

转向“震荡市思维” 债基基金经理策略生变

近期，债市呈现震荡格局。在缺乏明显交易主线的背景下，市场人气不足，行情跟随消息面出现波动。上周，受地产信用风险事件以及市场传闻冲击，短期市场担忧情绪被放大。

“过去一段时间，大家习惯了在债市获取稳健收益，但最近市场脾气变了。”部分债券基金经理对中国证券报记者表示。在他们看来，震荡并非短期现象，而是债市收益率中枢进入较低水平后的常态，这对从业人员提出了更高要求，机构投资者需要从单边市向震荡市思维转变。

● 张舒琳 王昱煊



视觉中国图片

近期，债市波动明显加大。上周，债市延续震荡格局，机构出现赎回止损迹象。后半周的债市虽有所修复，但中短端债券表现仍然不尽如人意。

房企债券展期事件成为触发近期市场避险情绪的直接导火索，近期多只相关债券被临时停牌。此外，市场关于债基赎回费率改革以及其他传闻的讨论，让市场短期的担

忧情绪被放大。在业内人士看来，费率新规关于债基赎回费的规定削弱了债基作为短期交易工具的吸引力，此前机构常用的短频交易博取利差策略的成本大幅上升。

“最近切实感受到了压力，虽然我管理的产品还没有出现大额赎回，但如果继续调整，投资者就快要受不了啦。”一家中小基金公司的债券基金经理表示，临近年

底，机构投资者持续抛售。此外，近期对于债基赎回费率改革等消息的担忧，也进一步加剧了市场波动。

“上周，债券市场出现幅度较大的调整。央行临近月末净回笼资金给市场情绪带来影响，债券收益率持续上行到周五才迎来短暂修复，收益率曲线呈熊陡（即长短期收益率均上行，但长期收益率上行幅

度更大）走势。”泓德基金表示，债市仍需要时间震荡企稳。

从债券基金的业绩表现来看，Wind数据显示，上周以来（11月24日至12月2日），有统计数据的3567只开放式中长期纯债型基金中，近八成下跌，其中16只跌幅超过1%；有统计数据的935只开放式短期纯债型基金中，约四成下跌。

自今年下半年以来，受股债跷跷板效应影响，债券基金规模持续下降。据中基协最新披露的数据，截至10月底，债券型基金总份额56326.11亿份，较9月底环比下降1338.91亿份；总规模71003.45亿元，环比下降1043.22亿元。值得关注的是，自今年7月以来，债券基金份额已经连续4个月下降。

对一线从业者而言，债券基金经理正面临规模与业绩的双重压力。“太难做了，明年我对自己管理的中短债基金回报水平不抱有很高预期，估计不超过2个百分

点。”一位债券基金经理直言。

在业内人士看来，当前债市的震荡并非短期现象，而是债市收益率中枢进入较低水平新阶段后的常态。未来，宽幅震荡将成为家常便饭，市场需要时间适应新的收益率区间，这对市场参与者提出了更高要求。兴华基金固收公募部基金经理吕智卓表示，目前“债券的股性日益凸显”，对基金经理的择时、止盈止损能力提出了更高要求。

面对市场环境的变化，基金经理们不得不调整投资策略，在追求“每一个基点”

的同时，将流动性管理和风险控制放在首位。一位大型公募基金公司投研人士总结说：“对于债券投资，要改变过去的单边市思维，强化震荡市思维，更强调价值投资，重视安全边际。”在他看来，当前阶段，市场收益率中枢整体处于上行有顶、下行有底的状态，低收益率的环境将会延续。当前中国经济处于新旧动能转换期，旧的经济模式依然有下行压力，这在一定程度上会约束债券收益率的上行空间。而与出口链密切相关的新能源则处于蓬勃发展当中，又约束了债券收益率的下行空间。所以

既不能对债券市场轻言乐观，也不能过于悲观。从具体的节奏上看，他表示，考虑到外需对当前经济的支撑作用，海外经济体宏观风险的暴露或给债市带来一定的交易性机会。

吕智卓表示，在日常账户管理中，需要动态调整组合久期和杠杆率，追求较好的流动性和极低信用风险，获得确定性收益。杠杆部分会择机介入超长债买卖，但会健全止盈止损机制，争取在增强组合收益率弹性的基础上，有效平滑产品净值波动。

展望后市，基金经理们的共识是震荡或成为未来一段时间的债市主旋律，但中长期而言，债市并不悲观。泓德基金认为，债市总体方向未变，从基本面和政策面来看，债券资产仍有配置价值，年底市场大概率维持震荡走势。

招商基金认为，临近年末配置阶段，赔率预期不足。当前10年期国债收益率在1.8%至1.85%区间震荡，处于人民银行关注区间的中间偏上位置，缺乏市场主线的情况下，行情或跟随消息面波动。

招商基金认为，考虑到估值性价比，

票息价值凸显，配置盘可积极操作。品种上，对于利差保护充足的超长端品种，在经历11月最后一周的供给高峰后，12月配置盘可关注左侧布局机会。5年以上的信用债利差空间较大，具备较优性价比。

具体到明年的资产配置，吕智卓预计，明年一季度，债市、股市或双双呈现震荡行情；到了二、三季度，股市相比债市更具吸引力，因此前三季度适合以票息策略为主，结合久期策略可进行收益增强操作；此后，更看重久期策略。

超60只新产品定档12月发行

公募基金年底发行大战如火如荼

● 本报记者 万宇

12月新基金发行热度不减，目前已超60只产品开始或即将发行（按认购起始日统计），仅12月1日当天，就有28只新基金同日开启发行。今年以来，新基金发行持续升温，已经有超过1400只新基金发行，超过去年全年的1143只，并且创下近3年的新高。

新基金密集发行

进入12月，新基金的发行热度仍在持续。Wind数据显示，截至12月2日，在已经公告发行档期的基金中，共有64只产品在12月开始发行。其中，仅12月1日当天，就有28只新基金同台竞技。

权益类产品是新发基金的主力军。共有26只股票型基金在12月开始发行，其中绝大多数是被动型基金，仅有广发质量优选、路博迈港股通科技、国金科创创业板量化选股三只普通股票型基金。另外，还有16只混合型基金在12月开始发行，其中有11只是偏股混合型基金和灵活配置型基金。这些正在发行或即将发行的权益类产品中，不乏拟由知名基金经理管理的基金，比如广发质量优选的拟任基金经理杨冬。除了权益类基金，12月也有14只债券型基金、7只FOF和1只QDII基金开始发行。

一些新基金的募集期较短，万家如意添瑞三个月持有认购天数仅1天，富国恒生生物科技ETF、交银中证智选沪深港科技50ETF、鹏华中证通用航空主题ETF认购天数均只有5天。

发行新产品的基金公司仍然以大中型机构为主，多家基金公司在12月同时有多只新基金开始发行。比如平安基金、鹏华基金分别有4只新产品开始发行；招商基金、国泰基金分别有3只新基金开始发行；易方达基金、华夏基金、大成基金等均有2只基金开始发行。

权益类产品成主力军

今年以来，在市场行情回暖背景下，公募基金发行显著升温。Wind数据显示，截至12月2日，今年以来共有1450只新基金发行，发行份额合计为10359.09亿份。今年新基金发行数量已经超过去年全年的1143只，并且创下近3年的新高。

在今年新发行并成立的基金中，有7只产品合并发行份额达到或超过60亿份，包括东方红盈丰稳健配置6个月持有和富国盈和臻选3个月持有两只FOF以及惠升和盛纯债、贝莱德中债投资优选绿色指数等5只债券型基金。另有29只基金合并发行份额在40亿份-60亿份之间，以债券型产品为主。

虽然新成立的规模较大的基金以债券型产品居多，但整体来看，权益类产品无疑成为今年新基金发行的主力军。Wind数据显示，今年以来共计发行795只股票型基金和251只偏股混合型基金，占比超过七成。

值得一提的是，今年指数产品在新基金发行市场中占据着重要位置。在今年新发行的基金中，指数型基金占比超过一半。从细分品类来看，在795只新发行的股票型基金中，指数产品以767只的数量占据绝对主导；在265只债券型基金中，包含63只指数产品；在17只QDII基金中，也有14只指数产品。

此外，今年公募行业不断创新，持续丰富产品线，多个创新品种相继推向市场，包括信用债ETF、科创板综合ETF、科创债ETF、浮动费率基金、自由现金流ETF等细分品类。公募基金进一步完善投资版图，投资巴西等多个海外市场的ETF也相继推出，为投资者提供了丰富的全球资产配置工具。

均衡配置应对波动

公募基金人士表示，今年A股市场表现亮眼，结构性机会丰富，公募基金赚钱效应显著。公募基金规范透明，已成为投资者资产配置的重要工具，在这些因素的共振作用下，投资者积极通过配置基金入市，造就了新基金发行持续升温的态势。

对于后市，招商基金表示，国内经济结构改善、无风险利率下行等逻辑依旧稳固，海外宽松大趋势确定，A股中期震荡上行格局不变。但短期部分扰动因素仍然存在。

建议均衡配置应对波动，适度增配金融等稳健红利资产，同时逢低布局AI算力、新能源、互联网等具备产业趋势的优质科技板块。

富国基金表示，步入12月，政策预期博弈或支撑市场震荡修复。在结构上，若经济增长的目标更为积极，有助于改善价值板块的业绩预期；若继续强化对现代产业体系的支持，则会进一步巩固成长主线的投资逻辑。海外方面，美联储12月议息会议临近，市场预期降息为大概率事件，外部流动性宽松有利于A股市场尤其是成长风格表现，但也要注意目前美联储内部尚有分歧，需关注预期波动对市场带来的扰动。配置层面可坚持均衡，一是关注AI、机器人、新能源、创新药等“新”动能方向的上涨弹性；二是关注前期滞涨的消费、大金融等“旧”经济的补涨机会。

债市方面，民生加银基金表示，短期内，销售费用新规的潜在影响与降息预期的博弈仍是市场交易主线。在新规正式落地前，市场情绪可能偏向谨慎。预计债市大概率继续保持窄幅震荡格局。

机构最新调仓动态曝光 部分标的博弈激烈

● 本报记者 张韵

近期多家上市公司披露关于回购股份事项的前十大股东信息，部分公募、私募以及社保基金等机构的最新调仓动态曝光。这些信息也提前透露出一些机构的投资动向，机构对于部分传统行业标的出现明显分歧，科技、军工、医药等热门赛道部分标的获得青睐，前期积累较大涨幅的标的则遭遇减持。

机构博弈激烈

中国证券报记者梳理三季度末以来的机构调仓动态发现，对于海大集团、祥源文旅等两只传统行业标的，机构投资者之间存在较大分歧。

其中，机构在海大集团的博弈尤为激烈。其回购公告披露，截至11月7日的公司前十大股东里，有8个席位被公募机构以及社保基金占据，合计持股超1.2亿股，占总股本比例超过7%。三季度末至11月7日期间，面对股价的整体回调，多家机构采取调仓举措，但呈现出完全相反的操作。例如，知名基金经理刘彦春管理的景顺长城新兴成长混合基金减持海大集团36.26万股，华泰柏瑞、易方达基金旗下各有一只沪深300ETF也进行了减持。外资机构美林国际则退出了前十大股东行列。

社保基金却选择逆势加仓。全国社保基金一零六组合、一零九组合均大手笔增持海大集团。中证主要消费ETF也增持该股，国泰中证畜牧养殖ETF新进海大集团前十大股东行列。

结合海大集团截至10月28日的前十大股东信息可以看出，刘彦春的减持以及两个社保基金组合的增持基本都是在10月期间完成。美林国际则是在此期间持续减持，最终退出前十大股东行列。

祥源文旅披露的信息也显示出类似的情况。10月9日至11月17日期间，弘尚资产弘利2号私募证券投资基金增持180万股，鹏华优质治理混合（LOF）新进入前十大股东大股东行列。

朱雀基金旗下4只产品则纷纷减持祥源文旅。朱雀企业优选股票减持363.28万股，朱雀企业优选股票、朱雀产业精选混合、朱雀恒心一年持有期混合则退出前十大股东行列。

公开信息显示，海大集团核心业务是水产饲料、水产苗种和动保产品的研产销。祥源文旅主要经营旅游和文化业务。两者都属于传统行业标的，今年前三季度净利润均实现同比正增长。前者归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润达41.77亿元，同比增长18.71%；后者为1.43亿元，同比增长33.47%。

多只个股获机构增持

三季度末以来，恒铭达、华荣股份、汇顶科技、济川药业等个股获机构增持。这些机构增持标的的基本属于今年市场热门板块，如消费电子、军工、芯片、医药等。其中部分个股获社保基金大幅加仓。

主营消费电子领域精密结构件产品的恒铭达，在10月9日至10月15日仅5个交易日间，获全国社保基金一零三组合增持497.17万股。截至10月15日，全国社保基金一零三组合持有恒铭达股数超过800万股，持股总市值超过3.5亿元。

主营芯片设计研发和销售的汇顶科技，在10月9日至11月21日期间，获全国社保基金五零三组合大笔增持超550万股，金鹰科技创新股票增持22.1万股，中证500ETF增持8.77万股。截至11月21日，全国社保基金五零三组合持有汇顶科技超1100万股，持有市值超8亿元，跻身第三大股东。

从业绩角度来看，上述两只社保基金出手增持的个股前三季度净利润均有明显增长。恒铭达2025年前三季度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润同比增长30.05%，达3.95亿元；汇顶科技同比增长43.22%，达5.72亿元。

另外，主营防爆产品的华荣股份在10月9日至11月4日期间，获弘尚资产弘利2号私募证券投资基金增持20万股。主营儿科、呼吸系统等领域药品研产销的济川药业在10月9日至11月24日期间，获兴业证券、国元证券增持，前者增持286.16万股，后者增持184.09万股。另外，济川药业获中证500ETF增持12.22万股，银华中证创新药产业ETF新进公司前十大股东名单。

部分高涨幅标的被减持

此前积累了较大涨幅的一些个股四季度以来遭到机构减持。这在一定程度上印证了近期市场关于部分机构兑现收益的观点。

今年一度涨超3倍的热景生物被多家机构减持。10月9日至11月11日期间，知名基金经理张翼管理的汇添富创新医药主题混合基金减持约21.77万股，基金经理杨桢霄管理的易方达医疗保健行业混合减持约13.08万股，易方达医药生物股票型基金则已退出前十大股东行列。

今年一度涨超80%的上海机电，在10月9日至11月11日期间被国泰君安证券（香港）有限公司减持。今年一度涨超60%的纳芯微，10月9日至11月24日期间被知名基金经理谢治宇管理的兴全合润混合减持约61.9万股，全国社保基金四零六组合退出公司前十大股东。嘉实上证科创板芯片ETF增持26.64万股。

今年一度涨超40%的力源信息，在10月9日至11月10日期间被中信中证资本管理有限公司以及部分ETF实施减持操作。

值得注意的是，四季度以来的机构调仓中，ETF身影频现。业内人士分析，ETF对个股的增减持一般是基金本身申赎份额变化、指数成分股变化等因素导致的。不可否认的是，ETF正在进入越来越多个股的前十大股东行列。Wind数据统计，截至三季度末，A股5400余只个股中，将近三成个股的前十大股东里有ETF现身。