

固收+产品系列（一）： 均衡稳健、攻守兼备的基金策略

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

本文是固收+产品系列专题的开篇之作，旨在对固收+基金作市场概况及展望，内容涵盖固收+的定义、常见类型、发展历程、风险收益特征等。综合来看，攻守兼备的固收+基金在当前不确定性较强的市场环境下，机会与挑战并存。

摘要：

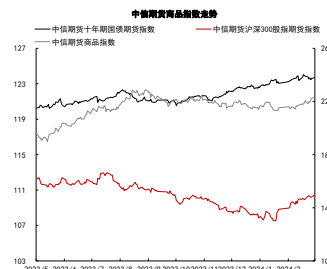
固收+基金是什么：固收+产品一般认为由“固收”和“+”两部分构成，“固收”部分以风险较小的固定收益类资产打底，获取较为稳健的底层收益；“+”的部分配置风险较高的弹性资产，多为权益类资产，起到增厚收益的作用。二级市场股票与可转债，是管理人配置较多的“+”部分。

固收+基金常见类型及发展历程：固收+基金的常见类型为混合债券型一级基金、混合债券型二级基金、灵活配置型基金、偏债混合型基金。固收+基金经历了两轮规模增长较为明显的阶段，第一轮增长期为2014-2016年，第二轮增长期为2019-2021年；两轮高峰均与股票市场的强劲表现关联度高，投资者信心增强，风险偏好有所提升；“资管新规”的“打破刚兑”促使固收+基金成为替代银行老理财的热门选择。

固收+基金的风险收益特征：固收+基金的特点为，1）资产相关性低，股债轮动策略理论上是一种能够收益最大化，同时减少风险的方案；2）增配权益等风险资产，叠加严格的风控，固收+基金攻守兼备，适合风险承受一般的中长期投资者。从固收+产品的业绩表现来看，权益端偏暖带动固收+产品业绩提升；固收+产品整体收益情况优于沪深300，部分跑赢纯债策略。

固收+基金后市展望：债券端，短期多头趋势尚未逆转，中长期震荡波动概率较大，偏谨慎；权益端，随着稳增长政策的逐步落地，经济触底回升的信号增强，2024年A股向上的机会大于下行的风险。综合来看，固收+产品机会与挑战并存。

风险提示：政策超预期、经济修复不及预期、抽样风险



金融工程团队

研究员：
熊鹰
021-80401732
xiongying@citicsf.com
从业资格号 F3075662
投资咨询号 Z0018946

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。



目 录

摘要： 1

一、 固收+基金是什么?..... 3

 （一）固收+基金的定义 3

 （二）固收+基金 “+” 的投资范围 3

二、 固收+基金的常见类型及发展历程..... 4

 （一）固收+基金的常见类型 4

 （二）固收+基金的发展历程 6

三、 固收+基金的风险收益特征..... 8

 （一）固收+基金的特点 8

 （二）固收+基金的业绩表现 8

四、 固收+基金后市展望..... 10

 （一）资产端基本面分析 10

 （二）展望：机会与挑战并存 10

五、风险提示 12

 （一） 政策超预期 12

 （二） 经济修复不及预期 12

 （三） 抽样风险 12

免责声明 13

图表目录

图表 1： 固收+基金投资范围 4

图表 2： 固收+基金常见类型 5

图表 3： 固收+基金常见类型的收益风险特征..... 5

图表 4： 固收+基金的管理规模 7

图表 5： 固收+基金近三年业绩表现（截至 20240417） 9

图表 6： 固收+基金近三年的涨跌幅和最大回撤（截至 20240417） 9

图表 7： 国债到期收益率（截至 20240416） 11

图表 8： 2024 年宏观经济数据预测 11



一、固收+基金是什么？

（一）固收+基金的定义

“固收+”产品市面上没有严格统一的定义，一般认为这类产品由“固收”和“+”两部分组成。其中，“固收”部分以风险较小的固定收益类资产打底，一般为债券类资产，如利率债、优质信用债等，获取较为稳健的底层收益；“+”的部分是指在固收资产打底的基础上配置风险较高的弹性资产，一般多为权益类资产，在控制波动与回撤的前提下，起到增厚收益的作用。

除此之外，目前市场上一些收益稳定且波动回撤较小的投资策略，如套利策略、量化对冲策略、高频策略等，虽然不是以固定收益类资产打底，但基于其风险收益特征和“债券+权益类资产”产品类似，故也多被称为“固收+”策略。

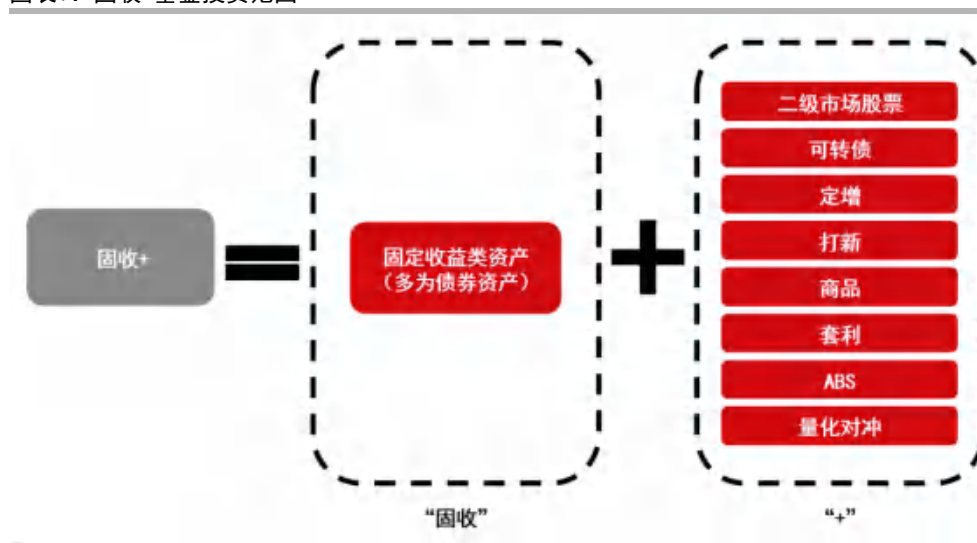
2022 年以来，权益及可转债市场的剧烈波动导致“固收+”产品在二季度出现大量赎回和投诉。此后，监管风向趋严，监管新规规定基金组合权益投资比例上限超过 30% 的基金将不能以“固收+”名义宣传；同时，明确了关于可转债的投资属性，将固收+产品中“+”部分常用的可转债算入权益资产范围；申报“固收+”新产品，规定权益投资比例在 10% 至 30% 之间。

通俗来讲，当前意义上的“固收+”，通常在 70% 传统债券仓位的基础上，通过增加 30% 其他弹性资产的配置（多为权益资产），以期提高产品整体的收益水平。

（二）固收+基金“+”的投资范围

固收+策略产品一般是在债券资产的基础上叠加多种其他投资策略增厚收益。简而言之，在合规的情况下，能为组合增加收益的投资策略/资产都可以作为“+”的部分。“+”的资产包括二级市场股票、可转债、定增、打新、商品、套利、ABS、量化对冲等等。从当前市场上存续“固收+”产品的构成来看，二级市场股票与可转债，是管理人配置较多的“+”部分。“固收+”产品对投资团队要求较高，需要专注及擅长多策略及多投资品种的研究。

图表1：固收+基金投资范围



资料来源：中信期货研究所

二、固收+基金的常见类型及发展历程

（一）固收+基金的常见类型

固收+基金起源于债券基金，在债券的固定收益之上，叠加能增厚收益的其他策略/资产。初始阶段，固收+基金基本等同于二级债基，随着规模的不断发展，“+”部分投资其他资产的比例和品种都逐步扩大。基于此，一些偏债混合型基金以及灵活配置型的基金也慢慢归入“固收+”的领域。

为便于统计市场现有固收+基金的数量规模，我们以 Wind 基金二级分类中与其构成相似的混合债券型一级基金、混合债券型二级基金、偏债混合型基金、灵活配置型基金为参考依据，筛选出股票及可转债的仓位在最近四个报告期占比在 0-30%区间计入样本。

- （1）混合债券型一级基金：一级债基通常是指债券等固定收益类资产占基金资产的比例不低于 80%，不高于 20%的基金资产可通过投资可转债持有一部分权益资产仓位。
- （2）混合债券型二级基金：二级债基通常是指债券等固定收益类资产占基金资产的比例不低于 80%、股票等权益类资产占基金资产的比例不超过 20%的基金。相较于一级债基，二级债基对权益资产的投资范围相对更广，可以在二级市场直接投资股票。
- （3）偏债混合型基金：偏债混合型基金是以债券投资为主，辅以股票、



转债、打新、定增等其他资产的基金产品，相较于一级债基和二级债基，其在股票仓位上的操作更加灵活，权益类资产中枢最高可达到 40%。

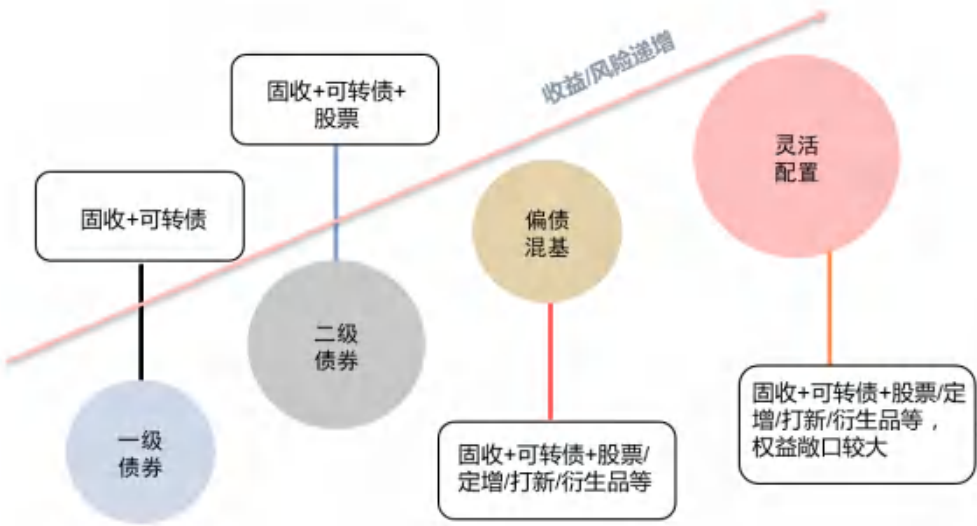
- (4) 灵活配置型基金：灵活配置型基金是指可在债券等固定收益类资产和权益类等大类资产之间较大比例灵活配置的基金，基金经理调配仓位的灵活度较高。一般来说，大多数灵活配置型基金权益仓位分布在 0 到 95%之间，部分灵活配置型基金长期以 40%以下的较低股票仓位进行运作，与二级债基或偏债混合型基金近似。

图表2：固收+基金常见类型

类型	投资标的	权益敞口
混合债券型一级基金	固收+可转债	0-20%
混合债券型二级基金	固收+可转债+股票	0-20%
偏债混合型基金	固收+可转债+股票+打新+定增等	0-40%
灵活配置型基金	固收+可转债+股票+打新+定增+等	0-40%

资料来源：Wind、中信期货研究所

图表3：固收+基金常见类型的收益风险特征



资料来源：Wind、中信期货研究所



（二）固收+基金的发展历程

2005 年，固收+基金开始逐步发展，经历了两轮规模增长较为明显的阶段。

（1）第一轮增长期

2014-2016 年，固收+基金迎来第一轮增长期，此时正是 A 股市场的牛熊转换的时间节点，其规模的增长主要来自产品新发，年度新发规模近 2000 亿元。截至 2016 年末，数据样本内固收+基金合计规模 6572 亿元。2014 年下半年，随着混合所有制改革的加速，成交量冲高，券商及国企股领跑市场，资本市场改革，引进外资，叠加降息周期的开启，无风险利率下行，风险偏好上行，共同推动该阶段的牛市行情。进入 2015 年，杠杆资金助推牛市达到顶点。同年 6 月，也是因杠杆炒作股价，监管要求券商进行自查并清理场外配资，牛市盛宴戛然而止，牛市终结后紧接着就是指数大跌，大幅抹平了此次牛市所赚取的收益。同时，大幅波动的股票市场促使投资者将目光转向固收+基金，正处于发行高峰的灵活配置型基金其股债灵活转化的特点和这一阶段的市场行情匹配度高。

（2）第二轮增长期

2019-2021 年，固收+基金进入第二轮规模迅速增长期，较 2018 年，2019 年存续产品规模增长近 2000 亿元。自 2019 年后，固收+新增和存续规模均迎来爆发式的增长，截至 2021 年末，固收+基金市场规模超至 1.7 万亿元，较 2018 年末增长超 1 万亿元，是 2016 年末水平的 3 倍左右。2021 年末至 2022 年，随着美联储加息、地缘政治激化，股市遭遇大幅回调，固收+基金业绩表现不佳，老产品遭遇赎回、新产品发行不利，固收+基金份额及规模均出现下滑。本轮增长期主要是基于 19 年开启的权益端牛市，以及资管新规下理财净值化转型的联合驱动。2018 年后，固收+取代保本型理财产品频繁出现在大众视野。因业绩表现稳定、回撤控制较佳，二级债基和偏债混合型基金在本轮周期中更受欢迎，规模翻倍增长。

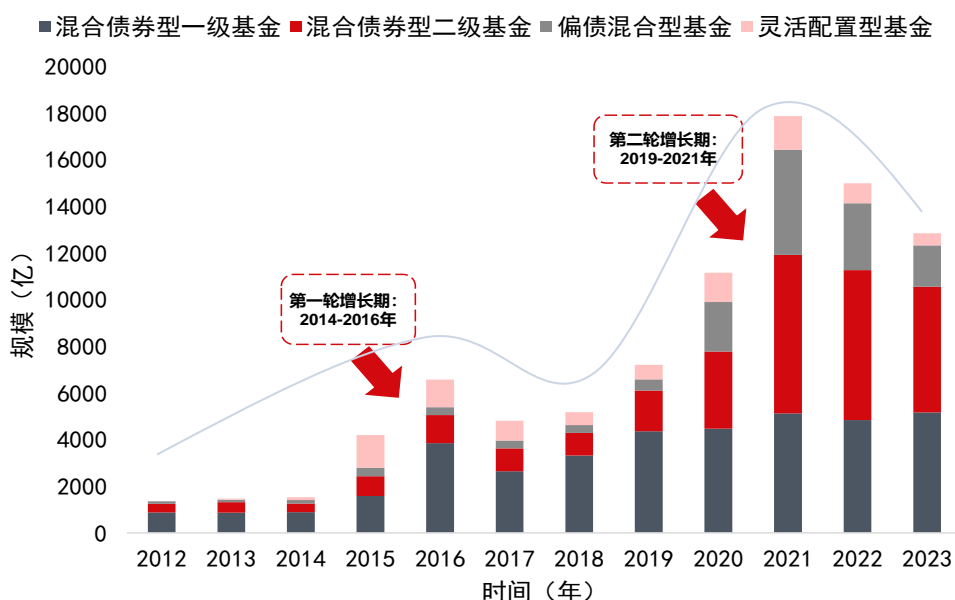
固收+两轮增长周期存在一些共同点：两轮高峰均与 A 股市场的强劲表现关联度高。当市场趋于上升态势，投资者信心增强，风险偏好有所提升，更愿意承受更大的风险以博取更高的收益。此外，得益于权益市场的上行，固收+产品“+”的权益部分收益贡献度大，整体表现相较纯债基金及货币基金优势明显。当市场转牛为熊时，固收+基金权益端遭遇的波动和回撤加大，收益不及预期甚至可能出现亏损的情况。基于基金净值的下降及投资者的赎回，固收+基金的规模在此阶段普遍无明显增长甚至有所缩减。

2018 年 4 月，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》即“资管新

规”的出台，也是固收+发展历程中的一个重要时间节点。新规明确了“打破刚性兑付”，所有产品均向“净值化转型”，之前的预期收益率转变为净值核算。此后，银行的理财产品从“保本产品”转型成为“有波动，有浮亏”的“净值型产品”。同时，打破刚兑抬升了投资者们的风险偏好，凭借收益稳健、波动回撤较小的特点，“固收+”基金的规模从 2018 年末 5000 亿左右翻倍增长至 2023 年年末的万亿以上，成为替代银行老理财的热门产品。

拉长时间来看，在固定收益类资产波动相对较小，收益增强端存在一定多头机会，灵活择时的“固收+”产品具有一定的优势。

图表4：固收+基金的管理规模



资料来源：Wind、中信期货研究所



三、固收+基金的风险收益特征

（一）固收+基金的特点

（1） 股债平衡，资产相关性低

从历史的角度来看，股债配比的收益整体大于单一资产的配置。通常股市和债市呈现此消彼长的现象，主要是因为股票和债券的相关收益性和风险程度可以实现互补，也就是市场上常说的股债跷跷板效应。股债轮动策略理论上是一种能够收益最大化，同时减少风险的方案，能够适应股债双强、股债双弱、股强债弱、债弱股强等不同市场环境。但这两类资产配比的区间范围，如股票仓位的上限，要根据不同投资者的风险偏好、资金属性等等进行设置。

（2） 风控严格，攻守兼备

固收+基金中，固收为主，权益资产为辅，“+”的部分是在风险可控的情况下增厚收益，这种配置属性使得固收+基金进可攻，退可守。2022 年以来，银行存款利率历经多轮调降，随着低利率时代的来临，债券市场的博弈越发激烈，单纯的债市配置的性价比逐步降低，在相对低波的基础上，提高投资回报率，成为市场的主流需求之一。固收+策略通常在运作过程中对风险控制较为严格，对波动率、最大回撤等指标进行严格把控，其波动率比权益类或普通混合类产品相对较小。凭借增配以权益类资产和另类资产为代表的风险资产，叠加严格的风控，固收+基金在低利率的环境中，攻守兼备，适合风险承受一般的中长期投资者。

（二）固收+基金的业绩表现

通过观察 Wind 基金二级分类中的混合债券型一级基金、混合债券型二级基金、灵活配置型基金、偏债混合型基金指数的近三年表现情况，对比纯债基金指数及沪深 300 指数，可以看出：

（1） 权益端表现较好时，固收+策略具有一定的优势

从固收+基金近三年表现来看，在 2021 年上半年，A 股市场处于牛市尾声，固收+基金指数表现优于纯债基金及沪深 300 指数，走出较为独立的市场行情。

（2） 固收+基金产品整体收益情况优于沪深 300 指数

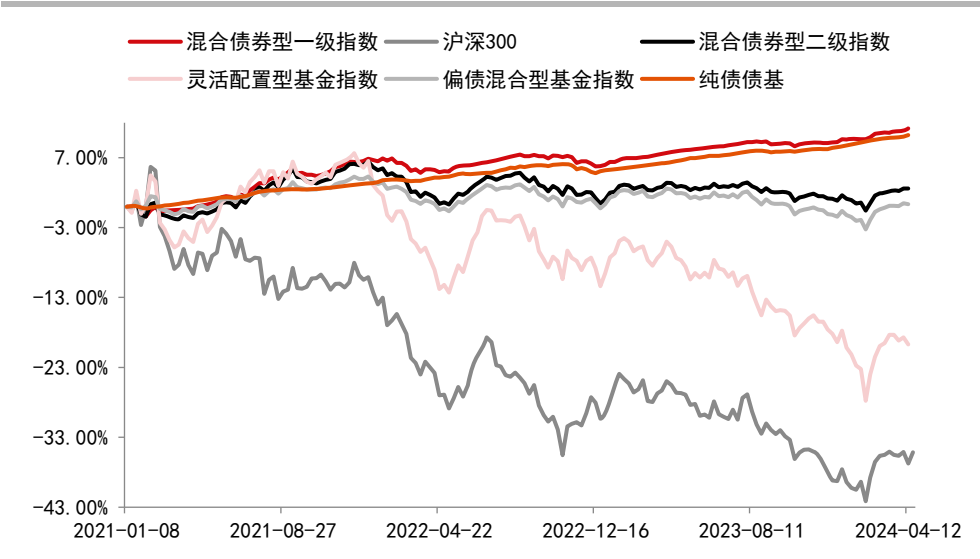
除灵活配置型基金指数的走势和沪深 300 指数的关联度较高，其他固收+基金指数收益走势较为稳健。换句话说，在权益市场持续下跌的时候，固收+的防御力较强。



(3) 部分固收+基金产品表现优于纯债策略基金

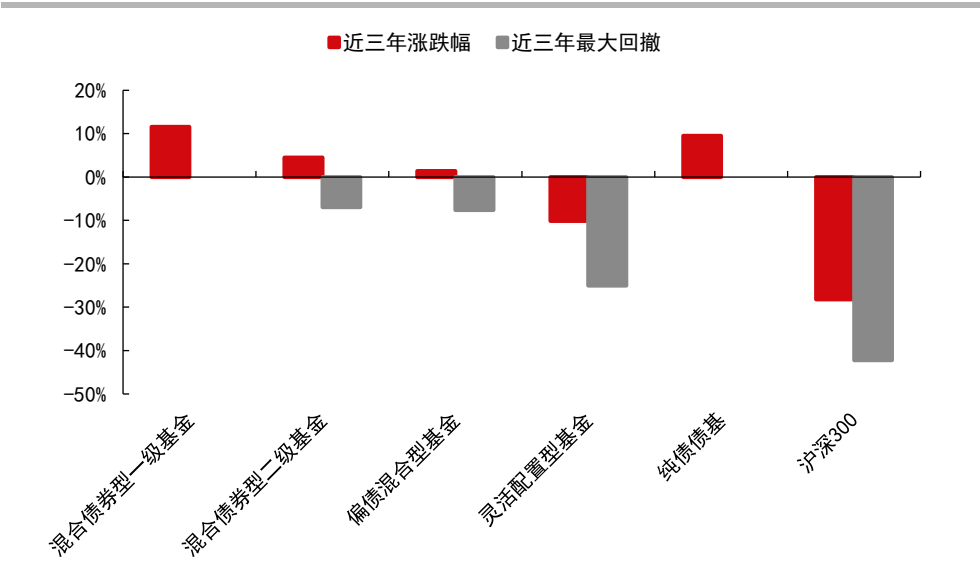
从近三年表现来看，混合债券型一级基金指数表现相对最佳，近三年涨跌幅超 11%，走势稳健，波动率低，整体优于纯债债基指数。由此来看，即使在波动较大的市场环境中，固收+基金“+”的部分确实做到了增厚收益的效果。

图表5：固收+基金近三年业绩表现（截至 20240417）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表6：固收+基金近三年的涨跌幅和最大回撤（截至 20240417）



资料来源：Wind、中信期货研究所



四、固收+基金后市展望

（一）资产端基本面分析

从债券端来看，短期债市多头趋势尚未逆转，市场情绪偏暖，二季度受供给因素影响较大，中长期来看，债市整体偏谨慎。在全球经济放缓的大背景下，各国央行纷纷放水，国内货币政策也处于偏宽的局面。2023 年，随着利率下行，债券基金走出强势行情，对比各策略，业绩表现可观，固收纯债类基金表现亮眼，基本可达 6-8% 的平均年化收益。2024 年，货币相较于去年 12 月再度转宽，10 年期国债收益率突破 2.3% 关口，创下历史性新低，降准和降息政策逐步落地，货币面宽松的局面或将维持。随着利率中枢来到相对低位，在强调货币财政协调配合的背景下，后续财政发力也有加码的可能性，纯债产品想要继续维持去年的稳健高收益，难度逐步加大。在经济放缓的阶段，下沉信用也存在较大不稳定因素，单纯债券配置的性价比逐步降低，寻找除了债券以外的高收益资产成为投资者非常关心的问题，这也为固收+产品迎来配置良机。

从权益端来看，随着稳增长和资本市场政策的落地，经济触底回升的信号逐步增强，2024 年 A 股向上的机会大于下行的风险。结合宏观数据分析，当前市场对政策的整体预期偏乐观，虽然需求仍有些不足，但市场普遍认为今年大概率是经济温和增长，通胀重回正轨的宏观格局。当前政策底、估值底、情绪底和经济底四底共振，“市场底”大概率已经形成。从估值量价层面来看，指数依旧处于相对低位；从技术面来看，指数已经走出了前期的阴霾；从监管层面来看，随着量化监管政策、新国九条的逐一落地，一个更规范、更具透明度的市场环境显然更有利于投资者的利益。

（二）展望：机会与挑战并存

自 2018 年资管新规的出台，迎来银行理财净值化的时代，凭借可观的收益和较低的波动和回撤，固收+替代银行理财的热门选择，规模在 2021 年达到顶峰。而后，随着 A 股市场的震荡调整，固收+基金受到一定的挑战，一度被市场戏称为“固收-”。

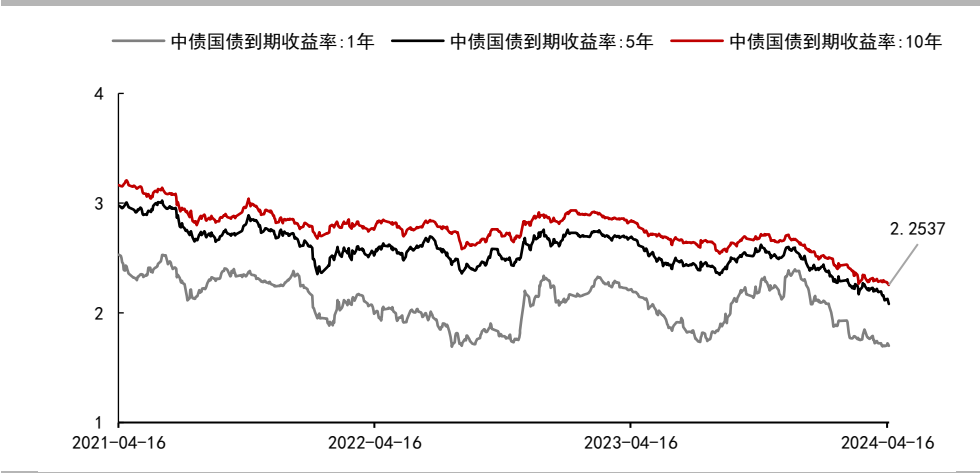
2024 年，国内经济延续一个弱复苏的格局，债券市场延续去年以来的强势表现，交易热度过高叠加政策预期的加码，对债市产生一定的扰动，债市中长期来看偏谨慎。股票市场经历了年初的大幅回调之后，呈现向下有底、向上可期的格局，当前配置的性价比高。固收+策略其实就是在债券、可转债、股票等大类资产之间根据市场风格不断调整配置比例，以实现收益的最大化。面对不确定性较大的市场环境，可以灵活调整股债配比的固收+基金能更好地做到攻守



兼备。一方面，当市场修复速度加快，权益市场大概率表现偏暖，固收+基金“+”的部分实现收益的增厚；另一方面，当市场修复不及预期，债市走强，股债跷跷板效应显现，通过股债资产间仓位调配以及债券端的收益，固收+基金能最大程度地降低股票市场带来的波动。

综合来看，结合股债基本面的分析以及展望，固收+产品机会与挑战并存。

图表7：国债到期收益率（截至 20240416）



图表8：2024 年宏观经济数据预测

2024年宏观经济数据预测					
经济数据	2024Q1	2024Q2E	2024Q3E	2024Q4E	年内走势预测
GDP-不变价: 当季同比, %	-5.30	5.10	5.00	4.60	
固定资产投资完成额: 累计同比, %	4.50	4.01	4.79	5.12	
工业增加值: 当月同比, %	6.03	7.53	6.26	5.83	
出口总值(美元计价): 当月同比, %	-2.07	0.20	4.84	4.56	
社会消费品零售: 当月同比, %	4.70	1.45	3.02	2.51	
金融数据	2024Q1	2024Q2E	2024Q3E	2024Q4E	年内走势预测
社会融资规模: 余额同比增速, %	9.07	8.96	8.83	8.72	
M2: 同比增速, %	8.57	8.09	8.20	8.29	
通胀数据	2024Q1	2024Q2E	2024Q3E	2024Q4E	年内走势预测
CPI: 当月同比, %	0.00	0.79	1.28	1.73	
PPI: 当月同比, %	-2.67	-0.76	0.02	0.26	

资料来源：Wind、中信期货研究所

五、风险提示

（一）政策超预期

国内财政支持力度不及预期，货币政策超预期收紧

（二）经济修复不及预期

国内经济复苏、稳增长政策实施效果不及预期

（三）抽样风险

分析样本未能较好地代表总体，对分析结果产生影响



免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826