

关注债基的高杠杆现象

基金研究中心分析师：宋楠 （：（8610）6656 8327 *：songnan @chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511060001

一、杠杆贡献债基今年以来最好单月收益

5月的债券基金可谓一片飘红，平均净值增长率大幅攀升。开放式普通债基方面，一级债基和二级债基单月净值增长率分别达到2.17%和2.33%，为今年以来表现最好的月份。封闭式普通债基亦表现不俗，一级和二级封基月度净值分别平均上涨2.84%和2.17%。无论一级债基还是二级债基，其平均收益率均均超越同期主要债券指数涨幅。一方面，5月小幅上涨的股票为普通债基贡献了正收益。若以沪深300月度涨幅代表债基股票资产的平均收益，以5%为债基权益资产的平均配置比例（今年一季度一、二级债基股票资产占比分为2%和5%），则计算剔除了权益资产收益之后，债基纯债资产的平均收益仍略高于主要债券指数。我们认为，杠杆对这部分超额收益起到了重要贡献。

表1 五月债券指数全面上涨

指数代码	指数名称	区间收益率（%）
000012	上证国债指数	0.37
000013	上证企债指数	1.44
816023	中信标普全债指数	1.25
816020	中信标普国债指数	0.56
816028	中信标普可转债指数	1.39
816021	中信标普企业债指数	1.34
0371.cs	中债总全价指数	1.41
0381.cs	中债国债总全价指数	1.46
0541.cs	中债企业债总全价指数	1.93
h11001	中证全债	1.86
h11006	中证国债	1.83
h11008	中证企业债	1.92

数据来源：wind，中国银河证券基金研究中心

表 2 五月债基大幅上涨

序 号	分类	第一季度			四月			五月		
		应统计 基金数 量(只)	参与平均 值计算基 金数量(只)	净值增 长率平 均值(%)	应统计 基金数 量(只)	参与平均 值计算基 金数量(只)	净值增 长率平 均值(%)	应统计 基金数 量(只)	参与平均 值计算基 金数量(只)	净值增 长率平 均值(%)
1	长期标准债券型基金	8	5	1.29%	8	7	0.72%	10	7	1.93%
2	中短期标准债券型基金	2	2	1.94%	2	2	0.58%	2	2	1.09%
3	普通债券型基金(一级)	90	77	2.08%	90	85	1.43%	90	85	2.17%
4	普通债券型基金(二级)	100	91	1.52%	102	96	1.58%	102	96	2.33%
5	可转换债券型基金	14	10	0.45%	14	12	2.06%	16	12	1.35%
6	指数型债券基金	4	4	0.25%	4	4	0.07%	4	4	1.75%
7	债券型分级子基金(优先份额)	2	1	1.20%	2	2	0.39%	2	2	0.43%
8	债券型分级子基金(进取份额)	2	1	-8.31%	2	2	4.24%	2	2	8.54%
9	短期理财债券型基金	0	--	--	0	--	--	6	--	--
10	货币市场基金(A类)	51	49	1.15%	51	51	0.32%	51	51	0.37%
11	货币市场基金(B类)	30	26	1.19%	31	28	0.33%	32	28	0.38%
12	QDII 债券基金	1	1	1.04%	1	1	0.41%	1	1	-0.72%
13	封闭式普通债券型基金(一级)	25	18	2.58%	28	21	1.68%	32	21	2.84%
14	封闭式普通债券型基金(二级)	4	4	1.77%	4	4	1.61%	4	4	2.17%
15	封闭式债券型分级子基金(优先份额)	15	10	1.08%	18	13	0.35%	19	13	0.43%
16	封闭式债券型分级子基金(进取份额)	15	10	5.36%	18	13	4.54%	19	13	7.92%

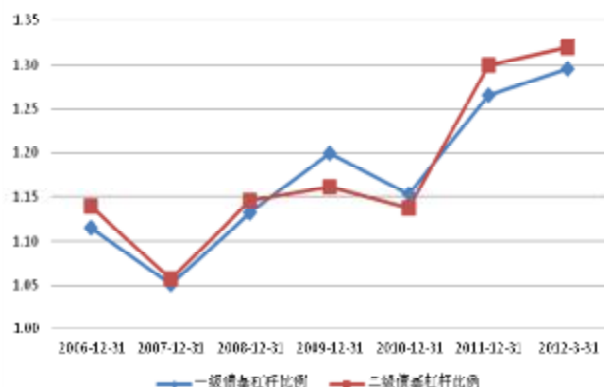
数据来源：中国银河证券基金研究中心

二、杠杆是把双刃剑

债券基金自 08 年以来，呈现出鲜明的高信用、高杠杆化趋势。07 年至今年一季度，除了在 10 年末杠杆比例环比略有下降之外，其余年份债基杠杆无一例外均是不断攀升。我们以基金资产总值与基金资产净值的比值作为衡量债基杠杆比例的指标，一级债基和二级债基杠杆比率分别从 06 年 1.10 倍左右，增大至 1 季末的 1.30 和 1.32 倍。1.30 倍的杠杆比例，意味着基金总资产中约有 23% 左右为基金的负债。

高杠杆比例在债市牛市中，能显著放大组合收益，获取超越业绩基准的超额收益，这也是基金在今年以来普遍跑赢基准的原因之一。然需警惕的是，杠杆亦会放大组合风险，当债市趋势向下或投资管理人出现操作失误时，杠杆也会放大亏损，11 年债基大幅跑输指数即是最好的例证。除此之外，现在债基多数采用滚动回购操作，即“借短买长”，但是货币市场收益率波动往往较债市更为剧烈，尤其在某些极端情况下如年末和季末时，资金利率往往会大幅攀升，在此情况下债基往往需要支付超高额代价才能维持滚动回购的资金链。更极端情况下若市场惜借情绪严重，可能存在无法融入足额资金的现象，则基金管理人需要被迫卖出部分现券偿还回购到期金额，可能造成投资损失。

图 1 开放式普通债券型基金杠杆比例继续提升



数据来源：中国银河证券基金研究中心

三、相对收益排名的考核机制是债基持续高杠杆的根源

我们认为，当前债券基金不考虑市场环境、无论牛熊市无论资金面状况一味扩大杠杆比例的现象，对债市的发展带来隐忧。然而究其根源，不尽合理的“相对收益”考核机制，是其背后的深层次原因。

与高风险的股票基金类似，目前基金公司对属中低风险等级的债券基金考核也普遍采用相对收益排名作为考核依据。基金公司及媒体在宣传上，亦是此导向。其均忽视了债基与业绩基准的考核，更极少有人关注作为稳定、长期投资的固定收益类产品，其投资风格的持续性与稳定性和短期优良的业绩同样重要。正是这样的相对考核机制，倒逼债券基金管理人不得不频繁采用杠杆等手段以尽可能提高组合资产的相对收益排名。

然而，假如市场对债基、或者说普通债基中纯债资产的考核，不再单纯依赖于其相对收益排名，取而代之关注的是其获取绝对收益的能力以及其投资风格的稳健性，相信债基在投资运作过程中将减少“赌性”，更加注重风险与收益的平衡以及组合资产的安全性保障。

执业说明:

1、请区分基金研究与基金评价两大业务。

2、我司基金研究业务内设机构是中国银河证券基金研究中心。基金研究业务遵守中国证监会的证券公司研究业务、研究报告发布管理办法和投资顾问业务管理办法等有关规定。

3、我司基金评价业务内设机构是中国银河证券基金研究中心。基金评价业务遵守中国证监会的《证券投资基金评价业务管理暂行办法》和中国证券业协会的《证券投资基金评价业务自律管理规则(试行)》的有关规定

宋楠，证券分析师。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注册为证券分析师，本人承诺，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受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 基金研究中心
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
中国银河证券网址：www.chinastock.com.cn
中国银河证券基金研究评价网址：<http://fund.chinastock.com.cn>