

相关研究

《海通证券 12 月基金表现回顾：A 股下跌，部分重配新能源、消费电子等板块的基金表现较优-20240101》2024.01.01

《海通证券-基金业绩排行榜（2023-12-30）》2023.12.30

《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》2023.12.05

## 海通证券 1 月基金投资策略：关注白马成长配置机会，相对偏向成长配置风格

### 投资要点：

#### 基金投资策略

- 股混基金：**12 月制造业 PMI 为 49.0%，比上月下降 0.4 个百分点，边际回落，同时由于地产链相关行业等价值风格资产表现不佳，12 月 A 股整体维持偏弱走势。但 12 月最后一周，A 股市场一改此前的弱势，开始逐步转向。12 月 28 日 A 股主要指数纷纷大涨，行业指数普遍上涨，白马成长和金融地产涨幅居前，同时 A 股成交量明显放大，市场拐点或已出现。展望 24 年，宏观基本面有望持续修复，业绩上行期白马成长有望在业绩表现上更为占优，未来或将迎来估值重构的机会，白马成长中重视以电子为代表的硬科技制造，以及板块的估值和基金配置仍处于较低水平医药行业，此外，注意金融也可能有阶段性机会，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：**1 月债市不悲观，利率或呈现 N 型走势，长端关注调整后的波段机会，若有降息则债市利率有望突破前低。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，2023 年 Q4 以来，原油价格先跌后涨，在需求面，美国部分经济数据表现疲软，引发需求担忧。在供给面，OPEC+ 额外减产有助于帮助维持原油市场稳定和平衡，此外，俄罗斯宣布同期减少出口 50 万桶/天。在供需因素的共同作用下，我们预计国际油价未来将维持震荡。黄金方面，随着美国通胀数据和就业市场的边际放缓，贵金属价格有望上涨。此外，据人民网，自 12 月 22 日起，多家国有大行宣布下调存款挂牌利率，我们认为随着国内流动性的逐渐释放，人民币金价或有更亮眼的表现，但后续金价走势仍受美联储加息节奏影响。美股方面，截至 12 月 29 日，市场仍然预期美联储大概率在 2024 年 3 月开始降息，并且预计年内将降息 6 次，降息幅度在 150BP，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。

#### 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.....	8
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12月，A股整体下跌，月末A股市场开始逐步转向。11月经济数据中，生产相对平稳，消费和投资增速均回升，但主要是由于低基数，进一步推动经济回升向好仍需克服一些困难和挑战，12月中上旬A股走势仍然偏弱。12月最后一周，A股市场开始逐步转向，成交量明显放大，与此同时，外资情绪开始回暖，人民币汇率也出现回暖迹象。主要指数中，12月上证50下跌1.68%，沪深300下跌1.86%，中证500下跌2.09%，创业板指下跌1.62%，科创50下跌1.58%。从结构性机会来看，首先，随着美国通胀数据和就业市场的边际放缓，贵金属价格有望上涨，有色金属行业12月领涨；其次，11月原煤产量超预期释放，同环比增速均较高，主因或因冬季旺季保供增产要求所致，IEA预计23年全球煤炭消费量创历史新高，煤炭行业12月涨幅同样靠前；此外，国家发展改革委等部门发布《关于加快建立产品碳足迹管理体系的意见》，完善重点产品碳足迹核算方法规则和标准体系，电力龙头估值长期低位区间，盈利上行仍可期，12月公用事业和电力设备行业也有不错的表现。中万一级行业中6个行业上涨，表现靠前的5个行业分别为有色金属、煤炭、公用事业、综合和电力设备行业，表现靠后的5个行业则分别为房地产、商贸零售、汽车、社会服务和食品饮料行业。

根据海通宏观和固收研究团队在《美国：房价增速持续回升——海外经济政策跟踪》、《先防守，等机会》、《12月经济：关注结构亮点——12月全国PMI数据解读》等报告中的观点，**资金利率下行、票据利率分化**。12月（12/1-12/29）央行净投放资金10480亿元。逆回购投放59830亿元，逆回购到期58250亿元；MLF投放14500亿元，MLF到期6500亿元；国库现金投放1800亿元，国库现金到期900亿元。12月R001月均值下行17BP至1.75%，R007月均值上行15BP至2.50%；DR001月均值下行16BP至1.61%，DR007月均值下行14BP至1.84%。3M存单发行利率、FR007-1Y互换利率先上后下；12月票据利率分化，半年/3M国股银票转贴价格月均值分别为1.16%、0.30%，较11月分别环比上行5BP/下行27BP。

2023年12月份，制造业PMI为49.0%，比上月下降0.4个百分点。服务业、建筑业商务活动指数分别为49.3%、56.9%，相比上个月，前者持平，后者上升1.9个百分点。12月制造业PMI边际回落，降幅高于季节性，生产扩张放缓。而海外订单减少叠加国内需求不足是企业面临的主要困难。或受此影响，制造业采购指数回落，去库仍在持续，主动补库可能要等到需求明显改善，短期要耐心等待。从结构看，12月高技术制造业和装备制造业保持扩张，在经济新旧动能转换阶段，结构性亮点值得关注。在非制造业，12月服务业商务活动指数持平于上个月，其中出行消费相关行业因近期寒潮而季节性回落。下一阶段，春节临近，备货增加或提振消费活动，服务业景气度或边际走强。12月建筑业活动扩张加快，指数涨幅强于季节性，除了春节假期前施工进度加快的影响，还与近期万亿国债增发，积极财政对基建的支撑有关。下一阶段，施工淡季或使得建筑业商务活动季节性回落。总体而言，**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，**美国房价增速持续回升**。10月美国标普/CS20个大中城市房价指数同比增速为4.9%，较9月回升1.0个百分点，已连续5个月呈回升态势。当前或随着美联储加息周期结束，30年期抵押贷款固定利率逐渐回落，未来美国房地产压力或有望进一步缓解。降息预期仍强。截至12月29日，市场仍然预期美联储大概率在2024年3月开始降息，并且预计年内将降息6次，降息幅度在150BP。美债收益率相对稳定。截至12月29日，美国10年期国债名义收益率为3.88%，较上一周下行2BP，相对稳定。其中，10年期美债实际收益率为1.72%，较前一周上行1BP，10年期通胀预期较上一周下降3BP至2.16%。**欧洲债券收益率回落**。近期欧洲天然气、煤炭和原油价格已回落至2021年初水平附近，与去年同期水平相比有明显回落。能源价格的相对稳定或为欧元区通胀的回落提供一定保障。降息预期推动债券收益率回落。截至12月28日，欧元区10年期公债收益率为2.70%，较前期高点已明显回落112BP（2023年9月底最高为3.82%）。主要受通胀持续回落情况下，市场对欧央行降息预期升温的影响。

## 1.2 股票市场展望

海通策略团队在《春季行情或已启动》中表示，当前市场背景和资金面类似 19 年初，借鉴历史，市场低位放量大涨往往是行情启动的迹象。一季度通常是国内政策出台密集期，海外流动性也趋于宽松，望共同催化 A 股春季行情。24 年上市公司盈利步入上行期，白马成长望更优，如电子等硬科技和医药，金融可能有阶段性机会。

**市场放量大涨往往是行情起点。**近期 A 股市场一改此前的弱势，开始逐步转向。12 月 28 日 A 股主要指数纷纷大涨，行业指数普遍上涨，白马成长和金融地产涨幅居前，同时 A 股成交量明显放大。与此同时，外资情绪开始回暖，人民币汇率也出现回暖迹象。当前市场背景类似 19 年初，市场拐点或已出现。从盘面特征看，历史上市场止跌回升的典型特征是底部出现一根大阳线，尤其是放量大阳线，类似情况在过去出现很多次，例如 19 年初、22 年 4 月、22 年 10 月。对比而言，我们认为本轮情况或与 19 年初类似：从市场背景看，经历 18 年的调整后，19 年初 A 股估值和资产比价指标降至历史低位，当前 A 股位置也类似；从资金面看，19 年初宏观资金面均迎来改善，当前国内流动性合理充裕，海外流动性也开始宽松。

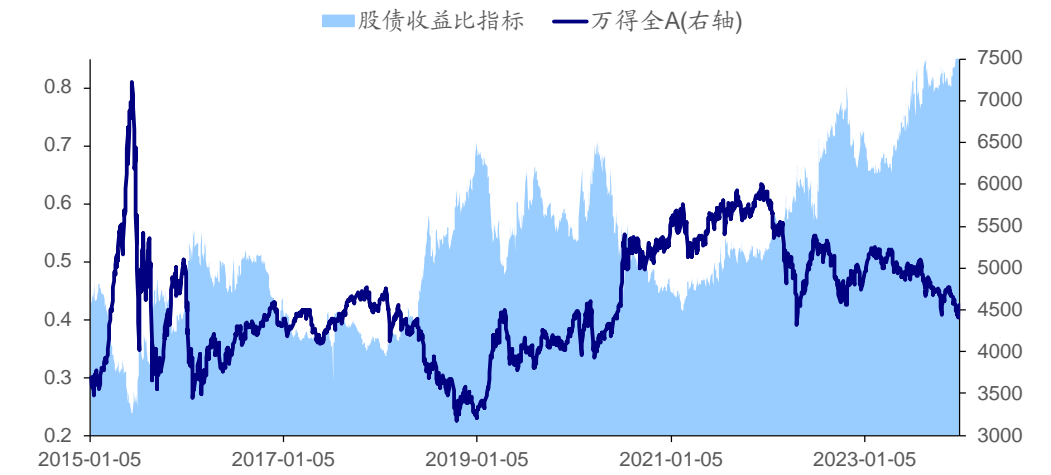
**政策和盈利推动春季行情展开。**借鉴历史经验，春季行情正逐步展开。我们认为本轮上涨行情有持续性，积极的催化因素之一就是政策。从历史上看，岁末年初往往是重大会议召开窗口期，一季度国内政策环境整体会更优。应密切跟踪年初会议后政策的规模和力度，如化债措施和“三大工程”。另一积极催化或来自资金面。参考历史经验，年初资金利率通常有所回落，开年投资者的风险偏好相对更高。本轮情况更加有利，海外流动性的边际宽松将有助于缓解国内货币政策压力，一季度国内政策和资金利率或具备更大的调整空间。因此，无论从政策催化看，还是从资金流入看，春季行情均值得期待。若复盘历次春季躁动行情，可以发现春季行情基本每年都有。展望未来，基本面也是未来 A 股上行的重要支撑，我们预计 24 年全部 A 股归母净利润同比增速有望达到 5-10%，因此 24 年市场或也将温和向上修复。

**业绩上升期白马成长风格更优。**展望 24 年，宏观基本面有望持续修复，业绩上行期白马成长有望在业绩表现上更为占优，未来或将迎来估值重构的机会。从估值角度来看，目前白马成长板块性价比逐渐凸显。白马成长中重视以电子为代表的硬科技制造。习总书记强调要通过积极培育高科技含量的战略新兴行业来加快形成新质生产力。我们认为，随着政策加大支持科创、技术突破加快赋能，信息技术产业有望成为引领新质生产力发展的领域，重视以下三个领域：一是半导体周期回升背景下的电子；二是或受益于财政发力的数字基建；三是政策支持和技术突破下 AI 应用将提速。白马成长中还应重视医药，目前医药生物板块的估值和基金配置仍处于较低水平。此外，注意金融也可能有阶段性机会。如果一季度相关政策能出台落地，则受益于政策的银行和券商估值可能修复。

## 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2015/1/5-2023/12/29。

根据海通债券研究团队在《先防守，等机会》中的观点，**12月资金面先紧后松，债市窄幅震荡后走向牛陡行情**。12月上旬，央行持续公开市场净回笼，同业存单利率仍维持高位，市场对于后续资金面不确定性持偏谨慎态度，资金分层情况显现，压制短债情绪。12月中旬，MLF平价超量续作8000亿元，资金面边际转松，存单利率下行，短债情绪提振。12月下旬，央行维持公开市场净投放呵护跨年资金面，同业存单利率下行，短债情绪提振。

**利率债策略：先防守，等机会。**10Y国债利率2.56%（12/29）较前低2.54%仅有2BP差距，已部分定价降息预期，节后不排除先止盈的可能性。考虑到12月制造业PMI继续下降，已连续三个月在萎缩区间，中观高频经济数据显示需求边际改善、生产端分化。以及，12月22日起大行新一轮存款利率下调，此前存款利率下调分别是在22年9月、23年6月和9月，相应的22年8月、23年6月和8月有OMO/MLF降息，再结合当前经济基本面情况，建议关注2024年1月OMO和MLF利率调整的可能性。其次，债市供需格局或将改善，我们预计1月政府债净供给压力或边际缓解，叠加银行保险开门红配置力量可期。再者，银行考核压力暂告一段落。因此，我们认为1月债市不悲观，利率或呈现N型走势，长端关注调整后的波段机会，若有降息则债市利率有望突破前低（前低为2.54%）。此外，1Y股份行存单发行利率已下行至2.36%，30Y国债利率和30-10Y国债利差均已偏低，我们也建议先防守、等待调整后的机会。

**信用策略方面**，城投方面除了重点关注化债政策倾斜地区的短久期高票息品种之外，2-3年高等级城投债可做骑乘策略增厚收益。产业债方面，2年以上高等级产业永续债利差位于近三年80%分位数以上，可做品种挖掘。金融债方面，年初供给规模或相对有限，同时资金面或整体均衡偏松、配置盘年初配置热情较高，二永债尤其是短久期债利差或将进一步压缩。

**转债策略方面**，上周转债估值小幅回升，站在目前的时点，正股估值、风险偏好处在历史低位，在股市和债市不大幅波动情况下，转债估值向下空间不大，放眼24年全年维度转债赔率和胜率有一定提升。24年多只大盘转债到期，关注资金换券行为带来的机会。行业方面，我们建议关注硬科技电子及医药，以及反转逻辑的农业。策略上建议关注平衡及双低策略，此外部分配置资金可以关注资质较好的高YTM及高分红品种。标的建议关注：形程、精锻、淮22、恒邦、柳工转2、牧原、华懋、金盘、新23、苏租转债

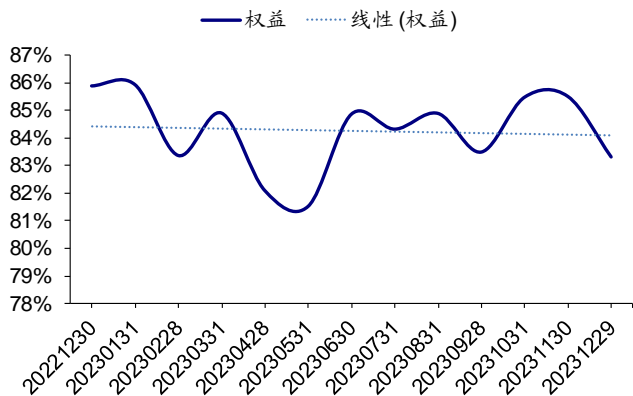
## 2. 基金月度动态

### 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。

**主动股混基金和偏债基金权益仓位有所下滑。**从权益和固收资产占比来看，由于12月A股市场整体处于下跌行情当中，主动股混基金和偏债基金的权益资产仓位均有所下滑，投资者信心依然有改善空间。主动股混基金方面，权益资产仓位回到近1年以来的较低水平；偏债基金方面，权益资产仓位在11月短暂超过固收资产仓位后，12月权益资产仓位同样出现下滑。

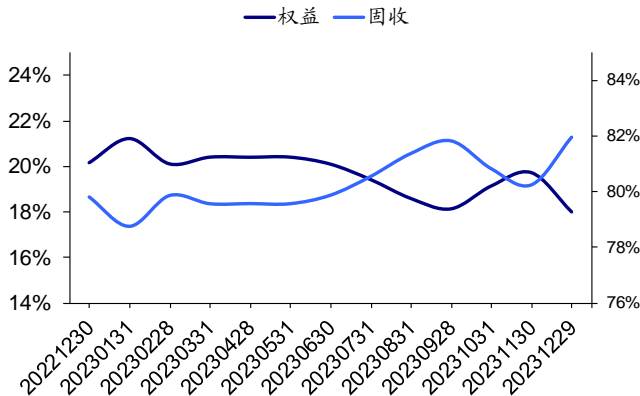
**图2 主动股混基金近1年月度权益测算仓位变化情况**


资料来源：Wind，海通证券研究所

注1：数据时间为2022/12/30-2023/12/29；

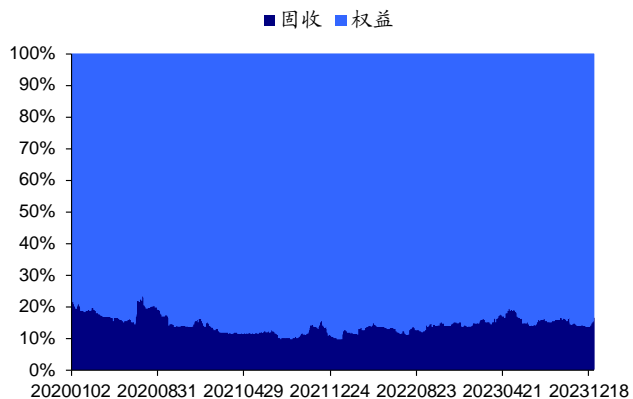
注2：主动股混基金中剔除历史持仓中单期港股个数大于过五只的基金，偏债基金为海通3级分类中的偏债混合型和偏债债券型基金，下同；

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**


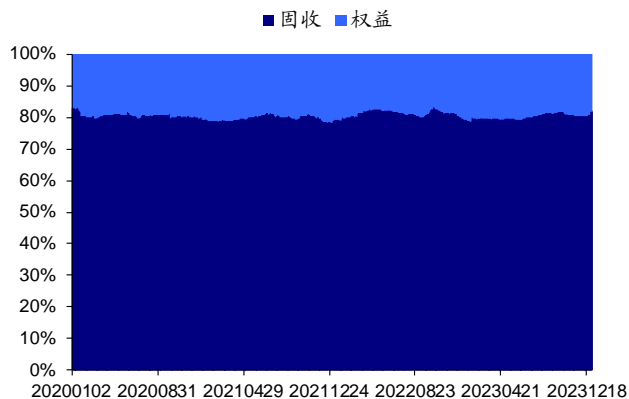
资料来源：Wind，海通证券研究所

注：数据时间为2022/12/30-2023/12/29。

**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2020/1/2-2023/12/29。

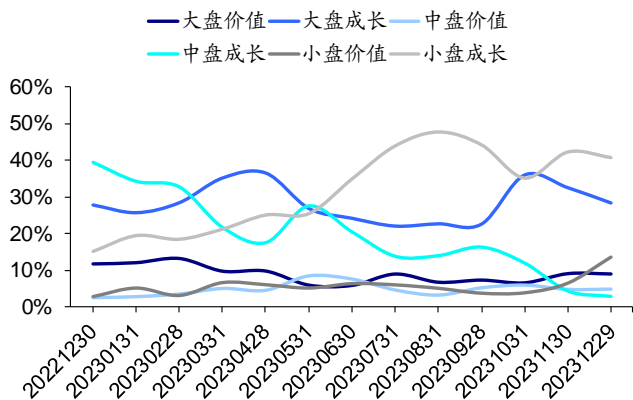
**图5 偏债基金2020年以来权益固收测算仓位变化情况**


资料来源：Wind，海通证券研究所

注：数据时间为2020/1/2-2023/12/29。

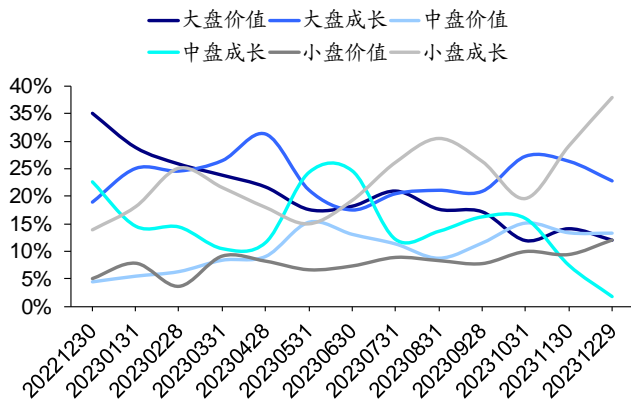
**主动股混基金和偏债基金小盘价值风格配置占比有所上升，大盘成长和中盘成长风格仓位延续下滑趋势。**主动股混基金方面，小盘成长风格资产仓位依然较高，12月小盘价值资产仓位出现较大幅度上升，目前仅次于小盘成长和大盘成长风格仓位，而其他成长风格资产以及大盘价值风格资产仓位则有所下滑，中盘价值风格资产仓位依然稳定在较低水平。偏债基金方面，小盘成长风格资产仓位依然延续11月较大幅度的上升趋势，目前仓位明显高于其他风格资产，而大盘成长和中盘成长风格资产则同样延续了下滑趋势，此外，小盘价值风格资产仓位同样出现了一定幅度的上升。

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



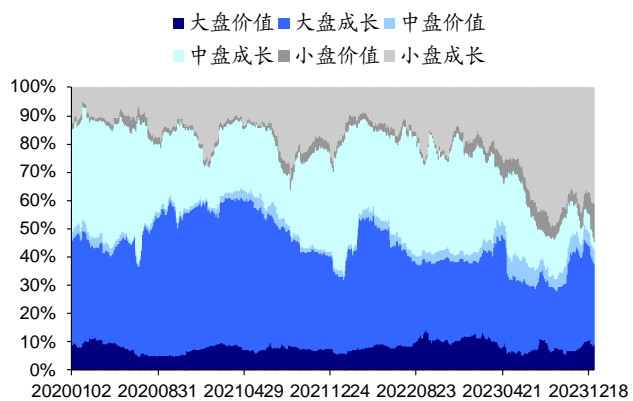
资料来源: Wind, 海通证券研究所  
注: 数据时间为 2022/12/30-2023/12/29。

图7 偏债基金近1年月度风格资产测算仓位变化情况



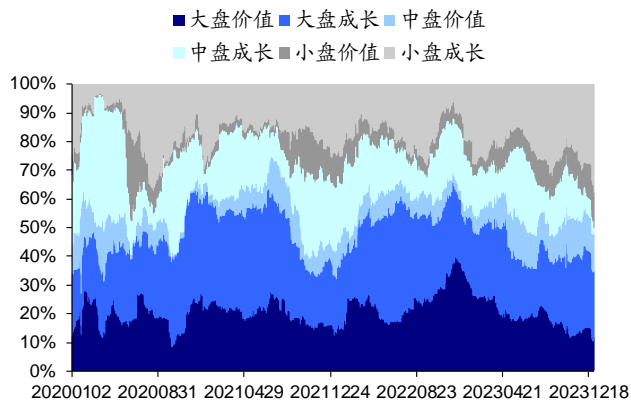
资料来源: Wind, 海通证券研究所  
注: 数据时间为 2022/12/30-2023/12/29。

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 2020/1/2-2023/12/29。

图9 偏债基金2020年以来风格资产测算仓位变化情况

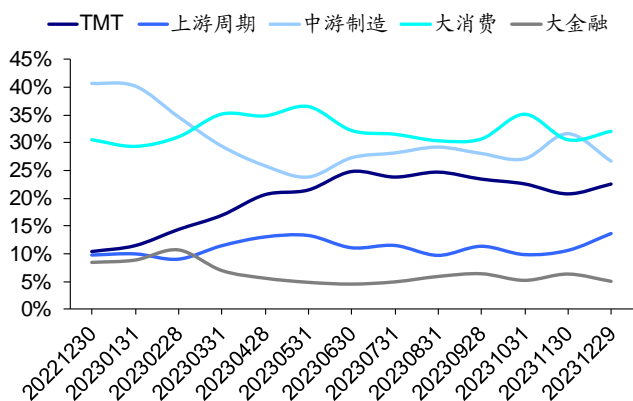


资料来源: Wind, 海通证券研究所  
注: 数据时间为 2020/1/2-2023/12/29。

中游制造板块占比明显提升, 大消费板块占比回落, TMT 板块资产占比得到提升。

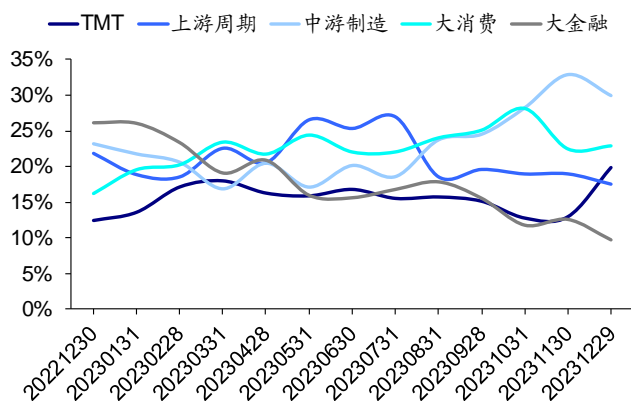
从板块配置情况来看, 中游制造和大消费板块依然是主动股混基金和偏债基金的主要配置方向, 其中 12 月中游制造板块占比出现下滑, 而大消费板块占比则小幅回升, 特别是主动股混基金的大消费板块占比重新领先中游制造。此外, TMT 板块占比出现上升, 特别是偏债基金的 TMT 板块占比上升幅度较大, 而大金融板块依然是主动股混基金和偏债基金配置权重较少的板块。

图10 主动股混基金近1年月度板块测算仓位变化情况

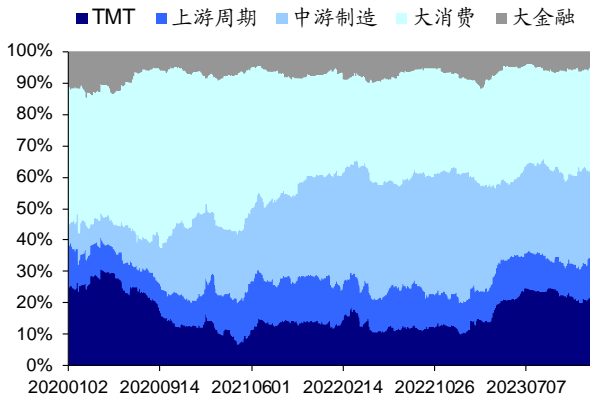


资料来源: Wind, 海通证券研究所  
注: 数据时间为 2022/12/30-2023/12/29。

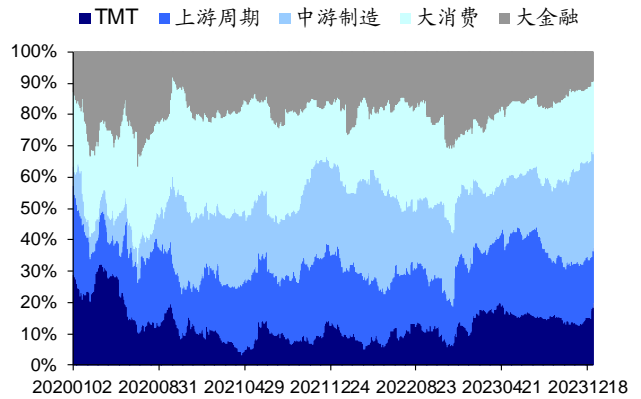
图11 偏债基金近1年月度板块测算仓位变化情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所  
注: 数据时间为 2022/12/30-2023/12/29。

**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 2020/1/2-2023/12/29。

**图13 偏债基金 2020 年以来板块测算仓位变化情况**


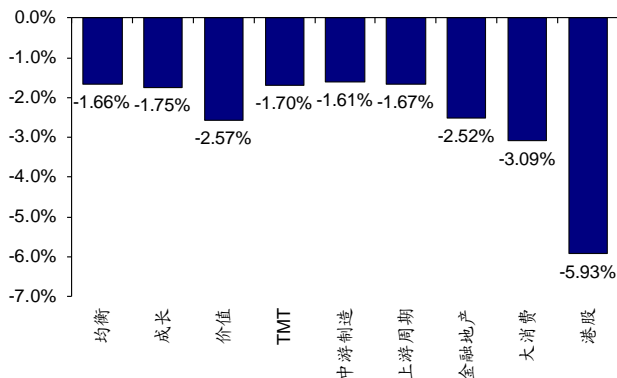
资料来源：Wind，海通证券研究所  
 注：数据时间为 2020/1/2-2023/12/29。

## 2.2 风格基金业绩

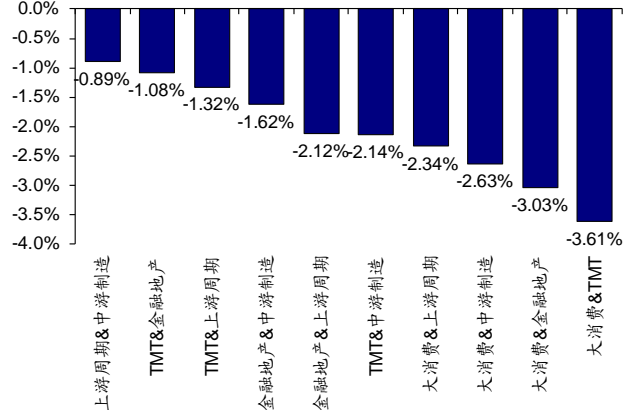
2023 年 12 月份，A 股市场表现依然较为震荡，各风格基金均表现出了较弱的业绩水平，而港股基金的平均跌幅则大于其他风格基金。从风格基金的业绩表现来看，前期业绩表现较好的价值风格基金和港股基金，以及金融地产和大消费风格基金的整体业绩下滑幅度较大，双风格基金方面，大消费复合风格基金的业绩下滑幅度较大。

单风格基金方面，各类基金在 12 月的平均业绩均出现了下滑，价值风格基金在 12 月的平均收益为-2.57%，跌幅大于均衡风格基金和成长风格基金，这与 12 月成长风格资产整体表现更好有关，而在港股市场 12 月中下旬出现底部反弹行情的背景下，港股基金的平均收益却仅为-5.93%，表现不及其他风格基金。此外，各板块风格基金中，TMT、中游制造和上游周期等整体更加偏向成长风格的板块风格基金跌幅则相对较小。

双风格基金方面，12 月大消费复合风格基金的整体业绩表现明显不及其他复合风格基金，其中大消费&TMT 复合风格基金的整体业绩仅为-3.61%，低于其他复合风格基金，而上游周期&中游制造复合风格基金的业绩为-0.89%，整体业绩下滑幅度相对更小。

**图14 风格基金 2023 年 12 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 2023/12/1-2023/12/29。

**图15 双风格基金 2023 年 12 月平均收益**


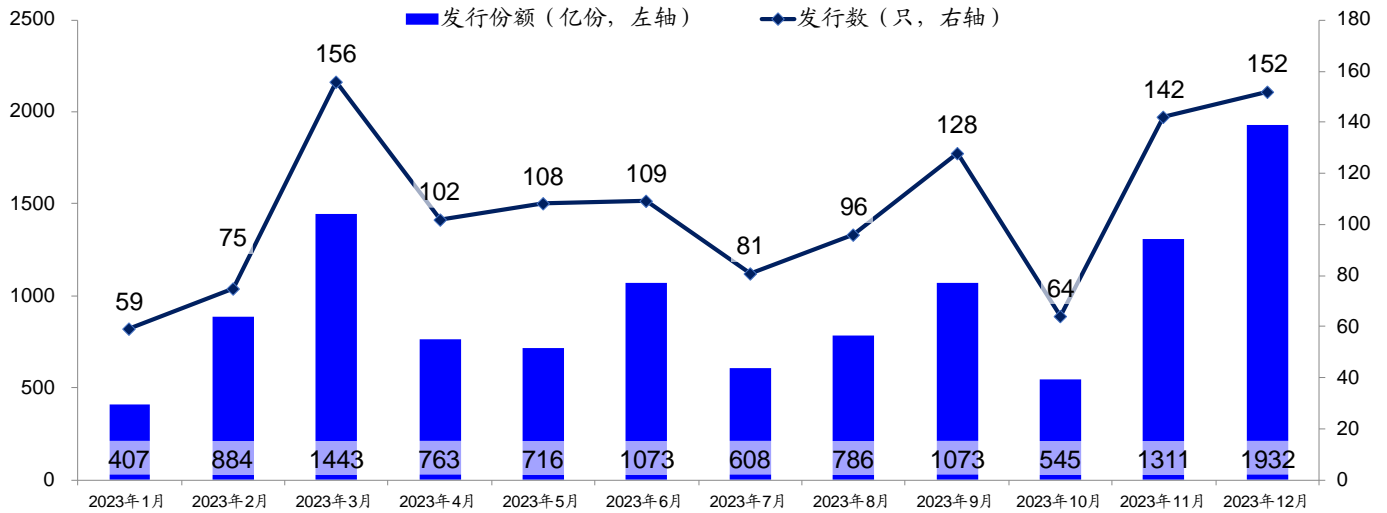
资料来源：Wind，海通证券研究所  
 注：各双风格基金为过去一年在两个风格市场收益均在前 30% 的基金，下同；  
 注 2：数据时间为 2023/12/1-2023/12/29。

## 2.3 新发基金概况

2023 年 12 月公募基金处于密集发行期，共有 152 只新基金成立，仅次于今年 3 月份的最高水平，总募集规模为 1931.78 亿元，平均规模为 12.71 亿元，均为 2023 年的

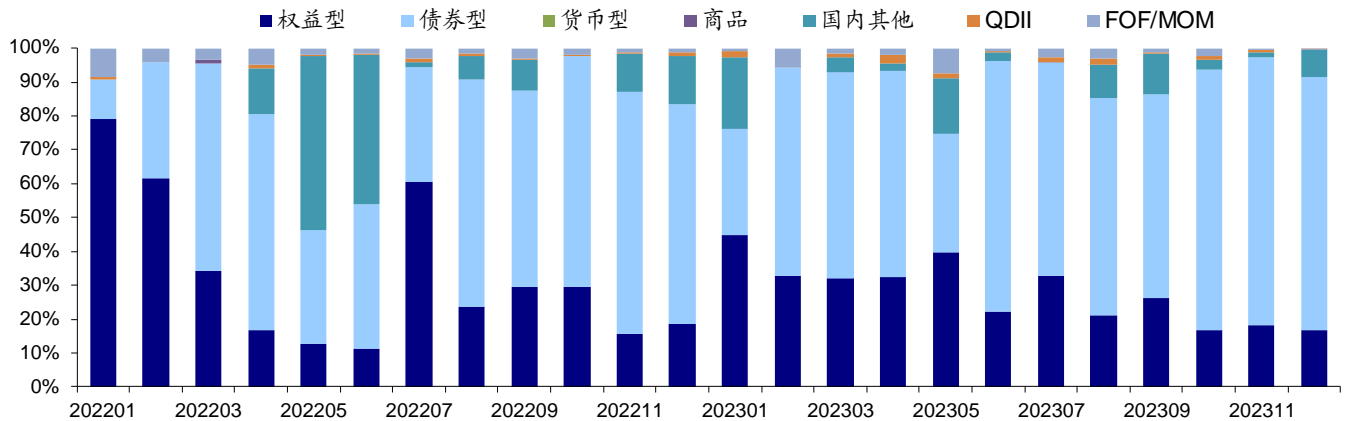


单月度最高水平。每年的最后两个月均有较多的新发公募基金成立，目前来看在 A 股市场走出市场磨底区间，以及更加积极的财政政策为市场带来催化后，公募基金开始重视市场底部的基金布局机会，但 12 月新发基金数量不及 19 年以来的同期水平，目前来看市场认购热度依然不高，大部分投资者依然持观望态度，但从全年维度来看投资者的认购热度有明显提升。

**图16 2023年1月至2023年12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12月债券型基金发行规模为1444.16亿元，发行规模占比为74.8%，依然是新发基金的主要对象。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320.68亿元，发行规模占比为16.6%，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，12月还有9只FOF、8只同业存单基金、1只QDII股混型基金和1只REITs发行。

**图17 各类型新发基金规模占比 (2022年1月-2023年12月)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

2023年12月发行规模排名前10主动管理基金均为纯债债券型基金，新发主动债券型基金，特别是纯债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依然较低。其中，募集规模排名前4的鹏华丰景、博时锦源利率、嘉实致裕纯债和民生加银瑞怡3个月定开的市场认购热情较高，发行规模均接近80亿元，此外，10只发行规模排名靠前的纯债债券型基金的规模均超过了48亿元。

**表 1 2023 年 12 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
018532.OF	鹏华丰景	79.90	2023/12/12	纯债债券型
020238.OF	博时锦源利率债 A	79.60	2023/12/13	纯债债券型
019047.OF	嘉实致裕纯债	79.51	2023/12/7	纯债债券型
020297.OF	民生加银瑞怡 3 个月定开	79.20	2023/12/20	纯债债券型
019581.OF	浦银安盛悦享 30 天持有 A	76.68	2023/12/6	纯债债券型
019668.OF	中航瑞安利率债三个月定开 A	66.00	2023/12/21	纯债债券型
019489.OF	景顺长城景泰通利纯债 A	60.01	2023/12/13	纯债债券型
020381.OF	人保民享利率债 A	50.94	2023/12/27	纯债债券型
020060.OF	鹏扬淳旭 A	50.90	2023/12/19	纯债债券型
020204.OF	路博迈中国精选利率债	48.55	2023/12/25	纯债债券型

资料来源: Wind, 海通证券研究所

2023 年 12 月排名前 10 被动管理基金的认购规模均超过 20 亿元, 但整体发行热度不及主动管理基金。排名前 10 的被动管理基金中, 有 6 只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, 特别是排名前二的华安中债 0-3 年政策性金融债和广发中债 0-2 年政策性金融债的发行规模接近 80 亿元, 此外还有 1 只债券 ETF 产品, 说明当前市场对于中短久期利率债产品的认可度更高。12 月成立的同业存单基金中, 摩根同业存单指数 7 天持有和西藏东财同业存单指数 7 天持有的认购份额较高, 分别为 50.02 亿元和 32.34 亿元。而排名前 10 的唯一一只被动权益基金嘉实中证国新央企现代能源联接, 跟踪指数为中证国新央企现代能源指数。

**表 2 2023 年 12 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
020207.OF	华安中债 0-3 年政策性金融债 A	80.00	2023/12/18	复制债券指数型
019929.OF	广发中债 0-2 年政策性金融债 A	79.90	2023/12/12	复制债券指数型
020130.OF	蜂巢上清所 0-3 年政金债指数 A	65.00	2023/12/15	复制债券指数型
019592.OF	嘉实中证国新央企现代能源联接 A	55.58	2023/12/25	股票 ETF 联接
019683.OF	摩根同业存单指数 7 天持有	50.02	2023/12/18	同业存单
020252.OF	银河中债 0-3 年政策性金融债 A	43.14	2023/12/27	复制债券指数型
019616.OF	西藏东财同业存单指数 7 天持有	32.34	2023/12/5	同业存单
020165.OF	中信保诚中债 0-2 年政策性金融债 A	29.00	2023/12/26	复制债券指数型
020044.OF	东方红中债 0-3 年政策性金融债 A	22.00	2023/12/22	复制债券指数型
511100.SH	华夏上证基准做市国债 ETF	20.23	2023/12/13	债券 ETF

资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3. 基金投资策略

**股混基金:** 12 月制造业 PMI 为 49.0%, 比上月下降 0.4 个百分点, 边际回落, 降幅高于季节性, 生产扩张放缓, 同时由于地产链相关行业等价值风格资产表现不佳, 12 月 A 股整体维持偏弱走势。但 12 月最后一周, A 股市场一改此前的弱势, 开始逐步转向。12 月 28 日 A 股主要指数纷纷大涨, 行业指数普遍上涨, 白马成长和金融地产涨幅居前, 同时 A 股成交量明显放大, 市场拐点或已出现。展望 24 年, 宏观基本面有望持续修复, 业绩上行期白马成长有望在业绩表现上更为占优, 未来或将迎来估值重构的机会, 白马成长中重视以电子为代表的硬科技制造, 以及板块的估值和基金配置仍处于较低水平医药行业, 此外, 注意金融也可能有阶段性机会, **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, 1 月债市不悲观, 利率或呈现 N 型走势, 长端关注调整后的波段机会, 若有降息则债市

利率有望突破前低。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，2023 年 Q4 以来，原油价格先跌后涨，在需求面，美国部分经济数据表现疲软，引发需求担忧，主要包括，11 月美国制造业 PMI 指数 46.7，连续 13 个月处于收缩区间，而从点阵图看，降息预期大幅提升，近 9 成以上成员认为 2024 年至少降息 25 个 BP。在供给面，OPEC+ 额外减产有助于帮助维持原油市场稳定和平衡，此外，俄罗斯宣布同期减少出口 50 万桶/天。在供需因素的共同作用下，我们预计国际油价未来将维持震荡。黄金方面，随着美国通胀数据和就业市场的边际放缓，贵金属价格有望上涨。此外，据人民网，自 12 月 22 日起，多家国有大行宣布下调存款挂牌利率，我们认为随着国内流动性的逐渐释放，人民币金价或有更亮眼的表现，但后续金价走势仍受美联储加息节奏影响。美股方面，截至 12 月 29 日，市场仍然预期美联储大概率在 2024 年 3 月开始降息，并且预计年内将降息 6 次，降息幅度在 150BP，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。

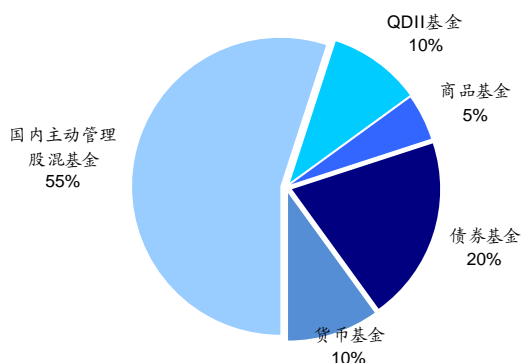
目前来看，当前 A 股估值、情绪等指标依然处于历史低位。当前国内经济基本面已在修复趋势中，后续重要会议政策落地有望缓解市场担忧，**资产配置比例可以逐渐向积极型的权益类基金比例方面过渡。**

**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%）。

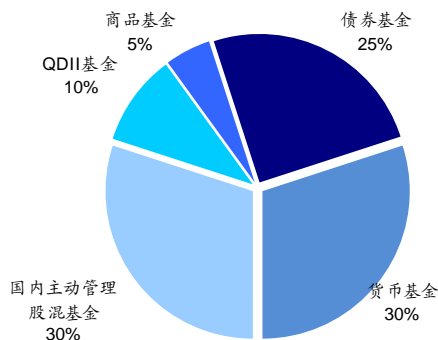
**保守型投资者：**配置 20%的权益类基金、40%的债券基金、40%货币市场基金。其中权益类基金包括 10%的主动型股票混合型基金、5%的 QDII 基金和 5%的商品型基金。

图18 积极型投资者配置组合

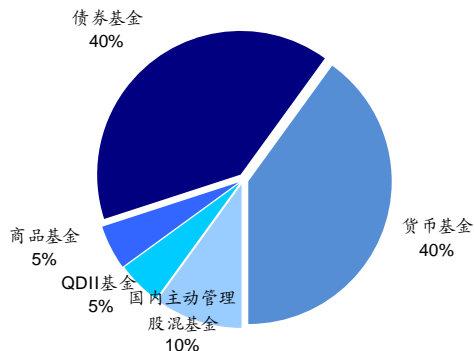


资料来源：海通证券研究所

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。