

## 华夏欣盈稳健六个月持有期月度运作报告（202407）

### 一、本月市场回顾

7月A股市场总体震荡。从全月涨跌表现来看，上证指数-0.97%，沪深300指数-0.57%，深证成指-1.07%，中小综指-0.25%，创业板指0.28%。各行业板块涨跌明显分化，差距较大。综合、非银、零售、军工、地产表现居前，分别为7.47%、5.65%、5%、4.46%、2.27%。煤炭、纺服、石油、轻工、有色表现落后，分别为-10.86%、-5.84%、-5.58%、-3.94%、-3.58%。

利率债方面，7月收益率曲线大幅走陡，10Y国债收益率先上后下。二季度重磅数据落地，7月再现降息，但同时央行宣布将借券卖债、创设临时正逆回购、对卖出中长期债券的机构进行MLF抵押品的减免等操作，导致长债、超长债受冲击较为严重，曲线总体陡峭化下行。对比6月底，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y、30Y国债收益率分别-12BP、-9BP、-13BP、-11BP、-6BP、-5BP，10Y国债收益率下行到2.15%下方。

信用债方面，月初市场担忧央行借券卖债行为的影响，债市收益率经历了短暂调整后转而下行。上旬和中旬收益率变动不大，下旬收益率快速下行，尤其是10年及以上超长信用债收益率下行超20bp，5Y收益率下行幅度与10Y相近，1-3Y收益率下行10-15bp，期限利差加速压平，10-1Y AAA信用债利差不到40bp，收益率曲线呈牛平走势。7月信用债发行量基本符合季节性，净融资量偏低，需求端银行理财规模超30万亿，保险、债基规模亦在增长，供需关系对信用债行情形成稳定支撑。但信用债作为票息资产，与存单、利率比价显得鸡肋，2.3%以下信用债缺乏优势，超长信用债从可实现收益增厚的资产变为勉强覆盖机构负债端成本的选择。

转债方面，7月转债市场基本处于单边下跌，月底有一定反弹。7月，由于维稳资金的介入，市场的结构呈现一边倒的走势，而转债中弱资质、小盘标的居多，跌幅较大。全月来看，中证转债指数跌2.54%，国证2000跌0.59%，表现弱

于正股。从估值上看，7月份以来，转债的隐含波动率大幅下降，市场预期悲观，跌入低价区间的转债数量不断增长，制约了转债资产的弹性。

## 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07月31日，组合累计单位净值为1.0426，成立以来累计收益率为4.26%，最大回撤为-1.44%。

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07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		0.59%	5.16%	6.68%
债券	利率债（市值计价）	0.61%	5.54%	8.63%

	信用债（市值计价）	0.07%	3.15%	1.27%
	可转债（市值计价）	2.55%	41.67%	43.83%
	合计	3.23%	50.35%	53.74%
基金	债券型基金	0.71%	19.39%	33.21%
	货币式基金	0.21%	15.03%	5.15%
	合计	0.92%	34.42%	38.37%
回购	逆回购	0.11%	5.38%	0.00%
	正回购	0.00%	-0.06%	0.00%
	合计	0.11%	5.32%	0.00%
现金		0.02%	4.74%	1.21%
其他	增值税	-0.07%	0.00%	0.00%
	费用及其他	-0.53%	0.00%	0.00%
	合计	-0.60%	0.00%	0.00%
合计		4.26%	100.00%	100.00%

时间区间：2023年10月31日-2024年07月31日

## 2)行业配置

组合成立以来股票日均持仓中枢为 5.16%，期末股票仓位为 6.68%。期末结构上重点配置机械设备、银行、电力设备、公用事业及通信等行业。

资产类型	收益贡献	组合期末占比
机械设备	0.10%	0.91%

银行	0.35%	0.85%
电力设备	0.01%	0.74%
公用事业	0.15%	0.59%
通信	0.06%	0.51%
基础化工	-0.07%	0.49%
交通运输	0.00%	0.28%
食品饮料	-0.02%	0.28%
国防军工	0.05%	0.28%
汽车	0.06%	0.25%
计算机	-0.02%	0.23%
医药生物	0.00%	0.21%
建筑装饰	0.02%	0.20%
建筑材料	-0.02%	0.17%
有色金属	-0.07%	0.16%
石油石化	0.04%	0.16%
电子	-0.03%	0.11%
煤炭	0.01%	0.10%
非银金融	0.00%	0.07%
家用电器	-0.01%	0.07%
钢铁	0.00%	0.02%

合计	0.59%	6.68%
----	-------	-------

时间区间：2023 年 10 月 31 日-2024 年 07 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 6.2% 左右；操作上，组合重点增持了机械设备、银行、公用事业、电力设备、食品饮料等行业股票，减持了有色金属等行业股票。固收方面，整体仓位维持在 82.4% 左右，组合杠杆水平维持在 103.0% 左右，债券久期维持在 13.0 左右；操作上，重点增持了可转债，减持了金融债。

### 四、组合下阶段市场展望

6 月金融数据、通胀数据以及二季度 GDP 数据均显示出信贷挤水分对宏观经济的拖累。二季度政府、企业、居民均融资乏力的数据，显示出债市不具备趋势性走熊的基础。然而，央行的公告表明借券卖出进入实质操作阶段，证实了央行“保持正常向上倾斜的收益率曲线”的决心，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。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，鉴于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。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。1-6 月利率债净融资已达 3.77 万亿（23 年同期 4.63 万亿），差距已明显收窄。7 月前 28 天，利率债净供给 6709 亿，相较 23 年同期的 5189 亿多供给约 1520 亿，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有限，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，这显示出理财资金配置行为对债市的影响。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，从而加大市场波动。7月理财出现季节性回流，信用债收益率下行幅度明显超过利率债，信用利差继续收窄。择机增配短久期高等级信用债仍是胜率较高的选择，但也需关注信用债收益率过度透支的风险。

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。年初小盘股剧烈回调、加之绝对收益策略产品止损，快速压低了可转债的估值。2月之后的市场反弹过程中，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。6月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，到期收益率大于0的转债数量扩大至380只，超40%的转债到期收益率大于2.5%，跌破债底的转债数量占比高达40%，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