

四季度债基普遍增配利率债

2023年四季度基金持债分析

如何看待股基净值与去全口径基金持有股票市值的背离？

历年同期并未发生基金所持股票市值缩减情况，同时历年以来，基金持有股票市值环比减少4%的情况相对少见。

在二者数据的背离下，一方面我们发现股基并未明显减配股票，同时对债券的配置有所增加；另一方面，混合型基金、债券型基金减配股票明显。

从整体来看，2023年四季度基金数量上升净值小幅下降。各类基金共计11514只，市场份额约26.48万亿份，资产净值约27.27万亿元。相较于2023年三季度末，各类基金数量增加2.72%，市场份额增加1.84%，资产净值增加0.39%

具体来看债基方面，净值和总体份额上升，但市值下降。2023年四季度债基总体份额8.36万亿份，资产净值约为9.04万亿元，较2023年三季度末上升6.2%。持有的券种总值约104277亿元，相较于2023年三季度末增加了5.51%（上季度减少0.10%）。

债基持仓方面，各类债基普遍增配利率债，减少了信用债的配置。

截至2023年四季度末，中长期纯债型基金增加了利率债、同业存单的配置比例，但减少了对其他债券品种的配置比例；短期纯债型基金减少了对信用债的配置比例，增加了对金融债、利率债、同业存单、其他债券的配置比例；一级债基增加了对利率债、同业存单、其他债券的配置比例，减少了对金融债、信用债的配置比例；二级债基增加了对同业存单、金融债和其他债券的配置比例，减少了对利率债、信用债的配置比例。

信用债配置上，从债券型基金重仓券的结构变化可以发现，产业债AA+主体占比提高，AAA、AA及以下主体占比下降，对城投债有一定上升（体现在AAA、AA+主体占比增高）。

具体来看重仓券中的城投债，从区域来看，2023年四季度末，债券型基金重仓仍以江苏、浙江为主；值得注意的是，环比来看，相较于2023年三季度，债基对福建、甘肃、西藏、湖北、湖南、吉林、江西、山西、上海、四川、天津、云南等区域的持仓占比有所提升，对安徽、北京、广东、河北、河南、江苏、宁夏、山东、浙江、重庆等区域持仓占比有所下滑。

基金杠杆方面：中长期纯债型基金、一级债基和二级债基的杠杆普遍升高。

债基业绩方面：债基收益率好于偏股型基金。

短期纯债基金(1.41%)>中长期纯债(0.90%)>一级债基(0.79%)>中债国开行债券总全价指数(0.73%)>中债国债总全价指数(0.69%)>货币基金(0.49%)>二级债基(-0.47%)>混合型基金(-3.43%)>股票型基金(-5.15%)。

风险提示：宏观经济政策不确定性，机构行为超预期，信用事件频发。本报告仅为市场监控，不构成投资建议。

作者

孙彬彬 分析师
SAC执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

隋修平 分析师
SAC执业证书编号：S1110523110001
suixiuping@tfzq.com

魏予陶 联系人
weiyutao@tfzq.com

近期报告

- 《固定收益：转债下修因子&策略梳理盘点-转债量化专题》2024-02-26
- 《固定收益：细看各地两会报告：化债、债务调配……-信用债市场周报（2024-02-25）》2024-02-26
- 《固定收益：转债“深V”行情修复几何？-可转债市场周报（2024.02.25）》2024-02-25

内容目录

1. 如何看待股基净值与全口径基金持有股票市值背离?	4
2. 基金持仓分析	4
2.1. 基金市场规模: 基金份额、资产净值上升	4
2.2. 基金资产配置: 持有股票市值减少, 持有债券、现金市值增加	7
2.3. 基金持债分析: 利率债、金融债、其他债券配置比例上升	8
3. 债券型基金持债分析	9
3.1. 全部债基: 利率债、同业存单配置比例上升	9
3.2. 中长期纯债型基金: 利率债、同业存单配置比例上升	10
3.3. 短期纯债型基金: 除信用债外, 其余券种配置比例均有上升	11
3.4. 一级债基: 利率债、同业存单、其他债券配置比例上升	12
3.5. 二级债基: 金融债、同业存单、其他债券配置比例上升	13
4. 基金重仓券结构分析: 国债持仓占比上升明显	14
5. 基金杠杆分析: 各类型基金杠杆普遍升高	16
6. 债基业绩分析: 短期债基表现突出	16

图表目录

图 1: 主要类型基金持有股票市值规模及变动情况	4
图 2: 主要类型基金持有债券市值规模及变动情况	4
图 3: 主要类型基金资产配置四季度环比变动	4
图 4: 2023 年四季度基金市场规模上升	5
图 5: 2023 年四季度按投资范畴分各类基金数量分布 (只)	5
图 6: 2023 年四季度按投资范畴分各类基金净值分布 (亿元)	5
图 7: 混合型基金市场规模下降	5
图 8: 股票型基金市场规模小幅上升	5
图 9: 货币市场型基金市场规模小幅下降	6
图 10: 债券型基金市场规模上升	6
图 11: 中长期纯债型基金存续份额	6
图 12: 短期纯债型基金存续份额	6
图 13: 混合债券型一级基金存续份额	6
图 14: 混合债券型二级基金存续份额	6
图 15: 不同投资风格债券型基金新发份额 (亿份)	7
图 16: 主动管理型基金新发份额 (亿份)	7
图 17: 基金资产总值变化 (亿元)	8
图 18: 基金资产配置情况	8
图 19: 基金持债总值变化 (亿元)	8
图 20: 基金持债配置情况	8
图 21: 2023 年四季度基金资产配置和债券持仓情况	9
图 22: 债券型基金持债总值变化 (亿元)	9

图 23: 债券型基金持债配置情况	9
图 24: 全部债基持利率债配置情况	9
图 25: 全部债基持信用债配置情况	9
图 26: 中长期纯债型基金持债总值变化 (亿元)	10
图 27: 中长期纯债型基金持债配置情况	10
图 28: 中长期纯债型基金持利率债配置情况	11
图 29: 中长期纯债型基金持信用债配置情况	11
图 30: 短期纯债型基金持债总值变化 (亿元)	11
图 31: 短期纯债型基金持债配置情况	11
图 32: 短期纯债型基金持利率债配置情况	12
图 33: 短期纯债型基金持信用债配置情况	12
图 34: 一级债基资产总值变化 (亿元)	12
图 35: 一级债基持债总值变化 (亿元)	12
图 36: 一级债基持利率债配置情况	13
图 37: 一级债基持信用债配置情况	13
图 38: 二级债基资产总值变化 (亿元)	13
图 39: 二级债基持债总值变化 (亿元)	13
图 40: 二级债基持利率债配置情况	14
图 41: 二级债基持信用债配置情况	14
图 42: 债券型基金重仓城投债按省份占比及季度环比	16
图 43: 债券型基金杠杆率 (%)	16
图 44: 债基复权单位净值季度增长率 (%)	17
表 1: 债券型基金重仓利率债及主要金融债结构分析 (亿元, %)	14
表 2: 债券型基金重仓信用债结构分析 (亿元, %)	15
表 3: 各类基金复权单位净值季度增长率中位数 (%)	17

1. 如何看待股基净值与全口径基金持有股票市值背离？

截至 2023 年四季度，股票型基金资产净值约 2.57 万亿元，较 2023 年三季度末环比下降 0.02%；而各类基金所持有股票的资产市值环比减少 4.04%，市值规模缩减较为明显。如何理解股基净值微幅上升同全口径基金持有股票市值明显缩减的背离？

首先，历年三至四季度，并未发生基金所持股票市值缩减情况。从 2019 年至 2022 年，全口径基金持有股票市值均在四季度环比增加，增幅在 6.5%-25.7%之间，4.0%的规模缩减在近年相对少见。

其次，在该背离下，股基持仓变动如何？是哪类基金减配股票？我们进一步进行拆分：

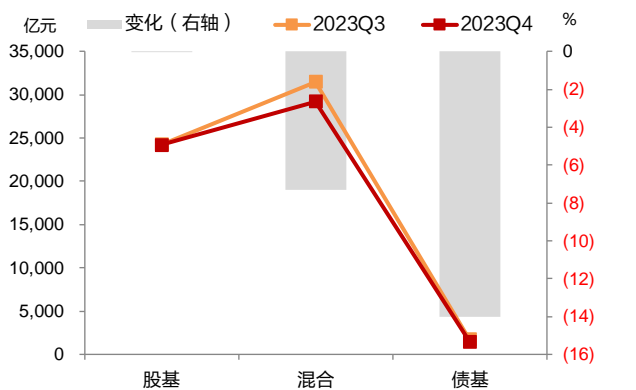
(1) 股基未明显减配股票

股基净值的稳定主要由于其并未大幅减持股票，同时增加了对债券的配置。2023 年四季度，股票型基金所持股票市值 24223 亿元，相比三季度的 24235 亿元，环比减少 0.05%。股基所持股票市值未见大幅波动，同时增配债券。2023 年四季度，股票型基金所持债券市值 166 亿元，2023 年三季度所持债券市值 152 亿元。

(2) 如果不是股基，哪些基金在显著减配股票？

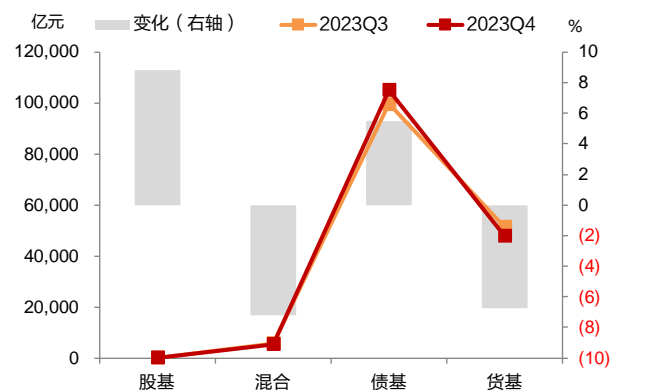
混合型基金、债券型基金减配股票明显。2023 年四季度，混合型基金持有股票市值 29204 亿元，相较三季度的 31507 亿元环比减少 7.31%；债券型基金持有股票市值 1483 亿元，相较三季度的 1725 亿元环比减少 14%。

图 1：主要类型基金持有股票市值规模及变动情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：主要类型基金持有债券市值规模及变动情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：主要类型基金资产配置四季度环比变动

	资产净值	资产总值	股票市值	债券市值
股票型基金	-0.33%	-0.08%	-0.05%	8.85%
混合型基金	-8.15%	-7.70%	-7.31%	-7.23%
债券型基金	4.95%	6.08%	-14.01%	5.47%
货币市场型基金	-1.03%	-0.32%		-6.76%

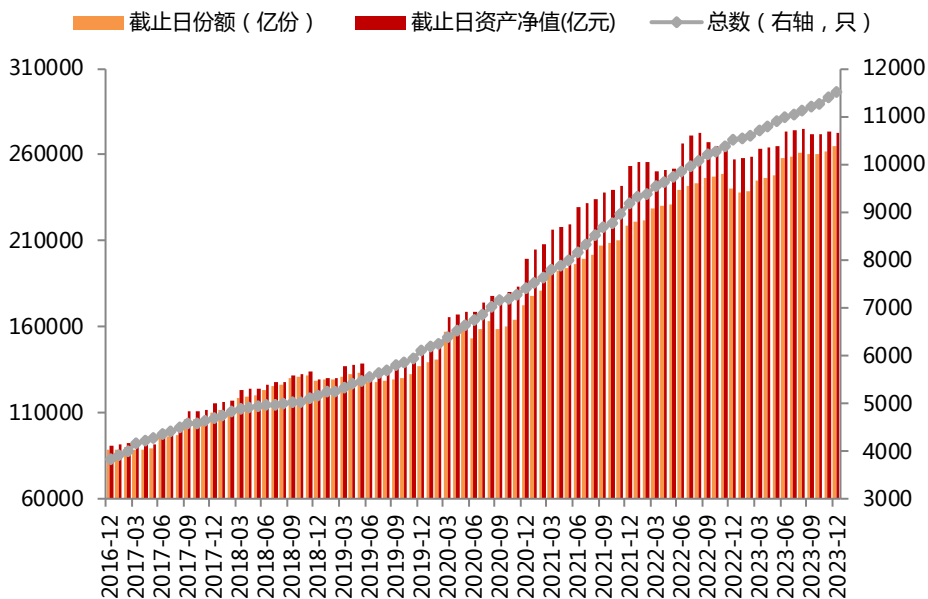
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 基金持仓分析

2.1. 基金市场规模：基金份额、资产净值上升

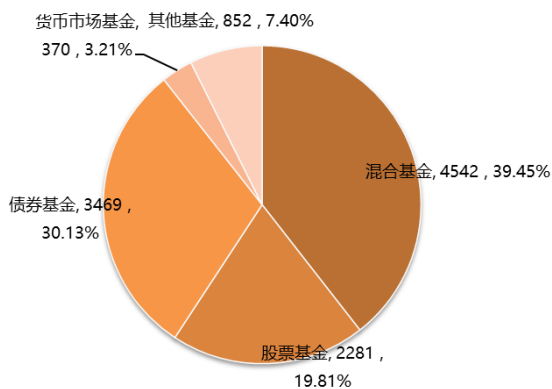
截至 2023 年四季度末，各类基金共计 11514 只，市场份额约 26.48 万亿份，资产净值约 27.27 万亿元。相较于 2023 年三季度末，各类基金数量增加 2.72%，市场份额增加 1.84%，资产净值增加 0.39%。

图 4：2023 年四季度基金市场规模上升



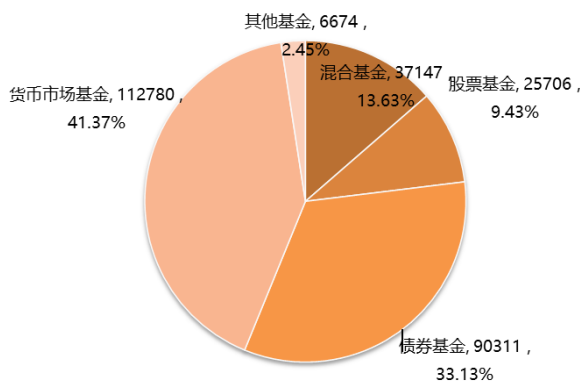
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2023 年四季度按投资范畴分各类基金数量分布（只）



资料来源：Wind，天风证券研究所

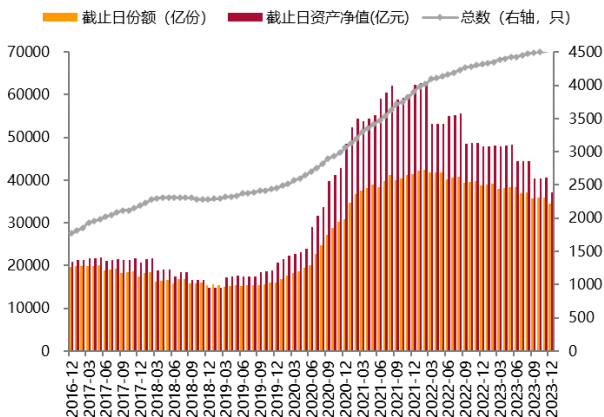
图 6：2023 年四季度按投资范畴分各类基金净值分布（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

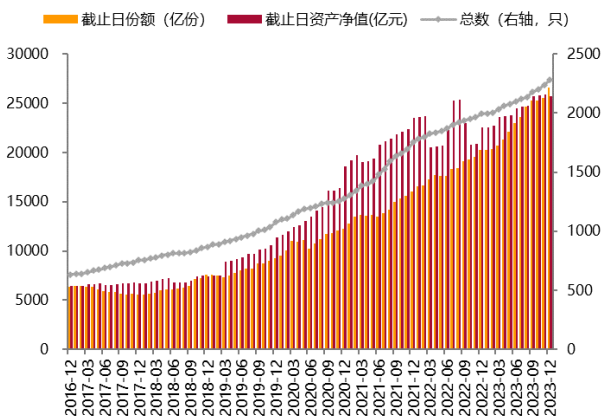
从 Wind 公布的数据来看，2023 年四季度末，混合型基金资产净值约 3.71 万亿元，较 2023 年三季度末下降 8.08%；股票型基金资产净值约 2.57 万亿元，较 2023 年三季度末下降 0.02%；货币市场型基金资产净值约为 11.28 万亿元，较 2023 年三季度末下降 1.03%。

图 7：混合型基金市场规模下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：股票型基金市场规模小幅上升

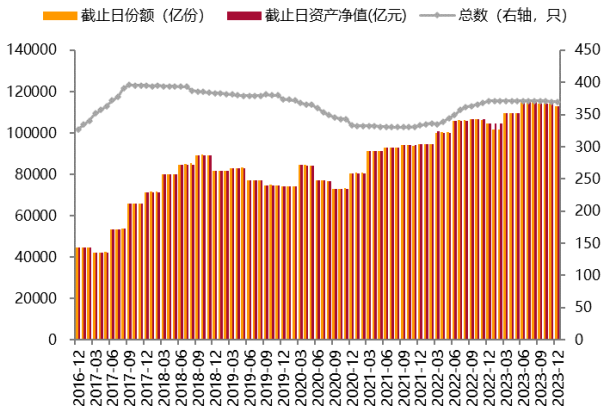


资料来源：Wind，天风证券研究所

债券型基金方面，2023 年四季度债基总体份额 8.36 万亿份，较 2023 年三季度末上升

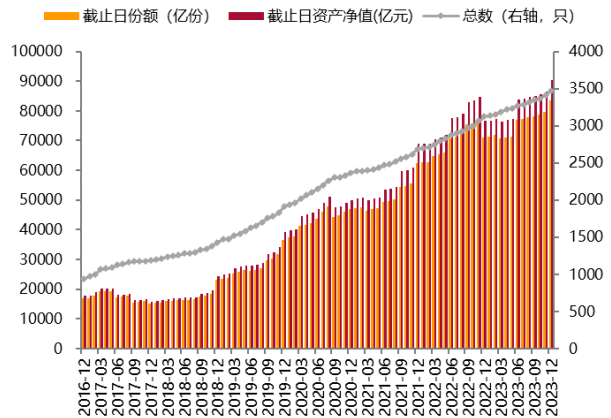
7.0%；债券型基金资产净值约为 9.04 万亿元，较 2023 年三季度末上升 6.2%。

图 9：货币市场型基金市场规模小幅下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

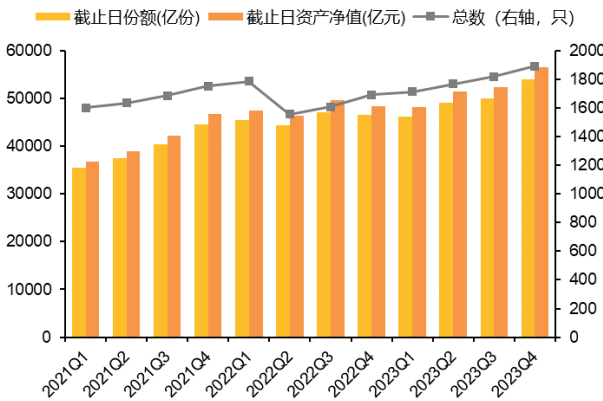
图 10：债券型基金市场规模上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

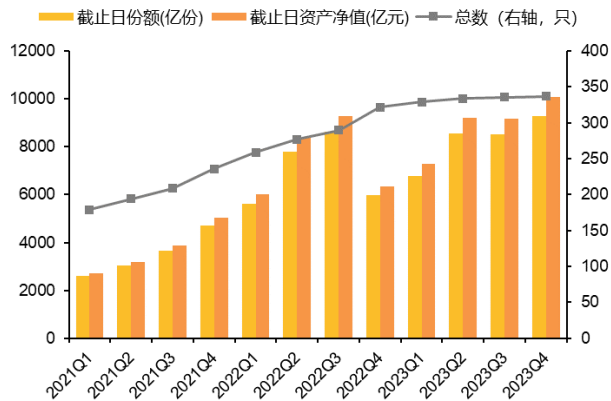
从不同类型的债基存续份额来看，存续份额有升有降。2023 年四季度，中长期纯债型基金的存续份额较 2023 年三季度增加 4066 亿份；短期纯债型基金的存续份额较 2023 年三季度增加 786 亿份；混合债券型一级基金的存续份额较 2023 年三季度减少 132 亿份；混合债券型二级基金的存续份额较 2023 年三季度减少 969 亿份。

图 11：中长期纯债型基金存续份额



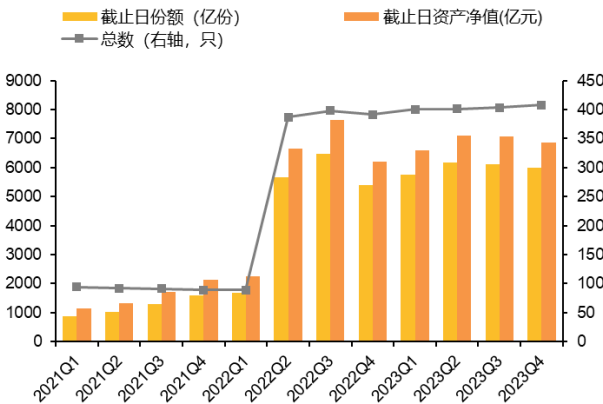
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：短期纯债型基金存续份额



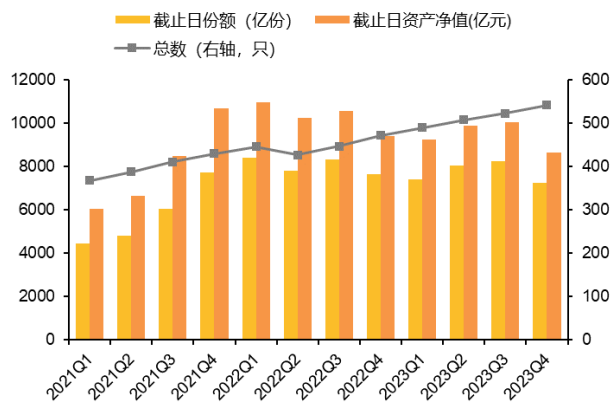
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：混合债券型一级基金存续份额



资料来源：Wind，天风证券研究所

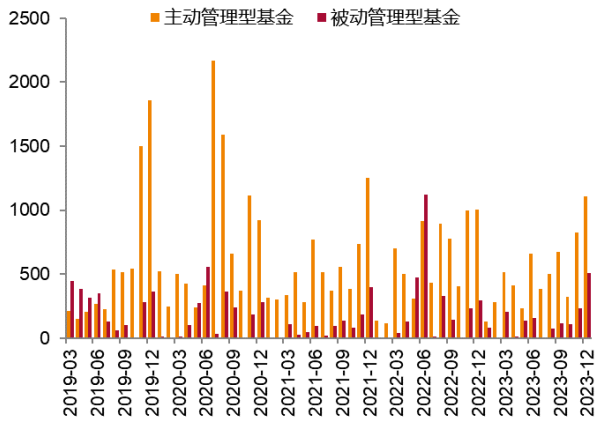
图 14：混合债券型二级基金存续份额



资料来源：Wind，天风证券研究所

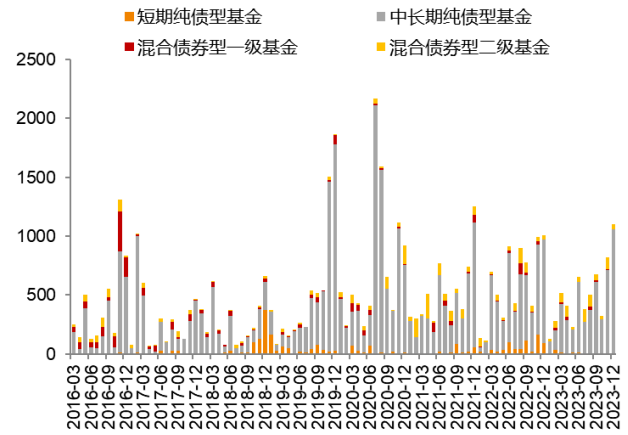
从债券型基金投资风格来看，2023 年四季度，主动管理型基金（短期纯债型基金、中长期纯债型基金、一级债基、二级债券）的新发份额为 2250.73 亿份，较 2023 年三季度大幅增加了 688.57 亿份。被动管理型基金（被动指数型债基）的新发份额为 844.55 亿份，较 2023 年三季度大幅增加了 647.42 亿份。

图 15：不同投资风格债券型基金新发份额（亿份）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：主动管理型基金新发份额（亿份）

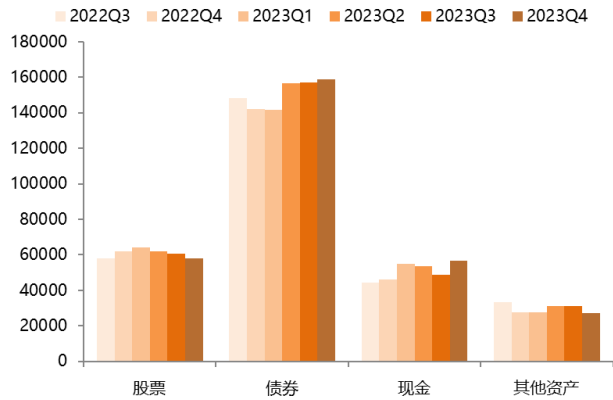


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 基金资产配置：持有股票市值减少，持有债券、现金市值增加

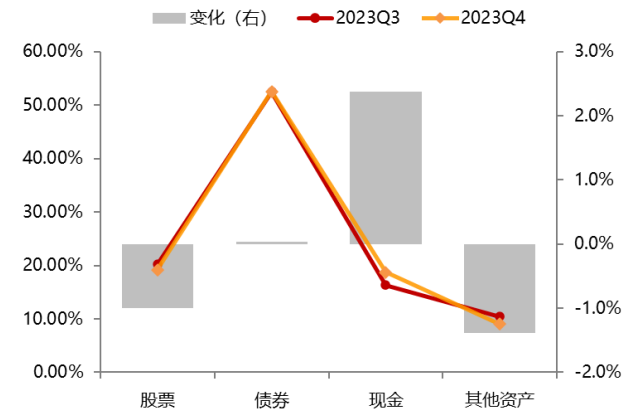
我们利用 Wind 数据对基金的资产配置进行具体分析。截至 2023 年四季度末，各类基金资产总值增加，较 2023 年三季度末增加 0.96%；其中，持有股票的资产市值环比减少 4.04%，持有债券的资产市值环比增加 1.03%，持有现金的资产市值环比增加 15.60%。从资产配置的比例看，持有债券、现金的占比上行，持有股票、其他资产的占比下行；2023 年四季度末，持有股票、债券、现金、其他资产占比分别为 19.20%、52.53%、18.72%、9.01%。

图 17：基金资产总值变化（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：基金资产配置情况



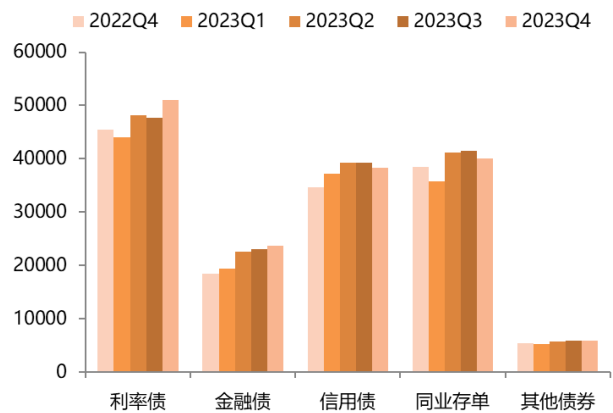
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 基金持债分析：利率债、金融债、其他债券配置比例上升

我们利用 Wind 数据对基金的持债情况进行分析。截至 2023 年四季度末，全部基金持有的券种总值约 15.88 万亿元，相较于 2023 年三季度末增加了 1.03%。其中利率债、金融债、其他债券（可转债、资产支持证券等）分别环比增加了 6.87%、2.90%、1.50%，同业存单、信用债分别环比减少了 3.46%、2.48%。

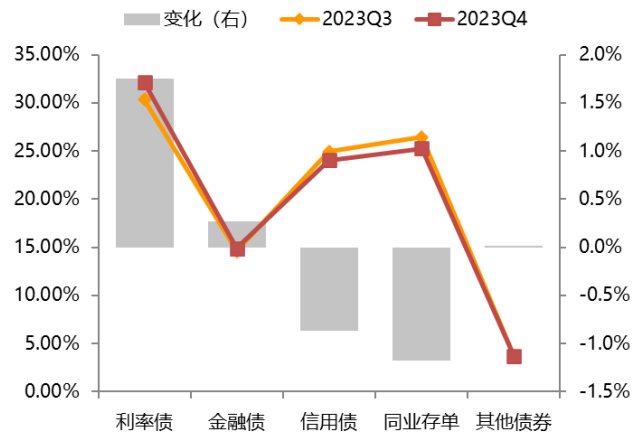
从债券配置比例看，与 2023 年三季度末相比，2023 年四季度基金增加了对利率债、金融债、其他债券的配置占比，占比分别环比增加了 1.75、0.27、0.02 个百分点，分别达到 32.10%、14.89%、3.69%，由此信用债和同业存单的配置占比有所压缩，占比分别环比减少 0.87、1.17 个百分点，分别为 24.07%、25.25%。

图 19：基金持债总值变化（亿元）



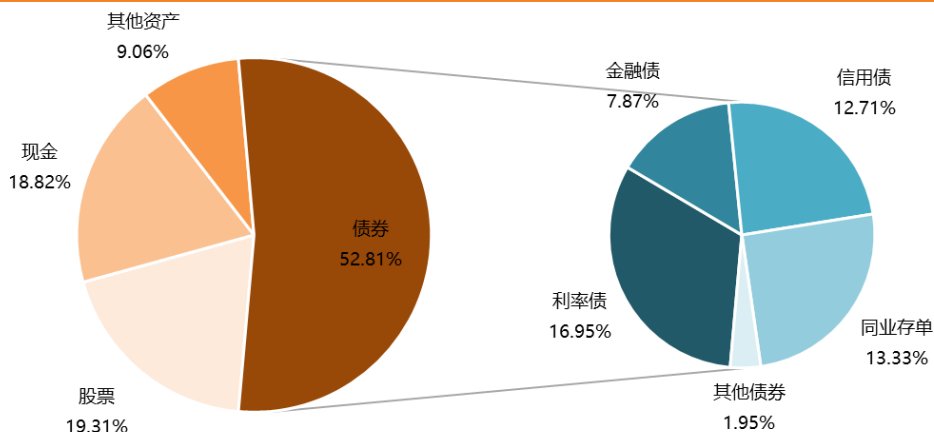
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：基金持债配置情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2023 年四季度基金资产配置和债券持仓情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

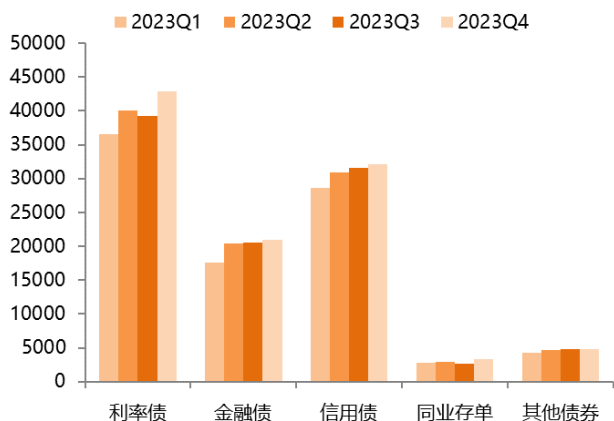
3. 债券型基金持债分析

3.1. 全部债基：利率债、同业存单配置比例上升

从持债情况看，截至 2023 年四季度末，债券型基金持有的券种总值约 104277 亿元，相较于 2023 年三季度末增加了 5.51%（上季度减少 0.10%）。其中利率债、金融债、信用债、同业存单和其他债券（可转债、资产支持证券等）的市值分别环比增加了 9.36%、2.37%、1.89%、24.53%、0.45%。

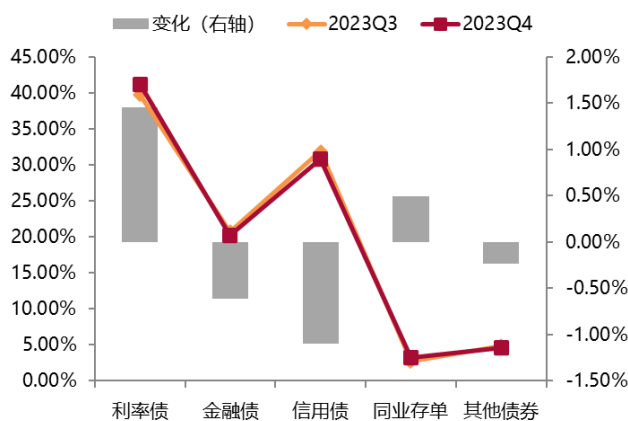
从债券配置比例看，利率债、同业存单配置比例有所上升。债券型基金持有的利率债、金融债、信用债、同业存单、其他债券的市值占债券投资市值比分别为 41.14%、20.15%、30.83%、3.23%、4.65%。与 2023 年三季度相比，债券型基金增加了对利率债、同业存单的配置比例。

图 22：债券型基金持债总值变化（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：债券型基金持债配置情况



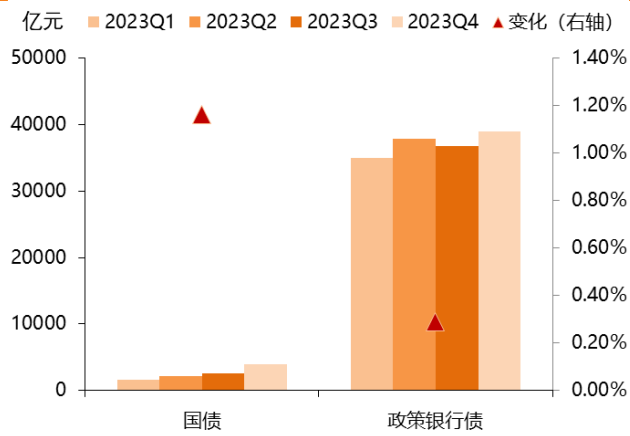
资料来源：Wind，天风证券研究所

从利率债具体配置情况来看，2023 年四季度全部债基持有的国债和政策性银行债的市值分别占债券投资市值的 3.73%、37.42%。与 2023 年三季度相比，全部债基对国债、政策性银行债配置比例均增加。

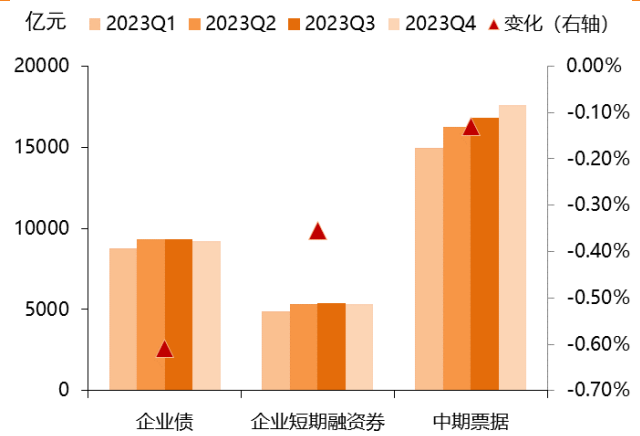
从信用债具体配置情况来看，2023 年四季度全部债基持有的企业债、短期融资券、中票分别占债券投资市值的 8.83%、5.13%、16.86%。与 2023 年三季度相比，全部债基对中票、企业债、短期融资券的配置比例均有所减少。

图 24：全部债基持利率债配置情况

图 25：全部债基持信用债配置情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所 注: 图中变化指占比变动



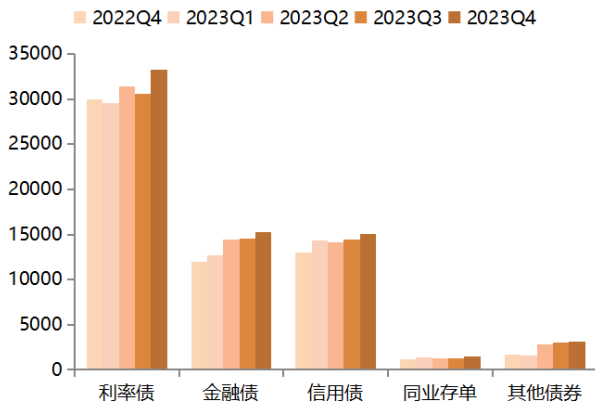
资料来源: Wind, 天风证券研究所 注: 图中变化指占比变动

3.2. 中长期纯债型基金：利率债、同业存单配置比例上升

截至 2023 年四季度末，中长期纯债型基金持有的券种总值约 68202 亿元，相较于 2023 年三季度末增加了 6.65%。其中利率债、金融债、信用债、同业存单和其他债券分别环比增加了 8.99%、4.82%、4.03%、8.54%、3.61%。

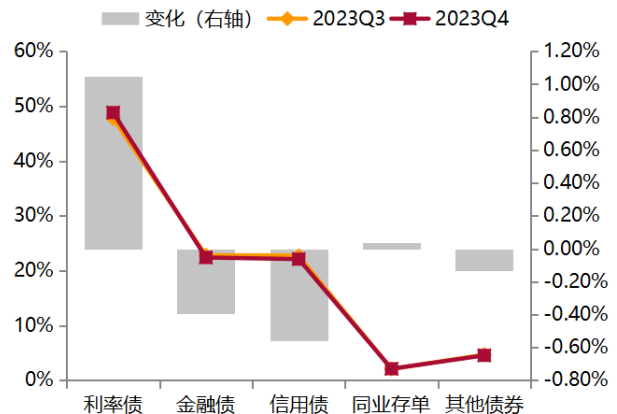
从债券配置比例看，2023 年四季度中长期纯债型基金持有的利率债、金融债、信用债、同业存单、其他债券的市值占债券投资市值分别为 48.83%、22.40%、22.11%、2.11%、4.55%。与 2023 年三季度相比，中长期纯债型基金减少了金融债、信用债和其他债券品种的配置比例，但增加了对利率债、同业存单的配置比例。

图 26: 中长期纯债型基金持债总值变化 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 27: 中长期纯债型基金持债配置情况

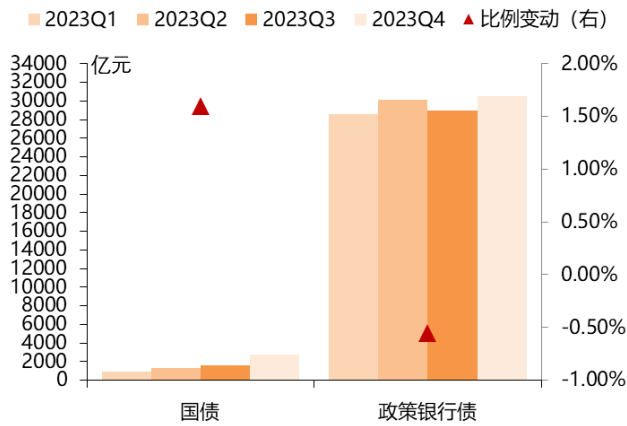


资料来源: Wind, 天风证券研究所

从利率债具体配置情况来看，2023 年四季度中长期纯债型基金持有的国债和政策性银行债的市值分别占债券投资市值的 4.06%、44.77%。与 2023 年三季度相比，中长期纯债型基金对国债的配置比例增加，对政策性银行债的配置比例减少。

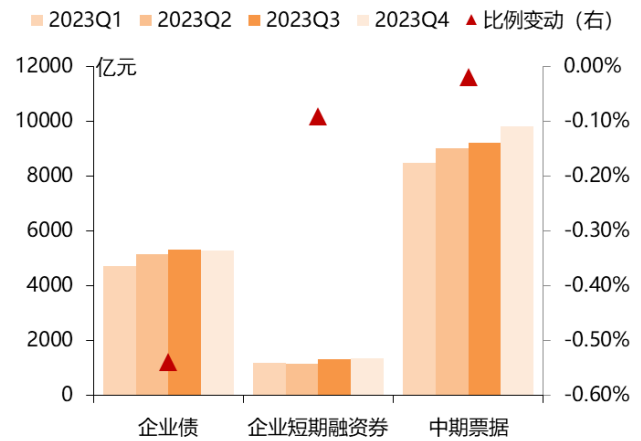
从信用债具体配置情况来看，2023 年四季度中长期纯债型基金持有的企业债、短期融资券、中票分别占债券投资市值的 7.74%、1.96%、14.36%。与 2023 年三季度相比，中长期纯债型基金对企业债、中票、短期融资券的配置比例减少。

图 28：中长期纯债型基金持利率债配置情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：中长期纯债型基金持信用债配置情况



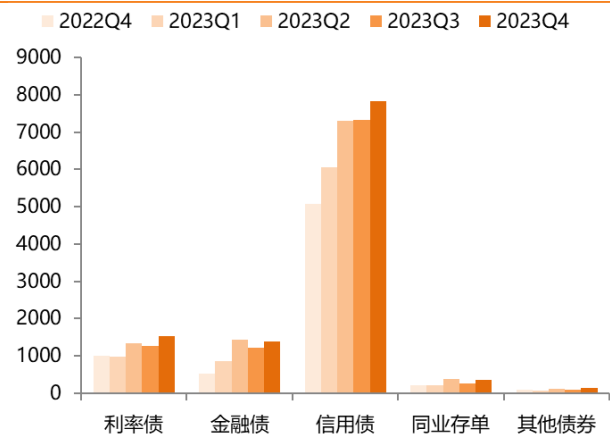
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 短期纯债型基金：除信用债外，其余券种配置比例均有上升

截至 2023 年四季度末，短期纯债型基金持有的券种总值约 11255 亿元，相较于 2023 年三季度末增加了 10.67%。其中，利率债、金融债、信用债、同业存单、其他债券市值分别环比增加了 20.55%、13.68%、6.70%、43.43%、65.18%。

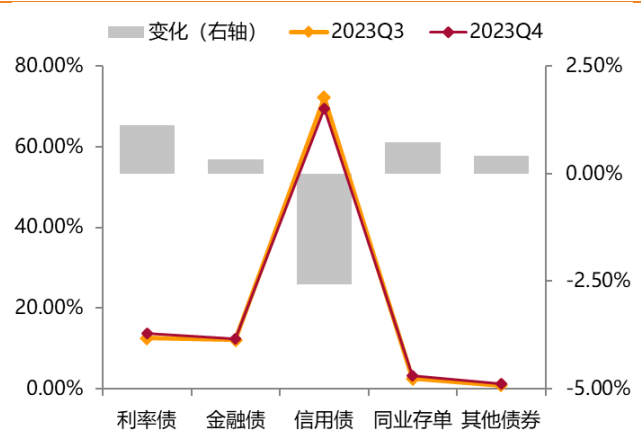
从债券配置比例看，2023 年三季度短期纯债型基金持有的利率债、金融债、信用债、同业存单、其他债券的市值占债券投资市值比分别为 13.61%、12.37%、69.56%、3.23%、1.23%。与 2023 年三季度相比，短期纯债型基金减少了对信用债的配置比例，增加了对金融债、利率债、同业存单、其他债券的配置比例。

图 30：短期纯债型基金持债总值变化（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：短期纯债型基金持债配置情况

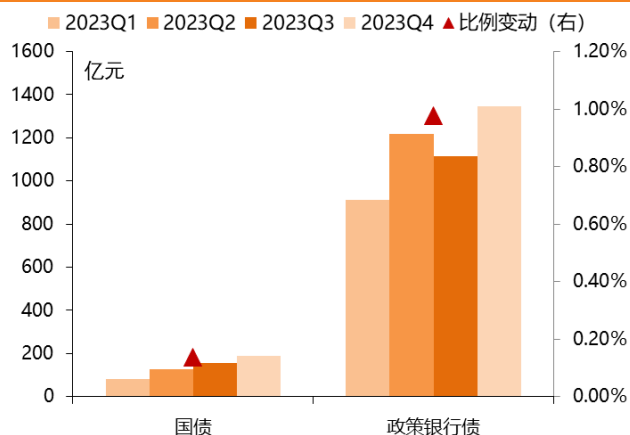


资料来源：Wind，天风证券研究所

从利率债具体配置情况来看，2023 年四季度短期纯债型基金持有的国债和政策性银行债的市值分别占债券投资市值的 1.67%、11.94%。与 2023 年三季度相比，短期纯债型基金对国债和政策性银行债的配置比例均有所增加。

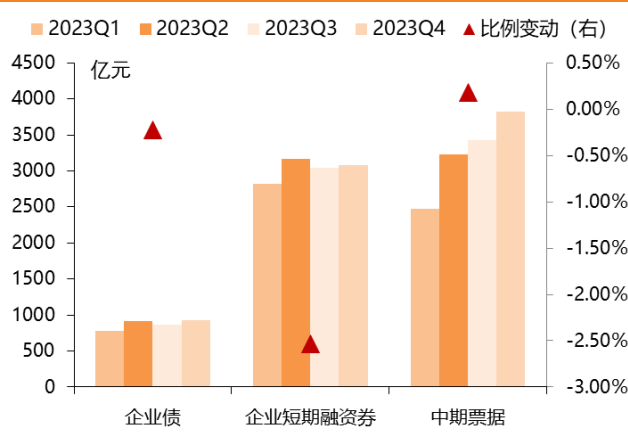
从信用债具体配置情况来看，2023 年四季度短期纯债型基金持有的企业债、短期融资券、中票分别占债券投资市值的 8.27%、27.37%、33.92%。与 2023 年三季度相比，短期纯债型基金减少了对企业债、短期融资券的配置比例，增加了对中票的配置比例。

图 32：短期纯债型基金持利率债配置情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：短期纯债型基金持信用债配置情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

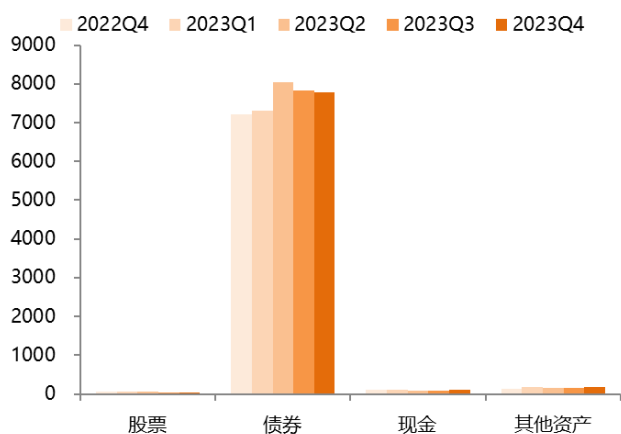
3.4. 一级债基：利率债、同业存单、其他债券配置比例上升

截至 2023 年四季度末，一级债基资产总值约 8096 亿元，较 2023 年三季度末下降了 0.16%。其中，现金、其他资产市值分别环比上升了 35.33%、6.68%。债券、股票市值分别环比减少了 0.60%、4.12%。

从持债情况看，截至 2023 年四季度末，一级债基持有的券种总值约 7782 亿元，较 2023 年三季度末下降了 0.60%。其中，利率债、同业存单、其他债券分别环比增加了 10.56%、40.11%、2.93%，金融债和信用债分别环比减少了 8.18%、1.49%。

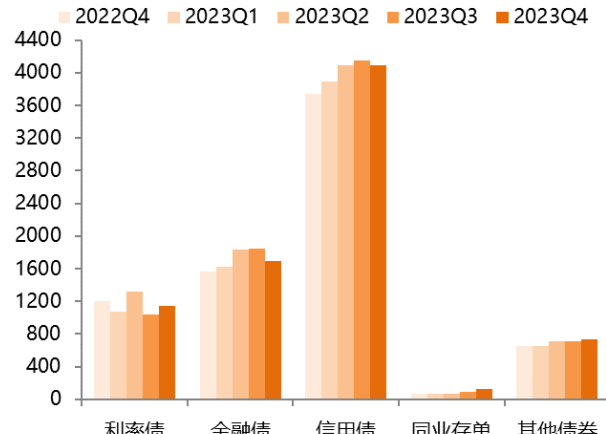
从债券配置比例看，与 2023 年三季度比，一级债基增加了对利率债、同业存单、其他债券的配置比例，减少了对金融债、信用债的配置比例。

图 34：一级债基资产总值变化（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：一级债基持债总值变化（亿元）

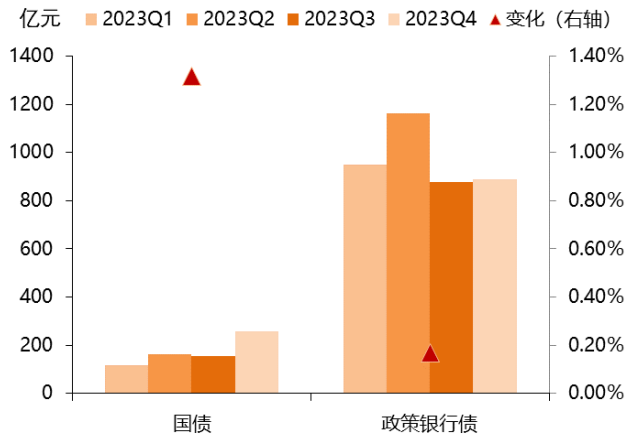


资料来源：Wind，天风证券研究所

从利率债具体配置情况来看，2023 年四季度，一级债基持有的国债和政策性银行债的市值分别占债券投资市值的 3.32%、11.39%。与 2023 年三季度相比，一级债基对主要利率债的配置比例均有所增加。

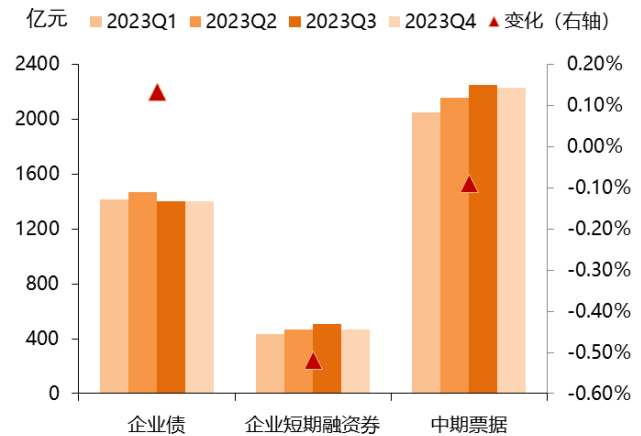
从信用债具体配置情况来看，2023 年四季度，一级债基持有的企业债、短期融资券、中票分别占债券投资市值 17.99%、5.96%、28.62%。与 2023 年三季度相比，一级债基增加了对企业债的配置比例，减少了对短期融资券、中票的配置比例。

图 36：一级债基持利率债配置情况



资料来源：Wind，天风证券研究所 注：图中变化指占比变动

图 37：一级债基持信用债配置情况



资料来源：Wind，天风证券研究所 注：图中变化指占比变动

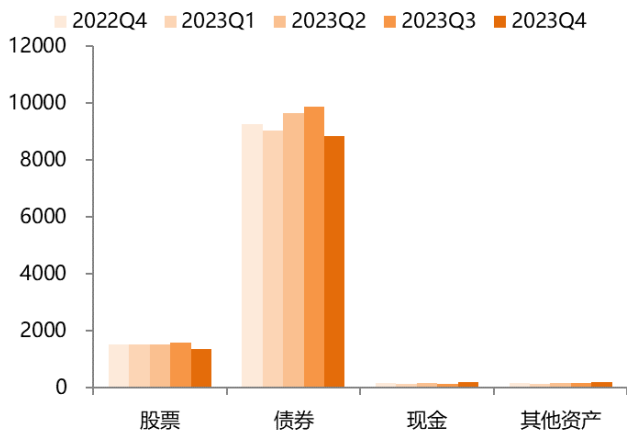
3.5. 二级债基：金融债、同业存单、其他债券配置比例上升

截至 2023 年四季度末，二级债基资产总值约 10591 亿元，较 2023 年三季度末减少了 9.91%。其中，现金、其他资产市值环比增加了 47.32%、19.55%，股票、债券市值分别环比减少了 14.25%、10.46%。

从持债情况看，截至 2023 年四季度末，二级债基持有的券种总值约为 8845 亿元，较 2023 年三季度末减少了 10.46%。其中，利率债、金融债、信用债、同业存单、其他债券分别环比减少了 17.09%、9.53%、11.50%、0.82%、4.27%。

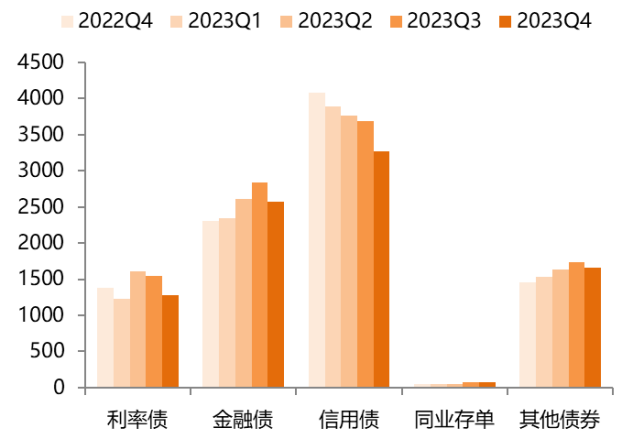
从债券配置比例看，与 2023 年三季度相比，二级债基增加了对金融债、同业存单和其他债券的配置比例，减少了对利率债、信用债的配置比例。

图 38：二级债基资产总值变化 (亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：二级债基持债总值变化 (亿元)

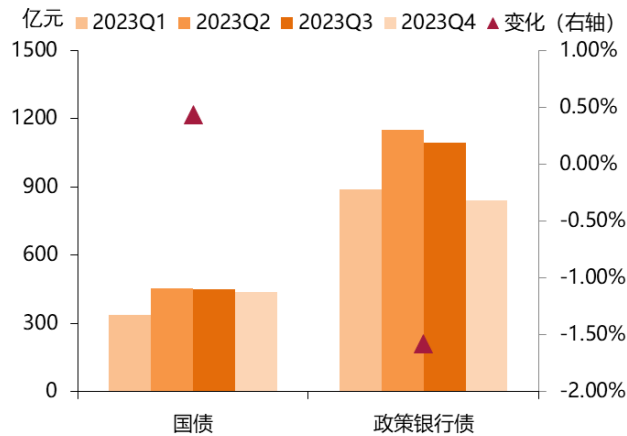


资料来源：Wind，天风证券研究所

从利率债具体配置情况来看，2023 年四季度，二级债基持有的国债和政策银行债的市值分别占债券投资市值的 4.96%、9.47%。与 2023 年三季度相比，二级债基对国债的配置比例增加，对政策银行债的配置比例减少。

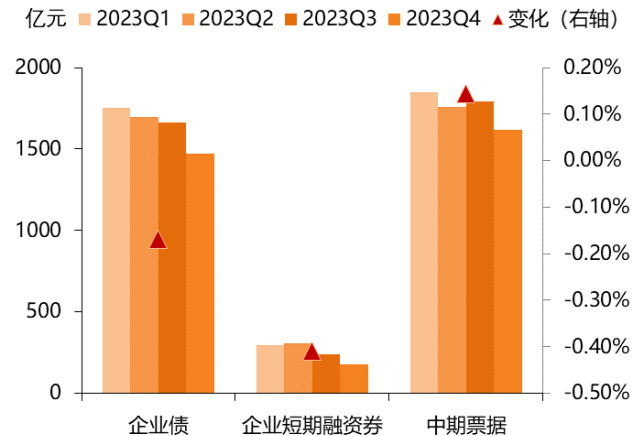
从信用债具体配置情况来看，2023 年四季度，二级债基持有的企业债、短期融资券、中票分别占债券投资市值的 16.64%、2.00%、18.28%。与 2023 年三季度相比，二级债基减少了对企业债、短期融资券的配置比例，增加了对中票的配置比例。

图 40：二级债基持利率债配置情况



资料来源：Wind，天风证券研究所 注：图中变化指占比变动

图 41：二级债基持信用债配置情况



资料来源：Wind，天风证券研究所 注：图中变化指占比变动

4. 基金重仓券结构分析：国债持仓占比上升明显

我们用债券型基金的重仓券来近似分析基金持仓券种结构。

2023 年四季度，债券型基金重仓利率债中，国债、地方政府债、政策性银行债占比分别为 5.39%、1.13%、75.99%，相较于 2023 年三季度，**国债配置比例增加 1.93%，地方政府债配置比例增加 0.18%，政策性银行债配置比例减少 1.10%。**

此外，相较于 2023 年三季度，债券型基金减少了商业银行二级资本债的配置，增加了永续债的配置。

表 1：债券型基金重仓利率债及主要金融债结构分析（亿元，%）

	持仓总市值	利率债			商业银行				
		国债	地方政府债	政策银行债	次级债	二级资本债	占比	永续债	占比
2019Q1	7092	1.14%	2.13%	79.38%	119	118	99.58%	1	0.42%
2019Q2	7580	1.76%	0.71%	80.50%	251	250	99.60%	1	0.40%
2019Q3	8615	1.57%	0.64%	82.74%	306	299	97.92%	6	2.08%
2019Q4	9504	1.62%	0.33%	81.69%	313	305	97.67%	7	2.33%
2020Q1	13565	1.69%	0.74%	82.49%	381	368	96.56%	13	3.44%
2020Q2	14207	2.78%	0.83%	80.97%	413	391	94.63%	22	5.37%
2020Q3	15927	2.22%	0.72%	83.09%	411	397	96.48%	14	3.52%
2020Q4	19960	3.90%	1.02%	83.04%	439	417	95.07%	22	4.93%
2021Q1	21982	2.30%	1.32%	84.48%	584	513	87.83%	71	12.17%
2021Q2	23048	2.26%	1.26%	83.73%	706	584	82.64%	123	17.36%
2021Q3	25323	2.26%	1.08%	83.98%	780	670	85.83%	111	14.17%
2021Q4	27296	3.00%	1.00%	82.11%	1203	971	80.65%	233	19.35%
2022Q1	28521	2.43%	0.97%	81.21%	1606	1254	78.09%	352	21.91%
2022Q2	29113	2.73%	0.90%	80.08%	1627	1249	76.79%	378	23.21%
2022Q3	30676	3.37%	0.92%	79.56%	1783	1359	76.21%	424	23.79%
2022Q4	30666	2.44%	0.96%	80.08%	1952	1429	73.17%	524	26.83%
2023Q1	30445	2.01%	0.94%	79.08%	2383	1792	75.18%	592	24.82%
2023Q2	32634	2.85%	0.86%	78.23%	2510	1821	72.56%	689	27.44%
2023Q3	32248	3.47%	0.94%	77.09%	2577	1845	71.58%	732	28.42%
2023Q4	33987	5.39%	1.13%	75.99%	2620	1840	70.25%	780	29.75%
变化	1740	1.93%	0.18%	-1.10%	43	-5	-1.34%	47	1.34%

资料来源：Wind，天风证券研究所 注：占比为二级资本债和永续债分别占次级债的比重。

2023 年四季度，债券型基金重仓产业债中，AAA、AA+、AA、AA 以下产业债占比分别为 92.79%、6.10%、1.11%、0.00%，相较于 2023 年三季度，**债券型基金减少了 AAA、AA、AA 以下级产业债配置比例，但增加了 AA+产业债的配置比例。**

2023 年四季度，债券型基金重仓城投债中，AAA、AA+、AA、AA 以下城投债占比分别为 63.18%、28.44%、7.94%、0.44%，相较于 2023 年三季度，**债券型基金提高了 AAA、AA+ 级城投债配置比例，减少 AA 及以下的城投债配置比例。**

对于信用债，机构仍多以 AAA、央企信用债为底仓。从债券型基金重仓券的结构变化可以发现，产业债 AAA 主体占比下降，AA+ 主体占比提高，对城投债有一定上升（体现在 AAA、AA+ 主体占比增高）。

表 2：债券型基金重仓信用债结构分析（亿元，%）

	持仓总市值	产业债				持仓总市值	城投债			
		AAA	AA+	AA	AA 以下		AAA	AA+	AA	AA 以下
2019Q1	1149	90.17%	6.87%	1.61%	1.35%	606	68.43%	21.58%	9.68%	0.30%
2019Q2	1165	90.40%	6.41%	1.76%	1.44%	636	67.99%	22.22%	9.49%	0.30%
2019Q3	1237	92.17%	4.97%	1.28%	1.57%	704	67.87%	22.15%	9.70%	0.29%
2019Q4	1406	92.29%	4.77%	1.24%	1.70%	848	67.40%	21.65%	10.40%	0.55%
2020Q1	1479	92.37%	5.20%	0.93%	1.51%	934	68.51%	20.52%	10.36%	0.61%
2020Q2	1547	91.39%	6.28%	0.90%	1.43%	1028	66.07%	22.05%	10.90%	0.98%
2020Q3	1403	90.42%	7.09%	1.30%	1.18%	1017	63.14%	23.87%	12.24%	0.76%
2020Q4	1212	91.42%	6.37%	1.34%	0.87%	886	61.25%	26.07%	11.86%	0.81%
2021Q1	1160	94.50%	3.44%	1.34%	0.72%	892	62.94%	24.67%	11.70%	0.70%
2021Q2	1159	94.61%	4.17%	1.09%	0.13%	876	65.52%	23.24%	10.73%	0.52%
2021Q3	1079	95.22%	3.69%	0.97%	0.12%	871	65.43%	22.87%	11.10%	0.60%
2021Q4	1052	96.25%	2.95%	0.69%	0.11%	892	64.72%	23.97%	10.77%	0.55%
2022Q1	1175	95.50%	3.44%	1.05%	0.00%	1006	64.93%	23.81%	10.69%	0.58%
2022Q2	1173	94.93%	4.18%	0.87%	0.01%	1018	65.29%	23.76%	10.56%	0.39%
2022Q3	1164	95.05%	3.81%	1.12%	0.02%	904	62.73%	26.82%	9.96%	0.49%
2022Q4	1152	93.91%	5.19%	0.91%	0.00%	1045	62.82%	26.30%	10.47%	0.41%
2023Q1	1148	93.93%	5.12%	0.95%	0.00%	1159	62.79%	27.44%	9.39%	0.38%
2023Q2	1051	93.32%	5.39%	1.23%	0.06%	1062	63.67%	26.28%	9.46%	0.59%
2023Q3	1031	93.28%	5.30%	1.37%	0.05%	1172	63.09%	27.46%	8.90%	0.55%
2023Q4	919	92.79%	6.10%	1.11%	0.00%	1195	63.18%	28.44%	7.94%	0.44%
变化	-112	-0.50%	0.80%	-0.25%	-0.05%	23	0.10%	0.97%	-0.96%	-0.11%

资料来源：Wind，天风证券研究所

具体来看重仓券中的城投债，从区域来看，2023 年四季度末，债券型基金重仓仍以江苏、浙江为主；值得注意的是，环比来看，相较于 2023 年三季度，债基对福建、甘肃、西藏、湖北、湖南、吉林、江西、山西、上海、四川、天津、云南等区域的持仓占比有所提升，对安徽、北京、广东、河北、河南、江苏、宁夏、山东、浙江、重庆等区域持仓占比有所下滑。

图 42：债券型基金重仓城投债按省份占比及季度环比

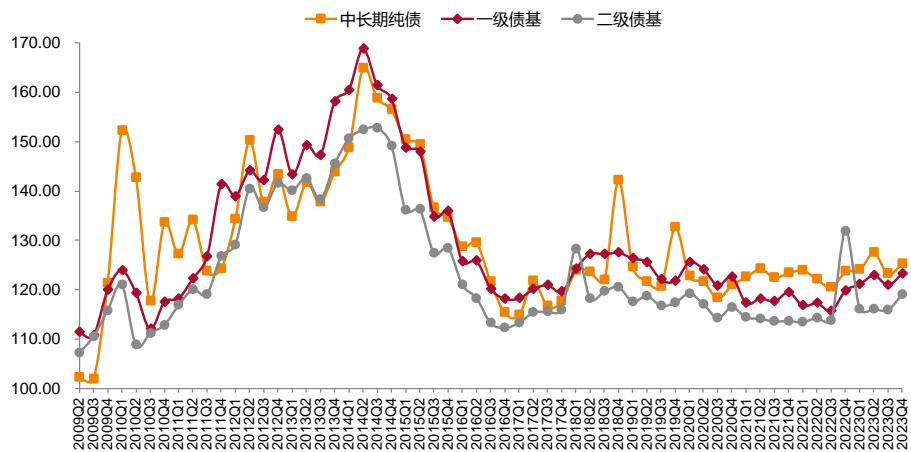
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	环比	
省份																						
山东	4.01%	4.80%	4.74%	5.06%	4.78%	4.99%	5.17%	5.35%	6.58%	6.13%	5.59%	6.79%	7.62%	7.91%	6.06%	6.74%	8.62%	8.97%	10.23%	9.33%	-0.70%	
广西	1.81%	2.01%	1.56%	1.46%	1.13%	1.16%	2.07%	1.77%	1.65%	1.28%	1.40%	1.11%	1.09%	1.53%	1.92%	1.31%	1.45%	1.11%	1.60%	1.86%	0.26%	
天津	6.35%	6.81%	6.61%	5.51%	3.40%	4.94%	4.95%	3.12%	1.90%	1.33%	1.97%	0.72%	0.72%	0.82%	0.95%	1.48%	0.50%	0.98%	1.42%	1.98%	0.56%	
上海	2.18%	2.85%	3.63%	3.03%	3.08%	3.49%	3.12%	3.55%	4.34%	6.39%	6.47%	6.40%	5.10%	5.54%	5.75%	5.28%	6.07%	6.00%	6.40%	6.61%	0.22%	
湖北	3.66%	2.60%	2.04%	2.40%	3.40%	3.76%	2.92%	3.39%	3.38%	3.64%	3.91%	4.16%	4.40%	4.55%	3.88%	4.34%	3.78%	3.27%	3.52%	3.75%	0.23%	
四川	3.19%	3.09%	3.00%	3.11%	3.67%	3.51%	3.60%	4.36%	3.47%	3.18%	4.11%	4.94%	3.86%	5.35%	5.45%	6.32%	6.17%	5.79%	6.03%	6.56%	0.53%	
河北	1.61%	1.40%	0.90%	0.73%	0.92%	0.73%	1.31%	0.85%	1.27%	1.04%	0.81%	0.69%	0.43%	0.51%	0.33%	0.51%	0.78%	1.06%	1.26%	0.89%	-0.87%	
湖南	2.75%	1.93%	2.21%	3.64%	2.81%	4.04%	3.57%	3.06%	3.11%	3.30%	4.61%	4.34%	5.05%	4.09%	4.68%	4.93%	4.21%	4.94%	5.09%	5.16%	0.06%	
贵州	1.19%	0.81%	1.18%	1.38%	1.48%	1.81%	1.25%	1.06%	0.93%	1.00%	0.87%	0.58%	0.32%	0.06%	0.22%	0.16%	0.11%	0.12%	0.26%	0.27%	0.00%	
北京	9.87%	7.12%	8.15%	10.84%	12.56%	11.38%	10.62%	10.16%	9.63%	9.71%	9.40%	8.97%	8.10%	8.76%	9.31%	8.62%	7.29%	7.66%	7.78%	7.60%	-0.18%	
宁夏	0.14%	0.19%	0.54%	0.44%	0.45%	0.30%	0.19%	0.36%	0.40%	0.11%	0.12%	0.04%	0.22%	0.00%	0.00%	0.26%	0.17%	0.00%	0.09%	0.02%	-0.86%	
甘肃	1.17%	1.32%	1.58%	0.66%	0.61%	0.95%	1.13%	1.42%	1.23%	1.25%	0.94%	0.42%	0.36%	0.29%	0.20%	0.47%	0.34%	0.13%	0.21%	0.28%	0.07%	
云南	3.96%	3.21%	2.99%	2.47%	3.01%	3.20%	2.52%	1.11%	1.60%	1.20%	0.90%	0.60%	0.95%	1.19%	0.87%	0.70%	0.45%	0.23%	0.26%	0.56%	0.30%	
辽宁	0.93%	1.25%	0.86%	0.65%	0.52%	0.40%	0.60%	0.36%	0.30%	0.28%	0.17%	0.13%	0.18%	0.14%	0.26%	0.06%	0.07%	0.24%	0.24%	0.19%	-0.45%	
青海	0.23%	0.12%	0.09%	0.17%	0.21%	0.12%	0.24%	0.29%	0.18%	0.11%	0.00%	0.04%	0.05%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
海南	0.17%	0.42%	0.33%	0.26%	0.02%	0.07%	0.07%	0.03%	0.06%	0.04%	0.00%	0.07%	0.07%	0.11%	0.07%	0.03%	0.00%	0.07%	0.06%	0.08%	0.02%	
吉林	1.81%	1.93%	2.23%	1.49%	1.14%	1.86%	1.83%	0.98%	0.67%	0.52%	0.39%	0.43%	0.46%	0.41%	0.39%	0.83%	0.77%	0.69%	0.68%	0.93%	0.25%	
内蒙古	0.28%	0.51%	0.17%	0.35%	0.38%	0.07%	0.21%	0.08%	0.01%	0.02%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.02%	0.01%	0.04%	0.03%	0.04%	0.02%	
黑龙江	0.27%	0.06%	0.21%	0.32%	0.28%	0.33%	0.08%	0.19%	0.32%	0.06%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%	0.13%	0.04%	0.04%	0.01%	0.00%	-0.81%	
山西	0.85%	0.89%	1.08%	1.06%	1.25%	0.97%	0.88%	1.42%	0.68%	1.08%	1.17%	0.74%	0.80%	0.93%	1.09%	0.66%	0.95%	0.76%	0.71%	0.94%	0.28%	
河南	2.96%	3.48%	3.74%	3.94%	3.71%	3.31%	2.60%	2.54%	2.66%	2.05%	2.08%	1.77%	2.36%	2.39%	2.76%	1.87%	1.94%	2.82%	2.72%	2.06%	-0.66%	
西藏	0.07%	0.08%	0.10%	0.17%	0.13%	0.18%	0.24%	0.09%	0.24%	0.07%	0.15%	0.16%	0.40%	0.25%	0.18%	0.18%	0.17%	0.43%	0.31%	0.32%	0.02%	
新疆	0.74%	0.70%	0.99%	0.87%	0.85%	0.84%	1.39%	1.49%	1.24%	1.01%	0.81%	0.85%	0.97%	0.73%	0.79%	0.76%	1.22%	1.10%	0.98%	1.03%	0.06%	
重庆	2.89%	2.46%	3.79%	3.49%	3.13%	2.83%	3.46%	3.87%	3.30%	2.88%	3.20%	3.85%	3.73%	3.20%	2.53%	2.87%	2.77%	2.54%	2.38%	2.09%	-0.97%	
江西	6.20%	6.01%	6.73%	6.03%	6.52%	6.26%	6.18%	5.24%	5.66%	6.42%	5.48%	5.13%	5.08%	4.60%	4.80%	5.59%	5.05%	5.17%	5.01%	5.69%	0.67%	
浙江	7.21%	8.12%	6.67%	6.16%	7.55%	7.03%	8.25%	9.94%	9.81%	9.36%	8.80%	9.54%	10.37%	11.57%	12.94%	11.56%	11.06%	11.51%	11.31%	10.50%	-0.82%	
陕西	3.65%	3.23%	2.76%	3.14%	2.74%	2.18%	1.84%	1.68%	1.54%	1.63%	1.75%	3.03%	3.53%	2.40%	2.30%	2.04%	1.93%	1.44%	1.18%	1.19%	0.01%	
福建	4.26%	4.97%	5.05%	5.16%	4.58%	4.53%	4.62%	4.75%	4.27%	4.25%	3.61%	3.11%	4.08%	4.28%	3.84%	4.70%	4.46%	3.83%	3.49%	4.20%	0.71%	
安徽	3.93%	4.57%	4.74%	4.25%	3.81%	4.33%	4.12%	4.41%	4.48%	4.09%	3.41%	4.10%	4.26%	4.49%	5.36%	4.46%	4.73%	4.71%	4.33%	4.14%	-0.19%	
广东	6.40%	8.41%	7.72%	8.55%	9.06%	7.73%	8.28%	10.35%	10.32%	11.23%	11.26%	11.14%	10.67%	10.51%	9.71%	9.11%	9.76%	10.48%	9.63%	9.12%	-0.51%	
江苏	15.27%	14.66%	13.60%	13.25%	12.81%	12.59%	12.68%	12.75%	14.77%	15.37%	16.59%	16.13%	14.74%	13.34%	13.31%	14.01%	15.13%	13.86%	12.79%	12.62%	-0.17%	

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 基金杠杆分析：各类型基金杠杆普遍升高

截至 2023 年四季度末，中长期纯债型基金、一级债基和二级债基的杠杆普遍升高。其中，中长期纯债型基金的杠杆率为 125.22%，较 2023 年三季度上行 2.01 个百分点；一级债基的杠杆率为 123.26%，较 2023 年三季度上行 2.32 百分点；二级债基的杠杆率为 118.99%，较 2023 年三季度上行 3.11 个百分点。

图 43：债券型基金杠杆率（%）



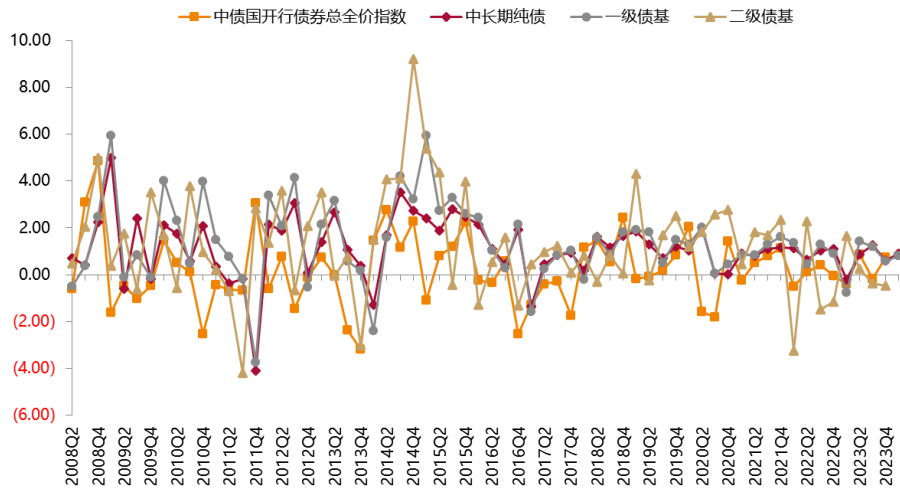
资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 债基业绩分析：短期债基表现突出

2023 年四季度，各类基金的季度收益率中位数排序为：

短期纯债基金(1.41%)>中长期纯债(0.90%)>一级债基 (0.79%)>中债国开行债券总全价指数(0.73%)>中债国债总全价指数(0.69%)>货币基金 (0.49%)>二级债基(-0.47%)>混合型基金(-3.43%)>股票型基金 (-5.15%)。

图 44：债基复权单位净值季度增长率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3：各类基金复权单位净值季度增长率中位数（%）

	短期纯债基金	中长期纯债	一级债基	二级债基	货币基金	混合型基金	股票型基金	中债国债总全价指数	中债国开行债券总全价指数
2016Q2	0.40	0.43	0.28	0.53	0.61	1.66	1.21	(1.22)	(0.34)
2016Q3	0.75	1.92	2.13	1.60	0.64	1.24	3.17	1.35	0.58
2016Q4	(0.57)	(1.35)	(1.60)	(1.33)	0.64	(0.75)	(0.46)	(2.56)	(2.54)
2017Q1	0.61	0.43	0.26	0.43	0.84	1.51	3.51	(1.08)	(1.29)
2017Q2	0.80	0.82	0.82	0.98	0.95	1.88	3.12	(1.94)	(0.41)
2017Q3	1.11	0.94	1.02	1.23	0.99	3.18	5.90	(0.60)	(0.29)
2017Q4	0.52	0.18	(0.20)	0.09	1.02	1.32	1.64	(1.02)	(1.75)
2018Q1	1.40	1.64	1.58	0.80	1.05	(0.55)	(2.67)	1.31	1.17
2018Q2	1.04	1.16	0.85	(0.31)	0.98	(3.93)	(8.93)	1.52	1.45
2018Q3	1.29	1.67	1.82	0.79	0.81	(3.61)	(6.02)	(0.74)	0.55
2018Q4	1.05	1.85	1.90	0.07	0.72	(7.71)	(11.64)	2.93	2.43
2019Q1	1.17	1.30	1.80	4.29	0.70	20.70	27.26	0.25	(0.19)
2019Q2	0.78	0.72	0.50	(0.23)	0.62	(0.61)	(2.77)	(0.85)	(0.08)
2019Q3	1.01	1.20	1.48	1.70	0.61	4.61	3.22	0.64	0.19
2019Q4	0.87	1.04	1.30	2.50	0.62	6.70	7.21	0.24	0.84
2020Q1	1.35	2.03	2.03	1.20	0.60	(0.02)	(3.94)	3.29	2.04
2020Q2	0.27	0.06	0.06	1.82	0.41	20.01	18.60	(2.18)	(1.60)
2020Q3	0.41	0.02	0.44	2.57	0.45	10.91	12.32	(2.01)	(1.82)
2020Q4	0.76	0.91	0.85	2.76	0.58	11.63	12.32	0.70	1.41
2021Q1	0.78	0.81	0.83	0.43	0.58	(0.18)	(0.98)	0.45	(0.25)
2021Q2	0.86	1.09	1.29	1.83	0.54	6.96	9.07	0.41	0.50
2021Q3	0.90	1.16	1.62	1.70	0.52	(0.33)	(3.44)	1.62	0.80
2021Q4	0.86	1.12	1.35	2.34	0.54	2.90	3.18	0.39	1.12
2022Q1	0.71	0.62	0.46	(3.24)	0.51	(14.07)	(14.96)	0.18	(0.51)
2022Q2	0.88	1.04	1.30	2.28	0.45	4.39	4.62	(0.19)	0.11
2022Q3	0.79	1.11	0.92	(1.48)	0.39	(8.18)	(12.36)	1.07	0.40
2022Q4	0.08	(0.23)	(0.78)	(1.17)	0.40	(1.36)	1.04	(0.67)	(0.04)
2023Q1	0.93	0.87	1.41	1.64	0.47	1.92	3.74	0.09	(0.40)
2023Q2	0.98	1.27	1.20	0.24	0.49	(2.00)	(3.79)	1.13	0.87
2023Q3	0.61	0.61	0.59	(0.36)	0.44	(4.58)	(4.50)	0.09	(0.19)
2023Q4	1.41	0.90	0.79	(0.47)	0.49	(3.43)	(5.15)	0.69	0.73

资料来源：Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com