

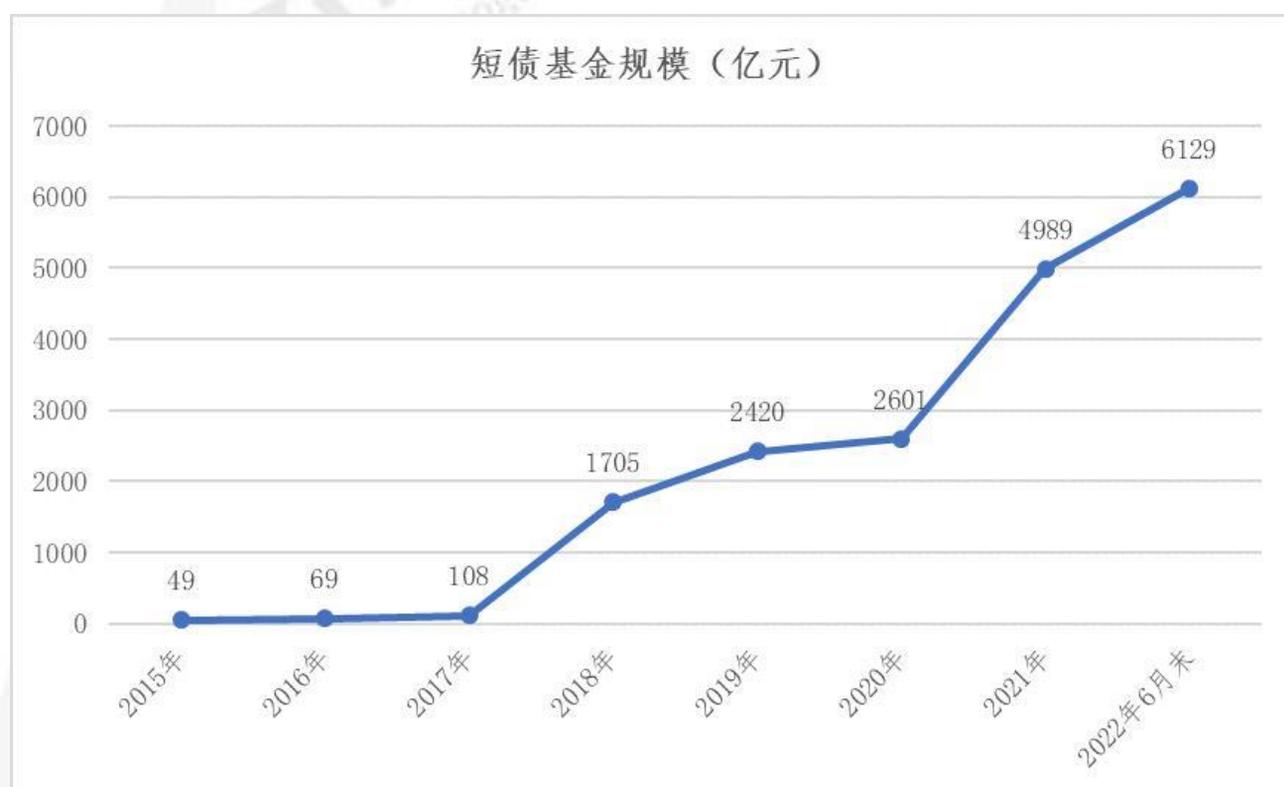


短债基金乘着互联网翅膀飞向何方



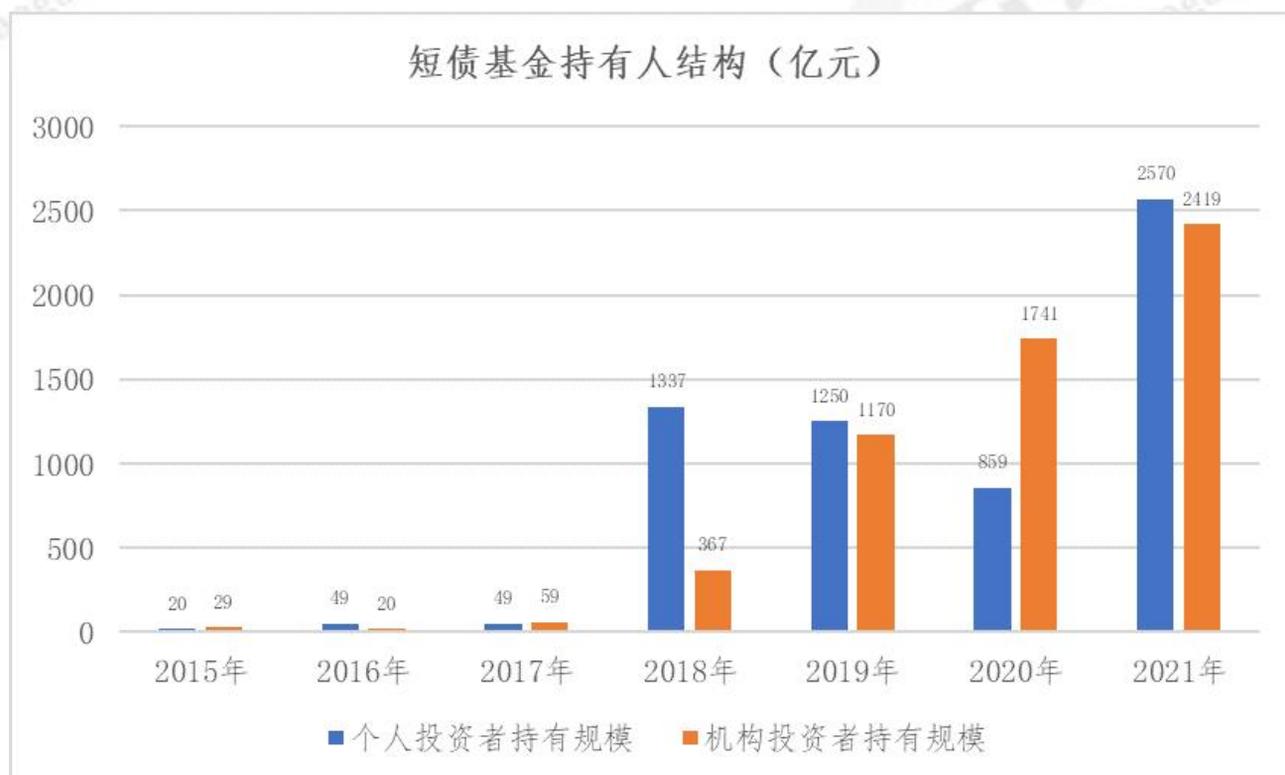
短债基金是指投资于债券资产的比例不低于基金资产的 80%、且投资于短期或是中短期债券的比例不低于非现金资产 80%的债券型基金。较为严格的投资限制，使得这类型产品在长期收益上比不上中长债基金、混合型基金、股票型基金等产品，风险上又高于每日正收益的货币基金。短债基金在品类繁多的公募基金中并不突出，对投资者吸引力不足。

但 2018 年资管新规发布，引导理财产品净值化转型以来，短债基金却成为了市场的“宠儿”，一度被打上“理财替代”、“稳健理财”等热门标签，规模发展突飞猛进。短债基金的规模，从 2015 年底的 49 亿，增长至 2022 年 6 月末的 6129 亿，成为公募基金品类的重要一员。



而短债基金迅猛上涨的规模，很大部分是由个人投资者推动的。过往，债券型基金主要由银行、保险、社保等机构投资者投资，个人投资者比例

较少。近几年，在各大第三方互联网销售平台的助推和流量加持下，个人投资者参与短债基金热情高涨。截至 2021 年末，个人投资者持有短债基金的比重已经超过了机构投资者。同时，为了匹配个人投资者期限理财需求，提升持有体验和盈利能力，30 天、60 天、90 天和 180 天等多种期限持有期产品陆续推出，产品类型不断丰富。



为什么此前一直未被重视的短债基金突然出现爆发式的增长？

究其原因，主要与资管新规施行，中低风险理财产品供给端转型以及互联网基金销售平台的引导有关。伴随资管新规逐渐落地，以银行理财为代表的预期收益型产品逐渐被整改、压缩，取而代之的是净值每日波动的净值化产品。在营销宣传上，净值化产品和预期收益型产品最大的区别，在于不得宣传预期收益。

对于习惯了“稳定收益”，理财只关注固定收益和期限的投资者而言，突然失去了预期收益这个锚，投资者对理财的预期管理便有点无所适从。

“稳定收益”的诉求，一时无处安放。短债基金以其相对稳定的收益表现和较小的净值波动，一定程度上契合了投资者稳健理财的需求。在预期收益上，也相对接近老银行理财产品，自然成为了理财替代首选。

不少基金销售机构基于短债基金的这种风险收益特征，将其贴上“理财替代”“稳健收益”等产品标签，引导投资者将其与过去报价型产品对标，确实承接了一部分稳健理财需求。同时，在产品特性展示上，突出“近一年收益”、“成立以来年化收益”，试图通过放大具体、精确的数字，基于历史业绩，让投资者在买入时刻估算未来可能的收益，打造跟老银行理财类似的体验。

在投资者日增的理财替代需求、短债基金自身风险收益特征以及互联网平台强大运营能力的加持下，短债基金进入了广大投资者的视野，迎来了爆发式增长。

基金公司和基金经理作为短债基金的主动管理人，选择具体的投资策略执行，直接决定了产品的展示收益和未来真实收益。想要设计出一款爆款短债基金，持有期限、交易费用等固然是不可或缺的重要因素，但最重要的还是需要一条漂亮的净值曲线。

展示收益作为短债基金的面子，自然是收益越高越有吸引力（当然也不能高得离谱）。比如一个展示收益为 4.2%的产品，远比一个展示收益仅

为 2.4%的产品要吸引人得多。同时，客户还希望这条曲线能够稳步上升，不要有太大波动/回撤，给人一种稳稳幸福的感觉。

那是否能做出一条漂亮的净值曲线，既使得作为展示收益的面子好看，又能兼顾产品未来真实收益预期的里子，表里如一？

我们来拆解短债基金的收益来源。短债基金收益主要来源于买入债券的票息收益、买卖债券价差产生的交易利得以及杠杆收益。

票息收益与债券的信用资质和期限密切相关。一般来说信用资质越差（越容易违约暴雷或估值下跌）的债券，票息也就越高；期限越长票息一般也越高（除非利率曲线倒挂）。所以你看恒大 1 年期债券收益是 7.5%，但中石油 1 年期只有 2.4%，这 5.1%差值就是信用利差；期限更长的 4 年期中石油债券年化收益有 3%，这 0.6%的差值就是期限利差。

交易利得主要是来自于利率曲线的波动，从市场交易中获取的收益。一般来说，当利率曲线下行的牛市中，交易利得都非常可观。这与股票价格波动，买卖带来的价差一个道理。

杠杆收益主要是基金挣央行的钱，当流动性宽裕时从同业市场上借更便宜的钱，买入更高收益的债券，从而赚取利息差。

但这三者往往是不可兼得的，基金经理必须做出取舍。如果选择了一个信用下沉的高票息债券，那就意味着，这个债券的流动性差，很难交易。同时，由于资质较差，也无法质押融资获取杠杆收益。反过来，如果基金

经理投资了一个信用资质高的债券（极限就是无信用风险的利率债），这类债券流动性非常好更容易进行交易，也方便融资加杠杆，但必然损失了一部分票息收益。

从短债基金投资策略的角度，基金经理一般有两种策略：一是信用下沉+短久期+持有到期，二是高信用等级+中等久期+杠杆交易。我们可以构建两个组合来模拟测算两种策略的表现，假设投资期限为 1 年。A 组合采用信用下沉策略，挣信用风险的钱，买入 50% 隐含评级 AA- 债券和 50% 隐含评级 AA 债券；B 组合采用高信用等级策略，挣市场风险和流动性风险的钱，买入 50% AA+ 债券和 50% AA 债券并加杠杆。

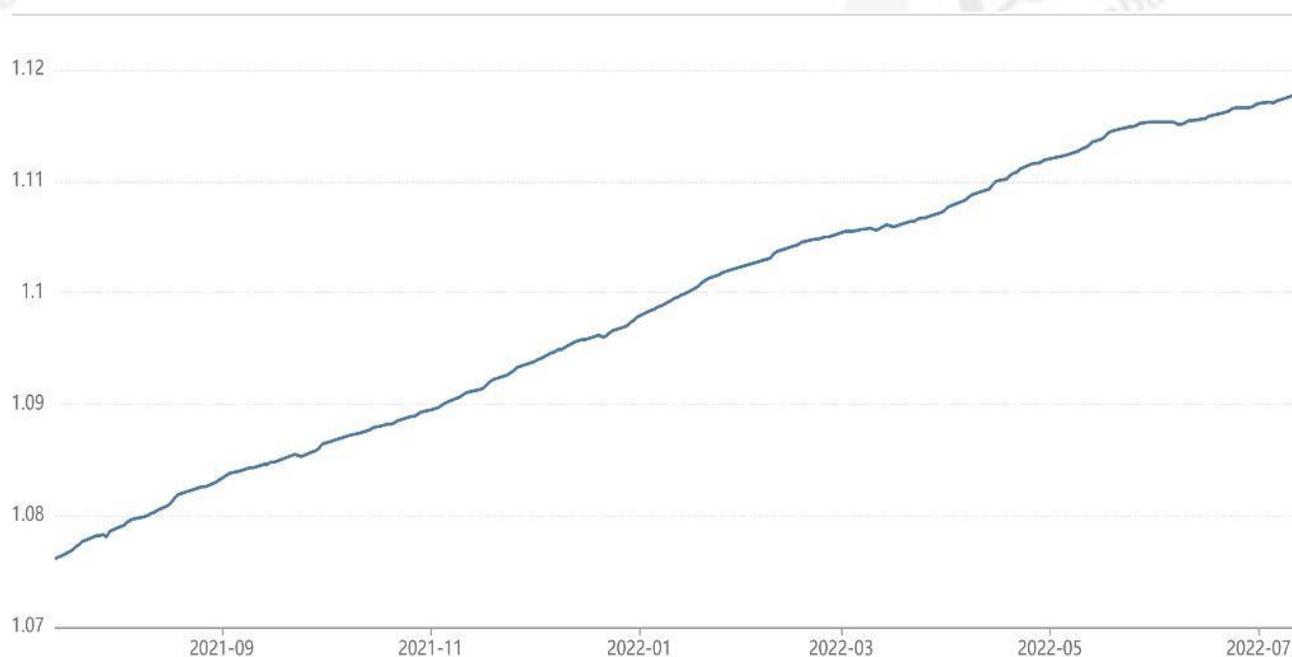
市场情景	信用下沉策略收益-A 组合	高等级策略收益-B 组合
收益曲线不变（震荡市）	3.4065%	3.0052%
收益曲线上行 30bp（小熊市）	3.6315%	2.8852%
收益曲线上行 60bp（大熊市）	3.8565%	2.7652%
收益曲线下行 30bp（小牛市）	3.1815%	3.3202%
收益曲线下行 60bp（大牛市）	2.9565%	3.6352%

可以发现，在不考虑信用风险踩雷情况下，信用下沉策略在震荡市，特别是熊市时，有较为明显的优势。但在牛市中，高等级策略的收益表现则不逊于信用下沉策略。

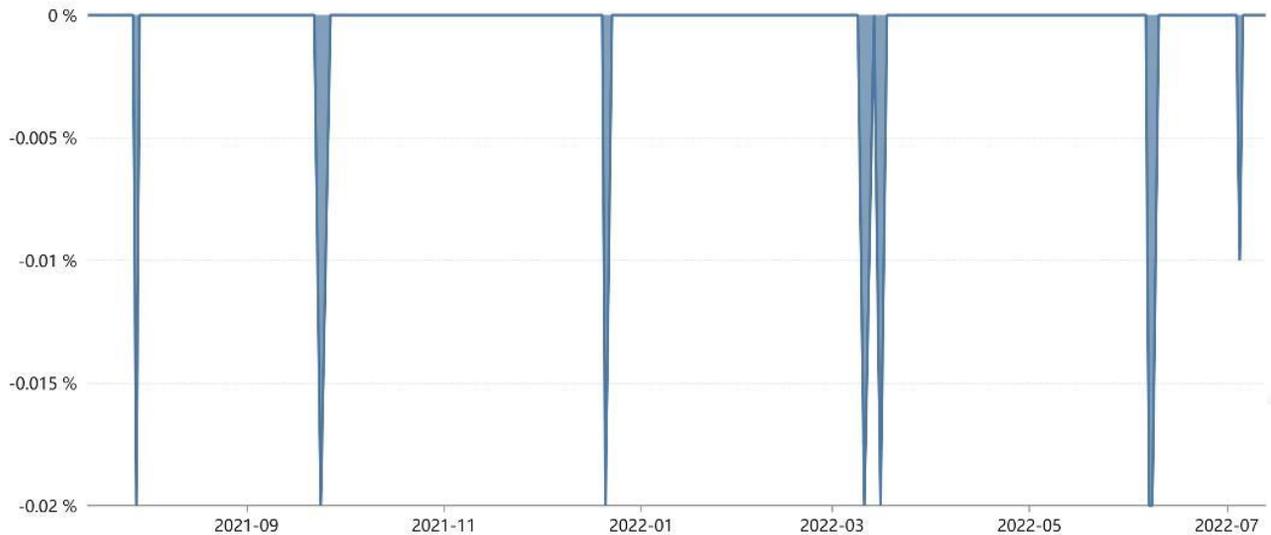
我们再从产品持有体验上对比下两个策略。由于信用下沉策略采用的短久期策略，同时获得了较高的票息保护，因此日常面临的市场波动更小。

只要不踩雷，这类产品的形态就是一条稳步上涨的曲线。以某信用下沉策略基金为例，从动态回撤来看，近1年仅发生了7次下跌，最大下跌幅度仅0.02%，其他交易日都是挣钱或至少保本，非常类似之前银行理财那种天天上涨的体验。

某信用下沉策略短债基金净值曲线（未踩雷）



某信用下沉策略短债基金动态回撤（未踩雷）



但信用下沉策略却隐含了踩雷风险。比如隐含了买入 50%AA-信用下沉债券所蕴含的信用风险，近 5 年 AA-债券违约概率在 4%左右。如果一旦发生信用风险，产品曲线就会断崖式下跌，轻者下跌 0.5%，重者下跌 5%也有。如下图，去年某只信用下沉策略短债基金，在踩雷之前，曲线也是稳定增长的，但一旦踩雷，净值断崖式下跌 2.5%，造成大幅度的回撤，对客户的持有体验伤害很大。

某信用下沉策略短债基金净值曲线（踩雷）

1.015

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44091

