

中欧兴利债券型证券投资基金

2025 年第 3 季度报告

2025 年 9 月 30 日

基金管理人：中欧基金管理有限公司

基金托管人：兴业银行股份有限公司

报告送出日期：2025 年 10 月 28 日

§ 1 重要提示

基金管理人的董事会及董事保证本报告所载资料不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

基金托管人兴业银行股份有限公司根据本基金合同规定，于 2025 年 10 月 27 日复核了本报告中的财务指标、净值表现和投资组合报告等内容，保证复核内容不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利。基金的过往业绩并不代表其未来表现。投资有风险，投资者在作出投资决策前应仔细阅读本基金的招募说明书。

本报告中财务资料未经审计。
本报告期自 2025 年 07 月 01 日起至 2025 年 09 月 30 日止。

§ 2 基金产品概况

基金简称	中欧兴利债券	
基金主代码	001776	
基金运作方式	契约型开放式	
基金合同生效日	2015 年 9 月 25 日	
报告期末基金份额总额	1,433,305,806.15 份	
投资目标	在有效控制投资组合风险的前提下，力争为基金份额持有人获取超越业绩比较基准的投资回报。	
投资策略	本基金将采取久期偏离、期限结构配置、类属配置、个券选择等积极的投资策略，构建债券投资组合。	
业绩比较基准	中债综合指数收益率	
风险收益特征	本基金为债券型基金，预期收益和预期风险高于货币市场基金，但低于混合型基金、股票型基金，属于较低风险/收益的产品。	
基金管理人	中欧基金管理有限公司	
基金托管人	兴业银行股份有限公司	
下属分级基金的基金简称	中欧兴利债券 A	中欧兴利债券 C
下属分级基金的交易代码	001776	012897
报告期末下属分级基金的份额总额	1,433,158,602.69 份	147,203.46 份

§ 3 主要财务指标和基金净值表现

3.1 主要财务指标

单位：人民币元

主要财务指标	报告期（2025 年 7 月 1 日-2025 年 9 月 30 日）	
	中欧兴利债券 A	中欧兴利债券 C
1. 本期已实现收益	22, 431, 534. 12	1, 229. 09
2. 本期利润	-6, 650, 209. 69	-938. 15
3. 加权平均基金份额本期利润	-0. 0033	-0. 0064
4. 期末基金资产净值	1, 501, 523, 590. 76	152, 673. 98
5. 期末基金份额净值	1. 0477	1. 0372

注：1. 本期已实现收益指基金本期利息收入、投资收益、其他收入（不含公允价值变动收益）扣除相关费用和信用减值损失后的余额，本期利润为本期已实现收益加上本期公允价值变动收益。

2. 上述基金业绩指标不包括持有人认购或交易基金的各项费用，计入费用后实际收益水平要低于所列数字。

3.2 基金净值表现

3.2.1 基金份额净值增长率及其与同期业绩比较基准收益率的比较

中欧兴利债券 A

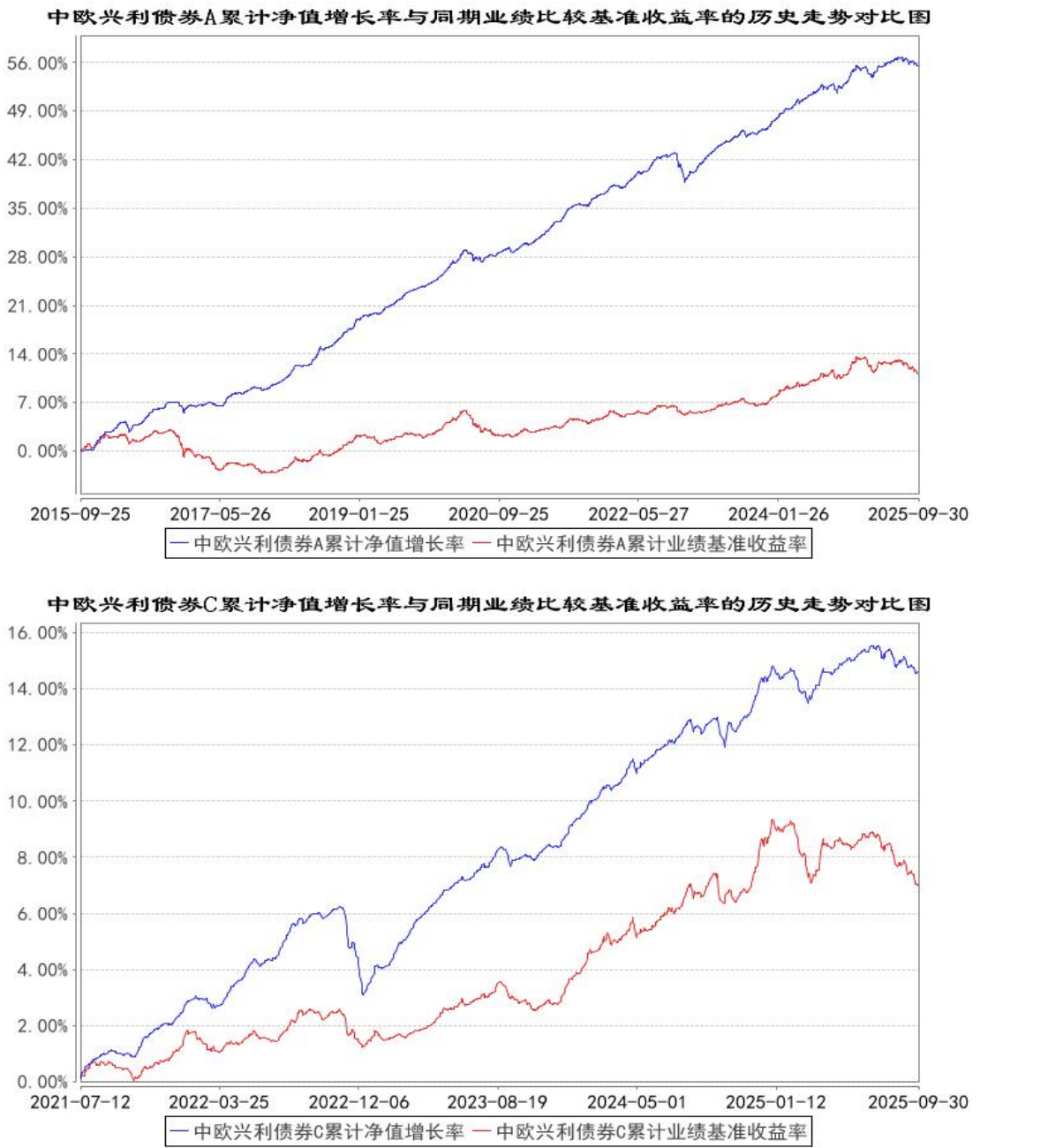
阶段	净值增长率①	净值增长率标准差②	业绩比较基准收益率③	业绩比较基准收益率标准差④	①－③	②－④
过去三个月	-0. 53%	0. 06%	-1. 50%	0. 07%	0. 97%	-0. 01%
过去六个月	0. 56%	0. 06%	-0. 45%	0. 09%	1. 01%	-0. 03%
过去一年	2. 30%	0. 07%	0. 57%	0. 10%	1. 73%	-0. 03%
过去三年	9. 27%	0. 06%	4. 76%	0. 08%	4. 51%	-0. 02%
过去五年	20. 98%	0. 05%	8. 85%	0. 07%	12. 13%	-0. 02%
自基金合同生效起至今	55. 62%	0. 05%	11. 23%	0. 07%	44. 39%	-0. 02%

中欧兴利债券 C

阶段	净值增长率①	净值增长率标准差②	业绩比较基准收益率③	业绩比较基准收益率标准差④	①－③	②－④
过去三个月	-0. 59%	0. 06%	-1. 50%	0. 07%	0. 91%	-0. 01%
过去六个月	0. 41%	0. 06%	-0. 45%	0. 09%	0. 86%	-0. 03%

过去一年	2.00%	0.07%	0.57%	0.10%	1.43%	-0.03%
过去三年	8.30%	0.06%	4.76%	0.08%	3.54%	-0.02%
自基金份额 起始运作日 至今	14.61%	0.06%	7.07%	0.07%	7.54%	-0.01%

3.2.2 自基金合同生效以来基金累计净值增长率变动及其与同期业绩比较基准收益率变动的比较



注：本基金于 2021 年 7 月 9 日新增 C 类份额，图示日期为 2021 年 7 月 12 日至 2025 年 09 月 30

日。

§ 4 管理人报告

4.1 基金经理（或基金经理小组）简介

姓名	职务	任本基金的基金经理期限		证券从业年限	说明
		任职日期	离任日期		
苏佳	基金经理 /基金经 理助理	2023-07-17	-	9 年	历任广发银行股份有限公司总行金融机构部行员，易方达基金管理有限公司投资支持专员，易方达基金管理有限公司投资经理助理。2023-05-24 加入中欧基金管理有限公司。
李冠頔	基金经理	2025-08-13	-	8 年	历任融通基金管理有限公司研究员、宏观利率研究组组长、基金经理。2024-10-16 加入中欧基金管理有限公司。

注：1、任职日期和离任日期一般情况下指公司作出决定之日；若该基金经理自基金合同生效日起即任职，则任职日期为基金合同生效日。

2、证券从业的含义遵从《证券投资基金经营机构董事、监事、高级管理人员及从业人员监督管理办法》等相关规定。

3、上表中“职务”指在公司的任职情况，其中苏佳担任本基金的基金经理。

4、根据本公司公告，苏佳自 2025 年 8 月 11 日起休假超过 30 日，期间中欧兴利债券型证券投资基金由基金经理李冠頔代为管理。

4.2 管理人对报告期内本基金运作遵规守信情况的说明

本报告期内，本基金管理人严格遵循了《证券投资基金法》及其各项实施细则、本基金基金合同和其他相关法律法规的规定，本着诚实信用、勤勉尽责、取信于市场、取信于社会的原则管理和运用基金资产，为基金份额持有人谋求最大利益。本报告期内，基金投资管理符合有关法规和基金合同的规定，无违法违规、未履行基金合同承诺或损害基金份额持有人利益的行为。

4.3 公平交易专项说明

4.3.1 公平交易制度的执行情况

本报告期内，本基金管理人严格按照《证券投资基金管理公司公平交易制度指导意见》及公司内部相关制度等规定，从研究分析、投资决策、交易执行、事后监控等环节严格把关，通过系统和人工等方式在各个环节严格控制交易公平执行。本报告期内，本基金管理人公平交易制度和控制方法总体执行情况良好，不同投资组合之间不存在非公平交易或利益输送的情况。

4.3.2 异常交易行为的专项说明

本报告期内，公司旗下所有投资组合参与的交易所公开竞价交易中，同日反向交易成交较少的单边交易量超过该证券当日成交量的 5% 的交易共有 38 次，为量化策略组合因投资策略需要发生的反向交易，公司内部风控对上述交易均履行相应控制程序。

本报告期内，未发现本基金有可能导致不公平交易和利益输送的异常交易。

4.4 报告期内基金的投资策略和运作分析

第一，复盘。

(1) 从“货币+信用”底层框架来看，三季度以来货币周期持续宽松，信用周期领先指标小幅上行但整体温和、结构偏弱。从一致性对比来看，债券三季度运行方向与“第一性”原则货币流动性阶段性背离，与社融领先指标方向一致但波动幅度放大明显。

(2) 从“债券与经济”的周期位置关系来看，市场有观点认为债市三季度收益率上行与基本面整体趋势阶段性背离，但复盘来看这一说法不够准确：

三季度“反内卷”叙事下偏通缩预期开始方向性扭转并定价，实际物价表现脱离前期下行趋势，但整体尚未确认周期扭转上行；房地产周期自今年 3 月后连续走弱，这是市场观点认为“背离”的核心依据，但可以观察到核心点在于债市定价开始钝化甚至忽略房地产周期的疲弱，定价主要矛盾在发生转移。综合来看，PMI 衡量的经济周期位置在三季度没有出现明显的边际变化方向，整体维持相对平稳，因此三季度各类资产定价当中，资金流权重高于逻辑流，宏观叙事和预期的权重高于实际经济面变化，且前期牛市中持续定价的“房地产周期”主要矛盾开始向“物价周期”转移。

(3) 从持有策略对比来看（考虑资本利得和票息收益），三季度整体市场呈现明显的“空头排列”特征，短久期高票息防守策略占优，超长债策略呈现明显的“杀筹码、杀估值”的劣势。

(4) 从市场盘面观察和特征总结来看：

第一，我们认为 2025 年以来债市的“震荡市”假设和“以时间换空间”消化筹码拥挤和过度定价的特征在三季度得以延续，但结构呈现分化。

以 10 年国债作为整体债市曲线锚定，我们认为 2025 年以来整体市场分为两个重要阶段以消化前期牛市积累下来的矛盾和偏离：2025 年 Q1，整体市场在央行政策引导下修复货币宽松预期的过度定价和曲线倒挂隐含的潜在风险。因此，一季度整体中短端调整明显充分；2025 年 Q3 以来，在“反内卷”叙事和权益资产强势背景下，市场开始修正前期过度定价的物价和经济周期层面的宏观悲观叙事，与此同时开始消化超长债过度拥挤的筹码结构，因此三季度整体短端资产表现平稳，但无论信用债还是利率债“久期策略”均杀跌明显，同时红利相关资产也形成底层类似的

调整行情。因此，我们认为债券市场三季度的行情主线是“杀估值、杀筹码”，而大概率并非真正的“经济和通胀”底层周期逻辑改变下的“杀逻辑”。

第二，从定价位置来看，10 年国债在三季度形成的市场高点在 1.80%-1.85%左右，未挑战 3 月高点 1.90%位置，这背后反馈出整体银行负债成本下行和央行宽松背景下的高点下移；但 30 年国债大幅突破 3 月高点，基本回到 2024 年 11 月底附近的年底多头行情启动位置。

与此同时，8-9 月超长债和久期策略资产大幅下跌过程中，市场从 2024 年下半年开始愈发坚固的“超长债”信仰真正开始逐步降温，整体交易机构久期拥挤度下降至 2024 年上半年左右水平，市场对于“牛熊”周期分歧和策略选择分歧明显增大，这是三季度债市运行中与 2024 年上半年的市场表现明显不同之处。

第三，“弱势资产”特征进一步显著，而这背后的特征加强时点是 7 月中旬之后。

相较于二季度整体债市呈现出低波动的窄幅行情特征，三季度整体债市尤其是长久期资产的波动性明显放大，且呈现出急涨急跌和行情连贯性差的特征，整体资产夏普比率较弱，与增量资金和乐观预期不断正反馈的权益资产形成鲜明对比。

三季度债市不乏“大涨”的交易日和阶段行情，但整体赚钱效应偏弱，右侧追涨策略效果不佳，而从均线体系观察来看 7 月中旬之后每一次债市的阶段性反弹都形成均线位压制，这背后“模糊的正确”或是 7 月中旬之后两大底层逻辑带来的资产预期变化：“反内卷”下通胀周期预期转向和权益资产强势牛市预期下资金流和资产风险收益比的明显变化。

第四，“惯性思维”和“尊重市场”。

一轮强势资产演绎之后，总会积累坚固的认知信仰，但投资的常识是“风险和收益是内生平衡的，大幅偏离的资产定价总会以意想不到的形式回归修复，但参与者的思维惯性往往导致盈亏同源”。

模糊来看，2025 年权益资产的市场特征和 2024 年的债市表现存在类似之处，不断增强的多头叙事+不断入场的增量资金使得市场形成“每调买机”和“易涨难跌”的强势市场特征和认知，而资产的风险调整后收益和夏普比率是难以持续稳定和线性外推的，且与资金流方向一致，而资金流永远会在卖方与买方间转移而非一成不变。

从上述复盘来看，直到 2025 年三季度债市投资者对于超长久期资产的信仰和筹码才开始滞后动摇和挖掘，而市场参与者在新的学习效应下又习得了“股市长牛”和“债市弱势和缺乏空间”的简单认知，从底层逻辑出发，二者认知均是不本质的、易变的。四季度我们或许要继续克服阶段性的惯性思维，充分尊重市场盘面信息的可能变化，保持系统一致性的投资交易策略。

第二，反思。本次我们想深度探讨一个复盘下的反思和总结的问题——价格与价值的关系理

解。

今年以来市场持续困惑在“为何经济周期和货币宽松对债市的利好方向未变，债市却这么弱”，我认为这些讨论其实是混淆和模糊很多定义。今年债市的问题核心并不是“价值”，而是“价格”以及由此带来的资产性价比和赚钱效应的问题。

(1) 价格=价值+估值。从这个维度去看，我们所说的基本面逻辑更多是决定了价值的趋势部分，而资金流和情绪流决定了一类资产的估值部分以及价格波动的行情大小。价格围绕价值上下波动，正如去年牛市中增量资金和宏观叙事情绪助涨了正向估值，那么今年在增量资金流失和情绪摇摆中就可能形成“杀估值”的反向。因此，主观上我们尚不认可目前的“牛熊之辩”，牛市不是因为涨了所以就叫牛市，熊市也不是因为跌多了就反过来去预期熊市。牛熊由底层价值逻辑决定，但牛市与熊市，空头占优与多头占优，是两个层次的问题。今年客观来看债市处于高波动、低收益率、低利差的低夏普比率资产位置，因此“资产性价比”的客观衡量下就是会引导资金向权益等风险资产要收益，而增量资金和预期故事也会不断形成风险资产的正反馈，造成今年的股市和去年债市的特征有类似之处。在这个过程里，比寻找逻辑更直接的是资金流的选择和判断。

(2) 一轮资产行情的大小和特征很多时候并非在最开始就一望而知的，而是需要“天时地利人和”，需要各类资金的不断接力。因此，比牛熊价值判断更重要的是适应性策略下的波段思维，有一句话叫做“价值投资的卖点，很多时候是趋势投资的买点；而趋势投资的卖点，很多时候是投机交易的买点。因此，即便是一轮大趋势牛市，也要一个波段一个波段去做”。

站在另一面，为何债市在诸多利空打击下，仍然没有突破 1.85%-1.90% 的震荡上界呢？债市的资金流并不都是在股债之间做选择，债市的底层性价比仍然来自信贷与债券的比较，但决定估值部分的居民资金、保险资金、一部分投机资金会流出向商品和股市等风险资产要收益。因此，债市的下跌是有边界的，而边界背后的底层合理性是扎实的。

回顾 2025 年三季度的基金操作和运作策略，报告期内组合结合宏观基本面、政策预期和资金面等因素综合分析，积极进行组合配置结构的优化调整。久期策略灵活调整，信用策略采取中性杠杆水平的信用债套息操作。

4.5 报告期内基金的业绩表现

本报告期内，基金 A 类份额净值增长率为-0.53%，同期业绩比较基准收益率为-1.50%；基金 C 类份额净值增长率为-0.59%，同期业绩比较基准收益率为-1.50%。

4.6 报告期内基金持有人数或基金资产净值预警说明

本报告期内基金管理人无应说明预警信息。

§ 5 投资组合报告

5.1 报告期末基金资产组合情况

序号	项目	金额（元）	占基金总资产的比例（%）
1	权益投资	—	—
	其中：股票	—	—
2	基金投资	—	—
3	固定收益投资	1,743,477,745.37	99.82
	其中：债券	1,728,398,293.70	98.96
	资产支持证券	15,079,451.67	0.86
4	贵金属投资	—	—
5	金融衍生品投资	—	—
6	买入返售金融资产	—	—
	其中：买断式回购的买入返售金融资产	—	—
7	银行存款和结算备付金合计	2,985,298.05	0.17
8	其他资产	89,984.58	0.01
9	合计	1,746,553,028.00	100.00

5.2 报告期末按行业分类的股票投资组合

5.2.1 报告期末按行业分类的境内股票投资组合

本基金本报告期末未持有境内股票。

5.2.2 报告期末按行业分类的港股通投资股票投资组合

本基金本报告期末未持有港股通投资股票。

5.3 期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的股票投资明细

5.3.1 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前十名股票投资明细

本基金本报告期末未持有股票。

5.4 报告期末按债券品种分类的债券投资组合

序号	债券品种	公允价值（元）	占基金资产净值比例（%）
1	国家债券	—	—
2	央行票据	—	—
3	金融债券	413,732,911.78	27.55
	其中：政策性金融债	81,208,219.18	5.41
4	企业债券	501,194,280.55	33.38
5	企业短期融资券	—	—
6	中期票据	744,156,789.89	49.56
7	可转债（可交换债）	—	—

8	同业存单	-	-
9	其他	69,314,311.48	4.62
10	合计	1,728,398,293.70	115.10

5.5 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前五名债券投资明细

序号	债券代码	债券名称	数量（张）	公允价值（元）	占基金资产净值比例（%）
1	232480011	24 农行二级资本债 02A	900,000	91,402,653.70	6.09
2	240431	24 农发 31	800,000	81,208,219.18	5.41
3	2280219	22 开福集团债 01	900,000	75,802,889.10	5.05
4	102300552	23 太原国投 MTN003	600,000	62,584,257.53	4.17
5	2228014	22 交通银行二级 01	600,000	62,555,063.01	4.17

5.6 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前十名资产支持证券投资明细

序号	证券代码	证券名称	数量（份）	公允价值（元）	占基金资产净值比例（%）
1	2189032	21 中盈万家 1A2	1,500,000	15,079,451.67	1.00

5.7 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前五名贵金属投资明细

本基金本报告期末未持有贵金属。

5.8 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前五名权证投资明细

本基金本报告期末未持有权证。

5.9 报告期末本基金投资的股指期货交易情况说明

5.9.1 报告期末本基金投资的股指期货持仓和损益明细

股指期货不属于本基金的投资范围，故此项不适用。

5.9.2 本基金投资股指期货的投资政策

股指期货不属于本基金的投资范围，故此项不适用。

5.10 报告期末本基金投资的国债期货交易情况说明

5.10.1 本期国债期货投资政策

国债期货不属于本基金的投资范围，故此项不适用。

5.10.2 报告期末本基金投资的国债期货持仓和损益明细

国债期货不属于本基金的投资范围，故此项不适用。

5.10.3 本期国债期货投资评价

国债期货不属于本基金的投资范围，故此项不适用。

5.11 投资组合报告附注

5.11.1

本基金投资的前十名证券的发行主体中，中国农业银行股份有限公司在报告编制日前一年内曾受到央行的处罚。中国农业发展银行在报告编制日前一年内曾受到国家金融监督管理总局的处罚。武汉生态环境投资发展集团有限公司在报告编制日前一年内曾受到武汉市汉阳区自然资源和城乡建设局的处罚。晋能控股煤业集团有限公司在报告编制日前一年内曾受到大同市应急管理局（大同市地方煤矿安全监督管理局）的处罚。

本基金对上述主体发行的相关证券的投资决策程序符合相关法律法规及基金合同的要求。其余前十大持有证券的发行主体本报告期内没有被监管部门立案调查，或在报告编制日前一年内受到公开谴责、处罚的情形。

5.11.2

截止本报告期末，本基金未涉及股票相关投资。

5.11.3 其他资产构成

序号	名称	金额（元）
1	存出保证金	89,984.58
2	应收证券清算款	—
3	应收股利	—
4	应收利息	—
5	应收申购款	—
6	其他应收款	—
7	其他	—
8	合计	89,984.58

5.11.4 报告期末持有的处于转股期的可转换债券明细

本基金本报告期末未持有处于转股期的可转换债券。

5.11.5 报告期末前十名股票中存在流通受限情况的说明

本基金本报告期末未持有股票。

5.11.6 投资组合报告附注的其他文字描述部分

本报告中因四舍五入原因，投资组合报告中市值占总资产或净资产比例的分项之和与合计可能存在尾差。

§ 6 开放式基金份额变动

单位：份

项目	中欧兴利债券 A	中欧兴利债券 C
报告期期初基金份额总额	2,833,317,110.04	147,167.85
报告期期间基金总申购份额	17,898.36	35.83
减:报告期期间基金总赎回份额	1,400,176,405.71	0.22
报告期期间基金拆分变动份额（份额减少以“-”填列）	-	-
报告期期末基金份额总额	1,433,158,602.69	147,203.46

注：总申购份额含红利再投、转换入份额，总赎回份额含转换出份额。

§ 7 基金管理人运用固有资金投资本基金情况

7.1 基金管理人持有本基金份额变动情况

单位：份

项目	中欧兴利债券 A	中欧兴利债券 C
报告期期初管理人持有的本基金份额	145,963.24	144,983.57
报告期期间买入/申购总份额	-	-
报告期期间卖出/赎回总份额	-	-
报告期期末管理人持有的本基金份额	145,963.24	144,983.57
报告期期末持有的本基金份额占基金总份额比例（%）	0.01	98.49

注：买入/申购总份额含红利再投、转换入份额，卖出/赎回总份额含转换出份额。

7.2 基金管理人运用固有资金投资本基金交易明细

本基金管理人本报告期内无申购、赎回本基金的情况。

§ 8 影响投资者决策的其他重要信息

8.1 报告期内单一投资者持有基金份额比例达到或超过 20%的情况

投资者类别	报告期内持有基金份额变化情况					报告期末持有基金情况	
	序号	持有基金份额比例达到或者超过 20%	期初份额	申购份额	赎回份额	持有份额	份额占比

		的时间 区间					
机构	1	2025 年 07 月 01 日至 2025 年 09 月 30 日	2, 831, 674, 611. 25	0. 00	1, 400, 000, 000. 00	1, 431, 674, 611. 25	99. 89%
产品特有风险							
本基金本报告期存在单一投资者持有基金份额比例超过 20%的情况，在市场情况突变的情况下，可能出现集中甚至巨额赎回从而引发基金的流动性风险，本基金管理人将对申购赎回进行审慎的应对，并在基金运作中对流动性进行严格的管理，降低流动性风险，保护中小投资者利益。							

注：申购份额含红利再投、转换入份额，赎回份额含转换出份额。

8.2 影响投资者决策的其他重要信息

无。

§ 9 备查文件目录

9.1 备查文件目录

- 1、本基金批复文件、基金合同、托管协议、招募说明书及更新；
- 2、基金管理人业务资格批件、营业执照
- 3、本报告期内在中国证监会指定媒介上公开披露的各项公告

9.2 存放地点

基金管理人的办公场所。

9.3 查阅方式

投资者可登录基金管理人网站 (www. zofund. com) 查阅，或在营业时间内至基金管理人办公场所免费查阅。

投资者对本报告书如有疑问，可咨询本基金管理人中欧基金管理有限公司：

客户服务中心电话：021-68609700，400-700-9700

中欧基金管理有限公司
2025 年 10 月 28 日