

多招应对低利率 债券投资策略升至新高度

今年以来，受无风险收益率持续下行影响，传统的债券投资收益空间急剧压缩。私募机构的债券产品收益率中枢明显下移，不少产品今年前五个月收益率已降至1.8%以下，与去年全年平均7.91%的回报形成鲜明对比。一些私募管理人不禁感叹，债券产品的收益率已缺乏吸引力。

当“躺赢”时代结束，升级债券投资策略成为私募机构破局的关键。不少私募选择丰富产品策略，将重点转向跨境复合产品，获取跨市场利差，或通过增加波段交易增厚收益。

对于公募“固收+”产品而言，今年以来的市场波动使得主动择时和大类资产切换的难度显著提高，需要基金经理更加精细化地进行择时交易和回撤控制。

● 本报记者 张舒琳



视觉中国图片

收益率缺乏吸引力

2024年底以来，债券收益率快速下行，市场对于宽松货币政策预期充分，行业一致性的操作让债券投资收益空间被大幅透支。近几个月以来，债券投资难以复制“稳稳的幸福”，债基管理人集体“失重”。

第三方机构数据显示，截至5月23日，有业绩记录的1101只私募债券策略产品2025年以来的平均收益率为2.32%，其中955只产品实现正收益，占比为86.74%。具体而言，可转债交易策略今年以来表现相对突出，相关产品平均收益率5.48%；债券复合策略、纯债策略和债券增强策略产品今年以来的平均收益率分别为1.80%、1.76%和1.56%。

对比2024年全年来看，全部私募债券策略产品平均收益率7.91%，百亿级私募债券策略产品平均收益率6.94%。一些策略较为激进的管理人收益水平更加突出，某债券增强策略冠军产品全年收益率超过200%。

公募债基的业绩同样平淡。截至6月3日，公募债券基金今年以来的收益率中位水平仅为0.65%。上周，公募利率债基、

信用债基近一周的平均收益水平甚至低于货基。

在当前低利率背景下，获取稳健收益面临着困境，管理人的预期收益目标普遍面临压力与挑战。“一方面，票息收入变薄，低利率时代利差压缩，市场波动加剧，利率走势不确定性增加，获取资本利得的难度加大。另一方面，私募机构的债券投资业务开展面临限制，在产品发行、投资范围、交易操作等方面可能受到更严格的监管要求和审查。” 禅龙资产基金经理孙晓林表示，此外，私募之间以及其他资管机构对优质资产的渴求更加强烈，也使得获取资产的成本上升，进一步压缩了投资收益空间。

“今年债券市场缺乏趋势性的机会，而且不确定性较强，经常受到突发事件的影响。从绝对收益水平来看，目前债券收益率已不具有吸引力，而且赛道非常拥挤，今年初还出现了一波急速的价格下跌。” 万柏基金合伙人陈勇感叹。

策略升级大势所趋

随着多地城投债融资规模明显回落，高息品种供给受限，信用下沉策略的性价比也快速降低。近日，为降低融资成

本，多地城投宣布拟提前兑付高息债，进一步增加了投资者的担忧。

过去习惯在高收益城投债中寻找投资机遇的管理人，需要及时转变思路以应对市场变化。孙晓林表示，当传统信用利差被压缩至历史低位，其所在的机构一是增加点心债的配置，通过国内城投债资产获得基底收益，控制产品回撤；通过配置海外资产获得跨市场利差，获得超额收益。二是增加信用债和利率债的波段操作，通过交易手段增厚收益。三是深度挖掘信用债回售票面利率选择权带来的投资机会，关注回售过程中票面更改受限的主体。四是挖掘信用债一二级市场存在利差的主体，适时操作进行交易增厚。

在传统投资策略收益水平明显走低的背景下，私募机构升级债券产品策略。在降低收益预期的同时，针对有更高收益要求的客户增加新的产品策略，比如可转债产品和境外债产品。陈勇表示，其所在机构在可转债领域加大了投研力度，同时推出了一系列多策略产品，在美债、黄金等其他资产领域进行投资部署。孙晓林所在的禅龙资产今年也将重点转向跨境复合策略产品，以国内固收策略为基础，通过投资海外中资美元债和点

心债来实现利润增厚。

交易能力是关键

为了满足低利率时代的稳健理财需求，无论是私募的债券策略产品，还是公募“固收+”产品，均需要控制回撤，这对基金经理的风控能力提出了较高要求。华富可转债的基金经理戴弘毅表示，面对市场波动，主动择时和大类资产切换的难度显著提高，对于“固收+”策略进行精细化很有必要，一是做好精细化的择时交易和资产轮动，二是做好模型化的宏观对冲和风险平价。回撤控制上，需要投资策略更有纪律性，比如明确的风险预算理念，或者设立仓位控制框架，不仅要有严格的止损位，还需要根据动态的安全垫来控制风险资产的敞口。

此外，交易能力也成了债券投资策略增厚收益的重要来源。孙晓林表示，宏观择时、分析外界扰动行为以及与交易对手频繁沟通，从信息不对称中攫取更多的交易线索，均考验着机构的交易能力。为提高交易胜率，需要加强市场监测和信息收集，密切跟踪债券价格变动、资金流向、新债发行等信息。

36只产品本周首发 新型浮动费率基金唱重头戏

● 本报记者 王宇露

尽管本周仅有4个交易日，但新基金发行热情不减，共有36只产品本周首发。其中，工银泓裕回报、招商价值严选、兴证全球合照A等首批新型浮动费率基金成为本周新发市场的重头戏。

今年以来，新成立基金发行份额已超过4100亿份。其中，股票型基金的发行份额达1663.41亿份，占比显著上升至39.93%，债券型基金的发行份额占比则有所下降。

指数产品持续扩容

Wind数据显示，以认购起始日统计（仅统计初始份额），共有36只基金于本周（6月3日至6日）发行。

其中，股票型基金有13只，指数产品仍然占据主导地位，包括国联中证A50联接A、博时国证大盘成长ETF、工银中证港股通汽车产业主题ETF、华富中证港股通创新药指数A等11只被动指数型基金；

1只增强指数型基金工银中证A500增强策略ETF；1只普通股票型基金易方达科智量化选股A。指数产品持续扩容，使得投资者的工具日益丰富，这些基金的发行也为市场注入了源源不断的增量资金。

此外，本周新发基金中，还包括11只混合型基金、10只债券型基金、1只QDII产品和1只基金中基金（FOF）。

新型浮动费率产品成焦点

5月下旬以来，偏股混合型基金的发行明显升温，其中新型浮动费率基金占据主导地位。值得注意的是，本周新发的11只混合型基金均为偏股混合型基金。其中，万家新机遇同享A、大成至臻回报A、鹏华共赢未来A、景顺长城成长同行、工银泓裕回报、招商价值严选、兴证全球合照A为首批新型浮动费率基金。

近期新型浮动费率基金引爆新发市场，上周首批16只产品率先启动发行，不少基金公司同步开启自购。中国证券报记者从渠道处获悉，已有基金大卖超10亿元。

业内人士表示，此次新型浮动管理费产品将基金管理费与投资者的持有期限及持有期间的基金业绩表现挂钩，充分提升投资者对投资体验的获得感。新产品费率模式深度绑定投资者和基金管理人的利益，激发基金管理人不断提升投资能力，完善投研体系。这不仅为投资者带来了新的选择，同时标志着公募基金在费率改革方面迈出了实质性一步。

今年以来新成立基金逾500只

Wind数据显示，截至6月3日，今年以来已有522只新基金成立（仅统计初始份额），合计发行份额达4166.13亿份。

其中，今年以来新成立股票型基金321只，发行份额1663.41亿份，占总发行份额的39.93%；混合型基金70只，发行份额243.59亿份；债券型基金97只，发行份额1955.11亿份，占总发行份额的46.93%；此外还有6只QDII、7只REITs和21只FOF成立，发行份额分别达38.62亿份、35.00亿份和230.41亿份。

发行规模居前的产品仍以债券型基金为主。今年以来发行规模最大的产品为富国盈和臻选3个月持有A，发行份额达60.01亿份，该产品为一只偏债混合型FOF。汇安裕宏利率债A发行份额达60.00亿份，是一只中长期纯债型基金。此外，施罗德添源纯债A、浦银安盛普航3个月定开、国泰中债优选投资级信用债指数A、泰康中债1-5年政策性金融债指数A、民生加银恒悦、大成景苏利率债A、宏利悦利率债A、建信中债0-3年政金债指数A发行份额均超59亿份，这些产品为中长期纯债型基金或被动指数型债券基金。

华夏上证科创板综合联接A发行份额达48.92亿份，是今年首发规模最大的权益类基金。易方达上证科创板综合联接A发行份额达43.62亿份，也位居权益类基金前列。

值得注意的是，股票型基金明显成为基金公司今年布局的重点，尤其是被动指数产品。2024年全年债券型基金的发行份额占比为70.19%，今年以来这一数据显著下降，股票型基金的发行份额占比则从21.14%上升至39.93%。

清盘容易续命难 集合资管计划徘徊在“十字路口”

● 本报记者 魏昭宇

“本来以为我们的集合资管计划可以延长存续期，但最终申请还是没有通过。”一位来自券商资管的基金经理向中国证券报记者表示，“规模小、业绩不理想，可能都是申请没有通过的因素。如果我们公司的公募化进程一直停滞不前，那未来可能有更多集合资管计划面临清盘。”

近日，又有一批券商或券商资管旗下的集合资管计划徘徊在“十字路口”。中国证券报记者发现，有的产品因变更了管理人不再受续存期限的限制，有的产品因成功延长存续期而获得了几个月的喘息机会，也有的产品因“转私”失败或延长存续期失败而不得不进入清盘程序……

有业内人士表示，这些集合资管计划的存续与否主要取决于三大核心要素：首先是资质条件，需具备公募牌照或达成合作机构安排；其次是底层资产质量，标准化程度高的资产更易于延续运作；最后是客户构成，以机构投资者为主的产品在协调处置上更具灵活性。

延期受阻 无奈清盘

“券商旗下的集合资管计划，也叫参公改造大集合产品，一般都会设定三年的运作期，如果到期时不能转成公募产品，一般都会选择申请延期。”一位业内人士向中国证券报记者介绍。

但并非所有的集合资管计划最终都会选择延期。以5月25日方正证券发布的公告为例，根据《方正证券鑫享三个月滚动持有债券型集合资产管理计划资产管理合同》第三部分中的相关约定，“本集合计划自本资产管理合同生效日起存续期不得超过3年”，因合同于2022年5月25日生效，因此集合计划最后运作日为2025年5月25日，并于2025年5月26日进入清算程序。

Choice数据显示，今年以来，陆续有券商发布清算报告，相关产品均为券商旗下集合资管计划，具体终止原因与存续期到期有关。中国证券报记者从业内了解到，许多产品的“到期不延期”实属无奈之举。

“我们公司在集合资管计划到期之前就申请了延期，但是没有通过。”一位基金经理向中国证券报记者表示，申请通过与否或许与产品规模、长期业绩、运作水平有一定关系。

哪怕延期申请获得通过，留给管理人的时间也比较紧迫。5月29日，华安证券资管发布公告称，华安证券睿赢一年持有期债券型集合资管计划的存续截止日已经由至2025年6月2日延长至2025年12月2日。此外，还有集合资管计划的延长期仅有三个月。“在前几年，存续期一般会延长到自然年的年底，现在普遍延长6个月，甚至更少。”一位业内人士透露。

转公成功 顺利上岸

在无法拿到公募牌照的情况下，为集合资管计划找到一家公募基金管理入，已经成为越来越多机构的重要选择。6月3日，东海基金发布公告称，东海证券旗下的东海证券海鑫尊利债券型集合资管计划的管理人已由东海证券变更为东海基金，集合资管计划变更为东海润兴债券型证券投资基金。

5月30日，海通资管发布公告称，经与相关部门沟通，海通鑫悦债债券型集合资管计划的存续期限由“自资产管理合同变更生效日起存续期至2025年6月19日”延长为“自资产管理合同变更生效日起存续期至2025年12月31日”。此外，海通资管还表示，已与国泰君安证券资管协商一致，共同推动将本集合计划管理人变更为国泰君安证券资管并注册为公募基金。

此外，近期还有多只集合资管计划已转型成公募基金。“目前来看，债券型的集合资管计划更容易受到公募基金管理人的青睐，‘上岸’的概率更大。”一位业内人士透露。

除了向公募转型，近期还有集合资管计划将转型方向瞄准了私募，但最终失败告终。5月10日，银河金汇证券资管发布公告称，银河优选六个月持有期债券型集合资管计划，无法转型为私募资管计划，据此，本集合资管计划的资产管理合同自5月9日终止。

转型之路 道阻且长

在盘古智库高级研究员江瀚看来，券商集合资管计划公募化改造的意义在于规范化运营，使其更符合监管要求，提升了市场透明度和投资者保护水平。此外，公募化改造还能促进券商资管业务的转型升级，提升资产管理能力和市场竞争力。

“未来还会有更多参公改造大集合产品站在延期或清盘的‘十字路口’，能否顺利延期并不好说，但在某种程度上，这也是行业优胜劣汰的一种表现。”一位券商人士向中国证券报记者表示。

“尽管很多券商资管在公募业务方面持续发力，但整体的投研水平与公募机构相比，仍然差距较大。”一位来自券商资管的基金经理承认，“除了日常的投研支持，公司在产品策略、战略布局等方面的前瞻性还是不够。”

排网网财富公募产品经理朱润康向中国证券报记者表示，目前券商资管在公募化转型的过程中仍面临重重挑战：一是牌照门槛较高，对中小券商形成实质性准入壁垒；二是改造过程中的实务难点，包括费率结构调整、存量客户沟通等利益平衡问题；三是市场培育挑战，需要重构销售体系并建立投资者信任机制。

“整体来看，这个过程反映了资管行业规范化发展的趋势，各家机构都在积极适应新规要求，未来随着市场逐步成熟，产品转型路径将日趋通畅。”朱润康说。

【广发证券“投研财富+”投资者教育专栏（三）】

掘金“谷子经济”的核心是什么？

广发证券传媒互联网全球首席分析师 旷实

一直以来，广发证券主动担起金融机构的主体责任，发挥业务优势，打造丰富的投教载体，贯彻资本市场人民性立场，树牢金融为民的理念，引领投资者教育工作走在行业前列。随着一系列新政策的出台，我国资本市场进入新发展阶段，广发证券特在《中国证券报》开设“投研财富+”投教专栏，聚焦新质生产力方向和市场热点，向广大投资者普及专业投研框架、分享专业机构观点，帮助投资者掌握投资分析方法，更加有效维护投资者特别是中小投资者合法权益，持续提升投资者的获得感，聚力推动我国资本市场实现高质量发展。

“谷子”源自日文中对英文“goods”的音译词汇“グッズ”，一般是指二次元周边商品，更广义时可泛指IP授权商品及服务。2024年被称为我国的“谷子经济元年”。根据艾媒咨询，2024年中国谷子经济市场规模达到1689亿元，同比增长41%，预计2025年将突破2000亿元，是当下新消费的重点方向之一。

从商业模式来看，“谷子”包括徽章、卡牌、手办、玩偶、挂件、海报、立牌以及其他IP授权的娱乐消费品，涉及上中下3端的表现。一是上游IP端。根据Licensing International，目前全球范围内娱乐、角色类IP（包括动漫、游戏、影视、文学、潮玩形象等）占全球IP授权零售额的38%（约135亿美元）。二是中游开发端。IP衍生品的授权、设计、生产一系列产业链细化分工出区域版权代理商、潮玩品牌、OEM/ODM代工生产厂

等专业厂家。三是下游销售端。除了版权方/被授权方直营的线上线下店铺，集成采购并专门销售中外各类谷子商品的谷店激增，二手交易市场及谷圈社群火热扩张，拼团、C2M、C2B2C等新销售模式涌现。

近年我国谷子市场高景气度的主要原因有两方面：一方面在供给侧，生产及销售产业链上多级版权代理方、潮玩品牌、代工生产厂、谷店、二手交易平台等专业玩家迅速增加，国内用户对中外各类谷子的消费需求得以满足。另一方面在需求侧，国内泛二次元用户规模及圈层文化扩大，同时“谷子”的消费需求由娱乐商品价值叠加文化归属、社交联结等情绪价值，更具粘性。

谷子经济的核心是有价值的IP。从国内谷子市场的IP版图来看，日本和美国的影视动漫IP凭借多年运营积累的观众粉丝、多样化的成

熟衍生品占据了头部位置。根据淘天发布的2023年度IP价值榜Top50，日本IP占比38%，美国IP占比22%，其中迪士尼、奥特曼、机动战士高达排名前三名；中国IP占比36%，主要源自游戏内容，原神、泡泡玛特分别排名淘天2023年度IP价值榜的第6位、第7位。对比日美，国产影视内容的IP价值转化率明显偏低。

从全球市场来看，宝可梦、米奇和朋友们等头部IP的孵化一般需要10年以上的的时间，目前全球累计收入超过20亿美元的IP大多在1994-2003年期间创立。当下，国内优秀厂商正在加速开发存量经典IP，或借助新推出的优秀动画电影作品打造新的IP以及衍生品；同时，头部的IP授权代理平台也可以从中获取持续收益。参考全球知名IP背后的上市公司表现，由于IP以及公司的属性各异，不同IP的受众范围、变现途径、收入体量及成长性、市场估

值都存在较大差距，投资者需要对相关公司进行仔细甄别。

未来，我国的谷子产业潜在空间大。一是优质IP转化更为成熟。过往，受制于IP开发及授权的商业链条不够成熟，我国国产影视等内容IP的转化率较低，主要被日美的影动漫IP占据头部位置，国内的IP转化主要来自游戏。近几年，国内影视公司加强了系列化、前置化、多样化的衍生品开发规划。例如，据媒体报道，《哪吒之魔童闹海》上映1个月时间内，淘宝平台的周边商品销售额已超3亿元，且大量周边处于售罄状态。二是用户圈层不断扩大。根据艾媒咨询，国内泛二次元用户规模由2017年的2.12亿人增长至2024年的5.03亿人。ACGN（动画、漫画、游戏、小说）产业进一步发展，带动内容出圈，同时年轻化的二次元圈层随着时间推移年龄结构向上覆盖。购买谷子不仅为消

费者带来游玩、观赏等悦己感受，同时也是圈层内表现IP喜爱度的体认方式。此外，谷子消费与游戏内容深度交互、社交平台上谷子的二手交易、拼团、二创、分享交流等玩法升级，催生了更多谷子消费需求。三是供给端打开限制。近年来，海外版权方增加了中国地区的授权或直营店铺，而大量涌现的谷店、潮玩店等铺设了完善的线上线下销售通路。同时，国谷不断升级品类、材质、设计等，通过更多元的商品和销路触达用户。

从未来的谷子市场消费空间和国产内容的IP转化率来看，我国谷子产业的投资机会依旧值得投资者关注。投资者可以从内容IP开发、IP授权运营、IP衍生品创销三个方面关注产业链优秀公司，同时也需要关注相关内容项目的市场表现，避免因IP表现不及预期而带来的大幅波动。