# 什么是固收（固收的理财产品详解）

核心观点：

①等待入市资金相对充裕，仍有边际增量；②资产荒并未得到实质缓解，地产供给加速萎缩，信用债分层；这两点决定了固收+的市场依然有较为明显的需求。

“固收+”的常见打法

固收+主要是由“固收”和“+”两部分组成，固收指用风险较低的固定收益类资产作为底仓，以获取基础收益并且控制投资风险。

“+”则是指基金经理会寻找多种策略来争取增厚基金产品整体收益，例如把一定比例的资产投资于股票、可转债等风险资产，从而达到增厚收益、平滑波动的投资体系。

一般而言，固收+产品的非债券类资产有一定上限，本文沿用我们一贯使用的分类逻辑，对固收+基金有明确界定：采用广义分类，含一级债基、二级债基、偏债混合基金，以及灵活配置型基金（剔除权益占比超过40%的产品。

从数量上来看，偏债混合型基金最多，市场数量达345只；灵活配置型基金、混合债券型二级基金分别为235和313只，混合债券型一级基金数量最少，为76只。

从规模上来看，混合债券型二级基金和偏债混合型基金规模最大，分别为8707亿元和7320亿元，占比分别为43%和37%；“固收+”产品中，灵活配置型基金规模居中，约2376亿元，占比12%；而混合债券型一级基金目前规模较小。

从配置角度而言，固收+的底仓部分主要配置低风险的债券，包括中短期利率债或中高等级、中短期限、央企国企的信用债等，“+”的部分可以选择固收、可转债、股票、期货等。

“+固收”可以通过利率波段交易，在票息打底仓的基础上增厚收益。虽然关于利率波段难做的市场声音时有出现，但相比于权益的远期盈利和成长故事，利率的博弈属性更强，机构生态也相对单一化，驱动因素也更加简单—货币政策预期、供需关系的双向变化。

利率波段交易的魅力就在于，只要背后驱动因素出现超预期，就会有波段的操作空间。跨周期调节意味着未来经济和政策周期会被进一步拉长和熨平，即使长期利率波动收敛，只要把握住年内1-2次较大级别的波段，依然可以贡献相对收益，而做利率的核心在于波段交易思维。

“+可转债”指在一定的固收底仓中配置转债、交债资产，权益市场走弱时，以偏债型底仓为主，相对较为抗跌；在权益向好期间，尤其是2021年2-3季度，转债股性突出，收益贡献明显。

“+股票”往往选择低估值、高股息率、大市值、景气度向好的品种，并在操作中对权益仓位设置上限，保证较高稳定性，但也有部分投资于高弹性、成长类行业，比如2021年整体新能源赛道。

加股票类的一级债基包括打新和定增，新股申购是绝对收益类基金重要的稳定收益来源，但由于公募基金中只有混合类基金和股票类基金可以参与打新，因此打新产品主要是偏债混合型基金和灵活配置型基金，组合主要依靠打新收益来增厚业绩。

定增策略指参与上市公司定向增发股票为主的基金，再融资新规后，降至80%的折现率和更短的解禁期提供了更大收益空间，因此定增策略的收益来源一是折价率，二是个股成长带来的弹性空间。

无论是+转债还是+股票，本质上都是从权益市场要收益，就难以避免地受到权益市场波动的影响，控制仓位和回撤就显得尤为重要。

“+期货”包括投资股指期货或国债期货，加股指期货可以在特殊时点对冲股票底仓风险，加国债期货可以跟踪和捕捉国债期货与现货间的价差机会。量化对冲策略型基金其股票仓位较高，通过加期货对冲贝塔风险实现基金资产的稳健增值，此外还有一些大类资产配置相关策略。

固收+的方法很多，但基础内核还是固收，向上需求才是收益增强。无论是仓位控制还是风险规避，最终的目的都还是需要获得相对稳健的绝对收益。

2 市场上的固收+产品

截至到2021年底，我国“固收+”产品净值已达2.7万亿左右，占全部基金净值比重为11%，全市场“固收+”产品数量也达到了1675只。按照上文定义的四个类型（一级债基、二级债基、偏债混合基金，以及灵活配置型基金），我们选取

规模靠前的代表产品进行分析。

混合型一级债基整体数量规模在固收+中相对较小，选取部分规模靠前的产品不难看出整体回撤控制较好，比如泰康稳健增利A，配置了小仓位的转债，此外东方红、大摩和工银瑞信等回撤都控制在2%以内。

混合二级债基数量相较之下更多，是固收+的中坚力量，且单个产品规模相对较大，易方达的多支产品规模较大，且回撤控制均在5%以内，在2022年的剧烈波动之下，仍然保持了稳健正收益；景顺的景颐双利年化收益仍在6.51%，最大回撤也相对较小。

灵活配置型的产品在资产配置上分化较大，但是从收益率和回撤上能够看出明显的特征，仍然有些产品追求较为稳健的绝对收益，比如安信稳健增值、华安安康、广发趋势优选、银华汇利和招商瑞庆等。相较于混合债基，部分灵活配置类的产品在四季度就表现出了一定的申购劣势，从资金端能观测到一季度的压力较为明显。

偏债混合型基金在最大回撤控制上多保持在5%以下的水平，多数截至目前仍有正收益规模较大的招商、南方等运行都相对稳健；此外还有一些定期持有的产品，最大回撤控制也相对较好。

从策略分类来看，“固收+”产品可以选择稳健型、均衡型及进攻型策略等实现投资目标。稳健型基金的风险偏好较低，操作较为保守，大部分因子的稳定性也比较突出，这类基金在股票型资产（股票或可转债）上持仓暴露较低，因此收益弹性较低，但在市场出现剧烈波动时调整幅度也较低，例如泰康稳健增利等。

均衡型策略基金在股性资产（股票或可转债）持仓暴露中等，在股票持仓方面，配置本身波动率低的行业以及关联度低的行业，以追求股票市场的β收益为主；在转债持仓方面，以股性较弱和中低价的可转债为主，追求转债的性价比；这类基金组合的优势更多体现在绝对收益层面，例如海富通稳固收益等。

进攻型策略基金在股票型资产（股票或可转债）上拥有较高仓位，在股票持仓方面，配置低估值、高弹性、成长性高的行业，以追求股票市场的α收益为主；在可转债持仓方面，以股性较强和中等价位的可转债为主，这类基金组合的收益差

异取决于基金经理对股票的投资能力，一般是偏债混合型基金，例如易方达裕惠回报等。

综合来看，固收+基金年化收益率多集中在5%左右的区间，而近一年最大回撤多低于5%，固收+的稳健特征即便是经过一季度的考验，仍然相对突出，比较同期其他资产类型，除商品外，整体仍有突出优势。

3 为什么说固收+的需求仍在

近年来随着资管新规出台，银行理财打破刚兑转向净值化管理，同时地产周期出现较为明显的变化，
导致居民端资产配置逐渐转向以广义基金为代表的净值型产品和证券市场。

而在整体宏观经济增速放缓、投资回报率下降的大背景下，银行理财产品收益率也出现了明显的下行趋势，先前介于银行理财产品与纯权益类基金之间的空隙也逐渐变大，固收+的需求被充分挖掘。

理财资金迁移的需求，最终蓬勃了债基市场，整体固收+基金的规模出现了明显抬升。2021年二、三季度，机构行为变化主导了增量资金，资金快速入市推动了市场估值整体抬升，按照6个月建仓期进行测算，增量资金入市规模在三季度达到高峰。

2022年初，微观结构出现变化，受理财资金赎回影响，出现了“股债双杀”，当前市场仍担心未来边际变化可能引发的新一轮“赎回潮”。

我们认为权益市场的边际变化确实会对一些权益占比较大的固收+产品产生一定影响，但是根本上没有改变大量资金对于固收+产品的核心需求：相对稳健和一定的收益弹性。

放长期限来看，大量赎回资金在撤出之后收益需求并非不存在，尤其是负债端的成本决定了后续配置压力，权益下行未必会改变固收+的需求，更可能改变固收+的配置。

我们如果比较现在和2021年的固收+增量爆发时期，相似的点在于：①等待入市资金相对充裕，仍有边际增量（2021年是理财净值化增量，而现在是赎回之后的

反弹增量）；②资产荒并未得到实质缓解，地产供给加速萎缩，信用债分层；这两点决定了固收+的市场依然有较为明显的需求。

但相较于2021年爆发的不同点在于：①当前权益市场和债券市场都呈现估值较高的态势；②市场风险偏好整体下降，对于上游价格上涨和经济压力的担心使得投资的预期收益率出现下行。站在当前时间点，固收+的需求甚至较前更为旺盛，但是资金相较之下更青睐偏债型的固收+产品，确定性成为当前的首选。