

见微知著：从固收+的定量困境到特色组合构建

——基金研究系列之十八

报告日期：2024-9-23

主要观点：

“固收+”产品以债券为安全垫，通过风险资产的灵活配置增强收益，比纯债基金更具弹性和敏锐度，是当前环境下投资者资产配置的一个选择。本篇报告分析了量化方法在筛选固收+基金时面临的一些困境以及解决办法，并从实际需求出发构造了一些特色固收+组合。

分析师：严佳炜

执业证书号：S0010520070001

邮箱：yanjw@hazq.com

分析师：钱静闲

执业证书号：S0010522090002

邮箱：qianjx@hazq.com

● 见微知著：固收+基金能力拆分与延续性分析

首先，固收+基金最为重要的是资产配置能力，本文介绍了一种直观的衡量固收+资产配置能力的方法，重点关注在极端市场行情下的表现，发现低风险固收+择时频率低，加仓胜率高，固收+基金整体择时能力尤其是**加仓能力延续性比较强**。

其次，从 Campisi 模型出发，基于定期报告的维度与基于净值的维度，拆分了固收+基金的收益来源，并解释了两者的内在联系，测试各收益来源的持续性，发现**权益部分投资能力、债券的收入效应、债券的券种选择能力**均有不错的持续性。另外，我们还补充了可能影响固收+业绩的一些风格标签指标。

相关报告

1.《基金 Alpha 改进论：探寻无法复刻的投资艺术》2024-03-16

2.《买卖之间的心理迷思：处置效应下基金经理的行为模式》2023-09-14

3.《小荷才露尖尖角：黑马基金经理如何挖掘？》2023-06-11

4.《基民收益启示录：寻找低落落差感基金》2023-03-12

5.《寻找基金经理中的“稀缺基因”》2022-11-24

6.《FOF 弹性与收益增厚：聚焦赛道 ETF 轮动》2022-9-13

7.《FOF 赋能绝对收益：基金组合构建实战（下）》2022-7-29

8.《FOF 赋能绝对收益：基金组合构建实战（上）》2022-5-29

● 从实际需求出发优选固收+基金

价值资产与债券资产天然负相关，价值型固收+是主流产品，适合追求收益回撤比的低风险投资者，构造时主要选择中低风险的“深度价值”、“质量价值”风格固收+，剔除一些重要风险项，并分项把握收益来源，例如可以选择高收入效应收益的基金，2017 年以来，价值型固收+年化收益 5.11%，Calmar2.08。

均衡风格的固收+能够穿越资产的牛熊与风格的转变，适合作为底仓配置，筛选时要求同时满足仓位均衡、风格均衡、行业均衡、收益来源均衡，均衡型固收+年化收益 5.96%，Calmar 比率 1.67。

由于价值等风格天然存在收益上限，固收+成长适合追求更高的收益目标的投资者，筛选风险等级为中、高风险的“积极成长”或“黑马成长”风格固收+，并要求其对权益部分有较强的波动管理能力与一定的止盈止损能力，成长型固收+年化收益 5.02%，Calmar0.59。

● 风险提示

本文结论基于基金的历史持仓与净值数据进行分析，不构成任何投资建议。基金的历史收益、历史风格偏好、历史持股特征不代表未来，本报告数据仅供参考。

正文目录

1	引言	5
2	固收+基金分析框架	8
2.1	固收+自上而下的资产配置能力	8
2.1.1	资产配置策略的划分	8
2.1.2	衡量固收+基金的择时能力	11
2.2	见微知著：固收+的收益来源	15
2.2.1	基于定期报告拆分收益	17
2.2.2	基于基金净值拆分收益	21
2.2.3	收益来源中哪些更加重要？	23
2.2.4	哪些能力能够稳定延续？	25
2.3	固收+基金风格标签的影响	26
2.3.1	权益部分风格标签	26
2.3.2	债券部分风格标签	30
3	固收+基金的优选	32
3.1	内部天然对冲的组合：价值型固收+	32
3.2	满足多重均衡的固收+	35
3.3	特立独行组合：成长型固收+	37
3.4	量化固收+：长期业绩优异	39
4	总结	42
	风险提示：	42

图表目录

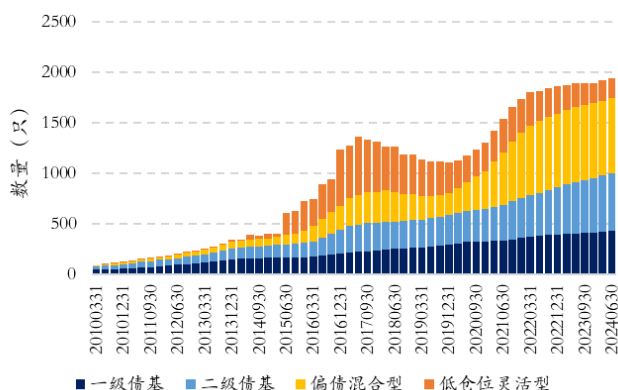
图表 1 固收+基金的数量变化情况	5
图表 2 固收+基金的规模变化情况	5
图表 3 固收+基金可投资资产与收益增厚的途径	5
图表 4 固收+基金平均股票仓位	6
图表 5 固收+基金平均转债仓位	6
图表 6 纯债基金&固收+基金收益分位数对比	6
图表 7 常见选基因子在固收+基金的效果	7
图表 8 简单动量策略构造固收+组合存在问题	8
图表 9 固收+基金的资产配置策略	9
图表 10 固收+基金股票配置策略分布	9
图表 11 固收+基金转债配置策略分布	9
图表 12 固收+的资产配置策略与规模有一定关系	10
图表 13 多数固收+：固定的权益中枢+适度的转债择时	10
图表 14 不同资产配置策略的基金业绩	11
图表 15 不同资产配置策略的基金业绩（分年份）	11
图表 16 沪深 300 指数与涨跌幅较大的时间	12
图表 17 沪深 300 周度收益率分布	12
图表 18 某基金的估测择时情况	13
图表 19 哪些固收+基金的择时能力较强	13
图表 20 不同风险等级基金的择时胜率	14
图表 21 示意图：测算基金择时能力的延续性	14
图表 22 择时频率与择时胜率的延续性	15
图表 23 加仓胜率与减仓胜率的延续性	15
图表 24 CAMPISI 模型：基于持仓归因 VS 基于净值归因	16
图表 25 基金定期报告中披露的重要数据	16
图表 26 计算基金 A 的收入效应和资本利得效应	17
图表 27 基金 A 披露的利率风险的敏感性分析	18
图表 28 计算基金 A 的国债效应	18
图表 29 基金 A 披露的信用评级情况	19
图表 30 计算基金 A 的利差效应	19
图表 31 固收+基金在 2024H1 收益拆分的准确度	20
图表 32 固收+基金收益来源情况——基于定期报告拆分	21
图表 33 固收+多因子模型加入的因子列表	22
图表 34 固收+基金多因子模型拟合度（2024H1）	22
图表 35 固收+基金年化 ALPHA 分布（2024H1）	22
图表 36 固收+基金收益来源情况——基于净值拆分	23
图表 37 固收+基金收益来源的重要性——权益牛市中（2019~2021）	24
图表 38 固收+基金收益来源的重要性——权益熊市中（2022~2024）	24
图表 39 固收+基金原始净值与静态股票模拟净值构成的业绩因子的选基效果对比	25
图表 40 固收+基金收益来源的延续性（2017 至今）	25
图表 41 权益部分持仓偏好标签	26

图表 42 固收+基金行业配置情况	27
图表 43 固收+基金风格配置情况	28
图表 44 权益部分交易偏好标签	28
图表 45 换手率对业绩的影响（净值曲线）	29
图表 46 换手率对业绩的影响（分年度收益）	29
图表 47 止盈能力对业绩的影响	29
图表 48 止损能力对业绩的影响	29
图表 49 衡量买入方向	30
图表 50 衡量卖出方向	30
图表 51 固收+基金买入方向统计	30
图表 52 固收+基金卖出方向统计	30
图表 53 债券部分标签	31
图表 54 固收+在债券部分的配置情况总结	31
图表 55 价值与债券资产的相关性长期低于成长与债券资产	33
图表 56 价值型固收+组合分年度收益	34
图表 57 价值型固收+组合长期表现良好	34
图表 58 价值型固收+组合最新持仓	35
图表 59 理想的均衡基金需要满足的条件	35
图表 60 均衡型固收+组合分年度收益	36
图表 61 均衡型固收+组合长期表现良好	37
图表 62 均衡型固收+组合最新持仓	37
图表 63 成长型固收+组合分年度收益	38
图表 64 成长型固收+组合长期表现良好	38
图表 65 成长型固收+组合最新持仓	39
图表 66 固收+基金经理管理背景	39
图表 67 不同管理背景固收+的收益情况	40
图表 68 权益投资部分类指增的量化固收+	40
图表 69 过去一年正收益的量化固收+	41

1 引言

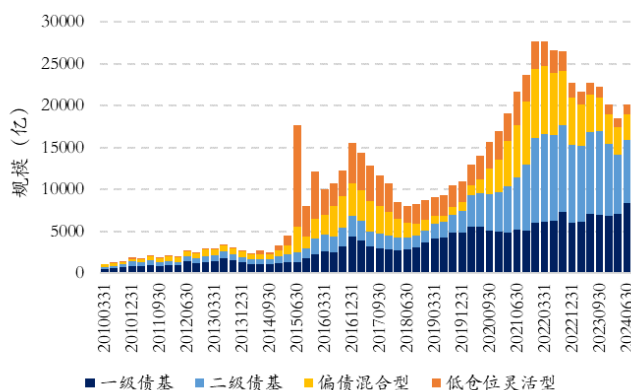
随着市场长周期利率的持续下行，市场呈现资产荒的格局，固收+投资者陷入安全与收益两难的境地，“固收+”产品以债券作为安全垫，通过其他风险资产的灵活配置增强收益，分散风险，比纯债基金更具弹性和敏锐度，也能够增厚收益，是当前环境下投资者资产配置的一个选择。2019 年开始，随着权益基金的业绩爆发，固收+也迎来了规模的爆发。通常含义上的“固收+”包括一级债基、二级债基、偏债混合型、低仓位灵活配置型产品，截至 2024Q2，固收+产品的数量达到接近 2000 只，规模超过 2 万亿。

图表 1 固收+基金的数量变化情况



资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

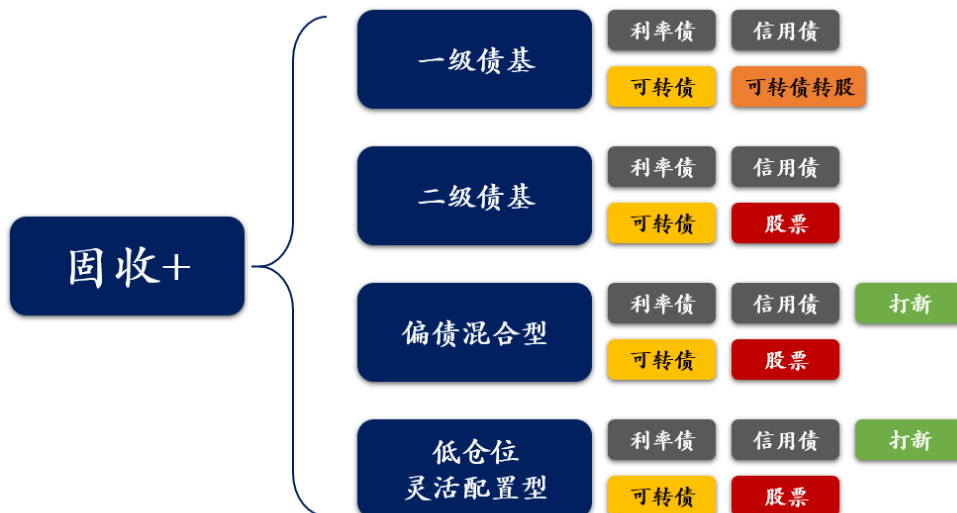
图表 2 固收+基金的规模变化情况



资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

固收+基金由于其产品合同的限制，可以投资的资产范围也不尽相同，总结来看，固收+可投资资产与收益增厚的途径如图表 3 所示。

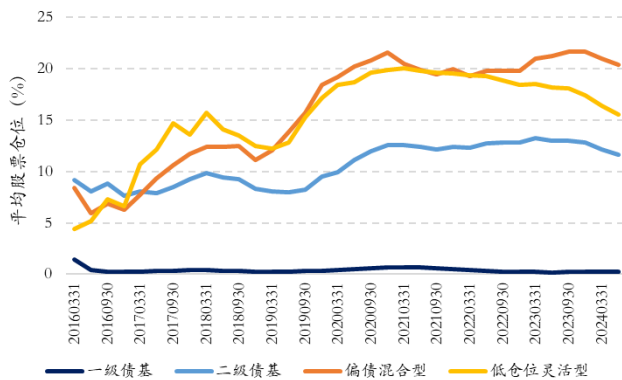
图表 3 固收+基金可投资资产与收益增厚的途径



资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

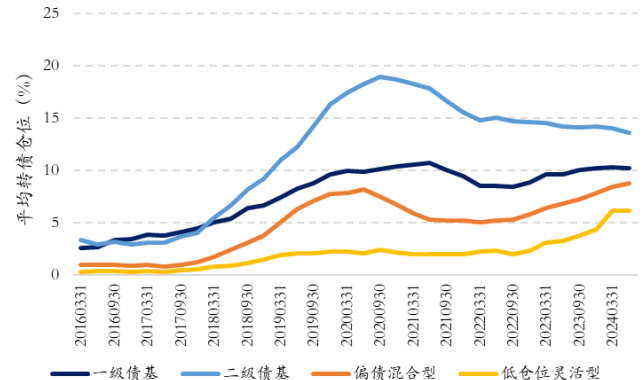
二级债基一般的股票仓位上限为 20%，而偏债混合型基金与低仓位灵活配置型基金属于混合型基金，设置的股票仓位上限通常更高，因此偏债混合型基金与灵活配置型基金多通过投资股票的方式增厚收益，而二级债基虽然也能够投资股票，但其对可转债的投资是四类中最高的，一级债基无法直接投资股票，其收益增厚主要通过投资转债。

图表 4 固收+基金平均股票仓位



资料来源: wind 资讯, 华安证券研究所

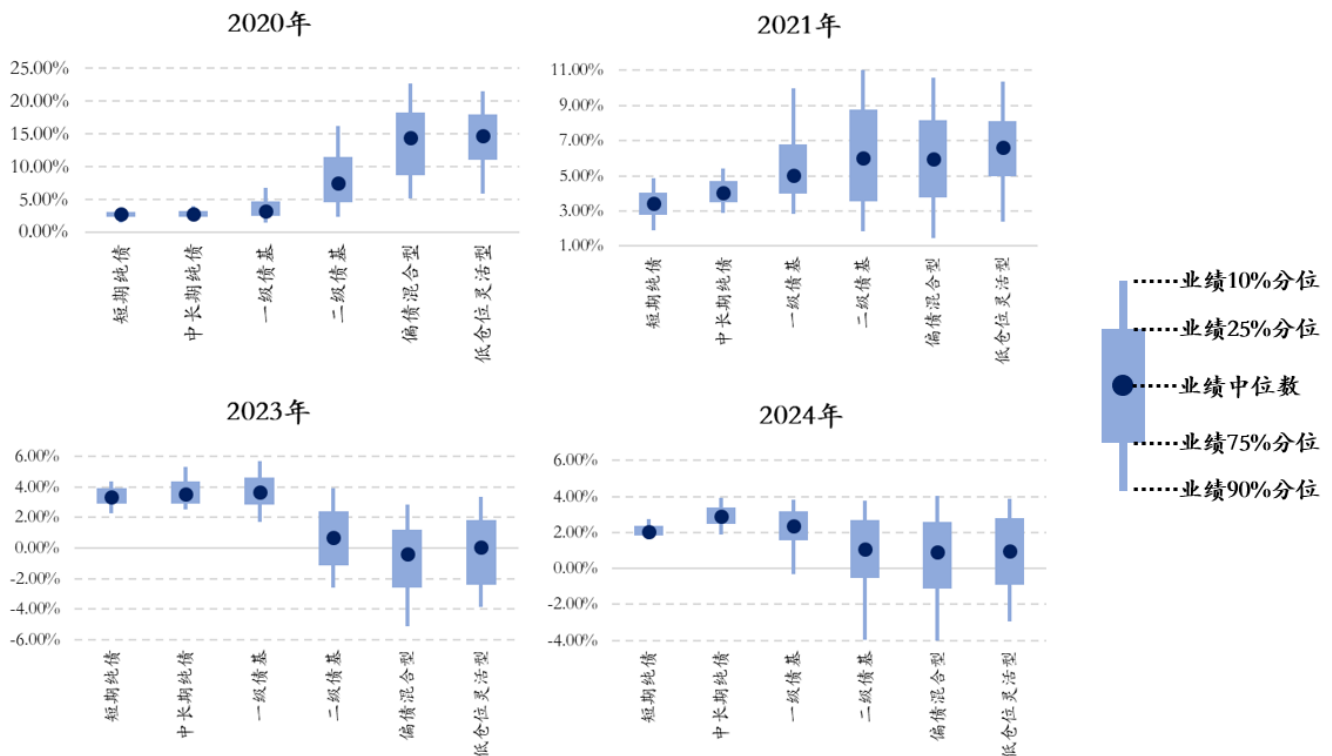
图表 5 固收+基金平均转债仓位



资料来源: wind 资讯, 华安证券研究所

固收+基金与纯债基金过去四年分年度的收益分位数如图表 6 所示, 2020 年, 由于权益牛市, 固收+基金排名 75%分位数的基金业绩基本能超过纯债类基金排名前 10%的基金业绩, 体现了固收+基金收益向上的潜力空间, 2021 年, 固收+基金业绩排名也整体超过纯债类基金。2023~2024 的权益熊市中, 固收+基金的下限被明显拉低, 但收益分化度仍在, 可以看到今年排名前 10%的固收+基金业绩与排名前 10%的纯债类基金业绩水平是基本持平的, 在权益熊市中, 仍有固收+基金保持了不错的收益增厚能力。

图表 6 纯债基金&固收+基金收益分位数对比



注: 2024 年数据截止 2024/8/30

资料来源: wind 资讯, 华安证券研究所

固收+基金通常至少含有股、债两种资产, 收益来源多样, 相比于纯权益基金或是纯债基金, 业绩评价的难度更大, 选择优秀基金的难度也要高于前两类, 首先, 我们尝试纯定量方法选择固收+基金的效果, 如图表 7 所示, 测试常见的选基类因子在

固收+基金中的业绩预测效果。

图表 7 常见选基因子在固收+基金的效果

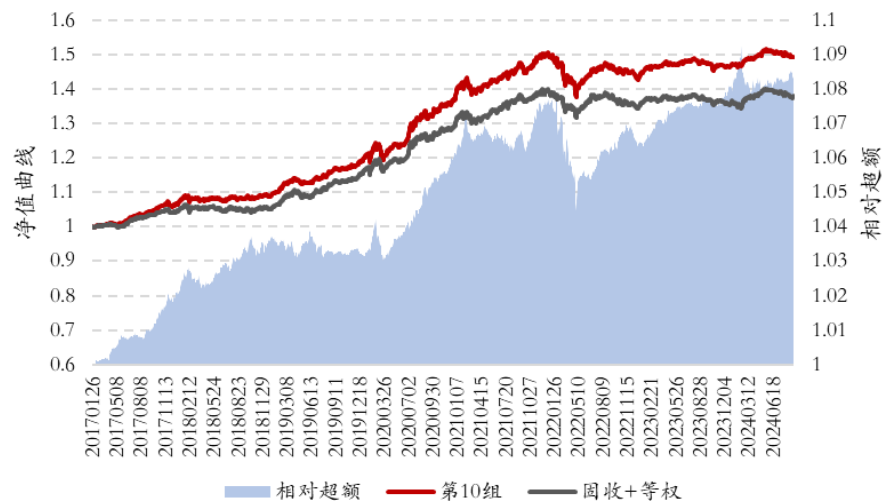
分类	因子名称	IC均值	ICIR	多空收益	按因子排序分组构建组合									
					1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
过去 一年 业绩 数据	收益率	15.4%	0.94	2.8%	2.4%	3.1%	3.3%	3.5%	4.3%	4.8%	5.6%	5.6%	5.5%	5.3%
	周度波动率	-3.5%	-0.15	0.5%	3.6%	4.2%	4.4%	4.4%	4.7%	4.4%	4.3%	4.2%	4.9%	4.1%
	夏普	12.6%	0.67	1.4%	3.0%	3.7%	4.2%	4.3%	4.5%	4.4%	4.8%	5.2%	4.9%	4.6%
	信息比率（相对中证全债）	12.8%	1.10	2.8%	2.6%	3.3%	4.0%	3.9%	4.0%	4.3%	4.8%	5.4%	5.7%	5.4%
	最大回撤	-8.1%	-0.38	-0.4%	4.1%	4.6%	4.8%	4.4%	4.5%	4.3%	4.4%	4.4%	3.8%	4.0%
	Calmar	12.7%	0.70	1.5%	2.8%	3.5%	4.4%	4.3%	4.7%	4.5%	4.4%	5.0%	5.2%	4.5%
	周度胜率（相对中证全债）	11.6%	1.21	2.7%	3.1%	3.3%	3.8%	3.9%	4.0%	4.4%	4.8%	4.8%	5.4%	5.8%
	周度正收益概率	10.6%	0.62	1.3%	3.1%	4.0%	4.0%	4.0%	4.3%	4.7%	4.8%	4.9%	4.9%	4.5%
	持有一年平均收益	9.2%	0.66	2.7%	2.8%	3.5%	3.6%	4.0%	4.0%	4.2%	4.7%	5.4%	5.3%	5.5%
过去 两年 业绩 数据	创新高能力	9.4%	0.53	0.5%	3.9%	4.1%	4.3%	4.1%	4.6%	5.0%	4.8%	5.1%	4.9%	4.5%
	收益率	10.0%	0.72	2.4%	2.8%	3.3%	3.8%	4.2%	4.6%	4.2%	4.7%	5.1%	5.1%	5.3%
	周度波动率	-4.0%	-0.20	0.4%	3.6%	4.4%	4.6%	4.7%	4.5%	4.3%	4.3%	4.4%	4.3%	3.9%
	夏普	8.3%	0.48	0.5%	3.4%	4.2%	4.2%	3.8%	4.4%	4.7%	4.7%	4.6%	4.8%	4.2%
	信息比率（相对中证全债）	8.6%	0.88	2.1%	2.9%	3.6%	4.1%	4.3%	4.3%	4.4%	4.6%	4.8%	4.8%	5.0%
	最大回撤	-6.6%	-0.35	0.1%	4.1%	4.5%	4.6%	4.7%	4.3%	4.3%	4.2%	4.0%	3.9%	4.1%
	Calmar	9.0%	0.53	0.8%	3.5%	4.2%	4.2%	4.0%	3.7%	4.6%	4.7%	4.8%	4.7%	4.4%
	周度胜率（相对中证全债）	8.1%	1.03	2.2%	3.3%	3.9%	3.8%	4.1%	4.0%	4.2%	4.7%	5.0%	4.8%	5.5%
	周度正收益概率	7.4%	0.46	0.4%	3.6%	3.8%	4.2%	4.1%	4.6%	4.7%	5.0%	4.7%	4.8%	4.2%
交易 能力	持有一年平均收益	5.8%	0.49	1.2%	3.4%	3.6%	3.8%	4.0%	4.1%	4.3%	4.3%	4.4%	5.1%	4.6%
	创新高能力	6.7%	0.41	0.0%	4.3%	4.0%	4.1%	4.2%	4.7%	4.5%	4.7%	4.7%	4.7%	4.5%
其他	过去一年交易收益率	9.0%	0.60	1.9%	3.0%	3.9%	4.2%	4.0%	4.3%	4.4%	4.8%	4.6%	5.2%	5.0%
	过去一年交易曲线夏普	6.1%	0.66	1.4%	3.2%	4.2%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	5.1%	5.1%	4.7%
	基金规模	-3.8%	-0.57	1.2%	4.2%	4.7%	4.9%	5.0%	4.7%	4.8%	4.4%	4.1%	3.4%	3.0%
	基金份额	-3.7%	-0.52	1.2%	4.3%	4.8%	4.7%	5.2%	4.4%	5.0%	4.5%	4.1%	3.3%	3.1%
	换手率	-9.1%	-1.16	1.4%	4.8%	4.7%	5.2%	4.7%	4.4%	4.2%	3.9%	4.1%	4.0%	3.4%
	机构投资者比例	8.2%	1.37	1.1%	4.0%	3.6%	3.7%	4.6%	4.1%	4.4%	4.2%	4.7%	5.0%	5.2%
	基金公司员工自购比例	-0.5%	-0.12	0.8%	3.9%	4.6%	4.6%	4.8%	4.5%	4.6%	4.1%	4.0%	4.4%	4.7%
	基金公司自购比例	0.3%	0.04	0.2%	3.5%	3.8%	3.6%	4.1%	4.2%	5.0%	4.8%	4.3%	3.6%	3.3%

注：回测期：2017~2024 年 8 月，每季度（1、4、7、10 月底）调仓，表中 IC 均值为季度 IC 均值，ICIR 已年化，每季度调整固收+组合可能换手率很高，此处仅作简单测试观察因子效果。

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

可以看到固收+基金原始的一年期收益率 IC 均值高达 15.4%，似乎有不错的选基效果，但 ICIR 较低，仅 0.94，固收+基金的业绩虽然有不错的持续能力，但在实践中，若简单地根据业绩类因子构造固收+组合存在很大的问题，如图表 8 所示，每季度选择过去一年收益率最高的固收+基金（第 10 组）等权配置 FOF 组合，与基准（所有固收+基金等权配置）的净值对比如图所示。

图表 8 简单动量策略构造固收+组合存在问题



资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

虽然组合长期超额为正，但历史相对收益出现了几次比较大的回撤，从中长期看，债市牛长熊短，与股市有很大的不同，在债牛的行情中，基金经理可以通过拉长久期，加高杠杆来增厚收益，部分债券尾部风险较高，在不违约的情况下，通过大幅度地信用下沉，基金经理可能做出一条非常漂亮的净值曲线，即使我们加入了更长考核期的指标（例如两年收益率等）也无法捕捉这些风险，并不会使得选基效果更好。固收+基金收益来源构成复杂，风险点也不会体现在净值曲线中，识别这些收益来源并判断其延续性非常重要。

从另一个角度看，固收+基金的评价是绝对收益评价框架下的，与权益基金的相对业绩评价体系显著不同，因此相对于基准（所有固收+基金等权）做出超额，似乎并不是一个具有吸引力的答案，从需求的角度来说，我们可能更需要一个收益回撤比更高的组合（例如 Calmar 达到 2 以上），因此定量的 IC 与多空收益评价体系存在局限性，需要更多的内容来补充。

因此，本篇报告主要分为两个部分，一方面，固收+基金的收益拆分方法与其持续性分析是必要的，另一方面，根据实际需求出发也需要构造一些特色的固收+组合。

2 固收+基金分析框架

2.1 固收+自上而下的资产配置能力

作为增厚收益最主要的来源，风险资产的配置是固收+基金的核心，也是影响固收+基金业绩最重要的方面。

2.1.1 资产配置策略的划分

首先，根据固收+基金所配置的风险仓位的中枢范围将其划分为低风险、中风险、高风险固收+，接着根据其权益、转债的仓位以及波动情况划分具体的股票配置策略与转债配置策略，具体规则如图表 9 所示。

图9 固收+基金的资产配置策略

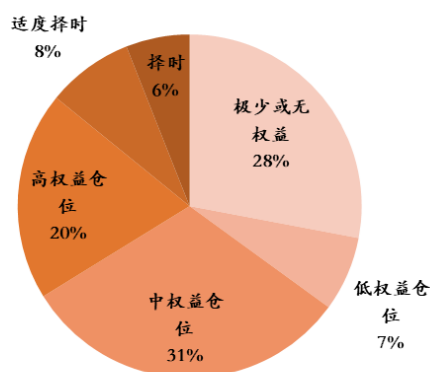
标签类型	标签名称	标签选项	满足条件	备注
资产配置策略	风险等级	高风险固收+	过去4期风险仓位20%以上	风险仓位=权益仓位+50%×转债仓位，根据过去四季度计算平均值
		中风险固收+	过去4期风险仓位介于10%~20%	
		低风险固收+	过去4期风险仓位10%以下	
	股票配置策略	高权益仓位	多数期（3/4及以上）权益仓位≥20%	根据过去四期季报测算，采用分档容错法
		中权益仓位	多数期（3/4及以上）权益仓位介于10%~20%之间	
		低权益仓位	多数期（3/4及以上）权益仓位介于2.5%~10%之间	
		极少或无权益	多数期（3/4及以上）权益仓位<2.5%以下	
		适度择时	不满足前述条件，且最高仓位与最低仓位仅差一档	
		择时	不满足前述条件，且最高仓位与最低仓位差距在2档及以上	
	转债配置策略	高转债仓位	多数期（3/4及以上）转债仓位≥40%	根据过去四期季报测算，采用分档容错法
		中转债仓位	多数期（3/4及以上）转债仓位介于20%~40%	
		低转债仓位	多数期（3/4及以上）转债仓位介于5%~20%之间	
		极少或无转债	多数期（3/4及以上）转债仓位<5%	
		适度转债择时	不满足前述条件，且最高仓位与最低仓位仅差一档	
		转债择时	不满足前述条件，且最高仓位与最低仓位差距在2档及以上	

注：多数期（3/4及以上）表示4期中至少满足3期。

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

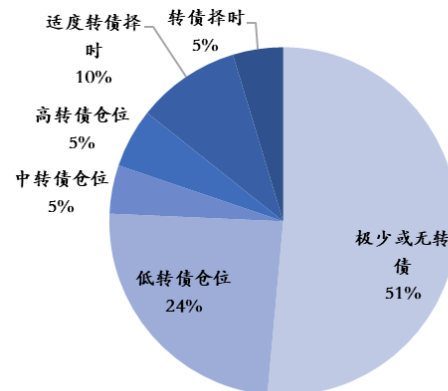
根据 2024Q2 测得的数据，多数固收+基金会锚定一个合适的权益仓位区间，如图表 10 所示，极少或无权益的固收+基金（多数为一级债基）占比 28%，低、中、高权益仓位的固收+基金分别占比 7%、31%、20%，适度择时、择时的基金仅占据 8%、6%。从转债配置策略来看，固收+基金配置转债仓位为中、高的占比仅 5%、5%，多数固收+配置转债较少，但有部分会参与转债择时。

图表 10 固收+基金股票配置策略分布



资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

图表 11 固收+基金转债配置策略分布



资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

固收+基金选择的股票配置策略也与规模有一定的关系，规模越小，基金采取极少权益仓位策略的概率越低，偏好择时的概率越大，在规模超过 20 亿的样本中，基金采取择时策略的非常少。

图表 12 固收+的资产配置策略与规模有一定关系

规模范围	>50亿	20~50亿	5~20亿	2~5亿	<2亿
极少或无权益	47.5%	56.7%	40.4%	22.4%	15.5%
低权益仓位	7.5%	1.8%	6.6%	9.1%	7.8%
中权益仓位	35.0%	29.3%	28.8%	30.9%	32.4%
高权益仓位	6.3%	6.7%	16.7%	24.5%	23.1%
适度择时	2.5%	4.3%	5.3%	7.9%	11.1%
择时	1.3%	1.2%	2.1%	5.2%	10.0%

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

股票配置策略与转债配置策略的搭配情况如图表 13 所示，多数固收+基金短期内会选择一个锚定的权益范围中枢，不会频繁择时，并且间歇性地参与转债投资。

图表 13 多数固收+：固定的权益中枢+适度的转债择时

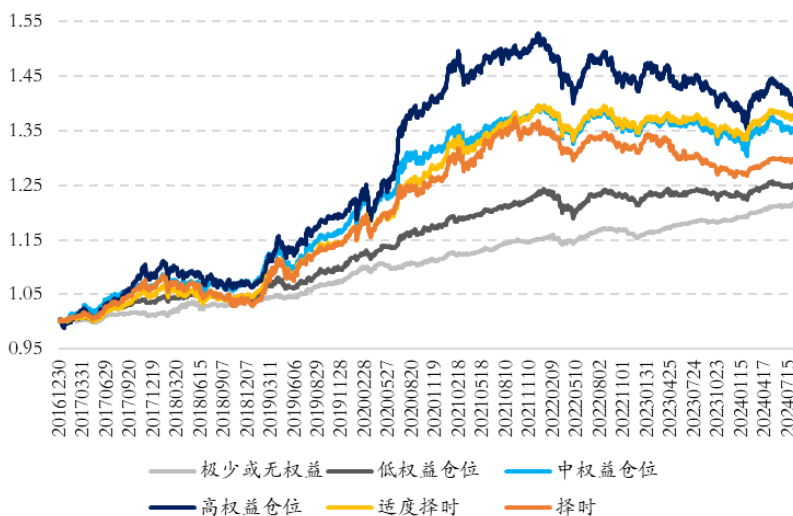
	极少或无转债	低转债仓位	中转债仓位	高转债仓位	适度转债择时	转债择时
极少或无权益	312	91	28	21	33	24
低权益仓位	73	27	7	3	16	2
中权益仓位	246	177	34	39	52	19
高权益仓位	176	97	8	26	37	14
适度择时	75	35	3	6	19	10
择时	54	14	2	5	18	16

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

根据基金不同的资产配置策略构造基金组合，每半年调整组合，相同基金经理的产品，仅选择规模最大的一只（通常优秀的基金经理产品数量更多，可能对结果造成偏差）。

不同资产配置策略的基金的业绩也有所分化，2017 年至今，高权益仓位固收+的年化收益优于低权益仓位固收+，择时基金的业绩与中权益仓位固收+接近。

图表 14 不同资产配置策略的基金业绩



注：2024 年数据截止 2024/8/30

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

但分年度来看，近五年来，“适度择时”的基金业绩每年均优于中权益仓位的基金，可见择时虽难，仍有一定的必要性。

图表 15 不同资产配置策略的基金业绩（分年份）

年份	极少或无权益	低权益仓位	中权益仓位	高权益仓位	适度择时	择时
2017	1.23%	3.71%	6.66%	8.60%	5.14%	6.72%
2018	2.19%	0.33%	-0.02%	-2.04%	-0.42%	-3.38%
2019	4.93%	7.22%	11.38%	14.01%	11.07%	12.83%
2020	3.36%	6.28%	12.37%	19.03%	12.67%	9.92%
2021	2.81%	4.79%	4.49%	5.20%	6.60%	5.93%
2022	0.31%	-1.97%	-3.34%	-5.68%	-3.02%	-2.98%
2023	2.98%	1.56%	-0.32%	-2.16%	-0.20%	-2.98%
2024	1.76%	0.51%	-0.06%	-0.63%	0.92%	0.98%
整体	2.55%	2.89%	3.94%	4.44%	4.15%	3.37%

注：2024 年数据截止 2024/8/30

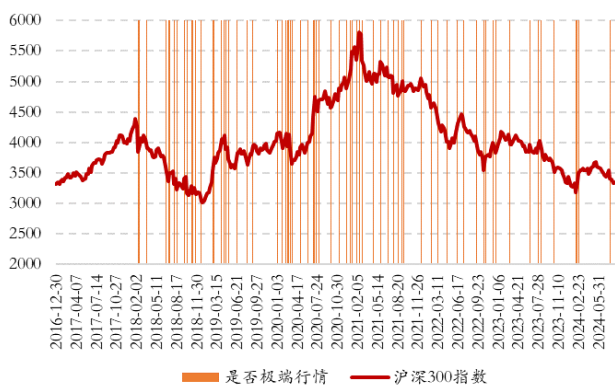
资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

2.1.2 衡量固收+基金的择时能力

为了更高频、更科学地衡量基金的择时能力，基于固收+基金的季度仓位以及基金净值数据进行分析，重点关注在极端市场行情下的表现。测算方法如下：

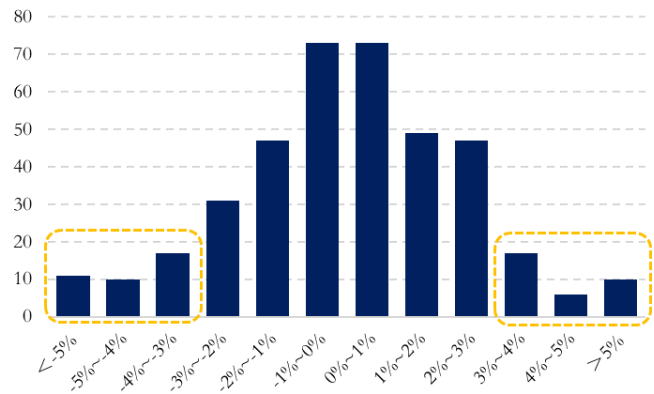
1、选取指数（000300.SH）周度收益率绝对值大于 3% 的时间段，将其定义为单边上涨或单边下跌的市场行情，即极端行情，周度极端行情发生的时间在时间序列上分布基本均匀，如图表 16 所示，根据测算，2017 年至今，周度收益率大于 3% 的周数占全部周的 8.44%，周度收益率小于 -3% 的周数占全部周的 9.72%，如图表 17 所示。

图表 16 沪深 300 指数与涨跌幅较大的时间



资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

图表 17 沪深 300 周度收益率分布



资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

2、根据基金每一期披露的季度仓位，测算在该仓位下基金的周度模拟收益（仓位 × 周度收益率）。

3、将基金周度实际收益率减去基金周度模拟收益率，当差值比较大时，推测基金在附近时间段进行了较大幅度的仓位调整，定义为发生择时操作，因此：

将周度收益 > 3%，且模拟差值 > 0.3% 的样本定义为**加仓成功**；

将周度收益 > 3%，且模拟差值 < -0.3% 的样本定义为**减仓失败**；

将周度收益 < -3%，且模拟差值 > 0.3% 的样本定义为**减仓成功**；

将周度收益 < -3%，且模拟差值 < -0.3% 的样本定义为**加仓失败**；

将周度收益 > 3% 或 < -3%，模拟差值在 -0.3% ~ 0.3% 之间的样本定义为未发生择时（即没有大幅调整）。

为何将 0.3% 作为分界线？当沪深 300 单周收益率等于 3% 时，若固收+基金权益仓位的调整幅度超过 10%，则对净值的影响会超过 0.3%，以这个大致水平作为分界线。

4、计算概率：

择时频率 = 择时总次数 / 极端行情样本数；

择时胜率 = 择时成功 / 择时总次数；

加仓胜率 = (加仓成功) / (加仓成功 + 加仓失败)；

减仓胜率 = (减仓成功) / (减仓成功 + 减仓失败)；

图表 18 为某基金成立以来的择时情况，有 17 周市场波动较大，视为发生极端行情，披露仓位模拟收益与实际净值收益率之间差距达到 0.3% 以上的有 14 次，择时频率为 82.35%（14/17），加仓胜率为 80%（成功 4 次，失败 1 次），减仓胜率为 66.67%（成功 6 次，失败 3 次），整体择时胜率为 71.43%，择时能力非常优秀。

图表 18 某基金的估测择时情况

极端行情周	上个报告期	披露权益仓位	沪深300周度收益率	披露仓位下的估测收益率	基金真实周度收益率	超额收益率	择时情况
20220422	20220331	28%	-4.19%	-1.16%	-1.44%	-0.28%	未择时
20220610	20220331	28%	3.65%	1.01%	1.37%	0.36%	加仓成功
20220715	20220630	30%	-4.07%	-1.22%	-1.39%	-0.18%	未择时
20220916	20220630	30%	-3.94%	-1.18%	-0.85%	0.33%	减仓成功
20221028	20220930	29%	-5.39%	-1.58%	-0.82%	0.76%	减仓成功
20221104	20220930	29%	6.38%	1.88%	1.39%	-0.49%	减仓失败
20221209	20220930	29%	3.29%	0.97%	0.64%	-0.33%	减仓失败
20221223	20220930	29%	-3.19%	-0.94%	-0.59%	0.35%	减仓成功
20230310	20221231	34%	-3.96%	-1.34%	-0.35%	0.99%	减仓成功
20230616	20230331	16%	3.30%	0.54%	0.88%	0.34%	加仓成功
20230728	20230630	19%	4.47%	0.86%	0.48%	-0.38%	减仓失败
20230811	20230630	19%	-3.39%	-0.65%	-0.33%	0.32%	减仓成功
20231020	20230930	20%	-4.17%	-0.82%	-0.96%	-0.13%	未择时
20240202	20231231	20%	-4.63%	-0.92%	-1.24%	-0.32%	加仓失败
20240208	20231231	20%	5.83%	1.16%	1.53%	0.37%	加仓成功
20240223	20231231	20%	3.71%	0.74%	1.18%	0.44%	加仓成功
20240726	20240630	18%	-3.67%	-0.66%	-0.27%	0.39%	减仓成功

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

由于该指标衡量时，需要经历足够多的市场极端行情数，因此采用过去 2 年的数据测算（一共有 14 个极端周样本），最新一期，择时频率超过 50%且择时胜率最高的若干只基金如图表 19 所示。整体来看，列表中的固收+基金减仓次数超过加仓次数，2024 年的收益率比较优秀。

图表 19 哪些固收+基金的择时能力较强

基金代码	基金名称	基金经理	规模(亿)	风险等级	2024年收益率	加仓成功	加仓失败	减仓成功	减仓失败	未择时	择时频率	加仓胜率	减仓胜率	择时胜率
003495.OF	鹏华弘尚A	戴钢,刘涛	2.78	低风险固收+	6.57%	3	0	5	1	5	64%	100%	83%	89%
008025.OF	汇添富稳健增长A	胡昕炜	7.23	高风险固收+	3.19%	5	1	3	0	5	64%	83%	100%	89%
011761.OF	平安鑫瑞A	张恒	2.99	低风险固收+	3.59%	2	0	5	1	6	57%	100%	83%	88%
002690.OF	前海开源恒泽A	吴彦,叶嘉	3.59	高风险固收+	2.49%	2	1	4	0	7	50%	67%	100%	86%
009005.OF	创金合信鑫祺A	闫一帆,黄弢,郑振源	9.48	高风险固收+	-3.11%	2	1	4	0	7	50%	67%	100%	86%
001609.OF	平安鑫享A	张文平	5.03	中风险固收+	3.16%	2	2	4	0	6	57%	50%	100%	75%
009181.OF	浙商智多兴稳健回报一年持有A	胡昇	6.66	高风险固收+	1.98%	3	0	2	2	7	50%	100%	50%	71%
001249.OF	易方达新利	杨康	7.25	中风险固收+	4.07%	1	0	4	2	7	50%	100%	67%	71%
005974.OF	东方红配置精选A	孔令超	10.65	高风险固收+	3.52%	1	0	4	2	7	50%	100%	67%	71%
013231.OF	浙商智多盈A	朱靖宇,刘新正	3.88	中风险固收+	4.32%	1	0	4	2	7	50%	100%	67%	71%
010869.OF	汇添富稳健欣享一年持有	陈思行,胡奕	6.48	高风险固收+	3.04%	2	1	3	1	7	50%	67%	75%	71%
550004.OF	中信保诚三得益债券A	吴昊,杨立春	18.66	低风险固收+	3.09%	2	1	3	1	7	50%	67%	75%	71%
012138.OF	景顺长城安益回报一年持有A	邓敬东,李怡文	4.14	高风险固收+	4.52%	1	1	4	1	7	50%	50%	80%	71%
006059.OF	鹏扬泓利A	杨爱斌,张勋	17.87	高风险固收+	0.41%	0	0	5	2	7	50%		71%	71%
008232.OF	中银恒优12个月A	陈玮,武苇杭	2.25	低风险固收+	3.21%	0	0	5	2	7	50%		71%	71%
012833.OF	交银鸿信一年持有A	陈俊华,于海颖	5.10	高风险固收+	3.23%	0	0	5	2	7	50%		71%	71%
014362.OF	睿远稳进配置两年持有A	饶刚,侯振新	80.55	高风险固收+	6.53%	0	0	5	2	7	50%		71%	71%
011777.OF	易方达稳健增长A	孙松	9.00	高风险固收+	1.34%	5	3	2	0	4	71%	63%	100%	70%
014887.OF	招商安福1年定开	王娟娟	40.38	中风险固收+	0.31%	3	1	6	3	1	93%	75%	67%	69%
000142.OF	融通增强收益A	范琨,李冠岷	49.23	中风险固收+	1.96%	1	0	5	3	5	64%	100%	63%	67%
000744.OF	北信瑞丰稳定收益A	靳晓龙	30.53	低风险固收+	3.86%	1	0	5	3	5	64%	100%	63%	67%
003028.OF	安信新优选A	张明,应隽	3.34	高风险固收+	2.46%	1	0	5	3	5	64%	100%	63%	67%
009100.OF	安信稳健增利A	张翼飞	72.21	高风险固收+	1.57%	1	1	7	3	2	86%	50%	70%	67%
000406.OF	汇添富双利增强A	丁云波,邵佳民	8.31	中风险固收+	2.74%	2	1	4	2	5	64%	67%	67%	67%
008791.OF	招商安华A	侯杰,王娟娟	195.16	中风险固收+	-0.22%	2	1	4	2	5	64%	67%	67%	67%

注：列表筛选规模≥2 亿，成立时间满 2 年，择时频率≥50%，剔除重复基金经理，择时胜率最高的 25 只基金。

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

有趣的是，我们发现不同风险等级的基金，在加仓和减仓胜率上的平均表现不

太一样，以近五年数据为例（2019 年 8 月~2024 年 8 月），平均而言**低风险固收+**的择时频率最低，**加仓胜率最高，减仓胜率最低**。推测低风险固收+极度风险厌恶，参与权益市场相对比较谨慎，因此可能只在基金经理比较自信的情况下主动加仓，而中、高风险固收+的加仓胜率、减仓胜率相对更加对称。

图表 20 不同风险等级基金的择时胜率

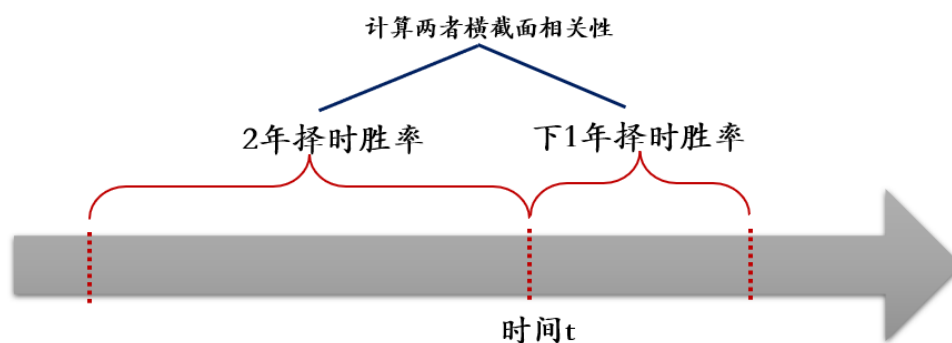
风险等级	择时频率	加仓胜率	减仓胜率	择时胜率
低风险固收+	19.4%	66.5%	47.3%	52.5%
中风险固收+	42.0%	53.9%	55.6%	55.7%
高风险固收+	52.3%	52.7%	55.3%	54.0%

注：本表统计 2019~2024 年不同风险等级基金的择时胜率。

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

为验证基金的择时能力是否可以延续，每季度末，测算前两年的固收+基金的择时频率、加仓胜率、减仓胜率、择时胜率，在横截面上计算与后一年固收+基金的胜率相关性，如图表 21 所示。

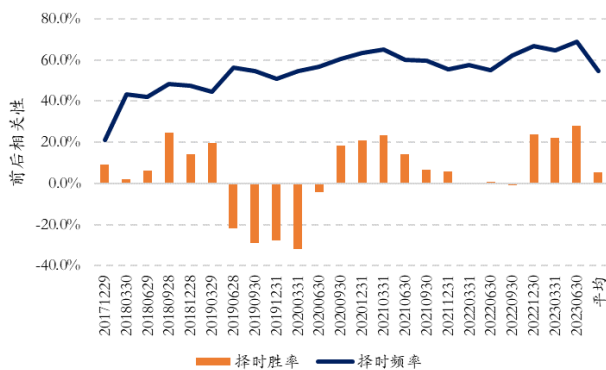
图表 21 示意图：测算基金择时能力的延续性



资料来源：华安证券研究所整理

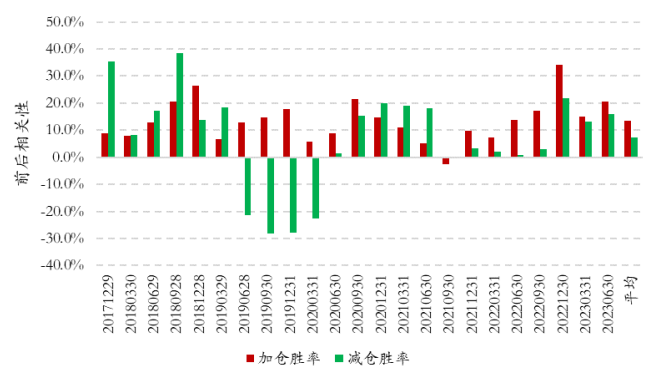
图表 22、图表 23 为相关性的结果，在每个季度都对前 2 年与后 1 年的胜率进行相关性计算，表中的每个日期即为图表 21 的时间 t，从图表 22 可以得知，择时频率的延续性（即过去择时频率与未来择时频率的相关性）是比较强的，但择时胜率可能缺乏延续性，尤其是 2019~2020 年，但当我们分拆出加仓胜率和减仓胜率后，如图表 23 所示，发现**加仓胜率延续性很强，基本全部为正相关**，减仓胜率在 2019~2020 缺乏延续性。这样的结果可能与固收+基金相比于权益基金整体风险偏好低，加仓更加谨慎有关系，这两张图说明了**固收+基金的择时能力尤其是加仓能力大概率可以持续，关注基金的历史择时能力是有必要的**。

图表 22 择时频率与择时胜率的延续性



资料来源: wind 资讯, 华安证券研究所

图表 23 加仓胜率与减仓胜率的延续性



资料来源: wind 资讯, 华安证券研究所

为何我们不直接使用基金的历史择时胜率来预测未来收益? 固收+的收入来源构成复杂, 择时带来的收益是基金总收益的一个部分, 如果使用传统 IC 预测收益的方法 (事实上这样做也有一定的 IC 效果, 此处不再罗列), 就是使用收益的一个成分预测未来总收益, 在结果上会大幅受到其他投资收益的影响。

此外, 本节在计算择时能力时, 简单地使用了沪深 300 指数收益率在极端情况下的样本, 忽略了债券部分的收益, 一方面, 周频数据下, 债市大幅波动的样本非常少, 对结果造成的影响几乎可以忽略 (我们也尝试了不忽略债券部分的收益, 本节所得到的结果基本没有影响), 另一方面, 也能够尽可能地简化计算步骤, 使得指标更加易得、容易解释。

2.2 见微知著: 固收+的收益来源

多数固收+基金由于同时配置股票、债券、转债等资产, 在业绩归因时比普通的主动权益基金或纯债基金难度更大, 原则上应该分拆各个资产类型, 再运用各资产类型的评价体系进行业绩归因,

拆分固收+基金的业绩时, 分以下几步:

1、新股收益: 根据基金对新股的获配数据, 统计每只基金在每只新股上的获配数量, 假设新股均在上市首日以成交均价卖出, 则可以计算出每只新股对每只基金的收益贡献 (元), 接着根据前后两个定期报告所披露的基金规模, 使用插值法估算每日的基金规模, 则可以估算出每只基金每日的打新收益率 (%), 由于 2019 年全面注册制试点后打新收益比较高, 2019 年前打新收益对基金的业绩影响微乎其微, 为简化计算仅统计了 2019 年后的打新收益;

2、股票投资收益: 当我们基于定期报告拆分收益来源时, 可以假设基金持有定期报告所披露的股票不变, 统计接下来一个区间的股票组合收益, 并乘以基金的权益仓位作为基金的股票投资收益贡献, 当我们基于净值法归因股票投资收益时, 可以在多因子模型中加入权益指数估算其 Beta 以及因子带来的收益率;

3、债券投资收益: Campisi 模型是固收投资组合分析中广泛使用的模型。该模型从固收基金经理投资实操出发, 将债券投资总收益分解为持有收益 (利息收入) 和由价格变动带来的资本利得收益, 并将资本利得收益进一步分解为国债效应、信用利差效应和券种选择效应, 分别反映债券投资组合久期配置、信用配置和债券选择带来的收益。

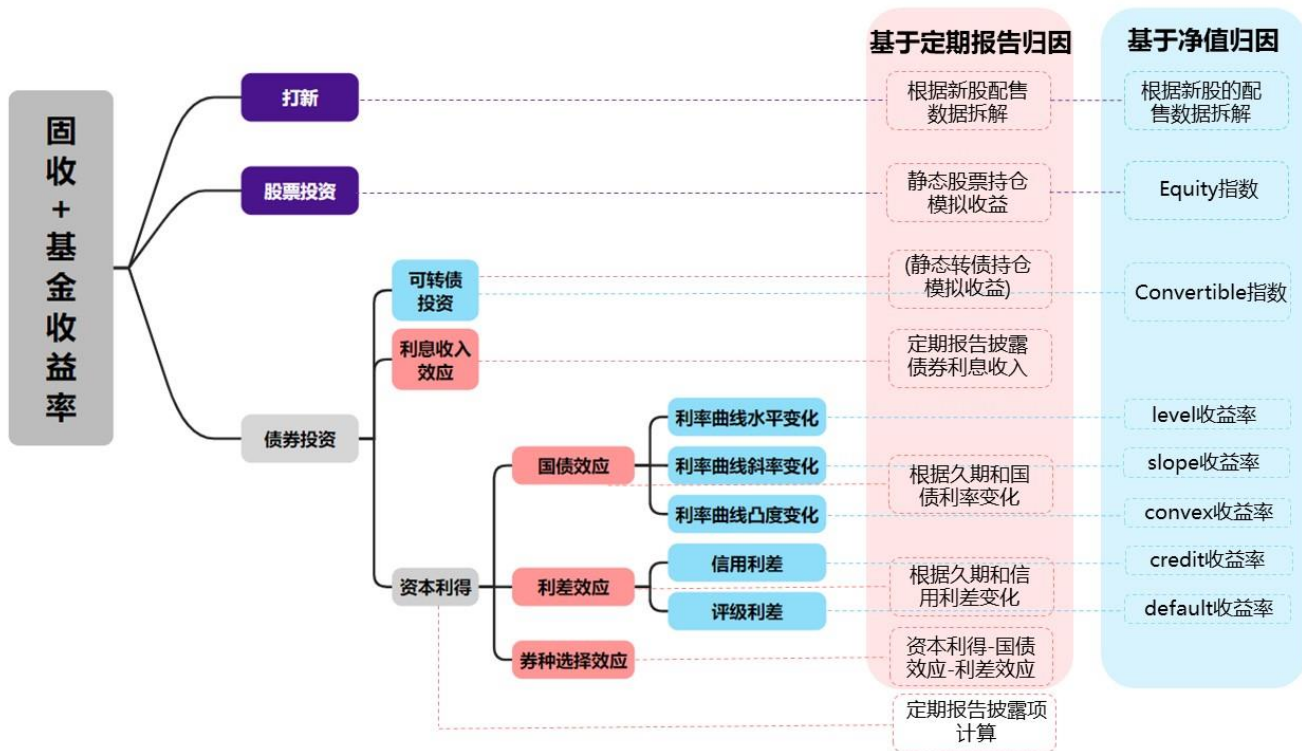
需要注意的是, 可转债也是债券, 其损益也会反应在基金财报中的债券投资损益中, 但可转债的价格波动远大于纯债, 而基金的季报以及中报/年报中会披露所有

处于转股期的可转债，因此也可以与股票采取类似的基于静态持仓的模拟方法模拟可转债的收益率，并乘以可转债的仓位计算可转债带来的收益贡献，作为拆分债券部分投资收益率的补充分析。

债券投资部分不建议采用静态持仓法模拟，因为季报和半年报/年报中均只披露前5大持仓债券(里面可能还含可转债)，这部分对整体纯债持仓的表征性比较有限。

我们可以采取基于持仓的归因法和基于净值的归因法，但实践中由于定期报告披露项目有限，两者拆分的项目无法一一对应，如图表 24 所示。

图表 24 Campisi 模型：基于持仓归因 vs 基于净值归因



资料来源：华安证券研究所整理

图表 25 基金定期报告中披露的重要数据

基金定期报告		季报	半年报/年报
披露时间		季末后15个工作日	半年报：8月底前 年报：3月底前
资产配置		✓	✓
股票	股票	前10大	全部
	股票证监会行业分类	✓	✓
债券	券种配置	✓	✓
	重仓债券	前5大	前5大
	可转债	处于转股期	处于转股期
	重仓ABS	前10大	全部
报表附注	买卖股票总成交额	×	✓
	债券投资利息、差价收入等	×	✓
	利率风险的敏感性分析	×	✓
	按信用评级列示的债券投资	×	✓*

*注：不强制披露，投资信用债的基金多数会披露。

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

2.2.1 基于定期报告拆分收益

本节介绍基于定期报告数据对固收+基金进行收益归因的具体方法，由于多数重要财务数据仅在半年报和年报中披露，且债券投资部分换手率较低，因此以半年为一个区间进行归因是可行且有参考价值的。

打新收益部分，上述方法可以直接获取每日的打新收益，因此对于区间打新收益，累计计算即可，股票投资部分，假设基金持有定期报告所披露的持仓不变，统计接下来一个区间的股票组合收益，并乘以基金的仓位作为基金的股票投资收益贡献。

债券投资占据固收+基金的重要仓位，接下来介绍其拆分收益的步骤。

1、拆分利息收入效应和资本利得效应

首先将其债券投资收益拆分为利息收入效应和资本利得效应：

$$\text{收入效应} = \frac{\text{债券利息收入}}{(\text{期初债券市值} + \text{期末债券市值}) / 2}$$

$$\text{资本利得效应} = \frac{\text{买卖债券差价收入} + \text{债券投资公允价值变动收益}}{(\text{期初债券市值} + \text{期末债券市值}) / 2}$$

如图表 26 的某基金 A 披露的数据所示，2022 中报前，利润表中按独立科目披露“债券利息收入”以及“债券投资收益”，“债券投资收益”基本可视作买卖债券的差价收入；2022 年中报后，“债券利息收入”并入“债券投资收益”，并披露“债券投资收益”的各个子项目，直接使用其中的子项目作为买卖债券差价收入即可，前后需要调节口径保持一致。

图表 26 计算基金 A 的收入效应和资本利得效应

2021 半年报		2024 半年报	
债券利息收入	0.58	不再披露，并入债券投资收益项目中	
债券投资收益	0.63	债券投资收益	2.59
无此项		债券投资收益-利息收入	0.71
无此项		债券投资收益-买卖债券差价收入	1.88
债券投资公允价值变动收益	0.77	债券投资公允价值变动收益	0.81
资本利得	1.40	资本利得	2.69
债券市值 (2020/12/31)	30.99	债券市值 (2023/12/31)	112.38
债券市值 (2021/6/30)	108.40	债券市值 (2024/6/30)	93.90
债券平均市值	69.70	债券平均市值	103.14
收入效应	0.83%	收入效应	0.69%
资本利得效应	2.01%	资本利得效应	2.61%

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

资本利得效应部分可以进一步拆分为国债效应、利差效应和券种选择效应，在这之前需要计算基金组合的平均久期。

2、计算组合平均久期

久期通过披露的利率敏感性分析部分计算：

$$\text{久期} = \frac{\text{市场利率下降} \Delta y \text{对资产净值的影响} - \text{市场利率上升} \Delta y \text{对资产净值的影响}}{2 \times \Delta y \times \text{债券市值}}$$

图表 27 基金 A 披露的利率风险的敏感性分析

6.4.13.4.1.2 利率风险的敏感性分析

假设	除市场利率以外的其他市场变量保持不变		
分析	相关风险变量的变动	对资产负债表日基金资产净值的 影响金额（单位：人民币元）	
		本期末（2024 年 6 月 30 日）	上年度末（2023 年 12 月 31 日）
	1. 市场利率下降 25 个基点	58,841,319.08	64,513,071.13
	2. 市场利率上升 25 个基点	-58,245,441.78	-63,867,056.32

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

例如基金 A 在 2024/6/30 的久期 = $(58841319.08 + 58245441.78) / (2 \times 0.25\% \times 9390246309) = 2.49$ 年，用同样的方法根据 2023 年年报测算得到其在 2023/12/31 的久期为 2.28 年，则估算得到 2024 年上半年基金的平均久期约为 2.39 年。

3、拆分国债效应

国债效应是因国债利率变动带来的组合价格变化，国债利率采用中债-国债指数到期收益率表示，由于多数基金没有久期相匹配的国债指数，因此选择久期相邻的国债指数采用插值法拟合所需久期的国债指数到期收益率。

国债效应 = -平均久期 × (期末国债到期收益率 - 期初国债到期收益率)

图表 28 计算基金 A 的国债效应

	时间	2年期	3年期	基金平均久期：2.39年
国债到期 收益率(%)	2023/12/31	2.21	2.29	插值法计算
	2024/6/30	1.63	1.80	
期末国债收益率-期初国债收益率(%)				-0.54
国债效应(%)				1.30

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

如图表 28 所示，基金 A 在 2024 年上半年的国债效应 = $-2.39 \times (1.70\% - 2.24\%) = 1.30\%$ 。国债效应的含义是：区间内国债到期收益率下降导致国债价格升高，为组合贡献了 1.30% 的收益。

4、计算不同信用评级的投资比例

拆分利差效应前，需要先计算高评级信用债与低评级信用债的比例：

评级债券市值 = $\text{sum}(\text{短期评级A} - 1, \text{短期评级A} - 1 \text{ 以下}, \text{长期评级AAA}, \text{长期评级AAA 以下})$

高评级信用债比例 = $\frac{\text{短期评级A} - 1 + \text{长期评级AAA}}{\text{评级债券市值}}$

低评级信用债比例 = $\frac{\text{短期评级A} - 1 \text{ 以下} + \text{长期评级AAA 以下}}{\text{评级债券市值}}$

图表 29 基金 A 披露的信用评级情况

6.4.13.2.1 按短期信用评级列示的债券投资

单位：人民币元

短期信用评级	本期末 2024 年 6 月 30 日	上年度末 2023 年 12 月 31 日
A-1	-	-
A-1 以下	-	-
未评级	135,436,125.54	-
合计	135,436,125.54	-

6.4.13.2.3 按长期信用评级列示的债券投资

单位：人民币元

长期信用评级	本期末 2024 年 6 月 30 日	上年度末 2023 年 12 月 31 日
AAA	4,816,448,071.27	6,897,714,430.13
AAA 以下	2,060,515,587.58	1,556,218,713.96
未评级	1,591,514,089.96	2,141,017,600.22
合计	8,468,477,748.81	10,594,950,744.31

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

如图表 29 所示，基金 A 在 2024/6/30 的高评级占比为 70.04%，低评级占比为 29.96%，用同样的方法根据 2023 年年报测算得到其在 2023/12/31 的高评级占比为 81.59%，低评级占比为 18.41%，则估算得到 2024 年上半年基金的平均高、低评级占比约为 75.81%、24.19%。

5、拆分利差效应

利差效应是信用债收益率相对于国债利率的利差变动带来的组合价格变化：

$$\text{利差效应} = -\text{平均久期} \times (\text{期末信用利差} - \text{期初信用利差}) \times \text{信用债平均比例}$$

如图表 30 所示，分别采用中债企业债到期收益率（AAA）和中债企业到期收益率（AA）代表高评级和低评级信用债的到期收益率，将其减去国债到期收益率得到信用利差，类似地，由于多数基金没有久期相匹配的信用利差，因此选择久期相邻的信用利差采用插值法拟合所需久期的信用利差。

图表 30 计算基金 A 的利差效应

	时间	2年期		3年期	
国债到期收益率(%)	2023/12/31	2.21		2.29	
	2024/6/30	1.63		1.80	
企业债到期收益率(%)	不同评级	AAA	AA	AAA	AA
	2023/12/31	2.66	2.91	2.75	3.10
	2024/6/30	2.07	2.22	2.14	2.29
信用利差	不同评级	AAA	AA	AAA	AA
	2023/12/31	0.45	0.70	0.46	0.81
	2024/6/30	0.44	0.59	0.34	0.49

对应基金久期的信用利差		
	AAA	AA
2023/12/31	0.45	0.75
2024/6/30	0.40	0.55
不同评级比例	75.81%	24.19%
对应评级比例的信用利差		
2023/12/31	0.53	
2024/6/30	0.44	
期末利差-期初利差 (%)	-0.09	
信用债配置比例	74.61%	
利差效应(%)	0.16	

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

接着根据基金所配置的高、低评级信用债比例计算基金组合的信用利差，则基金 A 在 2024 年上半年的利差效应= $-2.39 \times (0.44\%-0.53\%) \times 74.61\%=0.16\%$ 。利差效应的含义是：区间内信用利差收窄，导致信用债相对于国债有正向超额收益，即配置信用债为组合贡献了 0.16% 的超额收益。

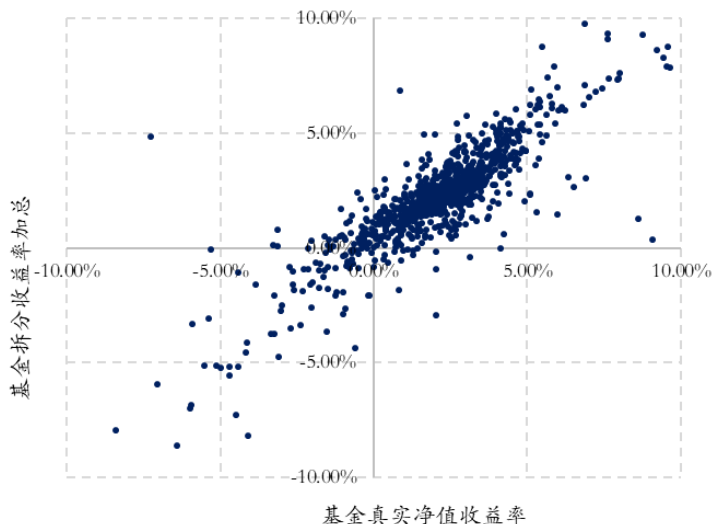
6、计算券种选择效应

$$\text{券种选择效应} = \text{资本利得效应} - \text{国债效应} - \text{利差效应}$$

综上所述，通过基于定期报告数据拆分，我们将固收+基金的收益拆分为了六个部分：**打新收益、股票投资收益、利息收入效应、国债效应、利差效应、券种选择效应**，将这六个拆分收益率加总，并将其与基金的真实净值收益率对比。

如图表 31 所示，剔除规模小于 2 亿的样本后，有大约 1000 多只固收+基金，其真实净值收益率与拆分收益率加总之间的相关性为 86.18%，绘制成散点图可以发现，拆分收益率加总后与真实净值收益率之间的对应关系很强，从侧面印证了收益拆分的准确性。

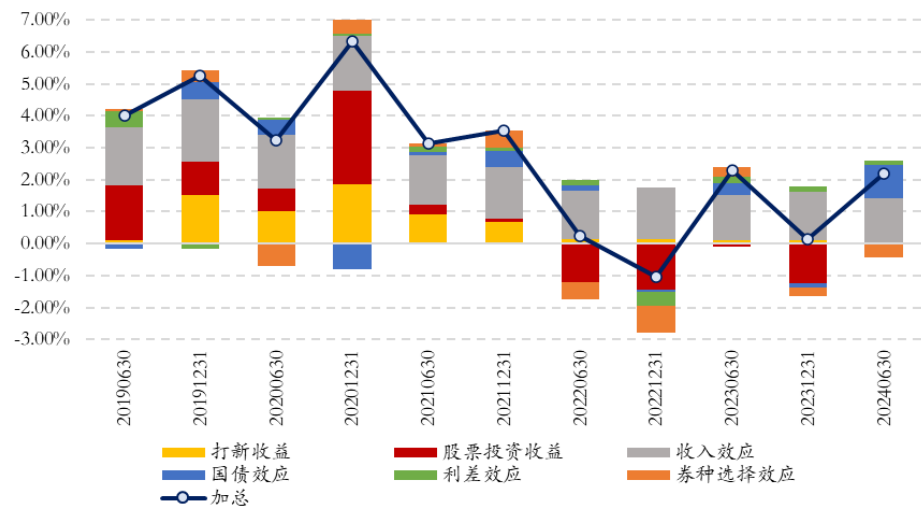
图表 31 固收+基金在 2024H1 收益拆分的准确度



资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

对每只固收+基金汇总统计每个半年度的收益来源均值，债券利息收入每半年稳定贡献 1.3%~2.0% 的收益，打新收益在 2019~2021 年贡献较大，股票投资收益在 2019~2020 正向贡献较大，2022 年、2023 年下半年负向贡献较多，国债效应和利差效应平均来看基本贡献为正，但不排除有些时段有微小的负贡献，券种选择效应贡献并不稳定。

图表 32 固收+基金收益来源情况——基于定期报告拆分



注：可转债静态持仓法模拟的收益贡献已包含在收入效应、国债效应、利差效应、券种选择效应中，因此不再单列，文中仅作为补充分析。

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

2.2.2 基于基金净值拆分收益

本节介绍基于净值数据对固收+基金进行收益归因的具体方法，基于净值归因的优点是即时性强，模型灵活性强，但模型的稳定性可能受到多重共线性的影响，模型的 Beta、Alpha 较难理解。基于净值的固收+基金多因子模型如下：

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta \cdot F + \varepsilon_{i,t}$$

其中， $r_{i,t}$ 为基金 i 在时间 t 的收益率，F 为模型中所加入的因子收益率矩阵， β 为估算得到的基金对于因子的暴露， $\varepsilon_{i,t}$ 为模型的残差。为方便与基于定期报告的收益贡献进行对比，我们同样以半年为一个区间进行归因。

打新收益部分，与前文采取类似的方法进行计算，由于我们可以基本精确地得到每一只基金在每天的打新收益率，因此回归时直接在基金净值收益率中扣除打新收益率，得到基金的去打新净值收益率作为被解释变量。

股票投资部分，因子收益率矩阵中加入 **equity 因子**（即权益资产的收益率）作为解释变量；可转债投资部分，因子收益率矩阵中加入 **convertible 因子**（即可转债资产的收益率）作为解释变量，需要注意的是，在上一节基于定期报告拆分收益时，由于可转债也是债券资产的一种，因此无法剥离可转债的投资收益，理论上它会被归入收入效应、利差效应和券种选择效应中。

为进一步拆分国债效应，可以在解释变量的因子中加入：代表利率曲线平行移动的 **level 因子**、代表利率曲线斜率变化的 **slope 因子**、代表利率曲线凸度变化的 **convex 因子**；为进一步拆分利差效应，可以在解释变量的因子中加入：代表高评级信用利差变化的 **credit 因子**、代表高收益债券信用利差变化的 **default 因子**。

最终构造七个解释变量的七因子模型，各个因子的构造方式如图表 33 所示。

图表 33 固收+多因子模型加入的因子列表

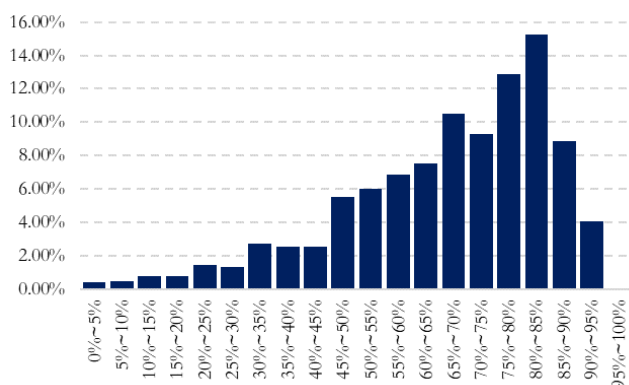
因子名称	因子含义	计算方式
equity	权益因子收益率	沪深300 (000832.CSI) 收益率
convertible	可转债因子收益率	中证转债 (000832.CSI) 收益率
level	利率曲线水平移动引起的收	中债-国债总净价(总值)指数 (CBA00602) 收益率
slope	利率曲线斜率变动引起的收 益率变动	买入中债中短期债券指数(1-3年)净价指数 (CBA00722)，卖出中债长期 债券指数(总值)净价指数 (CBA00802)，构造久期中性的债券指数多空 组合
convex	利率曲线凸度变动引起的收 益率变动	构建久期中性组合1：买入中债-国债总净价(1-3年)指数 (CBA00622)、 卖出中债-国债总净价(3-5年)指数 (CBA00632)；构建久期中性组合2： 买入中债-国债总净价(5-7年)指数 (CBA00642)、卖出中债-国债总净价 (7-10年)指数 (CBA00652)；构造convex因子收益率：买入组合1、卖出 组合2
credit	高评级信用利差变动引起的 收益率变动	买入中债-企业债AAA净价(总值)指数 (CBA04202)，卖出中债-国债总净 价(总值)指数 (CBA00602)，构造久期中性的债券指数多空组合
default	高收益债券信用利差变化引 起的收益率变动	买入中债-高收益企业债净价(总值)指数 (CBA03802)，卖出中债-企业债 AAA净价(总值)指数 (CBA04202)，构造久期中性的债券指数多空组合

资料来源：华安证券研究所整理

模型回归得到 Beta 为基金在每个风险因子上的暴露情况，Alpha 较难理解，但从图表 24 可以得知，理论上 Alpha 应该包含债券的利息收入、债券的券种选择、股票投资相对权益指数的超额收益、可转债投资相对可转债指数的超额收益等，构成上比较复杂。

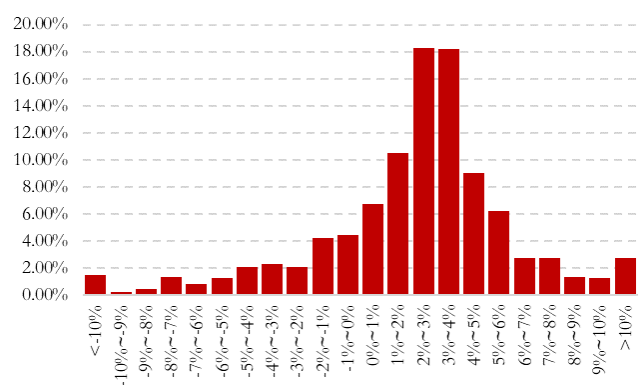
使用 2024 上半年日度数据进行收益率拟合的结果如图表 34、图表 35 所示，模型的 R² 多数在 65%~90%之间，拟合度整体较高，证明七因子模型可以解释绝大多数的基金收益，固收+基金的年化 Alpha 整体为正，多数在年化 2%~4%之间，固收+基金在 2024 上半年整体产生了不错的超额。

图表 34 固收+基金多因子模型拟合度 (2024H1)



资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

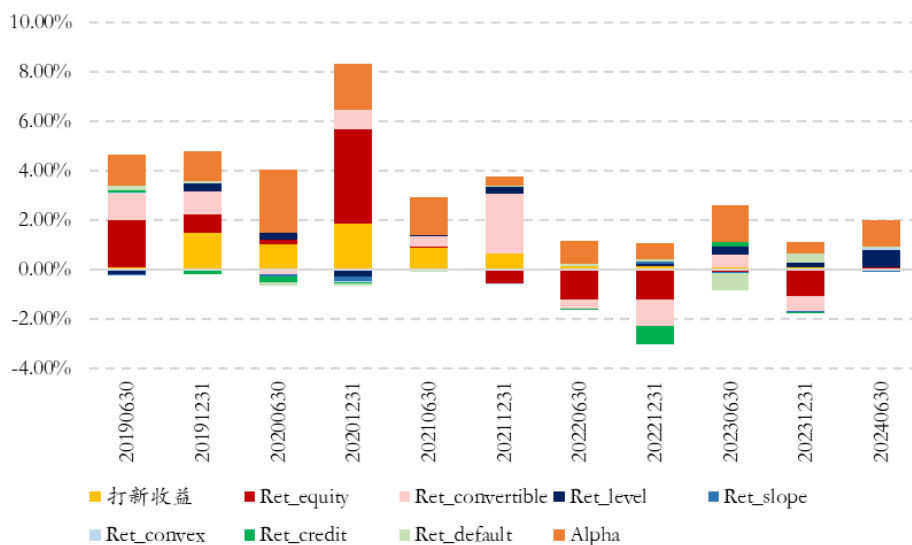
图表 35 固收+基金年化 Alpha 分布 (2024H1)



资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

对每只基金每半年拟合一次模型，使用其暴露的 Beta 乘以因子收益率得到基金在每个风险因子上获取的因子收益率，统计固收+基金整体的收益构成，如图表 36 所示，股票贡献的收益与图表 32 中所示的基本匹配，另列的可转债收益对固收+的整体收益在某些年份也比较重要，Alpha 平均收益在每个区间下均为正值。债券投资的资本利得效应中，国债效应的 level 因子、利差效应的 credit 因子带来的收益相对更重要一些。

图表 36 固收+基金收益来源情况——基于净值拆分



资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

2.2.3 收益来源中哪些更加重要？

在不同的市场环境下（2019~2021 年区间为权益牛市，2022~至今区间为权益熊市）分析基金的收益率与其各个收益来源的相关性，如图表 37、图表 38 所示。

基于静态持仓模拟的股票投资收益与基于净值拆分的 **Ret_equity** 在牛市、熊市中的相关性分别达到了 50%、42% 左右，两者本质上均试图捕捉固收+基金中股票投资所带来的收益贡献，但基于定期报告的静态持仓法无法捕捉股票的动态调仓收益，基于净值回归的股票因子收益无法捕捉权益指数之外的股票特质性收益，其 **Beta** 描述的更多为固收+基金在权益资产上的择时，两者都有一定的局限性，但两相对比，**基于定期报告静态持仓法剥离的收益可能更加准确**，一方面，有许多固收+基金换手率较低，另一方面，股票投资产生的权益 **Alpha** 的影响也非常大，可以看到基金真实收益与基于定期报告法的股票投资之间的相关性比与 **ret_equity** 之间的相关性都要大得多。总而言之，**权益投资对固收+的影响是毋庸置疑的**，甚至其在熊市对基金收益的影响比牛市还强。

类似地，基于静态持仓模拟的可转债投资收益与基于净值拆分的 **Ret_convertible** 两者本质上一致，也是影响固收+基金收益的重要部分。此外，观察到可转债投资收益与券种选择效应的相关性很强，这是由于可转债也是债券，其损益也会反应在基金财报中的债券投资损益中，而可转债的波动有比较大，因此大幅影响了券种选择收益，可能会掩盖其他纯债券种选择收益的影响。

在权益牛市中，纯债投资部分对收益的影响很小，在权益熊市中，纯债投资中的收入效应、国债效应、利差效应等均对收益产生了一定的影响。在基于净值法归因的框架下，国债效应可以进一步拆分为 **level** 因子收益、**slope** 因子收益、**convex** 因子收益，这三者中，**level** 因子收益与国债效应的相关性最强，也就是国债效应中主要影响的应该是 **level** 因子。

图表 37 固收+基金收益来源的重要性——权益牛市中（2019~2021）

收益来源的相关性		基金 真实 收益	基于定期报告拆分收益来源							基于净值拆分收益来源							
			打新 收益	股票 投资	可转 债投 资	收入 效应	国债 效应	利差 效应	券种 选择 效应	Alpha	Ret_e quity	Ret_c onvert ible	Ret_le vel	Ret_sl ope	Ret_c onvex	Ret_cr edit	Ret_d efault
基金真实收益		100%	47%	60%	17%	-16%	1%	8%	26%	39%	52%	20%	4%	-16%	1%	9%	0%
基于定期 报告拆分 收益来源	打新收益	47%	100%	25%	-19%	1%	-7%	-7%	-14%	-19%	44%	-6%	-4%	-3%	-1%	10%	2%
	股票投资	60%	25%	100%	6%	-9%	-1%	-1%	3%	25%	50%	9%	4%	-16%	-4%	3%	-4%
	（可转债投资）	17%	-19%	6%	100%	-13%	3%	13%	44%	8%	-2%	40%	-1%	-7%	1%	5%	6%
	收入效应	-16%	1%	-9%	-13%	100%	-3%	7%	-31%	-1%	-13%	-14%	5%	0%	-2%	-3%	-3%
	国债效应	1%	-7%	-1%	3%	-3%	100%	-24%	-4%	4%	-1%	1%	38%	-5%	-2%	-6%	-5%
	利差效应	8%	-7%	-1%	13%	7%	-24%	100%	12%	7%	-1%	10%	-7%	0%	0%	11%	7%
	券种选择效应	26%	-14%	3%	44%	-31%	-4%	12%	100%	22%	-1%	28%	3%	-3%	1%	-1%	5%
基于净值 拆分收益 来源	Alpha	39%	-19%	25%	8%	-1%	4%	7%	22%	100%	-5%	-20%	2%	-7%	-3%	-2%	-28%
	Ret_equity	52%	44%	50%	-2%	-13%	-1%	-1%	-1%	-5%	100%	-6%	5%	-6%	-4%	5%	-6%
	Ret_convertible	20%	-6%	9%	40%	-14%	1%	10%	28%	-20%	-6%	100%	-1%	-20%	9%	5%	17%
	Ret_level	4%	-4%	4%	-1%	5%	38%	-7%	3%	2%	5%	-1%	100%	3%	-15%	-15%	1%
	Ret_slope	-16%	-3%	-16%	-7%	0%	-5%	0%	-3%	-7%	-6%	-20%	3%	100%	4%	-15%	-6%
	Ret_convex	1%	-1%	-4%	1%	-2%	-2%	0%	1%	-3%	-4%	9%	-15%	4%	100%	4%	2%
	Ret_credit	9%	10%	3%	5%	-3%	-6%	11%	-1%	-2%	5%	5%	-15%	-15%	4%	100%	9%
	Ret_default	0%	2%	-4%	6%	-3%	-5%	7%	5%	-28%	-6%	17%	1%	-6%	2%	9%	100%

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

图表 38 固收+基金收益来源的重要性——权益熊市中（2022~2024）

收益来源的相关性			基金 真实 收益	基于定期报告拆分收益来源							基于净值拆分收益来源							
				打新 收益	股票 投资	可转 债投 资	收入 效应	国债 效应	利差 效应	券种 选择 效应	Alpha	Ret_e quity	Ret_c onvert ible	Ret_le vel	Ret_sl ope	Ret_c onvex	Ret_cr edit	Ret_d efault
基金真实收益			100%	-23%	73%	25%	15%	11%	16%	33%	67%	37%	40%	21%	-13%	-1%	-9%	0%
基于定期 报告拆分 收益来源	债券 投资	打新收益	-23%	100%	-30%	8%	-2%	0%	-6%	7%	-10%	-34%	-5%	-10%	3%	6%	2%	-4%
		股票投资	73%	-30%	100%	9%	9%	3%	3%	5%	47%	42%	29%	12%	-14%	-1%	-14%	-2%
		（可转债投资）	25%	8%	9%	100%	7%	-2%	0%	43%	11%	3%	37%	0%	-5%	-1%	1%	-1%
		收入效应	15%	-2%	9%	7%	100%	-3%	3%	-5%	3%	10%	15%	8%	-2%	-7%	-2%	3%
		国债效应	11%	0%	3%	-2%	-3%	100%	17%	-8%	6%	-1%	1%	21%	-4%	3%	3%	2%
		利差效应	16%	-6%	3%	0%	3%	17%	100%	-2%	8%	0%	-1%	21%	0%	-5%	9%	-2%
		券种选择效应	33%	7%	5%	43%	-5%	-8%	-2%	100%	25%	1%	28%	8%	-1%	-3%	2%	1%
基于净值 拆分收益 来源	Alpha	67%	-10%	47%	11%	3%	6%	8%	25%	100%	1%	30%	-6%	-14%	0%	-21%	-37%	
	Ret_equity	37%	-34%	42%	3%	10%	-1%	0%	1%	1%	100%	-6%	17%	2%	-10%	-6%	11%	
	Ret_convertible	40%	-5%	29%	37%	15%	1%	-1%	28%	30%	-6%	100%	-2%	-23%	-5%	-16%	-20%	
	Ret_level	21%	-10%	12%	0%	8%	21%	21%	8%	-6%	17%	-2%	100%	8%	-24%	1%	10%	
	Ret_slope	-13%	3%	-14%	-5%	-2%	-4%	0%	-1%	-14%	2%	-23%	8%	100%	-7%	-6%	5%	
	Ret_convex	-1%	6%	-1%	-1%	-7%	3%	-5%	-3%	0%	-10%	-5%	-24%	-7%	100%	-6%	3%	
	Ret_credit	-9%	2%	-14%	1%	-2%	3%	9%	2%	-21%	-6%	-16%	1%	-6%	-6%	100%	4%	
	Ret_default	0%	-4%	-2%	-1%	3%	2%	-2%	1%	-37%	11%	-20%	10%	5%	3%	4%	100%	

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

鉴于权益投资部分对固收+业绩的影响力，如果我们基于股票净值曲线所计算的业绩指标来预测基金未来收益，会得到一些有趣的结论。

如图表 39 所示，使用过去一年的基金的原始净值计算得到收益率、周度波动率、夏普、信息比率、最大回撤 5 个指标，接着使用基金的股票持仓模拟一条股票部分的静态持仓净值曲线，每季度根据披露的半年报/年报以及季报前 10 大股票持仓调整持仓，计算仅股票部分构成的净值曲线的同样 5 个业绩指标。

可以发现，在收益率上，原始的基金收益率预测能力与稳定性更强，但在波动

率、最大回撤方面，原始指标几乎没有预测能力或稳定性极差，而单独股票部分计算得到的指标预测能力更强，分组也基本单调，可见**固收+的股票投资部分的风险控制能力对固收+基金未来的业绩影响之大。**

图表 39 固收+基金原始净值与静态股票模拟净值构成的业绩因子的选基效果对比

因子名称	IC均值	ICIR	多空收益	按因子排序分组构建组合										等权全体
				1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
收益率	15.4%	0.94	2.8%	2.4%	3.1%	3.3%	3.5%	4.3%	4.8%	5.6%	5.6%	5.5%	5.3%	4.34%
收益率（仅股票部分）	4.4%	0.52	0.96%	3.31%	4.21%	4.17%	4.41%	4.72%	4.33%	4.37%	5.03%	5.03%	4.30%	4.39%
周度波动率	-3.5%	-0.15	0.5%	3.6%	4.2%	4.4%	4.4%	4.7%	4.4%	4.3%	4.2%	4.9%	4.1%	4.34%
周度波动率（仅股票部分）	-10.8%	-1.08	2.28%	5.50%	4.95%	4.79%	4.54%	4.38%	4.66%	4.25%	4.07%	3.64%	3.06%	4.39%
夏普	12.6%	0.67	1.4%	3.0%	3.7%	4.2%	4.3%	4.5%	4.4%	4.8%	5.2%	4.9%	4.6%	4.34%
夏普（仅股票部分）	5.2%	0.61	1.04%	3.54%	4.09%	4.05%	4.07%	4.67%	4.39%	4.65%	4.85%	4.99%	4.60%	4.39%
信息比率（相对中证全债）	12.8%	1.10	2.8%	2.6%	3.3%	4.0%	3.9%	4.0%	4.3%	4.8%	5.4%	5.7%	5.4%	4.34%
信息比率（相对沪深300）（仅股票部分）	5.0%	0.61	1.48%	3.48%	4.21%	4.20%	4.07%	4.66%	4.31%	4.59%	4.73%	4.70%	5.00%	4.40%
最大回撤	-8.1%	-0.38	-0.4%	4.1%	4.6%	4.8%	4.4%	4.5%	4.3%	4.4%	4.4%	3.8%	4.0%	4.34%
最大回撤（仅股票部分）	-8.0%	-0.99	1.58%	5.09%	4.72%	4.72%	4.89%	4.18%	4.57%	4.18%	4.08%	4.07%	3.40%	4.40%

注：回测期：2017~2024 年 8 月，每季度（1、4、7、10 月底）调仓，表中 IC 均值为季度 IC 均值，ICIR 已年化。

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

2.2.4 哪些能力能够稳定延续？

本节探讨固收+基金的投资收益来源中哪些能够稳定延续，对于固收+基金收益的各个来源，在横截面上测试其在下一个半年与上一个半年的秩相关性，结果如图表 40 所示。部分子项的合并项也列示在表格中以供参考，例如**国债效应、利差效应、券种选择效应**共同组成了**资本利得效应**，**收入效应和资本利得效应**共同组成了**债券投资**。此外，考虑到债券投资中的可转债波动较大，可能会大幅影响券种选择效应，因此，增加一列**券种选择效应（纯债估计）**，计算方式为原始券种选择效应减去可转债投资收益贡献，以估测纯债部分的择券带来的收益贡献。

图表 40 固收+基金收益来源的延续性（2017 至今）

	基金真实收益率	基于定期报告拆分收益来源										基于净值拆分收益来源							
		打新	股票投资	债券投资	(可转债投资)	收入效应	资本利得效应	国债效应	利差效应	券种选择效应	券种选择效应（纯债估计）	Alpha	Ret_equity	Ret_convertible	Ret_vel	Ret_slope	Ret_convex	Ret_credit	Ret_default
2017H1&2017H2	68%		50%	26%	-5%	40%	45%	84%	-81%	21%	20%	45%	78%	-17%	28%	-3%	8%	16%	-2%
2017H2&2018H1	-24%		-32%	-3%	36%	36%	1%	-67%	12%	12%	11%	39%	-82%	39%	-38%	-6%	-5%	-24%	13%
2018H1&2018H2	49%		56%	17%	-6%	35%	13%	80%	-18%	14%	11%	13%	82%	-52%	43%	-2%	-11%	20%	3%
2018H2&2019H1	-47%		-72%	25%	15%	36%	17%	-64%	75%	8%	18%	23%	-80%	54%	-58%	5%	-13%	29%	22%
2019H1&2019H2	50%	78%	74%	33%	46%	35%	31%	-60%	-30%	21%	16%	16%	79%	58%	-29%	24%	0%	-25%	6%
2019H2&2020H1	53%	91%	32%	8%	-45%	33%	4%	63%	-66%	-3%	4%	22%	83%	-64%	40%	-7%	3%	31%	-10%
2020H1&2020H2	60%	91%	19%	5%	-33%	38%	9%	-86%	-32%	6%	5%	26%	81%	-59%	-47%	15%	-10%	30%	25%
2020H2&2021H1	43%	90%	9%	16%	33%	39%	28%	-47%	17%	36%	23%	22%	87%	60%	-22%	-3%	-1%	6%	11%
2021H1&2021H2	21%	96%	5%	39%	48%	44%	47%	41%	61%	38%	14%	7%	-72%	56%	33%	0%	-14%	-18%	4%
2021H2&2022H1	-5%	94%	3%	-13%	-41%	42%	-11%	-69%	55%	-16%	5%	31%	67%	-70%	22%	8%	10%	-20%	3%
2022H1&2022H2	58%	94%	59%	21%	38%	44%	17%	-74%	-67%	26%	12%	28%	67%	61%	8%	17%	0%	40%	-21%
2022H2&2023H1	29%	95%	28%	-37%	-63%	47%	-50%	71%	-85%	-39%	-28%	-9%	76%	-71%	18%	15%	45%	-50%	-43%
2023H1&2023H2	32%	94%	16%	12%	-49%	45%	-4%	28%	81%	-7%	26%	-25%	88%	-77%	49%	15%	-5%	-48%	-12%
2023H2&2024H1	34%	86%	17%	37%	14%	45%	35%	28%	77%	25%	26%	39%	-83%	85%	50%	28%	-15%	-34%	14%
相关性均值	30%	91%	19%	13%	-1%	40%	13%	-5%	0%	10%	12%	20%	34%	0%	7%	8%	-1%	-3%	1%

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

从图中可以发现：

1、固收+基金其本身原始业绩的延续性就比较强，除个别时间外（2017H1&2017H2、2018H2&2019H1、2021H2&2022H1），收益的相关性基本都在 20%以上，也就是过去业绩好的固收+基金未来业绩大概率依然会延续，但任然存在部分时间业绩延续度很差，这对想要构造风险偏好较低的固收+FOF 组合的需求

来说比较致命，因此拆分细致的收益来源是有必要的。

2、打新收益由于受规模影响，且基金公司的入围率一般来说比较稳定，因此其收益的延续性非常高。但是一级债基、二级债基都无法参与打新，且目前 IPO 速度很慢，对整体基金的业绩影响有限。

3、除打新收益外，延续性最高的为债券投资中的收入效应，从 2017 年至今，半年度的收益横截面相关性均在 35%以上，平均横截面相关性在 40%，超过了基金原始净值收益率相关性的均值（30%），非常稳定，作为债券投资收益的重要组成部分，稳定的利息收入是固收+基金打底收益的重要组成部分。

4、基于静态持仓模拟的股票投资部分的业绩延续性尚可，同样存在部分时间相关性为负（2017H1&2017H2、2018H2&2019H1），且从发生的时间来看，直接影响了固收+整体业绩的延续性，但从 2019 年往后，股票投资部分的能力基本可以延续。与此同时，基于净值回归拆分的 Ret_equity 在权益市场牛熊切换时段相关性明显倒转，这也说明了基于净值回归法下，Ret_equity 反映的是受权益仓位高低影响的收益，因此 Ret_equity 更适合在高频下考察固收+基金的择时能力，基于静态持仓模拟的更适合作为考察固收+基金选股能力的指标。

5、可转债投资收益延续性较差，且这个部分直接影响到了券种选择效应的持续性，对券种选择效应剥离可转债投资收益的影响后，券种选择效应（纯债估计）预测能力有所加强。

6、基于净值拆分收益部分的 Alpha 的业绩延续性尚可，在一些固收+选基模型中有时作为主要的选因子，不过也需要注意 Alpha 的来源比较复合，难以解释其具体经济含义。

7、Ret_level、Ret_slope 从 2021 年至今业绩延续性不错，考虑到债市自 2021 年至今表现均比较强势，Ret_level、Ret_slope 的相关性可能更多还是风格导致的。

2.3 固收+基金风格标签的影响

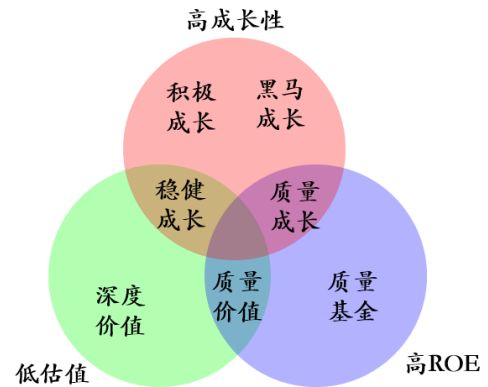
2.3.1 权益部分风格标签

权益投资风格大幅度影响固收+基金的收益，因此，过往华安金工对于权益基金的标签分析框架也适用于固收+基金的分析框架中，持仓偏好标签概述如图表 41 所示。

图表 41 权益部分持仓偏好标签

标签类型	标签名称	标签选项	满足条件	备注
股票部分 持仓偏好	持股集中度	持股集中	平均重仓股占比 $\geq 65\%$	根据过去四期季报测算
		持股适中	平均重仓股占比 $35\% \sim 65\%$	
		持股分散	平均重仓股占比 $\leq 35\%$	
		持股超分散	平均重仓股占比 $\leq 20\%$	
		集中度有所切换	重仓股占比最大最小值差 25% 以上	
	行业配置策略	板块聚焦型（6个板块）	多数期（3/4及以上）配置某个板块的占比超过 60%	根据过去四期季报（补全持仓）测算。若同时满足多个则优先级如下：主题>行业>板块
		行业聚焦型（30个中信行业）	多数期（3/4及以上）配置某个行业的占比超过 60%	
		主题聚焦型（15个主要主题）	多数期（3/4及以上）配置某个主题的占比超过 60%	
		行业均衡型	多数期（3/4及以上）配置前三大行业之和介于 $40\% \sim 60\%$ 之间	
		行业分散型	多数期（3/4及以上）配置前三大行业之和 $\leq 40\%$	
		有所侧重型	不满足以上五项，即既不均衡，也非完全某个主题的基金	
	市值偏好	大盘、中盘、小盘	累计市值前 60% ：大盘， $60\% \sim 80\%$ ：中盘， 80% 以后：小盘	
	风格偏好	深度价值、质量基金、质量价值、质量成长、稳健成长、积极成长、黑马成长、其他风格		见下文图表

指标类型	指标名称	指标算法
成长类	历史营收增速	最新报告期营业收入的同比增长率
	历史净利润增速	最新报告期净利润的同比增长率
	预期营收YOY	预测下一年FY1营业收入相对于基准年FY0的同比增速
	预期净利润YOY	预测下一年FY1净利润相对于基准年FY0的同比增速
	预期营收YOY2	预测第二年FY2营业收入相对于下一年FY1的同比增速
	预期净利润YOY2	预测第二年FY2净利润相对于下一年FY1的同比增速
估值类	市盈率PE	股票价格/每股收益（EPS），TTM算法
	市净率PB	股票价格/每股净资产，LF算法
	市销率PS	股票价格/每股销售额，TTM算法
质量类	历史ROE	最新报告期的净资产收益率
	预期ROE_FY1	预测下一年FY1的净资产收益率
	预期ROE_FY2	预测第二年FY2的净资产收益率

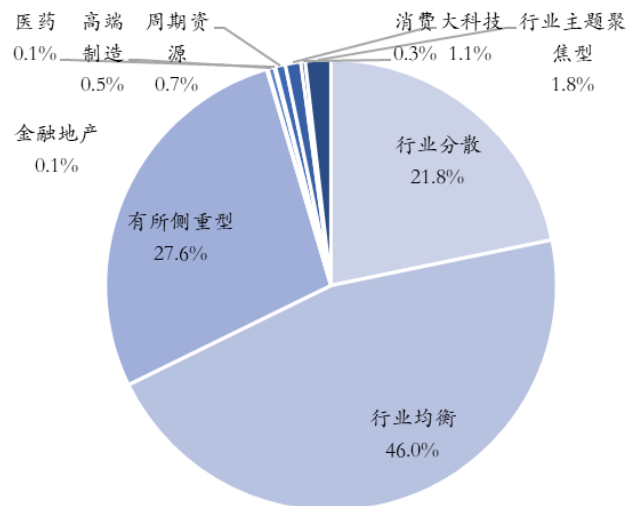


注：成长型风格划分细节详见报告 2024/6/12《成长型基金投资攻略：从识别到优选》。

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

固收+基金的行业配置策略上，行业分散型基金占据 21.8%，行业均衡基金占据 46.0%，在某个板块、行业或是主题集中持仓的固收+基金占比不到 5%，与权益基金相比，固收+基金的持仓行业倾向于更加分散，不过多地暴露行业风险。

图表 42 固收+基金行业配置情况



注：图为 2024/6/30 的数据

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

从风格配置情况来看，低风险固收+的持仓风格也天然更加保守，偏好深度价值风格，中风险固收+对深度价值也有一定的偏好比例，但最多风格的是稳健成长，高风险固收+在稳健成长、质量基金、黑马成长上偏好的比较多。不同风险等级的固收+与不同的投资风格构成了一定的分布规律。

图表 43 固收+基金风格配置情况

风格	低风险固收+	中风险固收+	高风险固收+
权益资产较少	81%	14%	7%
深度价值	5%	13%	10%
质量价值	2%	3%	7%
稳健成长	2%	16%	14%
质量基金	2%	10%	16%
质量成长	2%	10%	11%
积极成长	2%	9%	7%
黑马成长	1%	12%	16%
其他风格	3%	12%	12%

注：图为 2024/6/30 的数据

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

固收+基金的交易偏好标签概述如图表 44 所示。

图表 44 权益部分交易偏好标签

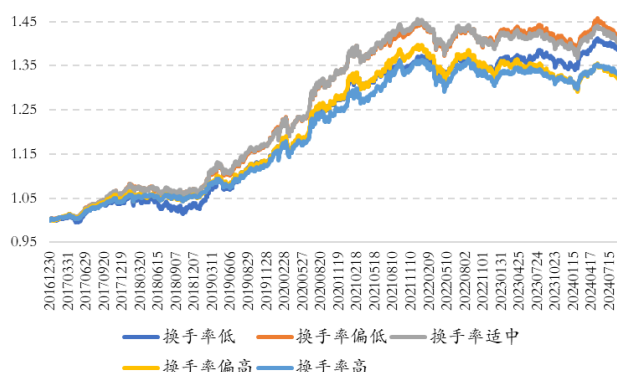
标签类型	标签名称	标签选项	满足条件	备注
股票部分 交易偏好	换手率	高	年化换手率 ≥ 10 倍	根据过去两个 年报、半年报 测算
		偏高	年化换手率 $5\sim 10$ 倍	
		适中	年化换手率 $3\sim 5$ 倍	
		偏低	年化换手率 $1\sim 3$ 倍	
		低	年化换手率 ≤ 1 倍	
	处置偏好	止盈持损	过去4期DS指标均值 $\geq 10\%$ 且有3期以上为正	根据过去一年 数据测算
		止损持盈	过去4期DS指标均值 $\leq -10\%$ 且有3期以上为负	
		处置均衡	不满足以上条件的	
	止盈能力	强、弱、偏高、偏低、一般	详见报告2023-09-14《买卖之间的心理迷思：处置效应下基金经理的行为模式》	
	止损能力	强、弱、偏高、偏低、一般		
	买入方向	左侧买入	左侧买入占比 $\geq 65\%$	根据过去三年 12个报告期数 据测算
		偏左侧买入	左侧买入占比介于 $55\%\sim 65\%$ 之间	
		买入无明显方向	左侧买入占比介于 $45\%\sim 55\%$ 之间（右侧买入占比介于 $45\%\sim 55\%$ 之间）	
		偏右侧买入	右侧买入占比介于 $55\%\sim 65\%$ 之间	
		右侧买入	右侧买入占比 $\geq 65\%$	
	卖出方向	左侧卖出	左侧卖出占比 $\geq 65\%$	
		偏左侧卖出	左侧卖出占比介于 $55\%\sim 65\%$ 之间	
		卖出无明显方向	左侧卖出占比介于 $45\%\sim 55\%$ 之间（右侧卖出占比介于 $45\%\sim 55\%$ 之间）	
		偏右侧卖出	右侧卖出占比介于 $55\%\sim 65\%$ 之间	
		右侧卖出	右侧卖出占比 $\geq 65\%$	

注：基金的处置标签详见报告 2023-09-14《买卖之间的心理迷思：处置效应下基金经理的行为模式》

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

其中，换手率仍然使用股票交易金额进行测算，在引言中的 IC 测试中，换手率的提高似乎对固收+基金的业绩有不利影响，为基金添加标签后，观察各个换手区间下的固收+业绩，换手率偏低以及换手率适中的固收+基金年化收益率更高，但分年度的结论并不稳定，在风格延续性很强的 2019~2020 年（成长风格），2023~2024 年（价值风格），低换手能够减少许多不必要的交易支出，对固收+组合有利，但在风格轮动较快的 2021 年，换手偏高的基金能够捕捉到更多的结构性机会，换手率高低对固收+业绩的影响取决于当时的风格延续性与市场结构。

图表 45 换手率对业绩的影响（净值曲线）



资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

图表 46 换手率对业绩的影响（分年度收益）

年份	换手率 低	换手率 偏低	换手率 适中	换手率 偏高	换手率 高
2017	4.06%	6.13%	6.21%	5.03%	4.50%
2018	-1.21%	0.07%	0.17%	0.25%	0.83%
2019	12.12%	12.51%	12.06%	9.55%	8.76%
2020	12.45%	13.76%	14.11%	13.07%	10.78%
2021	5.93%	6.72%	6.88%	7.09%	7.43%
2022	-2.13%	-3.27%	-3.96%	-4.64%	-3.78%
2023	1.06%	0.52%	0.35%	-0.65%	0.68%
2024	2.25%	0.37%	0.39%	0.06%	0.95%
整体	4.39%	4.65%	4.57%	3.74%	3.84%

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

从处置能力对固收+基金业绩的影响来看，较强的止盈能力以及止损能力都能对业绩有正面效果，在止盈能力强、止损能力强的样本中，负收益的年份均比较少，此外，止盈比例、止损比例偏高也可能是基金经理的一种预防性策略，对于固收+基金业绩也有不错的正面效果，止盈能力弱、止损能力弱的固收+业绩整体来看落后。

图表 47 止盈能力对业绩的影响

年份	止盈能力 弱	止盈比例 偏低	止盈能力 一般	止盈比例 偏高	止盈能力 强
2017	2.78%	4.13%	4.93%	8.86%	6.26%
2018	0.44%	-0.80%	-0.54%	-0.78%	1.70%
2019	9.81%	10.20%	11.44%	12.88%	10.21%
2020	13.32%	15.28%	14.11%	14.56%	12.73%
2021	7.65%	7.19%	7.24%	5.98%	6.26%
2022	-4.37%	-4.55%	-3.88%	-4.02%	-2.68%
2023	-0.62%	-0.59%	0.00%	0.41%	0.79%
2024	-0.96%		0.72%	1.38%	0.98%
整体	3.51%		4.29%	4.95%	4.63%

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

图表 48 止损能力对业绩的影响

年份	止损能力 弱	止损比例 偏低	止损能力 一般	止损比例 偏高	止损能力 强
2017	4.46%	3.25%	5.78%	6.84%	6.05%
2018	-2.20%	-1.47%	-0.36%	-0.22%	-0.67%
2019	11.31%	9.48%	11.47%	11.88%	10.57%
2020	14.35%	14.43%	14.31%	15.12%	13.16%
2021	7.06%	6.80%	7.14%	6.54%	6.70%
2022	-3.47%	-4.14%	-4.00%	-6.20%	-4.14%
2023	-0.10%	-0.23%	-0.01%	0.51%	0.01%
2024	-0.75%	-0.19%	0.31%	1.35%	0.68%
整体	3.83%	3.49%	4.36%	4.48%	4.08%

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

对于固收+基金的交易方向，无法用我们过往报告中衡量权益基金交易方向的指标进行衡量，因此，基于固收+基金一年披露的四次持仓，根据股票买入或卖出时点在个股时间序列上的趋势点位进行买卖方向的衡量，由于无法精确得知股票的买卖时点，只能退而求其次，使用个股在基金定期报告持仓中出现或消失时点作为买卖时点。

测算基金对个股的买卖反向时，首先对日度股价进行经验模态分解（EMD），平滑处理，然后寻找买卖时点左边最近的极值和右边最近的极值，按照以下方式构造买卖方向指标。

如图表 49 所示：

$$\text{买入方向} = \frac{\text{Price} - \min(\text{Left}, \text{Right})}{\text{Right} - \text{Left}}$$

当方向指标 < 0 时，代表左侧买入，当方向指标 > 0 时，代表右侧买入。

如图表 50 所示：

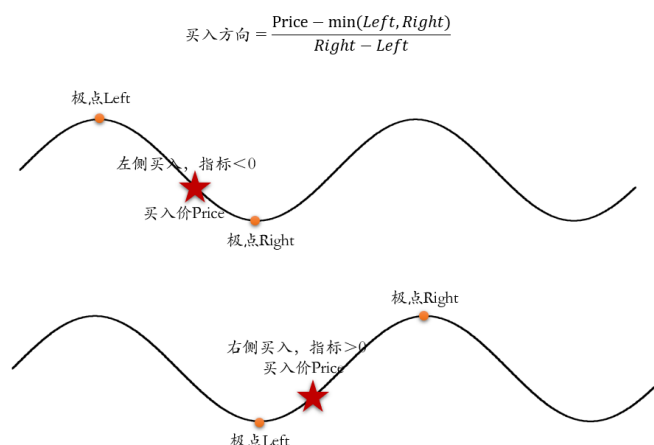
$$\text{卖出方向} = \frac{\text{Price} - \max(\text{Left}, \text{Right})}{\text{Right} - \text{Left}}$$

当方向指标 < 0 时，代表左侧卖出，当方向指标 > 0 时，代表右侧卖出。

方向指标的范围在 -1 到 1 之间，我们使用固收+基金过去三年所有的买卖操作

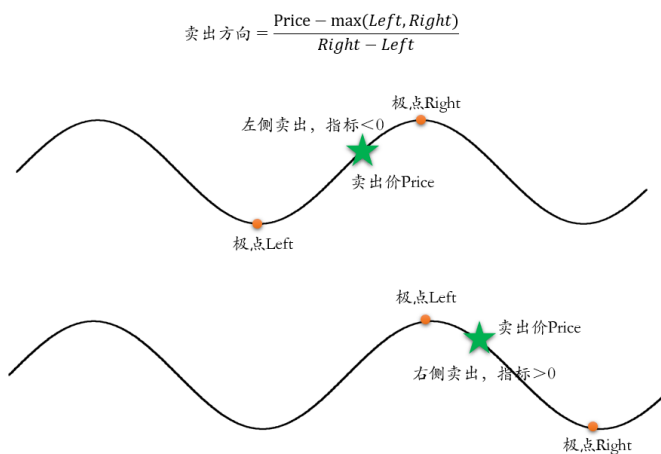
中方向指标 >0 或 <0 的概率来衡量其买卖方向,标签规则在上文图表44中已列示。

图表 49 衡量买入方向



资料来源: wind 资讯, 华安证券研究所

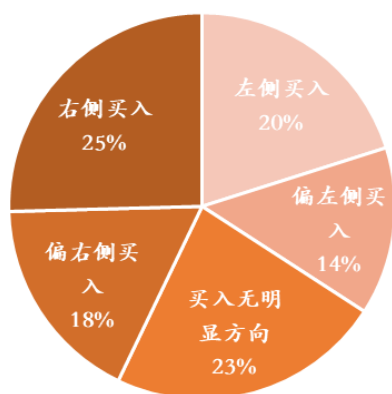
图表 50 衡量卖出方向



资料来源: wind 资讯, 华安证券研究所

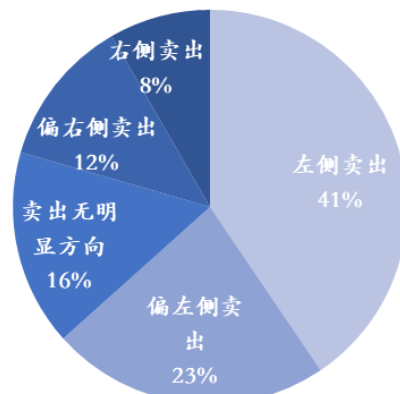
统计固收+基金的买卖方向占比,发现固收+基金买入时方向比较均衡,只是右侧买入(以及偏右侧买入)略微偏多,卖出时左侧卖出(以及偏左侧卖出)明显偏多,体现了固收+基金买入时有左侧也有右侧,卖出时往往在股价上升通道中卖出。通常买卖无明显方向的基金业绩更好,因为其买卖时点接近极值点,此处不再罗列。

图表 51 固收+基金买入方向统计



资料来源: wind 资讯, 华安证券研究所

图表 52 固收+基金卖出方向统计



资料来源: wind 资讯, 华安证券研究所

2.3.2 债券部分风格标签

对于固收+基金的债券部分风格,我们通常关注券种偏好、杠杆偏好、久期偏好以及信用偏好,如图表 53 所示。

图表 53 债券部分标签

标签类型	标签名称	标签选项	满足条件	备注
债券投资偏好	券种偏好	重仓信用债/利率债/CDs/可转债	多数期（3/4及以上）配置该券种比例 $\geq 70\%$	根据过去四期季报测算
		高配信用债/利率债/CDs/可转债	多数期（3/4及以上）配置该券种比例介于 $50\%\sim 70\%$ 之间	
		券种择时	不满足以上条件，且某一券种上下限差距较大	
		券种均衡	不满足以上条件	
	杠杆偏好	高杠杆	多数期（3/4及以上）杠杆率 $\geq 130\%$	根据过去四期季报测算
		中杠杆	多数期（3/4及以上）杠杆率 $110\%\sim 130\%$	
		低杠杆	多数期（3/4及以上）杠杆率 $\leq 110\%$	
		中高杠杆	不满足以上条件，且最低杠杆 $110\%\sim 130\%$ ，最高杠杆 $\geq 130\%$	
		中低杠杆	不满足以上条件，且最低杠杆 $\leq 110\%$ ，最高杠杆 $110\%\sim 130\%$	
		杠杆择时	不满足以上条件，且最低杠杆 $\leq 110\%$ ，最高杠杆 $\geq 130\%$	
	久期偏好	长久期	多数期（3/4及以上）久期 ≥ 3	根据过去四个年报、半年报测算（即两年）
		中久期	多数期（3/4及以上）久期 $1\sim 3$	
		短久期	多数期（3/4及以上）久期 ≤ 1	
		中长久期	不满足以上条件，且最低久期 $1\sim 3$ ，最高久期 ≥ 3	
		中短久期	不满足以上条件，且最低久期 ≤ 1 ，最高久期 $1\sim 3$	
		久期择时	不满足以上条件，且最低久期 ≤ 1 ，最高久期 ≥ 3	
	信用偏好	信用下沉比例高	多数期（3/4及以上）信用下沉比例 $\geq 50\%$	根据过去四个年报、半年报测算（即两年），将长期AAA以下&&短期A-1以下的债券占评级债券的比重视为信用下沉比例
		信用下沉比例中	多数期（3/4及以上）信用下沉比例介于 $20\%\sim 50\%$	
		信用下沉比例低	多数期（3/4及以上）信用下沉比例介于 $0\%\sim 20\%$	
		无信用下沉	多数期（3/4及以上）信用下沉比例 $=0\%$	
		信用下沉比例中高	不满足以上条件，且最低下沉比例 $20\%\sim 50\%$ ，最高下沉比例 $\geq 50\%$	
		信用下沉比例中低	不满足以上条件，且最低下沉比例 $0\%\sim 20\%$ ，最高下沉比例 $20\%\sim 50\%$	
		信用择时	不满足以上条件，且下沉比例跨越2档即以上	

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

给出标签的定义后，我们统计了固收+基金在各个标签下的数量占比，券种配置方面，重仓信用债（信用债占债券比重达到 70%以上）的基金占了接近一半，固收+基金由于对稳健收益有较高的需求，多数基金都会配置信用债。杠杆方面，中低杠杆基金占据绝大多数。久期方面，中久期（久期在 1~3 年）的基金占比 64.42%，短久期（久期在 1 年以下）占比与接近 15%。信用下沉比例方面，信用下沉比例低的基金（下沉比例不超过 20%）占据了 40.82%，也有 21.85%的基金下沉比例在 20%~50%之间。

由此可以总结出，一个典型的固收+基金在债券方面的配置偏好是：重仓或高配高等级信用债，维持中低杠杆，维持中短久期。

固收+的债券部分风格标签也是重要的关注对象，例如高杠杆、长久期、信用下沉等在某些情况下能够带来不错的收益，但当市场波动时可能也蕴含着尾部风险点。

图表 54 固收+在债券部分的配置情况总结

券种配置情况	占比	杠杆情况	占比	久期情况	占比	信用下沉情况	占比
重仓信用债	49.21%	低杠杆	37.56%	中久期	64.42%	信用下沉比例低	40.82%
高配信用债	20.20%	中杠杆	26.72%	短久期	14.94%	信用下沉比例中	21.85%
重仓利率债	10.45%	杠杆择时	10.68%	中短久期	8.13%	信用下沉比例中低	11.31%
券种择时	9.57%	高杠杆	10.56%	久期择时	4.98%	信用择时	9.66%
高配利率债	5.46%	中低杠杆	8.54%	长久期	3.93%	无信用下沉	8.53%
券种均衡	3.88%	中高杠杆	5.94%	中长久期	3.60%	信用下沉比例高	5.66%
重仓可转债	0.59%					信用下沉比例中高	2.18%
高配可转债	0.59%						
高配CDs	0.06%						

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

3 固收+基金的优选

下面我们将从实际需求出发，探讨各类型的固收+基金的筛选方法。虽然一级债基属于广义固收+产品，但极少参与权益资产，在本节构造组合时，我们仍然希望产品能够有风险资产的适时参与，因此本节构造组合时将完全不参与风险资产投资的一级债基（类纯债基金）剔除。

3.1 内部天然对冲的组合：价值型固收+

在 2.3.1 节的图表 43 中，发现不管是低风险、中风险还是高风险固收+，对于价值风格的偏好比例都不低，一方面，价值型权益资产波动低、回撤低、胜率高，天然匹配固收+对于收益风险比的要求，另一方面，固收+价值也是长期负相关的两种资产，适合构建成组合。

如图表 55 所示，使用国证价值（399371.SZ）代表价值风格的走势，国证成长代表成长风格的走势，中债-国债总财富(总值)指数代表利率债走势，中债-企业债 AAA 财富(总值)指数代表信用债走势，滚动 2 年计算两两之间月度收益率的相关性，可以发现**价值风格与债券资产的相关性长期低于成长风格与债券资产**。

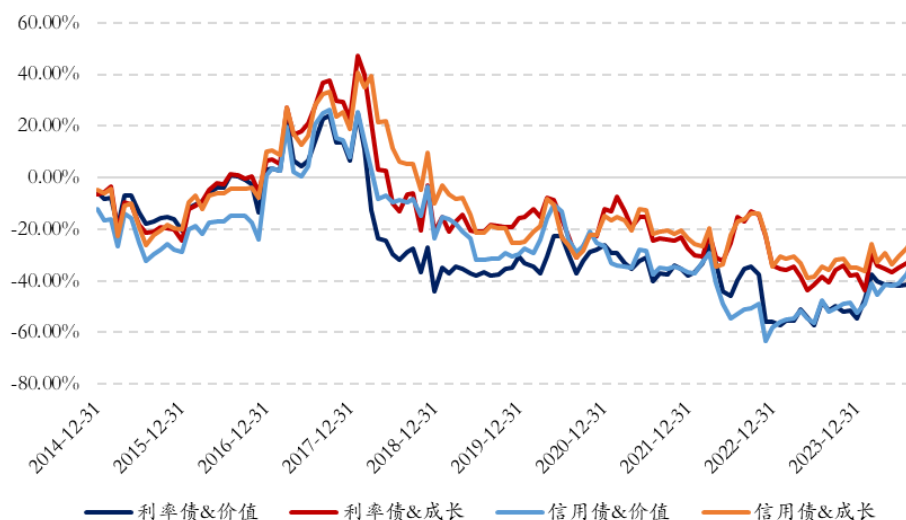
究其原因，权益资产的定价取决于分子端的企业预期盈利以及分母端的利率水平，股市与债市之间是“跷跷板效应”还是“同涨同跌”取决于当前是由**基本面驱动**还是由**流动性驱动**。

主要由基本面驱动时，当经济处于上行周期，企业盈利预期改善，权益资产上涨，此时央行通常会收紧货币政策，利率上行，债市走弱。当经济处于下行周期，企业盈利预期下滑，权益资产下跌，此时央行通常会放松货币政策，利率下行，债市走强，因此，**主要由基本面驱动时，权益与债券价格通常呈现“跷跷板效应”**。

主要由流动性驱动时，当流动性持续宽松或收紧，分母端的利率水平对权益和债券价格都产生更强的影响，并且影响方向相同，**权益与债券价格通常呈现“同涨同跌”**。

通常情况下，受基本面驱动，股债呈现“跷跷板效应”，在图表 55 中，多数时期，不管是价值还是成长风格，与债市的关系都是负相关的，然而，成长风格由于融资需求更高，天然比价值风格更容易受到分母端的扰动，因此可能受到流动性驱动的叠加而导致“同涨同跌”的可能，相对来说，价值风格受流动性驱动的可能更小一点。因此，价值风格与债券的“跷跷板效应”更加纯粹，其搭配天然可以对冲风险。

图表 55 价值与债券资产的相关性长期低于成长与债券资产



资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

采取以下方式筛选优秀的固收+价值组合：

1、限定样本池：筛选规模在 2 亿以上的固收+基金，剔除完全不参与风险资产的一级债基，筛选风险等级为低风险、中风险的固收+基金；

2、剔除风险项：①剔除股票配置策略标签为“高权益仓位”、“择时”的基金，剔除转债配置策略标签为“高转债仓位”、“转债择时”的基金，为的是将权益或转债高风险的固收+以及可能带来风险的择时的基金剔除，但可以容忍适度的择时（小幅度的仓位波动可能是基金经理在调节以适应市场）；②剔除信用下沉标签为“信用下沉比例高”、“信用下沉比例中高”的固收+；

3、筛选特定风格：筛选权益风格偏好标签为“深度价值”或“质量价值”的固收+；

4、筛选业绩更好的基金：①筛选收益情况在所有固收+中排前 40%的基金；②筛选最大回撤在所有固收+中排后 40%的基金；

5、分项把握收益来源：①对于加入了风险资产的固收+，权益投资部分应该有一定的能力，因此筛选权益部分模拟收益在前 60%的基金；②收入效应是固收+的收益的重要组成部分，且延续性很强，因此低风险偏好的基金应该牢牢把握住这项收益，因此筛选收入效应收益在前 60%的基金；③对债券投资能力处于尾部的基金剔除，剔除债券投资收益在后 20%的基金。

假设组合每半年调仓一次，按照以上法则筛选的基金构成的组合表现如图表 56、图表 57 所示，价值型固收+组合在 2018、2020、2021、2022、2023 年同时胜过了低风险固收+与中风险固收+，在相对收益上表现出色，且最大回撤不超过 2.45%，从绝对收益指标 Calmar 比率看，价值型固收+8 年来 Calmar 比率达到了 2.08，远超低风险固收+的 0.87 和中风险固收+的 0.84，我们在上文筛选基金过程中引入的大量细节可以非常好的排除基金的风险，保留基金收益容易延续的部分。

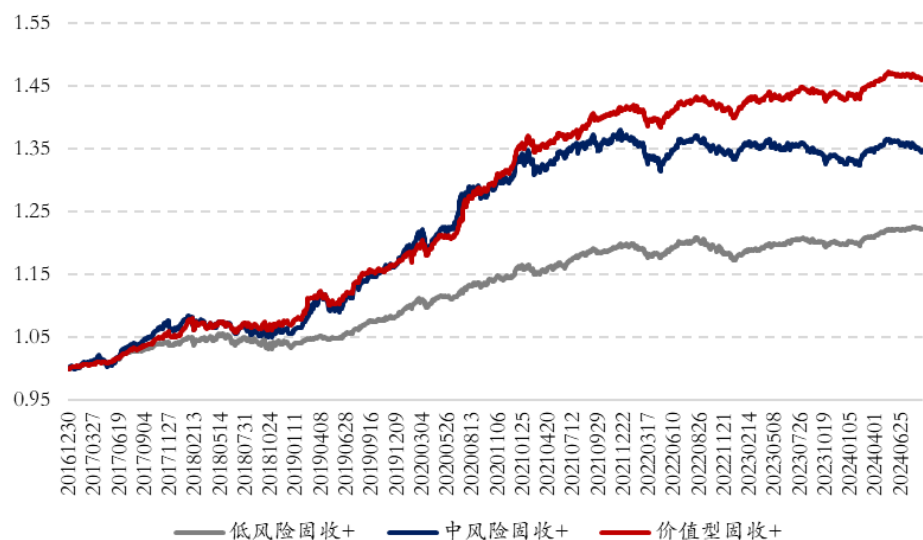
图表 56 价值型固收+组合分年度收益

年份	价值型固收+组合表现					对比组合			
	收益率	回撤	波动	夏普	Calmar	低风险固收+		中风险固收+	
						收益率	Calmar	收益率	Calmar
2017	5.54%	0.84%	1.30%	4.27	6.57	4.16%	5.16	6.79%	4.01
2018	1.50%	2.13%	2.86%	0.53	0.70	-0.57%	-0.23	-1.03%	-0.32
2019	9.97%	2.05%	2.76%	3.61	4.88	5.71%	9.81	12.26%	4.24
2020	13.56%	2.08%	3.43%	3.95	6.51	5.51%	4.07	11.29%	3.35
2021	5.97%	2.00%	2.86%	2.09	2.98	3.81%	2.75	4.04%	1.41
2022	-0.76%	2.45%	2.31%	-0.33	-0.31	-1.71%	-0.56	-2.53%	-0.61
2023	2.32%	1.57%	1.88%	1.23	1.48	2.18%	1.77	-0.20%	-0.07
2024	1.61%	0.82%	1.53%	1.06	1.96	1.56%	2.61	0.96%	0.64
整体	5.11%	2.45%	2.51%	2.04	2.08	2.67%	0.87	4.00%	0.84

注：表中红色表明收益率同时胜过低风险固收+与中风险固收+，橙色代表胜过其中的一个。

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

图表 57 价值型固收+组合长期表现良好



资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

图表 58 为最新一期筛选的价值型固收+组合。

图 58 价值型固收+组合最新持仓

基金代码	基金名称	基金经理	规模(亿)	行业配置策略	风格偏好	券种偏好	杠杆偏好	久期偏好	股票贡献收益	债券投资收益	收入效应	资本利得效应	国债效应	利差效应	券种选择效应
004010.OF	华泰柏瑞鼎利A	郑青,董辰,闫泽君	159.7	有所侧重型	深度价值	高配信用债	中低杠杆	中久期	5	3	3	3	2	2	4
161115.SZ	易基岁丰添利LOF	胡剑,张凯顺	136.1	高端制造	深度价值	高配信用债	中低杠杆	中久期	3	4	3	4	4	4	3
002925.OF	广发集源A	刘志辉	112.1	行业均衡	质量价值	重仓信用债	中杠杆	中久期	5	4	3	4	4	4	4
003612.OF	南方卓元A	郑迎迎	56.2	有所侧重型	深度价值	重仓信用债	中杠杆	中长久期	5	2	3	2	3	4	2
007879.OF	嘉实致安3个月	董福焱,赵国英	54.3	行业均衡	深度价值	重仓信用债	高杠杆	中久期	3	4	4	4	4	4	3
213007.OF	宝盈增强收益AB	杨思亮,邓栋	22.6	消费	深度价值	券种择时	低杠杆	中久期	5	5	5	5	5	3	5
550004.OF	中信保诚三得益债券A	杨立春,吴昊	18.7	有所侧重型	深度价值	重仓信用债	杠杆择时	中久期	5	4	4	3	3	3	4
012049.OF	天弘安盈一年持有A	龙智浩,任明,姜晓丽	18.3	行业均衡	深度价值	重仓信用债	高杠杆	中久期	5	2	3	3	3	3	3
090006.OF	大成财富管理2020A	孙丹	11.4	行业均衡	深度价值	高配信用债	中杠杆	中久期	3	4	4	4	3	3	4
970063.OF	华安证券合赢六个月持有	张钰,樊艳	11.3	行业分散	深度价值	重仓信用债	低杠杆	久期择时	3	5	5	5	4	5	3
017045.OF	达诚腾益A	陈信,王栋	9.8	行业分散	质量价值	重仓信用债	中低杠杆	中久期	3	5	5	5	4	4	5
970086.OF	华安证券合赢三个月持有	刘杰,樊艳	9.4	有所侧重型	深度价值	重仓信用债	低杠杆	久期择时	4	5	5	3	4	4	3
001289.OF	银华汇利A	赵楠楠,冯喆,边慧	8.5	行业均衡	深度价值	重仓信用债	中杠杆	中久期	3	4	5	3	4	4	3
970035.OF	华安证券合赢九个月持有	刘杰,张钰,张欣	6.9	行业均衡	深度价值	重仓信用债	低杠杆	中久期	5	5	5	4	5	5	1
017717.OF	嘉实多盈A	赖礼辉	6.6	行业均衡	质量价值	重仓信用债	中高杠杆	中久期	3	3	5	2	1	2	3
008035.OF	蜂巢恒利A	李海涛	6.5	行业分散	质量价值	重仓信用债	中低杠杆	中长久期	3	5	3	5	3	4	5
009621.OF	中欧心益稳健6个月持有期A	黄华	5.2	有所侧重型	深度价值	重仓信用债	中杠杆	中久期	5	4	3	4	4	4	3
970036.OF	华安证券睿赢一年持有A	刘杰,张欣	4.5	行业均衡	深度价值	重仓信用债	中低杠杆	中久期	5	5	5	5	5	5	3
015931.OF	金鹰恒润A	王怀震	3.2	行业均衡	质量价值	高配信用债	低杠杆	久期择时	3	2	3	2	4	4	2
018471.OF	南方津享稳健添利A	郑少波,吴冉劼	2.5	行业均衡	深度价值	重仓信用债	中低杠杆		5	4	5	2	4	4	2
002331.OF	泰康安泰回报	任翀,马敦超	2.1	周期资源	深度价值	券种择时	中杠杆	中久期	5	3	4	3	4	4	2
010707.OF	安信平稳合盈一年持有A	黄晓宾,张竞	2.0	有所侧重型	质量价值	高配信用债	中低杠杆	中短久期	5	4	3	4	4	4	4

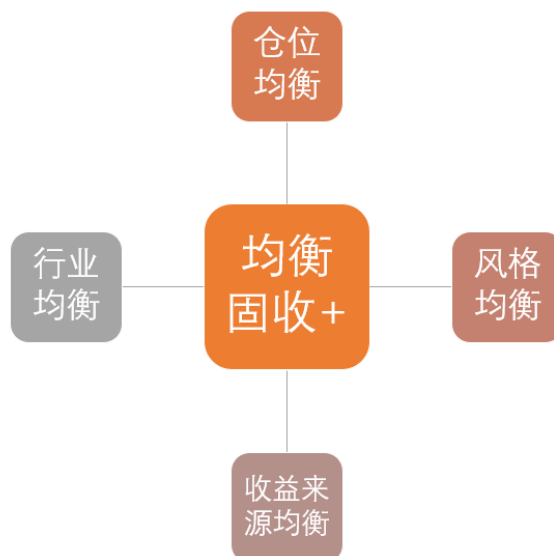
注：图中数字代表固收+基金收益各来源的高低打分，5分代表位于固收+基金前20%，4分代表位于固收+基金20%~40%，以此类推。

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

3.2 满足多重均衡的固收+

说到均衡风格的固收+基金，我们最容易联想到的是其风格既不偏向价值，又不偏向成长，满足风格上的均衡，但风格只是风险的其中一个来源，本节试图筛选一些满足仓位均衡、风格均衡、行业均衡、收益来源均衡的基金。

图 59 理想的均衡基金需要满足的条件



资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

采取以下方式筛选优秀的均衡型固收组合：

1、限定样本池：筛选规模在2亿以上的固收+基金，剔除完全不参与风险资产

的一级债基，筛选风险等级为中风险的固收+基金（**仓位均衡**）；

2、剔除风险项：①剔除股票配置策略标签为“高权益仓位”、“择时”的基金，剔除转债配置策略标签为“高转债仓位”、“转债择时”的基金，同样可以容忍适度的择时（小幅度的仓位波动可能是基金经理在调节以适应市场）；②剔除信用下沉标签为“信用下沉比例高”的固收+；

3、筛选特定风格：筛选权益风格偏好标签为“稳健成长”或“质量成长”或“质量基金”的固收+，不同研究对于均衡风格的定义不太一样，此处我们取了更广义的均衡风格（**风格均衡**）；

4、筛选行业偏好：筛选行业偏好标签为“行业均衡”或“行业分散”的固收+（**行业均衡**）；

5、筛选收益来源更为均衡的基金：①筛选收益情况在所有固收+中排前 60% 的基金；②剔除固收+原始净值波动率最大的 20% 的基金；③剔除权益部分贡献收益率在后 20% 的基金；④剔除权益部分模拟净值波动率最大的 20% 的基金；⑤剔除债券投资收益在后 20% 的基金（**收益来源均衡**）。

按照以上法则筛选的基金构成的组合表现如图表 60、图表 61 所示，由于该组合从中风险固收+中选择，因此仅与中风险固收+基准作对比，除 2019 年外，均衡型固收+组合均胜过中风险固收+基准，最大回撤发生于 2022 年，从绝对收益指标 Calmar 比率看，均衡型固收+组合 8 年来 Calmar 比率达到了 1.67，远超中风险固收+的 0.84，满足多重均衡的固收+组合风险可控，收益来源多元，能够真正地穿越资产的牛熊与风格的转变。

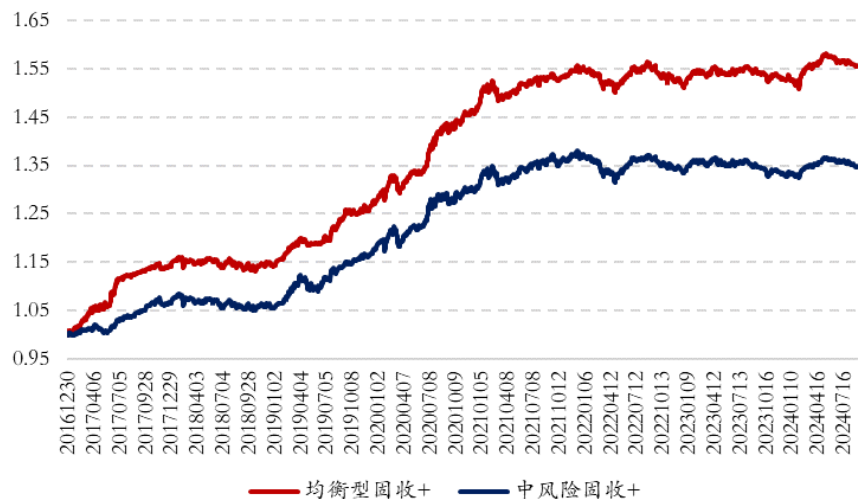
图表 60 均衡型固收+组合分年度收益

年份	均衡型固收+组合表现					中风险固收+	
	收益率	回撤	波动	夏普	Calmar	收益率	Calmar
2017	14.46%	1.13%	4.00%	3.61	12.81	6.79%	4.01
2018	-0.07%	2.65%	3.36%	-0.02	-0.03	-1.03%	-0.32
2019	12.04%	1.25%	3.22%	3.74	9.64	12.26%	4.24
2020	16.17%	2.72%	4.59%	3.52	5.94	11.29%	3.35
2021	4.35%	2.75%	3.22%	1.35	1.58	4.04%	1.41
2022	-2.23%	3.32%	3.17%	-0.70	-0.67	-2.53%	-0.61
2023	1.11%	2.11%	2.22%	0.50	0.52	-0.20%	-0.07
2024	1.28%	1.76%	2.64%	0.48	0.73	0.96%	0.64
整体	5.96%	3.56%	3.42%	1.74	1.67	4.00%	0.84

注：表中红色表明收益率胜过中风险固收+。

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

图表 61 均衡型固收+组合长期表现良好



资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

图表 62 为最新一期筛选的均衡型固收+组合。

图表 62 均衡型固收+组合最新持仓

基金代码	基金名称	基金经理	规模(亿)	行业配置策略	风格偏好	券种偏好	杠杆偏好	久期偏好	股票贡献收益	债券投资收益	收入效应	资本利得效应	国债效应	利差效应	券种选择效应
014887.OF	招商安福1年定开	王娟娟	40.4	行业均衡	稳健成长	重仓信用债	低杠杆	中长久期	2	5	3	5	4	5	5
007752.OF	中银招利A	陈玮	35.2	行业分散	质量基金	重仓信用债	高杠杆	中久期	3	5	3	5	3	3	5
009822.OF	鹏华招华一年持有A	杨雅洁	29.8	行业分散	稳健成长	重仓信用债	中杠杆	中久期	2	5	4	4	5	5	2
519753.OF	交银安心收益A	魏玉敏	24.3	行业均衡	稳健成长	重仓信用债	中低杠杆	中久期	3	3	4	3	3	3	3
001285.OF	易方达新鑫I	杨康	20.0	行业均衡	质量基金	重仓信用债	中低杠杆	中久期	5	3	4	3	3	3	3
013588.OF	工银稳健瑞盈一年持有A	庄园	7.2	行业分散	稳健成长	重仓信用债	中杠杆	中久期	3	3	5	3	2	3	3
012965.OF	招商瑞泰1年持有A	余芽芳,李毅	4.6	行业分散	质量成长	重仓信用债	低杠杆	中久期	2	4	3	4	4	4	4
012459.OF	汇添富稳健睿享一年持有A	宋鹏,丁巍,詹杰	4.5	行业均衡	质量基金	重仓信用债	高杠杆	中久期	2	5	4	5	5	5	4
006353.OF	东方红核心优选一年A	徐觅,王佳骏	4.5	行业分散	稳健成长	重仓信用债	高杠杆	中久期	2	5	5	4	3	4	4
016850.OF	中欧颐利A	刘勇	4.1	行业均衡	稳健成长	高配信用债	低杠杆		2	4	2	5	5	5	4
009943.OF	浦银安盛稳健丰利A	郑双超,杨鑫,李羿	3.8	行业均衡	质量成长	重仓信用债	低杠杆	中久期	3	2	4	2	2	2	2
009725.OF	东方红优质甄选一年持有A	王佳骏	3.5	行业分散	稳健成长	重仓信用债	高杠杆	中久期	3	3	4	2	2	3	3
016109.OF	南方振元A	黄斌斌	3.0	行业分散	质量成长	重仓信用债	中低杠杆		3	4	3	5	3	5	4
009201.OF	中邮优享一年定开A	衣瑛杰,姚艺	3.0	行业均衡	稳健成长	重仓信用债	高杠杆	中久期	5	5	4	5	3	4	4
015258.OF	鹏华稳享一年持有A	范晶伟,杨雅洁	2.9	行业均衡	质量成长	重仓信用债	中低杠杆	中久期	3	3	4	3	2	2	4
006416.OF	方正富邦丰利A	牛伟松	2.7	行业均衡	稳健成长	重仓信用债	中杠杆	中久期	3	5	5	4	3	3	5
017017.OF	农银汇理瑞泽添利A	钱大千,刘莎莎	2.1	行业分散	稳健成长	高配信用债	中高杠杆		2	4	3	4	4	5	3

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

3.3 特立独行组合：成长型固收+

在固收+中，有一类基金非常特殊，其权益风格偏向于成长风格，成长风格波动高，回撤大，似乎天然与固收+的产品特征相悖，但仍有相当多的基金经理尝试这种风格，价值风格即使增加整体仓位也有一定的收益上限，此外，公募权益基金经理多数研究成长行业出生，整体公募权益持仓也更偏成长，因此在成长股的挖掘方面是具有优势的，因此如果还想追求更高的收益目标，固收+引入成长资产是一个必要的选项。

采取以下方式筛选优秀的成长型固收组合：

1、限定样本池：筛选规模在 2 亿以上的固收+基金，剔除完全不参与风险资产的一级债基，筛选风险等级为中风险、高风险的固收+基金；

2、筛选特定风格：筛选权益风格偏好标签为“积极成长”或“黑马成长”的固收+；

3、对于成长型固收+而言，收益率等选基指标对未来的预测效果失效严重，从另一个角度出发，波动率的延续性比较强，如果在成长风格中能将权益资产的波动率管理地比较好，也是强能力的体现，因此筛选权益静态持仓模拟收益波动率处于全部固收+中更低的 60%水平的基金。

4、要求基金经理有一定的交易能力，因此剔除处置标签为“止盈能力弱”、“止损能力弱”的基金。

按照以上法则筛选的基金构成的组合表现如图表 63、图表 64 所示，由于该组合从中风险、高风险固收+中选择，因此与中风险固收+基准、高风险固收+基准作对比，成长型固收+组合在 2018、2020、2021、2024 年同时胜过了中风险固收+与高风险固收+，在相对收益上表现出色，年化收益 5.02%，Calmar 超过高风险固收+的 0.39。

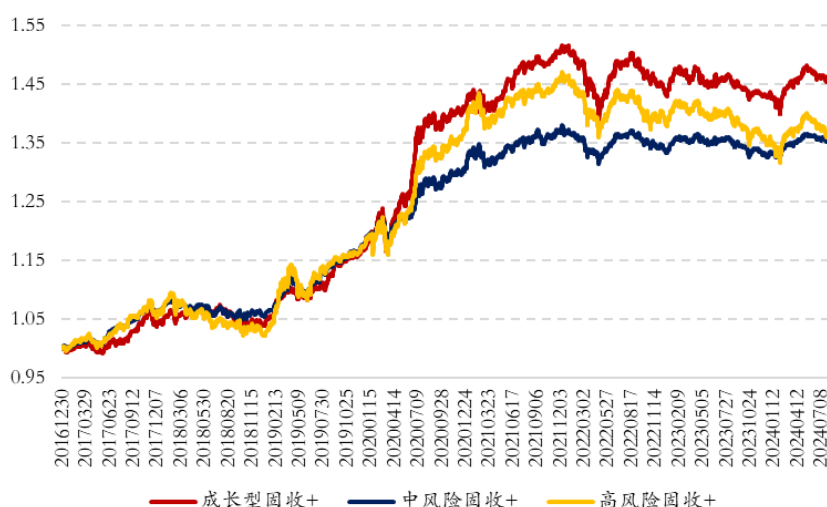
图表 63 成长型固收+组合分年度收益

年份	成长型固收+组合表现					对比组合			
	收益率	回撤	波动	夏普	Calmar	中风险固收+		高风险固收+	
						收益率	Calmar	收益率	Calmar
2017	4.67%	3.08%	3.84%	1.22	1.51	6.79%	4.01	6.65%	2.50
2018	-0.63%	3.45%	3.37%	-0.19	-0.18	-1.03%	-0.32	-3.93%	-0.58
2019	12.71%	1.90%	3.48%	3.65	6.68	12.26%	4.24	15.47%	2.95
2020	21.20%	6.29%	7.71%	2.75	3.37	11.29%	3.35	17.43%	3.29
2021	6.78%	2.83%	4.41%	1.54	2.40	4.04%	1.41	5.50%	1.31
2022	-4.93%	8.33%	5.51%	-0.89	-0.59	-2.53%	-0.61	-5.17%	-0.73
2023	-0.32%	3.78%	3.36%	-0.09	-0.08	-0.20%	-0.07	-2.00%	-0.37
2024	1.11%	2.56%	3.35%	0.33	0.43	0.96%	0.64	-0.40%	-0.11
整体	5.02%	8.50%	4.67%	1.07	0.59	4.00%	0.84	4.08%	0.39

注：表中红色表明收益率同时胜过中风险固收+与高风险固收+，橙色代表胜过其中的一个。

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

图表 64 成长型固收+组合长期表现良好



资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

图表 65 为最新一期筛选的成长型固收+组合。

图表 65 成长型固收+组合最新持仓

基金代码	基金名称	基金经理	规模 (亿)	行业配置策略	风格偏好	券种偏好	杠杆偏好	久期偏好	股票 贡献 收益	债券 投资 收益	收入 效应	资本 利得 效应	国债 效应	利差 效应	券种 选择 效应
012140.OF	太平丰泰一年定开	吴超	30.3	行业均衡	积极成长	重仓信用债	高杠杆	长久期	3	2	2	3	5	5	1
002932.OF	圆信永丰强化收益A	林铮	13.1	行业均衡	积极成长	重仓信用债	中杠杆	中久期	2	2	3	2	2	3	2
009124.OF	华泰保兴科荣A	周咏梅,赵旭照	4.0	有所侧重	黑马成长	高配信用债	中低杠杆	中久期	1	3	3	3	3	2	3
012955.OF	国寿安保稳盛6个月持有A	吴闻	3.7	行业均衡	积极成长	重仓信用债	中杠杆	中久期	5	5	3	5	3	3	5
016419.OF	国泰安璟A	樊利安,茅利伟	3.4	行业均衡	积极成长	高配信用债	低杠杆	中久期	2	3	3	4	3	2	4
016142.OF	华安洋悦A	吴文明,郑伟山	3.3	行业分散	黑马成长	重仓信用债	中杠杆	中久期	3	3	2	4	3	3	4
014846.OF	博时恒乐A	张李陵	2.8	行业均衡	积极成长	高配信用债	杠杆择时	中长久期	5	5	3	5	5	5	3
011872.OF	中邮悦享6个月持有A	张悦	2.6	有所侧重	积极成长	高配信用债	中杠杆		5	3	3	3	5	5	1
008416.OF	鹏扬景瑞三年持有A	李沁,李人望	2.3	行业均衡	黑马成长	重仓信用债	中杠杆	中久期	2	2	1	5	4	5	4

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

3.4 量化固收+：长期业绩优异

近年来，不少基金公司的量化基金经理开始独立管理或参与管理固收+产品，目前固收+基金也有不少时双人甚至三人一起管理的，统计目前固收+基金的管理背景，如图表 66 所示，大约有 6% 的产品有量化基金经理的参与。

图表 66 固收+基金经理管理背景

基金经理背景	占比
债券	61.12%
权益	22.49%
权益+债券	9.94%
量化	3.12%
量化+债券	2.46%
其他	0.88%

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

图表 67 为不同管理背景固收+的收益情况，长期收益来看，量化基金经理单独管理的固收+年化收益高于权益基金经理单独管理的固收+，这个结论符合直觉，因为在权益基金领域，量化产品由于严格的风险控制要求，其长期收益是高于主动产品的，但两者差距并不显著，而且年份之间有明显错落。有债券基金经理参与的固收+年化收益低于主动权益/量化基金经理单独管理的固收+，这并不能说明能力的差异，因为有债券基金经理参与的产品仓位平均更低，可以看到在权益熊市，其收益率有明显的优势。

图表 67 不同管理背景固收+的收益情况

年份	债券	权益	权益+债券	量化	量化+债券
2017	5.17%	7.31%	5.99%	7.65%	5.05%
2018	0.96%	-5.70%	0.23%	-1.68%	-0.46%
2019	9.66%	17.49%	10.20%	9.74%	10.42%
2020	11.33%	17.33%	14.32%	14.57%	14.15%
2021	6.61%	6.79%	6.17%	9.95%	6.83%
2022	-2.98%	-4.54%	-3.58%	-4.29%	-3.98%
2023	1.35%	-0.58%	0.49%	2.14%	1.12%
2024	1.06%	0.56%	1.11%	1.68%	0.74%
整体	4.24%	4.72%	4.43%	5.03%	4.28%

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

以上图表暗示了，平均来看，量化背景的基金经理管理固收+产品或许是一个有潜力的方向，但由于量化固收+产品较少，无法像前文一样回溯策略，因此本节主要对量化固收+做一些分析。

首先，部分量化基金经理会直接采用指增基金的做法来管理固收+的权益部分，筛选时，计算量化固收+产品的权益部分相对于沪深 300、中证 500 的行业偏离，要求偏离度不高于 20%且成分股内占比满足一定条件，筛选了对标沪深 300 的量化固收+以及对标中证 500 的量化固收+，对标沪深 300 的产品更多一些，如图表 68，这部分产品的机构投资者比例均比较高，仓位方面，中信保诚至瑞 A、中信保诚新旺回报 A、中信保诚至利 A 三只基金的仓位有所波动，可能存在择时操作，其他基本为中权益仓位或高权益仓位运作。

图表 68 权益投资部分类指增的量化固收+

基金代码	基金名称	基金经理	管理背景	规模(亿)	过去一年收益率	机构投资者比例	股票配置策略	换手率	300内成分股占比	500内成分股占比	相对300的行业偏离	相对500的行业偏离	对标指数
005078.OF	富国宝利增强	陈斯扬	量化	25.5	-1.95%	机构投资者比例高	中权益仓位	换手率适中	85%	7%	13%	29%	沪深300
003379.OF	中信保诚至选A	提云涛,杨立春	量化+债券	6.2	1.24%	机构投资者比例高	中权益仓位	换手率低	88%	9%	15%	36%	沪深300
018830.OF	汇添富稳健回报A	吴振翔	量化	3.2		机构投资者比例高	中权益仓位	换手率偏高	58%	23%	15%	28%	沪深300
003432.OF	中信保诚至瑞A	提云涛,杨立春	量化+债券	2.6	0.78%	机构投资者比例偏高	适度择时	换手率偏低	91%	7%	17%	39%	沪深300
001362.OF	景顺长城领先回报A	陈健宾,曾理	量化+权益	1.5	-1.23%	机构投资者比例高	高权益仓位	换手率适中	80%	14%	12%	30%	沪深300
519229.OF	海富通欣享A	朱斌全,谈云飞	量化+债券	1.1	-3.23%	机构投资者比例高	高权益仓位	换手率高	84%	8%	15%	36%	沪深300
019349.OF	中信保诚瑞丰6个月A	提云涛,杨立春	量化+债券	0.7		机构投资者比例低		换手率偏低	83%	9%	14%	30%	沪深300
165526.OF	中信保诚新旺回报A	提云涛,杨立春	量化+债券	0.3	-0.64%	机构投资者比例高	适度择时	换手率偏低	89%	8%	14%	40%	沪深300
004902.OF	富国丰利增强	陈斯扬	量化	10.5	-3.01%	机构投资者比例高	中权益仓位	换手率高	22%	61%	27%	22%	中证500
008356.OF	中加科丰价值精选	庞智桐,钟伟	量化+债券	2.5	-0.45%	机构投资者比例偏高	中权益仓位	换手率高	14%	58%	29%	3%	中证500
002027.OF	中加心享A	庞智桐,钟伟	量化+债券	0.5	-1.08%	机构投资者比例高	中权益仓位	换手率高	13%	55%	29%	4%	中证500
003234.OF	中信保诚至利A	王颖	量化	0.4	-1.82%	机构投资者比例低	择时	换手率高	1%	97%	35%	12%	中证500

基金代码	基金名称	基金经理	管理背景	转债配置策略	券种偏好	杠杆偏好	久期偏好	信用偏好	股票贡献收益	债券投资收益	收入效应	资本利得效应	国债效应	利差效应	券种选择效应
005078.OF	富国宝利增强	陈斯扬	量化	适度转债择时	高配信用债	中杠杆	中久期	信用下沉比例中	3	1	4	1	2	3	1
003379.OF	中信保诚至选A	提云涛,杨立春	量化+债券	极少或无转债	高配信用债	低杠杆	短久期		3	2	4	2	2	1	2
018830.OF	汇添富稳健回报A	吴振翔	量化	极少或无转债	高配信用债				5	2	2	3	4	4	2
003432.OF	中信保诚至瑞A	提云涛,杨立春	量化+债券	极少或无转债	高配信用债	低杠杆	短久期	无信用下沉	3	2	3	2	2	1	3
001362.OF	景顺长城领先回报A	陈健宾,曾理	量化+权益	极少或无转债	重仓信用债	低杠杆	中久期		3	3	5	1	2	2	2
519229.OF	海富通欣享A	朱斌全,谈云飞	量化+债券	极少或无转债	重仓信用债	中低杠杆	中长期	信用下沉比例中低	1	4	4	4	5	5	2
019349.OF	中信保诚瑞丰6个月A	提云涛,杨立春	量化+债券												
165526.OF	中信保诚新旺回报A	提云涛,杨立春	量化+债券	极少或无转债	重仓利率债	低杠杆	短久期	信用择时	3	1	3	1	1	1	3
004902.OF	富国丰利增强	陈斯扬	量化	中转债仓位	高配信用债	杠杆择时	中久期	信用下沉比例中	2	1	4	1	2	3	1
008356.OF	中加科丰价值精选	庞智桐,钟伟	量化+债券	极少或无转债	高配信用债	中低杠杆	中久期	信用下沉比例中高	3	3	4	2	3	3	2
002027.OF	中加心享A	庞智桐,钟伟	量化+债券	极少或无转债	高配信用债	低杠杆	久期择时	信用下沉比例中	2	5	5	3	4	4	2
003234.OF	中信保诚至利A	王颖	量化	极少或无转债	券种择时	低杠杆	短久期		1	4	3	4	3	1	5

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

债券投资部分，富国基金-陈斯扬管理的基金会适度参与转债投资，也会有一定的信用下沉，其他量化基金经理很少参与转债投资，中信保诚的产品可能会有券种择时，其他均为高配或重仓信用债。

接着我们筛选规模 ≥ 2 亿，且过去一年收益比较好（正收益）的量化固收+产品，招商基金、华夏基金发行的量化固收+过去一年业绩较好，其中，招商基金的部分产品有债券基金经理一起管理，权益仓位均为中等，行业配置有所侧重，风格上比较另类，换手率整体偏低，处置操作上有比较明显的止盈持损，且止盈止损能力优秀，而华夏基金的产品权益仓位多为低或略有择时，行业配置为均衡或分散，风格上偏深度价值或稳健成长，换手率偏高。

债券投资方面，基本均为重仓或高配信用债，但信用下沉比例很低，久期偏好中短，从收益贡献来看，业绩好的量化固收+的股票投资收益贡献基本均比较高。

图表 69 过去一年正收益的量化固收+

基金代码	基金名称	基金经理	管理背景	规模(亿)	过去一年收益率	股票配置策略	行业配置策略	市值偏好	风格偏好	换手率	处置偏好	止盈能力	止损能力
017556.OF	招商安凯	蔡振	量化	15.5	7.01%	中权益仓位	有所侧重型	中盘	其他风格	换手率偏低	止盈持损	止盈能力一般	止损能力强
010430.OF	招商安阳A	尹晓红,蔡振	量化+债券	20.2	6.32%	中权益仓位	有所侧重型	中盘	其他风格	换手率偏低	止盈持损	止盈比例偏高	止损能力强
016513.OF	招商安嘉	蔡振	量化	18.0	6.06%	中权益仓位	有所侧重型	中盘	其他风格	换手率偏低	处置均衡	止盈比例偏高	止损能力一般
217024.OF	招商安盈A	蔡振,尹晓红	量化+债券	54.0	5.87%	中权益仓位	有所侧重型	中盘	深度价值	换手率偏低	止盈持损	止盈能力一般	止损能力一般
000190.OF	中银新回报A	赵志华,李建	量化+债券	16.3	3.94%	中权益仓位	有所侧重型	大盘	稳健成长	换手率适中	止盈持损	止盈能力一般	止损能力弱
004202.OF	华夏睿磐泰兴A	宋洋	量化	8.1	2.86%	低权益仓位	行业均衡	中盘	深度价值	换手率高	处置均衡	止盈能力一般	止损能力一般
017575.OF	华夏稳兴增益一年持有A	宋洋	量化	2.4	2.66%	低权益仓位	行业均衡	市值切换	深度价值	换手率高	处置均衡	止盈能力一般	止损能力一般
005177.OF	华夏睿磐泰利A	宋洋	量化	18.4	2.36%	适度择时	行业分散	中盘	深度价值	换手率高	处置均衡	止盈能力一般	止损能力一般
010515.OF	富国天兴回报A	周宁,黄兴	量化+债券	25.7	2.34%	中权益仓位	有所侧重型	大盘	其他风格	换手率偏低	止盈持损	止盈能力一般	止损能力弱
017912.OF	华夏稳进增益一年持有A	宋洋	量化	2.5	2.31%	低权益仓位				换手率高			
012902.OF	平安添悦A	杨可人	量化	3.1	1.94%	低权益仓位	行业分散	中盘	深度价值	换手率高	处置均衡	止盈能力一般	止损能力一般
003301.OF	华夏鼎融A	宋洋	量化	8.9	1.92%	低权益仓位	行业分散	市值切换	稳健成长	换手率高	处置均衡	止盈能力一般	止损能力一般
015235.OF	国寿安保稳泽两年持有A	吴闻,李康	量化+债券	2.3	1.76%	中权益仓位	行业均衡	大盘	其他风格	换手率偏高	处置均衡	止盈能力一般	止损能力一般
004720.OF	华夏睿磐泰茂A	宋洋	量化	9.1	1.68%	适度择时	行业分散	中盘	深度价值	换手率高	处置均衡	止盈能力一般	止损能力一般
003379.OF	中信保诚至选A	提云涛,杨立春	量化+债券	6.2	1.24%	中权益仓位	行业分散	大盘	质量价值	换手率偏低	处置均衡	止盈能力一般	止损能力一般
015371.OF	中加聚享增益A	庞智桐,钟伟	量化+债券	2.4	0.78%	中权益仓位	有所侧重型	中盘	质量基金	换手率偏高	处置均衡	止盈能力一般	止损比例偏高
003432.OF	中信保诚至瑞A	提云涛,杨立春	量化+债券	2.6	0.78%	适度择时	行业均衡	大盘	深度价值	换手率偏低	处置均衡	止盈能力一般	止损能力强
009181.OF	浙商智多兴稳健回报一年持有A	胡昇,陈亚芳	量化+债券	6.7	0.66%	高权益仓位	行业均衡	中盘	深度价值	换手率高	处置均衡	止盈能力一般	止损能力一般
006398.OF	宝盈祥瑞定开A	吕妹仪,蔡丹,邓栋	量化+债券	2.5	0.44%	中权益仓位	行业均衡	小盘	稳健成长	换手率偏高	处置均衡	止盈能力弱	止损能力一般

基金代码	基金名称	基金经理	管理背景	转债配置策略	券种偏好	杠杆偏好	久期偏好	信用偏好	股票贡献收益	债券贡献收益	收入效应	资本利得效应	国债效应	利率效应	券种选择效应
017556.OF	招商安凯	蔡振	量化	极少或无转债	高配信用债	低杠杆	中久期		5	4	4	4	4	4	3
010430.OF	招商安阳A	尹晓红,蔡振	量化+债券	极少或无转债	重仓信用债	低杠杆	中久期	信用下沉比例低	5	5	5	4	4	3	4
016513.OF	招商安嘉	蔡振	量化	极少或无转债	重仓信用债	低杠杆	中久期	无信用下沉	5	3	5	2	3	2	2
217024.OF	招商安盈A	蔡振,尹晓红	量化+债券	极少或无转债	重仓信用债	低杠杆	中久期	信用下沉比例低	5	4	5	4	4	3	3
000190.OF	中银新回报A	赵志华,李建	量化+债券	极少或无转债	重仓信用债	高杠杆	中久期	无信用下沉	5	5	2	5	5	5	5
004202.OF	华夏睿磐泰兴A	宋洋	量化	极少或无转债	重仓信用债	低杠杆	中久期		3	4	2	5	4	4	5
017575.OF	华夏稳兴增益一年持有A	宋洋	量化	极少或无转债	重仓信用债	中杠杆			4	4	2	5	3	3	5
005177.OF	华夏睿磐泰利A	宋洋	量化	极少或无转债	重仓信用债	低杠杆	中久期		3	4	5	4	4	3	4
010515.OF	富国天兴回报A	周宁,黄兴	量化+债券	低转债仓位	高配信用债	中杠杆	中久期	信用下沉比例低	5	2	3	2	2	2	2
017912.OF	华夏稳进增益一年持有A	宋洋	量化			中杠杆			3	2	1	4	3	2	4
012902.OF	平安添悦A	杨可人	量化	极少或无转债	高配信用债	低杠杆	久期择时		4	5	2	5	5	5	4
003301.OF	华夏鼎融A	宋洋	量化	极少或无转债	重仓信用债	低杠杆	中久期		2	4	4	4	4	3	4
015235.OF	国寿安保稳泽两年持有A	吴闻,李康	量化+债券	极少或无转债	高配信用债	低杠杆			5	5	4	5	5	5	5
004720.OF	华夏睿磐泰茂A	宋洋	量化	极少或无转债	重仓信用债	低杠杆	中久期		2	4	5	4	4	3	4
003379.OF	中信保诚至选A	提云涛,杨立春	量化+债券	极少或无转债	重仓信用债	低杠杆	短久期		3	2	4	2	2	1	2
015371.OF	中加聚享增益A	庞智桐,钟伟	量化+债券	极少或无转债	重仓信用债	中杠杆	中久期		3	3	4	3	2	2	4
003432.OF	中信保诚至瑞A	提云涛,杨立春	量化+债券	极少或无转债	高配信用债	低杠杆	短久期	无信用下沉	3	2	3	2	2	1	3
009181.OF	浙商智多兴稳健回报一年持有A	胡昇,陈亚芳	量化+债券	极少或无转债	高配利率债	低杠杆	中久期	信用下沉比例低	3	4	4	4	5	4	2
006398.OF	宝盈祥瑞定开A	吕妹仪,蔡丹,邓栋	量化+债券	极少或无转债	重仓信用债	高杠杆	中久期	信用下沉比例低	1	5	5	5	2	3	5

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

4 总结

固收+基金通常至少含有股、债两种资产，收益来源多样，相比于纯权益基金或是纯债基金，业绩评价的难度更大，选择优秀基金的难度也要高于前两类，固收+基金的风险点也不会体现在净值曲线中，识别这些收益来源并判断其延续性非常重要。

本文首先自上而下介绍了固收+基金的分析框架，包括资产配置能力的解析，如何筛选择时能力强的基金，以及择时能力延续性的情况，接着从 Campisi 模型出发，基于定期报告的维度与基于净值的维度，拆分了固收+基金的收益来源并解释了两者的内在联系，并测试了固收+收益各个部分的持续性。此外，还补充了可能影响固收+业绩的一些风格标签指标。

最后，从实际需求出发构造了一些特色的固收+组合，固收+基金的评价是在绝对收益评价框架下的，我们可能更需要一些收益回撤比更高的组合。

1、由于价值资产与债券资产天然负相关，因此价值型固收+是固收+中的主流产品，价值型固收+适合追求收益回撤比的低风险投资者，构造时主要选择中低风险的固收+基金，剔除含有“权益择时”、“转债择时”、“信用下沉”这些风险项的基金，并分项把握收益来源，例如债券部分的收入效应预测延续性很强，因此低风险偏好的基金应该牢牢把握住这项收益，2017年~2024年8月，价值型固收+组合年化收益5.11%，Calmar比率2.08。

2、古语有云：“善战者无赫赫之功”，均衡风格的固收+基金能够真正地穿越资产的牛熊与风格的转变，我们并不希望其收益完全是某一项带来的，筛选时要求同时满足仓位均衡、风格均衡、行业均衡、收益来源均衡，均衡型固收+适合作为底仓配置。2017年~2024年8月，均衡型固收+组合年化收益5.96%，Calmar比率1.67。

3、在固收+中，有一类基金权益风格偏向于成长，适合追求更高的收益目标的投资者，筛选风险等级为中、高风险且风格为“积极成长”或“黑马成长”的固收+基金，如果在成长风格中能将权益资产的波动率管理地比较低，也是基金经理强能力的体现，因此筛选权益部分低波动且有一定的止盈止损能力的基金经理，2017年~2024年8月，成长型固收+年化收益5.02%，Calmar0.59。

4、在固收+基金中，大约有6%的产品有量化基金经理的参与，量化产品由于严格的风险控制要求，其长期业绩优异，对于长期持有的投资者来说可以筛选一些特色产品。

风险提示：

本文结论基于基金的历史持仓与净值数据进行分析，不构成任何投资建议。基金的历史收益、历史风格偏好、历史持股特征不代表未来，本报告数据仅供参考。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。