中航证券金融研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师　符旸
证券执业证书号：S0640514070001
电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

大类资产配置的角度理解“固收+”策略

2020 年 7 月 17 日

摘要

“固收+”策略是通过自上而下合理有效的大类资产配置，以固定收益类资产为底仓，自下而上挖掘信用债、可转债、股票、商品的 alpha 收益，在严控回撤的前提下寻求利用高弹性资产增强收益的机会，力争实现更高的绝对收益目标。

风险和收益是大类资产配置天秤的两端，是大类资产配置需要处理的核心矛盾。

大类资产配置的任务分为两个层次：第一层是按照收益目标、风险容忍度和流动性需求构造投资组合；第二层是尽可能提高组合的夏普比例，这反映组合管理人对于风险的使用效率和投资管理能力。而提高夏普比率又有两个途径：第一种是通过风险分散，使各类资产的波动相互对冲以降低组合的风险，这属于 Beta 收益；第二种途径是资产轮动，使用基本面分析等方法预判资产价格走势，规避下行风险，选取特定宏观环境下有超额收益的资产，这属于 Alpha 收益。

通过不同风险收益特征的资产组合，分散风险，优化组合风险收益比

在纯债的资产组合中，加入权益类资产以及商品类资产，可以明显提高投资组合的有效前沿。进一步将此组合加入与股债相关性均较低的商品 ETF，可以明显提高投资组合的有效前沿，有效优化资产组合的收益风险比率。

通过周期及因子分析法定位宏观经济状态，获取不同宏观环境下的资产轮动带来的超额收益

通过大类资产的组合配置，对宏观经济波动进行风险分散，从历史数据来看，债券类资产波动率更小，风险与收益的性价比更高，适合作为组合中的基础性配置资产，以固定收益类资产为盾，作为保守型配置，以权益、商品为矛，作为进攻型配置。**在经济周期和流动性周期的交错扩张、收缩下，大类资产由于其价值驱动逻辑不同，会呈现交叉轮动的现象，通过对宏观因子观测、判断、了解周期的位置，指导大类资产的配置方向，根据产品的收益目标、风险容忍度和流动性需求构造投资组合。**

股市有风险入市须谨慎

中航证券金融研究所发布　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

目录

一、 固收+策略的特点 3
二、 大类资产配置的思路——对冲宏观风险，把握资产轮动 3
三、 细分资产的投资策略——纯债类资产提供基础收益，风险资产获取收益弹性 8
四、 资产组合的净值波动控制 10
五、 总结 10

2020 年初以来，新冠疫情逐步蔓延至全球，各类资产波动幅度不断加大，资产配置中对于风险与收益平衡的挑战进一步加大。与此同时资管新规过渡期最后一年，预期收益率型产品逐步向净值型产品转型，然而投资者对于绝对收益的追求仍然长期存在。

在此背景下 的“固收+”策略，**通过自上而下合理有效的大类资产配置，以固定收益类资产为底仓，自下而上挖掘信用债、可转债、股票、商品的 alpha 收益，在严控回撤的前提下寻求利用高弹性资产增强收益的机会，**力争实现更高的绝对收益目标。

一、 固收+策略的特点

1. 追求绝对收益：该策略核心诉求是追求绝对收益，期望获得高于纯固收类产品的绝对收益，通过优质的资产以及优质策略提供长期稳健的收益来源。

2. 更优秀的风险收益比：该策略并不能保证其波动率一定比纯债资产低，但是却可以通过大类资产的平衡配置，将风险-收益特征不同的各类资产组合起来，获得更加优越的风险收益比的组合。

3. 为投资者在产品端实现资产配置：该策略力求穿越经济周期，对冲宏观风险，在一支产品实现大类资产的配置，并实现不同宏观环境下的资产配置再平衡。

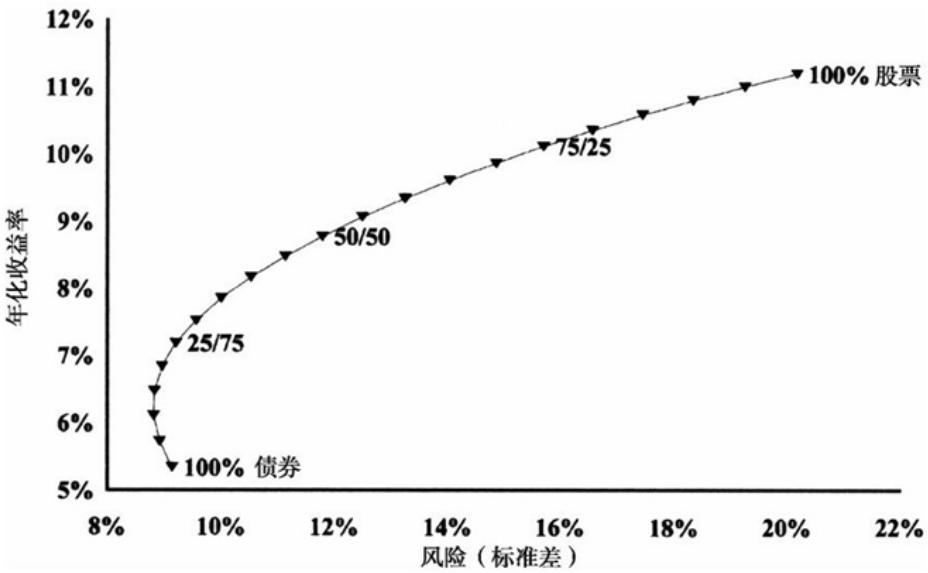
二、 大类资产配置的思路——对冲宏观风险，把握资产轮动

风险和收益是大类资产配置天秤的两端，是大类资产配置需要处理的核心矛盾。大类资产配置的任务分为两个层次：第一层是按照收益目标、风险容忍度和流动性需求构造投资组合；第二层是尽可能提高组合的夏普比例，这反映组合管理人对于风险的使用效率和投资管理能力。而提高夏普比率又有两个途径：第一种是通过风险分散，使各类资产的波动相互对冲以降低组合的风险，这属于 Beta 收益；第二种途径是资产轮动，使用基本面分析等方法预判资产价格走势，规避下行风险，选取特定宏观环境下有超额收益的资产，这属于 Alpha 收益。

1. 通过不同风险收益特征的资产组合，分散风险，优化组合风险收益比

根据马科维茨的有效投资组合理论，当债券收益率与股票收益率相关系数小于 1 时，在纯债的资产组合中，加入权益类资产以及商品类资产，可以明显提高投资组合的有效前沿，如下图所示，从左下角 100%债券处开始，从这一点沿着曲线向右上方的“股票”点移动，起初曲线几乎垂直上升。这意味着向组合中增加最初的 15%的股票完全没有增大风险，但收益却上升了。进一步将此组合加入与股债相关性均较低的商品 ETF，可以明显提高投资组合的有效前沿，有效优化资产组合的收益风险比率。

图 1：资产组合有效边界



资料来源：中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

注：图例仅供参考，并不代表债券或股票，以及其组合一定能获得上图中的收益率

2.通过周期及因子分析法定位宏观经济状态，获取不同宏观环境下的资产轮动带来的超额收益

通过大类资产的组合配置，对宏观经济波动进行风险分散，从历史数据来看，债券类资产波动率更小，风险与收益的性价比更高，适合作为组合中的基础性配置资产，以固定收益类资产为盾，作为保守型配置，以权益、商品为矛，作为进攻型配置。**在经济周期和流动性周期的交错扩张、收缩下，大类资产由于其价值驱动逻辑不同，会呈现交叉轮动的现象，通过对宏观因子观测、判断、了解周期的位置，指导大类资产的配置方向，根据产品的收益目标、风险容忍度和流动性需求构造投资组合。**

表 1：过去 10 年大类资产的表现

	中证100	上证50	沪深300	信用债	中证转债	南华工业品指数	恒生中国企业指数	MSCI新兴市场	MSCI发达市场	伦敦金现	布伦特原油
2009	78.48%	75.01%	87.75%	0.45%	40.50%	87.75%	46.95%	67.71%	25.83%	30.45%	94.76%
2010	-16.42%	-19.86%	-9.77%	4.19%	-4.67%	4.92%	2.08%	15.98%	8.40%	23.15%	18.26%
2011	-23.72%	-20.84%	-27.93%	4.10%	-13.63%	-20.74%	-22.45%	-19.53%	-6.64%	16.72%	15.00%
2012	13.12%	17.26%	9.82%	6.20%	4.48%	7.10%	18.26%	14.97%	13.83%	2.73%	0.89%
2013	-13.98%	-16.54%	-8.02%	1.71%	-2.02%	-17.13%	-10.29%	-8.08%	20.08%	-26.05%	-3.86%
2014	65.79%	69.73%	56.83%	10.19%	64.00%	-22.05%	13.98%	-5.06%	1.58%	-1.65%	-50.00%
2015	-10.56%	-14.31%	-4.74%	8.97%	-31.59%	-19.14%	-23.72%	-18.38%	-2.42%	-10.77%	-46.20%
2016	-0.33%	1.65%	-3.66%	2.40%	-9.21%	60.98%	1.59%	13.11%	7.79%	7.82%	99.14%
2017	30.99%	26.03%	22.30%	2.27%	0.66%	14.14%	27.59%	35.64%	20.37%	13.69%	16.91%
2018	-24.25%	-22.21%	-27.35%	7.46%	-2.82%	-5.68%	-18.52%	-18.87%	-11.10%	-2.50%	-19.22%
2019	38.96%	36.59%	39.83%	4.98%	27.32%	17.88%	15.12%	18.03%	26.30%	19.06%	26.12%

资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

在分析宏观经济趋势时，不能过度依赖单个指标走势做出决策，而应选取多组宏观数据进行交叉比对验证，做出最终判断。宏观指标普遍存在各种噪音的干扰，试图对每个数据均进行拆分、去噪的难度较大；但本质上每个指标均是对经济走势的刻画，单个指标很难说明问题，但选取足够多的指标，大多数指标所指方向很大概率上代表着经济走势，核心逻辑在于寻找对资产预期收益率有普遍解释能力的风格变量。

a.周期分析法——识别周期，挖掘周期视角下的资产轮动规律

我们通过梳理各类周期（朱格拉周期、库兹涅茨周期以及基钦周期）视角下的资产轮动规律，库兹涅茨周期反映了经济基本面的长期趋势，决定投资风格；朱格拉周期反映了无风险利率的中期走向，决定市场估值水平；基钦周期反映了市场牛熊趋势，决定短期方向。从周期长度的角度考虑，基钦周期（库存周期）长度最短，一轮基钦周期内，朱格拉周期和库兹涅茨周期状态往往不足以发生大的改变，加之基钦周期能量最强，因此资产价格对基钦周期的变动最为敏感。基钦周期状态的改变即使不足以实现资产价格的涨跌切换，也必然影响其涨跌幅度和速度。**因此，把握住基钦周期的拐点就基本把握住了市场涨跌风格切换的拐点。**库兹涅茨周期则与实体经济的运行联系更为密切，更适宜指导长期资产配置。

基钦周期即库存周期，在库存周期的划分方面，库存增速回落即为去库存、回升即为补库存。库存回落的同时如果生产回升，则意味着厂商或有扩大生产增加库存的动机，此时应为被动去库存，反之则为主动去库存。库存回升的同时如果生产回落，则意味着厂商或有收缩生产去库存的动机，此时应为被动补库存，反之则为主动补库存。

表 2：库存周期的划分

库存周期	生产因子	库存因子
被动补库存	向下	向上
主动去库存	向下	向下
被动去库存	向上	向下
主动补库存	向上	向上

资料来源：中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

表 3：生产及库存的因子

代表生产的因子	代表库存的因子	其他有助于判断周期位置的指标
六大集团发电耗煤增速	工业企业产成品存货同比	PPI
工业增加值累计同比	PMI 产成品库存	CRB 综合现货指数
PMI 生产指数	PMI 原材料库存	工业企业利润总额累计同比
PMI 新订单指数，新出口订单指数		工业企业营业收入同比

资料来源：中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

基钦周期反映了市场牛熊趋势，决定短期方向。被动去库及主动补库时，股市一般处于上升通道，可积极做多，此阶段若库兹涅茨长周期向上，适合配置业绩弹性大的周期上游和大金融；如果长周期向下，适合配置估值驱动的成长板块；被动补库及主动去库时，股市并不会立马向下，高点一般在后半段出现，此类行情下，比较适合空仓观望，或者配置消费板块进行防守。

b.因子分析法——通过因子暴露方向决定每个宏观状态下的金融资产配置

我们结合多年投资实践和各类研究成果，构建增长、通胀、利率、信用、汇率五个因子来刻画主要的宏观风险，每个因子都是通过筛选合适的代理指标合成：增长因子——采用 PMI、固定资产投资和工业企业利润总额同比增速；通胀因子——CPI、PPI 及 CRB 现货综合指数；货币流动性因子——1 年期国

债到期收益率；汇率因子：美元兑人民币中间价。我们以宏观因子作为自变量，对各个金融资产进行单元线性回归，考察了各个宏观因子对不同金融资产的影响，并通过观测各类宏观因子走势，判断其对大类资产及权益板块的影响。

表 4：宏观因子对大类资产的影响

宏观因子	影响方向		大类资产	因子说明
增长因子向上	利好		除了黄金之外的商品资产	当增长因子向上时，大类资产配置应该以股票和商品类进攻资产为主，当增长因子下行时，应该以债券和黄金类避险资产为主。
	利空		债券	
	影响方向不明显	偏正面	A 股	
		偏负面	黄金	
通胀因子向上	利好		商品、港股	黄金的解释度偏低， 因为定价机制相对复杂，实际利率上行（通胀上行速度慢于利率上行速度），黄金下跌，反之，上涨。
	利空		债券、A 股	
	影响方向不明显	偏正面		
		偏负面	黄金	
货币流动性因子向上，货币政策收紧	利好		港股、商品（除黄金）	港股是一个更偏基本面驱动的成熟市场，对流动性因素敏感度低于基本面因素，而 A 股则受流动性因素影响更大。
	利空		债券	
	回归结果不显著	偏正面		
		偏负面	A 股、黄金	
汇率因子向上，人民币贬值	利好		债券	当人民币贬值，资金回流美国，导致港股市场流动性收紧，汇率是两国基本面相对强弱的反映，汇率因子上行时反映出我国基本面的相对走弱，因而对债券类避险资产有正向驱动作用。
	利空		港股	

资料来源：中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

由于各主题板块都属于权益资产，因子暴露方向大体相近，所以我们挖掘、比较各因子对于不同板块影响的结构性分化。

表 5：大类因子对 A 股各主题板块的影响

宏观因子	弹性较高，影响明显	弹性较低，影响不明显	因子说明
增长因子	上游资源、中游材料、可选消费三个板块影响最明显；TMT 和公共产业板块略有影响。	必须消费和大金融板块	
通胀因子	负面影响	中游制造板块位于产业链中游，成本转移能力较弱，影响偏负面；大金融、TMT、公共产业则显著受到通胀因子的负向影响。	上游资源、中游材料、这些产业链两端的板块受的负面影响相对较小。

	正面影响	可选消费、必须消费贴近生活资料端，物价上行对其盈利有正向贡献	
货币流动性因子	大金融、TMT 板块、公共产业板块负向影响最为显著， 前者更多是因为流动性收紧会降低投资者风险偏好，后两者则是典型高负债经营行业，利率上行会增大偿债压力，降低盈利水平。	上游资源、中游材料、中游制造、可选消费、必选消费受的负面影响相对较小。	货币流动性因子对 A 股的影响整体偏负面，因为流动性收紧，对权益资产的估值形成压力；
汇率因子	上游资源、中游材料板块中多为进口导向性行业，汇率因子上行（美元升值）导致进口成本提升，盈利水平下降，因而受到的负面影响更显著。	中游制造、必须消费板块中，多是出口导向型行业，人民币贬值有利于扩大市场份额，而且赚取的美元还能获取汇兑收益，因此受到的负面影响相对较小。	人民币贬值对 A 股的影响偏负面，当人民币贬值时，一方面说明中国的基本面相对弱势，另一方面也反映资金在流出，两者对股票都是利空影响。但是往往此时也是流动性宽松时期，对 A 股估值有利，因此影响方向需要具体分析。

资料来源：中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

c.周期与因子判断结合下的大类资产轮动策略

通过周期及因子分析结合判断宏观环境，着眼于抓住市场机遇变化或各大类资产相对价值变化所带来的投资机会，调整各大类资产的配置比例，以便于及时抓住投资机会，在风险可控的前提下尽可能地增强投资业绩。

表 6：周期及因子分析法下的资产轮动

宏观经济状态	大类资产配置	权益板块资产配置
增长因子向上+周期定位被动去库存	短久期信用债，权益，商品	超配顺周期型板块，如中游工业制造、电子（TMT）、可选消费（汽车、家电）、中小盘股等进攻性强的板块，适配大金融、医药、必需消费板块；
流动性因子向上+信用宽松	长久期利率债及信用债，部分权益类资产	超配金融、电子（TMT）、消费，流动性宽松起点优先配置券商，信用宽松起点超配成长性银行；

通胀因子向上+周期定位为被动补库存	短久期信用债，商品，部分权益类资产	超配必需消费、资源类（原材料类）板块；回避中游制造，产业链中游且成本转移能力弱的板块，受负面影响的金融、电子（TMT）及可选消费；
增长因子向下+信用收缩，周期定位为主动去库存	长久期利率债及高等级信用债	谨慎参与权益资产，重点关注必选消费、医药、公用事业等板块；回避可选消费、中小盘股等。

资料来源：中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

三、 细分资产的投资策略——纯债类资产提供基础收益，风险资产获取收益弹性

1. 固收纯债—— 信用债优选配置策略

1）行业及地区分化的背景下，优选中等级产业债获取配置收益

年初以来信用债收益率下行主要是流动性宽松推动的，而整体信用基本面并未明显修复，存在行业结构性分化的情况，因此对于中等级（AA+级）信用债，我们建议以优选景气度回升而利差暂未修复的行业为主要配置逻辑，在政策逆周期调节力度明显加大的背景下，主要关注逆周期调节政策重点倾斜且主体资质较好的行业，挖掘中等级信用债的投资价值，同时回避受到经济下滑影响冲击较大的商贸、休闲娱乐等行业。如专用设备制造、公用事业及交通运输等，当前行业利差分位数较高，且面临不确定性较小，重点配置，食品饮料、交通运输分位数较低，其作为防御行业进行基础配置。

2）基建投资周期背景下，把握城投债投资机会

今年以来基建政策发力被中央高层再次提及，叠加专项债持续放量，以及隐性债务置换工作继续推进，城投平台融资政策或有进一步放宽迹象，虽然目前市场上的城投债成为各家机构下沉资质的首选品种，但是我们认为对于城投债资质下沉策略应保持谨慎，建议以挖掘价值洼地为主要策略。如地级市唯一平台或核心平台，百强县（或县级市）的主要城投平台或唯一城投平台，部分弱主体、强债项（强担保）的城投债，隐性债务置换进展较快的区域以及隐性债务化解试点城市，专项债政策利好下，承担重大项目建设的城投主体。

2. 固收纯债——交易性策略

1）收益率曲线套利策略

曲线套利策略是指，在收益率曲线上选择有比较优势的点位进行配置，如曲线旋转策略及凸性策略。监控收益率曲线中出现长短端倒挂、负凸性的情况，若长期利率低于短期利率，则多短空长。如2018年7月初，从曲线形态上看，3年的价值较为突出，3年是一个凸点，3年以上较为平缓，3年以下较为陡峭，随后曲线形态进一步陡峭化，3年期收益率下行。1年期主要受资金面影响。

2）国债期货移仓换月时期的跨期套利策略

当国债期货处于由近月合约向远月合约移仓的过程中时，五年期和十年期的跨期价差均会出现上行，特别是十年期跨期价差的上行幅度更大。主要原因是套保盘持续有对冲的需求，会进行滚动对冲，在近月合约临近到期的时候，进行平盘，使得近月合约的价格上涨，同时开仓空远月合约，从而使得跨期价差上行，近月合约变得相对远月合约贵。因此，每个季度临近移仓换月时期，可考虑开仓买入近月合约，并卖出远月合约，并在近月合约进入交割之前平仓。

3.转债策略——转债打新、正股策略及条款博弈

可转债一级新发时，可择券参与打新，新上市初期，转股期、下修窗口还未开启，因此主要关注正股的基本面，从个券上把握投资机会。该阶段转债随正股同涨同跌，转债表现出更强的股性。存续一段时间后，转债基本进入转股期、回售期和赎回期等，条款的作用开始发挥作用，在此阶段，还可以根据条款适时改变投资策略。当然，无论是在转债上市初期还是处于存续后期，都可以根据转股溢价率、纯债溢价率等寻找到套利机会。

打新策略：转债策略方面，打新仍是近期市场最为确定性的收益机会，对于基本面无明显瑕疵的品种均积极参与一级市场机会。同时，若正股质地较好的新券在上市后价格出现回调，则是很好的配置机会。

正股策略：行业上，考虑宏观经济走势、经济周期、阶段性行情等特点，选择具有优良成长环境的公司进行投资布局；个券选择上，最主要是对可转债对应的股票基本面进行分析，定量分析结合定性分析，选择那些具有良好成长潜力且估值合理的标的股票。

条款博弈策略：A 股转债的三个特殊条款都已形成标准模式，通过条款博弈的机会通常可以获得一定的收益，其中转股价下修是条款博弈的重点，下修条款博弈的客观指标明显，博弈胜率更高，且介入时机相对容易把握。在不考虑回售的影响下，主动下修的转债大概率上涨从而有望获得一定收益，而且董事会议案日对于转债价格的影响较为显著。

4.权益类资产交易策略——攻守兼备的策略组合体系

1)多头行情下，趋势多头持仓策略

以宽基及行情走势相关性高的的 ETF 为主要投资工具，如 50ETF、300ETF、500ETF、创业板 ETF、券商 ETF 及其他宽基 ETF 等，交易逻辑是市场明确处于多头行情的情况下，持有宽基 ETF 或高贝塔的证券 ETF，获取市场上涨收益。

2)震荡市行情下，风格偏好策略/行业阿尔法策略

以行业 ETF 为主要投资工具，如消费 ETF、医药 ETF、证券 ETF、银行 ETF、金融 ETF、科技 ETF、新能源车 ETF、黄金 ETF、股指期货（IF、IC）等，获取震荡市中受益事件驱动、政策驱动、产业成长驱动等行业阿尔法收益机会，风格偏好策略获取市场某一阶段市场的风格偏好发展带来主题型超额收益。根据行业主题与 IF、IC 的联动关系进行期指对冲，降低波动风险。

3)Alpha 对冲策略

Alpha 对冲策略基于多因子选股框架，包括 30～40 个有效的常规因子，以及二十几个自开发的因子模型。此外，我们认为可以通过构建因子筛选、因子组合和市场风格评判的模型，在控制跟踪误差的前提下，使用有效因子中与市场风格一致的因子，通过主动管理降低 Alpha 的回撤、提升绩效。建议坚持基本面因子和技术面因子相结合，长短周期相匹配的方式构建 alpha 因子体系。

建立多维度的 alpha 因子评估体系，计算各因子的有效性指标和单调性指标，采用多个指标相结合的方式筛选出具有低波动性且可持续获取超额收益的 alpha 因子。兼顾有效 alpha 因子收益的趋势性和相关性对因子权重进行动态调整。以成分股和行业偏配阈值为约束，构建超低配股票组合。

表 7：alpha 因子分类

长周期因子	数量	举例
盈利	13	销售净利率、营业费用比例、毛利率

成长	17	主营业务收入增长率、股东权益增长率、经营活动现金流净额同比
规模	7	流通股本、流通市值、总资产
估值	12	PE、PB
杠杆	5	流动负债率、长期负债率
流动性	11	总资产周转率、流动比率、速动比率
波动率	7	月收益率标准差、beta
技术	7	一个月股价动量、反转、RSI20、RSI40
一致预期	5	一致预期 EPS
短周期因子	**数量**	**举例**
价量技术因子	42	价量背离、跳空比率、主动成交率、乖离率

资料来源：中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

5.股票期权策略

1）无风险套利策略

以期权定价理论中经典的 Put-Call Parity 的期权平价公式——C+Ke-rT=P+S 为核心，利用 50ETF 期权对股票空头进行复制，结合对应的股指期货，对股指期货升贴水进行价差回归套利。

2）波动率均值回归策略

以统计套利模型为基础，对标的的隐含波动率进行回归统计。隐含波动率会受到交易者情绪影响，经常偏离实际波动率，且国内 IV 的波动经常会出现不同程度的延迟。盈利来源即为对 IV 严重偏离的预判，到期日边界条件的收敛，使得 IV 回归于均值水平。

3）跨期价差的统计套利

Theta 在临近到期日时会迅速增大，远近月同行权价期权合约的 Theta 差扩大；如预期 50ETF 不会有较大幅度的实际波动，则可以做多次月期权合约，做空当月期权合约。

四、 资产组合的净值波动控制

坚持最确定的资产和策略，宁愿放弃更高收益的可能性。对于固收+产品为保持净值稳定，尽可能控制回撤，我们认为固收增强的策略需要坚持两个原则：第一个原则是选当期确定性最强的策略，寻找以时间为友的资产，比如当前可转债和股票领域目前属于现阶段高胜率资产，重视盈利向上或者估值提升顺畅的行业或板块；第二个原则是为了获取确定性收益，情愿放弃更高收益的可能性。

根据资产波动率控制仓位上限。建议采用价值线管理体系实时监控当前产品的风险容忍度，根据实盘策略的历史波动率推算出可配置的仓位上限，并用资产组合优化模型构建最优的投资组合，有效控制产品净值波动。

综上，为控制产品的波动率，在投资中运用低风险投资品增加收益的同时，可采用渐进增加权益类资产配置来提高收益；综合运用静态与动态止损策略，避免产生过大回撤。

五、 总结

固收+的策略核心是通过深入的宏观形势分析，合理的资产配置比例，以及不同环境下的资产轮动操作，提升投资组合的收益-风险特征，从而构建各类市场环境下攻守兼备的投资组合。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，金融学博士，中航证券首席经济学家，金融研究所所长。

符旸，SAC 执业证书号：S0640514070001，首席宏观分析师，经济学硕士。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。