

相关研究

《海通证券 11 月基金表现回顾：A 股震荡，部分重配 TMT 板块、汽车和机械等行业的基金表现较优 -20231202》
2023.12.02

《海通证券-基金业绩排行榜（2023-12-02）》2023.12.02

《海通证券 11 月基金投资策略：财政政策更加积极，相对偏向成长配置风格》
2023.11.02

海通证券 12 月基金投资策略：关注重要会议政策，相对偏向成长配置风格

投资要点：

基金投资策略

- **股混基金：**11 月制造业 PMI 为 49.4%，比上月下降 0.1 个百分点，边际回落，降幅略高于季节性，经济需求端需要进一步提振，同时由于地产链相关行业等价值风格资产表现不佳，近期 A 股走势再度偏弱。我们认为，当前 A 股估值、情绪等指标依然处于历史低位，当前国内经济基本面已在修复趋势中，后续重要会议政策落地有望缓解市场担忧，叠加国内基本面改善的积极催化，A 股行情有望逐渐回暖，同时从基金仓位测算结果来看，公募基金同样也在寻求底部布局机会，**短期来看，消费、医药、大金融等行业值得关注，我们建议以均衡配置为主，但中期维度来看，科技成长板块依然是关注重点，我们建议后续偏向配置成长风格的基金。**在基金品种的选择上，价值风格关注景顺长城能源基建 A；成长风格关注银华中小盘精选、易方达环保主题；均衡灵活品种关注国富中小盘、广发多因子；主题型基金可以关注交银策略回报、信澳健康中国 A、融通互联网传媒。
- **债券基金：**明年政策组合或为“宽财政+宽货币”，现实与预期的交织将继续演绎，债市走势或偏震荡。从基金投资的角度来看，在债市偏窄幅震荡的预期下，建议主要关注配置中短久期、中高等级信用债并存在一定票息保护的产品。品种选择上，关注鹏华丰禄、国泰利享中短债 A。
- **QDII 和商品型基金：**原油方面，11 月国际油价震荡下跌，2023 年 11 月 30 日，部分 OPEC+ 国家宣布 2024 年一季度额外减产 220 万桶/天，OPEC+ 额外减产有助于帮助维持原油市场稳定和平衡，根据 EIA 2023 年 11 月月报，预计 2023-2024 年全球原油市场处于紧平衡，“供给-需求”分别为 50 万桶/天、11 万桶/天，预计国际油价维持震荡。黄金方面，10 月美国 PCE 价格指数同比增速为 3.0%，较 9 月回落 0.4 个百分点，通胀进一步回落，截至 12 月 1 日，市场仍预期 12 月大概率不再加息（98.8%），后续金价走势仍受美联储加息节奏影响。美股方面，在劳动力市场仍然稳定、居民家庭财富提升、超额储蓄仍存以及利息负担仍低的情况下，美国消费短期或仍能维持一段时间的稳定，我们认为纳思达克指数相关基金同样具备投资价值。品种选择上，可以关注南方原油 A、广发纳斯达克 100ETF、大成纳斯达克 100A。

关注基金

- **股票混合型基金：**景顺长城能源基建 A、银华中小盘精选、易方达环保主题、国富中小盘、广发多因子、交银策略回报、信澳健康中国 A、融通互联网传媒。
- **开放式债券型基金：**鹏华丰禄、国泰利享中短债 A。
- **QDII 和商品型基金：**南方原油 A、广发纳斯达克 100ETF、大成纳斯达克 100A。

风险提示

- 基本面变化、货币政策和证券市场相关政策的不确定性、资金面大幅波动、国内改革推进力度、中美关系变化。

分析师:江涛

Tel:(021)23185672

Email:jt13892@haitong.com

证书:S0850522070004

首席分析师:倪韵婷

Tel:(021)23185605

Email:niyt@haitong.com

证书:S0850511010017

目 录

1. 资本市场分析与展望.....	3
1.1 投资环境分析.....	3
1.2 股票市场展望.....	4
1.3 债券市场展望.....	4
2. 基金月度动态	5
2.1 基金测算仓位变化	5
2.2 风格基金业绩.....	8
2.3 新发基金概况.....	9
3. 基金投资策略	10
4. 本期组合大类资产配置.....	11
5. 附录.....	12
6. 风险提示.....	13

1. 资本市场分析与展望

1.1 投资环境分析

2023年11月，A股先涨后跌，地产链相关行业表现不佳。7月以来，宏观政策加快稳增长步伐，货币、财政、房地产等政策均进行了调整，政策端提振投资者情绪，11月中上旬A股延续了10月底以来的反弹行情。11月下旬A股走势再度偏弱，其中地产链相关行业表现不佳，我们认为这主要源于地产基本面尚未企稳，近期地产链相关的房地产、银行等权重行业表现不佳，拖累宽基指数上行乏力，全月A股市场整体跑出先涨后跌的行情。主要指数中，上证50下跌1.89%，沪深300下跌2.14%，中证500上涨0.30%，创业板指下跌2.32%，科创50下跌1.00%，此外，北证50指数上涨27.54%。从结构性机会来看，首先，受钢铁涨价及盈利改善催化，黑色产业链情绪持续向好，叠加近期煤矿事故多发，焦煤价格继续上涨，煤炭行业11月领涨；其次，经过三季度回调，传媒板块估值性价比凸显，近年来，微短剧行业呈现快速增长，小游戏市场今年也较为活跃，在短剧、小游戏等细分热点的带动下，传媒板块热度有所提升，11月涨幅同样靠前；此外，2023年1-3季度社服板块持续修复，行业整体呈渐进复苏态势，基本面有望从短期复苏转向长期高质量发展，11月社服行业也有不错的表现。申万一级行业中19个行业上涨，表现靠前的5个行业分别为煤炭、传媒、社会服务、机械设备和医药生物行业，表现靠后的5个行业则分别为建筑材料、电力设备、非银金融、有色金属和美容护理行业。

根据海通宏观和固收研究团队在《美国：降息预期升温，美债利率续降——海外经济政策跟踪》、《动不失时，票息为盾——2024年债市展望》、《11月经济：结构分化，政策积极——11月全国PMI数据解读》等报告中的观点，**市场风险偏好或逐步提升，利好风险资产表现。**从当前比价情况来看，沪深300股息率与十年国债利差仍处于近三年99%分位数，显示权益性价比仍高。10Y国债相对于一般贷款利差、30Y国债相对于房贷利差分别处于2018年以来的45%、52%分位数（扣除资本占用和税收），显示超长债相对于房贷性价比尚可。展望2024年，活跃资本市场效果或逐步显现，叠加海外降息周期有望开启引导资本回流、地产政策导向积极、财政和货币政策协同发力等因素影响，市场风险偏好或将进一步提振，关注股债跷跷板效应对债市的扰动

2023年11月份，制造业PMI为49.4%，比上月下降0.1个百分点。服务业、建筑业商务活动指数分别为49.3%、55.0%，前者比上月下降0.8个百分点，后者比上月上升1.5个百分点。整体来看，经济结构亮点仍存，高技术制造业、装备制造业PMI环比回升。11月制造业PMI边际回落，降幅略高于季节性，经济需求端需要进一步提振。企业生产扩张有所放缓，原材料价格下降，库存或在磨底。在非制造业，建筑业商务活动指数超季节性回升。随着四季度万亿国债增发，基建受到拉动，对相关建筑业景气度形成支撑。此外，服务业商务活动指数回落，出行链景气度高位回调。7月以来，宏观政策加快稳增长步伐，货币、财政、房地产等政策均进行了调整。接下来，积极政策有望继续发力稳增长，重点关注积极政策的力度和规模。

海外方面，**美国新房销售回落。**10月美国新房销售67.9万套，较9月回落4万套，低于市场预期的72.3万套。从同比增速来看，10月新房销售同比较9月回落9.1个百分点至17.7%，新房销售中位价同比下降17.6%，跌幅较9月扩大6个百分点。10月美国新房销售的遇冷或反映出，较高的借贷成本对居民购房能力与购房意愿的抑制正在显现。不过，自10月底以来，30年期抵押贷款固定利率已呈持续回落趋势，对房地产市场的抑制作用或有所缓解。截至12月1日，市场仍预期12月大概率不再加息（98.8%）。不过，市场当前预期的大概率降息时点已由上周的2024年5月提前到了2024年3月。10年期美债收益率大幅回落至4.22%，主因实际收益率下行，美债收益率的明显回落与近期经济指标走弱，市场降息预期大幅升温有关。截止11月底，美国周度经济指数平均增速仍在2%附近，表明美国经济整体仍稳定。**欧洲通胀持续降温。**11月欧元区HICP同比增长2.4%，较10月回落0.5个百分点，低于市场预期的2.7%，此外，核心HICP同比增速较10月回落0.6个百分点至3.6%，同样低于市场预期的3.9%。随着欧元区通胀的持续超预期降温，市场对欧央行降息的预期也在不断发酵，不过，欧央行多位官员仍表示降息或为时尚早。11月欧元区19国经济景气指数为93.8，较10月小幅回升0.3，但与疫情前相比仍处低位（2019年12月为102.9）。整体来看，在高利率的

压制下，欧洲经济仍偏弱。

1.2 股票市场展望

海通策略团队在《为何近期 A 股弱于美股？》中表示，10 月下旬来美债利率下行，美股表现强劲，而 A/H 股表现相对偏弱，尤其地产链调整较多。地产链调整的背后是“金九银十”地产数据成色不足，医药、电子行情回暖背后是基本面预期逐渐反转。当前 A 股估值处历史低位，应跟踪 12 月重要会议的积极政策，行业上重视大金融、医药和科技。

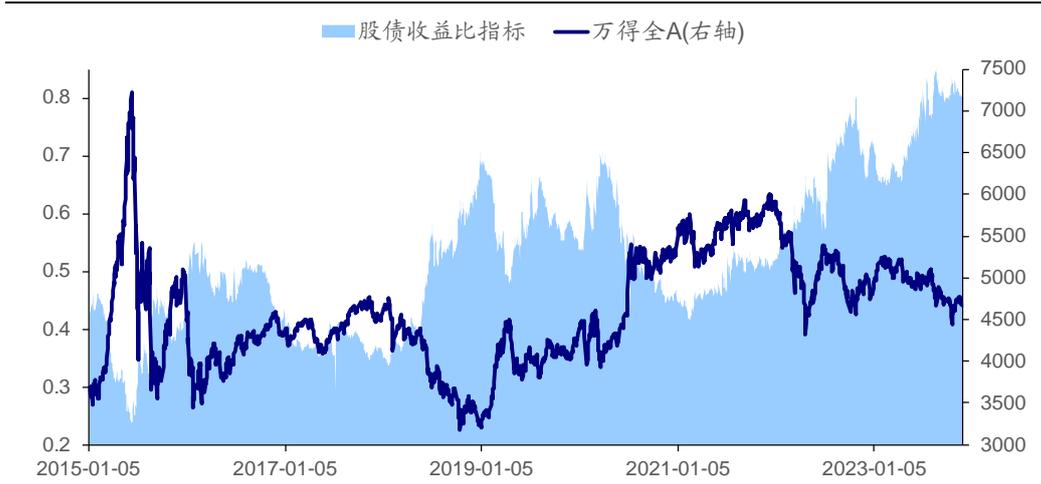
现象：10 月下旬来 A 股行情较美股偏弱。美国长债利率是全球资产定价之锚，对股债等风险资产的表现都有着重要影响。7 月以来美债利率先升后降。今年 7-10 月美债利率在多重因素推动下大幅上行。随着美国通胀和就业数据的降温，10 月下旬以来美债利率也从高位回落。在美债利率大幅下行背景下，A/H 股和美股走势却出现分化。美国长债利率是全球风险资产定价之锚，一般而言利率下行有助于股市风险偏好抬升，但 10 月下旬美债利率大幅下行以来，中国股市（A/H 股）和美国股市的走势明显分化。美股方面，由于美国通胀超预期回落，叠加近期非农、PMI 数据降温，市场预判美联储货币政策紧缩周期已接近尾声，美股明显上涨。中国股市方面，尽管美债利率明显下行，但 A 股上行动能明显逊于美股，且港股也震荡偏弱。其中，A 股金融和地产链相关行业跌幅居前，是宽基指数表现不佳的主要拖累。

分析：A/H 股弱势或源自地产等担忧。A 股近期走势再度偏弱，其中地产链相关行业表现不佳，我们认为这主要源于地产基本面尚未企稳。8 月以来地产宽松政策井喷期后，地产基本面边际改善后又再度回落。地产是我国国民经济的重要支柱产业，也是地方政府收入的重要来源。当前地产基本面尚未企稳，因此近期地产链相关的房地产、银行等权重行业表现不佳，拖累宽基指数上行乏力。A 股中医药、消费和部分科技行业明显上涨，这一方面或由于成长类行业对美债利率下行更敏感，另一方面也与这些行业基本面的反转预期相关。医药方面，医药行业供需两侧的积极变化正推动市场对医药行业基本面预期扭转，推动近期医药行情展开。电子方面，半导体周期见底回升，叠加 AI 浪潮下 AI 算力需求提升，电子行业基本面有望逐渐反转，支撑行情展开。

展望：关注重要会议政策落地情况。当前 A 股估值、情绪等指标依然处于历史低位。当前国内经济基本面已在修复趋势中，后续重要会议政策落地有望缓解市场担忧。10 月中公布的经济数据明显，宏观经济仍在修复趋势中。同时近期海内外也迎来了一系列积极变化。展望未来，目前 2023 年已行至尾声，12 月中央政治局会议和中央经济工作会议两个重要会议即将召开。10 月末的中央金融工作会议提出要“加快保障性住房等三大工程建设，构建房地产发展新模式”、“优化中央和地方政府债务结构”，我们预计 12 月重要会议有望继续聚焦地产、城改、地方债务问题，缓解市场担忧。此外，中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元，可见积极财政政策在稳增长中的重要性已经提升，叠加国内基本面改善的积极催化，A 股行情有望逐渐回暖。

1.3 债券市场展望

如下图所示，我们简单地以万得全 A 的股息率和中债 10 年期国债收益为基础，构建股债收益比指标。当前 A 股市场正处于经济周期底部过后的向上区间，并进入牛市初期的上升通道，虽然短期市场行情有所波动，但股债收益比指标依然位于市场高点附近，从历史经验来看，当前权益资产的投资价值高于债券的投资价值，**对于基金投资者，相比于债券基金，我们认为当前投资股混基金或更具投资性价比。**

图1 2015年以来股债收益比指标变化情况


资料来源：Wind，海通证券研究所

注：股债收益比指标=(万得全A指数股息率/十年期国债收益率)，数据时间为2015/1/5-2023/11/30。

根据海通债券研究团队在《动不失时，票息为盾——2024年债市展望》中的观点，**明年主线或为：财政货币双宽，合意资产稀缺**。今年10月宣布增发1万亿元国债，标志着新一轮宽财政开启，考虑到地方化债继续推进，预计明年中央加杠杆或更积极有为，广义财政也有望适时扩容。明年经济恢复向好、过程中或有曲折，结构性分化或延续。货币配合宽财政将延续稳健宽松基调，叠加通胀或延续温和走势，外汇压力或放缓，我们认为债市无需过度担忧。监管方面，关注防资金空转情况。供需方面，明年政府债供给或较为充足、优质高息资产荒大概率继续上演、资本新规生效推动供需环境迎来新阶段。

利率债策略：低位震荡，动不失时。明年政策组合或为“宽财政+宽货币”，现实与预期的交织将继续演绎，债市走势或偏震荡，关注经济和宽信用的兑现路径和成色。2024年10Y国债利率高点或可参考2021年以来MLF加点的规律。考虑到货币稳健宽松，明年十年国债利率低点有望突破今年。我们认为票息策略仍占优，波段行情伺机而动，建议关注超长债和“利率+”品种银行二永债增厚收益的机会。此外，可能带动债市利率超预期突破的因素有：外部风险事件、海外地缘政治风险、理财赎回风波、财政或货币政策超预期等。

信用债策略：顺势而为，博弈票息。展望24年，化债持续推进叠加资本新规落地，或对信用债供需结构产生冲击，非金融信用债供给难以放量，配置力量不减，结构性资产荒大概率延续，建议顺势而为关注短债下沉机会，优质资产可考虑拉久期。板块方面，保持对城投债的信用挖掘，建议可在化债政策重点倾斜地区控久期适度下沉，同时防范尾部估值风险；周期产业债优选景气行业央企国企个券，可做品种挖掘；二永债关注明年供需调整，波动或加大。

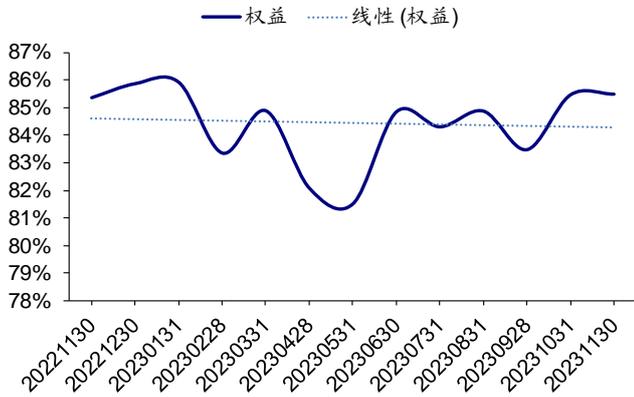
可转债策略：攻守兼备，顺时施宜。24年我们预计供需或维持紧平衡，今年转债估值中枢下移，明年权益市场有望迎来高质量发展的新阶段，纯债利率偏低，机会成本不高，且供给对估值影响有限，明年估值或在高位波动。24年机会主要来自于股市赚钱效应、估值阶段性低点的修复和配置价值、条款博弈等。行业上建议关注硬科技电子及医药，消费存在结构性机会，另外转债汽车标的较多，建议关注智能驾驶相关，策略上重点关注平衡型品种。

2. 基金月度动态

2.1 基金测算仓位变化

我们采用最优化的方式，将不同市场指数作为回归变量，分别对市场上全部成立一年以上的主动股混基金和偏债基金进行了仓位测算（测算模型见附录），并按照最新报告期的基金规模进行仓位的加权合并。

主动股混基金权益仓位保持稳定，偏债基金权益仓位继续上升。从权益和固收资产占比来看，主动股混基金方面，11月份权益资产仓位基本保持稳定，维持在近1年均线以上，到达了今年1月以来的最高水平；偏债基金方面，固收资产仓位延续上月的下降趋势，权益资产仓位到达近期低点后实现小幅回升。由此可见，10月下旬以来A股走出磨底区间，伴随着宏观政策的持续发力，11月中上旬市场持续反弹，公募基金开始积极布局权益市场，但目前国内经济依旧存在一定的短期不确定性，投资者信心依然有改善空间。

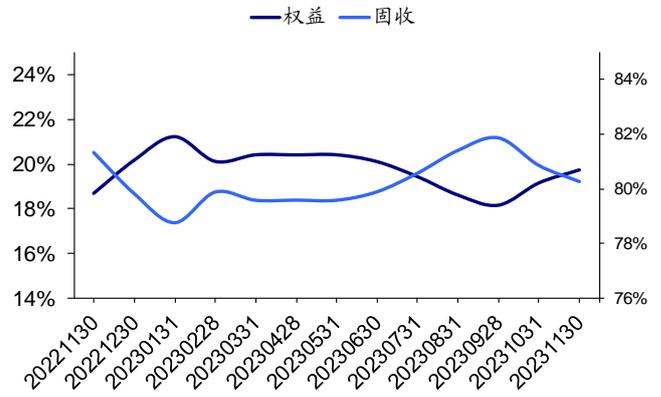
图2 主动股混基金近1年月度权益测算仓位变化情况


资料来源：Wind，海通证券研究所

注1：数据时间为2022/11/30-2023/11/30；

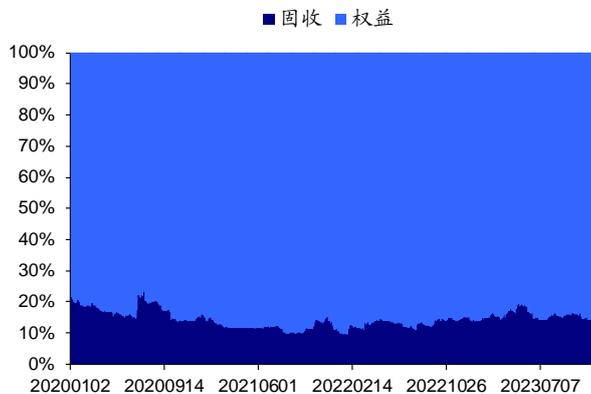
注2：主动股混基金中剔除历史持仓中单期港股个数大于过五只的基金，偏债基金为海通3级分类中的偏债混合型和偏债债券型基金，下同；

注3：仓位测算结果只是模拟结果，并非市场真实情况，配置比例变动同样与权益资产涨跌有关，不作为投资意见。

图3 偏债基金近1年月度权益、固收测算仓位变化情况


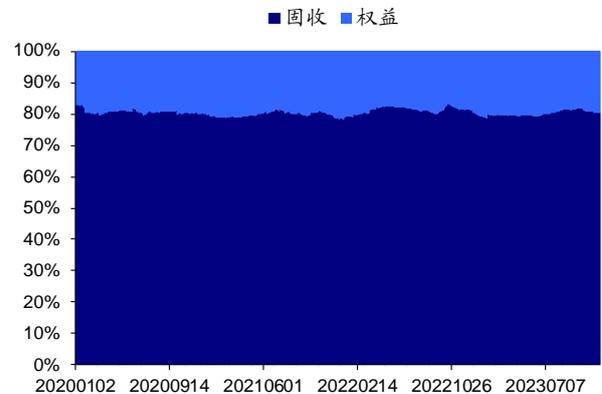
资料来源：Wind，海通证券研究所

注：数据时间为2022/11/30-2023/11/30。

图4 主动股混基金2020年以来权益固收测算仓位变化情况


资料来源：Wind，海通证券研究所

注：数据时间为2020/1/2-2023/11/30。

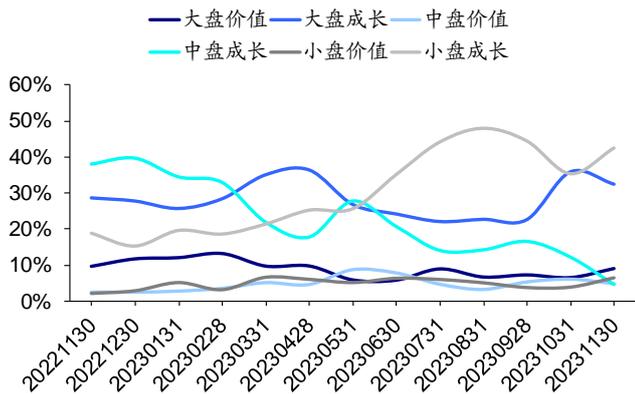
图5 偏债基金2020年以来权益固收测算仓位变化情况


资料来源：Wind，海通证券研究所

注：数据时间为2020/1/2-2023/11/30。

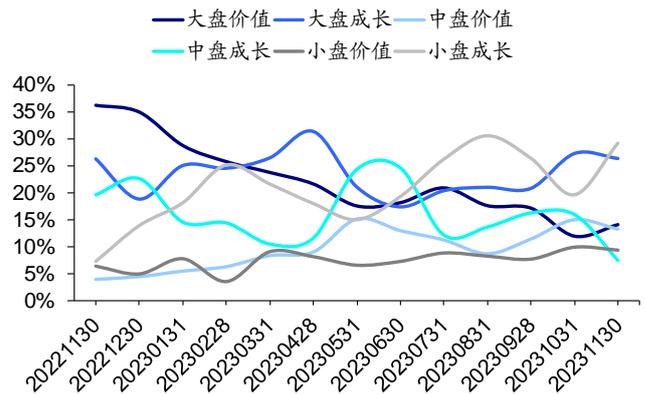
主动股混基金和偏债基金小盘成长风格配置占比明显回升，中盘成长风格配置占比下降幅度较大。过去一个月，市场投资风格出现分化，以小盘成长为主的小盘风格资产业绩明显好于中大盘资产，从风格资产占比来看，主动股混基金和偏债基金的小盘成长风格资产仓位均出现了较大幅度的回升，目前均为两类基金的最高配置风格，而中盘成长和大盘成长风格资产的仓位则均出现了一定的回落，其中中盘成长风格资产的回落幅度较大。价值风格资产方面，大盘成长风格资产仓位小幅提升，但中盘价值风格资产仓位出现小幅下降。

图6 主动股混基金近1年月度风格资产测算仓位变化情况



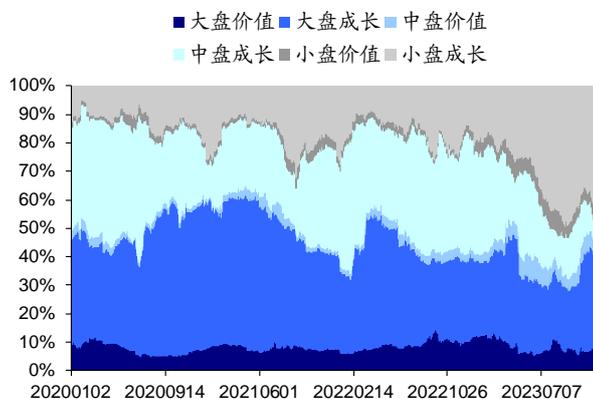
资料来源: Wind, 海通证券研究所
注: 数据时间为 2022/11/30-2023/11/30。

图7 偏债基金近1年月度风格资产测算仓位变化情况



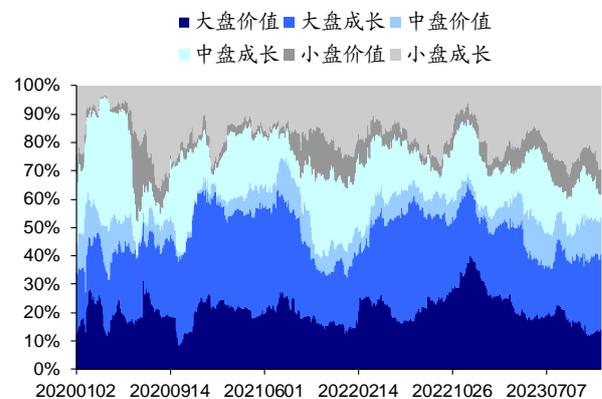
资料来源: Wind, 海通证券研究所
注: 数据时间为 2022/11/30-2023/11/30。

图8 主动股混基金 2020 年以来风格资产测算仓位变化情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所
注: 数据时间为 2020/1/2-2023/11/30。

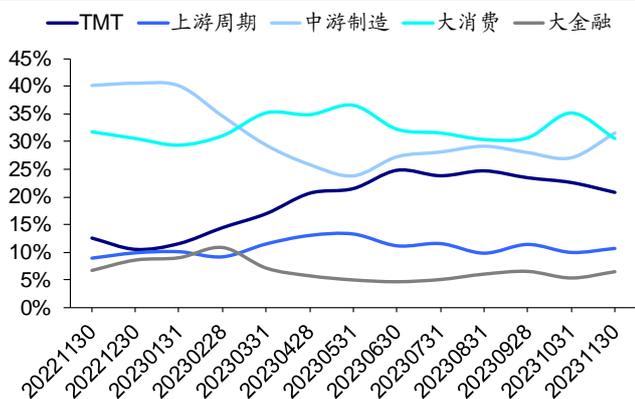
图9 偏债基金 2020 年以来风格资产测算仓位变化情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所
注: 数据时间为 2020/1/2-2023/11/30。

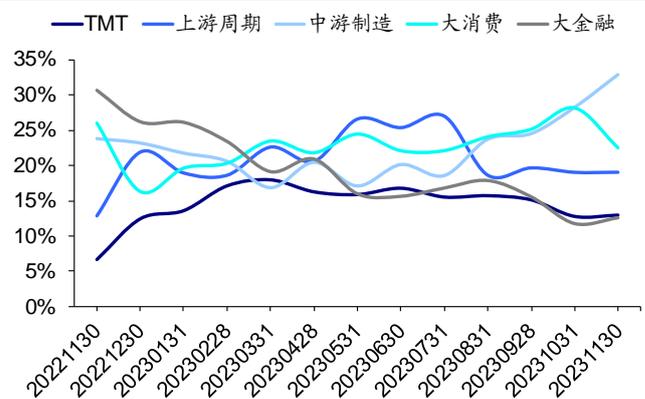
中游制造板块占比明显提升，大消费板块占比回落，主动股混基金 TMT 板块资产占比维持持续小幅回落趋势。从板块配置情况来看，中游制造和大消费板块依然是主动股混基金和偏债基金的主要配置方向，其中 11 月中游制造板块占比出现较大幅度提升，特别是偏债基金目前中游制造板块仓位已明显高于其他板块，而大消费板块权重则出现较大幅度的下滑。此外，两类基金的上游周期和大金融板块资产占比均保持在相对稳定水平，而主动股混基金的 TMT 板块资产占比则维持下半年以来的持续小幅回落趋势。

图10 主动股混基金近1年月度板块测算仓位变化情况

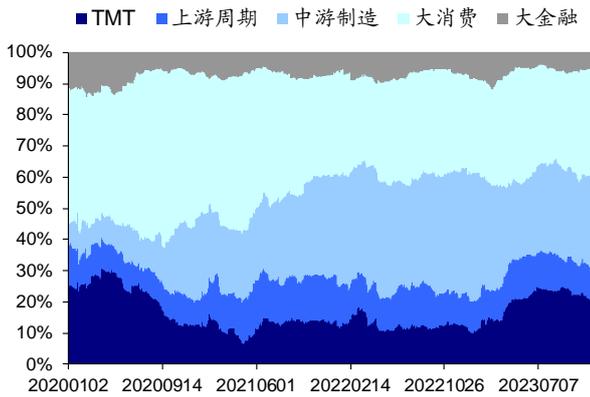


资料来源: Wind, 海通证券研究所
注: 数据时间为 2022/11/30-2023/11/30。

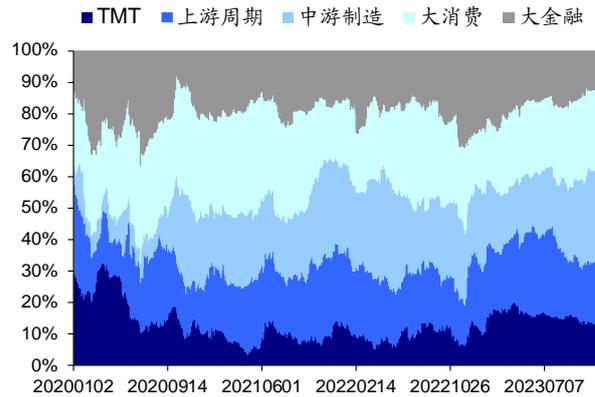
图11 偏债基金近1年月度板块测算仓位变化情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所
注: 数据时间为 2022/11/30-2023/11/30。

图12 主动股混基金 2020 年以来板块测算仓位变化情况


资料来源：Wind，海通证券研究所
 注：数据时间为 2020/1/2-2023/11/30。

图13 偏债基金 2020 年以来板块测算仓位变化情况


资料来源：Wind，海通证券研究所
 注：数据时间为 2020/1/2-2023/11/30。

2.2 风格基金业绩

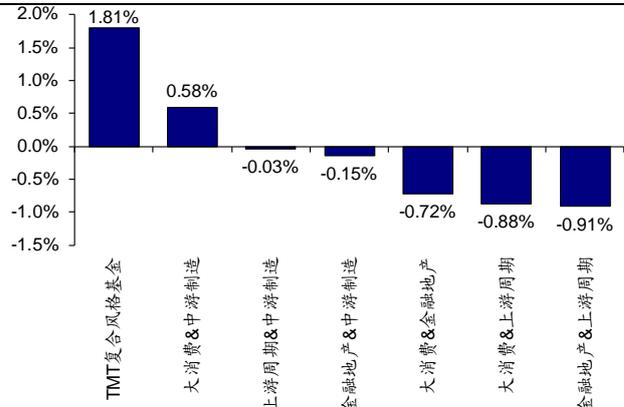
2023 年 11 月份，A 股市场业绩出现风格分化，以小盘成长风格为主的成长风格业绩明显好于价值风格，相应的成长风格资产具备更加明显的投资机会。从风格基金的业绩表现来看，前期业绩表现较好的成长风格基金和 TMT 风格基金在 11 月业绩跑赢其他风格基金，价值风格基金业绩出现下滑，双风格基金方面，TMT 复合风格基金的业绩表现突出。

单风格基金方面，各类基金在 11 月业绩出现分化，成长风格基金在 11 月的平均收益为 1.83%，相对表现较好，而均衡风格基金和价值风格基金在 11 月的平均收益不及成长风格基金，其中价值风格基金的平均收益为-0.88%，明显更低；前期业绩调整后估值水平明显下降的 TMT 风格资产 11 月出现业绩反弹，TMT 风格基金 11 月平均收益为 1.66%，高于其他风格基金，此外，价值风格资产和港股 11 月整体表现较差，相关风格基金业绩在 11 月份出现下滑。

双风格基金方面，11 月 TMT 复合风格基金的整体收益水平明显更高，此外大消费 & 中游制造符合风格基金的整体业绩同样为正，但金融地产和上游周期相关复合风格基金的业绩为负。

图14 风格基金 2023 年 11 月平均收益


资料来源：Wind，海通证券研究所
 注 1：各风格基金为过去一年在各风格市场收益前 30% 的基金；港股基金为海通评级中的港股基金，下同；
 注 2：数据时间为 2023/11/1-2023/11/30。

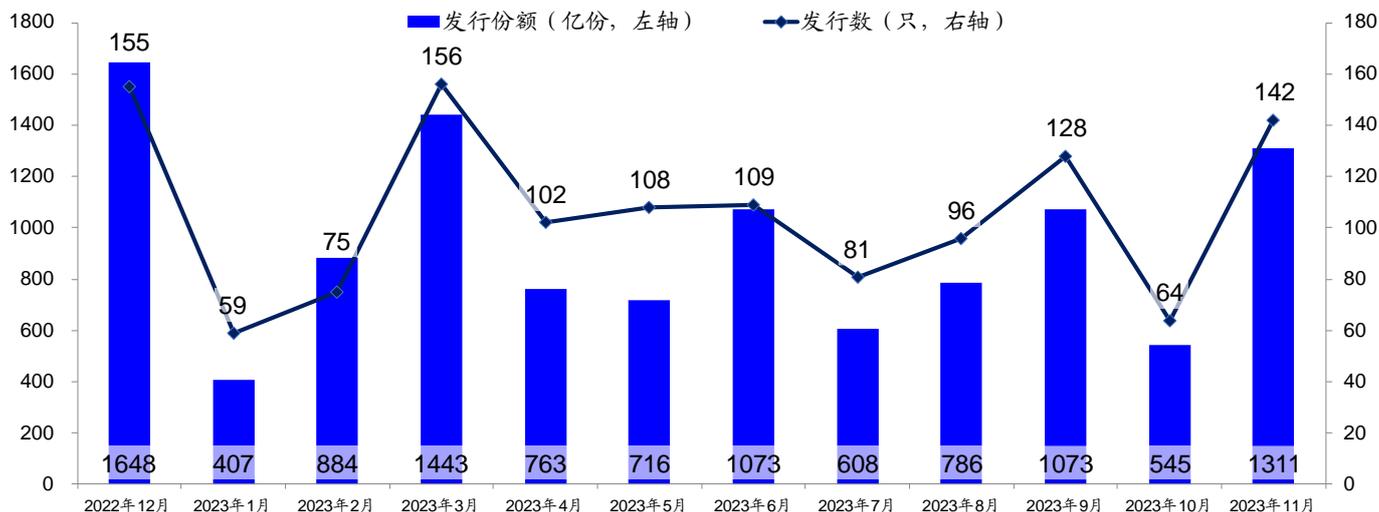
图15 双风格基金 2023 年 11 月平均收益


资料来源：Wind，海通证券研究所
 注：各双风格基金为过去一年在两个风格市场收益均在前 30% 的基金，下同；
 注 2：数据时间为 2023/11/1-2023/11/30。

2.3 新发基金概况

2023年11月公募基金进入密集发行期，共有142只新基金成立，为今年3月以来的最高水平，总募集规模为1310.97亿元，平均规模为9.23亿元，相较之前数月也有明显增长。每年的最后两个月均有较多的新发公募基金成立，目前来看在A股市场走出市场磨底区间，以及更加积极的财政政策为市场带来催化后，公募基金开始重视市场底部的基金布局机会，11月新发基金数量已超过往年同期的平均水平，但目前来看市场认购热度依然不高，大部分投资者依然持观望态度。

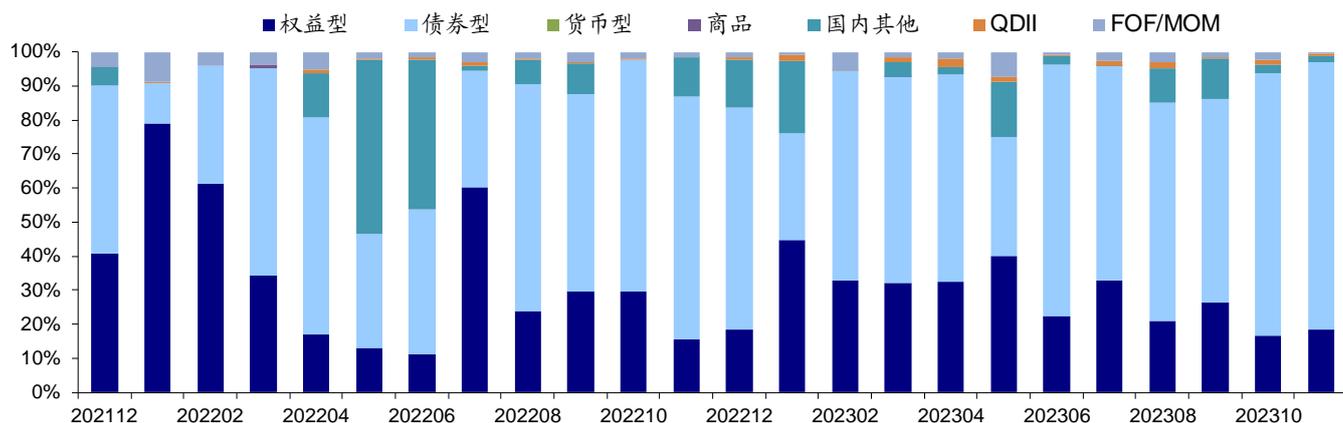
图16 2022年12月至2023年11月公募基金月度发行规模



资料来源: Wind, 海通证券研究所

从基金类型来看，2023年11月债券型基金发行规模为1033.03亿元，发行规模占比为78.8%，发行占比进一步扩大。在新发基金规模上升的背景下，新发权益型基金的发行规模仅为240.53亿元，发行规模占比为18.3%，不及今年以来的平均水平，投资者对于权益基金的认购热情依然较低。此外，11月还有2只同业存单基金、10只FOF和8只QDII股混型基金发行。

图17 各类型新发基金规模占比 (2021年12月-2023年11月)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

2023年11月发行规模排名前10主动管理基金均为债券型基金，其中排名前9的均为纯债债券型基金，排名第10的为偏债债券型基金，新发主动债券型基金更加受到市场投资者的青睐，同样说明当前市场对于主动权益基金的整体认购热情较低。其中，募集规模排名前4的富国瑞丰纯债、鑫元稳丰利率债、大成景熙利率债和华商鸿裕利率债的市场认购热情较高，发行规模均接近80亿元。

表 1 2023 年 11 月发行规模前 10 的主动管理基金

基金代码	基金名称	发行规模(亿元)	基金成立日	基金类型
019178.OF	富国瑞丰纯债	79.90	2023/11/16	纯债债券型
019724.OF	鑫元稳丰利率债	79.90	2023/11/23	纯债债券型
019491.OF	大成景熙利率债	79.90	2023/11/9	纯债债券型
019685.OF	华商鸿裕利率债	79.82	2023/11/16	纯债债券型
019885.OF	南方恩元	77.10	2023/11/24	纯债债券型
019406.OF	富达裕达纯债	50.00	2023/11/22	纯债债券型
019585.OF	博远增裕利率债	46.30	2023/11/24	纯债债券型
019083.OF	万家稳安 60 天持有	40.25	2023/11/28	纯债债券型
019464.OF	银华月月享 30 天持有	31.37	2023/11/7	纯债债券型
018736.OF	景顺长城景颐裕利	29.86	2023/11/16	偏债债券型

资料来源: Wind, 海通证券研究所

2023 年 11 月排名前 10 被动管理基金的认购规模均超过 10 亿元, 但整体发行热度不及主动管理基金。排名前 4 的均为投资于中短久期政策性金融债这一利率债类型的复制债券指数型基金, 且认购规模均超过了 50 亿元, 目前市场对于中短久期利率债产品的认可度更高。而排名前 10 的被动权益基金则分别跟踪上证科创板 100 指数、深证 50 指数和标普港股通低波红利指数, 并且管理人均为具有传统被动权益指数基金优势的公募基金公司。此外, 11 月成立的两只同业存单基金中, 浙商汇金同业存单指数 7 天持有的认购份额较高, 为 17.20 亿元。

表 2 2023 年 11 月发行规模前 10 的被动管理基金

基金代码	基金名称	发行规模(亿元)	基金成立日	基金类型
019192.OF	人保中债 1-5 年政策性金融债	57.00	2023/11/2	复制债券指数型
018903.OF	建信中债 1-3 年政金债指数	52.00	2023/11/1	复制债券指数型
019841.OF	恒生前海中债 0-3 年政策性金融债	50.69	2023/11/22	复制债券指数型
019955.OF	国联中债 0-3 年政策性金融债	50.64	2023/11/30	复制债券指数型
588800.SH	华夏上证科创板 100ETF	38.95	2023/11/8	科创 ETF
159150.OF	易方达深证 50ETF	26.01	2023/11/29	股票 ETF
159350.OF	富国深证 50ETF	24.05	2023/11/30	股票 ETF
019443.OF	浙商汇金同业存单指数 7 天持有	17.20	2023/11/21	同业存单
513630.OF	摩根标普港股通低波红利 ETF	13.63	2023/11/23	港股 ETF
588880.SH	华泰柏瑞上证科创板 100ETF	10.59	2023/11/8	科创 ETF

资料来源: Wind, 海通证券研究所

3. 基金投资策略

股混基金: 11 月制造业 PMI 为 49.4%, 比上月下降 0.1 个百分点, 边际回落, 降幅略高于季节性, 经济需求端需要进一步提振, 同时由于地产链相关行业等价值风格资产表现不佳, 近期 A 股走势再度偏弱。我们认为, 当前 A 股估值、情绪等指标依然处于历史低位, 当前国内经济基本面已在修复趋势中, 后续重要会议政策落地有望缓解市场担忧, 叠加国内基本面改善的积极催化, A 股行情有望逐渐回暖, 同时从基金仓位测算结果来看, 公募基金同样也在寻求底部布局机会, **短期来看, 消费、医药、大金融等行业值得关注, 我们建议以均衡配置为主, 但中期维度来看, 科技成长板块依然是关注重点, 我们建议后续偏向配置成长风格的基金。**在基金品种的选择上, 价值风格关注景顺长城能源基建 A; 成长风格关注银华中小盘精选、易方达环保主题; 均衡灵活品种关注国富中小盘、广发多因子; 主题型基金可以关注交银策略回报、信澳健康中国 A、融通互联网传媒。

债券基金: 前文的股债收益比指标表示当前债券基金的投资性价比或不及股混基金, 明年政策组合或为“宽财政+宽货币”, 现实与预期的交织将继续演绎, 债市走势或偏震荡, 关注经济和宽信用的兑现路径和成色。从基金投资的角度来看, 在债市偏窄幅震荡

的预期下，建议主要关注配置中短久期、中高等级信用债并存在一定票息保护的产品。品种选择上，关注鹏华丰禄、国泰利享中短债 A。

QDII 和商品型基金：原油方面，11 月国际油价震荡下跌，供给方面，2023 年 11 月 30 日，部分 OPEC+ 国家宣布 2024 年一季度额外减产 220 万桶/天，OPEC+ 额外减产有助于帮助维持原油市场稳定和平衡，需求方面，根据 OPEC、IEA、EIA 三大国际机构最新月报（2023 年 11 月）平均预测，预计 2023-2024 年全球原油需求分别同比增长 225 万桶/天、153 万桶/天。根据 EIA 2023 年 11 月月报，预计 2023-2024 年全球原油市场处于紧平衡，“供给-需求”分别为 50 万桶/天、11 万桶/天，预计国际油价维持震荡。黄金方面，10 月美国 PCE 价格指数同比增速为 3.0%，较 9 月回落 0.4 个百分点，通胀进一步回落，黄金价格上涨，截至 12 月 1 日，市场仍预期 12 月大概率不再加息（98.8%），但美联储多位官员再次发表鹰派立场，后续金价走势仍受美联储加息节奏影响。美股方面，在劳动力市场仍然稳定、居民家庭财富提升、超额储蓄仍存以及利息负担仍低的情况下，美国消费短期或仍能维持一段时间的稳定，我们认为纳斯达克指数相关基金同样具备投资价值。品种选择上，可以关注南方原油 A、广发纳斯达克 100ETF、大成纳斯达克 100A。

4. 本期组合大类资产配置

我们对积极型、稳健型以及保守型三类不同风险承受能力的投资者给予资产配置比例的建议。我们给予这三类投资者在权益类基金（包含股票、混合型基金以及交易型基金）一个配置比例区间，分别为积极型配置区间 60-100%；稳健性 30-80%，保守型 10-40%，权益类资产均衡配置比例分别是 80%、55% 和 25%。当我们判断市场上涨概率较大时，我们会在权益类基金上配置较高的比例，反之则降低比例。

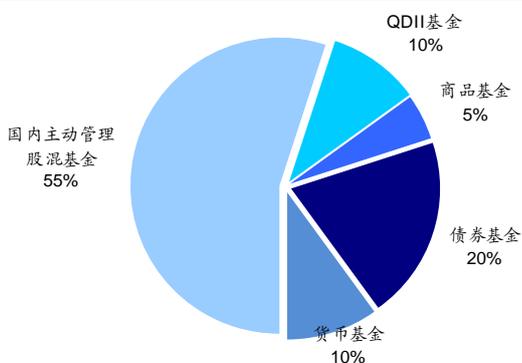
目前来看，当前 A 股估值、情绪等指标依然处于历史低位。当前国内经济基本面已在修复趋势中，后续重要会议政策落地有望缓解市场担忧，资产配置比例可以逐渐向积极型的权益类基金比例方面过渡。

积极型投资者：配置 70% 的权益类基金、20% 的债券基金和 10% 的货币市场基金。其中权益类基金是国内主动型股票混合型基金（55%）、QDII 基金（10%）以及商品型基金（5%）。

稳健型投资者：配置 45% 的权益类基金、25% 的债券基金和 30% 的货币市场基金。其中权益类基金是国内主动型股票混合型基金（30%）、QDII 基金（10%）和商品型基金（5%）。

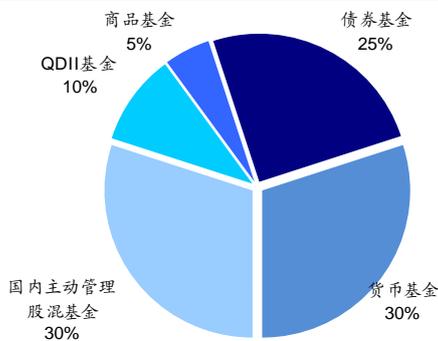
保守型投资者：配置 20% 的权益类基金、40% 的债券基金、40% 货币市场基金。其中权益类基金包括 10% 的主动型股票混合型基金、5% 的 QDII 基金和 5% 的商品型基金。

图18 积极型投资者配置组合

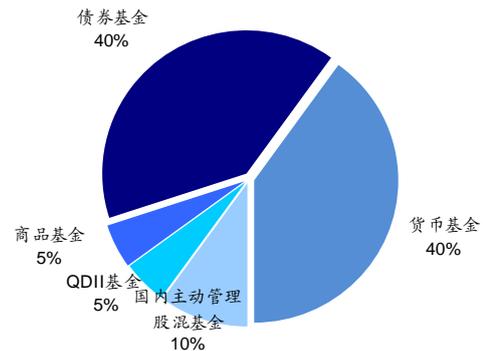


资料来源：海通证券研究所

图19 稳健型投资者配置组合



资料来源：海通证券研究所

图20 保守型投资者者配置组合


资料来源：海通证券研究所

5. 附录

➤ 各类基金的权益资产上下限

主动股混基金：

主动股票开放型：0.8~1；强股混合型、科创强股混合型：0.6~0.95；灵活混合型、偏股混合型、灵活策略混合型、平衡混合型：0~0.95；

偏债基金：

偏债混合型：0~0.65；偏债债券型：0~0.2。

➤ 权益资产仓位测算模型

在每个交易日，用基金过去 60 个交易日复权单位净值计算得到的日收益率，同中债国债总财富、沪深 300、中证 500 和中证 1000 指数的日收益率，用如下模型进行最优化求解：

$$\min \frac{1}{2} W^T X^T X W - X^T Y W$$

$$s. t. \begin{cases} w_1, w_2, w_3, w_4 \geq 0 \\ w_1, w_2, w_3, w_4 \leq 1 \\ w_2 + w_3 + w_4 \leq up_weight \\ w_2 + w_3 + w_4 \geq down_weight \\ w_1 + w_2 + w_3 + w_4 = 1 \end{cases}$$

其中， $W = (w_1, w_2, w_3, w_4)^T$ ， w_1 为中债国债总财富指数的权重， w_2 为沪深 300 指数的权重， w_3 为中证 500 指数的权重， w_4 为中证 1000 指数的权重， $X = (x_1, x_2, x_3, x_4)^T$ ， x_1, x_2, x_3, x_4 分别为经过半衰期处理的中债国债总财富、沪深 300、中证 500 和中证 1000 指数的日收益率， Y 为经过半衰期处理的基金日收益率， up_weight 为基金权益资产上限， $down_weight$ 为基金权益资产下限。

➤ 风格资产仓位测算模型

在每个交易日，用基金过去 60 个交易日复权单位净值计算得到的日收益率，同中债国债总财富、大盘成长、大盘价值、中盘成长、中盘价值、小盘成长和小盘价值指数的日收益率，用前文模型进行最优化求解。

其中， W 中的元素分别为中债国债总财富、大盘成长、大盘价值、中盘成长、中盘价值、小盘成长和小盘价值指数的权重， X 中的元素分别为经过半衰期处理的中债国债总财富、大盘成长、大盘价值、中盘成长、中盘价值、小盘成长和小盘价值指数的日收益率， Y 为经过半衰期处理的基金日收益率， up_weight 为基金权益资产上限，

$down_weight$ 为基金权益资产下限。

➤ 板块资产仓位测算模型

在每个交易日，用基金过去 60 个交易日复权单位净值计算得到的日收益率，同中债国债总财富、31 个申万行业一级指数的日收益率，用前文模型进行最优化求解。

其中， W 中的元素分别为中债国债总财富指数和 31 个申万行业一级指数的权重， X 中的元素分别为经过半衰期处理的中债国债总财富指数和 31 个申万行业一级指数的日收益率， Y 为经过半衰期处理的基金日收益率， up_weight 为基金权益资产上限， $down_weight$ 为基金权益资产下限。

6. 风险提示

基本面变化、货币政策和证券市场相关政策的不确定性、资金面大幅波动、国内改革推进力度、中美关系变化。

信息披露

分析师声明

倪韵婷 金融产品研究团队
江涛 金融产品研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。