

# 10万亿债基市场遇“刹车” 政策调整正重塑行业格局

证券时报记者 吴琦

作为公募基金三分之一体量的债券投资业务,正经历一场静水深流的变革,其发展趋势在市场与政策的双重作用下愈发清晰。

今年,受股债跷跷板效应等市场因素的影响,债券市场规模出现萎缩。除市场因素外,政策环境的调整对这场变革的影响更为深刻。三季度,纯债基金先后遭遇股市波动传导、基金赎回费调整等冲击,

调整压力显著。进入四季度,基金赎回新规有望正式落地,基金业绩基准新规对主动债券基金的深远影响也将逐步显现。数据变化更能表露出这场变革的脉络。今年三季度,总规模高达10万亿元的债券基金单季度缩水近1700亿元,增长态势明显趋缓。结构分化更为突出,纯债基金规模大幅缩水7700亿元,混合债基规模逆势增长约5000亿元,一减一增之间,凸显出行业格局的巨大变化。

## 1 债基规模萎缩牵动行业神经

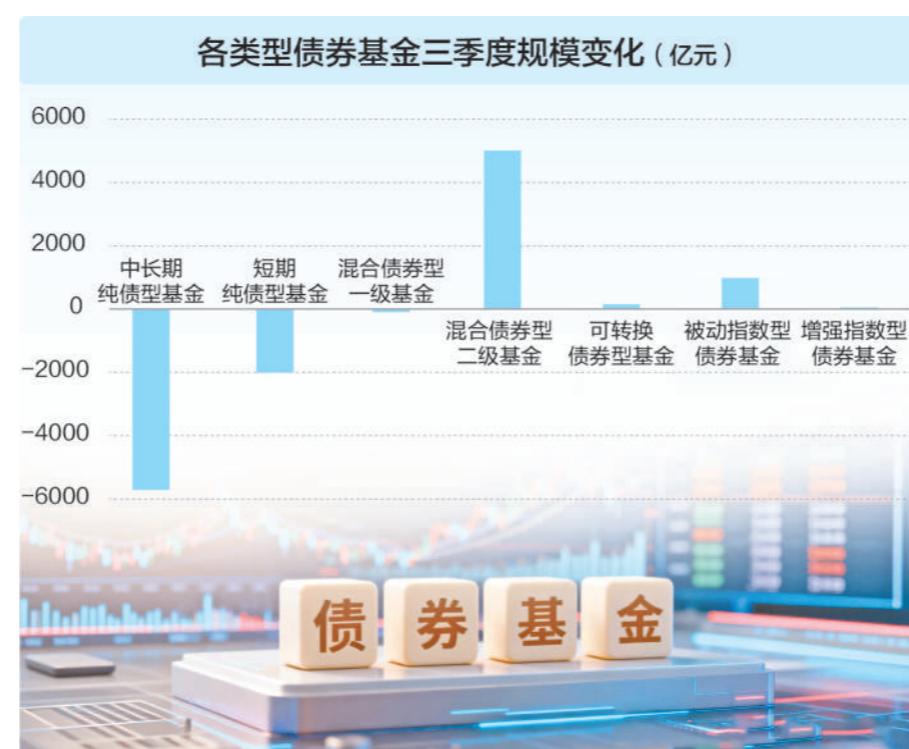
“公司三季度规模掉了30亿元。”一位管理规模超百亿元的公募基金高管忧心忡忡地表示,尽管三季度A股市场持续好转,公司整体规模却出现大幅缩水。“我们公司三季度规模缩水了50多亿元。”另一位行业排名中游的公募高管也流露出深切担忧。

这种焦虑在行业内并不少见。三季度,在A股一路走高,上证指数接连突破多个整数关口之际,不少公募高管仍在为公司规模下滑而发愁。Wind数据显示,今年三季度共有超70家公募基金管理人规模出现下滑,这一现象主要源于债券基金规模大幅缩水。

具体来看,上述两位高管所在公募中,各有一只债券基金遭遇大额赎回,单只基金规模缩水均超30亿元。从全行业来看,三季度规模缩水超30亿元的110只基金产品中,债券型基金高达102只。

值得注意的是,本轮债券基金遭遇大面积赎回,不再简单是债市调整的结果,或是基金行业债券市场新一轮洗牌的开始。

以一只规模百亿元的基金为例,30亿元的规模缩水意味着单季度体量减少30%,这不仅影响基金公司整体经营表现,还对其在部分渠道的准入等方面造成了较为负面的影响。



数据来源:Wind 吴琦/制表 图片来源:AI生成

## 2 政策调整驱动行业变革

“债券基金规模缩水的背后,是多重因素共同作用的结果。”一家外资公募基金经理表示,但行业政策的调整对行业变革的影响更为深刻长远。

“9月发布的基金费率改革征求意见稿中,关于公募基金销售费用的规定,引发市场对债基赎回的担忧,成为9月上旬债市调整的重要原因之一。”该基金经理补充道。

“三季度债券市场面对‘反内卷’、股市走强、基金赎回费调整等多重冲击,显得应对乏力;在缺乏政策与基本面明确利好支撑的背景下,市场逐步进入调整阶段。”北京一位基金经理分析,这些因素引发了市场对债基产品负债端的担忧,导致债券基金对机构的吸引力下降,进而促使机构资金赎回。

证券时报记者梳理发现,2025年8月以来,债市已先后经历多轮重要政策调整:一是财政部推出债券税收调整方案,对国债、地方政府债、金融债等品种恢复征收利息所得增值税;二是中国证监会时隔13年修订公募基金销售费用管理规

定,征求意见稿将债券基金纳入赎回费率限制标准适用范围,拟对中短期赎回资金分别征收不低于1.5%、1.0%、0.5%的惩罚性费率;三是监管部门近期发布基金业绩比较基准相关文件,明确了主动债券基金的业绩比较基准要求。

晨星(中国)基金研究中心高级分析师吴粤宁对记者表示,三轮新规主要从成本、客户结构与投资运作规范等方面影响公募债券投资业务。税收调整虽使公募债基利息收入税负略有增加,但3%左右的增值税率仍低于银行自营的6%,具备税收优势。

除景顺长城基金外,富国基金、中欧基金、易方达基金、永赢基金等机构三季度的混合债基规模增长也位居行业前列,成为公司债券基金规模增长的重要支撑力量。

面对债券市场变局,部分中小公募也在加大混合债基等“固收+”业务布局。中邮创业基金是混合债基规模增长居前的公募之一,其旗下3只混合债基年内规模合计增长近150亿元。

## 3 考验公募战略远见

每一次行业变革,恰是行业发展的分水岭,也对公募机构的战略远见提出了更高要求。

今年三季度,景顺长城基金、海富通基金、工银瑞信基金、富国基金等机构的债券基金规模实现逆势增长。

三季报数据显示,景顺长城基金是行

业中唯一一家债券基金规模增长超400亿元的公司,这主要得益于公司混合债基等“固收+”产品规模的增长。景顺长城基金三季度混合债基规模增长了超700亿元,直接推动公司非货管理规模在三季度末成功跻身行业前十。

除景顺长城基金外,富国基金、中欧基金、易方达基金、永赢基金等机构三季度的混合债基规模增长也位居行业前列,成为公司债券基金规模增长的重要支撑力量。

面对债券市场变局,部分中小公募也在加大混合债基等“固收+”业务布局。中邮创业基金是混合债基规模增长居前的公募之一,其旗下3只混合债基年内规模合计增长近150亿元。

债券ETF被认为是债券基金市场另一

个突兀的方向,只不过对基金公司的资源禀赋能力要求更高。如海富通基金正是凭借债券ETF布局的先发优势,走出了差异化发展路径,推动公司债券基金规模的逆势增长。头部基金公司富国基金与工银瑞信基金则在科创债ETF、混合债基领域深耕,支撑起自身债券基金规模的增长。

那么,公募机构应如何在新规框架下调整债券投资战略?又有哪些机遇可把握?

吴粤宁对记者表示,新规下公募债券业务的机遇主要集中在工具型产品扩容、机构委外需求释放与细分领域创新三大方向:首先,债券ETF等豁免赎回费的品种,成为机构流动性管理的优质替代选择,其细分品类的扩容空间与流动性提升潜力广阔;其次,公募债基3%的增值税率低于银行自营,叠加专业的投研与风控能力,精准契合银行、保险等机构的委外需求,头部机构有望承接更多增量资金并进一步巩固市场份额;最后,业绩基准与费率新规推动行业从规模竞争转向专业能力比拼,为合规能力强、创新意识足的机构进一步打开了发展空间。



# 践行“资管工业化” 中欧基金多资产团队大跃迁

证券时报基金研究院 陈书玉

2025年以来,“固收+”产品如潮水般涌入大众视野,迅速崛起为资产管理行业不容忽视的第二增长曲线。Choice数据显示,今年三季度末,全市场“固收+”基金规模达2.47万亿元,单季增长超5200亿元。

在这一行业趋势下,头部公募纷纷厉兵秣马,大力发展“固收+”业务。需要意识到的是,如今“固收+”的内涵已发生本质跃迁:它早已超越债券打底、股票增强的简单配方,进化为一种高度依赖投研协同、流程分解与风险精细管理的多资产配置解决方案。这就向基金公司提出了全新的核心命题——必须构建一套可规模复制的“工业化”输出体系。

中欧基金作为较早践行“资管工业化”的机构,其多资产团队在过去十年间完成了从1.0阶段“资产配置统筹股债”,到2.0阶段“多元策略丰富收益来源”,最终演进至3.0阶段“多元资产分散风险”的两次关键跃迁。这一实践表明,通过专业化、系统化的工业体系,能有效应对市场不确定性,为投资者提供更为稳健的产品选择。

## 一个绩优产品 的十年稳健样本

中欧基金在“多资产+多策略”领域的实践积累,带来了在“固收+”领域的迅猛突破,中欧多资产团队打造了多个低波策略绩优产品,中欧瑾通是其中翘楚。

Wind数据显示,中欧瑾通A成立于2015年11月17日,近十年经历多轮牛熊,

截至2025年9月底,成立以来收益率72.8%,高于同期业绩基准24.1个百分点。持有人户数从2018年底319户增长至2025年6月底的51.9万户,增长超1600倍。

中欧瑾通的稳健基因来自清晰的产品定位、严格的纪律执行及系统化的风控体系。产品核心目标始终明确:实现绝对收益。中欧瑾通将低波作为核心策略,控制年化波动率,并以较高概率实现年度正收益。

纪律性体现在三个层面:第一是仓位纪律,产品坚守明确的权益仓位中枢,2019—2020年股票市值占比保持在10%的中枢上下。第二是风格纪律,权益部分在价值与成长间保持均衡,根据市场微调但不押注单一风格。第三是债券策略纪律,深耕纯债策略,把握债券行情,成为收益重要来源和组合压舱石。

风险管理方面,中欧瑾通的风控体系近年来完成了从事后救火到事中预警的进化,通过风控归因系统,将风险监控前置至事中阶段。例如今年上半年,团队监测到红利策略风险收益比下降,便动态调整策略比重,契合市场节奏。

团队在产品设计上也持续优化持有体验。自2024年6月起,中欧瑾通增设季度评估分红机制,截至10月底,已连续6个季度分红,累计金额达1.48亿元,此举提升了投资者获得感。

## 工业化投研成“超级引擎”

中欧瑾通的稳健表现,背后是一套名为“MARS工厂”的工业化投研体系。该体

## 十年革新 不断进化

事实上,中欧瑾通的卓越表现是中欧多资产团队系统性布局下的必然结果。面向未来,团队已构建覆盖不同风险偏好的全天候产品线。产品线横向覆盖低波、中波、高波等波动率要求,纵向匹配不同大类资产类别,同时考虑目标客群特殊要求,提供公募或专户服务。

在单个产品策略上,团队做了细分。以“固收+”产品为例,中欧汇利关注“固收+红利/价值策略”,中欧磐固侧重“固收+ETF策略”,中欧丰利则以“固收+港股策略”为特色。通过更细分的策略产品,更好满足不同投资者需求。

这张产品版图背后是团队近十年的自我革新:在1.0“资产配置统筹股债”阶段,团队实现了从早期基金经理各自为战的简单股债配比,到建立统一资产配置框架的关键跨越,完成了投研理念的启蒙。进入2.0“多元策略丰富收益来源”阶段,团队认识到仅分散资产类别远远不够,核心突破在于构建了超过20种标准化策略的“零件库”,推动投资从“资产分散”跃升为“收益来源分散”。

发展到如今的3.0“多元资产分散风险”阶段,为应对市场利率下行的挑战,团队再次前瞻性进化,不再局限于传统股、债、转债,通过引入更广泛的资产类别与策略工具,为组合构建了超越传统股债的新时代“压舱石”。每一次跃迁都不是对过去的否定,而是在资产配置理念指引下,围绕分散化、风险收益比和客户体验的持续深化与升华。

三季度的规模数据,再度给部分发起式基金的存续敲响了警钟。此前低点成立的部分基金凭借优秀的业绩吸引了资金加购,从而摆脱了清盘的命运;但多数产品依旧无法走出规模之困,不得不点清盘。

当前,发起式基金离场有加速趋势,但发行端又有更多产品持续上新。有观察人士指出,发起式基金面对的最大挑战是规模困境,需要警惕大量发起式基金清盘影响投资者信心的现象。

## 多只发起式基金面临清盘

11月8日,华泰资管公告,旗下华泰紫金沪深300指数增强发起的基金合同生效满三年之日为2025年11月17日,因该基金长期以来规模较小,截至11月17日,若规模低于2亿元则将触发基金合同中约定的基金终止情形,并于2025年11月18日起进入基金财产清算程序。

11月份以来,恒越均衡优选等其余4只发起式基金预告即将清盘。此外,据基金三季报数据,多只成立于三年前的发起式基金也面临清盘风险,2亿元的规模门槛宛如悬在此类产品头上的“达摩克利斯之剑”。

截至三季度末,还有部分养老FOF基金等产品规模仅有数千万元,这部分基金均成立于2022年11月,这意味着若没有资金介入,这批基金或难逃清盘结局。

值得一提的是,从三季报中不难发现部分基金“自救”的端倪。以某债基为例,该基金成立至今,规模长期稳定在1000万元到5600万元之间,多个季度内罕有波动,截至今年三季度末也仅为5600万元。该产品成立于2022年8月30日,若规模没有发生重大变化,该基金就会在今年8月30日清盘,然而从三季报以及当前仍存续的状态来看,该债基已安然度过了“三年大考”。

从三季报数据来看,上述基金三季度总申购份额达到了2.91亿份,这很可能意味着8月30日之前该产品或被短期“冲规模”,从而跨过2亿元的门槛;而三季度赎回总额也达到了2.46亿份,这意味着这批资金选择了“快进快出”。

## 亦有基金成功突围

在部分发起式基金仍在生存线挣扎之际,还有多只产品已将规模做大做强,甚至还成长为明星产品。

作为今年前三季度的“冠军基”,永赢科技智选是去年10月末成立的一只发起式基金,截至11月7日,该基金的累计涨幅已达246.27%,规模方面也达到了115.21亿元。此外,永赢先进制造智选规模也突破了200亿元,中航机遇领航、中欧数字经济以及中欧时代先锋等发起式基金规模均超过了100亿元,这些基金凭借着成立以来业绩翻倍的表现,吸引了资金的加码,早已摆脱了生存之忧。

成立时点是部分发起式基金业绩出色的一大重要因素。若将时间推至2025年及以前,沪指多个交易日下探至3000点以下,发起式基金凭借更低的成立门槛,在市场震荡或投资情绪低迷、行情转折时更容易快速成立,仅在2022年内就成立了超300只发起式产品。

中航基金总经理助理韩浩表示,发起式基金往往成立于市场低迷时期,此时市场存在大量低估值的优质资产,这些优质资产在市场情绪回暖时往往会出现显著的估值修复,进而带来明显的超额收益。同时,发起式基金要求基金公司自有资金投入并持有至少三年,能激励基金公司注重长期投资,进而保障基金取得长期良好的投资业绩。

“此外,在产品设计上,发起式基金让基金公司更易采取多样化和个性化的产品策略。优秀的历史投资业绩是基金的最大名片,再经过基金公司的持续营销,从而实现基金规模快速增长。”韩浩表示。

“如果说市场冷清时设立发起式基金是为了‘保成立’和逆向销售,在市场较为火热时设立发起式基金则是为了‘抢赛道’。”天相投顾基金评价中心相关人士称,由于发起式基金的成立门槛更低,基金公司可以通过设立这样的产品快速建立具有公开业绩的标志性产品,如果业绩出色则更有可能得到市场的认可。

## 优胜劣汰加速

然而,能够突出重围的发起式基金依旧是少数,从清盘节奏来看,发起式产品的离场无疑呈加速趋势。

有公募观察人士指出,像港股通、量化、消费等赛道的发起式基金,虽偶尔能交出亮眼的阶段性业绩,但渠道推广不给力、市场关注不够,导致规模一直上不去。很多基金公司设发起式基金是为了试水新策略或布局创新领域,只要是三年内没得到市场的认可,就算业绩不错,也难吸引资金入驻。

晨星(中国)基金研究中心高级分析师代景霞表示,发起式基金由于较小的管理规模往往面临着较高的运营成本,长期侵蚀基金收益,不利于吸引资金加入,从而使得基金规模难以增长。这在一定程度上也会造成部分发起式基金过于依赖机构客户的影响。

另一方面,10月以来仍有近20只主动权益发起式基金公告成立。对于清盘与上新并存的现象,排排网财富公募产品运营曾芳认为,发起式基金清盘反映出基金行业竞争激烈,资源向优质基金集中,业绩不佳或缺乏竞争力的基金将被淘汰。“发起式基金面对的最大挑战是规模困境的恶性循环,大量清盘可能会影响投资者对基金产品的信心,促使投资者在选择基金时更加谨慎,对基金的业绩、规模和管理能力等方面的要求也会更高。”曾芳表示。



券商中国  
ID:quanshangcn

发起式基金优胜劣汰加速 少数成功突围多数陷入规模之困

证券时报记者  
赵梦桥