

● 证券研究报告 ●

# 固收+FOF：收益来源拆解与组合构造性价比比较

证券分析师：蒋辛 A0230521080002 邓虎 A0230520070003

研究支持：肖逸芳 A0230122100008

2024.8.1



# 主要内容

---

1. 固收+FOF与固收+基金的竞争格局
2. 如何拆解绩优固收+FOF的业绩来源?
3. 大类资产择时策略：仓位择时的胜率与赔率
4. 基金类型配置策略：哪种组合构造策略更优?
5. 风险提示及声明

# 1.1 固收+FOF发展历程：固收+FOF是当前规模最大、数量最多的策略

- **成立初期**：2017/10/19全市场第一只定位固收+策略的FOF南方全天候策略成立
- **集中成立**：2021-2022年固收+策略的FOF集中成立，该阶段固收+FOF数量逐渐超越平衡型、权益型FOF产品。
- **现阶段**：当前，固收+FOF的数量最多、规模最大，是全市场最受欢迎的一类FOF策略。

注：债券型FOF、固收+FOF、平衡型FOF与权益型FOF分别对应穿透后股票仓位小于5%、5%-30%、30%-60%、60%以上的FOF

图1：不同股票仓位的FOF产品数量变化

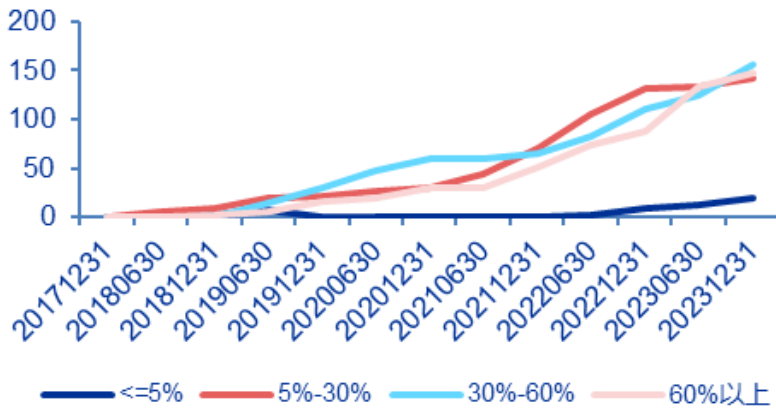


表1：各类型FOF的数量及规模分布

仓位类型	产品数量	规模合计 (亿元)
债券型FOF	15	33.99
固收+FOF	163	507.16
平衡型FOF	155	401.46
权益型FOF	132	402.49
<b>合计</b>	<b>465</b>	<b>1345.10</b>

资料来源：wind，申万宏源研究；数据截至：2024/6/30；  
注：按-年或成立以来穿透后平均股票仓位水平划分基金类型；尚未公布仓位数据的产品不纳入统计范畴

表2：成立时间较早的固收+FOF

名称	成立时间	基金经理	近三年平均仓位 (%)
南方全天候策略A	2017-10-19	夏莹莹,李文良	28.84
建信福泽安泰A	2017-11-02	姜华,王志鹏,姚波远	25.64
宏利全能优选A	2017-11-02	张晓龙	12.66
华夏聚惠稳健目标A	2017-11-03	卢少强,孟清扬	22.39
长信稳进资产配置	2018-09-05	李宇,潘媛	27.72
前海开源裕泽定开	2018-11-22	李赫	19.48
万家稳健养老(FOF)A	2018-12-13	徐朝贞	17.11
富国鑫旺稳健养老一年持有A	2018-12-13	张子炎	16.52
广发稳健养老目标一年持有A	2018-12-25	曹建文,朱坤	28.09
建信优享稳健养老一年A	2019-01-31	姜华,刘琛,王志鹏	21.70

资料来源：wind，申万宏源研究；数据截至：2024/6/30；  
注：按-年或成立以来穿透后平均股票仓位水平划分基金类型

# 1.2 固收+FOF的仓位中枢及定位：中仓位固收+FOF最受市场欢迎

- **固收+的概念宽泛，产品间风险定位悬殊：**参照以往对于固收+基金的仓位类型划分，可以将固收+FOF分为低仓位（5%-15%）、中仓位（15%-25%）、高仓位（25%-30%）三类，分别对应由低到高三种风险系数，从三类产品近三年的风险指标分布上看，尽管三类产品间的仓位差异较小但风险定位差异却很大
- **中仓位固收+FOF的产品最受市场欢迎：**当前，布局该中枢水平的产品数量最多、规模最大，代表产品包括交银安享稳健养老一年、交银招享一年持有等
- **低仓位、高仓位固收+FOF的规模都比较小：**当前，两类产品中单基金规模最大的产品分别为易方达如意安泰、南方全天候策略，规模分别为9.36亿元、17.01亿元，其他同策略产品的规模普遍较小

表3：各仓位类型FOF的数量及规模分布

仓位类型	仓位中枢	产品数量	产品规模 (亿元)
低仓位	5-10%	13	14.26
	10%-15%	11	17.40
中仓位	15%-20%	52	229.95
	20%-25%	51	160.85
高仓位	25%-30%	21	54.85

图2：各仓位类型FOF近三年的风险指标

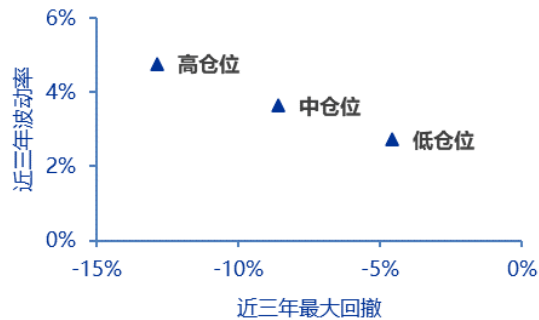


表4：各仓位类型FOF的代表产品

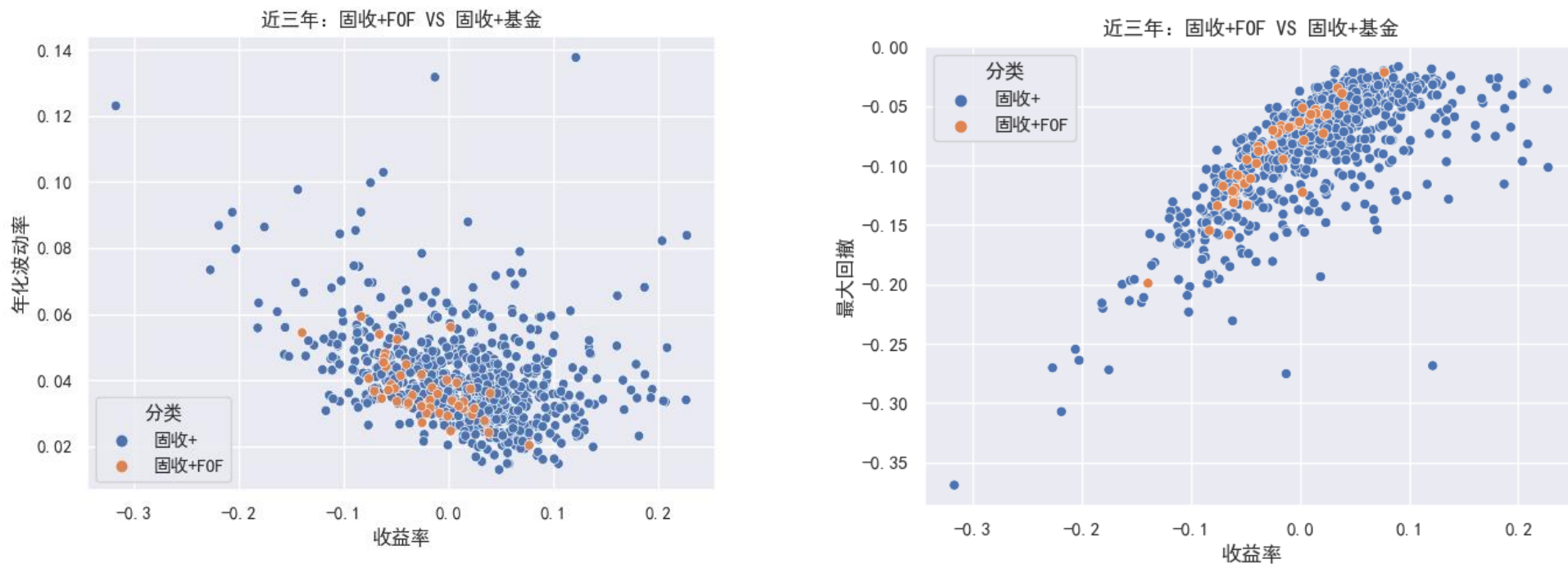
仓位类型	名称	基金经理	规模 (亿元)	近三年/成立以来平均仓位 (%)
低仓位	易方达如意安泰一年A	张浩然,张振琪	9.36	11.51
	兴证全球优选稳健六个月持有A	丁凯琳,刘潇	5.33	9.07
	华夏保守养老A	李晓易	2.93	12.88
	平安盈福6个月持有A	李正一	2.36	7.42
中仓位	广发安泰稳健养老一年持有A	曹建文	2.17	13.94
	交银安享稳健养老一年A	蔡铮,刘兵	51.02	17.79
	交银招享一年持有A	刘兵	27.15	17.73
	汇添富添福盈和稳健养老目标一年持有A	蔡健林,李彪	18.37	22.96
	民生加银康宁稳健养老一年A	苏辛	16.31	20.98
	南方富誉稳健养老一年A	李文良	16.07	22.42
高仓位	南方全天候策略A	夏莹莹,李文良	17.01	28.84
	民生加银优享6个月定开	孔思伟,代宏坤	5.67	29.53
	广发稳健养老目标一年持有A	曹建文,朱坤	4.83	28.09
	南方富瑞稳健养老目标一年持有A	李文良	4.80	27.15
	易方达汇康稳健养老目标一年持有A	张浩然	.	.

资料来源：wind，申万宏源研究；数据截至：2024/6/30；注：按21-23年或成立以来穿透后平均股票仓位水平划分基金类型；已剔除部分仓位数据不足2期和仓位变化较为异常的基金

## 1.3 固收+FOF竞争力分析：进一步分散风险并提升投资者持有体验

- **基金中基金策略可以进一步分散投资风险，降低尾部风险并提高投资者持有体验：** 尽管近三年权益市场整体表现不佳，但这恰巧可以考验基金中基金策略的风险分散特征是否在逆境市场下形成优势。从结果上看，在相同收益率下，固收+FOF的波动率、最大回撤等风险指标表现明显好于固收+基金整体水平，从侧面印证基金中基金策略的确对风险起到进一步分散的作用，降低尾部风险并可以给投资者带来更好的体验。

图3：近三年固收+与固收+FOF的收益风险特征对比



资料来源：wind，申万宏源研究；数据截至：// ; 注：按照当年穿透后平均股票仓位水平划分基金类型

## 1.3 固收+FOF的竞争力分析：业绩靠前产品市场竞争力较强

- 近年来Calmar比靠前的固收+FOF如下表所示，其中易方达如意安泰一年多次出现在前五大绩优FOF清单。

表5：近三个完整年度Calmar比靠前的5只固收+FOF基金

基金代码	基金简称	成立日	年度	年度规模 (亿元)	年度平均仓位	年度最高仓位	年度最低仓位	收益率	最大回撤	calmar
011557.OF	平安稳健养老一年A	2021-05-07	2023年	2.21	5.12%	5.57%	4.67%	3.72%	-1.61%	2.31
015377.OF	兴证全球优选稳健六个月持有A	2022-04-22		7.49	10.46%	11.00%	9.91%	2.62%	-1.19%	2.21
015155.OF	浦银安盛稳健回报6个月持有A	2022-03-23		0.51	6.57%	7.62%	5.52%	2.55%	-1.22%	2.10
009213.OF	易方达如意安泰一年A	2020-08-14		11.11	13.47%	13.69%	13.25%	2.31%	-1.67%	1.38
015776.OF	财通资管通达未来6个月持有A	2022-07-07		0.20	7.45%	7.57%	7.34%	2.42%	-2.21%	1.09
009174.OF	东方红颐和稳健养老目标两年持有A	2020-06-24	2022年	0.38	14.52%	15.57%	13.48%	0.25%	-3.38%	0.07
013337.OF	创金合信宜久来福3个月持有A	2021-12-08		0.97	7.77%	10.41%	5.14%	-0.02%	-2.23%	-0.01
012106.OF	广发安泰稳健养老一年持有A	2021-07-20		0.23	11.96%	12.09%	11.83%	-0.25%	-2.15%	-0.11
009159.OF	前海联合智选3个月持有A	2020-10-14		3.44	12.49%	12.90%	12.08%	-0.79%	-3.93%	-0.20
009213.OF	易方达如意安泰一年A	2020-08-14		0.02	9.51%	11.83%	7.18%	-0.48%	-2.14%	-0.23
007401.OF	浦银安盛颐和稳健养老一年A	2019-11-26	2021年	26.76	14.20%	16.30%	12.10%	3.90%	-1.08%	3.60
009213.OF	易方达如意安泰一年A	2020-08-14		56.00	11.55%	13.99%	9.10%	5.90%	-1.89%	3.12
010266.OF	兴全安泰稳健养老一年持有A	2020-11-26		26.76	16.59%	17.66%	15.52%	4.95%	-1.68%	2.96
006297.OF	富国鑫旺稳健养老一年持有A	2018-12-13		30.63	14.92%	15.94%	13.90%	4.74%	-1.92%	2.48
005215.OF	南方全天候策略A	2017-10-19		24.93	29.35%	32.42%	26.27%	7.03%	-3.24%	2.17

资料来源：wind，申万宏源研究；数据截至：2023/12/31；注：按照当年穿透后平均股票仓位水平划分基金类型

# 主要内容

---

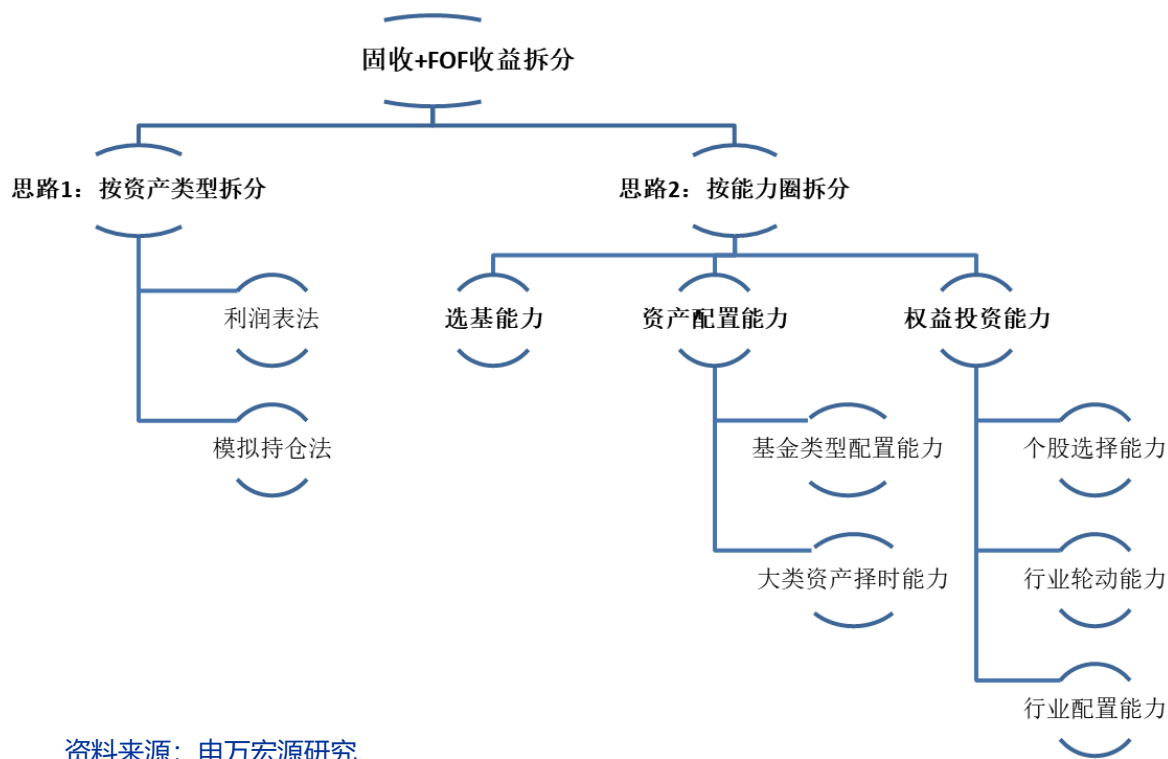
1. 固收+FOF与固收+基金的竞争格局
2. 如何拆解绩优固收+FOF的业绩来源?
3. 大类资产择时策略：仓位择时的胜率与赔率
4. 基金类型配置策略：哪种组合构造策略更优?
5. 风险提示及声明

## 2 如何解析绩优固收+ FOF的收益来源?

### ■ 对固收+FOF进行收益拆分主要有两条思路:

- ① **按照资产类型拆分**: 可进一步分为利润表法、模拟持仓法, 分别解决资产类型收益拆解和基金类型收益拆解两个问题
- ② **按照基金经理能力圈拆分**: 可以按照选基、资产配置、权益投资三个维度展开分析, 分别侧重于基金经理选的基金是否有alpha, 大类资产的配置和择时是否有效, 权益投资的收益增厚效果如何

图4: 固收+FOF的收益拆分思路



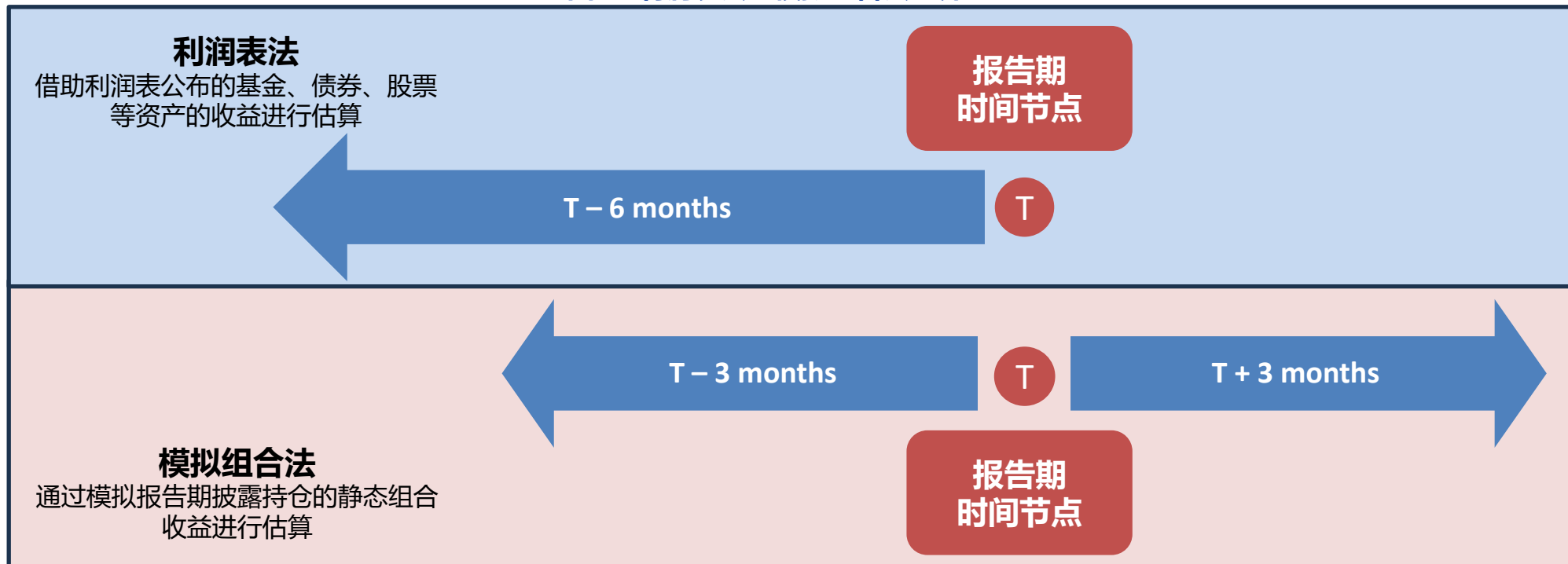
资料来源: 申万宏源研究



## 2.1 固收+FOF的收益拆分思路1：按资产类型拆分收益来源

- **利润表法与模拟组合法的差异在哪？分别适用于什么场景？**
- 对FOF进行收益拆分，主要可以区分成按照大类资产进行收益拆分和按照基金类型进行收益拆分两类，分别通过模拟组合法、利润表法进行。前者通过模拟基金在年报、半年报的投资组合，推算出在基金未调仓情况下的静态投资收益（时间维度上，一般取报告期时点前后3个月共6个月），后者主要通过基金在年报、半年报的披露的利润表数据，推算出报告期内基金各类资产的投资收益情况。

图5：利润表法与模拟组合法差异

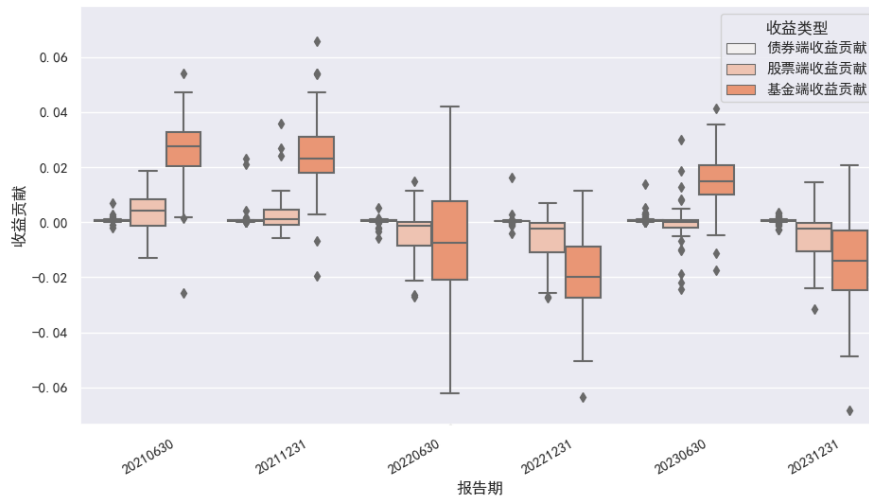


资料来源：申万宏源研究

## 2.1.1 利润表法：FOF的收益主要来自于基金 or 股票 or 债券？

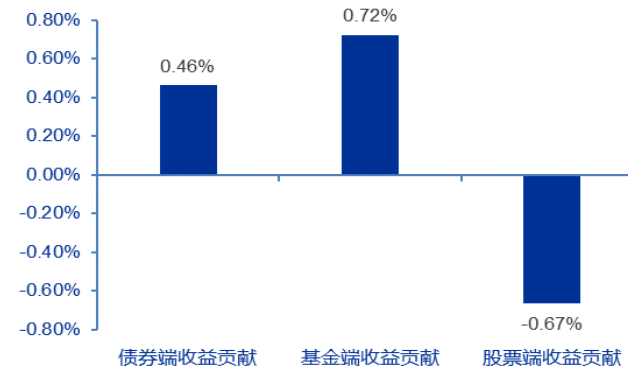
- 根据利润表披露的数据，将报告期收入按大类资产类别拆分，主要用于了解FOF组合收入的构成。主要分为以下三类收益：
  - ① 债券端投资收益 = 债券利息收入 + 债券投资收益 + 债券浮动收益
  - ② 基金端投资收益 = 基金投资产生的股利收益 + 基金投资收益 + 基金浮动收益
  - ③ 股票端投资收益 = 股票投资产生的股利收益 + 股票投资收益 + 股票浮动收益

图6：固收+FOF近三年的利润表收益分布



资料来源：wind，申万宏源研究；数据截至：2023/12/31；  
注：接近三年或成立以来穿透后平均股票仓位水平划分基金类型

图7：固收+FOF近三年利润表累计收益贡献的平均水平

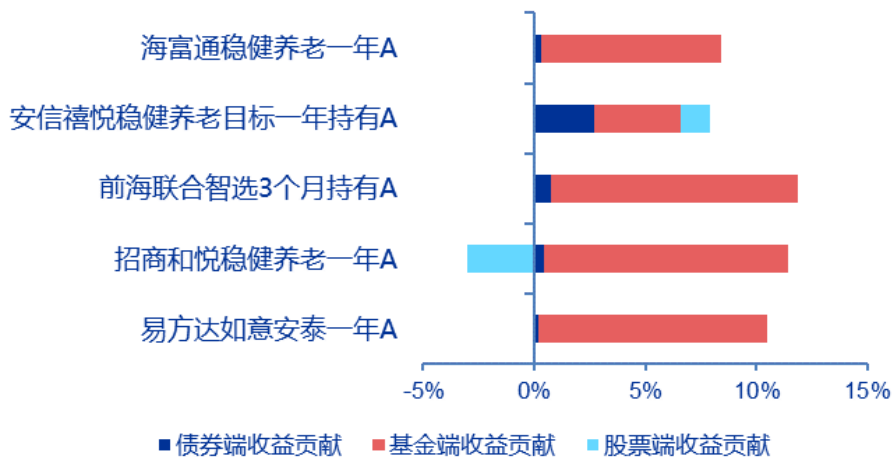


资料来源：wind，申万宏源研究；数据截至：2023/12/31；  
注：接近三年或成立以来穿透后平均股票仓位水平划分基金类型

## 2.1.1 利润表法的实战分析：收益靠前的FOF的收益来源

- **收益靠前的固收+FOF的收益来源分析：**总收益前三的基金在基金端的收益都超过了10%，安信禧悦稳健养老目标一年持有比较特别，债券端投资收益贡献比较高
- **不同资产近三年收益贡献靠前的FOF：**基金投资是FOF最主要的收益来源，近三年在基金投资上收益较高的基金经理包括须智宸、章鸽武、张浩然、张振琪等；直接投资股票的基金经理并非少数（45只披露了6期利润表数据的基金中仅13只股票收益为0），不过近三年权益市场整体表现不佳，绝大多数股票投资收益都是负收益，其中近三年投资股票收益较高的基金经理包括邓达、占冠良等；大多数固收+FOF基金经理都会直接投资债券（45只披露了6期利润表数据的基金中仅1只债券收益为0），其中近三年投资债券收益较高的基金经理包括邓达、占冠良等

图8：收益靠前的5只固收+FOF利润表收益拆分情况（近三年累计）



资料来源：wind，申万宏源研究；数据区间：2021/1/1-2023/12/31；  
注：接近三年或成立以来穿透后平均股票仓位水平划分基金类型

表6：不同资产近三年累计收益贡献靠前的5只固收+FOF

基金投资收益靠前的5只固收+FOF		
基金简称	基金经理	基金端收益贡献
前海联合智选3个月持有A	须智宸	11.17%
招商和悦稳健养老一年A	章鸽武	10.99%
易方达如意安泰一年A	张浩然,张振琪	10.26%
东方红颐和稳健养老目标两年持有A	陈文扬	9.03%
浦银安盛颐和稳健养老一年A	陈曙亮	8.48%
股票投资收益靠前的5只固收+FOF		
基金简称	基金经理	股票端收益贡献
中欧预见养老2025一年持有(FOF)A	邓达	2.44%
安信禧悦稳健养老目标一年持有A	占冠良	1.31%
宏利泰和稳健养老A	张晓龙	0.68%
建信福泽安泰A	姜华,王志鹏,姚波远	0.39%
兴安安泰稳健养老一年持有A	刘潇	0.14%
债券投资收益靠前的5只固收+FOF		
基金简称	基金经理	债券端收益贡献
安信禧悦稳健养老目标一年持有A	占冠良	2.72%
中欧预见养老2025一年持有(FOF)A	邓达	2.15%
建信福泽安泰A	姜华,王志鹏,姚波远	1.08%
长城恒康稳健养老一年A	徐力恒	.%
前海联合智选个月持有A	须智宸	.%

资料来源：wind，申万宏源研究；数据区间：2021/1/1-2023/12/31；  
注：接近三年或成立以来穿透后平均股票仓位水平划分基金类型

## 2.1.2 模拟组合法：FOF的收益主要来自于主动权益基金 or 固收+基金？

- 模拟组合法主要用于了解FOF组合的静态持基收益分布情况，比如主要是主动权益还是固收+或者纯债基金贡献收益较多
- **按单基金类型看：**在主动纯债基金上投资收益最高的FOF是兴全安泰稳健养老一年持有，在被动纯债基金投资商收益最高的FOF是长城恒康稳健养老一年，固收+基金投资收益最靠前的是易方达如意安泰一年，主动权益基金收益贡献最靠前的是华夏聚惠稳健目标

**表7：近三年不同类型基金收益贡献最高的5只固收+FOF**

主动纯债收益贡献靠前的基金			被动纯债收益贡献靠前的基金		
基金简称	基金经理	近三年累计收益	基金简称	基金经理	近三年累计收益
兴全安泰稳健养老一年持有A	刘潇	6.60%	长城恒康稳健养老一年A	徐力恒	3.76%
海富通稳健养老一年A	朱贇	6.22%	摩根锦程稳健养老目标一年(FOF)A	杜习杰,吴春杰	2.16%
交银安享稳健养老一年A	蔡铮,刘兵	6.16%	宏利全能优选A	张晓龙	1.64%
民生加银稳健配置6个月	孔思伟	5.91%	宏利泰和稳健养老A	张晓龙	1.35%
申万菱信稳健养老A	韩玥	5.78%	人保稳进配置三个月持有	叶忻	1.17%
固收+收益贡献靠前的基金			主动权益收益贡献靠前的基金		
基金简称	基金经理	近三年累计收益	基金简称	基金经理	近三年累计收益
易方达如意安泰一年A	张浩然,张振琪	5.32%	华夏聚惠稳健目标A	卢少强,孟清扬	1.27%
前海开源裕泽定开	李赫	4.73%	平安养老2025一年持有A	高莺,李正一	1.11%
国寿安保策略优选3个月持有	张志雄	3.48%	国投瑞银稳健养老一年A	周宏成	0.49%
华夏保守养老A	李晓易	3.32%	国寿安保策略优选3个月持有	张志雄	0.33%
中银安康稳健养老一年A	邢秋羽	2.55%	浦银安盛颐和稳健养老一年A	陈曙亮	0.00%
商品型基金收益贡献靠前的基金			QDII收益贡献靠前的基金		
基金简称	基金经理	近三年累计收益	基金简称	基金经理	近三年累计收益
前海开源裕泽定开	李赫	3.79%	建信福泽安泰A	姜华,王志鹏,姚波远	1.13%
长信稳进资产配置	李宇,潘媛	2.46%	宏利泰和稳健养老A	张晓龙	0.45%
建信福泽安泰A	姜华,王志鹏,姚波远	0.68%	建信优享稳健养老一年A	姜华,刘琛,王志鹏	0.29%
国寿安保稳健养老一年A	张志雄,龙南质	0.44%	华夏聚惠稳健目标A	卢少强,孟清扬	0.28%
兴全安泰稳健养老一年持有A	刘潇	.%	东方红颐和稳健养老目标两年持有A	陈文扬	.%

资料来源：wind，申万宏源研究；数据区间：2021/4/1 - 2024/3/31；注：接近三年或成立以来穿透后平均股票仓位水平划分基金类型

## 2.1.2 模拟组合法的实战分析：收益靠前的FOF的收益来源

- **近三年不同类型基金收益贡献**：主动纯债基金、一级债基和固收+基金是全市场固收+FOF收益贡献最靠前的三类基金，主动权益基金、股票ETF等拖累了组合整体的业绩表现
- **绩优FOF的收益分布情况**：2021/4/1-2024/3/31区间，区间收益最高的5只FOF产品的收益主要来自于固收+、主动纯债和一级债基，主动权益基金、股票ETF等拖累了组合整体的业绩表现，对QDII、商品、股票多空、REITs等投资比较少，个别产品从商品型基金类别的投资为组合带来明显的收益

图9：近三年不同类型基金收益贡献的平均水平



资料来源：wind，申万宏源研究；数据区间：2021/4/1-2024/3/31

表8：区间收益最高的5只固收+FOF的静态持仓收益分布

基金简称	区间总收益	主动权益	股票指数基金	股票ETF	股票	固收+	主动纯债	一级债基	被动债基
易方达如意安泰一年A	8.47%	-0.16%	-0.04%	0.00%	0.00%	5.32%	3.13%	0.79%	0.31%
招商和悦稳健养老一年A	6.91%	-0.02%	0.00%	0.00%	-1.49%	0.81%	3.80%	4.48%	0.00%
前海联合智选3个月持有A	5.41%	-0.83%	0.00%	0.00%	0.00%	1.83%	2.33%	1.20%	0.00%
中欧预见养老2025一年持有(FOF)A	5.26%	-1.88%	0.00%	-2.38%	1.69%	1.53%	1.73%	0.43%	0.46%
前海开源裕泽定开	5.21%	-1.05%	0.17%	-1.37%	0.00%	4.73%	0.46%	0.82%	0.00%

基金简称	静态持仓收益	货基	可转债基金	其他配置型产品	QDII	商品型基金	股票多空	REITs/类REITs	其他
易方达如意安泰一年A	9.46%	0.27%	0.00%	-0.17%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%
招商和悦稳健养老一年A	7.88%	0.01%	0.00%	0.28%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
前海联合智选3个月持有A	5.60%	0.40%	0.00%	0.67%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中欧预见养老2025一年持有(FOF)A	3.15%	0.60%	0.95%	0.00%	0.00%	0.00%	0.03%	0.00%	0.00%
前海开源裕泽定开	8.05%	0.00%	0.00%	0.50%	0.00%	3.79%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：wind，申万宏源研究；数据区间：2021/4/1-2024/3/31

## 2.2 固收+FOF的收益拆分思路2：按基金经理能力圈拆分收益来源

### ■ 固收+FOF的能力圈：资产配置能力、选基能力、权益投资能力

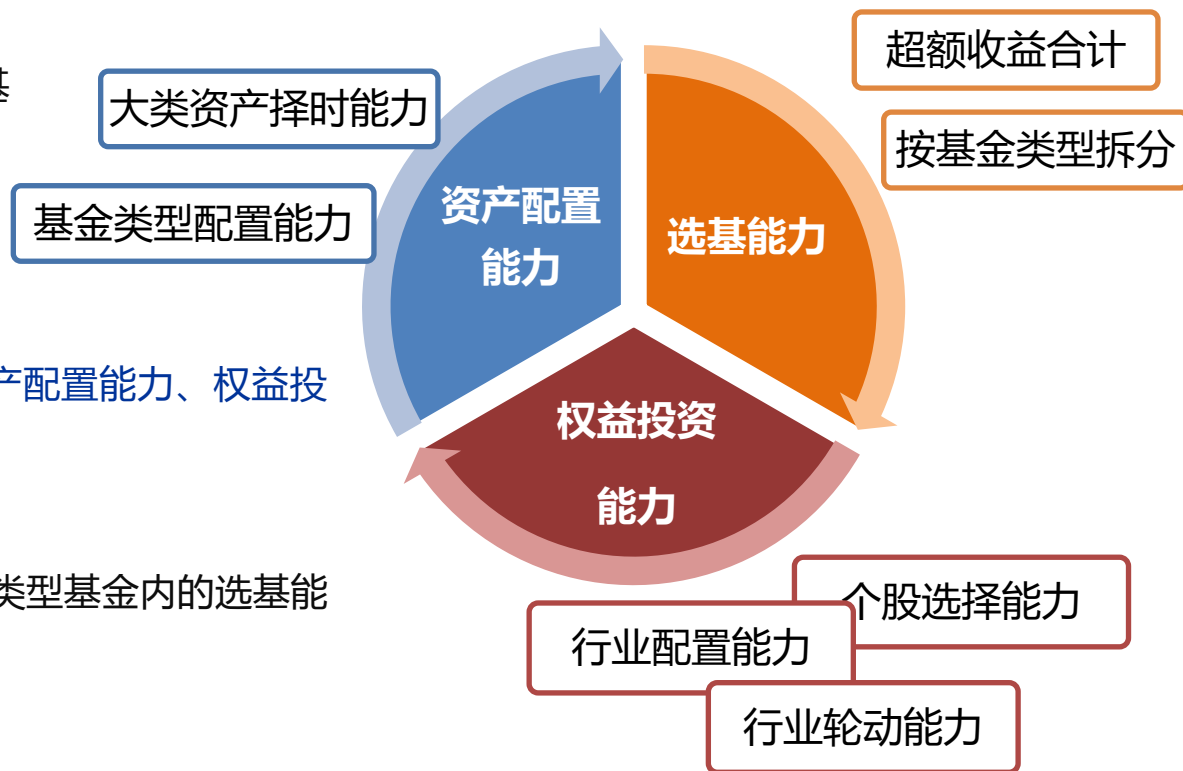
● 从投资逻辑上看，FOF基金经理应当是基于子基金的投资风格标签对其展开投资，而该风格标签主要围绕市值、估值、行业、仓位等维度展开，基于此我们假设：

- ① FOF基金经理通过间接方式投资权益市场时不会穿透到个股层面进行选基
- ② 只有直接投资个股的FOF基金经理涉及个股选择能力
- ③ FOF基金经理的间接投资涉及到资产分布、行业分布的自主判断

● 因此对固收+FOF基金经理投资能力的划分，整体上分为选基能力、资产配置能力、权益投资能力三块：

- ① 资产配置能力，进一步分为大类资产择时能力、基金类型配置能力
- ② 选基能力，不仅关注精选基金能为组合带来的总收益贡献，也关注在各类型基金内的选基能力高低，由此判断基金经理的核心能力圈聚焦于何处
- ③ 权益投资能力，进一步分为行业配置、行业轮动、个股选择三个维度

图10：固收+FOF的能力圈拆解



资料来源：申万宏源研究

## 2.2 固收+FOF的收益拆分思路2：按基金经理能力圈拆分收益来源

### ■ 固收+FOF的选基能力与基金类型配置能力

- 参考Brinson收益拆分的思路，类比去掉交互相应版本的个股选择收益、行业配置收益，进行个基选择收益、基金类型配置收益的计算，并且使用该数字的相对高低表示基金经理选基能力、基金类型配置能力的相对高低。具体而言：

① **如何选择基准指数？** 以全部固收+FOF等权组合为样本

② **收益如何计算？** 以样本组合的各类型子基金为相应类型基金的业绩比较基准，投资比例、收益分别为 $w_i^B$ 、 $r_i^B$ ，目标FOF的各类基金投资比例和收益则为 $w_i^P$ 、 $r_i^P$ ，按照如下公式计算个基选择收益、基金类型配置收益

③ **选基能力雷达图是什么？** 与固收+FOF整体相比，某基金类型i的超额收益 ( $r_i^P - r_i^B$ ) 的分位数高低，越接近100，超额收益贡献越高，即该基金类型的选基能力越强。

图11：固收+FOF的Brinson收益拆分

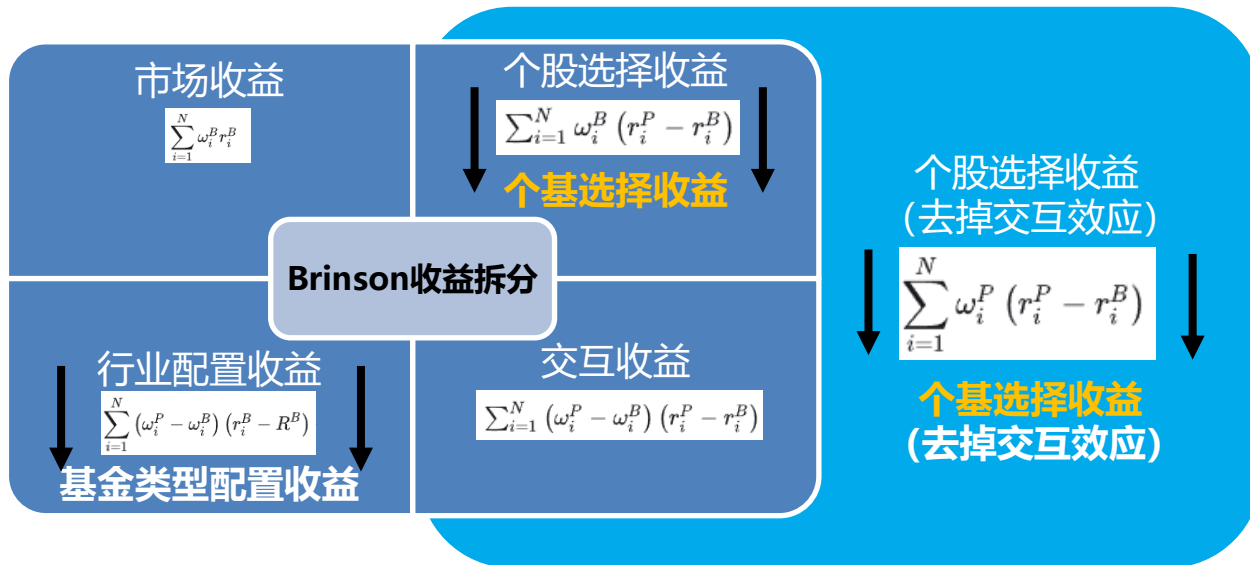
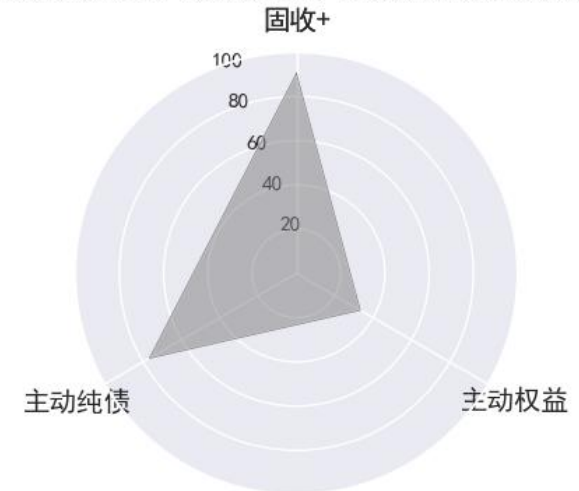


图12：固收+FOF的选基金能力雷达图示意

选基能力雷达图（越接近100，超额收益贡献越靠前）



## 2.2 固收+FOF的收益拆分思路2：按基金经理能力圈拆分收益来源

- **大类资产择时能力**：穿透后，当期超低配资产在报告期前后各2个月时间内的表现，在计算资产收益时选择对应的指数进行替代，计算公式如下

$$\sum_{T=1}^n \sum_{i=1}^4 (Per\_Asset(i, T) - Per\_Asset(i, T - 1)) * Ret\_Asset(T)$$

$Per\_Asset(i, T)$ 表示第*i*资产在T报告期的“配置比例”，但并不是直接用报告期的数据，而是用报告期前2个月的估算数据，即为第*i*资产在T报告期的配置比例/（1+第*i*资产所对应指数在报告期前2个月的涨跌幅）； $Ret\_Asset(T)$ 表示第*i*资产所对应指数在T报告期前后一个半月的收益率数据；股票资产所对应的指数为中证800指数，利率债资产所对应的指数为中债-国开行债券总财富（总值）指数，信用债资产所对应的指数为中债-企业债AAA财富（总值）指数，可转债资产所对应的指数为中证转债指数。

- **行业轮动能力**：穿透后，基金经理相对上一期的行业增减持，为组合所带来的收益（前2个月+后2个月的行业指数收益）

$$\sum_{i=1}^{31} (Per\_Industry(i, T) - Per\_Industry(i, T - 1)) * Ret\_Industry(T)$$

$Per\_Industry(i, T)$ 表示第*i*行业在T报告期的“配置比例”， $Ret\_Industry(T)$ 表示第*i*资产所对应指数在T报告期前2个月+后2个月的行业指数收益；指数收益为31个申万一级行业指数的收益。

- **行业配置能力**：穿透后，基金经理当期相对宽基指数超低配行业，为组合所带来的收益（前两个月+后两个月的行业指数收益）

$$\sum_{i=1}^{31} (Per\_Industry(i, T) - Index\_Industry(i, T)) * Ret\_Industry(T)$$

$Per\_Industry(i, T)$ 表示第*i*行业在T报告期的“配置比例”， $Index\_Industry(i, T)$ 表示宽基指数第*i*行业在T报告期的“配置比例”， $Ret\_Industry(T)$ 表示第*i*资产所对应指数在T报告期前2个月+后2个月的行业指数收益；指数收益为31个申万一级行业指数的收益。

- **个股选择能力**：基金经理所选股票相对该股票所属行业指数的超额收益（前两个月+后两个月的收益）

$$\sum_{i=1}^n (Ret\_Stock(i, T) - Ret\_Industry(i, T)) * Per\_Stock(i, T)$$

$Per\_Stock(i, T)$ 表示第*i*股票在T报告期的“配置比例”， $Ret\_Stock(i, T)$ 表示第*i*股票在T报告期前个月+后个月的行业指数收益； $Ret\_Industry(T)$ 表示第*i*股票所对应行业指数在T报告期前个月+后个月的行业指数收益；指数收益为个申万一级行业指数的收益。



## 2.2 能力圈拆解的实战分析：各项能力突出的基金经理有哪些？

- **选基能力较强的基金经理：**比如张浩然、占冠良、李赫、李晓易、章鸽武等，近三年所选基金相对固收+FOF市场整体水平更强，不过上述基金经理各自擅长的选基领域并不相同，比如张浩然擅长固收+基金的遴选而章鸽武在纯债基金上选基能力较强。
- **资产配置能力较强的基金经理：**1) 基金类型配置能力较强的比如章鸽武、张浩然、陈曙亮等；2) 大类资产择时能力较强的比如李赫、张浩然、张志雄等。
- **权益投资能力较强的基金经理：**1) 所选个股alpha较高的基金经理比如占冠良、邢秋羽、邓达；2) 行业轮动能力比较突出的比如须智宸、李宇等；3) 行业配置能力较强的比如孔思伟、张浩然、占冠良等。

表9：近三年各项能力表现靠前的5只基金

选基能力较强的基金经理			基金配置能力较强的基金经理		
基金简称	基金经理	所处分位数	基金简称	基金经理	所处分位数
易方达如意安泰一年A	张浩然,张振琪	86.36%	招商和悦稳健养老一年A	章鸽武	100.00%
安信禧悦稳健养老目标一年持有A	占冠良	84.09%	易方达如意安泰一年A	张浩然,张振琪	97.73%
前海开源裕泽定开	李赫	79.55%	浦银安盛颐和稳健养老一年A	陈曙亮	95.45%
华夏保守养老A	李晓易	77.27%	前海开源裕泽定开	李赫	93.18%
招商和悦稳健养老一年A	章鸽武	75.00%	东方红颐和稳健养老目标两年持有A	陈文扬	90.91%
大类资产择时能力较强的基金经理			个股选择能力较强的基金经理		
基金简称	基金经理	所处分位数	基金简称	基金经理	所处分位数
前海开源裕泽定开	李赫	100.00%	安信禧悦稳健养老目标一年持有A	占冠良	100.00%
易方达如意安泰一年A	张浩然,张振琪	94.74%	中欧预见养老2025一年持有(FOF)A	邓达	90.91%
国寿安保稳健养老一年A	张志雄,龙南质	89.47%	浦银安盛颐和稳健养老一年A	陈曙亮	77.27%
中欧预见养老2025一年持有(FOF)A	邓达	86.84%	招商和悦稳健养老一年A	章鸽武	72.73%
中银安康稳健养老一年A	邢秋羽	84.21%	长信稳进资产配置	李宇,潘媛	59.09%
行业轮动能力较强的基金经理			行业配置能力较强的基金经理		
基金简称	基金经理	所处分位数	基金简称	基金经理	所处分位数
前海联合智选3个月持有A	须智宸	100.00%	民生加银稳健配置6个月	孔思伟	95.45%
长信稳进资产配置	李宇,潘媛	97.37%	易方达如意安泰一年A	张浩然,张振琪	93.18%
安信禧悦稳健养老目标一年持有A	占冠良	.%	安信禧悦稳健养老目标一年持有A	占冠良	.%
易方达如意安泰一年A	张浩然,张振琪	.%	前海联合智选个月持有A	须智宸	.%
广发稳健养老目标一年持有A	曹建文,朱坤	76.32%	长信稳进资产配置	李宇,潘媛	81.82%

## 2.2 能力圈拆解的实战分析：评估绩优固收+FOF的各项能力表现

### ■ 固收+FOF能力圈重要性评估

- 基于各项能力与基金收益风险指标的RANKIC：我们认为对于绝大多数固收+FOF基金，能力圈重要性上，**基金类型配置能力 > (个股选择能力) > 选基能力 > 大类资产择时能力**
- 从绩优固收+FOF出发：近三年投资业绩稳健的固收+FOF有两大共性，1) 大类资产择时能力并非必要条件，反而仓位中枢的影响比较明显：近三年业绩靠前的固收+FOF的仓位变化不大（变化幅度大多在10%以内），并且并非所有产品的择时能力都很突出，反而仓位中枢的影响比较明显，基本上仓位都不超过20%，其中回撤4%以内的产品，近三年平均仓位水平不超过15%；2) 基金配置能力普遍出色：大多采取“主动纯债、固收+”的投资策略，或者超额收益主要来自于主动纯债、固收+，部分产品的基金配置能力实际来自对商品、QDII等基金的配置，比如前海开源裕泽定开、兴全安泰稳健养老一年持有等

图13：基金收益、Calmar与各项能力的RANKIC

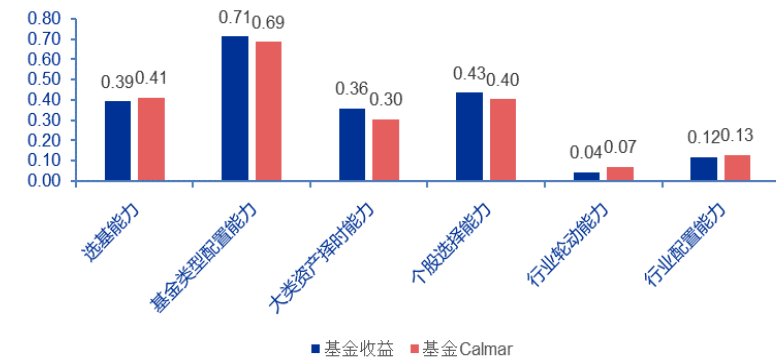


表10：近三年Calmar比靠前的固收+FOF的组合构造特征以及超额收益来源

基金基本信息		近三年		选基超额收益分位数 (越接近100%，超额收益越高)			能力圈分布 (越接近100%，超额收益越高)						收益风险指标		
基金简称	策略分类	平均仓位	仓位极差	主动纯债	固收+	主动权益	选基能力	基金配置能力	大类资产择时能力	个股选择能力	行业轮动能力	行业配置能力	近三年收益	近三年回撤	近三年calmar
易方达如意安泰一年A	主动纯债+固收+	11.51%	6.81%	54.55%	97.67%	67.44%	86.36%	97.73%	94.74%	-	78.95%	93.18%	9.05%	-2.14%	1.37
华夏保守养老A	主动纯债+固收+	12.88%	5.41%	72.73%	74.42%		77.27%	88.64%	22.73%	-	34.09%	68.18%	4.64%	-3.49%	0.44
中欧预见养老2025一年持有	主动纯债+固收+	19.24%	7.73%	2.27%	51.16%	30.23%	25.00%	43.18%	86.84%	90.91%	47.37%	13.64%	6.29%	-4.98%	0.41
东方红颐颐稳健养老目标两年持有	主动纯债+固收+	15.03%	13.96%	4.55%	83.72%	11.63%	61.36%	90.91%	63.16%	36.36%	13.16%	61.36%	3.96%	-3.92%	0.33
招商和悦稳健养老一年A	股票/股票ETF	17.86%	3.92%	75.00%	90.70%		75.00%	100.00%	52.63%	72.73%	63.16%	70.45%	5.65%	-5.69%	0.32
前海联合智选3个月持有A	主动纯债+固收+	14.06%	4.59%	18.18%	62.79%	44.19%	63.64%	86.36%	36.84%	-	100.00%	88.64%	4.39%	-5.62%	0.26
前海开源裕泽定开	主动权益+主动纯债+固收+	19.48%	9.04%	22.73%	67.44%	53.49%	79.55%	93.18%	100.00%	-	18.42%	22.73%	5.41%	-7.30%	0.24
兴全安泰稳健养老一年持有A	主动权益+主动纯债	18.23%	6.52%	77.27%		18.60%	34.09%	65.91%	29.55%	13.64%	68.18%	43.18%	3.32%	-5.29%	0.21
安信禧悦稳健养老目标一年持有A	主动权益+主动纯债+固收+	24.65%	10.83%	95.45%	72.09%	86.05%	84.09%	27.27%	5.26%	100.00%	94.74%	90.91%	4.51%	-12.26%	0.12
海富通稳健养老一年A	主动权益+主动纯债+固收+	20.54%	4.32%	86.36%	76.74%		95.45%	72.73%	68.42%	-	89.47%	84.09%	2.01%	-5.68%	0.12

资料来源：wind，申万宏源研究；数据区间：2021/5/1-2024/4/30；注：近三年或成立以来穿透后平均股票仓位水平划分基金类型；能力圈数据为客观计算，不涉及打分

资料来源：wind，申万宏源研究；数据区间：2021/4/1-//；注：近三年或成立以来穿透后平均股票仓位水平划分基金类型；能力圈数据为客观计算，不涉及打分

# 主要内容

---

1. 固收+FOF与固收+基金的竞争格局
2. 如何拆解绩优固收+FOF的业绩来源?
3. 大类资产择时策略：仓位择时的胜率与赔率
4. 基金类型配置策略：哪种组合构造策略更优?
5. 风险提示及声明

# 3.1 大类资产择时策略：淡化择时 VS 偏好择时

- **恒定仓位策略：**部分固收+FOF的仓位相对恒定，在上下3%的范围内小幅变化，比如民生加银稳健配置6个月、中银安康稳健养老一年、海富通稳健养老一年等基金。
- **仓位择时策略：**部分固收+FOF在仓位层面有积极的调整，仓位变化幅度可能超过20%，比如宏利全能优选、华夏聚惠稳健目标、人保稳进配置三个月持有、浦银安盛颐和稳健养老一年、博时颐泽稳健养老一年持有等。

表11：淡化仓位择时的固收+FOF代表

名称	成立日	规模(亿元)	基金经理	近后期仓位变化	穿透后的股票仓位 (%)					
					20210630	20211231	20220630	20221231	20230630	20231231
民生加银稳健配置6个月	2021-02-25	10.69	孔思伟		18.45	18.90	19.82	19.20	20.69	20.79
中银安康稳健养老一年A	2019-05-08	0.81	邢秋羽		26.84	24.76	23.93	24.54	25.16	22.64
海富通稳健养老一年A	2019-04-25	0.99	朱赟		21.46	17.81	21.53	20.00	22.13	20.32
前海联合智选3个月持有A	2020-10-14	0.02	须智宸		16.67	14.04	12.08	12.90	14.15	14.53
招商和悦稳健养老一年A	2019-04-26	14.06	章鹤武		19.78	19.89	18.49	16.77	15.98	16.26
工银稳健养老A	2020-09-30	2.53	蒋华安		25.11	24.16	25.65	22.26	27.69	26.79
华夏保守养老A	2021-03-12	2.93	李晓勇		12.78	12.27	12.30	9.83	15.24	14.87
万家稳健养老(FOF)A	2018-12-13	5.02	徐朝贞		14.03	16.82	16.42	17.41	17.55	20.43
兴全安泰稳健养老一年持有A	2020-11-26	9.52	刘潇		15.52	17.66	18.18	17.80	18.17	22.04
易方达汇智稳健养老一年A	2019-11-05	1.01	汪玲		27.26	25.14	23.15	25.44	27.88	29.05

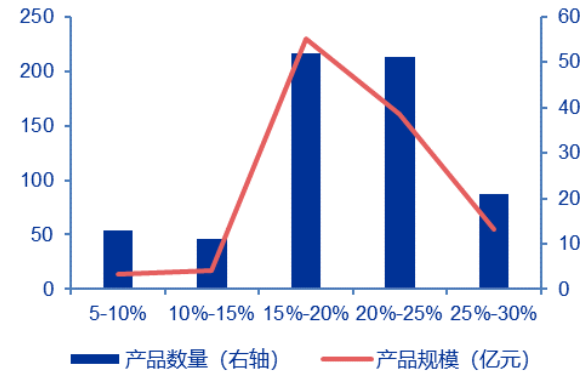
资料来源：wind，申万宏源研究；仓位数据截至：2023/12/31；规模截至2024/6/30

表12：偏好仓位择时的固收+FOF代表

名称	成立日	规模(亿元)	基金经理	近后期仓位变化	穿透后的股票仓位 (%)					
					20210630	20211231	20220630	20221231	20230630	20231231
宏利全能优选A	2017-11-02	0.17	张晓龙		20.10	26.93	10.58	2.37	15.96	0.00
华夏聚惠稳健目标A	2017-11-03	1.87	卢少强,孟清扬		33.41	31.00	13.71	13.78	26.13	16.28
银华尊尚稳健养老一年持有A	2019-08-14	2.04	肖侃宁,熊侃		31.68	16.69	24.45	26.79	34.38	37.64
人保稳进配置三个月持有	2020-09-17	0.52	叶忻		19.95	24.11	36.12	21.24	13.32	23.20
浦银安盛颐和稳健养老一年A	2019-11-26	9.99	陈曙亮		16.30	12.10	10.10	17.46	29.99	22.90
博时颐泽稳健养老一年持有A	2019-03-20	0.50	王慧		16.52	28.17	10.55	22.30	19.88	30.02
长信稳进资产配置	2018-09-05	0.12	李宇,潘媛		26.83	28.67	34.79	20.07	20.11	35.88
华夏稳健养老一年A	2019-11-26	1.22	李晓勇		27.27	27.85	16.22	12.74	24.91	18.55
南方全天候策略A	--	--	夏莹莹,李文良							
建信福泽安泰A	--	--	姜华,王志鹏,姚波远							

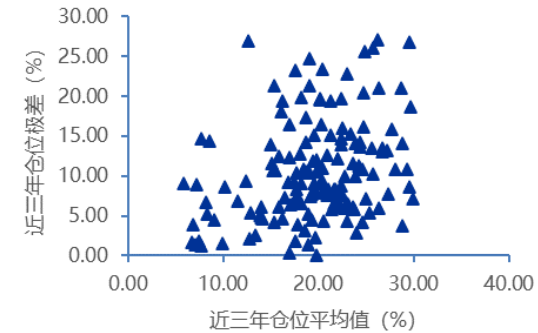
资料来源：wind，申万宏源研究；仓位数据截至：2023/12/31；规模截至2024/6/30

图14：固收+FOF的仓位中枢分布



资料来源：wind，申万宏源研究；仓位数据截至：2023/12/31；规模截至2024/6/30

图15：固收+FOF的仓位中枢与变化幅度



资料来源：wind，申万宏源研究；仓位数据截至：2023/12/31；规模截至2024/6/30

表13：固收+FOF的仓位布局情况

近三年仓位中枢\仓位变化幅度	幅度					
	0-5%	5-10%	10%-15%	15%-20%	20%-25%	25%-30%
中枢5-10%	7只/9亿元	4只/2亿元	2只/3亿元			
10%-15%	4只/4亿元	6只/13亿元				1只/0亿元
15%-20%	10只/32亿元	17只/100亿元	15只/56亿元	6只/22亿元	4只/20亿元	
20%-25%	4只/21亿元	21只/84亿元	13只/32亿元	9只/17亿元	3只/4亿元	1只/3亿元
中枢25%-30%	1只/0亿元	5只/11亿元	8只/34亿元	2只/11亿元	2只/4亿元	3只/5亿元

资料来源：wind，申万宏源研究；仓位数据截至：2023/12/31；规模截至2024/6/30

## 3.2 大类资产择时策略：主动调整 VS 被动调整

### ■ 从仓位管理的角度看，固收+FOF的主流策略有哪些？

- 从仓位调整的思路出发，我们可以将仓位调整的方法归结于两类，即基金经理自主调整，和适度让权底层的固收+基金。前者，主要通过调整各类权益型资产的投资比例直接调整基金整体的仓位，基本不投资固收+基金，属于这一类型且仓位择时力度较大的固收+FOF比较少，而后者将自主管理仓位的权限让渡给底层的固收+基金
- 从实际情况看，绝大多数基金只是将仓位管理的权限适度下放，目前并没有FOF产品完全依赖于底层的固收+基金作仓位管理，尽管是高仓位固收+的FOF依然会主动地调整各类基金的配置比例。

表14：几乎不配置固收+基金的固收+FOF

代码	名称	规模 (亿元)	成立时间	成立以来固收+平均配置比例 (%)	仓位择时类型
011580.OF	民生加银稳健配置6个月	10.69	2021-02-25	0.00	淡化择时
010266.OF	兴全安泰稳健养老一年持有A	9.52	2020-11-26	0.63	淡化择时
010643.OF	平安养老2025一年持有A	1.97	2020-12-30	1.93	适度择时
007401.OF	浦银安盛颐和稳健养老一年A	9.99	2019-11-26	2.27	偏好择时
006991.OF	民生加银康宁稳健养老一年A	16.31	2019-04-26	2.79	适度择时
006297.OF	富国鑫旺稳健养老一年持有A	6.68	2018-12-13	2.85	适度择时
006880.OF	交银安享稳健养老一年A	51.02	2019-05-30	2.91	适度择时
009355.OF	宏利泰和稳健养老A	1.15	2020-06-02	4.86	适度择时

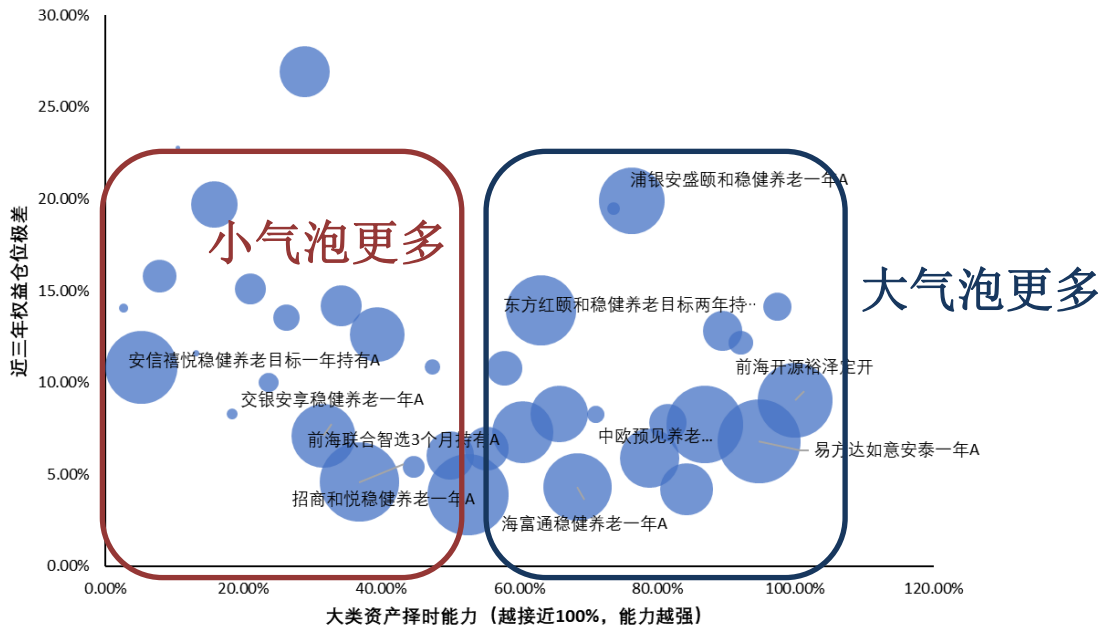
资料来源：wind，申万宏源研究；仓位数据截至：2023/12/31；规模截至2024/6/30

### 3.3 大类资产择时策略：仓位择时的胜率与赔率

■ 哪种仓位择时策略更占优？偏好择时还是适度择时？

- ① 同仓位变化幅度下，押对方向的产品业绩会更好：近三年权益仓位极差相似的固收+FOF，散点图靠右部分的气泡更大
- ② 然而，资产配置的难度比较大，以运作时间较长的固收+基金为例，对比不同择时类型的基金在21/5/15-24/5/14期间的风控能力，淡化择时、适度择时的固收+基金的风控能力更好，由此我们更推荐**围绕仓位中枢小幅度调整的仓位择时策略**

图16：固收+FOF仓位变化幅度VS大类资产择时能力VS基金收益



资料来源：wind，申万宏源研究；数据截至：// ; 注：气泡越大，产品收益越高；能力圈数据为客观计算，不涉及打分

表15：固收+基金的仓位变化幅度VS基金收益风险指标

股票+转债*0.5仓位				
仓位变化类型	收益率	波动率	最大回撤	calmar
偏好择时	4.13%	3.67%	-7.13%	0.18
适度择时	3.83%	3.51%	-6.34%	0.22
淡化择时	5.54%	3.63%	-6.14%	0.29
股票仓位				
仓位变化类型	收益率	波动率	最大回撤	calmar
偏好择时	4.13%	3.56%	-6.65%	0.22
适度择时	3.84%	3.52%	-6.55%	0.21
淡化择时	4.97%	3.76%	-6.57%	0.26
转债仓位				
仓位变化类型	收益率	波动率	最大回撤	calmar
偏好择时	3.91%	3.59%	-6.58%	0.21
适度择时	4.40%	3.49%	-6.12%	0.26
淡化择时	4.97%	3.48%	-7.01%	0.29

资料来源：wind，申万宏源研究；数据截至：// ; 注：仓位变化类型，近三年仓位极差/仓位均值 >1 为偏好择时，<0.5 淡化择时

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/948135065010006120>