

# 设计篮子互抄作业 “基飞蛋打” 隐患大增 低收益产品重复建设放大趋同风险

□本报记者 张凌之 徐金忠

“不要把鸡蛋放在同一个篮子里。”这句老话,已经被广大投资者接受。但是,如果投资者“把鸡蛋放在了几个篮子里”,这些“篮子”却都“长一个样”,他们会作何感想?

以债基为代表的低收益稳健型产品,就会让投资者陷入这样的窘境。在全市场风险偏好整体收缩的大背景下,近年来低收益产品已成为很多投资者的配置主力品种。但是,这类产品却面临明显的重复建设以及同质化问题。“篮子长一个样”,存在怎样的风险隐患?

中国证券报记者调查发现,同质化的低收益产品背后是趋同的投资策略,在一些交投并不活跃的品种上,大量资金趋同交易很容易引发流动性风险。此外,也因为大家的“篮子”大同小异,会催生出一些产品营销、投资管理等方面“打擦边球”的行为。此前,也出现过低收益产品蜕变成高弹性品种、让投资者“基飞蛋打”的风险事件。

业内人士建议,低收益产品已成为投资者重要的底仓型配置品种,理应在资产管理市场有一席之地。但是,大量资金沉淀在重复建设的同质化产品上,并不利于行业生态的完善。掌握大量资金的机构应该差异化配置相关产品,基金公司则应在稳健收益产品领域丰富策略体系和产品形态。多方合力,让居民资产配置“金字塔底座”真正能抗风险、稳基础。



视觉中国图片

## 债市投资“熙熙攘攘”

12月13日上午,30年期国债收益率下破2.0%,一度低至1.9975%。继12月2日10年期国债收益率下破2.0%整数关口后,债券收益率下行再度引发市场广泛关注。中国证券报记者调研了解到,债券收益率持续下行的背后,机构年底的抢配行为不可忽视。

“一月不干,白干一年。”这句债市的流行语折射出机构资金在年底跑步进市的场景。“从机构的配置力量来看,债券市场中,银行的配置力度最大,险资、基金也在大举买入。”一位中型基金公司基金经理透露。

“从近期债券基金规模变化来看,银行、保险等机构亦通过债基抢配债市。在短短的一周时间内,有债基规模已增加几亿元,甚至几十亿元。”一家大型基金公司营销业务负责人告诉中国证券报记者。

债市持续火热,引发了债券从业者的担忧。“交易盘方面,未来收益率波动风险加大;配置盘方面,持有至到期的品种票息已下行至低位水平,持有收益覆盖资金成本的压力非常大。”一位债券从业人员表示。

从今年债基规模的变化上,不难发现资金对于债券市场的热衷。海通证券数据显示,债券型基金规模已从2023年四季度末的8.74万亿元增至2024年二季度末的10.03万亿元。其中,纯债型基金规模稳步增长,半年间规模净增1.27万亿元,中长期纯债型基金和短期纯债型基金规模分别达到6.45万亿元、1.49万亿元。

机构资金蜂拥进场,导致大量资金沉淀在部分收益区间。Wind数据显示,在近6000只(A\C份额分开计算)债基中,有4000多只的收益率都在1%~5%之间。除了机构,个人投资者同样是债券市场的重要参与者。近年来,“养基生蛋”的债基投资策略在个人投资者群体中风靡一时。浏览投资者社交平台可以看到,不少投资者将债基投资认作“稳赚不赔”的选择,每天“收蛋”(1个蛋等于1个基点的收益),成为了这些投资者的津津乐道之事。

观察这类个人投资者的投资选择,可以看到,在债基产品整体收益率窄幅波动的情况下,个人投资者的资金同样沉淀在部分收益区间。

这些收益区间与机构投资者重金介入的方向高度重合。可以说,以债基为代表的低收益产品,吸引了大量资金集中押注。

业内人士分析,低收益产品的策略趋同是市场运行自然的结果。“在一个市场中,某些收益区间的策略自然会趋同,特别是对于低收益产品来说,它们寻求低风险低收益,那么更加会向一些求稳的策略集中。”有FOF基金经理表示,“大量资金集中在趋同的策略中,又面对交投相对不活跃的市场,如果出现趋势性走势,资金会自我强化,形成正向或负向反馈,对投资者产生不好的影响。”

## 重复建设问题突出

以债基为代表的低收益产品的重复建设问题,并非空穴来风。有时候投资者会直观地感受到,这些投资的“篮子”怎么都“长一个样”?

“稳健收益产品收益区间较窄,确实存在产品差别度不大、重复建设的问题。”天相投顾基金评价研究人士坦言,该机构数据显示,2023年四季度以来,纯债债券基金指数、二级债券基金指数以及债券指数基金指数走势较好,而含有权益属性的债券基金指数表现相对不尽如人意。此外,今年以来大部分债基均难以战胜业绩比较基准。

“造成这种现象背后的原因,一方面可能是债券基金的整体策略较为拥挤,在资产端,优质券源较少;另一方面,由于近年来权益类资产表现不佳,资金向固定收益资产迁移,导致债券资产价格上涨较快。”上述天相投顾基金评价研究人士表示。

“越来越多的低风险偏好资金选择公募固收产品,进一步提升了固收产品的吸引力,固收产品的重复建设在所难免。”一位大型基金公司债券基金经理表示,“重复建设导致竞争加剧,基金经理们越来越注重提供绝对收益,以吸引投资者;但同时也造成了资源内耗,导致整个债市的投资策略趋于一致,从而增加了市场的波动和风险。”

中国证券报记者采访业内多家以固收为特点的基金公司后发现,这些机构的产品线和产品策略相似度极高,而且同一家机构的不同产品经常出现“复制-粘贴”的情况。“固收类的

产品和策略,大家大同小异,至于新产品的开发,只要微调一些内容,就可以算是新品。这背后的原因也好解释,一来是能拿到稳健收益的策略就这么一些;二来是固收产品的管理水平也就那样。”一位银行系基金公司产品部门负责人坦言。

资金堆积在大同小异的产品和策略上,会有什么影响?

业内人士认为,稳健收益产品的重复建设对固收和权益市场均带来一定的负面影响。“会导致固收市场的资金过度集中,可能会限制权益市场的发展空间,影响市场的活力和创新力。此外,资金过度集中于长债类资产,可能导致债券收益率曲线过于平坦甚至倒挂,不仅累积了风险因素,对整个社会发展也是不利的。”上述天相投顾基金评价研究人士表示。

“有些基金经理为了追求短期的高收益,背离了长期投资的原则,导致风格漂移,这样短期内能获得更高的回报,也能吸引更多的资金。由于投资者普遍关注中短期的绝对收益,所以通过加杠杆的方式,基金确实可以利用借入的资金购买更多的资产,以增加整体收益,但是同时风险也大幅增加。”一位债基的基金经理坦言。

与此同时,由于策略和收益水平高度趋同,不少基金公司为了“获客”,就会使出各种“偏门”招数。业内出现了不少低收益产品短时间提升进攻锐度以吸引投资者入场的情况,此外,亦有销售机构明确向基金公司提出要求,需要在产品的新发或者持营过程中,体现“超额收益”能力,或者通过别的方式“回馈”大客户。

出来混,总是要还的。近年来,行业中出现了不少明星产品,一时的高收益、高弹性最后演变成“基飞蛋打”,受伤的是投资者,损害的是行业的形象。

## 应注重产品差异化设计

如何在相对有限的范围内,将低收益产品做出不同的特色来?公募行业已经出现了不少理性的思考。

“我们应该以客户的账户利益为先,提升投

资框架和交易方法,通过多元化资产配置,平衡资产端和负债端的管理来改善。”一位中型公募机构的债券基金经理表示。

他建议,投研方面,建议提升利率债投研能力,增强对市场动态和政策变化的理解,更好地管理投资组合,从而提高收益水平;此外,发展多元投资策略,可以通过股息策略、RE-ITs等其他资产类别增厚收益。最重要的还是要加强风险管理和投资者教育,相较于股票型基金,固收类基金的投教占比较小,依赖科技化的表达方式与扎实的内容,机构应当积极向低风险偏好的客户提供固收类产品的风险提示与投研支持。

对于基金管理人而言,“应该更加注重产品设计的差异化,提供更多具有特色的稳健收益产品,以满足不同投资者的需求。与此同时,投资者也应该理性投资,避免配置过度集中。”上述天相投顾基金评价研究人士表示。

从整个市场来看,一位业内人士建议,一是加强金融监管以及公开市场操作,引导资金合理流动;二是鼓励基金管理人开发更多具有特色的稳健收益产品;三是加强投资者教育,增强投资者的风险意识和投资能力;四是推动资本市场的多元化发展,提供更多的投资渠道和产品。

另有指数和量化投资基金经理建议,与其固守低收益产品,投资者不如聚焦“绝对收益”,通过不同的策略来实现一定的绝对收益目标,而不是仅仅将关注点放在可预期但相对较低的收益上。“指数投资、量化策略乃至主动权益投资,都可以实现一定的绝对收益,只要有成熟的体系,利用丰富的投资工具,有很大概率可以实现绝对收益。”

还有业内人士表示,作为普通投资者,可以通过研究基金的持仓、投资策略、历史业绩和基金经理的风格来辨识不同的稳健收益产品。一方面尽可能选择投资规模较大,投资风格稳健的产品;另一方面也应该注意产品所配置债券资产的信用结构、久期结构等,尽可能做到均衡投资。

“债基虽好,不要贪多,更不要贪一时的高收益。做配置,设定合理的收益目标,多看少动,这些基本的做法,适用于普通投资者来选择相对低收益、相对更稳健的产品。”有基金公司投顾组合管理人表示。