

## 基金深度报告

## 债券基金系列研究（六）：信用债基金的风格分析和产品优选

## 相关研究报告

《债券基金系列研究（上）：纯债基金业绩归因和优选 20200423》  
 《债券基金系列研究（中）：泛二级债基金业绩归因和优选 20200625》  
 《债券基金系列研究（三）：泛二级债基的业绩归因和风格分析研究 20200723》  
 《债券基金系列研究（四）：可转债基金画像与优选 20210119》  
 《债券基金系列研究（五）：探究久期管理能力 20210202》

## 证券分析师

徐勉 投资咨询资格编号  
 S1060520030001  
 XUMIAN102@PINGAN.COM.CN

贾志 投资咨询资格编号  
 S1060520010002  
 JIAZHI718@PINGAN.COM.CN

本报告仅对基金行业进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



- **定义和规模：**为保证研究准确，我们仅以纯债基金为基础，从狭义和广义两个维度来定义信用债基金。截至 20 年 Q4（剔除成立不足一年的），狭义共 73 只，总规模 1730.14 亿元；广义 626 只，总规模 10865.80 亿元。狭义与广义共计 699 只，占全部纯债基金数量的 48.27%。
- **收益特征：**1）相比狭义信用债基金，广义类的投资管理更灵活，但两类的业绩和回撤却没有明显的差异。2）信用债基金业绩长期要优于利率债基金，并且回撤方面比利率债也要更平稳。
- **仓位&持仓特征：**仓位与债券到期收益率基本成反向关系，与主体违约率有一定的反向关系。中票仓位有所提升，企业债和短融均有所下降。近年随违约率提升，狭义和广义类的基金经理均愈加倾向于投资高等级信用债。
- **主要投资策略：**信用债基金投资分为“战略”和“战术”两个层面。首先要从战略层面分析评估：当前价格能否覆盖真实的违约损失，及未来信用利差的变化趋势。信用研究、信用风险定价能力突出的基金公司将会长期受益。战术层面主要有择时、杠杆策略、信用利差、信用下沉、行业和个券选择等投资策略，其中信用利差和信用下沉是信用债基金获取收益的重要来源。
- **定量+定性分析：**研究将重点关注基金经理在信用利差和信用下沉上的偏好（Campisi 业绩分解模型）和能力高低（依据债券市场特征判断），同时要考虑其在信用违约债的风险管理能力。
- **量化分析与风格划分：**1）从信用因子来看，整体的择时相对较差；2）违约因子季度间能够表现出相对于评级利差的变化；3）信用与违约因子的平均暴露度均较低；4）广义类基金在信用利差和信用下沉策略上有更为敏锐的变化。基于分析，将信用债基金进行风格特征分类，分为信用利差（88 只）、信用下沉（53 只）、双策略（134 只）和均衡（185 只）4 个子类型。
- **基金的优选：**通过收益率和评级利差的节点变化，判断因子变化方向的准确性，并进行量化打分来判断管理能力的强弱。根据得分、业绩、回撤等定量因素，以及踩雷等定性因素，优选出了 16 只信用债基金（狭义 6 只，广义 10 只）。同时优选出 10 位老牌基金经理（管理年限≥5 年）和 6 位新生代基金经理（管理年限<5 年）。
- **风险提示：**1）部分基金投资信用债的占比变动较大，或影响基金的类型划分，不同的划分方法或得到不同的分析结果；2）信用债基金的投资受多个维度的影响，本报告模型或产生一定的误差，进而影响报告结论；3）本篇仅分析历史数据，不代表未来业绩。

# 正文目录

- 一、 信用债基金的分类与基本情况.....4
  - 1.1 信用债基金的定义和规模 ..... 4
  - 1.2 信用债基金的收益特征 ..... 4
  - 1.3 信用债仓位和持仓信用特征..... 5
- 二、 分析框架 .....6
  - 2.1 信用债基金的主要投资策略：战略+战术 ..... 6
  - 2.2 定量+定性的信用债基金管理能力分析..... 7
- 三、 量化分析和优选.....8
  - 3.1 单只产品分析..... 8
  - 3.2 全部基金分析..... 9
  - 3.3 信用债基金的风格分类 ..... 9
  - 3.4 信用债基金的优选 ..... 10
- 四、 风险提示 .....12

## 图表目录

图表 1	狭义信用债基金情况 .....	4
图表 2	广义信用债基金情况 .....	4
图表 3	近 5 年债券指数收益率(%).....	5
图表 4	近 1 年债券指数收益率(%).....	5
图表 5	各类指数&债券基金 16-20 年的业绩对比 .....	5
图表 6	信用债&利率债基金规模加权平均业绩 .....	5
图表 7	信用债&利率债基金规模加权平均回撤 .....	5
图表 8	信用债基金的信用债仓位 ( % ) .....	6
图表 9	信用债主体违约率 ( % ) .....	6
图表 10	狭义信用债基金的信用债品种配置 .....	6
图表 11	信用债基金长期 AAA 信用债仓位 .....	6
图表 12	信用策略 .....	7
图表 13	大摩纯债稳定添利因子暴露情况 .....	8
图表 14	大摩纯债稳定添利信用因子暴露 .....	8
图表 15	大摩纯债稳定添利违约因子暴露 .....	8
图表 16	信用因子平均值变化 .....	9
图表 17	违约因子平均值变化 .....	9
图表 18	因子暴露平均值 .....	9
图表 19	信用债基金的风格分类 .....	10
图表 20	信用债基金分类 .....	10
图表 21	十年期国债收益率走势 .....	10
图表 22	兴业研究利差-评级利差: AAA 与 AA+ .....	10
图表 23	信用债基金分类 .....	11
图表 24	狭义信用债基金业绩&回撤(18-20 年) .....	11
图表 25	广义信用债基金业绩&回撤(18-20 年) .....	11

## 一、信用债基金的分类与基本情况

### 1.1 信用债基金的定义和规模

信用债是由政府以外的主体所发行的债券。与政府发行的债券相比，最显著的特征便是存在信用风险。但也因其风险高、收益高的特征，信用债是债券型基金的重要投资对象。为保证研究准确，以下仅以**纯债基金（剔除一二级债基和可转债基金）**为基础，从狭义和广义两个维度来定义信用债基金。

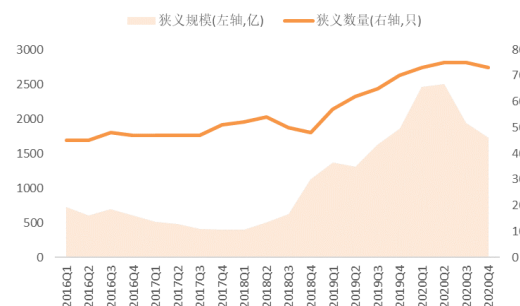
1) 狭义：基金名称或投资目标中投资信用债市场（如写明信用债、高息债、高等级信用债等），或投资范围明确信用债投资占比 $\geq 50\%$ 的债券型基金。

2) 广义：由于纯债基金可同时投资于利率债、信用债和可转债等，则以 50%为界，按照各类债券的投资比例，将纯债基金分为利率债基金、信用债基金和均衡型基金三种。具体来讲，信用债基金为近 4 个报告期中，平均信用债投资占资产总值比 $\geq 50\%$ 的基金。

截至 20 年 Q4（剔除成立不足一年的基金），狭义信用债基金共 73 只，总规模 1730.14 亿元；广义 626 只，总规模 10865.80 亿元。狭义与广义共计 699 只，占全部纯债基金数量的 48.27%。

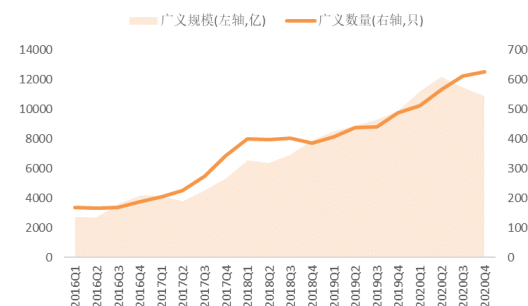
从发展趋势上看：1) 狭义类在 16-18 年间数量变化幅度不大，18 年以后有数量增加；狭义类的资产规模在 16-18 年期间持续下滑，18 年以后有大幅增长。2) 广义类的数量和规模，基本都维持稳定的增长。3) 20 年 Q2 开启债券熊市，导致狭义类和广义类规模均持续下滑；20 年 Q4，狭义类规模较前期高点（20 年 Q2）下降 30.71%，广义类下降 10.55%。

图表1 狭义信用债基金情况



资料来源：Wind，平安证券研究所，截至 20201231

图表2 广义信用债基金情况



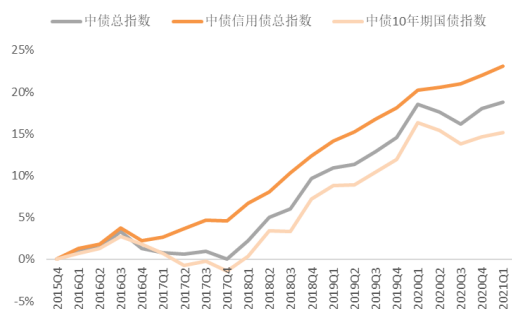
资料来源：Wind，平安证券研究所，截至 20201231

### 1.2 信用债基金的收益特征

首先看近 5 年来国债指数、信用债指数的走势：1) 信用债指数相较于 10 年期国债指数，整体收益更高且更稳定；2) 除 18 年外，信用债指数的收益均超过了 10 年期国债指数；3) 20 年，10 年期国债指数收益率出现了较大幅度的波动，而信用债指数收益率在相对稳定的同时，也有较高的收益。

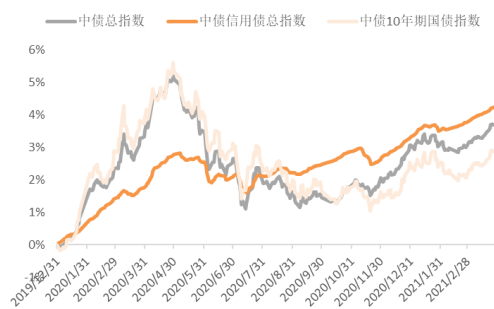
对于信用债基金的收益特征，可以发现：1) 信用债基金的收益比 10 年期国债指数高，但低于信用债指数。2) 16-20 五年中，狭义和广义信用债基金，每年的收益都高于利率债基金，和中长期纯债基金的收益相差不大。3) 从年度平均收益看，狭义信用债基金为 3.59%，广义信用债基金为 3.56%，基本持平，高于利率债基金的 2.64%。

图表3 近 5 年债券指数收益率(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 截至 20210330

图表4 近 1 年债券指数收益率(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 截至 20210330

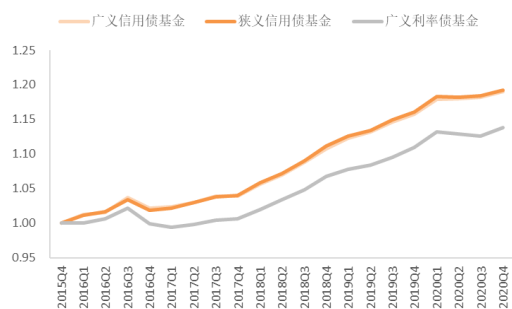
图表5 各类指数&债券基金 16-20 年的业绩对比

	中债信用债 总指数	中债 10 年期 国债指数	中长期纯债型 基金指数	狭义信用债 基金	广义信用债 基金	广义利率债 基金
2016	2.25%	1.82%	1.56%	1.92%	2.17%	-0.07%
2017	2.30%	-3.14%	2.15%	2.07%	1.71%	0.69%
2018	7.43%	8.67%	5.94%	6.87%	6.60%	6.08%
2019	5.09%	4.42%	4.33%	4.40%	4.46%	3.90%
2020	3.32%	2.42%	2.84%	2.71%	2.85%	2.62%
平均	4.08%	2.84%	3.36%	3.59%	3.56%	2.64%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

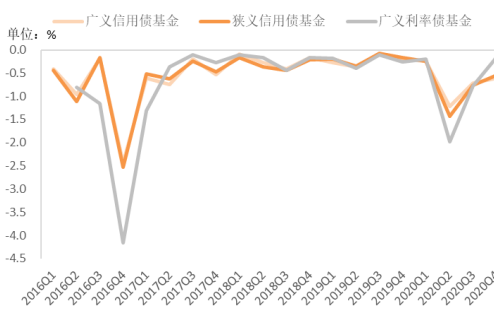
从信用债基金和利率债基金的收益和回撤的对比来看: 1) 相比狭义信用债基金, 广义类的投资管理更灵活, 但两类的业绩和回撤却没有明显的差异。2) 信用债基金业绩长期要优于利率债基金, 并且回撤方面比利率债也要更平稳。

图表6 信用债&利率债基金规模加权平均业绩



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 截至 20210330

图表7 信用债&利率债基金规模加权平均回撤



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 截至 20210330

### 1.3 信用债仓位和持仓信用特征

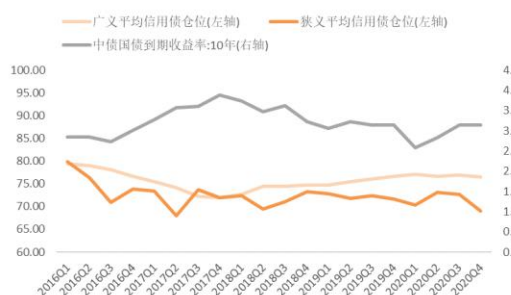
狭义信用债基金的信用债仓位在 20 年 Q2 达到近年峰值 ( 73.10% ), 20 年 Q4 下降到 68.98%。而广义信用债近期仓位变化不大, 20 年 Q1 为近年峰值 77.04%, 20 年 Q4 在 76.55%。从仓位变化趋势看, 其变化同国债到期收益率与信用主体违约率的走势密切相关。

1) 仓位与债券到期收益率基本成反向关系。2016 下半年至 2017 年, 债券市场走熊, 收益率大幅上行, 信用债仓位有所下调。随后两年的债券牛市中, 广义信用债基金的信用债仓位有明显提升;

狭义信用债基金的仓位维持波动，季度间随到期收益率的变化有较为敏锐的调整。2020年，债市再次迎来熊市，广义和狭义的信用债仓位均有所下调，但狭义下调幅度更大。

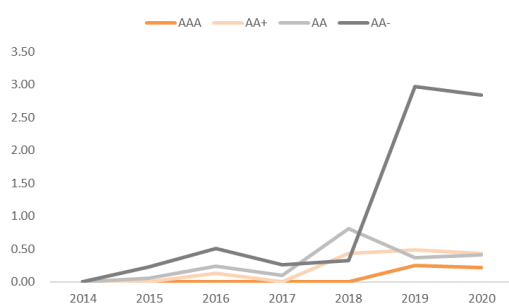
2) 仓位与信用债主体违约率有一定的反向关系。不过由于20年出现地方国企的违约事件，其突然性与超预期加大了对信用债投资的担忧，部分基金经理在信用债投资上更为谨慎，减少了信用下沉策略的应用。

图表8 信用债基金的信用债仓位 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 截至20201231

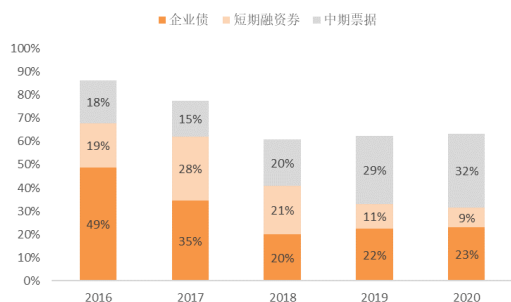
图表9 信用债主体违约率 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 截至20201231

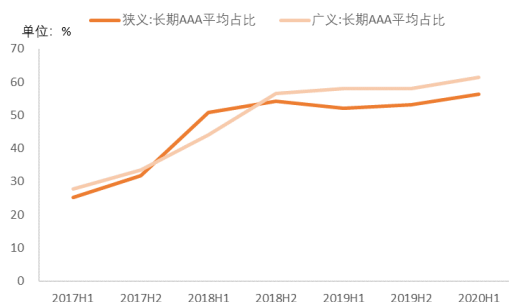
在信用债的品种配置和信用评级分布上: 1) 中票仓位有所提升, 企业债和短融均有所下降。中期票据从16年的18.39%提升至20年的31.65%; 企业债和短期融资券从16年的48.84%和19.09%, 下降至20年的23.02%和8.63%。2) AAA级的债券仓位持续提升。狭义信用债基金的AAA级债券仓位从17年的25.18%提升到20年的56.26%; 广义信用债基金从17年的27.68%提升到61.39%。近些年随着违约率提升, 无论是对狭义还是广义, 基金经理均愈加倾向于投资高等级信用债。

图表10 狭义信用债基金的信用债品种配置



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 截至20210330

图表11 信用债基金长期AAA信用债仓位



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 截至20201231

## 二、分析框架

### 2.1 信用债基金的主要投资策略: 战略+战术

在平安证券研究所固收研究团队的报告《债券深度报告信用投资方法论系列之一: 信用策略分析框架 20210304》中, 信用债投资分为“战略”和“战术”两个层面。作为主要投向信用债的公募基金, 也同样面临这两个层面的决策。

首先要从战略层面分析要不要“赚信用的钱”, 重点是评估当前价格能否覆盖真实的违约损失及未来信用利差的变化趋势。如1.3中所述, 同美国等成熟债券市场相比, 目前我国债券违约率虽然较



低，但信用利差对信用风险的补偿也较低。短期来说，债券违约导致整体债券都有一定下跌，其中很多中低等级债券跌幅较大，高等级信用债如果受到流动性冲击收益率大幅上升，将会是一个配置的机会。中长期来说，债券违约频发，将推动信用债市场打破国企信仰，真正走向市场化定价。在这个背景下，信用研究、信用风险定价能力突出的基金公司将会长期受益。

在战术层面上，对信用债投资来说，主要有资产择时、杠杆策略、信用利差、信用下沉、行业和产品选择等投资策略。其中信用利差和信用下沉是信用债基金获取收益的重要来源。

图表12 信用策略



资料来源：平安证券研究所

## 2.2 定量+定性的信用债基金管理能力分析

从投资策略出发，研究信用债基金将重点关注基金经理在信用利差和信用下沉上的偏好和能力高低，同时也要考虑其在信用违约债的风险管理能力。具体来说，采用以下的分析框架。

### 1) 采用业绩分解模型测算信用债基金的信用策略暴露和暴露水平

Campisi 模型是债券基金业绩归因的重要模型。在《债券基金系列研究（五）：探究久期管理能力 20210202》的 2.1 中，我们有详细地介绍模型。通过构建久期、期限结构、凸性、信用和违约共 5 个因子，可以计算债券基金在各因子上的暴露度。其中，信用因子和违约因子与信用策略息息相关——从投资级与高收益级两个维度，对基金的信用策略进行刻画。如果信用因子暴露度高，可以认为该基金的基金经理更倾向于选取高信用等级的信用债进行投资；如果违约因子暴露度高，则认为基金经理更倾向于赚取信用下沉的利差。

### 2) 依托债券市场特征来判断信用管理水平

根据平安证券研究所固收团队的研究结论，信用债择时择的是收益率高点，而非信用利差。那么：

- ① 在中期（3 年左右）视角下，应跟随利率债节奏寻顶信用债收益率高点。此时信用利差大概率走阔或震荡，应增加配置敞口，拉长久期，把握信用债一级供给放量的机会。因此我们可以以收益率为界，判断信用因子暴露值的变化方向是否符合市场变化。
- ② 另外由于信用等级越低，市场要求的超额补偿幅度便越大。信用下沉策略的核心是信用利差能够弥补潜在的信用风险，即能够弥补长期违约损失和历史上单年最高违约率。因此，我们以高收益债券与投资级债券之间的评级利差为界，判断违约因子暴露值的变化方向是否符合利差变化。

### 3) 判断信用债基金的风险管理能力

2020 年底，债券市场一片风声鹤唳，华晨、永煤违约等违约事件频出，部分信用债基金因为持有违约债造成净值暴跌。在优选信用债基金的时候，要特别关注该基金的风险管理能力。

在风险管理能力的判定上，一是要通过定性调研的形式来分析该基金经理、所在基金公司在信用债投资上的信用管理理念、信用研究体系、信用评价模型、信用风险监控、信用管理流程、信用分析配置、信用系统建设等。二是可以通过过往管理历史来判断是否有信用风险事件发生，比如通过基金公告、债券持仓、基金净值异常信息等来判断基金、基金经理或者基金公司在最近三年是否有踩雷事件发生。我们主要通过对债基踩雷估测模型（通过基金净值异常和债券价格异常的相互关系）来判断债基是否有踩雷、踩雷债、仓位预估等。

### 三、量化分析和优选

#### 3.1 单只产品分析

以大摩纯债稳定添利 A (000415.OF) 为例，通过 Campisi 模型的计算，计算 2016 年以来每个季度的因子暴露。作为一只广义信用债基金，大摩纯债稳定添利整体在信用因子和违约因子上的平均暴露度均在 0.5 左右，季度间的波动也差别较小，**可认为该基金采取信用和违约双策略。**

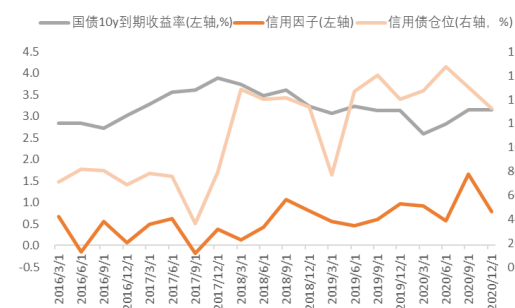
图表 13 大摩纯债稳定添利因子暴露情况

	最大	最小	平均	中位数	标准差
信用因子	1.66	-0.18	0.57	0.57	0.42
违约因子	1.63	-0.42	0.48	0.27	0.57

资料来源：Wind，平安证券研究所

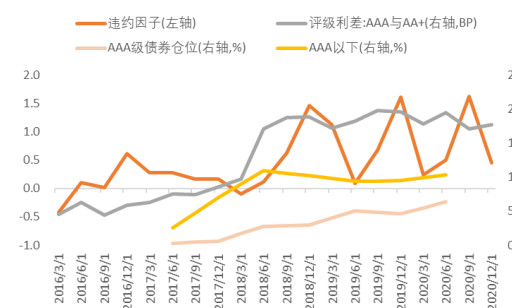
具体到信用因子和违约因子来看：1) 信用因子走势与 10 年期国债到期收益率整体呈负相关，基金表现出较好的信用择时能力。16 年 10 月-17 年 12 月的债市熊市中，国债到期收益率上行，基金降低了信用因子的暴露度；18 年 1 月-20 年 3 月，长达两年多的牛市中，基金上调了信用因子的暴露度。2) 违约因子的暴露度来看，基本跟随了评级利差走势（AAA 与 AA+），基金体现出较好的信用下沉管理能力。18 年 Q1 以后评级利差大幅走阔，而此时基金经理也加大了违约因子的暴露度，从实际仓位看，18 年 Q2 持有 AAA 级以下的债券占比达到了峰值；18 年-20 年，评级利差在高位震荡，违约因子暴露度也随之震荡；20 年下半年债券违约风险凸显，虽然评级利差相对较高，但基金经理采取了避险策略，降低了违约因子的暴露度。

图表 14 大摩纯债稳定添利信用因子暴露



资料来源：Wind，平安证券研究所，截至 20201231

图表 15 大摩纯债稳定添利违约因子暴露



资料来源：Wind，平安证券研究所，截至 20201231

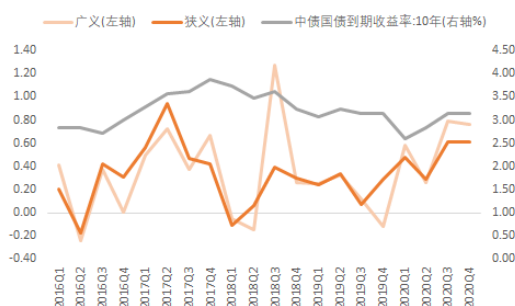
\* 由于所采用的债券评级为外部评级，为了保证评级一致性，信用利差则采用兴业研究利差数据（余额加权）进行计算。



### 3.2 全部基金分析

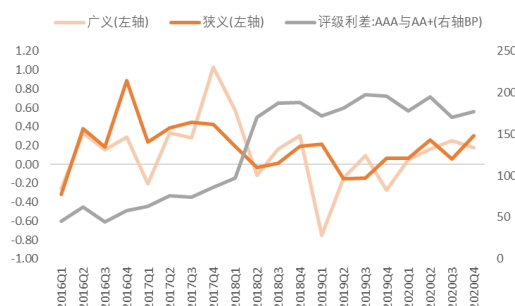
对全部的狭义和广义信用债基金进行分析，从因子值的平均变化来看：1) 信用因子相对于国债收益率，其整体的择时相对较差，2018-2019 年的整体趋势判断较为准确，但近 5 年中各个季度的判断准确度稍显不足。2) 违约因子没有较为明显的大趋势变化，但季度间一定程度上能够表现出相对于评级利差的变化。3) 整体上信用因子与违约因子的平均暴露度都相对较低。4) 广义信用债基金在信用利差和信用下沉策略上，相比狭义类产品，有更为敏锐的变化，一定程度上体现出广义类产品在资产配置上更加灵活的特征。

图表16 信用因子平均值变化



资料来源：Wind，平安证券研究所，截至 20201231

图表17 违约因子平均值变化



资料来源：Wind，平安证券研究所，截至 20201231

### 3.3 信用债基金的风格分类

基于以上的分析方法，先将信用债基金进行风格特征分类。我们将成立时间三年以上、管理规模超过 1 亿的基金作为研究对象。

根据 2.2 节所述，我们认为近 3 年信用因子和违约因子的平均暴露度>0 的基金为具有一定投资风格特征的产品。从分析结果看，具有信用利差特征的信用债基金 445 只，具有信用下沉特征的 375 只。

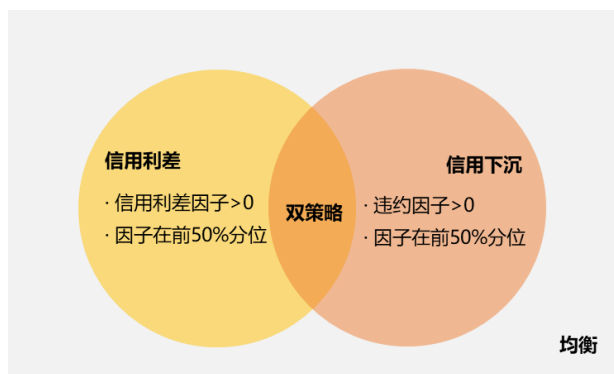
图表18 因子暴露平均值

		数量	最大	最小	中位数
信用因子	狭义	35	0.91	0.12	0.45
	广义	410	1.55	0.01	0.37
违约因子	狭义	31	0.68	0.00	0.19
	广义	344	12.85	0.00	0.18

资料来源：Wind，平安证券研究所

根据风格暴露值，对信用债基金分为信用利差、信用下沉、双策略和均衡 4 个子类型。其中，“信用利差”类为信用利差因子暴露度>0 且在前 50%分位的基金，即具有明显信用利差特征；“信用下沉”类同理；“双策略”类为同时满足上述两个类别的基金；“均衡”类则为同时不满足的基金，也就是在信用利差和信用下沉上都不具备明显投资管理能力的。

图表19 信用债基金的风格分类



资料来源：平安证券研究所

从分类结果看：信用利差策略的基金共 88 只，信用下沉策略共 53 只；双策略稍多一些，共 134 只；均衡型最多，共计 185 只。

图表20 信用债基金分类

	信用利差	信用下沉	双策略	均衡	总数
狭义	9	7	8	14	38
广义	79	46	126	171	422
总数	88	53	134	185	460

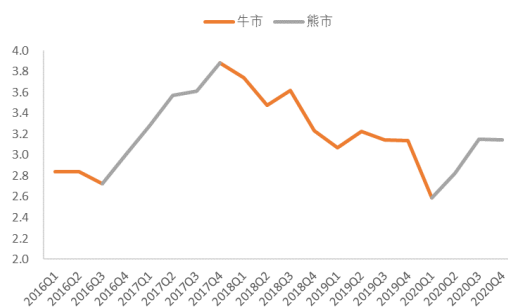
资料来源：Wind，平安证券研究所

### 3.4 信用债基金的优选

基金优选是要找出在所在的策略风格上有较好管理能力的产品。可以根据收益率和评级利差的节点变化，判断因子变化方向的准确性，并进行量化打分来判断管理能力的强弱。

首先，按照十年国债收益率变化将债券市场分为牛市（2016Q1-2016Q3、2018Q1-2020Q1）和熊市（2016Q4-2017Q4、2020Q2-2020Q4），共四个阶段；按照评级利差变化分为走阔（2016Q1-2018Q3）和震荡（2018Q4-2020Q4）两个阶段。

图表21 十年期国债收益率走势



资料来源：Wind，平安证券研究所，截至20201231

图表22 兴业研究利差 评级利差：AAA与AA+



资料来源：Wind，平安证券研究所，截至20201231

然后，通过两个季度间信用因子和违约因子暴露值的变化方向，来判断该基金的信用策略调整是否符合市场。该方法与《债券基金系列研究（五）：探究久期管理能力 20210202》3.2 节中所述一致。具体来说有分为提前布局与顺势调整，提前布局加 2 分，顺势调整加 1 分，调整错误不加分。

最后对不同分类和不同管理经验的基金经理，根据得分、业绩、回撤等定量因素，以及踩雷等定性因素，优选出了 16 只信用债基金（狭义 6 只，广义 10 只）。同时优选出 10 位老牌基金经理（管理年限 $\geq 5$  年）和 6 位新生代基金经理（管理年限 $< 5$  年）。当然整体来说，无论是采用信用利差、信用下沉、抑或是双策略等，都需要对市场和利差的变化有较好的预判和及时的调整。投资者可结合实际，选择符合自身投资目标的优秀产品与优秀基金经理。

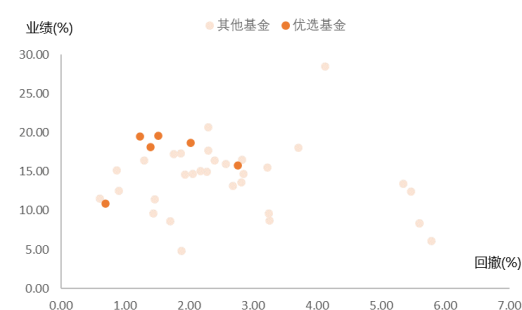
图表 23 信用债基金分类

	基金代码	基金简称	分类	2018-2020 收益 (%)	今年以来收益 (%)	基金经理	经理管理年限(年)
狭义信用债基金							
老牌基金经理	050027.OF	博时信用债纯债 A	信用下沉	15.81	1.18	张李陵	6.91
	000074.OF	工银信用纯债一年 A	信用利差	19.49	0.90	何秀红	10.17
	160618.OF	鹏华丰泽	信用利差	18.71	0.78	祝松,邓明明	7.14/1.85
新生代经理	004672.OF	华夏短债 A	信用下沉	10.86	1.09	刘明宇	4.23
	000069.OF	国投瑞银中高等级 A	双策略	19.60	0.72	宋璐	4.71
	161911.OF	万家强化收益	双策略	18.18	1.10	陈奕雯	2.14
广义信用债基金							
老牌基金经理	000277.OF	博时双月薪	信用下沉	21.57	0.50	陈凯杨	9.35
	002869.OF	融通通裕定期开放	信用下沉	21.13	2.56	张一格	7.9
	004024.OF	华泰保兴尊诚	信用利差	23.32	1.47	张挺	13.44
	001819.OF	兴全稳益定期开放	双策略	19.12	1.57	翟秀华,王健	5.07/2.67
	000024.OF	大摩双利增强 A	双策略	19.77	1.05	张雪	6.34
	001776.OF	中欧兴利	双策略	18.61	1.30	洪慧梅	8.57
	100072.OF	富国强回报 A	双策略	23.18	1.27	黄纪亮	8.13
新生代经理	000345.OF	鹏华丰融	信用下沉	37.51	1.13	刘涛	4.88
	000227.OF	华安年年红 A	信用利差	23.68	0.58	周益鸣	2.84
	003859.OF	招商招旭纯债 A	信用利差	17.43	1.67	郭敏	2.35

资料来源：Wind，平安证券研究所，今年以来数据截至 20210409

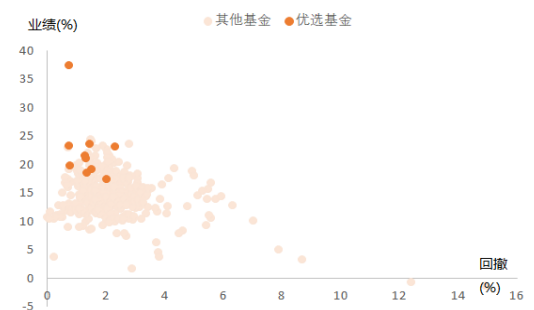
对优选出的基金，和同类型基金对比分析业绩和回撤情况。从结果看，优选的信用债基金的收益和回撤都在保持同类型的领先水平，体现出较为出色的信用管理能力。

图表 24 狭义信用债基金业绩&回撤(18-20 年)



资料来源：Wind，平安证券研究所，截至 20201231

图表 25 广义信用债基金业绩&回撤(18-20 年)



资料来源：Wind，平安证券研究所，截至 20201231

## 四、 风险提示

- 1) 部分基金投资信用债的占比变动较大，或影响基金的类型划分，不同的划分方法或得到不同的分析结果；
- 2) 信用债基金的投资受多个维度的影响，本报告模型或产生一定的误差，进而影响报告结论；
- 3) 本篇仅分析历史数据，不代表未来业绩。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）  
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）  
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$  之间）  
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）  
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$  之间）  
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

# 平安证券

## 平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：（021）33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033