雪球

否极·泰来

2024年度投资策略

雪球投资研究部

2024.01

添加小雪
查看更多投资干货

聪明的投资者，新年好：

2023年已经翻篇，犹记得故事开头对市场的满怀憧憬，但后续的许多章节多以令人意想不到的方式演绎：

这一年，远方出行不再只是憧憬；

这一年，ChatGPT横空出世，继“阿尔法狗”之后再一次的科技震撼；

这一年，“强预期”与“弱现实”将市场行情推向极致，部分产品也出现了历史罕见的净值回撤；

这一年，我们对于投资难、赚钱难感同身受。

站在玉兔辞岁，祥龙迎新之际，本期年度策略我们将与您重点分享：2024年有哪些值得关注的宏观与策略主线？如何适度减轻投资路上的颠簸，获得更好的长期投资体验？

静态看市场，总能看到各式各样的问题与风险，但是投资机会从来不在悲观唱空者的嘴里，而是真真实实掌握在坚定看多者的手里，在从一开始的基础制造到今天举世瞩目的制造业“世界工厂”的发展历程中。

我们愿与各位聪明的投资者共同期待2024年“龙抬头”，相信否极，泰会来！

新的一年投资顺利，心想事成！

CONTENTS | 目录

雪球

01. 年度策略报告导读 4

02. 请回答：2023年为什么赚钱难？ 7

2023年市场回顾

03. 大局观：2024年，我们能期待什么？ 14

2024年宏观经济前瞻

04. 策略线（一）：A股“龙抬头”，怎样投？ 24

市场环境、风格前瞻与行业推荐

05. 策略线（二）：降低市场焦虑，如何解？ 42

加入债券配置，将有机会获得更稳健的盈利体验

06. 策略线（三）：商品过山车，怎么看？ 47

黄金，原油前瞻

07. 策略线（四）：港股美股，将反转？ 50

港股，美股前瞻

08. 风险提示 54

第一部分

年度策略报告导读

2024年十个关键问题

雪球

问题一：中国经济复苏的动能源自哪里？

问题二：美元指数会大幅下跌吗？

问题三：A股策略环境何时会出现好转？

问题四：小市值风格还会继续涨吗？

问题五：主观&量化，2024年怎么选？

问题六：哪些行业有望跑出较好表现？

问题七：如何降低波动，获得更好的投资体验？

问题八：黄金还会再创新高吗？

问题九：港股会终止跌势吗？

问题十：美股还会继续涨吗？

2024年投资策略导读

2023年宏观环境

国内基本面
- 经济结构企稳，总体向好；
- 内部需求待进一步提振；
- 稳增长、稳地产政策多管齐下；
- 经济预期差时有反复。

海外基本面
- 就业与消费保持平稳，美国经济超预期；
- 通胀先升后降，美联储持续加息。

2024年宏观前瞻

国内基本面
- 稳增长政策持续发力；一揽子化债落地实施；
- 基建重新发力、地产企稳、居民消费、信贷进一步回升，经济整体平稳复苏；
- 通胀小幅上涨；
- 流动性维稳，降准降息或可继续期待。

海外基本面
- 美国经济软着陆；
- 美联储流动性拐点将至，降息节奏及幅度存在不确定性；
- 日本可能结束长达十年的“负利率政策”；
- 欧元区经济仍承压，美元贬值或低于市场预期。

宏观环境对股债资产的友好度上升

2024年策略：股债双牛可期

A股
- 进入经济平稳、企业盈利上行、流动性改善的周期；有机会实现“龙抬头”

风格：大小兼备
- 流动性支撑小市值仍有发挥空间，但投资性价比可能逐步下降；
- 经济稳，大盘风格有望一改颓势。

行业：追寻相对确定性
- 关注确定性逻辑较强的板块。比如：科技、医药、有色金属、可选消费等。

降波动：加入债券策略
- 稳增长政策发力，资金面相对宽松，降息降准仍有空间，适度关注短债、中长债的配置机会。

港股
- 人民币企稳、盈利有望随A股同步上行，逐步回暖可期。

美股
- 美联储降息如符合市场预期，或仍有阶段性行情表现。
- 警惕“Mag7”高估值风险导致美股冲高回落。

商品
- 大宗商品需求前低后高，黄金仍有机会跑出较好表现。

第二部分

请回答：2023年为什么赚钱难？

- 极致的行情
- 极致的风格分化
- 极致的预期差

2023年市场回顾 | 沪深300首次出现年线三连阴；恒生指数连续四年收跌

大类	指数名称	最新收盘价	市场涨跌幅（%）				
			2023年	2022年	2021年	2023年高点最大回撤	2023年低点最大涨幅
A股	上证综指	2,974.9	-3.7	-15.1	4.8	-15.7	3.2
	深成指	9,524.7	-13.5	-25.9	2.7	-25.6	4.7
	创业板	1,891.4	-19.4	-29.4	12.0	-32.6	5.9
	中证100	3,263.1	-12.6	-22.1	-10.5	-25.5	5.0
	沪深300	3,431.1	-11.4	-21.6	-5.2	-23.1	4.5
	中证500	5,429.2	-7.4	-20.3	15.6	-19.2	3.9
	中证1000	5,887.2	-6.3	-21.6	20.5	-20.9	11.6
	中证2000	2,399.5	5.6	-14.8	25.9	-16.0	16.0
	国证2000	7,588.5	-1.2	-17.2	29.2	-18.8	13.5
	万得小市值	3,472.1	16.2	-8.0	30.1	-6.7	18.5
	中证红利	4,969.7	0.9	-5.5	13.4	-14.4	3.8
	科创50	852.0	-11.2	-31.3	0.4	-29.8	3.9
	科创100	1,031.1	-12.5	-31.3	31.6	-28.2	6.2
债市	中证可转债	390.8	-0.5	-10.0	18.5	-8.0	2.3
	中证国债	223.6	5.2	3.4	6.0	-	5.4
港股	恒生指数	17,047.4	-13.8	-15.5	-14.1	-29.6	7.0
	恒生科技	3,764.3	-8.8	-27.2	-32.7	-26.9	-
美股	标普500	4,769.8	24.2	-19.4	26.9	-	26.3
	纳斯达克	15,011.4	43.4	-33.1	21.4	-	47.6
商品	南华商品	2,528.4	6.2	19.7	20.9	-6.1	24.8
	WTI原油	71.3	-11.1	7.0	55.5	-28.7	49.3
	COMEX黄金	2,071.8	13.4	0.1	-3.4	-7.6	18.9
外汇	美元指数	101.3	-2.1	7.8	6.7	-6.3	7.8

数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

2023年市场回顾 | 避险资产、风险资产一起冲浪

避险货币

- 2023年9月，**日元**兑美元汇率贬值创1998年9月以来新低。
- 2023年12月，**瑞士法郎**兑美元汇率升值至2015年以来新高。

黄金

- 2023年12月，国际**金价***创历史新高。

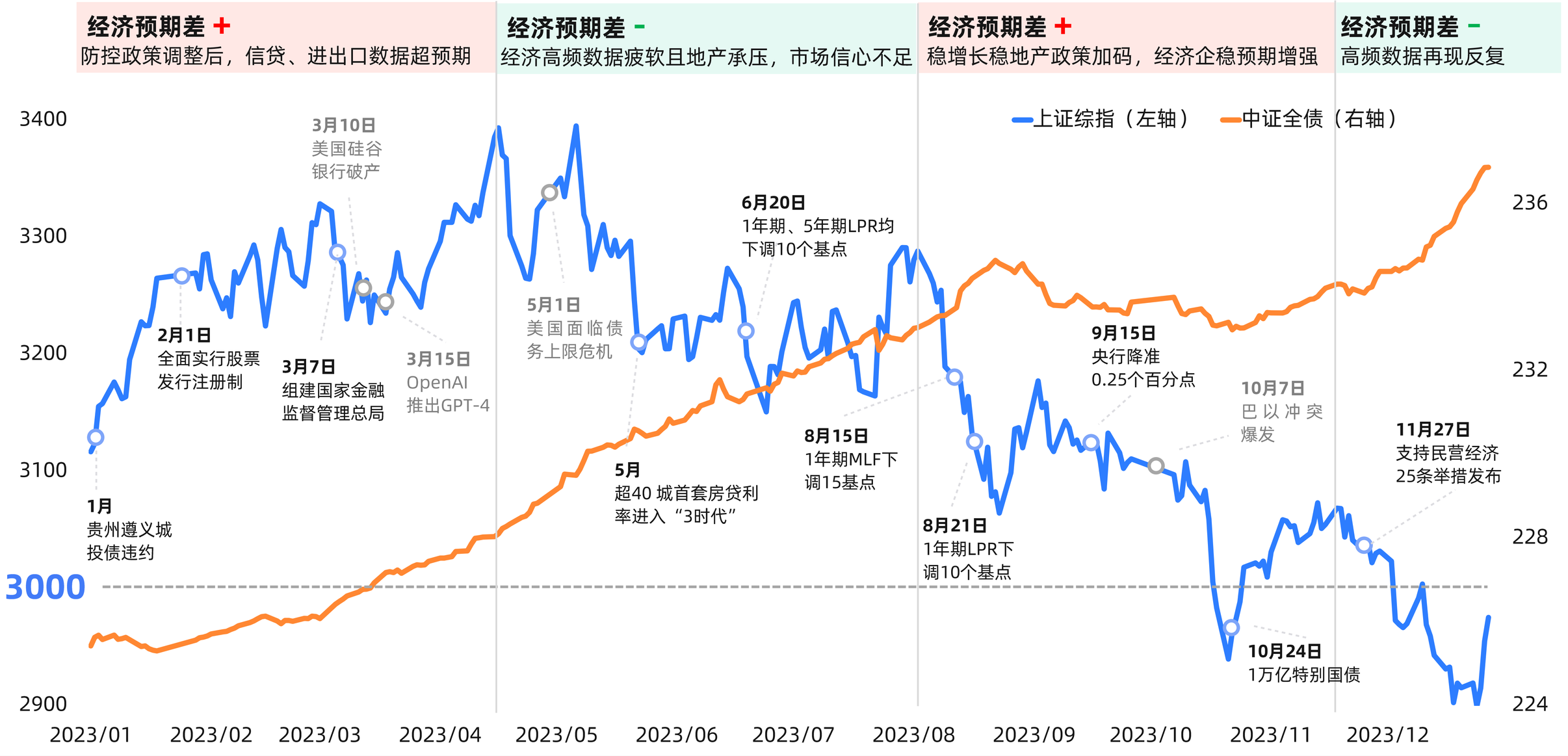
*COMEX黄金触及2152.3美元/盎司

股市

- 2023年6月，**日本**日经225指数创1990年7月以来新高。
- 2023年12月，**美国**道琼斯指数、**印度**孟买指数SENSEX、**德国**DAX指数创历史新高记录。

数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

2023年市场回顾 | 一波三折的3000点拉锯战



数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

本轮大小盘风格切换始于2021年，2023年小市值风格逆势上涨，风格分化进一步加大

	沪深300表现（%）	当年度相对沪深300超额收益（%）			
		中证500	中证1000	国证2000	万得小市值
2023年	-11.7	4.0	5.1	10.2	27.6
2022年	-21.6	1.3	0.1	4.4	13.6
2021年	-5.2	20.8	25.7	34.4	35.3
2020年	27.2	-6.3	-7.8	-10.3	-12.0
2019年	36.1	-9.7	-10.4	-12.6	-9.0
2018年	-25.3	-8.0	-11.6	-8.5	-4.8

数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日，指数表现按2012年年初为起始点，进行归1化处理，

2021-2022年热点板块表现

热点板块	2021-2022年区间最大涨幅（%）	2023年区间最大跌幅（%）
电池	139.6	-46.8
焦炭	120.5	-27.5
化学原料	117.5	-28.4
光伏设备	114.7	-53.3
农化制品	84.8	-33.8
养殖业	67.9	-32.4

2023年热点板块表现

热点板块	2021-2022年区间最大跌幅（%）	2023年区间最大涨幅（%）
游戏	-46.7	131.3
出版	-31.0	97.8
通信设备	-33.4	76.3
数字媒体	-65.2	65.0
计算机设备	-45.2	50.5
消费电子	-51.5	31.4

数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

2023年市场小结 | 这一切源自于：翻滚吧，预期差！

2023年终究没有兑现的预期

国内

中国经济快速复苏

- 居民消费明显修复
- 地产企稳回升
- 进出口大幅回落

海外

美国经济下行压力较大

- 美国经济承受较大压力
- 美联储2023年降息

2024年存在哪些主流预期

- 中国经济企稳回升
- 美联储降息
- AI大模型技术持续突破

2024年存在哪些分歧

- 美国经济下行，但是否衰退存在分歧
- 美联储降息幅度：市场预期高于美联储最新指引

数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

第三部分

大局观：2024年，我们能期待什么？

- 中国经济企稳回升，降息降准仍有空间
- 美联储经济“软着陆”
- 警惕“弱美元”是强预期弱现实，人民币资产性价比更高
- 注意“预期差陷阱”：市场对美联储降息预期充分

2024年宏观前瞻 | 全球经济同此凉热；高通胀渐行渐远

雪球

GDP增速预测（%）

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
IMF							
全球	2.8	-2.8	6.3	3.5	3.0	2.9	3.2
发达经济体	1.7	-4.2	5.4	2.7	1.5	1.4	1.8
新兴市场和发展中经济体	3.6	-1.8	6.8	4.0	4.0	4.0	4.1
中国	6.0	2.2	8.4	3.0	5.0	4.2	4.1
美国	2.3	-2.8	5.9	2.1	2.1	1.5	1.8
欧元区	1.6	-6.1	5.3	3.5	0.7	1.2	1.8
OECD							
全球	2.8	-3.0	6.3	3.3	2.9	2.7	3.0
中国	6.0	2.2	8.4	3.0	5.2	4.7	4.2
美国	2.5	-2.2	5.8	1.9	2.4	1.5	1.7
日本	-0.4	-4.2	2.2	0.9	1.7	1.0	1.2
德国	1.1	-4.2	3.1	1.9	-0.1	0.6	1.2
英国	1.6	-10.4	8.7	4.3	0.5	0.7	1.2

CPI增速预测（%）

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
IMF							
世界	3.5	3.2	4.7	8.7	6.9	5.8	4.6
发达经济体	1.4	0.7	3.1	7.3	4.6	3.0	2.2
新兴市场和发展中经济体	5.1	5.2	5.9	9.8	8.5	7.8	6.2
中国	2.9	2.5	0.9	1.9	0.7	1.7	2.2
美国	1.8	1.3	4.7	8.0	4.1	2.8	2.4
欧元区	1.2	0.3	2.6	8.4	5.6	3.3	2.2

数据来源：国际货币基金组织（IMF，2023年10月）、经合组织（OECD，2023年11月）、Choice、Wind，视觉中国、雪球投资研究部整理，2023年12月30日更新

2024年宏观前瞻 | 重要经济事件时间线梳理

- “全球超级大选年”：包括美国、印度、英国在内，将有超过40个国家和地区举行大选。
- “外部降息+内部复苏”或是贯穿2024年值得期待的主线之一。

上半年关注重点：
国内经济企稳、降息、降准可能性；美欧日货币政策变化

下半年关注重点：
国内经济回升力度；美国大选对资本市场潜在影响

国内事件

海外事件

1月中旬
2023全年经济数据发布

1月底
世界经济论坛2024年年会

2月中旬
2023中国货币政策执行报告发布

2月26日-29日
世界贸易组织部长级会议

3月上旬
全国两会举行（经济目标）

3月
俄罗斯大选

3月
乌克兰大选

4月底
韩国国会选举

4月中旬
中国第一季度经济数据公布

4月底
中央政治局会议

5月中旬
中国一季度货币政策执行报告

5月
印度大选

6月
欧洲议会选举

6月13日-15日
G7峰会

7月12日-14日
G20峰会

7月中旬
中国第二季度经济数据公布

7月底
中央政治局会议

8月中旬
中国二季度货币政策执行报告

8月底
杰克逊霍尔全球央行年会

10月中旬
中国第三季度经济数据公布

10月底
中央政治局会议

10月底
中央金融工作会议

10月21日-27日
世界银行年会

11月5日
美国总统大选

11月底
中国三季度货币政策执行报告

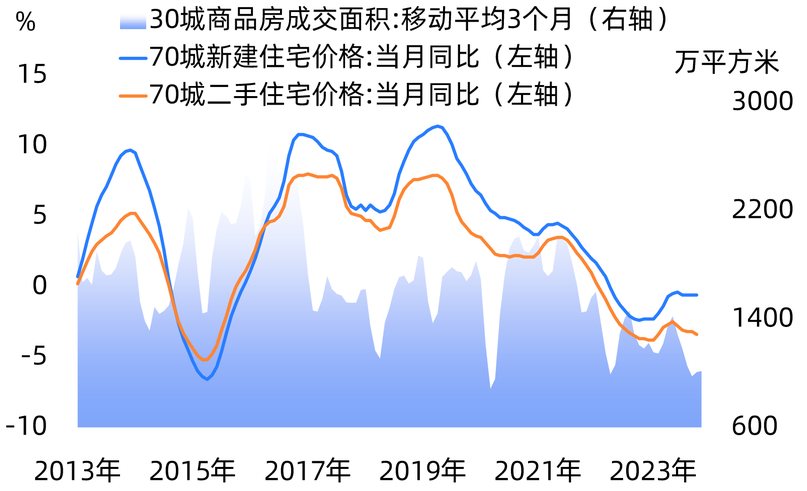
12月
英国议会选举

11月下旬-12月上旬
中央政治局年底会议

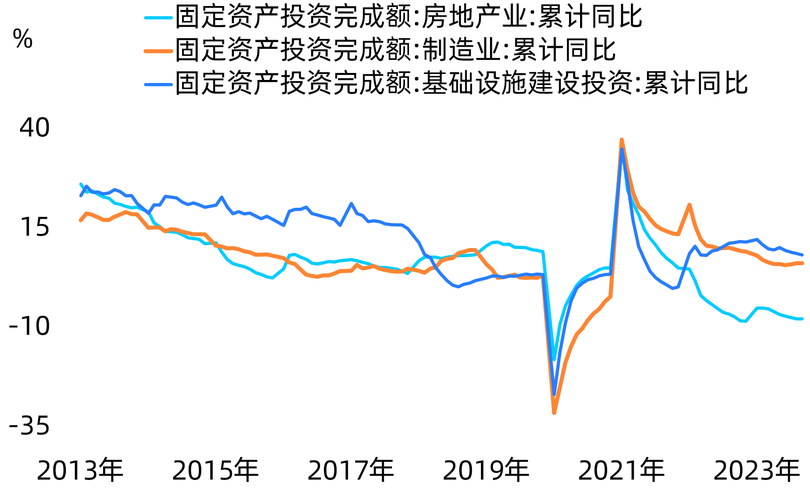
12月中旬
中央经济工作会议

数据来源：Choice、Wind，公众媒体，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

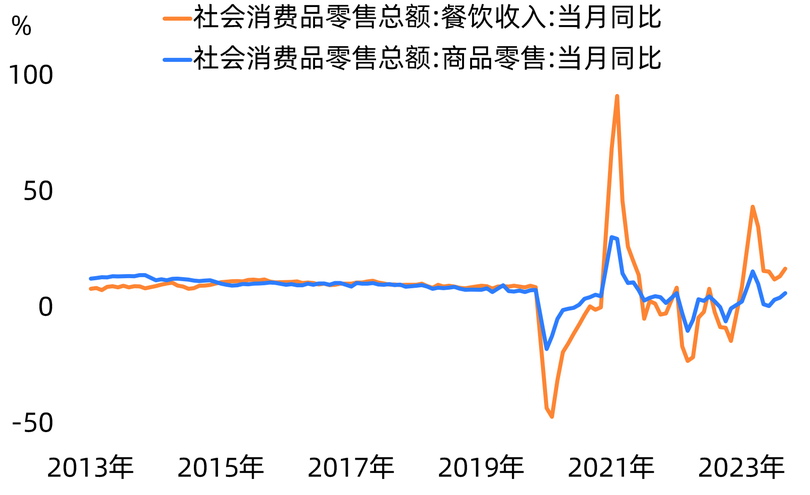
房地产：政策托底，量价低位企稳



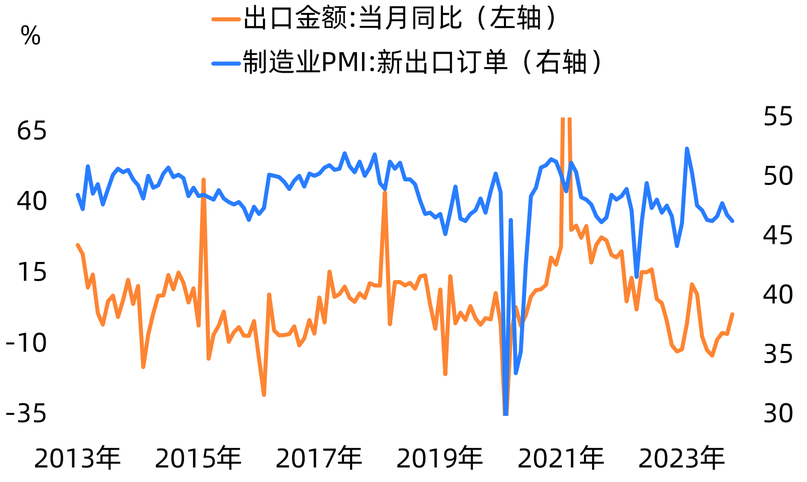
投资：基建增速放缓，地产近十年低位



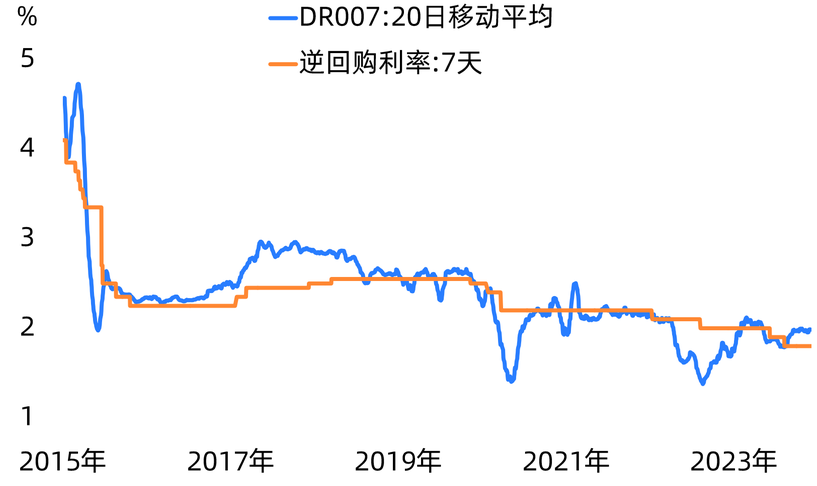
消费：餐饮、商品零售小幅回暖



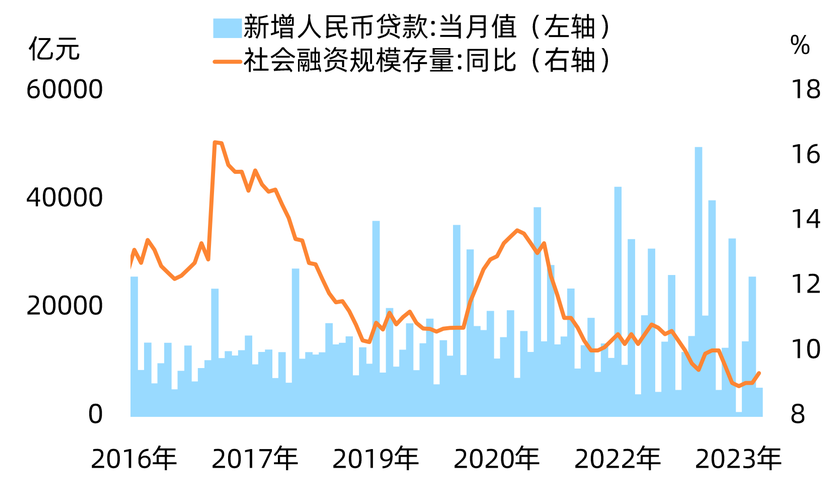
出口：外需在二季度开始走弱



资金面：四季度出现阶段性偏紧



信贷：需求不足，增速回落

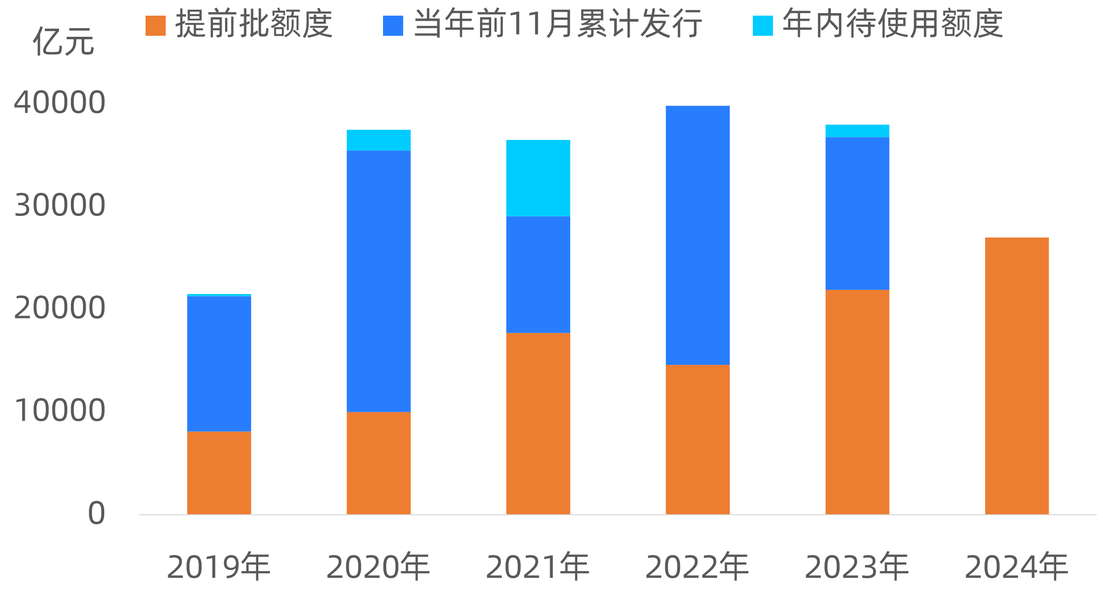


数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年11月（最新数据）

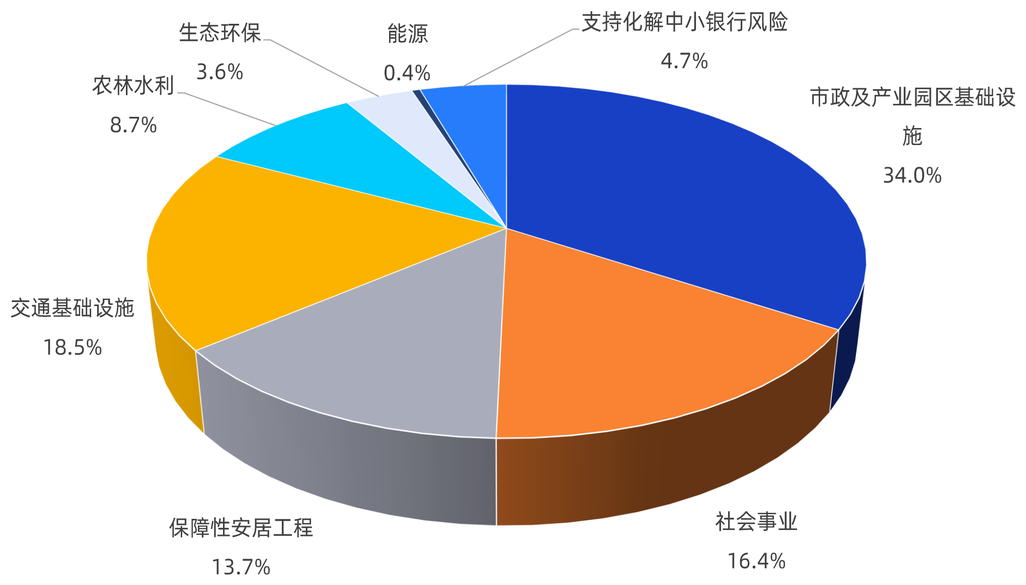
中国经济展望 | 2024年中国经济蓄势向上可期

- **方向盘：复苏向好。**“先立后破”+“以进促稳”+“量力而行”+“保持流动性合理充裕”+“促进社会综合融资成本稳中有降”均强调保障经济运行下限，稳增长与经济修复是工作要点。
- **基本盘：基建投资。**2023年发行1万亿特别国债，叠加2024年专项债超额获批前置，基建领域是专项债主要投向之一；而专项债对GDP的拉动通常有1年左右的时滞，虽然化债可能制约一部分的基建投资，预计2024年基建仍将成为全年经济的重要抓手。
- **减震器：地产投资。**根据不完全统计，2023年已出台超过700条房地产政策。尽管房地产销售回暖需要时间，但是以城中村改造等为代表的三大工程有机会带动2024年地产投资低位企稳。

2024年专项债提前获批额度创近六年新高记录



2023年专项债投资方向：基建、城中村改造等“三大工程”

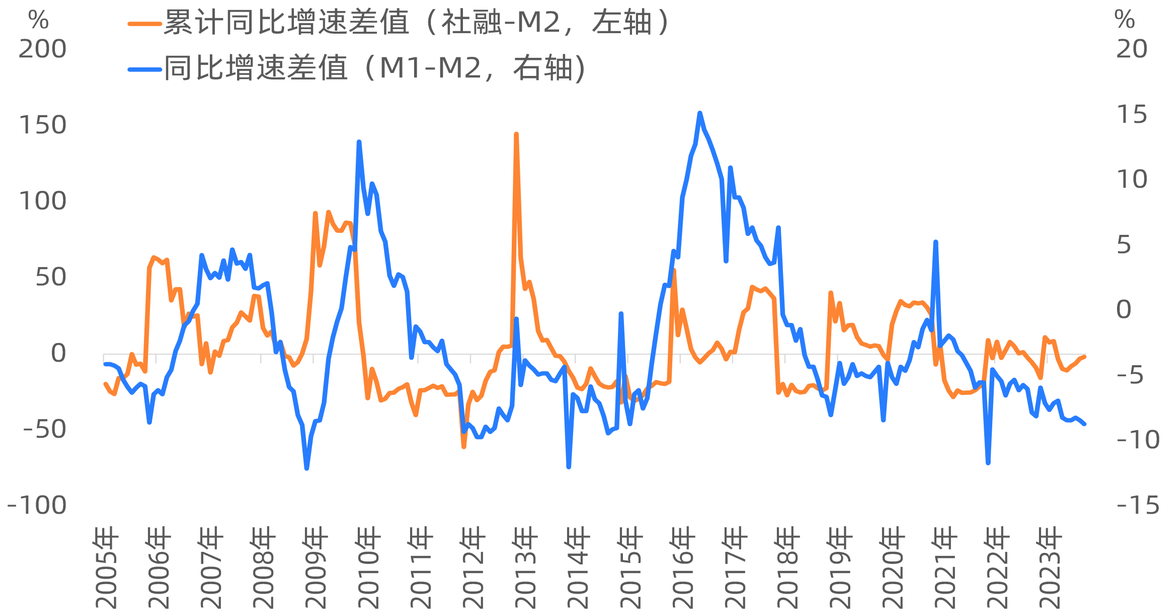


数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年11月（最新数据）

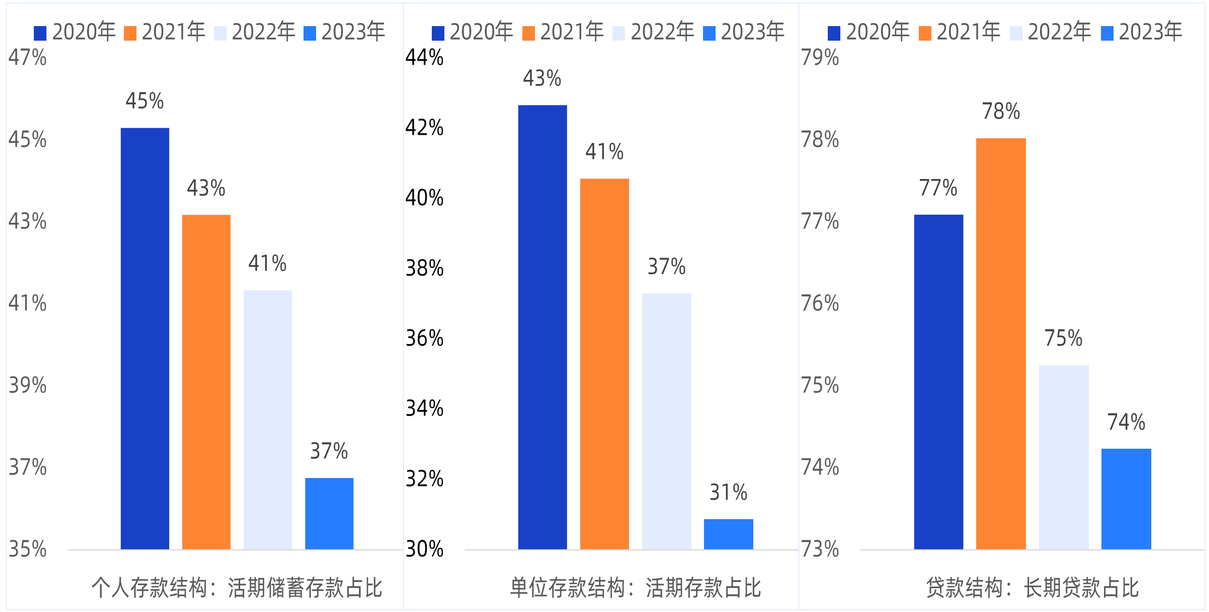
中国经济展望 | 进一步疏通流动性关键堵点，降准降息仍有空间

- **促进流动性内循环是经济回升的重要基础：**2024年稳增长、一揽子化债政策持续发力，稳健且适度宽松的流动性是重要的宏观基础。①2023年M1、M2 增速下行，同时M1-M2剪刀差再度走阔至-8.7%，处于2005年以来极低位置。由于M1的主要构成是现金及活期存款存款，负利差预示着资金在实体经济使用效率较低。② 社融-M2剪刀差是评估实体融资需求强弱程度的重要指标。一般来说，当剪刀差走阔说明银行体系融资渠道不能完全满足企业融资需求，需要依靠非银机构等渠道补充，是经济景气度转好的信号之一，目前社融-M2增速出现低位回稳的迹象。
- **降息降准仍有空间：**一方面，存款活期化占比与长期贷款占比双降均说明部分资金因需求疲软滞留在金融体系内，待进一步向实体经济有效转化。另一方面，2024年通胀预期温和回升但仍在2%以下，这也为存贷款利率下行提供空间，存贷利率双降将有利于推动储蓄加快转化为消费和投资。

M1-M2、社融-M2剪刀差均在2005年以来低位



中资全国四大行存款活期化、贷款长期化占比出现双降

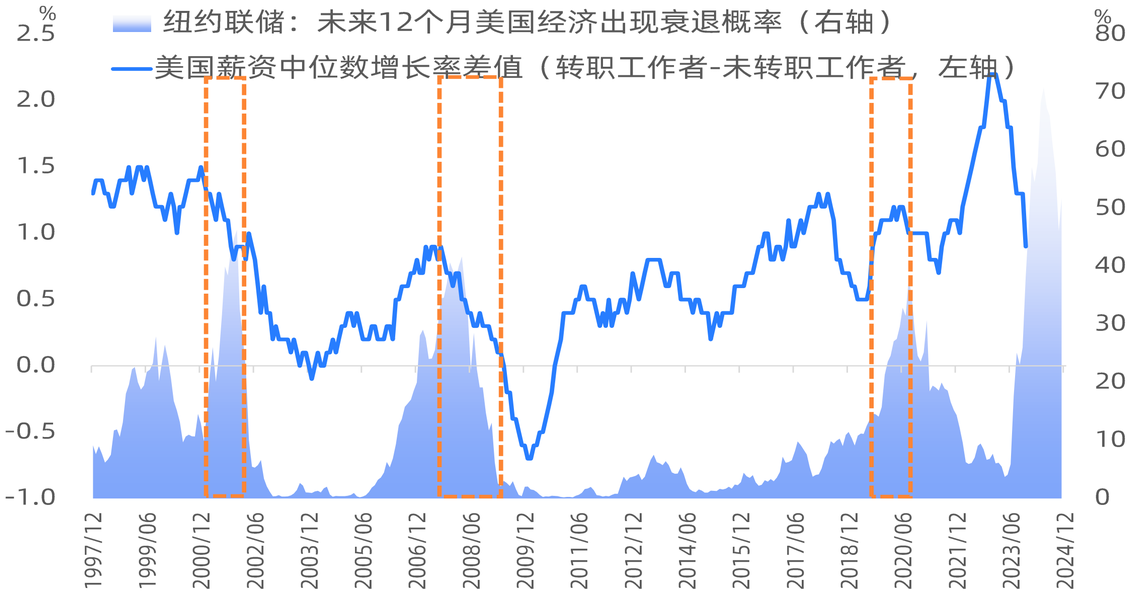


数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年11月（最新数据）

美国经济展望 | “迟到”的美国经济软着陆，大概率会在2024年出现

- 回顾美国近十次经济衰退历程，有6次开始于美联储加息之后，发生于美联储降息期间。
- 2023年美国经济持续超预期的原因分析：财政刺激逆周期发力，加上就业及个人消费均保持增长，加息对经济影响后延。
- 对比2023年9月，2023年12月美联储给出的最新经济预期：①2024年实际GDP增速下行；② 失业率基本持平；③通胀持续下行的预期较强。
- 2024年美国经济长期衰退的可能性偏低：① 失业率预期并未出现大幅攀升，同时转职者薪资相对溢价空间缩小，预示着美国就业供求紧张情况出现缓解；②通胀持续温和下行，为美联储降息提供空间；③ 2023年美国政府财政大规模支出对经济托底效果会有时滞。

美国经济衰退预期上升，就业需求出现缓解



美联储维持2024年失业率预测值，下修经济和通胀

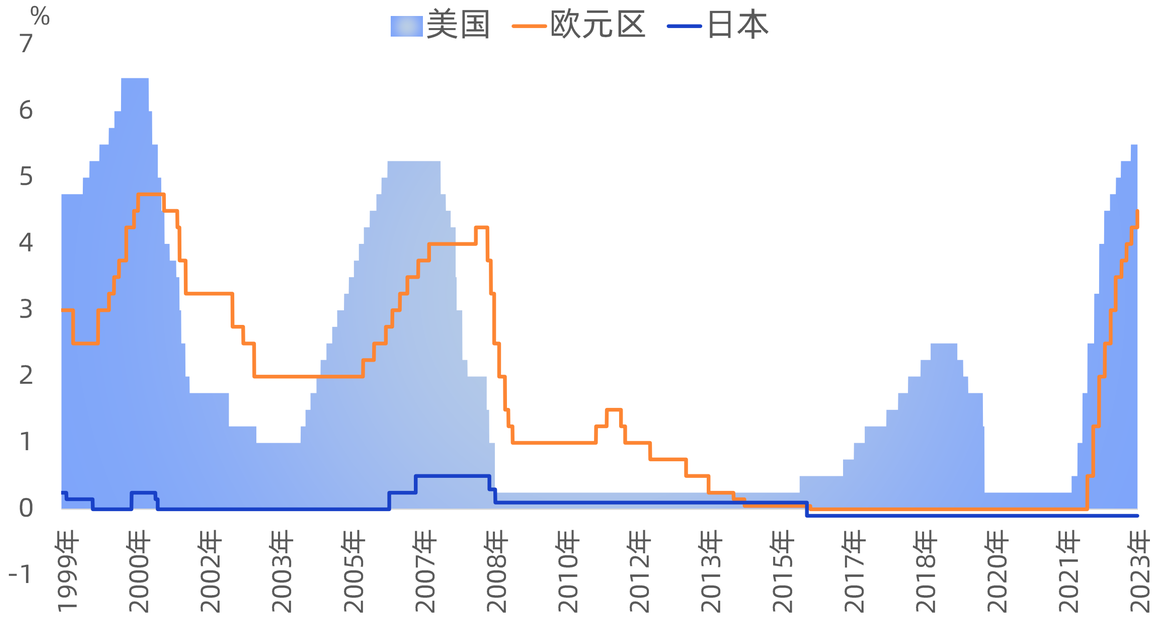
指标名称	预期发布时间	2023年	2024年	2025年	2026年
实际GDP增速	2023年9月	2.1	1.5	1.8	1.8
	2023年12月	2.6	1.4	1.8	1.9
失业率	2023年9月	3.8	4.1	4.1	4
	2023年12月	3.8	4.1	4.1	4.1
PCE通胀率	2023年9月	3.3	2.5	2.2	2
	2023年12月	2.8	2.4	2.1	2
联邦基金利率	2023年9月	5.4	4.6	3.6	2.9
	2023年12月	5.6	5.1	3.9	2.9

数据来源：Choice、Wind，纽约联储、雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

海外货币政策 | 2024年主要央行降息竞速，防范“弱美元”成为强预期弱现实

- 回顾1983年以来美联储暂停加息后一年的美元走势，美元指数2次偏强、4次走弱。也就是，美联储降息不必然导致美元走弱。
- **美国、日本及欧元区均可能在2024年上半年调整货币政策：**①美国：市场预期美联储最快在3月启动降息，全年降息1.5%（美联储2023年12月议息会议预期为3次降息，但市场预期降息6次，市场预期更激进）；②日本：或于上半年结束长达十年负利率政策（NIRP），由于通胀仍高于目标水平，日本央行可能按兵不动或小幅加息；③ 欧元区：欧央行可能紧随美国降息，在4月开始降息。综上，美元存在相对贬值的内部压力。
- 2023年美元交易逻辑主要是指“加息何时结束”和“经济预期差”之间频繁切换。四季度由于降息与经济降温预期叠加，美元走势偏弱。但是，2024年欧洲、日本货币政策的不确定性也对美元指数形成一些支撑。全市场做多美元的投机资金拥挤度不高，美元指数转趋宽幅震荡的可能性较大。全年看，除非美国降息时点或降息幅度进一步大幅超市场预期，美元大幅贬值的压力可控。

美联储货币政策调整多领先欧元区、日本



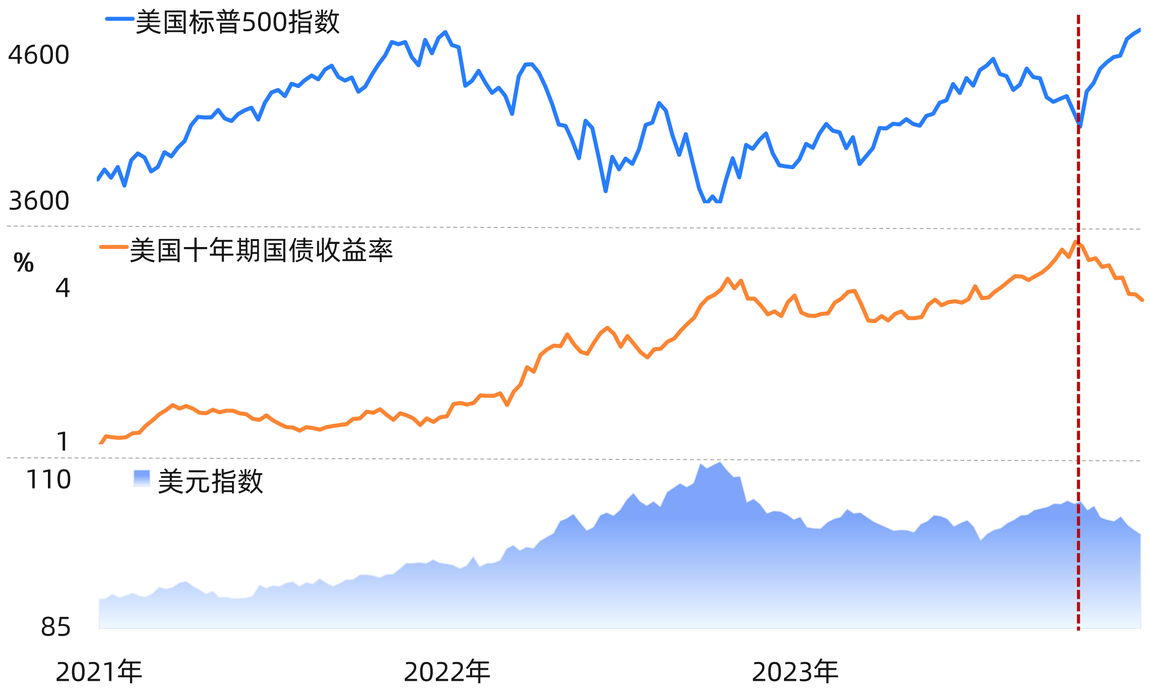
弱美元尚未形成拥挤交易，双向波动可能性较高

数据来源：Choice、Wind，纽约联储、雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

潜在风险点提示 | 市场对美联储2024年降息预演可能已相对充分

- **大类资产价格对美联储降息的预期已经较为充分：**在2023年11、12月美联储连续暂停加息，美联储主席鲍威尔态度转鸽的背景下，美股、美国国债价格均已大幅上涨，美债收益率、美元指数进入持续下行区间。当前市场预期美联储可能在2024年3月进入降息区间。然而从当前美国就业市场未出现明显下滑、且核心通胀环比增速并未出现明显收缩的情况来看，结合美联储给出的最新预期，市场对于美联储降息时点的判断或许过于乐观。
- 另外，2024年美国、俄罗斯、乌克兰、印度等国家都将经历大选，宏观政策、地缘政治的不确定性或将增加，放大资产价格的波动。

市场预期定位：美联储最快在2024年3月启动降息，全年降息超过1.5%



会议时间 \ 利率水平(bp)	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024-01-31									19%	81%
2024-03-20								16%	74%	10%
2024-05-01							16%	72%	12%	0%
2024-06-12					2%	23%	65%	10%	0%	
2024-07-31				2%	21%	61%	15%	1%	0%	
2024-09-18			2%	20%	59%	17%	2%	0%	0%	
2024-11-07		1%	13%	45%	32%	7%	1%	0%	0%	
2024-12-18	1%	11%	39%	35%	12%	2%	0%	0%	0%	

数据来源：Choice、Wind，CME FedWatch，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日，1bp = 0.01%

策略总览 | 2024年策略小结

大类资产	配置前瞻			细分策略		策略展望
	低	中	高			
股票			√	A股	主观多头	• 2024年稳增长政策有望持续发力，市场信心逐步探底回升，叠加盈利、库存周期拐点明确后，A股市场有望实现上行，并逐步走出震荡市。 • 市场风格：或沿先价值后成长的路径，对于波动承受能力较强的投资者可以适当关注。 • 关注相对确定性较强逻辑的行业：顺周期、科技、医药板块行业。
					量化选股	• 量化选股策略在小盘风格占优时通常表现较好。在当下流动性较为宽松的背景下，小盘市值风格仍可有发挥空间。在此背景下，量化选股、指增策略仍有望跑出较好表现。 • 2023年小市值大涨后，赛道拥挤度上升，性价比或逐步下降，逐步关注超额较为稳定的500、1000指增赛道。
					可转债	• 2023年转债跌幅小于正股，在市场形成明确单边上涨行情前，仍可以股票资产的防御性策略视角关注。
		√		港股		• 美联储或将于2024年上半年降息，在美元下行、在A股盈利拐点出现后，港股有望逐步回暖。
		√		美股		• 美国经济仍有韧性，美联储超预期提早降息的概率较小，美股在降息确定后仍有脉冲机会，但需注意美股已超前反应降息预期、以及龙头股前期涨幅较大可能带来的回调风险。
债券		√		纯债		• 资金面相对宽松，降息降准仍有空间，建议可考虑短债与中长债互补配置策略。
			√	固收+		• 低利率时代，固收+是偏稳健型投资者可考虑的投资策略。
商品	√			原油		• 部分原油生产国减产意愿受限、国际原油需求有限的背景下，油价中短期内不具备大幅上行动力。
		√		黄金		• 美联储降息，美元出现下行压力、美国大选时期，黄金或仍有脉冲式行情。

数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

第四部分

策略线（一）：A股“龙抬头”，怎样投？

- A股策略环境何时好转
- 大盘、小市值风格之争
- 量化、主观策略展望

A股策略环境 | 2024年A股有望实现“龙抬头”，逐步走出震荡市

A股走出震荡市的理想环境 & 关键信号

	① 经济明确企稳	② 中美利差收窄	③ 赚钱效应显现
理想环境			
关键信号	• 下游需求回升 • 地产量价回升 • 化债进程顺利	• 人民币汇率逐步企稳 • 北向资金波动放缓	• 市场情绪修复 • 内资加速进场

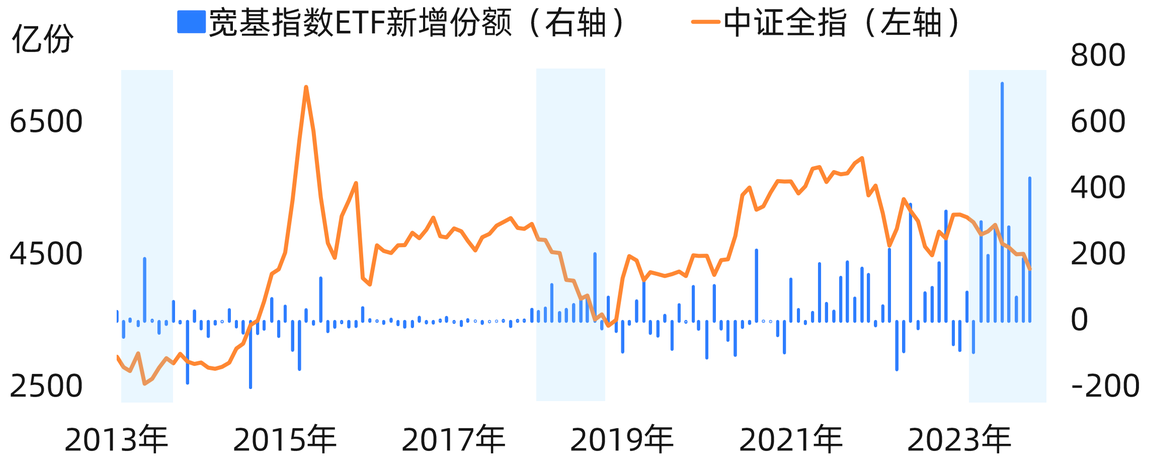
- 当前，中美利差已出现收窄趋势，人民币汇率企稳、北向资金波动放缓。经济企稳和股市赚钱效应好转有望在2024年依次兑现，将有机会助力A股市场走出震荡市。

数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

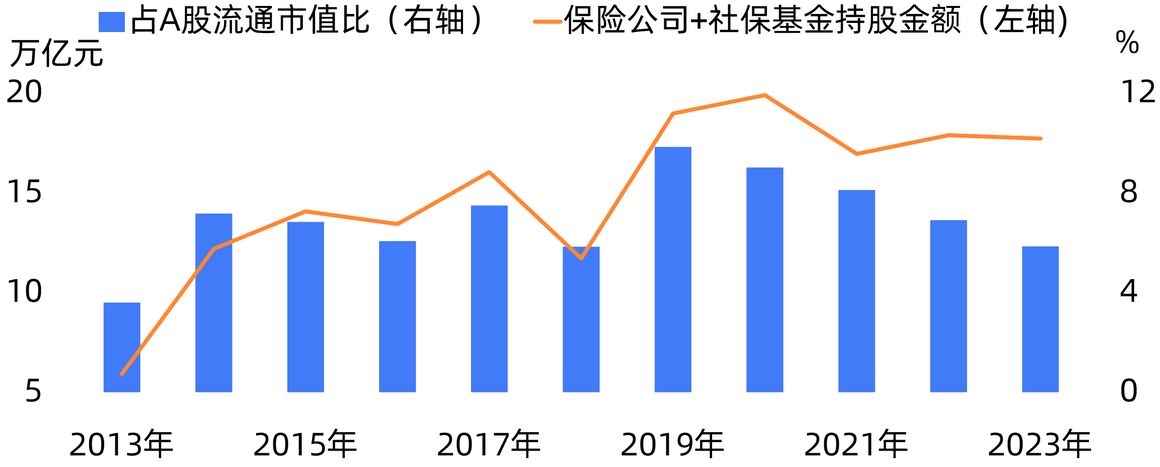
A股策略环境 | （一）底部信号逐渐增强，增量资金潜力空间大

- **左侧资金代表：ETF资金已提前入市：**宽基指数ETF份额通常在市场触底前增长较快，具有一定的左侧择时属性。2023年下半年宽基指数ETF新增份额大幅增加，底部信号增强，不过反弹前期阶段性止盈可能导致市场多有反复。
- **长钱资金代表：保险、社保基金：**尽管保险、社保基金持股占A股流通市值占比在2019年后有所下降，但持股总额从2021年开始企稳回升。展望2024年，在经济复苏及“长钱长投”政策目标指引下，增量资金进场值得期待。
- **右侧资金代表：偏股型基金：**回顾历史，当A股出现较强的赚钱效应时（比如：过去一年表现较好、上涨预期较强），偏股型基金新成立份额多大幅提升。在市场情绪修复后，偏股型基金有望推动A股加速上行。

市场触底前，宽基指数ETF份额多出现大幅增长



保险、社保基金持股比例有望持续回升



偏股型基金份额通常在市场展现赚钱效应后大幅增加

数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

A股策略环境 | （二）资本市场多措并举，缓解股市流动性压力

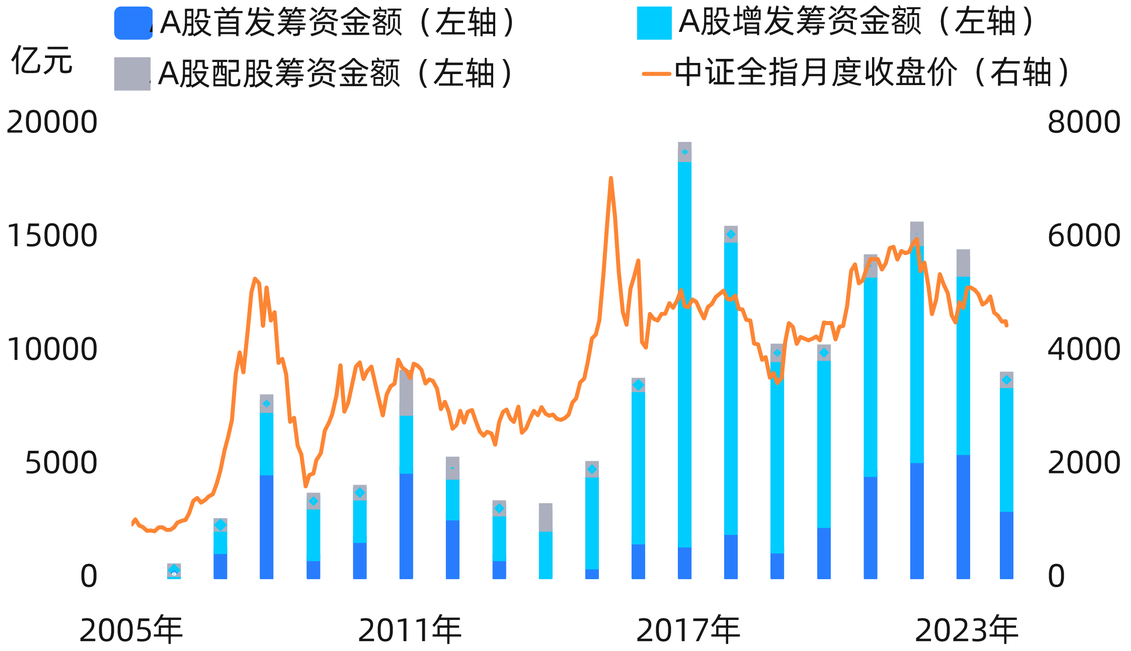
- 2023年A股筹资金额（含：首发、增发、配股等）明显下降，同时从限售股解禁进度看，2024年禁售股解禁市值将是2020年以来最低记录。
- 股市流动性压力有所缓解，为市场情绪修复回升提供稳定的基础。

2023年8月
证监会进一步规范股份减持行为

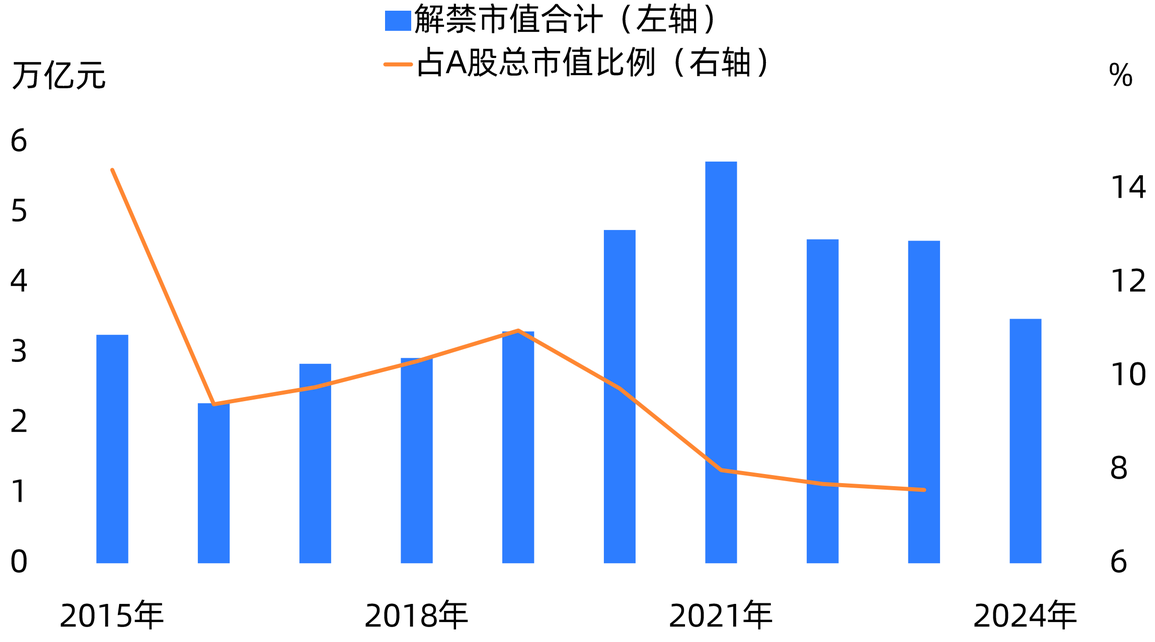
2023年12月
证监会适度放宽回购基本条件

2023年12月
沪深交易所推出多项降费措施

2023年A股首发、增发筹资金额明显下降



2024年禁售股解禁压力进一步降低

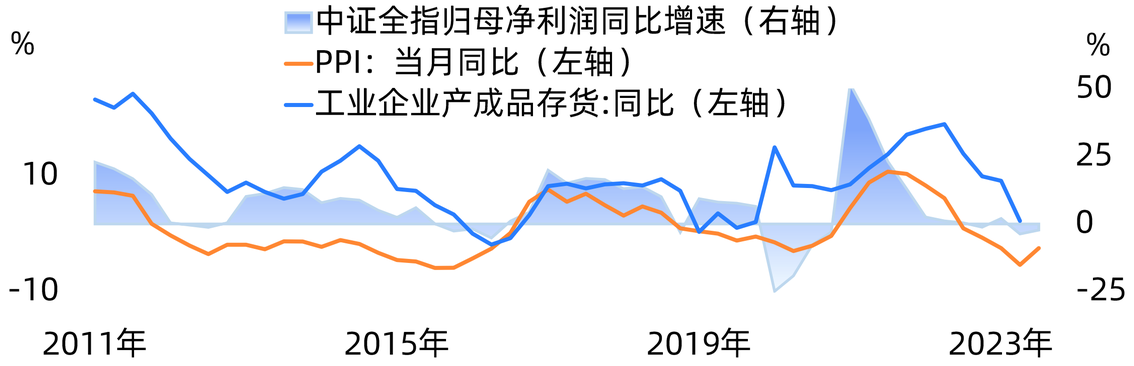


数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

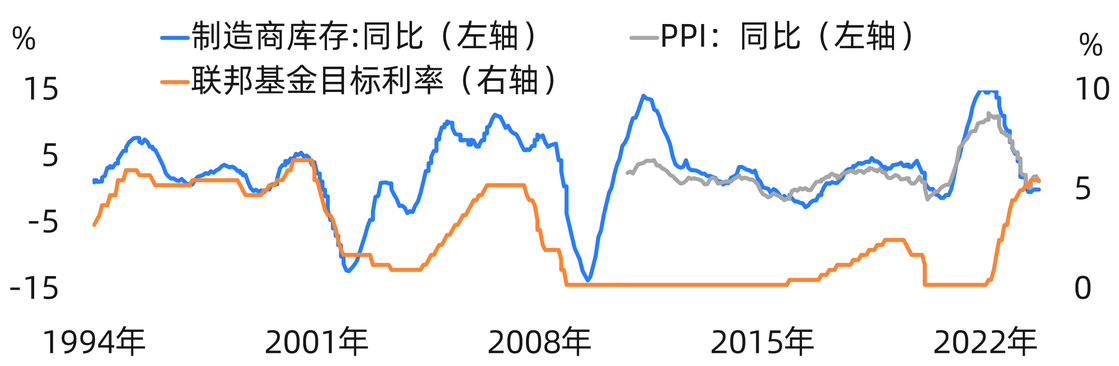
A股策略环境 | （三）中国经济复苏+美国降息背景：相对有利于A股、港股

- **中美同时进入补库存周期：**随着PPI走过低位拐点、稳增长政策持续发力，国内库存、盈利周期有望在2024年随经济需求探底回升。同时，美国经济软着陆预期较强，且制造商库存已提前完成一轮去化，美国经济有望在降息区间内进入补库存周期。

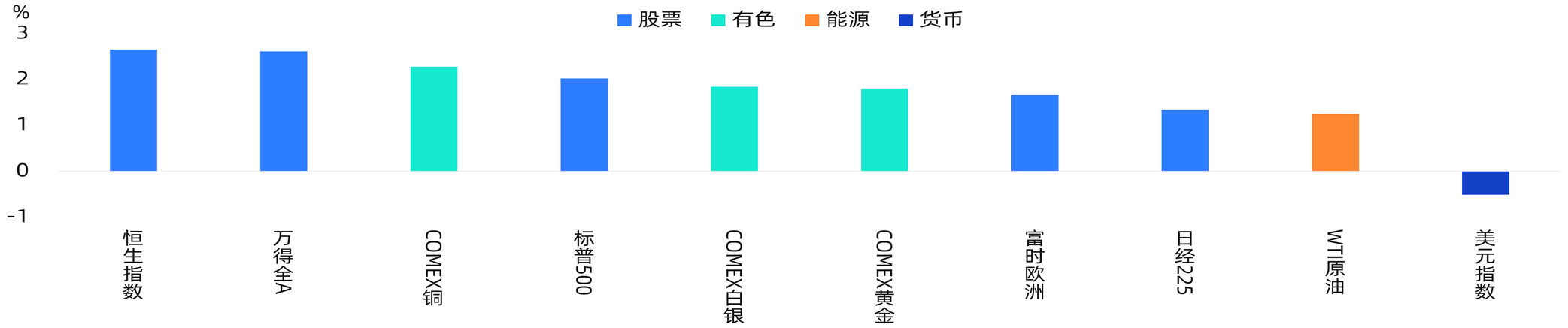
国内库存、盈利周期有望在2024年企稳回升



美国多在降息后，进入补库存周期



自2000年至今，美债利率下行+中国经济企稳回升期间，A股、港股有较好表现（月度收益率中位数）

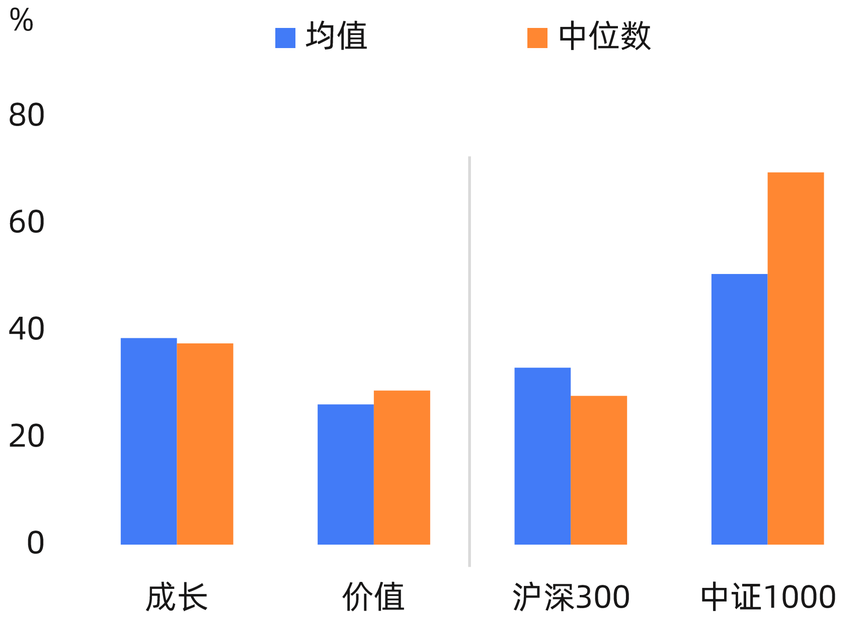


数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

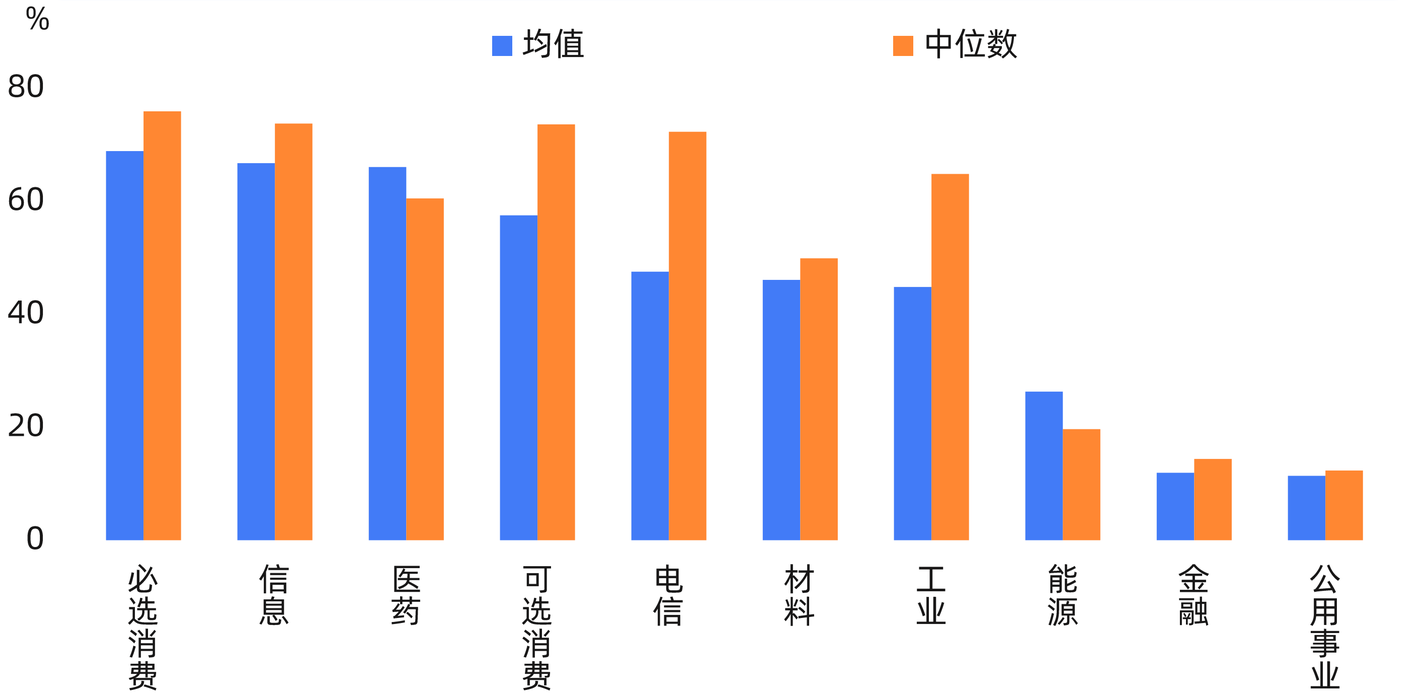
A股策略环境 | （四）中美利差收窄区间内，小盘、成长风格相对占优

- 美联储2024年或进入降息周期，中美利差将逐步收窄。国内经济复苏方向逐渐清晰。
- 自2000年至今，在具有上述特征的周期内：A股小盘、成长风格相对占优；消费、科技、医药行业表现较好。

市场风格：小盘、成长相对占优



行业风格：消费、科技、医药相对占优

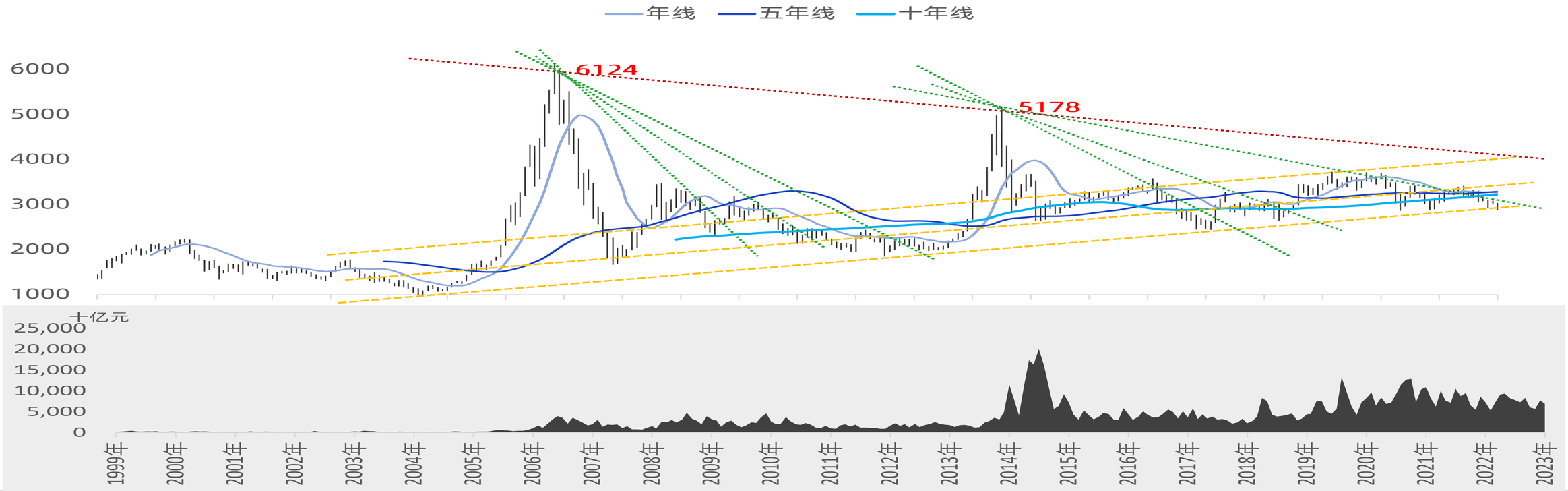


数据来源：Choice、Wind，国证风格指数、中证行业指数，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

A股策略-大盘 | 上证指数或有机会在2024年逐步走出震荡市

- 2023年年度策略观点回顾：“2023年为市场信心重建阶段，资金对“基本面预期差”反应敏感，策略之于行情可能是属于“好看不好做”的阶段2023年全年行情仍有反复，需要注意短期节奏。从现在看未来2年，行情确定性更加清晰”。
- 时隔一年之后，尽管上证指数还在磨底阶段，但是多项指标指向未来投资价值可以期待：一是，市净率、股息率基本都进入历史最低水平附近，截至2023年年末，雪球股债性价比指数再次进入5%以下的偏低位置。二是，2023年经济虽有反复，但经济结构好转仍在继续，加上相对宽松的流动性、资金环境逐步改善，2024年基本面环境好转有机会增强，修复市场信心，并进一步成为现实。
- 需要注意的是，前期历时较长的宽幅震荡后，市场信心进一步修复需要同步放量配合，走出震荡市并非一蹴而就，大概率是在反复震荡中逐步完成。

上证指数长期走势图（2000-2023年）



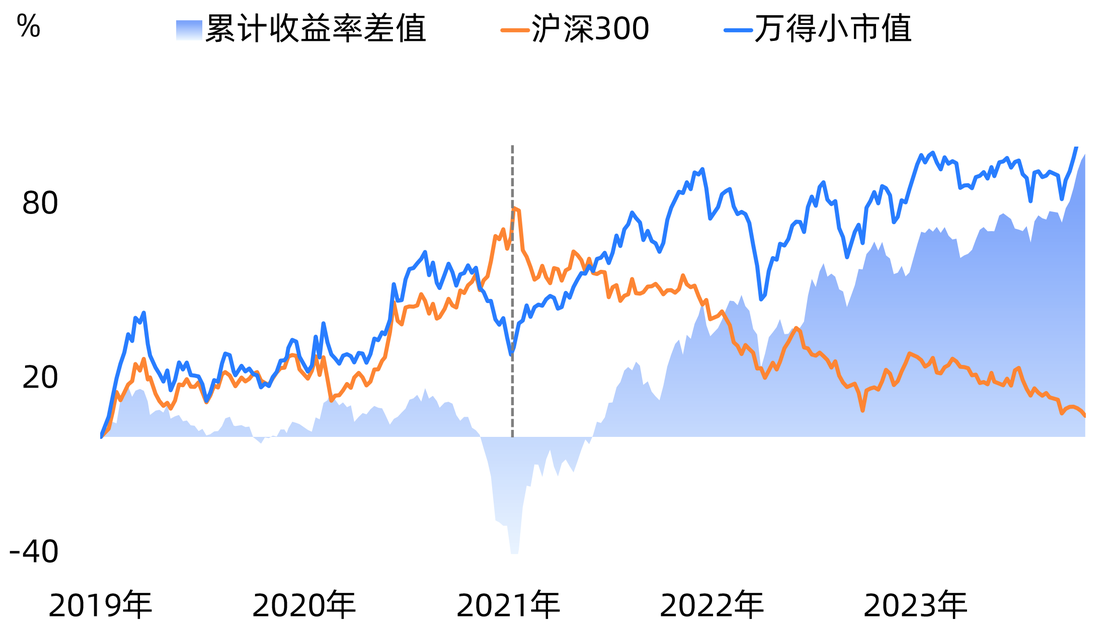
数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日，过往数据不代表未来表现

A股策略-风格 | 复盘2023年：风格分化走向极致

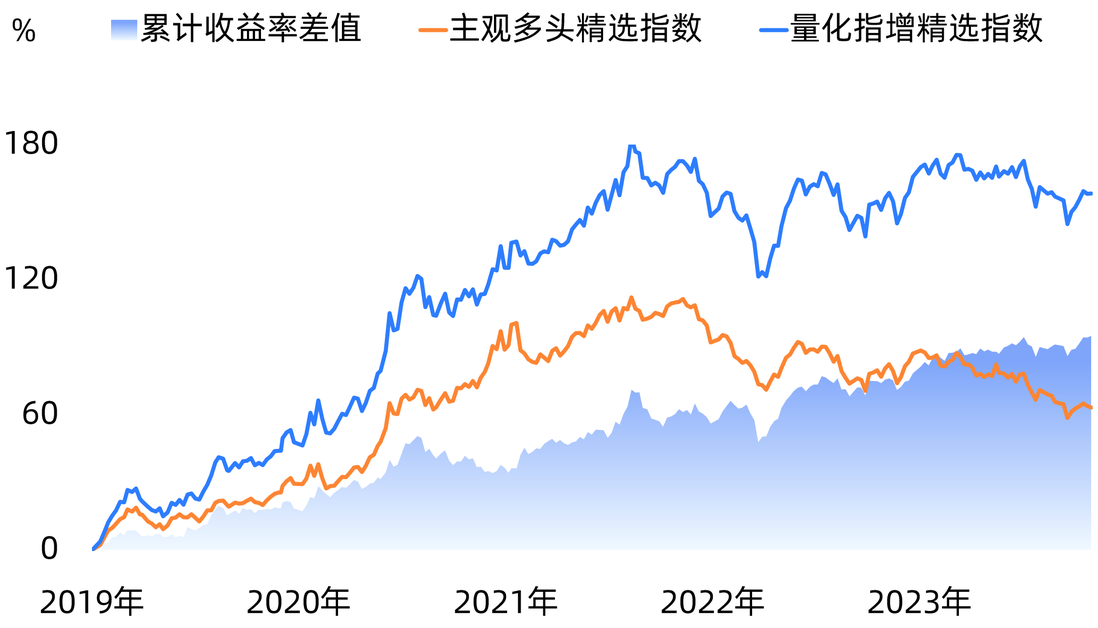
大盘 vs. 小盘 胜！

量化 胜！ vs. 主观

小盘表现持续胜出，超额进一步走阔



量化股票策略表现持续好于主观多头策略



数据来源：Choice、Wind，朝阳永续，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日。按2019年1月进行指数归1化处理

A股策略-风格 | 主要宽基指数概览

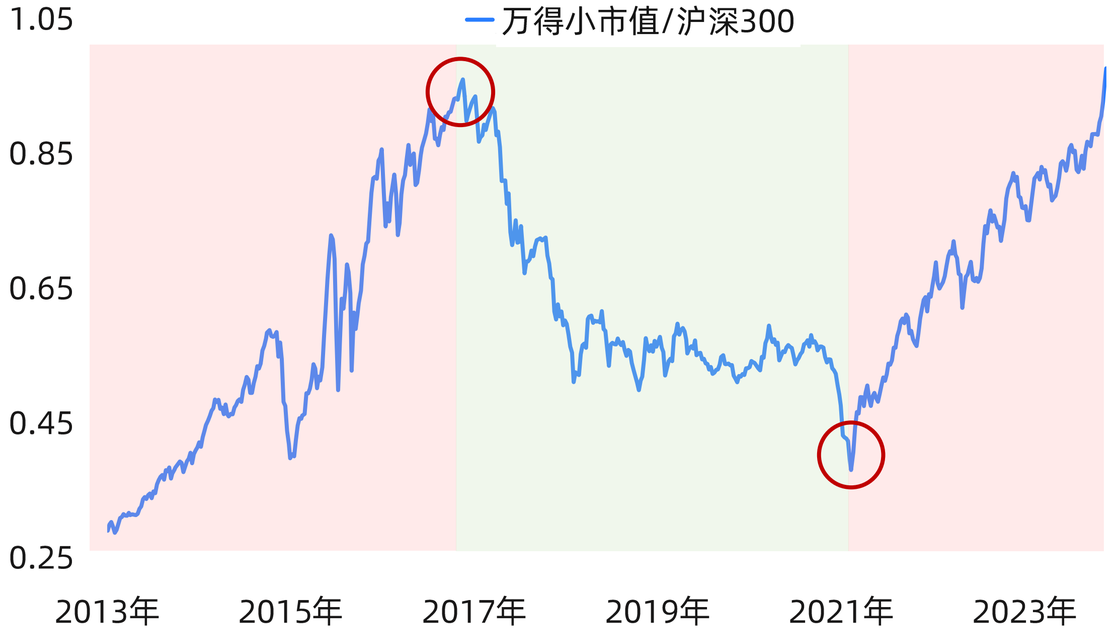
	上证50	沪深300	中证500	中证1000	国证2000	万得小市值
2023年表现	-11.7%	-11.4%	-7.4%	-6.3%	-1.2%	16.2%
近五年表现	-1.5%	10.2%	24.4%	25.2%	43.9%	91.1%
自由流通市值中位数（亿元）	723.9	312.3	104.6	47.7	30.1	18.1
估值分位数（近五年）	10.3%	7.5%	26.7%	20.8%	28.3%	60.3%
成分股前三大行业	食品饮料 银行 非银金融	食品饮料 银行 非银金融	医药生物 电子 电力设备	医药生物 电子 计算机	医药生物 电子 计算机	工业 信息技术 可选消费

数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

A股策略-风格 | 小市值仍有发挥空间，但长期性价比将逐步降低

- 回顾历史，小市值风格跑出较好表现的时期主要有三个特征：**①宏观环境：**在流动性边际放松前期，信用利差逐步缩小的阶段，市场风险偏好将逐步上行，小市值指数表现相对占优。 **②行业景气：**当前小市值个股主要分布在科技、工业行业，当相关行业景气度上行时，小盘风格相对占优。 **③资金偏好：**当主题/行业轮动速度处于中上水平，且市场投资情绪相对低迷时，小市值通常占优。
- 展望2024年，流动性相对宽松，科技板块政策关注度较高，小市值风格仍有发挥空间。但需要注意一点：2023年末小市值风格拥挤度已经相对较高、加上经济回暖带动大盘风格估值有望触底反弹，小市值风格的投资性价比或较前两年出现下降。

2013年以来，市值风格共发生过两次明显切换



流动性边际放松时，小微盘指数占优

数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

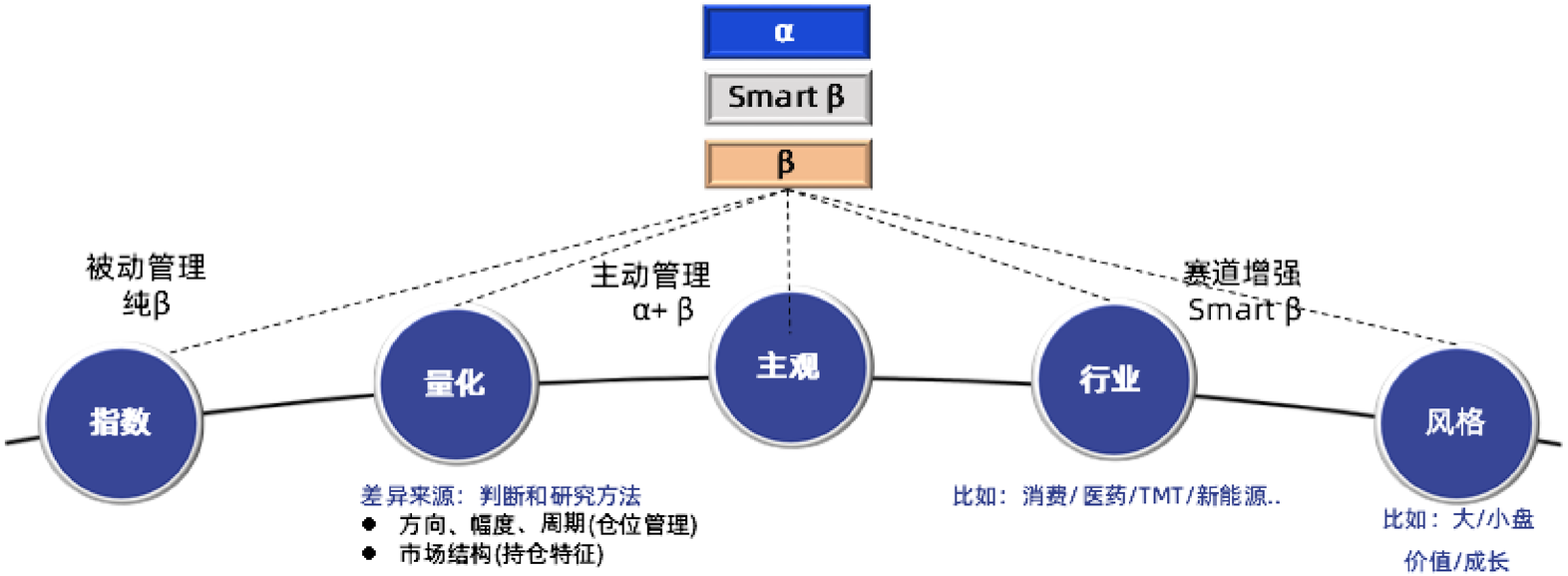
A股策略-风格 | 市场底叠加稳增长政策，2024年大盘风格有望一转颓势

- 当存款利率进一步下行，将会导致存款意愿下降，资金寻找性价比更好的投资标的。除了实体经济，股市也会吸收一部分流动性，由于大盘股包含部分行业龙头，基本面确定性较强，而部分增量资金（如偏股型基金）风险偏好相对较为稳健，所以大盘白马股通常吸引较多资金，从历史经验看，在上述情景下大盘风格相对占优。
- 展望2024年，国内经济与A股企业盈利有望同步好转，资金风险偏好或将上行，在此背景下大盘风格或能一转颓势。

稳增长政策周期内，股市触底反弹前期：大盘表现通常好于小盘

数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

A股策略-风格 | 主观选股与量化选股的运行特征概览



特征	主观选股	量化选股
持股数量	较少，一般在两位数	较多，一般在四位数
行业分散度	相对集中	相对分散
交易频率	通常较量化选股低	较高，几十倍到二百倍均有
决策依据	基本面信息为主，其他信息为辅	通常量价信息为主，基本面、另类等其他信息为辅
分析方法	依赖人的经验与判断	依赖模型
持股特征	中盘或大盘数量较多	需适度参考对标指数， 除了对标中大盘风格（如：沪深300等），小盘股数量较多

数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

A股策略小结 | 2024年人脑选股、电脑选股各有所长，主观选股有望迎来翻身仗

- **量化选股策略：**与小盘风格表现相关性较高。自2020年以来，从绝对收益胜率、收益水平、超额水平看，由于管理人策略成熟度相对较高，且小盘股股价弹性相对较高，中证500、1000指增超额稳定性较强。另外，近两年在小微盘表现较好的背景下，全市场量化选股策略凭借市值下沉也取得了较好的表现。2024年，追求较为稳定α的投资者仍可关注500、1000指增策略。
- **主观选股策略：**2024年在大盘风格有望逐步跑出较前期更好表现，同时当前大盘指数处于估值低位，存在一定的投资安全边际，可适度关注主动管理能力较强、市场上行趋势捕获能力比较强的主观选股策略管理人。

小盘风格表现较好时，量化策略通常能跑出较好表现

量化策略超额相对稳定，但获取难度也在上升

	沪深300指增超额	中证500指增超额	中证1000指增超额
2018年	16.4%	19.3%	-
2019年	19.4%	26.7%	-
2020年	23.8%	25.7%	30.9%
2021年	17.6%	19.4%	26.8%
2022年	11.8%	13.6%	18.7%
2023年	7.6%	9.8%	13.4%
均值	16.1%	19.1%	22.5%

数据来源：Choice，Wind，火富牛，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日，超额收益：指增策略指数的年度收益减去基准宽基指数的年度收益。

A股策略-行业 | 2023年主题概念轮动速度较快

雪球

一级行业	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2023年以来
电信	8.6	7.1	15.9	7.8	-2.6	3.5	-6.9	-2.3	-4.3	-9.3	2.3	0.2	18.7
能源	6.3	2.4	-1.3	4.7	-8.7	0.7	0.1	-2.1	7.4	-5.3	4.0	0.3	7.5
公用	1.5	1.4	-0.7	4.4	4.5	-2.6	-2.2	-4.2	-1.0	-0.6	-0.3	1.0	0.9
信息	9.8	1.7	13.3	-6.2	-1.0	0.0	-1.7	-5.2	-4.4	0.8	-0.7	-1.8	3.0
可选	7.4	0.1	-3.5	-3.3	-6.3	7.8	4.8	-7.0	-0.6	-2.5	-0.8	-3.4	-8.2
金融	5.8	-3.2	-3.3	4.4	-4.0	-1.9	10.2	-6.4	-0.2	-3.6	-2.9	-2.4	-8.2
医药	5.7	0.0	-3.7	-1.1	-4.4	-4.1	0.1	-5.3	2.9	0.7	2.2	-4.9	-11.9
材料	10.2	0.4	-5.7	-4.2	-7.8	0.8	6.1	-6.9	-1.1	-1.8	-4.0	-0.5	-14.9
消费	4.1	1.6	-2.1	-6.7	-9.2	0.3	8.6	-7.2	-2.4	-1.1	-1.2	-4.5	-19.3
工业	8.8	-1.6	-3.3	-1.0	-5.8	2.4	0.5	-8.3	-3.6	-5.4	-3.0	-1.3	-20.4

热点概念	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2023年以来
游戏	9.3	11.0	35.7	23.2	-2.6	-1.9	-17.5	-2.5	-9.1	-8.0	3.7	-2.5	31.8
煤炭	5.3	3.2	-4.2	-0.6	-8.5	0.7	-1.9	-1.6	10.3	-3.4	7.8	1.0	6.7
智能驾驶	13.9	-1.4	3.7	-9.5	5.3	5.0	0.4	-6.4	-1.0	0.7	4.2	-4.8	8.2
人工智能	12.3	7.2	16.2	-5.1	1.4	0.3	-5.5	-7.3	-5.2	-7.8	3.4	0.8	7.8
半导体	6.8	-1.7	13.7	-1.9	-1.0	-6.1	-0.8	-4.8	-4.2	5.7	-1.2	-4.7	-2.1
海运	9.3	2.1	-3.3	-1.1	-10.2	0.1	9.1	-8.0	2.9	-0.7	-2.5	-4.0	-7.9
生猪	3.2	2.1	-1.3	-5.7	-10.7	3.0	5.4	-8.5	-1.4	1.4	3.1	0.7	-9.8
白酒	7.8	0.4	-0.9	-7.5	-8.2	1.0	12.6	-4.8	-2.8	-3.7	1.0	-5.4	-11.7
房地产	3.8	-1.5	-7.4	-3.2	-7.2	0.3	15.1	-7.9	-5.5	-7.1	-1.9	-6.4	-27.1
CXO	10.0	-6.9	-10.4	-5.7	-6.1	-9.4	4.5	-1.4	6.6	2.1	-3.0	-10.3	-28.2
光伏	10.7	-4.9	-7.4	-5.2	-7.7	5.2	-5.8	-10.8	-3.9	-8.9	-5.8	2.5	-36.4

数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月30日

A股策略-行业 | 追寻相对确定性：科技、医药、有色金属、可选消费

行业	近五年PE估值分位数	近三年换手率分位数	盈利库存存周期	政策支持度
政策支持度较高（2023年下半年重点政策提及超过三次）				
建筑材料	71.3%	14.0%	被动补库	高
房地产	70.7%	22.8%	主动去库	高
农林牧渔	41.6%	7.9%	被动补库	高
计算机	36.7%	32.9%	主动补库	高
传媒	35.1%	60.7%	被动去库	高
医药生物	18.0%	27.2%	被动补库	高
通信	12.1%	30.0%	被动补库	高
社会服务	9.6%	32.6%	被动补库	高
建筑装饰	0.4%	13.9%	主动去库	高
电力设备	0.0%	4.7%	主动去库	高
政策支持度中等（2023年下半年重点政策提及小于三次）				
电子	52.9%	25.4%	主动补库	中
商贸零售	48.8%	59.7%	主动去库	中
煤炭	45.3%	11.7%	主动去库	中
汽车	40.2%	40.1%	主动去库	中
交通运输	26.5%	15.0%	主动补库	中
非银金融	25.0%	10.7%	-	中
银行	12.4%	19.3%	-	中
家用电器	9.0%	12.7%	主动补库	中
石油石化	5.5%	12.2%	主动补库	中
有色金属	5.3%	4.5%	被动去库	中
食品饮料	5.0%	20.6%	主动去库	中
美容护理	0.0%	54.1%	被动去库	中
政策支持度较低（2023年下半年重点政策未曾提及）				
钢铁	93.2%	7.1%	主动补库	低
机械设备	47.1%	28.5%	被动补库	低
基础化工	40.3%	5.1%	主动补库	低
公用事业	32.8%	8.1%	主动去库	低
轻工制造	29.9%	21.4%	被动去库	低
纺织服饰	25.1%	31.7%	被动补库	低
环保	19.6%	9.8%	主动补库	低
国防军工	0.7%	11.8%	被动补库	低

行业推荐逻辑

估值水平
- 较高的投资安全边际。

政策支持度
- 政策支持度相对明确且较高。

宏观环境
- 宏观经济周期、流动性环境相对有利。

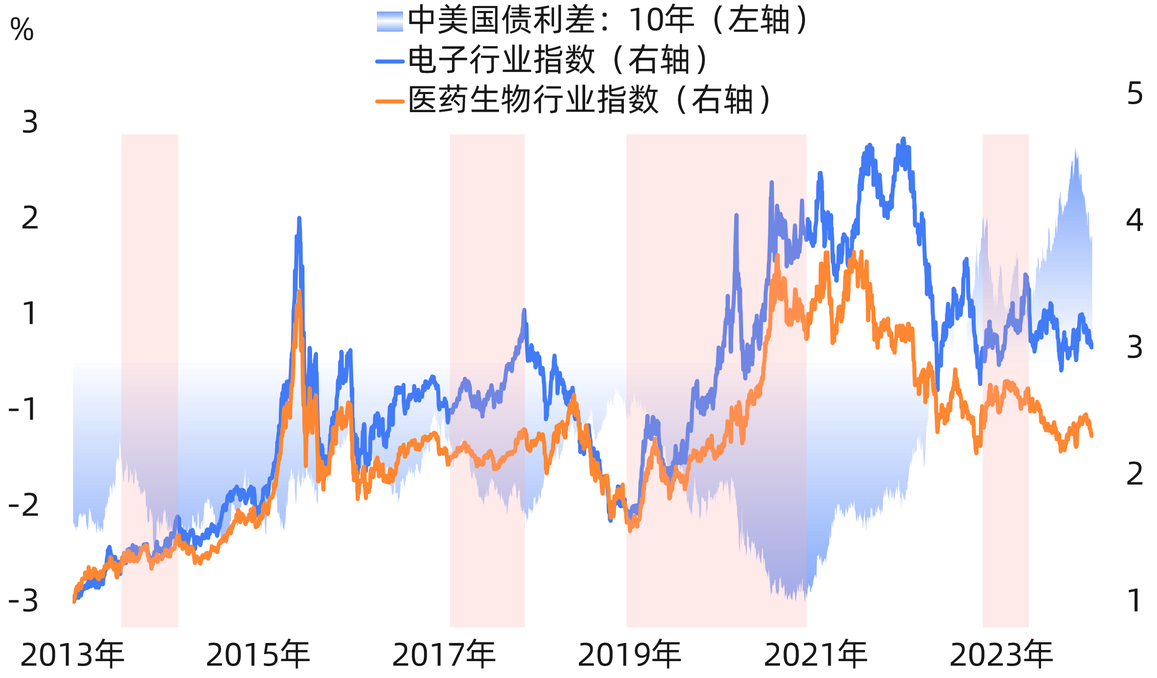
产业周期
- 高盈利增速预期、景气上升行业板块。

数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

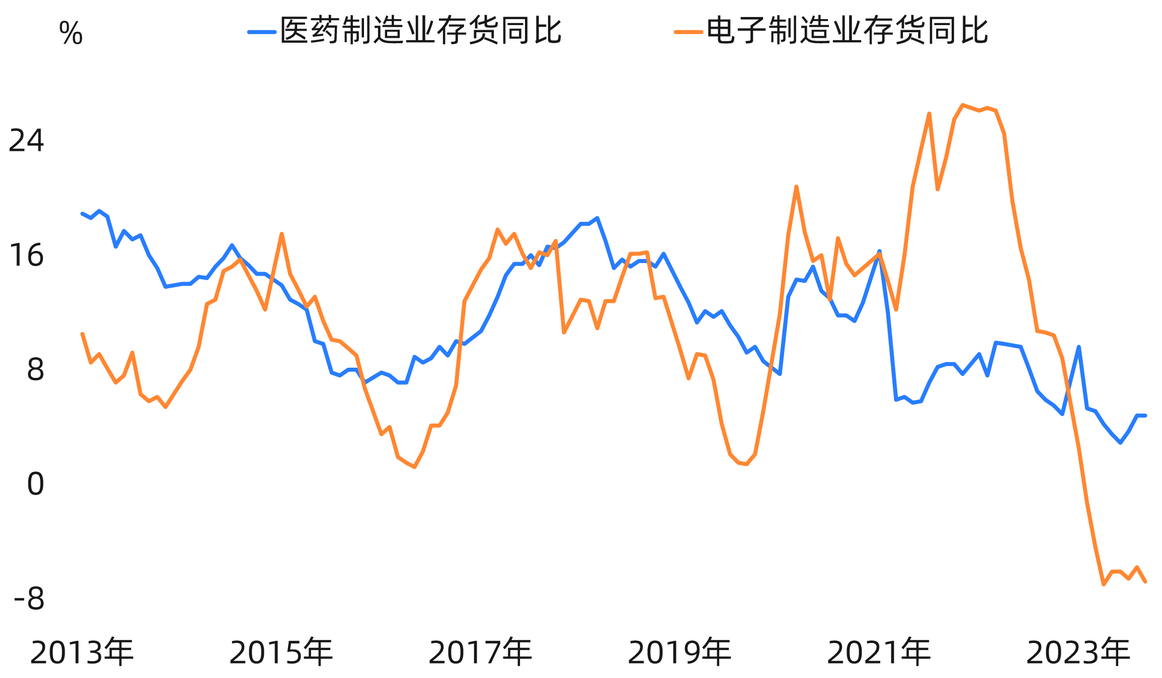
A股策略-行业 | 方向（一）估值、周期反转：医药、电子

- 医药、电子板块都是属于对流动性相对敏感的板块，因此在中美利差收敛周期可适度关注。
- **医药生物：**从估值角度看，医药板块已处于近五年低位；且在低利率环境下，医药板块投资意愿多上升，资本投入增加，提振创新药等赛道的研发、制造需求。在A股创新药题材共振，CXO业务关联的逻辑下，可适当关注医药板块。
- **电子：**中美利差收窄周期内，电子元件、半导体通常有较好表现。当前半导体周期处于底部区域，2024年有望供需两端同时提振。

中美利差收窄周期内，医药、电子板块表现较好



医药、电子制造业库存增速处于历史极低水平

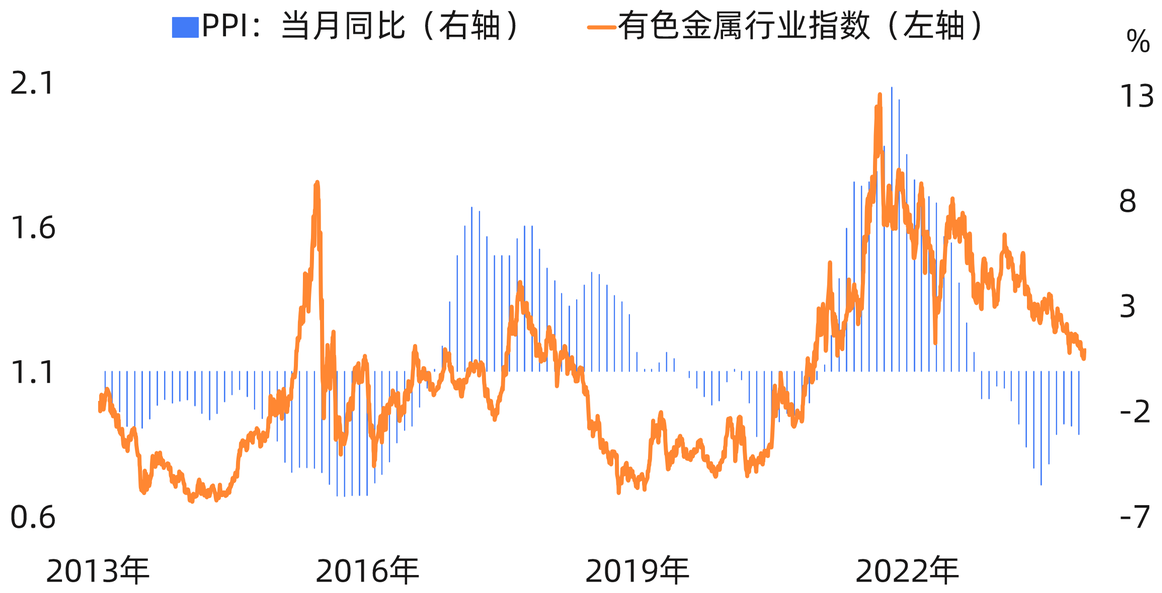


数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

A股策略-行业 | 方向（二）国内经济探底回升：有色金属、建筑装饰、可选消费

- **有色金属：**2024年稳增长、中央财政政策有望持续发力，有色金属板块有望随实体经济需求回升走出较好表现。
- **建筑装饰：**稳地产政策目标下， 二手房、新房销售有望得到一定修复，房地产板块有望实现困境反转。地产链中估值相对较低的建筑装饰板块或将跑出较好表现。
- **可选消费：**2023年疫后服务、餐饮、出行消费均出现修复，随着国际出入政策优化、消费者信心企稳，社会服务、美容护理、服装纺织等可选消费板块盈利有望回升。

PPI上行周期内，有色金属板块表现通常较好



2023年下半年消费、地产板块政策持续发力

发布时间	政策动态-消费
2023年7月	商务部等13部门发布关于促进家居消费若干措施的通知
2023年7月	国家发改委发布《关于恢复和扩大消费的措施》
2023年9月	国务院办公厅印发《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》
2023年11月	商务部：进一步恢复和扩大消费，全力稳住外贸外资基本盘
发布时间	**政策动态-房地产**
2023年11月	央行：因城施策推动更多城市下调或取消首套房贷利率下限
2023年11月	央行：对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷
2023年11月	央行：适时调整优化房地产政策，促进房地产市场平稳健康发展
2023年11月	央行等三部门联合发布地产贷款“三个不低于”要求

数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

A股策略-行业 | 方向（三）热点概念技术突破：传媒、通信、汽车

- **传媒：** OpenAI、Google、AMD等龙头公司技术突破不断，国内大模型初代版本井喷式出炉，与AI相关度较高的传媒板块2024年仍有希望出现共振上涨行情。
- **通信：**光通信、5G+等热点概念聚集的通信板块受到政策重点关注。在海内外AI技术不断突破的背景下，通信板块仍可适当关注。
- **汽车：**2023年国产汽车出口大幅提升，在智能驾驶方面国产品牌技术突破不断。随着智能驾驶行业标准、监管逐渐完善，汽车板块仍可能跟随技术突破跑出阶段式行情。

(风险提示：传媒、通信、汽车行业在2023年已有较大涨幅，需关注技术实际应用情况，警惕业绩不及预期情况下的回调风险)

2023年AI大模型实现产品井喷

- 2023年3月　GPT 4.0 (OpenAI)
- 2023年3月　文心一言（百度）
- 2023年4月　通义千问（阿里巴巴）
- 2023年7月　盘古3.0（华为）
- 2023年9月　混元（腾讯）
- 2023年12月　Gemini（Google）
- 2024年（预计）GPT5.0（OpenAI）

2023年下半年AI、智能驾驶政策不断完善

发布时间	政策动态
2023年7月	工信部：加快研究制定人工智能产业政策，引导各界集聚资源形成发展合力
2023年7月	国家网信办等七部门联合公布《生成式人工智能服务管理暂行办法》
2023年8月	工信部发布《关于加强端网协同助力5G消息规模发展的通知》(征求意见稿)
2023年8月	工信部印发《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）（2023版）》
2023年9月	工信部发布《关于推进5G轻量化技术演进和应用创新发展的通知（征求意见稿）》
2023年11月	四部门组织开展智能网联汽车准入和上路通行试点政策宣贯

数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

第五部分

策略线（二）：降低市场焦虑，如何解？

- 加入债券配置，将有机会获得更稳健的盈利体验

万物皆有周期 | 没有一类策略能长期胜出

雪球

公募基金分类指数表现（2016年-2023年）

当年表现较强 ⟷ 当年表现较弱

2016年	另类投资 (4.11%)	货基 (1.87%)	中长期纯债 (1.56%)	短期纯债 (1.15%)	一级债基 (0.94%)	偏债混合型 (0.24%)	二级债基 (-2.16%)	股债平衡型 (-7.97%)	普通股票型 (-12.39%)	偏股混合型 (-13.03%)
2017年	普通股票型 (16.06%)	偏股混合型 (14.12%)	股债平衡型 (12.01%)	偏债混合型 (4.15%)	短期纯债 (3.19%)	货基 (2.86%)	二级债基 (2.32%)	中长期纯债 (2.15%)	另类投资 (1.23%)	一级债基 (0.89%)
2018年	中长期纯债 (5.94%)	短期纯债 (5.13%)	一级债基 (4.67%)	货基 (2.98%)	另类投资 (0.5%)	偏债混合型 (0.22%)	二级债基 (-0.32%)	股债平衡型 (-16.85%)	偏股混合型 (-23.58%)	普通股票型 (-24.33%)
2019年	普通股票型 (47.03%)	偏股混合型 (45.02%)	股债平衡型 (25.08%)	另类投资 (12.41%)	偏债混合型 (10.97%)	二级债基 (10.16%)	一级债基 (6.38%)	中长期纯债 (4.33%)	短期纯债 (3.49%)	货基 (2.29%)
2020年	普通股票型 (58.12%)	偏股混合型 (55.91%)	股债平衡型 (18.59%)	偏债混合型 (13.21%)	另类投资 (11.29%)	二级债基 (9.12%)	一级债基 (4.4%)	中长期纯债 (2.84%)	短期纯债 (2.35%)	货基 (2.03%)
2021年	普通股票型 (9.62%)	二级债基 (7.82%)	偏股混合型 (7.68%)	一级债基 (7.47%)	偏债混合型 (5.61%)	中长期纯债 (4.13%)	短期纯债 (3.27%)	股债平衡型 (2.65%)	货基 (2.17%)	另类投资 (-1.73%)
2022年	另类投资 (3.37%)	中长期纯债 (2.16%)	短期纯债 (2.14%)	货基 (1.76%)	一级债基 (-0.81%)	偏债混合型 (-3.78%)	二级债基 (-5.07%)	股债平衡型 (-9.72%)	普通股票型 (-19.86%)	偏股混合型 (-21.03%)
2023年	另类投资 (6.77%)	中长期纯债 (3.61%)	一级债基 (3.46%)	短期纯债 (3.27%)	货基 (1.91%)	二级债基 (0.57%)	偏债混合型 (-0.96%)	股债平衡型 (-8.07%)	普通股票型 (-11.68%)	偏股混合型 (-13.52%)
图例	普通股票型	偏股混合型	股债平衡型	偏债混合型	一级债基	二级债基	中长期纯债	货基	短期纯债	另类投资

数据来源：朝阳永续、Wind、Choice，雪球投资研究部整理，取Wind公募基金分类指数，截至2023年12月31日。另类投资分类中包括黄金等，过往数据不代表未来表现。

降波动主题 | 加入债券配置，将有机会获得更稳健的盈利体验

雪球

- 以2012年为起始点，按股债恒定比例进行滚动持有1年的历史数据回测（过往数据不代表未来表现）：

① 股票配置比例越高，股债组合年化收益率越高。当然，组合年化波动率也越大，最大回撤也会相对较高；

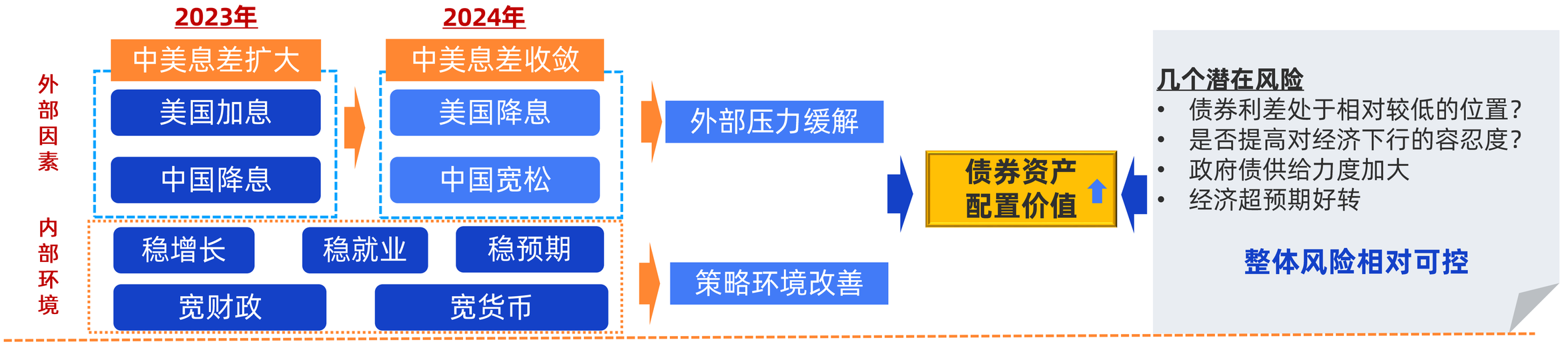
② 债券配置比例越高，能较好的控制组合最大回撤。其中，100%配置在股票资产的最大回撤为-47%，但是50%股+50%债的最大回撤收敛至-29%。

持有1年	年化收益率（均值）	年化波动率	最大回撤	组合表现为正回报的样本次数占比
股票0%+债券100%	3.5%	2.0%	-3%	98%
股票10%+债券90%	3.7%	2.5%	-4%	98%
股票20%+债券80%	3.9%	4.4%	-11%	78%
股票30%+债券70%	4.1%	6.5%	-18%	68%
股票40%+债券60%	4.3%	8.8%	-24%	63%
股票50%+债券50%	4.5%	11.1%	-29%	60%
股票60%+债券40%	4.7%	13.4%	-33%	58%
股票70%+债券30%	4.9%	15.7%	-37%	56%
股票80%+债券20%	5.1%	18.0%	-41%	55%
股票90%+债券10%	5.3%	20.3%	-44%	54%
股票100%+债券0%	5.5%	22.6%	-47%	54%

数据来源：基金协会、Choice、Wind，雪球投资研究部整理、股票取中证偏股基金指数；债券取中证纯债基金指数。数据统计时间：2012/1/1-2023/12/29，按股债恒定比例，取指数周数据，滚动52周计算持有1年结果。过往数据不代表未来表现。

债市存在明显的“牛长熊短”特征

- 过去十年，债市经历多次较剧烈的利率上行周期或突发的信用事件及流动性冲击，但是基金产品具有一定的持债分散度且债券有票息保护的特征也让债市存在较强的“牛长熊短”特征 。
- 2024年经济温和回升、政策重中之重是“化债”→防风险+稳增长→市场利率持续大幅走高的风险相对可控。

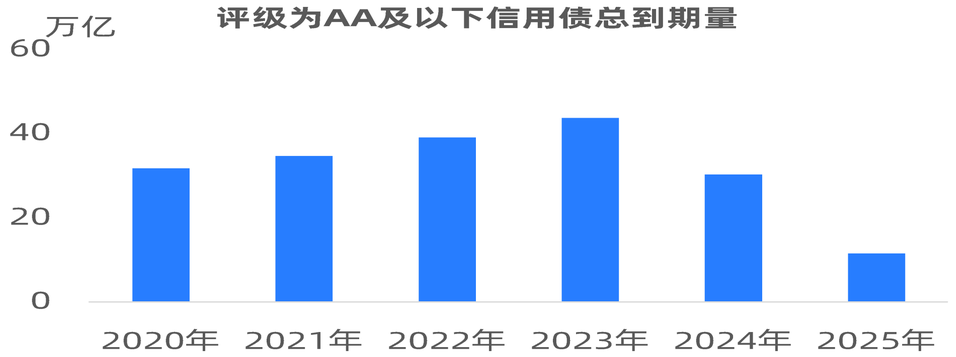


债牛		期间月度收益率						
开始	结束	历时（月）	10Y国债收益率变化	债券型基金	一级债基	二级债基	纯长债	纯短债
2013/12/31	2016/10/31	34	4.56%-2.72%	0.97%	0.97%	1.24%	0.82%	0.38%
2018/1/31	2020/4/30	27	3.91%-2.52%	0.48%	0.52%	0.41%	0.48%	0.37%
2021/2/28	2022/8/31	18	3.28%-2.62%	0.33%	0.39%	0.22%	0.33%	0.28%
2023/2/28	2023/8/31	6	2.91%-2.55%	0.17%	0.33%	-0.17%	0.33%	0.17%

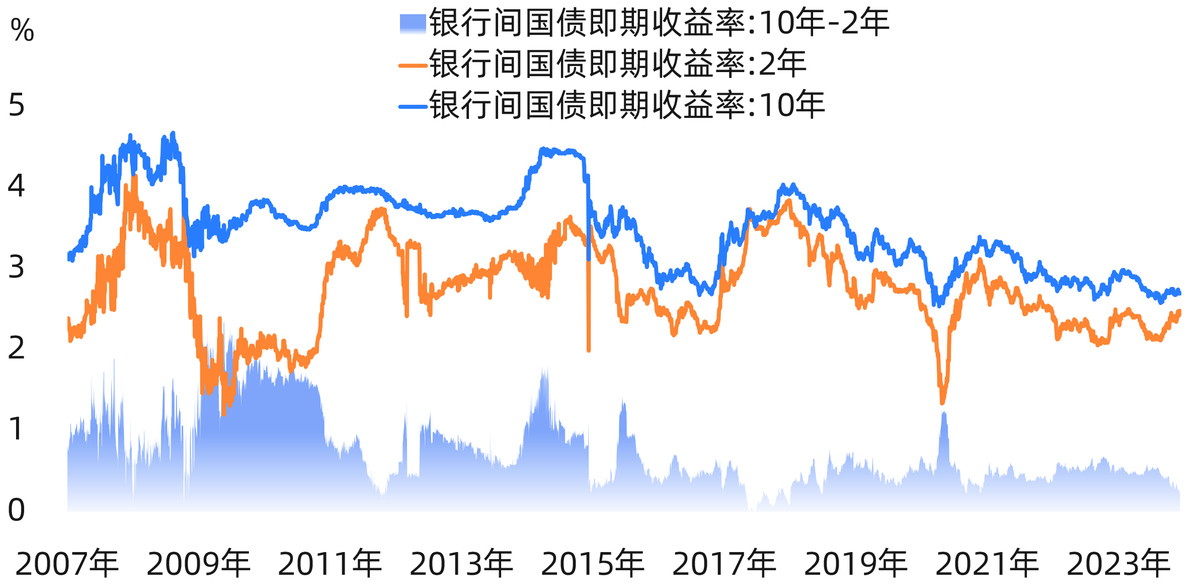
数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理、取Wind公募基金指数，数据截至2023年12月31日，过往数据不代表未来表现。

债券到期与违约峰值逐年下降，整体信用风险较可控

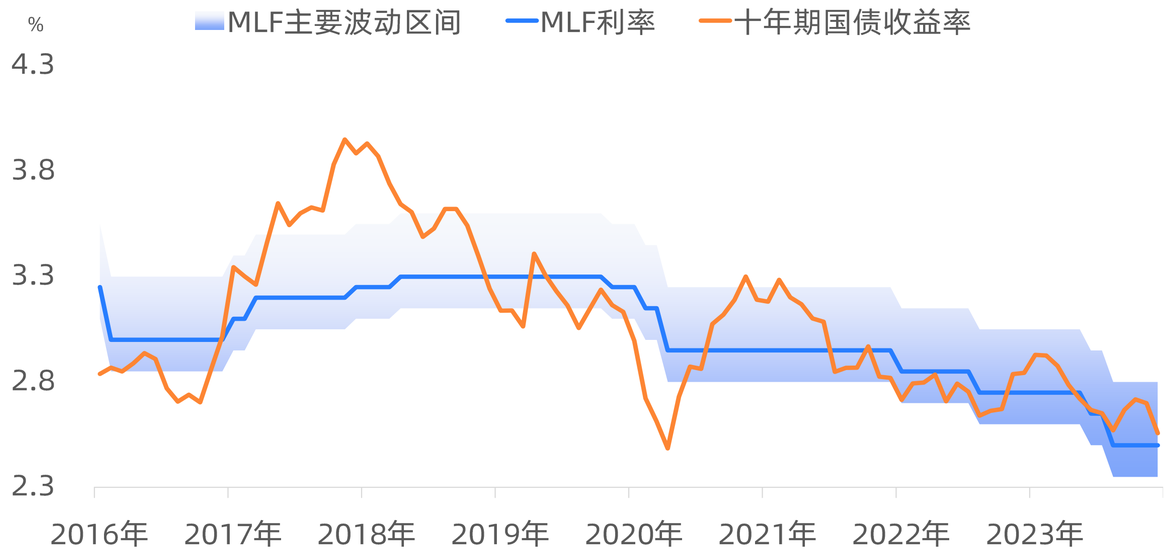
出现债券违约	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年
数量（只）	41	78	165	175	214
金额（亿元）	308	534	1807	1894	1729



长短债券息差接近2007年以来历史低位



MLF利率下调或引导长债收益率进一步下行（价格上涨）



数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理、取Wind公募基金指数，数据截至2023年12月31日，过往数据不代表未来表现。

第六部分

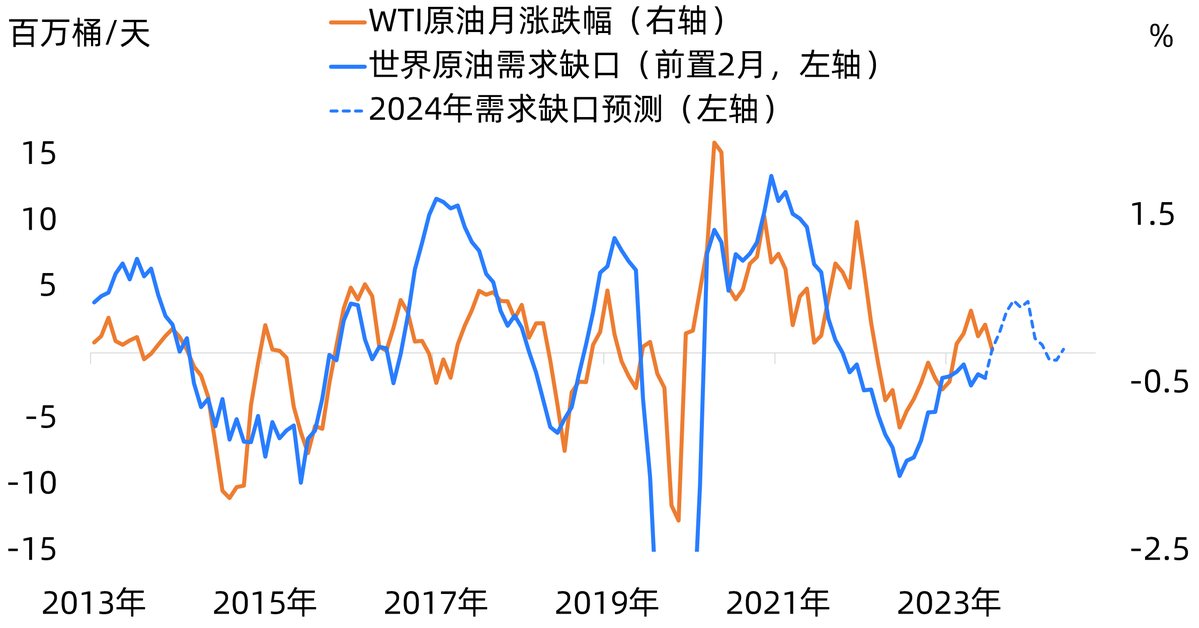
策略线（三）：商品过山车，怎么看？

- 原油：暂时维持高位震荡
- 黄金：提防冲高回落，牛市仍可期

商品策略-原油 | 供求博弈V.S.地缘冲突，油价或暂时维持高位震荡

- **油价受供求变化的潜在影响更大：**2020年疫情发生之后，原油需求波动加大，OPEC+为维护自身利益多次通过减产稳定油价。在此背景下，原油与美元负相关性明显下降，甚至出现阶段性同涨同跌的现象，油价受基本面等供求关系影响加大。目前减产效果已提前反映在油价里面，后续未出现超预期减产，油价上行动能可能减弱。
- **OPEC持续减产或遭遇阻力**：为了维持收支平衡，产油国多会根据油价调整生产，目前油价已接近部分产油国的盈亏平衡线，加上美国页岩油产量快速提升（1997年美国在全球占比为13%，EIA预计2024年末将达到22%），OPEC持续减产意味着可能再丢失部分市场份额。近期红海局势反复，在暂时未出现重大地缘冲突的基础上，OPEC大幅减产意愿较小，油价或暂时呈高位宽幅震荡，大幅上行动能应有限。

当前油价已提前反应OPEC+减产力度



当前油价已接近部分石油输出国盈亏平衡线

	平均值				预测值	
	2000-2019	2020	2021	2022	2023	2024
原油出口国						
阿尔及利亚	85.2	80.2	79.2	68.7	70.0	76.4
阿塞拜疆	57.4	64.8	69.5	110.6	76.5	89.7
巴林	52.5	84.6	34.6	3.6	42.0	40.7
伊朗	40.4	36.7	44.5	54.7	47.5	46.0
伊拉克	65.7	60.7	57.4	63.2	84.6	89.9
哈萨克斯坦	86.5	96.3	83.0	60.1	98.3	88.0
科威特	37.8	37.1	33.0	43.4	45.1	46.2
利比亚	54.3	58.0	69.1	57.9	53.0	46.4
阿曼	71.4	75.5	76.4	81.7	66.7	66.0
卡塔尔	50.6	43.6	43.5	42.3	39.1	41.0
沙特阿拉伯	55.4	50.8	57.1	54.4	62.2	61.2
土库曼斯坦	...	25.9	21.7	32.3	31.4	32.6
阿联酋	45.7	18.5	16.8	35.3	36.5	36.8

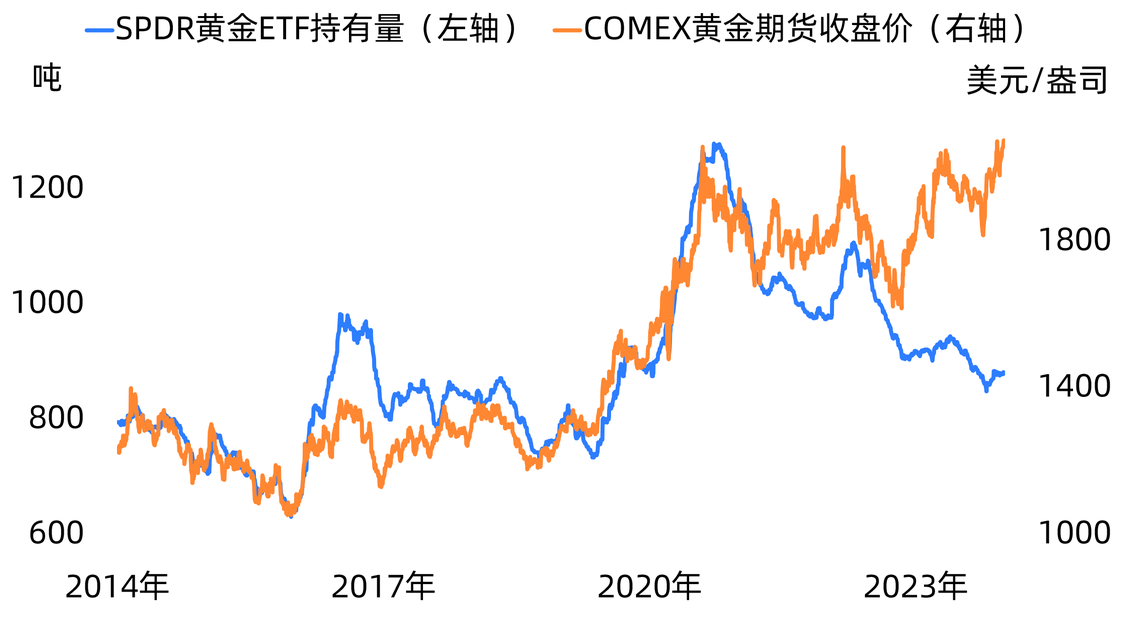
数据来源：Choice、Wind，EIA（美国能源信息署），雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

商品策略-黄金 | 美联储降息预期抢跑，适度提防冲高回落，牛市仍可期

- 黄金同时具备商品属性与货币属性，表现多与美元高度负相关，与避险需求正相关。因此，当美元指数下行，全球利率下行周期，或者地缘冲突出现时，黄金需求量多会出现持续性的上涨。
- 自2022年以来，在全球通胀高企，美联储大幅加息及地缘冲突不断的背景下，各国央行持续购金，金价中枢逐步上移，但是全球规模最大的SPDR黄金ETF持仓量不升反降，2023年四季度低位企稳，说明配置盘的支撑尚未发挥积极的作用。展望2024年，在美联储或降息、全球大选年、地缘冲突仍有反复且全球实际利率偏低的基础上，黄金应仍有脉冲行情，但金价走势容易出现“买预期，卖现实”的特征，仍需高度注意当前金价或已反映美联储降息空间，提防冲高后的回调风险，策略上偏多头思路，在降息预期正式兑现前分批定投或是一个可选项。

以史为鉴：金价与经济政策不确定性的相关性达0.75

黄金ETF持有量不升反降，与金价走势形成阶段性背离



数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

第七部分

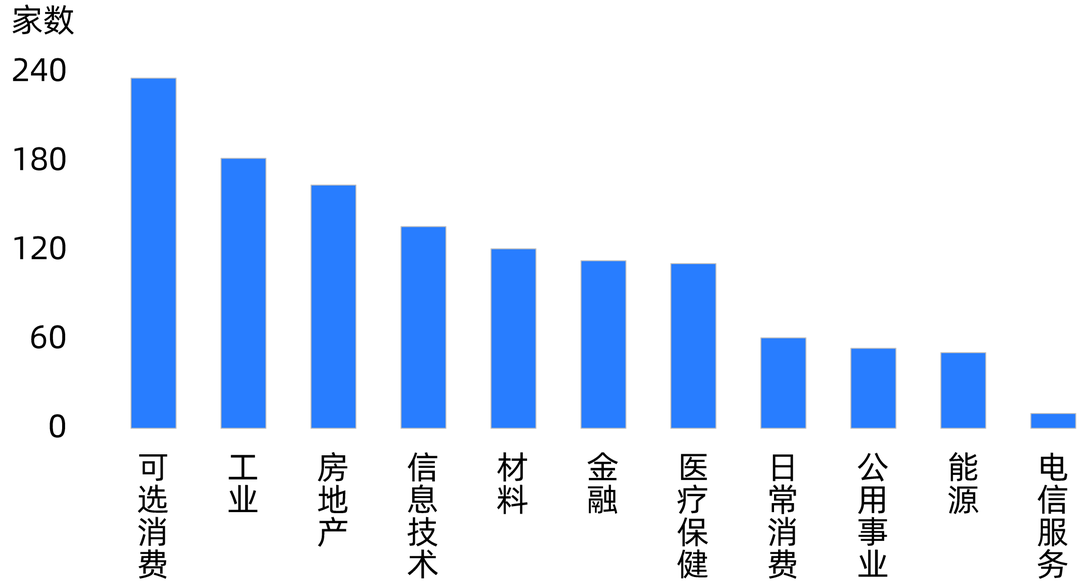
策略线（四）：港股美股，将反转？

- 港股：盈利+资金双轮驱动
- 美股：关注美联储降息节奏

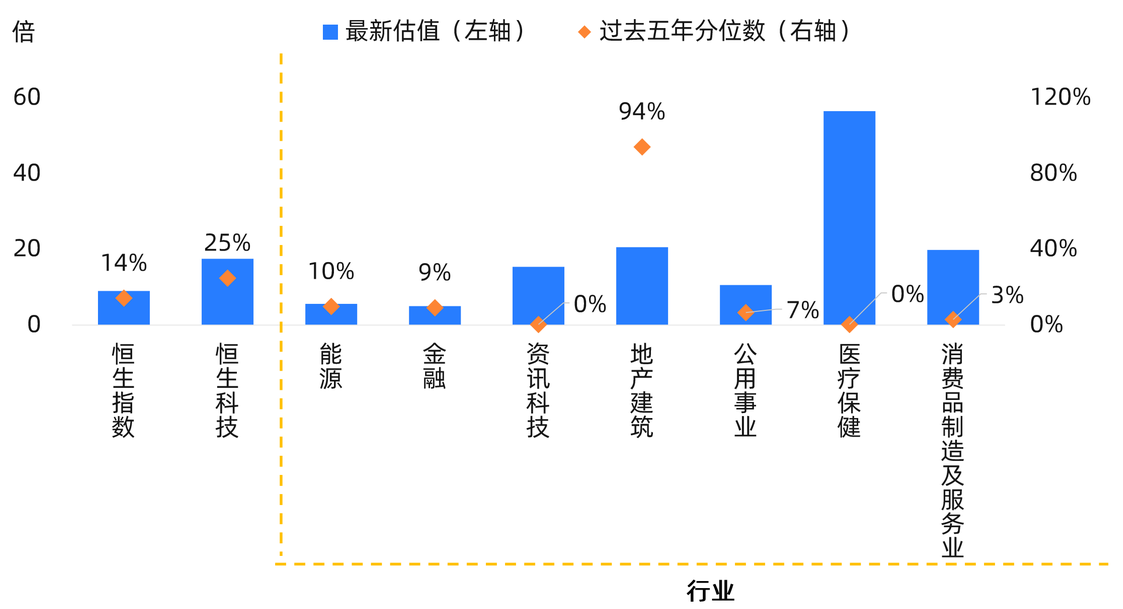
港股策略 | 盈利驱动，2024年港股将有机会回暖

- **香港恒生指数与A股的相关性持续上升：**自2021年开始，香港恒生指数与沪深300指数走势非常接近，主要是因为中资企业归母净利润在港股中占比高达85%（企业家数占比不到一半），对港股盈利基本面的影响更明显。在经济进一步企稳、A股企业盈利企稳回升后，港股有望同步回升。
- **宽基、行业指数估值多处于历史低位：**宽基指数方面，恒生指数、恒生科技指数估值均处于过去五年相对低位。行业指数方面，除地产建筑外，均处于历史10%以下分位水平。

港股中资股行业分布（归母公司净利润占比85%）



港股宽基及多数行业PE估值处于过去五年低位

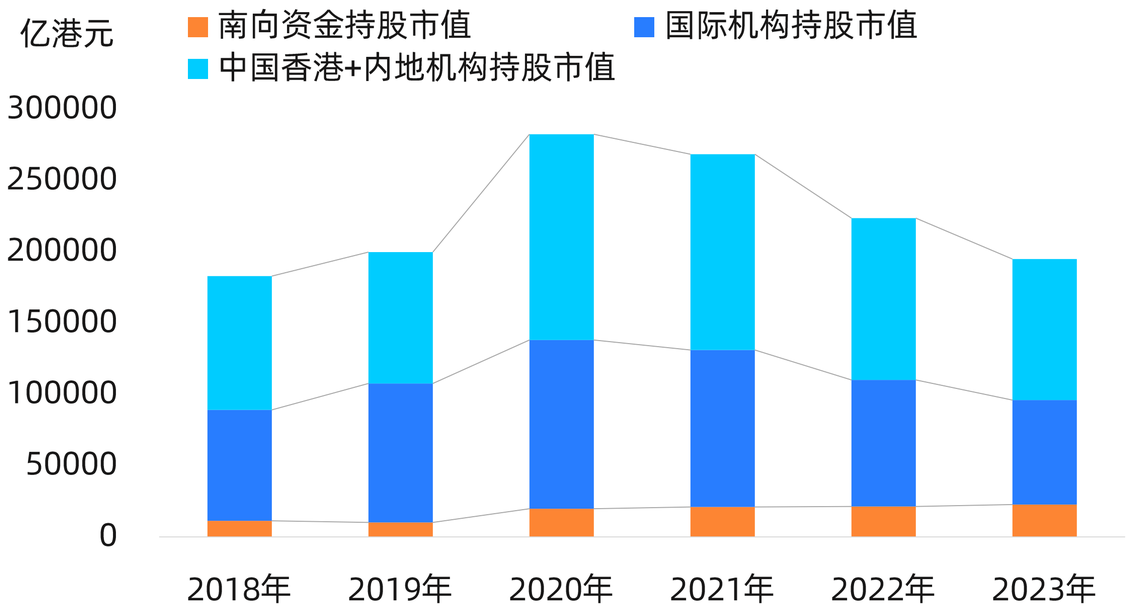


数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

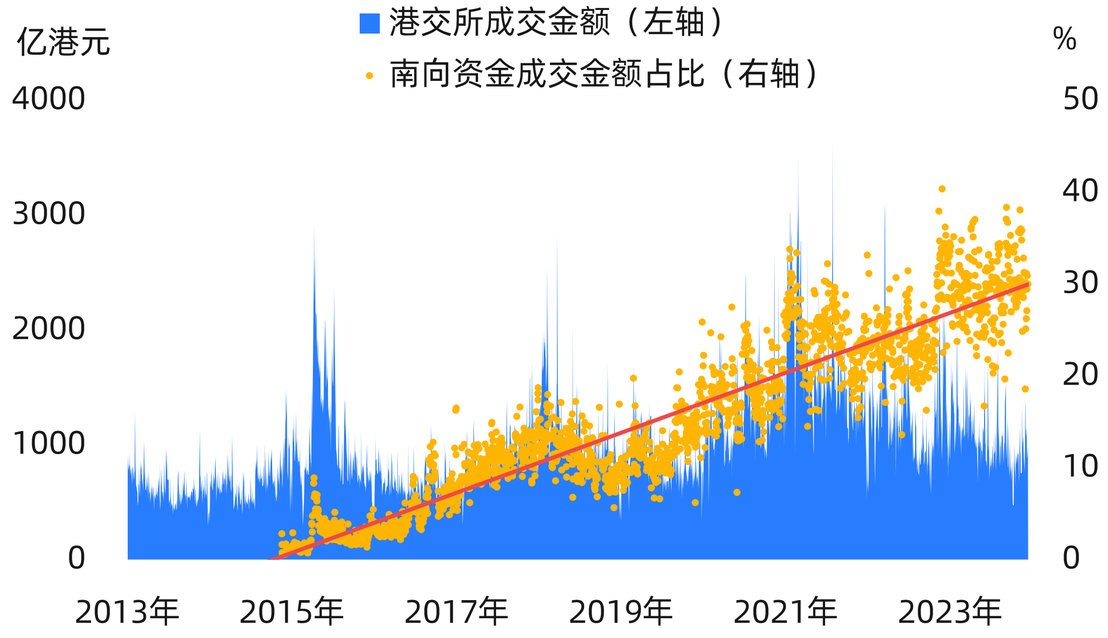
资金面驱动，2024年港股将有机会回暖

- 自2015年港股通开通以来，南向资金不断买入港股，成交额占比不断提高。但是近两年中资、外资机构持股市值逐年下降，对港股形成约束。随着人民币企稳、美元指数长期下行，国内经济复苏预期逐步兑现，港股有望走出上涨行情。

港股投资者结构



港股成交额占比持续攀升

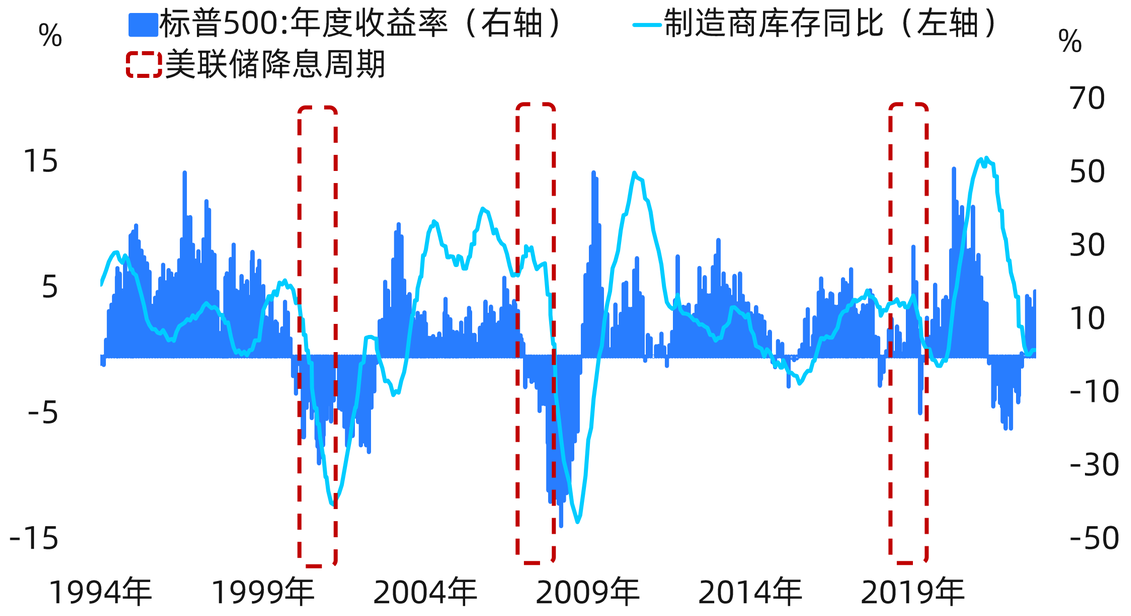


数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日

- **美联储进入降息阶段，美股或仍有脉冲行情：**2018年之后，市场预期随货币政策不断切换与反转，美股与美债呈现较强的负相关性。回顾历史，美股与美国库存周期、利率水平存在较强的正相关性，但是本轮加息过程中，美股在2022年已提前反映“衰退预期”，所以如果美联储符合市场预期在经济严重下行前降息，美股在美债收益率下行期间或仍有阶段性行情。
- **警惕“Mag7”高估值风险**：Mag7*是2023年美股上涨主要原因，股票总市值占比约1/4，在大幅上涨后，股票超额甚至超过疫情初期的高点。整体盈利出现一定分化之后，需要适度警惕回调风险对美股的潜在影响。

2018年来美股、美债出现较强的跷跷板效应

美联储启动降息或加大美股波动



数据来源：Choice、Wind，雪球投资研究部整理，截至2023年12月31日。*Mag7，又称美股七巨头，主要包括亚马逊、Alphabet、苹果、英伟达、Meta、微软和特斯拉等七只股票

风险提示

- 中国经济回暖超预期
- AI大模型商用不及预期
- 美联储经济下行超预期
- 美联储降息预期已较充分，调整节奏低于预期
- 欧元区降息节奏低于预期
- 政治博弈、地缘冲突局势超预期

- 本期报告逻辑及相关结论是根据所有基础假设进行模拟推演。出现以上任一情况，均可能导致本期报告结论出现明显偏差。
- 市场有风险,投资需谨慎。

风险提示

- 本文内容仅供参考，不构成任何投资建议。对任何因直接或间接使用本文涉及的信息和内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失，由您自行承担，雪球及关联方不承担任何法律责任。
- 数据及信息来源：管理人提供、Wind、Choice、朝阳永续、火富牛、EIA、CME FedWatch、IMF、OECD、纽约联储、公众媒体等。本文所引用的信息和数据均合法取得，但雪球对这些信息和数据的准确性、完整性不作任何保证。
- 本文所述观点、引用的信息或数据有可能因发布日之后的情势或其他因素的变更而不再准确或失效，但雪球及关联方不承担更新相关观点、信息以及数据的义务，在对相关观点、信息或数据进行变更或更新时亦不会另行通知。
- 本文中所有基金管理人、基金经理的投资策略、市场观点等仅为相关机构或个人的观点，不代表雪球立场。
- 管理人的投资策略、市场观点等具有时效性，仅代表当前观点及情况。基金经理有权在基金合同约定的范围内按照市场行情等对投资策略、投资标的等进行适时调整，雪球及关联方不承担更新相关观点，信息以及数据的义务，在对相关观点、信息或数据进行变更或更新时亦不会另行通知。
- 文中的产品要素等信息仅供参考，投资者应当以基金合同等法律文件所载信息或基金管理公司等发布的信息为准。
- 本文版权归雪球所有，未获得雪球或关联方事先书面授权，任何机构和个人不得对本文进行任何形式的复制、发表、刊发或传播。如需引用或转载，应注明出处。任何情形下，均不得对本文进行有悖原意的删节和修改。
- 基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他业绩并不构成基金业绩表现的保证。基金投资不保证一定盈利，也不保证最低收益。因版面有限，未能列示产品所有风险，请投资者仔细阅读基金的风险揭示书，了解投资风险，谨慎做出投资决策。投资者购买基金前，请仔细阅读基金的《基金合同》和《招募说明书》等法律文件，理性投资。
- 市场有风险，投资需谨慎。

THANKS