

# “长钱”加速入市

## 机构蓄势早布局 A股估值体系再平衡

□本报记者 张凌之 王宇露



新华社图片

### “长钱”入市路线图清晰

一系列全面深化资本市场改革政策的出台,让中长期资金入市有了更加清晰的“路线图”。

9月9日至10日,证监会在京召开全面深化资本市场改革工作座谈会。会议提出了当前及今后一个时期全面深化资本市场改革12个方面的重点任务,其中就有推动更多中长期资金入市,强化证券基金经营机构长期业绩导向,推进公募基金管理人分类监管;推动放宽各类中长期资金入市比例和范围;推动公募基金纳入个人税收递延型商业养老金投资范围。

10月21日,证监会主席易会满主持召开社保基金和部分保险机构负责人座谈会提出,下一步,证监会将从转化存量、引入增量、优化环境入手,逐步推动提升中长期资金入市比例。一是以提升资管机构专业能力为依托,增强权益产品吸引力,发展投资顾问服务,推动短期交易性资金向长期配置转变。二是以纾解政策障碍为重点,推动放宽中长期资金入市比例和范围,研究完善引导资金长期投资的相关政策,吸引各类中长期资金积极投资资本市场。三是以优化基础性制度为根基,提升交易便利性和效率,降低交易成本,着力构建建中长期资金“愿意来、留得住”的市场环境。

事实上,大量长期资金也正向资本市场奔涌而来。10月21日,人力资源和社会保障部新闻发言人在2019年第三季度新闻发布会上表示,截至9月底,已有18个省(区、市)政府与社保基金会签署基本养老保险基金委托投资合同,合同总金额9660亿元,其中7992亿元资金已经到账并开始投资。据《基本养老保险基金投资管理办法》规定,基本养老金投资股票和股票型基金的比例可以达到30%。按照最高比例计算,可进入资本市场用于买股票或股票型基金的资金规模近2400亿元。

10月23日,中信证券发布的研究报告表示,在很长一段时间内中国的养老金体系给权益市场带来的“长钱”主要源于公共养老金体系。预计第一支柱当中委托社保管理运营的基本养老金入市贡献约1500亿元,目前实际已投规模大约500亿元,增量部分预计约1000亿元;预计全国社保基金可投境内股票的增量部分每年约200亿元,未来会随着国企改革划转比例的提

升、利润的增长和分红率的提升缓慢增加;第二支柱企业预计能带来约125亿元-170亿元增量,职业年金预计能带来135亿元-270亿元增量;第三支柱处于刚起步阶段,试点期间总保费收入估计不超过1亿元,且可投产品当中还不包括直接投资A股的基金产品,试点转正式实施后,预计增量部分未来5年累计达240亿元。

保险资金方面,某险企人士表示,随着未来固收类资产可能进入量价齐跌通道、配置非标的空间被压缩,股票资产将是险资提升收益率的重要来源。目前许多保险机构权益投资比例已逼近30%上限,保险资金增持A股是必然趋势,预计提高到40%是第一步目标。

### 机构谋篇布局

在“长钱”加速入市的背景下,很多机构也摩拳擦掌,为争取长期资金谋篇布局。某大型基金公司养老金投资负责人王欧(化名)表示,目前有20多个省份开始招标职业年金投资管理人,公司年金投资团队积极争取,已中标十多个省份的投资管理人。

王欧表示,目前企业年金市场有1.6万亿元的存量规模,每年新增规模1000多亿元,职业年金每年有1000亿元-2000亿元的增量,存量市场已经比较稳定。因此,增量规模成为各家机构的“必争之地”,头部机构每年可以拿到近100亿元的规模。长期来看,只有业绩持续保持领先,才会有比较大规模潜力。

社保基金和部分保险机构负责人座谈会提出,要坚持长周期业绩导向,完善内部激励约束机制,优化对外部管理人及金融产品的业绩考核和评价体系,着力提升长期收益水平。

据了解,鼓励投资经理坚持做长期正确的事已逐渐成为各机构业绩考核的“风向标”。北方某大型基金公司机构投资负责人李焕(化名)表示,公司内部认为,对于长期资金的投资人来说,价值观最为关键,公司会重点考核基金经理的长期业绩和方法论,鼓励基金经理做长期的事并对长期行为给予奖励。

某中型公募基金公司投研总监王为(化名)表示:“我们正在引导团队把投资当作一个长期的事业,设定长期的目标,关注企业长期的发展,而不是短期的热点或者博弈。并且在考核制度和团队理念的建設上尽量做到知行合一,同时也在逐渐将考核周期拉长,以三年以上为

周期对基金经理的业绩进行评价。”

社保基金和部分保险机构负责人座谈会还提出,要坚持市场化思维,进一步提高权益类资产投资比重,壮大专业机构投资者力量。

记者梳理数据发现,今年以来,多只养老目标基金已经加大了权益资产的配置。Wind数据显示,兴全安泰平衡养老三年持有FOF、中欧预见养老2035三年持有(FOF)两只养老目标基金分别以成立以来14.8%和13.56%的收益,成为养老目标基金中收益的“领头羊”。

作为FOF产品,市场关心的重点多为产品投资了哪些基金,但从兴全安泰平衡养老三年持有FOF及中欧预见养老2035三年持有(FOF)两只养老目标基金披露的2019年三季报来看,两只基金已直接下场投资股票,并将权益资产比例提高至总资产比例的10%以上。三季报显示,两只养老目标基金权益投资占基金总资产的比例分别为10.36%和13.50%。

根据相关规定,养老目标基金规定投资于基金的资产比例不低于总资产的80%。此外,还应当保持不低于基金资产净值5%的现金或者到期日在一年以内的政府债券。由此可见,两只养老目标基金的权益投资比例已十分接近“上限”。

李焕表示,对于长线资金而言,资产配置决策是投资收益的最大决定因素,一些长线资金之所以能够长期取得较好的收益率,较高比例且稳定的权益资产配置是重要原因。

“市场上一些头部机构管理社保、养老金、年金等长期资金的规模达千亿元以上,他们能长期取得较好业绩,是因为长期将权益投资的仓位提升到了较高的水平。”王欧表示,有些机构还实现了组合的IT化管理。

### 影响A股估值体系

由于市场的短期波动,委托人的投资目标也时常发生漂移,看短期业绩与排名在所难免。一位私募基金的投资经理表示:“A股波动比较大,有时候短期波动显著甚至大幅下跌,这时委托人给投资经理的心理压力很大,这会影响到投资经理的投资逻辑和投资策略,促使他们更加追求短期内的绝对收益。其实,如果拉长时间,就能通过消除波动获得比较好的回报。”

另一私募基金投资经理表示:“投资过程

中,有时候短期和中长期存在冲突,这是因为股票市场具有双面属性。短期来看,筹码属性有时体现得比较明显;长期来看,股权属性体现得比较明显。为了与委托资金的期限相匹配,无论是自上而下的风险判断,还是行业比较,我们一般都会在一到两年的维度进行。如果短期压力比较大,也会采取相应的风控措施。”

“随着长期资金入市比例的提高,国内资本市场会逐步进入价值投资和长期投资的阶段,这也为坚持价值投资理念和方法的基金经理与投资者带来回报。”李焕表示。

王欧认为,长期资金由于资金期限长、投资范围广,一方面可以使资产配置的效果得以显现,另一方面也可以让投资管理机构真正去做长期投资,做长期正确的事,也让投资更有成就感。

“随着长期资金入市,整个A股的估值体系会进入一个再平衡的过程。”某中型公募基金的基金经理孙华(化名)表示,“长期资金对于持股周期、资金成本和回报率的要求与短期资金不同,也使得我们在对行业和公司进行研究的时候,更多聚焦于中长期比较确定的资产,并会给予其一定的溢价。这对于整个A股的估值体系会有比较深远的影响。”

孙华表示:“长期资金入市也给我们提供了另外一种全新的视角来研究行业和公司。落实到具体的投资考量因素上时,如果从短期的维度比如一年来看,可能行业景气度是一个非常因素。而如果拉长周期来看,则需要综合考量多种因素,包括行业的发展趋势、竞争格局、上下游的议价能力以及管理团队、企业愿景等。长期来看,我们对公司的进步或者变化也会保持更多的耐心,知道公司的发展壮大不可能一蹴而就,因而保有更稳定的心态。”

“投资者结构是决定市场变化趋势的根本原因。”王为表示,“长期资金在投资目标、行为模式等方面是完全不一样的。很多基金经理由于投资者诉求或公司考核等原因,在所谓的行业轮动方面花费了太多精力。而长期资金入场之后,基金经理会真正从长期视角选择盈利能力强、能够带来稳定回报的企业布局,去赚取企业发展的钱,而不是作为筹码堆积的博弈的钱。就短期而言,影响市场和股价的因素有很多,但如果拉长到三至五年的维度,就只剩下产业、团队和盈利几个因素,长期而言,‘成长’和‘价值’是统一的。”