

避险情绪推升债市 机构精选信用债

本报记者 廖梦轩 夏欣
广州 北京报道

今年以来，权益市场持续震荡，部分聪明投资者“另辟蹊径”，借道有“资金避风港”之称的短期纯债基金获取到一定的正收益。Wind数据显示，全市场703只短期

短债规模增长四成

短期纯债基金凭借较短的久期水平以及可控的信用风险，回撤控制相比中长期纯债基金更为优异。

回顾今年上半年债券市场，海富通中短债基金经理刘田在半年报中指出，今年上半年，经济由一季度脉冲式修复，再到二季度修复速度有所放缓。整体来看对经济拉动的点在于服务业与消费，房地产与出口偏弱。从PMI(采购经理指数)来看，2月、3月PMI超预期，但4—6月重回收缩区间。

债券市场方面，上半年震荡偏强，年初经济复苏预期成为市场主流，1月、2月债市总体承压，10年期国债到期收益率最高回到2.9%的水平。3月以来随着贷款投放节奏趋缓，央行主动投放中长期流动性，基本面数据普遍回落，同时信贷需求偏弱，流动性宽松助推债市行情。6月降息落地后10年期国债收益率一度下行至2.62%附近的水平。但随后市场交易未来增量政策的出台，收益率承压，小幅震荡上行。

某业内人士表示，今年债券市场表现较好的背景是经济恢复不及预期。2022年11月，随着疫情管控和房地产调控政策的转向，市场对于经济的悲观预期也得以修正，收益率快速上行。2023年一季度，各类滞后的需求集中释放，债券收益率也被推升至阶段高位。伴随需求释放，二季度经济内生增长动力再次减弱，经济数据连续数月环比下行，央行先后数次降准降息刺激融资需求，债市也因此走出一波牛市。受益于债市良好表现，今年上半年，短期纯债基金份额上升明显。根据Wind数据，今年上半年，短期纯债

纯债基金，今年以来只有三只取得负收益，其余收益均为正，年内平均收益2.4%。

天相投顾基金评价中心有关人士在接受《中国经营报》记者采访时指出，随着理财产品打破刚兑，叠加股市持续震荡下行，投资者避险情绪逐步升温，较低风险偏好的投资需求

涌入债券基金市场。其中，短期纯债基金仅投资纯债，不参与一、二级市场投资，债券到期期限相对较短，因此这类产品兼顾了较低风险和较好的流动性，成为投资者闲钱投资配置的重要途径之一。在近期避险情绪升温的背景下，短期纯债基金规模猛增。

今年以来短期纯债基金收益率前20		
截至日期:9月26日		
基金简称	总回报(%)	同类排名
英大安益中短债C	8.43	1/703
海富通中短债A	5.32	2/703
汇添富理财60天B	5.09	3/703
泰信添鑫中短债A	4.31	4/703
中银季季享90天滚动中短债A	4.31	5/703
长安泓沅中短债A	4.30	6/703
长安泓沅中短债E	4.19	7/703
长安泓沅中短债C	4.19	8/703
中银季季享90天滚动中短债C	4.16	9/703
渤海汇金30天滚动中短债A	4.16	10/703
泰信添鑫中短债C	4.15	11/703
财通资管鸿佳60天滚动持有A	4.09	12/703
渤海汇金30天滚动中短债C	3.97	13/703
长城短债A	3.95	14/703
财通资管鸿佳60天滚动持有C	3.94	15/703
万家家享中短债D	3.93	16/703
交银稳利中短债A	3.87	17/703
长城短债C	3.84	18/703
嘉实汇鑫中短债A	3.81	19/703
鑫元中短债A	3.76	20/703

数据来源:Wind

基金份额从2022年年末的6038.99亿份上升到6月30日的8591.92亿份，增长幅度约为42.3%。

提及短期纯债基金今年以来表现较好的原因，格上财富金樟投资研究员蒋睿表示，经历去年年底的赎回潮之后，利率和信用利差上行到相对安全的点位，叠加经济弱复苏的现实与存款利率、MLF(抵押担保贷款)利率、存量贷款利率的下行等利多因素，债券市场表现较好。短期纯债基金的底层资产主要是短

久期的债券，受益于利率下行，业绩表现较好。此外，“今年以来城投债再次走出‘资产荒’行情，也在一定程度上对短期纯债基金的业绩做了支撑。”蒋睿分析。

天相投顾基金评价中心有关人士分析，由于去年债基赎回导致部分纯债基金也发生了较大回撤，而短期纯债基金凭借其较短的久期水平以及可控的信用风险，回撤控制相比中长期纯债基金更为优异，这也使其备受欢迎。

信用债走强

泰信添鑫中短债基金经理李俊江指出，之所以看好信用债，主要是因为经济修复预期降温，叠加流动性宽松，支撑整体债市表现。

具体来看，短期纯债基金中，今年年内业绩表现最好的是英大安益中短债C份额(8.43%)、海富通中短债A份额(5.32%)、汇添富理财60天B份额(5.09%)。此外，泰信添鑫中短债A份额、中银季季享90天滚动中短债基金、长安泓沅中短债基金等也有较好表现。

记者注意到，上述基金经理在上半年均看好信用债，并将其纳入投资组合中，因此取得了不错的收益。

刘田在半年报中指出，信用债上半年整体走强的原因在于多方需求共振修复，信用债供不应求。需求端，“大行放贷、小行买债”成为重要推动力，叠加理财规模回升、保险开门红等，信用利差持续压降；供给端，实体融资需求不足，债券供给随利率下行略有修复。整体而言，“资产荒”行情沿着先拉久期、后沉资质的逻辑

规避信用下沉产品

对于投资者而言，在短期纯债基金的选择上，建议选择资产配置风格较为稳健的产品，规避过度信用下沉的产品。

在半年报中，刘田对下半年债券市场持中性偏乐观，把握逢高配置的机会。他认为，二季度经济修复放缓后，货币政策先行落地，7月召开的政治局会议将是政策出台的高峰期，市场担忧政策力度超预期，因此债市短期可能承压。但中期来看，本轮经济由于房地产周期缺位，并且政策的调整在房地产市场也比较掣肘，经济向上修复的空间与弹性有限。资产荒的逻辑大概率贯穿全年，收益率仍然呈现易下难上的格局。增量政策落地后可积极把握调整后的配置机会。

信用债方面，刘田认为，供需仍有利，理财配置压力大，货币难紧，票息策略有惯性；板块来看，城投核心矛盾短期难以解决，以时间换空间是当下最主要的化债思路，需防范尾部风险，适度挖掘积极化债、风险可控区域城投；地产弱修复持续，政策博弈从预期转为现实，后续关注地产政策如何演绎，关注次优档央国企地产债配置价值，不过度下沉。

前述业内人士表示，近期，由

演绎，高等级短久期—高等级长久期—低等级短久期信用利差依次下行。截至6月末，各信用品种收益率普遍位于历史15%分位数以内；信用债表现滞后于利率债，信用利差多数走扩。

泰信添鑫中短债基金经理李俊江指出，之所以看好信用债，主要是因为经济修复预期降温，叠加流动性宽松，支撑整体债市表现。去年年底信用债超跌后修复，信用债供需失衡等多重因素共振下，今年上半年信用债表现较好。

前述业内人士指出，短期纯债的底仓大多以信用债为主。与利率债相比，信用债的信用利差使得其到期收益率比同期限利率债高出100—200BP(基点)，因此从拉长时间来看，信用债的静态收益优于利率债。2022年年末，债市的快速转向叠加理财赎回负反馈，将信用债的收益率

推升至近年来高位，而进入2023年，整体宽松的货币环境，以及各类机构配置力量的恢复，也使得信用债收益率明显下降，信用利差大幅压缩。因此，2023年信用债表现明显优于利率债，也使得主要配置信用债的短期纯债基金表现好于利率债债基。

具体投资策略方面，李俊江表示，配置方面，会根据对宏观经济、货币、财政及产业政策分析，结合债券市场的估值水平及微观交易结构，确定大类资产下固收类属资产的配置比例。在具体择券方面，整体维持精选信用债思路，超额收益部分以优质信用债为底仓，综合考虑票息收益、利差情况和骑乘效果来选择个券；交易盘根据对债市基本面的判断和收益率曲线形态动态调整具体券种，以期通过波段交易获得资本利得。

时，要注意以下几点：首先，短期纯债基金控回撤的能力以及修复回撤所需要的时间。虽然短期纯债基金回撤风险往往较低，但当前债市不确定性较高，伴随着多项政策落地，市场情绪逐步转暖，债券止盈情绪上升，8月下旬以来债市也发生了一定程度的回调。因此，投资者可重点关注短期纯债基金的历史控回撤能力。其次，投资者可重点关注短期纯债产品管理规模较大，固收管理经验丰富的基金管理人以及旗下的短期纯债基金产品。

蒋睿指出，短期纯债基金的风险是比较低的，门槛也不高，受众的群体比较多，无论是有流动性管理需求的投资者或是稳健型的投资者均可投资短期纯债基金。在筛选短期纯债基金的时候，投资者可以重点关注持仓的集中度、基金规模、历史回撤情况、当下的久期、杠杆等，尽量不要参与迷你基金。“当下利率处于底部，短期内会有上行扰动，所以组合的久期及杠杆也不适合放太长太高。”蒋睿说。

高效化解金融风险 地方AMC再现增资潮

本报记者 樊红敏 北京报道

地方AMC(资产管理公司)增资热情不减。

天眼查显示，9月20日，晋阳资产管理股份有限公司(以下简称“晋阳资产”)注册资本进行了变更，由30亿元增至105亿元，增长

年内增资122亿

记者根据天眼查专业版检索发现，今年以来(以完成注册资本工商变更时间为统计口径，下同)已有6家地方AMC完成了增资，累计增资规模达到122.12亿元。

具体来看，1月5日，四川发展资产管理有限公司(以下简称“川发资管”)注册资本由30亿元增至50亿元，增加20亿元；同一天，福建省闽投资产管理有限公司注册资本由15亿元增至15.66亿元，增加0.66亿元；3月16日，陕西金融资产管理股份有限公司注册资本由45.09亿元增至60.18亿元，增加15.09亿元；8月29日，海南联合资产管理有限公司(以下简称“海南联合资产”)注册资本由10.34亿元增至19.71亿元，增加9.37亿元；9月11日，内蒙古金融资产管理有限公司注册资本由54.3亿元增至56.3亿元，增加2亿元；9月20日，晋阳资产注册资本由30亿元增至105亿元，增加75亿元。

另外，今年7月，新疆金投资产管理股份有限公司增资扩股项目在新疆产权交易所公开挂牌，拟新增注册资本金不超过20亿股，募集资金不超过24.2亿元。

幅度达250%。

《中国经营报》记者根据公开信息不完全统计，今年以来，已有6家地方AMC公司累计完成超过120亿元增资。另外，也有地方AMC公开了增资计划，但目前尚未完成。

“随着监管趋严和信用周期下行，业务风险和转型风险

分别对应地方AMC的存量风险和增量风险，最终会反映在流动性上，频频增资的背后，是不良资产规模攀升带来的地方AMC增加资本实力的实际需求。”特殊资产综合服务平台资芽网创始人张洛夫在接受记者采访时表示。

示，地方AMC持续增资主要有三方面原因，一是化解金融风险的需要。近年来，金融风险形势严峻，中央明确防范化解中小金融机构、房地产和地方债务三个重点领域风险。这些重点领域风险潜在规模和化解难度大，参与风险化解需要地方资产管理公司具有较强的资本实力。二是地方政府的支持。地方资产管理公司相当一部分由政府控股。地方政府承担属地风险处置责任，对地方资产管理公司的重视程度提高，地方资产管理公司在化解区域风险、服务地方经济发展中的作用需要进一步发挥。三是更好满足金融监管要求，促进自身可持续发展。近年来，金融领域改革进一步理顺监管体系，压实各方责任，实现金融监管全覆盖，地方资产管理公司面临的金融监管也在逐渐完善和加强。而地方资产管理公司从事的不良资产业务风险较高，外部环境变化进一步影响不良资产回收，部分机构承受一定的经营压力。增加资本有助于地方资产管理公司更好满足监管合规要求、增强风险抵御能力。

国资成增资主力

值得关注的是，从上述地方AMC公司所增加的注册资本金来源来看，主要来自地方国资股东。

比如，川发资管增加的20亿元资本金均来自自有地方国资股东四川金融控股集团有限公司；又如，海南联合资产增加的9.37亿元资本金均来自新晋国资股东海南省农垦投资控股集团有限公司；再如，根据中诚信国际方面出具的山东金资相关债券评级报告，山东金资增加的120.58亿元资本金，资金分别来自自有国资股东山东省鲁信投资控股集团有限公司和新晋国资股东山东省财金投资集

团有限公司。

川发资管、西南财经大学信托与理财研究所等联合发布的《中国地方资产管理行业白皮书(2019)》提到，2019年年初以来，AMC行业迎来新的变化。从新的地方AMC获批成立、第五大AMC闪亮登场，到部分地方AMC公司增资扩股、加速混改，AMC行业正处在快速变革当中。

从上述信息来看，2019年前后出现的地方AMC“混改潮”明显冷却下来。

对于这一变化，广东金融学院招商引资与并购重组研究中心主任胡挺分析认为，地方AMC

引战、混改的目的是优化股权结构、提升公司治理水平及整合多方资源能力。金融资产管理属于资金密集和智力密集高度融合的行业，近年来地方AMC积极化解当地金融风险消化大量资金，经济下行过程中资产处置效率及经济效益都有所下降，战略投资者及民营资本从价值创造考量变得更加谨慎。

“中央政府在压实地方政府责任，防止形成区域性、系统性金融风险，地方政府更依赖国资控股的地方AMC多维度并且高效率化解地方金融风险、盘活存量资产、提升困境资产价值。”胡挺直言。

行业现金流承压

实际上，地方AMC面临的资金压力已经凸显。

根据联合资信发布的《地方资产管理公司发债及信用评级情况分析》显示，截至2022年9月28日，地方AMC仍有存续债券的企业达27家，地方AMC存续债券总额达1127.46亿元。

在债券期限方面，联合资信发布的上述报告显示，地方AMC发债期限较长的原因是不良资产业务周期较长，因此发债期限一般为3至5年期，票面利率在3.10%—7.50%之间，但近年也逐渐开始有地方资产管理公司发行1年及以内的短期限债券品种来

缓解流动性。2022年已发短期限债券11只，共计75亿元，票面利率在1.79%—2.98%之间。

据记者了解，部分地方AMC已开始接受信托、租赁、典当等高成本资金。

《2023中国AMC行业研报》提到，目前，地方资产管理公司仍被认定为非金融企业，其融资渠道、授信额度、资本金补充等严重受限，融资成本也相对较高。金融资产管理行业是资金密集型行业，对不良资产处置方的资本金体量、流动资金使用量等要求较高，但不少地方资产管理公司的资本增速落后于区域的不良资产

规模增速，严重限制了其承接不良资产的能力。

《2023中国AMC行业研报》认为，目前我国金融资产管理行业面临处置能力弱导致资产板结化，现金流真实性难考等困境。

“资产板结化，主要表现为金融资产管理公司处置能力较弱，一批到期资产得不到有效处置，流动资金被长期占用，无法进一步盘活其他不良资产。无论是全国性金融资产管理公司还是地方资产管理公司，均不同程度存在此问题。”《2023中国AMC行业研报》提到。