

华夏欣盈稳健六个月持有期月度运作报告（202406）

一、本月市场回顾

6月A股市场总体大幅下跌。从全月涨跌表现来看，上证指数-3.87%，沪深300指数-3.30%，深证成指-5.51%，中小综指-5.31%，创业板指-6.74%。各行业板块涨跌明显分化，差距较大。电子、通信、公用、银行、石油石化表现居前，分别为3.19%、2.92%、0.73%、-2.00%、-2.02%。综合、地产、社服、商贸、轻工表现落后，分别为-14.74%、-13.47%、-12.61%、-12.34%、-11.84%。

利率债方面，6月利率中枢总体快速回落，市场逻辑从5月份的地产政策、特别国债供给冲击，切换至弱基本面叠加宽货币预期升温上。对比5月底，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y、30Y国债收益率分别-6BP、-7BP、-6BP、-8BP、-5BP、-7BP，10Y国债收益率最低至2.21%。

信用债方面，6月收益率下行，曲线呈牛平走势，长期限尤其5年及以上信用债收益率下行10-20bp。需求端6月理财规模合计下降6000亿左右，回表力度低于往年同期。6月信用债总发行量符合季节性，但净融资量偏低，城投债延续净偿还，缺资产的供需格局短期内难以转变。品种上，城投、产业债6月延续低估值成交，但低估值幅度降低，流动性更高的金融债尤其是二永低估值成交幅度更大，或反映市场机构对信用债从重视票息的配置需求转向重视利差压缩收获资本利得的交易需求。期限上，长期限信用债更受偏好，一方面，信用债供给以1年甚至3年以上长债为主，期限结构与以往不同，另一方面，短债绝对收益率过低，且相对于存单利差不高（5bp左右），性价比过低。

转债方面，在经济数据走弱、美联储降息预期延迟等因素影响下，6月A股一路下跌，沪指最低跌至2933点，而中证转债指数月度跌2.68%，等权指数跌4.2%，但同期国证2000跌8.98%，转债的债券属性依然提供了一定的保护。结构上看，低价转债在退市新规、信用风险以及流动性等因素的冲击下再度大幅下跌。估值上看，6月转债百元溢价率下滑1.13pct至22.66%，位于历史69%的分

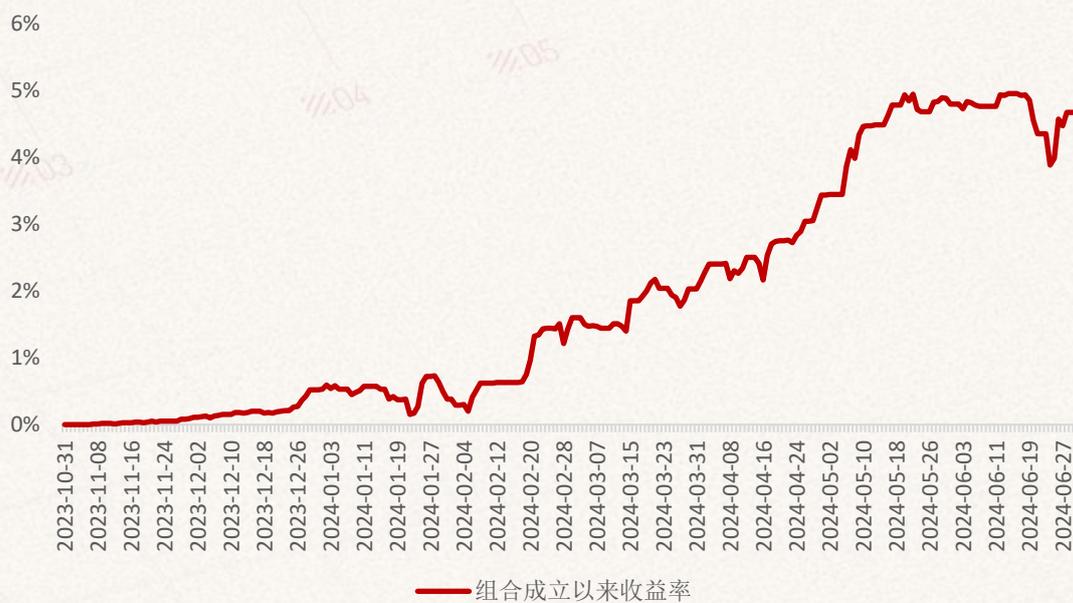
位数，主要是 125-150 区间的平衡型转债估值下降较多，而其他价格区间的转债估值均被动上升。

二、组合基本信息

1. 组合收益情况

华夏基金欣盈稳健六个月持有期集合资产管理计划（简称：华夏欣盈稳健六个月持有期）自 2023 年 10 月 31 日起始运作。截至 2024 年 06 月 30 日，组合累计单位净值为 1.0467，成立以来累计收益率为 4.67%，最大回撤为-1.02%

华夏欣盈稳健六个月持有期累计收益率走势



数据区间：2023 年 10 月 31 日-2024 年 06 月 30 日

2. 组合持仓情况

1)组合业绩归因

资产类型	收益贡献	组合日均占比	组合期末占比
股票	0.68%	5.03%	6.63%

债券	利率债（市值计价）	0.47%	5.58%	9.52%
	信用债（市值计价）	0.07%	3.37%	1.60%
	可转债（市值计价）	3.12%	41.75%	35.86%
	合计	3.66%	50.69%	46.97%
基金	债券型基金	0.55%	17.44%	38.28%
	货币式基金	0.20%	16.23%	6.44%
	合计	0.75%	33.67%	44.73%
回购	逆回购	0.11%	5.79%	0.00%
	正回购	0.00%	-0.07%	0.00%
	合计	0.11%	5.72%	0.00%
现金		0.01%	4.89%	1.67%
其他	增值税	-0.07%	0.00%	0.00%
	费用及其他	-0.47%	0.00%	0.00%
	合计	-0.54%	0.00%	0.00%
合计		4.67%	100.00%	100.00%

时间区间：2023年10月31日-2024年06月30日

2) 行业配置

组合成立以来股票日均持仓中枢为 5.03%，期末股票仓位为 6.63%。期末结构上重点配置机械设备、银行、电力设备、基础化工及通信等行业。

资产类型	收益贡献	组合期末占比
机械设备	0.13%	0.80%
银行	0.33%	0.75%
电力设备	0.00%	0.72%
基础化工	-0.04%	0.55%
通信	0.07%	0.54%
公用事业	0.12%	0.51%
国防军工	0.04%	0.34%
有色金属	-0.05%	0.31%

交通运输	-0.01%	0.29%
建筑装饰	0.01%	0.21%
石油石化	0.06%	0.21%
食品饮料	-0.01%	0.19%
计算机	-0.01%	0.18%
汽车	0.07%	0.17%
建筑材料	-0.01%	0.17%
煤炭	0.03%	0.16%
医药生物	0.00%	0.14%
电子	-0.03%	0.14%
钢铁	0.00%	0.10%
家用电器	-0.01%	0.09%
非银金融	0.00%	0.08%
商贸零售	0.00%	0.00%
美容护理	0.00%	0.00%
纺织服饰	0.01%	0.00%
农林牧渔	-0.02%	0.00%
传媒	0.00%	0.00%
合计	0.68%	6.63%

时间区间：2023年10月31日-2024年06月30日 行业分类：申万行业一级分类

三、组合操作回顾

权益方面，本期估算权益敞口整体维持在7.5%左右；操作上，组合重点增持了电力设备、通信、银行、交通运输等行业股票，减持了公用事业等行业股票。固收方面，整体仓位提升至85.3%，组合杠杆水平维持在102.3%左右，债券久期维持在12.0左右；操作上，重点增持了可转债、债券ETF基金。

四、组合下阶段市场展望

潘行长在陆家嘴金融论坛上的讲话表明央行“当前特别关注一些非银主体大量持有中长期债券的期限错配和利率风险，保持正常向上倾斜的收益率曲线，保持市场对投资的正向激励作用”，这意味着曲线倒挂或为央行所难以容忍，长债的收益率下行空间相对有限。当前阶段债券市场仍然呈现出“基本面支持做多，监管调控相对利空”的特征。从财政部发布的5月财政收支情况看，税收收入负

增长(-2.8%)，土地出让收入继续恶化-27.4% (前值同比-21.2%)，政府债发行持续偏弱，与此对应，政府性基金支出(二本账)收窄至同比-19.3%(前值-35.8%)，当月支出完成全年预算进度仅 4.5%，较过去 3 年季节性的 5.1%明显偏低(-0.6pct)。对照此前 4 月新增社融时隔近 20 年再度转负，4-5 月政府、企业、居民均融资乏力的数据，可见债市不具备趋势性走熊的基础。不过，4 月政治局会议奠定了“乘势而上”、“避免前紧后松”的基调，一季度货币政策执行报告的专栏则关注长期国债收益率与经济基本面的一致性。尽管短期内基本面和资金面对利率债总体有利，但央行总体并不愿看到长期国债收益率过低，持有利率债的胜率及赔率均有限，但因基本面尚不支撑债市收益率单边上行，未来的债市波动主要来自于机构行为及投资者的预期差。随着理财净值化推进，叠加存款配置渠道受阻，出于回撤控制及净值曲线平滑考虑，理财产品的债券投资行为将更多择时，从而加大了市场波动。近期我们已观测到债市的短期剧烈调整，可见在关注基本面的同时，考虑市场的主流预期并注意灵活操作，把握波段操作的机会十分重要。受地方政府债发行节奏影响，2024 年 1-4 月，利率债净供给仅约 5259 亿，远低于 23 年同期的 2.86 万亿。随着特别国债开始发行，5 月利率债净供给达 1.47 万亿，较 23 年同期的 0.85 万亿已有明显增加，但地方债净供给仅 0.53 万亿，仍低于 23 年同期的 0.57 万亿。截至 6 月 21 日，已发行或已发布的新增地方债规模仅为 1.63 万亿，占新增限额比重仅约 35%，提前批尚未发行完毕。随着利率债发行的逐步恢复，长久期利率债走势开始呈现出“趋势减弱、波动加大”的特征。在胜率和赔率逐渐降低的背景下，维持偏低的组合久期、积极参与利率债的波段操作是更为稳妥的选择。

信用策略上寻求持有期收益的确定性，信用债收益率与货币市场利率的利差空间再度压缩，杠杆策略有效性不足。2023 年以来信用债供给偏少，客观上支撑信用债收益率下行。相较于利率债加量供给，信用债供给仍然偏弱，这一态势自 2024 年 1 月开始出现了翻转，信用利差进一步收缩难度增大。市场利率定价自律机制发布的倡议带来了变数，信用利差再度压缩，但随着利率债调整，信用债收益率亦出现明显反弹。不过，进入 5 月后，尽管利率债季度调整，但信用债收

益率反而下降，这显示出理财资产配置行为对债市的影响。值得注意的是，2023年末理财配置存款占底层资产的比例约27%，相对2022年末提升了约10个百分点，4月以来理财规模增长约2万亿，随着对公存款业务监管趋严，理财规模变动将对信用债市场带来更为显著的影响，信用债市场的波动将显著加大。6月是信用债发行季节性修复，叠加理财规模季节性收缩，信用债出现超调概率提升，择机增配短久期高等级信用债仍是胜率较高的选择。

转债的结构比仓位更重要。组合参与转债交易时以追求胜率为首要考虑因素，更关注投资者的风险偏好及短期行为模式。前期小盘股剧烈回调、加之绝对收益策略产品止损，快速压低了可转债的估值。尽管前期市场上反弹过程中，可转债估值得以明显修复，但“国九条”后受累于小盘股的下跌，转债再度迎来估值调整。“国九条”固然使得小盘股所面临的退市风险有所提升，但恐慌性的砸盘、一刀切式的清仓，恰恰为我们提供了极佳的投资机会。我们不否认部分低价转债不仅存在违约风险，也存在正股退市风险，但这样的标的毕竟是少数，部分投资者的恐慌存在非理性因素。在年报及一季报公布完成后，可转债的整体溢价率水平迎来明显修复。近期随着股市的持续调整以及交易所问询函频率提升，正股存在退市风险的转债以及中低评级及存在信用瑕疵的转债再度迎来杀跌，再度出现“孩子和脏水一起泼，从脏水中抱孩子”的投资机会。目前537只转债中，仍有过半的转债到期收益率大于0，超1/4转债到期收益率大于2.5%，纯债溢价率和转股溢价率仍处于历史相对低位；转股溢价率仍低于2022年两次低点，配置价值再度凸显。

本材料所载的资料、工具、意见及推测只提供给本材料所针对的客户对象作参考之用，并不视为或被视作投资操作的建议。经济运行相关数据以官方信息为准，我公司不对任何预测、展望承担责任。

过往业绩并不代表其未来表现，投资有风险，在任何情况下，本材料中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本材料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。客户进行投资决策时，不应视本材料为做出投资决策的唯一因素。

本材料的版权归本公司所有，本公司对本材料保留一切权利。接触到本材料的人员对本材料负有严格保密义务。未经本公司事先书面授权，本材料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，或对本材料进行有悖原意的引用、删节和修改，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华夏基金管理有限公司