



中长期纯债型基金策略识别及配置体系

——不同债市状态下寻找适配策略的纯债型基金

■ **四类债市状态及纯债型基金策略识别。**根据基金特征标签和债基收益来源结果，依次构建三级指标逐层判断，将纯债型基金划分为交易策略、信用精选、平衡策略、防御策略，分析在牛平、牛陡、熊陡和熊平四类市场状态下，辨明所处的市场行情、各阶段行情适用应对的策略和风格，选择适配的中长期纯债基金标签，并根据市场变化进行动态调整。

■ **纯债型基金管理人分类及特征。**从管理人维度看同一策略标签基金，大致具有类似的特点和操作风格。信用型管理人的信评团队队伍建设完善、信评能力较强，产品收益贡献以票息为主，主要通过信用挖掘、比较券种的信用利差获得超额收益等思路进行债券投资。交易型管理人擅长自上而下的宏观经济分析和利率研究、把握市场节奏、进行波段交易，产品收益中资本利得贡献影响较大。平衡型管理人多以信用债打底，适度杠杆及灵活久期，择机参与利率债波段获取资本利得。防御型管理人在配置结构上通常以中短久期、高等级信用债配置为主，有一定防御特征，中长期纯债基金中一般为阶段性策略，也常在短债基金中使用。

■ **匹配管理人的策略-风格标签组合及市场机会。**通过回测在每种市场状态下找出最适合的（跑赢）以及最不适合的（跑输）基金策略标签。结果发现：1）交易策略在牛陡中显著跑赢，在熊市中跑输；2）平衡策略波动性较大；3）信用精选策略在熊市中占优。建议牛陡状态下，选择交易策略、平衡策略标签的纯债基金；牛平状态下，各类策略发挥不稳定、产品业绩差异可能较大，选择交易策略、信用精选、平衡策略标签的纯债基金；熊市状态下，选择防御策略、信用精选标签的纯债基金。

■ **纯债型基金波动应对：如何动态调整策略标签。**通过加入弹性收益、攻守兼备、稳健收益三个风格标签，描述基金经理策略执行结果和组合管理手法差异呈现的不同收益风险特征，形成“策略-风格”二维标签。牛陡状态下，风格标签是主要因素，策略标签为次要，需重点关注风格上弹性大、具进攻性的管理人。牛平状态下，基金策略标签沿用弹性风格的信用精选和交易策略，开始增加防守，即风格上增加攻守兼备标签。熊市状态下，转换到防御姿态，策略标签是主要因素，风格标签降为次要，重点选择信用精选和防御策略标签的管理人或者产品；风格上延续牛平中弹性收益和攻守兼备的标签，策略上沿用信用策略、增加防御策略、慎用交易策略标签。风格攻守兼备和相对稳健的均衡型策略选手，超额收益表现不突出，可匹配低风险资金或作为底仓进行配置。二季度或是利率拐点，由交易型逐步向信用型和均衡型标签管理人进行关注，风格上增加防守。

苏畅

资本市场研究员

☎：0755-83077951

✉：suchang9898@cmbchina.com

刘东亮

资本市场研究所所长

☎：0755-83167787

✉：liudongliang@cmbchina.com

相关研究报告

《“固收+”基金的优选分析：构建风格标签体系，识别产品特征》
2020.10

《针对金融机构客户的债券型基金优选指南（综述篇）——债券型公募基金评价与研究系列（四）》
2020.09

目录

一、从市场到策略.....	1
（一）四种债券市场状态简述：牛陡、牛平、熊陡、熊平.....	1
（二）各阶段市场对应的投资策略.....	2
二、从策略到产品.....	3
（一）纯债型基金策略分类：交易策略、信用精选、平衡策略、防御策略.....	3
（二）加入风险收益特征标签，形成“策略-风格”双维标签.....	4
三、配置体系：匹配市场状态和“策略-风格”标签.....	5
（一）策略标签选择.....	5
1. 近三年债券市场状态划分.....	5
2. 寻找不同债市状态下适配的策略标签.....	6
（二）“策略-风格”标签及其动态运用.....	8
1. 不同债市状态下，策略、风格标签的运用侧重有差异.....	8
2. 基金管理人维度的“策略-风格”标签及其应用.....	9
3. 下阶段建议：关注信用型和平衡型管理人，风格上增加防守.....	10

图目录

图 1: 按照“市场-策略-产品”构建中长期纯债型基金配置体系	1
图 2: 债券市场状态简易四象限图.....	2
图 3: 纯债型基金策略分类流程.....	3
图 4: 纯债型基金策略分类.....	3
图 5: 基金策略分类三级指标.....	4
图 6: 债券型基金归因分析和收益的风格判断.....	5
图 7: 债市状态划分.....	6
图 8: 纯债型基金按策略分类的复权单位净值走势.....	7
图 9: 不同债市状态对应的策略-风格双维标签.....	8
图 10: 牛陡下重点关注的管理人标签（方框内）（略）	错误!未定义书签。
图 11: 牛平下重点关注的管理人标签（方框内）（略）	错误!未定义书签。
图 12: 熊市下重点关注的管理人标签（方框内）（略）	错误!未定义书签。
图 13: 重点关注的底仓类管理人标签（方框内）（略）	错误!未定义书签。

表目录

表 1: 债券市场状态划分	5
表 2: 各债市状态下不同策略标签“跑赢”和“跑输”次数	7
表 3: 管理人的策略标签分类	9

附目录

图 1: 牛陡状态各策略标签超额收益走势.....	14
图 2: 牛平状态各策略标签超额收益走势.....	14
图 3: 牛陡 2 状态各策略标签超额收益走势.....	14
图 4: 牛平 2 熊平状态各策略标签超额收益走势.....	14
图 5: 熊平状态各策略标签超额收益走势.....	14
图 6: 牛陡状态各策略-风格标签超额收益走势.....	15
图 7: 牛平状态各策略-风格标签超额收益走势.....	15
图 8: 牛陡 2 状态各策略-风格标签超额收益走势.....	15
图 9: 牛平 2 状态各策略-风格标签超额收益走势.....	15
图 10: 熊平状态各策略-风格标签超额收益走势.....	15
表 1: 各债市状态下不同策略-风格标签组合“跑赢”次数	13
表 2: 各债市状态下不同策略-风格标签组合“跑输”次数	13
表 3: 样本基金中的优选名单及其“策略-风格”标签（略）	13



本文以中长期纯债型基金（不含可转债）为样本基金，按照“市场-策略-产品”的方向，解决三个问题：第一，基于产品配置角度，展示简易四象限下的债市状态及对应策略。第二，产品策略识别，在前期已建立的产品特征标签基础上，从产品收益来源组成的逻辑，识别中长期纯债型基金的投资策略标签。第三，匹配纯债型基金标签与四象限下的市场状态，根据回测分析，说明什么行情下配置什么标签的产品和基金经理，在市场状态趋变的情况下，如何调整产品的策略和风格。

图 1：按照“市场-策略-产品”构建中长期纯债型基金配置体系



资料来源：招商银行研究院

一、从市场到策略

（一）四种债券市场状态简述：牛陡、牛平、熊陡、熊平

利率市场中，收益率曲线形态的变化使得市场呈现出不同的牛熊形态，需要对长短端利率的走向和幅度进行判断，利率市场的牛熊也影响信用利差的走势。通常经济基本面和通胀因素主导长端收益率，货币政策和流动性主导短端收益率，二者方向和变动幅度的差异造成期限利差的变化；根据收益率曲线变化的方向和期限利差变化的幅度，收益率曲线呈牛陡、牛平、熊陡、熊平四种行情状态。

结合基本面、政策面以及传统的“货币-信用”框架下货币政策目标实际的信用效果，可以大致概括如下：

情形 1：经济下行触底并寻底企稳、政策偏松→长端下行幅度>短端下行幅度→利率曲线下移、扁平化→**牛平**。

由于政策效果的传导有一定时间，此时可能出现的“货币-信用”组合是，宽货币+紧信用→宽货币+宽信用。

情形 2：经济出现复苏、政策有一定滞后性继续宽松→长端上行幅度>短端上行幅度→利率曲线上移、陡峭化→**熊陡**。

此时可能出现的“货币-信用”组合是，维持宽货币+宽信用。

情形 3：经济向好、政策收紧或趋向稳健→短端上行幅度>长端上行幅度→利率曲线上移、扁平化→**熊平**。

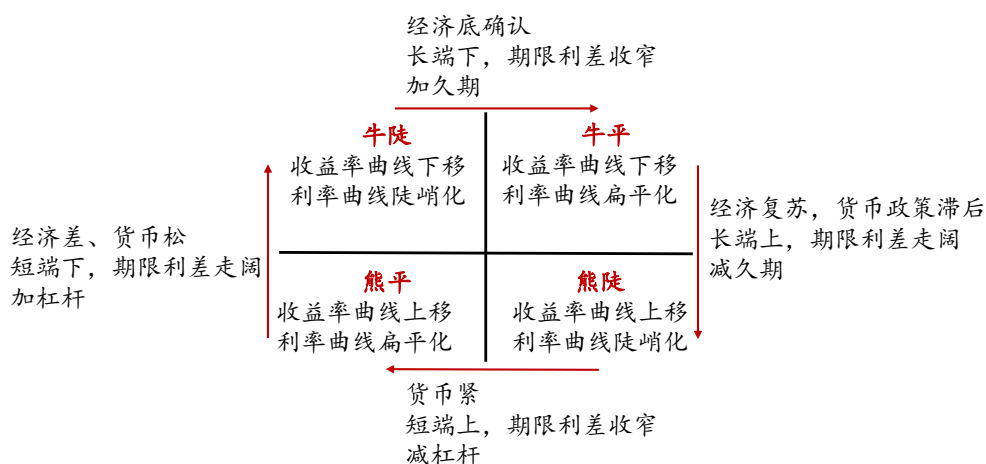


此时可能出现的“货币-信用”组合是，宽货币+宽信用→紧货币+宽信用→紧货币+紧信用。

情形 4：经济下行、政策由稳趋松→短端下行幅度>长端下行幅度→利率曲线上下移、陡峭化→**牛陡**。

此时可能出现的“货币-信用”组合是，紧货币+紧信用→宽货币+紧信用。

图 2：债券市场状态简易四象限图



资料来源：Wind、招商银行研究院

2012 年以前债市和经济周期相关性较高，债市基本上跟随理论周期规律演绎，但随着宏观审慎调节政策和制度逐步完善，经济周期轮动的速度有所加快，使得经济周期的波动愈加的不明显，同时也弱化了利率对于经济周期的反应，利率波动趋于收敛，行情状态的判断难度也有所增加。

(二) 各阶段市场对应的投资策略

债券投资的收益来源包括票息和资本利得，因此可将债券投资策略分为票息类策略和交易类策略。票息类策略能为组合贡献稳定票息收益，包括持有到期策略、信用精选策略、杠杆策略等。交易类策略为组合贡献资本利得，包括久期策略和骑乘策略等。

熊市下，防御为主，票息类策略占优，交易类策略需要谨慎使用或者规避。使用票息类策略时，票息的获取主要体现在品种下沉，包括对私募债、PPN、ABS、次级债等流动性较差券种的配置；这类策略比较适合负债端相对稳定的产品，以及相关领域有历史积淀及信用评级队伍完善的管理人。

牛市下，适当进攻，优先考虑交易类策略，票息类策略次之。如需使用票息类策略，例如其中的信用精选策略，则需关注信用利差能否弥补潜在的信用风险。由于 3 年以上中长期信用投资需要对信用债定价能否穿越一个完整周期有所判断，时间长、不确定性大，判断难度较高，目前信用精选策略集中在偏短久期。



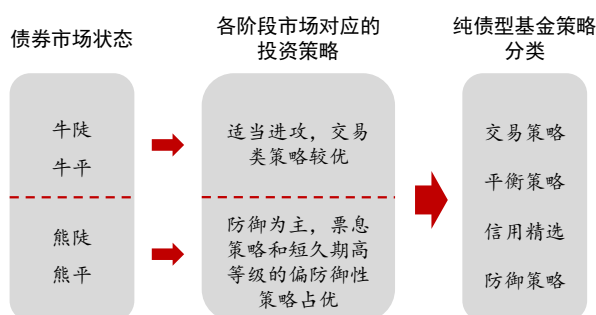
票息类策略中的杠杆策略不分牛熊市，主要看套息保护程度以及货币市场宽松程度。

二、从策略到产品

（一）纯债型基金策略分类：交易策略、信用精选、平衡策略、防御策略

目前对基金评价常用的方法为基于净值分析法和基于持仓分析法，二者各有优缺点。由于债券流动性不如股票，除了流动性较好的利率债、可转债或流动性资产，一般纯固收类产品的持仓结构调整效率基本也在数月或季度，和季报披露频率基本一致，所以我们更倾向于用定期报告披露数据来分析。由于中长期纯债型基金中投资了可转债的产品属于转债驱动的固收+产品，因此仅对不含可转债的中长期纯债型基金进行策略识别。

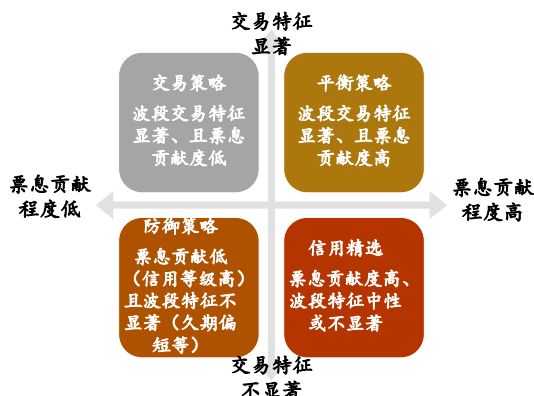
图 3：纯债型基金策略分类流程



资料来源：招商银行研究院

根据纯债型基金收益中票息和资本利得的多寡，我们依次构建了三级指标来逐层判断识别产品呈现出来的策略特征，将债基策略划分为：交易策略、信用精选、平衡策略、防御策略。

图 4：纯债型基金策略分类



资料来源：招商银行研究院

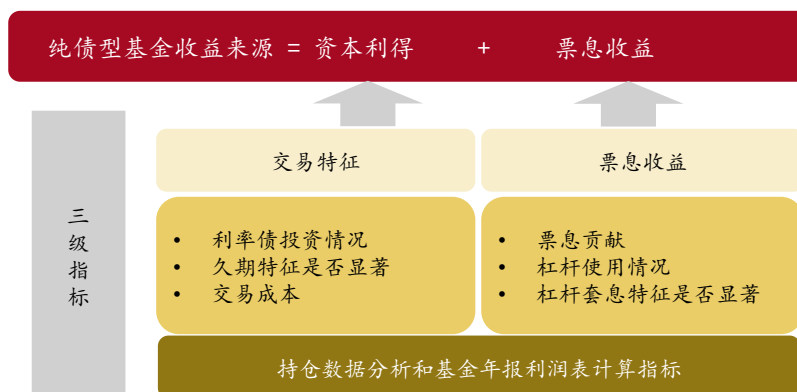


其特征分别为：

- **交易策略：**交易特征显著、且票息贡献度低。
- **信用精选：**票息贡献度高、有一定杠杆套息特征，但交易特征中性或不显著。信用精选主要指挖掘具有较厚的信用利差、同时票息能够在可预见的一段时间内覆盖其违约风险的个券，通过债券品种下沉、信用等级下沉等策略的效果，基本体现在了票息贡献度内。
- **平衡策略：**交易特征显著、且票息贡献度高。可以理解为采用信用债打底并择机进行利率债波段交易。
- **防御策略：**票息贡献低、且交易特征不显著，前者可能系因信用等级高而票面利率低，后者可能由于久期偏短造成，呈现出短久期高等级的防御特征。但也存在另一种可能，即系因资本利得负贡献过多摊薄票息收益而导致呈现出类防御策略的特征，此时需要进一步对产品的收益和波动率进行判断和区分，通常其波动率偏高。

基于这样的理解，第一级指标用“交易特征是否显著”标签刻画资本利得收益、用“票息贡献情况”刻画票息收益。第二级指标，用利率债投资情况、久期特征是否显著、交易成本情况三个标签综合判断“交易特征”；用票息贡献度、杠杆率使用情况、杠杆套息特征是否显著三个标签综合判断“票息收益”。第三级指标则用持仓数据分析和基金年报利润表计算得出第二级指标。

图 5：基金策略分类三级指标



资料来源：招商银行研究院

（二）加入风险收益特征标签，形成“策略-风格”双维标签

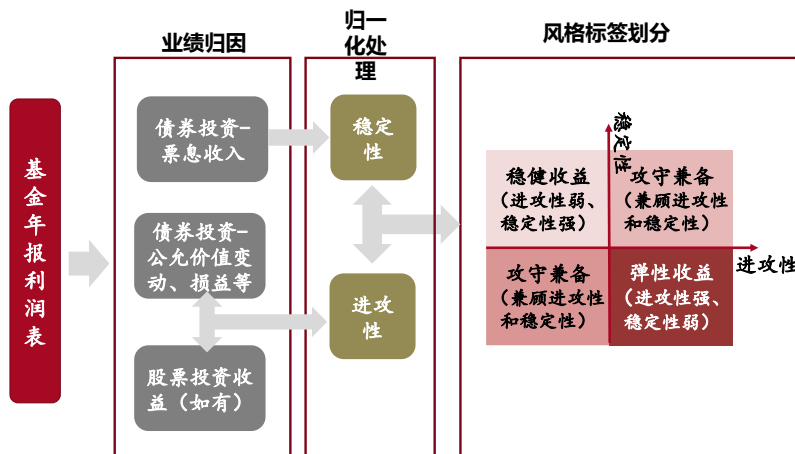
不同基金策略的执行结果和基金经理组合管理的手法不同，同一个策略最后呈现的业绩表现有差异，体现的收益风险特征也不尽相同。因此加入弹性收益、攻守兼备、稳健收益三个风格标签¹，通过分析基金的业绩表现，去描述呈现出的风险收益特征。策略标签是从前端，即通过观察其债券投资策略，对

¹ 标签分类的说明和介绍详见《债券型公募基金评价与研究系列（四）——针对金融机构客群的基金优选结果应用和投资指南》。



产品进行分析；风格标签是从后端，即对其最终业绩表现所反映的风险收益特征进行分析，进而形成4×3的“策略-风格”双维度标签组合。

图 6：债券型基金归因分析和收益的风格判断



资料来源：Wind、招商银行研究院

完成标签的构建和分类后，下一章中将划分市场状态，并先后对“策略”标签、“策略-风格”双维度标签在四种市场状态下分别进行回测，对不同市场阶段及市场状态发生变化时，分析何时风格因素更重要，何时策略因素更重要，及如何调整风格标签和策略标签。

三、配置体系：匹配市场状态和“策略-风格”标签

（一）策略标签选择

本节试图在每种市场状态下找出最适合的（跑赢）以及最不适合的（跑输）基金策略标签。由于目前基金经理任职期限普遍不长，而债市基本上三年一轮牛熊市，为了确保合适的基金样本量和合理的市场状态划分，选取了2018.12.3-2021.12.31作为数据区间。

1. 近三年债券市场状态划分

我们以10年期国债到期收益率、1年期国债到期收益率和10-1Y国债期限利差作为来判断市场处于牛平、牛陡、熊平还是熊陡状态，对近三年以来的中国债券市场进行划分。其中，熊陡的情形除了比较典型的2010年和2013年之外，在过往市场中较为少见，虽然在2021年10月初至10月中下旬短暂的出现过形似熊陡的情形，但背后原因不是由于货币政策滞后于基本面，并且时间段过短，所以本次暂不对“熊陡”区间进行回测。

表 1：债券市场状态划分

时间段	1Y 国债利率变化	10Y 国债利率变化	10-1Y 利差	曲线形态	经济增长动能	通胀	宏观杠杆率（金融监管）	货币政策	货币-信用
2018.11.28-2019.11.22	0.16	-0.20	-0.35	牛平	下行	CPI 温和 PPI 下行	防风险转向稳增长，限制减弱	偏松，期间3次降准	稳货币+稳信用

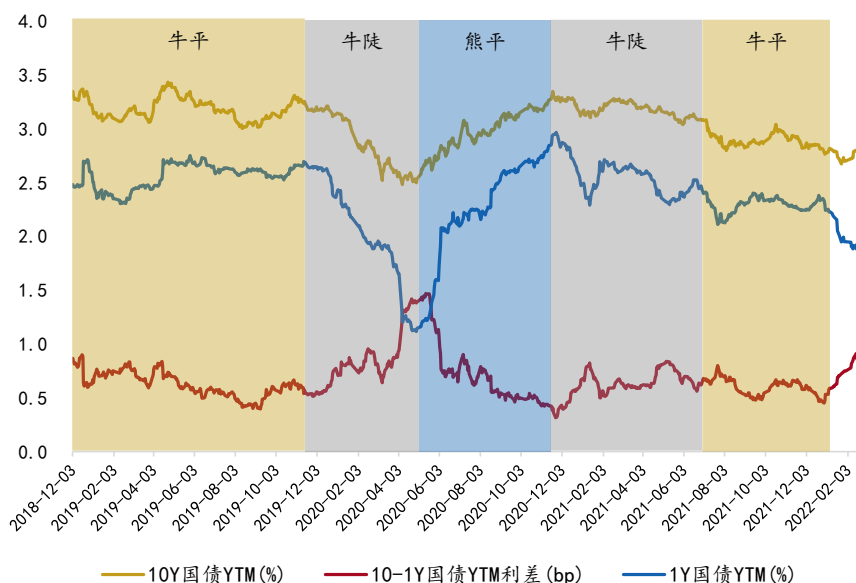


时间段	1Y 国债利率变化	10Y 国债利率变化	10-1Y 利差	曲线形态	经济增长动能	通胀	宏观杠杆率 (金融监管)	货币政策	货币-信用
2019.11.25-2020.05.18	-1.39	-0.46	0.93	牛陡	下行	CPI 回落 PPI 下行	稳增长, 限制不大	偏松, 期间 3 次降准、1 次降息	宽货币 + 稳信用
2020.05.19-2020.11.23	1.67	0.54	-1.13	熊平	企稳至回升	CPI 下行 PPI 回升	防风险, 有所限制	稳健, 期间无降准降息	紧货币 + 宽信用
2020.11.24-2021.07.07	-0.57	-0.23	0.33	(非典型) 牛陡	回升趋缓至回落	CPI 回升 PPI 上行	防风险有所限制、资产欠配助推慢牛	稳健, 期间无降准降息	紧货币 + 紧信用
2021.07.08-2021.12.31	-0.08	-0.21	-0.13	牛平	下行	CPI 回升 PPI 冲高回落	防风险转向稳增长, 限制减弱	偏松, 期间 2 次降准	宽货币 + 紧信用

资料来源: Wind、招商银行研究院

根据上表对债市状态的划分, 展示如下图所示:

图 7: 债市状态划分



资料来源: Wind、招商银行研究院

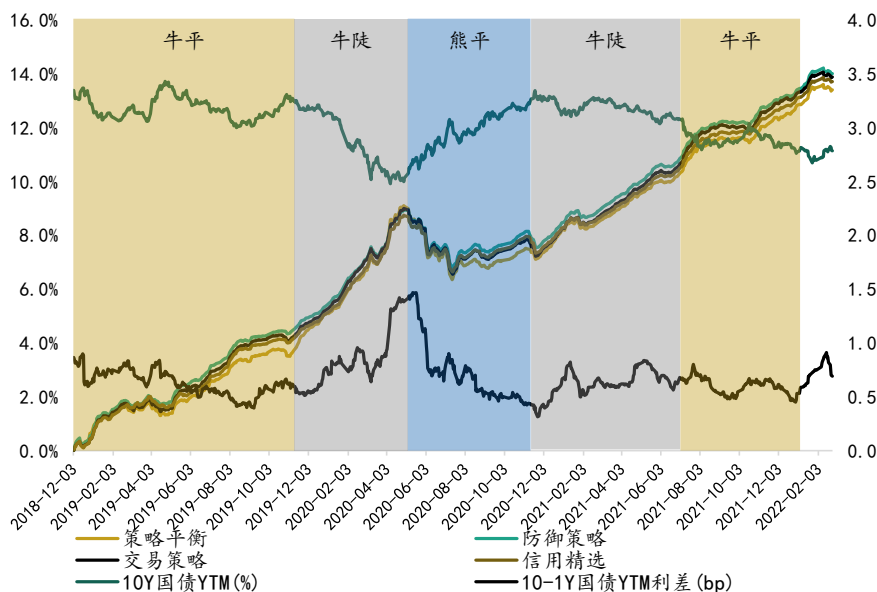
2. 寻找不同债市状态下适配的策略标签

基金样本量筛选条件为, 截止 2021 年底中长期纯债型基金: (1) 成立时间三年以上; (2) 基金规模 1 亿以上; (3) 基金经理连任 2 年以上; (4) 2018 年末-2021 年末的可转债持仓比例均值小于 5%。

我们以同一类标签基金的复权单位净值等权拟合为四个组合, 从其收益率走势来看, 尽管它们近三年业绩相差不大, 但在不同市场状态下, 不同债基策略也有阶段性占优的表现。



图 8：纯债型基金按策略分类的复权单位净值走势



资料来源：Wind、招商银行研究院

为了准确衡量这种差异，以中债-综合全价(总值)指数作为业绩基准，用每个策略组合的拟合净值减去业绩基准，得到单个策略的超额收益表现情况（详见附录图 1-8）进行比较。统计在各债市状态下，不同策略标签的超额收益“跑赢”和“跑输”其他策略的次数，跑赢/跑输的区分以高于/低于同类可比平均为标准，这里直接将统计结果整理如下表。

表 2：各债市状态下不同策略标签“跑赢”和“跑输”次数

不同状态下各策略跑赢其他策略的次数					不同状态下各策略跑输其他策略的次数				
分类	平衡策略	防御策略	交易策略	信用精选	分类	平衡策略	防御策略	交易策略	信用精选
熊平	0	1	0	1	熊平	1	0	1	0
牛陡	2	0	2	1	牛陡	0	2	0	1
牛平	0	1	1	1	牛平	2	1	1	1

资料来源：Wind、招商银行研究院

从债基策略维度看，发现三点争议不大的统计结果：1）交易策略在牛陡中显著跑赢，在熊市中跑输。2）平衡策略在牛陡中显著跑赢，在其他状态下是跑输次数最多的策略，说明平衡策略波动性较大。3）信用精选策略在熊市中相对占优。

另外，也出现两点相反的统计结果：1）防御策略在牛平下既跑赢又跑输，除了平衡策略在牛平中显著跑输以外，同样交易、信用策略在牛平中跑输和跑赢的次数相同，说明牛平状态下，对经济底的判断分歧加大了投资难度，各类策略发挥不稳定、产品业绩差异可能会比较大。2）信用精选策略更适合熊市，而在牛市中，由于这里比较的是超额收益，比较考验基金经理获取个券 alpha 的能力。

考虑到只看“跑赢”来选择基金策略较为片面，我们倾向于综合考虑“跑赢”和“跑输”两个方面，因此，在市场状态的维度下，建议：



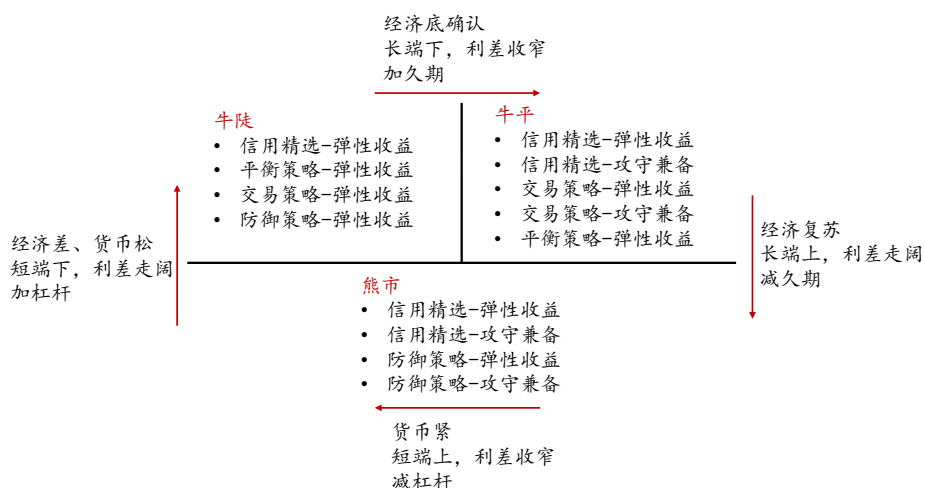
- 牛陡状态下，选择交易策略、平衡策略标签的纯债基金；
- 牛平状态下，选择交易策略、信用精选、平衡策略标签的纯债基金；
- 熊市状态下，选择防御策略、信用精选标签的纯债基金。

（二）“策略-风格”标签及其动态运用

1. 不同债市状态下，策略、风格标签的运用侧重有差异

上一节完成对策略标签的单维度回测，这里对“策略-风格”双维标签采用上述相同的方法进行回测（见附录图 7-12）和对跑赢和跑输次数（见附录表 1-2）的归类，并直接将不同市场状态下适配策略的结果整理如下图。

图 9：不同债市状态对应的策略-风格双维标签



资料来源：Wind、招商银行研究院

备注：（1）根据样本量基金的标签分类情况，仅有 10 个策略-风格标签的标签组合。（2）本节只针对市场风险而非信用风险给出策略-风格的标签运用建议。

需因应债市牛熊变化，动态调整策略标签、风格标签的运用侧重点：

- 牛陡状态下，风格标签是主要因素，选择策略标签是次要的。重点关注风格上弹性较大、更具进攻性，即风格标签为弹性收益的产品；
- 牛平状态下，需要开始增加一定的防守，因在跨周期调节的思路下，可能会直接从牛尾行情直接切换到熊平。需在风格标签中增加攻守兼备标签的产品，而在策略标签中选择信用精选和交易策略标签；
- 熊市状态下，转换到防御姿态，策略标签是主要因素，风格标签降为次要。策略标签沿用信用策略，增加防御策略，慎用交易策略标签的产品。此时长端利率变化可能不大，主要由于货币政策的转向或市场对货币环境的担忧引发短端利率较大的上行幅度，风格标签沿用牛平中的弹性收益和攻守兼备标签。
- 平衡策略-攻守兼备、防御策略-攻守兼备、平衡策略-稳健收益这三类标签组合偏稳健，超额收益表现不突出。因此，策略上为平衡策略和



防御策略、风格上攻守兼备和稳健收益的产品，可以匹配低风险资金或作为底仓配置。

2. 基金管理人维度的“策略-风格”标签及其应用

在对基金进行“策略-风格”标签分析的基础上，可延展对其基金管理人的“策略-风格”进行标签分析。基金管理人的标签分析和应用，能与基金本身的标签多维互补，形成更稳定有效的基金评价和应用体系。

(1) 管理人的策略标签与基金的策略标签相对应。信用型管理人，其信评团队队伍建设完善、信评能力较强，产品收益贡献以票息为主，主要通过信用挖掘、比较券种的信用利差获得超额收益等思路进行债券投资。交易型管理人，擅长自上而下的宏观经济分析和利率研究、把握市场节奏、进行波段交易，产品收益中资本利得贡献影响较大。平衡型管理人，多数以信用债打底，适度杠杆及灵活久期，择机参与利率债波段获取资本利得。防御型管理人，在配置结构上通常以中短久期、高等级信用债配置为主，有一定的防御特征；在中长期纯债基金中一般为阶段性策略，也常在短债基金中使用。

表 3：管理人的策略标签分类

管理人的对应的基金策略分类		特点及操作风格	管理人及代表产品示例
信用型	信用精选	管理人信评团队队伍建设完善、信评能力较强，产品收益贡献以票息为主，主要通过信用挖掘、比较券种的信用利差获得超额收益等思路进行债券投资	黄纪亮 富国信用债 吕晓蓉 富荣富兴纯债
交易型	交易策略	管理人擅长自上而下的宏观经济分析和利率研究、把握市场节奏、进行波段交易，产品收益中资本利得贡献影响较大	周潜玮 万家鑫璟纯债 陶尹斌 国寿安保泰恒纯债
平衡型	平衡策略	管理人以信用债票息打底，适度杠杆及灵活久期，择机参与债券波段操作获取资本利得	陈黎 博时富祥纯债 刘涛 鹏华普利
防御型	防御策略	在组合的配置结构上通常以中短久期、高等级信用债为主，或以短久期利率债、金融债为主，灵活使用杠杆，有一定防御特征。对于中长期纯债基金一般为阶段性策略，也常在短债基金中使用	王华 鹏扬双利 于海颖 交银丰晟收益

资料来源：Wind、招商银行研究院

上述管理人的策略标签分类不表示其具有排他性，管理人会综合使用多种策略，该分类仅表示通过历史数据分析得出的最显著的特征。管理人有可能会先于或落后于市场进行操作上或策略的更换，这就需要在市场拐点前后增加对所投产品的定性跟踪。如果是在明显单边市场行情中，某类策略或擅长某类策略的管理人可能相对具有优势，但在震荡行情或债市状态难以判断的情况下，每类策略都有其市场容量，此时投资纪律管理可能比选择管理人更加重要。

(2) 管理人的“策略-风格”标签也与基金的“策略-风格”标签相对应，但需从管理人管理的多只基金的标签中选择其代表标签。第一步，将前述样本基金的标签与其基金经理一一对应。第二步，因管理人管理的多只产品会有不



同的标签，为此对样本基金按基金优选方法进行优选²，并对每只优选基金打上“策略-风格”标签（优选基金名单请见附录表3）。第三步，统计管理人管理的所有一年以上优选基金的标签分布情况，通过优选基金标签的复验和局部调整来最终确定管理人的标签。

（3）不同债市状态下，管理人“策略-风格”标签的应用（略）

（本部分有删减，招商银行各部如需报告原文，请参考文末联系方式联系研究院。）

3. 下阶段建议：关注信用型和平衡型管理人，风格上增加防守

目前宽信用还在进程中，稳增长也在继续，货币环境收紧概率较低；进一步的经济修复需要财政政策发力和时间的传导，货币维持宽松的可持续性仍在。整体上货币环境不会有显著变化，**短端利率预计持平或小幅震荡**。

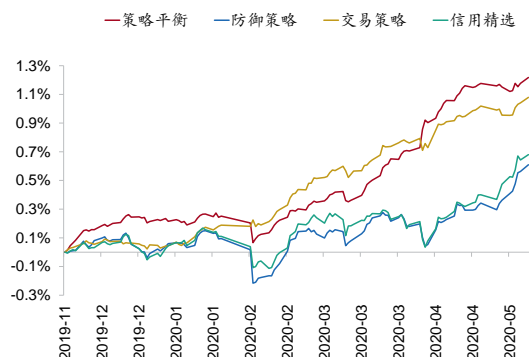
长端利率受经济基本面变化的驱动则是期限结构曲线变化的主导因素。统计局公布的1-2月的社零、固收资产投资、工业增加值同比增速读数上均好于预期，虽然中微观数据和宏观数据间有一定的背离，经济修复动能偏弱，而社融数据1-2月也有所反复，且结构欠佳，但确也开始出现信用扩张的迹象，年初的牛陡阶段已经走完，需要警惕利率上行风险。目前处于宽货币+宽信用的环境下，后续经济将逐渐企稳，但由于需求端受疫情反复影响恢复难度增加、地产作为稳增长的老抓手本次有所缺位，企稳根基不稳，所以**二季度长端利率可能趋于缓慢上行，期限利差或将小幅走阔**。二季度可能由前期的牛平逐步向小型熊陡状态转换。

因此，结合上文分析，二季度在策略-风格标签组合的选择上，纯债型基金策略需要逐步调整，由于行情切换不会一蹴而就，期间仍有交易机会，可以保留部分交易型管理人的持仓，并逐渐转换部分仓位至信用型和防御型标签的管理人。风格上同理，可以继续关注弹性风格的管理人，但需要开始增加一定的防守，增加攻守兼备标签。最后需要说明的是，本文仅侧重定量分析，未考虑管理人的定性分析等其他因素。

² 基金优选方法详见《债券型公募基金评价与研究系列》。

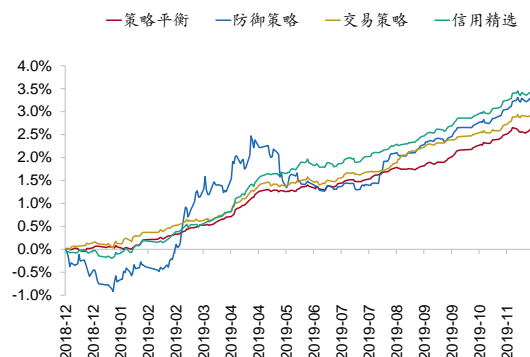
附录

图 1：牛陡状态各策略标签超额收益走势



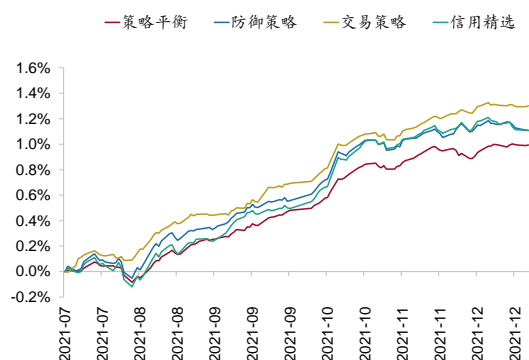
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：牛平状态各策略标签超额收益走势



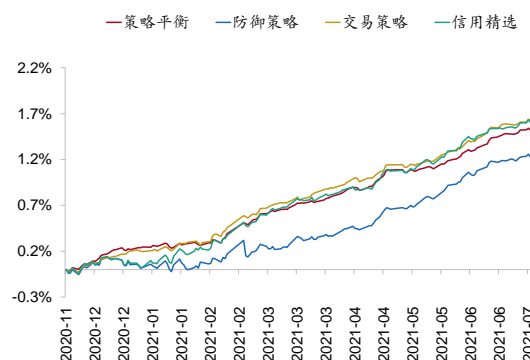
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 3：牛陡 2 状态各策略标签超额收益走势



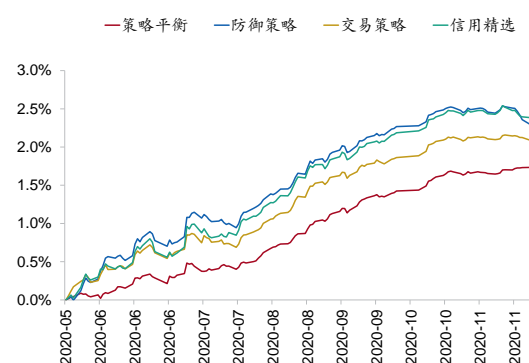
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：牛平 2 熊平状态各策略标签超额收益走势



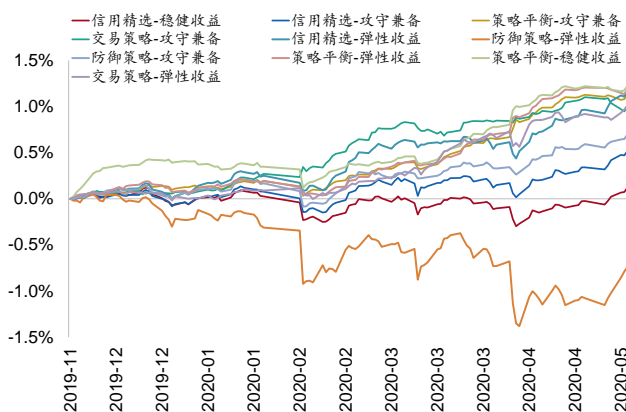
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 5：熊平状态各策略标签超额收益走势



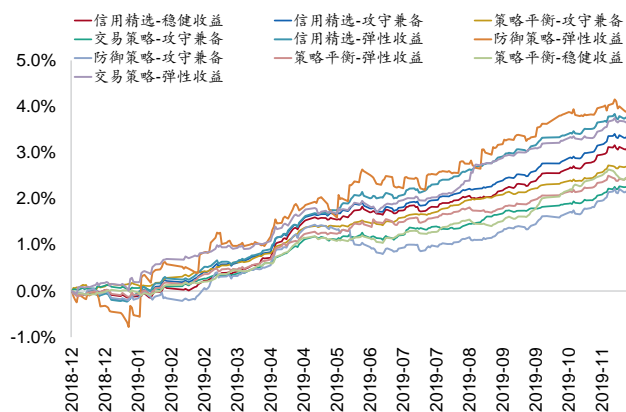
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 6：牛陡状态各策略-风格标签超额收益走势



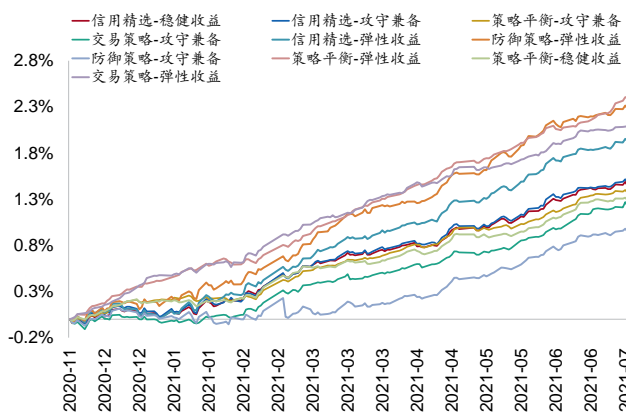
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 7：牛平状态各策略-风格标签超额收益走势



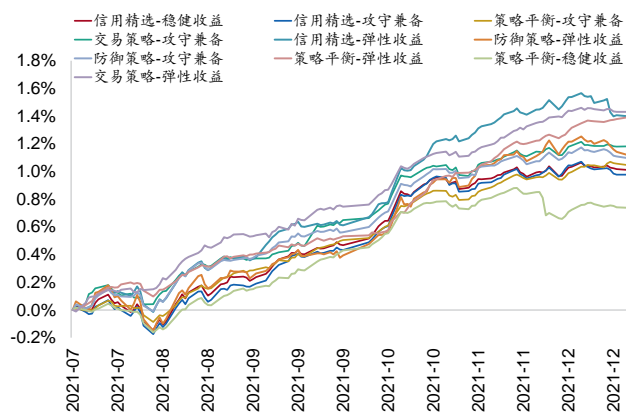
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：牛陡 2 状态各策略-风格标签超额收益走势



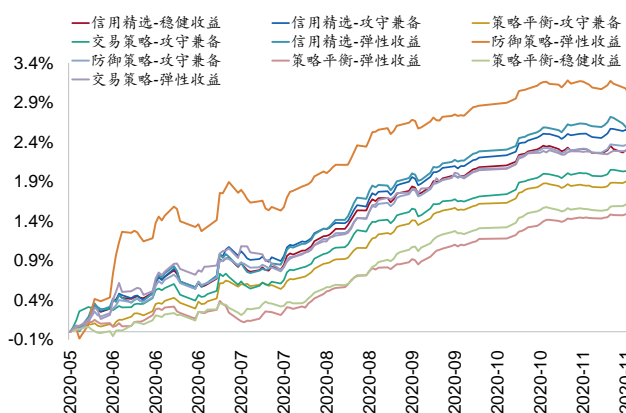
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 9：牛平 2 状态各策略-风格标签超额收益走势



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 10：熊平状态各策略-风格标签超额收益走势



资料来源：Wind、招商银行研究院

表 1：各债市状态下不同策略-风格标签组合“跑赢”次数

分类	信用精选- 稳健收益	信用精选- 攻守兼备	信用精选- 弹性收益	平衡策略- 弹性收益	平衡策略- 稳健收益	平衡策略- 攻守兼备	防御策略- 弹性收益	防御策略- 攻守兼备	交易策略- 攻守兼备	交易策略- 弹性收益
牛平	1	1	2	1	0	0	1	0	1	2
牛陡	0	0	2	2	1	1	1	0	1	2
熊平	1	1	1	0	0	0	1	1	0	1

资料来源：Wind、招商银行研究院

表 2：各债市状态下不同策略-风格标签组合“跑输”次数

分类	信用精选- 稳健收益	信用精选- 攻守兼备	信用精选- 弹性收益	平衡策略- 弹性收益	平衡策略- 稳健收益	平衡策略- 攻守兼备	防御策略- 弹性收益	防御策略- 攻守兼备	交易策略- 攻守兼备	交易策略- 弹性收益
牛平	1	1	0	1	2	2	1	2	1	0
牛陡	2	2	0	0	1	1	1	2	1	0
熊平	0	0	0	1	1	1	0	0	1	0

资料来源：Wind、招商银行研究院

表 3：样本基金中的优选名单及其“策略-风格”标签（略）

（本部分有删减，招商银行各部如需报告原文，请参考文末联系方式联系研究院。）

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，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。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“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇