

美国“固收+”基金以及投资策略全解析

全球债券市场深度研究系列之一

证券研究报告

2021年02月04日

● 核心结论

2020年我国“固收+”基金规模迎来迅速扩张。在美国市场，“固收+”投资策略应用非常广泛。美国成熟的基金市场与策略是我们可借鉴的他山之玉。本文正是对美国“固收+”基金投资框架和投资策略的拆解和分析。

定义：在美国市场的债券型基金前提下，该基金除了债券之外如果还投资于股票、REITS、ABS、衍生品、掉期、商品、衍生品投资保护组合等其中任意一项，则为广义“固收+”基金。若该基金主要使用高收益债券来增厚收益，则为狭义“固收+”基金（对应美国Core Plus“核心+”概念）。
基金规模：目前美国市场共有1983只广义的“固收+”类基金，占所有债券型基金的50.4%；合计资产规模超过5万亿美元，占债券型基金规模76%。另外还有73只狭义“固收+”基金，数量占广义“固收+”基金的4%，资产规模占广义“固收+”的7%。
多元化投资框架与投资策略：多元化投资框架决定基金中打底资产、补充资产、收益增厚资产等层次的资产分配比例，而投资策略则是针对各层次内部标的与策略的选择与布局。

多元化投资框架：一个完整的“固收+”多元化投资框架包含打底、补充、扩展这三个层次，以平衡债券市场的风险与机会。“固收+”投资需要将自上而下的宏观资产配置与自下而上的资产选择策略更紧密地结合。

+资产：美国核心债券包括政府债、投资级企业债及资产证券化债务。非核心债券包括高收益债券、国际债券（非美国债券）、新兴市场债券等。
非债券资产分为增厚收益与对冲风险两种目的。增厚收益包括各种风险资产，如股票、商品等，对冲风险包括掉期、国债股指商品期货等衍生品。

我们一共分析和总结了11个投资策略，可供借鉴，其中包括：（1）信用策略：既能发现被低估的低评级债券，又保证控制低评级带来的信用风险。（2）久期策略：常用期货和互换工具，在利率上行预期足够充分时，可采用负久期策略。（3）凸性策略：常见有梯形、子弹型、杠铃型。（4）浮动利率策略：对冲利率风险，在利率上行环境中表现更佳。（5）通胀保值策略：对冲通胀风险，TIPS在实际通胀超预期时表现更佳。（6）股票增强策略。（7）转债策略。（8）新兴市场债券策略。（9）房地产REITS策略。（10）打新策略。（11）资本有效策略：使用杠杆令组合在不大幅增加风险的同时提高收益。

虽然我国“固收+”类基金规模近年大幅扩张，但占比仍偏低。未来无论是绝对体量还是基金市场占比，均有巨大的上升空间。我国“固收+”基金的投资标的主要集中在债券与股票，在监管允许的基础上，未来“固收+”可加入金融衍生品、大宗商品甚至海外资产等工具，增厚收益。

风险提示：利率风险，通胀风险，信用风险

分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



张育浩



18548912118



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



印明



18810683986



yinming@research.xbmail.com.cn



陶冷



15000831636



taoling@research.xbmail.com.cn

相关研究

内容目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1. “固收+”——基金界的新宠儿 | 5 |
| 1.1 我国“固收+”马蹄正疾 | 5 |
| 1.2 放眼美国，取精用弘 | 5 |
| 2. “固收+”概念界定 | 7 |
| 2.1 广义“固收+” | 7 |
| 2.2 狭义“固收+”——“核心+” | 8 |
| 3. 美国“固收+”全景扫描 | 9 |
| 3.1 广义“固收+” | 9 |
| 3.2 狭义“固收+”——“核心+” | 10 |
| 3.3 美国“固收+”投资品种 | 12 |
| 4. 美国“固收+”基金多元化投资框架 | 13 |
| 5. 美国“固收+”基金投资策略 | 16 |
| 5.1 信用策略 | 16 |
| 5.2 久期策略 | 17 |
| 5.3 凸性策略 | 18 |
| 5.4 浮动利率策略 | 20 |
| 5.5 通胀保值策略 | 23 |
| 5.6 股票增强策略 | 24 |
| 5.7 可转债策略 | 25 |
| 5.8 新兴市场债券策略 | 25 |
| 5.9 房地产 REITS 策略 | 26 |
| 5.10 打新策略 | 26 |
| 5.11 资本有效策略 | 27 |
| 6. 美国明星基金的“固收+”产品介绍 | 28 |
| 6.1 PIMCO 基金 | 28 |
| 6.2 古根海姆（Guggenheim）基金旗下产品 | 29 |
| 7. 对中国“固收+”的借鉴意义 | 30 |
| 7.1 我国“固收+”扩张空间较大 | 30 |
| 7.2 投资策略上的启示 | 31 |

图表目录

| | |
|-------------------------|---|
| 图 1：我国“固收+”基金发行情况 | 5 |
| 图 2：美国债券型基金发展历程 | 6 |

| | |
|--|----|
| 图 3: 彭博巴克莱加总指数未包含美国较大部分债券市场..... | 6 |
| 图 4: 美国之外的债券市场机会在迅速扩张..... | 6 |
| 图 5: 2019 年底美国受监管的开放式基金规模占全球 47%..... | 7 |
| 图 6: 2019 年底, 美国债券型基金规模已超过 20%..... | 7 |
| 图 7: 广义“固收+”包含加资产与加策略..... | 8 |
| 图 8: 美国“固收+”、“核心+”基金筛选策略..... | 8 |
| 图 9: 美国广义“固收+”基金资产规模占债券型基金的 76%..... | 9 |
| 图 10: 典型“核心+”基金投资累计回报高于美国全债指数..... | 11 |
| 图 11: 典型“核心+”基金投资回报同比优于全债指数, 但波动较大..... | 12 |
| 图 12: 广义“固收+”基金主要投资品种..... | 12 |
| 图 13: 投资框架与投资策略..... | 13 |
| 图 14: “固收+”需要同时结合自上而下与自下而上的分析方法..... | 14 |
| 图 15: “固收+”三角..... | 14 |
| 图 16: “固收+”基金投资流程..... | 15 |
| 图 17: “固收+”投资策略..... | 16 |
| 图 18: 使用可变信用法调整不同信用质量债券的敞口..... | 17 |
| 图 19: “固收+”基金 DBLTX 久期与国债收益率..... | 17 |
| 图 20: 梯形 (Laddered), 子弹型 (Bullet), 杠铃型 (Barbell) 组合策略示例..... | 18 |
| 图 21: 蝶式 (Butterfly) 和鹰式 (Condor) 组合策略示例..... | 19 |
| 图 22: 浮动利率贷款具有最高偿还优先权, 违约回收率居首..... | 21 |
| 图 23: DoubleLine 浮动利率基金投资回报年度同比变化..... | 22 |
| 图 24: 美国利率和通胀水平..... | 22 |
| 图 25: 可将债券仓位 10%-30% 分配给浮动利率债券基金..... | 23 |
| 图 26: TIPS 在不同通胀情况下的表现..... | 24 |
| 图 27: 盈亏平衡通胀 (5 年期国债收益率与 5 年期 TIPS 利率之差) 与实际通胀情况..... | 24 |
| 图 28: REITS 本身在资本增值方面的作用不及股票..... | 26 |
| 图 29: 美国家庭养老账户中共同基金的占比保持较高水平..... | 27 |
| 图 30: PIMCO 总回报型基金回报持续优于美国债券指数..... | 28 |
| 图 31: PIMCO 总回报型基金持仓分散..... | 29 |
| 图 32: 偏债混合型与二级债基数量偏少..... | 30 |
| 图 33: 偏债混合型与二级债基资产净值占比偏低..... | 30 |
| 图 34: 投研体系..... | 31 |
| 表 1: 当前美国市场上所有债券型基金与广义“固收+”类基金的规模和业绩表现..... | 9 |
| 表 2: 当前美国市场上主要种类的广义“固收+”类基金规模和业绩表现..... | 10 |
| 表 3: Morningstar 最受喜爱的“核心+”基金资产配置情况..... | 10 |
| 表 4: Morningstar 2018 年最受喜爱的“核心+”基金业绩表现..... | 11 |
| 表 5: 不同利率情境下, “固收+”三角各层次的比例分配..... | 14 |
| 表 6: 不同收益率曲线变动的情境下的更优策略 (“√”代表更优组合)..... | 19 |

| | |
|------------------------------------|----|
| 表 7: 不同收益率曲线变动的情境下的更优策略 | 19 |
| 表 8: 典型固定收益投资风险与收益比较 | 21 |
| 表 9: TIPS 对冲通胀原理 | 23 |
| 表 10: 可转债投资策略 | 25 |
| 表 11: 资本有效策略原理 | 27 |
| 表 12: Guggenheim “固收+”基金业绩表现 | 30 |

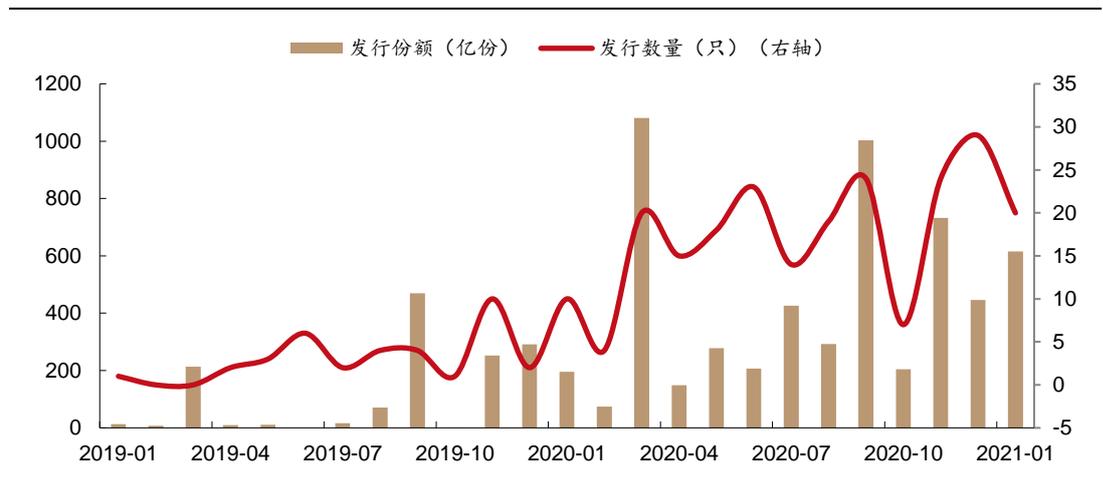
1. “固收+”——基金界的新宠儿

1.1 我国“固收+”马蹄正疾

我国“固收+”基金规模在2020年迎来迅速扩张。以偏债型混合基金与混合债券型二级基金为代表，我国“固收+”概念基金2020年全年新发行207只，截至2020年底，“固收+”类基金发行总份额与资产净值总额分别占全市场的5.1%与5.4%，较2019年底均实现翻番。不论从发行数量、份额，抑或资产净值来看，2020年“固收+”基金的发展均迈上了新台阶。

“固收+”走红不仅是低利率环境下的产物，同时也是市场对稳健基金产品的需求所致。低利率背景下债券收益率下降，纯债基的低回报令其吸引力下降，因此基金管理人欲在原先的波动率水平上寻求更高回报。此外，资管新规要求打破刚兑，银行“保本理财”面临压降，再加上债市总体震荡、理财净值化，传统理财产品的“低风险、高回报”难以为继，而对此类稳健产品的需求并未消减，“固收+”在此背景与机遇下也就成为具有吸引力的“补位”产品。

图1：我国“固收+”基金发行情况



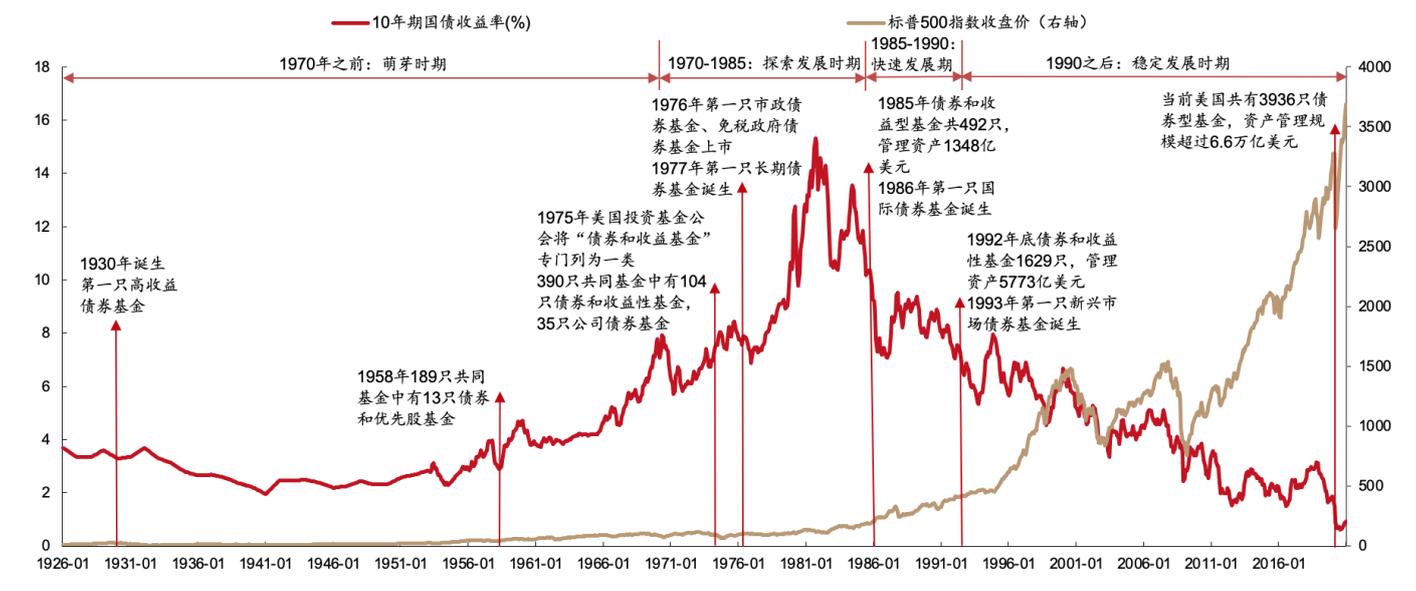
资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：2021年1月数据截至1月21日，发行份额与数量均为偏债型混合基金与混合债券型二级基金之和。

1.2 放眼美国，取精用弘

与我国“固收+”走红背景类似，美国债券型基金的发展与进步多发生在利率下行阶段。一方面，货币政策宽松、利率下降通常发生于经济衰退阶段，因此股票、商品等风险资产的收益明显跑输国债等防御性资产，因此债券型基金更易受到青睐。另一方面，基金经理为寻求更高回报，逐渐纳入高收益债券、长期债券、新兴市场债券等，包括现在的“固收+”策略，除了配置股票和债券，也开始加入商品等高收益资产。

图2：美国债券型基金发展历程

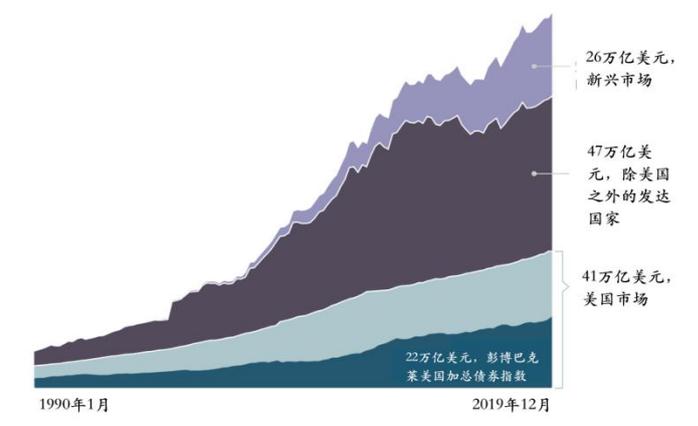
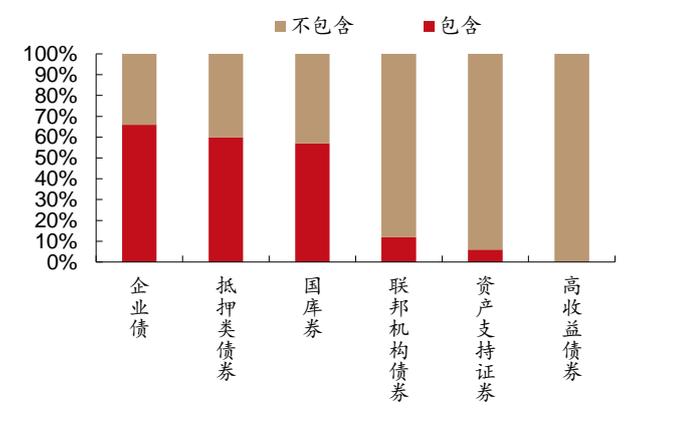


资料来源：Bloomberg，深交所《美国基金市场发展与启示》，西部证券研发中心

作为美国债券型基金最常用的基准指数，彭博巴克莱美国加总债券指数包含了约 65%的企业债、约 60%的抵押类债券、约 55%的美国国库券、约 10%的联邦机构债券以及约 5%的资产支持证券，总体上仅覆盖了美国债券市场的 52%。从全球债券市场来看，随着新兴市场债券市场的快速发展，截至 2019 年底，美国债券市场规模占比下降至 36%，投资者需要越来越多地将视野扩展到世界范围的债券市场，以进一步分散风险和提高收益。在这样的背景下，“固收+”的投资理念逐步兴起。跟踪彭博巴克莱美国加总债券指数的被动型管理基金通常仅投资于核心债券资产，如美国国债、政府抵押贷款、吉利美(Ginnie Mae)、房利美(Fannie Mae)、房地美(Freddie Mae)、高质量公司债以及少量资产支持证券。2008 年金融危机后，越来越多的基金公司效仿诸如 PIMCO 这样的大基金公司一直以来的投资方式，在组合中加入更多指数里未包含的资产，如贷款抵押债券(CLO)、非机构抵押贷款、高收益债券、新兴市场债券等。

图3：彭博巴克莱加总指数未包含美国较大部分债券市场

图4：美国之外的债券市场机会在迅速扩张



资料来源：Bloomberg Barclays，JP Morgan，西部证券研发中心

资料来源：BIS，JP Morgan，西部证券研发中心

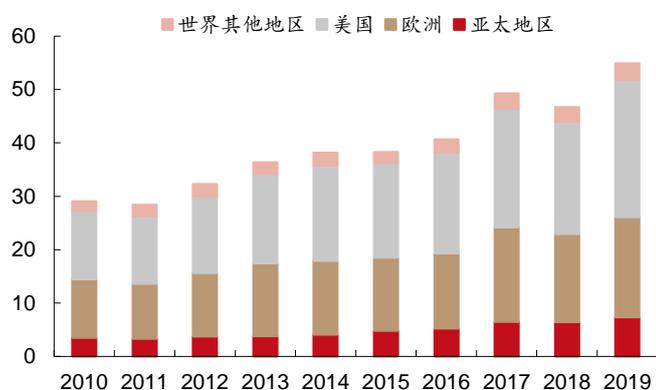
注：数据截至 2020 年第二季度

注：数据截至 2019 年 12 月 31 日

“固收+”对基金管理人金融产品管理的综合能力提出了更高要求。“固收+”不仅仅是通过组合债券与更高风险资产进而增厚回报，更结合了跨资产配置、标的选择和尾部信用风险防范等诸多挑战。我国资本市场正处于发展阶段，较国外成熟市场仍有一定差距，放眼海外成熟的投资策略或经验，取其精华应用到国内市场。

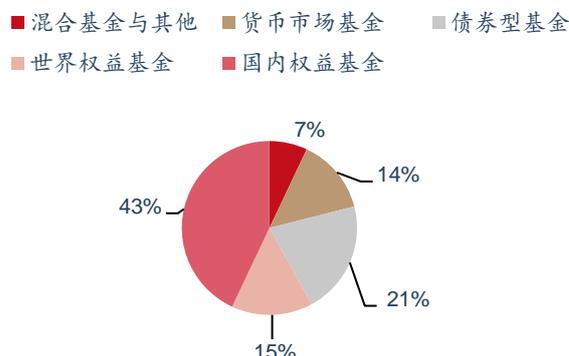
美国成熟的基金市场与策略是我们可借鉴的他山之玉。美国基金规模占据了全球的半壁江山，截至2019年底，美国受监管的开放式基金规模占全球的47%，其中债券型基金占据美国基金市场的21%。美国债券型基金品种丰富，资本市场发展成熟，能够为基金提供多样的标的选择。此外，美国基金市场历史悠久，投资策略发展较为成熟，因此本文对美国“固收+”产品、投资框架及策略进行系统梳理，以期为国内“固收+”的发展提供来自成熟市场的经验。

图 5：2019 年底美国受监管的开放式基金规模占全球 47%



资料来源：ICI，西部证券研发中心

图 6：2019 年底，美国债券型基金规模已超过 20%



资料来源：ICI，西部证券研发中心

2. “固收+”概念界定

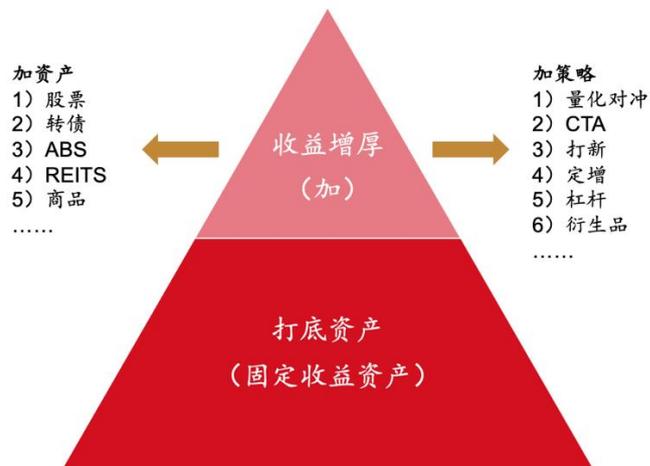
2.1 广义“固收+”

满足广义“固收+”概念的主要是债券基金中的部分产品。以固定收益类资产提供基础收益，在控制波动的前提下，适当用股票、股指期货、国债期货、打新、定增、可转债等资产增加投资组合收益的弹性，最终形成一个收益高于债券、波动低于风险资产的投资组合。

广义“固收+”的“+”包含“加资产”与“加策略”两个维度。加资产，通常使用股票、可转债、商品、ABS、REITS 等来增厚收益或提高流动性；加策略，通常使用量化对冲、衍生品等来降低组合风险、减小波动，使用 CTA、打新、定增、杠杆等来增厚收益。

我们对美国广义“固收+”的筛选标准为，在美国市场的债券型基金的前提下，该产品除了债券之外如果还投资于股票、REITS、ABS、衍生品、掉期、商品、衍生品投资保护组合等其中任意一项，则为“固收+”基金产品。

图7：广义“固收+”包含加资产与加策略



资料来源：西部证券研发中心

2.2 狭义“固收+”——“核心+”

美国基金市场中，与“固收+”本质相似的投资策略应用非常广泛。例如摩根大通、摩根斯坦利、美国世纪投资管理公司等都拥有“核心+”（Core Plus）债券型基金。美国“核心+”通常主要投资于高收益债券（新兴市场债券、垃圾债或低评级债券）来增厚收益，同时配合其他策略进一步提高回报或平滑波动，因此“核心+”基金的范畴相对小于广义“固收+”，因此“核心+”可作为美国狭义的“固收+”概念。

满足狭义“固收+”——“核心+”概念的基金主要是广义“固收+”基金中着重使用高收益债来增厚收益的产品。由于一些“核心+”基金并不会在其产品名称上体现，因此我们使用理柏评级公司^①划定的“核心+”产品作为美国狭义“核心+”基金。

图8：美国“固收+”、“核心+”基金筛选策略



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18222



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>