

# 监管“控场”债市踩刹车 债基多管齐下筑“防风墙”

证券时报记者 裴利瑞

近期，债券市场站上风口浪尖，不仅央行亲自下场进行预期引导，证监会也出手调控债券基金风险，已经走了三年牛市的债券市场站在了十字路口。

先是8月5日，四大行出售债券引起市场小幅调整；然后8月7日，央行进行的零元逆回购操作再次提高了市场的谨慎情绪；同日，中国银行间市场交易商协会对多家商业银行启动自律调查，并在8号早间发布公告，调查处理中小金融机构存在的出借债券账户和利益输送行为，债券市场再度下跌；8月9日，央行再次以专栏方式介绍了资管产品净值化机制，明确向投资者提示债市风险。

与此同时，监管也在暂缓债券基金审批一个多月后，对债基久期有了新的指导。证券时报记者从基金业内了解到，近期，监管要求新上报的零售类债券基金的久期不得超过两年，严格控制利率风险，并加强债券基金的销售适当性、负债端流动性等风险管理。

监管部门对资管产品负债端的担忧已经非常明显，2022年年末债券市场的赎回危机也历历在目。一周时间，10年期国债收益率上行6BP，八成债基应声下跌，面对不确定性陡增的债市，债券基金经理严阵以待。

## 监管频频出手“控场”

实际上，今年下半年以来，监管对债券基金的审批速度、发行规模、债券久期等多个维度都进行了“控场”。

比如近期，关于“监管暂缓债基发行”的市场传言广为流传，证券时报记者向多家基金公司求证得知，自7月以来，业内确实再也没有新的债券基金获批，最近一次债基获批时间为6月18日，包括华商基金、建信基金、华宝基金等13家基金公司的债券基金拿到了批文。

“我们没有接到监管暂停发行债基的明文指令或窗口指导，但是明显的感受是，债券的审批速度确实变慢了。”上海某基金公司产品部人士表示，“现在权益基金可以2周就快速获批，但是即使按照发4只权益基金配售1只债券基金的指导，我们在发行了4只权益基金后，仍然很久没拿到债基的批文。”

与此同时，在债券基金爆款频出的背景下，债基的新发规模上限也不断下降，有业内人士透露，当前，零售类债券基金的首发规模上限已经从80亿元调低至50亿元。Wind数据显示，7月以来成立规模较大的建信鑫益90天持有、华宝宝嘉30天持有，首募规模分别为47.7亿元、48.1亿元。

此外，一家中型基金公司产品部人士还向证券时报记者透露，近期，监管对债券基金的久期也有了新的指导，要求新上报的零售类债券基金久期不得超过两年。

“现在债券基金的审批通道分为普通纯债基金和零售类债券基金，其中零售类债券基金一般是30天、60天、90天的滚动持有期债券，主要承接的是银行理财资金净值化转型过程中的投资需求，负债端风险偏好较低，有更严格的久期要求也情有可原。”上述产品部人士解释。

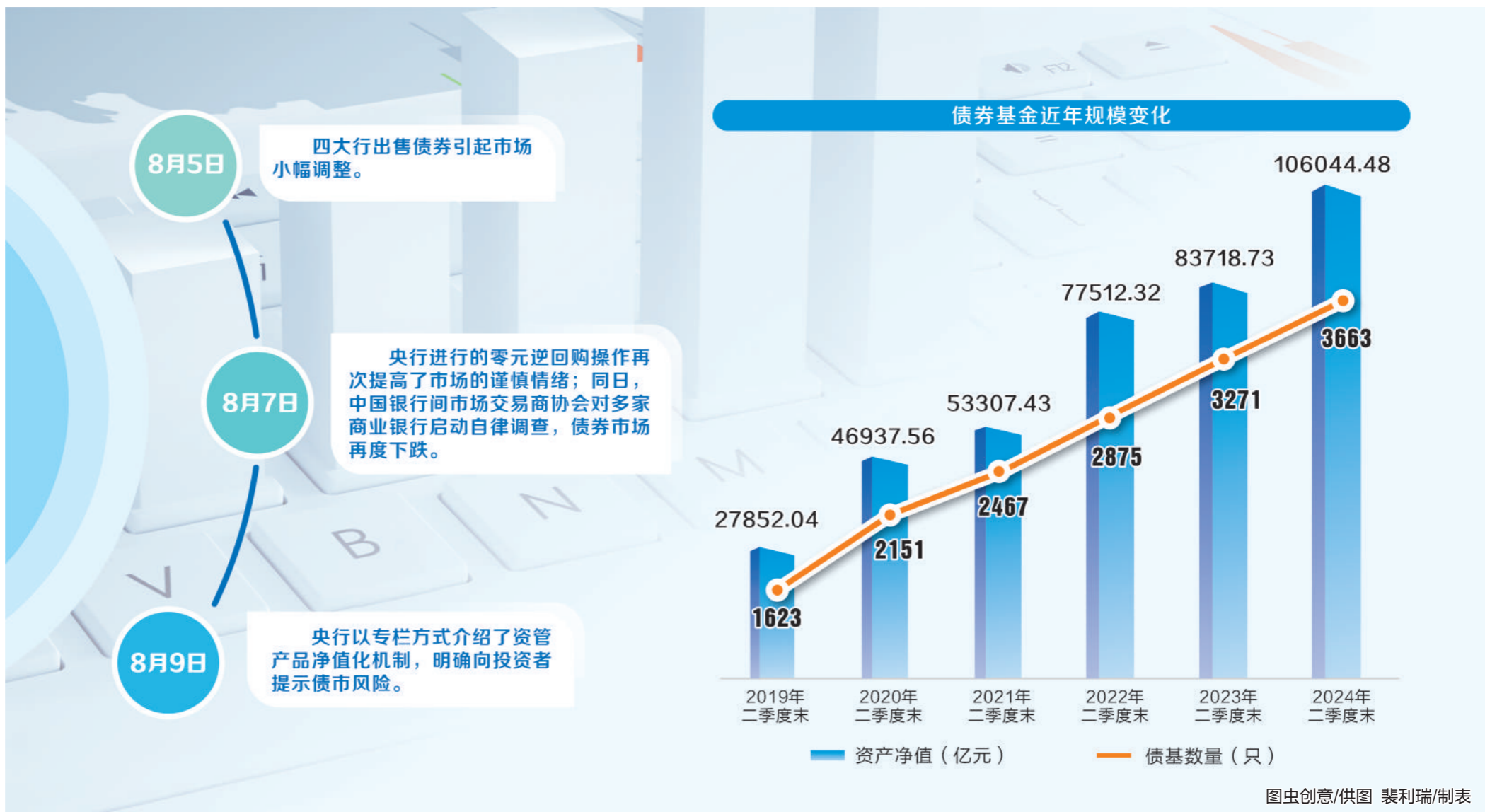
不过，上述产品部人士也透露，在多家基金公司签署新报债基久期不超过两年的承诺函后，监管关于债券基金的审批工作已经在逐步恢复。

一位接近监管层的公募机构人士表示，今年以来，监管和业内关于债券基金的沟通明显增多。“沟通内容主要围绕保护投资者利益，希望各家基金公司加强宏观经济研判和逆周期调节，完善风险应对策略，尤其是加强债券基金的销售适当性、负债端流动性等风险管理，提前预防市场风险。”该公募机构人士透露。

## 警惕利率风险和负债端风险

在基金公司看来，上述监管对债市和债基发行的调控，一方面是因为近年来债市持续走高，债券利率尤其是长期利率已经积累了较高风险；另一方面是因为今年债券基金销售火热，当前债券规模和数量均处于高位，一旦发生回调可能会出现负债端的踩踏风险。

西部利得基金认为，今年以来，由于流动性



宽松，机构配置需求旺盛等因素影响，债券收益率明显下行，而7月央行又进行了降息操作，债券收益率下行速度有所加快。但考虑到今年以来宏观经济稳中向好，稳增长仍是下半年政策重心，该公司认为债市可能存在以下风险：

一是当前利率水平处于历史较低位置，随着政策持续出台以及经济数据改善逐步验证，利率可能存在向上反弹的风险。

二是三季度随着地方债发行提速，债券供给可能明显增加，流动性可能出现阶段性紧张的现象。目前债券投资者的久期处于相对较高水平，一旦利率低位反弹，可能会导致债券投资者持有的长久期债券出现明显浮亏。

值得注意的是，近几个交易日，长债的收益率波动已经明显放大。8月6日至8月9日，30年期主力合约大幅下跌1.15%，10年期国债期货主力合约跌0.49%，同期超八成债券基金下跌，两只30年国债ETF分别下跌1.57%、1.39%。

而今年债券基金销售火热，仅今年二季度，纯债基金的规模便有万亿元的增幅。Wind数据显示，今年二季度，纯债基金规模大幅提升，环比增长1.27万亿元，总规模突破10万亿元。其中，中长债基金规模增长6219亿元，环比增幅为10%，依旧是纯债基金扩容的核心力量。

鹏扬基金固收组合管理部总经理王经瑞认为，固收资管产品从长期看，票息累积具有很好的财富效应，但从短期看，债券资产端交易和估值定价对利率敏感，受流动性影响大，负债端的客户风险承受力通常不高，对净值波动也很敏感，因此如果遇到市场下跌很容易产生负反馈，2022年年末理财风波就是典型案例，对债券基金也有所波及。

这就不难理解央行在8月9日发布的《2024年第二季度中国货币政策执行报告》中，特意向投资者提示债市风险。一旦未来利率回升，债券价格就会下跌，投向债市的资管产品净值也会随之回撤，现在入场的投资者，高位接盘的风险很大。

展望后市，中信保诚基金认为，后续债市需要关注的风险主要来自于基本面和政策层面的潜在变化。其中，基本面关注经济企稳回升动能，如果出现需求进一步回暖和社融明显走高的迹象，对债市可能产生一定回调的压力；政策层面需要关注货币政策及财政政策的空间和节奏。

## 多管齐下筑牢债基“防风墙”

面对潜在的利率上行风险和负债端流动性风险，债券基金经理们也在近期积极应变，多管齐下提前预防，筑牢债券基金的“防风墙”。

鹏扬基金固收组合管理部总经理王经瑞从投资端、风控端、市场端三个维度，讲解了公司在债券基金风险控制上所做的工作：

在投资端，王经瑞表示，当前主要的方式是控制组合久期，一方面可以控制现券仓位降低组合久期，另一方面，可以通过国债期货进行套期保值降低组合久期；风控端，公司重视通过金融科技手段监测和计量市场风险，及时向投研和交易环节发出提示；在市场端，公司本着客户利益至上的理念开展理性营销，向投资者全面介绍各类债券基金的风险收益特征，引导基金经理结合自身需求和风险承受能力，根据市场环境匹配策略，参与合适的债券基金品种。

具体到投资维度，中信保诚基金认为，上半年，受限于杠杆策略较低的价值，市场普遍存在拉长久期提高票息收益的倾向，而下半年，利率下行的顺畅程度很可能不及上半年，因此在久期策略方面需要更加灵活。

一方面是积极提高持仓流动性，确保在市场出现不利变动时可以及时卖出降低风险敞口；另一方面是强化交易纪律，在捕捉后续潜在行情的同时，控制超预期事件发生之后的回撤幅度。

“债券基金的风控手段主要依靠对久期、杠杆以及券种的控制，近期收益率水平较低，同时央行不断提示长端风险。在监管的指导下，我们不进行激进的操作，对久期、杠杆进行控制，同时在择券上，优先选择流动性较好以及有一定利差保护的品种。”西部利得基金表示。

# 业内呼吁松绑国债期货限制 完善基金风险管理工具

证券时报记者 裴利瑞

近年来，债市一路高歌猛进，已经来到了风吹草动就可能带动巨大波动的高位，基金经理不仅要做好长期的资产配置稳定收益，同时也要控制好波动情况，防止短期的大幅度调整造成巨大回撤压力，基金经理的“工具箱”中需要更多的风险管理工具来应对市场变化。

比如，国债期货是债券基金的重要对冲工具，2013年9月公布的《公开募集证券投资基金参与国债期货交易指引》，允许基金以套期保值为目的参与国债期货，但目前也规定了最大仓位比例、保证金比例等限制，业内也常有呼吁政策松绑的声音。

鹏扬基金固收组合管理部总经理王经瑞指出，当前，债券型基金进行国债期货套保，要求扣除现金管理部分的债券仓位不得低于

## 降低收益预期 做好风控管理

虽然监管层对长端风险的关注不容忽视，但对于债券市场后市，多家基金公司仍然肯定了其配置价值，并建议投资者降低收益预期，做好风控管理。

平安基金认为，近期监管层面开始通过多种手段加强对利率的引导，无论是通过债券卖出、指导大行卖债，还是对4家银行机构启动自律调查，这些动作均表明，我们短期不宜低估监管层对长端风险的关注。但长期来看，利率水平应与经济发展水平相适应，政策对利率干预本质上是预期管理，以防止长端利率过快下行，用时间换空间，以等待与财政配合的时间点，故而央行操作引发市场大幅调整，触发负反馈的概率并不大。

中信保诚基金也指出，随着经济向高质量发展转型，债券收益率和存贷款利率不断下行，经济可能将维持较长时间的低利率周期。在经济温和回升和债券供给逐渐放量的背景下，尽管下半年的债券市场可能难以复现上半年的整体涨幅，债市“快牛”也持续地概率下降，但从资产创造角度，新经济转型对信贷占用将有所下降，全社会利率水平有望保持震荡回落态势。同时，后续央行利率和存款准备金率等政策工

具仍有空间，将对利率中枢持续向下牵引。

因此，该公司认为，在降低收益预期和做好风控措施的基础上，债券市场或仍可继续参与。但上半年持续演绎的“资产荒”逻辑对债券各品种的利差分布产生了较大影响，信用利差明显压缩，期限利差也有一定收窄，未来可以从两个维度挖掘收益：

一个维度是从历史统计规律来看，目前利率债曲线的陡峭程度高于信用债，同时信用利差整体也处于历史低位，因此中期限的利率债从期限利差和比价效应角度，都具备持续挖掘空间。

另一维度是，尽管信用利差整体压缩，但在化债措施不断推进、供给整体缩量的背景下，不同区域的城投债、产业债仍有价值发现的机会，同时，商业银行各类金融债后续也将持续发行，提供配置交易机会。

西部利得基金认为，7月降息后，银行间资金价格依然稳定在1.8%左右，到8月初才有所下行，目前隔夜加权价格保持在OMO(公开市场业务)利率1.7%左右，整体流动性相对宽松，对债券市场有一定支撑，短期确定性较高。而长期，受到监管态度影响，收益率向下空间较为有限，利率水平或随着监管行为有一定波动，建议投资者不要激进增加久期，关注曲线利差变化。

西部利得基金也表示，国债期货作为对冲工具，可以降低产品净值波动，对保护投资者利益有一定的积极作用。随着长端利率风险的累积，债券基金产品需要此类利率对冲工具，但也需要对过度的投机行为进行限制，否则反而不利于对产品的风险控制。

值得注意的是，由于今年上半年债市表现偏弱，利率偏低，公募基金对国债期货的持仓金额已经有所增加。中信期货研报数据显示，截至上半年末，持有国债期货的基金公司数量由31家涨至40家，持有国债期货的基金数量由83只升至106只。

