

相关研究

《Why, Which, How: 打造行业主题基金  
的三项法则》2022.02.23

《一键配置 A+H 核心资产——浦银安盛  
中华交易服务沪深港 300ETF 投资价值分  
析》2022.02.21

《Alpha 捕捉系统: 前世今生和未来发展》  
2022.02.16

分析师:冯佳睿

Tel:(021)23219732

Email:fengjr@htsec.com

证书:S0850512080006

分析师:郑雅斌

Tel:(021)23219395

Email:zhengyb@htsec.com

证书:S0850511040004

联系人:郑玲玲

Tel:(021)23154170

Email:zll13940@htsec.com

## 通往绝对收益之路(五)——解密“固收+” 的“清华”模式

### 投资要点:

- **基金经理基本信息。**张清华,物理学硕士,14年的证券、基金从业经验。曾任晨星资讯(深圳)数量分析师、中信证券研究员。2010年9月加入易方达基金,并于2013年12月开始管理公募基金,距今已有8年的投资经理工作年限。当前任公司多资产投资业务总部总经理。历任管理基金28只,目前在管基金10只,类型均为股债混合产品。截至2021年12月31日,在管规模合计1474.6亿元。
- **基金经理投资业绩。**张清华在担任基金经理期间,在管产品均有不错的业绩表现。以其任职时间最长的易方达安心回报A为例,产品任职以来年化收益接近16%,位居同类基金的前5%。虽然净值的波动和回撤都相对较大,但各年度的风险调整后收益都较为优异,居于同类中等偏上水平。此外,产品收益与股市的相关性较高。因此,和同类相比,股市上涨时的向上弹性更为突出。
- **基金经理资产配置风格。**股票和可转债资产的仓位均显著高于同类平均。我们认为,基金经理的风险偏好较高。同时,基金经理有明显的择时行为。择时观点更多通过可转债资产实现,呈现显著的逆周期左侧布局特征,且调整幅度大。此外,2019年以来,基金经理的择时行为不再如之前那么激进。具体表现为,股票仓位较为稳定,可转债仓位稳中有降。
- **基金经理A股投资风格。**板块配置均衡,而行业相对集中。前期(2014-2016,下同)行业覆盖范围较广,配置权重变化较大,轮动行为明显;后期(2017年之后,下同)行业配置权重稳定,倾向于长期投资,偏好医药、食品饮料、家电、电力设备及新能源、电子和基础化工行业。持股风格方面,前期偏好成长性强、关注度高的中小盘股;后期趋于稳定,偏好盈利能力突出、兼具一定成长性的大中盘股。交易行为方面,倾向于长期持股。
- **基金经理债券投资风格。**券种配置方面,可转债比例显著高于同类,但2019年以来,仓位开始下调,并逐步向同类平均靠拢。中期票据和企业债的配置比例同样较高,国债配置比例很低。我们认为,基金经理可能相对淡化利率波段操作,转而通过配置高风险高收益的券种来增厚收益。此外,企业债的选择上,基金经理倾向于持有高信用评级的债券,以严控组合的信用风险。
- **基金经理可转债投资风格。**底仓安全性与同类相当。纯债溢价率和转股溢价率稳定在15%-30%之间。2020年以来,转股溢价率弱于同类。行业覆盖较为广泛,但仍表现出明显的偏好。近年来,在银行、电力设备及新能源等行业保持较高的绝对和相对配置比例。尤其是银行,相比同类呈显著的正向偏离。风格偏好上,对比同类,明显偏好大市值公司。可转债的配置集中度低,但持有周期长。
- **基金经理投资能力。**基金经理的大类资产配置和各资产内部择券的能力非常均衡,且各具特色。资产配置上,可转债择时能力较强,多次大幅加仓后,都能从中兑现较高的收益。股票投资上,按80%目标仓位模拟出收益率后,即使和股票/偏股型基金经理相比,也能稳定地处在中上游水平。进一步穿透至行业和个股层面,其能力又具体表现为,善于挖掘具备长期投资价值的行业,在重仓行业上的选股能力稳定且突出。可转债投资上,2017年之后,收益排名稳居同类中上游。
- **风险提示:**1)本文根据公开数据和评价指标计算,存在由于数据不完善导致结论不精准的可能性。也不作为对未来走势的判断和投资建议;2)基金的业绩表现与基金经理紧密相关,需要关注基金经理变动对业绩的影响。

## 目 录

1. 基金经理.....	7
1.1 基金经理基本信息 .....	7
1.2 投资理念 .....	8
2. 基金经理投资业绩 .....	9
3. 基金经理投资风格 .....	12
3.1 资产配置 .....	12
3.2 股票资产投资风格 .....	13
3.2.1 板块均衡，行业集中 .....	13
3.2.2 板块行为：配置均衡且稳定 .....	14
3.2.3 行业配置：偏好明显，着眼长期 .....	15
3.2.4 持股风格：前后期变化明显，近年来偏好盈利能力强的大盘股 .....	16
3.2.5 持股行为：持股集中度较高，换手率低 .....	18
3.3 债券资产投资风格 .....	19
3.3.1 券种配置：可转债配置比例高 .....	19
3.3.2 信用评级：注重信用风险的管理 .....	21
3.4 可转债资产投资风格 .....	22
3.4.1 底仓安全性与同类相当 .....	22
3.4.2 可转债的债性强于同类 .....	23
3.4.3 行业配置特征 .....	24
3.4.4 明显偏好大市值公司的可转债 .....	25
3.4.5 集中度低，持有周期长 .....	25
3.5 基金经理投资风格小结 .....	26
4. 基金经理投资能力浅析 .....	27
4.1 业绩拆分 .....	27
4.1.1 股票收益 v.s 债券收益 .....	27
4.1.2 股票收益排名 v.s 债券收益排名 .....	28
4.2 资产配置能力 .....	28
4.3 股票投资能力 .....	30
4.3.1 股票资产的整体投资能力 .....	30
4.3.2 Brinson 归因 .....	31

4.3.3	行业配置能力 .....	31
4.3.4	个股选择能力 .....	32
4.4	可转债投资能力 .....	34
5.	总结 .....	35
6.	风险提示 .....	36

## 图目录

图 1	张清华在管产品合计规模变化（截至 2021.12.31）	7
图 2	易方达安心回报的产品规模（A、C 合计）变化	9
图 3	易方达安心回报 A 的净值走势（2014.03.24-2022.02.11）	9
图 4	易方达安心回报 A 相对业绩基准的月度超额收益率（2014.04-2022.02）	11
图 5	任何时点买入易方达安心回报 A 并持有 1-3 年的收益（2014.04.23-2022.02.11）	11
图 6	易方达安心回报 A 各期的资产配置	12
图 7	易方达安心回报 A 及其同类产品的股票仓位变动	12
图 8	易方达安心回报 A 及其同类产品的可转债仓位变动	13
图 9	易方达安心回报 A 的板块配置数量和集中度	13
图 10	易方达安心回报 A 的行业配置数量和集中度	14
图 11	易方达安心回报 A 的板块配置	14
图 12	易方达安心回报 A 的行业配置	15
图 13	医药行业的净利润与营收增速	16
图 14	食品饮料行业的净利润与营收增速	16
图 15	电子行业的净利润与营收增速	16
图 16	电力设备及新能源行业的净利润与营收增速	16
图 17	易方达安心回报 A 持仓的因子暴露	17
图 18	易方达安心回报 A 的 sharpe 净值归因（2014.06-2016.12）	17
图 19	易方达安心回报 A 的 sharpe 净值归因（2017.01-2022.01）	18
图 20	易方达安心回报 A 及其同类产品的持股数量（只）	18
图 21	易方达安心回报 A 及其同类产品的重仓股合计权重	18
图 22	易方达安心回报 A 及其同类产品的双边换手率（倍/半年）	19
图 23	易方达安心回报 A 的重仓股持有时间（季度）	19
图 24	易方达安心回报 A 的券种配置	19
图 25	易方达安心回报 A 及其同类产品的可转债配置比例	20
图 26	易方达安心回报 A 及其同类产品的中期票据配置比例	20
图 27	易方达安心回报 A 及其同类产品的国债配置比例	20
图 28	易方达安心回报 A 及其同类产品的金融债配置比例	20
图 29	易方达安心回报 A 及其同类产品的企业债配置比例	21

图 30	易方达安心回报 A 持有的长期债券信用评级分布 .....	21
图 31	易方达安心回报 A 及其同类产品长期债券中 AAA 级债券的配置比例 .....	21
图 32	易方达安心回报 A 及其同类产品长期债券中 AAA 级以下债券的配置比例 .....	21
图 33	易方达安心回报 A 持有的短期债券信用评级分布 .....	22
图 34	易方达安心回报 A 披露的可转债投资市值占可转债投资总市值之比 .....	22
图 35	易方达安心回报 A 及其同类产品披露的可转债的纯债到期收益率 .....	23
图 36	易方达安心回报 A 及其同类产品披露的可转债的纯债溢价率 .....	23
图 37	易方达安心回报 A 及其同类产品披露的可转债的转股溢价率 .....	23
图 38	易方达安心回报 A 披露的可转债的行业配置 .....	24
图 39	易方达安心回报 A 披露的可转债相对同类产品的行业偏离 .....	24
图 40	易方达安心回报 A 披露的可转债对应正股的风格暴露 .....	25
图 41	易方达安心回报 A 披露的可转债数量 (只) .....	26
图 42	易方达安心回报 A 披露的可转债持有集中度 .....	26
图 43	易方达安心回报 A 披露的可转债的持仓周期 (季度) .....	26
图 44	股票收益 v.s 债券收益 (2014.06-2021.06) .....	27
图 45	股票收益 v.s 债券收益 (2015.06-2021.06) .....	27
图 46	易方达安心回报 A 在“固收+”基金池中的股票收益排名 v.s 债券收益排名 .....	28
图 47	易方达安心回报 A 的可转债择时收益 (2014.06.30-2018.12.31) .....	29
图 48	易方达安心回报 A 的股票资产收益率排名 (“固收+”基金池) .....	30
图 49	易方达安心回报 A 的股票资产收益率排名 (1 年, 股票/偏股型基金池) .....	31
图 50	易方达安心回报 A 的股票资产收益率排名 (3 年, 股票/偏股型基金池) .....	31
图 51	易方达安心回报 A 的 Brinson 归因 (2016.12.31-2021.06.30) .....	31
图 52	医药行业指数相对强弱及产品买卖时点 (2016.12.01-2021.12.06) .....	32
图 53	电子行业指数相对强弱及产品买卖时点 (2016.12.01-2021.12.06) .....	32
图 54	电力设备及新能源行业指数相对强弱及产品买卖时点 (2016.12.01-2021.12.06)	32
图 55	家电行业指数相对强弱及产品买卖时点 (2016.12.01-2021.12.06) .....	32
图 56	基础化工行业指数相对强弱及产品买卖时点 (2016.12.01-2021.12.06) .....	32
图 57	食品饮料行业指数相对强弱及产品买卖时点 (2016.12.01-2021.12.06) .....	32
图 58	易方达安心回报 A 相对中信一级行业指数的选股超额收益 .....	33
图 59	易方达安心回报 A 的持仓股相对中信一级行业指数的历史选股超额收益 .....	34
图 60	可转债资产收益在“固收+”基金排名 .....	34

## 表目录

---

表 1	张清华在管产品的基本信息和收益排名（规模数据截至 2021.12.31，业绩数据截至 2022.02.11） .....	7
表 2	张清华在管产品任职以来的收益风险特征（截止 2022.02.11） .....	8
表 3	张清华任职以来（扣除 3 个月建仓期）易方达安心回报 A 的业绩表现（2014.03.23-2022.02.11） .....	10
表 4	易方达安心回报 A 各年度的业绩表现（2014.03.24-2021.12.31） .....	10
表 5	易方达安心回报 A 及其同类产品与股市、债市的相关性(2014.03.23-2022.02.11)	10
表 6	易方达安心回报 A 在不同股市行情下的表现（2014.03.23-2022.02.11） .....	11
表 7	易方达安心回报 A 的可转债仓位和下个报告期的可转债收益排名（2014.06-2021.06） .....	29

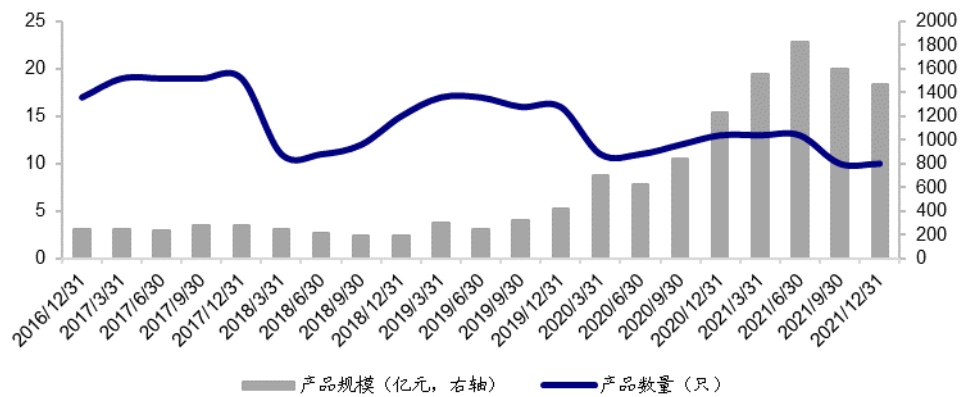


## 1. 基金经理

### 1.1 基金经理基本信息

**张清华**，物理学硕士，14年证券、基金从业经验。曾任晨星资讯（深圳）数量分析师、中信证券研究员。2010年9月加入易方达基金，并于2013年12月开始管理公募基金，距今已有8年的投资经理工作经验，当前任公司多资产投资业务总部总经理。在管基金10只，类型均为股债混合，具体涵盖混合债券型二级基金、偏债混合型基金、灵活配置型基金和养老金产品。截至2021年12月31日，在管规模合计1474.6亿元。

图1 张清华在管产品合计规模变化（截至2021.12.31）



资料来源：Wind，海通证券研究所

整体来看，张清华在管产品的业绩表现均较为优异。绝大部分产品任职以来相对业绩基准的年化超额收益都在5%以上，更有2只超过20%。其中，管理时间最长的易方达安心回报A，任职以来累计回报234.73%，相对业绩基准的年化超额收益为11.82%。横向比较，10只产品中有3只的收益位列同类前10%、3只位列同类前20%，其余也基本位列同类前50%。

表1 张清华在管产品的基本信息和收益排名（规模数据截至2021.12.31，业绩数据截至2022.02.11）

基金代码	基金简称	投资类型	基金经理	张清华任职日期	基金规模 (A、C合计) 亿元	任职以来 累计收益	任职以来年化超额 (相对业绩基准)	收益排名
110027	易方达安心回报A	混合债券型 二级基金	张清华	2013-12-23	278.05	234.73%	11.82%	3/177
000171	易方达裕丰回报	混合债券型 二级基金	张清华, 张雅君	2014-01-09	410.77	120.83%	5.63%	27/177
11B002	易方达稳健配置 二号	混合型养老 金产品	王成, 张清华	2017-12-25	80.96	31.52%	6.85%	23/51
11B003	易方达聚盈	混合型养老 金产品	王成, 张清华	2016-11-21	14.69	70.09%	10.69%	1/37
002969	易方达丰和	混合债券型 二级基金	张清华	2016-11-23	278.62	43.76%	2.90%	41/322
001603	易方达安盈回报	偏债混合型 基金	张清华	2017-02-16	36.77	149.67%	17.32%	1/96
001216	易方达新收益A	灵活配置型 基金	张清华	2018-12-25	99.11	169.86%	33.53%	207/1842
11A005	易方达泰利增长	股票型养老 金产品	张清华	2018-12-27	21.32	117.82%	28.22%	32/106
000189	易方达丰华A	混合债券型 二级基金	张清华, 王成, 李中阳	2019-02-19	158.12	37.04%	8.98%	94/450
009812	易方达悦兴一年 持有A	偏债混合型 基金	张清华	2020-11-27	99.73	3.36%	-0.94%	446/569

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：收益排名为收益在同期的相同投资类型（二级）产品中的排名。收益越高，排名越靠前；养老金产品的规模数据截至2021年9月30日

虽然在管产品大多存续期较长，即经历了多轮牛熊转换，但年化波动率和最大回撤仍控制在较低水平。除灵活配置型基金和股票型养老金产品外，其余产品的年化波动率均低于 20%，更有一半以上年化波动率不到 10%。最大回撤方面，债券类产品基本控制在 10% 以下，权益类产品基本不超过 25%。

由于兼具高收益和低风险两大特征，这 10 只产品的风险调整后收益均十分突出。夏普比率和收益回撤比基本都大于 1，均值分别为 1.27 和 1.15。

**表 2 张清华在管产品任职以来的收益风险特征（截止 2022.02.11）**

代码	基金名称	投资类型	年化波动率	最大回撤	夏普比率	收益回撤比
110027	易方达安心回报 A	混合债券型二级基金	12.83%	15.38%	1.14	1.04
000171	易方达裕丰回报	混合债券型二级基金	4.70	8.75%	1.84	1.17
11B003	易方达聚盈	混合型养老金产品	5.21%	6.79%	1.74	1.57
002969	易方达丰和	混合债券型二级基金	4.80%	4.97%	1.23	1.45
001603	易方达安盈回报	混合型养老金产品	16.43%	25.87%	1.16	0.78
11B002	易方达稳健配置二号	偏债混合型基金	5.62%	7.56%	0.98	0.91
001216	易方达新收益 A	灵活配置型基金	22.09%	24.91%	1.53	1.49
11A005	易方达泰利增长	股票型养老金产品	21.87%	27.11%	1.22	1.04
000189	易方达丰华 A	混合债券型二级基金	6.91%	6.69%	1.39	1.66
009812	易方达悦兴一年持有 A	偏债混合型基金	14.54%	7.52%	0.45	0.37

资料来源：Wind，海通证券研究所

综上所述，我们认为，张清华管理经验丰富，在管产品业绩优异，风险调整后收益十分突出。

## 1.2 投资理念

### ➤ 投资理念：重视多资产配置，固收打底、股票增强

张清华十分重视资产配置型产品。一方面，他认为这类产品契合了投资者的需求。因为对于普通投资者而言，很难花时间去研究和挑选各类产品以匹配自身需求。资产配置类产品本质上就是给普通投资者提供一个由专业管理人负责资产配置的投资工具。另一方面，他认为这类产品可以通过调整资产配置比来平滑单一资产的波动，从而提高收益风险比。波动的降低和高收益风险比都会极大地提升投资者的持有体验。

在资产配置型产品的管理上，张清华坚持固收打底、股票增强。固收打底，即以债券投资为主，通过久期、类属、期限结构配置和个券选择进行投资管理。权益增强，即通过适当投资股票资产增厚组合收益。

### ➤ 产品定位：正确认识风险，寻找适配的收益风险比

张清华认为，收益和风险一定是相伴相生的，收益的获得源自于承担了某种风险。因此，他在投资中会正确认识风险，并衡量承担风险能够获得的预期收益是否具有吸引力，寻找最佳的收益风险比。

具体而言，张清华会先根据投资者的收益和风险偏好，构建一个长期的股债配置的中枢比例，依靠资产之间的负相关性平衡组合的收益和风险。同时，在日常管理中，依据市场环境围绕这个中枢适时调整。

### ➤ 投资框架：“自上而下”和“自下而上”相结合

经过多年积累，张清华打造了一套自上而下和自下而上相结合的投资框架。首先，他会采用自上而下的方法把握周期轮动。即，先对宏观经济做出判断，把握当前经济和



市场趋势，据此制定具体的资产配置和行业配置策略。其次，采用自下而上的方法选择个股。

### ➤ 投资风格：坚守长期，风格稳健

张清华认为，市场永远在波动，而应对波动的有效方法是坚定地站在长期趋势的一边。因此，他更注重长期回报。

该理念反映在产品管理上，便是重视组合收益的长久稳健，尤其是极端市场中的稳健性。他认为，市场会经历各种极端情况。在市场行情不振时，他会尽量保守，以规避大风险，保证自己长期活下去，这样才能有机会参与之后的行情。

反映到股票投资上，便是重视行业和企业的可持续增长，看好盈利强，具备清晰商业模式和完备竞争壁垒的公司。因此，他也较少参与短期的事件和主题性机会。此外，关注个股估值水平，尽量在有安全边际的时点介入。选择竞争格局稳定的细分行业龙头，规避行业内部迭代过快导致的个股风险。

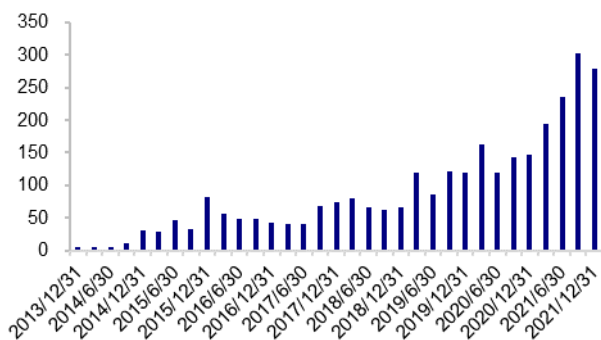
反映到债券投资上，就是注重信用风险的把控。依托公司的研究力量，从信用评级、信用风险管理、策略支持等方面展开深入的分析，把握个券基本面，规避信用风险。

下面，本文将张清华任职时间最长的易方达安心回报 A（2013 年 12 月 23 日任职至今）作为代表产品，分析他的投资业绩、投资风格和投资能力。

## 2. 基金经理投资业绩

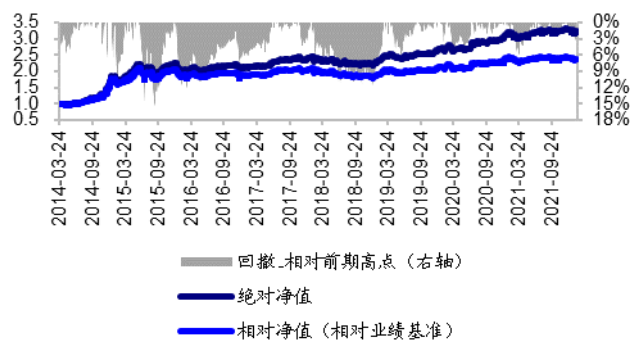
易方达安心回报 A 成立于 2011 年 6 月 21 日，是易方达基金旗下的混合债券型二级基金，张清华于 2013 年 12 月 23 日起任职基金经理至今。产品业绩比较基准为“三年期银行定期存款收益率（税后）+1.0%”。得益于突出的业绩表现，产品规模近年来稳步增长。截至 2021 年 12 月 31 日，产品规模（A、C 合计）达 278.05 亿元。

图2 易方达安心回报的产品规模（A、C 合计）变化



资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 易方达安心回报 A 的净值走势（2014.03.24-2022.02.11）



资料来源：Wind，海通证券研究所

### ➤ 长期收益突出，风险调整后收益较为优异

张清华任职以来（扣除 3 个月建仓期），易方达安心回报 A 的收益表现突出。产品区间累计收益为 220.16%，年化收益达 15.87%，远超业绩基准，位居同类基金（2013 年 12 月 23 日前成立的混合债券型二级基金，下同）前 5%。

从风险指标来看，产品的年化波动率和最大回撤分别为 12.91% 和 15.38%，二者均位居同类中下游。但是，产品的风险调整后收益却十分出色。夏普比率和收益回撤比分别为 1.12 和 1.03，显著高于同类平均水平。此外，产品的回撤修复能力较强。最大回撤的修复时间仅 97 天，明显优于同类。

**表 3 张清华任职以来（扣除 3 个月建仓期）易方达安心回报 A 的业绩表现（2014.03.23-2022.02.11）**

		易方达安心回报 A	业绩基准	同类排名	25%分位点	50%分位点	75%分位点
收益指标	区间收益	220.16%	36.44%	2%	61.66%	75.95%	91.60%
	年化收益	15.87%	4.12%	2%	6.27%	7.42%	8.58%
风险指标	年化波动率	12.91%		85%	4.48%	5.68%	8.71%
	最大回撤	15.38%		67%	7.13%	11.12%	18.92%
	最大回撤恢复时间	97		22%	112	306	986
风险调整后收益	夏普比率	1.12		36%	0.75	0.98	1.22
	收益回撤比	1.03		27%	0.37	0.71	1.03

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：同类基金为 2013 年 12 月 23 日前成立的混合债券型二级基金，包含本基金共 108 只；同类排名为由优到劣排序，排名百分比越小，指标表现越好，下同

### ➢ 收益与股市相关性大，向上弹性较高

分年度来看，产品收益表现突出，大部分年份都能战胜业绩基准，并显著跑赢同类。同时，值得一提的是，虽然产品的净值波动和回撤较大，但如果考察风险调整后收益，各个年度均较为优异，稳定居于同类中等偏上水平。

**表 4 易方达安心回报 A 各年度的业绩表现（2014.03.24-2021.12.31）**

	区间收益（年化）			年化波动率		最大回撤		夏普比率		收益回撤比	
	产品	业绩基准	同类排名	产品	同类排名	产品	同类排名	产品	同类排名	产品	同类排名
2014	99.35%	5.32%	9%	21.58%	93%	9.35%	93%	3.21	67%	10.62	38%
2015	30.79%	4.52%	1%	21.98%	87%	15.38%	68%	1.29	54%	2.00	39%
2016	-5.86%	3.88%	85%	9.76%	90%	9.35%	89%	-0.74	58%	-0.63	71%
2017	11.75%	3.87%	0%	6.65%	91%	4.53%	83%	1.52	22%	2.60	30%
2018	-6.64%	3.69%	89%	10.33%	92%	11.41%	89%	-0.77	76%	-0.58	85%
2019	20.87%	3.93%	11%	8.48%	83%	6.03%	78%	2.16	41%	3.46	45%
2020	14.45%	3.93%	21%	9.19%	72%	6.40%	72%	1.40	37%	2.26	46%
2021	8.03%	3.92%	40%	6.76%	69%	6.02%	74%	0.99	54%	1.33	66%

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：同类为区间内成立满 3 个月的混合债券型二级基金，各年度依次有（含本基金）123 只、135 只、156 只、230 只、262 只、283 只、301 只、329 只

观察各年度的业绩表现还可发现，产品收益与股市相关性高。例如，在股市上涨的 2015 年和 2017 年，收益显著优于同类；而在股市下跌的 2016 年和 2018 年，则出现负收益。

为了说明上述问题，我们计算易方达安心回报 A 及其同类产品与 Wind 全 A、中债-总财富（总值）指数日收益率的相关系数，结果如表 5 所示。可以看到，易方达安心回报 A 和 Wind 全 A 指数日收益率的相关系数为 0.78，显著高于同类。因此，我们认为，产品的投资回报率受股市表现的影响较大。

**表 5 易方达安心回报 A 及其同类产品与股市、债市的相关性（2014.03.23-2022.02.11）**

	Wind 全 A	中债-总财富（总值）
易方达安心回报 A	0.78	0.02
同类排名	81%	48%

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：同类为 2013 年 12 月 23 日前成立的混合债券型二级基金，包含本基金共 108 只；排名百分比越高，相关性越高

我们进一步计算产品的上涨捕获比率和下跌抵抗比率<sup>1</sup>，考察其不同股市行情中的表现。

<sup>1</sup> 以 Wind 全 A 作为市场组合，上涨捕获比率（下跌抵抗比率）为，市场上涨（下跌）时，基金与 Wind 全 A 日收益率之比。上涨捕获比例率越高表示组合收益的向上弹性越强，下跌抵抗比率越小说明组合的防御性越强。

由下表可见，易方达安心回报 A 的上涨捕获比率为 0.46，接近同类产品的两倍，说明产品在股市上涨行情中的向上弹性较为突出。下跌抵抗比率为 0.38，虽高于混合债券型二级基金均值，但仍远低于主动权益基金的平均水平。

**表 6 易方达安心回报 A 在不同股市行情下的表现 (2014.03.23-2022.02.11)**

	上涨捕获比率	下跌抵抗比率
易方达安心回报 A	0.46	0.38
同类均值	0.24	0.20
主动权益基金均值	0.90	0.87

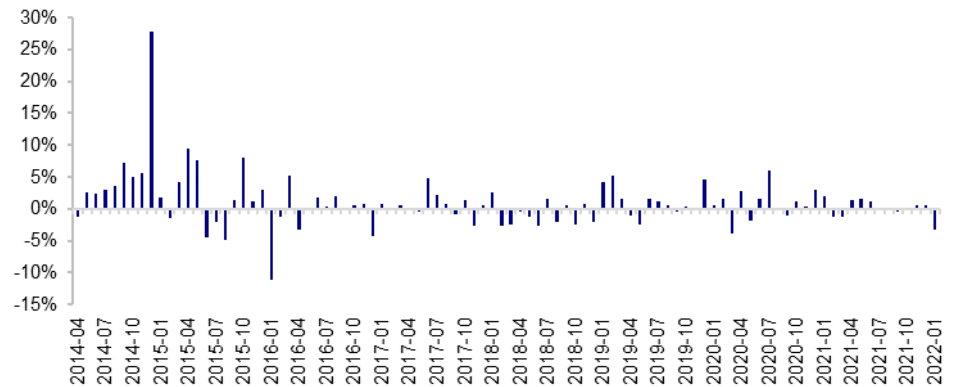
资料来源：Wind，海通证券研究所

注：同类为 2013 年 12 月 23 日前成立的混合债券型二级基金，包含本基金共 108 只；主动权益基金为 2013 年 12 月 23 日前成立的普通股股票型和混合型（不含偏债混合型）基金，共 596 只

➤ **收益稳定性较高，持有体验良好**

下图展示了易方达安心回报 A 相对业绩基准的月度超额收益率。2014 年 4 月以来，月度超额收益胜率为 64%，均值为 1.02%。这说明，在大部分时间内，产品都能战胜业绩基准，收益稳定性较高。

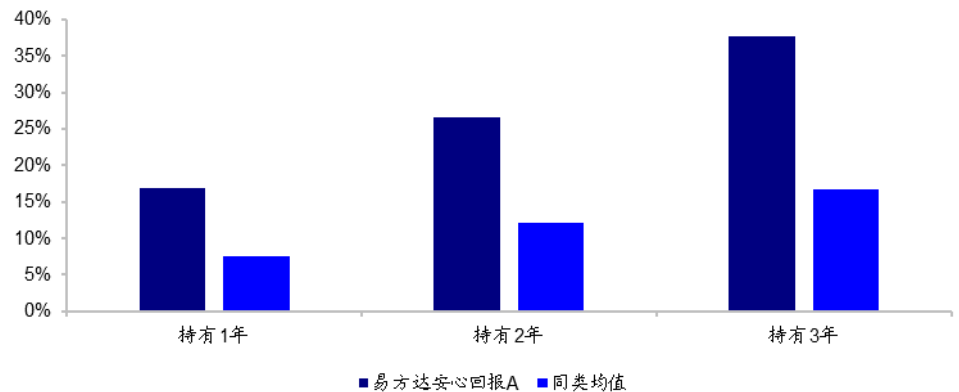
**图 4 易方达安心回报 A 相对业绩基准的月度超额收益率 (2014.04-2022.02)**



资料来源：Wind，海通证券研究所

收益的稳定对提高投资者的持有体验至关重要。由以下两图可见，任意时点买入易方达安心回报 A 并持有 1 年，收益均在 5% 以上。同时，在持有期为 1-3 年时，收益均显著优于同类。由此可见，易方达安心回报 A 能给投资者带来良好的持有体验。

**图 5 任何时点买入易方达安心回报 A 并持有 1-3 年的收益 (2014.04.23-2022.02.11)**



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：同类产品为区间内成立满 3 个月的混合债券型二级基金

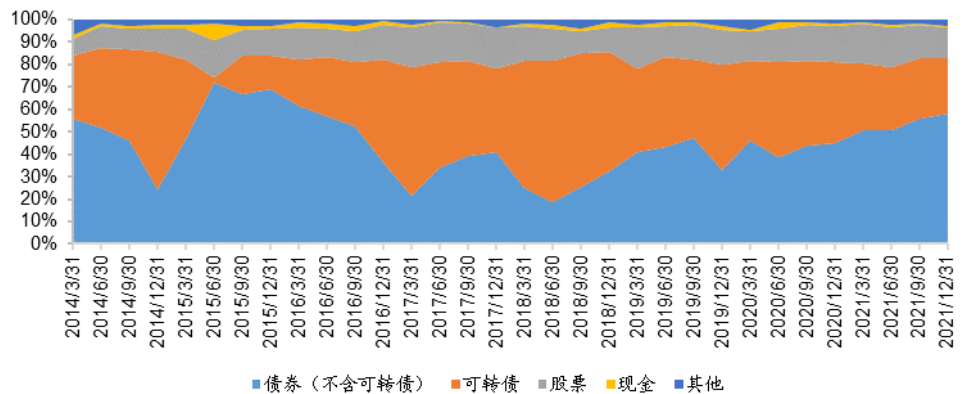
综上所述，易方达安心回报 A 长期收益表现突出。张清华任职以来（扣除 3 个月建仓期），产品年化收益接近 16%，位居同类基金的前 5%。虽然净值的波动和回撤都相对较大（与基金经理的投资风格有关，后文详细展开），但各年度的风险调整后收益都较为优异，稳定居于同类中等偏上水平。从月度超额收益率和任意时点买入并持有 1-3 年的收益这两个维度来看，尽管净值波动较大，但收益的长期稳定性仍较高。最后，产品收益与股市的相关性较高。因此，和同类相比，股市上涨时的向上弹性更为突出。

### 3. 基金经理投资风格

#### 3.1 资产配置

下图展示了产品各期的资产配置情况。可以看到，各大类资产的权重占比并非一成不变，调整频率也较高。尤其是权益类资产（股票+可转债，下同），仓位的波动幅度很大，有较为明显的择时行为。据此，我们推测，基金经理会根据市场环境的变化，积极调整各类资产的配置比例。

图6 易方达安心回报 A 各期的资产配置



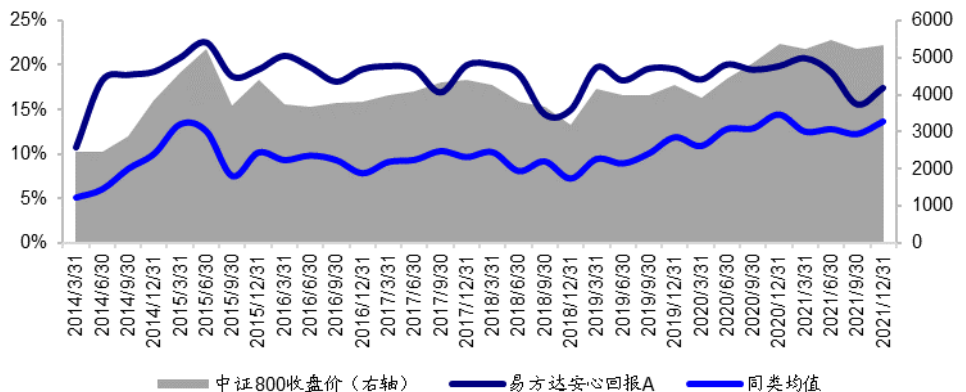
资料来源：Wind，海通证券研究所

注：上图指标为资产投资市值占基金资产总值之比

#### ➤ 股票仓位与市场基本同步，鲜有左侧择时

股票资产上，仓位在 5%-20% 之间浮动，2015 年之后长期稳定在 10%-20% 之间，始终显著高于同类平均。结合中证 800 指数收盘价（下图，反映市场行情）来看，股票仓位的变动与指数走势基本同步。这说明，对于股票资产，基金经理鲜有左侧择时。

图7 易方达安心回报 A 及其同类产品的股票仓位变动



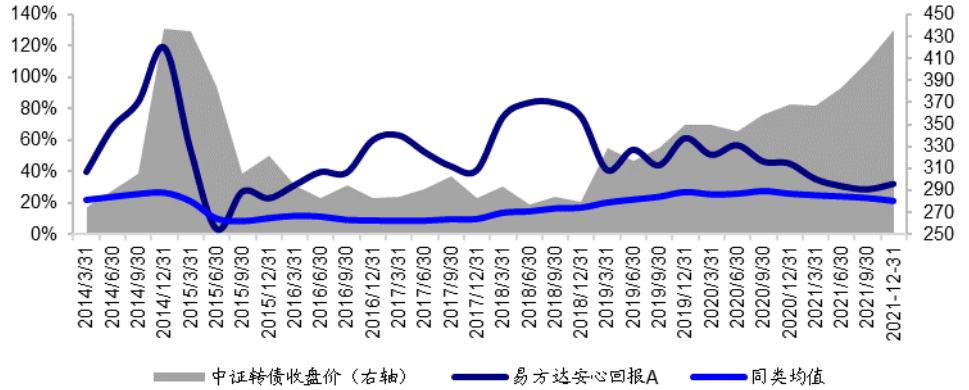
资料来源：Wind，海通证券研究所

注：同类为报告期成立满 3 个月的混合债券型二级基金；权益仓位为股票投资市值占基金资产净值比，下同

➤ 可转债仓位波动大，左侧择时行为明显

可转债仓位的绝对水平和相对水平都较高，且变动幅度较大，表明基金经理对可转债资产的管理更为灵活。结合中证转债指数收盘价来看，我们认为，对于可转债资产，基金经理倾向于左侧提前布局。如，2018年，受股市拖累，可转债市场低迷。基金经理提前预判可转债市场未来有望起底回升，于是，从2018年下半年起，便将可转债的持有比例逐步提升至高位。随后，可转债市场从2018年底迎来了一轮牛市行情。但就在这个过程中，基金经理却不断地降低仓位，展现出显著的逆周期操作的特征。

图8 易方达安心回报 A 及其同类产品的可转债仓位变动



资料来源：Wind，海通证券研究所

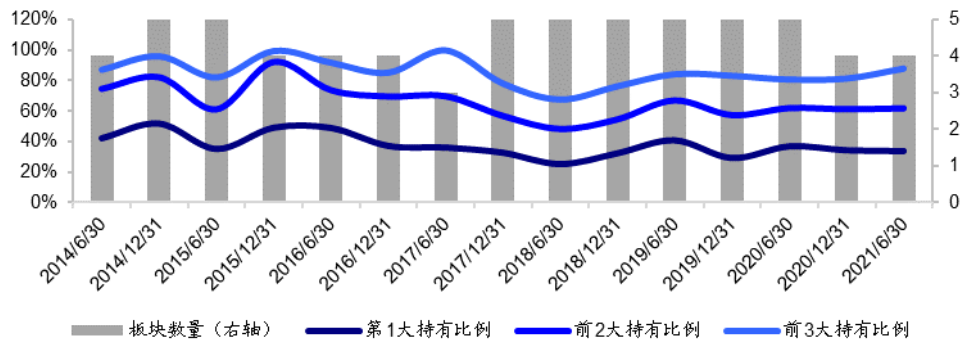
综上所述，在资产配置层面，基金经理的主要特征为：1）两种权益类资产的仓位均显著高于同类平均。我们认为，基金经理的风险偏好较高。2）权益类资产的总仓位波动大。我们认为，基金经理有明显的择时行为。3）择时观点更多通过可转债资产实现。股票资产仓位基本和股市走势同步，鲜有左侧择时；可转债资产呈显著的逆周期左侧布局特征，且调整幅度大。4）2019年以来，基金经理的择时行为不再如之前那么激进。具体表现为，股票仓位较为稳定，可转债仓位稳中有降。

### 3.2 股票资产投资风格

#### 3.2.1 板块均衡，行业集中

根据基金中报和年报中的全部A股持仓，我们计算了产品在5大板块（金融地产、上游周期、中游制造、大消费、TMT）和行业（中信一级行业）上的配置比例。汇总权重排名前1-3的板块或行业，代表集中度，以此来考察基金经理在板块和行业上是倾向于分散投资还是集中投资，结果如下图所示。

图9 易方达安心回报 A 的板块配置数量和集中度



资料来源：Wind，海通证券研究所

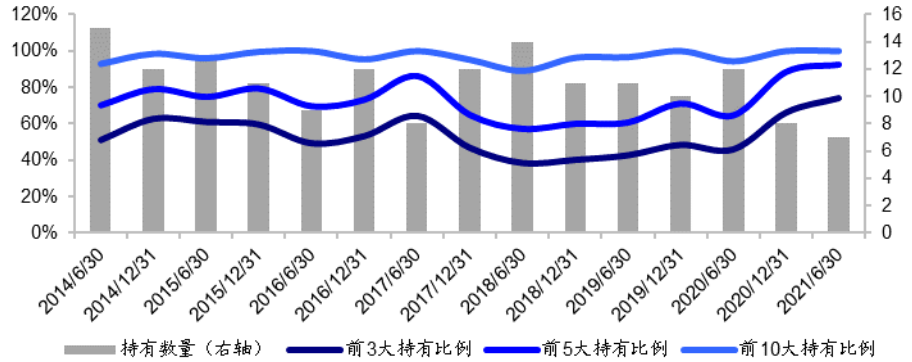
注：板块包括上游周期、中游制造、金融地产、大消费、TMT、其他，板块集中度为前n大板块投资市值占产品股票投资总市值之比



2018年以来，产品第1大板块的集中度稳定在30%-40%之间，前3大板块集中度基本稳定在80%。此外，长期以来配置板块均在4个或以上。因此，我们认为，产品的板块配置较为均衡。

行业层面，基金经理倾向于集中投资。2018年以来，产品各期持仓行业数逐步下滑。2021年中报显示，仅覆盖7个行业。同时，行业集中度自2018年起逐步提高。根据2021年中报披露的数据，前5大行业配置权重已超过90%。

图10 易方达安心回报A的行业配置数量和集中度



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：行业分类为中信一级行业分类；行业集中度为前n大行业投资市值占产品股票投资总市值之比

### 3.2.2 板块行为：配置均衡且稳定

根据产品中报和年报的持仓数据，我们发现，基金经理的板块投资风格曾有很大的变化，具体可分为两个阶段。

**前期（2014-2016）：板块覆盖范围广，轮动行为明显。**具体表现为，5大板块基本都有覆盖。除中游制造板块有稳定的高权重外，其余板块的权重变化较大。以大消费为例，2014年中报的权重为12%，年报降至5%以下，2016年中报又进一步下降至0，但2016年年报又大幅上调至37%。

**后期（2017年至今）：板块配置相对均衡，轮动行为不明显。**具体表现为，1）板块覆盖范围较广，各板块配置相对均衡。2017年以来，5大板块基本都有涉及，没有明显的板块偏好。尤其是大消费、中游制造、TMT板块，一直保持较高的配置比例；2）板块权重相对稳定。若以各大板块权重标准的均值来衡量板块配置的稳定性，2014-2016年和2017年-至今这两个阶段的指标值分别为0.11和0.05。显然，后期产品的板块配置更加稳定。我们猜测，2017年之后，基金经理可能较少进行板块轮动。

图11 易方达安心回报A的板块配置

	2014/6/30	2014/12/31	2015/6/30	2015/12/31	2016/6/30	2016/12/31	2017/6/30	2017/12/31	2018/6/30	2018/12/31	2019/6/30	2019/12/31	2020/6/30	2020/12/31	2021/6/30
大消费	12.71%	2.39%	4.56%	0.42%	0.00%	36.79%	35.73%	32.30%	23.33%	22.38%	40.53%	28.39%	36.48%	33.93%	33.38%
中游制造	32.50%	51.65%	21.08%	43.17%	48.73%	32.65%	30.43%	24.38%	19.29%	31.90%	26.30%	28.76%	25.28%	27.07%	28.22%
TMT	41.92%	1.51%	26.19%	48.93%	24.85%	8.51%	33.85%	15.80%	18.20%	21.84%	8.99%	26.00%	18.85%	20.29%	26.30%
上游周期	7.85%	13.98%	13.38%	0.00%	18.27%	15.75%	0.00%	6.19%	24.74%	16.89%	17.32%	12.51%	11.94%	18.71%	12.09%
金融地产	0.00%	30.47%	34.80%	7.48%	8.16%	6.30%	0.00%	21.32%	14.44%	6.99%	6.86%	4.34%	7.45%	0.00%	0.00%
其他	5.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股票投资市值 (亿元)	1.11	5.74	10.57	15.83	9.67	8.21	7.93	14.59	12.44	9.81	15.78	23.25	24.10	29.29	45.01
基金规模 (A、C合计) (亿元)	6.07	29.90	47.02	81.42	49.07	42.15	40.72	73.22	65.68	65.69	86.62	119.35	120.41	147.71	234.88

资料来源：Wind，海通证券研究所



### 3.2.3 行业配置：偏好明显，着眼长期

与板块行为类似，在行业配置上，基金经理的投资风格也明显分为两个阶段。**前期（2014-2016）**：行业覆盖范围较广，配置权重变化较大，轮动行为明显；**后期（2017年至今）**：行业配置权重稳定，轮动频率低。

两个阶段中，基金经理都呈现明显的行业偏好，但不同阶段的偏好有所差异。前期青睐中游制造的汽车、电力行业，TMT板块的通信和计算机行业；后期除大金融板块，其他板块均有重点配置行业。

接下来，我们主要就基金经理后期的行业配置特征展开分析。下图展示了易方达安心回报 A 的行业配置明细，红色框表示配置权重超过 10% 的行业。从中可见，2017 年以来，产品明显偏好医药、食品饮料、家电、电力设备及新能源、电子和基础化工行业，配置权重始终较为稳定。

图12 易方达安心回报 A 的行业配置

	2014/6/30	2014/12/31	2015/6/30	2015/12/31	2016/6/30	2016/12/31	2017/6/30	2017/12/31	2018/6/30	2018/12/31	2019/6/30	2019/12/31	2020/6/30	2020/12/31	2021/6/30
大消费	11.58%		1.26%	0.42%		20.61%	13.98%	7.54%	5.00%	3.85%	17.18%	14.50%	19.35%	22.37%	27.20%
医药			3.31%			4.70%	8.06%	6.86%	6.93%	9.01%	14.23%		6.51%	11.56%	6.18%
食品饮料		2.39%				11.48%	13.69%	17.91%	11.40%	9.52%		13.89%	10.61%		
家电															
消费者服务	1.13%														
商贸零售															
纺织服装															
中游制造	12.49%	4.06%	2.43%	5.22%	10.43%	12.94%	2.45%		0.52%	12.64%	8.70%	13.15%	14.63%	25.05%	28.22%
电力设备及新能源		6.61%						9.95%	5.89%		3.37%				2.01%
国防军工															
交通运输					6.05%	6.91%	7.42%	4.86%	7.88%	8.82%	9.05%	6.91%	7.89%		
汽车	8.16%	14.22%	7.03%	15.10%	21.41%	19.71%	16.52%	4.81%	5.00%	10.44%	5.18%	8.69%	2.75%		
机械	6.61%	7.44%	4.39%	1.76%			4.03%	2.47%							
轻工制造	2.05%	1.29%	0.44%	2.72%				2.29%							
电力及公用事业	3.19%	13.02%	6.79%	12.32%	9.99%										
TMT	0.45%			4.50%			33.85%	15.80%	13.93%	14.32%	8.99%	19.98%	2.84%	10.66%	18.61%
电子	3.48%	0.29%	13.15%	26.28%	9.21%							6.02%	8.21%	8.31%	5.17%
通信	27.02%	1.22%		18.15%	15.64%				4.27%					1.33%	2.52%
计算机	10.97%		13.04%			8.51%									
传媒										7.52%					
上游周期	4.48%		6.36%		12.23%	4.05%	6.19%		13.11%	3.65%	11.28%	9.64%	11.94%	18.71%	12.09%
基础化工					6.04%	4.07%									
建材															
煤炭			8.85%	2.24%						10.57%					
钢铁						3.12%									
建筑						2.77%									
农林牧渔	1.07%					1.73%									
石油石化	2.29%														
有色金属															
金融地产				7.48%	8.16%	6.30%		8.22%	6.05%						3.93%
非银行金融		30.47%					13.10%	8.39%	6.99%	6.86%	4.34%				3.51%
银行			34.80%												
综合金融															
其他	5.02%														

资料来源：Wind，海通证券研究所

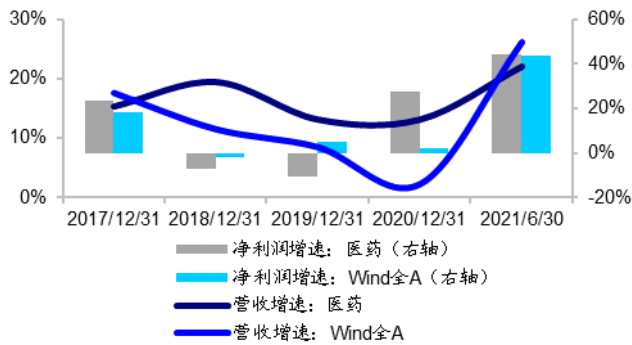
注：行业分类标准为中信一级行业分类；红色框表示配置比例超过 10% 的行业

进一步以各行业配置权重标准差的均值来考察产品的行业轮动行为。2014-2016 年与 2017 年至今，两个阶段的指标值分别为 0.040 和 0.027。可见，2017 年后，基金经理的行业轮动倾向明显减弱。

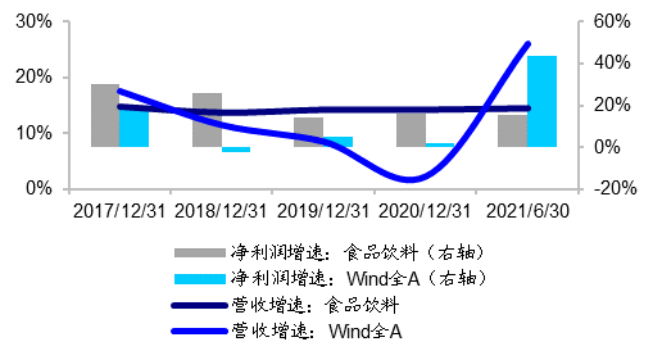
但是，仔细观察产品后期的行业权重变化仍可发现，基金经理依然有行业轮动行为，只不过频率和幅度较前期显著降低。以家电行业为例，2017 年中报-2020 年中报的配置权重一直稳定在 10% 左右，直至 2020 年年报才下调至 0，并保持至 2021 年中报。

结合产品的板块行为特征，我们认为，基金经理的行业布局着眼于长期，偏好具有长期发展前景的行业。为了进一步论证这个推断，我们展示了产品部分重仓行业的营收同比增速和净利润同比增速，以此反映行业的成长性。

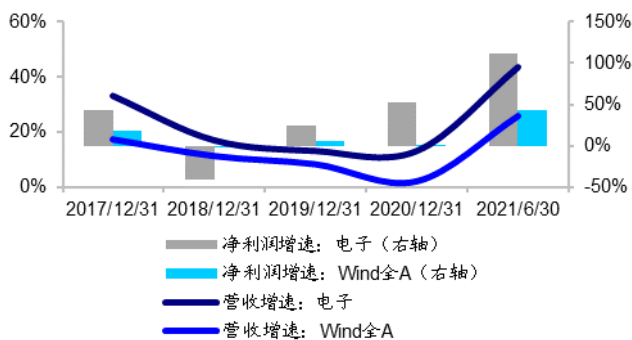
产品从 2017 年开始重仓医药、食品饮料和电子行业，2019 年开始重仓电力设备及新能源行业。这些行业的共同特点是，产品重仓后，持续保持高增长。如图 13-16 所示，2017 年以来，医药、食品饮料和电子行业的营收和净利润增速基本都高于 A 股平均水平；2019 年以来，电力设备及新能源行业也保持着较高的营收和净利润增速。

**图13 医药行业的净利润与营收增速**


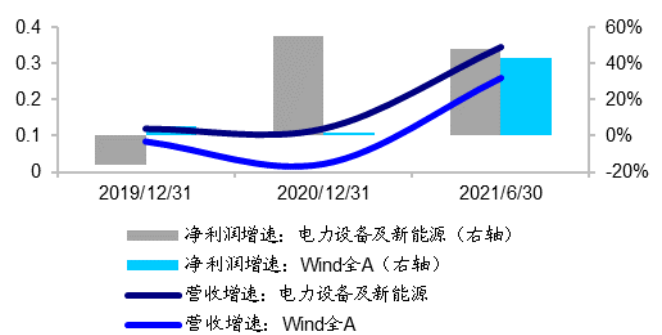
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图14 食品饮料行业的净利润与营收增速**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图15 电子行业的净利润与营收增速**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图16 电力设备及新能源行业的净利润与营收增速**


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 3.2.4 持股风格：前后期变化明显，近年来偏好盈利能力强的大盘股

与板块和行业行为特征类似，易方达安心回报A的持股风格也可分为两个阶段。

**前期（2014-2016）：偏好成长性好和关注度高的小盘股。**具体地，市值因子上，明显偏好小盘股；基本面因子上，偏好成长性好的个股，对盈利能力的要求不高；量价因子上，换手和波动率均有显著的正向暴露，表现出对市场热点的偏好；估值因子上，容忍度较高。

**后期（2017年至今）：风格稳定，偏好盈利能力突出，并兼具一定成长性的大盘股。**具体地，相比前期，整体的因子暴露更加稳定。市值和盈利因子上，始终保持显著的正向暴露，即，偏好盈利能力强的大盘股。成长因子上的暴露较前期有所减小，但大部分时间仍为正向。这说明，基金经理关注但不苛求个股的成长性。估值因子上，2017-2019年为负向暴露，即，偏好估值合理的个股。但2019年下半年以来，伴随重仓的医药、食品饮料等行业的估值持续抬升，因子暴露也有所增大。

结合市场行情的演变，我们推测，产品持股风格的变化可能源自于：1）基金经理对市场行情的判断。2017年以前，小盘股行情较好。但2017年开始，大盘股逐渐占优，市场对个股盈利能力的重视程度也逐步提高。2）基金经理自身投资理念的转变。前文对板块和行业行为特征的分析中，亦能发现类似的转变。

**图17 易方达安心回报 A 持仓的因子暴露**

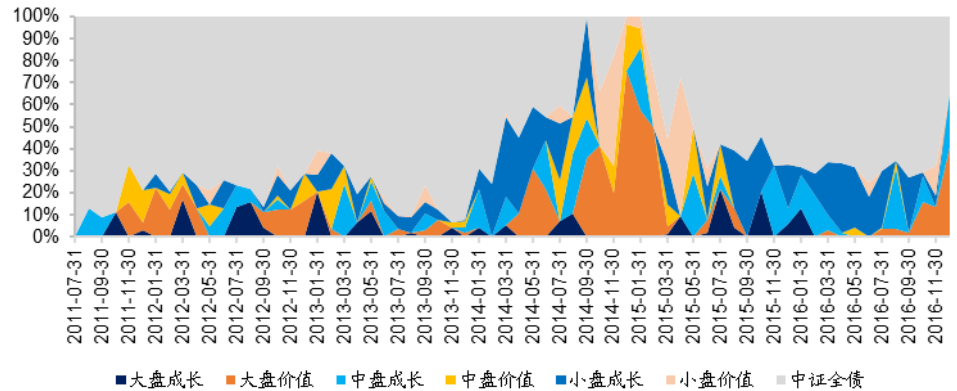
	市值	动量	换手	波动率	估值	盈利	成长
绝对因子暴露	2014/6/30	0.14	0.00	-0.17	0.17	0.01	0.96
	2014/12/31	0.01	0.75	0.58	0.01	0.06	0.46
	2015/6/30	0.07	-0.15	0.53	0.36	-0.09	0.70
	2015/12/31	0.30	0.65	0.36	0.53	0.24	0.56
	2016/6/30	0.01	0.35	0.41	0.34	-0.09	0.64
	2016/12/31	0.20	0.06	0.41	-0.17	-0.12	0.71
	2017/6/30	2.00	0.16	0.43	0.39	0.25	0.42
	2017/12/31	1.98	1.11	0.38	-0.03	0.28	0.09
	2018/6/30	2.05	1.10	0.34	0.26	0.28	0.77
	2018/12/31	2.09	0.18	0.56	0.48	0.28	0.75
	2019/6/30	2.04	1.13	0.62	0.50	-0.19	0.42
	2019/12/31	2.10	0.18	0.49	0.07	0.11	0.52
相对因子暴露	2020/6/30	2.03	0.73	0.65	-0.09	0.01	0.07
	2020/12/31	2.01	1.63	0.55	0.05	0.51	0.72
	2021/6/30	2.03	0.80	0.59	0.35	0.41	0.35
	2014/6/30	0.48	0.34	0.37	0.69	0.19	0.23
	2014/12/31	0.74	0.58	0.36	0.62	0.19	-0.03
	2015/6/30	0.54	0.33	-0.01	0.11	0.08	0.05
	2015/12/31	0.30	0.78	1.09	1.01	0.40	0.22
	2016/6/30	0.54	0.79	1.03	0.98	0.13	0.10
	2016/12/31	0.47	0.10	0.15	0.14	0.13	0.43
	2017/6/30	0.31	0.84	0.05	0.68	-0.03	0.79
	2017/12/31	0.17	0.74	0.04	0.26	-0.06	0.64
	2018/6/30	0.22	0.63	0.12	0.19	-0.06	0.04
2018/12/31	0.19	0.13	0.03	0.06	-0.12	0.35	
2019/6/30	0.13	0.43	-0.06	0.08	-0.05	0.67	
2019/12/31	0.17	0.18	0.08	0.40	0.20	0.11	
2020/6/30	0.15	0.50	-0.09	0.26	-0.01	0.36	
2020/12/31	0.04	0.33	-0.03	0.38	0.35	0.20	
2021/6/30	0.08	1.01	-0.04	0.61	0.36	0.52	

资料来源：Wind，海通证券研究所

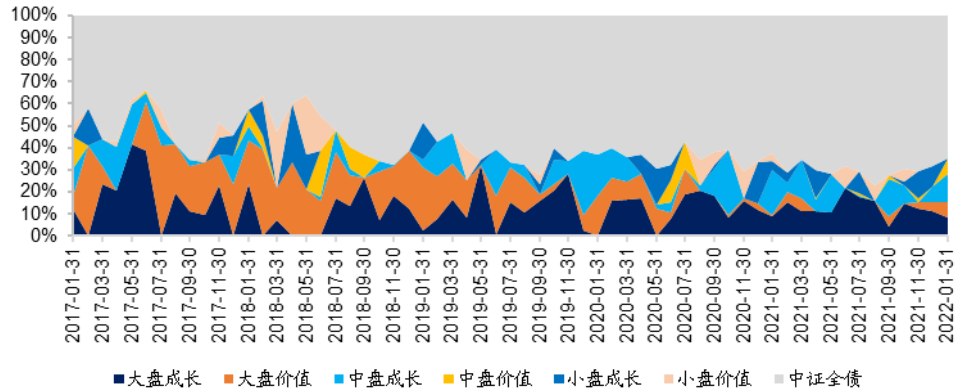
注：相对因子暴露的基准指数为中证 800 指数

进一步，我们基于基金、巨潮风格指数以及中债-总财富（总值）指数的日收益率，利用 sharpe 归因模型刻画产品持股风格的动态变化。结果如图 18-19 所示。

与上文的持仓分析相契合，2014-2016 年，产品持股风格变化较为频繁。2017 年至今，持股风格的稳定性增强，且大盘风格逐渐占优。该阶段又以 2020 年年中为分界点，之前，大盘价值风格仍占据一定比例；之后，大中盘成长风格成为主导。

**图18 易方达安心回报 A 的 sharpe 净值归因（2014.06-2016.12）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

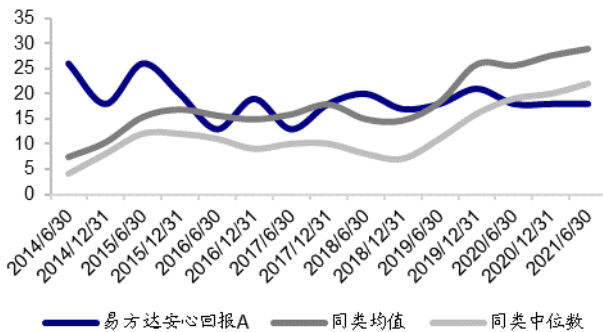
**图19 易方达安心回报 A 的 sharpe 净值归因 (2017.01-2022.01)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 3.2.5 持股行为：持股集中度较高，换手率低

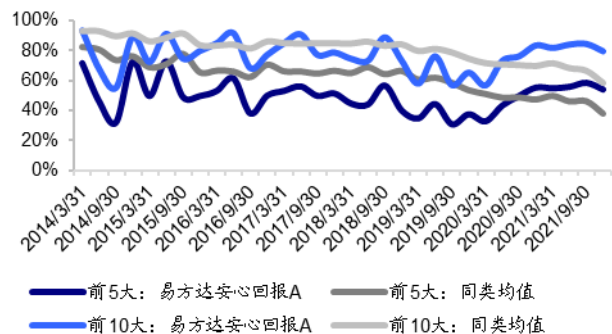
#### ➢ 持股集中度相对较高

2017 年至今，易方达安心回报 A 的持股数量稳定在 18 只左右，近两年略低于同类平均水平。从持股集中度来看，截至 2021 年 4 季报，前 5 大和前 10 大重仓股合计权重分别为 54% 和 79%，均小幅高于同类均值。考虑到产品的股票投资市值较大，我们认为，基金经理的持股集中度相对较高。

**图20 易方达安心回报 A 及其同类产品的持股数量 (只)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

注：同类为报告期成立满 3 个月且权益仓位大于 0 的混合债券型二级基金，右同

**图21 易方达安心回报 A 及其同类产品的重仓股合计权重**


资料来源：Wind，海通证券研究所

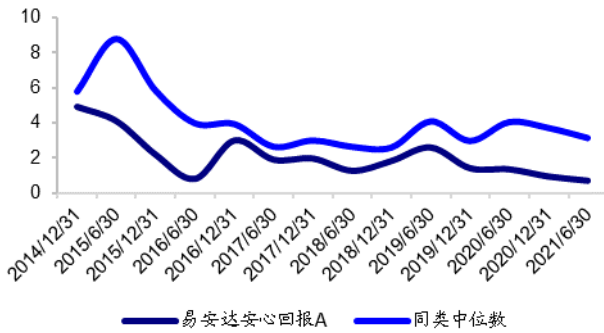
注：重仓股持有比例为，前 n 大重仓股投资市值占股票投资总市值比

#### ➢ 换手率低，持股周期长

根据基金中报和年报披露的股票交易情况和股票投资市值，可以计算产品报告期的双边换手率。具体公式为， $\text{双边换手率} = (\text{报告期买入股票总成本} + \text{报告期卖出股票总收入}) / \text{报告期股票投资市值均值}$ 。

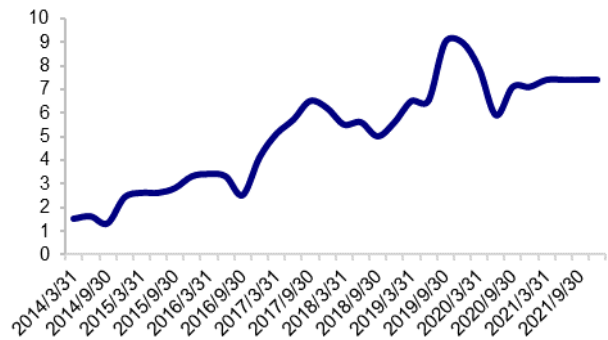
2017-2019 年，产品半年的双边换手率稳定在 2 倍左右，显著低于同类平均。2020 年以来，随着股票投资规模的增长，换手率进一步下降，2021 年上半年的双边换手率仅 0.67 倍。此外，2017 年至今，重仓股持有时间也稳定在 1 年以上。我们认为，上述特征均表明，基金经理调仓频率很低，倾向于长期持股。我们认为，这也可以部分解释产品的风险指标为什么在同类中排名中下游。较长的持股周期必然需要面对短期内一定幅度的波动，但长期持有那些景气度持续优异的个股，也必定会带来穿越周期的高回报。



**图22 易方达安心回报 A 及其同类产品的双边换手率(倍/半年)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 同类为报告期内成立满 3 个月, 且股票投资市值在 1-100 亿之间的混合债券型二级基金

**图23 易方达安心回报 A 的重仓股持有时间(季度)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

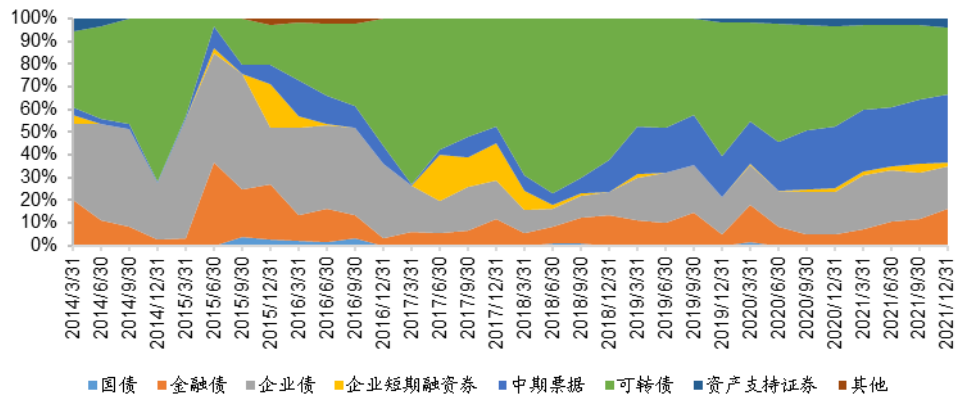
注: 指标为各期全部重仓股连续被持有的期数的均值

综上所述, 基金经理的股票资产投资风格呈现以下特征。1) 板块配置均衡, 多数情况下, 配置的板块数量在 4 个或以上。前期(2014-2016, 下同)轮动行为明显; 后期(2017 年至今, 下同)趋于稳定, 较少进行板块间的轮动。2) 行业集中度高, 截至 2021 年中报, 前 5 大行业的配置权重已超过 90%。前期行业覆盖范围较广, 配置权重变化较大, 轮动行为明显; 后期行业配置权重稳定, 倾向于长期投资, 偏好医药、食品饮料、家电、电力设备及新能源、电子和基础化工行业。3) 持股风格上, 前期偏好成长性强、关注度高的中小盘股; 后期趋于稳定, 偏好盈利能力突出、兼具一定成长性的大中盘股。4) 交易行为上, 换手率长期低于同类均值, 倾向于长期持股, 重仓股持有时间在 2014-2019 年期间稳定上升。

### 3.3 债券资产投资风格

#### 3.3.1 券种配置: 可转债配置比例高

在易方达安心回报 A 配置的各个债券种类中, 可转债和中期票据的比例最高, 企业债次之, 国债的比例很小。2021 年 4 季报, 产品在可转债、中期票据、企业债、金融债和国债上的配置比例依次为 29.83%、29.93%、18.70%、16.16%和 0.00%。

**图24 易方达安心回报 A 的券种配置**


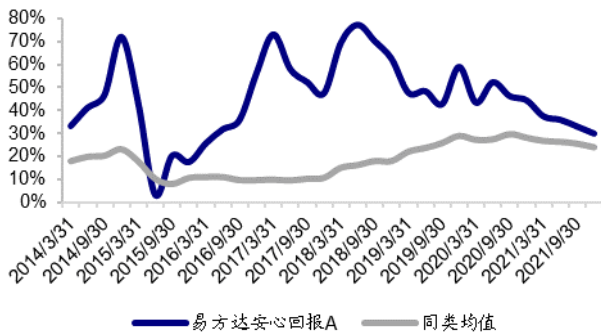
资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 配置比例为, 某券种投资市值占债券投资总市值之比, 下同

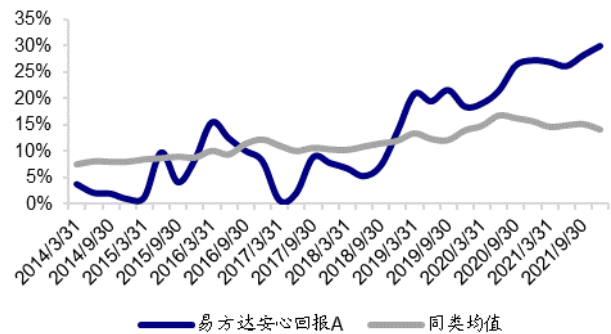
进一步和同类产品对比, 我们发现以下四个特征。第一, 可转债配置比例远高于同类。如图 25 所示, 2017 年以来, 易方达安心回报 A 的可转债配置权重始终保持在 30% 以上, 而各期的同类均值都在 30% 以下。从变化趋势来看, 2015 年股市大跌, 产品也大幅下调可转债仓位。随着股市行情回暖以及可转债发行放量, 配置权重也自 2016 年起逐步上升。

2018年下半年以来，产品的可转债配置比例逐渐下降。我们猜测，可能是因为随着管理规模的不断增大，以及可转债估值的逐步攀升，市场上可容纳大量资金的优质可转债较为稀缺。所以，基金经理下调了可转债仓位，以求控制风险。

第二，2018年下半年以来，中期票据的配置比例逐渐提升。2021年4季报，中期票据已成为产品的第一大配置券种，比例接近30%，显著高于同类。

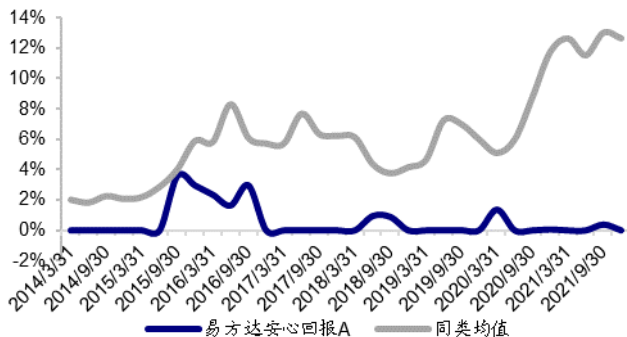
**图25 易方达安心回报 A 及其同类产品的可转债配置比例**


资料来源：Wind，海通证券研究所  
 注：同类为报告期成立满3个月的混合债券型二级基金，右同

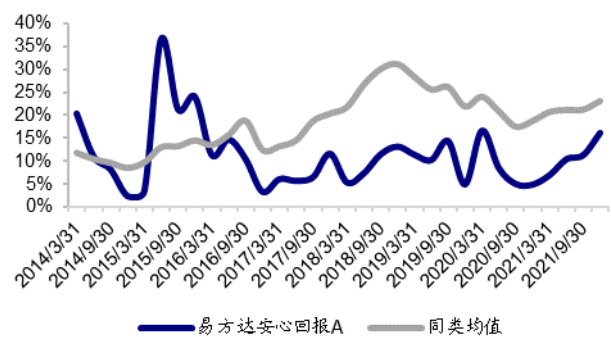
**图26 易方达安心回报 A 及其同类产品的中期票据配置比例**


资料来源：Wind，海通证券研究所

第三，金融债和国债的配置比例显著低于同类（图27-28）。相比可转债和企业债，金融债和国债的风险更小，但收益也更低。此外，配置金融债和国债一般都是为了获取票息以及利率变化的波段收益。我们推测，易方达安心回报 A 选择低配这两个券种，首先，反映出基金经理更倾向于承担一定的风险以获取更高收益；其次，可能也说明基金经理相对淡化利率的波段操作，将更多精力放在大类资产配置及股票和可转债的管理上。

**图27 易方达安心回报 A 及其同类产品的国债配置比例**


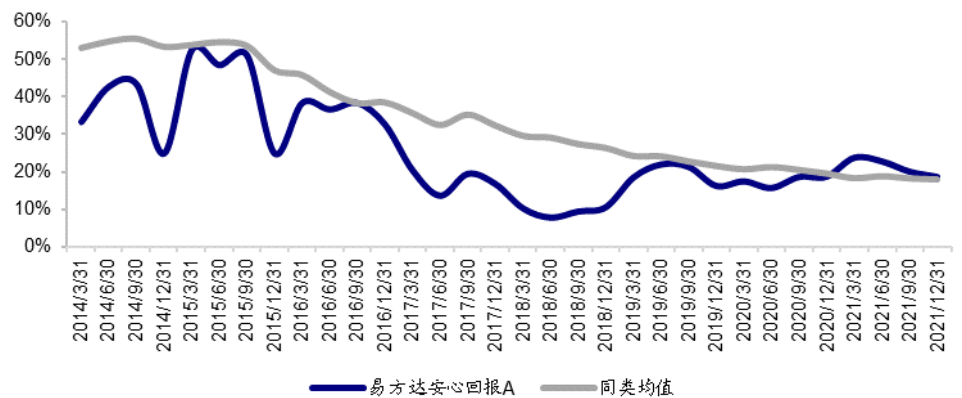
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图28 易方达安心回报 A 及其同类产品的金融债配置比例**


资料来源：Wind，海通证券研究所

最后，企业债配置比例及变化趋势与同类基本一致（图29）。2014年以来，产品的企业债配置比例逐渐下降，当前权重在20%左右。我们认为，导致这一现象的原因可能有：1）股市回暖和可转债发行的放量，使得基金经理更倾向于配置可转债；2）在包商银行和永煤的暴雷事件影响下，公募基金对企业债的信用下沉变得更为谨慎。

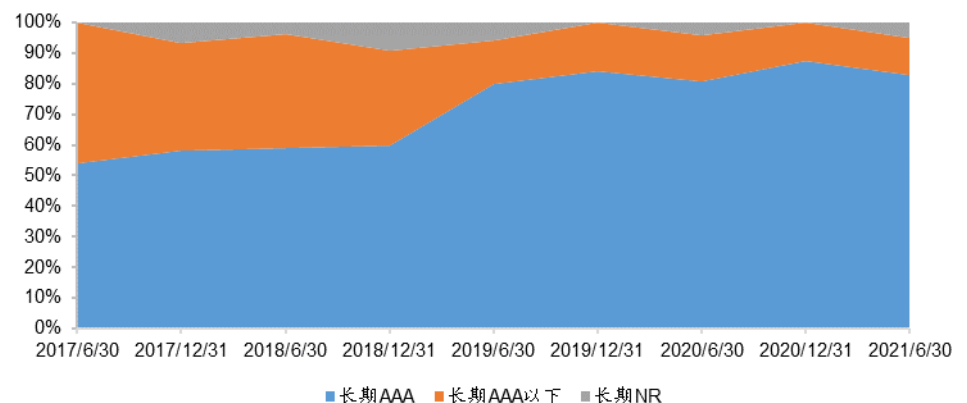


**图29 易方达安心回报 A 及其同类产品的企业债配置比例**


资料来源：Wind，海通证券研究所

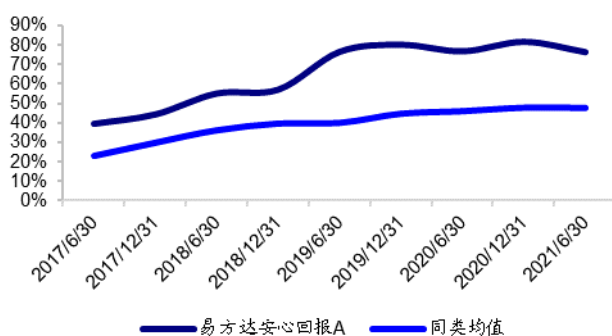
### 3.3.2 信用评级：注重信用风险的管理

如下图所示，易方达安心回报 A 持有的长期债券多为 AAA 级。这表明，基金经理相当注重信用风险的管理，倾向于投资信用评级较高的企业债，以降低信用风险。观察信用评级分布的变化趋势还可发现，伴随 2019 年以来企业债信用违约事件频发，产品对 AAA 级以下债券的配置比例进一步减小，基金经理对信用风险的谨慎程度可见一斑。

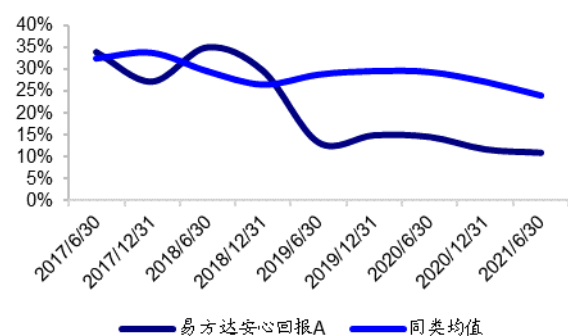
**图30 易方达安心回报 A 持有的长期债券信用评级分布**


资料来源：Wind，海通证券研究所

注：数据是从 2017 年开始披露的，因而这里仅列示了 2017 年以来的情况；NR 为未评级债券，包括期限在一年以上的国债、政策性金融债和央票

**图31 易方达安心回报 A 及其同类产品长期债券中 AAA 级债券的配置比例**


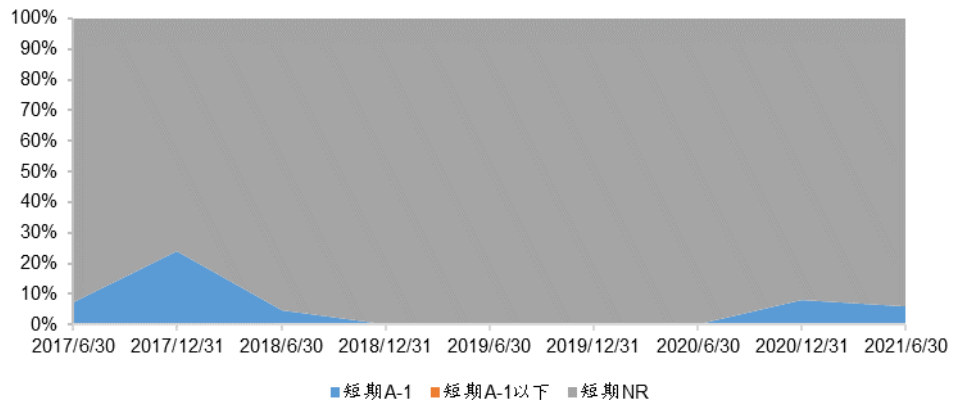
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图32 易方达安心回报 A 及其同类产品长期债券中 AAA 级以下债券的配置比例**


资料来源：Wind，海通证券研究所

在易方达安心回报 A 持有的短期债券中，权重占比最大的为短期 NR，即期限在一年以内的国债、政策性金融债及未有第三方评级的短期融资券，而评级在 A-1 级以下的债券占比各期均为 0。这一发现进一步证明了基金经理对产品信用风险的重视程度之高。

图33 易方达安心回报 A 持有的短期债券信用评级分布



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：数据是从 2017 年开始披露的，因而这里仅列示了 2017 年以来的情况；NR 为未评级债券，包括期限在一年以内的国债、政策性金融债、央票及未有第三方评级的短期融资券

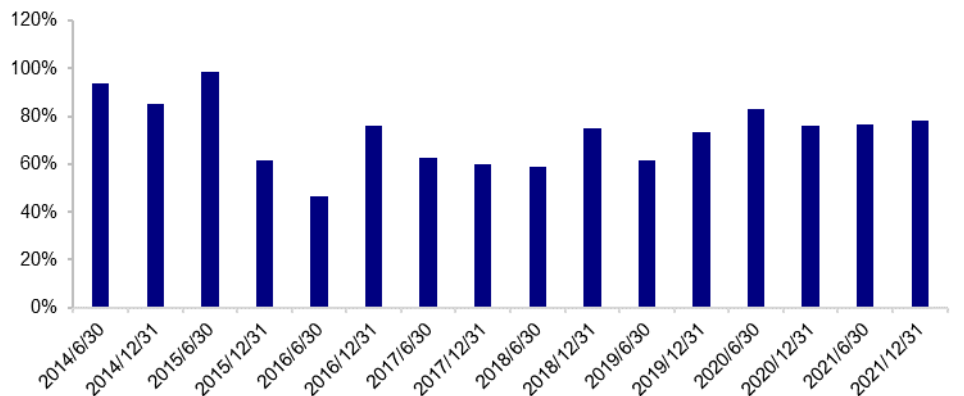
综上所述，基金经理的债券资产投资风格呈现以下特征。1) 券种配置上，可转债比例显著高于同类，但 2019 年以来，仓位开始下调，并逐步向同类平均靠拢。中期票据和企业债的配置比例同样较高，国债配置比例很低；2) 倾向于持有信用评级良好的债券。

我们认为，上述特征反映出，基金经理可能相对淡化利率的波段操作，转而通过配置高风险高收益的券种，如可转债、企业债，增厚组合收益。企业债的选择上，基金经理倾向于持有高信用评级的债券，以严控组合的信用风险，避免暴雷等极端事件的发生。

### 3.4 可转债资产投资风格

由于基金中报和年报只披露处于转股期或进入前 5 大重仓债券的可转债，因此我们只统计易方达安心回报 A 这部分的可转债市值占基金可转债投资总市值之比，结果如下图所示。从中可见，绝大部分报告期，这部分可转债的市值占比都在 70% 以上。因此，我们认为，利用基金中报和年报披露的可转债数据，可在很大程度上刻画产品的可转债投资风格。

图34 易方达安心回报 A 披露的可转债投资市值占可转债投资总市值之比



资料来源：Wind，海通证券研究所

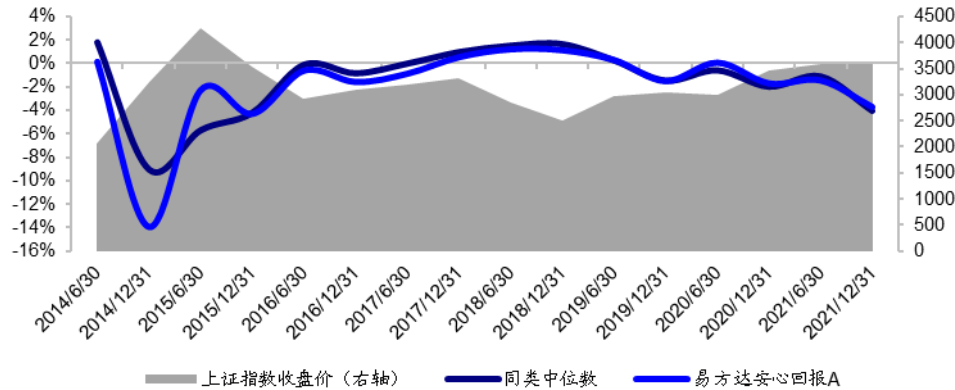
#### 3.4.1 底仓安全性与同类相当

可转债的纯债到期收益率是指，不考虑转股，持有可转债到期所能获得的收益率，

该指标反映了可转债底仓的安全性。下图展示了易方达安心回报 A 及其同类产品各报告期披露的可转债的市值加权纯债收益率。如下图所示，2016 年以来，易方达安心回报 A 可转债资产的纯债收益率基本于同类持平。我们认为，产品的底仓安全性与同类相当。

对比上证指数走势来看，2014 年，股市处于上涨初期，产品大胆放松底仓安全边界以博取更高收益；2015 年中报，股市处于牛市末端，市场风险偏好较高，产品则保持着较高的底仓安全边界。事后来看，这两个时点的操作都十分正确，进一步证明了基金经理对可转债资产具有较强的择时能力。

图35 易方达安心回报 A 及其同类产品披露的可转债的纯债到期收益率



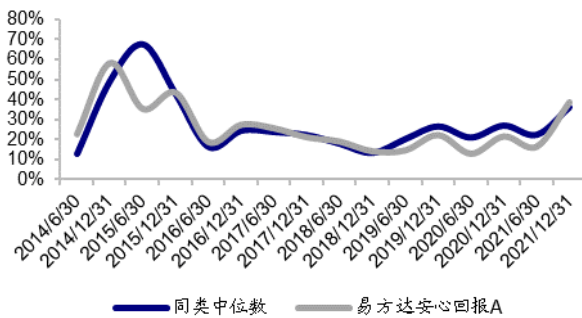
资料来源：Wind，海通证券研究所

注：同类为区间内成立满 3 个月的混合债券型二级基金，后同；基金的纯债到期收益率为报告期披露的处于转股期的可转债的纯债到期收益率的市值加权平均，纯债溢价率和转股溢价率的计算方式与此类似

### 3.4.2 可转债的债性强于同类

纯债溢价率是指，可转债市值相对纯债价值的溢价水平。该指标越低，可转债的债性越强。转股溢价率是指，可转债市值相对转股价值的溢价水平。该指标越低，可转债的股性越强。以下两图分别展示了易方达安心回报 A 及其同类产品各报告期披露的可转债的纯债溢价率和转股溢价率。

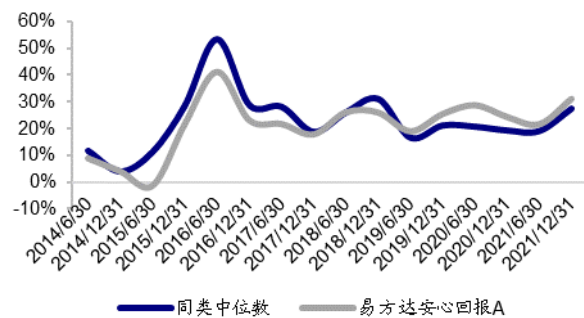
图36 易方达安心回报 A 及其同类产品披露的可转债的纯债溢价率



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：同类为报告期成立满 3 个月的混合债券型二级基金，右同

图37 易方达安心回报 A 及其同类产品披露的可转债的转股溢价率



资料来源：Wind，海通证券研究所

2014-2016 年，股票市场波动较大，可转债市场的发行量和发行规模也较小。易方达安心回报 A 及其同类产品的纯债溢价率和转股溢价率都不稳定。随着股市波动的降低，以及可转债市场的发展和完善，2017 年以来，两项指标均有明显下降，且趋于稳定。当前，易方达安心回报 A 的纯债溢价率和转股溢价率稳定在 15%-30% 之间。

不过，2020 年以来，易方达安心回报 A 各报告期披露的可转债的转股溢价率，即股性，弱于同类，这与 2020 年之前恰好相反。我们推测，出现这一变化的原因可能有两个。第一，产品的股票仓位显著高于同类，随着管理规模的快速增长，基金经理或出于平衡股债风险的考虑，主动降低可转债资产整体的转股溢价率。第二，有吸引力的可

转债标的容量毕竟有限，随着管理规模的快速增长，基金经理客观上也不得不配置一些低转股溢价率的可转债，如银行业的可转债，来保持可转债资产的仓位。

### 3.4.3 行业配置特征

图 38-39 统计了易方达安心回报 A 各报告期披露的可转债的行业配置及其相对同类的偏离幅度。随着可转债市场可选标的增多和基金规模的上升，2017 年以来，易方达安心回报 A 各报告期披露的可转债的行业覆盖范围逐渐提高。截至 2021 年 12 月 31 日，当期披露的可转债共覆盖 22 个行业。

虽然覆盖行业广泛，但产品仍表现出明显的偏好。近年来，基金经理在银行、非银金融、电力设备及新能源、医药、商贸零售、交通运输行业均保持着较高的绝对和相对配置比例。尤其是银行业，相比同类具有显著的正向偏离。

图 38 易方达安心回报 A 披露的可转债的行业配置

板块	行业	2014/6/30	2014/12/31	2015/6/30	2015/12/31	2016/6/30	2016/12/31	2017/6/30	2017/12/31	2018/6/30	2018/12/31	2019/6/30	2019/12/31	2020/6/30	2020/12/31	2021/6/30	2021/12/31
上游周期	钢铁																
上游周期	基础化工		0.81%														
上游周期	建材						1.61%	2.16%	1.52%		2.86%	4.03%	2.79%	1.57%	0.63%	0.41%	0.23%
上游周期	建筑	10.40%						0.24%	0.16%	2.20%	1.95%	2.64%	2.44%	2.09%	2.91%	2.22%	1.93%
上游周期	煤炭								1.11%	0.64%	0.47%			2.93%	3.29%	0.54%	0.05%
上游周期	农林牧渔												0.84%	0.48%	0.21%	0.12%	3.39%
上游周期	石油石化	3.70%	13.99%														2.72%
上游周期	有色金属	7.76%	6.36%										2.39%	2.60%	2.91%	3.52%	4.41%
中游制造	电力及公用事业	28.50%	14.80%			0.04%	0.05%	0.04%	1.74%	1.59%	3.03%	2.24%	1.88%	1.09%	1.10%	2.90%	1.82%
中游制造	电力设备及新能源				67.93%	67.05%	24.78%	29.43%	20.99%	15.00%	12.58%	15.36%	10.08%	9.69%	18.91%	2.26%	0.06%
中游制造	国防军工	11.06%															
中游制造	机械	5.23%	6.78%			0.06%	6.89%	11.92%	6.66%	5.64%							0.06%
中游制造	交通运输	3.23%	6.78%			22.21%	3.11%	2.33%	1.07%	0.94%	4.48%	14.63%	2.21%		7.55%	5.18%	
中游制造	汽车	1.80%				23.06%	28.70%	18.98%	8.95%	7.46%	0.79%						
中游制造	轻工制造													4.44%	2.78%	2.23%	1.89%
TMT	传媒		5.14%	100.00%						14.13%	11.63%						
TMT	电子	5.46%			29.60%	32.95%	14.78%			0.76%	0.61%	0.38%	1.85%	0.15%	0.16%	0.24%	
TMT	计算机	2.33%	0.28%		0.09%	0.04%	0.06%	0.04%	0.28%	0.40%	0.52%	0.26%	0.10%			8.88%	
TMT	通信															1.47%	0.04%
大消费	纺织服装													0.59%	0.66%	0.16%	0.13%
大消费	家电																
大消费	商贸零售					5.02%	10.48%	9.71%	4.82%	3.69%	5.10%	2.56%	2.26%	2.83%	2.71%	0.22%	
大消费	食品饮料													0.05%	0.05%	0.05%	
大消费	消费者服务									1.69%	1.39%	1.87%	1.06%	1.01%	0.62%		
大消费	医药					4.92%	13.00%	7.87%	6.59%	5.34%	6.25%	3.49%	3.47%	4.87%	3.21%	1.82%	
金融地产	房地产			3.39%		3.47%	5.87%	4.98%	2.72%								0.26%
金融地产	非银行金融	11.76%	13.37%							7.61%	12.70%	13.78%	8.34%	8.18%	10.19%	8.89%	
金融地产	银行	8.77%	31.68%							20.33%	24.98%	38.58%	47.91%	54.95%	58.17%	58.18%	55.05%
	持仓行业数(个)	12	10	1	4	2	11	11	13	16	17	16	16	17	15	18	24
	基金转债投资市值(亿元)	4.11	35.44	1.51	18.56	19.39	25.21	21.21	29.80	54.87	49.08	46.48	72.90	68.11	66.35	71.69	88.72

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 行业分类标准为中信一级行业分类, 后同; 红色框表示配置比例超过 5% 的行业

图 39 易方达安心回报 A 披露的可转债相对同类产品的行业偏离

板块	行业	2014/6/30	2014/12/31	2015/6/30	2015/12/31	2016/6/30	2016/12/31	2017/6/30	2017/12/31	2018/6/30	2018/12/31	2019/6/30	2019/12/31	2020/6/30	2020/12/31	2021/6/30	2021/9/30
上游周期	钢铁	-0.23%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.10%	-0.53%	-0.50%	-0.79%	-0.82%	-0.59%	-0.18%	-1.31%	-1.15%
上游周期	基础化工	0.00%	-0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.95%	0.66%	-0.17%	-0.81%	-0.92%	-0.82%	-1.39%	-1.76%	-2.55%	-3.13%	-2.46%
上游周期	建材	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.64%	-0.61%	-0.13%	0.10%	-0.71%	-0.11%	-0.35%	-0.48%	-0.72%
上游周期	建筑	3.98%	0.00%	0.00%	-0.02%	-1.31%	-0.69%	-0.84%	-0.60%	-0.85%	-0.34%	-0.05%	-0.89%	-1.07%	-0.26%	-1.49%	-1.45%
上游周期	煤炭	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.32%	0.37%	0.60%	-0.18%	-1.57%	-1.66%	-0.39%	-0.64%
上游周期	农林牧渔	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.17%	-1.20%	-0.69%	-0.31%	-0.59%	-1.23%	-0.58%	-1.76%
上游周期	石油石化	-1.17%	-0.71%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-1.43%	-3.63%	-2.72%	-1.89%	-1.05%	-0.65%	-3.34%
上游周期	有色金属	-2.70%	-4.65%	-26.71%	-4.00%	-1.30%	0.00%	0.00%	0.00%	-1.30%	-1.26%	-0.75%	-0.34%	-1.68%	-3.36%	-0.13%	-0.52%
中游制造	电力及公用事业	0.02%	-1.26%	0.00%	0.00%	-0.14%	-1.54%	-1.39%	-1.37%	-0.20%	-0.24%	-1.84%	-0.53%	-0.76%	-1.93%	-2.89%	-0.95%
中游制造	电力设备及新能源	0.00%	5.23%	5.14%	9.92%	3.75%	2.98%	3.60%	3.77%	0.39%	2.50%	3.70%	0.08%	3.09%	3.49%	4.56%	4.03%
中游制造	国防军工	3.22%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-1.90%	-1.69%	3.56%	-1.62%	-1.46%	-0.97%	-0.70%	-0.72%
中游制造	机械	3.66%	3.65%	0.00%	0.00%	0.00%	3.82%	3.69%	4.11%	2.64%	0.36%	-1.35%	-1.92%	2.83%	2.30%	-1.66%	-1.82%
中游制造	交通运输	-1.49%	-2.39%	0.00%	0.00%	2.92%	0.84%	1.56%	0.29%	0.15%	0.55%	0.64%	0.70%	-1.96%	-1.84%	-0.27%	-1.91%
中游制造	汽车	1.67%	0.00%	0.00%	0.00%	3.82%	1.04%	2.93%	0.26%	0.27%	0.38%	2.97%	2.85%	3.03%	2.47%	3.08%	2.81%
中游制造	轻工制造	-0.07%	-0.28%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-1.57%	-1.13%	-3.57%	-3.29%	-1.60%	-0.94%	-0.37%	-0.19%
TMT	传媒	-1.43%	3.99%	3.50%	-0.02%	-2.72%	3.10%	-2.14%	-2.09%	3.09%	3.73%	-1.74%	-2.04%	-1.65%	-1.03%	-0.88%	-0.37%
TMT	电子	4.43%	0.00%	6.50%	3.81%	1.86%	3.81%	0.00%	-0.19%	7.43%	9.09%	6.63%	3.87%	2.94%	5.01%	3.88%	4.90%
TMT	计算机	2.13%	-0.10%	-1.38%	-1.27%	-1.48%	5.21%	4.31%	4.33%	3.49%	3.49%	4.22%	5.93%	2.29%	4.22%	4.62%	3.24%
TMT	通信	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.03%	-0.35%	-1.97%	-3.15%	-2.51%	-0.84%	-1.80%
大消费	纺织服装	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.15%	-1.12%	-1.29%	-0.74%	-1.67%	-1.49%	-1.05%
大消费	家电	-0.39%	-0.39%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.66%	-0.60%	-0.53%	-0.70%	-0.65%	-0.75%
大消费	商贸零售	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.40%	5.74%	3.71%	2.94%	2.93%	2.34%	3.31%	2.20%	3.98%	3.49%	2.01%	-0.29%
大消费	食品饮料	-0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.16%	-0.49%	-0.63%	-1.46%	-0.59%	-0.73%	-0.79%	-0.79%
大消费	消费者服务	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.61%	0.45%	0.37%	-0.07%	0.11%	0.12%	-0.06%	-0.04%
大消费	医药	-1.52%	-1.69%	0.00%	0.00%	4.53%	0.33%	1.52%	0.66%	3.80%	3.64%	3.83%	0.68%	0.99%	3.33%	-0.15%	-1.56%
金融地产	房地产	0.00%	-0.68%	0.27%	7.10%	0.32%	0.91%	0.69%	0.34%	1.27%	-0.03%	-0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.14%
金融地产	非银行金融	-2.10%	-4.11%	0.00%	-1.32%	-0.01%	-0.04%	-0.08%	7.38%	-1.42%	0.63%	5.21%	1.13%	2.05%	0.04%	2.67%	2.98%
金融地产	银行	-2.61%	-0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.79%	6.09%	2.24%	3.17%	3.01%	3.72%	2.95%	2.64%	2.18%	2.70%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 同类为同期内成立满 3 个月的混合债券型二级基金; 红色框表示正向偏离的行业



结合产品的规模变化，我们认为，易方达安心回报 A 的可转债资产呈现上述行业配置特征的主要原因可能是，1) 基金经理长期看好电力设备及新能源、医药等行业，并积极配置，这一点与其股票投资中的行业选择几乎完全一致；2) 基金规模的不断上升限制可转债的选择范围，因而配置了较多的银行、非银金融和建筑行业可转债。这些可转债虽然股性没那么强，但底仓安全性高，可以平衡产品整体的权益仓位暴露。

2017 年以前，产品对 TMT 板块的可转债配置比例较高；但 2019 年以来，权重几乎降至 0，明显低于同类。结合上文对产品股票资产行业配置特征的分析，我们推测，基金经理低配电子行业，可能是出于平衡整体权益仓位行业暴露的考虑，因为产品在电子行业股票上的配置比例已经比较高了；而规避传媒和计算机行业的可转债，则可能是不看好这两个行业的投资机会，因为基金经理同样较少配置相关行业的股票。

### 3.4.4 明显偏好大市值公司的可转债

下图进一步统计了易方达安心回报 A 各报告期披露的可转债对应正股的风格暴露。和同类相比，产品明显偏好大市值公司。此外，2019 年以来，估值、波动、换手和动量因子上呈明显的负向暴露。结合上一节的行业配置分析，我们认为，这种风格暴露特征可能和产品不断增配银行业的可转债有关。

图40 易方达安心回报 A 披露的可转债对应正股的风格暴露

		市值	动量	换手	波动率	估值	盈利	成长
绝对因子暴露	2014/6/30	1.76	-0.28	-0.68	-0.81	-0.27	0.81	-0.20
	2014/12/31	1.95	1.73	-0.10	0.63	-0.43	0.26	-0.13
	2015/6/30	0.82	0.03	-0.43	-1.31	-0.15	-0.14	-0.34
	2015/12/31	2.15	-0.15	-1.04	0.76	-0.13	0.11	-0.05
	2016/6/30	2.19	-0.68	-0.95	-0.73	0.05	0.07	-0.18
	2016/12/31	1.02	-0.05	-0.58	-0.61	-0.24	0.07	-0.03
	2017/6/30	1.73	0.67	-0.64	-0.10	-0.08	0.22	0.24
	2017/12/31	1.86	0.12	-0.58	-0.92	-0.22	0.15	0.22
	2018/6/30	1.89	0.66	-0.45	-0.70	-0.19	0.06	0.21
	2018/12/31	1.83	0.04	-0.54	-0.85	-0.15	0.30	0.13
	2019/6/30	1.77	0.30	-0.72	-0.92	-0.18	0.40	0.27
	2019/12/31	1.88	-0.36	-0.76	-0.72	-0.29	0.29	0.24
	2020/6/30	1.73	-0.30	-0.83	-0.86	-0.33	0.24	-0.06
2020/12/31	1.84	0.24	-0.68	-0.76	-0.32	0.38	0.26	
2021/6/30	1.83	-0.40	-0.86	-0.92	-0.54	0.18	-0.11	
2021/12/31	1.90	0.04	-0.80	-1.00	-0.40	0.35	-0.04	
相对因子暴露	2014/6/30	-0.24	-0.10	0.10	0.08	-0.08	-0.09	-0.09
	2014/12/31	-0.08	0.05	-0.20	0.19	-0.08	-0.10	-0.05
	2015/6/30	-1.05	0.56	0.48	-0.29	-0.88	-0.05	0.10
	2015/12/31	0.40	-0.07	-0.20	0.26	0.04	-0.10	-0.18
	2016/6/30	0.41	-0.03	-0.12	-0.06	0.28	-0.32	-0.23
	2016/12/31	-0.01	0.06	0.00	-0.08	0.22	0.17	-0.02
	2017/6/30	0.08	-0.11	-0.06	0.27	-0.21	0.23	-0.12
	2017/12/31	0.13	0.16	-0.09	-0.21	0.04	-0.03	0.02
	2018/6/30	0.11	0.03	-0.02	-0.11	0.05	-0.03	-0.01
	2018/12/31	0.21	0.03	0.00	-0.12	0.02	0.04	0.00
	2019/6/30	0.30	-0.14	-0.14	-0.25	0.04	-0.21	0.17
	2019/12/31	0.44	-0.36	-0.30	-0.28	-0.11	-0.02	0.08
	2020/6/30	0.50	-0.19	-0.31	-0.26	-0.08	-0.09	-0.08
2020/12/31	0.59	0.07	-0.18	-0.22	-0.19	0.06	0.08	
2021/6/30	0.57	-0.22	-0.23	-0.36	-0.21	-0.17	-0.10	
2021/12/31	0.53	-0.10	-0.15	-0.38	-0.19	0.04	-0.04	

资料来源：Wind，海通证券研究所

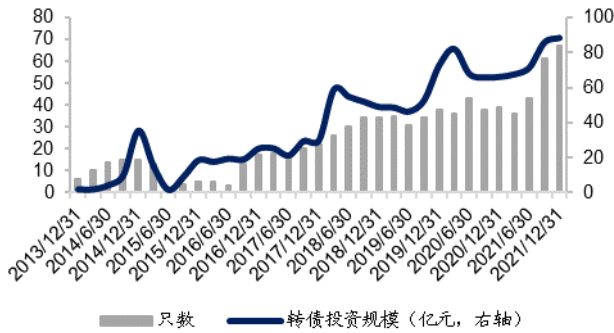
注：相对因子暴露是指相对同类产品，同类为报告期成立满 3 个月的混合债券型二级基金

### 3.4.5 集中度低，持有周期长

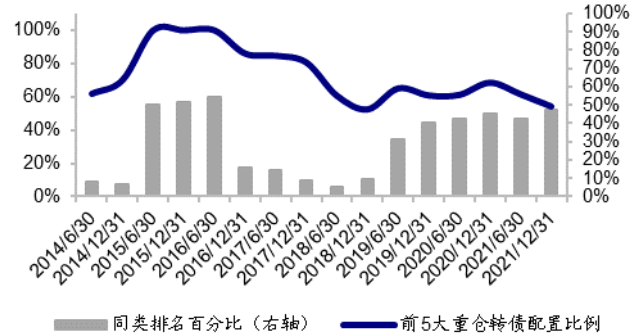
#### ➤ 集中度低

2016 年以来，易方达安心回报 A 各报告期披露的可转债的数量逐步提高。截至 2021 年 12 月 31 日，当期季报披露的可转债数量达到 67 只。同时，根据中报和年报披露的数据计算的前 5 大重仓可转债的持仓占比，则逐步降低至 60% 附近，位于同类中下游。

因此，我们认为，产品的可转债持有集中度较低。而其中可能的原因是，一方面，2017 年 2 月，证监会发布《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》，规范上市公司再融资，定增难度加大。于是，上市公司转而通过发行可转债进行再融资。可转债市场迎来快速发展，可供投资的优质标的的大幅增加。因而，产品持有更多数量的可转债，也是自然的选择。另一方面，产品规模的增长，使其很难通过少量标的就实现整个可转债资产的配置，客观上也有扩大持有数量的需求。

**图41 易方达安心回报 A 披露的可转债数量（只）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图42 易方达安心回报 A 披露的可转债持有集中度**


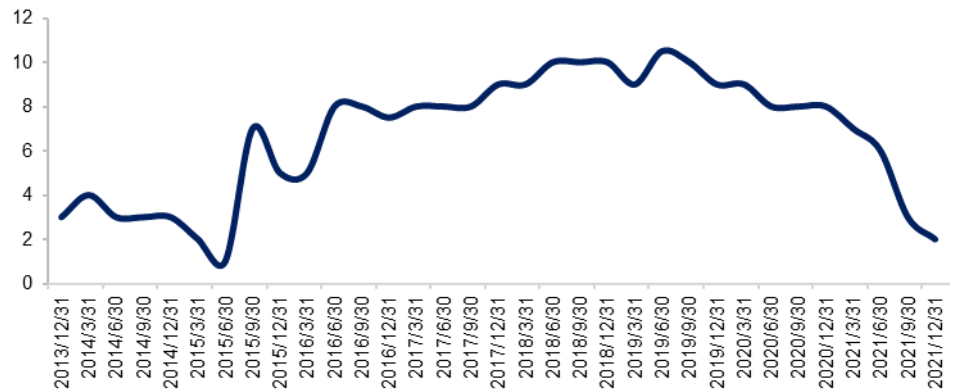
资料来源：Wind，海通证券研究所

注：同类为报告期成立满3个月的混合债券型二级基金，排名百分比越高，集中度越高

### ➤ 持有周期长

我们统计了易方达安心回报 A 各报告期披露的可转债的持有周期，以考察产品的可转债交易风格。计算方式如下：计算各季报披露的每只可转债被连续持有的季度数，每期以当期披露的所有可转债的连续持有季度数的中位数，作为该期的持有周期指标。

由下图可见，2015年3季度开始，产品的可转债持有周期显著提升。至2019年，都稳定在6-10个季度之间。2020年后，持有周期逐步下滑。但我们认为，这并非源于基金经理的交易行为发生了改变，而是统计方法所致。因为越接近当前的季报期，能统计到的持仓周期越短。因此，若以2020年之前的数据推断，则可以认为，基金经理重仓的可转债持有周期较长，一般都在1.5年甚至以上。

**图43 易方达安心回报 A 披露的可转债的持仓周期（季度）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

注：指标为各期披露的处于转股期的可转债持有周期的中位数，受计算规则影响，前后阶段的指标值偏小

## 3.5 基金经理投资风格小结

资产配置方面，1) 两种权益类资产的仓位均显著高于同类平均。我们认为，基金经理的风险偏好较高。2) 权益类资产的总仓位波动大。我们认为，基金经理有明显的择时行为。3) 择时观点更多通过可转债资产实现。股票资产仓位基本和股市走势同步，鲜有左侧择时；可转债资产呈显著的逆周期左侧布局特征，且调整幅度大。4) 2019年以来，基金经理的择时行为不再如之前那么激进。具体表现为，股票仓位较为稳定，可转债仓位稳中有降。

股票资产投资风格方面，1) 板块配置均衡，多数情况下，配置的板块数量在4个或以上。前期（2014-2016，下同）轮动行为明显；后期（2017年至今，下同）趋于稳定，较少进行板块间的轮动。2) 行业集中度高，截止2021年中报，前5大行业的配置权重已超过90%。前期行业覆盖范围较广，配置权重变化较大，轮动行为明显；后期行



业配置权重稳定，倾向于长期投资，偏好医药、食品饮料、家电、电力设备及新能源、电子和基础化工行业。3) 持股风格上，前期偏好成长性强、关注度高的中小盘股；后期趋于稳定，偏好盈利能力突出、兼具一定成长性的大中盘股。4) 交易行为上，换手率长期低于同类均值，倾向于长期持股，重仓股持有时间在 2014-2019 年期间稳定上升。

债券资产配置风格方面，1) 券种配置上，可转债比例显著高于同类，但 2019 年以来，仓位开始下调，并逐步向同类平均靠拢。中期票据和企业债的配置比例同样较高，国债配置比例很低；2) 倾向于持有信用评级良好的债券。我们认为，上述特征反映出，基金经理可能相对淡化利率的波段操作，转而通过配置高风险高收益的券种，如可转债、企业债，增厚组合收益。企业债的选择上，基金经理倾向于持有高信用评级的债券，以严控组合的信用风险，避免暴雷等极端事件的发生。

可转债投资风格方面，1) 底仓安全性与同类相当。2) 纯债溢价率和转股溢价率稳定在 15%-30% 之间。2020 年以来，转股溢价率弱于同类。3) 行业配置上，覆盖较为广泛，但仍表现出明显的偏好。近年来，在银行、非银金融、电力设备及新能源、医药、商贸零售、交通运输行业均保持着较高的绝对和相对配置比例。尤其是银行业，相比同类具有显著的正向偏离。4) 风格偏好上，对比同类，明显偏好大市值公司。5) 集中度低，但持有周期长。

## 4. 基金经理投资能力浅析

下文将继续以易方达安心回报 A 为例，逐次剖析基金经理的资产配置能力以及股票和债券的投资能力。在此之前，我们先对产品的股票和债券收益进行拆分，考察不同资产对于产品收益的贡献。

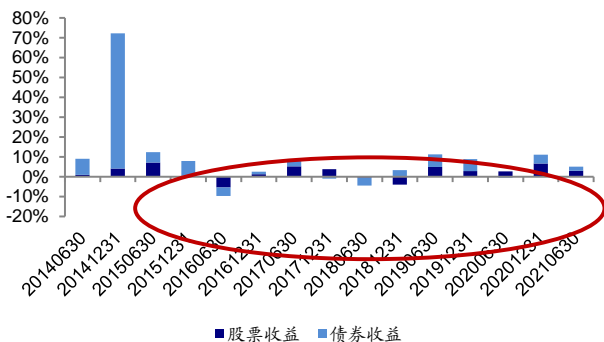
其中，股票收益包含新股收益、二级市场股票交易、持仓股票公允价值变动以及股息四个部分；债券收益包含债券利息收益、债券交易收益以及公允价值变动的浮动收益三部分。由于计算时采用基金财报披露的净资产数据估算日均净资产，故股票和债券的收益可能与基金的净值复权收益率存在一定偏差。不过，当基金规模没有发生大幅变化时，偏差通常较小。

### 4.1 业绩拆分

#### 4.1.1 股票收益 v.s 债券收益

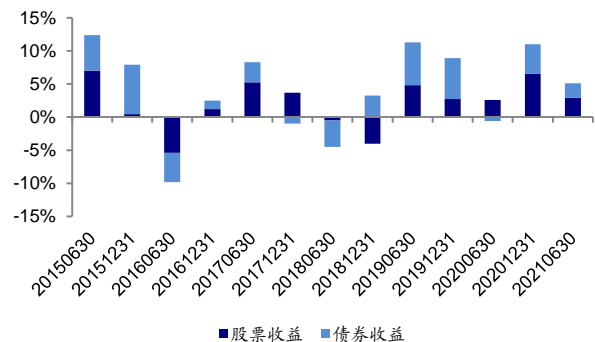
图 44 展示了 2014 年以来每个半年报期的收益拆分结果。由于 2014 年下半年的债券收益（对应 2014.12.31 这个半年报期）大幅高于其他报告期，导致其余报告期上两类资产的收益变化较难分辨，故我们又在图 45 中展示了 2015 年中报以来的收益拆分。

图 44 股票收益 v.s 债券收益 (2014.06-2021.06)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 45 股票收益 v.s 债券收益 (2015.06-2021.06)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

对比各期的股票和债券收益，我们发现，1) 2015 年之前，产品的债券收益相当突出。尤其是 2014 年下半年，债券的收益率达到 60%，占总收益的比例超过 80%。2014 年上半年，债券收益的绝对值虽然不大，但占比也高于 70%。2) 2015 年之后，除了股

票市场波动较大的 2015 年下半年和 2018 年，其余半年报期上，两类资产的收益都较为均衡。由此我们推测，2015 年之后，基金经理的管理思路可能发生了一定变化，逐渐将精力从债券资产（尤其是可转债）转向股票资产。

2015 年中报以来，股票和债券每半年的平均收益分别为 2.1% 和 2.3%。如果不考虑 2014 年的异常值，我们认为，基金经理在股票和债券资产上的投资能力较为均衡。纯债收益低、波动小，因此多数情况下，债券端的收益由可转债主导。而基金经理的可转债仓位长期较高，由此，我们可进一步推断认为，无论是股票还是可转债，基金经理都有较强的投资能力，使得两类资产长期内对产品的收益贡献较为均衡。

#### 4.1.2 股票收益排名 v.s 债券收益排名

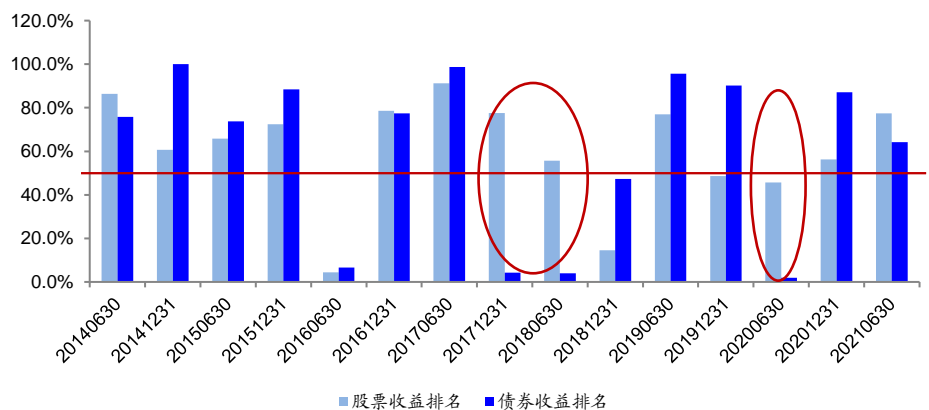
我们根据 2019 年以来的财报数据，按照以下标准筛选“固收+”基金池，并计算易方达安心回报 A 在其中的股票收益排名和债券收益排名。

- 1) 平均权益仓位小于 40%;
- 2) 最高权益仓位小于 60%;
- 3) 截止 2021 年三季报，基金规模超过 10 亿;
- 4) 成立时间早于 2020 年 1 月。

经过上述标准的筛选，“固收+”基金池共包含 242 只产品。

下图展示了易方达安心回报 A 不同时期的股票和债券收益在“固收+”基金池中的排名，从中可以发现，1) 多数半年报期上，产品的股票和债券收益均位列同类前 1/2。即使是 2015 年之前，债券为产品贡献了绝大部分收益，同期股票收益的排名依然不低。我们认为，这是上文得到的判断——“基金经理的股票和债券投资能力较为均衡”的又一证据。2) 有 5 个半年报期，股票和债券收益的排名未能双双跻身前 50%。但是，除 2016 年中报外，其余 4 个报告期末，股票和债券的收益都起到了良好的互补效果。即，一类资产的收益排名较低时，另一类资产的排名都处于中上游，从而保证了产品业绩的长期稳定。由此我们认为，均衡的大类资产配置能力是产品业绩持续优异的重要原因。

图46 易方达安心回报 A 在“固收+”基金池中的股票收益排名 v.s 债券收益排名



资料来源：Wind，海通证券研究所  
注：排名越高，代表收益越高。

## 4.2 资产配置能力

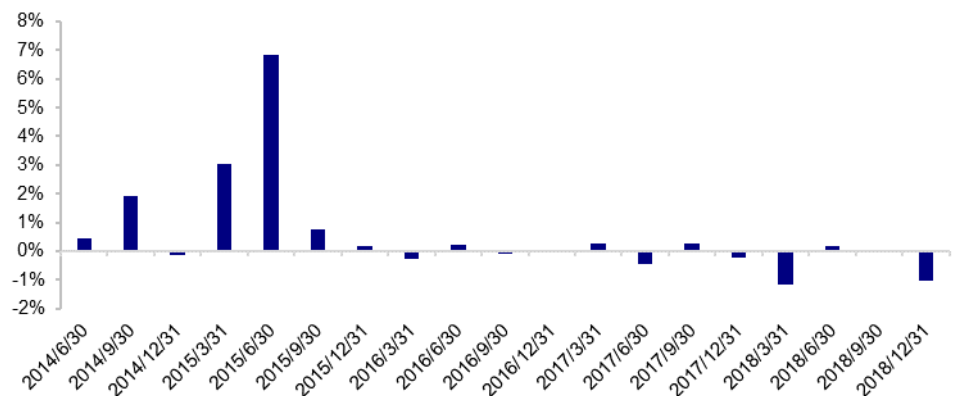
由前文可知，基金经理在进行资产配置时，具有鲜明的择时行为，且择时观点主要通过调整可转债的配置比例来实现。因此，我们重点考察基金经理对可转债资产的择时效果，以剖析基金经理的资产配置能力。

### ➤ 可转债择时季度胜率 63%

考虑到 2019 以来产品可转债仓位的持续下调，可能是由于规模快速增长无法承载这么高的配置比例，而非主动择时，故下文的研究区间仅为 2014-2018 年。

我们以“(季度 t 末可转债仓位-季度 t-1 末可转债仓位)\*中证转债指数季度 t+1 收益率”作为评价指标，衡量基金经理的可转债择时能力，结果如下图所示。**2014-2018 年，择时胜率 63%，平均收益 0.57%。**我们认为，整体来看，基金经理的可转债择时能力较强。

图47 易方达安心回报 A 的可转债择时收益 (2014.06.30-2018.12.31)



资料来源：Wind，海通证券研究所

### ➤ 可转债仓位显著提高时，下期收益表现突出

要评价基金经理的可转债择时效果，除了验证仓位变化方向和可转债涨跌是否相符外（图 47），更直接的方式是考察仓位大幅调整后，未来可转债资产的投资收益。这是因为，某类资产的权重被显著提高（降低），代表基金经理对未来一段时间内，投资该类资产的信心较强（弱），对应的收益水平理应更高（低）。

由前文可知，易方达安心回报 A 的可转债仓位波动大，表明基金经理的可转债择时观点十分鲜明，那么我们就可以根据上述逻辑，进一步衡量基金经理的可转债择时能力。

下表展示了易方达安心回报 A 的可转债仓位水平和下个报告期的可转债资产收益率及其在同类产品中的排名。其中，可转债资产收益率的估算方式为： $(\text{债券总收益} - \text{纯债资产} * \text{中证全债指数收益率}) / \text{可转债资产}$ ，同类产品是指同期可转债仓位与易方达安心回报 A 可转债仓位可比（当期可转债仓位满足表格中阈值）的“固收+”基金池。

表 7 易方达安心回报 A 的可转债仓位和下一个报告期的可转债收益排名 (2014.06-2021.06)

T 期可转债仓位	T 期可转债资产收益排名均值	T+1 期可转债资产收益排名均值
10%-20% (含)	49.2%	51.2%
20%-30% (含)	48.9%	53.5%
30%-40% (含)	52.3%	54.7%
40%-50% (含)	64.5%	57.8%
> 50%	78.6%	73.8%

资料来源：Wind，海通证券研究所

由上表可见，随着产品可转债仓位的提高，T 期和 T+1 期的可转债收益率的同类排名也单调上升。即，当基金经理大幅加仓可转债时，都能从中兑现较高的收益。我们认为，这充分体现出基金经理对于可转债这类资产的理解之深，唯如此，才能纯熟地把握潜在的拐点。

### 4.3 股票投资能力

#### 4.3.1 股票资产的整体投资能力

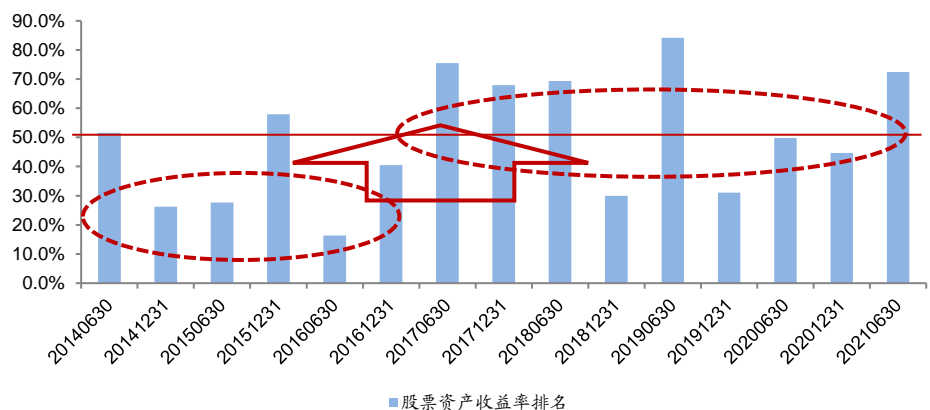
对于股票/偏股型基金，在分析基金经理的投资能力时，我们通常会拆分成行业配置和个股选择两个方面。而对于“固收+”基金，我们会首先计算产品的股票收益分别在“固收+”和股票/偏股型基金池中的排名，以此衡量基金经理在股票资产上的整体投资能力，之后再穿透至行业和个股层面进一步分析。

其中，产品的股票资产收益率为：股票收益/相邻两期报告期股票资产的均值。需要注意的是，在“固收+”基金池中排名时，只需直接比较所有产品的股票资产收益率即可；在股票/偏股型基金中排名时，我们先按照 80% 的股票仓位目标模拟出收益率，再进行对比。

##### ➤ “固收+”基金池中的排名

如下图所示，2017 年之后，易方达安心回报 A 的股票资产收益率在“固收+”基金池中的排名大幅提升，半数以上的报告期，均高于 50%。结合前文提到，2017 年以来，基金经理的投资行为发生了显著转变，具体表现在，板块和行业层面的轮动频率降低，转为板块均衡配置，行业长期持仓；依然保持较高的行业集中度，但偏好发生变化。我们认为，基金经理可能更擅长板块均衡、行业集中、长期持有的投资模式。此外，2017 年后，基金经理的投资风格也从小盘转向大中盘。我们认为，同期股票资产收益率排名的提升，可能也与基金经理更适应这种风格有关。

图48 易方达安心回报 A 的股票资产收益率排名（“固收+”基金池）

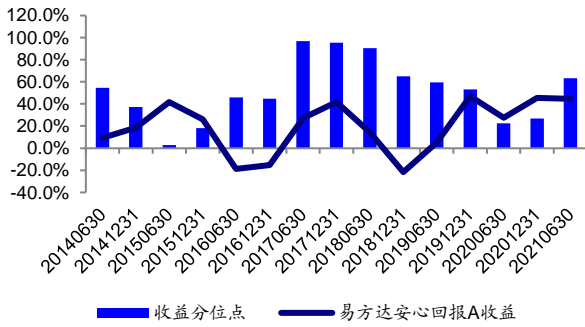


资料来源：Wind，海通证券研究所  
注：排名越高，代表收益越高。

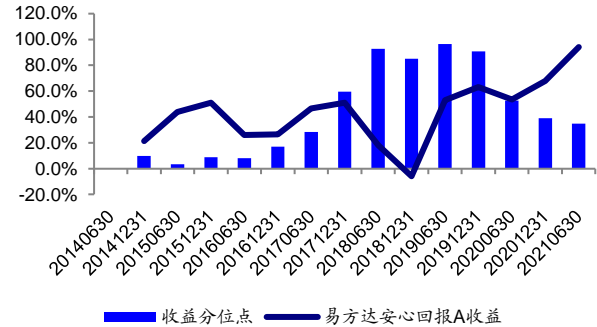
##### ➤ 股票/偏股型基金池中的排名

在按照 80% 的股票目标仓位模拟出收益率后，我们分别考察了 1 年和 3 年的期限上，易方达安心回报 A 在股票/偏股型基金中的排名，结果如以下两图所示。和“固收+”基金池中的排名变化规律类似，2017 年后，基金经理的股票资产收益率排名提升明显。即使和股票/偏股型基金经理相比，也能稳定地处在中上游水平。我们认为，这对于“固收+”基金经理而言，殊为难得。也正是这种稳定的股票投资能力，为易方达安心回报 A 长期优秀的业绩奠定了扎实的基础。



**图49 易方达安心回报 A 的股票资产收益率排名（1 年，股票/偏股型基金池）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图50 易方达安心回报 A 的股票资产收益率排名（3 年，股票/偏股型基金池）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 4.3.2 Brinson 归因

在衡量了股票资产的整体投资能力后，我们进一步分析基金经理在股票投资过程中展现出来的各方面能力。首先，基于基金中报和年报披露的全部股票持仓，对产品进行Brinson归因。具体做法为，假设报告期披露的持仓在未来半年保持不变，则全部股票区间收益率的加权平均值即为产品股票资产的收益率；业绩基准为中证800指数。考虑到产品2017年前后投资风格差异较大，下文的分析仅基于2017年以后的数据。

如下图所示，除2018年下半年股市大跌和2021年下半年市场风格频繁切换这两个时段外，产品股票资产相对中证800指数的超额收益均显著大于0，行业配置和个股选择也都能贡献正向收益。全区间超额收益均值为8.3%，行业配置和个股选择的平均贡献分别为3.5%和4.8%；剔除2018和2021的两个下半年后，超额收益均值则高达12.4%，行业配置和个股选择的平均贡献则分别上升为4.8%和7.6%。我们认为，这些数据表明，基金经理兼具较强的行业配置和个股选择能力。

**图51 易方达安心回报 A 的 Brinson 归因（2016.12.31-2021.06.30）**

	超额收益	行业配置	个股选择	误差项
2016/12/31	3.0%	3.2%	9.8%	0.0%
2017/6/30	0.7%	5.4%	5.3%	0.0%
2017/12/31	9.3%	1.3%	8.1%	0.0%
2018/6/30	-6.6%	-5.1%	-1.5%	0.0%
2018/12/31	5.3%	3.1%	12.2%	0.0%
2019/6/30	5.0%	3.7%	1.3%	0.0%
2019/12/31	8.2%	7.2%	11.0%	0.0%
2020/6/30	7.8%	4.9%	12.9%	0.0%
2020/12/31	0.0%	9.7%	0.2%	0.0%
2021/6/30	-10.1%	1.4%	-11.5%	0.0%

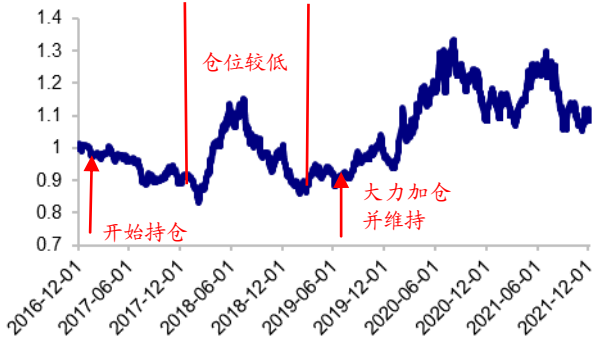
资料来源：Wind，海通证券研究所

### 4.3.3 行业配置能力

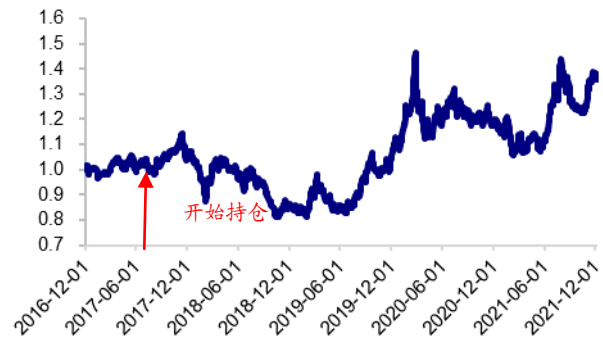
结合前文展示的行业配置情况与基金经理的投资理念，我们认为，基金经理的行业行为特征可以概括为：**布局偏长期，轮动频率低，重仓长期看好的行业**。那么，这些操作模式的效果如何，下文将围绕产品重仓行业展开详细分析。

2017年以来，基金经理的历史重仓行业有医药、电子、电力设备及新能源、家电、基础化工和食品饮料。图52-57展示了这些行业的指数相对中证800的强弱走势，以及易方达安心回报A的买卖时点。整体来看，基金经理能够很好地把握行业的长期变化规律，捕捉大级别行情。以家电行业为例，产品于2016年底开始买入，并于2020年下半年卖出，在充分参与行业指数上涨红利的同时，又能适时退出以规避风险。

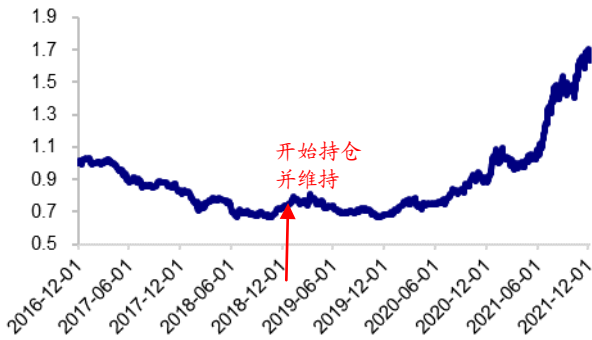
因此，我们认为，**基金经理行业配置能力较强，善于挖掘具备长期投资价值的行业**。

**图52 医药行业指数相对强弱及产品买卖时点 (2016.12.01-2021.12.06)**


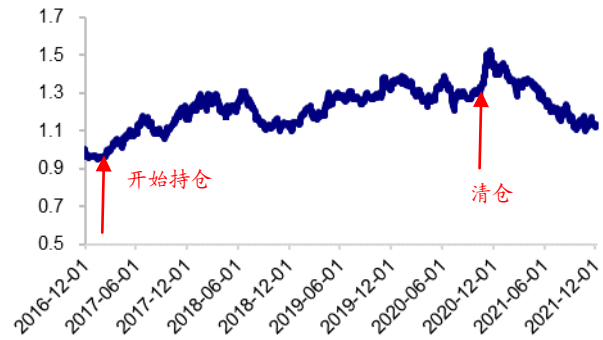
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图53 电子行业指数相对强弱及产品买卖时点 (2016.12.01-2021.12.06)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图54 电力设备及新能源行业指数相对强弱及产品买卖时点 (2016.12.01-2021.12.06)**


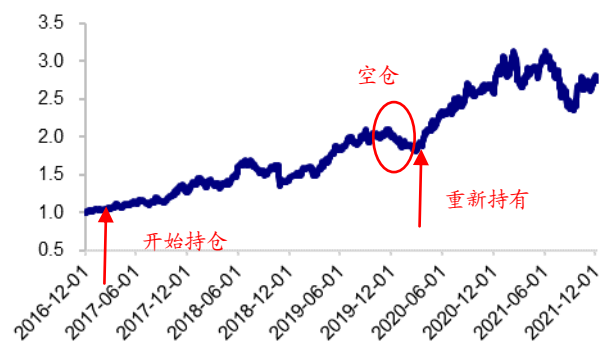
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图55 家电行业指数相对强弱及产品买卖时点 (2016.12.01-2021.12.06)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图56 基础化工行业指数相对强弱及产品买卖时点 (2016.12.01-2021.12.06)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图57 食品饮料行业指数相对强弱及产品买卖时点 (2016.12.01-2021.12.06)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 4.3.4 个股选择能力

#### ➤ 行业内选股超额收益的历史平均表现

为了更好地评价基金经理的选股能力,我们计算了2016年年报以来易方达安心回报A的所有持仓,每个半年度内相对各自中信一级行业指数的超额收益均值和胜率,结果如下表所示。



图58 易方达安心回报 A 相对中信一级行业指数的选股超额收益

板块	行业	平均配置比例	平均超额收益	超额收益胜率
大消费	医药	15.16%	13.11%	60.00%
TMT	电子	13.90%	5.71%	55.56%
中游制造	电力设备及新能源	11.83%	27.03%	77.78%
大消费	家电	9.76%	9.06%	75.00%
上游周期	基础化工	9.07%	5.07%	66.67%
大消费	食品饮料	7.40%	1.85%	55.56%
中游制造	汽车	7.31%	9.94%	75.00%
中游制造	交通运输	5.28%	13.45%	57.14%
金融地产	非银行金融	4.32%	2.20%	66.67%
TMT	通信	2.77%	16.76%	75.00%
上游周期	建材	2.73%	-6.51%	40.00%
金融地产	房地产	2.45%	2.30%	75.00%
TMT	传媒	2.38%	1.86%	33.33%
中游制造	国防军工	2.12%	6.85%	50.00%
上游周期	煤炭	1.06%	-8.70%	0.00%
TMT	计算机	0.81%	16.84%	33.33%
中游制造	机械	0.65%	-3.63%	50.00%
上游周期	钢铁	0.31%	9.74%	100.00%
上游周期	建筑	0.28%	-8.72%	0.00%
中游制造	轻工制造	0.23%	3.91%	100.00%
上游周期	农林牧渔	0.17%	31.70%	100.00%

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：收益的计算区间为报告期后半年

由上图可见，平均配置比例 4% 以上的行业，相对于中信一级行业指数的平均超额收益均大于零，半年度胜率也都在 50% 以上。不过，在配置比例相对较低的行业中，选股超额收益的稳定性稍欠。因此，我们认为，从历史数据来看，基金经理在少部分行业上的选股能力可能略有不足，但在重仓或长期看好的行业内，选股能力可谓相当突出。

#### ➤ 行业内选股超额收益的时间序列表现

进一步计算每个行业内，选股超额收益的历史变化，结果如下图所示（剔除没有持仓的行业）。整体来看，基金经理的选股能力较为稳定。尤其是长期重仓的电力设备及新能源和医药行业，超额收益的稳定性更高。此外，受市场风格影响，产品 2021 年的选股表现稍显逊色。我们认为，基金经理偏向长期的股票投资风格或许会使产品在某些时段内承担一定的回撤风险。但拉长周期后，这些景气度持续向好的行业带来高回报的可能性也更大。

**图59 易方达安心回报 A 的持仓股相对中信一级行业指数的历史选股超额收益**

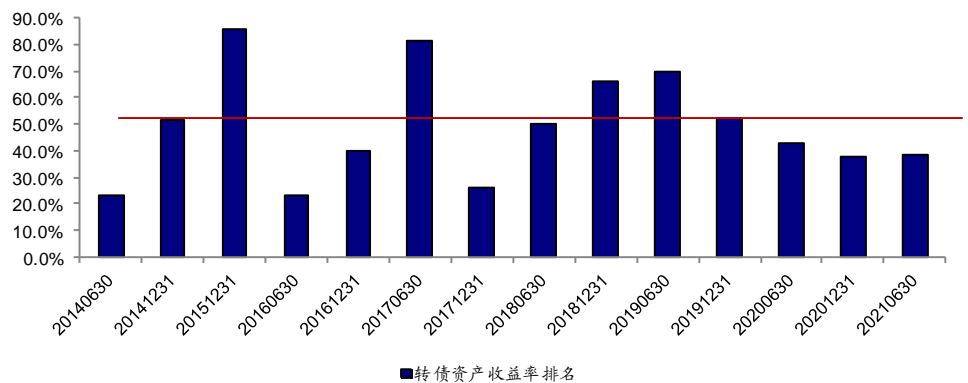
板块	行业	平均配置比例	2016/12/31	2017/6/30	2017/12/31	2018/6/30	2018/12/31	2019/6/30	2019/12/31	2020/6/30	2020/12/31	2021/6/30
TMT	电子	13.90%		6.7%	2.06%	1.86%	7.17%	4.45%	7.70%	1.96%	3.53%	9.88%
TMT	计算机	0.81%				0.59%					2.86%	1.75%
TMT	通信	2.77%							34.07%	23.19%	1.65%	1.87%
TMT	传媒	2.38%	2.05%				7.02%			2.65%		
大消费	医药	15.16%	4.48%	9.93%	4.08%	6.61%	20.98%	2.25%	32.21%	1.10%	3.87%	1.04%
大消费	食品饮料	7.40%	4.70%	1.17%	9.60%	6.82%	0.78%	2.16%		7.22%	-20.21%	2.71%
大消费	家电	9.76%	7.46%	0.62%	8.85%	2.01%	1.39%	1.87%	6.71%	1.11%		
金融地产	房地产	2.45%	17.01%		3.52%	1.77%				1.89%		
金融地产	非银行金融	4.32%			0.77%	2.31%	1.53%	4.83%	4.28%	3.73%		
上游周期	基础化工	9.07%	2.96%		2.84%	9.48%	1.93%	2.21%	1.00%	1.50%	-0.16%	-2.16%
上游周期	煤炭	1.06%				8.70%						
上游周期	建筑	0.28%	8.72%									
上游周期	钢铁	0.31%	7.74%									
上游周期	农林牧渔	0.17%	1.70%									
上游周期	建材	2.73%	0.26%			3.30%	2.79%	-1.77%	6.61%			
中游制造	国防军工	2.12%			1.35%	3.68%		1.37%			2.66%	
中游制造	机械	0.65%		6.67%	23.93%							
中游制造	轻工制造	0.23%			3.91%							
中游制造	交通运输	5.28%		2.12%	3.86%	4.46%	4.83%	3.05%	0.66%	4.88%		
中游制造	汽车	7.31%	3.1%	1.30%	1.38%	1.38%	2.05%	1.68%	5.90%	7.71%		
中游制造	电力设备及新能源	11.83%	1.26%	3.30%		1.06%	2.86%	6.92%	1.15%	6.31%	1.85%	2.56%
超额收益大于0的行业占比			67%	88%	75%	57%	82%	55%	50%	75%	38%	14%

资料来源：Wind，海通证券研究所  
 注：收益率的计算区间为报告期后半年

#### 4.4 可转债投资能力

我们采用和前文考察股票整体投资能力相同的方式，分析易方达安心回报 A 的可转债整体投资能力。其中，可转债资产收益率的计算方式为： $(\text{债券收益} - \text{纯债部分收益}) / \text{相邻两期可转债资产均值}$ ，纯债部分收益为： $\text{纯债资产均值} * \text{中证全债指数收益}$ ；排名的样本空间为，全部“固收+”产品中，可转债资产比例在 10% 以上的基金。

由下图可见，2017 年之前，基金经理的可转债资产收益排名波动较大；2017 年之后，收益排名稳定在 50% 附近。

**图60 可转债资产收益在“固收+”基金排名**


资料来源：Wind，海通证券研究所

综上所述，我们认为，基金经理的大类资产配置和各资产内部择券的能力非常均衡，且各具特色。资产配置上，可转债择时能力较强，对底部区域的把握较为精准。多次大幅加仓后，都能从中兑现较高的收益。股票投资上，按 80% 目标仓位模拟出收益率后，即使和股票/偏股型基金经理相比，也能稳定地处在中上游水平。进一步穿透至行业和个股层面，其能力又具体表现为，善于挖掘具备长期投资价值的行业，在重仓行业上的选股能力稳定且突出。可转债投资上，2017 年之后，收益排名稳定居于同类中上游。

## 5. 总结

张清华，物理学硕士，14年证券、基金从业经验。曾任晨星资讯（深圳）数量分析师、中信证券研究员。2010年9月加入易方达基金，并于2013年12月开始管理公募基金，距今已有8年的投资经理工作经验，当前任公司多资产投资业务总部总经理。历任管理基金28只，在管基金10只，类型均为股债混合产品。截至2021年12月31日，在管规模合计1474.6亿元。

张清华在担任基金经理期间，在管产品均有不错的业绩表现。以其任职时间最长的易方达安心回报A为例，产品任职以来年化收益接近16%，位居同类基金的前5%。虽然净值的波动和回撤都相对较大（与基金经理的投资风格有关，后文详细展开），但各年度的风险调整后收益都较为优异，居于同类中等偏上水平。此外，从月度超额收益胜率和任意时点买入并持有1-3年的收益这两个维度来看，尽管产品净值波动较大，但收益的长期稳定性仍较高。最后，产品收益与股市的相关性较高。因此，和同类相比，股市上涨时的向上弹性更为突出。

投资理念上，张清华十分重视多资产配置，强调固收打底、股票增强。基于这一理念，他打造了一套“自上而下”和“自下而上”相结合的投资体系。即，一方面，根据自上而下的方法把握周期轮动，制定具体资产配置和行业配置策略；另一方面，采用自下而上的策略进行个券的选择。此外，张清华认为，市场永远在波动，而应对波动的有效方法是站在长期趋势的一边。因此，他更注重组合的长期回报，投资风格稳健。

资产配置风格方面，1) 两种权益类资产的仓位均显著高于同类平均。我们认为，基金经理的风险偏好较高。2) 权益类资产的总仓位波动大。我们认为，基金经理有明显的择时行为。3) 择时观点更多通过可转债资产实现。股票资产仓位基本和股市走势同步，鲜有左侧择时；可转债资产呈显著的逆周期左侧布局特征，且调整幅度大。4) 2019年以来，基金经理的择时行为不再如之前那么激进。具体表现为，股票仓位较为稳定，可转债仓位稳中有降。

股票资产投资风格方面，1) 板块配置均衡，多数情况下，配置的板块数量在4个或以上。前期（2014-2016，下同）轮动行为明显；后期（2017年至今，下同）趋于稳定，较少进行板块间的轮动。2) 行业集中度高，截止2021年中报，前5大行业的配置权重已超过90%。前期行业覆盖范围较广，配置权重变化较大，轮动行为明显；后期行业配置权重稳定，倾向于长期投资，偏好医药、食品饮料、家电、电力设备及新能源、电子和基础化工行业。3) 持股风格上，前期偏好成长性强、关注度高的中小盘股；后期趋于稳定，偏好盈利能力突出、兼具一定成长性的大中盘股。4) 交易行为上，换手率长期低于同类均值，倾向于长期持股，重仓股持有时间在2014-2019年期间稳定上升。

债券资产投资风格方面，1) 券种配置上，可转债比例显著高于同类，但2019年以来，仓位开始下调，并逐步向同类平均靠拢。中期票据和企业债的配置比例同样较高，国债配置比例很低；2) 倾向于持有信用评级良好的债券。我们认为，上述特征反映出，基金经理可能相对淡化利率的波段操作，转而通过配置高风险高收益的券种，如可转债、企业债，增厚组合收益。企业债的选择上，基金经理倾向于持有高信用评级的债券，以严控组合的信用风险，避免暴雷等极端事件的发生。

可转债投资风格方面，1) 底仓安全性与同类相当。2) 纯债溢价率和转股溢价率稳定在15%-30%之间。2020年以来，转股溢价率弱于同类。3) 行业配置上，覆盖较为广泛，但仍表现出明显的偏好。近年来，在银行、非银金融、电力设备及新能源、医药、商贸零售、交通运输行业均保持着较高的绝对和相对配置比例。尤其是银行业，相比同类具有显著的正向偏离。4) 风格偏好上，对比同类，明显偏好大市值公司。5) 集中度低，但持有周期长。

投资能力上，基金经理的大类资产配置和各资产内部择券的能力非常均衡，且各具特色。资产配置上，可转债择时能力较强，对底部区域的把握较为精准。多次大幅加仓后，都能从中兑现较高的收益。股票投资上，按80%目标仓位模拟出收益率后，即使和股票/偏股型基金经理相比，也能稳定地处在中上游水平。进一步穿透至行业和个股层面，其能力又具体表现为，善于挖掘具备长期投资价值的行业，在重仓行业上的选股能力稳

定且突出。可转债投资上，2017年之后，收益排名稳定居于同类中上游。

## 6. 风险提示

1) 本文根据公开数据和评价指标计算，存在由于数据不完善导致结论不精准的可能性。也不作为对未来走势的判断和投资建议；2) 基金的业绩表现与基金经理紧密相关，需要关注基金经理变动对业绩的影响。

## 信息披露

### 分析师声明

冯佳睿 金融工程研究团队  
郑雅斌 金融工程研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。



**海通证券股份有限公司研究所**

 路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

 邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

 荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

 涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

 余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

**宏观经济研究团队**

 梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com  
 应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com  
 李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com  
 联系人  
 侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com  
 李林芷(021)23219674 llz13859@htsec.com

**金融工程研究团队**

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
 袁林肯(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
 联系人  
 孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com  
 张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com  
 郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com  
 黄雨薇(021)23154387 hyw13116@htsec.com  
 曹君豪(021)23219745 cjh13945@htsec.com

**金融产品研究团队**

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
 联系人  
 吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com  
 张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com  
 滕颖杰(021)23219433 tyj13580@htsec.com  
 江涛(021)23219879 jt13892@htsec.com  
 章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com  
 陈林文(021)23219068 clw14331@htsec.com

**固定收益研究团队**

 姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com  
 联系人  
 张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com  
 孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com  
 王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com  
 方欣来(021)23219635 fxl13957@htsec.com

**策略研究团队**

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
 李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
 吴信坤(021)23154147 wxk12750@htsec.com  
 联系人  
 余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com  
 杨锦(021)23154504 yj13712@htsec.com  
 王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com

**中小市值团队**

 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
 王园沁(021)23154123 wyq12745@htsec.com

**政策研究团队**

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
 李姝醒(021)231541361 lsx11330@htsec.com  
 联系人  
 纪尧 jy14213@htsec.com

**石油化工行业**

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com

**医药行业**

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
 朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com  
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
 联系人  
 孟陆(010)56760096 ml13172@htsec.com  
 周航(021)23219671 zh13348@htsec.com  
 彭婷(010)68067998 ppt13606@htsec.com

**汽车行业**

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
 联系人  
 房乔华(021)23219807 fqh12888@htsec.com

**公用事业**

 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
 傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com  
 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
 联系人  
 余政翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

**批发和零售贸易行业**

 李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com  
 联系人  
 曹蕾娜 cin13796@htsec.com

**互联网及传媒**

 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com  
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
 联系人  
 崔冰睿(021)23219774 cbr14043@htsec.com  
 康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com

**有色金属行业**

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
 联系人  
 郑景毅 zjy12711@htsec.com  
 余金花 sjh13785@htsec.com

**房地产行业**

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com

<b>电子行业</b> 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com 华晋书 02123219748 hjs14155@htsec.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@htsec.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@htsec.com 李 潇(010)58067830 lx13920@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李 焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	<b>通信行业</b> 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com 曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lj12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 zxj12156@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
<b>军工行业</b> 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	<b>银行行业</b> 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com 王玮婕(021)23219768 wj13985@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 郭庆龙 gq13820@htsec.com 联系人 王文杰 wwj14034@htsec.com 吕科佳 lkj14091@htsec.com 高翩然 gpr14257@htsec.com	

## 研究所销售团队

<b>深广地区销售团队</b> 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com 张馨尹 0755-25597716 zxy14341@htsec.com	<b>上海地区销售团队</b> 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 谭德康 tdk13548@htsec.com 王祎宁(021)23219281 wyn14183@htsec.com	<b>北京地区销售团队</b> 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高 瑞 gr13547@htsec.com 上官灵芝 sglz14039@htsec.com 董晓梅 dxm10457@htsec.com
---	--	---

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com