

债市“冲击波”：谁在偷笑？ 谁在颤抖？

基金公司打出应对“组合拳”

债券基金经理王飞（化名）又一次踏入机构客户的大门——这已是近10天内，他第3次拜访机构，只为恳请客户暂缓或分批赎回自己管理的债券基金。

故事的背后是债券基金又一次出现“赎回风暴”。7月24日债市大幅回调引发连锁反应，公募债基创去年“9·24”行情后最大单日赎回规模纪录，基金连续3个交易日累计净卖出债券超1200亿元。7月以来，更有40余只债基因大额赎回而被迫调整基金份额净值精度。

股债“跷跷板”效应正持续发酵——股市、商品市场持续向好，债基却深陷泥沼，部分流出资金正进入权益市场。债券基金经理们开始多线发力：降久期去杠杆，提前预防净值波动；紧盯散户情绪，做好流动性应对措施；挽留机构客户，缓解赎回压力。

● 本报记者 张凌之



视觉中国图片

债基遭遇“赎回风暴”

“7月24日那天，债市大幅回调，债基的赎回比较多。第二天，人民银行大量投放流动性后，债基整体赎回的压力有所缓解。”北京一位债券基金经理李华（化名）坦言，“不过7月29日债市再次回调，债基的赎回情况我们正在密切观察。”

华西证券宏观固收团队相关研

报披露的第三方债基申赎数据验证了这位基金经理的说法，7月21日以来，公募债基净申购指数持续为负，24日已扩张至-29.2，显示公募债基遭遇去年“9·24”行情之后的最大单日赎回。华泰证券固收研报显示，7月22日-7月24日基金已连续3个交易日净卖出债券，累计净卖出规模超

1200亿元。

从微观层面看，7月以来，债券基金因出现大额赎回并调整基金份额净值精度的公告相比之前大幅增加。据不完全统计，7月以来因发生大额赎回而发布份额净值精度调整公告的基金多达42只。仅7月21日以来，遭遇大额赎回的基金就有15只。而6月，仅有22只基金因

发生大额赎回而发布份额净值精度调整公告。

“从我们统计的数据来看，近期每周债基都有一定规模的赎回，绝对数字看起来不小，但和公司整体盘子相比，占比并不高。赎回的风险整体可控。”一家大型基金公司债券业务相关负责人王宁（化名）表示。

资金流向何方

“这一波债基赎回，以理财资金的赎回为主，也有一些其他资管机构采取了防御性操作。”李华透露。

从赎回原因看，股债“跷跷板”效应成为主要原因。“股票、商品市场再度走强，不论是持续时间还是幅度都远超投资者预期。风险偏好的不断强化在一定程度上削弱了债市的性价比。此外，利率点位过低也被认为是原因之一，这也是

债券资产受其他资产影响较大的原因，即其本身的性价比就过低，利率下行空间有限，因此一旦有利空扰动，就会出现明显调整。”中泰证券固收首席分析师吕品在研报中表示。

“7月以来A股市场持续上攻，近期沪指已经连续突破多个关键点位。反观今年的债市，并没有延续去年的强势行情，债券基金收益率偏低，有些甚

至出现亏损，很多债基投资者持有体验并不好。因此，一旦出现更好的机会，资金就会有流出迹象。”一位债券基金经理表示。

Wind数据显示，截至7月28日，全部4252只（不同份额分开计算）中长期以及短期纯债型基金中，今年以来回报率最高的仅有5.01%，仅有140只产品今年以来回报率超2%，超过72%的纯债型

基金回报率不足1%。417只纯债型基金今年以来回报率为负。

“对于机构资金来说，虽然纯债基金的收益率偏低，但二级债基的收益率相对不错，机构资金赎回纯债基金后，一般会买入含权的二级债基。”一位基金经理透露了赎回后资金的大致流向，“据我们了解，散户赎回债基后，更多是去买股票或者权益产品。”

基金经理采取多种措施

面对债券基金的赎回压力，基金经理也采取多种措施积极应对。

“在近期这一波债市调整中，不少公募基金已经降低了持仓债券的杠杆和久期，债市调整对基金净值的冲击会相应减小。”李华表示，“对于一些机构投资者，我们也会提前沟通，希望稳住机构投资者，或者建议他们分批赎回，将影响降到最低。”

另一位债券基金经理表示，近两年，随着利率的持续走低，基金经理对债券

基金的管理也越来越精细，流动性管理也成为精细化管理的重要一环。他透露，由于自己管理的产品以个人投资者居多，所以他会比较关注支付宝、天天基金等互联网平台上投资者的留言和讨论，以此来关注投资者心理状态的变化，如果出现大规模赎回的迹象，会提前在流动性等方面做好充分的准备。

事实上，近期也有不少债券基金通过分红留住投资者。Wind数据显示，以权益登记日计算，截至7月29日，有924

只纯债型基金6月以来公告分红。而在去年同期，这一数字为848只。“在震荡市，通过分红可以减少基金集中赎回的压力，还有部分公司希望通过分红降低净值，从而吸引更多资金进入。对于规模较大的基金而言，可以通过分红，降低管理规模，也降低基金持仓风险。”王宁表示。

华泰证券固收研报表示，与此前的几轮赎回风波相比，本轮赎回冲击持续时间不长，冲击力度并不算大，主要是基

金净卖出债券规模、相关产品回撤均处于可控范围，债市调整幅度也低于过往。对于赎回风波是否持续发酵，该研报提示，从历史经验来看，一旦债市形成赎回反馈，容易出现一定的“自我强化”，加之信用债ETF规模提升幅度较大，T+0交易方式更加灵活，也有一些值得警惕的迹象。

“也有机构趁着债市回调开始买入债基，资金有进有出，债基出现螺旋式回撤的概率不大。”王宁说。

“固收+”积极进取不再“佛系”

权益仓位提升迹象明显

● 本报记者 魏昭宇

公募基金的最新持仓报告显示，不少“固收+”产品在二季度提升了权益仓位。而在权益资产的布局方面，多只“固收+”产品的配置思路多元且积极，算力、半导体、生物医药等成长风格较强的板块成为基金经理调仓的方向。

业内人士表示，预计市场会进一步走强，各板块都有轮动机会。经历长期调整后，A股核心资产性价比凸显，不少优质龙头公司的估值已回落至较低区间。增量资金一旦形成共识，市场持续走强的几率很大，权益资产布局窗口期已至。

权益仓位有所提升

以余国豪、沈平虹共同管理的偏债混合型基金永赢稳健增长一年为例，截至7月28日，该基金今年以来的回报率为8.11%。二季报显示，该基金截至二季度末的权益仓位比例为16.53%，与一季度末的13.59%相比，提升幅度较为明显。

翻开海富通基金混合资产投资部总经理江勇管理的多只“固收+”产品二季报，共性操作是权益仓位有所提升。以其管理的海富通悦享一年持为例，截至7月28日，该基金今年以来的回报率达

“固收+”基金的配置思路也明显多

2.22%。二季报显示，截至二季度末，该基金在权益仓位比例为9.49%，高于一季度末的8.26%。值得注意的是，江勇在二季度对可转债品种进行了减仓。

华李成管理的混合债券型二级基金中欧磐固在二季度也提升了权益仓位。二季报显示，截至二季度末，该基金权益仓位比例为4.57%，高于一季度末的3.78%。

此外，还有不少“固收+”基金将权益仓位“打满”。以邹新进管理的混合债券型二级基金国联安添利增长为例，二季报显示，该基金二季度末的权益仓位比例为19.35%，固收仓位比例为80.40%。国联安添利增长的基金合同显示，该基金对债券的投资比例不低于基金资产的80%。这意味着，邹新进已基本将权益仓位提升至上限。

配置思路更加多元

不少“固收+”基金除了在二季度提升了权益仓位，在权益资产的选择方面更为大胆。以永赢稳健增长一年为例，一季度末，该基金的前十大重仓股来自航运、金属、养殖等周期行业。到了二季度末，该基金配置了算力、半导体、医药等弹性更大的标的。

元化。除了以往基金经理青睐的大盘宽基指数，人工智能、半导体、光伏、银行、红利等主题基金亦成为“固收+”产品青睐的对象。Wind数据显示，截至二季度末，被“固收+”基金（偏债混合型基金、混合债券型一级基金、混合债券型二级基金、可转债基金）重仓的前7只基金分别是华泰柏瑞沪深300ETF、华夏上证科创板50ETF、华泰柏瑞红利低波ETF、富国中证港股通互联网ETF、南方中证500ETF、摩根标普港股通低波红利ETF、景顺长城中证红利低波100ETF。

以永赢悦享为例，一季度末，其在基金方面的配置主要聚焦红利、沪深300等主题产品。到了二季度末，永赢悦享除了继续配置红利等风格稳健的主题基金之外，还配置了房地产、科技、国证2000、港股互联网等主题基金。永赢悦享的二季报表示，权益投资整体往港股方向倾斜，主要是考虑到部分资产的港股品种股息率有相对优势，在全球资金再配置行情中，港股市场仍然是重要的方向。

看好风险类资产下半年表现

博时基金的基金经理过钧表示，上半年资本市场经历了外部冲击带来的压力测试，中国供应链的强大和市场韧性凸

显。展望下半年，市场不确定性趋于下降，有利于资产价格回暖。存量财富效应企稳，会拉动边际消费，也对大类资产的重定价产生影响。“我们看好包括股票和偏股型可转债在内的风险资产下一阶段表现，利率债和高等级信用债可能表现相对偏弱。”

永赢基金的基金经理余国豪和沈平虹表示，站在当前时点，对中国资本市场充满信心。“一方面，我们观察到海外的AI商业模式逐步通畅，海外巨头的模型竞争进入白热化阶段；国内的AI垂类应用开始慢慢渗透到日常生活中。海内外关于基座模型的迭代仍未停止，相关产业链周期见顶的讨论为时尚早。”

另一方面，余国豪和沈平虹表示，我国对于新质生产力的重视程度越来越高，无论是去年的机器人、低空经济，还是今年的深海科技、固态电池、核聚变领域。和传统的投资框架不一样，在这些新质生产力领域，我国企业已从过往的追随者转变为全球的开拓者，缺乏海外对标企业和模仿企业。“当前阶段，我们短期总是困惑于市场空间、短期业绩、技术路线，将投资上述领域归结于主题投资。但这是发展到新阶段的原创新路，整个估值体系和投资方法论也需要进行新的迭代。”

私募募资端潮涌

多路活水交汇推高市场信心

● 本报记者 王辉

证券私募行业的募资端，正迎来久违的热潮。从上海外资私募的单周规模激增，到老牌百亿级机构的客户预约爆满，再到量化新锐描绘的行业“三重复苏”蓝图，种种迹象表明，资金正以极大的热情回流证券私募领域。多家一线私募预期，这股由多元资金构成的合力，有望为市场注入强劲活力。

私募募资 春江水暖

“上周我们的规模还在20亿，这周就要突破25亿了，年底冲到50亿并非奢望。”本周，上海一家知名外资私募的董事总经理在接受中国证券报记者采访时，显得格外兴奋。他透露，大型商业银行的私人部门、理财公司以及券商资管的代销与定制需求如潮水般涌来，公司的市场团队已连轴运转。需求的背后，是公司实打实的业绩：这家外资私募一位核心基金经理所管产品年内回报率已超30%（产品主要投资A股、港股）；另一位核心基金经理所管产品年内回报率虽然不足10%，但去年稳健获得超20%的业绩，已赢得了渠道的深度信任。

春江水暖鸭先知。这家外资私募募资端火爆并非孤例。上海某老牌百亿级主观多头私募的副总经理，近两个月行程十分紧密。“主动上门洽谈产品发行的机构越来越多，”他向中国证券报记者透露，本周要前往北京、深圳两地与客户密集面谈，这与两三年前的寡淡情况形成鲜明对照。

“私募市场正在经历一场‘三重复苏’。”新晋百亿级量化私募蒙玺投资相关负责人对近期行业资金面回暖进行了精准概括：资金净流入、产品发行活跃、仓位持续提升。其中，不少头部量化私募旗下产品因成熟的风控体系、可控的回撤和可持续的超额收益，成为资金竞逐的焦点。

蝶威私募总经理魏铭三观察到的数据更为直观：近两个月股票类私募备案数量持续攀升，头部量化机构尤为活跃。第三方机构监测数据显示，两周前，国内股票私募平均仓位水平已跃升至77.4%，百亿级股票私募的平均仓位更是一举冲上83.3%的近年来高位水平。

老牌百亿级主观股票私募重阳投资合伙人寇志伟说：“6月以来，主动权益类私募产品募资规模明显回升，存量产品赎回比例也在下降。”这清晰勾勒出私募募资端全面回暖的轮廓——历经数年市场磨炼，业绩持续稳健的机构正迎来资金的认可。

合力效应料持续提升

除了私募募资端的暖意之外，从私募行业的多维视角来看，多路活水汇聚的合力效应正在形成。

“变化是实实在在的，”某头部债券私募市场负责人向中国证券报记者坦言。其核心客户——银行与券商渠道的低风险偏好客户，正对“固收+”策略产品展现出近几年少有的热情，该机构主打的“债八股二”策略产品认购快速升温。“部分资金正从纯债产品中流出，”他观察到，“客户对权益资产的赚钱效应和投资机会的认可程度，相比前几年有了质的飞跃。”这标志着，即使保守的资金也在重新评估权益资产的长期价值。

“外资对中国经济和中国权益资产的看法，今年已明显改观，”知名外资私募联景淳创始人许仲翔向中国证券报记者表示。他特别对比了两种市场形态：类似2024年“9·24”那样的急速上涨行情，外资往往很难参与；今年以来，特别是第二季度A股展现的韧性上行态势，更契合外资的步调。“外资决策相对审慎，如果当前市场节奏能够维持，外资长期资金大规模回流是水到渠成的事。”许仲翔说。

百亿级私募星石投资首席策略投资官方磊描绘了一幅资金增量图景：居民存款利率持续回落，固收资产预期收益有限，叠加股市的赚钱效应，可能正驱动居民储蓄增配A股；险资、社保等中长期资金在政策引导下持续入场；海外资金则因美元趋势性走弱及中国资产的显著低配，存在强劲的再平衡需求。

蒙玺投资方面也敏锐捕捉到了资金面的积极变化：“A股已进入多元资金共振驱动的新阶段。”该机构特别表示，活跃的个人投资者正在构成新的“交易引擎”，北交所、ETF等热点正持续吸引资金进场。

魏铭三表示，私募持续加仓、机构资金（公募、险资）逐步入场、个人投资者与市场融资金额（稳居1.8万亿元之上）同步攀升，外资资金因估值和政策可预期性而稳步回流。“多路活水交汇，正持续推高市场信心。”他总结说，这种“多轮驱动”的生态，有望构成市场继续向上的坚实支撑。

后市空间可期

在各类资金合力的背景下，市场对A股后市的乐观预期正在凝聚，不少私募预判市场弹性可能超出预期。

蒙玺投资对此持“审慎乐观”立场，背后的逻辑是：一方面，市场交投活跃度居高不下——行业轮动加快、成交额回升、换手活跃，叠加政策暖风频吹，为市场提供了充沛的流动性支撑；另一方面，A股整体估值仍处偏低水平，中盘成长、红利低波等板块修复空间较大，市场风格有望在震荡中向“价值+成长共振”靠拢。

寇志伟则从风险收益比方面入手：“当前市场的机会远大于风险。”在他看来，市场经受住4月初的外部扰动因素冲击，下行空间有限；在低利率环境下，资金增配权益资产需求十分迫切，后续A股出现指数性行情的几率很大。

方磊认为，国内经济周期性改善是大概率事件，“反内卷”政策正在提升中游制造、服务消费等领域供需改善程度，市场对相关行业企业业绩的预期同步上调。在此背景下，他表示：“整体股市估值弹性可能会领先于经济基本面。”

魏铭三同样看好估值重估空间：“当前A股整体估值处于低位，重估空间充裕。”他判断下半年A股将维持结构性牛市格局，量化策略有望继续领跑，若基本面持续改善，“估值弹性与趋势行情将进一步共振”。

许仲翔认为：“宏观政策面的宽松信号已经明确，只是效果落实还需要时间，投资者不必纠结于短期经济数据。”他更关注根本性的转变——当投资者真正认可中国企业的全球竞争力，从“代工思维”转向“科技创新与IP创造”，市场估值体系将迎来深刻重构。

前述外资私募负责人则表示：“目前市场估值提升潜力正与宏观经济改善预期，形成历史上少有的共振局面，作为深耕中国市场的外资私募，我们认为这场由资金驱动的行情的，未来的深度与持续性值得期待。”