

# 债牛步伐放慢 波动风险或增加

近日,关于债市的讨论成为资本市场热门话题。中国证券报记者在采访调研中了解到,在债市走强的影响下,已经有部分投资机构的自营资金仅用半年时间就完成了全年的债市投资收益目标。水涨船高,公募债基的表现也相当抢眼,超九成债基实现年内正收益。

债市火热的背后,不仅有国内投资者跑步进场,还有外资持续大增的买盘。业内人士分析,资产荒和市场风险偏好下降是推动债市持续走强的重要因素。展望后市,多家机构表示,仍然看好债市投资机会,但市场波动风险可能增加,需要警惕市场拐点的出现。

●本报记者 张韵

“听说你们半年就完成了全年任务?”“对,上半年仓位比较重,买了比较高的利率债……”近日,中国证券报记者在采访调研中获悉,在今年债市行情的带动下,一些券商自营资金仅半年时间就已经完成了全年的债市投资收益目标。

据了解,所谓的全年投资目标,主要是指以券商自营为代表的部分追求绝对

谈及上半年的市场表现,不少投资机构人士直呼债市行情来临,甚至专业人士都颇感意外。

博时基金固定收益投资三部总经理张李陵说,结构上来看,1月-2月超长债表现较好,3月-6月信用债、长期限信用债和5年-10年期利率债表现相对较好。

安信基金固定收益部总经理张睿称,上半年,多个债券品种的收益率创阶段性

值得注意的是,债市行情已成为今年的市场持续聚焦所在。7月1日,人民银行宣布决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作,当天,10年期国债期货主力合约午后突然跳水。这些事件更是进一步将债市推上热议话题榜。

有专业人士认为,人民银行相关举措将影响债券二级市场供求关系,从而影响收益率,旨在避免收益率过度偏离合理水平。这一举措释放出稳定长债收益率,防范长时间下行风险的信号。

展望后市,持续走牛较长时间后,债市是否会迎来调整风险?

中国证券报记者在采访调研中发现,多数投资机构依然看好后续债市表现,不过提示市场波动可能加大,需要留意投资风险。

资产荒成为许多机构认为债券后市仍有较大投资机会的重要原因,也成为它们投资策略调整的关注焦点。

招商基金认为,下半年资产荒仍会持续,信用利差有望继续压窄。可重视长债



视觉中国图片

收益的投资机构,一般会在年初制定全年收益目标。假如收益目标为5%,投入本金为1亿元,那么,获得500万元收益即可算作完成全年收益目标。

放眼公募基金行业,债基业绩表现同样亮眼。Wind数据显示,截至7月3日,全市场3600余只债基,超过95%的产品实现了年内正收益,收益在5%以上的产品超过50只。

新债。利率债方面,5年期及以上品种收益率逼近2020年低点,7年期以上品种的收益率创近20年来新低;信用类债券,很多品种的收益率创近20年来新低。

债市行情背后是何逻辑?多位债市投资人士在接受中国证券报记者采访时表示,资产荒是推动债券价格不断上行的核心驱动因素。在债券供给较少、供给速度放缓,而投资需求比较旺盛的情况下,供

和超长债品种因供给、监管等压力形成调整后的配置机会。可维持一定仓位,积极参与波段交易。资金面或将维持宽松,如因资金面导致市场调整,或是加仓机会。

恒生前海基金认为,资产荒现象短期内难有改观,债市拐点尚不明确。目前利率债交易建议拉长久期,适当提高换手率,通过波段交易增厚收益。但在市场拐点明确出现后,需要及时调仓。

市场风险偏好下降、相关政策信号等因素也被机构认为可能助推债市行情持续演绎。

诺安基金认为,禁止手工补息、市场风险偏好回落、社会融资需求减缓等因素对债市构成利好,非银金融机构配置需求旺盛,依然看好债市表现。后续需要关注收益率持续走低过程中,债券供需关系和风险偏好的边际变化。

鹏华基金债券投资一部总经理祝松认为,中长期来看,货币政策仍有较大宽松空间,政策利率、基准利率仍有较大下调可

有业内人士透露,对于债市投资,不同机构的态度其实并不一样。即使提前完成全年收益目标,也不意味着可以就此“躺平”。

“像券商自营这些机构,如果考核的要求就是完成全年收益目标的话,那确实可以落袋为安,下半年也可以轻松度过了。但是,也不排除有些公司会进一步提高收益目标。”一位公募债券基金经理告

需矛盾进一步推升了行情。

从需求端来看,Wind数据显示,以债券型ETF为例,上半年多只债券型ETF规模大幅增长,投资者热情可见一斑。其中,30年国债ETF份额更是增长超过500%,最新规模超过22亿元;政金债ETF、十年国债ETF的基金份额亦是翻倍增加。短融ETF、政金债ETF、可转债ETF、公司债ETF均进入百亿级产品

能,因此,债市仍具有较好的投资配置价值。短期来看,债市收益率可能会向均值回归。随着供给释放,供需矛盾有望得到缓解,资金面、资金利率等也会出现波动。

对于下半年投资策略,张睿认为,赚钱

诉中国证券报记者,公募债基基本不存在可以提前“收工”的情况,因为公募产品有其特殊性,需要尽可能保证基金持有人在各种市场环境下的利益。

另一位基金人士则坦言,债基主要还是就相对业绩进行排名考核。如果说上半年达到一定收益目标就不再投资,一旦下半年市场行情更好,那就会跑输同类产品,并影响最终考核结果。

行列。

不仅境内投资者购买债券的热情颇高,海外投资者对中国债券的投资量也持续增加。中国人民银行上海总部发布的数据显示,截至2024年5月末,境外机构持有中国银行间市场债券4.22万亿元,较4月末增加约0.17万亿元,这已经是外资连续九个月增持中国银行间市场债券。

效应依然存在于久期策略中,但区别在于现阶段长久期资产的持有人结构不太均衡,以交易型机构为主,配置型机构有淡出趋势。因此,后续应当规避交易拥挤的资产,3年期至5年期产品可能相对表现较好。

## 2024年以来收益率居前的部分债基

序号	基金简称	基金类型	年内收益率(%)
1	民生加银转债优选A	可转换债券型基金	10.61
2	工银可转债	可转换债券型基金	9.97
3	工银瑞盈	混合债券型二级基金	9.71
4	汇添富添添乐双盈A	混合债券型二级基金	9.64
5	西部利得鑫泓增强A	混合债券型二级基金	9.42
6	新华丰利A	混合债券型二级基金	9.10
7	鹏扬中债-30年期国债ETF	被动指数型债券基金	8.98
8	江信祺福A	混合债券型二级基金	8.57
9	华泰保兴尊利A	混合债券型二级基金	8.29
10	华夏鼎庆一年定开	中长期纯债型基金	8.00

数据来源/Wind(截至7月3日)对债券型基金的定义包括:纯债基金、混合债基一二级基金、可转债基金、指数债基

制表/张韵

## 红利资产短期调整 机构依旧看好

●本报记者 魏昭宇

7月4日,中证红利指数下跌0.65%,煤炭、银行、公共事业等多个板块震荡回调。拉长长时间来看,红利资产的调整已经持续了一个多月。以中证红利指数为例,Wind数据显示,该指数已经从5月31日的5669.49点下跌至7月4日的5384.29点。

业内人士指出,红利资产近期调整可以看作是大幅上涨后的短期休整。在当前时点,红利资产的长期逻辑没有发生根本性变化,仍然处于相对较低的估值区间。作为投资者的底仓,红利资产仍是长期不错的配置选择。

### 红利资产持续调整

自5月末以来,红利资产便开启震荡回调模式。Wind数据显示,中证红利指数已经从5月31日的5669.49点下跌至7月4日收盘的5384.29点,6月份的区间调整幅度约5%。

个股方面,截至7月4日,平煤股份、淮北矿业、潞安环能等近一个月以来的调整幅度超过10%,山西焦煤、格力电器、山煤国际、充矿能源等个股也出现较为明显的调整。

红利资产近期表现不尽如人意,多只红利主题基金的净值也出现较明显回撤。以6月份的行情为例,Wind数据显示,超270只红利主题基金之中,收益为正的仅有42只。部分基金产品在6月份的区间跌幅超过8%,近100只产品单月回撤超过3%。与此同时,也有少数红利主题基金展现出较强的抗跌性。平安港股通红利精选A6月份收益率为3.26%,海通红利优选A、中泰红利优选一年持有等基金产品6月份收益率均超过1%。

### 投资逻辑未发生根本性变化

谈到近期红利资产的调整,华宝红利精选的基金经理唐雪倩分析,部分原因缘于大幅上涨后的短期休整,站在当前时点,宏观环境并没有发生根本性变化,红利资产的长期投资逻辑也没有发生根本性改变,仍然处于相对较低的估值区间,拥有较高的股息率水平。

中邮核心优势的基金经理江刘玮认为,致使近期红利板块回调的因素或来自资金层面。一方面,近期科技成长方向受到美股人工智能(AI)产业链的催化出现强势反弹,在A股市场整体存量博弈、市场成交未放量的背景下,部分前期流入红利板块的资金撤出;另一方面,前期贵金属、有色金属、石油石化、煤炭等周期板块在累积一定的涨幅后,部分短线资金有兑现行为。

“经过过去一个月的市场调整,红利策略的交易拥挤度已回归合理区间。”博时中证红利低波100ETF的基金经理杨振建表示,从长期来看,红利资产依然具有吸引力,高股息加低估值的特征使其在不同市场环境下都有一定的适应性。

从数据上看,短期波动似乎并未阻挡投资者对红利资产的投资热情,资金整体仍呈现持续涌入的态势。Choice数据显示,截至7月3日,华泰柏瑞中证红利低波ETF、嘉实沪深300红利低波动ETF、工银瑞信中证港股通高股息精选ETF自6月初以来的份额分别增加9.59亿份、5.59亿份、5.07亿份。

### 下半年红利风格有望再度占优

对于下半年市场,农银红利甄选拟任基金经理姚晨飞认为,红利风格有望再度占优,出口、顺周期和科技等主要方向出现大行情的可能性不大。他表示,优秀的红利资产定价模式已经从传统的市盈率、市净率转向分红折现定价,具有一定的类债特性。

红利资产走强吸引越来越多资金涌入,这一赛道是否已经过热?唐雪倩认为,红利策略有发展动力,后市或有更多空间。在实际的交易层面上,通过对中证红利指数过往16年数据的观察,红利策略的短期拥挤度会有自然起落,但并未达到系统性的交易过度拥挤情况。

唐雪倩表示,目前来看,自2024年以来,红利指数在A股中的成交额占比不到5%,约处于历史的30%分位水平。截至2024年一季度末,A股股息率大于5%的股票在全A总市值占比大约为18.87%,但在公募重仓股中的持股占比仅为4.96%,机构在红利资产上的关注度确实出现边际增长,但从长远来看,仍有较高的配置提升空间。从绝对估值的角度来看,红利指数目前的整体市盈率仍在个位数区间,市净率仍小于1倍,绝对估值处在相对可控和安全的位置。

在近期举办的多场公募基金策略会上,红利这一关键词被多家机构反复提及。比如,平安股息精选的基金经理刘杰在平安基金策略会上表示,在无风险利率下行背景下,增配权益资产提高长期收益率势在必行。A股市场正迎来越来越多长期且稳定的资金,红利策略正好与这部分增量资金有较高的匹配性。红利策略既能为追求稳健风险收益特征的机构投资者提供选择,又可有效规避权益市场波动风险。随着新“国九条”等改革措施不断落地,将进一步促进分红率的提升。

南方基金宏观策略部联席总经理唐小东亦表示,红利资产依然有较确定的投资价值,在大量公司提高分红的背景下,红利资产整体股息率有望持续走高。

# 公募参与定增热度降低 折价策略盈少亏多

●本报记者 杨皖玉

数据显示,今年以来公募基金参与上市公司定增热情大幅下降,定增投资盈少亏多。在业内人士看来,再融资政策优化以后,定增市场逐步恢复,但定增投资受到市场环境和指数点位影响,整体表现不尽如人意。展望后市,公募基金参与定增需注意流动性风险。也有观点认为,近年来小微盘股经历大幅调整,或为定增挖掘超额收益创造了良机。

### 市场热情不高

Wind数据显示,截至7月4日,今年以来公募基金共计204只产品(不同份额未合并)参与了上市公司定向增发,认购总额为46.63亿元。2023年同期,公募基金参与上市公司定增认购总额为206.96亿元。截至7月4日,2024年公募定增认购总额同比下降77.47%。

从基金公司来看,截至7月4日,今年以来17家基金公司参与上市公司定增,少于去年同期的35家。在参与定增项目数量上,财

通基金最多,参与了27个项目;华夏基金紧随其后,参与了25个项目。在定增认购金额上,华夏基金为6.7亿元,兴证全球基金为4.89亿元,财通基金、广发基金的定增认购金额均超3亿元。

从整体定增情况来看,财通基金投行业务部负责人胡凯源表示,今年1-5月份跟往年同期比较,定增项目预案数量恢复到了35%左右的水平,预案金额目前恢复到了15%左右的水平。可见再融资政策优化以后,定增市场逐步恢复,但也受到了市场环境和指数点位的影响。

对于公募基金来说,定增策略是通过牺牲一定的流动性来换取投资标的折扣价格的一种投资方式。

对于公募基金参与定增热度降低,天相投顾相关负责人表示,整体来看,近三年定增市场表现一般,如国证定增指数已经连续下跌三年,这表明折价带来的收益不足以弥补资产价格的下跌。另外,如果观察今年上半年定增项目,其折价率约为15%左右,与去年同期的20%相比有所收敛,增厚效果有所下滑。因此,目前市场对定增的参与热情并不高。

### 公募亏多盈少

从定增账面收益来看,截至7月4日,今年以来公募基金参与定增亏多盈少。

财通基金参与西藏城投定增,目前的浮盈情况较好。今年3月,财通鼎欣量化选股18个月定开混合、财通沪深300指数增强、财通量化价值优选、财通中证500指数增强等基金产品以7.58元/股的价格参与西藏城投定增,截至7月3日收盘,西藏城投股价为12.21元/股,前述基金产品在此定增项目上浮盈超过60%。

国泰基金、诺德基金、泉果基金、中欧基金旗下产品6月参与德业股份定向增发,目前也有一定的浮盈。数据显示,共32只基金产品以55.56元/股的价格,获得德业股份定增股份473.53万股,截至7月3日收盘,德业股份股价为73.6元/股,此次定增项目浮盈超30%。

部分基金在鑫铂股份定增项目上出现大幅浮亏。1月份,兴证全球兴裕、华夏磐利一年定开、财通中证500指数增强等以27.92元/股的价格参与鑫铂股份定增,7月3日,鑫

铂股份股价为14.51元/股,较定增价格跌至50%。此外,公募基金参与振华新材、曲美家居、集泰股份、干味厨厨、弘元绿能等个股的定增,目前浮亏均超过30%。

### 注意流动性风险

展望后续定增市场,胡凯源表示,虽然经历今年年初小微盘股的大幅波动,但并不代表投资者对定增市场中的小市值公司失去信心。从2024年以来的解禁结果来看,投资一些小微盘股的收益高于市场预期。因为当其实现价值回归后,有望创造更多的超额收益。

定增策略的收益包含两部分,一是资产标的价格的涨跌,二是折价带来的收益增厚。

天相投顾相关负责人表示,基金在参与定增时,主要应注意投资标的的流动性风险,由于参与定增产品具有锁定期,在极端波动导致股价大幅下跌时,可能造成组合净值波动加大。另外,投资标的本身也存在投资风险,基金经理应该严格审视定增项目的内在价值,做好相关的投研工作。