

李晶 执业证书编号: S0570510120063
研究员 025-83290906
lijing@mail.htsc.com.cn

来自定期报告的分析信息

债券基金框架专题系列之二

投资要点:

相关研究

1《债券基金框架专题:主动型债券基金分类解析》2014.3

- ◆ 与其他类型的公募基金相比,债券基金在定期报告披露上,有几个不同之处。一是债券基金(主动管理型)可以通过“卖出回购金融资产”放大投资杠杆,体现在资产总值与资产净值的比值要大于其他类型的基金。二是债券基金的重仓持券信息不如股票基金详细,首先债券基金在半年报和年报中并不要求披露所有债券明细,其次债券基金的重仓持券信息也只披露至前五名。
- ◆ 债券基金定期报告披露的特点决定了债券基金的重仓券信息的参考价值要小于股票基金的重仓持股,不过,从债券基金的定期报告中,我们可以获得杠杆、仓位、大类资产配置、券种配置、基金规模等重要信息,这对于债券基金的研究和具体债基的判断,都是非常重要的数据来源。
- ◆ 债券基金的杠杆和仓位反映了基金管理人的对债券资产的配置情况,在债市上涨时,相对高杠杆和债券仓位的债券基金会获得较高的收益,在债市下跌时,相对低杠杆和债券仓位的债券基金会相对损失较小,是进行债基评价和选择时重要的参考指标。
- ◆ 在债券基金的类别中,纯债基金和指数债基一般不会互动参与股票市场投资,而一级债基、二级债基和可转债基金多数允许不超过基金净资产 20%的股票投资。在股市上涨时,相对高股票仓位的债券基金会获得较高的收益,在债市下跌时,相对低股票仓位的债券基金会相对损失较小,因此股票仓位亦是进行债基评价和选择时重要的参考指标。
- ◆ 债券基金的投资券种中,国债、金融债、央票属于债券中的低风险品种,短融、企业债属于信用债券,风险程度要高于利率品种,可转债由于具有一定的股性,风险程度最高。不过风险与收益呈正比,在看好债市的时候,债券基金可以通过配置相对高风险和长久期的品种获取较高的收益,而在看空债市的时候,债券基金可以通过配置相对低风险和短久期的品种降低损失的风险。
- ◆ 公募基金会在定期报告中公布基金资产净值,这是重要的基金规模指标。适当的基金规模有利于基金管理人的操作,规模过大,会影响操作策略的灵活性,规模过小,会导致费用占比增加和应对赎回压力过大等问题。从过去三年的收益率情况看,规模在 5-10 亿的债券基金业绩表现最为稳定,中国债市流动性不佳,持续稳定现金流和适当的规模对债基而言是一个观察维度。
- ◆ 以债券基金重仓券为基础得出的一些分析指标,对于某只债基整体资产配置情况的了解意义相对有限,14年8月出台的新《公开募集证券投资基金运作管理办法》中,规定了单只债券的投资比例不能超过基金净资产的 10%,这将使得债基倾向于降低前五大重仓券的合计比例。不过,以重仓券为基础的分析指标,作为参考指标,还是有一定的参考价值的。

正文目录

一、债券基金定期报告.....	3
公募基金财务报告的披露要求.....	3
公募基金定期报告的主要内容.....	3
债券基金定期报告的注意点.....	4
二、债券基金的杠杆和仓位.....	4
债券基金杠杆的分析.....	4
债券基金仓位的分析.....	5
三、债券基金的大类资产配置.....	6
股票仓位的分析.....	6
债券资产配置的分析.....	7
四、债券基金的资产净值和重仓券.....	8
资产净值的分析.....	8
重仓券分析.....	8

图表目录

图 1: 开放式与封闭式债基的杠杆情况.....	5
图 2: 分类型债基的杠杆情况.....	5
图 3: 开放式与封闭式债基的债券仓位情况.....	6
图 4: 分类型债基的债券仓位情况.....	6
图 5: 一级债基、二级债基、可转债基金的历史股票仓位.....	7
图 6: 过去三年不同规模债券基金的净值增长率.....	8
图 7: 历史开放式、封闭式债基前五大重仓券占债券投资市值比的情况.....	9
表格 1: 公募基金定期报告的主要内容.....	3
表格 2: 2013-2014年债券基金券种配置情况.....	8

一、债券基金定期报告

公募基金财务报告的披露要求

根据《证券投资基金法》和《证券投资基金信息披露管理办法》，公募基金应在规定的时间内按时披露基金财产的资产组合季度报告、财务会计报告及中期和年度基金报告。基金管理人应该在每个季度结束起 15 个工作日内，编制完成基金季度报告并披露；应该在上半年结束起 60 日内，编制完成基金半年度报告并披露；应该在每年结束日起 90 日内，编制完成基金年度报告并披露。

基金季度报告主要包括基金概况、主要财务指标和净值表现、管理人报告、投资组合报告（基金资产组合、按行业分类的股票投资组合、前 10 名股票明细、前 5 名债券明细及投资组合报告附件）、开放式基金份额变动每年等内容。

基金半年度、年度报告至少应披露会计报表（资产负债表、利润表、净值变动表）和会计报表附注的内容，其中，半年报不需经过审计，而年报必须经审计后发布。

公募基金定期报告的主要内容

公募基金定期报告包括了季报、半年报和年报，其主要构成部分包括重要提示、基金产品概况/基金简介、主要财务指标和基金净值表现、管理人报告、托管人报告、审计报告、财务报告、投资组合报告、基金份额持有人信息、开放式基金份额变动、基金管理人运用固有资金投资本基金情况和其他重要信息。其中，主要财务指标和基金净值表现、管理人报告、财务报告、投资组合报告和基金份额变动都为基金分析时重要判断因素的基础数据来源。后文我们将结合债券基金进行详细分析。

表格1：公募基金定期报告的主要内容

主要构成部分	披露于	内容
重要提示	季报、半年报、年报	明确信息披露义务人的责任，提醒投资者注意投资风险。
基金产品概况/基金简介	季报、半年报、年报	表格形式介绍基金的主要特征，如代码、运作方式、投资策略、期末份额等。
主要财务指标和基金净值表现	季报、半年报、年报	本期已实现收益、本期利润、加权平均基金份额本期利润、期末基金资产净值、期末基金份额净值、基金净值增长率等指标，并以图表形式披露基金的净值表现，其中，基金年报还会披露基金的利润分配情况。
管理人报告	季报、半年报、年报	基金管理人就报告期内职责履行情况投资者进行汇报。
托管人报告	半年报、年报	基金托管人遵规守信情况说明，对基金投资运作遵规守信、净值计算、利润分配等情况的说明，对定期报告中财务信息等内容的真实、准确和完整发表意见。
审计报告	年报	审计机构对基金财务报表的审计报告，出具审计意见。
财务报告	半年报、年报	资产负债表、利润表、所有者权益变动表、报表附注。
投资组合报告	季报、半年报、年报	期末基金资产组合、期末按行业分类的股票投资组合、期末按市值占基金资产净值比例大小排序的所有股票明细（季报公布前 10 名）、报告期内股票投资组合的重大变动、期末按券种分类的债券投资组合、期末按市值占基金资产净值比例大小排序的前 5 名债券明细、其他投资资产前 5 名明细、投资组合报告附注。
基金份额持有人信息	半年报、年报	前 10 名持有人名称、持有份额和占总份额的比例；持有人结构，包括机构投资者、各人投资者持有的基金份额及占总份额的比例；持有人户数和户均持有份额；期末基金管理人的从业人员持有基金的情况。

开放式基金份额变动	季报、半年报、年报	基金合同生效日的份额总额、报告期内基金份额的变动情况（期初/期末基金份额总额、期间基金总申购/赎回份额、期间基金拆分变动份额）
基金管理人运用固有资金投资本基金情况	季报	基金管理人持有本基金份额变动情况及交易明细
其他重要信息	季报、半年报、年报	基金份额持有人大会决议、管理人托管人托管部门的重大人事变动、诉讼、基金投资策略的改变、会计师事务所情况、管理人托管人及其高管受稽查或处罚的情况、基金公司租用交易单元的情况（半年报/年报）及其他重大事件。
备查文件目录	季报、半年报、年报	基金的备查文件目录及存放地点

资料来源：《证券投资基金法》、《证券投资基金信息披露管理办法》、华泰证券

债券基金定期报告的注意点

与其他类型的公募基金相比，债券基金在定期报告披露上，有几个不同之处。一是债券基金（主动管理型）可以通过“卖出回购金融资产”放大投资杠杆，体现在资产总值与资产净值的比值要大于其他类型的基金。二是债券基金的重仓持券信息不如股票基金详细，首先债券基金在半年报和年报中并不要求披露所有债券明细，其次债券基金的重仓持券信息也只披露至前五名。

债券基金定期报告披露的特点决定了债券基金的重仓券信息的参考价值要小于股票基金的重仓持股，不过，从债券基金的定期报告中，我们可以获得杠杆、仓位、大类资产配置、券种配置、基金份额等重要信息，这对于债券基金的研究和具体债基的判断，都是非常重要的数据来源。

二、债券基金的杠杆和仓位

债券基金的杠杆和仓位反映了基金管理人的对债券资产的配置情况，在债市上涨时，相对高杠杆和债券仓位的债券基金会获得较高的收益，在债市下跌时，相对低杠杆和债券仓位的债券基金会相对损失较小，是进行债基评价和选择时重要的参考指标。

债券基金杠杆的分析

债券基金可以通过质押式回购投资债券（债券正回购）放大投资杠杆，分析时一般用总资产/净资产的比值来衡量基金的杠杆率，债券基金的杠杆是债券基金博取高收益的重要手段，但同时，也会增加债券基金净值的波动性。

债券基金杠杆的变动存主动和被动两种情形，在债券基金的财务报告中，我们拆解其总资产：

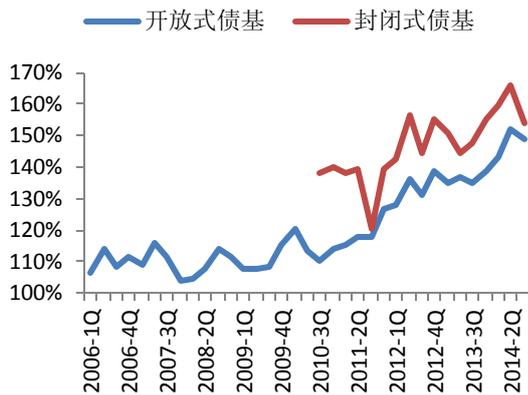
$$\text{总资产} = \text{净资产} + \text{卖出回购金融资产（负债项）} + \text{其他负债}$$

$$\text{总资产/净资产} = (\text{净资产} + \text{卖出回购金融资产（负债项）} + \text{其他负债}) / \text{净资产}$$

我们以加杠杆情形为例，在主动增加杠杆的情形下，债券基金的正回购债券融资行为会加大负债项中的“卖出回购金融资产”，同时通过增加资产项重的“债券投资”或“银行存款”或其他资产，一般情况下，正回购是要付出资金成本的，因此债券基金正回购融入的资金一般会进行证券投资以覆盖资金成本。在被动增加杠杆的情形下，投资者的赎回会使得“总资产”和“净资产”同比例减少，在债基的杠杆一般大于1的背景下，这种赎回会导致债券基金的杠杆有所增加。

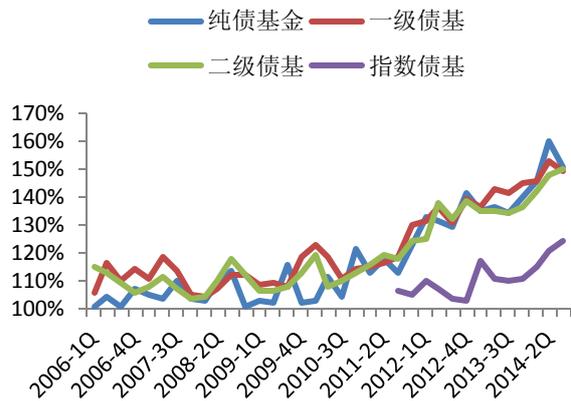
从债券基金的历史杠杆水平来看，整体债基的历史杠杆水平呈逐年抬升的态势，封闭式债基的平均杠杆要高于开放式债基 10-40 个百分点。分类型看，指数债基由于跟踪标的指数的操作策略，一般不会进行正回购操作，因此杠杆程度在债基中处于最低的位置，而纯债、一级和二级债基的杠杆程度差异不大，其中纯债基金由于全部配置债券类资产，杠杆程度波动相对要大一些。

图 1： 开放式与封闭式债基的杠杆情况



资料来源: wind, 华泰证券

图 2： 分类型债基的杠杆情况



资料来源: 华泰证券研究所

当然，债券基金的杠杆并不是一个无限制上升的趋势，首先，交易中介机构会对交易杠杆做出限制，银行间市场对于基金的回购规模限制在基金净资产的 40% 以内，上交所对机构投资者没有规模和杠杆的限制，因此近年来也有不少债基在交易所市场放大杠杆。不过在 14 年 8 月出台的新《公开募集证券投资基金运作管理办法》中，规定基金的总资产不得超过净资产的 140%，这实际上从直接监管层面限制住了债券基金的杠杆空间。

债券基金仓位分析

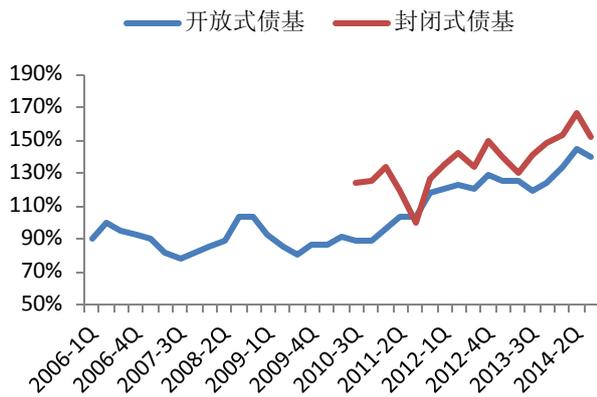
与杠杆类似，债券仓位实际上也反映了债券基金对于债市的配置程度，基金分析时一般用投资市值/净资产来衡量某种资产的仓位，因此债券仓位的计算公式为：

$$\text{债券仓位} = \text{债券投资市值} / \text{净资产}$$

债券仓位的变化也存在主动和被动两种情形，我们以加仓债券仓位情形为例，在主动增加仓位的情形下，债券基金的“债券投资市值”会增加，与此同时，负债或净资产也会增加；而在被动增加债券仓位的情形下，投资者的赎回会使得“债券投资市值”和“净资产”同比例减少，在债基的仓位一般大于 1 的背景下，这种赎回会导致债券基金的债券仓位有所增加。

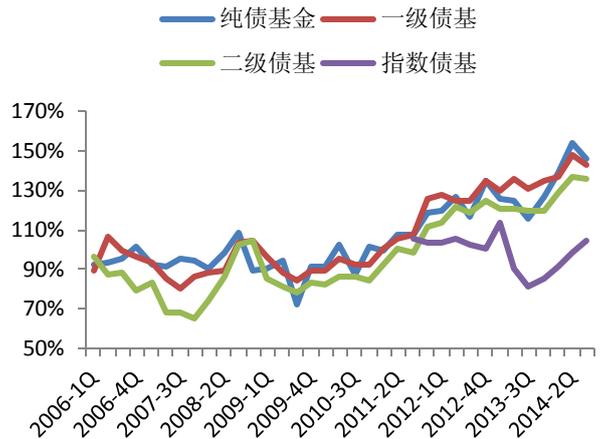
从历史的债券基金仓位情况看，债券基金的仓位整体在牛市上半程阶段表现为增加，而在牛市末期和熊市阶段表现为减少。封闭式债基的仓位亦高于开放式债基。

图 3: 开放式与封闭式债基的债券仓位情况



资料来源: wind, 华泰证券

图 4: 分类型债基的债券仓位情况



资料来源: WIND, 华泰证券

三、债券基金的大类资产配置

股票仓位分析

在债券基金的类别中，纯债基金和指数债基一般不会互动参与股票市场投资，而一级债基、二级债基和可转债基金多数允许不超过基金净资产 20% 的股票投资。在股市上涨时，相对高股票仓位的债券基金会获得较高的收益，在债市下跌时，相对低股票仓位的债券基金会相对损失较小，因此股票仓位亦是进行债基评价和选择时重要的参考指标。

一级债券基金是指可以参与一级市场新股申购，但不能参与二级市场 A 股和权证等投资的债券基金。一级债基在纯债基金基础上加上了参与一级权益市场的功能，包括一级市场的新股申购和参与增发。值得指出的是，一级债基的打新功能曾经是一级债基的重要收益实现来源，但由于其在打新过程中往往参与较为积极，报价较高，2012 年出台了一级债基不得参与新股配售的政策，一级债基自此失去打新功能，打新收益对净值的作用消失，不过由于其仍可通过增发参与权益市场，且可以增加可转债投资，一级债基的净值波动程度仍要高于纯债基金，但两者整体呈分化收窄的趋势。

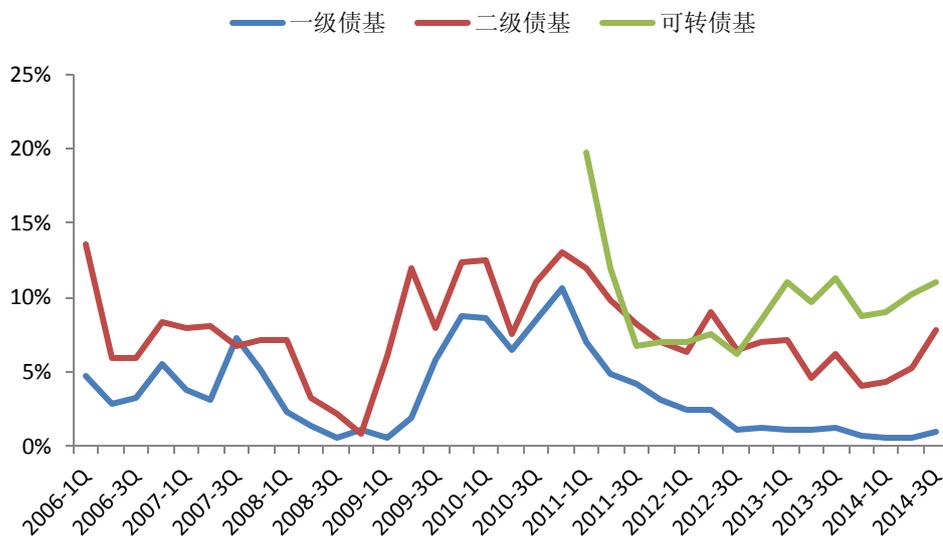
二级债券基金是指可以参与一级市场新股申购，也可以参与二级市场 A 股和权证等投资的债券基金，即在一级债基基础上进一步增加了权益二级市场投资的功能。不过在 2014 年的新一轮新股发行制度改革中，包括债券基金在内的三类产品不能参与打新，这使得二级债基的打新功能也被限制。不过由于二级债基仍可通过增发、二级市场交易的方式参与二级权益市场。

可转换债券基金是指明确说明可转债投资比例不低于基金净资产 80% 的债券基金，大部分可转债基金并不明确说明不参与权益市场投资。可转债全称可转换债券，其基本要素包括基准股票、债券利率、债券期限、转换期限、转换价格、赎回和回售条款等。持有可转债的投资者可以在转换期限内将债券转换为股票，或者直接在市场上出售可转债变现，也可以选择持有债券到期、收取本金和利息。可转债基金的股票投资主要来自于可转债的转股以及二级市场直接买入股票。

从历史债券基金股票仓位配置情况看，债基的股票仓位与股市走势呈正相关，在 2009 年一级和二级债基经历了较为明显的加仓过程，我们认为这与股市走好、新股申购于 2009 年下半年重启并十分火爆有关，在 2010 年 3 季度之后，伴随着股指的下行，债券基金的股票仓位也整体下行直至 2014 年 1 季度。分类型看，随着债券基金不再打新，一级债基的股

票仓位自 2012 年以来持续下行，呈现纯债化的趋势，2014 年以来，二级债基的股票仓位要明显高于一级债基，可转债基金的股票仓位更高。

图 5: 一级债基、二级债基、可转债基金的历史股票仓位



资料来源: WIND, 华泰证券

债券资产配置的分析

债券基金会在投资组合报告中公布期末按券种分类的债券投资组合，分为国债、金融债、可转债、短融、企业债和央行票据这几大类别：（1）国债，又称国家公债，是国家以其信用为基础，按照债的一般原则，通过向社会筹集资金所形成的债权债务关系，由于国债的发行主体是国家，所以它具有最高的信用度，被公认为是最安全的投资工具。（2）金融债，由银行和非银行金融机构发行的债的介质体，在我国及日本等国家，金融机构发行的债介质形式称为金融债券，风险仅次于国债。（3）可转债，是债券的一种，它可以转换为债券发行公司的股票，通常具有较低的票面利率。从本质上讲，可转换债券是在发行公司债券的基础上，附加了一份期权，并允许购买人在规定的时间范围内将其购买的债券转换成指定公司的股票，因此在一定价格条件下，可转债具有一定的股性，在债券中属于风险较高的品种。（4）短融，即短期融资券，指企业在银行间债券市场发行和交易并约定在一年期限内还本付息的有价证券，属于短期债券品种。（5）企业债，是指企业依照法定程序发行，约定在一定期限内还本付息的有价证券，其风险主要来源于发行主体企业的信用风险。（6）央行票据，即中央银行票据，是中央银行为了调节商业银行超额准备金而向商业银行发行的短期债务凭证，其实质是中央银行债券，风险较低，可视为等同或仅次于国债。

梳理来看，国债、金融债、央票属于债券中的低风险品种，短融、企业债属于信用债券，风险程度要高于利率品种，可转债由于具有一定的股性，风险程度最高。不过风险与收益成正比，在看好债市的时候，债券基金可以通过配置相对高风险和长久期的品种获取较高的收益，而在看空债市的时候，债券基金可以通过配置相对低风险和短久期的品种降低损失的风险。从 2013-2014 年债券基金的券种配置可以看出这个趋势，随着债市 2014 年初的走好和资金面的放松，在杠杆提升的基础上，债券基金对于信用品种亦进行了整体的加仓。

表格2: 2013-2014年债券基金券种配置情况

券种名称	2014年3季	2014年中报	2014年1季	2013年年报	2013年3季	2013年中报	2013年1季
	占净值比						
国债	2.39%	2.11%	2.99%	3.98%	4.04%	2.60%	2.99%
金融债	11.53%	10.95%	10.98%	7.95%	9.26%	6.44%	6.67%
可转债	11.03%	10.33%	8.55%	8.57%	9.34%	7.74%	12.16%
短融	13.34%	13.49%	15.13%	11.16%	11.04%	12.33%	15.01%
企业债	101.86%	104.80%	92.33%	83.10%	85.74%	76.52%	92.11%
央行票据	0.02%	0.02%	0.05%	0.08%	0.10%	0.29%	0.49%

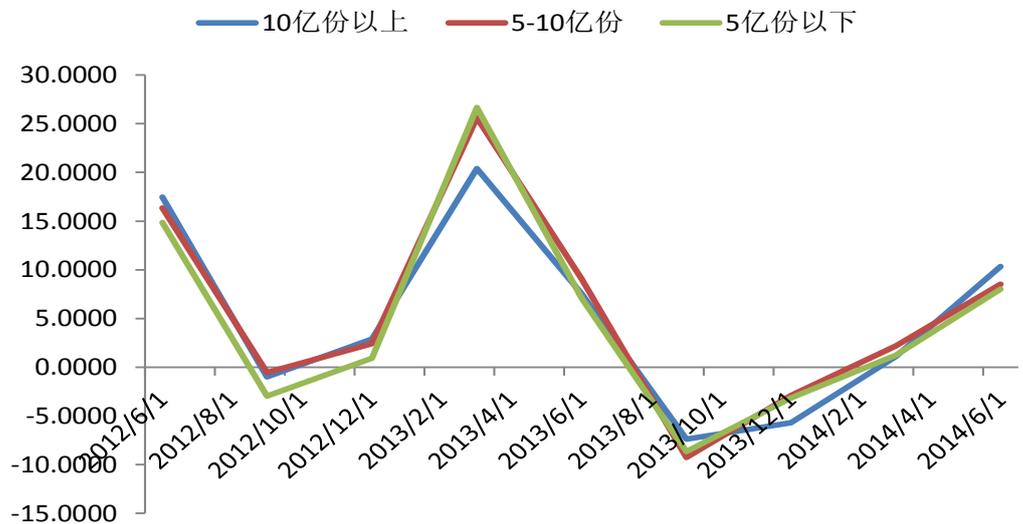
资料来源: WIND, 华泰证券

四、债券基金的资产净值和重仓券

资产净值的分析

公募基金会在定期报告中公布基金资产净值，这是重要的基金规模指标。适当的基金规模有利于基金管理人的操作，规模过大，会影响操作策略的灵活性，规模过小，会导致费用占比增加和应对赎回压力过大等问题。从过去三年的收益率情况看，规模在5-10亿的债券基金业绩表现最为稳定，中国债市流动性不佳，持续稳定现金流和适当的规模对债基而言是一个观察维度。

图6: 过去三年不同规模债券基金的净值增长率



资料来源: WIND, 华泰证券

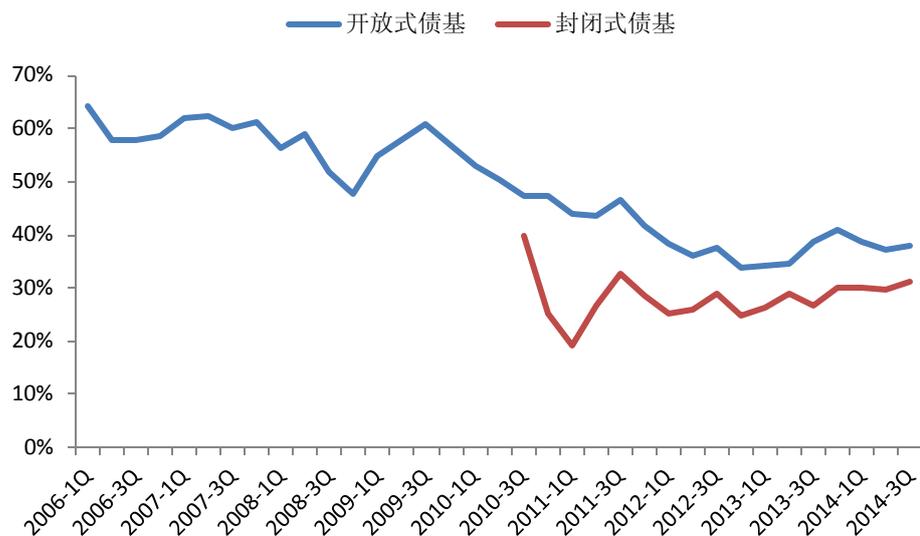
重仓券分析

我们在前文对于债券基金定期报告的介绍中已指出，债券基金的重仓持券信息披露不如股票基金详细，首先债券基金在半年报和年报中并不要求披露所有债券明细，其次债券基金的重仓持券信息也只披露至前五名。这一特点决定了，以债券基金重仓券为基础得出的一些分析指标，对于某只债基整体资产配置情况的了解意义相对有限，14年8月出台的新《公

开募集证券投资基金运作管理办法》中，规定了单只债券的投资比例不能超过基金净资产的10%，这将使得债基倾向于降低前五大重仓券的合计比例。不过，以重仓券为基础的分析指标，作为参考指标，也还是有一定的参考价值的。

从历史开放式、封闭式债基前五大重仓券占债券投资市值比的情况可以看出，开放式基金前五大重仓券的权重呈不断下降的趋势至2013年初，而封闭式债基的前五大重仓券权重相对稳定。

图 7: 历史开放式、封闭式债基前五大重仓券占债券投资市值比的情况



资料来源: WIND, 华泰证券

根据前五大重仓券信息，我们可以得到一只债券基金加权的票息收益和久期情况，当然这一数值未必具有全面代表的意义，因为在后面未公布的持仓券的券种占到了一半甚至更多，我们倾向于用重仓券信息指标作为参考，比如，要选择一只债基进行投资或推荐时，在其他所有条件都相同的情况下，将重仓券指标作为辅助性参考。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦 25 层/邮政编码：210000

电话：8625 84457777/传真：8625 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码：518048

电话：86755 82492388/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/

邮政编码：100032

电话：8610 63211166/传真：8610 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：8621 28972098/传真：8621 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn