

市场玩“变脸” 债基忙“卸妆” 谁在导演“鸡飞蛋打”这场戏

□本报记者 王鹤静 徐金忠

“全都是债！”基金经理王钱（化名）一语双关。

确实如此，观察今年以来公募基金规模变化，可以看到债基规模逆市上涨态势锐不可当，“全都是债”所言不虚。与此同时，近期的债市进入多变期，债基也在债市的变盘浪潮中迅速“卸妆”，原本稳稳的债基突然出现极高的波动性，“全都是债”指的更是债基研究投资对产品稳健收益欠下的“债”。

规模的逆市上涨，更多的是投资者的自发行为；但债基投资能力的“欠债”，更值得行业反思。在债市近期的变化中，可以明显看到，有债基产品为扩大规模，存在久期错配、品种漂移等嫌疑。部分债基通过“极限挑战”博出位、扩规模的动作，也已经引发多方关注。业界认为，“亡羊补牢为时不晚”，以债基为代表的固收类产品配置需求有望长期存在，在波动中调整的债基，已迎来专业升级的抉择点，只有精湛的专业能力才能保证公募债基的进一步发展。



视觉中国图片

债基“收蛋”变“砸蛋”

近期，债市进入多变期。

随着债券收益率迅速下行至关键点位，在人民银行引导、大行卖债、社融数据发布等多重因素的共振作用下，持续已久的“债牛”行情出现大幅调整，特别是长端和超长端利率调整更为剧烈。受此影响，部分投资长债、超长债的债券型基金净值走出了一波“深V”曲线。原来投资者在债基上稳稳“收蛋”（投资者将1个基点戏称为一个“蛋”）的幸福，突变为无情“砸蛋”的惊悚。

具体来看，8月12日，债市延续此前一周的偏弱表现，所有期限利率债收益率全线上行，这是继今年4月之后中长债基的基金净值再度出现集体大幅回调。

Wind数据显示，目前公募市场上仅有的两只超长债ETF——博时上证30年期国债ETF、鹏扬中债-30年期国债ETF当日双双跌超100个基点，今年3月刚刚成立的博时上证30年期国债ETF当日跌幅高达1.18%，创下了成立以来的单日最大跌幅纪录。

与此同时，上银中债5-10年期国开债A、上银政策性金融债A、民生加银瑞怡3个月定开、平安5-10年期政策性金融债A、兴华安裕利率债A、中信保诚景瑞A、嘉实丰益纯债等多只中长期纯债型基金，当日基金净值均跌超50个基点，刷新了今年以来的单日跌幅纪录。

随后在8月13日至8月14日，债市开始“深蹲”后“起跳”，博时上证30年期国债ETF、鹏扬中债-30年期国债ETF这两日的涨幅均在60个基点左右，累计涨幅双双超过120个基点，基本反弹至8月9日的水平。

中长期纯债型基金方面，华泰保兴安悦A、华泰保兴尊益利率债6个月持有A、民生加银瑞怡3个月定开、平安5-10年期政策性金融债A、上银政策性金融债A这两日的净值累计反弹幅度也都在60个基点以上，基本收复了8月12日的“失地”。但拉长时间维度来看，此次中长债基的调整幅度之大、速度之快，十分少见。

债基如此急跌，自然让投资者的获得感大打折扣。观察部分投资者的交流平台可以看到，投资者纷纷感叹，天天“收蛋”的好日子一去不复返，而且当天的债基“砸蛋”之多，让很多投

资者很长一段时间辛辛苦苦攒起来的收益“鸡飞蛋打”。

针对近期债市的震荡，兴证全球基金投顾策略主理人高鹏翔表示，近期市场波动一定程度上可能和人行调节有关，市场情绪或受到部分中小金融机构自律调查消息的影响。但回归本质，高鹏翔认为，影响债市的经济基本面并没有发生变化，而人民银行的一系列操作可能更多是为了引导市场预期，维持合理的国债收益率曲线，而非释放货币政策紧缩信号。

国联基金认为，由于债市较长时间展现强势，市场往往形成了一致单边预期。然而，这种过于一致的预期往往隐藏着风险。当所有投资者都追逐确定性溢价时，市场的正常定价功能就会失效，容易出现杠杆套利和赛道拥挤的情况。因此，需要警惕并打破这种单边预期。市场分歧比共识更有价值，能促使投资者做出更合理的投资决策。随着市场调整的深入和人行政策的呵护，债市情绪逐渐修复，相信投资者也会更加趋于理性。

“深V”之中的可疑之处

近期债基的“深V”净值曲线可以认为是债市起落的正常结果。但是在债市的变盘之中，还是能看到部分债基在投资中的可疑之处。

中国证券报记者发现，在此次债市特别是长端利率品种的剧烈调整过程中，部分短债基金一改低收益、低回撤的稳健形象，在“深V”的基金净值曲线中露出了马脚。

8月12日债市大跌当天，浙商汇金聚盈中短债A、中邮鑫溢中短债A、浙商汇金月享30天滚动持有A、大成景优A等短债纯债型基金的基金净值跌幅均在20个基点以上，中银季季享90天滚动中短债A、浙商汇金双月鑫60天滚动中短债A、财通资管鸿享30天滚动持有A、嘉实汇达中短债A、金鹰添悦60天滚动A、同泰泰享中短债A等当日也跌超17个基点，均显著大于同类短债基金当日约6个基点的平均跌幅。

并且，在随后两日的债市反弹中，这些短债基金也都当仁不让。浙商汇金聚盈中短债A、中邮鑫溢中短债A、财通资管鸿享30天滚动持有A、大成景优A等基金净值两日累计反弹超20个基点，中银季季享90天滚动中短债A、同泰泰享

中短债A、嘉实汇达中短债A等两日涨超15个基点，同样远超同类产品5个基点左右的涨幅。

结合此前的业绩表现来看，截至8月9日，今年以来多只30天-90天滚动持有中短债基的收益率均在3.2%以上，远远超过短债基金2%左右的年内收益水平。部分业内人士认为，此类中短债基为扩大规模，可能重仓操作长端品种以博取业绩，或有风格漂移之嫌。

“细分品类下的债基一般是高度同质化的产品。以至于在产品的策略上，各家机构的雷同性也非常高。这就是行业里说的公募债市投资的‘卷’。如果在产品大的策略上很难做出差异化，那么为什么在收益水平上会有这么大的分化？其中很重要的原因是在杠杆、久期、品种等方面的调节。”一位公募固收投资基金经理表示。

在上述的可以“调节”的内容中，又有着不同的处理方式。据悉，目前公募债基产品在杠杆上已有严格的控制，但在品种和久期选择上仍有一定的运作空间。据行业法律人士介绍，公募债基产品的合同规定存在“泛化”的问题，即如果仅对照基金合同，很难找到其投资操作中的一些不当之处，但是“泛化”的规定为投资中不受约束的“裁量”留下了空间，造成一些产品为了做业绩、扩规模而频频试探合规的红线。至于久期方面，则拥有更大的选择空间，“如果在久期选择上名实不符，那就会存在违规的风险”。该法律人士表示。

不过，也有公募固收投资负责人认为，公募债基整体上不存在大的合规风险。在他看来，公募机构在债市投资上属于“风险厌恶型”，在一些高收益高波动品种上，一直持谨慎的态度；至于久期选择等策略，也主要是追随市场主流。“相对于别的资管机构，公募债基一直在风险敞口上控制得十分严密。公募的债市研究和投资很专业、很勤奋，但是在债市投资的策略上，其实是相当保守的。如果存在一定的合规嫌疑，那也是为了业绩和规模做的一些擦边动作。但除了一些特殊的时间节点，这些擦边动作实际对基金净值的增厚十分有限。”他说。

债市投资要“静水深流”

虽然不排除有个别基金经理和基金产品存

在“极限挑战”的操作，但是目前业内各方普遍认为，公募基金在债市投资上，要做的和正在做的是静水深流和计之深远。

沪上某基金公司固定收益投资部总监认为，今年以来，公募固收类基金规模增长一方面是由于市场原因，另一方面是因为固收类产品业绩得到了客户的认可。过去一段时间，固收类产品的收益表现较好，相对回撤也比较低，相比其他类型资产体现出了一定的优势，吸引了风险偏好较低的投资者。但面对这样的规模增速，基金管理人需要思考这样的业绩导向未来能否持续。“作为基金管理人，未来一段时间还是要以绝对收益思路为投资者真正赚到钱。在市场靠久期策略博弈的时候，我觉得卷相对收益、卷排名的意义不大，尤其是风险增加的时候。”

另外，“稳稳的幸福”也需要基金机构和基金持有人形成合力。在上述固收投资总监看来，投资者需要看清楚，过去的收益不代表未来的收益。面对规模、利润的增长，基金管理人要做好自身的流动性管理、风险管理，把更多的精力放在风险管理上，而不是在业绩层面去卷。此外，基金管理人也要向公众投资者传达，固收类基金过往的业绩可能主要来自于债券利率的下降；随着债券利率进入低位，未来的收益率不能按过去的线性外推，需要进行一定的风险提示和投资者教育。

静水深流的研究和计之深远的投资，才能更好地契合投资者对于债基的长期配置需求。“在低利率的时代下，债基依然是家庭资产配置中不可或缺的选项。而基于当前债市收益率偏低的现实，在具体配置选择上，短债基金受利率风险影响相对较小，相比而言，投资性价比或许更有优势。”华夏基金认为。

华夏基金进一步提示，年内债市已经积累了一定的涨幅，需要投资者做好预期管理，接受未来一段时间债市回报率出现波动的可能性，“但展望长期，不妨提醒自己‘慢就是快’，从资产配置的角度做好布局，拥抱固收类资产的中长期魅力”。

富国基金同样提醒，投资者需要理解固收类资产在配置中的压舱石角色，不要因一时的波动而乱了阵脚，根据自己真实的资产配置需要作出决策。