

“固收+” 研究二

众里寻他千百度：

“固收+” 基金全景解析



分析师及联系人

- | | |
|-------------------|---------------------|
| • 覃川桃 | • 陈洁敏 |
| (8621)61118766 | (8621)61118706 |
| qinct@cjsc.com.cn | chenjm5@cjsc.com.cn |
| 执业证书编号： | 执业证书编号： |
| S0490513030001 | S0490518120005 |

报告要点

MAIN POINTS OF REPORT

报告日期 2021-06-25
金融工程 专题报告

相关研究

- 《见证成长，把握“电动化”+“智能化”双轮驱动机遇——泰康中证智能电动汽车ETF投资价值分析》2021-06-11
- 《何以成就头部基金公司（四）》2021-06-09
- 《北上资金拆解月报：资金持续净流入，关注大消费板块》2021-06-05

“固收+”研究

“固收+”研究二：众里寻他千百度：“固收+”基金全景解析

● Why “固收+”：供需共振，“固收+”为大势所趋

“固收+”的关注度提升主要源自于供给端和需求端的共振。从需求端来看，2020 年全市场持有理财产品的投资者数量达到 4126.48 万个，相比 2019 年底增加了 86.85%，投资者数量大幅增长，且更偏好中低风险理财产品。从供给端来看，市场利率趋势下行，资管新规打破刚性兑付，银行理财转向净值化，货币基金收益也一度跌破 2%，较难以满足投资者需求；而能带来较高收益的权益类基金本身具备较高的风险，叠加 2021 年春节后大幅回撤，市场持续震荡，对偏好中低风险但不满足于当前传统理财产品的投资者而言，可谓是“进亦忧，退亦忧”。主打“稳中求进”风格的“固收+”产品恰好能契合此类需求：其市场热度不断提升正是来源于供给和需求两端的共振。

● What's “固收+”基金：定性+定量再定义“固收+”

采用了定性和定量相结合地方式再定义“固收+”基金。定性方面，狭义“固收+”主要是基金分类中的混合一级债基、混合二级债基、偏债混合型、灵活配置型基金，且灵活配置型中的配置应以债为主，广义“固收+”包含了 Wind 基金分类中的股票多空基金。在 Wind 分类的基础上，根据定期报告披露的持仓占比定量地对偏债混合和灵活配置基金每季度进行一次筛选，以确保分析对象具备“固收+”产品的特征。从具体策略的维度进行细分，可以将“固收+”产品划分为普通股债、可转债、股票多空三大策略。

● “固收+”产品配置及公司维度分析

1) 产品规模：2018 年以来规模企稳回升，截至 2021 Q1 固收+”基金规模共计 17157.8 亿元。2) 运作模式：越来越多“固收+”基金采用持有期模式风险收益，以一年持有期为主。3) 风险收益：在 2020 年的震荡市场中，风控能力强，收益整体适中。4) 资产配置：除股票多空基金外，权益中枢仓位不超过 20%，且 19 年以来逐步提升；历史来看偏好重配企业债，辅以金融债和中期票据，近 2 年来偏好发生偏移。5) 股票配置：持仓行业集中度高，第 3-5 名的重配行业之间会有较频繁的轮动。6) 打新收益：注册制推出后，在政策红利驱动下，打新收益逐步攀升，2019 年和 2020 年打新“固收+”基金年度平均打新收益贡献率分别达到 4.6%和 5.0%。7) 产品规模及集中度：头部集中度高，资源优势体现在新发“固收+”基金规模上。易方达规模 2015 年以来稳居首位，规模为位居第二的汇添富的 2 倍多；汇添富早前积极布局可转债和股票多空策略并形成优势，2020 年在普通股债“固收+”集中发力。

风险提示：

1. 本文测算均是基于历史数据并不代表未来表现；
2. 本文提到的测算方法及结果均是基于客观数据，不带有推荐观点。

目录

Why “固收+” ?	5
需求端：理财产品投资热情不减，中低风险产品备受青睐	5
What's “固收+” 基金?	6
风险收益特征：稳中求进，低波低回撤为首要目标	7
波动-回撤分布	7
风险调整后收益表现	10
“固收+” 基金规模发展情况	12
What's in “固收+” 基金：配了什么?	13
“固收+” 基金大类资产配置情况	14
“固收+” 基金券种配置情况	16
“固收+” 基金股票配置情况	18
“固收+” 基金打新情况	20
基金公司视角：“固收+” 布局	21
“固收+” 基金头部公司分析	24
易方达基金	24
汇添富基金	25
总结	26

图表目录

图 1：中低风险产品仍是银行理财投资者首选	5
图 2：中低风险产品仍是银行理财投资者首选	5
图 3：余额宝 7 日年化收益率一度跌至 2% 以下	6
图 4：权益类基金年后经历大幅回撤	6
图 5：“固收+” 基金 2020 年至今回撤与波动	7
图 6：偏债混合型“固收+” 2020 年至今回撤与波动	8
图 7：一级债基“固收+” 2020 年至今回撤与波动	8
图 8：二级债基“固收+” 2020 年至今回撤与波动	8
图 9：灵活配置（偏债）“固收+” 2020 年至今回撤与波动	8
图 10：股票多空“固收+” 2020 年至今回撤与波动	8
图 11：可转债策略“固收+” 2020 年至今回撤与波动	8
图 12：“固收+” 基金风控显著优于主动权益类基金	9
图 13：各类基金最大回撤与年化波动率的中位数	9
图 14：各类基金年化收益率与年化波动率的中位数	11
图 15：各类基金年化收益率与年化波动率的中位数	11

图 16：“固收+” 2010 年至 2021Q1 个数与规模（个数：右轴）	12
图 17：10 年期国债利率持续走低	12
图 18：各类“固收+”产品占比	13
图 19：2018 年以来含持有期“固收+”占比逐年攀升	14
图 20：2018 年以来每年新发“固收+”持有期个数统计	14
图 21：偏债混合型“固收+”大类资产配置	15
图 22：灵活配置（偏债）“固收+”大类资产配置	15
图 23：一级债基“固收+”大类资产配置	15
图 24：二级债基“固收+”大类资产配置	15
图 25：可转债策略“固收+”大类资产配置	16
图 26：股票多空“固收+”大类资产配置	16
图 27：偏债混合型“固收+”券种配置情况	17
图 28：一级债基“固收+”券种配置情况	17
图 29：二级债基“固收+”券种配置情况	17
图 30：灵活配置（偏债）“固收+”券种配置情况	17
图 31：股票多空“固收+”券种配置情况	18
图 32：可转债策略“固收+”券种配置情况	18
图 33：“固收+”基金板块配置情况	19
图 34：“固收+”基金行业集中度变化	20
图 35：前 5 大重仓位中配置过的不同行业的个数	20
图 36：2016 年以来各类“固收+”基金打新贡献率情况	21
图 37：2021Q1 各类“固收+”基金打新参与度	21
图 38：“固收+”基金公司规模 Top 20	21
图 39：“固收+”基金公司集中度情况	21
图 40：易方达基金“固收+”规模与个数	24
图 41：易方达基金“固收+”产品线分布	24
图 42：易方达双债增强 A 2018 年以来可转债配置情况	24
图 43：汇添富基金“固收+”规模与个数	25
图 44：汇添富基金“固收+”产品线分布	25
表 1：“固收+”产品及策略筛选规则	7
表 2：近 5 年“固收+”风险收益表现	12
表 3：近 5 年主动权益类基金风险收益表现	12
表 4：“固收+”权益仓位	14
表 5：2010H1-2015H1 “固收+”基金重仓前 5 大行业	20
表 6：2015H2-2020H2 “固收+”基金重仓前 5 大行业	20
表 7：2010 年以来基金公司“固收+”规模排行	22
表 8：2020 年发行规模达 50 亿以上的“固收+”基金	23
表 9：2021Q1 发行规模达 50 亿以上的“固收+”基金	23

Why “固收+”？

为什么当前所谓“固收+”类产品颇受市场关注？背后原因可以结合需求端和供给端两个维度的变化来进行解释。

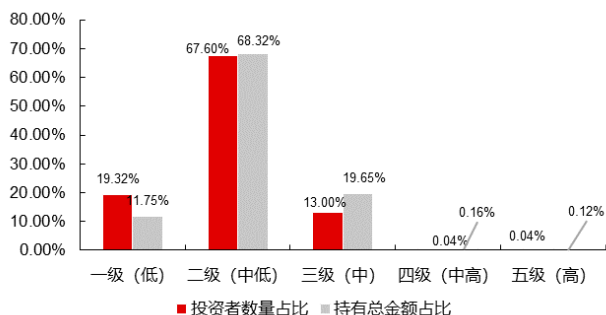
需求端：理财产品投资热情不减，中低风险产品备受青睐

截至 2020 年底，全市场持有理财产品的投资者数量达到 4126.48 万个，相比 2019 年底增加了 86.85%，投资者数量增长的主要原因是新产品的发行及理财产品起售金额大幅下降。其中中低风险理财产品最受投资者欢迎，风险等级为二级（中低）的理财产品无论是投资者数量是持有总金额均远超其他风险等级的产品，二者占比均接近 70%，可见银行理财产品的受众相对风险偏好较低，投资风格整体相对保守。

供给端：传统理财产品收益率下降，权益类基金波动过高

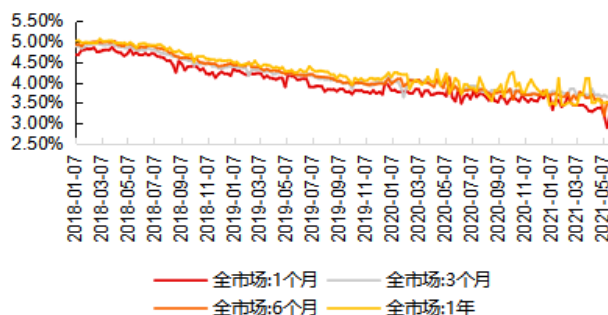
对于偏好中低风险的投资来说，“保本理财”不复存在，市场利率趋势下行，资管新规打破刚性兑付，银行理财转向净值化。在这样的环境下，银行理财预期收益持续收缩。截至 2021 年 6 月 3 日，全市场 1 个月、3 个月、6 个月、12 个月的理财产品预期年收益率分别为 3.42%、3.71%、3.63%、3.57%，位于自 2018 年以来 6.70%、7.80%、6.10%、9.50% 的历史百分位，处于较低水平。此外，作为“保本理财”替代品的货币型基金收益也一路下滑，其中规模最大的天弘余额宝 7 日年化收益率一度跌至 2% 以下。

图 1：中低风险产品仍是银行理财投资者首选



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：银行理财预期收益持续收缩



资料来源：Wind，长江证券研究所

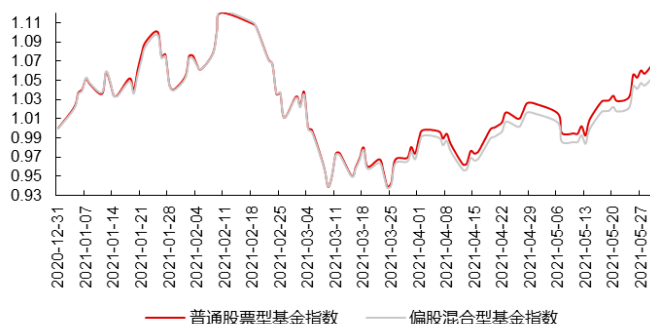
一方面市场无风险利率下行，另一方面能带来较高收益的权益类基金本身具备较高的风险，今年春节后再次大幅回撤，以 2020 年 12 月 31 日作为基期，绘制各类基金指数的累计净值情况。春节过后，普通股票型、偏股混合型基金净值大幅跳水，于 3 月 9 日降至底部，累计净值均为 0.98。此后表现企稳回升，但累计净值处于波动较大的震荡上行阶段，且仍未能达到回撤前的高点，市场持续震荡。对偏好中低风险但不满足于当前传统理财产品的投资者而言，可谓是“进亦忧，退亦忧”，因此能降低风险带来稳定回报，同时又能享有增厚收益，主打“稳中求进”风格的“固收+”产品恰好能契合此类需求。

图 3：余额宝 7 日年化收益率一度跌至 2% 以下



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：权益类基金年后经历大幅回撤



资料来源：Wind，长江证券研究所

What's “固收+” 基金？

狭义上的“固收+”核心部分是在“固收”上，以债券作为核心资产，风险相对较低；“+”的部分，主要是投资收益更高的权益资产等，目标是增厚收益，对应 Wind 分类中的混合一级债基、混合二级债基、偏债混合型、债券仓位较高的灵活配置型基金。广义上的“固收+”基金是指风险收益特征符合“固收+”这一类产品的整体特征（关于风险收益特征，我们会在后文着重介绍），不仅是限于配置了债券类产品，只要通过策略达到到低波低回撤较高收益的效果都可以定义为“固收+”类，例如股票多空基金。

下文中筛选“固收+”基金池时会以广义定义为标准，首先筛选出投资类型（二级分类）为混合一级债基、混合二级债基、偏债混合型、灵活配置型以及股票多空的基金产品。针对偏债混合型和灵活配置型基金要结合实质配置情况和仓位水平进行进一步筛选，以“股票市值占基金资产净值比例”为指标，自 2010 年以来的每一年度对上述两类中的基金，根据当前年度取近两年（即 8 期定期报告，未满两年则取当前所有定期报告数据）的权益占比计算滚动平均，若求得的滚动均值不高于 40%，则认为该基金在当前年度属于偏债混合类的“固收+”或者灵活配置（偏债）的“固收+”。

根据“固收+”产品的策略类型可以将“固收+”基金分为三类：普通股债型、可转债型和量化对冲（股票多空）型。由于可转债兼具股性和债性，其与股票和债券在风险特征上有着较明显的差异，将以配置可转债为主的“固收+”基金作为单独的一类拆分出来。对“固收+”中的可转债类产品也依据基金的实质持仓以“可转债市值占基金净值比例”为验证指标，方法跟上面类似：对经过前一步筛选出的“固收+”的基金，自 2010 年以来的每一年度，根据当前年度取近两年（未满两年则取当前所有定期报告数据）的可转债占基金净值比进行滚动平均的计算，若当年求得的滚动均值高于 50%，则认为该基金在当前年度属于可转债策略的“固收+”；反之，则认为该基金在当前年度属于普通股债策略的“固收+”。

表 1: “固收+”产品及策略筛选规则

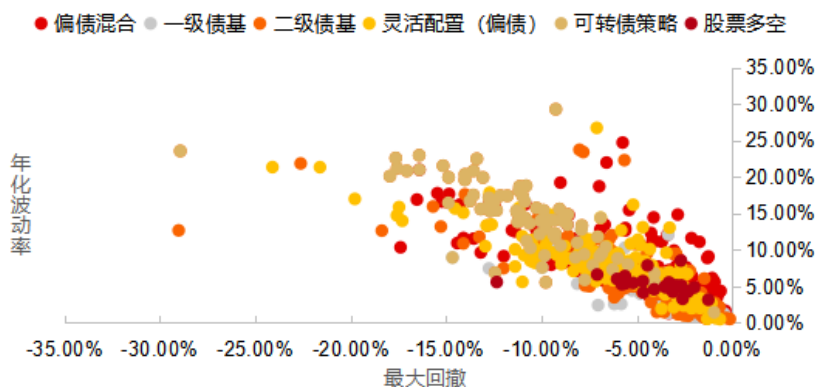
“固收+”产品分类	“固收+”产品分类方法	“固收+”策略分类方法
一级债基	混合债券型一级债基	
二级债基	混合债券型二级债基	
偏债混合型	近两年（未满两年则取当前所有定期报告数据）股票占基金净值比的均值不高于 40%	近两年（未满两年则取当前所有定期报告数据）的可转债占基金净值比的均值高于 50%，则为可转债策略；反之为普通股债策略
灵活配置（偏债）	近两年（未满两年则取当前所有定期报告数据）股票占基金净值比的均值不高于 40%	
股票多空	股票多空	股票多空

资料来源：Wind，长江证券研究所

风险收益特征：稳中求进，低波低回撤为首要目标 波动-回撤分布

“固收+”类产品到底具备什么样的风险收益特征？分别按照上一章节的标准筛选 2020 年度和 2021Q1 的“固收+”基金，并取交集，以分析 20200101 至 20210617 期间内各类“固收+”基金的风险收益表现。该段区间内市场频繁震荡，更能体现出一个“固收+”产品对风险的抵御能力以及配置价值。

图 5: “固收+”基金 2020 年至今回撤与波动



资料来源：Wind，长江证券研究所

经过筛选，我们共计得到 1153 只“固收+”产品，其中普通股债策略 1049 只，可转债策略 79 只，股票多空策略 25 只。普通股债策略“固收+”中，偏债混合型数量最多合计 351 只，灵活配置（偏债）342 只，二级债基 277 只，一级债基较少仅有 79 只。

普通股债策略中，偏债混合型基金最大回撤中位数为-4.1%，年化波动率中位数为 6%，整体回撤控制得当。

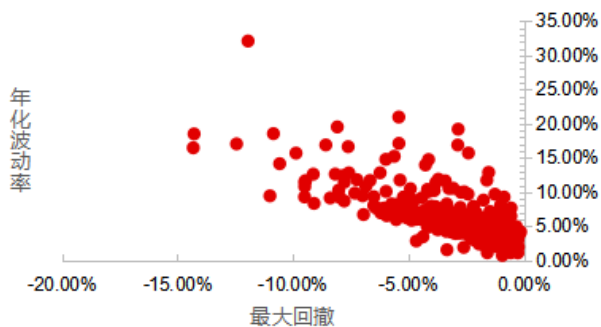
一级债基风险控制最强，最大回撤中位数-2.7%，年化波动率中位数 2.6%。二级债基风险控制能力相对一级债基较弱，最大回撤中位数为-4%，年化波动率中位数为 5%。

灵活配置（偏债）最大回撤中位数为-4.5%，年化波动率中位数为 6.1%，在风险控制能力方面与偏债混合型相当。

股票多空策略的“固收+”虽然拥有高股票仓位，但实际上通过量化和基本面选股进行多头构建，再利用股指期货进行对冲操作，能有效剥离系统性风险。股票多空“固收+”最大回撤中位数为-3.5%，年化波动率中位数为 5.2%。

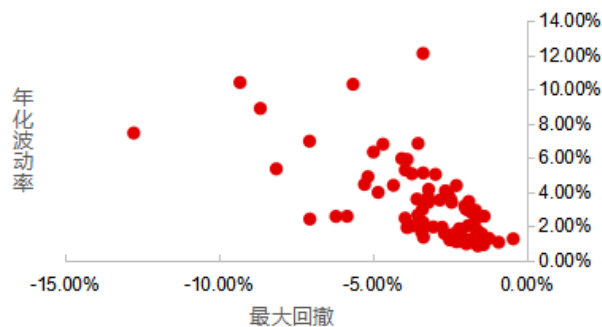
可转债相对股债平衡策略的“固收+”而言风险暴露较高，最大回撤中位数-10.6%，年化波动率中位数 14.4%。

图 6：偏债混合型“固收+”2020 年至今回撤与波动



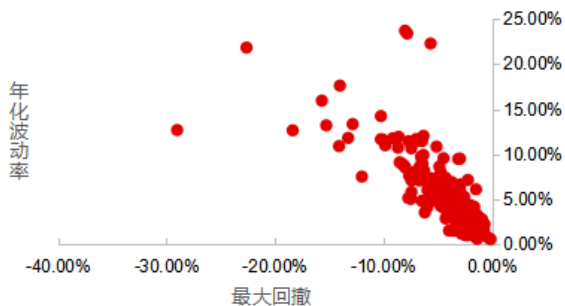
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：一级债基“固收+”2020 年至今回撤与波动



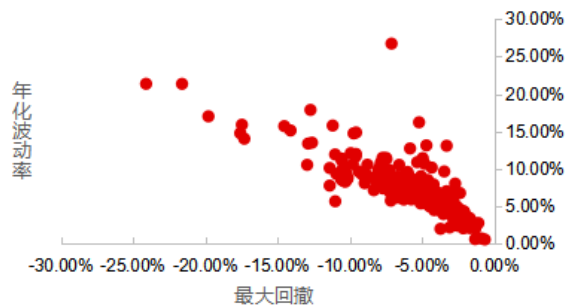
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：二级债基“固收+”2020 年至今回撤与波动



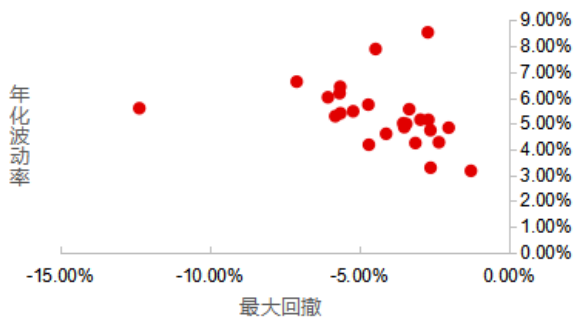
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：灵活配置（偏债）“固收+”2020 年至今回撤与波动



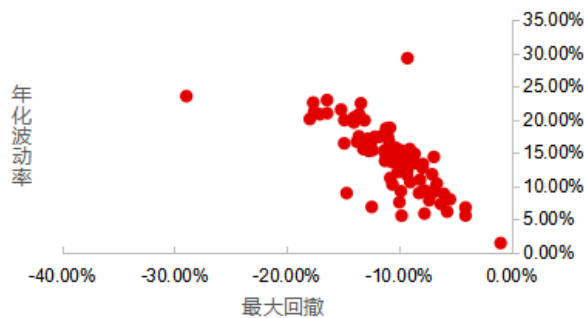
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：股票多空“固收+”2020 年至今回撤与波动



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：可转债策略“固收+”2020 年至今回撤与波动



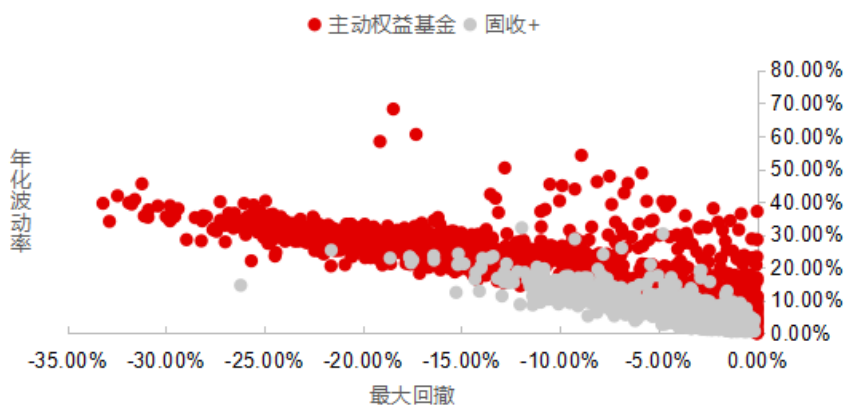
资料来源：Wind，长江证券研究所

总体而言，从风险控制的能力来看，除去风控表现与普通股债策略“固收+”差异较大的可转债策略外，狭义“固收+”基金最大回撤中位数在-4.5%~-2.7%、年化波动率中位

数在 2.6%~6%左右，而股票多空基金的最大回撤与年化波动率中位数也位于这个区间内，反映出股票多空基金整体在回撤和波动的控制上，与狭义“固收+”相当。

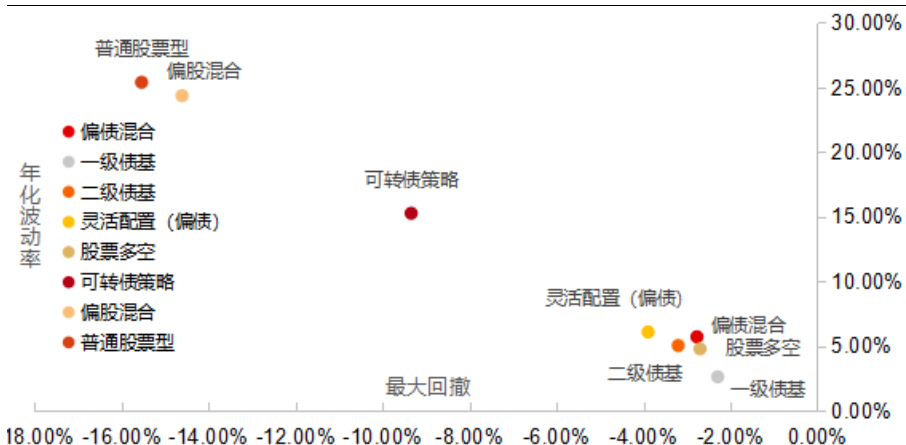
将“固收+”产品与同期的部分主动权益基金进行对比。由图 12 可知，“固收+”产品整体风险控制能力要强于主动权益类基金（偏股混合和普通股票型基金），“固收+”产品主要聚集在右下角，即最大回撤与年化波动率相对较低的水平，整体辐射范围相对于主动权益类更窄。为了更清晰地看到各类型基金整体的风险控制水平，我们将上述各类型基金的最大回撤与年化波动率的中位数以散点图的形式展现，“固收+”产品中的偏债混合、一级债基、二级债基、股票多空、灵活配置（偏债）聚集在低回撤低波动的区域，主动权益类基金中的偏债混合和普通股票型最大回撤和年化波动远高于“固收+”产品，可转债策略“固收+”自成一派，处于主动权益类和其他“固收+”产品之间，但在风险控制上的表现也远优于主动权益基金。

图 12：“固收+”基金风控显著优于主动权益类基金



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：各类基金最大回撤与年化波动率的中位数



资料来源：Wind，长江证券研究所

风险调整后收益表现

相对于传统理财产品，“固收+”吸引投资者的另一原因是相对较高的投资回报，因此风险调整后收益也是大家十分关注的维度。

构造基准指数对“固收+”进行收益上的考量。选取中证 800 以及中债综合财富（总值）指数，作为构成基准的主要指数，根据 2020 年各类“固收+”整体的实际股票仓位，对这两类指数分别给予不同的权重，旨在对标“固收+”不同股票仓位的产品：

基准 1：97%*中债综合财富（总值）指数+3%*中证 800：对标低股票仓位的一级债基

基准 2：85%*中债综合财富（总值）指数+15%*中证 800：对标股票仓位在 15%上下浮动的二级债基、偏债混合以及可转债策略

基准 3：80%*中债综合财富（总值）指数+20%*中证 800：对标股票仓位更高的灵活配置（偏债）

从 2020 年至今基金的风险收益指标来看，一级债基年化收益率小胜基准 1，但年化波动率相对基准 1 较大；二级债基年化收益率和年化波动率均略高于基准 2，偏债混合和可转债策略年化收益率和年化波动率均较大幅度高于基准 2。灵活配置（偏债）与基准 3 年化波动率相近，但在收益上大幅领先基准 3。

年化收益率上看，有三类“固收+”年化收益率达到了 20%以上：可转债策略年化收益率中位数最高，为 29.1%，其次是灵活配置（偏债），年化收益率中位数为 25.1%，偏债混合紧随其后为 24.6%。可转债策略整体也取得较高的收益，但是其波动也相对较高。在整体收益率与灵活配置（偏债）和偏债混合“固收+”相差不大的情况下，灵活配置（偏债）和偏债混合的年化波动率近似，但可转债策略“固收+”却有明显更高的回撤和波动率，承担单位风险获得的收益不及灵活配置（偏债）和偏债混合，相比之下可转债策略“固收+”的性价比略显不足。

二级债基与股票多空“固收+”的年化收益率中位数接近，分别为 11.77%和 15.50%，年化波动率的表现也近似，分别为 5.19%和 4.8%。由于股票多空基金可以投资股票、可转债、衍生品，以及参与打新，其收益来源多于二级债基，因此收益水平也高于二级债基。同时，股票多空基金风控能力整体强于二级债基，因此从承担单位风险所获得的收益来看，相对二级债基具备更高的配置性价比。

一级债基的年化收益率中位数和年化波动率是这几类当中最低的，年化收益率和波动率中位数分别为 5.90%和 2.62%，但是从承担单位风险获得的收益来看，配置性价比与二级债基相当。

偏股混合和普通股票基金年化收益率和波动率均超过 100%，但也具有更高的波动率。

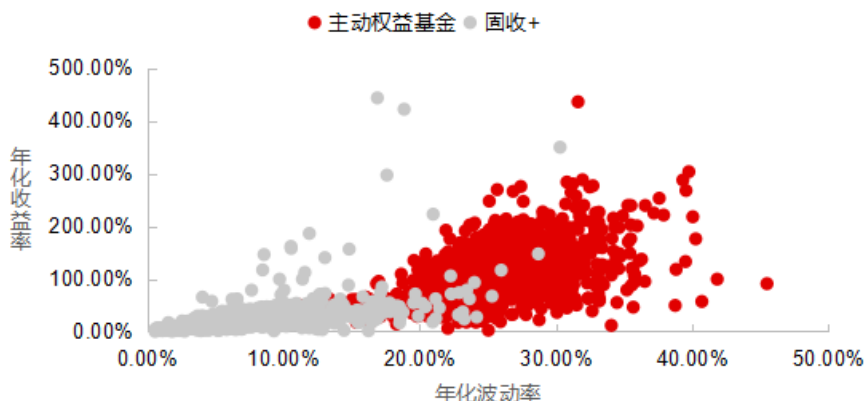
综合以上分析，从股票、风控能力和配置性价比上，我们总结出了如下关系：

股票仓位：股票多空>灵活配置（偏债）>偏债混合>可转债策略>二级债基>一级债基；

风控能力：一级债基>股票多空>二级债基>偏债混合>灵活配置（偏债）>可转债策略；

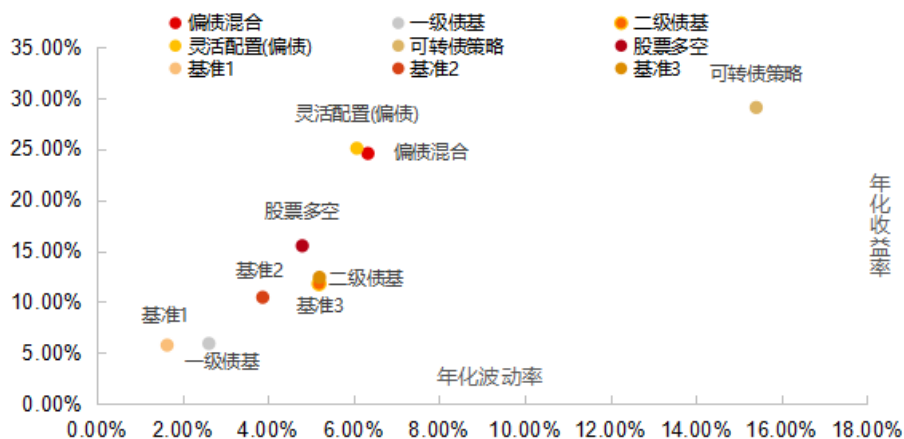
配置性价比：灵活配置（偏债）>偏债混合>股票多空>二级债基≈一级债基>可转债策略

图 14：各类基金年化收益率与年化波动率的中位数



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：各类基金年化收益率与年化波动率的中位数



资料来源：Wind，长江证券研究所

拉长时间维度，来看“固收+”基金近 5 年的表现情况，并与主动权益类基金的表现进行比较。可以看到，“固收+”基金各年的最大回撤始终稳定在 5% 以下，在 2018 年、2020 年和 2021 年至今的区间中表现尤为优异：主动权益基金最大回撤均破 -10%，而“固收+”基金始终展现其稳健的风格，将回撤控制在 -5% 之内。

同样，“固收+”基金在波动控制方面也是大幅优于主动权益基金，市场越跌、越震荡，主动权益基金波动越大，越能放大出“固收+”基金在控制波动方面的优势，其年化波动率与主动权益基金的差距越大。

从夏普比率（十年期国债利率作为无风险利率）来看，主动权益基金在行情较好的年份如 2017、2020 年普遍高于“固收+”，“固收+”抵御风险、构造稳健的“固收”部分的价值在牛市行情中有所削弱，而在熊市、或者震荡市中，如 2016、2018、2021 年以来，是显著优于主动权益基金的。

表 2：近 5 年“固收+”风险收益表现

指标	2016	2017	2018	2019	2020	2021YTD	2016-2021YTD
年化收益率	1.35%	7.77%	-0.26%	23.00%	24.59%	9.06%	8.21%
年化波动率	3.30%	3.06%	5.15%	5.08%	6.60%	6.23%	5.77%
年化夏普率	-0.46	0.48	-0.05	2.06	1.84	0.35	0.80
最大回撤	-1.58%	-1.42%	-3.83%	-2.63%	-3.85%	-3.93%	-6.91%

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 3：近 5 年主动权益类基金风险收益表现

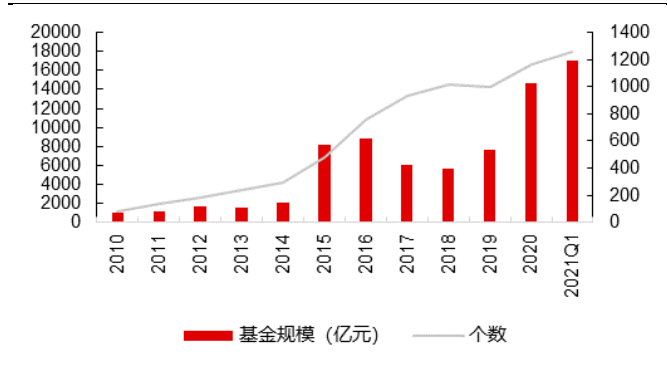
指标	2016	2017	2018	2019	2020	2021YTD	2016-2021YTD
年化收益率	-14.67%	25.94%	-31.21%	85.69%	162.56%	27.23%	22.52%
年化波动率	25.37%	13.58%	21.02%	18.65%	24.16%	24.76%	22.49%
年化夏普率	-0.57	0.81	-1.36	2.05	2.46	0.26	0.69
最大回撤	-7.37%	-3.91%	-13.14%	-6.90%	-11.62%	-16.27%	-22.90%

资料来源：Wind，长江证券研究所

“固收+”基金规模发展情况

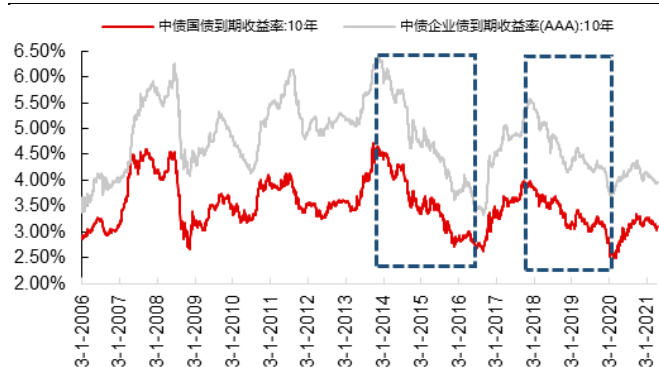
正是由于“固收+”类产品较为迎合当前投资者偏好，基金数量和规模都有了长足发展。数量从 2014 年的 296 只翻倍至 2016 年的 761 只，规模也从 2095 亿倍增至 8840 亿。2016 年之后，增速放缓的同时，规模也逐步下滑。“固收+”产品规模 2018 年之后触底反弹，2019 年规模企稳上升，并于 2020 年迎来数量上的爆发以及规模上的翻倍增长。值得注意的是，在 2014-2016 年和 2018-2020 年“固收+”数量、规模大幅扩张的同时，正是利率持续走低的时间。当前时点利率仍处于下滑阶段，对于“固收+”产品来说，可能是一次数量和规模再扩张的机会。

图 16：“固收+”2010 年至 2021Q1 个数与规模（个数：右轴）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 17：10 年期国债利率持续走低

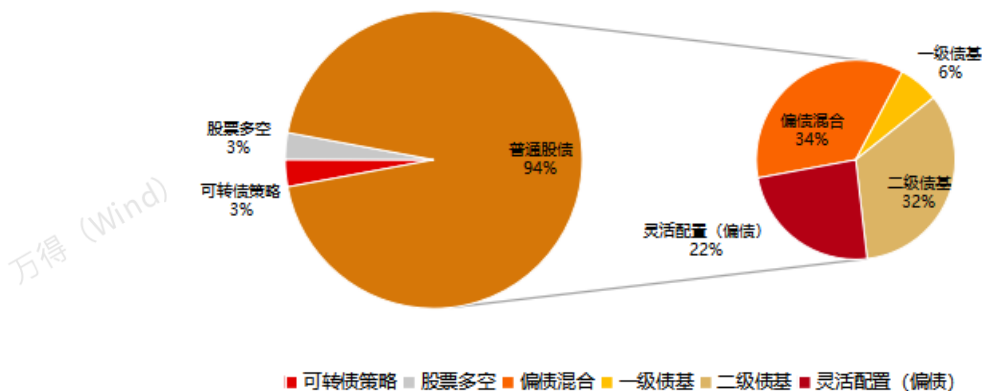


资料来源：Wind，长江证券研究所

截至 2021 年一季度末，“固收+”基金规模共计 17157.8 亿元。从策略来看，股票多空和可转债策略“固收+”规模占比较低，普通股债策略占比最多，为 93.8%。由于股票多空和可转债策略中的产品特征显著，且产品数量相对较少，因此不进一步对这两类策略中的产品类型进行分析。

普通股债策略当前规模共计 16092 亿元，从产品类型来看，偏债混合类和二级债基占据半壁江山，占比分别为 34%和 32%，灵活配置（偏债）也占据相当的权重，为 22%，这三类基金可以说是当前“固收+”基金中的主流类型。

图 18：各类“固收+”产品占比



资料来源：Wind，长江证券研究所

What's in “固收+”基金：配了什么？

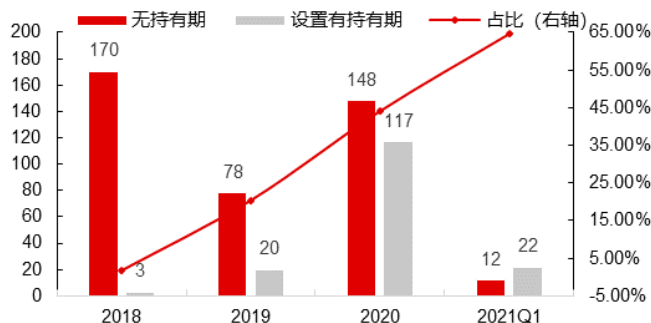
基金的运作模式一般分为开放式和封闭式，而在开放式中又可分为一般开放式、定期开放式和持有期模式基金。公募基金目前普遍采用一般开放式，由于可以每日申赎，因此有很好的流动性；定期开放式是指产品具有一定的封闭期，如 3 个月、6 个月、1 年等，仅在基金开放期间内可以申购，与银行理财的特征较为相似；持有期模式基金设置有滚动持有期，这是 FOF 产品面世之后逐渐兴起的一类运作方式，产品随时可申购，达到预设的持有期后即可随时赎回。

对于投资而言，持有期模式能够避免投资者在震荡市场中的非理性赎回，同时还可以随时追加投资份额，一定程度兼顾了投资者理性持有以及产品流动性。但相对一般开放式基金而言，仍缺乏相对的流动性；对于管理者而言，持有期模式能够使产品规模保持动态平稳，避免投资者在开放日集中赎回，有利于基金经理投资策略的有效执行。

当前的 1261 只“固收+”产品中有 141 只产品设有持有期，占比 12%，其中 139 只普通股债策略，2 只股票多空策略。偏债混合型是设置持有期的主要基金，合计占比高达 89.4%。

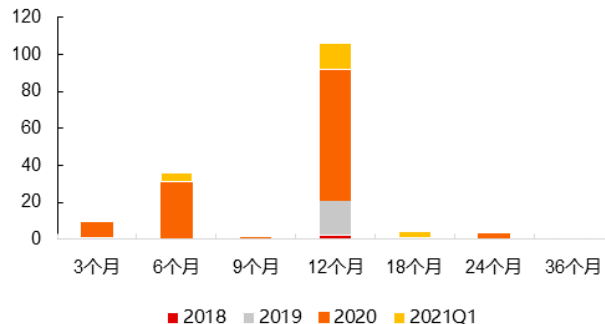
2020 年是发行“持有期”产品的高峰年，全年新发行“固收+”基金 265 只，其中 117 只为含持有期的“固收+”产品，占比高达 44%，而这一比例在 2018 年仅为 1.7%。在持有期中，持有期为 1 年的“固收+”产品数量最多，共计 106 只。仅 2020 年新发“固收+”产品中，以“XX 一年持有”等命名的该类产品数量就高达 71 只，持有期为 6 个月的产品也在 2020 年经历了从 0 到 1 的过程，2020 年新发该类产品达 31 只。截至 2021 年一季度末，新发“固收+”基金中设置持有期产品的占比已超过 6 成，其中 64% 的产品为 12 个月持有期。

图 19：2018 年以来含持定期“固收+”占比逐年攀升



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 20：2018 年以来每年新发“固收+”持定期个数统计



资料来源：Wind，长江证券研究所

“固收+”基金大类资产配置情况

一级债基是指投资于固定收益类金融工具、可参与可转债投资及一级市场投资（新股申购或增发）的基金。但是根据证监会要求，自 2012 年开始，一级债基不可以参与打新。一级债基的“固收+”体现在转债投资带来的收益。

二级债基是指除固定收益类金融工具以外，可适当参与二级市场股票买卖，一般股票投资比例在 20% 以下的基金产品。从 2012 年开始，二级债基也不可参与打新，但可参与可转债投资。

偏债混合型基金是指股票投资比例在 0-30% 之间的混合型基金，70% 以上基金资产配置于债券，此外还可以参与打新以及转债投资。

灵活配置型基金是指股票投资比例在 0-95% 之间的混合型基金，可以参与打新以及转债投资，我们根据股票滚动 8 期 <40% 净资产为标准，从中筛选出灵活配置（偏债）。

表 4：“固收+”权益仓位

类型	仓位特征
偏债混合型基金	股票<30%净资产，债券>70%净资产
一级债基	股票由可转债转股所得，债券>80%净资产
二级债基	股票<20%净资产，债券>80%净资产
灵活配置（偏债）	股票滚动 8 期 <40%净资产
可转债策略	股票<20%净资产，可转债滚动 8 期 >50%净资产
股票多空	期货合约+有价证券<95%净资产、期货多头/空头 80%-120%

资料来源：Wind，长江证券研究所

对各“固收+”策略基金进行大类资产配置分析。普通股债策略中，偏债混合型基金股票中枢仓位为 14.4%，债券中枢仓位为 76.6%，2019 年以来，该类基金股票仓位主要在 12%-18% 的区间浮动，债券仓位稳定在 77% 左右。截至 2021Q1，股票仓位为 16.4%，债券仓位为 78.4%。

灵活配置型（偏债）基金的股票中枢仓位相对偏债混合型基金来说略显保守，为 10.8%，债券中枢仓位为 75.5%。19 年以来至今，灵活配置型（偏债）的股票仓位不断攀升，由

2019Q1 的 9.7% 升至 2021Q1 的 20.11%，远高于中枢仓位，也高于偏债混合同期的股票仓位。截至 2021Q1，股票仓位为 20.11%，债券仓位为 75%。

一级债基中的股票是由于转债转股所得，比例较低，股票中枢仓位仅为 1.2%，一级债基债券中枢仓位为 93.2%。截至 2021Q1，股票仓位为 2.6%，债券仓位为 94.1%。

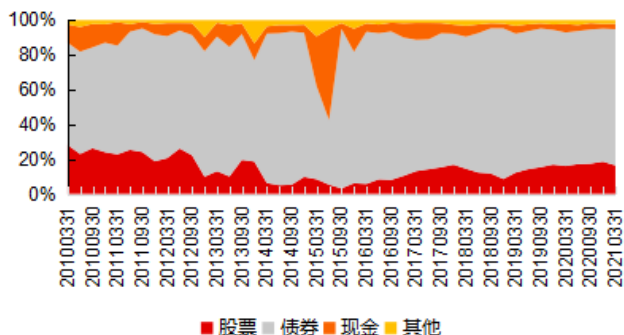
二级债基的股票投资比例相对于一级债基来说显著提高，股票仓位中枢为 8.9%，债券仓位中枢为 85.9%，19 年以来股票仓位逐年提升，截至 2021Q1，股票仓位已达 13.10%，处于 2010 年以来的历史高位，债券仓位为 83.7%。

可转债策略基金中股票仓位中枢为 12.1%，债券仓位中枢为 82.3%。19 年以来的股票仓位整体在 14-16% 浮动。截至 2021Q1，股票仓位为 14.58%，债券仓位为 81.6%。

股票多空基金从仓位类型上与前几类“固收+”明显不同，拥有更高的股票仓位，中枢为 53%，债券仓位较低，中枢仅为 7.5%。19 年以来的股票在 60% 上下波动。截至 2021Q1，股票仓位为 58.3%，债券仓位为 15.8%。

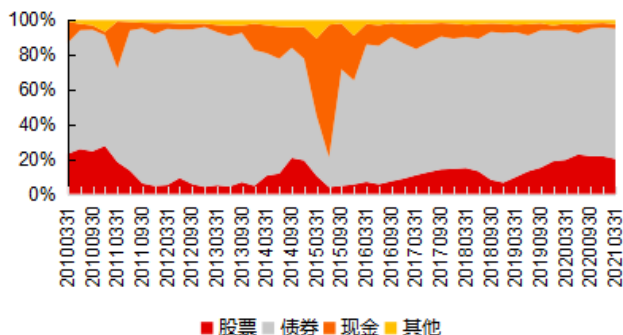
整体而言，从股票仓位的中枢配置上来看，股票多空>偏债混合>灵活配置（偏债）>可转债策略>二级债基>>一级债基。另外自 2019 年以来，各类型“固收+”基金的股票仓位基本处于稳步上升的态势。

图 21：偏债混合型“固收+”大类资产配置



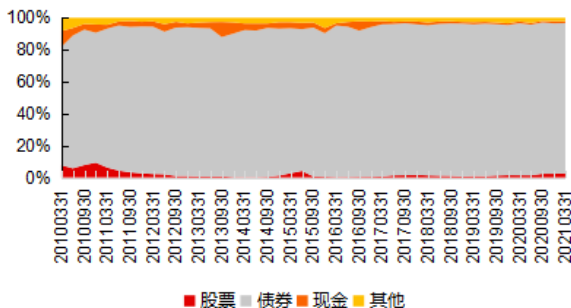
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22：灵活配置（偏债）“固收+”大类资产配置



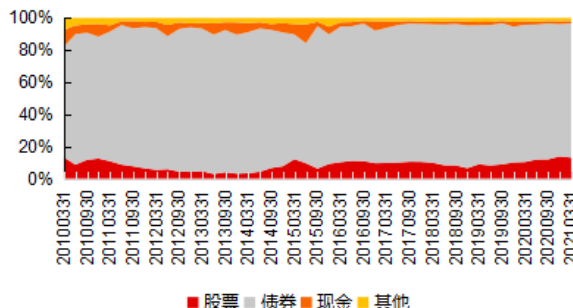
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：一级债基“固收+”大类资产配置



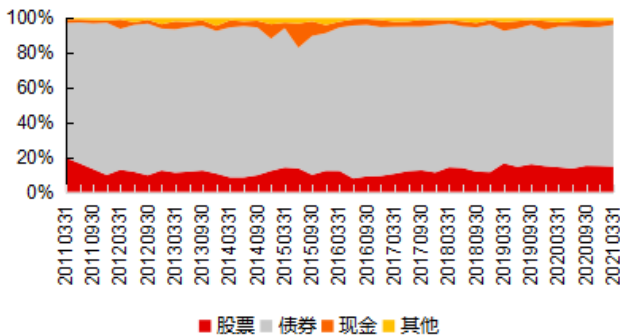
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 24：二级债基“固收+”大类资产配置



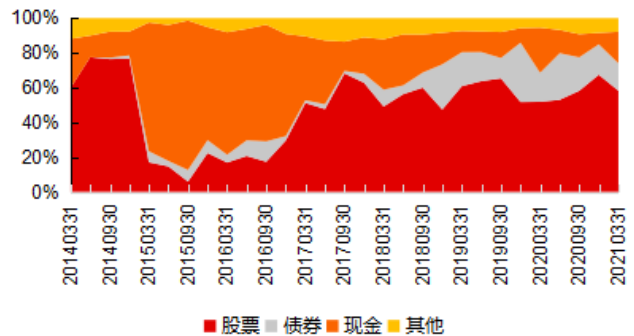
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 25：可转债策略“固收+”大类资产配置



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 26：股票多空“固收+”大类资产配置



资料来源：Wind，长江证券研究所

“固收+”基金券种配置情况

普通股债策略中，偏债混合型主要以配置企业债为主，投资市值占债券市值的中枢比例为 35%（若无特别提及，以下所说的占比均指该类券种占债券市值的比例），金融债和中期票据也是偏债混合型“固收+”主要配置的券种，中枢占比分别为 12.4%和 13%，对可转债的配置比例占所有券种的 8%左右。整体来看，企业债>>中期票据>金融债>短融>可转债>其他，不过从 2019Q2 开始，偏债混合型“固收+”逐步减少了对企业债的配置，取而代之的是增加了对中期票据和金融债的配置。截至 2021Q1，企业债占比为 32.3%，中期票据占比 21.45%，金融债占比 19.3%。

一级债基和二级债基对券种配置的特征比较接近，企业债为主要配置的券种，占比中枢均在 40%左右，金融债和中期票据。与偏债混合型“固收+”类似，金融债和中期票据也是一级债基和二级债基相对配置较多的券种，占比中枢均在 14-17%，对可转债的配比在 7-8%之间。整体来看，企业债>>中期票据/金融债>短融/可转债>其他，不过自 2018Q1 以来，一级、二级债基逐渐减少了对企业债配置的同时，增加了对中期票据的配置，后者当前已成为一级债基第一大配置券种。截至 2021Q1，一级债基企业债占比为 26.21%，中期票据占比 38.1%，金融债占比 16.3%；二级债基企业债占比为 27.2%，中期票据占比 30.2%，金融债占比 20.1%。中期票据已逐渐取代企业债，成为一级、二级债基主流配置券种。

灵活配置（偏债）2015 年之后，对券种的配置偏好趋于均衡。历史来看，具备与上述三类“固收+”相同的特征，即企业债占比中枢最高，为 29%，金融债和中期票据次之，占比中枢分别为 17%和 13%，对可转债的配置较低，中枢占比不到 2%。整体来看，企业债>金融债>中期票据>短融>可转债>其他。

近 2 年来看，灵活配置（偏债）不断增加对金融债和中期票据的配置，减少了同业存单的配置。截至 2021Q1，在企业债、金融债、中期票据的配比上体现出了均衡，形成了“三债鼎立”的局面，占比分别为 26.5%、24.3%、22.7%。

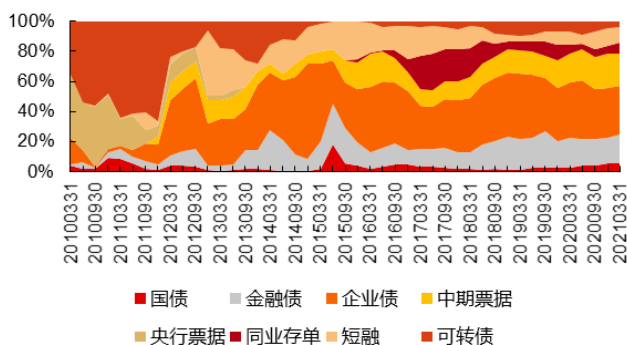
由于股票多空基金数量相对较少，截至 2014 年末时数量仅有 6 只，不具备足够的代表性。因此我们选取 2015 年以来至 2021Q1 的券种配置数据进行展示。股票多空基金中，金融债占比最高，为 27.8%，由于股票多空基金券种轮换较为频繁，其余券种占比

占比仅有企业债超过 10%，对可转债的配比为 6.15%。整体来看，金融债>>企业债>可转债>短融>其他。

2019 年以来，主要券种配置先后在企业债、同业存单、短融、企业债之间轮动。截至 2021Q1，对企业债的配比为 39.3%，中期票据的占比为 27%，国债占比为 12.5%，略高于金融债的 8.1%。

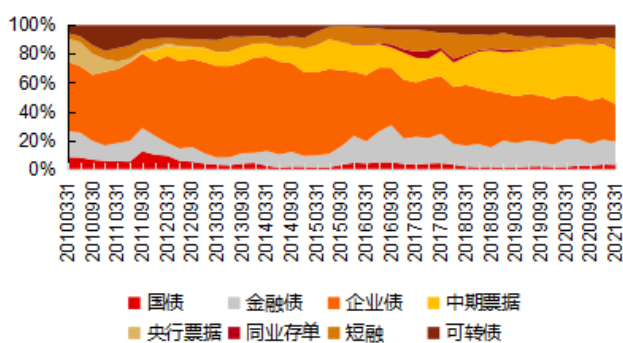
可转债策略“固收+”的可转债中枢占比为 80%。从图中可以看出，2015 年部分转债占比大幅减少，这主要是因为 2015 年的转债市场是一个特殊的牛市：上半年充分享受正股的上涨和市场加杠杆所带来的估值双升，六月又经历了股市下跌和去杠杆的估值双杀，转债市场在 2015 年的波动率远远超过股票市场以及历史上的转债牛市。到了下半年，因为新股停止审核，造成市场供给不足，“资产荒”支持下转债市场出现了新的估值泡沫。因此部分此前高配可转债的基金通过对可转债的大幅调整，从而保证了组合的绝对收益。可转债的配置趋于集中，占债券资产比例基本上已稳定在 70%左右。整体来看，可转债>>企业债>金融债>中期票据>其他。

图 27：偏债混合型“固收+”券种配置情况



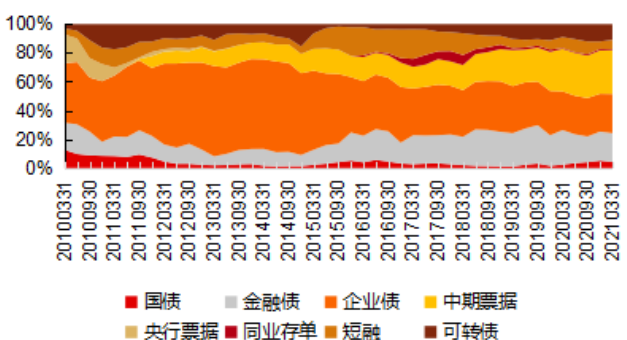
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 28：一级债基“固收+”券种配置情况



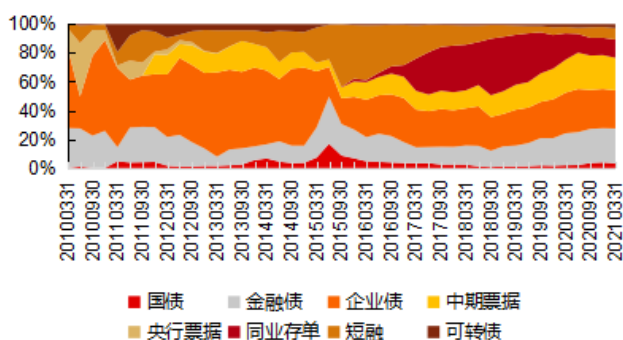
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 29：二级债基“固收+”券种配置情况



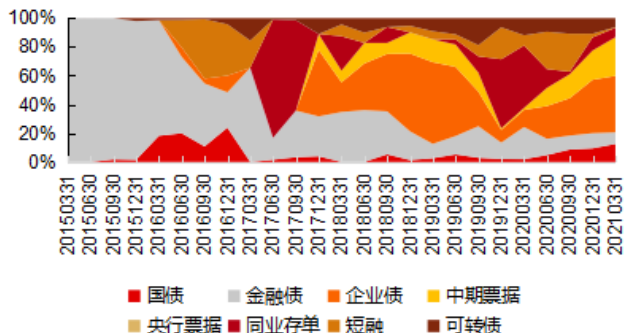
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 30：灵活配置（偏债）“固收+”券种配置情况



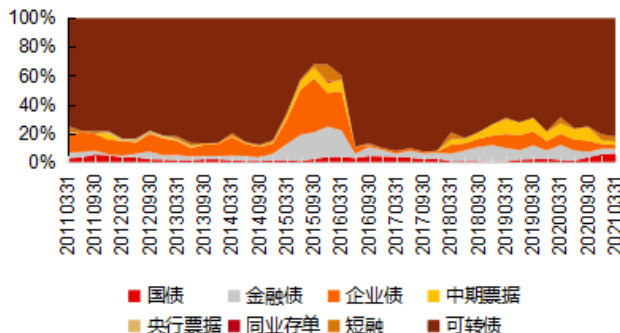
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 31：股票多空“固收+”券种配置情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 32：可转债策略“固收+”券种配置情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

“固收+”基金股票配置情况

由“固收+”产品半年报披露的全部持仓测算得到单个行业的持有比例，并将三十二个一级行业划为五大板块。板块的行业构成如下：

金融：房地产、银行、保险和综合金融；

科技：电子、计算机、传媒互联网和电信业务；

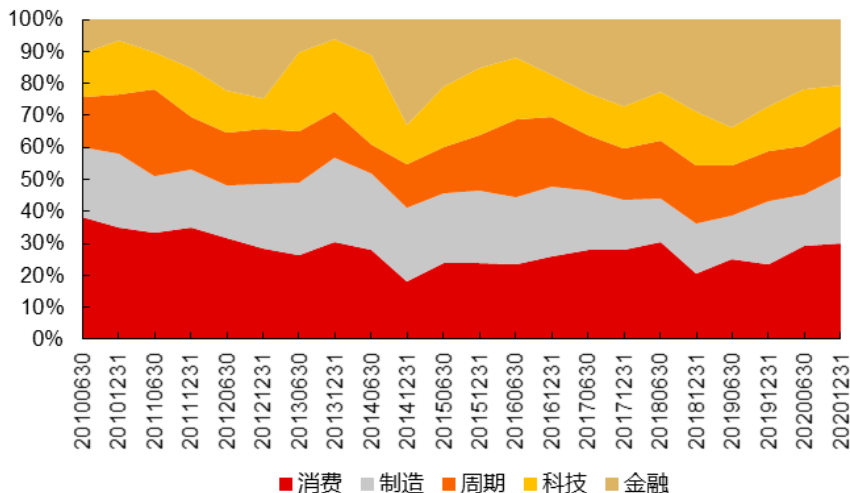
消费：医疗保健、食品饮料、家电制造、社会服务、商业贸易、农产品、家用服饰及休闲、纺织服装；

周期：化学品、交通运输、金属材料及矿业、建筑产品、非金属材料、建筑工程、煤炭、油气石化；

制造：电力及新能源设备、机械设备、汽车、检测服务、公用事业、国防军工、环保、纸类及包装。

从板块来看，消费板块是“固收+”基金配置的第一大板块，其他板块尽管也有过高配，但在板块之间的切换相对频繁。截至20201231，第一重配的消费板块配置占比为30%，制造和金融板块的配比分别为21.2%和20.4%，周期板块配比为15.6%，科技板块配比最少仅为12.8%，其历史中枢配比是最低的。

图 33：“固收+”基金板块配置情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

从重仓行业来看，“固收+”产品在行业配置上倾向于配置消费板块的食品饮料、医疗保健以及金融板块的银行，占股票资产的中枢比例分别为9.0%、8.8%和7.1%。医药保健在2015年以前是“固收+”产品配置的第一大行业，并在之后始终维持在高配。2015年之前银行并不是“固收+”基金重点配置的行业，但自2015年之后逐渐取代了医疗保健的冠位，几乎在每个半年报告期都占据“固收+”产品第一大配置行业之位。除去上述长期受到“固收+”产品青睐的3大行业外，阶段性景气度较高的科技、新能源行业也受到“固收+”产品的关注。

截至20201231，“固收+”产品重配的前5大行业分别为食品饮料、银行、医疗保健、电子、电力及新能源设备，配比分别为11.89%、11.85%、8.86%、7.15%、7.12%。占比前4的行业也是历史中枢占比前4的行业，反映了“固收+”产品整体行业配置风格的延续性。

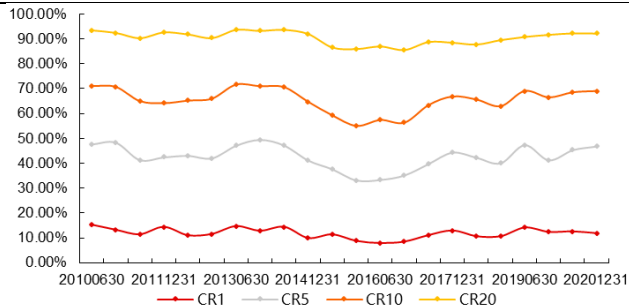
从行业配置集中度来看，“固收+”产品集中度较高，CR1平均占比11.9%，CR5平均占比42.6%，CR10平均占比65.5%，CR20的占比更是高达90.5%。

CR1除了在20140630到20160630年在行业上有较频繁的轮换（医疗保健--银行--计算机--银行），其余时间基本长期稳定在医疗保健或者银行，配比在主要处于11-15%之间。CR20与CR1近似，整体较为平稳，长期维持在90%左右。

CR5和CR10变化较多且走势高度相似，进行相关性检验发现相关度高达0.97，由此可以推断出CR10的变化主要由CR5的变化驱动，鉴于CR1的较高稳定性，可以认为变化主要源于排位在第2-4位的行业。我们选取2010年以来至2020年底“固收+”产品前5大重仓行业，来观察是否符合上述结论。可以看出仅有4个行业是成为过“固收+”产品第一重仓对象的，排位第一的行业基本由医疗保健或银行独占。而第2-4位的行业切换较为频繁，在第3-5的重仓位上出现过10个以上不同的行业，由于是以半年为频率进行统计，因此2010年至2020年共计22期，例如第三重仓位中出现11个不同的行业，则可以近似地理解为平均每过2期（即一年）便会切换不同的行业给予第三

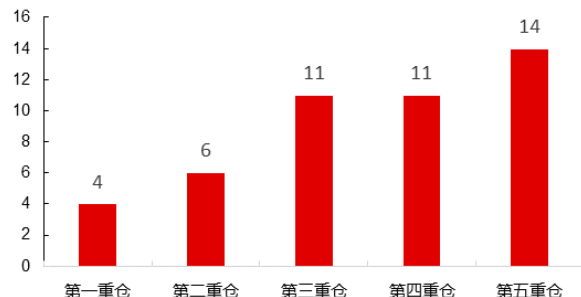
重仓的配置。从实际情况来看，“固收+”产品第 3-5 重仓位几乎每一期都会选择配置不同的行业，此处行业的频繁切换导致了 CR5 以及 CR10 的频繁变化。

图 34：“固收+”基金行业集中度变化



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 35：前 5 大重仓位中配置过的不同行业的个数



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 5：2010H1-2015H1 “固收+”基金重仓前 5 大行业

TOP5	2010H1	2010H2	2011H1	2011H2	2012H1	2012H2	2013H1	2013H2	2014H1	2014H2	2015H1
1	医疗保健	医疗保健	医疗保健	医疗保健	医疗保健	医疗保健	医疗保健	医疗保健	医疗保健	银行	银行
2	食品饮料	食品饮料	食品饮料	食品饮料	食品饮料	保险	电子	电子	电子	医疗保健	医疗保健
3	机械设备	电子	化学品	传媒互联网	保险	食品饮料	公用事业	食品饮料	计算机	综合金融	计算机
4	电子	机械设备	机械设备	银行	综合金融	机械设备	化学品	汽车	食品饮料	房地产	传媒互联网
5	商业贸易	电力及新能源设备	银行	公用事业	电子	房地产	房地产	化学品	电力及新能源设备	保险	机械设备

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 6：2015H2-2020H2 “固收+”基金重仓前 5 大行业

TOP5	2015H2	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2
1	计算机	计算机	银行	银行	银行	银行	银行	银行	银行	银行	食品饮料
2	医疗保健	金属材料及矿业	医疗保健	食品饮料	食品饮料	食品饮料	保险	保险	食品饮料	医疗保健	银行
3	汽车	医疗保健	汽车	医疗保健	保险	医疗保健	电子	食品饮料	公用事业	食品饮料	医疗保健
4	金属材料及矿业	电子	金属材料及矿业	电子	电子	电子	食品饮料	医疗保健	电子	电子	电子
5	电子	汽车	食品饮料	家电制造	医疗保健	家电制造	计算机	家电制造	医疗保健	家电制造	电力及新能源设备

资料来源：Wind，长江证券研究所

“固收+”基金打新情况

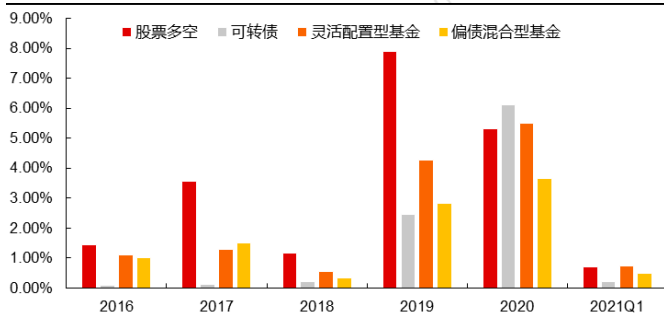
关于打新收益的测算，分为两类情况考虑，第一类为上市板块为科创板和创业板注册制后（20200824）的创业板，第二类为其他上市板块。第一类打新收益的预估方法：打新收益=新股获配数量×(上市当日均价-首发上市价)；第二类打新收益的预估方法：打新收益=新股获配数量×(开板日均价-首发上市价格)，打新收益率=年度打新收益/期初、期末基金资产净值的均值。

打新稳定的收益贡献是“固收+”产品积极参与的重要原因之一。通过比较打新收益年度贡献率可知股票多空和灵活配置（偏债）基金整体打新收益贡献率较高。2016 以来

打新收益一直较为可观，由于参与沪深两市打新的市值门槛较高，对于规模不足的基金仅能参与单市场或部分新股申购；注册制推出后，在政策红利驱动下，打新收益逐步攀升，2019年和2020年打新“固收+”基金年度平均打新收益贡献率分别达到4.6%和5.0%。

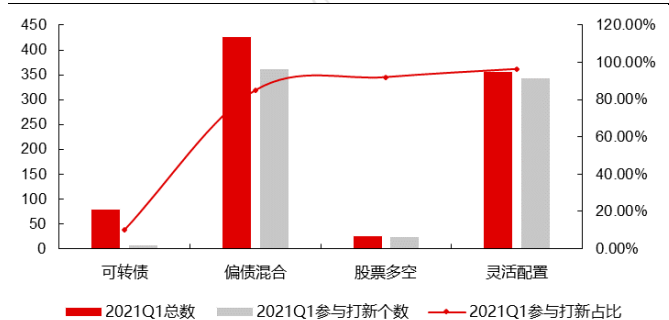
就各类基金参与打新的积极性来看，截至2021Q1，灵活配置（偏债）和股票多空基金参与度最高，参与个数分别占各自总数的96%和92%。偏债混合基金是总数最多也是参与打新数量最多的“固收+”，参与度也高达85%。灵活配置（偏债）、股票多空基金和偏债混合基金由于天然的股票仓位优势，参与打新的积极性最高。

图 36：2016 年以来各类“固收+”基金打新贡献率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 37：2021Q1 各类“固收+”基金打新参与度



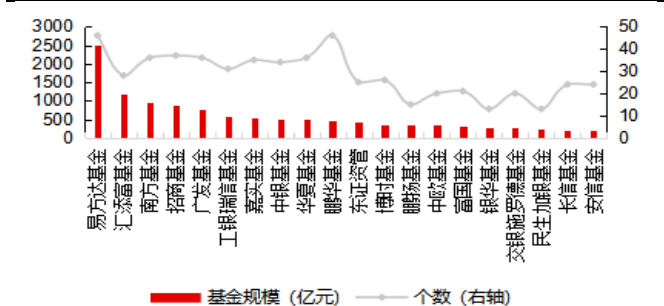
资料来源：Wind，长江证券研究所

基金公司视角：“固收+”布局

近年来随着公募基金行业大发展，“固收+”基金市场亦形成头部集中效应，呈现出一超多强的竞争格局。我们挑选出了2021Q1“固收+”基金规模排名前20的公司。整体来看，头部集中现象明显，市场集中度高，前10大基金公司占比达53%，前20大基金公司占比高达72%。

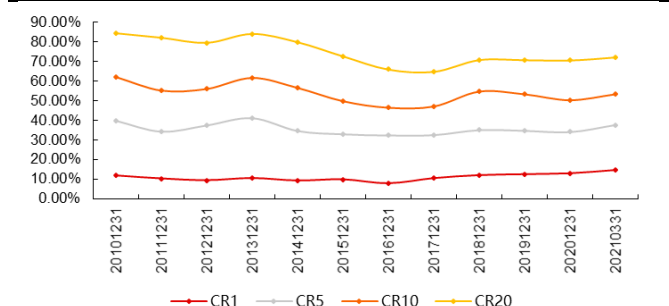
自2015年以来，易方达基金的“固收+”产品管理规模始终保持在市场首位。截至2021Q1市场份额达到14.7%，前十大“固收+”基金产品模占比超过50%。随着更多的基金公司开始布局“固收+”基金，CR5、CR10自2018年以来略有下滑，但在2021Q1迎来反弹。CR1的易方达势头强劲，CR1逐年稳步提升。

图 38：“固收+”基金公司规模 Top 20



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 39：“固收+”基金公司集中度情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

2020 新发的“固收+”基金中，重点关注发行规模在 50 亿元以上的“爆款”基金，总共 16 只。从策略类型上来看，均为普通股债策略，从投资类型来看，以偏股混合型为主，仅有 2 只产品为二级债基。由于偏股混合型有相对较高的权益仓位，以及可以参与打新获取稳定收益，因此更受投资者青睐。

在 2020 年发行规模达到百亿级的 6 只“固收+”基金中，均为规模 Top20 “固收+”基金公司的产品；其中有 3 只属于汇添富基金，合计规模高达 527.2 亿，可见汇添富在“固收+”领域的发展迅猛。发行规模在 50 亿-100 亿之间的 9 家公司中，过半数属于 Top20 基金公司。再次反映出“固收+”基金管理人的头部效应明显：“固收+”规模越大的基金公司，往往获得投资者更多的关注，拥有更多的资源。

表 7：2010 年以来基金公司“固收+”规模排行

规模排名	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
1	工银瑞信	工银瑞信	招商	工银瑞信	工银瑞信	易方达	易方达	易方达	易方达	易方达	易方达	易方达
2	华夏	嘉实	中银	鹏华	易方达	工银瑞信	鹏华	中银	招商	招商	汇添富	汇添富
3	嘉实	易方达	工银瑞信	华夏	中银	华安	工银瑞信	华安	南方	南方	招商	南方
4	富国	华夏	鹏华	中银	招商	鹏华	华安	鹏华	嘉实	工银瑞信	南方	招商
5	国投瑞银	富国	华夏	招商	南方	中银	中银	工银瑞信	汇添富	汇添富	工银瑞信	广发
6	华富	招商	易方达	富国	华夏	天弘	招商	嘉实	鹏华	鹏华	广发	工银瑞信
7	兴证全球	国投瑞银	富国	易方达	鹏华	建信	国泰	招商	工银瑞信	中银	嘉实	嘉实
8	招商	建信	建信	嘉实	国泰	华夏	华夏	南方	华夏	东证资管	东证资管	中银
9	国联安	中银	国泰	民生加银	建信	招商	广发	广发	东证资管	华夏	中银	华夏
10	建信	博时	嘉实	建信	富国	国泰	光大保德信	华夏	中银	嘉实	鹏华	鹏华

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 8：2020 年发行规模达 50 亿以上的“固收+”基金

证券代码	证券简称	基金经理(现任)	2021Q1 规模 (亿元)	基金成立日	发行规模 (亿元)	投资类型	基金公司	是否 TOP20
009736.OF	汇添富稳健收益 A	赵鹏飞,徐一恒	73.27	2020-07-23	216.34	偏债混合型	汇添富基金	是
——	易方达悦兴一年持有 A	张清华	203.13	2020-11-27	198.51	偏债混合型	易方达基金	是
010439.OF	汇添富稳健汇盈一年持有	杨靖,李云鑫	178.16	2020-11-04	170.86	偏债混合型	汇添富基金	是
009820.OF	嘉实浦惠 6 个月持有 A	胡永青	152.02	2020-10-14	145.60	偏债混合型	嘉实基金	是
010045.OF	汇添富稳健添盈一年	刘江,徐一恒	144.39	2020-09-10	140.03	偏债混合型	汇添富基金	是
010014.OF	华夏鼎清 A	柳万军	100.96	2020-12-03	106.42	二级债基	华夏基金	是
009902.OF	易方达悦享一年持有 A	王成	93.54	2020-09-18	90.16	偏债混合型	易方达基金	是
009900.OF	易方达磐固六个月持有 A	张清华,李中阳	57.63	2020-09-03	78.77	偏债混合型	易方达基金	是
009247.OF	易方达磐恒九个月持有 A	张雅君	75.01	2020-08-07	72.11	偏债混合型	易方达基金	是
010018.OF	招商瑞泽一年持有 A	马龙,王景	74.22	2020-08-27	72.00	偏债混合型	招商基金	是
010165.OF	太平丰和一年定开债	陈晓	71.52	2020-09-17	70.10	二级债基	太平基金	否
010541.OF	国寿安保稳和 6 个月持有 A	黄力,吴坚	68.47	2020-11-24	66.83	偏债混合型	国寿安保基金	否
010266.OF	兴全安泰稳健养老一年持有	林国怀	58.87	2020-11-26	56.58	偏债混合型	兴证全球基金	否
010369.OF	大成卓享一年持有 A	孙丹,王磊	52.34	2020-11-16	52.34	偏债混合型	大成基金	否
009064.OF	鹏扬景沃六个月持有 A	李刚,王莹莹,赵世宏	65.44	2020-03-16	50.51	偏债混合型	鹏扬基金	是

资料来源：Wind，长江证券研究所

2021 年“固收+”基金依然发行火爆，仅一个季度发行的爆款“固收+”产品就已达到 2020 年的一半。截至 2021Q1，共计有 8 只发行规模超过 50 亿元的爆款“固收+”产品，有 7 只属于 Top20 基金公司，其中南方基金和广发基金各两只产品。

表 9：2021Q1 发行规模达 50 亿以上的“固收+”基金

证券代码	证券简称	基金经理(现任)	2021Q1 规模 (亿元)	基金成立日	发行规模 (亿元)	投资类型	基金公司	是否 TOP20
010532.OF	广发恒信一年持有 A	谭昌杰	103.15	2021-01-12	102.88	偏债混合型	广发基金	是
010242.OF	平安稳健增长 A	李化松	82.16	2021-01-13	87.76	偏债混合型	平安基金	否
010534.OF	广发均衡增长 A	王颂,李阳	78.81	2021-01-27	79.31	偏债混合型	广发基金	是
011044.OF	中银顺泽回报一年持有 A	李建,刘腾	72.20	2021-01-12	73.44	偏债混合型	中银基金	是
010742.OF	南方宁悦一年持有 A	孙鲁闽	54.23	2021-01-06	53.52	偏债混合型	南方基金	是
010277.OF	嘉实民安添岁稳健养老一年持有	郑科,张静	50.54	2021-01-13	50.83	偏债混合型	嘉实基金	是
010879.OF	南方宝升 A	黄春逢	50.00	2021-01-12	50.47	偏债混合型	南方基金	是
011017.OF	鹏扬景明一年持有	李刚,吴西燕	49.58	2021-01-12	50.26	偏债混合型	鹏扬基金	是

资料来源：Wind，长江证券研究所

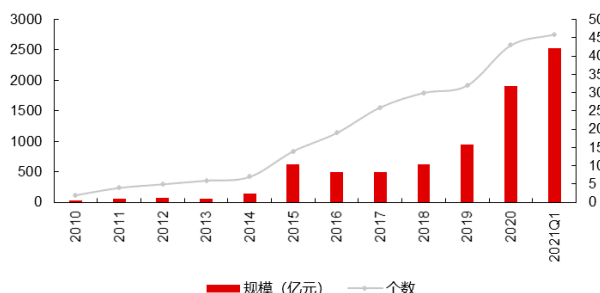
“固收+”基金头部公司分析

易方达基金

自 2015 年以来，易方达基金的“固收+”产品市场份额始终保持首位；2020 年存量产品与新发产品齐发力，规模增长一倍多。其中，新发产品规模接近 500 亿元；截至 2021Q1 “固收+”产品共有 46 只，规模合计 2529 亿元，市场占有率达到 14.7%。公司十分重视多资产业务的发展，已于 2018 年成立专门部门进行混合策略产品的投资管理。

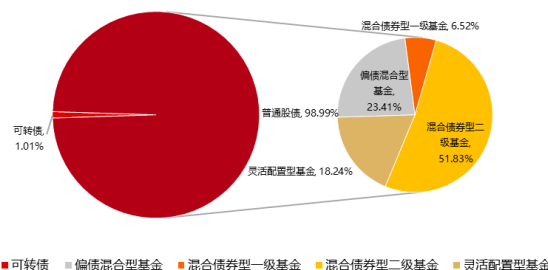
产品类型分布方面，易方达的“固收+”产品在策略上以普通股债策略为绝对核心，可转债策略仅占 1%。易方达的普通股债策略“固收+”中二级债基是该策略的核心构成，占比高达 51.8%。偏债混合型和灵活配置型也是易方达常见的产品类型，占比为 23.4%和 18.2%。目前暂无量化对冲基金。

图 40：易方达基金“固收+”规模与个数



资料来源：Wind，长江证券研究所

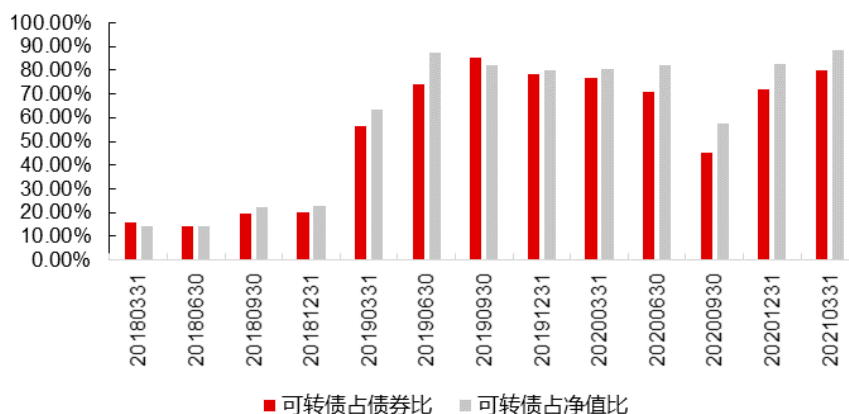
图 41：易方达基金“固收+”产品线分布



资料来源：Wind，长江证券研究所

唯一的一只可转债类“固收+”产品为易方达双债增强 A (110035.OF)，截至 2021Q1 规模为 24 亿元，其于 2019Q1 开始，直至 2021Q1 始终保持可转债基金的特征，因此在当前时点（2021Q1）将其定义为可转债“固收+”。

图 42：易方达双债增强 A 2018 年以来可转债配置情况



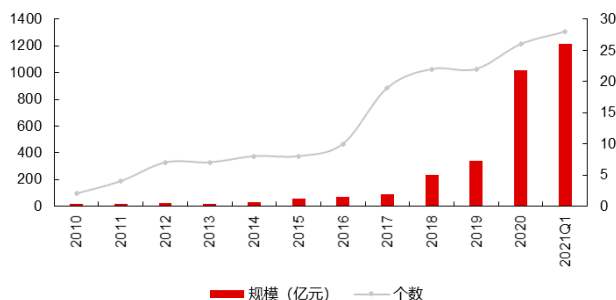
资料来源：Wind，长江证券研究所

汇添富基金

汇添富基金作为权益产品规模和投研能力领先的公募机构，在“固收+”产品的布局和发展开启相对较晚，但其后发而先至，2017 年以来产品数量和规模直线上升；截至 2021Q1，其“固收+”产品共有 28 只，规模合计 1218.3 亿元，市场占有率达到 7.1%，排名位列第二；2020 年新发产品 4 只，规模合计高达 558 亿元，位居市场首位。

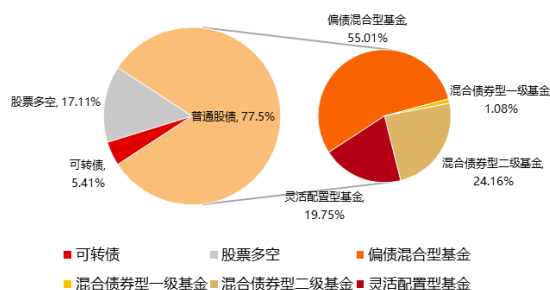
产品类型分布：汇添富的“固收+”产品以普通股债侧类为主，占比将近 80%；其中占比最高的为偏债混合基金，占普通股债“固收+”的比值为 55.01%，二级债基和灵活配置（偏债）的占比分别为 24.2%和 19.8%。值得注意的是，汇添富绝对收益策略 A（000762.OF）是当前全市场规模最大的股票多空基金，自 2019 年以来规模大幅增长，尤其是在 2019Q3-2019Q4，规模更是“一季十倍”的增长。截至 2021Q1，规模已达到 208.5 亿，在汇添富基金“固收+”产品线上的规模占比为 17.1%。可转债策略汇添富也有所涉及，规模占比为 5.4%，对应的是汇添富可转债 A（470058.OF），截至 2021Q1 基金规模合计达 66 亿元，也是市场上规模最高的可转债策略“固收+”。

图 43：汇添富基金“固收+”规模与个数



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 44：汇添富基金“固收+”产品线分布



资料来源：Wind，长江证券研究所

总结

Why “固收+”？市场和投资者对“固收+”的关注是供给端和需求端产生共振的结果。从需求端来看，2020 年投资者数量大幅增长，且更偏好中低风险理财产品。从供给端来看，市场利率趋势下行，资管新规打破刚性兑付，银行理财转向净值化，传统的“保本理财”不复存在；货币基金收益也一度跌破 2%，而能带来较高收益的权益类基金本身具备较高的风险，叠加 2021 年春节后大幅回撤，市场持续震荡，对偏好中低风险但不满足于当前传统理财产品的投资者而言，可谓是“进亦忧，退亦忧”。主打“稳中求进”风格的“固收+”产品恰好能契合此类需求：其市场热度不断提升正是来源于供给和需求两端的共振。

为了更好地对“固收+”基金进行画像，采用定性和定量相结合地方式对“固收+”基金进行再定义。定性方面，主要筛选基金池为混合一级债基、混合二级债基、偏债混合型、灵活配置型基金以及股票多空基金。根据定期报告披露的持仓占比定量地对偏债混合和灵活配置基金每季度进行一次筛选，以确保分析对象具备“固收+”产品的特征。最后根据策略进行细分，将“固收+”产品剥离为普通股债、可转债、股票多空三大策略。

规模发展上看，2018 年以来“固收+”产品规模企稳回升，截至 2021Q1 固收+”基金规模共计 17157.8 亿元。运作模式上来看越来越多“固收+”基金采用持有期模式风险收益，以一年持有期为主。

“固收+”产品在 2020 年的震荡市场中，表现出较强的风控能力，收益整体适中；除股票多空基金外，权益中枢仓位不超过 20%；券种配置上企业债、金融债和中期票据；股票行业上集中度高，且在第 3-5 名的重配行业之间会有较频繁的轮动。除了在债券和股票投资收益外，打新收益是“固收+”重要且稳定的来源之一：注册制推出后，在政策红利驱动下，打新收益逐步攀升，2019 年和 2020 年打新“固收+”基金年度平均打新收益贡献率分别达到 4.6%和 5.0%。

从当前基金公司对“固收+”类产品的布局 and 整体竞争格局来看呈现“一超多强”之势，头部公司集中度高。易方达多年稳居第一，“固收+”基金规模为位列第二的汇添富的 2 倍多，汇添富早前积极布局可转债和股债多空策略并形成优势，2020 年在普通股债“固收+”集中发力。头部公司集中度高，资源优势体现在新发“固收+”基金规模上：头部基金更能够获得投资者关注，从而造就更多的爆款（发行规模在 50 亿元以上）新发“固收+”产品。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。