

指数投资大时代专题

迎接指数基金和被动投资新浪潮

核心观点

近日，中国证监会印发《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》。主要目标是，推动资本市场指数化投资规模和比例明显提升，加快构建公募基金行业主动投资与被动投资协同发展、互促共进的新发展格局；强化指数基金资产配置功能，稳步提升投资者长期回报，为中长期资金入市提供更加便利的渠道，助力构建资本市场“长钱长投”生态，壮大理性成熟的中长期投资力量

全球成熟市场发展规律来看，被动投资长期收益更胜一筹。结构上看，跟踪小盘股的主动基金相对跑输比例和数量更少，说明小市值公司存在一些深挖 alpha 的机会。主动思路跑输的原因在于股市中的财富是由少部分公司创造的，主动管理很难集中化重仓极少量的公司。2014 年至今，主动管理基金共有六年跑赢沪深 300 指数，但近两年却遭遇连续滑铁卢。2024 年国内股基跑输指数的根源在于主动型产品在高景气的思路下，一定程度忽视了全年的红利和科技双轮驱动的主线，低配银行等大盘红利资产。以往“景气投资”逐渐失效，催化市场接受“分红为王，估值为盾”的价值投资新理念。2024 年全年国内公募债基跑输债基指数，原因在于拉久期、加杠杆、下沉信用、分散化投资等策略难抵长端利率单边下行。长周期视角，债券领域主动投资强于被动投资。海外部分固收基金跑输指数是因为投资范围的限制，不同的会计计量方法及差异化考核标准使得收益并非债券投资唯一的考量因素。

全球 ETF 规模呈现共振向上的格局。1993 年美国第一支 ETF 问世以来，ETF 产品不断创新、份额持续提升、在市场中的重要性增强。日本 ETF 起源于泡沫破裂时的政府救市，全部 ETF 中以股票 ETF 为主，2000 年后债券 ETF 份额不断压缩。中国指数基金在全部公募基金中的份额和资产净值占比长期处于较低状态，2003 年至今，中国市场股票型基金占比持续下跌，股票型 ETF 逆势上涨。

ETF 的长期配置价值来源于盈利和分红，此外，ETF 还可以用作满足某些特定需求的载体。展望未来，SmartBeta 或成为 ETF 新的增长点。2025 年 1 月 10 日，国内首批自由现金流 ETF 正式获批，填补 SmartBeta 的空白。多元资产配置成为抵御风险、增厚收益的必然选择。在中美两国进行资产的静态配置能够获得更佳的风险收益权衡，而动态资产配置能显著增厚收益。由浅入深，我们在实战系列构建三大动态宏观配置方案，首先是立足股市、基于各类宽基改进后 ERP 和等权指数框架的配置实践。加入商品后，构建综合评判体系和模型进一步提升收益率曲线。最后，引入 QDII-ETF 进行全球股票资产配置进一步分散风险，实现风险分摊和增厚收益。

风险提示：历史复盘对于未来指导有限；不同市场环境下，国外经验对国内借鉴意义受限等；文中出现的个股/指数/产品等仅作为历史梳理，不构成投资建议推荐的依据。

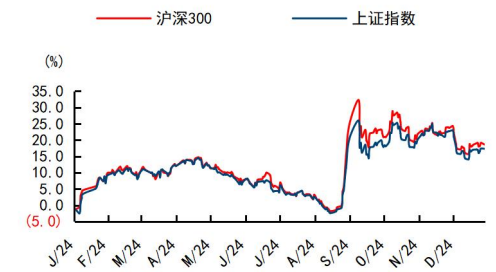
策略研究 · 策略专题

证券分析师：陈锐 证券分析师：王开
 0755-81981573 021-60933132
 chenrui1@guosen.com.cn wangkai8@guosen.com.cn
 S0980516110001 S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅 (%)	6292.67/-3.46
创业板/月涨跌幅 (%)	2063.82/-6.40
AH 股价差指数	139.46
A 股总/流通市值 (万亿元)	76.95/70.54

市场走势



资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《ESG 月度观察 (2025 年第 1 期)——ESG 基金增量扩容，碳中和主题领涨》——2025-01-27
- 《百年未有之大变局下的机遇和挑战 (三) - 如何构建应对贸易不确定因素的投资组合》——2025-01-27
- 《主题投资月度观察 (2025.01)——“星际之门”催化人工智能》——2025-01-27
- 《估值周报 (1 月第 4 期) - AI、机器人进阶，红利凸显性价比》——2025-01-25
- 《价格全方位多维跟踪体系 (2025 年第一期) - 节前金价上升，油价抬升带动化工涨价潮》——2025-01-24

内容目录

一、主动权益基金面临被动性指数基金的挑战	12
1.1 2022 年以来，A 股主动管理型基金面临挑战	12
1.2 历史上主观多头策略与私募量化策略各有胜负	13
二、主动基金无法长期稳定跑赢被动基金	14
2.1 全球市场来看，主动管理收益难以战胜被动投资	14
2.2 国内市场来看，公募基金无法稳定跑赢指数	19
三、境外市场指数和指数化投资发展	27
3.1 美国市场指数和指数化投资发展	27
3.2 欧洲市场指数与指数化投资	32
3.3 境外市场指数化投资产品的发展趋势	33
3.4 境内外市场指数化投资发展的比较	35
四、美国 ETF 市场发展状况	42
4.1 美国 ETF 产品不断创新	42
4.2 美国 ETF 份额逐步提升	43
4.3 美国 ETF 重要性增强，被动 ETF 投资成为时代主旋律	44
五、日本的 ETF 发展经验	45
5.1 日本 ETF 起源于泡沫破裂时的政府救市	45
5.2 日本股票 ETF 居首，2000 年后债券 ETF 份额不断压缩	45
六、中国 ETF 市场发展状况	47
6.1 中国指数基金在全部公募基金中的份额和资产净值占比长期处于较低状态	47
6.2 中国 ETF 起步较晚，但发展速度较快	49
6.3 从 2003 年伊始，中国市场股票型基金占比持续下跌，股票型 ETF 逆势上涨	57
6.4 债券 ETF：质押回购及融券卖出推动债券 ETF 发展	64
6.5 2024 年极致的行情中存在指数基金结构跑输指数的情况	65
6.6 公募基金针对 ETF 的价格战趋缓，行业加速出清	65
七、ETF 投资的长期收益来源	66
7.1 ETF 具有长期配置价值	66
7.2 ETF 可以用作满足某些特定需求的载体	77
八、ETF 创新之路：丰富产品矩阵	77
8.1 主动型 ETF 问世	77
8.2 杠杆 ETF：两倍杠杆 ETF 的收益测算	77
8.3 反向投资 ETF 的兴起和弊端	78
8.4 SmartBeta 或成为 ETF 新的增长点	78
8.5 布局新质生产力：科创 ETF 的产品扩容	86
九、ETF 再审慎：ETF 真的完美无缺吗	89

8.1	ETF 流动性构成	89
8.2	ETF 相比共同基金费率更低、税收更加优惠、交易更灵活	90
8.3	ETF 链接基金具有比拟一般指数基金的优势，适合没有场内账户的尾部投资者	91
8.4	投资 ETF 历史上收益不及主动型股票基金	92
8.5	未来若新一轮牛市来临，是否会回归主动型产品为王	93
8.6	2025 年主动投资能跑赢被动投资吗	94
十、	ETF 宏观大类资产配置实践	97
9.1	多元资产配置成为抵御风险、增厚收益的必然选择	97
9.2	静态大类资产配置策略	98
9.3	动态资产配置策略	101
9.4	基于 ERP 框架的国内股债动态配置实践	106
9.5	实战框架下的综合景气指数构建资配组合	119
9.6	海外 ETF 资产配置：QDII 奔赴全球	124
9.7	基于主被动结合的全球资产配置体系搭建	128
9.8	风险平价模型下的 ETF 配置	130
	风险提示	133

图表目录

图 1: 中证主动股基指数与沪深 300 指数累计回报	13
图 2: 万得指数增强基金与沪深 300 累计回报和超额收益	13
图 3: 主动股基与私募量化超额收益年度回报	13
图 4: A 股市场不同类别基金本年收益表现	14
图 5: 主动股基与私募量化超额收益年度回报	14
图 6: 全球主动管理基金跑输指数的平均水平	15
图 7: 美国股市上经过风险调整的共同基金与基准收益的比较	15
图 8: 所有上市美股创造的总财富: 1990-2018 年	16
图 9: 海外市场经验显示: 只有少数公司能跑赢指数的收益	17
图 10: 处置效应: 投资者不愿意出售已失去价值的资产	17
图 11: 过往 20 年沪深 300 指数年化收益率的分布测算	18
图 12: 过往 20 年标普 500 指数年化收益率的分布测算	18
图 13: 2014 年以来主动型基金整体表现	19
图 14: 2014 年至今主动管理型股票基金跑赢指数比例	19
图 15: 2024 年 A 股主动基金跑赢和跑输各类宽基指数的比例	20
图 16: 2024 年排名靠前的主动型基金 (不完全列举)	20
图 17: 2024 年主动型基金分阶段表现	22
图 18: 2024 年全年分阶段主动型权益基金相对行业指数表现	23
图 19: 2000 至今绩优股和亏损股风格切换	24
图 20: 近五年不同类型纯债基金收益表现	25
图 21: 公募基金在配置固收类资产时的税收优势	25
图 22: 受限投资者控制着 140 万亿美元全球债券市场的一半以上	26
图 23: 主动型基金表现优于被动型基金中位数的比例	26
图 24: 主动和被动基金的滚动 10 年平均年化阿尔法值	27
图 25: 美国共同基金费率的变迁历程	27
图 26: 美国主被动型 ETF 费率的走势	27
图 27: 美国指数型共同基金资产规模 (十亿美元) 与数量	29
图 28: 美国 ETF 基金资产规模 (十亿美元) 与数量	29
图 29: 美国指数共同基金和 ETF 资产净值占比	30
图 30: 美国指数共同基金净流入 (十亿美元)	30
图 31: 美国 ETF 资产规模和数量占比	31
图 32: 美国 ETF 不同产品类型分布	32
图 33: 欧洲 ETF 数量和资产规模 (十亿美元)	33
图 34: 欧洲 ETF 数量与资产规模占比	33
图 35: 全球 ETF 数量与资产规模 (十亿美元)	34
图 36: 中美指数基金的数量比较	35
图 37: 中美指数基金的资产净值比较	36

图 38: 中美指数基金的资产净值占比的比较	36
图 39: 境内 ETF 数量与资产净值	37
图 40: 境内外市场指数化投资增速比较 (2010-2024)	38
图 41: 境内外市场指数化投资增速比较 (2018-2024)	39
图 42: 中美 ETF 资产净值占比的比较	39
图 43: 中美不同类型产品的指数化投资占比的比较	40
图 44: 中美不同类型产品的资产净值占比的比较	41
图 45: 中美指数投资与主动管理基金的产品结构分布的比较	41
图 46: 全球基金的资金流动累计趋势	42
图 47: 美国 ETF 市场发展重要时间点	42
图 48: SPDR 运作方式	43
图 49: 美国上市 ETF 的基金和资产总计 (2010 年 1 月 14 日- 2016 年 1 月 4 日)	43
图 50: 美国主动权益基金在弱市中表现不佳	44
图 51: 近 15 年资金从美国主动权益基金单边流出	44
图 52: 2020 年以来, 海外上市基金公司累计涨跌幅	44
图 53: 日本 ETF 市场发展重要时间点	45
图 54: 日本被动型基金规模不断扩大	46
图 55: 日本债券基金的选择: 股市不况和低利率的选择	46
图 56: 日本股票型公募和私募的数量变迁史	46
图 57: 日本公募股票基金市场规模 (万亿日元)	47
图 58: 境内市场指数基金的份额占全部公募基金的比例及其变动	48
图 59: 境内市场指数基金的资产净值占全部公募基金的比例及其变动	48
图 60: 中国 ETF 发展历程	49
图 61: 境内市场基金产品份额的结构分布	50
图 62: 境内市场指数基金的数量及其增长	50
图 63: 境内市场指数基金的份额及其增长	51
图 64: 境内市场指数基金的资产净值及其增长	52
图 65: 被动基金和主动偏股基金的总资产净值	53
图 66: 被动基金和主动基金投资股票规模的情况 (亿元)	54
图 67: 中美指数基金的数量比较	55
图 68: 中美指数基金的资产净值比较	55
图 69: 中美指数基金的资产净值占比的比较	56
图 70: 境内外市场 ETF 增速比较 (2010-2024)	56
图 71: 境内外市场 ETF 增速比较 (2018-2024)	57
图 72: ETF 资产净值占比的中美比较	57
图 73: 2003 年至今不同类型基金占比	58
图 74: 2024 年 6 月 30 日不同类型基金分布情况	58
图 75: 股票型指数基金的数量及其增长	59
图 76: 股票型指数基金的数量占全部股票型基金的比例	59
图 77: 股票型指数基金的份额及其增长	60
图 78: 股票型指数基金的份额占全部股票型基金的比例	61

图 79: 股票型指数基金的资产净值及其增长	61
图 80: 股票型指数基金的资产净值占全部股票型基金的比例	62
图 81: 境内市场基金产品份额的结构分布	63
图 82: 国内各类型 ETF 年度成交额变化 (万亿元)	64
图 83: 中证 A500 行业分布	66
图 84: 中证全指每半年的收益率拆解	69
图 85: 全指能源每半年的收益率拆解	69
图 86: 全指材料每半年的收益率拆解	69
图 87: 全指工业每半年的收益率拆解	69
图 88: 全指可选每半年的收益率拆解	69
图 89: 全指消费每半年的收益率拆解	70
图 90: 全指医药每半年的收益率拆解	70
图 91: 全指金融地产每半年的收益率拆解	70
图 92: 全指信息每半年的收益率拆解	70
图 93: 全指通信每半年的收益率拆解	70
图 94: 全指公用每半年的收益率拆解	70
图 95: SPX 长期驱动力表现	75
图 96: 道琼斯长期驱动力表现	75
图 97: 纳斯达克 100 长期驱动力表现	75
图 98: 东证指数长期驱动力表现	75
图 99: 胡志明 30 指数长期驱动力表现	75
图 100: 明晟印度长期驱动力表现	75
图 101: 日经 225 长期驱动力分析	76
图 102: 沪深 300 长期驱动力分析	76
图 103: 2009 年以来 A 股盈利拆解	76
图 104: 2013 年以来美股盈利拆解	76
图 105: 三种情形: 市场在 10 天内每天上涨 10% (左), 10 天内每天下跌 10% (中), 逐日上涨 10%, 再下跌 10% (右)	78
图 106: 日本用债券和股指期货对冲股票回调的逆向投资策略	78
图 107: 1993 年到 2003 年日本各行业涨幅	78
图 108: 股票指数加权方式及代表性指数	79
图 109: 上证指数不同市值规模成份股 2023 涨跌幅 (%)	79
图 110: 上证成分股市值规模前 5% 的上市公司, 权重占比达 50%	79
图 111: 万得全 A 及万得等权指数走势	80
图 112: 沪深 300 及 300 等权指数走势	80
图 113: 市场占优风格复盘	80
图 114: 五大风格指数历史走势, 等权指数具有明显超额收益	81
图 115: SPX 指数与 SPX 等权指数走势对比	81
图 116: 等权占优时, 其夏普比率相对较小	81
图 117: 沪深 300ETF 与沪深 300 等权 ETF 净值走势	82
图 118: 沪深 300 行业分层等权重指数走势	82

图 119: SmartBeta 因子关注指标	82
图 120: 美国现金牛 100 ETF 行业分布	83
图 121: 美国现金牛 100ETF 与红利类资产和美国大盘指数的年度收益对比	84
图 122: 主要自由现金流指数编制方案对比	84
图 123: 国证自由现金流指数行业权重分布	85
图 124: 中证全指自由现金流指数行业权重分布	85
图 125: 中美科技股盈利能力的现状比较	85
图 126: 自由现金流指数、宽基指数、成长指数、价值指数、红利指数累计收益率	86
图 127: 科创综合指数关键信息全景图	87
图 128: 科创/中小成长类指数权重对比	88
图 129: 科创板行业分布的高成长属性	88
图 130: 科创综合指数涨跌幅、波动率和最大回撤分析	89
图 131: ETF 的流动性组成概览	90
图 132: 美国共同基金和 ETF 合约规定	91
图 133: ETT 与传统开放式基金的主要不同	91
图 134: 美国 ETF、ETF 链接基金和一般指数基金的差异	92
图 135: 过往 11 年中有 7 年主动能否跑赢被动的结果与信号指示一致	93
图 136: A 股市场波动信号和情绪指标关联度较高	94
图 137: 最近 5 年不同久期配置型债券资本利得测算	94
图 138: 2025 年不同杠杆倍数下债券收益率测算（久期为 10 年）	95
图 139: 利率驱动宏观因素“三段论”：2002-2024	95
图 140: 融资增速下行后企稳，估值因素由拖累到提振	96
图 141: 低利率环境为估值提供修复契机，流动性定价机制从外部转为内部	97
图 142: 国内股债商的年度收益率表现	98
图 143: 单一决策投资组合的各组成部分的饼状图	99
图 144: 单一决策投资组合及其组成部分的复合年度收益率	99
图 145: 单一决策投资组合及其组成部分的复合年度收益率	100
图 146: 从 1980 年到 2006 年，单一决策投资组合及其组成部分的风险调整收益（夏普比率）	100
图 147: 静态资产配置方案	101
图 148: 行业轮动指数与高低 PE 指数低点判断	102
图 149: 行业轮动指数与高低 PE 指数高点判断	102
图 150: 不同基差状态对不同产品的影响	102
图 151: 中观行业景气框架：基于自下而上景气度的跟踪体系	105
图 152: 综合景气指数构建方法和中观行业景气比较体系	105
图 153: 景气度投资框架在 2018-2022 上半年一度奏效	105
图 154: ETF 投顾化策略一览	106
图 155: 沪深 300 指数 ERP 分布	106
图 156: 上证 50 指数 ERP 分布	106
图 157: 中证 500 指数 ERP 分布	107
图 158: 中证 800 指数 ERP 分布	107
图 159: 中证 1000 指数 ERP 分布	107

图 160: 沪深 300 指数各年度 ERP 分布核密度曲线	107
图 161: 沪深 300 指数 3 年滚动 ERP 分布核密度曲线	108
图 162: 国内市场“股债双杀”时点和股债表现频率分布	109
图 163: 沪深 300ERP 走势（考虑每年两次调仓后的样本盈利对齐）	111
图 164: 沪深 300 指数调整市盈率（调整后指标和基础指标存在明显差异）	114
图 165: 沪深 300ERP 走势（考虑每年两次调仓后的样本盈利对齐和美债收益率）	115
图 166: 不同自由流通比例对应的加权比例	117
图 167: 股债性价比买入信号择时胜率(自由流通市值加权)	118
图 168: 股债性价比卖出信号择时胜率(自由流通市值加权)	118
图 169: 股债性价比买入信号择时胜率(等权)	119
图 170: 股债性价比卖出信号择时胜率(等权)	119
图 171: 主动择时+被动配置的思路框架图	119
图 172: 综合景气指标对股债择时的实战效果	120
图 173: 综合景气指标划分的四大经济周期区间	120
图 174: 经济周期与行业风格表现轮盘图	121
图 175: A 股风格指数+债券	122
图 176: A 股大中小盘+债券	122
图 177: A 股各估值板块+债券	122
图 178: A 股红利板块+债券	122
图 179: 实战框架下的资产配置组合表现回测	123
图 180: 加入商品后, 组合表现进一步优化	123
图 181: 采取等权配置模型锁定高胜率资产, 组合表现仍可进一步优化	123
图 182: 2010 年至今 QDII 基金数量及规模变动	124
图 183: QDII 基金数量和规模占全部公募基金比重	124
图 184: QDII 累计批准投资额度(亿美元)	124
图 185: 各投资类型 QDII 基金数量占比变迁	125
图 186: 各投资类型 QDII 基金规模(亿元)占比变迁	125
图 187: CME 日元兑美元非商业净空头的数量	126
图 188: 日元的避险属性	126
图 189: 各投资地区 QDII 基金数量占比变迁	126
图 190: 各投资地区 QDII 基金规模(亿元)占比变迁	126
图 191: 存量可申购主动权益型 QDII 布局(截至 2024 年三季度)	127
图 192: 全球主要资产相关性分析(近 1 年)	128
图 193: 全球主要资产相关性分析(近 10 年)	128
图 194: 全球主要股市配置最新信号(2025 年 1 月底)	129
图 195: 海外宏观择时+A 股+债券+黄金的组合净值	130
图 196: 以挂钩基金为基准: 宏观择时组合净值 vs SPX	130
图 197: 主要指数挂钩基金产品列举(选取 2023 年资金净流入最多的基金产品为代表)	130
图 198: 基于主动与被动结合的风险平价净值表现	131
图 199: 风险平价组合主要指标(2018 年 1 月以来)	132

表 1: 指数基金政策汇总	11
表 2: 指数化投资服务国家战略	12
表 3: 中证全指每半年的收益率拆解	68
表 4: 中证全指及各行业的拆分收益率比较	71
表 5: 中证全指及各行业的拆分收益率比较 (2011. 07 至 2015. 06)	72
表 6: 中证全指及各行业的拆分收益率比较 (2015. 06 至 2018. 12)	72
表 7: 中证全指及各行业的拆分收益率比较 (2018. 12 至 2021. 12)	73
表 8: 中证全指及各行业的拆分收益率比较 (2021. 12 至 2024. 06)	73
表 9: 中证全指及各行业的拆分收益率比较 (2024. 06 至 2024. 12)	74
表 10: 自由现金流估值法 (FCF) 的运算步骤	83
表 11: 4 种基差套利策略	104
表 12: 沪深 300 指数 ERP 择时复盘	112
表 13: 沪深 300 指数 ERP 择时复盘	115
表 14: 指数走势预期——基于股债性价比及调整市盈率	116

近日，中国证监会印发《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》（以下简称《行动方案》）。《行动方案》的主要目标是，推动资本市场指数化投资规模和比例明显提升，加快构建公募基金行业主动投资与被动投资协同发展、互促共进的新发展格局；强化指数基金资产配置功能，稳步提升投资者长期回报，为中长期资金入市提供更加便利的渠道，助力构建资本市场“长钱长投”生态，壮大理性成熟的中长期投资力量。积极发展股票ETF。全面做优做强核心宽基股票ETF，打造行业旗舰ETF产品方阵，支持覆盖率高、代表性强、流动性好的宽基股票ETF注册发行，更好满足中长期资金配置需求。推出更多红利、低波、价值、成长等策略指数ETF，进一步提升ETF产品多样性和可投性。围绕做好金融“五篇大文章”、服务实体经济与国家战略、发展新质生产力，持续丰富主题投资指数ETF产品。

随着资本市场改革进一步全面深化，投资端与融资端动态平衡发展，指数化投资迎来广阔的发展前景。从2009年开始，指数型产品实现爆发式增长。到2019年，指数化投资快速增长，指数化投资市场迅猛发展。在政策层面上，监管部门多措并举推动指数化投资，出台系列支持指数化投资的政策，支持力度大，为指数投资创造便利化条件；在投资标的层面，上市公司质量持续提高，为指数编制提供了众多优质标的；在财富管理层面上，指数化投资形式多样，能够更好适配广大投资者的多种财富管理需求。

为推动指数化投资实现高质量发展，监管在原有系列政策基础上，持续出台相关政策文件。2020年7月，证监会起草《公开募集证券投资基金运作指引第3号——指数基金指引（征求意见稿）》，规范了公募指数基金设立、运作相关活动，对指数基金发展进行前瞻性引导，也对发展中暴露的一些问题进行纠正。监管对指数基金的关注与引导，旨在保护投资者合法权益，促进指数基金的健康发展。

2022年4月，证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，其中明确提出积极鼓励产品及业务守正创新，大力推进权益类基金发展，支持成熟指数型产品做大做强，加快推动ETF产品创新发展，不断提高权益类基金占比。

2022年5月，上交所修订发布《基金自律监管规则适用指引第1号——指数基金开发》，新增对于符合国家战略和产业政策的指数，经中国证监会认可，可予以指数发布时间豁免，旨在提高基金市场与国家战略，及市场需求之间的契合度。

2023年8月，沪深交易所修订发布《基金自律监管规则适用指引第1号——指数基金开发》，对有关条款进行了修订，将非宽基股票指数产品开发所需的指数发布时间由6个月缩短为3个月，缩短了对非宽基股票指数基金开发对指数发布时间的要求。

2024年4月，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（简称新“国九条”），在大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量中强调，要建立交易型开放式指数基金（ETF）快速审批通道，推动指数化投资发展。

2024年8月，上交所制定完成《指数业务三年行动方案（2024-2026年）》，从持续丰富服务国家战略和实体经济的指数体系、完善指数化投资生态，逐步构建指数风险管理体系等三方面推进指数化投资发展，旨在打造“上市公司—指数—指数产品—投资者”相互促进良性循环的指数化投资市场。

2024年10月，深交所在ETF市场高质量发展生态大会上表示，将与各方加强合作，推广指数化投资理念、丰富跟踪投资指数、推进多样化产品创新吗、弘扬理性健康投资文化、营造良好舆论环境，促进ETF市场高质量发展。

2024年11月，证监会主席吴清在第三届国际金融领袖投资峰会上的致辞中也强

调，要大力发展权益类基金特别是指数化投资。

在二十年的时间里，指数基金投资管理的相关规章制度不断完善，指数化投资理念不断深入，已成为助力经济和资本市场高质量发展的重要抓手，是居民财富管理和中长期资产配置的重要工具。系列和指数化投资投资相关的政策共同构成了境内市场指数化投资的政策支持框架，对于促进指数化投资的健康发展，提升市场效率，吸引增量资金持续流入，服务国家战略具有重大意义。

表1: 指数基金政策汇总

时间	法规名称	规定内容
2004年6月	《基金投资组合报告编制及披露》	指数基金投资组合持仓披露
2007年8月	《上交所证券投资基金上市规则》	ETF交易相关规则
2010年4月	《证券投资基金参与股指期货交易指引》	指数基金股指期货投资规则
2013年1月	《黄金交易型开放式证券投资基金暂行规定》	黄金ETF投资管理相关规则
2013年9月	《公开募集证券投资基金参与国债期货交易指引》	指数基金国债期货投资规则
2014年12月	《公开募集证券投资基金运作指引第1号——商品期货交易型开放式基金指引》	商品期货ETF投资管理相关规则
2015年4月	《基金参与融资融券及转融通证券出借与业务指引》	指数基金参与转融通业务规则
2016年4月	《深交所证券投资基金交易和申购赎回实施细则》	ETF交易相关规则
2020年7月	《深交所证券投资基金交易和申购赎回实施细则》 《上交所指数证券投资基金开发指引》 《深交所指数证券投资基金开发指引》 (三份文件均为征求意见稿)	指数基金标的开发指引
2020年7月	《公开募集证券投资基金运作指引第3号——指数基金指引》	指数基金标的的开发指引
2022年4月	《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》	大力推进权益类基金发展，支持成熟指数型产品做大做强，加快推动ETF产品创新发展，不断提高权益类基金占比。
2022年5月	《基金自律监管规则适用指引第1号——指数基金开发》(2022年修订版)	新增对于符合国家战略和产业政策指数，经中国证监会认可，可予以指数发布时间豁免
2023年8月	《基金自律监管规则适用指引第1号——指数基金开发》(2023年修订版)	将非宽基股票指数产品开发所需的指数发布时间由6个月缩短为3个月。
2024年4月	国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	“建立交易型开放式指数基金(ETF)快速审批通道，推动指数化投资发展”，为指数基金高质量发展进一步指明了方向。
2024年8月	上交所发布《指数业务三年行动方案(2024-2026年)》	从持续丰富服务国家战略和实体经济的指数体系、完善指数化投资生态，逐步构建指数风险管理体系等三方面推进指数化投资发展。
2025年1月	证监会发布《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》	从持续丰富指数基金产品体系、加快优化指数化投资发展生态、加强监管、防范风险等方面提出了相关措施。

资料来源：中国人民银行、证监会、金融监管总局、上交所、深交所，国信证券经济研究所整理

实践表明，从中长期收益来看，主动投资的收益率往往跑不赢市场指数。被动投资不仅能够获得与市场基准指数相近的收益率，而且节省了研究费用和交易成本，具有一定的成本优势。

另外，作为资本市场的重要基础设施的指数，在支持国家发展战略、推动经济高质量发展以及引导资源有效分配等方面，正扮演着越来越重要的角色。

表2: 指数化投资服务国家战略

主要方向	主要领域	具体主题或指数示例
服务创新驱动发展战略	战略性新兴产业	新兴综指、新兴成指
	科技创新	科技龙头、科技100
	科技创新细分领域	新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源车、创新药、生物科技、医疗科技、航天航空、量子信息等主题指数
支持国家创新科技发展	半导体、芯片	国证芯片、中证全指半导体、中华半导体芯片
	底层技术与应用	人工智能主题指数
服务制造强国战略	中国制造、智能制造、专精特新	智能制造、专精特新
	机器人技术	机器人
支持现代化产业体系体系建设	现代化基础设施体系建设	5G通信、通信设备
	现代物流体系	高铁、航港设施、物流、运输等主题指数
	工业体系升级	CS物联网、工业互联网、工业4.0等主题指数
支持数字中国建设	数字产业领域	智能汽车、智能消费、智能家居、智慧交通、智能穿戴、虚拟现实等主题指数
	数字基础设施	云计算、大数据、网络安全等主题指数
服务区域协调发展发展战略	区域发展	西部大开发、东北全面振兴、中部地区崛起等主题指数
	城市群	京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区、成渝经济圈、辽宁沿海经济带等主题指数
	乡村振兴	现代农业、现代种业、现代畜牧业等主题指数
支持高水平对外开放	互联互通	MSCI中国A50互联互通
	一带一路	国企一带一路、一带一路、CSSW丝路
	境外交易所合作	中韩半导体、中韩新能源车、中韩50
	自由贸易区建设	沪自贸区、CS自贸区
服务双碳战略	ESG	300 ESG、ESG120策略、中证ESG100
	践行绿色实践	绿色电力、绿色能源
	节能环保	中证环保、环保50
	新能源产业发展	光伏、风电、核电、氢能等主题指数
支持可持续发展	人口老龄化	医疗健康主题指数
	医疗	医疗服务、中医药等主题指数
	健康	体育产业、健康产业等主题指数
服务全面深化改革战略	国企改革	央企结构调整、央企创新、国企改革、国企红利等指数
	国新投资	中证国新央企科技引领指数、央企现代能源指数、央企股东回报指数

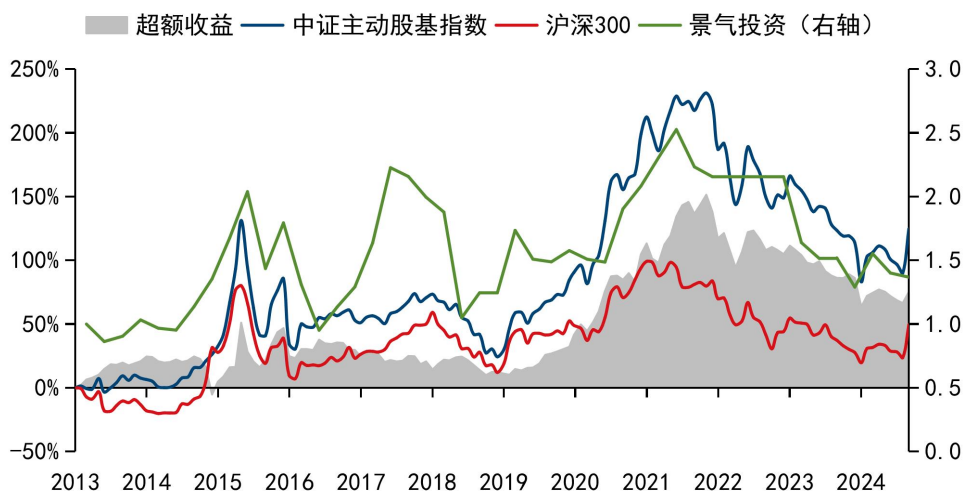
资料来源：中国人民银行、证监会、金融监管总局、上交所、深交所，国信证券经济研究所整理

一、主动权益基金面临被动性指数基金的挑战

1.1 2022年以来，A股主动管理型基金面临挑战

2022年以来，主动股基指数的绝对收益出现持续回撤的现象。与此同时，与沪深300指数相比，该指数的超额收益也呈现出下滑的趋势。长期以来，公募基金适应高景气、高成长的方法论并做到知行合一，景气投资指数的走势与主动股基的表现相一致。近年来，随着行业景气度的持续下行，主动股基面临着持续性回撤的困境。

图1: 中证主动股基指数与沪深 300 指数累计回报



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

相较于主动股基, 指数增强基金近年来表现稳健, 具有一定韧性, 受到更多市场投资者关注。2021 年以来, 市场指数整体下行, 指数增强型基金受其拖累, 绝对收益有一定回落, 但是超额收益一直稳定在较高水平, 表现稳健。从历年情况来看, 主动股基和指增基金表现各有千秋, 但是近年来, 主动股基出现大幅回撤, 而指增基金表现更加稳健, 反超主动股基。

图2: 万得指数增强基金与沪深 300 累计回报和超额收益



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图3: 主动股基与私募量化超额收益年度回报



资料来源: 万得, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理; 注: 以中证主动股基指数代表主流主观多头策略, 以朝阳永续私募量化指数代表主流量化指数增强策略。

1.2 历史上主观多头策略与私募量化策略各有胜负

主观多头策略在 2017、2019 和 2020 年表现优于量化; 而 2018、2021、2022、2023、2024 年的表现则相反。将主观多头策略的收益拆解成沪深 300 的收益和策略与沪深 300 基准之差, 私募量化策略的收益拆解成中证 500 的收益和策略与中证 500 基准之差。2019、2020 年主观多头策略表现之所以优于量化, 主要原因有两个,

一是沪深 300 跑赢中证 500，大盘相对于小盘有更好表现（即主观相对于量化有风格优势）；二是主观相对于沪深 300 的显著超额收益，远高于私募相对于中证 500 的超额收益。之后 2021 年主观跑输量化，主要是因为沪深 300 大幅跑输中证 500，主观的大盘风格敞口形成拖累。而 2022 年以来，主观大幅跑输量化的原因则主要来源于主观超额收益的拖累¹。

2025 年开年权益类主动基金整体承压。根据国信金工 2025 年 01 月 13 日发布的《央行连续两月增持黄金储备》报告数据，2025 年开年另类基金业绩表现最优，中位数收益为 1.81%，主动权益型、灵活配置型和平衡混合型基金的中位数收益分别为-3.85%、-3.09%、-2.53%。2025 年以来指数增强型基金的收益率中位数为 0.4%，量化对冲型基金本年收益中位数为-0.07%。

图4: A 股市场不同类别基金本年收益表现

分组	主动权益	灵活配置型	平衡混合型	偏债混合型	短期纯债	中长期纯债	混合债一级	混合债二级	货币型	另类
Min	-9.40%	-10.50%	-5.04%	-4.68%	-0.24%	-0.28%	-1.20%	-3.15%	0.00%	-2.05%
10%	-5.75%	-5.63%	-4.50%	-1.80%	-0.04%	-0.07%	-0.11%	-1.14%	0.02%	-0.43%
20%	-5.11%	-4.71%	-4.11%	-1.35%	0.01%	-0.02%	-0.05%	-0.92%	0.03%	-0.19%
30%	-4.65%	-4.03%	-3.53%	-1.11%	0.03%	0.01%	-0.01%	-0.78%	0.03%	0.01%
40%	-4.24%	-3.67%	-2.80%	-0.95%	0.04%	0.04%	0.02%	-0.65%	0.04%	0.24%
50%	-3.85%	-3.09%	-2.53%	-0.80%	0.05%	0.06%	0.05%	-0.53%	0.04%	1.81%
60%	-3.48%	-2.57%	-2.29%	-0.66%	0.05%	0.08%	0.07%	-0.41%	0.04%	2.89%
70%	-3.08%	-1.90%	-2.02%	-0.48%	0.06%	0.11%	0.10%	-0.27%	0.04%	2.86%
80%	-2.61%	-1.05%	-1.61%	-0.29%	0.07%	0.13%	0.14%	-0.13%	0.04%	3.00%
90%	-1.79%	-0.32%	-1.25%	-0.04%	0.09%	0.19%	0.19%	0.03%	0.04%	3.06%
Max	14.03%	11.61%	0.00%	0.53%	0.30%	1.53%	1.03%	1.04%	0.09%	3.84%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图5: 主动股基与私募量化超额收益年度回报

分组	指数增强型基金本年超额收益	量化对冲型基金本年收益
Min	-1.45%	-0.95%
0.10	-0.05%	-0.43%
0.20	0.08%	-0.33%
0.30	0.19%	-0.24%
0.40	0.28%	-0.14%
0.50	0.40%	-0.07%
0.60	0.56%	0.01%
0.70	0.69%	0.10%
0.80	0.87%	0.16%
0.90	1.13%	0.27%
Max	2.28%	0.79%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

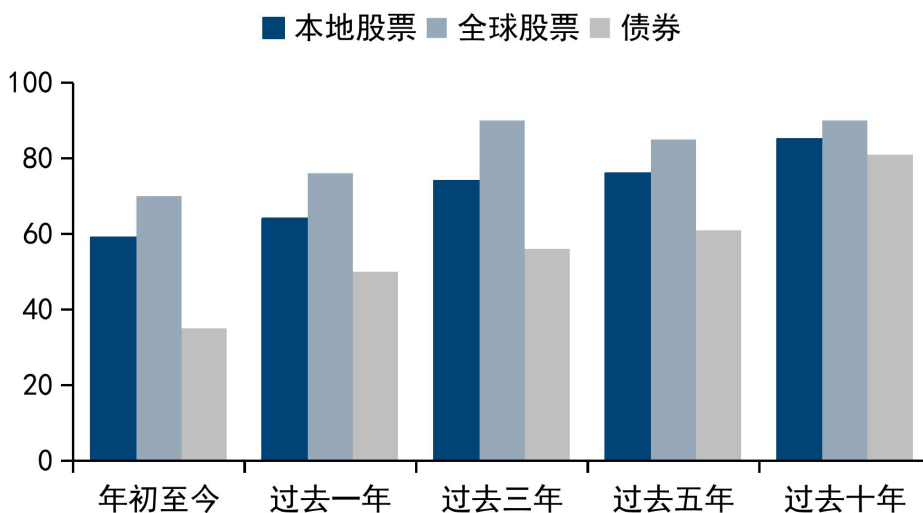
二、主动基金无法长期稳定跑赢被动基金

2.1 全球市场来看，主动管理收益难以战胜被动投资

从过去 10 年视角看全球市场，90%的主动股票管理人无法战胜基准指数收益；81%的主动债券管理人无法战胜基准指数收益。

¹ 《简谈国内股票主观多头策略与量化指数增强策略》，刘卓识，2023-12-06

图6: 全球主动管理基金跑输指数的平均水平

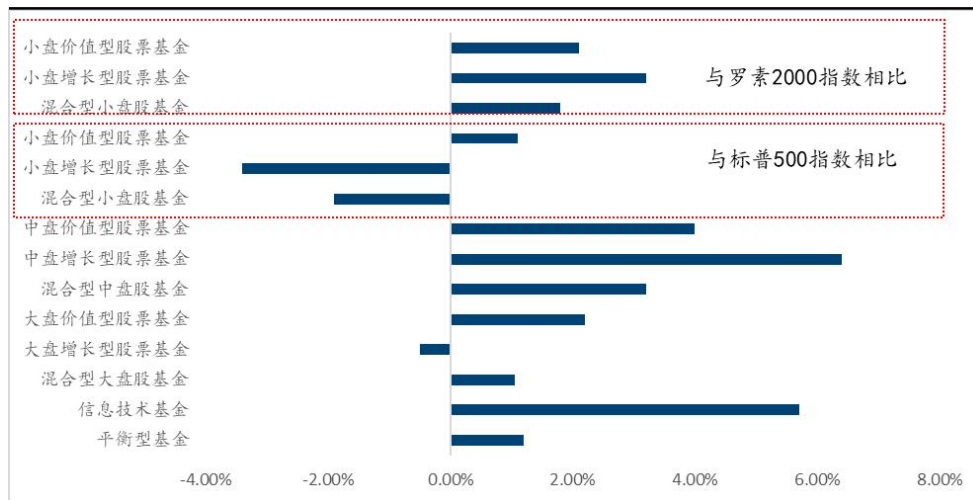


数据来源: 万得、Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

2.1.1 跟踪小盘股的主动基金相对跑输比例和数量更少

复盘美国市场, 发现除了小盘股外, 被动化投资的收益表现好于共同基金。如果和标准普尔 500 指数对比, 共同基金存在一些深挖小盘股的机会, 但如果和罗素 2000 指数相比, 共同基金收益依旧无法战胜基于罗素 2000 的被动投资。

图7: 美国股市上经过风险调整的共同基金与基准收益的比较



资料来源: 斯科特·保罗·弗洛希, 《ETF 投资策略从入门到精通》[M], 人民邮电出版社, 2020, 国信证券经济研究所整理

被动投资时代要提升对头部企业估值的容忍度, 被动投资的“资金抱团”推高头部企业的估值, 股市上涨带来的财富效应吸引被动投资者进一步参与市场, 进而推高股价并形成正反馈系统。主动管理型基金可以在小市值公司中深挖个股, 自下而上寻找“被忽视”的机会。

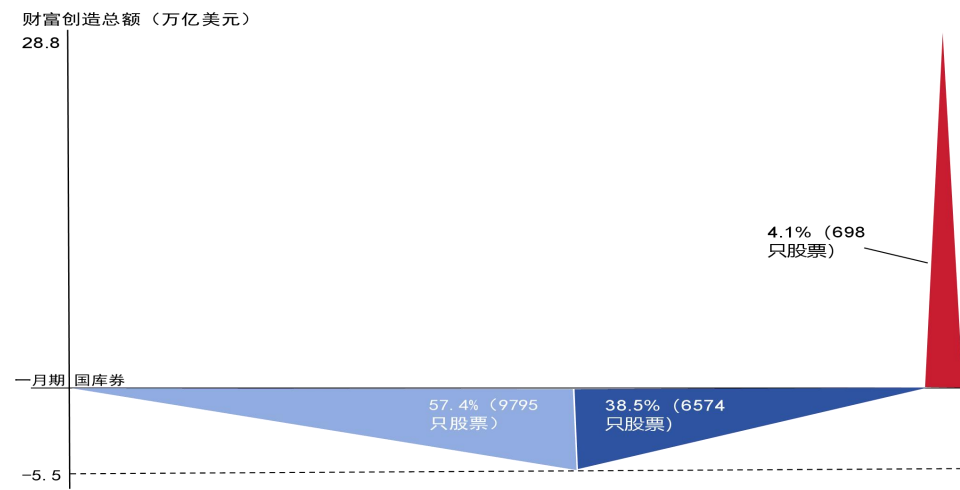
2.1.2 被动基金能够在长期实现更高收益，股市的绝大多数涨幅由少数公司贡献

个股超额收益在缩窄，且指数更好抓住了权重股抱团的红利。一方面，美国、日本市场中个股跑赢指数的占比在下降；另一方面，近二十年大市值个股的涨幅贡献在增加，这为指数带来了更高的收益，而主动型基金在一系列止盈、调仓操作中会损失权重股上行的红利，这里不仅包括持有人遇到市场冲击时的资金赎回，也包括投资人主动决定抛售并造成二次冲击，因此被动型产品对市场的冲击往往更小。

随着市场有效性的提升，市场中的超额机会也在减少。有效市场假说指出，在市场由弱式有效向强式有效发展的过程中，市场反应的信息越来越充分，超额收益的机会也越来越少，直至所有的超额收益失效，此时指数投资就是最有效的方法。在过去三十多年中，美国、日本市场的有效性不断上升。机构投资者的增加，削弱了主动管理基金和个股的信息优势。近年来，随着机构投资者比例的不断增长，其通过调研或沟通获取不对称信息的能力在减弱，这在一定程度上降低了主动基金的信息优势。被动投资的兴起在短期内加剧了被动投资战胜主动投资这一趋势。随着被动型基金逐步主导市场，资金抱团现象更加集中在指数层面，股市面临系统性风险的概率变小，但波动性可能增加。被动型基金对持仓头寸的调整依赖于指数权重，调仓空间较小。随着被动基金占比的不断上升，资金抱团开始变得更加稳固，难以打破。长期来看，大规模的资金抱团可能导致市场对某些板块或个股的过度依赖。一旦外部环境变化或内部逻辑动摇，资金抱团的破灭将引发更为剧烈的市场调整。

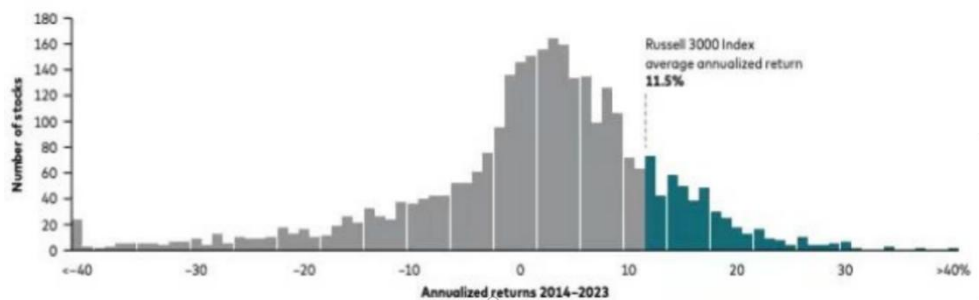
据彭博数据统计，美国上市公司的财富创造集中，占美股市场不到 0.5 个百分点的公司创造了美股市场近一半的财富。从 1990 年到 2018 年，57.4% 的股票对总财富创造产生了负面影响，38.5% 的股票抵消了上述负面影响，仅有 4.1% 的股票推动了净财富的增长，但是增长幅度高达 28.8 万亿美元。如果能提前发现这 4.1% 的股票，并进行长期稳定的重仓布局，是能够获得比指数更好的表现的。从 2014 年至 2023 年，罗素 3000 指数的年化收益为 11.5%，只有少数美国公司的收益率能够超越这一水平，罗素 3000 成分股的收益率中位数、平均数、分组划分之后的众数都无法超越指数本身的收益，间接说明指数收益是由一小部分成分股贡献的。

图8：所有上市美股创造的总财富：1990-2018 年



数据来源：Bloomberg，国信证券经济研究所绘制

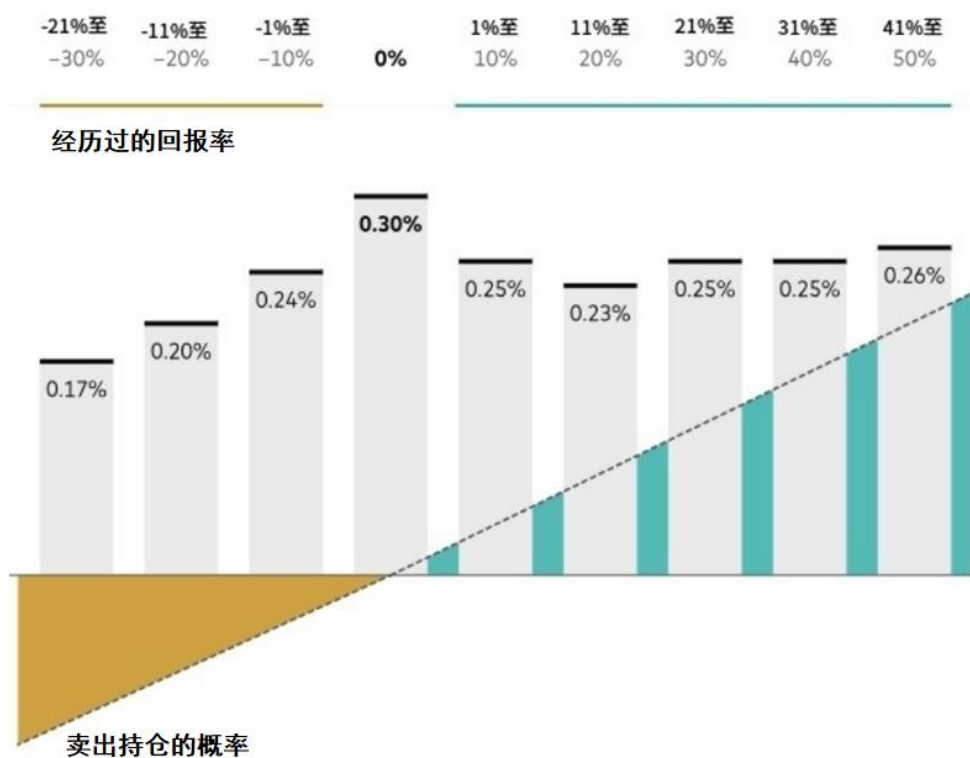
图9: 海外市场经验显示: 只有少数公司能跑赢指数的收益



资料来源: 先锋投资, 国信证券经济研究所整理

海外资金大量赎回通常会导致市场流动性下降、资产价格波动加剧以及市场情绪恶化, 进一步引发股市下跌和汇率波动, 并带动其他投资者跟风抛售。然而, 由于指数投资通过分散风险、跟踪市场整体表现, 更能抵御短期波动。特别是以蓝筹股为主的指数基金, 通常在外资赎回潮中表现较为稳健, 能更好地适应市场调整并抓住回调后的投资机会, 其持有者中处置效应较明显。

图10: 处置效应: 投资者不愿意出售已失去价值的资产



资料来源: 先锋投资, 国信证券经济研究所整理 注: 来自对约 100,000 名先锋投资者进行的一次随机抽样分析, 这些投资者在 2018 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间在先锋全市场股票 ETF (VTI) 中建立了头寸。先锋的计算使用了晨星公司的资产价格数据。业绩分组四舍五入到最接近的整数百分比; 即, 0% 的群体包括那些回报在 -0.4% 至 0.4% 之间的投资者。

2.1.3 高景气和高成长向低估值与泛红利的转变也是促成主动产品优势降低的原因

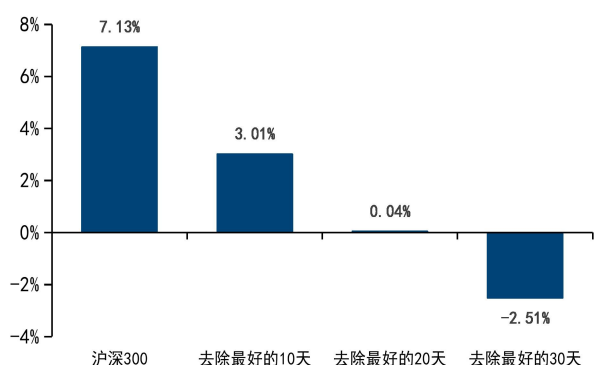
理论上讲，这正是深挖基本面，自下而上选股的主动型基金的优势，然而拉长长时间维度，很难有产品能够长期稳定跑赢指数基金。原因之一在于基金管理人无法在行情发生变化时转换思维。2012至2014年智能手机和移动互联网的发展给科技股带来持续的超额收益，但2000年至2006年扩张的主动权益却依赖“价值投资”理念，无法完全适应高估值、低分红、高资本开支、高增长的新兴高科技产业，仍然选择重仓金融等低估值行业，这也是基金回报不佳，份额收缩负反馈的原因之一。

在A股市场上也上演着同样的叙事逻辑，政策引导呵护，鼓励投资正本清源。主动基金管理人频繁的业绩考核驱使其更加关注股价在短期内的业绩表现，忽视公司发展的长期逻辑。另一方面，管理人往往偏好某一类型的投资策略，这会使其在市场风格切换时无法转变路径依赖进而跑输市场。“困境反转”策略以及深挖“景气度”的投资人无法注意到A股投资范式的转变，对于港股央企高股息存在无法接受的投资逻辑，特别是在近2年，A股投资获取稳定回报需要转变过去高估值高增长的投资范式，接受低估值“价值投资”时代的来临。从2024年新“国九条”发布再到2025年初的中长期资金入市、指数化高质量发展都是促成上述范式转变的契机，引导市场走向光明未来。

对于股市而言，少数几个关键的交易日贡献了一年中大部分的收益。对沪深300指数过去20年的测算显示，如果错过涨幅最高的10个交易日，年复合收益率将从7.13%下降到3.01%。如果进一步，去掉涨幅最高的前20天，年复合收益率将接近于0。如果去掉涨幅最高的30天，收益率将由正转负。与沪深300类似，如果去掉涨幅最高的30天，标普500的年化收益率将从正的7.16%转为负的1.72%。

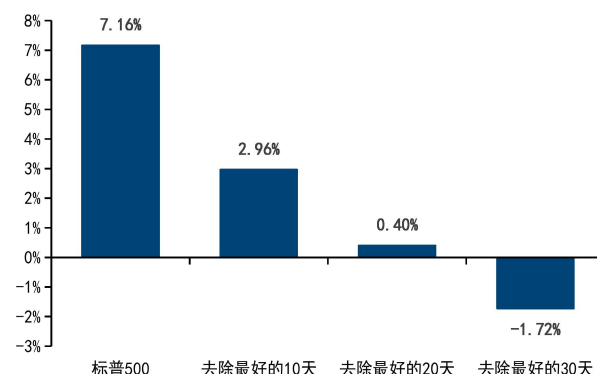
市场在短期内极速上攻增加了主动基金跑赢指数的难度，能否在少数几个关键的交易日提前布局成为关键。股市是经济的“晴雨表”，某种程度是产业数据的领先指标，而采用景气投资的“择时策略”更多是一种事后验证，是一种“滞后指标”。很难做到左侧布局，导致基金在市场回暖时的“踏空”拖累全年收益率表现。

图11: 过往20年沪深300指数年化收益率的分布测算



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：时间2005/1/4至2025/1/3。

图12: 过往20年标普500指数年化收益率的分布测算



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：时间2005/1/4至2025/1/3。

2.2 国内市场来看，公募基金无法稳定跑赢指数

2.2.1 2014 年至今，主动管理基金共有六年跑赢沪深 300 指数

A 股市场表现出和海外市场相似的特征。2014 年至今，从主动管理型基金收益率角度来看，共有 6 年主动管理型基金跑赢沪深 300 指数，分别为 2015 年以及 2018 年至 2022 年。从跑赢沪深 300 指数的比例来看，结果不变。

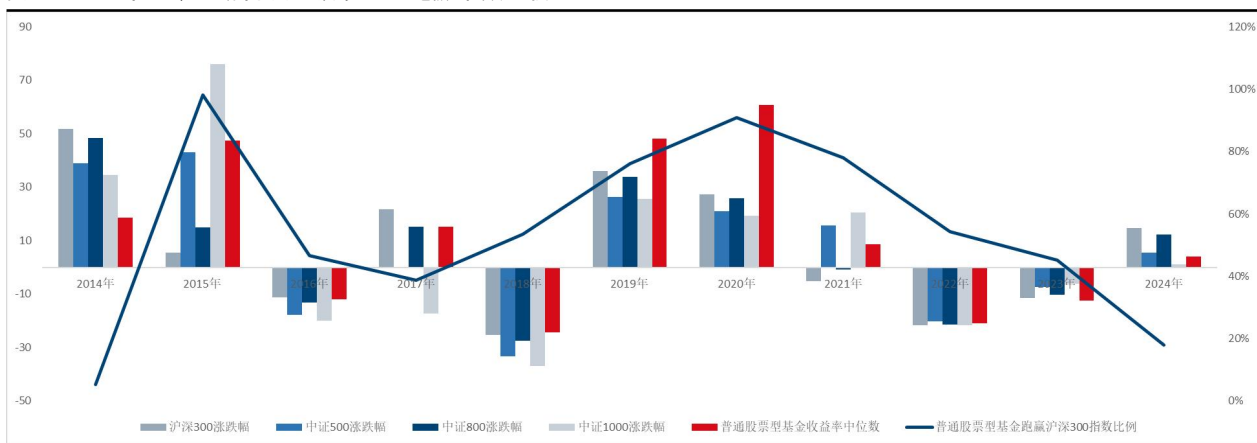
图13: 2014 年以来主动型基金整体表现

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
沪深300涨跌幅	51.66	5.58	(11.28)	21.78	(25.31)	36.07	27.21	(5.20)	(21.63)	(11.38)	14.68
中证500涨跌幅	39.01	43.12	(17.78)	(0.20)	(33.32)	26.38	20.87	15.58	(20.31)	(7.42)	5.46
中证800涨跌幅	48.28	14.91	(13.27)	15.16	(27.38)	33.71	25.79	(0.76)	(21.32)	(10.37)	12.20
中证1000涨跌幅	34.46	76.10	(20.01)	(17.35)	(36.87)	25.67	19.39	20.52	(21.58)	(6.28)	1.20
普通股票型基金收益率中位数	18.50	47.30	(11.87)	15.25	(24.34)	48.07	60.77	8.64	(20.95)	(12.53)	4.04
普通股票型基金跑赢沪深300指数比例	0.05	0.98	0.47	0.39	0.53	0.76	0.91	0.78	0.54	0.45	0.18

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

主动管理型基金秉持三大投资理念：深入进行自下而上的个股研究、秉持长期投资理念、高度重视综合定性分析。2014 年和 2024 年牛市都是上而下开启的，是从宽货币向宽信用传导过程中的流动性溢出催化的，由流动性和风险溢价贡献的牛市中主动基金的基本面研究失效是其跑输指数的根本原因。

图14: 2014 年至今主动管理型股票基金跑赢指数比例



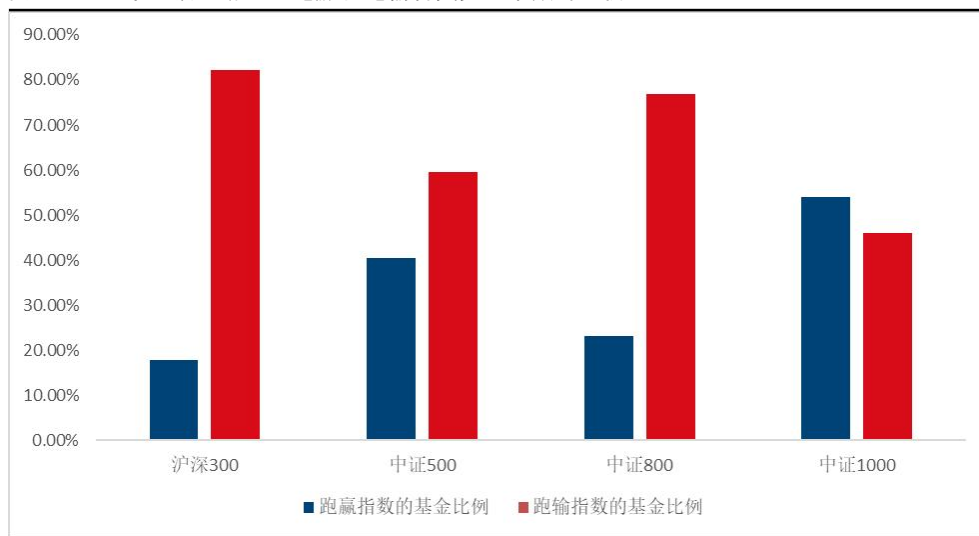
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2.2.2 在 2024 年牛市期间国内公募股基跑输指数

2024 年，主动管理型基金算术平均收益为跑输沪深 300 指数、中证 500 指数、中证 800 指数，仅仅小幅跑赢中证 1000 指数 2.58 个百分点。其中跑赢沪深 300 的主动管理基金 181 只，平均收益 22.07%。跑输沪深 300 的主动管理基金 746 只，平均收益 -0.66%。

可以观察到，越是类似于沪深 300 这样的核心资产，主动基金跑输的比例越高的现象。全年来看，2024 年主线是大盘和微盘好于中盘和小盘，价值好于成长，亏损股全年收益不弱。

图15: 2024年A股主动基金跑赢和跑输各类宽基指数的比例



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

主动管理型基金大幅跑输基准指数的原因在于景气投资的失效。2024年主动管理型基金低配金融板块, 从而错过了银行业全年累计34.39%的涨幅。在申万31个一级行业中, 银行业累计涨幅排名全年第一。银行业表现突出的原因在于2024年ETF规模跨越式发展为大盘股提供增量资金, 以及央企高股息风格的占优。

战胜指数的主动管理型基金主要集中在数字经济、宏利转型、金融和科技相关领域。我们将主动型基金的核心价值拆解成选股能力、择时能力和行业轮动配置能力, 发现主动型基金跑输指数的原因在于择时能力与仓位管理能力的欠缺。

图16: 2024年排名靠前的主动型基金(不完全列举)

证券代码	证券简称	2024年收益率	相较沪深300涨跌幅	相较中证500涨跌幅	相较中证800涨跌幅	相较中证1000涨跌幅
015641.OF	银华数字经济A	50.0	35.3	44.5	37.8	48.8
015642.OF	银华数字经济C	49.7	35.0	44.2	37.5	48.5
009601.OF	招商科技动力3个月滚动持有A	45.3	30.7	39.9	33.1	44.1
009602.OF	招商科技动力3个月滚动持有C	44.2	29.5	38.7	32.0	43.0
005894.OF	华夏优势精选	38.5	23.8	33.0	26.3	37.3
013490.OF	同泰金融精选A	38.3	23.6	32.8	26.1	37.1
013491.OF	同泰金融精选C	37.7	23.0	32.3	25.5	36.5
015734.OF	红塔红土信息产业精选A	37.5	22.8	32.1	25.3	36.3
015735.OF	红塔红土信息产业精选C	37.0	22.3	31.5	24.8	35.8
000828.OF	宏利转型机遇A	36.1	21.5	30.7	23.9	34.9
012800.OF	宏利转型机遇C	35.7	21.0	30.2	23.5	34.5
000746.OF	招商行业精选	34.3	19.6	28.9	22.1	33.1
006502.OF	财通集成电路产业A	32.4	17.7	26.9	20.2	31.2
011722.OF	前海开源深圳特区精选A	32.2	17.5	26.8	20.0	31.0
000411.OF	景顺长城优质成长A	32.1	17.5	26.7	19.9	30.9
010341.OF	招商产业精选A	32.0	17.3	26.6	19.8	30.8
011723.OF	前海开源深圳特区精选C	32.0	17.3	26.5	19.8	30.8
006503.OF	财通集成电路产业C	31.3	16.6	25.9	19.1	30.1
010342.OF	招商产业精选C	30.7	16.0	25.3	18.5	29.5
008283.OF	易方达金融行业A	30.6	15.9	25.2	18.4	29.4

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理 注: 文中列举指数和产品仅作为历史梳理, 不构成推荐依据

2.2.3 2024年主动管理型基金收益表现阶段划分

复盘显示, 2024年一季度, A股市场探底回升, 整体呈现V型走势。2024年伊始, 从内部看, 国内景气度从荣枯线之下逐步向上修复, 内需疲软拖累风险情绪上修; 从外部看, 美国拟限制中国生物医药和芯片行业以及海外联储放鹰等利空消息重挫市场信心。在避险情绪推动下, 大盘持续下行, 特别是中小盘指数的大幅下跌导致雪球等高杠杆产品的风险集中释放, 进一步加剧了指数的跌幅。2月开始, 以旧换新等利好政策频出, 全国两会提出的产业支持计划进一步强化了市场信心,

外资也同时加快流入 A 股市场，大盘超跌探底后快速反弹。

进入到二季度，市场关注点转向上市公司的基本面，“春季躁动”行情逐渐平息，A 股市场进入了一段波动期。4 月 12 日，新“国九条”发布，标志着资本市场定位发生历史性转变，建设投资者为本的资本市场成为当前政策的主基调，通过政策的引导和市场的自我调节。5 月地方房地产调控政策密集出台，在短期内有力地提振了市场预期，地产板块的强劲表现带动整体股市上涨。而同期公布的经济数据偏弱，加之海外地缘政治冲突带来的不确定性影响，以及地产行业复苏需要持续的销售数据验证，大盘随后震荡回落。

进入到三季度后，一系列以旧换新政策陆续落地，货币政策维持宽松，资本市场也暂停了转融券等做空机制，尽管如此，市场交易活跃度依然不高，情绪持续低迷。房地产价格未能企稳，量价齐跌，全 A 上市公司中报业绩承压，分子端压力进一步导致市场持续走低。股市的转折出现在季度末，9 月 24 日后，宽货币、稳楼市、提内需等多重利好政策密集落地，重振市场信心，股票市场也摆脱了之前低迷状态，9 月 26 日，中共中央政治局会议指出，要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。市场情绪就此被彻底点燃，股市量价齐升，迅速上涨，甚至创下 A 股过往行情演绎中的诸多记录。其中，9 月 30 日，沪深两市成交额创历史新高，达到 2.59 亿元，两市超 700 股涨停，超 3000 股涨幅超 9%，近 40 只行业 ETF 涨停。

四季度市场整体震荡波动，十一假期港股表现强劲，带动节后第一天 A 股大幅高开，市场热情到达顶峰。后续交投情绪开始走弱，市场表现受到海内外多重因素影响，10 月 8 日至 17 日市场快速调整，从 3674 点跌至 3169 点后开启中短期反弹，习近平总书记在合肥滨湖科学城考察时表示要推进中国式现代化，市场风险偏好快速提振。11 月以来，美国大选结果引发外部不确定性，国内稳增长政策持续加码，人大常委会建议增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，2024 年末地方政府专项债务限额将由 29.52 万亿元增加到 35.52 万亿元，国内政策定力对冲海外扰动下市场整体偏震荡，12 月中旬开始市场有所调整，风格从前期的小微盘强势、主题持续演进切换到“大盘占优、低估为盾、稳扎稳打”的防守型风格²。总结来看，年初市场快速下跌中，主动权益大幅跑输市场指数，2024 年 2 月 6 日至 3 月 20 日，以旧换新政策和产业支持计划强化市场信心。对消费顺周期的博弈使得主动基金大幅跑赢市场指数，3 月底到 9 月下旬市场阴跌，主动权益持续跑输市场指数，2024 年 9 月 24 日政治局会议稳地产、宽货币、宽财政政策刺激下，市场快速反弹，在此期间主动型基金低配券商导致其跑输市场指数。

² 证券之星，2025-01-23，<https://fund.stockstar.com/RB2025012300006403.shtml>

图17: 2024年主动型基金分阶段表现

业绩基准	起始日期	截至日期	区间涨跌幅	主动基金收益中位数	跑赢幅度	跑赢指数比例
沪深300	2024/1/1	2024/2/5	-6.72	-17.58	-10.86	11.87%
	2024/2/6	2024/3/20	12.03	18.85	6.82	79.29%
	2024/3/21	2024/9/23	-10.39	-14.32	-3.93	33.87%
	2024/9/24	2024/12/31	22.48	18.39	-4.09	35.49%
中证500	2024/1/1	2024/2/5	-17.85	-17.58	0.27	51.24%
	2024/2/6	2024/3/20	23.16	18.85	-4.31	34.63%
	2024/3/21	2024/9/23	-18.18	-14.32	3.86	73.89%
中证800	2024/9/24	2024/12/31	27.39	18.39	-9.00	22.65%
	2024/1/1	2024/2/5	-9.71	-17.58	-7.87	21.14%
	2024/2/6	2024/3/20	14.75	18.85	4.10	67.64%
	2024/3/21	2024/9/23	-12.44	-14.32	-1.88	41.32%
中证1000	2024/9/24	2024/12/31	23.69	18.39	-5.30	31.61%
	2024/1/1	2024/2/5	-27.08	-17.58	9.50	88.24%
	2024/2/6	2024/3/20	31.82	18.85	-12.97	10.46%
	2024/3/21	2024/9/23	-21.03	-14.32	6.71	84.57%
上证50	2024/9/24	2024/12/31	33.31	18.39	-14.92	13.81%
	2024/1/1	2024/2/5	-3.05	-17.58	-14.53	6.04%
	2024/2/6	2024/3/20	7.59	18.85	11.26	93.96%
	2024/3/21	2024/9/23	-7.56	-14.32	-6.76	23.95%
	2024/9/24	2024/12/31	19.69	18.39	-1.31	43.58%

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

2.2.4 2024年国内股基跑输的原因在于低配银行等大盘红利资产

将2024年行情划分成4个阶段, 可以发现主观跑输指数的重要原因在于市场下跌的时候仓位较重, 市场上涨的时候左侧布局力度有限。2024年国内股基跑输指数的根源在于主动型股票基金没有抓住全年的红利和科技双轮驱动的主线, 低配银行等大盘红利资产。2024年四季度为例, 北上资金增持非银金融和传媒, 对食品饮料、医药等大幅减持。在此期间, 公募基金主动加仓TMT和红利。相比之下, 本来公募是顺景气交易, 而外资是逆向投资交易。所有的持仓都是特定类型的行业和风格的暴露, 不管是主观还是量化, 也无论是指数还是指增, 任何的持仓都可以拆解成持仓暴露行业的行业收益率和个券相对于其所属行业的收益率。

图18: 2024 年全年分阶段主动型权益基金相对行业指数表现

起始日期	2024/1/1	2024/1/1	2024/2/6	2024/3/21	2024/9/24
截止日期	2024/12/31	2024/2/5	2024/3/20	2024/9/23	2024/12/31
主动型股票基金	3.71	-17.38	18.85	-14.32	18.39
银行(申万)	34.39	6.79	2.25	2.40	20.20
非银金融(申万)	30.17	-7.04	8.38	-5.28	36.39
通信(申万)	28.82	-19.21	35.71	-13.67	36.09
家用电器(申万)	25.44	-2.96	11.74	-0.40	16.15
电子(申万)	18.52	-28.90	33.00	-15.20	47.81
汽车(申万)	16.34	-21.35	31.34	-10.68	25.77
商贸零售(申万)	13.69	-19.13	19.33	-21.97	50.97
交通运输(申万)	13.01	-6.91	11.81	-7.34	17.17
公用事业(申万)	10.23	-5.37	11.61	-4.37	9.15
国防军工(申万)	7.08	-27.44	31.64	-15.04	31.94
石油石化(申万)	6.17	-5.60	14.63	-12.62	12.30
建筑装饰(申万)	5.57	-13.27	16.35	-20.00	30.76
机械设备(申万)	5.04	-24.37	30.47	-19.62	32.78
计算机(申万)	4.42	-31.47	41.28	-26.54	46.82
煤炭(申万)	4.41	5.38	5.23	-13.59	8.96
综合(申万)	3.22	-26.14	23.75	-23.82	48.25
有色金属(申万)	3.19	-17.36	29.73	-12.26	10.36
电力设备(申万)	3.08	-21.32	27.83	-20.19	29.40
传媒(申万)	2.23	-23.74	38.28	-28.75	36.05
环保(申万)	1.86	-23.49	23.39	-16.29	28.89
钢铁(申万)	0.16	-11.90	14.80	-20.37	24.35
房地产(申万)	-2.15	-15.33	10.27	-13.07	21.28
基础化工(申万)	-5.09	-23.18	23.72	-17.13	20.52
社会服务(申万)	-5.11	-24.17	26.58	-24.00	30.06
纺织服装(申万)	-5.32	-17.12	17.19	-23.11	26.78
建筑材料(申万)	-5.91	-15.05	13.39	-21.71	24.77
轻工制造(申万)	-6.01	-22.68	23.82	-23.72	28.72
食品饮料(申万)	-8.03	-10.21	12.55	-27.13	24.89
美容护理(申万)	-10.34	-16.24	20.78	-29.41	25.55
农林牧渔(申万)	-11.58	-16.62	12.30	-20.25	18.41
医药生物(申万)	-14.33	-22.89	19.73	-22.00	18.97

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

总体来看, 主动基金抓住了 2 月份顺周期消费主线, 但却在 9 月流动性预期推动的风险偏好改善的“普涨”行情中跑输市场。在年初市场快速下跌和 2 月至 9 月的阴跌中, 主动基金均因仓位过重而跑输市场。

主动管理型基金低配银行是其全年跑输最主要原因。2024 年银行板块涨幅在 31 个申万一级行业中排名第一, 根源在于 A 股定价范式的转变。长端信用债利率下跌是估值提振之“矛”, 央国企市值管理是平滑市场波动之“盾”。2024 年地方政府债务的化解为银行业提供新的估值范式。在政策托底稳定不发生系统性风险的预期下, 银行板块的股票股息和银行二永债的息票收益之差可以看作是银行的股权风险溢价。2024 年“资产荒”叠加化债政策托底压低信用债风险溢价, 再通过银行股权和二永债的“比价效益”传导到银行股权风险溢价, ERP 大幅下降推升银行股全年表现。由于担心红利资产弹性较弱叠加对银行资产质量的担忧, 主动基金经理低配银行股。长期以来, 权益基金管理人更重视“分子端”的景气度指标, 忽略了中特估背景下银行的股权结构与海外存在差异, 银行板块尤其是国有大行更多表现出一种“类债”属性。如果简单用 2024 年的 30 年期限 AA 级信用债全年走势类比, 不难发现银行股全年表现源于“分母端”逻辑。

景气投资的有效性是主动权益能否战胜指数的关键, 一个常见的悖论在于牛市期

间主动型基金表现更好。如果我们将牛市定义为上证指数全年上涨超过 20%，那么 2024 年并不是标准意义上的牛市，全年收益来源于在 2 月和 9 月的两波急促的反攻。沪深 300 指数全年收涨 14.68%，并不能算是标准意义上的牛市。主动权益能否战胜指数的关键在于景气投资是否有效。绩优股相比于亏损股占优时期往往是主动型股票基金跑赢指数时期，而 21 年以来，亏损股跑赢绩优股，对应了主动权益基金的跑输。进一步，我们认为绩优股和亏损股风格的切换在于信用周期。信用周期下行叠加流动性宽松时期亏损股占优，信用周期上行时盈利驱动的绩优股占优。地产周期是信用派生的驱动力，这也是为什么地产周期的转变与绩优股与亏损股风格切换高度重合。

图19：2000 至今绩优股和亏损股风格切换

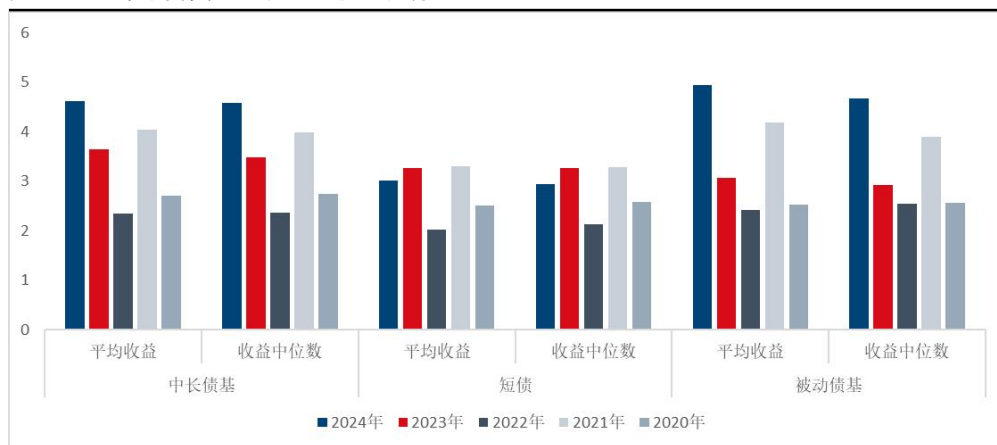


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2.2.5 2024 年全年国内公募债基跑输债基指数

在股票领域主动权益无法长期稳定跑赢指数，在债券投资领域，近年来主动基金依旧很难战胜指数。2023 年底 2024 年初，大多数投资者都坚信 2024 年是中国债券市场的牛市，布局久期和信用下沉就是 2024 年债券投资增厚收益的一致路径。从最终结果来看，在十年期和三十年期利率快速下行期间，拉长久期、信用下沉、分散区域等手段很难抵得上押注中长期活跃券利率单边下行。

图20: 近五年不同类型纯债基金收益表现



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

2020年至2024年, 被动债基平均回报率分别为4.95%、3.06%、2.43%、4.18%、2.53%。短债由于久期相较于中债更低, 无法获得一个期限溢价来对利率变动的不确定性进行风险补偿, 过去五年中债基金收益率的算数平均数比短债基金收益率的算数平均数高0.65%, 而过去五年中债基金收益率的中位数比短债基金收益率的中位数高0.58%。如果用中债基金和债基指数的回报相比, 过去五年中债基金收益率的算数平均数比债基指数收益率的算数平均数高0.04%, 而过去五年中债基金收益率的中位数比债券指数收益率的中位数高0.11%。说明长期来看, 债基主要采取的“久期策略”、“信用下沉策略”、“骑乘策略”等能够产生明显的超额回报。

过去5年中, 有三年中债基金没有跑赢债基指数, 分别为2021年、2022年和2024年。24年中债基金平均收益相对债基指数跑输0.32%。市场上债券二级市场参与者主要是公募和理财子, 公募债基跑输指数可以理财子的跑赢, 公募债基的“交易性资金”跑输银行理财子的“配置型”资金。公募债基无法跑赢理财子是很反常的现象, 从税收优惠制度上讲公募基金的渠道都要更占优势。

图21: 公募基金在配置固收类资产时的税收优势

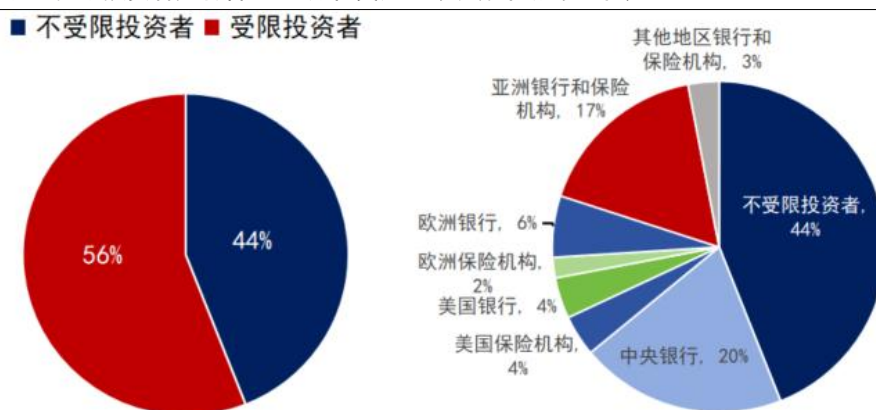
投资者类别	收入	国债		国开债	
		增值税	所得税	增值税	所得税
商业银行、保险机构、券商自营部门	利息收入	免征	免征	免征	征
	资本利得	征	征	征	征
公募基金等广义基金类机构	利息收入	免征	免征	免征	免征
	资本利得	免征	免征	免征	免征

资料来源: 财政部, 国信证券经济研究所整理

2.2.6 海外债基跑输指数原因之一在于资金使用范围受限

前文提到，全球来看，海外债基也无法跑赢指数，核心原因在于大多数债市资金适用范围受到限制。William F. Sharpe 在其 1991 年的开创性论文《主动管理的算术》中指出，如果被动管理者持有市场投资组合，那么主动管理者的集体也必然持有市场投资投资组合，因为他们共同构成了整个市场。因此，两组在扣除费用前将产生相同的回报。然而，由于主动管理比被动管理产生的费用更高，平均而言，主动管理者在扣除费用后的表现应该不如被动管理者。但这种观点可能并不适用于固定收益投资，因为大约一半的活跃债券投资者是受限制的投资者，他们的投资目标不仅仅是优化风险和回报之间的权衡。例如，央行通过交易债券来影响利率、货币、经济增长和资产价格，而商业银行和保险公司由于会计规则、法规或对可预测、低周转率投资组合的偏好，往往将账面收益置于总回报之上。

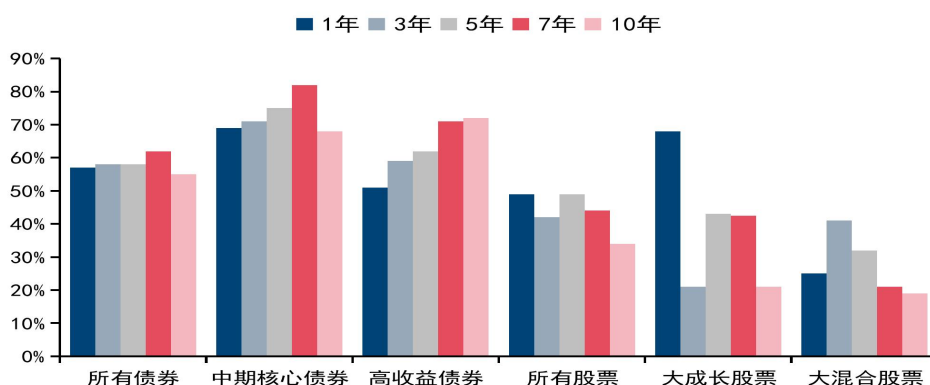
图22: 受限投资者控制着 140 万亿美元全球债券市场的一半以上



资料来源：PIMCO, IMF, Haver Analytics, SNL Financial, EIOPA, ECB, BOE 和 SIFMA, 国信证券经济研究所整理

在过去十年中，55%的主动固定收益共同基金和ETF在扣除费用后的表现优于被动固定收益产品的中位数。在两个最大的固定收益类别中，69%的主动基金和ETF在中级核心和高收益方面的表现优于其被动基金的中位数。与此形成鲜明对比的是，在过去10年中，只有34%的主动股票共同基金和ETF在扣除费用后的表现优于被动基金的中位数。在同一时期晨星最大的两个股票类别中，只有20%的主动基金和ETF在大增长和大混合中的表现优于其被动基金的中位数。

图23: 主动型基金表现优于被动型基金中位数的比例



资料来源：Morningstar, PIMCO, 国信证券经济研究所整理

下图显示了晨星最大固定收益类别中主动和被动基金的平均年化阿尔法值（扣除费用后），使用滚动 10 年窗口。可以看到，对于债券投资来说，主动基金的超额收益相较于被动基金一直保持着领先地位。

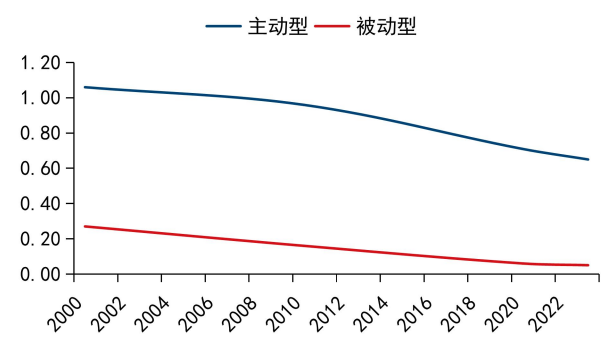
图24: 主动和被动基金的滚动 10 年平均年化阿尔法值



资料来源: Morningstar、PIMCO, 国信证券经济研究所整理

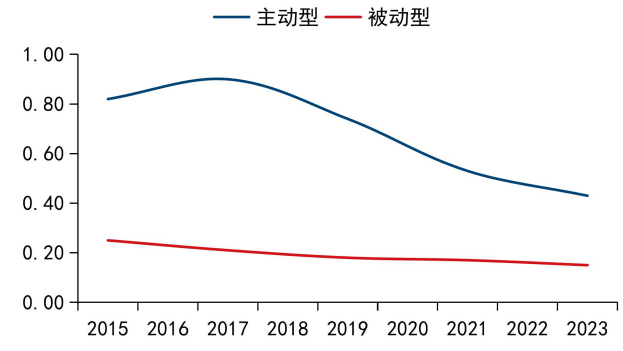
在稳定收益的基础上，无论传统共同基金还是 ETF，被动型费率均远低于主动型。截至 2023 年底，被动型 ETF 平均费率为 0.15%，被动型共同基金更是低至 0.05%。根据 ICI 调查结果，美国基民显著更关注于基金费率，其中 48% 的受调人认为基金的费用与成本非常重要。因此海外经验显示，是否要选择主动型基金的关键因素也在于基金经理创造的 alpha 能否覆盖公募基金的管理费。

图25: 美国共同基金费率的变迁历程



资料来源: ICI, 国信证券经济研究所整理

图26: 美国主被动型 ETF 费率的走势



资料来源: ICI, 国信证券经济研究所整理

三、境外市场指数和指数化投资发展

3.1 美国市场指数和指数化投资发展

3.1.1 美国指数化投资的兴起与发展

指数化投资起源于美国，并在此逐渐发展壮大。1971年，首个指数化投资组合诞生，这是专为美国养老基金设计的。1975年，全球首只指数基金——“第一指数投资信托”获得批准并开始募集，该基金以标普500指数成分股作为跟踪对象。由于指数化投资与传统主动投资理念差距较大，一开始并不为投资者接受，直到20世纪80年代后期，指数化投资才逐渐受到一些养老基金的青睐。

在20世纪80至90年代，美国股市的持续繁荣为指数化投资带来了快速发展的契机。1983年至1989年，仅有33%的主动型基金的平均收益能够超越标普500指数；而在1994年至1998年，这一比例更是下降到了19%。这种出色的业绩表现，为指数化投资的崛起奠定了坚实的基础，并推动了指数化产品的不断创新。指数增强型基金就是在这一时期应运而生的一种新型指数化产品。这类基金在按照基准指数的权重配置大部分资产的同时，还会对成份股进行一定程度的增持或减持，甚至增持非成份股，从而在被动跟踪指数的基础上，加入主动投资策略，以期在控制风险的同时，获取更为积极的市场收益。

1993年，美国市场推出了交易型开放式指数基金，简称ETF。ETF是一种特殊的开放式基金，它的基金份额可以在交易所上市交易，并且基金份额的数量是可变的，也常被称为场内基金。与之对应是场外基金，主要区别在于它们的交易场所和交易方式。场内基金的交易类似于股票，投资者之间可以在交易所内直接进行买卖。相反，场外基金并不在交易所内进行交易，投资者是通过直接向基金公司申购或赎回基金份额来进行交易的，普通投资者可以用场外资金购买ETF联接基金，ETF联接基金属于场外基金的组成部分。

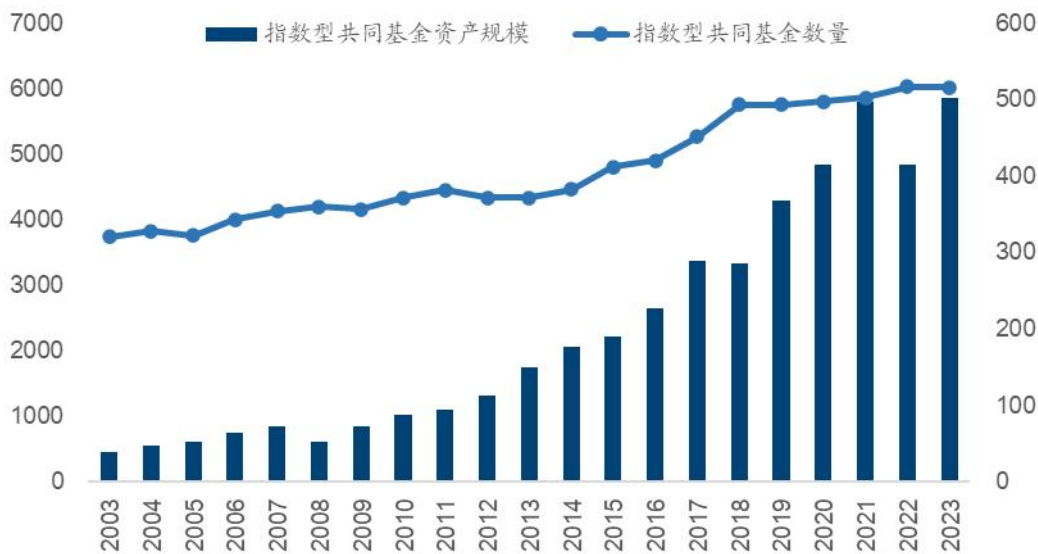
进入21世纪后，指数化投资迎来了快速增长的时期，特别是在2000年至2007年间，ETF产品经历了爆发式的增长。2007年末，ETF总净资产金额达到7967亿美元，是1999年末的19.11倍。2008年金融危机后ETF增速有所放缓，进入平稳发展阶段。经过多年的快速发展，美国指数化投资已经发展成为一个规模巨大、种类繁多的投资产品体系。

3.1.2 美国指数化投资产品的发展现状

美国市场指数型产品主要包括指数共同基金、ETF、指数衍生品、指数存托凭证、指数债券、指数存款等，其中指数共同基金和ETF应用最为广泛。

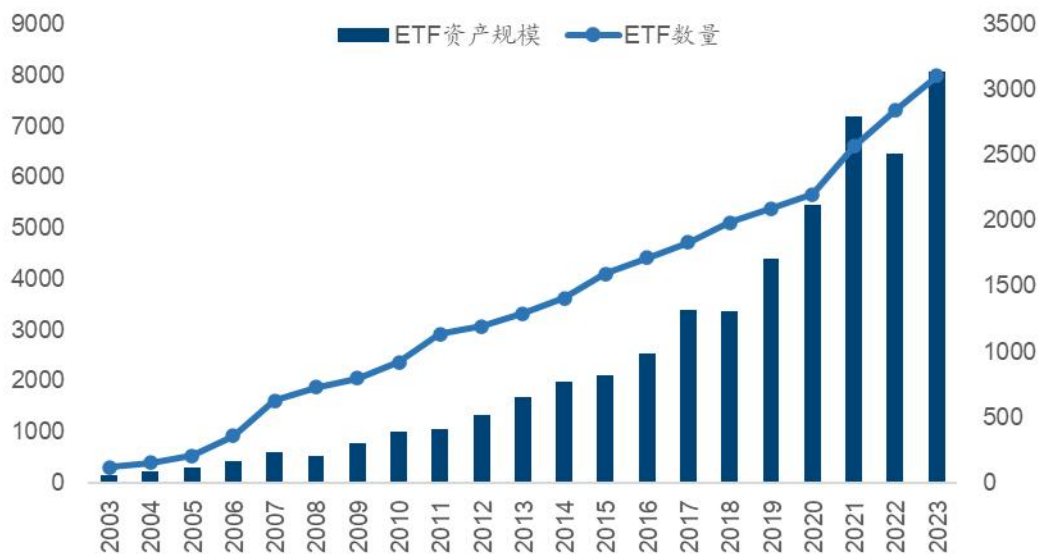
指数共同基金最早在20世纪70年代推出，指数ETF在20世纪90年代推出。2004年至2023年，指数共同基金从321只增长至516只，资产规模从4550亿美元增长至5.86万亿美元，复合年化增长率分别为2.40%和13.6%；ETF从119只增长至3108只，资产规模从1510亿美元增长至8.09万亿美元，复合年化增长率分别为17.7%和22.0%，远高于指数共同基金的增长。

图27: 美国指数型共同基金资产规模（十亿美元）与数量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 美国 ETF 基金资产规模（十亿美元）与数量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2004年至2023年，美国指数共同基金和ETF在共同基金资产规模中的占比都大幅提升。其中指数共同基金占比从6.15%提升至22.9%，ETF占比从2.04%提升至31.7%，超过指数共同基金。截至2023年，指数共同基金和ETF占比合计54.6%，已超过主动管理基金。

图29: 美国指数共同基金和 ETF 资产净值占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

美国指数共同基金的增长主要集中在股票基金。2003 年至 2018 年, 在指数共同基金的流入资金中, 每年流向国内外股票指数基金均大于流向债券和混合指数基金, 流向股票指数基金的资金累计 1.01 万亿, 占比高达 67.9%, 其中流入国内股票指数基金资金为 5894 亿美元, 占比 39.5%。不过在 2019 年至 2023 年, 股票指数基金的资金流出 1430 亿, 而流入债券和混合指数基金的资金为 2950 亿美元, 流向股票指数基金的资金仅在 2022 年大于流向债券和混合指数基金。

图30: 美国指数共同基金净流入 (十亿美元)



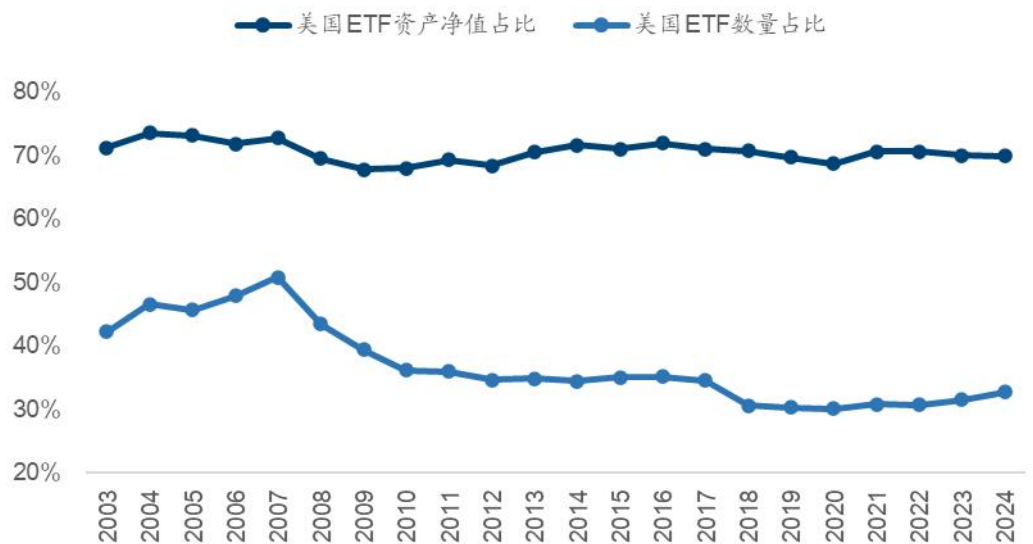
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

除少数年份外, 美国 ETF 资产规模在 2004 年至 2024 年 10 月总体保持增长态势, 是世界上最大的市场。ETF 数量的全球占比的平均值为 37.0%, 但资产规模占比高

达 70.6%。虽然近些年来 ETF 数量占比有所下滑，2018 年至 2024 年 10 月的 ETF 数量占比的平均值为 31.0%，这主要是由于其他国家 ETF 数量的增长更高所致，但同期 ETF 资产净值占比的平均值仍然高达 70.1%。截至 2024 年 10 月，美国 ETF 市场拥有 3724 只基金和 9.97 万亿美元的资产规模，ETF 数量占比 32.7%，但 ETF 的资产规模占比高达 69.9%。

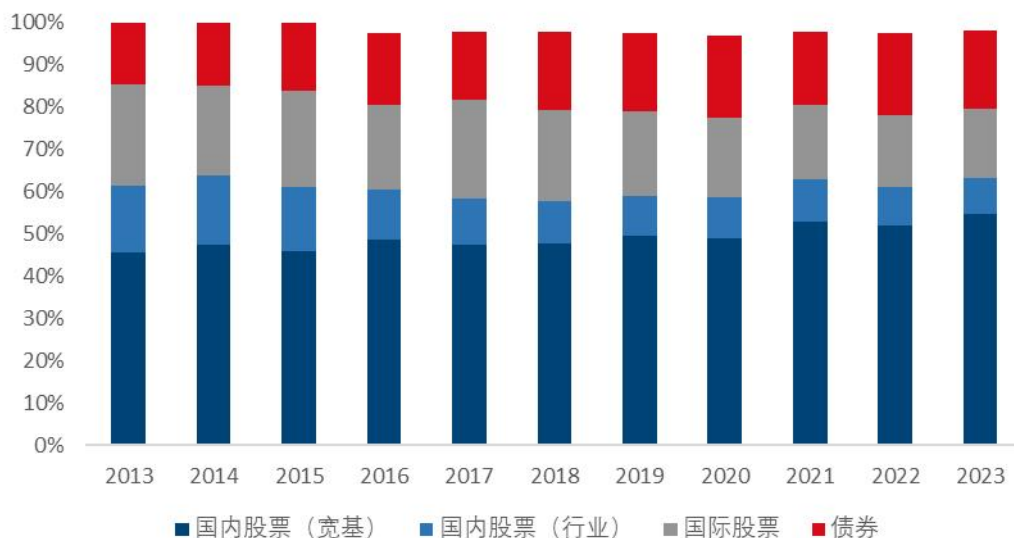
从产品类型看，美国 ETF 投资产品以国内权益类产品为主，2013 年至 2023 年，国内权益类产品资产净值占比平均为 60.6%，其中宽基平均占比 49.0%，行业平均占比 11.6%。国际权益类产品和债券类产品相差不大，资产净值占比的平均值分别为 20.2%和 17.3%。其他类型产品占比较小，平均占比 1.90%。近些年来国内权益类产品的占比变化略有提升，在 2021 年至 2023 年的平均占比为 62.3%，大于 2013 年至 2020 年 59.9%的占比，其中宽基产品有所提升明显，从 47.5%的平均占比提升至 53.0%。国际权益产品近些年来下降明显，从 2017 年的 23.3%下降至 2023 年的 16.3%，2022 年和 2023 年的占比已低于债券产品。

图31：美国 ETF 资产规模和数量占比



资料来源：ETFGI，国信证券经济研究所整理

图32: 美国 ETF 不同产品类型分布



资料来源: Wind, ETFGI, 国信证券经济研究所整理

3.2 欧洲市场指数与指数化投资

3.2.1 欧洲指数化投资的兴起与发展

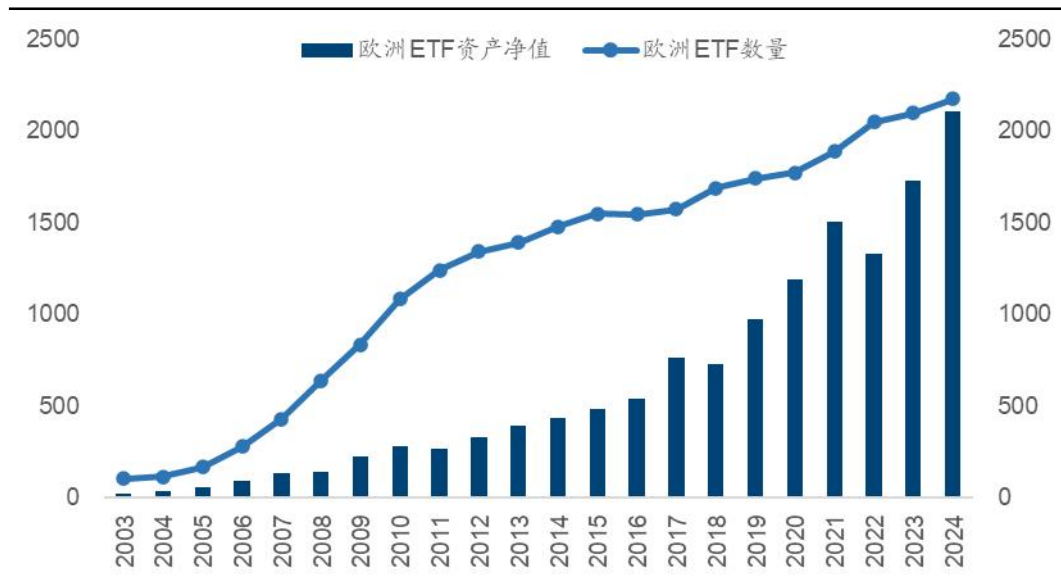
2000年4月,欧洲首次推出了两只ETF产品,它们分别跟踪的是道琼斯欧洲股票50指数与道琼斯股票50指数。2001年1月9日,欧洲市场创立新板块Next Track用来交易ETF。在Next Track中,ETF的正式名称是Tracker,开设之初只有7只ETF挂牌交易。

从2002年开始,ETF在欧洲经历了迅猛的增长。美国9·11恐怖袭击事件以及安然等大公司丑闻的发生,使机构投资者深刻意识到分散单一企业风险的重要性。在综合考虑成本和投资组合分散性的基础上,欧洲的机构投资者开始广泛采用ETF,以便更便捷、高效且经济地进行资产配置。

3.2.2 欧洲指数化投资产品的发展现状

欧洲市场指数型产品类型与美国相似,ETF应用最为广泛。除少数年份外,欧洲市场ETF资产规模在2004年至2024年10月总体呈增长趋势。ETF数量从105只增长至2175只,资产规模从200亿美元增长至2.11万亿美元,复合年化增长率分别为15.7%和25.0%,与同期美国17.8%和22.3%的增长率相差不大。

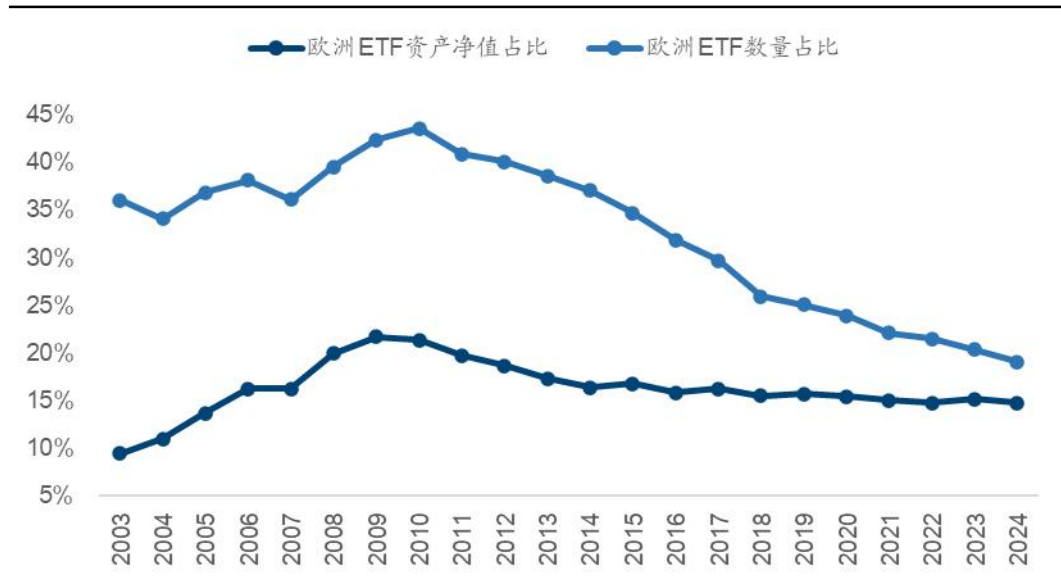
图33: 欧洲ETF数量和资产规模（十亿美元）



资料来源: ETFGI, 国信证券经济研究所整理

欧洲ETF数量和资产规模在全球的占比平均为16.2%和32.6%。在2004年至2010年，欧洲ETF数量和资产规模占比整体呈增长趋势，数量占比从36.1%提升至43.6%，资产规模占比从9.43%提升至21.4%。自2011年开始，数量和资产规模占比则呈长期下降趋势，分别下降至14.8%，19.1%。

图34: 欧洲ETF数量与资产规模占比



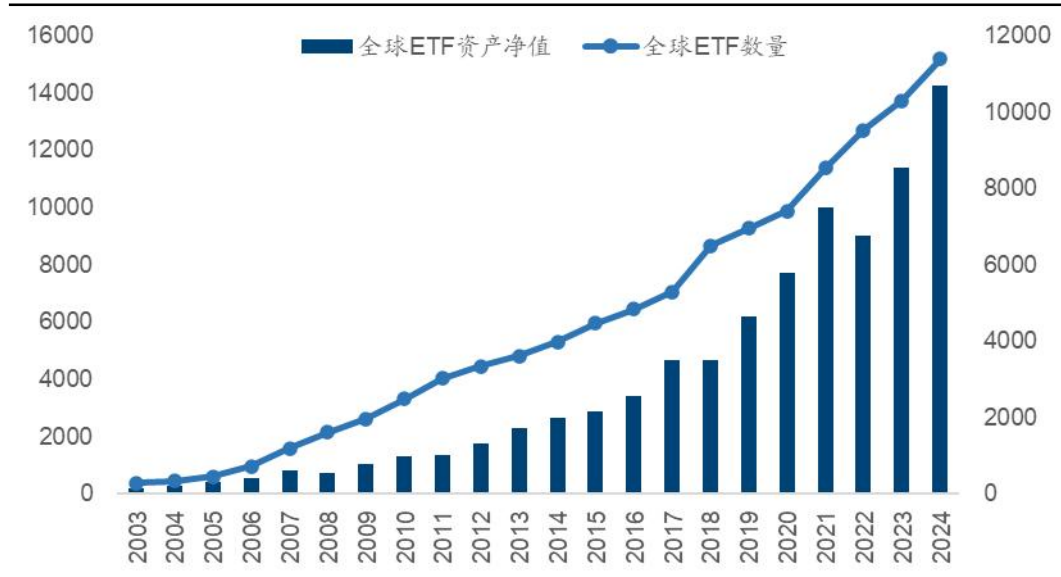
资料来源: ETFGI, 国信证券经济研究所整理

3.3 境外市场指数化投资产品的发展趋势

3.3.1 境外指数化投资规模持续增长

以 ETF 市场为例，2004 年至 2024 年 10 月，全球 ETF 市场产品数量从 291 至增长至 11387 只，资产规模从 2120 亿美元增长至 14.26 万亿美元，复合年化增长率分别为 19.2% 和 22.4%。

图35: 全球 ETF 数量与资产规模（十亿美元）



资料来源：ETFGI，国信证券经济研究所整理

3.3.2 境外指数化投资产品创新明显

近几年来，以 ETF 为代表的指数型产品创新主要有以下特点：一是 ESG 类投资策略逐渐多样化。随着美国重新加入巴黎协定、欧洲可持续金融披露规定（SFDR）实施以及中国“双碳”政策的推动，各地监管部门相继制定政策要求投资机构将 ESG 因素纳入投资策略，全球投资者对 ESG 及可持续投资理念的认可和关注度不断升温，投资 ESG 指数型产品成为一种高收益的投资方式。据 ETFGI 数据显示，截至 2021 年末，全球 ESG ETF 资产规模高达 4030 亿美元，同比增长 90.09%，延续了 2020 年来的快速增长态势。为提升投资组合业绩，美国市场 ESG ETF 策略逐渐多样化，“低波+ESG”、“红利+ESG”等 ESG 多因子策略 ETF 相继推出，进一步丰富了 ESG ETF 的产品供给。

二是主题投资呈现加速发展。主题 ETF 为投资者提供了投资于特定主题资产的风险敞口，满足了部分投资者投资于特定类型证券的投资需求。2020 年以来，主题投资呈现出加速发展趋势，市场环境更有利于基于结构性趋势下的行业投资，行业、主题 ETF 发展迅速，不同行业、板块二级市场价格表现分化，相关性变低，从而为投资某些细分市场、把握行业表现或长期趋势提供了机会。据 ETFGI 数据显示，截至 2023 年末，科技类主题 ETF 备受投资者青睐，如 ARKK 等专注于颠覆性科技领域主题基金，推出之后广获市场认可。中国互联网 ETF 页曾吸引了大量资金净流入，在 2022 年上半年超越 ARKK 成为美国市场规模最大的主题 ETF。

三是 SmartBeta ETF 走向成熟。Smart Beta ETF 是一项结合主动策略与被动执行的 ETF 产品，保留了一般 ETF 透明度高、交易成本低的特点，但同时又能通过 SmartBeta 进行主动选股，让投资者有机会获得超额收益，代表了一种基于指数建立投资组合的更加复杂的方式，能够有效调整组合风险敞口并降低成本。自 2005 年诞生至今，在海外市场广受欢迎，根据 Bloomberg 统计，截至 2020 年末，全球 Smart Beta ETF 产品数量达到 929 只，美国市场规模首次突破万亿美元，2021 年底，美国 Smart Beta ETF 资产规模达到 1.53 万亿美元，同比增长 31.91%[28]。

在此背景下，Smart Beta 策略创新不断，特定市场风险管理策略持续涌现，以满足投资者在不同市场环境下的风险管理需求。2022 年以来，防御型因子策略广受欢迎，价值和红利等 Smart Beta 因子策略类 ETF 获得大量资金净流入。

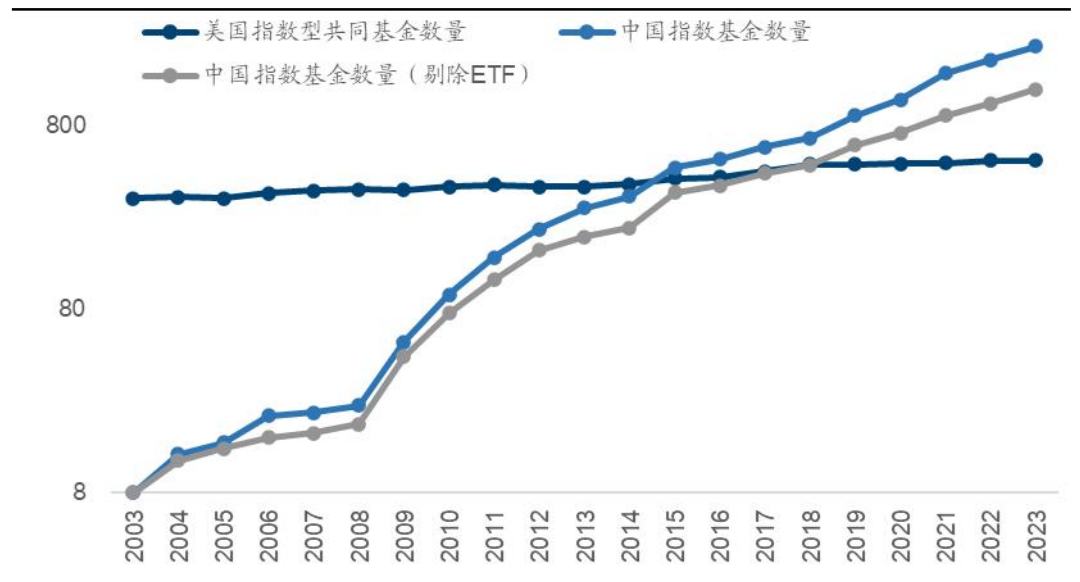
3.4 境内外市场指数化投资发展的比较

3.4.1 境内外市场指数化投资增速的比较

2004 年至 2023 年，中国指数基金的增速远高于美国。美国指数型共同基金的数量仅从 321 只增长至 516 只，复合年化增长率仅为 2.40%，而中国境内指数基金的数量从 8 只增长至 2162 只，年化增速高达 32.3%。考虑到中国指数基金的统计中包含 ETF，我们剔除 ETF，年化增速也仍然高达 28.8%。

由于期初中国境内指数基金的数量较小，高增速可能是由于基数太小所致。因此这里进一步考虑 2016 年至 2023 年的中美指数基金的增速，期初的 2015 年，中美指数基金的数量已相差不大。在这段时间样本区间，美国指数型共同基金数量的复合年化增长率也仅为 2.85%，变化不大。而中国指数基金数量的增速仍然高达 20.9%和 17.6%（不包含 ETF），仍远远高于美国。

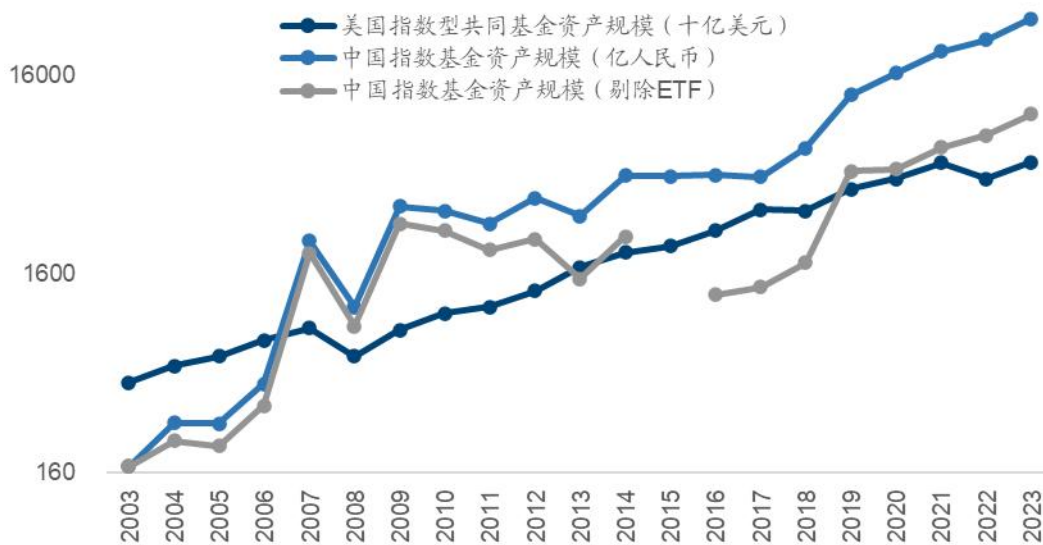
图36: 中美指数基金的数量比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

在指数基金的资产规模方面，美国指数型共同基金在 2004 年至 2023 年的复合年化增长率为 13.6%，而中国的增速为 29.6%和 22.7%（不含 ETF）。在 2017 年至 2023 年的近期样本区间中，美国的增速为 12.0%，中国的增速仍高达 29.4%和 34.9%，远远超过美国。

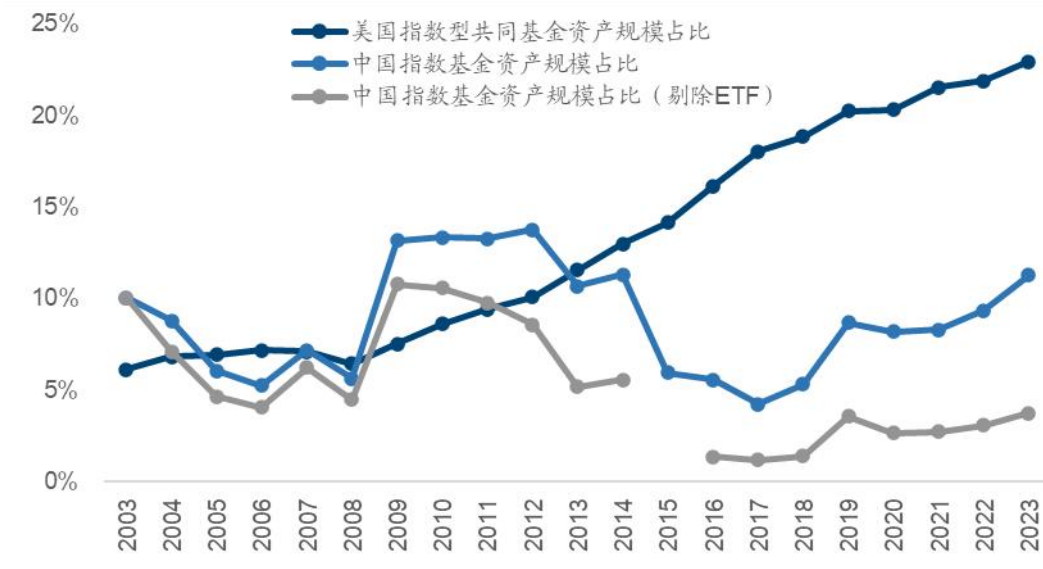
图37: 中美指数基金的资产净值比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

指数基金资产净值占比不仅能反映指数基金在整个基金市场中的规模和重要性,而且它的变动能反映出指数基金资产净值相对于其他类型基金的增长。当指数基金资产净值占比提高时,表明在这个时间区间,指数基金资产净值的增长要高于其他类型的基金。

图38: 中美指数基金的资产净值占比的比较



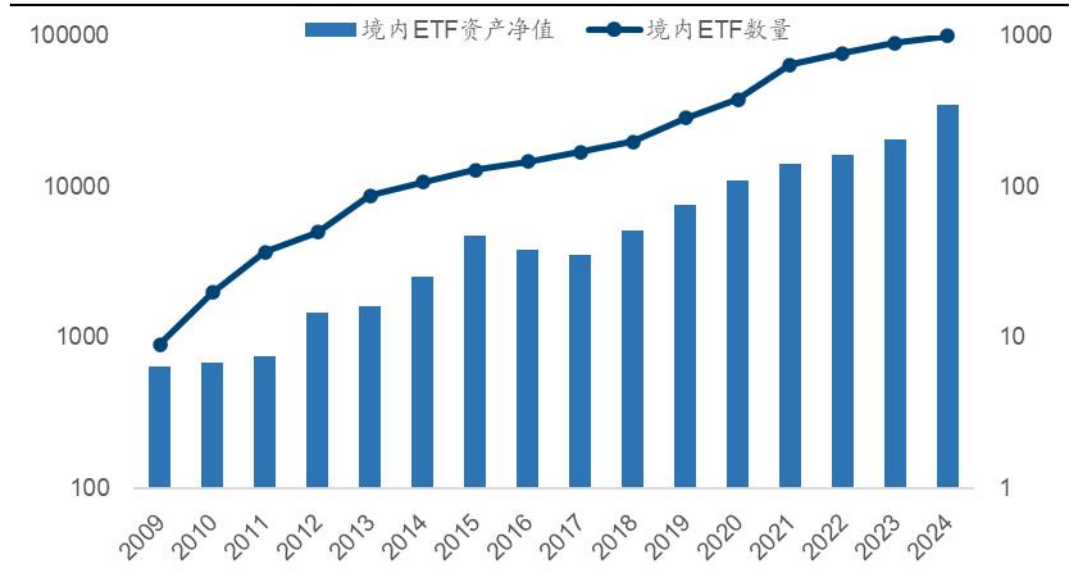
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2003年至2023年,美国指数基金的资产净值占比整体呈增长趋势,从6.15%提升至22.9%,仅在2007年至2008年出现小幅下降,从7.44%降至6.44%。而中国指数基金(不含ETF)的资产净值占比整体则呈震荡态势,2010年至2017年出现较长时间的下降走势,从10.8%下降至历史最低的1.20%。截至2023年,美国指

数基金的资产净值占比已高达 22.9%，而中国指数基金的占比仅 3.76%，即使算上 ETF，整体占比也才 11.3%，远低于美国。

自 2009 年以来，除 2016 年至 2017 年境内 ETF 资产净值出现下跌外，ETF 的数量和资产净值整体呈增长态势。2009 年至 2024 年 3 季度的复合年化增长率分别为 37.6%和 31.2%。其中 ETF 数量在 2010 年至 2013 年和 2019 年至 2021 年这 2 个时期增长较快，复合年化增长率分别为 76.3%和 47.9%。而 ETF 资产净值则是在 2012 年至 2015 年和 2018 年至 2024 年增长较快，复合年化增长率分别为 58.2%和 40.4%。

图39: 境内 ETF 数量与资产净值

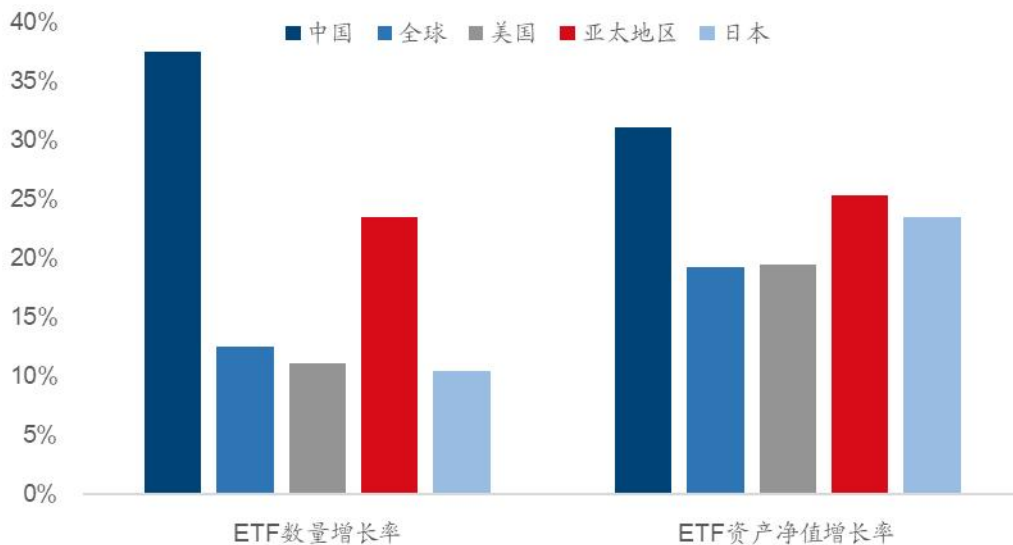


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

中国境内 ETF 的数量和资产净值的增速均明显大于其他主要国家和地区,其中 ETF 数量增速的差异更大。2010 年至 2024 年 3 季度,中国境内 ETF 数量的复合年化增长率为 37.6%,而同期亚太地区的增速为 23.5%,全球、美国和日本市场的增速则仅为 12.6%、11.1%、10.5%,远远低于中国境内市场。中国境内 ETF 数量的增速比亚太地区高出 14 个百分点,比全球、美国和日本市场高出 25 个百分点以上。

在 ETF 资产净值方面,中国的复合年化增长率为 31.2%,亚太地区和日本为 25.4%和 23.6%,而全球和美国市场则只有 19.3%和 19.5%。中国的增速比亚太地区和日本市场高出 6-8 个百分点,比全球和美国市场高出 12 个百分点。

图40: 境内外市场指数化投资增速比较 (2010-2024)

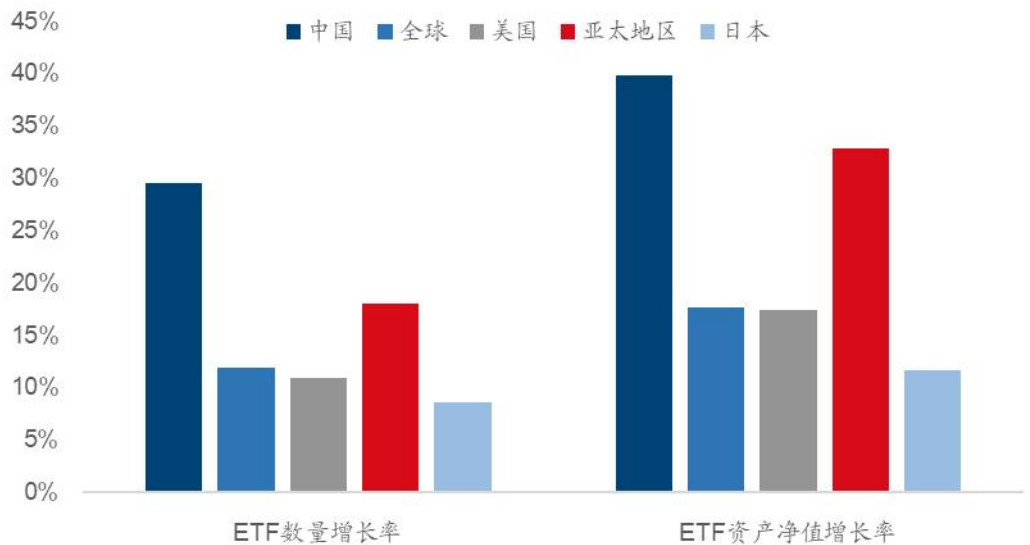


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

近些年 (2018 年至 2024 年) 中国境内 ETF 的增速仍明显大于其他主要国家和地区, 其中在数量方面的增速差距有所缩小, 但在资产净值方面的差距有所扩大。具体而言, 中国境内 ETF 数量的增速为 30.0%, 比亚太地区高出 12 个百分点, 比全球、美国和日本市场高出 18-21 个百分点。而中国境内 ETF 资产净值的增速高达 40.4%, 比亚太地区高出 8 个百分点, 比全球、美国和日本市场高出 23-29 个百分点。

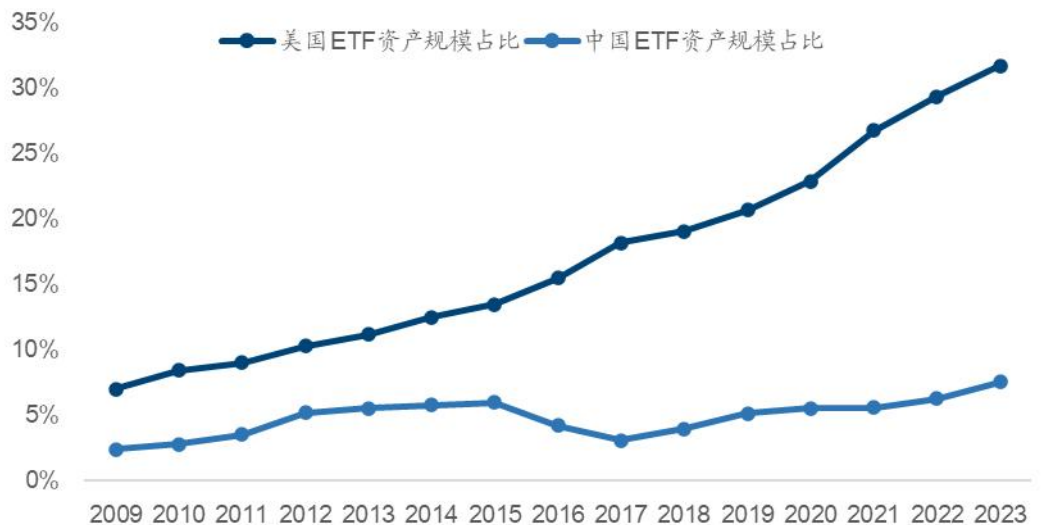
从 ETF 资产净值的占比来看, 2009 年至 2023 年, 美国 ETF 的资产净值占比每年都在增长, 从 6.99% 提升至 31.7%。而中国 ETF 资产净值占比整体也是呈震荡态势。2010 年至 2015 年, ETF 占比从 2.39% 提升至 5.96%; 随后 2 年出现下跌, 至 3.07%; 之后呈缓慢增长态势, 提升至 7.52% 的历史高点, 但仍远远低于美国 31.7% 的水平。

图41: 境内外市场指数化投资增速比较 (2018-2024)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图42: 中美ETF资产净值占比的比较



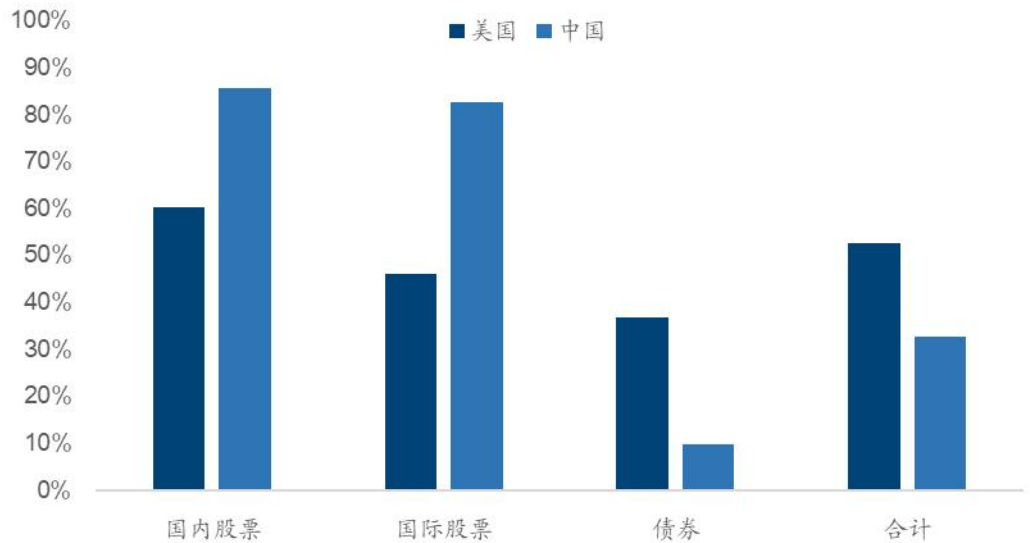
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

3.4.2 境内外市场指数化投资的产品结构比较

为了保证可比性, 这里仅选择股票型基金、国外股票型基金和债券型基金这3种类型的产品进行比较, 其中美国市场这3种类型产品中的指数基金的资产净值占比达到所有指数基金的99.5%, 中国市场这一比例也是高达99.7%。

截至2024年3季度, 上述3个市场中, 美国的指数化投资占比分别为60.2%、46.1%、36.9%, 中国的指数化投资占比则分别为85.8%、82.5%、9.87%。中国在股票型基金、国外股票型基金的指数化投资占比要明显高于美国, 但在债券型基金的指数化投资占比要明显低于美国。将上述3个市场作为一个整体来看, 美国的指数化投资占比为52.6%, 明显高于中国32.7%的指数化投资水平。

图43: 中美不同类型产品的指数化投资占比的比较



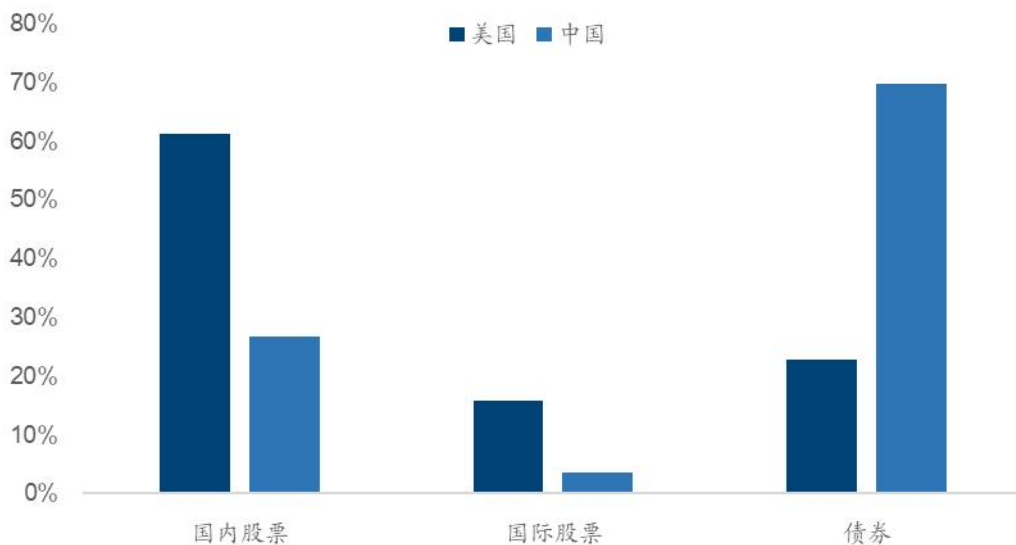
资料来源: ICI, Wind, 国信证券经济研究所整理

造成上述原因的主要原因在于中美市场结构存在显著差异。在美国, 股票型基金的资产净值占比高达 61.4%, 远高于中国 26.7% 的占比, 同时美国国际股票型基金占比为 15.8%, 也明显高于中国 3.55% 的占比。这 2 个市场的指数化投资占比是要明显高于债券市场的。而在指数化投资程度较低的债券市场, 中国这一占比高达 69.8%。因此整体来看, 中国指数化投资占比要明显低于美国。

从产品结构分布来看, 中美在指数化投资方面较为类似, 股票型指数基金在全部指数基金的占比均高达 7 成。其次是债券型指数基金的占比, 中国这一占比为 21.1%, 高于美国的 16.0%。国际股票型指数基金的占比都是最低的, 分别为 8.96% 和 13.8%。

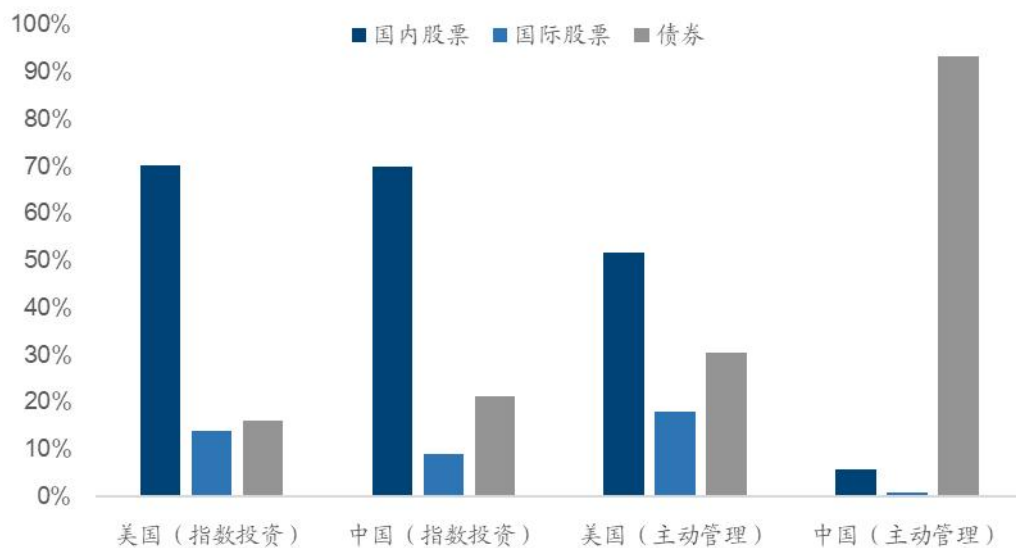
在主动管理型基金方面, 中美的产品结构分布则存在较大差异, 美国的股票主动管理型基金占比最高, 为 51.6%, 债券和国际股票的占比分别为 30.5% 和 17.9%。而中国占比最高的是债券主动管理型基金, 占比高达 93.4%, 股票占比仅 5.63%, 国际股票占比不足 1%。

图44: 中美不同类型产品的资产净值占比的比较



资料来源: ICI, Wind, 国信证券经济研究所整理

图45: 中美指数投资与主动管理基金的产品结构分布的比较

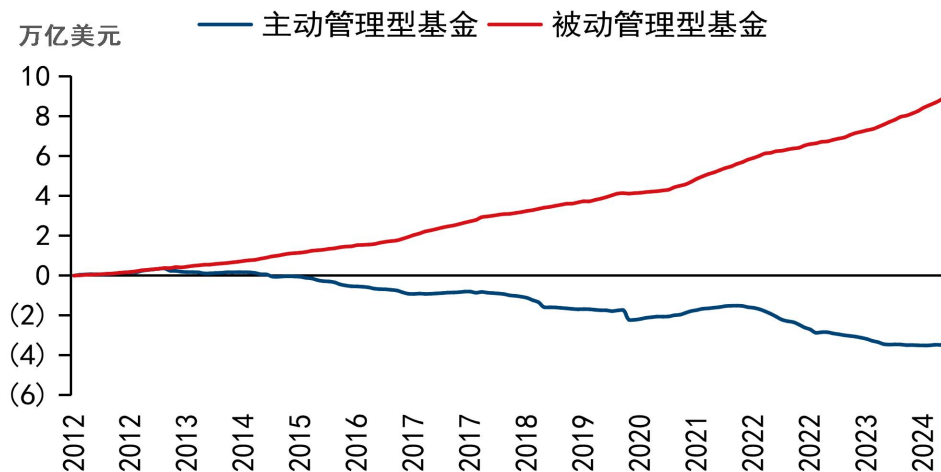


资料来源: ICI, Wind, 国信证券经济研究所整理

四、美国 ETF 市场发展状况

从全球范围来看，自 2012 年起，资金持续从主动管理基金流向被动投资。美国作为 ETF 规模最大的国家，也经历了被动基金对主动管理基金的挤压。

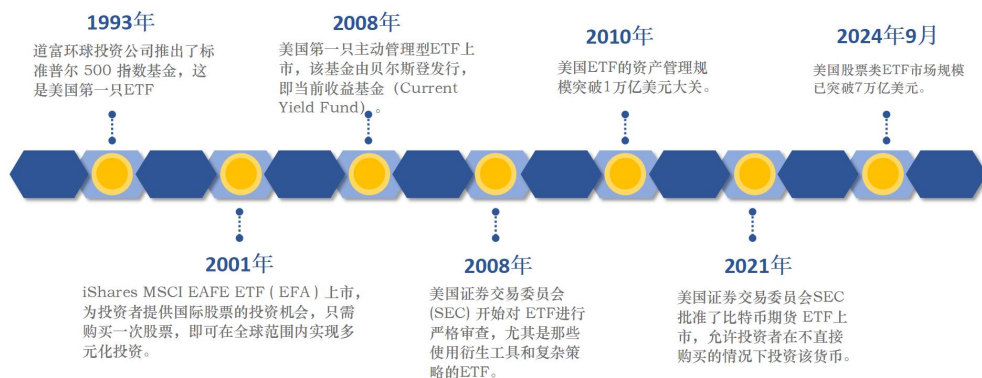
图46: 全球基金的资金流动累计趋势



资料来源: EPFR, 国信证券经济研究所整理

3.1 美国 ETF 产品不断创新

图47: 美国 ETF 市场发展重要时间点



资料来源: investopedia, 国信证券经济研究所绘制

回顾美国 ETF 过往 30 年的发展历史, 可以将其归纳为“产品创新”、“份额扩张”、“重要性提升”三点。第一支 ETF 是 1993 年道富环球投资公司发行的标准普尔 500 指数基金。2008 年第一只主动型 ETF Current Yield Fund 问世, 同年, 美国次贷危机爆发, 美国证券交易委员会 SEC 开始对使用衍生工具和复杂策略的 ETF 严格审查。2021 年, SEC 批准比特币期货 ETF 上市。

目前全球最大的 ETF 是全球领先的资产管理公司道富环球旗下的一揽子 ETF 基金组合 SPDR。ETF 场内交易采用连续竞价的方式, 日内参考价格每 15 秒更新一次, 从而方便通过一二级市场的套利来减少 SPDR 场内外价差。

图48: SPDR 运作方式

SPDR 标准普尔500构成	更新频率	代码	单位
ETF市场价格	连续	SPY	每股
日内参考价值	15秒	SXV	每股
资产净值	前一天	SXV. NV	每股
流通份额	前一天	SXV. SO	全部份额
每股累计分红	前一天	SXV. DV	每股
估计现金构成	前一天	SXV. EU	每一发行单元
总现金量构成	前一天	SXV. TC	每一发行单元
指数值	连续	SPX	该指数

资料来源: 华夏基金. 《这样做, 买对ETF》[M]. 中信出版集团, 2024, 国信证券经济研究所整理

3.2 美国 ETF 份额逐步提升

2010 年至今, 美国 ETF 规模持续攀升。纵向对比来看, 相比 2010 年, 美国上市 ETF 基金数量及资金管理规模均有较大提升。如果按成交量划分, 基金中型化趋势明显。2010 年和 2015 年 3 个月日均成交量小于 5 万的基金数量最多, 分别达到 425 和 688 支, 占当年基金总数的 54%和 53%。2010 年及 2015 年, 3 个月日均成交量大于 100 万的基金资产管理规模合计占总基金规模的 67%和 63%。

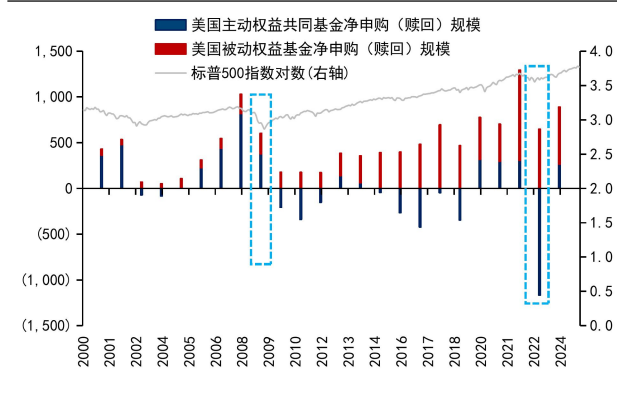
图49: 美国上市 ETF 的基金和资产总计 (2010 年 1 月 14 日- 2016 年 1 月 4 日)

每个成交量区间的基金数量 (2010年和2015年, 3个月日均成交量)	成交量区间						合计
	<5万	5万 ≤ x < 10万	10万 ≤ x < 50万	50万 ≤ x < 100万	100万 ≤ x < 1000万	≥ 1000万	
2015年每个成交量区间的基金数量	688	131	259	74	111	25	1288
每个成交量区间的基金百分比	53%	10%	20%	6%	9%	2%	
2010年每个成交量区间的基金数量	425	78	143	34	74	30	784
每个成交量区间的基金百分比	54%	10%	18%	4%	9%	4%	
5年变化	62%	68%	81%	118%	50%	-17%	64%
资产管理规模 (百万美元)	成交量区间						合计
	<50k	50k ≤ x < 100k	100k ≤ x < 500k	500k ≤ x < 1M	1M ≤ x < 10M	>10M	
2015资产管理规模 (百万美元)	71101	49517	331072	323269	809976	509845	2094779
2015资产管理规模占比	3%	2%	16%	15%	39%	24%	
2010资产管理规模 (百万美元)	24724	21574	118744	95424	208044	327730	796240
2010资产管理规模占比	3%	3%	15%	12%	26%	41%	
5年变化率	188%	130%	179%	239%	289%	56%	163%

资料来源: 马克斯·艾萨克曼, 《ETF 制胜策略: 顶尖资产管理人分享战胜市场的方法》[M], 上海财经大学出版社, 2013, 国信证券经济研究所整理

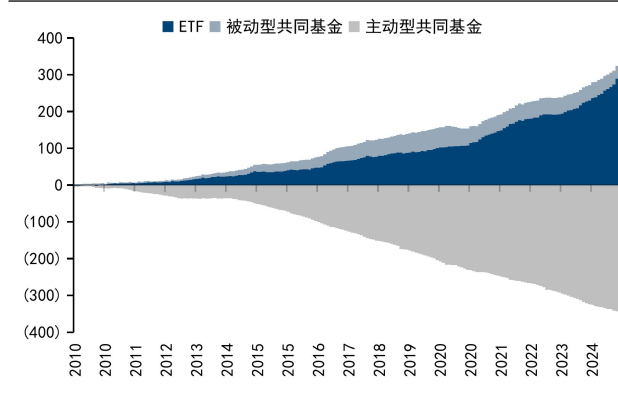
2023 年底, 美国被动型基金规模超过主动管理基金。晨星数据显示, 截至 2023 年底, 美国被动型基金的规模首次超过主动管理型基金, 这一变化标志着被动化投资趋势的进一步深化。根据历史数据, 美国主动管理基金往往在市场走弱时表现不佳, 遭遇赎回, 净申购规模会下降。过去 15 年, 在美国资金从主动权益基金单边流出, 并且持续流入被动型权益基金。

图50: 美国主动权益基金在弱市中表现不佳



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所测算

图51: 近 15 年资金从美国主动权益基金单边流出



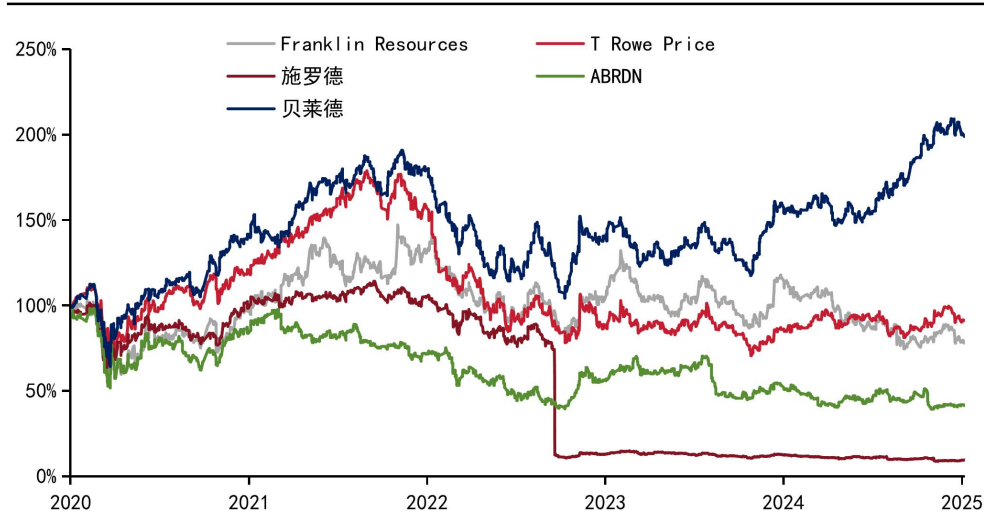
资料来源: EPFR, 国信证券经济研究所整理

3.3 美国 ETF 重要性增强, 被动 ETF 投资成为时代主旋律

根据 EPFR 数据显示, 2024 年, 美国主动管理型股票基金流出 4500 亿美元的资金, 超过了 2023 年 4130 亿美元的历史高点。而另一边, ETF 出现 17000 亿美元的资金流入。被动投资和 ETF 正在蚕食曾经主导市场的主动型基金。

根据晨星的数据, 将主动型基金收取的费用考虑进去后, 主动管理的核心美国大型公司策略在过去一年和五年的年化回报率分别为 20%和 13%。相比之下, 类似的被动基金回报率分别为 23%和 14%。需要注意的是, 主动基金的年度费用率为 0.45 个百分点, 是跟踪基准指数基金 0.05 个百分点的 9 倍。以主动管理产品见长的 T Rowe Price、Franklin Templeton、Schroders 和 Capital Group 在 2024 年遭受了史上最大资金外流³。

图52: 2020 年以来, 海外上市基金公司累计涨跌幅



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

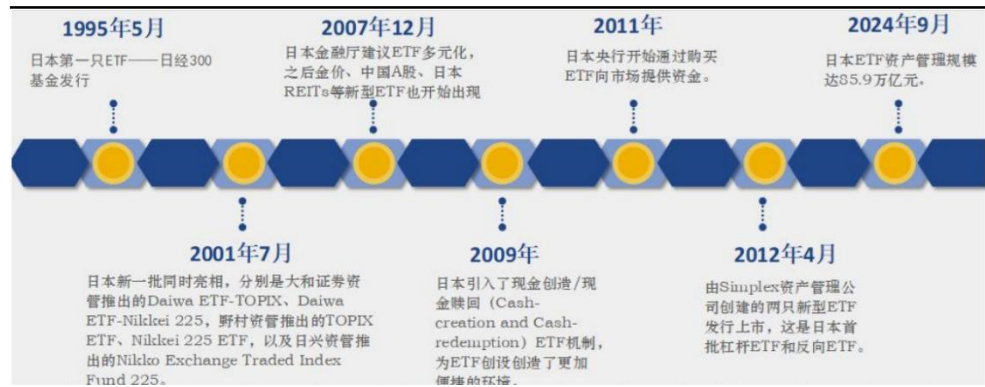
³ 新浪财经, 2024-12-31, <https://finance.sina.com.cn/roll/2024-12-31/doc-ineciimz0578459.shtml>

五、日本的 ETF 发展经验

4.1 日本 ETF 起源于泡沫破裂时的政府救市

首先我们回顾下日本 ETF 市场发展历程：1995 年 5 月，野村资产管理公司的“日经 300 股票指数交易所交易基金（日经 300 基金）”（TSE 1319）成立并上市。这是一只追踪日经 300 指数的 ETF，也是日本历史最悠久的 ETF。当时正是日本泡沫破灭后市场陷入低迷的时期，TSE 1319 是作为振兴市场的措施而推出的，但总量和交易量都低迷，没有受到广泛欢迎。当时日本银行是日本股票的主要持有者。泡沫经济破灭后，银行不良贷款不断增加，股市暴跌导致股票估值损失不断加大，为了维护银行系统稳定性，2001 年，日本政府决定成立“日本银行股权收购公司”，收购银行持有的股票，并以 ETF 的形式一点一点地出售到市场上。在上述背景下，日本新一批 ETF 在 2001 年 7 月份同时亮相，分别是大和证券资管（Daiwa）推出的 Daiwa ETF-TOPIX、Daiwa ETF-Nikkei 225，野村资管（Nomura）推出的 TOPIX ETF、Nikkei 225 Exchange Traded Index Fund，以及日兴资管（Nikko）推出的 Nikko Exchange Traded Index Fund 225⁴。此后又增加了按行业划分的日本股票价格指数，但只能创建追踪日本股票指数的 ETF。2007 年 12 月 21 日，日本金融厅在其“金融和资本市场竞争力增强计划”中建议 ETF 的多元化，这为创建跟踪外国股票、债券、大宗商品等价格和指数的 ETF 打开了大门。除了传统的日本股票 ETF 外，金价、中国 A 股、日本 REITs 等新型 ETF 也开始出现。2009 年，日本引入了现金创造/现金赎回（Cash-creation and Cash-redemption）ETF 机制，为 ETF 创设创造了更加便捷的环境。随着该机制的推出，全球债券、全球发达国家股票、新兴国家股票的 ETF 也相继出现，日本市场 ETF 产品的多元化进展迅速。2011 年，日本央行开始通过购买 ETF 向市场提供资金。2012 年 4 月 5 日，由 Simplex 资产管理公司创建的两只新型 ETF 发行上市，这是日本首批杠杆 ETF 和反向 ETF。日本上市的 ETF 的资产管理规模在 2014 年 12 月超过 10 万亿日元，2016 年 12 月，超过 20 万亿日元，2017 年 12 月超过 30 万亿日元。截至 2024 年 9 月，日本 ETF 资产管理规模为 85.9 万亿元。

图53：日本 ETF 市场发展重要时间点



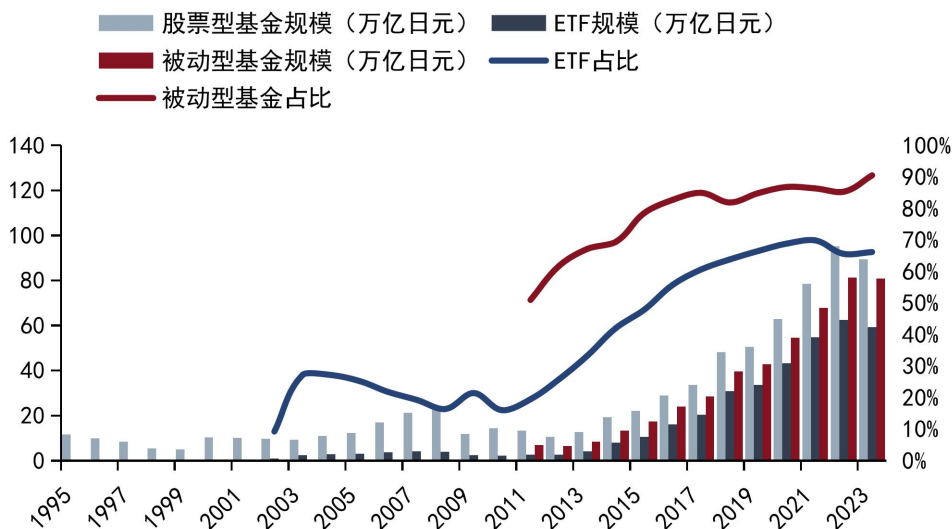
资料来源：日本投资信托协会，国信证券经济研究所整理

4.2 日本股票 ETF 居首，2000 年后债券 ETF 份额不断压缩

⁴ 《日本 ETF 市场初探：权益最红、央妈最亲》，曹传琪，2019-05-13

在ETF中，债券ETF、商品ETF的规模远比不上股票ETF。进一步，我们发现在股票型基金中，2021年后ETF占比超过60%。ETF占比高是由于日本股市中以被动投资为主导，2015年后被动投资占比超过80%。

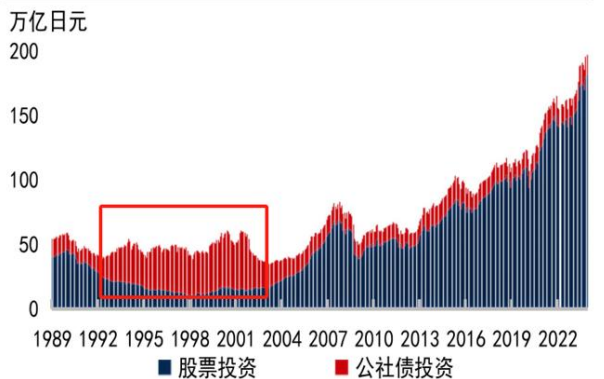
图54: 日本被动型基金规模不断扩大



资料来源：日本投资信托协会，国信证券经济研究所整理

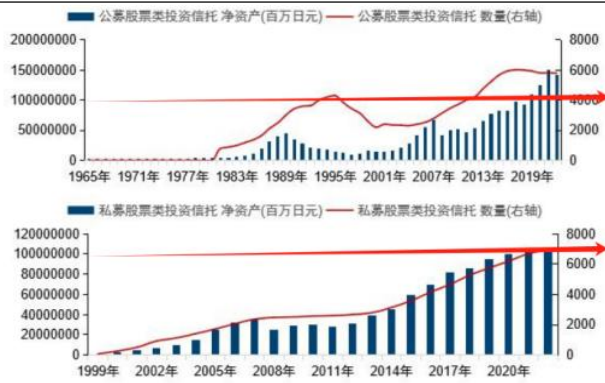
从1989年末至1997年末，日本股票价格指数下跌59.2%，股基规模下跌超75%，价格与股基规模非对称下跌反映了市场调整过程中股基存在一定的主动赎回压力。个人股东和金融机构持股比例下降，外资占比被动上升。从90年到98年，债基超越股基，2001年迎来债基高光时刻后，随着日本股市的回暖和QE政策的推行，股基规模逐步修复。

图55: 日本债券基金的选择：股市不况和低利率的选择



资料来源：万得，国信证券经济研究所测算

图56: 日本股票型公募和私募的数量变迁史



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

日本股市从2014年以来走出10年慢牛，在此期间，共同基金和ETF规模均有所提升，其中ETF规模提升更快，2020年ETF份额占比达峰后窄幅波动。日本央行于2020年停止增持ETF后ETF在市场中占比有所下滑。日本ETF投资规模上升得益于ETF的灵活性，相比共同基金，投资者申赎ETF会对收益产生更小的“滑点”，因此在日元套息交易中深受海外投资者的青睐。

图57: 日本公募股票基金市场规模（万亿日元）



资料来源：日本投资信托协会，国信证券经济研究所整理

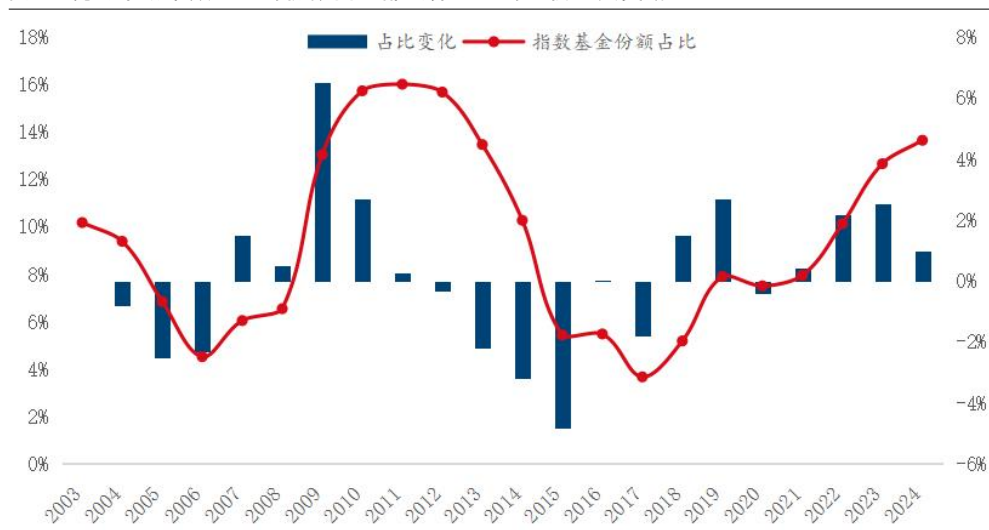
六、中国 ETF 市场发展状况

2002 年 11 月，中国迎来了境内首只指数基金——“华安 MSCI 中国 A 股指数增强”，这是中国指数基金发展的起点。紧接着，在 2003 年 1 月，首只被动指数型基金“万家上证 180 指数基金”面世，标志着完全意义的指数基金正式登陆中国。到 2005 年 2 月，首只 ETF 产品“华夏上证 50ETF”开始上市交易，自此，ETF 产品逐渐进入了广大投资者的关注范围。

5.1 中国指数基金在全部公募基金中的份额和资产净值占比长期处于较低状态

指数基金份额占全部公募基金的比例也是长期处于较低的水平。在 2003 年至 2024 年 3 季度的这近 22 年的时间里，指数基金的份额占比的平均值为 9.43%，其中有 12 年的份额占比不超过 10%，2010 年至 2012 年这 3 年的份额占比最高，在 16% 左右。截至 2024 年 3 季度，份额占比为 13.7%。指数基金份额占比的时序变化特征也较为明显。2004 年至 2006 年，指数基金份额占比由 10.2% 下降至 4.52%，2007 年至 2011 年提升至 16.0%，2012 年至 2017 年又下降至 3.67%，为历史最低水平，2018 年至 2024 年 3 季度又提升至 13.7%。

图58: 境内市场指数基金的份额占全部公募基金的比例及其变动



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

指数基金资产净值占全部公募基金的比例也是长期处于较低的水平。资产净值占比的平均值为 9.13%, 在这近 22 年的时间里, 有 13 年的资产净值占比不超过 10%, 2009 年至 2012 年这 4 年的份额占比较高, 都在 13% 以上。2024 年 3 季度的资产净值占比最高, 为 15.3%。指数基金资产净值占比的时序变化特征与其份额占比的特征类似。虽然市场涨跌幅对资产净值的涨跌影响比较大, 但对指数基金资产净值占全部公募基金的比例这一指标影响较小, 因为主动型投资基金的资产净值也同样受到市场涨跌幅的影响。指数基金资产净值占比先是由 2003 年的 10.1% 下降至 2006 年的 5.26%, 接着 2007 年至 2012 年又提升至 13.78%, 然后 2013 年至 2017 年又下降至 4.26%, 最后 2018 年至 2024 年 3 季度又逐年提升至 15.3%, 超过前期 13.8% 的高点。

图59: 境内市场指数基金的资产净值占全部公募基金的比例及其变动



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

5.2 中国 ETF 起步较晚，但发展速度较快

5.2.1 中国 ETF 种类逐渐增多

相比于美国和日本，中国 ETF 起步较晚，但发展速度更快。自 2004 年上证 50ETF 推出以来，中国 ETF 市场已走过 20 年的发展历程。在起步阶段，上证 50ETF 的诞生标志着中国 ETF 市场的正式形成，随后在 2005-2006 年间，深证 100ETF、上证 180ETF 和中小 100ETF 等产品的陆续推出，为市场增添了多样性。

图60: 中国 ETF 发展历程

发展阶段	时间	事件
起步阶段	2004 年	国内首只 ETF (上证 50 ETF) 成立
	2005-2006 年	上证 50 ETF、深证 100 ETF、上证 180ETF 和中小 100 ETF 分别在沪深交易所上市交易
跨市场 ETF 诞生	2012/5/1	首批两只沪深 300 ETF 作为跨市场 ETF 正式上市
	2012/8/9	华夏恒生 ETF 和易方达 H 股 ETF 成立，两只 ETF 通过 QDII 渠道投资于中国香港市场，并于 2012 年 10 月 22 日上市，分别挂钩恒生指数、恒生中国企业指数
品种拓展阶段	2013/3/5	首只债券 ETF (国泰上证 5 年期国债 ETF) 正式成立
	2013/7/18	首批黄金 ETF 成立
高速发展阶段	2015 年	国内首只 ETF 期权——华夏上证 50 ETF 期权上市交易
	近年来	资本市场快速发展，注册制从试点到全面推行，对外开放持续推进，ETF 也迎来了高速发展

资料来源：深圳证券交易所基金管理部编著. 深交所 ETF 投资问答[M]. 北京：中国财政经济出版社，2024. 04. ，国信证券经济研究所整理

2012 年，跨市场 ETF 的出现，特别是沪深 300ETF 的上市，开启了 ETF 市场的新篇章。紧接着在 2013 年，首只债券 ETF 和黄金 ETF 的成立，进一步丰富了 ETF 的产品线。进入高速发展阶段，2015 年首只 ETF 期权的上市，体现了 ETF 市场工具的创新和多样化。在这 20 年的发展过程中，中国 ETF 市场不断成长，产品种类日益丰富，市场规模持续扩大，为投资者提供了更多的投资选择。

图61: 境内市场基金产品份额的结构分布

ETF 类型	子类型
股票型ETF	宽基ETF
	行业主题ETF
	Smart Beta ETF
	指数增强型ETF
	跨境ETF
货币市场型ETF	
商品型ETF	
债券型ETF	

资料来源: 深圳证券交易所基金管理部编著. 深交所ETF投资问答[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2024. 04. , 国信证券经济研究所整理

5.2.2 指数基金的数量长期保持增长

指数基金的数量长期保持增长态势，复合增长率为 31.8%。2009 年前低基数的情况下，指数基金的数量增速不高，仅由 2003 年的 8 只增长至 2008 年的 24 只，这 5 年的复合年化增长率为 24.6%。2009 年，指数基金的数量暴增至 53 只，增速高达 121%。随后增速快速下降，2010 年至 2012 年的增速分别为 81.1%、59.4%、42.5%。自 2012 年开始，增速维持在 10%至 44%范围内波动，截至 2024 年 3 季度，指数基金的数量为 2477 只，这近 13 年的复合年化增长率为 23.8%。

图62: 境内市场指数基金的数量及其增长



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

与主动型投资基金的数量变化相比，指数基金的数量在 2004 年至 2008 年增长相对缓慢。同期主动型投资基金的数量则由 2003 年的 102 只增长至 2008 年的 415 只，复合年化增长率为 32.4%，远高于指数基金数量的 24.6%的复合年化增长率。

2009 年至 2012 年，指数基金数量在基数较低情况下增长较快，各年增长率均高于主动型投资基金。在这 4 年里，指数基金的数量从 2008 年的 24 只增长至 2012 年的 218 只，复合年化增长率为 73.6%。而同期主动型投资基金的数量则仅由 2003 年的 415 只增长至 2012 年的 956 只，复合年化增长率仅为 23.2%。

2013 年至 2017 年，指数基金数量的增长率明显低于主动型投资基金。在这 5 年

里，指数基金的数量由 218 只增长至 611 只，复合年化增长率为 22.9%。而主动型投资基金的数量则由 956 只增长至 4081 只，复合年化增长率高达 33.7%。

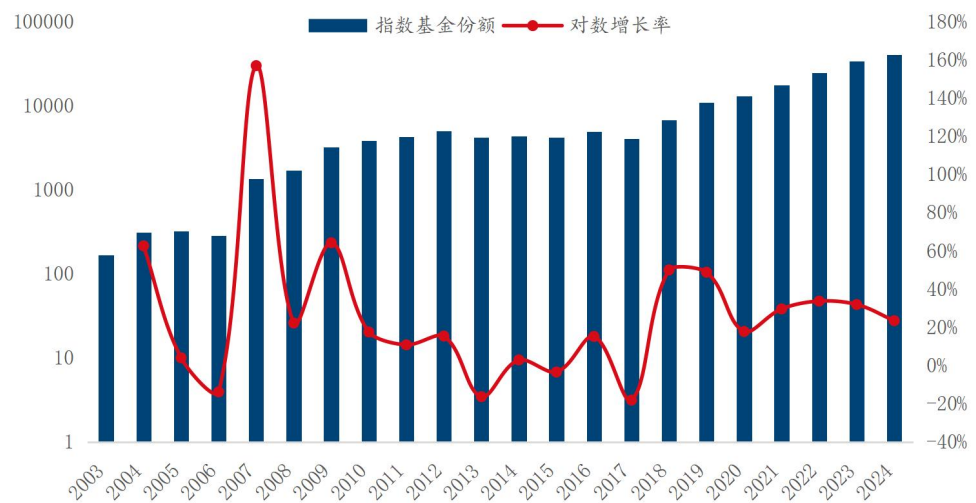
2018 年至 2024 年 3 季度，指数基金数量的增长率明显超过主动型投资基金。在这近 7 年的时间里，指数基金的数量由 611 只增长至 2477 只，复合年化增长率为 23.0%。而主动型投资基金的数量则由 4081 只增长至 9692 只，复合年化增长率仅为 13.7%。

5.2.3 指数基金份额整体保持持续增长态势

指数基金的份额整体保持着持续增长态势。2004 年至 2024 年 3 季度，指数基金份额由 166 亿增长至 4.00 万亿，复合年化增长率为 30.2%，与指数基金数量 31.8% 的复合年化增长率相近。与指数基金数量每年都维持着正增长不同，指数基金的份额在 2006 年、2013 年、2015 年和 2017 年都出现下跌，下跌幅度都不大，分别为 13.0%、15.1%、3.42%、16.6%。

指数基金份额的增长主要集中在 2 个子时间区间，分别是 2007 年至 2012 年和 2018 年至 2024 年 3 季度，前 1 个子区间的份额由 281 亿增长至 4952 亿，复合年化增长率为 61.3%；后 1 个子区间的份额由 4051 亿增长至 4.00 万亿，复合年化增长率为 36.5%；其中 2007 年的份额出现暴涨，由 281 亿增长至 1350 亿，增长幅度高达 380%。其他时间段指数基金的份额则有所下降，比如在 2013 至 2017 年，指数基金份额由 4952 亿下降至 4051 亿，复合年化增长率为-3.93%。

图63: 境内市场指数基金的份额及其增长



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

与主动型投资基金的份额变化相比，**指数基金的份额在 2004 年至 2006 年增长相对缓慢**，份额从 166 亿增长至 281 亿，复合年化增长率为 19.2%。而同期主动型投资基金的份额则由 2003 年的 1466 亿增长至 5939 亿，复合年化增长率为 59.4%，远高于指数基金份额的增长。

2007 年至 2011 年，指数基金的份额增长均高于主动型投资基金。在这 5 年里，指数基金的份额从 281 亿增长至 4248 亿，复合年化增长率为 72.1%。而同期主动型投资基金的份额则从 5939 亿增长至 2.23 万亿，复合年化增长率仅为 30.2%，远低于指数基金份额的增长。

2012 年至 2017 年，指数基金份额的增长率明显低于主动型投资基金。在这 5 年

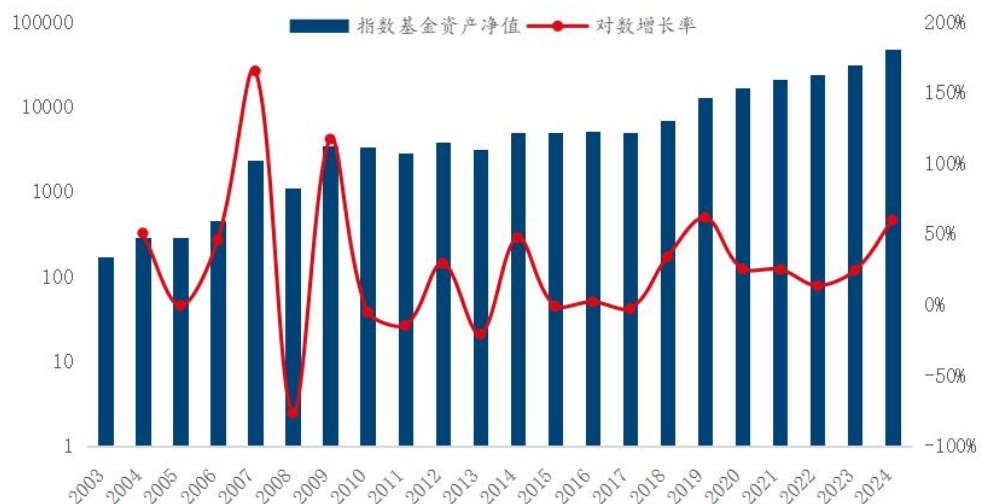
里，指数基金的份额由 4248 亿下跌至 4051 亿，复合年化增长率为-0.79%。而主动型投资基金的份额由 2.23 万亿增长至 10.6 万亿，复合年化增长率高达 29.8%，远超指数基金。

2018 年至 2024 年 3 季度，指数基金份额的增长率又反超主动型投资基金。在这近 7 年的时间里，指数基金的份额由 4051 亿增长至 4.00 万亿，复合年化增长率为 36.5%。而主动型投资基金的份额由 10.6 万亿增长至 25.3 万亿，复合年化增长率仅为 13.5%，远低于指数基金的增长。

5.2.4 指数基金资产净值持续增长

宽基指数角度，指数基金的资产净值整体保持着持续增长态势。2004 年至 2024 年 3 季度，指数基金资产净值 173 亿增长至 4.82 万亿，复合年化增长率为 31.2%，与指数基金份额 30.2%、指数基金数量 31.8%的复合年化增长率相近。指数基金的资产净值增长并非一帆风顺的，其在少数年份也出现下跌，比如 2008 年，资产净值下跌了 53.6%，下跌幅度比较大，这主要是由于资产净值易受到市场指数涨跌的影响，2008 年股票市场大幅下跌，中证全指下跌了 64.1%。不过除了 2008 外，其他各年指数基金资产净值出现下跌时，下跌幅度则相对较小，比如在 2011 年年，中证全指分别下跌了 28.0%，指数基金的资产净值仅下跌 13.1%。另外，在某些股票市场大幅下跌的年份，资产净值还可能出现上涨，比如 2018 年，中证全指下跌了 29.9%，但指数基金的资产净值还上涨了 10.6%。

图64: 境内市场指数基金的资产净值及其增长



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

指数基金的资产净值在 2004 年至 2009 年和 2018 年至 2024 年 3 季度增长显著。在 2004 年至 2009 年，指数基金的资产净值由 173 亿增长至 3519 亿，复合年化增长率为 65.3%；2018 年至 2024 年 3 季度，资产净值由 4925 亿增长至 4.82 万亿，复合年化增长率为 40.2%；而在 2010 年至 2017 年，指数基金的资产净值增速缓慢，复合年化增长率仅为 4.29%。2007 年和 2009 年，由于股票市场暴涨，中证全指在这 2 年分别上涨 171%和 106%，导致这 2 年指数基金的资产净值的增速分别高达 422%和 222%。不过在 2006 年股票市场大涨（中证全指上涨 112%）的过程中，指数基金的资产净值仅增长了 58.2%，份额还下跌了 13.0%。

与主动型投资基金的资产净值变化相比，指数基金的资产净值在 2004 年至 2006 年增长相对缓慢，资产净值从 173 亿增长至 451 亿，复合年化增长率为 37.7%。

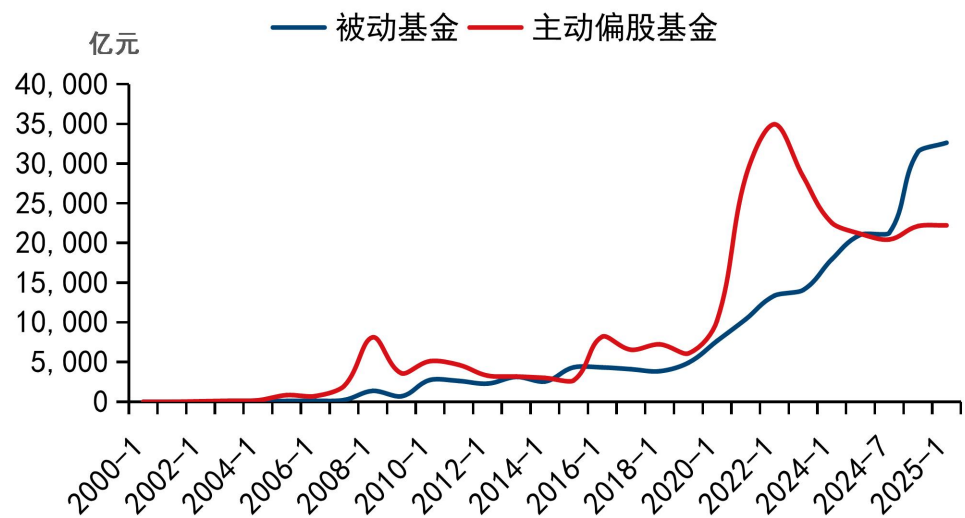
而同期主动型投资基金的资产净值则由 2003 年的 1543 亿增长至 8114 亿，复合年增长率为 73.9%，远高于指数基金资产净值的增长。

2007 年至 2012 年，指数基金资产净值的增长远高于主动型投资基金。在这 6 年里，指数基金的资产净值从 451 亿增长至 3855 亿，复合年增长率为 43.0%。而同期主动型投资基金的份额则从 8114 亿增长至 2.41 万亿，复合年化增长率仅为 19.9%，远低于指数基金份额的增长。**2013 年至 2017 年，指数基金资产净值的增长率远低于主动型投资基金。**在这 5 年里，指数基金的资产净值由 3855 亿增长至 4925 亿，复合年增长率为 5.02%。而主动型投资基金的资产净值由 2.41 万亿增长至 11.1 万亿，复合年化增长率高达 35.6%，远超指数基金。**2018 年至 2024 年 3 季度，指数基金份额的增长率又反超主动型投资基金。**在这近 7 年的时间里，指数基金的资产净值由 4925 亿增长至 4.82 万亿，复合年增长率为 40.2%。而主动型投资基金的资产净值则由 11.1 万亿增长至 26.8 万亿，复合年化增长率仅为 14.0%，远低于指数基金的增长。

5.2.5 2024 年三季度，被动基金总规模以及被动投资规模超越主动偏股型产品

到 2024 年三季度，国内被动基金总规模居于主动偏股型产品之上。近年来，我国的主动偏股基金规模高位回落，而被动权益基金总规模快速提升，至 2024 年 3 季度，规模超过主动偏股基金，在第四季度差距进一步扩大。

图65: 被动基金和主动偏股基金的总资产净值



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

国内被动投资的规模于 2024 年三季度反超了主动。与资产规模情况相似，2024 年第三季度，被动基金的股票投资规模也超过了主动基金。2015 年至 2020 年三月，主动基金投资股票规模和被动基金投资股票规模基本保持同步，2020 年至 2022 年，“核心资产”上涨推动主动权益基金大幅跑赢市场指数，主动基金投资规模快速上涨。2022 年后，随着“景气投资”的失效，主动基金跑输市场指数，主动基金投资股票规模从高位快速回落。

图66: 被动基金和主动基金投资股票规模的情况(亿元)



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

2024 年基金四季报显示国内被动指数基金规模首次超越主动权益类基金。公募基金 2024 年四季报已披露完毕。根据天相投顾的统计数据, 截至 2024 年底, 被动权益类指数基金的规模为 3.96 万亿元, 主动权益类基金规模为 3.44 万亿元。这是被动指数基金规模首次超越主动权益类基金⁵。

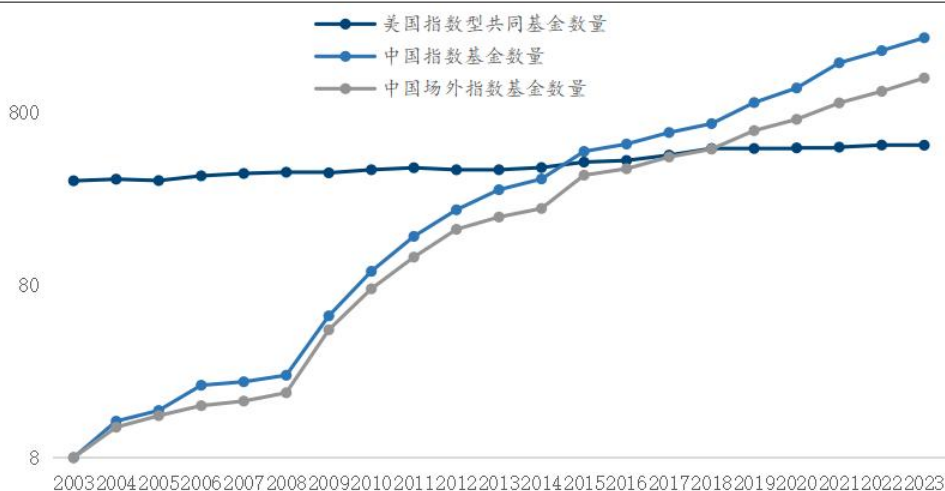
5.2.6 相比美国, 国内指数基金数量、资产规模增速快, 资产净值占比呈现震荡态势

2004 年至 2023 年, 中国指数基金的增速远高于美国。美国指数型共同基金的数量仅从 321 只增长至 516 只, 复合年化增长率仅为 2.40%, 而中国境内指数基金的数量从 8 只增长至 2162 只, 年化增速高达 32.3%。考虑到中国指数基金的统计中包含 ETF, 我们剔除 ETF, 场外指数基金的年化增速也仍然高达 28.8%。

由于期初中国境内指数基金的数量较小, 高增速也有部分原因是前期基数太小所致。因此这里进一步考虑 2016 年至 2023 年的中美指数基金的增速, 期初的 2015 年, 中美指数基金的数量已相差不大。在这段时间样本区间, 美国指数型共同基金数量的复合年化增长率也仅为 2.85%, 变化不大。而中国指数基金和场外指数基金数量的增速仍然高达 20.9%和 17.6%, 仍远远高于美国。

⁵ http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/202501/24/t20250124_39276406.shtml

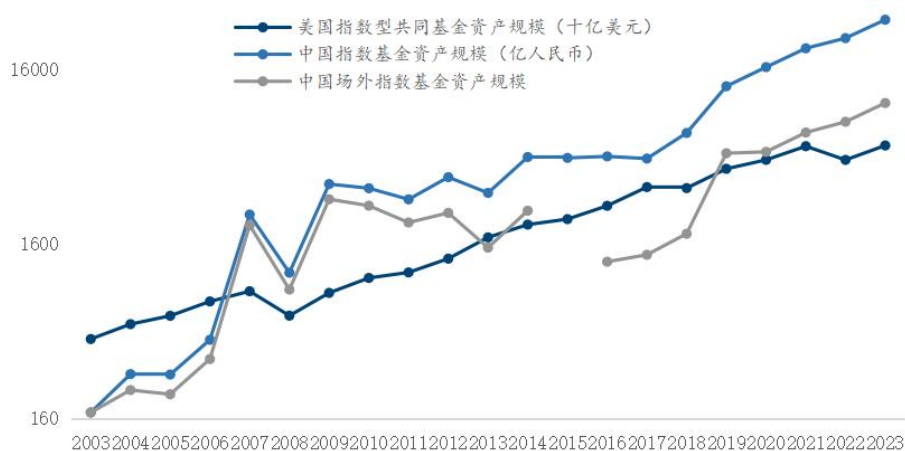
图67: 中美指数基金的数量比较



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

在指数基金的资产规模方面, 美国指数型共同基金在 2004 年至 2023 年的复合年增长率为 13.6%, 而中国的增速为 29.6%和 22.7% (场外)。在 2017 年至 2023 年的近期样本区间中, 美国的增速为 12.0%, 中国的增速仍高达 29.4%和 34.9%。

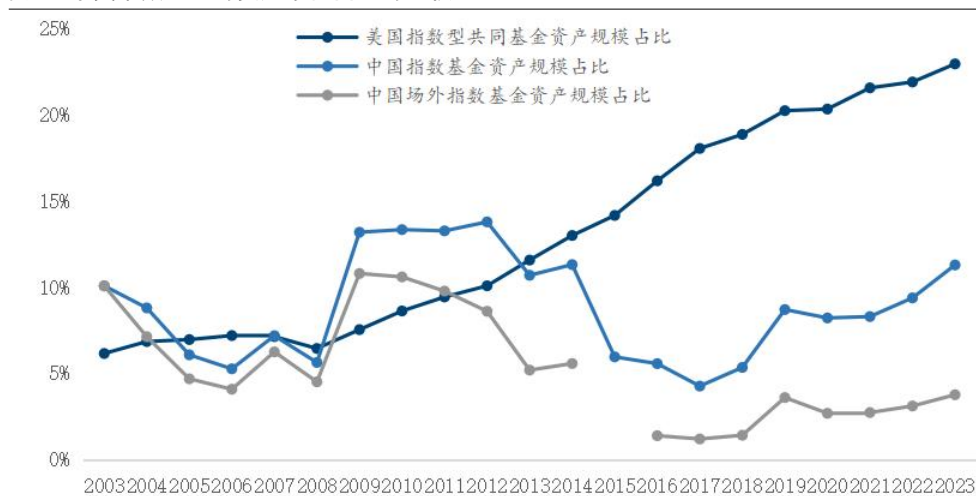
图68: 中美指数基金的资产净值比较



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

2003 年至 2023 年, 美国指数基金的资产净值占比整体呈增长趋势, 从 6.15%提升至 22.9%, 仅在 2007 年至 2008 年出现小幅下降, 从 7.44%降至 6.44%。而中国场外指数基金的资产净值占比整体则呈震荡态势, 2010 年至 2017 年出现较长时间的下降走势, 从 10.8%下降至历史最低的 1.20%。截至 2023 年, 美国指数基金的资产净值占比已高达 22.9%, 而中国指数基金的占比仅 3.76%, 即使算上 ETF, 全部指数基金的占比也才 11.3%, 远低于美国。

图69: 中美指数基金的资产净值占比的比较

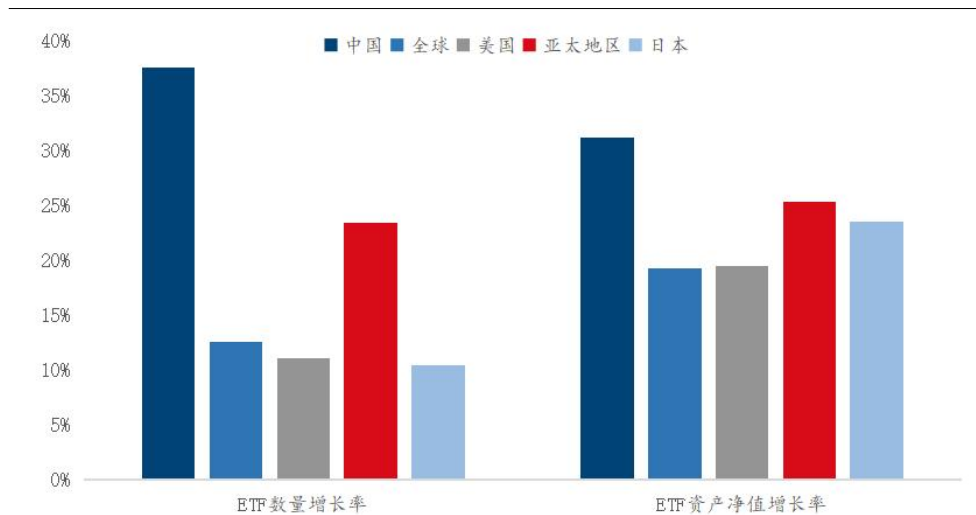


资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

5.2.7 与境外相比, 我国ETF的数量、资产增速更快

境内ETF的数量和资产净值的增速均明显大于其他主要国家和地区, 其中ETF数量增速的差异更大。2010年至2024年3季度, 中国境内ETF数量的复合年增长率为37.6%, 而同期亚太地区的增速为23.5%, 全球、美国和日本市场的增速则仅为12.6%、11.1%、10.5%, 远远低于中国境内市场。中国境内ETF数量的增速比亚太地区高出14个百分点, 比全球、美国和日本市场高出25个百分点以上。在ETF资产净值方面, 中国的复合年增长率为31.2%, 亚太地区和日本为25.4%和23.6%, 而全球和美国市场则只有19.3%和19.5%。中国的增速比亚太地区和日本市场高出6-8个百分点, 比全球和美国市场高出12个百分点。

图70: 境内外市场ETF增速比较(2010-2024)

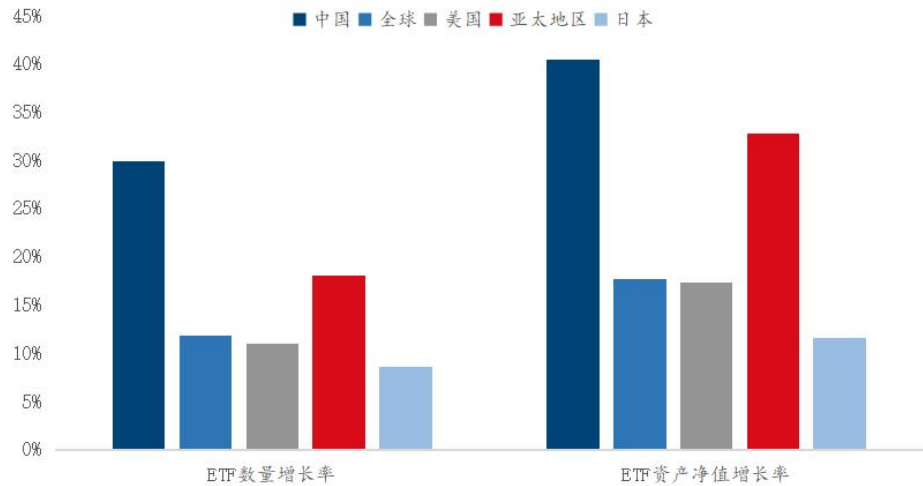


资料来源: ETFGI, 万得, 国信证券经济研究所整理

近些年(2018年至2024年)中国境内ETF的增速仍明显大于其他主要国家和地区, 其中在数量方面的增速差距有所缩小, 但在资产净值方面的差距有所扩大。具体而言, 中国境内ETF数量的增速为30.0%, 比亚太地区高出12个百分点, 比

全球、美国和日本市场高出 18-21 个百分点。而中国境内 ETF 资产净值的增速高达 40.4%，比亚太地区高出 8 个百分点，比全球、美国和日本市场高出 23-29 个百分点。

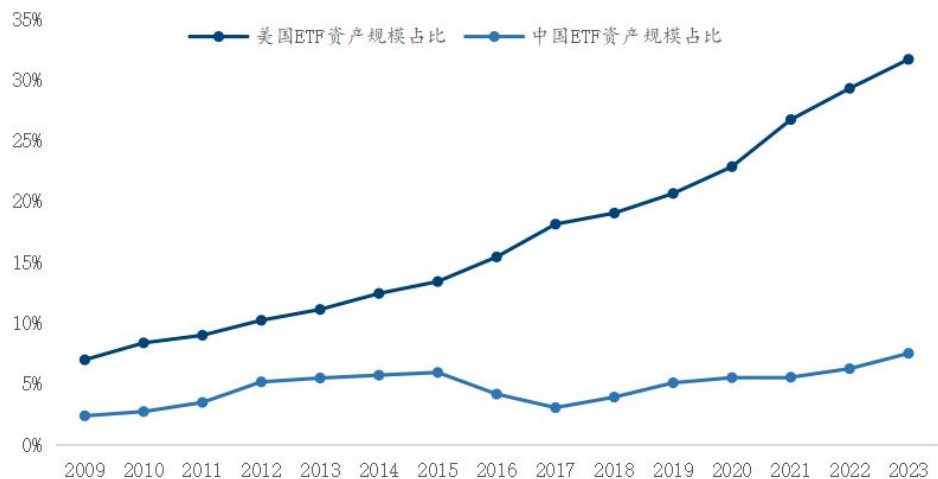
图71: 境内外市场 ETF 增速比较 (2018-2024)



资料来源: ETFGI, 万得, 国信证券经济研究所整理

从 ETF 资产净值的占比来看, 2009 年至 2023 年, 美国 ETF 的资产净值占比每年都在增长, 从 6.99% 提升至 31.7%。而中国 ETF 资产净值占比整体也是呈震荡态势。2010 年至 2015 年, ETF 占比从 2.39% 提升至 5.96%; 随后 2 年出现下跌, 至 3.07%; 之后呈缓慢增长态势, 提升至 7.52% 的历史高点, 但仍远远低于美国 31.7% 的水平。

图72: ETF 资产净值占比的中美比较



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

5.3 从 2003 年伊始, 中国市场股票型基金占比持续下跌, 股票

型 ETF 逆势上涨

5.3.1 中国股票型基金净值占比略有回落，债基和货基净值占比波动上升

2003 年，中国股票型基金、混合型基金、债券型基金和货币市场型基金净值占比分别为 54.7%、35.7%、7.2%、2.5%。到了 2024 年，这一比例变成了 12.4%、11.1%、32.5%、41.2%。20 余年间，债券型基金和货币市场型基金份额占比波动中上升，逐渐挤压股票型基金的市场份额。

2017 年资管新规和理财净值化导致“存款搬家”，债基和货基份额被动提升。股基和混合型基金的占比下降并非由风险偏好收缩引起的，而是由于中国资本市场的逐步完善。

图73：2003 年至今不同类型基金占比

年份	股票型基金净值占比	混合型基金净值占比	债券型基金净值占比	货币市场型基金净值占比	年份	股票型基金净值占比	混合型基金净值占比	债券型基金净值占比	货币市场型基金净值占比
2003	54.70%	35.65%	7.17%	2.48%	2014	27.37%	14.51%	7.83%	49.12%
2004	32.92%	45.74%	1.54%	19.80%	2015	8.41%	27.35%	8.46%	54.80%
2005	27.91%	27.32%	4.95%	39.82%	2016	7.06%	23.02%	19.62%	49.07%
2006	52.54%	36.13%	2.05%	9.28%	2017	5.81%	17.92%	13.52%	61.74%
2007	54.89%	36.39%	2.02%	3.39%	2018	5.71%	11.42%	18.94%	63.15%
2008	39.06%	28.54%	9.66%	20.07%	2019	7.73%	14.06%	26.68%	50.42%
2009	53.83%	30.60%	3.08%	9.72%	2020	9.24%	24.17%	24.93%	40.17%
2010	54.19%	30.68%	6.07%	6.14%	2021	9.24%	24.32%	27.02%	37.14%
2011	48.66%	27.53%	7.54%	13.60%	2022	8.74%	18.58%	29.73%	40.60%
2012	40.09%	21.22%	11.15%	25.29%	2023	9.43%	13.62%	33.16%	41.36%
2013	36.15%	20.14%	11.57%	30.05%	2024	12.41%	11.09%	32.48%	41.26%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

根据 2024 年第二季度基金披露的半年报显示，普通股票型基金资产合计 5094 亿元，被动指数型基金资产合计 21262 亿元，指数增强型基金资产合计近 2000 亿。过往明星基金经理加高渠道激励的模式被打破，市场朝向被动化趋势发展。3 年维度来看，基金规模的增量看点为指数增强型 ETF，指增 ETF 规模能否迎来爆发的核心在于指增是否具有长期稳定的业绩来覆盖渠道推广的费用和更高的管理费。5 年维度来看，债基和货基份额向被动 ETF 的转移。

图74：2024 年 6 月 30 日不同类型基金分布情况

基金类型	数量合计（只）	占比（%）	份额合计（亿份）	占比（%）	资产净值合计（亿元）	占比（%）
普通股票型基金	563	5	4164	1	5094	2
被动指数型基金	1639	14	22719	8	21262	7
增强指数型基金	278	2	1653	1	1930	1
偏股混合型基金	2467	21	22063	7	20440	7
平衡混合型基金	26	0	270	0	329	0
偏债混合型基金	741	6	2802	1	3041	1
灵活配置型基金	1387	12	6993	2	9468	3

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

5.3.2 股票型指数基金的数量持续增长

2004 年至 2024 年 3 季度，股票型指数基金的数量呈持续增长态势，从 7 只增长

至 1972 只，复合年化增长率为 31.2%。2007 年和 2016 年增速最慢，只有 5.26% 和 6.44%。2009 年以前，年化增速为 25.7%。2009 年至 2011 年增速最快，年化增速高达 87.1%。随后的近 13 年里，年化增速为 22.8%。

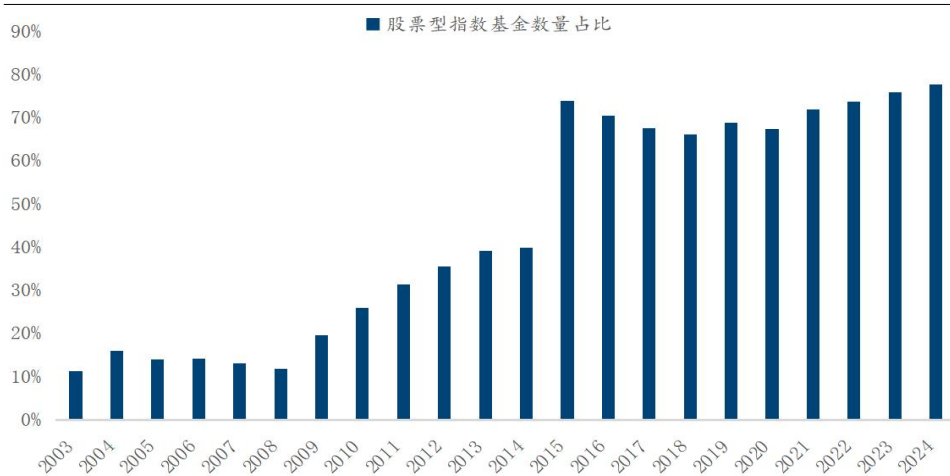
图75: 股票型指数基金的数量及其增长



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2003 年至 2024 年 3 季度，指数基金数量占全部股票型基金比例的平均值为 44.7%。2003 年至 2008 年，指数基金数量占比变化不大，在 11%~16% 之间波动。2009 年至 2014 年，指数基金数量占比开始逐渐增加，从 2008 年的 11.8% 增长至 39.8%，提高了 27.9 个百分点。2015 年，指数基金数量占比飙升至 73.8%，提高了 34.0 个百分点，表明 2015 年指数基金的数量增速远超普通股票型基金。不过随后的 2016 年至 2018 年，指数基金的数量占比略微下降至 66.0%。最近几年又开始逐渐增长，截至 2024 年 3 季度，指数基金的数量占比提升至 77.7%，超过 2015 年时的水平。

图76: 股票型指数基金的数量占全部股票型基金的比例



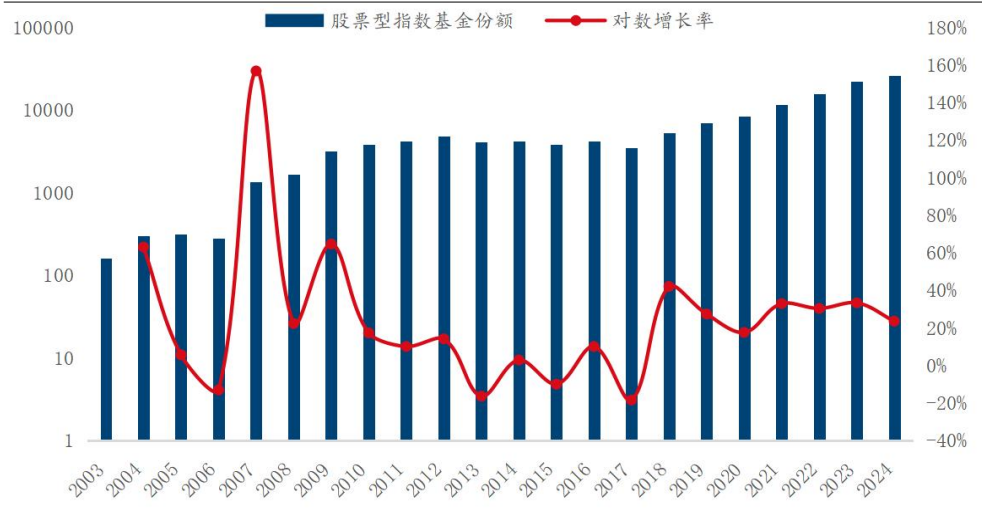
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

5.3.3 股票型指数基金的份额保持持续增长态势

股票市场指数基金的份额整体保持着持续增长态势。2004年至2024年3季度，指数基金份额由160亿增长至2.64万亿，复合年化增长率为27.9%，与指数基金数量31.2%的复合年化增长率相近。与指数基金数量每年都维持着正增长不同，指数基金的份额在近21年里，有4年是下跌的，分别是2006年、2013年、2015年和2017年，与所有市场中指数基金的份额下跌的年份一致，不过下跌幅度都不大，2017年的下跌幅度最大，也只有16.8%。

指数基金份额的增长主要集中在2个子时间区间，分别是2007年至2012年和2018年至2024年3季度，复合年化增长率分别为60.9%和31.9%，其中2007年的份额出现暴涨，增长幅度高达380%。2013至2017年，指数基金的份额有所下降，复合年化增长率为-6.17%。

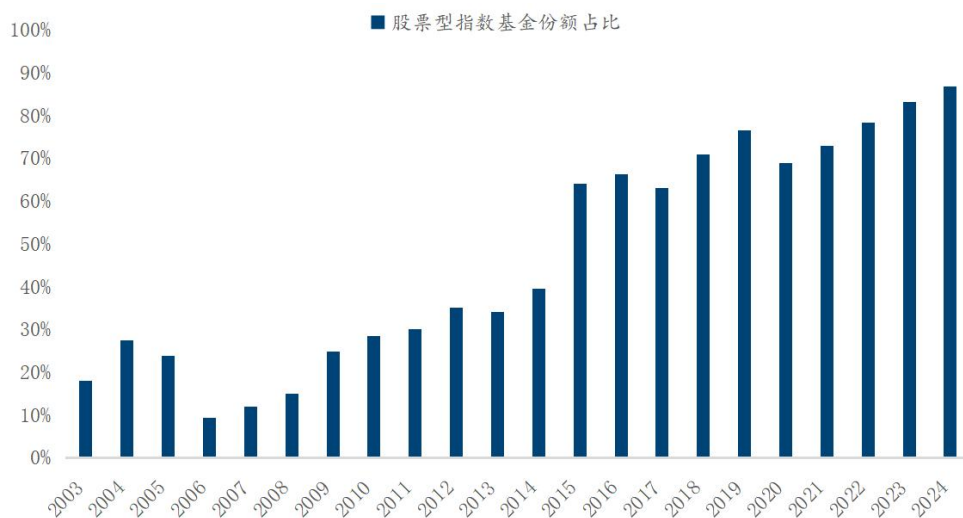
图77: 股票型指数基金的份额及其增长



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

指数基金份额占全部股票型基金的比例自2007年以来处于持续增长态势。在2003年至2024年3季度的这近22年的时间里，指数基金的份额占比的平均值为46.7%，2006年的份额占比最低，为9.36%。至2014年，逐步增长至39.6%。2015年出现跳跃式增长，份额占比提升至64.0%，提高了24.4个百分点。随后各年震荡上行，截至2024年3季度，份额占比为86.7%，为历史最高水平。

图78: 股票型指数基金的份额占全部股票型基金的比例



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

5.3.4 股票型指数基金的资产净值整体持续增长

股票市场指数基金的资产净值也是整体保持着持续增长态势。2004年至2024年3季度, 指数基金资产净值166亿增长至3.36万亿, 复合年增长率为29.2%, 与指数基金份额、指数基金数量的复合年化增长率相近。与指数基金份额类似, 指数基金的资产净值在少数年份也出现下跌, 比如2008年, 资产净值下跌了53.9%, 下跌幅度远大于同期份额的最大下跌幅度, 这主要是2008年股票市场大幅下跌。

图79: 股票型指数基金的资产净值及其增长



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

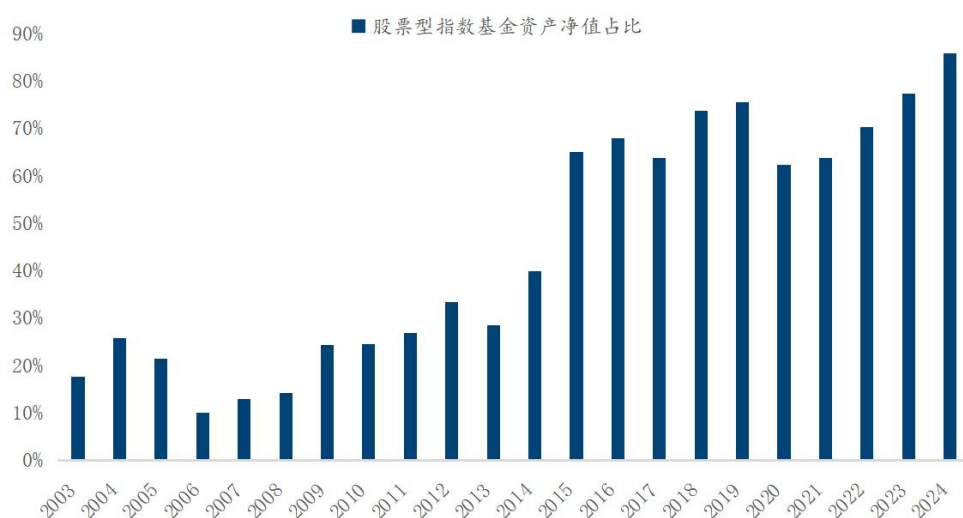
除了2008外, 其他各年指数基金资产净值出现下跌时, 下跌幅度则相对较小, 比如2011年。另外, 在某些股票市场大幅下跌的年份, 资产净值也可能出现上涨, 比如2018年, 中证全指下跌了29.9%, 而指数基金的资产净值还上涨了26.9%。

指数基金的资产净值在2004年至2009年和2018年至2024年3季度增长显著。

这 2 个时间段的复合年化增长率分别为 66.2%和 35.5%；而在 2010 年至 2017 年，复合年化增长率仅为 3.75%。2007 年和 2009 年，指数基金的资产净值增速分别高达 422%和 226%，这主要是由于股票市场暴涨所致，这 2 年中证全指分别上涨 171%和 106%。

指数基金资产净值占全部股票型基金的比例的走势与指数基金的份额占比类似，也是自 2007 年以来处于持续增长态势。在 2003 年至 2024 年 3 季度的这近 22 年的时间里，指数基金的资产净值占比的平均值为 44.8%，2006 年的资产净值占比最低，为 9.96%。2015 年出现跳跃式增长，资产净值占比从 40.0%提升至 65.1%，提高了 25.1 个百分点。随后资产净值震荡上行，截至 2024 年 3 季度，份额占比为 85.9%，达到历史最高水平。

图80: 股票型指数基金的资产净值占全部股票型基金的比例



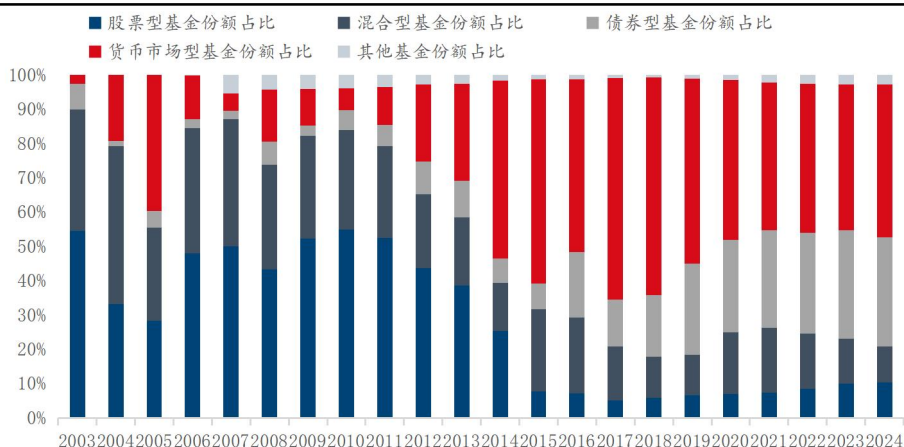
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

5.3.5 ETF 中股票型 ETF 份额居首，债券型和货币型 ETF 份额占比提升，QDII 发展较快

截至 2025 年 1 月 7 日，全市场 ETF 共有 1048 只，资产净值合计达到 3.63 万亿元，其中股票 ETF 的占比在八成左右。跨境 ETF 占比 11.52%，债券、货币 ETF 占比不到 5%，商品 ETF 占比仅有 2%。按照规模权重计算平均费率，股票 ETF 加权平均费率为 0.25%，债券 ETF 为 0.17%，QDII 为 0.54%，货币 ETF 为 0.32%，商品 ETF 为 0.49%，增强指数 ETF 为 0.58%⁶。跨境 ETF 主要是受到额度限制，认购情绪火热。债券 ETF 发展较慢是受到银行理财和公募债基的冲击，因为后两者给渠道的激励更丰富，且客观上主动债基净值曲线表现不弱。货币 ETF 则是因为收益过度被基金管理费侵蚀，导致超额收益不具有优势，商品 ETF 主要是体量太小，并且部分个人投资者对商品认知不够充分。

⁶ 陆玲，中国 ETF 市场 20 年：数量突破千只，资产规模合计超过 3.7 万亿元，《财经杂志》，2025-01-08

图81: 境内市场基金产品份额的结构分布



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

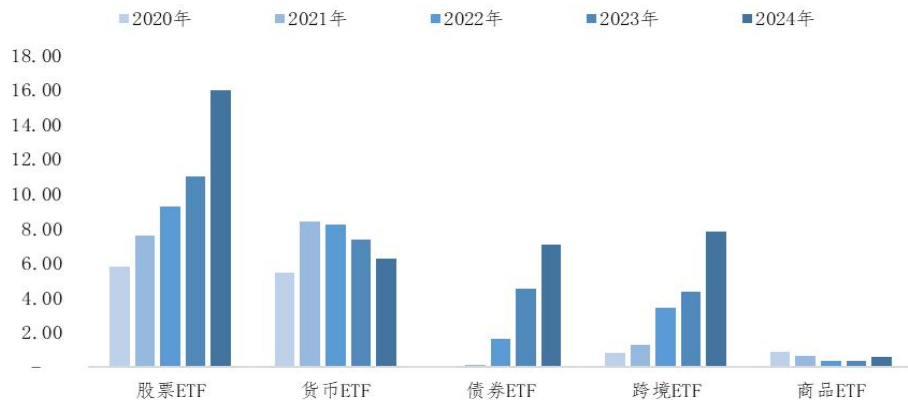
整体来看, 中国股票基金和混合基金的份额逐渐被债基和货基压缩。股票基金内部, ETF 压缩主动管理型基金份额。在 ETF 领域, 股票型 ETF 占据主导地位, 债基 ETF 并不是债券投资的主流选择, 而货基和混合基金几乎不存在指数化投资。

2023 年以来, 国家外汇管理局扩展 QDII 投资额度, 一些未进行汇率套期保值的合格境内投资者 ETF 认购火热, 规模快速增长。受益于债券资本利得, 债基 ETF 绝对规模涨幅次之。

5.3.6 股票型 ETF 内部, 宽基 ETF 占比最高, 行业 ETF 占比次之

行业 ETF 的增量与行业涨跌幅强相关。ETF 的存量与过去 5 年行业涨跌幅有较强关联。按 ETF 规模划分, 行业 ETF 规模从大到小分别为科技、金融、医药、制造、消费、周期、基础设施。2019 年开始, 哑铃型投资策略被广泛采纳, 科技 ETF 和金融 ETF 稳居行业 ETF 前两位, 分别对应哑铃型的两端。受制于医药集采和医保规模的下降, 医药 ETF 在 2024 年继续大幅跑输基准, 但行业筹码尚未完全出清。在消费和制造领域, 我们认为个股估值和业绩分化较大, 主动型基金存在跑赢行业指数的机会, 消费 ETF 和制造 ETF 规模表现相对平庸。

图82: 国内各类型 ETF 年度成交额变化 (万亿元)



资料来源: 深交所(2025), ETF 市场发展白皮书(2024年)[R], 国信证券经济研究所整理

5.3.7 行业 ETF 主要是国企改革, 策略 ETF 以红利为主

主题 ETF 层面, 以央国企市值管理和并购重组为核心卖点的国企改革主题 ETF 规模位列第一, 投资者看好供给侧出清带来的行业竞争格局改善的机会, 如近年来的船舶(中国重工)、化工(中化集团)、煤炭(中国神华)。碳中和主题在 2021 年风电、光伏板块走弱后份额持续下跌, ESG 主题 ETF 有望打通公司治理的堵点, 在政策催化下有望快速扩容。

2021 年以来, 价值总体上跑赢成长, 红利策略 ETF 快速扩容。拉长时间来看, 每一轮大级别机会却都是由成长股贡献的。红利策略和长债利率相关性较高, 25 年红利策略 ETF 更多是一种高胜率低赔率的品种, 只要利率方向不变, 红利策略的机会往往会大于风险。

5.4 债券 ETF: 质押回购及融券卖出推动债券 ETF 发展

我国首只债券 ETF 自 2013 年诞生以来, 市场经历了初期五年的稳步成长期。在这一阶段, 国债 ETF 作为主导产品, 市场规模虽有所增长, 但始终未能突破 100 亿大关。然而, 自 2018 年起, 伴随着债券市场的逐步回暖, 债券 ETF 的发行数量开始增多, 产品类型也逐渐多样化, 市场规模得以显著提升, 至 2021 年已达到 300 亿。进入 2022 年, 现金申赎政金债 ETF 的获批标志着我国债券 ETF 市场迈入了新的发展阶段。到了 2023 年, 得益于广谱利率的下行和银行理财规模的扩大, 债券 ETF 市场迎来了前所未有的跨越式增长。债券 ETF 因其具备 T+0 回转交易的便利性, 以及部分产品可实现质押回购或纳入融券卖出资金可投范围, 使得资金使用效率大幅提升。这些优势使得近年来债券 ETF 的交易量迅速攀升。截至 2025 年 1 月 7 日, 我国债券 ETF 市场已涵盖 21 只产品, 其中包括 2 只可转债 ETF、3 只信用债 ETF 和 16 只利率债 ETF。在这些产品中, 有 5 只规模超过 100 亿, 分别是可转债 ETF、政金债券 ETF、短融 ETF、城投债 ETF 和公司债 ETF。

2024 年以来, 债券 ETF 的月度平均换手率保持高位, 基本都在 20% 以上, 而股票型 ETF 则都在 5% 以下, 高换手率来源于债券 ETF 的质押便利性。目前, 我国市场上的债券 ETF 已全面支持纳入债券质押式协议回购交易的范围, 但开展通用质押式回购交易的权利仅限于部分债券 ETF。在过去, 要将债券 ETF 纳入回购质押库,

其底层资产必须在交易所满足特定的质押条件，这就导致了只有单市场国债 ETF 和地方债 ETF 能够符合这一标准。然而，在 2022 年 10 月，中国证券登记结算有限公司（中登）针对现金申赎债券 ETF 实施了一项重要改革，即放宽了底层资产必须在交易所上市交易的要求。这一举措意味着现金申赎债券 ETF 现在也可以被纳入回购质押库，从而扩大了可参与质押式回购交易的债券 ETF 种类。截至目前，国债 ETF、地方债 ETF、以及政金债 ETF 均已顺利纳入回购质押库。质押式回购交易机制的引入，不仅显著提高了债券 ETF 投资者的资金使用效率，而且大大增强了债券 ETF 产品的整体吸引力。

5.5 2024 年极致的行情中存在指数基金结构跑输指数的情况

2024 年 9 月 24 日至 10 月 8 日，共有 61 支指数基金跑输指数 10% 以上。其中大部分都是跟踪北证 50、创业板系列指数、科创板系列指数等中小盘成长风格。跟踪上证 50、沪深 300、深证 50 的基金只有 4 支跑输指数 10% 以上。

规模较小的指数基金不适和采用 ETF 架构，因为 ETF 要支付相对固定的做市费用来保证 ETF 的流动性，以防造成 ETF 成交量和价格负反馈的现象。因此，采用共同基金的形式是一种让渡，共同基金的设计机制潜藏着申赎过程中的流动性风险。

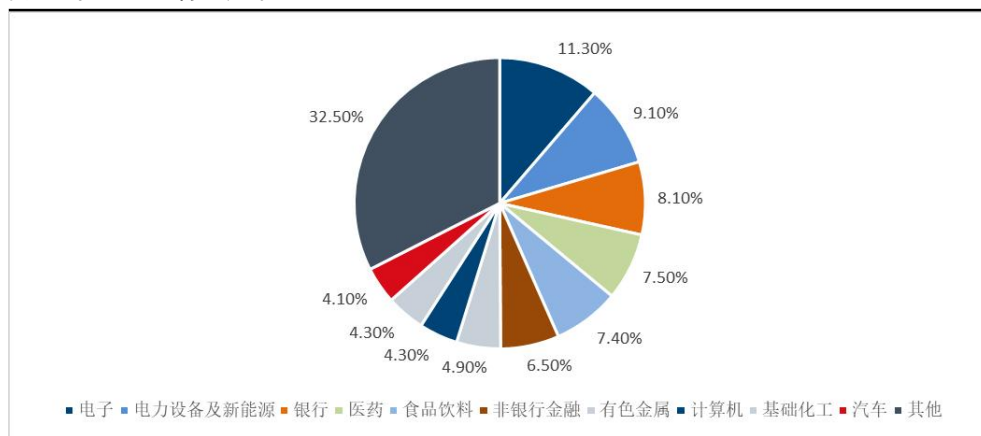
中小盘成长风格的指数基金结构性大幅跑输指数的原因有二：一是中小盘容易封涨停，导致买入建仓的速度赶不上资金流入的速度。二是指数基金的 T+2 的交易机制。即客户在 T 日盘中申购，T 日收盘后确认，申购的资金却在 T+2 日才能用来购买成分股。在极致的上涨行情中，申购的确认到资金建仓过程中的时滞会导致指数共同基金跑输指数；在极致的下跌行情中，赎回的确认到资金清仓过程中的时滞也会导致指数基金跑输指数。

5.6 公募基金针对 ETF 的价格战趋缓，行业加速出清

2024 年中国第三代指数产品中证 A500 发行，挑战了传统沪深 300、上证 50 等核心宽基指数的份额，基金公司发起新一轮竞合，CR5 占比下滑。不同于传统指数“简易式”按照市值划分，中证 A500 指数兼具市场代表性与行业均衡性。中证 A500 指数采用行业均衡选样方法，从各行业选取 500 只市值较大证券作为指数样本，反映各行业最具代表性上市公司证券的整体表现。

中证 A500 指数在构建时充分考虑了 ESG 因素，通过剔除 ESG 评级较低的公司以降低潜在负面风险，更贴合国际标准；其选样范围限定于沪股通或深股通证券，满足了互联互通标准，为境内外中长期资金提供了适宜的投资标的；在筛选成分股时，指数深入至中证三级行业层面，优先吸纳新兴领域中的领军企业，提高了对新质生产力的捕捉和代表性；同时，指数还实施了权重限制，确保单个样本权重不超过 10%，前五大样本权重合计不超过 40%，从而降低了组合对单一个股的依赖度。

图83: 中证 A500 行业分布



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

展望未来, 可以预见货币政策有望持续维持稳健宽松以降低风险溢价。随着债券票息承受压力, 预计将引发国内资金的新一轮再配置, 不同类型的基金格局将面临重大调整, 资金的流动和分配将再次成为市场的焦点。参考欧洲和日本等发达市场经验, 预计险资等绝对收益资产配置的债基和货基将逐步向股票 ETF 进行部分转移。

七、ETF 投资的长期收益来源

6.1 ETF 具有长期配置价值

6.1.1 A 股长期对数化收益率的拆解

在国信策略团队此前发布的《A 股总股东回报的来源解析》一文中, 我们提出将市场指数的整个样本时间区间拆分为若干个成分股及其权重相对稳定的非常小的区间, 然后在每个小区间里将市场指数拆分成股息、盈利、估值和残差 4 部分, 最后再将各个小区间的相同拆分项进行时序加总, 即可得到整个样本区间的各拆分项。具体拆分过程如下: 先将全收益率指数和对应价格指数对数化, 求得各个小区间内对数全收益率与对数收益率之差, 作为对数股息率。然后根据成分股及其权重, 计算各个小区间对数盈利变化和对数估值变化, 即期末对数盈利-期初对数盈利、期末对数估值-期初对数估值; 最后计算残差项, 为对数收益率与对数盈利变化、对数估值变化之差。由于采用对数形式, 具有时间序列可加性, 使得各个小区间相同拆分项的加总即可作为整个样本时间区间的拆分项。

指数的对数总回报 $\ln(1+R_t) = \ln(1+D_{t+1}/P_{t+1}) + \ln(E_{t+1}/E_t) + \ln[(P_{t+1}/E_{t+1}) / (P_t/E_t)]$ 。其中 $\ln(1+R_t)$ 为对数总回报率, 即为全收益率指数在这段区间的对数收益率; $\ln(1+D_{t+1}/P_{t+1})$ 为对数股息率, 即全收益率指数的对数收益率减去对应价格指数的对数收益率。 $\ln(E_{t+1}/E_t)$ 为对数盈利增长率, 是按照成份股在指数中的权重加权的

总盈利的对数增长率，与直接加总成份股的盈利不同。成份股参与加总的盈利只是其盈利的一部分。这个部分的比例有多大，取决于价格指数是如何加权。以沪深 300 为例，其价格指数是按照经分级靠档后的自由流通股本占 A 股股本比例来加权的，那么这个比例为上述调整后的自由流通股本占全部股本的比例，即上述比例×A 股股本占总股本的比例。这里需要注意到有部分企业的股本并不全在 A 股市场。 $\ln[(P_{t+1}/E_{t+1})/(P_t/E_t)]$ 为对数估值增长率，是成份股按照指数权重加权的市盈率的对数增长率，权重算法与对数盈利增长率、价格指数相同。

(1) 全时间段中证全指的对数化收益拆解

考虑到指数的成份股数量每半年调整一次、万得提供的自由流通股本等数据可能与中证公司的自由流通股本存在一定差距、没有对单个样本的权重设置上限这三个因素，上述拆解方法会产生一个残差项。本报告发现，残差项在每一期都是负数，主要因为报告期股票的增发会提升市值，在盈利不变的情况下大幅抬升股票的估值。根据“残差项=对数收益率-对数盈利提升-对数估值提升”的公式，对数估值提升明显的情况下，残差项就显著为负了。若将残差项与对数估值提升合并来看，将其视为调整的对数估值提升水平。那么从 2011 年下半年至 2024 年下半年，中证全指调整后的对数估值提升累计为-6.62%，贡献度为-11.9%。

表3: 中证全指每半年的收益率拆解

各期截至日期	对数股息率	对数盈利提升	对数估值提升	残差项	对数收益率	对数全收益
2011/12/30	0.24%	9.77%	-37.14%	-1.14%	-28.51%	-28.27%
2012/6/29	1.03%	-1.49%	7.56%	-0.94%	5.13%	6.16%
2012/12/31	0.54%	-1.99%	2.30%	-0.96%	-0.65%	-0.11%
2013/6/28	1.04%	2.02%	-7.93%	-1.35%	-7.26%	-6.22%
2013/12/13	0.73%	7.67%	7.97%	-0.85%	14.79%	15.53%
2014/6/13	0.48%	4.85%	-6.76%	-1.76%	-3.67%	-3.18%
2014/12/12	1.27%	5.97%	31.74%	-1.48%	36.23%	37.50%
2015/6/12	0.28%	3.14%	66.31%	-2.95%	66.51%	66.79%
2015/12/11	0.64%	4.09%	-42.62%	-1.77%	-40.30%	-39.67%
2016/6/8	0.36%	-3.19%	-9.60%	-2.32%	-15.11%	-14.75%
2016/12/9	0.91%	3.73%	6.42%	-1.41%	8.74%	9.66%
2017/6/9	0.35%	7.17%	-12.79%	-1.23%	-6.85%	-6.51%
2017/12/8	0.95%	9.02%	-3.99%	-0.55%	4.48%	5.43%
2018/6/8	0.48%	5.74%	-13.27%	-1.06%	-8.59%	-8.11%
2018/12/14	1.14%	4.00%	-25.65%	-0.57%	-22.22%	-21.09%
2019/6/14	0.66%	-14.41%	27.64%	-0.36%	12.87%	13.53%
2019/12/13	1.08%	3.75%	3.28%	-0.75%	6.27%	7.35%
2020/6/12	0.55%	-6.63%	12.81%	-0.66%	5.51%	6.06%
2020/12/11	1.00%	1.39%	15.09%	-0.90%	15.57%	16.58%
2021/6/11	0.44%	12.15%	-4.20%	-1.05%	6.91%	7.35%
2021/12/10	0.97%	5.26%	-0.12%	-0.84%	4.30%	5.27%
2022/6/10	0.52%	-5.00%	-11.24%	-0.55%	-16.79%	-16.27%
2022/12/9	1.14%	-1.03%	-0.30%	-0.78%	-2.12%	-0.98%
2023/6/9	0.56%	-3.36%	1.07%	-0.70%	-2.99%	-2.43%
2023/12/8	1.28%	-3.66%	-4.42%	-0.41%	-8.50%	-7.22%
2024/6/14	0.79%	-5.48%	-0.06%	-0.14%	-5.68%	-4.90%
2024/12/13	1.54%	-2.14%	19.07%	-0.29%	16.65%	18.19%
累计值	20.99%	41.32%	21.16%	-27.78%	34.70%	55.69%

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

在整个时间样本区间里, 中证全指的总回报率主要来自于盈利提升, 占到约 3/4; 其次是估值与分红的贡献, 都接近 40%; 残差项则是负的贡献, 接近-1/2, 超过估值正向提升的水平。若用残差项对估值贡献进行调整, 那么调整后的估值贡献为负。

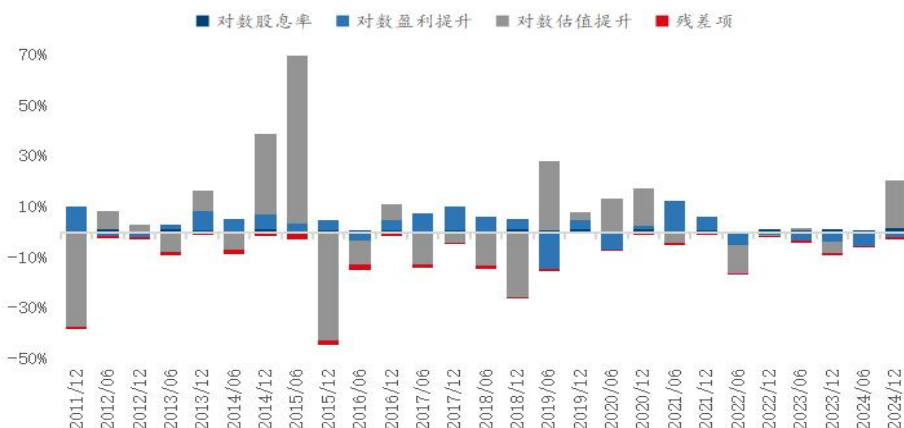
从各期的绝对水平来看, 对数股息率平均为 0.75%, 残差项平均为 1.03%, 对数盈利提升为 5.11%, 对数估值提升则高达 14.1%。这表明, 单期来看, 估值贡献是主要因素, 这与长期来看盈利贡献是主要因素不同。

从涨跌幅较大的几期来看, 基本都是估值的贡献, 比如 2015 年 6 月那一期, 中证全指全收益率为 66.8%, 而对数估值提升也高达 66.3%。2024 年 12 月的最近 1 期也是如此, 全收益率为 18.2%, 而对数估值提升高达 19.1%, 超过全收益率, 而同期盈利贡献为负。

在大幅下跌的 2015 年 12 月那一期, 中证全指全收益率为-39.7%, 而对数估值提

升为-42.6%，超过全收益率的绝对水平。第1期中证全指也是大幅下跌，全收益率为-28.3%，而对数估值提升为-37.2%，明显超过全收益率指数，同期对数盈利提升为9.77%。单期对数盈利提升的绝对水平超过估值提升水平只在市场涨跌幅较小的情形下才会出现，而且这种概率也比较小，只占7/27。这7期的中证全指的全收益率在-4.90%至7.35%之间。

图84: 中证全指每半年的收益率拆解

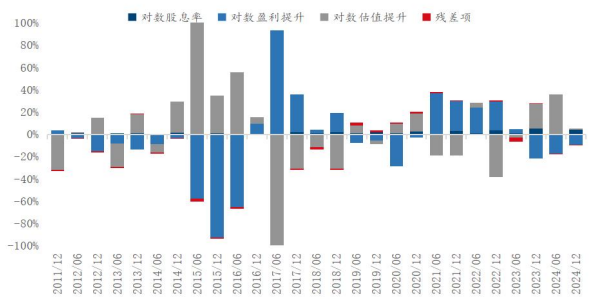


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

(2) 全时间段中证全指中各行业的对数化收益拆解

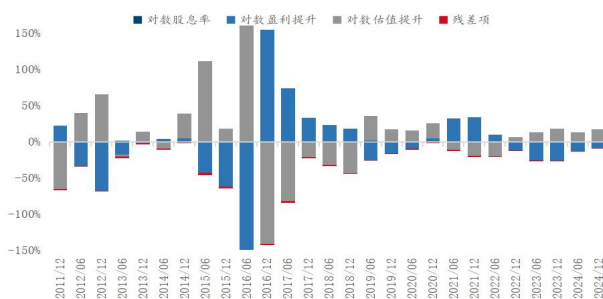
接下来对各行业的长期收益进行拆分，得到结果为：

图85: 全指能源每半年的收益率拆解



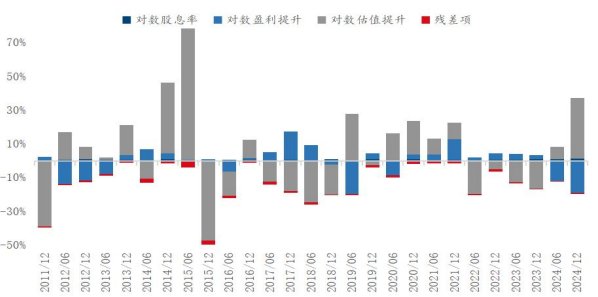
资料来源：万得，国信证券经济研究所测算

图86: 全指材料每半年的收益率拆解



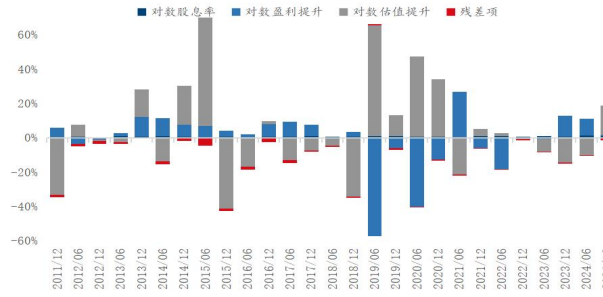
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图87: 全指工业每半年的收益率拆解



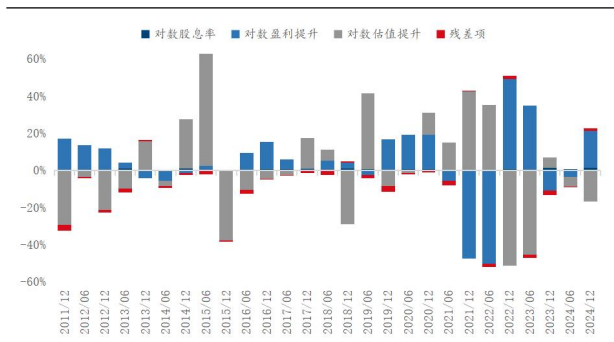
资料来源：万得，国信证券经济研究所测算

图88: 全指可选每半年的收益率拆解



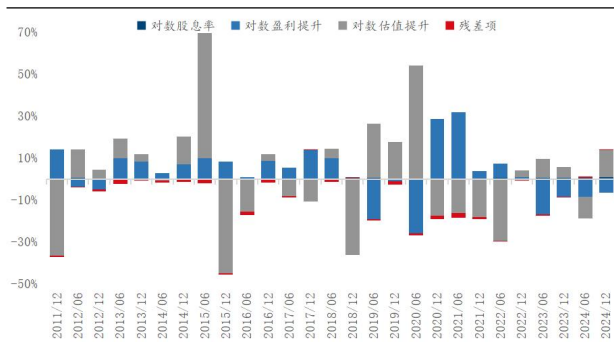
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图89: 全指消费每半年的收益率拆解



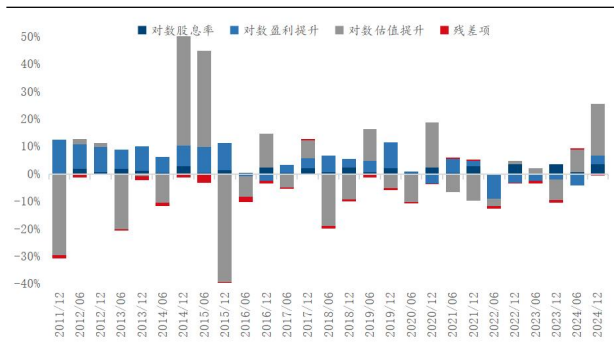
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所测算

图90: 全指医药每半年的收益率拆解



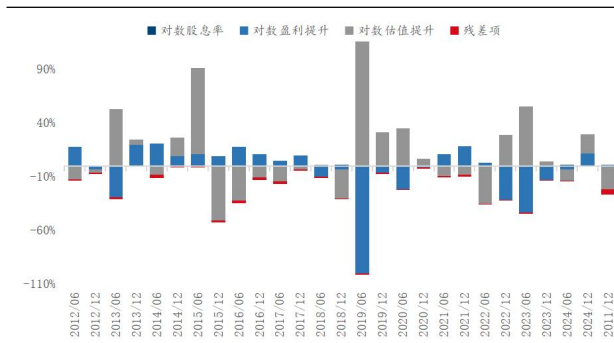
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图91: 全指金融地产每半年的收益率拆解



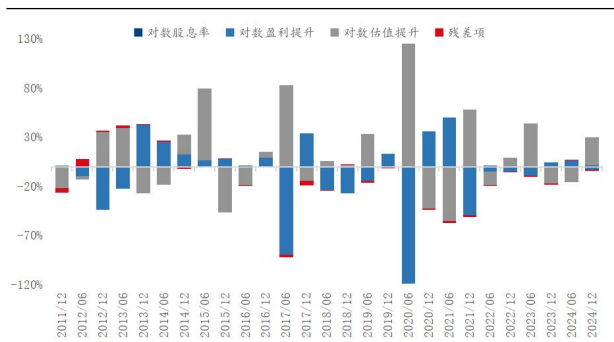
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所测算

图92: 全指信息每半年的收益率拆解



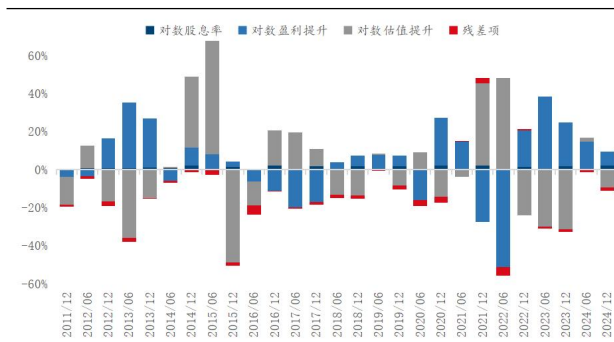
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图93: 全指通信每半年的收益率拆解



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所测算

图94: 全指公用每半年的收益率拆解



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

(3) 分时段中证全指中各行业的对数化收益拆解

接下来, 本文将 2011 年 7 月至 2024 年 12 月划分为 5 个时间区间, 并对中证全指及各行业收益率进行拆分。

在整个时间样本区间, 中证全指的对数全收益率为 55.7%, 其中对数盈利变化、对数估值变化、对数股息率和残差项的贡献占比分别为 74.2%、38.0%、37.7%和 -49.9%, 每一项贡献占比的绝对值都不超过 100%, 即各拆分项的绝对值不会超过全收益率。而在各行业中, 则是对数盈利变化或对数估值变化的绝对值要超过对

应行业指数全收益率的绝对值。

具体而言，对数盈利变化和对数估值变化项的绝对值都超过全收益率的行业有能源、材料、信息和通信，其中只有能源行业的对数盈利项的绝对值大于对数估值变化项，而材料、信息和通信行业的对数估值变化项占优。

仅对数盈利变化项的绝对值超过全收益率的行业有主要消费、医药、金融地产和公用事业。而工业、可选消费行业则是仅对数估值变化项的绝对值超过全收益率。

横向对比各拆分收益率，能源和金融地产行业的对数股息率最高，信息技术的对数股息率最低；公用事业、主要消费和金融地产的对数盈利变化项最高，对数估值变化项最低；材料、通信和信息技术的对数盈利变化项最低，对数估值变化项最高；能源的残差项最高，公用事业的残差项最低。

表4: 中证全指及各行业的拆分收益率比较

行业	对数股息率	对数盈利变化	对数估值变化	残差项	对数收益率	对数全收益
中证全指	20.99%	41.32%	21.16%	-27.78%	34.70%	55.69%
全指能源	41.27%	-82.19%	45.06%	-9.97%	-47.09%	-5.83%
全指材料	17.21%	-667.45%	693.04%	-35.65%	-10.06%	7.15%
全指工业	15.91%	-19.59%	60.00%	-32.47%	7.94%	23.90%
全指可选	23.10%	-21.13%	77.60%	-29.70%	26.73%	49.83%
全指消费	20.20%	109.03%	-2.73%	-28.36%	77.94%	98.09%
全指医药	11.91%	73.56%	-4.60%	-22.10%	46.81%	58.72%
金融地产	40.14%	90.76%	-27.10%	-20.20%	43.50%	83.64%
全指信息	7.91%	-89.79%	191.91%	-30.22%	71.90%	79.80%
全指通信	10.27%	-176.44%	265.74%	-14.80%	74.54%	84.81%
全指公用	29.62%	100.80%	-29.64%	-40.58%	30.58%	60.20%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

在第1个子区间（2011.07至2015.06），中证全指的对数全收益率为88.2%，其中对数估值变化、对数盈利变化、对数股息率和残差项的贡献占比分别为72.6%、33.9%、6.37%和-13.0%，各拆分项的绝对值都没有超过全收益率。在行业层面，除了能源、材料和工业行业外，大部分行业亦是如此。

具体而言，能源和材料行业的对数估值变化项>对数盈利变化项的绝对值>全收益率，而工业行业仅对数估值变化项>全收益率。其他各行业的这2项都小于全收益率，其中公用事业行业、金融地产的对数盈利变化项更大，主要消费行业的对数盈利变化项与对数估值变化项相差不大，余下行业则是对数估值变化项占主导。

横向对比各拆分收益率，依旧是能源和金融地产行业的对数股息率最高，信息技术的对数股息率最低；材料、工业和能源行业的对数估值变化项最高，对数盈利变化项最低；公用事业和金融地产的对数盈利变化项最高，对数估值变化项最低；通信的残差项最高，公用事业的残差项最低。

表5: 中证全指及各行业的拆分收益率比较 (2011.07 至 2015.06)

行业	对数股息率	对数盈利变化	对数估值变化	残差项	对数收益率	对数全收益
中证全指	5.62%	29.94%	64.05%	-11.42%	82.57%	88.19%
全指能源	7.38%	-106.21%	108.28%	-7.09%	-5.02%	2.36%
全指材料	3.68%	-132.84%	186.04%	-11.59%	41.61%	45.29%
全指工业	4.66%	-17.94%	113.20%	-11.69%	83.57%	88.23%
全指可选	5.65%	38.85%	64.59%	-14.01%	89.43%	95.08%
全指消费	5.22%	35.66%	35.87%	-10.14%	61.39%	66.61%
全指医药	2.83%	42.76%	66.91%	-8.85%	100.82%	103.65%
金融地产	9.73%	68.70%	17.93%	-10.44%	76.19%	85.92%
全指信息	2.29%	49.02%	99.58%	-10.12%	138.48%	140.77%
全指通信	2.42%	11.40%	97.58%	5.30%	114.28%	116.70%
全指公用	7.77%	80.63%	27.66%	-12.38%	95.90%	103.67%

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

在第 2 个子区间 (2015.06 至 2018.12), 中证全指的对数全收益率为-75.0%, 其中对数估值变化为-102%, 其绝对值超过全收益率的跌幅水平, 因此这段区间, 中证全指指数跌幅可认为全部来自估值的下跌。在行业层面, 除材料、通信和公用事业外, 其他行业亦是如此, 行业指数跌幅均来自于估值下跌。材料和通信行业的对数盈利下跌幅度要明显大于行业指数的下跌, 导致其对数估值变化为正; 而公用事业行业则是对数盈利变化项和对数估值变化项的贡献占比相差不大, 为 47%-48%。

表6: 中证全指及各行业的拆分收益率比较 (2015.06 至 2018.12)

行业	对数股息率	对数盈利变化	对数估值变化	残差项	对数收益率	对数全收益
中证全指	4.83%	30.56%	-101.51%	-8.91%	-79.86%	-75.03%
全指能源	7.17%	-0.45%	-76.43%	-6.18%	-83.05%	-75.88%
全指材料	3.02%	-479.18%	407.05%	-13.20%	-85.33%	-82.31%
全指工业	3.40%	23.58%	-122.63%	-9.42%	-108.47%	-105.08%
全指可选	5.48%	30.47%	-114.08%	-9.07%	-92.68%	-87.19%
全指消费	5.13%	36.93%	-60.83%	-6.78%	-30.68%	-25.56%
全指医药	2.64%	45.30%	-107.38%	-5.08%	-67.16%	-64.52%
金融地产	9.58%	22.58%	-61.18%	-4.95%	-43.54%	-33.96%
全指信息	1.59%	38.14%	-137.67%	-11.04%	-110.57%	-108.98%
全指通信	1.64%	-90.43%	16.93%	-8.55%	-82.05%	-80.41%
全指公用	8.29%	-40.99%	-40.36%	-12.80%	-94.15%	-85.86%

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

横向对比各拆分收益率, 依旧是金融地产和能源行业的对数股息率最高, 信息技术和通信行业的对数股息率最低; 医药、信息和主要消费行业的对数盈利变化项最高, 材料、通信和公用事业的对数盈利变化项最低, 这 3 个行业的对数估值变化项最高, 信息、工业和可选消费行业的对数估值变化项最低; 金融地产的残差项最高, 材料行业的残差项最低。在第 3 个子区间 (2018.12 至 2021.12), 中证全指的对数全收益率为 56.1%, 其中对数估值变化为 54.5%, 贡献占比为 97.1%, 因此这段区间, 中证全指指数的涨幅几乎来自估值的上涨。在行业层面, 除能源和金融地产行业外, 其他行业亦是如此。材料、医药和公用事业行业的对数估值变化项小于其全收益率, 贡献占比分别为 77.7%、77.9%和 71.1%, 在 100%以内。

而工业、可选消费、主要消费、信息技术和通信行业的对数估值变化项要大于全收益率，其中可选消费、信息技术和通信行业的对数盈利下跌幅度较大，也超过全收益率。能源和金融地产行业则是对数盈利变化项占主导，贡献占比分别为68.2%和81.5%，其次是对数股息率，对数估值变化项的为反向贡献。

表7: 中证全指及各行业的拆分收益率比较 (2018.12至2021.12)

行业	对数股息率	对数盈利变化	对数估值变化	残差项	对数收益率	对数全收益
中证全指	4.70%	1.51%	54.49%	-4.57%	51.43%	56.14%
全指能源	10.27%	19.47%	-8.69%	7.51%	18.29%	28.56%
全指材料	4.89%	19.21%	56.35%	-7.92%	67.65%	72.53%
全指工业	3.39%	-5.81%	79.87%	-7.55%	66.52%	69.91%
全指可选	5.53%	-94.65%	140.11%	-3.40%	42.06%	47.60%
全指消费	4.15%	-2.03%	99.98%	-8.48%	89.47%	93.61%
全指医药	2.37%	17.96%	45.14%	-7.50%	55.61%	57.97%
金融地产	8.91%	17.21%	-3.65%	-1.35%	12.21%	21.12%
全指信息	1.72%	-100.25%	170.93%	-6.74%	63.93%	65.65%
全指通信	1.86%	-85.66%	117.92%	-9.66%	22.60%	24.46%
全指公用	7.40%	9.37%	26.81%	-5.87%	30.31%	37.71%

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

横向对比各拆分收益率, 金融地产、能源行业和公用事业的对数股息率最高, 信息技术和通信行业的对数股息率最低; 能源和材料行业的对数盈利变化项最高, 信息、可选消费和通信行业的对数盈利变化项最低, 这3个行业的对数估值变化项最高, 能源和金融地产行业的对数估值变化项最低; 能源的残差项最高, 通信行业的残差项最低。在第4个子区间, 中证全指的对数全收益率为-31.8%, 其中对数盈利变化和对数估值变化的贡献占比分别为58.3%和47.0%, 对数盈利变化和对数估值变化项的下跌幅度均小于对数全收益率, 贡献占比在100%以内。在行业层面, 仅能源和医药行业与之类似, 不过能源行业是上涨, 这2项的贡献占比分别为33.1%和48.6%; 医药行业则是下跌, 这2项的贡献占比分别为56.3%和48.3%。其他行业则是某一项的变化幅度大于对数全收益率的跌幅。对数盈利变化项占主导的有材料、金融地产、信息技术、通信和公用事业行业, 其中公用事业为上涨; 工业、可选消费、主要消费则是对数估值变化项占主导。

表8: 中证全指及各行业的拆分收益率比较 (2021.12至2024.06)

行业	对数股息率	对数盈利变化	对数估值变化	残差项	对数收益率	对数全收益
中证全指	4.29%	-18.54%	-14.95%	-2.59%	-36.08%	-31.79%
全指能源	12.00%	14.26%	20.90%	-4.12%	31.04%	43.04%
全指材料	4.64%	-66.52%	27.14%	-2.80%	-42.18%	-37.54%
全指工业	3.28%	-0.33%	-46.36%	-3.62%	-50.31%	-47.03%
全指可选	5.13%	3.56%	-30.09%	-2.09%	-28.62%	-23.49%
全指消费	4.04%	18.84%	-61.15%	-4.44%	-46.74%	-42.70%
全指医药	3.05%	-25.96%	-22.16%	-0.86%	-48.98%	-45.92%
金融地产	8.30%	-20.86%	1.10%	-3.21%	-22.97%	-14.66%
全指信息	1.97%	-88.12%	41.35%	-2.17%	-48.94%	-46.97%
全指通信	3.26%	-8.98%	4.70%	-1.32%	-5.60%	-2.33%
全指公用	3.96%	44.47%	-34.49%	-7.70%	2.28%	6.24%

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

横向对比各拆分收益率，金融地产和能源行业的对数股息率最高，信息技术的对数股息率最低；公用事业、主要消费和能源行业的对数盈利变化项最高，信息技术、材料行业的对数盈利变化项最低，这 2 个行业和能源行业的对数估值变化项最高，主要消费、工业和公用事业行业的对数估值变化项最低；医药的残差项最高，公用事业的残差项最低。

在第 5 个子区间，中证全指的对数全收益率为 18.2%，其中对数估值变化为 19.1%，超过对数全收益率的涨幅，可以认为，这段时间区间，中证全指指数涨幅全部来自估值的提升。与之类似的行业较多，对数盈利变化为负且对数全收益率为正的材料、工业、医药、通信行业都是这种情况。另外，对数盈利变化略微为正的可选消费的对数估值变化项也类似，贡献占比高达 95.7%。

金融地产行业 and 信息技术行业的对数估值变化项的贡献占比分别高达 74.2% 和 60.4%，属于对数估值变化项占主导的行业。公用事业行业也算是估值变化项占主导的行业，不过是行业下跌主要来自于估值的下跌。

下跌的能源行业，则主要是来自盈利的下跌。主要消费行业的上涨也是主要来自对数盈利变化项，不过其对数估值变化项则显著为负。

横向对比各拆分收益率，能源和金融地产行业的对数股息率最高，信息技术的对数股息率最低；主要消费和信息技术行业的对数盈利变化项最高，工业行业的对数盈利变化项最低，工业和通信行业的对数估值变化项最高，主要消费和公用事业行业的对数估值变化项最低；主要消费的残差项最高，公用事业的残差项最低。

表9: 中证全指及各行业的拆分收益率比较 (2024.06 至 2024.12)

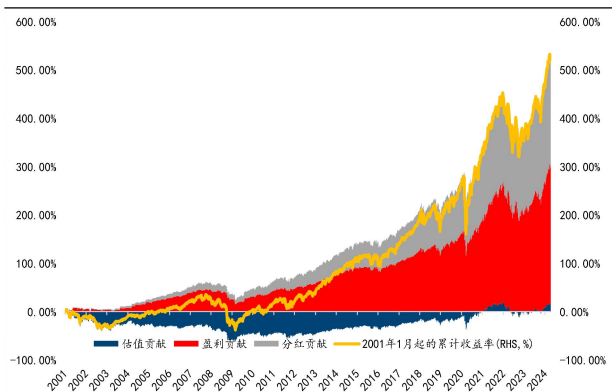
行业	对数股息率	对数盈利变化	对数估值变化	残差项	对数收益率	对数全收益
中证全指	1.54%	-2.14%	19.07%	-0.29%	16.65%	18.19%
全指能源	4.45%	-9.25%	0.99%	-0.09%	-8.35%	-3.90%
全指材料	0.98%	-8.12%	16.46%	-0.15%	8.20%	9.18%
全指工业	1.19%	-19.09%	35.93%	-0.20%	16.64%	17.82%
全指可选	1.30%	0.65%	17.05%	-1.18%	16.52%	17.83%
全指消费	1.62%	19.63%	-16.60%	1.47%	4.50%	6.12%
全指医药	1.01%	-6.50%	12.87%	0.15%	6.52%	7.54%
金融地产	3.62%	3.12%	18.72%	-0.23%	21.61%	25.23%
全指信息	0.33%	11.43%	17.72%	-0.15%	28.99%	29.32%
全指通信	1.09%	-2.78%	28.61%	-0.53%	25.30%	26.40%
全指公用	2.19%	7.33%	-9.26%	-1.82%	-3.75%	-1.56%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

6.1.2 各国股市长期收益率的简易式拆解

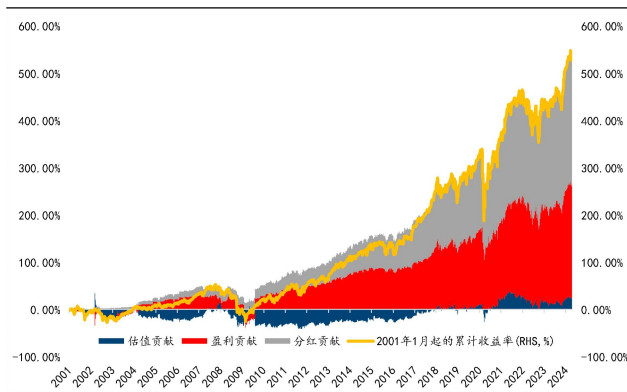
如果我们采用一种简化的方法对各国股市的长期驱动力进行拆分，将全收益率指数的累计涨跌幅减去对应价格指数的累计涨跌幅作为分红的贡献部分；然后计算期初和期末的指数估值，将区间内的估值变动作为估值的贡献；最后再将价格指数的累计涨跌幅减去估值变动作为盈利的贡献部分。美国标普 500 和道琼斯指数过去 25 年主要靠盈利贡献和分红贡献，SPX 的累计盈利高于道琼斯，道琼斯的分红贡献高于标准普尔 500 指数。纳斯达克与明晟印度则主要由盈利贡献，估值和分红贡献均较小，反应出具有成长性的股票盈利占主导。东证指数主要由盈利和分红贡献，胡志明 30 指数主要由盈利贡献，估值对收益的影响呈现出周期性的扰动，分红贡献高于明晟印度指数，主要原因是胡志明 30 指数中金融板块占比较大。

图95: SPX 长期驱动力表现



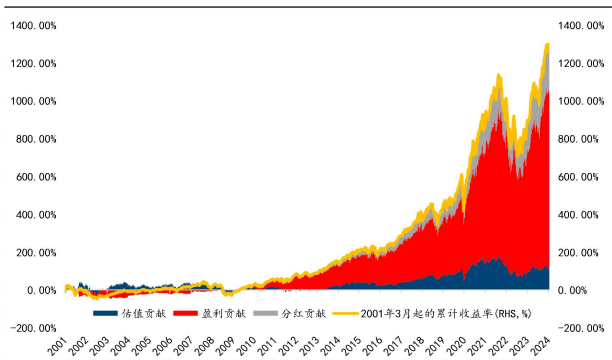
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图96: 道琼斯长期驱动力表现



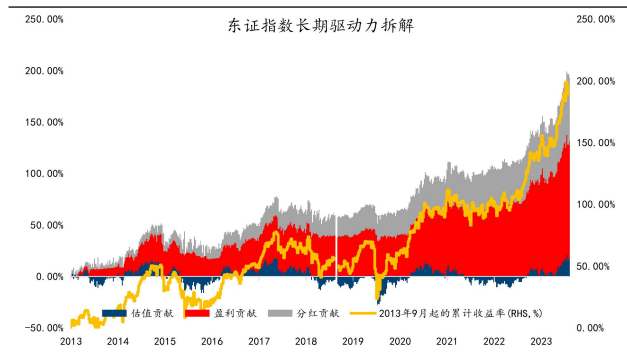
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图97: 纳斯达克 100 长期驱动力表现



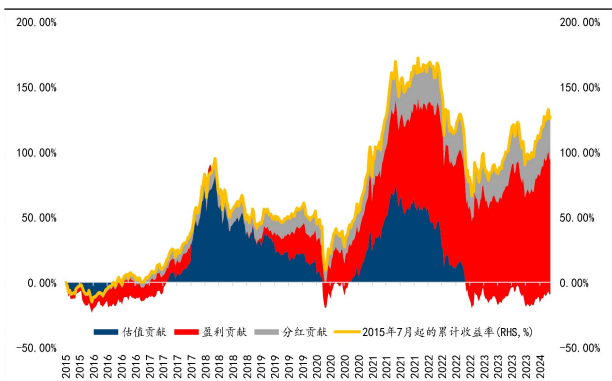
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图98: 东证指数长期驱动力表现



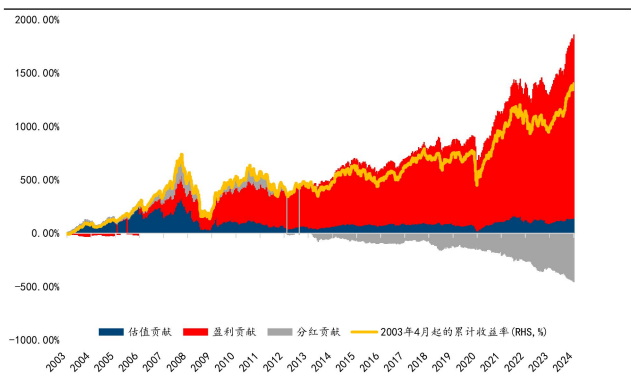
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图99: 胡志明 30 指数长期驱动力表现



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图100: 明晟印度长期驱动力表现

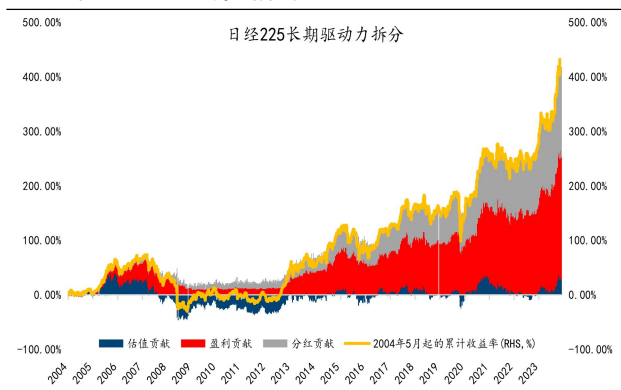


资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

对比日经 225 指数和沪深 300 指数, 发现短期估值是最重要的影响因素, 长期来看盈利和分红影响最大。2010 年后日本债基和货基的规模逐渐压缩, 一些配置型资金转向对于股票 ETF 的配置。2025 年年初, 10 年国债收益率多次突破 1.6%关

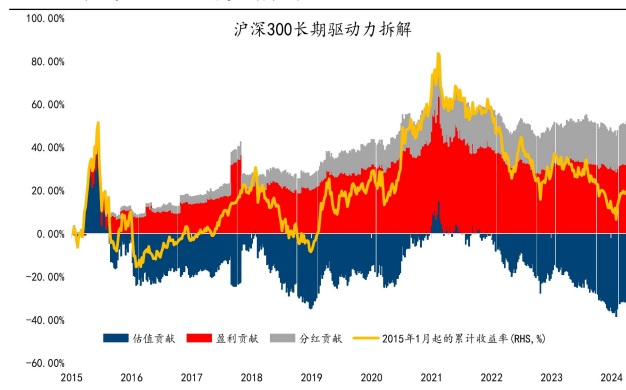
口，SFISF 的推出也标志着中国实质意义上具有“质化宽松”的可能性，A 股核心宽基 ETF 的长期稳定盈利能力和分红能力将吸引国内长期配置型资金。

图101: 日经 225 长期驱动力分析



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图102: 沪深 300 长期驱动力分析



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

6.1.3 中美股市长期收益率的“利率锚”式拆解

在简易版收益拆分中，估值的变动采用的是 PB 估值的变化，市净率指标反应净资产创造 EPS 的能力。由于这种方法中的盈利贡献是用价格指数的累计涨跌幅减去估值变动得到的，这里的盈利不是当期盈利，也不是过往的累计盈利，而是交易出来的“隐含长期盈利预期”。

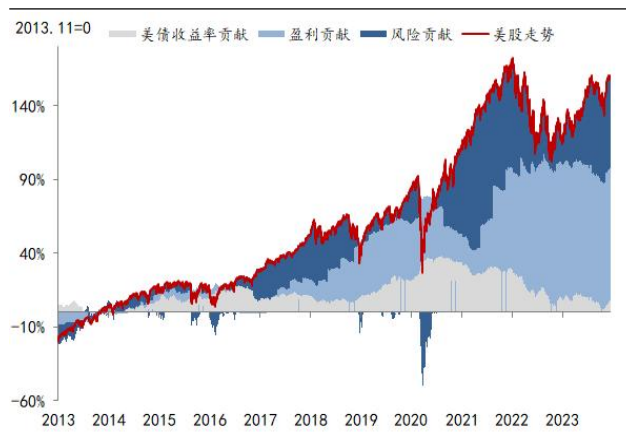
所以我们有必要再换一种收益的拆分思路，假设不考虑万得全 A 和美股的除权除息对于价格变化的影响。把股市的盈利更直接的拆解成分子端的盈利和分母端的估值，而无需去考虑公司的“盈利潜力”究竟是转换成了当期的盈利还是远期的“预期盈利”，也无需考虑“当期的盈利”究竟是分配给了股东还是当作留存收益来进一步的促进公司的长期增长。总之这里拆解出的盈利就是我们常说的“分子端”。在分母端，我们借鉴 ERP 拆解的思路将分母端的“估值”贡献拆解为无风险利率以及风险溢价，其中无风险利率借助和股票同久期同流动性的债券的收益率来衡量。

图103: 2009 年以来 A 股盈利拆解



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图104: 2013 年以来美股盈利拆解



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

拉长时间维度来看，盈利均是股市最重要的收益来源，而估值则取决于无风险利率和风险溢价。风险溢价的压平有赖于通过加强信息披露和投资者关系实现投资者的“预期管理”

6.2 ETF 可以用作满足某些特定需求的载体

ETF 可以用作产品填补空白。如加拿大股票约占全球股票市场的 5%，但跟踪热门的 MSCI EAFE 的 ETF 持仓中没有对于加拿大股票的持仓。这时加拿大主线的指数基金则可以填补此项空白。ETF 可以在 A 股市场，战投和大股东在股票锁定期内会面临巨大的行业风险暴露，这是可以通过卖空对应行业来减少行业风险暴露。ETF 也可以用来锁汇，如用来锁定美元兑欧元的汇率。

八、ETF 创新之路：丰富产品矩阵

7.1 主动型 ETF 问世

主动 ETF 结合了主动管理基金和 ETF 的双重优势，在采取主动投资策略为投资者争取超额收益的同时，融入了 ETF 产品的低费率、组合透明、交易便捷的优势，也意味着投资者可以借助 ETF 实现更多元的策略配置。机构数据显示，从 2013 年到 2024 年，全球主动型 ETF 的规模正以每年 50% 的速度增长，在 2024 年的最新规模已逼近 1 万亿美元。快速崭露头角的主动型 ETF，对全球 ETF 市场资金流入和头部资管机构的规模发展同样均做出了不容小觑的贡献⁷。

尽管主动管理型 ETF 发展较快，但在主动管理型基金领域，共同基金仍然是绝对的王者。截至 2024Q3，美国主动管理规模总计 14.7 万亿美元，其中主动管理型 ETF 0.9 万亿，主动管理型共同基金 13.8 万亿。原因在于，ETF 相比于共同基金存在一部分信息披露成本，且由于主动管理型产品持仓情况经常发生变化，导致其在基金发起和基金份额的申购赎回时摩擦成本更高。此外，美国养老金等机构投资者更加偏好共同基金。截至 2023 年底，美国养老金中 IRA 计划和固定缴款计划退休账户中的 49.4% 由共同基金管理，占权益共同基金规模超过 56.7%。

7.2 杠杆 ETF：两倍杠杆 ETF 的收益测算

2006 年，ProShares 公司推出了第一批杠杆 ETF 和反向 ETF，提供市场指数两倍或负两倍的日回报率。目前 A 股市场的杠杆 ETF 还处于探索阶段早期，投资者只能自己通过两融的渠道给被动投资加杠杆，目前，交易所对于质押比例的规定是 ETF 折算率不超过 90%。LOF 折算率不超过 80%。而在海外，杠杆 ETF、反向 ETF、策略 ETF、行业 ETF、宽基指数 ETF 百花齐放。此处对两倍杠杆水平的 ETF 收益进行测算。

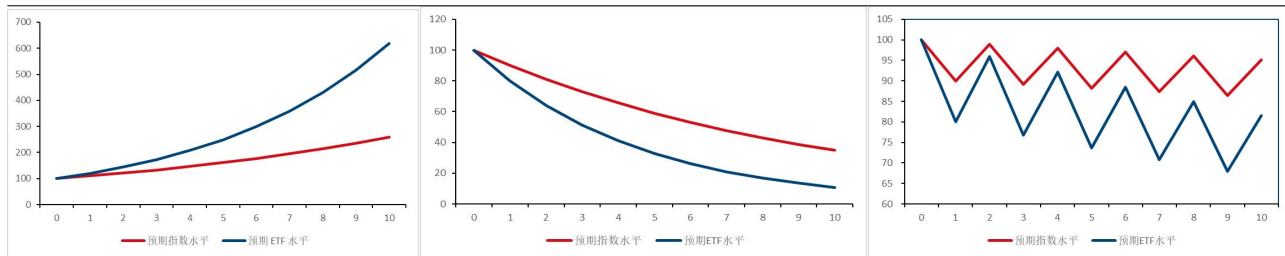
情形 1：若预期指数每天上涨 10%，则 10 天后指数收益率为 158%，杠杆 ETF 收益率为 519%。

情形 2：若预期指数每天下跌 10%，则 10 天后指数收益率为 -65%，杠杆 ETF 收益率为 -89%。

情形 3：若预期指数先下跌 10%，再上涨 10%，依次循环，则 10 天后指数收益率为 -5%，杠杆 ETF 收益率为 -8%。

⁷ 21 世纪经济报道记者，黎雨辰，2024-12-26

图105: 三种情形: 市场在 10 天内每天上涨 10% (左), 10 天内每天下跌 10% (中), 逐日上涨 10%, 再下跌 10% (右)



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

7.3 反向投资 ETF 的兴起和弊端

90 年代, 日股普遍表现不佳, 95 年反向投资 ETF 开始出现, 但事后回看, 在股市这种有长期分红且能长期跑赢通胀的市场反向做空并不是一个明智的选择。一个简单的逻辑在于既然股市的长期价值来源于其盈利和分红, 正向 ETF 具有配置价值, 那反向 ETF 整体上会有一个负 beta 的收益。反向 ETF 只能用来做为对冲手段, 而不能用来进行配置。

图106: 日本用债券和股指期货对冲股票回调的逆向投资策略



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图107: 1993 年到 2003 年日本各行业涨幅

行业	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	区间涨跌幅
精密仪器	10.00%	14.71%	16.76%	4.09%	-14.70%	6.31%	59.06%	-21.41%	-19.25%	2.05%	35.85%	94.62%
运输设备	13.91%	20.49%	-0.18%	24.59%	-7.27%	-15.23%	31.01%	-10.57%	-5.68%	-0.28%	20.40%	78.02%
医药	-4.54%	2.58%	3.37%	18.13%	0.53%	18.40%	2.26%	43.56%	-15.57%	-19.80%	1.72%	43.07%
电器	21.05%	17.04%	2.12%	1.91%	-3.50%	-6.18%	135.29%	-34.41%	-26.66%	-24.54%	23.31%	40.50%
信息和通信	301.27%	14.04%	-4.11%	-0.06%	-4.80%	-13.61%	251.90%	-55.23%	-29.98%	-18.67%	23.26%	29.54%
化工	0.16%	18.27%	2.50%	-8.36%	-20.12%	7.44%	10.98%	6.10%	-13.26%	-6.76%	20.20%	8.28%
航空	0.16%	22.91%	-11.30%	-18.45%	-40.07%	-3.49%	5.96%	13.03%	-2.81%	-0.17%	27.61%	6.23%
其他金融	32.16%	-2.36%	1.59%	2.61%	20.24%	-12.92%	21.11%	-27.37%	2.47%	-37.80%	25.81%	-0.65%
陆地运输	16.39%	3.46%	4.43%	-5.22%	-1.76%	-7.93%	-10.84%	8.32%	3.24%	-13.47%	4.43%	-2.87%
橡胶产品	3.20%	22.25%	0.08%	15.74%	6.72%	-8.31%	-14.47%	-41.88%	20.75%	6.24%	5.15%	-3.62%
保险	-2.62%	1.83%	2.24%	-17.95%	5.68%	-8.25%	-8.40%	9.20%	-9.45%	-13.35%	50.28%	-4.84%
证券和商品期货	28.44%	15.94%	7.12%	-30.22%	-36.59%	-31.69%	154.11%	-12.50%	-26.65%	-25.65%	58.54%	-7.23%
房地产	7.54%	3.75%	12.40%	-8.45%	-5.02%	-27.67%	-6.45%	25.95%	-14.59%	-17.21%	33.84%	-12.06%
批发贸易	10.87%	16.63%	-1.10%	-8.76%	-34.31%	-9.02%	181.07%	-53.85%	-22.54%	-15.05%	47.60%	-12.16%
零售	25.94%	3.69%	1.64%	-6.75%	-15.20%	8.71%	82.15%	-45.12%	-11.63%	-21.58%	8.76%	-14.01%
电力和燃气	18.89%	-12.39%	-0.29%	-7.12%	-11.32%	11.90%	-19.27%	9.18%	6.92%	-9.56%	4.86%	-14.44%
机械	-0.22%	30.22%	-2.24%	-6.22%	-27.20%	-7.91%	18.47%	-7.70%	-16.55%	-15.21%	37.84%	-14.81%
服务业	8.80%	8.80%	5.01%	1.12%	-20.77%	-11.23%	300.23%	-53.40%	-30.73%	-34.66%	14.47%	-19.73%
有色金属	17.22%	17.38%	-7.78%	0.27%	-20.61%	-23.17%	16.68%	50.44%	-48.94%	-22.61%	49.01%	-24.99%
玻璃和陶瓷制品	4.71%	11.72%	-2.08%	-7.05%	-40.34%	16.92%	-15.25%	52.22%	-34.04%	-17.60%	41.40%	-26.37%
其他产品	1.90%	-3.00%	8.52%	-2.06%	-0.66%	-17.01%	12.09%	-11.01%	10.63%	-32.47%	12.34%	-27.50%
造纸	-2.70%	26.86%	-5.19%	-22.60%	-26.32%	-1.63%	6.77%	7.86%	-17.03%	-7.80%	18.95%	-31.20%
食品	0.57%	-1.66%	-1.88%	-4.85%	-17.47%	14.61%	-11.81%	5.44%	-13.46%	-13.26%	12.51%	-31.36%
日用品	2.91%	13.24%	0.74%	-2.55%	-21.19%	-9.28%	36.77%	-27.19%	-23.53%	-18.63%	24.45%	-36.92%
钢铁	-3.22%	24.05%	-5.10%	-11.10%	-50.34%	-9.66%	-0.67%	-12.03%	-5.82%	-11.09%	84.16%	-38.66%
纺织服装	5.92%	19.06%	-4.52%	-5.92%	-34.95%	4.56%	-14.96%	3.48%	-8.73%	-21.65%	37.86%	-41.45%
金属制品	5.95%	-4.37%	-0.63%	-10.00%	-44.73%	10.63%	-13.11%	-4.75%	1.55%	-0.61%	24.26%	-42.48%
石油和煤炭	9.26%	1.58%	-7.79%	-8.57%	-49.66%	-4.25%	-7.26%	15.67%	6.10%	-2.94%	14.92%	-42.74%
仓库和海运	15.34%	1.11%	-4.45%	-12.04%	-38.47%	6.78%	-34.36%	18.55%	2.52%	-16.36%	32.80%	-42.87%
采矿	-0.75%	11.92%	-2.74%	-7.39%	-53.81%	-10.36%	-4.48%	-3.40%	-11.33%	-5.58%	24.58%	-59.15%
建筑	-0.74%	-1.86%	5.23%	-17.78%	-53.68%	17.67%	-20.30%	3.21%	-8.92%	-19.97%	29.03%	-52.94%
航空运输	5.89%	9.55%	-4.82%	-12.26%	-42.73%	-18.42%	-13.06%	48.81%	-32.69%	-24.42%	14.83%	-65.77%
农林牧渔	-5.17%	10.07%	-4.84%	-7.57%	-50.30%	-1.21%	-0.55%	-5.63%	-1.26%	-17.98%	-22.98%	-66.76%
银行	10.80%	2.72%	2.39%	-18.63%	-35.84%	-24.50%	31.10%	-19.59%	-40.02%	-24.90%	48.87%	-67.53%

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

7.4 SmartBeta 或成为 ETF 新的增长点

7.4.1 传统市值加权 ETF 存在编制“缺陷”

被动投资指的是指数化投资, 即完全复制某一指数从而获得某种意义上的平均收益, 指数的构造方式对于投资组合的收益率是有影响的。不同的指数采用不同的加权方式。

图108: 股票指数加权方式及代表性指数

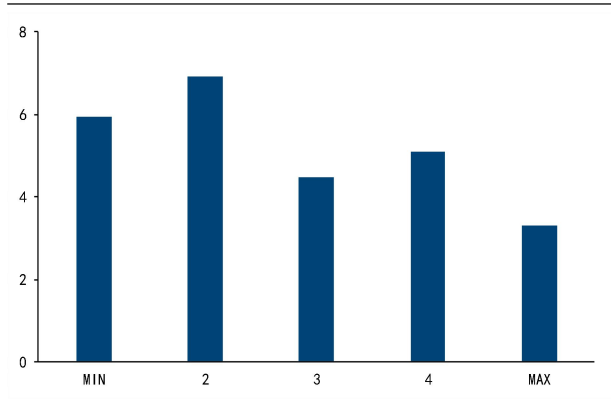
加权方法	权重	代表性指数
价格加权	$权重_i = \frac{价格_i}{所有成分股价格之和}$	道琼斯工业指数
等权重加权	各成分股权重相同	标普500等权指数
市值加权	总市值加权 $权重_i = \frac{总市值_i}{所有成分股总市值之和}$	上证指数
	自由流通市值加权 $权重_i = \frac{流通市值_i}{所有成分股流通市值之和}$	沪深300指数
因子加权	基于账面价值、营收、现金流、分红等设置权重	中证红利低波指数

资料来源: 万得, 中证指数, 彭博, 国信证券经济研究所整理

一种最受市场接受的指数构造方式是按照权重股的市值加权, 即大市值的公司权重更高, 反之亦然。这种构造方式下“总市值”即为指数的因子, 如果考虑到流通股和非流通股在流动性上的差异, 一种对于总市值加权改进的方法是利用自由流通市值加权。

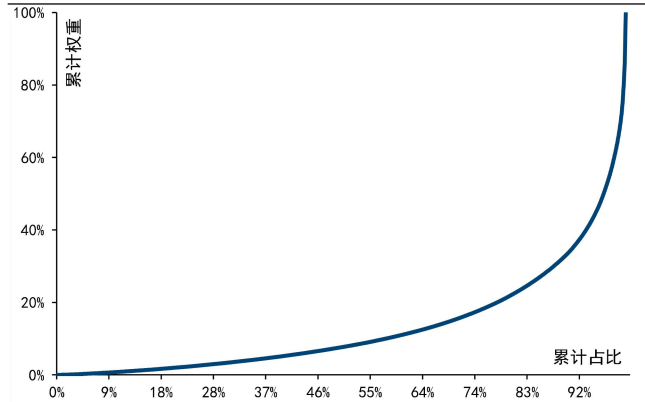
市值加权的理念在于市场的有效性, 采用市值加权的指数调整较少, 但市值加权的最大的问题在于“追涨杀跌”, 涨的越多的股票市值越大, 市值大的股票在指数中占比上升, 从而推动指数基金的进一步买入, 不符合价值投资的理念, 寒武纪纳入上证 50 引发舆情正是与此有关。

图109: 上证指数不同市值规模成份股 2023 涨跌幅 (%)



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图110: 上证成分股市值规模前 5% 的上市公司, 权重占比达 50%



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

7.4.2 等权法编制的指数收益更高

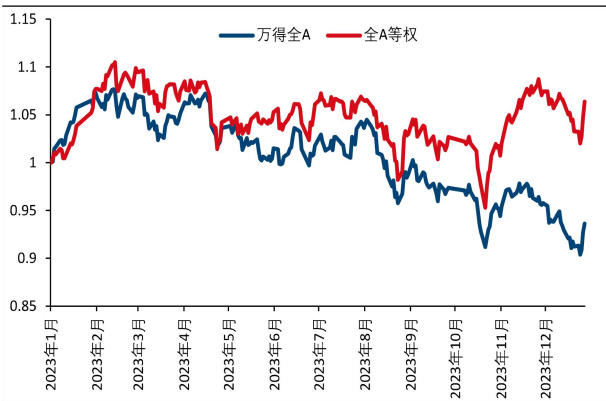
一种改进思路是借鉴道琼斯工业指数设立评选委员会。道琼斯的委员会由金融领域的专家组成, 他们根据一系列标准, 包括公司的市值、声誉、行业代表性和财务健康状况等, 来选择和定期评审指数的成分股。这个非量化的选股过程允许委员会灵活地应对市场变化, 确保指数能够反映美国股市的核心趋势。委员会的决策不受固定频率的约束, 可以根据市场发展和企业行为随时进行成分股的调整, 剔除中长期存在风险的个股, 以维持指数的准确性和代表性。这类方法的好处是可以剔除未来很长一段时间有瑕疵的权重票对宽基指数的拖累, 但坏处是面临评选委员会的道德风险。

另一种改进思路是采用等权法编制指数, 采用等权法编制指数与价值投资理念契合。同时, 采用等权重法编制指数有助于减少对单一资产或行业的依赖, 从而降

低投资组合的非系统性风险。值得注意的是，采用等权重方法进行个股配置并不是一个在所有情况下都占优的策略，等权重法只是平衡收益和风险的一种手段，通过等权重法获取更高收益是以承担风险的增加为代价，等权重法是一个有价值的投资工具，但实现的只是风险替换而非消除，相当于把表现低迷的重要标的拖累风险转置为中小成长板块分摊结果的风险。实践结果发现等权法编制指数的全 A 等权和 300 等权比按市值加权的万得全 A 和沪深 300 表现更好。

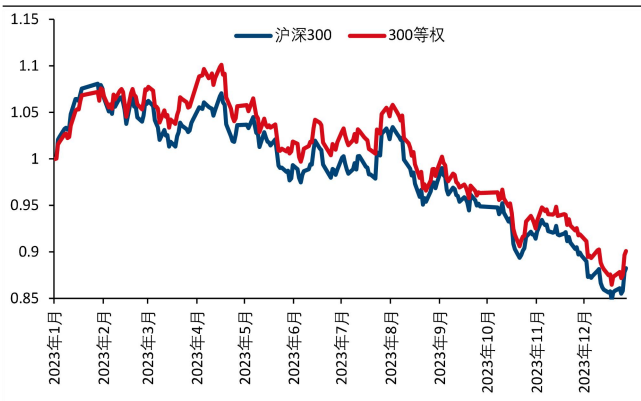
采用等权法编制指数，会在股票价格低迷时买入，在价格高涨时卖出，从而实现高抛低吸的投资策略，与价值投资理念高度契合。采用等权法编制指数能够更有效地捕捉市场中的投资机会，为投资者带来更为稳健的回报。2008 年至今，全 A 等权指数持续跑赢万得全 A 指数，超额收益更是达到了 197%。

图111: 万得全 A 及万得等权指数走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图112: 沪深 300 及 300 等权指数走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

在等权指数表现优于其他指数时期的市值风格具备趋同规律，即小盘风格表现普遍占优，同时，市场往往呈现出行业快速轮动的特点。在等权指数占优的阶段，市场资金更倾向于追逐那些具有高成长潜力的行业和公司，尤其是那些市值相对较小、但增长速度迅猛的中小型企业。

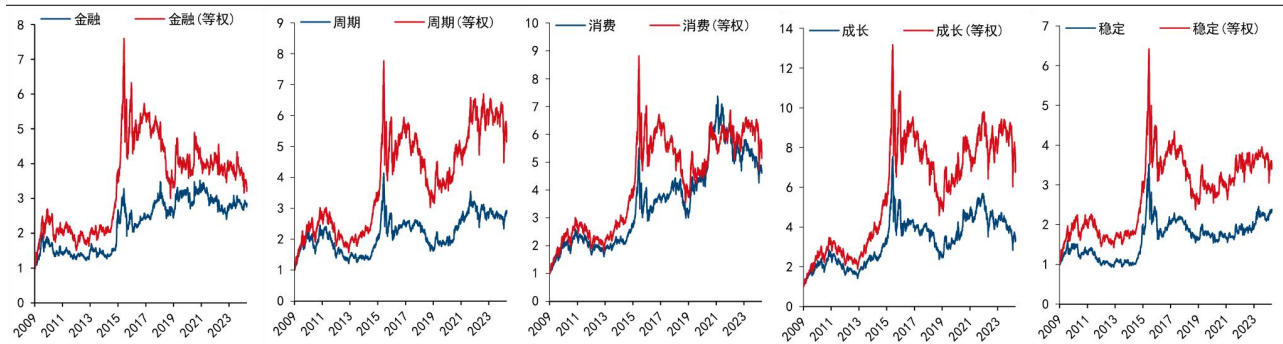
图113: 市场占优风格复盘

风格	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
大盘	-64.4%	91.8%	-15.9%	-22.9%	9.8%	-7.2%	53.5%	4.5%	-11.5%	25.0%	-24.5%	38.1%	32.4%	-2.7%	-21.3%	-12.4%
中盘	-61.9%	128.8%	13.3%	-33.1%	-1.2%	17.1%	36.4%	36.3%	-21.2%	3.6%	-32.4%	34.6%	25.5%	11.2%	-21.3%	-11.7%
小盘	-52.7%	128.1%	30.4%	-30.7%	0.3%	23.0%	37.2%	61.8%	-22.1%	-12.8%	-35.3%	24.1%	21.7%	24.6%	-20.2%	-4.1%
占优风格	小盘	中盘	小盘	大盘	大盘	小盘	大盘	小盘	大盘	大盘	大盘	大盘	大盘	小盘	小盘	小盘
等权占优	是	是	是	否	是	是	否	是	是	否	否	否	否	是	是	是

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

按风格划分，同样可以发现在金融、周期、消费、成长和稳定五种风格中，中信五大风格指数所对应的等权指数，长期以来同样实现了超越基准指数的优秀表现，并且具有显著的超额收益。

图114: 五大风格指数历史走势，等权指数具有明显超额收益



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

等权重指数化投资策略更加相信不同板块和个股之间存在周期性和轮动性，在行业轮动加速以及市场风格偏向中小盘时更容易获得超额收益。采用等权重法编制指数有助于减少对单一资产或行业的依赖，从而降低投资组合的非系统性风险。但是等权重并非绝对占优策略，以 SPX 指数为例，等权重法赋予了小盘股较大权重，同时整体风格也由成长风格向价值风格转变，2008 年至今，SPX 等权指数的累计收益率始终大于 SPX 指数的累计收益率，但是近一年来二者之间差值开始不断缩小，两者累计回报率趋同，同时，2008 年至今等权重指数仅在 50% 的时间里表现占优，并且在占优年份，等权指数夏普比率大部分情况下小于市值加权指数的夏普比率，说明通过等权指数获取更高收益是以损失风险收益回报比为代价。

图115: SPX 指数与 SPX 等权指数走势对比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图116: 等权占优时，其夏普比率相对较小

年份	标普500		500等权		等权占优
	收益率	夏普比率	收益率	夏普比率	
2008	-38.49%	-2.70	-40.99%	-2.48	✗
2009	23.45%	3.52	43.26%	4.03	✓
2010	12.78%	2.76	19.81%	3.22	✓
2011	0.00%	-0.35	-1.92%	-0.48	✗
2012	13.41%	3.68	15.27%	3.60	✓
2013	29.60%	3.89	33.62%	3.24	✓
2014	11.39%	2.34	12.35%	2.12	✓
2015	-0.73%	0.55	-4.11%	-0.20	✗
2016	9.54%	1.81	12.50%	1.56	✓
2017	19.42%	2.39	16.68%	2.01	✗
2018	-6.24%	-1.11	-9.43%	-1.35	✗
2019	28.88%	2.77	26.57%	2.62	✗
2020	16.26%	0.73	10.47%	0.42	✗
2021	26.89%	1.40	27.48%	1.32	✓
2022	-19.44%	-1.01	-13.11%	-0.74	✓
2023	24.23%	1.58	11.56%	1.05	✗

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

7.4.3 行业分层等权重法编制的指数进一步增厚沪深 300 收益

第三种改进思路是采用行业分层等权重法编制指数指导投资。等权重指数在实践中的应用也存在一些弊端，主要包括交易成本较高、流动性受限等，在实际投资中，可能导致风险集中、管理难度增加、对小市值股票价格影响较大以及再平衡可能导致逆市场趋势操作的风险，这些因素都可能对投资组合的整体收益产生负面影响，事实亦是如此，目前大部分等权 ETF 产品均未能跑赢对应的普通 ETF 产

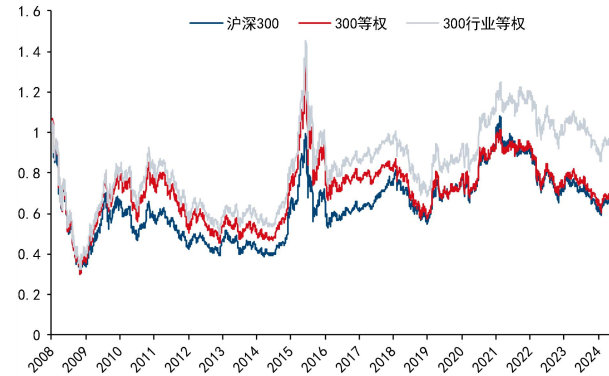
品。为了克服这些问题，行业分层等权重法提供了一种改进方案，通过权重设置，行业分层等权重法可以使不同行业间实现等权重，以反映行业分层等权的市场表现。这种方法不仅具备等权指数的优势，而且通过减少调仓频率，有效降低了交易成本。同时，行业分层等权重法还能够一定程度上缓解因个股权重调整带来的流动性压力，从而为投资者提供一个更为稳健和成本效益较高的投资选择。

图117: 沪深 300ETF 与沪深 300 等权 ETF 净值走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图118: 沪深 300 行业分层等权重指数走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

7.4.4 自由现金流 ETF 问世丰富 SmartBeta 武器库

(1) SmartBeta 策略分类

SmartBeta 策略，即利用市值因子以外的其他因子构造一种新的指数，并对这一指数进行紧密跟踪。一般意义上来讲，SmartBeta 有 7 个最重要的因子，分别为价值、成长、动量、质量、红利、低波、ESG。

图119: SmartBeta 因子关注指标

SmartBeta 因子	关注指标
价值因子	股息收益率、每股净资产与价格比率、每股净现金流与价格比率、每股收益与价格比率。
成长因子	主营业务收入增长率、净利润增长率、内部增长率
动量因子	过去一年的价格收益率除以过去一年周收益波动率
质量因子	ROE、净利润、盈利质量、财务杠杆
红利因子	现金股息率，分红稳定程度
低波因子	过去一年日收益率的波动率
ESG 因子	上市公司的 ESG 得分

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

(2) 美国现金流 ETF 进攻性不足，防守性较好

自由现金流可以分为公司口径 (FCFF) 和股权口径 (FCFE)，实践中一般采用股权口径，根据国信证券海外组 2024 年 10 月 29 日发布的《港股选股策略研究 通过 FCFE 模型识别权重股投资机会》，股东自由现金流法 (FCFE) 和公司自由现金流法 (FCFF) 的差异与具体运算如下：

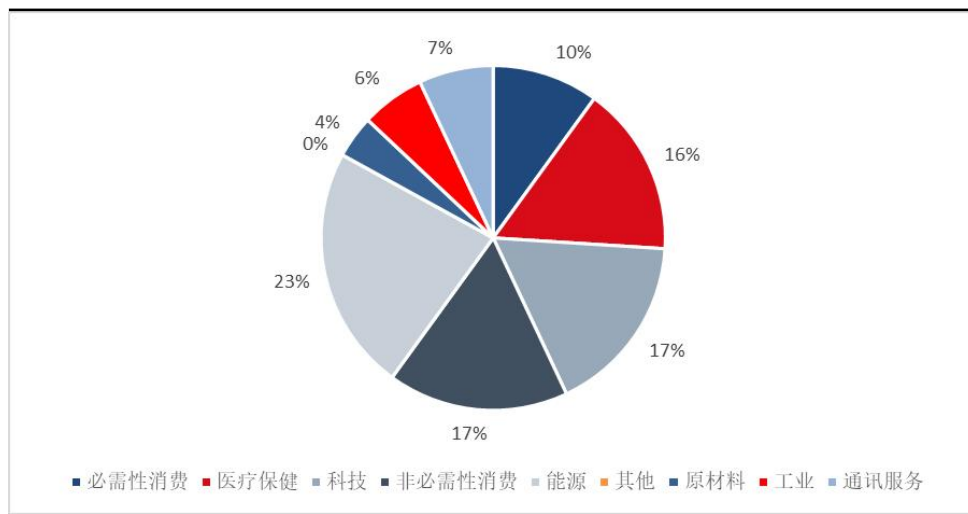
表10: 自由现金流估值法 (FCF) 的运算步骤

步骤	股东自由现金流法 (FCFE)	公司自由现金流法 (FCFF)
步骤一: 计算现金流	$FCFE = \text{经营性现金流} - \text{资本开支} + \text{净债务募资}$	$FCFF = \text{经营性现金流} + \text{利息支出} \times (1 - \text{税率}) - \text{资本开支}$
步骤二: 计算折现率	权益成本 (COE) = 无风险收益率 + 市场风险溢价 \times 个股 beta	加权平均资本成本 (WACC) = 债务资本占比 \times 边际债务成本 \times (1 - 税率) + 权益资本占比 \times 权益成本
步骤三: 计算目标价	权益价值 = 未来 FCFE 以 COE 折现 目标股价 = 权益价值 / 股本数	公司价值 = 未来 FCFF 以 WACC 折现 权益价值 = 公司价值 - 债务价值 + 账面现金 目标股价 = 权益价值 / 股本数

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

自由现金流反映了公司盈利能力和经营效率,体现了公司持续创造流动性的能力。公司在满足生存发展需求后的剩余资金,可用于分红或未来生产经营。充足的自由现金流为稳健高额分红提供保障,带来稳定的股息收益。同时,充足的资金也可以支持公司扩展营收,并增强在市场波动中的抗风险能力。相比市场传统关注的 EPS,自由现金流更注重企业盈利的质量,最后可以内化成为分红或公司留存收,更加符合投资者对“现金奶牛”类资产的青睐,2016年推出的美国现金牛 100 ETF (Pacer US Cash Cows 100 ETF, COWZ) 就是典型的代表产品,自由现金流 ETF 较红利 ETF 从业绩来看甚至更胜一筹。

图120: 美国现金牛 100 ETF 行业分布



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理, 截至 2024 年 12 月 31 日

美国现金牛 100 ETF 中能源占比 23%, 科技占比 17%, 医疗保健占比 16%, 可选消费和必选消费合计占比 27%。现金流 ETF 与成长股的相关性较低,使其成为应对可能出现的科技股泡沫的良好对冲标的。

图121: 美国现金牛 100ETF 与红利类资产和美国大盘指数的年度收益对比

年份	SPDR标普500指数ETF	InvescoQQQ纳斯达克100ETF	Vanguard价值股ETF	Vanguard递增股利ETF	Pacer美国现金牛100ETF	相对标普500的超额收益
2016	-0.67%	-0.94%	-1.26%	-1.45%	-1.72%	-1.05%
2017	19.38%	31.47%	14.31%	19.78%	17.74%	-1.64%
2018	-6.35%	-0.96%	-7.87%	-4.00%	-11.41%	-5.06%
2019	28.79%	37.83%	22.36%	27.27%	20.89%	-7.90%
2020	16.16%	47.57%	-0.74%	13.24%	8.01%	-8.15%
2021	27.04%	26.81%	23.66%	21.66%	40.32%	13.28%
2022	-19.48%	-33.07%	-4.58%	-11.59%	-1.78%	-17.70%
2023	24.29%	53.79%	6.50%	12.22%	12.41%	-11.85%
2024	23.30%	24.84%	13.24%	14.92%	8.64%	-14.66%

资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

(3) 中国现金流 ETF 攻守兼备

2025年1月10日, 国内首批两只自由现金流ETF正式获批, 分别为华夏国证自由现金流ETF和国泰富时中国A股自由现金流聚焦ETF。这两只产品的问世进一步的丰富了Smart Beta工具箱。

国内自由现金流指数产品来自三家指数编制机构, 分别为国证指数、中证指数和富时罗素。国证自由现金流指数和中证全指自由现金流指数都是在一定的样本空间内按照自由现金流率筛选出前100的样本, 并根据FCFE进行加权得到, 而富时中国A股自由现金流聚焦指数则是对自由现金流因子、估值因子、股息率因子和收入因子按照40%、20%、20%、20%的权重进行加权后得到的前50名样本股, 并按照自由流通市值进行加权得到。

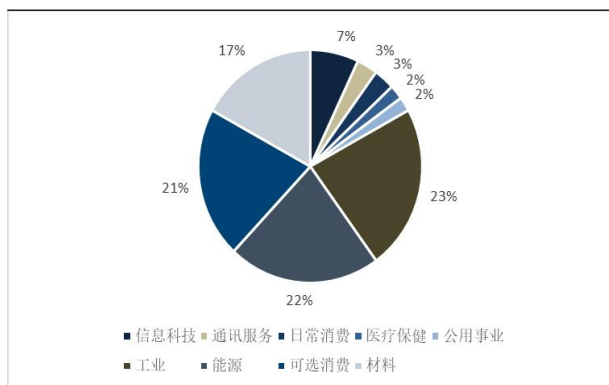
图122: 主要自由现金流指数编制方案对比

指数名称	国证自由现金流指数	中证全指自由现金流指数	富时中国A股自由现金流聚焦指数
简称	自由现金流	中证现金流	/
指数代码	980092.CNI	932365.CSI	FCFQCD.FI
基日	2012/12/31	2013/12/31	2013/12/31
发布日期	2012/12/28	2024/12/11	2024/7/29
跟踪产品	华夏国证自由现金流ETF (已获批)	暂无	国泰富时中国A股自由现金流聚焦ETF (已获批)
样本空间	深沪北交易所上市A股和红利企业发行的存托凭证	中证全指	富时中国A股自由流通指数
可投资性筛选	过去半年日均成交金额排名前位于样本空间前80%	过去一年日均成交金额排名前位于样本空间前80%	过去一年日均成交金额排名前位于样本空间前80%
特选样本	1) 国证行业分类标准下, 不属于金融或房地产行业; 2) 近12个季度ROE稳定性排名前90%; 3) 近一年自由现金流、企业价值和近三年经营活动现金流量均为正; 4) 近一年经营活动现金流量占营业利润比例排名前70%的证券;	1) 中证一级行业分类下, 不属于金融或地产行业; 2) 自由现金流和企业价值均为正, 其中自由现金流=过去一年经营活动的现金流量净额-过去一年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金, 企业价值=公司总市值+总负债-货币资金; 3) 连续5年经营活动产生的现金流量净额为正; 4) 盈利质量由高到低排名位于样本空间前80%, 其中盈利质量=(过去一年经营活动产生的现金流量净额-过去一年营业利润)/总资产;	1) 质量因子排名前80% 2) 预期收益增长和预期销售增长均为正 3) 年化波动率排名后50%
排序指标	近一年自由现金流率从高到低排序, 自由现金流率 = 自由现金流/企业价值	近一年自由现金流率从高到低排序, 自由现金流率 = 自由现金流/企业价值	因子加权排序, 因子及权重分别为: 1) 自由现金流/总市值, 权重40%; 2) 账面价值/总市值, 权重20%; 3) 股息收益率, 权重20%; 4) 净收入/总市值, 权重20%四个因子均采用过去12个月指标, 指数移动加权平均、Z-score横截面归一化处理
样本数量	100	100	50
加权方式	自由现金流加权	自由现金流加权	自由流通市值加权
调样规则	季度调仓, 每年3月、6月、9月和12月	季度调仓, 每年3月、6月、9月和12月	半年调仓, 每年3月、9月
权重上限	0.1	0.1	0.05

资料来源: 万得, 中证指数, 国信证券经济研究所整理

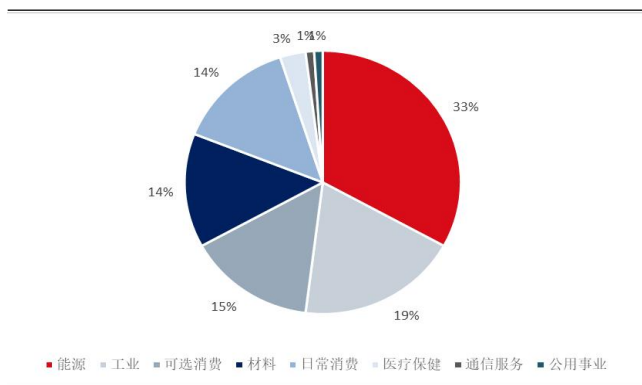
国证自由现金流指数与中证全指自由现金流指数虽编制方式不同, 但权重主要集中在能源、工业、可选消费、材料四大板块, 其中能源板块权重较高。国证指数中, 四大板块权重均约20%; 中证指数中, 能源权重超30%。与美国市场“现金奶牛”指数相比, A股相关指数在信息技术、医疗保健等行业的权重明显偏低。

图123: 国证自由现金流指数行业权重分布



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理, 截至 2024 年 12 月 31 日

图124: 中证全指自由现金流指数行业权重分布



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理, 截至 2024 年 12 月 31 日

(4) 中美现金流 ETF 相对宽基表现分化根源在于国内科技股盈利提升空间充足

中国现金流 ETF 长期占优, 美国却没有表现出类似的情况, 核心原因在于中美科技股的盈利能力存在差异。本文在标普 500 成份股中选出了 100 家市值最大的美国科技股, 其总市值占比 56.3%。在这 100 家美国科技股中, 信息技术、可选消费、医疗保健和工业行业的市值占比分别为 65.8%、11.3%、16.9%、6.1%, 医疗保健行业占比明显高于可选消费, 这主要是因为医疗保健行业中的科技股占比更高的缘故。参考美国科技股的筛选方法, 在成份股数量同样是 500 的中证 A500 指数成份股中筛选中国科技股, 行业同样锁定在信息技术、可选消费、医疗保健和工业行业中。在这 100 家中国科技股中, 信息技术、可选消费、医疗保健和工业行业的市值占比分别为 47.3%、9.2%、18.2%、25.3%。与美国相比, 中国科技股中信息技术行业的市值占比明显低于美国, 但工业行业的市值占比则明显高于美国, 中美科技股中可选消费、医疗保健行业的市值占比相差不大。

截至 2024 年 8 月末, 标普 500 成份股最近 1 年的整体 ROE 为 18.2%, 其中前 100 家市值最大的美国科技股的整体 ROE 为 25.8%, 明显高于其他成份股的整体 ROE。

而中国中证 A500 成份股最近 1 年的整体 ROE 为 9.7%, 其中 100 家市值最大的中国科技股的整体 ROE 为 10.3%, 略高于其他成份股的整体 ROE (9.6%)。

采用 A 股股本加权来计算 ROE, 结论与总股本加权的算法差异很小, 不影响结论。

图125: 中美科技股盈利能力的现状比较

	整体ROE			平均ROE	
	美国	中国	中国	美国	中国
	总股本加权		A股股本加权		
科技	0.26	0.10	0.10	0.22	0.11
其他	0.15	0.10	0.09	0.16	0.08
整体	18.20%	9.70%	9.50%	17.20%	8.80%

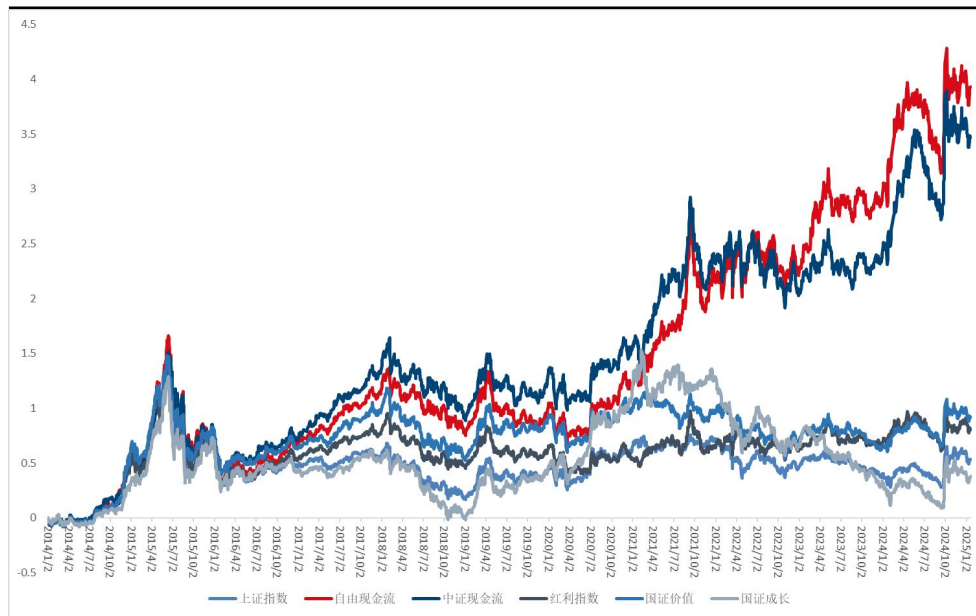
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

从目前中美科技股的现状对比来看, 相对于其他股盈利能力之间的差距, 中国大型科技股盈利能力与美国大型科技股的差距要更加明显。美国大型科技股的盈利和净资产规模在标普 500 成份股的占比已经高达 3-4 成, 而中国大型科技股的盈利和净资产规模在中证 A500 成份股的占比还不足 1 成, 远低于美国科技股。

从 2014 年至今, 国证自由现金流指数和中证全指自由现金流指数累计涨幅明显超

过市场宽基指数。过去 10 年，国证成长指数、国证价值指数、红利指数分别取得累计 38%、92%、81%的收益，均小幅超越上证指数同期累计 53%的收益，而国证自由现金流指数和中证全指自由现金流指数累计收益更是分别达到了 393%和 347%。

图126: 自由现金流指数、宽基指数、成长指数、价值指数、红利指数累计收益率



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

不同于美国市场过去 10 年现金奶牛资产未能跑赢标普 500 的情况，中国现金奶牛类资产长期累计占优。美国标普 500 的长期收益是由小部分成长型股票驱动的，而中国上证指数的长期收益主要来源于分红贡献，造成了美国现金奶牛类资产以防守为主而中国现金流资产兼具防守和进攻。

ETF of ETFs 为投资者提供一站式解决方案。在 ETF 发展的 1.0 时代，传统市值宽基、行业指数 ETF 跑马圈地。目前，单纯的市值宽基 ETF、行业 ETF 已经无法满足投资者一揽子投资需求，参考美国市场的 ETF of ETFs，中证指数发布中证红利股债配置系列指数，为投资者提供一揽子资产配置策略。

7.5 布局新质生产力：科创 ETF 的产品扩容

科创板自 2019 年 7 月开市以来，整体运行平稳，充分发挥科创板改革“试验田”功能，持续打造培育新质生产力的“主阵地”。截至 2024 年底，科创板上市公司数量已达 581 家，总市值规模超 6.34 万亿元。随着上市公司数量稳步提升，投资者对表征科创板上市公司整体运行情况的指数需求与日俱增，在此背景下，上海证券交易所和中证指数有限公司研究推出上证科创板综合指数，为科创板市场提供更丰富、更全面的表征工具⁸。

科创综指是科创板的重要核心指数，与科创 50 各有侧重、互为补充，从不同角度表征科创板运行情况。从指数定位看，科创综指定位于综合指数，市值覆盖度接近 97%，主要发挥对科创板市场整体表征功能，兼具一定的投资功能；而科创 50 指数定位于成份指数，从科创板选取代表性证券，市值覆盖度 45%，主要发挥投资功能。从市值分布来看，科创综指覆盖大、中、小盘证券，样本市值平均数和中位数分别为 113 亿元和 51 亿元，与科创板全市场基本一致；而科创 50 指数主

⁸ 《科创综指 ETF 产品上报潮涌，科创板投资新机遇来临》，界面新闻，2025-01-14

要为科创板大市值证券，市值平均数和中位数分别为 674 亿元、370 亿元。从行业分布来看，科创综指的行业分布较为均衡，半导体、电力设备、机械制造和医药等行业占比较高；而科创 50 指数行业分布更为聚焦，半导体行业权重占比达 62%⁹。

按照科创综合指数样本中 500 余家上市公司，2020-2024 年各年度总成交金额分别为 6.53、10.4、11.9、15.6、16.5 万亿元，呈现出稳步上升趋势。年内日均成交额分别为 558、635、621、693、684 亿元，近四年日均维持在 600 亿元以上。

图127: 科创综合指数关键信息全景图



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

科创成长指数相对中小成长指数权重更为集中，科创 100 是科创成长指数中最均衡配置的品种。我们以科创 100、科创 50、双创 50 作为科创成长代表性指数，以中证 2000、国证 2000 作为中小成长的代表性指数。从两者的对比上看，科创成长指数权重排名前 15 的二级行业占比总和接近或超过 90%，而中证 2000、国证 2000 指数权重排名前 15 的二级行业权重占比总和仅在 50% 以下。科创成长类指数权重分布更为集中，在成长风格相对占优时更适合做一篮子配置。科创综指相对科创 50，在半导体的布局敞口相对降低，避免风险集中暴露在特定行业里。

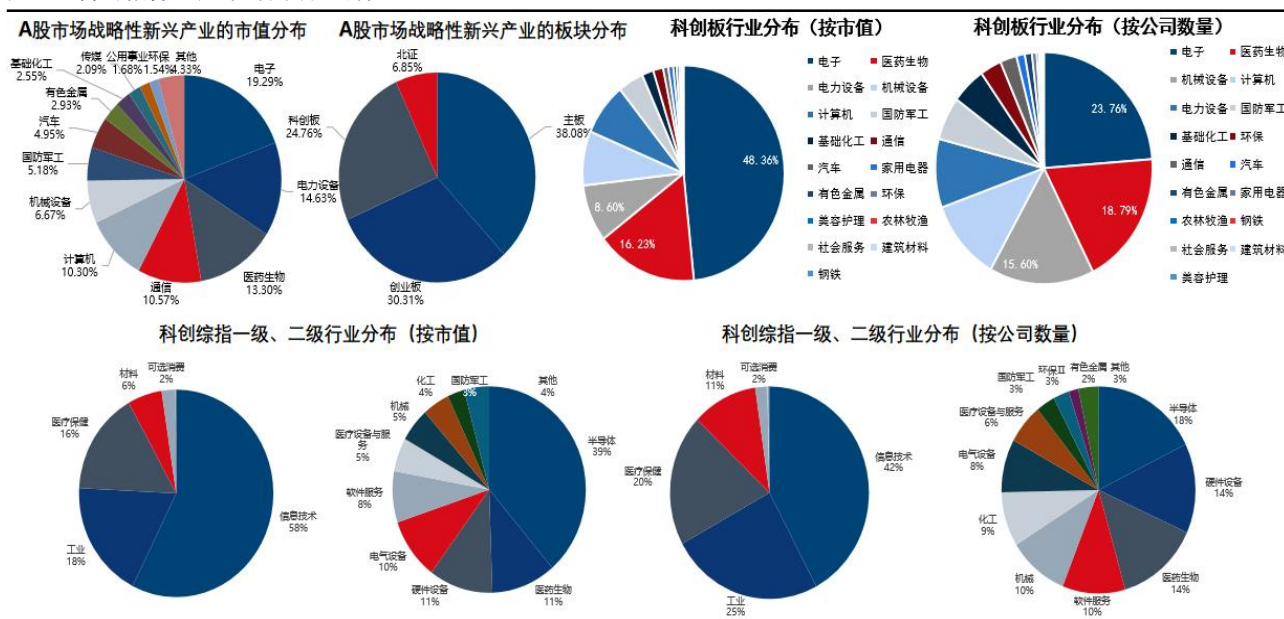
⁹ 《上证科创板综合指数 1 月 20 日发布》，深圳商报，2025-01-19

图128: 科创/中小成长类指数权重对比

排 名	科创综指		科创50		科创100		双创50		中证2000		国证2000	
	二级行业	权重	二级行业	权重	二级行业	权重	二级行业	权重	二级行业	权重	二级行业	权重
1	半导体	38.68	半导体	61.56	半导体	27.99	半导体	33.46	通用设备	5.58	软件开发	4.55
2	医药生物	10.79	医疗器械	6.43	生物制品	8.10	电池	13.97	汽车零部件	5.56	半导体	4.48
3	硬件设备	10.72	光伏设备	5.94	医疗器械	7.82	通信设备	9.70	专用设备	3.80	汽车零部件	4.02
4	电气设备	9.66	软件开发	5.23	电池	7.24	医疗器械	9.38	软件开发	3.79	化学制药	3.83
5	软件服务	8.01	消费电子	3.08	IT服务II	6.09	光伏设备	9.05	IT服务II	3.18	通用设备	3.60
6	医疗设备与服务	5.30	航空装备II	2.50	化学制药	5.89	自动化设备	6.30	电网设备	3.06	IT服务II	3.35
7	机械	5.29	小家电	2.30	光伏设备	5.41	软件开发	3.70	化学制药	2.94	通信设备	2.74
8	化工	4.52	自动化设备	2.23	通信设备	4.37	消费电子	3.48	化学制品	2.77	专用设备	2.74
9	国防军工	2.84	轨交设备II	2.04	电子化学品II	3.74	医疗服务	2.20	消费电子	2.63	化学制品	2.38
10	家电II	1.60	摩托车及其他	1.69	军工电子II	3.63	元件	2.07	光学光电子	2.61	光学光电子	2.37
11	有色金属	1.02	计算机设备	1.47	软件开发	3.28	通信服务	1.43	通信设备	2.46	消费电子	2.36
12	汽车与零配件	0.65	化学制药	1.09	自动化设备	2.31	小家电	1.30	自动化设备	2.46	电池	2.35
13	环保II	0.44	生物制品	1.04	专用设备	2.07	生物制品	1.26	半导体	2.04	医疗器械	2.31
14	企业服务	0.13	化学制品	0.80	电网设备	2.00	轨交设备II	1.15	计算机设备	2.02	电网设备	2.21
15	建材II	0.11	医疗美容	0.70	通用设备	1.73	计算机设备	0.64	医疗器械	1.86	自动化设备	1.99
总计				98.1		91.7		99.1		46.8		45.3

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图129: 科创板行业分布的高成长属性



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

A股市场战略性新兴产业总市值达到36万亿元。截至2024年底, 战略性新兴产业相关上市公司的数量超过2070家, 占A股上市公司数量的比例为39%; 总市值达到36万亿元, 占整个A股总市值的比例为38%。从具体行业分布来看, 上市公司数量最多的六大行业是医药生物、电子、计算机、机械设备、电力设备、基础化工, 大部分属于新质生产力相关领域。从板块分布来看, 目前战略性新兴产业相关上市公司主要分布在主板、创业板、科创板。其中, 创业板占比为30%, 科创板占比为25%, 北证占比7%, 三者合计占比高达62%。

科创板综指的行业分布:按照市值分布, 截至2024年底, 科创综指中一级行业主要分布在信息技术(58%)、工业(18%)、医疗保健(16%)、材料(6%)和可选

消费（2%），二级行业主要分布在半导体（39%）、医药生物（11%）、硬件设备（11%）、电气设备（10%）、软件服务（8%）；按照公司数量分布一级行业主要分布在信息技术（42%）、工业（25%）、医疗保健（20%）、材料（11%）、可选消费（2%），二级行业主要分布在半导体（18%）、硬件设备（14%）、医药生物（14%）、软件服务（10%）、机械（10%）。

图130: 科创综合指数涨跌幅、波动率和最大回撤分析



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

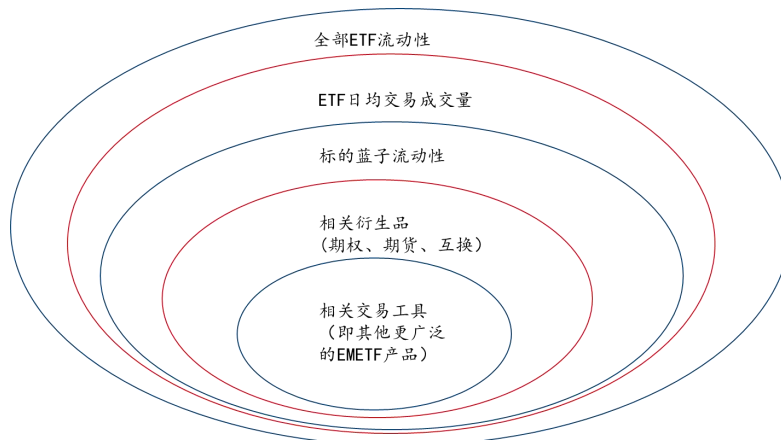
截至 2025 年 1 月中旬，从收益率的角度看，科创综指近一月、近三月、近六月、近一年收益率分别为-7.73%、-3.13%、28.21%、6.61%，跑输科创 50 但跑赢科创 100 和科创 200。波动率方面，近一个月和一年以上维度看，科创综指整体波动率略大于科创 50，但小于科创 100、科创 200；近三个月、近六个月科创综指日波动率最低；最大回撤方面，科创综指近一个月、近三个月、近六个月、近一年、近三年、近五年最大回撤分别为 11.58%、15.29%、16.11%、25.63%、51.47%、57.93%，其中近一年及更短的维度回撤大于科创 50，但小于科创 100、科创 200；一年以上的维度科创综指回撤控制在各科创指数中表现最好。

九、ETF 再审慎：ETF 真的完美无缺吗

8.1 ETF 流动性构成

ETF 的流动性是指其在市场上的交易活跃度和投资者买卖的便捷程度，它受整个市场环境、单个 ETF 的日均成交量、标的资产的流通性以及相关衍生品和更广泛 ETP 产品的存在共同影响，一个高流动性的 ETF 能够确保投资者在较低的交易成本下快速执行交易，有效管理投资组合。

图131: ETF 的流动性组成概览



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

ETF 的全称是交易型开放式指数基金, 顾名思义, 交易型指的是可以在二级市场场内进行交易, 开放式指的是可以在一级市场进行申购和赎回, 其份额在存续期内是发生变化的, 顾名思义, 其流动性也是由这两部分构成。国内 ETF 如沪深 300、上证 50 等折溢价率在多数时间以 0 为均值窄幅波动, 说明在一级市场进行申购和赎回与二级市场进行买入卖出的价格是十分接近的, 套利机制使得国内 ETF 折溢价率维持在一个合理水平, 这种“公平”的交易机制提高了投资者的参与度, 投资者的参与使换手率不会过分的低, 从而为市场提供了必要的流动性。然而值得注意的是, 在交易型开放式指数基金的申购和赎回时, 如果遇到某些成分股因为停牌、达到涨跌停板限制或其他市场原因无法直接用实物股票进行交换时, 投资者可以采用现金替代的方式处理这些特定股票。即, 在申购或赎回 ETF 份额时, 使用现金来代替那些暂时不可获得的股票。基金管理人收到这笔替代现金后, 并不会立即完成整个 ETF 篮子的构建, 而是会在后续的交易日里, 利用收到的现金按照既定策略购入相应的成分股, 这个过程被称为补券。通过补券, 基金管理人确保 ETF 的投资组合能够准确反映其追踪的指数构成, 同时维持基金的正常运作和净值计算。ETF 的补券操作实际上将某些市场波动带来的风险转移给了基金管理公司。例如, 当某只成分股连续涨停时, 基金公司可能无法立即使用投资者提供的现金以合理的价格购入该股票。如果在涨停解除后, 股价已经上涨到更高的水平, 那么基金公司将不得不以较高的价格买入这只股票。

8.2 ETF 相比共同基金费率更低、税收更加优惠、交易更灵活

海外成熟市场的经验显示, ETF 相比于指数基金更加灵活。ETF 支持在盘中买入, 而不像共同基金那样只能在每日收盘计算出基金净值 (NAV) 时才能一次性买入卖出。更灵活的交易方式意味着投资者可以避免股市在单日上涨时的踏空以及在股市遭受系统性风险时过晚的卖出而“被踩踏”。

ETF 税收更加优惠。ETF 仅在卖出所持有的基金份额时缴纳资本利得税。而共同基金分配的股息和资本利得要在分配年度纳税。ETF 客观上形成了一种税收递延。

ETF 透明性强。投资者可以随时看到开放式指数基金的持仓情况, 而共同基金则仅在每年年报和半年报中披露两次。

此外, ETF 在进行融资融券业务时, 充抵保证金的折算率相对股票较高, 目前, ETF 折算率不超过 90%。LOF 折算率不超过 80%。SFISF 目前没有对 ETF 和 LOF 的

折算率进行细化。

此外，相比共同基金，ETF 允许日内交易及卖空，天然吸引一些偏好交易的资金，但过度的频繁交易会增加买卖过程中的佣金，进而降低长期组合的收益。此外，ETF 和股票类似，既可以挂市价，也可以挂限价单，还可以设置止损单，更好帮助投资者控制风险。

图132: 美国共同基金和 ETF 合约规定

	共同基金	ETF
交易地点	场外交易	证券交易所交易
交易时间	美国东部时间16:00之前提交订单，18:00执行订单	美国东部时间9:30-16:00以及延长交易时间内
交易价格	每日确定一次，一般根据收市后价格执行	日内定价
最低投资额	大多数要求最低初始投资额为500美元或更多，而有些则没有最低限额	零股交易，价格通常为1美元或5美元
是否允许卖空	不允许	允许
是否允许限价单和止损单	不允许	允许
成本	可能会收取销售费、短期赎回费和短期交易费	不收取销售费，但一些经纪公司可能会收取买卖佣金

资料来源：理查德·A·费里，《ETF 宝典：ETF 知识全揭秘》[M]. 上海财经大学出版社, 2021, 国信证券经济研究所整理

然而，成熟市场如美国，共同基金的存在仍然具有合理性和必然性，部分共同基金无需像 ETF 那样在买卖时缴纳佣金。比如，采用平均成本投资法可以降低投资者的持仓成本，但对于 ETF 来说，采用定投模式投资的交易成本远高于共同基金。

图133: ETT 与传统开放式基金的主要不同

	ETF	传统开放式基金
连续定价和交易	日内连续定价和交易	每日收盘后定价和交易
交易场所	投资者之间在交易所进行交易	投资者在市场收盘后和基金公司进行交易
税负影响	投资者份额买卖不影响其他份额持有人的税负	投资者份额赎回可能影响其他份额持有人的税负
税负规避	份额发行与赎回过程会降低份额持有人的税负	由于持有人可赎回，基金经理无法降低基金持有人的税负
交易方式	可以像股票一样进行交易，可执行限价指令、止损指令、卖空	可以执行限价指令，无法卖空；交易在收盘后以资产净值执行
融资融券	可以融资融券	不可以融资融券
管理费率	中低水平的管理费率	根据产品的不同，可能有很高的管理费率
交易渠道	通过经纪商进行交易	可以通过经纪商或直接和基金公司交易
佣金	经纪商收取交易佣金	如果同基金公司直接交易可免佣金，但通过经纪商进行交易需要向其支付佣金

资料来源：理查德·A·费里，《ETF 宝典：ETF 知识全揭秘》[M]. 上海财经大学出版社, 2021, 国信证券经济研究所整理

8.3 ETF 链接基金具有比拟一般指数基金的优势，适合没有场内账户的尾部投资者

美国市场上跟踪指数的基金主要有 ETF 基金、ETF 链接基金和一般指数基金（美国的共同基金）。三者最主要的差别在于渠道和交易方式的差异。三者的目标客户画像存在差异，一般指数基金适合频繁调仓的日线级别波段操作的投资者，ETF 适合长期持有的投资者以及分钟级别操作的投资者，ETF 链接基金适合长尾客户，对没有股票账户的投资者友好。相比共同基金，ETF 链接基金的优势在于管理费低于一般指数基金。

图134: 美国 ETF、ETF 链接基金和一般指数基金的差异

类型	ETF	ETF联接基金	一般指数基金
投资对象	直接投资于目标指数的成分股或债券，以及相关衍生品	主要投资于对应的ETF，以追踪该ETF的表现	直接投资于目标指数的成分股或债券
交易方式	在交易所上市交易	不在交易所交易	不在交易所交易
买卖价格	二级市场价格	基金份额净值	基金份额净值
灵活性	较好，可以在交易时间内随时买卖	较差，每个交易日只有一个价格	较差，每个交易日只有一个价格
透明度	较高，每日披露持仓	较低，定期披露持仓	较低，定期披露持仓
跟踪误差	较小	较大	较大
交收方式	一级市场：组合证券。二级市场：现金	现金	现金
交易渠道	一般通过券商及三方交易平台买卖以及申购赎回	通过银行及第三方等销售渠道申购赎回	通过银行及第三方等销售渠道申购赎回

资料来源：理查德·A·费里，《ETF 宝典：ETF 知识全揭秘》[M]. 上海财经大学出版社, 2021, 国信证券经济研究所整理

相比 ETF 链接基金和一般指数基金，货币基金类 ETF、跨境类 ETF、债券类 ETF 和商品类 ETF 可以实现 T+0 交易，而股票型 ETF 则实行 T+1 交易，即当日买入的股票在第二天才能够卖出。我国的 ETF 实行 T+1 的结算制度，即公司根据 T 日净额清算结果，于 T+1 日对结算参与人的结算账户进行簿记处理。

8.4 投资 ETF 历史上收益不及主动型股票基金

2005 年至 2007 年是股权分置改革时期，大股东拥有限制流通股股票，一般是国有股和法人股，中小股东拥有自由流通权的股票，一般是社会公众股。流通股可以在二级市场买卖，却没有参与公司决策的投票权。这导致大股东不关心二级市场的股价，并可能通过定向增发等损害中小股东利益。为平衡两者的利益，股权分置改革要求大股东对于拥有高溢价的流通股股权进行补偿。2005 年 6 月 10 号，三一重工每 10 股送 3.5 股派 8 元现金的股改方案，以 93.44% 的高赞成率顺利通过，为中国股权分置改革的成功打响了第一枪，这样在指数成分不变的情况下，净值原地飙升将近 40%。在股改的背景下，2005 年至 2007 年股改期间公募基金的收益数据极大程度的失真了。

随后 2008 年全球主要市场是单边熊市，2009 年上半年单边牛市，期间异常事件也很多，不适合纳入研究，所以本文选择以 2009 年 12 月 21 日为时间起点，由于 2020 年以前上证全收益指数数据的缺失，本文采用沪深 300 指数为业绩比较基准。普通股票型基金配置股票的资金占比是 80%到 95%，偏股混合型基金配置股票的资金占比是 60%到 95%，两者配置股票资产的比例上限是相同的。按照万得的定义，2010 年初只有 5 支普通股票型基金，而偏股混合型基金却有 191 支。普通股票型基金容易受到样本数量太小的影响，偏股混合型基金的代表性更强。

从 2009 年 12 月 21 日至 2025 年 1 月 20 日，沪深 300 指数涨幅 12%，沪深 300 全收益指数涨幅 54%，主动偏股型基金涨幅收益 125%，普通股票型基金涨幅 158%，均远超沪深 300 价格指数以及全收益指数。在此期间，沪深 300 价格指数最大跌幅为 38.56%，沪深 300 全收益指数最大跌幅为 35.12%，普通股票型基金的最大跌幅为 25.04%，偏股混合型基金的最大跌幅为 21.72%。**普通股票型基金跑赢偏股混合型基金无法说明基金经理的择时能力存疑**——原因在于基金经理并非总是以收益最大化为目标，控制最大回撤和为赎回保留一定的预防性资金敞口，也是基金关注和考核的重要指标之一。

除了上文叙述的内容外，以往主动基金跑赢指数期间的另一个背景在于 A 股的机

制红利，A股的“机制红利”主要体现在网上打新、网下打新和定向增发三个方面。对于小市值账户而言，网上打新因其灵活性而显得尤为重要；相比之下，公募基金从网上打新获得的收益则较为有限。网下打新给予机构投资者，包括公募基金，优先获取新股的机会，每年可为其业绩增厚。定向增发作为A股市场的特色，不仅允许上市公司以折价向特定对象发行新股，还可能每年产生浮盈，尽管大部分利益归于大股东和私募股权基金，但公募基金也能通过参与定增实现年度业绩提升。此外，公募基金还能通过投资债券、回购协议、参与可转债配售与摇号以及涉足港股和新三板等方式进一步优化其资产配置，这些活动共同为公募基金带来了额外年化收益。总体来说，这些机制红利有助于不同类型投资者在A股市场中寻求多样化和增值的投资机会。而随着市场成熟化不断提升，这类机制红利的影响在逐步降低。回顾历史发现，上一轮主动基金跑赢和公募大幅扩容的2019-2021年间，随着资管新规的实施，一部分资金开始寻求新的投资途径，从传统的银行存款等间接投资转向包括股票市场在内的直接投资形式。净值化改革的影响主要集中在那些风险承受能力较高的投资者身上，这部分人群的资金量较高，对股市提供了充足流动性。这些流入股票市场的资金多数选择了公募基金作为其投资渠道，保险产品以及私募基金吸纳的资金相对较小。权益类公募基金中又以主动型基金为主，主要原因有三点，第一是公募基金对渠道的激励机制相比其他资金是最完善的，公募基金通过与银行、券商的合作推广其拳头产品和旗舰基金经理，第二是资金属性，从银行理财中流出的资金更加关注公司的基本面情况，天然偏好高景气度的白酒医药新能源等“核心资产”，与公募基金景气投资、价值投资的投资理念更加契合。第三是上证指数此前经历多次“3000点保卫战”，投资者对于被动投资信心不足。

8.5 未来若新一轮牛市来临，是否会回归主动型产品为王

按照欧美等成熟市场经验规律，主动型基金的持仓相比指数beta更大，主动选股的alpha收益无法覆盖一个更大的beta引发的下跌，体现为熊市期间主动型基金跑输的更多。

为了验证小票相对于大票是否有更大的beta，本文首先选取过去10年的交易数据，以沪深300指数作为全市场的充分分散的投资组合，利用公式法计算上证50、中证500和市场组合的beta值，发现三者分别是0.93、1.0008，验证了小票的beta值大于大票的观点。随后，本文定义一个“信号”，若中证500当年的收益高于沪深300，则信号为“1”，否则为“0”。这一信号可以解释为是否有beta行情或者小票能否跑赢大票。

图135: 过往11年中有7年主动能否跑赢被动的结果与信号指示一致

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
沪深300涨跌幅	51.66	5.58	(-11.28)	21.78	(-25.31)	36.07	27.21	(-5.20)	(-21.63)	(-11.38)	14.68
中证500涨跌幅	39.01	43.12	(-17.78)	0.20	(-33.32)	26.38	20.87	15.58	(-20.31)	(-7.42)	5.46
普通股票型基金收益率中位数	18.50	47.30	(-11.87)	15.25	(-24.34)	48.07	60.77	8.64	(-20.95)	(-12.53)	4.04
普通股票型基金跑赢沪深300指数比例	0.05	0.98	0.47	0.39	0.53	0.76	0.91	0.78	0.54	0.45	0.18
中证500是否跑赢沪深300	0	1	1	0	1	0	0	0	0	1	0
主动是否跑赢指数	0	1	1	0	0	1	1	0	0	1	0

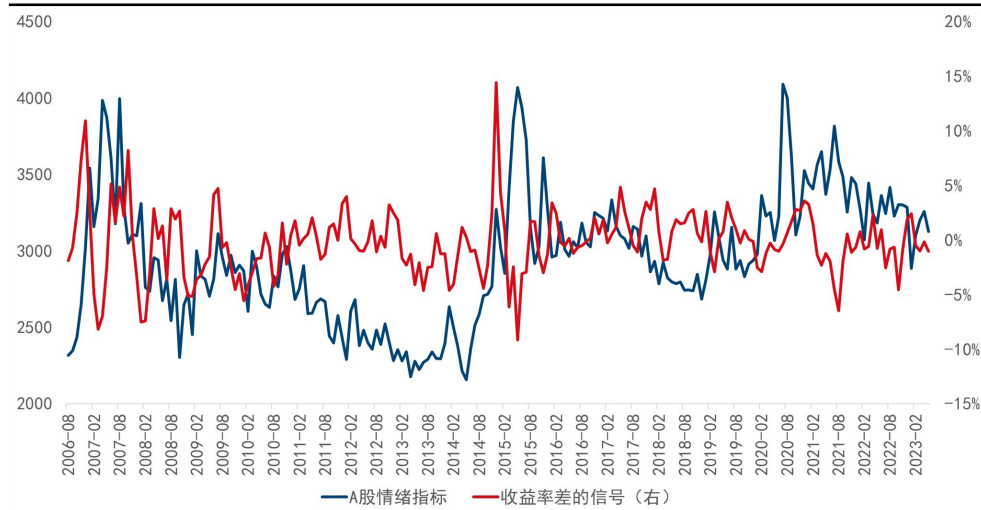
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

我们用普通股票型基金收益率中位数能否超过沪深300当年涨跌幅作为主动型基金能否跑赢指数的衡量标准。发现主动能否跑赢指数与我们的“信号”指示高度一致，在过往的11年中有7年两者一致。这一现象验证了近年来主动无法跑赢被动的原因在于主动基金的alpha被一个更大的负beta拖累。

为了探明中证500收益率是否超过沪深300收益率这一“信号”的本质，在更长时间维度观察“信号”对于股市的领先滞后关系，本文将“信号”定义为一个连

续型变量。(1) 计算每日中证 500 收益率和沪深 300 收益率之差为 $signal_t$ (2) 对该“信号”进行平滑, 平滑方式为 $signal_new_t = 0.5 * signal_t + 0.3 * signal_{t-1} + 0.3 * signal_{t-2}$

图 136: A 股市场波动信号和情绪指标关联度较高



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

经过测算发现: (1) “信号”与“情绪指标”拟合较好, 该“信号”能作为股市流动性的衡量。(2) 在 2007 年和 2015 年两轮牛市中, “信号”见顶均领先“情绪指标”见顶, “情绪指标”见顶又领先股市见顶。2007 年牛市缘于股改, 15 年牛市源于流动性宽松, 指标很好的检测到由风险溢价压平驱动的两轮牛市。(3) 而“信号”没有捕捉到 2020 年牛市, 这是由于 2020 年牛市并非由流动性驱动, 而是由银行理财中部分高风险偏好资金进入股市, 抱团“核心资产”形成的牛市。

8.6 2025 年主动投资能跑赢被动投资吗

探究 2025 年主动投资能否跑赢被动, 核心在于是否能够甄别出 2025 年度的投资主线, 对股债行情的研判对主动还是被动型投资占有直接影响。

8.6.1 2025 年债市胜率较高, 赔率层面性价比回落

过往商业银行尤其是城商行通过设立 SPV 投资于公募债基来实现合理避税, 如果扣除掉银行通过“通道”投资于公募的资金, 理财子的“配置型”资金跑赢公募债基“交易型”债基的幅度会更大, 这是由于 2024 年利率下行过快所致。

图 137: 最近 5 年不同久期配置型债券资本利得测算

久期 (年)	国债				国开债			
	10	5	3	1	10	5	3	1
2020 年	-0.295	-0.4025	-0.3978	-0.0792	0.179	0.261	-0.4044	-0.0567
2021 年	3.925	1.917	1.3038	0.2423	4.971	2.6525	1.5129	0.2533
2022 年	-0.373	-0.0855	0.1026	0.1409	1.133	-0.1705	0.1131	0.1007
2023 年	2.627	0.962	0.2028	-0.0046	2.491	1.537	0.4194	-0.0021
2024 年	8.849	5.111	3.4644	1.0323	9.904	5.2565	2.9232	1.0309

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理 注: 仅为理想情境下的测算参考, 实际走势还需要考虑凸性、税收、成本、货币政策变动等综合因素。

2024 年 1 年期中债国债到期收益率下行 103bp, 10 年期中债国债到期收益率下行 88bp, 呈现出“牛陡”的走势。内部来看, 企业 ROIC 不断下滑, 融资利率亟待下

降，外部美联储降息，汇率压力减少，央行开启利率下行周期。全年货币政策宽松。1 年期中债国开债到期收益率下行 103bp，10 年期中债国债到期收益率下行 99bp，10 年国开债的到期收益率与 10 年国债的到期收益率的差距从年初的 0.15% 收窄到 0.05%，均反映了市场对全年流动性宽松的线性外推。2024 年债市的“抢筹行情”，是中国宏观基本面和定调未来货币政策“适度宽松”共同作用的结果。

2025 年，利率曲线陡峭化是市场共识，债券短端收益率下行是 25 年趋势性主线。但对于长端利率，2025 年 1 月 13 日中债 10 年期收益率收报 1.66%。在目前这个点位，假设息票收益为 2%，资本利得收益的计算不考虑凸性，债券质押融资成本为 2.5%。我们测算结果如下：

图138：2025 年不同杠杆倍数下债券收益率测算（久期为 10 年）

年底利率	无杠杆	2倍杠杆	2.5倍杠杆	3倍杠杆	4倍杠杆
1.50%	3.59%	4.68%	5.23%	5.78%	6.87%
1.40%	4.59%	6.68%	7.73%	8.78%	10.87%
1.30%	5.59%	8.68%	10.23%	11.78%	14.87%

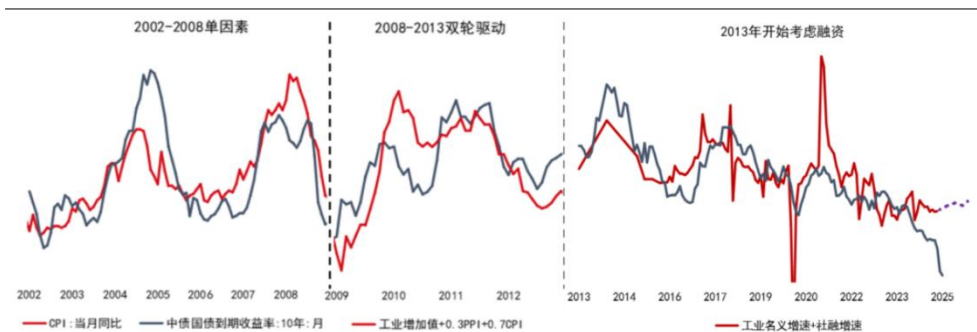
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：仅为理想情境下的测算参考，实际走势还需要考虑凸性、税收、成本、货币政策变动等综合因素。

即使短端利率在货币宽松下让有下行空间，长债利率要向下快速突破仍然面临较强的阻力。尽管货币政策在 2025 年的“适度宽松”会开启宏观利率新范式，但 2025 年 1 月起央行暂停国债的购买，转而寻求其他工具释放流动性，加剧了市场对长债利率能否突破继续快速下行的怀疑。建议在关键支撑位适当止盈，2025 年债市策略以拉久期和加杠杆为主，这个角度看主动债基在 2025 年有望反超被动型指数产品。

8.6.2 2025 年初宽信用紧货币到 2025 年底货币信用双宽前景，股市潜力增大

2002 年至今，A 股最主要的决定因素经历了三次大的变局。三次变化的核心变量均是“利率”。我们认为，通胀决定利率曲线的近端，增长反映了利率曲线的远端。2002 年至 2008 年，中国处于居民部门债务扩张期，通胀是反应股市预期的核心变量，CPI 居于其中的主导地位。2008 年至 2013 年，“四万亿”财政刺激计划使得企业部门杠杆率提升，由此 PPI 成为股市“利率决定体系”中仅次于 CPI 的第二重要因素。2013 年后，地产周期开启，地产是信用派生的“泉眼”，社融增速成为“利率决定体系”中不可或缺的一项重要。

图139：利率驱动宏观因素“三段论”：2002-2024

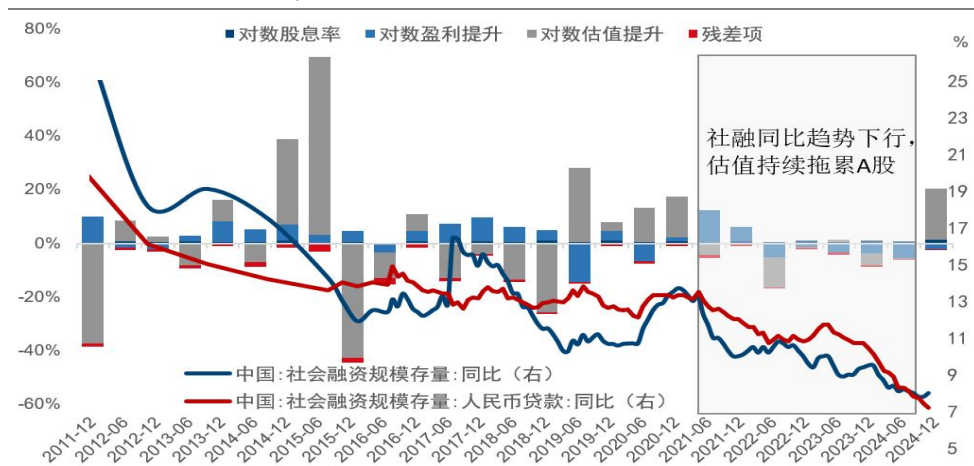


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：虚线为根据万得宏观数据一致预期值推导的未来基本面上中枢。

广义融资环境的止跌企稳带动估值承压环境逐步走向改善。2024 年 12 月，社会

融资规模累计值为 322,600 亿元，较 11 月的 294,000 亿元增加了 28,600 亿元。这一显著增长表明年末金融机构和企业的融资需求较为旺盛，可能与年终结算和资金需求增加有关。年度视角来看，2024 年 12 月中国社会融资规模存量中的人民币贷款余额为 252.53 万亿元，较 2023 年 12 月的 235.48 万亿元有所增长。同时，2024 年全年金融机构新增人民币贷款累计值为 180900 亿元，较 2023 年的 227500 亿元有所下降。2021 年以来，社融同比增速回落，同时股票三因子拆分中估值贡献对全 A 持续形成大幅拖累，2024Q4 社融同比修复后，估值贡献项才转正。而考虑居民部门和实体企业部门融资需求的人民币贷款的增速，还未见到触底回升的迹象，结构问题仍待修复。

图140：融资增速下行后企稳，估值因素由拖累到提振



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

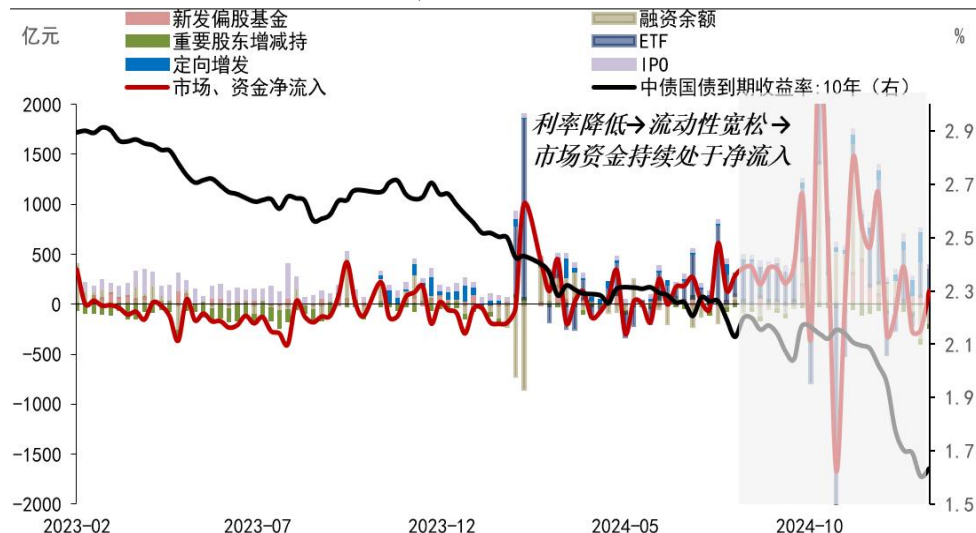
展望 2025 年，预计信贷政策将继续保持稳健，以支持经济的持续复苏和高质量发展。同时，金融机构将进一步优化信贷结构，加大对科技创新、绿色经济等领域的支持力度，以适应经济发展的新要求。综上所述，2024 年 12 月的信贷数据反映了中国经济在复苏过程中的积极变化，但也显示出信贷政策的审慎和信贷结构的优化。这些变化有助于经济的长期健康发展，信用融资环境的触底回暖也有助于 A 股估值端持续发力。

流动性定价机制面临内外切换。随着国债收益率下行，流动性处在较为宽松的环境，叠加 2024 年 9 月下旬快速反弹行情，股票市场资金结构由持续净流入逐渐变为整体净流入。复盘过去半年内成交量的变化：（1）2024 年 9 月中旬至 10 月初：市场开始活跃，特别是 2024 年 10 月 8 日，A 股市场成交额达到了 34835.431 亿元，成交量为 2922.627 亿股，这是这段时间内的最高记录。国庆假期后市场情绪的回暖，叠加政策利好呵护市场带来成交量走高。（2）2024 年 10 月至 12 月：A 股市场的成交额和成交量保持在较高水平，多数交易日的成交额在 15000 亿元至 25000 亿元之间，成交量在 1200 亿股至 2000 亿股之间。特别是 2024 年 11 月 12 日，成交额达到了 25870 亿元，成交量为 1973 亿股，显示了市场较高的活跃度。（3）2024 年 12 月至 2025 年 1 月：进入 2025 年后，A 股市场的成交额和成交量有所回落，但仍保持在较高水平。例如，2025 年 1 月 15 日，A 股市场成交额为 12119 亿元，成交量为 1044 亿股，反映了市场在年初的调整，投资者对新一年经济前景的谨慎态度。

综合过去半年内市场成交情况、宏观经济环境、政策导向等多方面因素，利率跌破 2% 后，估值端压力有所减轻，流动性环境从海外定价（美债利率反弹、利差锚倒挂带来的资金外流压力）切换为国内定价（国内利率下行带来估值偏好修复）。

在流动性维持低位的前提下，未来一段时间市场波动更取决于年报/一季报的业绩跟踪和市场情绪变化。综合评判，在市场复苏向好的前景下，2025年主动股基和被动指数的差距也有望进一步缩小。

图141：低利率环境为估值提供修复契机，流动性定价机制从外部转为内部



资料来源：万得, 国信证券经济研究所整理

十、ETF 宏观大类资产配置实践

ETF 扩容降费极大丰富了资产配置的工具库。在全球配置开篇报告中，我们借助 QDII 基金出海策略，帮助投资者进行跨国对冲；落地到国内主要的股、债、商，也可以通过多元化 ETF 配置的思路来对冲风险，获取更加稳定的回报表现。

9.1 多元资产配置成为抵御风险、增厚收益的必然选择

过去 20 余年长期经验表明，资产分散化组合的表现往往优于押注于单一资产。2009 年至今，股票基金、ETF 基金和混合基金在年化收益率、年化波动率、夏普比和最大回撤的表现均优于沪深 300；债券基金在收益率上超过了中债综合指数，但夏普比和最大回撤略显逊色。如果将资产范围扩大，货币基金拥有更低的波动率和确定性的增长趋势，但年化收益率表现较低；QDII 基金主要投资海外资产，也能在国内股债双杀和资产荒时，帮助投资者实现收益和风险的平衡。

从年度收益率看，几乎没有资产可以长期稳定跑赢其他资产，所以重仓单一资产意味着要放弃其他资产带来的更高收益。2009 年至今，沪深 300 跑输其他资产的次数最多，有 5 次跑赢的经验；债券走势较为稳定，其跑赢其他资产往往是在经济衰退时期；商品中黄金属于安全类资产，具备稳定性和一定胜率，很少大幅跑赢或跑输其他资产；而原油价格受供给端牵制明显，往往在国际局势动荡期间跑赢，在经济下行期跑输。

图142: 国内股债商的年度收益率表现

	沪深300指数	中债综合指数	黄金	原油
2023	-11.38%	4.78%	13.80%	-4.43%
2022	-21.63%	3.31%	-0.43%	5.37%
2021	-5.20%	5.09%	-3.58%	52.39%
2020	27.21%	2.98%	23.94%	-24.37%
2019	36.07%	4.59%	18.83%	33.17%
2018	-25.31%	8.22%	-1.15%	-24.30%
2017	21.78%	0.24%	11.85%	21.04%
2016	-11.28%	1.85%	9.12%	53.72%
2015	5.58%	8.15%	-11.42%	-35.02%
2014	51.66%	10.34%	-0.19%	-50.14%
2013	-7.65%	-0.47%	-27.79%	0.28%
2012	7.55%	3.60%	5.68%	3.26%
2011	-25.01%	5.33%	11.65%	15.09%
2010	-12.51%	2.05%	27.74%	19.16%
2009	96.71%	-0.32%	27.63%	112.50%

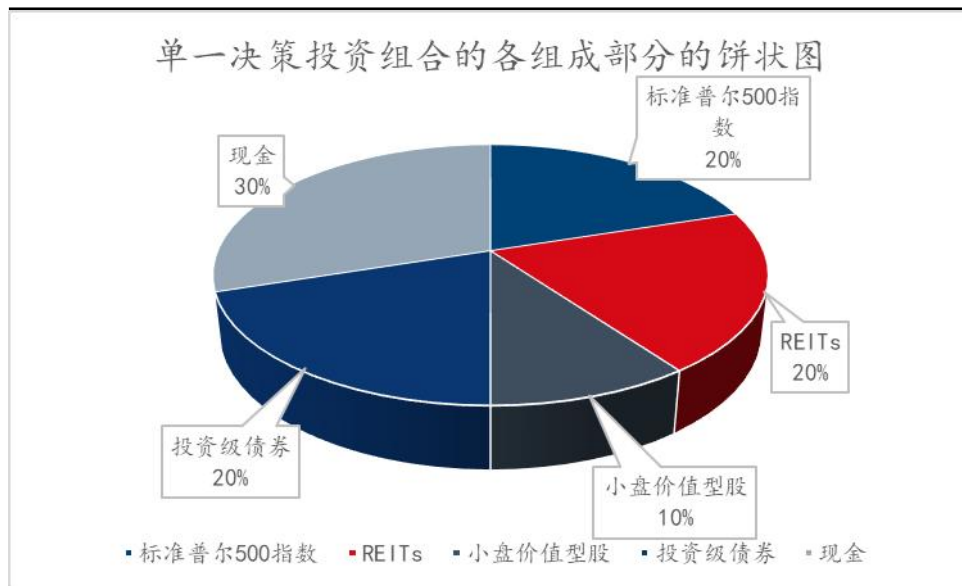
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

9.2 静态大类资产配置策略

9.2.1 美国市场静态大类资产配置实践

在美国市场, 假如现金、债券和权益的投资比例为 30%, 20%和 50%。在权益投资中, 标准普尔 500 指数占比 40%, REITs 占比 40%, 小盘价值型股票占比 20%。

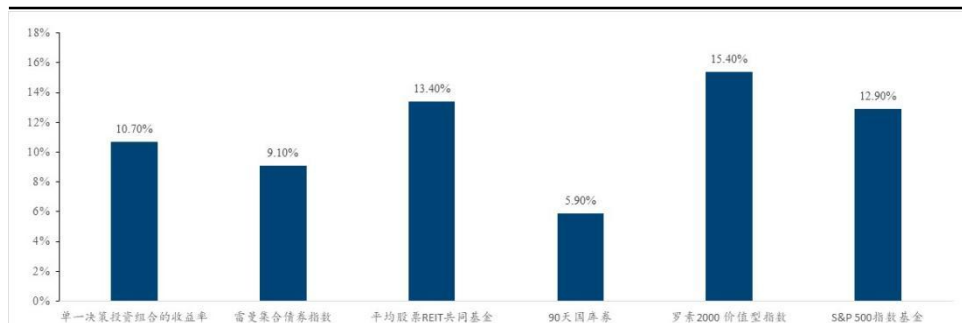
图143: 单一决策投资组合的各组成部分的饼状图



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

单一决策投资组合及其组成部分的复合年度收益率为 10.7%，位于股票指数和债券指数之间。

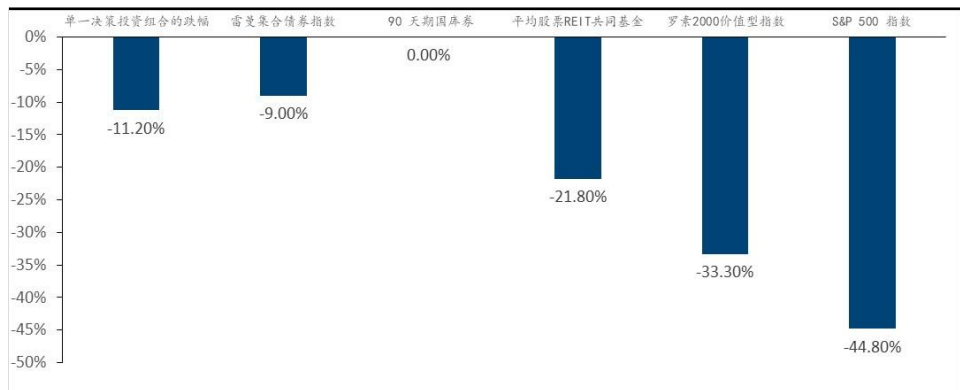
图144: 单一决策投资组合及其组成部分的复合年度收益率



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

组合最大回撤情况为-11.2%，远低于 REIT 共同基金的-21.8%和标普 500 的-44.8% 以及罗素 2000 价值型指数的-33.3%。组合在遇到市场尾部风险时体现出较好的“抗跌”属性。

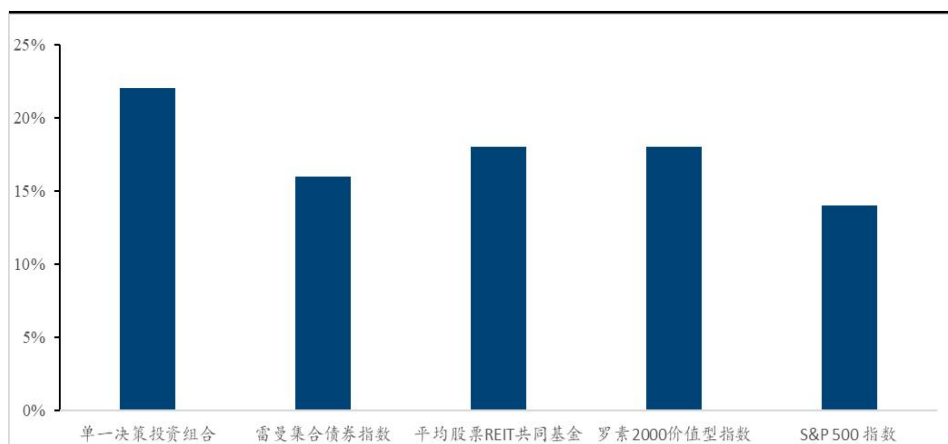
图145: 单一决策投资组合及其组成部分的复合年度收益率



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

从 1980 年到 2006 年, 单一决策投资组合及其组成部分的风险调整收益高于股票指数、债券指数和 REITs。

图146: 从 1980 年到 2006 年, 单一决策投资组合及其组成部分的风险调整收益 (夏普比率)



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

9.2.2 中国市场静态大类资产配置实践

投资组合中股票与债券的比例分配是影响其长期业绩的关键因素。因此, 投资者在固定收益资产与股票资产之间做出恰当的分配决策, 是他们必须做出的最关键选择。资产配置有效的本质是分散掉投资组合中的非系统性风险, 只承担被市场定价的“系统风险”。假设股市的长期回报为 8.2%, 债市的长期回报为 5.2%。

图147: 静态资产配置方案

投资类型	特点	税前预期长期总收益率 (%)	固收 ETF 配置比例 (%)	股票 ETF 配置比例 (%)
收入导向型	波动性最低, 现金流最高	5.80%	80.00%	20.00%
保守型	低波动性和适度的现金流	6.40%	60.00%	40.00%
适度型	波动性可控, 中等现金流	6.70%	50.00%	50.00%
适度增长型	中等的波动性和低现金流	7.00%	40.00%	60.00%
进取型	高波动性和最低现金流	7.70%	20.00%	80.00%

资料来源: 深圳证券交易所基金管理部编著. 深交所 ETF 投资问答[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2024. 04. 国信证券经济研究所整理

9.3 动态资产配置策略

9.3.1 定投策略

对于大多数投资者而言, 由于缺乏时间和精力深入研究股票市场, 尝试通过 ETF 进行市场择时显得颇为复杂。针对这一群体, 采用定期定额投资策略 (简称定投策略) 是一种理想的长期投资手段。该策略通过在预定的时间周期内, 以固定的金额持续购买股票, 从而有效分散市场波动带来的风险, 并实现投资成本的平均化。定投不仅简化了投资决策过程, 而且有助于投资者在不必关注市场短期波动的情况下, 逐步构建和优化自己的股票投资组合。

9.3.2 网格交易策略

当投资者认为市场处于横盘整体区间的时候, 可以采用网格交易策略来实现“低买高卖”, 即设置一种当 ETF 上涨 X% 时卖出 1 单位数量的 ETF, 当 ETF 下跌 Y% 时卖出 1 单位数量的 ETF。区间设置过小会导致频繁的买入卖出, 加大交易成本。区间设置过大则仓位调整较少, 无法实现分批建仓压低成本的目的。

9.3.3 核心+卫星策略

简单的在股债之间进行静态配置无法满足投资者对于超额收益的要求。进阶型投资者可以采用核心+卫星型配置策略。方案一为将核心部分配置债券型基金, 卫星部分配置股票型 ETF 来获取一个“彩票型”收益。方案二为将核心部分配置为宽基股票 ETF, 卫星部分根据对于投资者对于未来的研判在行业 ETF、主题 ETF 和策略 ETF 中进行选择。

9.3.4 ETF 日内趋势交易策略

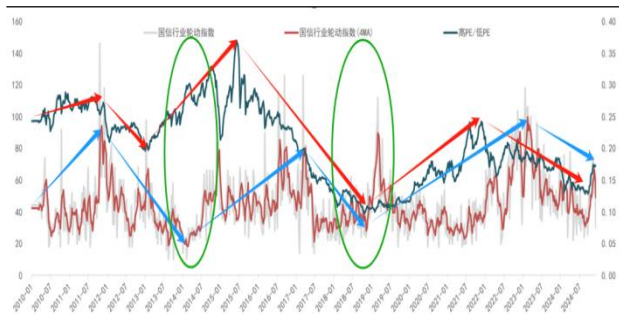
基于技术分析的经验并结合统计获利的思路, 可关注针对 ETF 的日内趋势交易策略。首先, 买入策略建立在市场潜在的低点上升趋势上。当观察到市场形成了一个新的低点, 而这个低点较前一个低点有所提高时, 则认为市场可能正在筑底, 此时若采取行动, 建立 90% 的投资仓位, 在这种市场背景下, 如果 ETF 的价格进一步下跌并触及布林带的下轨, 这通常被视为一个超卖信号, 可趁机加仓操作, 以期在市场反弹时获利。相对应地, 卖出策略则关注市场的潜在高点下降趋势。如果市场形成了一个新的高点, 但这个高点低于前一个高点, 此时市场可能正在失去上升动力, 逐步减仓, 通过这一谨慎的仓位配置旨在减少潜在的市场下行风险。进一步, 如果 ETF 的价格上升并触及布林带的上轨, 这通常被视为一个超买信号, 可以将仓位降至最低, 以避免可能的回调风险。

9.3.5 行业轮动策略：锚定行业轮动，在价值与成长中做“高低切”

国信行业轮动指数是由 31 个申万一级行业指数的周度收益率表现排名变化量的绝对值加和编制而成，衡量股票市场不同行业收益表现排名与前值相比是否有较大差距。行业轮动指数于每周最后一个交易日结束后获得。行业轮动指数较高说明市场缺乏交易主线，往往出现在牛市的补涨和熊市的补跌当中。价值风格与成长风格切换的时点对于行业轮动指数的拐点具有稳定的领先趋势。

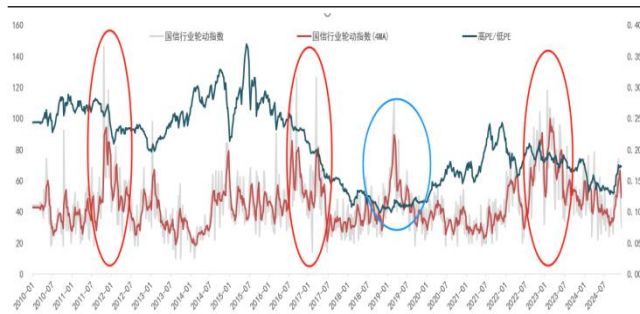
我们发现 2010 年至今，在行业轮动指数高点（超过 100）时增配价值风格、低配成长风格胜率较高（达到 75%）。因为行业轮动指数达到极值点，说明在这个时间点，投资者认为各个行业的性价比相差不大，行业风格快速切换没有拧成一股 beta 合力，也缺乏深挖行业 alpha 的机会，导致风险偏好收缩，更加在乎当前可预期到的确定性收益，低估值和泛红利的风格占优。同理，在行业轮动指数的低点增配成长、低配价值同样可以获得显著的正收益。在行业轮动低点，市场交易主线明显，应该深挖行业 alpha 的机会，增配成长获利。即在主线缺位时防守，主线明显时进攻。

图 148: 行业轮动指数与高低 PE 指数低点判断



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图 149: 行业轮动指数与高低 PE 指数高点判断

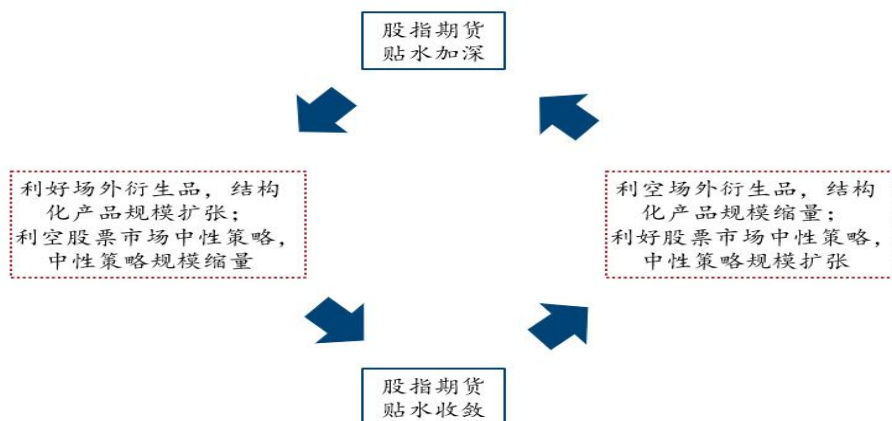


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

9.3.6 基差套利策略

基差套利策略的基本假设是基差到期收敛至 0，否则理性投资者可以通过套利来实现到期日基差收敛至 0。在套利策略种，高胜率、高赔率和高交易频率是一个不可能三角，每种策略至少要放弃三者之一。

图 150: 不同基差状态对不同产品的影响



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

在无风险套利的前提下，有两种基差套利策略构建思路：

(1) 若基差期限结构为 Contango 结构，当观测到某合约的剔除分红年化基差率显著超过超过资金成本，即可开始建立期现正向套利仓位，持有至合约临近到期平仓。这种策略实际上牺牲了交易频率。

(2) 基于基差均值回归的思想，当合约升水时买入 ETF 和股指期货空头开仓，当基差回落至 0 时平仓。在这样的思路下，使用基差率作为信号更为合适，当基差率超过手续费率即可考虑建仓。由于该思路需要较高的交易频率，因此只在成交量最高的主力合约上进行交易。这种策略实际上是为了期货的流动性而牺牲了赔率。

对于 ETF 的选择，思路之一是选取赔率最大的品种，也就是选择折价率最高的 ETF，但这种 ETF 往往欠缺流动性，策略的交易频率无法得到兼顾。思路之二在于选择一个流动性满足要求的给定 ETF，结合 ETF 折溢价率计算调整后基差并根据此信号进行，无风险套利。这种选定的 ETF 往往具有较好的流动性，因此折价率不会很高，策略的赔率不高。

ETF 折溢价率调整基差计算方法如下所示：

$$ETF_premium = \frac{close - IOPV}{IOPV}$$

$$ETF_basis = ETF_premium * Index_price$$

$$ETF_adj_basis = future_basis - ETF_basis$$

表11: 4种基差套利策略

动态选择ETF+基差到期收敛	
期货合约	对每个合约均监测信号
信号依据	合约剔除分红年化基差率
建仓	当信号超过资金成本触发套利信号,并在日成交额大于1亿元的ETF中选择折溢价最低的ETF建仓;其中ETF资金占用为83%、股指期货保证金资金占用为17%、合约面值占用仓位为83%;
平仓	合约距离到期日小于10个交易日开始监测平仓信号,当合约基差回落至0以下平仓,若基差始终未收敛至0,则持仓至最后一个交易日平仓。
动态选择ETF+基差均值回归	
期货合约	只交易主力合约
信号依据	主力合约剔除分红基差率
建仓	当信号超过手续费率触发套利信号,并在日成交额大于1亿元的ETF中选择折溢价最低的ETF建仓;其中ETF资金占用为83%、股指期货保证金资金占用为17%、合约面值占用仓位为83%;
平仓	信号回落至0以下平仓,若基差始终未回落,则持仓至主力最后一个交易日平仓。
固定ETF+基差到期收敛	
期货合约	对每个合约均监测信号
信号依据	ETF折溢价调整后的合约剔除分红年化基差率
建仓	当信号超过资金成本触发套利信号建仓;其中ETF资金占用为83%、股指期货保证金资金占用为17%、合约面值占用仓位为83%;
平仓	合约距离到期日小于10个交易日开始监测平仓信号,当合约基差回落至0以下平仓,若基差始终未收敛至0,则持仓至最后一个交易日平仓。
固定ETF+基差均值回归	
期货合约	只交易主力合约
信号依据	ETF折溢价调整后的主力合约剔除分红基差率
建仓	当信号超过资金成本触发套利信号建仓;其中ETF资金占用为83%、股指期货保证金资金占用为17%、合约面值占用仓位为83%;
平仓	信号回落至0以下平仓,若信号始终未回落,则持仓至主力最后一个交易日平仓。

资料来源:万得,国信证券经济研究所整理

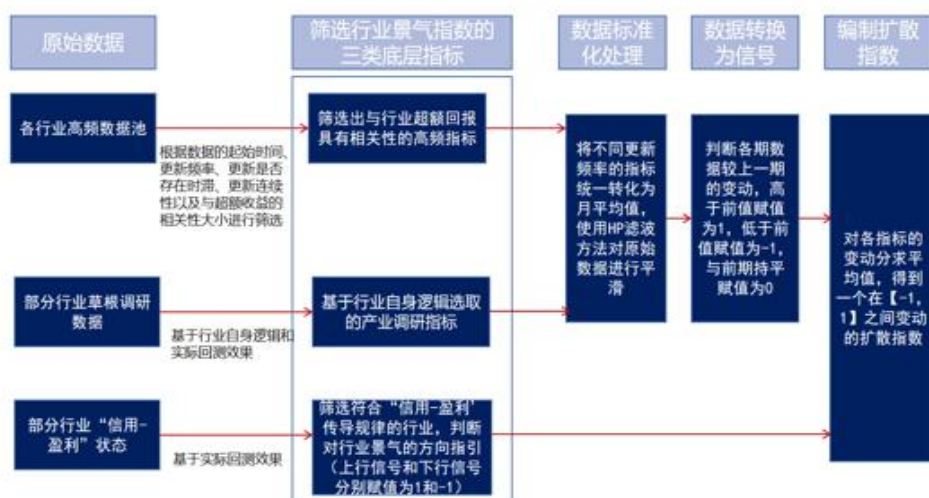
9.3.7 基于行业ETF的景气投资策略

本文构建行业景气比较“2+1”框架,2指的是行业高频数据和部分行业的草根数据,1指的是信用-盈利框架。第一步,将高频数据和草根数据变频成月度数据后,再用HP滤波方法对数据的周期项进行平滑,HP滤波就是使得下面的损失函数最小:

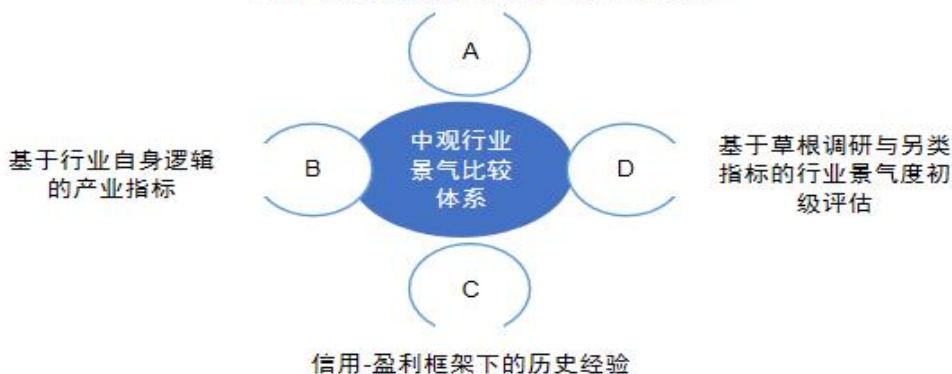
$$\min \left\{ \sum_{t=1}^r (Y_t - Y_t^r)^2 + \lambda \sum_{t=1}^r [(Y_{t+1}^r - Y_t^r) - (Y_t^r - Y_{t-1}^r)]^2 \right\}$$

之后将各期数据与前一期数据相比得到一个信号,该信号与信用-盈利框架得到的信号求平均得到扩散指数。

图151: 中观行业景气框架: 基于自下而上景气度的跟踪体系



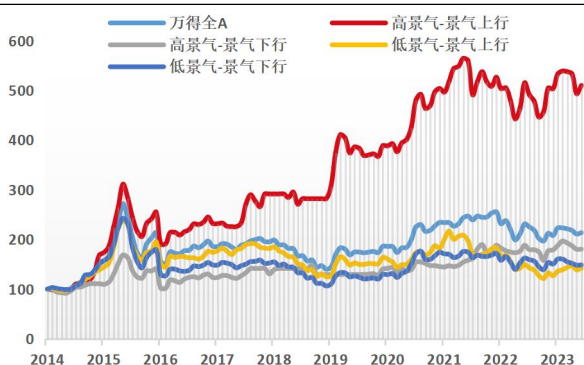
基于与超额回报相关性的产业类高频指标



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所绘制

回溯结果表明, 依据中观行业景气比较体系得到的行业 ETF 轮动配置策略表现较好。

图152: 综合景气指数构建方法和中观行业景气比较体系



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图153: 景气度投资框架在 2018-2022 上半年一度奏效

	万得全A	高景气-景气上行	高景气-景气下行	低景气-景气上行	低景气-景气下行
2023-6-30	0.04	0.01	0.03	0.14	-0.02
2022-12-31	-0.19	-0.04	-0.05	-0.31	-0.12
2021-12-31	0.09	0.05	0.29	0.01	-0.01
2020-12-31	0.26	0.30	0.03	0.11	0.34
2019-12-31	0.33	0.38	0.09	0.31	0.22
2018-12-31	-0.28	-0.03	-0.01	-0.31	-0.30
2017-12-31	0.05	0.26	0.06	0.04	0.03
2016-12-31	-0.13	-0.09	-0.12	-0.11	-0.17
2015-12-31	0.38	0.51	0.27	0.41	0.19

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

9.3.8 资金再平衡策略

资金再平衡策略是一种基于税收、流动性与交易成本、市场结构发生变化时按照一定流程对资金进行再配置的策略。市场上根据资金再平衡策略开发出多种衍生策略，如华夏基金根据不同的客户开发出不同的策略方法以适应全口径客户的投资诉求。

图154: ETF 投顾化策略一览

配置/交易策略	策略名称	发布周期	策略定义	策略方法	收益目标	组合特征	适用客户
配置策略	ETF月度配置策略	月度	基于月度投资会议观点和自主开发实现六周期量化模型形成综合建议	主动+被动双模型决策：主动投资框架为主，量化模型交叉验证	通过行业/主题ETF的轮动配置，把握市场投资主线，追求实现长期绝对收益和回报	每期等权配置4~6只ETF产品	ETF投资客群，具有一定交易需求、频率相对合理的个人客户和机构客户
配置策略	ETF大类资产配置组合	月度	基于耶鲁模式构建大类资产配置方案；结合公司投研观点战术性调整	战略配置：资产配置多元化理念战术调整；公司内部多资产研究月度观点	在风险约束的前提下配置高收益资产提高收益，同时通过多元分散配置，追求较低波动下的长期绝对收益	每期非等权配置股、债、商品等五大类资产，每类资产1~3只标的	以资产配置型客户为主
配置策略	ETF周度交易组合	周度	基于事件观察及自主开发量化模型研究，周度提示相关ETF阶段性机遇	脉冲性机遇捕捉：资产配置多元化理念战术调整；公司内部多资产研究周度观点	基于对市场短期热点的观察，通过ETF的高频轮动配置，追求实现长期绝对收益和回报	每期配置：A/H宽基：2只，行业主题ETF：3只，债、商品等大类资产ETF：1只	ETF投资客群，对ETF产品具有相对高频交易需求的客户
交易策略	ETF双周轮动交易策略	双周	基于自主开发量化模型研究成果，双周轮动交易相关ETF品种	自主开发量价模型：资金流因子+动量因子	通过行业/主题ETF的高频轮动配置，把握市场短期热点，追求实现长期绝对收益和回报	每期等权配置2只行业主题ETF产品	ETF投资客群，对ETF产品具有相对高频交易需求的客户
交易策略	ETF单品交易信号	日度	基于自主开发量化模型，针对单品高频发布攻防交易信号，提示阶段性交易机会	自主开发量价模型：估值+量价情绪指标	通过行业/主题ETF的高频轮动配置，把握市场短期热点，追求实现中长期波段收益	单只产品ETF	ETF投资客群，对ETF产品具有相对高频交易需求的客户

资料来源：华夏基金，《这样做，买对ETF》[M]。中信出版集团，2024，国信证券经济研究所整理

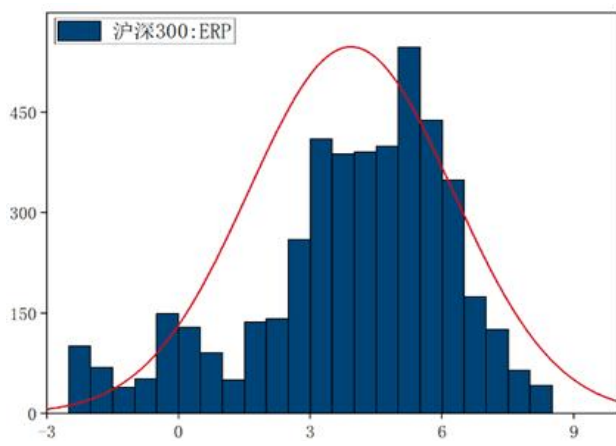
9.4 基于 ERP 框架的国内股债动态配置实践

在中期资产价格比较维度，本文提出在实践中程式化调整股债配置比例的方案。本文的配置思路基于 ERP 框架，用“市盈率倒数-10 年国债收益率”估算股债性价比，得到一种能够动态调整的股债之间的配置方案。

9.4.1 ERP 框架的理论基石

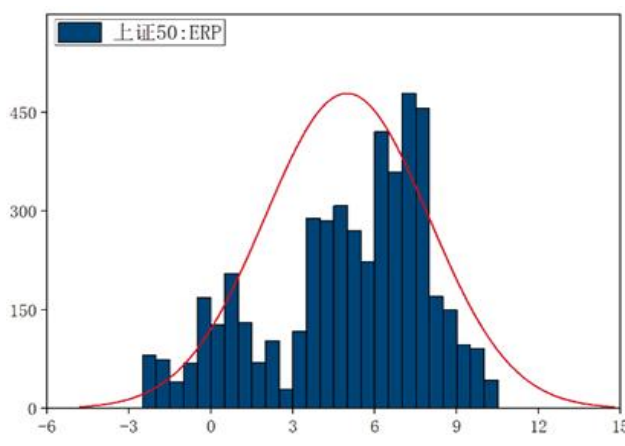
根据历史数据观测，以及股债之间相互替代的关系等，股债性价比一般呈正态分布，正负二倍标准差分别是支撑线和压力线，具有较强的支撑和压力作用。我们绘制了各指数的股债性价比分布直方图及概率密度曲线，可见股债性价比指标整体分布较为集中，符合正态分布的特征。那么在这种语境下，股债性价比较高或较低均为小概率事件，后续极大概率会向均值回归。

图155: 沪深 300 指数 ERP 分布



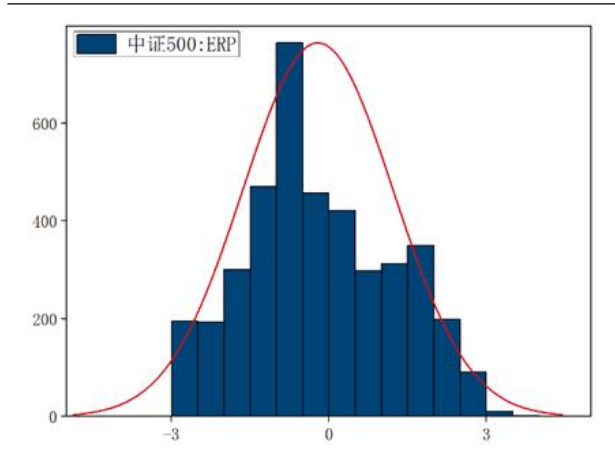
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图156: 上证 50 指数 ERP 分布



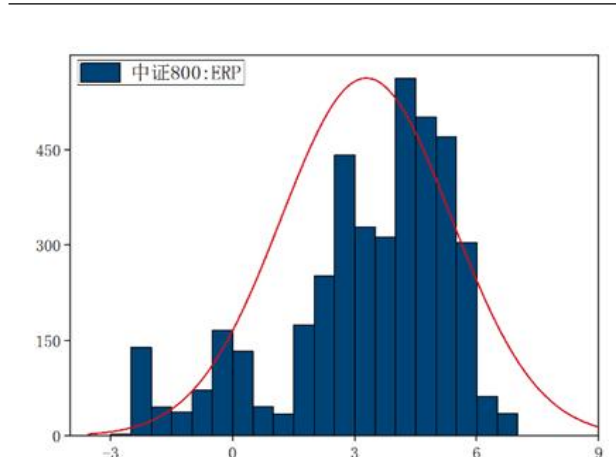
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图157: 中证 500 指数 ERP 分布



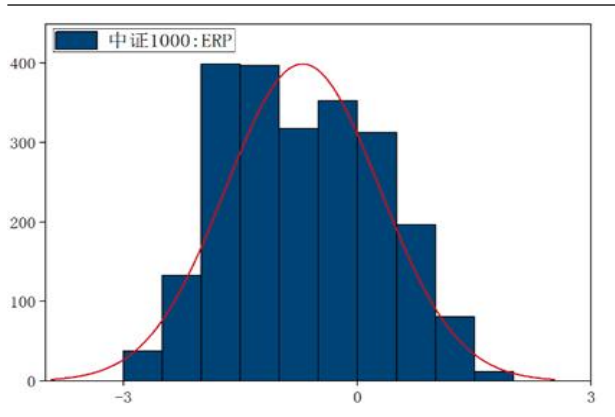
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图158: 中证 800 指数 ERP 分布



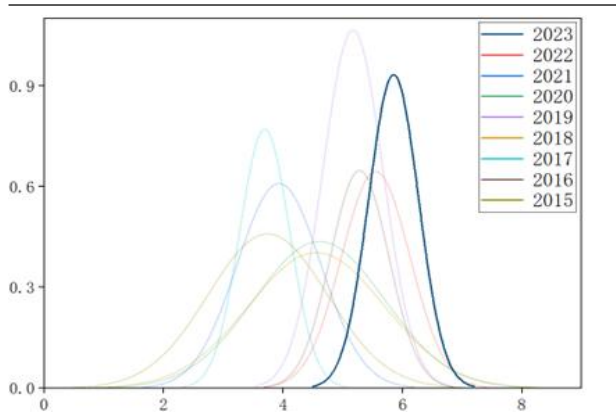
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图159: 中证 1000 指数 ERP 分布



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图160: 沪深 300 指数各年度 ERP 分布核密度曲线

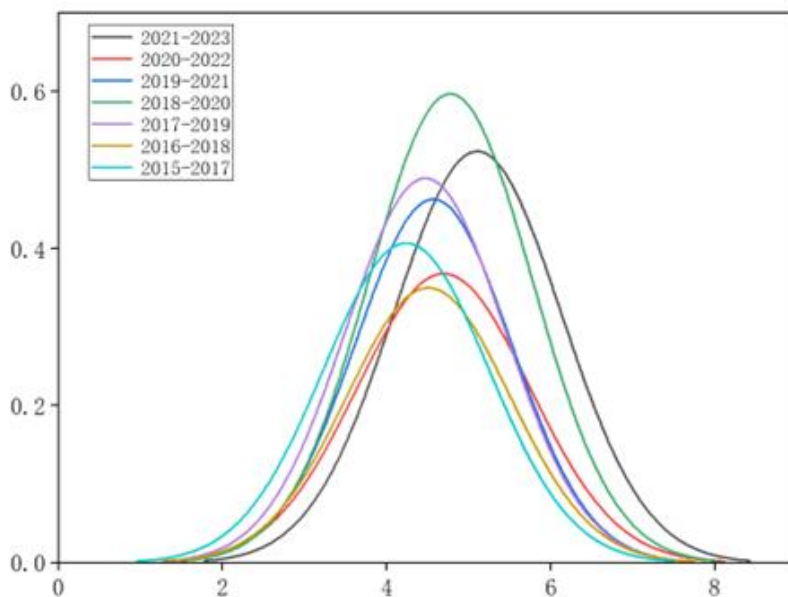


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

但这种基于历史统计规律存在一个问题，即没有办法监测到股债比价的长期趋势性变化。以沪深 300 股债性价比为例，我们绘制了各年度沪深 300 股债性价比的概率密度曲线，从结果可以发现各年度沪深 300 股债性价比的标准差和均值均发生了较大的变化。特别是 2023 年，沪深 300 股债性价比均值明显上修，这也使得自下半年以来，沪深 300 股债性价比持续位于一倍标准差以上，并接近两倍标准差，根据历史经验，股票资产的价格已处于历史低位，将迎来上涨行情，但是事实却是股市持续横盘震荡，股债性价比指标失效。

为应对上述问题，一般会采用 3 年滚动的均值和标准差判断依据，三年的滚动均值相对而言更能反映出估值性价比中枢的真实情况，是一种相对占优的估计方法。我们绘制了三年滚动的股债性价比指标概率分布曲线，从结果可见，各期分布曲线相对 1 年期的分布曲线更为接近。

图161: 沪深 300 指数 3 年滚动 ERP 分布核密度曲线



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

但是滚动三年的历史均值无法及时反映当期的均值变化情况。在某些情况下, 长周期的力量对短周期的扰动也不容忽视, 特别是长周期进入拐点的阶段, 有可能会超越短周期的力量, 对宏观经济的波动产生决定性的影响。

另一个不容忽视的问题是 ERP 隐含假设是股市和债市是相互替代的关系, 表现为股债跷跷板现象。**现实情况中股债跷跷板成立的频率并不算高, 股债双杀和股债双牛也是常态。**国内市场如果按照每个月底债券利率较上个月底上行、股票指数点位低于上月末的同时出现来定义“股债双杀”, 过去 15 年间股债此消彼长的“跷跷板”效应自然占了近 6 成时段, 而“股债双杀”也占据 22%左右, 频率并不算低。从宏观基本面因素出发, 经济政策不确定性走强、经济数据偏离预期程度较高时更加容易发生“股债双杀”。

图162: 国内市场“股债双杀”时点和股债表现频率分布



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

本文分别回顾了沪深 300 指数、上证 50 指数、中证 500 指数、中证 800 指数、中证 1000 指数的股债性价比变动情况。2008 年下半年后, 沪深 300 指数 ERP 上行突破二倍标准差 9 次, 下行突破二倍标准差 3 次。

第一次沪深 300 指数 ERP 上行突破二倍标准差, 开始于 2008 年 10 月 27 日, 结束于 2008 年 11 月 7 日, 累计持续 10 个交易日, 随后沪深 300 ERP 开始向均值回归, 沪深 300 指数也在接下来一年的时间里持续走强, 沪深 300 ERP 成功地预测了股市的未来发展动向。2008 年美国次贷危机引发了全球性金融危机, 美股指数深度调整, 国内经济基本面走弱的同时, 投资者信心也受到严重打击, 对未来预期悲观, 在弱预期、弱现实的双重压力下, A 股市场经历了近一年的持续下跌, 估值已跌至历史低位水平。在此背景下, 2008 年 9 月, 三大救市政策的出台(单边征收印花税、汇金入市、央企增持或回购)有力地提振了市场的风险偏好, A 股市场筑底回升, 但是本轮行情并未持续太久, 市场很快再度回落。沪深 300ERP 则第二次触及上方二倍标准差, 并持续了 6 个交易日。2008 年 11 月份, “四万亿投资计划”的发布, 与同期的宽松货币政策和积极的财政政策形成强力共振, 极大地提振了市场信心, 一系列重磅政策的落地带领 A 股市场完成 V 型反转, 开启了新一轮的牛市行情。在这一过程中, 沪深 300 ERP 展现了其预测市场动向的准确性和前瞻性。

2011 年, 通胀高企, 经济增速回落, 经济发展陷入滞胀, 年初两会也将全年经济增速目标设定为 7.5%, 八年来首次低于 8%, 政策端为解决通胀问题, 货币政策全面收紧, A 股市场步入熊市行情, 各大指数持续回调, 沪深 300 指数 ERP 也于 2011 年 11 月 23 日达到上方二倍标准差位置, 并持续了 39 个交易日。但是通过复盘我们可以发现, 受经济基本面走弱的拖累, 股市风险溢价走高, 沪深 300ERP 的均值在此期间持续上行, 这一次沪深 300ERP 所发出的加仓信号的效果并不是很好, 沪深 300 在短期内有所回升, 在 3 个月后实现了 2.48% 的涨幅, 但是这一行情未能延续, 沪深 300 指数此后进入了持续的横盘震荡区间, 并且受均值上修的影响, 沪深 300ERP 持续位于一倍标准差以上的历史高位, 对股票配置择时的指导有限。

2013年6月26日，沪深300ERP再度达到历史高点，发出加仓信号。2013年上半年PPI连续负增长、房地产市场冷淡、外汇占款急速增长，中国经济发展面临下行压力。与此同时，央行连续出台文件规范商业银行的表外业务、重启央票逆回购、实行预期管理，开启深化金融改革的序幕，进一步使得流动性收紧。6月份，受市场传闻扰动、企业税收集中清缴、端午节假期现金需求、外汇市场变化以及商业银行半年末指标考核等多种因素叠加影响，银行间市场出现“钱荒”，并于6月20日集中爆发，银行间隔夜拆放利率和回购利率均超过13%。受流动性资金短缺的影响，金融机构只能通过抛售资产来缓解流动性危机，这导致了6月24日股市暴跌，沪深300ERP短时间内迅速上扬，发出加仓的信号。随后央行及时出手，向市场注入流动性，有效平复了“钱荒”问题，避免了短期问题演化为长期、系统性风险¹⁰。随着流动性的恢复，沪深300指数经历短暂回调后迅速企稳回升。由此可见，沪深300ERP所发出的加仓信号对于短期事件影响带来的大盘异动具有较强的敏感性以及较好的指示作用。

2014年5月和6月，沪深300ERP再度发出两次加仓股票的信号。2014年上半年，我国经济发展进入新常态，经济增速放缓，新动能尚未显现，并且政策端延续了2013年的风格，对地产加强调控，同时采用紧货币的方式推动金融机构去杠杆，市场风险偏好始终处于被压制的状态，沪深300指数一直在低位徘徊，沪深300ERP在5月7日和6月3日发出两次加仓信号，很好地预示了接下来一年的牛市行情。年底沪深股通的开放，以及货币政策的超预期宽松，为A股市场带来了更多的增量资金，也点燃了市场的热情，沪深300指数屡破新高，沪深300ERP也同时拐头向下，回归到了均值水平。

2014年12月，沪深300ERP触及下方二倍标准差，发出减持股票的信号。2014年上半年，我国经济发展进入经济增速换挡期，结构调整阵痛期及前期刺激政策消化期的“三期”叠加新常态，A股处于历史低位持续磨底。在经济下行压力下，下半年开始，货币政策、财政政策开始转向，特别是11月份央行全面降息，为市场提供的充足的流动性，与此同时资本市场改革也提振了市场的风险偏好，A股市场迎来牛市行情，沪深300ERP也拐头向下，并在2014年12月8日触及下方二倍标准差，持续40个交易日。但是在杠杆资金入场的催化下，本轮牛市行情持续了较长时间，导致本次减仓信号是失效的；沪深300的估值达到了历史高位，随后在2015年2月17日，沪深300ERP再次触及下方二倍标准差，发出减仓信号，在2015年6月证监会要求清理场外配资，杠杆资金支撑的牛市行情就此结束，沪深300ERP开始向均值回归。

2018年，中美贸易摩擦加剧，投资者风险偏好降低，同时国内金融去杠杆，流动性明显收缩，并且供给侧结构性改革对经济增长的边际贡献也持续降低，经济发展新动能尚未显现，在内外压力的共同作用下，A股出现长时间回调，并在2018年12月26日，沪深300ERP触及上方二倍标准差，发出加仓信号。年底的民营企业座谈会为市场注入了信心，加之中美双方达成停止互加关税的协议，有效地遏制了市场情绪的进一步恶化。进入2019年后，经济基本面企稳，政策底、经济底及市场底得到确认，A股由此开启新一轮牛市行情，沪深300ERP也开始向均值回归，准确地预示了本轮市场的上涨趋势。

2020年，受新冠疫情的影响，A股市场迅速回调，沪深300ERP也在2020年3月23日触及上方标准差，发出加仓信号。此后，随着国内疫情得到有效控制，A股市场也在经历短期回调后迅速反弹，与此同时国外疫情却大范围蔓延，国内复工复产则有序进行，国内外形成鲜明对比，A股牛市行情得以延续。这也再次印证了，沪深300ERP所发出的加仓信号对于短期事件影响带来的大盘异动具有较强的

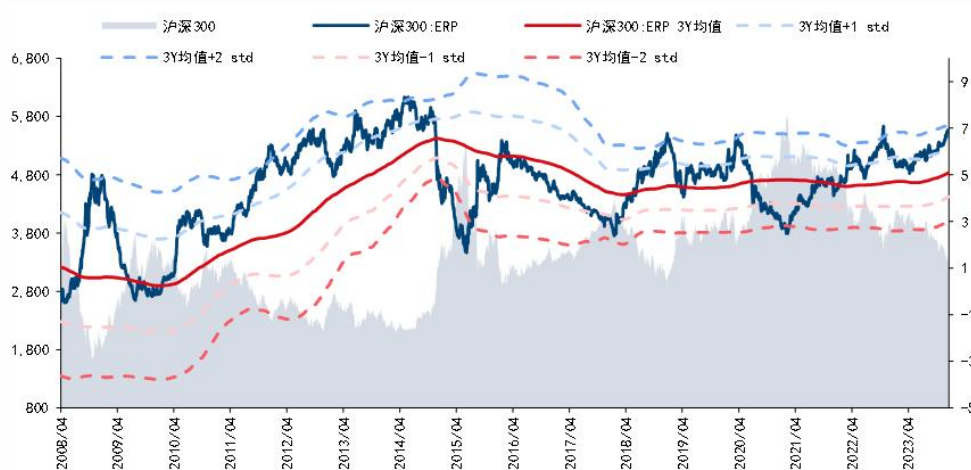
¹⁰ 《面对钱荒，央行的抉择——“620钱荒”案例分析》，何青

敏感性以及较好的指示作用。

2021年3月23日,在经历一轮牛市后,沪深300估值已达到历史高位,沪深300ERP发出减仓信号,随后沪深300指数冲高回落。2020年四季度,我国经济增速已恢复至疫情前水平,而且公募基金发行量突破历史新高,为市场提供了充足的流动性,在经济基本面及流动性利好的背景下,2021年开年A股市场迅速冲高,以“茅指数”为代表的核心资产多年来持续跑赢大盘,强化了投资者的共识,领涨本轮行情,各核心资产成分股的估值大部分达到历史最高水平。然而好景不长,进入到2月之后,美债利率上行,流动性收紧,分母端恶化,大盘整体回调,沪深300ERP也就此转头向下,向均值回归。

在2022年,A股市场历经了海外地缘政治冲突升级、美联储不断加息的压力、局部地区疫情的反复,以及房地产风险释放等多重考验,呈现出一轮深度调整与筑底的熊市格局。在这一背景下,沪深300指数于10月份触及低点,而沪深300ERP在10月24日更是达到了上方二倍标准的重要关口,发出了加仓的明确信号。随后,随着国内防疫政策的优化调整并在11月份得到实质性执行,市场对经济复苏的乐观预期逐渐增强,推动沪深300指数实现了V型反弹。

图163: 沪深300ERP走势(考虑每年两次调仓后的样本盈利对齐)



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

表12: 沪深 300 指数 ERP 择时复盘

序号	开始日期	结束日期	信号	持续交易日	一月后涨跌幅	三月后涨跌幅	六月后涨跌幅	一年后涨跌幅
1	2008/10/27	2008/11/7	加仓	10	11.06%	22.18%	56.74%	106.34%
2	2008/12/24	2008/12/31	加仓	6	7.72%	32.42%	65.23%	76.81%
3	2011/11/23	2012/1/18	加仓	39	-9.48%	2.48%	-0.42%	-15.73%
4	2013/6/26	2013/6/27	加仓	2	3.73%	12.19%	5.07%	-1.61%
5	2014/5/7	2014/5/20	加仓	10	0.62%	9.96%	17.36%	115.08%
6	2014/6/3	2014/6/6	加仓	4	0.68%	8.10%	26.66%	125.16%
7	2014/12/8	2015/2/3	减仓	40	12.02%	8.35%	60.80%	13.36%
8	2015/2/17	2015/7/23	减仓	105	12.80%	37.44%	15.65%	-11.45%
9	2018/12/26	2019/1/8	加仓	8	6.08%	28.99%	27.43%	34.11%
10	2020/3/23	2020/3/23	加仓	1	7.87%	16.10%	32.81%	41.89%
11	2021/1/7	2021/3/3	减仓	35	-0.72%	-8.68%	-7.72%	-12.54%
12	2022/10/24	2022/11/3	加仓	9	3.74%	13.87%	13.52%	-4.02%
加仓信号准确率					8/9	9/9	8/9	6/9
减仓信号准确率					1/3	1/3	1/3	2/3
总体准确率					9/12	10/12	9/12	8/12

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

此外, 通过对上证 50、中证 500、中证 800 及中证 1000 指数的股债性价比择时胜率进行复盘, 我们发现沪深 300 指数及上证 50 指数股债性价比指标的择时胜率更高, 这些指数中的成分股多为处于成熟期的大型公司, 估值相对稳定, 历史均值可以很好地反映股债性价比的中枢, 而中证 500 等小盘股指数的成分股估值波动较大, 使用历史均值对股债性价比中枢进行估计偏差较大, 导致股债性价比指标的择时胜率较低。

通过对股债性价比择时复盘, 我们发现, 一倍标准差在支撑和压力方面的作用相对有限。即使股债性价比突破了一倍标准差, 相应的宽基指数走势也未出现明显变化。相比之下, 二倍标准差在支撑和压力方面的作用则更为显著。在大多数情况下, 股债性价比指标会在二倍标准差范围内呈现周期性波动, 并且在触及这一边界后往往会迅速反弹向相反方向。因此, 二倍标准差相对而言更具参考价值, 能够为投资者在股债配比择时方面提供一定的指导和借鉴。

值得强调的是股债性价比作为股债相对价格的变动结果, 并不能直接决定股债市场的相对走势, 更多的是作为一种技术分析的工具, 帮助投资者了解市场, 通过比较当前指标绝对值在历史阶段的位置, 可以预测未来市场的动向。根据历史复盘的结果, 我们观察到, 当满足以下三个条件时, 股债性价比择时通常有效, 但需要注意的是, 历史并非绝对会重演, 因此在实际应用中还需结合其他市场因素进行综合判断。

第一: 均值波动幅度不大。2010 到 2015 年, 所有指数的 ERP 均超过了 1 倍标准差, 但是当时经济增速放缓, 股市承压, 风险溢价上调, 导致 ERP 的均值短期上调, 股市在此期间震荡横盘, 未见增长。(这几年 3 年滚动均值斜率较大且为正, 那么实时的均值应该更大, 股债性价比所回归的均值持续增加, 股债性价比失效)。

第二: 股债性价比更适合用作中期择时指标。复盘数据显示, 指数的 ERP 指标领先指数表现三到六个月, 当时指数的 ERP 指标触及二倍标准差时, 进行股票的增持或减持操作, 随后的三到六个月内胜率较高。因此, 利用 ERP 指标进行中期策略调整, 能够有效提升投资决策的准确性和收益率。

第三: 成熟期的行业或者企业。初创期或成长期的行业或者企业, PE 一般失效, 并且这些企业的估值普遍较高, PE 倒数很小, 并不能很好地指示股票的收益率, 其股票收益率更多的是来自股价上涨带来的资本利得, 对于指数而言就是, 大盘指数的股债性价比一般会成立, 小盘股指数股债性价比普遍失效通过对历史数据

的复盘分析，我们可以进一步证实这一点，大盘宽基指数如沪深 300 指数和上证 50 指数，在股债性价比指标上表现出较高的胜率。当这些指数的股债性价比触及二倍标准差后，它们在未来 3 个月或 6 个月内上涨的概率相对较大；而中小盘宽基指数中证 500 和中证 1000 的股债性价比指标则相对失效，胜率较低。

通过上述复盘，股债性价比的择时更适合成熟期的行业或者企业。大盘宽基指数的股债性价比指标在择时上表现出较高的胜率。而中证 500、中证 800 和中证 1000 的股债性价比指标则相对失效，胜率较低。并且由于计算股债性价比时，使用指数的市盈率倒数作为股票预期收益率的代理变量，大部分指数调仓频繁，且部分指数单次调仓比例较大，这会导致调仓前后市盈率出现不连续的情况，甚至可能发生较大的变动，调仓前后缺乏可比性，那么基于不连续的市盈率所计算得到的股债性价比指标就难以形成对股债择时的指导。

针对这一问题，我们发现可以使用市盈率指标进行二次验证，以提高择时的有效性。具体而言，如果指数 ERP 发出加(减)仓信号的同时，指数的 PE 估值也恰好处于历史的较低(高)分位，此时进行加减仓操作，可有效提高胜率。

此外，上文分析表明指数调仓对指数的估值影响很大，导致调仓前后指数估值指标的可比性较差。基于此，我们对分子、分母同时采用修正除数法进行平滑，可避免调仓前后连续的问题，增强可比性。

调整市盈率计算方法：具体而言，我们基于以下的方法对指数的市盈率进行调整。已知指数成分股的总市值序列 $\{M_t\}_{t=1, \dots, T}$ 、总盈利序列 $\{E_t\}_{t=1, \dots, T}$ 、指数收盘价序列 $\{P_t\}_{t=1, \dots, T}$ 和指数成分股调整时点 $\{t_i\}_{i=1 \dots n}$ 。

在每个指数成分股调整时点 t ，由于指数成分股的调整，会导致指数成分股总市值 M_t 和 E_t 的异常变化。一般地，在指数调整时点，指数成分股不会有盈利数据的更新。因此这一时点指数估值 M_t/E_t 的变化仅是总市值 M_t 的变化，这一变化与指数涨跌幅大致相同。之所以仅是大致相同，是因为总市值 M_t 的变化是总市值加权的指数成分股收益率，而指数涨跌幅是调整的自由流通市值加权的成分股收益率。样本股名单发生变化或样本股的股本结构发生变化或样本股的市值出现非交易因素的变动时，指数会出现非连续性变化。指数的估值也一样。为了保证指数估值的连续性，我们采用类似于保证指数连续性的“除数修正法”对指数估值进行修正。

指数的计算公式是“报告期指数=报告期成份股的调整市值/除数”其中“除数”为期初的成份股调整市值。“除数修正法”则是通过修正除数来计算以后的指数。新除数的计算公式参考公式“除数的修正前的调整市值/原除数=修正后的调整市值/新除数”，其中“修正后的调整市值=修正前的调整市值+新增(减)调整市值”。按照上述公式，那么总市值的新除数=原除数 $\times M_t / (M_{t-1} \times P_t / P_{t-1})$ ，总盈利的新除数=原除数 $\times E_t / (E_{t-1})$ 。当指数成分股调整时，先计算新除数，然后用新除数去修正当前调整时点至下一次调整时点之前的指数成分股的总市值与总盈利，如此循环，最终得到总市值和总盈利的调整序列来计算调整估值。

各指数的调整市盈率结算结果下图所示。结果显示中证 500 及中证 1000 市盈率所受影响相对更大，这是因为中证 500 及中证 1000 指数调仓后，新进入的个股普遍是发展相对成熟的企业，市盈率较低，调仓后指数市盈率会降低，导致调仓前后，市盈率不连续且不具有可比性。而沪深 300 指数及上证 50 指数成分股，新进入的个股及被剔除的个股大部分均为处于成熟期的大型企业，估值稳定，且差异较小，因此大盘股指数市盈率受调仓的影响较小。中证 800 指数中，由于沪深 300 成分股企业权重较大，中证 500 成分股权重较小，因此其市盈率所受调仓的影响较小。

图164: 沪深 300 指数调整市盈率（调整后指标和基础指标存在明显差异）

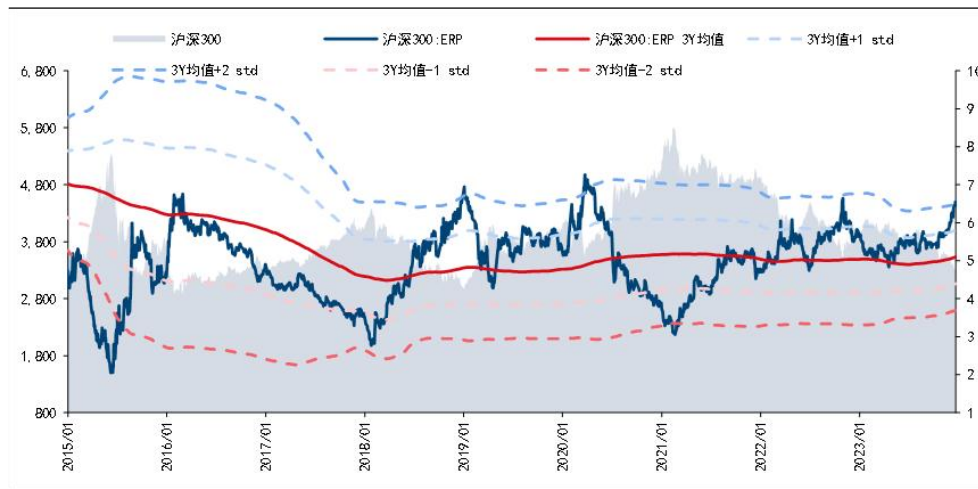


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

考虑外资的影响——叠加美债收益率因素。值得注意的是，近年来外资累计净流入和持股比例的逐年增长现象不容忽视，外资对 A 股走势的边际影响正逐步加大。考虑到外资在投资决策中常以美债收益率为重要参照基准，有必要对现有的股债性价比指标进行相应调整。将原本以十年期国债到期收益率为单一比较基准的模式，转变为综合考量模式，即“十年期国债到期收益率占 70%权重，加上十年期美债到期收益率占 30%权重”的新指标。这样的调整能更全面地反映国内外市场因素对股债性价比的综合影响。

遵循上述思路，我们采用了修正的方法对各指数的修正 ERP 进行了详细复盘分析。鉴于陆股通的启动时间是 2014 年 11 月，我们重点关注 2015 年后指数修正 ERP 的走势，具体结果如下图所示。从复盘的结果来看，对于大盘指数，在相对长期的时间范围内，特别是一年期，修正 ERP 展现出更高的择时胜率。对于小盘指数，修正 ERP 的择时胜率反而更低。这一现象的背后原因是外资更倾向于持有大盘股的核心资产，而对小盘股的持股比例则相对较低，因此，外资对大盘指数的影响更为显著。鉴于此，使用融入十年期美债收益率的修正 ERP 指标，更适合作为大盘指数 ERP 择时的双重验证指标，从而为我们提供更准确的市场走势判断。

图165: 沪深 300ERP 走势 (考虑每年两次调仓后的样本盈利对齐和美债收益率)



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

表13: 沪深 300 指数 ERP 择时复盘

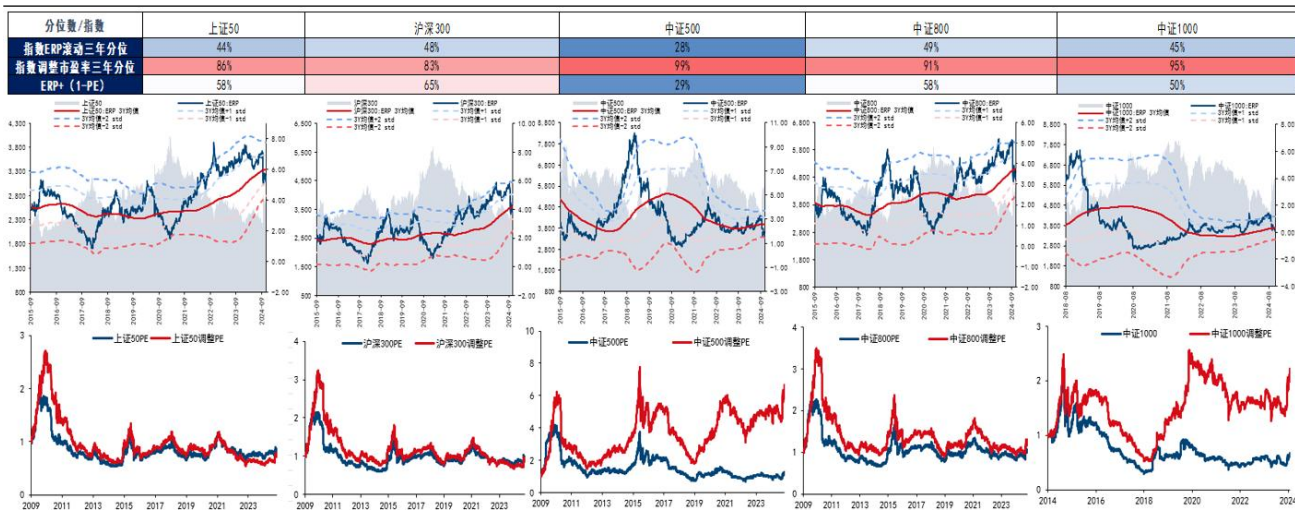
序号	开始日期	结束日期	信号	持续交易日	一月后涨跌幅	三月后涨跌幅	六月后涨跌幅	一年后涨跌幅
1	2014/12/16	2015/7/23	减仓	148	9.10%	16.24%	58.05%	11.84%
2	2018/12/27	2019/1/3	加仓	4	6.46%	32.88%	31.61%	34.49%
3	2020/3/16	2020/4/13	加仓	20	2.63%	7.38%	25.93%	36.25%
4	2021/1/12	2021/1/12	减仓	1	1.61%	-11.00%	-8.12%	-13.42%
5	2021/2/8	2021/3/3	减仓	13	-9.51%	-8.16%	-10.41%	-17.33%
加仓信号准确率					2/2	2/2	2/2	2/2
减仓信号准确率					1/3	2/3	2/3	2/3
总体准确率					3/5	4/5	4/5	4/5

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

综上, 我们使用指数 ERP 及指数的调整市盈率对各宽基指数的中长期走势进行预期。从风险溢价指标的视角来看, 2023 年, 大盘指数 ERP 持续走高, 处于历史较高水平, 沪深 300 指数、上证 50 指数及中证 800 指数 ERP 已接近 3 年峰值水平, 配置性价比相对较高; 再从调整市盈率的角度来看, 大盘指数估值相对小盘指数估值更低。这些数据均表明, 大盘股目前处于估值低位, 配置性价比比较高。

进一步地, 我们按照如下方式对各指数进行打分排序: 总分=ERP 历史分位+(1-市盈率历史分位), 按照最新的择时信号, 站在 2024 年底-2025 年初视角下, 宽基指数的适宜顺序依次为: 沪深 300>中证 800/上证 50>中证 1000>中证 500。

表14: 指数走势预期——基于股债性价比及调整市盈率



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

9.4.2 ERP 框架下采用整体法对市盈率权重进行修正应对 PE 计算偏差

指数的市盈率一般使用整体法计算得到, 即使用指数成分股总市值除以指数成分股的总利润。这种计算方法存在如下两方面问题, 一是个股在指数中的权重与计算市盈率的权重不同, 导致指数市盈率计算出现偏差; 指数的 EP 为成分股的 EP 按照成分股总市值占比加权计算得到, 而沪深 300 指数、上证 50 指数的成分股权重均是采用自由流通市值加权分级靠档方法确定, 个股在指数中的权重与计算市盈率的权重不同。二是采用整体法计算指数市盈率会导致成分股相同指数的市盈率相同 (如沪深 300 指数与沪深 300 等权指数)。

具体而言, 采用整体法计算指数市盈率方法如下:

$$\begin{aligned}
 \text{指数 P/E 倒数} = E/P &= \frac{\sum \text{成分股盈利}}{\sum \text{成分股总市值}} = \frac{\sum (\text{成分股 EP} \times \text{成分股总市值})}{\sum \text{成分股总市值}} \\
 &= \sum \left(\text{成分股 E/P} \times \frac{\text{成分股总市值}}{\sum \text{成分股总市值}} \right) \\
 &= \sum (\text{成分股 E/P} \times \text{成分股总市值占比})
 \end{aligned}$$

由此可见, 对于成分股相同的指数, 如果均采用整体法计算指数的市盈率, 则会导致成分股相同指数的市盈率相同, 据此计算得到的股债性价比难以为实际指数投资提供有效的择时参考。

本文沿用整体法的计算思路, 对市盈率计算过程中的权重进行替修正, 进而对指数市盈率的计算方法进行改进, 具体计算方法如下:

$$\text{指数 P/E} = \frac{\sum A \text{ 股股价} \times \text{总股本} \times \omega_i}{\sum \text{成分股归母净利润} \times \omega_i}$$

自由流通市值分级靠档加权: $\omega_i = \frac{\text{调整股本数}}{\text{总股本}}$

等权重: $\omega_i = 1/\text{总市值}$

其中分级靠档的权重计算如下：

自由流通比例=自由流通量/ A 股总股本

调整股本数= A 股总股本×加权比例

自由流通比例≤15 时，加权比例向上取整。

图166: 不同自由流通比例对应的加权比例

自由流通比例	(15, 20]	(20, 30]	(30, 40]	(40, 50]	(50, 60]	(60, 70]	(70, 80]	>80
加权比例	20	30	40	50	60	70	80	100

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

采用上述方法计算得到的指数市盈率，可以确保个股在指数中的权重与计算市盈率的权重相同，同时避免了成分股相同指数市盈率相同的问题。

由于计算股债性价比时，使用指数的市盈率倒数作为股票预期收益率的代理变量，而大部分指数调仓频繁，且部分指数单次调仓比例较大，这会导致调仓前后市盈率出现不连续的情况，甚至发生较大的变动，致使调仓前后的市盈率缺乏可比性，本文借鉴指数计算的除数修正法，对指数市盈率进行平滑，具体方法如下：

具体而言，我们基于以下的方法对指数的市盈率进行调整。已知指数成分股的总市值序列 $\{M_t\}_{t=1, \dots, T}$ 、总盈利序列 $\{E_t\}_{t=1, \dots, T}$ 、指数收盘价序列 $\{P_t\}_{t=1, \dots, T}$ 和指数成分股调整时点 $\{t_i\}_{i=1, \dots, n}$ 。

在每个指数成分股调整时点 t ，由于指数成分股的调整，会导致指数成分股总市值 M_t 和 E_t 的异常变化。一般地，在指数调整时点，指数成分股不会有盈利数据的更新。因此这一时点指数估值 M_t/E_t 的变化仅是总市值 M_t 的变化，这一变化与指数涨跌幅大致相同。之所以仅是大致相同，是因为总市值 M_t 的变化是总市值加权的指数成分股收益率，而指数涨跌幅是调整的自由流通市值加权的成分股收益率。

当样本股名单发生变化或样本股的股本结构发生变化或样本股的市值出现非交易因素的变动时，指数会出现非连续性变化，指数的估值也会出现非连续性变化。为了保证指数估值的连续性，我们采用类似于保证指数连续性的“除数修正法”对指数估值进行修正。

指数的计算公式是“报告期指数=报告期成份股的调整市值/除数”其中“除数”为期初的成份股调整市值。“除数修正法”则是通过修正除数来计算以后的指数。新除数的计算公式参考公式“除数的修正前的调整市值/原除数=修正后的调整市值/新除数”，其中“修正后的调整市值=修正前的调整市值+新增（减）调整市值”。按照上述公式，那么总市值的新除数=原除数 $\times M_t / (M_{t-1} \times P_t / P_{t-1})$ ，总盈利的新除数=原除数 $\times E_t / (E_{t-1})$ 。

当指数成分股调整时，首先计算新除数，然后用新除数去修正当前调整时点至下一次调整时点之前的指数成分股的总市值与总盈利，如此循环，最终得到总市值和总盈利的调整序列来计算调整估值。

随后本文以沪深 300 指数、上证 50 指数、中证 500 指数、中证 800 指数、中证 1000 指数以及对应的等权指数为例，回测经修正后的股债性价比指标的择时胜率，具体而言，将股债性价比指标超过上方二倍标准差（低于下方二倍标准差）作为加仓（减仓）的信号，并据此回测加（减）仓后，指数的涨跌幅情况。

同时，进一步考察了调整市盈率的辅助择时作用，使用调整市盈率对调仓信号进行筛选，当股债性价比触及上方（下方）二倍标准差时，如果调整市盈率也恰好

处于历史较低（高）分位，则进行调仓操作，否则将该调仓信号排除。

9.4.3 自由流通市值分级靠档加权指数

沪深 300 指数、上证 50、中证 500、中证 800 及中证 1000 指数的股债性价比择时胜率复盘结果详见本文附录，由历史复盘的结果可见：

首先，股债性价比指标能够提供质量较高的买入择时信号。在回测区间内，股债性价比指标发出了相对更多的买入信号，根据股债性价比指标执行加仓操作胜率相对较高；相比之下，股债性价比指标所提供的减仓信号数量较少，尤其是中证 1000 指数的股债性价比指标，甚至未发出任何减仓信号，同时，股债性价比指标所发出的减仓信号，在择时方面的胜率相对较低。

其次，股债性价比指标更适合作为大盘指数的中期择时指标。根据复盘结果，沪深 300 指数、上证 50 指数一级中证 800 指数股债性价比指标的择时胜率相对较高，而中证 500 和中证 1000 指数的股债性价比择时胜率较低，这是因为中证 500 和中证 1000 成分股企业多处于成长期，盈利能力相对较差，市盈率的倒数并不能很好地指示股票的收益率，其股票收益率多为价格上涨带来的资本利得，并且中证 500 和中证 1000 成分股企业估值波动较大，历史均值难以反映股债性价比的中枢，因此，股债性价比指标的择时效果较差。此外，从复盘结果看，股债性价比指标相对领先指数三到六个月，对于三到六个月的中期择时具有较高的胜率，使用股债性价比指标进行中期策略调整，能够有效提升投资决策的准确性和收益率。

最后，调整市盈率可以有效筛选掉部分错误择时信号。对于沪深 300 指数、上证 50 指数及中证 800 指数而言，指数调仓时，新进入的个股及被剔除的个股大部分普遍为处于成熟期的大型企业，估值稳定，且差异较小，因此大盘股指数市盈率受调仓的影响较小，其调整市盈率与原始市盈率较为接近，调整市盈率难以提供相应的增量信息。而中证 500 指数和中证 1000 指数，新进入的个股及被剔除的个股差异较大，指数市盈率受调仓影响较大，调仓前后表现出较大的不连续性，基于调整市盈率进行双重验证，可以在一定程度上提高股债性价比的择时胜率。

图167: 股债性价比买入信号择时胜率(自由流通市值加权)

买入信号	原始		调整市盈率筛选	
	+3月	+6月	+3月	+6月
沪深300	8/10	9/10	8/10	9/10
上证50	8/10	9/10	7/9	8/9
中证500	4/12	4/12	3/10	4/10
中证800	7/12	10/12	7/12	10/12
中证1000	5/13	5/12	3/10	4/10

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图168: 股债性价比卖出信号择时胜率(自由流通市值加权)

卖出信号	原始		调整市盈率筛选	
	+3月	+6月	+3月	+6月
沪深300	2/4	3/4	2/4	3/4
上证50	1/5	2/5	1/3	2/3
中证500	1/2	2/2	1/2	2/2
中证800	1/3	1/3	1/3	1/3
中证1000	无卖出信息号			

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

9.4.4 等权重指数

沪深 300、上证 50、中证 500、中证 800 及中证 1000 对应等权重指数的股债性价比择时胜率复盘结果详见本文附录，由历史复盘的结果可见：

首先，股债性价比指标在沪深 300、上证 50 等权指数的买入时机的选择上以及中证 500、中证 800 和中证 1000 等权指数的卖出时机选择上展现出了较高的胜率。在回测区间内，等权重指数的股债性价比指标同样发出了相对更多的买入信号，并且买入信号对于沪深 300 指数及上证 50 等权指数的择时胜率更高；相比之下，股债性价比指标所提供的卖出信号数量相对较少，卖出信号对中证 500、中证 800

以及中证 1000 指数的择时胜率较高。

其次，将观测区间拉长至一年后，等权指数的股债性价比指标择时普遍表现出了更高的胜率。采用等权法编制指数暗合价值投资理念，采用等权法编制指数，则会在股票价格低迷时买入，在价格高涨时卖出，从而实现高抛低吸的投资策略，与价值投资理念契合。同时，本文所编制的等权指数仓位调整时点与个股增补和剔除的时点相同，具体而言，在个股增补和剔除时，同时调整成分股仓位，使得各支股票的持股市值相同，并保持持股数量不变，直至下一次调仓，大部分指数普遍每半年调仓一次，导致其回报周期有所拉长，因此，等权指数的股债性价比指标择时在更长的时间维度上表现出了更高的胜率。

最后，调整市盈率提供的增量信息有限。虽然使用调整市盈率来筛选股债性价比指标可以帮助我们剔除部分错误的买入时机信号，但同时也有可能过滤掉一些正确的买入机会。此外，调整市盈率在筛选卖出信号方面的作用并不显著。

图169: 股债性价比买入信号择时胜率(等权)

买入信号	原始			调整市盈率筛选		
	+3月	+6月	+12月	+3月	+6月	+12月
沪深300	6/10	6/9	8/9	1/4	3/4	4/4
上证50	11/14	10/14	6/14	7/9	5/9	1/9
中证500	2/11	4/11	5/11	2/8	4/8	4/8
中证800	4/10	4/10	6/10	1/6	3/6	3/6
中证1000	5/12	4/12	5/12	3/9	4/9	4/9

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图170: 股债性价比卖出信号择时胜率(等权)

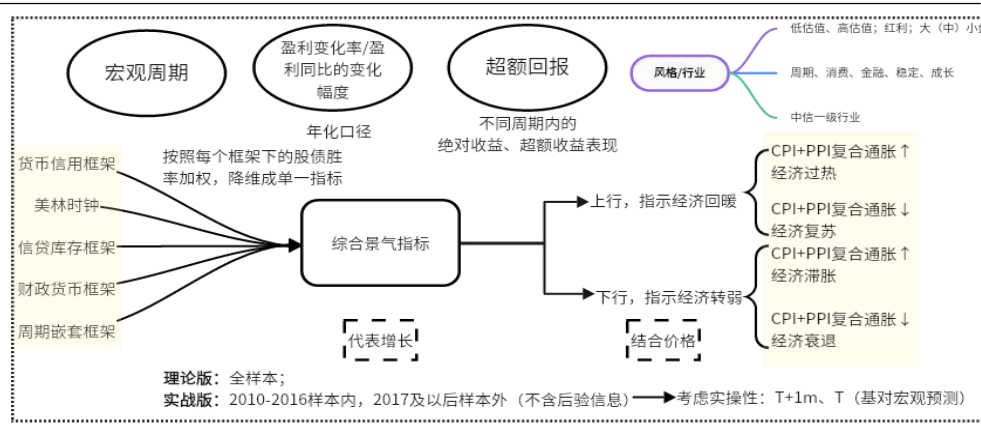
卖出信号	原始			调整市盈率筛选		
	+3月	+6月	+12月	+3月	+6月	+12月
沪深300	1/4	1/4	2/4	1/4	1/4	2/4
上证50	3/7	4/7	6/7	1/4	2/4	4/4
中证500	2/2	2/2	2/2	2/2	2/2	2/2
中证800	1/2	2/2	2/2	1/2	2/2	2/2
中证1000	3/3	3/3	0/3	3/3	3/3	0/3

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

9.5 实战框架下的综合景气指数构建资产配置组合

在资产配置的语境下, 单独依靠被动方法进行配置而忽视宏观因子进行主动择时, 对投资实践来讲并无益处。采取主动+被动相结合的思路, 通过主动框架进行择时并通过被动的思路平抑波动、分散风险, 才有助于提高风险调整后收益。

图171: 主动择时+被动配置的思路框架图



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

作为经济周期的两大指标——综合景气指标和综合通胀指标, 两者对股票价格的指引映射到两个不同的维度——盈利和估值。当基本面(综合景气指标)上行时, 经济上行的背后往往是企业盈利的改善, 对应股价上行; 当价格(综合通胀指标)下行时, 往往预示着货币政策的宽松, 利率下行, 这会改善股票的估值, 对应股价上行。从价值投资的角度, 我们往往更为关注盈利, 其代表了企业的业绩、长

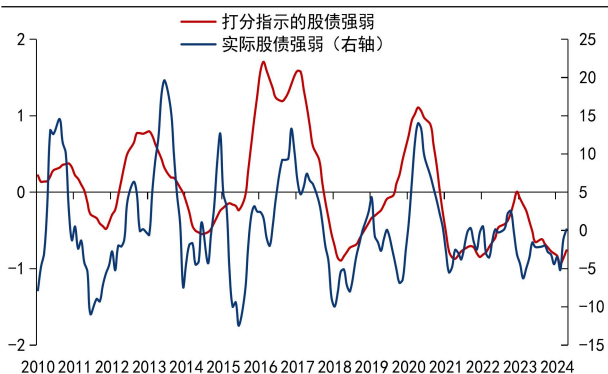
期竞争力。

研究发现，综合景气指标对行业盈利增速有领先性，表现为领先正相关，这与经济周期的理论相一致；综合通胀指标对行业盈利的提示不及综合领先指标，分行业来看有如下结论：

综合景气指标对周期、成长、红利、大盘等风格板块和建筑、建材等行业板块具有较强的领先正相关；对稳定、小盘等风格板块和金融、银行、电子、通信等行业板块的领先正相关性较弱；对电力设备、公共事业等板块具有领先负相关性。

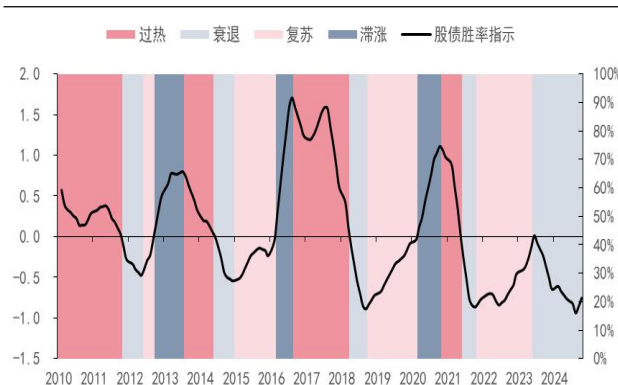
综合通胀指标对有色、消费等行业板块具有较强的领先正相关；对电力设备、机械等行业板块的领先正相关性较弱；对红利、低估值等风格板块和通信、电子、银行、医药等行业板块具有领先负相关性。

图172: 综合景气指标对股债择时的实战效果



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图173: 综合景气指标划分的四大经济周期区间



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

首先，衰退期、过热期各行业的超额回报具有更强的盈利驱动模式（盈利改善视角）：

- 衰退期表现最好的三个行业，其盈利增速在全行业中排名：非银行金融（前 6.7%）、银行（前 33.3%）、食品饮料（前 10.0%）。
- 复苏期表现最好的三个行业，其盈利增速在全行业中排名：传媒（前 86.7%）、家电（前 40.0%）、食品饮料（前 60.0%）。
- 过热期表现最好的三个行业，其盈利增速在全行业中排名：通信（前 3.3%）、轻工制造（前 33.3%）、消费者服务（前 76.7%）。
- 滞胀期表现最好的三个行业，其盈利增速在全行业中排名：有色金属（前 33.3%）、煤炭（前 56.7%）、建筑（前 73.3%）。

超额收益看股票风格表现：超额收益可以更好体现出风格板块/行业表现与基本面的偏离情况（避免大牛市/熊市的拖累），我们在绝对收益基础上结合相对收益（即各个风格较全 A 的超额回报来测算）；主要结论如下：

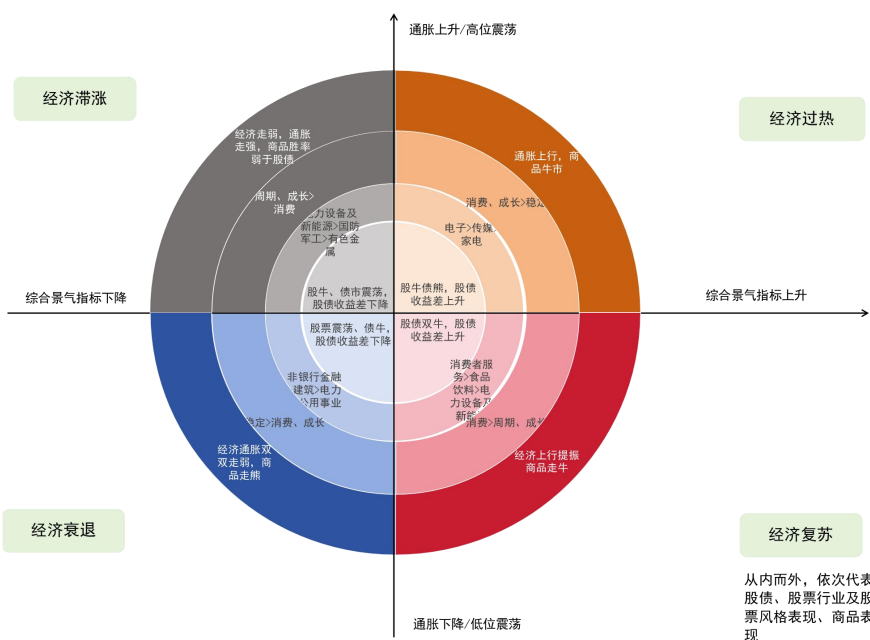
- （1）经济上行（复苏、过热）时高估值板块表现较好，衰退时低估值板块表现较好；
- （2）从盈利增速看基本面：盈利增速的计算基于不变成分股的可比口径：在计算 t_1 至 t_2 的盈利增速时，锚定 t_2 时刻的成分股，通过所有成分股在两个时间段归母净利润的总额变化，计算盈利增速。这样计算的盈利增速规避了指数调仓带来的成分股变动，在跨时间比较上更合理；
- （3）对于低估值和高估值指数，我们

根据指数编制规则重选了成分股（因为万得对于长江高估值和低估值指数不提供成分股明细）¹¹；（4）布局投资策略角度：经济上行期间配置高估值品种进攻，下行周期特别是衰退阶段配置低估值品种防御；（5）经济衰退配大盘和红利：大盘股和红利指数、金融和稳定板块在衰退阶段表现最佳；（6）五大风格中，消费/成长在四阶段均与金融/稳定板块有效互克，可以用于考虑配对交易来平抑风险。

结合盈利增速，我们发现大小盘、红利和五大风格的涨跌幅表现出更强的估值驱动，风格的跨周期轮动也取决于估值驱动。随着经济周期由冷转暖，中小盘、周期的盈利修复结构特征更突出。

- 衰退期表现最好的三个行业为：非银行金融(41.6%)、建筑(22.9%)、电力及公用事业(15.9%)。
- 复苏期表现最好的三个行业为：消费者服务(44.4%)、食品饮料(17.9%)、电力设备及新能源(15.5%)。
- 过热期表现最好的三个行业为：电子(24.3%)、传媒(22.0%)、家电(20.7%)。
- 滞涨期表现最好的三个行业为：电力设备及新能源(22.3%)、国防军工(14.0%)、有色金属(12.3%)。

图174：经济周期与行业风格表现轮盘图



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

实际检验中发现对一级行业层面，估值驱动的力量先于盈利的驱动，因此综合景气对行业的轮动有借鉴意义，但实战中映射到股价则使用风格层面的轮动效果最佳。因此我们采用宏观因子主动择时+ETF 被动配置的思路来进行净值模拟。

¹¹ 具体流程如下，第一步：全 A 股票池剔除 ST，*ST 个股，剔除 PE、PB 小于 0 的个股；第二步：基于估值&市值筛选：个股 PE<25% (>75%) 分位数；个股 PB<25% (>75%) 分位数；个股市值>中位数；第三步：基于个股流动性进行排序，取流动性前 100 个股。

资产配置组合构建：因为不同股票风格间存在重叠，所以我们根据中信五大风格、大中小盘、估值等将不同股票风格分别和债券放在一起，根据历史周期指示的股票风格/债券胜率进行配置，具体方法为：

(1) 根据历史数据计算当前周期下的股债胜率，用牛市概率-熊市概率代表资产打分；

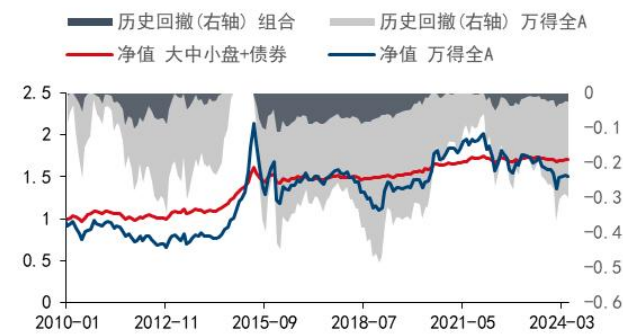
(2) 保留打分为正的资产风格/债券，每一类资产设置一定程度下限，根据分数大小计算配置比例。

图175: A 股风格指数+债券



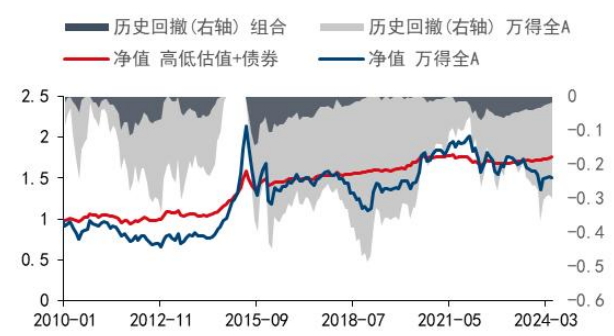
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图176: A 股大中小盘+债券



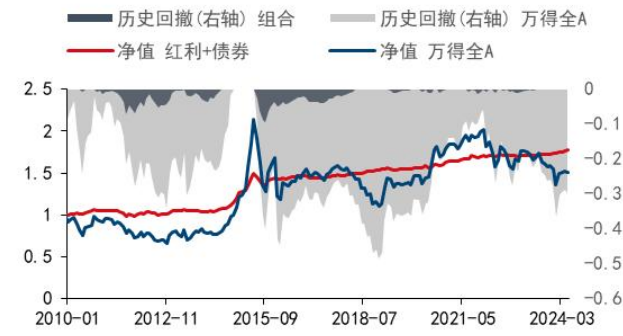
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图177: A 股各估值板块+债券



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图178: A 股红利板块+债券



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

在稳健的资产配置体系下，不同风格对组合的收益率存在一定影响。以2010.1以来长达近15年的实测情况来看，以周期、成长、消费、金融、稳定和债券搭配的组合收益率表现最好（博取弹性），而以中证红利指数和债券搭配的组合波动项较低，最大回撤表现较好（控制风险）。

图179: 实战框架下的资产配置组合表现回测

	中信风格+债券	万得全 A		大中小盘+债券	万得全 A
年化收益率	4.55%	2.88%	年化收益率	3.77%	2.88%
波动率	0.07	0.23	波动率	0.06	0.23
夏普比	0.69	0.13	夏普比	0.60	0.13
最大回撤	-11.56%	-48.44%	最大回撤	-11.19%	-48.44%

	高低估值+债券	万得全 A		红利+债券	万得全 A
年化收益率	3.98%	2.88%	年化收益率	4.04%	2.88%
波动率	0.07	0.23	波动率	0.05	0.23
夏普比	0.60	0.13	夏普比	0.89	0.13
最大回撤	-14.32%	-48.44%	最大回撤	-9.51%	-48.44%

资料来源: 万得, 中证指数, 彭博, 国信证券经济研究所整理

在资产选择中加入商品（以南华综合指数为基准），发现组合表现得到进一步优化。

图180: 加入商品后, 组合表现进一步优化

股票风格+债券组合表现					
	中信风格+债券	大中小盘+债券	高低估值+债券	红利+债券	万得全 A
年化收益率	4.55%	3.77%	3.98%	4.04%	2.88%
波动率	0.07	0.06	0.07	0.05	0.23
夏普比	0.69	0.60	0.60	0.89	0.13
最大回撤	-12.00%	-11.00%	-14.00%	-10.00%	-48.00%

股票风格+债券+商品组合表现					
	中信风格+债券+商品	大中小盘+债券+商品	高低估值+债券+商品	红利+债券+商品	万得全 A
年化收益率	4.60%	4.31%	4.57%	4.77%	2.88%
波动率	0.06	0.06	0.06	0.05	0.23
夏普比	0.73	0.72	0.70	0.98	0.13
最大回撤	-12.00%	-11.00%	-14.00%	-10.00%	-48.00%

资料来源: 万得, 中证指数, 彭博, 国信证券经济研究所整理

在每一期的时点上, 根据历史数据计算每类资产在历史相同阶段（复苏、过热、滞涨、衰退）的平均收益率, 并根据平均收益率排序, 选取平均收益率为正且排序在前两位的资产, 进行均衡配置（50%、50%）。

图181: 采取等权配置模型锁定高胜率资产, 组合表现仍可进一步优化

打分配置下, 股债商组合的表现					
	中信风格+债券+商品	大中小盘+债券+商品	高低估值+债券+商品	红利+债券+商品	万得全 A
年化收益率	4.60%	4.31%	4.57%	4.77%	2.88%
波动率	0.06	0.06	0.06	0.05	0.23
夏普比	0.73	0.72	0.70	0.98	0.13
最大回撤	-12.00%	-11.00%	-14.00%	-10.00%	-48.00%

等权配置下, 股债商组合的表现					
	中信风格+债券+商品	大中小盘+债券+商品	高低估值+债券+商品	红利+债券+商品	万得全 A
年化收益率	5.40%	4.99%	5.12%	5.28%	2.88%
波动率	0.07	0.06	0.06	0.05	0.23
夏普比	0.80	0.81	0.83	1.02	0.13
最大回撤	-12.00%	-11.00%	-11.00%	-10.00%	-48.00%

资料来源: 万得, 中证指数, 彭博, 国信证券经济研究所整理

结果表明, 锁定高胜率资产的等全配置能够更好的控制回撤, 增厚收益。

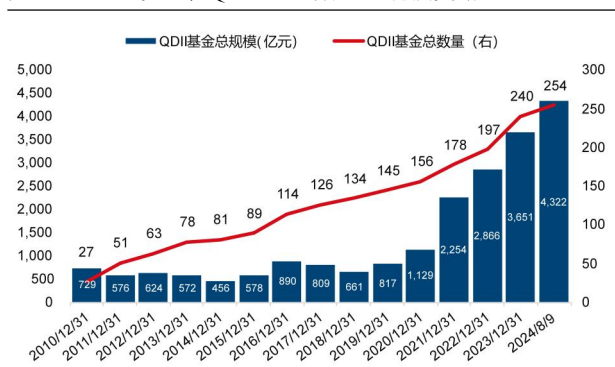
9.6 海外 ETF 资产配置：QDII 奔赴全球

仅考虑中国股债资产无法分散国别之间的系统性风险，QDII 为全球大类资产配置提供了新的窗口。

9.6.1 2021 年起，QDII 基金步入发展快车道

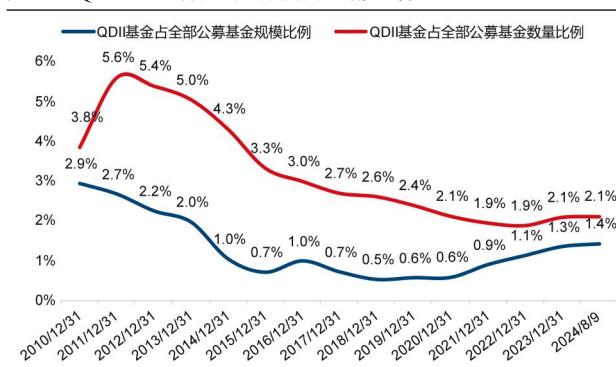
2021 年起，QDII 公募基金迈入稳步发展快车道。自 2007 年 QDII 制度体系正式建立以来，QDII 公募基金稳步发展，数量和规模稳步提升。2020Q4-2021 年 QDII 额度大幅扩容，公募 QDII 基金在 2021 年获得额度在各类金融机构中居首，占比 45%，QDII 规模迈入 2000 亿元，此后，QDII 基金占全部基金比例再次进入上升通道，截至 2024 年 8 月 9 日，存量 QDII 初始基金共 254 只，规模 4322 亿元。

图182: 2010 年至今 QDII 基金数量及规模变动



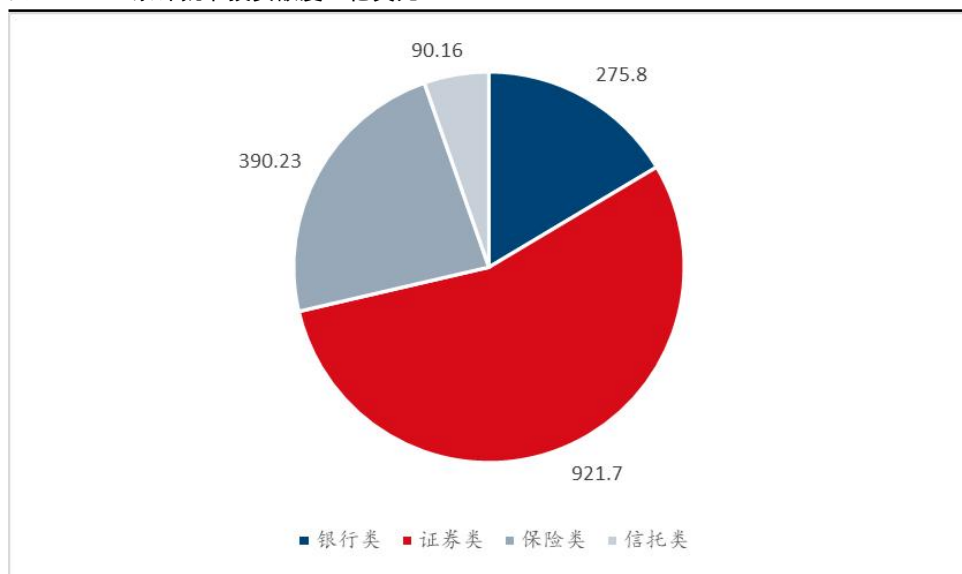
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：只含主代码

图183: QDII 基金数量和规模占全部公募基金比重



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：只含主代码

图184: QDII 累计批准投资额度 (亿美元)



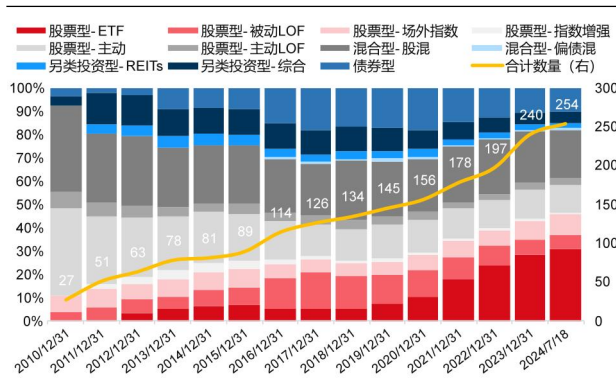
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

根据国家外汇管理局发布的《合格境内机构投资者(QDII)投资额度审批情况表》，截至2024年12月末，银行类累计批准投资额度275.8亿美元，证券类累计批准投资额度921.70亿美元，保险类累计批准投资额度390.23亿美元，信托类累计批准投资额度90.16亿美元，总计1677.89亿美元。

9.6.2 QDII 基金经历了从主动型到被动型的切换

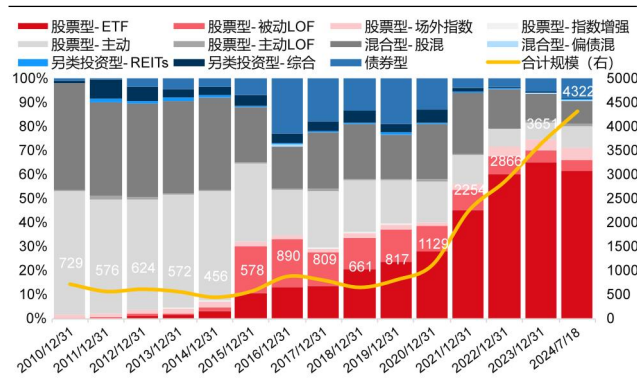
QDII 基金在投资类型上，经历了主动型到被动型的切换。QDII 问世之初，主动权益型占比绝大多数，随着基金管理人产品矩阵的不断丰富和完善，投资经验的丰富至今主动权益型、被动权益型、债券型、另类投资型数量各占35%、46%、11%、7%。权益类 QDII 产品经历了从主动到被动的变迁，被动指数型 QDII 尤其是 ETF 发行不断加速，占据全部公募 QDII 基金的半壁江山，QDII 型 ETF 配置价值逐渐被重视。A 股和海外市场跷跷板效应下，QDII 型 ETF 成为资本市场关注焦点。

图185: 各投资类型 QDII 基金数量占比变迁



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理 注: 只含主代码

图186: 各投资类型 QDII 基金规模 (亿元) 占比变迁



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理 注: 只含主代码

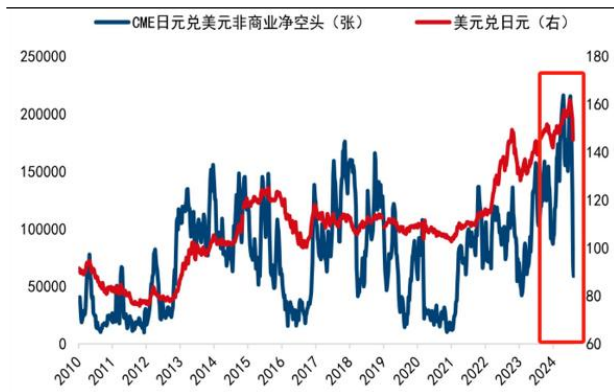
9.6.3 QDII-ETF 中，投资美国的产品场内溢价最高，投资日本的产品场内溢价最低

由于投资额度的限制，场内 QDII-ETF 相比于场外往往有溢价。场内 QDII-ETF 的溢价率反应了汇率预期和短期内投资者的情绪。由于 QDII 额度限制，场外 ETF 的申赎并不能达到真正的市场均衡点，QDII ETF 的场内收盘价是比 IOPV 更“公允”的以人民币资产的定价。港股 ETF 和港股之外的 ETF 溢价逻辑不同，近年来港股通和跨境理财通的推出并没有收窄 AH 溢价，但是却收窄了港股 QDII 的溢价。静态视角来看宽基指数的 ETF，2025 年 1 月 13 日，主要宽基 ETF 溢价率排序为：标普 500ETF>纳斯达克 100ETF>德国 ETF>法国 CAC40>恒生指数 ETF>日经 225 指数 ETF>东证指数 ETF。

(1) 投资日本的 ETF 溢价最低是源于日元兑美元的贬值预期

日经 225 指数和东证指数溢价率最低是受到日元贬值预期的影响。日元贬值预期可以用 CME 日元兑美元非商业净空头的数量来衡量，CME 日元兑美元非商业净空头的数量是日元套息交易的资产端，其数量反映了日元的空仓数量。同时，我们用 VIX 指数来佐证市场存在日元贬值预期的观点。VIX 是从衍生品中计算出的对于未来隐含风险的定价，是一个前向指标。历史数据显示 VIX 指数和日元兑美元汇率存在明显正相关性，即风险加大时日元升值，这是因为日元具有避险属性。08 年次贷危机、20 年新冠疫情暴发时，VIX 指数急剧攀升，日元兑美元汇率急剧升值。原因在于全球市场风险加大时，日元对外投资回流日本国内市场，支撑日元汇率表现。2022 年是唯一一次例外，2022 年俄乌冲突时 VIX 走阔，日元兑美元却走弱是因为当时美日利差走阔。目前 VIX 指数处于低位，日元升值弹性不足。

图187: CME 日元兑美元非商业净空头的数量



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图188: 日元的避险属性

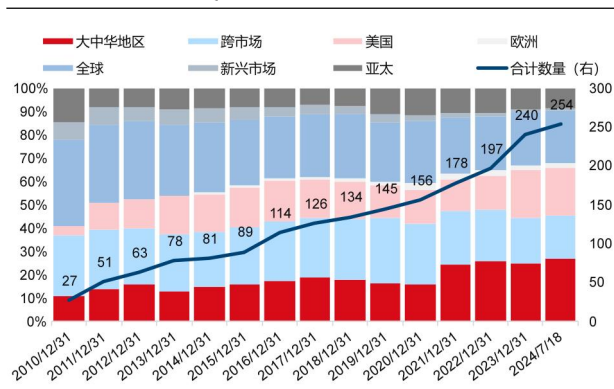


资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

(2) 投资美国市场的 QDII 基金增量显著

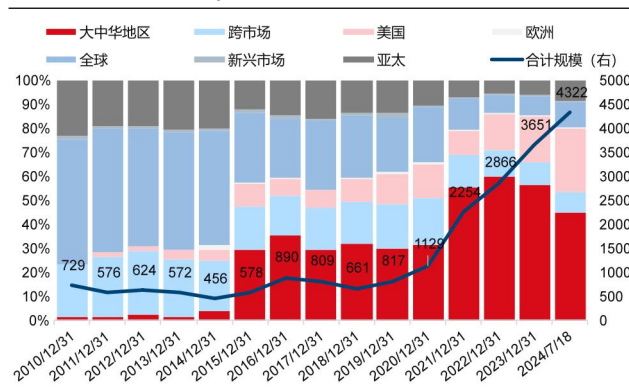
按照 QDII 基金投资地区来划分, 美国市场增量显著。根据基金全称按照地区大类进行划分, 中概股和港股占比始终最多, 尽管旨在实现资产配置的全局化与风险分散, 由于投研成本、信息不对称和渠道限制, 多数 QDII 投资地区仍锚定大中华地区。美国成为 QDII 过去一年以来新发 QDII 基金增长亮点, 截至 2024 年 8 月 7 日, 投资于美国市场的 QDII 基金规模较 2023 年末提升 448 亿元, 美股宽基 ETF 规模靠前。

图189: 各投资地区 QDII 基金数量占比变迁



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图190: 各投资地区 QDII 基金规模 (亿元) 占比变迁



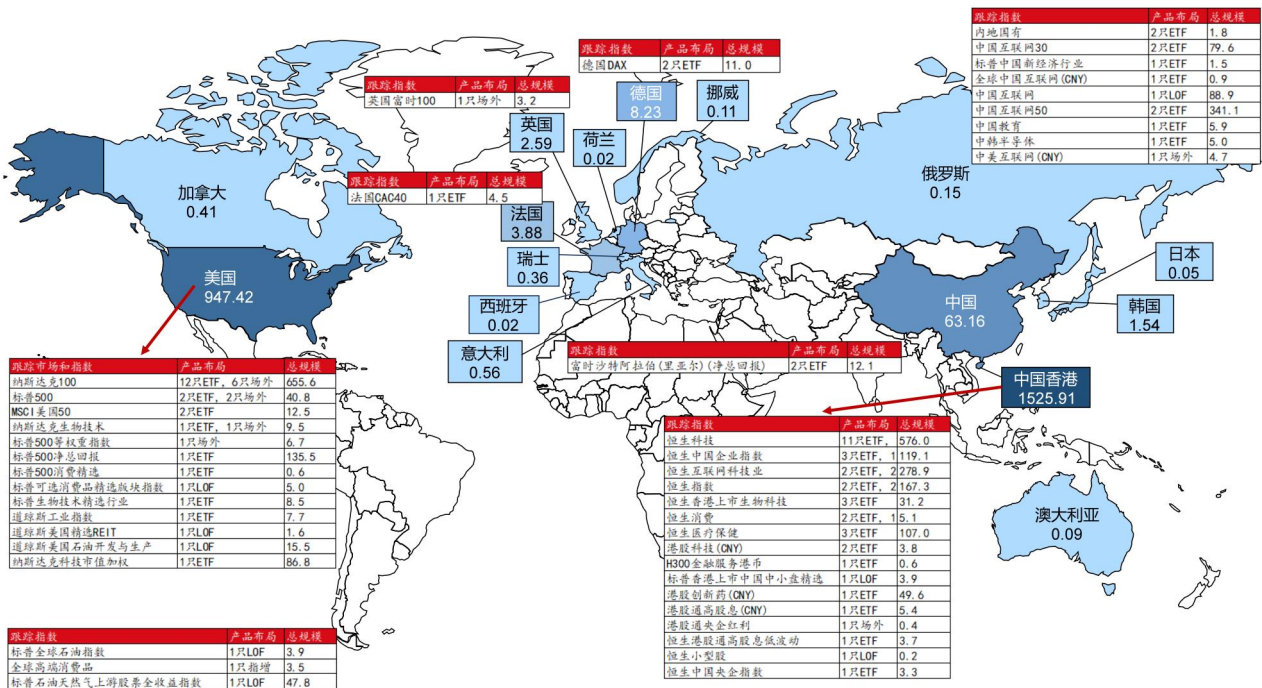
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

被动权益类 QDII 基金跟踪特定海外指数, 投资目标为紧密跟踪标的指数, 追求跟踪偏离度及跟踪误差的最小化, 要求投资标的指数成份股, 备选成份股的资产不低于基金资产净值的 90%, 且不低于非现金基金资产的 80%。因此, 被动股票型 QDII 基金的净值走势往往和标的指数存在较高的一致性。

(3) 存量可申购主动权益型 QDII 布局梳理

当前可申购的被动权益型 QDII 基金中, 有 54 只港股&中概股主题, 35 只美股主题, 4 只欧洲主题宽基, 10 只全球或跨多个市场的产品。从指数覆盖面来看, 宽基指数多覆盖大盘, 欧洲三大股指、美国三大股指均覆盖; 行业指数方面, 科技/互联网中概股产品大多为 2021 年发行, 中概股产品还覆盖金融、医药等行业, 美股覆盖消费、石油开采、生物技术、科技等。此外, 暂停申购但仍可在二级市场交易的有 5 只跟踪日本市场的 ETF (4 只日经 225、1 只 TOPIX) 和跟踪东南亚科技、亚太低碳精选、标普 500 的 ETF 各一只。

图191: 存量可申购主动权益型 QDII 布局 (截至 2024 年三季度)



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理 注: 地图标注为 2024 一季报各区域实际投资规模, 仅包含可申购产品, 不包含二级市场交易的 ETF、LOF, 规模单位均为亿元

费率和额度上, 中概股系产品普遍费率较低, 同一市场大盘宽基指数费率小于行业指数费率, 可申购场内 ETF 大多未设置限额。规模上, 截至 2024 年 8 月 9 日跟踪其产品总规模最大的三大指数为纳斯达克 100 (655.6 亿元)、恒生科技指数 (576.03 亿元)、中国互联网 50 (341.5 亿元)。

9.7 基于主被动结合的全球资产配置体系搭建

前文提到的宏观择时策略中股票资产仅涉及到 A 股，未涉及全球其他主要市场股票，债券资产仅涉及 A 股债券，未涉及美债等固定收益资产。宏观配置模型的有效性在于根据不同的宏观环境在股、债、商之间选择不同类型的因子暴露。这种自上而下的配置思路的底层逻辑在于宏观指标反应宏观环境，宏观环境影响资产表现。

9.7.1 不同国家股票市场相关性较弱，分散配置可以减少非系统性风险

相比于仅在 A 股进行宏观择时，在全球股票市场进行股票资产的配置更能分散“非系统性风险”。通过对全球主要市场股市的相关性统计证明了这一观点。美林时钟在股债之间进行“资金再平衡”，是因为股债跷跷板效应可以进行很好的宏观对冲。值得注意的是，美股对冲美债，A 股对冲国内债券，跨市场的股债对冲从逻辑上是不成立的。如 2022 年持有 A 股和美债，两者都获得负收益，但这并非全球的“流动性危机”导致的股债双杀。

图 192: 全球主要资产相关性分析（近 1 年）

	法国CAC40	德国DAX	英国富时100	标普500	日经225	越南VN30指数	MSCI印度	恒生指数	沪深300	黄金
法国CAC40	1.00									
德国DAX	0.97	1.00								
英国富时100	0.76	0.65	1.00							
标普500	0.87	0.94	0.46	1.00						
日经225	0.80	0.89	0.33	0.97	1.00					
越南VN30指数	0.73	0.76	0.40	0.80	0.80	1.00				
MSCI印度	0.75	0.83	0.35	0.95	0.94	0.69	1.00			
恒生指数	-0.32	-0.45	0.08	-0.65	-0.71	-0.29	-0.81	1.00		
沪深300	-0.28	-0.41	0.09	-0.62	-0.64	-0.23	-0.79	0.98	1.00	
黄金	0.63	0.72	0.33	0.82	0.82	0.56	0.84	-0.76	-0.70	1.00

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

从相关性看，全球主要市场股市呈现明显的正相关特征，恒生指数与其他市场股市表现为负相关。无论是近 10 年还是近 1 年来看，欧美、日本、越南和印度股市的相关性较强，其与黄金走势相关性也较强。对于沪深 300 而言，虽然近 1 年表现与其他市场呈负相关，但近 10 年视角依然是较强的正相关性，对比来看，恒生指数负相关较强，无论是长短期视角。

图 193: 全球主要资产相关性分析（近 10 年）

	法国CAC40	德国DAX	英国富时100	标普500	日经225	越南VN30指数	MSCI印度	恒生指数	沪深300	黄金
法国CAC40	1.00									
德国DAX	0.96	1.00								
英国富时100	0.68	0.61	1.00							
标普500	0.93	0.93	0.46	1.00						
日经225	0.94	0.95	0.50	0.95	1.00					
越南VN30指数	0.82	0.83	0.50	0.90	0.82	1.00				
MSCI印度	0.94	0.92	0.59	0.94	0.93	0.88	1.00			
恒生指数	-0.34	-0.21	0.00	-0.31	-0.31	-0.04	-0.34	1.00		
沪深300	0.43	0.57	0.05	0.57	0.53	0.60	0.45	0.31	1.00	
黄金	0.81	0.82	0.30	0.90	0.86	0.68	0.80	-0.46	0.44	1.00

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

9.7.2 自上而下的宏观指标决定择时，指数属性决定资产配置的权重

(1) 根据核心指标、情绪面指标和技术面指标对于不同国家股票市场进行打分我们对核心指标、情绪面指标和技术面指标采取加权形式确定配置分数，权重分别为 80%、10%和 10%。配置分数从两个方面影响最终持仓：首先，所有股市配置分数的加总决定了股票配置和现金配置的仓位，配置分数越高，股票配置的仓位

越高；其次，不同股市配置分数的大小决定了该市场股市的配置比例。

图194: 全球主要股市配置最新信号（2025年1月底）

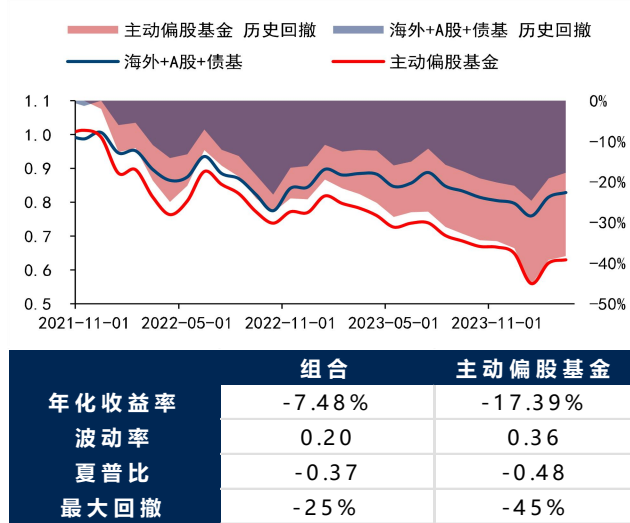
国家	指标分类	具体指标	指标信号	对应股市	国家	指标分类	具体指标	指标信号	对应股市
美国	核心指标	通胀	超预期	↓	德国	核心指标	通胀趋势	下行	↓
	情绪面指标	Sentix投资信心指数	乐观	↑		情绪面指标	Sentix投资信心指数	悲观	↓
	技术面指标	RSI	无明显信号	-		技术面指标	未来30天隐含波动率	上行	↓
		KDJ	提示超买	↓			RSI	无明显信号	-
	BOLL	无明显信号	-		KDJ	提示超买	↓		
	WR	提示超买	↓		BOLL	无明显信号	-		
						WR	提示超买	↓	
法国	核心指标	通胀趋势	持平	↓	英国	核心指标	经济前景	走强	↑
	情绪面指标	Sentix投资信心指数	悲观	↓		情绪面指标	未来30天隐含波动率	上行	↓
	技术面指标	RSI	无明显信号	-		技术面指标	RSI	无明显信号	-
		KDJ	无明显信号	-			KDJ	无明显信号	-
	BOLL	无明显信号	-		BOLL	无明显信号	-		
	WR	无明显信号	-		WR	无明显信号	-		
日本	核心指标	消费者信心	走弱	↓	越南	核心指标	出口增速	走强	↑
	情绪面指标	Sentix投资信心指数	悲观	↓		技术面指标	RSI	无明显信号	-
	技术面指标	未来30天隐含波动率	上行	↓			KDJ	提示超买	↓
		RSI	无明显信号	-			BOLL	无明显信号	-
	KDJ	无明显信号	-		WR	提示超买	↓		
	BOLL	无明显信号	-						
	WR	无明显信号	-						
印度	核心指标	外商投资情况	走弱	↓	中国香港	核心指标	股市流动性	走强	↑
	情绪面指标	机构外资净流入展望	净流出	↓		情绪面指标	未来30天隐含波动率	下行	↑
	技术面指标	未来30天隐含波动率	上行	↓		技术面指标	RSI	无明显信号	-
		RSI	无明显信号	-			KDJ	无明显信号	-
	KDJ	无明显信号	-		BOLL	无明显信号	-		
	BOLL	无明显信号	-		WR	无明显信号	-		
	WR	无明显信号	-						

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

（2）根据分数调整不同国家股市的配比，国内债券和黄金的权重保持不变

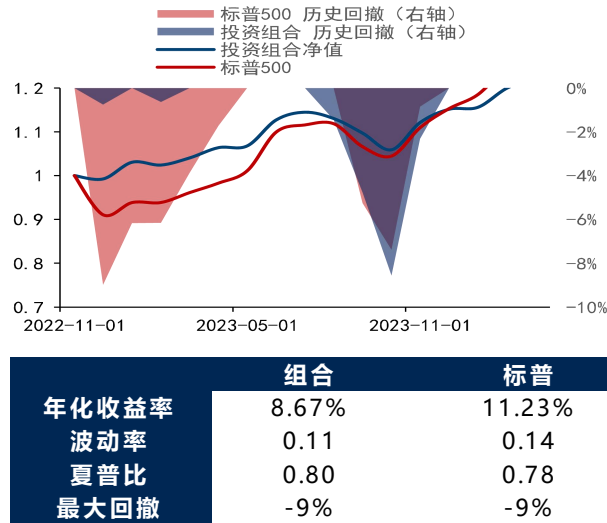
我们将组合中海外股市、A股、国内债券和黄金的配比为8%-、72%+、10%和10%，对于海外市场，利用前文提到的宏观择时指标进行不同市场的仓位配置，并将海外资产配置中剩余的比例配置给A股。结果发现，相比单一的国内股票、债券、商品的配置，新组合的波动率、夏普比和最大回撤得到了更好的优化。

图195: 海外宏观择时+A股+债券+黄金的组合净值



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图196: 以挂钩基金为基准: 宏观择时组合净值 vs SPX



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

在本文选取的国家指数中, 国内都有挂钩的基金产品, 选用相关产品回测的结论更能落地。以2023年全年累计资金净流入为标准, 我们筛选了近期最活跃的相关产品。对比发现, 国内投资者对美股、港股、越南和印度的投资热情最高。本文进而将相关产品的净值表现作为指数收益率的替代, 计算宏观择时下的资产组合表现¹²。受基金成立日的影响, 资产组合2022.11起的收益率低于SPX 500ETF, 但波动率和夏普比表现略微占优。

图197: 主要指数挂钩基金产品列举 (选取2023年资金净流入最多的基金产品为代表)

证券代码	证券简称	基金成立日	跟踪指数	2023年资金净流入 (亿元)
513080.SH	法国CAC40ETF	2020-05-29	法国CAC40	0.66
513030.SH	德国ETF	2014-08-08	德国DAX	0.53
513650.SH	标普500ETF基金	2023-03-23	标普500	2.54
159941.SZ	纳指ETF	2015-06-10	纳斯达克100	52.64
513520.SH	日经ETF	2019-06-12	日经225	5.62
513800.SH	日本东证指数ETF	2019-06-12	东证指数	0.24
008763.OF	天弘越南市场A	2020-01-20		14.39
164824.SZ	印度基金LOF	2018-06-15		11.43
513660.SH	恒生ETF	2014-12-23	恒生指数	15.60
539003.OF	建信富时100指数	2020-01-10	英国富时100	0.56

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理注: 表中列举基金仅作资料整理, 不构成投资建议。

9.8 风险平价模型下的ETF配置

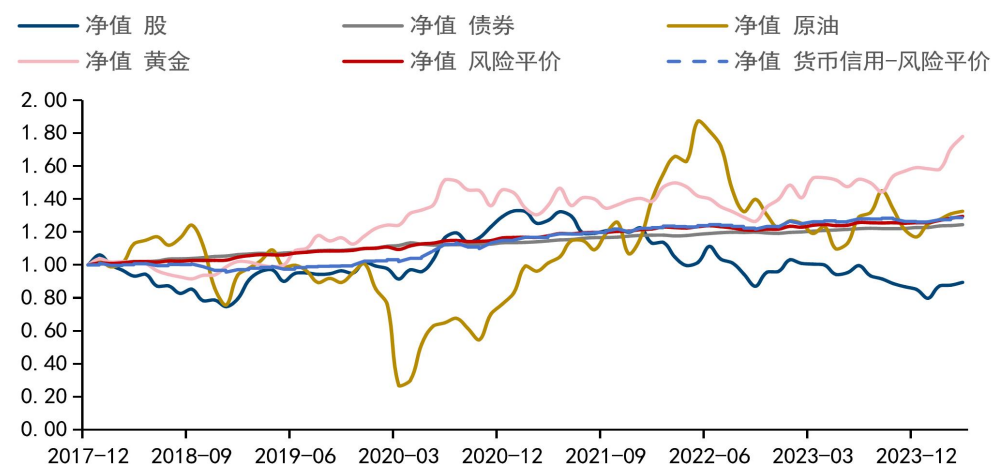
资产价格可以拆解为波动性不同的几个成分, 即风险平价理论成型的基础。大类资产价格间也具备这种共通性, 比如信用债收益率可以拆分为无风险利率和信用利差, 股票回报率可以拆分为盈利贡献、无风险利率贡献和风险溢价贡献, 两类资产回报的共性成分是无风险利率, 而且债成分中的信用利差和股成分中的风险

¹² 主要基金选取为列表中所示, 有两点需要特别说明: 第一, 选取净值表现而非ETF的收盘价, 原因一方面在于场内场外基金的定价标准统一, 另一方面在于2024年初的场内扰动易引发收盘价的巨幅波动; 第二, 海外标SPXETF选取成立日期较早, 拥有更早的回测区间的ETF。

溢价走势接近，反映的都是风险投资寻求的预期补偿，把这些成分、因子经过排列重组后可以形成全新的投资组合。下图刻画了不同的大类资产间价格的共通之处。首先，这点类似于主成分分析，优点是各种成分并非黑箱，可以通过衍生品等把握每个成分的特征。其次，这些因子是虚拟的，重组后不是难以穿透到底层资产的金融衍生品。次贷危机的原罪是复杂的结构性产品，将资产打包后分层为高风险、低风险的品类再去售卖，实际上这些品类并不算风险独立的，在购房者集中无力偿还贷款时就面临了系统风险。而商品、股票等资产会有不同的定价驱动因素，除非遭遇现金为王、各类资产被疯狂抛售的极端情景，否则不同属性资产都可以在相应的宏观环境下自行对冲风险。

对债券、商品、股票市场在不同“货币+信用”组合模式下牛市、熊市、震荡市三种状态出现的概率进行整理。基于不同资产在不同货币信用周期的表现，在“宽信用+宽货币”阶段，上调债券配置权重，在“宽信用+紧货币”阶段，上调中证500、沪深300、商品三者配置权重，在“紧信用和紧货币”阶段，上调中证500、沪深300、商品三者配置权重，在“紧信用和宽货币”阶段，上调债券配置权重。具体的调整方法为，原风险平价组合下权重+x%（测试中设定x%为15%），再重新对股、债、商的权重标准化为合计100%。风险平价、货币信用-风险平价，及各类资产的表现如下图所示。

图198：基于主动与被动结合的风险平价净值表现



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

风险平价组合的表现介于股票、商品和债券之间，其特征是能有效的控制组合风险和最大回撤：相比于宏观择时下的主动配置，风险平价拥有较低的年化波动率和最大回撤，但年化收益率也较低。

图199: 风险平价组合主要指标 (2018年1月以来)

	股	债券	原油	黄金	风险平价	货币信用-风险平价
年化收益率	-1.73%	3.47%	4.49%	9.40%	4.11%	4.14%
年化波动率	18.00%	1.00%	51.00%	14.00%	2.00%	4.00%
夏普比	-10.00%	293.00%	9.00%	69.00%	193.00%	103.00%
最大回撤	-39.92%	-1.15%	-78.38%	-16.59%	-2.18%	-5.39%

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

参考文献:

- [1] Abner, D. J. (2018), 《ETF 投资手册: 如何进行 ETF 的估值与交易》[M], 上海财经大学出版社.
- [2] ChinaAMC Fund. (2024), 《这样做, 买对 ETF》[M], 中信出版集团.
- [3] Fei, R. A. (2021), 《ETF 宝典》[M], 上海财经大学出版社/WILEY.
- [4] Frush, S. P. (2017), 《ETF 投资策略从入门到精通》[M], 人民邮电出版社.
- [5] Gao, N., & Li, Y. F. (2022), 《QDII 海外投资风险管理问题研究》[M], 武汉大学出版社.
- [6] Isaacman, M. (2013), 《ETF 制胜策略: 顶尖资产管理人分享战胜市场的方法 (引进版)》[M], 上海财经大学出版社.
- [7] Lawrence Carroll (2011), 《ETF 基金我为什么总能跑赢大盘》[M], 大连出版社.
- [8] McKee, S. L. (2021), 《玩转公募基金和 ETF》[M], 上海财经大学出版社/McGraw Hill.
- [9] Shenzhen Stock Exchange Fund Management Department (2021), 《深交所 ETF 投资问答》[M], 中国财政经济出版社.
- [10] Weiner, S. (2013), 《ETF 投资》(ETF Investment) [M], 中国人民大学出版社.

风险提示

- 一、历史复盘对于未来指导有限；
- 二、不同市场环境下，国外经验对国内借鉴意义受限等；
- 三、文中出现的个股/指数/产品等仅作为历史梳理，不构成投资推荐的依据。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032