

债券基金投资专题一：总揽

核心要点：

- 基金的投资与传统基金评价业务存在较大差异。基金评价主要是对基金过往投资行为作出评判，而基金投资则具有预判性，其考虑的不仅仅是基金过往业绩，还要综合策略判断、基金运作风格并结合投资目标。本系列报告将围绕债券基金的评价及投资进行系统性探讨。本篇为该系列报告第一篇，旨在概览性的阐述债券基金投资评价的整体思路。
- **过往业绩。**尽管基金过往业绩对未来业绩的预测性存在持续的争议，然而在进行基金投资时，我们仍有必要明了目标基金过往投资水平，至少这在一定程度上表征了目标基金过往投资能力的高下。债券基金绩效评价和其他类型基金大致相似，我们可以从绝对收益、相对收益、风险调整收益三个方面来评判。
- **资产配置和个券选择。**在进行债基投资时，过往业绩的评价只能作为一个参考的依据，其对未来业绩的指导性作用有限。而债券基金资产配置及个券选择能力，相对于基金未来业绩相关性更高。在债基投资选择时，同等条件下，我们倾向于选择过往资产配置能力或个券选择能力较强的基金。
- **久期+信用+流动性贡献。**债基超额业绩除了可归结为资产配置和个券选择所带来的超额收益之外，还可从久期管理贡献、信用管理贡献或流动性管理贡献等风险管理角度来考察。
- **对财务报表的应用**大致可从两个角度来考察：
债基总收益=股票收益+债券收益；
债券收益=利息收益+投资收益+公允价值收益。
- 还可从诸如杠杆比率、流动性管理能力、交易周转率等指标衡量债基**投资风格**。

基金研究中心分析师



宋楠

☎：(8610) 6656 8327

✉：songnan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511060001

执业说明：

- 1、请区分基金研究与基金评价两大业务。
- 2、我司基金研究业务内设机构是中国银河证券基金研究中心。基金研究业务遵守中国证监会的证券公司研究业务、研究报告发布管理办法和投资顾问业务管理办法等有关规定。
- 3、我司基金评价业务内设机构是中国银河证券基金研究中心。基金评价业务遵守中国证监会的《证券投资基金评价业务管理暂行办法》和中国证券业协会的《证券投资基金评价业务自律管理规则(试行)》的有关规定。
- 4、宋楠，基金研究证券分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。

中国银河证券股份有限公司正在设计 FOF 产品，在这其中，由基金研究中心承担 FOF 产品设计，并提供投资顾问支持。基金的投资与传统基金评价业务存在较大差异。基金评价主要是对基金过往投资行为作出评判，而基金投资则具有预判性，其考虑的不仅仅是基金过往业绩，还要综合策略判断、基金运作风格并结合投资目标。本系列报告将围绕债券基金的评价及投资进行系统性探讨。本篇为该系列报告第一篇，旨在概览性的阐述债券基金投资评价的整体思路。

一、债券基金的过往业绩

尽管基金过往业绩对未来业绩的预测性存在持续的争议，然而在进行基金投资时，不可避免的我们仍有必要明了目标基金过往投资水平，至少这在一定程度上表征了目标基金过往投资能力的高下。债券基金绩效评价看来和其他类型基金大致相似，我们可以从三个角度评判。

1、绝对收益

基金绝对收益水平的评价主要是指我们通常所说的对净值增长率的评价。常见的有考察单一区间的收益率水平，如月、季、年，过去 1 年、过去 3 年的净值增长率等；还可考察每只基金成立以来年化平均收益率；或者时间加权复合收益率，如将长、中、短期的基金净值增长率按照不同权重进行加权，得到一个更能反映基金长期以来综合回报的业绩指标。而针对债券基金，还可以着重考察其债券收益率，而不是基金总回报率。这主要是因为现在债券基金大部分可以配置部分权益资产，而权益资产高波动性可能会掩盖债基实际债券投资能力。

2、相对收益

相对收益主要是考察基金与基准相比的收益能力。有选择各只基金业绩比较基准的，也有以同类基金平均水平为业绩比较基准的，还有选择零作为业绩基准等。选择不同的基准，意味着对基金业绩评价的出发点不同。如选择同类基金平均水平为基准，则着重考察的是目标基金在同类中的相对收益能力；若选择零为基准的，则是从基金获取绝对回报的能力上进行考量的。

3、风险调整收益

考虑了风险因素的业绩评价，主要采用波动性指标及风险调整收益指标进行衡量。波动性方面，可考察基金总收益的波动性，也可考察基金相对基准的超额收益的波动性。风险调整收益方面，常用的指标有夏普比率、信息比率等。

二、资产配置和个券选择

在进行债基投资时，过往业绩的评价只能作为一个参考的依据，其对未来业绩的指导性作用有限。而债券基金资产配置及个券选择能力，相对来说与基金未来业绩相关性更高。

我们通常将债基投资的几大类资产分为股票、国债、金融债、央票、企业债（包括中票）、短融、存款类资产等。我们假设，债基超额收益来自于资产配置选择收益及个券选择收益。在确定资产配置收益贡献时，我们通过计算各类资产相对基准比例的差额所带来的收益贡献之和，来表征该债基资产配置的收益贡献。而个券选择收益贡献则是总的超额收益与资产配置超额收益贡献的差值。在债基投资选择时，同等条件下，我们倾向于选择过往资产配置能力或个券选择能力较强的基金。

除此之外，在进行基金池的筛选时，专业投资者也可以结合自身对未来债市的判断，选择具有明显风格的债基。如未来若看好金融债，则优选高配金融债的债基；若对可转债比较悲观，则可调低高可转债配比债基的占比。

图 1 一级债基各类券种占比迁移

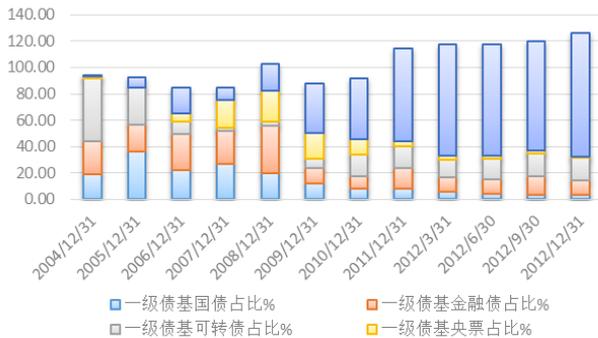
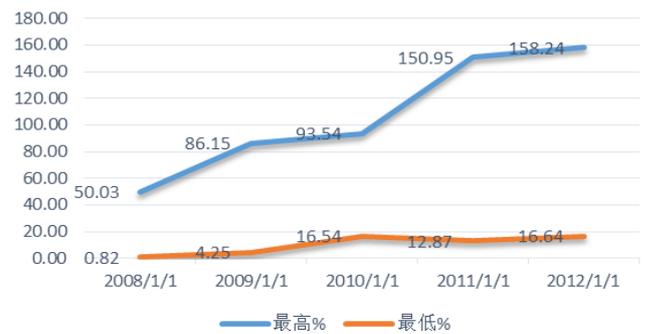


图 2 一级债基企业债占比最高和最低



数据来源: 中国银河证券基金研究中心

三、久期+信用+流动性贡献

债基超额业绩除了可归结为资产配置和个券选择所带来的超额收益之外，还可从久期管理贡献、信用管理贡献或流动性管理贡献等风险控制角度来考察。

债基平均久期与基准久期的偏离收益，可作为衡量债基久期管理收益贡献指标。信用管理超额收益贡献的计算方法可类似资产配置超额收益计算方法，其关键也在于选择合适基准，通过计算样本基金在不同评级券上的超额收益，从而得到该基金信用管理的有效性。

图 3 债券型基金重仓券在不同期限结构上的分布



数据来源: 中国银河证券基金研究中心

四、对财务报表的分析

债基财务报表蕴含了很多信息，尤其通过利润表我们可以更为详细分析债基收益来源，从而进行更为精准的业绩分析和投资行为分析。

债券基金业绩在利润表中大致可从两个角度来考察：

1、债基总收益=股票收益+债券收益。考察债基收益主要源于股票还是债券投资。

2、债券收益=利息收益+投资收益+公允价值收益。考察债券收益主要来自于票息、买卖债券所带来资本利得还是持有的公允价值变动。三个部分收益贡献大小不同，从某一种程度上能反映债基投资行为。如若债基投资收益是主要收益来源，则可能隐含该基金持券时间较短，债券交易较为频繁。

五、投资风格及其他

1、杠杆比率

杠杆是债券基金获得高收益的重要手段，债券基金杠杆比率近年来存在持续增长的趋势。债基杠杆比率受到资金利率、债市预期等因素影响。我们在进行杠杆比率分析时，首先需要判断目标债基的杠杆比率绝对和相对值，过高的杠杆比率在带来高收益预期时也加大了组合风险。持续的高杠杆或者低杠杆，隐含了该基金激进或保守的投资风格。除此之外，还需考虑杠杆比率的变动是出于基金经理的主动意愿还是被动为之。

图 4 一级债基杠杆比率逐季上升



数据来源：中国银河证券基金研究中心

2、流动性管理能力

首先可考察基金规模波动性。通常规模波动较大的基金，其流动性管理难度较大，对基金业绩的负面压力也相应增大。而欲评价债基流动性管理能力，则可通过考察基金出现大规模变动时，其收益波动情况。尤其对期间基金而言，流动性管理能力显得尤为重要。

3、表征投资风格的几个指标

1) 利用债基财务报表指标，可粗略计算债基交易周转率。具体公式为：报告期债基交易的金额/期间基金所持有债券平均市值。

2) 投资收益/公允价值变动收益占基金总收益的比例。理论上投资收益占比越高、公允价值占比越低，说明基金交易越频繁。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 基金研究中心
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
中国银河证券网址：www.chinastock.com.cn
中国银河证券基金研究评价网址：<http://fund.chinastock.com.cn>