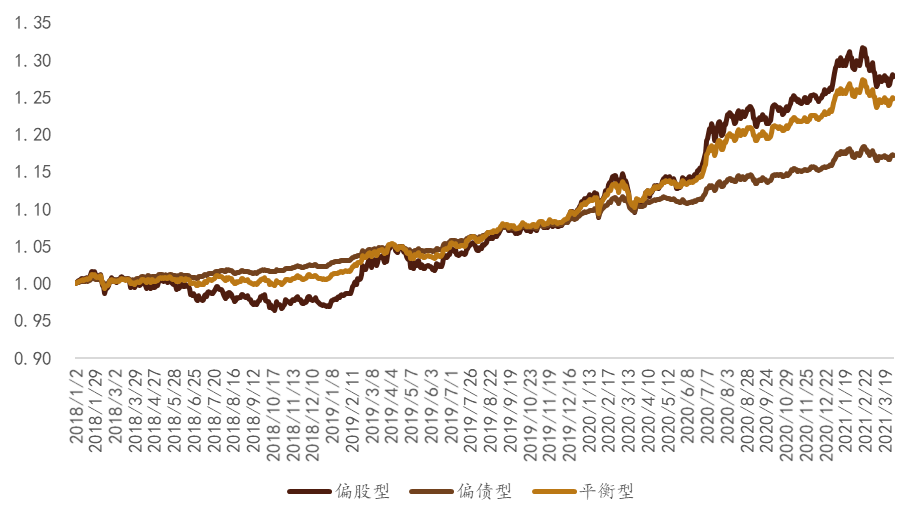
**固收+基金研究系列之三：固收+基金的分类与优选**

**固收+基金指数走势**



数据来源：Wind，基煜研究整理；数据区间：2018.1.1-2021.3.31

**固收+分类风险收益特征**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | **年化波动率** | **年化收益率** | **夏普比率** |
| 股票基金 | 18.02% | 12.39% | 0.60 |
| 可转债基金 | 12.28% | 5.15% | 0.30 |
| **偏股型固收+** | **4.80%** | **6.53%** | **1.05** |
| 二级债基 | 4.15% | 4.51% | 0.73 |
| 偏债混合 | 3.54% | 6.29% | 1.35 |
| 股票市场中性 | 3.20% | 4.69% | 1.00 |
| **均衡型固收+** | **3.20%** | **6.26%** | **1.49** |
| **偏债型固收+** | **1.93%** | **4.60%** | **1.60** |
| 纯债债基 | 1.35% | 3.06% | 1.16 |

数据来源：Wind，基煜研究整理；数据区间：2016.6.30-2021.6.30

**不同类型固收+与其他基金比较**



数据来源：Wind，基煜研究整理；数据区间：2015.06.30–2021.06.30

报告作者：徐意辰

邮件地址：[xuyichen@fofund.com.cn](mailto:xuyichen@fofund.com.cn)

报告作者：韩斯婕

邮箱地址：[hansijie@fofund.com.cn](mailto:hansijie@fofund.com.cn)

报告作者：张晨，CAIA，FRM

邮箱地址：zhangchen@fofund.com.cn

报告摘要：

* **固收+定义及分类**

我们将Wind公募基金二级分类中，以债券为主要仓位，并且能够主动配置权益的基金类型（剔除可转债基金）归为固收+基金，其中包括混合债券型二级基金、偏债混合型基金、灵活配置型基金（近4期任1期股票仓位都低于40%）。不同固收+基金在产品设计、风险偏好上可能差异较大，且与Wind二级分类并无显著关系，因此先分类再分析是较为重要的。具体在分类上，我们根据权益仓位（股票+偏股性转债）、波动率、最大回撤三个指标进行分类，将固收+基金分为偏股型、偏债型以及均衡型。固收+基金中存在部分打新基金，且较难通过定量方法进行甄别，因此在整体分析中并没有剔除该类基金。

* **均衡型、偏债型固收+收益风险比较高**

从近5年较长时间维度的整体风险收益比情况来看，均衡型固收+、偏债型固收+是相对更好的投资类别，其近5年夏普比率分别为1.49、1.60。由于均衡型、偏债型固收+持有体验感较好（波动及回撤较低、夏普较高），因此对于风险偏好较低，但又想获取较纯债基金有一定超额收益的投资者来说，是较好的选择标的。

* **固收+基金在不同市场下表现**

我们选取了8类公募基金（包括3类固收+）以及8段不同的股债市场进行分析。从收益率表现来看，偏股型固收+进攻性较强，除股票全面熊市表现落后外，其余市况下表现排名都在3、4名。均衡型固收+基金表现较为稳定，在两次震荡市中表现第1，在8段不同市场下排名均值3.4，仅次于股票基金的3.3。从夏普比率来看，偏股型固收+在牛市中能够有较高的夏普比率；均衡型固收+收益风险比较为稳定，基本在所有市场下都能在8类资产中排名前3；偏债型固收+除股票牛市外，其余市场下排名也较为靠前。

* **固收+基金的分类优选**

由于不同类型固收+产品风格差异较大，且对应投资人对于收益风险、持有体验等要求也各不相同，因此在固收+基金优选时，我们建议通过不同的指标进行筛选。偏债型、均衡型固收+都偏绝对收益，建议优先选择收益风险比较高、且持有体验较好的基金；偏股型固收+进攻性强，建议优先选择过去收益较好、择股能力较强的基金。

1. **固收+基金的定义及分类**

1.1.固收+基金的定义

我们将Wind公募基金二级分类中，以债券为主要仓位，并且能够主动配置权益的基金类型（剔除可转债基金）统一归为固收+基金，其中包括混合债券型二级基金（后简称二级债基）、偏债混合型基金、灵活配置型基金（近4期任一期股票仓位都低于40%）。根据我们的筛选条件，全市场符合要求的固收+基金共638只。我们将所有符合固收+定义的基金拟合成基煜固收+指数，并做季度调整，整体表现介于偏债混合基金指数和二级债基指数之间。

不同固收+基金在产品设计、风险偏好上可能差异较大，且与Wind二级分类并无显著关系。虽然二级债基、偏债混合、灵活配置在股票仓位的上限可能不同，但权益的暴露度可以通过转债调节（一般固收+产品对转债无限制）。由下表可见，二级债基、偏债混合、灵活配置基金中，都有风险偏好较高的基金，其波动、回撤都大于10%；也有十分稳健的基金，其波动、回撤均小于3%。因此，对于整体固收+进行先分类、再分析是较为重要的。

|  |
| --- |
| **图表1：固收+二级分类不同指数走势** |
|  |
| 数据来源：Wind，基煜研究整理；数据截止日：2021年3月31日；  注：灵活配置型基金总计1407只，符合固收+分类的产品为254只。 |
| **图表2：Wind二级分类下基金差异较大** |
|  |
| 数据来源：Wind，基煜研究整理；数据截止日：2021年6月30日；  风险提示：以上数据及信息仅供参考，产品过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证，投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险。 |

1.2.固收+基金的分类

由于固收+策略较为丰富，各基金在产品设计、风险收益目标，尤其在权益类资产比重（股票+转债）方面差异较大，因此需要进行进一步的分类，并设置不同的基准来对不同类型的固收+产品进行分类讨论。

**权益资产占比：权益仓位中枢是固收+基金中较为重要的一环，权益中枢的高低在很大程度上决定了一只固收+基金的风险偏好。**除股票资产外，转债风格也是决定组合波动的重要因素，如呈现强股性的高价转债（如英科转债、恩捷转债等）的个券波动近似于正股波动，而呈现债性的低价转债（上银转债、凤凰EB等）波动近似债券。部分固收+产品转债仓位较高，因此将持仓转债归为偏股、偏债、平衡能够更好的对组合的权益、固收仓位进行分析。

由于固收+基金每季度披露所有转债持仓，因此转债仓位的分析具有较好的准确性。我们以平价底价溢价率作为切分转债属性的指标。根据Wind定义，平价底价溢价率大于20%为偏股型，-20%到20%间为平衡，小于-20%为偏债性。**我们分别赋予偏股型、平衡型、偏债型转债的股票系数分别定为100%、50%、0%，并赋予偏债型转债100%的债券系数，即偏股型转债仓位被视为股票，平衡型转债被视为50%股票，偏债型转债被视为100%债券。**

**波动、回撤约束：由于存在中途换仓，以及转债、股票本身属性及波动的变化，单纯通过权益仓位来定义可能不准确，因此在固收+分类上，除权益仓位外，也综合考虑了过去一段时间波动率、最大回撤的情况。**

**固收+分类：**将全市场固收+基金中，分别给近四期季报中权益平均仓位（100%股票仓位+100%偏股型转债仓位+50%平衡型转债仓位）、近1年波动率、近1年最大回撤（绝对值）进行排名，最终取三个排名的算数平均，得分前40%的为偏股型固收+、后30%的为偏债型固收+、其余为均衡型固收+。从图表3可见，三大分类不论是总规模还是Wind二级分类下的数量分部都较为平均，也再次验证了不同Wind二级分类下的固收+基金整体并没有显著的区别。

从图标4可见，我们将固收+分类每季度调整并做回测。近5年来，偏股型固收+平均波动率、最大回撤为4.8%、4.69%，高于二级债基、偏债混合。均衡型固收+平均波动率、最大回撤3.2%、2.24%，低于股票市场中性，夏普比率较高，约1.5。偏债型固收+较为稳健，平均波动率、最大回撤仅1.93%、1.47%，夏普比率在各类资产中最高，约1.6。

|  |
| --- |
| **图表3：固收+分类历史表现及规模分部** |
| |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | |  | **基金规模** | **基金数量** | **二级债基** | **偏债混合** | **灵活配置** | | 均衡型 | 3091.01 | 191 | 66 | 48 | 77 | | 偏股型 | 2923.99 | 255 | 75 | 80 | 100 | | 偏债型 | 3484.63 | 192 | 72 | 43 | 77 | | 总计 | 9499.64 | 638 | 213 | 171 | 254 | |

|  |
| --- |
| **图表4：近5年固收+分类与万得二级分类对比** |
| |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | |  | **年化波动率** | **年化收益率** | **CVaR (5%)** | **夏普比率** | **最大回撤** | | 股票基金 | 18.02% | 12.39% | -5.76% | 0.60 | -26.60% | | 可转债基金 | 12.28% | 5.15% | -3.85% | 0.30 | -16.04% | | **偏股型固收+** | **4.80%** | **6.53%** | **-1.52%** | **1.05** | **-4.69%** | | 二级债基 | 4.15% | 4.51% | -0.92% | 0.73 | -3.69% | | 偏债混合 | 3.54% | 6.29% | -0.62% | 1.35 | -3.71% | | 股票市场中性 | 3.20% | 4.69% | -0.82% | 1.00 | -3.12% | | **均衡型固收+** | **3.20%** | **6.26%** | **-1.03%** | **1.49** | **-2.24%** | | **偏债型固收+** | **1.93%** | **4.60%** | **-0.64%** | **1.60** | **-1.47%** | | 纯债债基 | 1.35% | 3.06% | -0.46% | 1.16 | -2.64% | |
| 数据来源：Wind，基煜研究整理；数据截止日：2021年3月31日；  风险提示：以上数据及信息仅供参考，产品过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证，投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险。 |

1. 不同市场下固收+表现

2.1.长时间维度不同类型固收+收益、风险比较

如图表4、5可见，从近5年较长时间维度的整体风险收益比情况来看，均衡型固收+、偏债型固收+是相对更好的投资类别。由于均衡型、偏债型固收+持有体验感较好（波动及回撤较低、夏普较高），因此对于风险偏好较低，但又想获取较纯债基金有一定超额收益的投资者来说，是较好的选择标的。

|  |
| --- |
| **图表5：近5年固收+分类与万得二级分类对比** |
|  |
| 数据来源：Wind，基煜研究整理；数据截止日：2021年3月31日；  风险提示：以上数据及信息仅供参考，产品过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证，投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险。 |

2.2.不同市场下不同固收+收益、风险比较

我们对股票、债券市场的牛熊市进行了划分：

**股票：**将A股市场划分为整体牛市、价值牛市、成长牛市、熊市、震荡市这5个阶段。其中，除了传统的整体牛市、熊市、震荡市的划分外，考虑到历史上在多个时间阶段存在成长风格或价值风格相对占优的现象，我们根据不同类型指数的表现，划分出了价值牛市和成长牛市。具体划分标准如下：

* 整体牛市：沪深300、中证500、创业板指连续上涨超过20%；
* 价值牛市：沪深300连续上涨超过20%，且其他指数上涨不超过20%或者下跌；
* 成长牛市：创业板指连续上涨超过20%，且其他指数上涨不超过20%或者下跌；
* 熊市：沪深300、中证500、创业板指连续下跌超过20%；
* 震荡市：牛市、价值牛市、成长牛市、熊市之外的市场行情。

**债券：**把债券市场细分为牛市初期、牛市中期、牛市末期、熊市初期、熊市中期和熊市末期这六种市场走势。考虑到相对于中期，初期和末期的持续时间相对较短，在判断出一个过往的牛市或熊市之后，我们以初期：中期：末期 = 1:3:1的比例进行细分。

**综合股票、债券细分市场，我们以股票市场为主轴，将市场划分为：震荡市/牛市、牛市/牛市、熊市/牛市、价值牛市/牛市、价值牛市/熊市、震荡市/熊市和成长牛市/熊市**，并将A股和债券两个市场的阶段特征综合起来对市场周期进行描述。具体细分如图表6所示。更为详细的划分方法可参见我们前期的报告《基构通资产配置及基金组合研究 - 不同投资策略在资产配置中的比较研究 - 资产配置专题》。

|  |
| --- |
| **图表6：市场细分** |
| |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | | 起始日 | 结束日 | A股市场划分 | 债券市场划分 | 市场性质 | | 2014/02/19 | 2014/07/28 | 震荡市 | 牛市 | 震荡市/牛市 | | 2014/07/29 | 2015/06/15 | 牛市 | 牛市 | 牛市/牛市 | | 2015/06/16 | 2016/02/01 | 熊市 | 牛市 | 熊市/牛市 | | 2016/02/02 | 2016/10/28 | 价值牛市 | 牛市 | 价值牛市/牛市 | | 2016/10/29 | 2018/01/25 | 价值牛市 | 熊市 | 价值牛市/熊市 | | 2018/01/26 | 2019/01/03 | 熊市 | 牛市 | 熊市/牛市 | | 2019/01/04 | 2019/04/19 | 牛市 | 牛市 | 牛市/牛市 | | 2019/04/20 | 2019/12/04 | 震荡市 | 牛市 | 震荡市/牛市 | | 2019/12/05 | 2020/07/13 | 牛市 | 牛市 | 牛市/牛市 | | 2020/07/14 | 2020/12/11 | 震荡市 | 熊市 | 震荡市/熊市 | | 2020/12/12 | 2021/02/10 | 成长牛市 | 熊市 | 成长牛市/熊市 | |
| 数据来源：Wind, 基煜研究；数据区间：2014.02.19-2021.02.10  风险提示：以上数据及信息仅供参考，产品过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证，投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险。 |

**我们选取了8类公募基金（包括3类固收+）以及8段不同的股债市场进行分析。**从不同市场的收益率表现来看，我们选择了8类公募基金指数进行对比。偏股型固收+进攻性较强，除股票全面熊市表现落后外，其余市况下表现排名都在3、4名。均衡型固收+基金表现较为稳定，在两次震荡市中表现第1，在8段不同市场下排名均值3.4，仅次于股票基金的3.3。均衡型固收+基金在价值牛市中跑赢偏股型固收+、在成长牛市中跑输偏股型+，说明其整体持股风格更偏价值。偏债型固收+收益较为稳定，在每个市场环境中都能保持正收益，但进攻性较弱。

|  |
| --- |
| **图表7：不同市场下不同类型基金收益率** |
| |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | **起始日** | **结束日** | **市场性质** | **股票基金** | **转债基金** | **偏股型固收+** | **二级债基** | **偏债混合** | **均衡型固收+** | **偏债型固收+** | **纯债基金** | | 2016/4/1 | 2016/10/28 | 价值牛市/牛市 | 7.13% | 0.14% | 2.60% | 2.46% | 2.71% | 2.62% | 2.53% | 2.49% | | 2016/10/29 | 2018/1/25 | 价值牛市/熊市 | 11.56% | 1.36% | 4.85% | 1.65% | 4.27% | 5.74% | 4.10% | 0.36% | | 2018/1/26 | 2019/1/3 | 熊市/牛市 | -27.83% | -16.42% | -4.51% | -1.85% | -1.07% | -0.36% | 1.89% | 5.91% | | 2019/1/4 | 2019/4/19 | 牛市/牛市 | 36.15% | 19.76% | 8.21% | 6.04% | 5.62% | 4.24% | 2.37% | 0.76% | | 2019/4/20 | 2019/12/4 | 震荡市/牛市 | -0.26% | -0.52% | 2.71% | 1.33% | 2.76% | 3.01% | 2.82% | 2.33% | | 2019/12/5 | 2020/7/13 | 牛市/牛市 | 40.78% | 24.84% | 12.72% | 10.13% | 10.76% | 9.56% | 4.83% | 1.29% | | 2020/7/14 | 2020/12/11 | 震荡市/熊市 | 0.86% | -2.52% | 2.45% | -0.33% | 2.53% | 2.91% | 1.77% | 0.90% | | 2020/12/12 | 2021/2/10 | 成长牛市/熊市 | 19.77% | 8.35% | 5.86% | 3.58% | 4.77% | 4.45% | 2.69% | 0.57% | |
| 数据来源：Wind，基煜研究整理；数据截止日：2021年2月10日。 |

|  |
| --- |
| **图表8：不同市场下不同类型基金收益率排名** |
| |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | **起始日** | **结束日** | **市场性质** | **股票基金** | **转债基金** | **偏股型固收+** | **二级债基** | **偏债混合** | **均衡型固收+** | **偏债型固收+** | **纯债基金** | | 2016/4/1 | 2016/10/28 | 价值牛市/牛市 | 1 | 8 | **4** | 7 | 2 | **3** | **5** | 6 | | 2016/10/29 | 2018/1/25 | 价值牛市/熊市 | 1 | 7 | **3** | 6 | 4 | **2** | **5** | 8 | | 2018/1/26 | 2019/1/3 | 熊市/牛市 | 8 | 7 | **6** | 5 | 4 | **3** | **2** | 1 | | 2019/1/4 | 2019/4/19 | 牛市/牛市 | 1 | 2 | **3** | 4 | 5 | **6** | **7** | 8 | | 2019/4/20 | 2019/12/4 | 震荡市/牛市 | 7 | 8 | **4** | 6 | 3 | **1** | **2** | 5 | | 2019/12/5 | 2020/7/13 | 牛市/牛市 | 1 | 2 | **3** | 5 | 4 | **6** | **7** | 8 | | 2020/7/14 | 2020/12/11 | 震荡市/熊市 | 6 | 8 | **3** | 7 | 2 | **1** | **4** | 5 | | 2020/12/12 | 2021/2/10 | 成长牛市/熊市 | 1 | 2 | **3** | 6 | 4 | **5** | **7** | 8 | |  |  | 平均 | 3 | 6 | **4** | 6 | 4 | **3** | **5** | 6 | |
| 数据来源：Wind，基煜研究整理；数据截止日：2021年2月10日；  风险提示：以上数据及信息仅供参考，产品过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证，投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险。 |

从不同市场的夏普比率表现来看，偏股型固收+在牛市中能够有较高的夏普比率，均衡型固收+收益风险比较为稳定，基本在所有市场下都能在8类资产中排名前3。

|  |
| --- |
| **图表9：不同市场下不同类型夏普比率排名** |
| |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | **起始日** | **结束日** | **市场性质** | **股票基金** | **转债基金** | **偏股型固收+** | **混合二级** | **偏债混合** | **均衡型固收+** | **偏债型固收+** | **纯债债基** | | 2016/4/1 | 2016/10/28 | 价值牛市/牛市 | 7 | 8 | 6 | 5 | 4 | 3 | 2 | 1 | | 2016/10/29 | 2018/1/25 | 价值牛市/熊市 | 5 | 6 | 4 | 7 | 3 | 1 | 2 | 8 | | 2018/1/26 | 2019/1/3 | 熊市/牛市 | 8 | 7 | 6 | 5 | 4 | 3 | 2 | 1 | | 2019/1/4 | 2019/4/19 | 牛市/牛市 | 1 | 5 | 2 | 7 | 4 | 3 | 6 | 8 | | 2019/4/20 | 2019/12/4 | 震荡市/牛市 | 7 | 8 | 5 | 6 | 4 | 3 | 2 | 1 | | 2019/12/5 | 2020/7/13 | 牛市/牛市 | 1 | 5 | 2 | 7 | 4 | 3 | 6 | 8 | | 2020/7/14 | 2020/12/11 | 震荡市/熊市 | 5 | 8 | 4 | 7 | 2 | 1 | 3 | 6 | | 2020/12/12 | 2021/2/10 | 成长牛市/熊市 | 1 | 8 | 3 | 7 | 2 | 4 | 5 | 6 | |  |  | 平均 | 4 | 7 | 4 | 6 | 3 | 3 | 4 | 5 | |
| 数据来源：Wind，基煜研究整理；数据截止日：2021年2月10日；  风险提示：以上数据及信息仅供参考，产品过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证，投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险。 |

2.3.不同策略走势及相关性

我们统计了近5年各类型基金的相关性情况，由于固收+基金基本都有权益仓位，因此彼此间相关性较强。

|  |
| --- |
| **图表10：策略间相关系数** |
| |  |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | |  | 股票基金 | 转债债基 | 偏股型固收+ | 二级债基 | 偏债混合 | 均衡型固收+ | 偏债型固收+ | 纯债债基 | | 股票基金 | 1.000 | 0.872 | 0.961 | 0.895 | 0.937 | 0.915 | 0.836 | -0.052 | | 转债债基 | 0.872 | 1.000 | 0.931 | 0.963 | 0.903 | 0.898 | 0.864 | 0.059 | | 偏股型固收+ | 0.961 | 0.931 | 1.000 | 0.965 | 0.988 | 0.981 | 0.930 | 0.066 | | 混合二级 | 0.895 | 0.963 | 0.965 | 1.000 | 0.955 | 0.954 | 0.938 | 0.166 | | 偏债混合 | 0.937 | 0.903 | 0.988 | 0.955 | 1.000 | 0.986 | 0.939 | 0.085 | | 均衡型固收+ | 0.915 | 0.898 | 0.981 | 0.954 | 0.986 | 1.000 | 0.966 | 0.154 | | 偏债型固收+ | 0.836 | 0.864 | 0.930 | 0.938 | 0.939 | 0.966 | 1.000 | 0.316 | | 纯债债基 | -0.052 | 0.059 | 0.066 | 0.166 | 0.085 | 0.154 | 0.316 | 1.000 | |
| 数据来源：Wind，基煜研究；数据区间：2016.07.01–2021.06.30；周频数据  风险提示：以上数据及信息仅供参考，产品过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证，投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险。 |

1. 不同类型固收+基金优选建议

由于不同类型固收+产品风格差异较大，且对应投资人对于收益风险、持有体验等要求也各不相同，因此在固收+基金优选时，我们建议通过不同的指标进行筛选。

3.1.基于Brinson模型的归因分析

由于固收+基金整体持仓披露较为完整，每季度都能获取几乎所有的可转债及股票明细，因此尝试使用非回归形式的收益率分解，通过配置收益、择券择股收益、交易收益三个维度来分析可转债基金的收益来源。测算区间为近8期季报（2019Q2-2021Q1）。

核心假设：

1）根据不同类型固收+基金的业绩基准进行归因，基准参见图表11；

2）假设每季度末前后45天持仓不变，将季度重新划分，即“一季度”为2月14日到5月15日，“二季度”为5月16日到8月15日,以此类推，计算每“季度”大类资产实际收益率。

主要计算方法：

|  |  |
| --- | --- |
| 1.实际收益率 |  |
| 2.组合权重的指数收益 |  |
| 3.基准权重的组合收益 |  |
| 4.基准权重的基准收益率 |  |
|  |  |
| = 实际组合中的可转债权重 | = 实际可转债仓位归一化收益率 |
| = 基准可转债权重 | = 中证转债收益率 |
| = 实际组合中的股票权重 | = 实际股票仓位归一化收益率 |
| = 基准股票权重 | = 沪深300收益率 |
| = 组合纯债权重 | = 测算纯债归一化收益率 |
| = 基准纯债权重 | = 中债综合财富收益率 |
|  | = 基金实际收益率 |

超额收益：1-4，即组合相对于基准指数的超额收益

配置收益：2-4，即组合可转债、股票仓位相较基准暴露度所带来的收益

选券收益：3-4，即在给定大类权重的情况下，实际择券相较基准的超额收益

交易收益1-2-3+4：即残差，或为剔除配置、选券及指数收益外的收益

由于不同固收+类型大类资产中枢不同，因此我们根据近四期不同类型固收+基金的平均转债、股票、债券仓位的平均值，近似取整数，以获取不同类型固收+基金的业绩基准。

|  |
| --- |
| **图表11：不同类型固收+基金平均仓位及基准设定** |
| |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | |  | **转债仓位** | **股票仓位** | **债券仓位** |  | **转债仓位** | **股票仓位** | **债券仓位** | | 偏股型平均 | 11.7% | 22.5% | 65.8% | 偏股基准 | 10% | 25% | 65% | | 均衡型平均 | 6.1% | 18.8% | 75.1% | 均衡基准 | 5% | 20% | 75% | | 偏债型平均 | 5.3% | 13.1% | 81.6% | 偏债基准 | 5% | 15% | 80% | |

数据来源：Wind，基煜研究；数据区间：2020.06.30–2021.03.31

根据我们在固收+、可转债基金的归因分析数据来看，超额收益较高的基金主要的超额收益来源为选券收益。因此，对于追求收益的偏股型固收+基金来说，选券收益是衡量基金超额收益能力的重要指标。由于均衡型固收+基金的风格整体不如偏股型或偏债型固收+一般鲜明，因此在筛选的过程中，可以选择有一定择时能力，即配置收益为正的基金。偏债型固收+更需关注风险收益比、持有体验等指标。

|  |
| --- |
| **图表12：固收+基金归因分析示例** |
| |  |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | **证券代码** | **基金简称** | **基金经理** | **基煜分类** | **绝对收益** | **超额收益** | **配置收益** | **选券收益** | **交易收益** | | 001182.OF | 易方达安心回馈 | 张清华,林森 | 偏股型固收+ | 46.73% | 30.84% | 5.96% | 18.10% | 6.78% | | 006013.OF | 易方达鑫转招利A | 韩阅川,杨康 | 偏股型固收+ | 43.79% | 27.91% | 10.48% | 10.28% | 7.15% | | 162717.OF | 广发再融资主题 | 田文舟 | 偏股型固收+ | 40.72% | 24.84% | 1.68% | 8.35% | 14.80% | | 003900.OF | 交银瑞鑫定期开放 | 王艺伟 | 均衡型固收+ | 29.62% | 15.61% | 5.41% | 1.71% | 8.49% | | 003379.OF | 信诚至选A | 提云涛,杨立春 | 均衡型固收+ | 23.92% | 9.91% | 0.31% | 1.54% | 8.05% | | 001547.OF | 兴业聚惠A | 徐青 | 均衡型固收+ | 30.10% | 16.09% | 0.81% | 7.93% | 7.35% | | 001309.OF | 东方红睿逸 | 纪文静,孔令超 | 均衡型固收+ | 25.69% | 11.68% | 2.59% | 6.32% | 2.77% | | 519768.OF | 交银优选回报A | 王艺伟 | 偏债型固收+ | 22.27% | 9.70% | 1.03% | 3.52% | 5.15% | | 001067.OF | 鹏华弘盛A | 王石千,方昶 | 偏债型固收+ | 17.33% | 4.76% | 0.78% | 0.86% | 3.11% | | 003432.OF | 信诚至瑞A | 提云涛,杨立春 | 偏债型固收+ | 24.24% | 11.67% | 0.32% | 1.13% | 10.22% | | 519770.OF | 交银优择回报A | 王艺伟 | 偏债型固收+ | 21.91% | 9.34% | 0.47% | 3.44% | 5.43% | |

数据来源：Wind，基煜研究；数据区间：2020.06.30–2021.03.31

风险提示：以上数据及信息仅供参考，产品过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证，投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险。

* 1. 多维绩效评分

我们认为，根据简单的净值指标，通过计算其收益、风险控制、收益风险比等对基金进行综合评估是较为有效且直观的方法，目的是能够较好的筛选出在各方面综合表现较好的基金。但缺点是一些表现有特色的基金其综合评分可能并不高，如一些基金获取收益能力较强但回撤控制的表现则偏弱、或一些基金以绝对收益为目标，并不追求过高的收益等，因此在考察具体基金时还需要观察其分类评分而不能仅使用综合评分。

多维绩效评分指标及方法：

1. 风险收益评分：夏普、卡玛比率近1、2年的平均排名；
2. 收益评分：近1、2年收益率排名均值；
3. 收益稳定性：近2年，每季度收益率排名均值；
4. 回撤评分：近1、2年最大回撤排名均值；
5. 回撤稳定性：近2年，每季度最大回撤排名均值

以上5项均以全样本排名的方式进行打分，分值区间为0-10分。将5项所得分算术平均后，再排名再打分，分值区间仍为0-10分。

多维绩效评分使用方面，我们建议对于注重进攻的偏股型固收+基金，主要关注收益类指标；对于偏防御型的偏债型固收+基金，建议重点考察风险及收益风险类指标。

|  |
| --- |
| **图表13：固收+基金多维绩效评分示例** |
| |  |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | **基金简称** | **基金经理** | **基煜分类** | **收益风险评分** | **收益评分** | **回撤评分** | **收益稳定性** | **回撤稳定性** | **综合评分** | | 交银优选回报A | 王艺伟 | 偏债型固收+ | 9.67 | 6.82 | 8.57 | 7.45 | 9.36 | 8.37 | | 信诚至选A | 提云涛,杨立春 | 均衡型固收+ | 9.65 | 7.08 | 8.03 | 7.81 | 8.92 | 8.30 | | 兴业聚惠A | 徐青 | 均衡型固收+ | 9.09 | 8.10 | 6.32 | 9.32 | 7.57 | 8.08 | | 东方红睿逸 | 纪文静,孔令超 | 均衡型固收+ | 9.29 | 7.76 | 6.64 | 8.56 | 7.17 | 7.88 | | 国寿安保稳泰A | 吴闻,吴坚 | 均衡型固收+ | 9.13 | 7.73 | 6.34 | 8.61 | 7.23 | 7.81 | | 万家瑞祥A | 苏谋东 | 偏债型固收+ | 9.44 | 5.41 | 8.34 | 5.39 | 8.65 | 7.45 | | 信诚新悦回报A | 吴昊,孙浩中 | 偏股型固收+ | 9.15 | 9.12 | 2.97 | 9.93 | 2.70 | 6.77 | | 华商丰利增强定开A | 厉骞 | 偏股型固收+ | 6.80 | 7.59 | 3.61 | 9.51 | 5.36 | 6.57 | | 易方达瑞通A | 林森 | 偏股型固收+ | 7.93 | 8.45 | 2.67 | 9.70 | 2.25 | 6.20 | | 泰康颐年A | 桂跃强,蒋利娟 | 偏债型固收+ | 6.20 | 3.86 | 8.10 | 3.38 | 8.93 | 6.10 | |

数据来源：Wind，基煜研究；数据区间：2019.03.31–2021.03.31

风险提示：以上数据及信息仅供参考，产品过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证，投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险。

* 1. 持有体验

从绝对收益的角度出发，我们认为固收+基金持有6个月、12个月大概率获得正收益能够较好衡量持有的体验。因此，我们测算了基金近3年来，在任一时点持有6、12个月正收益的概率。我们建议，对于均衡型、偏债型固收+基金，可优先选择近3年来，持有12个月正收益概率100%，持有6个月正收益概率大于90%的基金。

|  |
| --- |
| **图表14：固收+基金持有体验示例** |
| |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | **证券代码** | **基金简称** | **基金经理** | **基煜分类** | **基金规模**  **（亿元）** | **任意时点持有6个月**  **正收益比例** | **任意时点持有1年**  **正收益比例** | | 002351.OF | 易方达裕祥回报 | 张清华,林森 | 均衡型固收+ | 341.29 | 100.00% | 100.00% | | 485111.OF | 工银瑞信双利A | 欧阳凯,魏欣 | 偏债型固收+ | 239.34 | 100.00% | 100.00% | | 110007.OF | 易方达稳健收益A | 胡剑 | 均衡型固收+ | 209.91 | 99.84% | 100.00% | | 470018.OF | 汇添富双利A | 吴江宏 | 均衡型固收+ | 204.20 | 92.94% | 100.00% | | 202101.OF | 南方宝元债券A | 林乐峰 | 均衡型固收+ | 190.57 | 92.28% | 100.00% | | 000045.OF | 工银瑞信产业债A | 何秀红 | 均衡型固收+ | 168.30 | 100.00% | 100.00% | | 002961.OF | 中欧双利A | 黄华,蒋雯文 | 均衡型固收+ | 124.03 | 100.00% | 100.00% | | 000215.OF | 广发趋势优选A | 谭昌杰 | 偏债型固收+ | 120.41 | 98.52% | 100.00% | | 002738.OF | 泓德裕康A | 毛静平 | 均衡型固收+ | 94.52 | 100.00% | 100.00% | | 000338.OF | 鹏华双债保利 | 王石千 | 均衡型固收+ | 83.88 | 97.54% | 100.00% | | 070020.OF | 嘉实稳固收益C | 胡永青 | 均衡型固收+ | 62.17 | 98.03% | 100.00% | | 004585.OF | 鹏扬汇利A | 杨爱斌,焦翠 | 偏债型固收+ | 61.45 | 100.00% | 100.00% | |

数据来源：Wind，基煜研究；数据区间：2019.06.01–2021.06.01

风险提示：以上数据及信息仅供参考，产品过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证，投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险。

* 1. 不同类型固收+基金优选

我们认为，对于固收+基金，首先需要筛选规模大于10亿、现任基金经理管理时间大于2年、多维绩效评分高于5分的非定期开放式基金。随后，对于不同类型的固收+基金可采用不同的筛选维度：

偏债型固收+：偏绝对收益，收益风险较好：筛选多维绩效评分中风险收益评分、回撤评分、回撤控制均大于6分，近3年任意时点持有12个月正收益概率100%，持有6个月正收益概率大于90%的基金。

|  |
| --- |
| **图表15：偏债型固收+优选** |
| |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | **基金简称** | **基金经理** | **基金经理任职年限** | **基金规模** | **收益风险评分** | **回撤评分** | **回撤稳定性** | **综合评分** | **任意时点持有6个月** | **任意时点持有1年** | | 中欧瑾通A | 华李成 | 3.20 | 20.81 | 9.48 | 8.40 | 9.08 | 7.60 | 100% | 100.00% | | 万家瑞祥A | 苏谋东 | 2.82 | 18.45 | 9.44 | 8.34 | 8.65 | 7.45 | 100% | 100.00% | | 南方安裕A | 林乐峰 | 2.37 | 29.12 | 8.74 | 7.35 | 7.59 | 7.44 | 93% | 100.00% | | 天弘安康颐养A | 姜晓丽,于洋 | 8.39 | 13.71 | 8.51 | 7.25 | 7.97 | 7.21 | 100% | 100.00% | | 上投摩根安隆回报 | 陈圆明,唐瑭 | 2.16 | 40.77 | 8.59 | 7.45 | 7.50 | 6.94 | 93% | 100.00% | | 安信新趋势A | 张翼飞,李君 | 4.50 | 20.83 | 8.47 | 8.51 | 9.11 | 6.79 | 100% | 100.00% | | 东方红稳健精选A | 纪文静,孔令超 | 5.91 | 23.33 | 8.21 | 6.03 | 6.15 | 6.76 | 95% | 100.00% | | 中欧琪和A | 黄华,蒋雯文 | 2.40 | 18.29 | 8.53 | 8.55 | 9.19 | 6.73 | 100% | 100.00% | | 广发趋势优选A | 谭昌杰 | 6.36 | 120.41 | 7.09 | 8.22 | 8.98 | 6.51 | 99% | 100.00% | | 南方卓元A | 郑迎迎 | 3.33 | 18.25 | 6.41 | 7.53 | 8.25 | 5.70 | 100% | 100.00% | |

数据来源：Wind，基煜研究；数据区间：2019.06.01–2021.06.01

均衡型固收+：风险收益比较高，相对灵活，且有一定择时能力：收益风险评分大于6分，配置收益为正，近3年任意时点持有12个月正收益概率100%，持有6个月正收益概率大于90%的基金。

|  |
| --- |
| **图表16：均衡型固收+优选** |
| |  |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | **基金简称** | **基金经理** | **基金经理任职年限** | **基金规模** | **收益风险评分** | **综合评分** | **配置收益** | **任意时点持有6个月** | **任意时点持有1年** | | 易方达裕祥回报 | 张清华,林森 | 5.38 | 341.29 | 6.41 | 5.44 | 2.41% | 100% | 100% | | 汇添富双利A | 吴江宏 | 2.70 | 204.20 | 5.97 | 5.85 | 1.44% | 93% | 100% | | 南方宝元债券A | 林乐峰 | 5.20 | 190.57 | 6.51 | 5.80 | 2.25% | 92% | 100% | | 工银瑞信产业债A | 何秀红 | 8.20 | 168.30 | 5.07 | 5.55 | 0.02% | 100% | 100% | | 天弘永利债券A | 姜晓丽,张寓,杜广 | 8.85 | 52.72 | 6.20 | 5.52 | 1.15% | 99% | 100% | | 南方安泰A | 孙鲁闽,杨旭 | 4.72 | 34.32 | 9.21 | 7.58 | 1.48% | 94% | 100% | | 中银多策略A | 李建 | 7.20 | 30.94 | 8.87 | 7.58 | 1.14% | 92% | 100% | | 工银瑞信新得益 | 张洋 | 4.55 | 18.07 | 6.98 | 5.87 | 0.14% | 99% | 100% | | 东方红价值精选A | 纪文静 | 4.71 | 12.82 | 7.15 | 5.92 | 2.88% | 93% | 100% | | 兴业聚盈 | 腊博 | 5.17 | 9.93 | 8.23 | 7.70 | 1.25% | 97% | 100% | |

数据来源：Wind，基煜研究；数据区间：2019.06.01–2021.06.01

偏股型固收+：进攻性强，择股能力突出：收益评分、收益稳定性大于6分，选券收益大于5%的基金。

|  |
| --- |
| **图表17：偏股型固收+优选** |
| |  |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | **基金简称** | **基金经理** | **基金经理**  **任职年限** | **基金规模** | **收益评分** | **收益稳定性** | **综合评分** | **超额收益** | **选券收益** | | 易方达安心回馈 | 张清华,林森 | 6.04 | 40.35 | 8.87 | 10.00 | 5.64 | 31% | 18% | | 鹏扬景欣A | 赵世宏,焦翠 | 2.05 | 11.78 | 8.79 | 9.84 | 5.81 | 22% | 15% | | 易方达瑞弘A | 林森 | 4.26 | 11.24 | 8.99 | 9.91 | 6.22 | 21% | 17% | | 国投瑞银新增长A | 桑俊 | 5.02 | 5.78 | 8.66 | 9.72 | 7.54 | 18% | 7% | | 国富新机遇A | 刘晓,王莉 | 2.65 | 9.26 | 8.74 | 9.44 | 7.78 | 16% | 6% | | 鹏扬景兴A | 罗成,焦翠 | 3.24 | 7.01 | 7.69 | 9.01 | 5.30 | 14% | 10% | | 中银丰利A | 杨成 | 4.83 | 9.77 | 7.78 | 9.16 | 5.39 | 13% | 13% | | 华安安康A | 石雨欣,陆奔 | 5.36 | 13.92 | 7.77 | 9.05 | 6.41 | 12% | 11% | | 长信改革红利 | 黄韵 | 6.65 | 9.64 | 8.00 | 9.04 | 5.76 | 9% | 11% | | 泰康安泰回报 | 陈怡,任翀 | 5.22 | 7.24 | 7.31 | 8.04 | 5.64 | 9% | 8% | |

数据来源：Wind，基煜研究；数据区间：2019.06.01–2021.06.01

风险提示：以上数据及信息仅供参考，产品过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证，投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险。

风险提示：

基金投资有风险，在进行投资前请参阅基金的《基金合同》、《招募说明书》等法律文件。本资料仅供特定客户内部使用，不作为任何宣传推介、投资建议或保证，以及法律文件。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运作基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益，同时基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证，投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险。投资者购买货币市场基金并不等于将基金作为存款存放在银行或者存款类金融机构。代销机构不承担产品的投资、兑付和风险管理责任。基金有风险，投资需谨慎。

重要声明：

本报告由上海基煜基金销售有限公司（以下简称“基煜基金”）编制，旨为发给基煜基金特定客户及其他专业人士内部参考。本报告基于合法取得的信息，但基煜基金对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，基煜基金不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本报告版权归基煜基金所有。未经基煜基金事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用、转载或其他任何形式的流传，否则，基煜基金将保留随时追究其法律责任的权利。