

恒生前海恒扬纯债债券型证券投资基金 2025 年第 4 季度报告

2025 年 12 月 31 日

基金管理人：恒生前海基金管理有限公司

基金托管人：浙商银行股份有限公司

报告送出日期：2026 年 1 月 22 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。

基金托管人浙商银行股份有限公司根据本基金合同规定，于 2026 年 1 月 20 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 10 月 1 日起至 2025 年 12 月 31 日止。

§2 基金产品概况

基金简称	恒生前海恒扬纯债
基金主代码	007941
基金运作方式	契约型开放式
基金合同生效日	2019 年 12 月 4 日
报告期末基金份额总额	1,178,540,093.04 份
投资目标	在严格控制投资组合风险并保持基金资产良好的流动性的前提下，追求基金资产的稳健增值。
投资策略	本基金将在深入研究国内外的宏观经济走势、货币政策变化趋势、市场资金供求状况的基础上，预测未来收益率曲线变动趋势，积极调整组合久期；运用统计和数量分析技术，预测收益率期限结构的变化方式，确定期限结构配置策略以及各期限固定收益品种的配置比例；对不同类型固定收益品种的信用风险、税赋水平、市场流动性、市场风险等因素进行分析，研究同期限的国债、金融债、短期融资券、中期票据等投资品种的利差和变化趋势，制定债券类属配置策略；对于信用类固定收益品种的投资，将根据发行人的公司背景、行业特性、盈利能力、偿债能力、流动性等因素，对信用债进行信用风险评估，积极发掘信用利差具有相对投资机会的个券进行投资，并采取分散化投资策略，严格控制组合整体的违约风险水平。
业绩比较基准	中债综合全价（总值）指数收益率×95%+金融机构人民币活期存款基准利率（税后）×5%
风险收益特征	本基金为债券型基金，理论上其预期风险与预期收益高于货币市场基金，低于混合型基金和股票型基金。

基金管理人	恒生前海基金管理有限公司	
基金托管人	浙商银行股份有限公司	
下属分级基金的基金简称	恒生前海恒扬纯债 A	恒生前海恒扬纯债 C
下属分级基金的交易代码	007941	007942
报告期末下属分级基金的份额总额	1, 173, 380, 763. 65 份	5, 159, 329. 39 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 10 月 1 日-2025 年 12 月 31 日）	
	恒生前海恒扬纯债 A	恒生前海恒扬纯债 C
1. 本期已实现收益	1, 159, 255. 61	573. 78
2. 本期利润	8, 151, 038. 30	32, 978. 88
3. 加权平均基金份额本期利润	0. 0069	0. 0061
4. 期末基金资产净值	1, 310, 320, 883. 27	5, 642, 612. 96
5. 期末基金份额净值	1. 1167	1. 0937

注：①上述基金业绩指标不包括持有人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。

②本期已实现收益指基金本期利息收入、投资收益、其他业务收入（不含公允价值变动收益）扣除相关费用后的余额，本期利润为本期已实现收益加上本期公允价值变动收益。

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

恒生前海恒扬纯债 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. 62%	0. 05%	0. 04%	0. 05%	0. 58%	0. 00%
过去六个月	0. 22%	0. 06%	-1. 37%	0. 06%	1. 59%	0. 00%
过去一年	1. 76%	0. 06%	-1. 49%	0. 08%	3. 25%	-0. 02%
过去三年	10. 53%	0. 04%	5. 22%	0. 07%	5. 31%	-0. 03%
过去五年	23. 41%	0. 11%	7. 87%	0. 06%	15. 54%	0. 05%
自基金合同	31. 52%	0. 18%	8. 34%	0. 07%	23. 18%	0. 11%

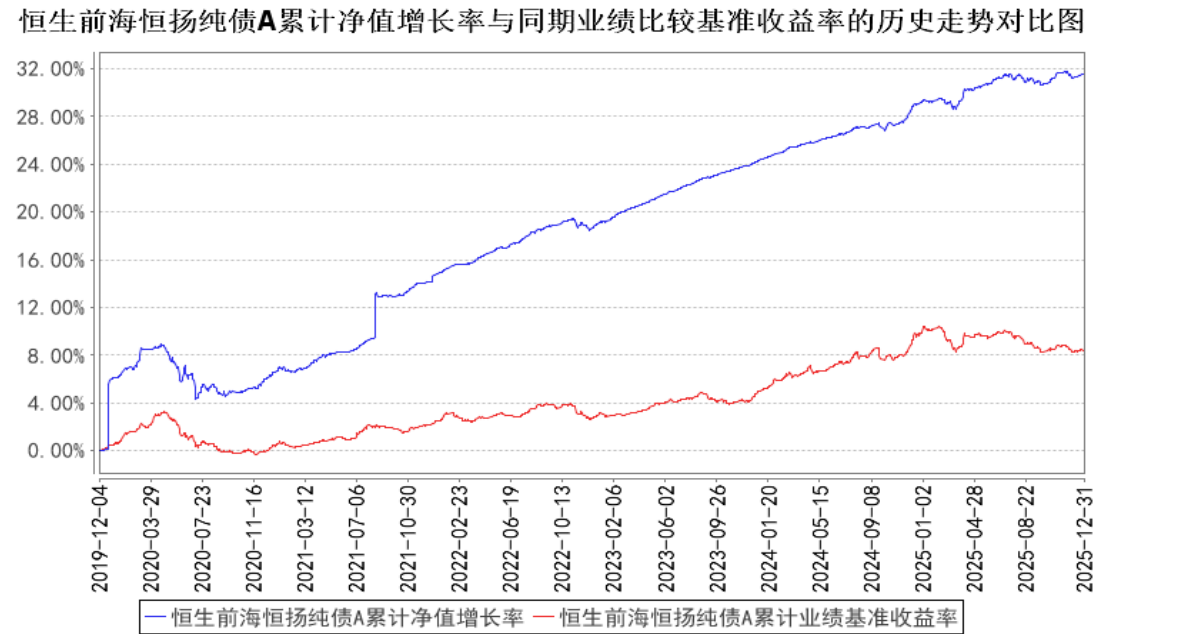
生效起至今						
-------	--	--	--	--	--	--

恒生前海恒扬纯债 C

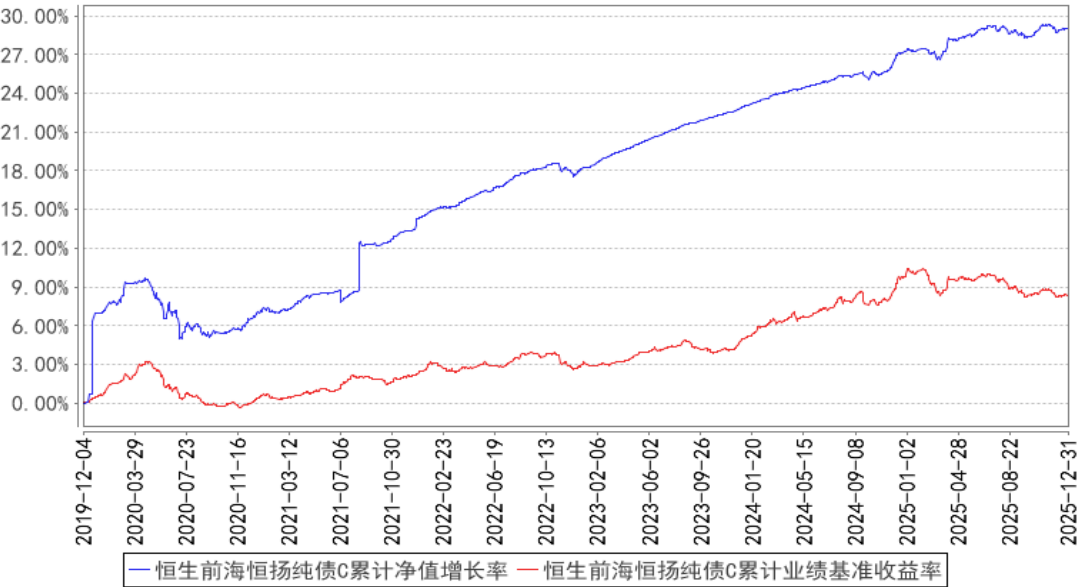
阶段	净值增长率①	净值增长率 标准差②	业绩比较基 准收益率③	业绩比较基 准收益率标 准差④	①－③	②－④
过去三个月	0.52%	0.04%	0.04%	0.05%	0.48%	-0.01%
过去六个月	0.03%	0.06%	-1.37%	0.06%	1.40%	0.00%
过去一年	1.36%	0.06%	-1.49%	0.08%	2.85%	-0.02%
过去三年	9.22%	0.04%	5.22%	0.07%	4.00%	-0.03%
过去五年	20.55%	0.11%	7.87%	0.06%	12.68%	0.05%
自基金合同 生效起至今	29.02%	0.19%	8.34%	0.07%	20.68%	0.12%

注：本基金的业绩比较基准为：中债综合全价（总值）指数收益率×95%+金融机构人民币活期存款基准利率（税后）×5%。

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



恒生前海恒扬纯债C累计净值增长率与同期业绩比较基准收益率的历史走势对比图



注：按基金合同的规定，本基金自基金合同生效起六个月为建仓期，建仓期结束时本基金的各项资产配置比例符合基金合同中的相关规定。

§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		
李维康	本基金的基金经理	2019 年 12 月 4 日	—	13 年	金融学硕士。曾任恒生前海基金管理有限公司固定收益部投资经理，世纪证券有限责任公司资产管理部投资主办人、固定收益部研究员、交易员，富仁投资管理有限公司宏观研究员。现任恒生前海恒扬纯债债券型证券投资基金基金经理、恒生前海恒祥纯债债券型证券投资基金基金经理、恒生前海短债债券型发起式证券投资基金基金经理、恒生前海恒源丰利债券型证券投资基金基金经理、恒生前海中债 0-3 年政策性金融债指数证券投资基金基金经理、恒生前海恒荣纯债债券型证券投资基金基金经理、恒生前海恒利纯债债券型证券投资基金基金经理、恒生前海福瑞 30 天持有期债券型证券投资基金基金经理、恒生前海恒颐五年定期开放债券型证券投资基金基金经理。

注：①此处的“任职日期”、“离任日期”根据公司决定的公告（生效）日期填写；

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》的相关规定等。

4.1.1 期末兼任私募资产管理计划投资经理的基金经理同时管理的产品情况

本期末本基金基金经理无兼任私募资产管理计划投资经理的情况。

4.2 管理人对报告期内本基金运作合规守信情况的说明

在本报告期内，本基金管理人严格遵循了《中华人民共和国证券投资基金法》、本基金基金合同和其他相关法律法规的规定，并本着诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，在严格控制风险的基础上，为基金持有人谋求最大利益。本报告期内，基金运作整体合法合规，没有损害基金份额持有人的利益。

4.3 公平交易专项说明

4.3.1 公平交易制度的执行情况

报告期内，基金管理人严格执行证监会《证券投资基金管理公司公平交易制度指导意见》和公司内部公平交易制度，各投资组合按照投资管理制度和流程独立决策，并在获得投资信息、投资建议和实施投资决策方面享有公平的机会。同时通过系统和人工等方式在各环节严格控制交易公平执行，确保公平交易原则的实现。基金管理人公平对待旗下管理的所有投资组合，报告期内公平交易制度得到良好的贯彻执行，未发现存在违反公平交易原则的情况。

4.3.2 异常交易行为的专项说明

本公司原则上禁止同一投资组合在同一交易日内进行反向交易（完全按照有关指数的构成比例进行证券投资的投资组合除外），不同的投资组合之间限制当日反向交易。如不同的投资组合确因流动性需求或投资策略的原因需要进行当日反向交易的，则需经公司领导严格审批并留痕备查。

本报告期内，本基金未发现可能的异常交易情况。报告期内基金管理人管理的所有投资组合不存在参与交易所公开竞价同日反向交易成交较少的单边交易量超过该股当日成交量 5%的情况，不存在利益输送行为。

4.4 报告期内基金的投资策略和运作分析

4 季度回顾

（1）经济方面，4 季度经济预计总体还是保持偏低增速，全年大概率完成 GDP 增长目标，名义 GDP 可能依然偏低。4 季度通胀水平有所回升，PPI 连续 3 个月环比为正，一方面基数修复

一方面反内卷有一定见效。12 月制造业 PMI 意外好于预期，4 月以来首次回到 50 上方，反映美国连续降息以及釜山等中美会谈后外需修复。4 季度金融数据则同比有所下行，因去年 924 一揽子政策后基数回升。（2）政策方面，4 季度有多次重要会议，包括 10 月二十届四中全会、12 月政治局会议、12 月中央经济工作会议、各部委学习经济工作会议精神的会议等，对十五五规划、2026 年经济政策做出了指引。以及年底年初下发一系列新的稳经济政策比如 5000 亿政策性金融工具启动并完成投放、5000 亿政府债结存限额内新增发行用于化债和基建、提前下发春季的以旧换新补贴，其中超预期延续了对新能源车的补贴、房地产相关政策措施。（3）债券市场方面，4 季度债市延续调整，10 月市场出现反弹，因央行宣布重启国债买卖。但是进入 11 月、12 月债市连续走弱，30 年国债利率在 12 月初央行公布 11 月买债 500 亿后突破了 3 月、9 月、11 月高点的连线，进入新高区间，并延续到了 1 月初。市场还有一些其他因素比如摊余债基开始密集开放，全季度应该在 2200 亿左右，以及年底科创债 ETF 规模短期放量等，因此短端的利率、信用等表现与长债超长债并不同步。

1 季度展望

经济展望：

（1）地产：我们此前提过，我国经济的核心压力在于地产的周期性下行，在长周期（地产）调整之时，短周期（库存）受到压制，可以看到本应在 2024 年启动的新一轮库存周期至今未启动，又拖了两年，库存持续保持在低位水平，由此可以看出长周期的力量。对于地产我们依然保持关注，因为我们此前提过，地产调整周期通常是 6-8 年，但可能在某个时点会从快速下滑阶段转入底部横盘阶段，在美国次贷危机后也是类似的。这个拐点比较重要，意味着地产对经济的拖累将转为 0，2025 年已经是调整第四年，去年和今年上半年我们认为这个拐点可能在今年年底，由于今年金九银十的表现一般，目前我们认为底部可能延后在 2026 年 1 季度到 2 季度间出现。房地产一系列指标中只有房价相对滞后，二手房价从 2025 年 4 月开始重回环比-1%及以上的跌幅，最新已经实现最大回撤大约-37%，预计持续到 2026 年 1、2 季度可能完成二手房价总体跌幅-40%的目标，届时可能各类指标均已完成触底，后续我们将保持紧密观察。

（3）货币政策：现在市场对货币政策预期不高。第一，我们在 3 季度报告中预测央行可能会重启买债，来应对 3 季度凸显的一些问题，包括久期供给超量、曲线过于陡峭无法刺激长期信贷等。但是央行在 4 季度买债量分别为 200、500、500，相较 2024 年单月购买量至少 1000 亿级别而言非常少，因此利率新高。我们认为短期内央行已经做出表态，当前的利率水平、经济状况并不支持大量使用该工具，预期要降低，但是未来某个时点，我们认为不排除会重新大量使用和拓宽久期范围，以强化稳增长、配合财政发债等。第二，关于降准降息，我们预计 2026 年还会

有 1 次降准和 1 次降息，和 2025 年货币政策总量保持一致，时间可能在 2 季度，在一些外部环境出现变化或者地产压力、新债发行供给压力进一步加大之时启用。2025 年政府债大约净增供给约 4 万亿，而央行通过买断式、MLF 净投放也约为 5 万亿，是从这个层面实现货币财政配合。央行 4 季度例会表示要维持社会融资成本保持在低位水平而不是进一步降低综合社会融资成本，已经表示了对当前利率水平相对满意。第三，央行提到了一些新的工具，比如对非银的支持工具，我们认为这可能是我国央行强化自身从银行的央行到金融市场的央行的转变一个新的步伐。

（4）财政政策：第一，2025 年化债力度加大。7 月政治局会议所说的加快出清地方融资平台，一方面地方城投企业需要退平台，另一方面可能还是地方政府去杠杆。由于今年经济目标实现概率大、新质生产力纷纷突破经济转型见效，重心更多转向于风险防控。随后出台的政策，包括 PPP 新规允许使用地方债，以及去年设定的每年 8000 亿特殊新增专项债已经发行到了 1.2 万亿，均是用于清偿地方政府债务，这就可以解释基建增速的下滑。2025 年用于化债资金总包可能包括 2 万亿特殊再融资债、1.2 万亿特殊新增专项债、0.3 万亿政府债结转限额、0.6 万亿土储专项债，最大可达到 4.1 万亿。化债用途资金最多占地方政府债供给 6.9 万亿的 60%。因此形成了地方化债为主，中央建设为主的格局，中央在 2025 年推出了雅下水电站、新藏铁路等多个重大工程。第二，2026 年是十五五规划首年，以及政治局会议提出推动投资增速回升。预计用于投资的资金比例会加大。经济工作会议表示要要保持必要的债务总量和支出力度，因此我们认为财政政策总包应当较 2025 年小幅增长。对应 4% 财政赤字率、1.8-2 万亿特别国债、4.7-5 万亿的新增地方政府专项债额度。第三，2027 年财政可能退坡。我国的实际隐含的杠杆率较高，城投全部有息债务总额 67 万亿，地方政府债 54 万亿，国债 40 万亿，合计政府债务应该是 161 万亿，我国 2025 年名义 GDP 预计 140 万亿，如果再算上 28 万亿的政金债，最后还有约 14 万亿的 PPP 负债，最终政府全口径负债率 145%，因此不算低，实际的财力空间是有限的。因此经过本轮大规模化债后，预计未来可能降低财政扩张力度。如果上文我们所述的地产有触底机会，那对应下来财政确实可以边际收缩，可以参考 2021 年的财政收缩。

债券市场策略：

（1）总体策略：我们在 3 季报中提到，市场需要在 4 季度做出一个方向选择，如果延续向上，则进入一定的熊市，或者就是横盘走平。总体我们倾向于利率进入区间震荡，但是实际上利率已经进入了一定的熊市，利率创出新高。但是一方面，熊市的走势可能也并非单边一蹴而就，预计上半年总体延续偏弱势走势，但是中途有持续震荡。另一方面，债券市场总体依然处于低利率环境，经济数据、通胀均未见到明显起色，因此熊市也是相对的熊市，幅度可控。我们总体认为利率债市场在 2025 年可能已经完成了过半甚至大半的跌幅。

（2）利率债：2024 年底市场普遍认为 2025 年久期策略占优，看 3 次降息，10 年国债低点 1.3%，实际上年初的 1.6%就是低点。30 年国债年内从 1.8%上行至 2.3%，达到 50BP。短端利率债亦未可幸免，年初 3 年国开债在 1.3%位置，年底在 1.7%位置，亦上行 40BP。我们对比 2020–2021 年熊市，彼时房地产市场火热、股市牛市、通胀回升 PPI 一度达到 9%水平，10 年利率债最大调整幅度大概在 100BP，而在当前环境下，利率潜在上行幅度预计会比当年小很多，考虑到房地产只是止跌，而 PPI 仅是转正的情况下，预计 10 年国债至多上行至 2.0/2.1，30 年国债至多上行至 2.5%的位置。

（3）信用债：信用债市场今年有几大利好，第一是利率债表现相对较差，使得市场从久期策略转向于票息策略。银行理财在 11 月的总体规模上升至预估 37 万亿。第二是交易所 ETF 扩容放量，基准做市 ETF 和科创债 ETF 带来了较多的信用债买盘。第三是 2025 年摊余成本债基开始密集开放逐步增量。上述因素使得信用利差总体未有显著扩张，因此在年底年初时间点上，市场策略普遍认为票息策略占优。但是我们认为今年亦要警惕信用债市场的波动，年初摊余成本法债基开放规模比较大，2026 年上半年可能有 5000 亿级别，远高于 2025 年 4 季度 2000 亿，大概率还是可以保持市场总体稳定，但随着理财净值化推进，波动可能亦可能放大。

我们将继续保持对市场的高度关注并踏实研究、合理规划组合配置，力争为投资者带来稳健的回报。

4.5 报告期内基金的业绩表现

截至本报告期末恒生前海恒扬纯债 A 基金份额净值为 1.1167 元，本报告期基金份额净值增长率为 0.62%，同期业绩基准收益率为 0.04%；恒生前海恒扬纯债 C 基金份额净值为 1.0937 元，本报告期基金份额净值增长率为 0.52%，同期业绩基准收益率为 0.04%。

4.6 报告期内基金持有人数或基金资产净值预警说明

无。

§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	1,604,551,208.84	99.85

	其中：债券	1,604,551,208.84	99.85
	资产支持证券	-	-
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	2,333,217.42	0.15
8	其他资产	36,018.64	0.00
9	合计	1,606,920,444.90	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

无。

5.2.2 报告期末按行业分类的港股通投资股票投资组合

无。

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

无。

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	661,460,312.89	50.26
	其中：政策性金融债	311,734,126.03	23.69
4	企业债券	135,342,038.36	10.28
5	企业短期融资券	212,282,871.24	16.13
6	中期票据	575,489,278.61	43.73
7	可转债（可交换债）	-	-
8	同业存单	19,976,707.74	1.52
9	其他	-	-
10	合计	1,604,551,208.84	121.93

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	250401	25 农发 01	700,000	70,807,742.47	5.38
2	250202	25 国开 02	600,000	60,490,701.37	4.60
3	250403	25 农发 03	600,000	60,406,980.82	4.59

4	240313	24 进出 13	600,000	60,349,972.60	4.59
5	250220	25 国开 20	600,000	59,678,728.77	4.53

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

无。

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

无。

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

无。

5.9 报告期末本基金投资的国债期货交易情况说明

5.9.1 本期国债期货投资政策

本基金本报告期末未投资国债期货。

5.9.2 报告期末本基金投资的国债期货持仓和损益明细

无。

5.9.3 本期国债期货投资评价

本基金本报告期末未投资国债期货。

5.10 投资组合报告附注

5.10.1 本基金投资的前十名证券的发行主体本期是否出现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

本基金投资的广西贵港市城市投资发展集团有限公司、国家开发银行、杭州联合农村商业银行股份有限公司、中国进出口银行、中国农业发展银行本期出现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。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。

5.10.2 基金投资的前十名股票是否超出基金合同规定的备选股票库

本基金本报告期末未持有股票。

5.10.3 其他资产构成

序号	名称	金额（元）
----	----	-------

1	存出保证金	11,149.08
2	应收证券清算款	—
3	应收股利	—
4	应收利息	—
5	应收申购款	24,869.56
6	其他应收款	—
7	其他	—
8	合计	36,018.64

5.10.4 报告期末持有的处于转股期的可转换债券明细

无。

5.10.5 报告期末前十名股票中存在流通受限情况的说明

无。

5.10.6 投资组合报告附注的其他文字描述部分

由于四舍五入原因，分项之和与合计可能有尾差。

§6 开放式基金份额变动

单位：份

项目	恒生前海恒扬纯债 A	恒生前海恒扬纯债 C
报告期期初基金份额总额	1,173,401,556.36	6,077,391.77
报告期期间基金总申购份额	1,422,966.44	306,470.72
减:报告期期间基金总赎回份额	1,443,759.15	1,224,533.10
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	1,173,380,763.65	5,159,329.39

§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

无。

7.2 基金管理人运用固有资金投资本基金交易明细

无。

§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% 的时间区间	期初份额	申购份额	赎回份额	持有份额	份额占比 (%)
机构	1	20251001-20251231	1,158,541,128.24	0.00	0.00	1,158,541,128.24	98.3031
产品特有风险							
本基金本报告期内有单一投资者持有基金份额比例达到或超过 20%的情况发生。							

8.2 影响投资者决策的其他重要信息

本报告期内，本基金管理人及本基金无影响投资者决策的其他重要信息。

§9 备查文件目录

9.1 备查文件目录

- (1) 中国证券监督管理委员会批准恒生前海恒扬纯债债券型证券投资基金设立的文件
- (2) 恒生前海恒扬纯债债券型证券投资基金基金合同
- (3) 恒生前海恒扬纯债债券型证券投资基金托管协议
- (4) 基金管理人业务资格批件、营业执照
- (5) 报告期内恒生前海恒扬纯债债券型证券投资基金在指定媒介上披露的各项公告

9.2 存放地点

基金管理人和基金托管人住所。

9.3 查阅方式

投资者可在营业时间免费查阅，也可按工本费购买复印件。

投资者对本报告书如有疑问，可咨询本基金管理人恒生前海基金管理有限公司客户服务热线：400-620-6608，或可登录基金管理人网站 www.hsqhfund.com 查阅详情。

恒生前海基金管理有限公司

2026 年 1 月 22 日