

# 网红债基陷入“负循环” 流动性管理至关重要

□本报记者 王鹤静



视觉中国图片

今年9月下旬以来的债市调整，让那些风格漂移、信用下沉、拉长久期的短债基金迅速暴露风险。部分产品甚至陷入赎回、砸券、下跌的“负循环”，导致基金业绩持续下滑，净值至今仍未修复。尽管它们此前凭借领先同类产品的较高收益成为网红产品，备受追捧，但三季度以来的天量赎回已经昭示着多数持有人受伤离场。

多位公募固收业内人士向中国证券报记者表示，管理短债产品需要对久期风险、信用风险、流动性风险进行均衡考量，不能为了提高收益而把单一风险因子做极致暴露。利差被极致压缩后，过分信用下沉和拉长久期都是不明智之举。

业内人士预计，接下来流动性管理仍将是固收产品的应对重点，不仅要充分考虑流动性溢价，还要增加对市场风险偏好指标的关注，加强投资者行为研究，及时跟踪市场资金流向变化。

## 风格漂移导致“负循环”

9月下旬以来，政策“组合拳”持续落地，A股应声反弹，市场风险偏好明显提升，主流权益指数实现普涨。与此同时，债市因“股债跷跷板”效应受到明显压制，短期内出现大幅调整。即使是风险较低、流动性较好、收益相对稳定的短债基金同样“难逃此劫”，单日跌幅甚至达到30个基点以上。

并且，权益市场的赚钱效应也带来了强大的资金虹吸效应。Wind数据显示，今年三季度，仅短期纯债型基金规模就缩水超2000亿份，创下自2023年以来单季度最高赎回纪录。

权益市场普涨后，行业、风格持续轮动，市场进入寻找主线的震荡阶段。同时在货币政策持续宽松的背景下，债市逐步企稳，利率重回下行通道，固收产品业绩随之开始修复。

不过，中国证券报记者梳理发现，即便是以配置高流动性品种为主的短债基金，截至11月15日，仍有近15%的短债基金净值没有修复到9月24日之前水平。在此期间，部分短债基金的跌幅甚至高达100个基点以上，至今仍在艰难“爬坑”。

以某60天滚动持有期短债基金为例，记者注意到，9月下旬以来，该基金一度出现连续8个交易日中7天跌超10个基点的情况。某网红短债基金三季度更是遭遇数十亿份的巨额赎回，10月下旬债市企稳后，该基金却依然出现连续8个交易日下跌的罕见情况。

记者从多位业内人士处获悉，这些持续阴跌的短债基金或与投资风格漂移密切相关。部分短债产品此前为了博收益、博规模，可能采取了信用下沉、大幅拉长久期等不当操作，导致其出现在债市调整前业绩大幅领先同类产品，而债市调整后大幅跑输同类产品的情况。

由于基金净值持续下跌，这些债基遭遇了持有人的大规模赎回，导致基金经理被动去卖这些流动性差的券种，如果久期比较长同时评级又较低，市场的认购情绪会非常差，没有资金能接得住，基金经理就只能往下砸价格卖券，导致基金净值持续下跌，持有人持续赎回，

形成负循环。并且，这样的阴跌会给组合收益带来巨大拖累，票息收益已经难以弥补这样的亏损，基金净值至今难以修复，业绩排名从前列直接跌落谷底。

金鹰基金固定收益部总经理、基金经理龙悦芳告诉记者，虽然10月中旬以来利率率先企稳，信用债11月也开始修复，但是中长期信用债特别是弱资质城投债受到相关政策影响，市场偏谨慎，估值修复偏慢，导致前期持有此类品种的债基业绩修复不理想。

## 负债端管理重要性提升

回顾2019年到2024年三季度这轮债牛行情，某大中型公募短债基金经理林平（化名）对记者表示，久期策略可以说是为固收产品贡献最多超额收益的策略之一。特别是今年债市调整之前，公募基金的久期中枢提升到了非常高的位置。但是9月下旬债市调整之后，久期策略难以顺畅地做出超额收益，短债久期中枢也随之下降。

德邦证券固收团队研报显示，三季度短债基金表现相对较弱，规模环比减少2266亿元，降幅15%。短债产品中，机构持有占比较高的产品规模降幅相对更大，最大回撤中位数也较高。截至三季度末，短债基金杠杆率由上季度末的113.27%降至113.20%，久期（重仓券计算）由上季度末的0.69年下降至0.64年。

“管理短债产品需要对久期风险、信用风险、流动性风险进行均衡考量，不能为了提高收益而把单一风险因子做极致的暴露。如果为了提高信用债组合收益，买一些流动性不好的债券品种，虽然从收益角度能够拿到流动性溢价，只要没有负债端波动，收益应该能够跑赢同业，但是负债端一旦发生波动，可能回撤就会非常难以控制。”林平透露，这其实就是9月债市调整以来很多短债基金面临的问题。

在龙悦芳看来，经过此轮调整之后，流动性管理的重要性明显提升，特别对于中短债基金而言，更要注重对流动性的管理。

“利差被极致压缩后，过分信用下沉和拉长久期都是不明智之举。超额收益的挖掘不能

单纯依赖信用下沉带来的票息收益，还要综合运用多种交易策略，包括长端波段交易、利差交易、品种轮动等。信用下沉要控制久期，长中期资产要保持高流动性和可交易性。”龙悦芳建议。

林平认为，在目前利率曲线不是很陡峭且不确定性因素较多的市场环境下，如果固收产品对回撤要求很高，整体久期还是应退回到相对安全的位置。并且，持有的债券品种也要根据利差情况、市场情绪变化等适时切换。“比如，三季度信用利差压到相对极致位置的时候，就应该把低评级的信用债切换到高等级信用债或者存单、利率债等流动性更好的品种上去，这样才能更从容地应对赎回，也不会出现较大的回撤。”

永赢基金固定收益投资部基金经理胡雪骥对记者表示，纯债产品特别是短债产品，要时刻注意资产的流动性，并且根据产品规模变化进行组合久期、杠杆、资产结构的再平衡。信用下沉策略方面，为了获得资产的信用溢价往往需要牺牲流动性溢价，这时需要结合产品负债端的情况进行取舍。

近期负债端的大幅波动让不少基金经理在管理债基时变得格外被动。业内普遍观察到，尤其是对于面向散户的短债基金，如果基金净值一次性回调，部分投资者可能会选择继续持有；但如果持续阴跌，原本对波动极为敏感的低风险偏好投资者会难以忍受，就会出现不断赎回的局面。

所以，面对当前持续震荡的不确定环境，负债端管理成为固收基金经理投资操作的重要考验之一。当负债端流动性紧张时，短债产品面临赎回压力，规模下降会给产品的运作管理以及投资策略带来影响。

对于如何管理好负债端，龙悦芳认为，一方面要了解负债端的组成，包括零售、银行、保险、理财等，了解不同客户群体对流动性的需求，事先做好沟通；另一方面，要加强对机构和散户行为研究，提前研判市场和负债端的变化，据此调整组合的流动性资产比例以及相应的久期杠杆水平。在市场出现不利变化时，及时处理久期资产，快速调降组合久期和杠杆，熨平产品波动。

## 及时跟踪资金流向变化

10月下旬以来，债基赎回压力逐步缓解，龙悦芳对记者表示，债市大规模赎回的峰值已经过去。从11月初的数据来看，债基已经恢复净申购。

“虽然近期债基大额赎回的情况显著减少，但债基存量规模内部存在结构性变化，比如一些投资者会根据历史业绩，把资金从前期表现较差的产品切换到业绩靠前的产品上。”林平注意到，“现在市场上的信息不对称性逐步降低，投资者会通过多种渠道了解和学习如何研判债市走势，从而进行相应的申赎操作。散户和机构投资者关心的收益模式也不太一样，散户对债基的回撤敏感度非常高，如果他们觉得不好，可能马上就赎回了，散户正逐步成为推动市场的一股强大力量。”

林平表示，目前债基还没有恢复到此前大量净申购的状态，理财端资金也没有出现类似往年的快速回流情况。往后看，债基负债端是否会再次出现大幅波动，可能仍取决于权益市场的表现。

所以龙悦芳认为，接下来流动性管理仍将是固收产品的应对重点，选择仓位时要充分考虑流动性溢价，同时增加对市场风险偏好指标的关注，加强对机构行为、散户行为的研究，及时跟踪市场资金流向变化。

近年来，债券收益率持续下行，债市波动也在持续放大。究其原因，沪上某公募基金固收部负责人表示，一方面，利率走低必然会导致波动从感官上放大；另一方面，城投债等高收益债一旦出现风险事件，波动会比以前大得多。

“以前票息收益能够为债基提供一定的业绩支撑，但是票息收益变薄之后，资本利得对于债基组合的收益影响就会非常大，波动很容易在基金净值上反映出来。”因此在债市收益降低、波动放大的情况下，上述公募基金固收部负责人建议，信用债组合可以采取长短端品种搭配的哑铃型策略；利率债组合需要保持中性的久期水平，活跃的长端品种可以用于高频交易。如果市场出现超预期波动，需要及时把风险敞口降下来。