

固收+：跨越牛熊的一站式投资工具

华泰研究

2021年3月12日 | 中国内地

深度研究

研究员 林晓明
SAC No. S0570516010001 linxiaoming@htsc.com
SFC No. BPY421 +86-755-82080134

研究员 黄晓彬, PhD
SAC No. S0570516070001 huangxiaobin@htsc.com
+86-755-23950493

联系人 刘依苇
SAC No. S0570119090123 liuyiwei@htsc.com
+86-755-23950493

华泰证券 2021 春季线上策略会



固收+产品是跨越牛熊的优质投资工具，可通过风险收益指标筛选优质产品
近年来随着资管新规的逐步落地和保本理财的退出，公募固收+产品成为了中低风险投资的重要工具，总规模快速增长。本文从市场规模、投资策略、持仓偏好和风险收益水平等角度对公募固收+产品进行了全面研究，发现优质的固收+产品是跨越牛熊的优质投资工具，并以历史表现较好的招商“瑞”系列固定收益类产品为例，深入分析了固收+产品的构建方法、投资管理策略及收益来源。此外，我们还采用收益率、收益稳定性、回撤控制能力等指标，优选出了多只长期表现稳健的固收+产品以供参考。

资管新规下传统理财收益下降，固收+产品承接投资需求，规模快速增长
“固收+”产品指一类以获取高于固收类产品的绝对收益为目标的公募产品，通常以固收打底，以股票和可转债增强收益，但风险远低于权益基金。近年来“固收+”产品规模快速扩张受益于资管新规的逐步落地，随着刚兑产品退出市场、理财产品获取高收益的渠道受阻，“固收+”这类风险可控、收益稳健且投资门槛较低的替代产品便成为中低风险投资者首要选择之一。在各类固收+产品中，偏债混合型产品规模增速最快，2020 一年内规模翻了两倍，但一级债基总规模相对较小且增速缓慢。从收益来看，2020 年固收+产品平均收益率远高于传统固定收益类产品，其中偏债混合型收益最高。

固收+产品通过资产配置、风格行业轮动及选券择时增厚产品收益
固收+产品注重大类资产配置和久期管理，收益增强方法较为多样，偏债混合基金多采用股票、可转债和打新增强收益；一级债基主要是可转债投资；二级债基主要是可转债和股票投资。由于招商瑞系列基金在全部会计年度录得正收益，我们以其中成立时间最长的招商瑞庆为例来分析固收+产品构建策略。该产品根据行情积极调整大类资产配置，通过利率预测和久期管理准确捕捉利率下行带来的债券投资机会，股票投资时则是打新和价值投资双管齐下，积极的行业风格轮动与选股择时服务于基金资产的长期稳健增值，此类产品适宜作为中低风险投资工具长期持有。

固收+产品风险收益比较高，回撤控制能力较强，偏债混合基金表现突出
在对固收+产品的业绩和持仓特征进行分析时，我们发现固收+产品具有回撤控制能力较强、收益风险比较高的特点。固收+产品的收益率在权益类和固收类产品之间，波动率和最大回撤均是略高于纯债基，但远低于权益类产品，因此其 Sharpe 和 Calmar 均明显高于权益类产品。从 2020 年基金四季报中公布的资产配置情况来看，企业发行债券占比达 36%，金融债占比 14%，平均仓位 14% 的股票和 14% 的可转债为产品提供超额收益。此外，几类固收+产品持有可转债的平均比例远高于其他类别基金，其中二级债基可转债市值平均占比最高。

可通过收益率、收益稳定性与回撤控制能力等指标综合选出优质固收+产品
在优选固收+产品时，可通过产品的收益率、收益稳定性和最大回撤等指标进行筛选，并观测产品的长期表现。我们通过夏普比率、收益率、最大回撤和衡量收益稳定性的 Hurst 指数，从 1001 只固收+产品中筛选出了招商瑞信稳健配置等综合排名前 10 的“固收+”产品。由于其中多只基金成立时间较短，较难看出其在不同市场环境下的表现。因此我们选取 2018 年以前成立、且每年收益均为正数的固收+产品，并根据收益情况和回撤情况筛选出了招商瑞庆等 68 只优质产品。

风险提示：基金的表现与宏观环境和大盘走势密切相关，基金历史表现及统计规律不能代表未来，投资需谨慎。

正文目录

固收+产品规模增速高于固收产品，2020 年平均收益也相对较高	5
固收+产品是风险较低、固收打底的多种基金的总称	5
资管新规下理财产品收益率下降，固收+产品承接投资需求	5
固收+产品平均规模低于、增速显著高于固收类产品，偏债混合型增速最快	6
2020 年固收+产品平均收益率远高于传统固定收益类产品	10
固收+产品主要通过股票、可转债和新股申购来增厚收益	11
招募说明书中资产配置策略多为宏观基本面分析	11
固收+产品的债券配置策略主要包括久期管理、收益率曲线、利差策略等	11
固收+产品收益增强主要来源于可转债、打新和股票投资	12
偏债混合型基金多采用股票投资、可转债投资和打新策略增强收益	12
一级债基主要通过可转债投资来增强收益	13
二级债基主要通过可转债投资和股票投资增厚收益	13
以招商“瑞”系列产品为例，分析固收+产品构建策略	14
瑞系列基金在全部会计年度录得正收益，招商瑞庆在市场下行期间收益超过 90%同类产品	15
瑞系列基金经理根据行情积极调整资产配置比例，以获取资产层面的 Beta 收益	15
瑞系列主要投资企业发行债券，招商瑞庆通过利率曲线管理捕捉利率下行带来的投资机会	16
股票投资来源于打新收益和资本利得，行业风格轮动与选股择时为基金带来较高 Alpha	16
固收+产品风险收益比较高，回撤控制能力较强	19
固收+产品业绩分析：收益风险比较高，偏债混合型基金表现较突出	19
年化收益高于纯债基金，偏债混合型基金追涨能力强于一、二级债基	19
波动率接近传统固收类产品，偏债混合型基金波动率低于二级债基	20
回撤控制能力强，偏债混合型基金最大回撤小于一级债基	21
夏普比率与 Calmar 比率较高，偏债混合型基金收益风险比高于另两类产品	22
固收+产品仓位及持仓特征：偏好企业发行债券，持仓市值高于其他类别	23
固收+产品投资偏好企业发行债券，可转债投资占比高于其他类别基金	23
企业发行债券和金融债为主要重仓券种，同业存单、金融债单只债券持仓市值高	24
固收+产品优选思路：关注收益率、收益稳定性与风险控制能力	26
通过盈利能力、收益稳定性、回撤控制能力综合选出招商瑞信等优质产品	26
通过长期收益、收益稳定性和回撤筛选出招商瑞庆等优质“固收+”基金	27
风险提示	29

图表目录

图表 1： 各类理财产品数量与占比变化	5
图表 2： 非保本浮动收益的净值型理财产品平均年化收益率（单位：%）	6
图表 3： 各类资管产品总规模构成（2014-2020 年）	6
图表 4： 各类“固收+”和“固收”基金数量占比（2020.12.31）	7
图表 5： 各类“固收+”和“固收”基金份额占比（2020.12.31）	7

图表 6: 各类“固收+”和“固收”基金规模占比 (2020.12.31)	7
图表 7: 2017-2020 年“固收+”和固收类产品市场规模及其占比变化 (单位: 亿元, %)	8
图表 8: 2017-2020 偏债型基金规模及其环比增长率 (亿元, %)	8
图表 9: 2017-2020 二级债基规模及其环比增长率 (亿元, %)	8
图表 10: 2017-2020 一级债基规模及其环比增长率 (亿元, %)	9
图表 11: 2017-2020 中长期纯债基金规模及其环比增长率 (亿元, %)	9
图表 12: 2017-2020 短期纯债基金规模及其环比增长率 (亿元, %)	9
图表 13: 2017-2020 被动指数债券基金规模及环比增长率 (亿元, %)	9
图表 14: 2017-2020 年固收+产品和固收类产品平均规模 (2020.12.31) (单位: 亿元)	9
图表 15: 各类固收、固收+产品平均规模 (2020.12.31) (单位: 亿元)	10
图表 16: 传统固收产品和固收+产品总览	10
图表 17: 部分固收+产品所用大类资产配置策略	11
图表 18: 偏债混合型产品增厚收益所用工具	12
图表 19: 偏债混合型基金股票投资占比直方图 (单位: 只)	12
图表 20: 偏债混合型基金股票+可转债投资占比直方图 (单位: 只)	12
图表 21: 偏债混合型基金打新获配金额占基金净值比分布直方图 (单位: 只)	13
图表 22: 一级债基增厚收益所用工具	13
图表 23: 一级债基可转债投资占比直方图 (单位: 只)	13
图表 24: 一级债基股票+可转债投资占比直方图 (单位: 只)	13
图表 25: 二级债基增厚收益所用工具	14
图表 26: 二级债基股票投资占比直方图 (单位: 只)	14
图表 27: 二级债基可转债投资占比直方图 (单位: 只)	14
图表 28: 二级债基股票+可转债投资占比直方图 (单位: 只)	14
图表 29: 招商“瑞”系列产品基础信息	15
图表 30: 招商“瑞”系列产品 2017-2020 年年化收益率	15
图表 31: 招商瑞庆大类资产历史仓位变动	15
图表 32: 招商“瑞”系列产品 2020 年四季度大类资产配置情况 (单位: %)	16
图表 33: 招商“瑞”系列产品 2020 年四季度债券配置情况 (单位: %)	16
图表 34: 招商瑞庆各月获配金额和打中个数	17
图表 35: 招商瑞庆各行业配置仓位	17
图表 36: 招商瑞庆各行业贡献收益	17
图表 37: 招商瑞庆各风格配置仓位	17
图表 38: 招商瑞庆各风格贡献收益	17
图表 39: 博实股份历史价格走势及各季度招商瑞庆持有仓位	18
图表 40: 2014-2020 年基金指数年化收益率变化 (单位: %)	19
图表 41: 2020 年各类基金产品指数年化收益率 (单位: %)	19
图表 42: 三类固收+产品 2020 年年化收益率分布 (单位: %)	19
图表 43: 混合债券型一级基金 2020 年年化收益率分布 (单位: %)	19
图表 44: 混合债券型二级基金 2020 年年化收益率分布 (单位: %)	20
图表 45: 偏债混合型基金 2020 年年化收益率分布 (单位: %)	20

图表 46: 2020 年各类基金产品指数年化波动率 (%)	20
图表 47: 三类固收+产品 2020 年年化波动率分布 (单位: %)	21
图表 48: 混合债券型一级基金 2020 年年化波动率分布 (单位: %)	21
图表 49: 混合债券型二级基金 2020 年年化波动率分布 (单位: %)	21
图表 50: 偏债混合型基金 2020 年年化波动率分布 (单位: %)	21
图表 51: 三类固收+产品 2020 年年最大回撤分布 (单位: %)	21
图表 52: 混合债券型一级基金 2020 年最大回撤分布 (单位: %)	21
图表 53: 三类固收+产品 2020 年年最大回撤分布 (单位: %)	22
图表 54: 混合债券型一级基金 2020 年最大回撤分布 (单位: %)	22
图表 55: 混合债券型二级基金 2020 年年最大回撤分布 (单位: %)	22
图表 56: 偏债混合型基金 2020 年最大回撤分布 (单位: %)	22
图表 57: 三类固收+产品 2020 年夏普比率分布	22
图表 58: 混合债券型一级基金 2020 年夏普比率分布	22
图表 59: 混合债券型二级基金 2020 年夏普比率分布	23
图表 60: 偏债混合型基金 2020 年夏普比率分布	23
图表 61: 三类固收+产品 2020 年 Calmar 比率分布	23
图表 62: 混合债券型一级基金 2020 年 Calmar 比率分布	23
图表 63: 混合债券型二级基金 2020 年 Calmar 比率分布	23
图表 64: 偏债混合型基金 2020 年 Calmar 比率分布	23
图表 65: 固收+产品持仓情况	24
图表 66: 固收+产品可转债市值占基金资产净值比	24
图表 67: 各类债券在固收+基金前五大重仓中出现次数 (左轴) 和重仓市值 (右轴)	24
图表 68: 2020 年四季报固收+产品前五大重仓债券所属类别统计	24
图表 69: 三类固收+产品重仓债券市值合计 (十亿元) 与重仓次数前十名 (气泡大小反映市值大小)	25
图表 70: 年化收益率与 Hurst 指数相关性	27
图表 71: 2020 年总评分前十的“固收+”产品	27
图表 72: 341 只固收+产品成立日至今年化收益率 (单位: 只)	28
图表 73: 341 只固收+产品历年平均收益率 (单位: 只)	28
图表 74: 长期收益稳定且回撤控制较好的固收+产品	28
图表 75: 优选基金与其他固收+基金对比 (年化收益率-年化波动率)	29
图表 76: 优选基金与其他固收+基金对比 (年化收益率-最大回撤)	29
图表 77: 招商“瑞”系列与固收+基金对比 (年化收益率-年化波动率)	29
图表 78: 招商“瑞”系列与固收+基金对比 (年化收益率-最大回撤)	29

固收+产品规模增速高于固收产品，2020 年平均收益也相对较高

固收+产品是风险较低、固收打底的多种基金的总称

“固收+”产品是指一类以获取高于固收类产品的绝对收益为目标的中低风险公募基金产品。市场上对于“固收+”产品分为狭义和广义两种定义：狭义的“固收+”产品通常分为“固收”部分和“+”部分，即以固收类资产为主要持仓，在此基础上配置一定比例的高波动高收益资产，在严控风险水平的前提下获得增厚收益。此类“固收+”产品通常包括“固收+可转债”、“固收+打新”、“固收+权益”、“固收+衍生品”等。

而广义的“固收+”策略指风险收益特征与传统“固收+”产品相似，资产配置介于权益资产和固收类资产之间，且固收类资产持仓比例不一定较高的产品类型，包括多空对冲、CTA 以及其他套利策略产品，其投资策略与收益来源与传统的“固收+”策略存在较大差异。

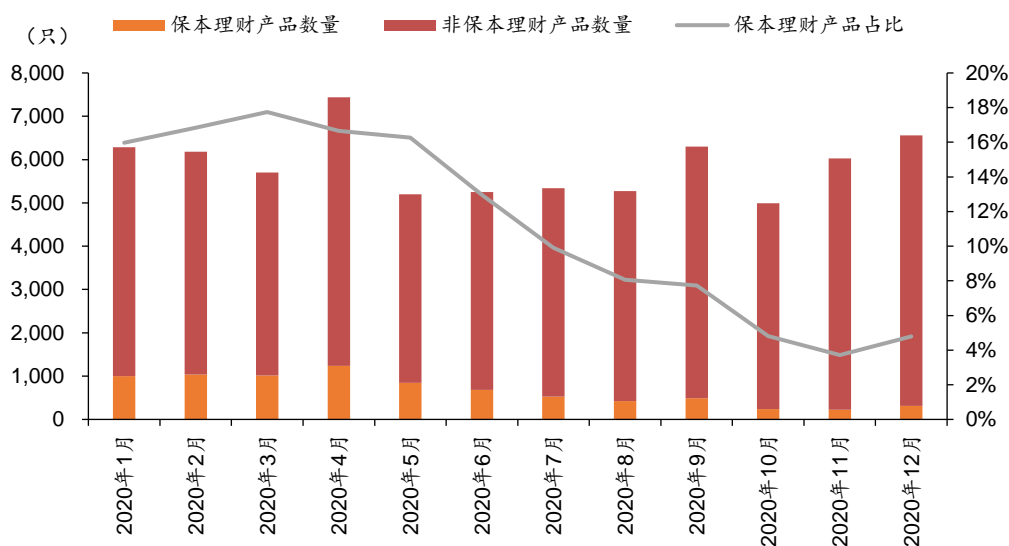
本文的主要研究对象为狭义的“固收+”产品，主要包含的产品类别为偏债混合型基金、混合二级债基和混合一级债基，部分债券仓位维持在较高水平的灵活配置型基金也属于“固收+”产品，如招商瑞庆（002574.OF）等。

资管新规下理财产品收益率下降，固收+产品承接投资需求

资管新规促使理财产品净值化，保本产品退出市场，投资者寻求收益稳健的替代性产品

近年来“固收+”产品规模的快速扩张在一定程度上受益于资管新规的逐步落地。资管新规出台后，银行理财产品不得承诺保本保收益，投资者风险自担，刚兑型理财市场萎缩。截至 2020 年 12 月，在售的理财产品共 6560 只，其中，保本固定型和保本浮动型理财产品仅 314 只，占比仅 4.79%。随着预期收益率型的保本理财产品逐渐消失，习惯于保本理财的投资者开始寻找风险可控、收益稳健的替代性产品。

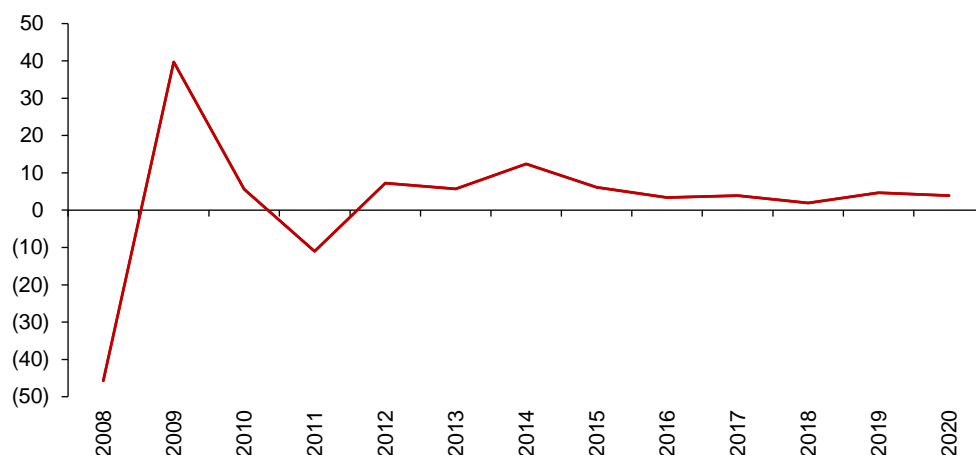
图表1：各类理财产品数量与占比变化



资料来源：Wind，华泰研究

资管新规严控非标期限错配和多层嵌套，净值型理财产品收益率逐渐降低

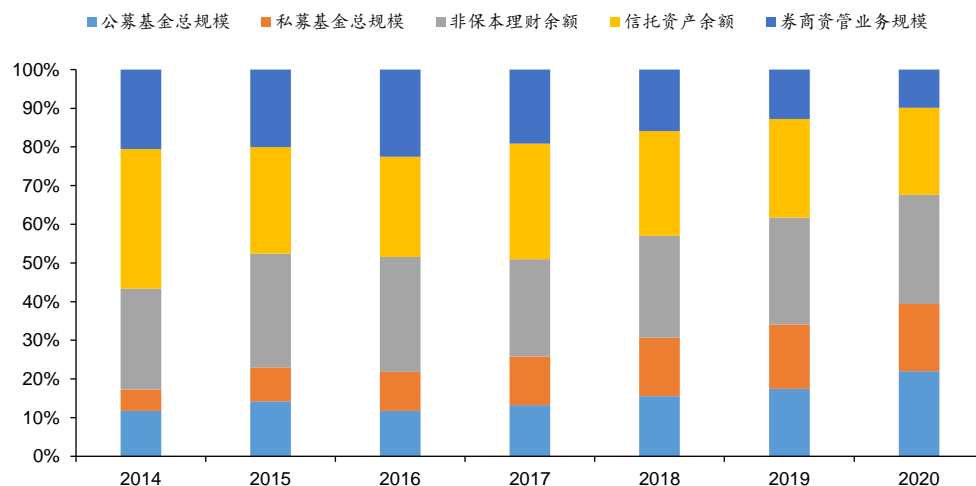
净值型理财产品作为符合新监管需求的理财产品，承接了一部分保本预期收益型理财产品的投资需求。然而，资管新规同时严控非标资产期限错配、禁止多层嵌套、规定产品杠杆率、取消资金池运作，这些规定在降低系统性金融风险的同时，也堵住了多条过去理财产品获取高收益的渠道。非保本浮动收益的净值型理财产品的收益率逐渐降低。2019 年至 2020 年，非保本浮动收益的净值型理财产品平均年化收益率由 4.66% 下降至 3.92%。此外，净值型理财产品不再提供保本保收益的承诺，低波动、保回报的传统银行理财产品逐渐退出市场，长期稳健型投资产品市场开始产生空缺。

图表2： 非保本浮动收益的净值型理财产品平均年化收益率（单位：%）


资料来源：Wind，华泰研究

投资者视线转向其他资管产品，公募“固收+”产品承接低风险需求

非保本净值型理财产品收益率逐渐降低，投资者开始将视线转向其他类型的资管产品，其中公募基金门槛较低且运作透明度较高，是普通投资者的首选。而以高波动、高风险和高收益为代表的股票型基金超出了部分投资者的风险承受范围，纯债产品又难以满足投资者对绝对收益的追求，因此以偏债混合基金、一二级债基等基金为代表，收益相对较高、较稳健的公募“固收+”产品成为投资者首要选择之一。

图表3： 各类资管产品总规模构成（2014-2020 年）


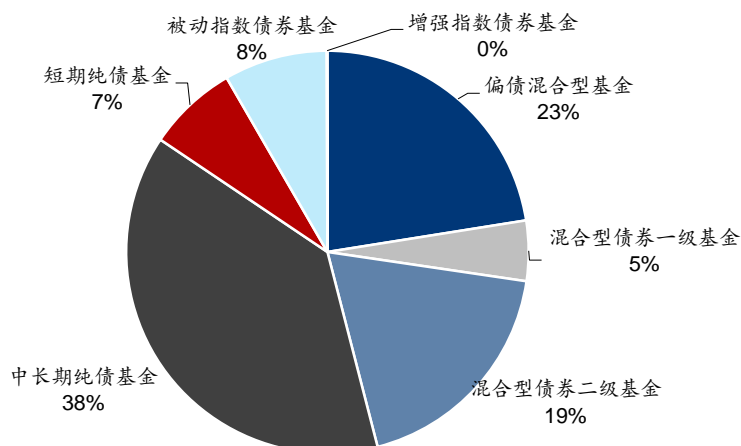
注：公募、私募及理财 2020 年底总规模均已公布，信托和券商资管总规模目前尚未公布，由 2020 年三季度数据外推估算
 资料来源：Wind，中国银行业理财市场年度报告（2020 年），华泰研究

固收+产品平均规模低于、增速显著高于固收类产品，偏债混合型增速最快

如前所述，“固收+”产品主要包括偏债混合型基金、混合债券型一级基金和混合债券型二级基金，固收类产品则以固定收益类基金为代表，包括中长期纯债型基金、短期纯债型基金、被动指数债券型基金和增强指数债券型基金。我们对这两大类产品在产品规模和数量进行了对比统计。

截至 2020 年 12 月 31 日，市场中的“固收+”产品和固定收益类基金产品共计 1881 只。总体来看，中长期纯债基金数量最多，占比 38%；偏债型基金次之，占比 23%；混合型债券二级基金位列第三，占比 19%。分别来看，“固收+”产品共有 865 只，占比 45.99%，其中偏债混合型基金数量最多，有 423 只；固收类产品共有 1016 只，占比 54.01%，其中中长期纯债基金最多，有 723 只。可见当前固收类产品市场中，传统固收产品的规模和数量仍大于后起之秀“固收+”产品。

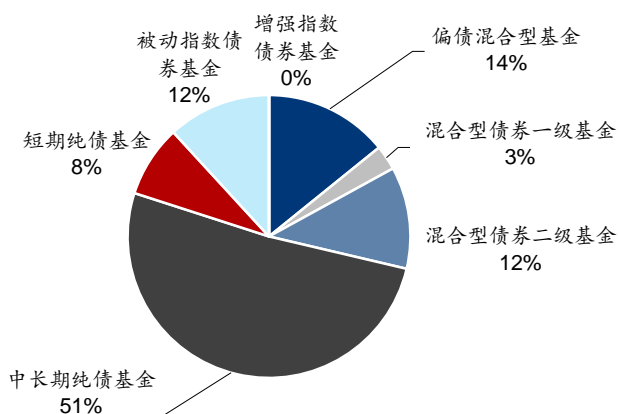
图表4： 各类“固收+”和“固收”基金数量占比（2020.12.31）



资料来源：Wind，华泰研究

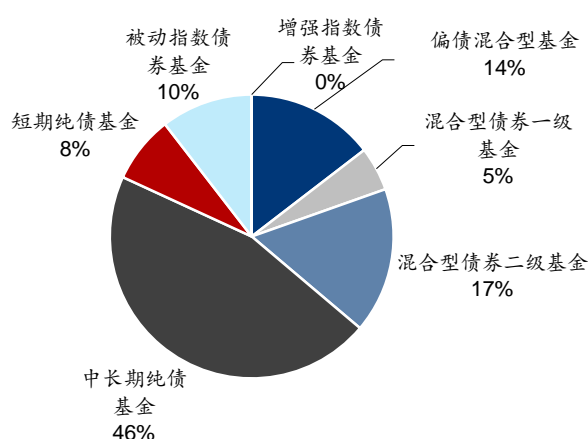
从各规模来看，截至 2020 年 12 月 31 日，中长期纯债基金占比最大，为 46%；混合型债券二级基金次之，占比 17%；偏债型基金位列第三，占比 14%。分产品类型来看，“固收+”产品总规模为 14125.84 亿元，占“固收+”和固收类产品基金总规模的 36.18%，小于固收类产品。

图表5： 各类“固收+”和“固收”基金份额占比（2020.12.31）



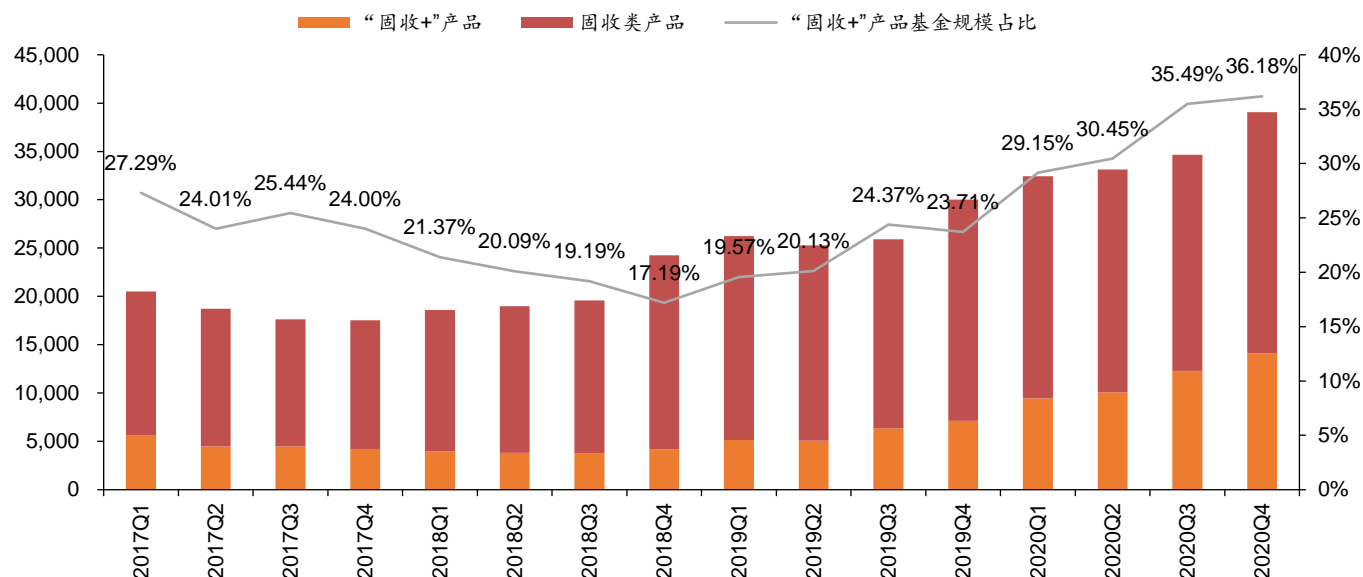
资料来源：Wind，华泰研究

图表6： 各类“固收+”和“固收”基金规模占比（2020.12.31）



资料来源：Wind，华泰研究

“固收+”产品市场规模增速迅猛。2017-2020 年，“固收+”产品和固收类产品基金总规模不断增大，在 2020 年第四季度达到 39047.49 亿元，较 19 年同期提高 30.07%。其中，“固收+”产品基金规模一直小于固收类产品，但占比呈现逐年递增趋势。2020 年第四季度，“固收+”产品基金规模占比已达到 36.18%，相较于 2019 年四季度有明显提升。

图表7： 2017-2020 年“固收+”和固收类产品市场规模及其占比变化（单位：亿元，%）


资料来源：Wind，华泰研究

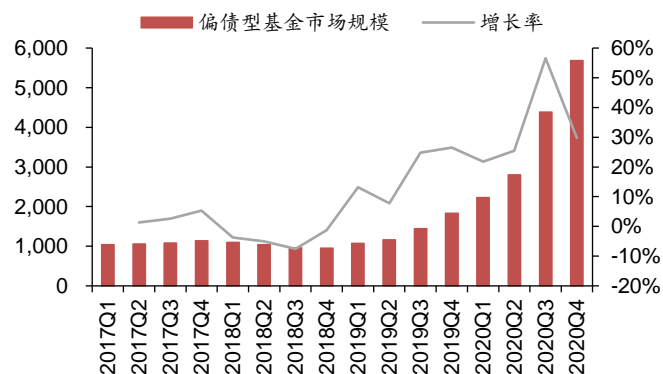
固收+产品中，偏债混合型基金规模增速较快，混合型债券二级基金规模最大。

偏债型基金规模近年增势迅猛，截至 2020 年底，偏债型基金规模达 5689.85 亿元，相比 2019 年底的 1833 亿元增长了 210.04%。并且自 2019 年三季度以来，偏债混合型基金总规模季度平均增长率为 30.82%；单季增长率在 2020 三季度达到顶峰，为 56.58%，整体来看增速较快。

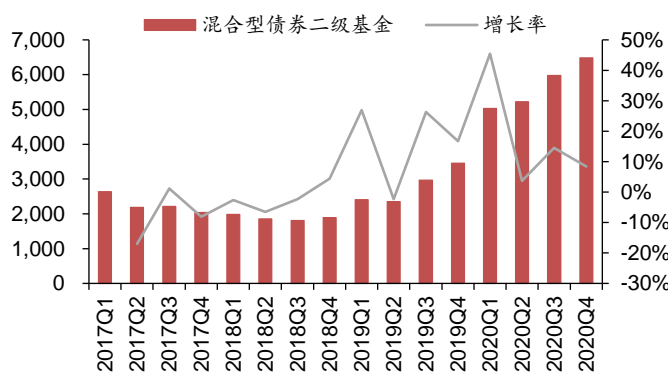
混合型债券二级基金总规模较大，截至 2020 年底，其总规模接近 6500 亿元，是总规模最大的“固收+”产品类型，但自 2020 年二季度开始，其规模增速放缓，2020 年四季度环比增速仅为 8.41%。混合型债券一级基金总规模相对较小，规模增速也较为缓慢。

固收类产品中，中长期纯债基金规模最大，固收产品规模增速明显低于“固收+”产品

从规模上看，截至 2020 年底，中长期纯债基金规模遥遥领先，达 17841.54 亿元。从增速上看，2020 年固收+产品规模平均增长 17.90%，而固收类产品规模整体增速仅为 3.69%。其中，2020 年中长期纯债基金规模年均增长率仅为 1.59%，落后于其他六类基金。

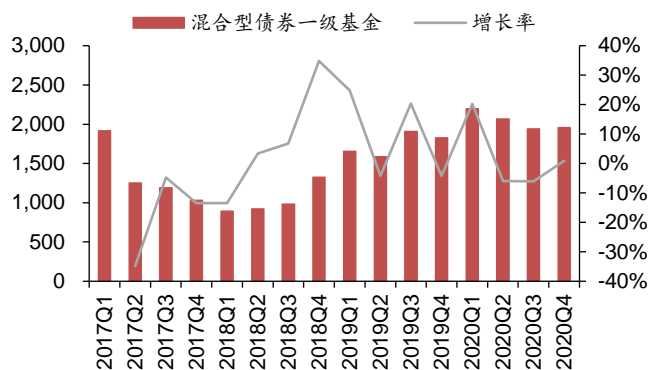
图表8： 2017-2020 偏债型基金规模及其环比增长率（亿元，%）


资料来源：Wind，华泰研究

图表9： 2017-2020 二级债基规模及其环比增长率（亿元，%）


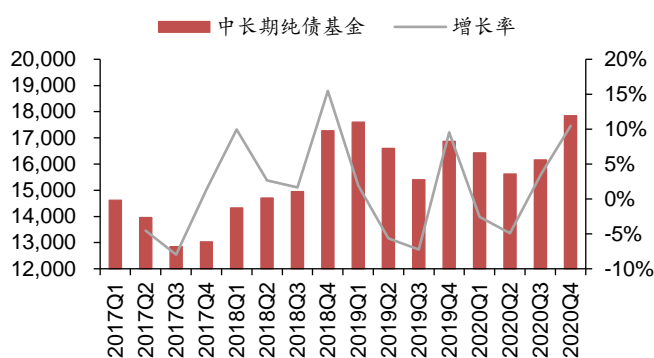
资料来源：Wind，华泰研究

图表10: 2017-2020 一级债基规模及其环比增长率 (亿元, %)



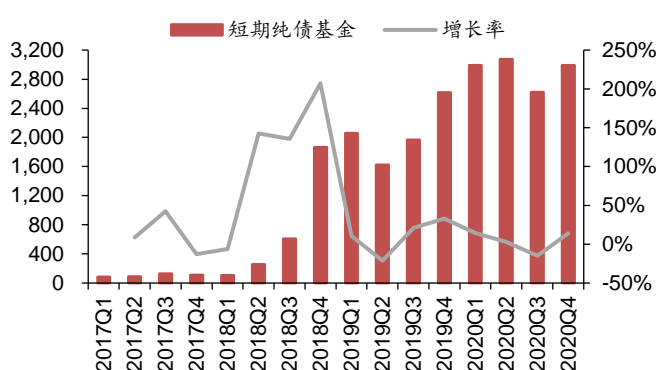
资料来源: Wind, 华泰研究

图表11: 2017-2020 中长期纯债基金规模及其环比增长率 (亿元, %)



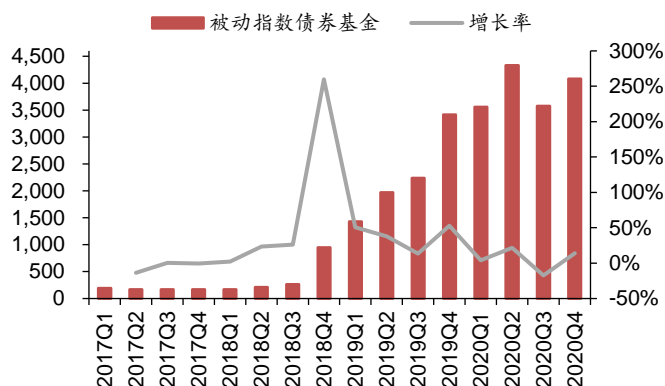
资料来源: Wind, 华泰研究

图表12: 2017-2020 短期纯债基金规模及其环比增长率 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华泰研究

图表13: 2017-2020 被动指数债券基金规模及环比增长率 (亿元, %)

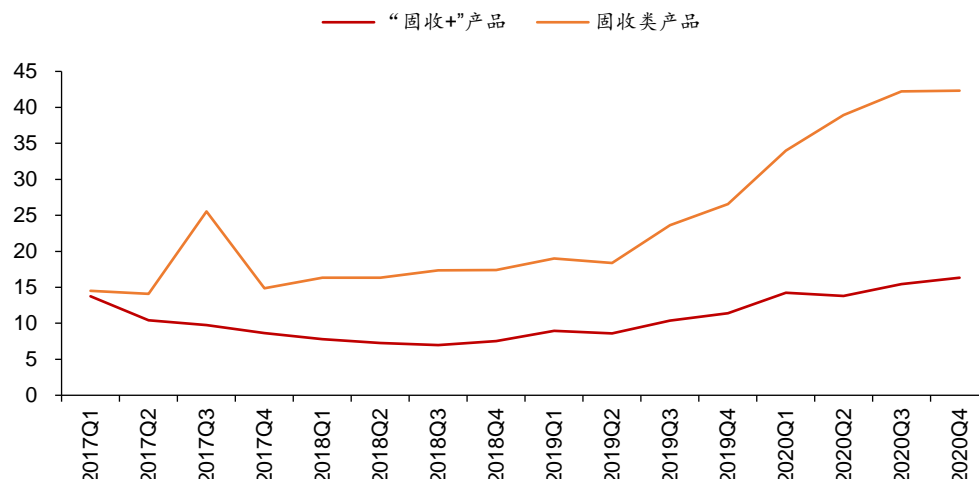


资料来源: Wind, 华泰研究

固收+产品平均规模均低于固收类产品，管理难度相对略低

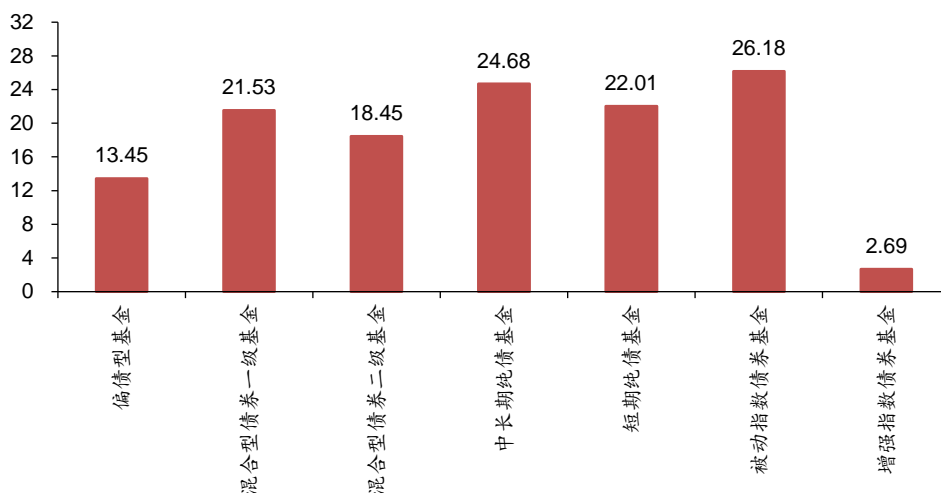
截止2020年底，“固收+”产品平均规模为16.33亿元，而固收类产品平均规模为42.32亿元。固收类产品中，被动指数债券基金平均规模最大，为26.18亿元，两类纯债基金平均规模也均在20亿元以上。而“固收+”产品中，偏债混合型基金平均规模偏小，为13.45亿元，二级债基平均规模18.45亿元，一级债基总规模虽小，平均规模却最大，为21.53亿元。整体来看，固收+产品平均规模低于固收类产品，同时也降低了产品的管理难度。

图表14: 2017-2020 年固收+产品和固收类产品平均规模 (2020.12.31) (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华泰研究

图表15： 各类固收、固收+产品平均规模（2020.12.31）（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰研究

2020 年固收+产品平均收益率远高于传统固定收益类产品

广义的固定收益类产品包括银行存款、银行理财、债券和纯债型基金等等。银行存款给付的收益是预先固定的，近似于无风险资产，2020 年银行存款收益率约为 0.3%（活期）-2%（一年期定存）。银行理财受监管影响平均收益率持续下行，2020 年平均收益为 4.05%，此外由于刚兑的打破整体风险有所提升，但仍处于较低水平。债券的收益相对固定，纯债基金的收益取决于基金经理的择券能力，2020 年两者收益率主要集中在 2%-3% 之间，而从风险角度来看，债券和债基的风险水平通常较低，但也面临一定的违约风险。

以上产品均为低风险产品，2020 年收益水平多在 5% 以下。而固收+产品则能够采取“固收+转债”、“固收+权益”、“固收+打新”等多种手段，在以绝对收益为目标并严控回撤的前提下，增厚产品收益，因此固收+产品在 2020 年表现远超其他类别的固定收益类产品。2020 年，偏债混合型基金平均收益为 14.23%，混合二级债基平均收益为 9.81%，混合一级债基收益低于另两类固收+产品，但仍高于其他广义固收产品。

图表16： 传统固收产品和固收+产品总览

产品总称	产品类型	2020 年收益率	风险水平
银行存款	活期存款、定期存款、大额存单	0.3%-2%（一年期）	风险极低
银行理财	保本固定型、保本浮动型、非保本规定型、非保本浮动型	4.05%	风险较低
债券	国债、地方债、金融债、短期融资券、企业债、公司债等	2%-3%	风险低
货币市场基金	货币市场基金	2%	风险较低
固定收益基金	债券型基金	2.83%	风险低
固收+产品	偏债混合型基金	14.23%	风险适中可控
	混合二级债基	9.81%	风险较低
	混合一级债基	5.15%	风险较低

资料来源：Wind，华泰研究

“固收+”产品的收益主要来源于两部分，一是债券类资产投资的稳健收益，二是通过配置其他中高风险大类资产获得的增强收益。市场上“固收+”产品一般以低风险中短久期债券类资产打底，持仓总体水平在 70%-90% 左右，为“固收+”产品收益的稳健性提供保障。增强收益则主要来源于“+”部分，“+”可分为加资产和加策略：资产主要包括股票、可转债、另类投资等；策略主要指股票投资策略、市场中性策略等。通过对多资产或多策略的灵活配置，实现更优的收益风险比。

总体来看，与传统固收产品相比，“固收+”产品能够在可控风险的前提下，获得稳健的增厚收益，更好地满足长期稳健投资者的需求。

固收+产品主要通过股票、可转债和新股申购来增厚收益

招募说明书中资产配置策略多为宏观基本面分析

根据各基金招募说明书，固收+产品在进行大类资产配置时，部分完全采用定性的宏观基本面分析，如兴全可转债和大成财富管理 2020 等；部分则采用定性宏观基本面分析辅以定量大类资产配置策略，如大成债券 AB 和诺德大类精选等。从历史资产配置情况来看，偏债混合型基金进行大类资产配置的灵活性和积极性更高一些，股票仓位波动也较大一些。混合一级债基和二级债基虽有持股仓位限制，但也可进行可转债投资，因此也需要在大类资产间进行择机配置。

图表17： 部分固收+产品所用大类资产配置策略

证券代码	证券简称	基金成立日	所用核心大类资产配置策略
090002.OF	大成债券 AB	2003-06-12	宏观基本面分析+修正的均值-方差模型
340001.OF	兴全可转债	2004-05-11	宏观基本面分析
350001.OF	天治财富增长	2004-06-29	宏观基本面分析+CPPI
161902.OF	万家增强收益	2004-09-28	宏观基本面分析+利率预期策略
110007.OF	易方达稳健收益 A	2005-09-19	宏观基本面分析+平均久期配置
090006.OF	大成财富管理 2020	2006-09-13	宏观基本面分析
519666.OF	银河银信添利 B	2007-03-14	宏观基本面分析+利率预期策略
217011.OF	招商安心收益 C	2008-10-22	宏观基本面分析+仓位控制策略
050011.OF	博时信用债券 A	2009-06-10	宏观基本面分析+期限结构策略
163811.OF	中银稳健双利 A	2010-11-24	宏观基本面分析+久期配置策略
160617.OF	鹏华丰润	2010-12-02	宏观基本面分析+资产流动性纵向分配策略
519963.OF	长信利盈 A	2015-06-09	宏观基本面分析+美林时钟
003877.OF	富国久利稳健配置 A	2016-12-27	宏观基本面分析+TIPP
005309.OF	中银证券汇嘉定期开放	2018-03-26	宏观基本面分析+久期
050011.OF	博时信用债券 A	2009-06-10	宏观基本面分析+期限结构策略

资料来源：Wind，华泰研究

基本面分析主要是通过综合分析国内外宏观经济态势、法规政策、利率走势、资金供求关系、证券市场走势、流动性风险、信用风险等因素，研判固定收益类资产及其他各类资产的投资机会，并进行可转换债券转股、股票市场交易等权益类工具的投资决策。

而在宏观基本面分析之上叠加的定量大类资产配置模型，通常包括 TIPP、CPPI、B-L 模型、美林时钟模型等，不同的配置策略并无明确的优劣之分，最终还是需要通过长期业绩进行评判。

固收+产品的债券配置策略主要包括久期管理、收益率曲线、利差策略等

固定收益类资产占据了固收+产品中的大部分权重，通常还带有一定的杠杆比例，对产品的净值走势有重要影响。根据各基金招募说明书，固收+产品通常配置的固定收益类资产包括国债、同业存单、央行票据、金融债（包括政策性金融债）、企业发行的债券（包括企业债、短融和中票）、可转债、资产支持证券以及银行存款、买入返售等。通常使用的债券配置策略包括久期管理策略、收益率曲线策略和利差策略等。

久期管理策略指的是在深入分析宏观经济、货币政策的基础上，根据利率周期变化、市场利率变动趋势、市场主流预期，以及当期债券收益率水平，通过合理假设下的情景分析和压力测试，最后确定最优的债券组合久期。一般来说，利率处于上行通道则缩短目标久期，反之则延长久期。

收益率曲线策略指的是通过研究收益率曲线结构，采用情景分析方法对各期限段债券风险收益特征进行评估，将预期收益率与波动率匹配度最高的期限段进行配比，从而在子弹策略、哑铃策略、梯形策略、骑乘策略等策略中选择风险收益特征最优的配置策略。

利差策略指的是通过考察不同类型固定收益品种的信用风险、市场风险、流动性、赋税水平等因素，研究同期限各投资品种利差及其变化趋势，制定债券类属配置策略，以捕获不同债券类属之间利差变化所带来潜在投资收益。

在固定收益品种选择时，基金管理人将研判宏观经济走势，债券发行主体所处行业周期以及其财务状况，对固定收益品种的信用风险进行度量和定价，分析其收益率相对于信用风险的溢价能力，结合流动性水平综合考虑，选择信用利差溢价较高且不失流动性的品种。

固收+产品收益增强主要来源于可转债、打新和股票投资

偏债混合型基金多采用股票投资、可转债投资和打新策略增强收益

通过对 328 只公布了 2020 年四季报的偏债混合型基金（不包括 FOF 产品）资产配置情况的统计，我们发现偏债混合型基金主要通过股票投资、可转债投资和股票打新这三类工具来增厚收益。

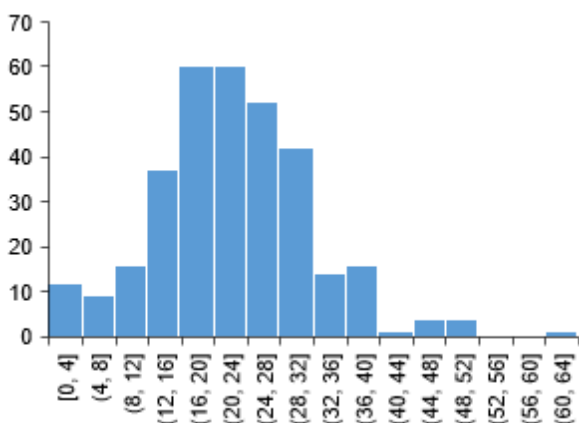
图表18：偏债混合型基金增厚收益所用工具

	产品数量	产品占比	最大值	平均值
参与股票投资	318	97%	61.35%	22.35%
股票投资占基金净值比大于 30%	46	14%	-	-
参与可转债投资	262	80%	84.00%	6.17%
可转债投资占基金净值比大于 10%	57	17%	-	-
参与股票或可转债投资	320	98%	113.86%	28.53%
股票和可转债投资总和占比大于 30%	108	33%	-	-
参与打新	287	88%	12.54%	2.72%
打新获配金额占基金净值比大于 3%	121	37%	-	-

资料来源：Wind，华泰研究，2020 年四季报

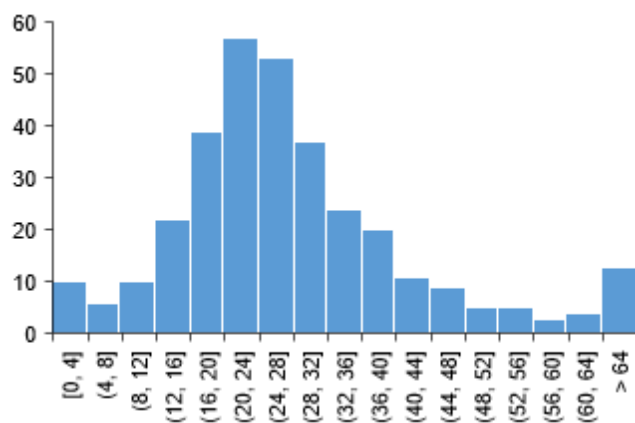
根据 2020 年四季报数据，98%的产品参与了股票或可转债投资，股票+可转债的平均仓位在 28.53%左右。97%的产品参与了股票投资，股票投资比例主要分布在 15%-30%区间内；80%的产品参与可转债投资，可转债投资比例多在 5%以下。其中股票仓位最高的产品为天治财富增长，股票占比为 61.35%，可转债仓位最高的为易方达鑫转增利，可转债占比为 84.00%。

图表19：偏债混合型基金股票投资占比直方图（单位：只）



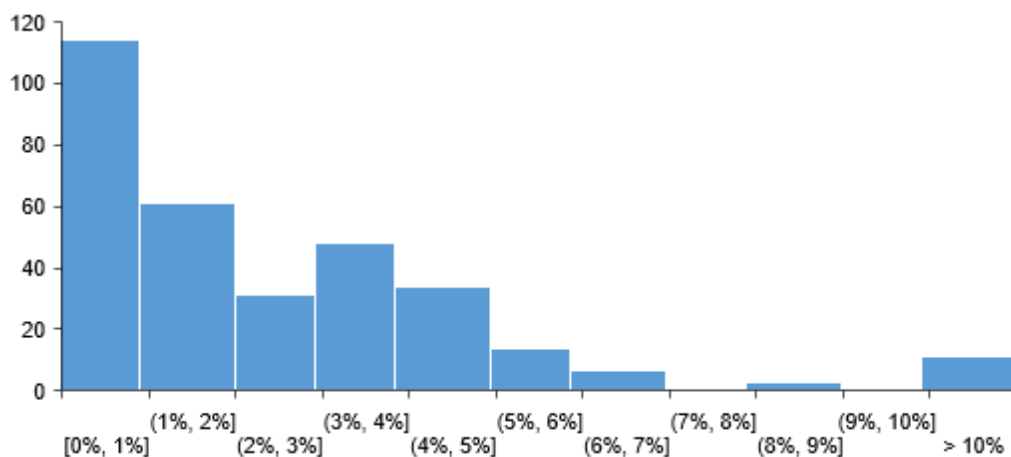
资料来源：Wind，华泰研究，2020 年四季报，横轴为该资产占比（单位：%）

图表20：偏债混合型基金股票+可转债投资占比直方图（单位：只）



资料来源：Wind，华泰研究，2020 年四季报，横轴为该资产占比（单位：%）

此外，有 88%的基金还参与了打新，2020 年获配金额不足 100 万元的基金有 29 只，获配金额占基金净值比大于 3%的基金有 121 只。整体来看，偏债混合型基金所采用的主要收益增强手段为股票投资、可转债投资和新股申购。

图表21： 偏债混合型基金打新获配金额占基金净值比分布直方图（单位：只）


资料来源：Wind，华泰研究，2020 年四季报，横轴为该资产占比（单位：%）

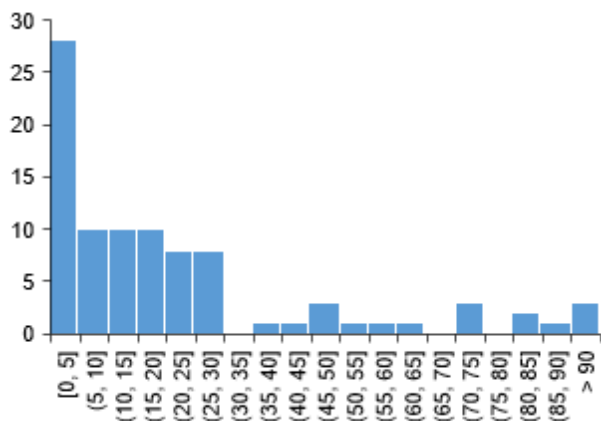
一级债基主要通过可转债投资来增强收益

2012 年一级债基被取消打新资格，因此只能通过可转债投资和少量的股票投资来增强收益。通过 91 只公布了 2020 年四季报的混合一级债券型基金资产配置情况的统计，我们发现一级债基主要通过可转债投资和少量的股票投资来增厚收益。

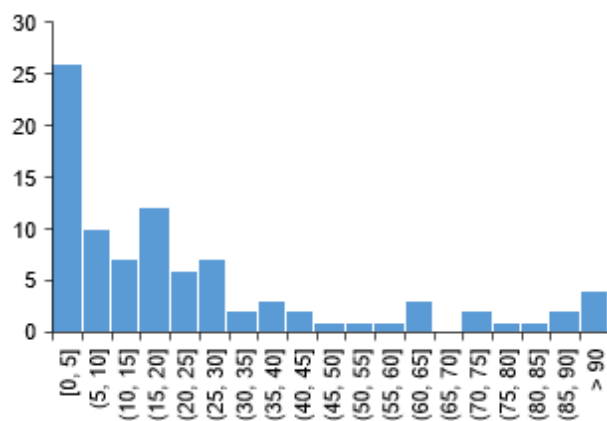
图表22： 一级债基增厚收益所用工具

	产品数量	产品占比	最大值	平均值
参与股票投资	30	33%	27.64%	2.54%
股票投资占基金净值比大于 10%	10	11%	-	-
参与可转债投资	79	87%	114.45%	21.96%
可转债投资占基金净值比大于 10%	53	58%	-	-
参与股票或可转债投资	79	87%	114.45%	24.50%
股票和可转债投资总和占比大于 20%	36	40%	-	-

资料来源：Wind，华泰研究，2020 年四季报

图表23： 一级债基可转债投资占比直方图（单位：只）


资料来源：Wind，华泰研究，2020 年四季报，横轴为该资产占比（单位：%）

图表24： 一级债基股票+可转债投资占比直方图（单位：只）


资料来源：Wind，华泰研究，2020 年四季报，横轴为该资产占比（单位：%）

二级债基主要通过可转债投资和股票投资增厚收益

通过对 341 只公布了 2020 年四季报的混合二级债券型基金资产配置情况的统计，我们发现偏债混合型产品主要通过可转债投资和股票投资来增厚收益，可转债平均仓位高于股票平均仓位。

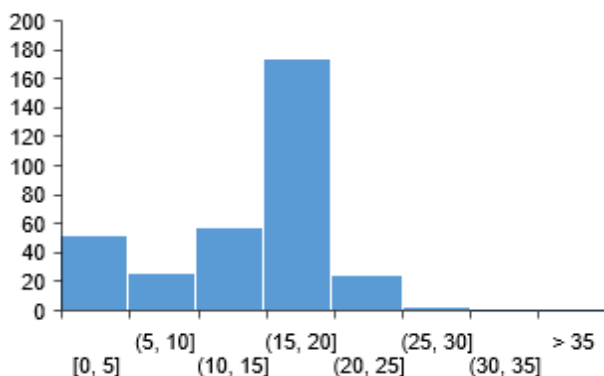
图表25： 二级债基增厚收益所用工具

	产品数量	产品占比	最大值	平均值
参与股票投资	304	89%	50.32%	14.51%
股票投资占基金净值比大于 15%	205	60%	-	-
参与可转债投资	305	89%	120.88%	26.07%
可转债投资占基金净值比大于 15%	148	43%	-	-
参与股票或可转债投资	321	94%	128.07%	40.58%
股票和可转债投资总和占比大于 30%	154	45%	-	-

资料来源：Wind，华泰研究，2020 年四季报

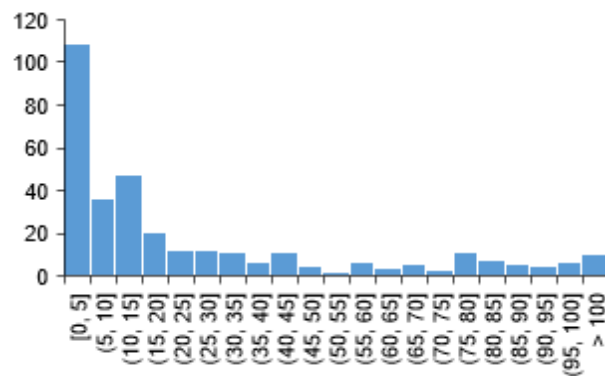
根据 2020 年四季报数据，94%的产品参与了股票或可转债投资，股票+可转债的平均仓位在 40.58%左右。89%的产品参与了股票投资，股票投资比例主要分布在 15%-20%区间内；89%的产品参与可转债投资，可转债投资比例主要分布在 0%-15%区间内，部分可转债投资比例较高的基金产品将可转债仓位均值拉高到了 26%。其中股票仓位最高的产品为金信民旺 A，股票占比为 50.33%，可转债仓位最高的为天治可转债增强 A，可转债占比为 120.88%。

图表26： 二级债基股票投资占比直方图（单位：只）



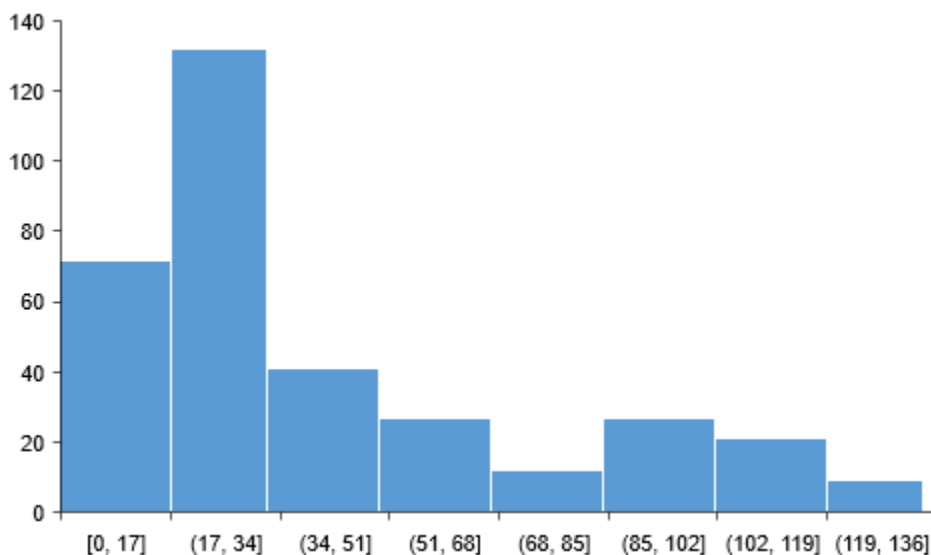
资料来源：Wind，华泰研究，2020 年四季报，横轴为该资产占比（单位：%）

图表27： 二级债基可转债投资占比直方图（单位：只）



资料来源：Wind，华泰研究，2020 年四季报，横轴为该资产占比（单位：%）

图表28： 二级债基股票+可转债投资占比直方图（单位：只）



资料来源：Wind，华泰研究，2020 年四季报，横轴为该资产占比（单位：%）

以招商“瑞”系列产品为例，分析固收+产品构建策略

在本章节中，我们将选取最典型的“固收+”产品：招商“瑞”系列基金，来对“固收+”产品的构建策略进行深入分析。招商“瑞”系列包括招商瑞庆、招商瑞文、招商瑞恒、招商瑞信、招商瑞泽和 2021 年新成立的招商瑞德共六只基金，由于后两只基金成立时间较晚，我们将重点对前四只产品进行研究。

图表29：招商“瑞”系列产品基础信息

代码	名称	基金成立日	基金规模 (亿元)	基金经理
002574.OF	招商瑞庆 A	2016-08-24	22.691	余芽芳,王垠
007725.OF	招商瑞文 A	2019-09-11	21.417	王垠,余芽芳
009377.OF	招商瑞恒一年持有 A	2020-05-22	27.876	王垠,余芽芳
009423.OF	招商瑞信稳健配置 A	2020-06-02	15.361	王垠,余芽芳
010018.OF	招商瑞泽一年持有 A	2020-08-27	73.372	马龙,王景
010688.OF	招商瑞德一年持有 A	2021-01-26	37.830	马龙,王景

资料来源：Wind，华泰研究

瑞系列基金在全部会计年度录得正收益，招商瑞庆在市场下行期间收益超过 90%同类产品

首先从收益情况来看，招商瑞系列产品自成立以来每一个会计年度的收益均为正数，即使在股市大幅下挫的 2018 年，招商瑞庆（002574.OF）也通过及时减仓股票而保持了 5.30% 的正收益，当年超过了 93% 的偏债混合型基金和 98% 的灵活配置型基金，可见该基金经理具有较强的风险控制能力，同时根据市场走势，积极调整大类资产配置，以规避单一资产系统性风险并捕捉趋势性上涨机会。

图表30：招商“瑞”系列产品 2017-2020 年年化收益率

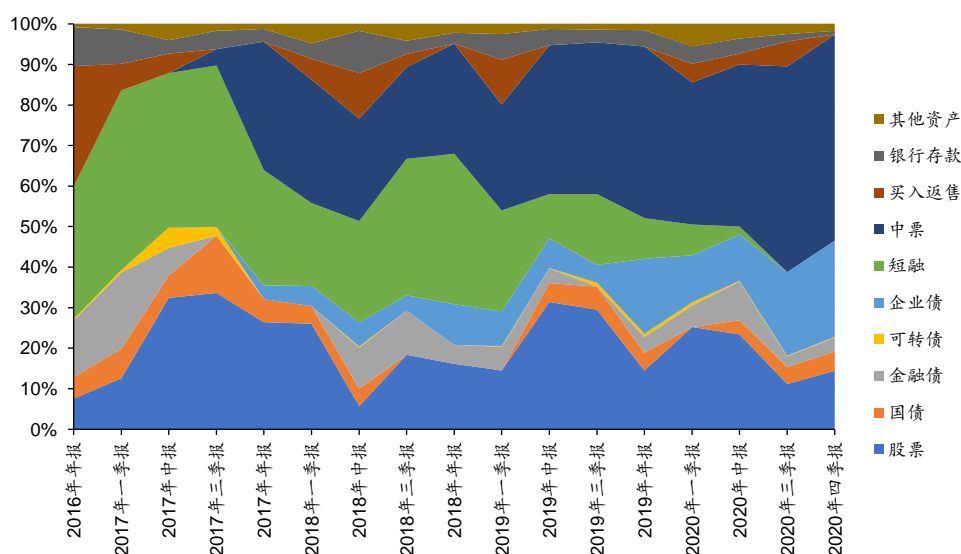
代码	名称	基金成立日	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年
002574.OF	招商瑞庆 A	2016-08-24	12.39%	16.52%	5.30%	6.64%
007725.OF	招商瑞文 A	2019-09-11	14.45%	6.83%		
009377.OF	招商瑞恒一年持有 A	2020-05-22	9.11%			
009423.OF	招商瑞信稳健配置 A	2020-06-02	12.44%			

资料来源：Wind，华泰研究

瑞系列基金经理根据行情积极调整资产配置比例，以获取资产层面的 Beta 收益

由于瑞系列产品中招商瑞庆成立最早，因此后文中涉及历史数据的部分，都将以招商瑞庆为主要研究对象。从历史股票仓位来看，招商瑞庆从 2017 年三季度开始调低股票仓位，2018 年整体保持较低的仓位水平，从 2019 年开始调升仓位，在 2020 年 6 月股票仓位达到较高水平，并在 2020 年三季度市场达到较高位置时开始降低仓位。整体来看，基金经理调整大类资产配置比例的积极性明显较高，或可通过大类资产择时，为投资者带来资产层面的 Beta 收益。

图表31：招商瑞庆大类资产历史仓位变动



资料来源：Wind，华泰研究

从其 2020 年四季报中公布的大类资产配置比例来看，招商“瑞”系列产品债券占比均在 80%-90%，股票占比最低的为招商瑞恒（009377.OF），招商瑞文和招商瑞庆的股票占比均在 14%-15%，招商瑞信的股票仓位最高，为 17.15%。根据招募说明书，其大类资产配置策略以获取绝对收益为目的，一方面规避相关资产的下行风险，另一方面使组合能够成功地跟踪某类资产的上行趋势。在进行大类资产配置时，基金管理者通过深入分析和充分论证，评估宏观经济运行及政策对资本市场的影响方向和力度，形成资产配置的整体规划。

图表32：招商“瑞”系列产品 2020 年四季报大类资产配置情况（单位：%）

代码	名称	股票占比	债券占比	买入返售证券占比	银行存款占比	其他资产占比
009377.OF	招商瑞恒一年持有 A	7.46	82.40	6.64	6.53	5.78
007725.OF	招商瑞文 A	14.24	87.49	0.00	4.05	1.23
002574.OF	招商瑞庆 A	14.62	84.01	0.00	0.87	1.76
009423.OF	招商瑞信稳健配置 A	17.15	85.45	0.00	4.03	1.43

资料来源：Wind，华泰研究

瑞系列主要投资企业发行债券，招商瑞庆通过利率曲线管理捕捉利率下行带来的投资机会

从债券配置情况来看，招商瑞系列主要配置的企业发行债券中的中期票据和企业债，配置比例为基金净值的 70%-80%，国债占比在 5%左右，金融债占比在 4%以下。根据招募说明书，瑞系列采用的债券投资策略包括久期策略（对利率进行预测并调整组合久期）、期限结构策略（对收益率曲线进行预测并调整组合期限结构）、个券选择策略（分析收益率、流动性和信用风险并选择风险收益匹配最佳的个券）和相对价值判断策略（增持相对低估、减持相对高估的债券）等。

以招商瑞庆为例，从 2017 年到 2020 年，其债券投资组合中，中票占比持续增加，短融占比则显著降低，可见基金经理通过积极的久期管理和期限结构调整，捕捉到了 2017 年-2020 年利率下行带来的债券投资机会。

图表33：招商“瑞”系列产品 2020 年四季报债券配置情况（单位：%）

代码	名称	企业发行债券占比	企业债占比	短融占比	中期票据占比	国债占比	金融债占比	可转债占比
009377.OF	招商瑞恒	72.79	25.44	1.44	45.91	5.21	2.90	0.06
007725.OF	招商瑞文	82.37	36.95		45.42	3.18	1.87	0.06
002574.OF	招商瑞庆	75.59	24.11		51.48	4.77	3.54	0.11
009423.OF	招商瑞信	80.35	20.57	0.65	59.13	5.03		0.06

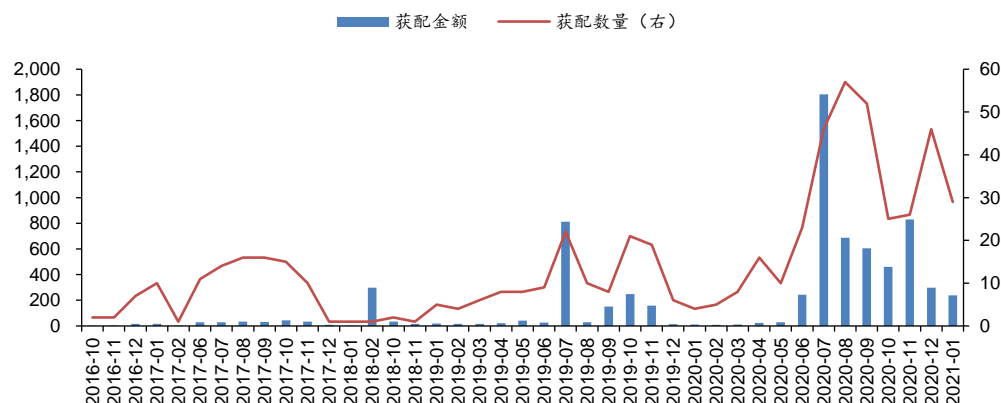
资料来源：Wind，华泰研究

此外，对于可转债，招商瑞系列通过分析不同市场环境下股性和债性的相对价值，来选择相应收益较高的券种组合进行配置。此外，瑞系列产品的可转债配置比例很低，不超过 0.11%，可见招商瑞系列或主要依靠股票投资而非转债投资来增厚收益。

股票投资来源于打新收益和资本利得，行业风格轮动与选股择时为基金带来较高 Alpha

以招商瑞庆为例，其收益主要来源于打新收益和二级市场资本利得。从打新情况来看，招商瑞庆从 2016 年到 2021 年 1 月获配总金额约 7400 万元，其中 2020 年获配 5013 万元，获配金额占基金资产净值比超过 3.6%，月均获配 417.75 万元，属于打新效率较高的产品。

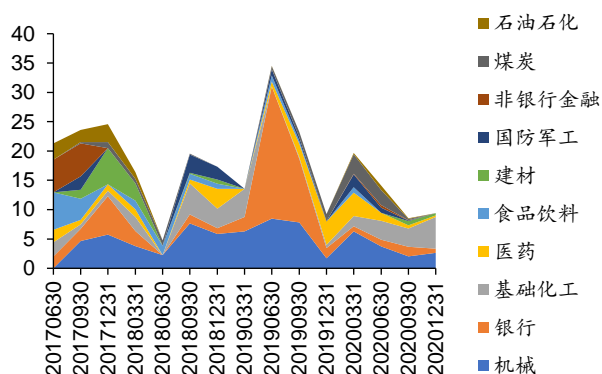
图表34： 招商瑞庆各月获配金额和打中个数



资料来源：Wind，华泰研究

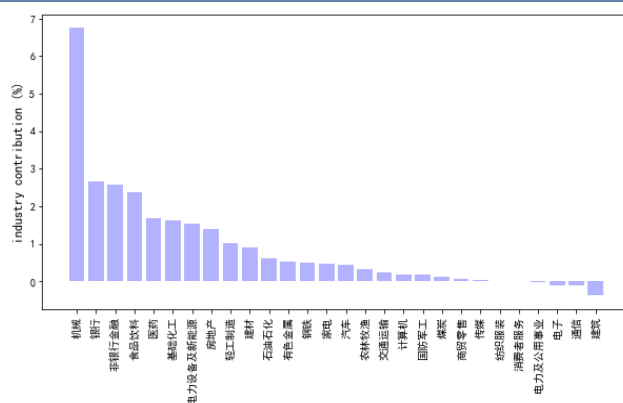
接下来我们对招商瑞庆的股票投资收益进行分解。从行业持仓及贡献度来看，我们发现在过去三年半中，招商瑞庆一直在机械行业上保持着较高的仓位，其股票收益也主要由机械行业贡献。分行业来看，从2017年6月到2020年12月，招商瑞庆持仓的股票在25个行业上均录得正收益，仅在5个行业上录得负收益，收益最低的行业仅对基金造成了0.37%的亏损。

图表35： 招商瑞庆各行业配置仓位



资料来源：Wind，华泰研究，2020年四季度

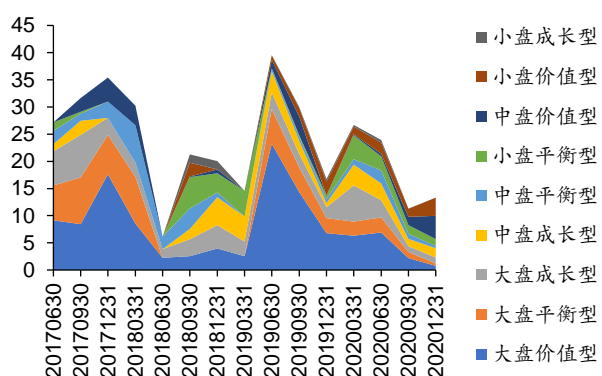
图表36： 招商瑞庆各行业贡献收益



资料来源：Wind，华泰研究，2017.06-2020.12

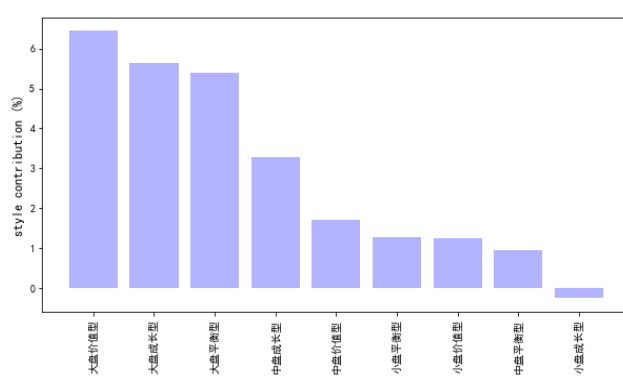
从风格持仓及贡献来看，我们发现招商瑞庆在大盘价值型股票上的仓位维持在相对较高的水平，大盘价值型股票为基金贡献的收益也越高；在九大风格中，仅有仓位最低的小盘成长风格贡献度为负。可见该基金能够通过有效的风格配置为基金提供稳健收益。

图表37： 招商瑞庆各风格配置仓位



资料来源：Wind，华泰研究，2020年四季度

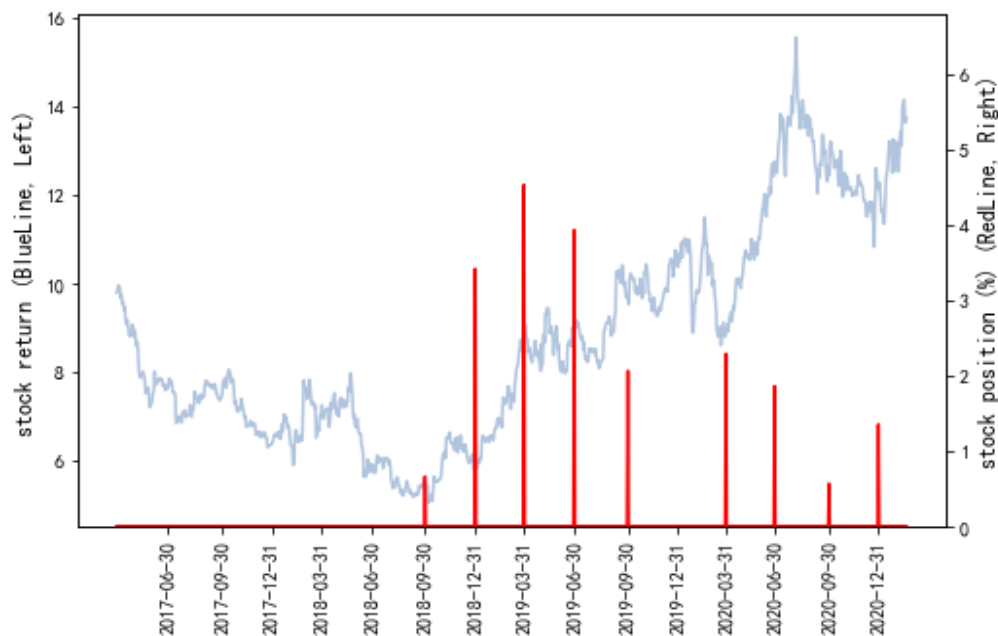
图表38： 招商瑞庆各风格贡献收益



资料来源：Wind，华泰研究，2017.06-2020.12

我们选取招商瑞庆历史贡献第二名的股票博实股份（彭博代码 002698 CH Equity），来观测其在个券上的操作风格，下图中蓝色折线为博实股份历史走势，红色柱子为各季度招商瑞庆持有博实股份的仓位。可以看到其加仓时点多为股价底部拐点附近，随着股价大幅上涨则开始减仓，可见其操作风格并非追涨杀跌，而是反向投资低买高卖，长期持有基本面较好的股票，并通过波段操作规避短期风险，最大化投资收益。

图表39： 博实股份历史价格走势及各季度招商瑞庆持有仓位



资料来源：Wind，华泰研究

整体来看，招商瑞庆能够通过有效的行业轮动、风格配置和选股择时，从股票中获取 Alpha 收益。其在行业和风格的选择上偏向稳健，着眼于长期价值投资，以机械、银行、基础化工、医药、食品饮料等行业和波动性相对较低的大盘价值风格为压舱石，并通过有效的选股择时在行业内部获取超额收益。可见，优质“固收+”产品会将绝对收益目标和稳健投资理念从大类资产配置层面贯彻到个券选择层面，积极服务于基金资产的长期稳健增值。

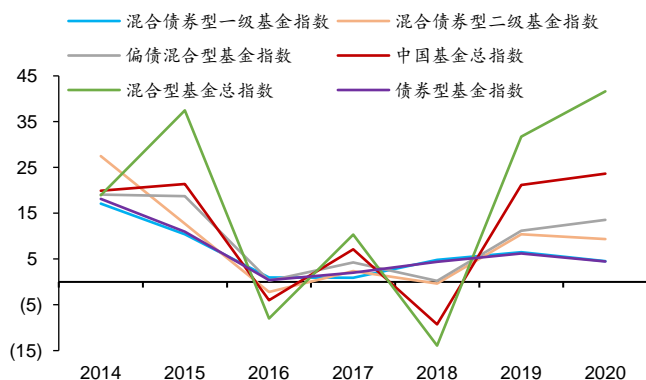
固收+产品风险收益比较高，回撤控制能力较强

在本章中，为统一口径，我们以 2020 年 9 月 30 日以前成立的全部固收+产品为研究对象，按照二级类别分为“偏债混合型基金”、“混合债券型一级基金”和“混合债券型二级基金”三类，通过年化收益率、年化波动率、夏普比率、最大回撤、Calmar 比率等指标，对固收+产品在 2020 年的业绩表现进行简单回顾，并研究其持仓特征。

固收+产品业绩分析：收益风险比较高，偏债混合型基金表现较突出 年化收益高于纯债基金，偏债混合型基金追涨能力强于一、二级债基

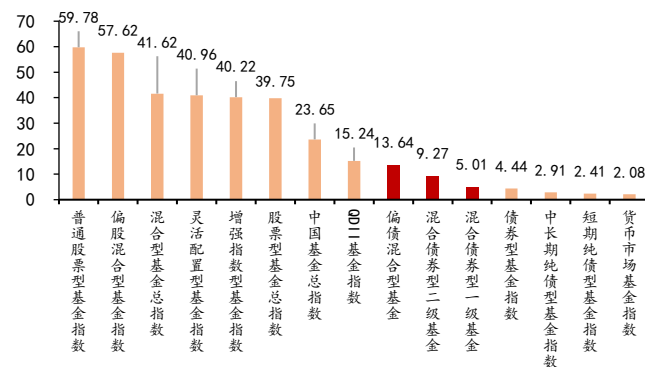
2020 年，中国基金市场整体收益向好，各类基金指数均录得正收益。在 2020 年股市大涨的背景下，除混合一、二级债基指数和债券型基金指数之外，各类基金指数年化收益率相比 2019 年均有所提升。“固收+”产品中，偏债混合型基金实现年化收益率 13.64%，创下近五年来最高值，具有较强的追涨能力。混合一级债基实现年化收益率 9.27%，混合二级债基实现年化收益率 5.01%，相比前一年收益率有所下降。

图表40： 2014-2020 年基金指数年化收益率变化（单位：%）



资料来源：Wind，华泰研究，2020.01.01-2020.12.31

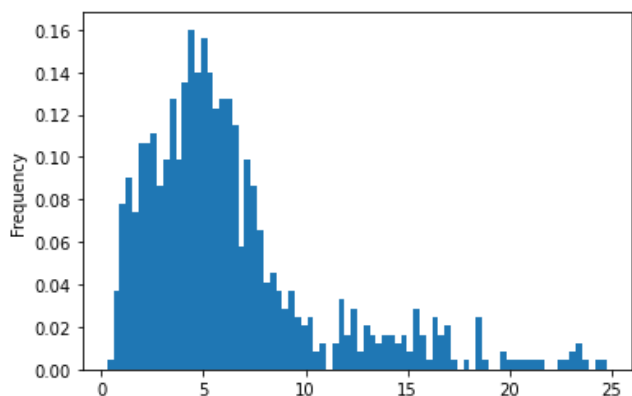
图表41： 2020 年各类基金产品指数年化收益率（单位：%）



资料来源：Wind，华泰研究，2020.01.01-2020.12.31

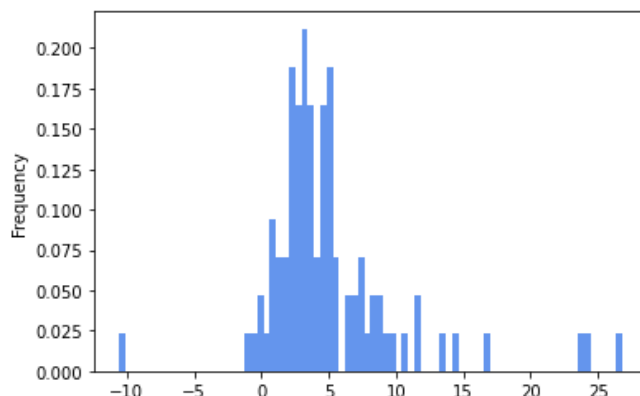
从收益率的分布看，2020 年 50%以上的固收+产品年化收益率集中在 5%-15%区间内。分类别看，混合债券型一级基金、混合债券型二级基金和偏债混合型基金的平均年化收益率分别为 5%、10.53%、13.64%，其中偏债混合型基金年化收益率最高。三类“固收+”产品的收益率均呈现右偏分布。

图表42： 三类固收+产品 2020 年年化收益率分布（单位：%）



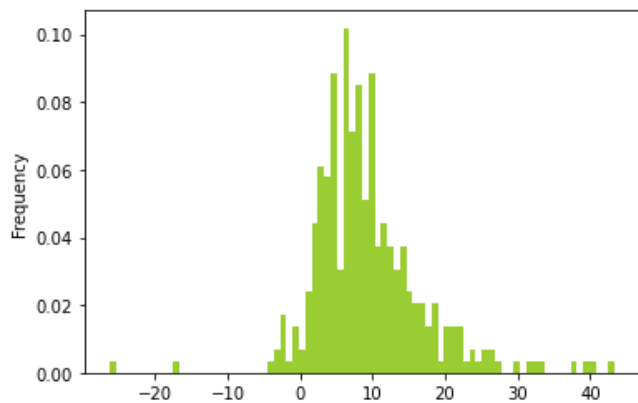
资料来源：Wind，华泰研究，2020.01.01-2020.12.31

图表43： 混合债券型一级基金 2020 年年化收益率分布（单位：%）



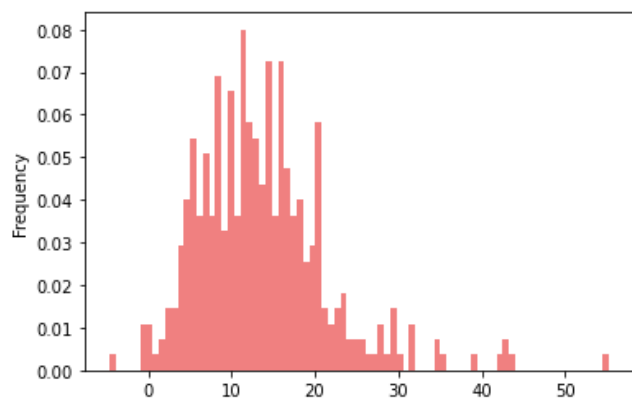
资料来源：Wind，华泰研究，2020.01.01-2020.12.31

图表44： 混合债券型二级基金 2020 年年化收益率分布（单位：%）



资料来源：Wind，华泰研究，2020.01.01-2020.12.31

图表45： 偏债混合型基金 2020 年年化收益率分布（单位：%）

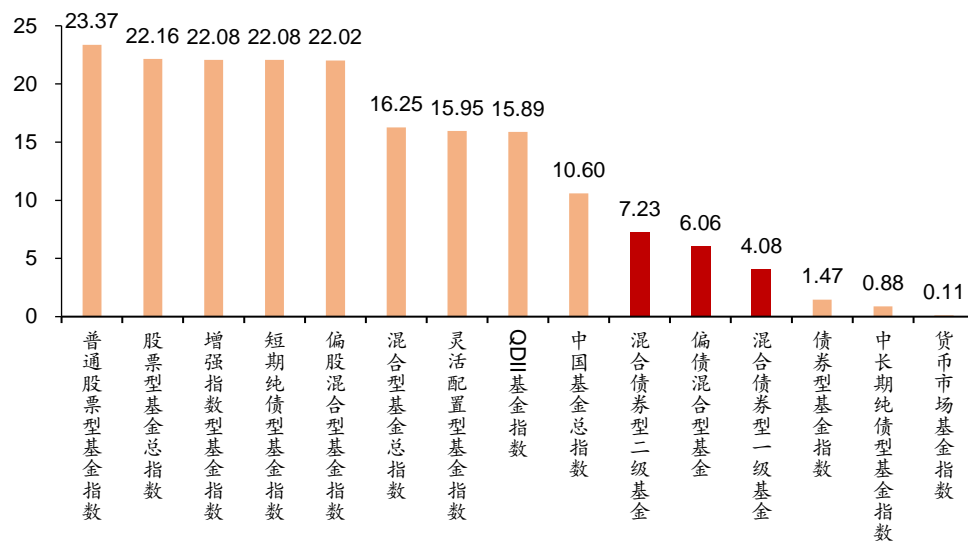


资料来源：Wind，华泰研究，2020.01.01-2020.12.31

波动率接近传统固收类产品，偏债混合型基金波动率低于二级债基

2020 年股票型基金总指数年化波动率为 22.16%，债券型基金指数波动率为 1.47%。“固收+”产品中，二级债基年化波动率 7.23%，混合一级债基年化波动率为 4.08%，偏债混合型基金指数虽然收益率高于另两类基金指数，年化波动率却低于二级债基，为 6.06%。整体来看，固收+产品风险远小于股票型基金，接近传统固收类产品。

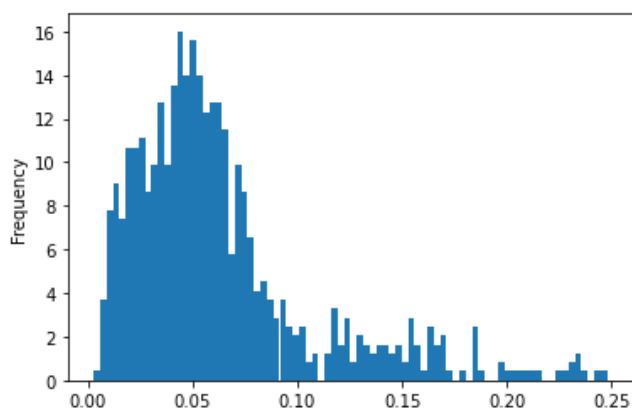
图表46： 2020 年各类基金产品指数年化波动率（%）



资料来源：Wind，华泰研究，2020.01.01-2020.12.31

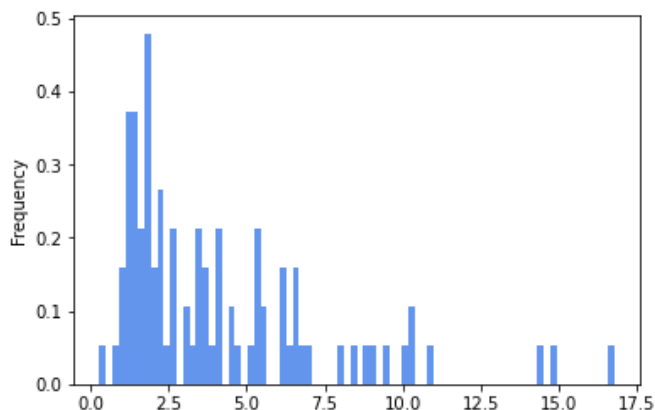
2020 年三类固收+产品平均年化波动率为 6.33%，50%的产品年化波动率集中在 3.5%-7.5%，二级债基年化波动率最高。从分布上看，偏债混合型基金和一级债基的年化波动率均呈现右偏分布，但二级债基的年化波动率呈现明显的双峰分布，内部不同产品表现差异较大。

图47: 三类固收+产品 2020 年年化波动率分布 (单位: %)



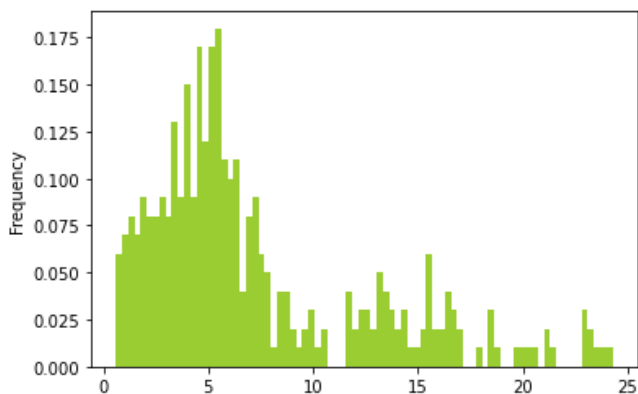
资料来源: Wind, 华泰研究, 2020.01.01-2020.12.31

图48: 混合债券型一级基金 2020 年年化波动率分布 (单位: %)



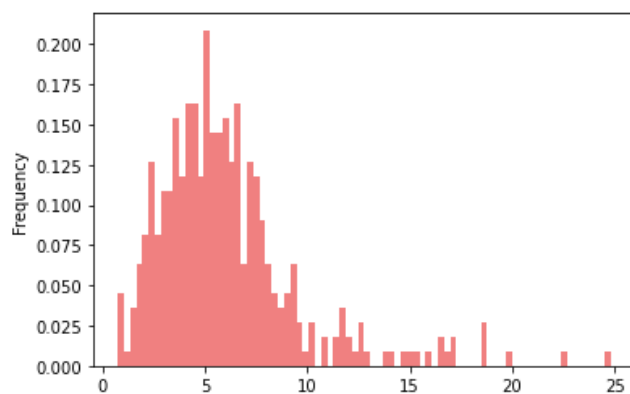
资料来源: Wind, 华泰研究, 2020.01.01-2020.12.31

图49: 混合债券型二级基金 2020 年年化波动率分布 (单位: %)



资料来源: Wind, 华泰研究, 2020.01.01-2020.12.31

图50: 偏债混合型基金 2020 年年化波动率分布 (单位: %)

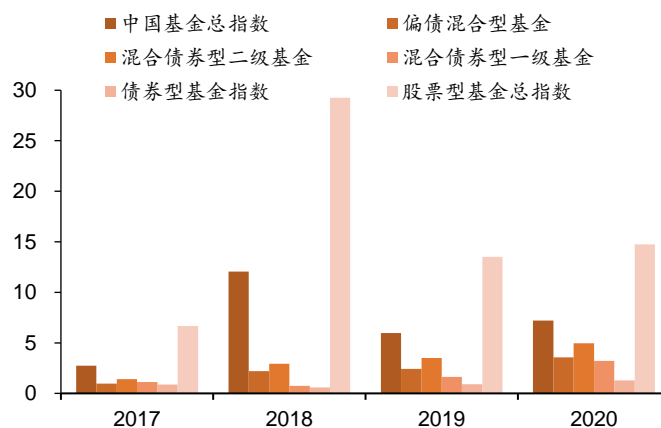


资料来源: Wind, 华泰研究, 2020.01.01-2020.12.31

回撤控制能力强, 偏债混合型基金最大回撤小于一级债基

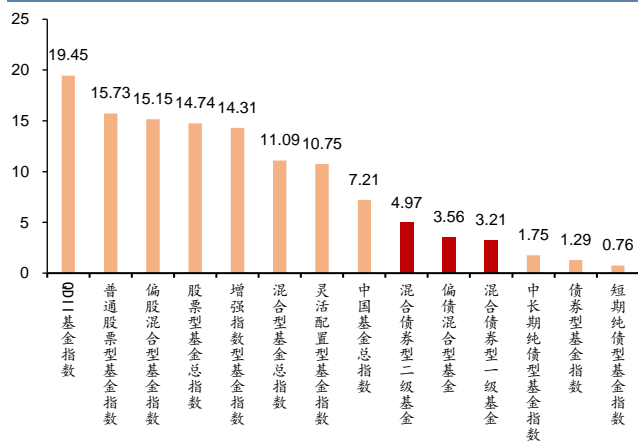
2020 年各类基金指数最大回撤均有所上升, 固收+类产品最大回撤上升幅度小, 回撤控制能力强。其中, 中国基金总指数最大回撤为 7.21%, 三类固收+产品最大回撤均介于中国基金总指数与纯债基指数之间, 混合二级债基最大回撤为 4.97%, 偏债混合型基金最大回撤为 3.56%, 混合一级债基最大回撤为 3.21%, 远小于股票型基金总指数。

图51: 三类固收+产品 2020 年年最大回撤分布 (单位: %)



资料来源: Wind, 华泰研究, 2020.01.01-2020.12.31

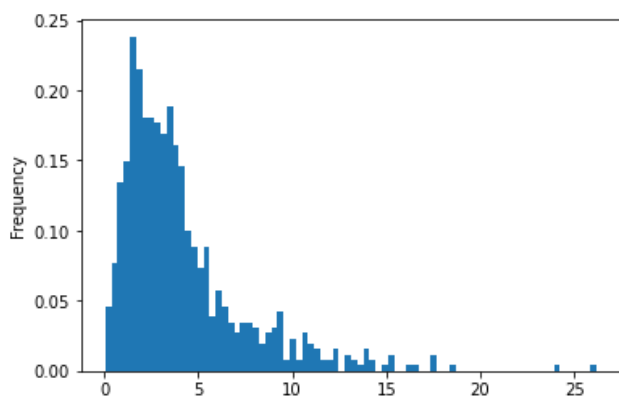
图52: 混合债券型一级基金 2020 年年最大回撤分布 (单位: %)



资料来源: Wind, 华泰研究, 2020.01.01-2020.12.31

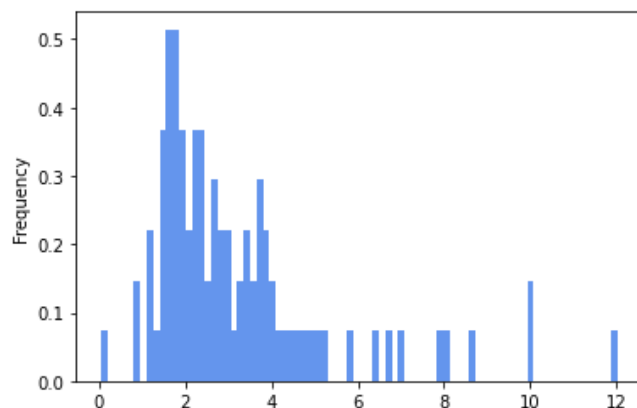
2020 年三类固收+产品最大回撤分布均呈右偏分布, 偏债混合型基金最大回撤显著小于二级债基, 与一级债基相近。

图表53: 三类固收+产品 2020 年年最大回撤分布 (单位: %)



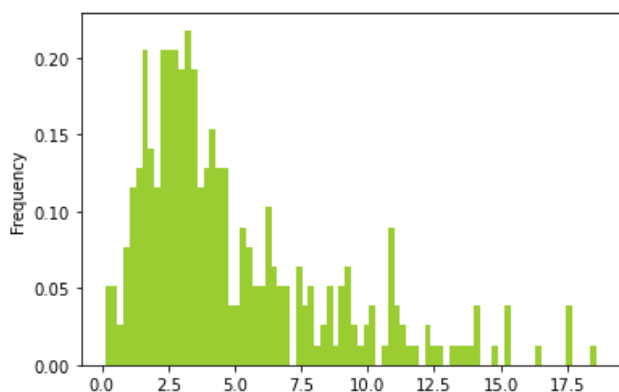
资料来源: Wind, 华泰研究, 2020.01.01-2020.12.31

图表54: 混合债券型一级基金 2020 年最大回撤分布 (单位: %)



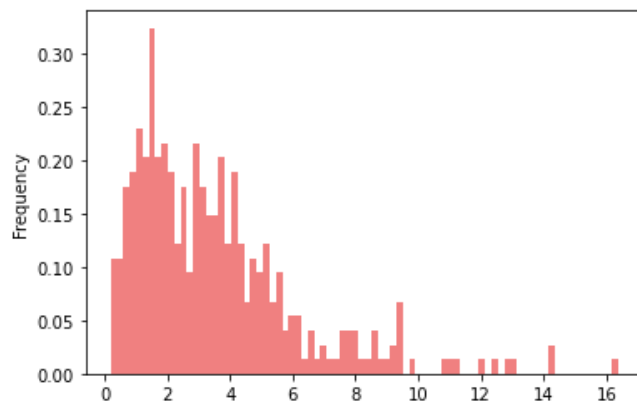
资料来源: Wind, 华泰研究, 2020.01.01-2020.12.31

图表55: 混合债券型二级基金 2020 年年最大回撤分布 (单位: %)



资料来源: Wind, 华泰研究, 2020.01.01-2020.12.31

图表56: 偏债混合型基金 2020 年最大回撤分布 (单位: %)

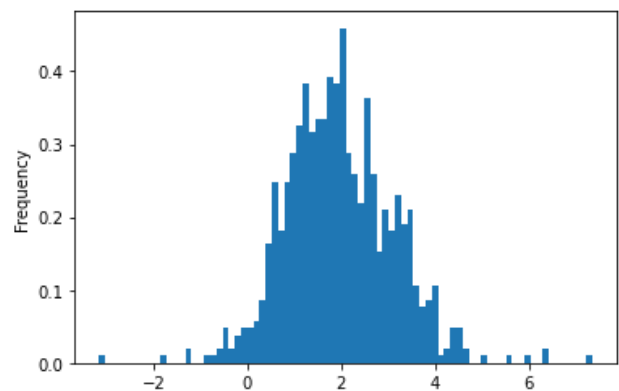


资料来源: Wind, 华泰研究, 2020.01.01-2020.12.31

夏普比率与 Calmar 比率较高, 偏债混合型基金收益风险比高于另两类产品

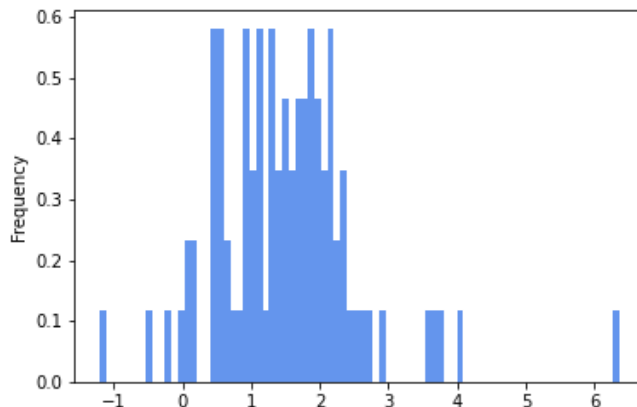
2020 年全部固收+产品的夏普比率均值为 1.96, 分类别看, 偏债混合型基金平均夏普比率为 2.47, 一级债基为 1.5, 二级债基为 1.54。从分布上看, 偏债混合型基金的夏普比率呈现明显的左偏分布, 且平均值高于其他两类固收+产品。

图表57: 三类固收+产品 2020 年夏普比率分布



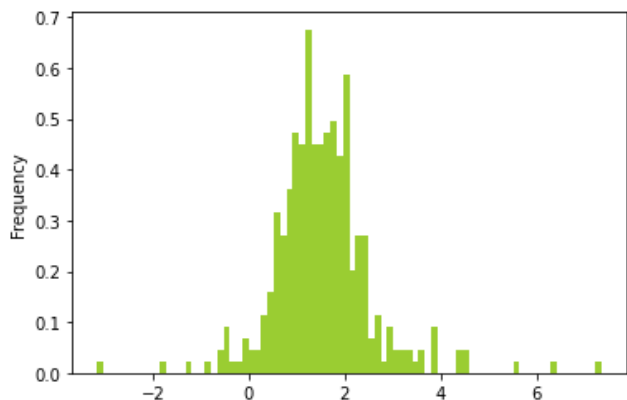
资料来源: Wind, 华泰研究, 2020.01.01-2020.12.31

图表58: 混合债券型一级基金 2020 年夏普比率分布



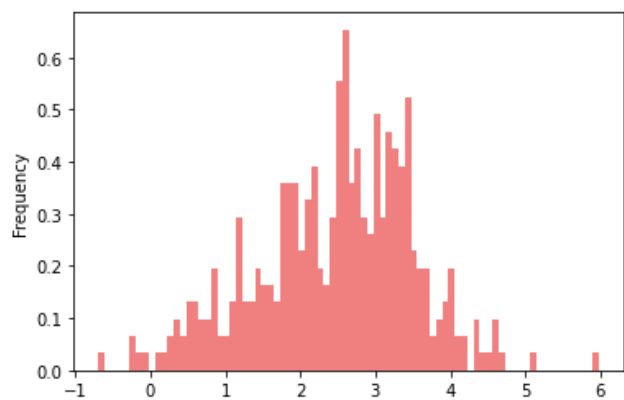
资料来源: Wind, 华泰研究, 2020.01.01-2020.12.31

图表59: 混合债券型二级基金 2020 年夏普比率分布



资料来源: Wind, 华泰研究, 2020.01.01-2020.12.31

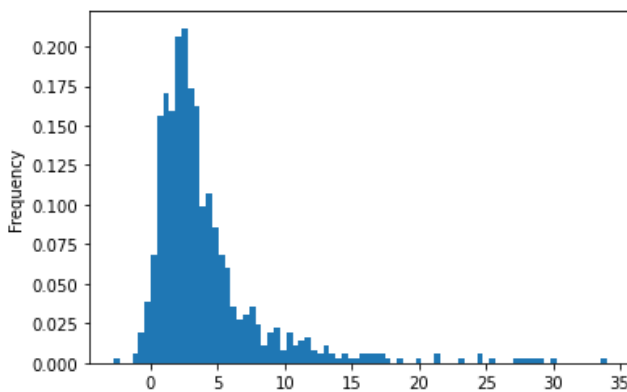
图表60: 偏债混合型基金 2020 年夏普比率分布



资料来源: Wind, 华泰研究, 2020.01.01-2020.12.31

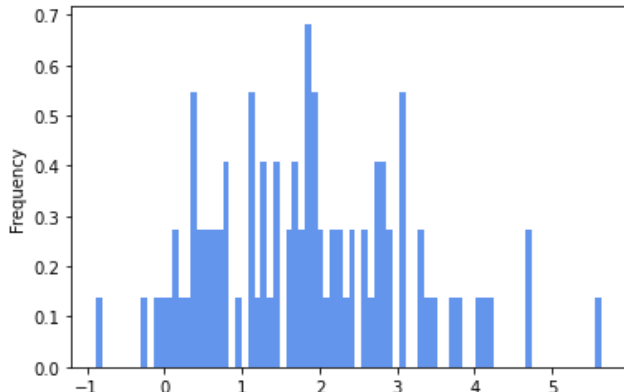
2020 年全部固收+产品的 Calmar 比率均值为 4.25, 偏债混合型基金为 6.07, 混合一级债基为 3.21, 混合二级债基为 4.97, 纯债基金指数 Calmar 比率仅为 1.29。整体来看, 固收+类产品 Calmar 比率更高, 其中偏债混合型基金的收益风险比高于另两类产品。

图表61: 三类固收+产品 2020 年 Calmar 比率分布



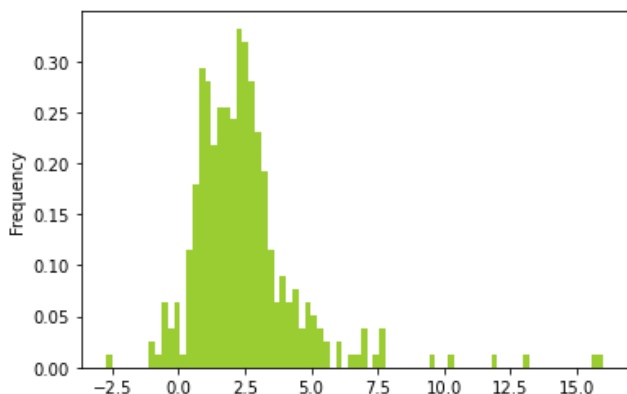
资料来源: Wind, 华泰研究, 2020.01.01-2020.12.31

图表62: 混合债券型一级基金 2020 年 Calmar 比率分布



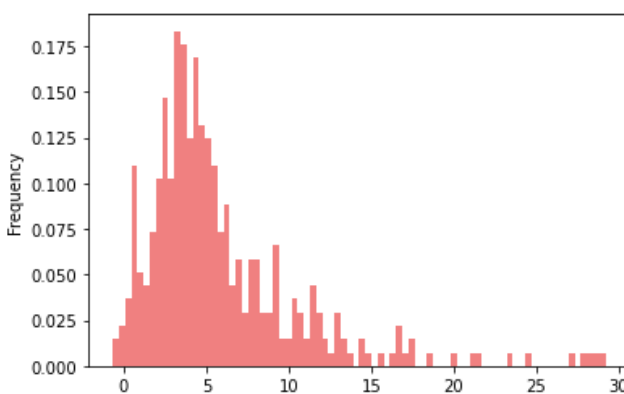
资料来源: Wind, 华泰研究, 2020.01.01-2020.12.31

图表63: 混合债券型二级基金 2020 年 Calmar 比率分布



资料来源: Wind, 华泰研究, 2020.01.01-2020.12.31

图表64: 偏债混合型基金 2020 年 Calmar 比率分布



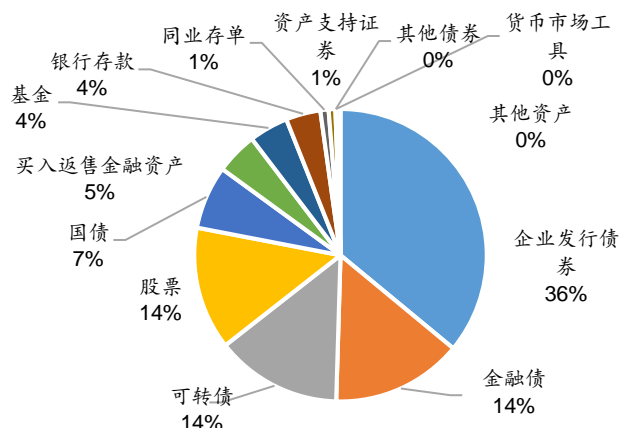
资料来源: Wind, 华泰研究, 2020.01.01-2020.12.31

固收+产品仓位及持仓特征: 偏好企业发行债券, 持仓市值高于其他类别 固收+产品投资偏好企业发行债券, 可转债投资占比高于其他类别基金

根据 2020 年四季报披露的信息, 固收+产品持仓比例最高的为企业发行债券(包含公司债、中期票据、短期融资券), 总占比达 36%, 其次为金融债, 占比为 14%。仓位占比 14% 的股票和 14% 的可转债为产品提供超额收益。

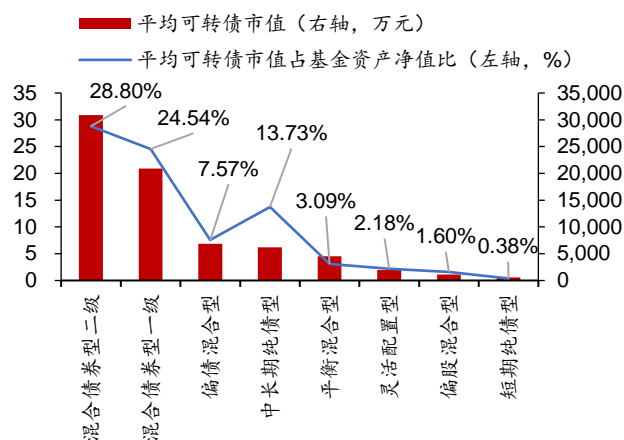
此外，固收+持仓的一大特点是可转债占比较高，固收+类产品中，二级债基可转债占基金资产净值比为 28.80%，一级债基为 24.54%，偏债混合型基金为 7.57%，均高于其他类别的基金产品。

图 65： 固收+产品持仓情况



资料来源：Wind，华泰研究，2020 年四季报

图 66： 固收+产品可转债市值占基金资产净值比

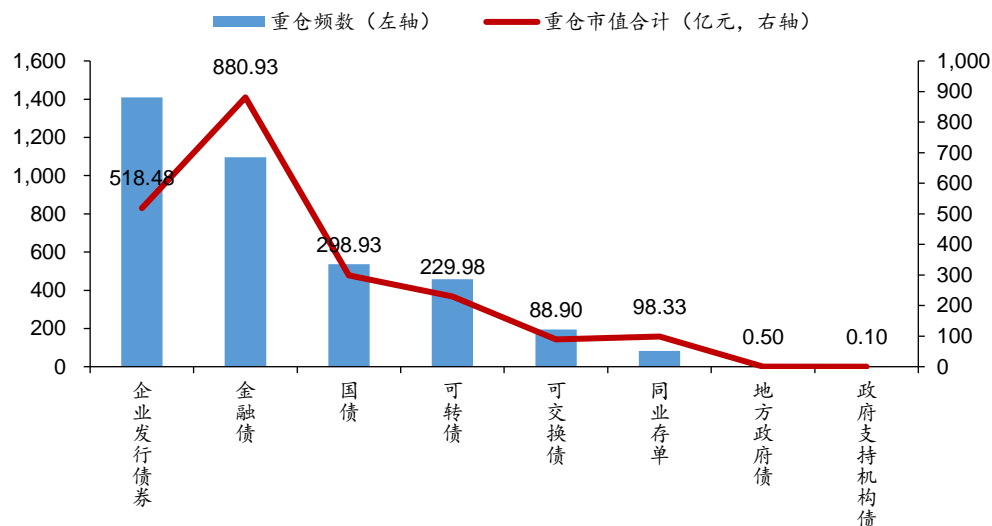


资料来源：Wind，华泰研究，2020 年四季报

企业发行债券和金融债为主要重仓券种，同业存单、金融债单只债券持仓市值高

固收+产品的前五大重仓债券中，企业发行债券和金融债出现频率远高于其他类别债券。金融债重仓频率略低于，但重仓总市值大于企业发行债券。同业存单、地方政府债和政府支持机构债出现在前五大重仓中的频率较低，但同业存单单只债券持仓市值较高。

图 67： 各类债券在固收+基金前五大重仓中出现次数（左轴）和重仓市值（右轴）



资料来源：Wind，华泰研究，2020 年四季报

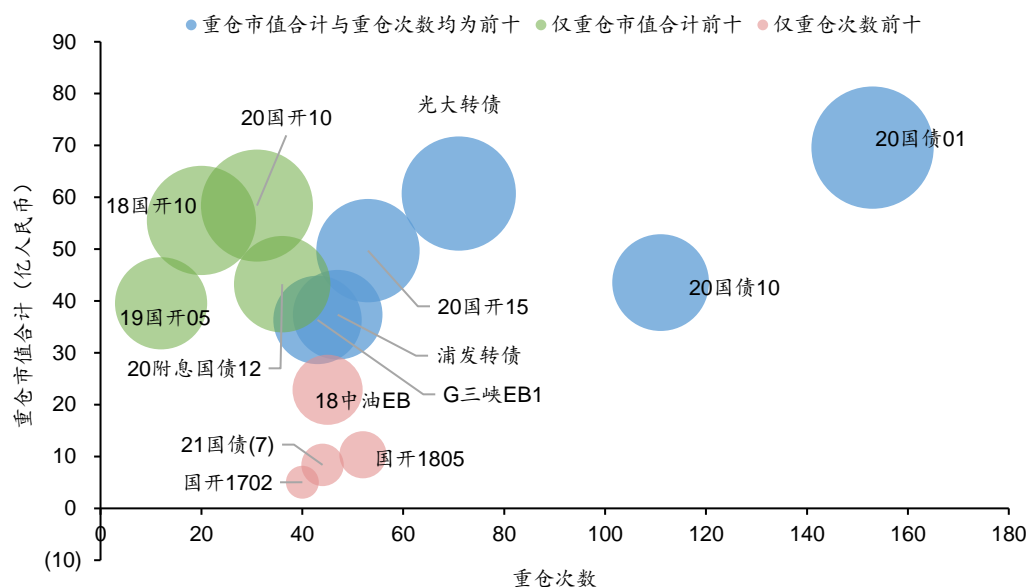
图 68： 2020 年四季报固收+产品前五大重仓债券所属类别统计

债券类型	前五大重仓债券中出现次数	前十重仓市值合计 (亿元)	总市值占比	平均市值 (亿元)
企业发行债券	1410	518.48	24.50%	0.37
金融债	1096	880.93	41.63%	0.80
国债	537	298.93	14.13%	0.56
可转债	458	229.98	10.87%	0.50
可交换债	194	88.90	4.20%	0.46
同业存单	82	98.33	4.65%	1.20
地方政府债	2	0.50	0.02%	0.25
政府支持机构债	1	0.10	0.00%	0.10

资料来源：Wind，华泰研究，2020 年四季报

统计样本基金的重仓债券中，20 国债 01 重仓 153 次，为重仓次数榜首，20 国债 10 重仓次数为 111 次，排名第二。可交换债中，18 中油 EB 被重仓 45 次，G 三峡 EB1 重仓 43 次。可转债中，光大转债被重仓 71 次，浦发转债被重仓 47 次。重仓总规模排名前三分别为 20 国债 01、光大转债和 20 国开 10。

图表69：三类固收+产品重仓债券市值合计（十亿元）与重仓次数前十名（气泡大小反映市值大小）



资料来源：Wind，华泰研究，2020 年四季报

固收+产品优选思路：关注收益率、收益稳定性与风险控制能力

我们将固收+产品的优选过程分为如下几步：

1. 通过收益率、收益稳定性和风险调整后收益这三个直观的总评指标，筛选出优质的固收+基金；
2. 通过权益类或固收类资产回撤期间的整体表现，来评价“固收+”基金经理的资产配置能力和调仓主动性；
3. 如果想进行进一步深入研究，则可以：
 - 1) 通过债券券种配置和期限配置随利率变动的调整来评价其选债择时能力；
 - 2) 通过股票投资风格和行业判断其投资操作是否稳健；
 - 3) 通过其重仓股的历史仓位调整来评价其选股择时能力。

我们已经在第二章中以招商瑞庆为例，对具体操作流程进行了详细的演示。在本章中，我们将通过上述思路，尝试对市场上的“固收+”产品进行优选，并列示排名靠前的“固收+”产品以供投资者参考。

通过盈利能力、收益稳定性、回撤控制能力综合选出招商瑞信等优质产品

本章中，我们将“固收+”产品定义为市场上 2020 年 9 月 30 日以前成立的偏债混合型、一级债基、二级债基和偏债的灵活配置型基金，符合标准的基金总数共有 1001 只。在筛选偏债的灵活配置型基金时，我们采取的标准是 2020 年年化波动率低于 10% 且过去三年股票仓位最高不超过 35%。

采用 2020 年年化收益率初步筛选收益为正的“固收+”产品

2020 年权益类产品大幅上涨，沪深 300 涨幅 27.68%，创业板指涨幅 65.69%。债券类指数中债-综合财富（总值）指数也收获了 3.02% 的涨幅。因此我们根据年化收益率首先筛掉年化收益率低于 3.02% 的“固收+”产品，剩余 898 只产品。

计算剩余产品的收益率、最大回撤、Sharpe 和 Hurst 指数，选择综合评分前 50% 的产品

产品收益率、最大回撤和夏普比三个指标的计算比较常规，在此不再赘述，Hurst 指数则代表的是基金业绩的持续性。在 Hurst 指数的计算中，我们取基金 2020 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日的收益率与比较基准收益率的差值，将其分为 A 个子集，每个子集的长度为 n，均值为 e_a ，计算每个子集内第 k 个值的累计离差：

$$X_{k,a} = \sum_{i=1}^k (r_{i,a} - e_a), k = 1, 2, \dots, n$$

其次，计算每个子集 a 内个值累计离差的极差以及对数收益序列的标准差：

$$R_a = \max(X_{1,a}, X_{2,a}, \dots, X_{n,a})$$

$$S_a = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (r_{i,a} - e_a)^2}$$

再次，计算 A 个子集的重标极差的均值：

$$\left(\frac{R}{S}\right)_n = \frac{1}{A} \sum_{a=1}^A \left(\frac{R_a}{S_a}\right)$$

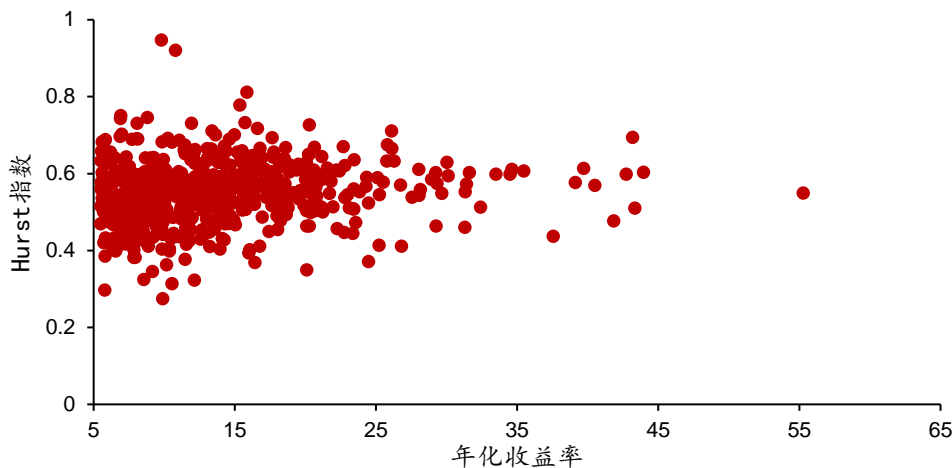
最后，计算 Hurst 指数：

$$H = \log_n \left[\frac{\left(\frac{R}{S}\right)_n}{c} \right]$$

对于完全随机的白噪声，Hurst 指数应在为 0.5 左右；对于有正向持续性的时间序列，Hurst 指数应大于 0.5，指数越大说明正向持续性越明显；对于有负向持续性的时间序列，Hurst 指数则应小于 0.5。

各固收+产品 2020 年年化收益率与 Hurst 指数的散点图如下。可以发现，随着年化收益率的升高，Hurst 指数向 0.5 收敛，年化收益率越高，基金业绩持续性越不明显，但也存在一些高收益率、高持续性的例外。同时采用 Hurst 指数、收益率和最大回撤等指标，或能初步筛选出收益稳定性高、收益风险比高的优质固收+产品。

图表70： 年化收益率与 Hurst 指数相关性



资料来源：华泰研究，2020.01.01-2020.12.31

在对四项指标进行加总时，我们首先要对各项指标进行标准化并打分，主要方法就是在每项指标内部进行排名，并计算排名的 Z 分数，以去除不同指标量纲和量级不同的影响，使得不同指标之间可以直接相加。

随后，我们以 35%夏普+30%收益率+30%最大回撤+5%Hurst 指数的加权方法，对各指标打分进行加总获得各基金的总评分。总分排名前十的产品列表如下。其中包括我们前面提到的招商“瑞”系列中的招商瑞信等产品。

图表71： 2020 年总评分前十的“固收+”产品

证券代码	证券简称	基金成立日	基金经理名称	基金规模（合计）（亿元）
009232.OF	鹏华安惠 A	2020-06-24	刘太阳,王石千	9.88
009260.OF	民生加银聚利 6 个月持有 A	2020-05-14	邱世磊	11.68
001324.OF	华宝新价值	2015-06-01	林昊	6.73
008979.OF	万家民丰回报一年持有期	2020-03-05	苏谋东	23.20
009205.OF	兴银丰运稳健回报 A	2020-05-21	袁作栋	1.15
519627.OF	银河君润 A	2016-12-27	刘铭,余科苗	7.52
009423.OF	招商瑞信稳健配置 A	2020-06-02	王垠,余芽芳	15.36
008324.OF	宝盈祥利稳健配置 A	2019-12-27	吕妹仪	8.17
009545.OF	博时鑫荣稳健 A	2020-07-03	王曦	7.81
003799.OF	华安新泰利 A	2016-12-09	朱才敏,舒灏	8.30

资料来源：Wind，华泰研究

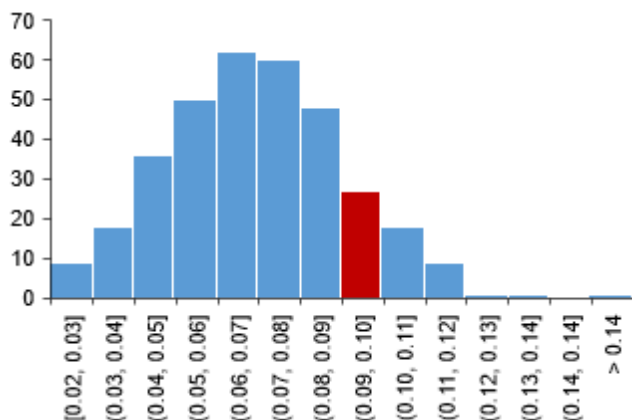
通过长期收益、收益稳定性和回撤筛选出招商瑞庆等优质“固收+”基金

此外，我们还注意到，上表中有多只基金是在 2020 年成立的，考察日期较短，短期市场因素可能会对基金表现造成较大影响，较难看出其在不同市场环境下的表现。因此接下来我们将目光放在成立较早的“固收+”基金上，并观测其长期收益能力以及在极端市场环境下的回撤控制能力。

我们选取了 2018 年 1 月 1 日以前成立的 672 只固收+产品，对各产品在 2014-2020 年内每个会计年度内的收益进行了统计，有 341 只固收+产品每年收益均为正数，2014 年-2020 年包括 2015-2016 和 2018 年两次股票单边下跌的市场环境以及 2017 年和 2020 年债券下跌的市场环境，能够在每个会计年度均保持正值，则说明该固收+产品基金经理能够进行积极且有效的大类资产配置，规避单一资产风险。因此我们将这 341 只固收+产品定义为长期表现优异的固收+产品，并在其中进行进一步研究和筛选。

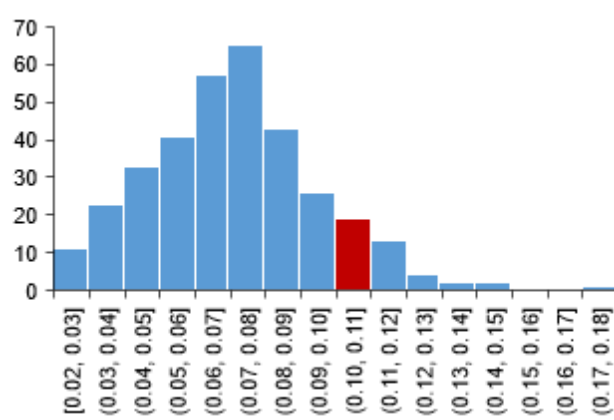
我们绘制出 341 只固收+产品成立至今的年化收益率以及历年平均收益率，发现其收益率多集中在 5%-8% 的区间内，9% 以上的产品较少，例如我们在前文中重点讨论的招商瑞庆就属于年化收益率在 9% 以上、平均收益率在 10% 以上的区间，属于优中选优的少数基金。

图表72: 341 只固收+产品成立日至今年化收益率 (单位: 只)



资料来源: Wind, 华泰研究, 截至 2020.12.31, 红色为招商瑞庆所在区间

图表73: 341 只固收+产品历年平均收益率 (单位: 只)



资料来源: Wind, 华泰研究, 截至 2020.12.31, 红色为招商瑞庆所在区间

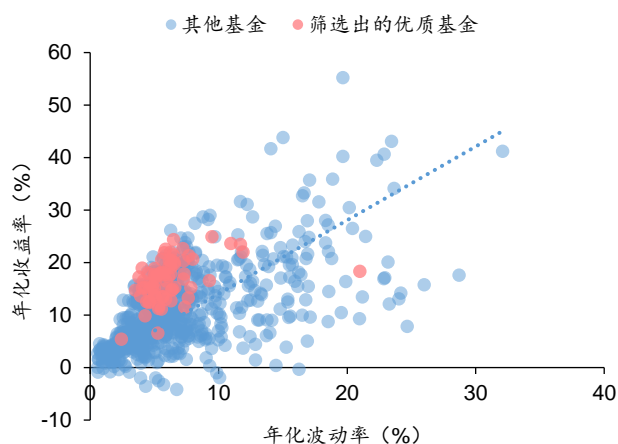
我们以年化收益率和历年平均收益均大于 8% 的标准，从 341 只长期表现优异的“固收+”产品中优中选优，筛选出了 84 只长期收益稳定在较高水平的“固收+”基金。去除掉最大回撤超过 8% 的产品后剩余 68 只基金，从历史数据来看，这 68 只基金属于长期收益稳定且回撤控制较好的产品，具体列表如下：

图表74: 长期收益稳定且回撤控制较好的固收+产品

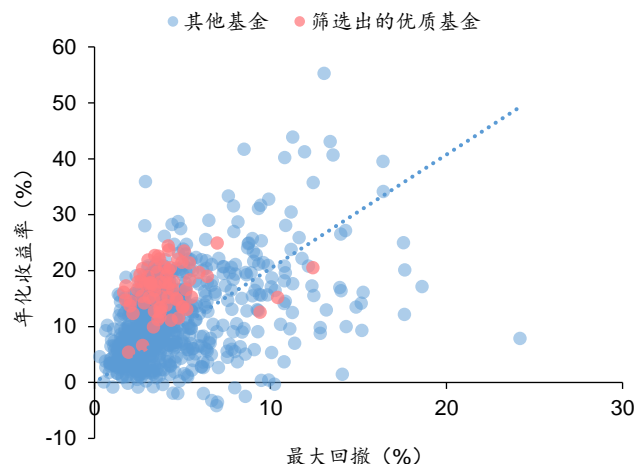
证券代码	证券简称	证券代码	证券简称	证券代码	证券简称
110017.OF	易方达增强回报 A	002574.OF	招商瑞庆 A	004279.OF	国寿安保稳荣 A
000047.OF	华夏双债增强 A	003026.OF	安信新价值 A	004258.OF	国寿安保稳嘉 A
000143.OF	鹏华双债加利	002728.OF	华富益鑫 A	004081.OF	国联安鑫乾 A
000436.OF	易方达裕惠回报	519222.OF	海富通欣益 A	004131.OF	国联安鑫发 A
000507.OF	泰达宏利宏达 A	519616.OF	银河君信 A	004083.OF	国联安鑫隆 A
519738.OF	交银周期回报 A	003161.OF	南方安泰	004301.OF	国寿安保稳信 A
001203.OF	东方红稳健精选 A	003495.OF	鹏华弘尚 A	519229.OF	海富通欣享 A
210010.OF	金鹰灵活配置 A	003379.OF	信诚至选 A	004436.OF	汇添富年年泰 A
000190.OF	中银新回报 A	002819.OF	招商丰美 A	004534.OF	汇添富年年益 A
001903.OF	光大欣鑫 A	001756.OF	嘉实策略优选	004340.OF	泰康兴泰回报沪港深
002087.OF	国富新机遇 A	003601.OF	申万菱信安鑫精选 A	004446.OF	南方荣年定期开放 A
001522.OF	博时新策略 A	002006.OF	工银瑞信新得益	004405.OF	国寿安保稳寿 A
002351.OF	易方达裕祥回报	002969.OF	易方达丰和	004772.OF	国寿安保稳泰 A
002363.OF	华安安康 A	003603.OF	景顺长城泰安 A	004916.OF	嘉实新添丰定开
002261.OF	中银宝利 A	002455.OF	民生加银鑫喜	005121.OF	富国兴利增强
002461.OF	中银珍利 A	160524.OF	博时弘泰	004270.OF	汇添富民丰回报 A
002222.OF	嘉实新趋势	003848.OF	中银广利 A	501039.OF	汇添富睿丰(LOF)A
002616.OF	中银益利 A	003900.OF	交银瑞鑫定期开放	004852.OF	广发价值回报 A
002643.OF	鹏华兴利	003966.OF	中银润利 A	004608.OF	长信乐信 A
002767.OF	泰康宏泰回报	004010.OF	华泰柏瑞鼎利 A	501053.OF	东方红目标优选定开
002434.OF	中银宏利 A	519627.OF	银河君润 A	004756.OF	国寿安保稳吉 A
003030.OF	安信新目标 A	001722.OF	工银瑞信银和利	005140.OF	华夏睿磐泰荣 A
003105.OF	光大永鑫 A	002742.OF	泓德裕祥 A		

资料来源: 华泰研究

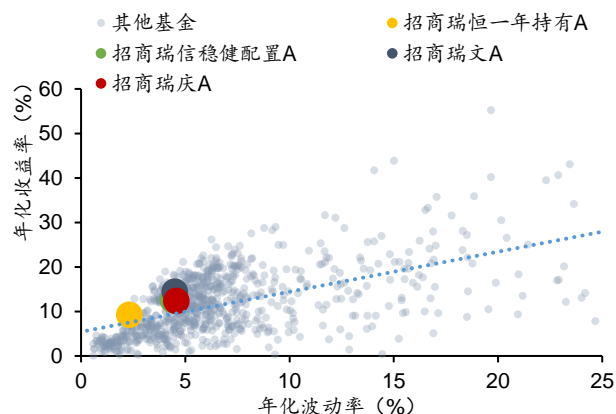
以上各只产品在 2020 年也获得了较好的表现，从下图表中可见，绝大部分优选基金的收益风险比显著大于其他基金的平均风险收益比。而我们前面较为关注的招商“瑞”系列基金，其收益风险比明显优于全部“固收+”基金的整体水平，其中招商瑞信稳健配置表现最佳，2020 年实现 12.57% 的年化收益率、4.4% 的年化波动率和 1.03% 的最大回撤，夏普比率 3.37，Calmar 比率 14.47，均属于“固收+”产品中的较高水平。

图表 75： 优选基金与其他固收+基金对比（年化收益率-年化波动率）


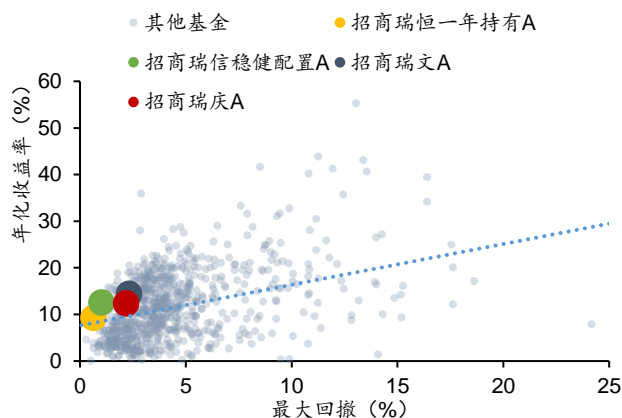
资料来源：Wind，华泰研究，2020.1.1-2020.12.31

图表 76： 优选基金与其他固收+基金对比（年化收益率-最大回撤）


资料来源：Wind，华泰研究，2020.1.1-2020.12.31

图表 77： 招商“瑞”系列与固收+基金对比（年化收益率-年化波动率）


资料来源：Wind，华泰研究，2020.1.1-2020.12.31

图表 78： 招商“瑞”系列与固收+基金对比（年化收益率-最大回撤）


资料来源：Wind，华泰研究，2020.1.1-2020.12.31

风险提示

- 1、基金的表现与宏观环境和大盘走势密切相关。
- 2、基金历史表现及统计规律不能代表未来，投资需谨慎。

免责声明

分析师声明

本人，林晓明、黄晓彬，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林晓明、黄晓彬本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司