

相关研究

《兴业量化投资团队及楼华锋先生侧写——严控风险，灵活应对不同市场环境》
2022.04.12

《选股因子系列研究（七十七）——改进深度学习高频因子的9个尝试》
2022.04.07

《Value + Growth: 红利投资也能顾盼生辉》
2022.03.30

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

全天候思维下的多维度、多策略方法论——广发基金邱世磊投资风格分析

投资要点:

- **基金经理简介。**邱世磊，中国人民大学管理学硕士，13年证券从业经验，近9年投资经理工作经验。最初任职于海通证券债券部，从事债券发行承销工作。2011年9月至2015年3月，先后任职于渤海证券和东兴证券资管部。2015年4月至2021年6月任职于民生加银基金。2021年6月加入广发基金，现任职混合资产投资部基金经理。加入广发基金之前，基金经理历任管理产品21只。当前，在管基金2只，分别为广发集瑞A（二级债基）和广发安悦回报A（灵活配置型）。
- **基金经理投资业绩。**基金经理任职时间较长的民生加银鑫喜和民生加银鹏程A，长期业绩表现突出，任职期间年化收益分别为10.36%和10.80%，均位列同期“固收+”基金的前1/4。在获取高收益的同时，基金经理也很好地控制了风险。得益于此，产品的风险调整后收益十分优异，收益回撤比双双居于“固收+”基金前10%。此外，民生加银鑫喜和民生加银鹏程A收益胜率高，在基金经理任职期间都能给投资者带来良好的持有体验。除此以外，基金经理对风控的重视也使得产品无论是在股市还是债市下跌时，都具备较强的防御性。
- **基金经理投资理念。**在“固收+”领域，邱世磊具有丰富的投研经验，致力于打造绝对收益特征的“固收+”基金。他认为，“绝对收益”并不意味着没有回撤，而是回撤后净值能快速修复。并且，要通过组合管理降低产品的回撤幅度和波动率，力争净值新高。在多年的投资实践中，基金经理建立了一套涵盖大类资产配置、固收底仓管理和股票投资等，多维度、多策略的混合投资框架，成为其过往投资业绩优异且稳定的重要保障。
- **“多维度”之资产配置。**资产配置层面，基金经理主要以纯债资产为底仓，并利用股票资产增厚收益。仓位管理上，他会依据宏观经济运行的真实状况，以美林时钟为切入点，结合自身判断选择相应的资产。从民生加银鑫喜历史仓位变动来看，基金经理宏观研究功底深厚，对经济运行状态具有敏锐的洞察力。任职期间，民生加银鑫喜的季度择时胜率接近80%，基金经理突出的择时能力可见一斑。
- **“多维度”之股票投资。**股票投资层面，基金经理采用多维度、多策略的管理模式，综合运用行业选择、风格配置和个股选择，力求实现较好的收益。板块与行业配置上，一方面，基金经理会利用分散化降低产品净值波动；另一方面，也会依据市场环境变化适当提高行业集中度以获取更高收益。此外，基金经理会从中长期出发，调整行业配置比例，视角和策略也是多元化的。持股风格偏好上，基金经理并不拘泥于某种特定范式，而是根据宏观经济、产业周期等多方面要素，因时、因地制宜地选择相适应的风格。个股选择上，基金经理仍采取分散化的策略来降低产品净值波动，并始终保持着适中的调仓频率。股票投资能力上，基金经理各方面能力均衡，为其采取多维度、多策略的管理模式提供了重要支撑。
- **“多维度”之固收底仓管理。**固收底仓管理层面，基金经理较少做信用资质的下沉，而是通过持有利率债或高信用等级企业发行债，利用积极的久期管理赚取利率波段收益。从民生加银鑫喜各期的利率敏感性变动来看，基金经理对利率走势的判断较为准确，久期管理能力突出。民生加银鑫喜的债券资产收益连续4年（除2020H2）都能位列“固收+”基金前50%，足见基金经理优异的债券管理能力。
- **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，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. 基金经理基本信息 | 6 |
| 1.1 基金经理简介 | 6 |
| 1.2 投资理念 | 7 |
| 2. 基金经理投资业绩 | 8 |
| 3. “多维度”之资产配置 | 12 |
| 3.1 资产配置风格 | 12 |
| 3.2 资产配置能力 | 16 |
| 4. “多维度”之股票投资 | 17 |
| 4.1 行业配置风格 | 17 |
| 4.1.1 板块和行业集中度 | 17 |
| 4.1.2 板块和行业行为特征 | 18 |
| 4.2 个股选择风格 | 20 |
| 4.2.1 持股较为分散 | 20 |
| 4.2.2 换手率与同类相当 | 21 |
| 4.2.3 持股风格偏好 | 22 |
| 4.3 股票投资能力 | 23 |
| 4.3.1 综合能力评估 | 23 |
| 4.3.2 行业配置能力 | 24 |
| 4.3.3 风格配置能力 | 25 |
| 4.3.4 个股选择能力 | 25 |
| 5. “多维度”之固收底仓管理 | 26 |
| 5.1 债券投资风格 | 26 |
| 5.2 债券投资能力 | 28 |
| 6. 总结 | 29 |
| 7. 风险提示 | 30 |

图目录

| | | |
|------|---|----|
| 图 1 | 邱世磊在管产品合计规模变化 (2017.03.31-2021.12.31) | 6 |
| 图 2 | 民生加银鑫喜的净值走势 (2017.03.09-2021.03.16) | 8 |
| 图 3 | 民生加银鹏程 A 的净值走势 (2018.06.07-2021.06.01) | 8 |
| 图 4 | 民生加银鑫喜的收益率胜率 (扣除 3 个月建仓期) | 10 |
| 图 5 | 民生加银鹏程 A 的收益率胜率 (扣除 3 个月建仓期) | 10 |
| 图 6 | 民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 相对各自业绩基准的超额收益胜率 (扣除 3 个月建仓期) | 11 |
| 图 7 | 任意时点买入产品并持有 6 个月或 1 年的收益率 (扣除 3 个月建仓期) | 11 |
| 图 8 | 股市中两只产品的下跌抵抗比率 (扣除 3 个月建仓期) | 12 |
| 图 9 | 债市中两只产品的下跌抵抗比率 (扣除 3 个月建仓期) | 12 |
| 图 10 | 基金经理任职期间民生加银鑫喜的资产配置 (2017.03.31-2020.12.31) | 12 |
| 图 11 | 基金经理任职期间民生加银鹏程 A 的资产配置 (2018.06.30-2021.03.31) | 12 |
| 图 12 | 民生加银鑫喜与民生加银鹏程 A 的历史权益仓位变动 (2017.03.31-2021.03.31) | 13 |
| 图 13 | 民生加银鑫喜与民生加银鹏程 A 的历史债券 (不含转债) 仓位变动 (2017.03.31-2021.03.31) | 13 |
| 图 14 | 民生加银鑫喜的择时操作分析 | 13 |
| 图 15 | 美林时钟 | 14 |
| 图 16 | 2017-2020 年我国经济运行情况 | 15 |
| 图 17 | 基于美林时钟理论的资产选择和民生加银鑫喜的实际仓位变化对比 | 16 |
| 图 18 | 民生加银鑫喜的择时收益 (2017Q1-2020Q4) | 16 |
| 图 19 | 民生加银鑫喜的板块集中度 (2017.06.30-2020.12.31) | 17 |
| 图 20 | 民生加银鹏程 A 的板块集中度 (2019.06.30-2020.12.31) | 17 |
| 图 21 | 民生加银鑫喜的行业集中度 (2017.06.30-2020.12.31) | 17 |
| 图 22 | 民生加银鹏程 A 的行业集中度 (2019.06.30-2020.12.31) | 17 |
| 图 23 | 民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 的板块配置明细 | 18 |
| 图 24 | 民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 的行业配置明细 | 19 |
| 图 25 | 民生加银鑫喜重仓股在食品饮料、银行、电子行业的配置比例 (2017.03.31-2020.12.31) | 19 |
| 图 26 | 民生加银鑫喜重仓股在白酒行业的配置比例 (2017.03.31-2020.12.31) | 20 |

| | | |
|------|---|----|
| 图 27 | 民生加银鑫喜的持股数（只，2017.06.30-2020.12.31） | 21 |
| 图 28 | 民生加银鹏程 A 的持股数（只，2018.06.30-2020.12.31） | 21 |
| 图 29 | 民生加银鑫喜的前 10 大重仓股合计权重（2017.03.31-2020.12.31） | 21 |
| 图 30 | 民生加银鹏程 A 的前 10 大重仓股合计权重（2019.03.31-2021.03.31） | 21 |
| 图 31 | 民生加银鑫喜的单边换手率（倍/半年，2017.12.31-2020.12.31） | 21 |
| 图 32 | 民生加银鹏程 A 的单边换手率（倍/半年，2019.06.30-2020.12.31） | 21 |
| 图 33 | 民生加银鑫喜的重仓股持有周期（季度，2017.03.31-2020.12.31） | 22 |
| 图 34 | 民生加银鹏程 A 的重仓股持有周期（季度，2019.03.31-2021.03.31） | 22 |
| 图 35 | 民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 持仓的因子暴露 | 22 |
| 图 36 | 民生加银鑫喜的净值风格归因（2017.03-2021.02） | 23 |
| 图 37 | 民生加银鹏程 A 的净值风格归因（2018.06-2021.05） | 23 |
| 图 38 | 民生加银鑫喜股票资产收益及在“固收+”基金中的排名（2017.06.30-2020.12.31） | 24 |
| 图 39 | 民生加银鑫喜股票资产收益及在偏股型基金中的排名（2017.06.30-2020.12.31） | 24 |
| 图 40 | 民生加银鑫喜的行业配置贡献 | 24 |
| 图 41 | 基金经理的风格配置能力分析 | 25 |
| 图 42 | 民生加银鑫喜相对中信一级行业指数的选股超额收益 | 25 |
| 图 43 | 民生加银鑫喜的券种配置（2017.03.31-2020.12.31） | 26 |
| 图 44 | 民生加银鹏程 A 的券种配置（2018.06.30-2021.03.31） | 26 |
| 图 45 | 民生加银鑫喜的利率敏感性（基点，2017.06.30-2020.12.31） | 27 |
| 图 46 | 民生加银鹏程 A 的利率敏感性（基点，2018.06.30-2020.12.31） | 27 |
| 图 47 | 民生加银鑫喜持有的长期债券的信用评级（2017.06.30-2020.12.31） | 27 |
| 图 48 | 民生加银鹏程 A 持有的长期债券的信用评级（2018.06.30-2020.12.31） | 27 |
| 图 49 | 民生加银鑫喜长期债券中 AAA 级债券占比（2017.06.30-2020.12.31） | 28 |
| 图 50 | 民生加银鹏程 A 长期债券中 AAA 级债券占比（2018.06.30-2020.12.31） | 28 |
| 图 51 | 民生加银鑫喜债券资产收益及其在“固收+”基金中的排名（2017.06.30-2020.12.31） | 28 |
| 图 52 | 民生加银鑫喜的利率敏感性及其 10Y 国债活跃（Wind）报告期后一个季度的变动 | 29 |

表目录

| | | |
|-----|--|---|
| 表 1 | 加入广发基金前基金经理历任管理基金的基本信息 | 6 |
| 表 2 | 基金经理现任管理基金的基本信息（截至 2022.03.18） | 7 |
| 表 3 | 邱世磊任职期间（扣除 3 个月建仓期）民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 的业绩表现 | 9 |
| 表 4 | 民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 的各年度业绩表现 | 9 |

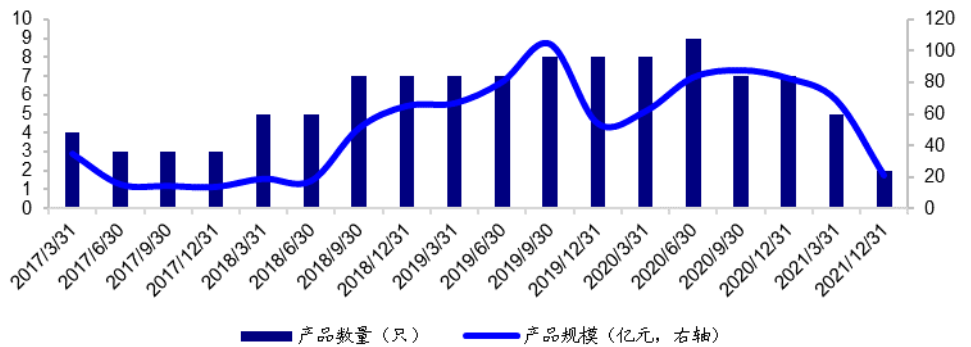
1. 基金经理基本信息

1.1 基金经理简介

邱世磊，中国人民大学管理学硕士，13年证券从业经验，近9年投资经理工作经验。最初任职于海通证券债券部，从事债券发行承销工作。2011年9月至2015年3月，先后任职于渤海证券和东兴证券资管部。2015年4月至2021年6月，任职于民生加银基金。2021年6月加入广发基金，现任职混合资产投资部基金经理。

加入广发基金之前，基金经理历任管理产品21只，类型均为纯债型和“固收+”。其中，在民生加银基金任职期间历任管理产品11只，类型涵盖中长期纯债和“固收+”产品（包括偏债混合、灵活配置、二级债基）。在管产品规模最大时期，合计超过100亿。基金经理任职期间，所管产品均有较好的业绩表现。11只产品的年化收益都在5%以上，位居同类中上游水平。我们认为，基金经理在债券型和“固收+”产品方面具有丰富的管理经验。

图1 邱世磊在管产品合计规模变化（2017.03.31-2021.12.31）



资料来源：Wind，海通证券研究所

表1 加入广发基金前基金经理历任管理基金的基本信息

| 所在机构 | 基金代码 | 基金简称 | 投资类型 | 任职日期 | 离任日期 | 任职回报 | 年化回报 | 回报排名 | A、C合计规模(亿元) |
|---------|--------------|--------------|----------|------------|------------|---------|---------|----------|-------------|
| 渤海证券 | J13953 | 渤海分级汇金1号A | 灵活配置型 | 2013/7/10 | 2013/12/24 | 2.39% | 5.27% | | 2.52 |
| | J13958 | 渤海分级汇金2号A | 灵活配置型 | 2013/7/10 | 2013/12/25 | 2.41% | 5.28% | | 2.51 |
| 东兴证券 | J142827 | 东兴金选兴盛7号稳健型1 | 中长期纯债型 | 2014/11/19 | 2015/4/1 | 2.62% | 7.30% | | 0.90 |
| | J142793 | 东兴金选兴盛10号稳健型 | 其他另类投资 | 2014/11/18 | 2015/4/1 | 0.00% | 0.00% | | 1.12 |
| | J142579 | 东兴金选兴盛4号稳健型1 | 混合债券型一级 | 2014/7/30 | 2015/4/1 | 6.03% | 9.07% | | 9.03 |
| | J142574 | 东兴金选兴盛6号稳健型1 | 中长期纯债型 | 2014/7/23 | 2015/4/1 | -0.02% | -0.03% | | 1.02 |
| | J142568 | 东兴金选兴盛5号稳健型1 | 混合债券型一级 | 2014/7/21 | 2015/4/1 | 1.66% | 2.39% | | 2.15 |
| | J140859 | 东兴金选兴盛3号稳健型1 | 中长期纯债型 | 2014/6/25 | 2015/4/1 | 2.64% | 3.44% | | 2.43 |
| | J140857 | 东兴金选兴盛2号进取型 | 中长期纯债型 | 2014/6/11 | 2015/4/1 | 233.13% | 343.23% | | 0.91 |
| J140611 | 东兴金选兴盛1号稳健型1 | 中长期纯债型 | 2014/5/8 | 2015/4/1 | 1.73% | 1.92% | | 1.45 | |
| 民生加银基金 | 001273 | 民生加银新动力A | 灵活配置型基金 | 2016/1/29 | 2017/4/14 | 9.09% | 7.45% | 390/825 | 15.29 |
| | 002452 | 民生加银和鑫定开 | 中长期纯债型 | 2018/9/10 | 2019/11/5 | 6.83% | 5.88% | 223/1060 | 51.61 |
| | 004254 | 民生加银汇鑫一年A | 中长期纯债型 | 2018/9/10 | 2020/7/27 | 12.32% | 6.37% | 96/1060 | 11.31 |
| | 001352 | 民生加银新战略A | 灵活配置型 | 2016/1/29 | 2020/7/27 | 66.20% | 11.96% | 369/825 | 3.42 |
| | 002455 | 民生加银鑫喜 | 灵活配置型 | 2016/12/9 | 2021/3/16 | 50.06% | 9.97% | 667/1250 | 9.29 |
| | 002518 | 民生加银鑫福A | 灵活配置型 | 2016/8/22 | 2021/3/16 | 28.30% | 5.60% | 912/1073 | 7.22 |
| | 009260 | 民生加银聚利6个月持有A | 偏债混合型 | 2020/5/14 | 2021/6/1 | 14.21% | 13.46% | 177/372 | 17.02 |
| | 690006 | 民生加银信用双利A | 混合债券型二级 | 2019/11/5 | 2021/6/1 | 9.04% | 5.65% | 356/487 | 7.47 |
| | 690002 | 民生加银增强收益A | 混合债券型二级 | 2019/8/12 | 2021/6/1 | 15.73% | 8.41% | 218/476 | 20.35 |

| | | | | | | | | |
|--------|------------|---------|-----------|----------|--------|--------|--------|-------|
| 000067 | 民生加银转债优选 A | 混合债券型二级 | 2018/3/28 | 2021/6/1 | 41.63% | 11.55% | 39/405 | 0.44 |
| 004710 | 民生加银鹏程 A | 偏债混合型 | 2018/3/7 | 2021/6/1 | 37.26% | 10.26% | 57/206 | 23.67 |

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：投资类型为 wind 二级投资类型分类，同类排名为 Wind 二级投资类型当中的排名；基金规模为离任前公告公布的最新规模

基金经理现任管理产品 2 只，分别为广发集瑞 A（二级债基）和广发安悦回报 A（灵活配置型）。截至 2021 年 12 月 31 日，在管基金规模合计 21.17 亿元。尽管 2021 年 10 月以来市场震荡加剧，两只产品依旧取得了不错的业绩表现。尤其是广发安悦回报 A，任职以来（2021 年 10 月 14 日至 2022 年 3 月 18 日）累计回报 0.62%，相对于业绩基准的超额收益为 3.31%，位居同类基金前 10%。可见，加入广发基金后，基金经理的表现依旧出色。

表 2 基金经理现任管理基金的基本信息（截至 2022.03.18）

| 基金代码 | 基金简称 | 投资类型 | 任职日期 | 任职回报 | 超额回报（相对业绩基准） | 回报排名 | A、C 合计规模（亿元） |
|--------|----------|---------|------------|--------|--------------|----------|--------------|
| 002120 | 广发安悦回报 A | 灵活配置型 | 2021/10/14 | 0.62% | 3.31% | 142/2178 | 15.87 |
| 003037 | 广发集瑞 A | 混合债券型二级 | 2021/10/14 | -0.94% | -1.73% | 395/731 | 5.30 |

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：投资类型为 wind 二级投资类型分类，同类排名为 Wind 二级投资类型当中的排名；基金规模为 2021 年 4 季报数据

1.2 投资理念

➤ 投资能力圈：配置能力突出的“固收+”行家

邱世磊在“固收+”产品上具有丰富的投研经验。他以固收研究为起点，借助在宏观领域的研究积累，搭建了股票、纯债、可转债等子类资产的研究体系，并逐渐形成了大类资产配置框架。从历史投资操作来看，全面性是对他最精准的概括。他不仅擅长在股票、纯债和可转债等不同资产间适时切换，而且在每项资产上的投资能力均较为突出。

➤ 产品定位：打造绝对收益特征的“固收+”基金

在“固收+”产品的定位上，基金经理追求绝对收益，希望通过积极主动的投资管理，打造相对平稳且斜率不错的收益曲线。他认为，“绝对收益”并不意味着没有回撤，而是出现回撤后净值能在较短时间内修复。此外，他希望通过组合管理降低产品的回撤幅度和波动率，力求净值曲线平稳向上。

秉承绝对收益的投资理念，基金经理打造了一套自上而下和自下而上相结合的投资体系，涵盖上层的资产配置、中观的细分行业选择和底层细分资产的风险管理。

➤ 投资框架：多维度多策略的混合框架

在民生加银基金任职期间，基金经理便建立了一套涵盖大类资产配置、固收底仓管理、股票投资等，多维度、多策略的“固收+”基金投资管理方法论。具体包括：

首先，在资产配置方面，基金经理引入有前瞻性预判功能的金融经济数据指标或者政策信号，对美林时钟模型进行因地制宜的改良，基于宏观框架研判市场。当察觉市场存在系统性风险时，他会快速调整仓位；当机会来临时，则会果断加仓。

其次，在股票投资方面，基金经理的框架是将自上而下的宏观策略、中观的行业分析与自下而上的个股挑选相结合。第一层，自上而下的宏观策略，解决成长价值与大小盘风格问题。第二层，中观行业分析，通过对企业盈利、行业驱动因素的跟踪，既能解决重点行业配置与轮动问题，又能对宏观经济的判断进行校验或修正。第三层，自下而上的个股挑选，一方面，基于中长期视角在偏重的行业内选择有 Alpha 的个股；另一方面，在行业内部的一二线品种间，按照经营周期先后或估值性价比高低，适度切换。

就股票投资策略本身而言，基金经理并不拘泥于是高成长还是低估值策略，也不会将顺势而为与逆向投资截然对立。而是根据宏观经济、市场环境以及所投资行业的不同，因时、因地制宜地选择相适应的策略，甚至会在同一时间段综合运用不同的策略。

第三，在固收底仓管理方面，基金经理倾向于控制好产品的久期和信用风险，投资标的以利率和高信用等级的债券为主。即，不做信用资质的下沉，而是通过利率和高等级信用债的波段交易，获取相对稳健的收益。

➤ 投资原则：追求收益的“确定性”

“固收+”是一类需要兼顾收益和回撤、平衡回报和风险的产品。在邱世磊的管理思想中，追求“确定性”是贯穿始终的核心原则。具体表现在三个方面：第一，债券资产以高等级信用债和利率债为主，不赚信用资质下沉的钱。当判断债券资产有较好的机会时，在久期上进行适度的风险暴露。第二，注重“固收+”中“+”（含股票和转债）的风险收益比。如果判断胜率比较小，宁愿不配。第三，坚守能力圈，不懂的行业不做，不熟的标的不投。

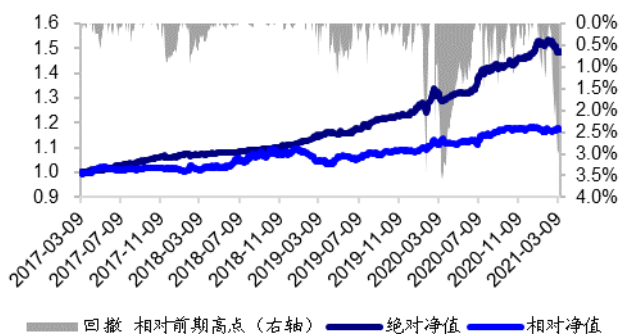
那么，基金是否将上述投资理念贯彻到实际的投资当中呢？针对这一问题，下文将结合基金经理管理时间较长的两只产品——民生加银鑫喜（002455，灵活配置型）和民生加银鹏程 A（004710，偏债混合型）展开详细的分析。

2. 基金经理投资业绩

民生加银鑫喜成立于 2016 年 12 月 9 日，是民生加银基金旗下的灵活配置型基金，邱世磊于 2016 年 12 月 9 日至 2021 年 3 月 16 日期间任职基金经理。产品业绩基准为中证国债指数收益率*70%+沪深 300 指数收益率*30%。截至 2020 年 12 月 31 日，基金规模为 9.29 亿元。

民生加银鹏程 A 成立于 2018 年 2 月 13 日，是民生加银基金旗下的偏债混合型基金，邱世磊于 2018 年 3 月 7 日至 2021 年 6 月 1 日期间任职基金经理。产品业绩基准为中债总指数收益率*60%+一年定期存款基准利率（税后）*25%+沪深 300 指数收益率*15%。截至 2021 年 3 月 31 日，基金规模（A、C 合计）为 23.67 亿元。

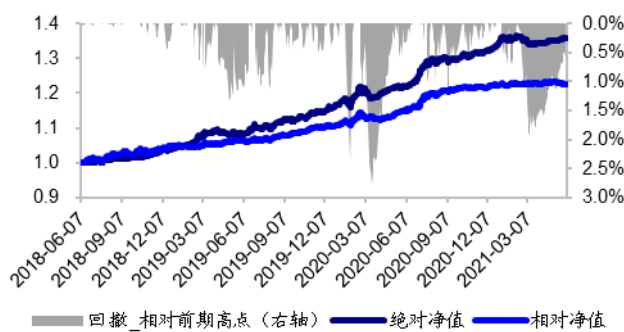
图2 民生加银鑫喜的净值走势（2017.03.09-2021.03.16）



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：相对净值的基准指数是基金披露的业绩比较基准，右同

图3 民生加银鹏程 A 的净值走势（2018.06.07-2021.06.01）



资料来源：Wind，海通证券研究所

在分析之前，我们先定义“固收+”基金池，将他们作为上述两个产品的可比基金。“固收+”基金池内的基金满足以下条件：1) Wind 投资类型（二级）为灵活配置型、偏债混合型、混合债券型一级、混合债券型二级；2) 研究区间（民生加银鑫喜为 2017 年 3 月 31 日至 2020 年 12 月 31 日，民生加银鹏程 A 为 2018 年 6 月 30 日至 2021 年 3 月 31 日，后同）内最高权益仓位不超过 50%；3) 研究区间内平均权益仓位不超过 40%。

➤ 长期业绩表现优异且稳健

邱世磊任职期间，民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 均有突出的业绩表现。从收益指标来看，民生加银鑫喜区间累计收益 48.69%，年化收益 10.36%，均位于同类基金前 8%分位。民生加银鹏程 A 表现同样出色，区间累计收益 35.86%，年化收益 10.80%，位居“固收+”基金池前 1/4。

在获取较高收益的同时，两只产品均很好地控制了风险，体现出低波动、高夏普的特点。以民生加银鹏程 A 为例，区间年化波动率和最大回撤分别为 3.53% 和 2.76%，双双位居“固收+”基金池的前 20%。在收益端和风控端的双重加持下，产品的风险调整后收益十分优异。区间夏普比率为 2.58，在同类基金排名前 8%；收益回撤比达到 3.92，在同类基金排名前 4%。此外，民生加银鑫喜的夏普比率和收益回撤比分别达到 2.22 和 2.90，均排在同类基金前 8% 分位。

表 3 邱世磊任职期间（扣除 3 个月建仓期）民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 的业绩表现

| 民生加银鑫喜 (2017.03.09-2021.03.16) | | | | | | |
|--------------------------------|--------|--------|------|--------|--------|--------|
| | 民生加银鑫喜 | 业绩基准 | 同类排名 | 25%分位点 | 50%分位点 | 75%分位点 |
| 区间收益 | 48.69% | 26.42% | 8% | 18.02% | 28.15% | 38.86% |
| 年化收益 | 10.36% | 6.17% | 8% | 4.20% | 6.36% | 8.50% |
| 年化波动率 | 3.91% | 5.81% | 37% | 3.23% | 4.50% | 6.29% |
| 最大回撤 | 3.57% | 6.81% | 26% | 3.47% | 5.14% | 8.15% |
| 夏普比率 | 2.22 | 0.83 | 8% | 0.74 | 1.22 | 1.66 |
| 收益回撤比 | 2.90 | 0.91 | 7% | 0.73 | 1.29 | 1.96 |

| 民生加银鹏程 A (2018.06.07-2021.06.01) | | | | | | |
|----------------------------------|----------|--------|------|--------|--------|--------|
| | 民生加银鹏程 A | 业绩基准 | 同类排名 | 25%分位点 | 50%分位点 | 75%分位点 |
| 区间收益 | 35.86% | 25.49% | 22% | 17.70% | 25.96% | 34.39% |
| 年化收益 | 10.80% | 3.61% | 22% | 5.60% | 8.03% | 10.39% |
| 年化波动率 | 3.53% | 9.80% | 18% | 3.58% | 4.90% | 6.70% |
| 最大回撤 | 2.76% | 9.15% | 17% | 3.36% | 4.79% | 7.23% |
| 夏普比率 | 2.58 | 0.08 | 8% | 0.99 | 1.40 | 1.82 |
| 收益回撤比 | 3.92 | 0.04 | 4% | 1.11 | 1.69 | 2.40 |

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：两只产品的同类基金均为研究区间内成立满 3 个月的“固收+”基金，民生加银鑫喜的同类基金共 544 只（含），民生加银鹏程 A 的同类基金共 723 只（含）；同类排名为指标由优到劣排序，排名百分比越小，指标表现越好

➤ 熊市防御，牛市增强

分年度来看，2018 年，股票市场表现低迷，民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 的年度收益仍维持在 4% 以上，最大回撤均不到 1%。这样的业绩表现在 2018 年的市场环境中殊为难得。2019-2020 年，股票市场迎来牛市行情。在此期间，两只产品的年化收益均超过 10%，体现出较好的收益弹性。

因此，我们认为，基金经理很好地发挥了“固收+”产品的优势：股票熊市时，“固收底仓”很好地抵御了市场下跌的负面影响；股票牛市时，“+”的部分又增厚了收益。

此外，两只产品各年度的年化波动率和最大回撤都控制得较好。以民生加银鹏程 A 为例，2018-2021 年各年度的最大回撤都低于 3%，年化波动率均控制在 5% 以下。

表 4 民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 的各年度业绩表现

| 民生加银鑫喜 (2017.03.09-2020.12.31) | | | | | |
|--------------------------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| 区间收益 | 民生加银鑫喜 | 6.36% | 4.78% | 12.49% | 19.78% |
| | 业绩基准 | 4.18% | -2.44% | 13.46% | 10.09% |
| | 同类排名 | 21% | 19% | 31% | 14% |
| 年化波动率 | 民生加银鑫喜 | 1.66% | 0.99% | 3.32% | 6.30% |
| | 业绩基准 | 3.29% | 6.34% | 5.72% | 6.40% |
| | 同类排名 | 32% | 5% | 39% | 59% |
| 最大回撤 | 民生加银鑫喜 | 0.90% | 0.92% | 1.15% | 3.57% |
| | 业绩基准 | 2.71% | 6.81% | 3.79% | 4.80% |
| | 同类排名 | 21% | 16% | 22% | 49% |
| 夏普比率 | 民生加银鑫喜 | 3.35 | 3.29 | 3.19 | 2.75 |
| | 业绩基准 | 1.14 | -0.60 | 2.18 | 1.43 |

| | 同类排名 | 10% | 12% | 13% | 17% |
|-------|---|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 收益回撤比 | 民生加银鑫喜 | 8.73 | 5.21 | 10.88 | 5.52 |
| | 业绩基准 | 1.92 | -0.37 | 3.62 | 2.16 |
| | 同类排名 | 10% | 16% | 11% | 13% |
| | 民生加银鹏程 A (2018.06.07-2021.06.01) | | | | |
| | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| 区间收益 | 民生加银鹏程 A | 4.04% | 12.04% | 15.24% | 1.13% |
| | 业绩基准 | -0.80% | 6.12% | 4.33% | 0.92% |
| | 同类排名 | 8% | 33% | 32% | 82% |
| 年化波动率 | 民生加银鹏程 A | 1.01% | 3.66% | 4.49% | 2.68% |
| | 业绩基准 | 3.43% | 2.81% | 3.18% | 3.45% |
| | 同类排名 | 9% | 43% | 31% | 16% |
| 最大回撤 | 民生加银鹏程 A | 0.43% | 1.36% | 2.76% | 1.94% |
| | 业绩基准 | 2.11% | 1.99% | 2.41% | 2.19% |
| | 同类排名 | 8% | 28% | 30% | 27% |
| 夏普比率 | 民生加银鹏程 A | 5.42 | 2.79 | 2.94 | 0.53 |
| | 业绩基准 | -0.84 | 1.71 | 0.94 | 0.27 |
| | 同类排名 | 8% | 31% | 11% | 75% |
| 收益回撤比 | 民生加银鹏程 A | 16.84 | 8.84 | 5.51 | 1.41 |
| | 业绩基准 | -0.68 | 3.14 | 1.84 | 1.07 |
| | 同类排名 | 6% | 16% | 13% | 67% |

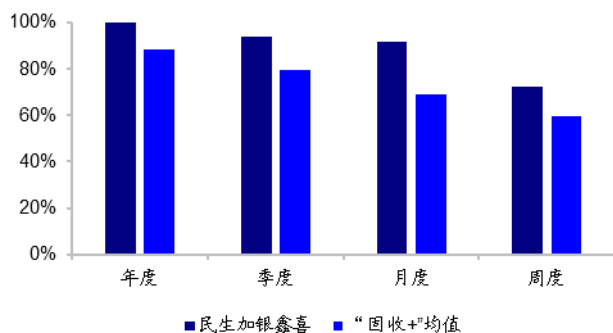
资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 同类基金为区间内成立满 3 个月“固收+”基金; 同类排名为指标由优到劣排名, 排名百分比越小, 指标表现越好

➤ 收益胜率高, 持有体验佳

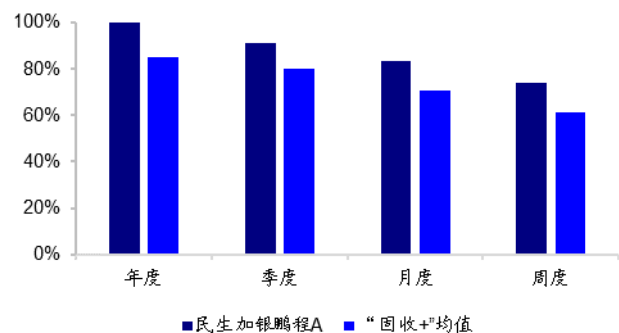
从收益率的胜率来看, 无论多长的时间维度, 民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 都显著优于“固收+”基金平均水平。具体来看, 两只产品都经历了 2018 年熊市, 但年度收益率胜率为 100%, 实属难得。季度收益率胜率则都在 90% 以上, 其中, 民生加银鑫喜的月度收益率胜率也超过 90%。进一步缩短时间维度, 即考察周度收益率的胜率, 两只产品双双维持在 70% 以上, 而同期“固收+”基金的均值仅为 60%。

图4 民生加银鑫喜的收益率胜率 (扣除 3 个月建仓期)



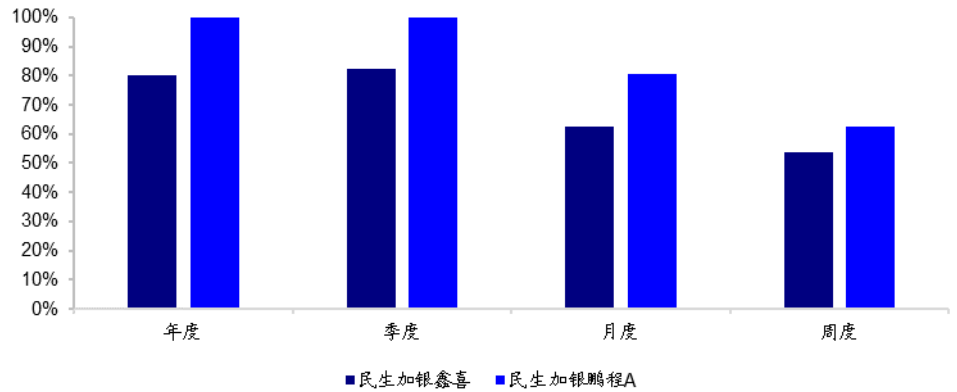
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 民生加银鹏程 A 的收益率胜率 (扣除 3 个月建仓期)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

从超额收益率来看, 两只产品也呈现高胜率特征。民生加银鑫喜的年度和季度超额收益率胜率均在 80% 以上, 月度和周度超额收益率胜率维持在 50% 以上。其中, 民生加银鹏程 A 的年度和季度超额收益胜率均达到 100%。也就是说, 无论处于何种市场环境, 产品表现都能超越基准指数。月度和周度超额收益率分别为 80.56%、62.75%, 进一步体现出收益的高稳定性特征。

图6 民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 相对各自业绩基准的超额收益胜率(扣除 3 个月建仓期)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

由上述分析可见, 不同时间维度下, 产品的收益都呈现高胜率特征。我们认为, 这足以说明, **基金经理致力于并擅长打造具有绝对收益特征的“固收+”产品。**

也正是得益于基金经理对“绝对收益特征”的追求, 两只产品在其任职期间都能给投资者带来良好的持有体验。图 7 展示了任意时点买入产品并持有 6 个月或 1 年的收益, 从中可见, 无论是均值、最大值还是最小值, 民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 基本优于“固收+”基金的平均水平。而且, 两只产品收益率的标准差均小于“固收+”基金的平均水平。由此可见, 任意时点买入两只产品其中之一, 并持有 6 个月或 1 年, 不仅能获得高于“固收+”基金平均水平的回报, 收益的稳定性也更强。

图7 任意时点买入产品并持有 6 个月或 1 年的收益率(扣除 3 个月建仓期)

| | | 民生加银鑫喜 | | “固收+”均值 |
|-----|-----|----------|--------|---------|
| | | 民生加银鑫喜 | | |
| 均值 | 6个月 | 5.41% | 3.40% | |
| | 1年 | 10.77% | 6.60% | |
| 最大值 | 6个月 | 14.59% | 12.84% | |
| | 1年 | 22.57% | 17.64% | |
| 最小值 | 6个月 | 0.88% | -3.65% | |
| | 1年 | 3.53% | -2.33% | |
| 标准差 | 6个月 | 2.70% | 3.36% | |
| | 1年 | 5.05% | 5.03% | |
| | | 民生加银鹏程 A | | “固收+”均值 |
| | | 民生加银鹏程 A | | |
| 均值 | 6个月 | 5.95% | 4.60% | |
| | 1年 | 12.62% | 9.83% | |
| 最大值 | 6个月 | 11.92% | 12.39% | |
| | 1年 | 18.14% | 18.22% | |
| 最小值 | 6个月 | 2.33% | -2.39% | |
| | 1年 | 8.23% | 0.83% | |
| 标准差 | 6个月 | 1.83% | 3.15% | |
| | 1年 | 2.27% | 3.97% | |

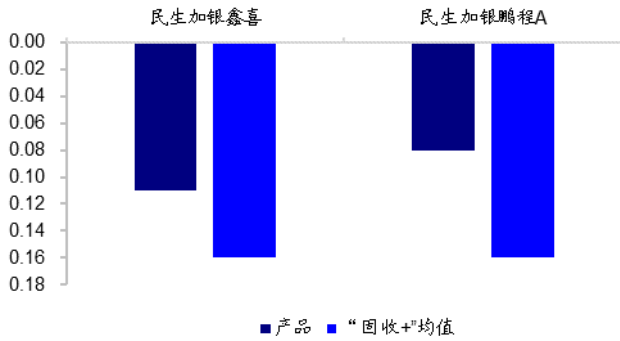
资料来源: Wind, 海通证券研究所

➤ 下跌市中防御性较强

由上文可知, 基金经理十分注重产品的风险控制。这一特征使**民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 在下跌市场中具备很强的防御性**。根据我们的计算, 民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 股市中的下跌抵抗比率¹分别为 0.11 和 0.08, 显著优于同类均值; 债市中的下跌抵抗比率分别为 -0.77 和 -0.72, 也优于同类。

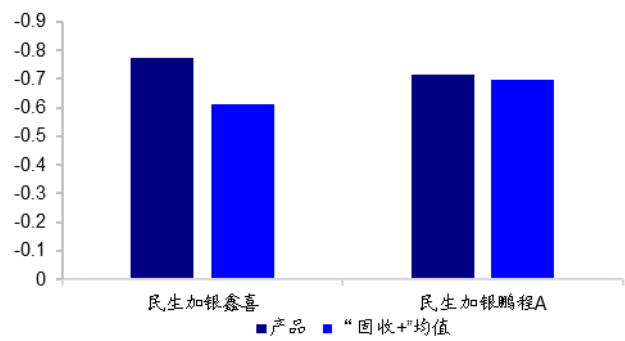
¹ 以 Wind 全 A 和中债-总全价(总值)指数代表市场组合, 下跌抵抗比率为市场下跌时, 基金与 Wind 全 A 或中债-总全价(总值)指数的日均收益率之比。该指标小于 1 说明基金在下跌市场中具备较强的防御性, 值越小, 防御性越强。

图8 股市中两只产品的下跌抵抗比率（扣除3个月建仓期）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图9 债市中两只产品的下跌抵抗比率（扣除3个月建仓期）



资料来源：Wind，海通证券研究所

综上所述，民生加银鑫喜和民生加银鹏程A长期业绩表现突出。邱世磊任职期间，两只产品的年化收益分别为10.36%和10.80%，均位列同期“固收+”基金的前1/4。在获取较高收益的同时，基金经理也很好地控制了风险。得益于此，产品的风险调整后收益十分优异。民生加银鑫喜和民生加银鹏程A的收益回撤比分别为2.90和2.58，双双居于“固收+”基金前10%。分年度来看，各年度两只产品都有优秀的表现，这很好地诠释了“固收+”产品“熊市防御、牛市增强”的优势。

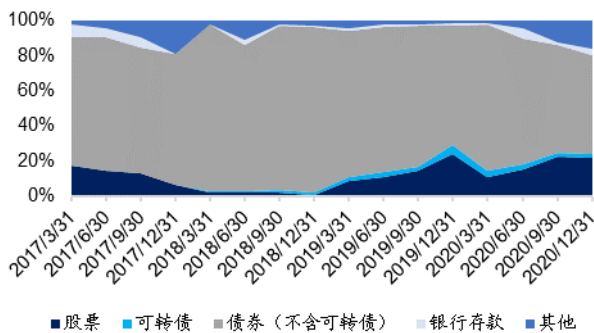
此外，民生加银鑫喜和民生加银鹏程A的收益率均呈现高胜率的特征。我们认为，这印证了基金经理对“绝对收益业绩特征‘固收+’产品”的追求。也正是因为这份坚守，两只产品在其任职期间都给投资者带来了良好的持有体验。除此以外，对风控的重视也使得产品无论是在股市还是债市下跌时，均具备较强的防御性。

3. “多维度”之资产配置

3.1 资产配置风格

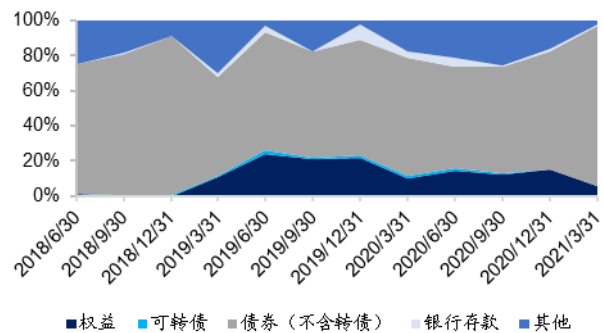
图10-11展示了基金经理任职期间，民生加银鑫喜和民生加银鹏程A的大类资产配置情况。两只产品的可转债配置比例都比较低，即，“+”的部分主要依托股票资产实现。

图10 基金经理任职期间民生加银鑫喜的资产配置（2017.03.31-2020.12.31）



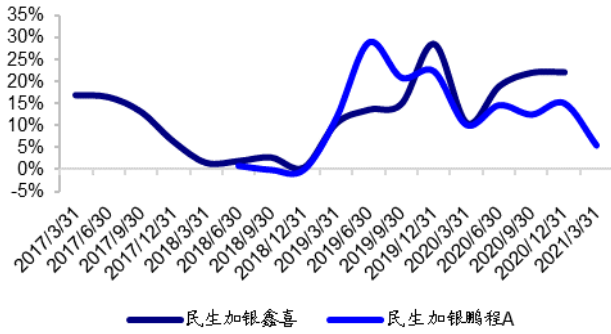
资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 基金经理任职期间民生加银鹏程A的资产配置（2018.06.30-2021.03.31）

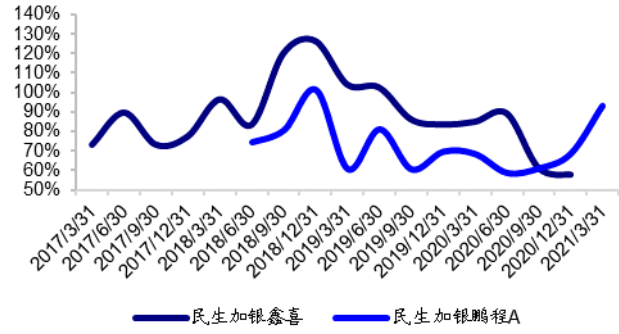


资料来源：Wind，海通证券研究所

此外，如以下两图所示，无论是民生加银鹏程A还是民生加银鑫喜，权益仓位和债券（不含转债）仓位都呈现明显的波动特征，且仓位波动的一致性较高。这表明，基金经理会对大类资产进行择时。

图12 民生加银鑫喜与民生加银鹏程 A 的历史权益仓位变动 (2017.03.31-2021.03.31)


资料来源: Wind, 海通证券研究所
 注: 权益仓位为股票投资市值占基金资产净值比

图13 民生加银鑫喜与民生加银鹏程 A 的历史债券(不含转债)仓位变动 (2017.03.31-2021.03.31)


资料来源: Wind, 海通证券研究所
 注: 债券(不含转债)仓位为债券(不含转债)投资市值占基金资产净值之比

接下来,我们以民生加银鑫喜为例,结合沪深 300 指数和中证全债指数收益率,进一步区分仓位的主动调整和被动调整,以深入解析基金经理的仓位管理特点。

权益仓位方面,首先,结合沪深 300 指数收益率,估算产品不择时的仓位,预估仓位=产品 t-1 季度末的权益仓位*(1+t 季度沪深 300 指数收益率);其次,定义 t 季度的主动仓位调整为,产品 t 季度末实际仓位-t 季度末不择时的预估仓位。债券仓位的计算方法与之类似。分析结果如图 14 所示。

基金经理的仓位调整主要可分为 7 个阶段: 2017 年 1-3 季度,权益高仓位、债券(不含转债,后同)低仓位; 2017 年 4 季度,权益和债券低仓位; 2018 年,权益低仓位、债券高仓位; 2019 年 1-2 季度,权益和债券高仓位; 2019 年 3-4 季度,权益高仓位、债券低仓位; 2020 年 1-2 季度,权益仓位先降后升、债券仓位小幅上调; 2020 年 3-4 季度,权益高仓位、债券低仓位。

图14 民生加银鑫喜的择时操作分析

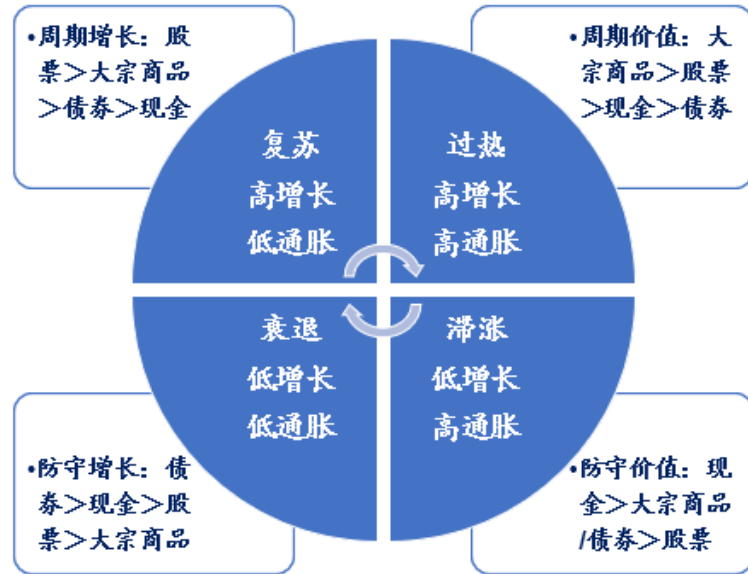
| 日期 | 权益部分 | | | 阶段 | 固收(不含转债)部分 | | | 阶段 | 总结 | | |
|------------|------|------------|--------|---------|------------|------------|--------|-------------|--------|------|------------|
| | 实际仓位 | 不进行择时的预估仓位 | 主动仓位调整 | | 实际仓位 | 不进行择时的预估仓位 | 主动仓位调整 | | 时期 | 权益仓位 | 固收(不含转债)仓位 |
| 2017/3/31 | 17% | | | | 73% | | | 低仓位 | 2017Q1 | 高 | 低 |
| 2017/6/30 | 17% | 18% | -1% | 高仓位逐步下调 | 90% | 73% | 15% | 上调 | 2017Q2 | 高 | 中等偏高 |
| 2017/9/30 | 13% | 17% | 4% | | 73% | 90% | -17% | 下调至低仓位 | 2017Q3 | 高 | 低 |
| 2017/12/31 | 6% | 14% | -7% | | 78% | 73% | 5% | | 2017Q4 | 低 | 低 |
| 2018/3/31 | 2% | 6% | -5% | 低仓位 | 97% | 79% | 17% | 高仓位逐步上调 | 2018Q1 | 低 | 高 |
| 2018/6/30 | 2% | 1% | 1% | | 84% | 99% | -15% | | 2018Q2 | 低 | 中等偏低 |
| 2018/9/30 | 3% | 2% | 1% | | 120% | 85% | 35% | | 2018Q3 | 低 | 高 |
| 2018/12/31 | 0% | 2% | -2% | | 127% | 124% | 3% | | 2018Q4 | 低 | 高 |
| 2019/3/31 | 11% | 1% | 10% | 高仓位逐步上调 | 104% | 128% | -24% | 适度下调,仍维持高仓位 | 2019Q1 | 中等偏高 | 高 |
| 2019/6/30 | 14% | 10% | 3% | | 103% | 105% | -2% | | 2019Q2 | 高 | 高 |
| 2019/9/30 | 15% | 14% | 1% | | 86% | 104% | -18% | 低仓位 | 2019Q3 | 高 | 中等偏低 |
| 2019/12/31 | 29% | 16% | 13% | | 84% | 87% | -3% | | 2019Q4 | 高 | 中等偏低 |
| 2020/3/31 | 11% | 26% | -15% | 低仓位 | 85% | 86% | -1% | 适度上调 | 2020Q1 | 降低 | 中等偏低 |
| 2020/6/30 | 19% | 12% | 7% | | 89% | 85% | 4% | | 2020Q2 | 高 | 中等偏高 |
| 2020/9/30 | 22% | 21% | 1% | 高仓位 | 61% | 89% | -27% | 下调至低仓位 | 2020Q3 | 高 | 低 |
| 2020/12/31 | 22% | 25% | -3% | | 88% | 62% | 26% | | 2020Q4 | 高 | 低 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

那么,这样的仓位调整又是遵循什么规律呢?结合基金经理的投资理念,我们以美林时钟为切入点,剖析民生加银鑫喜的仓位变化。

根据美林时钟理论,经济周期分为四个阶段。复苏:经济上行、通胀下行;过热:经济上行、通胀上行;滞胀:经济下行、通胀上行;衰退:经济下行、通胀下行。各类资产在不同阶段表现各异。复苏阶段,由于股票对经济的弹性更大,因而表现优于其他资产。过热阶段,通胀上升增加了持有现金的机会成本,同时加息政策也可能出台,这降低了债券的吸引力。此时,股票的配置价值相对较强,商品则明显走牛。滞胀阶段,经济下行对企业盈利的冲击将对股票构成负面影响,因此,债券相对股票的收益率将提高。衰退阶段,通胀压力下降,货币政策趋松,债券表现最为突出。而随着经济见底预期的逐步形成,股票的吸引力也将逐渐增强。

图15 美林时钟



资料来源：海通证券研究所整理

现实中，经济周期的判断远比美林时钟要复杂，每个阶段都要结合诸多因素具体分析。此外，美林时钟也并不会简单按照经典的经济周期进行轮动。尤其在我国，国家宏观调控对经济影响力度较大，这会加快美林时钟的周期轮动速度。因此，在运用美林时钟时，需要结合实际情况，并综合考虑各方面因素。根据我国实际的宏观经济状况，2017-2020年，经济运行大致可分为以下几个阶段。

1) 2017年1-2季度，复苏阶段。在前期政策的刺激下，2017年年初经济见底回升，企业盈利能力逐步改善，GDP同比增速重新回归7%。

2) 2017年3-4季度，过热阶段。此时，经济仍保持较高增速，但通货膨胀水平较高，宏观和金融体系杠杆率进一步抬升。2017年10月PMI开始下降，预示着经济将要见顶回落。

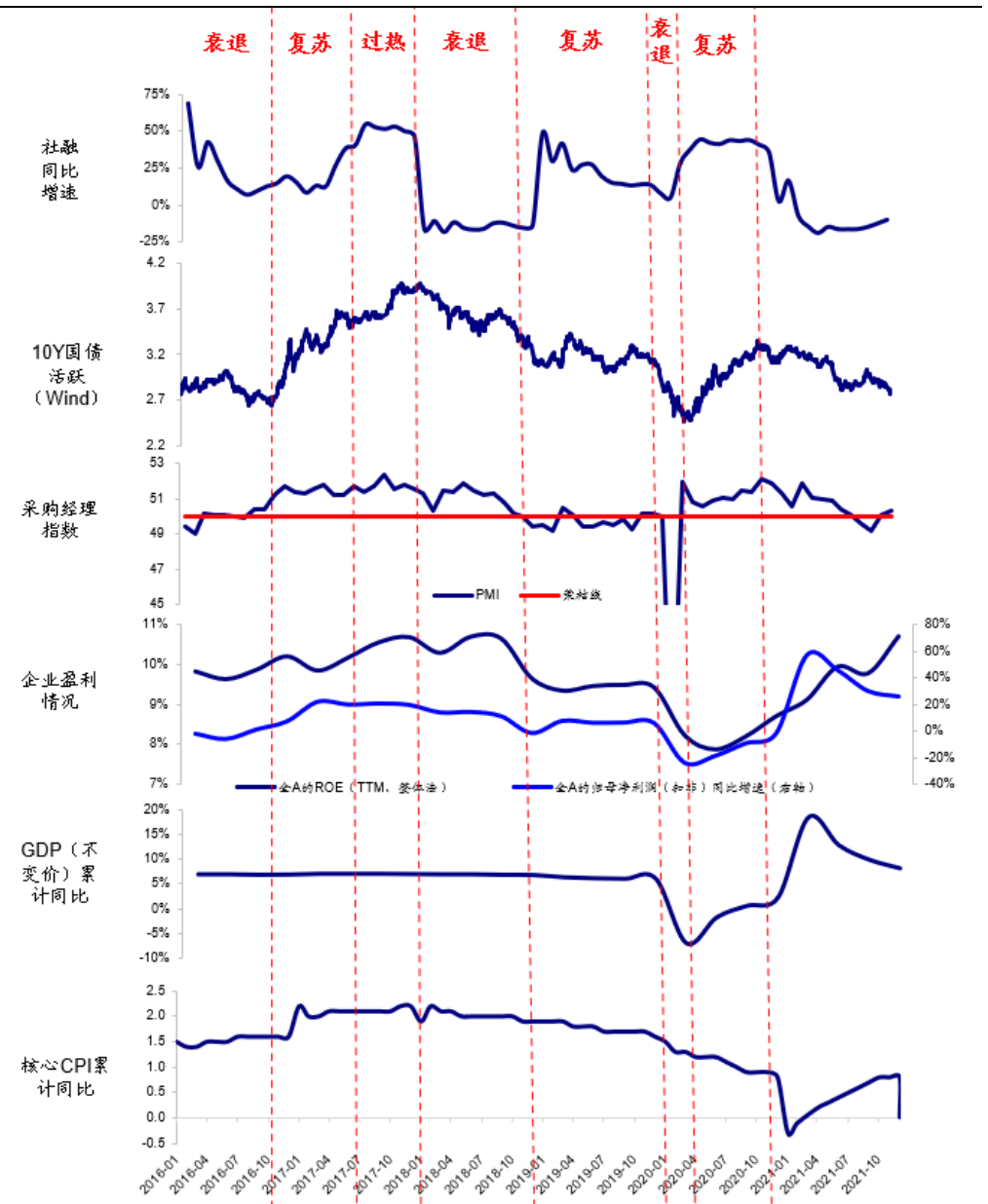
3) 2018年，衰退阶段。2018年年初，政策开始紧缩，在去杠杆政策的影响下，宏观流动性明显收紧。此外，叠加中美贸易摩擦引起的外部贸易环境的变化，经济步入衰退阶段。

4) 2019年，复苏阶段。央行自2019年年初开始实施保障流动性合理充裕的政策，先是全面降准1%，随后信用环境改善。社融增速低位抬升，经济开始复苏。

5) 2020年1季度，衰退阶段。2020年1月，疫情突发，打乱了经济的复苏节奏，1季度经济严重受挫。

6) 2020年2-3季度，复苏阶段。国内疫情在2季度逐渐得到控制，加之政策面的宽松，经济再一次见底回升。

图16 2017-2020 年我国经济运行情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

根据美林时钟模型，上述 6 个阶段理论上对应的资产选择应当如图 17 所示。对比民生加银鑫喜的历史仓位变化可以发现，二者基本一致。据此我们认为，基金经理的仓位调整主要遵循的确实是美林时钟原理。当然，在实际运用该原理时，基金经理参考的指标及自身对指标的理解，肯定要比经典理论更为复杂。此外，产品实际仓位与美林时钟理论仓位的一致也从侧面说明了，基金经理宏观研究功底深厚，能准确把握宏观经济运行周期。

此外，观察图 17 还可发现，大部分时间，基金经理在股票仓位上的调整都是逐步渐进的，尤其是在经济周期转向的时候。我们认为，这也从侧面反映出基金经理追求投资确定性的特点。即，在市场确定性逐步增强的过程中渐进加仓。不过，当市场行情确定性较高时，基金经理也会果断做出调整，如，2020 年 2 季度的仓位上调。

图17 基于美林时钟理论的资产选择和民生加银鑫喜的实际仓位变化对比

| | 经济周期 | 美林时钟理论仓位 | 民生加银鑫喜 | | |
|--------|------|--------------|-------------|-----|----------|
| | | | 仓位特点 | 权益 | 债券（不含转债） |
| 2017Q1 | 复苏 | 股票 > 债券 > 现金 | 高股票、低债券 | 17% | 73% |
| 2017Q2 | | | 高股票、中等偏高债券 | 17% | 90% |
| 2017Q3 | 过热 | 股票 > 现金 > 债券 | 高股票、低债券 | 13% | 73% |
| 2017Q4 | | | 低股票、低债券 | 6% | 78% |
| 2018Q1 | 衰退 | 债券 > 现金 > 股票 | 低股票、高债券 | 2% | 97% |
| 2018Q2 | | | 低股票、高债券 | 2% | 84% |
| 2018Q3 | | | 低股票、高债券 | 3% | 120% |
| 2018Q4 | | | 低股票、高债券 | 0% | 127% |
| 2019Q1 | 复苏 | 股票 > 债券 > 现金 | 中等偏高股票、偏高债券 | 11% | 104% |
| 2019Q2 | | | 高股票、偏高债券 | 14% | 103% |
| 2019Q3 | | | 高股票、偏低债券 | 15% | 86% |
| 2019Q4 | | | 高股票、偏低债券 | 29% | 84% |
| 2020Q1 | 衰退 | 债券 > 现金 > 股票 | 降低股票、偏低债券 | 11% | 85% |
| 2020Q2 | 复苏 | 股票 > 债券 > 现金 | 高股票、偏高债券 | 19% | 89% |
| 2020Q3 | | | 高股票、低债券 | 22% | 61% |
| 2020Q4 | | | 高股票、低债券 | 22% | 58% |

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：仓位为各类资产投资市值占基金资产净值之比；红色框表示股票资产占优，或股票资产配置比例较高的时期

3.2 资产配置能力

那么，基金经理以美林时钟为切入点的资产配置模式，实际效果如何？为了说明这一问题，我们以民生加银鑫喜 2017 年 1 季度至 2020 年 4 季度的平均权益/债券仓位作为权益/债券仓位中枢，定义择时收益为，(t 季度产品权益仓位-权益仓位中枢)*t 季度沪深 300 指数收益率+(t 季度产品债券仓位-债券仓位中枢)*t 季度中证全债指数收益率。如图 18 所示，2017-2020 年，基金经理的择时收益均值为 0.55%，胜率接近 80%。我们认为，这些数据足以说明，**基金经理具有较强的择时能力。**

图18 民生加银鑫喜的择时收益（2017Q1-2020Q4）

| | 权益 | 沪深300指数收益率 | 债券（不含转债） | 中证全债指数收益率 | 择时贡献 |
|--------|-----|------------|----------|-----------|----------|
| 2017Q1 | 17% | 4.41% | 73% | -0.33% | 0.24% |
| 2017Q2 | 17% | 6.10% | 90% | 0.13% | 0.27% |
| 2017Q3 | 13% | 4.63% | 73% | 0.56% | -0.07% |
| 2017Q4 | 6% | 4.07% | 78% | -0.69% | -0.27% |
| 2018Q1 | 2% | -3.28% | 97% | 2.14% | 0.54% |
| 2018Q2 | 2% | -9.94% | 84% | 2.16% | 0.97% |
| 2018Q3 | 3% | -2.05% | 120% | 1.35% | 0.63% |
| 2018Q4 | 0% | -12.45% | 127% | 2.91% | 2.71% |
| 2019Q1 | 11% | 28.62% | 104% | 1.42% | -0.26% |
| 2019Q2 | 14% | -1.21% | 103% | 0.63% | 0.08% |
| 2019Q3 | 15% | -0.29% | 86% | 1.50% | -0.04% |
| 2019Q4 | 29% | 7.39% | 84% | 1.31% | 1.15% |
| 2020Q1 | 11% | -10.02% | 85% | 2.92% | 0.07% |
| 2020Q2 | 19% | 12.96% | 89% | -0.39% | 0.82% |
| 2020Q3 | 22% | 10.17% | 61% | -0.78% | 1.6% |
| 2020Q4 | 22% | 13.60% | 58% | 1.31% | 0.87% |
| | | | | | 均值 0.55% |
| | | | | | 胜率 76% |

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：仓位为各类资产投资市值占基金资产净值之比

综上所述，资产配置维度，基金经理主要以债券资产（不含转债）为底仓，同时利用股票资产增厚产品收益。在仓位管理上，他会依据国内宏观经济运行的真实状况，以美林时钟为切入点，结合资产判断选择相应的资产。我们认为，从民生加银鑫喜的历史仓位变动来看，基金经理宏观研究功底深厚，对经济周期的运行具有敏锐的洞察力。任职期间，民生加银鑫喜的季度择时胜率接近 80%，基金经理突出的择时能力可见一斑。

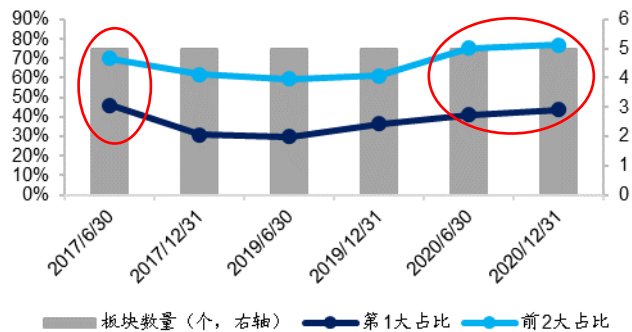
4. “多维度”之股票投资

4.1 行业配置风格

4.1.1 板块和行业集中度

无论是在板块还是行业层面，基金经理都倾向于广泛布局、分散配置。以民生加银鑫喜为例，各期持仓均覆盖 5 个板块，且前 2 大板块的配置比例（板块投资市值占基金资产净值比）一般不超过 10%。如果只按权益仓位计算，第 1 大板块的配置比例也极少高于 45%，前 2 大板块的配置比例则控制在 60%-80%之间，呈鲜明的分散化特征。

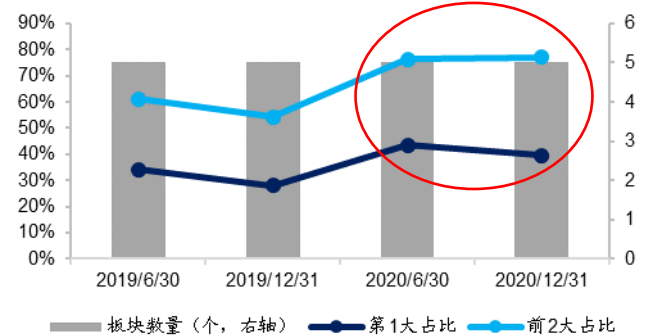
图19 民生加银鑫喜的板块集中度 (2017.06.30-2020.12.31)



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：上述分析不包括处于限售期的打新获配新股，这部分股票的持有比例不超过 5%；2018 年两只产品的权益仓位都很低，不予展示，下同

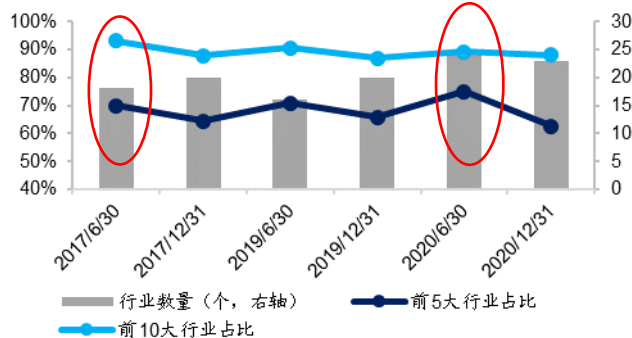
图20 民生加银鹏程 A 的板块集中度 (2019.06.30-2020.12.31)



资料来源：Wind，海通证券研究所

行业层面，2017 年中报至 2020 年年报（不考虑 2018 年），民生加银鑫喜各期覆盖的行业数均在 20 个左右，前 5 大行业的配置比例（行业投资市值占基金资产净值比）基本不超过 10%。如果只按权益仓位计算，配置比例则稳定在 50%-70%之间，布局较为分散。我们认为，板块和行业层面的分散化特征，是产品净值长期保持低波动的重要原因之一。

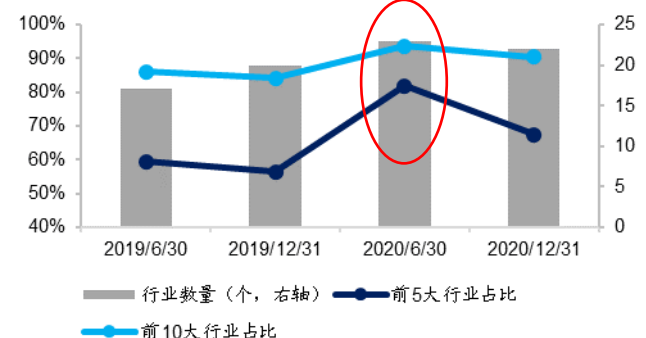
图21 民生加银鑫喜的行业集中度 (2017.06.30-2020.12.31)



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：行业分类为中信一级；2018 年产品权益仓位很低，不予展示，下同

图22 民生加银鹏程 A 的行业集中度 (2019.06.30-2020.12.31)



资料来源：Wind，海通证券研究所

此外，我们注意到，在市场上涨确定性较强或是主线逻辑较为清晰的阶段，基金经理也会适度提高板块或行业集中度，以获取更高的回报。例如，2020 年中报，民生加银鹏程 A 的前 5 大行业配置比例明显提升，达到 82%。结合市场环境和行业配置明细来看，当时市场处于上行趋势，下行风险较低，基金经理重仓的电子和食品饮料行业具有景气度高、盈利能力强的特点，投资性价比较高。也就是说，此时股票资产具有较好的赔率，能有效增厚产品收益。

4.1.2 板块和行业行为特征

观察产品各期的板块配置明细，我们发现，基金经理主要呈现以下行为特征。

1) 动态调整板块配置比例。以民生加银鑫喜为例，2017年中报-2019年中报（不考虑2018年，后同）显示，产品在TMT板块上的配置比例较低。但2019年下半年，基金经理大幅加仓这一板块，随后又于2020年下半年减仓。其余4大板块配置比例的变动也有类似特征。由此我们认为，基金经理会灵活地调整板块配置，随宏观经济和市场环境的变化，相应地加减仓。

2) 2017-2020年期间，相对偏好大消费板块。以民生加银鑫喜为例，2017年中报至2020年年报，大消费板块的配置比例始终排名前2，平均值为35.97%。结合基金经理会进行板块轮动的发现，我们认为，这样的板块偏好可能更多的是源于基金经理在该阶段对大消费景气度的持续看好，而非长期的偏爱。

图23 民生加银鑫喜和民生加银鹏程A的板块配置明细

| 民生加银鑫喜 | | | | | | |
|--------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|------------|
| 板块 | 2017/6/30 | 2017/12/31 | 2019/6/30 | 2019/12/31 | 2020/6/30 | 2020/12/31 |
| TMT | 7.62% | 4.60% | 8.00% | 36.50% | 34.28% | 9.43% |
| 大消费 | 45.89% | 30.88% | 29.49% | 24.71% | 41.06% | 43.81% |
| 金融地产 | 19.88% | 30.81% | 29.96% | 21.60% | 4.41% | 11.05% |
| 上游周期 | 2.46% | 19.46% | 12.65% | 6.14% | 4.18% | 2.72% |
| 中游制造 | 24.15% | 14.24% | 19.89% | 11.06% | 16.08% | 32.99% |

| 民生加银鹏程A | | | | |
|---------|-----------|------------|-----------|------------|
| 板块 | 2019/6/30 | 2019/12/31 | 2020/6/30 | 2020/12/31 |
| TMT | 7.29% | 26.19% | 32.84% | 6.31% |
| 大消费 | 27.16% | 28.10% | 43.57% | 39.64% |
| 金融地产 | 34.05% | 19.15% | 3.78% | 14.68% |
| 上游周期 | 12.44% | 11.97% | 1.78% | 2.02% |
| 中游制造 | 19.06% | 14.59% | 18.03% | 37.34% |

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：上述分析不包括处于限售期或近期的打新获配新股，这部分股票各期持有比例不超过5%，后同；2018年两只产品的权益仓位都很低，不予展示；橘黄色框表示各期配置比例前2的板块

进一步观察各板块下细分行业的配置明细，我们发现，**基金经理也会对配置比例进行一定调整。**当预判某一个行业的行情即将到来或退去时，基金经理会选择加仓或减仓。例如，2019年中报披露的数据显示，民生加银鑫喜和民生加银鹏程A在电子行业的配置比例都不足2%。但到了2019年年报，两只产品在电子行业上的配置比例均大幅提升。

此外，我们认为，**基金经理调整行业配置比例的决策，多是从长期视角出发的。**以民生加银鑫喜为例，基金经理曾大幅加仓过的行业，如电子、计算机、食品饮料、医药等，持有期大都超过2个季度。

那么，在板块和行业层面，基金经理的决策依据又是什么呢？我们依然以美林时钟为切入点，观察基金经理的加减仓时点和当时所处的经济周期之间的关联。考虑到半年报和年报数据频率较低，我们以季报披露的重仓股信息为基础，计算行业分布的变化，并对基金经理历史配置比例较高的几个行业，如，食品饮料、银行、家电，展开分析。

根据美林时钟理论，经济复苏阶段，企业盈利能力持续改善，GDP加速增长。此时，金融地产板块上涨势头较好。待到经济复苏后期和过热阶段，收入的增长提升了居民对消费，尤其是服务性消费的需求，消费行业将受益。而在经济衰退阶段，股票市场整体走弱，此时防御性成长行业是较好的配置选择。

图24 民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 的行业配置明细

| 板块 | 行业 | 民生加银鑫喜 | | | | | | 民生加银鹏程A | | | | | |
|------|----------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|--------|----------|----------|----------|----------|
| | | 平均配置比例 | 20170630 | 20171231 | 20190630 | 20191231 | 20200630 | 20201231 | 平均配置比例 | 20190630 | 20191231 | 20200630 | 20201231 |
| TMT | 通信 | 0.39% | | | | 0.75% | 0.03% | | 1.22% | 1.34% | | | 0.02% |
| TMT | 传媒 | 2.17% | 1.62% | 4.17% | 2.74% | 1.34% | 2.51% | 0.63% | 1.27% | 2.75% | 0.78% | 0.28% | |
| TMT | 电子 | 10.96% | 5.86% | 0.44% | 1.70% | 25.57% | 26.55% | 5.62% | 10.46% | 1.07% | 13.90% | 24.35% | 2.53% |
| TMT | 计算机 | 4.18% | 0.14% | | 3.56% | 8.83% | 5.22% | 3.15% | 5.83% | 3.91% | 8.20% | 7.71% | 3.48% |
| 大消费 | 纺织服装 | 0.01% | | | | | 0.01% | | | | | | |
| 大消费 | 商贸零售 | 1.64% | 3.05% | 1.12% | | | 0.75% | | | | | | |
| 大消费 | 消费者服务 | 2.71% | | 0.92% | 8.65% | 0.73% | 0.69% | 2.57% | 2.89% | 5.38% | 3.99% | 0.73% | 1.45% |
| 大消费 | 医药 | 6.23% | 6.44% | 3.37% | 2.00% | 7.76% | 11.00% | 6.85% | 8.56% | 8.75% | 7.34% | 13.02% | 5.13% |
| 大消费 | 家电 | 6.49% | 21.13% | 0.67% | 1.57% | 1.80% | 6.54% | 7.25% | 3.51% | | 0.93% | 4.45% | 5.16% |
| 大消费 | 食品饮料 | 20.16% | 15.27% | 24.80% | 17.27% | 14.43% | 22.07% | 27.13% | 20.54% | 13.03% | 15.84% | 25.37% | 27.90% |
| 金融地产 | 房地产 | 3.84% | 5.42% | 3.97% | 1.43% | 9.05% | 1.87% | 1.30% | 2.99% | 3.24% | 6.11% | 0.89% | 1.70% |
| 金融地产 | 银行 | 11.16% | 14.09% | 19.87% | 21.16% | 4.76% | 2.29% | 4.82% | 9.64% | 19.95% | 11.10% | 1.95% | 5.57% |
| 金融地产 | 非银行金融 | 4.61% | 0.37% | 6.97% | 7.37% | 7.79% | 0.25% | 4.93% | 5.29% | 10.85% | 1.94% | 0.93% | 7.42% |
| 上游周期 | 石油石化 | 2.70% | | | 2.70% | | | | 0.22% | | 0.41% | 0.02% | |
| 上游周期 | 煤炭 | 0.25% | 0.25% | | | | | | | | | | |
| 上游周期 | 建筑 | 1.54% | | 0.27% | | 3.12% | 1.22% | | 0.65% | 1.26% | | 0.04% | |
| 上游周期 | 农林牧渔 | 0.58% | | | | | 0.58% | | 0.60% | | | 0.60% | |
| 上游周期 | 建材 | 3.83% | | 6.27% | 9.95% | 1.39% | 1.56% | 0.01% | 2.74% | 4.32% | 5.71% | 0.95% | 0.01% |
| 上游周期 | 钢铁 | 3.27% | | 6.52% | | | | 0.01% | 0.01% | | | | 0.01% |
| 上游周期 | 有色金属 | 0.77% | 1.45% | 0.80% | | | 0.79% | 0.03% | 0.01% | | | 0.00% | 0.02% |
| 上游周期 | 基础化工 | 2.14% | 0.77% | 5.60% | | 1.63% | 0.03% | 2.67% | 3.72% | 6.87% | 5.85% | 0.17% | 1.98% |
| 中游制造 | 汽车 | 4.32% | 13.01% | 6.24% | | 0.73% | 1.55% | 0.06% | 2.03% | 5.12% | 1.66% | 1.28% | 0.04% |
| 中游制造 | 轻工制造 | 1.47% | 1.82% | | | | 1.55% | 1.03% | 0.63% | 1.00% | 0.20% | 0.91% | 0.42% |
| 中游制造 | 电力及公用事业 | 4.62% | 6.19% | 3.45% | 13.85% | 1.71% | 1.42% | 1.08% | 3.73% | 5.76% | 6.03% | 2.05% | 1.08% |
| 中游制造 | 交通运输 | 1.66% | 2.70% | 0.20% | 3.22% | 0.92% | 0.27% | 2.62% | 3.29% | 6.04% | 3.14% | 0.29% | 3.69% |
| 中游制造 | 国防军工 | 3.91% | | 2.96% | | 3.18% | 2.28% | 7.20% | 4.61% | | | 2.00% | 7.22% |
| 中游制造 | 电力设备及新能源 | 3.51% | | | 2.74% | 2.17% | 0.11% | 9.03% | 3.69% | | 0.51% | 0.10% | 10.47% |
| 中游制造 | 机械 | 4.19% | 0.43% | 1.39% | 0.09% | 2.34% | 8.89% | 11.97% | 7.50% | 1.15% | 3.04% | 11.40% | 14.42% |

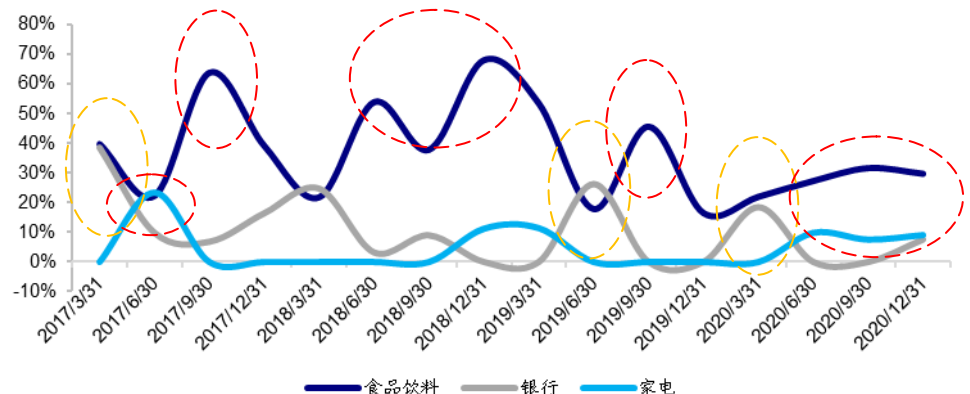
资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 上述分析不包括处于限售期或近期的打新获配新股, 这部分股票各期持有比例不超过 5%, 后同; 2018 年两只产品的权益仓位都很低, 不予展示; 红色或橘色框表示配置比例前 5 的行业

观察民生加银鑫喜的行业配置比例变化(图 25), 我们发现, 银行业配置比例的高位大多出现在经济复苏前期, 而食品饮料和家电行业配置比例的高位则多出现于经济复苏后期和过热阶段。

需要注意的是, 在 2018 年的经济衰退阶段, 产品依然维持了较高的食品饮料行业仓位, 似乎与美林时钟理论不符。但如果进一步向下穿透, 我们发现, 该阶段基金经理重仓的食品饮料个股主要为养元饮品, 即偏防御成长性性质的个股, 适合在经济衰退期配置。由此可见, 基金经理行业配置比例的调整与经济周期的变动较为一致。故我们认为, 和大类资产配置类似, 经济周期也是基金经理进行行业层面决策的重要依据。

图25 民生加银鑫喜重仓股在食品饮料、银行、电子行业的配置比例 (2017.03.31-2020.12.31)



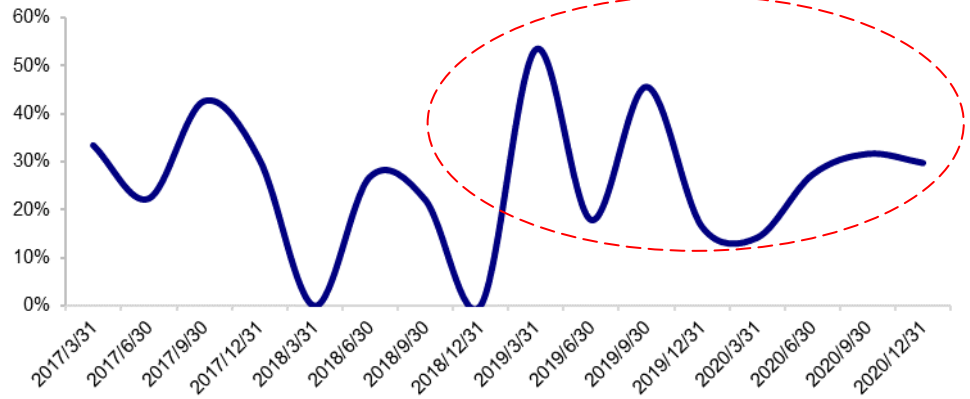
资料来源: Wind, 海通证券研究所

但我们也注意到, 经济周期并不是基金经理唯一的依据。例如, 白酒、医药等行业在某些阶段的配置比例变化与经济周期变动并不吻合。我们认为, 这种背离不难解释, 毕竟行业的行情变化往往是诸多因素共同作用的结果, 产业政策或行业自身的景气周期等都是其中的关键变量。因此, 在实际投资中, 仅依赖经济周期的理论模型对行情做出判断, 就显得过于机械了。

以白酒行业为例，2019-2020年，经济周期几经变化，但几乎每个季度，产品的重仓股中都有白酒，且配置比例并不低。显然，基金经理的这一行为绝不是经济周期理论可以解释的。

就白酒行业本身而言，过去几年在茅台的引领下，整个行业都处于持续提价和经营能力不断提升的周期之中。叠加宏观流动性的宽松，也有利于长周期成长股估值溢价的抬升。我们认为，这是基金经理配置较多白酒股的首要原因。对经济周期的考量，优先级则相对靠后。

图26 民生加银鑫喜重仓股在白酒行业的配置比例（2017.03.31-2020.12.31）



资料来源：Wind，海通证券研究所

以上分析表明，宏观经济周期是基金经理调整行业配置比例的重要依据，但并非唯一依据。基金经理的中观行业调整较为灵活，有一套多维度、多策略的方法论作为支撑。

综上所述，无论是板块还是行业层面，基金经理都倾向于广泛布局、分散配置。我们认为，这种特征是两只产品过去几年净值曲线平稳上行的重要保障之一。板块和行业布局上，基金经理的操作模式较为灵活，主要体现在：1）当市场确定性较高、风险较低时，会相应提高行业集中度；2）从中长期逻辑出发，调整板块和行业的配置比例。决策的主要依据是基金经理对宏观经济与中观行业的分析，而视角与策略则是多维度、多元化的，涵盖经济周期运行情况、市场资金状况、产业政策、行业自身景气度等。

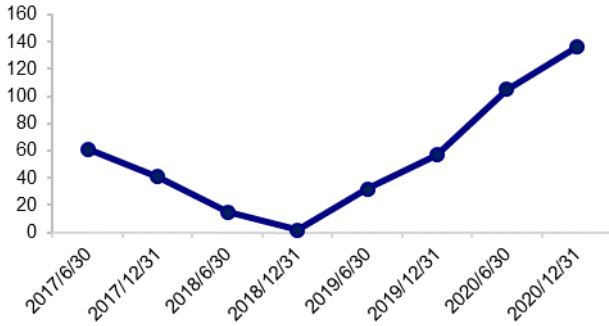
我们认为，板块和行业层面的灵活操作，可以为产品业绩带来显著的提升。若判断正确，不仅能捕捉市场的结构性行情，还能在行业下跌时尽早退出，有效降低净值波动。但这种模式的操作难度较大，需要同时分析多方面因素，对基金经理的综合管理能力有较高的要求。但从民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 持续高胜率的业绩表现来看，我们欣喜地发现，基金经理兼具深厚的宏观分析能力与扎实的中观研究功底，对宏观经济和行业周期的判断都较为准确，是一名不可多得的综合型人才。

4.2 个股选择风格

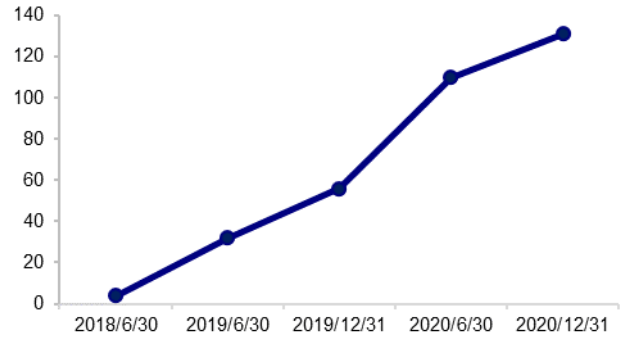
4.2.1 持股较为分散

2020年，民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 各期的持股数量（不含处于限售期的打新获配新股）均在 100 只以上。2017 年以来，两只产品各期的前 10 大重仓股合计权重，基本都小于“固收+”基金的均值，且近年来呈下降趋势。截至基金经理离任前的最新季报数据，民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 的前 10 大重仓股配置比例分别为 38.93%（截至 2020 年 12 月 31 日）和 45.39%（截至 2021 年 3 月 31 日）。

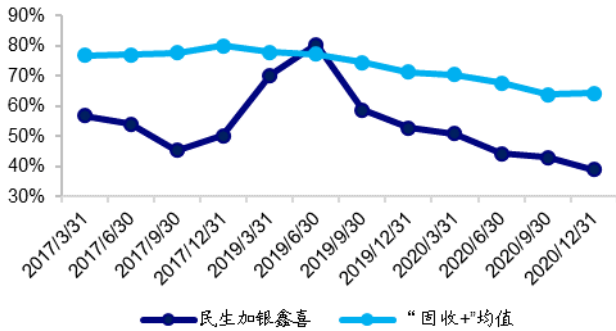
综合以上两个维度，我们认为，除了在行业层面倾向于分散布局外，基金经理在个股层面也会通过分散化的方式，来降低产品的净值波动。

图27 民生加银鑫喜的持股数 (只, 2017.06.30-2020.12.31)


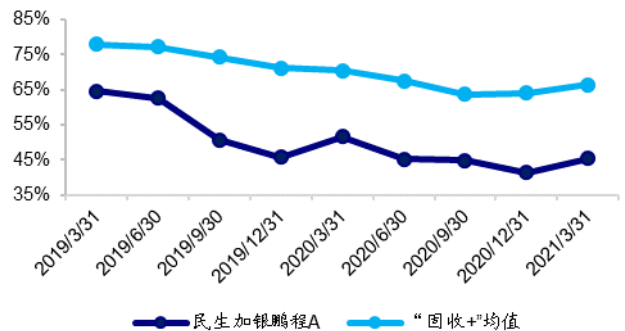
资料来源: Wind, 海通证券研究所
 注: 扣除处于限售期的新股, 右同

图28 民生加银鹏程 A 的持股数 (只, 2018.06.30-2020.12.31)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图29 民生加银鑫喜的前 10 大重仓股合计权重 (2017.03.31-2020.12.31)


资料来源: Wind, 海通证券研究所
 注: 2018 年产品权益仓位很低, 不予展示; “国收+”基金满足成立满 3 个月, 右同

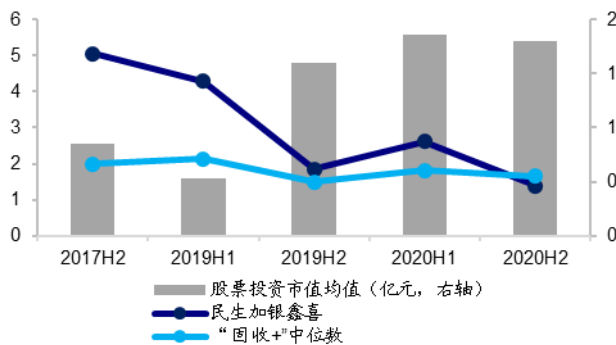
图30 民生加银鹏程 A 的前 10 大重仓股合计权重 (2019.03.31-2021.03.31)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

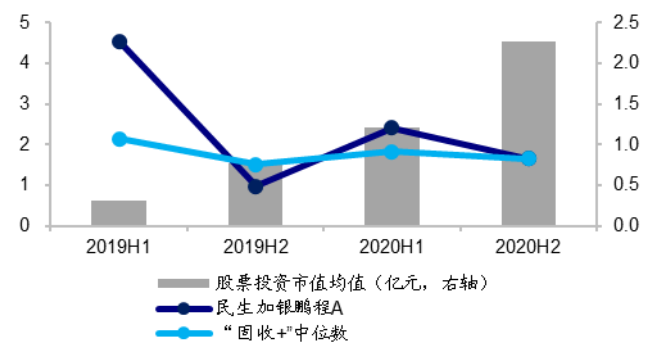
4.2.2 换手率与同类相当

2019 年下半年以来, 民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 的半年单边换手率均在 1.5-2 倍之间, 与同类相当。重仓股持有周期 (受计算方式影响, 整个区间两端的指标值偏低) 则稳定在 2-3 个季度。

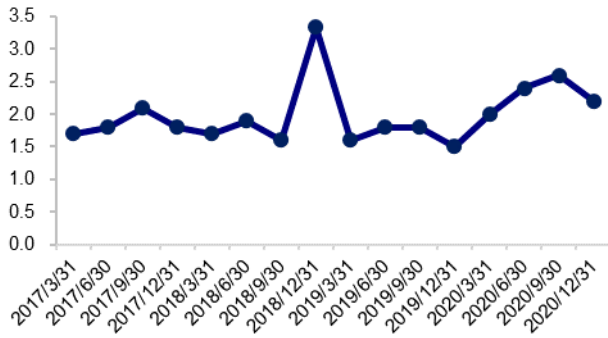
由此可见, 基金经理的调仓频率并不高。结合前文对投资理念和行业行为的分析, 我们认为, 基金经理在资产和行业层面的择时和调整是基于中长期视角的, 而非交易型。

图31 民生加银鑫喜的单边换手率 (倍/半年, 2017.12.31-2020.12.31)


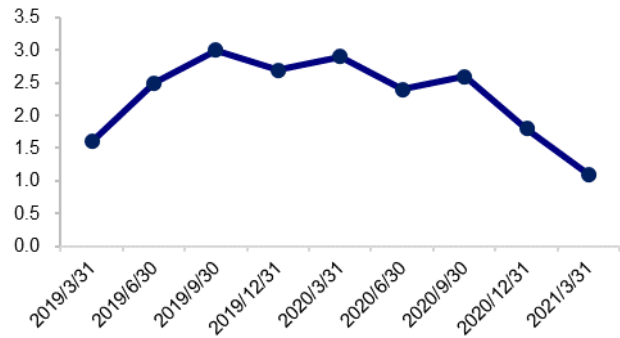
资料来源: Wind, 海通证券研究所
 注: “国收+”基金满足分析区间期初成立满 3 个月, 且股票投资市值在 1000 万以上; 2018 年产品股票仓位很低, 不予展示, 右同

图32 民生加银鹏程 A 的单边换手率 (倍/半年, 2019.06.30-2020.12.31)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图33 民生加银鑫喜的重仓股持有周期（季度，2017.03.31-2020.12.31）


资料来源：Wind，海通证券研究所
 注：整个区间两端的指标值受计算方式的影响偏低，右同

图34 民生加银鹏程 A 的重仓股持有周期（季度，2019.03.31-2021.03.31）


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2.3 持股风格偏好

我们利用季报披露的前 10 大重仓股计算产品的风格暴露，从持仓的角度分析基金经理的持股风格偏好。根据我们的计算，产品在盈利因子上一直保持着稳定的正向暴露。这一特征表明，基金经理较为重视个股的盈利能力。市值因子上，2017-2020 年一直有稳定的正向暴露，即偏好大中盘个股。但 2021 年，市值因子上的暴露开始转为负向，这表明中小盘个股在基金经理持仓中的占比逐渐增大。

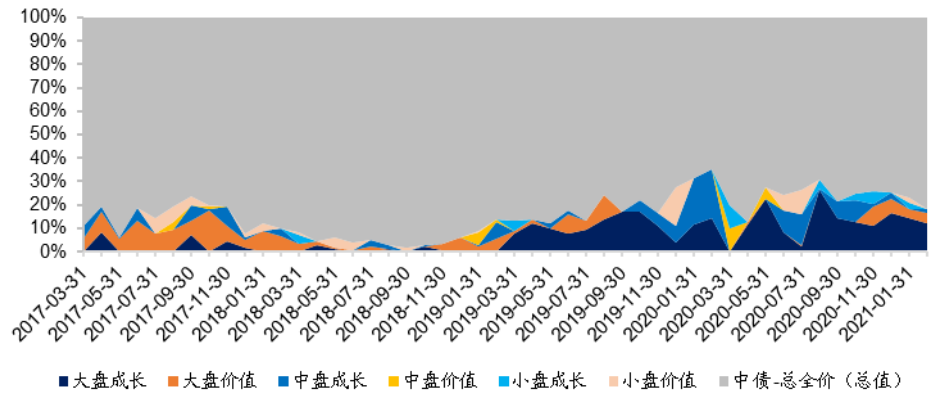
估值和成长因子的暴露较不稳定。例如，2017 年 1 季度，民生加银鑫喜在估值和成长因子上均有较高的负向暴露，即价值风格占优。随后的 2017 年 2 季度，产品在估值因子上仍保持负向暴露，但在成长因子上的暴露则转为正向，说明此时基金经理的持仓中可能包含较多估值低但成长性好的个股。2019 年下半年，估值因子的暴露从接近于零逐渐转为正向，成长因子依旧维持正暴露，两只产品均呈现出较为显著的成长风格。

图35 民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 持仓的因子暴露

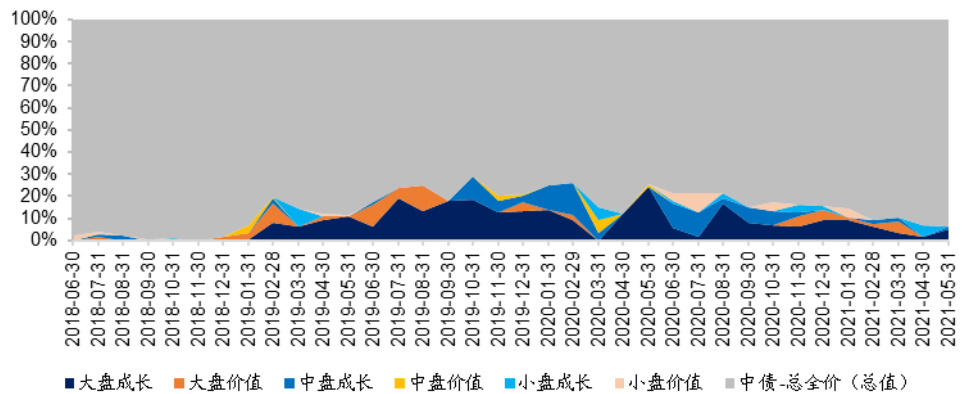
| | 民生加银鑫喜 | | | | | | | 民生加银鹏程 A | | | | | | | |
|------------|------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 市值 | 动量 | 换手 | 波动率 | 盈利 | 估值 | 成长 | 市值 | 动量 | 换手 | 波动率 | 盈利 | 估值 | 成长 | |
| 绝对因子暴露 | 2017/3/31 | 2.06 | 0.72 | -0.67 | -0.75 | 1.48 | -0.49 | -0.32 | | | | | | | |
| | 2017/6/30 | 1.99 | 0.73 | -0.63 | -0.21 | 1.57 | -0.38 | 0.11 | | | | | | | |
| | 2017/9/30 | 2.07 | 1.17 | -0.61 | 0.00 | 1.76 | -0.33 | 0.23 | | | | | | | |
| | 2017/12/31 | 2.11 | 1.36 | -0.55 | 0.16 | 0.79 | -0.30 | -0.04 | | | | | | | |
| | 2019/3/31 | 2.09 | 1.30 | -0.92 | -0.04 | 1.53 | -0.07 | 0.12 | 1.86 | 1.55 | -0.84 | 0.10 | 1.51 | -0.01 | 0.23 |
| | 2019/6/30 | 2.22 | 1.10 | -0.72 | -0.82 | 1.46 | -0.23 | 0.22 | 2.20 | 1.21 | -0.73 | -0.81 | 1.45 | -0.21 | 0.03 |
| | 2019/9/30 | 2.19 | -0.11 | -0.54 | 0.13 | 1.89 | 0.06 | 0.25 | 2.19 | 0.00 | -0.70 | -0.21 | 1.59 | -0.03 | 0.07 |
| | 2019/12/31 | 2.23 | 0.97 | -0.13 | 0.35 | 0.37 | 0.63 | 0.18 | 2.17 | 0.05 | -0.57 | 0.02 | 0.63 | 0.05 | 0.16 |
| | 2020/3/31 | 2.18 | 0.65 | -0.84 | -0.32 | 1.48 | -0.05 | -0.57 | 2.13 | 0.66 | -0.81 | -0.30 | 1.58 | 0.03 | 0.61 |
| | 2020/6/30 | 2.16 | 1.04 | -0.42 | 0.16 | 0.90 | -0.24 | 0.18 | 2.21 | 1.22 | -0.48 | 0.24 | 1.21 | 0.22 | 0.43 |
| 2020/9/30 | 2.20 | 0.75 | -0.70 | -0.36 | 1.79 | 0.29 | 0.19 | 2.09 | 0.82 | -0.71 | -0.21 | 1.73 | 0.21 | 0.30 | |
| 2020/12/31 | 2.24 | 1.58 | -0.63 | -0.20 | 1.00 | 0.20 | 0.31 | 2.21 | 1.64 | -0.75 | -0.48 | 0.73 | 0.09 | 0.23 | |
| 2021/3/31 | | | | | | | | 1.93 | -0.49 | -0.60 | -0.40 | 0.95 | -0.22 | -0.47 | |
| 相对因子暴露 | 2017/3/31 | 0.38 | 0.47 | -0.12 | -0.23 | 0.85 | -0.20 | -0.20 | | | | | | | |
| | 2017/6/30 | 0.27 | 0.41 | -0.14 | 0.13 | 0.98 | -0.14 | 0.25 | | | | | | | |
| | 2017/9/30 | 0.34 | 1.18 | -0.10 | 0.28 | 1.10 | -0.15 | 0.29 | | | | | | | |
| | 2017/12/31 | 0.31 | 1.00 | -0.12 | 0.45 | 0.35 | -0.08 | -0.08 | | | | | | | |
| | 2019/3/31 | 0.26 | 1.58 | -0.21 | 0.41 | 0.68 | 0.04 | -0.01 | 0.03 | 1.83 | -0.13 | 0.55 | 0.66 | 0.10 | 0.11 |
| | 2019/6/30 | 0.31 | 0.40 | -0.16 | -0.24 | 0.70 | -0.09 | 0.03 | 0.30 | 0.51 | -0.17 | -0.23 | 0.69 | -0.07 | -0.15 |
| | 2019/9/30 | 0.30 | -0.03 | 0.08 | 0.59 | 1.16 | 0.16 | 0.15 | 0.30 | 0.08 | -0.08 | 0.25 | 0.85 | 0.07 | -0.04 |
| | 2019/12/31 | 0.30 | 0.97 | 0.44 | 0.68 | -0.04 | 0.72 | 0.04 | 0.24 | 0.05 | -0.01 | 0.35 | 0.22 | 0.14 | 0.03 |
| | 2020/3/31 | 0.27 | 0.74 | -0.18 | 0.15 | 0.70 | 0.01 | 0.25 | 0.21 | 0.75 | -0.16 | 0.17 | 0.80 | 0.09 | 0.29 |
| | 2020/6/30 | 0.28 | 0.81 | 0.14 | 0.52 | 0.19 | -0.26 | 0.08 | 0.33 | 0.99 | 0.08 | 0.60 | 1.50 | 0.20 | 0.33 |
| 2020/9/30 | 0.28 | 0.42 | -0.10 | 0.11 | 0.98 | 0.22 | 0.10 | 0.17 | 0.50 | -0.10 | 0.26 | 0.92 | 0.14 | 0.21 | |
| 2020/12/31 | 0.27 | 0.78 | -0.11 | 0.13 | 0.49 | 0.03 | 0.11 | 0.25 | 0.83 | -0.22 | -0.14 | 0.21 | -0.07 | 0.03 | |
| 2021/3/31 | | | | | | | | -0.02 | -0.03 | -0.13 | -0.19 | 0.09 | -0.27 | -0.32 | |

资料来源：Wind，海通证券研究所
 注：相对因子暴露为相对中证 800 指数的因子暴露

我们进一步利用净值归因的方法来分析基金经理的持股风格偏好，结果如图 36-37 所示。2018 年以前，大盘价值风格在基金经理的持仓中占据主导，并持续至 2019 年初。但从 2019 年年中开始，大中盘成长风格逐渐显现，并延续至 2020 年底。到了 2021 年，风格又从大中盘成长切换至大盘价值，并在随后的 2 季度再次切换至成长（由于基金经理在 2021 年 2 季度不再管理民生加银鑫喜，该结论是从民生加银鹏程 A 的归因中得到）。

图36 民生加银鑫喜的净值风格归因（2017.03-2021.02）


资料来源：Wind，海通证券研究所

图37 民生加银鹏程 A 的净值风格归因（2018.06-2021.05）


资料来源：Wind，海通证券研究所

综上所述，两只产品在持仓与净值归因上的风格暴露分析结果较为一致。二者均表明，基金经理并不拘泥于某种特定的持股风格，而是根据宏观经济、市场环境和所投资行业的不同，因时、因地制宜地选择相适应的风格。这一特征，再次体现了基金经理多角度、全方位的投资方法论。

4.3 股票投资能力

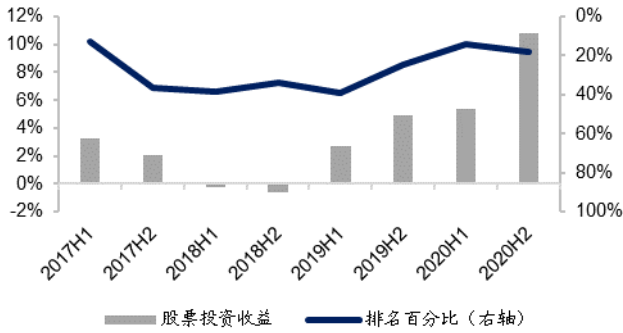
那么，这一方法论的实践效果如何呢？我们以民生加银鑫喜为例，从综合能力评估、行业配置能力、风格配置能力和个股选择能力四个维度，对基金经理的股票投资能力展开分析。

4.3.1 综合能力评估

利用基金中报和年报披露的利润表信息，估算产品的股票资产收益。具体公式为：

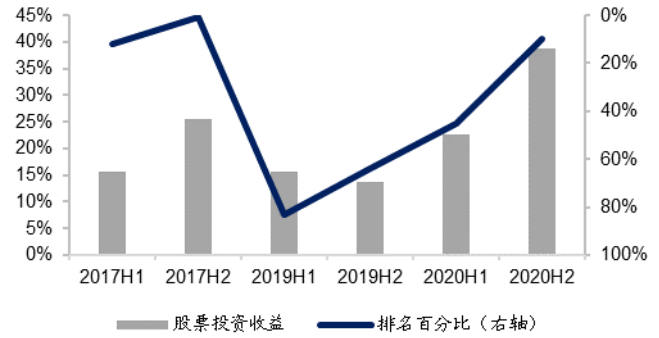
$$\text{股票资产收益} = (\text{股票投资收益} + \text{股利收入} + \text{股票资产公允价值变动损益}) / \text{期间基金资产净值均值}$$
 结果如图 38 所示。

2017-2020 年，民生加银鑫喜的股票资产各期基本都实现了正收益，稳定居于“固收+”基金前 40%。进一步，按 80%权益仓位换算产品的股票资产收益，与偏股型基金（含普通股票型和偏股混合型）对比。由图 39 可见，除 2019 年上半年外，其他时点，产品的股票资产收益均稳定位于偏股型基金的中等偏上水平。由此可见，基金经理的股票综合投资能力十分优异。

图38 民生加银鑫喜股票资产收益及在“固收+”基金中的排名 (2017.06.30-2020.12.31)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 排名为由高到低排列, 即排名百分比越小, 收益越高, 右同

图39 民生加银鑫喜股票资产收益及在偏股型基金中的排名 (2017.06.30-2020.12.31)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 2018年基金的权益仓位接近0, 换算意义小, 不予展示

4.3.2 行业配置能力

结合基金中报和年报披露的持仓, 我们定义 t 期行业配置贡献 = $\sum (t \text{ 期末行业 } i \text{ 配置比例} - (t-1) \text{ 期末行业 } i \text{ 配置比例}) * t \text{ 期内中信一级行业指数收益率}$, 以考察基金经理自上而下的行业配置能力。

如图 40 所示, 2017.12.31-2020.12.31, 累计超配贡献为正的行业占比为 67%。接近 60% 的行业, 配置胜率在 50% 以上。我们认为, 基金经理有很强的行业配置能力。再从行业配置贡献的历史变化来看, 基金经理的这种能力也相当稳定。4 个报告期内, 配置贡献为正的行业占比超过 60% 的报告期共有 3 个。

图40 民生加银鑫喜的行业配置贡献

| 板块 | 行业 | 2017/12/31 | 2019/12/31 | 2020/6/30 | 2020/12/31 | 累计配置贡献 | 胜率 |
|-------------|----------|------------|------------|-----------|------------|--------|------|
| TMT | 传媒 | -0.28% | -0.22% | 0.15% | 0.25% | -0.10% | 50% |
| TMT | 电子 | -0.47% | 3.59% | 0.24% | -1.65% | 6.70% | 50% |
| TMT | 计算机 | 0.01% | 0.57% | -0.83% | 0.10% | -0.14% | 75% |
| TMT | 通信 | | 0.04% | -0.07% | 0.00% | -0.03% | 33% |
| 大消费 | 家电 | -2.41% | 0.03% | 0.01% | 0.23% | -2.14% | 75% |
| 大消费 | 商贸零售 | 0.06% | | 0.11% | 0.10% | 0.27% | 100% |
| 大消费 | 食品饮料 | 2.64% | -0.21% | 0.94% | 2.53% | 7.10% | 75% |
| 大消费 | 消费者服务 | 0.01% | -0.18% | -0.01% | 0.81% | 0.64% | 50% |
| 大消费 | 医药 | -0.09% | 0.73% | 0.35% | -0.26% | 1.72% | 50% |
| 金融地产 | 房地产 | -0.02% | 0.42% | 0.61% | 0.01% | 1.02% | 75% |
| 金融地产 | 非银行金融 | 0.69% | 0.01% | 0.80% | 0.90% | 2.41% | 100% |
| 金融地产 | 银行 | 0.42% | -1.04% | 0.32% | 0.37% | 0.07% | 75% |
| 上游周期 | 钢铁 | 0.86% | | | 0.00% | 0.87% | 100% |
| 上游周期 | 基础化工 | -0.12% | 0.11% | -0.12% | 0.69% | 0.55% | 50% |
| 上游周期 | 建材 | 0.54% | -1.50% | 0.01% | -0.31% | -1.26% | 50% |
| 上游周期 | 建筑 | -0.02% | -0.18% | 0.15% | -0.02% | -0.07% | 25% |
| 上游周期 | 煤炭 | -0.03% | | | | -0.03% | 0% |
| 上游周期 | 农林牧渔 | | | 0.09% | 0.00% | 0.10% | 100% |
| 上游周期 | 石油石化 | | 0.07% | | | 0.07% | 100% |
| 上游周期 | 有色金属 | -0.08% | | -0.04% | -0.31% | -0.44% | 0% |
| 中游制造 | 电力及公用事业 | 0.18% | 0.46% | 0.01% | -0.02% | 0.63% | 75% |
| 中游制造 | 电力设备及新能源 | | -0.03% | -0.37% | 5.36% | 4.96% | 33% |
| 中游制造 | 国防军工 | -0.22% | 0.04% | -0.10% | 2.71% | 2.44% | 50% |
| 中游制造 | 机械 | -0.04% | 0.09% | 0.35% | 0.83% | 1.23% | 75% |
| 中游制造 | 交通运输 | -0.05% | 0.05% | 0.05% | 0.40% | 0.46% | 75% |
| 中游制造 | 汽车 | 0.15% | 0.07% | 0.02% | -0.69% | -0.45% | 75% |
| 中游制造 | 轻工制造 | 0.08% | | 0.05% | -0.08% | 0.05% | 67% |
| 配置贡献为正的行业占比 | | 48% | 67% | 71% | 64% | 67% | |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 产品 2018 年权益仓位很低, 不予考虑, 故“20190630”的数据也缺失

4.3.3 风格配置能力

使用巨潮风格指数代表不同风格股票的整体表现，我们计算了各季报期基金经理的主要持仓风格和同期表现最优的市场风格的收益率，结果如下图所示。除 2019Q1 外，基金经理的主要持仓风格都能排在同期前三。由此可见，在多维度、多策略的方法论下，产品的风格在绝大多数情况下都能契合当时的市场环境，再次展现出基金经理很强的宏观与中观研究功底。

图41 基金经理的风格配置能力分析

| | 主要的持仓风格 | 阶段表现最优的风格 | | |
|--------|------------|-------------|-------------|-------------|
| | | 第 1 | 第 2 | 第 3 |
| 2017Q1 | 大盘价值 | 中盘价值 5.95% | 大盘价值 5.29% | 大盘成长 2.74% |
| 2017Q2 | 大盘价值 | 大盘价值 10.22% | 大盘成长 5.63% | 中盘成长 0.35% |
| 2017Q3 | 大盘价值、大中盘成长 | 大盘成长 6.28% | 小盘价值 5.78% | 小盘成长 4.95% |
| 2017Q4 | 大盘价值 | 大盘价值 8.08% | 中盘成长 1.59% | 大盘成长 -0.62% |
| 2019Q1 | 大盘价值 | 大盘成长 38.62% | 中盘成长 32.34% | 小盘成长 32.24% |
| 2019Q2 | 大盘成长 | 大盘价值 1.02% | 大盘成长 -2.35% | 中盘价值 -7.50% |
| 2019Q3 | 大盘成长 | 大盘成长 3.28% | 中盘成长 3.23% | 小盘成长 1.95% |
| 2019Q4 | 大中盘成长 | 中盘成长 12.52% | 大盘成长 8.97% | 小盘成长 8.41% |
| 2020Q1 | 大中盘成长 | 中盘成长 -3.99% | 小盘成长 -5.42% | 大盘成长 -6.72% |
| 2020Q2 | 大中盘成长 | 大盘成长 24.18% | 中盘成长 22.90% | 小盘成长 16.84% |
| 2020Q3 | 大中盘成长 | 大盘成长 13.80% | 中盘价值 9.57% | 小盘价值 7.62% |
| 2020Q4 | 大中盘成长 | 大盘成长 20.24% | 中盘成长 11.47% | 大盘价值 10.23% |
| 2021Q1 | 大盘价值 | 小盘价值 4.69% | 中盘价值 4.03% | 大盘价值 2.31% |
| 2021Q2 | 大盘成长、小盘成长 | 中盘成长 14.67% | 大盘成长 12.74% | 小盘成长 11.91% |

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：利用巨潮风格指数代表不同风格股票的整体表现；粉红色框表示主要持仓风格在当期排名前 3

4.3.4 个股选择能力

我们利用基金中报和年报披露的信息，计算产品所有持仓个股相对中信一级行业指数的超额收益，以此衡量基金经理的个股选择能力，结果如图 42 所示。

图42 民生加银鑫喜相对中信一级行业指数的选股超额收益

| 板块 | 行业 | 20170630 | 20171231 | 20190630 | 20191231 | 20200630 | 20201231 | 胜率 | 均值 |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|------|--------|
| TMT | 传媒 | 1.23% | 2.10% | -0.25% | 3.79% | 2.85% | 8.84% | 83% | 1.71% |
| TMT | 电子 | 2.51% | -1.77% | 1.48% | 8.91% | 12.25% | 8.37% | 83% | 1.96% |
| TMT | 计算机 | 8.68% | | 17.49% | 4.95% | 27.30% | 8.45% | 80% | 12.24% |
| TMT | 通信 | | | | 5.67% | | | 100% | 5.67% |
| 大消费 | 医药 | 9.50% | 0.23% | 28.32% | 1.27% | 0.58% | 11.29% | 100% | 8.53% |
| 大消费 | 商贸零售 | 3.39% | 1.08% | | | -4.86% | | 67% | 7.54% |
| 大消费 | 家电 | 1.95% | 0.40% | 5.76% | 0.85% | 5.99% | 2.38% | 83% | 2.39% |
| 大消费 | 消费者服务 | | 0.39% | 25.79% | 9.08% | 1.32% | 8.32% | 100% | 8.38% |
| 大消费 | 纺织服装 | | | | | 5.28% | 5.91% | 0% | 10.60% |
| 大消费 | 食品饮料 | 13.02% | 7.57% | 3.71% | 8.07% | 8.12% | 10.54% | 100% | 8.51% |
| 金融地产 | 房地产 | 1.17% | -1.13% | -0.18% | 1.72% | -1.51% | 8.67% | 50% | 3.79% |
| 金融地产 | 石油石化 | | | 5.56% | | | | 100% | 5.56% |
| 金融地产 | 银行 | 1.96% | 2.35% | 2.99% | 4.81% | -1.08% | 5.68% | 83% | 2.79% |
| 金融地产 | 非银行金融 | 1.15% | 2.32% | 1.47% | 2.57% | -0.74% | 11.03% | 83% | 11.05% |
| 上游周期 | 农林牧渔 | | | | | 1.12% | | 0% | 1.12% |
| 上游周期 | 基础化工 | 1.52% | -4.42% | | 2.84% | 3.08% | 4.52% | 60% | 13.88% |
| 上游周期 | 建材 | | 33.86% | 16.79% | 1.98% | 7.05% | | 100% | 17.67% |
| 上游周期 | 建筑 | | -0.05% | | 2.63% | -2.51% | | 33% | -0.65% |
| 上游周期 | 有色金属 | 25.16% | -0.03% | | | -9.7% | | 33% | 8.05% |
| 上游周期 | 煤炭 | 7.24% | | | | | | 100% | 7.24% |
| 上游周期 | 钢铁 | | 13.67% | | | | | 100% | 13.67% |
| 中游制造 | 交通运输 | 1.19% | 4.01% | 1.43% | -1.17% | 1.77% | -1.29% | 67% | 6.71% |
| 中游制造 | 国防军工 | | 1.71% | | 2.86% | 1.34% | 2.56% | 100% | 6.04% |
| 中游制造 | 机械 | 1.37% | 1.16% | | 1.26% | 1.98% | 4.38% | 80% | 13.66% |
| 中游制造 | 汽车 | 1.96% | 33.30% | | 7.05% | 7.11% | 37.45% | 40% | 7.75% |
| 中游制造 | 电力及公用事业 | 15.28% | 9.79% | 9.89% | 0.48% | 5.65% | 0.87% | 100% | 7.16% |
| 中游制造 | 电力设备及新能源 | | | 21.50% | 1.30% | 24.50% | 68.18% | 75% | 28.72% |
| 中游制造 | 轻工制造 | 1.21% | | | | 7.12% | 16.11% | 67% | 5.97% |
| 超额收益为正的行业占比 | | 89% | 75% | 87% | 80% | 54% | 84% | | 86% |

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：各期的计算区间为报告日期所在季度，如 2017 年中报的归因区间为 2017 年 4 月 1 日至 2017 年 6 月 30 日；剔除计算区间内上市或处于限售期的新股

整体来看，基金经理的个股选择能力较为突出。具体表现为，1) 选股能力圈广泛。多个行业选股超额收益的胜率在 50% 以上；2017-2020 年（不包含 2018 年，后同），各期选股超额收益均值大于 0 的行业占比 86%。2) 选股能力稳定。2017-2020 年各期，选股超额收益为正行业的占比保持在 80% 左右；3) 重仓行业上的选股能力尤为突出。以食品饮料行业为例，选股超额收益胜率 100%，均值达 8.51%。

综上所述，股票投资方面，基金经理倾向于采用多维度、多策略的管理模式。其中，“多维度”体现在，基金经理的股票投资框架包括了自上而下的行业选择、风格配置和自下而上的个股选择。而在各个维度下，基金经理又善于综合运用多种策略进行管理。板块与行业配置维度，一方面，基金经理会利用分散化来降低产品净值波动；另一方面，也会依据市场环境变化适当提高行业集中度以获取更高收益。此外，基金经理会从中长期出发，对行业配置比例进行调整，视角和策略也是多元化的，不仅包括宏观经济周期的位置，还包括策略角度的风格选择和中观行业的景气度评估等方式。持股风格偏好维度，基金经理并不拘泥于某种特定范式，而是根据宏观经济、市场环境和所投资行业的不同，因时、因地制宜选择相适应的风格。个股选择维度，基金经理仍采取分散化的配置策略来降低产品的净值波动，并始终保持着相对适中的调仓频率。

多维度、多策略管理模式的优势在于，可以准确把握不同阶段的市场行情，为产品净值的平稳增长保驾护航，但这种管理模式也对基金经理的综合管理能力提出了更高的要求。根据上文的分析，我们认为，基金经理完全具备这样的能力。首先，基金经理的股票资产收益稳定居于“固收+”基金，及还原至 80% 仓位后，仍可居于偏股型基金的中等偏上水平；其次，基金经理具有较强的行业配置功底和风格判断能力；最后，基金经理的选股能力圈广泛，大部分行业的选股超额收益突出而稳定。

5. “多维度”之固收底仓管理

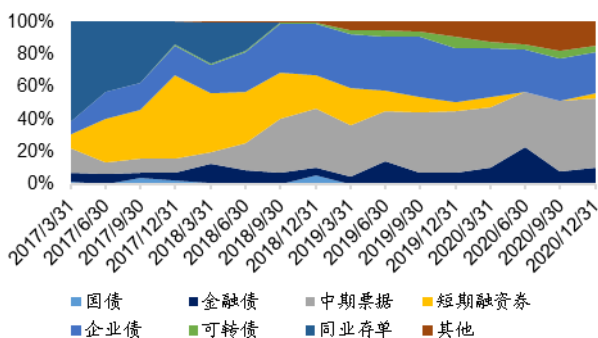
5.1 债券投资风格

➤ 券种配置

2020 年以来，民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 在券种选择上存在差异。前者主要配置的券种有中期票据和企业债。截至 2020 年年报，两类债券的配置比例分别为 42.71% 和 25.35%。后者主要配置的券种是短期融资券，截至 2021 年 1 季报，配置比例为 46.63%。此外，相比民生加银鑫喜，民生加银鹏程 A 在金融债上的配置比例更高。

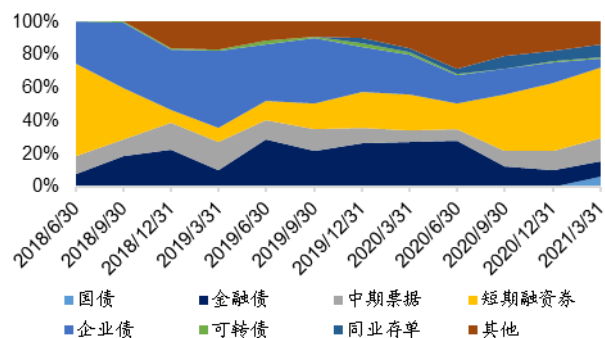
我们推测，券种偏好的差异可能源于两只产品不同的产品定位。民生加银鹏程 A 为偏债混合型基金，风控可能更为严格，因而偏好短期融资券、金融债这种期限更短、信用风险较低的债券品种。

图43 民生加银鑫喜的券种配置（2017.03.31-2020.12.31）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图44 民生加银鹏程 A 的券种配置（2018.06.30-2021.03.31）



资料来源：Wind，海通证券研究所

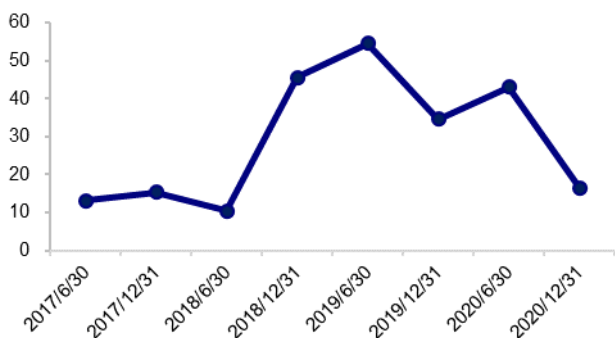
观察券种配置的历史变化，我们发现，企业发行债（企业债、中期票据、短期融资券）的合计比例虽然较为稳定，但在内部不同期限券种的选择上，各期却存在明显差异。

以民生加银鑫喜为例，2017 年年报，短期融资券的配置比例最高，为 29.64%，远高于其他两类企业发行债；而在 2019 年报，短期融资券的配置比例下调至 5.95%，企业债和中期票据的配置比例则分别上升至 37.46%和 32.79%。这些变化表明，在债券资产的管理上，基金经理也会进行择时。即根据对未来利率走势的判断，来调整不同期限债券的配置比例，实现产品的久期管理。

我们进一步利用基金中报和年报披露的利率风险敏感性分析，来考察产品的久期变化。如图 45-46 所示，两只产品各期的利率敏感性存差异较大，和上文“基金经理会进行久期管理”的推断相符。

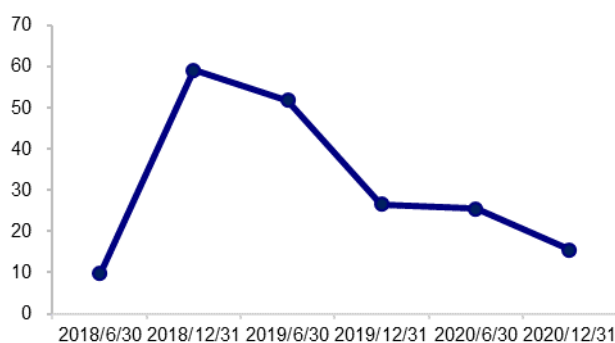
此外，我们还可观察到，民生加银鹏程 A 在 2020 年中报和年报的利率敏感性较低，表明当时产品的久期较短。而由图 44 可见，2020 年，基金经理提升了短期融资券的配置比例，旨在减小产品的风险暴露。这两个发现恰好可以互为印证。

图45 民生加银鑫喜的利率敏感性（基点，2017.06.30-2020.12.31）



资料来源：Wind，海通证券研究所
 注：利率敏感性为市场利率下降 25 个基点时，基金资产净值的变动幅度，右同

图46 民生加银鹏程 A 的利率敏感性（基点，2018.06.30-2020.12.31）

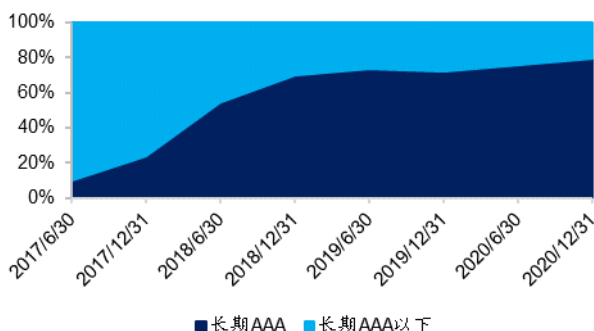


资料来源：Wind，海通证券研究所

➤ 信用评级分布

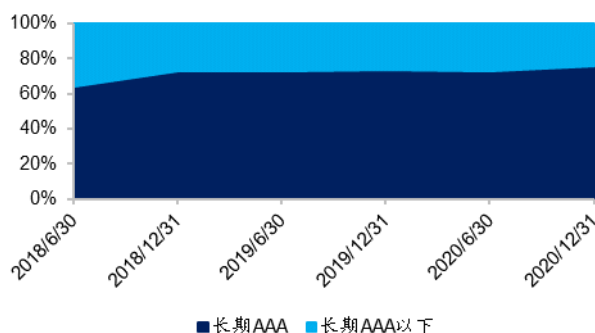
民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 的长期债券中，AAA 级占比较大。根据 2020 年年报数据，二者 AAA 级债券占长期债券（有评级）的比例分别为 79.30%和 1.84%，高于“固收+”基金平均水平。上述特征表明，基金经理倾向于持有高信用等级的债券，即不做信用资质的下沉，与其投资理念完全吻合。

图47 民生加银鑫喜持有的长期债券的信用评级（2017.06.30-2020.12.31）

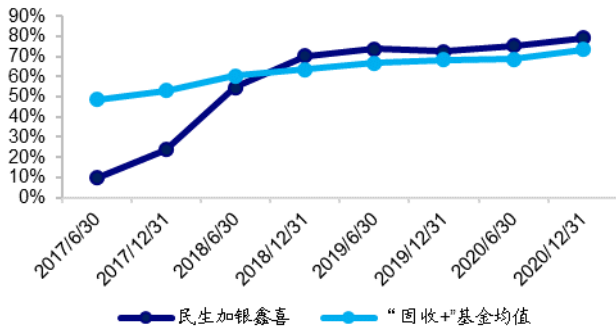


资料来源：Wind，海通证券研究所
 注：长期债券是指期限在一年以上且有信用评级的债券，后同

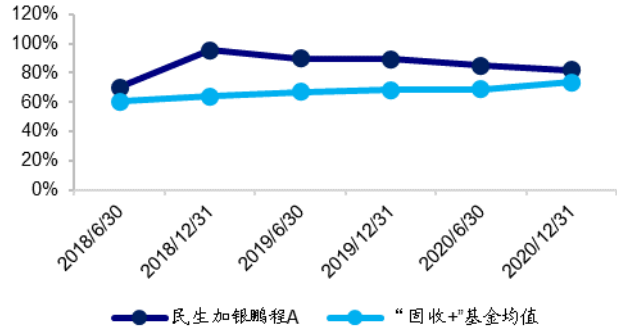
图48 民生加银鹏程 A 持有的长期债券的信用评级（2018.06.30-2020.12.31）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图49 民生加银鑫喜长期债券中 AAA 级债券占比 (2017.06.30-2020.12.31)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图50 民生加银鹏程 A 长期债券中 AAA 级债券占比 (2018.06.30-2020.12.31)


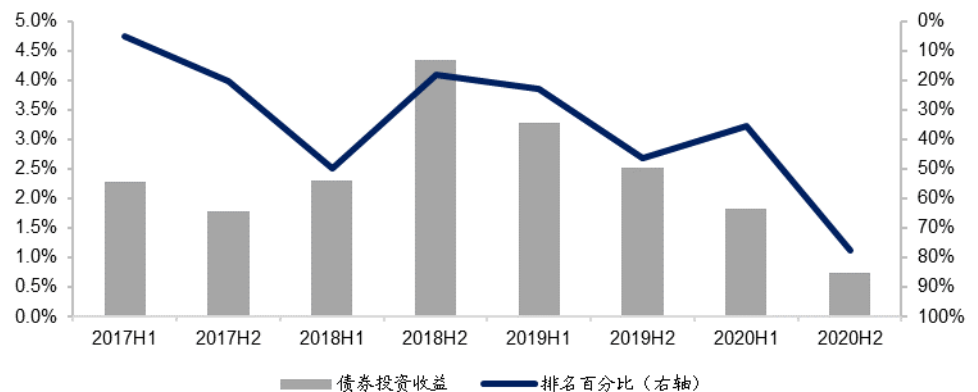
资料来源: Wind, 海通证券研究所

结合基金经理会进行产品久期管理的特点,我们认为,在债券资产的投资上,基金经理较少做信用资质的下沉,而是通过持有利率债或高信用等级企业发行债,利用积极的久期管理赚取利率波段收益。

5.2 债券投资能力

与股票投资能力分析类似,我们利用中报和年报披露的利润表信息,估算基金的债券资产投资收益,以分析基金经理的债券投资能力。其中,债券资产收益=(债券投资收益+债券利息收入+债券公允价值变动损益)/期间基金资产净值。这里仅以民生加银鑫喜为例展开分析,估算结果如图 51 所示。

2017-2020 年,民生加银鑫喜各期的债券资产收益均显著大于零,半年平均收益为 2.39%。除 2020 年下半年外,其余各期稳定居于“固收+”基金池前 50%。由此可见,对于债券资产,基金经理同样具有突出的综合管理能力。

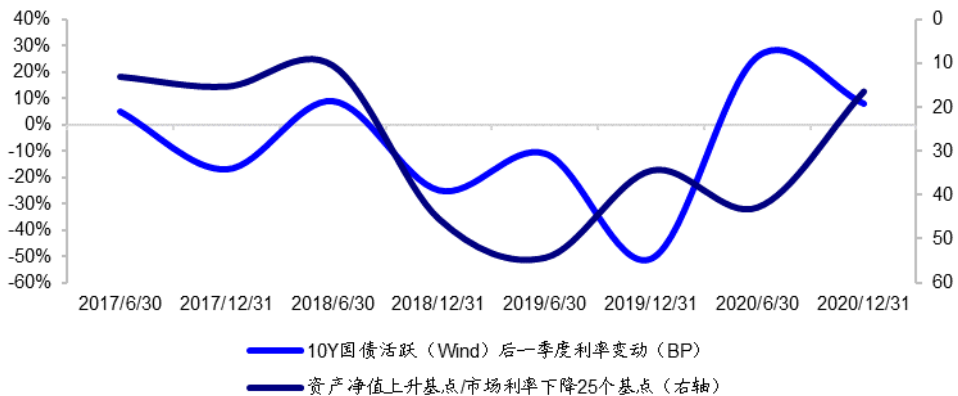
图51 民生加银鑫喜债券资产收益及其在“固收+”基金中的排名 (2017.06.30-2020.12.31)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 排名为由高到低排列,即排名百分比越低收益越高

此外,由上文对投资风格的分析可知,基金经理不做信用资质的下沉,主要通过久期管理来赚取利率波段收益。因而,我们借助市场利率变动及中报和年报披露的利率敏感性,进一步分析基金经理的久期管理能力。

如图 52 所示,当民生加银鑫喜对利率风险的敏感性较低时(对应图中 2017 年中报及年报、2018 年中报、2020 年年报),报告期后一个季度,市场利率往往是上行的;而当利率风险敏感性较高时(对应图中 2018 年年报-2020 年中报),报告期后一个季度,市场利率通常会出现下行。这种对应关系准确的报告期占比达到 75%,由此可见,基金经理对市场利率变动的判断较为准确,久期管理能力突出。

图52 民生加银鑫喜的利率敏感性及其 10Y 国债活跃 (Wind) 报告期后一个季度的变动


资料来源: Wind, 海通证券研究所

综上所述, 固收底仓管理维度, 基金经理较少做信用资质的下沉, 而是通过持有利率债或高信用等级企业发行债, 利用积极的久期管理赚取利率波段收益。从民生加银鑫喜各期的利率敏感性变动来看, 基金经理对利率走势的判断较为准确, 久期管理能力突出。而民生加银鑫喜的债券资产收益连续 4 年 (除 2020 年下半年) 都能位列“固收+”基金前 50%, 足以体现出基金经理优异的债券资产管理能力。

6. 总结

邱世磊, 中国人民大学管理学硕士, 13 年证券从业经验, 近 9 年投资经理工作经验。最初任职于海通证券债券部, 从事债券发行承销工作。2011 年 9 月至 2015 年 3 月, 先后任职于渤海证券和东兴证券资管部。2015 年 4 月至 2021 年 6 月, 任职于民生加银基金。2021 年 6 月加入广发基金, 现任职混合资产投资部基金经理。加入广发基金之前, 基金经理历任管理产品 21 只, “固收+”产品管理经验丰富。当前, 基金经理在管基金 2 只, 分别为广发集瑞 A (二级债基) 和广发安悦回报 A (灵活配置型)。

投资业绩上, 基金经理任职时间较长的民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A, 长期业绩表现突出, 任职期间年化收益分别为 10.36% 和 10.80%, 均位列同期“固收+”基金的前 1/4。在获取高收益的同时, 基金经理也很好地控制了风险。得益于此, 产品的风险调整后收益十分优异, 收益回撤比双双居于“固收+”基金前 10%。分年度来看, 两只产品都有优秀的表现, 很好地诠释了“固收+”基金“熊市防御、牛市增强”的优势。同时, 民生加银鑫喜和民生加银鹏程 A 均呈现收益高胜率特征, 因而给投资者带来了良好的持有体验。除此以外, 基金经理对风控的重视也使得产品无论是在股市还是债市下跌时, 都具备较强的防御性。

在“固收+”领域, 邱世磊具有丰富的投研经验, 致力于打造绝对收益特征的“固收+”基金。他认为, “绝对收益”并不意味着没有回撤, 而是回撤后净值能快速修复。并且, 要通过组合管理降低产品的回撤幅度和波动率, 力争净值新高。在多年的投资实践中, 基金经理以追求“确定性”为核心原则, 建立了一套涵盖大类资产配置、固收底仓管理和股票投资等, 多维度、多策略的混合投资框架, 成为其过往投资业绩优异且稳定的重要保障。

在“多维度、多策略”投资框架中的资产配置维度, 基金经理主要以纯债资产为底仓, 同时利用股票资产增厚产品收益。在仓位管理上, 他会依据国内宏观经济运行的真实状况, 以美林时钟为切入点, 结合自身判断选择相应的资产。我们认为, 从民生加银鑫喜的历史仓位变动来看, 基金经理宏观研究功底深厚, 对经济周期的运行具有敏锐的洞察力。任职期间, 民生加银鑫喜的季度择时胜率接近 80%, 基金经理突出的择时能力可见一斑。

在“多维度、多策略”投资框架中的股票投资维度, 基金经理综合运用自上而下的行业选择、风格配置和自下而上的个股选择, 力求实现较好的收益。板块与行业配置上, 一方面, 基金经理会利用分散化来降低产品净值波动; 另一方面, 也会依据市场环境变

化适当提高行业集中度以获取更高收益。此外，基金经理会从中长期出发，对行业配置比例进行调整，视角和策略也是多元化的，不仅包括宏观经济周期的位置，还包括策略角度的风格选择和中观行业的景气度评估等方式。持股风格偏好上，基金经理并不拘泥于某种特定范式，而是根据宏观经济、市场环境和所投资行业的不同，因时、因地制宜选择相适应的风格。个股选择上，基金经理仍采取分散化的配置策略来降低产品的净值波动，并始终保持着相对适中的调仓频率。股票投资能力上，基金经理各项能力均衡，为其采用多维度、多策略的管理模式提供了重要的保障。

多维度、多策略管理模式的优势在于，可以准确把握不同阶段的市场行情，为产品净值的平稳增长保驾护航，但这种管理模式也对基金经理的综合管理能力提出了更高的要求。根据本文的分析，我们认为，基金经理完全具备这样的能力。首先，基金经理的股票资产收益稳定居于“固收+”基金，及还原至 80%仓位后，仍可居于偏股型基金的中等偏上水平；其次，基金经理具有较强的行业配置功底和风格判断能力；最后，基金经理的选股能力圈广泛，大部分行业的选股超额收益突出而稳定。

在“多维度、多策略”投资框架中的固收底仓管理维度，基金经理较少做信用资质的下沉，而是通过持有利率债或高信用等级企业发行债，利用积极的久期管理赚取利率波段收益。从民生加银鑫喜各期的利率敏感性变动来看，基金经理对利率走势的判断较为准确，久期管理能力突出。而民生加银鑫喜的债券资产收益连续 4 年（除 2020 年下半年）都能位列“固收+”基金前 50%，足见基金经理优异的债券资产管理能力。

7. 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，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
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
余玫翰(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

| | | |
|--|--|--|
| 电子行业 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 | 煤炭行业 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 | 电力设备及新能源行业 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 |
| 基础化工行业 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 | 计算机行业 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 | 通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com |
| 非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com | 交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lj12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com | 纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com |
| 建筑建材行业 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 | 机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com 联系人 刘绮雯 021-23154659 lqw14384@htsec.com | 钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com |
| 建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 联系人 曹有成(021)63411398 cyc13555@htsec.com | 农林牧渔行业 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com | 食品饮料行业 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com |
| 军工行业 张恒恒 zhx10170@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com | 银行行业 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 | 社会服务行业 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 王祎婕(021)23219768 wjy13985@htsec.com |
| 家电行业 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 | 造纸轻工行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 郭庆龙 gq13820@htsec.com 高翩然 gpr14257@htsec.com 联系人 王文杰 wwj14034@htsec.com 吕科佳 lkj14091@htsec.com | |

研究所销售团队

| | | |
|---|--|---|
| 深广地区销售团队 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 | 上海地区销售团队 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 | 北京地区销售团队 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 郭金焱(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