



中信证券
CITIC SECURITIES

CITIC
SECURITIES

2024年 财富配置白皮书

中信证券股份有限公司
财富管理委员会、研究部联合发布
2024年3月

投资有风险 入市需谨慎

更多免费行业报告

并购家

www.ipoiipo.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费



2024 年财富配置白皮书

中信证券股份有限公司
财富管理委员会、研究部联合发布
2024 年 3 月

摘要

当前，世界百年未有之大变局加速演进。2024 恰逢“全球选举年”，新的动荡变革期为中国带来新的战略机遇。党的二十大报告指出，我国发展进入不确定难预料因素增多的时期，在前进道路上，必须牢牢把握以人民为中心的发展思想，维护人民利益，增进人民福祉。

面对世界之变、时代之变和历史之变，中信证券始终以践行国家战略、服务实体经济、为社会创造更大价值为己任。在秉持“为人民谋幸福”的初心使命之下，中信证券财富管理委员会与研究部首次联合发布《2024 年财富配置白皮书》。在全球政治经济局势变革、资产配置难度提升的当下，“白皮书”将直接服务于居民的财富管理需求，促进社会共同富裕。

“白皮书”在展望全球宏观经济与政策思路变化的基础上，对股票、债券、商品、另类资产的核心驱动力与趋势变化进行分析，并最终为不同风险偏好、不同要素禀赋的投资者给出了针对性、可行性的配置方案，以期投资者的财富配置提供参考。

一、大类资产表现复盘

回顾 2023 年，全球主要央行延续了自 2022 年开启的加息步伐，不同经济体的增长状况表现各异，美国经济在旺盛的消费需求支撑下尽显韧性，日本经济快速修复的趋势小幅放缓，欧洲经济体消除通胀粘性的努力则抑制了经济增长动能，亚洲不少出口导向型经济体在近期面临景气不佳的挑战。

在上述背景下，2023 年大类资产表现也出现分化，不仅体现在大类资产之间，也体现在大类资产内部。股票市场方面，国内与海外差异显著，国内股票表现不佳、震荡下行，海外股票表现突出、集体上涨；债券市场方面，国内与海外债券普遍走强；大宗商品方面，黄金防御属性凸显、收益表现突出，原油经历宽幅震荡、整体下行；另类资产方面，私募 CTA 策略、市场中性策略、套利策略整体表现平稳。

资产收益的相关性也是影响组合配置效果的重要因素。从长期（过去 10 年）收益相关性来看，债券、商品、另类资产与股票的相关性较低，能够为资产配置提供有益补充；从短期（过去 1 年）相比于长期（过去 10 年）相关性的变化来看，股债之间的收益相关性明显增强，而商品和其他大部分资产的收益相关性在减弱，在股债组合中纳入商品等其他类型资产的必要性凸显。

二、全球配置环境展望

展望 2024 年，党的二十大报告提出“世界进入新的动荡变革期”，随着“超级大选年”开启，国际关系格局的重塑对我国而言挑战与机遇并存。中美关系与中欧关系的不确定性增加，而“一带一路”合作将带来中国企业在海外的新机遇。全球经济或将逐步在高通胀、高利率环境下实现新的均衡，市场悬悬而望的降息或终将翩然而至。预计美联储本轮加息或已结束，首次降息或在 2024 年 6 月；欧央行本轮加息同样或已结束，首次降息时点或与美联储首次降息时点接近。整体来看，外部流动性收紧压力有望在 2024 年得以缓解。

时代之变愈发凸显，中国经济正在经历波浪式发展、曲折式前进的过程。2024 年度政府工作报告做出重点部署，聚焦提升经济活力，推动产业创新，开创高质量发展的新局面。与此同时，资本市场改革也将从过去以融资端改革为主迈入更加重视投资者体验的投资端改革新阶段。市值考核预期有望不断兑现，催化优质央国企蓝筹的持续性行情；发展新质生产力是有限资源下发展的重心与实现高质量发展的基础，有望引领新一轮产业投资机会。

预计 2024 年我国经济可实现 5% 左右的增长，结构上整体呈现新旧动能加速转换的特征，先进动能不断增强。预计固定资产投资增速将走高至 4.7% 左右，三大分项呈现基建偏强、制造业提升、地产降幅逐渐收窄特点；居民消费倾向的稳步恢复以及价格端拖累的逐步减少等将带动总体消费呈现回暖趋势；海外补库叠加“一带一路”区域的需求持续释放，将带动出口增速由负转正。

三、大类资产趋势展望

在复盘资产历史趋势特征与分析配置环境变化的基础上，我们对影响各类资产价格的核心驱动力进行分析，并从配置性价比的角度对每种资产进行量化打分，最终我们推荐“股票>债券>商品>另类”的配置排序。

（一）股票资产：国内方面，盈利周期回升叠加政策呵护增强，看好 A 股和港股；海外方面，新兴市场股票经济基本面改善、外部环境友好，欧洲股票或面临外部动荡加剧、内部经济低迷的双重压力，我们认为新兴市场股票>日本股票>美国股票>欧洲股票。具体来看：

1. A 股：预计宏观经济向好、高质量发展扎实推进、A 股盈利周期稳步回升，估值层面吸引力水平不断提升，流动性宽松环境下中央汇金增持的托底作用逐步显现，国内政策对资本市场的呵护力度不断增强，但海外环境不确定性有所增加。综合判断 A 股的配置性价比【高】。
2. 香港股票：预计国内宏观经济稳步修复带来活力提升，企业营收有望改善，绝对估值与相对估值层面港股均具有较强性价比，近期外资长线资金的回流与上市公司的持续回购为市场提供流动性，国内政策巩固香港国际金融中心地位，但美债利率高位叠加海外政策变化或带来一定扰动。综合判断港股的配置性价比【高】。
3. 美国股票：尽管拜登政府任内美国制造业岗位回流速度加快，中高端产业发展持续向好的趋势有望延续，但美国经济在持续显现韧性后预计将呈现走弱趋势，基于就业、消费、投资三方面综合分析，预计 2024 年在降息之前美国宏观经济会温和降温，或对企业盈利增速产生拖累。此外，美国大选带来的不确定因素增加。综合判断美股的配置性价比【一般】。
4. 欧洲股票：预计 2024 年消费需求或有所改善，但空间不大；企业缺乏扩产投资的动力，投资需求可能持续低迷。与此同时，能源危机后的疤痕效应与能源转型过程中的困局造成工业生产状况整体呈现疲态，叠加高利率对欧洲工业活动的抑制作用，预计工业活动将出现持续下降趋势。此外，近年来在外部动荡加剧、内部经济低迷

的双重压力下，预计政策不确定性较高，可能会对股票市场走势产生扰动。综合判断欧洲股票的配置性价比【较低】。

5. 日本股票：预计 2024 年在供给短缺问题消除、企业利润水平较高、融资条件仍较宽松、劳动力市场维持紧俏的宏观环境下，日本经济能实现温和增长。同时，改革适用于中小企业的加薪促进税制、推进半导体与蓄电池等重要产业的税收抵扣政策等潜在政策有望出台，或能进一步增强日本经济韧性。但日本央行可能继续推进货币政策正常化，这或给以日元计价的资产造成一定估值压力。综合判断日本股票的配置性价比【较高】。
6. 新兴市场股票：多数国家的出口、消费与投资同比增速均出现底部反转趋势，未来经济基本面有望延续改善。产业发展各有侧重，外部环境较为友好。但部分新兴市场政府内生的不稳定性可能会对股票市场形成扰动。综合判断新兴市场股票的配置性价比【较高】。

（二）债券资产：国内方面，宏观内生动能待增强、货币宽松仍有空间；海外方面，美联储降息周期即将开启，全球经济增长与地缘政治不确定性带来避险价值提升，看好国内债券与美国债券的配置机会。具体来看：

1. 国内债券：基本上，宏观经济仍处于稳步修复进程中，内生动能有待增强；政策面上，降准、LPR 降息、存款降息连续落地，短期进一步宽松操作可能性较低，但预计 6 月美联储货币政策或转向，后续国内货币宽松仍有空间；资金面上，货币政策将保障政府债券顺利发行，保持流动性合理充裕；情绪面上，年初配置资金抢配热情较高，近期风险偏好从低位开始抬升，或对债市形成一定扰动。综合判断国内债券的配置性价比【较高】。
2. 美国债券：基本上，美国经济在持续显现韧性后或逐步走弱，在降息之前预计会温和降温；政策面上，美联储降息周期即将开启；资金面上，全球经济增长预期不确定性增强、地缘政治风险加剧，美债避险配置价值提升；情绪面上，美股强势表现带动投资者风险偏好上行，或对债市形成一定压力。综合判断美国债券的配置性价比【较高】。

(三) 商品资产：美债实际利率或开启下行周期，关注黄金的配置价值；不确定性或短期催化原油价格上涨，但供需格局难以有效支撑价格。具体来看：

1. 黄金：美联储降息周期即将开启，预计美债实际利率将开启下行周期；金融危机让各国央行再次重视黄金对抗极端风险、通胀的价值，预计央行购金需求将继续上行；世界进入新的动荡变革期，全球“超级大选年”进一步加剧不确定性，预计基于避险角度的配置需求将增加。综合判断黄金的配置性价比【较高】。
2. 原油：供给端，OPEC+减产调控空间已经有限、非 OPEC+产量替代增强，预计全球供应整体处于宽松状态；需求端，全球经济增长动能不足且不平衡，叠加能源转型背景下化石能源的份额占比长期下行，料难对原油价格形成支撑；市场端，美国经济在持续显现韧性后或将呈现走弱趋势，美元指数震荡下行将利好原油价格，此外地缘政治不确定性可能在短期内催化原油价格上涨。综合判断原油的配置性价比【较低】。

(四) 另类资产：“资产荒”持续叠加广谱利率下行背景下，REITs 的高股息优势凸显；IPO 收紧环境下的估值回报下降将为私募股权配置带来压力；低相关性特征带动另类私募策略的配置需求增加。具体来看：

1. REITs：分子端，REITs 的分红波动往往小于其底层资产经营业绩的波动，通常能够提供较为稳定、持续的现金流；分母端，2024 年 2 月 5 年期 LPR 再度脱离 MLF 利率指导单独下调，调降 25 个基点，广谱利率下行有望为 REITs 价格提供支撑；政策方面，证监会发布 4 号文，新指引下公募 REITs 高分红优势将为投资者的利润表提供支撑；配置需求方面，“资产荒”持续叠加广谱利率下行，REITs 的高股息与强制分红的优势凸显，有望带动配置需求提升。综合判断 REITs 的配置性价比【较高】。
2. 私募股权：全球金融周期转换利于降低中长期融资成本，经济复苏、政策支持助力投资标的大量涌现，产融结合新模式在投后环节赋能实体企业，全面注册制促进“投资-退出-再投资”良性循环，股权市场有望迎来创投新生态。预计被投企业成

长性将有所提升、GP 行为调整负向影响将有所减弱，但在 IPO 阶段性收紧的环境下，估值回报或面临较大压力。综合判断私募股权的配置性价比【较低】。

3. 另类私募策略：考虑到当前地缘形势偏动荡，2024 年为全球超级大选年，商品价格波动率提升的可能性较大，有利于 CTA 策略实现较高收益；中性策略或面临多头端超额收益创造难度提升、对冲端基差波动剧烈的影响；套利策略或受益于投资者情绪与市场成交的复苏，但融券端等的政策变化或对策略产生负面冲击。综合判断另类私募策略的配置性价比【一般】。

四、财富配置方案设计

我们为不同风险偏好、不同要素禀赋的投资者给出了针对性、可行性的配置方案，以期投资者的财富配置决策提供参考。在控制目标波动率的约束下，以最大化组合收益为目标确定战略配置基准，再结合各类资产的趋势判断打分进行战术偏离。为匹配不同风险偏好的投资者需求，设置稳健、平衡、进取三种配置风格，并基于客户资产禀赋差异，进一步区分国内与全球两个版本，共形成 6 种配置方案建议，具体结果详见报告正文。

目 录

一、 大类资产表现复盘	2
二、 全球配置环境展望	8
(一) 国际环境展望：全球大选加剧不确定性， 但“一带一路”合作将带来中国企业在海外的新机遇	8
(二) 全球经济展望：美元周期的强弱转换或在 2024 年年中出现， 外部流动性压力有望缓解	10
(三) 国内政策展望：市值考核预期催化央国企蓝筹行情， 新质生产力或引领新一轮产业投资机会	13
(四) 国内经济展望：新旧动能加速转换，先进动能不断增强	17
三、 大类资产趋势展望	20
(一) 大类资产：股票>债券>商品>另类	20
(二) 股票资产：积极布局 A 股和港股，关注新兴市场股票	21
(三) 债券资产：看好国内债券与美国债券的配置机会	32
(四) 商品资产：美债利率下行周期关注黄金配置价值， 供需格局或难以有效支撑原油价格	36
(五) 另类资产：私募股权或面临退出压力， 低相关性特征支撑另类私募策略配置需求	38
(六) 大类资产配置观点总结	43
四、 财富配置方案设计	45
(一) 财富配置方案中枢：匹配不同风险偏好投资者需求	45
(二) 财富配置方案结果展示	47
五、 风险因素	55



一、大类资产表现复盘

本篇报告探讨的资产主要包括股票、债券、商品和另类资产四大类，并细分为二级、三级资产，其代表性指数基础信息如下。

表 1：各类资产代表性指数基础信息表

一级分类	二级分类	代表指数	指数代码	计价币种	三级资产代表指数	指数代码	计价币种
股票	A 股	中证全指	000985.CSI	人民币	上证 50	000016.SH	人民币
					沪深 300	000300.SH	人民币
					中证 500	000905.SH	人民币
					中证 1000	000852.SH	人民币
					中证 2000	932000.CSI	人民币
	香港市场	恒生指数	HSI Index	港币	恒生中国企业指数	HSCEI Index	港币
					恒生金融类	HSF Index	港币
					恒生科技	HSTECH Index	港币
	美国市场	MSCI 美国	MXUS Index	美元	道琼斯工业指数	DJI Index	美元
					标普 500	SPX Index	美元
					纳斯达克指数	CCMP Index	美元
	欧洲市场	MSCI 欧洲	MXEU Index	欧元	英国富时 100	UKX Index	欧元
					德国 DAX	DAX Index	欧元
					法国 CAC40	CAC Index	欧元
	日本市场	日经 225 指数	NKY Index	日元	日经 225	NKY Index	日元
	新兴市场	MSCI 新兴市场 (除中国)	MXCXBRV Index	美元	印度 SENSEX30	SENSEX Index	印度卢比
					韩国综合指数	KOSPI Index	韩元
					印尼综指	JCI Index	印度尼西亚盾
					胡志明指数	VNINDEX Index	越南盾
债券	国内债券	中债新综合财	CBA00101.CS	人民币	中债-国债及政策性银行	CBA05801.CS	人民币

一级分类	二级分类	代表指数	指数代码	计价币种	三级资产代表指数	指数代码	计价币种
	海外债券	彭博巴克莱全球综合债	LEGATRUU Index	美元	债财富(总值)指数		
					中债-信用债总财富(总值)指数	CBA02701.CS	人民币
					彭博巴克莱美国综合债	LBUSTRUU Index	美元
					彭博巴克莱欧洲综合债	LBEATREU Index	美元
					彭博巴克莱亚太地区综合债	I00163JP Index	美元
商品	黄金	SGE 黄金 9999	AU9999.SGE	人民币	SGE 黄金 9999	AU9999.SGE	人民币
	原油	ICE 布油	CO1 Comdty	美元	ICE 布油	CO1 Comdty	美元
另类	另类私募证券	合成另类私募证券指数	--	人民币	市场中性私募产品指数	--	人民币
					管理期货私募产品指数		人民币
					套利策略私募产品指数		人民币

资料来源：，Bloomberg，朝阳永续，私募排排网，中信证券研究部；注：其中 A 股、国内债券、黄金的数据来源为，香港市场、海外市场股票、海外债券、原油的数据来源为 Bloomberg，私募证券策略的数据来源于朝阳永续和私募排排网。

回顾 2023 年，股票市场方面，国内与海外差异显著，国内股票表现不佳、震荡下行，海外股票表现突出、集体上涨；债券市场方面，国内与海外债券普遍走强；大宗商品方面，黄金防御属性凸显、收益表现突出，原油经历宽幅震荡、整体下行；另类资产方面，私募 CTA 策略、市场中性策略、套利策略整体表现平稳。

表 2：各细分资产历史风险收益特征表现（二级分类）

一级分类	二级分类	2023 年				2021 年~2023 年				2019 年~2023 年				2014 年~2023 年			
		年度收益	年化波动	收益风险比	最大回撤	年化收益	年化波动	收益风险比	最大回撤	年化收益	年化波动	收益风险比	最大回撤	年化收益	年化波动	收益风险比	最大回撤
股票	中证全指	-7.0%	13%	-0.5	-18%	-8.0%	17%	-0.5	-29%	5.4%	19%	0.3	-29%	4.6%	23%	0.2	-58%
	恒生指数	-13.8%	22%	-0.6	-27%	-15.0%	25%	-0.6	-52%	-8.0%	23%	-0.3	-52%	-3.2%	21%	-0.2	-56%
	MSCI 美国	25.0%	13%	1.9	-10%	7.8%	18%	0.4	-26%	14.6%	21%	0.7	-34%	10.3%	18%	0.6	-34%
	MSCI 欧洲	12.7%	12%	1.1	-9%	7.0%	14%	0.5	-21%	7.4%	18%	0.4	-35%	3.8%	17%	0.2	-35%
	日经 225	28.2%	17%	1.7	-9%	7.1%	19%	0.4	-19%	11.3%	20%	0.6	-31%	7.7%	20%	0.4	-31%
	MSCI 新兴市场(除中国)	16.8%	11%	1.5	-12%	-0.7%	14%	0.0	-31%	4.2%	17%	0.2	-40%	1.3%	16%	0.1	-46%
债券	中债-新综合财富	4.8%	1%	7.5	-1%	4.6%	1%	5.8	-1%	4.3%	1%	4.5	-2%	5.1%	1%	4.3	-4%
	彭博巴克莱全球综合债	5.7%	7%	0.9	-8%	-5.7%	6%	-0.9	-26%	-0.3%	6%	0.0	-26%	0.4%	5%	0.1	-26%
商品	SGE 黄金 9999	16.8%	11%	1.5	-8%	7.4%	11%	0.6	-11%	11.4%	13%	0.9	-20%	7.5%	13%	0.6	-21%
	ICE 布油	-10.3%	33%	-0.3	-24%	14.8%	38%	0.4	-44%	8.4%	46%	0.2	-74%	-3.7%	41%	-0.1	-83%

另类	另类私募证券策略	3.2%	2%	1.4	-1%	4.2%	3%	1.6	-2%	7.8%	3%	3.0	-2%	8.3%	3%	3.0	-2%
----	----------	------	----	-----	-----	------	----	-----	-----	------	----	-----	-----	------	----	-----	-----

资料来源：，Bloomberg，朝阳永续，私募排排网，中信证券研究部；注：其中另类私募证券策略由市场中性、管理期货、套利策略三种私募产品指数等权合成；其中 MSCI 美国、MSCI 新兴市场(除中国)、彭博巴克莱全球综合债、ICE 布油为美元计价，MSCI 欧洲以欧元计价，日经 225 为日元计价，恒生指数为港币计价，其余资产以人民币计价。

国内股票市场方面，2023 年 A 股在年初冲高后回落，随后呈现震荡下行的格局，中证全指全年下跌 7.0%，恒生指数跌幅达 13.8%；海外股票市场方面，受益于实体经济表现超预期，主要股指纷纷实现较大涨幅，标普 500 上涨 24.2%，德国 DAX 上涨 20.3%，日经 225 上涨 28.2%，韩国综合指数上涨 18.7%，印度 SENSEX30 指数上涨 18.7%。

国内债券市场方面，宏观基本面尚处于筑底回升阶段，叠加权益市场低迷带来的“股债跷跷板”效应，国内债券整体表现较好，中债-新综合财富(总值)指数 2023 年上涨 4.8%；海外债券市场方面，尽管 2023 年年初以来美债收益率在强劲的基本面支撑下大幅上行，但 4 季度受到通胀下行、财政部发债步伐超预期放缓、市场对于美债的配置需求加大等影响，加之美联储降息周期即将开启，美债收益率掉头向下。全年维度，彭博巴克莱美国综合债实现收益 5.7%。

大宗商品方面，在通胀压力加大、不确定性增强的背景下，黄金的防御属性凸显，2023 年 SGE 黄金 9999 现货上涨 16.8%；原油在地缘政治扰动以及减产预期与实际生产分化的双重影响下经历了宽幅震荡，ICE 布油下跌 10.3%。

另类资产方面，各另类私募证券策略整体表现平稳，普遍实现正收益，私募 CTA 策略指数、私募市场中性策略指数、私募套利策略指数 2023 年分别上涨 1.1%、5.4%、3.2%。

表 3：各细分资产历史风险收益特征表现（三级分类）

一级分类	二级分类	三级分类	2023 年				2019 年~2023 年				2014 年~2023 年			
			年度收益	年化波动	收益风险比	最大回撤	年化收益	年化波动	收益风险比	最大回撤	年化收益	年化波动	收益风险比	最大回撤
股票	A 股	上证 50	-11.7%	14%	-0.9	-21%	-15.1%	19%	-0.8	-44%	0.3%	20%	0.0	-44%
		沪深 300	-11.4%	14%	-0.9	-22%	-14.1%	18%	-0.8	-43%	2.9%	20%	0.1	-43%
		中证 500	-7.4%	13%	-0.6	-18%	-5.6%	18%	-0.3	-32%	6.0%	21%	0.3	-32%
		中证 1000	-6.3%	15%	-0.4	-20%	-4.3%	21%	-0.2	-35%	6.4%	23%	0.3	-35%
		中证 2000	5.6%	17%	0.4	-16%	4.6%	22%	0.2	-32%	10.7%	24%	0.5	-32%
	香港市场	恒生中国企业指数	-14.0%	25%	-0.6	-27%	-20.3%	30%	-0.7	-59%	-11.3%	27%	-0.4	-59%

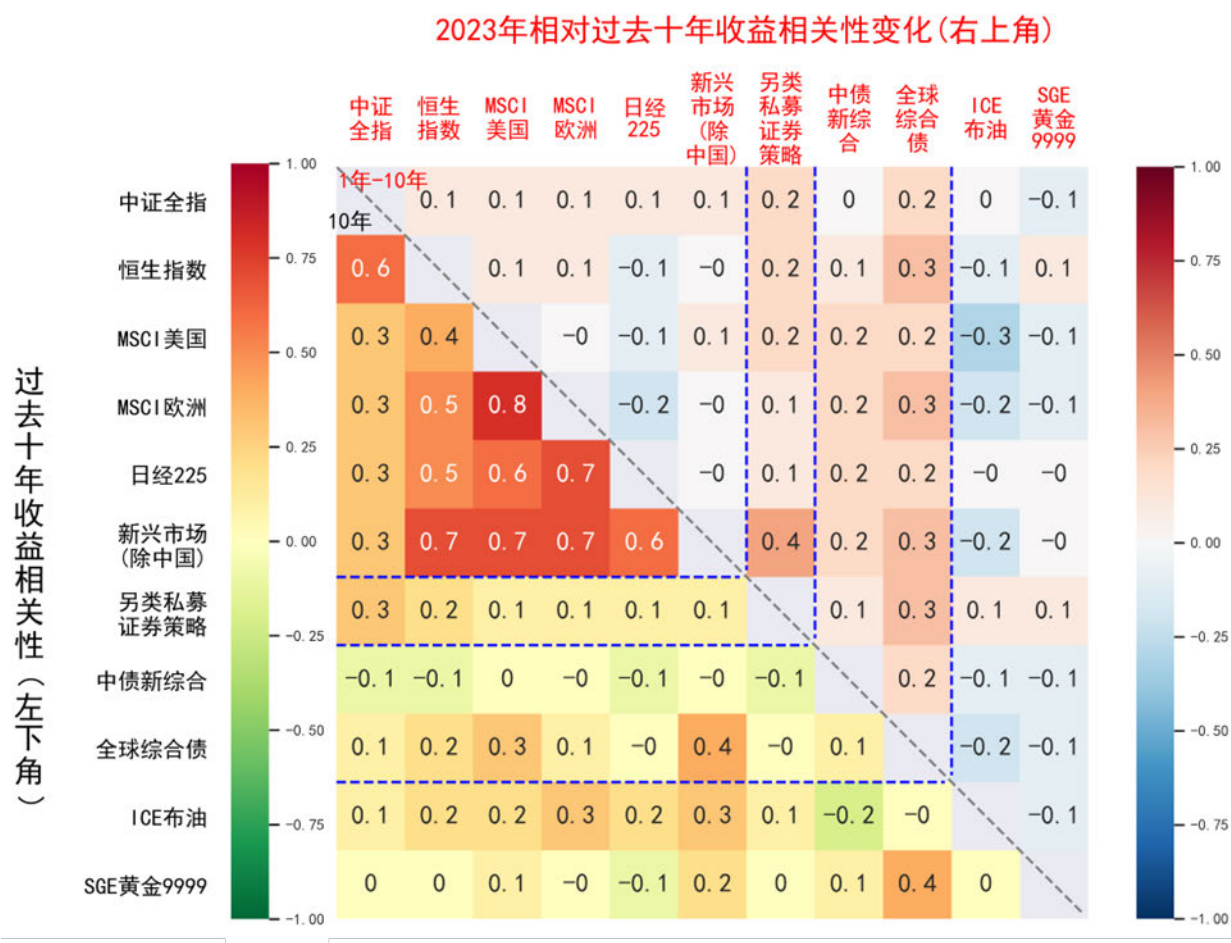
一级分类	二级分类	三级分类	2023 年				2019 年~2023 年				2014 年~2023 年			
			年度收益	年化波动	收益风险比	最大回撤	年化收益	年化波动	收益风险比	最大回撤	年化收益	年化波动	收益风险比	最大回撤
		恒生金融类	-8.1%	20%	-0.4	-21%	-7.5%	22%	-0.3	-41%	-3.6%	21%	-0.2	-41%
		恒生科技	-8.8%	33%	-0.3	-24%	-25.5%	43%	-0.6	-74%	2.1%	40%	0.1	-74%
	美国市场	道琼斯工业指数	13.7%	12%	1.3	-9%	7.9%	15%	0.5	-22%	11.3%	21%	0.5	-37%
		标普 500	24.2%	14%	2.0	-10%	9.1%	18%	0.5	-25%	15.3%	22%	0.7	-34%
		纳斯达克指数	43.4%	18%	2.7	-12%	5.7%	23%	0.2	-36%	19.8%	25%	0.8	-36%
	欧洲市场	英国富时 100	6.0%	12%	0.6	-8%	8.1%	15%	0.5	-15%	3.9%	20%	0.2	-40%
		德国 DAX	20.3%	13%	1.7	-11%	7.6%	18%	0.4	-26%	10.6%	22%	0.5	-39%
		法国 CAC40	16.5%	15%	1.3	-10%	11.8%	18%	0.7	-23%	11.0%	21%	0.5	-39%
	日本市场	日经 225	28.2%	17%	1.9	-9%	7.5%	19%	0.4	-19%	11.9%	20%	0.6	-31%
	新兴市场	印度 SENSEX30	18.7%	10%	2.0	-7%	16.3%	15%	1.1	-17%	16.4%	20%	0.8	-38%
		韩国综合指数	18.7%	16%	1.3	-15%	-2.8%	17%	-0.2	-35%	5.9%	20%	0.3	-36%
		印尼综指	6.2%	10%	0.7	-5%	7.4%	12%	0.6	-10%	3.6%	17%	0.2	-40%
		胡志明指数	12.2%	17%	0.8	-17%	0.9%	23%	0.0	-40%	5.3%	21%	0.2	-40%
债券	国内债券	中债-国债及政策性银行债	4.4%	1%	4.8	-1%	4.8%	1%	3.6	-1%	4.4%	2%	2.6	-4%
		中债-信用债	4.7%	0%	12.1	0%	4.2%	0%	8.5	-1%	4.4%	1%	7.6	-1%
	海外债券	彭博巴克莱美国综合债	5.5%	7%	0.8	-7%	-3.6%	7%	-0.5	-18%	1.3%	6%	0.2	-18%
		彭博巴克莱欧洲综合债	7.2%	7%	1.2	-4%	-5.3%	6%	-0.8	-20%	-1.1%	5%	-0.2	-20%
		彭博巴克莱亚太地区综合债	5.9%	6%	1.1	-2%	4.2%	5%	0.8	-6%	3.4%	5%	0.8	-6%
		彭博巴克莱新兴市场综合债	9.1%	5%	1.9	-5%	-3.4%	5%	-0.6	-24%	2.0%	6%	0.3	-24%
商品	黄金	SGE 黄金 9999	16.8%	11%	1.7	-6%	7.8%	12%	0.7	-11%	12.1%	13%	0.9	-20%
	原油	ICE 布油	-10.3%	33%	-0.3	-24%	15.6%	38%	0.4	-44%	8.9%	47%	0.2	-74%
另类	另类私募证券策略	管理期货私募产品指数	1.1%	4%	0.3	-2%	4.7%	5%	0.9	-4%	10.6%	5%	2.1	-4%
		市场中性私募产品指数	5.4%	2%	2.4	-1%	4.3%	3%	1.4	-5%	6.8%	3%	2.2	-5%
		套利策略私募产品指数	3.2%	3%	1.1	-2%	4.0%	3%	1.4	-3%	7.2%	3%	2.6	-3%

资料来源：，Bloomberg，朝阳永续，私募排排网，中信证券研究部；注：美国市场指数、海外债券指数、ICE 布油为美元计价，欧洲市场指数以欧元计价，日经 225 为日元计价，香港市场指数为港币计价，新兴市场以各自国家的货币计价，其余资产以人民币计价，恒生科技指数自 2014/12/31 开始计算。

债券、商品、另类资产与股票的相关性较低，能够为资产配置提供有益补充。从长期

(过去 10 年) 收益相关性来看, 以中证全指为例, 恒生指数与中证全指的相关系数约 0.6, 海外股票指数与中证全指的相关系数也普遍在 0.3 以上, 债券、商品、另类资产与股票的相关性较低, 能够为资产配置提供有益补充。从短期 (过去 1 年) 相比于长期 (过去 10 年) 相关性的变化来看, 股债之间的收益相关性明显增强, 商品和其他大部分资产的收益相关性在减弱, 在股债组合中纳入其他类型资产能显著改善组合波动。

图 1：各细分资产历史收益相关性及其变化



资料来源：， Bloomberg， 朝阳永续， 私募排排网， 中信证券研究部；注：左下角矩阵为 2014-2023 年资产收益相关性， 右上角为 2023 年资产收益相关性相对过去十年的变化；其中另类私募证券策略以管理期货私募证券策略为例。

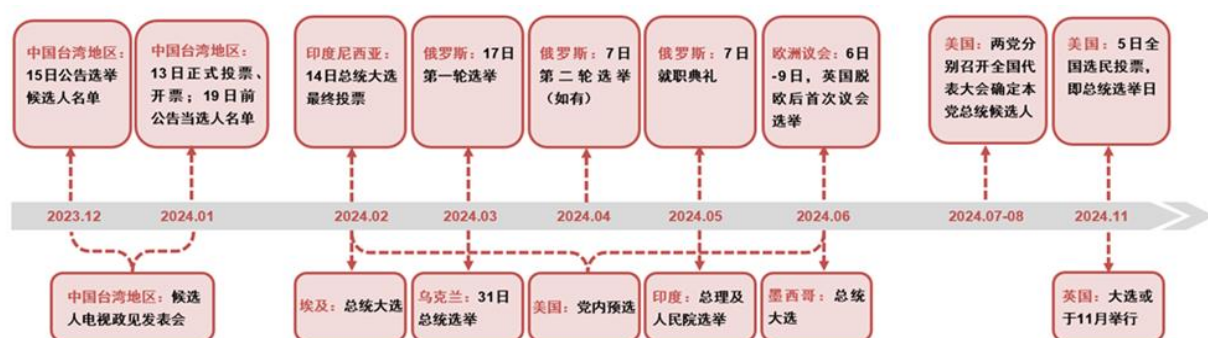


二、全球配置环境展望

（一）国际环境展望：全球大选加剧不确定性，但“一带一路”合作将带来中国企业在海外的新机遇

党的二十大报告提出“世界进入新的动荡变革期”，我们认为其本质是保守主义的全球性回潮与尚未完全褪去的自由主义的激烈碰撞。随着“超级大选年”开启，一系列大选将重塑国际关系格局，对我国而言挑战与机遇并存。

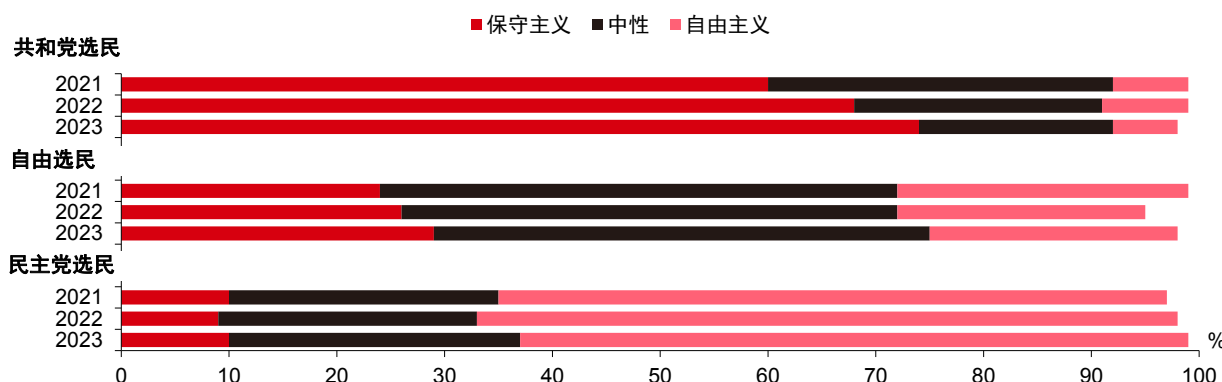
图 2：2024 年全球诸多选举的时间流程



资料来源：新华网，中国台湾中央通讯社，中国台湾网，俄罗斯中央选举委员会，《俄罗斯总统选举办法》（Russian Presidential Election Law）、《俄罗斯选举权保障》（Russian Basic Guarantees of Electoral Rights），美国宪法，AhramOnline，印度选举委员会，印度尼西亚大选委员会，欧盟委员会，AS/COA，中信证券研究部绘制

中美关系方面,2024 年一季度或为缓和对话期,可关注 APEC 峰会后的成果落实;2024 年二季度至 2024 年底或为美国大选扰动期,鉴于党内初选结果悬念较低,两党正面对决预计将在二季度逐步开启,由此带来的外部扰动或更加频繁;2024 年底起为美国政策明确与方向选择期。

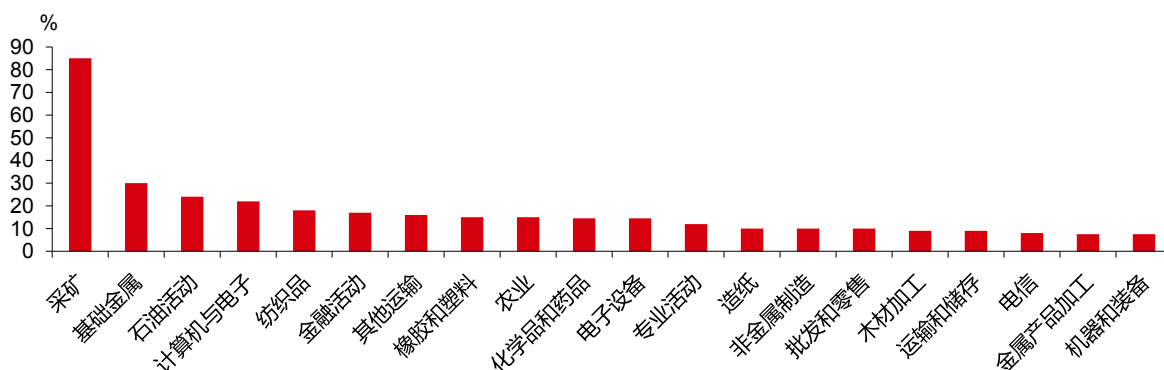
图 3: 美国两党意识形态分野日益扩大, 特别是共和党日益倾向保守主义



资料来源: Gallup, 中信证券研究部; 注: 调查截止日期为 2023 年 6 月 8 日。

中欧关系方面, 经济压力下欧盟社会思潮正呈现出左右倾向的激烈碰撞, 可能增加中欧关系的不稳定性。在经贸领域, “去风险” 逐渐成为欧盟对华政策共识, 需关注欧盟经济安全评估后的具体措施落地。在气候领域, 除已落地的碳关税外, 欧盟的各类 “绿色贸易壁垒” 或增多。

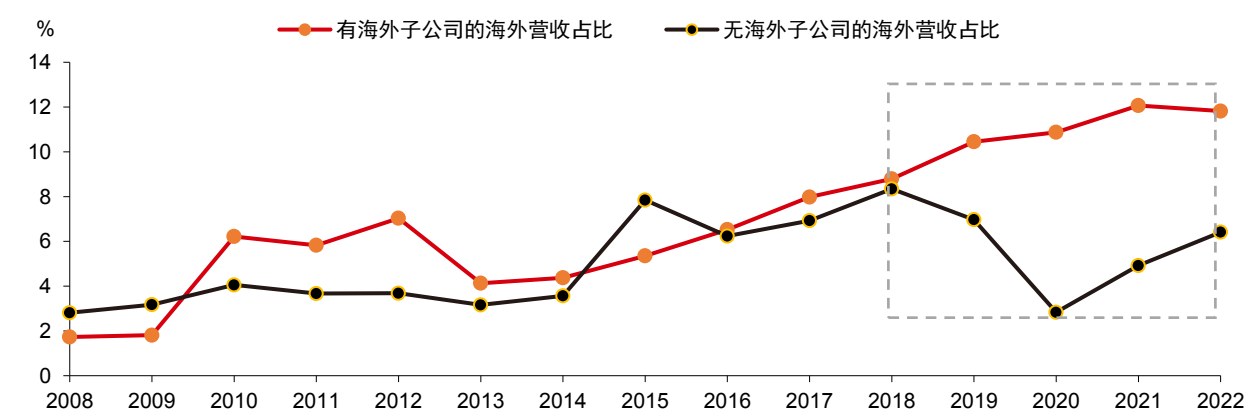
图 4: 欧盟生产对欧盟以外国家的依赖度高



资料来源: 欧盟委员会《欧盟战略依赖和能力》报告 (2021), 中信证券研究部

南南合作方面，“一带一路”建设的思路已从总体布局的“大写意”过渡到精谨细腻的“工笔画”。在欧美对华“去风险”战略短期难改的背景下，全球产业链、供应链调整将成为中国企业出海的重要机遇，进而助力在当地形成生产与消费市场的良性循环。其中汽车、机械、清洁能源及数字经济等产业的海外布局值得关注。

图 5：中国 A 股上市公司是否有海外子公司，对其海外营收占比有关键影响

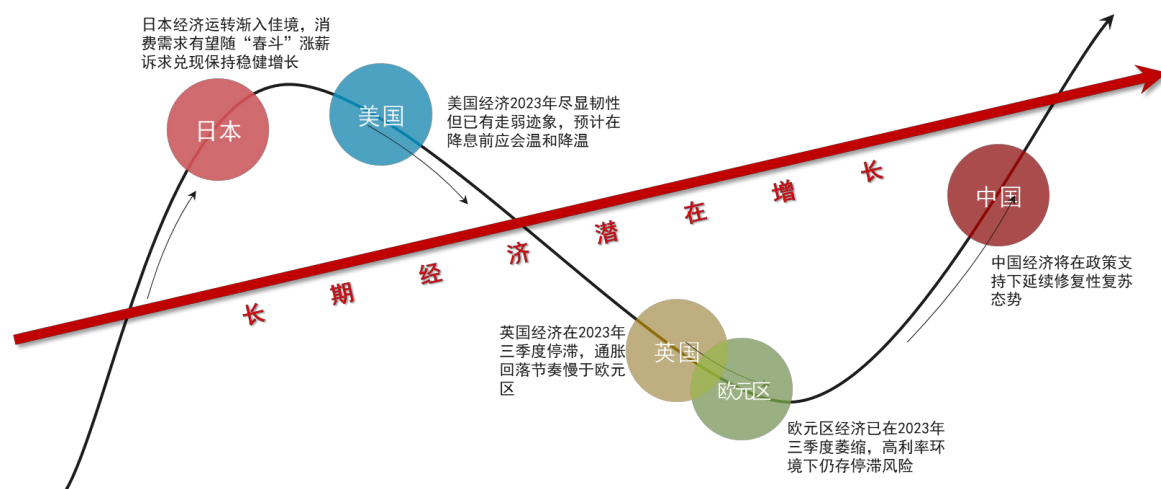


资料来源：CSMAR，中信证券研究部

(二) 全球经济展望：美元周期的强弱转换或在 2024 年年中出现，外部流动性压力有望缓解

回顾 2023 年，全球经济增长表现分化，欧洲经济较亚太疲软。全球主要央行在 2023 年延续了自 2022 年开启的加息步伐，主要发达经济体的利率水平已达到限制性区间。不同经济体的增长状况表现各异，美国经济在旺盛的消费需求支撑下尽显韧性，日本经济快速修复的趋势小幅放缓，欧洲经济体消除通胀粘性的努力则抑制了经济增长动能，亚洲不少出口导向型经济体在近期面临景气不佳的挑战。

图 6：各经济体所处经济周期示意图



资料来源：中信证券研究部预测

展望 2024 年，全球经济动能温和趋弱，市场悬悬而望的降息或终将翩然而至。我们认为通胀中枢的充分回落需以劳动力市场供需平衡为基础，这意味着在过剩就业需求未被充分削减前，“利率将在高位维持更久（higher for longer）”的紧缩叙事尚难言终章，欧美劳动力市场仍需进一步降温，这将增加经济动能走弱的不确定性；日本经济正面临实现居民“收入—支出”良性循环的窗口期，有望在积极的政策支持下温和扩张。在通胀走势趋于央行目标的前提下，一再被推迟的欧美央行降息预期可能会在今年中后期依次兑现。

美欧经济增长在持续激进加息冲击下渐显疲态，2024 年全球经济或将逐步在高通胀、高利率环境下实现新的均衡。我们预计美联储本轮加息或已结束，首次降息或在 2024 年 6 月；欧央行本轮加息同样或已结束，首次降息时点或与美联储首次降息时点接近。因此，外部流动性收紧压力有望在 2024 年得以缓解。

图 7：美元指数与美欧、美日、美中利差关系



资料来源：，中信证券研究部

预计美元指数全年呈 V 型走势，低点或在二季度降息之前，下半年或将重新开始上行。

上半年，经济基本面层面，我们预计美国经济或将逐步走弱，进而导致美元指数承压；货币政策层面，美联储降息预期逐渐发酵，日本央行退出负利率政策或将推升日元汇率，均对美元指数形成一定利空，我们预计美元指数将从高位逐渐震荡走弱，低点或在二季度降息之前。下半年，欧美央行同时降息后，美国经济复苏或将强于欧洲经济复苏，推动美元指数重新上行。此外，从历史复盘来看，美国大选年三季度美元往往走强，因此，我们预计下半年美元指数或将开始上行。

预计 10 年期美债收益率或将逐步回落，全年中枢或在 3.5% 左右。一方面，我们预计美国经济将逐步降温，美联储降息周期即将开启；另一方面，通胀增速的继续缓慢下行或也将使通胀预期震荡走弱。综合来看，我们预计 10 年期美债利率将逐步回落，但下行空间打开仍需美国经济数据显著走弱来确认。

预计国内市场 10 年期国债收益率走势呈现先下后上再下的“倒 N 型”走势。2024 年开年，降准落地叠加权益市场大幅震荡，10 年期国债收益率快速下行并一度突破 2.4%。我们预计随着后续财政政策快速落地、国内经济内生动能回升，10 年期国债收益率或有所回升。后续随着美联储等海外经济体降息周期的启动，国内货币政策宽松空间料将打开，我们预计 10 年期国债到期收益率将再度下行至低位后保持震荡。

(三) 国内政策展望：市值考核预期催化央国企蓝筹行情，新质生产力或引领新一轮产业投资机会

2023 年，时代之变愈发凸显，中国经济正在经历波浪式发展、曲折式前进的过程。一方面，外部形势复杂严峻。俄乌冲突尚未停歇，巴以局势纷争再起，亚太周边暗流涌动。世界进入新的动荡变革期，超级大选年的开启也使得短期地缘不确定性增多。另一方面，国内需求尚未完全修复。地产、债务、就业等领域面临较大风险挑战；民企投资信心和居民消费信心仍然不足，社会预期偏弱；中国的进出口形势和人民币汇率也面临压力，给经济金融政策的制定带来巨大挑战。

2024 年度政府工作报告做出重点部署，提升经济活力，推动产业创新，开创高质量发展的新局面。财政政策方面，以 3.0%赤字率 + 1 万亿特别国债 + 3.9 万亿地方政府专项债为主的财政组合拳力度不弱，广义财政扩张明显，报告直接点明“从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债”，极大提振了发展信心，有助于应对房地产周期调整。货币政策方面，稳健的货币政策将加强总量结构双调节，增强宏观政策取向一致性。产业政策方面，报告首要提出大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力，先进制造、数字经济、产业创新工程等领域备受重视；以消费品以旧换新、养老育幼服务提质为代表的消费支持政策将助力国内需求扩大；以新型城镇化、乡村振兴、绿色低碳转型等为代表的有效投资也会支持经济高质量发展。改革开放方面，加快全国统一大市场建设将激活各类市场主体活力，稳外资、稳外贸部署和支持“一带一路”等走出去政策同步强调，国内国际双循环将更为通畅。我们期待二十届三中全会的召开描绘更清晰的改革路线图。

1. 资本市场：紧扣供给侧改革，增强投资回报

资本市场改革作为金融改革的核心任务，将从过去以融资端改革为主迈入更加重视投资者体验的投资端改革新阶段。此前资本市场改革更多侧重于融资端，全面注册制改革已经落地生花。往后再看，我们认为如何改善投资端制度、提升投资者获得感或是资本市场的重要议题。这主要是因为：一是目前股票市场整体回报率偏低，投资功能仍有提升空间。二是房地产占我国居民财富的比重接近 6 成，但在长效调控机制影响下，房地产的增值效应有所下降，居民财富或将逐步转向金融资产。三是中国经济步入增速换挡期，权益类资

产作为财富增值的有效投资工具，或将成为资产配置的重要方向。

强化资本市场监管，促进市场形成内生增长动力。证监会主席吴清在十四届全国人大二次会议经济主题记者会上表示：1) 促进投融资平衡发展、构筑资本市场良性循环；在公平交易、合理定价、充分竞争的条件下高效配置资源，促进资本市场高质量发展。2) 把握强监管、防风险、促发展的主线，坚持市场化法治化方向，做到强本强基、严监严管。提高上市公司质量与投资者回报。严把 IPO 入口关，加大现场检查力度；加强上市后监管，持续改善分红状况；畅通出口，加大退市力度。3) 重视资本市场内生稳定机制建设，提升市场韧性。核心是“一个基石”和“五个支柱”。“一个基石”是高质量的上市公司，“五个支柱”包括合理的资金结构、更完善的基础制度、更有效的市场调节机制、更优质的专业服务与更严格的监管执法。

2. 市值考核预期有望不断兑现，催化优质央企蓝筹的持续性行情

央国企市值表现纳入考核是推动国企改革的重要环节，实现路径聚焦提高核心竞争力和增强核心功能。2023 年 2 月 23 日，新任国资委主任张玉卓在国新办“权威部门话开局”系列主题新闻发布会上首次亮相，表示未来国有企业要坚持“一个目标”、用好“两个途径”、发挥“三个作用”，其中“两个途径”分别指提高企业核心竞争力和增强核心功能，我们预计央企提升估值可能会沿着“两个途径”来推进。

图 8：从“两个途径”看央企上市公司估值提升



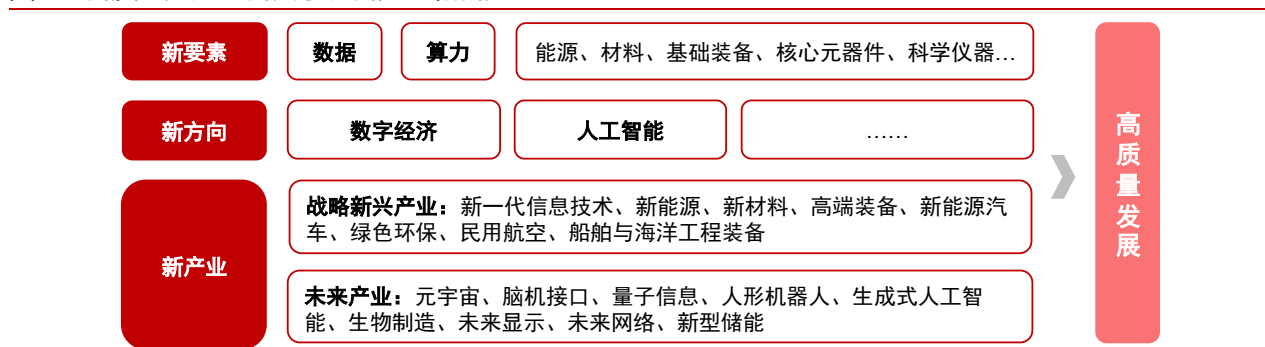
资料来源：国务院国资委，中信证券研究部绘制

市值考核预期有望不断兑现，催化优质央企蓝筹的持续性行情。首先，从资产负债匹配的角度，央企红利低波和高股息板块仍是今年 A 股大体量长线资金的首选底仓配置方向。其次，今年 1 月 24 日，国资委相关负责人在国新办发布会上首次提出要将市值表现纳入央企负责人考核，或进一步推动央企及其上市子公司价值回归。最后，节奏上，我们预计短期央企分红回购力度或将加强，现金市值比例相关指标值得关注；中期央企或推动 A 股并购重组，并助力相关港股标的估值提升；长期央企效率提高才是市值提升的根本目的，ROE 或仍将是投资央企关注的重点指标。市值考核预期有望不断兑现，以优质央企为核心的优质蓝筹是今年上半年最重要的配置型主线之一。

3. 新质生产力或引领新一轮产业投资机会

发展新质生产力的核心是寻找新技术、新要素和新产业，是有限资源下发展的重心，是实现高质量发展的基础。当前，我国经济已从高速发展进入高质量发展阶段，此前的人口红利、土地红利和全球化红利逐渐消失，过往的粗放式发展已难以支撑经济继续维持高速增长。为跨越“中等收入陷阱”，科技创新带来的产业结构转型升级成为我国实现高质量发展的必由之路。我们认为，目前以人工智能、新一代信息技术、新材料、生物技术等为代表的科技创新正在驱动第四次工业革命的到来，而新质生产力有望成为我国能否在新一轮革命中获取话语权的关键驱动因素。

图 9：新质生产力的新要素、新方向和新产业



资料来源：工信部《新产业标准化领航工程实施方案（2023—2035 年）》，中信证券研究部

新质生产力有望引领新一轮产业投资机会。我们认为，上游基础设施建设先行且最具确定性，核心在于新型要素建设（数据、算力）与配套（能源、材料、基础软件、基础装

备等)。下游产业布局建议率先关注从导入期进入成长期的大模型应用、人形机器人、自动驾驶、新材料、卫星互联网、低空经济、生物技术等。

图 10：新质生产力各产业渗透率/国产化率示意图



资料来源：财联社，IDC，赛迪智库，IC Insights，中国电子材料行业协会，华经产业研究院，中信证券研究部预测 注：标红为中短期重点看好的产业方向，标橙为重点看好的上游基础设施要素；自动驾驶、AIGC应用、卫星互联网、人形机器人的渗透率和产业进展为中信证券研究部预测

（四）国内经济展望：新旧动能加速转换，先进动能不断增强

2020年以来，中国经济先后经历了疫情冲击、房地产拖累和部分产业遭受制裁等多重波折，但经济增长仍然顶住压力呈现较强韧性。这主要得益于战略性新兴产业的崛起和逆周期政策在基建投资等领域的发力。对应的，我国经济结构也发生了新的调整 and 变化。具体来说，基建与制造业投资占比上升，地产投资对经济的重要性持续下降；疫情给居民总消费带来了“疤痕效应”，但可选商品（非地产链）的消费增长仍颇具亮点；尽管美欧对出口拖累较大，但以东盟、拉美、非洲和俄罗斯为代表的“一带一路”国家和地区与中国外贸合作加深，一定程度缓解了出口回落的压力，且高新技术产品的出口占比在持续提升。

预计 2024 年我国经济将实现 5.0%左右的增长，结构上整体呈现新旧动能加速转换的特征，先进动能不断增强。结合经济结构调整趋势和政策展望，我们对 2024 年的宏观经济展望如下：

- **GDP 增速：**我们判断当前宏观政策的目的是使中国经济在减少对传统动能的依赖后仍能保持较高增速，努力实现 2035 远景目标。产业升级是经济对传统动能“去依赖”的重要抓手，培育新质生产力的相关产业政策将在未来经济运行中扮演愈加重要的角色。考虑到当前政策对产业升级和培育新质生产力加强布局会带来全要素生产率 A 与资本形成 K 的提升，预计 2024 年 GDP 仍可实现 5%左右的增长。
- **投资：**1-2 月基建投资平稳，制造业投资增速走强，房地产开发投资延续低迷。3 月 13 日国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出到 2027 年工业等七大领域的设备投资规模较 2023 年增长 25%的目标，对应年化增速为 5.7%，利好制造业投资。预计今年固定资产投资增速将走高至 4.7%左右，三大分项呈现基建偏强、制造业提升、地产降幅逐渐收窄的特点，“旧动能趋稳、新动能求进”可能是 2024 年固定资产投资的主线。
- **消费：**1-2 月我国社会消费品零售总额同比增速为 5.5%，开年消费实现了较为稳健的增长。向后看，居民消费倾向的稳步恢复以及价格端拖累的逐步减少等将带动总体消费呈现回暖趋势，但基数因素可能会导致今年社会消费品零售总额名义增速较去年回落至 5.5%左右，消费全年或呈现“弱复苏”态势，服务消费仍将强于商品消费。
- **出口：**2024 年全球有望迎来共振补库，美欧可能最早分别于今年一季度、二季度迎来主动补库拐点，其余海外经济体补库也将渐次开启。开年以来，“一带一路”区域经济基本面较去年改善，叠加其对中国进口依赖度不断增加，预计来自“一带一路”的需求将趋势性上升。上述因素有望带动今年中国出口增速由负转正，预计全年出口增速上移至 3%左右。

- 物价：在 2 月份春节效应消退后，后续 CPI 上涨动能料将会回归常态，但考虑到去年各季度基数前高后低的分布，2024Q2 起 CPI 大概率呈稳步上升态势，脱离偏低的运行区间。随着春节假期结束后基建、地产项目逐步复工，今年特别国债发行安排也使得黑色等行业具备一定的涨价预期，叠加去年上半年低基数效应，预计 PPI 同比可能会在年中左右转正。
- 汇率：美联储当前政策立场已经发生调整，但降息时点仍需等待，美国经济数据仍具一定韧性，相较欧洲经济仍然偏强，因此预计美元指数或仍将在 103 左右震荡。国内经济总体回升向好，一揽子稳增长政策落地后，经济动能有望增强。而且近期央行多次强调，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。向后看，预计人民币汇率走势将以稳为主，全年大概率在 7.0-7.3 之间运行。



三、 大类资产趋势展望

(一) 大类资产：股票>债券>商品>另类

展望 2024 年，我们推荐“股票>债券>商品>另类”的配置排序。

对于股票资产，国内方面，盈利周期回升叠加政策呵护增强，看好 A 股和港股；海外方面，海外方面，新兴市场股票经济基本面改善、外部环境友好，欧洲股票或面临外部动荡加剧、内部经济低迷的双重压力，我们认为新兴市场股票>日本股票>美国股票>欧洲股票。

对于债券资产，国内方面，宏观内生动能待增强、货币宽松仍有空间；海外方面，美联储降息周期即将开启，全球经济增长与地缘政治不确定性带来避险价值提升，看好国内债券与美国债券的配置机会。

对于商品资产，美债实际利率或开启下行周期，关注黄金的配置价值；不确定性或短期催化原油价格上涨，但供需格局难以有效支撑价格。

对于另类资产，“资产荒”持续叠加广谱利率下行背景下，REITs 的高股息优势凸显；IPO 收紧环境下的估值回报下降将为私募股权配置带来压力；低相关性特征带动另类私募策略的配置需求增加。

表 4：各类资产的配置性价比判断

一级分类	综合打分(-5~+5)	二级分类	代表性指数	综合打分(-5~+5)	配置性价比
股票	+3	A 股市场	中证全指	+4	高
		香港市场	恒生指数	+4	高
		美国市场	MSCI 美国	+1	一般
		欧洲市场	MSCI 欧洲	-2	较低
		日本市场	日经 225	+2	较高
		新兴市场	MSCI 新兴市场(除中国)	+3	较高
债券	+2	国内债券	中债新综合财富	+2	较高
		海外债券	彭博巴克莱全球综合债	+2	较高
商品	0	黄金	SGE 黄金 9999	+2	较高
		原油	ICE 布油	-2	较低
另类	-1	REITs	中证 REITs(收盘)全收益指数	+2	较高
		私募股权	——	-2	较低
		另类私募证券	另类私募证券策略指数	+1	一般

资料来源：， Bloomberg， 朝阳永续， 私募排排网， 中信证券研究部；注：其中另类私募证券策略由市场中性、管理期货、套利策略三种私募产品指数等权合成。

（二）股票资产：积极布局 A 股和港股，关注新兴市场股票

1. A 股：盈利周期稳步回升，政策呵护不断增强

我们预计宏观经济回升向好、高质量发展扎实推进、A 股盈利周期稳步回升，估值层面吸引力水平不断提升，流动性宽松环境下中央汇金增持的托底作用逐步显现，国内政策对资本市场呵护力度不断增强，但海外环境不确定性有所增加。**综合来看，我们对 A 股的量化打分为+4。**

- **基本面：**我国经济回升向好、高质量发展扎实推进，2023 年实现 GDP 增速为 5.2%，但面临着 CPI 和 PPI 等价格指数在低位运行、有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多等困难和挑战。展望来看，2024 年政府工作报告设定 5% 左右的经济增长目标，我们预计积极的财政政策与稳健的货币政策将持续提升经济活力，推动产业创新，开创高质量发展的新局面。

表 5：历年政府工作报告发展预期目标对比

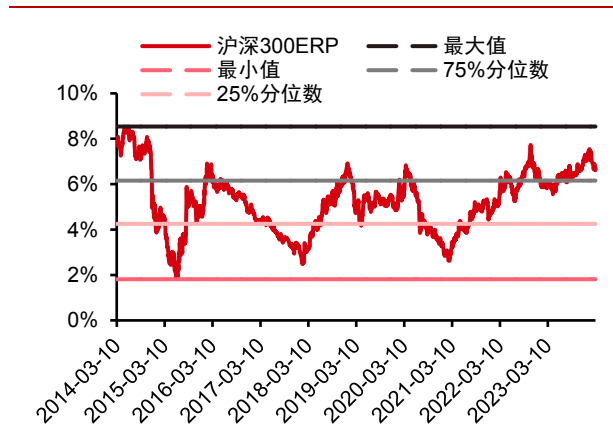
	2024	2023	2022	2021
GDP	5%左右	5%左右	5.5%左右	6%以上
城镇新增就业	1200 万以上	1200 万左右	1100 万以上	1100 万以上
城镇调查失业率	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%

	2024	2023	2022	2021
CPI	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右
居民收入	5%	5%	5.5%	6%
粮食产量	1.3 万亿斤以上	1.3 万亿斤以上	1.3 万亿斤以上	1.3 万亿斤以上
生态环境及能耗	单位国内生产总值能耗降低 2.5% 左右，生态环境质量持续改善	单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降，重点控制化石能源消费，生态环境质量稳定改善	生态环境质量持续改善，主要污染物排放量继续下降；能耗强度目标在“十四五”规划期内统筹考核，并留有适当弹性，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制。	生态环境质量进一步改善，单位国内生产总值能耗降低 3% 左右，主要污染物排放量继续下降
进出口	-	促稳提质	保稳提质	量稳质升

资料来源：历年政府工作报告，中信证券研究部

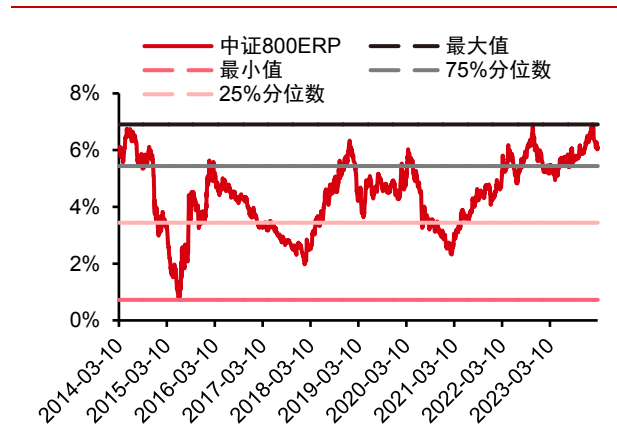
- **估值：**从估值水平角度来看，沪深 300/中证 800 的 PB 和 PE 均处于历史较低分位数水平；从股债性价比角度来看，沪深 300/中证 800 的 ERP 均在近 10 年的 85% 分位数以上（截至 2024/3/8），权益市场潜在投资回报显著。

图 11：沪深 300 的 ERP 指标跟踪



资料来源：，中信证券研究部

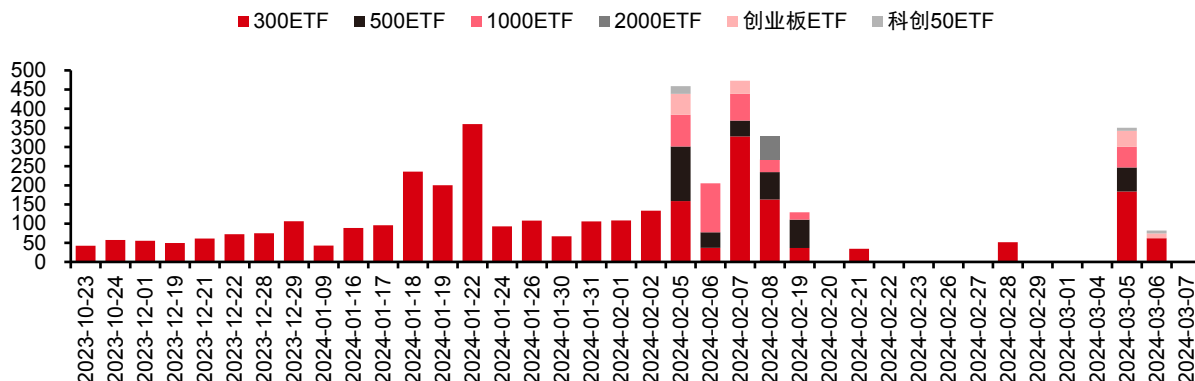
图 12：中证 800 的 ERP 指标跟踪



资料来源：，中信证券研究部

- **流动性：**一方面，国内流动性环境宽松，今年 2 月 5 日下调存款准备金率 0.5 个百分点，2 月 20 日下降 5 年期 LPR 25 个基点；另一方面，中央汇金增持的托底作用逐步显现。此外，资本市场投融资动态平衡优化、监管鼓励发行权益基金、鼓励保险资金等长期资金入市等举措均有望对股票市场流动性提供支撑。

图 13: 重点 ETF 的超额买入规模测算



资料来源：，中信证券研究部测算；注：仅展示单日流入规模大，且成交存在明显放大的交易日，跟踪相同指数的 ETF 合并计算。

- **国内政策：**政策积极呵护资本市场。2023 年 12 月中央金融工作会议中强调坚持走中国特色金融发展之路，2024 年 3 月证监会主席吴清在十四届全国人大二次会议经济主题记者会上表示将促进投融资平衡发展，构筑资本市场良性循环，重视资本市场内生稳定机制建设，提升市场韧性。
- **海外环境：**美联储加息接近尾声，我们预计 2024 年 6 月，美联储将开启首次降息，2024 年上半年美国利率仍将维持在高位；巴以冲突、红海紧张局势、全球大选年等因素或增加全球经济的不确定性，可能会对全球局势带来扰动。

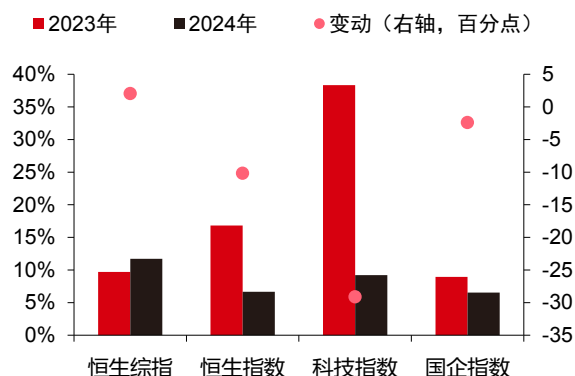
随着流动性循环连锁负反馈在春节前强有力的外力干预下结束，当下投资者情绪有所企稳，建议在反弹过程中步步为营，密切关注右侧确认信号，配置上从纯防御转向均衡，围绕优质红利蓝筹和科创成长两条主线布局，我们预计产品出海、科技自主、新消费、红利低波是主要配置方向。

2. 香港市场：政策聚力，或迎来风格切换

我们预计国内宏观经济稳步修复带来市场活力提升，企业营收有望改善，绝对估值与相对估值层面港股均具有较强性价比，近期外资长线资金的回流与上市公司的持续回购为市场提供流动性，国内政策巩固香港国际金融中心地位，但美债利率高位叠加海外政策变化或带来一定扰动。综合来看，我们对港股的量化打分为+4。

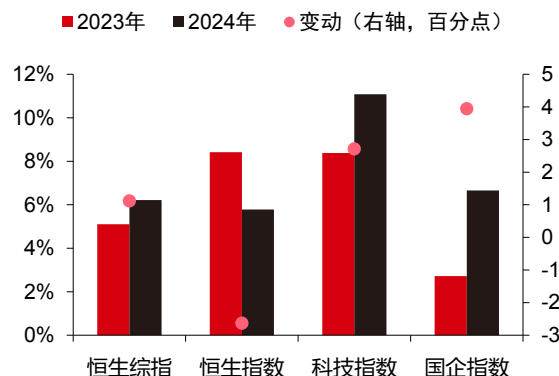
- **基本面：**我们预计国内宏观经济稳步修复带来市场活力提升，企业营收有望改善。根据彭博一致预期数据，2024 年港股加权指数的业绩增速或将放缓，但市场整体业绩预测增速仍有望实现小幅提升。营收预测方面同比改善，2024 年恒生综指、恒生指数、恒生科技指数、恒生国企指数的营收增速预期分别为 6.2%/5.8%/11.1%/6.7%，全年营收预测增速较 2023 年预测增速变化+1.1/-2.6/+2.7/+3.9 个百分点。

图 14: 港股重要指数 2023 年与 2024 年盈利预测增速及变化



资料来源：，Bloomberg 一致预期，中信证券研究部；注：数据截至 2024/2/23。

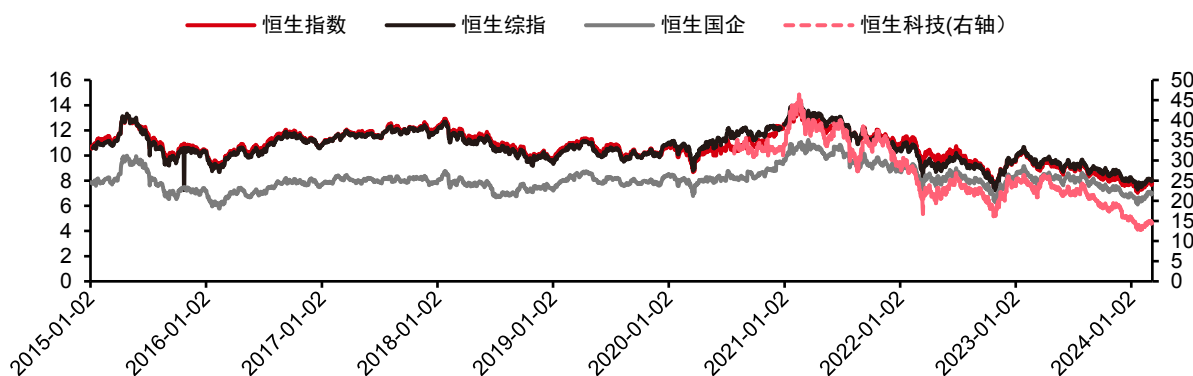
图 15: 港股重要指数 2023 年与 2024 年营收预测增速及变化



资料来源：，Bloomberg 一致预期，中信证券研究部；注：数据截至 2024/2/23。

- **估值：**截至 2024 年 3 月 8 日，恒生综指、恒生指数、恒生科技指数、恒生国企指数动态 PE 分别为 8.1 倍、7.8 倍、14.5 倍、7.0 倍，对应处于历史 2.6%、2.2%、3.0%、10.1%分位数，纵向对比来看处于绝对低位。此外，在风险偏好逐步修复的背景下，对比全球主要市场，港股的估值水平具有较高吸引力，配置价值凸显。

图 16：香港主要宽基指数历史动态市盈率



资料来源：Bloomberg, 中信证券研究部

- **流动性：**近期外资长线资金开始出现回流港股的迹象，自 1 月 22 日触底至 2 月 16 日，我们测算外资累计净流入港股达 77.7 亿港币。此外，叠加近期上市公司回购持续提升，港股市场流动性环境持续改善。
- **国内政策：**2023 年 10 月底召开的中央金融工作会议中强调要巩固提升香港国际金融中心地位；2023 年 12 月底网络游戏新政征求意见对互联网行业情绪冲击明显，但随后的解释有所修正预期。
- **海外环境：**美联储加息接近尾声，我们预计 2024 年 6 月开启首次降息，2024 年上半年美国利率仍将维持在高位；巴以冲突、红海紧张局势、全球大选年等因素或增加全球经济的不确定性，可能会对全球局势带来扰动。

回顾 2023 年，在内部经济弱复苏、外部流动性紧缩的背景下，以能源和电信为代表的高股息策略持续跑赢大市。但在当前政策聚力、投资者风险偏好转向、空头平仓和外资阶段性回流的背景下，我们判断 H 股或迎来风格切换，短期成长板块会相对跑赢，建议关注港股的大消费、非银金融行业以及恒生科技指数右侧布局的行情。

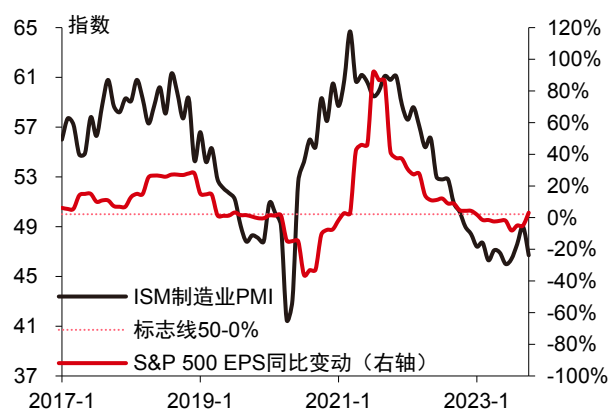
3. 美国市场：降息前经济或温和降温，大选带来不确定性增加

尽管拜登政府任内美国制造业岗位回流速度加快，中高端产业发展持续向好的趋势有望延续，但美国经济在持续显现韧性后预计将呈现走弱趋势，基于就业、消费、投资三方面综合分析，我们预计 2024 年在降息之前美国宏观经济会温和降温，或对企业盈利增速产

生拖累。此外，美国大选带来的不确定因素增加。**综合来看，我们对美股的量化打分为+1。**

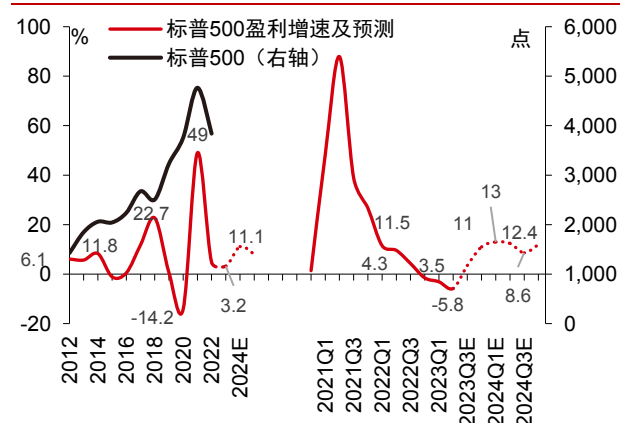
- **宏观经济：**我们预计美国宏观经济的温和降温或对企业盈利增速产生拖累。劳动力方面，未来新增失业率增加会成为美国劳动力市场降温的主要驱动因素，直至劳动力供需缺口消除，我们预计 2024 年美国难以维持充分就业状态。消费方面，考虑到美国失业率中枢即将开始上升、居民的有效超额储蓄已所剩不多，同时美国消费信贷增速趋于放缓、银行持续收紧消费贷款标准，我们预计 2024 年美国难以维持旺盛的消费需求。投资方面，我们预计 2024 年企业投资需求温和下降。

图 17：标普 500 盈利与制造业 PMI 的关系



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

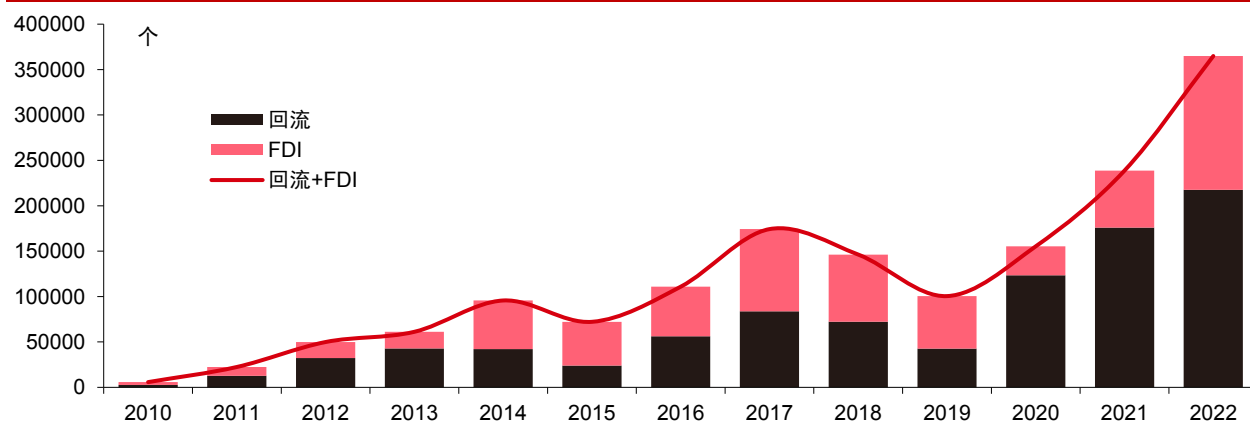
图 18：标普 500 指数与盈利预测



资料来源：Bloomberg（含一致预期），中信证券研究部

- **产业发展：**拜登政府任内美国制造业岗位回流速度加快。基于“在外生产-近岸外包-友岸外包”的指导思想，拜登政府主要采用了“关税+补贴”的具体手段。我们预计 2024 年美国制造业回流趋势将持续，中高端产业发展持续向好。

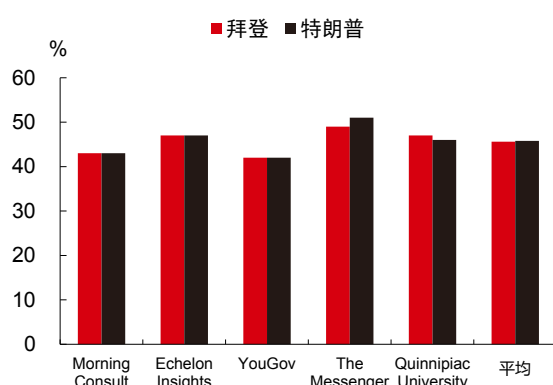
图 19：美国制造业回流及 FDI 的岗位数量



资料来源：Reshoring Initiative，中信证券研究部

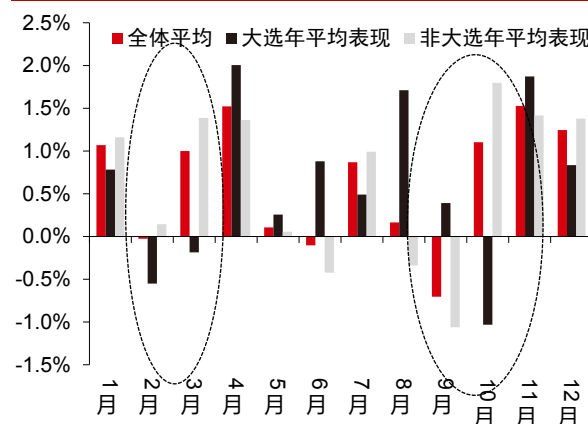
- **政治运行：**从美国社会整体来看，保守主义回潮叠加政治极化加剧，构成了美国内外政策摇摆的社会基础，使得各国对美国政策与承诺的信任开始出现动摇，我们预计 2024 年美国政策方向不确定性高，可能扰动美股走势。

图 20：拜登和特朗普的民调支持率



资料来源：RCP，中信证券研究部。 注：调查日期截至 2023 年 10 月 31 日

图 21：1962 年以来标普 500 月度平均涨幅（大选视角）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

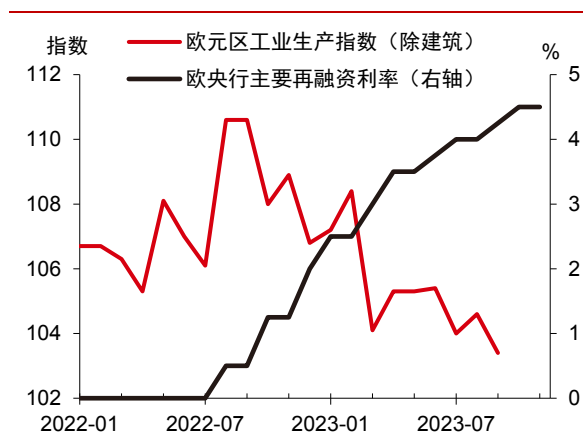
4. 欧洲市场：面临外部动荡加剧、内部经济低迷的双重压力

我们预计 2024 年欧洲消费需求或有所改善，但改善空间不大；企业缺乏扩产投资的动力，投资需求可能持续低迷。与此同时，能源危机后的疤痕效应与能源转型过程中的困局造成工业生产状况在整体上呈现疲态，叠加高利率对工业活动的抑制作用，我们预计欧洲工业活动出现持续下降的趋势。此外，近年来在外部动荡加剧、内部经济低迷的双重压力下，我们预计欧洲政策不确定性较高，可能会对股票市场走势产生扰动。**综合来看，我们对欧洲股票量化打分为-2。**

- **宏观经济：**欧元区的经济在 2024 年存在停滞风险，投资端或仍将延续疲态，我们预计 2024 年欧元区工业生产活动持续疲软，经济增长动能较弱。消费方面，在欧央行开启本轮加息周期后，商品消费需求不振，我们预计 2024 年消费需求有所改善，但改善空间不大。投资方面，欧元区企业缺乏扩产投资的动力，投资需求可能持续低迷。通胀方面，在需求前景不佳的背景下，我们预计通胀会在 2024 年缓和。

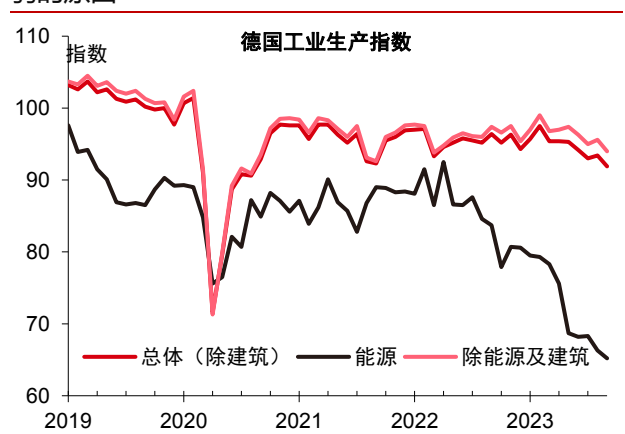
- **产业发展：**2023 年内，欧元区的工业化代表国家——德国的工业活动表现不佳，能源业工业生产指数由 2022 年 6 月的 86.5 暴跌至 2023 年 9 月的 65.2，叠加高利率对欧洲工业活动的抑制作用，我们预计 2024 年欧元区工业活动出现持续下降的趋势。

图 22：欧央行加息造成欧元区工业生产活动疲弱



资料来源：LSEG，中信证券研究部

图 23：艰难的能源转型过程可能也是德国工业生产疲弱的原因



资料来源：LSEG，中信证券研究部

- **政治运行：**当前欧洲社会思潮正呈现出左右倾向的激烈碰撞，右翼思潮开始崛起，但并未完全占据上风。近年来在外部动荡加剧、内部经济低迷的双重压力下，欧洲内部的民意基础发生动摇，出现向保守主义“右”转的倾向。我们预计 2024 年欧元区政策不确定性较高，可能会对股票市场走势产生扰动。

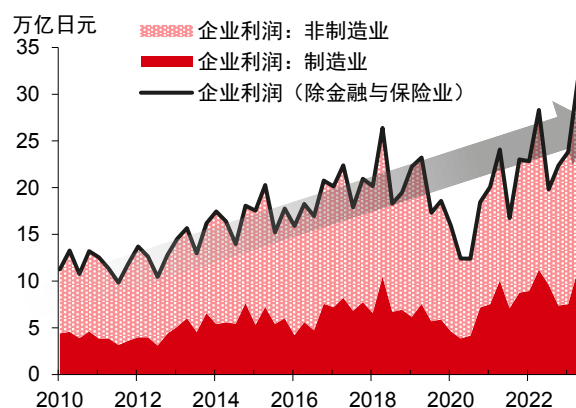
5. 日本市场：政策强化经济韧性，货币政策正常化或造成估值压力

我们预计 2024 年在供给短缺问题消除、企业利润水平较高、融资条件仍较宽松、劳动力市场维持紧俏的宏观环境下，日本经济能实现温和增长。同时，改革适用于中小企业的加薪促进税制、推进半导体与蓄电池等重要产业的税收抵扣政策等潜在政策有望出台，或能进一步增强日本经济韧性。但日本央行可能继续推进货币政策正常化，给以日元计价的资产造成一定估值压力。**综合来看，我们对日本股票量化打分为+2。**

- **宏观经济：**在供给短缺问题消除、企业利润水平较高、融资条件仍较宽松、劳动力市场维持紧俏的宏观环境下，我们预计 2024 年日本经济能实现温和增长。消费方面，考虑到春季劳资谈判、通胀水平回落等因素，我们预计民间消费将在 2024 年

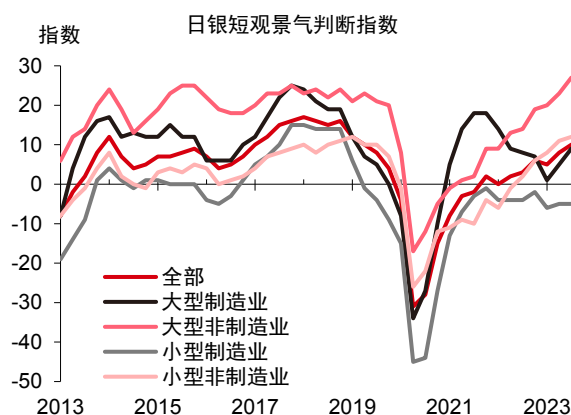
再现小幅增长；投资端多数企业对未来的景气状况仍感到乐观，且企业利润已恢复到疫情前的长期趋势，企业经济活动状况持续向好。

图 24：日本企业利润已恢复至疫情前长期趋势



资料来源：LSEG，中信证券研究部

图 25：多数日本企业对未来景气状况感到乐观



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

- **产业发展：**我们预计服务业相较于制造业将更快地恢复发展。目前多数日本企业对未来景气状况乐观，服务业景气指数走势向好，优于制造业景气指数。产出缺口由负转正，通胀动能较强。我们预计 2024 年日本非制造业发展增速靠前，景气度持续提升。
- **政治运行：**在 2023 年 9 月的“新资本主义实现会议”上，日本政府明确提出“通过 3 年左右的变革期将削减成本型的冷温经济转变成增长型的适温经济”的目标，潜在政策包括改革适用于中小企业的加薪促进税制、推进半导体与蓄电池等重要产业的税收抵扣政策等，我们预计 2024 年上述政策或能缓慢增强日本经济的韧性。

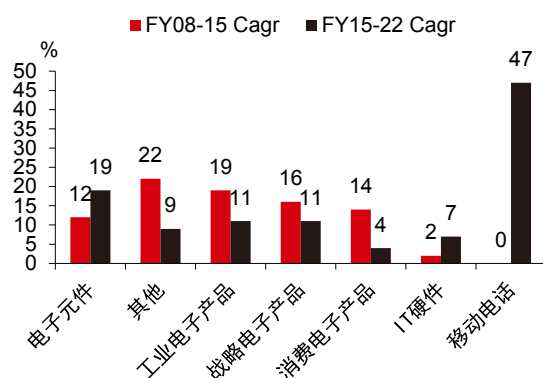
6. 新兴市场：经济基本面改善，政府内生的不稳定性或形成扰动

多数国家的出口、消费与投资同比增速均出现底部反转趋势，未来经济基本面有望延续改善。产业发展各有侧重，外部环境较为友好。但部分新兴市场政府内生的不稳定性可能会对股票市场形成扰动。综合来看，我们对新兴市场股票的量化打分为+3。

- **印度：**受国内经济快速复苏、通胀降温、人口红利、外资流入等因素推动，印度经济有望进一步实现增长。金融、信息技术及消费是对印度股票市场影响最大的行业，

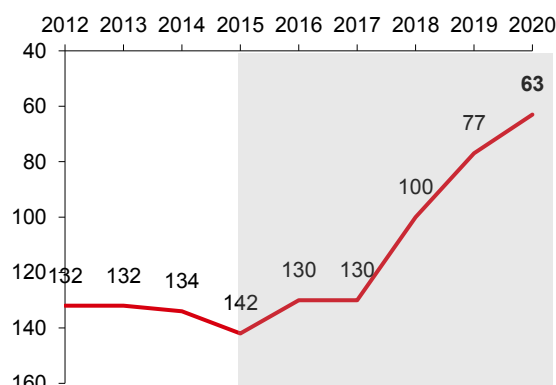
信息技术产业有望成为重要增长点。我们预计外交日益活跃、内政风险可控将为印度股票市场整体表现提供支撑。

图 26: 印度电子产业主要门类的产量增速



资料来源: MEITY, CLSA, 中信证券研究部

图 27: 自 2014 年莫迪上台以来印度营商环境排名显著提升 (位)



资料来源: 世界银行, 中信证券研究部

- **韩国:** 尽管高利率等紧货币政策或仍将抑制私人消费和设备投资, 但考虑到韩国经济较深度依赖于国际贸易带来的出口增长, 韩国出口近期边际回暖, 半导体周期的触底也抬升了市场对韩国出口触底反弹的预期, 韩国经济在外需修复的助力下有望实现温和复苏。

表 6: 韩国核心经济指标表现及预测

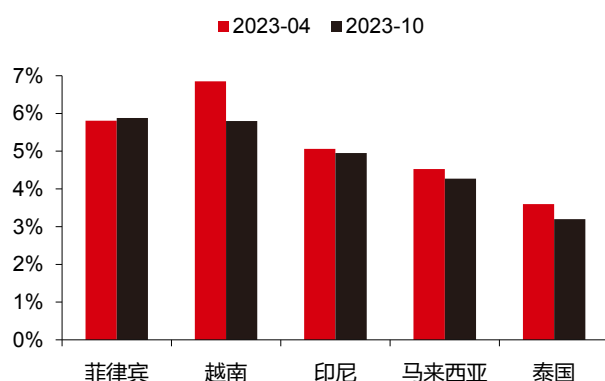
	2022 年	2023 年			2024 年		
	全年	H1	H2-E	全年-E	H1-E	H2-E	全年-E
GDP	2.6	0.9	1.8	1.4	2.3	2	2.2
消费	4.1	2.9	0.8	1.9	1.7	2	1.8
固定资产投资	-0.5	3.1	0.8	1.9	0.5	1.2	0.9
总出口	3.4	-0.9	5.8	2.5	4.6	3.2	3.8
总进口	3.5	4.4	2.3	3.3	2.7	4.1	3.4
CPI	5.1	4	3.3	3.6	2.9	2.3	2.6
核心 CPI	3.6	3.9	3.2	3.5	2.6	2.2	2.4
失业率	2.9	3	2.4	2.7	3.2	2.7	3

资料来源: 韩国发展研究院 (含预测), 中信证券研究部

- **印尼:** 消费与投资稳步复苏, 出口在 2023 年三季度已有触底反弹的迹象, PMI 维持扩张态势且保持在荣枯线上方, 宏观经济有望延续复苏趋势。企业盈利持续改善, Bloomberg 一致预期显示 2024 年印尼有较大的降息空间, 流动性宽松或推动市场上涨。产业层面维持“下游化”的资源经济政策, 我们预计金属加工等工业企业有望大幅受益。印尼总统大选快速计票结果出炉, 普拉博沃赢得选举, 我们预计其将延续现任总统佐科的政策主张, 内外政策总体保持稳定。

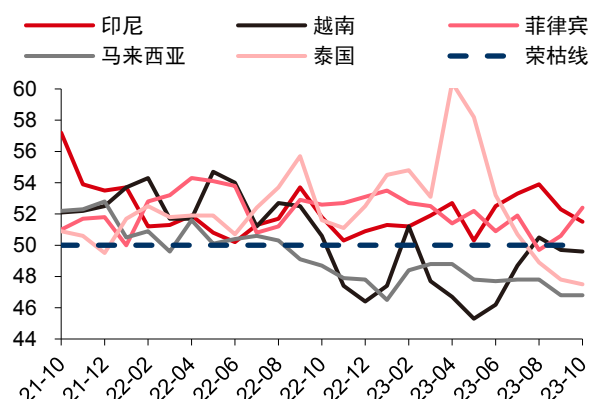
- **越南：**个人消费增长较为强劲、投资增速有所好转，出口已有触底反弹的迹象，综合来看经济基本面趋势向好。股票估值优势显著，企业盈利增速转正，具备较高的投资价值。随着越南和美国达成了关于半导体和矿产的协议，加之越南政府支持，半导体产业乃至整个电子工业有望迎来蓬勃发展期。反腐运动不断加强，随之而来的不确定性和持续性可能会影响外国投资者的情绪。

图 28：东盟新兴市场 2024 年 GDP 预测增速变化



资料来源：IMF 预测，中信证券研究部

图 29：2023 年以来东盟新兴市场制造业 PM



资料来源：，中信证券研究部

（三）债券资产：看好国内债券与美国债券的配置机会

7. 国内债券：宏观内生动能待增强，货币宽松仍有空间

基本上，我国宏观经济仍处于稳步修复进程中，内生动能有待增强；政策面上，降准、LPR 降息、存款降息连续落地，短期进一步宽松操作可能性较低，但我们预计 6 月美联储货币政策或转向，后续国内货币宽松仍有空间；资金面上，货币政策将保障政府债券顺利发行，保持流动性合理充裕；情绪面上，年初配置资金抢配热情较高，近期风险偏好从低位开始抬升，或对债市形成一定扰动。综合来看，我们对国内债券的量化打分为+2。

- **基本面：**基本面对债市影响较强，当前阶段，宏观经济仍处于稳步修复进程中，内生动能有待增强。回顾 2023 年，多重困难挑战交织叠加，我国经济波浪式发展、曲折式前进，成绩来之不易。在 2023 年已实现经济较好增长的背景下，实现 2024 年的预期目标并非易事，需要政策聚焦发力、工作加倍努力、各方面齐心协力。

- **政策面：**货币政策是利率变化的核心因素。随着降准、LPR 降息、存款降息连续落地，短期进一步宽松操作的可能性较低。3 月 6 日十四届全国人大二次会议下午举行记者会，在货币政策方面，央行行长潘功胜表示“总量上保持合理增长，目前法定存款准备金率平均为 7%，后续仍有降准空间，将综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，支持社会融资规模和货币信贷总量稳定增长、均衡投放。”我们预计 6 月美联储货币政策或转向，后续国内货币宽松仍有空间。

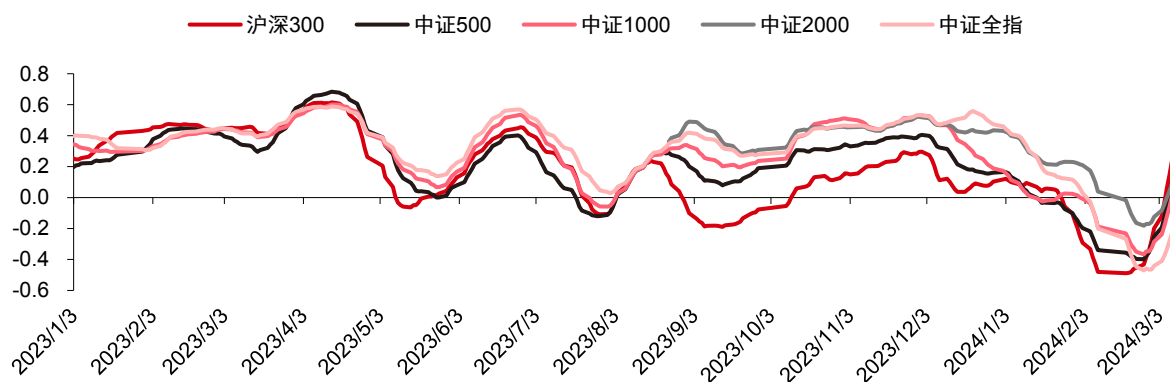
表 7：历次 LPR 下调情况 (%)

指标名称	中国:贷款市场报价利率 (LPR):5 年	中国:贷款市场报价利率 (LPR):1 年	5Y 下调	1Y 下调
2019-09-20	4.85	4.20		0.05
2019-11-20	4.80	4.15	0.05	0.05
2020-02-20	4.75	4.05	0.05	0.10
2020-04-20	4.65	3.85	0.10	0.20
2021-12-20	4.65	3.80		0.05
2022-01-20	4.60	3.70	0.05	0.10
2022-05-20	4.45	3.70	0.15	
2022-08-22	4.30	3.65	0.15	0.05
2023-06-20	4.20	3.55	0.10	0.10
2023-08-21	4.20	3.45		0.10
2024-02-20	3.95	3.45	0.25	

资料来源：，中信证券研究部

- **资金面：**资金面对债券市场具有长期稳定的影响，资金利率是债券投资者的主要成本之一，对于投资意愿的影响最直接。2024 年二季度将逐渐临近国债、特别国债、地方政府债的集中发行期，降准或是较为合适的流动性支持手段，货币政策将保障政府债券顺利发行，保持流动性合理充裕，资金利率围绕政策利率运行。
- **情绪面：**情绪面对债市影响相对较弱。2024 年开年以来，市场风险偏好仍处于较低水平，年初配置资金抢配热情较高。2 月中下旬开始，随着权益市场逐步回暖，风险偏好从低位开始抬升，或对债市形成一定扰动。

图 30：当前阶段，风险偏好已从低位开始抬升



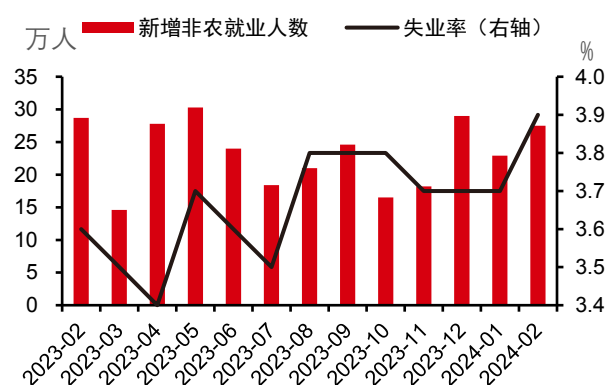
资料来源：，中信证券研究部测算；注：对于不同宽基指数，计算指数成分股过去 20 个交易日的收益率与波动率的相关系数，作为风险偏好程度的表征。

8. 美国债券：降息周期即将开启，避险配置价值提升

基本上，美国经济在持续显现韧性后或逐步走弱，我们预计在降息之前会温和降温；政策面上，美联储加息周期接近尾声，预计后续将开启降息周期；资金面上，全球经济增长预期不确定性增强、地缘政治风险加剧，美债避险配置价值提升；情绪面上，2023 年美国股票市场表现强势，投资者风险偏好上行，对于债市形成一定压力。综合来看，我们对美国债券量化打分为+2。

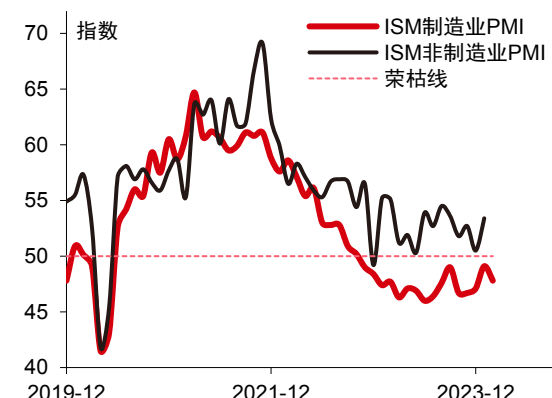
- **基本面：**近阶段，美国经济在持续显现韧性后，我们预计或将呈现走弱趋势，在降息之前预计会温和降温，通胀下行趋势明确但进程或缓慢。2024 年 2 月，美国就业市场降温节奏有所加快，新增就业和薪资增速前值下修、失业率上升，青少年失业率上行幅度较大。美国制造业 2 月 PMI 指数录得 47.8，低于前值和预期，供需两端和就业分项均低于前值。

图 31：美国新增非农就业人数与失业率



资料来源：，中信证券研究部

图 32：2020 年以来美国 PMI 指数走势



资料来源：，中信证券研究部

- **政策面：**2024 年 3 月，鲍威尔在美国参议院银行委员会表示“很清楚降息太晚的风险”、“距离降息所需的信息不远了”，证词陈述整体偏鸽，加强市场降息预期。我们预计美联储降息周期即将开启，首次降息或在 2024 年 6 月。

表 8：2024 年 1 月议息会议后的市场利率预期

会议日期	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	35.50%	64.50%
2024/5/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	31.00%	60.80%	8.10%
2024/6/12	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.60%	34.40%	54.80%	7.20%	0.00%
2024/7/31	0.00%	0.00%	0.00%	3.50%	33.60%	54.20%	8.60%	0.20%	0.00%
2024/9/18	0.00%	0.00%	3.40%	33.30%	54.00%	9.00%	0.30%	0.00%	0.00%
2024/11/7	0.00%	2.10%	21.40%	45.80%	26.90%	3.80%	0.10%	0.00%	0.00%
2024/12/18	1.80%	18.60%	42.30%	29.60%	7.10%	0.60%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：CME，中信证券研究部

- **资金面：**展望来看，全球经济增长预期不确定性增强、地缘政治风险加剧，美债避险配置价值提升，但随着全球“去美元化”的浪潮展开，美债的配置价值或将受到一定负面影响。
- **情绪面：**情绪面对债市影响相对较弱。2023 年美国股票市场表现强势，投资者风险偏好上行，对于债市形成一定压力。

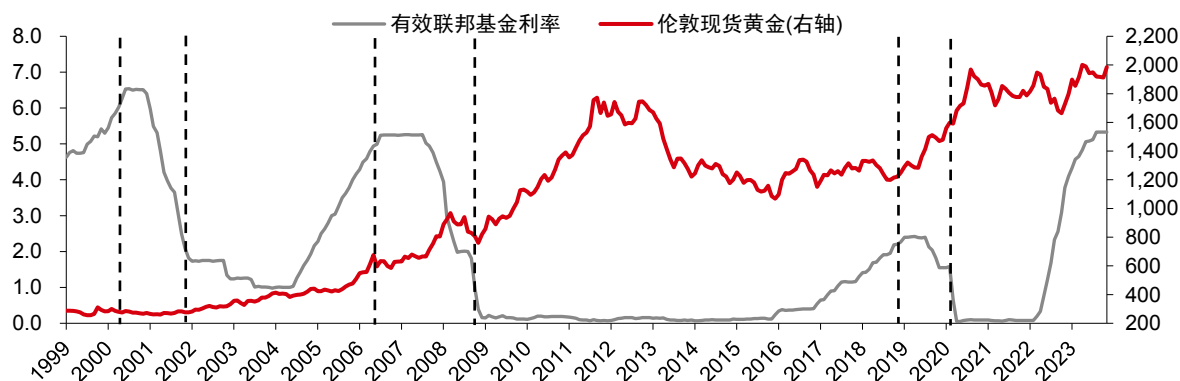
(四) 商品资产：美债利率下行周期关注黄金配置价值，供需格局或难以有效支撑原油价格

9. 黄金：美债实际利率或开启下行周期，避险角度配置需求提升

美联储降息周期即将开启，我们预计美债实际利率将开启下行周期；金融危机让各国央行重新重视起黄金对抗极端风险、对抗通胀的价值，我们预计央行购金需求将继续上行；世界进入新的动荡变革期，全球“超级大选年”进一步加剧不确定性，我们预计基于避险角度的配置需求将增加。**综合来看，我们对黄金的量化打分为+2。**

- **金融属性：**黄金作为“零票息”资产，实际利率水平是持有黄金的机会成本。一方面，美联储降息周期即将开启，我们预计首次降息或在今年 6 月；另一方面，我们预计美国经济在持续显现韧性后将呈现走弱趋势，预计美国通胀下行趋势明确但进程或缓慢。我们预计美债实际利率将开启下行周期，有望推动黄金价格走高。

图 33：21 世纪三轮降息前后黄金表现较好（%，美元/盎司）



资料来源：，中信证券研究部

- **商品属性：**黄金的供求关系也会影响金价。近年来，全球央行购买黄金作为储备的需求增加，导致黄金价格上行。央行持有黄金和去美元化高度相关，尤其 2010 年后各国央行再次重视起黄金对抗极端风险、通胀的价值，2022~2023 年央行黄金购入量连创新高，我们预计央行购金需求将继续上行，为黄金价格提供支撑。
- **避险需求：**黄金通常被视为安全资产，经济增长预期波动与地缘政治风险带来的避险需求变化也会影响黄金价格。世界进入新的动荡变革期，全球“超级大选年”进

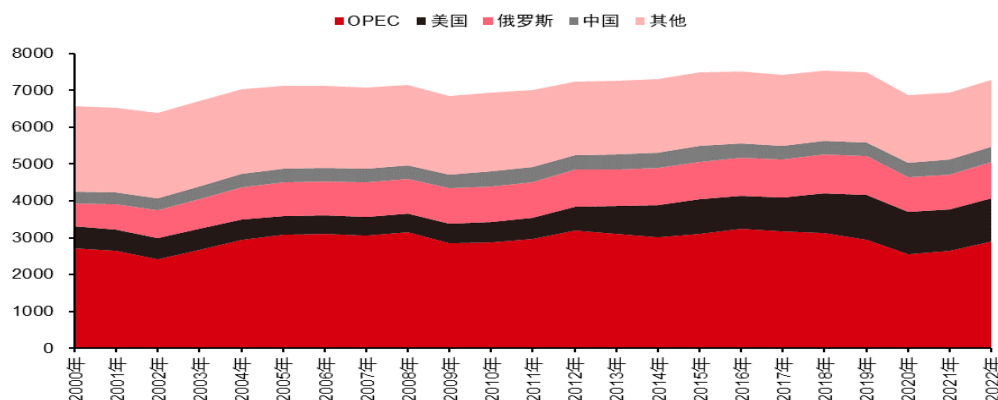
一步加剧不确定性，我们预计基于避险角度的配置需求将增加，私人投资有望进一步拉动黄金价格。

10. 原油：供需格局难以有效支撑价格，不确定性或短期催化价格上涨

供给端，OPEC+减产政策调控空间已经有限、非 OPEC+产量替代增强，我们预计全球供应整体处于宽松状态；需求端，全球经济增长动能不足且不平衡，叠加能源转型背景下化石能源的份额占比长期下行，料将难对原油价格形成支撑；市场端，美国经济在持续显现韧性后或将呈现走弱趋势，美元指数震荡下行将利好原油价格，此外地缘政治不确定性可能在短期内催化原油价格上涨。**综合来看，我们对原油的量化打分为-2。**

- **供给端：**核心影响变量为全球原油产量、产能分布、地缘政治风险。近期中东、中亚地缘政治局势多变，红海危机导致油价短线走强的可能性上升，但全年来看，OPEC+减产政策的调控空间已经有限，非 OPEC+产量的替代性增强，我们预计全球供应整体处于宽松状态。

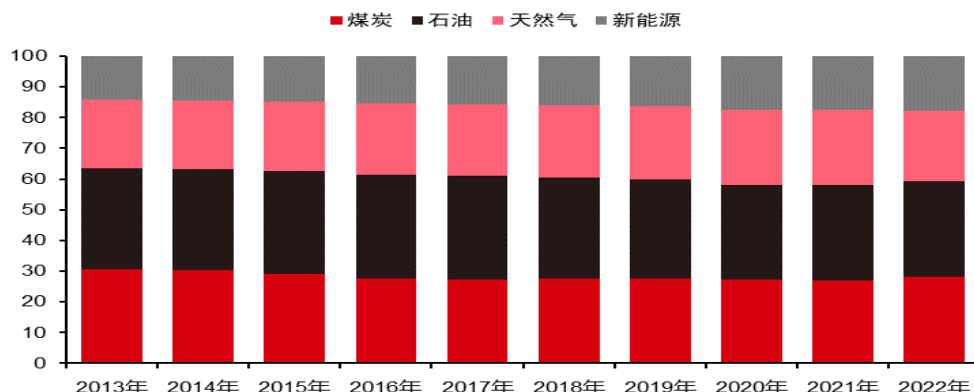
图 34：2013-2023 年全球原油产量图（万桶/天）



资料来源：OPEC，中信证券研究部

- **需求端：**美、英、中等大型经济体是原油的主要需求方，经济韧性、复苏趋势显著影响原油需求量。此外，能源转型政策的推动下，化石燃料的消费增速预计减缓，在长期压制原油价格。2024 年，全球经济增长动能不足且不平衡，中国制造业、美国服务业均有望出现小周期放缓，叠加能源转型背景下化石能源的份额占比长期下行，我们预计需求端或难以对原油价格形成支撑。

图 35：2012-2022 年世界能源消费占比图



资料来源：Energy Institute 《2023 年世界能源统计年鉴》，中信证券研究部

- **市场端：**核心影响变量为美元指数、市场情绪等。一方面，我们预计美国经济在持续显现韧性后将呈现走弱趋势，伴随美联储降息预期和经济减速担忧，预计美元指数震荡下行将利好原油价格。另一方面，中东冲突或存在扩大风险，地缘政治不确定性可能在短期内催化原油价格上涨。

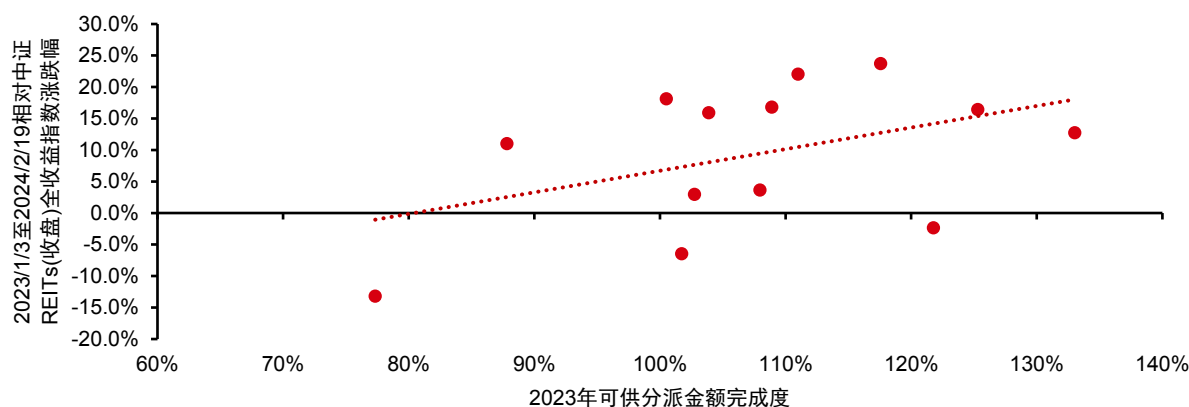
(五) 另类资产：私募股权或面临退出压力，低相关性特征支撑另类私募策略配置需求

11. REITs：高股息与强制分红的优势凸显，有望带动配置需求提升

分子端，REITs 的分红波动往往小于其底层资产经营业绩的波动，通常能够提供较为稳定、持续的现金流；分母端，2024 年 2 月 5 年期 LPR 再度脱离 MLF 利率指导单独下调，调降 25 个基点，广谱利率下行有望为 REITs 价格提供支撑；政策环境方面，2 月 8 日证监会发布 4 号文，新指引下公募 REITs 高分红优势将为投资者的利润表提供支撑；配置需求方面，“资产荒”持续叠加广谱利率下行，REITs 的高股息与强制分红的优势凸显，有望带动配置需求的提升。**综合来看，我们对 REITs 的量化打分为+2。**

- **分红收入：**当前宏观经济正处于平稳复苏阶段，部分品类 REITs 的经营业绩可能出现波动，但在实际运作过程中，REITs 的分红波动往往小于其底层资产经营业绩的波动，通常能够提供较为稳定、持续的现金流分红。

图 36: 部分 REITs 2023 年可供分配金额完成度 (横轴) 及 2023/1/3-2024/2/19 相对中证 REITs(收盘)全收益指数涨跌幅 (纵轴)



资料来源: , 各基金公告, 中信证券研究部

- **折现率:**在分子端现金流收入保持不变的条件下,分母端折现率的下降将带来 REITs 价格的提升。2 月 MLF 未降息, LPR 报价非对称下调, 5 年期 LPR 再度脱离 MLF 利率指导单独下调, 调降 25 个基点, 广谱利率下行有望为 REITs 价格提供支撑。
- **政策环境:** 2 月 8 日, 证监会正式发布《监管规则适用指引——会计类第 4 号》, 明确了公募 REITs 的权益工具属性, 投资人可以选择将以公允价值计量且其变动计入其他综合收益, 使得二级市场价格波动将由影响投资人的利润表转变为影响资产负债表。新指引下公募 REITs 高分红优势将为投资者的利润表提供支撑。
- **配置需求:**“资产荒”持续叠加广谱利率下行, REITs 的高股息与强制分红的优势凸显, 有望带动配置需求的提升。

具体方向上, 我们看好服务民生领域、潜在需求广泛、租户集中度较低, 运营稳定性强的保租房 REITs、高速公路 REITs 和能源 REITs 中质素较优的产品, 也看好消费类基础设施 REITs 中具备较强运营能力的产品。

12. 私募股权: 预计被投资企业成长性有所提升, 但估值回报或面临压力

全球金融周期转换利于降低中长期融资成本, 经济复苏、政策支持助力投资标的大量涌现, 产融结合新模式在投后环节赋能实体企业, 全面注册制促进“投资-退出-再投资”良

性循环，股权市场有望迎来创投新生态。我们预计被投企业成长性将有所提升、GP 行为调整负向影响将有所减弱，但在 IPO 阶段性收紧的环境下，估值回报或面临较大压力。**综合来看，我们对私募股权的量化打分为-2。**

图 37：中国股权市场有望迎来创投新生态



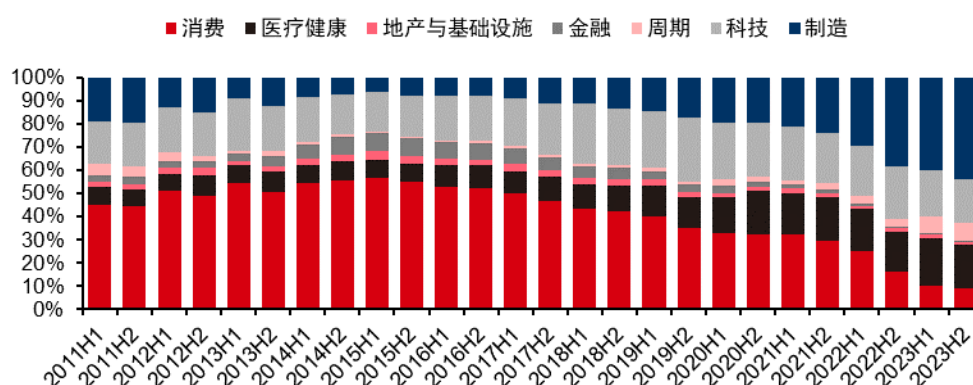
资料来源：中信证券研究部绘制

- **被投企业成长性：**企业的成长性除了受到自身经营管理等方面影响外，也与宏观经济发展阶段、相关行业板块发展环境高度相关。展望来看，考虑到我国宏观经济处于稳健复苏阶段，同时国内政策对科技创新的支持力度不断增强，我们预计 2024 年股权投资标的企业的净利润增速将有所提升。
- **估值变化：**展望来看，考虑到过去几年二级市场表现整体较为低迷，一二级联动效应加强背景下或对一级市场估值造成一定的负面压制。此外，在 IPO 阶段性收紧的环境下，主要退出渠道的变化也将拉长投资周期，我们预计 2024 年股权投资的估值回报将有所下滑。
- **非流动性补偿：**逻辑上，投资非上市公司股权由于牺牲了部分流动性，需要给予非流动性补偿（溢价）。从历史表现来看，股权投资的非流动性补偿与 A 级企业债的期限利差走势较为一致，目前期限利差处于收窄阶段，我们预计 2024 年股权投资的非流动性补偿将有所下滑。

- **GP 行为调整：**GP 可能存在达到门槛收益率后便倾向于保守投资、分期缴款条件下出现资金闲置、延长存续期限等问题，因此会对股权投资收益存在一定的负向影响。考虑到 GP 激励措施的增加、LP 出资效率的提升，我们预计 2024 年 GP 行为调整的负向影响将有所减弱。

投资新技术和新趋势、助力“补链强链”高科技企业、进军全球供应链核心环节成为股权市场的共识，制造产业项目投资数量占比近年来持续提升。在政策红利、资本加持、区域政府支持以及中国工程师红利的大背景下，我们预计硬科技属性的高端制造行业的关注度及投资规模将持续提升，建议关注高端制造领域的投资机会。

图 38：中国股权投资市场的投资产业分布（数量占比）



资料来源：IT 桔子，清科研究中心，中信证券研究部

13. 另类私募策略：低相关性特征带动多元化配置需求增加

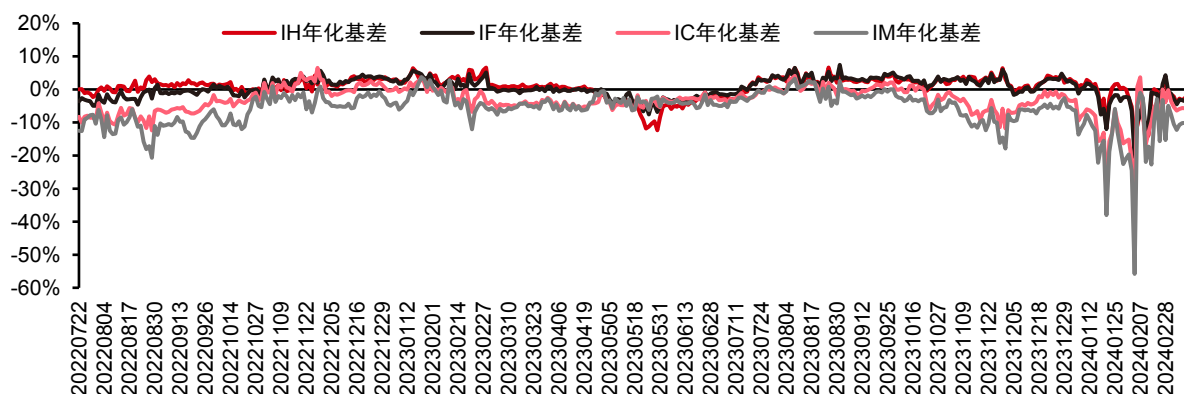
考虑到当前地缘形势偏动荡，2024 年为全球超级大选年，商品价格波动率提升的可能性较大，有利于 CTA 策略实现较高收益；中性策略或面临多头端超额收益创造难度提升、对冲端基差波动剧烈的影响；套利策略或受益于投资者情绪与市场成交的复苏，但融券端等政策变化或对策略产生负面冲击。另类私募策略具有低相关性特征，从分散风险角度具有较高的配置价值。**综合来看，我们对另类私募策略的综合打分为+1。**

- **私募 CTA 策略：**趋势方面，考虑到外生冲击影响较多，商品趋势性机会可能有所减少，可能对 CTA 策略收益产生一定负面影响；波动方面，考虑到当前地缘形势

偏动荡，2024 年为全球超级大选年，商品价格波动率提升的可能性较大，有利于 CTA 策略实现较高收益；配置需求方面，鉴于 CTA 策略低相关性、低资金占用率、危机 Alpha 等特征，CTA 策略的配置需求提升。

- **私募市场中性策略：**多头端，随着市场有效性程度的提升、量化策略竞争的加剧，超额收益创造的难度有所提升；空头端，股指期货基差会直接影响对冲成本，近期基差波动较为剧烈；另类增强端，我们预计以打新为代表的另类增强收益将维持低位。市场中性策略是最具代表性的绝对收益策略之一，从分散风险的角度具有一定的配置价值。

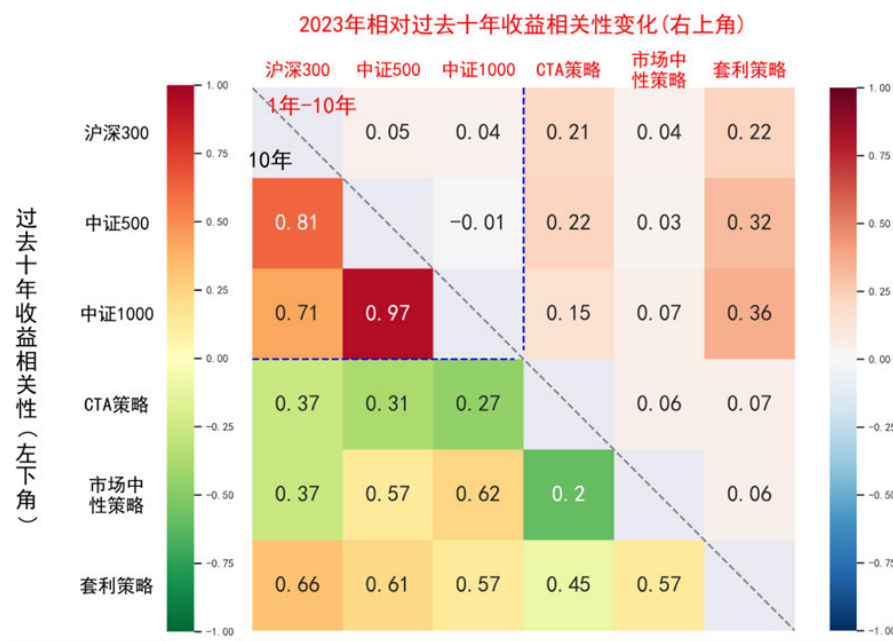
图 39：股指期货年化基差



资料来源：，中信证券研究部 注：截至 2024/3/8。

- **私募套利策略：**当前阶段，投资者情绪与市场成交处于底部复苏区域，我们预计后续市场活跃度将有所提升，同时 ETF 成交活跃，股指期货基差变动较大，ETF 套利、期现套利机会有所增加，均有望增厚套利策略的收益幅度。但融券端政策迎来变化，证监会发布公告进一步加强融券业务监管，我们预计将对套利策略产生一定负面冲击。套利策略具有绝对收益特征，能够起到分散化配置的作用，但考虑到套利策略的市场容量较小，我们预计配置需求将保持稳定。

图 40：私募策略相关性



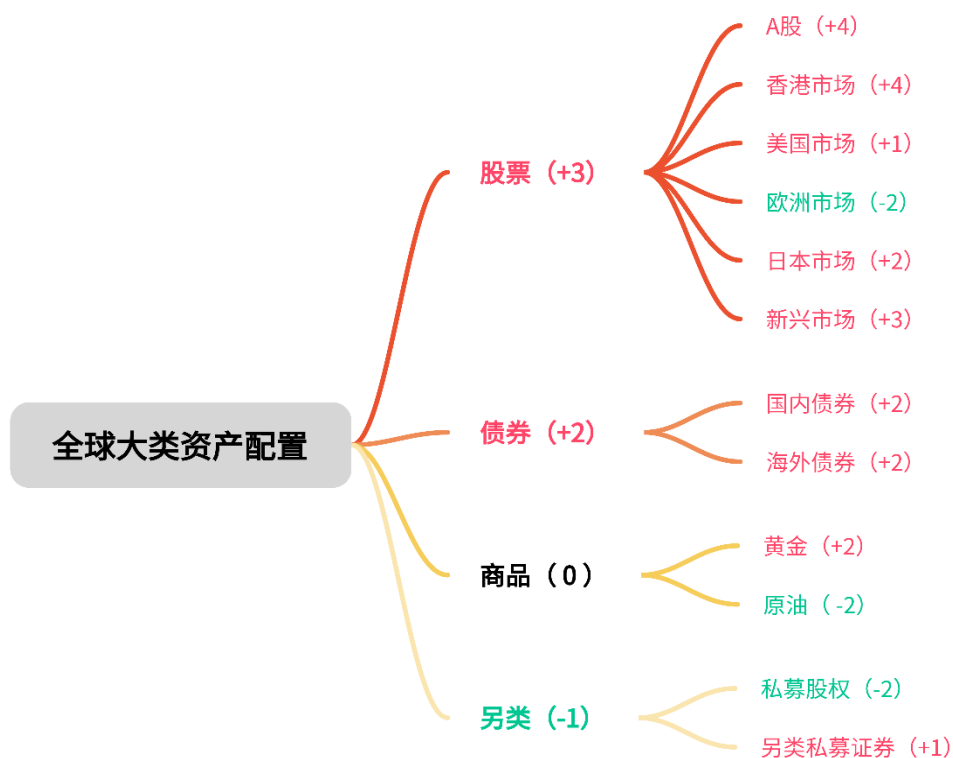
资料来源：，朝阳永续，私募排排网，中信证券研究部；注：左下角矩阵为 2014-2023 年资产收益相关性，右上角为 2023 年资产收益相关性相对过去十年的变化

(六) 大类资产配置观点总结

综上，展望 2024 年，我们推荐“股票>债券>商品>另类”的配置排序。对于股票资产，国内方面，盈利周期回升叠加政策呵护增强，看好 A 股和港股；海外方面，受益于经济基本面改善及外部环境友好，建议关注新兴市场股票。对于债券资产，国内方面，宏观内生动能待增强、货币宽松仍有空间；海外方面，美联储降息周期即将开启，全球经济增长与地缘政治不确定性带来避险价值提升，看好国内债券与美国债券的配置机会。对于商品资产，美债实际利率或开启下行周期，关注黄金的配置价值；不确定性或短期催化原油价格上涨，但供需格局难以有效支撑价格。对于另类资产，IPO 收紧环境下的估值回报下降将为私募股权配置带来压力；低相关性特征带动另类私募策略的配置需求增加；考虑到国内 REITs 规模体量较小，暂不纳入配置方案。

大类资产配置观点总结如下图所示。

图 41：大类资产配置观点总结（括号内数字为观点打分）



资料来源：中信证券研究部

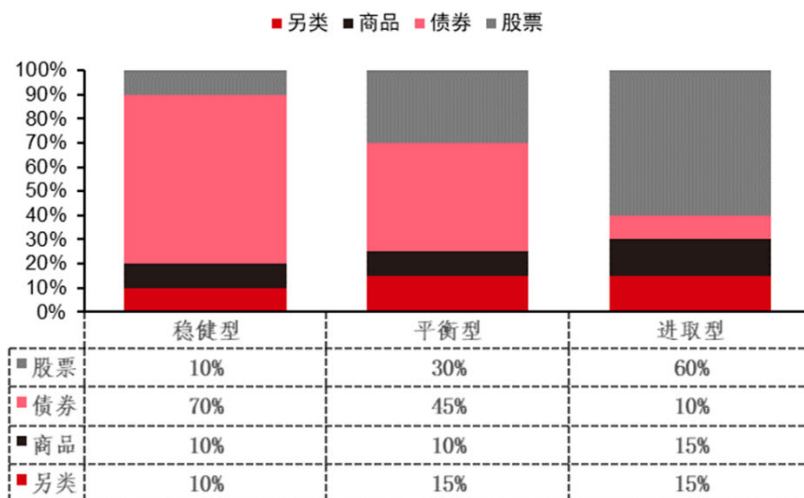


四、财富配置方案设计

（一）财富配置方案中枢：匹配不同风险偏好投资者需求

为匹配不同风险偏好的投资者需求，我们设置了稳健、平衡、进取三种配置风格。一级资产类别方面，我们使用目标波动率模型计算战略配置中枢，即在一定的目标波动率约束下（稳健、平衡、进取分别对应 5%、8%、15% 的目标波动率），以最大化投资组合预期收益为目标进行优化求解。

图 42：大类资产基准配置比例



资料来源：，Bloomberg，私募排排网，朝阳永续，中信证券研究部测算；注：测算结果基于 2014 年~2023 年的历史数据。

基于上述大类资产基准配置中枢，对 2014 年~2023 年的历史数据进行多次抽样¹，测算得到不同配置方案的风险收益特征分布如下。

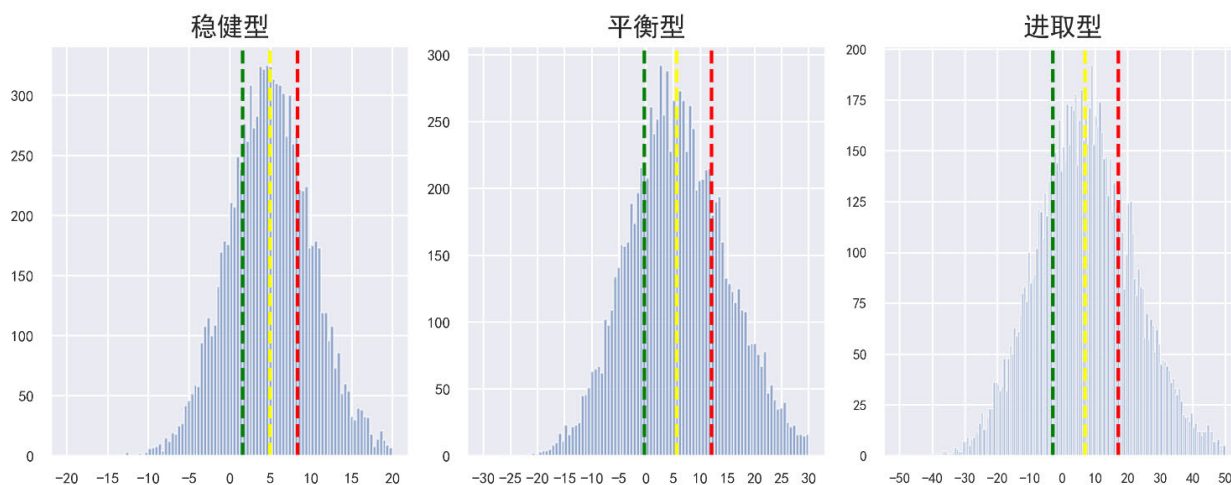
- (1) 稳健型方案：年化收益中枢 4.9%，50%的概率位于 1.6%~8.3%区间；
- (2) 平衡型方案：年化收益中枢 5.6%，50%的概率位于-0.4%~12.1%区间；
- (3) 进取型方案：年化收益中枢 6.9%，50%的概率位于-2.9%~17.2%区间。

表 9：配置方案中枢历史风险收益特征表现

	稳健型				平衡型				进取型			
	年化收益	年化波动	收益风险比	最大回撤	年化收益	年化波动	收益风险比	最大回撤	年化收益	年化波动	收益风险比	最大回撤
10%分位数	-1.5%	3.4%	-0.3	-6.3%	-5.5%	6.0%	-0.7	-12.0%	-11.6%	9.8%	-0.8	-20.2%
25%分位数	1.6%	3.8%	0.4	-4.5%	-0.4%	6.7%	0.0	-9.0%	-2.9%	10.9%	-0.2	-15.1%
中位数	4.9%	4.2%	1.2	-3.0%	5.6%	7.7%	0.7	-6.0%	6.9%	12.5%	0.6	-10.0%
75%分位数	8.3%	4.8%	2.0	-2.0%	12.1%	8.8%	1.6	-4.0%	17.2%	14.6%	1.5	-6.7%
90%分位数	13.5%	6.0%	3.3	-1.3%	22.0%	10.4%	3.0	-2.3%	33.6%	17.3%	2.9	-3.9%

资料来源：，Bloomberg，私募排排网，朝阳永续，中信证券研究部；注：测算结果基于 2014 年~2023 年的历史数据。

图 43：三种配置方案收益分布



资料来源：，Bloomberg，私募排排网，朝阳永续，中信证券研究部；注：1) 横轴为收益率，纵轴为样本数，红色、黄色、绿色虚线分别为上四分位数、中位数和下四分位数；2) 测算结果基于 2014 年~2023 年的历史数据。

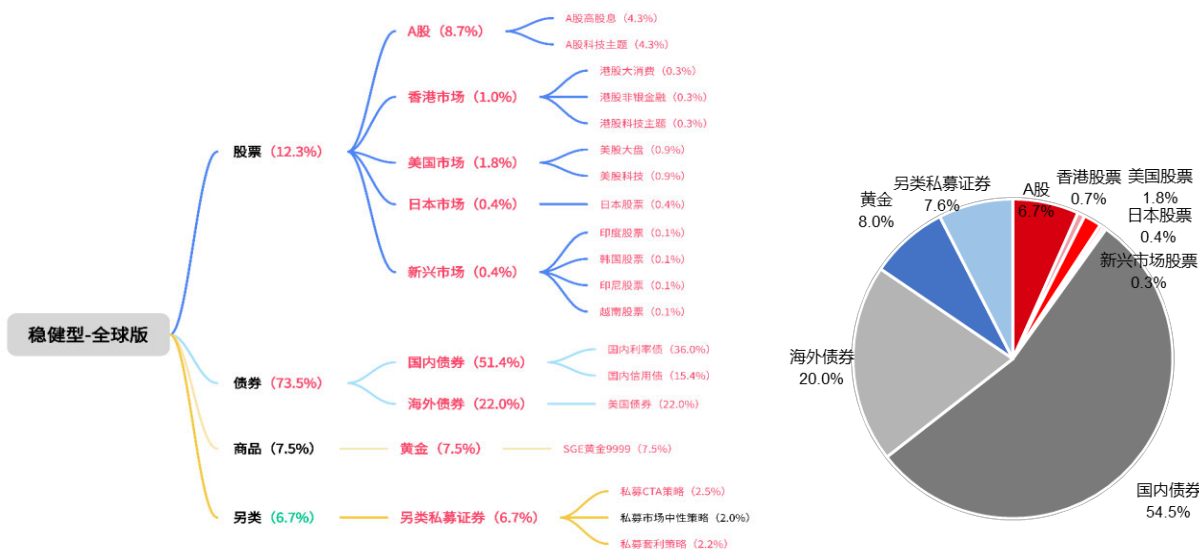
¹ 这里我们使用 MBB（Moving Block Bootstrap）方法进行重抽样，即从历史收益率序列中进行连续且成组的抽取，连续且成组的抽取方式能够同时兼顾时序相关性与截面相关性，利用多次抽取的样本拼接构建多组测试样本。详细请参考中信证券研究部外发报告《2024 年组合配置策略——多资产配置：体系之道，行则将至（2023-11-16）》。

(二) 财富配置方案结果展示

以不同风险偏好类型的配置中枢为基础，结合各类资产的趋势判断打分进行战术偏离。在控制目标波动率的约束下，以最大化组合收益为目标确定战略配置基准，在此基础上，结合各类资产的趋势判断打分进行战术偏离²。综合来看，为匹配不同风险偏好的投资者需求，我们设置稳健、平衡、进取三种配置风格，并基于客户资产禀赋差异，进一步设置国内与全球两个版本，共形成 6 种配置方案建议。

- **稳健型（全球版）财富配置方案：**2024 年建议超配股票和债券、低配商品与另类资产。具体来看，股票、债券、商品、另类资产的配置比例分别为 12.3%、73.5%、7.5%、6.7%。股票内部，A 股、港股、美股、日本股票、新兴市场股票的配置比例分别为 8.7%、0.7%、1.8%、0.4%、0.4%；债券内部，国内债券和美国债券的配置比例分别为 51.4%、22%；商品内部，黄金的配置比例为 7.5%；另类资产内部，私募 CTA 策略、市场中性策略、套利策略的配置比例分别为 2.5%、2.0%、2.2%。

图 44：2024 年稳健型（全球版）财富配置方案（括号内数字为配置权重）



² 大类资产方面，自下而上基于内部各类资产的评分，按照规模与流动性加权得到大类资产的总得分，然后根据大类资产的得分在配置中枢的基础上进行偏离。细分资产方面，以大类资产配置权重为基础，再将细分资产的观点评分标准化映射得到对应的调整系数，最终形成各类细分资产的配置权重。

资料来源： ， Bloomberg， 私募排排网， 朝阳永续， 中信证券研究部测算

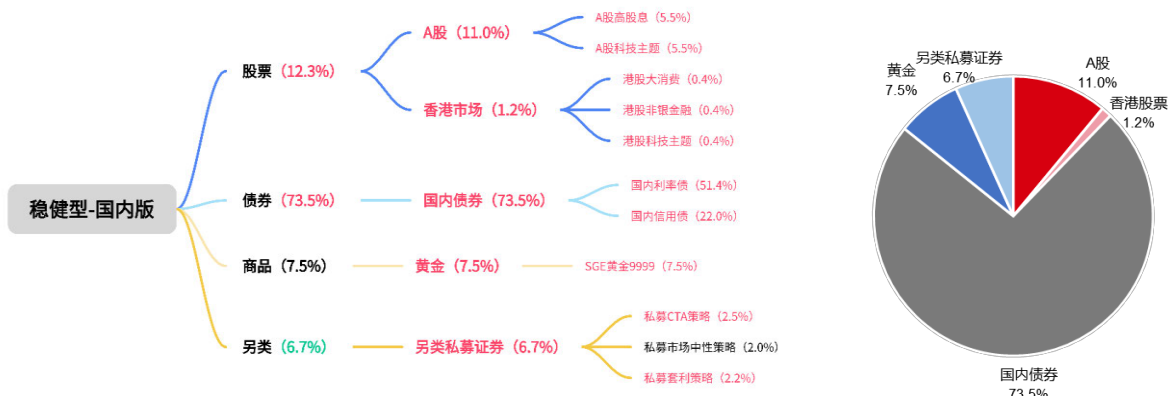
表 10：2024 年稳健型（全球版）财富配置方案——资产权重分布汇总

一级分类	综合打分 (-5~+5)	基准配置	推荐配置	二级分类	综合打分 (-5~+5)	推荐配置	三级分类	推荐配置
股票	+3	10%	12.3%	A 股	4	8.7%	A 股高股息	4.3%
							A 股科技主题	4.3%
				香港市场	4	1.0%	港股大消费	0.3%
							港股非银金融	0.3%
							港股科技主题	0.3%
				美国市场	1	1.8%	美股大盘	0.9%
							美股科技	0.9%
				欧洲市场	-2	--	英国股票	--
							德国股票	--
							法国股票	--
				日本市场	2	0.4%	日本股票	0.4%
				新兴市场	3	0.4%	印度股票	0.1%
							韩国股票	0.1%
							印尼股票	0.1%
							越南股票	0.1%
债券	+2	70%	73.5%	国内债券	2	51.4%	国内利率债	36.0%
							国内信用债	15.4%
				海外债券	2	22.0%	美国债券	22.0%
商品	0	10%	7.5%	黄金	2	7.5%	黄金	7.5%
				原油	-2	--	原油	--
另类	-1	10%	6.7%	私募股权	-2	--	高端制造类股权项目	--
				另类私募证券	1	6.7%	私募 CTA 策略	2.5%
							私募市场中性策略	2.0%
							私募套利策略	2.2%

资料来源： ， Bloomberg， 私募排排网， 朝阳永续， 中信证券研究部测算

- **稳健型（国内版）财富配置方案：**2024 年建议超配股票和债券、低配商品与另类资产。具体来看，股票、债券、商品、另类资产的配置比例分别为 12.3%、73.5%、7.5%、6.7%。股票内部，A 股、港股的配置比例分别为 11.0%、1.2%；债券内部，国内利率债、国内信用债的配置比例分别为 51.4%、22.0%；商品内部，黄金的配置比例为 7.5%；另类资产内部，私募 CTA 策略、市场中性策略、套利策略的配置比例分别为 2.5%、2.0%、2.2%。

图 45：2024 年稳健型（国内版）财富配置方案（括号内数字为配置权重）



资料来源：， Bloomberg， 私募排排网， 朝阳永续， 中信证券研究部测算

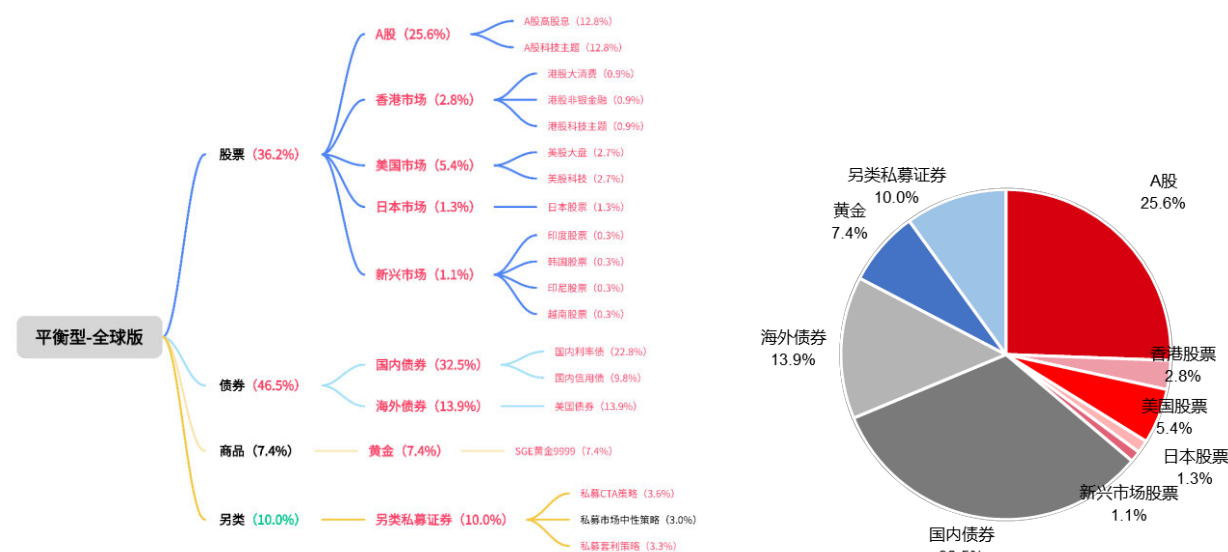
表 11：2024 年稳健型（国内版）财富配置方案——资产权重分布汇总

一级分类	综合打分 (-5~+5)	基准配置	推荐配置	二级分类	综合打分 (-5~+5)	推荐配置	三级分类	推荐配置
股票	+3	10%	12.3%	A 股	4	11.0%	A 股高股息	5.5%
				香港市场	4	1.2%	A 股科技主题	5.5%
							港股大消费	0.4%
							港股非银金融	0.4%
							港股科技主题	0.4%
债券	+2	70%	73.5%	国内债券	2	73.5%	国内利率债	51.4%
							国内信用债	22.0%
商品	0	10%	7.5%	黄金	2	7.5%	黄金	7.5%
				原油	-2	--	原油	--
另类	-1	10%	6.7%	私募股权	-2	--	高端制造类股权项目	--
				另类私募证券	1	6.7%	私募 CTA 策略	2.5%
							私募市场中性策略	2.0%
							私募套利策略	2.2%

资料来源：， Bloomberg， 私募排排网， 朝阳永续， 中信证券研究部测算

- **平衡型（全球版）财富配置方案：**2024 年建议超配股票和债券、低配商品与另类资产。具体来看，股票、债券、商品、另类资产的配置比例分别为 36.2%、46.5%、7.4%、10.0%。股票内部，A 股、港股、美股、日本股票、新兴市场股票的配置比例分别为 25.6%、2.8%、5.4%、1.3%、1.1%；债券内部，国内债券和美国债券的配置比例分别为 32.5%、13.9%；商品内部，黄金的配置比例为 7.4%；另类资产内部，私募 CTA 策略、市场中性策略、套利策略的配置比例分别为 3.6%、3.0%、3.3%。

图 46：2024 年平衡型（全球版）财富配置方案（括号内数字为配置权重）



资料来源：，Bloomberg，私募排排网，朝阳永续，中信证券研究部测算

表 12：2024 年平衡型（全球版）财富配置方案——资产权重分布汇总

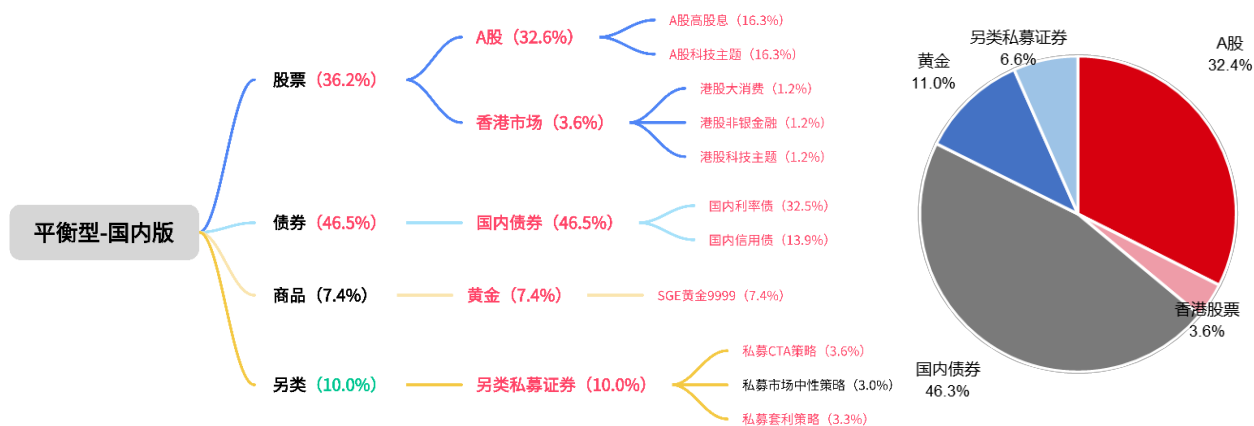
一级分类	综合打分 (-5~+5)	基准配置	推荐配置	二级分类	综合打分 (-5~+5)	推荐配置	三级分类	推荐配置
股票	+3	30%	36.2%	A 股	4	25.6%	A 股高股息	12.8%
							A 股科技主题	12.8%
				香港市场	4	2.8%	港股大消费	0.9%
							港股非银金融	0.9%
							港股科技主题	0.9%
				美国市场	1	5.4%	美股大盘	2.7%
							美股科技	2.7%
				欧洲市场	-2	--	英国股票	--
							德国股票	--
							法国股票	--
债券	+2	45%	46.5%	日本市场	2	1.3%	日本股票	1.3%
				新兴市场	3	1.1%	印度股票	0.3%
							韩国股票	0.3%
							印尼股票	0.3%
商品	0	10%	7.4%				越南股票	0.3%
				国内债券	2	32.5%	国内利率债	22.8%
				海外债券	2	13.9%	国内信用债	9.8%
另类	-1	15%	10.0%	黄金	2	7.4%	美国债券	13.9%
				原油	-2	--	黄金	7.4%
				私募股权	-2	--	原油	--
				另类私募证	1	10.0%	高端制造类股权项目	--
							私募 CTA 策略	3.6%

一级分类	综合打分 (-5~+5)	基准配置	推荐配置	二级分类	综合打分 (-5~+5)	推荐配置	三级分类	推荐配置
				券			私募市场中性策略	3.0%
							私募套利策略	3.3%

资料来源：，Bloomberg，私募排排网，朝阳永续，中信证券研究部测算

- **平衡型（国内版）财富配置方案：**2024 年建议超配股票和债券、低配商品与另类资产。具体来看，股票、债券、商品、另类资产的配置比例分别为 36.2%、46.5%、7.4%、10.0%。股票内部，A 股、港股的配置比例分别为 32.6%、3.6%；债券内部，国内利率债、国内信用债的配置比例分别为 32.5%、13.9%；商品内部，黄金的配置比例为 7.4%；另类资产内部，私募 CTA 策略、市场中性策略、套利策略的配置比例分别为 3.6%、3.0%、3.3%。

图 47：2024 年平衡型（国内版）财富配置方案（括号内数字为配置权重）



资料来源：，Bloomberg，私募排排网，朝阳永续，中信证券研究部测算

表 13：2024 年平衡型（国内版）财富配置方案——资产权重分布汇总

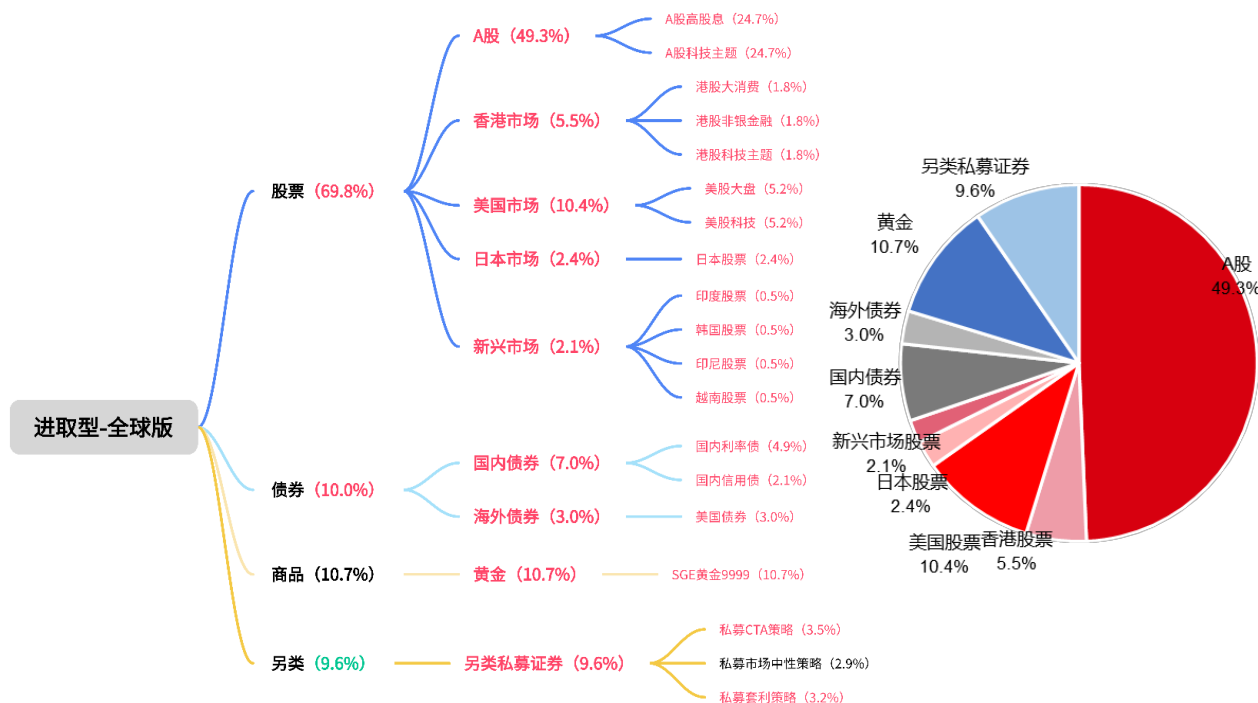
一级分类	综合打分 (-5~+5)	基准配置	推荐配置	二级分类	综合打分 (-5~+5)	推荐配置	三级分类	推荐配置
股票	+3	30%	36.2%	A 股	4	32.6%	A 股高股息	16.3%
							A 股科技主题	16.3%
				香港市场	4	3.6%	港股大消费	1.2%
							港股非银金融	1.2%
债券	+2	45%	46.5%	国内债券	2	46.5%	国内利率债	32.5%
							国内信用债	13.9%
商品	0	10%	7.4%	黄金	2	7.4%	黄金	7.4%

一级分类	综合打分 (-5~+5)	基准配置	推荐配置	二级分类	综合打分 (-5~+5)	推荐配置	三级分类	推荐配置
				原油	-2	--	原油	--
				私募股权	-2	--	高端制造类股权项目	--
另类	-1	15%	10.0%	另类私募证券	1	10.0%	私募 CTA 策略	3.6%
							私募市场中性策略	3.0%
							私募套利策略	3.3%

资料来源：，Bloomberg，私募排排网，朝阳永续，中信证券研究部测算

- **进取型（全球版）财富配置方案：**2024 年建议超配股票、平配债券、低配商品与另类资产。具体来看，股票、债券、商品、另类资产的配置比例分别为 69.8%、10.0%、10.7%、9.6%。股票内部，A 股、港股、美股、日本股票、新兴市场股票的配置比例分别为 49.3%、5.5%、10.4%、2.4%和 2.1%；债券内部，国内债券和美国债券的配置比例分别为 7.0%、3.0%；商品内部，黄金的配置比例为 10.7%；另类资产内部，私募 CTA 策略、市场中性策略、套利策略的配置比例分别为 3.5%、2.9%、3.2%。

图 48：2024 年进取型（全球版）财富配置方案（括号内数字为配置权重）



资料来源：，Bloomberg，私募排排网，朝阳永续，中信证券研究部测算

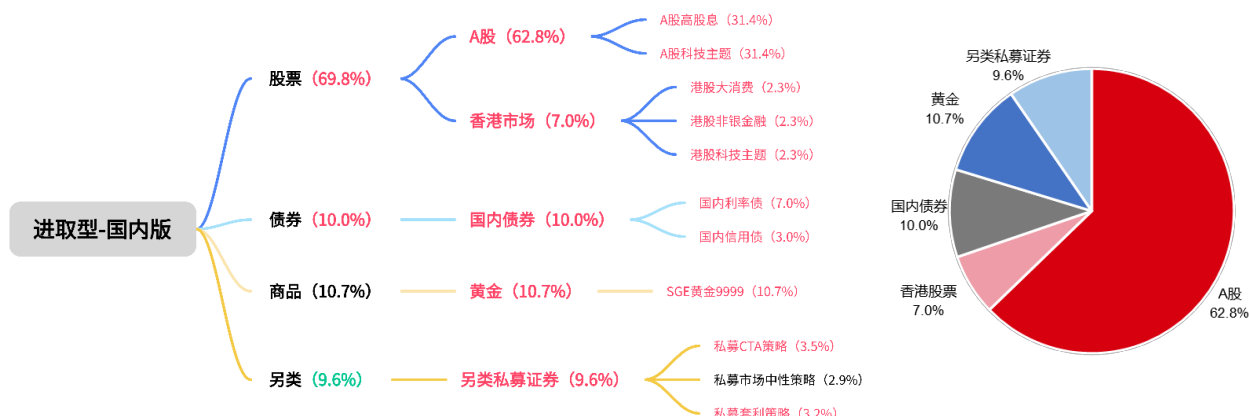
表 14：2024 年进取型（全球版）财富配置方案——资产权重分布汇总

一级分类	综合打分 (-5~+5)	基准配置	推荐配置	二级分类	综合打分 (-5~+5)	推荐配置	三级分类	推荐配置
股票	+3	60%	69.8%	A 股	4	49.3%	A 股高股息	24.7%
							A 股科技主题	24.7%
				香港市场	4	5.5%	港股大消费	1.8%
							港股非银金融	1.8%
							港股科技主题	1.8%
				美国市场	1	10.4%	美股大盘	5.2%
							美股科技	5.2%
				欧洲市场	-2	--	英国股票	--
							德国股票	--
							法国股票	--
				日本市场	2	2.4%	日本股票	2.4%
				新兴市场	3	2.1%	印度股票	0.5%
							韩国股票	0.5%
印尼股票	0.5%							
越南股票	0.5%							
债券	+2	10%	10.0%	国内债券	2	7.0%	国内利率债	4.9%
							国内信用债	2.1%
				海外债券	2	3.0%	美国债券	3.0%
商品	0	15%	10.7%	黄金	2	10.7%	黄金	10.7%
				原油	-2	--	原油	--
另类	-1	15%	9.6%	私募股权	-2	--	高端制造类股权项目	--
				另类私募证券 券	1	9.6%	私募 CTA 策略	3.5%
							私募市场中性策略	2.9%
							私募套利策略	3.2%

资料来源：，Bloomberg，私募排排网，朝阳永续，中信证券研究部测算

- **进取型（国内版）财富配置方案：**2024 年建议超配股票、平配债券、低配商品与另类资产。具体来看，股票、债券、商品、另类资产的配置比例分别为 69.8%、10.0%、10.7%、9.6%。股票内部，A 股、港股的配置比例分别为 62.8%、7.0%；债券内部，国内利率债、国内信用债的配置比例分别为 7.0%、3.0%；商品内部，黄金的配置比例为 10.7%；另类资产内部，私募 CTA 策略、市场中性策略、套利策略的配置比例分别为 3.5%、2.9%、3.2%。

图 49：2024 年进取型（国内版）财富配置方案（括号内数字为配置权重）



资料来源：， Bloomberg， 私募排排网， 朝阳永续， 中信证券研究部测算

表 15：2024 年进取型（国内版）财富配置方案——资产权重分布汇总

一级分类	综合打分 (-5~+5)	基准配置	推荐配置	二级分类	综合打分 (-5~+5)	推荐配置	三级分类	推荐配置
股票	+3	60%	69.8%	A 股	4	62.8%	A 股高股息	31.4%
				香港市场	4	7.0%	A 股科技主题	31.4%
							港股大消费	2.3%
							港股非银金融	2.3%
							港股科技主题	2.3%
债券	+2	10%	10.0%	国内债券	2	10.0%	国内利率债	7.0%
							国内信用债	3.0%
商品	0	15%	10.7%	黄金	2	10.7%	黄金	10.7%
				原油	-2	--	原油	--
另类	-1	15%	9.6%	私募股权	-2	--	高端制造类股权项目	--
				另类私募证券	1	9.6%	私募 CTA 策略	3.5%
							私募市场中性策略	2.9%
							私募套利策略	3.2%

资料来源：， Bloomberg， 私募排排网， 朝阳永续， 中信证券研究部测算



五、 风险因素

宏观经济复苏不及预期；国内逆周期政策落地时点和效果不及预期；改革举措不及预期；美联储降息不及预期；地缘政治不确定性超预期；各国选举结果的政策扰动；资产未来表现与历史情况存在较大偏离。

附录：相关研究

2024 年政府工作报告学习体会—增强活力，提质创新 (2024-03-05)

科技创新系列报告之一—培育新质生产力，激活经济新动力 (2024-02-29)

REITs 研究重点事项点评—优质资产进入估值修复期 (2024-02-20)

国企改革系列报告之十六—市值管理的海外经验和国内政策潜在路径 (2024-02-17)

国别研究之总览篇—国际视野，全球配置 (2024-1-11)

大类资产观察—黄金价格分析框架 (2023-12-18)

海外市场 2024 年投资策略—港股的修复之路，美股的先下后上 (2023-11-22)

2024 年宏观与政策展望—活力再现 (2023-11-21)

A 股市场 2024 年投资策略—信心重聚 (2023-11-21)

利率债 2024 年投资策略—顺势而为 (2023-11-21)

2024 年组合配置策略—多资产策略：体系之道，行则将至 (2023-11-16)

中国资本市场深度研究—政策新周期，创投新生态 (2023-04-24)

法律声明

本报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的主体。本报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或关联机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他关联机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本报告有潜在利益冲突的风险。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2024 版权所有，保留一切权利。