

2025年01月06日

证券研究报告·金融工程报告

2025年金融工程策略报告



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

金融工程 2025 年度策略：超额收益如何回归？

摘要

- **主动权益型基金超额收益何时回归：**主动权益型基金过去 10 年中，有 6 年平均超额收益为正，其中在牛市中期超额收益表现突出，在熊市与牛熊切换阶段表现不佳。我们认为能否准确把握市场节奏是其创造超额收益的关键。后续伴随着市场主线逐步形成，市场共识进一步强化，行业轮动速率或将下行，利好主动权益型基金持续获取超额收益。
- **指数投资迅猛发展带来哪些机遇：**无论市场晴雨，被动股基对 A 股的配置规模持续稳步增长；而主动股基 A 股配置规模变化同市场 Beta 高度正相关。在被动股基 A 股配置规模稳步提升与主动股基 A 股配置规模逐步下降的双重作用下，2024 年 Q3 被动股基 A 股配置规模首次超越了主动股基。目前股票型 ETF 已成为 A 股市场的重要组成部分，ETF 交易为 A 股市场提供了稳定且可观的流动性。在被动股基规模快速扩张的背景下，被动股基跟踪指数成分股的调入与调出将会对调入标的与调出标的价格产生冲击，由此将带来投资机遇与投资风险。
- **A500 指数是否更适合作为主动权益基金业绩比较基准：**中证 A500 指数长期历史业绩不依赖于极致行情。在风格稳定性方面，尽管新兴行业成分股带来一定波动，但长期视角下，行业均衡配置使其在不同市场风格切换时表现相对稳定。超额收益来源更符合主动权益基金经理投资风格，中证 A500 指数在兼顾价值、成长、均衡风格的基础之上，降低价值风格、偏向成长风格更适配主动权益型基金对大盘成长风格的偏好。市场代表性看，A500 覆盖细分行业龙头，代表中国权益资产。其广泛覆盖多元行业，新兴行业权重高，更能反映当前经济结构中多行业发展态势，契合基金投资范围多元化与新兴产业关注度提升趋势。
- **2025 年配置策略和选基策略建议：**2025 年 A 股投资策略重在结构调整，大类资产仓位的合理控制和配置调整可以有效的应对熊市和震荡市，可重点关注海外 QDII 权益基金和黄金资产。从绝对收益投资角度：注重全球大类资产配置，关注以绝对收益为投资目标的主动基金产品。从相对收益投资角度：选股策略建议均衡配置策略，风格策略建议核心卫星策略或哑铃策略，关注指数产品在行业轮动策略上的应用。
- **风险提示：**本研究基于市场历史数据，基金产品及大类资产的历史表现不代表未来表现。若未来市场环境发生较大变化，如基本面数据恶化，宏观经济、地缘政治、海外市场、金融行业政策、资本市场要素变化，出现量化模型未考虑到的未知风险，基金及各类资产的实际表现可能与本文的结论有所差异。市场有风险，投资需谨慎，本报告仅作为参考，不构成投资收益的保证或投资建议。

西南证券研究发展中心

分析师：郑琳琳
执业证号：S1250522110001
邮箱：zhengll@swsc.com.cn

分析师：王天业
执业证号：S1250524050002
邮箱：wty@swsc.com.cn

分析师：盛宝丹
执业证号：S1250524070001
邮箱：sbdyf@swsc.com.cn

联系人：缪金瑾
邮箱：mj@swsc.com.cn

联系人：祝晨宇
邮箱：zhcy@swsc.com.cn

相关研究

1. ESG 投资概述及其在多因子策略中的应用 (2024-12-11)
2. 价格形成路径与趋势清晰度因子 (2024-11-08)
3. 基于优选“固收+”基金探索绝对收益策略构建之“道” (2024-11-08)
4. 2024 年公募基金季报持仓透视出哪些重要信息？——基金 2024 年季报持仓分析 (2024-10-31)
5. 基于历史相似走势的因子选股研究 (2024-09-09)
6. 当前美股回调还是衰退？探索规避美股下跌的预警信号 (2024-08-08)
7. 如何利用机器学习赋能红利高股息投资 (2024-08-05)
8. 相同工作日动量因子构建与策略探究 (2024-08-02)
9. 量价时序特征挖掘模型在深度学习因子中的应用 (2024-07-11)
10. 金融工程 2024 年中期投资策略：顺势而动 (2024-07-11)

目 录

1 2024 年 A 股权益市场及主动权益基金复盘	1
1.1 2024 年度 A 股权益市场表现复盘	1
1.2 2024 年各分类基金年度业绩统计	2
1.3 2024 年主动权益基金相对市场宽基指数的超额表现	3
2 主动权益型基金超额收益何时回归？	4
2.1 主动权益型基金历史超额收益表现回顾及业绩归因	4
2.2 海外市场历史回顾：美国主动股基长期难以持续战胜被动指数	7
2.3 2025 年 A 股主动权益型基金超额收益或将回归	8
3 指数投资迅猛发展带来哪些机遇？	9
3.1 被动股基 A 股配置规模迎来里程碑	9
3.2 ETF 规模及持有人结构变化	10
3.3 ETF 交易为 A 股市场提供了可观的流动性	12
4 A500 指数是否更适合作为主动权益基金业绩比较基准？	14
4.1 沪深 300 指数与 A500 指数的特征分析	14
4.2 中证 A500 指数作为权益基金业绩比较基准的适用性分析	16
5 2025 年资产配置策略和选基策略建议	20
5.1 绝对收益投资角度：注重全球大类资产配置	20
5.2 绝对收益投资角度：以绝对收益为投资目标的主动基金产品	23
5.3 相对收益投资角度：选股策略建议均衡配置策略	25
5.4 相对收益投资角度：风格策略建议核心卫星策略或哑铃策略	25
5.5 相对收益投资角度：风格及行业轮动策略赋能指数投资	28
6 风险提示	29

图 目 录

图 1: 2024A 股市场行情划分.....	1
图 2: 2024 年市场风格轮动图表.....	2
图 3: 万得偏股混合型基金、沪深 300 指数及超额收益累计净值收益变化示意图.....	4
图 4: 沪深 300 指数与主动权益型基金平均仓位变化示意图.....	5
图 5: 行业轮动速率与主动权益型基金超额收益累计净值变化示意图.....	6
图 6: 主动权益型基金中大盘及成长风格产品占比变化示意图.....	6
图 7: 大盘成长指数与主动权益型基金超额收益累计净值变化示意图.....	7
图 8: 大小盘风格与美元指数.....	8
图 9: 成长价值风格与美债指数.....	8
图 10: 近 5 年公募主被动股基对 A 股的配置规模及万得全 A 走势变化示意图.....	9
图 11: 被动股基规模分布示意图.....	10
图 12: 沪深 300 被动指数型基金规模变化示意图.....	10
图 13: 近 5 年 ETF 产品数量及规模变化示意图.....	11
图 14: 近 5 年机构投资者与个人投资者持有 ETF 份额占比变化示意图.....	11
图 15: 近 5 年机构投资者与个人投资者持有 ETF 份额占比变化示意图.....	12
图 16: 近 5 年 A 股成交额与 ETF 成交额占比变化示意图.....	13
图 17: 近 5 年万得全 A 与 ETF 成交额占比变化示意图.....	13
图 18: 沪深 300 总市值占比 (左轴万亿元, 右轴%).....	15
图 19: 沪深 300 自由流通市值占比 (左轴万亿元, 右轴%).....	15
图 20: 沪深 300 总市值占比 (左轴万亿元, 右轴%).....	15
图 21: 沪深 300 自由流通市值占比 (左轴万亿元, 右轴%).....	15
图 22: 沪深 300、中证 A500 成分股不同风格个数占比.....	16
图 23: 沪深 300、中证 A500 的估值和股息率.....	16
图 24: 2013 年以来沪深 300、中证 A500 指数累计收益率.....	17
图 25: 沪深 300、中证 A500 成分股不同中信风格个数占比.....	18
图 26: 中证 A500、沪深 300 成分股不同风格个数占比.....	18
图 27: 大盘成长超额收益累计净值与主动权益型基金超额收益累计净值变化示意图.....	19
图 28: 资产择时信号仓位配置.....	22
图 29: 净值走势.....	23
图 30: 2019-2021 年与 2022-2024 年各公募基金收益.....	23
图 31: 2022-2024 年各公募基金年化波动率与最大回撤率.....	23
图 32: “风格—行业”核心卫星策略与沪深 300 指数累计净值变化示意图.....	29

表 目 录

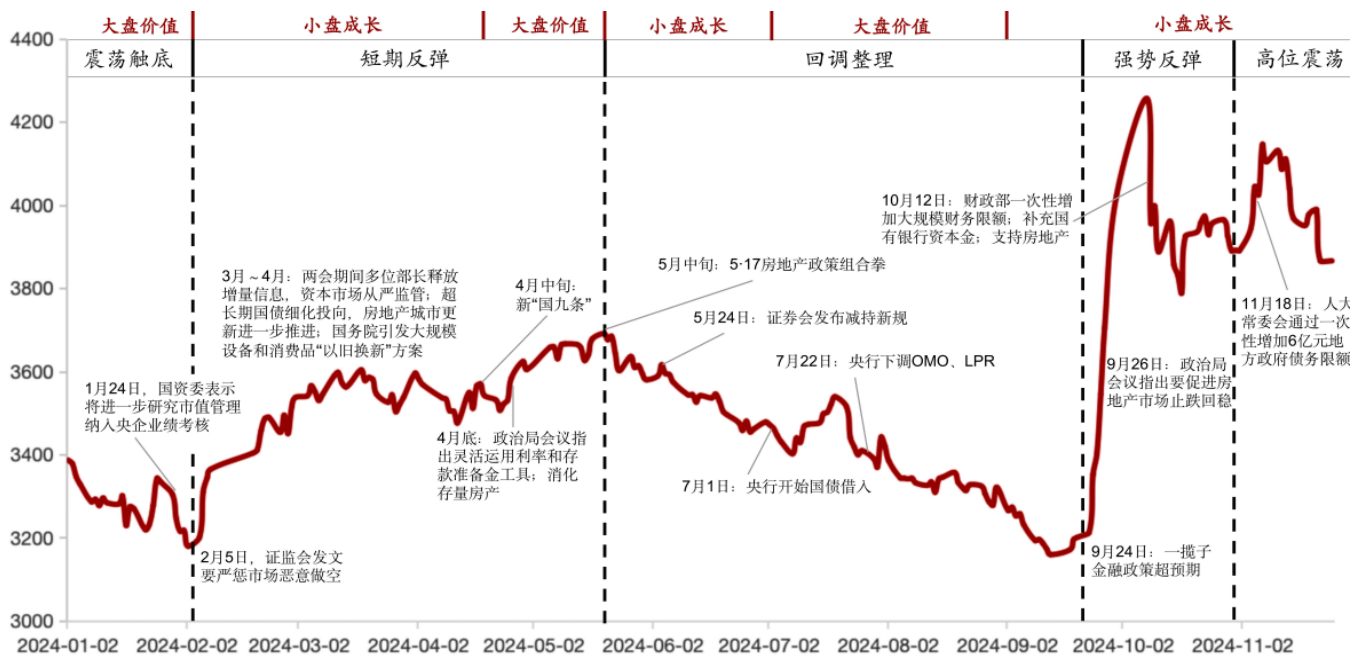
表 1: 各分类主动权益基金 2024 年度业绩情况 (%)	3
表 2: 2024 年内主动权益基金相对宽基及偏股混合指数超额收益表现	4
表 3: 近 10 年主动权益型基金历年相对沪深 300 超额收益表现	4
表 4: 近 10 年主动权益型基金历年相对万得全 A 超额收益表现	5
表 5: 美国不同类别主动权益基金在各个时间维度 (1 年、3 年、5 年、10 年) 跑输基准指数的占比 (%)	8
表 6: 近 5 年 A 股 ETF 成交额占比	12
表 7: 沪深 300 与中证 A500 编制标准对比	14
表 8: 沪深 300 与中证 A500 一级行业偏离幅度	15
表 9: 在历史不同牛熊区间中证 A500 累计收益率	17
表 10: 2024 年资产配置比例	21
表 11: 分年度收益指标	22
表 12: 2025 年绝对收益基金经理推荐参考	24
表 13: 2025 年相对收益基金经理推荐及其代表产品	25
表 14: 科创被动基金产品推荐	26
表 15: 红利被动基金产品推荐	27
表 16: 红利主动基金产品推荐	27
表 17: 大小盘风格轮动策略、成长价值风格轮动策略、量价多因子行业轮动策略收益评价	28
表 18: 大小盘风格轮动策略、成长价值风格轮动策略、量价多因子行业轮动策略收益评价	28
表 19: “风格—行业”核心卫星策略与沪深 300 指数分年度收益表现	29

1 2024 年 A 股权益市场及主动权益基金复盘

1.1 2024 年度 A 股权益市场表现复盘

2024 年初延续 23 年熊市状态经历超预期下行，市场情绪也持续恶化，该阶段市场红利策略占优，大盘股价值占优。接着多重政策利好因素刺激市场出现约持续一周的短暂修复行情，期间市场主线集中于中字头，延续大盘占优风格，并未出现超跌股修复明显的特征，行情修复级别比较小，效果有限。而后小盘股流动性进一步恶化，业绩预告批量暴雷，指数探底。

图 1：2024A 股市场行情划分



数据来源：wind、西南证券整理

而 2 月 6 日后的快速修复行情，市场风格出现了明显切换，小盘和成长股修复速度加快，且在前期便出现超跌股修复幅度更为明显的特征，行情修复级别更大，市场再度进入牛市。步入二季度后，市场在前半期延续牛市中中期“稳固震荡”状态，主题投资盛行，有色金属、石油石化、纺织服饰和环保行业领涨，市场风格以投资小微盘股主导；随后“国九条”推出，资金迅速撤离小微盘股，后续市场风格全面切向大盘价值，银行、基础化工、汽车等盈利稳定行业再度领涨。其后市场在震荡整固后再度实现了持续一个月的超预期上行，创下年内新高。综合国内外因素，日本股市下行引起的北向资金流入，和地产政策超预期发布，为此次牛市第二阶段快速上涨的主要原因。

然而 5 月底北向资金流入趋势放缓，市场情绪再度走弱，成交额持续萎缩，市场重新步入为期四个月的熊市。截至 6 月底的熊市前半期间，由年报问询导致的短期小盘股流动性挤兑，使得市场波动加剧；同期科技板块高度活跃，市场短期内切换至小盘成长风格。7 月初至 9 月底为此次熊市后半期，本阶段的超预期下跌行情主要由房地产价格修复态势疲软引发，市场情绪积弱，资金首先大幅流向红利股，接着追逐板块热点进攻科技、半导体板块。最终

伴随多次上攻热点熄火以及多行业业绩暴雷，市场风险偏好降低，风格由小盘股占优再度切换为大盘价值，石油石化、煤炭、银行等需求相对刚性的板块持续走高，资金抱团核心红利股。在 9 月初期银行板块冲高回落，市场重回小盘风格。

9 月底市场完成超预期修复，重回牛市。主要原因为央行直接性支持资本市场政策再度强化，大量场外资金流入股市，市场情绪大幅提振，成交量也随之破新高。9 月底至 11 月指数冲高后有一定幅度的震荡回落，本次牛市持续到 2024 年底，延续小盘成长风格。

图 2：2024 年市场风格轮动图表

月份	熊市			牛市			
	2023年11月	2023年12月	2024年1月	2024年2月	2024年3月	2024年4月	2024年5月
沪深300指数 (%)	-2.14	-1.86	-6.29	9.35	0.61	1.89	-0.68
创业板指 (%)	-2.32	-1.62	-16.81	14.85	0.62	2.21	-2.87
国证2000指数 (%)	3.09	-2.88	-19.82	9.67	3.68	-0.73	-2.48
规模风格	小盘			大盘			
价值成长风格	价值						
领涨行业	煤炭,传媒,社会服务,机械设备,医药生物	有色金属,煤炭,公用事业,综合,电力设备	煤炭,银行,公用事业,石油石化,家用电器	通信,计算机,电子,传媒,美容护理	有色金属,石油石化,综合,纺织服饰,环保	家用电器,银行,基础化工,医药生物,汽车	煤炭,房地产,农林牧渔,公用事业,银行
领跌行业	美容护理,有色金属,非银金融,电力设备,建筑材料	食品饮料,社会服务,汽车,商贸零售,房地产	机械设备,医药生物,国防军工,计算机,电子	纺织服饰,房地产,建筑装饰,环保,综合	建筑材料,医药生物,煤炭,房地产,非银金融	计算机,商贸零售,房地产,传媒,综合	商贸零售,综合,通信,计算机,传媒
月份	熊市			牛市			
月份	2024年6月	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月	2024年12月
沪深300指数 (%)	-3.30	-0.57	-3.51	20.97	-3.16	0.66	0.47
创业板指 (%)	-6.74	0.28	-6.38	37.62	-0.49	2.75	-3.71
国证2000指数 (%)	-8.98	-0.59	-4.75	22.89	7.85	2.70	-4.12
规模风格	大盘			小盘			
价值成长风格	价值			成长			
领涨行业	电子,通信,公用事业,银行,石油石化	综合,非银金融,商贸零售,国防军工,房地产	石油石化,煤炭,传媒,银行,非银金融	非银金融,房地产,计算机,美容护理,社会服务	电子,计算机,综合,国防军工,环保	商贸零售,综合,纺织服饰,传媒,轻工制造	通信、电子、传媒、商贸零售、社会服务
领跌行业	轻工制造,商贸零售,社会服务,房地产,综合	有色金属,轻工制造,石油石化,纺织服饰,煤炭	钢铁,建筑材料,美容护理,农林牧渔,国防军工	交通运输,煤炭,银行,公用事业,石油石化	医药生物,美容护理,石油石化,煤炭,食品饮料	国防军工,建筑材料,家用电器,公用事业、通信	电力设备、房地产、有色金属、建筑材料、医药生物

数据来源：wind、西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 31 日

1.2 2024 年各分类基金年度业绩统计

本文分别筛选了 Wind 二级投资分类下的**普通股股票型基金**、**偏股混合型基金**（仅保留 A 份额），同时根据如下条件筛选**相对收益主动权益基金**及**绝对收益主动权益基金**，并分别统计了上述基金于 2024 年的业绩情况，其中：

绝对收益主动权益基金：基于 WIND 二级分类为普通股股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金和平衡混合型基金作为基础池（剔除量化基金），筛选标准符合以下几个条件：

(1) 筛选其中以银行定期存款利率和固定年化收益率为基金业绩比较基准的标的基金，一般以固定收益为业绩基准的产品以绝对收益思想管理。

(2) 进一步选取 2020 年、2021 年、2023 年、2024 年至今每年基金收益率为正收益，其中 2022 年正收益产品较少，收益层面不做正收益要求；补充任期以来最大回撤小于 10%，且 2022 年最大回撤小于 10% 的其他产品。

(3) 基于历史调研，补充在实际投资行为中体现出追求绝对收益特征的基金进一步考虑产品投资目标，以及产品投资目标以“追求绝对收益回报”或“追求资产的长期稳定增值”为投资目标的基金，并满足上述定量筛选条件。

相对收益主动权益基金：基于 WIND 二级分类为普通股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金和平衡混合型基金作为基础池（剔除量化基金、港股基金、绝对收益投资目标基金），近五年基金收益率跑赢万得（885001.WI）以及近五年长期业绩处于市场前 1/3，能够体现出相对收益业绩结果的基金产品。

表 1：各分类主动权益基金 2024 年度业绩情况 (%)

基金类型	最大值	3/4 分位数	中位数	平均值	1/4 分位数	最小值
偏股混合型基金	69.23	10.43	3.59	3.55	-3.39	-31.03
普通股票型基金	50.00	12.61	4.07	3.98	-4.34	-26.28
绝对收益主动权益基金	34.31	15.40	9.33	10.32	5.36	-19.09
相对收益主动权益基金	41.86	11.70	5.42	6.01	-1.25	-21.30

数据来源：wind、西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 31 日

自 2024 年初至今，偏股混合基金、普通股票基金、绝对收益主动权益基金及相对收益主动权益基金单位复权净值收益率均值分别为 3.55%、3.98%、10.32% 及 6.01%，收益率中位数分别为 3.59%、4.07%、9.33% 及 5.42%。其中基金经理**雷志勇**在管的大成数字经济 2024 年累计收益 69.23% 位居全部偏股混合基金最大值；基金经理**王晓川**在管的银华数字经济 2024 年累计收益 50.00% 位居全部普通股票型基金最大值；基金经理**李崑**在管的招商行业精选 2024 年累计收益 34.31% 位居全部绝对收益主动权益基金最大值；基金经理**杨景涵**在管的华泰柏瑞新金融地产 2024 年累计收益 41.86% 位居全部相对收益主动权益基金最大值。

1.3 2024 年主动权益基金相对市场宽基指数的超额表现

本文筛选全部主动权益基金，并剔除行业主题基金，仅保留份额 A，并统计相对沪深 300、中证 800 及万得偏股混合基金指数的超额情况如下。整体来看，在 2024 年的下跌行情区间内，主动权益基金更容易跑赢市场宽基指数。

2024 年全年全部主动权益基金相对沪深 300、中证 800 及偏股混合基金指数平均超额收益为 -11.05%、-8.57% 及 0.19%，主动权益基金普遍无法跑赢沪深 300 及中证 800 指数。分行情区间来看，自今年 2 月 7 日至 5 月 16 日的触底反弹区间及 5 月 17 日至 9 月 23 日的下行摸底区间，主动权益基金超额表现较好，相对沪深 300 平均超额收益分别为 2.40% 及 0.03%，相对中证 800 平均超额收益分别为 1.16% 及 1.33%。受制于仓位等多重因素，自 0924 行情开始至年末的强势反转区间内，主动权益基金普遍跑输市场宽基指数，相对沪深 300、中证 800 及偏股混合基金指数平均超额分别为 -5.03%、-6.04% 及 -0.81%，正超额基金比例分别仅有 26.14%、23.24% 及 41.71%。

表 2：2024 年内主动权益基金相对宽基及偏股混合指数超额收益表现

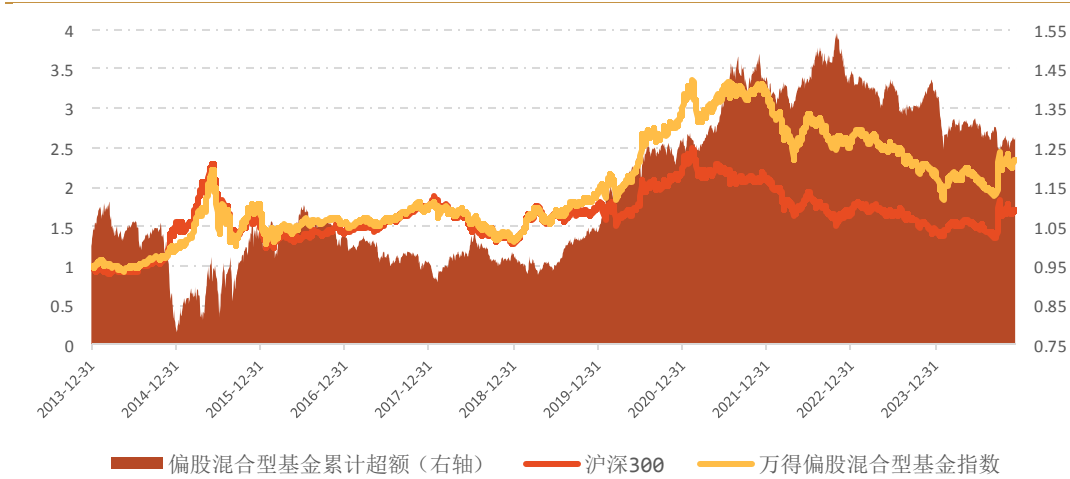
时间区间	沪深 300		中证 800		偏股混合基金指数		
	平均超额收益 (%)	正超额基金比例	平均超额收益 (%)	正超额基金比例	平均超额收益 (%)	正超额基金比例	
2024 年	-11.05	14.44%	-8.57	19.78%	0.19	51.93%	
2024/1/2-2024/2/6	震荡下行区间	-6.68	19.81%	-4.36	28.17%	1.47	55.78%
2024/2/7-2024/5/16	触底反弹区间	2.40	66.21%	1.16	58.48%	-1.36	41.20%
2024/5/17-2024/9/23	下行摸底区间	0.03	48.34%	1.33	58.59%	0.75	53.73%
2024/9/24-2024/12/31	强势反转区间	-5.03	26.14%	-6.04	23.24%	-0.81	41.71%

数据来源：wind、西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 31 日

2 主动权益型基金超额收益何时回归？

2.1 主动权益型基金历史超额收益表现回顾及业绩归因

主动权益基金主要指以追求超越市场平均水平收益为目标，由基金经理主动管理的股票型基金，这类基金通常包括普通股票型基金和偏股混合型基金，故选用万得普通股票型基金与偏股混合型基金构建主动权益型基金池，万得选用偏股混合型基金指数作为主动权益型基金业绩表征指数，沪深 300 指数作为业绩比较基准，相对走势变化示意图及历年超额收益表现统计分别如下所示。

图 3：万得偏股混合型基金、沪深 300 指数及超额收益累计净值收益变化示意图


数据来源：Wind, IFinD, 西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 31 日 注：业绩比较基准为沪深 300 指数

表 3：近 10 年主动权益型基金历年相对沪深 300 超额收益表现

主动权益型基金	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
平均超额收益率	-26.34%	42.98%	-2.29%	-6.68%	1.23%	11.48%	34.59%	14.69%	0.84%	-1.74%	-9.61%
正向超额收益产品占比	6.58%	98.15%	40.93%	33.90%	56.20%	75.87%	92.72%	79.66%	52.42%	38.79%	16.84%

数据来源：Wind, IFinD, 西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 11 日

注：业绩比较基准为沪深 300 指数

表 4：近 10 年主动权益型基金历年相对万得全 A 超额收益表现

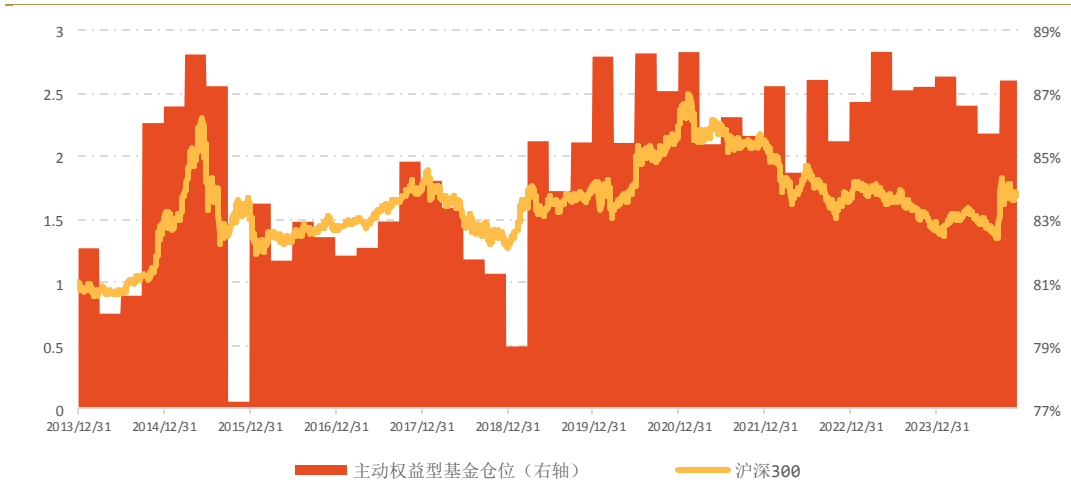
主动权益型基金	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
平均超额收益率	-27.12%	10.06%	-0.66%	10.16%	4.17%	14.53%	36.18%	0.32%	-2.14%	-7.93%	-5.53%
正向超额收益产品占比	6.05%	63.74%	45.19%	73.69%	70.66%	81.06%	93.82%	44.64%	37.44%	18.23%	28.43%

数据来源：Wind, IFinD, 西南证券整理, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

注：业绩比较基准为万得全 A 指数

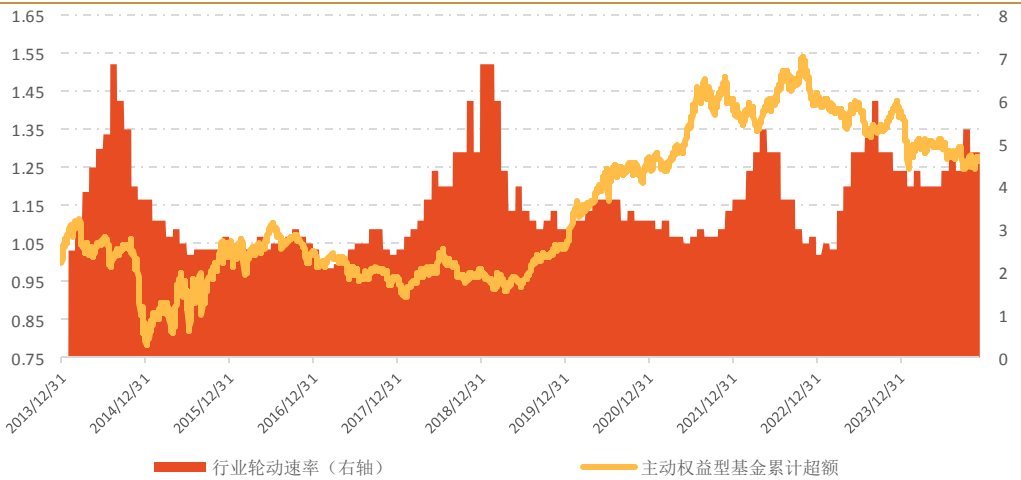
主动权益型基金过去 10 年中，有 6 年平均超额收益为正，其中在牛市中期超额收益表现突出在熊市与牛熊切换阶段表现不佳。在 2015 年、2020 年、2021 年的牛市中期中绝大多数主动权益型基金均取得了显著的超额收益；在 2016 年、2017 年、2022 年、2023 年的熊市周期中相对沪深 300 指数的超额收益表现萎靡；在 2014 年与 2024 年的牛熊切换之际平均超额收益显著低迷。

我们认为能否准确把握市场节奏是其创造超额收益的关键。本文总结主动权益型基金跑输被动指数基金主要在于仓位、行业轮动速率和风格变化三点原因，具体阐释如下：

图 4：沪深 300 指数与主动权益型基金平均仓位变化示意图


数据来源：Wind, IFinD, 西南证券整理, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

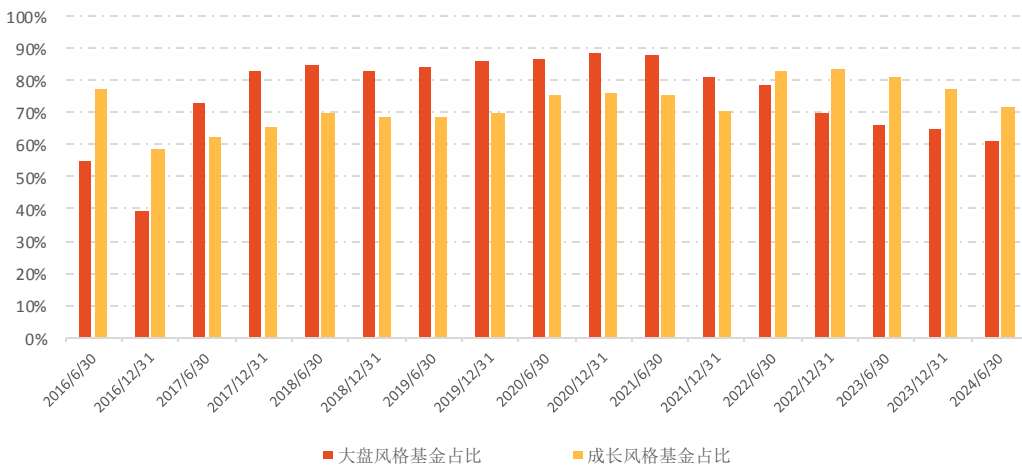
股票仓位调整滞后于市场是影响主动权益型基金超额收益表现的原因之一。基金公司的配置能力较强，但基金经理仓位择时能力体现不足。首先，主动权益型基金的平均仓位在 90% 附近，ETF 产品平均仓位 95% 附近，主动权益型基金天生在仓位上存在劣势，不仅如此，主动权益型基金仓位的调整滞后于市场，在市场底部熊牛转换阶段仓位较低，由此造成在牛市初期业绩弹性不足；在市场顶部牛熊转换阶段仓位较高，由此造成见顶回落后的大幅回撤，例如部分基金经理对于新能源等强周期行业，行情高位不调仓；部分基金经理长期持有白酒等蓝筹标的，常年位列前十大重仓股，不能体现其主动管理能力。

图 5：行业轮动速率与主动权益型基金超额收益累计净值变化示意图


数据来源: Wind, IFinD, 西南证券整理, 数据截至 2024 年 12 月 31 日 注: 业绩比较基准为沪深 300 指数

主动权益型基金经理更擅长把握市场投资主线, 不擅长主流的压赛道以及主题轮动行情。主动权益基金经理拥有更强的 Alpha 选股能力, 并且大多采用自下而上的投资策略。当行情是由预期和情绪主导的 Beta 行情, 而非基本面主导的 Alpha 行情, 基于基本面的行业或个股投资机会难以把握, 所以挖掘阿尔法的主动权益基金阶段性难以战胜纯 Beta 的被动指数基金。

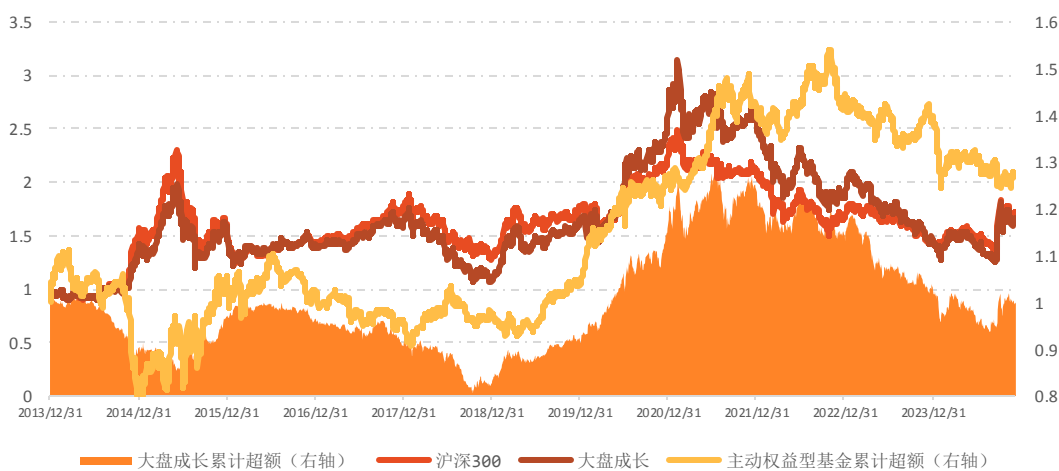
申万一级行业共 31 个, 因此在申万一级行业中每月将会有 15 个行业的月度收益表现优于申万一级行业月度收益中位数。相邻两月战胜行业收益中位数的行业重合度越高, 行业轮动速率越慢, 故使用申万一级行业相邻月份月度收益战胜同期一级行业收益中位数的行业重合度的倒数来刻画行业轮动速率。行业轮动速率同主动权益型基金累计超额呈现显著的负相关性, 当行业轮动速率较慢时, 主动权益型基金超额收益表现亮眼; 当行业轮动速率显著加快时, 主动权益型基金超额收益会出现显著回撤。因此在出现主线行情的市场环境下, 行业轮动速率较低, 适宜主动型权益基金超额创造。

图 6：主动权益型基金中大盘及成长风格产品占比变化示意图


数据来源: Wind, IFinD, 西南证券整理, 数据截至 2024 年 06 月 30 日

主动权益基金的风格偏好会影响其长期超额表现。主动权益型基金对大盘及成长风格具备显著的偏好，多数基金经理选股逻辑基于寻找超预期、寻找利润增速高的股票。2016 年至今，主动权益型基金中大盘风格基金占比平均值为 74.83%，成长风格基金占比平均值为 72.67%，大部分主动权益型基金受益于大盘成长风格，大盘成长与主动权益型基金业绩走势高度相关。因此当 A 股大盘成长风格承压，大部分主动权益基金将受到持续性的风格拖累。例如市场风格总体趋势从成长性强的“赛道方向”的白马龙头成长股切换到“中特估”等国企央企大盘价值股。而相比而言，沪深 300 成长价值风格相对均衡，成分股中大金融板块占比高达 24%，价值风格相对突出，因此主动权益基金平均超额难以超越沪深 300 被动指数基金。

图 7：大盘成长指数与主动权益型基金超额收益累计净值变化示意图



数据来源：Wind, IFiND, 西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 31 日 注：业绩比较基准为沪深 300 指数

同理，主动权益型基金战胜被动指数型基金时往往会有以下三个信号：一是**投资主线明确，主动管理人审美一致性形成，重仓股抱团集中**；二是**主动调仓，仓位和风格跟市场变化同步**。主动权益类产品在市场上行趋势时会通过调仓（甚至新发产品）来参与市场热点。若观察到主动权益的持仓出现明显变化，且与市场风向的一致性变强，则可能预示着主动权益表现强势的区间将要来临。三是**主动权益基金的市场适应性十分鲜明**。在 TMT、消费、医药板块的强势阶段表现较好，主动权益基金管理业绩整体相对占优；在价值风格占优、沪深 300 强势、以及大金融板块强势的环境中主动权益基金整体表现相对较弱，具体产品需要具体评价。

2.2 海外市场历史回顾：美国主动股基长期难以持续战胜被动指数

美股市场长期实践经验揭示了一个显著的趋势：无论是针对大盘股、中盘股还是小盘股，亦或是专注于价值投资、成长投资、国际或全球市场的基金，主动权益基金相对于其基准指数的表现都难以持续战胜。

表 5：美国不同类别主动权益基金在各个时间维度（1 年、3 年、5 年、10 年）跑输基准指数的占比（%）

资产类别	基金类别	比较基准	1 年期 (%)	3 年期 (%)	5 年期 (%)	10 年期 (%)
美国股票	全部本土市场	S&P 综合 1500 指数	76.17	90.09	85.91	90.08
美国股票	全部大盘股	S&P 500 指数	57.05	86.08	77.26	84.71
美国股票	全部多规模股票	S&P 综合 1500 指数	74.3	90.79	84.59	89.16
美国股票	全部小盘股	S&P 小盘 600 指数	36.5	48.82	62.73	81.31
美国股票	全部中盘股	S&P 中盘 400 指数	71.77	72.82	83.17	78.75
美国股票	大盘价值型	S&P500 价值指数	58.08	88.64	86.31	91.33
美国股票	全球基金	S&P 全球指数(美元)	76.61	92.17	86.42	87.8
美国股票	大盘股	S&P 500 指数	52.01	80.8	78.11	82.7
美国股票	成长型基金	S&P 500 成长指数	63.67	78.24	78.85	95.95
美国股票	新兴市场基金	S&P/IFCI 综合指数	63.47	72.59	72.17	86.21
美国股票	国际基金	S&P 全球除美国指数(美元)	71.25	81.68	79.25	81.48

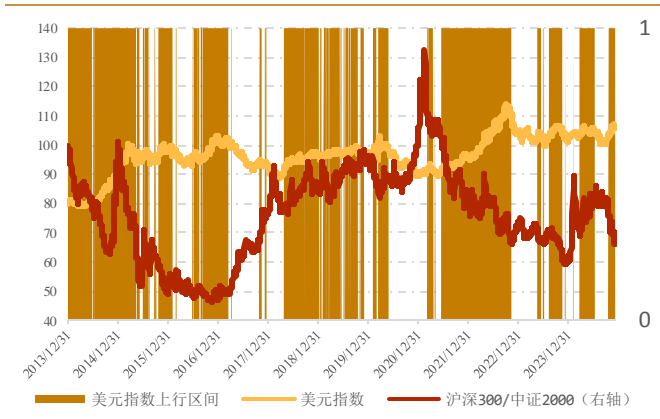
数据来源：S&P Global, 西南证券整理, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

参考美国市场实践经验，在成熟的资本市场中，如果市场长期呈现稳定向上趋势，那么绝大多数主动权益型权益类基金在较长的投资周期内确实难以保持对被动指数的超额回报。

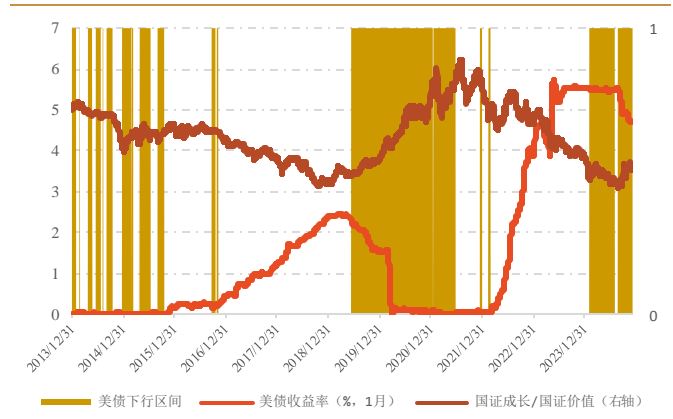
但有两点不容忽视：首先美国主动权益型基金的持有成本偏高，管理费每年约 0.7%，而指数型权益基金管理费每年仅为 0.05%，被动型股票 ETF 费率仅为 0.15%，并且场外投资在管理费的基础上需要加收 0.6%-1.2% 的投顾费，投资者投资主动权益型基金实际承担的费率约在 1.3%-1.9%。被动型基金凭借其低成本优势，能够更好地保留市场的 Beta 收益。其次在 A 股市场中，交易机制与退上市规则同美股差异显著，A 股市场整体的收益波动水平较大，投资 A 股市场需要投资者具备更强的选股择时能力，主动权益型基金在 A 股市场依旧大有可为。

2.3 2025 年 A 股主动权益型基金超额收益或将回归

当前美联储降息窗口开启，全球风险偏好上升，成长股估值中枢上移，利好成长风格表现。后续美元指数见顶回落，外资流入意愿提升，叠加降息持续进行，我们预计 2025 年起大盘成长风格有望回归，主动权益型基金业绩可期。

图 8：大小盘风格与美元指数


数据来源：万得, 西南证券整理, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

图 9：成长价值风格与美债指数


数据来源：万得, 西南证券整理, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

从仓位调整和行业轮动来看，伴随着牛市预期的持续发酵，主动权益型基金的仓位逐步调整到位；近期市场由于缺乏主线，以题材炒作作为主，行业轮动速率较快；后续伴随着市场主线逐步形成，市场共识进一步强化，行业轮动速率或将下行，利好主动权益型基金持续获取超额收益。

长期发展来看，中国经济仍有较强的韧性，上市公司业绩增速将逐步企稳。擅于挖掘上市公司成长潜力的主动权益基金或将重获投资者关注。历史经验来看，历次牛市中期主动权益型基金均取得了可观的超额收益，未来伴随着大盘成长风格的回暖与市场主线的逐步形成，主动权益型基金的超额收益也将如期而归。

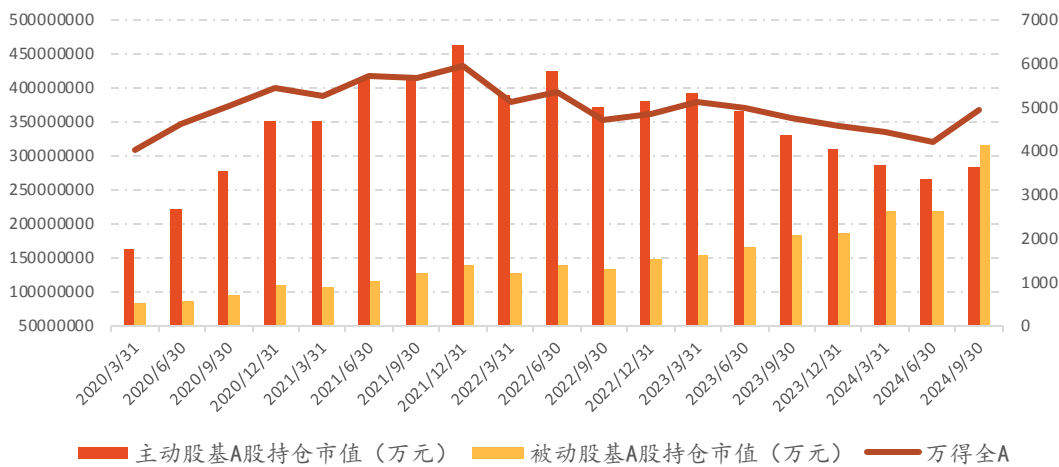
3 指数投资迅猛发展带来哪些机遇？

3.1 被动股基 A 股配置规模迎来里程碑

3.1.1 2024 年内被动股基 A 股配置规模首次超越主动股基

我们统计了近 5 年来公募主被动股基对 A 股的配置规模，其中主动股基包括普通股票型、偏股混合型、平衡混合型、灵活配置型基金，被动股基包括被动指数型、指数增强型基金。近 5 年公募主被动股基对 A 股的配置规模变化如下图所示。

图 10：近 5 年公募主被动股基对 A 股的配置规模及万得全 A 走势变化示意图



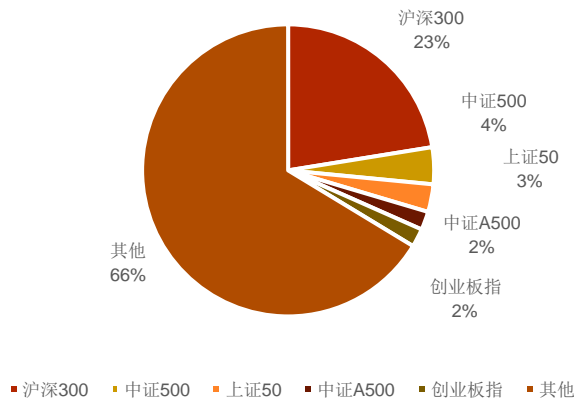
数据来源：Wind, IFiND, 恒生聚源, 西南证券整理, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

如图所示，自 2020 年 Q1 以来，无论市场晴雨，被动股基对 A 股的配置规模持续稳步增长；而主动股基 A 股配置规模变化同市场 Beta 高度正相关，牛市行情下主动股基 A 股配置规模水涨船高，熊市行情下主动股基 A 股配置规模顺流而下；在被动股基 A 股配置规模稳步提升与主动股基 A 股配置规模逐步下降的双重作用下，2024 年 Q3 被动股基 A 股配置规模首次超越了主动股基。

3.1.2 指数调样将带来投资机遇与风险

在被动股基规模快速扩张的背景下，被动股基跟踪指数成分股的调入与调出将会对调入标的与调出标的价格产生冲击，由此将带来投资机遇与投资风险。

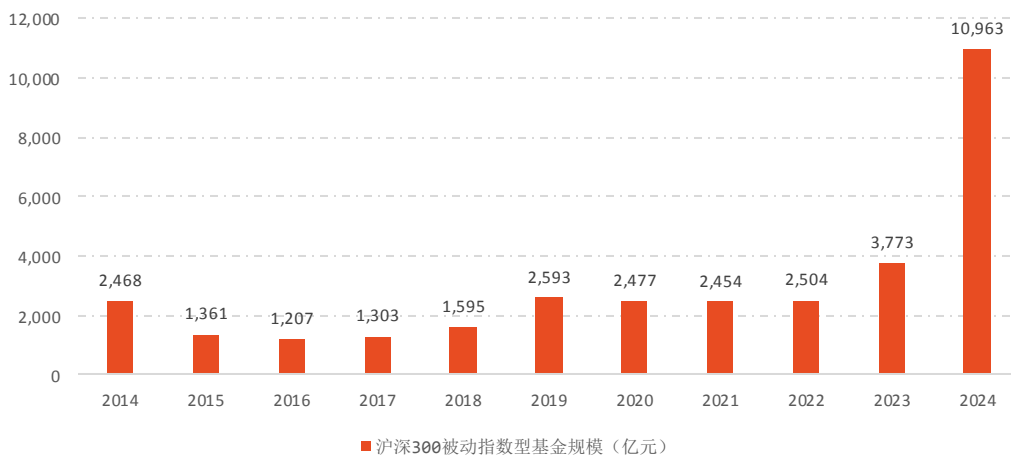
图 11：被动股基规模分布示意图



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

当前跟踪沪深 300 指数的指数型产品规模约占指数型产品整体规模的 22%，在一众股票指数中一骑绝尘，其中被动指数型基金产品的规模在 2024 年已突破 1 万亿元。

图 12：沪深 300 被动指数型基金规模变化示意图



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

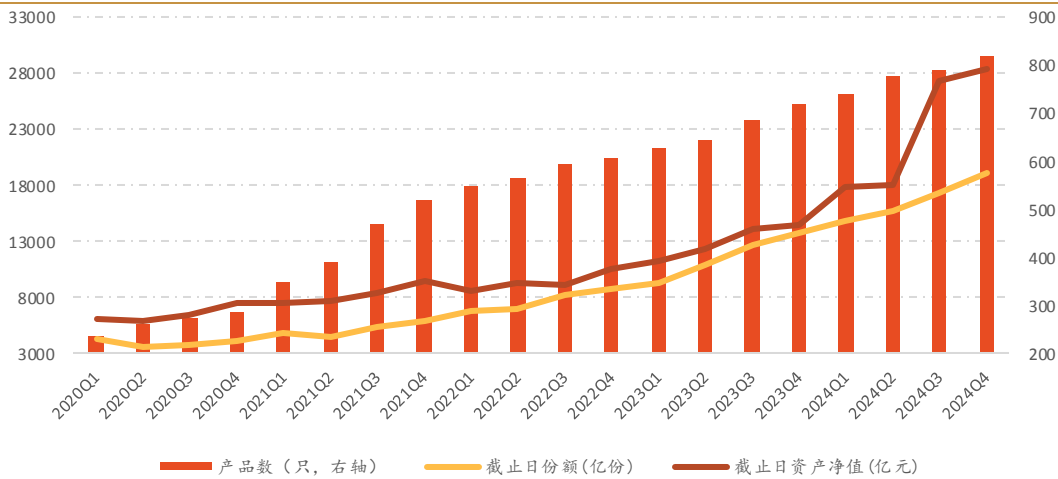
以当前指数型基金产品跟踪规模最大的沪深 300 指数为例, 当前沪深 300 指数成分股权重的中位数为 0.18%，沪深 300 被动指数型基金产品的规模约为 1.1 万亿元，调入或调出 1 只成分股的单边资金流量平均为 19.8 亿元；当前沪深 300 成分股的自由流通市值的中位数约为 336.6 亿元，调入或调出 1 只成分股的单边资金流量约占其 5.9%，将会对调入与调出成分股的价格造成显著冲击，由此将双边带来投资机遇与投资风险。

3.2 ETF 规模及持有人结构变化

3.2.1 近年来 ETF 产品数量及规模扩张迅猛

ETF 是被动股基的主要组成部分，近年来被动股基 A 股配置规模持续高速增长主要得益于 ETF 产品数量及规模的快速扩张。自 2020 年起，ETF 产品数量及规模持续高增，截至 2024 年 Q4，股票型 ETF 份额已突破 1.9 万亿份，资产净值已突破 2.8 万亿元。

图 13：近 5 年 ETF 产品数量及规模变化示意图

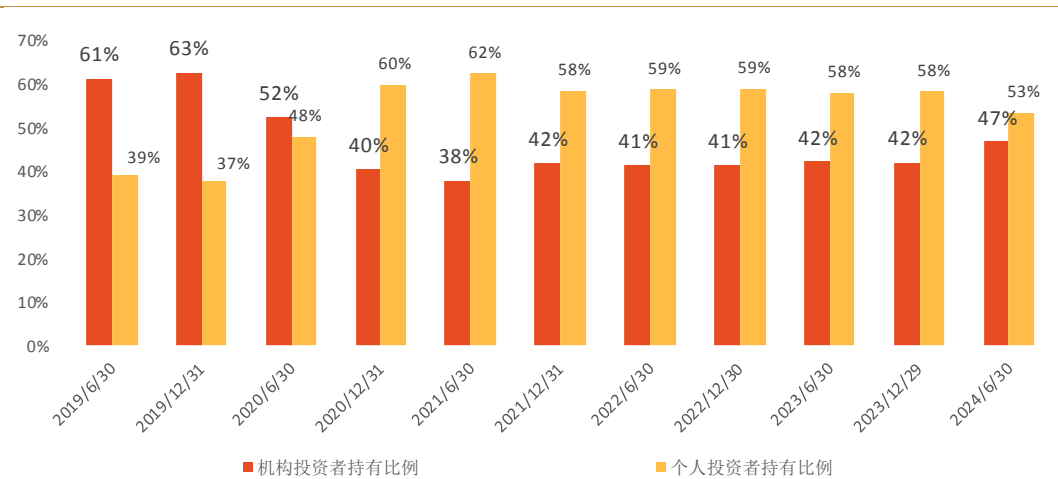


数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

3.2.2 目前 ETF 持有人结构以个人投资者为主

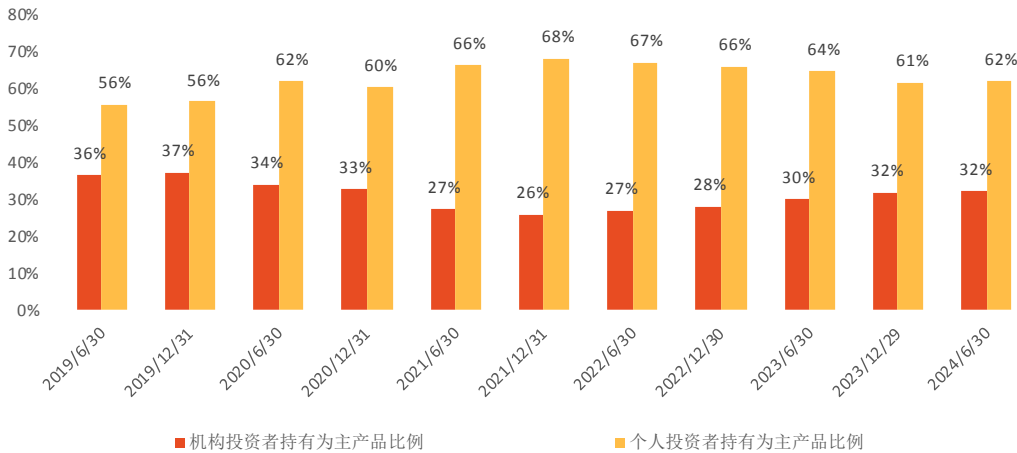
ETF 及场外联接基金在每年中报及年报中会披露机构投资者与个人投资持仓份额，可以据此对 ETF 持有人结构变化窥知一二。

图 14：近 5 年机构投资者与个人投资者持有 ETF 份额占比变化示意图



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理, 数据截至 2024 年 06 月 30 日

从持仓份额占比分布来看，近年来机构投资者持有比例有所下降，个人投资者持有比例有所上升。2020 年 6 月 30 日前，ETF 场内份额主要由机构投资者持有，其中 2019 年底个人投资者持有比例为近五年最低，仅有 37%；2020 年底起，个人投资者持有比例后来居上，目前从 ETF 份额持有分布来看，个人投资者为绝对主导；2024 年上半年，机构投资者持有 ETF 份额占比显著提升，机构投资者持仓份额占比自 42% 提升至 47%。

图 15：近 5 年机构投资者与个人投资者持有 ETF 份额占比变化示意图


数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理, 数据截至 2024 年 06 月 30 日

在此基础上, 进一步观察以机构投资者持有为主与个人投资者持有为主的场内外 ETF 产品数量占比, 分析 ETF 持有人结构变化。机构投资者持有比例超过 50% 划定为机构投资者持有为主; 个人投资者持有比例超过 50% 划定为个人投资者持有为主。

从机构投资者或个人投资者持有为主的 ETF 数量分布来看, 场内外 ETF 产品一直以个人投资者持有为主。2019 年底至 2021 年底, 机构投资者持有为主的 ETF 数量占比逐年降低, 在 2021 年底, 机构投资者出游为主的 ETF 数量占比为近 5 年最低水平, 仅为 26%; 自 2022 年以来, 机构投资者持有为主的 ETF 产品数量占比逐年缓慢提升, 截至 2024 年 6 月 30 日, 机构投资者持有为主的 ETF 产品数量约占 32%。

3.3 ETF 交易为 A 股市场提供了可观的流动性

目前, 股票型 ETF 已成为 A 股市场的重要组成部分, ETF 交易为 A 股市场提供了稳定且可观的流动性。采用每日股票型 ETF 产品成交额与 A 股市场成交额之比刻画 ETF 交易对 A 股流动性的贡献。近 5 年来, 伴随着 ETF 产品数量及规模的快速增长, ETF 成交额在 A 股市场中的占比稳步提升, 2020 平均每日 ETF 成交额仅占 A 股市场成交额的 2.78%, 2024 年平均每日 ETF 成交额约占 A 股市场成交额的 6.13%, ETF 交易对 A 股市场的流动性贡献日益凸显。

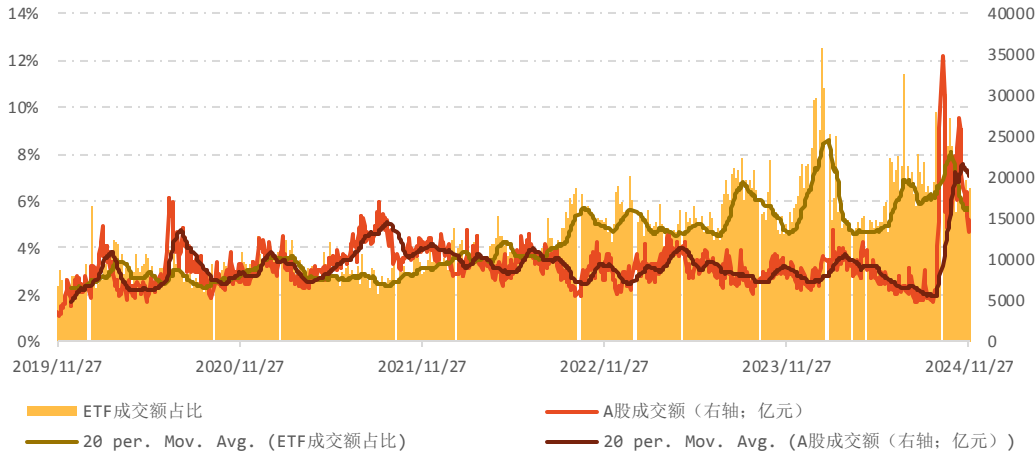
表 6：近 5 年 A 股 ETF 成交额占比

近 5 年 A 股 ETF 成交额占比	
2020 年	2.78%
2021 年	2.95%
2022 年	4.21%
2023 年	5.23%
2024 年	6.13%

数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

为了更好的观察在不同的市场环境下 ETF 交易对 A 股市场的流动性贡献，我们绘制了每日 A 股成交额、万得全 A 收盘价、股票型 ETF 成交额占比变化示意图分别如下。

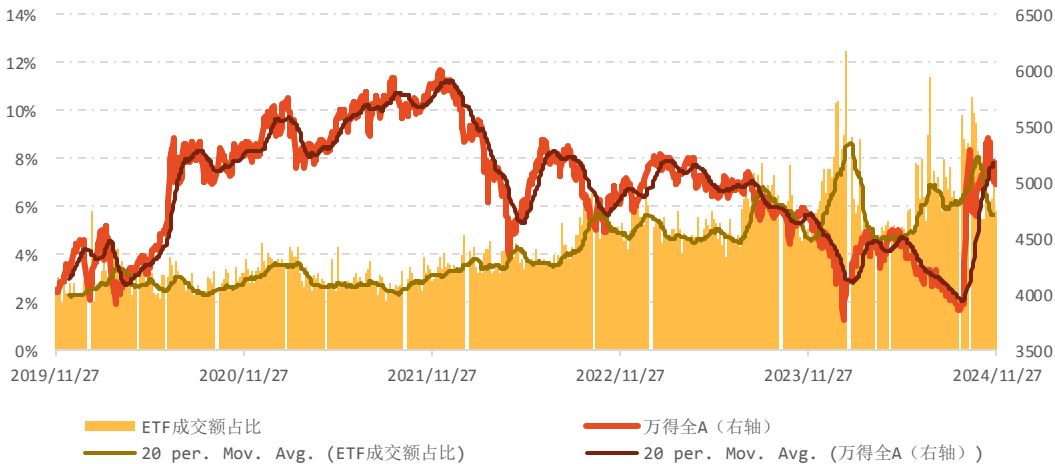
图 16：近 5 年 A 股成交额与 ETF 成交额占比变化示意图



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

透过 A 股市场成交额观察 ETF 的成交额占比变化，当 A 股市场交易量相对萎靡的区间里，ETF 成交额占比将会明显提升，体现出 ETF 交易对 A 股市场流动性具备较强的托底作用。结合市场 Beta 观察 ETF 成交额占比变化，2024 年内，当市场处于底部区间并快速下行时，ETF 作为最便利的抄底工具，成交额占比将显著提升；当市场快速上涨时，交易热度激增，ETF 成交额占比也会相应提升，为 A 股市场带来增量资金。

图 17：近 5 年万得全 A 与 ETF 成交额占比变化示意图



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

4 A500 指数是否更适合作为主动权益基金业绩比较基准？

中证 A500 指数自 2024.9.23 日发布以来，迅速吸引了大量资金流入。截至 2024 年 12 月 25 日，中证 A500 指数基金的总规模已经突破 3200 亿元，成为 A 股历史上跟踪基金规模成长速度最快的指数之一。22 只中证 A500 指数 ETF 产品规模达到 2476 亿元，仅次于沪深 300，成为第二大 ETF 标的。其中规模超过 100 亿元的 ETF 产品有 11 只；3 只指数增强基金，总规模为 50 亿元。

此外，9 只相关基金正发行，如浦银安盛、中金、东财的中证 A500ETF；还有多只已上报待成立。中证 A500 指数基金纳入个人养老金投资范围，19 只增设 Y 类份额，吸引中长期资金。沪深 300 作为 A 股“晴雨表”是当前主动权益基金产品主要的业绩考核基准，随着中证 A500 指数的快速发展和市场关注度的不断提升，我们将思考是否可以采用“A500”来代表整体市场情况。首先，我们先对沪深 300 指数和 A500 指数的特征进行对比分析。

4.1 沪深 300 指数与 A500 指数的特征分析

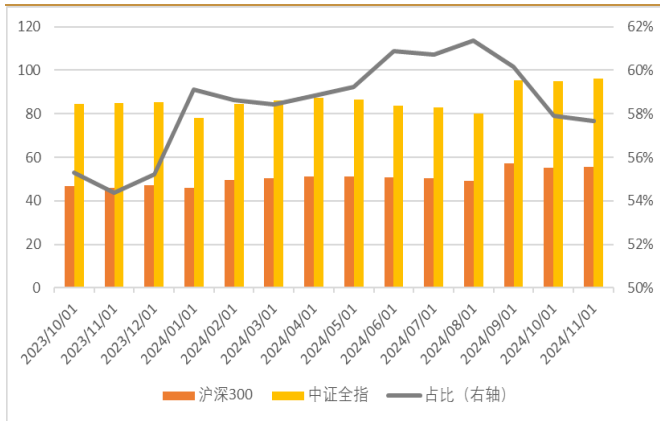
首先，从编制方案角度：沪深 300 注重规模、流动性，主要是反映大盘股表现，但其并无行业分配层面要求。而中证 A500 在中证三级行业、一级行业中全面筛选，强调行业均衡，聚焦行业龙头、ESG 评分要求、互联互通筛选，从而提供一个全面、均衡、适配经济发展的市场表现指标。

表 7：沪深 300 与中证 A500 编制标准对比

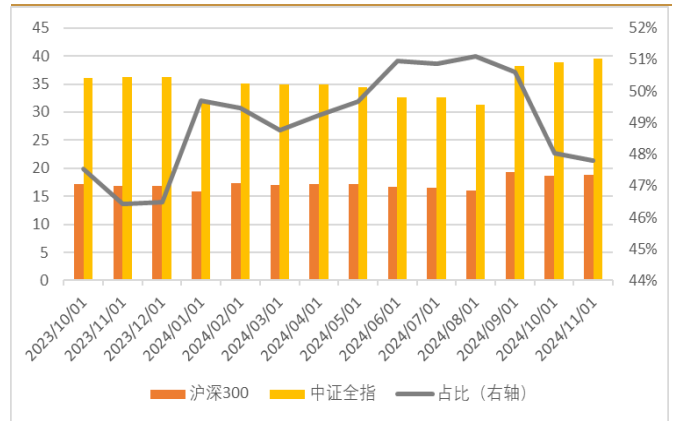
项目	A500	沪深 300
可投资性筛选	过去一年日均成交金额排名位于样本空间前 90%	过去一年日均成交金额排名位于样本空间前 50%
ESG 评分剔除	是，剔除中证 ESG 评价结果在 C 及以下	否
互联互通筛选	是	否
行业筛选要求	所有三级行业	无
行业分布要求	一级行业自由流通市值分布与中证全指尽可能一致	无
个股权重上限	10%，前 5 大权合计不超过 40%。	无
加权方式	自由流通市值	自由流通市值

数据来源：WIND、西南证券整理。

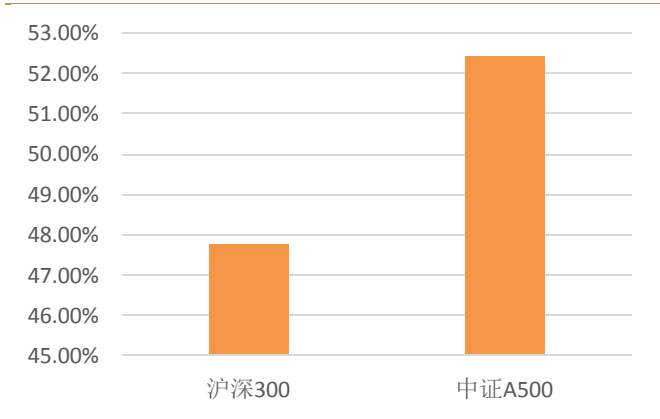
其次，从市值分布角度：沪深 300 覆盖 A 股将近 6 成总市值，近 5 成自由流通市值，较有效代表 A 股市场大盘走势。截止 2024 年 12 月，中证 A500 覆盖 A 股 52.44% 自由流通市值，高于沪深 300 的 47.79%，兼具代表性与均衡性。成分股市值分布也更为均衡，最小市值股票为 55 亿元，对小市值龙头股也有覆盖。

图 18：沪深 300 总市值占比（左轴万亿元，右轴%）


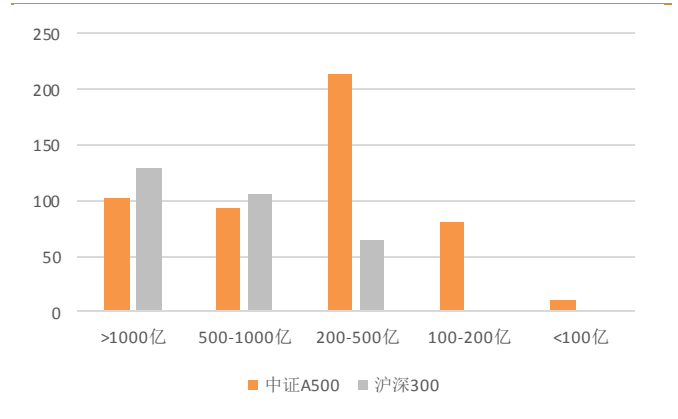
数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 31 日

图 19：沪深 300 自由流通市值占比（左轴万亿元，右轴%）


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 31 日

图 20：沪深 300 总市值占比（左轴万亿元，右轴%）


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 31 日

图 21：沪深 300 自由流通市值占比（左轴万亿元，右轴%）


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 31 日

其三，从行业布局角度：沪深 300 行业分布集中于传统领域，中证 A500 降低了银行、非银金融、食品饮料的占比，提高了电子、电力设备、医药生物的占比，实现了对“核心资产”和“新质生产力”的双重覆盖。相对中证全指的行业偏离来看，中证 A500 在每个一级行业的偏离幅度均较小，远低于沪深 300，起到了较好地行业均衡作用。

表 8：沪深 300 与中证 A500 一级行业偏离幅度

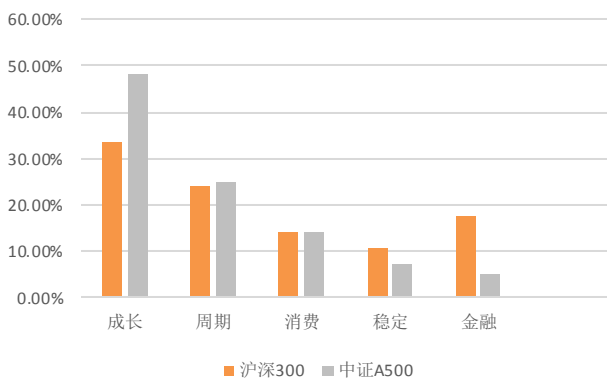
行业名称	沪深 300	中证 A500	行业名称	沪深 300	中证 A500
综合金融	-0.16%	-0.16%	建材	-0.20%	-0.13%
综合	-0.20%	-0.11%	家电	1.16%	0.98%
有色金属	-0.21%	1.03%	计算机	-2.03%	-1.25%
银行	5.83%	1.46%	基础化工	-3.17%	-1.26%
医药	-1.42%	-0.39%	机械	-3.18%	-2.27%
消费者服务	-0.19%	-0.01%	国防军工	-1.11%	0.38%
通信	-0.28%	0.45%	钢铁	-0.34%	-0.15%
食品饮料	3.78%	1.74%	非银行金融	4.48%	-0.61%
石油石化	0.37%	0.41%	纺织服装	-0.51%	-0.40%
商贸零售	-0.77%	-0.52%	房地产	-0.62%	-0.39%

行业名称	沪深 300	中证 A500	行业名称	沪深 300	中证 A500
轻工制造	-0.87%	-0.60%	电子	-0.31%	0.52%
汽车	-0.31%	0.12%	电力设备及新能源	1.04%	1.90%
农林牧渔	-0.01%	-0.78%	电力及公用事业	0.05%	-0.05%
煤炭	0.29%	0.01%	传媒	-1.54%	-0.18%
交通运输	0.53%	0.40%	偏离_绝对值均值	1.17%	0.63%
建筑	0.13%	0.11%	偏离_绝对值中位数	0.52%	0.41%
综合金融	-0.16%	-0.16%	建材	-0.20%	-0.13%

数据来源: WIND、西南证券整理, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

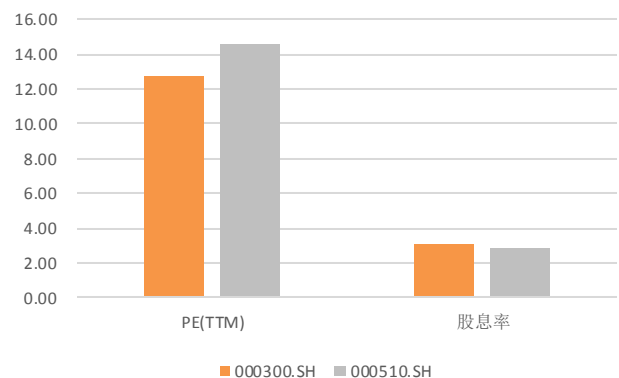
最后, 从风格和估值角度: 根据中信风格划分, 中证 A500 成分股中成长和周期风格个数占比较高; 相对沪深 300, 金融风格个数占比相对较低。中证 A500 估值 PE(TTM) 为 14.58, 稍高于沪深 300 指数; 股息率(TTM) 为 2.81, 稍低于沪深 300 指数。

图 22: 沪深 300、中证 A500 成分股不同风格个数占比



数据来源: 万得, 西南证券整理, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

图 23: 沪深 300、中证 A500 的估值和股息率



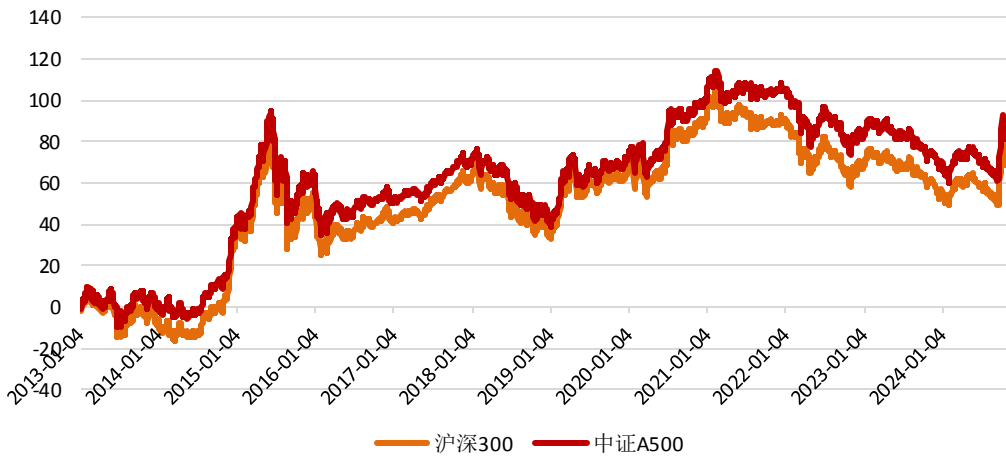
数据来源: 万得, 西南证券整理, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

4.2 中证 A500 指数作为权益基金业绩比较基准的适用性分析

4.2.1 中证 A500 指数长期历史业绩不依赖于极致行情

在过去的历史业绩表现中, 沪深 300 指数往往在市场熊市或是震荡市时候, 表现出更强的抗跌性。例如在今年上半年 2024-01-02 至 2024-02-02 和 2024-05-06 至 2024-09-13 下跌行情中, 由于沪深 300 重仓金融和公用事业板块, 沪深 300 跌幅小于中证 A500。其次, 在历史熊市下跌行情中 2015-06-13 至 2016-01-27 和 2018-01-29 至 2019-01-03 区间中, 在这两个区间, 沪深 300 指数前 2 大重仓行业银行和非银金融行业占比均在 16%-18% 之间, 银行和非银金融行业在这区间跌幅更低, 相对更抗跌。

在 2013-06-26 至 2015-06-12 和今年 2024-02-06 至 2024-12-19 区间, 市场上行的环境下, 中证 A500 指数的弹性高于沪深 300。在这区间电力设备计算机、电子行业涨幅较大, 这三个行业在中证 A500 中更高配。

图 24：2013 年以来沪深 300、中证 A500 指数累计收益率


数据来源：WIND，西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 31 日

其他时间区间，中证 A500 的弹性相比于沪深 300 也更大一些，跌幅和涨幅均大于沪深 300。沪深 300 按照规模选股主要是大盘股，因此弹性更小。在 2016-01-28 至 2018-01-28、2021-02-18 至 2022-10-28 和 2022-10-28 至 2023-06-30 这三个区间，沪深 300 的表现与特定行业行情相关。

在 2016-01-28 至 2018-01-28 区间，银行、非银金融行业表现较好，这 2 个行业 2016 年在沪深 300 中占比达到 17.94%、17.26%，因此这区间沪深 300 涨幅高于中证 A500。同样的在 2021-02-18 至 2022-10-28 区间，银行、非银金融行业占比降低，但依旧在 10.76%、10.16%；食品饮料行业占比提升至第一大行业，占比 12.5%，在这区间，这三个行业跌幅最大。因此这区间沪深 300 跌幅大于中证 A500。因此，沪深 300 没有行业限制，其表现与重仓行业与特定行情相关。

表 9：在历史不同牛熊区间中证 A500 累计收益率

区间	index	累计收益率	年化收益率	年化波动率	年化夏普比率	最大回撤
2013-06-26 至 2015-06-12	沪深 300	95.03%	47.42%	21.85%	2.17	16.77%
2013-06-26 至 2015-06-12	中证 A500	103.87%	51.83%	20.71%	2.50	13.66%
2015-06-13 至 2016-01-27	沪深 300	-53.25%	-82.99%	44.99%	-1.84	43.88%
2015-06-13 至 2016-01-27	中证 A500	-56.47%	-88.00%	44.97%	-1.96	45.69%
2016-01-28 至 2018-01-28	沪深 300	42.12%	20.67%	13.60%	1.52	7.74%
2016-01-28 至 2018-01-28	中证 A500	38.41%	18.85%	13.99%	1.35	8.99%
2018-01-29 至 2019-01-03	沪深 300	-36.85%	-39.14%	21.46%	-1.82	31.08%
2018-01-29 至 2019-01-03	中证 A500	-37.40%	-39.71%	21.57%	-1.84	31.49%
2019-01-04 至 2021-02-18	沪深 300	71.27%	33.28%	20.87%	1.59	16.08%
2019-01-04 至 2021-02-18	中证 A500	74.71%	34.88%	21.18%	1.65	15.69%
2021-02-18 至 2022-10-28	沪深 300	-46.42%	-27.04%	18.75%	-1.44	38.72%
2021-02-18 至 2022-10-28	中证 A500	-39.76%	-23.16%	19.07%	-1.21	34.70%
2022-10-28 至 2023-06-30	沪深 300	6.44%	9.42%	15.22%	0.62	9.81%
2022-10-28 至 2023-06-30	中证 A500	5.30%	7.75%	14.84%	0.52	9.59%

区间	index	累计收益率	年化收益率	年化波动率	年化夏普比率	最大回撤
2023-06-30 至 2024-02-05	沪深 300	-17.15%	-27.44%	13.76%	-1.99	20.92%
2023-06-30 至 2024-02-05	中证 A500	-21.65%	-34.64%	14.25%	-2.43	22.99%
2024-02-06 至 2024-12-31	沪深 300	22.84%	26.36%	21.63%	1.22	14.41%
2024-02-06 至 2024-12-31	中证 A500	25.97%	29.96%	22.95%	1.31	15.16%

数据来源: WIND、西南证券整理, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

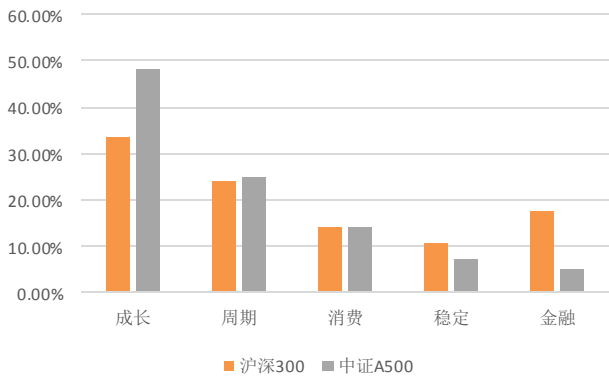
对于中证 A500, 其按照中证三级行业分类在行业中按规模选取, 覆盖全部申万一级行业, 覆盖 198 个申万三级行业, 行业权重分配更为均衡, 主要是中大盘股。沪深 300 与特定行情高度相关, 在大盘蓝筹风格占优的行情下会有更极致表现, 因此中证 A500 指数降低了对单一行业的风险依赖, 作为基准指数更能全面代表市场情况, 反映基金在不同市场领域的投资绩效。

在风格稳定性方面, 尽管新兴行业成分股带来一定波动, 但长期视角下, 行业均衡配置使其在不同市场风格切换时表现相对稳定。例如在科技成长与传统行业复苏交替的复杂市场环境中, A500 能平衡不同风格资产表现, 为基金业绩评估提供连贯、准确的参照。

4.2.2 超额收益来源更符合主动权益基金经理投资风格

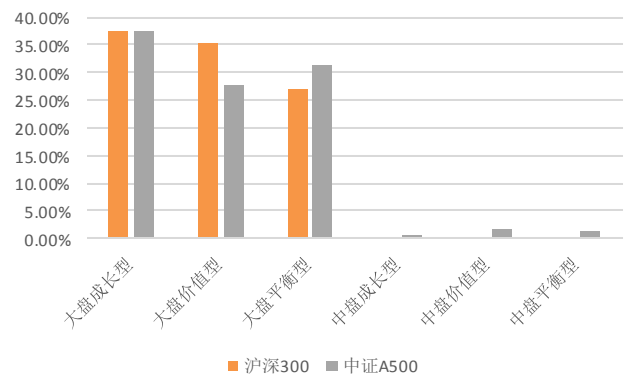
A500 指数和沪深 300 指数共有的成分股为 236 只, 占中证 A500 权重的 79.34%, 占沪深 300 权重的 86.84%, 因此两个指数市场表现会比较接近。差异主要由不重叠的 264 只成分股构成, 这 264 只成分股权重占比 20.64%。从风格来看, 这 264 只成分股以成长、周期风格为主, 中信成长风格个数 152 只、中信周期风格个数 59 只。

图 25: 沪深 300、中证 A500 成分股不同中信风格个数占比



数据来源: 万得, 西南证券整理, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

图 26: 中证 A500、沪深 300 成分股不同风格个数占比



数据来源: 万得, 西南证券整理, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

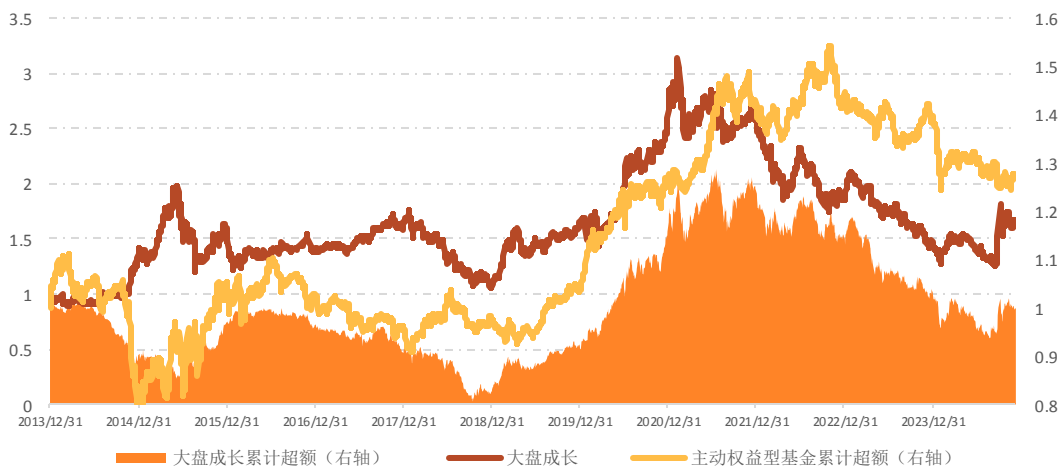
中证 A500 指数是行业相对中性的指数, 风格上也相对均衡, 成长股和价值股的占比相对平衡。因此, 相比一些风格偏向性较强的指数, 如创业板更偏向成长, 中证 A500 在成长、价值两类风格股票上均有机会实现超额收益, 超额收益的来源更加多样化。

其次, 主动权益基金业绩比较基准需契合投资风格与策略。价值型基金倾向沪深 300 价值指数等, 衡量基金在价值投资领域相对同类风格市场平均水平的优劣。成长型基金则与中证 500 成长指数适配, 可有效评估其在成长型股票投资的超额收益状况, 满足不同投资风格基金的业绩评估需求。主动权益型基金对大盘及成长风格具备显著的偏好。2016 年至今,

主动权益型基金中大盘风格基金占比平均值为 74.83%，成长风格基金占比平均值为 72.67%，大部分主动权益型基金受益于大盘成长风格，大盘成长与主动权益型基金业绩走势高度相关。中证 A500 与沪深 300 相比，中证 A500 在价值风格上成分股个数占比更低，在成长和平衡风格上成分股个数占比更高。

因此，中证 A500 指数在兼顾价值、成长、均衡风格的基础之上，降低价值风格、偏向成长风格更适配主动权益型基金对大盘成长风格的偏好，更适合作为多数主动权益型基金的业绩基准。

图 27：大盘成长超额收益累计净值与主动权益型基金超额收益累计净值变化示意图



数据来源：Wind, IFiND, 西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 31 日 注：业绩比较基准为沪深 300 指数

4.2.3 A500 指数更能反映资本市场结构变化和产业转型升级

传统经济格局下，沪深 300 常常成为众多主动权益基金业绩比较基准的首选。在沪深 300 中，涵盖沪深两市大规模、高流动性的股票能全面反映 A 股大盘股整体表现，与多数主动权益基金的投资范围和价值投资、稳健配置风格高度契合。

沪深 300 在传统行业复苏阶段代表性明显。在宏观经济政策刺激下，金融行业信贷扩张、工业行业产能利用率提升等时期，沪深 300 中的银行、大型工业企业等成分股业绩改善明显。沪深 300 在市场流动性宽松与经济复苏预期时期具有一定的代表意义，更符合中国经济的发展方向。

随着经济结构和资本市场的动态变化，业绩比较基准应具备适应性。在新兴产业快速发展、市场热点切换频繁的当下，传统业绩比较基准难以全面反映市场投资机会。A500 指数的优势逐渐凸显，更适配当前主动权益基金业绩比较基准需求。

首先，当前经济处于深度结构调整与产业快速升级转型期，新兴行业蓬勃发展。A500 在新兴行业权重配置高，如信息技术行业可达 15%。以人工智能、半导体行业为例，随着技术突破与市场需求扩张，A500 相关成分股对发展产业更具代表性。

其次，从市场代表性看，A500 汇聚细分行业龙头，更能代表中国权益资产。其广泛覆盖多元行业，新兴行业权重高，能精准反映当前经济结构中多行业发展态势，契合基金投资

范围多元化与新兴产业关注度提升趋势。如在科技、医药等新兴行业成为市场热点时，A500 能全面体现这些行业的发展对基金业绩的影响。

4.2.4 中证 A500 成分股更具有超额收益空间

从资金流向的角度，中证 A500 指数编制也结合了互联互通、ESG 等筛选条件，剔除中证 ESG 评级在 C 及以下证券，指数样本中证 ESG 分数中位数为 0.85，高于全市场中枢水平，更符合当前机构资金和外资偏好，从而便利境内外中长期资金配置 A 股资产，获得超额收益空间。

其次，中证 A500 作为基本面优质的核心资产代表，当前成分股外资持股占比中位数 2.55%，远高于全部 A 股 1.09% 的水平，在美联储降息周期时有望受益；再者，基于未来新兴产业快速发展阶段，预计中证 A500 指数中成分股的基本面情况具有更高的超额收益空间，盈利能力更优。针对主动权益基金经理擅长自下而上选股的能力圈，预计在投资范围内将更加积极把握新兴产业的成长机会，以 A500 指数作为业绩比较基准，在未来对于衡量基金经理的超额收益能力将更加具有广泛性和实践性。

5 2025 年资产配置策略和选基策略建议

我们认为，2025 年 A 股投资策略重在结构调整。首先，国内将新质生产力作为长期促进经济动能切换和短期托底政策的发力结合点，仍将是本轮政策战略性聚焦的重点方向，我们认为以“新半军”为代表的新质生产力方向将带来科技板块持续的投资机遇；其次，经济的复苏将有望驱动顺周期板块盈利估值双提升，受益于内需政策加码预期、具备盈利修复基础的服务类消费也可能会有所表现；调整时间、空间较为充分的新能源、医药的市场关注、认可度亦有望提升；政策支持类主题投资，例如潜在的并购重组方向，制造业以及两创板块可能是这一主题的高发区域，也值得关注。同时，2025 年 A 股市场也可能面临美国对华政策风险不确定，国内经济刺激政策效果不及预期，地缘政治风险提升等风险。因此，对于 2025 年选股投资策略，我们提出如下建议：

5.1 绝对收益投资角度：注重全球大类资产配置

大类资产仓位的合理控制和配置调整可以有效的应对熊市和震荡市。可重点关注海外 QDII 权益基金和黄金资产，以防御属性为主的黄金确实抵御风险的优良品种。

A 股：战略看多。外部信号明朗，增加资金可期。全球流动性进入宽松周期，国内宏观流动性或将保持合理充裕，权益市场微观流动性方面也有望获得持续流入。并且，海外经济承压逐渐显著，而我国经济在 9 月以来多轮稳增长政策共振的背景下将维持企稳回升之势，预计海外投资者对我国经济和权益市场的相对优势的认知将更加积极，外资或将恢复流入。个人投资者是入场主力，私募变动相对灵活，具备较大的加仓空间。

美股：有望继续温和上涨。2025 年利率继续下行、就业保持稳定的宏观环境将给美股创造有利上涨空间，美国核心经济基本面依然稳定，但综合 GDP 长期下行到低位的趋势和特朗普政策未来再通胀的风险，美国 2025 年可能存在滞胀风险。预期美国科技股业绩增速仍高，其他行业盈利稳步复苏，业绩复苏扩散将给非科技板块带来回购动能。其“七巨头”营收占美及全球 GDP 比重持续上升，各行业成分股基本面支撑强劲。美国债基市场余额达

6.6 万亿美元高位，若美联储降息致货币基金收益率下行，其中巨量资金可能流入美股或美债，流入美股可提供增量资金，流入美债能压低无风险利率并抬升美股估值。

美债：美债收益率下降空间或有限。美国大选落地后美债收益率触顶，而后在 11 月下旬回落至 4.3% 左右水平。近期美国就业、通胀数据保持韧性，美联储降息节奏或放缓，叠加特朗普新政的再通胀风险，美债收益率下行空间或有限，波动率可能将有所提升。

黄金：短期可能面临波动，中期或呈上行态势。今年伦敦现货黄金价格上涨幅度超过 30%，上涨出于三方面原因：美联储进入到降息周期，实际利率走低；地缘政治风险加剧，投资者寻求避险；美国总统大选加剧政治上的不确定性。2025 年政治不确定性导致的避险需求将减弱。然而国际地缘政治风险仍在持续；美国赤字可能上升是支持金价长期上涨的重要逻辑；并且 2025 年美联储将继续降息，实际利率走低也将对黄金价格形成支撑，但降息节奏的预期差或对金价产生扰动；央行购金或仍有持续性。此外，从中期来看，特朗普的部分政策可能将加剧市场对全球经济、债务风险的担忧，需关注其落地节奏。

石油：震荡偏弱。全球经济逆风令石油需求增长放缓，OPEC+ 产油国再次推迟原定 12 月的石油增产计划。OPEC 组织以外的其他地区与国家供应增加，给石油市场带来了下行压力。尽管中东、俄乌局势持续紧张，但在全球经济放缓背景下预计石油价格延续震荡偏弱，特朗普政策增加不确定性。

举例而言：基于西南金工择时框架，构建绝对收益资产配置策略。策略主体采取自上而下宏观择时框架，通过已经构建的大类资产择时体系，根据定期不同资产信号观点，确定各类资产仓位配置比例。结合 A 股、美股、美债、黄金、铜和原油择时信号，资产和标的层面选择指数，最终构建 FOF 组合以实现绝对收益。详见报告《基于宏微观的大类资产多维择时框架构建》、《多维探究黄金定价逻辑，定量择时有迹可循》、《抽丝剥茧：多视角构建长短期美债利率择时信号》、《当前美股回调还是衰退？探索规避美股下跌的预警信号》。

根据风险平价模型，中债因为较高的夏普比率因此长期仓位占比较高，为了增强策略收益效果，我们主要考虑除中债以外资产的择时模型，通过择时信号调整仓位比例。大类资产配置比例的规则如下：

- 1) 除中债以外，各类资产的信号均值大于 0.5，当月仓位为原始仓位的 2 倍；
- 2) 除中债以外，各类资产的信号均值小于 0，当月仓位为 0；
- 3) 中债仓位 = 100% - 其余资产仓位之和。

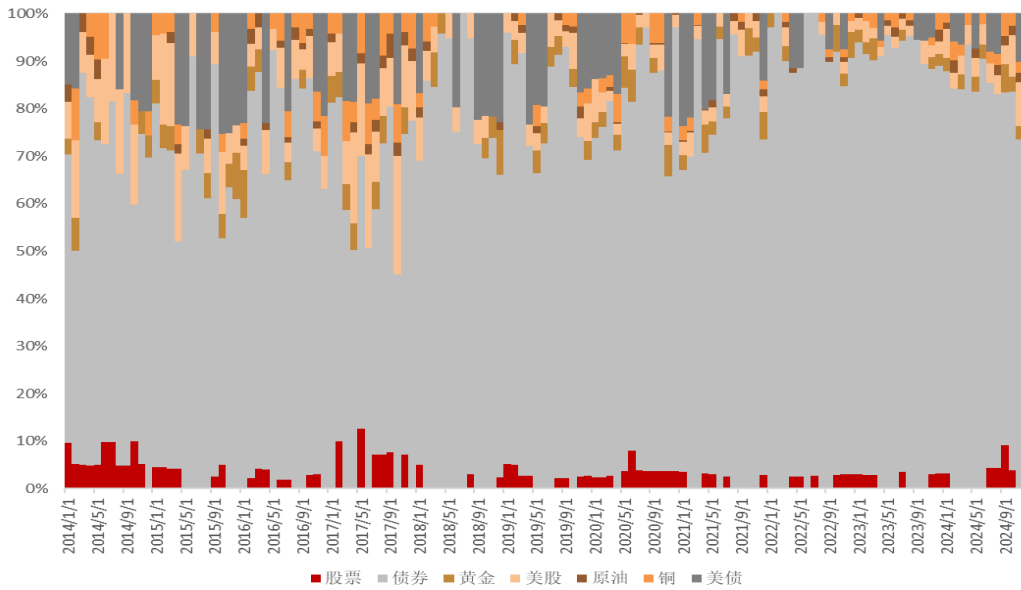
表 10：2024 年资产配置比例

	股票	债券	黄金	美股	原油	铜	美债
2024/1/31	3.17%	84.76%	2.72%	6.16%	1.28%	1.92%	0.00%
2024/2/29	0.00%	84.16%	0.00%	3.33%	2.69%	3.94%	5.89%
2024/3/31	0.00%	84.01%	3.26%	3.89%	0.00%	2.26%	6.59%
2024/4/30	0.00%	93.48%	0.00%	4.06%	0.00%	2.46%	0.00%
2024/5/31	0.00%	83.57%	3.17%	3.95%	1.90%	0.00%	7.42%
2024/6/30	0.00%	90.53%	3.02%	4.15%	0.00%	2.30%	0.00%
2024/7/31	4.35%	80.99%	0.00%	4.26%	0.00%	2.44%	7.97%
2024/8/31	4.41%	78.73%	0.00%	3.88%	2.12%	2.43%	8.43%
2024/9/30	9.14%	74.22%	5.91%	3.95%	2.09%	4.68%	0.00%

	股票	债券	黄金	美股	原油	铜	美债
2024/10/31	3.88%	79.69%	3.09%	8.80%	2.05%	2.50%	0.00%
2024/11/30	0.00%	73.45%	2.88%	9.17%	2.07%	2.25%	10.18%
2024/12/31	3.72%	67.19%	2.98%	9.84%	2.30%	2.41%	11.56%

数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024-12-31

图 28：资产择时信号仓位配置



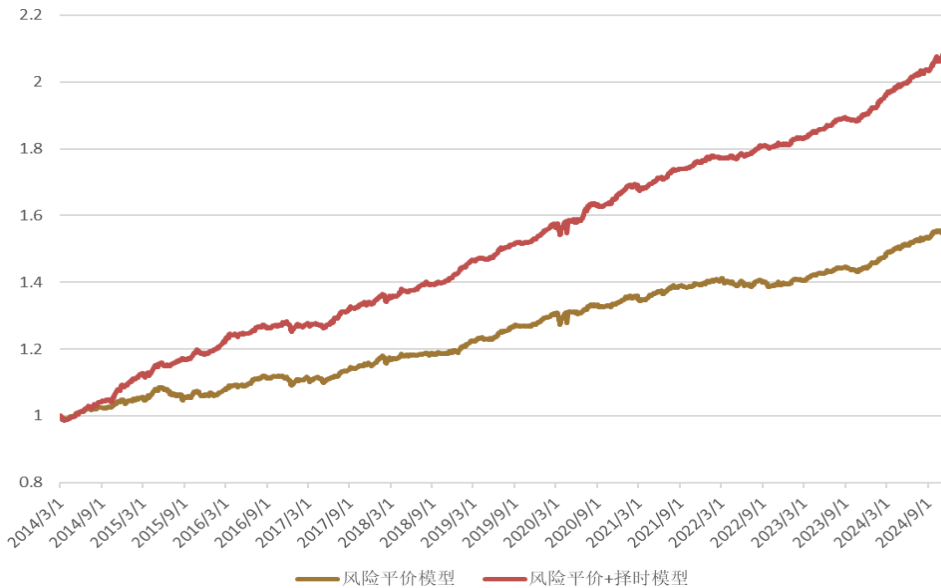
数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024-12-31

绝对收益策略在每年度都能取得显著正收益，全样本本期年化收益率 7.52%，信息比 3.28，最大回撤为 2.37%，在月度换仓的信号下，年双边换手率 2.63X。

表 11：分年度收益指标

	年化收益	最大回撤	波动	信息比	calmar 比率
2014	10.06%	1.33%	2.40%	4.49	7.56
2015	8.37%	1.33%	2.63%	3.25	6.30
2016	5.89%	2.37%	2.12%	2.82	2.49
2017	6.73%	1.22%	2.03%	3.28	5.53
2018	6.15%	1.66%	1.69%	3.68	3.71
2019	7.56%	0.41%	1.35%	5.71	18.58
2020	8.44%	2.36%	3.89%	2.21	3.57
2021	5.76%	1.15%	1.58%	3.60	5.01
2022	2.28%	0.59%	1.29%	1.74	3.84
2023	5.91%	0.63%	0.99%	6.05	9.36
2024	9.32%	0.78%	2.01%	4.59	11.89
全样本区间	7.52%	2.37%	2.21%	3.28	3.18

数据来源：万得，西南证券整理，2014.03.01-2024.12.31

图 29：净值走势


数据来源：万得，西南证券整理，2014.03.01-2024.12.31

5.2 绝对收益投资角度：以绝对收益为投资目标的主动基金产品

从收益表现来看，牛市中绝对收益型基金回报高于债基，但收益表现不及相对收益型基金；熊市中绝对收益型基金收益表现亮眼。从风险控制的角度来看，市场环境对各类基金风险控制水平的影响相对较小，主动权益类的绝对收益型基金风险控制水平显著优于相对收益型基金，固收+类的绝对收益型基金风险控制水平接近纯债型基金，显著优于固收+基金整体平均水平。

图 30：2019-2021 年与 2022-2024 年各公募基金收益

基金类别	2019年—2021年			2022年—2024年		
	75%分位	中位数	25%分位	75%分位	中位数	25%分位
绝对收益（主动权益）	43.85%	31.27%	25.41%	5.24%	-0.15%	-4.76%
绝对收益（固收+）	5.71%	4.39%	3.46%	3.84%	3.30%	2.83%
相对收益（主动权益）	59.48%	50.29%	42.18%	-2.18%	-6.59%	-10.09%
固收+	10.85%	6.58%	4.38%	3.19%	1.82%	0.04%
纯债	4.07%	3.59%	3.25%	3.71%	3.29%	2.91%

数据来源：万得，西南证券整理，数据2024年12月31日

图 31：2022-2024 年各公募基金年化波动率与最大回撤率

统计指标	基金类别	2019年—2021年			2022年—2024年		
		75%分位	中位数	25%分位	75%分位	中位数	25%分位
年化波动率	绝对收益（主动权益）	21.05	18.8	16.36	20.25	17.36	14.78
	绝对收益（固收+）	2.35	1.62	1.24	1.86	1.28	1.04
	相对收益（主动权益）	25.32	22.38	20	26.16	22.61	19.24
最大回撤率	固收+	5.72	3.68	1.7	5.31	3.53	1.6
	纯债	1.49	1.28	1.06	1.17	0.99	0.68
	绝对收益（主动权益）	20.00%	17.18%	13.34%	31.29%	24.55%	20.51%
最大回撤率	绝对收益（固收+）	2.93%	2.07%	1.49%	2.44%	1.86%	1.15%
	相对收益（主动权益）	24.72%	20.74%	17.56%	48.30%	41.33%	35.20%
	固收+	4.53%	2.51%	1.35%	8.47%	4.55%	2.04%
	纯债	2.40%	1.48%	0.28%	1.57%	1.05%	0.63%

数据来源：万得，西南证券整理，数据截至2024年12月31日

2025 年绝对收益基金产品推荐参考：

以规模处于头部，受众多机构资方欢迎的**华商新趋势优选（166301.OF）**为例，该基金自基金经理周海栋任职以来年化收益率 16.26%，业绩表现优异。其中基金经理周海栋在管理产品时核心理念可以概况为基于周期与概率的价值投资，投资特色是“一手周期、一手成长”，他于 2008 年 6 月~2010 年 5 月就职于中金公司，任化工行业研究员（周期思维的起点），2010 年 5 月加入华商基金。主要通过自上而下的方式，根据对宏观经济和周期变化的跟踪，从大周期的角度去理解细分行业，关注行业供需结构发生的变化；结合宏观因素、估值等去做概率选择，博弈未来发生的可能性。“周期”包括三个层面：宏观经济周期、行业

发展周期、公司发展周期。当多个维度共振，均给出了积极的信号时，进行重点布局。当不同维度给出了不同信号，则把握不同方向的概率，作为判断的依据。宏观维度：根据对宏观经济和周期变化的跟踪，从大周期的角度去理解细分行业，作为仓位把控的判断依据。行业维度：关注行业供需结构发生的变化，将供给层面的约束作为首要考虑因素。当看到一个长期的行业趋势时，才会做出大的决策；做出了决策后，去长期的持有；当看到大的行业趋势发生变化时，再进行组合的结构性的调整。公司维度：周海栋会优先选择未来一到两年处于景气周期且有明显向上拐点的公司，找出其中收益风险比更优的选择，再结合估值去做概率选择，博弈未来发生的可能性。他的投资框架强调左侧布局和长期持有，优先考虑供给层面的约束。当看到长期趋势时，会做出大的决策并长期持有，只有在看到大的趋势性变化时才会进行组合结构性的调整。

其次，我们以规模增速快、很受渠道端投资人欢迎的**华泰柏瑞富利(004475.OF)**为例，该产品自基金经理董辰任职以来年化收益 18.32%，业绩表现优异。该产品基金经理董辰曾任长江证券煤炭行业首席分析师，在华泰柏瑞富利产品管理中，董辰将股票分为金融周期和非金融周期两类，对于金融周期类，主要是自上而下看宏观和行业的机会；对于非金融周期类，则是自下而上做个股挖掘。一方面，由于董辰是周期研究员出身，因此，在行业上长期超配周期板块，尤其是有色金属行业，接管以来的各期持仓占净值的比重普遍在 5% 以上。因此，产品的股息率普遍优于行业水平。同时，由于金融周期板块波动相对较低，这样以周期股为主要底仓的配置方式也使得产品整体的波动率得以控制。另一方面，在非金融周期板块上，兼顾考虑质量、景气度、成长空间三个维度，以挖掘高性价比的公司。从“华泰柏瑞鼎利 A”的实际表现看，在各期重仓股中，除了部分长期持有的黄金、房地产板块外，还有部分仅短期持有、景气度高的个股。例如，在 2022Q4 和 2023Q3，加仓了受益于房地产政策频出、区间涨幅表现突出的华菱钢铁。

其三，行业均衡配置和灵活切换策略。以**交银趋势优先(519702.OF)**为例，该产品自基金经理杨金金任职以来年化收益率 21.8%，业绩表现优异。其中该产品基金经理杨金金是业内知名的“画线派”代表，基金回撤控制优于同类基金平均水平，选股标准可以概括为“三低两大”。其中“三低”为估值低位、股价低位和市场关注度低，“两大”为基本面巨大变化发生或即将发生和长期成长空间大。管理基金时，持仓分散、调整灵活。一方面将风险充分稀释，另一方面不断优化组合，将高估值、高风险的股票及时替换成低估值、低风险的股票。杨金金操作灵活，能够做到相对精准的行业切换。2021 年上半年大幅降低行业集中度，增持军工、有色等，度过行情不确定时期。下半年提高行业集中度，重点配置有色、纺织服装、化工、电力等顺周期行业。2022 年上半年则开始介入医药等调整至低位的板块，很好的应对了市场冲击。杨金金专注于中小盘股，自下而上挖掘主流板块之外的投资机会，到人少的地方捕鱼。他对估值要求较高，通常会在左侧买入、偏右侧卖出，比如当持仓个股涨到心理价位后，会果断进行仓位调整，规避高位调整风险。

表 12：2025 年绝对收益基金经理推荐参考

基金经理	在管规模 (亿元)	代表产品 代码	代表产品	任职日期	基金规模 (亿元)	任职以来 收益率 (%)	任职以来 最大回撤
周海栋	343.34	166301.OF	华商新趋势优选	2015/5/14	103.02	16.26	-42.02
赵晓东	173.91	450009.OF	国富中小盘 A	2010/11/23	37.12	11.02	-45.43
杨鑫鑫	95.66	000893.OF	工银创新动力	2019/2/28	57.79	14.51	-16.93
杨金金	104.85	519702.OF	交银趋势优先 A	2020/5/6	57.7	21.80	-22.37
王明旭	134.98	270022.OF	广发内需增长 A	2018/10/17	11.56	16.40	-33.41

基金经理	在管规模 (亿元)	代表产品 代码	代表产品	任职日期	基金规模 (亿元)	任职以来 收益率 (%)	任职以来 最大回撤
孟杰	25.1	003501.OF	宏利睿智稳健 A	2020/9/7	12.87	8.53	-29.59
刘旭	216.29	000628.OF	大成高新技术产业 A	2015/7/29	146.47	17.24	-30.76
姜诚	149.82	006567.OF	中泰星元价值优选 A	2018/12/5	71.28	17.38	-17.18
董辰	332.74	004475.OF	华泰柏瑞富利 A	2020/7/29	63.06	18.32	-20.74
蔡宇滨	18.39	001531.OF	招商安益 A	2023/9/12	2.03	2.92	-19.49

数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 31 日

5.3 相对收益投资角度：选股策略建议均衡配置策略

以**富国价值优势（002340.OF）**产品为例，该产品自基金经理孙彬任职以来年化回报 13.85%。孙彬专注于主动管理的指数增强，代表产品富国价值优势，业绩表现优异。他的投资理念可总结归纳为三点：淡化择时、精选个股，分散持仓。他通过锚定市场基准，通过自下而上，精选出每个行业中可以超越行业均值、能够跑出超额收益的个股，在控制组合与指数偏离的前提下，追求长期稳定的超额收益，希望赚 EPS 增长带来的收益，而非 PE 波动带来的收益，会在合理的估值中买入长期有稳定 EPS 增长的个股。分散持仓，因为任何一个行业和个股都存在出现黑天鹅风险的可能，当单一行业和个股出现问题的时候，均衡地分散持有至少让我们有还手的余地。

此外，**工银瑞信灵活配置（487016.OF）**同样采取均衡配置的投资策略，该产品的基金经理李昱同样是典型的均衡配置选手，在该产品的管理中，李昱投资风格偏向价值，选择基本面向上的个股，且对这些个股进行“下小注”式配置，注重决策正确率，单个行业的配置比例不超过 15%。从业绩表现来看，工银瑞信灵活配置基金自李昱任职以来至 2024 年 12 月 31 日年化超额收益率为 12.37%，自 2020 年 H1 至 2024 年 H1 的 9 个报告期内，工银瑞信灵活配置前五大行业占比近 37.38%，行业持仓呈现明显的均衡分散特征。

表 13：2025 年相对收益基金经理推荐及其代表产品

基金经理	在管规模 (亿元)	代表产品 代码	代表产品	任职日期	基金规模 (亿元)	任职以来 收益率 (%)	任职以来 同类排名
孙彬	92.68	002340.OF	富国价值优势 A	2019-05-23	34.99	13.85	75/701
李昱	108.38	487016.OF	工银灵活配置 A	2018-03-06	4.74	12.37	70/1492

数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 31 日

5.4 相对收益投资角度：风格策略建议核心卫星策略或哑铃策略

2025 年我们建议考虑以科创主题+红利主题作为底仓资产配置：

科创板：政策大力扶持，近期资本市场出台了一系列针对科创板的扶持政策，如国务院印发的新“国九条”、证监会发布的《关于资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》以及《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》等，从上市融资、并购重组、债券发行、私募投资等多方面提供支持，为科创板企业的发展和投资者的收益提供了有力保障。逆周期调节与成长风格占优：在稳增长政策持续颁布、流动性环境宽松的背景下，成长风格有望确立阶段性底部，迎来中长期维度下的相对占优行情，科创板作为

成长风格的代表，有望在 2025 年获得较好的表现。行业发展前景广阔：科创板的行业分布高度集中于“硬科技”，如电子、医药、机械、计算机等领域，这些行业在国内经济高质量发展时期，具有巨大的发展潜力和市场空间，随着科技的不断进步和创新，有望催生出更多的投资机。

科创板相关指数今年以来业绩瞩目，科创 50 今年涨幅 16.07%，而科创板+科技主题指数收益更为亮眼，科创芯片指数、科创信息指数今年以来分别获得 34.52%和 27.77%的收益率。科创芯片结合了科创板和芯片行业主题，科创板坚守“硬科技”定位，科创板芯片公司彰显“硬科技”示范效应。相比常见宽基指数，科创芯片指数具有更高的盈利预期以及研发投入。与同类指数对比，科创芯片指数聚焦科创板，市值中枢较低，研发占比更高。芯片产业是国家战略性产业，为实现芯片自主可控、减少对进口依赖，政府出台大量扶持政策，从资金补贴、税收优惠到人才培养等多方面给予支持，为科创芯片企业发展创造有利政策环境，增强市场对行业发展信心。

表 14：科创被动基金产品推荐

证券代码	证券简称	基金经理	基金规模 (亿元)	2024 回报 (%)	2024 同类排名	基金成立日	投资类型 (二级分类)
588290.OF	华安上证科创板芯片 ETF	刘璇子	11.53	33.17	77/2069	2022-09-30	被动指数型基金
588100.OF	嘉实上证科创板新一代信息技术 ETF	张钟玉	3.08	26.97	203/2069	2022-05-18	被动指数型基金
588460.OF	鹏华上证科创板 50 成份增强策略 ETF	苏俊杰	5.65	25.30	5/475	2022-12-01	增强指数型基金
588180.OF	国联安上证科创板 50ETF	章榭元,黄欣	33.61	15.95	769/2069	2021-06-24	被动指数型基金
588050.OF	工银上证科创板 50ETF	赵栩	116.16	15.80	782/2069	2020-09-28	被动指数型基金
588090.OF	华泰柏瑞上证科创板 50ETF	柳军	51.08	15.67	799/2069	2020-09-28	被动指数型基金
588280.OF	华安上证科创板 50ETF	顾昕	3.63	15.67	797/2069	2021-10-12	被动指数型基金
588360.OF	国泰中证科创创业 50ETF	黄岳	5.27	15.48	817/2069	2021-06-29	被动指数型基金
588300.OF	招商中证科创创业 50ETF	苏燕青	15.16	15.24	839/2069	2021-06-25	被动指数型基金
588380.OF	富国中证科创创业 50ETF	曹璐迪	21.88	14.88	875/2069	2021-06-29	被动指数型基金
159782.OF	银华中证科创创业 50ETF	王帅	8.12	14.77	887/2069	2021-06-29	被动指数型基金
017412.OF	创金合信中证科创创业 50 指数增强 A	董梁,李添峰	4.93	10.63	214/475	2023-03-01	增强指数型基金

数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 31 日

红利板块：政策暖风频吹，上市公司分红意愿与能力有望明显提升。如 2024 年发布的新“国九条”，对上市公司在分红机制方面做出重要指示，从加大分红力度、提升频次等内容对上市公司加以正面引导，这将进一步优化投资者与企业所构生态，为红利指数的表现提供有力支撑。低利率环境下的选择：在利率下行、全球资产收益率中枢中长期下行的背景下，红利资产的吸引力得到提升。以红利低波 100 和红利指数为参考，其股息率与 10 年期国债的差额呈现明显的利差扩大趋势，意味着红利资产的相对投资价值在增加。同时红利资产适合险资等机构配置：险资以稳健风格、追求绝对收益为导向，更看重股票分红带来的确定性收益，而红利股能够满足险资的投资需求，有望成为险资的首选投资方向，随着险资配置权益资产的比例增加，将为红利指数带来增量资金。

伴随着成长板块的上涨及高股息资产的回调，高股息资产估值已恢复至合理水平，近期央行持续释放流动性，国债到期收益率持续下行，当前 10 年期国债到期收益率仅为 1.67%，央行的便利互换操作有望提升高股息标的流动性，利好高股息板块，其中红利指数股息率为

5.08%，中证红利股息率为 5.04%。震荡或为 24 年末以及 25 年市场主要特征，高股息股票凭借稳定的现金流和较低的波动水平，在市场充满不确定性时可以提供收益保障，确定性高，继续看好后市高股息资产的相对收益表现。另外，当前港股通高股息指数股息率为 6.71%，港股红利资产配置价值凸显。

表 15：红利被动基金产品推荐

代码	简称	2024 收益率 (%)	股息率 (%)	跟踪产品代码	跟踪产品简称	成立期	基金经理	规模 (亿元)
000922.CSI	中证红利	12.31	5.04	515180.OF	易方达中证红利 ETF	2019/11/26	林伟斌,宋钊贤	69.84
H30269.CSI	红利低波	17.84	4.97	512890.OF	华泰柏瑞红利低波动 ETF	2018/12/19	柳军	86.62
000824.CSI	中证国企红利	13.84	4.96	561060.OF	华安中证国有企业红利 ETF	2023/9/6	苏卿云	0.38
000825.CSI	中证央企红利	23.10	4.44	561580.OF	华泰柏瑞中证中央企业红利 ETF	2023/5/18	李茜	3.94
931468.CSI	红利质量	4.16	3.35	159758.OF	华夏中证红利质量 ETF	2021/12/20	张弘弢,杨斯琪	6.48
H30089.CSI	红利潜力	9.94	3.53	007671.OF	建信中证红利潜力指数 A	2019/9/11	赵云煜	0.62
HSHYLV.HI	恒生港股通高股息低波动	22.01	6.71	513950.OF	富国恒生港股通高股息低波动 ETF	2023/4/19	田希蒙	4.19
000015.SH	红利指数	14.45	5.08	510880.OF	华泰柏瑞红利 ETF	2006/11/17	柳军,李茜	179.90
399324.SZ	深证红利	7.81	3.81	159905.OF	工银深证红利 ETF	2010/11/5	赵栩	28.89

数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 31 日

红利相关的主动基金，通常投资风格偏向价值。以**国富估值优势 (006039.OF)** 为例，该产品基金经理徐成现任国海富兰克林基金 QDII 投资总监，在管基金产品 7 只，合计规模 81.51 亿元，投资市场覆盖港股、A 股、美股以及台湾股市。国富估值优势产品重点关注估值，优选 AH 个股，追求长期稳健收益。基金经理徐成自 2018 年 8 月管理该产品，任期内年化收益率为 8.50%，位于同类产品前 30%，长期业绩稳健。2024 全年实现收益率 17.91%，位于同类产品的 10%，近期业绩表现亮眼。徐成的投资理念：自上而下宏观分析动态调整行业配置，自下而上五维精选稳健成长优质标的，当前偏好稳定现金流和低波动性的行业，侧重于精选具有强劲个股逻辑的企业进行配置，以绝对收益为投资目标，适合当前作为长期底仓配置。

表 16：红利主动基金产品推荐

证券代码	证券简称	基金经理	基金规模 (亿元)	2024 回报 (%)	2024 同类排名	基金成立日	投资类型 (二级分类)
014772.OF	中泰红利价值一年持有	姜诚,王桃	6.99	32.48	54/4106	2022-03-24	偏股混合型基金
005833.OF	工银红利优享 A	尤宏业	17.45	27.15	47/2268	2018-12-25	灵活配置型基金
004814.OF	中欧红利优享 A	蓝小康	53.99	21.29	103/2268	2018-04-19	灵活配置型基金
009263.OF	华宝红利精选 A	唐雪倩	4.66	21.84	198/4106	2020-06-03	偏股混合型基金
012578.OF	富国红利 A	孙彬	9.89	16.75	409/4106	2021-12-21	偏股混合型基金
006039.OF	国富估值优势 A	徐成	2.69	17.91	162/2268	2018-08-22	灵活配置型基金
001583.OF	安信新常态沪港深精选 A	袁玮	7.69	16.51	138/927	2015-08-07	普通股票型基金
481006.OF	工银红利	林念	3.26	11.77	866/4106	2007-07-18	偏股混合型基金
000592.OF	建信改革红利 A	陶灿	6.98	3.22	494/927	2014-05-14	普通股票型基金

数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 31 日

5.5 相对收益投资角度：风格及行业轮动策略赋能指数投资

伴随着被动股基的规模快速扩张，被动指数产品类型的日益丰富，指数化投资的热潮渐起。指数化投资的优势主要在于费用低廉、风险分散、透明度高及资产配置灵活。当前 A 股市场股票型 ETF 主要由风格和行业主题 ETF 构成，配合风格及行业轮动策略，可以形成多样化的指数投资组合。

指数化投资领域我们推荐基于风格轮动策略与行业轮动策略构建“风格—行业”核心卫星策略。其中围绕大小盘风格轮动及成长价值风格轮动策略配置策略核心；在此基础上，根据行业轮动策略配置高相关行业主题 ETF 配置策略卫星。

在前期报告中，我们从宏观环境及股票市场两端分别构建了大小盘风格轮动模型与成长价值风格轮动模型；不仅如此，我们也基于量价信息构建了量价行业轮动多因子模型（策略详情请见前期研究报告《审时度势：趋势共振量化大小盘风格轮动策略》、《基于趋势确定性的量价行业轮动研究》）。根据各模型配置结论，我们分别使用沪深 300 与中证 2000ETF，300 成长与 300 价值 ETF 落地了大小盘及成长价值风格轮动策略，使用高相关行业主题 ETF 落地了行业轮动策略，以上策略在 2024 年均取得了不俗的收益表现。

表 17：大小盘风格轮动策略、成长价值风格轮动策略、量价多因子行业轮动策略收益评价

时间周期	收益评价	策略多头	风格等权	相对超额
大小盘风格轮动	年化收益率	32.27%	7.55%	23.34%
	年化波动率	0.26	0.23	0.10
	年化 Sharpe	1.23	0.33	2.30
	最大回撤	33.90%	56.44%	7.92%
成长价值风格轮动	年化收益率	17.91%	6.12%	11.20%
	年化波动率	0.23	0.22	0.07
	年化 Sharpe	0.78	0.28	1.62
	最大回撤	41.72%	46.56%	10.11%
量价多因子行业轮动	年化收益率	19.51%	7.08%	11.53%
	年化波动率	0.25	0.24	0.09
	年化 Sharpe	0.78	0.30	1.26
	最大回撤	47.77%	57.68%	11.75%

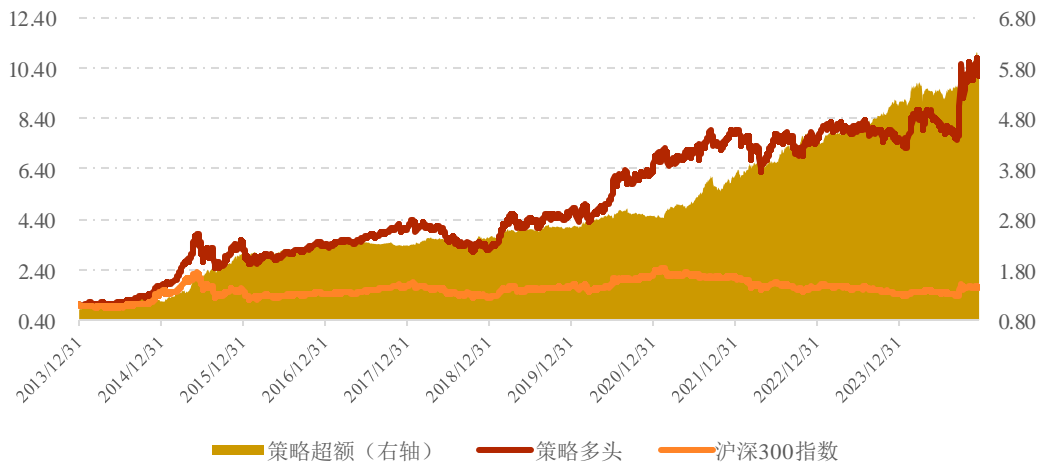
数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 31 日

在此基础上，以大小盘与成长价值风格轮动策略为核心，以行业轮动策略为卫星，构建了“风格—行业”核心卫星策略，其中大小盘与成长价值风格轮动策略的权重均为 40%，行业轮动策略的权重为 20%。可以根据实际需要，采用主观配置的方式替换行业轮动策略参与阶段性主题投资，在此仅以量价多因子行业轮动策略为例。

表 18：大小盘风格轮动策略、成长价值风格轮动策略、量价多因子行业轮动策略收益评价

时间周期	收益评价	策略多头	沪深 300 指数	相对超额
“风格—行业”核心卫星策略	年化收益率	24.44%	5.19%	18.03%
	年化波动率	0.23	0.22	0.09
	年化 Sharpe	1.08	0.24	2.06
	最大回撤	36.27%	46.70%	9.94%

数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 31 日

图 32：“风格—行业”核心卫星策略与沪深 300 指数累计净值变化示意图


数据来源：Wind, IFinD, 西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 31 日

表 19：“风格—行业”核心卫星策略与沪深 300 指数分年度收益表现

时间周期	策略多头	沪深 300 指数	相对超额
2014	78.51%	51.66%	17.26%
2015	93.33%	5.58%	80.69%
2016	-3.74%	-11.28%	8.84%
2017	20.38%	21.78%	-1.17%
2018	-20.61%	-25.31%	6.07%
2019	48.11%	36.07%	8.82%
2020	38.18%	27.21%	8.69%
2021	21.79%	-5.20%	27.60%
2022	-5.35%	-21.63%	20.26%
2023	2.13%	-11.38%	14.94%
2024	32.81%	16.10%	14.92%

数据来源：万得，西南证券整理，数据截至 2024 年 12 月 31 日

2014 年，“风格—行业”核心卫星策略组合实现年化收益率 24.44%，相较沪深 300 指数平均年化超额率为 18.03%，各年度超额表现较为稳定，仅在 2017 年小幅跑输基准。应用风格及行业轮动策略赋能指数投资效果凸显。

6 风险提示

本研究基于市场历史数据，基金产品及大类资产的历史表现不代表未来表现。若未来市场环境发生较大变化，如基本面数据恶化，宏观经济、地缘政治、海外市场、金融行业政策、资本市场要素变化，出现量化模型未考虑到的未知风险，基金及各类资产的实际表现可能与本文的结论有所差异。市场有风险，投资需谨慎，本报告仅作为参考，不构成投资收益的保证或投资建议。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
上海	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
广深	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
