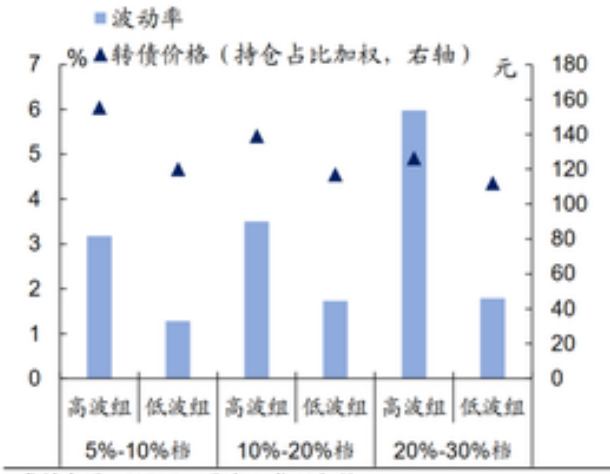
靳毅：探索“双低”策略在“固收+”中的运用

文/意见领袖专栏作家 靳毅

我们在上期报告中详细梳理了目前市场上现存的“固收+转债”型一级债基在资产配置上的特点。其中，净值走势风格偏“低波”的产品，往往在转债配置上呈现两大特点：1）个券选择上，配置了一定低价转债；2）行业选择上，配置了较高比例的银行转债。

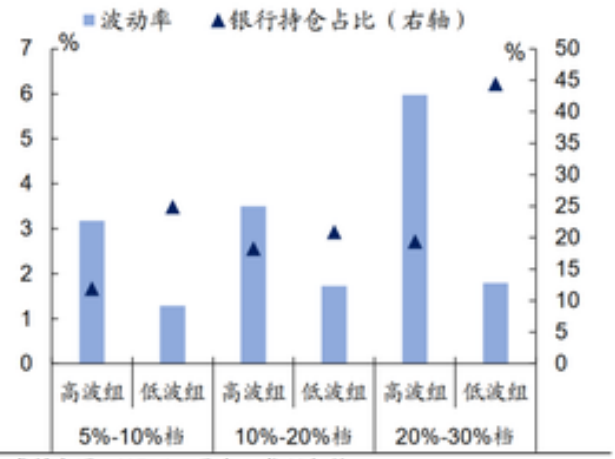
图 1：“固收+转债”基金波动率与持有转债价格



资料来源：Wind、国海证券研究所

注：详细“固收+转债”基金筛选方法及统计口径参见《探秘低波“固收+转债”基金》（右同），统计区间为 2020 年 6 月至 2022 年 6 月。

图 2：“固收+转债”基金波动率与银行转债占比



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。

实际上，由于银行转债本身具有偏“低价”的属性，因此，对于一个低波型 “固收+转债”一级债基而言，配置低价转债的因素尤为关键。那么，我们是 否能根据一定的“择券规则”来形成一个简单可复制的“固收+转债”策略呢?

本期报告，我们将基于对“低价”思路的探讨，来构建一个可行的“固收+转债”策略，并对策略表现进行简要分析。

1、基于“双低”构建“固收+”策略

我们构建“固收+转债”策略的基本思路是，通过制定某种“择券标准”，定期对目标转债进行等权配置，最后与传统利率债部分进行组合，从而形成一个完整的“固收+转债”策略。在此之前我们需要确定两个问题：1）转债基础池如何确定？2）择券标准是什么?

https://www.yunbaogao.cn

1.1

建立转债池

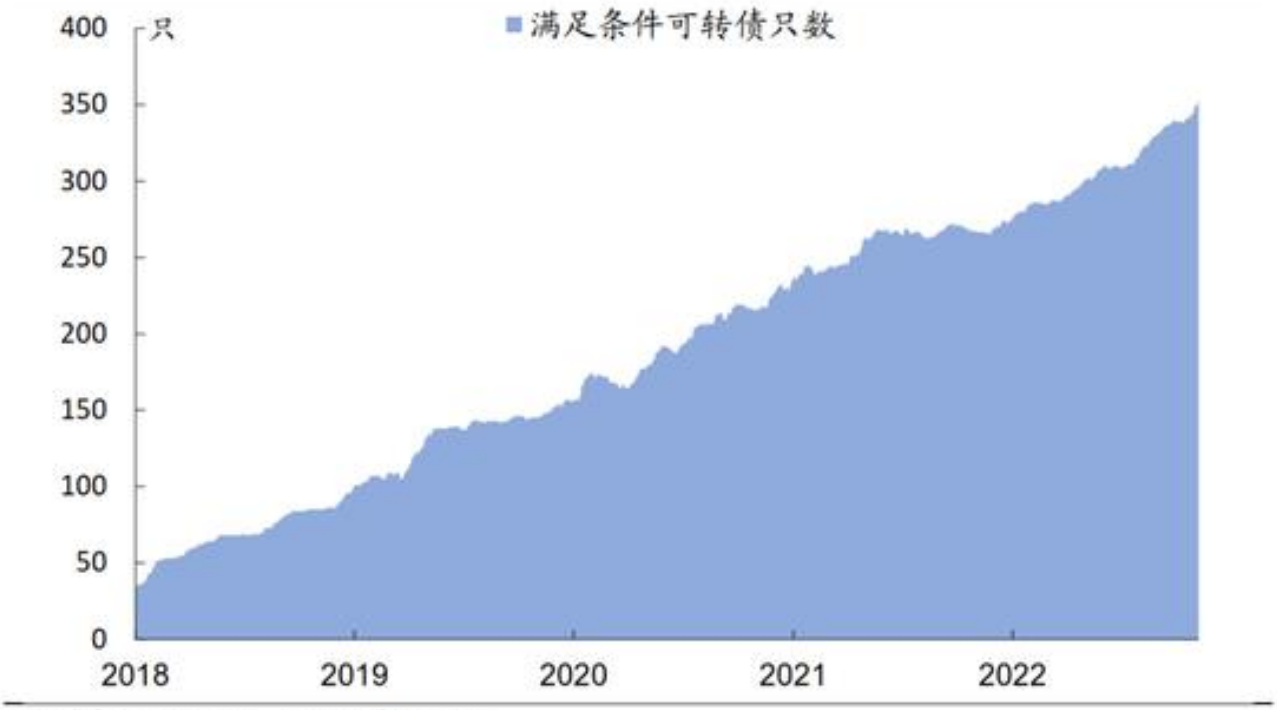
为了增加策略的实际可操作性，我们对基础池中转债作出如下要求：① 转债余额在 3 亿元以上；② 转债剩余期限在 1 年以上；③ 转债未发行强赎公告。回溯历史，我们可以得到 2018 年以来，每一个交易日满足条件转债，并形成基础池。

在上期报告中，我们曾经得出一般“固收+转债”的重仓券主要集中在 5-10 只，我们在此基础上进行适当放宽，计划最终从转债池中选出 20 只可转债进行等仓配置。

然而考虑到 2018-2019 年时期，全市场满足条件的可转债不到 100 只。因此， 我们规定，在前期符合要求转债过少的时期，我们最终只选取转债池中五分之一数量的转债。

https://www.yunbaogao.cn

图 3：历史上符合上述要求的转债数量



资料来源：Wind、国海证券研究所

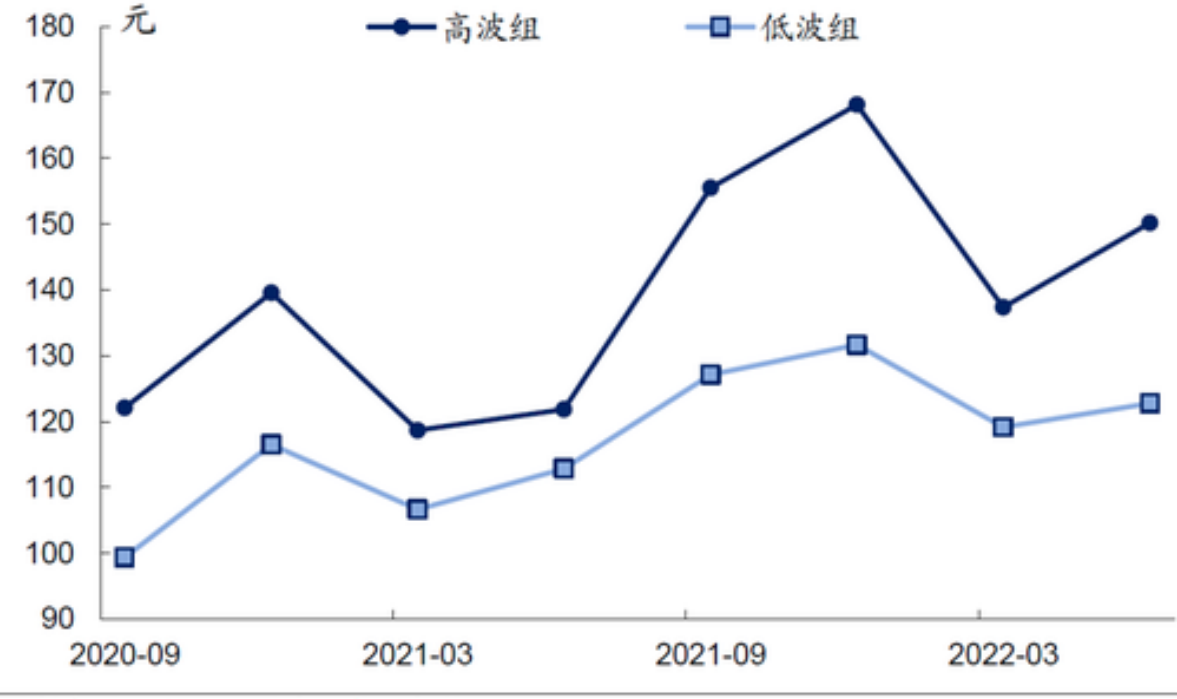
1.2 建立转债筛选标准

我们在上期报告中将“固收+转债”一级债基，按照转债持仓水平划分为 5%-10%、10%-20%以及 20%-30%三档“固收+转债”基金。其中，又将每一档基金按照其长期波动属性划分成“高波组”和“低波组”。

最终，我们发现低波组“固收+转债”基金持有的转债价格显著低于高波组基金。然而，实际上，“低价”并不是这些基金选择转债标的唯一标准。以“持有 10%-20%转债”一档基金为例，即便是低波组基金，持有转债的平均价格中枢长期在 120 元上下进行波动，也并非“绝对低价”。

我们认为，造成这个现象背后的原因主要是，在运作基金产品时，管理人不但要考虑净值波动情况，同时也需要权衡收益端的表现，适当提升“组合弹性”。

图 4：“持有 10%-20%转债”档一级债基持有转债平均价格走势



资料来源：Wind、国海证券研究所
注：统计区间为 2020 年 9 月至 2022 年 6 月

那么，如何增加组合弹性？如果说“低价”描绘的是转债的“债性”，那么“低转股溢价率”刻画的就是转债的“股性”，更低的转股溢价率往往意味着可转债 在转股时更具性价比，也更富有弹性。因此，为了综合兼顾“低波”与“弹性” 这两大维度，我们需要同时考虑转债的“价格”和“转股溢价率”。

为了量化转债的“价格”和“转股溢价率”情况，我们需要建立一个

https://www.yunbaogao.cn

简单的打分模型，当“价格”因子得分越低，则表明该转债的“债性”越强；当“转股溢价率”得分越低，则表明该转债的“股性”越强。

然而在对上述两项因子打分时，简单对“价格”和“转股溢价率”进行相加，可能并没有意义，因为两项数据的量纲和分布都有所不同。因此，在对上述两项因子打分时，我们参考两类主流的数据处理方式：A）对每一期转债价格和转股溢价率分别计算 Z-Score 作为得分 B）对每一期转债价格和转股溢价率进行排名，名次直接对应得分。

在分别进行打分后，计算总分时，按照不同比例对上述两项因子得分进行加权， 通过根据不同计分规则选择得分最低的转债，可以形成不同策略：

① 纯股型策略：100%转股溢价率得分；

② 偏股型策略：70%转股溢价率得分 + 30%转债价格得分；

③ 均衡型策略：50%转股溢价率得分 + 50%转债价格得分；

④ 偏债型策略：30%转股溢价率得分 + 70%转债价格得分；

⑤ 纯债型策略：100%转债价格得分。

https://www.yunbaogao.cn

表 1：“双低-固收+转债”策略参数设置一览

类型	构建方法	策略名称	评分标准
纯股型	100%转股溢价率得分	纯股型策略	Z-Score=排序法
偏股型	70%转股溢价率得分+30%转债价格得分	偏股型-ZScore 策略	Z-Score
		偏股型-排序策略	排序法
均衡型	50%转股溢价率得分+50%转债价格得分	均衡型-ZScore 策略	Z-Score
		均衡型-排序策略	排序法
偏债型	30%转股溢价率得分+70%转债价格得分	偏债型-ZScore 策略	Z-Score
		偏债型-排序策略	排序法
纯债型	100%转债价格得分	纯债型策略	Z-Score=排序法

资料来源：国海证券研究所

注：对于纯股型和纯债型策略而言，Z-Score 和排序法筛选结果一致

1.3

策略总结

在策略具体执行上，可以遵循以下步骤：

步骤一：确定转债池

调仓日前一个交易日：① 转债余额在 3 亿元以上；② 转债剩余期限在 1 年以上；③ 转债未发行强赎公告。

步骤二：对转债进行打分并筛选

调仓日前一个交易日：对转债池内转债从“价格”和“转股溢价率”

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_48981