

华夏欣盈稳健六个月持有期月度运作报告（202405）

一、本月市场回顾

5月A股市场总体小幅下跌。从全月涨跌表现来看，上证指数-0.58%，沪深300指数-0.68%，深证成指-2.32%，中小综指-1.42%，创业板指-2.87%。各行业板块涨跌明显分化，差距较大。煤炭、地产、农业、公用、银行表现居前，分别为6.33%、6.14%、4.33%、3.15%、2.96%。传媒、计算机、通信、综合、零售表现落后，分别为-7.78%、-6.98%、-6.13%、-4.66%、-4.63%。

利率债方面，5月利率中枢小幅上行后窄幅震荡，曲线熊陡。5月先后受到特别国债供给冲击、地产政策等扰动，在两大利空落地之后，债券转向以2.31%为新中枢的窄幅波动行情，与3月底、4月初的震荡区间较为接近。对比4月底，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y、30Y国债收益率分别-5BP、-5BP、-6BP、-3BP、-1BP、+2BP，10Y国债收益率最高至2.35%，后回落至2.31%附近。

信用债方面，5月信用债收益率震荡下行15-20bp，曲线中段凸点被抹平。期间波动主要受供给预期、地产政策、央行对长期收益率关注等因素的影响。月初特别国债发行计划公布，供给端的影响低于市场预期，收益率下行。随着5.17地产政策的出台并在多个一线城市落地，收益率回调，10Y信用债收益率最高上行至2.71%。最后一周在10Y、30Y国债收益率加速下行，10Y国债最低下行至2.27%后，央行回复路透社时再度提示债市潜在风险，必要时进行卖出国债操作，单日利率回调，而信用债收益率稳定下行。信用债收益率曲线平坦化，一方面，短信用与存单相比几乎没有利差，性价比低，且绝对收益率低的情况下票息有限，另一方面，等级利差处于历史低位、信用挖掘受制于风险控制，当前主流机构只能从久期获得“超额利差”，市场选择的主要挖掘方向是2-3年的城投债或产业国企债，以及具备品种利差的永续债、私募债等。

转债方面，5月中证转债指数涨1.62%，等权指数涨1.96%，而同期国证2000指数跌2.48%，转债表现显著好于正股。这其中有债性保护的原因，也有结构

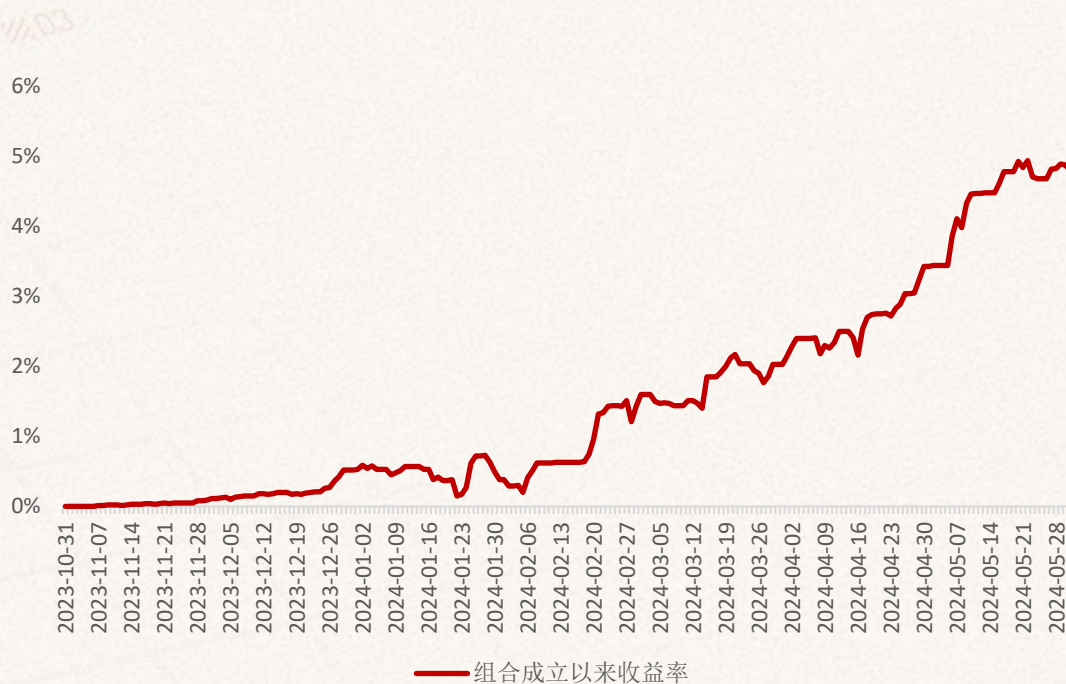
上的影响，5月份出现了较多的炒作券，对指数涨跌贡献较大，带动市场成交来到日均600-800亿的区间。但若剔除炒作券，转债市场的情绪波动与A股并无差异，全月来看同样是先上后下的走势，机构投资者保持偏谨慎的操作。估值上看，5月份转债估值呈现全月逐步回落的态势，百元溢价率23.79%，位于17年以来72%的分位数。

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05月31日，组合累计单位净值为1.0479，成立以来累计收益率为4.79%，最大回撤为-0.53%。

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05月31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		0.70%	4.68%	8.03%
债券	利率债（市值计价）	0.29%	5.02%	9.01%
	信用债（市值计价）	0.07%	3.58%	2.22%
	可转债（市值计价）	3.54%	43.13%	28.42%
	合计	3.89%	51.72%	39.66%
基金	债券型基金	0.37%	14.75%	39.38%
	货币型基金	0.19%	17.33%	11.18%
	合计	0.56%	32.08%	50.56%
回购	逆回购	0.11%	6.42%	0.00%
	正回购	0.00%	-0.08%	0.00%
	合计	0.11%	6.33%	0.00%
现金		0.01%	5.19%	1.75%
其他	增值税	-0.07%	0.00%	0.00%
	费用及其他	-0.42%	0.00%	0.00%
	合计	-0.48%	0.00%	0.00%
合计		4.79%	100.00%	100.00%

时间区间：2023年10月31日-2024年05月31日

2) 行业配置

组合成立以来股票日均持仓中枢为 4.68%，期末股票仓位为 8.03%。期末结构上重点配置公用事业、机械设备、银行、基础化工及电力设备等行业。

资产类型	收益贡献	组合期末占比
公用事业	0.04%	1.06%
机械设备	0.11%	0.98%
银行	0.32%	0.79%
基础化工	0.01%	0.73%
电力设备	0.06%	0.69%
有色金属	-0.02%	0.46%
国防军工	0.02%	0.45%
通信	0.03%	0.37%

建筑装饰	0.01%	0.31%
石油石化	0.04%	0.26%
建筑材料	0.00%	0.26%
交通运输	0.00%	0.25%
煤炭	0.05%	0.23%
医药生物	0.00%	0.22%
电子	-0.02%	0.21%
食品饮料	0.00%	0.18%
计算机	0.00%	0.17%
钢铁	0.00%	0.14%
家用电器	0.00%	0.14%
汽车	0.06%	0.13%
商贸零售	0.00%	0.00%
美容护理	0.00%	0.00%
纺织服饰	0.01%	0.00%
合计	0.70%	8.03%

时间区间：2023年10月31日-2024年05月31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8.6%左右；操作上，组合重点增持了公用事业、基础化工、建筑装饰、机械设备、计算机等行业股票，减持了医药生物等行业股票。固收方面，整体仓位降低至79.0%，组合杠杆水平维持在102.3%左右，债券久期维持在10.8左右；操作上，重点增持了债券ETF基金，减持了可转债。

四、组合下阶段市场展望

从财政部发布的4月财政收支情况看，税收收入基本零增长，土地出让收入继续恶化（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）同比-35.8%（前值-23.3%），当月支出完成全年预算进度仅3.7%。对照此前4月新增社融时隔近20年再度转负，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。截至4月底，年内国债+地方债剩余待发额度约7.7万亿，而去年5-12月政府债净发行7.3万亿，量级基本相当。未来利率债发行节奏预计将逐步恢复，长久期利率债走势已经开始呈现出“趋势减弱、波动加大”的顶部特征。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月信用债发行将迎来季节性修复，且银行理财规模也将迎来季节性收缩，若信用债出现超调，择机增配短久期高等级信用债也是胜率较高的选择。

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。果不其然，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。随着股市再度调整，可转债的溢价率水平或将被打断。目前到期收益率大于0、甚至大于2.5%的可转债数量不少，纯债溢价率和转股溢价率也处于历史相对低位，具备较好的配置价值。

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