

基金研究系列（14）： 抽丝剥茧，详解纯债基金



胡锦涛

SAC 执证编号: S0080521010009
SFC CE Ref: BRH669
jinyao.hu@cicc.com.cn



刘均伟

SAC 执证编号: S0080520120002
SFC CE Ref: BQR365
junwei.liu@cicc.com.cn



王汉锋

SAC 执证编号: S0080513080002
SFC CE Ref: AND454
hanfeng.wang@cicc.com.cn

纯债基金市场发展

市场规模：总规模突破五万亿元，十年来经历三轮扩容。截至 2021 年底，全市场纯债基金两千余只，总规模达到 5.6 万亿元，占债券型基金的 71%，占全部公募基金的 22%。其中，定开纯债基金占比过半，总规模达 2.8 万亿元，已成为纯债基金的主力品种；中长期纯债基金规模紧随其后。近十年以来，市场行情和监管政策等因素助推了纯债基金的发展，从存量规模与新发数量来看，纯债基金经历了三轮扩容潮。

竞争格局：集中度迅速下行，机构头部格局初具。1) 机构方面，头部格局初具，规模前二十机构排名有所更迭，博时基金、中银基金稳居前两位，富国、交银施罗德、华安新进前二十。2) 细分类别来看，基金公司各有所长，银行系、保险系基金公司有一定优势。3) 产品方面，规模集中度迅速下行，前十大产品主要为定开纯债基金。

投资者结构：机构投资者持有份额持续上升，个人投资者偏好短期纯债。1) 从整体来看，纯债基金的机构持有比例自 2017 年起一直维持在 95% 以上。2) 从头部管理机构来看，截至 2021 年 6 月底，纯债基金个人投资者占比几乎均低于 10%（汇添富基金除外），近年来持续下降；农银汇理基金、中银证券、浦银安盛基金三家银行系基金管理人的纯债基金机构投资者持仓比例达到 100%。

纯债基金风格识别与策略推断

核心难点：与权益基金相比，纯债基金的公开数据更加匮乏，信息披露的频率较低，尤其是持仓信息代表性不足，因此，长期以来该领域相关研究较少。我们希望通过充分挖掘有限的可用信息，从细微之处入手探索纯债基金的投资风格及策略。**投资风格识别：**充分挖掘定期报告信息，结合纯债基金获得收益的配置特征和操作手段，主要从**券种配置、信用等级、久期长短和杠杆水平**等四个方面来分析纯债基金的投资风格，并根据各期风格转移概率观察风格持续性。1) 券种：利率债风格产品逐渐占主流；2) 信用：纯债基金对于信用下沉策略使用谨慎；3) 久期：长久期风格产品持续缩减，久期风格持续性较弱；4) 杠杆：运作管理办法以来，纯债基金杠杆风格趋于平稳。**投资策略推断：**从收益来源到持仓风格。从大类层面看，根据债券票息收入和波段交易收入的贡献度及同类相对排名，可以判断某一纯债基金在报告期是以票息增厚策略为主，还是同时进行了波段交易；其次，结合投资风格识别象限确认纯债基金子策略使用。

纯债基金能力圈刻画与机构偏好

一脉相承构建多维能力圈指标体系。与“固收+”基金体系和而不同，在原有的基础上做几点修改和补充，从组合管理能力、债券投资能力、收益获取能力、风险控制能力、投资持有体验、顺境进攻能力及逆境防御能力等七个维度对纯债基金进行更全面的能力刻画。

公募FOF偏好哪类纯债基金。截至 2021 年底FOF总规模超过 2000 亿元，其中，“固收+”特征的偏债混合FOF占主导地位，纯债基金是FOF产品的基石投资标的。1) **从整体规模来看**，FOF投资纯债基金的总规模和占比均同步提升，截至 2021 年中报，FOF配置纯债基金的比例已超过 30%。2) **从类别分布来看**，FOF产品更偏好基本不持有转债的中长期纯债基金，2020 年以来被动纯债基金占比亦有所增加。3) **从机构偏好来看**，FOF产品选择内部基金的比例较高（30%左右），易方达、富国、交银施罗德、南方等基金公司的纯债基金FOF持仓市值靠前。4) **从基金偏好来看**，FOF持仓次数靠前的主动纯债基金风格不尽相同，其中，各维度指标较为突出的当属大摩双利增强A，近两年年化收益达 5.06%；票息增厚策略和波段交易策略交替，偏好信用下沉，久期、杠杆水平相对较高。

- 金融产品 | 基金研究系列（13）：“动静结合”看规模对收益影响 (2022.02.23)
- 金融产品 | 基金研究系列（12）：可转债基金面面观 (2021.10.28)
- 金融产品 | 基金研究系列（11）：“方以类聚，物以群分”——主动权益基金主题分类 (2021.10.15)
- 金融产品 | 基金研究系列（10）：波动行情下关注基金择时能力 (2021.10.14)
- 金融产品 | 基金研究系列（9）：FOF的未来，是星辰大海 (2021.09.08)

目录

纯债基金市场发展	4
市场规模：总规模突破五万亿元，十年来经历三轮扩容	5
竞争格局：集中度迅速下行，机构头部格局初具	7
投资者结构：机构投资者持有份额持续上升，个人投资者偏好短期纯债	10
纯债基金风格识别与策略推断	11
投资风格识别：充分挖掘定期报告信息	11
投资策略推断：从收益来源到持仓风格	17
纯债基金能力圈刻画与机构偏好	21
一脉相承构建多维能力圈指标体系	21
公募 FOF 偏好哪类纯债基金	22
附录	25
基金日均规模估计方法对比	25
顺境进攻能力&逆境防御能力计算	25

图表

图表 1：债券型基金分类	4
图表 2：债券基金发展大事件	5
图表 3：纯债基金总规模突破五万亿元，在债券型基金中占比超七成	5
图表 4：从新基发行数量看纯债基金的三轮扩容	6
图表 5：定开纯债基金在纯债基金总规模中占比过半	6
图表 6：纯债基金规模环比增速与债市走势密切相关	6
图表 7：前十机构近三年市占率从近 50%降至 32%	7
图表 8：规模前二十机构市占率 54%	7
图表 9：规模前二十纯债基金管理机构排名更迭	8
图表 10：细分类别纯债基金机构管理规模排名	8
图表 11：产品规模集中度迅速下行	9
图表 12：规模前二十大产品占比不足 9%	9
图表 13：细分类别纯债基金规模靠前产品明细	9
图表 14：纯债基金投资者结构变迁（规模加权）	10
图表 15：各类纯债基金机构投资者占比变化	10
图表 16：规模前二十机构的纯债基金投资者结构变化	10
图表 17：纯债基金信息披露特征	11
图表 18：纯债基金投资风格象限	12
图表 19：利率债与信用债细分品种	13
图表 20：纯债基金券种投资风格分布（2021 年底）	13
图表 21：近年来纯债基金券种配置风格变化（基金数量占比）	13
图表 22：近年来纯债基金券种配置风格变化（基金规模占比）	13
图表 23：纯债基金各期券种配置风格转移概率	13

图表 24: 某纯债基金半年报信用风险模块债券信用评级列示	14
图表 25: 纯债基金中偏好信用下沉策略的产品占比持续下降	15
图表 26: 纯债基金各期信用等级风格转移概率	15
图表 27: 某纯债基金半年报利率风险敏感性分析模块信息披露列示	16
图表 28: 近年来纯债基金长久期风格偏好持续缩减	16
图表 29: 纯债基金各期久期风格转移概率	16
图表 30: 近年来纯债基金偏好中低杠杆投资风格	17
图表 31: 纯债基金各期杠杆风格转移概率	17
图表 32: 债券基金中固收类资产策略推断思路	17
图表 33: 各类纯债基金收益分解（历年均值）	19
图表 34: 纯债基金 A 对票息依赖度高	20
图表 35: 纯债基金 A 偏好中长久期、高杠杆	20
图表 36: 纯债基金 A 长期偏好信用债风格	20
图表 37: 纯债基金 A 阶段性采用下沉资质策略	20
图表 38: 纯债基金投资能力刻画指标体系	21
图表 39: 债券市场各大类债券总体表现	22
图表 40: 公募 FOF 偏好更纯粹的不含权纯债基金	22
图表 41: 公募 FOF 持有内部纯债基金占比	22
图表 42: 公募 FOF 持仓纯债基金市值前十的管理机构	23
图表 43: 公募 FOF 持仓市值前十的纯债基金明细（2021 年中报全持仓）	23
图表 44: 公募 FOF 持仓数量前十的纯债基金明细（2021 年中报全持仓）	23
图表 45: 公募 FOF 持仓数量前十的纯债基金收益、风格、策略及组合管理特征（主动纯债基金）	24
图表 47: 基金日均规模估计方法对比	25
图表 48: 加权利润率反推规模估计法准确率高	25

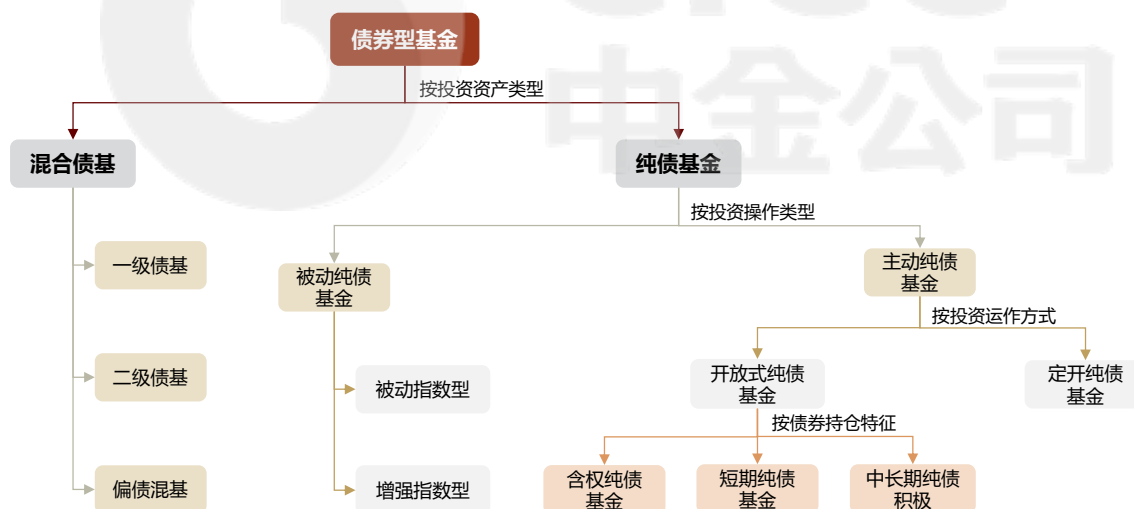
与权益基金相比，纯债基金的公开数据更加匮乏，信息披露的频率较低，尤其是持仓信息代表性不足，因此，长期以来该领域相关研究较少，研究难度相对较大。但作为机构资金长期配置的基石标的，纯债基金的投资风格、投资策略及投资能力等仍是亟待解决且备受关注的问题。本篇报告我们希望通过充分挖掘有限的可用信息，从细节入手探索纯债基金的投资风格及策略，展示机构偏好的纯债基金能力圈分布情况。

纯债基金市场发展

国内市场债券型基金可分为纯债型基金与混合型基金，前者无法直接投资于股票资产，而后者可以根据规定适当参与股票投资。从投资操作类型来看：纯债型基金可以根据运作方式分为被动纯债基金和主动纯债基金；从运作方式来看：主动纯债基金又可分为开放式纯债基金和定期开放式纯债基金（下简称“定开纯债基金”）；从持仓特征来看：开放式纯债基金又可进一步划分为短期纯债基金、中长期纯债基金和含权纯债基金。

具体而言，定开纯债基金是对纯粹开放式基金和封闭式基金的创新，除了开放周期有别于开放式纯债基金，可以适当降低基金赎回压力、提高资金利用率外，其“杠杆套息”特点更能以高杠杆比例提升获利效率（定开纯债基金杠杆率上限为 200%）。而如何定义含权纯债基金，我们主要考虑到可转债、可交债的收益结构与其他债券类资产存在较大差异，因此将当前报告期转债持仓占比超过 5% 的产品划分为含权纯债基金。

图表 1：债券型基金分类



资料来源：中金公司研究部

市场规模：总规模突破五万亿元，十年来经历三轮扩容

顺应资管市场发展，近二十年来产品形式不断创新。相较于混合型债基，纯债基金推出的时间相对晚一点，国内第一只纯债基金招商安泰债券成立于 2003 年 4 月，其含权比例变化相对较大，转债持仓最高占比曾超过 30%。同年 10 月，市场首只被动纯债基金长盛全债指数增强发行，此后被动纯债基金经历了较长时间的发行空窗期，2018 年末以来伴随着被动基金市场发展进入快车道，被动纯债基金也同步经历扩容。与被动纯债基金类似，首只短期纯债基金于 2006 年发行的，但直到 2018 年开始规模才逐渐增长。2012 年是纯债基金时隔五年再次密集发行的时候，也诞生了首只定开纯债基金国联安心增长 A。随着 2018 年资管新规落地实施，摊余成本法债基作为符合资管新规要求的过渡品种亦经历了一段发行高峰。

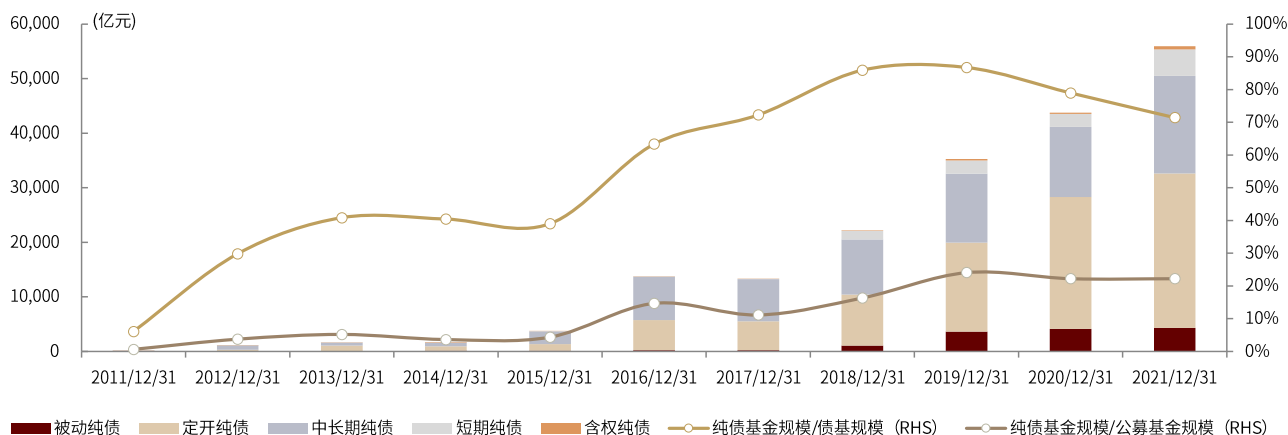
图表 2：债券基金发展大事件



资料来源：证监会，央行，万得资讯，中金公司研究部

纯债基金总规模突破五万亿元，定开纯债基金占比过半。总体来看，截至 2021 年底，全市场纯债基金两千余只，总规模达到 5.6 万亿元，占债券型基金的 71%，占全部公募基金的 22%。分类来看，定开纯债基金占比过半，总规模 2.8 万亿元；中长期纯债基金规模紧随其后，达到 1.8 万亿元，占比 32%；短期纯债基金、被动纯债基金及含权纯债基金目前规模相对较小，占比分别 8.7%、7.7%、1.0%。趋势来看，伴随着 2019 年以来股票市场行情持续上行，基金投资热情高涨，各类公募基金均迎来了规模大扩容，但相比之下纯债基金在整个公募基金中的占比反而有所下滑；2018 年之后，定开纯债基金逐渐超越中长期纯债规模，成为纯债基金的主力品种。

图表 3：纯债基金总规模突破五万亿元，在债券型基金中占比超七成

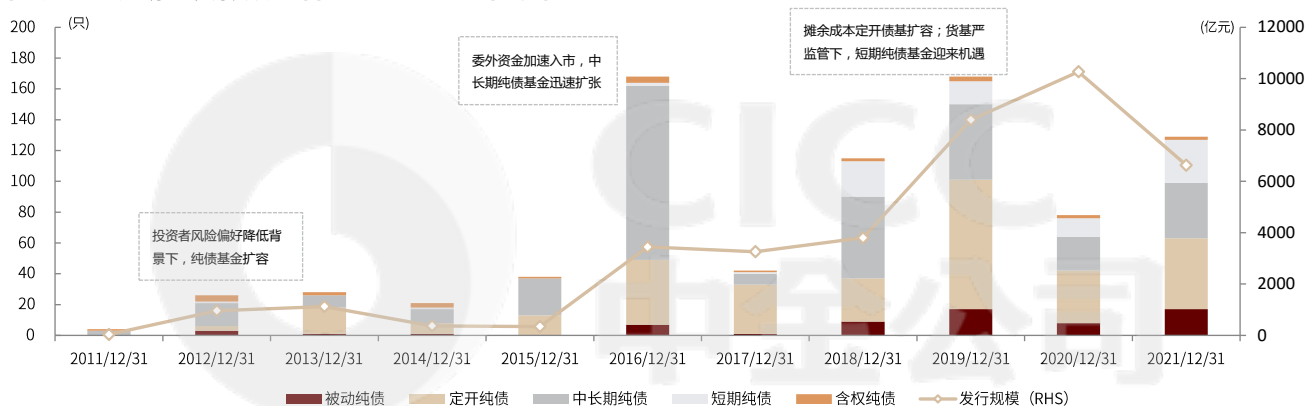


资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.12.31

近十年以来，市场行情和监管政策等因素助推了纯债基金的发展，从存量规模与新发数量来看，纯债基金经历了三轮扩容潮：

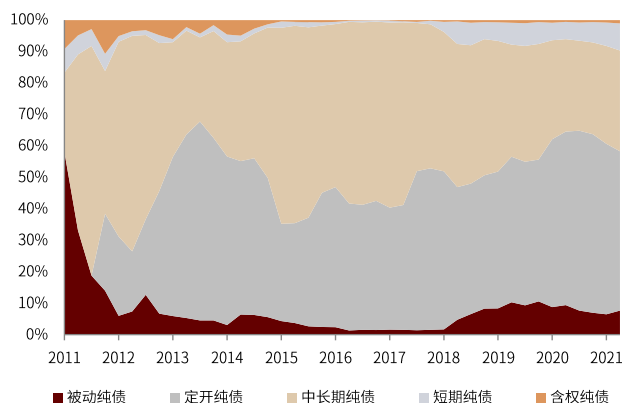
- **2012~2013 年：**股市受挫促使投资者风险偏好下降，纯债基金这一低风险品种在市场上热销，2013 年新发产品数量超过了偏股型基金，达到 130 只，占当年新发公募基金数量的 1/3 左右。
- **2015~2016 年：**“资产荒”背景下银行、保险等机构积累大量流动性，委外资金借道公募加速入市，助力纯债基金迅速扩容，2015、2016 年纯债基金规模同比增长分别达 119% 和 269%。2016 年四季度新发纯债基金 165 只，为历史以来的季度发行峰值，其中，中长期纯债基金占比达 68%。
- **2018~2020 年：**资管新规后摊余成本定开纯债基金迎来发展机遇，定开纯债基金在纯债基金中的规模占比由 2017 年末的 31% 升至 2020 年末的 55%；此外，严监管下的货币基金发行寥寥，短债基金承接部分货基资金，市场存量规模也由 2017 年末的 50 亿爆发式增长至 2018 年末的 1585 亿元。

图表 4：从新基发行数量看纯债基金的三轮扩容



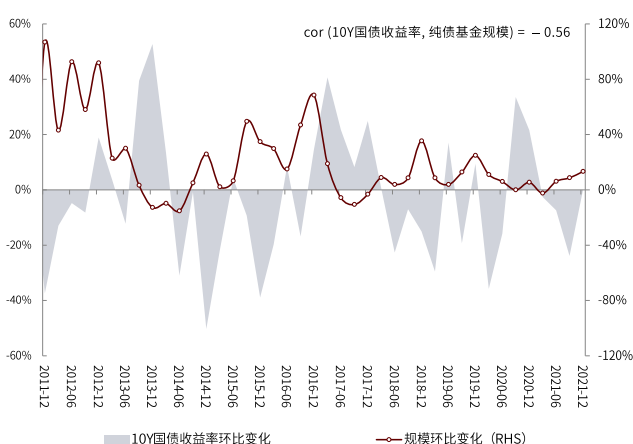
资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.12.31

图表 5：定开纯债基金在纯债基金总规模中占比过半



资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.12.31

图表 6：纯债基金规模环比增速与债市走势密切相关

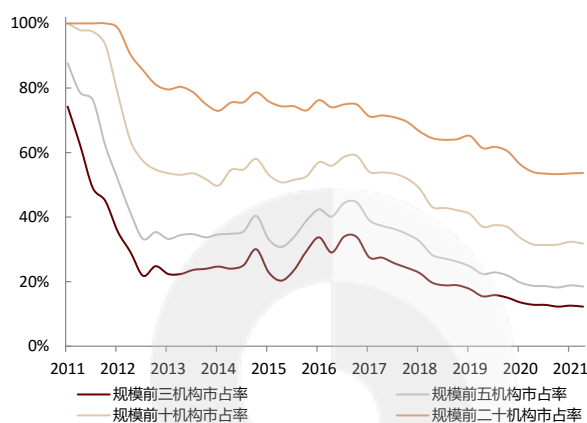


资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.12.31

竞争格局：集中度迅速下行，机构头部格局初具

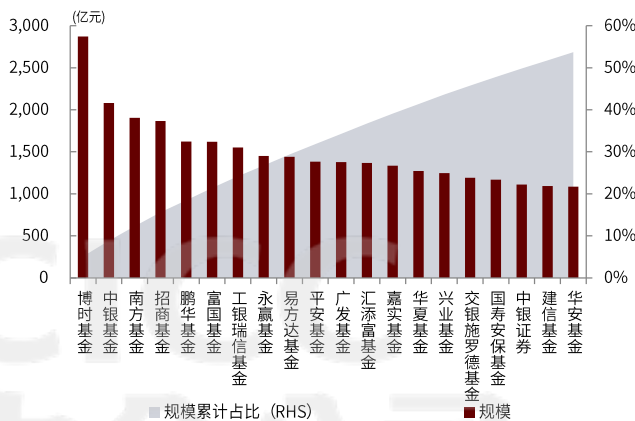
机构方面，头部格局初具，规模前二十机构排名有所更迭。第一轮扩容潮引发头部机构市场份额迅速下降，近年来头部机构市占率持续稳步下行，规模前十机构近三年市占率由近 50% 降至 32%。规模前二十机构名单近年来相对稳定，博时基金、中银基金稳居前二位；截至 2021 年末，新进入前二十大机构中 3 家机构分别为富国、交银施罗德、华安；其中，富国基金由 22 名大幅跃升至第 6 名，主要源于富国两年期理财、富国信用债等产品规模扩张；而农银汇理基金则由第 5 名下滑至 35 名，主要由于定开纯债基金农银汇理金穗 3 个月超 700 亿元的大规模赎回影响。由此也可一定程度看出，由于纯债基金主要被机构持有，尤其是定制型产品的规模变化对于机构排名的影响较大。

图表 7：前十机构近三年市占率从近 50% 降至 32%



资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.12.31

图表 8：规模前二十机构市占率 54%



资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.12.31

细分类别来看，基金公司各有所长，银行系、保险系基金公司有一定优势。1) 纯债基金管理总规模蝉联首位的博时基金，其中长期纯债、定开纯债基金及短期纯债基金均较为靠前。2) 中银基金连续数年稳居定开纯债基金规模榜首，招商、博时、工银瑞信规模紧随其后，且均超过千亿元。3) 中长期纯债基金方面，博时、永赢管理规模均超过千亿元，近年来排名稳定。4) 被动纯债基金方面，南方基金管理规模最大，自 2018 年以来稳定在前三，旗下南方 1-3 年国开债当前规模居首位。5) 含权纯债基金方面，鹏华基金管理规模最大，其总体纯债基金管理规模近年来增幅显著，截至 2021 年底已进入前五。

图表 9：规模前二十纯债基金管理机构排名更迭

日期	2021/12/31			2020/12/31			2019/12/31			2018/12/31		
排名	基金管理人	数量	规模（亿元）	基金管理人	数量	规模（亿元）	基金管理人	数量	规模（亿元）	基金管理人	数量	规模（亿元）
1	博时基金	109	2871.37	博时基金	105	2185.24	博时基金	96	2139.91	博时基金	81	1676.73
2	中银基金	47	2082.05	中银基金	45	2055.53	中银基金	37	2050.70	中银基金	30	1563.22
3	南方基金	67	1905.00	招商基金	54	1390.51	广发基金	46	1265.52	广发基金	32	1126.44
4	招商基金	57	1866.62	建信基金	28	1285.37	平安基金	50	1242.61	招商基金	40	1024.91
5	鹏华基金	65	1621.94	农银汇理基金	16	1270.23	招商基金	44	1195.43	农银汇理基金	7	875.41
6	富国基金	40	1619.07	工银瑞信基金	34	1207.59	农银汇理基金	13	1177.24	建信基金	14	800.31
7	工银瑞信基金	36	1551.71	永赢基金	48	1123.42	南方基金	47	1142.86	永赢基金	23	704.43
8	永赢基金	54	1451.45	兴业基金	38	1121.57	中银证券	8	969.97	平安基金	25	613.67
9	易方达基金	39	1441.89	平安基金	63	1091.92	建信基金	23	961.22	工银瑞信基金	19	598.10
10	平安基金	70	1382.83	国寿安保基金	26	1089.72	永赢基金	39	932.03	南方基金	29	593.52
11	广发基金	55	1376.42	广发基金	53	1073.08	嘉实基金	35	912.35	嘉实基金	21	552.39
12	汇添富基金	38	1367.21	南方基金	62	1061.20	汇添富基金	27	900.11	兴业基金	25	542.11
13	嘉实基金	47	1333.78	鹏华基金	59	1054.61	兴业基金	28	892.09	中银证券	6	496.60
14	华夏基金	39	1272.92	汇添富基金	33	1040.15	鹏华基金	46	886.65	汇添富基金	17	488.76
15	兴业基金	40	1246.53	嘉实基金	42	1010.27	工银瑞信基金	28	881.94	浦银安盛基金	18	471.86
16	交银施罗德基金	22	1191.14	中银证券	12	1004.90	国寿安保基金	18	878.87	中加基金	21	470.85
17	国寿安保基金	32	1167.90	易方达基金	34	989.94	易方达基金	28	836.21	易方达基金	20	459.16
18	中银证券	15	1109.22	浦银安盛基金	31	947.31	民生加银基金	18	833.34	国泰基金	13	426.90
19	建信基金	30	1093.76	华夏基金	34	819.24	中加基金	30	785.32	国寿安保基金	9	426.33
20	华安基金	32	1085.48	中加基金	35	818.87	富国基金	28	778.47	民生加银基金	12	387.12

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.12.31

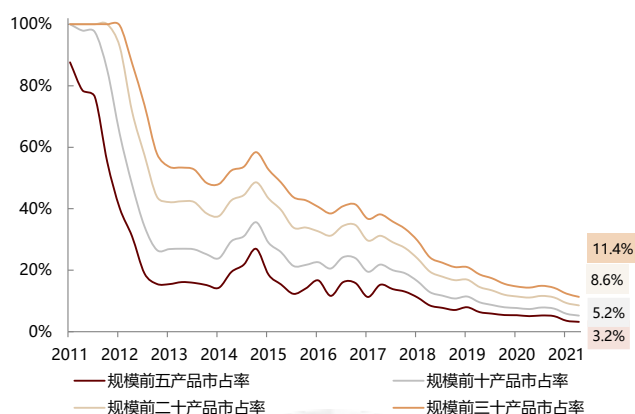
图表 10：细分类别纯债基金机构管理规模排名

类型	被动纯债			定开纯债			中长期纯债			短期纯债			含权纯债		
排名	机构	规模	排名趋势	机构	规模	排名趋势	机构	规模	排名趋势	机构	规模	排名趋势	机构	规模	排名趋势
1	南方基金	308.7		中银基金	1561.2		博时基金	1123.0		财通证券资管	430.6		鹏华基金	91.9	
2	广发基金	276.0		招商基金	1107.6		永赢基金	1050.2		博时基金	422.8		华泰保兴基金	78.5	
3	汇添富基金	272.7		博时基金	1094.3		富国基金	724.5		汇添富基金	309.2		平安基金	76.9	
4	国寿安保基金	246.2		工银瑞信基金	1084.7		交银施罗德基金	696.4		天弘基金	292.4		南方基金	71.6	
5	博时基金	231.3		富国基金	799.1		南方基金	686.8		交银施罗德基金	239.9		安信基金	51.4	
6	易方达基金	200.3		兴业基金	722.5		招商基金	647.5		平安基金	228.8		中银基金	28.1	
7	中银基金	187.6		南方基金	717.3		鹏华基金	647.3		华夏基金	217.9		国泰基金	27.9	
8	平安基金	163.1		中银证券	716.6		易方达基金	529.1		嘉实基金	198.6		兴证全球基金	19.3	
9	鹏华基金	158.5		浦银安盛基金	673.1		嘉实基金	500.0		建信基金	171.5		新疆前海联合基金	17.5	
10	工银瑞信基金	156.8		广发基金	668.6		华夏基金	471.8		大成基金	166.2		国寿安保基金	14.4	
11	长城基金	150.1		鹏华基金	636.4		万家基金	470.8		华安基金	156.6		永赢基金	14.3	
12	华夏基金	135.6		易方达基金	596.8		平安基金	443.3		南方基金	120.6		安信资管	11.3	
13	交银施罗德基金	114.6		嘉实基金	575.8		兴业基金	442.3		易方达基金	115.8		金鹰基金	9.5	
14	上银基金	113.2		建信基金	547.8		国寿安保基金	416.8		财通基金	114.9		申万菱信基金	9.3	
15	建信基金	112.3		华安基金	523.5		中银证券	392.6		招商基金	111.4		海通资管	9.2	
16	海富通基金	110.5		中加基金	516.0		中加基金	361.2		创金合信基金	110.4		国投瑞银基金	9.1	
17	浦银安盛基金	108.4		汇添富基金	512.5		广发基金	322.0		广发基金	109.9		泓德基金	8.9	
18	国泰基金	107.8		平安基金	470.7		华安基金	315.8		工银瑞信基金	106.2		民生加银基金	4.9	
19	银华基金	107.0		天弘基金	465.8		中银基金	300.2		中欧基金	101.4		中邮基金	2.2	
20	民生加银基金	104.7		国寿安保基金	451.6		汇添富基金	272.9		永赢基金	94.2		泰达宏利基金	2.1	

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.12.31，规模单位为亿元

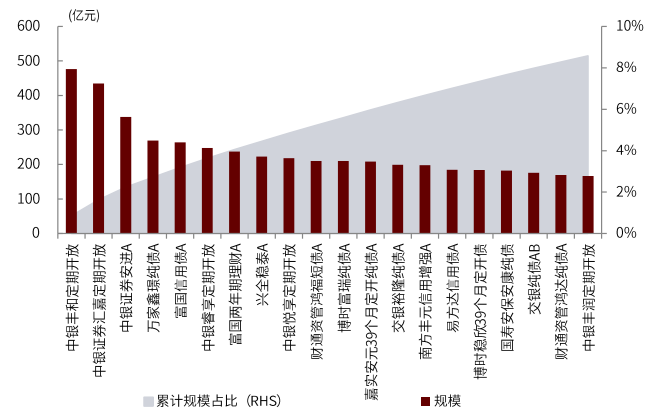
产品方面，规模集中度迅速下行，前十大产品主要为定开纯债基金。自 2016 年纯债基金大幅扩容以来，产品规模集中度快速下行，规模前二十产品市占率下降至不足 9%。截至 2021 年底，规模前十大产品中，定开纯债基金占主流，前三大均来自中银基金；此外，中长期纯债基金占四席，短期纯债基金占一席。

图表 11：产品规模集中度迅速下行



资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.12.31

图表 12：规模前二十大产品占比不足 9%



资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.12.31

图表 13：细分类别纯债基金规模靠前产品明细

基金类型	排名	基金代码	基金名称	规模 (亿元)	基金管理人	基金成立日	规模变化趋势
被动纯债	1	006491.OF	南方1-3年国开债A	166.19	南方基金	2018-11-08	■
	2	007010.OF	国寿安保1-3年国开债A	166.11	国寿安保基金	2019-03-06	■
	3	007147.OF	博时中债1-3年国开行A	145.26	博时基金	2019-04-22	■
	4	001021.OF	华夏亚债中国A	105.17	华夏基金	2011-05-25	■
	5	007289.OF	汇添富中债1-3年农发债A	100.18	汇添富基金	2019-06-19	■
定开纯债	1	004722.OF	中银丰和定期开放	476.37	中银基金	2017-06-23	■
	2	005309.OF	中银证券汇嘉定期开放	434.37	中银证券	2018-03-26	■
	3	003313.OF	中银睿享定期开放	248.06	中银基金	2016-09-22	■
	4	002898.OF	富国两年定期理财A	237.14	富国基金	2016-12-01	■
	5	003213.OF	中银悦享定期开放	218.47	中银基金	2016-09-28	■
中长期纯债	1	003929.OF	中银证券安进A	337.96	中银证券	2016-12-05	■
	2	003327.OF	万家鑫瑞纯债A	269.06	万家基金	2016-09-18	■
	3	000191.OF	富国信用债A	264.27	富国基金	2013-06-25	■
	4	003949.OF	兴全稳泰A	222.88	兴全全球基金	2016-12-16	■
	5	004200.OF	博时富瑞纯债A	210.11	博时基金	2017-03-03	■
短期纯债	1	007915.OF	财通资管鸿福短债A	210.40	财通证券资管	2019-10-15	■
	2	004672.OF	华夏短债A	155.88	华夏基金	2017-12-06	■
	3	000783.OF	博时季季享三个月A	155.55	博时基金	2019-09-05	■
	4	070009.OF	嘉实超短债C	144.05	嘉实基金	2006-04-26	■
	5	000084.OF	博时安盈A	132.32	博时基金	2013-04-23	■
含权纯债	1	005159.OF	华泰保兴尊合A	78.52	华泰保兴基金	2017-11-21	■
	2	005750.OF	平安双债添益A	76.86	平安基金	2018-06-04	■
	3	000997.OF	南方双元A	71.58	南方基金	2015-02-10	■
	4	160622.SZ	鹏华丰利LOF	61.32	鹏华基金	2016-04-25	■
	5	750002.OF	安信目标收益A	41.63	安信基金	2012-09-25	■

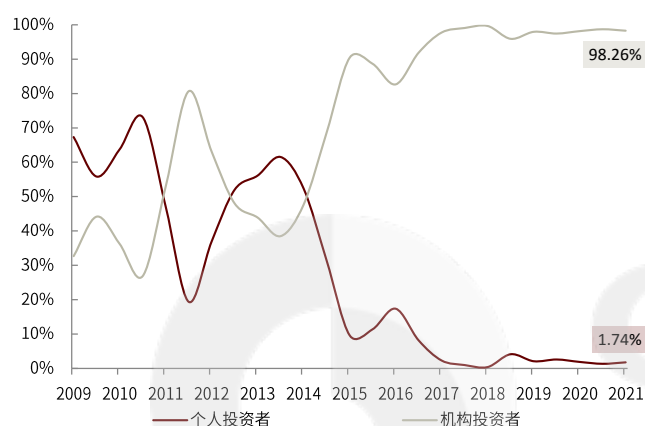
资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.12.31

投资者结构：机构投资者持有份额持续上升，个人投资者偏好短期纯债

从整体来看，纯债基金的机构持有比例自 2017 年起一直维持在 95% 以上。截至 2021 年 6 月底，机构投资者持有份额占比达到 98.3%（规模加权），主要受到定开纯债基金的拉动。而相比之下，风险和收益水平更接近于理财产品的短期纯债基金更受个人投资者欢迎，自然人持有份额占比达 31.4%。

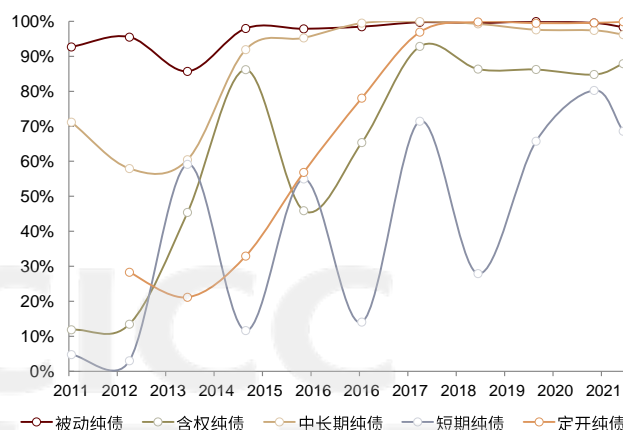
从头部管理机构来看，截至 2021 年 6 月底，1) 纯债基金个人投资者占比几乎均低于 10%（汇添富基金除外），近年来持续下降；2) 农银汇理基金、中银证券、浦银安盛基金三家银行系基金管理人的纯债基金机构投资者持仓比例达到 100%，产品主要集中于定开纯债基金。

图表 14：纯债基金投资者结构变迁（规模加权）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.06.30

图表 15：各类纯债基金机构投资者占比变化



资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.06.30

图表 16：规模前二十机构的纯债基金投资者结构变化

最新一期 规模排名	基金管理人	机构投资者比例					
		2021/6/30	2020/12/31	2019/12/31	2018/12/31	2017/12/31	2016/12/31
1	博时基金	95.54%	99.31%	99.14%	99.15%	88.88%	92.52%
2	中银基金	99.96%	99.85%	99.95%	99.90%	99.81%	98.63%
3	招商基金	99.68%	99.64%	99.82%	99.95%	98.49%	99.67%
4	南方基金	96.56%	97.48%	98.18%	95.90%	81.07%	77.27%
5	农银汇理基金	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	99.98%	99.97%
6	工银瑞信基金	99.67%	99.71%	99.90%	99.94%	99.87%	99.76%
7	兴业基金	99.73%	99.76%	99.70%	99.93%	99.65%	64.84%
8	富国基金	97.01%	96.33%	92.24%	97.49%	97.57%	57.94%
9	永赢基金	99.94%	99.99%	99.99%	100.00%	100.00%	100.00%
10	汇添富基金	85.88%	99.21%	99.30%	99.96%	99.82%	75.11%
11	中银证券	100.00%	100.00%	99.99%	100.00%	100.00%	-
12	易方达基金	94.67%	93.39%	89.29%	98.86%	98.95%	87.20%
13	广发基金	98.27%	95.80%	96.44%	91.00%	96.30%	80.24%
14	平安基金	99.50%	99.14%	93.79%	87.18%	99.43%	99.62%
15	鹏华基金	97.08%	95.75%	93.27%	94.91%	94.61%	62.61%
16	国寿安保基金	99.90%	99.79%	99.85%	100.00%	99.99%	99.82%
17	华夏基金	94.81%	96.58%	93.38%	98.03%	99.20%	95.24%
18	浦银安盛基金	100.00%	100.00%	99.99%	99.89%	91.22%	77.30%
19	嘉实基金	91.88%	85.99%	48.30%	21.17%	99.01%	95.77%
20	建信基金	99.63%	99.51%	99.81%	99.96%	100.00%	99.91%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.06.30

纯债基金风格识别与策略推断

在有限的公开数据中挖掘纯债基金可用信息。与权益基金相比，纯债基金的公开数据更加匮乏，具体来看：1) 资产配置、持股情况及基金三大报表等与权益基金相同；2) 债券类资产作为纯债基金主要投资标的持仓明细仅披露前五大且重仓券占基金资产比例不高；3) 其他含权资产如可转债披露处于转股期的全部转债明细。总的来看信息披露的频率较低，尤其是持仓信息代表性不足，因此，长期以来该领域相关研究较少。但作为机构资金长期配置的一类标的，纯债基金的投资风格、投资策略及投资能力等仍是亟待解决且备受关注的问题。本章节我们希望通过充分挖掘有限的可用信息，从细节入手探索纯债基金的投资风格及策略。

图表 17：纯债基金信息披露特征

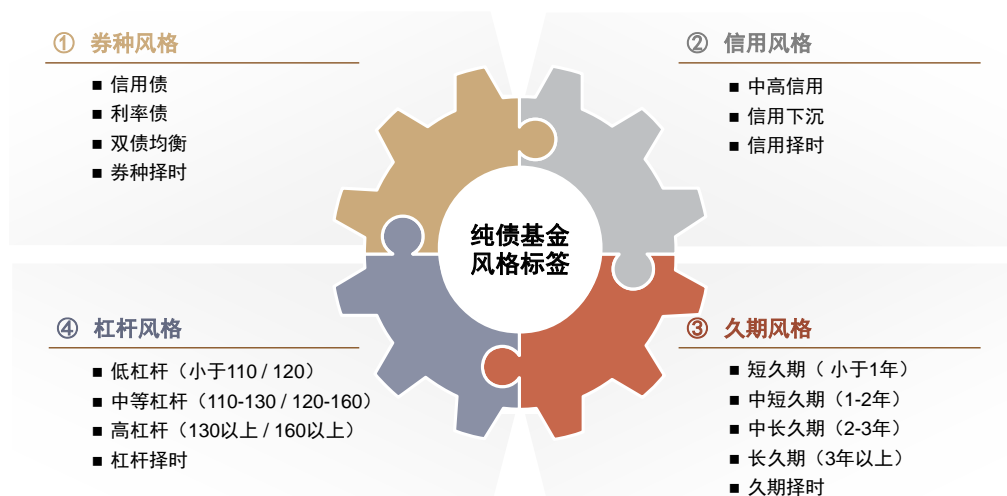
一级项目	二级项目	细项	季报	中报/年报	备注
投资组合报告	资产配置	权益、固收、基金、衍生品等	Y	Y	
	股票	行业分类（证监会）	Y	Y	
		股票明细	前十大	全持仓	
		买入股票的成本总额 卖出股票的收入总额	N	Y	股票换手率估计
		股票投资组合的重大变动	N	Y	
	债券	券种配置	Y	Y	
		债券明细	前五大	前五大	久期估计
		可转债明细	处于转股期	处于转股期	
		ABS明细	前十大	前十大	
资产负债表	资产、负债、所有者权益等		N	Y	
利润表	收入、费用、利润等		N	Y	收益分解
财务报表附注	各类资产公允价值变动收益		N	Y	
	债券投资信用评级（长期、短期）		N	Y	信用评级估计
	利率风险的敏感性分析		N	Y	久期估计
		N	Y	
份额持有人信息	持有人户数		N	Y	
	持有人结构		N	Y	是否定制基金估计
	基金前十名持有人		N	Y	
基金份额变动	基金份额总额、基金总赎回份额、基金总申购份额		Y	Y	基金份额换手率

资料来源：基金公告，中金公司研究部

投资风格识别：充分挖掘定期报告信息

与权益基金不同，纯债基金的主要投资风险来源于其所持有债券的利率风险、信用风险、流动性风险、杠杆风险和市场风险等，受宏观经济变量和政策影响较大。我们结合纯债基金获得收益的配置特征和操作手段，主要从券种配置、信用等级、久期长短和杠杆水平等四个方面来分析纯债基金的投资风格，本章节的核心在于具体风格确认的信息使用和数据处理。

图表 18：纯债基金投资风格象限



注：券种择时、信用择时、杠杆择时及久期择时判断需要观察连续多期数据

资料来源：中金公司研究部

► 券种风格：利率债风格产品逐渐占主流

纯债基金长期以来主要配置利率债和信用债，其配置比例受信用利差和宏观经济环境影响，根据基金当期持仓偏好，可以划分为利率债、信用债和双债均衡三种风格，进一步将连续多期券种配置风格发生大幅漂移的基金划分为券种择时风格。

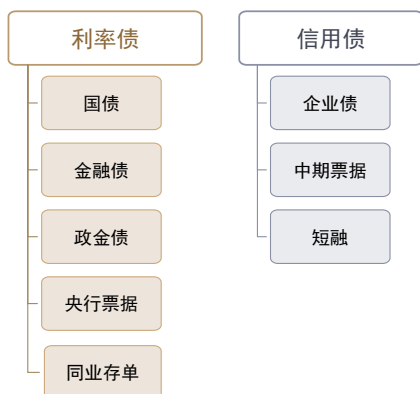
$$\text{券种风格} = \begin{cases} \text{利率债,} & \text{利率债市值/信用债市值} \geq 1.5 \\ \text{信用债,} & \text{信用债市值/利率债市值} \geq 1.5 \\ \text{双债均衡,} & \text{其他} \end{cases}$$

1) 从近年来纯债基金券种风格划分来看，偏好利率债风格的基金数量和规模占比同步提升，截至 2021 年底，半数以上的纯债基金偏好利率债风格，仅有不足 10% 的基金属于双债均衡型。2016 年以来我国债券市场信用风险加速暴露，违约事件发生频率上升，在信用风险逐步释放背景下债基信用债持仓市值/利率债持仓市值持续下滑。

2) 从不同券种风格产品的规模占比来看，资金更加青睐利率债风格的纯债产品，规模几乎是信用债风格产品的两倍。

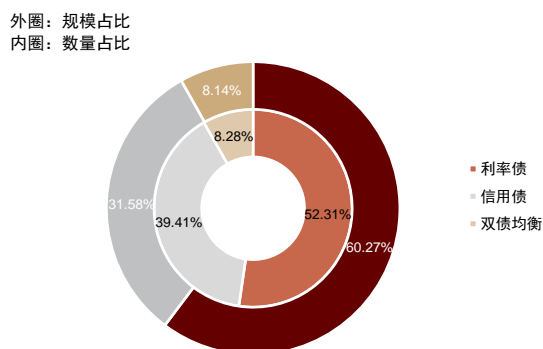
3) 从各期券种风格的转移概率来看，纯债基金对于券种的配置偏好持续性较强，半年度发生券种风格转换的比例普遍在 20% 左右。此外，值得关注的是，双债均衡型风格多为基金短期调整形成的风格偏离，历史上长期属于双债均衡型的纯债基金并不多，仅如创金合信尊盛、浦银安盛盛通等。

图表 19：利率债与信用债细分品种



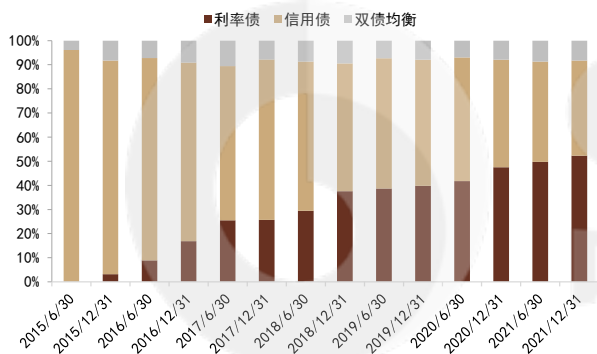
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 20：纯债基金券种投资风格分布（2021 年底）



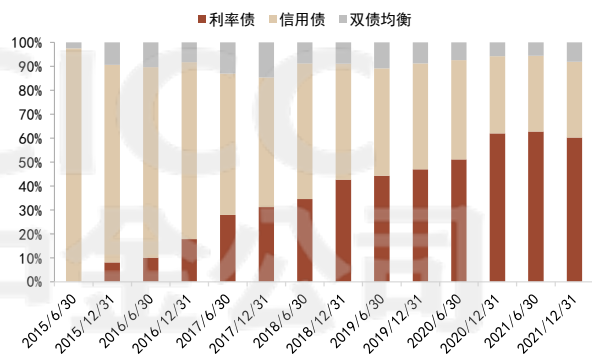
资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.12.31

图表 21：近年来纯债基金券种配置风格变化（基金数量占比）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.12.31

图表 22：近年来纯债基金券种配置风格变化（基金规模占比）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.12.31

图表 23：纯债基金各期券种配置风格转移概率

报告期	定开纯债基金	中长期纯债基金	含权纯债基金	短期纯债基金
2015/6/30	1.4%	3.2%	11.1%	
2015/12/31	10.2%	18.8%	0.0%	
2016/6/30	17.0%	16.5%	20.0%	16.7%
2016/12/31	13.0%	20.7%	25.0%	16.7%
2017/6/30	15.2%	20.2%	37.5%	0.0%
2017/12/31	20.1%	22.2%	8.3%	12.5%
2018/6/30	23.7%	19.3%	6.3%	11.1%
2018/12/31	22.6%	24.3%	29.4%	26.7%
2019/6/30	16.1%	14.4%	29.2%	20.0%
2019/12/31	13.0%	13.7%	10.7%	10.4%
2020/6/30	12.3%	14.6%	13.8%	12.5%
2020/12/31	14.5%	16.7%	30.3%	20.9%
2021/6/30	17.4%	16.7%	29.4%	12.2%
2021/12/31	18.3%	17.5%	26.3%	17.0%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.12.31

► 信用风格：纯债基金对于信用下沉策略使用谨慎

信用风险是纯债基金最主要的投资风险之一，尽管通过券种配置风格已经可以粗略了解基金的风险偏好，但并不能准确获知基金是否进行了信用下沉，为了进一步考察基金整体的信用评级，我们通过基金年报和半年报中信用风险模块债券信用评级列示所披露数据组合整理。

基金公告中，会将所投资债券按照长期和短期分别统计，高评级债券：包括短期信用评级属于 A-1 和长期信用评级属于 AAA 的；中低评级债券：包含短期信用评级 A-1 以下的和长期信用评级 AAA 以下的；未评级债券：主要涵盖了利率债品种和部分未有第三方机构评级的短融。我们将低评级债券占比超过 60% 的基金划分为偏好信用下沉风格的产品。需要提示的是，基金年报自 2017 年起才开始披露信用评级列示模块，目前仍存在个别基金不披露相关信息。因此，信用评级列示数据虽然对于基金整体信用情况的评估较重仓券加权更加准确，但历史可回溯区间相对较短，产品覆盖率不足 100% 的问题仍有待解决。

图表 24：某纯债基金半年报信用风险模块债券信用评级列示

6.4.13.2.1 按短期信用评级列示的债券投资

单位：人民币元

短期信用评级	本期末 2021年6月30日	上年度末 2020年12月31日
A-1	30,620,164.39	50,410,894.95
A-1 以下	0.00	0.00
未评级	382,870,684.94	383,977,807.66
合计	413,490,849.33	434,388,702.61

注：1. 债券评级取自第三方评级机构的债项评级。

2. 未评级债券为剩余期限在一年以内的国债、政策性金融债、央票及未有第三方机构评级的短期融资券。

3. 债券投资以全价列示。

6.4.13.2.4 按长期信用评级列示的债券投资

单位：人民币元

长期信用评级	本期末 2021年6月30日	上年度末 2020年12月31日
AAA	4,616,910,914.76	3,415,243,121.79
AAA 以下	1,097,097,280.10	1,393,766,667.76
未评级	655,399,203.52	0.00
合计	6,369,407,398.38	4,809,009,789.55

注：1. 债券评级取自第三方评级机构的债项评级。

2. 未评级债券为剩余期限大于一年的国债、政策性金融债和央票。

3. 债券投资以全价列示。

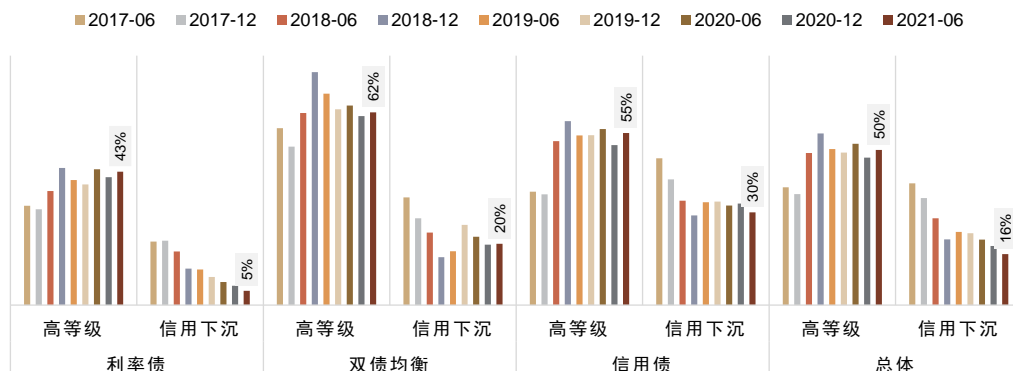
资料来源：基金公告，中金公司研究部

从近年来纯债基金偏好信用下沉策略的产品数量来看，占比持续下降，截至 2021 年中报数据，仅有 16% 的纯债基金偏好信用下沉策略，其中，主要投资信用债的产品采用下沉资质的比例也已从 2017 年的 50% 左右下降至 30%。尽管通过信用挖掘及信用择时进行资质下沉的方式可能提升基金的超额收益，但一旦出现信用违约时间，对基金净值造成的影响几乎不可逆，因此，在违约事件日益频繁的环境下，各类纯债基金对于信用下沉的使用越来越谨慎。

从各期信用风格的转移概率来看，纯债基金总体进行信用风格切换的比例在 35% 左右，其中，定开纯债基金由于在封闭期内赎回压力较小的优势，其信用风格相对较稳定，而一般中长期纯

债基金每期有 45%左右的产品发生信用风格切换。总体上，纯债基金普遍以中高等级信用债打底，适当采用信用下沉策略增厚收益，长期依赖下沉资深的产品亦属少数，如大摩纯债稳定添利 A、富荣富兴纯债、汇添富高息债 A 等属于连续多期偏好信用下沉风格的。

图表 25：纯债基金中偏好信用下沉策略的产品占比持续下降



资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.06.30

图表 26：纯债基金各期信用等级风格转移概率

报告期	定开纯债基金	中长期纯债基金	含权纯债基金	短期纯债基金
2017/12/31	42.5%	41.4%	50.0%	25.0%
2018/6/30	44.6%	43.0%	37.5%	33.3%
2018/12/31	40.1%	43.4%	47.1%	46.7%
2019/6/30	30.9%	38.4%	29.2%	26.7%
2019/12/31	29.5%	41.8%	25.0%	37.5%
2020/6/30	26.6%	42.1%	24.1%	39.6%
2020/12/31	32.2%	45.5%	18.2%	41.7%
2021/6/30	34.5%	46.5%	35.3%	36.5%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.06.30

► 久期风格：长久期风格产品持续缩减，久期风格持续性较弱

久期的定义为债券或债券组合的平均还款期限，是衡量利率风险的核心指标，体现了债券对于利率变动的敏感程度，是基金经理投资操作的核心指标，考验基金经理对于利率趋势的总体判断。按照一般定义，我们将组合久期低于 1 年的划分为短久期，介于 1-2 年的为中短久期，介于 2-3 年的为中长久期，超过 3 年的为长久期，同时，通过连续多期的久期风格变化判断基金是否进行了久期择时。由于基金定期报告只公布前五大重仓债券，使用各个报告期公布的重仓债券的加权平均久期作为基金组合久期，与基金实际基金久期会有一定误差。我们进一步挖掘发现，还可以通过年报中的市场利率敏感性反推组合整体的久期，具体计算公式如下：

$$\text{基金久期} = \frac{\text{市场利率下降} \Delta y \text{ 资产净值相对变动} - \text{市场利率上升} \Delta y \text{ 资产净值相对变动}}{2 * \Delta y * \text{期末基金资产净值}}$$

同样需要提醒的是，通过利率敏感性反推基金组合久期虽然代表性更强，准确率更高，对于分析事后基金风格分析有较强支持；但更新频率较低（半年）且存在 2-3 个月的滞后性，无法及时捕捉基金经理的操作风格；此外，市场利率敏感性目前尚未形成较好的结构化信息源，需要对一段文字进行文本处理，提取其中关键数据，实操层面便利性较低。

图表 27：某纯债基金半年报利率风险敏感性分析模块信息披露列示

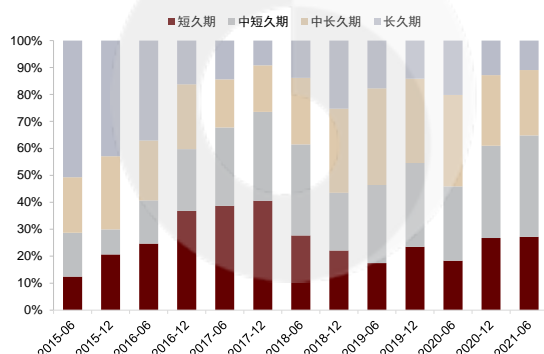
6.4.13.4.1.2 利率风险的敏感性分析

假设	除市场利率以外的其他市场变量保持不变		
分析	相关风险变量的变动	对资产负债表日基金资产净值的 影响金额（单位：人民币元）	
		本期末 2021 年 6 月 30 日	上年度末 2020 年 12 月 31 日
	1.市场利率下降 25 个基点	35,941,348.10	24,726,839.39
	2.市场利率上升 25 个基点	-35,560,166.38	-24,529,904.93

资料来源：基金公告，中金公司研究部

从近年来纯债基金的久期风格来看，基金久期风格向中间集中，中短久期风格和中长久期风格的纯债基金占比合计超过 60%，而超过 3 年的长久期风格产品持续缩减，这也一定程度反应了市场对于未来债券市场的预期相对悲观。而从各类基金的久期风格转移概率分布来看，纯债基金久期的调整相较信用、券种更加频繁，除了短债基金外，其他各类纯债基金的久期转换比例均在 50%左右，意味着久期风格的持续性较低，基金在实际投资中确实根据市场变化进行调整。

图表 28：近年来纯债基金长久期风格偏好持续缩减



资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.06.30

图表 29：纯债基金各期久期风格转移概率

报告期	定开纯债基金	中长期纯债基金	含权纯债基金	短期纯债基金
2015/6/30	44.3%	37.1%	44.4%	50.0%
2015/12/31	50.0%	47.1%	40.0%	66.7%
2016/6/30	50.0%	49.4%	90.0%	83.3%
2016/12/31	62.0%	58.7%	62.5%	66.7%
2017/6/30	62.6%	57.3%	37.5%	60.0%
2017/12/31	54.6%	46.2%	50.0%	50.0%
2018/6/30	61.6%	54.4%	62.5%	33.3%
2018/12/31	61.5%	55.0%	76.5%	53.3%
2019/6/30	58.6%	49.1%	70.8%	20.0%
2019/12/31	52.4%	51.0%	60.7%	35.4%
2020/6/30	46.0%	52.0%	58.6%	39.6%
2020/12/31	56.9%	55.3%	63.6%	34.8%
2021/6/30	51.0%	45.7%	44.1%	24.3%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.06.30

► 杠杆风格：运作管理办法以来，纯债基金杠杆风格趋于平稳

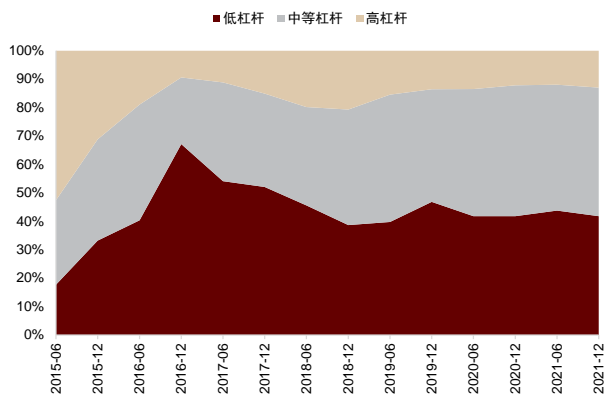
杠杆是纯债类资产特有的操作方法，基金可以通过加杠杆操作提高资金使用效率，历史上债基杠杆率发生较大变化的时点主要是由于政策驱动所致。2014 年 8 月证监会颁布《公开募集证券投资基金运作管理办法》，规定基金总资产占净资产的比例不能超过 140%（定开基金不能超过 200%），此后自 2015 年债券牛市之后起，纯债基金整体的杠杆水平进入下行区间。

根据开放式纯债基金和定开纯债基金的差异，我们对两类产品的杠杆风格划分做差异化处理，分高杠杆、中等杠杆和低杠杆三档，括号中列示定开纯债基金阈值：

- 1) 高杠杆：大于 130%（160%）；
- 2) 中等杠杆：介于 110%至 130%（120%-160%）；
- 3) 低杠杆：小于 110%（120%）。

从近年来纯债基金杠杆风格分布来看，中低杠杆风格产品较多（合计超过 80%），占比逐渐趋于稳定。而从各类基金的杠杆风格转移概率分布来看，纯债基金杠杆风格持续性较低，平均每期转换率超过 40%，而定开纯债基金由于其运作特征的优势，整体杠杆水平相对较高，持续性也更强。

图表 30：近年来纯债基金偏好中低杠杆投资风格



资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.12.31

图表 31：纯债基金各期杠杆风格转移概率

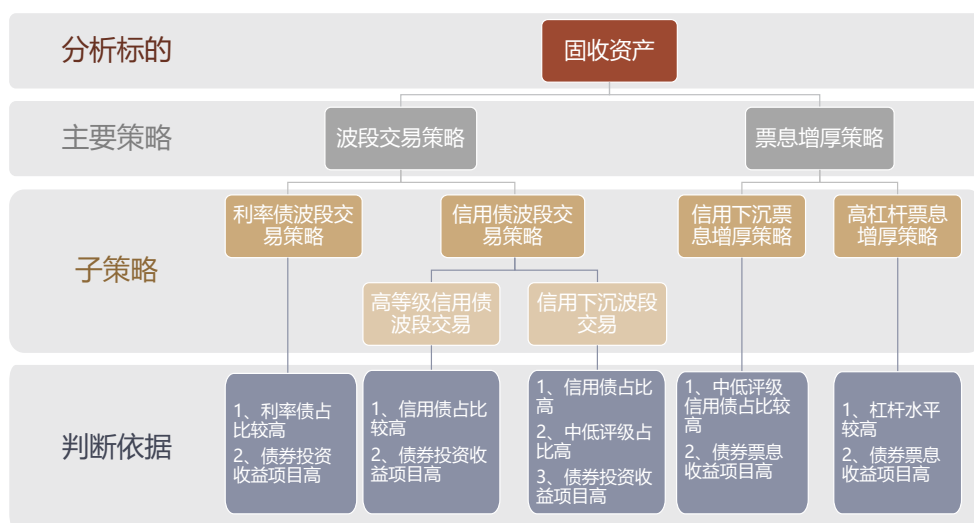
报告期	定开纯债基金	中长期纯债基金	含权纯债基金	短期纯债基金
2015/6/30	35.7%	27.4%	66.7%	0.0%
2015/12/31	50.0%	55.3%	50.0%	33.3%
2016/6/30	45.5%	57.0%	40.0%	83.3%
2016/12/31	52.0%	59.5%	37.5%	66.7%
2017/6/30	52.5%	48.4%	50.0%	80.0%
2017/12/31	43.7%	40.2%	58.3%	37.5%
2018/6/30	48.0%	46.6%	68.8%	55.6%
2018/12/31	48.2%	50.1%	47.1%	66.7%
2019/6/30	42.2%	50.9%	54.2%	40.0%
2019/12/31	38.9%	49.6%	64.3%	60.4%
2020/6/30	38.4%	48.0%	55.2%	45.8%
2020/12/31	40.8%	47.7%	45.5%	50.4%
2021/6/30	37.2%	50.2%	47.1%	41.7%
2021/12/31	33.0%	47.6%	42.1%	49.7%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.12.31

投资策略推断：从收益来源到持仓风格

对于纯债基金投资风格的识别，一方面是为了对基金投资差异加以区分，更重要的是为基金投资策略的推断打好基础。事实上，从大类层面看，纯债基金的投资策略主要可以划分票息增厚策略和波段交易策略两类，在此基础上再结合券种配置、信用列示、久期长短和杠杆特征对基金子策略做进一步判断。前文的投资风格象限已可以满足子策略的推断需求，如何进行主策略试别是本章重点解决的问题。

图表 32：债券基金中固收类资产策略推断思路



资料来源：中金公司研究部

回归到纯债基金的收益分解，利润表收入拆分法是目前较为准确能反应基金期间收入来源的常用方法，纯债基金的收入主要由持有债券的票面利息收入以及资本利得组成。

1) 票息收入：包括基金债券利息收入、资产支持证券利息收入、买入返售金融资产收入和存款利息收入等，代表了获取票息收益的能力；而票息增厚策略则是追求更高利息收入，基金经理通常会采用加杠杆或信用下沉的方式增厚票息，以获得超越单纯配置利率债与高等级信用债的票息收入。

2) 波段交易收入：债券资本利得是债券价格变动带来的收入，利润表中债券投资收益则代表波段交易获取收益的能力，基金经理一般通过投资交易以期在债券牛市中获取中短期超额回报。此外，基金费用率的相对高低也能一定程度从侧面反应基金的交易频率。

根据债券票息收入和波段交易收入的贡献度及同类相对排名，我们可以判断某一纯债基金在报告期是以票息增厚策略为主，还是同时进行了波段交易。要使得基金之间具有可比性，用收入细项与报告期基金平均资产规模相除，可粗略估计基金在当期的票息收益率和波段交易收益率。不同于前序报告《层层递进看“固收+”基金投资能力刻画与优选》对于基金平均规模的估计，我们在后续将采用基金加权平均利润率反推规模，具体的计算方法和优势参见附录。观察近十年来各类纯债基金收益分解结果，我们能够发现：

- 票息收益是纯债基金最主要的收益来源，决定了纯债基金收益 80%以上的收益；
- 债券波段交易收入贡献十分不稳定，在纯债基金整体收益占比不高，且部分年份贡献为负值；（需要说明的是，期间内投资收益为负值的产品不一定是由于波段交易能力弱所致，也有可能是极短期内大额赎回造成）
- 与一般中长期纯债基金相比，定开纯债基金票息收益整体较高且更稳定，同时，定开纯债基金波段交易偏好也更强；
- 含权纯债基金的票息收益与中长期纯债相当，由于转债持仓的加成，其长期以来平均收益水平较高，但不同年份间分化更大。

综上所述，我们将通过以下方式判断纯债基金主要策略：

- 纯债基金在当期同一细分品类中，票息收益率分位排名在前 50%，则认为该基金采用了票息增厚策略；
- 纯债基金在当期同一细分品类中，债券波段交易收益率绝对值排名在前 60%，则认为该基金采用了波段交易策略。此处采用绝对值而非原始数据，主要是考虑到波段交易收益存在负值，如果波段交易为负值且绝对值排名较靠前，有可能是由于基金经理偏好使用但不擅长所致。

图表 33：各类纯债基金收益分解（历年均值）

纯债基金类型	年份	基金数量 (只)	票息收益	波段交易收益	浮动收益	其他收益	费用率	报告期净值收益率
短期纯债基金	2012年	1	3.49%	0.36%	0.37%	0.91%	1.40%	3.63%
	2013年	2	4.65%	-1.16%	1.22%	0.90%	2.09%	0.98%
	2014年	3	5.84%	-0.04%	0.39%	0.29%	2.05%	5.99%
	2015年	6	4.42%	1.37%	0.33%	2.26%	1.44%	8.71%
	2016年	5	4.04%	-0.89%	0.02%	0.48%	1.55%	1.94%
	2017年	7	3.56%	-0.65%	0.25%	0.76%	1.31%	2.74%
	2018年	11	3.33%	0.30%	0.69%	0.63%	1.08%	5.25%
	2019年	44	3.82%	0.02%	0.09%	0.45%	0.94%	3.24%
	2020年	97	4.05%	-0.77%	0.36%	0.26%	0.96%	2.58%
	2021年	138	3.99%	-0.38%	0.55%	0.20%	0.89%	3.85%
含权纯债基金	2012年	2	4.76%	1.00%	0.87%	0.19%	1.81%	5.72%
	2013年	2	6.97%	0.49%	3.03%	0.43%	2.52%	2.00%
	2014年	8	6.69%	3.36%	6.23%	0.96%	2.81%	17.79%
	2015年	5	6.57%	4.08%	1.73%	1.56%	2.10%	10.72%
	2016年	6	4.53%	0.50%	2.77%	0.24%	1.50%	0.66%
	2017年	6	4.86%	-1.86%	0.34%	0.60%	1.56%	1.66%
	2018年	14	5.56%	-1.15%	2.48%	0.32%	1.84%	5.06%
	2019年	19	4.30%	1.35%	1.17%	0.14%	1.34%	6.80%
	2020年	22	3.67%	2.18%	1.14%	0.17%	1.24%	4.32%
	2021年	25	3.67%	1.08%	1.41%	0.14%	1.19%	5.49%
中长期纯债基金	2012年	5	4.73%	1.02%	1.19%	0.44%	1.76%	8.71%
	2013年	25	5.63%	0.53%	2.20%	0.57%	2.37%	0.29%
	2014年	52	7.52%	-0.08%	3.08%	0.53%	2.98%	11.24%
	2015年	80	6.03%	1.85%	2.31%	0.52%	1.72%	11.15%
	2016年	113	4.63%	0.00%	2.74%	0.28%	1.26%	1.61%
	2017年	279	4.39%	-1.53%	0.21%	0.41%	0.99%	2.08%
	2018年	342	4.86%	-0.03%	2.52%	0.24%	1.11%	7.00%
	2019年	448	4.45%	0.31%	0.02%	0.17%	0.96%	5.53%
	2020年	563	4.16%	-0.39%	0.45%	0.14%	0.84%	2.83%
	2021年	671	3.85%	-0.36%	0.67%	0.11%	0.80%	3.65%
定开纯债基金	2013年	8	6.95%	0.45%	2.46%	0.57%	3.07%	1.71%
	2014年	66	6.67%	2.04%	3.31%	0.87%	2.74%	12.96%
	2015年	80	6.46%	2.54%	1.37%	0.41%	1.99%	11.96%
	2016年	98	4.98%	0.29%	3.18%	0.21%	1.59%	2.26%
	2017年	147	4.88%	-2.63%	0.32%	0.51%	1.68%	1.41%
	2018年	215	5.37%	-0.16%	2.40%	0.36%	1.71%	6.43%
	2019年	366	5.04%	0.74%	0.05%	0.15%	1.38%	4.70%
	2020年	536	4.50%	0.12%	0.89%	0.20%	1.12%	2.98%
	2021年	706	4.26%	-0.38%	0.76%	0.09%	1.05%	3.81%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：2021 年数据通过 2021 年中报数据年化所得，剔除报告期末规模不足 1 亿元的产品

接下来，我们以纯债基金 A 为例具体来看纯债基金投资风格和策略识别的方法应用。纯债基金 A 成立时间较早，各报告期规模平稳，重仓券占债券市值比例几乎一直处于 20%以内，在 2017-2021H1 期间累积收益率达到 22.11%，高于同类基金平均水平。

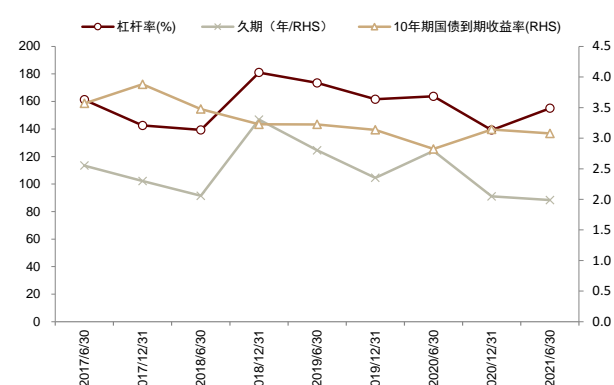
纯债基金 A 近年来主要采用“票息增厚为主，信用下沉波段交易为辅”的投资策略。从基金近年来的收益构成来看，产品对于票息的依赖度很高，票息收益率在同期同类产品长期排在前 20%，属于长期践行票息增厚收益策略；尽管产品波段交易收益贡献占比并不算高，但仍阶段性参与信用债交易策略。从产品的券种分布来看，主要投资信用债，其中，企业债、中票和短融为核心品种，集中配置剩余期限大于 1 年的品种。从产品信用评级来看，2017 年至 2018 年中期和 2019 年上半年均呈现出一定的信用下沉操作，但总体上该基金越来越偏好高评级债券。从组合管理角度来看，该基金对于久期的管理具有一定领先性，而杠杆管理几乎与市场利率同步。

图表 34：纯债基金 A 对票息依赖度高

报告期	报告期净值收益率	报告期加权平均利率	票息收益率	波段交易收益率	浮动收益率	其他收益	费用率
2017/6/30	1.45%	1.39%	3.33%	-0.59%	-0.27%	0.05%	-1.13%
2017/12/31	2.33%	2.35%	7.28%	-0.92%	-1.41%	0.09%	-2.69%
2018/6/30	2.94%	2.83%	3.28%	-0.48%	1.34%	0.03%	-1.33%
2018/12/31	7.93%	7.47%	6.70%	-0.56%	3.76%	0.07%	-2.50%
2019/6/30	2.92%	2.85%	3.86%	0.34%	0.16%	0.03%	-1.54%
2019/12/31	5.54%	5.42%	7.92%	0.16%	0.14%	0.06%	-2.87%
2020/6/30	2.34%	2.24%	3.47%	0.50%	-0.63%	0.10%	-1.21%
2020/12/31	3.22%	2.97%	6.41%	0.55%	-2.09%	0.25%	-2.15%
2021/6/30	3.09%	3.10%	2.76%	-0.09%	1.01%	0.27%	-0.85%

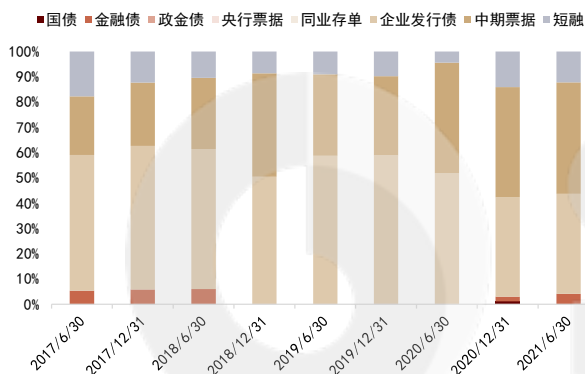
资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：半年报数据未经年化

图表 35：纯债基金 A 偏好中长期、高杠杆



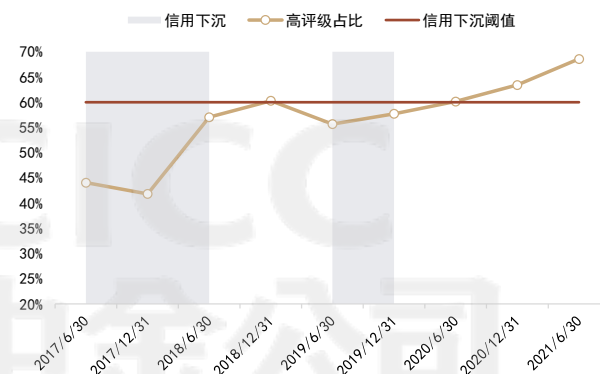
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 36：纯债基金 A 长期偏好信用债风格



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 37：纯债基金 A 阶段性采用下沉资质策略



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

纯债基金能力圈刻画与机构偏好

一脉相承构建多维能力圈指标体系

前文通过深入挖掘定期报告数据对纯债基金的风格和策略层层解析，本节我们更进一步结合净值数据对纯债基金做更全面的刻画，以便后续基于定量指标的测试和筛选。与“固收+”基金体系¹⁾和而不同，在原有的基础上做几点修改和补充：

- **增加组合管理能力指标：**对于纯债基金而言，久期管理和杠杆管理是实现收益增强的重要操作手段，该组合管理能力是指基金经理能否在利率进入下行区间及时提升杠杆、拉长久期放大债券牛市收益。
- **顺境进攻和逆境防御能力：**仅针对债券市场指数对历史阶段进行划分，区分信用顺（逆）境和利率顺（逆）境，利率债选取中债-总指数(CBA00303.CS)表示，信用债选取中债-信用债总指数(CBA02703.CS)表示，具体计算方式参见附录。

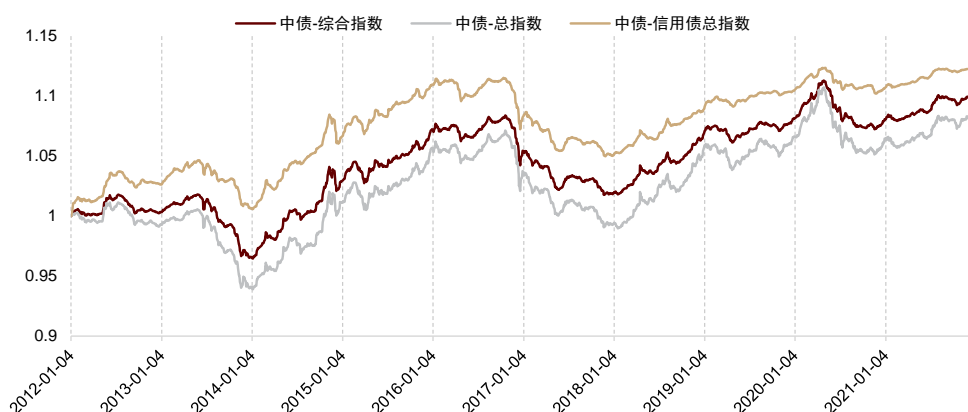
图表 38：纯债基金投资能力刻画指标体系

投资能力	刻画指标	指标计算方式/含义	备注
债券投资	票息获取能力	(债券利息收入 + 买入返售金融资产收入)/区间内基金日均资产规模	基于利润表
	债券波段交易能力	债券投资收益/区间内基金日均资产规模	基于利润表
组合管理	杠杆管理能力	区间季度债券组合杠杆率变动方向与十年期国债收益率变动方向是否相反的胜率	基于季报
	久期管理能力	区间季度债券组合久期变动方向与十年期国债收益率变动方向是否相反的胜率	基于季报
收益获取	年化收益率	区间内年化收益率	基于净值
	卡玛(Calmar)比率	区间内年化收益率 / abs(区间内最大回撤)	
	夏普比率	区间内(日均收益率-无风险利率) / 日波动率年化值	
风险控制	最大回撤	区间内最大回撤	
	波动率	区间内基金日收益波动率年化	
	最大回撤修复天数	区间内基金从最大回撤区间的结束日净值恢复到最大回撤区间的开始日净值之间的所需的天数	
投资持有体验	月度胜率	区间内上涨月份数量 / 区间内月份总数	
	季度胜率	区间内上涨季度数量 / 区间内季度总数	
	任意时点买入持有6个月收益为正概率	区间内任意时点买入持有6个月收益为正概率	
	任意时点买入持有12个月收益为正概率	区间内任意时点买入持有12个月收益为正概率	
顺境进攻性	利率市场顺境阶段收益率	区间内利率市场顺境月份累积收益率	参见财经研究2019年论文《基金经理逆境投资能力与基金业绩》
	信用市场顺境阶段收益率	区间内信用市场顺境月份累积收益率	
逆境防御性	利率市场逆境阶段收益率	区间内利率市场逆境月份累积收益率	
	信用市场逆境阶段收益率	区间内信用市场逆境月份累积收益率	

资料来源：中金公司研究部；注：1) 中债-总指数：反映境内利率类债券整体价格走势情况；2) 中债-信用债指数：反映境内信用类债券市场价格走势情况

¹ 参见报告《基金研究系列（7）：层层递进看“固收+”基金投资能力刻画与优选》

图表 39：债券市场各大类债券总体表现



资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：1) 数据区间 2012.01.01-2021.12.31；2) 中债-综合指数：反映境内人民币债券市场价格走势情况；3) 中债-总指数：反映境内利率类债券整体价格走势情况；4) 中债-信用债总指数：反映境内信用类债券市场价格走势情况

公募 FOF 偏好哪类纯债基金

公募 FOF 自 2017 年首批发行成立至今已四年有余，截至 2021 年底总规模超过 2000 亿元，其中，“固收+”特征的偏债混合 FOF 占主导地位，纯债基金是 FOF 产品的基石投资标的。

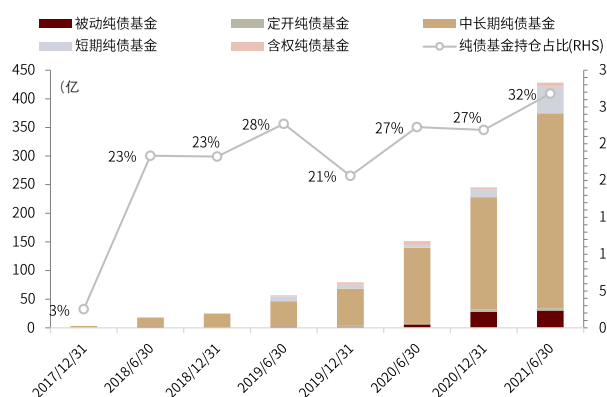
1) 从整体规模来看，随着 FOF 产品规模上升，其投资纯债基金的总规模和占比均同步提升，截至 2021 年中报，根据全持仓数据来看，FOF 配置纯债基金的比例已超过 30%。

2) 从类别分布来看，FOF 产品更偏好基本不持有转债的中长期纯债基金，2020 年以来被动纯债基金在 FOF 投资中占比亦有所增加。

3) 从机构偏好来看，FOF 产品选择内部基金的比例较高，占比长期居于 30% 左右，易方达、富国、交银施罗德、南方等基金公司的纯债基金 FOF 持仓市值靠前。

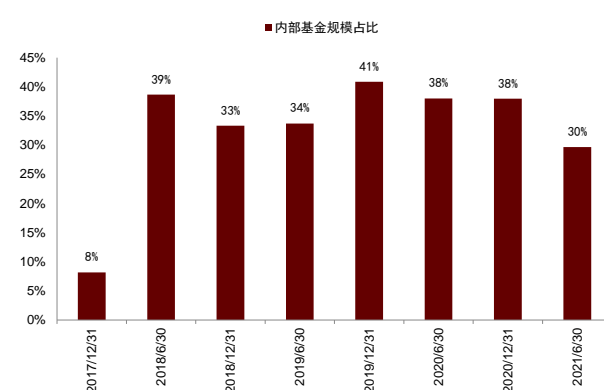
4) 从个基偏好来看，最新全持仓报告期进入 FOF 持仓次数靠前的主动纯债基金风格不尽相同，其中，各方面指标较为突出的当属大摩双利增强 A，近两年来年化收益达 5.06%；票息增厚策略和波段交易策略交替，偏好信用下沉，久期、杠杆水平相对较高。

图表 40：公募 FOF 偏好更纯粹的不含权纯债基金



资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.06.30

图表 41：公募 FOF 持有内部纯债基金占比



资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.06.30

图表 42：公募 FOF 持仓纯债基金市值前十的管理机构

基金公司	FOF持仓纯债基金市值 (亿元)	基金公司	FOF持仓非内部纯债基金 市值(亿元)
交银施罗德基金	59	易方达基金	38
富国基金	46	富国基金	32
易方达基金	41	交银施罗德基金	24
华安基金	25	南方基金	21
南方基金	24	中银基金	19
兴证全球基金	24	博时基金	15
中银基金	19	兴证全球基金	14
博时基金	17	鹏华基金	14
民生加银基金	16	华安基金	14
鹏华基金	14	摩根士丹利华鑫基金	12

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.06.30；1) FOF 持仓非内部纯债基金指 FOF 产品持有的非其所在基金公司的纯债基金

图表 43：公募 FOF 持仓市值前十的纯债基金明细（2021 年中报全持仓）

基金代码	基金简称	纯债基金分类	成立日期	现任基金经理	基金规模 (亿元)	持仓FOF数 量(只)	持仓规模 (亿元)
000191.OF	富国信用债A	中长期纯债基金	2013-06-25	黄纪亮,吕春杰	264	18	16
100058.OF	富国产业债A	中长期纯债基金	2011-12-05	黄纪亮,武磊	139	16	14
110037.OF	易方达纯债A	中长期纯债基金	2012-05-03	张雅君	63	17	14
003949.OF	兴全稳泰A	中长期纯债基金	2016-12-16	王帅	223	8	14
000032.OF	易方达信用债A	中长期纯债基金	2013-04-24	胡剑,纪玲云	185	19	13
000024.OF	大摩双利增强A	含权纯债基金	2013-03-26	葛飞	72	18	11
000305.OF	中银中高等级A	中长期纯债基金	2013-12-05	陈玮,王妍	75	11	11
000355.OF	南方丰元信用增强A	中长期纯债基金	2013-11-12	杜才超	198	10	11
004200.OF	博时富瑞纯债A	中长期纯债基金	2017-03-03	倪玉娟	210	12	10
040040.OF	华安纯债A	中长期纯债基金	2013-02-05	郑如熙	63	13	9

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.06.30

图表 44：公募 FOF 持仓数量前十的纯债基金明细（2021 年中报全持仓）

基金代码	基金简称	纯债基金分类	成立日期	现任基金经理	基金规模 (亿元)	持仓FOF数 量(只)	持仓规模 (亿元)
511010.SH	国泰上证5年期国债ETF	被动纯债基金	2013-03-05	王玉	8	22	2
000032.OF	易方达信用债A	中长期纯债基金	2013-04-24	胡剑,纪玲云	185	19	13
000191.OF	富国信用债A	中长期纯债基金	2013-06-25	黄纪亮,吕春杰	264	18	16
000024.OF	大摩双利增强A	含权纯债基金	2013-03-26	葛飞	72	18	11
110037.OF	易方达纯债A	中长期纯债基金	2012-05-03	张雅君	63	17	14
100058.OF	富国产业债A	中长期纯债基金	2011-12-05	黄纪亮,武磊	139	16	14
511260.SH	国泰上证10年期国债ETF	被动纯债基金	2017-08-04	王玉	9	15	2
040040.OF	华安纯债A	中长期纯债基金	2013-02-05	郑如熙	63	13	9
519782.OF	交银裕隆纯债A	中长期纯债基金	2016-11-28	黄莹洁	199	12	9
004200.OF	博时富瑞纯债A	中长期纯债基金	2017-03-03	倪玉娟	210	12	10

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：数据截至 2021.06.30

图表 45：公募 FOF 持仓数量前十的纯债基金收益、风格、策略及组合管理特征（主动纯债基金）

基金简称		易方达信用债A	富国信用债A	大摩双利增强A	易方达纯债A	富国产业债A	华安纯债A	交银裕隆纯债A	博时富瑞纯债A
基金基本信息	基金代码	000032.OF	000191.OF	000024.OF	110037.OF	100058.OF	040040.OF	519782.OF	004200.OF
	基金经理	胡剑,纪玲云	黄纪亮,吕春杰	葛飞	张雅君	黄纪亮,武磊	郑如熙	黄莹洁	倪玉娟
	基金成立日	2013/4/24	2013/6/25	2013/3/26	2012/5/3	2011/12/5	2013/2/5	2016/11/28	2017/3/3
收益分解指标 (2020-2021H1)	报告期加权利润率	3.94%	5.62%	7.64%	4.09%	5.65%	4.79%	4.82%	4.34%
	报告期净值收益率	4.62%	5.88%	8.25%	4.67%	5.85%	4.84%	5.90%	5.68%
	费用率	-1.99%	-1.51%	-2.18%	-1.42%	-1.39%	-1.18%	-1.33%	-0.85%
	其他收益	0.28%	0.33%	0.46%	0.33%	0.06%	0.12%	0.08%	0.52%
	浮动收益	-0.53%	-0.29%	-0.50%	-0.67%	0.01%	-0.27%	-1.14%	-0.49%
债券投资收益 (2020-2021H1)	票息收益	6.72%	6.82%	6.24%	6.81%	6.50%	6.67%	7.04%	6.36%
	波段交易收益	-0.72%	0.15%	3.34%	-1.27%	0.46%	-0.65%	0.03%	-1.30%
组合管理	杠杆管理能力	62.50%	62.50%	50.00%	62.50%	75.00%	50.00%	62.50%	62.50%
	久期管理能力	100.00%	37.50%	75.00%	50.00%	75.00%	75.00%	37.50%	62.50%
收益获取	年化收益率	3.77%	4.32%	5.06%	3.56%	4.21%	3.55%	4.21%	3.95%
	年化卡玛比率	1.57	2.31	6.59	1.18	3.60	2.61	2.29	5.19
	年化夏普比率	2.21	3.54	2.39	1.83	4.06	3.30	3.23	4.43
风险控制	最大回撤	-2.40%	-1.87%	-0.77%	-3.02%	-1.17%	-1.36%	-1.84%	-0.76%
	年化波动率	1.06%	0.81%	1.51%	1.16%	0.68%	0.64%	0.86%	0.56%
	最大回撤修复天数	281.00	174.00	33.00	307.00	91.00	160.00	183.00	35.00
投资持有体验	月度胜率	75.00%	79.17%	87.50%	83.33%	87.50%	83.33%	79.17%	87.50%
	季度胜率	75.00%	75.00%	87.50%	87.50%	87.50%	87.50%	75.00%	87.50%
	任意时点买入持有6个月收益为正概率	83.58%	89.96%	100.00%	81.39%	100.00%	92.15%	91.61%	100.00%
	任意时点买入持有12个月收益为正概率	100.00%	100.00%	100.00%	95.88%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
顺境进攻性	利率市场顺境阶段收益率	7.70%	7.22%	6.21%	7.76%	6.53%	5.97%	7.48%	5.55%
	信用市场顺境阶段收益率	6.97%	6.40%	5.71%	6.85%	5.38%	5.21%	6.83%	5.00%
逆境防御性	利率市场逆境阶段收益率	0.26%	1.33%	4.11%	0.05%	1.93%	1.15%	0.84%	1.86%
	信用市场逆境阶段收益率	-0.39%	1.27%	4.18%	-0.79%	2.02%	1.15%	0.85%	1.93%
近2年投资风格及策略总结		票息增厚策略为主，高等级信用债波段策略为辅，久期、杠杆水平中等	票息增厚策略，高等级信用债打底，适当配少量利率债，久期、杠杆水平中等	票息增厚策略，波段交易策略交替，偏好信用下沉，久期、杠杆相对较高	票息增厚策略为主，高等级信用债波段策略为辅，久期、杠杆水平中等	票息增厚策略，高等级信用债打底，适当配少量利率债，久期、杠杆水平中等	票息增厚策略，波段交易策略为辅，高等级信用债打底，少量利率债，久期、杠杆相对较低	票息增厚策略，偏好信用下沉，久期、杠杆相对较低	票息增厚策略为主，高等级信用债波段策略为辅，偏好信用下沉，久期、杠杆相对较低

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：1）图中未特别标注数据均介于 2020.01.01-2021.12.31；2）持仓基金根据 2021 年中报全持仓统计；3）表中各项细分指标计算均参见图表 38 计算公式；4）投资风格及策略根据公开数据计算分析，具体过程参见第二章节详细内容

附录

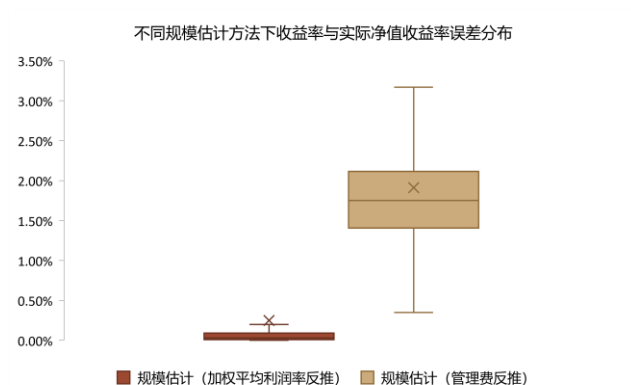
基金日均规模估计方法对比

图表 46：基金日均规模估计方法对比



资料来源：中金公司研究部

图表 47：加权利润率反推规模估计法准确率高



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

顺境进攻能力&逆境防御能力计算

顺逆境定义：区间内绝对收益虽然衡量的基金整体的获益能力，但并未精细的刻画基金在面对特殊市场行情时是否能从容应对，参考学术论文中的研究结论，经历逆境的考验更能提升基金的主动管理能力。如果相应的市场指数月度收益率小于前三年指数月度收益率中位数，则认为该月是逆境月。参考逆境月的定义和解释，我们同样可以构造指标衡量基金在顺境月是否能有效的进攻，如果相应的市场指数月度收益率大于前三年指数月度收益率中位数，则认为该月是顺境月。

顺境进攻/逆境防御能力计算：将区间内市场下跌（上涨）月份的收益率加 1，然后采取累乘的方式计算基金在特殊市场的累计收益率，用来刻画基金在逆境（顺境）收益率。逆境防御能力指标值越高，则意味着基金经得住“逆境”的考验，主动管理能力越强；顺境进攻能力指标值越高，则意味着基金能够把握住市场上行机会，实现收益增强。

$$down_gross_return_i = \prod_{i=1}^n (1 + r_{i,downmom}) - 1$$

$$up_gross_return_i = \prod_{i=1}^n (1 + r_{i,upmom}) - 1$$

其中， $r_{i,downmom}$ 和 $r_{i,upmom}$ 分别表示在市场顺境月份与逆境月份的基金收益率。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：金灿



北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路 5033 号
平安金融中心 72 层
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3 号
丸の内二重橋ビル 2 1 階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
32nd Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560