



靳毅：探秘低波“固收+ 转债”基金



意见领袖 | 靳毅

持有转债是众多“固收+”基金中的一类特殊配置思路。为了研究“固收+转债”这类特殊的配置策略，我们主要以一级债基为研究对象，最终筛选出 50 只产品作为研究样本。

经比对，“固收+转债”策略中，产品间的波动性属性大相径庭。我们从以下三大维度来分析“固收+转债”基金实现低波的途径：



1) 持仓转债个券特点。经统计，低波组一级债基持有转债的平均价格显著低于高波组持有转债的平均价格。低价转债的“债性”更强，其波动率天然较高价转债来得更低。因此，对于“+转债”的一级债基而言，实现有效降波的途径之一是配置更多的低价转债。

2) 持仓转债行业特点。通过比对低波组和高波组“+转债”的一级债基持仓,可以发现,低波组一级债基往往持有更高比重的银行转债。增配银行转债可以降低组合波动的主要原因有二:一方面,过往5年时间中,银行转债对应正股波动率在大多数时间内较低;另一方面,银行转债普遍价格不高,债性更强,因而波动更低。

3) 持仓分散度情况。通过计算样本产品的持仓个券以及行业分散度,我们发现“分散投资”似乎并不是“固收+转债”型一级债基降波的主流方法。

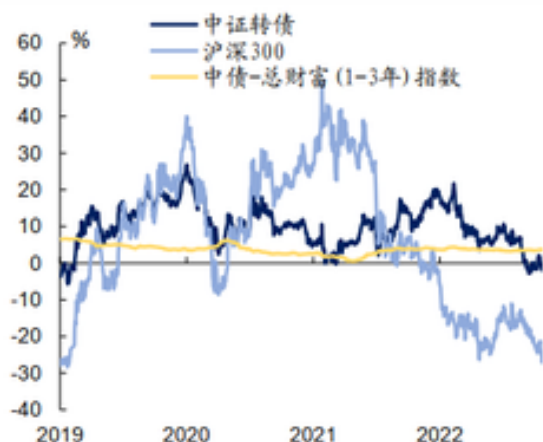
“低波”仅仅是评价“固收+”基金的维度之一,在评判基金投资体验上,需要综合考虑回撤、收益和风险收益比。经过筛选,我们最后优选出了8只,在过往2年中投资体验更佳的“+转债”型一级债基。

// 报告正文 //

“固收+转债”的低波之谜

可转债作为一类既有“债性”又有“股性”的特殊资产,在持有收益弹性上远高于纯债,但在波动上,又远低于股票。因而,“+转债”是众多“固收+”基金中的一类特殊配置思路,通过对“纯债”和“转债”进行配置,可以起到相较于普通债基产品,加收益,而相较于一般“纯债+股票”类产品,减波动的效果。

图 1: 持有 1 年股票、可转债以及债券收益率情况



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 2: 持有 1 年股票、可转债以及债券波动率情况



资料来源: Wind、国海证券研究所

注: 波动率进行年化处理

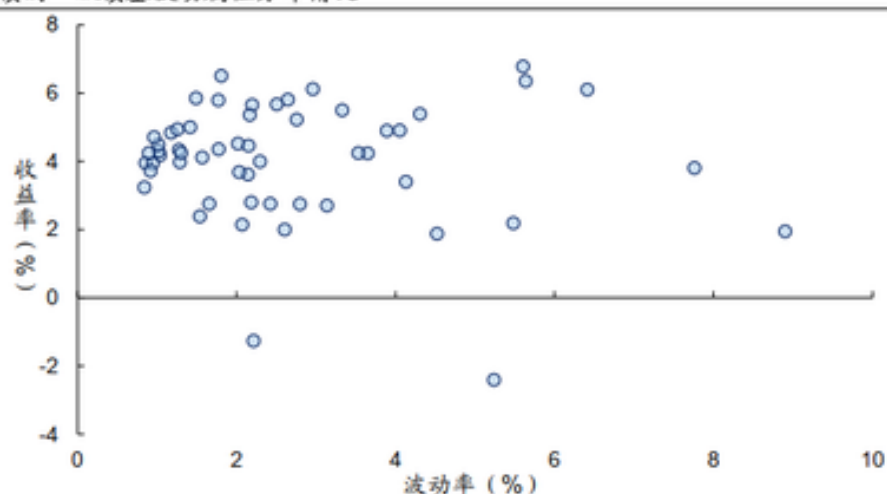
为了研究“固收+转债”这类特殊的配置策略，我们主要以一级债基为研究对象，希望筛选出其中仅以配置转债作为收益增厚项的产品。由于基金季报并不披露全部转债持仓，因此我们选取季报中披露的进入转股期转债作为研究样本，并对所有一级债基持仓进行如下要求：

- 1) 确保产品以“+转债”为主。要求一级债基在过去 8 个报告期，有超过 6 个报告期存在转债持仓；
- 2) 对产品持有转债仓位比重进行划分。我们将所有一级债基平均转债持仓占比，划分为 5%-10%、10%-20%、20%-30% 三档；
- 3) 要求转债持仓偏离度不发生重大改变。规定每一个报告期内，转债偏离平均持仓水平应不超过 15%。

最后，我们一共得到 50 只满足条件的一级债基。不难发现，在“固收+转债”策略中，产品间的波动性属性大相径庭。与此同时，即便是转债

持仓占比相差不多的情况下，产品间的波动属性也能相去甚远。我们按照波动率，将以上 50 只一级债基分成不同转债持仓占比下的“高波组”和“低波组”。

图 3：持有转债的一级债基波动属性分布情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

注：统计时间为 2020 年 10 月至 2022 年 10 月

表 1: “固收+转债” 一级债基筛选结果

转债持仓占比	波动情况	代码	基金名称	成立日期	是否满足持仓要求	转债持仓均值	转债持仓最大偏离度	波动		最大回撤	
								2021-2022	2020-2021	2021-2022	2020-2021
20%-30% 前	高波动	630003.OF	华安收益增强A	2009/1/23	是	22.89	1.48	8.89	7.53	-7.18	-4.89
		006452.OF	华安收益A	2009/1/20	是	25.85	6.37	4.93	6.21	-3.76	-4.95
		184109.SZ	华安收益增强A	2019/9/8	是	21.06	4.39	4.08	6.25	-5.21	-2.65
		006745.OF	国寿安颐景添利A	2020/3/18	是	24.77	8.87	2.08	2.48	-1.83	-1.47
		001843.OF	东方红汇悦A	2015/1/16	是	20.58	8.71	1.95	2.79	-1.97	-1.37
	低波动	005158.OF	华泰瑞通A	2017/11/21	是	21.87	7.29	1.45	1.27	-1.13	-1.47
		450518.OF	国富恒兴A	2012/8/11	是	27.54	8.20	1.41	1.75	-1.52	-1.38
		181505.SZ	银河通利	2014/4/25	是	18.11	7.84	4.94	6.28	-6.50	-4.50
		000502.OF	大成债券A	2003/6/12	是	12.55	7.18	4.41	4.17	-3.12	-2.54
		184208.SZ	大成丰利	2014/11/24	是	17.80	2.43	3.74	2.11	-4.43	-3.02
10%-20% 前	高波动	000130.OF	大成景利恒利A	2013/6/4	是	13.00	7.47	3.95	2.41	-2.08	-1.65
		410004.OF	华安收益增强A	2008/5/28	是	18.14	3.68	3.41	4.85	-3.00	-2.27
		110017.OF	南方远望增强A	2008/5/19	是	10.61	3.82	3.06	5.11	-3.18	-2.29
		020002.OF	国泰金惠利A	2003/12/5	是	15.04	7.90	2.92	9.07	-2.91	-12.75
		006593.OF	中信保诚添利A	2018/12/26	是	11.34	3.23	2.87	3.07	-2.14	-2.99
	低波动	202102.OF	南方多利增强C	2008/3/27	是	11.97	7.43	2.81	3.43	-2.28	-2.00
		119666.OF	银河添利增强A	2007/5/14	是	10.81	4.70	2.52	3.23	-2.10	-1.96
		119680.OF	国联恒利A	2008/3/31	是	13.27	3.57	2.14	3.15	-1.98	-1.83
		160217.OF	万家双利A	2009/3/19	是	11.35	3.09	2.02	1.83	-2.40	-1.87
		183819.SZ	中融恒利A	2012/3/12	是	12.08	4.20	1.86	1.96	-2.01	-2.74
5%-10% 前	高波动	180622.SZ	瑞丰年利	2016/4/25	是	10.78	5.10	1.65	2.32	-1.09	-1.45
		485107.OF	上银添利增强A	2008/4/14	是	13.52	7.82	1.81	2.82	-1.32	-5.82
		184508.SZ	上银添利增强A	2011/2/10	是	14.35	2.36	1.47	1.78	-1.65	-2.12
		181115.SZ	基金通利A	2010/1/19	是	11.11	7.02	1.33	3.79	-1.09	-1.61
		009290.OF	富国基金一年持有A	2020/6/2	是	11.10	10.72	1.18	2.18	-0.81	-0.80
	低波动	006974.OF	富国鑫利A	2018/3/20	是	18.34	9.17	1.87	2.23	-0.88	-2.10
		181015.SZ	富国鑫利A	2014/5/23	是	12.84	6.47	1.82	2.11	-0.66	-1.89
		008202.OF	中融恒利A	2018/12/25	是	11.18	9.81	0.84	0.84	-0.68	-1.00
		182712.SZ	广发聚利A	2011/8/5	是	5.57	5.44	6.32	5.16	-6.66	-5.14
		040019.OF	华安收益增强A	2010/12/21	是	7.18	4.14	4.76	3.81	-3.55	-3.18
5%-10% 前	高波动	270029.OF	广发聚利A	2012/3/13	是	6.33	5.57	3.99	4.00	-3.34	-3.18
		485105.OF	上银添利增强A	2007/5/11	是	6.88	5.54	2.91	5.84	-2.07	-2.35
		008511.OF	宝盈添利A	2020/2/26	是	6.35	6.21	2.69	3.20	-2.16	-3.38
		000997.OF	南方利元A	2015/2/10	是	8.41	4.15	2.57	3.29	-2.57	-1.47
		183806.OF	中融恒利A	2008/1/13	是	9.47	2.35	2.56	1.66	-8.20	-1.52
	低波动	181218.SZ	国联恒利增强A	2011/3/29	是	8.95	3.23	3.44	3.31	-1.91	-1.87
		001789.OF	南方复利基金A	2018/8/30	是	8.27	3.27	2.27	2.20	-1.86	-1.63
		000148.OF	华安收益增强A	2013/8/14	是	8.75	9.51	2.28	3.03	-2.44	-1.80
		180517.SZ	恒顺利A	2015/4/14	是	6.25	2.42	2.52	1.98	-1.84	-2.16
		070005.OF	基金通利A	2003/7/9	是	5.26	1.89	1.78	1.92	-1.57	-1.62
5%-10% 前	高波动	000088.OF	国联恒利A	2013/5/14	是	6.38	1.96	1.67	2.42	-1.16	-1.52
		240003.OF	华安收益增强A	2003/7/15	是	9.27	8.81	1.40	1.03	-0.92	-0.90
		208018.OF	国寿安颐景添利A	2013/2/6	是	9.10	4.20	1.39	2.13	-1.33	-1.45
		002245.OF	国联恒利A	2016/2/3	是	7.44	2.84	1.31	1.72	-1.38	-1.57
		001235.OF	国联恒利A	2015/9/29	是	8.52	4.47	1.28	1.98	-1.15	-1.29
	低波动	001787.OF	国寿安颐景添利A	2018/12/22	是	6.12	3.43	0.90	1.18	-0.94	-1.59
		270029.OF	广发聚利A	2008/3/27	是	6.08	3.85	0.98	1.20	-0.92	-2.14
		008303.OF	瑞信恒利A	2020/12/28	是	7.42	4.16	0.96	1.09	-0.78	-0.65
		008302.OF	瑞信恒利A	2020/3/23	是	7.42	4.39	0.96	1.35	-0.68	-1.43
		875111.OF	西南利得正利A	2017/3/10	是	5.65	2.44	0.81	1.46	-0.72	-1.47
5%-10% 前	高波动	860002.OF	国联恒利A	2008/12/23	是	6.08	3.53	0.81	1.17	-1.10	-2.28
		008879.OF	国寿安颐景添利A	2020/4/21	是	7.90	5.08	0.88	1.43	-0.87	-1.80
		000003.OF	华安收益增强A	2009/1/23	是	22.89	1.48	8.89	7.53	-7.18	-4.89
		006452.OF	华安收益A	2009/1/20	是	25.85	6.37	4.93	6.21	-3.76	-4.95
		184109.SZ	华安收益增强A	2019/9/8	是	21.06	4.39	4.08	6.25	-5.21	-2.65
	低波动	006745.OF	国寿安颐景添利A	2020/3/18	是	24.77	8.87	2.08	2.48	-1.83	-1.47
		001843.OF	东方红汇悦A	2015/1/16	是	20.58	8.71	1.95	2.79	-1.97	-1.37
		005158.OF	华泰瑞通A	2017/11/21	是	21.87	7.29	1.45	1.27	-1.13	-1.47
		450518.OF	国富恒兴A	2012/8/11	是	27.54	8.20	1.41	1.75	-1.52	-1.38
		181505.SZ	银河通利	2014/4/25	是	18.11	7.84	4.94	6.28	-6.50	-4.50

资料来源: Wind, 国海证券研究所

究竟是哪些配置上的原因, 造成了相似转债持仓占比下, 产品波动出现如此显著的差异呢? 一般分析产品持仓, 可以采用自下而上的分析范式, 本期报告, 我们将从以下三大维度来分析“固收+转债”基金实现低波的途径: 1) 持仓转债个券特点; 2) 持仓转债行业特点; 3) 持仓分散度情况。

揭秘低波“固收+转债”基金

2.1

持仓转债个券特点

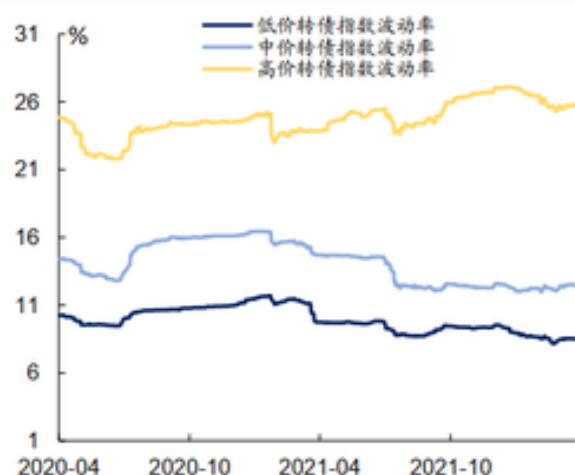
转债价格往往是在我们评判转债“估值”情况时的第一映像。经观察,

“低波组”一级转债持有转债标的中，“低价券”出现的频率相对较高。

为了研究持有转债价格究竟能不能帮助一级债基实现“降波”，我们以一级债基持有转债仓位对其价格进行加权，得到每个产品持有转债的“平均价格”，不难发现，低波组一级债基持有转债的平均价格显著低于高波组持有转债的平均价格。

对历史上不同价格水平下转债进行回溯，可以发现，低价转债的“债性”更强，其波动率天然较高价转债来得更低。因此，对于“+转债”的一级债基而言，实现有效降波的途径之一是配置更多的低价转债。

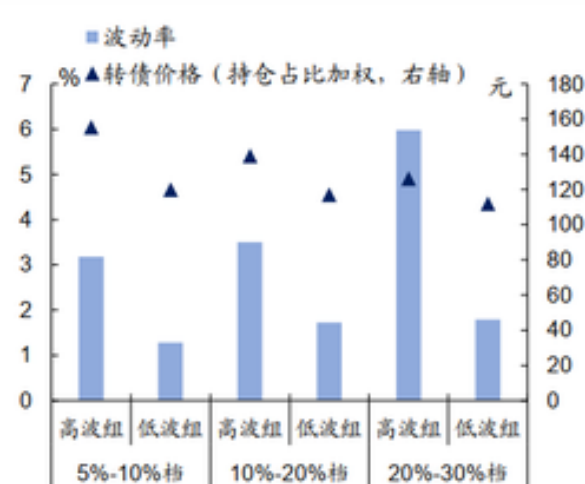
图 4：高中低价转债指数波动率（滚动一年）



资料来源：Wind、国海证券研究所

注：高中低价转债指数以 110 元以下、110-130 元以及 130 元以上进行划分，对每一档内成分转债进行简单平均，并且每季度进行调仓。

图 5：“国收+转债”基金波动率与持有转债价格关系



资料来源：Wind、国海证券研究所

注：统计区间为 2020 年 6 月至 2022 年 6 月

表 2: “固收+转债”型一级债基平均转债持仓价格

转债持仓分档	波动情况	代码	基金名称	波动		转债价格 (加权)										平均值
				2021-2022	2020-2021	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12	2020-09			
20%-30%档	高波组	630003.CF	华安收益增强A	6.66	7.58	122.90	118.09	136.04	119.60	119.35	113.68	120.44	118.39	126.30		
		008452.CF	国金转债A	5.00	6.29	126.95	120.53	163.25	131.61	122.94	133.59	163.61	122.70			
		164105.SZ	华富强化回报	4.16	6.18	125.53	117.30	135.75	121.38	117.90	109.58	118.77	111.22			
	低波组	001945.CF	东方红信用债A	2.09	2.73	116.93	113.96	128.63	116.06	110.66	106.48	106.45	110.26	112.05		
		005159.CF	华泰保丰季会A	1.30	1.36	111.24	109.74	111.54	109.41	109.46	105.51	102.38	105.02			
10%-20%档	高波组	161505.SZ	银河通利	4.86	5.80	159.69	127.45	193.67	177.51	121.04	131.04	162.79	127.47	139.18		
		090002.CF	大成债券A	4.29	4.24	155.83	156.94	197.17	181.46	128.40	128.54	129.45	121.89			
		164258.SZ	天弘丰利	4.18	2.16	150.85	146.10	204.54	118.89	106.91	101.26	100.14	106.56			
		000130.CF	大成富利信用债A	3.50	2.44	149.56	166.86	203.04	179.16	133.88	136.04	125.71	121.96			
		410004.CF	华富收益增强A	3.54	4.90	121.22	115.34	133.09	120.73	119.14	112.25	111.90	111.22			
		110017.CF	易方达增强回报A	3.28	4.96	118.99	113.14	123.70	113.64	111.01	108.56	113.18	114.13			
		020002.CF	国泰金惠增利A	3.18	5.54	121.86	114.88	127.86	120.92	111.34	109.98	115.05	122.81			
		006583.CF	中债新综合债A	2.91	2.79	201.94	174.76	144.81	200.26	119.35	124.98	205.99	153.50			
		202102.CF	南方多利增强C	2.95	3.34	179.59	152.43	155.54	194.95	147.39	134.88	149.18	115.00			
		519668.CF	银河转债添利B	2.57	3.20	185.58	134.99	239.94	178.63	122.32	111.91	172.79	126.17			
	低波组	519668.CF	银河转债添利A	2.18	3.07	134.54	129.63	153.93	158.19	128.05	116.31	169.69	122.03	117.02		
		160217.CF	国泰转债添利A	2.38	1.78	122.95	115.99	140.57	121.56	113.28	108.49	118.77	122.80			
		163819.SZ	中债信用增利A	1.88	1.74	154.10	137.82	156.20	138.49	115.74	107.76	114.86	107.52			
		160622.SZ	鹏华丰利	1.82	2.28	134.83	132.52	160.96	146.14	137.11	111.82	129.46	123.23			
		485107.CF	工银瑞信信用添利A	2.06	2.42	117.93	116.21	118.47	114.54	105.74	103.29	105.49	111.57			
		184808.SZ	工银瑞信四季收益	1.54	1.55	116.02	115.41	125.17	115.20	108.78	106.50	116.09	116.13			
		161115.SZ	易方达季丰利	1.37	3.44	122.11	115.28	130.63	110.40	105.26	100.19	98.70	103.47			
		006974.CF	金鹰嘉日享A	1.09	2.06	115.88	110.74	125.14	160.21	113.89	112.55	145.79	123.77			
		161015.SZ	富国天惠C	0.89	1.95	112.20	111.18	116.66	112.07	107.47	103.20	105.13	109.14			
		008202.CF	中债转债9个月A	0.83	0.74	109.29	113.95	118.16	120.04	108.88	107.66	116.89	0.00			
5%-10%档	高波组	162712.SZ	广发聚利A	5.88	5.62	251.61	175.08	264.73	292.70	219.98	206.15	254.55	140.61	155.39		
		040019.CF	华安稳健收益C	4.76	3.63	136.71	133.05	168.34	161.64	119.74	120.76	132.46	120.24			
		270029.CF	广发聚利信用A	3.39	4.08	153.24	177.47	244.45	281.30	202.09	213.40	243.36	140.31			
		485105.CF	工银瑞信增强收益A	2.78	5.52	118.27	114.28	117.94	110.01	98.49	118.02	120.55	111.67			
		008511.CF	宝盈鸿阳A	2.60	3.16	171.60	126.30	145.46	210.90	121.07	116.50	117.00	126.34			
		000997.CF	南方双元A	2.61	3.09	152.31	149.48	167.99	161.36	133.87	141.30	157.81	128.13			
		163806.CF	中债转债增利	2.80	1.45	117.59	130.96	144.46	120.80	111.41	108.74	114.82	113.07			
		161216.SZ	国投瑞银双债增利A	2.58	2.78	146.94	147.92	133.93	161.79	160.74	130.68	168.59	160.06			
		007391.CF	中广安泰季丰利A	2.34	2.11	124.03	121.43	162.90	151.11	180.97	205.07	255.55	177.30			
		003149.CF	华安双债添利A	2.28	2.55	122.85	117.41	161.15	170.04	133.49	128.12	147.86	123.64			
	低波组	165517.SZ	招商稳兴	2.13	1.82	180.73	152.18	152.12	174.26	126.82	122.25	164.80	125.98	120.00		
		070005.CF	嘉实债券	1.76	1.75	125.01	121.07	198.25	155.76	133.34	127.70	152.18	120.75			
		000069.CF	国投瑞银中高等债A	1.67	2.17	146.47	186.19	139.80	178.57	169.71	124.66	208.30	142.11			
		240003.CF	华安宝德债A	1.40	1.03	115.42	109.30	124.51	107.42	106.54	123.73	0.00	104.27			
		206018.CF	鹏华产业债	1.56	2.02	126.28	117.26	124.65	118.28	122.65	112.22	120.60	123.19			
		002245.CF	泰康转债增利A	1.38	1.50	131.06	126.70	144.31	130.93	121.42	117.73	119.65	120.89			
		001235.CF	中债新综合债A	1.28	1.85	123.35	118.35	147.23	126.67	115.36	109.51	114.91	117.74			
		007837.CF	国寿安保季丰利A	1.05	1.00	126.72	111.94	116.15	111.26	109.22	106.49	107.04	107.94			
		270009.CF	广发瑞利添利C	0.97	1.05	133.62	114.35	139.06	116.30	113.35	107.44	106.39	113.15			
		009203.CF	鹏华转债A	0.97	0.96	114.27	109.13	120.74	114.40	114.89	113.32	107.14	0.00			
20%-30%档	低波组	008302.CF	永赢基金	0.93	1.28	119.77	113.41	122.50	114.03	112.48	110.61	118.32	119.10	112.05		
		675111.CF	西部利得汇享A	0.91	1.29	119.63	115.25	121.82	113.09	112.04	106.01	106.37	109.81			
		680002.CF	中欧汇理弘利A	0.99	0.84	115.05	112.77	118.60	113.49	108.77	110.97	113.53	113.06			
		008873.CF	国寿安保季丰利A	0.95	0.82	138.33	120.35	123.29	113.48	109.25	111.48	110.72	110.05			
		008873.CF	国寿安保季丰利A	0.95	0.82	138.33	120.35	123.29	113.48	109.25	111.48	110.72	110.05			

资料来源: Wind、国海证券研究所

2.2

持仓转债行业特征

除了观察到“低波组”一级债基持有大量低价转债外，行业配置上，

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_48114

