠杆对于业绩排名的解释程度降低。从债基分类来看，中长期纯债、混合债券型二级杠杆对业绩的解释力度高于偏债型和混合债券型一级。

图 34：债市牛市中，高杠杆债基表现更优



资料来源：申万研究

图 35：近一轮债市牛市中，业绩优劣债基杠杆分化显著



资料来源：申万研究

3.5 基金组合久期

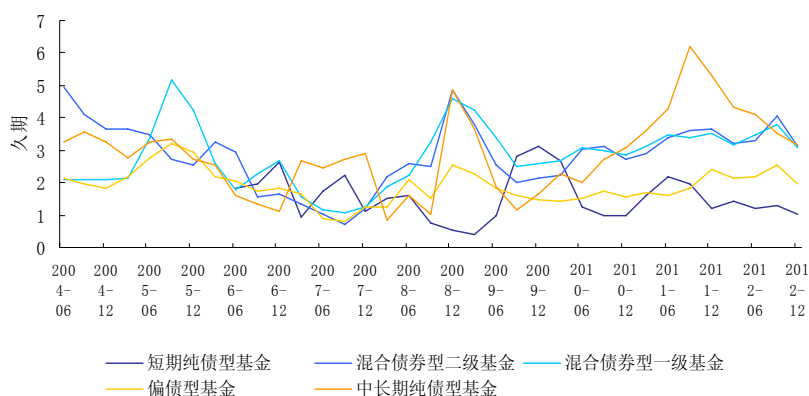
3.5.1 驱动要素和周期特征：滞涨末期限结构平坦化催动加久期

基金组合久期反映了基金净值对市场利率变化的影响程度。由于基金在季报中仅公布前五大重仓债券明细，我们用重仓债券久期按所占市值权重进行加权平均代表基金组合久期。其中，可转债兼备股债两性，按久期*0.5计入。

影响债基组合久期的主要因素包括：1) 对于未来利率走势预期；2) 流动性要求。

市场平均久期：从历史上来看，债基久期保持在 1.5 年至 3 年的平均水平，其中，短期纯债和偏债类基金久期较低，平均在 2 年以下，最高时不超过 3 年。中长期债基和混合债券型债基平均在 2.8 附近，最高时可达 5 年。债基久期在四季度出现明显回落，目前已接近历史中值水平。

图 36：债基历史久期变化



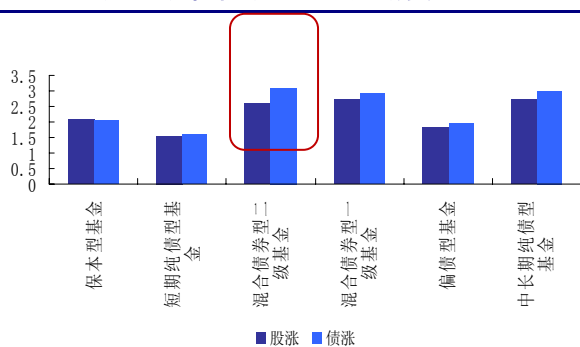
资料来源：申万研究

驱动因素：债市相好+长短期利差收窄推动加久期

债基组合久期与债指涨跌呈现明显正相关。在债市进入相对牛市时，债基呈现逐步加久期的特征，前期峰值出现在 08 年四季度债市牛市牛市中后期，当时经济加速下行，企稳尚不明朗，货币政策进入降息周期，市场上混合债券型债基和中长期债基的久期水平由前一季度的 2.5 左右迅速抬升至 4.5 以上。2010 年以后，随着股市进入长期调整阶段，混合债券型和偏债型久期稳步提升，久期峰值相对于债市牛市有所提前。

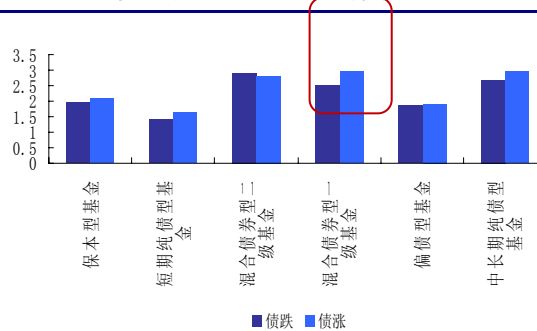
从分类债基来看：1) 纯债基和一级债基久期调整主要受债市涨跌影响，一级债基加久期的幅度最大（30%），中长期纯债久期均值最高；2) 混合债券型二级债基久期变动的驱动因素主要来源于股债相对涨跌；3) 市场资金面宽松推动久期整体上移。

图 37: 股债相对牛市时的基金久期变动



资料来源：申万研究

图 38: 债市涨跌时的基金久期变动



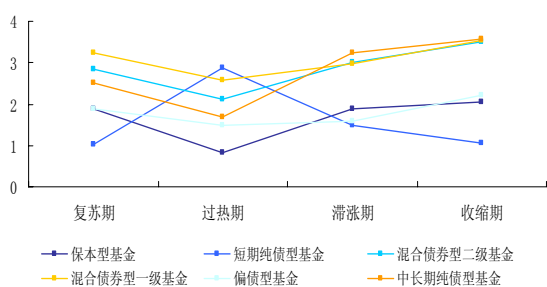
资料来源：申万研究

经济周期轮动：滞涨后期，期限结构平坦化催动加久期

观察不同经济周期上的基金久期变动，除短期纯债类基金，中长期纯债和混合债券型债基在进入滞涨期后逐步增加久期，收缩期时达到峰值，从而放大降息周期的收益。其中，中长期与混合债券型二级债基在滞涨期加久期的幅度较大。中长期债基进入复苏期后迅速降低期。与其他类型久期变动不同，短期纯债型基金在过热期达到久期峰值。

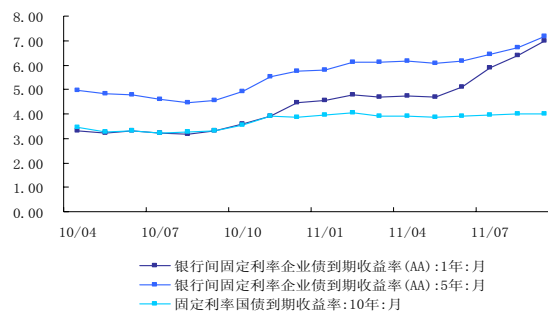
04年以来中国经历了三个滞涨期：04年二三季度、08年一季度、10年下半年到11年三季度。三个阶段经济均呈现高位下行，对应中长期国债收益率高位钝化，而滞涨中后期受紧缩货币政策影响资金面趋紧，进而推动短端利率上行。债基在滞涨期开始大幅加久期。

图 39: 滞涨期加久期，复苏期后减久期



资料来源：申万研究

图 40: 滞涨期长短期利差收窄



资料来源：申万研究

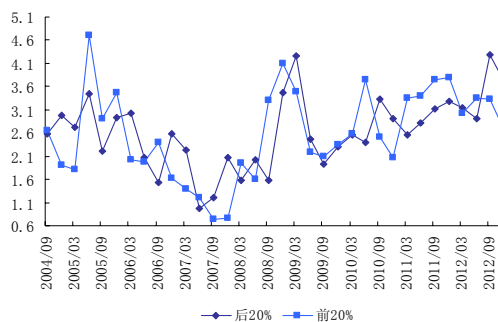
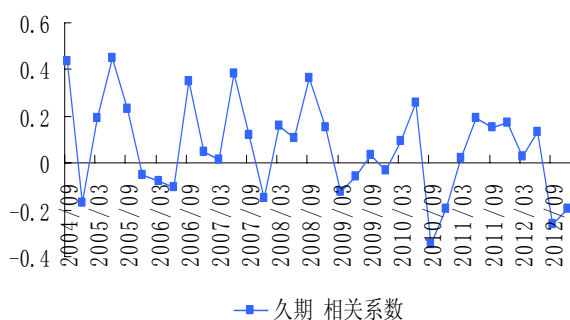
3.5.2 指标有效性：牛市初期，久期与业绩的相关度提升

分别对各类债基组合久期和业绩进行排名，得到久期与收益的相关系数时间序列。将同期相关系数、滞后一期相关系数以及股债强弱关系进行比较发现：

债市牛市初期，久期与业绩的相关度提升

总体来看，债基久期对业绩排名的解释力度一般。在债市上涨初期，久期与业绩排名的相关系数增大，这一现象在2009年以来更为显著。从不同债基来看，混合债券型一级久期对业绩排名的解释力度更高。

图 41：债市上涨初期，久期与业绩排名的相关系数增大 图 42：业绩前/后 20%基金对应上期组合久期数增大



资料来源：申万研究

资料来源：申万研究

3.6 小结：08年后，债基盈利模式发生改变

通过上述单项指标分析，我们发现08年前后指标表现出现显著差异。市场环境改变驱动债基盈利模式转变。

市场环境变化： 信用债市场大规模扩张、股债跷跷板现象减弱

盈利模式转变： 08年以前：权益类资产收益占主导，债券资产收益主要依靠调整久期；08年以后：债券资产收益上升，通过回购杠杆放大信用利差。

对应指标有效性改变： 1) 大类资产配置收益有效性减小，债券资产配置收益有效性提升；2) 杠杆、票息有效性提升（周期弱化，相持阶段时长上升），久期有效性减弱；3) 基金经理历史业绩有效性减小。

表 4 指标驱动因素和周期特征小结

指标	驱动因素	周期特征
大类资产配置	股、债、资金面	遵循投资时钟规律
债券资产配置	市场供给、信用利差、流动性	资本利得与流动性的二重博弈
票息收益	资本利得预期、发行利率、基金策略	滞涨、收缩期配置高息债
杠杆	债市向好+资金成本降低推动加杠杆	收缩期主动加杠杆，复苏过热期主动减杠杆

久期	中长期纯债、混合债基：债市相好+长短期利差收窄推动加久期； 短期纯债：流动性改善+资金利率上升推动加久期。	滞涨后期，期限结构平坦化催动加久期
历史业绩	股涨利好混合债基，资金紧利好短期纯债	08年后债性增强，收缩期业绩贡献提升

资料来源：申万研究

4. 躬体力行：构建债基业绩筛选模型

4.1 一级筛选：寻找资产配置能力突出的债基

基于以上单项指标的分析，可选取中长期资产配置能力突出的基金构建基金一级筛选池。筛选范围限定于成立时间大于一年的基金，通过对大类资产配置收益和券种配置收益赋以等权重，构建资产配置收益指标，选取历史平均排名在前30%的基金进入一级筛选池。

$$\text{综合指标}_{\text{资产配置收益}} = 50\% \times \text{大类资产配置收益指标} + 50\% \times \text{债券资产配置收益指标}$$

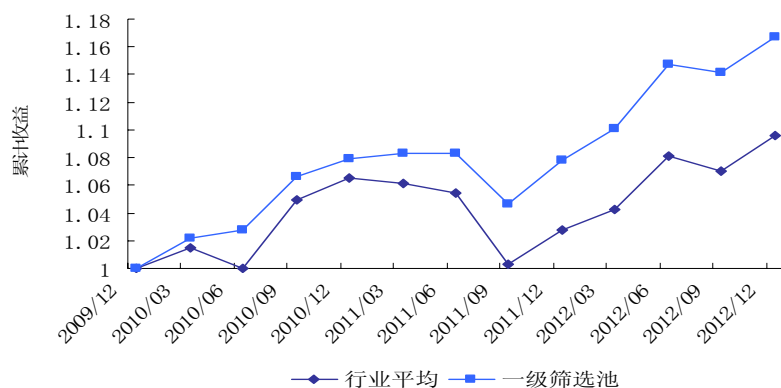
考察过去三年业绩表现，一级筛选池中基金的年化复权净值增长率为5.27%，三年累计收益为16.72%，Sharpe比率与最大回撤均优于市场平均。说明中长期大类资产配置和券种配置能力突出的基金业绩表现更优，投资人可通过持有该类组合获得超越市场的收益。

表 5：一级筛选池业绩表现优于市场平均水平

	平均收益	累计收益	Sharpe 比率	最大回撤	胜率
一级筛选池	5.27%	16.72%	1.26	-3.38%	75%
行业平均	3.21%	9.63%	0.61	-5.90%	

资料来源：申万研究

图 43：综合指标与下一季度业绩相关系数均值在 0.47



资料来源：申万研究

表 6：一级债基筛选池

证券代码	证券简称	投资类型
100058.OF	富国产业债	中长期纯债型基金
040026.OF	华安信用四季红	中长期纯债型基金
160618.OF	鹏华丰泽分级	中长期纯债型基金
001021.OF	华夏亚债中国 A	中长期纯债型基金
001023.OF	华夏亚债中国 C	中长期纯债型基金
217203.OF	招商安泰债券 B	中长期纯债型基金
217003.OF	招商安泰债券 A	中长期纯债型基金
161693.OF	融通债券 C	中长期纯债型基金
371020.OF	上投摩根纯债 A	中长期纯债型基金
371120.OF	上投摩根纯债 B	中长期纯债型基金
160217.OF	国泰信用互利分级	混合债券型一级基金
290009.OF	泰信周期回报	混合债券型一级基金
161015.OF	富国天盈分级	混合债券型一级基金
166401.OF	浦银安盛增利分级	混合债券型一级基金
163003.OF	长信利鑫分级	混合债券型一级基金
161908.OF	万家添利分级	混合债券型一级基金
161014.OF	富国汇利分级	混合债券型一级基金
164208.OF	天弘丰利分级	混合债券型一级基金
161010.OF	富国天丰强化收益	混合债券型一级基金
470088.OF	汇添富信用债 A	混合债券型一级基金
470089.OF	汇添富信用债 C	混合债券型一级基金
162105.OF	金鹰持久回报分级	混合债券型一级基金
110035.OF	易方达双债增强 A	混合债券型一级基金
110036.OF	易方达双债增强 C	混合债券型一级基金
164206.OF	天弘添利分级	混合债券型一级基金
200013.OF	长城积极增利 A	混合债券型一级基金
001001.OF	华夏债券 AB	混合债券型一级基金
200113.OF	长城积极增利 C	混合债券型一级基金
350009.OF	天治稳定收益	混合债券型一级基金
001003.OF	华夏债券 C	混合债券型一级基金
519186.OF	万家稳健增利 A	混合债券型一级基金
519187.OF	万家稳健增利 C	混合债券型一级基金
040019.OF	华安稳固收益	混合债券型一级基金
165705.OF	诺德双翼分级	混合债券型一级基金
162215.OF	泰达宏利聚利分级	混合债券型一级基金
582002.OF	东吴增利 A	混合债券型一级基金
582202.OF	东吴增利 C	混合债券型一级基金
253030.OF	国联安信心增益	混合债券型一级基金
253060.OF	国联安信心增长 A	混合债券型一级基金
253061.OF	国联安信心增长 B	混合债券型一级基金
166003.OF	中欧稳健收益 A	混合债券型一级基金
166004.OF	中欧稳健收益 C	混合债券型一级基金
253020.OF	国联安增利债券 A	混合债券型一级基金
253021.OF	国联安增利债券 B	混合债券型一级基金
040009.OF	华安稳定收益 A	混合债券型一级基金
020002.OF	国泰金龙债券 A	混合债券型一级基金
040010.OF	华安稳定收益 B	混合债券型一级基金
163806.OF	中银稳健增利	混合债券型一级基金
110017.OF	易方达增强回报 A	混合债券型一级基金
110018.OF	易方达增强回报 B	混合债券型一级基金
160608.OF	鹏华普天债券 B	混合债券型一级基金

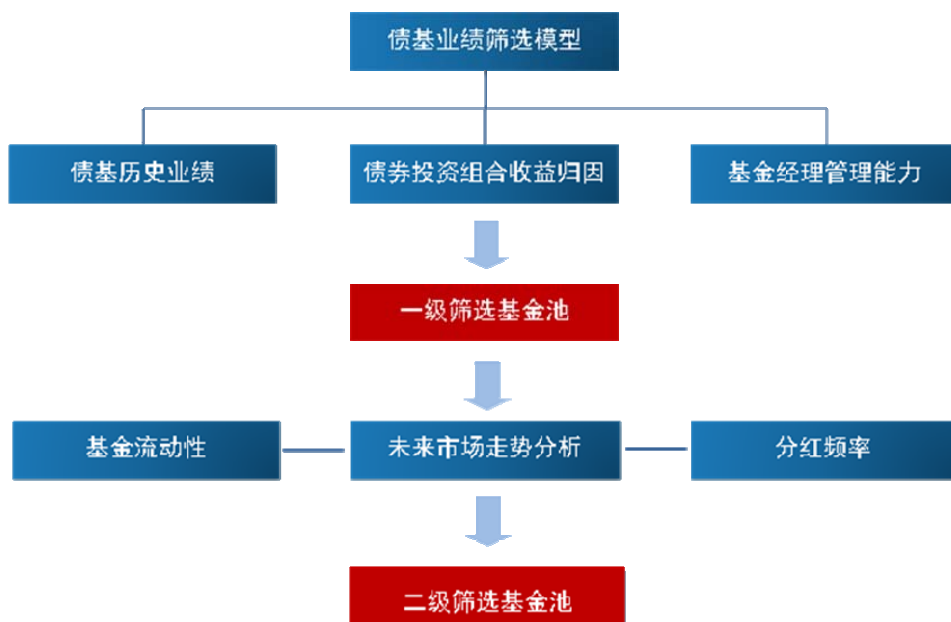
070005.OF	嘉实债券	混合债券型一级基金
233005.OF	大摩强收益债券	混合债券型一级基金
162308.OF	海富通稳进增利分级	混合债券型二级基金
180025.OF	银华信用双利 A	混合债券型二级基金
180026.OF	银华信用双利 C	混合债券型二级基金
110027.OF	易方达安心回报 A	混合债券型二级基金
110028.OF	易方达安心回报 B	混合债券型二级基金
206008.OF	鹏华丰盛稳固收益	混合债券型二级基金
206003.OF	鹏华信用增利 A	混合债券型二级基金
206004.OF	鹏华信用增利 B	混合债券型二级基金

资料来源：申万研究

4.2 二级筛选：结合市场判断的优化配置

根据本文第三部分分析，各归因因子在不同市场环境下对债基业绩的解释程度存在差异。则投资人可在一级筛选池的基础上，结合对后一期市场走势的预期，筛选久期、杠杆等相匹配的基金构成二级筛选池。例如预期后期债市上涨，可筛选高杠杆、长久期的品种，而预期后期股市上行，则可筛选高配转债的基金。受限于债券市场的流动性，债基的券种配置、杠杆、久期具有一定延续性，因此可将当期指标用于后一期债基的筛选。另外，在二级筛选中，还需兼顾基金分红和流动性等因素。

图 44：债券基金业绩筛选体系



资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

屈庆：固定收益。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。