

■ 金牛论市2024

# 申万宏源周海晨： 长期资金入市可期 静待政策催化窗口

“2023年A股市场整体跌宕起伏，行业结构轮动频繁。”申万宏源证券执委会成员、申万宏源研究总经理周海晨近日在接受中国证券报记者专访时表示，2024年，A股长期资金入市有望进入实际落地期，市场有效反弹的出现需要等待政策催化窗口。

● 本报记者 周璐璐



## 市场具备中长期性价比

北向资金2023年呈现先扬后抑格局，自2023年8月以来持续流出。周海晨坦言：“对于短期北向资金的持续流出，我们认为不必过度悲观。”

“在美联储加息周期，美债收益率上行、美元强势、人民币波动加剧，外资短期流出是正常现象。”周海晨表示，展望2024年，美债收益率回落是趋势，外部压力缓解，北向资金流出压力缓解也是大概率事件。

谈及增量资金，周海晨认为，整体而言，2024年ETF仍可能获得资金流入。“ETF的机构持有比例超过50%，ETF大量申购时，常常意味着机构认为市场中长期性价比适宜，下行风险有限。震荡市仍是2024年基准判断，市场具备中长期性价比、暂时缺乏明确主线的情况下，购买指数产品尤其是分红类产品仍是配置类资金和居民的共同需求。”

此外，周海晨提示，可继续关注活跃资本市场政策的进展。他表示：“短期已经看到国资机构开始着眼长期，服务国家战略，A股长期资金入市在2024年有望进入实际落地期。而在吸引利用外资、加大境外合作的大背景下，近年来规模快速增长且持续加大对中国资产投资关注度的一些主权财富基金也可能成为增量资金。”

随着美联储即将进入降息通道，中国经济持续复苏，2024年A股市场将面临怎样的宏观环境？

周海晨判断，2024年，国内经济或出现四个“前高后低”。第一，财政支出力度前高后低。2023年是财政休养生息年，2024年财政再发力的必要性提升。2023年下半年的财政布局多数会在2024年上半年落实为实物量改善。

第二，房地产投资前高后低。2023年房地产投资主要依靠复工和

展望未来，周海晨判断，市场有效反弹的出现需要等待下一个政策催化窗口。

周海晨表示，短期来看，市场的主要聚焦点已经切换为国内政策刺激预期。2024年财政有望明显发力，但岁末年初财政规划和盘推出是小概率事件，需要等待下一个政策催化窗口。2024年一季度可能有多个重要时间窗口叠加，国内稳增长政策有望进一步细化，改革方面也可能有增量布局。

“重点跟踪后续国内流动性宽松、无风险利率下行以及国内科技创

## 或出现四个“前高后低”

竣工支撑，2024年房地产投资开始体现新开工走弱的影响，且下行压力可能逐步增加。

第三，中国出口前高后低。岁末年初美国从去库放缓逐步过渡到补库，支撑美国进口和中国出口。后续随着美国需求回落，中国出口下行压力可能再次加大。

第四，库存周期前高后低。2023年三季度，工业企业营收数据环比连续处于历史高位，对应2024年初开始主动补库是大概率，2024年下半年将

## 布局把握三大主线

新，金融改革的催化因素。”周海晨认为。

具体到配置策略，周海晨建议，2024年要把握三大主线。首先，新产业趋势不断出现是必然趋势。周海晨认为，华为链创新有诸多看点，除了消费电子和电动车，包括芯片、操作系统、服务器自主可控、物联网都是值得关注的方向。人工智能（AI）是强大的工具，爆款应用出现只是时间问题，继续关注AI海外应用的A股映射。

其次，从中国经济新范式寻找新产业趋势赛道方向。外循环面临挑战，内循环势必带来新消费供给创造



视觉中国图片

逐步向被动补库过渡。

对于外部环境，周海晨预计，美国经济回落是大方向，但美债收益率下行幅度不宜高估。“2024年美国展望的大概率情景为：供给侧抗通胀见效，腾挪货币政策空间，财政弱发力，但小幅降息就可能获得非常好的效果，例如就业薪酬有韧性，消费倾向回落慢等。美债收益率下行空间有限，下行后可能快速反弹。”周海晨还强调，要关注新兴产业趋势进展对A股市场的影响。

需求的机会。

第三，关注“广义中特估”主题。周海晨表示，近期核心资产调整，管理规模大的权益类产品严重缺乏底仓资产。监管层呼吁上市公司质量提升，强调公司治理，强调股东回报，正在形成一种思潮。“广义中特估”就是致力于为机构投资者发展提供更多底仓资产。“投资者可关注分红率由低到高，稳定分红预期从无到有的高股息‘成长投资’。这将成为认定优秀公司的重要标准，也将是未来1-2年赚钱效应扩散，板块估值提升的线索。”周海晨说。

## 公募人事变动忙 部分基金经理“回炉重造”

● 本报记者 葛瑶

人才堪称资产管理行业的“核心资产”。进入2024年，公募基金行业的“核心资产”迎来多重变化。Wind数据显示，截至1月17日，2024年以来共有225只公募基金产品发生基金经理变更。同时，基金经理“回炉”研究员、区域销售负责人复归一线推广的消息此起彼伏。

### 基金经理密集变更

新年伊始，公募基金经理迎来密集调整。Wind数据显示，截至1月17日，2024年以来共有225只公募基金产品发生基金经理变更，其中包括不少排名靠后的基金或者清盘产品，共涉及67家公募机构。

基金经理变更背后原因众多，从考核不佳到内部调整不一而足。变动潮中，基金经理“回炉重造”的消息悄然流传开来：不少业绩不佳的基金经理被要求转岗，重新做回基础岗位研究员。一位公募基金从业者告诉中国证券报记者，基金经理重任研究员并不是稀罕事，行业一直存在这样的情况。“但可能最近业绩压力增大，‘回炉’的基金经理多一些。”

从公开信息来看，近年来时不时就会出现基金经理“回炉”的公告。2023年12月6日，海通资管公告，海通核心优势一年持有期混合型集合资产管理计划的基金经理李晨由基金经理转岗至公司权益研究部研究员。2023年8月30日，国元证券发布基金经理变更公告称，国元元赢六个月定开基金的基金经理陈帅因公司安排原因，已于当日转任研究岗位，不再担任基金经理一职。人保优势产业混合基金也曾在2022年发布公告称，基金经理彬彬因工作调整原因，转任研究员。时间再往前推，2019年2月，北信瑞丰健康生活基金经理吴洋卸任，调整至公司研究部行业研究组长、高级研究员。

中国证券报记者从金融猎头处了解到，2023年下半年以来不少公募基金确实收紧了人事管理，许多公司的投研人员“只出不进”。“现在公募投研岗位的求职可以称得上是‘坑少人多’。想跳槽的人很多，但是放出来的工作机会却比以往少。如果用打分来直观计算的话，比如以前候选人有60分就能取得职位，现在必须要90分才行。”上述猎头说。

## 资本市场对外开放深化 新举措有望加快落地

（上接A01版）扩大互联互通资产标的，进一步优化跨境交易机制。

“从标的范围来看，在沪深港通覆盖标的持续扩容的基础上，下一步可能将REITs也纳入两地互联互通的标的范围，支持REITs这一新兴产品发展，为两地投资者提供更多的投资选择。”申万宏源证券研究所首席经济学家杨成长认为，在交易机制上，大宗交易有望被纳入互联互通中，以更好满足部分投资者大额交易的需求，提高交易的便利性和市场活跃度。

### 坚定推进高水平开放

开放，是中国金融市场发展的核心关键词，也是中国资本市场改革的重要议题。证监会副主席方星海近日在中国上市公司协会境外上市公司分会成立大会上表示，证监会将凝聚合力，坚定推进高水平开放。随着深化改革、扩大开放的持续推进和新发展格局的加速构建，相信将会有更多的境外上市公司成长为中国乃至世界一流企业、成为强国建设的排头兵。

证监会党委在传达学习贯彻中央经济工作会议精神时强调，坚持市场化、法治化、国际化方向，有

“核心资产”需不断修炼

“资管行业本身便是高流动性。”前述基金从业者说，每个基金经理都有各自擅长的策略和投资风格，基金公司会尽量将人员变动带来的不确定性降到最低。面对市场压力，基金公司在投研体系建设方面会更加注重提高整体投资管理能力和增强组合管理的专业性、稳定性和持续性。

Wind数据显示，相较于往年三年（2020年-2022年），2023年全年基金发行数量有所减少，仅成立1211只基金。发行市场冷清，公募基金的销售人员随之承压，行业中

225只

Wind数据显示，截至1月17日，2024年以来共有225只公募基金产品发生基金经理变更，其中包括不少排名靠后的基金或者清盘产品，共涉及67家公募机构。

不时传出“区域销售负责人复归一线”的消息。一位华北基金公司员工坦言，公募基金产品发行数量下降，公司自然会减少对销售人员的需求，“销售负责人重回一线也就不奇怪了”。

人才是资产管理行业的“核心资产”。当前，如何更好地修炼公司“核心资产”，已成为公募基金思考的重中之重。

分析人士表示，压力之下，基金公司需进一步完善绩效管理和薪酬激励体系，对基金经理的考核标准更加全面和细致，将长期业绩表现及合规风控水平等指标作为投研人员重点考核要求，强调基金经理投资风格的稳定性。着重考核长期表现，设置投研专业能力等指标，同时考量合规风控水平、有效履行反洗钱职责、遵守职业道德及廉洁从业规定、防控内幕交易等方面的合规表现；在薪酬激励体系方面，严格执行薪酬递延制度、建立完善绩效考核跟投机制、实施违规责任人员薪酬止付及追索扣回机制，注重短期激励和长期激励相结合。

# 量化势头强劲 百亿级私募格局生变

● 本报记者 朱涵

受市场内外部等多重因素影响，主观私募新产品近期的发行与业绩扩张“双遇冷”。展望2024年，在市场行情主线尚未明朗之前，量化私募产品依然是市场渠道的宠儿。

私募排排网数据显示，截至2023年12月31日，国内百亿级私募机构共有104家，其中百亿级量化私募有32家。相比2022年底，2023年国内百亿级私募机构的总数减少了8家，但百亿级量化私募机构数量却逆势增加了4家。

### 主观量化业绩分化

私募排排网数据显示，截至2023年12月31日，有业绩记录的2887家主观私募2023年度平均收益率为-2.31%，其中1189家实现正收益，占比为41.18%。虽然主观私募整体表现欠佳，但高收益率的机构主要集中在主观私募，其中11家主观私募年度收益率超100%，50家收益率介于50%-100%之间，167家收益率介于20%-50%之间。

私募排排网数据显示，31家在

2023年度实现正收益的百亿级量化私募中，6家收益率超过10%，11家收益率介于5%-10%之间，14家收益率介于0%-5%之间，2023年百亿级量化私募收益率前十名分别为信弘天禾、稳博投资、衍复投资、乾象投资、宽德私募、因诺资产、黑翼资产、茂源量化（海南）私募、九坤投资和盛泉恒元，2023年度收益率依次为19.64%、13.29%、11.19%、11.14%、11.14%、10.73%、9.53%、9.22%、8.84%和8.55%。

值得注意的是，主观与量化结合的私募表现可圈可点。私募排排网数据显示，截至2023年12月31日，有业绩记录的1104家主观+量化私募，2023年度平均收益率为1.87%，其中618家实现正收益，占比为55.98%。实现正收益的主观+量化私募中，3家私募年度收益率超100%，16家收益率介于50%-100%之间，73家收益率介于20%-50%之间。

### 持续聚焦阿尔法收益

一位百亿级私募管理人向中国证券报记者透露：“我们通过概率做过一个测算，在过去几年结构性行情风格明

显的情况下，基本上在前一年业绩位列前20%的主观私募在第二年的业绩表现普遍不佳。”他表示，部分主观私募在某一年押注市场单个风格导致业绩的大幅提升，“他们并没有意识到，自己其实赚的是贝塔的钱。”

在市场投资风格迅速轮动的背景下，押注某一赛道而获得亮眼收益的投机成分显然更大。投资者显然意识到了这个问题。以中证500指增产品为例，在严格控制风险敞口的情况下，上述百亿级私募管理人表示：“若以6%的收益率来衡量，看起来不高，但作为指增类产品，最重要的就是长期持有。由于基本对冲了市场的贝塔风险，所以单年的业绩并不突出，拉长战线来看，三年或五年后，这类产品的收益率会跻身市场前列。”另一家头部量化私募管理人透露，在头部量化机构中，回撤幅度1%以内，做到10%超额收益率的中证500指增产品，已可以在行业中排名前列，“这基本都是在赚阿尔法的钱”。当前，中证500指增产品是当前量化私募覆盖面最广的产品之一。

此外，中国证券报记者从多个渠道方面获悉，当前市场高净值投资者的投

资热情普遍不高，在多家百亿级主观私募产品业绩大幅回撤的背景下，他们更愿意寻求稳健的产品，回撤小、收益率稳健的量化指增产品是个不错的选择。“靠这类产品，我们一年来的管理规模增加了几十亿元。”上述头部量化私募管理人表示。

### 一季度主推指增与小市值风格产品

有私募FOF机构透露，2024年主观私募产品业绩可能普遍承压，“找过来的资金方更偏向于量化产品，尤其是一季度，量化策略中，我们看好有对冲的中性策略以及DMA策略”。

受益于股指期货基差较为稳定，A股市场的风险对冲成本较低，就2023年来看，中性策略成为了量化私募提升业绩的一大关键指标。

上述头部量化私募管理人向中国证券报记者表示：“由于基本对冲了市场的贝塔因素，所以我们在努力做出更好的阿尔法。”他表示，近日股指期货基差波动风险加大，对于中性策略的推介更偏谨慎。在一季度，更愿意为客户推荐指增产品以及小市值风格产品。