

相关研究

《2023年基金市场回顾(二): 稳中有进——固定收益基金市场回顾》2024.02.22
《2023年基金市场回顾(一): 疾风劲草——权益基金市场回顾》2024.01.25
《“基”微成著——主动基金分析框架》2023.12.01

2023年基金市场回顾(三): 星星之火——另类基金市场回顾

研究要点:

- **2023年另类基金: 多数业绩上涨 规模增速显著。** 尽管2023年权益市场表现不尽如人意, 但事实上, 除了主流的债券基金, 在偏小众的品类中, QDII基金、商品基金、REITs等众多另类产品其实同样提供了投资者不错的回报。
- **QDII股混型基金: 美股和新兴市场基金表现不错。** 从持仓上来看, QDII股混型基金减持大中华市场, 美股科技受到追捧。区域上, 整体增配美股与亚太发达市场, 减持大中华市场; 行业方面, 整体增配信息技术、电信等行业, 信息技术行业取代非日常生活消费品成为QDII主动股混型基金持有的第一大行业; 个股方面, 增持美股科技股, 对港股医药龙头及在线教育龙头亦有布局。
- **QDII债券型基金: 增配美国国债 久期整体上行。** 持仓上, 美国国债高收益吸引主动增配。信用评级方面, 高收益债占比整体下降。券种方面, 前五大持债显著向美国国债倾斜, 环球债券型基金前五大持债中美国国债占比更高, 而亚太区债券型基金前五大持债中中资海外债占比更高。久期方面, 绝大多数产品久期有所抬升, 环球债券型基金久期上升幅度更大。
- **不动产投资信托基金(REITs): 二级市场交易价格波动大但部分产品派息率较高。** 2021年首批基础设施公募REITs成立至今, 共有33只基础设施REITs产品成功发行, 总募集规模超千亿, 为盘活基础设施领域的存量资产、拓宽融资渠道起到了积极的作用。不过受多方面因素的影响, 2023年我国公募REITs市场跌幅明显, 中证REITs指数下跌28.26%, 成立满一年的REITs平均下跌18.76%。但从底层资产的收益水平来看, 国内REITs的整体派息水平较高, 2023年前成立的REITs去年的平均派息率达到了6.75%, 部分优质资产的派息率甚至超过了10%, 具有较强的竞争优势。
- **商品基金: 优化资产配置大有可为。** 从收益分布来看, 多数商品基金在2023年给投资者提供了不错的收益。不过商品更值得关注的并不是收益, 而是底层资产与国内资本市场和债券市场走势相关度极低。据我们测算, 代表国内权益市场的中证800指数与各商品基金的基准指数在23年的日收益相关性均不超过0.35, 且与黄金现货的相关性为负。而代表国内债券市场的中债综合财富指数与各商品基金的基准指数在23年的日收益相关性多数为负。因而商品基金的加入可以很好的起到优化资产配置的效果。
- **风险提示。** 本报告是基于公开数据和基金历史表现进行的客观分析点评, 所涉及的观点不构成任何投资建议。

首席分析师:倪韵婷
Tel:(021)23185676
Email:niyt@haitong.com
证书:S0850511010017

分析师:吴其右
Tel:(021)23185675
Email:wqy12576@haitong.com
证书:S0850523010001

联系人:魏玮
Tel:(021)23185677
Email:ww14694@haitong.com

目 录

1. 2023 年另类基金：多数业绩上涨 规模增速显著	3
2. QDII 股混型基金：美股市场和新兴市场均表现不错	4
2.1 市场概况：新发和持营均热度上升	4
2.2 持仓变动：减持大中华地区 美股科技受到追捧	5
2.3 业绩分析：重配美股产品业绩领先	7
3. QDII 债券型基金：增配美国国债 久期整体上行	8
3.1 市场概况：持营带动规模翻倍 投资策略各有千秋	8
3.2 持仓变动：美国国债高收益吸引主动增配	10
3.3 业绩分析：环球债券基金业绩领先	12
4. 不动产投资信托基金（REITs）：二级市场交易价格波动大但部分产品派息率较高	13
4.1 REITs 运作模式介绍	13
4.2 公募 REITs 的市场意义	14
4.3 发展现状：近三年基础设施公募 REITs 密集发行	14
4.4 业绩表现：国内二级市场交易价格波动较大	17
5. 商品基金：优化资产配置大有可为	19
5.1 发展现状：黄金为主 规模整体较小	19
5.2 业绩表现：收益有所分化 优化资产配置	20
6. 风险提示	21

在本系列前两篇我们回顾了国内权益基金和国内固收基金在 2023 年的表现，似乎不如往年亮点众多。但事实上，即使在投资者投资体验不佳的 2023 年，公募基金仍然有几类品种整体上提供了丰厚的回报，他们主要集中在另类基金领域(含 QDII、REITS、商品等)，本文将着重分析另类基金在 23 年的表现。

1. 2023 年另类基金：多数业绩上涨 规模增速显著

2023 年权益市场表现不尽如人意，股混基金平均未能录得正收益。但事实上，除了国内公募权益基金表现不佳，其他很多类型的公募基金提供了投资者正收益。下表为不同类型公募基金在 2023 年的表现，从类别来看，偏小众的品类中，QDII 基金、商品基金、REITS 等众多另类产品提供了投资者不错的回报。

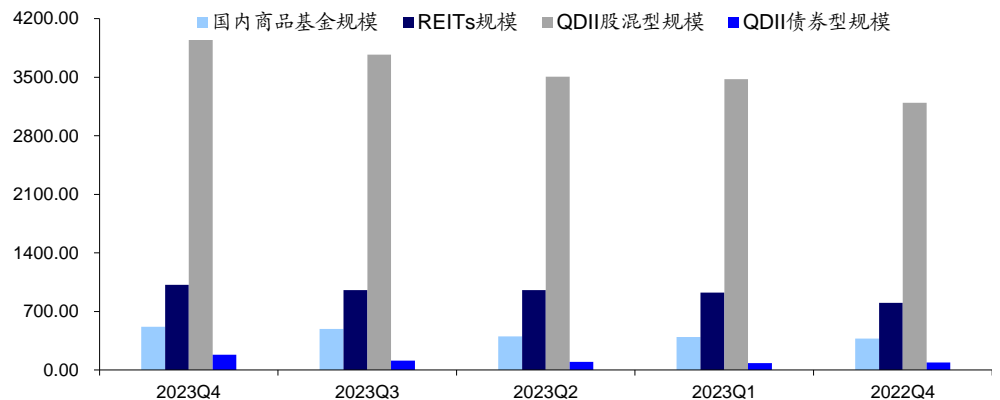
表 1 不同类型公募基金 2023 年业绩表现

一级分类	二级分类	2023 年收益率 (%)	一级分类	二级分类	2023 年收益率 (%)
股票型		-9.51	货币型		1.92
其中:	指数股票型	-8.60	商品		12.30
	主动股票开放型	-11.82	QDII 股混型		6.05
混合型	主动混合封闭型	-12.16	其中:	QDII 指数股混型	9.17
	主动混合开放型	-10.03		QDII 主动股混型	2.56
债券型		2.86	QDII 债券型		1.93
其中:	指数债券型	3.12	QDII 其他		8.87
	主动债券封闭型	3.29	国内其他		8.19
	主动债券开放型	2.83	其中:	REITs	2.47
FOF		-6.76		北交所	24.02
MOM		-6.79		同业存单	2.21

资料来源: Wind, 海通证券研究所

虽然从种类来看，获取正收益的公募基金类型并不少，但从投资者的实际体验来说似乎并不强烈，我们认为背后的原因主要源于这些产品整体规模较小，投资者关注度不高。不过这些产品在 2023 年规模增速并不容小觑。以商品、QDII 和 REITS 为代表的产品在 2023 年均实现了规模的大幅扩张，规模涨幅从 25% 到 106% 不等。其中规模扩张最显著的为原本存续规模不大的 QDII 债券型，虽然 23 年没有新产品成立，但随着美债收益率的不断走高，QDII 环球债券类产品受到追捧，从 22 年底规模仅 90 亿元扩张到 23 年底的 184.7 亿元。其余 3 类同样规模涨幅显著，国内商品基金从 22 年底的 377 亿扩张到 23 年底的 518 亿元，规模扩张 37.4%。REITS 基金在新发的助力下，从 800 亿跨进了千亿门槛，规模年增速为 27%。而原本规模 3000 亿元的 QDII 股混型在全球多数股市强势的背景下，年内规模触达了 3996 亿元，增幅 25%。后文中我们将详细介绍这几类产品在 23 年的表现。

图 1 QDII、REITS、国内商品基金 23 年规模变动情况



资料来源: wind, 海通证券研究所

2. QDII 股混型基金：美股市场和新兴市场均表现不错

2.1 市场概况：新发和持营均热度上升

QDII 股混产品在 23 年新发数量大幅扩容。新发产品聚焦港股与美股市场，指数股混型基金在新发数量及规模上占据绝对优势。2023 年共新发 67 只 QDII 股混型基金，其中指数型和主动型基金数量分别为 48 只和 19 只，合计发行规模分别为 84.30 亿元和 14.36 亿元。新发规模排名靠前的 10 只基金如下所示，被动型基金主要聚焦港股和美股市场，并以宽基及科技、消费等主题为主，主动型基金中仅有景顺长城全球半导体芯片产业 A 一只跻身前十行列，是除华泰柏瑞中韩半导体 ETF 及其联接基金外，首只布局海外半导体产业的 QDII 股混型基金。

表 2 2023 年新发规模排名前十的 QDII 股混型基金

基金代码	基金简称	海通评级分类	发行规模 (亿元)
159699	广发恒生消费 ETF	QDII 股票 ETF	8.46
159688	华安恒生互联网科技业 ETF	QDII 股票 ETF	6.84
513970	景顺长城恒生消费 ETF	QDII 股票 ETF	6.47
513110	华泰柏瑞纳斯达克 100ETF	QDII 股票 ETF	5.71
000834	大成纳斯达克 100ETF 联接 A	QDII 股票 ETF 联接	4.74
159509	景顺长城纳斯达克科技 ETF	QDII 股票 ETF	4.54
513650	南方标普 500ETF	QDII 股票 ETF	4.21
159513	大成纳斯达克 100ETF	QDII 股票 ETF	3.98
501225	景顺长城全球半导体芯片产业 A	QDII 主题型	3.51
161130	易方达纳斯达克 100ETF 联接 A 人民币	QDII 股票 ETF 联接	3.28

资料来源：Wind，海通证券研究所

存量规模接近 4000 亿元，创历史新高。指数型产品规模占据绝对优势且增长强劲，跟踪恒生科技的指数基金获大规模净申购。主动型产品中，环球股混型和新兴市场股混型基金规模大幅增长。

截至 2023 年末，市场上共有 251 只 QDII 股混型基金，相较 2022 年末同比增长 28.72%，其中指数型基金 144 只，主动型基金 107 只，主动型基金又以主题型、环球股混型和大中华区股混型为主。

规模角度，截至 2023 年末，QDII 股混型基金存量规模达 3996.29 亿元，其中，指数型基金规模达 3267.88 亿元，占比 81.77%。

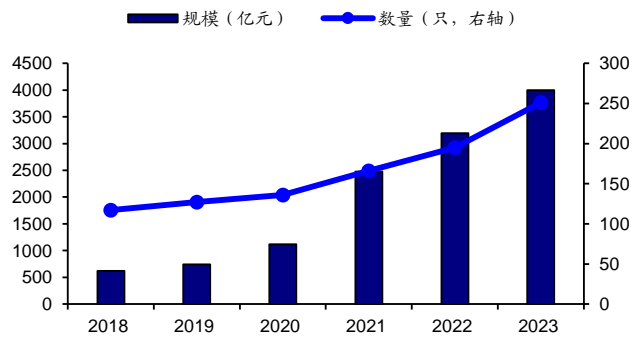
指数型基金中，根据跟踪指数分类，2023 年净申购量最大的为跟踪恒生科技指数的基金，全年净申购量达 497.96 亿元，其次为恒生互联网科技业、恒生医疗保健、港股创新药和纳斯达克 100，市场低位布局港股市场，以及表现可观的美股市场；截至 2023 年末，跟踪规模最大的五只指数分别为恒生科技、纳斯达克 100、中国互联网 50、恒生互联网科技业和恒生指数，其中恒生科技和纳斯达克 100 的跟踪规模均超 500 亿元。

表 3 QDII 指数股混型基金主要跟踪指数

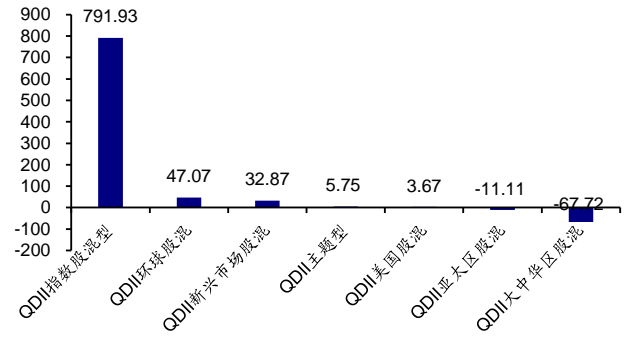
2023 年净申购量最大的跟踪指数		2023 年末跟踪规模最大的跟踪指数	
指数名称	2023 年净申购 (亿元)	指数名称	2023 年末跟踪规模 (亿元)
恒生科技	497.96	恒生科技	739.45
恒生互联网科技业	329.71	纳斯达克 100	628.52
恒生医疗保健	181.53	中国互联网 50	429.86
港股创新药(CNY)	83.07	恒生互联网科技业	316.43
纳斯达克 100	64.49	恒生指数	216.93
恒生香港上市生物科技	47.53	恒生医疗保健	149.72
中国互联网 30	33.45	标普 500 净总回报	123.85
纳斯达克科技市值加权	20.06	恒生中国企业指数	120.05
日经 225	12.85	中国互联网	98.23
恒生指数	12.77	中国互联网 30	94.39

资料来源: Wind, 海通证券研究所

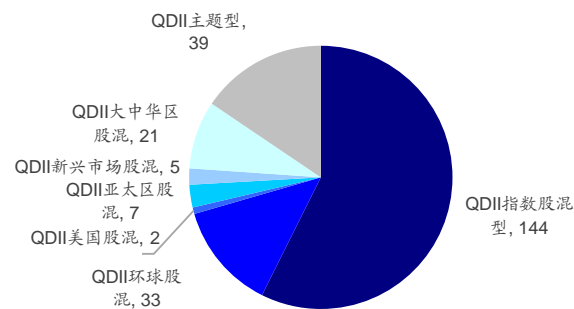
主动型基金中, 环球股混型和新兴市场股混型基金对规模增长有较大正贡献, 2023 年, 环球股混型基金规模增长 47.07 亿元至 166.36 亿元, 而新兴市场股混型基金是主动型基金中唯一有资金净流入的品类, 2023 年净申购量达 16.14 亿份, 规模增长 32.87 亿元至 75.69 亿元。与此同时, 因 A 股、港股表现不佳, 大中华区股混型基金 2023 年规模面临较大缩减, 减少 67.72 亿元至 269.55 亿元。

图 2 QDII 股混型基金数量及规模变化趋势


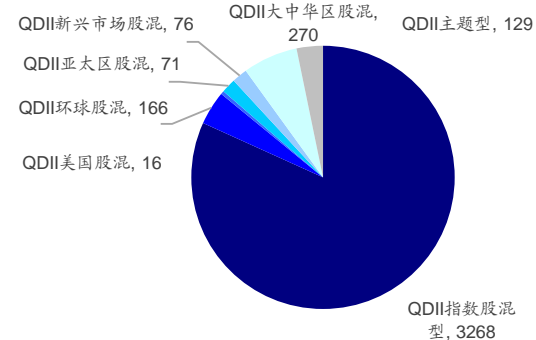
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 3 QDII 股混型基金各类别 2023 年规模变动 (亿元)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 4 QDII 股混型基金数量分布 (只, 截至 2023 年末)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 5 QDII 股混型基金规模分布 (亿元, 截至 2023 年末)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.2 持仓变动: 减持大中华地区 美股科技受到追捧

我们选择 QDII 主动股混型基金中, 截至 2023 年末成立满一年、2023 年平均权益仓位超过 50% 的基金, 对其持仓变动情况进行分析。

整体增配美股与亚太发达市场, 减持大中华市场。2023 年, A 股、港股整体表现

不佳，但受 AI 主线行情带动，美股 2023 年表现较优，日本等亚太发达市场亦有不错表现，各类 QDII 主动股混型基金整体大幅减持大中华资产，转投美股及亚太发达市场。其中，环球股混型基金对美股增持幅度最大，截至 2023 年末，持有美股占股票市值比平均达 51.15%，同比增加 14.25 个百分点；新兴市场股混型基金对亚太发达市场的增持幅度最大，截至 2023 年末，持有亚太发达市场资产占股票市值比平均达 9.39%，同比增长 5.29 个百分点。

表 4 QDII 主动股混型基金股票仓位地区分布及其变动（占股票市值比，%）

基金类型	2023 年末股票资产地区分布				
	亚太发达市场	亚太新兴市场 (中国除外)	大中华	美国	欧洲
QDII 环球股混	5.83%	0.00%	39.08%	51.15%	3.87%
QDII 主题型	1.28%	0.00%	40.78%	49.10%	7.98%
QDII 美国股混	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%
QDII 新兴市场股混	9.39%	50.96%	15.13%	19.34%	1.80%
QDII 亚太区股混	10.89%	2.62%	69.95%	16.54%	0.00%
QDII 大中华区股混	0.11%	0.00%	87.24%	12.65%	0.00%
基金类型	2023 年股票资产地区分布变动				
	亚太发达市场	亚太新兴市场 (中国除外)	大中华	美国	欧洲
QDII 环球股混	0.62%	0.00%	-15.25%	14.25%	0.58%
QDII 主题型	0.15%	0.00%	-4.35%	4.38%	-0.18%
QDII 美国股混	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
QDII 新兴市场股混	5.29%	-0.04%	-13.96%	9.75%	-0.36%
QDII 亚太区股混	4.21%	0.71%	-11.94%	7.08%	-0.06%
QDII 大中华区股混	0.11%	0.00%	-5.96%	5.87%	-0.01%

资料来源：Wind，海通证券研究所

AI 行情带动下，整体增配信息技术、电信等行业，信息技术行业取代非日常生活消费品成为 QDII 主动股混型基金持有的第一大行业。截至 2023 年末，相较于 2022 年末，信息技术行业取代非日常生活消费品成为 QDII 主动股混型基金持有的第一大行业，平均持有市值占股票市值比达 23.51%。具体而言，除主题型基金外，各类型 QDII 主动股混型基金平均信息技术行业占比均有显著提升，美国股混型基金平均信息技术行业持有市值占股票市值比达 46.27%，环球股混型、亚太区股混型、新兴市场股混型基金平均信息技术行业持有市值占股票市值比均在 30% 以上。

截至 2023 年末，QDII 主动股混型基金持有的前五大行业还包括非日常生活消费品、医疗保健、电信业务和金融，平均持有市值占股票市值比分别为 19.58%、14.34%、13.26% 和 6.22%。其中，电信业务是除信息技术行业外，唯一在 2023 年平均仓位占比正增长的行业。

表 5 QDII 主动股混型基金股票仓位行业分布及其变动（占股票市值比，%）

基金类型	2023 年末股票资产行业分布										
	能源	原材料	工业	非日常生活消费品	日常消费品	医疗保健	金融	信息技术	电信业务	公用事业	房地产
QDII 环球股混	1.28%	1.58%	6.65%	23.08%	4.18%	11.87%	5.06%	30.86%	13.53%	0.49%	1.43%
QDII 亚太区股混	3.01%	1.74%	5.52%	18.71%	1.85%	5.26%	10.35%	30.81%	16.78%	0.39%	5.57%
QDII 新兴市场股混	4.70%	5.72%	4.74%	9.17%	2.72%	2.38%	29.06%	32.35%	3.68%	1.19%	4.28%
QDII 大中华区股混	3.68%	6.32%	5.58%	21.10%	7.49%	16.52%	4.13%	16.37%	15.52%	1.50%	1.79%
QDII 美国股混	0.58%	0.62%	6.06%	16.85%	2.60%	5.89%	7.05%	46.27%	12.84%	0.43%	0.82%
QDII 主题型	3.53%	4.35%	3.24%	16.24%	1.50%	22.02%	3.06%	15.99%	11.09%	0.39%	18.58%
总计	2.85%	3.81%	5.31%	19.58%	4.14%	14.34%	6.22%	23.51%	13.26%	0.78%	6.20%
基金类型	2023 年股票资产行业分布变动										
	能源	原材料	工业	非日常生活消费品	日常消费品	医疗保健	金融	信息技术	电信业务	公用事业	房地产
QDII 环球股混	-0.70%	-2.21%	-1.18%	-0.37%	-0.60%	-2.74%	-0.31%	5.76%	4.84%	-0.29%	-2.17%
QDII 亚太区股混	1.09%	-1.09%	-0.99%	-8.92%	-1.50%	-0.49%	-1.06%	14.56%	0.29%	-0.83%	-1.07%
QDII 新兴市场股混	-0.81%	-0.35%	-0.87%	-8.32%	-4.50%	-5.04%	2.56%	22.21%	-2.65%	0.40%	-2.64%
QDII 大中华区股混	-0.36%	2.16%	-2.08%	-4.59%	-1.77%	2.09%	-4.03%	10.68%	2.42%	0.11%	-4.64%
QDII 美国股混	-5.19%	-1.13%	-1.34%	2.01%	-3.26%	-6.45%	1.57%	7.10%	6.19%	0.16%	0.38%
QDII 主题型	-0.26%	-0.41%	-1.08%	-2.08%	-0.76%	1.58%	0.75%	-1.01%	3.03%	0.15%	0.15%
总计	-0.39%	-0.32%	-1.38%	-3.22%	-1.31%	-0.31%	-0.99%	7.34%	2.87%	-0.08%	-2.19%

注：本处使用 Wind 全球行业分布
资料来源：Wind，海通证券研究所

增持美股科技股，对港股医药龙头股及在线教育龙头股亦有布局。根据 QDII 主动股混型基金 2022 年末及 2023 年末重仓持股数据，各基金重仓持股总市值增长最多的前十只个股如下所示，多为美股科技股。此外，截至 2023 年末，博时大中华、易方达亚洲精选等多只基金重仓持有药明生物，对港股医药板块做底部布局；多只移动互联网主题基金及大中华区股混型基金重仓持有港股在线教育龙头新东方，该股票在 2023 年涨幅显著；Hoa Phat 是越南龙头钢铁生产企业之一，为天弘越南市场重仓股。

表 6 2023 年各 QDII 主动股混型基金重仓持有总市值增长最多的前十只个股

个股名称	2023 年末各基金重仓总市值（亿元）	2023 年各基金重仓总市值变动值（亿元）	Wind 行业
脸书(META PLATFORMS)	7.46	7.46	信息技术
微软(MICROSOFT)	12.84	6.66	信息技术
药明生物	8.13	6.55	医疗保健
英伟达(NVIDIA)	9.22	5.60	信息技术
谷歌(ALPHABET)-C	5.66	5.55	信息技术
超威半导体(AMD)	7.90	5.49	信息技术
Hoa Phat	3.85	3.85	/
台积电	5.80	3.33	信息技术
新东方-S	4.71	3.31	可选消费
SERVICENOW	5.13	3.28	信息技术

资料来源：Wind，海通证券研究所

2.3 业绩分析：重配美股产品业绩领先

指数股混型基金整体业绩优于主动股混型基金，纳斯达克宽基指数基金涨幅显著。QDII 股混型基金 2023 年业绩均值为 6.05%，其中，指数股混型基金业绩均值为 9.17%，主动股混型基金业绩均值为 2.56%，因主投美股的产品规模占比较高，指数股混型基金整体业绩更优。排名前十的指数股混型基金中，有 9 只为纳斯达克宽基产品，1 只为跟踪标普信息科技指数的基金。

主动股混型基金中，部分重仓美国的基金业绩遥遥领先，主投印度、越南等新兴市场的基金表现同样不俗。主动股混型基金中，分地区来看，部分重仓美国的主动股混型基金业绩遥遥领先，非主题型主动股混型基金中，排名前五的基金均为重仓美股的基金，2023年末持有美股占股票市值比达到75%的基金全年业绩均值为31.68%。与此同时，欧洲股市全年涨幅显著，主投欧洲各主要市场的摩根欧洲动力全年业绩达15.40%；印度、越南等新兴市场表现同样不俗，新兴市场股混型基金全年业绩均值为12.62%；大中华区股混型和亚太区股混型基金因大中华区资产持有占比较高，2023年收益不佳，全年业绩均值分别为-13.61%和-10.21%。

海外科技主题基金表现抢眼，黄金、海外房地产主题基金同样提供正贡献。主题型基金全年业绩均值为7.03%。其中，海外科技主题基金表现优异，汇添富全球移动互联网A、广发全球科技三个月定开主份额全年收益率均在30%以上；与此同时，国际金价2023年涨幅显著，COMEX黄金指数全年涨幅达13.45%，各只黄金主题基金涨幅均在10%以上；各只海外房地产主题基金亦获得正收益。

表 7 QDII 非主题类/主题类主动股混型基金中 2023 年收益率排名前十的基金

基金代码	基金简称	基金类型	2023 年末重仓市场及占股票市值比	2023 年收益率 (%)
270023.OF	广发全球精选人民币	QDII 环球股混	美国, 98.32%	66.08
005698.OF	华夏全球科技先锋人民币	QDII 环球股混	美国, 100.00%	58.19
006373.OF	国富全球科技互联人民币	QDII 环球股混	美国, 93.50%	45.65
006555.OF	浦银安盛全球智能科技 A	QDII 环球股混	美国, 87.02%	40.58
000043.OF	嘉实美国成长人民币	QDII 美国股混	美国, 100.00%	38.83
486002.OF	工银瑞信全球精选	QDII 环球股混	美国, 75.06%	22.22
013328.OF	嘉实全球价值机会人民币	QDII 环球股混	美国, 59.31%	19.62
006105.OF	宏利印度股票	QDII 新兴市场股混	印度, 100.00%	18.30
007280.OF	摩根日本精选 A	QDII 环球股混	日本, 100.00%	17.45
008763.OF	天弘越南市场 A	QDII 新兴市场股混	越南, 100.00%	14.94

基金代码	基金简称	基金类型	主题	2023 年收益率 (%)
001668.OF	汇添富全球移动互联网 A	QDII 主题型	科技	49.87
011420.OF	广发全球科技三个月定开 A 人民币	QDII 主题型	科技	36.27
016199.OF	汇添富全球汽车升级 A 人民币	QDII 主题型	汽车	20.70
100055.OF	富国全球科技互联网	QDII 主题型	科技	14.72
320013.OF	诺安全球黄金	QDII 主题型	黄金	12.50
164701.OF	汇添富黄金及贵金属 A(LOF)	QDII 主题型	黄金	12.17
160719.OF	嘉实黄金(LOF)	QDII 主题型	黄金	12.05
161116.OF	易方达黄金主题 A 人民币(LOF)	QDII 主题型	黄金	12.04
000988.OF	嘉实全球互联网人民币	QDII 主题型	科技	10.47
206011.OF	鹏华美国房地产人民币	QDII 主题型	房地产	9.71

资料来源: Wind, 海通证券研究所

3. QDII 债券型基金: 增配美国国债 久期整体上行

3.1 市场概况: 持营带动规模翻倍 投资策略各有千秋

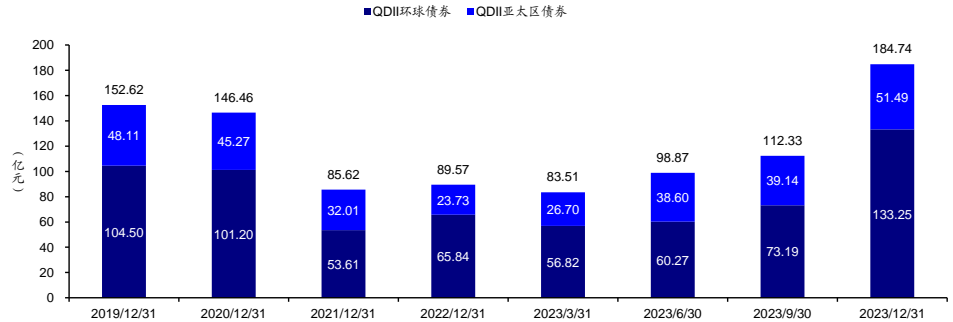
持营带动整体规模于 2023 年翻倍, 环球债券型基金在数量和规模上占据主导地位。2021 年以来, QDII 债券型基金多年无新产品发行, 截至 2023 年末, 全市场共有 25 只 QDII 债券型基金, 均为主动基金, 其中, 有 19 只为环球债券型基金, 有 6 只为亚太区债券型基金。

QDII 债券型基金 2023 年规模急剧增长。具体而言, QDII 债券型基金规模于 2023 年整体保持上涨态势, 并于四季度快速扩容, 单季度申购赎回净额达 35.42 亿份, 规模增加 72.41 亿元。截至 2023 年末, QDII 债券型基金规模达 184.74 亿元, 相较 2022 年末增长 106.26%, 实现规模翻倍。其中, 环球债券型基金规模 133.25 亿元, 占比 72.13%。

相较 2022 年末增长 102.38%；亚太区债券型基金规模 51.49 亿元，占比 27.87%，相较 2022 年末增长 117.00%。

QDII 债券型基金中，2023 年规模增长达到 10 亿的基金有南方亚洲美元债、富国全球债券和银华美元债精选，三只基金均在 2023 年获得大规模机构资金认购。截至 2024 年 1 月 22 日，国富美元债、工银瑞信全球美元债这两只基金暂停申购，以防止规模大幅变动对基金运作产生的影响。

图6 QDII 债券型基金规模变动



资料来源：Wind，海通证券研究所

QDII 债券型基金在投资策略上各有千秋。根据基金合同中约定的投资目标、投资资产范围及比例等，可事前识别出基金的部分策略特征，如主投中高收益债券、主投投资级债券、主投美元债、主投中资债/大中华地区、主投中短债等。

表 8 QDII 债券型基金标签

基金代码	主基金简称	中高收益债	投资级债	美元债	中资债/大中华地区	中短债
873013	广发资管全球精选 A 人民币			✓		
001061	华夏海外收益 A 人民币					
007360	易方达中短期美元债 A 人民币		✓	✓		✓
003972	国富美元债人民币			✓		
050030	博时亚洲票息人民币 A					
002400	南方亚洲美元债 A 人民币			✓		
100050	富国全球债券人民币 A					
000342	嘉实新兴市场 A1					
008367	富国亚洲收益人民币 A					
206006	鹏华全球中短债 A(人民币)					✓
003385	工银瑞信全球美元债 A 人民币		✓	✓		
002286	中银美元债人民币 A			✓		
002426	华安全球美元票息 A 人民币			✓		
000274	广发亚太中高收益 A 人民币	✓				
005243	融通中国概念				✓	
002391	华安全球美元收益 A 人民币			✓		
008751	大成全球美元债 A 人民币			✓		
501300	海富通美元收益人民币(LOF)			✓		
007204	银华美元债精选 A			✓		
000103	国泰境外高收益	✓			✓	
008095	中银亚太精选债券 A 人民币					
004419	汇添富精选美元债 A 人民币			✓		
002877	华夏大中华信用精选 A 人民币				✓	
004998	长信全球债券人民币					
000290	鹏华全球高收益债人民币	✓				

注：若基金在基金合同中约定了以该类证券为主要投资对象，或明确约定该类资产占非现金资产/固收类资产/债券资产的比例不低于80%，则认为该基金具备该标签。

资料来源：Wind，海通证券研究所

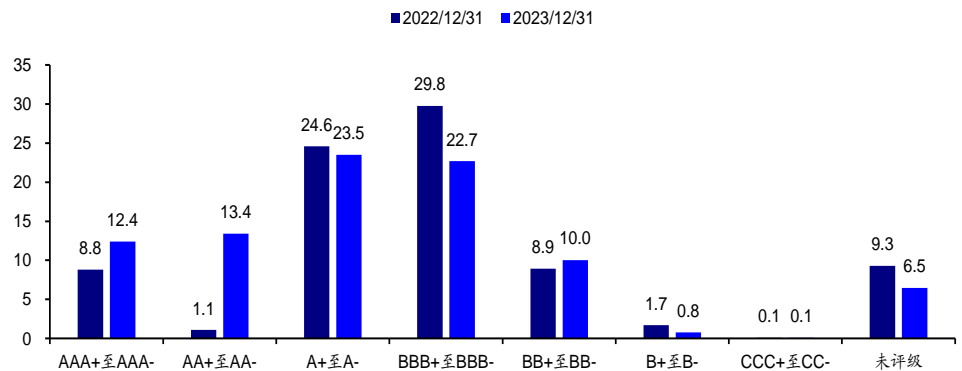
从中可以看出，在契约层面，①严格限制基金持债信用水平的基金较少，仅有鹏华全球高收益债等3只基金限定主投中高收益债券、工银瑞信全球美元债等2只基金限定主投投资级债券；②国富美元债等12只基金约定主投美元债；③融通中国概念等3只基金深度聚焦中资债或大中华地区；④绝大多数基金在久期策略上留有空间，仅易方达中短期美元债等2只基金明确约定主投中短债。

3.2 持仓变动：美国国债高收益吸引主动增配

QDII 债券型基金持债的信用评级分布整体有所抬升，投资级债券占比整体上升，高收益债占比整体下降。2023年，美联储加息政策下，美债收益率持续走高，于2023年10月到达年内高点4.98%，相较年初的3.79%增加了119bps。我们认为利率高企背景下，QDII 债券型基金对高收益债投资整体更为审慎，更偏好流动性更好、信用风险更低的投资级债券。

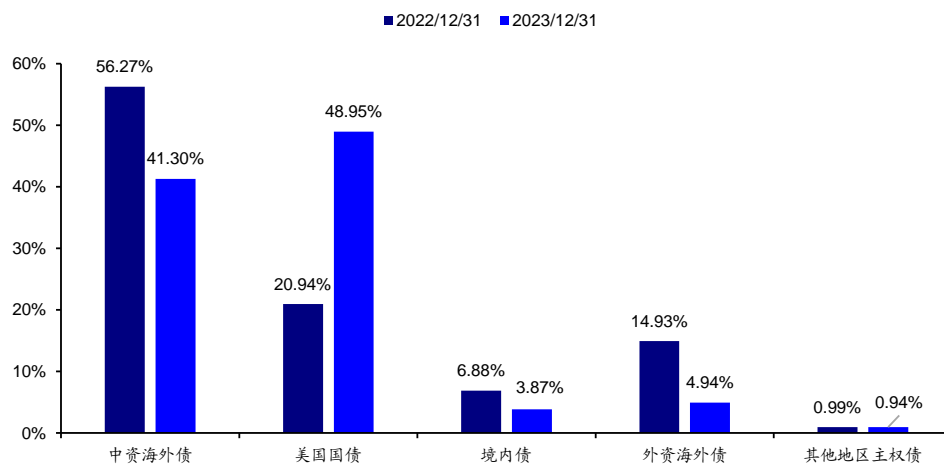
相较于2022年末，截至2023年末，各只基金AAA+至AAA-债券平均仓位从8.81%升至12.39%，AA+至AA-债券平均仓位从1.08%升至13.41%，高信用评级债券仓位抬升显著。若将BB+及以下债券、未评级债券视为高收益债券，其余债券视为投资级债券，25只基金中，有20只基金投资级债券仓位上升，15只基金高收益债仓位下降，整体而言，投资级债券平均仓位从64.63%抬升至72.91%，高收益债平均仓位从18.60%下降至16.76%。

图7 QDII 债券型基金持债信用评级分布（平均占资产净值比，%）



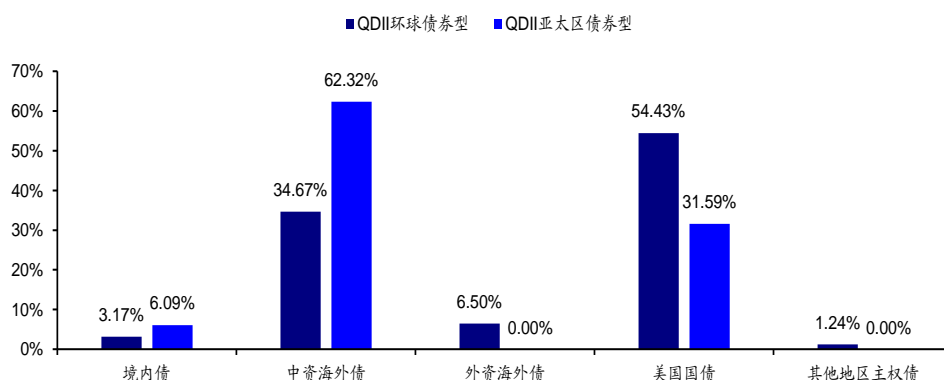
资料来源：Wind，海通证券研究所

QDII 债券型基金前五大持债显著向美国国债倾斜。前五大持债的券种分布在一定程度上反映了基金债券仓位券种分布的偏好。相较于2022年末，截至2023年末，中资海外债在前五大持债中仓位占比的均值从56.27%降至41.30%，美国国债仓位占比均值从20.94%显著抬升至48.95%，各基金整体加大对美国国债的配置，以博弈美债利率下行机会。

图8 QDII 债券型基金前五大持债种分布（在前五大持债中仓位占比的均值）


资料来源：Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

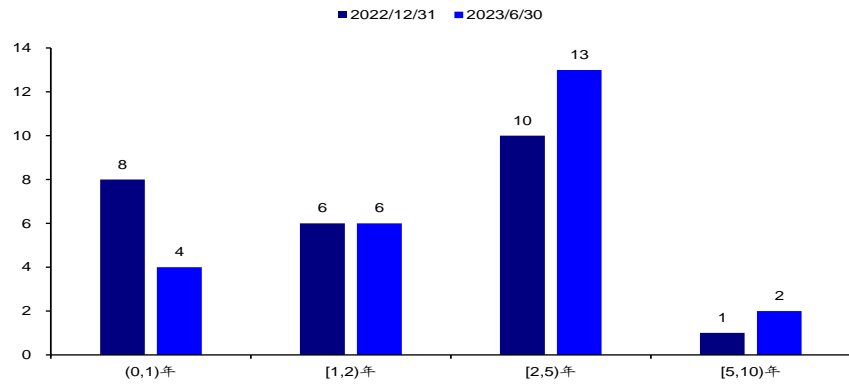
受投资范围及比例限制影响，全球债券型基金前五大持债中美国国债占比均值更高，而亚太区债券型基金前五大持债中中资海外债占比更高。截至 2023 年末，全球债券型基金与亚太区债券型基金前五大持债中，美国国债占比均值分别为 54.43% 和 31.59%，中资海外债占比均值分别为 34.67% 和 62.32%，全球债券型基金前五大持债更集中于美国国债，亚太区债券型基金前五大持债更集中于中资海外债，两者有所侧重。

图9 全球债券型与亚太区债券型基金前五大持债种分布（在前五大持债中仓位占比的均值）


注：截止 2023 年末。

资料来源：Wind, 海通证券研究所

绝大多数 QDII 债券型基金久期有所抬升，全球债券型基金久期上升幅度更大。相较于 2022 年末，截至 2023 年 6 月末，25 只基金中有 17 只提升了组合基金，以博弈长端利率下行机会，平均组合久期从 1.81 年上升至 2.43 年；分类型来看，全球债券型基金平均组合久期从 1.80 年上升至 2.55 年，亚太区债券型基金平均组合久期从 1.85 年上升至 2.05 年，全球债券型基金前五大持债中美国国债占比更高、组合久期整体上升幅度更大。

图10 QDII 债券型基金久期分布（年）


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.3 业绩分析：全球债券基金业绩领先

全球债券型基金整体业绩相较于亚太区债券型基金有所领先。QDII 债券型基金 2023 年业绩均值为 1.93%，其中全球债券型基金业绩均值为 2.13%，亚太区债券型基金业绩均值为 1.47%。25 只基金的人民币主份额中，2023 年业绩排名靠前的 10 只基金如下所示，全球债券型基金占据前四。全球债券型基金前五大持债中美国国债仓位占比整体更高、久期整体水平更高，能从美债收益率下降中获得更多的资本利得收益。

表 9 2023 年业绩排名前十的 QDII 债券型基金

基金代码	基金简称	基金类型	2023 年收益率（%）
873013	广发资管全球精选 A 人民币	QDII 环球债券	6.16
001061	华夏海外收益 A 人民币	QDII 环球债券	5.93
007360	易方达中短期美元债 A 人民币	QDII 环球债券	5.92
003972	国富美元债人民币	QDII 环球债券	4.81
050030	博时亚洲票息人民币 A	QDII 亚太区债券	4.48
002400	南方亚洲美元债 A 人民币	QDII 亚太区债券	4.49
100050	富国全球债券人民币 A	QDII 环球债券	4.16
000342	嘉实新兴市场 A1	QDII 环球债券	3.83
008367	富国亚洲收益人民币 A	QDII 亚太区债券	3.85
206006	鹏华全球中短债 A(人民币)	QDII 环球债券	3.74

注：本处仅考虑人民币主份额。

资料来源：Wind，海通证券研究所

主投高收益债的基金全年业绩表现相对靠后。截至 2023 年 9 月末，实际非投资级债券持仓占比超过 50% 的基金有国泰境外高收益和鹏华全球高收益债，这两只基金人民币主份额的 2023 年业绩分别为 0.08% 和 -0.84%，同类排名分别位居第 20 位和第 25 位，业绩表现相对靠后。

资本利得收入贡献较大。根据财务报表对基金业绩进行拆解¹，2023 年上半年，QDII 债券型基金的平均利息收入贡献为 2.05%，平均资本利得收入贡献为 4.73%。以地产债为代表的高收益债违约风险提升、信用下沉空间压缩，资本利得为 QDII 债券型基金贡献了更多的收入。

亚太区债券型的年化波动率与最大回撤整体小于全球债券型基金。风险指标方面，QDII 债券型基金的平均年化波动率为 4.49%、平均最大回撤为 4.74%；其中，全球债券型基金和亚太区债券型基金 2023 年的平均年化波动率分别为 4.59% 和 4.18%，平均最大回撤分别为 4.88% 和 4.29%，受久期水平整体较低等因素影响，亚太债券型基金的

¹ 考虑债券投资利息收入为债券投资利息收入，买卖债券差价收入及债券投资公允价值变动收益为债券投资资本利得收益，并分别计算利息收入和资本利得收入的收入贡献。

风控能力整体略强。

单位风险报酬方面，夏普比率排名前10的基金如下所示，前5名中有4只为主投美元债的基金。

表 10 2023 年夏普比率排名前十的 QDII 债券型基金

基金代码	基金简称	基金类型	夏普比率	收益回撤比
873013	广发资管全球精选 A 人民币	QDII 环球债券	1.64	2.37
007360	易方达中短期美元债 A 人民币	QDII 环球债券	1.50	2.48
002400	南方亚洲美元债 A 人民币	QDII 亚太区债券	1.34	1.18
000274	广发亚太中高收益 A 人民币	QDII 亚太区债券	1.23	2.41
003972	国富美元债人民币	QDII 环球债券	1.18	1.69
008367	富国亚洲收益人民币 A	QDII 亚太区债券	1.09	1.38
050030	博时亚洲票息人民币 A	QDII 亚太区债券	1.06	1.12
100050	富国全球债券人民币 A	QDII 环球债券	1.02	0.90
000342	嘉实新兴市场 A1	QDII 环球债券	0.95	1.41
002426	华安全球美元票息 A 人民币	QDII 环球债券	0.94	1.30

注：本处夏普比率计算未考虑无风险收益率。

资料来源：Wind，海通证券研究所

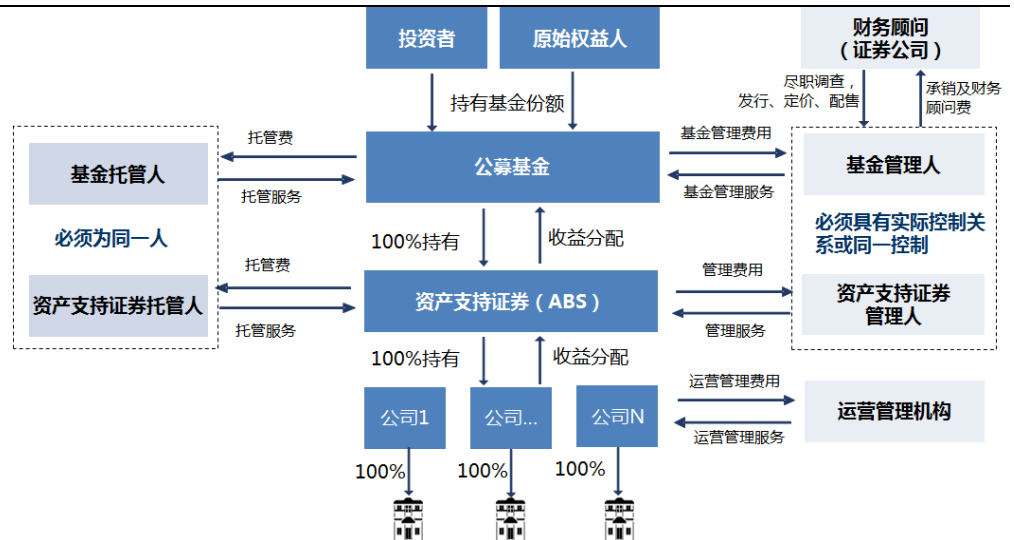
4. 不动产投资信托基金 (REITs)：二级市场交易价格波动大但部分产品派息率较高

4.1 REITs 运作模式介绍

REITs (Real Estate Investment Trusts) 全称为不动产投资信托基金，是一种将绝大多数基金资产通过资产支持证券等特殊目的载体投向不动产领域的标准化金融产品。这一特殊结构的金融产品最早起源于1960年代的美国，目前美国仍为全球最活跃的REITs交易市场。由于REITs同时涉及到不动产和金融资产的管理，产品结构复杂且对管理人的要求较高，我国REITs市场发展相对较晚。

2020年4月24日，证监会与发改委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》，标志着国内基础设施领域公募REITs试点正式起步。从产品结构来看，我国的公募REITs采用了“公募基金+基础设施资产支持证券”的产品结构。在基金发行阶段，原始权益人、专业机构投资者和普通投资人共同投资该产品，其中原始投资人必须以战略投资者的身份认购不少于20%的份额，并且锁定期不低于5年，超过20%的部分持有期不低于3年，剩余的份额优先满足专业机构投资者的认购，并有1年锁定期。产品成立后，基金管理人将不低于80%的基金资产投资于基础设施资产支持证券，并持有其全部分额。而资产支持证券持有基础设施项目的全部股权或经营权，从而达到基金完全获取基础设施项目的所有租金和收费的目的。不过，出于基础设施项目的特殊性和专业性，基金管理人往往会委托第三方管理机构对基础设施项目进行运营管理。基金管理人在产品运作中仅负责基金募集、项目筛选及扩募、基金收益分配等环节，并不会直接参与底层资产的运营。

图11 基础设施公募 REITs 架构设计



资料来源：上海证券交易所，海通证券研究所

在日常运作中，公募REITs采用封闭式运作，不开放申购和赎回，但基金份额在交易所上市，投资者可以在二级市场交易基金份额。同时，公募REITs有着相对稳定的现金流，基金成立后每年至少向投资者分红一次，且每次收益分配的比例不低于基金年度可供分配金额的90%。正因存在以上种种特点，公募REITs有着与股票、债券、商品等资产完全不同的风险收益特征。2024年2月，证监会发布《监管规则适用指引——会计类第4号》，明确了公募REITs产品的权益属性，其可观的现金流和分红比例也意味着这类产品的风险和收益往往会高于传统的债券型基金。

从底层资产来看，证监会在2023年10月在《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》第五十条的基础上进一步拓宽了试点范围，目前监管定义的底层基础设施项目主要涵盖了包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，百货商场、购物中心、农贸市场等消费基础设施，污染治理、信息网络、产业园区、保障性租赁住房、清洁能源等其他基础设施。

4.2 公募 REITs 的市场意义

REITs的出现填补了我国金融资产产品类的空白。公募REITs有着较特殊的产品设计，其资产属性与股权投资高度相似，但底层资产透明且上市后流动性强，同时收益来源又有着较强的固收属性，高分红比例和低主体信用风险也使其成为与目前国内市场上其他类别的金融资产截然不同的一类产品，一定程度上填补了我国金融产品的空白。而在美国市场上，REITs产品已成为养老金、FOF等配置类产品的重要配置方向之一。机构投资者方面，REITs的高分红和长存续期的特点也比较适合养老金、保险公司和银行信托部门等机构投资者做负债端的匹配。

提升直接融资比例，有助于降低地方财政债务比例。从产品设计上来看，公募REITs不仅能够起到丰富金融资产产品类的作用，还具有服务实体经济的功能。此前，我国基础设施的开发主要依赖于地方政府、城投平台或开发商举债进行投资，而公募REITs的出现使得基础设施开发商能够将底层资产的产权或收益权打包出售，将未来现金流折现后一次性收回投资款，从而降低债务融资的比例和久期。一方面降低了原始投资人的杠杆率，化解实体经济风险，另一方面，开发商在收到回款后也有了更充裕的资金支持基础设施的运营，提升资产的盈利能力。

4.3 发展现状：近三年基础设施公募 REITs 密集发行

尽管我国于最近几年才开始推进基础设施公募REITs的试点工作，但事实上早在2015年，我国公募市场上便出现了首只REITs产品——鹏华前海万科REITs。不过由于当时相关法律法规尚未出台，该产品的运作模式与2021年后发行的REITs产品有着比较大

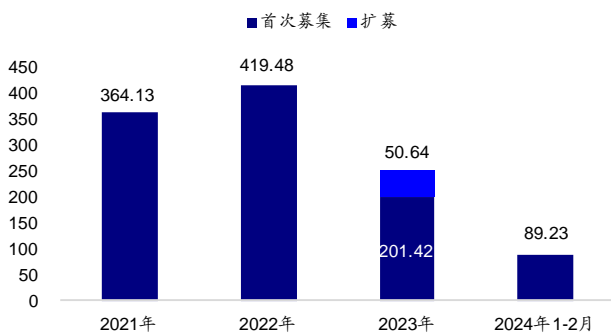
的区别。

首先，鹏华前海万科REITs并非通过资产支持证券的通道完全持有目标公司股权，而是先通过直接增资入股的方式取得目标公司50%的股权，再在协议期内逐渐将股权回售给目标公司或关联方的方式持有底层资产。同时，该产品在获取除物业管理费收入外的全部营业收入的同时，还设计了业绩补偿和激励机制对收益进行调整。管理人和原始权益人共同指定了第三方房地产评估机构戴德梁行对未来每年的营业收入进行预测并折现，作为股权收购的对价，同时，这一预测结果也作为业绩补偿和激励机制的业绩比较基准。若未来某一年度公司实际业绩收入低于该业绩比较基准，深圳万科将以保证金账户资金余额为限支付业绩补偿款，若当期实际业绩收入高于业绩比较基准，基金将根据差额部分的大小按照一定比例将收益分成价款打入保证金账户。事实上，这一业绩补偿机制在基金的存续期内曾多次触发，在一定程度上也保证了基民的利益。值得注意的是，本基金除了将不超过一半的基金资产投资于目标公司的股权外，剩余的资产还可投资于债券、股票等标准化资产。

鹏华前海万科REITs作为国内公募REITs的首次试水，之后国内REITs产品新发暂停。直至2020年4月，我国基础设施公募REITs正式开始试点，此次试点通过发行ABS的方式解决了REITs底层资产非标转标的问题，同时上市交易制度也增强了基金份额的流动性，原始权益人跟投制度也保护了中小投资者的利益。

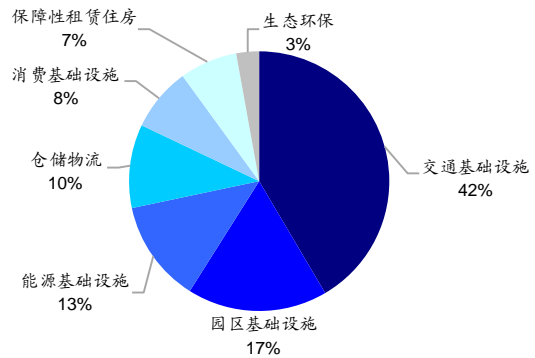
2021年6月7日，首批9只基础设施公募REITs成立，募集总规模达到314.03亿元。6月21日，首批基础设施公募REITs正式上市交易。此后，在2021年下半年至今的两年半的时间内，共有24只基础设施REITs产品成功发行，募集规模达到760亿元。2023年，中金普洛斯、华安张江产业园、博时蛇口产业园、红土创新盐田港四只REITs以扩募的形式收购新资产，扩募规模约50.64亿元。至此，公募REITs募集规模已超千亿，为盘活基础设施领域的存量资产、拓宽融资渠道起到了积极的作用。从底层资产的类型来看，交通基础设施是我国目前已发行公募REITs最主要的底层资产，占比约42%，科技产业园、能源基础设施和仓储物流的占比也相对较高。

图12 各年度公募 REITs 募集规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图13 我国公募 REITs 基金底层资产分类占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

观察目前公募市场上已发行的33只REITs产品，所有产品在存续期间均不开放申赎，且普遍封闭期较长，部分产品的封闭期甚至达到了99年之久，封闭期最短的华泰江苏交控REIT的封闭期也达到了12年。故REITs上市交易对于投资者而言是唯一的退出途径，目前绝大多数产品在发行后较短时间内完成了上市，仅有部分成立时间不足一个月的产品尚未上市发行，不过REITs产品的二级市场交易价格可能会存在折溢价的风险。此外，2023年6月，首批上市交易的5只产权类REITs中，有4只产品宣布扩募购入新资产。至此，我国公募REITs新发行和扩募机制日渐完善，对于未来越来越多高质量资产纳入投资范围、公募REITs更好地服务实体经济打下了基础，我国公募REITs市场未来可期。

表 11 我国已成立公募 REITs 基金（截至 2024 年 2 月 29 日）

基金代码	基金简称	上市时间	首发价格 (元)	存续期限 (年)	募集规模 (亿元)	扩募规模 (亿元)	底层资产权属类 型	资产类型
180101	博时招商蛇口产业园 REIT	2021-06-21	2.31	50	20.79	12.44	产权类	园区基础设施
508027	东吴苏州工业园区产业园 REIT	2021-06-21	3.88	40	34.92	--	产权类	园区基础设施
508006	富国首创水务 REIT	2021-06-21	3.70	26	18.50	--	特许经营类	生态环保
180301	红土创新盐田港仓储物流 REIT	2021-06-21	2.30	36	18.40	4.15	产权类	仓储物流
508000	华安张江产业园 REIT	2021-06-21	2.99	35	14.95	15.53	产权类	园区基础设施
180201	平安广州交投广河高速公路 REIT	2021-06-21	13.02	99	91.14	--	特许经营类	交通基础设施
508001	浙商证券沪杭甬高速 REIT	2021-06-21	8.72	20	43.60	--	特许经营类	交通基础设施
180801	中航首钢生物物质 REIT	2021-06-21	13.38	21	13.38	--	特许经营类	生态环保
508056	中金普洛斯仓储物流 REIT	2021-06-21	3.89	50	58.35	18.53	产权类	仓储物流
180202	华夏越秀高速公路基础设施 REIT	2021-12-14	7.10	50	21.30	--	特许经营类	交通基础设施
508099	建信中关村产业园 REIT	2021-12-17	3.20	45	28.80	--	产权类	园区基础设施
508018	华夏中国交建高速 REIT	2022-04-28	9.40	40	93.99	--	特许经营类	交通基础设施
508008	国金中国铁建高速 REIT	2022-07-08	9.59	40	47.93	--	特许经营类	交通基础设施
180401	鹏华深圳能源 REIT	2022-07-26	5.90	34	35.38	--	产权类	能源基础设施
180501	红土创新深圳人才安居 REIT	2022-08-31	2.48	66	12.42	--	产权类	保障性租赁住房
508068	华夏北京保障房 REIT	2022-08-31	2.51	62	12.55	--	产权类	保障性租赁住房
508058	中金厦门安居保障性租赁住房 REIT	2022-08-31	2.60	65	13.00	--	产权类	保障性租赁住房
180102	华夏合肥高新产业园 REIT	2022-10-10	2.19	38	15.33	--	产权类	园区基础设施
508021	国泰君安临港创新产业园 REIT	2022-10-13	4.12	43	8.24	--	产权类	园区基础设施
508088	国泰君安东久新经济 REIT	2022-10-14	3.04	45	15.18	--	产权类	园区基础设施
508066	华泰江苏交控 REIT	2022-11-15	7.64	12	30.54	--	特许经营类	交通基础设施
508009	中金安徽交控 REIT	2022-11-22	10.88	17	108.80	--	特许经营类	交通基础设施
508077	华夏基金华润有巢 REIT	2022-12-09	2.42	67	12.09	--	产权类	保障性租赁住房
180103	华夏杭州和达高科产业园 REIT	2022-12-27	2.81	42	14.04	--	产权类	园区基础设施
508098	嘉实京东仓储基础设施 REIT	2023-02-08	3.51	46	17.57	--	产权类	仓储物流
508096	中航京能光伏 REIT	2023-03-29	9.78	20	29.35	--	特许经营类	能源基础设施
508028	中信建投国家电投新能源 REIT	2023-03-29	9.80	21	78.40	--	特许经营类	能源基础设施
508019	中金湖北科投光谷产业园 REIT	2023-06-30	2.63	30	15.75	--	产权类	园区基础设施
508007	中金山高集团高速公路 REIT	2023-10-27	7.46	19	29.85	--	特许经营类	交通基础设施
508031	国泰君安城投宽庭保租房 REIT	2024-01-12	3.05	65	30.50	--	产权类	保障性租赁住房
508017	华夏金茂商业 REIT	未上市	2.67	30	10.68	--	产权类	消费基础设施
508011	嘉实物美消费 REIT	未上市	2.38	21	9.53	--	产权类	消费基础设施
180601	华夏华润商业资产 REIT	未上市	6.90	28	69.02	--	产权类	消费基础设施

资料来源：Wind，海通证券研究所

除了上述两类在国内发行上市的公募 REITs 外，投资者还能够通过 QDII 产品参与海外 REITs 的投资。目前公募市场上主要投向海外 REITs 资产的产品共 6 只，合计规模约 7.86 亿元。与直接投资国内公募 REITs 不同的是，这类产品有着全球布局、分散投资的特点，基金经理会采用完全复制的方法跟踪 REITs 指数或精选全球 REITs 资产进行投资。以成立时间最长的诺安全球收益不动产为例，该产品是一只由基金经理主动管理的主题型产品，自成立以来，基金经理持有的 REITs 数量在 15-22 个之间浮动，覆盖美国、新加坡、香港、加拿大等全球多个主流 REITs 交易市场。

表 12 国内 QDII 市场上投向海外 REITs 的产品（截至 2023 年 12 月 31 日）

基金代码	基金简称	成立时间	2023Q4 规模 (亿元)	业绩比较基准
320017	诺安全球收益不动产	20110923	0.24	FTSE EPRA/NAREIT Developed REITs Total Return Index
206011	鹏华美国房地产人民币	20111125	0.57	人民币计价的 MSCI 美国 REIT 净总收益指数
070031	嘉实全球房地产	20120724	0.38	FTSE EPRA/NAREIT Developed REITs Total Return Index
000179	广发美国房地产 A 人民币	20130809	1.50	人民币计价的 MSCI 美国 REIT 净总收益指数
160140	南方道琼斯美国精选 A(LOF)	20171026	1.67	道琼斯美国精选 REIT 指数收益率*95%+活期存款利率(税后)*5%
005613	摩根富时 REITs 人民币 A	20180426	3.50	富时发达市场 REITs 指数收益率*95%+活期存款收益率(税后)*5%

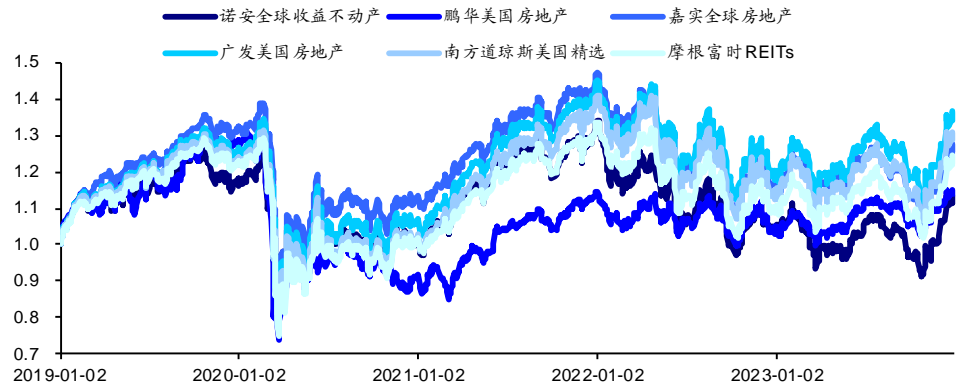
资料来源：Wind，海通证券研究所

4.4 业绩表现：国内二级市场交易价格波动较大

➤ QDII-REITs产品：不同年度收益差异大

2023年，国内市场上投向海外REITs的产品也取得了不错的收益，平均收益率约10.58%，但从收益走势图来看，这六只产品近五年的净值曲线波动较大，且不同年份间的收益表现分化明显，2019年、2021年平均收益率分别为23%和32%，但在2020年和2022年平均收益率均为-18%。不过六只产品成立以来的年化收益率均为正，也体现出REITs资产的长期配置价值。

图14 2019年-2023年度QDII-REITs产品收益表现



资料来源：Wind，海通证券研究所

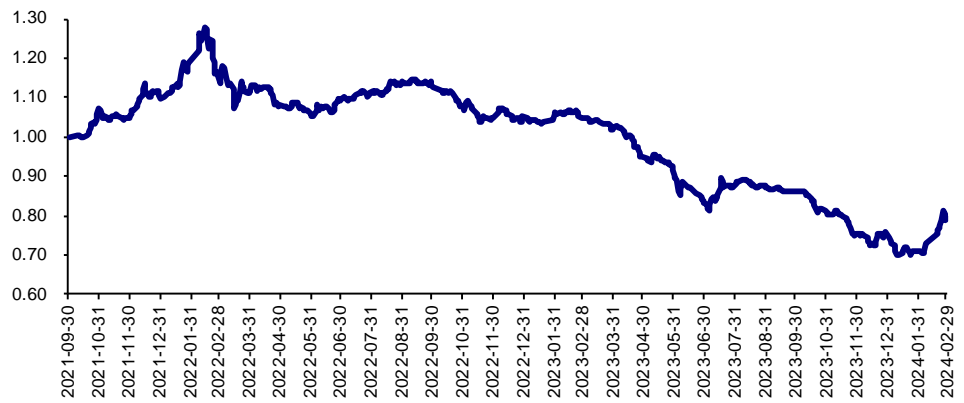
表 13 2019年-2023年度QDII-REITs产品收益率（截至2023年12月31日）

基金代码	基金简称	成立日期	成立以来年化收益率	2019年收益率	2020年收益率	2021年收益率	2022年收益率	2023年收益率
320017	诺安全球收益不动产	20110923	3.46%	14.98%	-14.03%	31.76%	-22.18%	7.36%
206011	鹏华美国房地产人民币	20111125	2.67%	27.44%	-28.90%	25.16%	-9.49%	9.71%
070031	嘉实全球房地产	20120724	4.02%	29.66%	-14.57%	29.91%	-21.17%	8.59%
000179	广发美国房地产A人民币	20130809	6.24%	23.37%	-15.45%	35.38%	-17.67%	12.60%
160140	南方道琼斯美国精选A(LOF)	20171026	3.45%	20.97%	-17.41%	37.44%	-19.10%	13.19%
005613	摩根富时REITs人民币A	20180426	4.53%	20.46%	-17.33%	31.18%	-17.84%	12.01%

资料来源：Wind，海通证券研究所

➤ 基础设施公募REITs产品：二级市场表现不佳 但部分产品派息率较高

截至2024年2月底，已完成募集并上市交易的公募REITs共30只，中证指数公司也编制了中证REITs（收盘）指数以整体反映沪深市场上市REITs的表现。该指数样本选取沪深交易所上市时间超过三个月且交投活跃的REITs作为样本。整体来看，2023年，我国公募REITs市场跌幅明显，中证REITs指数下跌28.26%，成立满一年的REITs平均下跌18.76%。

图15 中证 REITs 指数收益率


资料来源：Wind，海通证券研究所

我们认为，影响REITs交易价格的主要原因有以下两方面：底层资产的质量和宏观环境的变化。REITs二级市场交易价格本质上来说是市场基于未来现金流和资产产权价值折现后的博弈，资产的质量会影响未来现金流的多寡，从而影响交易价格，宏观环境则会从现金流、宏观利率、政策环境等多个方面影响REITs的交易价格。

具体到底层资产的收益水平来看，事实上，国内REITs的整体派息水平较高，2023年前成立的REITs去年的平均派息率达到了6.75%，部分优质资产的派息率甚至超过了10%，即便是与同期银行股平均5%的派息率水平相比仍具有较强的竞争优势。

此外，投资者专业度或对二级市场交易价格也会起到一定影响，目前我国公募REITs面对网下投资者和公众投资者的配售比例约为30%，剩余70%的份额均为战略投资者，具有1-5年的上市锁定期。而REITs作为一类对投资者专业性要求较高的资产类别，普通投资人难以给出较准确的估值，进而可能会加剧二级市场交易价格与资产真实价值之间的差距。二级市场折溢价的变动也反应了这种影响：2022年上半年，市场上存续的REITs平均溢价率为14.48%，而到了2022年底，这一水平滑落至6.88%，到了2023年中旬，折溢价率进一步跌至-7.75%，反映出二级市场投资者对未来现金流价值的看法出现了一定程度上的反转。不过，随着REITs上市时间的拉长，战略投资者份额解禁，定价能力更强的专业投资人参与交易也有助于平抑市场过高的折溢价率。此外，从换手率的角度来看，目前，我国市场上REITs的平均换手率约245%，低于美国REITs的332%，显著高于日本和香港，考虑到我国REITs市场目前成立时间较短，且大部分份额尚未解禁，目前的流动性水平相对充裕。

表 14 基础设施公募 REITs 上市后表现（截至 2023 年 12 月 31 日）

基金代码	基金简称	上市时间	首发价格 (元)	2022Q2 折溢价率	2022Q4 折溢价率	2023Q2 折溢价率	2023 年 度派息率	2023 年下 半年换手率 (年化)	2023 年 上市份额 收益率
180101	博时招商蛇口产业园 REIT	2021-06-21	2.31	24.33%	20.31%	-6.36%	5.08%	140%	-42.91%
508027	东吴苏州工业园区产业园 REIT	2021-06-21	3.88	16.18%	9.96%	-4.88%	5.78%	174%	-28.38%
508006	富国首创水务 REIT	2021-06-21	3.70	16.92%	10.11%	-7.34%	8.53%	361%	-23.30%
180301	红土创新盐田港仓储物流 REIT	2021-06-21	2.30	34.88%	22.91%	-1.29%	4.27%	155%	-19.47%
508000	华安张江产业园 REIT	2021-06-21	2.99	29.41%	31.35%	4.52%	3.88%	202%	-31.48%
180201	平安广州交投广河高速公路 REIT	2021-06-21	13.02	-18.91%	-19.50%	-37.83%	8.89%	87%	-18.84%
508001	浙商证券沪杭甬高速 REIT	2021-06-21	8.72	-2.40%	-3.11%	-11.41%	11.58%	112%	-4.68%
180801	中航首钢生物质 REIT	2021-06-21	13.38	16.08%	3.80%	-3.68%	8.62%	231%	-7.48%
508056	中金普洛斯仓储物流 REIT	2021-06-21	3.89	23.56%	30.82%	-6.03%	5.31%	85%	-33.52%
180202	华夏越秀高速公路基础设施 REIT	2021-12-14	7.10	5.76%	0.29%	-11.12%	8.92%	84%	-15.06%
508099	建信中关村产业园 REIT	2021-12-17	3.20	34.28%	19.09%	-13.25%	4.27%	200%	-45.70%
508018	华夏中国交建高速 REIT	2022-04-28	9.40	-6.36%	-15.80%	-39.69%	6.22%	103%	-35.30%
508008	国金中国铁建高速 REIT	2022-07-08	9.59	--	-5.80%	-23.41%	11.71%	205%	-7.52%
180401	鹏华深圳能源 REIT	2022-07-26	5.90	--	7.60%	-11.16%	11.15%	179%	-9.94%
180501	红土创新深圳人才安居 REIT	2022-08-31	2.48	--	4.70%	-1.76%	4.10%	294%	-5.26%
508068	华夏北京保障房 REIT	2022-08-31	2.51	--	8.49%	-3.97%	4.34%	221%	-7.76%

508058	中金厦门安居保障性租赁住房 REIT	2022-08-31	2.60	--	6.86%	-6.12%	4.37%	430%	-6.43%
180102	华夏合肥高新产业园 REIT	2022-10-10	2.19	--	4.74%	-7.78%	5.98%	225%	-23.25%
508021	国泰君安临港创新产业园 REIT	2022-10-13	4.12	--	22.55%	17.75%	4.35%	614%	-11.50%
508088	国泰君安东久新经济 REIT	2022-10-14	3.04	--	20.35%	10.10%	5.04%	355%	-13.04%
508066	华泰江苏交控 REIT	2022-11-15	7.64	--	-6.45%	19.74%	8.64%	243%	-8.30%
508009	中金安徽交控 REIT	2022-11-22	10.88	--	-16.84%	-30.18%	10.53%	169%	-19.87%
508077	华夏基金华润有巢 REIT	2022-12-09	2.42	--	3.56%	-2.24%	5.14%	333%	-5.64%
180103	华夏杭州和达高科产业园 REIT	2022-12-27	2.81	--	5.00%	-14.33%	5.42%	454%	-25.68%
508098	嘉实京东仓储基础设施 REIT	2023-02-08	3.51	--	--	-4.31%	4.39%	328%	--
508096	中航京能光伏 REIT	2023-03-29	9.78	--	--	-7.34%	11.28%	288%	--
508028	中信建投国家电投新能源 REIT	2023-03-29	9.80	--	--	-7.32%	8.53%	249%	--
508019	中金湖北科投光谷产业园 REIT	2023-06-30	2.63	--	--	-6.29%	1.43%	354%	--

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：由于 2023 年基金年报尚未披露，派息率数据基于 2023 年中报数据计算

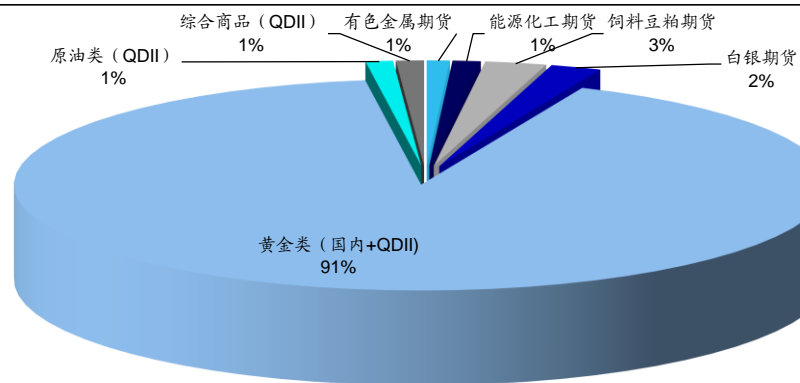
5. 商品基金：优化资产配置大有可为

5.1 发展现状：黄金为主 规模整体较小

截止 2023 年底，国内商品型基金（含联接）合计 35 只，总规模 518.45 亿元。从产品结构上来看，由于需要和期货交易所打通交易数据，目前国内商品类基金涉及的期货标的仅覆盖了上海黄金交易所、上海期货交易所、大连商品交易所、以及郑州商品交易所，仅覆盖了黄金、有色金属期货、能源化工期货、饲料豆粕期货以及白银期货 5 类商品，且后 4 类产品各自仅有 1 家公司发行。即对于投资者而言，目前国内商品基金的选择较为局限。不过，在 QDII 分类下，还有 10 只投资范围以海外商品资产为主的基金，覆盖了黄金、原油以及综合性大宗商品，合计规模 18.62 亿元。我们在此处一并分析。

从规模占比来看，国内商品和 QDII 中的商品基金合并后，一共 8 类商品基金，其中 7 类非黄金类商品基金合计规模仅为 46.63 亿元，占比 8.68%。

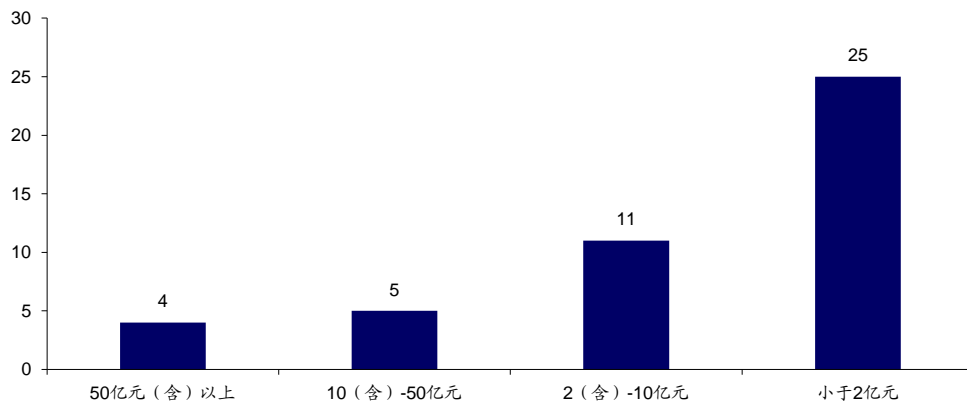
图 16 商品基金按投资标的规模分布（截止 2023-12-31）



资料来源：Wind，海通证券研究所

事实上，国内的商品基金发展历史并不短。早在 2010 年银华抗通胀主题就已经成立，随后 2011 年 4 只跟踪黄金的 QDII 产品也纷纷成立，就此拉开了国内投资者可以参与通过公募产品参与商品投资的历史。而国内的商品基金最早可追溯到 2013 年，国泰和华安的 2 只黄金 ETF，也已经拥有了超过 10 年的历史。不过由于投资者对于商品基金较为陌生，加之 QDII 额度限制以及品种相对单一等多种问题，商品基金的整体规模一直不大，截止 2023 年底，商品基金个基的规模在最大的为华安易富黄金，其中华安易富黄金 ETF 规模 139.54 亿元，联接基金 59.85 亿元。

图17 商品基金个基规模（含联接）分布（截止 2023-12-31，只）

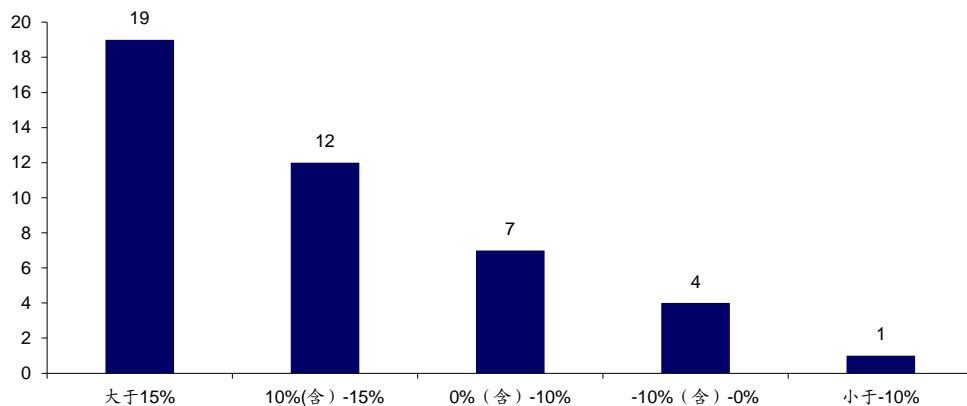


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 业绩表现：收益有所分化 优化资产配置

2023年，拥有全年业绩的商品基金（含QDII）的产品数量共43只，其中38只实现了正收益，跟踪黄金类的商品基金全年收益全部超过10%。收益为负的产品主要集中在国内跟踪其他标的的商品基金上。从收益分布来看，多数商品基金在2023年给投资者提供了不错的收益。

图18 商品基金 2023 年收益分布（截止 2023-12-31，只）



资料来源：Wind，海通证券研究所

我们认为，商品更值得关注的并不是收益，而是底层资产与国内资本市场和债券市场走势相关度极低，因而商品基金加入组合后能降低和国内权益基金、债券基金的相关性。我们测算了现有商品基金对应的主流业绩比较基准和国内权益代表指数、债券代表指数的相关性。可以看到代表国内权益市场的中证800指数与各商品基金的基准指数在23年的日收益相关性均不超过0.35，且与黄金现货的相关性为负。而代表国内债券市场的中债综合财富指数与各商品基金的基准指数在23年的日收益相关性多数为负。因而商品基金的加入可以很好的起到优化资产配置的效果。

图19 商品基金主要业绩比较基准与中证800和中债综合指数相关性(20230101-20231231)

	中证800	中债-综合财富(总值)指数	黄金现货	上期有色金属指数	易盛能化A	大商所豆粕期货价格指数	SHFE白银	NYMEX WTI原油	伦敦金现货	标普商品指数
中证800	1.00									
中债-综合财富(总值)指数	-0.20	1.00								
黄金现货	-0.07	0.01	1.00							
上期有色金属指数	0.34	-0.18	-0.04	1.00						
易盛能化A	0.20	-0.09	-0.06	0.55	1.00					
大商所豆粕期货价格指数	0.06	-0.03	-0.19	0.15	0.15	1.00				
SHFE白银	0.14	0.00	0.58	0.32	0.16	-0.09	1.00			
NYMEX WTI原油	0.08	-0.12	-0.06	0.11	0.18	0.10	0.00	1.00		
伦敦金现货	0.09	-0.02	0.13	0.08	0.06	0.04	0.09	0.02	1.00	
标普高盛商品全收益指数	0.10	-0.16	-0.04	0.16	0.19	0.14	0.03	0.93	0.06	1.00

资料来源: Wind, 海通证券研究所

虽然整体商品基金种类不多且规模不大, 但和国内主流资产极低的相关性以及过去2年亮眼的表现, 商品基金正逐步吸引国内投资者的眼光。下表中展示了目前国内以及QDII 各类商品基金的产品情况。

表 15 商品基金覆盖种类

跟踪商品	对应业绩比较基准	代表产品	类型
黄金(国内)	国内黄金现货价格收益率、上海黄金交易所挂牌交易的Au99.99现货、合约收益率或是上海金集中定价合约午盘基准价格收益率等	华安易富黄金ETF、易方达黄金ETF、博时黄金ETF、国泰黄金ETF等	商品ETF
白银期货	上海期货交易所白银期货主力合约收益率	国投瑞银白银期货A	商品其他
饲料豆粕期货	大连商品交易所豆粕期货价格指数收益率	华夏饲料豆粕期货ETF	商品ETF
有色金属期货	上海期货交易所所有有色金属期货价格指数收益率	大成有色金属期货ETF	商品ETF
能源化工期货	易盛郑商所能源化工指数A收益率	建信郑商所能源化工期货ETF	商品ETF
黄金(伦敦金)	伦敦金价格、伦敦黄金市场下午收盘价计价的国际现货黄金(经汇率折算)*50%+MSCI全球金矿股指数(MSCI ACWI SELECT GOLD MINERSIMI INDEX)*50%	诺安全球黄金、易方达黄金主题、嘉实黄金、汇添富黄金及贵金属	QDII主题型
原油	WTI原油价格收益率、标普高盛原油商品指数、BRENT原油价格收益率	南方原油A、嘉实原油、易方达原油A	QDII主题型
综合商品	国泰大宗商品配置指数、标普高盛商品总指数收益率	国泰大宗商品、银华抗通胀主题、中信保诚全球商品	QDII主题型

资料来源: Wind, 海通证券研究所

6. 风险提示

本报告是基于公开数据和基金历史表现进行的客观分析点评, 所涉及的观点不构成任何投资建议。

信息披露

分析师声明

倪韵婷 基金评价和研究团队
吴其右 基金评价和研究团队

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。

海通证券研究所基金评价与研究中心声明

海通证券研究所基金评价与研究中心（以下简称本中心）具有证监会和证券业协会授予的基金评价业务资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所有信息均来源于公开资料，本中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。评价结果不受任何第三方的授意或影响。基金评价结果不是对基金未来表现的预测，也不应视作投资基金的建议。本报告不构成个人投资建议，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。本中心所属的海通证券股份有限公司控股海富通基金管理公司，参股富国基金管理公司，本中心秉承客观、公正的原则对待所有被评价对象，并对可能存在的利益冲突制定了相关的措施。本声明及其他未尽事宜的详细解释，敬请浏览海通证券股份有限公司网站（<http://www.haitong.com>），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金融产品研究中心书面授权，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金融产品研究中心并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所金融产品研究中心，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。