

中证指数研究报告

上证企债 30 指数

良好的债券 ETF 投资标的

(已刊登在 2010 年 4 月 13 日上海证券报 B1)

2010 年 4 月 15 日



上证企债 30 指数，良好的债券 ETF 投资标的

上海证券交易所和中证指数有限公司于 2010 年 1 月 4 日正式发布我国内地市场首只实时成份债券指数—上证企债 30 指数，指数简称沪企债 30，指数代码 000061。至 3 月末，上证企债 30 指数表现突出，涨幅近 4.0%，较大幅度超过上证企债指数 3.6% 的涨幅和上证国债指数 1.6% 的涨幅。同期，上证指数下跌 5.12%，沪深 300 指数下跌 6.43%。2009 年，中证全债指数下跌 1.39%，在经历一年的沉闷之后债券市场正在悄悄地发生改变。

2009 年内地市场共发行证券投资基金 118 只，其中指数型基金最受欢迎，共计发行 29 只基金，合计规模达 1426 亿元，而债券基金仅 20 只，规模 658 亿元。进入 2010 年，在基金产品报批通道由 3 个增至 5 个，且债券产品通道单列的情况下，许多产品设计者把目光投向了债券指数产品。上证企债 30 指数应运而生，为债券指数基金、债券 ETF 等债券产品提供了良好的投资标的。

一、债券市场发展需要企业债成份指数

2007 以来，上交所企业债券市场的发展呈现出良好局面。2007 年到 2009 年，包括公司债、分离债在内的新上市企业债券数量分别为 10、30 和 85 只，融资规模分别为 221 亿、1001 亿和 1435 亿元。期间，上证企债指数历年涨幅分别为-5.48%、17.08%、0.69%。经过近几年的发展，企业债券的数量和规模有了较大的增长，截至 2009 年末，上交所存量企业债券共 183 只，总规模 3866 亿元。在规模快速增长的同时，企业债券市场的流动性也逐渐提高。2007 年到 2009 年，上交所企业债券交易额从 184 亿元增加到 1003 亿元，增长 4.5 倍，日均成交超过 4 亿元。

尽管与国内股票市场和国际债券市场尚难比拟，但我国债券市场的发展速度和广阔空间，决定了债券投资的巨大潜力。事实上，近年来企业债市场的发展已经为债券投资产品发展提供了一定的基础。据了解，目前大多数债券基金主要投资对象是企业债券。因此，编制代表性强的成份债指数，为债券产品提供投资标的，具有现实和深远的意义。

再者，与股票市场不同，企业债市场流动性差异明显，集中度较高。2008 年上海市场成交额前 10 名企业债的成交额总和占市场比例达 72%，2009 年该比例也达到 53%。可见，企业债市场的变动往往由少部分流动性强的债券来反映和决定，因此需要编制由少量样本代表市场的成份债指数。

二、债券 ETF 等指数产品的发展需要成份债券指数

BGI 在 2002 年推出了首只债券 ETF，发展至今，BGI 债券 ETF 总规模增长了 10 多倍，发展可谓迅猛。从各产品的运作来看，虽然跟踪标的指数多为全样本指数，但跟踪方式却多为抽样复制，即以少量的样本来跟踪大样本的总指数。

国内债券指数化产品发展较为滞后，至今尚无真正意义上的债券指数化产品，这既有债券市场本身发展状况的原因，也与缺乏可投资性指数有关。目前，国内的债券指数多为收盘指数，即盘后发布一个点位，这对运作真正意义上的 ETF 产品来说显得较为不便。而当前实时计算发布的指数则只有交易所市场的债券指数，且大多为全样本指数，即反映某一信用类别全体的债券指数，在债券交易集中度较高的现状下，需要推出以少量样本代表整体的成份债券指数。对于在交易所交易的债券品种来说，最具条件的是企业债指数，一是发展较快，规模和流动性较好，二是市场集中度较高，部分样本可以代表市场整体状况，三是企业债的交易机制更加适应 ETF 运作。

三、上证企债 30 指数编制技术特点适应债券 ETF 要求

上证企债 30 指数是从上海证券交易所市场挑选 30 只质地好、规模大、流动性强的企业债券组成样本。针对债券 ETF 产品标的要求，上证企债 30 指数在指数规则设计方面有如下特点：

首先，该指数将入选样本的流动性放在第一位。具体做法是：在样本空间中，首先计算考查区间内日成交金额的中位数，然后将中位数位于后 50% 的样本剔除；接下来对剩余样本按成交金额、交易天数、发行规模综合排名，选取排名前 30 位的样本作为指数样本。因此，只有在考查期内交易持续活跃的样本才有可能入选，仅靠少数交易日放量的样本则无法入选。其次，为降低个别发行量大的样本对指数的影响，该指数实施了权重限制规则。由于该指数的样本数量较少，个别规模较大的债券在指数中占比较大，如 08 石化债的发行规模为 300 亿元，占到该指数全部样本发行规模比重 26%，如果不进行权重限制，则该券的涨跌将对指数的走势影响很大。第三，为获取市场平均收益，该指数还实施了久期匹配规则，使成份企债指数与上证企债指数的久期偏离度不超过 10%，此举相当于用较少的样本复制了全市场的风险收益水平。第四，为便于产品跟踪，该指数样本数量固定为 30 只。

沪市主要企债指数的编制方法比较详见表 1。

表 1 沪市主要企债指数编制方法比较

指数简称	指数代码	样本范围	信用级别要求	样本调整频率	权重限制	久期匹配
------	------	------	--------	--------	------	------

沪企债 30	000061	上交所上市交易的非股权连接类的企业债券, 包括公司债券和分离交易可转换债券	AA 级及以上	季度	15%	与市场久期匹配
上证企债	000013	沪深交易所上市的企业债券	投资级及以上	月度	无	--
沪公司债	000022	上交所上市的公司债券	投资级及以上	月度	无	无
沪分离债	000023	上交所上市的可分离交易债券	投资级及以上	月度	无	无

四、上证企债 30 指数运行表现反映出了良好的 ETF 标的特征

1、上证企债 30 指数市场代表性较好

2009 年初, 沪市存量企业债券总数为 98 只, 规模为 2431 亿元, 上证企债 30 指数合计规模 1264 亿元, 占市场比例为 52%。2009 年沪市企债迅速增长, 至年末总数增至 183 只, 总规模增至 3866 亿元, 上证企债 30 指数的规模略有减少, 占市场比例为 29%, 远远超出其数量占比。

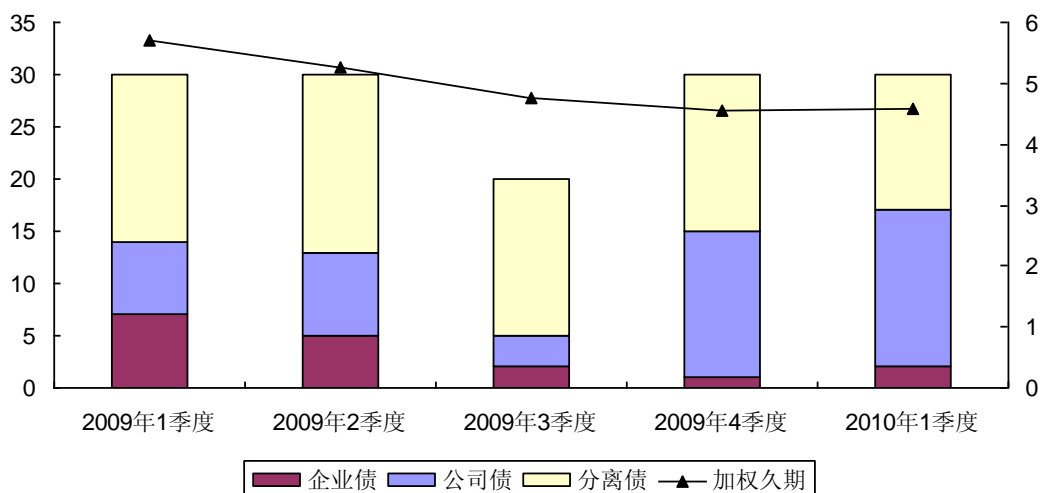
成交金额方面, 2009 年上证企债 30 指数总成交金额近 600 亿元, 占沪市全部企业债券总成交金额的 60%, 该比例远大于其规模占比, 表明上证企债 30 指数代表了沪市的大部分流动性。

券种方面, 上证企债 30 指数的样本成份券包含传统企业债券、公司债券, 以及分离交易可转换债券。历史样本数据显示, 传统企业债券的数量和规模有较大幅度减少, 公司债券的数量和规模则有较多增加; AAA 级债券的规模和数量有所减少, AA 及 AA+ 级别的则有所增加。最新样本数据显示, 企业债、公司债和分离债的只数分别为 2、15、13, AAA 级债券的只数为 14 只, AA 及 AA+ 债券只数为 16 只。该指数券种结构的变化与交易所债券市场的结构变化是相一致的。

2、上证企债 30 指数久期较好地匹配市场久期

数据显示, 2009 年以来, 上证企债 30 指数久期最高为 5.71, 最低为 4.56, 与市场(上证企债指数)久期的偏差绝对值最大为 10%, 最小为 0.6%, 平均为 6%, 较好地匹配了市场的久期。从偏离的方向来看, 2009 年以来均为负偏, 即企债 30 指数的组合久期较市场平均久期要低, 这与 2009 年债券投资主流资金配置方向是相吻合的, 这也是该指数能战胜市场组合的主要原因之一。历史各期样本的久期详见图 1。

图1 企债30指数各券种数量分布及久期



3、上证企债 30 指数收益率较好

我们对沪深市场主要企业债券指数的走势进行了比较。数据显示，企债 30 指数 2009 年度收益为 0.63%，与上证企债指数收益较为接近；2010 年以来至 3 月末，该指数收益率达到了 3.93%，超出同期上证企债指数的收益 30BP 以上，超出沪公司债指数、沪分离债指数收益分别为 15BP、44BP。由此不难看出，成份债券指数的优势较为明显。

表 2 沪深主要企业债券指数表现

	上证企债	沪公司债	沪分离债	巨潮企债	企债 30
2009 年度	0.68%	1.81%	-0.30%	-4.07%	0.63%
2010.1.4-至 2010.03.31	3.61%	3.79%	3.49%	2.40%	3.93%