



Research and  
Development Center

# 公募基金产品布局，路在何方？

—— “破局”之产品篇

2024年12月30日

证券研究报告

金工研究

年度投资策略

于明明 金融工程与金融产品  
首席分析师

执业编号: S1500521070001

联系电话: +86 18616021459

邮箱: yumingming@cindasc.com

周金铭 金融工程与金融产品  
分析师

执业编号: S1500523050003

联系电话: +86 18511558803

邮箱: zhoujinming@cindasc.com

周君睿 金融工程与金融产品  
分析师

执业编号: S1500523110005

联系电话: +86 19821223545

邮箱: zhoujunrui@cindasc.com

吴彦锦 金融工程与金融产品  
分析师

执业编号: S1500523090002

联系电话: +86 18616819227

邮箱: wuyanjin@cindasc.com

孙石 金融工程与金融产品  
分析师

执业编号: S1500523080010

联系电话: +86 18817366228

邮箱: sunshi@cindasc.com

# “破局”之产品篇：公募基金产品布局，路在何方？

2024年12月30日

➤ 本文是“破局”系列报告第二篇——产品篇。“破局”系列报告汇聚了信达金工团队对当下市场环境及产品布局的思考，力求在高波市场和公募基金规模“瓶颈期”的双重考验下突破固有思维框架，为增量产品研发和存量资源分配贡献有价值、有依据、有特色的观点。本文是“破局”系列报告第二篇——产品篇。值此辞旧迎新，继往开来之际，我们将讨论重心置于如何为2025年公募基金产品谋篇布局的实际问题上。

➤ 细窥今年以来公募基金市场的存/增量动向。本文复盘了2024年以来公募基金市场存量规模的变化和新发布局的亮点。今年以来的产品/策略规模变化具备强右侧性，与权益行情变化息息相关，反映了投资者风险偏好的适应性调整。分品类来看，“宽基ETF流入、主动权益基金份额缩水”的直觉认识得到了翔实的数据验证；其中，宽基ETF除了在市场震荡或不确定性较强时对市场情绪的支撑作用显著，也逐渐成为投资者在反弹阶段偏好的配置工具。新发市场方面，基金发行“寒冬期”恐难言结束，权益类产品新发压力仍存。我们总结了新发市场的5处亮点，包括：（1）发起式基金助力基金公司“先有再优”式布局被动权益市场；（2）被动指数基金集中度较高，A500、0-3年政金债是股、债各自的时代主题；（3）各家管理人积极布局红利产品线，风格增强产品“白盒Beta+黑盒Alpha”模式受追捧；（4）全球资产配置需求兴起，QDII基金的覆盖范围不断拓展，场内和场外产品协同发展；（5）公募REITs常态化发行加速，高速公路和消费类资产最受青睐。基于以上认识，我们认为下一赛季的产品布局或可适当采取“以小博大”、“弯道超车”策略，选择有结构性行情支撑/受政策鼓励的细分品类。

关于2025年可能的规模增长点，我们自下而上甄选了绝对收益、量化指增、主动ETF、Smart Beta四大品类，并试图提出具体的解决方案。

➤ （1）绝对收益产品：现有策略升级与创新方法探索。我们从现有布局入手，讨论了当前的产品供给缺口和规模影响因素。展望2025年，我们认为后续“固收+”市场的核心需求将聚焦于两类品种：低波稳健型“固收+”产品和收益增强型“固收+”产品。对于传统低波稳健型“固收+”，我们认为仍旧可以通过“+权益”的方式解决，并在此基础上讨论了择时必要性和“+”端资产选择问题；对于更高收益目标的增强型“固收+”产品，我们认为可以运用创新资产（比如海外债、REITs、商品等）参与策略构建。

➤ （2）800指增：“800>300+500”。在量化指数增强产品的语境下，“800”和“300+500”究竟孰优？沪深300、中证500与中证800中的有效选股因子是否有差异？2018年之前，不同市场规模的指数在因子有效性和模型解释能力上具有一定的一致性，而在2022年之后，300与500的有效因子开始产生一定的分化。从量化测算的维度，我们发现不论是基于真实的选股因子，还是基于通过未来数据随机生成的选股因子，800指增略优于300+500指增。从实际产品层面分析，我们认为800指增或更有优势。首先，800指增在权重上更灵活，而300+500指

增需要严格按照 300 与 500 在 800 中的权重占比进行配置。其次，800 指增除了 300+500 的细分选股方式，也可以采用其他划分方式，且得益于成分股更多，稳健性可能更高，最后，对于 FOF 投资人来说，投资 300 指增与 500 指增存在定期再平衡的基金申赎费用，而投资 800 指增有费率优势，也更加省心。

- **(3) “主动被动化”和“被动主动化”中的产品缺口。**“主动被动化”：主动 ETF 低费率、透明化、alpha 增厚等优势兼而有之，相关业务在国内尚处于一片蓝海。对标美国市场，国内主动 ETF 尚且处于起步阶段，未来的发展路径推测为**宽基指增 ETF**→**行业指增 ETF**→**无基准指增 ETF**；随着投资者对于流动性需求的上升，主动 ETF 或将受到青睐。“被动主动化”：结构性行情中，Smart Beta 产品有助于捕捉广泛、持久的回报驱动因素，或因其简单、低成本、透明、系统化等优势脱颖而出。对标美国市场，国内 Smart Beta 产品在渗透率上仍有不足，可继续作为权益产品线规模增长的有效抓手。
- **风险因素**：结论基于历史数据，在市场环境转变时模型存在失效的风险。

## 目录

1. 细窥今年以来公募基金市场的存/增量动向.....	6
1.1 存量市场：哪些产品/策略的规模在上升/下降？.....	6
1.2 新发市场：细分品类不乏亮点，权益类新发仍旧承压.....	9
2. 下一赛季可能的规模增长点与解决方案.....	16
2.1 绝对收益：现有策略升级与创新方法探索.....	16
2.2 800 指增：“800>300+500”.....	26
2.3 “主动被动化”和“被动主动化”中的产品缺口.....	33
3. 总结与思考.....	40
附录：信达金工选股因子库架构.....	41

## 表目录

表 1：2024Q1-Q3 公募基金市场规模变化情况（不含 ETF 联接基金）.....	7
表 2：今年以来，新成立被动权益基金跟踪指数及合计份额（亿份）.....	12
表 3：今年以来，主动权益型基金新成立规模 TOP20.....	12
表 4：今年以来，QDII 基金新成立规模 TOP10.....	14
表 5：今年以来，REITs 基金新成立规模 TOP10.....	14
表 6：按万得二级分类，公募基金的历年收益率中枢分布(%).....	16
表 7：按万得二级分类，公募基金的历年波动率中枢分布(%).....	17
表 8：信达金工“固收+”基金重分类标准.....	18
表 9：近 1 年规模扩张较多的“固收+”基金 TOP20.....	19
表 10：不同市场环境下“固收+”基金规模变化对比（2021 年 vs. 近 1 年）.....	20
表 11：不同权益仓位下“固收+”基金的分年收益率、最大回撤与波动率分布.....	21
表 12：重分类口径下，2019 年以来“年年实现正收益”的基金数量占比.....	22
表 13：CPPI 策略参数一览.....	23
表 14：CPPI 策略分年收益风险对比.....	24
表 15：300、500 与 800 域中选股因子 RankIC 均值（分年）.....	26
表 16：指增策略相对于各自基准的分年度超额收益.....	28
表 17：指增策略单边年化换手率.....	28
表 18：300 指增策略在不同换手约束下的超额收益.....	29
表 19：300 指增策略在不同换手约束下的超额收益波动比.....	29
表 20：500 指增策略在不同换手约束下的超额收益.....	29
表 21：500 指增策略在不同换手约束下的超额收益波动比.....	29
表 22：800 指增策略在不同换手约束下的超额收益.....	29
表 23：800 指增策略在不同换手约束下的超额收益波动比.....	29
表 24：800 指增策略分年度超额收益风险特征指标.....	30
表 25：300+500 指增策略分年度超额收益风险特征指标.....	30
表 26：Lasso 回归系数余弦相似度，沪深 300 与中证 500，以及在中证 800 不同市值域中.....	32
表 27：主动 ETF 产品规模 TOP10.....	36
表 28：JEPI 持仓美股与 ELN 情况.....	37
表 29：主动 ETF 管理规模机构 TOP10.....	37
表 30：国内不同类型基金平均费率对比.....	38
表 31：信达金工选股因子库架构.....	41

## 图目录

图 1：今年以来，各类型 ETF 累计净流入额（亿元）.....	8
图 2：今年以来，宽基 ETF 每周及累计净流入额（亿元）.....	8
图 3：跟踪重要指数的宽基 ETF 累计净流入额（亿元）.....	8
图 4：今年以来，行业 ETF 累计净流入额（亿元）.....	8
图 5：主动权益基金份额连续 5 个季度下降.....	9
图 6：主动权益基金仓位持续高水平运行.....	9
图 7：今年以来，新发基金数量及总份额（单月值）.....	9
图 8：今年以来，各类型基金新发数量（单月值）.....	9
图 9：今年以来，各类型基金累计新发份额占比（%）.....	10
图 10：今年以来，各类型基金累计新发平均份额（亿份）.....	10
图 11：今年以来，发起式基金“满三年即退出”数量.....	10
图 12：非发起式基金与发起式基金新成立数量（分年值）.....	11
图 13：按成立年份，发起式股票型基金首募规模分布（亿份）.....	11

图 14: 分类型发起式基金新成立数量 (分年度) .....	11
图 15: 今年以来, 发起式基金新成立数量分布 (按二级分类) .....	11
图 20: “固收+”基金分类型规模 (亿元) .....	18
图 21: 近 1 年规模正增长的“固收+”基金收益风险分布 .....	18
图 22: 近 1 年规模负增长的“固收+”基金收益风险分布 .....	18
图 23: 2021 年规模正增长的“固收+”基金收益风险分布 .....	20
图 24: 2021 年规模负增长的“固收+”基金收益风险分布 .....	20
图 25: 不同权益仓位下“固收+”基金的数量 .....	21
图 26: 不同权益仓位下“固收+”基金的规模 (亿元) .....	21
图 27: 万得股/债基指数与 20/80 模拟组合净值表现 .....	22
图 28: 万得债基指数与 20/80 模拟组合分年收益率与超额 (%) .....	22
图 29: “固收+”基金权益仓位的绝对偏离幅度 .....	23
图 30: “固收+”基金各期含权资产配置比例均值 .....	23
图 31: “+”端配成长的固收+策略净值模拟 .....	24
图 32: “+”端配价值的固收+策略净值模拟 .....	24
图 33: “+”端配红利低波的固收+策略净值模拟 .....	24
图 34: 预测未来 5 个交易日的均价收益率, 数据划分示意图 .....	26
图 35: 300、500 与 800 域中选股因子 RankIC 均值 (MA250) .....	26
图 36: 300、500 与 800 域中因子 Lasoo 回归系数不为 0 占比 .....	27
图 37: 300、500 与 800 域中 Lasso 回归系数的余弦相似度 .....	27
图 38: 指增策略相对于各自基准超额净值 .....	28
图 39: 800 指增与 300+500 指增超额净值 .....	30
图 40: 800 指增相对 300+500 指增的超额收益 .....	30
图 41: 随机稳定因子构造的策略, 800 指增相对 300+500 指增的超额收益 .....	31
图 42: Brown Brothers Harriman 大中华投资者意愿调研 .....	33
图 43: 信达金工主动 ETF 分析框架 .....	34
图 44: 全球主动 ETF 规模接近万亿 .....	35
图 45: BlackRock 全球主动 ETF 管理规模回顾及预测 .....	35
图 46: 全球主动 ETF 分策略数量分布 .....	35
图 47: 全球主动 ETF 分策略规模分布 (亿美元) .....	35
图 48: 主动 ETF 规模超过 100 亿美元的细分方向数量及规模 .....	36
图 49: 指增策略 ETF 整体规模变动情况 .....	38
图 50: 国内 Smart Beta 产品规模 (亿元) 及占比 .....	39
图 51: 美国 Smart Beta 产品规模 (亿美元) 及占比 .....	39

## “破局”之产品篇：公募基金产品布局，路在何方？

“破局”系列报告汇聚了信达金工团队对当下市场环境及产品布局的思考，力求在高波市场和公募基金规模“瓶颈期”的双重考验下突破固有思维框架，为增量产品研发和存量资源分配贡献有价值、有依据、有特色的观点。

本文是“破局”系列报告第二篇——产品篇。值此辞旧迎新，继往开来之际，我们将讨论重心置于如何为 2025 年公募基金产品谋篇布局的实际问题上；本文复盘了 2024 年以来公募基金市场存量规模的变化和新发布局的亮点，发现今年存量产品规模变动具备明显的阶段性特征，与行情高度相关且存在显著右侧性；新发方面，受市场行情影响，今年以来权益类产品新发仍旧承压，但结构不乏亮点，被动指数/红利/公募 REITs 等有结构性行情支撑/受政策鼓励的品类更为匹配投资者当下的财富管理需求。在此基础上，我们从自下而上的视角出发，探讨了公募基金市场未来可能的规模增长点，包括但不限于绝对收益、800 指增、主动 ETF 和 Smart Beta 产品等，并提供了相应的解决方案设想。

### 1. 细窥今年以来公募基金市场的存/增量动向

#### 1.1 存量市场：哪些产品/策略的规模在上升/下降？

2024Q1-Q3，公募基金市场每一阶段的资金流向均呈现了鲜明特色，与行情高度相关且存在显著右侧性。上半年投资者偏好集中于收益稳定的低风险资产（货基、短债及中长债基、被动债基等）。随着权益市场在三季度末尾迎来修复和反弹，被动权益基金（主要是 ETF）崭露头角；与此同时，主动权益基金的表现有所改善，但仍然面临资金净赎回的压力。

我们梳理了 2024Q1-Q3 市场上各类产品/策略的规模变化，具体来看：

(1) 2024Q1，规模增量集中在货币市场型基金，单季度规模扩张超过万亿。非货基金中，被动指数型基金、中长期纯债型基金以及短债型基金规模增长较多；相比之下，二级债基和偏股混基金的规模下降相对较为明显。相较于 2023Q4，资金偏好未见显著变化，仍偏向于收益稳定的低风险资产，货基、中长债基和短债基的规模扩张尤为突出；在股票型和混合型产品中，仅被动指数型基金实现了规模正增长，其余品类均出现不同程度的缩水。

(2) 2024Q2，规模增量集中在货币市场型基金和中长期纯债型基金，同时短债基、被动指数型债券基金和一级债基也表现出较强的增长势头。在这一阶段，资金仍旧偏好收益稳定的低风险资产，但整体增长呈现出更多元化的特点；货基规模扩张幅度有所收窄，而各类型债券基金的规模扩张幅度普遍明显提升。此外，主动权益基金和二级债基的资金流出有明显改善。

(3) 2024Q3，规模增量集中在被动指数型基金，其中 ETF 是推动增长的主要力量。与此同时，短债基和货基的规模显著下降，赎回体量位居前列；大量资金借道 ETF 渠道入市，为公募基金和权益市场贡献了显著的资金净流入。随着权益市场在 9 月末迎来快速修复和反弹，主动偏股型基金的总规模也从此前的持续缩水转变为扩张，但仍然面临一定的净赎回压力。此外，货币市场型基金和债券类基金的整体规模和份额均呈现双双回落。

**表 1: 2024Q1-Q3 公募基金市场规模变化情况 (不含 ETF 联接基金)**

Wind一级分类	Wind二级分类	数量_23Q4	数量_24Q3	数量增量	规模(亿元)_23Q4	规模(亿元)_24Q1	规模(亿元)_24Q2	规模(亿元)_24Q3	近1年规模变化趋势	近1年规模增量(亿元)	收益中位数_23	收益中位数_24ytd	收益变化趋势
股票型基金	普通股票型基金	553	566	13	5,813.17	5,341.50	5,094.44	5,573.86		-239.31	-12.55%	5.89%	18.44%
	被动指数型基金	1036	1159	123	17,603.08	20,791.46	20,964.04	30,992.54		13,389.45	-9.23%	14.34%	23.56%
	增强指数型基金	263	279	16	1,947.48	1,918.19	1,930.14	2,298.21		350.73	-7.99%	12.75%	20.74%
混合型基金	偏债混合型基金	747	725	-22	3,629.03	3,275.33	3,041.16	2,826.13		-802.90	-0.38%	5.50%	5.89%
	偏股混合型基金	2361	2511	150	22,541.18	21,149.66	20,439.82	22,105.68		-435.50	-14.17%	4.93%	19.10%
	平衡混合型基金	25	26	1	350.80	345.37	329.17	343.72		-7.07	-5.40%	5.96%	11.36%
	灵活配置型基金	1408	1377	-31	10,522.87	9,839.62	9,468.14	9,751.28		-771.60	-8.81%	5.19%	13.99%
	短期纯债型基金	338	341	3	10,142.55	12,069.29	15,073.99	12,818.66		2,676.11	3.36%	2.94%	-0.42%
债券型基金	中长期纯债型基金	1889	2028	139	56,553.92	59,060.77	64,378.40	64,283.58		7,729.66	3.54%	4.52%	0.99%
	混合债券型一级基金	409	420	11	6,873.63	7,227.11	8,430.72	7,808.83		935.21	3.65%	4.65%	1.00%
	混合债券型二级基金	541	585	44	8,636.39	7,173.45	7,803.60	7,168.29		-1,468.10	0.69%	5.04%	4.35%
	被动指数型债券基金	250	299	49	7,749.16	7,383.71	9,828.51	10,095.48		2,346.32	2.89%	4.22%	1.32%
	增强指数型债券基金	1	1	-	19.62	29.29	37.86	26.60		6.98	5.20%	8.24%	3.05%
	可转换债券型基金	38	38	-	462.20	386.99	488.26	449.61		-12.59	-3.18%	4.03%	7.21%
	货币市场型基金	370	370	-	112,780.37	124,905.77	131,878.67	130,334.17		17,553.80	1.89%	1.62%	-0.26%
REITs	REITs	30	47	17	957.89	1,078.33	1,166.34	1,313.95		356.05	2.54%	1.17%	-1.38%
另类投资基金	商品型基金	18	18	-	320.49	390.47	554.54	600.00		279.51	15.85%	26.30%	10.46%
	股票多空	23	23	-	82.64	86.43	87.83	83.49		0.85	-0.10%	-1.66%	-1.56%
	类REITs	1	1	-	30.79	29.91	29.94	30.42		-0.37	2.47%	1.59%	-0.88%
FOF基金	股票型FOF基金	8	7	-1	9.76	9.02	8.69	8.90		-0.87	-13.58%	7.06%	20.63%
	混合型FOF基金	461	474	13	1,497.78	1,421.75	1,349.13	1,416.40		-81.38	-5.22%	4.32%	9.54%
国际(QDII)基金	债券型FOF基金	17	19	2	47.19	38.35	37.03	47.64		0.45	1.30%	3.77%	2.47%
	国际(QDII)股票型基金	144	155	11	3,020.40	3,368.55	3,492.56	4,246.34		1,225.94	4.15%	20.04%	15.89%
	国际(QDII)混合型基金	55	56	1	417.32	433.57	447.11	490.73		73.41	-9.80%	12.09%	21.89%
	国际(QDII)债券型基金	25	25	-	184.74	295.06	334.98	381.94		197.20	2.91%	2.28%	-0.62%
	国际(QDII)另类投资基金	17	17	-	29.93	32.36	34.55	37.82		7.90	8.59%	10.50%	1.91%
<b>总计</b>		<b>11028</b>	<b>11567</b>	<b>539.00</b>	<b>272,224</b>	<b>288,081</b>	<b>306,730</b>	<b>315,534</b>		<b>43,310</b>			

资料来源: 万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期: 2024/1/1-2024/9/30

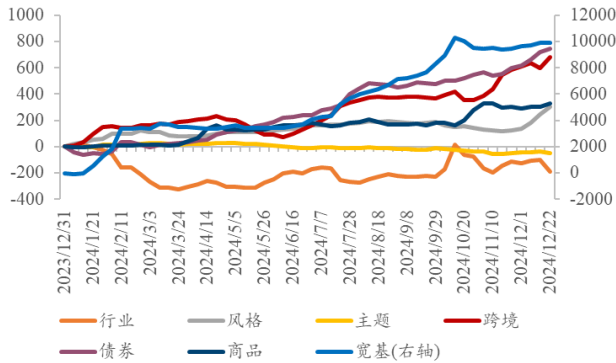
分类型来看, 宽基 ETF 承接大量资金净流入, 主动权益基金份额持续缩水。在本系列首篇报告《指数基金规模屡创新高, 主动股基 Alpha 何时回归?》中, 我们重点讨论了国内指数化趋势的历史、现状及影响因素, 这也是今年以来公募市场中最为重要的现象之一; 截至 2024Q3, 被动股基在持股规模上已然超越主动股基, 总规模与主动股基已然相当, 形成“二分天下”的鼎立格局, 具备了更强的定价权。进一步地, 我们在本节中对比了 ETF 与主动股基的规模变动与资金流向。

受益于上市基金更高频、实时的数据披露, 我们得以根据 ETF 的成交均价和份额变动较为精细地估算其净流入动向; 统计发现, 宽基 ETF 除了在市场震荡或不确定性较强时对市场情绪的支撑作用显著, 也逐渐成为投资者在反弹阶段偏好的配置工具, 有助于推动资金高效、低成本、分散化配置, 在居民财富管理中的作用愈发关键。基于跟踪指数类型, 我们将市场上现存 ETF 产品分为宽基、行业 (TMT、金融、消费、周期制造)、风格、主题、跨境、债券、商品等大类。今年以来 (截至 2024/12/20), 各类型 ETF 累计净流入 1.18 万亿元, 其中宽基 ETF 累计净流入近 0.99 万亿元, 是今年行情中不可忽视的托举力量。(1) 从时间序列上看, 宽基 ETF 除了在市场震荡或不确定性较强时, 对市场情绪的支撑作用显著 (比如 1-2 月、7 月-9 月中旬), 也逐渐成为投资者在反弹阶段偏好的配置工具 (“924 行情”中, 宽基 ETF 大幅净流入与权益宽基上行同步出现)。(2) 我们展示了今年以来 (截至 2024/12/20) ETF 净流入额超百亿的细分宽基指数数累计净流入节奏。从结构上看, 沪深 300 累计净流入额最高 (约 5565.13 亿元), 中证 A500 次之 (约 1892.55 亿元, 产品上市后市场份额迅速扩张; 10 月中旬, 首批 A500ETF 正式上市后吸引大量资金净流入, 并和沪深 300 等指数呈现了一定的“搬家”效应), 再次为中证 500、中证 1000 等中小市值类产品。此外, 行业 ETF 的净流入结构中也包含大量信息。今年前三个季度中, 各行业板块 ETF 资金均呈现净流出态势; 但四季度以来却呈现出“消费板块资金净流入, 金融、周期板块资金净流出”

的差异化情形。这表明，政策催化下，投资者对消费复苏、内需回暖的发展情景有所期待，并积极通过ETF参与结构性行情布局。

与指数产品的蓬勃发展相比，主动权益基金整体表现疲软；尽管借助9月末的市场反弹实现了止跌回升，但其总份额已连续5个季度环比下降。我们延续报告《指数基金规模屡创新高，主动股基Alpha何时回归？》中对主动权益基金（主动股基）的定义，统计发现：截至2024Q3，主动权益基金份额5.29万亿份，自2023Q2高点（5.96万亿份）已连续5个季度下降，总降幅超过10%，且2024Q3环比降幅（2.91%）较Q2（1.77%）有所扩大。与此同时，主动权益基金整体仓位中枢基本维持在80%-90%的高水平，受合同约束并未随市场涨跌调整。

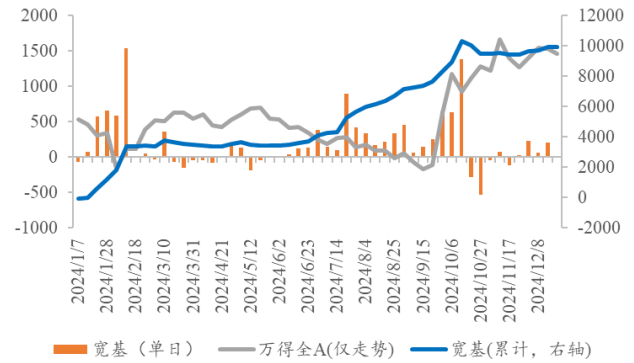
图1：今年以来，各类型ETF累计净流入额（亿元）



资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：2024/1/1-2024/12/20

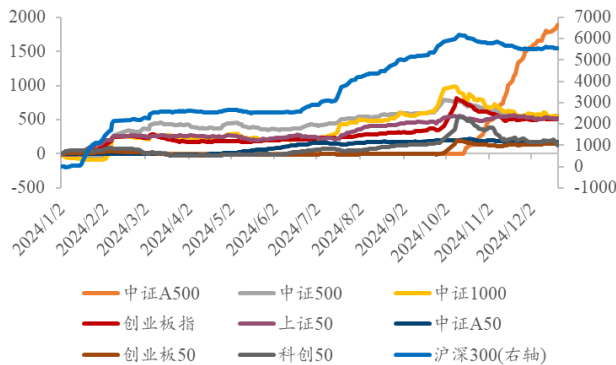
图2：今年以来，宽基ETF每周及累计净流入额（亿元）



资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：2024/1/1-2024/12/20

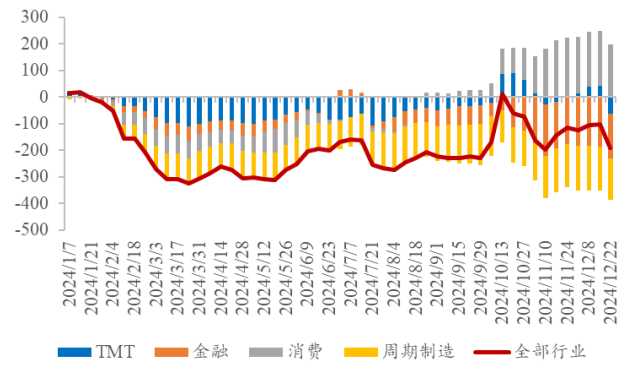
图3：跟踪重要指数的宽基ETF累计净流入额（亿元）



资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

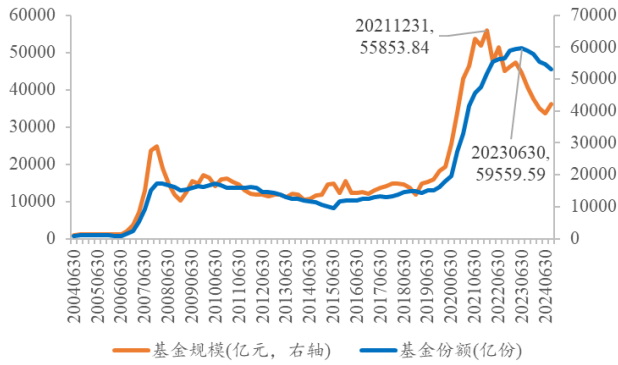
统计日期：2024/1/1-2024/12/20

图4：今年以来，行业ETF累计净流入额（亿元）



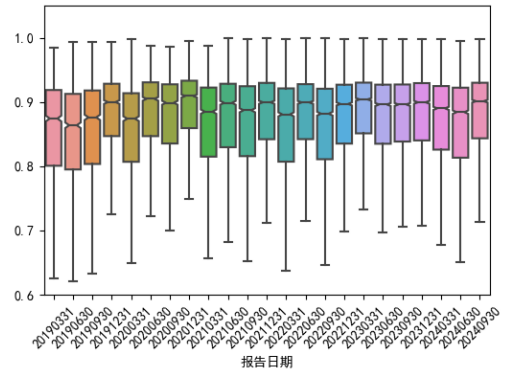
资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：2024/1/1-2024/12/20

**图 5：主动权益基金份额连续 5 个季度下降**


资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：截至 2024/9/30

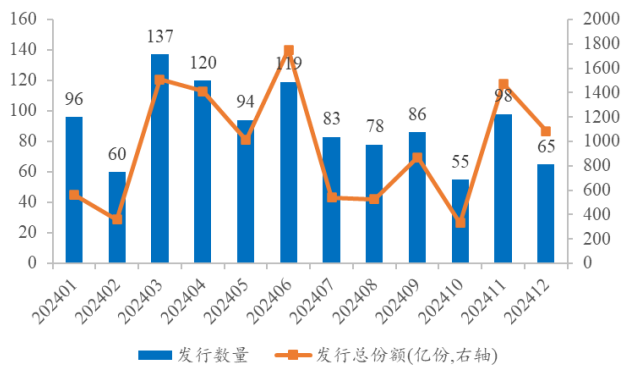
**图 6：主动权益基金仓位持续高水平运行**


资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：截至 2024/9/30

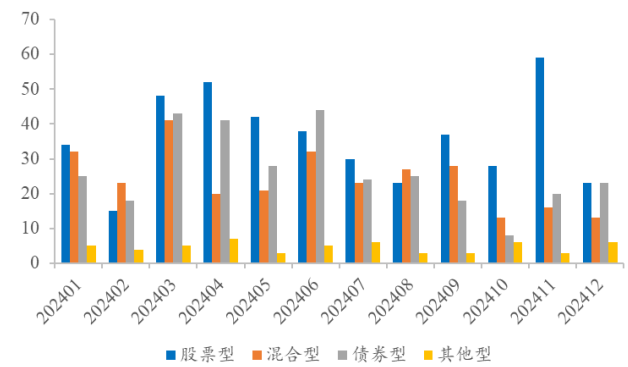
## 1.2 新发市场：细分品类不乏亮点，权益类新发仍旧承压

新发市场方面，今年以来公募规模已突破万亿；权益类产品新发依旧承压，市场行情和投资者风险偏好也是影响新发市场的关键因素。基金发行“寒冬期”恐难言结束，今年以来（截至 2024/12/20）国内新发公募基金数量达到 1091 只，总发行份额约为 1.14 万亿份。分类型来看，综合发行数量和单只基金的吸金能力，债券型基金表现突出，今年以来累计新发份额 7856.38 亿份，占比全年基本维持在 70% 以上；该类型产品较强的募集和销售力或与存量市投资者风险偏好下降紧密相关。随着下半年政策支持和市场回暖，债券类产品发行节奏放缓，权益类产品新发占比有所提升，今年以来股票型基金累计新发份额 2316.50 亿份，占比从 6 月底的 10% 逐步提升至年底的 20%。

**图 7：今年以来，新发基金数量及总份额（单月值）**


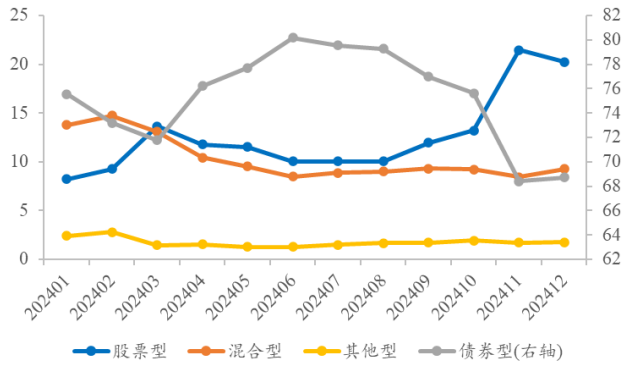
资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：2024/1/1-2024/12/20

**图 8：今年以来，各类型基金新发数量（单月值）**


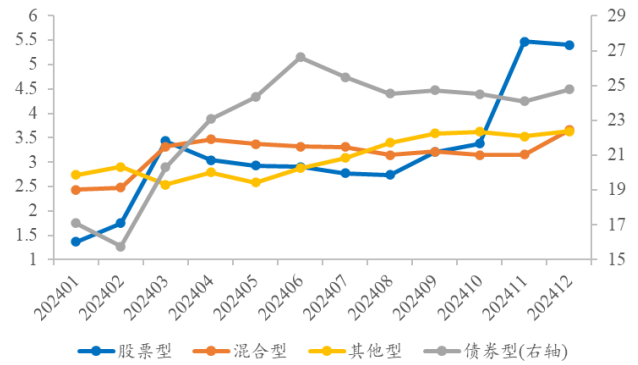
资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：2024/1/1-2024/12/20

**图 9：今年以来，各类型基金累计新发份额占比（%）**


资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：2024/1/1-2024/12/20

**图 10：今年以来，各类型基金累计新发平均份额（亿份）**


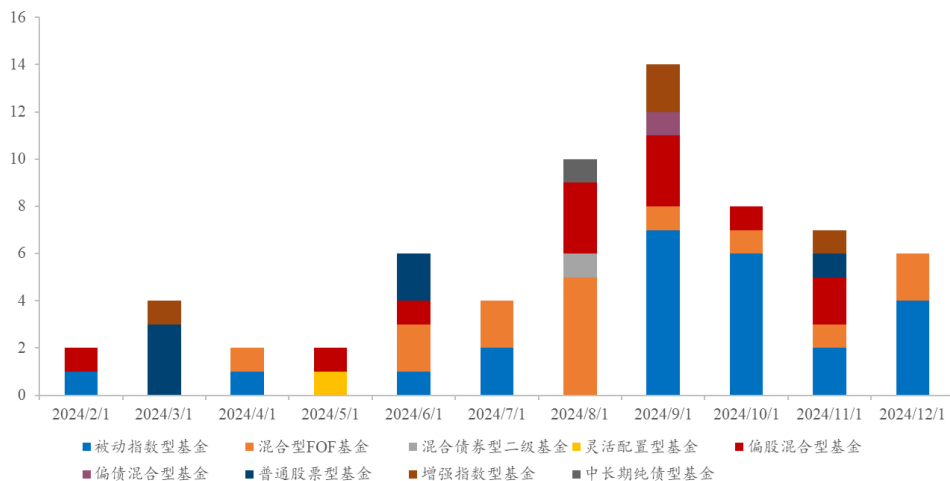
资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：2024/1/1-2024/12/20

本文中，我们总结了今年以来新发市场的 5 处亮点，涉及发起式基金、被动指数型基金、Smart Beta、QDII、REITs 等多种品类。

**亮点 1：发起式基金助力基金公司“先有再优”式布局被动权益市场。**2012 年 8 月 10 日，全市场首只发起式基金天弘债券型发起式正式成立。发起式基金仅需满足“使用公司股东资金、公司自有资金、公司高级管理人员或者基金经理等人员资金认购基金的金额不少于 1000 万元人民币，且持有期限不少于 3 年”即可，成立门槛较普通基金（“基金募集金额不少于 2 亿元人民币”、“基金份额持有人的人数不少于 200 人”）低，是基金管理人布局逆势或前瞻性赛道的一种更高效的手段，在近两年市场低迷期中得到了十分广泛的运用。

需要注意的是，发起式基金“宽进严出”，为避免形成大量“迷你基金”，配套强化了基金退出机制，即：“发起式基金的基金合同生效 3 年后，若基金资产净值低于 2 亿元的，基金合同自动终止”，从而更加考验管理人持营能力。截至 2024/12/20，年内共 65 只基金“满三年即清盘”，其中包括 24 只被动指数型基金、15 只混合型 FOF 基金、12 只偏股混合型基金、6 只普通股票型基金、4 只增强指数型基金，以及二级债基、灵活配、偏股混、中长期纯债各 1 只。

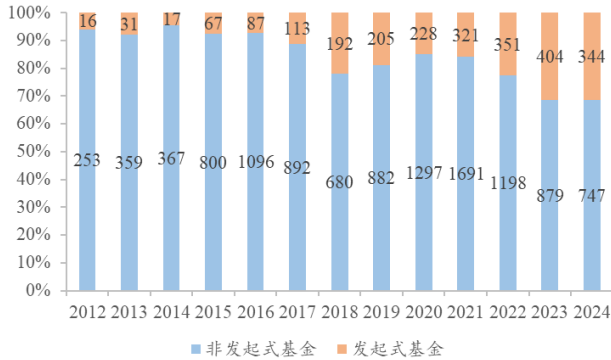
**图 11：今年以来，发起式基金“满三年即退出”数量**


资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2024/2/1-2024/12/20

今年以来（截至 2024/12/20）新成立的 1091 只基金产品中，发起式基金共计 344 只，数量占比近 32%，且该比例为历年来最高；但从单只产品规模来看，发起式基金成立门槛低，2020 年以后单只产品首募规模越来越小。分类型来看，新成立发起式基金内部结构从债券型（主要是中长期纯债型）为主的格局逐渐向权益类产品倾斜。今年以来新成立的 344 只发起式基金中包含 113 只权益类 ETF 联接基金、68 只 ETF 联接以外的其他被动指数权益基金和 81 只偏股混合型基金。

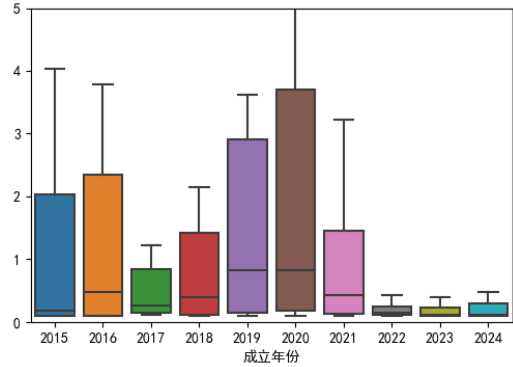
图 12：非发起式基金与发起式基金新成立数量（分年值）



资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：2012/1/1-2024/12/20

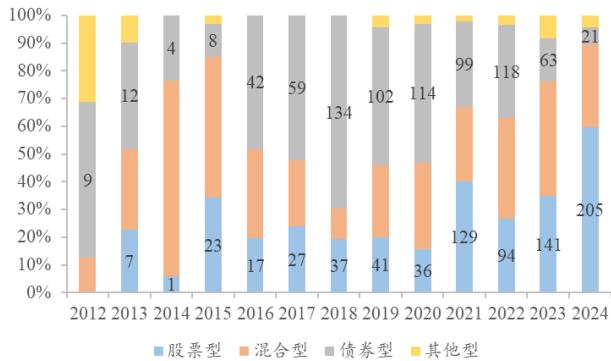
图 13：按成立年份，发起式股票型基金首募规模分布（亿份）



资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：2015/1/1-2024/12/20

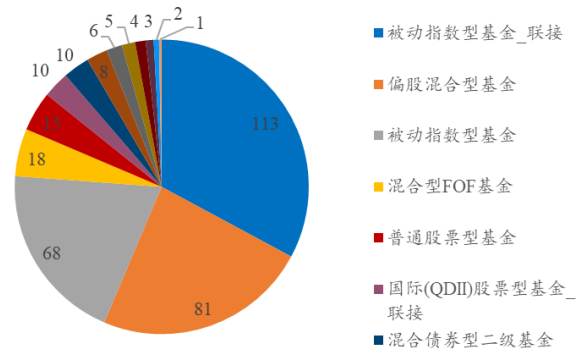
图 14：分类型发起式基金新成立数量（分年值）



资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：2012/1/1-2024/12/20

图 15：今年以来，发起式基金新成立数量分布（按二级分类）



资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：2024/1/1-2024/12/20

**亮点 2：被动指数基金集中度较高，A500、0-3 年政金债是股、债各自的时代主题。（1）被动权益型基金方面：**整体来看，权益指数的新发结构分化鲜明，A500 募集规模遥遥领先，吸引 27 个管理人发行 47 只挂钩产品（包含普通指数型、ETF 及 ETF 联接），新发合计募集规模超过 1300 亿元，成为风靡一时的“爆款”。此外 A50 也相对活跃，新发募集规模 250 亿元左右，其他各类指数的新发募集规模均未超过 50 亿元。与此同时，市场中管理人对于红利类（包括泛红利、多因子红利、主题红利、港股红利）、科创、半导体、芯片、机器人、以及港股（医药、科技、高股息）等方向的布局热度较高，体现出基金公司对于这些领域的积极态度。**（2）被动债券型基金方面：**累计发行规模最大的指数为中债-0-3 年政策性金融债指数，挂钩 24 只新发产品（含联接），新发合计募集规模接近 1200 亿份。整体来看，新发指数型债券基金的挂钩指数普遍以不同期限的利率债指数为主，尤其是政金债指数，期限范围从 3 年以内到 30 年不等。信用债方面，新发产品主要挂钩中债-优选投资级信用债指数和 CFETS0-3 年期山东省国有企业信用债精选指数，各有 1 家管理人布局，其中前者覆盖面较广，后者则为地区性指数，聚焦山东省的信用债市场。

**表 2：今年以来，新成立被动权益基金跟踪指数及合计份额（亿份）**

排序	规模指数		主题指数		风格指数		行业指数	
	指数名称	合计份额	指数名称	合计份额	指数名称	合计份额	指数名称	合计份额
1	中证 A500	1332.68	央企科技创新	17.85	红利低波 100	34.89	恒生 A 股电网设备	4.94
2	中证 A50	249.96	SSH 黄金股票	15.12	红利低波	34.07	全指信息	4.86
3	沪深 300	49.55	央企科技引领	14.42	国新港股通央企 红利	27.38	全指公用	4.62
4	科创 100	27.11	半导体材料设备	11.24	中证红利	15.39	计算机	3.58
5	上证 50	17.96	汽车零部件	9.99	央企股东回报	14.13	集成电路	3.52
6	中证 2000	15.20	油气资源	9.94	国新港股通央企 红利 CPR	11.25	全指可选	3.28
7	中证 500	14.38	科创芯片	9.20	中证国企红利	8.84	油气产业	2.19
8	深主板 50	8.60	恒生港股通高股息 低波动	8.95	上证国企红利	8.75	800 通信	1.33
9	中证 A100	8.41	诚通央企 ESG	8.76	港股通央企红利	6.87	软件开发	0.28
10	创业板综	7.03	港股通高股息 (HKD)	8.63	800 红利低波	6.02	医疗器械	0.23
合计	-	1768.30	-	248.16	-	191.62	-	29.20

资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：2024/1/1-2024/12/20

**亮点 3：各家管理人积极布局红利产品线，风格增强产品“白盒 Beta+黑盒 Alpha”模式受追捧。**在主动权益基金募资规模整体仍显不足，新发和销售面临困难的大背景下，年内市场上并未出现募集规模丰厚的主动权益基金，规模较大的产品也只有 14 亿元左右的募集体量，吸金的热门方向主要集中在红利主题。年内新发规模 Top10 的基金中，5 只隶属红利主题，其中也不乏红利类的主动量化产品。在主动权益基金新发难、销售难的背景下，选对赛道和契合市场风格仍然是关键因素；红利主题整体契合当前市场对稳健收益的需求，叠加政策端积极助推等多重因素，使得该类型的产品在市场上获得了较高的认可度和接受度，带动资金积极流入。

以红利增强为代表的 Smart Beta 增强产品尚处在初期发展阶段，这种“白盒 Beta+黑盒 Alpha”模式既能提供清晰明确的工具化属性，适合作为底层子策略进行配置，又在此基础上增厚收益，契合了投资者在高波动市场中寻求净值稳定增长的需要。相比之下，行业主题型产品整体吸金能力相对较弱，仅医药和科技板块的布局热度相对较高，但并未获得明显的资金流入。

**表 3：今年以来，主动权益型基金新成立规模 TOP20**

证券代码	证券简称	基金成立 日	投资类型 (二级分类)	发行总 份额(亿 份)	业绩比较基准	基金经 理
021247.OF	兴证全球红利 A	20240618	偏股混合 型基金	13.98	中证红利指数收益率*60%+中证港股通高股息投资指数 收益率*20%+中债综合(全价)指数收益率*20%	张晓峰
020799.OF	天弘红利智选 A	20240620	偏股混合 型基金	11.28	中证红利指数收益率*95%+银行活期存款利率(税 后)*5%	杨超
020876.OF	中欧景气精选 A	20240423	偏股混合 型基金	11.10	中证 800 成长指数收益率*80%+中证港股通综合指数(人 民币)收益率*10%+银行活期存款利率(税后)*10%	张学明

证券代码	证券简称	基金成立日	投资类型 (二级分类)	发行总 份额(亿 份)	业绩比较基准	基金经 理
022488.OF	浦银安盛红利量 化 A	20241129	偏股混合 型基金	10.19	中证红利指数收益率*80%+银行一年期定期存款利率(税 后)*20%	孙晨进
021187.OF	摩根红利优选 A	20240730	普通股票 型基金	9.71	中证红利指数收益率*90%+银行活期存款利率(税 后)*10%	胡迪 何 智豪 韩 秀一
020493.OF	富达悦享红利优 选 A	20240430	偏股混合 型基金	9.25	中证红利指数收益率*60%+恒生高股息率指数收益率(使 用估值汇率折算)*30%+中债-0-1 年国债财富(总值)指数 收益率*10%	周文群 聂毅翔
019498.OF	兴证全球创新优 势 A	20240326	偏股混合 型基金	9.15	沪深 300 指数收益率*60%+恒生指数收益率(使用估值汇 率折算)*20%+中债综合(全价)指数收益率*20%	邹欣
019336.OF	万家国企动力 A	20240320	偏股混合 型基金	8.78	中证国有企业综合指数收益率*60%+中证香港内地国有 企业指数收益率*20%+中债新综合指数(全价)收益率 *20%	叶勇
017230.OF	宝盈价值成长 A	20240604	偏股混合 型基金	8.13	沪深 300 指数收益率*60%+中证港股通综合指数(人民 币)收益率*20%+商业银行人民币活期存款利率(税 后)*20%	杨思亮
017669.OF	大成卓远视野 A	20240612	偏股混合 型基金	8.00	沪深 300 指数收益率*70%+中债综合全价(总值)指数收 益率*20%+恒生指数收益率(使用估值汇率调整)*10%	徐彦
020075.OF	财通资管创新成 长 A	20240326	偏股混合 型基金	7.97	沪深 300 指数收益率*70%+中债综合指数(全价)收益率 *30%	包敦文
021975.OF	创金合信红利甄 选量化选股 A	20241203	偏股混合 型基金	7.92	中证红利指数收益率*75%+中债综合指数收益率*20%+ 中证港股通高股息投资指数收益率(经汇率调整后)*5%	孙悦
019876.OF	广发均衡成长 A	20240423	偏股混合 型基金	7.78	沪深 300 指数收益率*60%+人民币计价的恒生指数收益 率*20%+中债-新综合财富(总值)指数收益率*20%	杨冬
019189.OF	华商品质价值 A	20240402	偏股混合 型基金	7.70	沪深 300 指数收益率*75%+中债综合全价(总值)指数收 益率*20%+中证港股通综合指数收益率*5%	余懿
019740.OF	财通资管创新医 药 A	20240123	偏股混合 型基金	7.36	中证医药卫生指数收益率*75%+中债综合指数收益率 *25%	易小金
020901.OF	招商成长量化选 股 A	20240531	普通股票 型基金	7.25	中证 500 成长指数收益率*85%+中债综合(全价)指数收 益率*10%+恒生综合指数收益率(经估值汇率调整 后)*5%	王平
018244.OF	嘉实产业精选 A	20240731	偏股混合 型基金	7.04	中证 800 指数收益率*70%+中债综合财富指数收益率 *20%+恒生指数收益率*10%	颜伟鹏
021181.OF	中欧价值精选 A	20240521	偏股混合 型基金	6.97	中证 800 价值指数收益率*80%+中证港股通综合指数(人 民币)收益率*10%+银行活期存款利率(税后)*10%	张学明
019960.OF	富国远见价值 A	20240528	偏股混合 型基金	6.55	沪深 300 指数收益率*70%+中债综合全价指数收益率 *20%+恒生指数收益率(使用估值汇率折算)*10%	蒲世林
021979.OF	兴证全球红利量 化选股 A	20241031	普通股票 型基金	6.07	中证沪港深高股息指数收益率*95%+银行活期存款利率 (税后)*5%	田大伟

资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：2024/1/1-2024/12/20

**亮点 4: 全球资产配置需求兴起, QDII 基金的覆盖范围不断拓展, 场内和场外产品协同发展。**(1) 年内新发 QDII 基金普遍为指数型权益产品, 仅广发基金选择推出主动管理的偏债混合型 QDII 基金, 采用全球多资产投资策略, 涵盖境内外的股票和债券, 进一步提升了组合的多元性和灵活性。(2) 新发的权益类 QDII 基金在投资区域和跟踪指数的选择上也更加丰富。除了传统的成熟市场, 新产品已拓展至新兴市场, 如沙特地区; 跟踪指数方面也呈现多样化趋势, 涵盖道琼斯工业指数、标普 500 消费指数等, 紧密契合投资者日益增长的全球化资产配置需求。(3) 为了更好地满足多元化的投资需求, 多家管理人在原有的 QDII-ETF 基础上, 进一步推出了场外联接产品, 以提供多元的投资渠道。(4) 部分管理人选择利用有限的外汇额度, 而非通过港股通渠道设立港股基金, 从而在股息红利上享受一定的税率优惠。

**表 4: 今年以来, QDII 基金新成立规模 TOP10**

证券代码	证券简称	基金成立日	投资类型(二级分类)	发行总份额(亿份)	基金经理
159329.OF	南方基金南方东英沙特阿拉伯 ETF	20240705	国际(QDII)股票型基金	6.34	罗文杰 潘水洋
520830.OF	华泰柏瑞南方东英沙特阿拉伯 ETF	20240705	国际(QDII)股票型基金	5.90	李沐阳 何琦
019230.OF	广发全球稳健配置 A	20240424	国际(QDII)混合型基金	5.29	沈博文
513210.OF	易方达恒生 ETF	20240410	国际(QDII)股票型基金	3.20	潘令旦
159529.OF	景顺长城标普消费精选 ETF	20240124	国际(QDII)股票型基金	3.04	汪洋 金璜
513400.OF	鹏华道琼斯工业平均 ETF	20240117	国际(QDII)股票型基金	2.37	罗英宇 李悦
159557.OF	嘉实恒生医疗保健 ETF	20240507	国际(QDII)股票型基金	2.37	王紫茵
159303.OF	大成恒生医疗保健 ETF	20240618	国际(QDII)股票型基金	2.21	冉凌浩
159561.OF	嘉实德国 DAXETF	20240403	国际(QDII)股票型基金	2.16	张钟玉
159577.OF	汇添富 MSCI 美国 50ETF	20240205	国际(QDII)股票型基金	2.15	乐无穹

资料来源: 万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期: 2024/1/1-2024/12/20

**亮点 5: 公募 REITs 常态化发行加速, 高速公路和消费类资产最受青睐。**基础设施 REITs 作为国家深化投融资机制改革的创新举措之一, 对于盘活存量资产、扩大有效投资, 形成投融资良性循环, 推动基础设施高质量发展具有重要意义。国内公募 REITs 具体上市工作于 2021 年 6 月启动, 在今年步入常态化发行阶段。今年以来, 公募 REITs 发行规模和数量均远超以往, 市场活跃度和投资者需求持续上升; 截至 2024/12/20, 年内公募 REITs 累计新发 28 单, 新发份额合计 154 亿份, 首募规模约 625 亿元。从底层资产结构来看, 年内新发多个首单产品, 公募 REITs 的参与主题和资产类别逐渐多元化, 囊括消费基础设施和园区基础设施各 7 单、交通基础设施 5 单、仓储物流 3 单、能源基础设施 4 单、保障性租赁住房 and 水利各 1 单。考虑到公募 REITs 专注不动产投资, 且在利率下行的背景下稳定分红能力凸显, 其有望在资产配置领域扮演更重要的角色。

**表 5: 今年以来, REITs 基金新成立规模 TOP10**

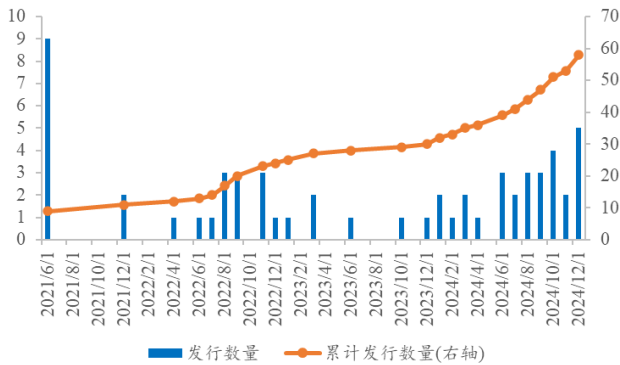
证券代码	证券简称	基金成立日	资产类型	发行总规模(亿元)	基金经理
508036.SH	平安宁波交投杭州湾跨海大桥 REIT	20241210	交通基础设施	80.88	李华平 李麒麟 李瞳
180601.SZ	华夏华润商业 REIT	20240207	消费基础设施	69.02	柳兰莹 郑韬 刘京虎
508086.SH	工银河北高速集团高速公路 REIT	20240618	交通基础设施	56.98	辜玉璞 曹连鸽 刘明轩
180203.SZ	招商基金公路高速公路 REIT	20241017	交通基础设施	34.96	朱杰 王路 郑庆铨
180603.SZ	华夏大悦城商业 REIT	20240903	消费基础设施	33.23	燕莉 吴文婷 苗晓霖
180602.SZ	中金印力消费基础设施 REIT	20240416	消费基础设施	32.60	刘立宇 石健行 郑霜
508069.SH	华夏南京交通高速公路 REIT	20241017	交通基础设施	27.26	惠琦 岳洋 何中值

证券代码	证券简称	基金成立日	资产类型	发行总规模(亿元)	基金经理
508002.SH	华安百联消费 REIT	20240711	消费基础设施	23.32	赵颖 从静 骆桑若
180105.SZ	易方达广州开发区高新产业园 REIT	20240829	园区基础设施	20.58	李国正 祖大为 罗宇健
508033.SH	易方达深高速公路 REIT	20240312	交通基础设施	20.48	韩蕴哲 王洋 李俊毅

资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：2024/1/1-2024/12/20

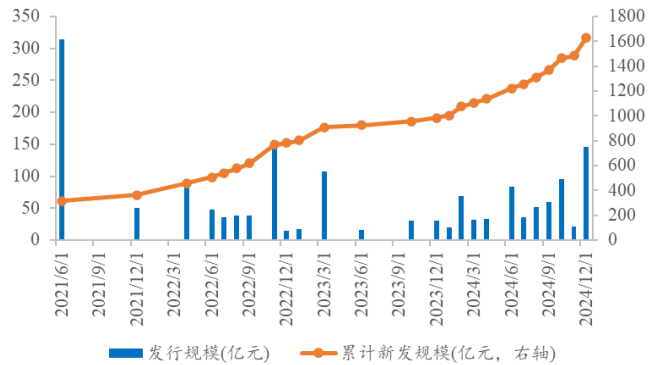
图 16：公募 REITs 新发数量及其累计值



资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：2021/6/1-2024/12/20

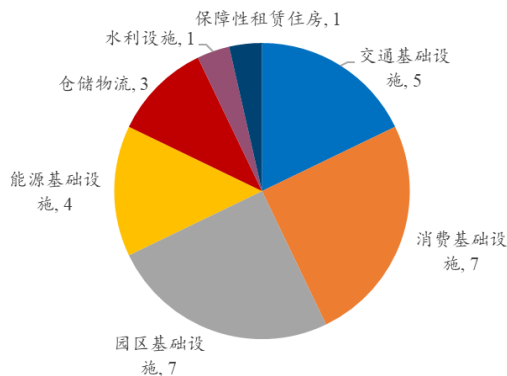
图 17：公募 REITs 新发规模及其累计值



资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：2021/6/1-2024/12/20

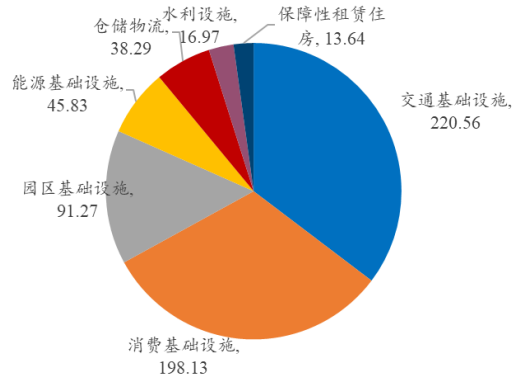
图 18：今年以来，公募 REITs 资产类型分布（按数量）



资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：2024/1/1-2024/12/20

图 19：今年以来，公募 REITs 资产类型分布（按规模，亿元）



资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：2024/1/1-2024/12/20

基于以上认识，我们认为下一赛季的产品布局或可适当采取“以小博大”、“弯道超车”策略，选择有结构性行情支撑/受政策鼓励的细分品类。

## 2. 下一赛季可能的规模增长点与解决方案

基于对今年以来国内公募基金市场的存/增量态势分析，我们自下而上地甄选了**绝对收益、量化指增、主动ETF、Smart Beta**四个细分品类作为2025年可能的规模增长切入点，试图为各品类的具体解决方案提供有益的思路。

### 2.1 绝对收益：现有策略升级与创新方法探索

不同于其对立面相对收益产品，绝对收益产品的策略目标并非为了跑赢业绩基准，而是希望在牛市和熊市中都可以获取稳健正收益，这种投资目标更契合年金、保险、银行高净值客户等投资者需要，已然成为资管产品矩阵中不可或缺的重要一环。有关如何实现绝对收益的问题，国外成熟经验提供了多资产多策略、对冲剥离Beta、风险平价等思路；国内环境下绝对收益类产品多为纯债或股债组合，逐渐形成了从低波到高收益的系统化产品谱系。本节我们从现有布局入手，讨论了当前的产品供给缺口和规模影响因素；接着，我们分析了“固收+”产品的择时必要性、“+”端资产选择和可能运用的创新资产，提出了**低波稳健型“固收+”、收益增强型“固收+”**等策略构想。

首先，从资产端出发，如何理解现有公募基金产品谱系？我们计算了各分类下公募基金的历年收益率和波动率中枢，从中可以发现目前国内机构在中等收益/波动特征的产品供应上仍较为薄弱。具体来看，公募基金的收益风险分布呈现两极化特征：一方面，高风险、高波动的权益类基金收益显著，但同时伴随较大的净值波动，导致其不同市场环境下的回报水平差异较大；另一方面，低风险、低波动的固收类基金收益稳定但水平较低。然而，在这些基金产品之间，缺少一种回报稍高但波动相对较低、稳健性更强的产品类别，也即在欧美市场中广受欢迎的**“绝对收益型”或“目标回报型”**产品。这类基金通常通过多元资产配置、风险对冲策略等方式，在提供一定收益目标的同时控制回撤，为追求稳健回报的投资者提供了良好的选择。

表 6：按万得二级分类，公募基金的历年收益率中枢分布(%)

投资类型 (Wind一级)	投资类型 (Wind二级)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024YTD	绝对收 益胜率	回撤
股票型基金	普通股票型基金	3.79	(21.06)	4.82	15.54	18.50	47.07	(11.88)	15.13	(25.15)	47.63	60.44	8.61	(20.68)	(12.56)	5.89	66.67%	85.59
	被动指数型基金	(12.63)	(23.44)	5.34	(5.01)	41.11	16.06	(11.92)	12.95	(25.41)	33.73	28.75	3.75	(20.16)	(9.13)	14.45	53.33%	66.52
	增强指数型基金	(7.82)	(20.16)	7.91	(3.71)	48.20	15.10	(6.16)	19.71	(22.62)	39.04	39.31	5.58	(18.93)	(7.94)	12.77	53.33%	70.82
混合型基金	偏债混合型基金	5.54	(6.05)	3.68	2.66	15.67	17.81	1.53	4.22	0.37	10.56	14.37	5.96	(3.16)	(0.40)	5.51	80.00%	23.86
	偏股混合型基金	2.65	(24.71)	4.65	14.70	25.02	46.80	(14.38)	15.18	(23.81)	44.34	59.86	5.95	(21.38)	(14.17)	4.94	66.67%	84.57
	平衡混合型基金	3.59	(22.55)	3.79	9.96	19.51	49.52	(9.77)	16.47	(15.43)	35.30	41.35	2.92	(9.23)	(5.40)	5.96	66.67%	72.07
	灵活配置型基金	4.41	(22.06)	4.13	11.93	19.67	37.54	(2.28)	8.07	(17.38)	32.15	43.02	7.49	(17.35)	(8.82)	5.19	66.67%	65.08
	短期纯债型基金	1.57	3.55	3.64	2.67	6.49	6.54	1.61	2.66	4.78	3.77	2.73	3.42	2.25	3.36	2.95	100.00%	4.97
债券型基金	中长期纯债型基金	8.80	(0.75)	7.14	1.38	10.44	9.58	1.78	2.16	6.67	4.17	2.81	4.03	2.42	3.54	4.52	93.33%	11.19
	混合债券型一级基金	8.48	(1.19)	7.59	1.29	14.62	10.62	1.61	1.77	6.23	5.16	3.19	5.07	1.89	3.66	4.67	93.33%	15.81
	混合债券型二级基金	4.96	(3.69)	6.45	0.97	19.83	13.23	(0.22)	2.70	1.18	8.37	7.47	6.03	(3.36)	0.69	5.04	80.00%	23.52
	被动指数型债券基金			2.49	(1.33)	8.18	7.12	1.48	(1.28)	7.05	3.58	2.58	3.85	2.58	2.88	4.23	84.62%	9.52
	增强指数型债券基金	4.63	(6.29)	(0.42)	(0.72)	32.84	(12.08)	(6.73)	(1.31)	(4.05)	16.99	13.83	8.72	3.63	5.20	8.24	53.33%	44.92
货币市场型基金	可转换债券型基金		(10.85)	4.95	(1.41)	78.14	(3.86)	(15.82)	(0.44)	(9.23)	27.21	18.94	22.79	(17.89)	(3.18)	4.03	42.86%	96.03
	货币市场型基金	1.82	3.66	4.08	3.99	4.70	3.69	2.55	3.79	3.56	2.53	2.03	2.16	1.74	1.88	1.62	100.00%	3.08
REITs	REITs													1.20	0.62	1.09	100.00%	0.58
另类投资基金	商品型基金					1.75	(7.54)	18.17	2.94	3.49	18.93	13.76	(4.96)	8.62	15.62	25.42	81.82%	32.96
	股票多空					(1.89)	12.68	0.83	2.66	0.35	7.45	8.72	1.99	(3.53)	(0.10)	(1.66)	63.64%	16.21
	类REITs							5.25	2.14	6.84	7.76	6.38	6.93	(0.26)	2.48	1.59	88.89%	8.02
FOF基金	股票型FOF基金												1.61	(18.71)	(13.58)	7.06	50.00%	25.77
	混合型FOF基金									(3.12)	11.30	23.21	4.80	(10.43)	(5.22)	4.34	57.14%	33.64
	债券型FOF基金													(0.75)	1.31	3.77	66.67%	4.52
国际(QDII)基金	国际(QDII)股票型基金	6.05	(20.13)	11.48	9.76	3.99	(1.21)	7.46	21.13	(9.56)	25.23	13.01	1.41	(14.04)	3.73	19.86	73.33%	45.37
	国际(QDII)混合型基金	0.36	(22.94)	14.98	9.67	0.82	(6.17)	1.13	27.48	(15.13)	23.52	30.90	(9.02)	(18.91)	(9.79)	12.09	60.00%	53.85
	国际(QDII)债券型基金		(4.30)	6.06	(0.45)	1.08	14.17	13.53	(0.95)	2.41	9.57	(3.07)	(4.86)	1.58	2.91	2.28	64.29%	19.04
	国际(QDII)另类投资基金		(14.91)	0.65	(16.36)	(2.04)	(6.01)	12.77	0.23	(5.46)	20.25	(15.45)	31.14	7.19	8.59	10.50	57.14%	47.50

资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2010/1/1-2024/12/20

**表 7：按万得二级分类，公募基金的历年波动率中枢分布(%)**

投资类型 (Wind一级)	投资类型 (Wind二级)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024YTD
股票型基金	普通股票型基金	35.33	29.15	31.61	27.58	18.93	46.25	27.98	14.09	23.38	20.83	26.52	24.91	25.17	16.85	26.33
	被动指数型基金	23.93	19.60	20.14	21.81	18.78	40.75	26.94	13.50	22.70	21.08	23.97	19.17	25.07	17.33	29.13
	增强指数型基金	23.93	19.38	19.36	21.66	18.17	38.52	22.81	10.83	20.86	19.11	23.06	18.19	20.66	12.71	26.15
混合型基金	偏股混合型基金	10.02	7.12	1.94	2.87	4.98	8.35	2.92	2.73	4.46	4.54	6.52	5.32	4.86	3.77	5.04
	偏债混合型基金	22.04	18.35	18.14	20.92	18.96	44.10	27.35	13.99	22.20	19.99	25.67	24.27	23.87	16.14	24.83
	平衡混合型基金	17.33	14.40	12.73	15.87	14.90	28.55	18.77	10.03	15.31	13.09	17.64	14.42	17.25	9.82	15.28
	灵活配置型基金	20.25	16.36	15.87	18.66	16.92	38.09	19.10	8.72	18.12	17.10	22.79	20.33	20.98	14.37	22.94
债券型基金	短期纯债型基金	0.43	0.58	0.45	1.45	1.35	0.96	0.94	0.75	0.86	0.40	0.59	0.33	0.44	0.31	0.42
	中长期纯债型基金	2.40	2.58	1.17	1.86	2.59	1.64	1.55	0.92	1.05	0.79	1.36	0.58	0.91	0.62	1.02
	混合债券型一级基金	3.93	3.56	1.90	2.34	3.68	4.07	1.62	1.18	1.50	1.50	2.09	1.43	1.27	0.93	1.46
	混合债券型二级基金	4.60	4.50	3.22	4.11	4.95	8.23	3.84	2.35	3.71	3.82	5.47	4.82	4.54	2.97	4.01
	被动指数型债券基金			1.32	1.64	2.36	1.76	1.74	1.53	1.72	1.17	1.42	0.61	0.88	0.61	0.82
	增强指数型债券基金	4.91	3.99	3.55	2.48	8.06	24.57	6.78	4.55	7.63	8.38	11.16	7.57	0.98	0.68	2.18
	可转换债券型基金		9.17	6.20	14.65	21.25	44.23	11.71	7.40	11.28	12.34	16.87	15.63	16.01	10.02	15.13
货币市场基金	货币市场基金	0.08	0.07	0.10	0.08	0.11	0.11	0.04	0.03	0.04	0.02	0.03	0.02	0.02	0.01	0.02
REITs	REITs													18.26	13.88	14.79
另类投资基金	商品型基金					13.70	13.67	14.66	8.08	6.32	12.45	17.74	11.91	11.01	10.59	13.34
	股票多空					5.11	6.07	2.08	3.45	3.86	4.87	4.82	5.26	4.88	3.16	6.32
	类REITs							6.22	4.14	3.81	5.84	7.04	2.30	2.69	2.68	4.38
FOF基金	股票型FOF基金												18.17	18.34	13.96	23.83
	混合型FOF基金									4.46	5.39	11.92	10.27	10.11	6.73	10.74
	债券型FOF基金													2.20	1.38	1.26
国际(QDII)基金	国际(QDII)股票型基金	15.70	20.97	14.34	12.98	12.66	20.73	17.56	11.42	20.32	15.09	28.87	18.94	31.18	19.70	21.62
	国际(QDII)混合型基金	18.79	18.42	13.07	13.83	11.61	24.90	16.56	13.56	19.88	14.30	26.82	25.56	27.57	18.36	21.96
	国际(QDII)债券型基金		3.64	2.62	4.68	3.17	5.34	3.99	3.38	4.24	2.93	6.14	6.17	6.14	4.71	3.32
	国际(QDII)另类投资基金		11.69	10.27	14.09	10.78	15.18	14.54	9.21	15.38	11.76	34.27	14.81	22.38	15.64	14.91

资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

统计日期：2010/1/1-2024/12/20

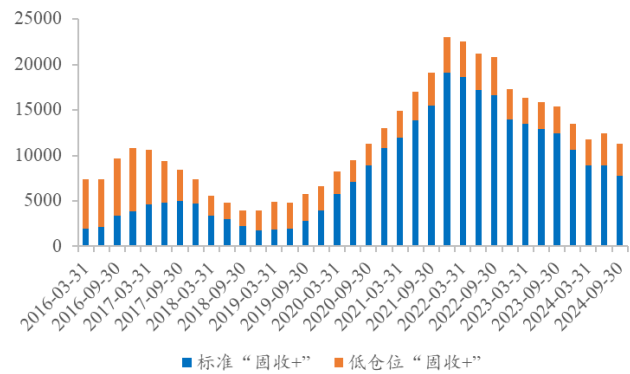
我们认为，上述“绝对收益型”或“目标回报型”产品在 A 股中的映射，与“固收+”基金的角色定位较为类似。“固收+”基金的含义较为广泛，通常并不受单一分类限制；其特征通常可以被概括为以固定收益类资产为核心，适度引入权益资产及其他多元化资产类别，采用动态资产配置策略，在可控风险的框架下追求收益提升。此外，部分“固收+”基金还借助期权等衍生工具实施对冲策略，进一步平滑净值波动，从而满足国内市场投资者对于稳健回报与适度增值的双重需求。

国内“固收+”基金经历快速扩张后，已进入规模瓶颈期。基于基金合同分类和实际配置行为（比如股票资产和含权转债资产的配置情况），我们将主动固收基金划分为标准“固收+”基金和低仓位“固收+”基金，从而为分析这类产品市场格局提供更为清晰的视角，具体重分类标准详见下表。根据重分类后的统计结果，国内“固收+”产品自 2019 年以来经历了快速扩张，但自 2022 年起进入了明显的规模萎缩期。2019-2021 年间，“固收+”基金规模从不足 4000 亿元迅速增长至超过 2.3 万亿元，增幅超过 480%；随后，随着权益市场震荡回调，“固收+”基金的规模也出现了明显下降。截至 2024Q3，重分类口径下的“固收+”基金总规模降至 1.13 万亿元，相较于 2021 年末的历史高点缩水幅度达到 51%；与 1 年前相比，该类型产品规模下降超过 4000 亿元，规模缩水幅度约为 27%。

**表 8：信达金工“固收+”基金重分类标准**

基金重分类	Wind二级分类	传统默认分类	分类条件
低仓位固收+基金	中长期纯债型	纯债型基金	过去一年平均权益总仓位处于[1%,10%],且最高仓位≤20%
	偏债混合型	标准固收+基金	
	混合债券型一级	标准固收+基金	
	混合债券型二级	标准固收+基金	
	灵活配置型	主动权益基金	
标准固收+基金	中长期纯债型	纯债型基金	过去一年平均权益总仓位处于[10%,30%],且最高仓位≤40%;
	偏债混合型	标准固收+基金	或过去一年平均权益总仓位处于[1%,10%],且最高仓位处于(20%,40%]
	混合债券型一级	标准固收+基金	
	混合债券型二级	标准固收+基金	
	灵活配置型	主动权益基金	
<b>*权益总仓位=股票仓位+换算后的转债权益仓位</b>			
<b>转债平底溢价率</b>		<b>转债的性质</b>	<b>换算后权益仓位</b>
>20%		偏股型	100%*该转债仓位
(-20%,20%]		平衡型	50%*该转债仓位
≤-20%		偏债型	0

资料来源：信达证券研发中心

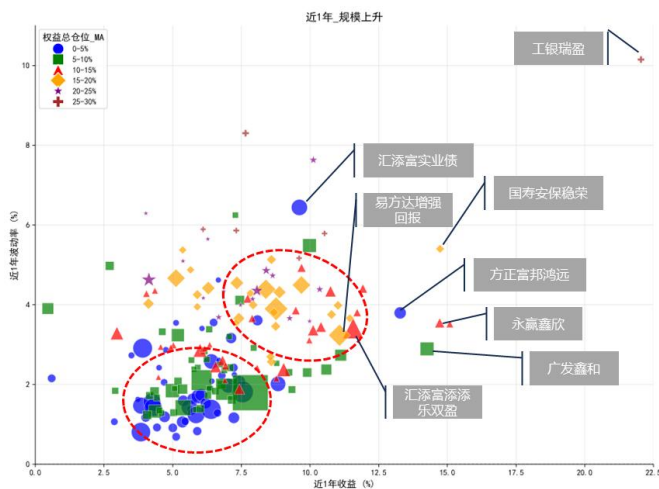
**图 20：“固收+”基金分类型规模（亿元）**


资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2016/3/31-2024/9/30

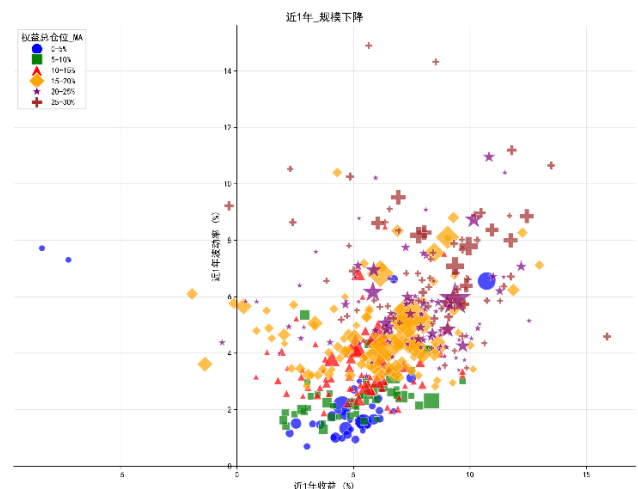
进一步，从收益风险特征来看，哪类“固收+”基金更受欢迎？哪类“固收+”基金规模缩水最为严重？我们统计并展示了过去1年规模增长/缩水的“固收+”基金的收益波动情况（下列散点图中，点的大小表示规模变化的幅度，点越大表明规模变化越显著；点的样式表示基金的历史权益总仓位中枢，下同）。从结果来看，过去1年“固收+”基金的规模增长主要集中于低权益仓位、低波动性的稳健型品种，这些产品的近1年收益范围在3.5%至8%之间，波动率控制在2%以下，权益总仓位中枢通常低于10%。在波动水平相近的情况下，收益表现更出色的产品显然更受青睐。这反映了投资者在追求稳健的同时，也希望获得更高的收益回报。

从规模缩水的情况来看，我们注意到高波动率（尤其是波动率超过4%）的基金份额流失尤为显著。我们认为其中可能有两方面原因：首先，“固收+”基金的负债端投资者通常对于波动的容忍阈值相对较低，若产品提供的回报不能充分补偿波动性带来的风险，那么配置热度会下降；其实，随着“924行情”以来权益类产品业绩回暖，部分风险偏高较高的配置需求可能转向偏股型品种和ETF，从而减少了对高波动“固收+”产品的投资需求。

**图 21：近1年规模正增长的“固收+”基金收益风险分布**


资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2023/12/21-2024/12/20

**图 22：近1年规模负增长的“固收+”基金收益风险分布**


资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2023/12/21-2024/12/20

我们补充展示了近1年规模增长TOP20的“固收+”产品。可见：规模增幅较大的“固收+”基金中，波动水平普遍较低；波动性较高的品种均提供了更高的超额收益进行风险补偿。如果产品在保持低波动性的同时，还能够实现较高的收益水平，对于负债端的吸引力明显较强。

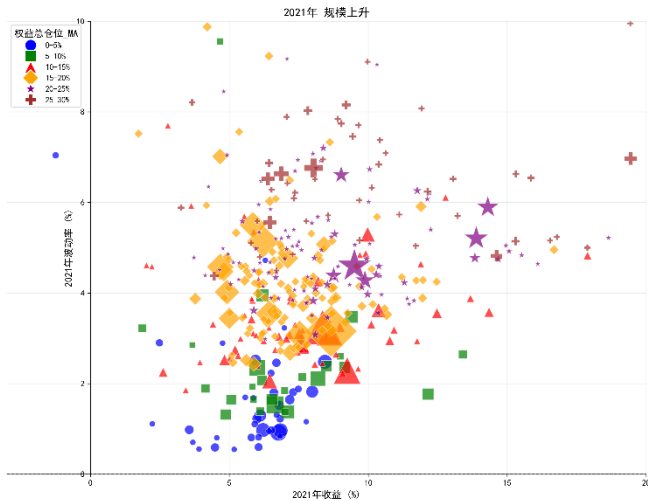
表9：近1年规模扩张较多的“固收+”基金TOP20

证券代码	证券简称	近1年规模变化 (亿元)	权益总仓位_MA	万得二级分类	基金重分类	近1年收益 (%)	近一年波动率 (%)
015716.OF	华夏稳享增利6个月滚动A	121.89	7.61%	混合债券型二级基金	低固收+基金	7.83	1.79
001011.OF	华夏希望债券A	43.09	5.40%	混合债券型二级基金	低固收+基金	6.97	1.88
519078.OF	汇添富增强收益A	42.39	1.64%	混合债券型一级基金	低固收+基金	7.54	1.81
017592.OF	汇添富添添乐双盈A	39.11	11.64%	混合债券型二级基金	标准固收+基金	11.57	3.40
018679.OF	招商安和A	37.97	9.26%	混合债券型二级基金	低固收+基金	6.06	2.11
161115.OF	易方达岁丰添利A	35.48	2.88%	混合债券型一级基金	低固收+基金	6.40	1.37
005684.OF	财通资管鸿睿12个月A	34.00	1.82%	混合债券型一级基金	低固收+基金	3.91	2.91
160618.OF	鹏华丰泽C	32.77	1.17%	混合债券型一级基金	低固收+基金	3.85	0.80
163005.OF	长信利众C	27.69	1.95%	混合债券型一级基金	低固收+基金	4.25	1.56
003360.OF	前海开源瑞和A	27.57	1.96%	混合债券型二级基金	低固收+基金	4.29	1.42
371020.OF	摩根纯债A	26.28	3.37%	混合债券型一级基金	低固收+基金	5.85	1.24
004451.OF	汇添富双鑫添利A	24.10	16.99%	混合债券型二级基金	标准固收+基金	8.77	3.90
070005.OF	嘉实债券A	24.01	1.81%	混合债券型一级基金	低固收+基金	3.86	1.47
700005.OF	平安添利A	22.88	2.25%	混合债券型一级基金	低固收+基金	5.62	1.42
000122.OF	汇添富实业债A	22.35	4.66%	混合债券型一级基金	低固收+基金	9.62	6.44
002925.OF	广发集源A	21.77	20.38%	混合债券型二级基金	标准固收+基金	4.14	4.62
380009.OF	中银稳健添利A	20.88	5.32%	混合债券型二级基金	低固收+基金	5.38	1.41
110017.OF	易方达增强回报A	20.58	17.20%	混合债券型一级基金	标准固收+基金	11.08	3.23
011249.OF	嘉实稳裕A	19.51	2.93%	偏债混合型基金	低固收+基金	8.84	2.01
004821.OF	国寿安保安吉纯债半年	19.25	1.88%	混合债券型一级基金	低固收+基金	6.41	2.57

资料来源：万得、聚源、信达证券研发中心

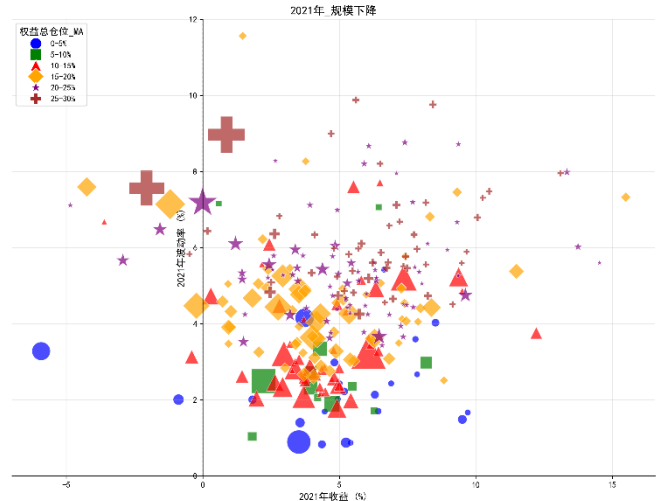
统计日期：2023/12/21-2024/12/20

考虑到过去1年全市场风险偏好相对较低的特点，我们尝试以流动性较好、风险偏好较高的牛市环境为参照，探讨“固收+”基金在不同市场环境下的偏好变化。以2021年成长风格牛市为例，“固收+”基金的规模增长主要集中在单年度收益处于5%-10%之间、年化波动率在2%-6%上下在产品上。与近1年相比，牛市环境下资金对产品波动性的容忍度有所提升。少部分产品凭借更高的回报水平（12.5%及以上）实现了规模的大幅扩张，但整体偏好仍以兼具高收益与波动控制的品种为主，对高波动伴随的高收益并未表现出明显青睐。此外，投资者对收益端的重视程度显著提升——收益低于5%的产品规模普遍缩水，而负收益产品则更易遭遇净赎回压力。这表明，即使在风险偏好提升的市场环境中，投资者对“固收+”基金收益水平的重视提升，需求仍倾向于低波动、稳健回报的产品，而非追求高风险高收益的配置。

**图 23：2021 年规模正增长的“固收+”基金收益风险分布**


资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2023/12/21-2024/12/20

**图 24：2021 年规模负增长的“固收+”基金收益风险分布**


资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2023/12/21-2024/12/20

**表 10：不同市场环境下“固收+”基金规模变化对比（2021 年 vs. 近 1 年）**

		近1年收益率(%)									
		<5	-5~-2.5	-2.5-0	0~2.5	2.5-5	5~7.5	7.5-10	10-12.5	12.5-15	>15
近1年波动率(%)	近1年规模正增长					177.49	297.72	166.44			
	0-2					177.49	297.72	166.44			
	2-4				13.07	55.71	157.47	93.14	99.59	31.77	2.08
	4-6					31.67	33.55	86.71	17.28	0.54	
	6-8					0.12	0.33	22.35	4.39		
	8-10							1.65			
	>10						0.19			1.61	
		2021年收益率(%)									
		<5	-5~-2.5	-2.5-0	0~2.5	2.5-5	5~7.5	7.5-10	10-12.5	12.5-15	>15
21年波动率(%)	21年规模正增长				0.26	89.18	746.85	47.87	40.19		
	0-2				0.26	89.18	746.85	47.87	40.19		
	2-4				20.50	82.55	914.44	2482.13	193.14	47.54	
	4-6				0.73	359.00	669.70	1149.68	115.78	556.90	62.05
	6-8	8.33		4.56	1.78	47.95	181.38	307.70	76.43	9.86	67.83
	8-10					17.33	4.02	39.43	3.84		21.08
	>10				0.06	0.32		0.25		0.78	

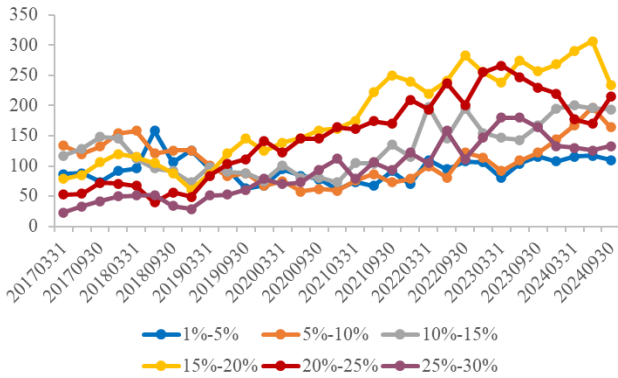
		近1年收益率(%)									
		<5	-5~-2.5	-2.5-0	0~2.5	2.5-5	5~7.5	7.5-10	10-12.5	12.5-15	>15
近1年波动率(%)	近1年规模负增长										
	0-2							-27.63	-141.95	-118.04	
	2-4					-17.36	-13.02	-298.26	-610.35	-144.09	-0.17
	4-6					-13.77	-63.88	-114.20	-1118.30	-960.08	-19.51
	6-8	-1.91				-7.97		-7.50	-323.52	-270.35	-170.69
	8-10					-11.36	-5.01		-81.48	-149.51	-155.73
	>10						-2.05	-12.02	-8.15	-3.49	
		2021年收益率(%)									
		<5	-5~-2.5	-2.5-0	0~2.5	2.5-5	5~7.5	7.5-10	10-12.5	12.5-15	>15
21年波动率(%)	21年规模负增长										
	0-2							-4.88	-126.80	-34.99	-5.77
	2-4	-32.37				-25.29	-136.32	-576.24	-234.46	-12.74	-11.55
	4-6					-19.22	-35.05	-132.49	-347.89	-236.86	-97.78
	6-8	-19.40				-302.21	-47.49	-30.03	-25.71	-12.19	-3.97
	8-10							-141.71	-2.64	-13.85	-4.90
	>10							-0.28		-0.98	

资料来源：万得、信达证券研发中心

注：近1年指2023/12/21-2024/12/20

拉长时间来看，含权量基本决定“固收+”的波动程度。我们分年展示了2019年以来不同权益仓位中枢下“固收+”基金样本收益率、最大回撤与波动率的分布情况。（1）无论牛熊，最大回撤和波动率通常都与权益仓位呈现正相关；更高的仓位会增加组合的风险敞口，从而加剧净值波动和下行风险。（2）权益大年（如2019-2020年），收益与权益仓位呈现明显的正相关关系，高仓位能够充分捕捉市场上涨带来的收益。（3）震荡市（如2021年），收益与权益仓位的正相关性会减弱；这可能是由于市场风格分化显著、结构性行情，部分行业或个股表现优异，但整体市场缺乏一致性，使得权益仓位对收益的提升作用不明显。近期低仓位产品规模相对稳健，高仓位基金规模萎缩较多。按照当期权益总仓位进行观察，2023年以来部分权益仓位相对较高的“固收+”基金选择降低了仓位，20%以上仓位的“固收+”基金数量明显降低，同期5%-20%仓位的“固收+”基金数量明显提升。从规模占比来看，权益总仓位在20%-25%与15%-20%之间的“固收+”基金规模相近，截至2024Q3规模占比分别为26.21%和22.72%。

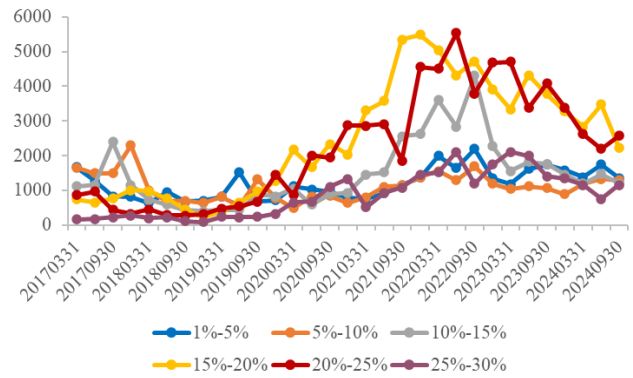
图 25: 不同权益仓位下“固收+”基金的数量



资料来源: 万得、信达证券研发中心

统计日期: 2017/3/31-2024/9/30

图 26: 不同权益仓位下“固收+”基金的规模 (亿元)



资料来源: 万得、信达证券研发中心

统计日期: 2017/3/31-2024/9/30

在 2022 年熊市环境下, 大多数“固收+”基金未能避免负收益, 这也凸显了“年年实现正收益”的难度之大。从收益表现来看, 仅权益仓位中枢在 0%-5% 的“固收+”基金在 2022 年实现了正收益, 其收益中位数为 1.03%, 而权益仓位中枢超过 5% 的产品收益中位数则全部为负。在市场低迷时期, “固收+”基金对基金经理的择时能力和选股能力提出了更高要求。如何在有效控制风险的同时实现稳健回报, 成为衡量基金经理专业能力的核心指标之一。

表 11: 不同权益仓位下“固收+”基金的年收益率、最大回撤与波动率分布

收益	权益仓位 MA	2019	2020	2021	2022	2023	2024ytd	最大回撤	权益仓位 MA	2019	2020	2021	2022	2023	2024ytd	波动率	权益仓位 MA	2019	2020	2021	2022	2023	2024ytd
		25%分位	0%-5%	4.34	2.40	3.91	0.00			2.35	3.80	0%-5%	-1.21	-2.61	-1.56			-2.71	-1.13	-1.48	0%-5%	1.14	1.67
25%分位	5%-10%	4.87	3.12	3.88	-1.88	1.30	3.38	5%-10%	-2.09	-2.97	-2.12	-4.25	-2.20	-1.95	5%-10%	1.57	2.45	1.80	1.99	1.42	1.84		
	10%-15%	5.98	5.82	3.61	-3.28	0.01	3.49	10%-15%	-2.66	-3.35	-2.76	-5.00	-3.16	-2.97	10%-15%	2.28	3.28	2.70	2.80	1.97	2.77		
	15%-20%	7.22	7.77	4.11	-4.28	1.35	3.48	15%-20%	-3.30	-3.94	-4.00	-6.09	-4.50	-3.86	15%-20%	3.22	4.27	3.53	3.61	2.53	3.66		
	20%-25%	9.51	9.85	4.77	-5.60	-2.07	3.93	20%-25%	-3.64	-4.51	-4.87	-7.61	-5.70	-4.95	20%-25%	4.13	5.27	4.38	4.56	3.13	4.51		
	25%-30%	12.28	10.69	5.09	-6.76	-3.43	4.73	25%-30%	-5.51	-5.59	-5.70	-9.57	-6.89	-6.36	25%-30%	5.31	6.25	5.38	5.49	3.87	5.74		
中位数	0%-5%	5.26	3.49	5.79	1.03	3.67	4.74	0%-5%	-0.82	-1.78	-0.99	-2.10	-0.79	-1.10	0%-5%	1.59	2.06	1.68	1.47	1.13	1.78		
	5%-10%	6.42	4.33	5.84	-0.76	2.35	4.79	5%-10%	-1.23	-1.94	-1.36	-2.97	-1.74	-1.26	5%-10%	2.33	2.97	2.37	2.49	1.72	2.38		
	10%-15%	8.30	7.24	5.53	-2.26	1.03	4.75	10%-15%	-1.67	-2.41	-2.02	-4.11	-2.36	-2.13	10%-15%	2.99	4.03	3.25	3.21	2.27	3.26		
	15%-20%	9.93	12.14	6.32	-2.76	0.30	5.27	15%-20%	-2.15	-3.17	-3.10	-4.72	-3.35	-3.00	15%-20%	3.81	5.00	4.21	3.98	2.83	4.33		
	20%-25%	12.05	14.23	6.53	-3.77	-0.45	5.97	20%-25%	-2.73	-3.77	-3.66	-6.24	-4.52	-3.81	20%-25%	4.71	5.89	5.12	5.09	3.51	5.49		
25%-30%	15.74	16.40	7.09	-4.37	-0.70	6.59	25%-30%	-3.89	-4.62	-4.48	-7.27	-5.35	-4.73	25%-30%	6.47	7.18	6.21	6.26	4.28	6.70			
75%分位	0%-5%	7.05	4.42	6.81	1.80	4.55	5.85	0%-5%	-0.60	-1.43	-0.63	-1.55	-0.50	-0.75	0%-5%	2.41	3.33	2.74	2.20	1.57	2.43		
	5%-10%	8.56	5.76	7.15	0.09	3.55	6.11	5%-10%	-0.69	-1.47	-0.98	-2.42	-1.20	-0.95	5%-10%	3.16	4.30	3.25	3.17	2.04	3.04		
	10%-15%	9.95	9.03	7.62	-0.37	2.49	5.98	10%-15%	-1.21	-1.80	-1.45	-3.32	-1.73	-1.46	10%-15%	3.85	5.26	4.39	4.18	2.87	4.01		
	15%-20%	11.94	14.33	7.75	-1.41	1.65	6.88	15%-20%	-1.62	-2.40	-2.15	-4.01	-2.59	-2.23	15%-20%	4.54	6.18	4.96	4.66	3.33	5.17		
	20%-25%	15.51	17.85	8.37	-1.34	1.30	7.63	20%-25%	-2.12	-3.10	-2.71	-4.96	-3.60	-2.86	20%-25%	5.74	7.15	5.88	6.00	3.94	6.55		
25%-30%	19.15	20.48	9.65	-2.30	1.08	8.52	25%-30%	-2.60	-3.84	-3.65	-6.08	-4.31	-3.60	25%-30%	7.16	8.02	7.09	7.77	4.86	8.37			

资料来源: 万得、信达证券研发中心

统计日期: 2019/1/1-2024/12/20

我们分类型统计了 2019-2023 年满足“年年实现正收益”的基金样本个数占比 (为公平起见, 纳入该统计的样本要求样本年份内均有完整年度收益可作测算, 且分类不变), 发现: 主动权益型基金业绩表现与市场 beta 相关性较强, 在权益熊市中很难实现正收益; 广义“固收+”基金是否能实现连年正收益与其仓位有关, 到 2023 年底, 低仓位“固收+”基金、标准仓位“固收+”基金中维持“连续 5 年正收益”的数量占比分别达到 67%、5%, 能持续稳定实现绝对收益的产品尚有缺失。

**表 12: 重分类口径下, 2019 年以来“年年实现正收益”的基金数量占比**

截止日	主动权益基金	被动指数型基金	增强指数型基金	平衡型基金	标准固收+基金	低仓位固收+基金	可转换债券型基金	FOF 基金	REITs	另类投资基金	国际 (QDII) 基金	纯债型基金	货币市场型基金
2019/12/31	100%	99%	100%	99%	99%	100%	100%	100%	-	100%	98%	99%	100%
2020/12/31	100%	90%	100%	99%	99%	97%	97%	100%	-	95%	68%	97%	100%
2021/12/31	72%	53%	62%	89%	96%	97%	97%	100%	-	57%	22%	96%	100%
2022/12/31	2%	1%	1%	0%	5%	64%	0%	0%	82%	5%	2%	95%	100%
2023/12/31	1%	1%	0%	0%	5%	67%	0%	0%	73%	5%	1%	95%	100%

资料来源: 万得、信达证券研发中心

统计日期: 2019/1/1-2023/12/31

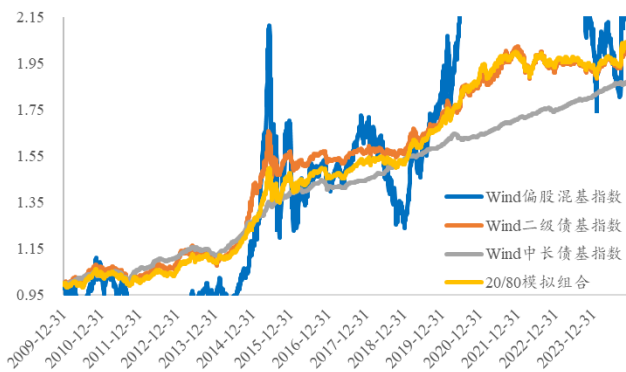
**展望 2025 年, 我们认为后续“固收+”市场的核心需求将聚焦于两类品种: 低波稳健型和收益增强型。**

**(1) 低波稳健型“固收+”基金:** 以低波动性和稳定回报特性满足风险厌恶型投资者的需求, 追求稳定每年正收益。尤其在当前利率下行的大背景下, 无风险收益率能提供的基础收益较为有限, 同时考虑到持有费率等成本项, 传统的货币市场型基金和纯债类基金的扣费后回报可能面临下行压力。因此, 低波稳健型“固收+”基金有望成为投资者寻找稳健收益的重要选择。

**(2) 收益增强型“固收+”基金:** 需要在追求更高回报的同时, 严格控制波动风险。由于“固收+”基金负债端对波动的忍耐度相对较低, 收益增强型基金若能兼顾收益提升与波动管理, 将更好地满足市场需求, 进一步巩固其核心竞争力。未来, 随着投资者对稳健回报产品的需求不断增长, 这一市场将迎来更大的发展潜力。稳健型和收益增强型“固收+”基金的双轨发展将成为这一市场的核心逻辑, 而如何在提升收益的同时进一步优化风险控制, 或将成为管理人的重要考量因素。

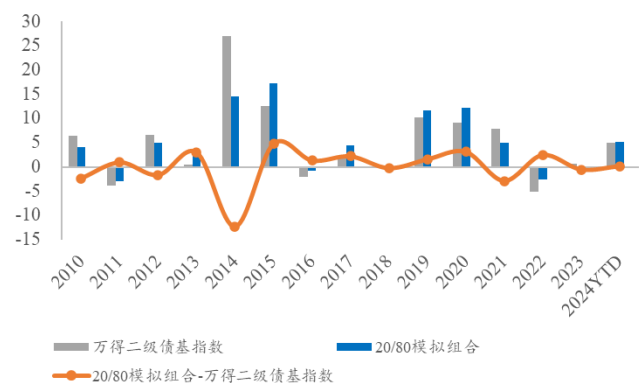
**策略方面, 对于传统低波稳健型“固收+”产品股债结合的方式, 我们分别讨论了择时必要性、“+”端资产选择对产品收益风险特征的长远影响。**

**[1] 择时必要性: 震荡市股债仓位维持在战略配置仓位中枢附近即可, 趋势市存在择时必要性。**我们基于万得偏股混基指数和万得中长期债基指数, 以恒定 20/80 的结构将二者简单拼接为一个月度调仓模拟组合, 观察其与万得二级债基指数的相对表现。2010 年以来, 20/80 模拟组合的表现基本跑平二级债基指数, 但各年份之间的差异较为显著。这表明, 在相对平稳的市场环境中, 固定仓位配置可能是一个合理的选择; 但是在市场波动较大或存在明显的趋势性变化时期, 仓位择时必要性较高。

**图 27: 万得股/债基指数与 20/80 模拟组合净值表现**


资料来源: 万得、信达证券研发中心

统计日期: 2010/1/1-2024/12/20

**图 28: 万得债基指数与 20/80 模拟组合分年收益率与超额 (%)**


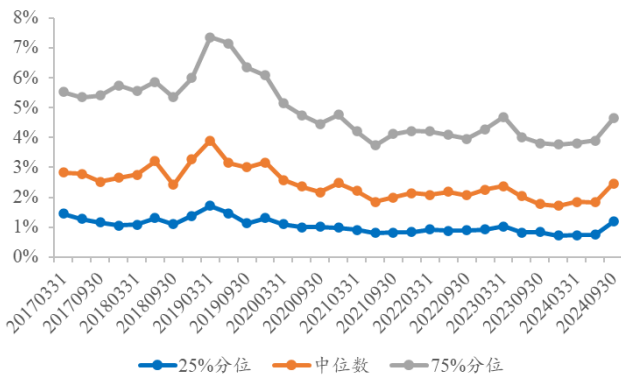
资料来源: 万得、信达证券研发中心

统计日期: 2010/1/1-2024/12/20

对待“是否择时”和“以多大幅度择时”的问题，“固收+”基金经理之间存在较大分歧。统计发现，多数“固收+”基金经理会选择进行一定程度的仓位管理，但近年来，仓位调整的幅度有收窄。我们计算了“固收+”基金权益仓位的绝对偏离幅度（基准为过去 12 个季度的权益仓位中枢），发现其截面中位数基本在 2%-4%之间，近年来水平相比 2019 年高点已大幅收窄，但 2024Q3 最新值存在一定程度的边际提升。

在仓位配置决策的依据方面，历史上，“固收+”基金经理普遍通过自上而下的方式动态调整组合中的资产结构。部分基金经理将宏观经济形势的判断作为确定仓位中枢的核心依据，并前瞻性地确定股债适配比例或长期仓位中枢；另一些基金经理倾向于使用股权风险溢价（ERP）等量化指标来辅助决策；此外，还有基金经理基于固定比例投资组合保险策略（CPPI）、全天候策略等理念来进行组合管理。然而，从过去两年的演变趋势来看，在宏观经济、地缘政治和存量博弈等多重因素的共同作用下，传统的股债性价比模型失效、自上而下前瞻确定长期仓位中枢的难度显著提升，使得择时的挑战性也大幅上升。因此，部分管理人选择提高仓位中枢的调整频率（例如从年度/半年度转向月度调整），也有部分管理人选择放弃自上而下的仓位择时策略、转而专注于自下而上的选股。

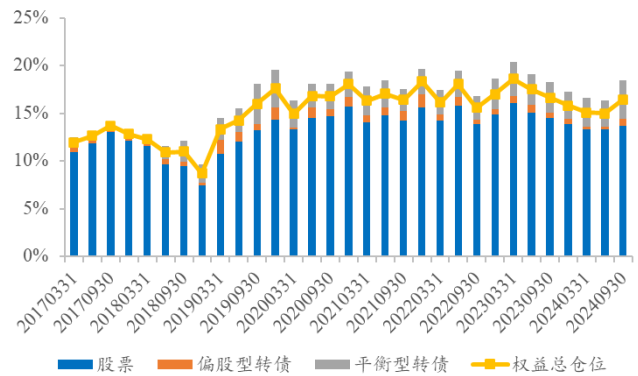
图 29：“固收+”基金权益仓位的绝对偏离幅度



资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2017/3/31-2024/9/30

图 30：“固收+”基金各期含权资产配置比例均值



资料来源：万得、信达证券研发中心

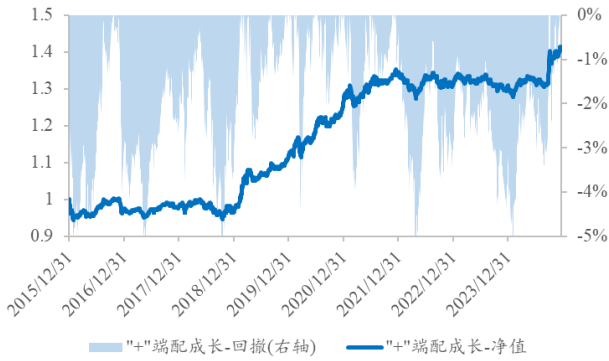
统计日期：2017/3/31-2024/9/30

[2] “+”端资产选择：择时之外，我们认为优化稳健型产品投资者持有体验感，做好“+”端风格的匹配是确定性更强、也更为廉价的办法。为了证实这个结论，我们使用股债指数模拟了一系列股债 CPPI 组合，具体策略参数见下表。结果显示：在不做风格轮动的前提下，“+”端配价值/红利低波对应的持有曲线明显好于成长。成长 CPPI 组合全区间年化收益率 4.05%，收益波动比 0.86，在样本期内很多年份都无法达成绝对收益目标，策略运行期间也数次面临较大的回撤冲击；而价值 CPPI 组合全区间年化收益率 4.57%，收益波动比 1.22，策略运行期间回撤水平基本可以控制在 2%以内；红利低波 CPPI 组合表现最佳，全区间年化收益率 5.31%，收益波动比 1.41，持有体验与价值 CPPI 组合相似度较高，且测算区间（2016/1/1-2024/12/20）**每年都有正收益**。

表 13：CPPI 策略参数一览

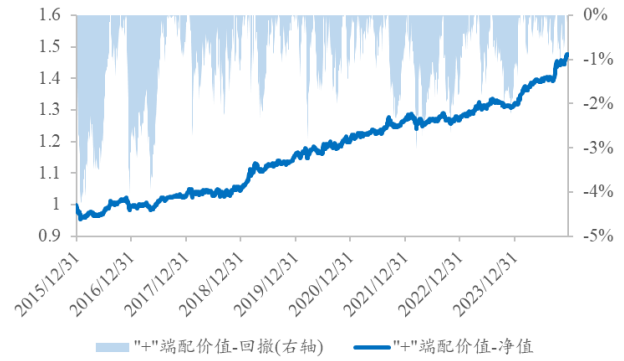
参数名称	值	参数名称	值
风险资产	国证成长/国证价值/红利低波	无风险资产	中债总财富指数
起始日期	2016/1/1	截止日期	2024/12/20
要保比率	0.95	风险乘数	4
调仓频率	每月	重置频率	每季

资料来源：信达证券研发中心

**图 31：“+”端配成长的固收+策略净值模拟**


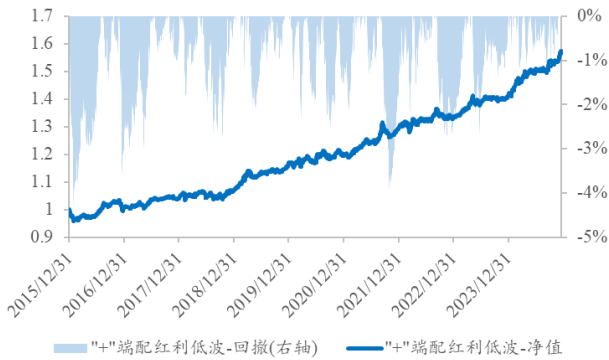
资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2016/1/1-2024/12/20

**图 32：“+”端配价值的固收+策略净值模拟**


资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2016/1/1-2024/12/20

**图 33：“+”端配红利低波的固收+策略净值模拟**


资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2016/1/1-2024/12/20

**表 14：CPPI 策略分年收益风险对比**

统计区间	“+”端配成长				
	收益率	波动率	收益波动比	最大回撤	收益回撤比
2016	-2.67%	4.71%	-0.57	-5.58%	-0.48
2017	0.47%	2.55%	0.19	-2.52%	0.19
2018	-1.10%	4.67%	-0.24	-5.42%	-0.20
2019	15.62%	5.65%	2.77	-2.80%	5.58
2020	13.01%	5.67%	2.29	-4.73%	2.75
2021	6.56%	5.07%	1.29	-4.33%	1.51
2022	-2.58%	4.26%	-0.61	-5.35%	-0.48
2023	-0.21%	2.95%	-0.07	-3.53%	-0.06
2024	8.01%	4.98%	1.61	-2.44%	3.29
汇总	4.05%	4.70%	0.86	-5.73%	0.71

统计区间	“+”端配价值				
	收益率	波动率	收益波动比	最大回撤	收益回撤比
2016	-0.50%	4.12%	-0.12	-4.60%	-0.11
2017	3.18%	2.34%	1.36	-2.32%	1.37
2018	2.06%	4.42%	0.47	-2.70%	0.76

2019	10.59%	4.30%	2.47	-2.31%	4.58
2020	4.40%	4.13%	1.07	-2.85%	1.54
2021	4.99%	3.29%	1.52	-2.33%	2.14
2022	0.13%	3.82%	0.03	-3.65%	0.04
2023	3.82%	2.65%	1.44	-2.21%	1.73
2024	11.81%	3.64%	3.25	-1.35%	8.76
汇总	4.57%	3.76%	1.22	-4.60%	0.99

统计区间	“+”端配红利低波				
	收益率	波动率	收益波动比	最大回撤	收益回撤比
2016	0.81%	4.14%	0.20	-4.32%	0.19
2017	3.30%	2.23%	1.48	-2.27%	1.46
2018	2.81%	4.09%	0.69	-2.79%	1.01
2019	9.04%	3.52%	2.57	-2.27%	3.97
2020	2.71%	3.98%	0.68	-2.58%	1.05
2021	7.88%	3.95%	1.99	-3.96%	1.99
2022	3.05%	4.12%	0.74	-3.09%	0.99
2023	5.77%	2.82%	2.04	-2.72%	2.12
2024	11.38%	4.02%	2.83	-1.42%	8.03
汇总	5.31%	3.77%	1.41	-4.32%	1.23

资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2016/1/1-2024/12/20

**[3] 创新资产的运用：**对更高风险偏好的投资者，需匹配更高的收益目标（年化 7-8%）；这类收益目标恐难以通过传统股债结合的方式达到，但可以考虑在“+”端寻求：**能够提供稳定现金流和分红收益的标的，除了红利低波股票外还可以考虑回购（类分红）、REITs（有强制分红的属性）；亦或是与股、债低相关的其他大类资产，比如全球股票、商品和 REITs。**

当前“固收+”基金的底层工具仍然主要集中在 A 股、国内债券和可转债等传统资产类别，展望未来，我们认为“固收+”基金可尝试引入更多非传统资产类别（如 REITs、商品、海外资产）和灵活的对冲策略，以进一步优化产品的收益波动特性。例如，境外债券作为一种低相关性资产，可以为基金提供稳定的现金流，并通过全球多样化配置增强组合的抗风险能力。此外，以美国市场中的“核心+”类型的债券基金为例（Core Plus Bond Fund），该基金在传统的 Core Bond Fund 基础上，除了投资政府债券、投资级企业债券、资产证券化产品（ABS）等常见类别外，还加入了高收益债券、新兴市场债券和海外债券等多元化债务资产，提升了收益水平并分散了风险。我们认为，未来国内“固收+”基金可以借鉴这一策略，通过引入更多不同类型的债务工具，进一步优化产品的收益和风险特性。通过将不同地区、不同信用等级的债券进行组合，“固收+”基金不仅能够增强收益的稳定性，还能更好地应对不同市场环境下的风险波动。

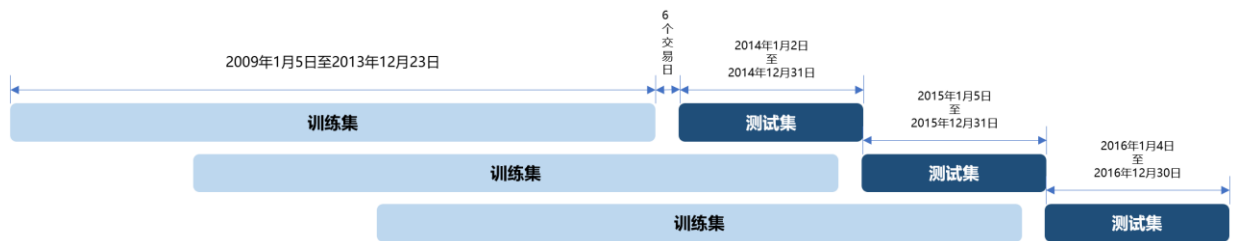
此外，公募 REITs 具备强制分红的属性，在符合分配条件的情况下每年至少分红一次，且与其他大类资产（如股票和债券）相关性较低，能够提供较高的分红收益并优化组合的收益来源。伴随 REITs 发行进入常态化，我们预计这一资产类别将为“固收+”基金提供更加丰富的底层备选资产，增加了资产配置的灵活性和多样性。商品也可以作为对冲通胀和市场波动的有效工具，特别是在宏观经济不确定性较高的时期。

## 2.2 800 指增：“800>300+500”

在量化指数增强产品的语境下，“800”和“300+500”究竟孰优？我们观察到，现阶段的宽基指增主要集中在沪深300、中证500两大赛道，但少有以中证800为基准的量化指增产品。通常认识下，量化选股策略的有效性依赖于广阔的截面；按这个思路，800指增应当比300指增和500指增更加好做。那么，直接在中证800域中选股，会比单独做300指增、500指增再将二者结合更有优势吗？本节我们依赖于信达金工选股因子库和线性Lasso模型，试图解答以上问题。

沪深300、中证500与中证800中的有效选股因子是否有差异？我们以信达金工Alpha因子库中的低频量价、高频量价、基本面选股因子为输入特征，分别在沪深300、中证500与中证800的成份股，使用惩罚系数为0.001的Lasso模型对因子进行合成，训练集长度为过去5个自然年，每年初重新估算模型参数，用于接下来一年的因子合成以及收益预测。

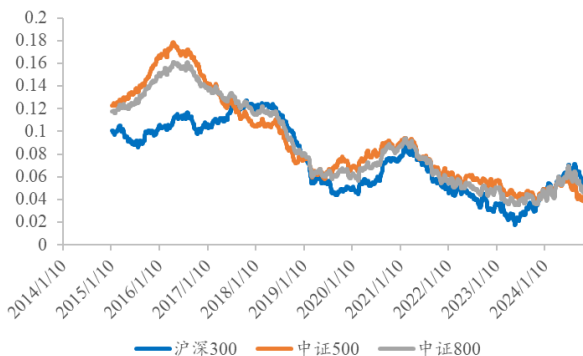
图 34：预测未来 5 个交易日的均价收益率，数据划分示意图



资料来源：信达证券研发中心

从合成因子的历史滚动IC均值来看，在指数成份股中分别拟合的Lasso模型合成的Alpha因子，近3年来在对应指数中获取Alpha的难度越来越大，RankIC均值较前期有所衰减。2017年之前IC均值基本能达到10%以上，而近三年衰减至5%以下。

图 35：300、500 与 800 域中选股因子 RankIC 均值 (MA250)



资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2014/1/10-2024/1/15

表 15：300、500 与 800 域中选股因子 RankIC 均值 (分年)

统计区间	沪深 300	中证 500	中证 800
2014	9.68%	12.05%	11.50%
2015	10.46%	16.77%	15.13%
2016	10.35%	14.26%	13.79%
2017	12.21%	10.43%	11.53%
2018	8.14%	7.61%	8.09%
2019	4.80%	6.85%	6.05%
2020	7.96%	9.04%	8.84%
2021	4.99%	6.44%	5.82%
2022	3.55%	5.43%	4.85%
2023	4.46%	4.68%	4.46%
2024	4.54%	3.58%	4.13%
全区间	7.41%	8.90%	8.62%

资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2014/1/10-2024/1/15

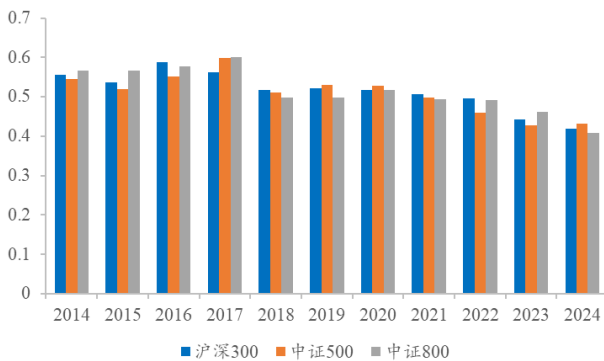
观察在三个宽基指数中，在 0.001 的惩罚系数下，每年 Lasso 模型不为 0 的回归系数占比，发现在 2017 年之前，各指数中 50% 以上的因子皆为有效因子，且 2017 年之前各指数中合成因子的 RankIC 均值基本皆在 10% 以上。2017 年之后，有效因子占比有所衰减，特别在 2023 年与 2024 年，有效因子占比衰减至近 11 年以来最低水准，说明越来越多的因子有所失效或者因子之间共线性有所增强。

除此之外，我们还用余弦相似度来度量 3 个指数 Lasso 模型的回归系数相关性，余弦相似度的计算公式如下：

$$\text{CosineSimilarity} = \cos(\theta) = \frac{\mathbf{A} \cdot \mathbf{B}}{\|\mathbf{A}\| \|\mathbf{B}\|} = \frac{\sum_{i=1}^n A_i B_i}{\sqrt{\sum_{i=1}^n A_i^2} \sqrt{\sum_{i=1}^n B_i^2}}$$

整体趋势上，在 2018 年之前，3 组指数的回归系数相似度均保持在较高水平，尤其是 500 与 800 之间的相似度基本维持在 90% 以上，300 与 500 之间的相似度也维持在 60% 以上。这表明在这几年里，不同市场规模的指数在因子有效性和模型解释能力上具有一定的一致性。而在 2022 年之后，300 与 500 的有效因子相似度显著减少，由 60% 的中枢降低至 40% 的水平，说明 300 与 500 中的有效选股因子开始产生一定的分化。

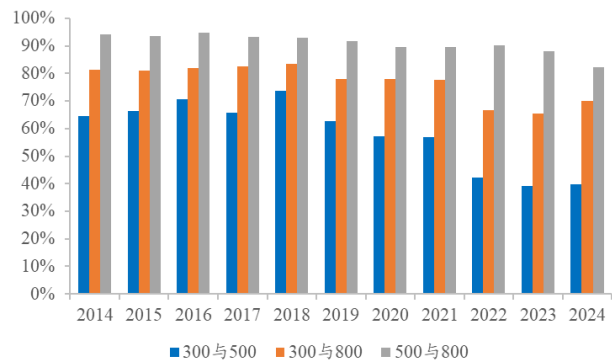
图 36: 300、500 与 800 域中因子 Lasso 回归系数不为 0 占比



资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2014/1/1-2024/11/15

图 37: 300、500 与 800 域中 Lasso 回归系数的余弦相似度

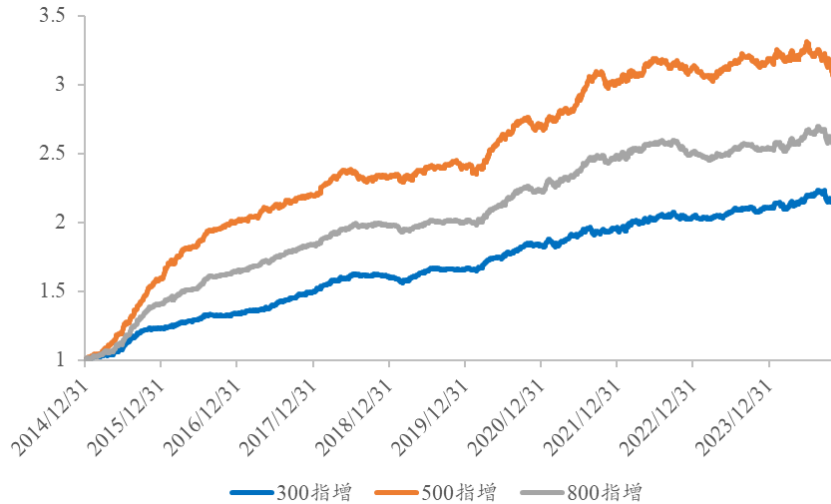


资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2014/1/1-2024/11/15

接下来，我们分别用 Lasso 模型得到的合成 Alpha 因子构建 3 个指数的增强策略，测算在指增场景中，获取超额收益的能力。具体约束条件包括：(1) 100% 指数成分股内选股；(2) 300 指增个股权重最大偏离 1%；500 指增个股权重最大偏离 0.8%；800 指增个股权重最大偏离 0.5%；(3) 中信一级行业最大偏离 0.1%；(4) 市值风格最大偏离 0.01 倍标准差；(5) Barra CNE5 其他风格因子最大偏离 0.3 倍标准差。交易规则设定为：(1) 周度调仓，以每周第一个交易日的 VWAP 价格成交；(2) 一字涨停不能买入，一字跌停不能卖出，停牌不能交易；(3) 手续费：单边千分之一。

基于在对应指数中 Lasso 回归得到的 Alpha 因子与上述约束条件构建的指增策略，可以看出：近三年来相对基准的超额收益显著衰减，2024 年 300 指增超额为 2.34%，500 指增超额为 -2.61%，800 指增超额为 1.63%。从换手率来看，不约束换手的指增策略单边年化换手率在 20 倍以上，在上述单边千分之一的扣费场景下，每年会有 4% 的收益损失在较高的换手扣费中，高换手带来的损失在前期 Alpha 显著的时候不明显，但近三年 Alpha 减弱，高换手对收益的侵蚀更加明显。

**图 38：指增策略相对于各自基准超额净值**


资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2015/1/1-2024/11/15

**表 16：指增策略相对于各自基准的分年度超额收益**

统计区间	300 指增	500 指增	800 指增
2015	23.49%	59.88%	41.24%
2016	8.23%	25.79%	16.82%
2017	12.06%	9.42%	11.43%
2018	7.52%	5.94%	7.82%
2019	2.99%	3.42%	1.06%
2020	10.73%	12.35%	11.64%
2021	7.03%	11.74%	11.32%
2022	3.96%	3.26%	0.91%
2023	2.92%	1.68%	0.99%
2024	2.34%	-2.61%	1.63%
<b>全区间</b>	<b>8.38%</b>	<b>12.60%</b>	<b>10.46%</b>

资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2014/12/31-2024/11/15

**表 17：指增策略单边年化换手率**

统计区间	300 指增	500 指增	800 指增
2015	21.78	25.64	23.76
2016	22.40	28.95	24.37
2017	23.22	27.52	23.81
2018	22.48	27.18	22.62
2019	21.26	28.30	22.04
2020	20.03	24.84	20.31
2021	19.25	24.39	19.34
2022	18.98	22.32	18.69
2023	18.93	23.03	18.42
2024	14.37	18.70	14.53
<b>全区间</b>	<b>21.33</b>	<b>26.40</b>	<b>21.87</b>

资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2014/12/31-2024/11/15

若在优化器中进行换手率约束，能否在平衡收益的同时降低费率的影响？我们对 3 个指增策略，限制了每次单边换手在 10%/20%/30%/40% 以下，从而测算超额收益。

经过换手率约束的遍历可见，对于 500 指增与 800 指增，约束换手率之后，近三年超额收益有较为明显的改善，以每次换手约束在 20% 以下为例，500 指增近三年超额收益分别为 7.12%、3.84%、0.83%，不约束换手的超额收益为 3.26%、1.68%、-2.61%；800 指增近三年超额收益分别为 4.3%、1.88%、2.14%，不约束换手的超额收益为 0.91%、0.99%、1.63%。因此，我们认为，在选股 Alpha 较弱的时段，适当控制换手幅度，减少交易摩擦与手续费带来的收益损失，或能更平稳地获取超额收益。

**表 18: 300 指增策略在不同换手约束下的超额收益**

统计区间	限制 10%	限制 20%	限制 30%	限制 40%	不限制换手率
2015	16.66%	21.73%	23.85%	23.56%	23.49%
2016	11.88%	10.48%	9.81%	9.27%	8.23%
2017	10.73%	12.46%	13.17%	12.89%	12.06%
2018	8.94%	11.70%	9.65%	9.03%	7.52%
2019	2.13%	5.38%	3.38%	2.39%	2.99%
2020	10.02%	10.05%	12.16%	10.75%	10.73%
2021	8.69%	7.94%	6.45%	6.62%	7.03%
2022	8.32%	3.12%	4.00%	4.55%	3.96%
2023	4.73%	4.19%	2.93%	3.12%	2.92%
2024	1.36%	2.23%	1.84%	2.42%	2.34%
<b>全区间</b>	<b>8.69%</b>	<b>9.25%</b>	<b>8.99%</b>	<b>8.73%</b>	<b>8.38%</b>

资料来源: 万得、信达证券研发中心

统计日期: 2014/12/31-2024/11/15

**表 20: 500 指增策略在不同换手约束下的超额收益**

统计区间	限制 10%	限制 20%	限制 30%	限制 40%	不限制换手率
2015	41.17%	51.70%	57.29%	59.65%	59.88%
2016	23.17%	27.30%	28.28%	28.03%	25.79%
2017	8.66%	11.45%	13.03%	12.16%	9.42%
2018	12.39%	12.70%	10.23%	10.08%	5.94%
2019	8.22%	3.97%	5.06%	5.42%	3.42%
2020	19.09%	15.94%	15.42%	11.69%	12.35%
2021	6.31%	11.33%	11.25%	12.66%	11.74%
2022	10.56%	7.12%	6.76%	4.36%	3.26%
2023	0.25%	3.84%	4.66%	3.16%	1.68%
2024	-0.47%	0.83%	-2.67%	-2.67%	-2.61%
<b>全区间</b>	<b>13.14%</b>	<b>14.57%</b>	<b>14.69%</b>	<b>14.08%</b>	<b>12.60%</b>

资料来源: 万得、信达证券研发中心

统计日期: 2014/12/31-2024/11/15

**表 22: 800 指增策略在不同换手约束下的超额收益**

统计区间	限制 10%	限制 20%	限制 30%	限制 40%	不限制换手率
2015	27.56%	39.29%	41.27%	42.60%	41.24%
2016	17.33%	21.43%	19.73%	18.87%	16.82%
2017	10.22%	10.99%	12.01%	13.53%	11.43%
2018	11.58%	9.20%	9.37%	7.95%	7.82%
2019	3.70%	3.61%	1.27%	1.19%	1.06%
2020	11.17%	12.70%	12.30%	11.15%	11.64%
2021	9.03%	10.31%	11.13%	11.10%	11.32%
2022	6.68%	4.30%	2.63%	1.24%	0.91%
2023	2.25%	1.88%	0.99%	0.82%	0.99%
2024	1.56%	2.14%	2.28%	1.96%	1.63%
<b>全区间</b>	<b>10.39%</b>	<b>11.69%</b>	<b>11.32%</b>	<b>11.00%</b>	<b>10.46%</b>

资料来源: 万得、信达证券研发中心 统计日期: 2014/12/31-2024/11/15

**表 19: 300 指增策略在不同换手约束下的超额收益波动比**

统计区间	限制 10%	限制 20%	限制 30%	限制 40%	不限制换手率
2015	3.92	5.15	5.31	5.26	5.09
2016	4.38	3.78	3.55	3.29	2.93
2017	4.23	4.83	5.09	4.89	4.56
2018	3.48	4.11	3.18	2.89	2.38
2019	0.92	2.22	1.48	1.04	1.30
2020	3.26	2.94	3.51	3.12	3.12
2021	2.06	1.80	1.44	1.49	1.60
2022	1.90	0.70	0.91	1.05	0.92
2023	1.78	1.52	1.05	1.11	1.03
2024	0.28	0.43	0.37	0.48	0.47
<b>全区间</b>	<b>2.52</b>	<b>2.57</b>	<b>2.47</b>	<b>2.40</b>	<b>2.30</b>

资料来源: 万得、信达证券研发中心

统计日期: 2014/12/31-2024/11/15

**表 21: 500 指增策略在不同换手约束下的超额收益波动比**

统计区间	限制 10%	限制 20%	限制 30%	限制 40%	不限制换手率
2015	7.84	8.88	11.29	11.70	11.41
2016	6.45	6.80	6.88	6.83	6.37
2017	2.50	3.35	3.80	3.55	2.89
2018	3.41	3.13	2.46	2.53	1.46
2019	2.32	1.06	1.29	1.35	0.86
2020	4.50	3.44	3.41	2.47	2.54
2021	1.44	2.39	2.34	2.70	2.45
2022	2.37	1.57	1.50	0.96	0.72
2023	0.06	1.01	1.20	0.82	0.45
2024	0.09	0.16	-0.51	-0.50	-0.48
<b>全区间</b>	<b>3.11</b>	<b>3.25</b>	<b>3.29</b>	<b>3.14</b>	<b>2.79</b>

资料来源: 万得、信达证券研发中心

统计日期: 2014/12/31-2024/11/15

**表 23: 800 指增策略在不同换手约束下的超额收益波动比**

统计区间	限制 10%	限制 20%	限制 30%	限制 40%	不限制换手率
2015	7.37	9.21	9.93	9.36	8.67
2016	6.39	6.49	6.09	5.78	5.43
2017	4.82	4.64	5.09	5.67	4.88
2018	4.52	3.49	3.30	2.68	2.57
2019	1.82	1.58	0.56	0.54	0.47
2020	3.58	3.56	3.54	3.10	3.23
2021	2.38	2.74	2.83	2.82	2.88
2022	1.72	1.06	0.65	0.31	0.22
2023	0.80	0.69	0.38	0.32	0.39
2024	0.29	0.40	0.43	0.37	0.30
<b>全区间</b>	<b>3.12</b>	<b>3.29</b>	<b>3.18</b>	<b>3.03</b>	<b>2.86</b>

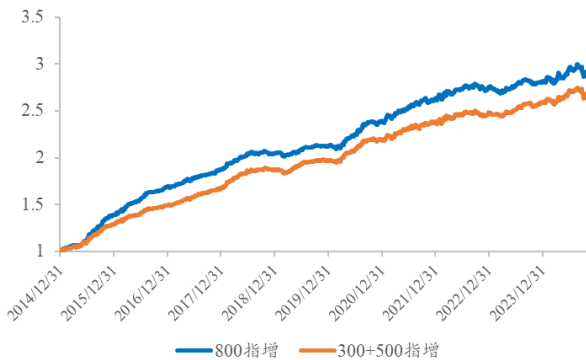
资料来源: 万得、信达证券研发中心 统计日期: 2014/12/31-2024/11/15

**800 指增该如何做？**我们认为有两种方式可以进行尝试。其一是直接以中证 800 为基准，进行选股增强，在模型中不对 300 与 500 进行区分（下称为“800 指增”）；其二是分别以沪深 300 与中证 500 为基准，进行选股增强，再以中证 800 中 300 与 500 的比例为权重进行 300 指增与 500 指增的配置（以下称为“300+500 指增”）。

我们仍然以之前 Lasso 模型合成的因子为选股指标，约束条件在之前基础上添加 20% 的换手率约束，交易方式与之前一样保持不变，每周调仓，对比上述两种方式对于中证 800 的增强效果。

在 2017 年之前，直接 800 指增的超额收益优于 300+500 指增的超额收益，但 2017 年至 2020 年，以及 2023 年之后，300+500 指增的收益更优。两种策略的全区间超额收益相关性为 88.24%，整体来看两种策略差异不大。

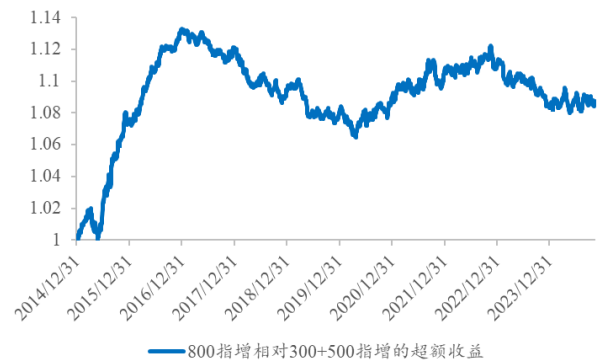
图 39：800 指增与 300+500 指增超额净值



资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2015/1/1-2024/11/15

图 40：800 指增相对 300+500 指增的超额收益



资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2015/1/1-2024/11/15

表 24：800 指增策略分年度超额收益风险特征指标

统计区间	年化收益	年化波动	最大回撤	收益波动比	收益回撤比
2015	39.29%	4.27%	-1.74%	9.21	22.60
2016	21.43%	3.30%	-1.61%	6.49	13.27
2017	10.99%	2.37%	-1.27%	4.64	8.63
2018	9.20%	2.64%	-1.59%	3.49	5.78
2019	3.61%	2.29%	-2.19%	1.58	1.65
2020	12.70%	3.57%	-2.23%	3.56	5.69
2021	10.31%	3.77%	-1.98%	2.74	5.21
2022	4.30%	4.06%	-3.05%	1.06	1.41
2023	1.88%	2.70%	-2.82%	0.69	0.67
2024	2.14%	5.28%	-5.68%	0.40	0.38
全区间	11.69%	3.56%	-5.68%	3.29	2.06

资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2015/1/1-2024/11/15

表 25：300+500 指增策略分年度超额收益风险特征指标

统计区间	年化收益	年化波动	最大回撤	收益波动比	收益回撤比
2015	29.59%	3.94%	-1.34%	7.51	22.16
2016	15.18%	2.72%	-1.48%	5.57	10.24
2017	12.13%	2.34%	-0.91%	5.19	13.28
2018	11.89%	2.78%	-1.34%	4.27	8.88
2019	5.04%	2.21%	-2.26%	2.28	2.23
2020	11.51%	3.25%	-1.57%	3.55	7.34
2021	8.74%	3.90%	-1.86%	2.24	4.69
2022	4.05%	4.08%	-2.69%	0.99	1.51
2023	4.12%	2.54%	-1.71%	1.62	2.41
2024	1.92%	4.85%	-5.29%	0.40	0.36
全区间	10.70%	3.36%	-5.29%	3.18	2.02

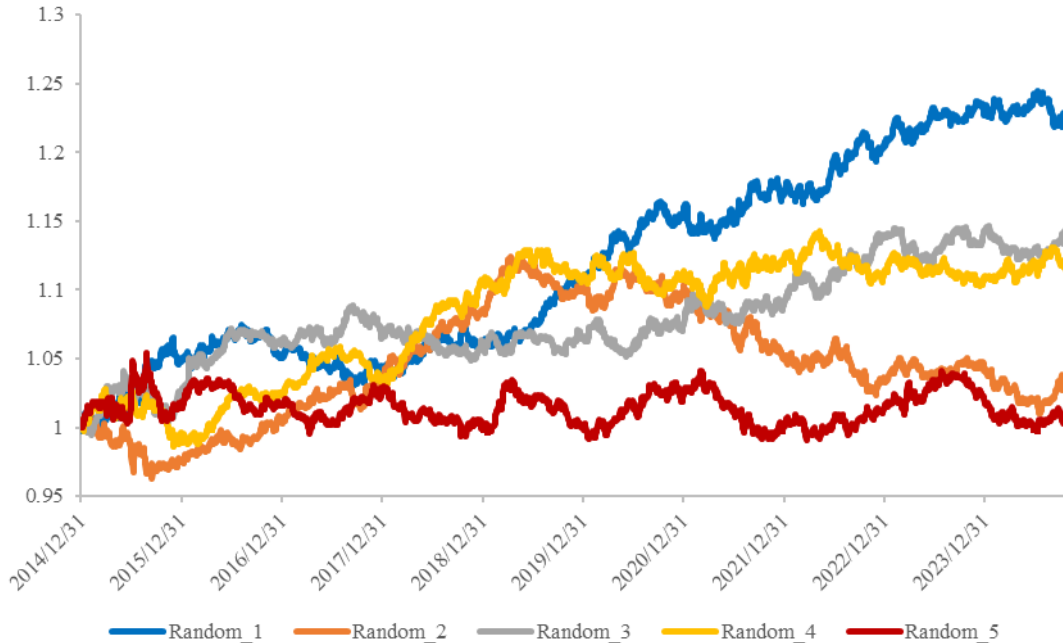
资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2015/1/1-2024/11/15

为了避免上述结论只在特定的因子下有效，我们基于未来数据随机生成了在 5 组不同的随机种子下，300、500 与 800 域中的周度 IC 皆稳定在 0.1 的“理想因子”，目的在于测试若 Alpha 因子不同，300+500 指增与 800 指增之间孰强孰弱的关系是否稳定。约束条件同之前基于实际因子构造的指增策略。

对比下来发现，基于未来数据的稳定因子构造的 800 指增与 300+500 指增之间的相对收益走势没有明显规律，800 指增在某些随机种子下优于 300+500 指增，而在某些随机种子下收益与 300+500 指增几乎持平，延续之前得到的“两种策略差异不大”的结论。

图 41：随机稳定因子构造的策略，800 指增相对 300+500 指增的超额收益



资料来源：万得、信达证券研发中心 统计日期：2015/1/1-2024/11/15

注：Random<sub>i</sub> 代表随机种子为 i 时，生成的稳定因子

但若从产品层面分析，我们认为 800 指增或更有优势，主要有以下几点原因：

(1) 若用 300 指增与 500 指增拟合 800 指增，为了使得行业偏离与风格偏离相较于中证 800 来说偏离不大，需要严格按照中证 800 中 300 与 500 的比例，对 300 与 500 指增产品进行权重配置。而直接构建 800 指增并不需要对 300 成分股的权重合计与 500 成分股的权重合计做约束，优化器能直接给出符合约束条件的个股权重比例，相对来说更加灵活。

(2) 理论上 300+500 指增相对于 800 指增的潜在优势可能更多体现在 300 与 500 中的有效选股因子有一定差距，但对于 800 指增的管理人来说，同样也可以按前 300 与后 500 的方式划分股票池分别挑选有效因子，或者采用其他的股票划分方式也未尝不可，除了按照 300 与 500 分域，也可以尝试在其他市值域中分别建模，或者在不同行业中分别选股，有效因子的差异性可能更大。且得益于中证 800 的成分股数量更多，在 800 中分域建模相较于在 300 或者 500 中分域建模，稳健性可能更高。例如在下表中，对比沪深 300 与中证 500 历年 Lasso 回归系数的余弦相似度，以及在中证 800 不同市值域中 Lasso 回归系数的余弦相似度，用于衡量历史有效因子的差异性。可以看到相较于将中证 800 划分为 300+500 的方式，将中证 800 或者市值前 100 与市值后 700，或者市值前 200 与市值后 600，有效因子的差异性更大。

(3) 对于 FOF 投资人来说，相较于买入 300 指增与 500 指增后定期再平衡，直接买入 800 指增基金在基金申赎费率上更有优势，同时也更省心。但因为指增基金的走势主要由指数 Beta 决定，所以如果我们定期按照 300 与 500 成分股在中证 800 中的合计权重比例进行调仓，换手率对于 FOF 投资者来说仍在可接受范围内。以我们上述测算的周频 300+500 拼接的 800 指增为例，组合对于 300 指增与 500 指增的单边年化换手率为 0.11 倍。

**表 26: Lasso 回归系数余弦相似度, 沪深 300 与中证 500, 以及在中证 800 不同市值域中**

统计区间	沪深 300 与中证 500	市值前 100+后 700	市值前 200+后 600	市值前 400+后 400
2014	64.50%	31.42%	53.18%	69.59%
2015	66.22%	27.25%	46.44%	68.24%
2016	70.57%	23.77%	50.60%	71.89%
2017	65.69%	21.37%	48.37%	72.74%
2018	73.61%	24.06%	42.79%	71.72%
2019	62.79%	14.91%	40.49%	64.11%
2020	57.19%	13.22%	33.53%	60.09%
2021	56.75%	12.99%	33.44%	51.61%
2022	42.08%	19.15%	28.13%	44.73%
2023	39.22%	11.46%	22.87%	41.95%
2024	39.81%	9.10%	21.50%	34.91%

资料来源: 万得、信达证券研发中心

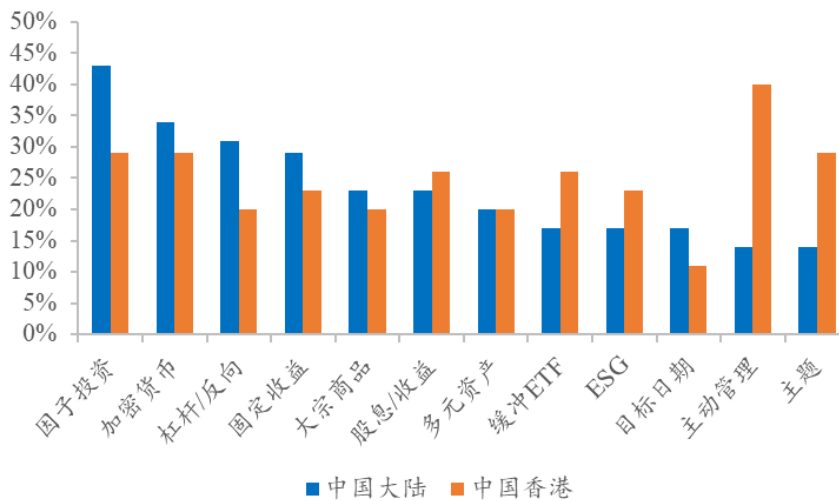
统计日期: 2014/1/1-2024/11/15

### 2.3 “主动被动化”和“被动主动化”中的产品缺口

在报告《指数基金规模屡创新高，主动股基 Alpha 何时回归？》中，我们在结尾处谈及国内“主动被动化”和“被动主动化”趋势，主动投资与被动投资的界限趋于模糊。本节我们将沿着这一思路，讨论主动 ETF（“主动被动化”）和 Smart Beta 产品（“被动主动化”）的布局机会。

[1] “主动被动化”：主动 ETF 低费率、透明化、alpha 增厚等优势兼而有之。根据 Brown Brothers Harriman 的机构调研数据，中国大陆机构投资者当前最具备投资意愿的 ETF 类型为因子投资（成长/价值）ETF，中国香港机构投资者最具备投资意愿的类型为主动 ETF。目前来看，因子投资类型的产品在国内已初具规模，如红利 ETF、价值 100ETF、500 质量成长 ETF 等，但主动 ETF 产品在国内尚处于一片蓝海。在被动化的全球趋势下，机构尤其是以主动权益见长的基金公司可考虑进行一定的战略布局。

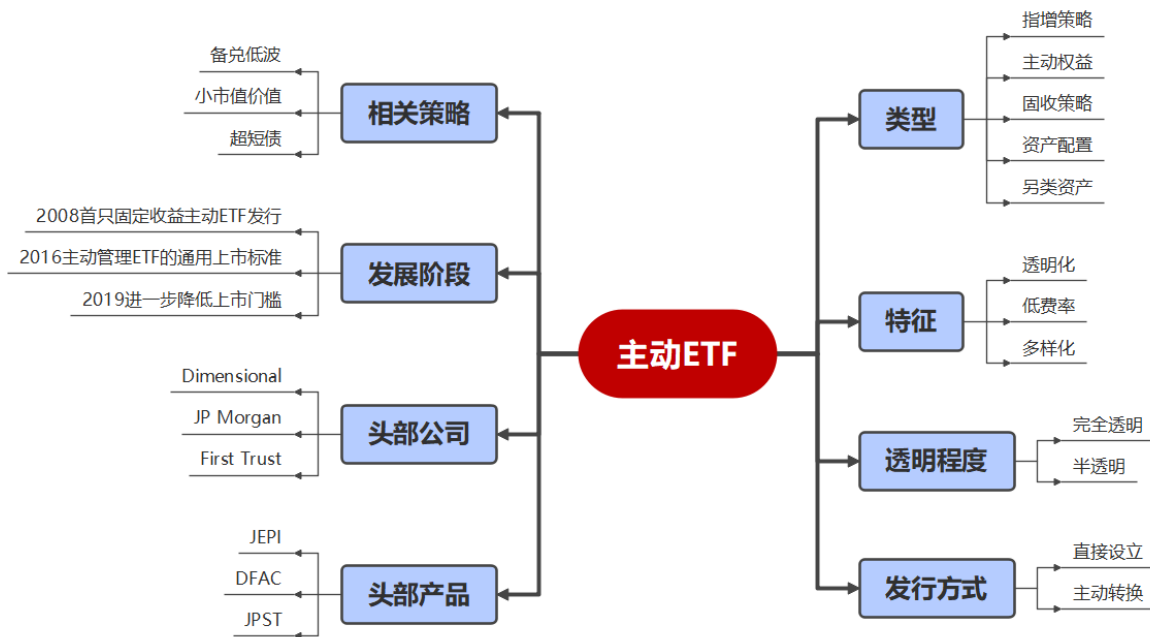
图 42：Brown Brothers Harriman 大中华投资者意愿调研



资料来源：Brown Brothers Harriman、信达证券研发中心

主动 ETF 是海外创新型 ETF 产品，强调基金管理人的主动管理策略，而非跟踪对应某个特定指数，经过近 20 年的发展，目前品类已较为多元化，指增策略、主动权益策略（非对标某个特定指数）、固收策略、另类资产策略等均有涉及，亦包含了备兑低波、小市值价值、超短债等多种细分子策略，为投资者提供了丰富的选择。特征上来看，主动 ETF 兼具了主动基金与 ETF 的优点，在具有低费率、透明化特点的同时，给投资者提供了主动管理 Alpha 的可能性。目前主动 ETF 头部机构主要为 Dimensional、JP Morgan、First Trust，其高市场份额产品主要由主动基金转换而来，转换后产品规模迎来了迅速的扩张，这也为提供了国内的基金公司提供了扩张的新思路。

图 43：信达金工主动 ETF 分析框架



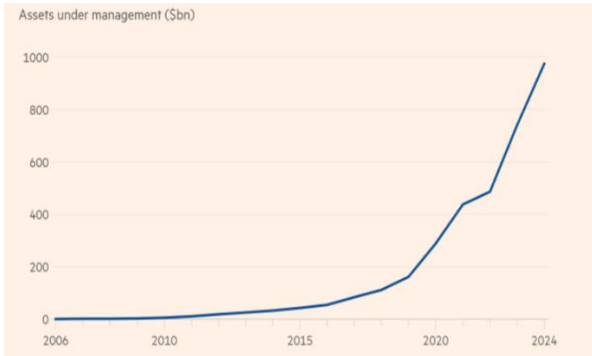
资料来源：信达证券研发中心

目前全球主动 ETF 总只数超过 1700 只，总规模约 1 万亿美元。根据 Black Rock 及 ETFGI 的数据，2024 年全球主动 ETF 规模已接近 1 万亿美元，约占全球 ETF 市场份额的 7%，2019 年以后取得了约 48% 的年化复合增速；2023 年美国上市的 ETF 中有 76% 是主动管理型的 ETF，以 7% 的份额占据了 21% 的 ETF 整体资金净流入。我们总结了美国主动 ETF 发展的三个阶段，包括：

**阶段 1：起步阶段（2008-2015）。**2008 年 Bear Stearns 发行了首只主动管理固定收益 ETF，标志着主动 ETF 多元化时代的开始。随后 PowerShares 发行了首批主动管理权益 ETF，随后投资标的进一步扩展至另类资产、商品、货币和衍生品等领域。

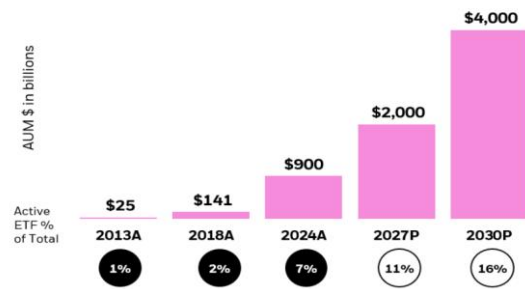
**阶段 2：监管放松阶段（2016-2018）。**2016 年，美国证券交易委员会（下称 SEC）通过了主动 ETF 的通用上市标准，允许主动 ETF 使用和被动 ETF 相同的通用上市标准，符合条件即可上市，简化了产品审批的流程和复杂性。此时距离指增策略 ETF 发行已近 10 年，主动 ETF 迎来快速发展期。

**阶段 3：进一步降低门槛（2019 年后）。**2019 年 SEC 发布的 Rule 6c-11 中，进一步降低了 ETF 准入门槛，设置新的信息披露规则，包括：（1）ETF 管理者可以使用定制篮子（做市商可自己定制的一篮子底层基础资产，不用完美复制成分）发布信息，PCF 清单可以和真实持仓非等比例构建；（2）要求 ETF 收盘后在网站上公布实际持仓情况，但是不要求在份额申购前披露，允许 T-1 订单；（3）不要求 ETF 在网站披露 PCF；（4）不要求 ETF 提供盘中参考净值 IIV；（5）规范化持仓披露规则等。新规发行后，主动 ETF 灵活性得以进一步提升。

**图 44：全球主动 ETF 规模接近万亿**


资料来源：ETFGI、Financial Times、信达证券研发中心

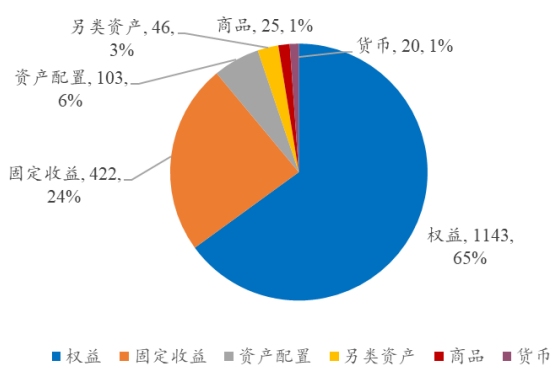
统计日期：2016-2024

**图 45：BlackRock 全球主动 ETF 管理规模回顾及预测**
**We expect global active ETF assets to reach \$4T by 2030**  
 Actual and projected growth of active ETFs (USD billions)


资料来源：iShares、信达证券研发中心

统计日期：2024

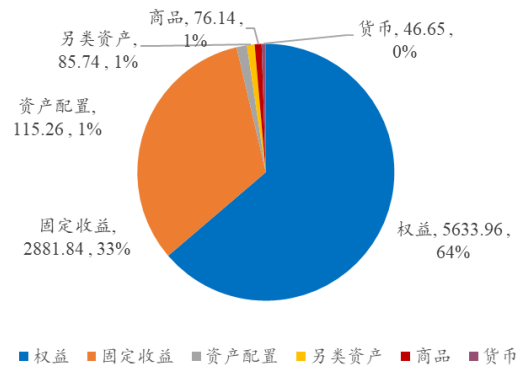
分资产类别来看，目前海外的主动 ETF 产品规模最大的为权益类产品，权益主动 ETF 只数超过 1000 只，总规模超过 5000 亿美元；其次为固收类产品，只数超过 400 只，总规模接近 3000 亿美元，其余资产配置/商品/另类资产/货币资产规模相对较小，合计市场规模仅 300 亿美元。整体来看，主动 ETF 投资者偏好于在传统的权益类/固收类方向中配置主动 ETF 产品。

**图 46：全球主动 ETF 分策略数量分布**


资料来源：ETF.com、信达证券研发中心

注：仅统计 ETF.com 收录 ETF 数据

统计日期：2024/12/19

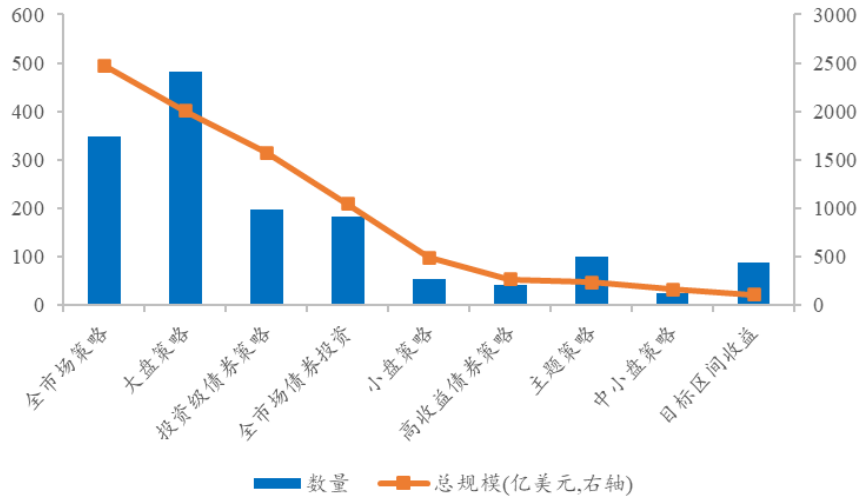
**图 47：全球主动 ETF 分策略规模分布（亿美元）**


资料来源：ETF.com、信达证券研发中心

注：仅统计 ETF.com 收录 ETF 数据

统计日期：2024/12/19

细分方向上，权益类中**全市场策略及大盘股策略 ETF**较为受到投资者欢迎，合计规模超过 4000 亿美元，小盘股策略同样初具高规模，总规模接近 500 亿美元。固定收益产品中，投资级债券策略及全市场债券投资策略较为受到欢迎，合计规模超过 2000 亿美元。除此之外，还有以期权为底层资产的目标区间收益策略也较为受到欢迎，这显示了主动 ETF 在投资方向上的多元性。

**图 48：主动 ETF 规模超过 100 亿美元的细分方向数量及规模**


资料来源：ETF.com、信达证券研发中心

注：仅统计 ETF.com 收录 ETF 数据

统计日期：2024/12/19

从头部明星产品来看，TOP10 主动 ETF 产品规模约占主动 ETF 产品总规模的 20%，均为权益类或固定收益类产品：由于本身主动 ETF 细分策略具有多元性，非头部产品仍具有一定发展空间，为投资者提供了多样化的选择。目前规模最大的产品为 JPMorgan Equity Premium Income ETF (JEPI)，总规模超 370 亿美元，该基金主要采用主动选股与备兑策略，以低于标普 500 指数的波动为投资者提供与标普 500 指数相关的收益，由于其稳定性受到投资者青睐。该基金创建了一个主要由标普 500 指数成分股组成的**主动管理股票组合**，同时通过资产挂钩票据 (Equity Linked Notes, ELN) 卖出标普 500 指数看涨期权；该基金持有的多个 ELN 采用备兑开仓策略嵌入认购期权空头头寸，不断出售看涨期权获得的权利金为基金提供了重要的现金流。该基金为**月度分红**产品，截至 2024 年 12 月 19 日，基金滚动 12 月股息率为 7.43%；最近一次除息日为 12 月 2 日，股息为 0.40177 美元；截至 2024 年 12 月 19 日，该产品 82.28% 的市值投资于 109 只美国股票，此外 13.74% 的市值投资于 15 只挂钩标普 500 指数 (SPX) 的资产挂钩票据 (Equity Linked Notes, ELN)。排名第二的产品为 Dimensional 公司旗下的 Dimensional U.S. Core Equity 2 ETF (DFAC)，总规模约 330 亿美元，该产品则主要关注于估值较低，盈利能力较高的小市值股票。排名第三的产品 JPMorgan Ultra-Short Income ETF (JPST)，为 JPMorgan 旗下超短机构债券 ETF。

**表 27：主动 ETF 产品规模 TOP10**

基金代码	基金名称	投资类别	机构	总规模(亿美元)
JEPI	JPMorgan Equity Premium Income ETF	权益	JPMorgan	377
DFAC	Dimensional U.S. Core Equity 2 ETF	权益	Dimensional	334.3
JPST	JPMorgan Ultra-Short Income ETF	固定收益	JPMorgan	285.2
JEPQ	JPMorgan NASDAQ Equity Premium Income ETF	权益	JPMorgan	205.9
FBND	Fidelity Total Bond ETF	固定收益	Fidelity	168.8
JAAA	Janus Detroit Street Trust Janus Henderson AAA CLO ETF	固定收益	Janus Henderson	162.3
AVUV	Avantis U.S. Small Cap Value ETF	权益	Avantis	159.1
DYFN	iShares U.S. Equity Factor Rotation Active ETF	权益	iShares	139.1
DFUS	Dimensional U.S. Equity Market ETF	权益	Dimensional	132.1
CGDV	Capital Group Dividend Value ETF	权益	Capital Group	123.3

资料来源：ETF.com、信达证券研发中心

统计日期：2024/12/19

**表 28: JEPI 持仓美股与 ELN 情况**

投资类型	持仓数量	持仓市值(亿美元)	市值占比
美股	109	301.07	82.28%
ELN	15	50.36	13.74%

资料来源: JPMorgan, 信达证券研发中心

统计日期: 2024 年 12 月 19 日

从机构角度来看, 主动 ETF 产品给予了在传统 ETF 赛道或是主动管理赛道上不突出的管理人弯道超车的机会。截至 2023 年底, Dimensional Holdings、JPMorgan、First Trust 排名主动 ETF 管理前三, 且头部集中度较高, Dimensional Holdings 于 2020 年 11 月发行旗下首支 ETF 产品, 仅在三年后主动 ETF 管理规模超 1700 亿元, 达到市场头部水平; JPMorgan 则主要依靠 JEPI、JPST、JEPQ 三只头部产品贡献规模; First Trust 通过发行大量主动 ETF 产品增加了整体规模。以上三家在早期均未有 ETF 产品布局, 而被动 ETF 管理规模较大的 Vanguard、State Street 均未上榜, 证明主动 ETF 赛道与被动 ETF 赛道仍具有一定差异性。特别的是, 在机构端主动 ETF 产品的市场份额占比十分集中, TOP10 公司占据了绝大部分市场份额, 主动 ETF 产品的提前布局十分重要, 投资者同样会选择在主动 ETF 赛道中更具有知名度的公司, 基金公司需要把握自身主动管理的先发优势进入主动 ETF 赛道。

从发展路径上来看, 一个海外主动 ETF 产品主要的布局方式为共同基金转换为主动 ETF。共同基金转换为主动 ETF 后, 费率降低, 持仓透明, 但同时能继承原有基金产品的优秀业绩, 对投资者吸引力更强。Dimensional 旗下多只明星产品 DFAC、DFUS 等, 均为共同基金转换而来, 且在转换后收获了较多的净流入。在投资者偏好从主动权益基金切换为被动基金大背景下, 随着监管政策、准入条件等方面的变化, 主动 ETF 或给了业绩较好的非头部机构一个弯道超车的机会。

**表 29: 主动 ETF 管理规模机构 TOP10**

机构名称	产品只数	规模(亿美元)	占比
Dimensional	41	1721.28	19.47%
JPMorgan	35	1310.41	14.82%
First Trust	157	804.44	9.10%
Avantis	28	544.72	6.16%
Capital Group	21	492.95	5.58%
Fidelity	42	399.36	4.52%
iShares	45	348.61	3.94%
Janus Henderson	11	255.56	2.89%
PIMCO	13	253.30	2.87%
Innovator	142	214.29	2.42%

资料来源: ETF.com, 信达证券研发中心

统计日期: 2024/12/19

对标美国市场, 国内主动 ETF 尚且处于起步阶段。国内主动 ETF 主要为指数增强 ETF, 为证监会批准的创新产品; 其投资目标介于主动型股票基金和被动型股票基金之间, 属于半主动管理。相比于传统指增 1.2% 的管理费率, 指数增强 ETF 0.5% 的管理费率优势凸显, 且其持仓具备透明性, 可通过申赎清单进行跟踪。经历了 3 年的发展后, A 股指数增强 ETF 规模已经从原来的 15 亿元左右上升至 100 亿元左右, 年化复合增速接近 90%, 未来的发展路径推测为宽基指增 ETF → 行业指增 ETF → 无基准指增 ETF, 随着投资者对于流动性需求的上升, 主动

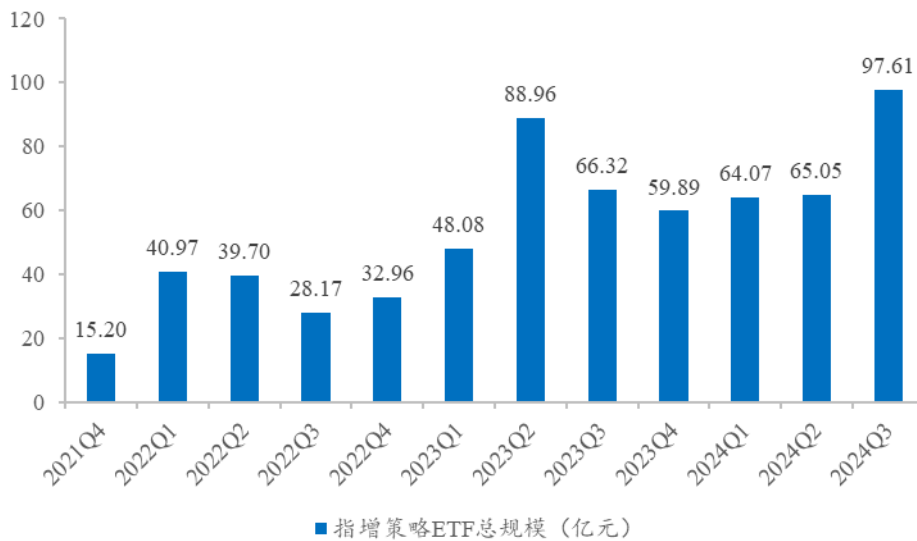
ETF 或将受到青睐。

表 30：国内不同类型基金平均费率对比

费用类型	主动普通开放式基金	被动普通开放式基金	主动 ETF	被动 ETF	普通开放式基金	ETF	主动基金	被动基金
管理费率 (%)	1.17	0.45	0.54	0.43	1.15	0.43	1.17	0.51
托管费率 (%)	0.20	0.09	0.09	0.09	0.19	0.09	0.20	0.10

资料来源：万得、信达证券研发中心

图 49：指增策略 ETF 整体规模变动情况

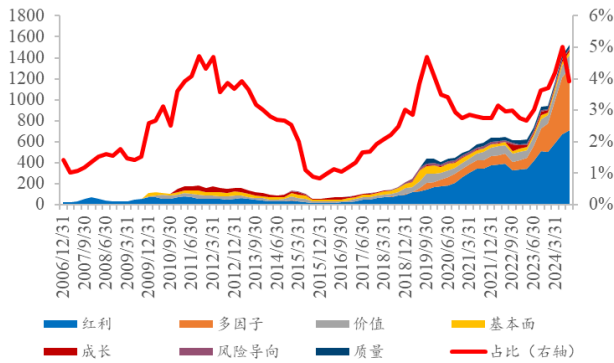


资料来源：万得、信达证券研发中心

基于对海外市场经验的复盘和对国内现有主动 ETF 产品的回顾，我们对未来国内主动 ETF 发展提出如下 3 点思考。(1) 已有主动型基金转换：对于过去一段时间绩优但整体规模较小的主动型基金，可以通过转换成 ETF 扩大份额。目前国内被动权益 ETF 格局基本已确定，马太效应显现，在被动基金新发远超主动基金的背景下，机构尤其是权益大厂可以凭借自身优势的主动管理 Alpha 资源弯道超车，在监管准入的条件下将自有的主动场外产品转换成主动 ETF 产品。借鉴海外经验，主动 ETF 在机构层面集中度较高，先发性布局尤为重要，不管是以质取胜 (JP Morgan) 或是以量取胜 (First Trust)，均有做到头部的可能性。(2) 关注细分赛道，多元化策略布局：主动 ETF 的发展往往不局限于某个特定赛道，像备兑低波策略或超短债策略同样十分受到市场的欢迎，多元化的布局可以使得基金公司在大多数市场行情下都有相关的优势主动 ETF 品种储备。历史上来看，主动 ETF 发展同样具有一定的马太效应，头部主动 ETF 产品更加吸金，多元化布局易于押注中优势品类，快速扩张基金规模。(3) 半透明或是初期发展路径：完全透明是每日完全公布申赎清单，半透明则是指部分披露申赎清单，剩余部分则使用现金替代。海外产品虽以完全透明化为主，但在目前国内的监管要求与基金公司内部持仓保密性考量下，完全透明难以实现。半透明化的发展路径下，虽然现金替代会增加额外的成本，但基金公司同样可以减少完全公布持仓的顾虑，更加积极地管理基金。

[2] “被动主动化”：泛 Smart Beta 品类潜藏机遇。结构性行情中，Smart Beta 产品有助于捕捉广泛、持久的回报驱动因素，或因其简单、低成本、透明、系统化等优势脱颖而出。对标美国市场，国内 Smart Beta 产品在渗透率上仍有不足；根据晨星数据，截至 2023/12/31，美国 Smart Beta 产品规模约为 1.95 万亿美元，占同期权益产品规模比约为 10.43%；根据万得数据，截至 2024/9/30，国内 Smart Beta 产品规模约为 1526.68 亿元，占同期权益产品规模比仅约为 3.92%。这表明，国内泛 Smart Beta 领域（包含红利、价值、基本面、成长、风险导向、质量、多因子等具体风格）或仍有长足发展空间，可继续作为权益产品线规模增长的有效抓手。

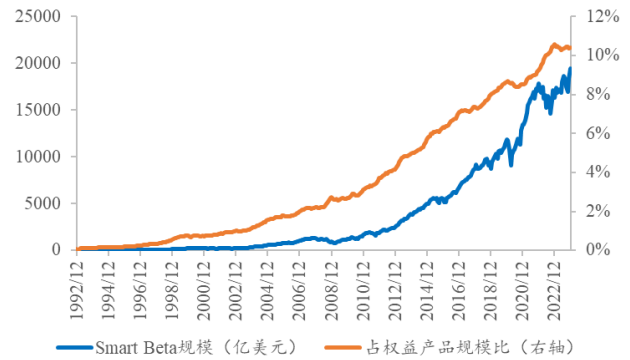
图 50：国内 Smart Beta 产品规模（亿元）及占比



资料来源：万得、信达证券研发中心

统计日期：2006Q4-2024Q3

图 51：美国 Smart Beta 产品规模（亿美元）及占比



资料来源：晨星、信达证券研发中心

统计日期：1992M12-2023M12

### 3. 总结与思考

本文是“破局”系列报告第二篇——产品篇。值此辞旧迎新，继往开来之际，我们将讨论重心置于如何为 2025 年公募基金产品谋篇布局的实际问题上；本文复盘了 2024 年以来公募基金市场存量规模的变化和新发布局的亮点。今年以来的产品/策略规模变化具备强右侧性，与权益行情变化息息相关，反映了投资者风险偏好的适应性调整。分品类来看，“**宽基 ETF 流入、主动权益基金份额缩水**”的直觉认识得到了翔实的数据验证；其中，宽基 ETF 除了在市场震荡或不确定性较强时对市场情绪的支撑作用显著，也逐渐成为投资者在反弹阶段偏好的配置工具。

新发市场方面，基金发行“寒冬期”恐难言结束，权益类产品新发压力仍存。我们总结了新发市场的 5 处亮点，包括：(1) 发起式基金助力基金公司“先有再优”式布局被动权益市场；(2) 被动指数基金集中度较高，A500、0-3 年政金债是股、债各自的时代主题；(3) 各家管理人积极布局红利产品线，风格增强产品“白盒 Beta+黑盒 Alpha”模式受追捧；(4) 全球资产配置需求兴起，QDII 基金的覆盖范围不断拓展，场内和场外产品协同发展；(5) 公募 REITs 常态化发行加速，高速公路和消费类资产最受青睐。基于以上认识，我们认为下一赛季的产品布局或可适当采取“以小博大”、“弯道超车”策略，选择有结构性行情支撑/受政策鼓励的细分品类。

关于 2025 年可能的规模增长点，我们自下而上甄选了绝对收益、量化指增、主动 ETF、Smart Beta 四大品类，并试图提出具体的解决方案。(1) **绝对收益产品**：我们从现有布局入手，讨论了当前的产品供给缺口和规模影响因素。展望 2025 年，我们认为后续“固收+”市场的核心需求将聚焦于两类品种：低波稳健型“固收+”产品和收益增强型“固收+”产品。对于传统低波稳健型“固收+”，我们认为仍旧可以通过“+权益”的方式解决，并在此基础上讨论了择时必要性和“+”端资产选择问题；对于更高收益目标的增强型“固收+”产品，我们认为可以运用创新资产（比如海外债、REITs、商品等）参与策略构建。(2) **800 指增**：2018 年之前，不同市场规模的指数在因子有效性和模型解释能力上具有一定的一致性，而在 2022 年之后，300 与 500 的有效因子开始产生一定的分化。从量化测算的维度，我们发现不论是基于真实的选股因子，还是基于通过未来数据随机生成的选股因子，800 指增略优于 300+500 指增。从实际产品层面分析，我们认为 800 指增或更有优势。首先，800 指增在权重上更灵活，而 300+500 指增需要严格按照 300 与 500 在 800 中的权重占比进行配置。其次，800 指增除了 300+500 的细分选股方式，也可以采用其他划分方式，且得益于成分股更多，稳健性可能更高，最后，对于 FOF 投资人来说，投资 300 指增与 500 指增存在定期再平衡的基金申赎费用，而投资 800 指增有费率优势，也更加省心。(3) **主动 ETF**：主动 ETF 低费率、透明化、alpha 增厚等优势兼而有之，相关业务在国内尚处于一片蓝海。对标美国市场，国内主动 ETF 尚且处于起步阶段，未来的发展路径推测为**宽基指增 ETF**→**行业指增 ETF**→**无基准指增 ETF**；随着投资者对于流动性需求的上升，主动 ETF 或将受到青睐。

## 附录：信达金工选股因子库架构

表 31：信达金工选股因子库架构

一级分类	二级分类	因子数量
财报	价值	5
	质量	8
	成长	8
一致预期	价值	6
	质量	4
	成长	6
	超预期	1
低频量价	动量	6
	反转	21
	波动	25
	流动性	33
高频量价	Alpha158	158
	振幅	30
	偏离	12
	波动	30
	动量	12
	成交	12

资料来源：信达证券研发中心

## 风险因素

结论基于历史数据，在市场环境转变时模型存在失效的风险。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深300指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起6个月内。	<b>买入:</b> 股价相对强于基准15%以上;	<b>看好:</b> 行业指数超越基准;
	<b>增持:</b> 股价相对强于基准5%~15%;	<b>中性:</b> 行业指数与基准基本持平;
	<b>持有:</b> 股价相对基准波动在±5%之间;	<b>看淡:</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出:</b> 股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。