

基金研究报告

深度研究/基金产品画像报告

金牛研究院 刘韵琦

立足宏观研究，打造稳健收益

——泓德裕惠债券产品画像

摘要：

- **产品介绍：**泓德裕惠债券是泓德基金旗下的债券型证券投资基金，基金采用契约型开放式运作方式。基金的投资目标是在谨慎控制组合净值波动率的前提下，通过合理的资产配置，力争实现基金资产的长期稳健增值。
- **拟任基金经理：**产品拟任基金经理为姚学康先生。硕士研究生，曾任华夏久盈资产管理有限责任公司固定收益投资中心投资经理，安信证券研究中心宏观分析师；2021年9月加入泓德基金管理有限公司，拥有14年资管从业经验，3.41年公募基金管理经验。现任泓德基金旗下泓德裕和纯债债券、泓德睿享一年持有期混合、泓德慧享混合基金的基金经理，具有宏观经济研究经验和一级债基及偏债混合型基金的管理经验。
- **基金经理历史业绩：**基金经理历史业绩表现稳健，回撤控制良好。以其独立管理且管理规模最大的基金泓德裕和纯债债券A为例，独立管理期间基金累计收益率为7.61%，超越基准的累计收益率为2.04%；年化收益率为3.77%，年化波动率为0.74%；年化夏普比例为2.87，位于同类基金的前10%。这样的特征与债券型基金投资者的投资需求相匹配，能为投资者提供较好的投资体验。
- **基金经理投资特点：**投资特征显示，基金经理善于立足宏观视角，把握市场变化。**1) 纯债投资：**从券种配置方面，基金经理更为偏好中期票据，基金组合配置偏保守。结合市场行情分析，基金经理对不同债券种类调仓的时机较好地契合了过去债市行情的变迁；久期调整与利率走势基本一致；杠杆调整与加杠杆收益的变化基本一致；在信用策略方面，一直保持高信用评级策略。**2) 转债投资：**基金经理更倾向于债性策略，在控制风险的前提下增强收益。**3) 股票投资：**基金经理同样立足市场变化，能够及时调整仓位，在行业选择方面主要呈现出分散投资、换手率高、周期较短的特征。
- **风险提示：**本报告所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期。报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场，且数据处理统计方式存在误差。

1. 产品介绍

1.1 基本信息

泓德裕惠债券是泓德基金旗下的债券型证券投资基金，基金采用契约型开放式的运作方式。基金的投资目标是在谨慎控制组合净值波动率的前提下，通过合理的资产配置，力争实现基金资产的长期稳健增值。业绩比较基准为“中国债券综合全价指数收益率*90%+沪深300指数收益率*7.5%+中证港股通综合指数收益率*2.5%”。

本基金的投资范围主要为具有良好流动性的金融工具，包括国内依法发行的债券¹、股票²、港股通机制下允许买卖的规定范围内的香港联合交易所上市的股票、经中国证监会核准或注册的公开募集证券投资基金³、资产支持证券、债券回购、银行存款、同业存单、货币市场工具、国债期货以及法律法规或中国证监会允许基金投资的其他金融工具（但须符合中国证监会相关规定）。

基金投资于债券资产的比例不低于 80%，权益类资产（含股票、可转债、可交换债券等）占比不超过 20%，港股通标的股票占比不超过股票资产的 50%。本基金严格控制组合风险，适合中低风险偏好、注重长期持有体验的投资者。

图 1 泓德裕惠债券基金相关费用

认购申购费率	A类基金份额认/申购费率						
	(M, 含认/申购费)	养老金客户		非养老金客户			
		认购费率	申购费率	认购费率			
		M<100万元	0.06%	0.60%			
		100万元≤M<200万元	0.04%	0.40%			
		200万元≤M<500万元	0.02%	0.20%			
		>500万元	1000元/笔				
C类基金份额认/申购费率							
0%							
销售服务费率	A类基金份额销售服务费率		C类基金份额销售服务费率				
	0%		0.30%				
A类基金份额赎回费率							
赎回费率	持有期限	赎回费率	持有期限	赎回费率			
	持有期<7日	1.5%	持有期<7日	1.5%			
	7日≤持有期<30日	0.1%	持有期≥7日	0%			
持有期≥30日		0%					
管理费率		0.60%	托管费率				
		0.60%	0.10%				

资料来源：Wind，中证报基金研究。

¹ 含国债、央行票据、地方政府债、金融债、企业债、公司债、次级债、中期票据、可转换债券（含分离交易可转债）、可交换债券、短期融资券、超短期融资券、政府支持机构债券、政府支持债券。

² 包括主板、创业板及其他中国证监会允许基金投资的股票、存托凭证。

³ 不含香港互认基金、QDII基金、FOF基金、可投基金的非FOF基金和货币市场基金。

本基金募集期为 2025 年 6 月 3 日至 2025 年 6 月 23 日，认购代码 023809(A 类)、023810(C 类)。

1.2 投资策略

根据公开资料，产品运用多重资产工具构建组合结构，根据宏观变化进行适度仓位调节，紧密跟踪估值变化并动态优化结构。

固收端以高等级信用债、利率债为主。主要持有高资质信用品种，着眼于流动性和收益性的平衡，不断积极发掘信用利差机会；灵活配置利率债，依托宏观研究前瞻布局，适度调整组合久期及仓位，争取机动收益。

股票选择方面以基本面分析为主、因子量化模型为辅，配置风格均衡，目前拟任基金经理姚学康主要关注大盘类、分红类股票及指数基金，同时阶段性介入小市值风格股票，调整组合结构。

转债配置以平衡性和债性为主，通过不同类别资产之间的负相关性平滑组合波动。

努力做好债券和权益类资产之间的配合，试图更好地平衡组合风险。“纯债+转债+股票”的多元配置，希望使得产品在保持低波稳健的同时，兼具一定的弹性。

2. 拟任基金经理

产品拟任基金经理为姚学康先生，硕士研究生，曾任华夏久盈资产管理有限责任公司固定收益投资中心投资经理，安信证券研究中心宏观分析师；2021 年 9 月加入泓德基金管理有限公司，拥有 14 年资管从业经验，3.41 年公募基金管理经验。现任泓德基金旗下泓德裕和纯债债券、泓德睿享一年持有期混合、泓德慧享混合基金的基金经理，具有宏观经济研究经验和一级债基及偏债混合型基金的管理经验。

图 2 姚学康现任基金（主基金）

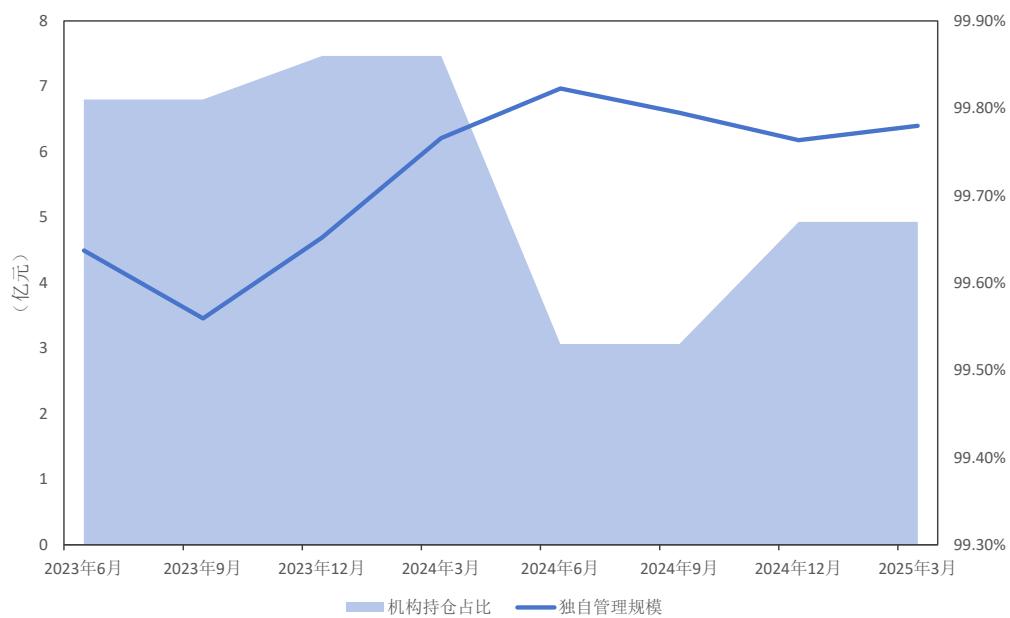
基金代码	基金名称	投资类型	基金经理	任职日期	任职天数	基金规模 (亿元)	任职总回报 (%)	年化回报 (%)
009015.OF	泓德睿享一年持有期混合A	偏债混合型基金	赵端端, 姚学康	2022-03-24	3年66天	0.4801	16.43	4.9
011781.OF	泓德慧享混合A	偏债混合型基金	赵端端, 姚学康	2022-03-24	3年66天	0.4974	-0.54	-0.17
002736.OF	泓德裕和纯债债券A	混合债券型基金（一级）	姚学康	2021-12-31	3年149天	6.4002	9.97	2.83

资料来源：Wind，中证报基金研究；数据截止时间：2025年5月27日。

2.1 代表基金

泓德裕和纯债债券 A 为一级债基，成立于 2016 年 11 月 11 日，姚学康先生于 2021 年 12 月 31 日任职基金经理，并于 2023 年 6 月至今独立管理该基金。自独立管理以来，基金规模从 4.49 亿元增长至 6.40 亿元。2024 年初至 3 季度，债基市场出现了大面积机构调仓的情况，但泓德裕和纯债债券 A 在此情况下，规模依旧逆势增长。

图 3 姚学康独立管理基金规模及机构持仓占比变化



资料来源：Wind，中证报基金研究。

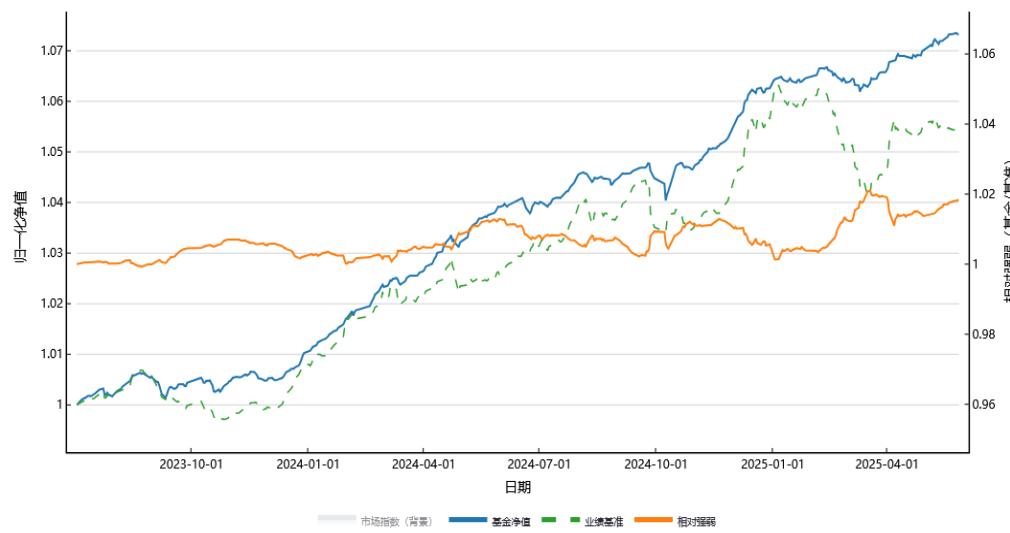
2.2 代表基金长期业绩

基金经理独立管理期间¹产品累计收益率为 7.61%，超越基准的累计收益率为 2.04%；年化收益率为 3.77%，年化波动率为 0.74%；年化夏普比例为 2.87，位于同类基金²的前 10%。

¹ 2023 年 6 月至今。

² 指 WIND 一级债基分类，排除有封闭期的基金。

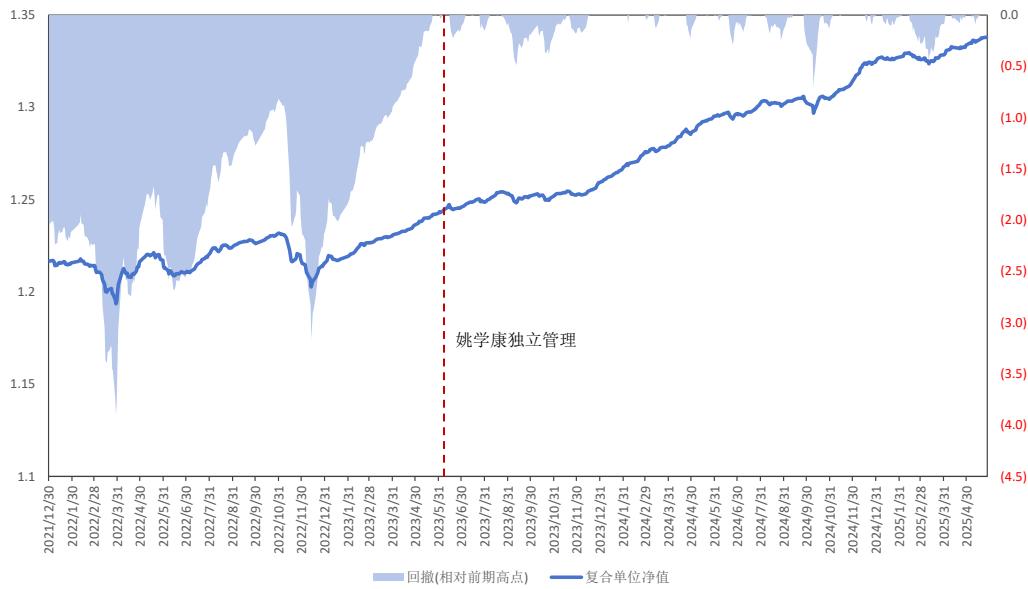
图 4 泓德裕和纯债债券 A 净值与业绩基准走势对比



资料来源：Wind，中证报基金研究；数据范围：2023/06/05-2025/05/28。

从风险的角度来看，自独立管理该基金以来，最大回撤仅为 0.70%。从近一年最大回撤的分布来看，2024Q4 泓德裕和纯债债券 A 的最大回撤在同类基金中的排名¹分位数基本位于 75% 左右，说明基金经理的回撤控制良好。

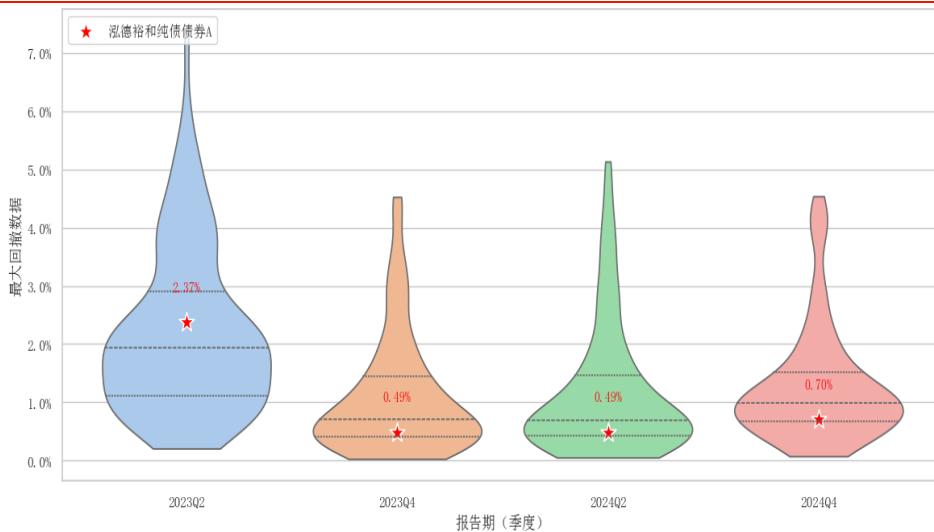
图 5 净值走势和最大回撤（次坐标轴）



资料来源：Wind，中证报基金研究；
数据范围：2022/12/30-2025/05/28。

¹ 排名是根据最大回撤从大到小排名，排名越靠后说明最大回撤越小。

图 6 近一年最大回撤分布

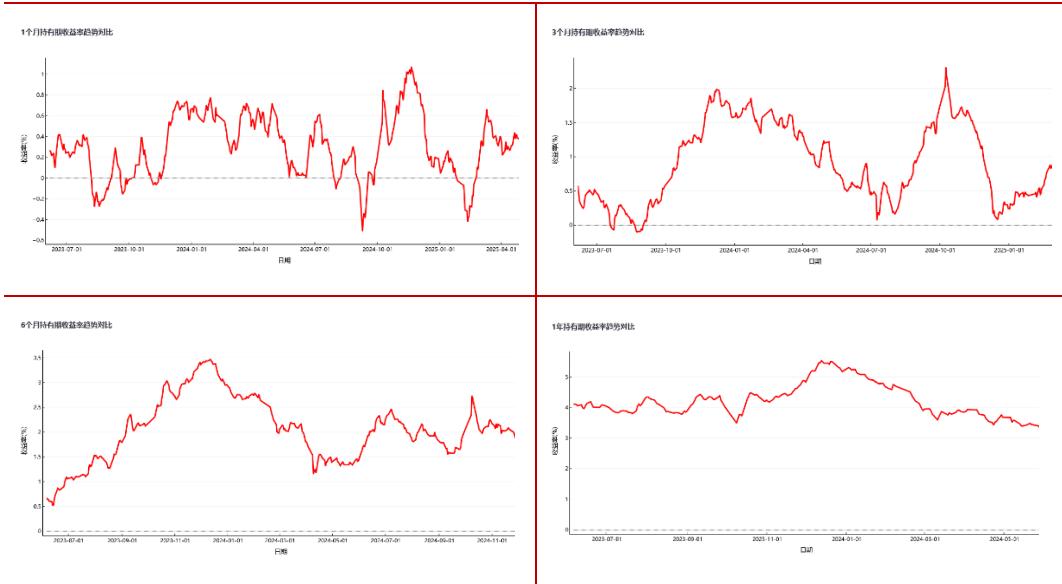


资料来源：聚源数据库，中证报基金研究。

数据范围：2023/06/30-2024/12/31。

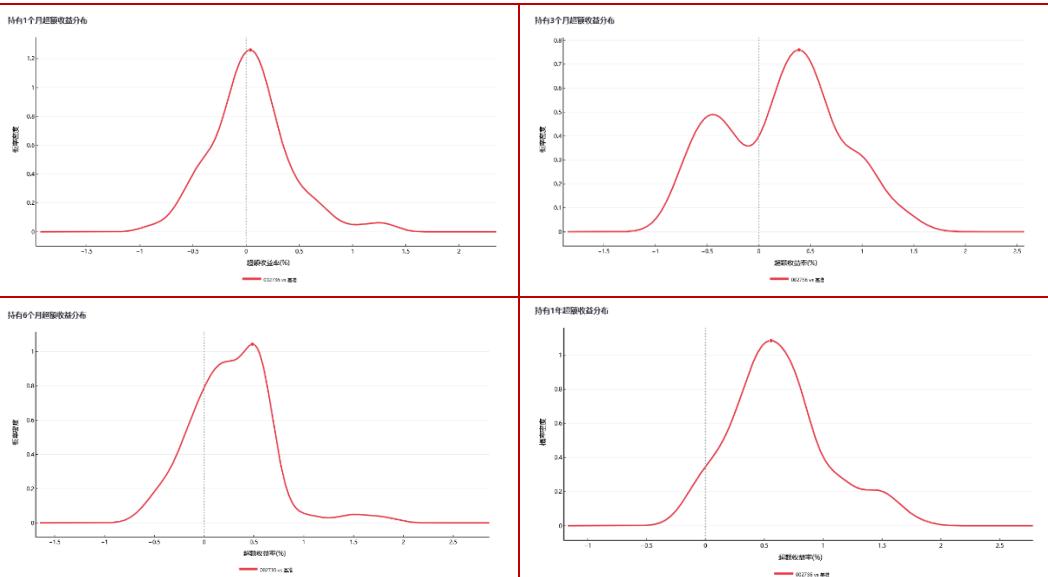
进一步对产品的滚动收益进行分析，分别计算独立管理期间投资者滚动持有一个月、三个月、半年和一年的收益情况。可以看出，随着持有期不断拉长，泓德裕和纯债债券 A 的获得正收益的概率越大。从超额收益分布来看，随着持有期变长，能够获得正超额收益的概率也越大。从风险收益角度来看，在连续持有 1 年的情况下，夏普比例也为正，且均高于 1.5。整体来看泓德裕和纯债债券 A 是一只适合长期持有的产品。

图 7 滚动持有不同期限的绝对收益率走势



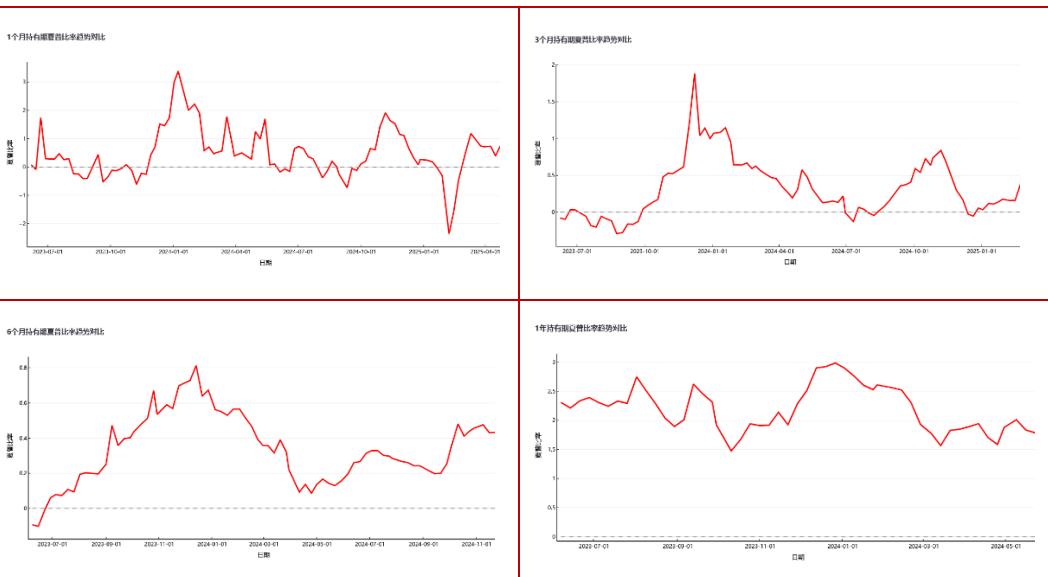
资料来源：聚源数据库，中证报基金研究；数据范围：2023/06/05-2025/05/28。

图 8 滚动持有不同期限的超额收益率分布



资料来源：聚源数据库，中证报基金研究；数据范围：2023/06/05-2025/05/28。

图 9 滚动持有不同期限的夏普比率走势



资料来源：聚源数据库，中证报基金研究；数据范围：2023/06/05-2025/05/28。

3. 债券投资特征

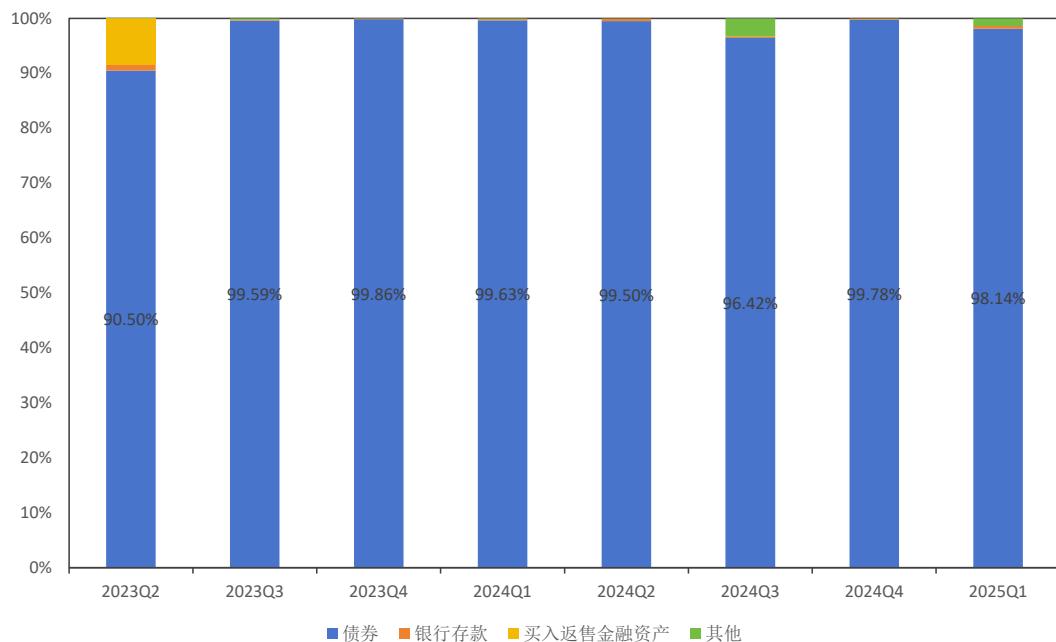
泓德裕和纯债债券 A 是姚学康先生任职时间最长、管理规模最大的产品。为了更准确地体现姚学康先生的债券投资特点，我们对该基金 2023 年 6 月至今的投资业绩和投资风格进行研究分析。

3.1 资产配置

从大类资产的配置角度来看，经理的债券持仓占比基本在 98%以上，属于高债券持仓的一级债基，策略定位更保守。现金类资产占比较低，产品可能会

面临一定的流动性压力。

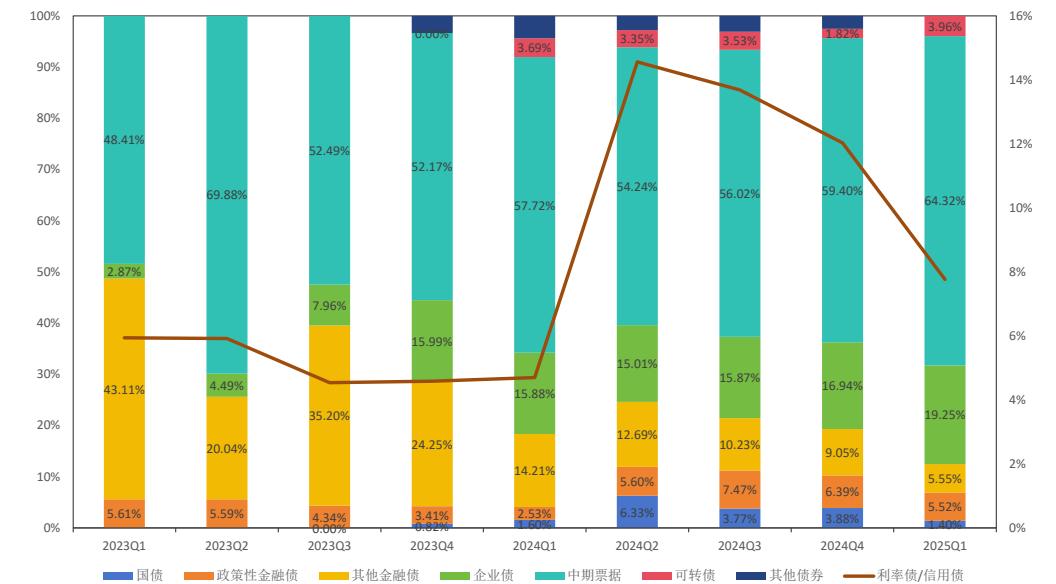
图 10 泓德裕和纯债债券A大类资产配置



资料来源：Wind，中证报基金研究；数据范围：2023/03/31-2025/03/31。

进一步分析产品的券种组合情况。可以发现基金经理更为偏好中期票据。中期票据的收益率一般高于国债等利率债，而风险又小于信用债，说明产品的券种组合配置同样偏保守。

图 11 泓德裕和纯债债券A券种组合



资料来源：Wind，中证报基金研究；数据范围：2023/03/31-2025/03/31。

分利率债和信用债两类来看，利用中债-信用债总指数（总值）财富指数与中债-国债及政策性银行债总指数（总值）财富指数的相对走势代表市场行情，分析基金经理持仓的变化。可以看出，2024Q2 开始利率债相对信用债明显走强。与之对应，从 2024Q2 开始基金经理持有利率债的占比大幅上升，尤其是提高了政策性银行债的占比，在控风险的同时提高收益。

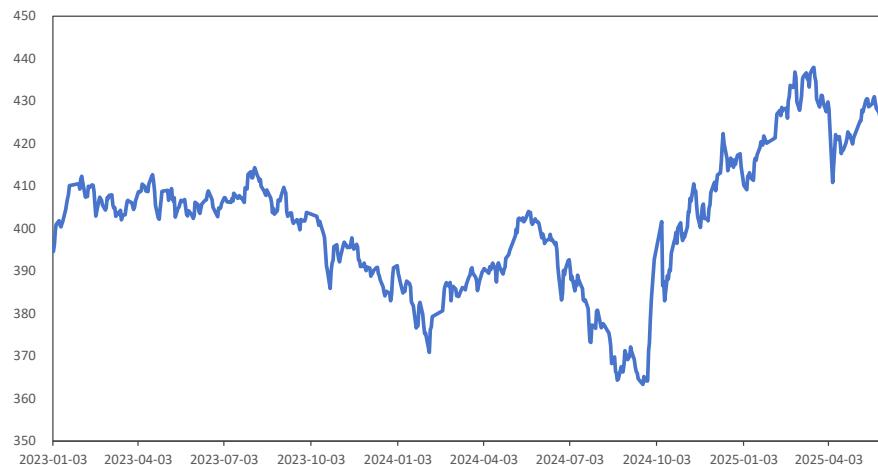
图 12 市场行情



资料来源：Wind，中证报基金研究；数据范围：2023/01/01-2025/05/28。

一级债基持有可转债，能够增强收益，优化资产配置。结合中证转债指数，可以发现在 2024Q1-Q2 和 2025Q1 转债行情回升的背景下，基金经理及时增配了可转债；但在 2024Q3-Q4，基金经理调仓节奏与市场行情略有错位。

图 13 中证转债指数走势



资料来源：Wind，中证报基金研究；数据范围：2023/01/01-2025/05/28。

进一步细分债券类型。首先观察前五大持仓债券的类别，可以发现前五大持仓债券主要为金融债，尤其是非政策性金融债中的商业银行次级债券。并且，前五大持仓中的非政策性金融债占所有非政策性金融债持仓的比例一直较高。因此我们用具有商业银行次级债中具有代表性的商业银行二级债来衡量金融债的走势。

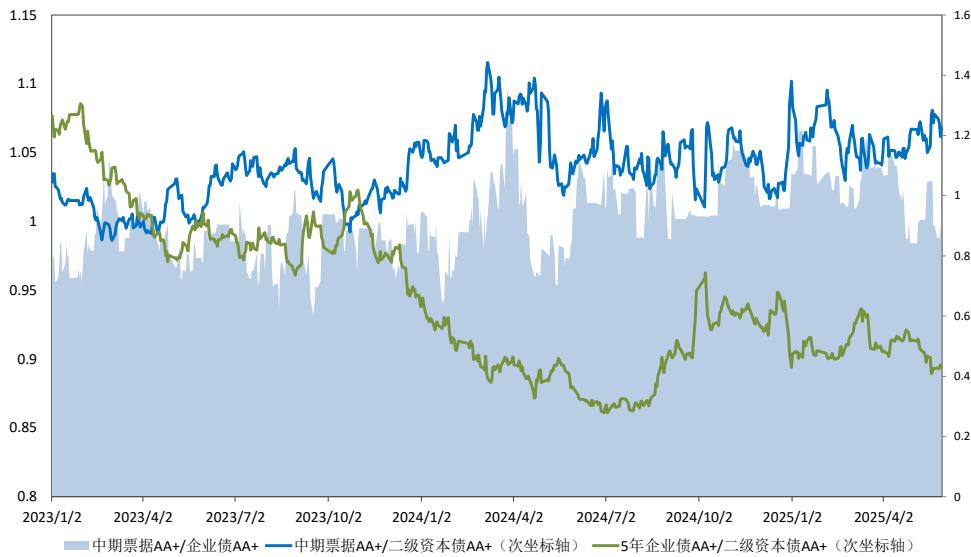
图 14 前五大债券持仓类别

报告期	第1大持仓	第2大持仓	第3大持仓	第4大持仓	第5大持仓	非政策性金融债持仓： 前五大持仓/所有
2023Q2	一般中期票据	保险公司债	保险公司债	一般中期票据	一般中期票据	67.35%
2023Q3	一般中期票据	保险公司债	商业银行次级债券	保险公司债	商业银行次级债券	74.48%
2023Q4	保险公司债	商业银行次级债券	保险公司债	商业银行次级债券	商业银行次级债券	92.69%
2024Q1	商业银行次级债券	保险公司债	商业银行次级债券	商业银行次级债券	政策银行债	90.84%
2024Q2	商业银行次级债券	商业银行次级债券	政策银行债	国债	商业银行次级债券	72.25%
2024Q3	政策银行债	商业银行次级债券	商业银行次级债券	政策银行债	国债	48.52%
2024Q4	商业银行次级债券	国债	政策银行债	商业银行次级债券	政策银行债	57.51%
2025Q1	政策银行债	政策银行债	一般中期票据	商业银行次级债券	一般中期票据	48.20%

资料来源：Wind，中证报基金研究；数据范围：2023/06/30-2025/03/31。

用 5 年期中期票据 AA+的信用利差与同期限、同评级的企业债和商业银行二级资本债的利差相比，观测细分债券种类的行情。2023Q2，企业债/二级资本债以及中期票据/二级资本债的比值均在上升，同期基金经理降低了非政策性金融债的持仓；2023Q3，企业债/二级资本债、中期票据/二级资本债以及中期票据/企业债的比值均在波动中下降，同期基金经理减少了中期票据持仓，增加了非政策性金融债和企业债的持仓。其他季度，基金经理的持仓基本与市场变化保持一致。同时，企业债的利差多数时期高于二级资本债利差，基金经理持仓也呈现企业债占比提高、非政策性金融债占比持续降低的特征。2024 年以来，前五大持仓债券中，商业银行次级债的比例不断下降，这也与近两年金融监管机构对银行业的强监管带来的高评级商业银行债和低评级品种需求分化情况相符。

图 15 中期票据、企业债和二级资本债利差走势对比



资料来源：中国债券信息网，中证报基金研究；数据范围：2023/01/01-2025/05/28。

图 16 企业债和二级资本债利差走势

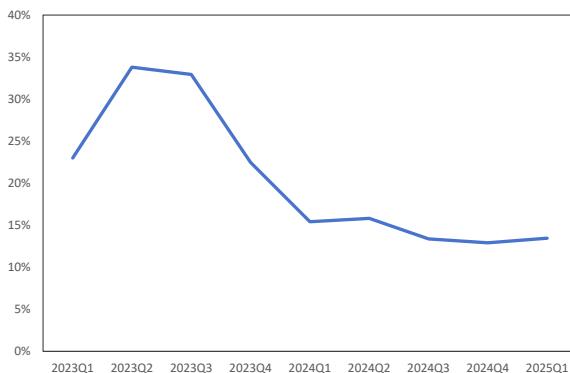


资料来源：中国债券信息网，中证报基金研究；数据范围：2023/01/01-2025/05/28。

整体来看券种配置上，基金经理仍倾向并擅长随市调整，持仓券种变化较好地契合了过去债市的行情变迁。

从前五大债券持仓集中度来看，2023Q2 至今集中度一直下降，目前稳定在 13%左右。考虑到 2023-2024 年债市的波动性较大，降低持债的集中度能够一定程度上分散风险。

图 17 前五大债券持仓集中度



资料来源：Wind，中证报基金研究；数据范围：2023/06/30-2025/03/31。

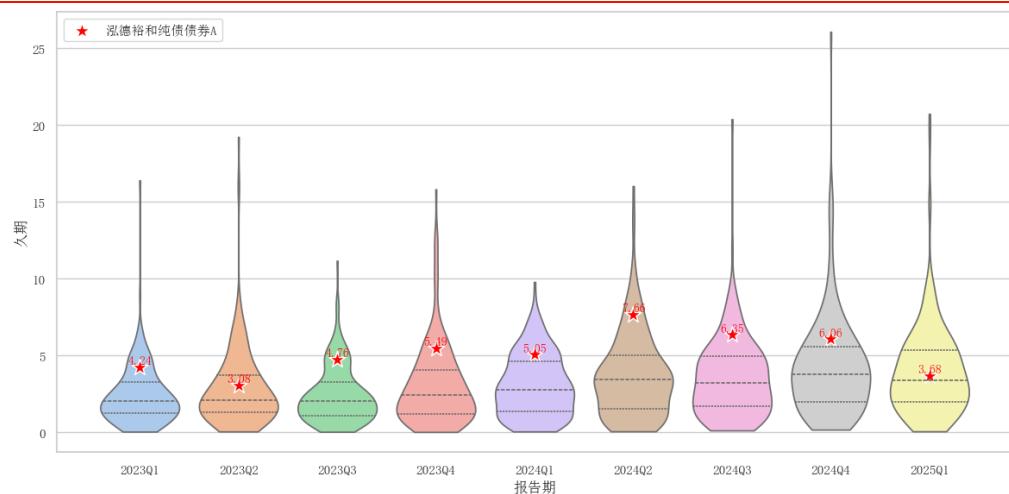
3.2 久期管理

基于定期报告公布的前五大重仓债券数据，本文计算了产品前五大重仓债券的加权平均久期。虽然重仓债券的久期不能完全代表产品的久期表现，但我们认为重仓债券的久期调整，能够反映基金经理的久期管理变化趋势。

2023Q2-2024Q4，产品重仓债券的加权平均久期基本呈现不断拉长的趋势。结合市场利率走势来看，2023Q3 十年期国债收益率上升，在 2023Q2 时重仓债券加权平均久期降低至 3.08；2023Q4-2024Q1 十年期国债收益率快速下降，在 2023Q3 时重仓债券加权平均久期开始拉升，到 2023Q4 上升至 5.49；2024Q2 十年期国债收益率横盘震荡，在 2024Q1 时重仓债券加权平均久期略降低至 5.05；2024Q3 央行两次降息，开启宽货币政策，2024Q2 重仓债券加权平均久期拉升至 7.66；2024Q4 十年期国债收益率快速下行来到“1.0 时代”，2024Q3-Q4 重仓债券加权平均久期维持在 6.0 以上；2025Q1 十年期国债收益率大幅回升，基金经理在一季报中表示“产品年初降低了组合久期，随后总体维持稳定”，重仓债券加权平均久期季末久期维持在 3.68。

因此，在债券久期的管理上，基金经理很好地运用的宏观研究的经验，历史的重仓债券的久期调整在大部分时候都契合了债市变化。观察产品重仓债券久期在同类基金重仓债券中的位置分布，可以看到除 2023Q2 和 2025Q1，该产品重仓债券的久期在同类产品中的排名处于前 25%。

图 18 前五大重仓债券久期分布



资料来源：聚源数据库，中证报基金研究；数据范围：2023/03/31-2025/03/31。

注：久期计算基于定期报告公布的前五大持仓债券（均不包含可转债）数据。

图 19 市场利率和国债收益率变化



资料来源：聚源数据库，中证报基金研究；数据范围：2023/06/01-2025/05/28。

3.3 杠杆运用

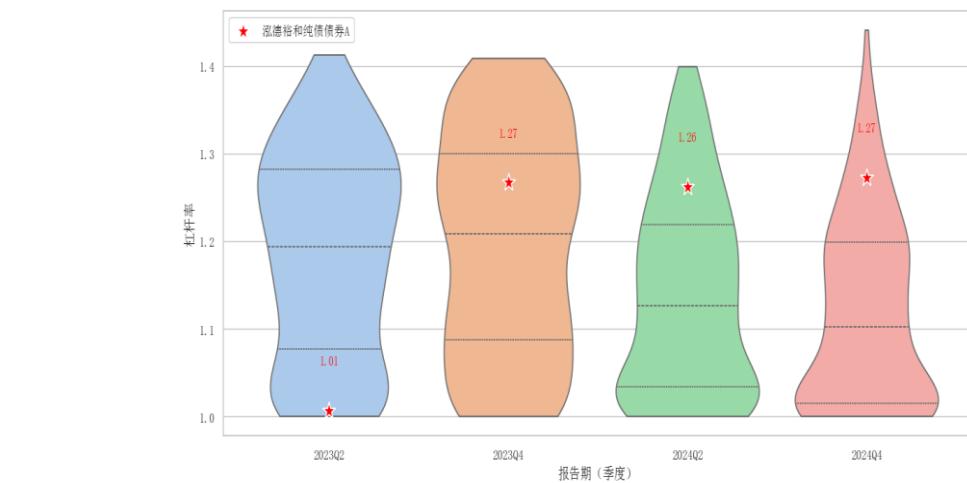
基金资产总值与资产净值之比为基金的杠杆率，衡量基金经理通过管理杠杆获得额外收益的能力。2023Q3-2025Q1，基金经理把杠杆基本控制在114.36%-132.73%之间。我们用当季中证综合债收益率均值与银存间质押隔夜回购利率均值之差代表加杠杆获取的收益。可以看出，2023Q4-2025Q1，产品杠杆的变化与加杠杆收益的变化基本一致。说明，在杠杆运用方面，基金经理也具有较好的管理能力。

图 20 杠杆率变化



资料来源: WIND, 中证报基金研究;
数据范围: 2023/06/30-2025/03/31。

图 21 杠杆率分布



资料来源: 聚源数据库, 中证报基金研究;
数据范围: 2023/06/30-2024/12/31。

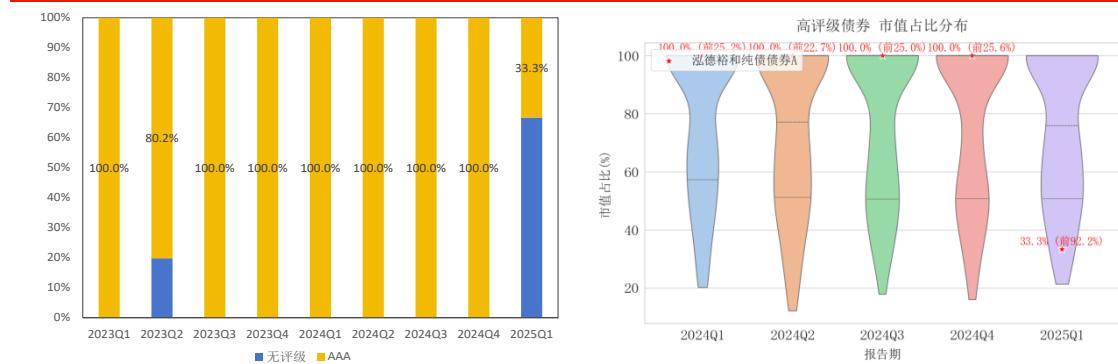
进一步分析杠杆率在同类基金中的水平, 可以发现泓德裕和纯债债券 A 的杠杆率在同类产品中的排名分位数同样属于前 25%, 说明基金经理偏向加大杠杆获得更高的收益。

3.4 信用策略

基于定期报告公布的前五大持仓数据研究信用策略的特点。可以发现排除 2023Q2 和 2025Q1 后, 该基金前五大债券中的信用债均为 AAA 级。2023Q2 持有的无评级债券为中期票据 22 光明 MTN003, 发行人为光明食品(集团)有限公

司，当时主体的信用评级为 AAA（新世纪评级）；2025Q1 持有的无评级债券为中期票据 24 汇金 MTN007 和 24 汇金 MTN009，发行人为中央汇金投资有限责任公司，当时主体的信用评级为 AAA（联合资信及大公国际）。从重仓债券来看，基金经理在信用债投资中规避信用风险，采取高等级信用策略。

图 22 泓德裕和纯债债券 A 债券信用评级



资料来源：聚源数据库，中证报基金研究。数据范围：2023/06/30-2025/03/31。

注：计算基于定期报告公布的前五大持仓债券（均不包含可转债）数据。

3.5 转债投资特点

考虑到基金经理在管产品中，泓德裕和纯债债券 A 虽然持有可转债比例较低，但其基金总规模最大，可转债实际投资规模仍是最大的，因此我们依然以泓德裕和纯债债券 A 为代表，分析基金经理转债投资特点。

自 2024Q1 开始持有可转债以来，泓德裕和纯债债券 A 持仓可转债行业呈现逐渐增多的趋势，从最初的 10 个行业增加至 22 个行业。持有比例最多的三个行业是电力设备、基础化工和轻工制造。随着持仓行业增多，前五大行业持仓占比也不断下降，从 2024Q1 的 81.85% 下降至 2025Q1 的 64.96%。

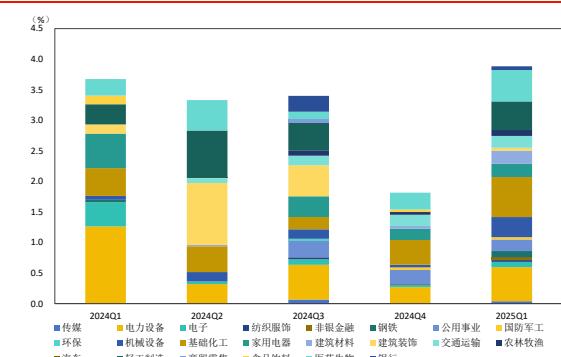
图 23 前五大行业持仓

排名	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
1	电力设备	建筑装饰	电力设备	基础化工	基础化工
2	家用电器	轻工制造	建筑装饰	医药生物	电力设备
3	基础化工	医药生物	轻工制造	电力设备	医药生物
4	电子	基础化工	家用电器	公用事业	轻工制造
5	轻工制造	电力设备	公用事业	交通运输	机械设备
前五大行业持仓占比	81.85%	90.94%	63.13%	75.32%	64.96%

资料来源：WIND，中证报基金研究。

数据范围：2024/03/31-2025/03/31。

图 24 所有持仓行业



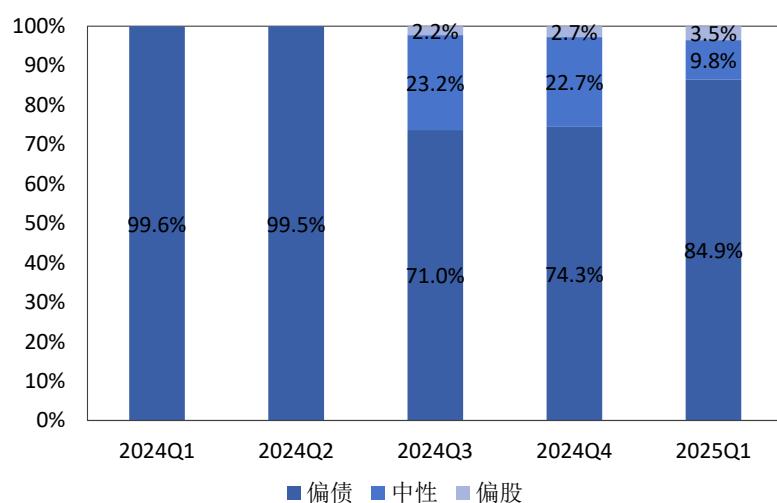
资料来源：聚源数据库，中证报基金研究。

数据范围：2024/03/31-2025/03/31。

从具体持仓债券来看，2024Q1-2025Q1 该产品曾经持仓过 82 只可转债，但是仅有 23 只（占比 28.05%）持有超过 3 个季度。说明基金经理持有转债换仓比较频繁。

可转债作为一种可以在规定时间内按照既定价格转换为指定股票的债券品种，其本质上是“债券+股票期权”的组合，作为一类股性与债性兼具的资产，不同标的在股性与债性上的分化较大。一般来说，平底溢价率低于-20%的转债即为偏债转债，平底溢价率高于 20%的转债即为偏股转债，平底溢价率处于-20%~20%之间的为平衡转债。可以看出，泓德裕和纯债债券 A 持仓可转债中，偏债型转债占比在七成以上。偏债型转债价格接近纯债价值（债底支撑），在市场下跌时抗跌性强，避免大幅回撤。

图 25 不同类型可转债持仓占比



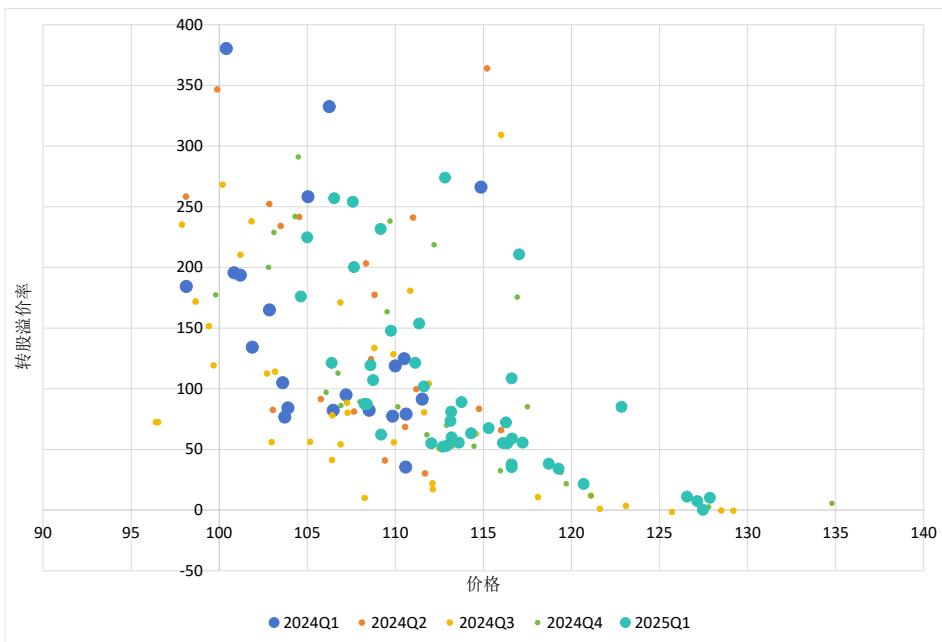
资料来源：WIND，中证报基金研究。数据范围：2024/03/31-2025/03/31。

注：基于定期报告披露的处于转股期的可转债数据。

可转债基金的策略一般分为债性策略（低价策略、高 YTM 策略），股性策略（低溢价率策略）混合策略（双低策略¹）。通过分析可以发现，持仓转债的价格多数低于 120 元，转股溢价率则相对较高，说明基金经理更偏向于债性策略，在控制风险的前提下增强收益。

¹ 即低价低溢价率策略。

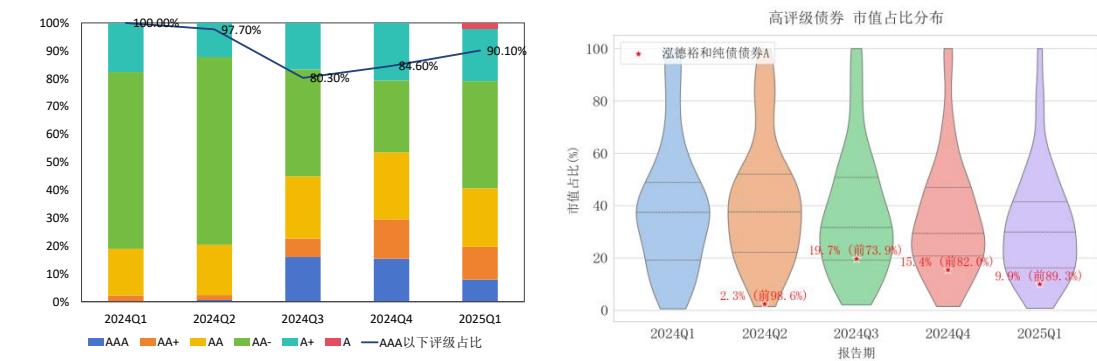
图 26 可转债价格和转股溢价率

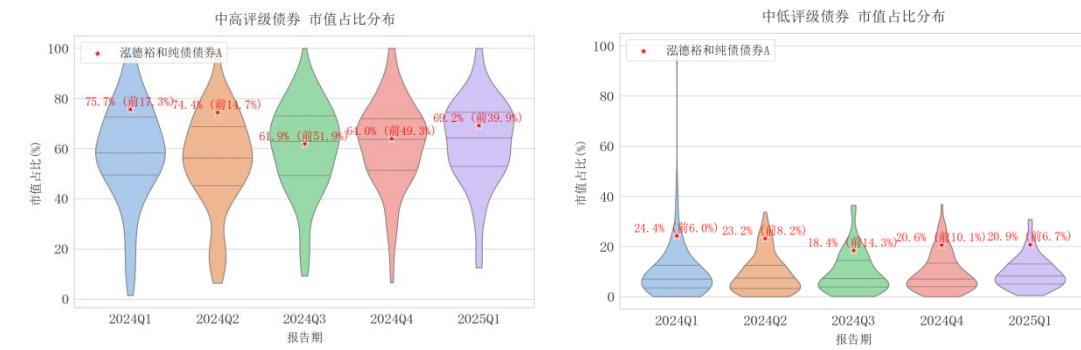


资料来源：WIND，中证报基金研究。数据范围：2024/03/31-2025/03/31。

进一步分析可转债的信用评级。2024 年以来转债市场规模持续缩量，以银行转债为代表的大额高评级转债稀缺性凸显，可转债的信用下沉较为明显。2024Q1-2025Q1，AAA 以下评级的债券占比均在 80%以上。将该产品可转债信用评级与同类产品进行对比。可以发现 2024Q3-2025Q1，高评级可转债占比在同类基金中的排名出现明显下降，而中高评级可转债占比和中低评级可转债占比在同类基金中的排名出现明显上升分别从 51.9%和 14.3%上升至 39.9%和 6.7%。

图 27 可转债信用评级





资料来源：WIND，中证报基金研究；数据范围：2024/03/31-2025/03/31。

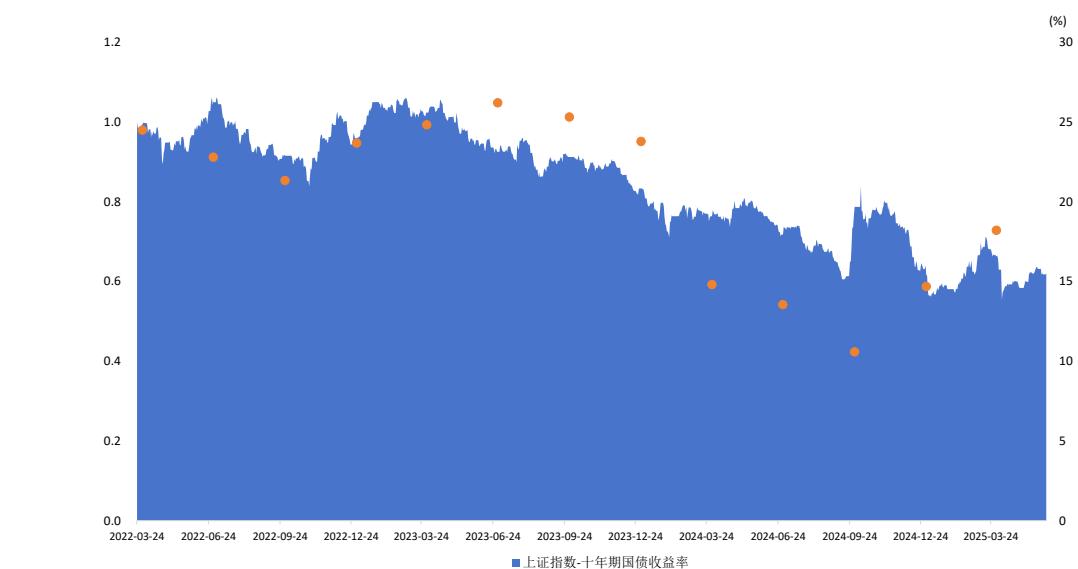
4. 股票投资特征

基金经理在管基金中，尚未有独立管理的二级混合债基或偏债混合型基金。因此我们以共管的泓德睿享一年持有期混合 A 来分析基金经理的股票投资特征。

4.1 资产配置

偏债混合型基金的股票仓位调整，衡量了基金经理立足宏观配置大类资产的能力。整体来看，2022Q1-2025Q1，产品的股票仓位从 24.5%下降至 18.21%。我们以上证指数和十年期国债收益率走势之比衡量市场行情。2022Q1-2022Q3 和 2023Q3-2024Q3，二者比值震荡下行，同期基金经理股票仓位持续下降；2022Q4-2023Q1 和 2025Q1，二者比值震荡上升，同期基金经理股票仓位持续提高。整体来看，基金经理股票仓位调整时机和历史行情走势相符。

图 28 泓德睿享一年持有期混合 A 股票持仓占比和市场行情



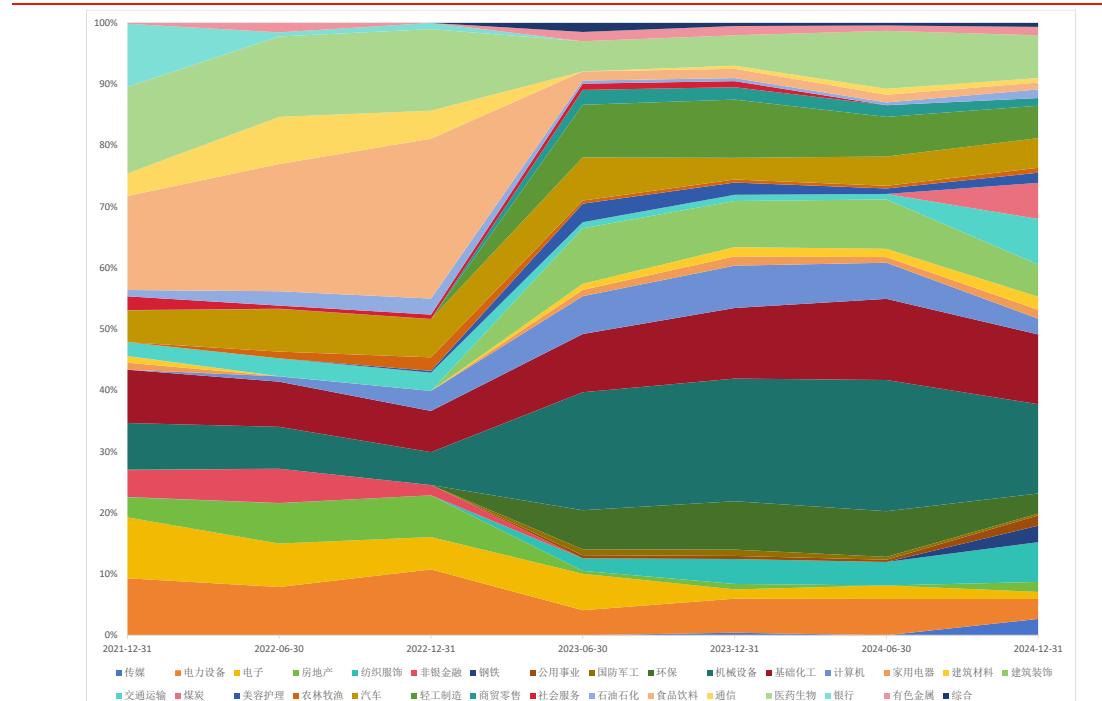
资料来源：WIND，中证报基金研究；数据范围：2022/03/24-2025/05/31。

4.2 行业选择

4.2.1 行业集中度

在中观配置的分析上，我们首先对基金经理在行业选择中呈现的特点进行分析。本研究基于申万（2021）行业分类，对基金经理的持仓行业进行分析。2022-2024 年 6 个报告期中，该基金最少持仓 18 个行业，最多持仓行业高达 28 个，说明该基金行业的整体持仓较为分散。

图 29 泓德睿享一年持有期混合 A 持仓行业



资料来源：WIND，中证报基金研究；数据范围：2021/12/31-2024/12/31。

进一步统计泓德睿享一年持有期混合 A 持仓前五大行业，并与同类基金¹进行对比。2022H1-2024H2，该基金的前三大行业持仓占比位于 33.4%-50.2% 之间，前五大行业持仓占比位于 46.9%-63.7% 之间，在同类基金中的排名基本位于 60% 以后。因此，进一步说明该基金在行业配置上的偏好为分散投资。

¹ 同类基金指：2022 年之前成立的股票投资限制在 0-30% 以内的无封闭期的 WIND 偏债混合型主基金。

图 30 前三大行业持仓占比



资料来源: WIND, 中证报基金研究。
数据范围: 2022/06/30-2024/12/31。

图 31 前五大行业持仓占比



资料来源: 聚源数据库, 中证报基金研究。
数据范围: 2022/06/30-2024/12/31。

4.2.2 换手率

接下来聚焦前五大持仓的具体行业, 可以发现 6 个报告期内, 共有 13 个行业进入了前五大持仓行业, 但仅有 4 基础化工 (6 次)、机械设备 (4 次)、医药生物 (4 次) 和建筑装饰 (3 次) 4 个行业出现过 3 次及以上。说明该基金的重仓行业调整较快。

图 32 泓德睿享一年持有期混合A股票持仓前五大行业

排名	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2
1	食品饮料 20.8%	食品饮料 26.1%	机械设备 19.3%	机械设备 20.0%	机械设备 21.4%	机械设备 14.6%
2	医药生物 13.1%	医药生物 13.3%	基础化工 9.5%	基础化工 11.5%	基础化工 13.2%	基础化工 11.4%
3	电力设备 7.9%	电力设备 10.8%	建筑装饰 9.1%	轻工制造 8.6%	医药生物 9.5%	交通运输 7.5%
4	通信 7.7%	房地产 6.8%	轻工制造 8.6%	环保 7.9%	建筑装饰 8.1%	医药生物 7.0%
5	基础化工 7.3%	基础化工 6.7%	汽车 7.0%	建筑装饰 7.5%	环保 7.5%	纺织服饰 6.5%
前三大行业持仓占比	41.8%	50.2%	37.8%	41.1%	44.1%	33.4%
前五大行业持仓占比	56.8%	63.7%	53.5%	56.5%	59.7%	46.9%

资料来源: WIND, 中证报基金研究。数据范围: 2022/06/30-2024/12/31。

从换手率的角度来看, 2022H1-2024H2 该产品的换手率基本位于 260%以上, 2022H2 和 2024H1 更是高达 340%以上。从同类基金排名中来看, 2023-2024 年该基金的换手率排名分位数从 86.5%快速上升至 20-30%左右。进一步说明, 在同类基金中基金经理投资呈现出周期较短的特征。

图 33 泓德睿享一年持有期混合A换手率

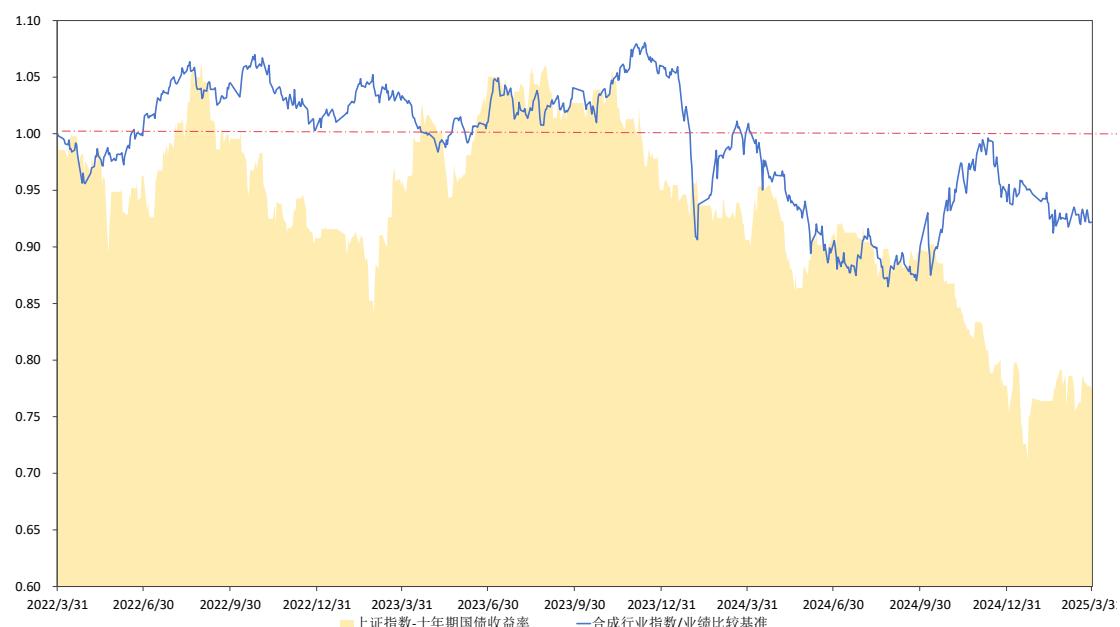


资料来源: WIND, 中证报基金研究。数据范围: 2022/06/30-2024/12/31。

4.2.3 行业切换

本研究基于申万行业指数，以各报告期基金持仓行业占比为权重，构建合成行业指数，并画出合成行业指数和业绩比较基准¹以及基金净值和合成行业指数的相对强弱指数，并以上证指数和十年期国债收益率走势之比衡量市场行情。如图 34 所示，在 2022-2023 年，股债表现交替走牛，合成行业指数/业绩比较基准的数值基本在 1 以上，说明行业的切换以及各行业权重的选择超越了业绩比较基准。2024 年权益市场全年剧烈波动下行，前三季度合成行业指数走势不佳，四季度后开始修复。说明在股市的不确定性增加时，基金经理的行业切换节奏与市场短期热点形成一定错位。

图 34 泓德睿享一年持有期混合 A 持仓行业切换



资料来源：WIND，中证报基金研究。数据范围：2022/03/31-2025/03/31。

5. 总结

泓德裕惠债券是泓德基金旗下的债券型证券投资基金，基金采用契约型开放式的运作方式，在谨慎控制组合净值波动率的前提下，通过合理的资产配置，力争实现基金资产的长期稳健增值。基金募集期为 2025 年 6 月 3 日至 2025 年 6 月 23 日，认购代码 023809(A 类)、023810(C 类)。

¹基金业绩比较基准为“中国债券综合全价指数收益率*85%+中证 800 指数收益率*10%+中证港股通综合指数收益率*5%”，此处以“中证 800 指数收益率*（2/3）+中证港股通综合指数收益率*（1/3）”。

产品拟任基金经理为姚学康先生。硕士研究生，曾任华夏久盈资产管理有限责任公司固定收益投资中心投资经理，安信证券研究中心宏观分析师；2021年9月加入泓德基金管理有限公司，拥有14年资管从业经验，3.41年公募基金管理经验。现任泓德基金旗下泓德裕和纯债债券、泓德睿享一年持有期混合、泓德慧享混合基金的基金经理，具有宏观经济研究经验和一级债基及偏债混合型基金的管理经验。

基金经理历史业绩表现优秀，回撤控制良好。以其独立管理且管理规模最大的基金泓德裕和纯债债券A为例，独立管理期间基金累计收益率为7.61%，超越基准的累计收益率为2.04%；年化收益率为3.77%，年化波动率为0.74%；年化夏普比例为2.87，位于同类基金的前10%。从持有滚动收益来看，持有6个月以上可稳定获得正收益。整体来看，基金经理长期业绩稳健，回撤小，这样的特征与债券型基金投资者的投资需求相匹配，能为投资者提供较好的投资体验。

投资特征显示，基金经理善于立足宏观视角，把握市场变化。从券种配置方面，基金经理更为偏好中期票据，基金组合配置偏保守。结合市场行情分析，基金经理对不同债券种类调仓的时机较好地契合了过去债市行情的变迁。久期管理方面，2023年6月以来债市走强，产品重仓债券加权平均久期一度拉升至7.66；此外，久期调整与利率走势基本一致，契合了债市变化。杠杆运用方面，2023Q3-2025Q1，基金经理把杠杆基本控制在114.36%-132.73%之间，同样在同类基金中排名前25%，且杠杆调整与加杠杆收益的变化基本一致。在信用策略方面，一直保持高信用评级策略。在转债投资方面，基金经理更倾向于债性策略，在控制风险的前提下增强收益。在股票投资方面，基金经理同样立足市场变化，能够及时调整仓位，在行业选择方面主要呈现出分散投资、换手率高、周期较短的特征。

6. 风险提示

- 1) 2023 年以来处于债牛，债市信用风险较小，风险暴露不及熊市，但需警惕市场环境转换可能引发的风险释放。
- 2) 用于分析权益投资特征的泓德睿享一年持有期混合 A 为共管基金，且姚学康先生为排名第二位的基金经理，因此该产品的权益投资特征能否代表本基金经理的权益投资特征还值得进一步观察。
- 3) 本报告所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期。
- 4) 报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场，且数据处理统计方式存在误差。

免责申明

本报告原始数据来源于市场公开信息，此报告仅做数据统计，不涉及指标排名，不做投资参考之用，本公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告所载的信息或做出的任何建议、意见及推测并不构成任何投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人做出任何形式的保证。投资者应自行决策，自担投资风险。本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据，任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。