

推荐 (维持)

如何打造爆款公募基金产品之债券篇

2023年2月14日

重点公司

重点公司	2022E	2023E	评级
国联证券	0.30	0.41	增持
东方财富	0.67	0.80	增持
江苏金租	0.80	0.95	增持
中信证券	1.38	1.78	增持
瑞达期货	0.86	1.13	增持

来源：兴业证券经济与金融研究院

相关报告

《资管通鉴系列十一：德国篇以成本管控兑现利润增长的德意志资管》2023-02-09

《资管通鉴系列十：法国篇，从母行协同到零售转型的东方汇理》2023-02-05

《资管通鉴系列九：富达投资，以服务体系构建竞争优势》2022-12-05

《资管通鉴系列八：AMG资管，精品资管公司的狩猎者》2022-08-02

《资管通鉴系列六：景顺集团，ETF和主动投资并举的资管巨头》2022-06-22

《资管通鉴系列五：富兰克林资源，折戟于境外投资的家族制资管平台》2022-06-09

分析师：

徐一洲

S0190521060001

孙寅

S0190521060002

研究助理：

开妍

kaiyan@xyzq.com.cn

陈静

chenjing23@xyzq.com.cn

投资要点

- 目前债券型基金市场上，中长债基金是债券型基金的主要产品类型，截至2021年规模达46,650亿元，占比68%；从增速来看，短债基金是目前债券型基金市场上增速最快的产品，2016-2021年间增速达175%。从负债端看，机构资金是债基规模增长的主要驱动力，债基的低波动率匹配机构的低风险偏好资金，2016-2021年机构持有规模从11,829亿元增长到57,717亿元，复合增速达到37.3%，超过个人复合增速11.2个百分点。代销机构方面，商业银行与子基金公司通过业务协同促进债基销售，独立三方平台迅速崛起。
- 短期纯债型基金作为规模快速增长的货币替代型产品，其市场空间基本可以对标货币基金前瞻，具备极大的提升空间。其规模增长动力一方面源于2012年及2020下半年的股债跷跷板行情下短期避险资金带来短债基金的扩张机会，另一方面，货基严监管及收益率下行情况下，短债基金承接部分短期理财需求。规模增长主体方面，机构和个人共同推动短债规模增长。资产配置方面，目前短债产品主要配置企业短融、中期票据，金融债占比逐步提升。配置周期择时方面，2016年来两次债熊行情，短债基金指数下跌及恢复时间较短。爆款产品要素方面，低费率和交易便利性是主要矛盾，如若具备超额收益，则可锦上添花；规模增速较大的产品可总结为“在产品成立初期通过信用下沉、提升杠杆和拉长久期三板斧实现相对靓丽的净值曲线，然后通过互联网等渠道以低费率等标签实现快速的增长，达到一定规模后策略回归中性，配合债市周期和旗下同类产品协同作用下推出新的短债产品”。
- 中长期纯债型基金是依托制度优势实现扩容的产品，其理论规模巨大但面临理财子的激烈竞争，目前存量业务在B端未来空间在C端。其规模增长动力主要源自于：1) 2012年股弱债强的资金流动效应；2) 2016年资产荒背景下，银行委外资金涌入；3) 2019及2020年监管助推下摊余成本定开债基发行，机构资金涌入。增长主体方面，机构投资者占比96.7%，主要系自营类客户。资产配置方面，金融债占比67.7%，利率债风格的产品逐渐成为主流。配置周期择时方面，2010年以来的四轮熊市时期，下跌及恢复的时间相较短债基金明显拉长，基本在200-350天，因此布局时需关注货币政策、监管环境。运作形态方面，定开式基金占60%，普通开放式占40%，定开式基金因封闭运作的可操作空间更大，收益率及回撤表现略优于普通开放式产品。通常银行系基金公司在定开式产品方面具备比较优势，原因主要系股东资源禀赋或者销售资源兑现，能够找到对应的机构配置资金。开放式中长期纯债需要持续的超额收益作为吸引资金的重要抓手吸引资金实现规模增长。
- 风险提示：监管政策趋严风险、税收优惠政策取消风险、货币政策超预期风险。

目 录

1、债券型基金产品市场概览	5
1.1、产品形态：资产端以中长期纯债为主负债端以机构为主	5
1.2、销售渠道：保有量分布来看以直销为主第三方代销为辅	6
2、短期纯债基金：具备可复制性的流动性管理产品	9
2.1、短期纯债型：规模快速增长的货币基金替代型基金	9
2.2、规模增长动力：股票和债券市场的波动孕育增长契机	9
2.3、规模增长主体：个人和机构投资者共同成为增持主体	12
2.4、底层资产配置：企业短融和中票是短债主要配置方向	12
2.5、配置周期择时：极端熊市下大约存在半年左右调整周期	13
2.6、产品微观映射：以低回撤、低波动、低费率实现规模扩张	15
2.7、行业竞品：规模实现快速扩张的财通资管鸿福短债基金	17
3、中长期纯债型基金：依托制度优势实现规模扩容	22
3.1、中长期纯债基金：理论空间巨大但面临银行理财子激烈竞争	22
3.2、中长期纯债基金：规模已成为债券型基金最主要的产品构成	24
3.3、底层资产配置：资产配置结构随着投资者结构完成切换	27
3.4、配置周期择时：中长期纯债会面临更高的配置机会成本	29
3.5、规模增长主体：机构投资者为中长期纯债规模增长主力	31
3.6、产品运作方式：定开式是中长期债基最主要的运作方式	32
3.7、行业竞品：规模业绩双优的博时富瑞纯债	34
4、风险提示	40

图 目 录

图 1、资产端中长期纯债是债基规模主要构成	5
图 2、负债端机构客户是债券型基金主要客户	5
图 3、偏债类产品年化收益率中枢在 3.5-4.0%左右	6
图 4、债券型基金的持有结构以机构投资者为主	6
图 5、债券型基金的销售渠道以基金公司直销为主	6
图 6、余额宝收益率长期来看呈现下行趋势	8
图 7、2017 年以来余额宝户均规模出现了明显下降	8
图 8、2018 年下半年和 2022 年上半年存量短债基金规模增幅明显	9
图 9、2018 年下半年和 2019 年上半年短债基金新发迎来大爆发	9
图 10、短债规模大幅增长与产品收益显著提升相关	10
图 11、债强股弱的市场环境孕育短债发展	10
图 12、各种宝类七日年化收益率呈现下降趋势	12
图 13、货币基金持续增长但增幅显著跑输短债基金	12
图 14、机构端是短债基金规模扩张的主力军	12
图 15、机构和个人投资者占比呈现波动变化状态	12
图 16、同业存单占比减少且中票及金融债占比提升	13
图 17、前五大持仓中的中票评级以 AAA 级为主	13
图 18、两次债券市场的回调也带来了短债基金的剧烈回撤	14
图 19、短债基金指数两次出现较大回撤	15
图 20、2016-2017 年和 2020 年资金面利率明显上升	15
图 21、财通鸿福明显跑赢短债基金指数且回撤控制优越	18
图 22、机构投资者占比逐渐增加，个人投资者规模仍位于行业前列	19

图 23、产品成立初期 AAA 以下的债券持仓占比相对较高	- 19 -
图 24、2020 上半年的高收益主要源于利息收入	- 20 -
图 25、2020 上半年债券逆回购显著增厚利息收入	- 20 -
图 26、2021 年开始信用下沉比例减小	- 21 -
图 27、杠杆率水平在 2021 年开始降低	- 21 -
图 28、以 1 年持有期维度来看中长期纯债鲜有亏损	- 23 -
图 29、银行 R2 级产品业绩比较基准在 3-4% 左右	- 23 -
图 30、中长债基金存续规模稳步增长	- 24 -
图 31、12、16 及 19-20 年是中长债新发密集时点	- 24 -
图 32、股市持续下挫致使投资者风险偏好下降	- 25 -
图 33、债强股弱是中长期债基规模增加的重要契机	- 26 -
图 34、2016 年中长债基金发行 208 只	- 26 -
图 35、利率上行阶段摊余成本法产品更有吸引力	- 27 -
图 36、2019 下和 2020 下摊余成本定开型密集发行	- 27 -
图 37、金融债是中长债基金的主要配置方向	- 27 -
图 38、全部中长期纯债的前五大持仓中企业债的信用评级逐步提高	- 27 -
图 39、高信用利差的市场环境能够满足产品层层嵌套要求的高收益	- 28 -
图 40、中长债基金四次出现较大回撤	- 30 -
图 41、2016 年起大批机构资金涌入中长债基金	- 31 -
图 42、机构投资者持有占比不断攀升至 96.67%	- 31 -
图 43、个人投资者主要持有普通开放式中长期纯债产品	- 32 -
图 44、定制型产品运作期限主要为 3、6、12 个月	- 33 -
图 45、博时富瑞纯债投资者结构以机构投资者为主	- 36 -
图 46、2018 年博时富瑞相比同类平均持有较多企业债	- 37 -
图 47、2019 年博时富瑞持有 AAA 以下债券比例显著提升	- 38 -
图 48、2020 年为了应对调整对于信用债的比例大幅降低	- 39 -
图 49、2021 至 2022 上半年，AAA 以下比例较之前维持在相对低的水平	- 40 -

表目录

表 1、基金公司直销占比稳定在 70%-80% 之间	- 7 -
表 2、招商银行在债券基金保有排名中比较靠前（单位：亿元）	- 7 -
表 3、招商基金作为招商银行子公司债基规模排名更加靠前（单位：亿元）	- 7 -
表 4、蚂蚁基金债基保有量规模和份额保持较高水平	- 8 -
表 5、在 B 端业务规范化后独立代销机构的债券型基金保有规模快速提升	- 8 -
表 6、监管针对货币基金和短期理财债基提出整改推动短债基金扩容	- 10 -
表 7、两次债券市场从调整到创新高大约需要半年的时间	- 14 -
表 8、目前市场上规模相对较大的短债基金（单位：亿元）	- 15 -
表 9、2022H 增量 90 亿元以上的单品（单位：亿元）	- 16 -
表 10、低费率是短债产品的重要竞争抓手（单位：亿元，截至 2022H）	- 16 -
表 11、财通鸿福各类指标表现	- 17 -
表 12、2020 上下半年时点上均配置较多的债券逆回购	- 20 -
表 13、财通资管鸿福前五大持仓的债券久期均较短	- 20 -
表 14、财通资管不断孵化新的短债产品（单位：亿元）	- 22 -
表 15、规模前 5 大中长期纯债基金的产品明细（单位：亿元）	- 23 -
表 16、中银丰和定期开放持有人结构以机构为主	- 23 -
表 17、中银证券汇嘉定期开放持有人结构以机构为主	- 23 -
表 18、2012 年 1-11 月中长债基金指数的收益表现优于其他类型基金	- 25 -
表 19、公募基金具有免税效应	- 29 -

表 20、熊市周期下中长债基金回调期限相较短债基金明显拉长.....	- 29 -
表 21、四次债基调整由监管政策、央行政策、信用债市场等多重因素导致..	- 30 -
表 22、定开式产品收益率要略高于开放式产品.....	- 32 -
表 23、截至 22Q3 机构定制型产品规模前十的公司	- 33 -
表 24、个人持有规模最高的六只中长期纯债基金产品（单位：亿元）	- 34 -
表 25、博时富瑞纯债的核心业务指标	- 35 -
表 26、2018 年博时富瑞持有更长久期债券.....	- 36 -
表 27、2019 年前五大持仓中含有低于 AAA 以下评级的高票息债券	- 37 -
表 28、2020 年博时富瑞采用信用下沉和降低久期的策略应对波动	- 38 -
表 29、2022 上半年博时富瑞前五大持仓选用类利率债.....	- 40 -

报告正文

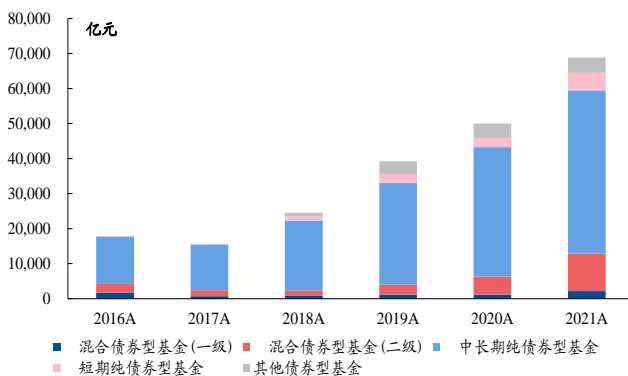
1、债券型基金产品市场概览

1.1、产品形态：资产端以中长期纯债为主负债端以机构为主

从资产端看，债券型基金主要分为一级债基、二级债基、中长期纯债、短期纯债，其中中长期纯债债券型基金是主要的产品类型。2021 年中长期纯债总规模 46,650 亿元，占债券型基金规模的比值为 68%，其次分别为二级债基和短期纯债，规模分别为 10,694 和 5,031 亿元；从增速来看，2016-2021 年期间，短期纯债、二级债基、中长期纯债基是主要增长方向，复合增速分别达到 175%、34%、28%，其他债券型产品由于基数较小同样保持高速增长态势。

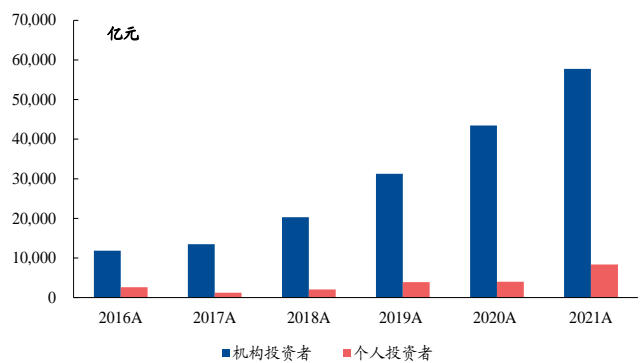
从负债端看，机构资金是债基规模增长的主要驱动力。2016-2021 年期间，个人持有规模从 2,628 亿元增长到 8,386 亿元，复合增速达到 26.1%，机构持有规模从 11,829 亿元增长到 57,717 亿元，复合增速达到 37.3%，超过个人持有规模复合增速 11.2 个百分点。

图 1、资产端中长期纯债是债基规模主要构成



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

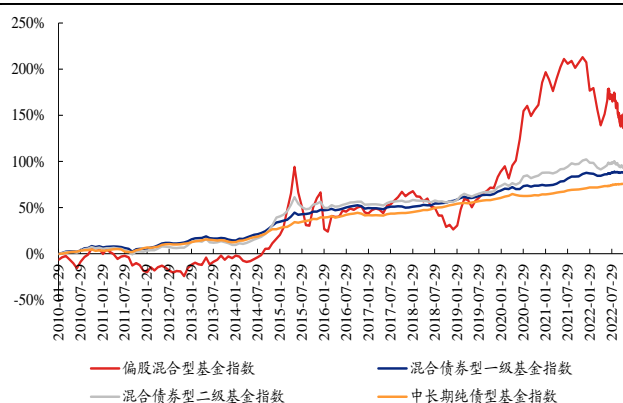
图 2、负债端机构客户是债券型基金主要客户



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

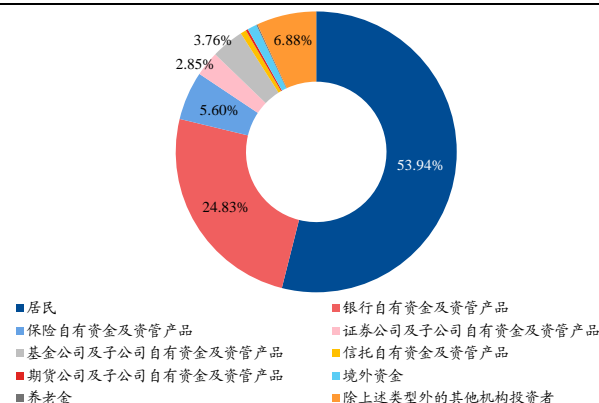
债基较低的波动率能够匹配低风险偏好资金。2016-2021 年期间，一级债基指数、二级债基指数和中长期纯债型基金指数年化回报率分别为 4.1%、4.4%和 3.5%，尽管显著跑输偏股混合型指数，但是一方面其净值增长非常稳定，波动较小适合低风险偏好资金，另一方面也足够满足一部分银行、保险等低成本资金对于资产配置的需求，因此尽管不如权益类基金在零售客户方面具备爆发力，但是随着金融机构资产负债表扩张，其对于债基的规模保持强劲增长态势。

图 3、偏债类产品年化收益率中枢在 3.5-4.0%左右



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、债券型基金的持有结构以机构投资者为主

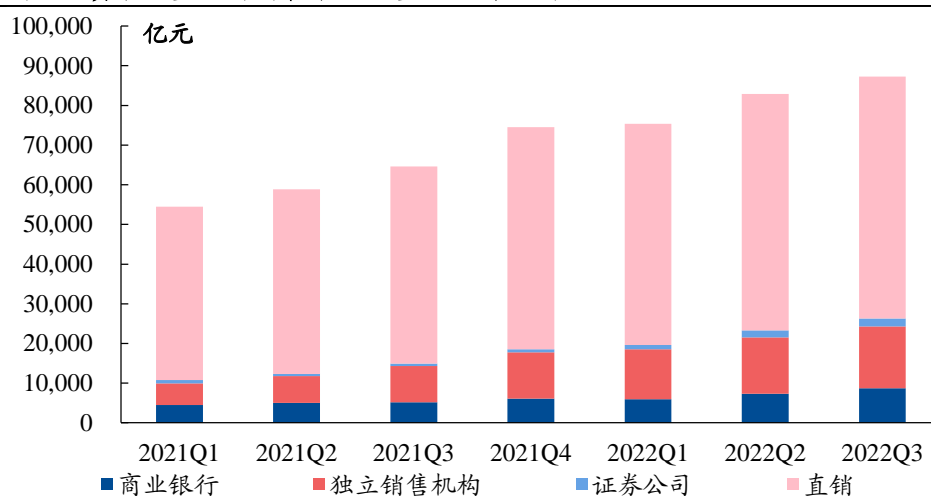


资料来源：证券投资基金业年报，兴业证券经济与金融研究院整理；注：图为 2021 年末公募基金资金来源情况

1.2、销售渠道：保有量分布来看以直销为主第三方代销为辅

不同于权益型基金以代销为主，债券型基金以直销为主。权益型基金的销售渠道以银行、券商和第三方独立代销机构为主，一方面在于其持有人结构以个人投资者为主，基金公司难以有效覆盖，另一方面其渠道费率较高，前端申/认购费+后端尾随佣金和销售服务费足以调动渠道的积极性做大中收；但是债券型基金一方面交易和尾随费率远低于权益型基金，创收难度较大，渠道对于债券型基金的销售意愿相对较低；另一方面，债基的持有人以机构客户为主，持有人相对集中，基金公司直销覆盖难度相对较小，人力投入的边际产出相对更大，因此从当前的销售结构来看，债基主要是基金公司直销为主，尤其是机构配置更多的中长期纯债型基金，2015-2021 年期间，直销保有规模大约在 70-80%。

图 5、债券型基金的销售渠道以基金公司直销为主



资料来源：中国证券投资基金业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、基金公司直销占比稳定在 70%-80%之间

债券基金净值分布	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
商业银行	23.2%	17.0%	14.7%	12.2%	11.7%	9.4%	7.7%
证券公司	4.5%	1.5%	1.1%	1.6%	1.7%	1.0%	1.4%
独立基金销售机构	1.7%	1.1%	1.2%	1.9%	3.3%	5.2%	13.1%
其他	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%
直销	70.4%	80.4%	82.9%	84.4%	83.2%	84.4%	77.6%

资料来源：中国证券投资基金业年报，兴业证券经济与金融研究院整理

从合作渠道特点来看，我们认为有三类比较典型的代表。第一，商业银行与旗下基金公司业务协同推动债基销售。从比较有代表性的销售渠道来看，招商银行、中国银行的债基保有量在银行中处于相对领先的地位，截至 2022Q3 招商银行、中国银行的债基保有量规模分别达到 1,790 亿元、1,689 亿元，我们认为其与子基金公司的业务协同或为债基销售相对更多的原因。以招商基金为例，招商基金的债基规模排名要远高于公司整体公募规模排名情况，其余银行系基金公司，例如中银基金、工银瑞信、建信基金债券型基金排名均处于行业前列。

表 2、招商银行在债券基金保有排名中比较靠前（单位：亿元）

机构名称	债基保有规模	非货保有规模	银行内部份额
招商银行	1790	8081	20.62%
中国银行	1689	4381	19.46%
工商银行	672	5173	7.74%
兴业银行	643	1856	7.41%
建设银行	590	4162	6.80%

资料来源：中国证券投资基金业协会，兴业证券经济与金融研究院整理，截至 2022Q3

表 3、招商基金作为招商银行子公司债基规模排名更加靠前（单位：亿元）

	基金资产净值	行业排名	债基资产净值	行业排名
2016A	3,455	9	605	6
2017A	3,921	8	659	5
2018A	3,833	12	1,129	4
2019A	3,793	13	1,428	3
2020A	5,044	12	1,636	5
2021A	7,441	12	2,672	3
2022Q3	8,036	11	3,582	3

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

第二，在货币基金收益率普遍下行背景下蚂蚁基金以固收类产品作为余额宝替代品种。2015 年以来余额宝的收益率面临下行趋势，2022 年 11 月达到最低值 1.29%，蚂蚁基金需要新的产品来承接客户对于高收益和低风险的需求，相比之

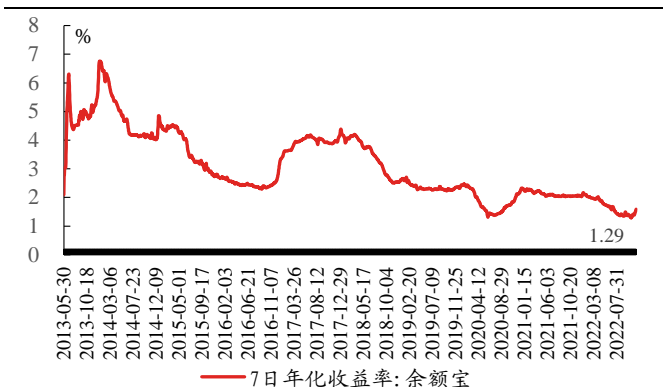
下，短久期债基就是一个好的承接工具。从数据验证来看，一方面带来蚂蚁基金超高的债基保有量规模，其权益保有量比债券保有量的商接近 1 倍，远超其他渠道；另一方面可以看到余额宝在客户数不断增长的同时户均规模出现了明显的下滑，这意味余额宝的客户将部分资金腾挪出去购买相对收益率更高的债券型产品。

表 4、蚂蚁基金债基保有量规模和份额保持较高水平

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
保有量（亿元）	3,182	4,010	5,144	5,707	5,829	6,769	7,159
市场份额	11.7%	13.6%	15.2%	13.9%	13.9%	14.3%	13.8%

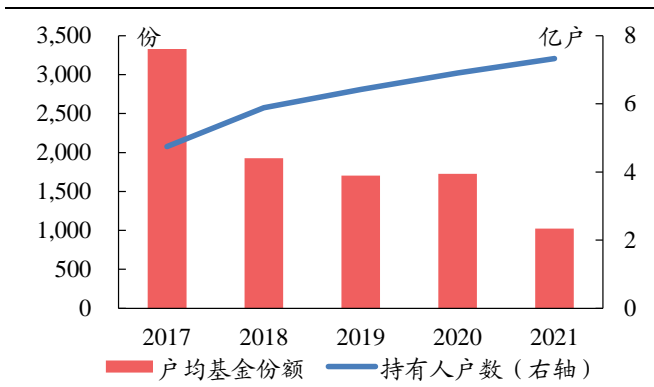
资料来源：中国证券投资基金业协会，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、余额宝收益率长期来看呈现下行趋势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2017 年以来余额宝户均规模出现了明显下降



资料来源：基金年报，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

第三，迅速崛起的基煜、汇成等独立第三方机构成为债券型基金的重要销售力量。监管政策的变化（《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》首次明确 B 端代销尾佣的分成比例不超过 30%，这意味着 B 端代销业务将走向阳光）、资管新规之后银行理财的净值化压力、权益市场的高度繁荣和银行短期难以具备公募基金投资能力、技术层面解决了中后台运营的痛点等因素共同推动 ToB 端基金代销的扩容，基煜基金、汇成基金的债券型基金保有量出现迅速提升。

表 5、在 B 端业务规范化后独立代销机构的债券型基金保有规模快速提升

单位：亿元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
保有量							
基煜基金	324	427	865	1,289	1,639	1,759	1,869
天天基金	574	660	942	1,368	1,536	1,617	1,723
汇成基金	233	328	569	1,026	1,184	1,232	1,554
保有份额							
基煜基金	1.20%	1.50%	2.60%	3.10%	3.90%	3.70%	3.60%

天天基金	2.10%	2.20%	2.80%	3.30%	3.70%	3.40%	3.30%
汇成基金	0.90%	1.10%	1.50%	2.50%	2.80%	2.60%	3.00%

资料来源：中国证券投资基金业协会，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

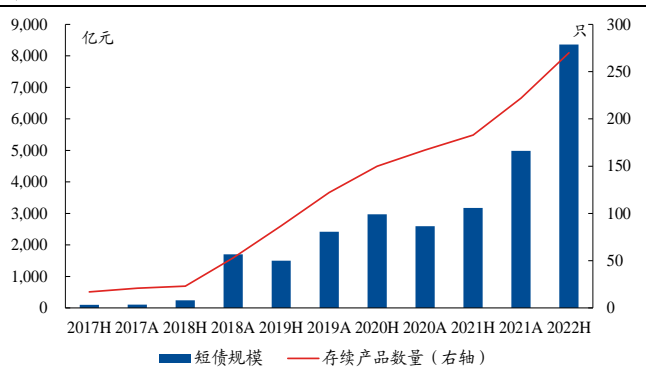
2、短期纯债基金：具备可复制性的流动性管理产品

2.1、短期纯债型：规模快速增长的货币基金替代型基金

在各类金融机构中短期产品都有对应的形态：1) 公募基金中，主要是短期纯债型基金、同业存单型基金等；2) 保险资管中，主要包含短期组合类固收产品；3) 银行理财中，主要是现金管理型和短期固定收益型理财产品。从目前高频可跟踪数据来看，公募基金最具备表征意义，因此我们来重点观察公募短债类产品。

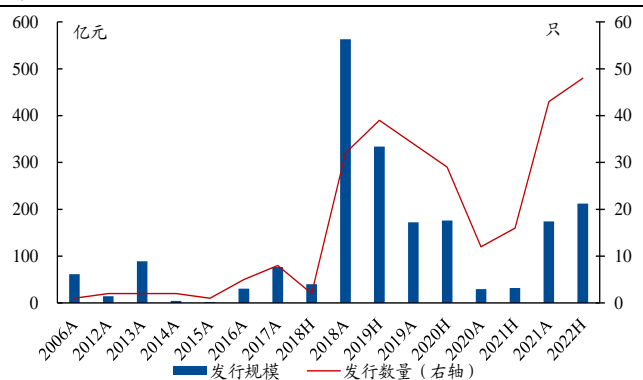
从存量规模来看，2017-2022 上半年，短期纯债基金从 108 亿元增至 8,361 亿元，增长了 77 倍，从节奏来看，2018 年下半年、2021 年下半年和 2022 上半年是短期纯债规模增速相对陡峭的时间节点，分别较上期增长了 1,461、1,813 和 3,375 亿元；其中规模增长一方面源于新发短期纯债基金的大扩容，同期短期纯债基金新发规模分别为 563、174 和 212 亿元，均处于历史相对高位，另一方面源于客户不断的净申购进一步推动了规模的增长。

图 8、2018 年下半年和 2022 上半年存量短债基金规模增幅明显



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2018 年下半年和 2019 上半年短债基金新发迎来大爆发



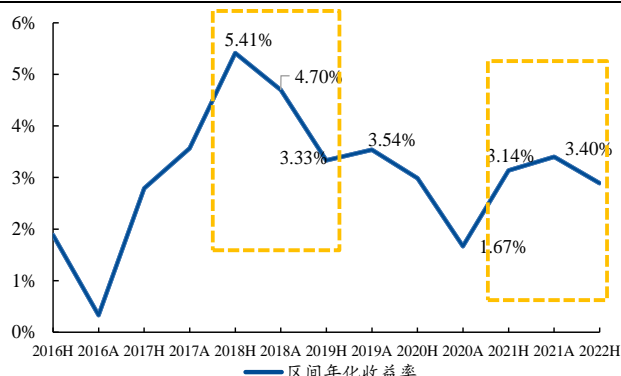
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、规模增长动力：股票和债券市场的波动孕育增长契机

股票和债券市场阶段性的跷跷板带来了短债基金的扩张机会。2018 和 2021 年利率整体处于下行周期，资本利得阶段性增厚产品收益，当期短债产品收益率均处于上行通道，同时在股票市场方面，2018 年权益市场表现低迷，2021 年下半年开始同样进入结构性行情，此消彼长之下，此前在牛市效应下被吸引进入股票市场

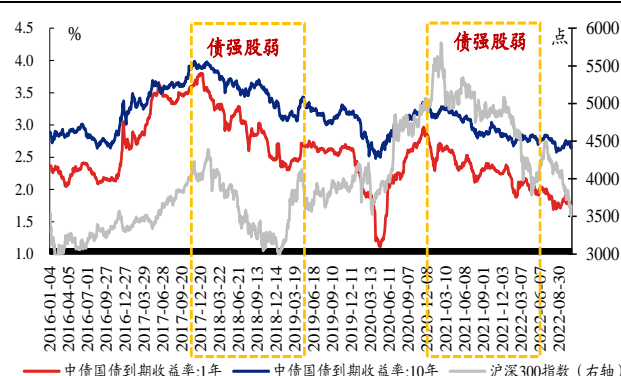
的资金一部分开始回流入短债基金当中进行避险，带来规模扩张机会。

图 10、短债规模大幅增长与产品收益显著提升相关



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、债强股弱的市场环境孕育短债发展



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

货基严监管下短债基金承接短期理财需求。2017 年 9 月，公募基金流动性新规发布后，货币基金由于受到监管抑制，部分资金转投短期理财债基和短债基金。流动性新规针对定制化货基、投资限制、风险准备金等方面做了相应规定，分别对机构型产品、货基收益率、货基规模造成影响，因此部分具有短期理财需求的资金转向短期理财债基和短债基金。2018 年 7 月，监管下发规范通知，要求整改短期理财债基并压降其规模，致使短期理财债基优势消失，同时伴随大量短期理财债基向短债基金、定开债基转型。

表 6、监管针对货币基金和短期理财债基提出整改推动短债基金扩容

文件名称	实施对象	政策要点	受影响业务
2017 年 9 月《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》	货币基金	第二十八条 基金管理人新设货币市场基金，拟允许单一投资者持有基金份额比例超过基金总份额 50%情形的，除应当符合本规定第十四条要求外，还应当至少符合以下情形之一：（一）不得采用摊余成本法对基金持有的组合资产进行会计核算；（二）80%以上的基金资产需投资于现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及 5 个交易日内到期的其他金融工具。	机构定制化货基投
	货币基金	第三十条 基金管理人应当对所管理的货币市场基金的份额持有人集中度实施严格的监控与管理（一）当货币市场基金前 10 名份额持有人的持有份额合计超过基金总份额的 50%时，货币市场基金投资组合的平均剩余期限不得超过 60 天，平均剩余存续期不得超过 120 天；投资组合中现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及 5 个交易日内到期的其他金融工具占基金资产净值的比例合计不得低于 30%。	受到限制
	货币基金	第三十三条 货币市场基金拟投资于主体信用评级低于 AA+ 的商业银行的银行存款与同业存单的，应当经基金管理人董事会审议批准，相关交易应当事先征得基金托管人的同意，并作为重大事项履行信息披露程序	同业存款、银行存单、银行存款

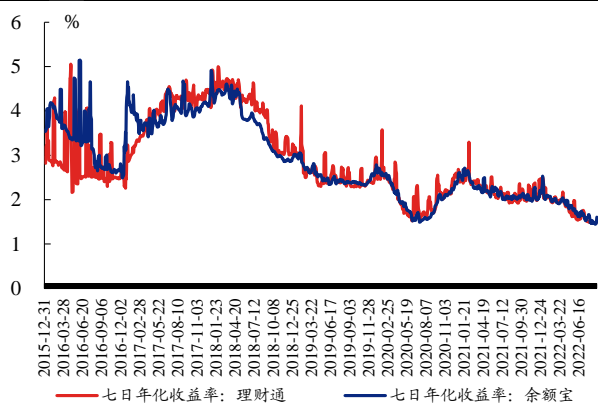
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	<p>序。</p> <p>第三十四条同一基金管理人管理的全部货币市场基金投资同一商业银行的银行存款及其发行的同业存单与债券，不得超过该商业银行最近一个季度末净资产的 10%。</p>	<p>的</p> <p>投资限制</p>
	<p>第二十九条 基金管理人应当对所管理的采用摊余成本法进行核算的货币市场基金实施规模控制。同一基金管理人所管理采用摊余成本法进行核算的货币市场基金的月末资产净值合计不得超过该基金管理人风险准备金月末余额的 200 倍。采用摊余成本法进行会计核算的单笔认申购基金份额采用固定期限锁定持有的理财债券基金，适用本规定第二十九条的要求。</p> <p>第四十一条 (二) 基金管理人的风险准备金不符合本规定第二十九条的，不得发起设立新的采用摊余成本法进行核算的货币市场基金与单笔认申购基金份额采用固定期限锁定持有的理财债券基金，并自下个月起将风险准备金的计提比例提高至 20% 以上。</p>	<p>货币基金</p> <p>需要按照</p> <p>规模计提</p> <p>风险准备</p> <p>金</p>
<p>2018 年 7 月</p> <p>《关于规范</p> <p>理财债券基</p> <p>金业务的通</p> <p>知》</p>	<p>通知要求短期理财债基整改分为固定组合类理财债券基金和短期理财债券基金两种，针对前者调整其投资范围和投资比例为“80%以上资产投资于债券”并延长封闭运作期限至 90 天以上，若要继续采取摊余成本法计量应符合企业会计准则和资管新规规定，针对后者调整投资范围和投资比例为“80%以上资产投资于债券”并以市值法计量资产净值。</p> <p>《通知》还规定未完成整改前，固定组合类理财债基不得放开申购和进入下一个封闭运作期，短期理财债基应确保规模有序压缩递减，每半年需至少下降 20%，投资范围和投资比例逐步调整至合规范围。</p>	<p>计量方法</p> <p>投资限制</p>

资料来源：中国证券监督管理委员会，人民网，兴业证券经济与金融研究院整理

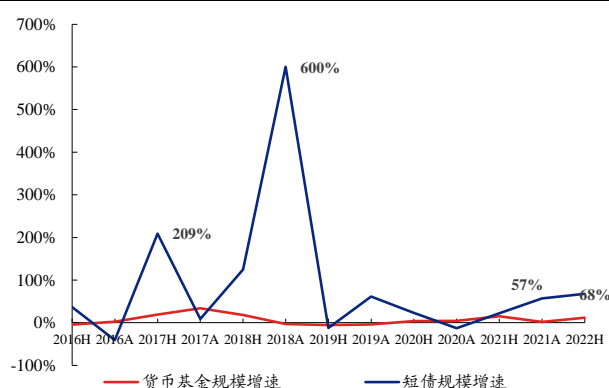
短债基金凭借优于货币基金的超额收益水平，替代了货币基金作为客户流动性管理的工具。在 2018 年以来，货币基金收益率整体呈现快速下行趋势。而持仓限制更少、杠杆上限更大的短债基金可以获得相对货币基金更高的收益，作为货币基金的升阶产品受投资者欢迎，规模的增长幅度较大。2018 年底短债规模较 2018 年 6 月底增幅达 6 倍，2021 年底、2022 年上半年底短债规模增速分别达 57%、68%，增速远超同期货币基金。

图 12、各种宝类七日年化收益率呈现下降趋势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、货币基金持续增长但增幅显著跑输短债基金



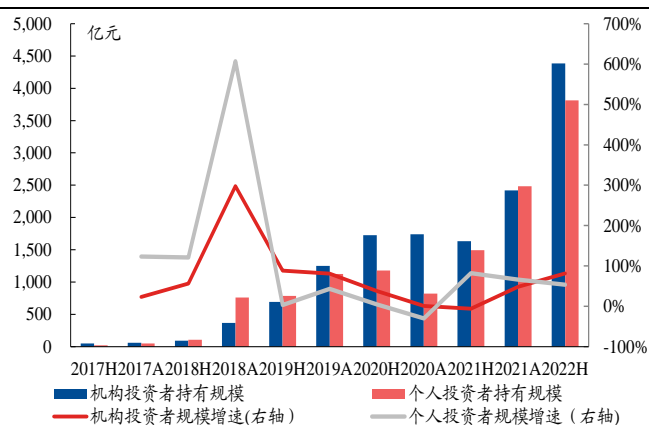
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、规模增长主体：个人和机构投资者共同成为增持主体

总量来看，机构投资者是短期纯债型基金主要持有人，截至 2022 上半年，机构和个人投资者分别持有 4,386 和 3,815 亿元，占比分别为 53.48% 和 46.52%，长周期来看机构投资者持有占比区间始终保持在 50-60% 左右，略高于个人投资者。

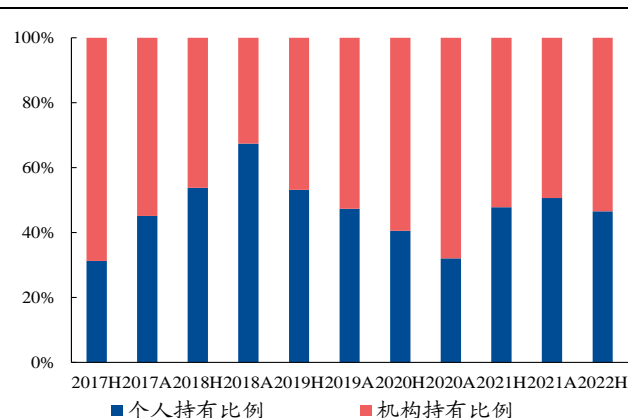
增量来看，机构和个人投资者共同成为短期纯债规模扩张驱动力，2019-2022 上半年机构和个人持有规模分别从 1,251 和 1,125 亿元增至 4,386 和 3,815 亿元，增幅达到 3.5 和 3.4 倍，其中个人投资者持有规模具备更强波动性，在 2020 年下半年大幅下降后在 2021 年迅速恢复增长，预计在股票和债券市场的轮动是其高波动主要影响因素，机构投资者则比较稳定地持续增长。

图 14、机构端是短债基金规模扩张的主力军



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、机构和个人投资者占比呈现波动变化状态



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

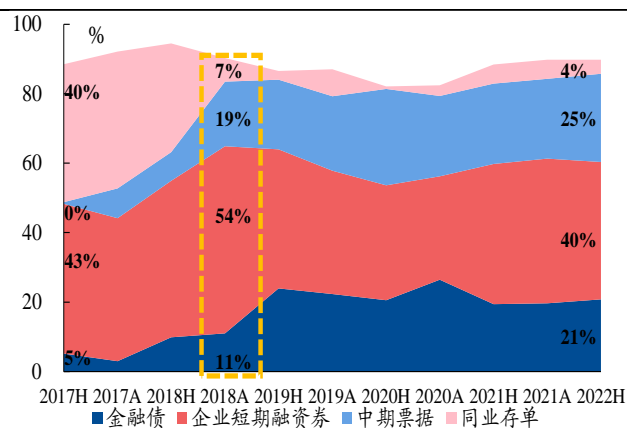
2.4、底层资产配置：企业短融和中票是短债主要配置方向

从底层资产来看，全市场短债基金以企业短融、中票为主要配置方向。截至

2022 上半年，全市场短债基金持有 40% 企业短期融资券、25% 中期票据、21% 金融债。2017 至 2022 上半年，底层持仓结构呈现同业存单占比逐渐降低，金融债、中票占比逐渐上升的变化格局。自 2018 年下半年，短债基金配置同业存单的比例显著降低，随后其持仓比例保持在 5% 左右。

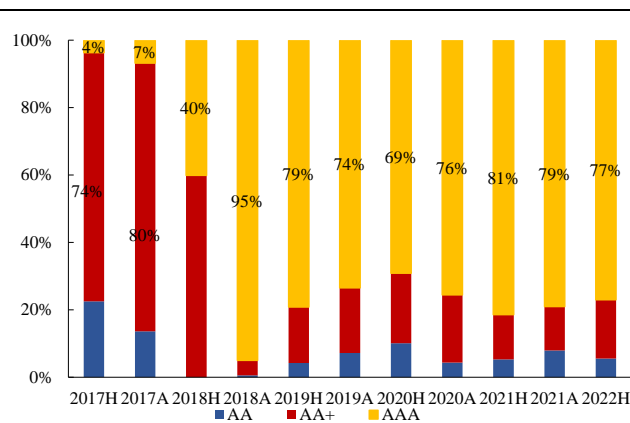
由于中票存在信用评级，我们重点观察其信用评级来评估其底层资产的风险偏好情况。短债基金前五大持仓债券的中期票据的信用评级呈现以 AAA 级为主，以 AA+ 级和 AA 类为辅的格局。2018 年之前，短债基金以 AA+ 为主，占比接近 80%；2018 年底，AAA 级持仓比例增至 95%，这或与 2018 年企业债券部分风险暴露，基金产品选择最高信用等级产品以降低违约风险有关；之后 AAA 级比例略有下降，稳定在 75% 左右。

图 16、同业存单占比减少且中票及金融债占比提升



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、前五大持仓中的中票评级以 AAA 级为主



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.5、配置周期择时：极端熊市下大约存在半年左右调整周期

不考虑市场环境，买入短债产品获得正收益的概率相对较高。以万得短债基金指数作为范本计算胜率，以 2016-1-1 开始计算，投资者任意买入，持有 7 日后，获得正收益的概率为 86.7%，持有 30 个工作日后，获得正收益的概率为 90.1%。

从下跌回补周期来看，短债基金回撤小，最大回撤恢复快。两次债券熊市情况下，回调幅度均控制在 1.3% 以内，回调下跌时间控制在 2 个月左右，从开始下跌到修复本轮调整的周期大约半年；其余阶段，回调幅度控制在 0.3% 以内，短债基金在半个月左右可以恢复最大回撤前的净值水平。

为什么关注周期择时，可以从两个维度来理解，第一，客户更适合在什么时候配置产品，第二，公司更适合在什么时候推荐产品。从第一个视角看，因为短期纯债的下跌回补周期其实相对来说比较短，因此几乎可以不太需要考虑这个问题，即使阶段性买在最高点，也可以通过时间换空间。从第二个视角看，需要对于存

量和增量分开来看；对于增量产品，在进行布局的阶段尽量规避周期拐点之前，因为此时市场情绪相对热烈，一旦大量增量资金涌入后遇到剧烈回调，可能对于客户情绪产生一定的冲击，对于存量产品，则需要注意通过调整资产配置尽可能降低潜在的回撤压力，尤其是对于已经具备一定规模基础的产品。

图 18、两次债券市场的回调也带来了短债基金的剧烈回撤



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、两次债券市场从调整到创新高大约需要半年的时间

短债基金指数	债牛	债熊	债牛	震荡	债牛	债熊	债牛	震荡
	2016.1-	2016.11-	2018.1-	2019.2-	2019.11-	2020.5-	2020.12-	2021.10-
	2016.10	2017.12	2019.1	2019.10	2020.4	2020.11	2021.9	2022.08
期间年化收益率	2.27%	2.12%	5.09%	3.10%	5.45%	-0.30%	3.57%	3.19%
区间最大回撤	-0.30%	-1.23%	-0.14%	-0.04%	-0.05%	-0.76%	-0.16%	-0.05%
回调下跌天数	18	41	13	3	8	69	4	8
回调恢复天数	28	128	10	6	6	100	20	8

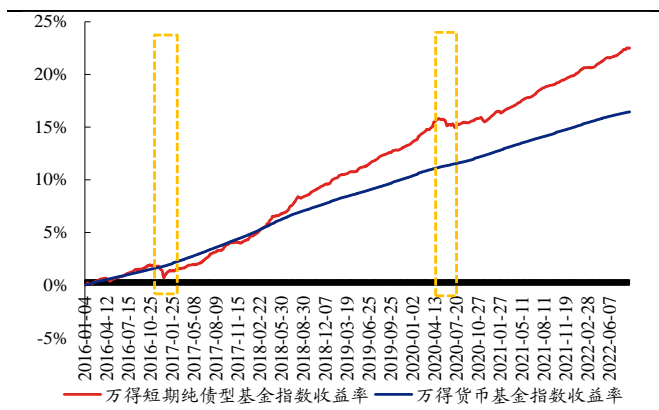
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

短债基金指数于 2016 年 12 月底及 2020 年 5-7 月间出现较大回撤，其两次较大回撤区间对应货币政策边际收敛和资金价格上行阶段。

2016 年 9 月开始经济基本面好于预期的情况下，监管将目光转向“金融去杠杆”。2016 年 8-9 月，央行通过重启 14 天和 28 天逆回购，使得银行间利率中枢不断上行且适当缩减资金供给，资金面逐步抬升。12 月底央行提及实施“货币稳健中性政策”，货币政策确认转向、收敛，资金面收紧，此阶段以市值法计量的短债基金表现出明显回撤。

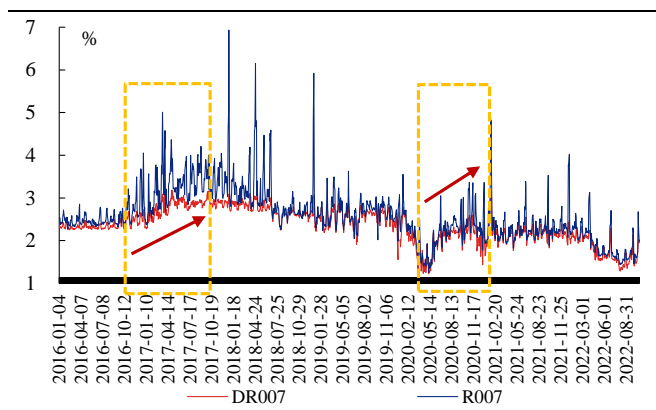
2020 年二季度，经济从疫情中迅速走向复苏，5 月起央行通过公开市场缩量操作的方式逐步收回流动性，银行间利率快速上升，货币从宽松转向收敛，债市走熊，此阶段短债基金表现出明显回撤。

图 19、短债基金指数两次出现较大回撤



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、2016-2017 年和 2020 年资金面利率明显上升



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.6、产品微观映射：以低回撤、低波动、低费率实现规模扩张

在短期纯债型基金市场规模快速扩容背景下，部分产品把握扩张红利期实现了规模的迅速增长，例如财通资管鸿福短债基金在短短三年内从不足 2 亿元规模增长至接近 270 亿元，其余如建信短债基金、广发景明中短债基金等产品增幅大幅领先。我们通过观察大规模产品和增速较快产品，大体可以看到这类产品的特点：
1) 回撤和波动率低，2022 上半年增量规模在 90 亿元以上单品在最大回撤方面的控制均优于行业均值；2) 费率低，例如财通资管鸿福短债债券 A 类和 C 类的费率在行业中均处于较低水平。

表 8、目前市场上规模相对较大的短债基金（单位：亿元）

证券名称	2019A	2020A	2021A	2022H
财通资管鸿福短债债券	1.6	45.8	210.4	269.3
华夏短债债券	34.5	30.3	155.9	254.0
建信短债	-	77.1	88.3	242.0
汇添富短债	18.3	69.4	127.7	231.3
交银稳鑫短债债券	18.1	38.6	128.6	225.8
广发景明中短债	8.3	25.5	72.8	221.7
嘉实超短债债券	249.5	132.5	144.0	210.6
博时安盈	99.5	81.5	132.3	201.7

市场均值	19.8	15.6	22.5	31.0
------	------	------	------	------

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、2022H 增量 90 亿元以上的单品 (单位: 亿元)

证券名称	22 上半年 增量规模	22 上半年 年化收益	22 上半年 最大回撤	22 上半年 波动率
国泰利享中短债	158.0	3.78%	-0.0180%	0.2639%
建信短债	153.7	3.00%	-0.0187%	0.2103%
广发景明中短债	148.9	3.21%	-0.1164%	0.3889%
平安如意中短债	109.9	3.54%	-0.1164%	0.5521%
汇添富短债	103.5	2.82%	-0.0272%	0.2363%
华夏短债	98.1	2.87%	-0.0975%	0.3806%
交银稳鑫短债	97.3	2.98%	-0.0375%	0.2768%
创金合信恒兴中短 债	91.2	3.59%	-0.1301%	0.4898%
市场均值	13.8	3.17%	-0.1336%	0.4355%

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 10、低费率是短债产品的重要竞争抓手 (单位: 亿元, 截至 2022H)

证券名称	基金规模	申购费率 (前端)	管理费	托管费	赎回费			销售服 务费	合计 ¹
					<7 天	>=7 天, <30 天	>=30 天		
财通资管鸿福短债 C	171.92	0.00%	0.30%	0.10%	1.50%	0.00%	0.00%	0.10%	0.50%
财通资管鸿福短债 A	97.38	<100 万, 0.4%; >=100 万, <500 万, 0.2%; >=500 万, 每笔 1000 元	0.30%	0.10%	1.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.80%
华夏短债 C	45.27	0.00%	0.30%	0.10%	1.50%	0.10%	0.00%	0.10%	0.60%
华夏短债 A	208.72	<50 万, 0.3%; >=50 万, <200 万, 0.2%; >=200 万, <500 万, 0.1%; >=500 万, 每笔 1000 元	0.30%	0.10%	1.50%	0.10%	0.00%	0.00%	0.80%
建信短债 C	157.51	0.00%	0.27%	0.08%	1.50%	0.00%	0.00%	0.10%	0.45%
建信短债 A	76.44	<100 万, 0.3%; >=100 万, <200 万, 0.2%; >=200 万, <500 万, 0.1%; >=500 万, 每笔 1000 元	0.27%	0.08%	1.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.65%

¹ 合计费率计算时假设投资者持有不足 30 天

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

汇添富短债 C	11.61	0.00%	0.30%	0.10%	1.50%	0.10%	0.00%	0.40%	0.90%
		100万,0.4%;							
汇添富短债 A	218.84	>=100万, <500万,0.2%;	0.30%	0.10%	1.50%	0.10%	0.00%	0.00%	0.90%
		>=500万,每笔1000元							
交银稳鑫短债 C	1.91	0.00%	0.30%	0.10%	1.50%	0.10%	0.00%	0.40%	0.90%
		<100万,0.3%;							
交银稳鑫短债 A	223.90	>=100万, <500万,0.1%;	0.30%	0.10%	1.50%	0.10%	0.00%	0.00%	0.80%
		>=500万,每笔1000元							

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.7、行业竞品：规模实现快速扩张的财通资管鸿福短债基金

财通资管鸿福短债成立于2019年10月，成立规模仅为3.126亿份，截至2022年9月底，A类和C类产品合计份额接近250亿份，规模接近300亿元，是目前规模比较靠前的短债基金。

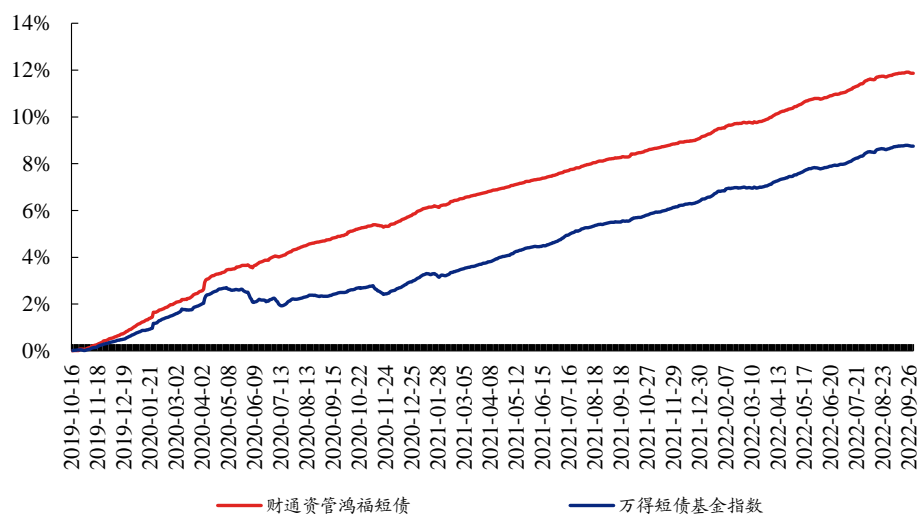
从规模的增长节奏来看，财通资管鸿福短债主要开始于2021上半年，其半年内规模净新增270.5亿元，下半年虽然净减少105.9亿元，但全年依然合计增长超过150亿元，其规模的增长一方面源于其超额的业绩表现，尤其是2020年债券市场剧烈调整的背景下该产品上下半年均表现出较好的绝对和相对收益，回撤同时也显著低于行业均值，依靠“涨的多跌的少”，从而带来了产品规模的爆发式增长。

表 11、财通鸿福各类指标表现

指标		2019下	2020上	2020下	2021上	2021下	2022上
区间年化收益率 (%)	财通鸿福	4.72	6.03	3.75	3.13	3.00	3.54
	同类均值	3.87	3.34	1.91	3.20	3.56	3.17
	收益率排名	10/88	3/122	7/142	103/165	127/180	62/217
区间最大回撤 (%)	财通鸿福	-0.02	-0.13	-0.09	-0.07	-0.01	-0.03
	同类均值	-0.08	-0.71	-0.60	-0.22	-0.09	-0.13
杠杆率水平 (%)	财通鸿福	114.32	128.42	130.74	110.17	121.11	127.42
	同类均值	116.58	117.84	116.55	115.38	115.77	114.35
基金组合久期 (年)	财通鸿福	0.59	0.41	0.16	0.21	0.69	0.47
	同类均值	0.98	0.97	0.84	0.81	0.90	0.81
区间规模变化 (亿元)		1.59	12.42	31.79	270.51	-105.91	58.89

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、财通鸿福明显跑赢短债基金指数且回撤控制优越

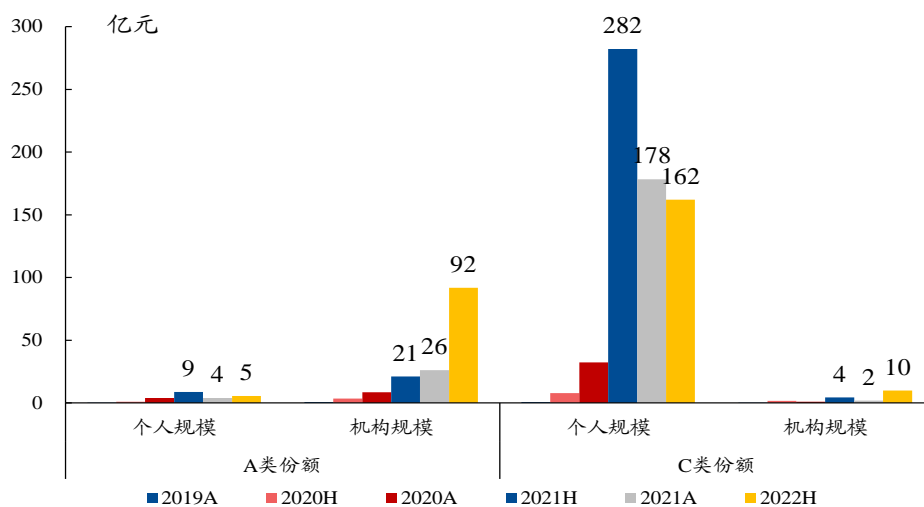


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

个人投资者大量认购 C 份额推动产品规模增长。个人投资者主要持有 C 类份额。从个人规模的增长节奏来看，开始于 2020 年下半年，其 C 类个人投资者规模增至 32 亿元，并在 2021 上半年迅速激增至 282 亿元。其增长一方面源于良好的业绩表现，在 2019 下半年至 2020 全年，其收益率排名均位列行业前十，也源于 2020~2021 年基金直播爆火，财通资管在直播方面表现亮眼，吸引不少个人投资者。随后或系其超额业绩优势消失，个人投资者规模开始减少，但截至 2022H，其 C 类个人规模仍保有 162 亿元，处于行业前列。

机构投资者主要持有 A 类份额。从机构规模的增长节奏来看，其规模处于稳步增长态势，并在 2022 上半年合计规模下机构持有突增至 102 亿元，原因或系 2022 上半年权益市场低迷，部分机构资金涌入短债市场进行避险，而财通资管鸿福由于其超高的回撤控制能力而颇受机构短期资金青睐。

图 22、机构投资者占比逐渐增加，个人投资者规模仍位于行业前列

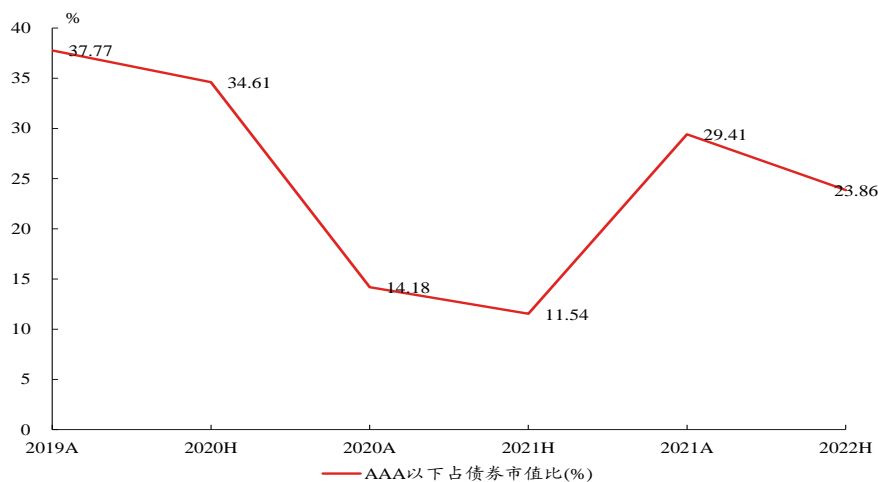


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

积极参与逆回购和阶段性的信用下沉是其取得超额收益的主要原因。在 2020 上半年，财通资管鸿福短债年化收益率高达 6.03%，远高于行业均值，一方面系其采用信用下沉手段增厚收益，该阶段其 AAA 以下债券占基金市值比高达 34.61%，超过其他中短债产品。

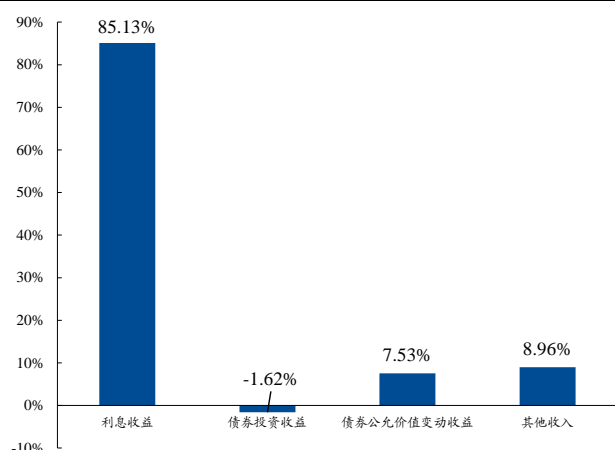
一方面通过阶段性参与债券逆回购提高产品的流动性管理能力，同时增厚产品收益率，可以看到其 2020 上半年产品收入构成中，买入返售金融资产利息收入对于利息收入的贡献接近 34%，远超其他同类型债基水平。

图 23、产品成立初期 AAA 以下的债券持仓占比相对较高



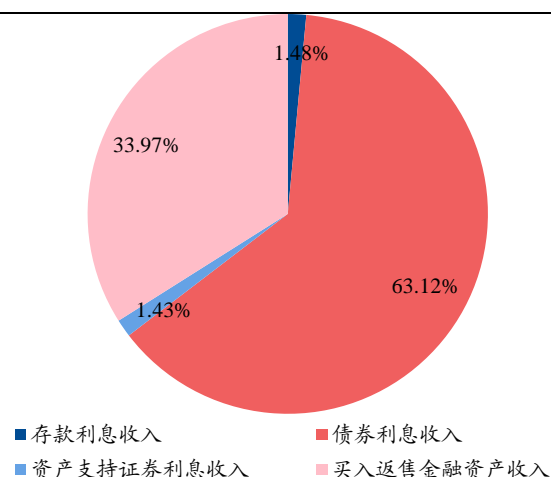
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、2020 上半年的高收益主要源于利息收入



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、2020 上半年债券逆回购显著增厚利息收入



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 12、2020 上下半年时点上均配置较多的债券逆回购

底层资产持仓比例	财通资管鸿福短债		同类均值	
	2020 上	2020 下	2020 上	2020 下
债券	72.84%	80.31%	91.44%	91.73%
现金	1.08%	0.73%	2.75%	2.06%
其他资产总计	26.08%	18.96%	5.82%	6.21%
其中：买入返售金融资产	22.34%	15.50%	-	-

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

采取缩短久期和逆回购策略应对利率波动风险。预期未来市场利率上升时，缩短持仓债券的组合久期进行风险规避，可以减少到期收益率上升所带来的价格下跌，财通资管鸿福短债在 2020 上半年阶段迅速降低基金组合久期，从 2019 年底的 0.59 降至 2020 年中期的 0.41，并在 2020 年底进一步降低至 0.16，在三个阶段均显著低于行业平均水平，使得产品的回撤在利率上行阶段显著小于市场平均水平。另一方面，通过较多参与债券逆回购也使得其持仓在利率上行阶段受到市场波动的影响相对较小。

表 13、财通资管鸿福前五大持仓的债券久期均较短

2020H 财通鸿福前五大持仓					
名称	占基金净值比:%	类型	评级	剩余期限:年	票面利率:%
20 中铁建投 SCP001	3.56	超短期融资债券	AAA	0.48	1.98
20 贴现国债 29	3.55	国债	--	0.23	1.81

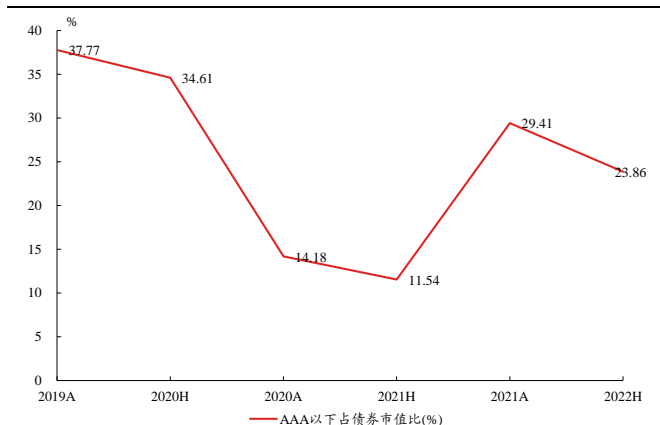
19 进出 07	3.00	政策银行债	--	0.33	2.56
10 国开 24	3.00	政策银行债	--	0.16	2.7
20 大同煤矿 SCP012	2.98	超短期融资债券 AAA		0.65	2.7

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

做大规模后通过低回撤实现稳定的规模保有。基于 2019~2020 年的超额业绩、叠加 2021 年的债牛行情，财通资管迎来规模爆发，之后产品通过低回撤，保持平滑的绝对收益，吸引低风险偏好的资金。规模方面，由于财通资管鸿福前期的超额业绩表现，2021 上半年内规模净新增 270.5 亿元，但由于 2021 年产品业绩表现低于同类市场均值，产品规模在下半年减少 105 亿元，但全年仍净增加 165 亿元；而 2022 上半年增加规模约 59 亿元，系机构投资者涌入所致。前期的优异业绩带来了之后的规模效应。

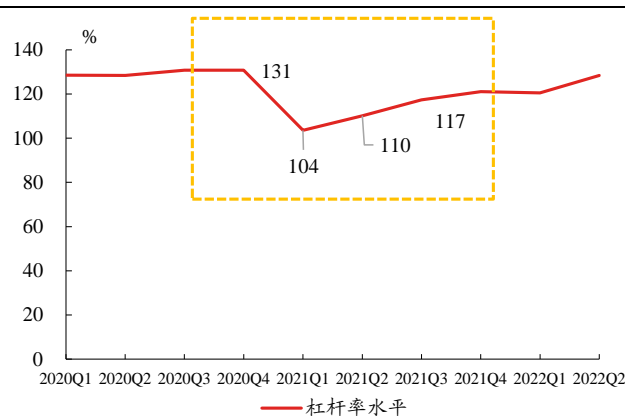
策略方面，其信用下沉比例明显减小、杠杆率水平降低，产品虽不具备优于行业的超额收益，但回撤控制十分优秀，是产品目前的主要优势及竞争力所在。从 2021 年开始，财通资管鸿的业绩表现从前期“获取较高的超额收益”转为“保持低风险的绝对收益”。

图 26、2021 年开始信用下沉比例减小



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、杠杆率水平在 2021 年开始降低



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从单一产品逐步演化为短债系列产品线布局。财通资管目前旗下共有十只短债基金，是短债产品数量最多的公司之一。从其产品发行布局来看，财通资管注重债市周期和旗下产品之间的协同作用。2018 年~2019 上半年的债牛时期，财通资管发行三只产品，2019 下半年财通资管鸿益跑出百亿元规模后，发行鸿福短债，孵化下一个产品。在 2020 年债熊时期，公司维持旗下四只产品的运营，未发行

新产品。财通资管顺应 2021 年滚动持有期产品热度，较为领先地发行滚动持有产品，鸿安 30 天的发行时间先于行业其他大部分滚动持有产品，推出四只产品，涵盖 30 天、60 天、90 天三类不同运作周期。2022 年，短债基金市场爆发，财通资管发行两只新产品。因此，短期纯债的产品明显是具备较强复制性的，可以通过市场周期和产品运营相结合的方式实现产品线的扩张。

表 14、财通资管不断孵化新的短债产品（单位：亿元）

证券名称	成立日期	2018A	2019H	2019A	2020H	2020A	2021H	2021A	2022H
鸿益中短债	2018-09-03	7.60	5.78	108.32	92.91	72.07	152.39	108.53	133.80
鸿利中短债	2018-11-22	15.85	16.16	16.05	16.35	15.99	16.27	5.40	39.85
鸿运中短债	2019-01-21	-	8.70	3.16	1.70	4.98	52.93	88.19	104.15
鸿福短债	2019-10-15	-	-	1.59	14.01	45.80	316.31	210.40	269.29
鸿安 30 天滚动持有	2021-06-16	-	-	-	-	-	0.28	4.88	51.63
鸿启 90 天滚动持有	2021-08-18	-	-	-	-	-	-	1.98	17.31
鸿享 30 天滚动持有	2021-09-15	-	-	-	-	-	-	10.84	10.92
鸿佳 60 天滚动持有	2021-11-30	-	-	-	-	-	-	0.38	1.13
鸿商中短债	2022-03-10	-	-	-	-	-	-	-	2.01
鸿慧中短债	2022-07-27	-	-	-	-	-	-	-	-

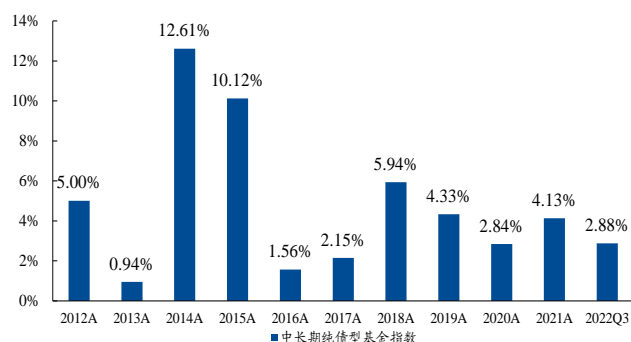
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3、中长期纯债型基金：依托制度优势实现规模扩容

3.1、中长期纯债基金：理论空间巨大但面临银行理财子激烈竞争

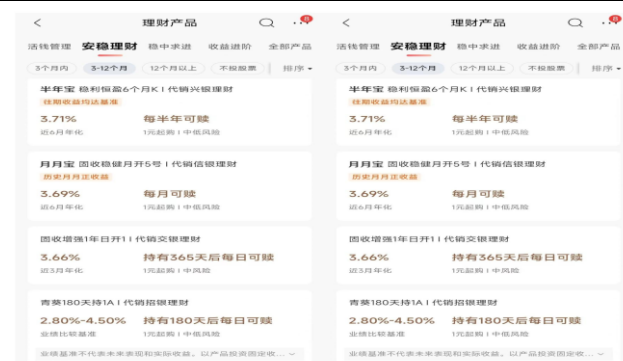
对于预期收益率在 3-4% 的中长期纯债型基金，在 C 端市场，其实是银行理财的绝佳替代性品种，可以看到现在主要一年期银行理财子公司产品的业绩比较基准或者年化收益率区间基本都在 3-4% 左右，因此银行渠道或为该类产品重要销售渠道，尤其是没有理财子公司的中小银行对于这类产品依赖度会更高。因此，尽管当前中长期纯债的主战场在机构市场，但是我们认为 C 端市场同样不可忽视。

图 28、以 1 年持有期维度来看中长期纯债鲜有亏损



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、银行 R2 级产品业绩比较基准在 3-4%左右



资料来源：理财通，兴业证券经济与金融研究院整理

中长期纯债投资者结构或将从机构开始逐步多元化。观察规模最大的中长期纯债基金持有人结构样本，截至 2022 上半年，中银丰和定期开放和中银证券汇嘉定期开放均为机构 100%持有，预计该产品以机构定制基金为主，其余的大规模产品持有人结构中同样以机构投资者为主。因为实际上现在债券型基金在 C 端市场方面几乎是空白，尤其是在中长期纯债领域，未来存在从 0 到 1 突破的空间。

表 15、规模前 5 大中长期纯债基金的产品明细（单位：亿元）

资产净值（合并份额）	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022H
中银丰和定期开放	59.98	60.45	480.22	479.32	476.37	479.8
中银证券汇嘉定期开放	-	2.20	420.43	417.40	434.37	422.3
中银证券安进	410.55	329.94	339.14	329.22	337.96	334.0
博时富瑞纯债	2.04	2.17	8.52	88.0	210.1	301.2
中银睿享定期开放	240.18	246.07	240.63	240.7	248.1	244.9

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 16、中银丰和定期开放持有人结构以机构为主

单位：户，亿份	2019H	2019A	2020H	2020A	2021H	2021A	2022H
基金份额持有人户数	2	2	2	227	226	226	222
平均每户持有人份额	98.45	217.75	217.75	1.92	1.93	1.93	1.96
机构投资者持有份额	196.91	435.51	435.51	435.51	435.51	435.51	435.51
机构投资者份额占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
个人投资者份额占比	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 17、中银证券汇嘉定期开放持有人结构以机构为主

单位：户，亿份	2019H	2019A	2020H	2020A	2021H	2021A	2022H
基金份额持有人户数	2	2	2	53	238	226	221
平均每户持有人份额	71.88	192.11	189.61	7.16	1.59	1.68	1.72

机构投资者持有份额	143.77	384.22	379.22	379.22	379.22	379.22	379.22
机构投资者份额占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
个人投资者份额占比	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

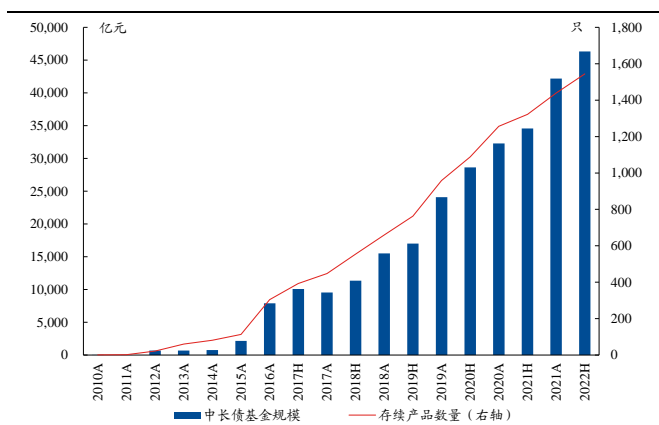
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、中长期纯债基金：规模已成为债券型基金最主要的产品构成

中长债基金存续规模稳步增长、逐步扩大。截至 2022 年 6 月底，中长债基金规模存续余额达 46,325 亿元，产品数量 1,544 只，规模已成为债券型基金最主要的产品构成，占债券型基金市场总体规模的 60%。

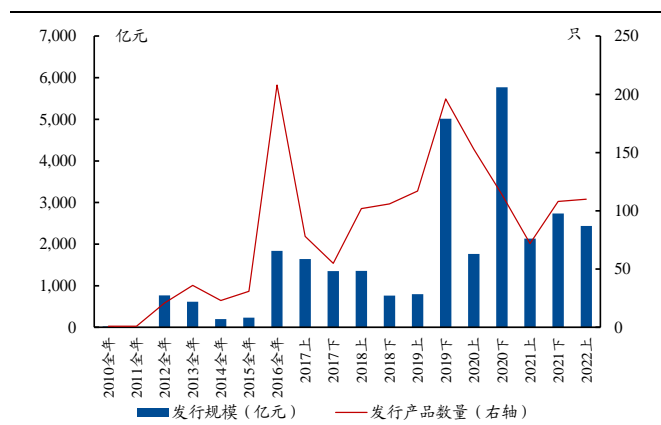
从存量规模来看，2012-2022 上半年，中长期纯债基金从 687 亿元增至 46,325 亿元，增长了 67 倍，从节奏来看，2012 年、2016 年、2019 年下半年和 2020 年下半年是中长期纯债规模增速相对陡峭的时间节点，分别较上期增长了 676、5,732、7,090 和 3,657 亿元，其规模的增长源于同期新发基金的扩容，同期新发基金的发行规模分别达 765、1,836、5,012、5,771 亿元，处于历史高点水平。

图 30、中长期债基金存续规模稳步增长



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

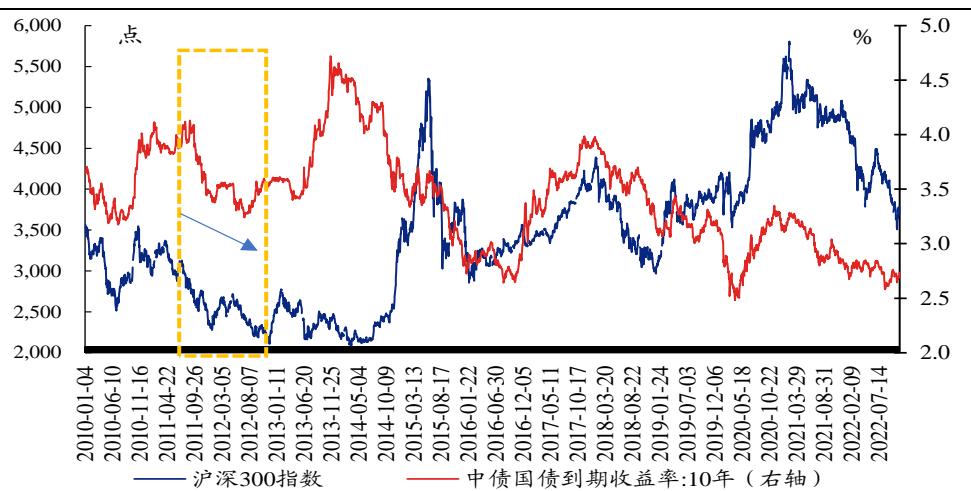
图 31、12、16 及 19-20 年是中长债新发密集时点



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

中长债基金规模第一次爆发增长的动力源于 2012 年股弱债强带来的资金流动效应。一方面，2011-2012 年股市震荡下挫，权益市场表现低迷，投资者风险偏好降低；另一方面 2011 年债市经历信用债违约事件、机构抛售转债等事件，资金面持续收紧，债市本处于熊市行情，后于 2011 年 9 月起，因货币政策宽松预期等系列因素，债券市场迅速进入牛市，2012 年的债牛行情下中长债基金因其远优于其他类型基金的风险收益表现受投资者欢迎，中长债基金密集发行，存续规模由 11 亿元上升至 687 亿元。据 2012 年年报、2013 年中报披露的 2012 年新发产品持有占比来看，机构占比约 40%，个人投资者占比约 60%，个人投资者是驱动这一轮中长期纯债扩张的主力。

图 32、股市持续下挫致使投资者风险偏好下降



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 18、2012 年 1-11 月中长债基金指数的收益表现优于其他类型基金

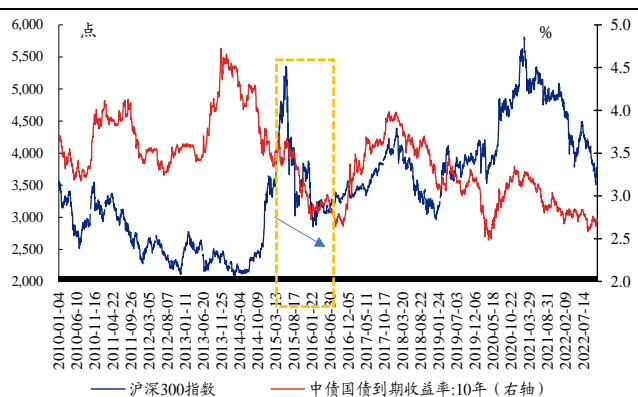
2012 年 1-11 月	区间收益率	区间最大回撤
中长债基金指数	4.51%	-1.00%
混合债券一级指数	6.58%	-1.34%
混合债券二级指数	4.06%	-2.85%
股票型基金指数	-6.74%	-15.36%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2015-2016 年资产荒背景下银行委外资金助推债券型基金发展。 银行委外投资在 2015 年实现爆发增长，源于金融市场环境正处于流动性充裕而可配资产少的“资产荒”情况。为了扩大资产规模，中小银行一方面通过发行同业存单，借助中央银行释放流动性的政策以较低利率从大银行处获取同业资金，另一方面通过发行表外理财产品，从企业与居民手中获取理财资金。但中小银行一般没有专业的投资团队，因此普遍选择了委托其他专业机构代为投资。对于大型银行而言，虽然有完善的投资团队和较为丰富的投资经验，但在近年来理财资金规模急剧增大的背景下，仍难以应对如此庞大的资金带来的投资压力，也需要通过委外投资渠道来辅助开展投资业务。以监管套利为目的的委外投资成为本轮债基扩张主线。

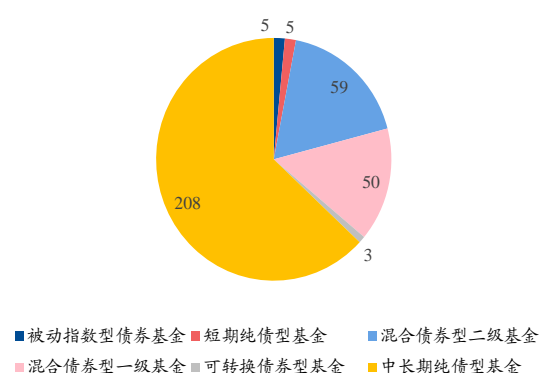
2016 年新发规模达 1,836 亿元，全年新发的中长债基金在 2016 年末时点的机构投资者加权平均持有比例约为 97%，机构投资者是驱动这一轮规模增长的主力。

图 33、债强股弱是中长期债基规模增加的重要契机



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、2016 年中长债基金发行 208 只



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

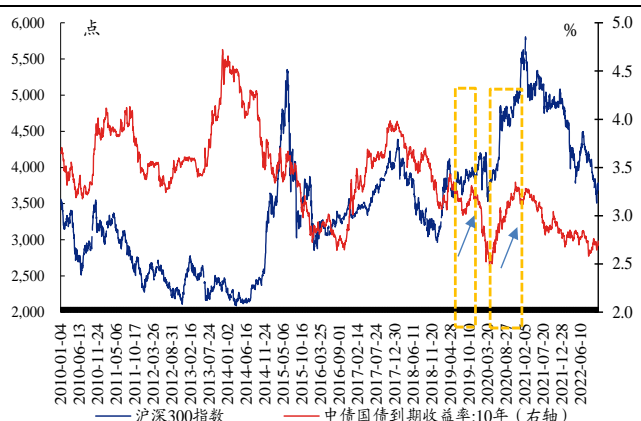
2019 年，监管政策变化推动摊余成本定开债基扩容。2018 年 7 月《关于规范理财债券基金的通知》要求固定组合类理财基金向定开债基整改，符合条件仍可采用摊余成本法计量。

摊余成本定开债基主要具有如下特点，因而在 2019 至 2020 年的特定时间段中受到市场追捧：1) 估值方法使其净值波动小；2) 杠杆高（上限 200%，高于开放式基金的 140%）；3) 采取持有至到期策略，使投资组合收益取决于建仓时点的利率水平，因此多于债熊时期收益率高点时建仓以锁定较高的收益；4) 费率较低²，截至 2020 年底，中长债基金中开放式基金的管理费率中位数水平为 0.30%，摊余成本定开债基为 0.15%，原因系摊余成本定开债基采取持有至到期策略，主动管理能力要求不高。

2019 年下半年，第一批获监管批准的摊余成本法定开债基发行，由于其承接的机构资金体量较大，且其建仓时点的债券利率水平决定其收益，建仓时点和效率尤为重要，因此市场中摊余成本定开债基出现短时间内密集大规模发行建仓的情况，助推中长债基金规模快速增长。2020 年下半年债市走熊，利率水平的大幅抬升叠加监管表示支持公募基金有效对接银行公募理财、养老金等各类长期资金的因素，具有估值优势的摊余成本定开债基展开新一轮发行潮。

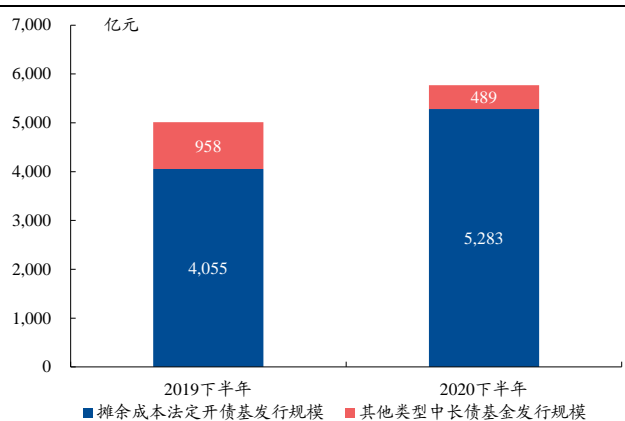
²“费率较低”不适用于 2022 年及之后时间段。截至 2022 年底，中长债基金中开放式基金的管理费率中位数水平为 0.10%，主要系 2022 年期间不少开放式基金产品对管理费率进行下调。而摊余成本法定开债基管理费率未进行调整。

图 35、利率上行阶段摊余成本法产品更有吸引力



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、2019 下和 2020 下摊余成本法定开型密集发行

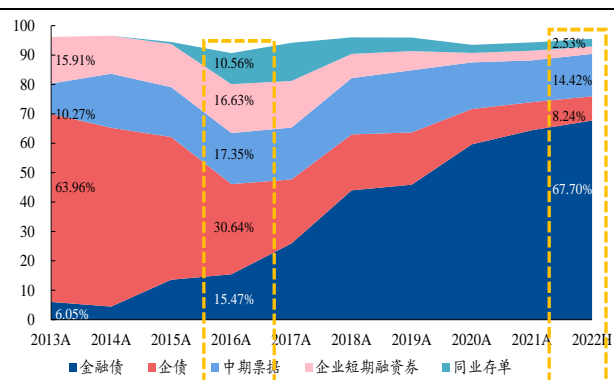


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理；注：“2019 下”指“2019 下半年”，“2020 下”指“2020 下半年”

3.3、底层资产配置：资产配置结构随着投资者结构完成切换

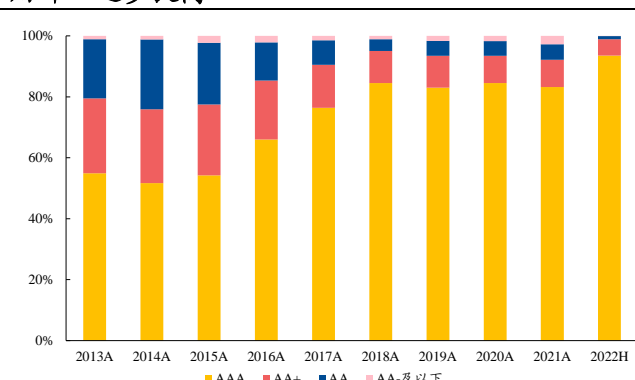
从底层资产来看，目前全市场中长期纯债基金以金融债为主要配置方向。截至 2022 上半年，全市场中长债基金主要持有 67.7%金融债（其中：政策性金融债占比 48.6%）、14.4%中期票据、8.2%企业债、2.6%同业存单、1.6%国债。利率债占比达 52.8%，略高于信用债占比，利率债风格的产品逐渐成为主流，原因或系自营类机构客户的资金需求偏向于投资相对安全、风险收益均衡的资产。2013 至 2022 上半年，中长债基金前五大持仓中含有的企业债的信用评级逐步提升。

图 37、金融债是中长期债基金的主要配置方向



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、全部中长期纯债的前五大持仓中企业债的信用评级逐步提高

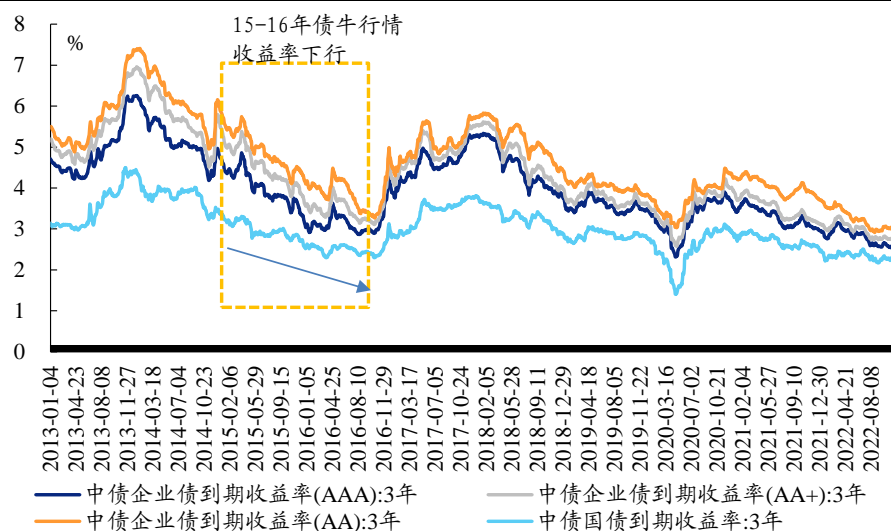


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2015-2016 年通过信用下沉赚取超额收益。2015-2016 年，中长债基金偏向于采取信用下沉策略以追求高收益率，AA 类及以下的低评级债券持仓占比相对较高。主要原因系资产荒背景下，债券收益率大幅下行，而中长债基金多承接银行的委外业务，产品层层嵌套的情况下要求的收益率较高，且当时信用违约事件较少发生，故中长债基金端需追逐票息较高的信用品种。

2016 年底，资金面收紧，债券利率迅速上升，在该阶段持有较低信用评级债券易出现回调较大的问题，叠加 2016 年底大连中城建信用债违约事件等因素，中长债基金调整持仓风格，逐渐持有更高评级信用债。

图 39、高信用利差的市场环境能够满足产品层层嵌套要求的高收益



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2018 年后债基定制化下中长期纯债资产配置偏向金融债。资管新规时代，机构客户持有中长债基金以满足自营资金需求。在房地产严监管、金融去杠杆的大背景下，非标规模压缩，以银行为代表的资金需要寻找相对收益率更高的方向其增厚收益水平，银行等机构客户的资金转向投研能力强、具有免税效应的公募基金，其中的中长债基金受银行、保险机构客户的自营资金需求的青睐。

公募基金投资债券的税收成本很低，具有免税效应。利息收入方面，公募基金在债券利息收入具有增值税减免和所得税全免的优势，使得公募基金相较其他债券市场投资者，在投资各类债券时（国债、地方债除外）获得税后利息收入最高。转让价差收入方面，由于公募基金无需缴纳增值税及所得税，因此公募基金在投资风格方面更具灵活性，采取波段交易策略的频率更高，公募基金也偏向持有流动性强的债券以发挥波段交易的优势。**两方面因素叠加，公募基金偏向投资利率债及中高信用等级信用债。**

银行、保险机构的自营资金受资金占用成本的约束且需要满足流动性监管指标的要求，因此该类机构自营资金投资债券的风险偏好较低，**偏向于投资利率债及高等级信用债**以满足安全性、流动性、稳健收益的需求。

由于公募基金具有免税效应，银行、保险等机构自营客户通过投资公募基金来间接投资债券以达到合理避税的目的。该类基金属于机构定制化中长债产品，底层资产主要有政策金融债。

表 19、公募基金具有免税效应

券种明细	利息收入		转让价差收入		
	增值税	所得税	增值税	所得税	
公募基金	国债、地方债	0	0	0	0
	金融债（包括政金债）、同业存单	0	0	0	0
	铁道债	3%	0	0	0
	非金融企业债	3%	0	0	0
机构自营	国债、地方债	0	0	6%	25%
	金融债（包括政金债）、同业存单	0	25%	6%	25%
	铁道债	6%	12.5%	6%	25%
	非金融企业债	6%	25%	6%	25%

资料来源：国家税务总局，财政部，中国证券投资基金业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、配置周期择时：中长期纯债会面临更高的配置机会成本

假设不考虑市场环境，买入中长期产品获得正收益的概率均在 80% 以上。以万得中长债基金指数作为范本计算胜率，以 2010-1-1 开始计算，投资者任意买入，持有 90 天后，获得正收益的概率为 83.6%，持有满一年，获得正收益的概率为 96.2%。

2010 年以来的四轮熊市时期，中长期纯债基金的最大回撤大约在 2.5% 左右，但其下跌天数和止跌恢复前期高度的时间周期相较于短债基金明显拉长，基本在 200-350 天左右，因此对于中长期纯债产品的发行需要尤其注意发行时点的选择。

为什么关注周期择时，可以从两个维度来理解，第一，客户更适合在什么时候配置产品，第二，公司更适合在什么时候推荐产品。从第一个视角看，因为中长期纯债的下跌回补周期其实相对来说比较长，因此对客户而言，一旦买在阶段性的周期高点，会面临很长的回补周期。从第二个视角看，鉴于第一个要素，对于公募基金来说，发行中长期纯债的时间节点则显得尤其重要，需要规避利率的大周期拐点。

表 20、熊市周期下中长债基金回调期限相较短债基金明显拉长

中长债基金指数	债牛	债熊	震荡	债牛	债熊	债牛	债熊	债牛	震荡	债牛	债熊	债牛	震荡
	2010.1-2010.6	2010.7-2010.11	2010.12-2011.9	2011.10-2012.7	2012.8-2013.11	2013.12-2016.10	2016.11-2017.12	2018.1-2019.1	2019.2-2019.10	2019.11-2020.4	2020.5-2020.11	2020.12-2021.9	2021.10-2022.11
期间收益率	4.28%	2.07%	-1.34%	10.03%	1.71%	8.61%	0.14%	6.16%	3.20%	8.63%	-1.62%	4.53%	2.64%

区间最大回撤	-0.71%	-2.07%	-3.86%	-0.47%	-2.46%	-1.49%	-2.61%	-0.39%	-0.37%	-0.20%	-1.73%	-0.28%	-0.66%
回调下跌天数	5	37	132	16	176	10	43	14	28	8	69	14	18
回调恢复天数	34	167	71	1	163	24	308	38	11	9	191	26	-

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

复盘过去四次债券市场的剧烈调整来看，中长债基金配置节点需关注货币政策、监管政策和信用环境变化。四次债熊阶段，货币政策收紧是根本原因，叠加监管政策、信用风险事件等特定突发因素，共同作用导致中长债基金出现大幅回撤。

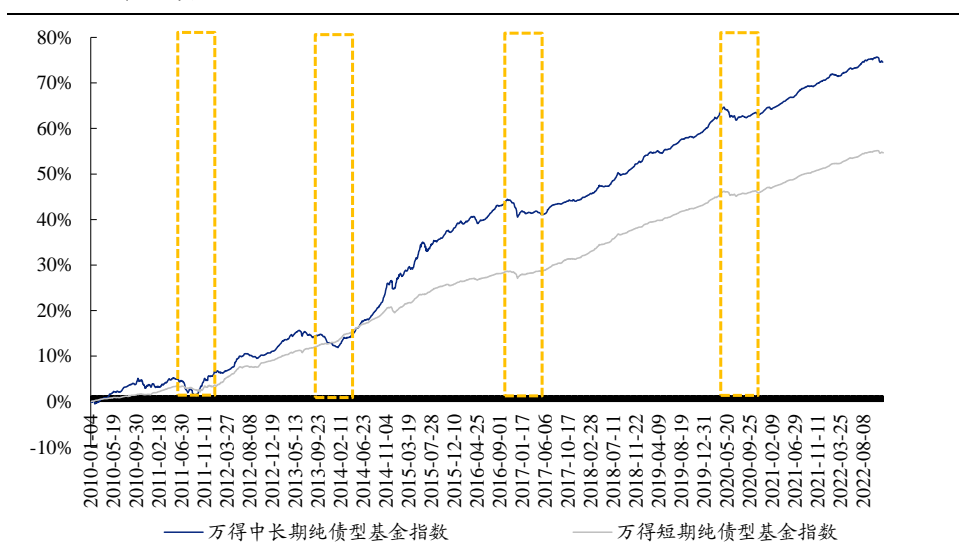
1) 2011年7月始，城投平台再融资政策收紧叠加货币政策收紧情况下，出现云南城投债暴雷事件，信用债市场出现大量抛售现象，导致债券收益率迅速上升；

2) 2013年5月，监管整顿银行理财及自营业务，资金面收紧，市场出现“钱荒”问题，债券市场收益率显著上升；

3) 2016年10月，资金面趋紧、金融监管变严，银行与非银“去杠杆”，表外理财纳入MPA考核，多重因素导致债券配置需求减少，债市收益率开始回升；

4) 2020年5月，疫情恢复好于预期，货币政策收紧，叠加专项债发行放量导致债券供给增加，债券收益率出现上行，债基遭赎回，资金转投股市。

图 40、中长债基金四次出现较大回撤



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 21、四次债基调整由监管政策、央行政策、信用债市场等多重因素导致

中长债基金 下跌时间段	监管政策	宏观调控	信用债市场
2011/05/12- 2011/09/21	城投平台融资政策 收紧	前三季度经济增速放缓与通胀高企 并存, 宏观调控政策措施严厉, 债券 市场资金面紧绷	云南城投债 危机
2013/06/03-	2013年6月银监会	5月-6月资金面持续紧张, 货币资	-

2013/11/26 发文：规范影子银 金面利率高涨，央行发行央票，
行与非标 6.20 资金面利率飙升；随后基本
底部回升，政策中性偏紧态度延
续、资金面紧张局面不减，四季度
收益率飙升

2016/11/07- 银行与非银 “去杠 全球复苏共振，基本面好于预期， 大连机场中
2016/12/20 杆”，表外理财纳 央行重启 14 天和 28 天逆回购，抬 城建违约事
入 MPA 考核 升银行间利率中枢和波动率 件
专项债发行放量导
2020/05/06- 致债券供给增加； 2020 年 5 月，经济好于预期，资 永煤信用风
2020/07/14 监管打击金融套利 金投放低于市场预期，隔夜利率迅 险事件
速上升央行主导流动性收紧
整治结构性存款

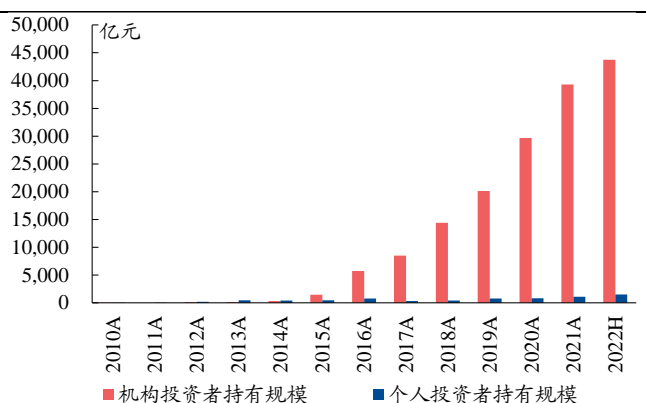
资料来源：国务院，银监会，新华社，财联社，搜狐新闻，东方财富网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.5、规模增长主体：机构投资者为中长期纯债规模增长主力

机构投资者出于资金配置需求而大量持有中长债。截至 2022 上半年，机构投资者占比 96.7%，规模达 43,730 亿元。机构投资者开始进入中长债基金市场的时点为 2016 年，主要系银行委外业务推动大量机构资金入市；2018 年资管新规发布后，银行等机构自营部门投资中长债基金的目的主要是依靠公募基金强大的投研体系，匹配他们同等期限的资产，同时根据现有税制，银行投资公募基金相比直投债券具有成本节省的优势。

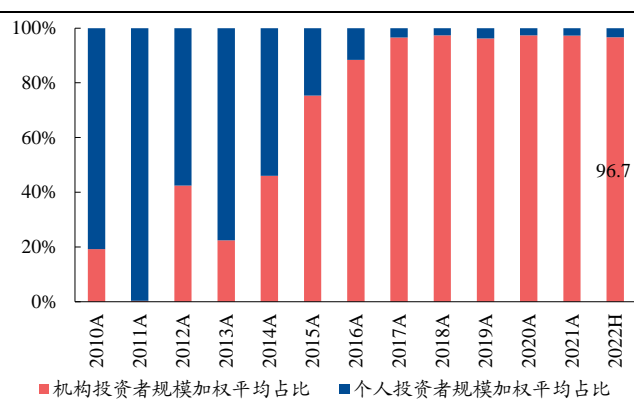
个人投资者持有中长债基金的比例较低，规模较小。个人投资者主要购买同等收益风险类型的固定收益型银行理财产品，原因系其管理费率、托管费率低于公募基金，以及银行零售端的渠道优势。

图 41、2016 年起大批机构资金涌入中长债基金



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、机构投资者持有占比不断攀升至 96.7%



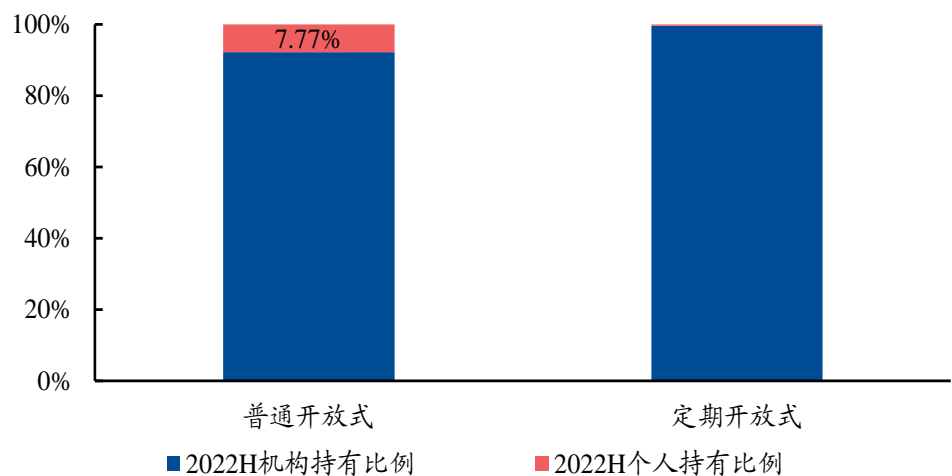
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.6、产品运作方式：定开式是中长期债基最主要的运作方式

中长债基金的产品形态主要有定期开放式和普通开放式产品。截至 2022 上半年，定期开放式产品存续规模为 27,775 亿元，占比 60%，普通开放式产品存续规模为 18,550 亿元，占比 40%。持有人结构方面，普通开放式产品中个人投资者占比 7.77%、机构投资者占比 92.23%；定期开放式产品机构投资者占比近 100%。

运作表现方面，定开类产品由于封闭运作、可操作空间更大，杠杆率普遍高、年化收益率和最大回撤控制整体来看要优于开放式产品。

图 43、个人投资者主要持有普通开放式中长期纯债产品



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 22、定开式产品收益率要略高于开放式产品

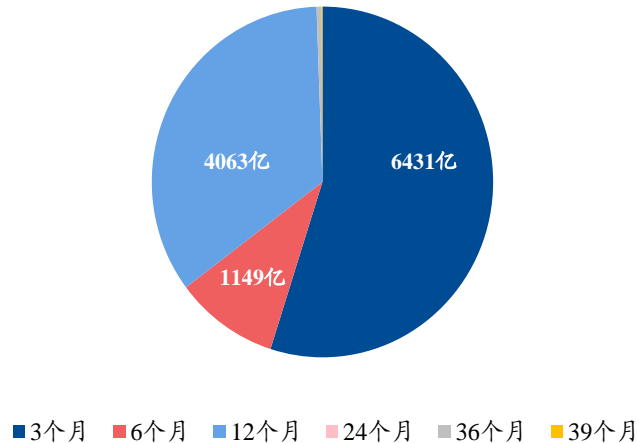
时间阶段	杠杆率		基金组合久期		年化收益率		最大回撤	
	均值水平 (%)		均值水平 (年)		均值水平 (%)		均值水平 (%)	
	定开式	开放式	定开式	开放式	定开式	开放式	定开式	开放式
2019 上半年	128	117	2.20	2.08	4.40	3.79	-0.47	-0.53
2019 下半年	127	116	2.17	1.97	4.68	4.39	-0.23	-0.32
2020 上半年	126	117	2.25	2.20	4.14	3.85	-1.33	-1.63
2020 下半年	128	115	2.15	1.88	1.90	1.72	-0.79	-0.91
2021 上半年	129	120	2.05	1.77	4.03	3.69	-0.25	-0.36
2021 下半年	131	117	2.25	2.23	4.45	4.57	-0.19	-0.24
2022 上半年	128	115	1.94	1.83	3.58	3.18	-0.32	-0.40

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从定开式的产品要素来看：1) 机构定制型产品的运作形态为定开发起式，运作期限以 3、6 及 12 个月为主。2) 银行母公司或为基金公司提供一定业务协同优

势。基金公司或依靠母行委外资金或特有渠道优势，获得一定量级的客户资源，具有代表性的是中银基金公司，其产品多为定开发起式基金，面向机构投资者。固收管理体系先进、产品线健全、具有长期业绩优势的基金公司受机构投资者青睐，具有代表性的是博时基金，博时基金面向机构投资者开设的中长债产品数量多，定开产品期限种类健全，深耕固收领域，获得机构投资者青睐。

图 44、定制型产品运作期限主要为 3、6、12 个月



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 23、截至 22Q3 机构定制型产品规模前十的公司

公司名称	背景	数量	22Q3 规模 (亿元)
中银基金	银行系-中国银行	15	1373
工银瑞信	银行系-工商银行	9	736
博时基金	券商系-招商证券	26	714
中银国际证券	银行系-中国银行	6	634
招商基金	银行系-招商银行	14	459
南方基金	券商系-华泰证券	17	431
浦银安盛	银行系-浦发银行	12	425
兴业基金	银行系-兴业银行	10	398
兴证全球	券商系-兴业证券	6	373
平安基金	信托系-平安信托	19	325
行业均值水平		5	132

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

个人投资者倾向购买普通开放式产品，费率、收益率及运作方式影响个人选择。

1) 费率因素。富国国有企业债的费率水平较低，费率为 0.60%，其个人持有比

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

例达 91%，财通资管鸿达纯债的 E 类份额综合费率同样较低，带来规模的增长，但考虑到同类型银行理财的费率仅为 0.37%，因此纯债的费率优势并不十分明显。2) 回报率因素。以兴全稳泰为例，其 3 年内各个时段的收益率排名均位于行业上游水平，较好的业绩排名吸引个人投资者持续跟随。3) 运作方式因素。同类型收益率水平下，个人投资者倾向选择封闭运作的理财产品，因而不会选择定开式中长债基金产品，然而普通开放式中长债基金由于具有开放式特点，作为优于银行理财的特点，而受到个人投资者青睐。

表 24、个人持有规模最高的六只中长期纯债基金产品（单位：亿元）

	22H 规模	22H 个人 持有人比 例	22H 个人 持有规模	A 类 个人规模	C 类 个人规模	综合费率 (C 类)	近 6 月 收益率排 名	近 1 年 收益率排 名	近 3 年 收益率排 名
富国国有 企业债	204	91%	185	6	179	0.60%	1806/2063	1549/1902	814/1166
财通资管 鸿达纯债	150	90%	134	-	E: 134	E: 0.60%	1588/2063	1449/1902	399/1166
兴业添利	87	77%	67	67	-	-	393/2063	700/1902	109/1166
德邦锐兴	66	100%	66	18	48	0.65%	1151/2063	127/1902	122/1166
兴全稳泰	221	25%	54	26	28	0.60%	375/2063	264/1902	181/1166
博时富瑞	301	16%	49	12	37	0.70%	830/2063	699/1902	230/1166
中长债中 位数						0.65%			
银行理财 固收产品 中位数						0.37%			

资料来源：Wind，普益标准，兴业证券经济与金融研究院整理

3.7、行业竞品：规模业绩双优的博时富瑞纯债

博时富瑞纯债成立于 2017 年 3 月，成立规模仅为 2.03 亿份，截至 2022 年 9 月底，A 类和 C 类产品合计份额接近 350 亿份，规模接近 370 亿元，是规模靠前的中长债基金。

从规模的增长节奏来看，增长始于 2019 年下半年，随后规模保持持续增长，从 2020 年下半年开始每半年度规模增量均大于 50 亿元。其规模的增长一方面源于其 2018~2020 年处于行业前列的业绩水平，该产品在 2018-2020 年均表现出较好的绝对和相对收益，2019 年起产品回撤各阶段均低于行业均值，从而奠定了产品规模的持续增长。

表 25、博时富瑞纯债的核心业务指标

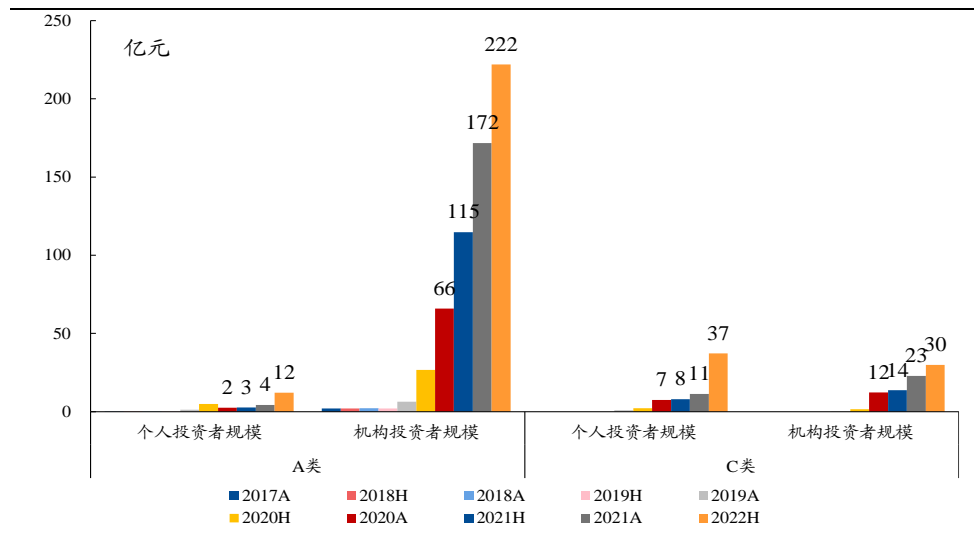
指标		2017 下	2018 上	2018 下	2019 上	2019 下	2020 上	2020 下	2021 上	2021 下	2022 上
区间年化收益率 (%)	博时富瑞	-0.66	7.35	9.55	5.89	7.22	5.10	2.18	4.17	4.41	3.60
	同类均值	1.91	5.92	7.19	4.02	4.50	3.97	1.80	3.85	4.51	3.37
	收益率排名	364/391	72/448	79/555	45/659	18/763	175/956	306/1088	390/1255	692/1322	528/1438
区间最大回撤 (%)	博时富瑞	-1.23	-0.41	-0.94	-0.38	-0.09	-0.68	-0.49	-0.12	-0.07	-0.18
	同类均值	-0.58	-0.45	-0.56	-0.51	-0.28	-1.51	-0.86	-0.31	-0.21	-0.36
杠杆率水平 (%)	博时富瑞	100	137	140	144	121	105	101	120	119	136
	同类均值	115	118	124	121	120	121	121	124	124	122
基金组合久期 (年)	博时富瑞	0.49	5.73	4.60	2.31	1.67	0.92	0.42	0.77	1.27	1.51
	同类均值	1.43	1.95	2.32	2.12	2.05	2.22	2.00	1.90	2.24	1.88
区间规模总变化 (亿元)		-0.01	0.01	0.12	-0.02	6.38	26.79	52.70	51.06	71.04	91.08
机构规模变化 (亿元)		-0.01	0.01	0.10	-0.08	4.35	21.77	49.94	50.32	66.08	57.34
个人规模变化 (亿元)		0.00	0.00	0.02	0.05	2.03	5.02	2.76	0.74	4.96	33.74
机构投资者比例 (%)		100	100	99	97	75	80	89	92	93	84

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

博时富瑞纯债规模增长以机构为主，个人为辅。机构投资者主要持有 A 类份额。从机构规模的增长节奏来看，其规模处于持续增长态势，并在 2022 上半年合计份额下机构持有增至 252 亿元，原因或系博时富瑞于 2018~2021H 始终保持优于行业的业绩回报优势以及较小的回撤，基金平滑上升的收益表现颇受机构具有低风险需求的资金的喜爱。

个人投资者主要持有 C 类份额。从个人规模的增长节奏来看，开始于 2020 下半年，随后缓步增长，在 2022 上半年迎来突增，合计份额下个人持有规模由 16 亿元增至 50 亿元，或系年初权益市场行情低迷，部分资金涌入债基市场，同时博时富瑞在 2022 上半年引入不少的第三方代销机构，或为其个人份额的增长有所帮助。

图 45、博时富瑞纯债投资者结构以机构投资者为主



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

通过加高杠杆、长久期和精选个券实现超额收益。2018 上半年及下半年, 博时富瑞分别获得 7.35%与 9.55%的年化收益率, 位列全行业 72/448、79/555 的排名, 排名处于行业前 20%。在产品设立初期, 为提高收益率, 超过同类均值水平, 博时富瑞主要通过价高杠杆、拉长久期等方式增厚收益。主要特点有: 1) 采用高杠杆策略, 分别为 137%、140%, 远高于同类水平; 2) 长久期策略, 选用久期较长的债券以增厚收益; 3) 持有高于行业水平的企业债比例, 以获得更高收益。

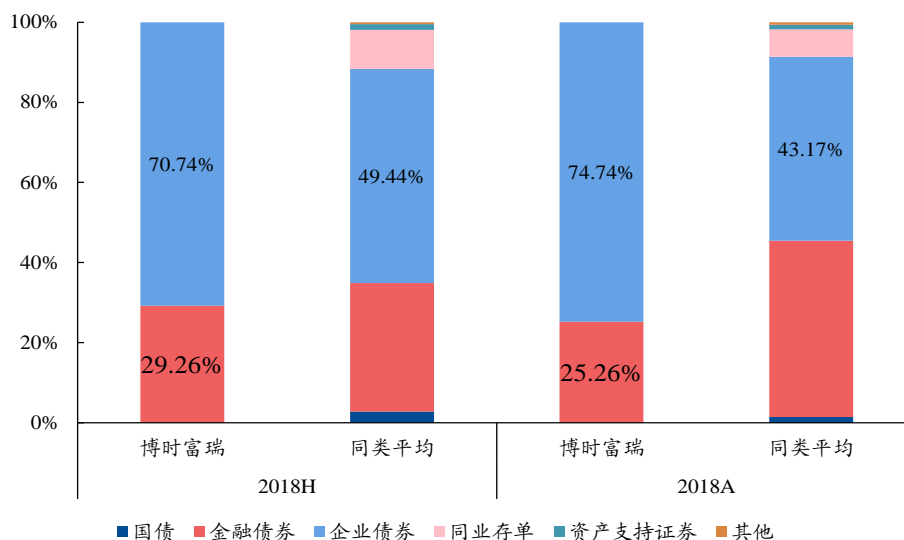
表 26、2018 年博时富瑞持有更长久期债券

名称	占基金净值比:%	类型	评级	剩余期限:年	票面利率:%
17 国开 10	14.29	政策银行债	--	8.78	4.04
17 国开 15	9.69	政策银行债	--	9.15	4.24
18 国开 05	5.11	政策银行债	--	9.61	4.88
18 农发 02	4.96	政策银行债	--	2.57	4.82
11 中铁建 MTN1	4.95	一般中期票据	AAA	0.30	6.28

名称	占基金净值比:%	类型	评级	剩余期限:年	票面利率:%
18 国开 05	10.05	政策银行债	--	9.11	4.88
18 港兴港投 MTN001	4.79	一般中期票据	AA+	2.18	5.92
17 国开 15	4.76	政策银行债	--	8.65	4.24
18 不动 01	4.69	一般公司债	AAA	2.28	5.00
18 桂交 01	4.67	一般公司债	AAA	2.27	5.29

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、2018 年博时富瑞相比同类平均持有较多企业债



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 上半年与下半年，博时富瑞分别获得 5.89%与 7.22%的年化收益率，尤其在 2019 下半年其排名达到 18/763，位列行业前 5%。优异的表现是 2020 年开始持续较大规模增长的动力源。业绩优异的收益表现的原因一方面系采用高杠杆策略，2019H 杠杆水平达 144%，远高于同类水平 121%；另一方面，博时富瑞采取信用下沉以增厚票息，2019 下半年持有 AAA 以下债券的比例高达债券投资市值的 87.11%。

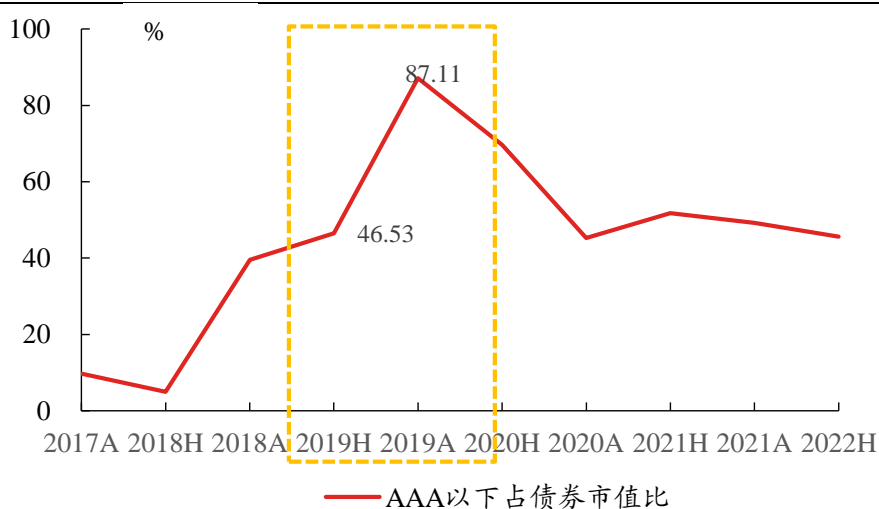
表 27、2019 年前五大持仓中含有低于 AAA 以下评级的高票息债券

2019H 博时富瑞前五大持仓					
名称	占基金净值比:%	类型	评级	剩余期限:年	票面利率:%
18 赣国资 MTN002	7.20	一般中期票据	AAA	3.82	5.24
19 物产中大 MTN001	6.49	一般中期票据	AAA	2.66	3.70
18 港兴港投 MTN001	4.81	一般中期票据	AA+	1.69	5.92
18 台纾 01	4.80	一般公司债	AA+	2.38	5.70
16 富力 03	4.79	一般公司债	AAA	1.56	3.95
2019A 博时富瑞前五大持仓					
名称	占基金净值比:%	类型	评级	剩余期限:年	票面利率:%
19 椒江 01	3.56	一般公司债	AA+	4.64	4.59

17 湘江建 设 MTN001	3.55	一般中期票据	AA+	0.98	5.90
19 国开 11	3.52	政策银行债	--	0.73	2.59
15 天富债	3.47	一般公司债	AA+	0.97	4.30
18 新业 03	2.51	一般公司债	AA+	5.34	6.57

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 47、2019 年博时富瑞持有 AAA 以下债券比例显著提升



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

在市场出现拐点的时候及时通过降低杠杆等手段维持相对平滑净值曲线。2020年5月债券市场转为熊市,博时富瑞在2020上半年和下半年分别获得5.10%与2.18%的年化收益水平,位于行业前30%,产品回撤控制较好,维护产品净值曲线稳健上升。博时富瑞优异业绩表现主要系:1)积极控制回撤,采取低杠杆、低久期策略,以减少利率波动对债基的影响,当期的产品杠杆率分别为105%和101%,久期分别为0.92和0.42年,远低于同类均值;2)为分散风险,降低持仓结构的持有集中度。2020H和2020A前五大持仓比例分别为6.63%和8.68%,低于之前年度合计超过20%的持仓比例。

表 28、2020 年博时富瑞采用信用下沉和降低久期的策略应对波动

2020H 博时富瑞前五大持仓					
名称	占基金净值比:%	类型	评级	剩余期限:年	票面利率:%
18 国开 08	1.44	政策银行债	--	0.82	4.07
20 国开 01	1.42	政策银行债	--	0.54	2.39
20 进出 06	1.41	政策银行债	--	0.75	1.63
18 华靖资 产 MTN001	1.19	一般中期票 据	AA+	3.13	7

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

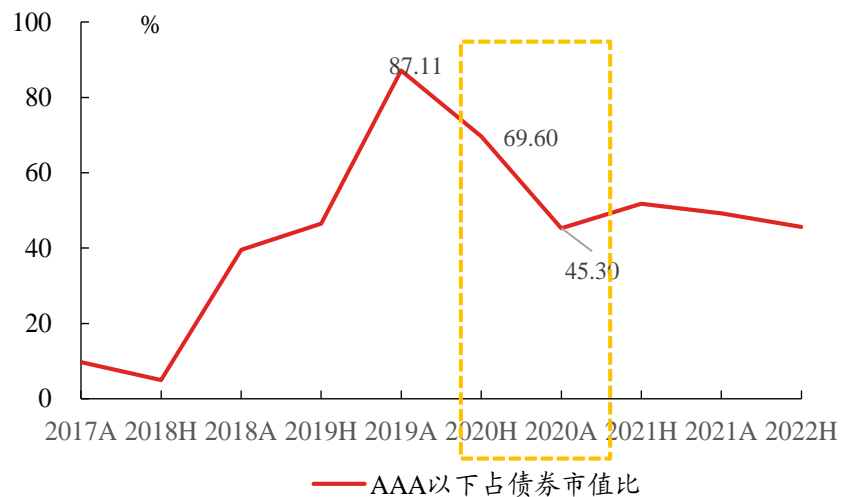
19 钟楼经 开 MTN001	1.17	一般中期票 据	AA	1.76	7.1
-----------------------	------	------------	----	------	-----

2020A 博时富瑞前五大持仓

名称	占基金净值比:%	类型	评级	剩余期限:年	票面利率:%
20 国开 11	4.19	政策银行债	--	0.38	1.3
18 国开 08	1.26	政策银行债	--	0.32	4.07
20 光大银 行 CD247	1.11	同业存单	AAA	0.53	3.05
20 交通银 行 CD273	1.10	同业存单	AAA	0.94	3.25
20 国开 01	1.02	政策银行债	--	0.04	2.39

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、2020 年为了应对调整对于信用债的比例大幅降低



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

产品规模做大后在投资风格上倾向于偏谨慎。基于 2018~2020 年的超额业绩、叠加 2021 的债牛行情，博时富瑞逐渐脱颖而出，成为有一定运行年限的、具有口碑的优秀产品，其规模实现稳健增长。目前产品通过低回撤，保持稳健平滑的绝对收益，吸引低风险偏好的资金。截至 2022 年 9 月，博时富瑞规模升至 370 亿元水平。

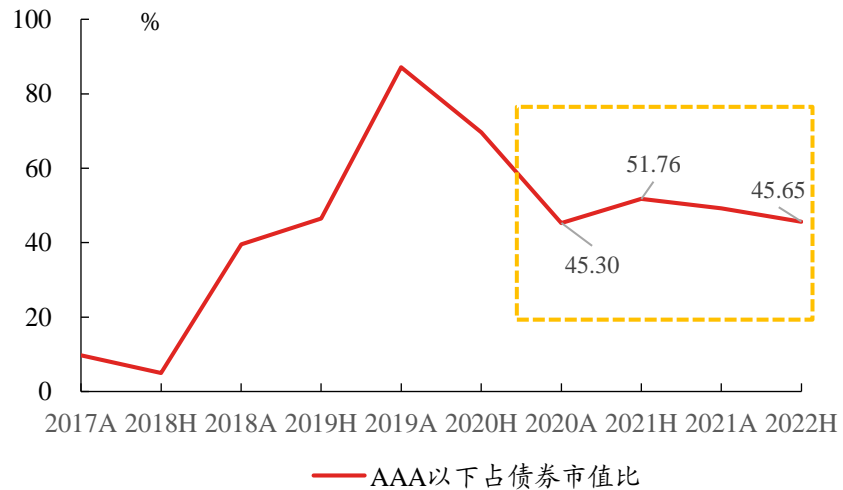
策略方面，产品保持较低的久期及适中的杠杆率水平，并选用高等级债券。产品虽不再具备领跑行业的超额收益，但回撤控制优异，是产品目前的主要优势及竞争力所在。

表 29、2022 上半年博时富瑞前五大持仓选用类利率债

2022H 博时富瑞前五大持仓					
名称	占基金净值比:%	类型	评级	剩余期限:年	票面利率:%
22 农业银行 CD048	3.58	同业存单	--	0.88	2.29
22 浦发银行 CD120	3.25	同业存单	--	0.97	2.37
20 国开 03	2.98	政策银行债	--	2.53	3.23
20 国开 12	1.99	政策银行债	--	3.04	3.34
22 浦发银行 CD118	1.95	同业存单	--	0.96	2.39

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、2021 至 2022 上半年, AAA 以下比例较之前维持在相对低的水平



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

4、风险提示

- 1、监管政策趋严风险。债券型基金受到严监管,若监管部门修改行业相关规则或其对规则如何应用的解释,债券型基金业务可能会受到不利影响。
- 2、税收优惠政策取消风险。如若取消公募基金投资的免税优势,将会对债基规模产生不利影响。
- 3、货币政策超预期风险。如若国内货币政策收紧超预期,将会对债券市场及债券型基金发展造成不利影响。

分析师声明

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登记为证券分析师，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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。

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。分析中所做的回报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。本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。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn