

“业绩牛”有望接棒 公募锚定“科技+内需”双主线

“ 回顾2024年,市场跌宕起伏,股债双牛行情四季度上演。岁末年初之际,中国证券报记者采访了公募基金多家机构与投资人士,围绕2024年的行情复盘与2025年的市场展望进行深入探讨。

伴随着货币政策与财政政策的明显转向,业内人士普遍认为,2025年经济有望迎来具备较强向上弹性的需求周期。本轮行情中期内主要是流动性带来的估值驱动,在经济基本面的配合下,政策不断落地和推进更加重要。

业内人士认为,在科技创新集中涌现,我国新质生产力方面持续加大投入这两个核心假设下,要高度重视新质生产力的有关标的。

决策层提出,大力提振消费、提高投资效益,全方位扩大国内需求,消费相关板块有望持续成为市场主线;此外,随着债市无风险利率持续下台阶,红利资产仍将走出趋势性行情。

●本报记者 王鹤静 魏宇宇

宏观经济有望持续向好

汇丰晋信基金的基金经理冈良超表示,2025年宏观环境有望迎来三大周期的拐点。

首先是需求周期。冈良超认为,2024年三季度后,货币政策和财政政策出现了明显转向。2025年上调狭义赤字率以后,有望带来广义赤字率的提升,具备较强向上弹性的需求周期或出现,其次是地产周期。冈良超判断,如果时间拉长一些,参照海外经验,2025年房地产“量”有望比“价”更率先企稳,以二手房销量及开工等更前端指标来看,2025年房地产市场将有望进一步放缓。最后是产能周期。冈良超表示,目前很多行业的产能供给出清基本接近尾声,产能周期有望迎来比较积极的变化。

经济的转暖回升并非一蹴而就。在中欧基金看来,国内需求方面,居民消费和企业信心的回升是一个长期的过程。因此,宏观基本面的修复或是趋势向上但过程曲折的局面,未来决策

层或继续加大政策力度以提振经济。非金融企业的净资产收益率(ROE)经历了长时间下滑,目前处于低位水平,相关部门需要通过增加实物工作量来提升PPI数据环比增速,从而带动ROE回升。

富国基金预计,2025年A股将继续走强。第一季度仍是政策窗口期,A股短期核心逻辑是“政策牵引”,但基本面数据在一系列政策推动下有望逐渐向好。二季度后将成为重要的政策成效验证期,若国内有效需求明显改善,基本面向上趋势确立,则A股的核心逻辑转向“业绩牛”;否则,有可能倒逼更大力度的政策刺激,上演“政策牵引”的升级版行情。

在中欧基金看来,当前外部环境的不确定性显著增加,个人用品、汽车零配件等对出口依赖较高的行业或面临一定冲击;然而中国在很多行业拥有反制空间,相关领域有望为投资者带来新的机遇。在资金面上,2025年资金净

流入ETF规模或大幅度提升;同时险资会大幅度的参与A股;外资配置A股比例虽低,但随着中国经济持续改善,未来海外资金有望持续回流。

“在2025年,主要是流动性带来的估值驱动。”财富基金的基金经理金梓才认为,在经济基本面的配合下,政策不断落地和推进更为重要。决策层表态积极、增量政策不断出台,使得市场能维持较高估值水平,期待2025年具体政策的落地和推进。

金梓才认为,需要寻找想象空间大的公司,因为这些公司在向好行情的估值弹性更大。“想象空间大的行业主要有两个特征:一是处于发展早期,目前渗透率还相对较低;二是商业模式创新,未来市场渗透率有望快速提升,空间巨大。但不是所有想象空间大的行业都可以投资,可逐步验证发展逻辑且短期还能兑现业绩的行业才是投资优选。”

聚焦“科技+内需”

在2025年,哪些细分领域将迎来布局良机?多家公募机构对中国证券报记者表示,新质生产力方向的投资机会不容忽视。在汇丰晋信基金的基金经理吴文看来,宏观政策和产业政策与时代背景密切相关。在科技创新集中涌现,我国在新质生产力方面持续加大投入两大核心逻辑推动下,要高度重视新质生产力有关标的。

华安基金的基金经理胡宜斌认为,中长期来看,经济转型的重要性远大于总量发展,财政发力依然聚焦于新质生产力领域。预计资金会流向更具潜力的赛道与行业,未来将更多关注宏观结构的变化,寻找结构性投资机会。

人工智能(AI)板块是否会在2025年继续“闪耀”?中欧基金的基金经理刘伟伟认为,2024年国产大模型在能力和产品方面与海外差距出现逐步收窄的态势。当前,AI正以前所未有的速度改变着世界,其蕴含的颠覆性潜力和广阔的增长空间,已成为全球资本竞相追逐的热

点。他表示,在国内互联网厂商、科技巨头和创业公司的推动下,国内的搜索和文生视频产品渗透率得到快速提升。落实到投资视角,刘伟伟判断,AI作为底层技术带来的投资机会将在各行各业产生,重点看好二级市场的三类投资机会,即AI基础设施(算力)、AI软件应用以及AI硬件。

此前接受中国证券报记者采访的多位专家表示,在外需不确定性增加的情况下,扩大内需变得尤为紧迫。2025年,宏观调控要坚持稳中求进工作总基调,保持战略定力,努力办好自己事,统筹扩内需、稳增长、促转型。市场也关注到扩大内需的投资机会。鹏华基金指数与量化投资部基金经理张羽翔表示,2024年经济呈现复苏态势,必需品消费保持韧性,可选消费品在政策支持下自9月起持续回暖。随着促消费政策如以旧换新等逐步实施以及决策层对扩大内需的积极态度,张羽翔预计,将有更多相关刺激措施出台,扩大内需将成为经济增长的主要动力。临

近春节假期,政策预期升温,消费板块有望迎来新一轮的修复。

2024年备受关注的红利资产也有望在2025年持续优化。万家基金策略研究员钱海认为,稳健的央企标的和红利资产值得关注。“随着债市无风险利率台阶式下行,低估值的红利资产已成为趋势性品种,随着社保和险资等长线资金配置比例加大,长期来看,这类资产兼具绝对收益和对冲收益。”

谈及2025年的选股思路,招商基金的基金经理朱红裕表示,在消费、资源、公用事业等高ROE板块中,寻找商业模式稳定、高壁垒叠加高质量公司合理定价的机会;在中游制造、医疗保健、信息技术等成长类板块中,关注经营周期拐点及产品技术升级因素带来的估值双击机会。2025年可密切关注内需相关板块,从确定性和估值修复空间两个方面把握投资机会。另外,还可以关注产能周期有望拐向上的行业以及部分行业企业的出海机遇。

债市或在波动中前行

2024年以来,债牛行情一度给固收产品带来了亮眼表现。然而近期10年期国债收益率接连走低,引发了市场对于利率下行空间大幅压缩的担忧。

浦银安盛稳健增利债券的基金经理章彦斌认为,决策层将货币政策总基调由“稳健”调整为“适度宽松”,并表示要通过降准降息,保持流动性充裕,预期2025年人民银行将继续调降政策利率,推动全社会融资成本稳中有降,债市收益率理论上存在中枢下行空间。但在货币政策总基调明确转变后,鑫元基金注意到,近期债市

抢跑严重,当前10年期国债收益率在1.7%附近,价格本身已经蕴含了接近30个基点的降息预期,透支了部分下行空间。

“随着利率中枢下移,高票息资产更为紧缺,而投资机构的需求依然旺盛,2025年信用债投资大有可为。”蜂巢基金固收团队认为,短期内在化债背景下,城投债信用风险可控,市场交易更为注重流动性溢价,因而需要更加关注信用债的波段交易机会。

可转债方面,永赢基金认为,后续市场供给收缩有助于估值维持,配置需求或将进一步推升可转债的估值水平,可重点关注低价策略及正股盈利策略。在流动性充裕的前提下,主题风格、科技成长品种值得继续关注,还可关注消费、顺周期等价值品种。

若后续房价企稳回升,基本面持续改善,企业业绩上升,届时货币政策进一步宽松的必要性下降。永赢基金预计,债市可能迎来调整压力,2025年债市在波动中运行,整体操

作难度加大,需要保持较高流动性以及操作灵活性。

信用债方面,蜂巢基金固收团队认为,按照现行政策来看,城投债依然严控增量,2025年净融资预计维持低位,产业债或成为信用债的增量来源。“随着利率的中枢下移,高票息资产更为紧缺,而投资机构的需求依然旺盛,2025年信用债投资大有可为。”蜂巢基金固收团队认为,短期内在化债背景下,城投债信用风险可控,市场交易更为注重流动性溢价,因而需要更加关注信用债的波段交易机会。

可转债方面,永赢基金认为,后续市场供给收缩有助于估值维持,配置需求或将进一步推升可转债的估值水平,可重点关注低价策略及正股盈利策略。在流动性充裕的前提下,主题风格、科技成长品种值得继续关注,还可关注消费、顺周期等价值品种。

循新会计准则发现险资投资密码

“真红利”“长股投”2025风更劲

“ 站在2025年的起点,在呵护长期资金入市政策暖风之下,险资如何捕捉资产配置新机遇,迎接和适应低利率、资产荒和会计准则切换的行业挑战?多位险资机构人士向中国证券报记者透露,2025年险资长线长投的诉求更加迫切,进一步配置长期资产将成为行业共同追求,比如新会计准则下的FVOCI(以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产)科目,险资权益投资将增配并长期持有高股息股票;同时,探索长期股权投资新的领域和实现方式,发挥长期资本、耐心资本优势,寻找长期投资密码。

●本报记者 薛瑾

增配权益资产 青睐“真红利”

2024年,作为险资配置的基本盘,债券、银行存款等固收类资产的收益率、利率进一步走低。随着利率中枢不断下行,险资机构一方面继续稳健配置长债、超长期债,另一方面加快对红利类权益资产的配置节奏。

“早在2023年四季度,我们就进行了调仓布局,增配了高股息红利资产。2024年开年后,以高股息为代表的大盘价值风格表现强势,前置布局调仓有效提升了抗风险能力。9月下旬相关政策出台后,我们采取了更为积极的权益策略,在结构上增配受益于政策利好、成长和泛消费类权益资产,与原有红利持仓形成有益补充。”大家资产相关负责人表示。

新华保险相关负责人表示,2024年公司权益投资围绕绝对收益目标,加大了高股息策略的投资力度,同时通过波段操作,把握结构性投资机会,2024年末整体权益仓位较当年年初有所提高。

信美相互人寿首席投资官徐天舒表示:“2024年我们权益仓位加仓7%左右,增加了对高股息股票和可转债的配置。”

险资增配权益资产的动力,既有利率不断下行、资产荒现象加剧带来的现实之困,也有行业会计准则切换之下平抑报表波动的内生之需。

根据有关部门要求,上市险企自2023年起切换新会计准则,非上市险企最

晚于2026年起实施。在新会计准则下,金融资产分类发生了较大变化,很多权益资产的市值变动直接影响利润表稳定。

“2024年,主要上市险企增配的权益资产里,很大一部分是可以计入FVOCI科目的股票。可长期持有且有稳定分红收益的红利资产是险资调仓加仓的重点。”一位资深业内人士透露,“2024年上市险企配置红利资产进度较快,非上市险企进度相对较慢。2025年非上市险企有望掀起增配红利资产的热潮。”

在国泰产寿看来,2025年,险资机构长线长投、长期投资的诉求更加迫切。在新会计准则下,为了降低权益资产波动,迫切需要大幅增加以长期持有为目的、可放在FVOCI科目的资产配置。

“新会计准则对险资投资的引导和影响集中体现在三个方面。”大家资产相关负责人表示,一是利润波动加剧,投资风格偏好稳定分红类、长期型、兼顾负匹配、对冲风险的金融资产;二是金融资产依据业务模式和现金流特征进行分类,并穿透到底部,对非标资产和结构化产品产生较大影响,险企将更加偏好交易结构清晰、合同条款明确、现金流特征明显的金融资产;三是要求保险资产管理从决策到实施全过程保持联动性和一致性,对资产负债、资产配置、风险控制的能力要求提升。

“未来配置型资金将不断强化对‘真红利’资产的战略重视和逻辑挖掘。预计高股息、低估值、低波动、高ROE资产将持续受到险资青睐。”大家资产相关负责人表示。

寻找长期价值 做好耐心资本

起航2025,险资投资的“道”与“术”将在变化中寻找新平衡。

“在中长期利率中枢下行背景下,权益投资对于险资获取收益、控制利差损风险的重要性得到加强。”

国泰资产相关负责人表示,2025年,随着超常规逆周期宏观调控政策逐步发力提效,预计我国经济将逐渐企稳回升,经济结构转型升级将持续推进,企业盈利将明显改善,从而推动A股市场从流动性宽松驱动的估值修复行情进入企业盈利改善的基本面驱动行情。

“我们对2025年权益市场保持乐观态度。”大家资产相关负责人表示,在美联储降息背景下,海外流动性维持宽松,我国权益资产的估值性价比优势凸显;在更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策背景下,2025年经济有望回升向好,PPI回升将带动企业盈利改善;在低利率环境下,为匹配负债端投资需求,险资对权益资产的配置力度将加大。

“2025年,我们相对看好A股,年初会根据提振消费政策的推出情况决定加仓节奏。”徐天舒说。

多位险资人士表示,2025年会积极把握市场机遇,增加权益资产配置,当好长期资金和耐心资本供给者。

大家资产相关负责人表示,将进一步发挥险资优势,加大力度投资符合国家战略且具有长期经济价值的领域,尤其是具有高成长、低估值、未来业绩确定性强、有政策支持等特征的新质生产力领域,如新型城市基础设施、智慧水利、光伏股、节能/节能环保装备产业等,或增速较高的“出海”产业,如汽车、家电、光学元件等制造业板块。

新华保险相关负责人表示,下一阶段将建立大投资理念,做好资产负债组合及配置,寻找稳健优质长期资产,严控利差损风险;紧跟国家战略,投资新质生产力,投资大养老、大健康服务。

“我们将推动非标类信用资产向公开市场债资产转移,推动股票从交易类资产向OCI(其他权益工具投资)类资产转移,增加适合险资特点的高股息股票配置,提高股息收入对收益的贡献,降低对交易价差收益的依赖;推动股票从市价类资产向长期股权投资转移,积极储备与保险主业战略协同的长期股权投资标的。”新华保险相关负责人说。

国泰资产相关负责人表示,将重点关注具有创新性、符合政策导向的科技蓝筹、科技成长资产,资本充足、盈利能力强或盈利触底预期上升的核心资产,业绩确定性较高、资产收益率优秀、分红稳定的高股息资产等。

“2025年我国外部环境面临的不确定性会加大,权益投资要做好应对波动的准备。”大家资产负责人表示,如市场因短期震荡跌破价值区间,险资要坚持“逆向投资”思路,择机提升权益仓位,实现跨周期配置,发挥长期资本、耐心资本的优势,起到稳定市场定价逻辑的作用。

国泰资产相关负责人表示,险资机构要从战略资产配置的角度看待权益投资,充分发挥险资久期长、稳定性高的特点,在市场低点敢于逆周期布局,助力重塑市场波动。在国家战略部署中寻找“长期投资密码”,强化对战略性新兴产业、未来产业的关注和投入,在深度研究中寻找具有时代性、持续性、先进性的核心赛道和核心资产。

探索建立方法体系 助力长线长投

“资产负债匹配难度在增大,险企需要在偿付能力充足率、投资收益目标等多重因素之间寻求平衡。”业内人士对记者表示,“当前行业对投资收益的考核主要与会计年度匹配,就保险业长期经营和资产长期配置属性而言,存在短期考核压力过大的问题。此外,长期资金入市的风险因子也有进一步优化空间。”

“新会计准则下,加仓权益资产增加了报表波动性和偿付能力占用,大幅加仓权益资产的堵点依然存在。”徐天舒坦言。

国泰资产相关负责人表示,2025年建立健全中长期资金长期考核机制相关政策细则有望明确。险资机构将不断优化以长期业绩为核心的激励约束机制和创新薪酬机制,进一步激发长期投资的积极性和活力。

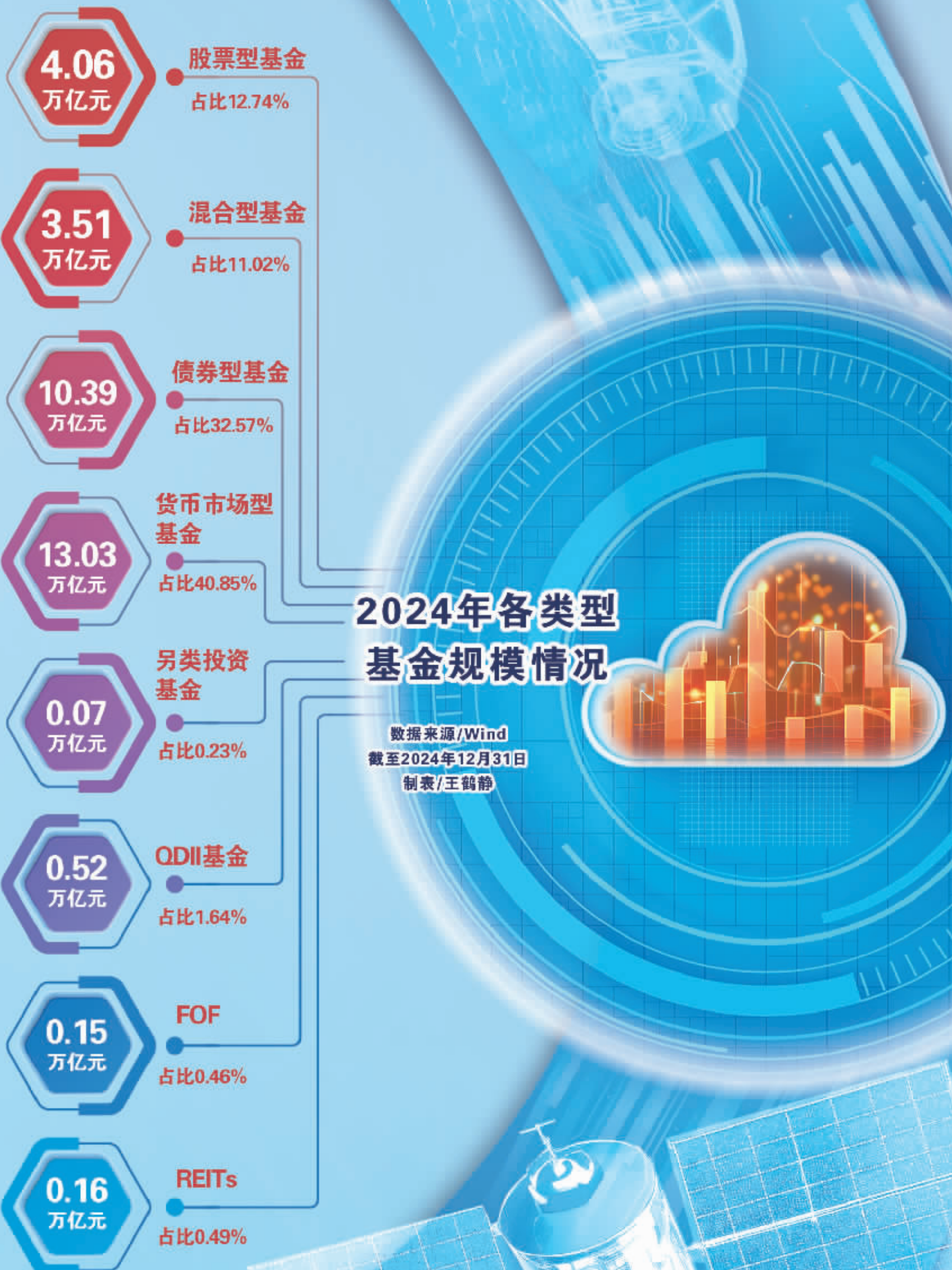
大家资产相关负责人表示,培育壮大耐心资本离不开政策与制度的支持,具体有四个方向:一是完善考核机制,缓解长期投资目标与短期考核周期不匹配问题。二是丰富长期投资模式,如支持险资设立私募基金进行长期股票投资,创新新的非标业务品类,适度放宽资金运用要求。三是优化偿付能力投资风险因子及长期股权投资资产的会计记账标准,进一步拉齐保险组合类产品与公募基金、银行理财产品在税负、穿透管理等方面的差距。四是鼓励险资加大股权投资

力度,优化资金运用监管政策,如取消对险资创业投资基金募资规模的限制,允许险资投资由非保险类金融机构实际控制的股权投资基金,优化权益法定标准,降低股权投资对险企核心偿付能力的占用,避免股价短期波动对投资收益造成影响。

作为险资长期投资的一项探索,中国人寿与新华保险共同发起设立的500亿元规模的私募证券投资基金“鸿禧基金”已投资运作接近一年时间。通过成立私募基金来探索长线长投模式也将是大势所趋。

“作为鸿禧基金的管理人,国寿兴华建立了核心股票池和多层次的研支持体系,并搭建了日常风险监控机制,从多个方面对基金日常运作进行监管。我们会积极把握建仓时机,动态优化策略。”接近该基金的人士告诉记者,其可为其他符合条件的保险机构设立私募基金提供经验,为险资长期投资、长线长投提供可操作、可复制的投资风格和策略。

“业内对私募基金投资关注度较高,不少规模较大的公司在论证设立这类基金的可行性。”一位大型险企人士透露。多家险资机构表示,将寻找合适契机布局这类基金,探索长线长投的经验与模式。业内人士认为,成立私募基金对于险资机构来说还是新鲜事物,具有一定的挑战性,其投资模式、经营管理模式、风控模式等与险资机构熟悉的模式有所不同,让这类基金发挥出优势还需要进一步摸索。



保险公司股票和证券投资基金配置规模(亿元)



新年特刊

新年特刊