

## 基金专题

## 债券基金系列研究（中）：泛二级债基业绩归因与优选

## 相关研究报告

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。

- **泛二级债基市场概况：**将债券持仓 80%以上，股票持仓小于 40%的列为泛二级债基，覆盖二级债基、偏债混合和灵活配置型基金三种子类型。截止到 20 年 Q1，一共 1432 只，规模 6789 亿元，相对规模偏小，在近一年中规模增长较快。泛二级债基的业绩波动和股票市场紧密相关，但几乎每年都实现了正收益，其中灵活配置型基金的业绩相对更好。
- **泛二级债基的优选方法体系：**主要遵循业绩评价、业绩归因、量化优选的三个步骤。研究重点，也是研究的难点是如何评价股债配置能力，如何对股债进行业绩归因。报告提出了两种分析方法：一种是基于股票收益能力和持仓特征的以定性为主的分析方法；一种是基于业绩分解和股债业绩归因的定量分析为主的方法。
- **基于股票收益能力和持仓特征的方法：**通过定量分析单位基金资产的股票收益能力，定性分析基金持仓的高低和持仓变动幅度的大小，对基金的股债配置能力进行综合分析。从分析结果看，单位基金资产的股票收益能力和基金的业绩呈现正相关的关系。当股票收益能力突出时，股票仓位变动幅度大，仓位高，则具备较好的股债配置能力；如果仓位变动幅度小，仓位高，则具备较好的选股能力。
- **基于业绩分解和股债业绩归因的分析方法：**通过对基金进行股票持仓模拟法，将基金业绩分解为股票和债券部分，然后对债券部分进行 Campisi 模型业绩归因，对股票部分进行 C-L 模型和 T-M 模型归因。从分析结果看，模型的解释度好，比基于股票收益能力的分析方法更有效，也更准确的揭示了股债的各自业绩贡献。并依托模型对债券部分归因到久期、期限结构、信用、评级和可转债五个因子；对股票部分归因到选股能力、择时能力两个因子。
- **基金优选和产品推荐：**基于对泛二级债基的业绩归因和影响因子分析，从两个维度进行基金优选和产品推荐。一个维度是基于纯量化的手段，分别对三类基金进行指标排名和权重分配，分别优选出得分前 10%的基金作为优选池，并基于基金规模、历史业绩、基金经理等因素，合计重点推荐了 6 只基金。另一个维度是基于目标风险策略下的产品优选，分别按照“固收+”策略（股票和可转债合计占比小于 20%，回撤小）和偏债的灵活配置策略（股票和可转债合计占比 20%以上，回撤稍大）进行优选，两种策略分别优选出各 8 只产品的优选池。
- **风险提示：**1）本报告主要采用数量化分析，可能存在股债分解模型误差、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）权益市场走势和基金经理的风格变化都可能影响模型效果。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

<b>一、 泛二级债基的市场概况</b>	<b>5</b>
1.1 泛二级债基的定义	5
1.2 泛二级债基的规模和业绩	5
1.3 泛二级债基金逐渐被投资者青睐	6
<b>二、 泛二级债基的优选方法体系</b>	<b>6</b>
<b>三、 基于股债配置角度分析泛二级债基</b>	<b>7</b>
3.1 泛二级债基的股票收益能力分析	7
3.2 泛二级债基的持仓特征分析	9
3.3 基于单位基金资产的收益能力和持仓特征来业绩归因	11
<b>四、 基于业绩分解和股债业绩归因分析泛二级债基</b>	<b>11</b>
4.1 泛二级债基的业绩分解模型和股债归因模型	11
4.2 单只基金的业绩归因实证研究	13
4.2.1 二级债基样本研究-博时宏观回报 AB	13
4.2.2 偏债混合基金样本研究-易方达裕惠回报	14
4.2.3 灵活配置型基金样本研究-中银润利	15
4.3 二级债基的业绩归因分析	16
4.4 偏债混合型基金的业绩归因分析	17
4.5 灵活配置型基金的业绩归因分析	19
<b>五、 泛二级债基的产品优选和推荐</b>	<b>20</b>
5.1 产品优选逻辑	20
5.2 基于多因子量化模型的优选和推荐	21
5.2.1 二级债基的量化优选	21
5.2.2 偏债混合型基金的量化优选	22
5.2.3 灵活配置型基金的量化优选	23
5.3 基于目标风险策略的优选和推荐	24
5.3.1 典型“固收+”策略下的优选	24
5.3.2 偏债灵活配置策略下的优选	24
<b>六、 总结和展望</b>	<b>25</b>
<b>七、 风险提示</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图表 1	泛二级债基的分类和基本情况 .....	5
图表 2	15 年至今泛二级债基的规模变化（亿元） .....	5
图表 3	15 年至今泛二级债基每年新发情况（只） .....	5
图表 4	泛二级债基各类型历史业绩对比（单位：%） .....	6
图表 5	三种基金的持有人户数（万户） .....	6
图表 6	19 年持有人分布情况 .....	6
图表 7	泛二级债基的优选逻辑 .....	7
图表 8	17~19 年二级债基的股票收益指标的分布特征 .....	8
图表 9	17~19 年二级债基的股票收益指标排名和基金收益排名的相关性 .....	8
图表 10	17~19 年偏债混合型的股票收益指标的分布特征 .....	9
图表 11	17~19 年偏债混合型的股票收益指标和基金收益排名的相关性 .....	9
图表 12	17~19 年灵活配置型的股票收益指标的分布特征 .....	9
图表 13	17~19 年灵活配置型的股票收益指标排名和基金收益排名的相关性 .....	9
图表 14	三种类型基金的股票持仓占基金资产净值的比例 .....	10
图表 15	泛二级债基的持仓特征定义 .....	10
图表 16	仓位水平的分布情况（单位：只） .....	11
图表 17	仓位变化幅度的分布情况（单位：只） .....	11
图表 18	三种基金的股票持仓占比 .....	12
图表 19	灵活配置型 19 年 Q3 前 10 重仓市值占基金持有股票市值的比例分布 .....	12
图表 20	泛二级债基的业绩分解和归因模型 .....	12
图表 21	18 年博时宏观回报 AB 的各部分业绩走势 .....	13
图表 22	19 年博时宏观回报 AB 的各部分业绩走势 .....	13
图表 23	博时宏观回报 AB 债券部分的业绩归因 .....	13
图表 24	博时宏观回报 AB 股票部分的业绩归因 .....	13
图表 25	18 年易方达裕惠回报的各部分业绩走势 .....	14
图表 26	19 年易方达裕惠回报的各部分业绩走势 .....	14
图表 27	易方达裕惠回报债券部分的业绩归因 .....	14
图表 28	易方达裕惠回报股票部分的业绩归因 .....	14
图表 29	18 年中银润利的各部分业绩走势 .....	15
图表 30	19 年中银润利的各部分业绩走势 .....	15
图表 31	中银润利债券部分的业绩归因 .....	15
图表 32	中银润利股票部分的业绩归因 .....	15
图表 33	二级债基 18 年债券- $R^2$ 和 $\alpha$ 的散点图 .....	16
图表 34	二级债基 19 年债券- $R^2$ 和 $\alpha$ 的散点图 .....	16

图表 35	二级债基 18 年股票- $R^2$ 和 $\alpha$ 的散点图 .....	16
图表 36	二级债基 19 年股票- $R^2$ 和 $\alpha$ 的散点图 .....	16
图表 37	二级债基债券部分的业绩归因 .....	17
图表 38	二级债基股票部分的业绩归因 .....	17
图表 39	二级债基 18 年股票-选股和择时的散点图 .....	17
图表 40	二级债基 19 年股票-选股和择时的散点图 .....	17
图表 41	偏债混合型 18 年债券- $R^2$ 和 $\alpha$ 的散点图 .....	17
图表 42	偏债混合型 19 年债券- $R^2$ 和 $\alpha$ 的散点图 .....	17
图表 43	偏债混合 18 年股票- $R^2$ 和 $\alpha$ 散点图 .....	18
图表 44	偏债混合型 19 年股票- $R^2$ 和 $\alpha$ 的散点图 .....	18
图表 45	偏债混合型债券部分的业绩归因 .....	18
图表 46	偏债混合型股票部分的业绩归因 .....	18
图表 47	偏债混合型 18 年股票-选股和择时散点图 .....	18
图表 48	偏债混合型 19 年股票-选股和择时的散点图 .....	18
图表 49	灵活配置型 18 年债券- $R^2$ 和 $\alpha$ 的散点图 .....	19
图表 50	灵活配置型 19 年债券- $R^2$ 和 $\alpha$ 的散点图 .....	19
图表 51	灵活配置型 18 年股票- $R^2$ 和 $\alpha$ 的散点图 .....	19
图表 52	灵活配置型 19 年股票- $R^2$ 和 $\alpha$ 的散点图 .....	19
图表 53	灵活配置型债券部分的业绩归因 .....	20
图表 54	灵活配置型股票部分的业绩归因 .....	20
图表 55	灵活配置型 18 年股票-选股和择时散点图 .....	20
图表 56	灵活配置型 19 年股票-选股和择时的散点图 .....	20
图表 57	泛二级债基的优选流程 .....	21
图表 58	20 年 6 月二级债基优选池 .....	21
图表 59	20 年 6 月偏债混合型基金优选池 .....	22
图表 60	20 年 6 月二级债基优选池 .....	23
图表 61	20 年 6 月典型“固收+”策略下的优选池 .....	24
图表 62	20 年 6 月偏债灵活配置策略下的优选池 .....	25

## 一、 泛二级债基的市场概况

### 1.1 泛二级债基的定义

我们对基金的分类一般遵循事前法为主，事后法为辅的方式。事前法是通过基金契约条款中的投资目标、投资范围和业绩基准等来确定基金类型。事后法是通过基金资产配置中的实际持仓特征来判断基金的所属类型。

按照事前法，将债券类资产持仓比例 80%以上，股票持仓 0-20%的定义为二级债券型基金。如果按照事后法进行分析，混合型基金中的“偏债混合型基金”和“灵活配置型基金”也有大量产品符合二级债基的定义。因此在对基金进行分析和优选的时候，可以采用同样的方法体系进行分析。经筛选统计，截止 2020 年 Q1，符合特征的泛二级债基有 1432 只（A/B 等份额分别统计），规模达到 6769 亿元。由于可转债基金的分析与泛二级债基差距较大，故单独分析，在 1432 只基金中不包含可转债基金。

图表1 泛二级债基的分类和基本情况

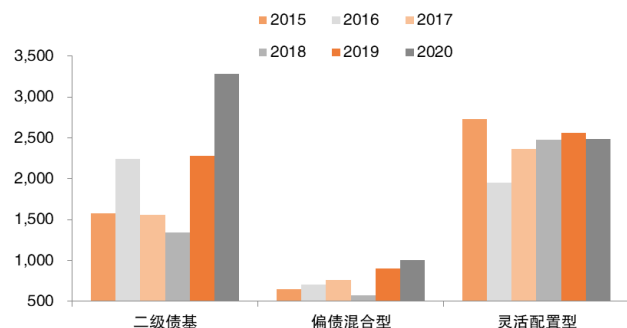
类型	基本定义	20Q1 数量（只）	20Q1 规模（亿元）
二级债基	事前法：股票持仓在 0-20%	482	3281
偏债混合型	事后法：最近四个报告期债券持仓占基金净值比例大于 80%，且股票持仓小于 40%	318	1003
灵活配置型	和偏债混合同样	632	2485
合计	事前法+事后法	1432	6769

资料来源：Wind，平安证券研究所

### 1.2 泛二级债基的规模和业绩

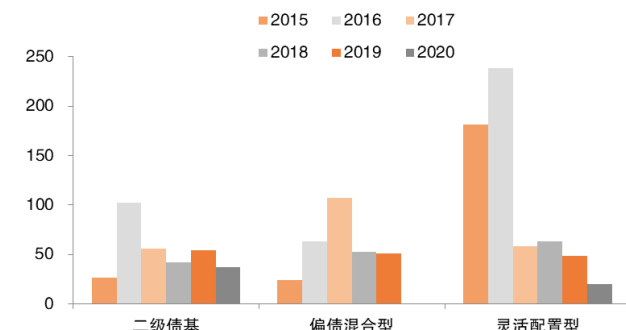
从 2015 年至今，三类基金的发展比较均衡。1) 从规模上看，二级债基 3281 亿元，规模较大，偏债混合型 1003 亿元，规模较小。2) 新发数量上，三种基金均较少，每年 50 只左右。3) 截止 5 月份，二级债基规模在 2020 年大幅增长近 50%，达 1000 亿元。由于新发规模 170 亿元，规模增长主要是存量基金的净申购。今年以来“固收+”类产品受到市场广泛欢迎，因此作为典型的“固收+”产品，二级债基的净申购大幅增加。

图表2 15 年至今泛二级债基的规模变化（亿元）



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表3 15 年至今泛二级债基每年新发情况（只）



资料来源：WIND，平安证券研究所

泛二级债基由于持有了权益资产（包括股票和可转债），业绩特征和股票市场紧密相关，波动性介于纯债基金和偏股基金之间。综合看，三种类型的基金在多数年份都能获得正收益，体现了比较好的绝对收益特征，其中灵活配置型基金的业绩相对表现更好。

图表4 泛二级债基各类型历史业绩对比（单位：%）

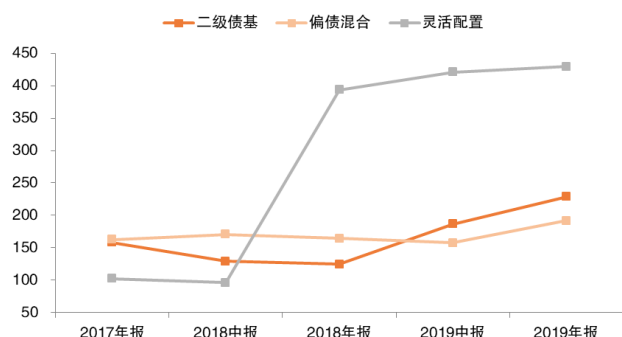
年份	二级债基	偏债混合型	灵活配置型	上证指数	中债新综合财富总值指数
2015	13.16	16.95	17.05	9.41	8.18
2016	-0.45	3.51	4.33	-12.31	1.83
2017	2.68	5.34	6.87	6.56	0.26
2018	1.06	-0.02	-1.45	-24.59	8.21
2019	8.11	10.60	12.01	22.30	4.59
2020	1.55	1.99	2.73	-7.61	3.46

资料来源：Wind，平安证券研究所

### 1.3 泛二级债基金逐渐被投资者青睐

从泛二级债基的持有人情况来看：1) 三种类型的持有人数量均在 500 万户以内，相对其他类型基金，持有人偏少。2) 灵活配置型基金自 18 年 Q2 起持有人有大幅增长，二级债基和偏债混合的持有人自 19 年 Q2 开始也有一定的增长。3) 机构投资者偏好二级债基，占比近 70%，个人投资者偏好偏债混合基金，占比 63%。

图表5 三种基金的持有人户数（万户）



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表6 19 年持有人分布情况

类型	总持有人户数（万户）	机构持有占总份额比（%）	个人持有占总份额比（%）
二级债基	228.84	68.26	30.14
偏债混合	191.77	36.30	63.09
灵活配置	429.25	50.30	47.99
平均值	283.28	49.80	43.91

资料来源：WIND，平安证券研究所

## 二、泛二级债基的优选方法体系

对泛二级债基的优选方法体系，依然遵循业绩评价—业绩归因—量化优选的步骤。具体来说：

1) 从业绩评价的角度找出市场表现优秀的基金。从业绩、风险、风险调整后收益能力等传统的基金评价角度去优选出过往业绩表现优秀的债券基金。同时评价的时候关注基金的流动性风险、基金公司管理水平、基金经理等指标。

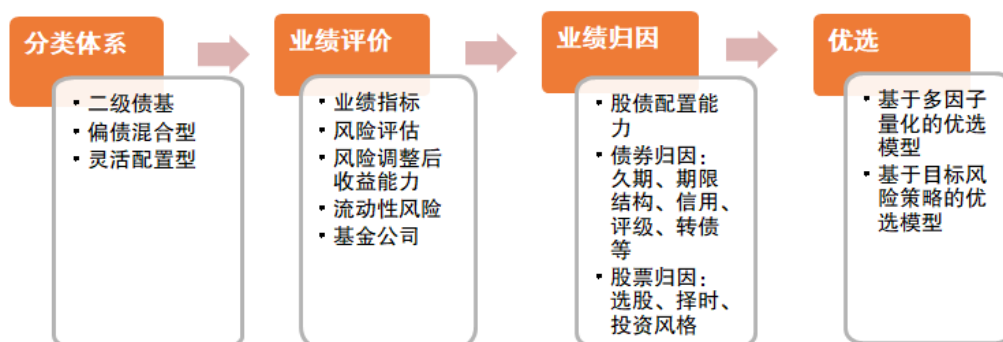
2) 对优选基金进行业绩分解，找到基金风格偏好和基金能力范围。基金风格是决定基金业绩持续性的关键因素。由于泛二级债基同时持有股和债两种不同风险收益特征的资产，并且两种资产的占比是变动的。因此泛二级债基的业绩归因和风格研究，首先是要有效的拆分出股债两种资产对基金的



贡献，然后分别对债券部分和股票部分进行绩效评价和业绩归因等。其中债券部分，将采取债券组合的业绩归因方法，采用 Campisi 模型归因；股票部分将主要从选股能力、择时能力和投资风格偏好等维度分析。

**3) 进行基金优选。**分别从多因子量化角度和基于目标风险角度去进行基金优选模型的构建和筛选，并结合定性研究推荐合适的基金。

**图表7 泛二级债基的优选逻辑**



资料来源：平安证券研究所

在进行研究的时候，为了样本的可比性，样本筛选条件如下：1) 最近四个报告期的规模均不小于 0.5 亿元；2) 成立满一年以上；3) 剔除近一年转型基金；4) 剔除 B/C 等份额的基金。基于以上条件，19 年符合条件的样本中，二级债基 158 只、偏债混合型 129 只和灵活配置型 259 只；18 年的样本包括二级债基 142 只、偏债混合型 103 只和灵活配置型 233 只。

由于泛二级债基的业绩评价方法相对成熟，本篇报告将主要对业绩归因进行研究。泛二级债基由于同时持有债和股，如何评价股债配置能力，如何分解股债业绩将是最大的难点。第三章和第四章将分别从两种方法体系对此进行深入分析。

### 三、基于股债配置角度分析泛二级债基

泛二级债基的收益主要来源于股债的资产配置能力、债券管理能力和股票管理能力三个部分。由于债券部分的收益区分度较低，股债资产配置能力和股票收益能力将对泛二级债基的收益起决定作用。本章先基于股债配置角度来探索泛二级债基的收益来源和管理能力。

#### 3.1 泛二级债基的股票收益能力分析

在基金中报年报的财务报表和财务附注中，会公布基金在股票投资上的收益数据。可以通过相关指标从收入成本维度上判断该基金在股债配置能力和股票持仓上的管理能力。具体指标采取两个角度：一是计算每份基金资产所带来的股票收益水平，体现了基金在股债资产配置、个股选股和择时等能力；二是计算每份股票资产所带来的股票收益水平，体现了基金在股票投资上的个股选股和择时等能力。

单位基金资产的股票收益能力 = 股票资产的收益 ÷ 区间平均基金资产

单位股票资产的股票收益能力 = 股票资产的收益 ÷ 区间平均股票资产

其中：股票资产的收益 = 股票投资收益 + 股利收益 + 股票公允价值变动收益

$$\text{区间平均基金资产} = (\text{期初基金净资产} + \text{期末基金净资产}) \div 2$$

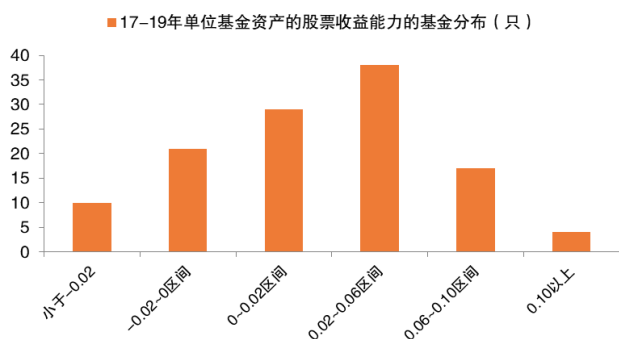
$$\text{区间平均股票资产} = (\text{期初基金持仓中股票资产} + \text{期末基金持仓中股票资产}) \div 2$$

通过对 17~19 年三年中单位基金资产的股票收益能力分析看，该指标可以有效的刻画基金的大类资产配置能力和股票管理能力。

分别对每个基金股票收益能力指标和三种类型的平均收益能力指标（三年共六个报告期的单位基金资产股票收益能力求和，然后对全部样本计算平均值）进行分析：1）随着持仓仓位的逐步提升，灵活配置型基金的单位基金资产股票收益能力最高（0.1069），偏债混合次之（0.0919），二级债基最低（0.0235）。2）17~19 年中证 800 收益率 11.81%，灵活配置型的单位资产股票收益能力（10.69%）基本达到中证 800 的水平，考虑到仓位的限制，说明灵活配置型基金的股票管理能力非常突出。3）从收益能力的分布看，二级债基单位基金资产股票收益能力主要分布在 -0.02~0.06 之间，偏债混合型分布在 0~0.15 之间，灵活配置型分布在 0.05~0.15 之间。

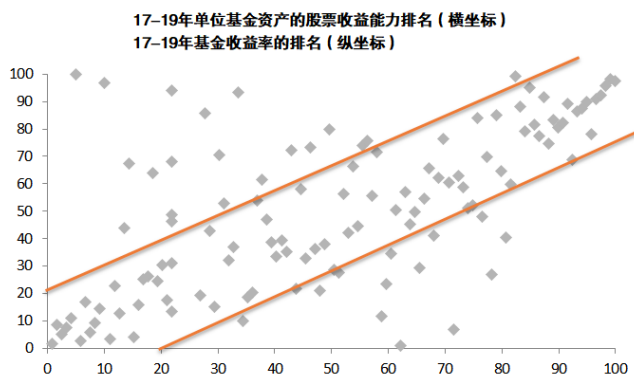
将基金股票收益能力指标和基金业绩进行相关性分析，可以发现：1）单位基金资产股票收益能力排名和基金收益排名有较明显的相关性，可以认为泛二级债基的收益高低主要取决于单位资产股票收益能力（即仓位控制和股票管理水平）。2）相比二级债基，灵活配置型和偏债混合型的数据更明显的分布在散点图的对角线区域附近，说明这两类基金的相关性更好，可能的原因是二级债基的仓位限制在 20%以内，而偏债混合和灵活配置的仓位更高，对基金的业绩影响更明显。

图表8 17~19 年二级债基的股票收益指标的分布特征



资料来源: WIND, 平安证券研究所

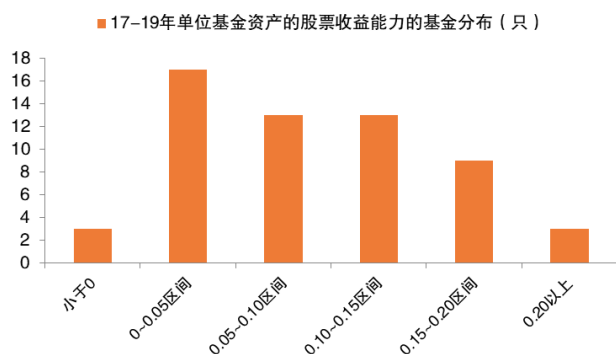
图表9 17~19 年二级债基的股票收益指标排名和基金收益排名的相关性



资料来源: WIND, 平安证券研究所

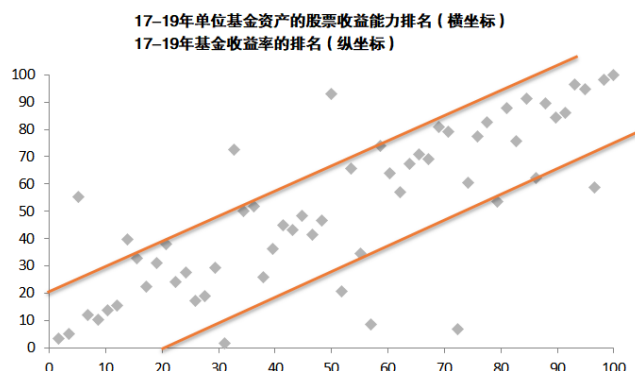


图表10 17~19年偏债混合型的股票收益指标的分布特征



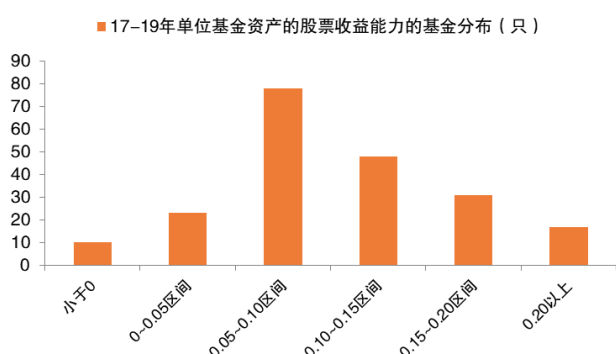
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表11 17~19年偏债混合型的股票收益指标和基金收益排名的相关性



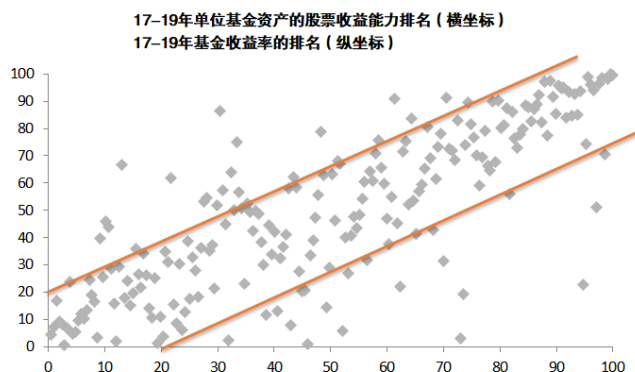
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表12 17~19年灵活配置型的股票收益指标的分布特征



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表13 17~19年灵活配置型的股票收益指标排名和基金收益排名的相关性



资料来源：WIND，平安证券研究所

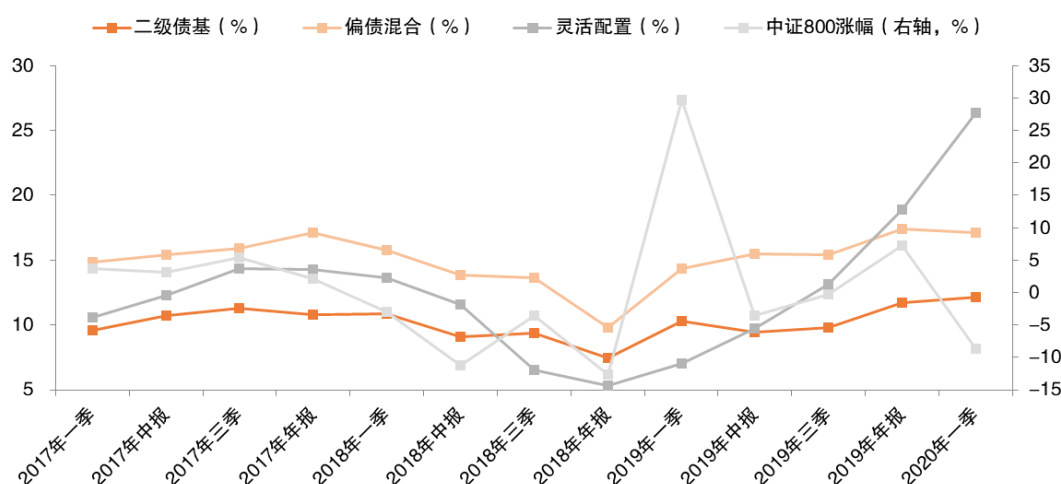
### 3.2 泛二级债基的持仓特征分析

基于单位基金资产的股票收益可以看出该基金整体上的股债配置和股票管理能力，但没有办法明确是股债配置能力还是股票管理能力。下面我们结合泛二级债基的股票持仓特征，尝试进行业绩分解和归因。

17~19年三年中，股票市场基本处于17年震荡上行、18年持续大跌、19年总体牛市的一个背景，对三类基金分别分析17年至今持仓水平在不同市场下的表现特征。

从数据看出：1）基金的股票仓位普遍保持在10%-20%之间。2）仓位水平基本上能够随着市场涨跌变化，18年年底仓位最低，不到8%，20年Q1仓位最高，接近20%。3）偏债混合型的仓位普遍高于二级债基和灵活配置型，灵活配置型的仓位稍高于二级债基。4）从变化幅度看，灵活配置型基金的仓位变化更大，熊市时能迅速调整到低位，牛市时快速调整到较高的位置；二级债基和偏债混合由于股票仓位都有一定的限制，因此仓位变动幅度相对较小。

图表14 三种类型基金的股票持仓占基金资产净值的比例



资料来源: wind, 平安证券研究所

同时对单只基金来说, 可以基于持仓数据定义基金的持仓特征。可以通过仓位水平和仓位变化幅度来定义基金持仓特征。一般来说, 基金在仓位管理上都有比较明显的特征: 有的仓位高, 有的仓位低; 有的仓位随着市场在不断大幅波动, 有的仓位基本保持不变。

图表15 泛二级债基的持仓特征定义

分类	定义	特征	二级债基	偏债混合	灵活配置
仓位水平	单只基金年度(4个报告期)股票市值占基金资产净值比例的平均值	高	【12%, 】	【20%, 】	【20%, 】
		中	【7%, 12%】	【10%, 20%】	【10%, 20%】
		低	【0, 7%】	【0, 10%】	【0, 10%】
仓位变化幅度	单只基金年度(4个报告期)中, 股票市值占基金资产净值比例的最大值 - 最小值	大	【8%, 】	【12%, 】	【12%, 】
		中	【4%, 8%】	【6%, 12%】	【6%, 12%】
		小	【0, 4%】	【0, 6%】	【0, 6%】

资料来源: Wind, 平安证券研究所

对 18 和 19 年三个类型基金的持仓特征进行统计分析, 从数据结果看: 1) 二级债基在 18 和 19 年, 不管是仓位水平还是仓位变化幅度, 分布较稳定, 仓位变化幅度小的基金数量占比最多。2) 偏债混合型的仓位变化大, 18 年低仓位多, 19 年高仓位多; 而仓位变化幅度在两年中几乎没有变化。3) 灵活配置型在 18 和 19 年, 仓位水平的变化也比较大, 18 年低仓位多, 19 年高仓位多; 仓位变化幅度在两年中也几乎没有变化。

图表16 仓位水平的分布情况（单位：只）

类型	年份	仓位高	仓位中	仓位低
二级债基	2019	67	41	50
二级债基	2018	42	44	72
偏债混合	2019	57	43	29
偏债混合	2018	24	42	63
灵活配置	2019	126	100	33
灵活配置	2018	84	64	111

资料来源：WIND，平安证券研究所

图表17 仓位变化幅度的分布情况（单位：只）

类型	年份	幅度大	幅度中	幅度小
二级债基	2019	55	43	60
二级债基	2018	45	43	70
偏债混合	2019	50	37	42
偏债混合	2018	52	42	35
灵活配置	2019	129	68	62
灵活配置	2018	109	65	85

资料来源：WIND，平安证券研究所

### 3.3 基于单位基金资产的收益能力和持仓特征来业绩归因

一般认为，泛二级债基在股票方面的业绩比较突出，可能的原因一是由于具有较好的资产配置能力，能够根据市场波动进行仓位高低的调整，获得更多的市场 beta 收益；原因二是具备较好的选股能力，能够优选出未来涨幅较大的股票，获得了 alpha 收益。因此基于泛二级债基的单位基金资产的股票收益能力分析、基金仓位水平和持仓变化幅度等，可以比较清晰的判断收益能力的来源。当一只泛二级债基的单位基金资产的股票收益能力靠前时：1）如果该基金的股票仓位变化幅度大，仓位也较高，则可以认为该基金具备较好的股债资产配置能力，市场择时能力突出；2）如果该基金的仓位变化幅度小，仓位也较高时，则可以认为该基金具备较好的选股能力。

从这个角度考虑，如果投资者希望在泛二级债基中挑选出有一定超额收益能力的基金，可以优选考虑在过去 2~3 年中单位基金资产的股票收益能力突出（比如排名前 10%）、持仓特征明显（仓位变动幅度大并且仓位较高；或者仓位变动幅度小，仓位较高）的基金，回避那些单位基金资产的股票收益值为负，持仓特征不明显的基金。

## 四、基于业绩分解和股债业绩归因分析泛二级债基

### 4.1 泛二级债基的业绩分解模型和股债归因模型

基于泛二级债基的单位基金资产的股票收益能力和股票持仓特征的分析，可以较清晰的分解业绩来源。但如果要更精准的进行业绩归因和投资能力的量化度量，则需要将泛二级债基的业绩分解成股票资产和债券资产两个部分，然后分别对股债进行业绩归因。

业绩分解是业绩归因的前提，也是泛二级债基的研究难点。具体操作上，股债业绩分解的关键是如何模拟股票的持仓分布，也就是持股的样本变化和持股样本的比例。一般来说，可以通过净值模拟法或者重仓股模拟法来进行股票持仓模拟。从具体实践看，由于泛二级债基的持股占比比例较少，净值模拟法在对泛二级债基的持仓模拟中，容易出现过度拟合、股票持仓各周期之间仓位变动频繁（而基金经理的实际仓位操作比较稳定）等问题，模拟的效果较差。

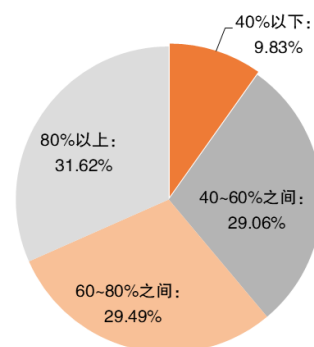
而通过数据分析可以发现，泛二级债基十大重仓股市值占基金净值的比例和基金持股市值占基金净值的比例相差只有 2~6 个百分点之间（18 年股票熊市，三类基金的差距都在 2~3 个点；19 年股票牛市，二级债基的差距在 3 个点，灵活配置和偏债混合的差距在 4~5 个点）。也就是说前十大重仓股几乎可以代表全部持仓的情况。

图表18 三种基金的股票持仓占比

类型	18Q3 股票占净值比 (%)	18Q3 前十重仓占净值比 (%)	19Q3 股票占净值比 (%)	19Q3 前十重仓占净值比 (%)
二级债基	8.47	6.64	9.60	6.95
偏债混合	12.98	9.07	18.01	12.27
灵活配置	7.41	5.48	10.06	6.58
平均值	9.62	7.06	12.56	8.60

资料来源：WIND，平安证券研究所

图表19 灵活配置型 19 年 Q3 前 10 重仓市值占基金持有股票市值的比例分布



资料来源：WIND，平安证券研究所

因此从重仓股出发，对泛二级债基进行业绩分解和业绩归因，从逻辑上有可行性。在具体的实践中，模拟效果远优于净值法。本章将基于重仓股模拟法对基金进行股债业绩分解和归因分析，流程如下。

1) 股票部分的持仓模拟：对某报告期的持仓，分别考察期初和期末的持仓（中报和年报还可以采用持股明细数据），非重仓股部分用市场指数替代；报告期内采用分月或者分周对持仓股票进行均匀加减仓操作。2) 股票部分和债券部分的业绩分解：依据股票部分的持仓，按月或者周计算出股票部分的收益，然后根据基金收益和股票持仓，拆解出债券部分的收益。3) 股票部分和债券部分的业绩评价和归因：对股票部分和债券部分进行业绩评价，包括最大回撤、标准差和夏普系数等；对股票部分进行业绩归因（T-M 或者 C-L 模型）分析；对债券部分进行 Campisi 模型归因。

图表20 泛二级债基的业绩分解和归因模型



资料来源：平安证券研究所

## 4.2 单只基金的业绩归因实证研究

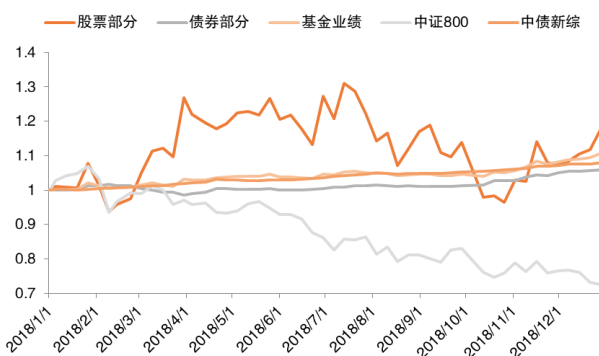
### 4.2.1 二级债基样本研究-博时宏观回报 AB

博时宏观回报 AB( 050016.OF )成立于 2010 年 7 月,20 年 Q1 规模 58.22 亿元,19 年收益 12.03%,18 年收益 10.72%,同类型中排名前 1/10。

从仓位水平和单位基金资产的股票收益能力来看:1)整体仓位较高(18 年和 19 年的仓位基本都保持在 11%左右),仓位变动幅度较大(18 年变动幅度为 12 个百分点,19 年为 7 个百分点)。2)18 年和 19 年单位基金的股票收益合计值为 0.044,排名在同类型中前 1/10。初步判断,该基金的收益能力,主要体现在对股债的资产配置能力上。

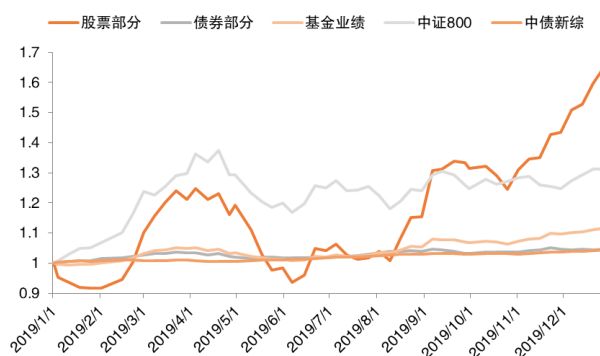
通过业绩分解和业绩归因来看:1)股票部分的业绩走势在 18 年为正收益,远超中证 800,19 年收益也超越中证 800,债券部分的业绩 18 年弱于中债新综,19 年和中债新综基本相当。2)债券部分的业绩解释度较好(18 年  $R^2$  在 0.27,19 年  $R^2$  在 0.59),18 年暴露在久期、评级利差和期限结构上,19 年暴露在久期、评级利差和可转债上。具体持仓上,18 年主要持有金融债,19 年持有国债、企业债和可转债。3)股票部分的业绩归因模型解释度好( $R^2$  在 0.56 以上),18 年和 19 年均表现出一定的选股能力,择时能力则非常突出。

图表21 18 年博时宏观回报 AB 的各部分业绩走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表22 19 年博时宏观回报 AB 的各部分业绩走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表23 博时宏观回报 AB 债券部分的业绩归因

风格因子	18 年暴露值	19 年暴露值
R-squared	0.2690	0.5894
Alpha	-0.0001	-0.0002
久期	0.6839	0.5423
期限结构	0.1262	0.0122
信用利差	0.0291	-1.0034
评级利差	0.6991	0.4298
可转债	0.0172	0.1527

资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表24 博时宏观回报 AB 股票部分的业绩归因

风格因子	18 年暴露值	19 年暴露值
R-squared	0.6173	0.5636
选股能力	0.0118	0.0026
择时能力	0.1497	0.2656

资料来源: WIND, 平安证券研究所

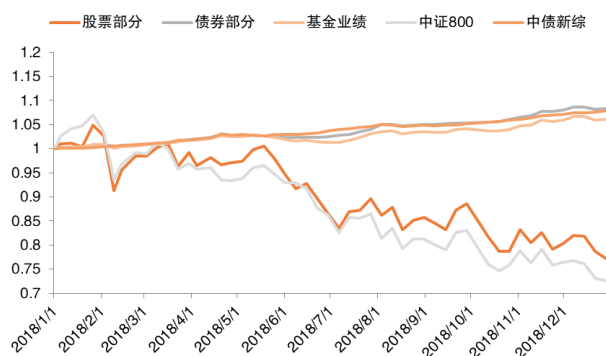
#### 4.2.2 偏债混合基金样本研究-易方达裕惠回报

易方达裕惠回报(000436.OF)成立于2013年12月,20年Q1规模32.36亿元,19年收益10.67%,18年收益6.08%,同类型中排名前1/5。

从仓位水平和单位基金资产的股票收益能力来看:1)仓位较低(18年仓位4%,19年仓位6%),仓位变动幅度小(18年和19年变动幅度都不到4个百分点)。2)18年和19年单位基金资产的股票收益合计值为0.002,排名较低。初步判断,该基金的收益以债券为主,股票方面的收益主要来源于选股。

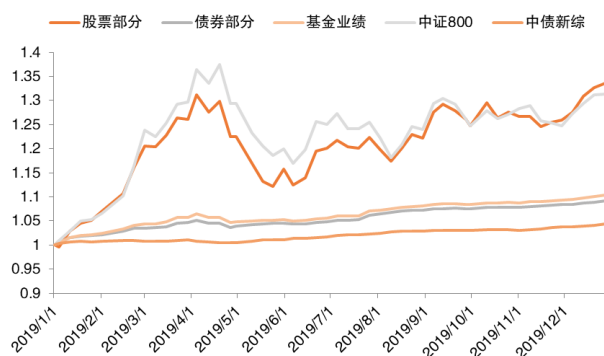
通过业绩分解和业绩归因来看:1)股票部分的业绩走势在18和19年几乎和中证800保持一致,债券部分的业绩18年和19年均强于中债新综。2)债券部分的业绩归因模型解释度非常好( $R^2$ 在0.6以上),均暴露在久期、信用利差和评级利差,显示该基金具有优秀的信用债管理能力。具体持仓上,18年和19年主要持有企业债和中期票据,其中AAA以下评级的信用债占比在40~50%之间。3)股票部分的业绩归因模型解释度也非常好( $R^2$ 在0.7以上),18年和19年均表现出一定的选股能力,不具备择时能力。

图表25 18年易方达裕惠回报的各部分业绩走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表26 19年易方达裕惠回报的各部分业绩走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表27 易方达裕惠回报债券部分的业绩归因

风格因子	18年暴露值	19年暴露值
R-squared	0.6387	0.7536
Alpha	0.0000	0.0000
久期	<b>0.5930</b>	<b>0.5575</b>
期限结构	0.2257	0.0875
信用利差	<b>0.4271</b>	<b>0.7121</b>
评级利差	<b>0.2810</b>	<b>0.4598</b>
可转债	0.0538	0.1385

资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表28 易方达裕惠回报股票部分的业绩归因

风格因子	18年暴露值	19年暴露值
R-squared	0.7132	0.8232
选股能力	<b>0.0039</b>	<b>0.0048</b>
择时能力	-0.2100	-0.1890

资料来源: WIND, 平安证券研究所



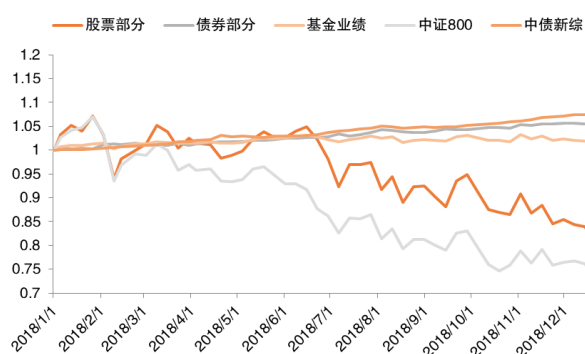
#### 4.2.3 灵活配置型基金样本研究-中银润利

中银润利（003967.OF）成立于 2016 年 12 月，20 年 Q1 规模 4.94 亿元，19 年收益 18.87%，18 年收益 0.74%，同类型中排名前 1/5。

从仓位水平和单位基金资产的股票收益能力来看：1）仓位较高（18 年仓位 17%，19 年仓位 18%），仓位变动幅度中等（18 年和 19 年变动幅度在 8 个百分点左右）。2）18 年和 19 年单位基金资产的股票收益合计值为 0.12，排名高。初步判定，该基金在股票方面的管理能力较强，业绩可能既有大类资产配置能力，也有选股能力。

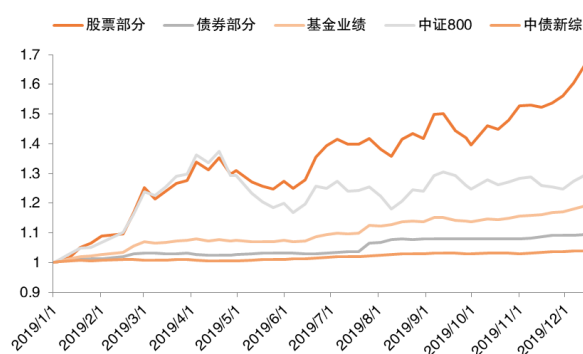
通过业绩分解和业绩归因来看：1）股票部分的业绩走势均优于中证 800 指数，债券部分的业绩 18 年弱于中债新综，19 年强于中债新综。2）债券部分的业绩归因模型解释度一般（ $R^2$  在 0.15 以上），18 年暴露在信用利差、久期和期限结构上，19 年暴露在信用利差和久期上。具体持仓上，18 年主要持有企业债和同业存单，19 年主要持有企业债。3）股票部分的业绩归因模型解释度好（ $R^2$  在 0.54 以上），18 年和 19 年均表现出一定的选股能力。

图表29 18年中银润利的各部分业绩走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表30 19年中银润利的各部分业绩走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表31 中银润利债券部分的业绩归因

风格因子	18 年暴露值	19 年暴露值
R-squared	0.2389	0.1553
Alpha	0.0001	0.0013
久期	<b>0.2317</b>	<b>0.5923</b>
期限结构	0.2168	-0.0638
信用利差	<b>0.2967</b>	<b>0.7234</b>
评级利差	0.1760	-0.2139
可转债	-0.0418	0.0512

资料来源：WIND，平安证券研究所

图表32 中银润利股票部分的业绩归因

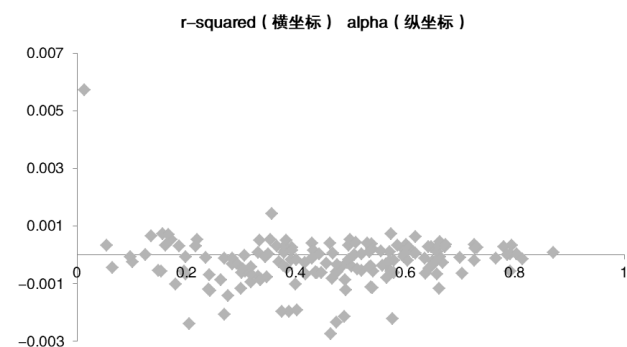
风格因子	18 年暴露值	19 年暴露值
R-squared	0.6747	0.5416
选股能力	<b>0.0045</b>	<b>0.0054</b>
择时能力	-0.2092	0.1069

资料来源：WIND，平安证券研究所

### 4.3 二级债基的业绩归因分析

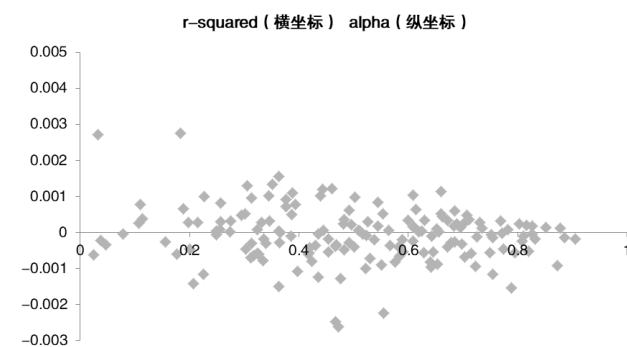
对二级债基的全部样本进行业绩分解，并分别对股票和债券部分进行业绩归因分析。从分析结果看，模型的整体拟合效果较好，结论也和定性分析相吻合。1) 债券部分的模型  $R^2$  主要分布在 0.2~0.8 的区间，股票部分的模型  $R^2$  主要分布在 0.6~0.8 的区间。2) 从模型 alpha 值看，二级债基的债券部分的 alpha 不明显（比较均匀的分布在 0 值上下），只有部分基金具有 alpha 能力；股票部分的 alpha 非常明显（基本都在 0 值上方），表示基金都具备一定的 alpha 能力。

图表33 二级债基 18 年债券- $R^2$  和 alpha 的散点图



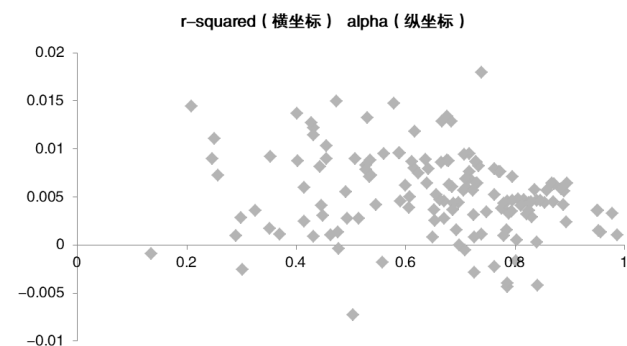
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表34 二级债基 19 年债券- $R^2$  和 alpha 的散点图



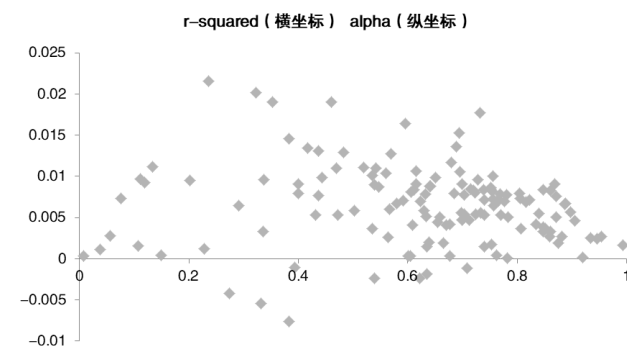
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表35 二级债基 18 年股票- $R^2$  和 alpha 的散点图



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表36 二级债基 19 年股票- $R^2$  和 alpha 的散点图



资料来源: WIND, 平安证券研究所

从债券部分和股票部分的业绩归因结果看: 1) 债券部分的业绩归因结论和《债券基金序列研究(上): 纯债基金的业绩归因与优选 20200423》中的结论基本一致，主要暴露在久期和信用利差上，期限结构和可转债次之，评级利差不明显。2) 股票部分的业绩归因显示基金基本具备一定的选股能力，不具备择时能力，这个结论也和市场上的主流研究成果相符合。3) 从股票部分的选股能力和择时能力的散点图可以发现，依然有少量基金处在右上象限，表示这类基金同时具备较好的选股能力和择时能力，在优选的时候，可以优选考虑这类基金。

图表37 二级债基债券部分的业绩归因

风格因子	18 年暴露值 (平均值)	19 年暴露值 (平均值)
久期	0.3552	0.3647
期限结构	0.1526	0.0850
信用利差	0.1624	0.1545
评级利差	0.1629	-0.0472
可转债	0.0807	0.0919

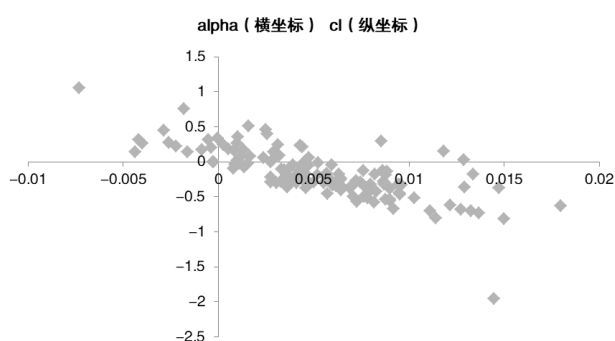
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表38 二级债基股票部分的业绩归因

风格因子	18 年暴露值 (平均值)	19 年暴露值 (平均值)
选股能力	0.0046	0.0055
择时能力	-0.1522	-0.0939

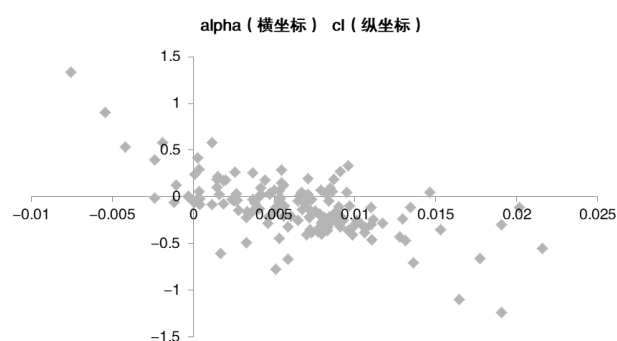
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表39 二级债基 18 年股票-选股和择时的散点图



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表40 二级债基 19 年股票-选股和择时的散点图

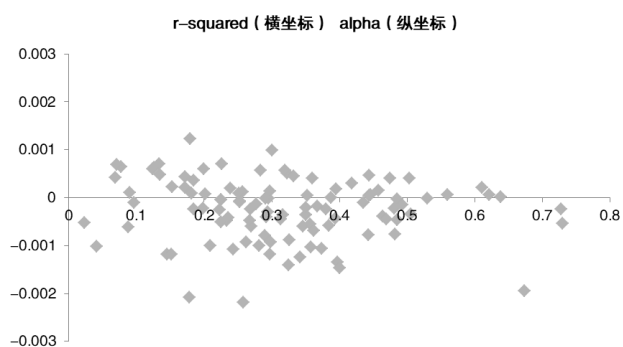


资料来源: WIND, 平安证券研究所

#### 4.4 偏债混合型基金的业绩归因分析

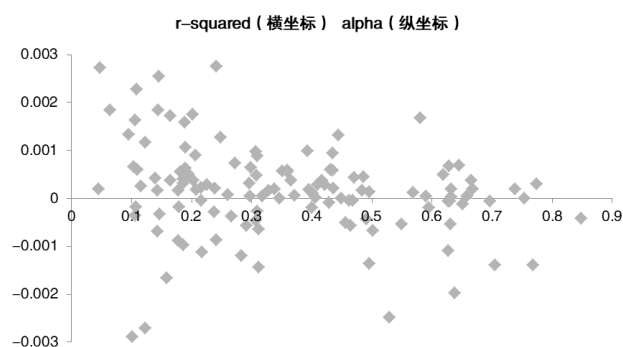
对偏债混合型基金的全部样本进行业绩分解和归因,从结果看,模型效果较好。1) 债券部分的模型  $R^2$  主要分布在 0.2~0.5 的区间,股票部分的模型  $R^2$  主要分布在 0.4~1.0 的区间。2) 从模型 alpha 值看,债券部分的 alpha 不明显(18 年比较均匀的分布在 0 值上下,19 年正值较多),只有部分具有 alpha 能力;股票部分的 alpha 非常明显(几乎都在 0 值上方),基本都具备一定的 alpha 能力。

图表41 偏债混合型 18 年债券- $R^2$ 和 alpha 的散点图

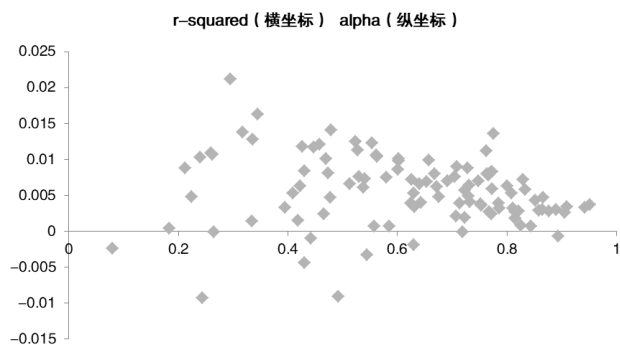


资料来源: WIND, 平安证券研究所

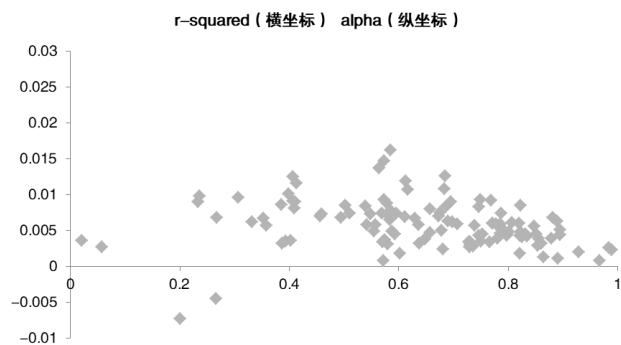
图表42 偏债混合型 19 年债券- $R^2$ 和 alpha 的散点图



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表43 偏债混合 18 年股票-R<sup>2</sup>和 alpha 散点图

资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表44 偏债混合型 19 年股票-R<sup>2</sup>和 alpha 的散点图

资料来源: WIND, 平安证券研究所

从债券部分和股票部分的业绩归因结果看: 1) 债券部分的业绩归因结果基本和之前报告保持一致, 主要暴露在久期和信用利差上, 期限结构和可转债次之, 评级利差不明显。2) 股票部分的业绩归因显示基金基本具备一定的选股能力, 不具备择时能力, 这个结论也和市场上的主流研究成果相符合。

图表45 偏债混合型债券部分的业绩归因

风格因子	18 年暴露值 (平均值)	19 年暴露值 (平均值)
久期	0.2789	0.3629
期限结构	0.1416	0.0864
信用利差	0.1285	0.3014
评级利差	0.2016	-0.0951
可转债	0.0689	0.0605

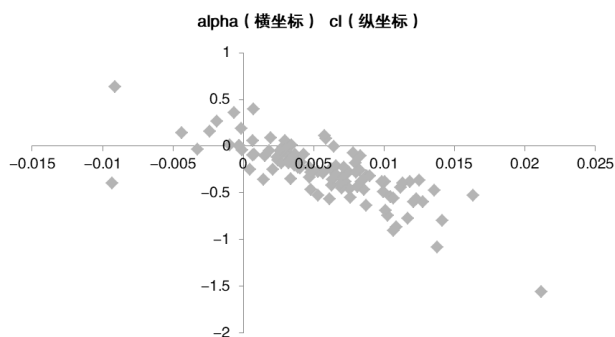
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表46 偏债混合型股票部分的业绩归因

风格因子	18 年暴露值 (平均值)	19 年暴露值 (平均值)
选股能力	0.0054	0.0056
择时能力	-0.2609	-0.0913

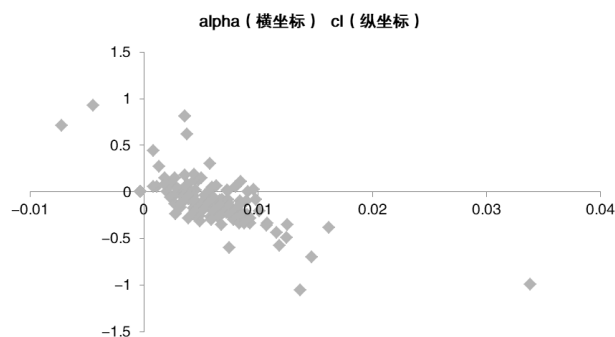
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表47 偏债混合型 18 年股票-选股和择时散点图



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表48 偏债混合型 19 年股票-选股和择时的散点图

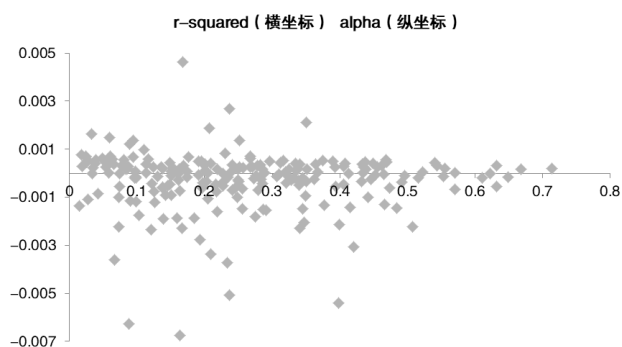


资料来源: WIND, 平安证券研究所

## 4.5 灵活配置型基金的业绩归因分析

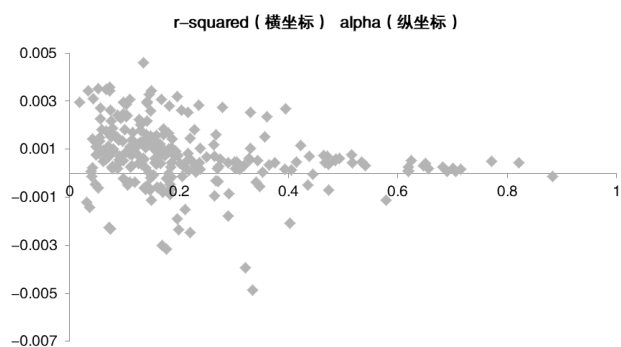
对灵活配置型基金的全部样本进行业绩分解，从结果看，模型效果较好。1) 债券部分的模型  $R^2$  主要分布在 0~0.5 的区间，效果较差。可能的原因是灵活配置型基金的仓位相对更高，仓位变动的幅度更大，在模拟的时候相对误差可能较大。2) 股票部分的模型  $R^2$  主要分布在 0.4~1.0 的区间，效果好。3) 从模型 alpha 值看，债券部分的 alpha 不明显 (18 年比较均匀的分布在 0 值上下，19 年正值多)，部分具有 alpha 能力；股票部分的 alpha 非常明显 (基本都在 0 值上方)，基本都具备 alpha 能力。

图表49 灵活配置型 18 年债券- $R^2$  和 alpha 的散点图



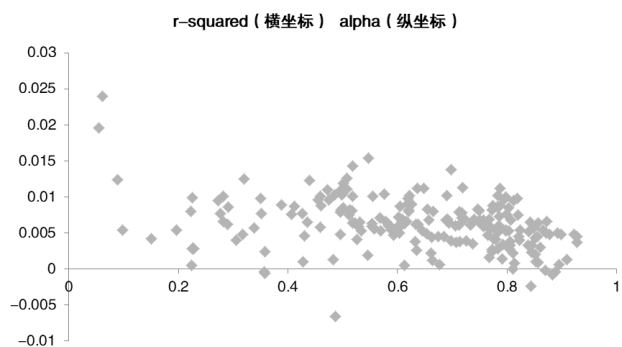
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表50 灵活配置型 19 年债券- $R^2$  和 alpha 的散点图



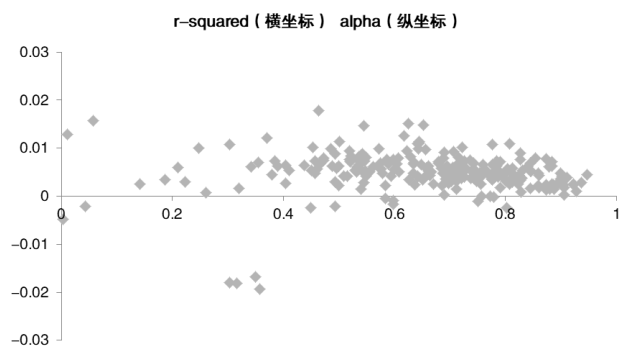
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表51 灵活配置型 18 年股票- $R^2$  和 alpha 的散点图



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表52 灵活配置型 19 年股票- $R^2$  和 alpha 的散点图



资料来源: WIND, 平安证券研究所

从债券部分和股票部分的业绩归因结果看: 1) 债券部分的业绩归因结果基本和之前报告保持一致, 主要暴露在久期和信用利差上, 可转债次之, 期限结构和评级利差均不明显。2) 股票部分的业绩归因显示基金基本都具备一定的选股能力。从股票业绩归因的散点图来看, 相比较二级债基和偏债混合型基金, 灵活配置型基金中有较多的基金同时具有选股能力和择时能力。

图表53 灵活配置型债券部分的业绩归因

风格因子	18 年暴露值 (平均值)	19 年暴露值 (平均值)
久期	0.3320	0.2121
期限结构	-0.0197	0.1046
信用利差	<b>0.4350</b>	<b>0.1450</b>
评级利差	-0.1694	0.1943
可转债	0.0213	0.0392

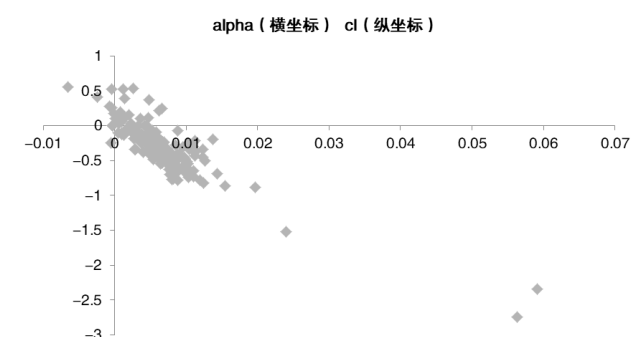
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表54 灵活配置型股票部分的业绩归因

风格因子	18 年暴露值 (平均值)	19 年暴露值 (平均值)
选股能力	<b>0.0047</b>	<b>0.0066</b>
择时能力	-0.0494	-0.3119

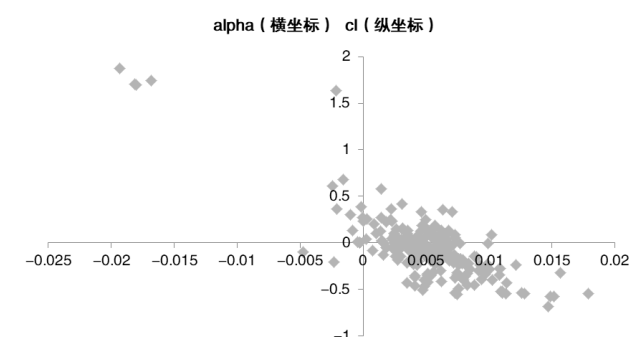
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表55 灵活配置型 18 年股票-选股和择时散点图



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表56 灵活配置型 19 年股票-选股和择时的散点图



资料来源: WIND, 平安证券研究所

## 五、 泛二级债基的产品优选和推荐

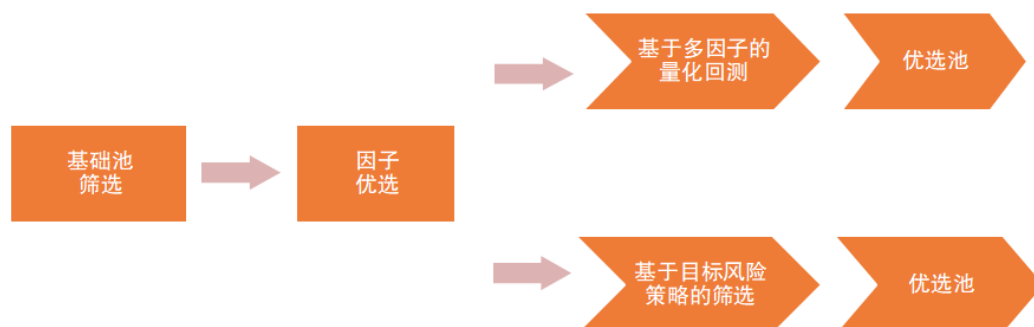
### 5.1 产品优选逻辑

泛二级债基的产品优选流程也和《债券基金序列研究(上): 纯债基金的业绩归因与优选 20200423》报告基本保持一致, 分为基础池筛选、因子优选和优选三个主要步骤。

- 1) 基础池筛选: 已经在第二章进行了确定, 后期每年在基金发布四季报后对样本池进行调整。
- 2) 因子优选: 在具体优选因子的选择上, 主要分股债配置能力、债券管理能力和股票管理能力三个维度。其中股债配置能力采用单位基金资产的股票收益能力、股票仓位、股票仓位调整幅度等来度量; 债券管理能力采用年化收益、标准差、最大回撤、夏普比率、久期管理、期限结构、信用利差、评级利差和可转债能力共九个因子; 股票管理能力采用年化收益、标准差、最大回撤、夏普比率、选股能力和择时能力六个因子。
- 3) 优选上, 主要从两个角度去分别进行: 一是基于多因子的量化模型, 优选出未来业绩特征明显的优秀基金; 二是基于目标风险的投资策略, 根据策略依赖的因子, 结合定性分析筛选出符合要求的基金。



图表57 泛二级债基的优选流程



资料来源：平安证券研究所

## 5.2 基于多因子量化模型的优选和推荐

按照多因子量化模型对三类基金分别进行回测和产品优选，研究的样本范围是 18~19 两年，不考虑 2020 年的业绩和报告期各种数据。具体模型按照如下规则构建：1）因子值的选择用该指标在同类型中的排名得分来度量；2）每个指标的权重主要依赖对本类型基金的因子分析和专家经验来共同确定；3）通过综合得分对所有样本进行排名，然后对排名进行分组，优选出得分排名前 10% 的基金作为优选池；4）最后结合基金规模、基金经理和基金公司等定性分析手段，在优选池中进行重点基金推荐。

### 5.2.1 二级债基的量化优选

142 只符合条件的基金经过筛选后的优选池包括 14 只产品。

图表58 20 年 6 月二级债基优选池

得分排名	基金代码	基金简称	20Q1 规模 (亿元)	18~19 年 收益 (%)	20 年截止 6 月 5 日 收益 (%)	基金经理	任职该 基金年限
1	002351.OF	易方达裕祥回报	161.43	25.14	3.25	张清华,林森	4.39
2	420002.OF	天弘永利债券 A	11.11	12.92	2.56	姜晓丽	7.86
3	050016.OF	博时宏观回报 AB	58.22	24.04	4.75	王申,王衍胜	5.06
4	000171.OF	易方达裕丰回报	152.46	16.59	1.85	张清华,张雅君	6.42
5	005479.OF	安信永泰	28.78	15.50	2.44	肖芳芳,王涛,钟光正	2.45
6	470018.OF	汇添富双利 A	15.61	14.25	3.70	吴江宏	1.70
7	002521.OF	永赢双利 A	28.13	17.85	0.54	李永兴,乔嘉麒,陆海燕,万纯	2.53
8	050023.OF	博时天颐 A	15.04	21.75	6.33	王衍胜,王申	2.23
9	004025.OF	融通收益增强 A	13.52	17.21	1.09	张一格	2.78
10	002738.OF	泓德裕康 A	23.24	16.73	5.32	李倩,毛静平	3.91
11	002932.OF	圆信永丰强化收益 A	14.40	13.91	1.43	李明阳,林铮	2.44
12	002651.OF	东方红汇利 A	37.41	15.97	-0.38	饶刚,孔令超,徐觅	3.87
13	485111.OF	工银瑞信双利 A	248.02	19.36	2.55	欧阳凯,宋炳坤,魏欣	9.82
14	040012.OF	华安强化收益 A	0.87	14.37	3.87	苏玉平	8.90

资料来源：Wind，平安证券研究所

## 二级债基重点推荐产品：

**易方达裕祥回报（002351.OF）**：成立于 2016 年 1 月 22 日，20 年 Q1 规模 161.43 亿元。该基金成立至今（6 月 16 日）累计收益 43.90%，年化收益 10.94%，同类排名前 1/10。业绩非常稳定，每年收益均是正值。该基金在债券久期管理、信用利差、评级利差、可转债上能力均比较均衡。基金在股票持仓持续保持较高水平，显示在较强的选股能力。该产品采取双基金经理制，基金经理张清华和林森从业经验非常丰富。其中张清华有近 7 年的基金经理经验，获得过多次基金金牛奖，所管产品均在排同类排名前 1/5，管理能力非常突出。林森有近 5 年的基金经理经验，其管理的多只产品均业绩非常突出，有丰富的股债混合型基金管理经验。

**天弘永利债券（420002.OF）**：成立于 2008 年 4 月 18 日，20 年 Q1 规模 11.11 亿元。该基金成立至今（6 月 16 日）累计收益 86.37%，年化收益 5.25%。该基金的业绩也比较稳定，收益几乎每年都均为正值。在债券上的久期和信用利差管理能力较强。该基金在股票持仓上比较灵活，收益较高，体现出较强的股债资产配置能力和选股能力。基金经理姜晓丽有近 8 年的基金经理经验，获得过多次基金金牛奖，管理能力突出。

## 5.2.2 偏债混合型基金的量化优选

103 只基金经过筛选后的优选池包括 10 只基金。

图表59 20 年 6 月偏债混合型基金优选池

得分排名	基金代码	基金简称	20Q1 规模 (亿元)	18~19 年 收益 (%)	20 年截止 6 月 5 日 收益 (%)	基金经理	任职该基金年限
1	001182.OF	易方达安心回馈	14.71	32.46	5.60	张清华,林森	5.04
2	004888.OF	财通资管鑫逸 A	0.45	15.36	6.76	宫志芳,于洋	2.78
3	002767.OF	泰康宏泰回报	12.99	17.88	2.85	桂跃强,蒋利娟	4.01
4	001203.OF	东方红稳健精选 A	6.77	19.28	2.44	纪文静,孔令超	4.92
5	004946.OF	汇添富盈润 A	0.62	14.03	3.75	吴江宏	0.79
6	002783.OF	东方红价值精选 A	3.70	20.41	4.88	纪文静	3.72
7	003331.OF	博时乐臻	12.48	24.09	3.50	王申	0.66
8	000932.OF	前海开源睿远稳健增利 A	5.52	22.79	3.92	刘静,谭荐丰	5.41
9	005014.OF	泰康景泰回报 A	3.56	13.56	4.15	黄钟,宋仁杰	0.43
10	001309.OF	东方红睿逸	12.31	16.76	2.28	纪文静,孔令超	4.92

资料来源：Wind，平安证券研究所

## 偏债混合型基金重点推荐产品：

**泰康宏泰回报（002767.OF）**：成立于 2016 年 6 月 8 日，20 年 Q1 规模 12.99 亿元。该基金成立至今（6 月 16 日）累计收益 38.23%，年化收益 8.37%。基金业绩稳定，成立以来每年收益都为正值。该基金在债券上具有较强的久期和信用利差管理能力。在股票持仓上比较灵活，收益高，体现出较强的股债资产配置能力和选股能力。该基金采用双基金经理制，基金经理桂跃强和蒋利娟从业经验非常丰富。其中桂跃强有近 9 年的基金管理经验，获得过多次基金金牛奖，在股票管理上具有丰富的经验。蒋利娟有 5 年的基金管理经验，也多次获得基金金牛奖，在债券上具有丰富的投资经验。

**东方红稳健精选 (001203.OF)**：成立于 2015 年 4 月 17 日，20 年 Q1 规模 6.77 亿元。该基金成立至今（6 月 16 日）累计收益 49.30%，年化收益 8.06%。该基金的业绩稳定，成立至今每年收益都为正值。该基金在债券上具有较强的久期和信用利差管理能力。基金的股票持仓持续保持较高水平，收益高，体现出较强的选股能力。该基金采用双基金经理制，基金经理纪文静和孔令超从业经验都比较丰富。其中纪文静有 5 年多的基金管理经验，所管理的基金业绩均较出色，有丰富的债券投资经验。

### 5.2.3 灵活配置型基金的量化优选

233 只基金经过筛选后的优选池包括 20 只基金。

图表60 20 年 6 月二级债基优选池

得分排名	基金代码	基金简称	20Q1 规模 (亿元)	18~19 年收益 (%)	20 年截止 6 月 5 日收益 (%)	基金经理	任职该基金年限
1	002095.OF	博时新收益 A	2.42	30.80	-1.82	王曦,过钧	4.35
2	001650.OF	工银瑞信丰收回报 A	3.42	14.77	4.64	何秀红,郭雪松	4.63
3	001522.OF	博时新策略 A	3.50	20.46	3.44	王曦,杨永光	4.55
4	003839.OF	易方达瑞通 A	8.26	22.20	4.65	林森	3.27
5	003882.OF	易方达瑞弘 A	7.56	25.89	4.59	林森	3.27
6	002009.OF	中欧瑾通 A	8.21	15.88	2.52	张跃鹏,华李成	4.54
7	002574.OF	招商瑞庆 A	4.99	22.70	2.98	余芽芳,王垠	3.16
8	002434.OF	中银宏利 A	4.92	20.81	5.35	宋殿宇	1.42
9	519627.OF	银河君润 A	6.71	13.61	4.01	刘铭,余科苗	3.12
10	001110.OF	中欧瑾泉 A	6.48	14.16	4.17	张跃鹏,余罗畅	4.42
11	003966.OF	中银润利 A	5.16	20.02	4.97	宋殿宇	1.42
12	001801.OF	汇添富达欣 A	2.28	5.20	6.35	曾刚,郑慧莲	1.93
13	004932.OF	招商丰拓 A	1.52	23.44	1.24	侯杰	1.62
14	673120.OF	西部利得新富	1.13	12.98	13.79	林静,韩丽楠	2.99
15	002261.OF	中银宝利 A	5.19	20.41	4.68	宋殿宇	1.42
16	002430.OF	中银丰利 A	5.06	20.45	7.68	杨成	3.84
17	673071.OF	西部利得新动力 A	1.47	16.66	9.55	韩丽楠,林静	3.29
18	004608.OF	长信乐信 A	2.39	20.98	4.01	黄韵,朱垚	2.46
19	004829.OF	北信瑞丰兴瑞	3.39	16.71	3.31	黄祥斌	2.73
20	001499.OF	国投瑞银新增长 A	2.46	17.61	6.71	桑俊	4.03

资料来源：Wind，平安证券研究所

### 灵活配置型基金重点推荐产品：

**博时新收益 (002095.OF)**：成立于 2016 年 2 月 4 日，20 年 Q1 规模 2.42 亿元。该基金成立至今（6 月 16 日）累计收益 39.19%，年化收益 7.86%。该基金业绩稳定，成立以来除今年外每年收益都为正值。该基金在债券上具有较强的久期、信用利差和可转债管理能力。股票持仓持续保持较高水平，收益高，体现出较强的选股能力。该基金采用双基金经理制，基金经理过钧和王曦从业经验丰富。其中过钧有近 16 年的基金管理经验，获得多次基金金牛奖，在债券上具有非常丰富的投资经验。

工银瑞信丰收回报 (001650.OF)：成立于 2015 年 10 月 27 日，20 年 Q1 规模 3.42 亿元。该基金成立至今 (6 月 16 日) 累计收益 32.40%，年化收益 6.23%。该基金业绩稳定，成立以来除 2016 年外其余每年收益都为正值。该基金在债券上具有较强的久期和期限结构管理能力。基金在股票持仓上比较灵活，收益高，体现出较强的股债资产配置能力和选股能力。该基金采用双基金经理制，其中基金经理何秀红有 9 年多的基金管理经验，所管理的多只产品均业绩突出，在债券上具有非常丰富的投资经验。

### 5.3 基于目标风险策略的优选和推荐

基于目标风险策略的优选和推荐上，可以基于泛二级债基的产品风险特点，实现产品风险和投资者的风险匹配。泛二级债基按照产品风险可以分为两类：一是典型的“固收+”策略，绝大部分资产投向债券，少量投资于股票或者可转债等偏权益类资产，特点是收益稳定，最大回撤小；一种是偏债的灵活配置策略，主要资产投向债券，股票或者可转债等偏权益资产的配置比较灵活，可随着市场进行较大幅度的调整，因此波动相对较大，最大回撤稍高。基于这两种策略，分别进行优选。

#### 5.3.1 典型“固收+”策略下的优选

这类策略下，样本选择的是 2019 年四个报告期股票平均仓位在 15%以下，加上可转债后仓位整体在 20%以内的基金。优选时参考多因子量化模型中的因子和算法，在权重设置环节相应提高债券相关因子的权重，降低股票相关因子的权重。筛选时还剔除了 18~19 年最大回撤超过 3% 的基金，最后筛选出 8 只基金。从结果看，8 只基金的年化收益均在 7% 以上，最大回撤不超过 3%，股票和转债资产占比在 15% 左右，体现出收益稳定，回撤小的“固收+”特点。

图表61 20 年 6 月典型“固收+”策略下的优选池

序号	基金代码	基金简称	类型	20Q1 规模 (亿元)	19 年股票+转债占比 (%)	18~19 年收益 (%)	18~19 年最大回撤 (%)	20 年截止 6 月 5 日收益 (%)	基金经理
1	004025.OF	融通收益增强 A	二级债基	13.52	11.75	17.21	-2.23	1.09	张一格
2	233012.OF	大摩多元收益 A	二级债基	49.28	18.02	17.15	-2.71	1.54	李轶
3	485111.OF	工银瑞信双利 A	二级债基	248.02	14.02	19.36	-1.21	2.55	欧阳凯,宋炳坤,魏欣
4	000436.OF	易方达裕惠回报	偏债混合	32.36	15.52	17.40	-1.94	1.37	胡剑
5	004446.OF	南方荣年定期开放 A	偏债混合	2.78	13.97	16.89	-0.77	2.98	黄斌斌
6	001289.OF	银华汇利 A	灵活配置	7.60	10.90	14.14	-1.33	2.70	吴文明
7	001136.OF	易方达裕如	灵活配置	5.83	16.08	14.43	-2.07	2.39	李一硕
8	003030.OF	安信新目标 A	灵活配置	8.03	11.38	14.81	-2.05	4.28	聂世林,潘巍

资料来源：Wind，平安证券研究所

#### 5.3.2 偏债灵活配置策略下的优选

这类策略下，样本选择的是 2019 年四个报告期股票平均仓位在 15% 以上，加上可转债后仓位在 20% 以上的基金。优选时参考多因子量化模型中的因子和算法，在权重设置环节相应降低债券相关因子的权重，提高股票相关因子的权重。筛选时还剔除了 18~19 年最大回撤超过 8% 的基金，最后筛选出 8 只基金。8 只基金的年化收益均在 10% 以上，最大回撤在 5% 左右，股票和转债资产占比在 20% 到 50% 之间，体现出收益较高，最大回撤较高的特点。

图表62 20年6月偏债灵活配置策略下的优选池

序号	基金代码	基金简称	类型	20Q1 规模 (亿元)	19 年股票 +转债占比 (%)	18~19 年 收益 (%)	18~19 年 最大回撤 (%)	20 年截止 6 月 5 日 收益 (%)	基金经理
1	002351.OF	易方达裕祥 回报	二级债基	161.43	39.43	25.14	-6.04	3.25	张清华,林 森
2	002783.OF	东方红价值 精选 A	偏债混合	3.70	42.65	20.41	-7.61	4.88	纪文静
3	003331.OF	博时乐臻	偏债混合	12.48	53.64	24.09	-5.78	3.50	王申
4	003882.OF	易方达瑞弘 A	灵活配置	7.56	29.88	25.89	-4.10	4.59	林森
5	002574.OF	招商瑞庆 A	灵活配置	4.99	25.76	22.70	-6.14	2.98	余芽芳,王 垠
6	002434.OF	中银宏利 A	灵活配置	4.92	20.33	20.81	-2.58	5.35	宋殿宇
7	002430.OF	中银丰利 A	灵活配置	5.06	20.90	20.45	-4.95	7.68	杨成
8	001635.OF	万家瑞益 A	灵活配置	3.38	32.20	20.26	-7.95	-1.27	李文宾,周 潜玮

资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 六、总结和展望

本篇报告是债券类基金系列研究的中篇报告，主要对泛二级债基中的二级债基、偏债混合和灵活配置型基金三种类型进行了业绩分解、业绩归因和产品优选等方面的研究。

报告重点就泛二级债基分析的最大难点，如何评价股债配置能力，如何分解股债业绩和业绩归因进行了深入分析。报告提出了两种分析方法：一种是基于基金单位资产的股票收益能力、基金持仓特征等以定性为主的分析方法；一种是基于基金持仓模拟法，将基金业绩分为股票和债券部分，然后分别对股债进行业绩归因的以定量为主的分析方法。从具体的实证研究来看，两种方法对泛二级债基的研究都有明显的效果，可以有效的分析基金的整体股债配置能力、债券的管理能力（久期、期限结构、信用利差、评级利差、可转债）、股票的管理能力（选股、择时）等。

基于对泛二级债基的管理能力分解，对影响基金业绩的各个因子进行量化分析后，报告提供了两个维度的基金优选和产品推荐。一个维度是基于纯量化的手段，分别对三类基金进行指标排名和权重分配，分别优选出得分前 10% 的基金作为优选池，并基于基金规模、历史业绩、基金经理等因素，合计重点推荐了 6 只基金。另一个维度是基于目标风险策略下的产品优选，分别按照“固收+”策略（股票和可转债合计占比小于 20%，回撤小）和偏债的灵活配置策略（股票和可转债合计占比 20% 以上，回撤稍大）进行优选，两种策略分别优选出 8 只产品。

同时在泛二级债基的研究中，也发现了一些潜在的问题和未来的完善空间。一是基金持仓模拟法对于股票持仓比例较高（20%-40%之间）的泛二级债基，误差稍大；二是泛二级债基多数都偏好打新操作，并且有些基金的打新能力非常出色，目前的业绩分解中没有将其进行单独拆分，可能会影响对股票部分的业绩归因和能力判断；三是可转债的业绩风险和纯债相差较大，目前是将合并到债券部分一起进行业绩归因，后期可以将其进行拆解，可以更精确的度量该基金的可转债和纯债部分的管理能力。

债券基金系列研究报告既可以服务机构投资者，为其投资泛二级债基提供量化研究支持和定性研究支持，也可以服务银行等基金代销机构，为其服务稳健型投资者提供基金优选框架和基金池支持。本序列报告的第三篇将重点对可转债基金这一风格品种进行分析和优选，敬请期待。

## 七、 风险提示

1) 本报告主要采用数量化分析,可能存在股债分解模型误差、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) 对泛二级债基来说,权益类市场的未来走势和基金经理的风格变化将会影响模型的效果。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  $\pm 10\%$  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  $\pm 5\%$  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：

此报告旨在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

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 5033 号平安金融中心 62 楼 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 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