

养老投资像搭积木 关键是让持有人“拿得稳”

——专访嘉实养老FOF基金经理唐棠

■本报记者 王 宁

自2023年中央金融工作会议提出做好养老金金融等“五篇大文章”，到2025年相关指导意见持续深化，公募基金始终将做好个人养老金投资管理作为核心战略。近日，《证券日报》记者就公募基金管理人如何做好个人养老金投资相关话题，专访了嘉实养老FOF基金经理唐棠，围绕投资策略、市场变化、投资者参与等方面进行了专业分享。

证监会网站公布的最新一期《个人养老金基金名录》显示，截至今年上半年，个人养老金基金已扩容至297只产品，其中基金中基金(FOF)产品达到212只，二季度新增9只。

唐棠表示，FOF是一种投资于其他基金的基金产品，通过设置不同风险等级的目标日期基金适配客户需求，分散投资多只不同类型的基金来构建投资组合，以实现“二次分散”的风险管理策略。值得注意的是，养老目标FOF均设置了不短于1年的封闭

运作期或最短持有期，通过设置持有期帮助投资者“管住手”，避免频繁申赎等非理性行为，提高获取长期收益的概率。总体来说，养老投资像搭积木，关键是让持有人“拿得稳”。

多层次的自上而下框架

唐棠将其投资框架分为三层，通过自上而下的配置方法，结合不同层次的投资策略，使得组合有更好的投资稳健性，争取在更长周期中实现理想的投资目标。

第一层资产配置会根据资产的预期回报和预期风险来确定配置权重，分为长期和短期配置。在唐棠看来，从长周期角度而言，贵金属类资产有更好的预期回报，因此会更多配置贵金属类资产，同时降低海外权益类资产的占比；从短周期维度来说，资产回报率也在实时变化，随着该类资产的上涨，预期回报率则逐渐下降；一般来说，公司会降低短期资产的权重。

唐棠认为，框架的第二层则

是选“人”。A股市场总市值突破100万亿元，成交量持续活跃，市场长期有效的投资策略较多，包括价值投资、景气投资、红利投资等，公司旗下相关产品会根据不同的策略筛选不同的管理人。最后，框架的最底层是持续补充策略，例如通过风险管理策略，使得策略组合的风险暴露水平相对较为合理可控。

唐棠进一步表示，养老FOF的核心是追求长期稳健增值而非短期收益弹性。在投资决策中，会优先考虑下行风险控制，通过多元化资产配置和动态调整来平滑波动。基于养老投资的长期性特征，会根据投资者的年龄和退休时间来调整风险敞口。距离退休时间较长时，可适当提高权益类资产比例以获取长期增长潜力；临近退休时则逐步降低风险水平，采用更加保守的配置策略。

在风险管理的过程中，唐棠将逆向思维与情绪管理放在重要位置，当市场过度悲观时，适度增加风险资产配置，市场过度乐观时则保持谨慎。同时重视与投资者的

沟通，帮助他们理解短期波动与长期目标的关系，培养正确的养老投资心态。

三方面做好持有计划

今年以来，FOF基金发行提速，个人投资者专属的FOF养老Y份额也迅速扩容。Wind资讯数据统计，截至目前，FOF基金总规模已达1711亿元，较年初增长近400亿元，增幅30%。

“今年FOF基金迎来快速发展势头，尤其是Y份额，也出现明显增长态势。”唐棠认为，这背后可能反映出三个重要因素：一是政策红利驱动下的结构性机遇，个人养老金制度的全面推广，为养老FOF的Y份额提供了专属赛道，税收优惠政策落地也激发了居民养老投资的需求。二是债券收益率下行与权益类资产在今年普遍回暖，个人养老金产品的接受度有所提升。三是基于对市场前景与潜在发展空间

的考量，中国养老投资市场拥有巨大

潜力，但也需要注意到投资者教育的持续性是非常重要的。

对于持有人参与养老金投资，唐棠建议把握好三方面要素：一是建议充分利用制度优势来合理规划投资额度，包括税收优惠的最大化，例如每年个人养老金账户有1.2万元的缴费上限，要充分利用享受当期税前扣除和投资增值的双重优惠。

二是选择好适合自身的产品。建议年轻的持有人可选择权益比例较高的目标日期基金，临近退休者可选择偏向稳健的产品，同时要注意风险承受能力评估，选择符合风险等级的产品，避免盲目追求高收益。

三是建议持有人要坚持长期投资理念。在市场宽幅震荡过程中，持有人可适当提高定投节奏，相反在市场上涨中降低定投节奏，同时要避免频繁操作。个人养老金的核心是长期增值，不宜因为市场短期波动进行频繁调整。

“基金经理·行进中的思考”系列报道

险资机构年内举牌上市公司已达34次

■本报记者 冷翠华

险资机构举牌上市公司再添新案例。9月25日，长城人寿保险股份有限公司(以下简称“长城人寿”)发布公告称，举牌新天绿色能源股份有限公司(以下简称“新天绿能”)股票。据公开信息统计，截至9月26日，年内险资机构举牌上市公司已达34次，远超去年全年的20次。

所谓“举牌”，是指保险公司持有或者与其关联方及一致行动人共同持有上市公司5%股权，以及之后每增持达到5%时需依规披露的行为，也是保险公司权益投资的一种重要形式。险资作为典型的长期资金，预计未来仍将加大权益资产配置。

接连举牌上市公司

公告显示，9月23日，长城人寿买入新天绿能股票100万股，加上此前持有的新天绿能股票，长城人寿共计持有新天绿能股票约2.1亿股，约占该上市公司总股本的5%，达到举牌线。

此次长城人寿举牌标的为新能源领域上市公司，与当前我国发展绿色能源的方向高度一致。据新天绿能官网介绍，该公司主要从事新能源和清洁能源的开发与利用，旗下拥有风电业务和天然气业务。

截至今年6月30日，长城人寿权益类资产账面余额为283.55亿元，占上季末总资产的比例为18.84%。

中国平安人寿保险股份有限

公司(以下简称“平安人寿”)是今年举牌的主力，截至目前共计举牌上市公司12次。同时，民生人寿、中邮人寿、泰康人寿、利安人寿等险资机构今年都有举牌上市公司的行为。

整体来看，险企十分青睐举牌银行、公共事业等板块的上市公司。在险资机构的34次举牌中，有16次是举牌上市银行。其中，平安人寿分别对招商银行H股、邮储银行H股、农业银行H股各举牌3次。同时，弘康人寿保险股份有限公司自今年6月份起，持续买入郑州银行H股，累计4次达到举牌线，目前最新的持股比例为21.24%。

天职国际会计师事务所保险咨询主管合伙人周瑾对《证券日报》记者表示，政策支持促进了险资加大权益投资力度，包括扩大保险资金长期投资试点范围、完善考核机制、下调股票投资风险因子等。同时，对险企自身而言，通过举牌上市公司来实现股权资产的权益法核算，也有利于减少当期损益的波动性。从举牌标的看，银行股具有高股息特点，也代表着银行的盈利能力和投资者长期回报水平，因此是险资偏好的举牌标的。除了上市银行，环保、公用事业、基础设施、医药等符合国家发展战略方向的行业上市公司，也是险资举牌的重点对象。

仍将增配权益资产

举牌上市公司是险资进行权益投资的方式之一。业内人士认



为，今年险资的权益投资余额较去年明显上升，预计这一趋势还将延续。

今年以来，尤其是4月份以来，A股呈持续稳步上涨态势，但不同板块间分化较为明显，对A股上涨原因、当前市场估值水平以及其配置价值业界也有较多讨论。对此，广东凯利资本管理有限公司总裁张令佳对《证券日报》记者表示，今年A股上涨，能反映中国国力提升的板块最为瞩目。例如，由年初DeepSeek突破带来的中国AI叙事，包括由之行生的

芯片半导体、人形机器人、自动驾驶等板块。

张令佳进一步表示，经过一段时间的上漲，当前沪深300指数的估值有所上升，但尚未达到历史高位，更重要的是，估值水平不能静态来看，判断核心在于当前估值所反映的市场乐观预期，能否在未来兑现成实际业绩。险资具有更长期的投资视角和更大的波动容忍度，不应因为估值高低而修正投资策略，从本质上看，险资赚的不是股价上涨的收益，而是标的企业盈利带来的回报，

这也是其能成为市场的压舱石、稳定器的重要原因。

在周瑾看来，从保险资金的属性和长期入市的策略来看，资本市场的短期波动不应成为其大类配置和投资策略的主要考虑因素。随着市场信心的逐渐修复，险资作为“稳定器”加大权益资产配置力度，既是股市长期稳定发展的重要贡献力量，也是资本市场健康发展不断完善受益者。当前，保险公司仍在继续增加权益资产的仓位，预计未来还有一定的增持空间。

“双节”将至 银行及理财子公司花式营销“抢闲钱”

■本报记者 彭 妍

随着中秋国庆“黄金周”临近，银行及银行理财子公司围绕“假期收益”的营销活动持续升温，密集发布理财攻略，凭借“9天收益计息”“14天收益连享”等话术争抢闲置资金，吸引投资者关注。

多家机构发布假期投资攻略

记者了解到，多家银行和理财子公司纷纷通过微信公众平台发布假期理财方案。若想在假期获取收益，投资者需提前布局并在假期开始前完成投资。从推荐产品来看，多以风险等级低、风格稳健的类型为主，涵盖开放式、封闭期、现金管理类及有固定期限要求的产品，可满足不同投资者对资金流动性与投资周期的需求。

具体来看，如工银理财9月25

日发布“节前理财攻略”，推出多只现金管理类理财产品及开放式理财产品，明确最晚需在9月29日交易时间内购买，9月30日确认份额，即可享受9月30日至10月8日的假期收益。

9月24日，招银理财在公众号发文称，国庆中秋双节理财可提前配置现金理财与短债理财，实现“人闲钱不闲，财富不停转”。现金理财方面，9月29日24:00前买入24小时营业现金理财，可多享9天收益；9月24日24:00前买入，可连享14天收益。短债理财方面，9月30日17:00前买入招银短债理财，可多享假期收益；9月24日17:00前买入，可连享14天收益。

此外，平安理财、民生理财、杭银理财、江苏银行、苏州银行等多家机构也纷纷推出“节前完成买入、假期9天享受收益”的相关理财产品，进一步丰富了投资者的假期理财选择。

苏商银行研究院高级研究员杜娟对《证券日报》记者表示，国庆前夕投资者有资金沉淀，如节前奖金、回款等，部分资金有短期理财需求，也成为银行理财子公司拓展客户、推介产品的契机。

部分理财子公司推出高收益产品

记者梳理发现，在多家机构推出的假期理财产品中，部分银行理财子公司的产品业绩比较基准或历史业绩表现突出，部分产品历史业绩可达12%左右。

例如，工银理财推出一款风险等级为R2(中低风险)、最短持有期30天的理财产品，其近一个月年化收益率为12.01%，成立以来年化收益率为8.42%；另有一款最低持有期270天的产品，近3个月年化收益率为5.9%，成立以来年化收益率为5.94%。

平安理财的两款日开型产品收益表现亮眼：一款近一个月年化收益率为5.64%、近三个月年化收益率为5.09%、成立以来年化收益率为5.84%；另一款近一个月年化收益率为5.6%、近三个月年化收益率为5.18%、近六个月年化收益率为5.98%、今年以来年化收益率为5.96%。

值得注意的是，上述银行理财产品的宣传页均明确标注了成立以来年化收益率的计算方式，同时提示“理财产品过往业绩不代表未来表现，不等于理财产品实际收益”。

苏商银行特约研究员高政扬对《证券日报》记者表示，投资者需警惕以下潜在风险，避免出现理财决策偏差。一是流动性风险，部分产品存在申赎限制，封闭期设置等条款，可能导致资金无法及时取用。投资者需提前梳理假期资金使用需求，匹配产品流动性特征。

二是市场波动风险，债市波动可能拖累固收类产品净值，混合类、权益类产品则易受股市行情影响。三是条款认知风险，投资者需仔细阅读合同条款，确认产品的投资范围、风险等级及收益计算方式，不要盲目追逐高收益的噱头，在匹配自身风险承受能力及投资需求的前提下理性选择。

高政扬表示，针对不同风险偏好的投资者，或可采取差异化配置策略。首先，对于保守型投资者，可以优先配置货币基金、固收类等产品，在保障资金安全性的同时，获取相对稳定的收益。其次，对于稳健型投资者，可选择“固收+”产品，这类产品在有效控制回撤风险的前提下，通过适度配置多元资产追求收益增强，平衡风险与收益。此外，对于进取型投资者，可适度提升权益类资产配置比例博取更高收益，但需做好风险承受准备。

中证协拟出台新规 助力券商交易结算系统可靠性再升级

■本报记者 周尚仵

9月26日，《证券日报》记者从券商处获悉，为规范券商的交易结算系统(以下简称“系统”)压力测试管理，识别系统稳定性潜在瓶颈，发现隐藏问题，提升系统稳定性保障能力，保护投资者合法权益，中国证券业协会(以下简称“中证协”)近日就新起草的《证券公司交易结算系统压力测试指引》(以下简称《测试指引》)征求意见。

《测试指引》旨在提升券商对压力测试工作的重视程度，推动其持续完善交易结算系统压力测试管理机制，从而增强证券行业交易结算系统的可靠性。

近年来，随着证券市场交易量快速放大，券商交易系统性能不足的问题频发。在此背景下，证券行业亟须切实提升性能容量管理能力，以有效应对市场波动带来的冲击。从内容框架来看，《测试指引》分为六章，共二十八条，分别为总则、系统压力测试基本保障与要求、系统压力测试流程与方法、系统压力测试报告与应用、自律管理、附则。

在建立健全压力测试保障机制方面，《测试指引》对券商提出了明确且具体的要求。一方面，规定了券商要健全压力测试管理机制，完善相关管理制度，明确人员职责与分工，并为压力测试工作提供必要的设备和技术支持，确保测试环境、数据资源和工具平台的有效配置与稳定运行。另一方面，规范测试环境、数据及工具的管理，科学选取压力测试场景并组织实施，确保测试的真实性与有效性，全面提升对系统性能与稳定性的评估能力。

值得关注的是，《测试指引》要求券商应当每年至少开展一次系统压力测试工作。同时，若出现以下情形，券商应当及时开展系统压力测试：新系统上线或重大变更前；系统下线移除，可能对线上系统的性能容量存在影响的；市场较大波动，系统性能容量可能无法保障安全平稳运行的；以及其他认定需要进行压力测试的情况。

在规范压力测试流程与方法方面，《测试指引》明确了券商在开展压力测试过程中的各项工作步骤，构建起标准化的操作流程。具体流程包括：明确测试目的、制定测试方案、做好测试准备、执行测试过程、分析测试数据、提交与归档测试报告。同时，《测试指引》对上述各环节的工作内容提出了具体要求和操作方法，确保压力测试工作的规范性与有效性。

在加强压力测试结果报告和应用方面，《测试指引》规定了券商要及时识别系统性能中存在的问题及潜在风险，并采取切实有效的应对措施快速处置。同时，要定期评估压力测试方法的有效性，持续完善压力测试管理机制。在此基础上，进一步明确压力测试报告的内容要求，并加强相关文档管理，确保测试材料、报告等文件的规范性、完整性和可追溯性。

同时，中证协也将加强对压力测试工作的自律管理，通过不断健全行业交易结算系统压力测试体系，提升整体风险防控水平，为构建安全、高效、稳定的资本市场体系奠定坚实基础。

股票私募仓位指数升至78.41%

■本报记者 方凌晨

9月26日，私募排排网最新数据显示，截至9月19日，股票私募仓位指数达78.41%，反映出股票私募近期加仓动作显著。

自8月份以来，股票私募仓位指数整体呈增长态势，从8月1日的73.93%到9月19日的78.41%，期间累计增长4.48个百分点。进入9月份以来，股票私募仓位指数增长加速，从9月5日的75.08%升至9月12日的78.04%，单周大幅增长2.96个百分点，此后一周又继续上涨至78.41%。

从具体仓位分布来看，截至9月19日，超八成股票私募仓位在50%及以上。其中，60.01%的股票私募仓位在80%以上，23.68%的股票私募仓位处于50%(含)至80%(含)区间。仅有5.13%的股票私募仓位低于20%，选择低仓位或空仓观望。

深圳市融智私募证券投资基金管理有限公司FOF基金经理李春瑜对《证券日报》记者表示，私募机构加仓动作显著，主要是因为A股市场持续向好。当前，市场情绪较为乐观，投资者信心稳步增强，一方面，政策层面持续发力，为市场提供了有力支撑；另一方面，从行业维度看，AI(人工智能)、半导体、新能源等新兴产业发展前景广阔，市场结构性机会凸显。

值得关注的是，不同规模股票私募的仓位配置呈现出“两端”高、“中间”低的特点，即小规模(管理规模在5亿元以下)和大规模(管理规模在50亿元以上)股票私募仓位指数更高、进攻性更强，中等规模(管理规模在5亿元至50亿元之间)股票私募仓位指数相对较低。

具体来看，管理规模在100亿元以上和管理规模在50亿元至100亿元之间的股票私募仓位指数分别为79.95%、85.56%，管理规模在20亿元至50亿元之间、10亿元至20亿元之间、5亿元至10亿元之间的股票私募仓位指数分别为75.19%、76.28%、76.74%，管理规模在5亿元以下的股票私募仓位指数为79.02%。相较于上周，除了管理规模在50亿元至100亿元之间的股票私募仓位指数稍有下滑，其他规模股票私募的仓位指数均有不同程度增长。

百亿级股票私募加仓动作受到关注。百亿级股票私募已连续两周进行加仓，仓位指数增长了12.84个百分点。从仓位结构看，超九成百亿级股票私募仓位在50%及以上，这一占比实现环比增长。其中，54.33%的百亿级股票私募仓位在80%以上，39.40%的百亿级股票私募仓位处于50%(含)至80%(含)区间。这显示出头部私募机构的风险偏好整体提升。

据晨星资产管理张航对《证券日报》记者表示：“在全球AI基建的浪潮中，一批中国的算力硬件设备公司抓住重大产业机遇，多家光模块和PCB(印制电路板)公司有望实现从十亿元量级到数百亿元量级利润的跨越。若将目光放远至未来十年，随着全球产业链重塑，在特高压电网、低电压配电网、数据中心电源液冷等多个产业细分领域，一批中国电力设备公司有望成长为达到百亿级利润的中国品牌。”