

基金专题

债券基金系列研究（三）：泛二级债基的业绩归因与风格分析研究

相关研究报告

债券基金序列研究（中）：泛二级债基的业绩归因和优选20200624
债券基金序列研究（上）：纯债基金的业绩归因与优选20200423
fof业绩的持续性研究与优选20200619
海外市场波动加大，qdii基金业绩面临大考20200429
货币基金的多因子分析与优选20200322
ETF产品的主题分类与优选20200330

证券分析师

徐勉 投资咨询资格编号
S1060520030001
XUMIAN102@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **泛二级债基的业绩归因和风格分析：**上篇报告中对泛二级债基的基本情况进行了分析，并对以债为主，股票增强的产品进行了深度的业绩分解和业绩归因。但是也存在业绩分解不全面（除了股外，泛二级债基的收益还来自于可转债、新股打新等）、风格分析不完善、基金经理定量定性分析欠缺等方面，因此本篇报告将从业绩分解、业绩归因和风格分析入手，基于定量和定性相结合来构建新的研究框架体系。
- **新的研究逻辑和框架：**1) 业绩分解：基金业绩分解为股票打新、股票、可转债和纯债四个部分，通过分解可以看出泛二级债基在债券、股票、可转债和打新上的资产配置能力和偏好。2) 业绩归因：债券部分归因到久期、期限结构、曲线凸性、信用利差、评级利差和货币效应六个维度；股票部分归因到选股/择时归因、风格归因和行业归因等。3) 风格分析：包括资产配置策略、股票投资风格、债券投资风格和可转债投资风格四个维度。
- **新分析框架下的实证研究：**从三个层面去验证模型的有效性。1) 量化分析中银多策略和汇添富民丰回报两只基金；2) 对全部泛二级债基分析18年和19年的业绩归因和风格分析；3) 分析泛二级债基的全部基金经理。在验证上，一看数据结果是否合理；二看数据结果和定性分析的结果是否匹配。从实证研究结果看，报告提供的研究框架和研究体系可以有效的对泛二级债基这类产品进行评估和研究。
- **泛二级债基的投资风格：**1) 二级债基多以“债券+股票+可转债”为主，部分基金的超额收益来源于债券投资部分，采用信用债挖掘和久期波动等策略，部分来源于股票或者可转债，以选股或择时策略为主。2) 偏债混合型以“债券+股票+可转债+打新”为主，超额收益一般较少来源于债券，多来自股票、可转债和打新。3) 灵活配置型中的偏债型，多以“债券+股票+打新”为主，超额收益来源于股票和打新。
- **泛二级债基的优选原则：**泛二级债基适合于收益期望高于纯债基金、风险承受能力低于偏股基金的投资者，这类产品适合中长期投资。在优选时注意四个方面：1) 产品业绩评价、收益和风险是否匹配投资者需求，是否稳定；2) 基金风格特征是否明确，能否和收益风险特征相印证；3) 定性分析基金经理和基金公司，降低风险；4) 基于对未来市场的预判，选择风格匹配度更高的基金产品。在目前的行情下，权益类资产的性价比优于债券，并且新股打新的收益确定性强，可以优先考虑泛二级债基中那些股票资产管理能力较强，新股打新较稳定的基金产品。
- **风险提示：**1) 本报告主要采用数量化分析，可能存在分解模型误差、因子选择的遗漏、多因子造成的多重共线性等问题，计算结果仅供参考。2) 报告结论是定量和定性分析的共同结果，因此存在一定的误差。3) 本报告主要是基于过往数据的定量计算，不预示基金未来业绩。

正文目录

- 一、 泛二级债基的业绩归因与风格.....4
- 二、 泛二级债基的新研究体系.....5
 - 2.1 业绩分解5
 - 2.2 持债部分的业绩归因6
 - 2.3 持股部分的业绩归因6
 - 2.4 基金风格分析7
- 三、 新分析框架的实证研究7
 - 3.1 单只基金的业绩归因实证研究7
 - 3.1.1 偏债混合基金样本研究-汇添富民丰回报7
 - 3.1.2 灵活配置基金样本研究-中银多策略9
 - 3.2 泛二级债基的归因和风格分析实证研究 10
 - 3.3 泛二级债基基金经理风格分析 12
- 四、 泛二级债基的优选原则13
- 五、 总结和展望.....14
- 六、 风险提示14

图表目录

图表 1	三种基金的可转债持仓占比	4
图表 2	泛二级债基的打新数据	4
图表 3	泛二级债基的分析新框架	5
图表 4	泛二级债基的业绩分解和归因模型	5
图表 5	债券的业绩归因分析	6
图表 6	股票的归因分析	6
图表 7	泛二级债基的投资风格	7
图表 8	18 年汇添富民丰回报的各部分业绩走势	8
图表 9	19 年汇添富民丰回报的各部分业绩走势	8
图表 10	汇添富民丰回报债券部分的业绩归因	8
图表 11	汇添富民丰回报股票部分的选股/择时分析	8
图表 12	汇添富民丰回报股票部分的风格分析	8
图表 13	18 年中银多策略的各部分业绩走势	9
图表 14	19 年中银多策略的各部分业绩走势	9
图表 15	中银多策略债券部分的业绩归因	10
图表 16	中银多策略股票部分的选股/择时分析	10
图表 17	中银多策略股票部分的风格分析	10
图表 18	偏债混合 19 年债券- R^2 和 α 散点图分布	11
图表 19	偏债混合 19 年股票- R^2 和 α 散点图分布	11
图表 20	偏债混合-债券部分优选	11
图表 21	偏债混合-股票部分优选	11
图表 22	偏债混合-可转债部分优选	12
图表 23	偏债混合-打新部分优选	12
图表 24	泛二级债基的基金经理风格	13

一、 泛二级债基的业绩归因与风格

今年以来除了权益类基金发行火爆外，泛二级债基也出现了多只发行规模在 100 亿以上的爆款产品。2020 年上半年仅偏债混合型基金这一类型产品，就公开发行业 83 只，新发规模达到 1050 亿元，而 19 年该类型产品仅发行 532 亿，18 年 215 亿。在疫情影响和全球经济下滑的大背景下，泛二级债基这类“固收+”产品以其波动较小，收益弹性较大的特征，受到投资者的青睐。

在“债券基金序列研究”的第二篇报告中，我们对泛二级债基的业绩归因和优选进行了初步分析。在报告中主要定义了泛二级债基、分析了规模发展和业绩特征情况，并从两种方法体系对泛二级债基的业绩归因分别进行了量化研究。其中将泛二级债基的业绩分解为股和债的方法体系在实证中具备较好的效果，尤其适合于“债打底、股增强”这种主流的产品。但对泛二级债基这类产品来说，除了“债券打底、股票增强”这个模式外，还可以通过投资可转债、新股打新、参与定增等投资策略来增强收益。

依托上篇报告纳入分析的 546 只基金样本（二级债基 158 只、偏债混合型 129 只和灵活配置型 259 只），我们对泛二级债基投资可转债和打新的情况进行了统计分析。可以发现：1）二级债基主要持有可转债，平均持有比例在 13.34%，并且有近一半的基金持有比例超过 10%。2）偏债混合型则既持有可转债，也频繁参与打新，其获配次数高，19 年每只基金平均达 96 次。3）灵活配置型基金在可转债上投资较少，但是在打新上获配次数和投入金额都非常高，19 年每只基金获配金额平均高达 7580 万元。

图表1 三种基金的可转债持仓占比

类型	18Q4 可转债占净值比平均值 (%)	18Q4 可转债占比超过 10% 的基金只数	19Q4 可转债占净值比平均值 (%)	19Q4 可转债占比超过 10% 的基金只数
二级债基	8.61	31	13.34	69
偏债混合	5.24	15	7.60	21
灵活配置	1.99	10	2.79	10
平均值	5.28	56	7.91	100

资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 泛二级债基的打新数据

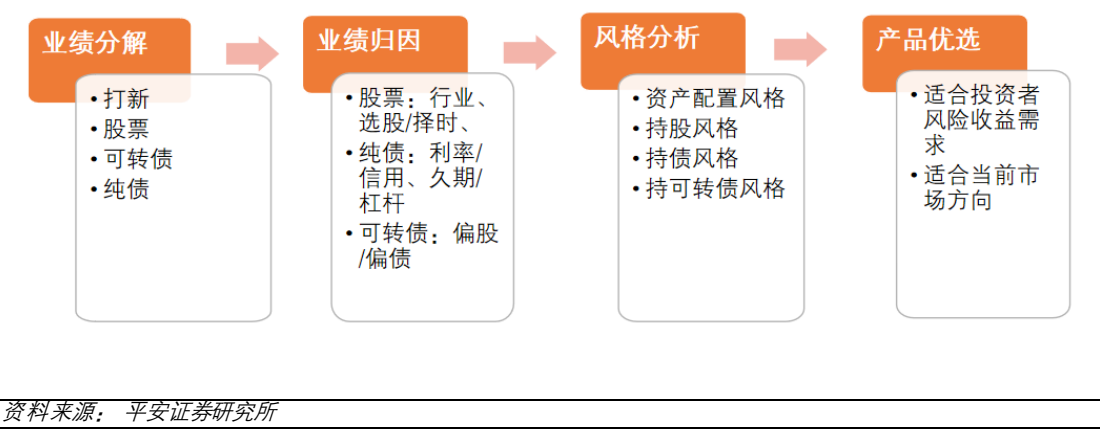
类型	偏债混合	灵活配置
19 年获配次数 (平均值)	96	125
19 年获配投入金额 (平均值) 万元	1368	7580
20 年至今获配次数 (平均值)	75	91
20 年至今获配投入金额 (平均值) 万元	952	2698

资料来源：WIND，平安证券研究所

从以上数据看，泛二级债基的研究中需要加入可转债和股票打新的分析。在上篇报告中，为了优选基金，我们对基金的风格特征进行了初步分析，比如股票仓位风格；股票的选股和择时能力度量；持仓债券在久期、期限或者信用债上的风格偏好等。但这些维度在泛二级债基的风格分析上还不够完整，还需要增加更完善的体系：1）股票持仓的大/中/小盘风格、价值/成长/平衡风格、行业偏好、换手、选股策略等；2）债券上的信用债行业偏好、投资策略等；3）持有的可转债是偏债还是偏股、换手、行业偏好等。

基于以上思考，本篇报告将主要从业绩分解、业绩归因、风格分析和产品优选四个方面对泛二级债基进行再次研究。首先是业绩分解细分为打新、股票、可转债和纯债四个部分；然后对三个主要资产进行二次业绩分解和业绩归因；第三步是基于基金的业绩分析和风格分析，按照不同特征区分市场上的基金经理；最后是给出投资者选择产品的原则和策略。

图表3 泛二级债基的分析新框架



二、 泛二级债基的新研究体系

2.1 业绩分解

由于定增在泛二级债基中次数较少（2019 年至今，546 只基金共参与定增 21 次），因此暂不考虑定增带来的收益。业绩分解的任务是将泛二级债基的阶段性收益，分解到债券投资、股票投资、可转债投资和股票打新四个部分。由于基金公告中均没有公布四个部分的业绩贡献，因此业绩分解将主要采用模拟和量化建模的方式。

图表4 泛二级债基的业绩分解和归因模型



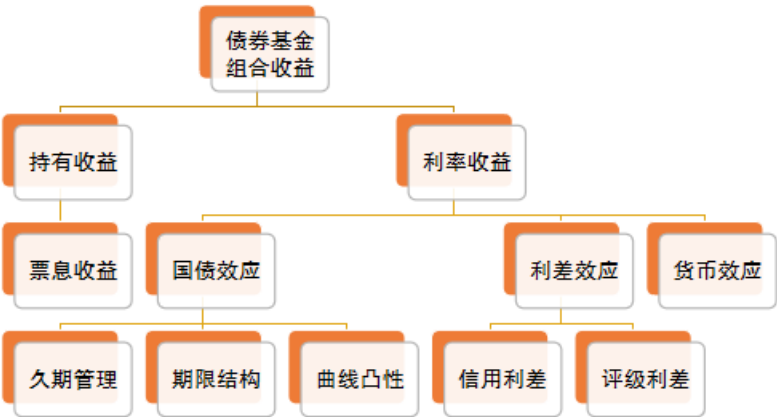
业绩分解是业绩归因和风格分析的基础，也是最关键的环节，**业绩分解的质量高低直接影响后续的归因和风格分析**。在业绩分解中，首先拆分股票打新收益，可以通过基金打新成本、中签数量和上市后的股票涨幅来衡量打新的收益（其中要剔除由于股票本身的投资价值所带来的股价涨幅部分）。第二步是通过模拟股票和可转债的持仓来测算这两部分的收益（由于泛二级债基持股和持有可转债多在 20%左右的水平，基金在季报中公布的十大重仓股数据和处于转股期的可转债数据，基本接近于全部持仓，因此可以通过模拟这些品种的持仓比例和每个品种的价格涨跌幅来计算阶段性的收益数据）。第三步是通过基金收益拆分打新、股票和可转债后，计算出投资纯债部分的收益。

通过基金的收益分解，可以直观的看出泛二级债基在债券、股票、可转债和打新上的收益管理水平，并且通过分析多个不同的行情周期，可以分析出该基金在业绩增强上更偏好哪种资产，在不同市场下的能力如何。

2.2 持债部分的业绩归因

债券资产和股票资产是泛二级债基最主要的投资方向，也是最关键的资产，因此需要对债券资产和股票资产进行二次业绩归因。债券部分主要采用基于 Campisi 模型进行债券组合业绩归因。上篇报告中主要从久期、期限结构、信用利差、评级利差、可转债因子五个因子进行分析。本次业绩归因将五因子模型调整为六因子模型，剔除可转债因子，增加曲线凸性因子和货币收益因子。通过六因子模型，将业绩分解为利息（含 alpha 部分）收益、国债效应、利差效应和货币收益四个部分。

图表5 债券的业绩归因分析



资料来源：平安证券研究所

2.3 持股部分的业绩归因

股票资产的归因有多个不同的维度可以分析。模型方面也有 Brinson 业绩归因模型和 Barra 多因子模型可供采用。报告主要从选股/择时归因、风格归因和行业归因三个角度去分析。

图表6 股票的归因分析

风格分析	模型	公式
选股/择时归因	C-L模型	$R_p - R_f = \alpha + \beta_1 \cdot \max(R_m - R_f, 0) + \beta_2 \cdot \min(R_m - R_f, 0) + ep$
	T-M模型	$R_p - R_f = \alpha + \beta_1 \cdot (R_m - R_f) + \beta_2 \cdot (R_m - R_f)^2 + ep$
风格归因	大/中/小、价值/成长/平衡	$R_p = \alpha + \beta_1 \cdot (R_m - R_f) + \beta_2 \cdot F_1 + \beta_3 \cdot F_2 + \beta_4 \cdot F_3 + \beta_5 \cdot F_4 + \beta_6 \cdot F_5 + ep$ $\beta_2 + \beta_3 + \beta_4 = 1;$ $\beta_5 + \beta_6 = 1;$ $\beta_2 - \beta_6 > 0$
	Barra风格因子分析	$R_p = \sum \beta_i \cdot F_i + ep$ i从1到K，表示K个因子，因子包括盈利、成长、杠杆、动量、流动性等
行业归因	行业多因子归因	$R_p = \sum \beta_i \cdot F_i + ep$ i从1到K，表示各行业指数

资料来源：平安证券研究所

2.4 基金风格分析

在对基金进行多个不同周期的业绩分解、业绩归因后，最后分析基金的投资风格特征，并对风格的稳定性进行判断。风格分析包括两个层次，一是资产配置上表现出的特征，包括大类资产偏好、各类资产的仓位调整策略等；二是三个主要资产的风格特征分析。其中资产配置策略上的风格分析是最重要的环节。

图表7 泛二级债基的投资风格

资产配置策略	股票部分的投资风格	债券部分的投资风格	可转债部分的投资风格
<ul style="list-style-type: none"> 弹性资产的选择偏好：股、可转债 弹性资产的仓位偏好：仓位中枢、高/低波动 各资产仓位的调整策略 新股打新 定向增发 	<ul style="list-style-type: none"> 大/中/小盘 价值/成长/平衡 行业偏好/集中度 主题偏好/集中度 持股偏好/集中度 换手率/牛熊市 选股（自上而下/自下而上） 	<ul style="list-style-type: none"> 久期偏好：长/短/择时 信用偏好：高收益/高等级 行业偏好：城投/地产/能源 杠杆偏好 投资策略：持有到期/波段操作 	<ul style="list-style-type: none"> 股性/债性/平衡 行业偏好/集中度 持股偏好/集中度 换手率/牛熊市 选券（自上而下/自下而上）

资料来源：平安证券研究所

三、新分析框架的实证研究

在新的分析框架下，我们通过三个层面来验证该体系是否有效。首先采用该框架去量化分析某只基金；然后采用该体系对全部的泛二级债基分别分析 18 年和 19 年的业绩和风格；最后对市场上的基金经理进行风格分析。在验证上，一是看数据结果是否合理；二是看数据结果和定性分析的结果是否匹配。

3.1 单只基金的业绩归因实证研究

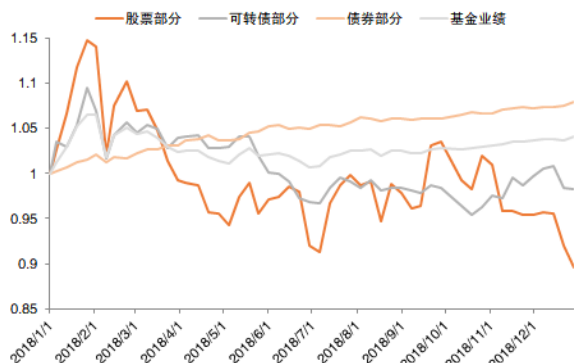
3.1.1 偏债混合基金样本研究-汇添富民丰回报

汇添富民丰回报（004270.OF）成立于 2017 年 9 月，20 年 Q1 规模 3.40 亿元，19 年收益 8.41%，18 年收益 4.19%，同类型中排名前 1/5，18-19 年最大回撤-7.08%。该基金 18 年至今，配置了债券、股票和可转债，并参与新股打新，其中股票仓位在 0~40%之间变动、可转债在 0~20%之间波动。

首先进行业绩分解和归因分析。在新股打新上，该基金 19 年获配 73 次，投入资金 1064.30 万元，截止锁定终止日浮动盈亏 338.31 万元；20 年至今打新获配 52 次，投入资金 233.12 万元，截止锁定终止日浮动盈亏 287.39 万元。随着科创板的推出、权益市场的持续走强，打新收益比较可观。在剔除打新后，对整体的基金业绩进行股、债和可转债三个部分的业绩分解。从 18 年的收益分解看：1）整体收益 4.19%，其中打新占 0.10%、可转债 0.21%、股票-1.25%、债券 5.13%。2）股票平均仓位 12.02%，可转债平均仓位 11.80%，季度间仓位变动达到 10%以上。3）股票择时能力较强，收益优于同期中证 800 表现。4）债券市场是 18 年最主要的收益来源。从 19 年的收益分解看：1）整体收益 8.41%，其中打新 1.54%、可转债 4.09%、股票 4.16%、债券-1.38%。2）股票平均仓位 16.25%，可转债平均仓位 18.10%，季度间仓位变动小于 10%。3）股票和可转债贡献了主要的收益来源，打新收益也比较可观。

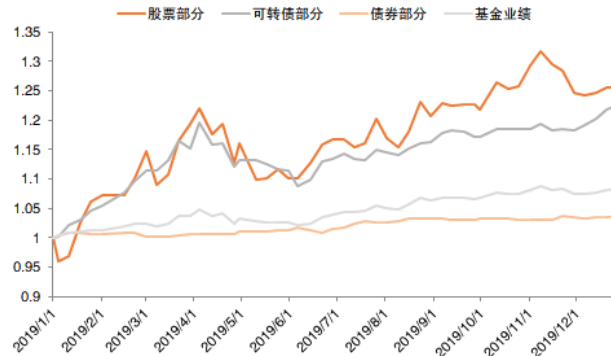
从 18 和 19 年的收益分解可以看出，该基金擅长大类资产配置，能够根据市场特征及时调整各类资产配置，在债券、股票、可转债上都有比较明显的管理能力，并积极利用新股配售来获取稳定收益。

图表8 18 年汇添富民丰回报的各部分业绩走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表9 19 年汇添富民丰回报的各部分业绩走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

业绩分解后，对基金的债券部分和股票部分进行二次业绩归因和风格分析。其中纯债券资产：1) 业绩归因的模型解释度一般，收益能力主要体现在久期、曲线凸性和信用利差上；2) 从债券持仓看，该基金主要投资信用债；3) 风格特征较稳定。股票部分：1) 该基金基本具备一定的选股能力，择时能力不明显；2) 股票持仓风格稳定，主要表现为大盘价值风格；3) 主要持有银行、食品饮料等行业，其中银行在多数报告期均占据一半以上的股票持仓；4) 持股集中度较高，前三大重仓股几乎占据一半以上的股票持仓，换手保持中等水平。

图表10 汇添富民丰回报债券部分的业绩归因

项目	18 年暴露值	19 年暴露值
R-squared	0.097	0.281
Alpha	0.0006	0.0007
久期	0.2573	0.4737
期限结构	0.1441	0.2044
曲线凸性	0.3281	1.0371
信用利差	0.2801	0.2408
评级利差	0.0885	0.1459
货币因子	0.3394	-5.9096

资料来源：WIND，平安证券研究所

图表11 汇添富民丰回报股票部分的选股/择时分析

项目	18 年暴露值	19 年暴露值
C-L 模型: R-squared	0.547	0.485
C-L 模型: 选股能力	0.0002	0.0047
C-L 模型: 择时能力	0.2470	-0.4462
T-M 模型: R-squared	0.543	0.489
T-M 模型: 选股能力	0.0021	0.0029
T-M 模型: 择时能力	0.4389	-4.1440

资料来源：WIND，平安证券研究所

图表12 汇添富民丰回报股票部分的风格分析

年份	大/中/小风格	价值/成长/均衡风格	行业偏好	持股特征
2018	大盘	价值	银行、食品饮料	持股集中、换手率较高
2019	大盘	价值	银行、食品饮料	持股集中、换手率较高

资料来源：Wind，平安证券研究所

综合来看，汇添富民丰回报配置能力出色，在股票、可转债、债券和打新上的收益都比较均衡。在股和债两类资产上有比较明显和稳定的风格特征。这种特征风格的基金，在 2020 年的行情特征下也有较好的收益表现（截止 20 年 7 月 17 日，该基金今年以来收益 6.64%，最大回撤-3.43%）。

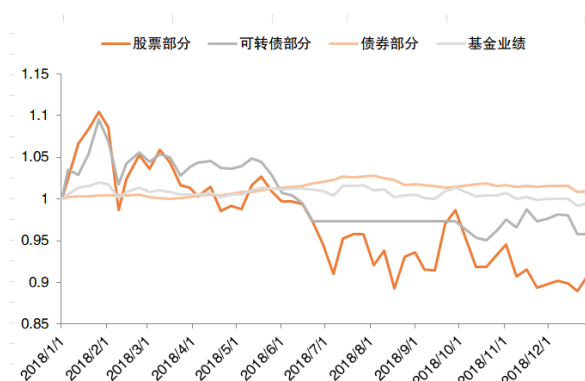
3.1.2 灵活配置基金样本研究-中银多策略

中银多策略（000572.OF）成立于 2014 年 3 月，20 年 Q1 规模 3.14 亿元，19 年收益 12.03%，18 年收益-0.48%，同类型中排名前 1/5，18-19 年最大回撤仅有-2.86%。该基金 18 年至今，主要配置债券和股票资产，几乎不投资可转债，参与打新。其中股票仓位在 5~30%之间变动。

首先业绩分解和归因分析。新股打新上，该基金 19 年打新获配 205 次，投入资金 3674.79 万元，截止锁定终止日浮动盈亏 2235.10 万元；2020 年至今打新获配 122 次，投入资金 1714.60 万元，截止锁定终止日浮动盈亏 3023.95 万元。可以看出该基金的打新次数非常频繁，并且打新收益非常可观。在剔除打新后，对整体的基金业绩进行股和债的业绩分解。18 年的收益分解情况来看：1）整体收益-0.48%，其中打新 0.21%、股票-0.70%、债券 0.009%；2）股票平均仓位 14.30%，仓位变动较小，但是股票部分的收益优于同期中证 800 的表现，选股能力较强；3）债券投资的表现一般，主要由于投资于同业存单。19 年的收益分解情况来看：1）整体收益 12.67%，其中打新 4.16%、股票 5.28%、债券 3.23%；2）股票平均仓位 20.27%，仓位变动小，收益也比较高。

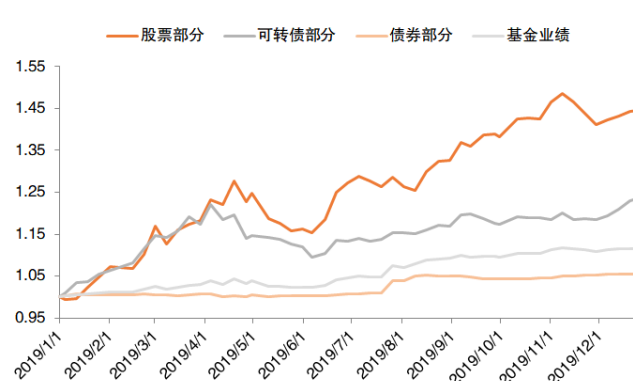
从 18 和 19 年的收益分解可以看出，该基金具备较好的资产配置管理能力，在股和债上的仓位控制上比较稳定，同时在打新上的表现非常出色。

图表 13 18 年中银多策略的各部分业绩走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表 14 19 年中银多策略的各部分业绩走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

业绩分解后，对基金的债券部分和股票部分进行二次业绩归因和风格分析。其中债券部分：1）业绩归因的模型解释度一般，收益能力主要体现在久期、曲线凸性和信用利差上；2）从债券的持仓看，该基金 18 年主要投资利率债，19 年主要投资信用债；3）风格特征比较稳定。股票部分：1）该基金两年中均具备明显的选股能力，择时能力不明显；2）股票持仓风格不够稳定，18 年表现为大盘平衡，19 年表现为大盘价值；3）18 年主要持有银行股，19 年从银行股逐渐转变为医药股，并且这两个行业的持股均占据一半以上的股票持仓；4）持股集中度较高，前三大重仓股几乎占据一半以上的股票持仓，换手保持较低水平。

图表15 中银多策略债券部分的业绩归因

项目	18年暴露值	19年暴露值
R-squared	0.1606	0.0972
Alpha	-0.0007	0.0015
久期	0.0557	0.3399
期限结构	0.0850	0.0510
曲线凸性	0.2655	1.2484
信用利差	0.1562	0.2417
评级利差	-0.2784	-0.6944
货币因子	1.7165	-2.0028

资料来源：WIND，平安证券研究所

图表16 中银多策略股票部分的选股/择时分析

项目	18年暴露值	19年暴露值
C-L 模型：R-squared	0.8391	0.6579
C-L 模型：选股能力	0.0034	0.0021
C-L 模型：择时能力	-0.0238	0.0754
T-M 模型：R-squared	0.8402	0.6578
T-M 模型：选股能力	0.0037	0.0025
T-M 模型：择时能力	-0.7425	0.5700

资料来源：WIND，平安证券研究所

图表17 中银多策略股票部分风格分析

年份	大/中/小风格	价值/成长/均衡风格	行业偏好	持股特征
2018	大盘	平衡	银行、食品饮料	持股集中、换手率低
2019	大盘	价值	食品饮料、银行	持股集中、换手率低

资料来源：Wind，平安证券研究所

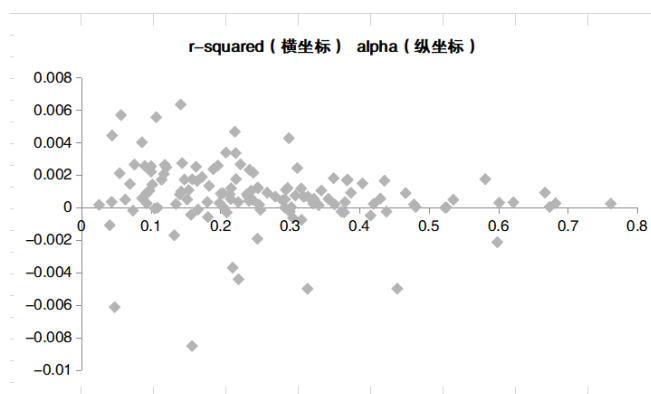
综合来看，中银多策略的绝对收益能力较突出，在股票、债券和打新上的收益能力均衡。在股和债两类资产上有比较明显和稳定的风格特征。这种特征风格的基金，在2020年的行情特征下收益表现较好（截止20年7月17日，该基金收益高达14.07%，最大回撤-2.38%）。

3.2 泛二级债基的归因和风格分析实证研究

按照新的分析体系，对三种泛二级债基分别进行2018、2019两个年度的整体业绩分解、归因和风格分析，对分析结果进行验证。以下挑选偏债混合型基金来进行分析。

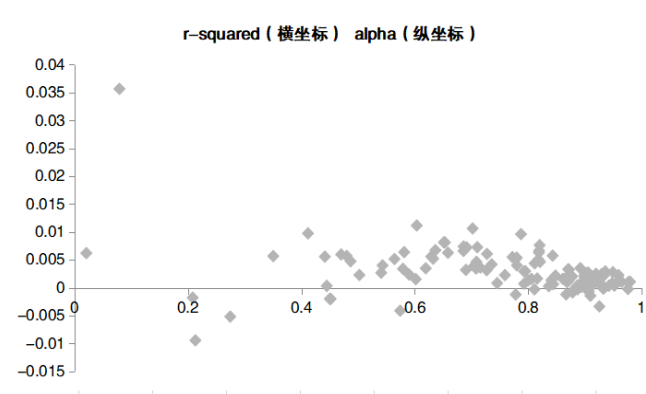
偏债混合型基金的资产配置基本覆盖了债券、股票、可转债和打新四个部分。从模型结果来看，整体实证效果较好。1) 债券部分的模型 R^2 主要分布在0.1~0.4区间内，模拟效果一般，主要原因一是债券部分的收益是分解后的收益，包含了股票、可转债和打新的误差部分，二是选择六个因子进行拟合，因子间可能存在一定的多重共线性问题。2) 债券部分的alpha值基本都为正，alpha代表了债券的利息收入贡献，从实际情况看，债券部分的收益也确实主要来自于利息收入。3) 股票部分的模型 R^2 主要分布在0.6~1.0的区间内，实证效果非常好，原因一是由于股票部分的业绩是通过仓位模拟计算，误差小，二是该模型只考虑两个因子，因子间影响小。4) 股票归因分析中，alpha值基本都为正，alpha代表了股票部分的选股能力，也说明基金在选股能力上非常显著，从2019年的实际表现看，公募基金的选股能力表现确实都比较出色。

图表18 偏债混合 19 年债券-R²和 alpha 散点图分布



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表19 偏债混合 19 年股票-R²和 alpha 散点图分布



资料来源: WIND, 平安证券研究所

偏债混合基金从投资风格和投资策略看,都比较一致的采用了“债券 + 股票 + 可转债 + 打新”的战略配置。基金间的区别主要体现在战术配置上,多数基金在股票、可转债和打新上有一定的偏好和能力范围,在不同的品种上也采取了不同的仓位控制。

基于 18 年和 19 年的市场行情特点,我们对偏债混合基金进行了风格特征的分解。分别从债券、股票、可转债和打新四个维度分别对收益贡献突出的基金进行了优选,然后分析其共同特征。可以发现: 1) 以债券为主的基金,债的管理能力强,占据主要收益来源,尤其在 2018 年中股熊债牛中表现突出。2) 以股票为超额收益来源的基金,在 18 年股票熊市中的表现出色,收益都远优于同期中证 800 指数的表现,而 19 年牛市中都获取了较高的超额收益。3) 在可转债为主的基金中,绝大部分基金的收益分布比较均衡,在优选的四只基金中,也只有广发聚泰是以可转债为主要的业绩来源。4) 打新对于 2019 年的偏债混合基金是一个非常确定的正收益来源。

图表20 偏债混合-债券部分优选

代码	简称	18 年 基金收 益 (%)	18 年纯 债收益 (%)	19 年 基金收 益 (%)	19 年 纯债收 益 (%)
002146.OF	长安鑫益 增强 A	14.18	15.15	11.83	10.98
001203.OF	东方红稳 健精选 A	1.15	7.33	17.92	9.11
004083.OF	国联安鑫 隆 A	0.30	6.47	23.14	9.37
000436.OF	易方达裕 惠回报	6.08	7.81	10.67	6.97
004442.OF	中欧康裕 A	2.93	6.98	9.91	6.39

资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表21 偏债混合-股票部分优选

代码	简称	18 年 基金收 益 (%)	18 年股 票收益 (%)	19 年 基金收 益 (%)	19 年 股票收 益 (%)
001358.OF	宝盈祥泰 A	-0.66	-1.32	12.76	12.66
005007.OF	景顺长城 景瑞睿利	0.86	-0.86	10.54	10.32
002227.OF	长城新优 选 A	4.82	-0.71	10.83	9.77
004301.OF	国寿安保 稳信 A	0.48	-0.78	11.53	9.87
004265.OF	金鹰民丰 回报	6.21	-0.47	15.82	8.49

资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表22 偏债混合-可转债部分优选

代码	简称	18年基金收益(%)	18年可转债收益(%)	19年基金收益(%)	19年可转债收益(%)
000932.OF	前海开源睿远稳健增利A	2.74	0.55	19.52	5.59
001355.OF	广发聚泰A	1.49	0.00	10.11	10.97
005140.OF	华夏睿磐泰荣A	0.85	0.01	13.13	2.14
003331.OF	博时乐臻	6.39	0.00	16.63	3.24
002006.OF	工银瑞信新得益	0.81	0.97	13.62	1.33

资料来源：WIND，平安证券研究所

图表23 偏债混合-打新部分优选

代码	简称	19年参与次数	19年获配金额(万元)	19年基金收益(%)	19年打新收益预估(%)
004258.OF	国寿安保稳嘉A	156	1857.72	13.44	5.97
001203.OF	东方红稳健精选A	176	2503.48	17.92	4.34
005274.OF	中银景福回报	190	2501.18	19.06	4.58
002767.OF	泰康宏泰回报	203	3896.82	15.82	3.18
519130.OF	海富通新内需A	182	3159.59	12.62	2.89

资料来源：WIND，平安证券研究所

综合对偏债混合型基金的分析，可以发现债券和股票是绝大多数偏债混合基金的主要收益来源，可转债和打新带来的收益贡献占小部分；绝大多数基金的收益来源是比较稳定的，也就是说投资风格也都比较稳定。从二级债基和灵活配置型基金的数据分析结果来看，基本可得到同样的结论。

1) 二级债基：多以“债券+股票+可转债”为主，其中股票仓位在 0~20%范围之间，可转债的比例不受限制。这个类型中，部分基金经理的超额收益来源于债券投资部分，主要采用信用债挖掘和久期波动等策略；部分来源于股票或者可转债，依靠在这类品种上的择时能力和仓位控制，或者依赖选股等策略。

2) 偏债混合：以“债券+股票+可转债+打新”为主，其中股票仓位在 0~40%范围之间，可转债的比例没有明确限制，参与新股打新。这个类型中，超额收益一般较少来源于债券，多来自股票、可转债和打新。在股票管理上，核心资产多偏好低估值、大市值的股票（比如 19 年至今超配银行、保险等），可以形成一定的安全边际，然后保持这部分的仓位比较固定，以支持股票打新；然后再优选市场热点，弹性较大的行业或者股票来进行收益增强（比如 19 年至今的 TMT 等）。

3) 灵活配置型中的偏债型：多以“债券+股票+打新”为主，其中股票仓位在 0~40%范围之间，参与新股打新。这个分类里，大部分基金的超额收益来自于股票和打新部分。具体操作也和偏债混合比较类似。

3.3 泛二级债基基金经理风格分析

基金投资策略和投资风格体现的是基金经理的投资理念。基于泛二级债基的投资策略和风格测算，可以提取出基金经理定量上的分析，同时辅助以定性分析角度去验证该基金经理的投资理念和风格。在研究中尤其要关注以下四个方面。

1) 双基金经理模式管理的基金。这种情况下，一般一人负责债券管理，一人负责股票管理，需要通过定性分析来确定两人的职责范围。可以通过基金经理的从业背景、基金公开报告中的基金经理总结、基金调研访谈等来判断两人的职责范围。

2) 基金经理管理的基金类型除了泛二级债基外，还可能包含其他类型。在泛二级债基的基金经理中，多数还管理着纯债基金、二级债基、偏债混合，甚至有些基金经理管理偏股混合型基金。在具体

分析的时候，需要区分该基金经理管理纯债、偏股和股债混合三种模式的管理风格。同时重点管理纯债基金或者从业初期管理纯债基金的基金经理，其更擅长于债券的管理，重点管理混合型基金的基金经理，其更擅长于股票管理。

3) 基金经理管理多只泛二级债基，当几只产品的定量分析结果不完全一致时，要进行合理判断。一般情况下，可以以基金经理管理时间更长、管理规模更大的那几只基金作为重点分析对象，同时更多的关注最近 2~3 年区间内体现出的风格特征。

4) 在进行定性分析的时候，除了观察该基金经理的学历背景、从业经历、投资时长、投资策略、风险认知、性格特征、投资流程等，还需要结合基金经理定量资料，来验证该基金经理的投资理念是否和其投资行为相匹配，也就是该基金经理能否做到“言行一致，知行合一”。

基于定量和定性结合，我们对市场上的泛二级债基基金经理进行了较全面的整理和归纳，并挑选出部分风格特征明显，管理能力较突出的基金经理。以下分类主要是按照该基金经理在泛二级债基上大类资产的投资风格偏好进行划分（如果投资者需要深度研究基金经理在具体品种上的投资风格特征，可以找我们交流获取）。

图表24 泛二级债基的基金经理风格

债券为主	可转债为主	股票为主	股票为主，打新为辅	均衡模式：股票 + 可转债 + 打新
胡剑（易方达） 姜晓丽（天弘） 杨爱斌（鹏扬） 李倩（泓德） 杜振业（长安） 李轶（摩根华鑫） 张一格（融通） 黄华（中欧）	谢志华（诺安） 李栋梁（华宝） 何家琪（华夏）	饶刚（东证资管） 张芊（广发） 毛从容（景顺长城） 姚秋（新华）	赵鹏飞（汇添富） 李建（中银） 宋殿宇（中银） 桂跃强（泰康资管） 纪文静（东证资管） 李一鸣（国寿安保） 何秀红（工银） 谭昌杰（广发）	邱世磊（民生加银） 郑可成（华安） 李永兴（永赢） 林龙军（金鹰） 张清华（易方达） 曲扬（嘉实） 王曦（博时） 林森（易方达） 张翼飞（安信）

资料来源：Wind，平安证券研究所

四、 泛二级债基的优选原则

泛二级债基作为一种主流的“固收+”策略产品，自 19 年下半年以来持续受到投资者的青睐。那么这类产品适合什么样的投资者呢，投资者该怎么去选择合适的产品呢？

首先，泛二级债基的产品风险介于纯债基金和偏股混合型基金之间，收益也介于两者之间。对投资者来说，如果不满足每年年化 5% 收益（比如纯债类基金），又难以承受较大回撤风险的产品（比如偏股型基金），则可以考虑选择泛二级债基这类产品。2018 年至今，偏债混合基金的收益年化达到 7%，最大回撤只有 -3%；而同期偏股混合型基金的收益年化 19%，最大回撤则高达 -28%。回撤小的好处，一是解决了投资者的择时问题，不容易陷入高买低卖的误区；二是投资者通过长期持有，可以充分分享基金的长期投资价值。因此对于愿意进行中长期投资（比如两年以上）的投资者来说，泛二级债基则更是一个非常合适的产品，其长期收益更可观，回撤更小。

投资者除分析自身的投资收益期望和风险偏好外，在进行产品优选的时候可以采用如下四个步骤：

1) 产品的业绩评价, 主要关注收益和风险特征, 是否匹配自己的需求。具体来说, 一是评价指标上, 既可以看年化收益和最大回撤两个指标, 也可以通过 Calmar 比率 (Calmar 比率 = 年化收益 / 最大回撤, 该指标相比夏普比率, 可以更直观地表示基金的业绩能力高低) 来分析; 二是分析周期, 一般至少需要观察 2~3 年的情况, 长期业绩越稳定的基金, 投资体验越友好 (比如连续 5 年为正收益的基金, 绝对收益能力突出)。三是需要观察基金在同类型中的排名高低和排名的稳定性, 能够持续多个年度排名靠前的基金, 管理能力和适应市场的能力更强。

2) 基金的风格特征是否明确, 是否和收益风险特征相印证。具体看三个方面: 一是在过去的 2~3 年内, 在股票和可转债部分的配置情况, 包括仓位中枢 (比如股票的仓位中枢可以分为 10%、20%、30%、40% 四个档次, 每个档次对应的风险和收益都有很大差别), 仓位中枢是否稳定, 仓位控制是否符合当时的市场特征; 二是除了股和可转债外, 在新股打新、定增上是否有涉及, 尤其对新股打新有没有偏好; 三是在股票投资的风格上, 是否有一定的超额收益能力, 体现在选股还是择时, 并且这种能力的获得是依赖投资经理的个人能力, 还是依赖公司总体的权益管理能力。

3) 定性分析基金经理和基金公司, 选择更稳定, 潜在风险更小的产品。具体来说, 一是看基金经理背景、是否多基金经理制、投资侧重、投资逻辑、旗下所管产品情况等; 二是看基金在固收和权益方面的综合实力, 包括团队构成、投资流程管理、风险控制等情况。

4) 最后要依赖对未来市场的预判, 来选择风格匹配度更高的基金产品。在目前的行情下, 权益类资产的性价比要优于债券, 并且新股打新的收益确定性强 (同时新股打新带来的收益一般不受基金经理的管理能力影响), 这个时期可以优先考虑泛二级债基中那些股票资产管理能力较强, 新股打新较稳定的基金产品来投资。从基金经理角度看, 采取均衡模式的基金经理, 在目前的行情下, 收益相对会更可观。

五、 总结和展望

本篇报告是债券类基金系列研究的第三篇报告, 主要针对泛二级债基这类品种, 在上篇报告的基础上进行深入研究。报告基本实现了对泛二级基金全新框架体系下的业绩分解、业绩归因和风格分析, 重点揭示了泛二级债基在债券、股票、可转债、新股打新等维度上的投资策略选择、各类型投资风格特征等。从实际的量化实证研究结果看, 报告提供的研究框架和研究体系可以有效的对泛二级债基这类产品进行评估和研究。报告最后, 结合基金产品的分析, 对泛二级债基的基金经理进行了分析, 优选出风格特征明显的基金经理, 并提出了优选泛二级债基的流程和原则。

在目前市场背景下, 泛二级债基产品已经成为债券类基金中关注度最高的产品。公募基金在发行上除权益类产品外, 也多以这类“固收+”产品为发展方向。在银行方面, 由于债券市场 5 月开始的波动下行导致大量理财产品出现历史上少见的负收益, 因此也正在大量布局“固收+”产品。本篇报告的分析框架和体系既可以用于公募产品, 也适用于银行“固收+”理财产品。

本序列报告的第四篇将重点对债券型基金中的可转债基金这一特殊品种进行分析和优选, 敬请期待。

六、 风险提示

1) 本报告主要采用数量化分析, 可能存在分解模型误差、因子选择的遗漏、多因子造成的多重共线性等问题, 计算结果仅供参考。2) 报告结论是定量和定性分析的共同结果, 因此存在一定的误差。3) 本报告主要是基于过往数据的定量计算, 不预示基金未来业绩。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 ± 10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 ± 5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 楼 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033