

中泰期货 2024 年基金研究与资产配置年报

——逐步回暖，静待花开

2023 年 12 月 27 日



中泰微投研小程序



中泰期货公众号



中泰期货服务号

内 容 目 录

基金研究团队

分析师：孔天赐

期货从业资格：F3076208

交易咨询资格：Z0018014

分析师：李荣凯

期货从业资格：F3012937

交易咨询资格：Z0015266

高级分析师：张月

期货从业资格：F03087913

交易咨询资格：Z0016584

联系人：杨旻

期货从业资格：F03096114

联系电话：15317929928

E-mail: kongtc@zts.com.cn

客服电话：400-618-6767

公司网址：

<http://www.ztqh.com>

一、2023 年公募基金市场发展情况	- 3 -
(一) 整体基金市场：资产净值升高，基金总数边际递减	- 3 -
(二) 新发基金市场：募集能力偏弱，债基规模占比最高	- 3 -
(三) 行业政策改革：实行降费改革，普惠金融优化生态	- 4 -
二、2023 年公募基金大类策略业绩表现	- 6 -
(一) 大类资产表现：中美周期错位，海内外资产表现分化	- 6 -
(二) 基金季度表现：收益不及预期，市场赚钱效应仍欠佳	- 8 -
(三) 大类策略表现：策略走势分化，权益市场拖累较明显	- 10 -
三、双维度大类资产配置研究框架	- 13 -
(一) 大类资产配置研究目标	- 13 -
(二) 基本面维度的大类资产配置研究	- 14 -
(三) 模型化维度的大类资产配置研究	- 14 -
(四) 大类资产配置研究框架图	- 15 -
四、2024 年大类资产配置展望	- 15 -
(一) 权益方面：谨慎乐观，配置价值提升	- 15 -
(二) 固收方面：稳健打底，固收+可关注	- 16 -
(三) 海外方面：均值回归，难续强势表现	- 17 -
五、2024 年公募基金和资产配置研究预告	- 19 -
(一) 公募基金和资产配置研究月报	- 19 -
(二) 公募基金大类策略量化配置研究	- 19 -
(三) “基金面面观”月度线上路演	- 19 -

内 容 摘 要

2023 年公募基金市场发展情况：2023 年公募基金整体市场来看，资产净值升高，首次超过银行理财成为资管行业规模第一，但基金总数增幅边际递减的趋势仍未改变。新发市场来看，权益市场赚钱效益远不及预期，存量基金业绩表现疲软，新发市场亦受冲击，发行份额为 2020 年以来最低水平，其中 ETF 产品、债基产品发行延续主导。今年以来，公募基金行业政策改革明显，2023 年 7 月 8 日、12 月 8 日，两阶段降费措施接连落地，构建市场化的费率体系不仅为投资者提供多样化选择，而且有效促进行业规范化发展与投资者利益的协调统一。业绩表现来看，大类策略走势分化，波动相对低、回撤相对小的风险收益特征使得 2023 年固收类基金具备更优的投资性价比，商品、QDII 基金表现抢眼，权益市场拖累较为明显。

双维度大类资产配置研究框架：一是基本面维度的大类资产配置研究，主要基于政策、资金、估值三个方面评估大类资产价格运动规律，形成大类资产走势研判和配置方案；二是模型化维度的大类资产配置研究，主要基于市场有效前沿、风险平价、投资组合保险三种理论构建大类资产配置量化策略方案。

2024 年大类资产配置展望：权益方面，我们对股指运行持谨慎乐观态度，跨周期权益配置价值提升；固收方面，债市基本面支撑逻辑仍在，债券带来稳定收益的同时，也可适时关注权益市场增厚收益，固收+类产品值得关注。海外方面，QDII 继续强势表现的压力较大，美股当前估值已处于历史相对高分位水平，预计震荡或将加剧，不过明年美债下行概率较高，美债基金可期待。欧元区经济增长前景较为疲弱，欧元区债券值得关注。

2024 年公募基金和资产配置研究预告：计划推出《基金月观》、《量化配置策略》系列研究报告以及《基金面面观》研究路演，敬请期待。

风险提示：地缘风险超预期持续、中美关系超预期紧张

中泰期货 2024 年基金研究与资产配置年报

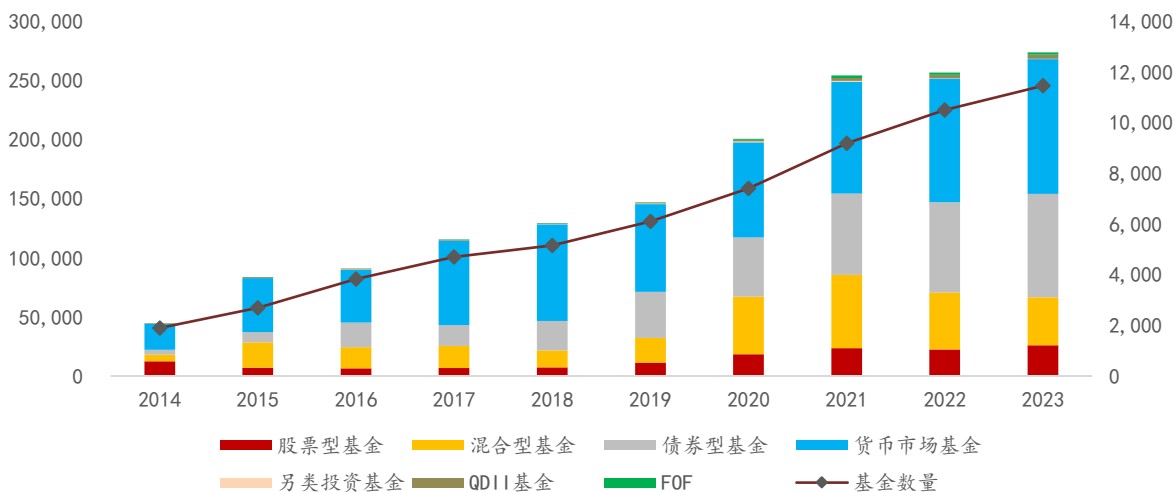
——逐步回暖，静待花开

一、2023 年公募基金市场发展情况

(一) 整体基金市场：资产净值升高，总数增幅边际递减

- 截至 2023 年 12 月 17 日，同花顺数据显示公募基金资产净值 27.45 万亿元，数量合计 11453 只，分别较去年末上升 6.61%、9.12%，行业规模较 2022 年有所修复并首次超过银行理财成为资管行业规模第一，但基金总数同比增幅边际递减的趋势仍未改变。
- 公募基金存量规模中，货币型基金市场规模总值 11.40 万亿元，同比提高 8.99%；非货币型基金 16.06 万亿元，同比提高 4.97%。按不同类型基金划分，除混合型基金和 FOF 的规模同比下滑 15.21%、12.56%外，股票型、债券型、QDII、商品型基金规模同比分别提高 15.54%、14.26%、18.77%和 26.43%。

图表 1：公募基金资产净值同比提高，总数同比增幅边际递减（单位：点）



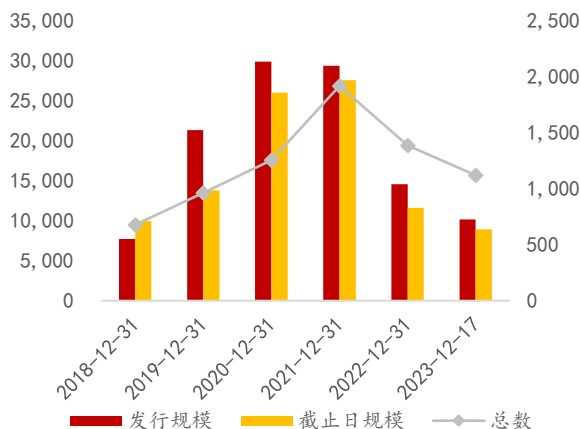
来源：iFind，中泰期货整理

(二) 新发基金市场：募集能力偏弱，债基规模占比最高

- 权益市场赚钱效益远不及预期，存量基金业绩表现疲软，新发市场亦受冲击，发行份额为 2020 年以来最低水平，其中 ETF 产品、债基产品发行延续主导。截至 2023 年 12 月 17 日，同花顺数据显示年度新成立基金总数 1120 只，同比减少 263 只；发行规模 10161.42

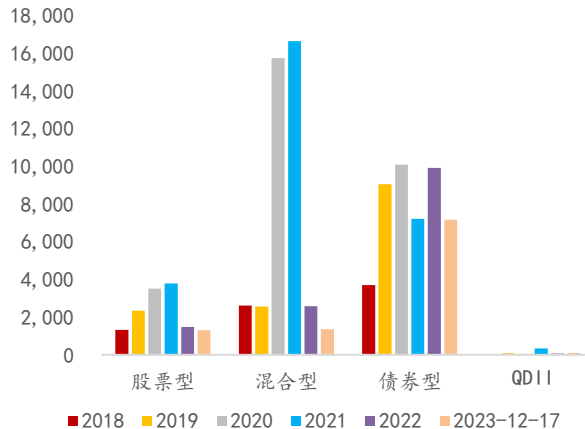
亿元，较去年 12 月 31 日减少 30.09%。按不同类型基金划分，除 QDII 同比增长近 50%外，股票型、混合型、债券型基金发行规模同比分别下滑 11.92%、47.27%和 27.67%，其中混合型基金和股票型基金录得连续两年下滑。

图表 2：新成立基金规模及数量（单位：亿元、只）



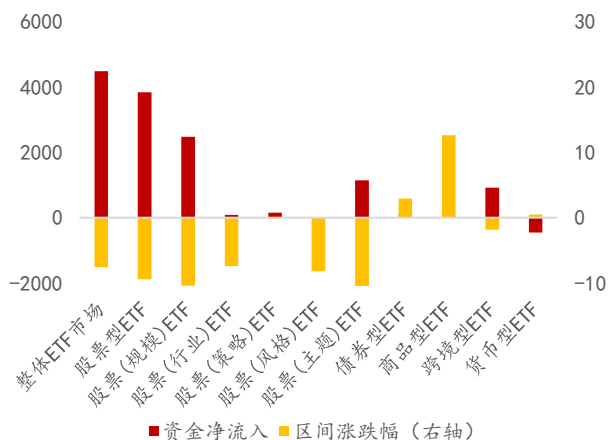
来源：iFinD，中泰期货整理

图表 3：不同类型新成立基金规模（亿元）



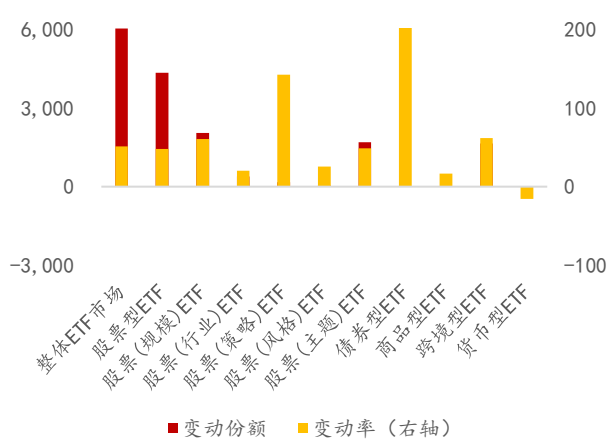
来源：iFinD，中泰期货整理

图表 4：ETF 市场表现（亿元、%）



来源：iFinD，中泰期货整理

图表 5：ETF 变动份额及变动率（亿元、%）



来源：iFinD，中泰期货整理

（三）行业政策改革：实行降费改革，普惠金融优化生态

- 第一阶段：2023 年 7 月 8 日，证监会发布《公募基金行业费率改革工作方案》。目前，国内大多主动型基金的管理费、托管费为 1.5%、0.25%，调整后上限分别下降 0.3%、0.05%。据中国经济时报报道，按照 2023 年 6 月底规模来估算，公募行业每年为投资者节约费用支出合计约 140 亿元，有利于投资者合理承担理财成本，同时多元化的费率结构不仅丰富产品类型，而且能够更好满足投资者差异化

需求，进一步提高行业竞争力。

- 第二阶段：2023 年 12 月 8 日，中国证监会研究制定《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定》并公开征求意见。数据显示，市场平均股票交易佣金费率约为万分之 2—万分之 2.5，近两年全市场公募基金的交易佣金费率平均约为万分之 7.72 左右，接近 4 倍左右水平，其中佣金主要集中于投研服务、渠道代销返佣、券商股东及软佣四个方面。据中国基金报基于 2022 年数据测算，降佣后全年佣金总额将由 188.7 亿元降至 126.4 亿元，降幅为 33%，每年为投资者节省 62.3 亿元的投资成本。

图表 6：行业费率改革两阶段内容

	标志性材料	内容一	内容二	内容三	内容四
第一阶段	《公募基金行业费率改革工作方案》	<p>稳步有序调降存量主动权益类公募基金费率。</p> <p>(1) 新产品注册方面，自 7 月 7 日起，新注册的主动权益类基金统一执行“管理费率不超过 1.2%、托管费率不超过 0.2%”的上限标准。</p> <p>(2) 存量基金方面，136 家基金管理人发布公告，将旗下存量主动权益类公募基金产品的管理费率、托管费率统一下调至 1.2%、0.2% 以下。</p>	<p>稳慎推出首批浮动费率试点产品。2023 年 8 月 25 日，中国证监会注册公募基金行业首批 20 只实施浮动管理费率试点产品，包括与投资者持有时长相挂钩的公募基金 9 只、与投资业绩相挂钩的公募基金 8 只、与产品规模相挂钩的公募基金 3 只。</p>	<p>进一步优化完善公募基金交易结算模式。2023 年 9 月 13 日，中国证监会正式印发《关于进一步优化公募基金管理人证券交易模式有关事项的通知》，推动券商交易模式提质增效、提升服务能力，同时允许符合条件的公募基金管理人根据自身业务发展需要自主选择交易模式，进一步降低中小基金管理人的运营成本，有效缓解费率改革对行业中小基金管理人的影响。</p>	
第二阶段	《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定》	<p>降低公募基金证券交易佣金费率。在全面实行股票发行注册制改革背景下，客观看待证券公司研究服务为提高基金管理人投研服务能力、助力权益类基金发展发挥的积极作用，同时合理调降公募基金的证券交易佣金费率。</p>	<p>降低证券交易佣金分配比例上限。结合行业实际情况，将权益类基金的佣金分配比例上限由 30%调降至 15%。考虑到小管理人的交易单元管理的难度和券商运营交易单元的成本，对权益类基金管理规模不足 10 亿元的管理人，维持佣金分配比例上限 30%。</p>	<p>强化内部制度约束和外部监督制约。落实中央金融工作会议精神，全面加强金融监管，明确基金管理人、证券公司相关禁止性行为及基金托管人的监督职责。中国证监会将全面加强交易行为监管，对相关违规行为从严从重问责。</p>	<p>进一步优化信息披露内容和要求。新增基金管理人层面整体交易佣金费率水平和分配情况披露要求，相关披露模板由基金业协会另行发布。</p>

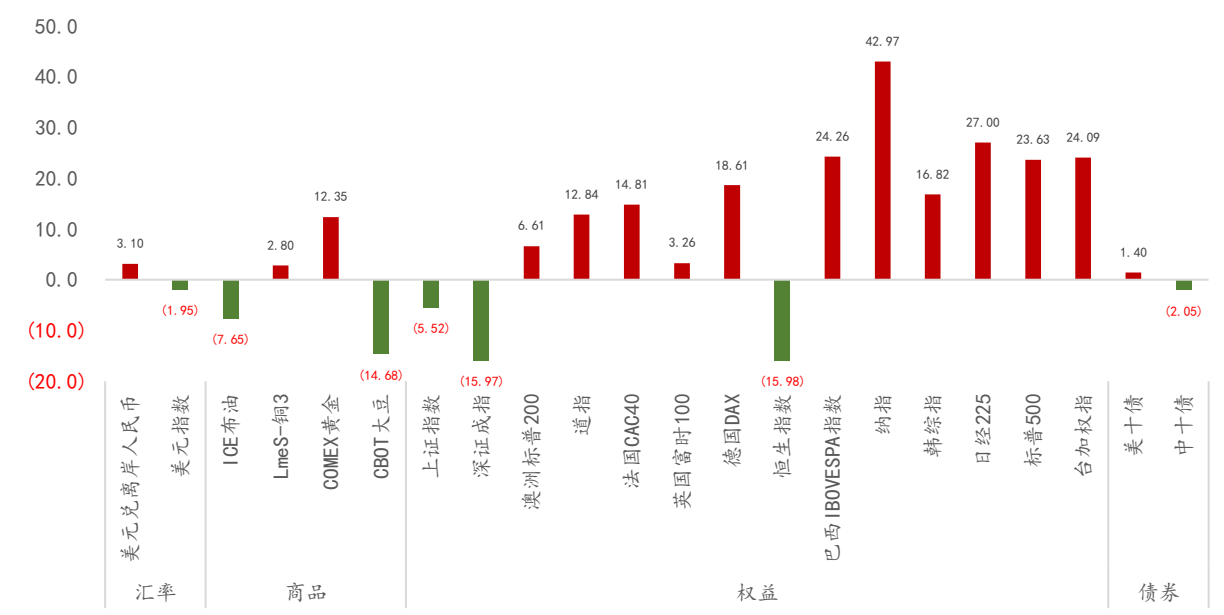
来源：中国证监会，中泰期货整理

二、2023 年公募基金大类策略业绩表现

（一）大类资产表现：中美周期错位，海内外资产表现分化

■ 2023 年，在有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多的背景下，中国经济经历了波浪式的复苏。贯穿全年主线的是中美周期持续错位下美国经济韧性推升软着陆预期为美联储超预期加息提供窗口与国内持续释放流动性的大环境引得海内外主要资产表现分化。年初至今，全球大类资产中海外权益和商品大类中的贵金属品种领涨，其中海外权益市场关键性股指在高利率环境下依赖经济韧性普遍收涨而国内 A 股以及港股市场明显回落；海外债市熊牛切换，美债收益率年内上行为主，特别是三季度 10Y 美债收益率破 5% 成为市场资产定价的核心要素，而中债收益率下行为主；离岸人民币兑美元小幅贬值，美元指数自身小幅下跌。

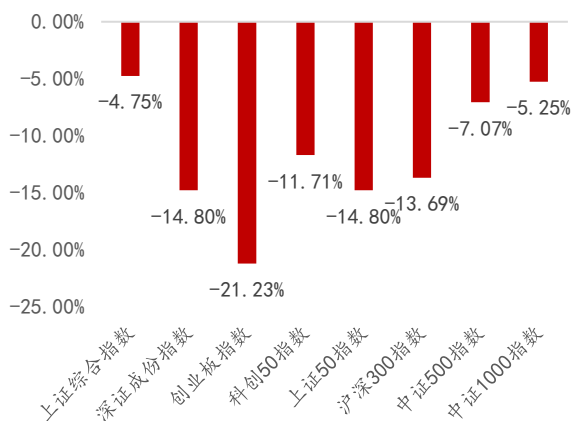
图表 7：2023 年以来海内外大类资产表现（%，债券收益率单位为 10BP）



来源：iFind，中泰期货整理

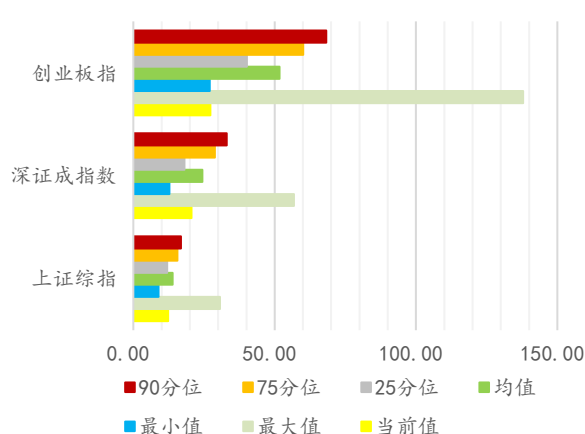
■ 国内权益方面，市场避险情绪较强，强预期与弱现实继续制约市场积极性，存量博弈下 A 股全年宽幅震荡，关键指数节奏上先扬后抑，整体偏弱，结构性分化明显。主题风格方面，小盘相对占优，价值风格表现抢眼。截至 12 月 17 日，全年各关键指数收益录得负值。

图表 8：部分宽基指数年度涨跌幅 (%)



来源：iFinD，中泰期货整理

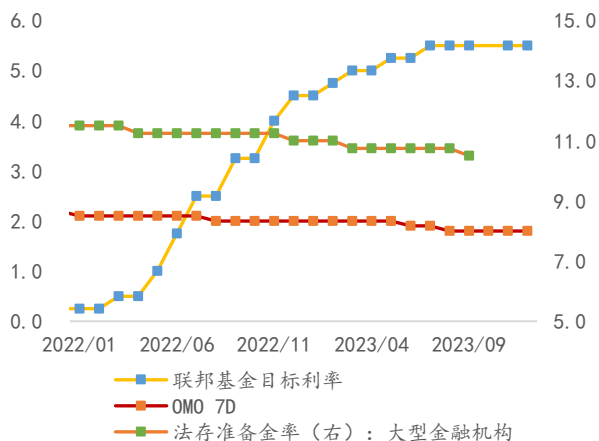
图表 9：部分指数估值处于低位



来源：iFinD，中泰期货整理

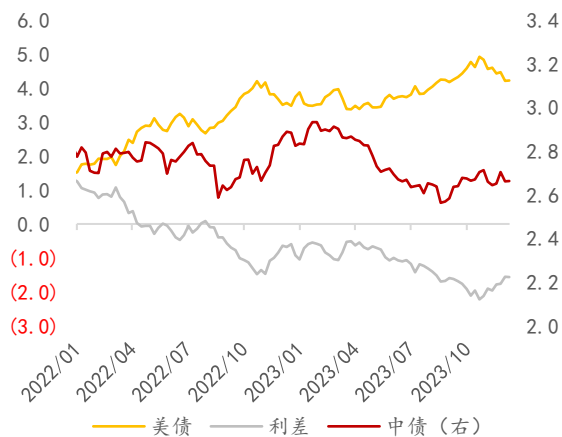
■ 国内固收方面，今年债市整体震荡走强，节奏上与去年表现出一定相似性。在经济偏弱运行背景下，资金利率流动性中性偏松，基本面与资金面双重作用下大致走出先上后下再上的格局。债券利率受资金面和政策面影响走势与资金利率相似，特别是三季度以来万亿国债增发、再融资债供给冲击导致资金面边际收紧。此外，中美年内延续错位，美联储累计加息 100bp，国内货币政策工具累计降息 20bp，中美政策利差扩大至 370bp。

图表 10：中美货币政策利率与中国法存准备金 (%)



来源：iFinD，中泰期货整理

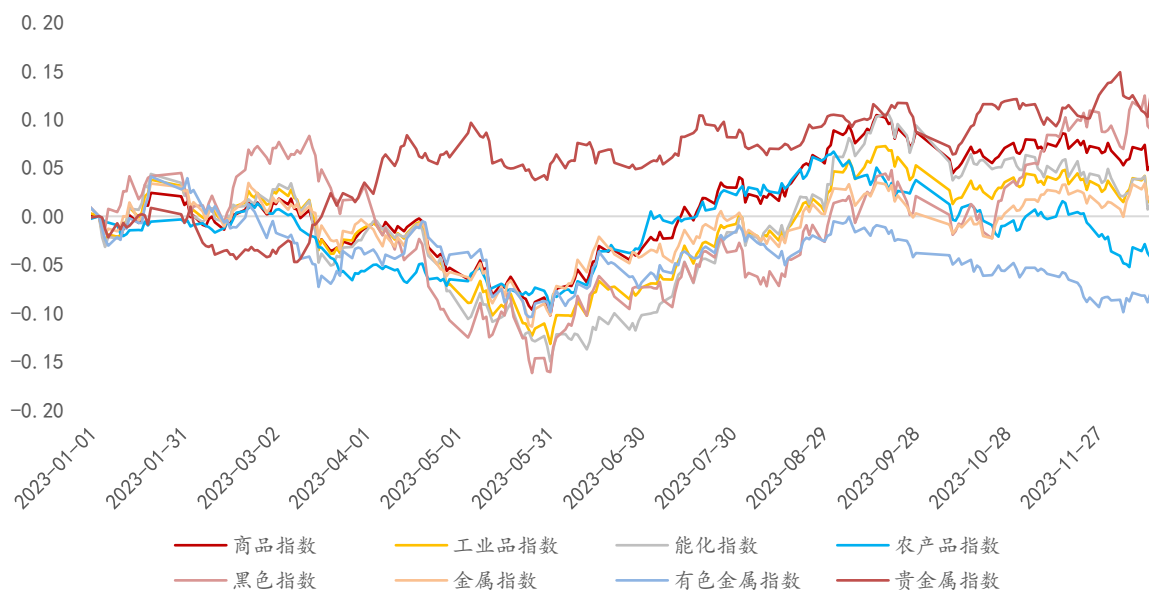
图表 11：10 年期中美国债收益率利差 (%)



来源：iFinD，中泰期货整理

■ 国内商品方面，以人民币计价的期货商品指数上半年多数表现下跌，多数商品在二季度强复苏预期反转后叠加低通胀预期迎来主要下跌。不过在 6 月份央行降息以来，叠加 PPI 低位反弹，低库存+主动去库存周期结束，稳增长发力等预期的交替接力下，多数商品在 6 月份迎来大幅反弹。

图表 12：2023 年主要商品指数表现



来源：iFinD，中泰期货整理

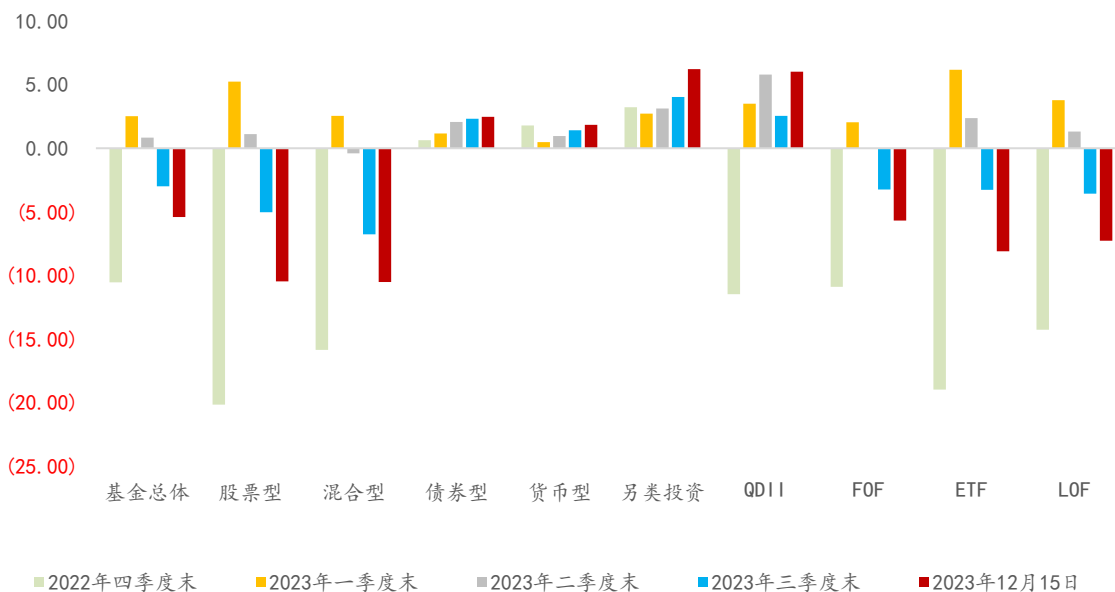
（二）基金季度表现：收益不及预期，市场赚钱效应仍欠佳

- 一季度，集中交易宏观政策转向及国内经济复苏预期增强，国内关键股指、国债均实现正增长，内需型商品例如黑色链条也呈现出宏观共振式反弹。值得注意的是，去年四季度公募基金大幅净赎回，今年一季度货基净申购居前映射出市场情绪面偏保守，但在各项数据陆续披露向好的态势下，情绪面逐步改善带动公募基金投资业绩上修。截至一季度末市场整体收益为 2.53%，其中 ETF 和股票型基金领涨，据公募基金一季报显示，债券型基金净赎回减少至 678.8 亿元。
- 二季度，国内经济增速动能明显放缓，环比回落斜率超预期，海外欧美银行业流动性风险事件、俄乌局势等因素交织，国内股市、商品以及人民币兑美元汇率共振下跌，国内债市持续走强，海外宏观不确定性上升压制国内风险资产偏好。截至二季度末市场整体收益回落至 0.84%，股票型、混合型与债基均跑输基准，特别是主动权益型基金股票仓位明显回落。
- 三季度，股、债、商、汇的整体表现明显分化，其中股市最弱、汇市跌幅放缓、商品资产中不同条线整体共振反弹、债市先扬后抑，从宏观驱动逻辑来看股市对国内经济基本面的反映较为悲观。截至

三季度末市场整体收益转负，录得-2.98%，其中债券型、货币型、另类投资及 QDII 基金录得正收益，股票型、混合型基金拖累明显，据第一财经报道，普通股票型和混合型基金平均每只基金单季度赎回 614.63 万份、1798.72 万份。

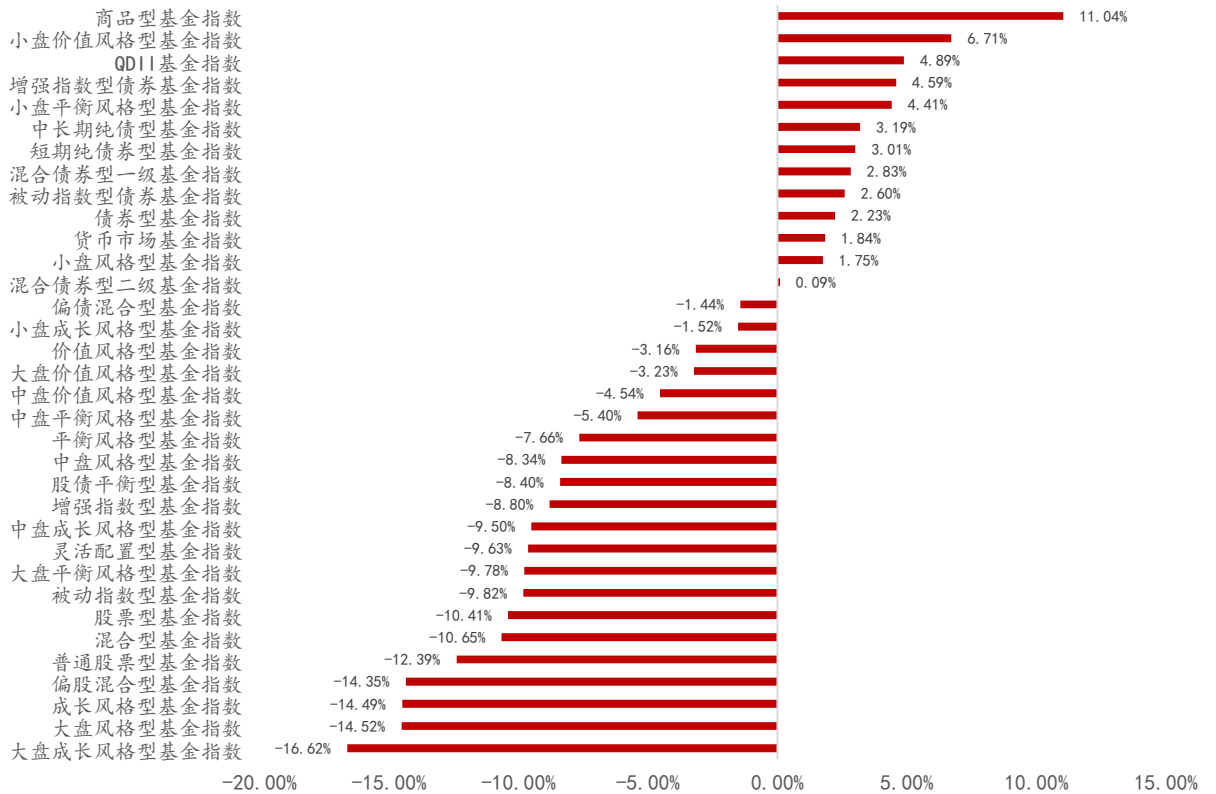
- 四季度（截至 12 月 17 日），美债收益率强势上行后回落，地缘风险加剧，沪指一度失守 3000 点整数关口，市场情绪持续悲观。尽管万亿增发国债落地，中美经贸关系存边际改善预期，国内增量举措高频落地等阶段性提振风险偏好，但是可持续性受限、增量资金入场积极性低，北上资金净流出格局延续，多空因素博弈下，截至 12 月 17 日市场整体收益跌幅扩大至-5.41%，股票型、混合型基金收益分别为-10.47%和-10.53%，债券型、货币型、另类投资及 QDII 继续正收益。

图表 13：公募基金市场业绩总览 (%)



来源：iFinD，中泰期货整理

图表 14：不同策略类型基金指数涨跌幅（单位：%）



来源：iFind，中泰期货整理

（三）大类策略表现：策略走势分化，权益市场拖累较明显

1. 权益方面

- 主动权益型基金：普通股票型基金、偏股混合型基金和灵活配置型基金收益率水平整体下滑，赚钱效应较差，全年告负。细分风格方面价值型风格相对抗跌，细分规模方面小盘风格表现稳健，小盘价值风格型基金指数全年录得 6.71% 的正收益，仅次于商品型基金指数，大盘成长风格型基金指数跌幅第一，全年 -16.62%。基金平均仓位方面，普通股票型、偏股混合型基金仓位分别较去年末提升 1.63%、3.37%。

图表 15：主动权益型基金业绩 (%)

	收益率	最大回撤	标准差	夏普比率
普通股票型	-12.39%	6.10%	12.67%	-1.19
偏股混合型	-14.35%	5.97%	12.65%	-1.35
灵活配置型	-9.63%	4.83%	9.95%	-1.24
上证综指	-4.75%	8.20%	11.57%	-0.65

来源：iFind，中泰期货整理

- 被动权益型基金：被动指数型基金、增强指数型基金收益率分别为-9.82%和-8.80%。场内基金合计 889 只，规模来看除货币型 ETF 规模缩水外，其余类型 ETF 规模均有所增长，股票型、债券型、商品型、跨境型 ETF 规模同比变化均在 25%以上，其中跨境型 ETF 规模增长高达 45.50%。股票型 ETF 合计 724 只，区间涨跌幅为-9.43%，除风格类 ETF 资金小幅净流出外，年内股票型 ETF 均呈现净流入局面，资金借股票 ETF 逆势布局思路保持。

图表 16：被动权益型基金业绩 (%)

	收益率	最大回撤	标准差	夏普比率
被动指数型基金指数	-9.82%	7.05%	12.92%	-0.97
增强指数型基金指数	-8.80%	35.29%	11.97%	-0.96
沪深 300 指数*0.95+货币基金*0.05	-13.35%	0.76%	13.10%	-1.23

来源：iFinD，中泰期货整理

2. 固收方面

- 从市场需求角度来看，波动相对低、回撤相对小的风险收益特征使得 2023 年固收类基金具备更优的投资性价比。
- 纯债型基金：纯债基金最主要的收益来源为债券的票息收益。全年看纯债资产整体震荡向上，由于短端利率处于相对高位，期限利差压至历史较低位，短端利率高带来更高票息收益使得短债型基金投资回报比优于中长期纯债基金。年内短债型基金录得 3.01%收益率，最大回撤 2.86%，中长期纯债型基金全年收益率为 3.19%，但由于今年以来中长端利率下行，信用利差收窄，8 月下旬起发生净值回撤，最大回撤 3.08%。

图表 17：纯债型基金业绩 (%)

	收益率	最大回撤	标准差	夏普比率
中长期纯债型	3.19%	3.08%	0.48%	0.96
短期纯债券型	3.01%	2.86%	0.27%	1.04
中债综合指数(总值)全价指数	1.15%	0.74%	0.04%	-

来源：iFinD，中泰期货整理

- 固收+基金业绩：风险资产表现欠佳使得固收+产品业绩表现分化，整体来看国内大环境对债市相对友好，固收大类策略表现出相对抗跌的特征。今年以来，混合债券型一级基金指数收益率仅次于短债型基金指数录得 2.83%，混合债券型二级基金指数收益率 0.09%，

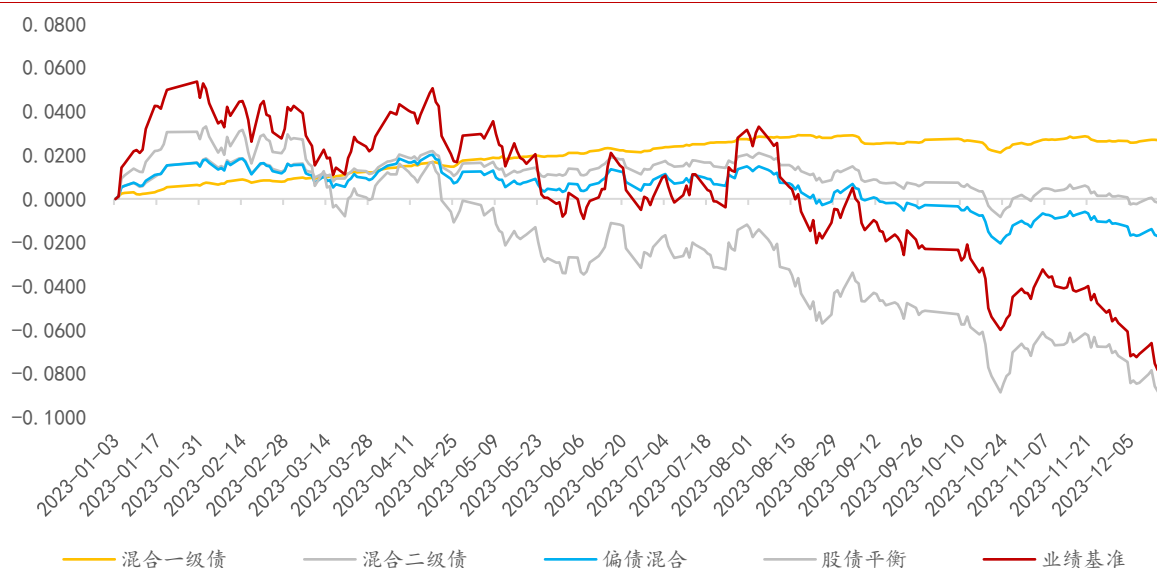
受权益资产下跌影响，偏债混合型基金指数录得-1.44%。

图表 18：固收+基金业绩 (%)

	收益率	最大回撤	标准差	夏普比率
混合债券型一级基金指数	2.83%	2.83%	0.80%	0.12
混合债券型二级基金指数	0.09%	2.14%	2.63%	-1.00
偏债混合型基金指数	-1.44%	4.89%	3.12%	-1.33
股债平衡型基金指数	-8.40%	16.88%	7.21%	-1.54
中债新综合财富指数收益率 *90%+沪深 300 指数收益率*10%	-7.68%	5.09%	8.76%	-1.19

来源：iFinD，中泰期货整理

图表 19：固收+产品业绩表现分化



来源：iFinD，中泰期货整理

3. 商品方面

- 商品型基金：由于世界部分经济体通胀以及国内稳增长发力等因素交替作用下，大宗商品抗通胀属性突出，商品市场年内上行 5.61%，全国期货交易市场 1-11 月累计成交量及成交额同比分别上涨 27.89%、6.89%，商品型基金表现抢眼，全年收益率在各类型策略排名中位居第一。截至 2023 年 12 月 15 日，全市场共计商品型基金 54 只，仅 6 只基金处于水下，近九成实现正收益。

图表 20：商品型基金业绩 (%)

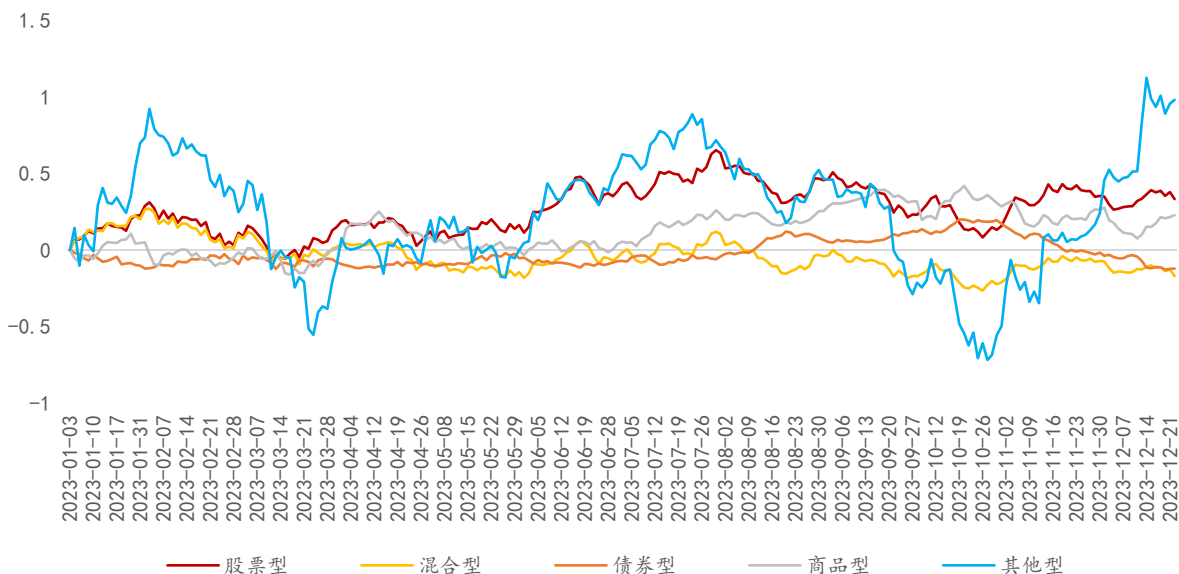
	收益率	最大回撤	标准差	夏普比率
商品型基金指数	11.04%	11.63%	8.45%	0.98
南华商品指数	5.61%	18.72%	13.36%	0.22

来源：iFinD，中泰期货整理

(4) QDII 基金方面

- 年内海外市场表现抢眼，QDII 基金涨幅全市场靠前。今年以来 QDII 股票型基金整体收益率 9.24%，其中持仓标的为纳指科技股为主的单只产品最高收益率为 62.65%，持仓标的主要为恒生指数的产品表现相对偏弱；混合型、债券型、商品型、其他型基金收益率分别为-2.99%、1.71%、5.34%以及 9.95%。商品型基金中黄金题材类涨幅均在 8%以上。

图表 21：QDII 基金业绩表现



来源：iFind，中泰期货整理

三、双维度大类资产配置研究框架

(一) 大类资产配置研究目标

- 总体目标：以资产定价和风险管理理论为基础，以公募基金产品为研究载体，结合学理研究和经验分析，从基本面和模型化两个维度开展大类资产配置研究，目标落脚点是构建形成高频率的大类资产配置输出方案。
- 大类资产配置输出方案包含两方面内容：一方面，从逻辑梳理出发，以较短的逻辑链条简明有力地生成大类资产配置观点，包括响应市场热点关注或突发情况，从大类资产优化配置的角度给出解读。另一方面，从量化研究出发，在现有量化资产配置模型基础上进行优化，构建自适应、对冲型、高频率的大类资产配置方案对外输出。

（二）基本面维度的大类资产配置研究

- 基本面维度的大类资产配置研究主要基于政策、资金、估值三个方面评估大类资产价格运动规律，形成大类资产走势研判和配置方案。
- 第一，政策方面关注全国和地方性经济政策、金融政策（货币、财政）、行业监管政策、碳排放政策等，从宏观激励和约束条件出发，解读政策对大类资产配置构成的客观环境，从历史角度出发，总结并归纳不同政策环境下大类资产响应效果和预期走势表现。
- 第二，资金方面关注金融市场流动性变化，由此延伸观察海内外流动性边际变化、地产供求关系和公募基金市场及产品资金流动动向，研究新时期金融市场流动性与大类资产价格走势的逻辑关系和数量关系，建立金融市场流动性跟踪框架，定期形成分析报告。
- 第三，估值方面关注大类资产定价中枢的价格运动过程，在时间序列维度和全球市场截面维度，基于定价中枢价格变化角度解读大类资产周期性变动规律，评估各大类资产当前估值处于低估或高估阶段，结合周期变动规律，形成关于大类资产配置的观点和方案。

（三）模型化维度的大类资产配置研究

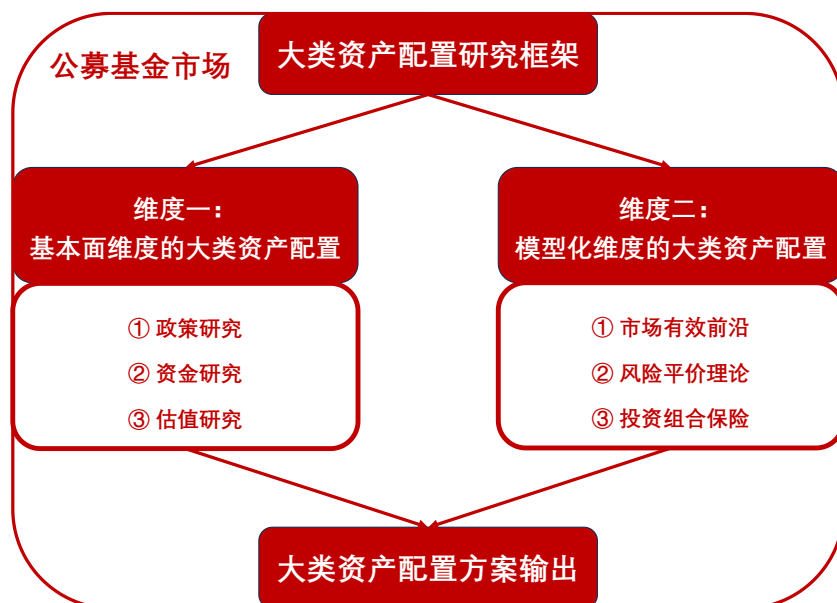
- 模型化维度的大类资产配置研究主要基于市场有效前沿、风险平价、投资组合保险三种理论构建大类资产配置量化策略方案。
- 第一，基于市场有效前沿，建立研究逻辑基础。市场有效前沿可以理解是市场能提供的最优的风险资产投资组合，以此为逻辑出发点，可形成关于大类资产配置的基本逻辑，即在一定目标函数下构建投资组合，并根据市场环境变化不断调整组合配置情况。由此，可以沿着市场有效前沿的思路探究如下问题，如在投资组合收益一定的条件下，通过将组合分散在低相关资产中，使得组合风险（方差）最小；或在投资组合风险一定的条件下，通过分散投资获取组合收益最大化。
- 第二，基于风险平价理论，搭建量化研究模型。风险平价理论较好地诠释了“风险分散”的投资理念，以此作为大类资产配置量化研究模型之一。该理论采用资产本身波动率作为风险度量指标，使得各

类投资标的自身风险对整体组合风险的贡献基本相等。一般来说，在各类指数中，固定收益类指数的波动率会显著低于权益类指数，故采用这类方法进行投资将会把大部分权重投资于固收类基金。

- 第三，基于投资组合保险，提升资产配置稳健性。投资组合保险策略是一种稳健的、建立“安全垫”的策略构建方法，提前锁定了基础收益，规避损失本金的风险，在此基础上再进行投资。具体方法是将投资组合大部分资金分配于无风险资产，在投资组合最低价值“相对可控、可调”的前提下，将剩余资金分配于风险资产，并随着市场条件变化动态调整风险资产和无风险资产的配置比例。这里，风险资产的配置同样可以采用风险平价等量化配置策略。

（四）大类资产配置研究框架图

图表 22：大类资产配置研究框架图



来源：中泰期货整理

四、2024 年大类资产配置展望

（一）权益方面：谨慎乐观，配置价值提升

- 展望明年，我们对股指运行持谨慎乐观态度。首先，DDM 模型分析，分子端，国内经济基本面延续结构性复苏概率较大，工业企业主动补库阶段有望开启，上市公司盈利基本面预期与现实博弈加深，大概率呈温和修复局面，再加上分母端偏低估值吸引力进一步加强以

及海内外基本面自身不确定性趋势下降，共同驱动指数层面明年震荡上行。其次，资金面分析，客观来看 A 股市场有从存量博弈向增量创新过渡的切实需要，但偏弱的资金面不仅需要额外政策加持还需要观察外资流入与国内资金形成共振的节奏，短期存量市格局或难逆转性改变。再次，市场风格与行业方面，无论是 2023 年内伴随 M2-M1 剪刀差持续扩大，小盘指数相对优势较为明显，还是统计角度折现率持续下行阶段小盘指数更加占优，均指向明年中小盘指数或更加值得期待。科技成长和顺周期行业或迎来较多机会。最后，从股债资产比价来看，A 股市场 2023 年内持续回调后当下股债风险溢价已处于 2014 年来高位，同时制约市场的部分负面因素也有积极变化趋势，权益资产配置价值持续提升。

图表 23：全 A 指数与股债风险溢价（点，%）



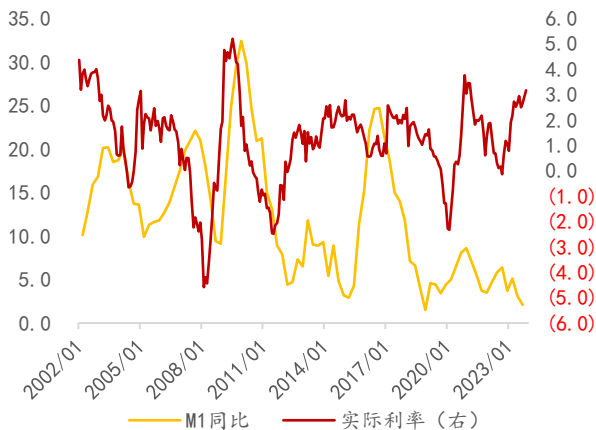
来源：iFinD，中泰期货研究所整理

（二）固收方面：稳健打底，固收+可关注

- 2024 年国内宏观政策将取向宽货币+宽财政的组合，OMO 政策利率可能会延续年度 20bp 的降幅以进一步支持国内经济复苏。尽管有政策托底，但经济复苏的高度、时间仍存不确定性，市场信心恢复并非一蹴而就需要时间消化，对债市的基本面形成一定支撑。需要注意的是，2024 年国内外政策利差或仍有一定压力，财政政策取向大概率更为积极。前面我们也提到对于权益方面，我们持谨慎乐

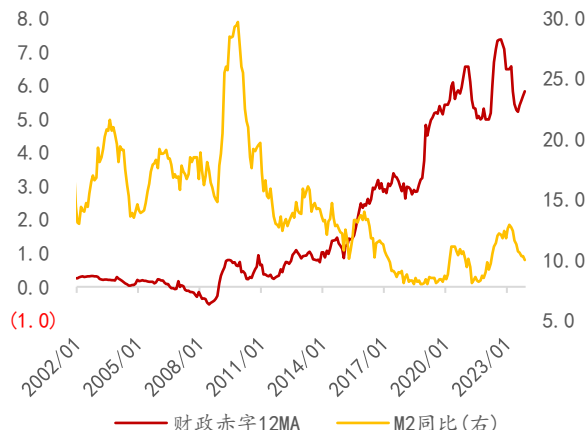
观的态度，固收产品在债券带来稳定收益的同时，也可适时关注权益市场增厚收益，固收+类产品值得关注。国债期货套利方面，预计资金中枢或下沉，国债期货低基差的状态有望修复，跨期价差也将重新走阔。

图表 24：资金活跃度与实际利率 (%)



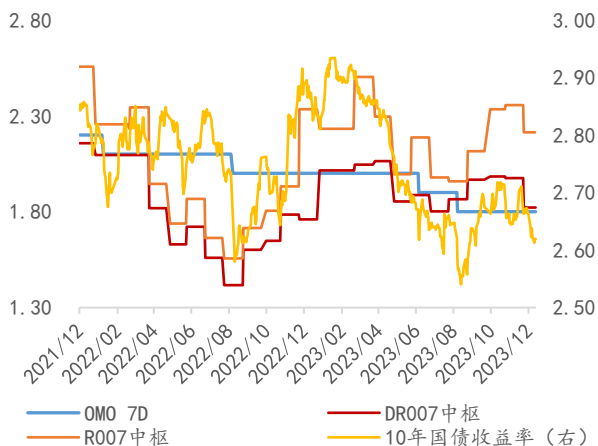
来源：iFinD，中泰期货整理

图表 25：财政赤字与货币供应量 (万亿人民币, %)



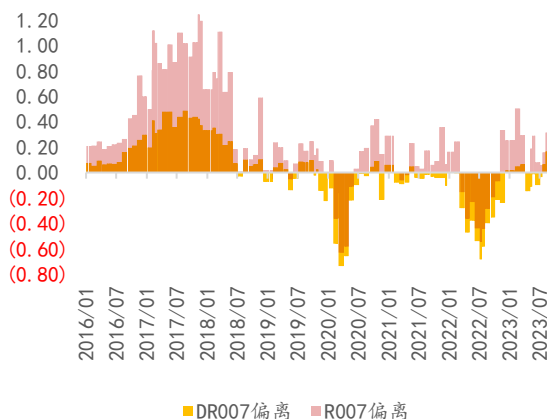
来源：iFinD，中泰期货整理

图表 26：资金中枢与国债收益率 (%)



来源：iFinD，中泰期货整理

图表 27：银行间质押式回购利率资金偏度 (%)



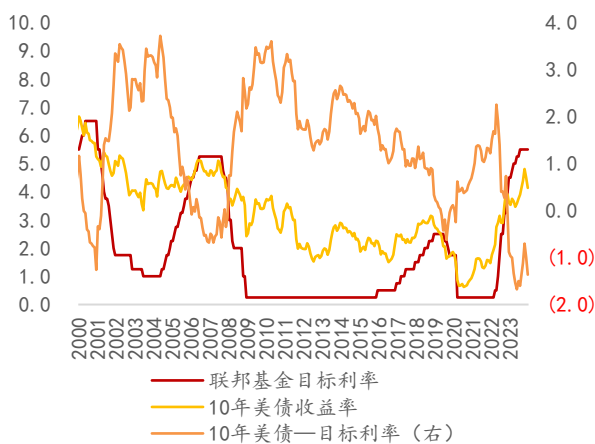
来源：iFinD，中泰期货整理

(三) 海外方面：均值回归，难续强势表现

- 今年 QDII 整体表现抢眼得益于美国财政加码宽松、美元指数强势以及美国新一轮技术革命提供机会，但我们认为 2024 年继续强势表现的较大压力，美股当前估值已处于历史高位，预计往后震荡加剧，不过明年美债下行确定性相对较高，美债基金可期待。欧元区经济增长前景较为疲弱，欧元区债券值得关注。明年美国将迎来经济重要考验年，经济增长下行趋势存在，着陆姿态存在不确定性。

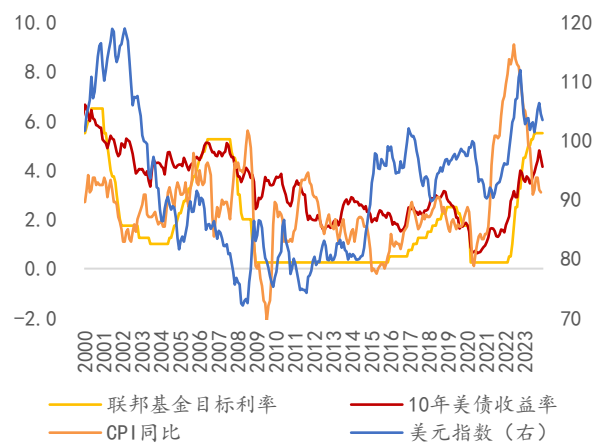
一是美联储货币政策加息结束+缩表情况下，美国财政政策向长期趋势归位的可能性较高，财务超预期扩张概率不大，期限溢价影响回落。二是在经济持续放缓、通胀温和下行等情形下，市场对于 2024 年降息较 FOMC 会议给出的 3 次降息更为乐观。三是尽管美元仍有一定的比较吸引力，但边际变化减弱，或在美联储货币政策取向宽松后趋于继续回落。往前看，美国经济下行的斜率，美国大选等因素需要密切跟踪。

图 28：美国金融周期与美债收益率 (%)



来源：iFinD，中泰期货整理

图表 29：美国金融周期、通胀与美元指数 (%、点)



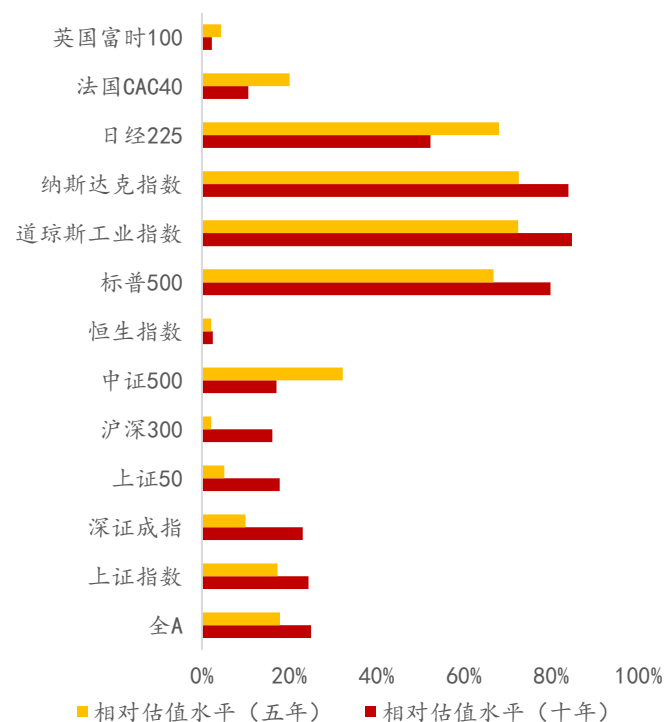
来源：iFinD，中泰期货整理

图表 30：全球关键性股指 PE-TTM (倍)



来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 31：全球关键性股指 PE-TTM 分位数 (%)



来源：iFinD，中泰期货研究所整理

五、2024 年公募基金和资产配置研究预告

（一）公募基金和资产配置研究月报

- 研究目标：锚定月度政策、资金、估值三个方面开展研究，落脚点在于理清市场基本面变化与公募基金大类策略月度表现并提供短期大类资产配置建议。
- 实施路径：拟推出《基金月观》研究报告。内容计划覆盖以下方面：一是回顾梳理月度重要政策，解读政策要点及对大类资产配置的潜在影响。二是从资金供给面及需求面的角度刻画金融市场流动性，建立流动性跟踪框架，延伸观察公募基金市场及产品资金流动动向。三是跟踪公募基金大类策略业绩表现，评估大类资产当前估值分位数水平及变化情况。四是形成短期大类资产配置建议。

（二）公募基金大类策略量化配置研究

- 研究目标：锚定市场有效前沿、风险平价、投资组合保险三种理论开展研究，落脚点在于构建系统化的量化配置投资框架以期在资产配置、行业配置等方面提供合理化建议。
- 实施路径：拟推出《量化配置策略》系列研究报告。内容计划涉及以下方面：一是以市场有效前沿为基础形成配置基本逻辑，根据市场基本面变化动态调控组合配置。二是以风险平价理论搭建量化模型，从各因子的预期波动率及相关性出发，通过对实际及预期风险贡献之间的偏离度进行优化得到最终资产配置权重。三是以投资组合保险提升配置稳健性。

（三）“基金面面观”月度线上路演

- 研究目标：锚定基金市场热点话题、相关政策及大类策略业绩表现，落脚点在于以通俗易懂的方式面向投资者，帮助投资者更好掌握基金市场动向。
- 实施路径：拟通过邀请基金经理面对面交流，从基金研究、基金市场最新动向探讨等角度出发，推出《基金面面观》研究路演。

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。