

养老“第二支柱”产品将迎重大变革 年金养老金产品投资非标资产或严格受限

●记者 陈珏

支持养老“第二支柱”的养老金产品市场即将迎来重大变革。近日，多家养老金产品管理人收到人力资源社会保障部下发的《关于加强年金养老金产品规范管理的意见（征求意见稿）》（下称“征求意见稿”）。据业内人士透露，征求意见稿对养老金产品投资非标资产进行了严格限定，这将对养老金产品市场产生深远影响。

着眼产品规范 聚焦非标资产

据悉，征求意见稿关于非标资产的内容是重要看点。

“未来，除信托产品型养老金产品、债权投资计划型养老金产品外，其他年金养老金产品投资非标资产或将受到限制。”一位业内人士表示，对部分可投资非标资产的封闭式养老金产品，征求意见稿在期限方面也作了进一步规范。此外，在信息披露方面也有细化要求，包括披露项目名称、基础资产、剩余期限、到期收益分配及交易结构等。

征求意见稿还要求养老金产品投资非标资产期限匹配。“那些不能投非标的开放式产品中的非标资产可能要平移到其他组合，存量规模也要进一步压降。”上述业内人士表示。

“征求意见稿的内容主要是关于产品规范管理方面，对当前的养老金产品管理没有什么实质性影响。”北京一家大型基金公司养老金产品相关人士表示。

沪上一家大型基金公司养老金产品负责人表示，目前正在等待人力资源社会保障部出台正式规定。新规大概率将于明年公布，届时将根据新规设定的期限进行存量产品梳理和改造。

防范风险隐患 稳定健康发展

企业年金作为养老“第二支柱”，是一种补充的养老保障计划。我国企业年金政策于2004年颁布实施，2006年企业年金资金逐步开始投入市场化运作。而作为企业年金及职业年金的重要配置工具，养老金产品的运作情况备受关注。

根据人力资源社会保障部公布的2023年二季度养老金产品业务数据摘要，截至2023年二季度末，全市场已备案的养老金产品数量达649个，其中实际运作的产品达到589个，上述养老金产品期末资产净值合计近2.31万亿元，其中固定收益类资产规模超过2.03万亿元，权益类、流动性资产规模分别为1525.26亿元和1210.69亿元。

从投资业绩来看，在今年以来的市场环境中，养老金产品上半年依然实现了正收益，收益率为1.99%，成立以来累计投资收益率达到28.64%，稳健运作的特征得到进一步体现。

“发布征求意见稿，也是为了进一步防范风险隐患。”沪上一位养老金投资负责人表示，随着养老金产品市场逐步扩容，防范和化解产品风险隐患的意识和措施都要及时跟上，这对未来养老金产品市场的稳定健康发展将起到深远影响。

养老三支柱打通或成大势所趋

近年来，养老金市场重磅政策层出不穷。

2022年11月4日，《个人养老金实施办法》《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》发布，标志着个人养老第三支柱正式开闸。

截至2022年底，个人养老金参加人数1954万人，缴费人数613万人，总缴费金额142亿元。截至2023年一季度末，3038万人开立个人养老金账户，900多万人完成资金储存，储存总额为182亿元。

随着个人养老金的问世，养老金三支柱之间能否打通与联动成为业内关注焦点。

在今年下半年举行的全国养老金高峰论坛上，一位专家表示，目前我国已具备养老二、三支柱融通发展的基础条件，两者均采用完全积累制和EET税收优惠模式，账户内资产均归属参与人，且参与人群高度重合。养老二、三支柱融通发展也是国际通行做法。专家建议，养老二、三支柱融通发展应遵循自愿转换、风险揭示和先易后难三项原则，着力解决规则设计、平台建设和税收政策三个关键点，遵循平稳起步、分阶段试点、分步骤实施的总体思路逐步开展。

银行资本新规落地 公募基金积极应对

●记者 王彭 陆海晴

近日，《商业银行资本管理办法》（下称“资本新规”）落地。资本新规从明年初正式实施。作为基金公司最大的机构客户之一，商业银行的资产变动对各类基金规模也将带来直接影响。多家受访基金公司表示，正在积极做准备，加强差异化布局，提高产品竞争力。在业内人士看来，公募行业后续发展空间依然广阔，需要不断加强自身能力建设，方能抓住发展机遇。

资本新规对公募基金影响几何

在德邦基金看来，资本新规全面修订了风险加权资产计量规则，提升了资本计量的风险敏感性。受此影响，未来投资范围更聚焦，策略更清晰的产品，更有利于银行精准计量和控制风险资本占用，从而更容易获得银行的青睐。

东海基金认为，资本新规延续了征求意见稿的基础定调，对商业银行配置资管产品的信息穿透、风险权重、杠杆率等方面提出了新的政策约束。

从具体的公募产品端来看，中金公司分析师王子瑜表示，随着2024年商业银行适用资本新规，预计货币基金、非指数型债基风险权重将提升，对于资本充足率压力较大的银行机构而言，其持有意愿或减弱；而对于指数型债基、定向资管计划、偏向利率债的品种，其风险权重有望维持不变或得到压降，商业银行配置意愿有望边际提升。

“从目前的情况来看，资本新规落地或将对货基、债基造成一定影响。因为相较直接投资金融债或信用债等券种，银行投资公募基金具有税盾效应，可以节省6%的增值税和25%的所得税，只需支付管理费及托管费。同时，上述基金可以满足银行流动性需求，在银行流动性相对充裕的情况下，仍是银行管理资产的重要工具。”招商基金研究部首席经济学家李湛说。

积极做好应对方案

资本新规落地，各家公募基金积极应对。

德邦基金表示，公司已经着手加强固收产品线的差异化和精细化布局，考虑在目前主动固收产品为主的产品体系基础上，加强对被动固收产品的布局，“这类工具型产品的构成清晰，不存在穿透困难，因此风险资本占用也清晰可算，更能适应资本新规发布后银行端的需要”。

东海基金表示，面对新的政策要求，基金行业需要持续提升产品力、优化内部系统，从而推进与银行规范高效合作。

“我们将持续关注监管政策，并优化现有会计系统，以更好服务银行资本计提的需求。从产品创设角度，指数基金的持仓和投资策略相对透明，天然匹配资本新规的穿透要求。”东海基金表示，现在市场上被动指数型债券基金跟踪基准有国债、地方政府债、政策性金融债、同业存单、可转债、高等级信用债、城投债等，公司将紧跟宏观政策和市场数据，适时调整投资策略，和投资人及时充分沟通，适时布局被动指数型产品，为投资人提供特征鲜明、配置风格相对稳定的策略投资工具。

博时基金行业研究部研究员姚城玉认为，预计银行对可穿透至底层的产品以及偏向利率债的产品的偏好提升。基金公司可以与合作银行积极沟通，了解其资本补充压力，根据合作银行需求灵活安排产品信息披露与资产配置情况。

未来增长路在何方？

天相投顾数据显示，截至今年三季度末，公募基金总规模达27.21万亿元，较去年四季度末增长1.47万亿元。随着资本新规的出台，公募行业是否会迎来新的增长点？

李湛认为，商业银行可以基于自身信心优势与客户优势，与基金公司共同挖掘客户需求、优化产品结构，从而共同推动金融产品创新。基金公司也将从金融创新中持续受益，丰富产品类型。

“当然，在资本新规落地后，基金公司如何完善信息披露，帮助商业银行减少资本占用，也是基金公司需要提升能力的重要方面。”李湛称。

在德邦基金看来，基于资本新规，未来银行与公募基金的合作将偏向于定位清晰、便于计算风险资本占用的产品，如一些工具型产品。

多位业内人士表示，公募基金应进一步加强自身能力的建设。上海证券基金评价研究中心高级分析师池云飞表示，资本新规有助于国内银行业优化资产结构，强化风险管理水平，不仅有利于金融稳定，也有利于实体经济健康发展。因此，无论是债券市场、权益市场还是公募基金行业都会受益于该政策。

从更长远的眼光来看，博时基金董事长江向阳认为，公募基金的发展仍处于机遇期，关键在于自身能力的建设。例如，公募基金应当聚焦客户体验提升，可以从“教育、陪伴、投顾、服务”四个方面，体系化升级客户服务的能力。要用客户喜闻乐见的形式，持续开展关于价值投资和长期投资的教育。着力优化全产品线、全过程陪伴、知识共建共享型的客户陪伴体系。积极探索投资顾问业务，为客户做好资产配置。要更好地利用金融科技，拓展用户服务的边界，丰富服务的场景，提供全过程、精准化、定制化的服务。

年末时点基金经理如何谋篇布局

●记者 赵明超 王彭 陆海晴

投资业绩是基金经理认知的变现。在认知变现的过程中，基金经理不仅要有成熟的投资框架，还要根据市场变化构建组合，并且落实到具体的选股中。

临近年底，市场又走到关键时点。如何看待当下的市场行情？接下来应该如何谋篇布局？上海证券报邀请了三位长期业绩优秀的投资大咖——中庚基金副总经理兼首席投资官丘栋荣、国海富兰克林基金权益投资总监赵晓东、圆信永丰基金副总经理兼首席投资官范妍，他们结合今年以来的市场行情，分享了对投资的最新思考。

坚守长期主义

记者：您的投资框架是什么？过去几年来，A股行情较为震荡，您有哪些投资感悟？

丘栋荣：我们坚持低估值价值投资策略，即以不确定性定价为核心，预期的全部收益必须来自资产本身的盈利或现金流，而非交易或博弈。无论市场如何变化，我们保持策略体系不断进化和成长，充分考虑尽可能多的风险因素，并进行主动的风险管理。通过构建包括风险识别、风险定价、组合风险管理在内的立体风险管理体系，在正确承担风险的基础上，用完整的生命周期来评估资产价格和性价比，获得更高的风险补偿。

基于低估值价值投资策略，动态评估当前市场情况，我们更积极地构建一个低风险、低估值兼具高成长性和高弹性的投资组合。

赵晓东：我们的投资风格总体偏逆向，坚持长期持股，偏好大盘蓝筹价值股，兼顾成长确定性高的中小市值股票。在个股选择方面，重点从五个角度考察标的：一是管理层识别，要求管理层眼光长远、前瞻布局、激励到位、执行力强；二是业务识别，分析主营业务的议价能力是否强，成长空间是否大，进入门槛是否高；三是估值识别，判断有效估值是否够低，现金流是否健康，分红率是否高且持续；四是可持续发展能力识别，如财务是否稳健，研发投入是否持续领先，销售能力是否高于行业；五是风险识别，是否存在业务模式被颠覆的可能性等。

在近几年的行情中，我们也进行了一些优化调整，比如适当放宽对某些类型股票估值的容忍度、增强对新兴行业的研究学习等。

范妍：投资框架方面，主要采用自上而下的方法来判断和选择景气度较高的行业，从宏观经济数据、行业、公司、财务数据、海外行业五个维度交叉验证。通过对经济基本面、供需格局及资金面的变化，预测大宗商品、股票、债券、地产等大类资产的配置方向，并落实到权益类资产的配置比例，选择适合的行业。出于控制回撤的考虑，行业 and 个股的配置比例较为分散。

行业 or 个股的选择有两个方法：一是选出景气度处于上升周期的行业，从行业落实到个股，个股选择上注重公司“优秀的管理能力”和“合理的估值水平”；二是在景气度处于下行周期时，选出有成本优势、产品优势的行业 or 个股。

当前不妨更乐观些

记者：临近年底，您怎么看当下的市



张大伟 制图

场，如何看待明年的经济形势、市场环境？您将如何调整投资策略？

丘栋荣：站在当前时点，无论是A股还是港股，我们的看法都是非常积极的，甚至可以更勇敢、更激进一些，最重要的原因是经济基本面企稳回升的可能性增大：首先，宏观经济数据有所改善且持续一段时间，经济周期内生力量正在发挥作用；其次，我们坚信政策的力度和决心，政策发挥效果需要时间，最终会带来基本面的回升。

目前，A股市场估值水平较低，以中证800指数的风险溢价来看，A股大概处于最具投资吸引力的88%的分位数。跨资产类别比较来看，考虑到无风险收益类产品预期收益水平处于历史最低点，A股的吸引力大概处于100%的分位。而港股市场整体的估值水平更低，风险补偿要求非常高，可能处于低于95%的分位的估值定价状态。

赵晓东：对于明年的权益市场，我们相对乐观。经过长时间调整，房地产、消费等方面积极因素已逐渐在市场中反映，从货币与财政政策来看，汇率压力有望减轻，因此明年货币政策可能有更多空间，财政政策也有望更为积极。出口有望保持相对平稳。外资新的增量主要集中在中东等地区，未来外资流入或将继续增多。

近期，部分政策也对市场产生了积极影响，如发布优化再融资的具体措施、鼓励上市公司回购、规范减持行为等，这些政策的正面效应逐渐显现。因此，从短期甚至中期的角度看，我认为市场可能已经接近见底。在当前较低的位置，市场有望逐渐稳定并出现一定的赚钱效应。

范妍：今年以来，经济出现了一定的改善迹象。例如，3月以来，消费中的家电、汽车表现较为亮眼；出行消费从商务出行到私人旅游依次修复；上半年乘用车、商用车、太阳能电池的出口较高增长，下半年手机、集成电路出口同比增长转正。

明年或将出现一些变化，值得关注：一是在坚决遏制新增地方政府隐性债务的背景下，基建投资增量领域需要甄别；

二是价格波动的风险，在碳中和背景下，资源价格近几年表现得比较刚性，畜禽养殖板块又连续两年处于周期底部的位置，产能逐步出清，预期出现一定的价格弹性；三是房地产链可能降速趋缓，城中村改造为此提供了更多对冲；四是海外市场的变化。

诸多投资机会涌现

记者：站在当前时点，您认为哪些板块 or 个股已经进入价值投资区间，您将如何进行筛选？

丘栋荣：就具体方向而言：首先，看好医药领域，尤其是创新药、创新器械行业，在需求持续增长的同时，供给有所收缩，龙头公司占据更大优势，其中部分公司盈利成长弹性较大；其次，重点关注智能电动车行业，即深度构建智能驾驶模块嵌入的智能电动车，其发展空间巨大，成长性迎来重要拐点；最后，看好互联网、基本金属、房地产等行业。

赵晓东：短期可以关注消费电子和医药，后续关注周期类板块，再往后关注消费领域。在美国利率下行等因素的带动下，近期市场的交易焦点主要集中在医药、消费电子及华为产业链上，特别是华为产业链，因为这一领域的增长相对清晰。随着美国利率的下降，资产配置可能从美债转向一些更有潜力的成长板块，医药就是其中之一，同时医药板块的融资可能增加。这些领域在当前情况下仍然是较好的选择。

随着经济逐渐复苏，周期性行业在年底或明年初可能迎来反弹，在经济逐渐回暖的背景下，更加看好一些与经济稳定增长相关的板块，而周期性行业的弹性可能更大。

范妍：市场整体的估值并不高。根据我们近期的调研，可以发现越来越多公司给出更加乐观、更加超过我们预期的指引，并且这些公司散落在各个行业里。因此，我们对市场持有更积极的预期。具体筛选的话，还是按照景气度、竞争优势、估值的合理度进行排序。