

“数着BP收蛋” 固收投研团队苦练交易内功



视觉中国图片

结束了一天的交易工作，一位债基金经理张晴（化名）习惯性地翻开记事本，在新的一页上记录下今天收获的BP（基点）。“不止是基民每天盯着债基的收益‘数蛋’，我们基金经理也是每天盯着那一点点收益，祈祷今天能多收几个‘蛋’。”张晴在接受采访时向中国证券报记者描述自己每天的投资心态。

然而，与前两年单边上涨的行情不同，今年以来的债券市场震荡幅度加大。在中国经济复苏预期逐渐强化的背景下，外部环境动荡、市场情绪波动、政策预期摇摆等多因素共振，债市持续震荡，无疑加大了债基金经理的操作难度。“今年的债市不太好做。”张晴发出感慨。

多位债基金经理在近期接受采访时表示，在信用下沉策略性价比逐渐走低的当下，交易成为了债基获取超额收益的重要来源之一。市场环境的快速变化也对投研团队的交易能力和宏观分析能力提出了更多挑战。为此，多家机构的投研团队想方设法在交易工具、模型策略、信息抓取、量化辅助等多个角度持续优化，进一步提升基金经理的交易能力和对宏观走势的精准研判。

● 本报记者 魏昭宇

市场环境突变 交易短板暴露

“一季度结束的时候，我拉了一下数据，我发现超过三分之二的中长期纯债基金的一季度回报率为负。”一家来自沪上公募机构的债基金经理向中国证券报记者感叹，“一个季度过完了，还没有给客户赚到一个BP，这在我从业这么多年的时间里并不多见。”

一位业内人士向中国证券报记者表示，在票息收益被不断压缩的情况下，寄希望通过利率下行得到可观的收益已经变得不现实了，此时择时交易成为了重要手段之一。“对于债基金经理来说，今年的操作难度可能会比往年大，波动多变的市场要求我们要么会操作周期放长，要么通过把控久期等一系列策略捕捉短期投资机遇。”华宝基金固定收益投资总监、基金经理李栋梁在近期接受中国证券报记者采访时表示，对于基金经理来说，交易能力十分重要。

然而，债券的择时交易同股票一样，在多变的 market 环境下并不容易，这一点从今年债基的整体业绩上可见一斑：“一方面是因为部分债基金经理的交易水平并不高，在做研究员的时候缺乏对这方面的训练，一旦债市不像前两年那样整体表现强劲，这些基金经

理的短板就暴露出来了。另一方面，债券择时交易的模型需要不断更新与优化，当市场环境快速变化时，这些模型有可能阶段性失效。”一位业内人士分析。

多管齐下 提高交易胜率

快速提升交易能力成了不少公募机构投研团队当前重要任务之一。路博迈基金固收团队向中国证券报记者表示：“为了提升交易胜率，我们专注于构建和完善债市投资框架，全面考量经济基本面、资金面与央行行为、债券供需、投资者行为及市场结构、监管政策调整以及外部地缘政治的影响等多方面因素。”在投研能力提升方面，团队持续构建预测性和领先性指标，全面跟踪影响物价的相关因素，掌握价格变动趋势，提高基本面和CPI、PPI等重要经济数据的预测准确性。同时，团队密切关注债券供给发行情况，分析净融资额变化，以把握市场趋势。“此外，我们不断补充和完善研究人员队伍，扩展债券池，并积极采购先进的投研软件，利用大数据信息提升研究效率，未来将继续加大相关资源投入。”

量化策略也成为了交易的重要辅助手段。中信保诚基金固定收益部负责人郑义萨举例，团队每天会对全市场债券型基金的久

期进行监控，测算出全市场债基久期的中位水平，以此确定投资账户的久期区间。“这个原理比较简单：我们会选取有代表性的债券指数和全市场债券基金进行多元线性回归演算，测算二者的相关性。根据各指数的久期分布，最终可以通过多元线性回归拟合出单一产品的久期估值。”郑义萨解释，“随着样本量的增加，我们对不同类型债券基金久期暴露的估算会越来越准确。”

在圆信永丰基金固收投资团队看来，在政策博弈加剧、经济指标指示不明确的当下，对债券市场的研判需跳出“寻找唯一正确逻辑”的思维，转向“情景分析+市场预期博弈+微观结构定价”。首先，预设不同的宏观剧本，量化概率分布；其次，跟踪市场资金流向和价格变动，资金流向和资产价格变动比宏观逻辑更真实、更容易被观测到；第三，加强债市供需分析和投资者结构变化跟踪，判断投资者行为的变化和债市配置缺口。

顺势而为 在波动中找寻机遇

在从业多年的李栋梁看来，不确定性因素如同摆锤，政策对冲则是拉扯摆锤的绳子，叠加多重因素的影响，债市或呈现窄幅震荡格局。“目前来看，扰动因素对国内市场的实

际影响仍未可知，我们需要等待国内相关对冲政策的进一步落地。但总体来看，我们对2025年的债券市场维持小幅震荡的研判。”

“顺势而为”是路博迈基金固收团队在聊到近期策略时反复提到的核心思想。“从宏观趋势来看，债务化解仍在进行中，房地产市场仍在经历去库存阶段。此外，出口面临的压力持续存在。综合这些因素，我们认为，在当前周期趋势没有明显转变之前，债市的基本逻辑尚未发生根本变化。尽管债券定价可能已经相对较高，但整体趋势仍在持续。当然，我们需要特别关注央行对于利率曲线的态度，这是当前市场的一个关键因素。央行的政策导向和利率调控将对债券市场产生重要影响，因此我们需要密切关注并适时调整投资策略。”

圆信永丰基金固收投资团队认为，债券定价的本质是在定价了确定的基准后，对“不确定性”因素进行调整，在宏观主线尚未明晰的市场环境下，与其追求“精确的错误”，不如接受“模糊的正确”。放弃预测思维，从“猜顶猜底”转向“跟踪趋势”“逆向思维”相结合；拥抱有限理性，承认交易模型的局限性，将其作为“辅助工具”而非“决策依据”，回归交易本质，以不变应万变，通过多元定价体系降低单一定价体系带来的过度依赖风险。

豪掷近百亿参与定增 基金公司有人欢喜有人愁

● 本报记者 张凌之

截至5月20日，今年以来共有21家基金公司参与了31家A股上市公司的定增，合计获配金额97.85亿元。在公募基金参与定增的31个项目中，有28个实现浮盈；21家参与定增的机构中，有18家实现浮盈。按5月20日股票收盘价统计，公募基金合计浮盈16.95亿元，浮盈比例近18%。

不过，也有机构在定增中“折戟沉沙”。3家基金公司参与了近日解禁并上市流通的中信博定增项目，截至上市流通日，股价“打折”近30%。

参与定增金额近百亿元

排排网数据显示，按增发上市日统计，截至2025年5月20日，今年以来共有21家公募机构参与了31家A股上市公司的定增，合计获配金额97.85亿元。按5月20日收盘价统计，合计浮盈金额达16.95亿元，浮盈比例达17.32%。

在今年以来公募机构参与定增的31个项目中，有23个项目公募机构定增获配金额超1亿元。昊华科技最受公募机构青睐，大成基金、财通基金和诺德基金3家公募基金基金公司旗下产

品参与该股定增，合计获配金额达16.28亿元。另外，国联民生、迪哲医药、安宁股份、中钨高新、佰维存储和中远海特6个定增项目同样受到公募机构青睐，公募机构合计获配金额均超5亿元。

从近期参与定增的机构来看，中庚基金、华夏基金、财通基金等5家基金公司参与了华统股份的定增，合计获配金额为9.77亿元。永赢基金、博时基金、工银瑞信基金、易方达基金、汇添富基金、财通基金、诺德基金7家基金公司参与了爱博医疗的定增。鹏华基金、朱雀基金、博时基金、财通基金、诺德基金、平安基金等公司参与了迪哲医药的定增。

浮盈机构占比超八成

整体来看，公募参与定增的个股今年以来表现抢眼。排排网数据显示，按增发上市日统计，今年以来公募机构参与定增的31只个股中，截至5月20日，有28只个股实现浮盈，占比达90.32%。其中，7只个股浮盈比例在10%以内，8只个股浮盈比例在10%—20%，9只个股浮盈比例在20%—50%，4只个股浮盈比例超

50%。乐山电力浮盈比例最高，达178.04%，共有财通基金、华夏基金和诺德基金3家公募机构参与了该股定增，合计获配金额达1.04亿元，浮盈金额达1.85亿元。星云股份、容大感光 and 嵘泰股份3只个股，公募机构参与定增的浮盈比例均超50%。

从机构角度看，公募参与上述定增项目，整体浮盈近20%，浮盈公募机构占比超八成。截至5月20日，21家参与定增的公募机构中，18家公募机构实现浮盈，占比达85.71%。其中，4家公募机构浮盈比例在10%以内，5家浮盈比例在10%—20%，3家浮盈比例在20%—30%，6家浮盈比例超过30%。

具体到各家基金公司，易米基金今年以来参与了绿的谐波和嵘泰股份的定增，合计获配金额0.8亿元，截至5月20日，浮盈金额为0.40亿元，浮盈比例达49.49%。招商基金、鹏华基金、平安基金、朱雀基金、华夏基金参与定增的浮盈比例均超30%。此外，诺德基金参与31个定增项目，合计获配金额达43.56亿元，目前浮盈金额达6.89亿元，浮盈比例达15.83%。财通基金参与28个定增项目，合计获配金额达32.64亿元，目前浮盈金额达6.10亿元，浮盈比例达18.70%。

几家欢喜几家愁

一直以来，享受“折扣价”的定向增发是机构低价揽筹的重要方式之一。不过，中国证券报记者梳理数据发现，上市公司定增并非“买到即赚到”，也有基金机构在上市公司定增项目上“折戟沉沙”。

近期，不少基金公司参与的定增解禁，例如，2024年底3家基金公司旗下多只产品参与了中信博的定增，当时的定增价格为68.6元/股，2025年5月19日，该项目的定增股解禁，当日中信博的收盘价为48.06元/股。以股价计算，如果基金公司在该股票解禁后即卖出，亏损接近30%。

不过，参与定增亏损只是个例，展望未来，基金经理仍较为乐观。一位基金经理表示：“目前市场整体处于震荡调整阶段，但市场仍存在较多结构性机会。一方面，人工智能（AI）赋能产业持续深化，AI相关产业的投资机会层出不穷，看好在AI应用中具有核心卡位价值的龙头品种；另一方面，在经济高质量发展的背景下，供给端竞争优势突出，需求超预期的公司也有较好的投资机会。”

基金公司密集公告 开通不同份额转换业务

● 本报记者 张舒琳

近年来，为满足投资者的不同投资策略、不同持有期限的需求，公募基金份额越来越“五花八门”，C份额、D份额等日益常见。基金不同份额合并运作，在投资策略和范围上并无差异，但费率、销售渠道、申购门槛等方面并不相同，通常情况下，同一基金的不同份额之间无法相互转换。中国证券报记者关注到，近日多家基金公司公告开通旗下同一基金不同份额类别转换业务。

据了解，此举主要是为了满足投资者在不同投资策略之间切换的需求，尤其是机构投资者持有期限变化的需求，提升投资者资金使用的灵活性。

多只公募基金公告

近年来，越来越多的基金增设C份额，由于收费形式更适合短期投资，C份额备受来自互联网销售渠道的个人投资者的欢迎，还有一些基金增设了D份额、I份额等。基金的不同份额虽然合并运作，但在费率、销售渠道、申购门槛等方面存在差异。

例如，A份额通常是申购时一次性收取申购费，持有基金需要超过一定时间才能免赎回费，有利于持有时间较长的投资者；C份额不收取申购费，只收取销售服务费，按日计提，持有较短时间即可免赎回费，因此更适合短期投资者；D份额通常是针对直销渠道的机构投资者而设置，方便机构大额资金进出。

中国证券报记者关注到，为满足投资者对不同基金份额投资的需求，近期多家公募基金公司公告，对公司旗下部分基金开通同一基金不同份额类别的转换业务。

例如，5月20日起，大成基金对大成竞争优势混合开通同一基金不同份额类别间的转换业务。自5月6日起，富国基金对富国沪港深价值精选灵活配置混合、富国医药创新股票、富国国家安全主题混合、富国品质生活混合、富国新机遇灵活配置混合、富国核心优势混合、富国天瑞强势地区精选混合7只基金开通同一基金不同类别基金份额之间的转换业务。上述基金均设有A类份额和C类份额。

今年以来，还有长城基金、鹏华基金、广发基金、华宝基金、摩根资产管理、兴证全球基金、宏利基金、蜂巢基金、申万菱信基金、安信基金等十几家基金公司陆续公告对旗下部分产品开通这一业务。

满足不同投资策略和需求

既然同一只产品不同份额的投资策略并无差异，为何投资者要费力将持有的一类份额转为另一类份额？

从转换收取的费用来看，同一基金不同份额类别间转换的费用由转出份额的赎回费和转出与转入份额的申购费补差两部分构成，视每次转换时两类份额的申购费率差异情况和赎回费率而定。

华南一家基金公司产品部人士告诉中国证券报记者，基金公司提供转换服务，主要是为了适应机构投资者投资需求的变化。“比如有些资金量比较大的投资者，原先持有的是C份额，但预计还要持有较长时间才能回本，转换成A份额后，能够节省长期持有的成本。同样的，有的投资者原先持有A份额，但因改变资金用途要赎回，面临较高的赎回费，转换成C份额就更加合适。”他表示，“遇到不少机构投资者提出需求，想换成另一种份额，并希望操作可以更高效。”

同一基金不同份额之间灵活转换，也能够给投资者提供更多的选择，让投资者根据自身的投资需求和市场情况进行相应的转换。例如，若某一类基金份额表现不佳，投资者可以及时将其转换为另一类表现较好的份额，从而降低损失、提高收益。中国证券报记者关注到，由于收费形式不同以及出现大额赎回等情形，有的基金A、C份额之间存在一定收益差距，部分基金A、C份额近一年的回报率相差0.5个百分点，甚至还有相差0.8个百分点的情况出现。

此外，对于直销投资者而言，其转换成本较低。例如，富国基金对于上述7只基金的直销机构转换业务，仅需投资者承担转出基金的赎回费用，而转出与转入基金的申购补差费用则免予收取。

提升资金灵活性

与不同基金产品之间的转换业务更加相似，此举也能够提升投资者资金灵活性，提升资金使用效率。沪上一家公募基金机构业务人士表示，与先赎回再申购相比，基金份额转换能够节省两个工作日的時間。“不同份额之间转换对于有需求的投资者而言比较省时，正常情况下，需要先赎回A份额，下一个交易日赎回确认，2个交易日到账，再申购C份额，下一个交易日确认申购。基金转换是赎回A份额的同时申购了C份额，大幅缩减了交易时间。”他表示。

不过，业内人士表示，此举并非鼓励投资者“钻空子”频繁交易，根据规定，同一基金不同份额类别间相互转换的，原持有期限不连续计算。“以C份额转换为A份额为例，原先持有C份额期间的销售服务费依旧需要收取，只是从转换后开始，按照A份额的收费方式计提。”上述华南公募基金人士表示。

南通海门东灶港项目，何以成为典型案例？

近日，国家有关部门公布第二批盘活存量资产扩大有效投资典型案例，“江苏南通东灶港港口收费收益权资产支持专项计划项目”（下称“东灶港项目”）成功入选，成为全国25个典型案例之一。值得注意的是，该项目通过创新盘活港口收费权存量资产，募集资金反哺港口发展，为全国港口类企业提供了可复制的示范模式。

东灶港项目由江苏海奕控股集团全资子公司南通东灶港口发展有限公司于2023年9月发行，总规模达8.22亿元，通过资产证券化创新盘活东灶港口收费收益权存量资产，覆盖港口停泊服务、货物装卸服务、进出港及靠

离泊警戒技术服务与库场使用服务等。目前，该证券已全部募集发行完成，募集资金将用于改造提升东灶港现有泊位、设备、仓储等设施，全力推进港口物流产业发展。

江苏海奕控股集团有限公司财务部融资科科长唐宁介绍，东灶港口作为重资产港口企业，面临资金需求大、规划周期长、资产权属复杂等难题。集团公司紧扣国家政策方向，创新设计资产证券化方案，有效盘活存量资产，为港口发展注入新动能。

国家有关部门在案例总结中指出了东灶港项目的三大特点：一是显著降低融资成本，降幅超过100个基点；二是通过证券分

层、期限设置、风险控制、引入主体评级和多元化增信等设计，提升产品安全性，保障投资人利益；三是示范意义突出，为相关存量资产的盘活提供了新路径，为其他港口类企业创新融资途径、推动转型升级提供了可复制的模式。

东灶港码头是南通市海门区唯一的公用海港码头，拥有两个2万吨级通用泊位和一座引桥，全年靠泊内外贸船舶118艘次，装卸各类杂货约127万立方米，2024年实现开票收入超亿元。作为南通港的重要港口作业区之一，东灶港的资产证券化项目对促进南通港与长三角港口群协同发展具有重要意义。

东灶港项目的成功实施，为南通港拓展临港产业和现代物流服务能力，打造布局合理、能力充分、功能完善、安全绿色、港产城协调发展的现代化综合性港口提供了有力支持。

国有企业有效盘活存量资产资源是推动企业转型升级、实现高质量发展的关键所在。江苏海奕控股集团有限公司党委书记、副总经理杨慧花表示：“下阶段，集团将继续贯彻落实国有资产清查利用专项行动工作要求，进一步突出问题导向，摸清底数，并根据资产的不同类型，分类施策，进一步研究资产盘活方式和路径，确保国有资产实现保值增值。”