

年度策略

2025年度金融工程策略展望

宏观情景、资产配置与风格轮动展望。经济六周期：预计迈入信用扩张阶段概率较大，利好权益资产表现；**财政刺激**：节奏逐步加快，强劲的财政刺激对权益资产有显著驱动效果；**宽基展望**：GK模型显示大市值宽基指数具备更高预期收益；**风格展望**：结合微观三标尺和宏观周期视角，质量>成长>价值>小盘；**转债市场**：当前转债市场已由“低价低估区间”进入“中等价格与估值”区间，转债配置性价比适中；**宏观对冲的组合思路**：在明年货币政策是主动宽松的基础假设下，可利用股债风险平价策略对冲增长，收获流动性。

基金分析年度策略。1) 行业仓位：成功领先者边际加仓家电、电力设备及新能源、通信、有色金属、房地产，成功独行者边际加仓食品饮料、非银行金融、电力设备及新能源、家电、通信；2) 基金推荐：成功领先者和成功独行者是相对优秀的基金类型，FOF组合年初至今仍具备超额收益。

中观行业配置展望：当下可能处于主动去库存末期，重视电子、汽车、家电和有色等行业补库存机遇。配置观点：根据景气度-趋势-拥挤度打分，红利相关行业打分在10月明显下滑，成长板块相对占优，而左侧库存反转模型看好电子、汽车、家电和有色等。考虑到当下可能处于主动去库存末期，建议重视此类行业补库存机遇；**组合跟踪**：截止2024年11月底右侧景气趋势模型表现稳健，绝对收益16.1%，相对wind全A指数超额4.1%；左侧库存景气反转策略绝对收益24.9%，相对行业等权超额13.5%。

多因子策略回顾与展望。A股风格：2024年上半年，A股市场出现了较为频繁的大小盘风格切换，整体来看大盘风格占优；动量因子上半年的累计收益较高，但下半年波动较大；**量价Alpha因子**：今年以来，国盛金工量价类Alpha因子均取得正向收益，其中分钟换手稳定性因子、分钟收益波动因子的稳定性最高，年化信息比率分别为2.64、2.03。**量化选股组合**：1) 基于增强ETF申赎清单构建的指增组合：截至2024年11月底，沪深300和中证500指增组合超额收益分别为5.2%和8.6%；2) 基于量价交易信息的AI指数增强组合：中证500、中证1000指增组合今年以来超额收益分别为7.1%和11.0%。

可转债市场回顾与量化展望。可转债市场估值修复基本完成，配置性价比适中。今年十月以来，转债处于低估值高性价比区间，转债的资产表现出了优异的收益风险比。在正股波动率与信用环境较为保守的假设之下，目前转债的配置性价比适中，转债市场估值修复基本完成。**转债估值有望贡献非线性收益。**投资者感受到的可转债非线性收益主要来自于gamma收益与转债估值收益，当前转债估值中性偏低，未来估值有望继续上升，从而提升转债的非线性收益。

量化择时核心结论。当下处于牛市的初级阶段，市场呈现普涨格局。刚确认周线上涨的行业有建筑、轻工、机械、电力设备及新能源、商贸零售、纺织服装、非银行金融、地产、计算机、传媒；下跌相对比较充分，有望迎来周线上涨的行业有医药、钢铁、建材、农林牧渔。

风险提示：以上结论均基于历史数据和统计模型的测算，如果未来市场环境发生明显改变，不排除模型失效的可能性。此外，本报告不构成对基金产品的推荐建议。

作者

分析师 刘富兵

执业证书编号：S0680518030007

邮箱：liufubing@gszq.com

分析师 林志琦

执业证书编号：S0680518100004

邮箱：linzhipeng@gszq.com

分析师 缪铃凯

执业证书编号：S0680521120003

邮箱：miaolingkai@gszq.com

分析师 沈芷琦

执业证书编号：S0680521120005

邮箱：shenzhiqi@gszq.com

分析师 梁思涵

执业证书编号：S0680522070006

邮箱：liangsihan@gszq.com

分析师 杨晔

执业证书编号：S0680524050001

邮箱：yangye1@gszq.com

分析师 张国安

执业证书编号：S0680524060003

邮箱：zhangguoan@gszq.com

分析师 赵博文

执业证书编号：S0680524070004

邮箱：zhaobowen@gszq.com

研究助理 汪宜生

执业证书编号：S0680123070005

邮箱：wangyisheng@gszq.com

研究助理 阮俊烨

执业证书编号：S0680124070019

邮箱：ruanjunye@gszq.com

相关研究

- 《量化周报：震荡环境下可适当逆市布局》 2024-12-15
- 《量化分析报告：择时雷达六面图：本期打分无变化》 2024-12-14
- 《从预期博弈走向现实定价：——2025年年度策略》 2024-12-11

内容目录

一、宏观情景、资产配置与风格轮动展望	5
1.1 经济六周期：迈向信用扩张	5
1.2 财政刺激：节奏逐步加快	6
1.3 宽基展望：大市值宽基跑赢小市值宽基	6
1.4 风格展望：质量>成长>价值>小盘	7
1.5 转债市场：配置性价比适中	9
1.6 宏观对冲的组合思路：利用股债 RP 对冲增长，收获流动性	11
二、基金分析展望	12
2.1 基金仓位	12
2.2 基金优选	14
三、中观行业配置展望	15
3.1 配置观点：重视电子、汽车、家电和有色的库存反转机遇	15
3.2 基本面量化组合跟踪	20
3.2.1 行业景气趋势配置模型	20
3.2.2 行业库存反转模型	21
3.2.3 行业配置落地：ETF & 选股	21
四、多因子策略回顾与展望	23
4.1 A 股市场风格因子表现	23
4.2 A 股市场量价类 Alpha 因子表现	25
4.3 量化选股策略跟踪	28
五、可转债市场回顾与量化展望	32
5.1 可转债市场估值修复基本完成，配置性价比适中	32
5.2 转债估值有望贡献非线性收益	35
六、量化择时展望	36
6.1 指数量化择时-当下处于牛市的初级阶段	36
6.2 行业量化择时-市场呈现普涨格局	37
风险提示	40

图表目录

图表 1: 资产隐含周期预期	5
图表 2: 彭博一致预测未来展望	5
图表 3: 不同阶段下大类资产年化收益统计	5
图表 4: 不同强度财政刺激下股债资产收益统计	6
图表 5: 财政赤字率标准化序列	6
图表 6: 沪深 300 未来一年预期收益显著优于中证 500，大市值风格当前的长期配置价值更高	7
图表 7: 预期收益的绝对数值或有误差，但 300 和 500 的预期收益差往往提示了未来大小盘风格的长期方向	7
图表 8: 风格赔率-趋势-拥挤度分析图谱	8
图表 9: 中国经济六周期的视角下：成长风格在前三个阶段表现出色，而价值类风格在后三个阶段表现出色	8
图表 10: 基于赔率-趋势-拥挤度三标尺打分的四象限风格轮动策略	9
图表 11: 中证转债指数与信用债与转债 YTM 差值-历史 6 年中位数 (2024/12/13)	10
图表 12: 中证转债指数与市场 CCBA 定价偏离度 (使用历史波动率中枢计算, 2024/12/13)	10
图表 13: 历史上两次股债 RP 指数的大回撤都是在货币政策主动收紧的环境中出现	11
图表 14: 从回归关系来看，货币宽松往往意味着股债风险平价策略将会有更高的收益	11
图表 15: 成功领先者&成功独行者的板块配置 (截至 2024/9/30)	12
图表 16: 成功领先者&成功独行者的中信一级行业配置 (截至 2024/9/30)	13
图表 17: 成功领先者&成功独行者的中信二级行业加减仓行为 (截至 2024/9/30)	13
图表 18: 成功领先者部分展示	14
图表 19: 成功独行者部分展示	14
图表 20: 行业景气-趋势-拥挤度打分表格	15
图表 21: 行业景气度-趋势-拥挤度图谱 (截止 2024 年 11 月 29 日)	16

图表 22:	行业库存景气图谱 (截止 2024 年 11 月 29 日)	17
图表 23:	当前处于主动去库存阶段	17
图表 24:	基于库存周期的择时策略	17
图表 25:	库存同比: 家电、汽车、有色和电子近期的库存同比均出现回补迹象	18
图表 26:	营收同比: 家电、汽车、有色和电子半年报的营收同比均出现企稳向上	18
图表 27:	资本开支占比: 家电、有色和电子半年报的资本开支占比均处于历史低位, 汽车略高但未触及历史极值	19
图表 28:	毛利率: 家电、有色、汽车和电子半年报的毛利率均处于上行趋势	19
图表 29:	自由现金流/总资产: 家电、有色、汽车和电子半年报的自由现金流占比均处于上行趋势或有企稳迹象	19
图表 30:	行业景气趋势策略近两年表现比较优异	20
图表 31:	两个模型以及并行策略超额表现	20
图表 32:	行业景气趋势策略年初至今 PMS 组合跟踪表现	20
图表 33:	截止 2024 年 11 月底, 行业库存景气反转策略绝对收益为 24.9%, 相对行业等权超额 13.5%	21
图表 34:	行业景气趋势 ETF 配置模型历史表现	21
图表 35:	行业 ETF 配置策略年初至今 PMS 组合跟踪表现	22
图表 36:	行业 ETF 景气度-趋势-拥挤度图谱 (截止 2024 年 11 月 29 日)	22
图表 37:	景气度投资选股策略净值表现	23
图表 38:	景气度投资选股模型最新重仓股推荐	23
图表 39:	2024 年 A 股市场风险因子纯因子收益率 (截至 2024 年 11 月底)	24
图表 40:	2024 年 A 股市场风格因子纯因子收益净值曲线 (截至 2024 年 11 月底)	24
图表 41:	国盛金工量价类 Alpha 因子简介	25
图表 42:	A 股市场量价类 Alpha 因子多空对冲净值曲线 (201402-202411)	26
图表 43:	A 股市场量价类 Alpha 因子多空对冲绩效指标 (201402-202411)	26
图表 44:	2024 年 A 股市场量价类 Alpha 因子多空对冲累计收益、信息比率 (202401-202411)	27
图表 45:	沪深 300 与中证 1000 指数净值走势 (201201-202411)	27
图表 46:	基于增强 ETF 申赎清单的指增组合超额收益	28
图表 47:	中证 500 指数增强组合净值	29
图表 48:	中证 1000 指数增强组合净值	29
图表 49:	小盘价值组合业绩表现	30
图表 50:	权益基金业绩增强组合	31
图表 51:	红利精选组合业绩	31
图表 52:	预期精选组合业绩	31
图表 53:	中证转债与各宽基指数自 2024 年 10 月以来的净值表现 (2024/12/13)	32
图表 54:	中证转债指数与市场 CCBA 定价偏离度 (2024/12/13)	32
图表 55:	历史波动率与波动率中枢, 按照转债个券市值加权计算 (2024/12/13)	33
图表 56:	中证转债指数与市场 CCBA 定价偏离度 (使用历史波动率中枢计算, 2024/12/13)	33
图表 57:	隐含利差 (平价低于 80, 余额 3 个亿以上, 评级 AA-及以上, 正股价 2 元以上, 等权, 2024/12/13)	34
图表 58:	不同分位数下的隐含利差, 以及对应 ccba 定价偏离度, 其中波动率使用长期中枢计算 (2024/12/13)	34
图表 59:	中证转债累计收益拆解	35
图表 60:	中证转债累计收益拆解统计结果	35
图表 61:	当转债估值上升时, 感受到的转债非线性会更强	35
图表 62:	当转债估值下降时, 感受到的转债非线性会更弱	35
图表 63:	广义 gamma 收益=gamma 收益+转债估值收益	36
图表 64:	当前转债估值中性偏低, 预期未来估值有望贡献正收益	36
图表 65:	上证综指走势结构图	36
图表 66:	上证 50 走势结构图	36
图表 67:	沪深 300 走势结构图	37
图表 68:	中证 500 走势结构图	37
图表 69:	中证 1000 走势结构图	37
图表 70:	深证成指走势结构图	37
图表 71:	建筑中期走势结构图	38
图表 72:	轻工中期走势结构图	38
图表 73:	机械中期走势结构图	38
图表 74:	电力设备及新能源中期走势结构图	38
图表 75:	商贸零售中期走势结构图	38
图表 76:	纺织服装中期走势结构图	38
图表 77:	非银行金融中期走势结构图	39

图表 78: 房地产中期走势结构图	39
图表 79: 计算机中期走势结构图	39
图表 80: 传媒中期走势结构图	39
图表 81: 医药中期走势结构图	39
图表 82: 农林牧渔中期走势结构图	39
图表 83: 钢铁中期走势结构图	40
图表 84: 建材中期走势结构图	40

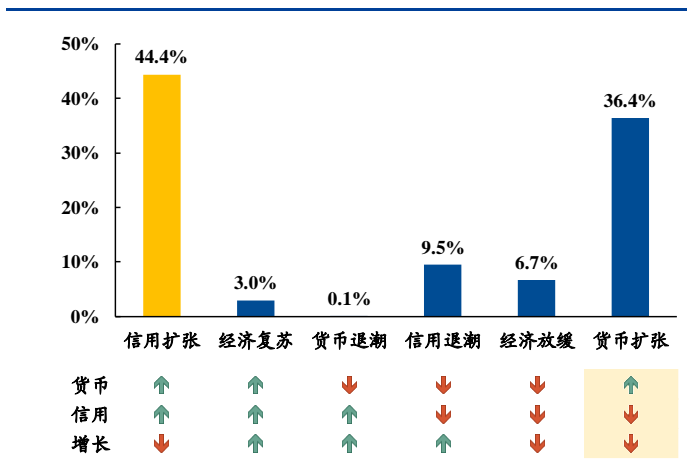
一、宏观情景、资产配置与风格轮动展望

1.1 经济六周期：迈向信用扩张

基于货币传导理论机制，我们将宏观情景按照“货币-信用-增长”三因子方向划分成中国经济六周期，当前从基本面现实来看，处于宽货币-紧信用-弱增长的货币扩张状态。而近一个季度股债商三类资产均有不错表现，逻辑回归模型预测表明资产走势或已部分定价信用扩张预期。

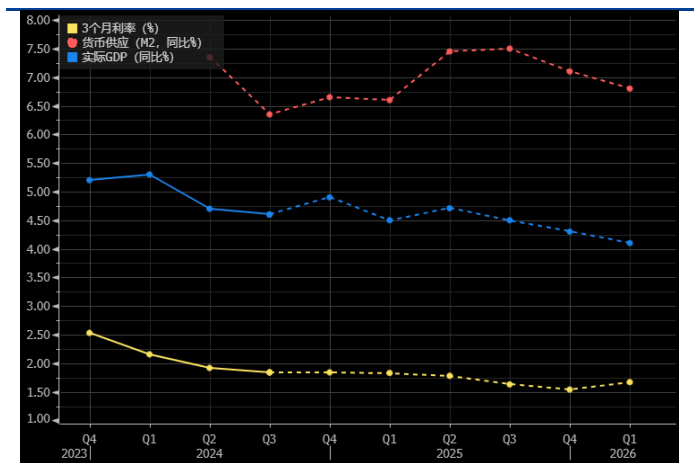
展望未来一年，彭博经济学家一致预测显示货币环境维持宽松（SHIBOR3M 预测平稳下行）、信用开启反弹（M2 预测趋势上行）、增长仍然偏弱（GDP 预测波动向下），据此推演将切换至信用扩张阶段，利好权益资产表现。

图表1: 资产隐含周期预期



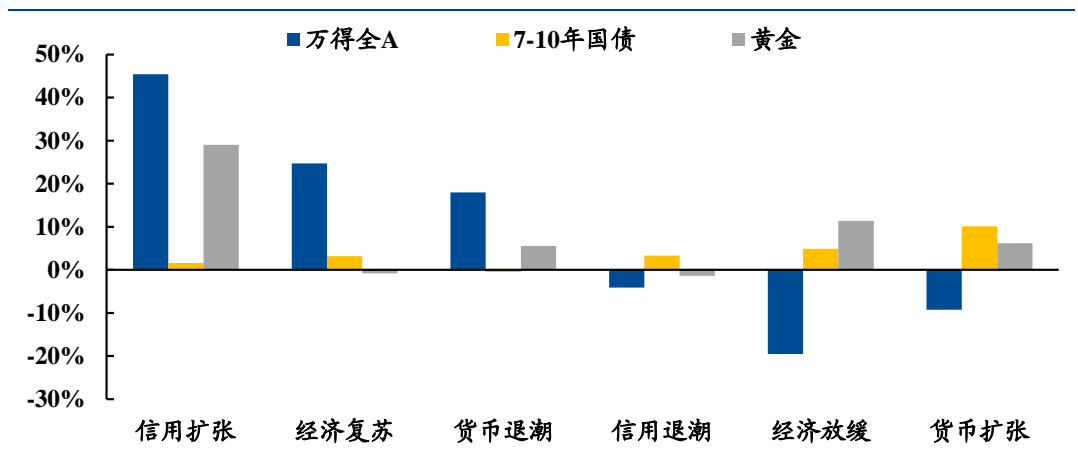
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 彭博一致预测未来展望



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表3: 不同阶段下大类资产年化收益统计



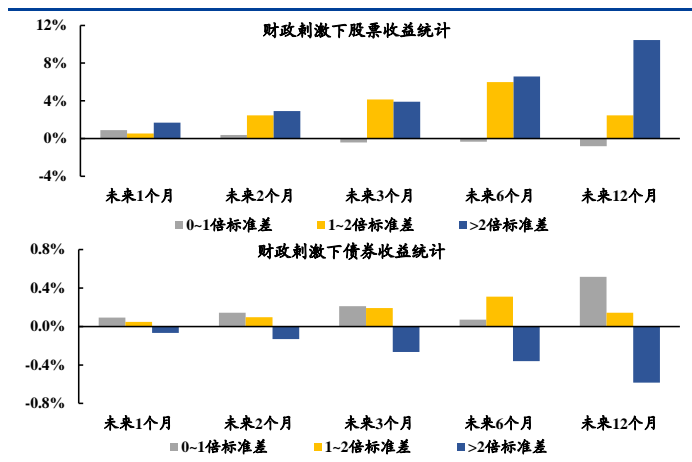
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 财政刺激：节奏逐步加快

近一年在货币持续刺激下信用仍难见起色，导致经济周期长期停滞在货币扩张阶段，其核心矛盾在于私人部门需求不足，公共部门需加杠杆补足总需求，从而引导货币顺畅传导，同时提振市场预期，因此观测焦点应放在财政刺激。

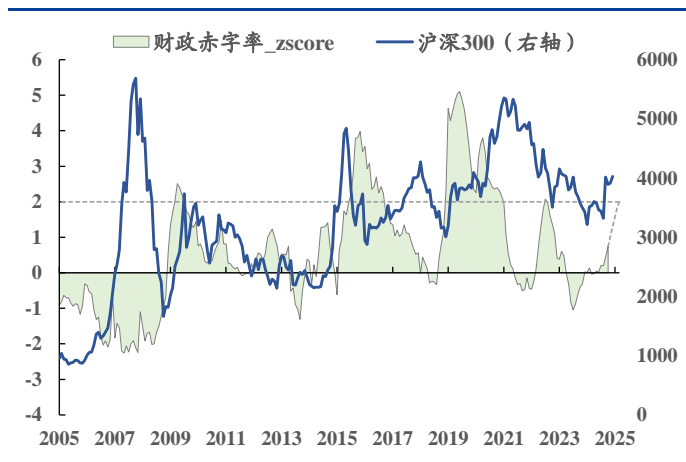
近阶段财政节奏加快下资产价格有所反弹但仍归于震荡，我们使用一般公共预算和政府性基金预算加总的财政赤字率作为代理变量，测算发现强劲的财政刺激才对资产表现具有显著区分效果。若财政赤字维持四季度的扩张节奏，预计明年一季度有望攀升至前期高点，触及2倍标准差水平。

图表4：不同强度财政刺激下股债资产收益统计



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表5：财政赤字率标准化序列



资料来源：Wind，国盛证券研究所

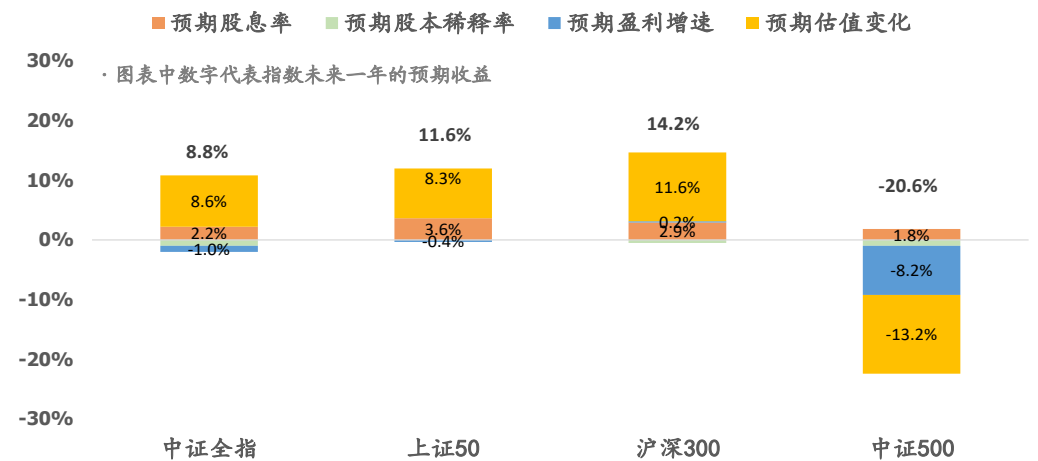
1.3 宽基展望：大市值宽基跑赢小市值宽基

GK 模型认为股票收益来自于股息率、股本变动率、盈利增速和估值变化四个收益来源，《A 股收益预测框架》中我们对四个分项分别进行未来一年的建模，从而构建了 A 股宽基指数未来一年的收益预测模型。

当前来看，中证 500 未来一年的预期收益为-20.6%，似乎与上证 50 和沪深 300 拉开了巨大的差异，其差异主要来自于两项：

- 1) 盈利预测：分析师一致预期修正模型认为中证 500 未来一年盈利增速为-8.6%；近期信贷脉冲近期也有所回落，信贷脉冲模型认为中证 500 未来一年盈利增速为-8.0%；
- 2) 估值预测：9 月 23 日至 12 月 10 日，中证 500 的估值拔升了 37.5%，一部分来自于股价的提升，一部分来自于三季报的盈利滑落，透支了中证 500 的估值空间；

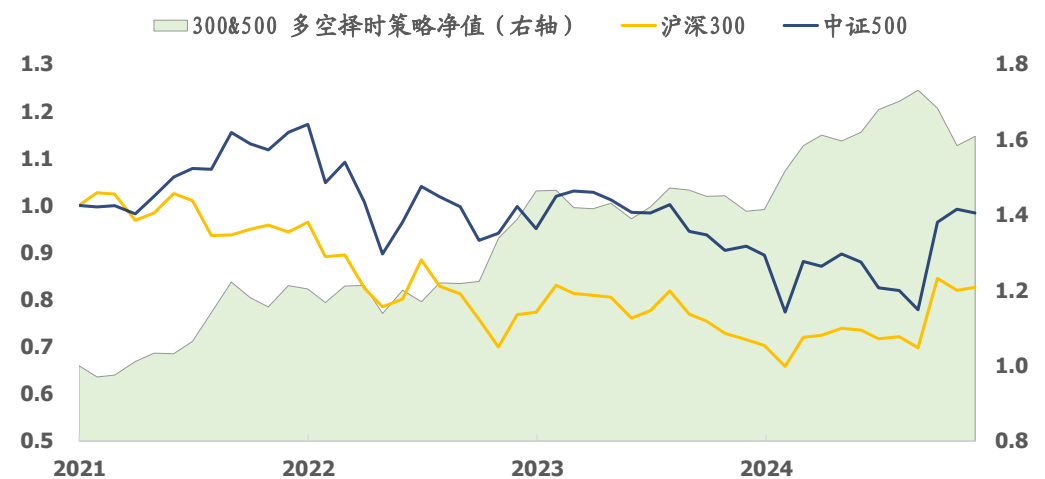
图表6: 沪深300未来一年预期收益显著优于中证500, 大市值风格当前的长期配置价值更高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

退一步说, 哪怕我们对宽基指数的预期收益与真实收益之间存在偏差, 但是根据 300 和 500 预期收益差构建的宽基指数多空策略似乎是长期有效的, 这意味着**预期收益差具备 300 和 500 相对收益的长周期预测能力**, 因此, 我们建议投资者未来一年更多聚焦大市值宽基指数。

图表7: 预期收益的绝对数值或有误差, 但 300 和 500 的预期收益差往往提示了未来大小盘风格的长期方向



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.4 风格展望: 质量>成长>价值>小盘

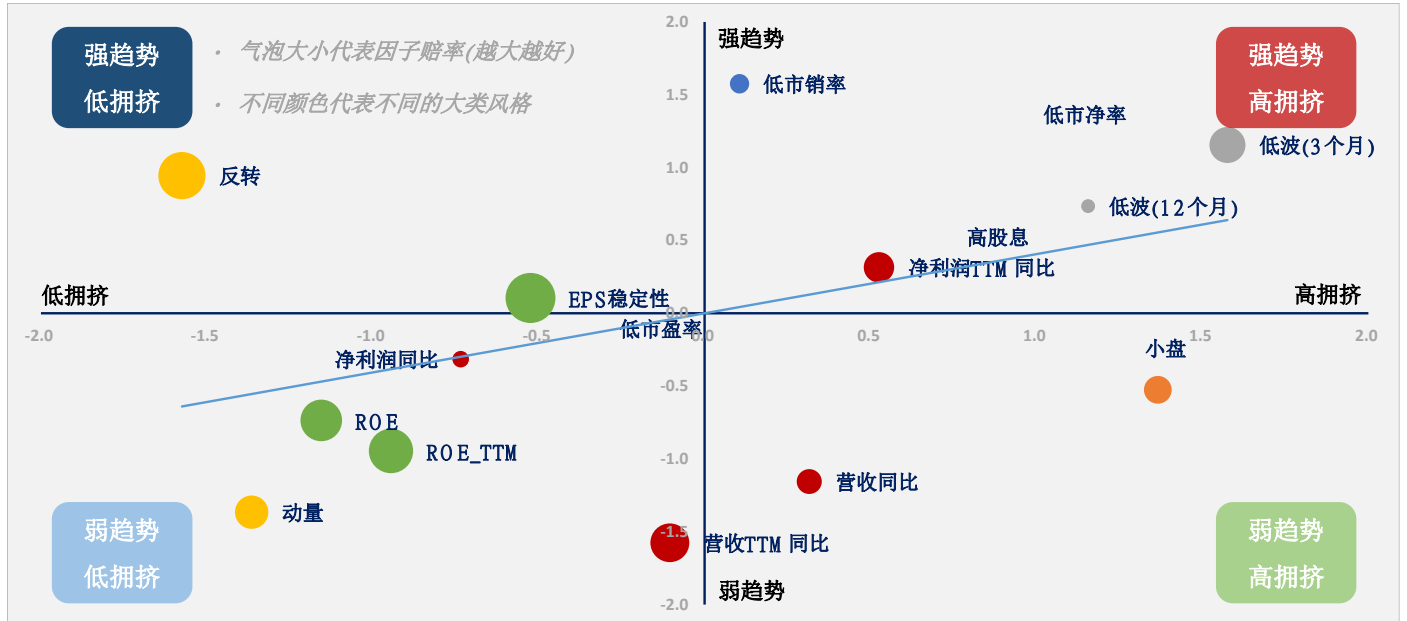
风格轮动的问题一般而言我们建议投资者以“**微观为主, 宏观为辅**”的思路进行应对, 微观层面我们一般是以“**赔率-趋势-拥挤度**”三标尺框架进行系统性的跟踪和观察。

①**微观维度看风格**。当前, 各风格因子的微观状态如下:

- 1) **质量风格**: 即 ROE 因子和 EPS 稳定性因子, 当前为高赔率-中等趋势-低拥挤状态, 横向综合排名最高, 建议长期超配;
- 2) **成长风格**: 即营收增速和净利润增速因子, 当前为中等赔率-中等趋势-中等拥挤状态, 整体各项指标均处于中间水平, 前期的大涨使得赔率和拥挤度优势变弱, 建议标配;
- 3) **价值风格**: 即 PB、PE 和股息率等因子, 当前为低赔率-强趋势-中高拥挤状态, 横向对比综合排名较低, 长期或有相对收益压力, 建议标配或低配;

- 4) **小盘风格**: 即流通市值因子, 当前为中等赔率-弱趋势-高拥挤状态, 综合排名最低, 尽管短期由于风险偏好等原因有显著涨幅, 但长期而言风险仍在, 建议低配;

图表8: 风格赔率-趋势-拥挤度分析图谱

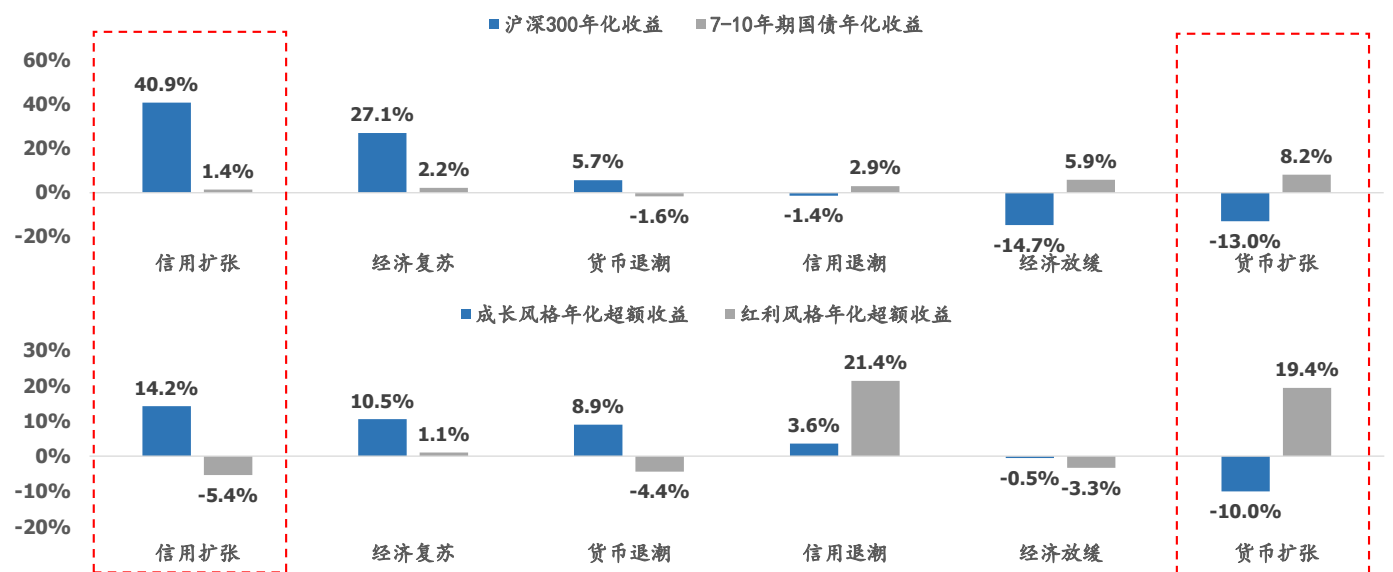


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

②**宏观维度看风格**。我们发现成长和价值的轮动与宏观环境具有较大的相关性, 一般而言在中国经济六周期的前三阶段成长风格表现出色, 而在后三个阶段是价值类风格表现出色。尽管当前我们仍处于阶段六, 但从上文的推演可知, 市场预期已经走向阶段一, 而从经济学家一致预期来看未来一年我们切换至前三阶段的概率也会较高, 因此聚焦成长风格应该是一个胜率较高的选择。

基于微观三标尺和宏观六周期的综合判断, 未来一年风格建议是: 质量>成长>价值>小盘。

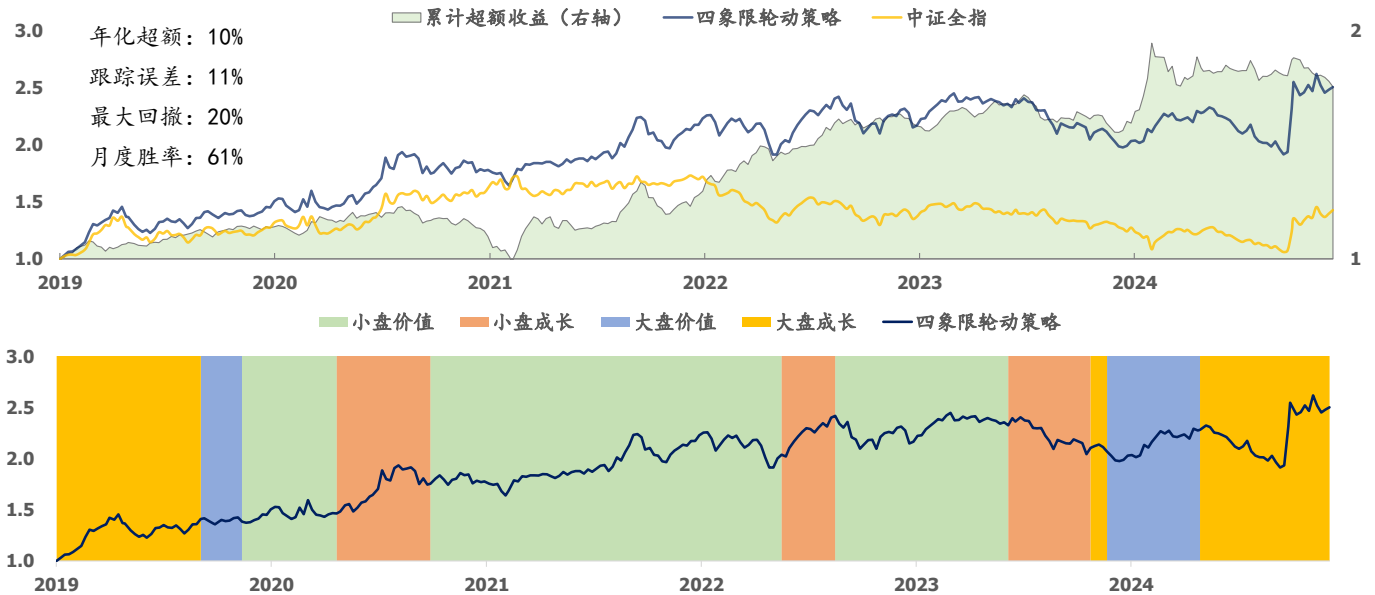
图表9: 中国经济六周期的视角下: 成长风格在前三个阶段表现出色, 而价值类风格在后三个阶段表现出色



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

③系统化风格轮动策略。基于微观三标尺的综合打分，我们构建了“大盘小盘-价值成长”四象限风格轮动策略，2019年以来年化跑赢中证全指10%，超额收益的月度胜率为61%。过去一年主要是在2023年11月从小盘价值切换至大盘价值，在2024年5月从大盘价值切换至大盘成长，今年以来累计绝对收益为23.3%，超额收益为9.0%。

图表10: 基于赔率-趋势-拥挤度三标尺打分的四象限风格轮动策略



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

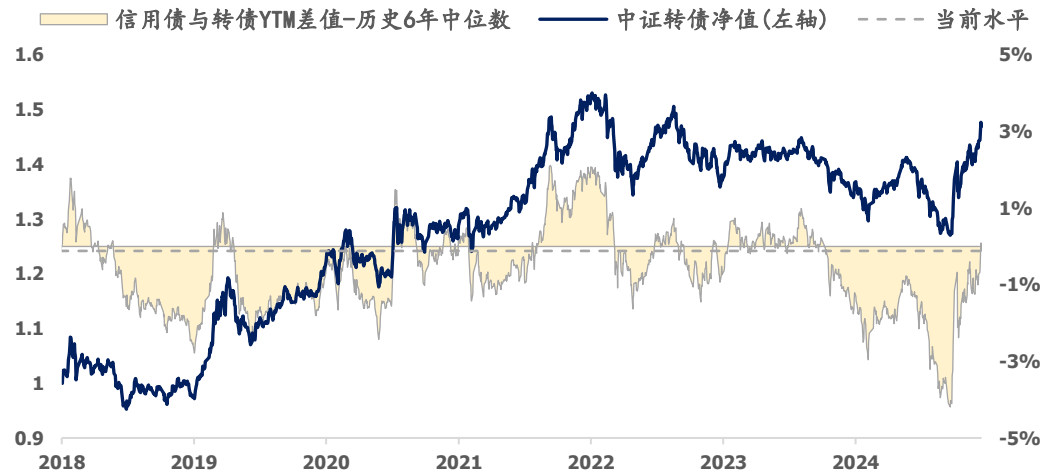
1.5 转债市场: 配置性价比适中

当前转债配置性价比适中。我们基于专题报告《可转债的赎回概率调整定价模型》，使用了以下两个指标来观察转债市场当前的赔率水平与左侧配置价值：

- **价格水平类择时指标: 信用债 YTM 与转债 YTM 差值。**当该指标处于历史低位时，说明近期权益市场承压，绝大部分转债已经跌成了虚值期权。若在此时买入转债，转债期权的 delta 较低，权益市场下跌对转债价格的影响已比较有限。当前 YTM 差值-历史 6 年中位数位于 2018 年起 64.47%分位数，市场处于“中等价格”区间。
- **期权估值类择时指标: CCBA 定价偏离度。**我们计算定价偏离度=转债价格/CCBA 模型定价-1，用来表征转债的期权估值水平，在低估时配置转债易获得正股与估值同时反弹的收益。当前 CCBA 定价偏离度为-0.19%，位于 2018 年起 53.44%分位数水平，转债市场处于“中等估值”区间。

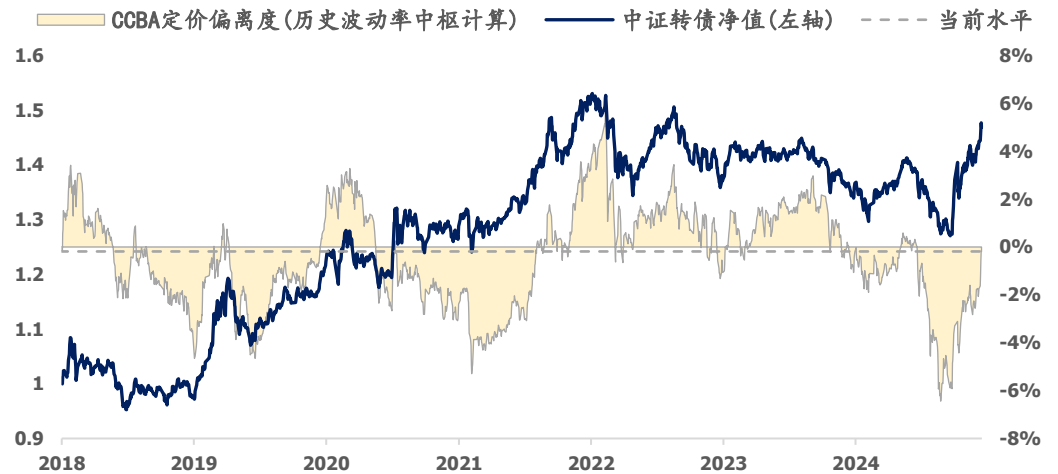
由上可见，由于正股的快速反弹，转债市场情绪显著恢复，当前转债市场已由“低价低估区间”进入“中等价格与估值”区间，转债配置性价比适中。

图表11: 中证转债指数与信用债与转债YTM 差值-历史6年中位数 (2024/12/13)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表12: 中证转债指数与市场 CCBA 定价偏离度 (使用历史波动率中枢计算, 2024/12/13)



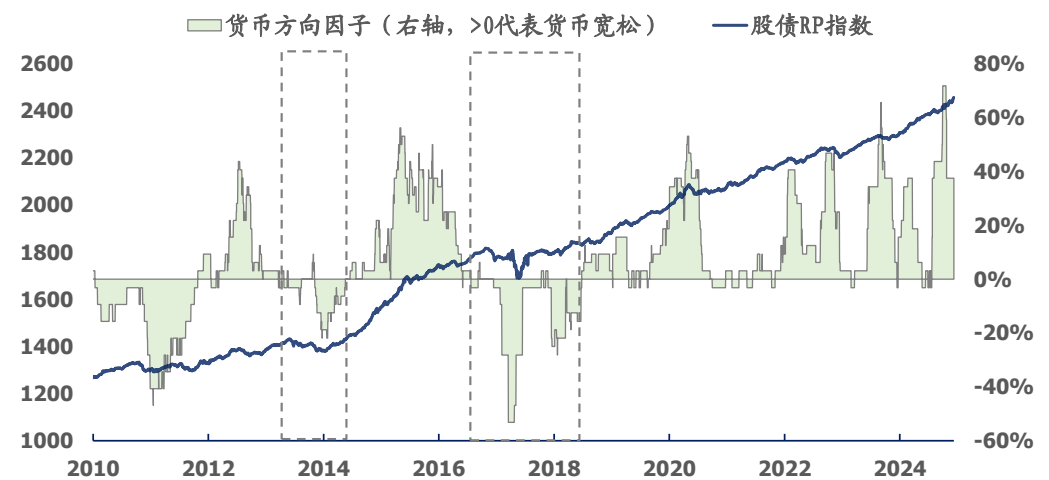
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.6 宏观对冲的组合思路：利用股债 RP 对冲增长，收获流动性

股债风险平价策略指数（股债 RP 指数）今年以来收益 6.8%，最大回撤 0.74%，表现异常亮眼。理论上，由于股票对增长正暴露，对流动性正暴露，而债券对增长负暴露，对流动性正暴露，因此股债风险平价组合大致上可以将股债的增长暴露对冲掉，剩下纯粹的流动性多头暴露。

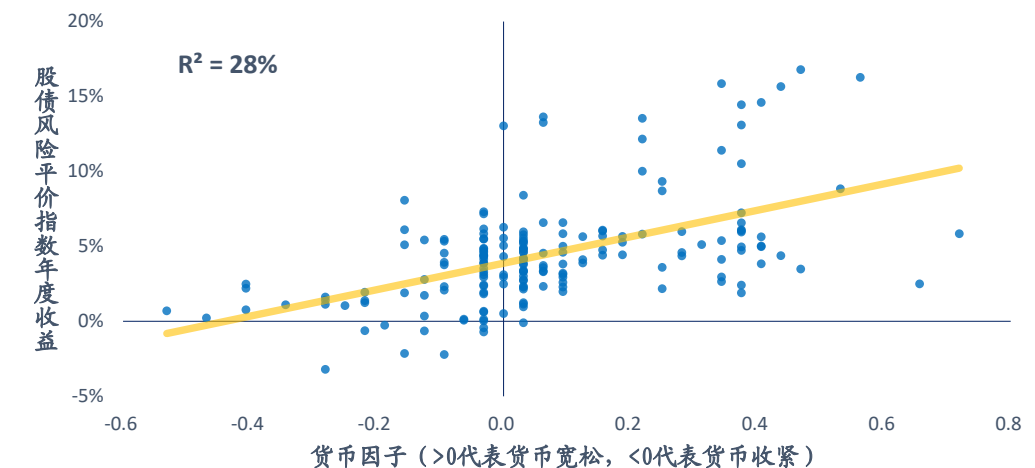
从下图可见，历史上两次股债 RP 指数的大回撤都是在货币政策主动收紧的环境中出现，而从历史的回归关系来看，货币宽松往往意味着股债风险平价策略将会有更高的收益。12月9日中央经济工作会议中对货币政策的表述是“适度宽松的货币政策”。因此**如果在明年货币政策是主动宽松的基础假设下，我们预计股债 RP 策略依然会有较好的收益和较低的回撤。**

图表13: 历史上两次股债 RP 指数的大回撤都是在货币政策主动收紧的环境中出现



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表14: 从回归关系来看，货币宽松往往意味着股债风险平价策略将会有更高的收益



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、基金分析展望

2.1 基金仓位

在之前的专题报告《从跨期模仿行为中寻找公募基金的领先者、跟随者和独行者》中，我们根据基金季报披露的真实持股信息，对公募基金的跨期持仓行为特征进行了分析，计算了基金的跨期领先效应和跨期跟随效应因子，然后根据因子寻找到公募基金中的三类基金参与者：**领先者、跟随者、独行者**。通过复盘发现，历史上各类基金对各行业的配置与切换节奏有所不同，具体从历史各期配置数据来看，领先者和跟随者的行业切换速度较快（各行业配置比例的波动率较大），而独行者的板块配置比例相对稳定一些。成功领先者往往能够比跟随者更早地嗅到市场未来的热点方向，长期来看成功领先者的行业配置具有前瞻性。季报披露后观察全部公募基金整体的行业配置数据对投资的指导意义比较有限，而观察其中的成功领先者与成功独行者的行业配置数据更有意义。据历史数据回测结果，成功领先者、成功独行者的个股与行业投资具备一定的借鉴意义。

截至今年 Q3 季报，从各类基金的最新板块配置与变化情况来看，主要有以下结论：

- **成功领先者：** 边际看好消费、新能源板块，边际不看好科技、制造板块；
- **成功独行者：** 边际看好消费、新能源板块，边际不看好周期、制造板块。

图表15: 成功领先者&成功独行者的板块配置（截至 2024/9/30）

	成功领先者				成功独行者		
	上期配置	最新配置	最新变化		上期配置	最新配置	最新变化
科技	28.05%	24.95%	-3.10%	消费	20.53%	24.66%	4.13%
消费	16.71%	21.21%	4.50%	周期	27.24%	19.65%	-7.59%
周期	20.59%	18.82%	-1.77%	金融	15.32%	16.94%	1.62%
新能源	11.52%	14.42%	2.89%	制造	17.33%	15.36%	-1.97%
制造	13.62%	11.11%	-2.51%	科技	11.58%	12.34%	0.76%
金融	4.99%	6.73%	1.74%	新能源	3.32%	5.85%	2.53%
医药	4.51%	2.76%	-1.76%	医药	4.68%	5.20%	0.52%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

截至今年 Q3 季报，从各类基金最新的中信一级行业配置情况来看，主要有以下结论：

- **成功领先者：** 重仓前五行业为电力设备及新能源、电子、家电、有色金属、机械；
- **成功独行者：** 重仓前五行业为食品饮料、银行、交通运输、家电、电子；

从各类基金的中信一级行业边际加减仓行为来看，主要有以下结论：

- **成功领先者：** 边际加仓家电、电力设备及新能源、通信、有色金属、房地产，边际减仓计算机、医药、电子、国防军工、煤炭；
- **成功独行者：** 边际加仓食品饮料、非银行金融、电力设备及新能源、家电、通信，边际减仓基础化工、煤炭、电力及公用事业、机械、银行；

图表16: 成功领先者&成功独行者的中信一级行业配置 (截至 2024/9/30)

成功领先者				成功独行者			
行业名称	2024Q2配置	2024Q3配置	环比变化	行业名称	2024Q2配置	2024Q3配置	环比变化
家电	6.85%	11.59%	4.74%	食品饮料	8.92%	11.61%	2.70%
电力设备及新能源	11.52%	14.42%	2.89%	非银行金融	2.38%	5.01%	2.63%
通信	7.03%	8.42%	1.38%	电力设备及新能源	3.32%	5.85%	2.53%
有色金属	7.40%	8.64%	1.24%	家电	5.52%	7.16%	1.64%
房地产	1.27%	2.22%	0.95%	通信	3.11%	4.55%	1.44%
非银行金融	0.60%	1.50%	0.90%	交通运输	6.02%	7.16%	1.14%
汽车	4.35%	4.76%	0.41%	电子	5.12%	6.00%	0.87%
食品饮料	2.06%	2.20%	0.14%	汽车	2.81%	3.58%	0.78%
综合	0.00%	0.00%	0.00%	消费者服务	0.65%	1.28%	0.62%
消费者服务	0.33%	0.32%	-0.01%	医药	4.68%	5.20%	0.52%
综合金融	0.05%	0.00%	-0.05%	房地产	1.55%	1.83%	0.28%
钢铁	1.36%	1.31%	-0.06%	综合	0.00%	0.00%	0.00%
银行	3.08%	3.01%	-0.06%	综合金融	0.03%	0.00%	-0.03%
机械	8.61%	8.51%	-0.10%	有色金属	4.07%	3.92%	-0.14%
农林牧渔	2.04%	1.81%	-0.23%	建筑	2.57%	2.18%	-0.39%
纺织服装	0.79%	0.52%	-0.27%	建材	1.39%	0.97%	-0.42%
商贸零售	0.30%	0.00%	-0.30%	农林牧渔	1.05%	0.63%	-0.42%
建筑	0.59%	0.28%	-0.31%	传媒	1.29%	0.85%	-0.45%
建材	0.51%	0.06%	-0.45%	商贸零售	0.57%	0.10%	-0.47%
石油石化	0.89%	0.44%	-0.46%	计算机	0.97%	0.45%	-0.52%
传媒	0.90%	0.35%	-0.55%	钢铁	1.47%	0.92%	-0.56%
轻工制造	1.08%	0.31%	-0.77%	国防军工	1.07%	0.49%	-0.59%
电力及公用事业	3.09%	2.32%	-0.77%	轻工制造	2.21%	1.52%	-0.68%
基础化工	5.76%	4.95%	-0.81%	纺织服装	1.01%	0.30%	-0.70%
交通运输	2.82%	1.95%	-0.88%	石油石化	3.07%	2.26%	-0.81%
煤炭	2.08%	1.16%	-0.92%	银行	11.36%	10.10%	-1.26%
国防军工	2.28%	1.34%	-0.95%	机械	5.14%	3.53%	-1.62%
电子	14.33%	13.28%	-1.05%	电力及公用事业	7.49%	5.78%	-1.71%
医药	4.51%	2.76%	-1.76%	煤炭	6.18%	4.29%	-1.90%
计算机	3.50%	1.56%	-1.94%	基础化工	4.96%	2.49%	-2.47%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表17: 成功领先者&成功独行者的中信二级行业加减仓行为 (截至 2024/9/30)

领先者加仓前10	上期占比	本期占比	占比变化	领先者减仓前10	上期占比	本期占比	占比变化
白色家电II	5.53%	10.54%	5.01%	其他电子零部件II	0.47%	0.03%	-0.44%
新能源动力系统	3.99%	7.97%	3.98%	其他医药医疗	2.37%	1.92%	-0.45%
通信设备	6.68%	8.01%	1.33%	发电及电网	2.42%	1.89%	-0.53%
工业金属	5.01%	6.06%	1.05%	航空航天	1.06%	0.53%	-0.54%
房地产开发和运营	1.27%	2.22%	0.95%	中药生产	0.87%	0.17%	-0.70%
贵金属	1.83%	2.39%	0.56%	元器件	3.10%	2.38%	-0.72%
工程机械II	2.17%	2.72%	0.55%	通用设备	2.05%	1.26%	-0.79%
保险II	0.41%	0.95%	0.54%	煤炭开采洗选	2.07%	1.16%	-0.91%
消费电子	4.11%	4.60%	0.50%	电气设备	4.29%	3.08%	-1.21%
特材	0.66%	1.10%	0.44%	计算机设备	2.24%	0.85%	-1.40%
独行者加仓前10	上期占比	本期占比	占比变化	独行者减仓前10	上期占比	本期占比	占比变化
酒类	7.17%	10.27%	3.10%	环保及公用事业	0.88%	0.25%	-0.62%
新能源动力系统	1.25%	3.65%	2.39%	元器件	0.84%	0.20%	-0.64%
白色家电II	3.95%	6.02%	2.07%	中药生产	0.84%	0.19%	-0.65%
通信设备	1.40%	3.44%	2.04%	农用化工	1.79%	1.12%	-0.67%
保险II	1.47%	3.23%	1.76%	工程机械II	1.56%	0.83%	-0.73%
公路铁路	2.60%	3.83%	1.24%	通用设备	1.32%	0.56%	-0.76%
消费电子	1.73%	2.91%	1.18%	发电及电网	6.61%	5.52%	-1.09%
化学制药	1.20%	2.33%	1.13%	其他化学制品II	1.94%	0.76%	-1.18%
证券II	0.82%	1.72%	0.90%	国有大型银行II	5.07%	3.79%	-1.27%
教育	0.28%	1.16%	0.88%	煤炭开采洗选	6.16%	4.29%	-1.87%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 基金优选

不论是从长期历史回测结果来看，还是从短期今年样本外的业绩来看，成功领先者和成功独行者都是相对优秀的基金类型。这2类基金不仅投资行为具备参考意义，而且基金本身也具备较高的投资价值，能较好地适应近几年抱团程度较低的市场风格。截至2024年11月30日，今年以来公募偏股基金指数整体跑输万得全A指数，万得偏股混合基金指数收益率4.36%，同期万得全A收益率12.20%。截至2024年11月30日，我们跟踪的成功领先者50组合的收益率为9.82%，成功独行者50组合的收益率为7.28%。

下面我们列示了成功领先者50组合&成功独行者50组合里面的部分优秀基金产品供投资者参考，详细的计算过程与最新基金名单欢迎联系国盛金工团队。

图表18: 成功领先者部分展示

序号	基金代码	基金成立日	现任经理	基金简称	基金规模(亿元)	近1年回报	近1年Sharpe	近1年最大回撤	申购状态
1	011152.OF	2021-03-30	赵晓东, 高燕芸	国富兴海回报	17.28	24.99%	0.15	-12.21%	开放申购
2	013859.OF	2021-12-28	杨思亮	宝盈品质甄选A	44.61	20.00%	0.17	-7.78%	暂停大额申购
3	009872.OF	2020-09-10	王培, 尹为醇	中欧责任投资A	27.70	13.64%	0.09	-13.75%	开放申购
4	010350.OF	2021-02-09	农冰立	景顺长城品质长青A	14.24	35.54%	0.18	-17.37%	开放申购
5	009318.OF	2020-06-12	王博	南方成长先锋A	45.50	13.21%	0.07	-18.17%	开放申购
6	010680.OF	2021-01-15	张帆	华夏新兴成长A	39.99	7.63%	0.05	-18.38%	开放申购
7	010377.OF	2021-01-22	吴远怡	广发价值核心A	26.80	25.27%	0.12	-19.90%	开放申购
8	008375.OF	2019-12-24	王培	中欧启航三年持有期A	11.05	13.80%	0.09	-13.44%	开放申购
9	000688.OF	2014-08-12	张雪薇	景顺长城研究精选A	28.42	25.51%	0.11	-25.22%	开放申购
10	009929.OF	2020-08-28	骆帅	南方创新驱动A	30.25	10.08%	0.07	-16.81%	开放申购
11	010336.OF	2021-01-07	钱亚风云	中欧悦享生活A	23.45	3.40%	0.03	-13.83%	开放申购
12	011220.OF	2021-02-02	李锦文	南方匠心优选A	32.36	11.32%	0.07	-18.30%	开放申购
13	010790.OF	2021-01-26	周雪军, 吴昊	海富通均衡甄选A	14.27	7.81%	0.05	-16.81%	开放申购
14	010273.OF	2020-12-24	谭丽	嘉实价值长青A	45.51	11.37%	0.08	-16.59%	暂停大额申购
15	018409.OF	2023-06-09	蓝小康	中欧价值回报A	11.17	20.08%	0.12	-18.03%	开放申购

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 备注: 基金标签截至2024/9/30, 业绩截至2024/11/30

图表19: 成功独行者部分展示

序号	基金代码	基金成立日	现任经理	基金简称	基金规模(亿元)	近1年回报	近1年Sharpe	近1年最大回撤	申购状态
1	015303.OF	2022-03-25	赵世宏, 李人望	鹏扬丰融价值先锋一年持有A	2.11	10.40%	0.07	-14.35%	开放申购
2	011722.OF	2021-05-07	杨德龙	前海开源深圳特区精选A	2.55	26.05%	0.14	-12.62%	开放申购
3	014772.OF	2022-03-24	姜诚, 王桃	中泰红利价值一年持有	6.99	26.68%	0.16	-13.31%	开放申购
4	010552.OF	2021-01-13	刘新正	浙商智选领航三年持有A	4.44	17.43%	0.12	-13.41%	开放申购
5	002778.OF	2016-11-11	张磊, 张文	前海联合新思路A	2.05	8.35%	0.07	-9.52%	开放申购
6	002054.OF	2015-11-19	苗婷, 赵志华	中银新财富A	2.42	8.58%	0.06	-12.67%	开放申购
7	007470.OF	2019-06-05	杨梦, 刘玮明	博道叁佰智航A	15.68	12.62%	0.08	-11.18%	开放申购
8	000893.OF	2014-12-11	杨鑫鑫	工银创新动力	57.79	16.02%	0.10	-12.24%	开放申购
9	011152.OF	2021-03-30	赵晓东, 高燕芸	国富兴海回报	17.28	24.99%	0.15	-12.21%	开放申购
10	012225.OF	2021-06-29	胡宇飞	嘉实优势精选A	12.58	10.44%	0.08	-12.81%	开放申购
11	010699.OF	2021-03-15	蔡志鹏, 周云	东方红创新趋势	19.69	14.62%	0.11	-11.90%	开放申购
12	012067.OF	2021-08-17	张金涛, 胡宇飞	嘉实蓝筹优势A	17.63	10.20%	0.07	-12.80%	开放申购
13	002545.OF	2016-09-22	盛泽	东方岳	9.16	13.61%	0.09	-13.02%	开放申购
14	012426.OF	2021-06-21	卢玉珊	南方价值臻选A	3.58	5.20%	0.04	-12.52%	开放申购
15	011834.OF	2021-07-16	徐彦	大成投资严选六月持有A	2.00	14.72%	0.12	-10.81%	开放申购

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 备注: 基金标签截至2024/9/30, 业绩截至2024/11/30

三、中观行业配置展望

3.1 配置观点：重视电子、汽车、家电和有色的库存反转机遇

近年来我们丰富了行业配置框架，目前包括右侧行业景气趋势模型和左侧库存景气反转模型，两个模型能够有效互补，适应市场变化。这里给出当前的配置观点和重要提示：

核心观点：成长板块景气度-趋势-拥挤度打分占优。截止 2024 年 11 月底，右侧景气趋势模型绝对收益 16.1%，相对 wind 全 A 指数超额 4.1%。左侧库存景气反转策略绝对收益 24.9%，相对行业等权超额 13.5%。当下最显著的变化有两个：一个是稳定高股息板块（银行、电力和交运）趋势和拥挤度打分在 10 月明显下滑，目前均已被模型移出持仓，短期参与性价比不高；二个是成长板块景气度-趋势-拥挤度打分占优，例如汽车、通信、电子、军工、有色、化工和新能源等，结合前期月报我们提到通信、有色、电子和汽车等行业有望迎来库存底部反转机遇，建议重视。

两个模型具体表现和最新推荐如下：

1) 右侧景气度-趋势-拥挤度分析框架：选取景气高、趋势强和拥挤度不高的行业。考虑到近些年分析师定价权的提升，我们根据分析师盈利预测明细数据编制了分析师景气指数 FAPI (Financial Analyst Pros Index)，用于及时跟踪宽基指数、风格和行业的景气度。结合我们团队的趋势和拥挤度指标，截止 2024 年 11 月 29 日，行业各个分项指标如下。

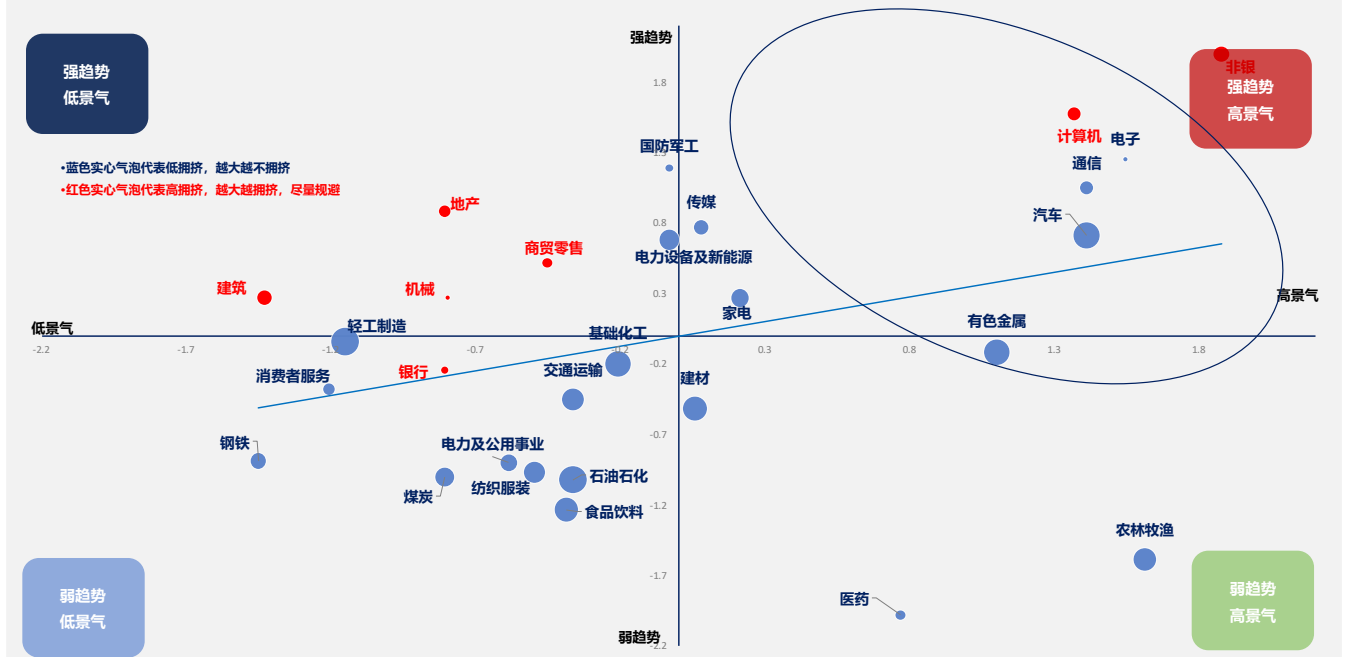
图表20: 行业景气-趋势-拥挤度打分表格

行业简称	PE估值	历史景气度排名	分析师行业景气指数	分析师行业景气指数_zscore	分析师预期 ROE_FTTM的 z_score	趋势	拥挤度	景气度综合排名
石油石化	10.7	-0.5	0.0	-2.0	1.2	-0.4	-0.7	-0.6
煤炭	11.8	0.3	-0.3	-1.2	-1.0	-0.4	-0.2	-1.3
有色金属	16.7	0.1	0.2	0.8	0.8	-0.1	-0.6	1.8
电力及公用事业	16.8	0.0	0.1	-2.5	-0.8	-0.4	-0.1	-0.9
钢铁	16.0	-0.4	-0.2	-1.6	-1.3	-0.3	0.0	-2.3
基础化工	23.8	0.3	-0.1	0.2	-1.2	-0.1	-0.6	-0.3
建筑	8.2	0.2	-0.3	-2.1	-1.9	0.0	0.9	-2.3
建材	19.5	-0.4	-0.1	2.0	-0.8	-0.2	-0.6	0.1
轻工制造	21.0	0.0	-0.1	-2.0	-1.3	-0.1	-1.4	-1.9
机械	26.5	0.0	0.0	-2.2	-0.9	0.0	0.4	-1.3
电力设备及新能源	26.3	-0.2	-0.2	0.8	-0.1	0.2	-0.2	-0.1
国防军工	59.4	0.1	0.0	-1.0	-0.8	0.3	0.3	-0.1
汽车	24.1	-0.1	0.3	0.6	1.8	0.2	-0.7	2.3
商贸零售	22.2	0.2	-0.2	-1.9	-0.2	0.1	0.7	-0.7
消费者服务	29.4	-0.3	-0.1	-1.6	-2.1	-0.2	0.3	-1.9
家电	14.8	-0.3	0.2	-0.3	-0.4	0.0	-0.2	0.3
纺织服装	19.9	-0.4	0.0	-1.6	-0.6	-0.4	-0.2	-0.8
医药	27.8	0.4	0.2	0.1	-0.3	-0.7	0.3	1.2
食品饮料	21.5	-0.3	0.1	-1.4	-0.9	-0.5	-0.5	-0.6
农林牧渔	22.2	0.4	0.2	2.0	0.9	-0.6	-0.3	2.6
银行	5.9	0.3	-0.3	-1.4	-0.8	-0.1	0.6	-1.3
非银	14.7	0.5	0.2	2.3	2.2	0.6	1.1	3.0
地产	23.1	-0.2	-0.2	-1.0	-0.9	0.2	0.8	-1.3
交通运输	14.7	-0.1	0.0	-2.2	0.6	-0.2	-0.3	-0.6
电子	44.1	0.4	0.3	0.4	1.6	0.4	0.4	2.5
通信	19.4	0.5	0.3	-0.4	1.2	0.3	0.2	2.3
计算机	48.4	0.2	0.2	1.2	1.1	0.5	0.8	2.2
传媒	24.1	-0.1	-0.1	-0.7	0.0	0.2	0.2	0.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

12月行业配置建议如下：补库存预期70%（有色金属17%、汽车17%、家电7%、通信16%、电子13%）、农林牧渔9%、国防军工7%、基础化工7%、电力设备及新能源7%。

图表21: 行业景气度-趋势-拥挤度图谱 (截止2024年11月29日)

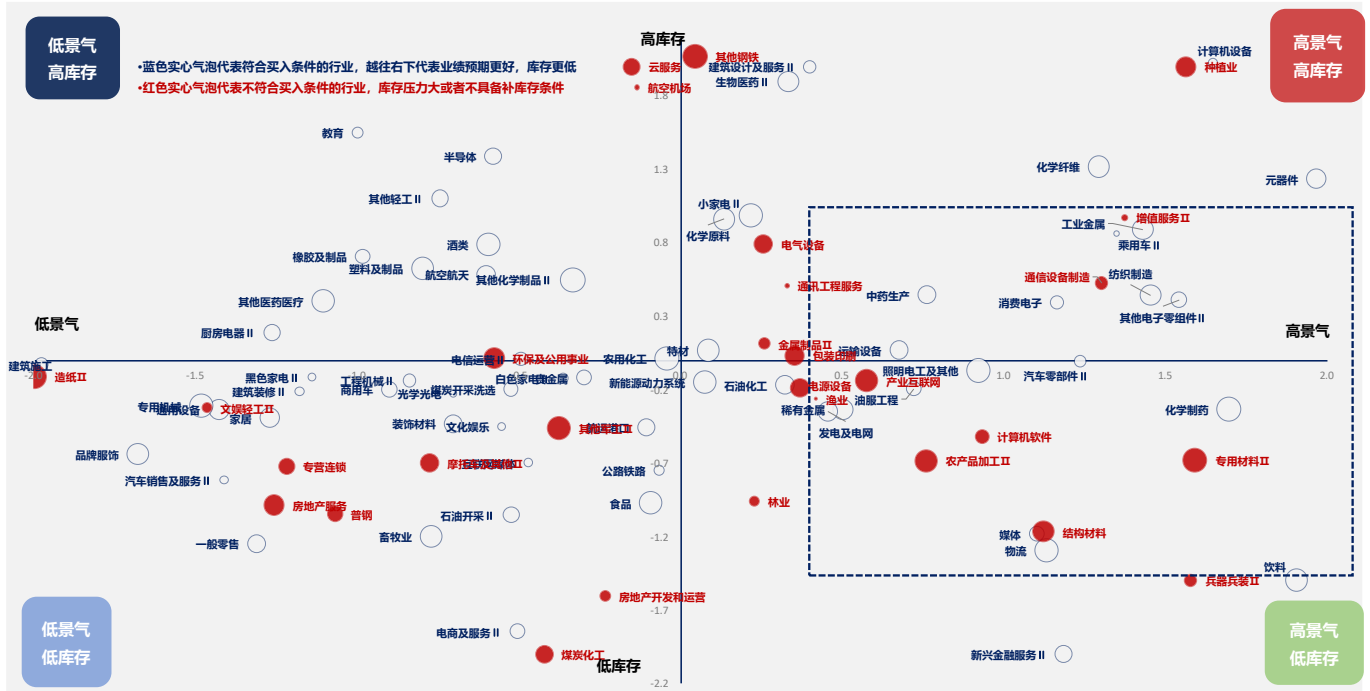


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) 左侧的赔率-胜率分析框架: 选取当前困境或者过去困境有所反弹的行业中, 长期景气有望改善的行业。今年来, 我们在该模型基础上, 添加了基本面维度的信息, 将行业库存周期的框架纳入进去。具体而言, 剔除了库存和资本开支历史分位数>80%、毛利率和自由现金流占比历史分位数<20%的行业, 对持仓行业的库存压力和补库条件进行考量, 规避库存压力较大和不具备补库条件的行业。

根据最新一期打分, 我们提供如下库存景气图谱, 建议关注右下角蓝色气泡行业, 越往右下代表行业业绩预期更好, 库存位置不高, 红色点代表不符合买入必要条件(资本开支或库存历史分位数>80%、毛利率或自由现金流占比历史分位数<20%)。如图所示, 当下可以关注四条线索, 均为当前经济结构亮点且有一定补库迹象: 1) 资源品: 工业金属、稀有金属、化学纤维等; 2) 出口链: 乘用车、汽车零部件、纺织制造等; 3) AI: 消费电子、元器件、计算机设备; 4) 医药: 中药生产、化学制药等。

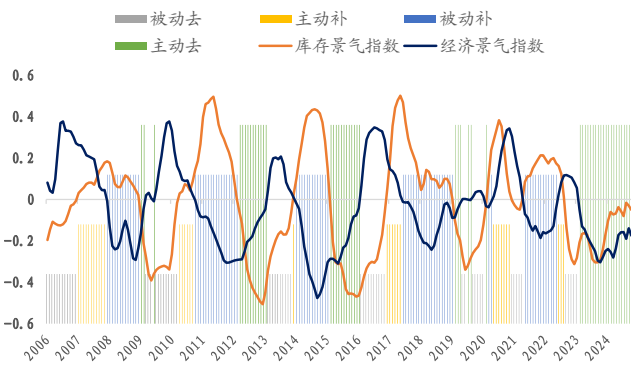
图表22: 行业库存景气图谱 (截止 2024年11月29日)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

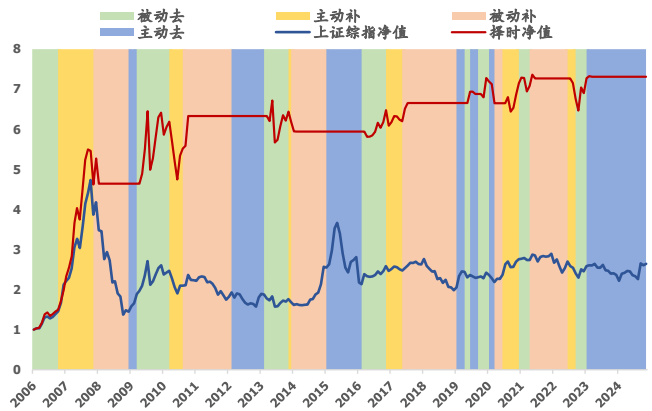
此外, 目前库存周期处于经济下、库存下的象限, 也就是主动去库存阶段, 我们基于库存周期构建的择时策略原则是在被动去库存和主动补库存阶段做多权益资产, 考虑到经济增长指数在 0 轴以下, 当前权益资产可继续等待。值得注意的是, 近期宏观经济和库存景气指数有明显修复迹象, 并且上市公司三季报补库力度较大, 当下可能处于主动去库存尾声, 后续可重点跟踪相关数据披露和年报补库力度。

图表23: 当前处于主动去库存阶段



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表24: 基于库存周期的择时策略

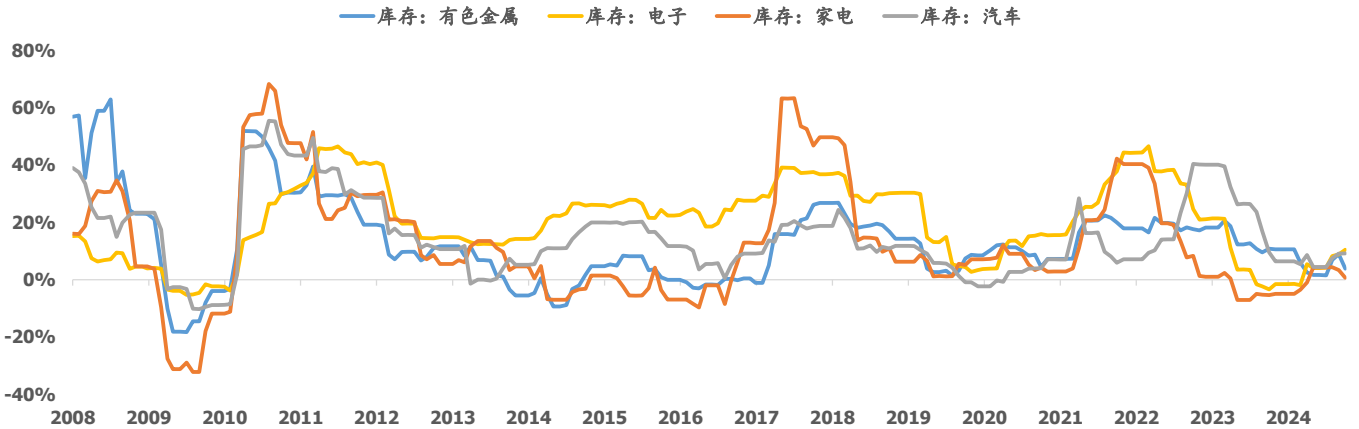


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

考虑到目前宏观环境可能处于主动去库存末期, 现在应该重视未来一年有望底部补库存的行业。根据 10 月底三季报披露情况, 汽车、有色和电子等一级行业继续补库存, 三季报库存和营收同比继续回补, 并且资本开支处于历史中低位, 毛利率和自由现金流等补库存条件类指标有企稳迹象, 可以关注起来。具体财务指标更新如下图所示:

- 1) 库存同比: 这四个行业近期的库存同比均出现回补迹象。其中家电和电子从2023年下半年企稳上升, 触底相对较早; 汽车和有色于2024年半年报刚刚有触底回升的迹象, 三季度汽车库存进一步回补。

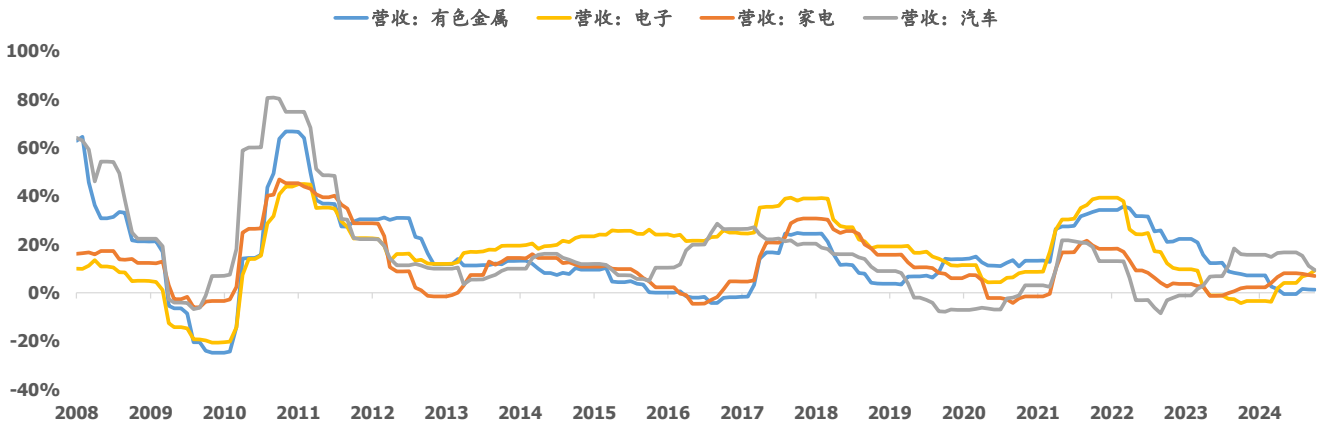
图表25: 库存同比: 家电、汽车、有色和电子近期的库存同比均出现回补迹象



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- 2) 营收同比: 这四个行业半年报的库存同比均出现企稳向上。其中家电和汽车于2023年半年报附近企稳向上, 有色和电子于2024年二季度报有企稳迹象。

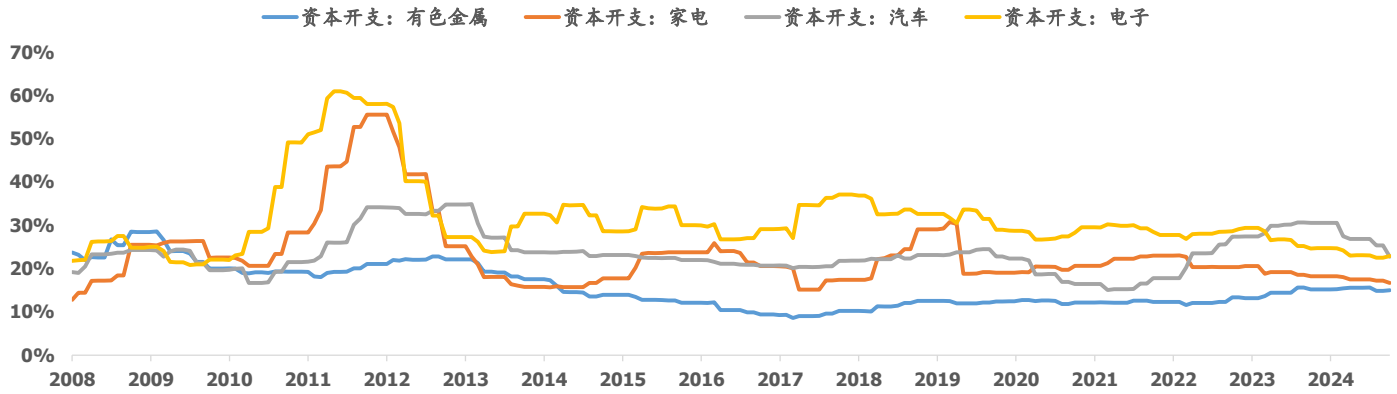
图表26: 营收同比: 家电、汽车、有色和电子半年报的营收同比均出现企稳向上



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- 3) 资本开支/(固定资产+无形资产): 家电、有色和电子半年报的资本开支占比均处于历史低位, 汽车历史分位数略高但近期明显下降, 已处于历史中枢位置。

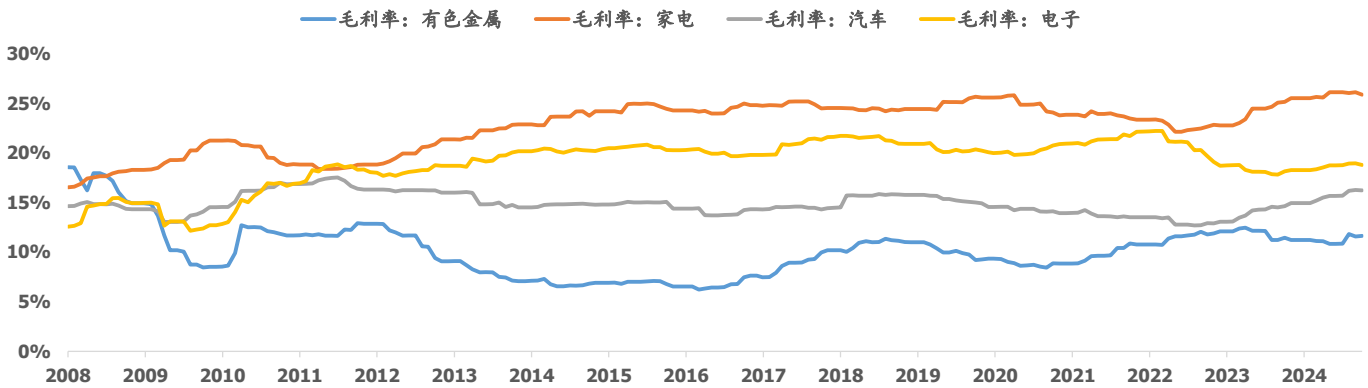
图表27: 资本开支占比: 家电、有色和电子半年报的资本开支占比均处于历史低位, 汽车略高但未触及历史极值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4) 毛利率: 家电、有色、汽车和电子半年报的毛利率均处于上行趋势, 其中家电、汽车和有色同时处于历史较高位置, 电子有较大上行空间。

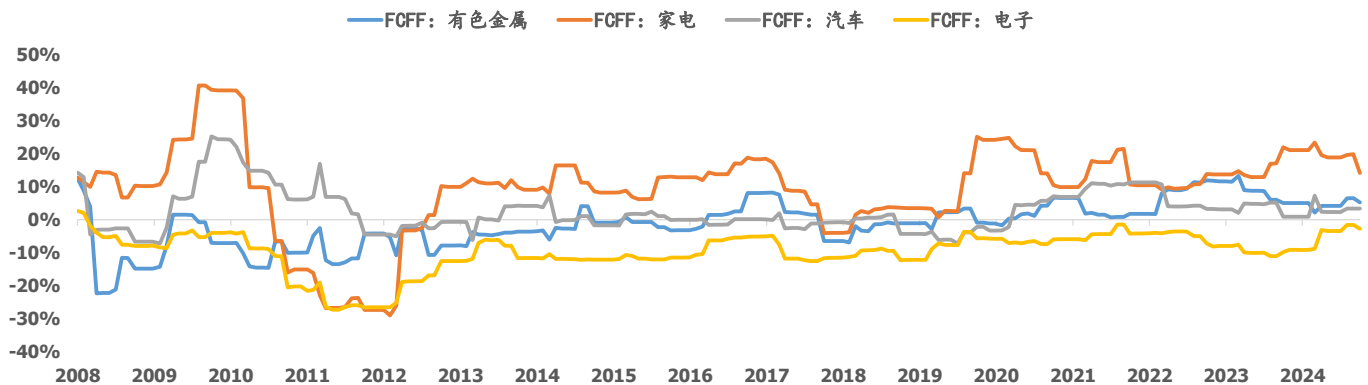
图表28: 毛利率: 家电、有色、汽车和电子半年报的毛利率均处于上行趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5) 自由现金流/总资产: 家电半年报的自由现金流显著为正且位于历史较高位置, 但三季度报有下滑趋势, 可持续观察年报披露状况; 汽车和有色均在 0 轴以上有见底企稳迹象; 电子自由现金流长期为负处于资本投入状态, 但近期处于上升趋势且处于历史较高位置。

图表29: 自由现金流/总资产: 家电、有色、汽车和电子半年报的自由现金流占比均处于上行趋势或有企稳迹象



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 基本面量化组合跟踪

我们从成熟的盈利模式出发，构建具体的主动量化策略。目前跟踪的模型包括：行业配置模型、行业ETF配置模型和行业轮动+PB-ROE选股模型等。

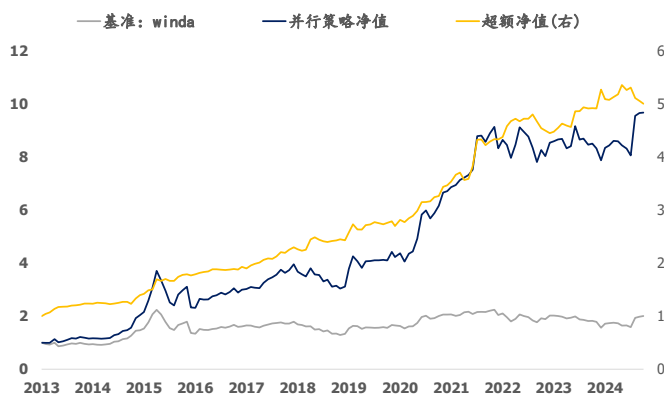
3.2.1 行业景气趋势配置模型

在前期发布的专题报告《行业配置模型的顶端优化》中，我们提出了两种适用不同市场环境的右侧行业配置解决方案：

- 1) **行业景气模型：高景气+强趋势，规避高拥挤。**景气度为核心，进攻性强，需要拥挤度提示风险来保护，比较偏同步；
- 2) **行业趋势模型：强趋势+低拥挤，规避低景气。**顺着市场趋势走，思路简单易复制，持有体验感强，比较偏右侧。

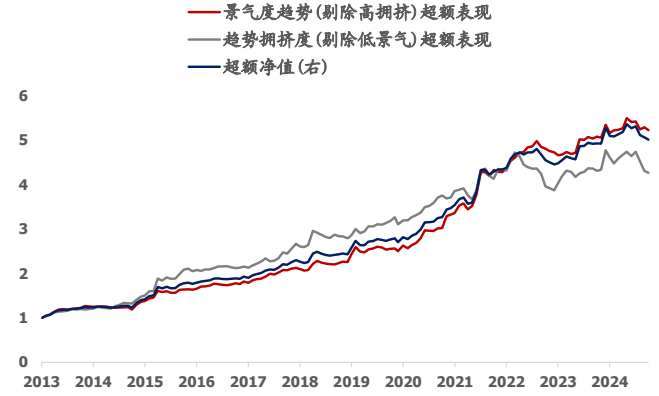
历史回测结果如下图所示，基准是wind全A指数。行业配置模型多头年化22.7%，超额年化16.3%，信息比率1.74，超额最大回撤-7.4%，月度胜率71%。今年截止2024年11月底，相对wind全A指数超额4.1%，绝对收益为16.1%，表现较为稳健。

图表30: 行业景气趋势策略近两年表现比较优异



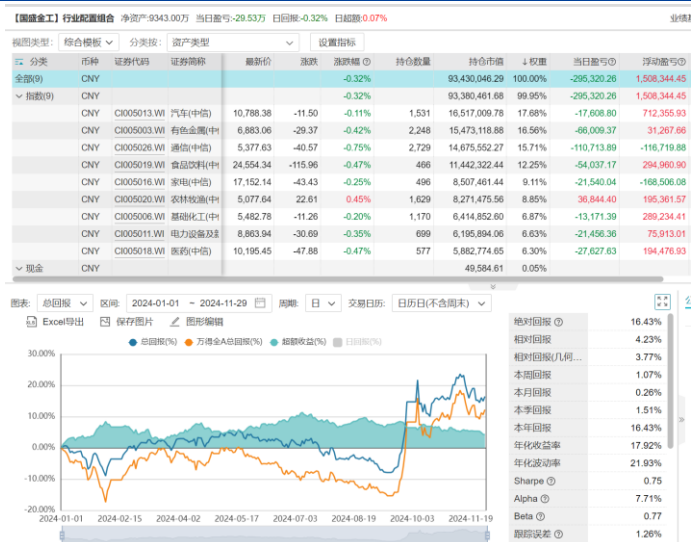
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表31: 两个模型以及并行策略超额表现



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表32: 行业景气趋势策略年初至今PMS组合跟踪表现



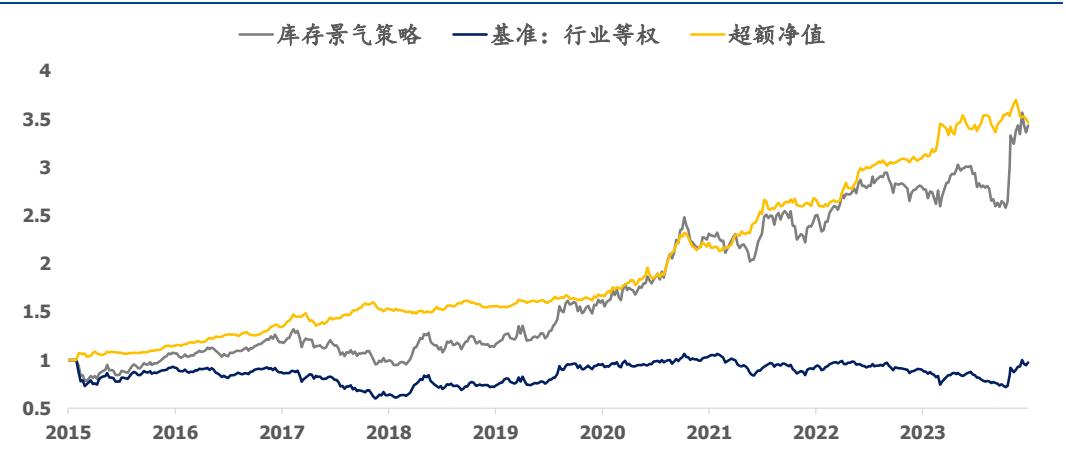
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2.2 行业库存反转模型

随着近两年景气和动量因子效果有所衰退，两个细分模型出现阶段性失效的情况，近期我们基于赔率-胜率的角度研发出困境反转的行业配置模型，在当前困境或者过去困境有所反弹的板块中，挖掘分析师长期看好且库存压力不大具备补库条件的板块，希望捕捉一些正处于补库周期的行业困境反转行情。

模型历史回测结果如下图所示，基准是行业等权。模型多头年化 13.4%，超额年化 16.5%，信息比率 1.76，超额最大回撤-8.7%。策略 2023 年获得绝对收益 17.0%，相对行业等权超额 20.7%，2024 年截止 11 月底绝对收益 24.9%，相对行业等权超额 13.5%。

图表33: 截止 2024 年 11 月底，行业库存景气反转策略绝对收益为 24.9%，相对行业等权超额 13.5%



资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.2.3 行业配置落地：ETF & 选股

行业 ETF 配置层面，在专题报告《行业 ETF 配置的解决方案》中，我们将行业景气度模型在 ETF 上进行落地。策略年化超额收益 18.2%（基准中证 800），信息比率 1.87，2023 年超额收益为 6.0%，2024 年截止 11 月底超额 4.9%。

图表34: 行业景气趋势 ETF 配置模型历史表现



资料来源：Wind，国盛证券研究所

行业景气度选股模型多头年化 29.9%，年化超额 wind 全 A 指数 22.9%，信息比率 2.02，超额最大回撤-8.0%，月度胜率 74%。2022 年策略超额 10.2%，2023 年超额 10.4%，2024 年截止 11 月底策略绝对收益 13.4%，超额 wind 全 A 指数 1.2%，近 3 个月表现不佳，策略有绝对收益但超额回撤较大。最新推荐重仓股如下：

图表37: 景气度投资选股策略净值表现



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表38: 景气度投资选股模型最新重仓股推荐

股票代码	个股简称	所属行业	权重
601899.SH	紫金矿业	有色金属	5.3%
002594.SZ	比亚迪	汽车	5.3%
000333.SZ	美的集团	家电	4.0%
300308.SZ	中际旭创	通信	3.7%
601127.SH	赛力斯	汽车	3.5%
600050.SH	中国联通	通信	3.4%
002714.SZ	牧原股份	农林牧渔	2.8%
601633.SH	长城汽车	汽车	2.5%
000651.SZ	格力电器	家电	2.4%
300502.SZ	新易盛	通信	1.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

四、多因子策略回顾与展望

4.1 A 股市场风格因子表现

我们首先统计了 2024 年初至 11 月底，国盛多因子风险模型中风格因子的纯因子收益。

风格上：

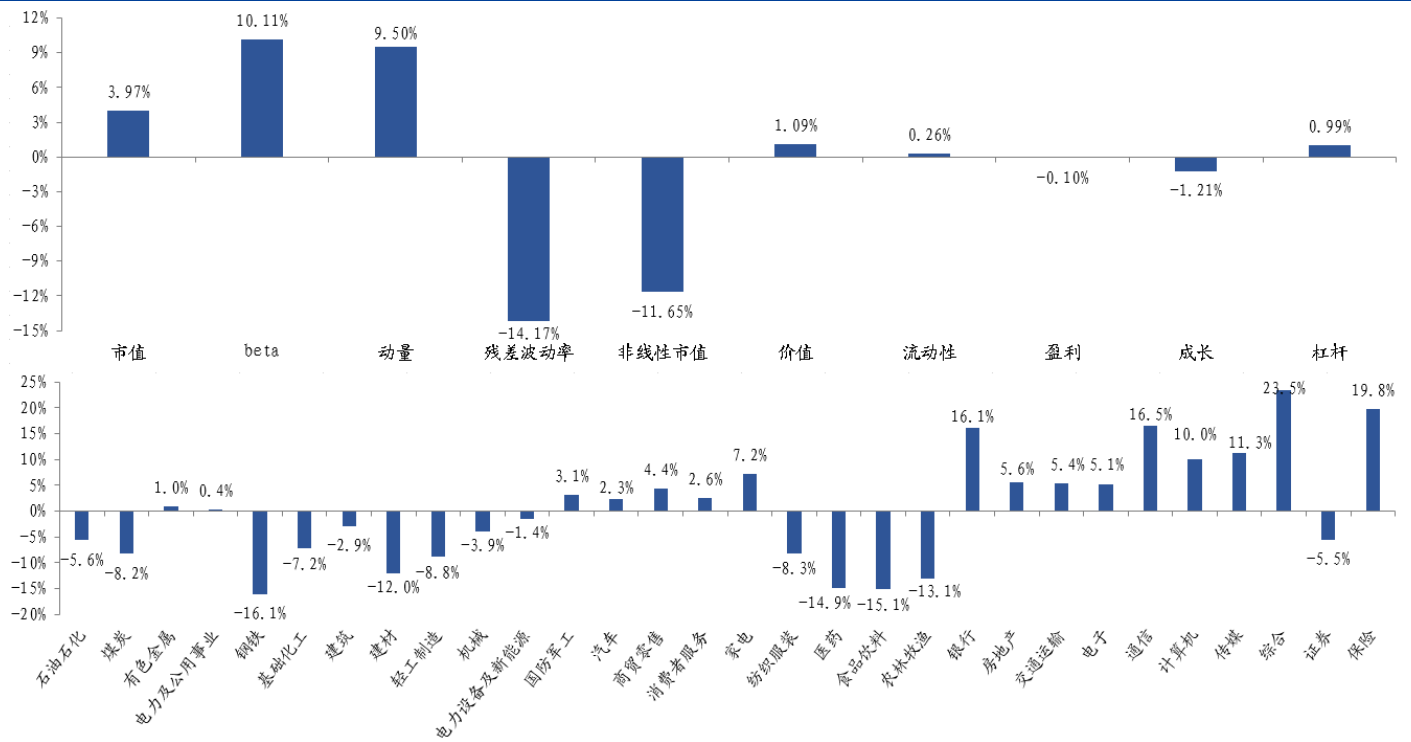
1) 规模类因子：市值因子收益率为 3.97%，非线性市值因子收益率为-11.65%，表明市场整体偏向大市值风格，中小盘股表现不佳；

2) 量价类因子：beta 和动量因子收益率分别为 10.11%、9.50%，残差波动率和流动性因子收益率分别为-14.17%、0.26%，市场总体呈现高动量和低波动风格；

3) 基本面因子：基本面因子整体表现一般，价值、杠杆因子收益略为正，分别为 1.09%、0.99%；成长、盈利因子收益为负，分别为-1.21%、-0.10%。

行业上，剥离了风格后的行业纯因子收益显示，今年表现最好的五个行业分别是综合、保险、通信、银行、传媒，收益最低的五个行业分别是钢铁、食品饮料、医药、农林牧渔、建材。

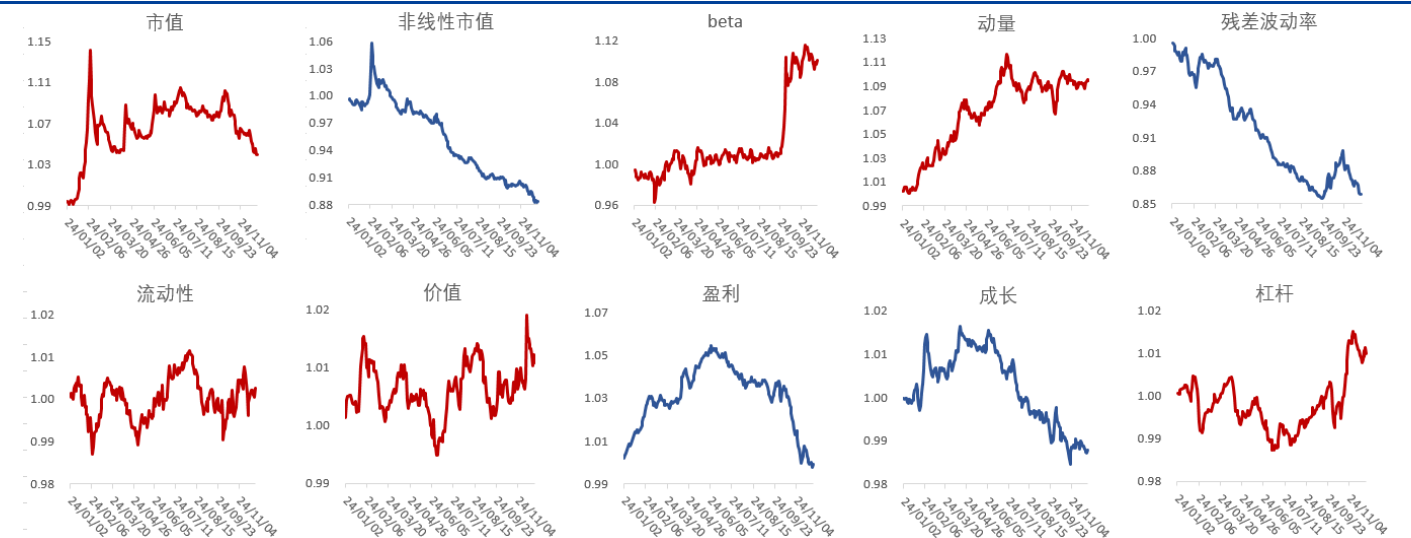
图表39: 2024年A股市场风险因子纯因子收益率(截至2024年11月底)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

再观察因子的净值曲线,可以发现A股市场在2024年出现了较为频繁的大小盘风格切换:年初至2月上旬,市场呈现明显的大盘风格;2月中旬开始,市场迅速切换至小盘风格,持续至4月中旬;随后,大小盘风格又经历了多次频繁切换,大盘在4月中旬、6月初、7月中上旬、9月下旬至10月上旬曾短暂明显占优,其余时段小盘占优或大小盘风格不明朗。**动量**因子上半年的累计收益较高,但下半年波动较大。**Beta**因子在9月下旬至10月中上旬的表现亮眼,其余时段的表现一般。**盈利**因子上半年表现较佳,但下半年持续回撤。另外,今年**流动性、价值、成长、杠杆**因子的表现均不尽如人意,累计净值的波动较大,频繁发生大幅回撤。

图表40: 2024年A股市场风格因子纯因子收益净值曲线(截至2024年11月底)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2 A股市场量价类 Alpha 因子表现

国盛金工的量价类 Alpha 因子主要包含以下 4 类：

1) 动量/反转类因子：A 股市场有显著的月度反转现象，但并不总是稳定；我们从反应不足/反应过度的角度出发，利用成交量、投资者结构等信息，对传统反转因子进行改进，提高其稳定性；具有代表性的因子如 volume_ret20、moneyflow_ret20（分别用成交量、大小单资金流，对月度反转因子进行改进）；

2) 流动性因子：我们发现过去一段时间交易量相对稳定的股票，在未来一个月具有显著的超额收益，因此基于日频换手率、分钟换手率的稳定性，分别构建选股因子 daily_turn_std、minute_turn_std；

3) 波动率因子：A 股市场有显著的“低波异常现象”，即波动率较低的股票，未来收益更高；我们基于股票的分钟行情数据，计算分钟涨跌幅的标准差，构建高频波动率因子 minute_volatility；

4) 价量相关性因子：想要预判股票的未来表现，仅仅依靠股价走势是不够的，还需要观察成交量的变化；价量相关性因子可以帮助我们结合价格与成交量的信息，具有代表性的因子如 daily_pv_corr、minute_pv_corr（分别基于日频、分钟数据，计算价量相关性，构建选股因子）；另外，我们发现价格变化的自相关性中，也拥有显著的选股信息，因此基于分钟价格序列的自相关性，构建因子 minute_price_autocorr。

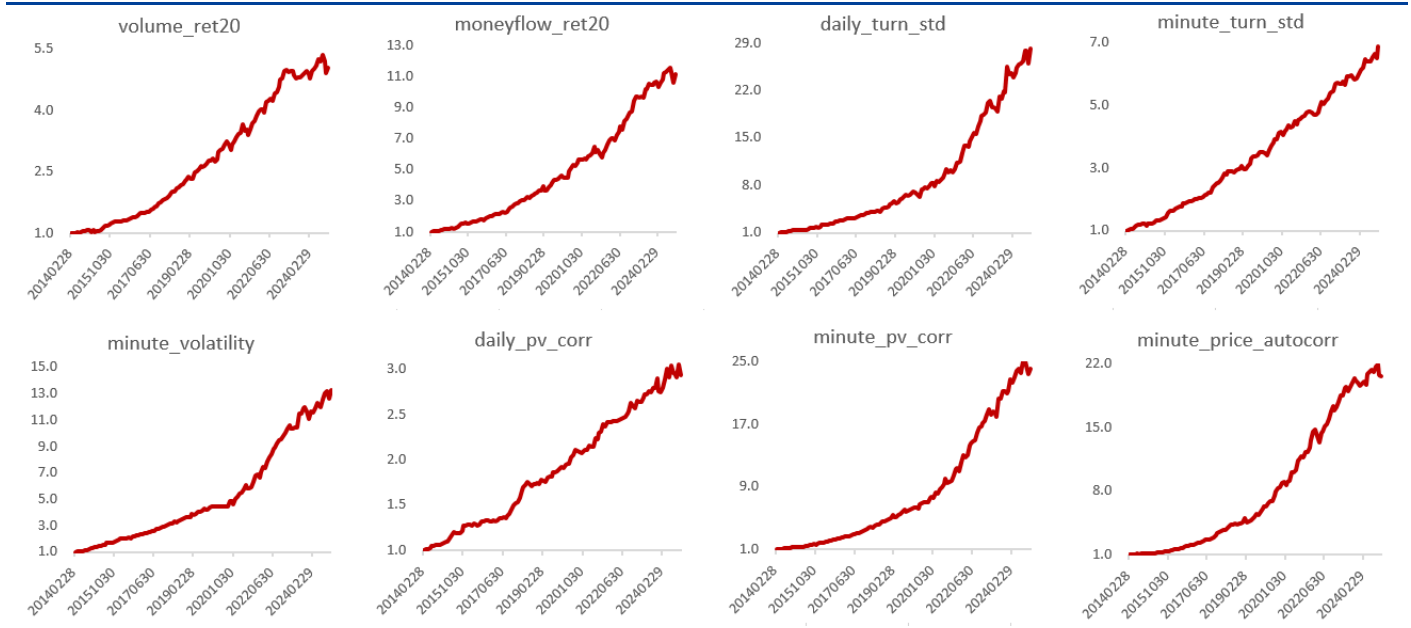
图表41：国盛金工量价类 Alpha 因子简介

因子大类	因子简介	代表性因子
动量/反转类	利用成交量、投资者结构等信息，对传统反转因子进行改进	volume_ret20、moneyflow_ret20
流动性	计算换手率的稳定性，交易稳定性高的股票在未来有显著的超额收益	daily_turn_std、minute_turn_std
波动率	根据“低波异常”，基于分钟行情数据，构建高频波动率因子	minute_volatility
价量相关性	利用价格与成交量的相互关系、或者价格的自相关性，构建因子	daily_pv_corr、minute_pv_corr、minute_price_autocorr

资料来源：国盛证券研究所整理，《Information and Volatility: The No-Arbitrage Martingale Approach to Timing and Resolution Irrelevancy》Ross, Stephen A. (1989)，《Return Volatility and Trading Volume: An Information Flow Interpretation of Stochastic Volatility》Andersen, T. G. (1996)

构建上述量价类 Alpha 因子后，我们以全体 A 股为研究样本（剔除 ST、停牌、上市未满 60 个交易日的股票），对因子进行月度 10 分组回测。下面两张图表分别展示了因子 10 分组多空对冲的净值走势、各项绩效指标。整体来看，量价类 Alpha 因子表现稳健，信息比率基本都在 2 以上；其中高频价量相关性因子、高频价格自相关性因子的稳健性最强，信息比率分别为 3.02、2.82。

图表42: A股市场量价类 Alpha 因子多空对冲净值曲线 (2014Q2-2024H1)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

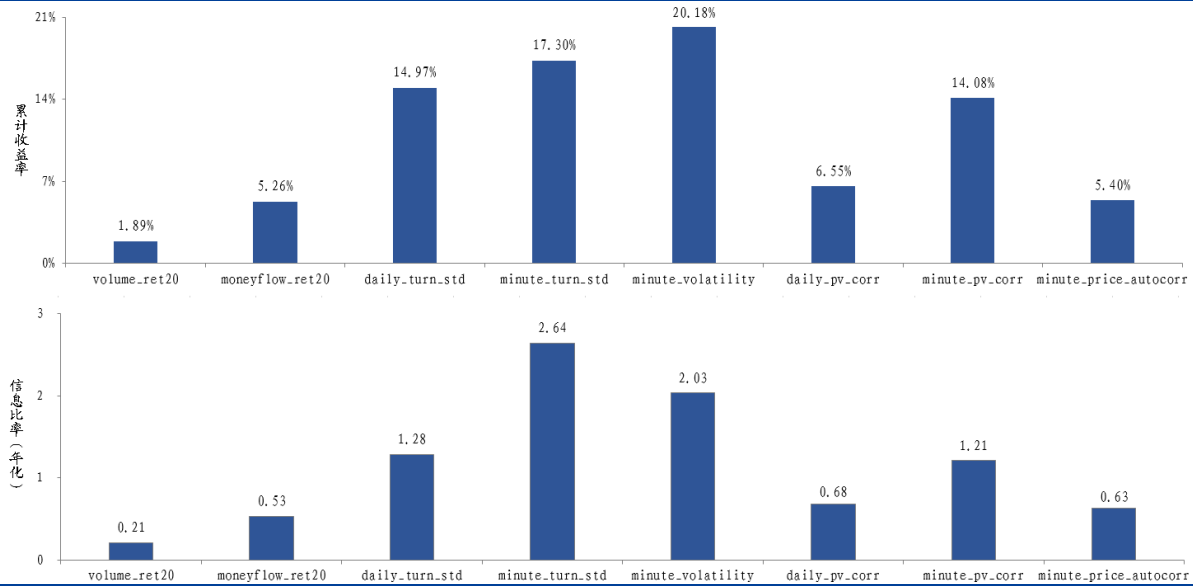
图表43: A股市场量价类 Alpha 因子多空对冲绩效指标 (2014Q2-2024H1)

		年化收益率	年化波动率	信息比率	月度胜率	最大回撤率	卡玛比率
动量/反转	volume_ret20	16.28%	7.78%	2.09	77.52%	8.65%	1.88
	moneyflow_ret20	25.19%	10.59%	2.38	75.19%	10.17%	2.48
流动性	daily_turn_std	36.41%	15.61%	2.33	71.32%	10.12%	3.60
波动率	minute_turn_std	19.66%	7.44%	2.64	79.07%	4.53%	4.34
	minute_volatility	27.21%	9.91%	2.75	84.50%	7.82%	3.48
价量相关性	daily_pv_corr	10.54%	5.90%	1.79	72.09%	5.28%	2.00
	minute_pv_corr	34.48%	11.43%	3.02	79.84%	8.43%	4.09
	minute_price_autocorr	32.52%	11.53%	2.82	81.40%	9.34%	3.48

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

今年以来, 上述量价类 Alpha 因子都取得了正向收益, 其中累计收益最高的为 minute_volatility (分钟收益波动因子), 录得收益 20.18%; minute_turn_std (分钟换手稳定性因子) 和 daily_turn_std (日频换手稳定性因子) 紧随其后, 分别录得收益 17.30% 和 14.97%。从信息比率来看, 表现最好的是 minute_turn_std (分钟换手稳定性因子) 和 minute_volatility (分钟收益波动因子), 今年以来的年化信息比率分别为 2.64 和 2.03。

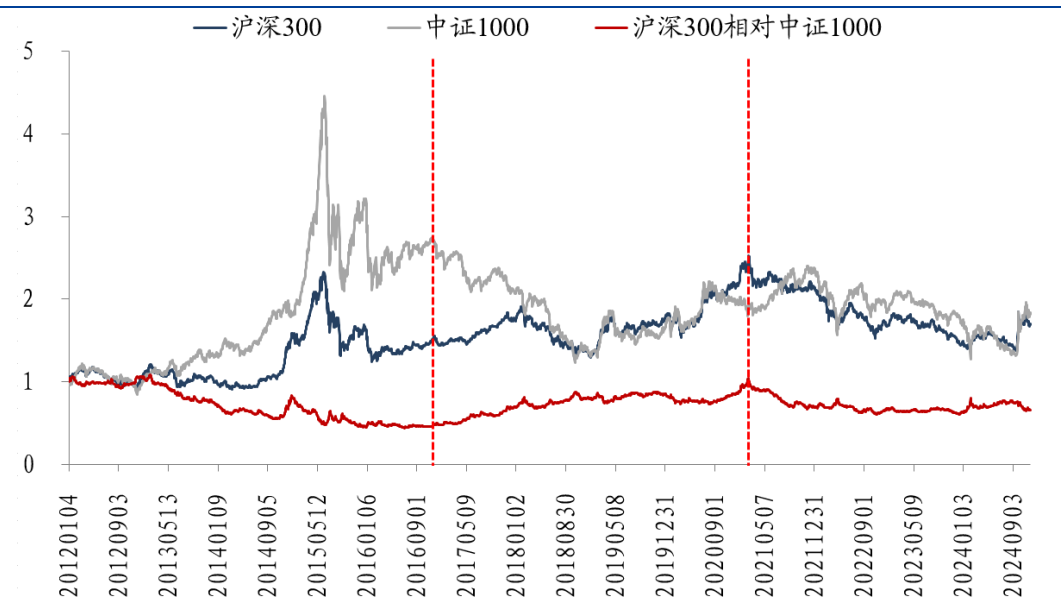
图表44: 2024年A股市场量价类Alpha因子多空对冲累计收益、信息比率(202401-202411)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

众所周知,量价类因子在中小市值股票中的有效性更强,因此在市场更偏中小市值风格的时候,量价因子的表现往往更好。我们选取常用的沪深300指数代表大盘股、中证1000指数代表中小盘股,观察两个指数从2012年以来的相对走势。可以发现在2017年以前,中证1000指数有较为稳定的优势;但从2017年开始至2021年年初,沪深300指数持续占优,观察同期量价因子的表现,就会发现许多传统量价因子的有效性明显下降,比如传统反转因子在2017年出现长时间回撤,传统波动率、换手率因子在2018年、2019年多次出现大幅回撤,另外伴随着2020年至2021年初的机构抱团行情,我们构建的量价类Alpha因子的波动也明显增大;直到2021年3月份,市场重回中小市值风格,量价类因子的表现才开始回暖。

图表45: 沪深300与中证1000指数净值走势(201201-202411)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

在未来,如果我们预期大规模的机构抱团行情难以重现,且目前A股市场的股票数量较多,在许多未被研究机构覆盖的中小票中,也将出现较多具有投资价值的股票,那么我们相信量价类因子将会有更多的用武之地。

4.3 量化选股策略跟踪

我们将跟踪的量化选股组合大体分为3类：其1)为基于增强ETF申赎清单构建的指增组合；其2)为基于量价交易信息的AI指数增强组合；其3)为主动量化选股组合：

- 1) 传统多因子选股体系，我们另辟蹊径基于增强ETF申赎清单直接构建增强组合；
- 2) 深度学习选股体系，基于量价数据驱动，采用AI模型的短周期交易型指增组合；
- 3) 通过对价值投资或行为金融的深度理解，捕捉市场反应不足/过度的定价错误，组合构建流程基于金融逻辑和因果推断，根据特定事件或指标筛选股票池。

以下，我们具体介绍各类组合的构建方式以及今年以来的绩效表现。

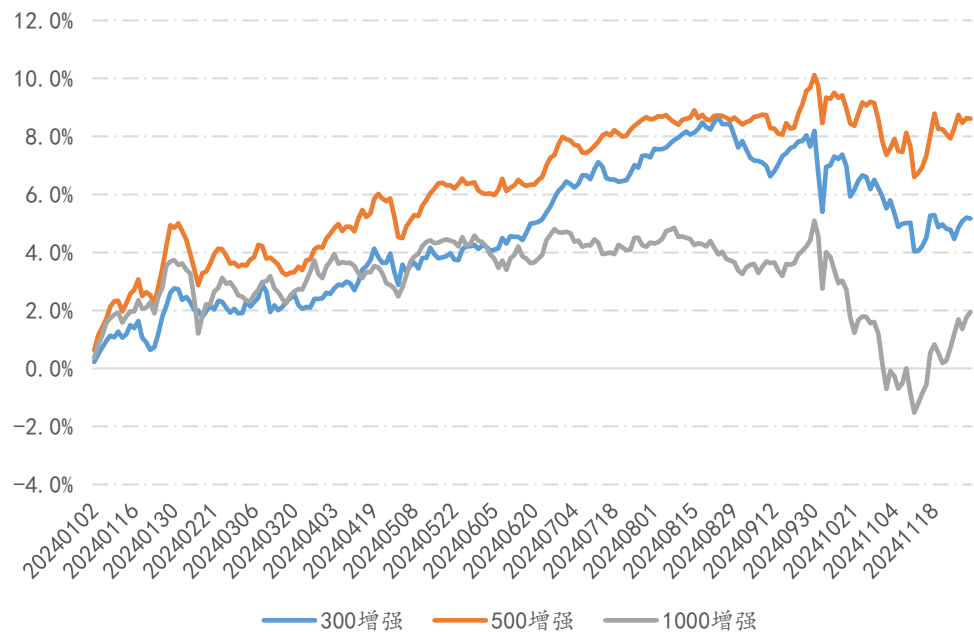
基于增强ETF申赎清单的指增组合

作为将指数增强基金和ETF交易模式相结合的工具性产品，近年来增强ETF的发展在A股结构性行情中不断升温。自2021年末上市以来，增强ETF的规模与数量不断扩大，且能够实现每年稳定战胜基准指数的目标。不同于场外指数增强基金每季度披露投资报告，增强ETF每日公告申购赎回清单，可借助清单中对其当前持仓一窥究竟。

借助增强ETF每日通过PCF披露的申赎清单，我们对增强ETF的持仓情况进行还原。分析表明PCF“清单权重”无论在持仓明细还是净值走势都能良好还原增强ETF本身。

增强ETF申赎清单本身即为股票多头信息，我们从两个不同维度基于增强ETF申赎信息构建对应标的指数的增强策略。基于增强ETF申赎因子，间接构建组合，其优点在于我们不再受限于ETF本身的持仓组成，可以综合多个ETF对于个股的综合评价信息，对于组合的风险约束也将具有更大的自主权利。

图表46: 基于增强ETF申赎清单的指增组合超额收益



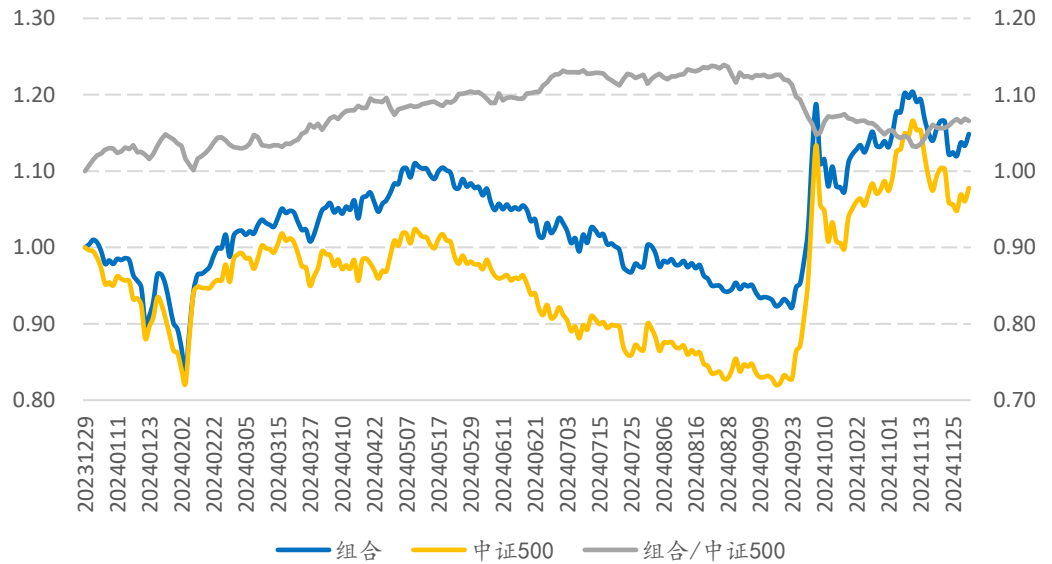
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们基于增强ETF申赎清单构建增强组合，截至2024-11-29日，今年以来沪深300指数增强组合超额收益为5.2%，中证500指数增强组合超额收益为8.6%，中证1000指数增强组合超额收益为1.9%。

深度学习指数增强组合

基本面因子是低频多因子模型的重要 alpha 来源，但是 2021 年以来业绩类因子出现普遍性的大面积回撤。而量价+AI 类模型基于数据驱动，基于短期交易数据层面捕捉市场短期的定价不充分，这与基本面模型具有较高的独立性，因此我们基于深度学习模型构建了周频调仓的指数增强组合。

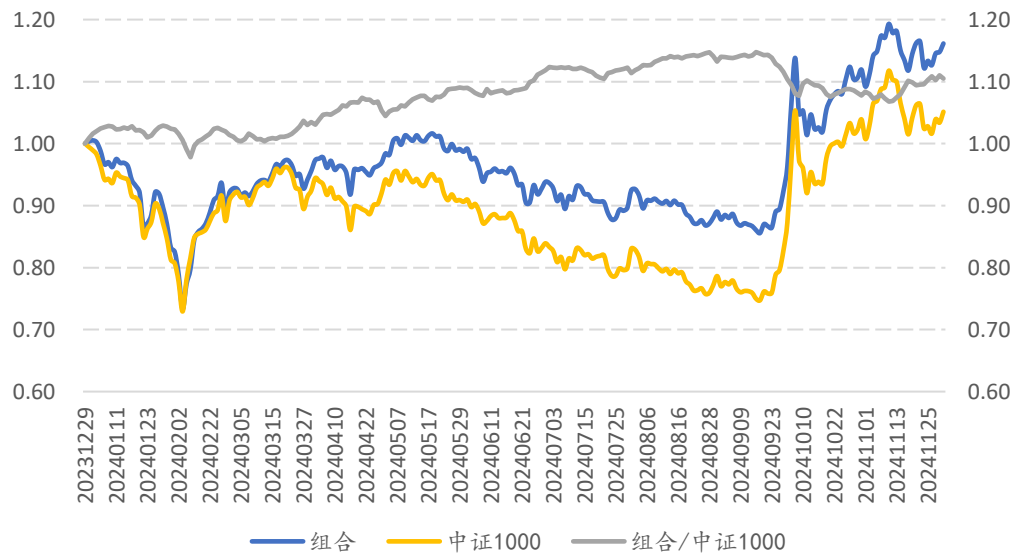
图表47: 中证 500 指数增强组合净值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

截至 2024-11-29, 今年以来中证 500 指数增强组合绝对收益 14.9%, 超额中证 500 指数 7.1%, 组合日度胜率 55.0%。

图表48: 中证 1000 指数增强组合净值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

截至 2024-11-29, 中证 1000 指数增强组合今年以来绝对收益 16.1%, 超额中证 1000 指数 11.0%, 组合日度胜率 56.8%。

小盘价值组合

Piotroski (2002) 提出 F-SCORE 指标用于低估值 (高 BP) 股票投资, 他认为低估值股票更适用于财务报表分析:

1. 分析师一般关注收益弹性更好的成长股, 价值股通常分析师关注度低;
2. 公司欠缺主动的信息披露渠道, 由于业绩表现差, 主动的信息披露可能不被信任;
3. 绝对低估值的企业可能处于财务困境中, 报表分析更适合。

因此, 在低估值股票中我们希望借助于财务信息, 寻找估值具有抬升潜质、同时基本面出现改善、安全边际高的股票, 在低估值股票中寻找盈利和估值同步抬升的机会。

首先, 股价的短期变化反应在情绪面和基本面, 情绪映射成估值的变化, 基本面反应在企业短期的盈利改善, 因此股价增长取决于估值和盈利两个维度。

我们发现, 低估值股票估值变动幅度本身更大, 而市场关注度低的中小市值、低成交量股票在短期由情绪主导的估值提升更加明显, 基于此逻辑我们筛选出冷门价值股票池。

然而, 低估值股票普遍存在“便宜只有便宜的道理”, 这些股票整体的盈利能力弱于市场平均水平, 存在陷入“价值陷阱”的风险。盈利改善是避免“价值陷阱”出现的前提, 而股价安全边际是避免“价值陷阱”的重要保障。因此, 我们在寻找具有估值提升潜质的标的时, 同样关注股票本身的盈利能力改善和股价安全边际。

基于此思路, 我们在冷门低估值股票池中选取基本面改善的股票, 最终考虑价格的安全边际, 每期选取 100 只股票等权构建小盘价值精选组合。

以国证 2000 指数作为业绩比较基准, 小盘组合 2012 年以来年化收益 30.9%, 超额国证 2000 指数 22.4%, 信息比 2.19。截至 2024-11-29, 组合今年以来取得绝对收益 16.4%, 超额国证 2000 指数 12.8%。

图表 49: 小盘价值组合业绩表现

年份	组合收益	国证 2000 指数	年化超额	信息比率	最大回撤
2012	23.6%	0.8%	22.9%	4.43	-20.0%
2013	51.0%	33.3%	17.7%	2.15	-16.6%
2014	61.6%	42.4%	19.2%	2.08	-8.5%
2015	139.9%	88.1%	51.8%	2.40	-48.7%
2016	11.3%	-12.1%	23.5%	4.45	-25.0%
2017	-5.2%	-16.9%	11.7%	3.67	-15.2%
2018	-20.0%	-33.8%	13.7%	4.11	-30.3%
2019	38.2%	23.4%	14.7%	1.88	-18.3%
2020	44.6%	16.9%	27.7%	2.50	-13.5%
2021	43.0%	29.2%	13.8%	0.87	-13.3%
2022	14.9%	-17.2%	32.1%	3.33	-17.1%
2023	22.0%	-1.2%	23.2%	2.44	-10.0%
20241129	16.4%	3.5%	12.8%	0.75	-32.0%
全样本	30.9%	8.5%	22.4%	2.19	-48.7%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

权益基金业绩增强组合

公募权益基金整体相对于市场宽基指数呈现出显著超额收益，然而由于市场风格的变化，单只基金长期保持稳定靠前的业绩水平具有较高难度。

我们在跟踪权益基金整体的风格、行业配置前提下，利用 alpha 模型获取超额收益，构建权益基金业绩增强组合。截至 2024-11-29，今年以来组合取得绝对收益 2.2%，跑输基准指数，相对偏股基金指数超额收益为-3.0%。

图表50: 权益基金业绩增强组合

年份	组合收益	普通股票型基金指数	年化超额	信息比率	最大回撤
2020	73.7%	58.1%	15.6%	1.10	-17.5%
2021	11.7%	9.6%	2.1%	0.28	-19.4%
2022	-26.4%	-19.9%	-6.6%	-0.87	-27.1%
2023	6.8%	-11.7%	18.5%	2.37	-10.3%
20241129	2.2%	5.2%	-3.0%	-0.36	-19.5%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

红利精选组合

股票的收益来自于两部分: 股息收入和资本利得，其中股息收入可以通过股息率来刻画。股息率是 Smart Beta 中红利策略最核心的因子。红利策略优化的方式可以在于对高股息股票的进一步优选。我们在红利低波策略的基础上进行优化，寻找高成长性标的，筛选出的股票组合具有低波动性、高股息率和高成长性的特点。截至 2024-11-29，今年以来组合取得绝对收益 18.5%，超额中证红利指数 10.0%。

图表51: 红利精选组合业绩

年份	组合收益	中证红利指数	年化超额	信息比率	最大回撤
2020	4.9%	3.5%	1.4%	0.15	-14.1%
2021	22.6%	13.4%	9.2%	0.68	-9.7%
2022	2.9%	-5.5%	8.4%	0.85	-11.9%
2023	14.7%	0.9%	13.8%	2.64	-9.5%
20241129	18.5%	8.5%	10.0%	1.41	-13.2%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

超预期精选组合

基于分析师对于股票最新业绩的点评报告，我们筛选鉴定市场上业绩超预期的股票；综合股票基本面信息优选个股构建超预期精选组合。截至 2024-11-29，今年以来组合取得绝对收益 9.4%，超额中证 500 指数 1.6%。

图表52: 预期精选组合业绩

年份	组合收益	中证 500	年化超额	信息比率	最大回撤
2020	45.4%	20.9%	24.6%	1.79	-19.9%
2021	40.2%	15.6%	24.6%	1.55	-16.3%
2022	-26.8%	-20.3%	-6.5%	-0.56	-28.5%
2023	-5.3%	-7.4%	2.1%	0.25	-20.2%
20241129	9.4%	7.8%	1.6%	0.15	-22.7%

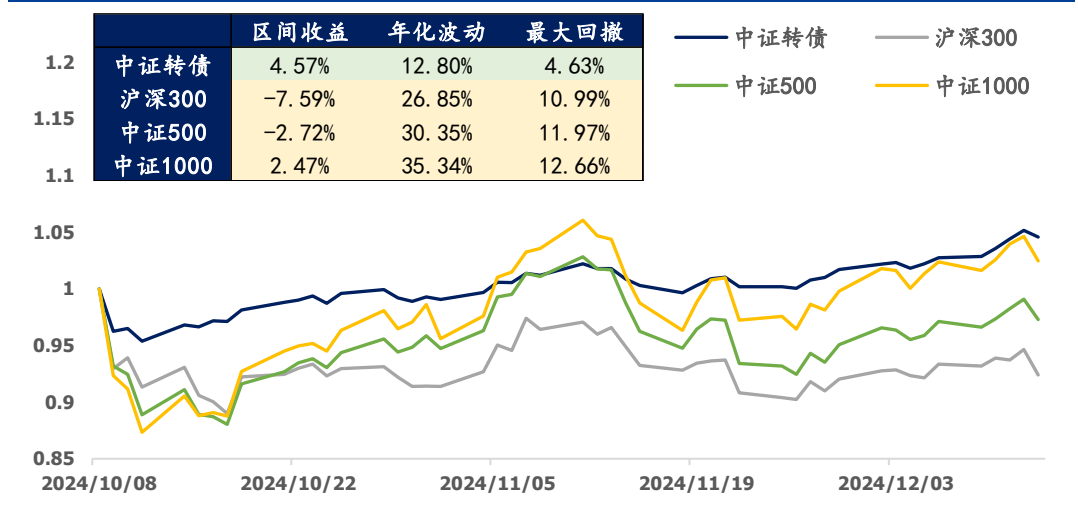
资料来源: wind, 国盛证券研究所

五、可转债市场回顾与量化展望

5.1 可转债市场估值修复基本完成，配置性价比适中

① 今年十月以来，转债资产表现出了优异的收益风险比。我们曾在月报《十月配置建议：12个择时指标怎么看A股》与《权益市场反弹，转债估值新低——十月可转债量化月报》中提及权益市场快速反弹，而转债估值仍处于低位，性价比较高建议超配。自今年10月初以来，转债走出了稳定向上的估值修复行情，中证转债指数从收益与风险维度均优于大部分宽基指数，具有优异的收益风险比，可见使用估值来衡量转债配置价值的重要性。

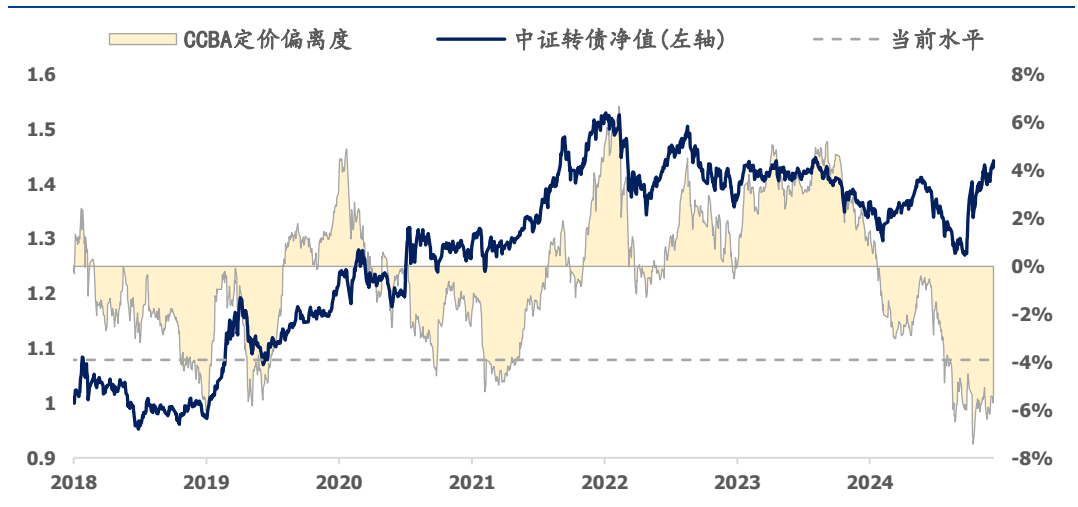
图表53: 中证转债与各宽基指数自2024年10月以来的净值表现 (2024/12/13)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们一般常使用定价偏离度(转债价格/模型定价-1)来衡量当前转债的估值,可以由下图看出,当前转债定价偏离度仍然处于低位,位于2018年开始14.29%的分位数水平。然而模型定价有时会受到输入参数不准确的影响,其中影响较大的分别为正股波动率与信用评级,因此我们下文意在讨论当处于不同波动率与信用环境下时,转债当前的估值水平究竟是高是低。

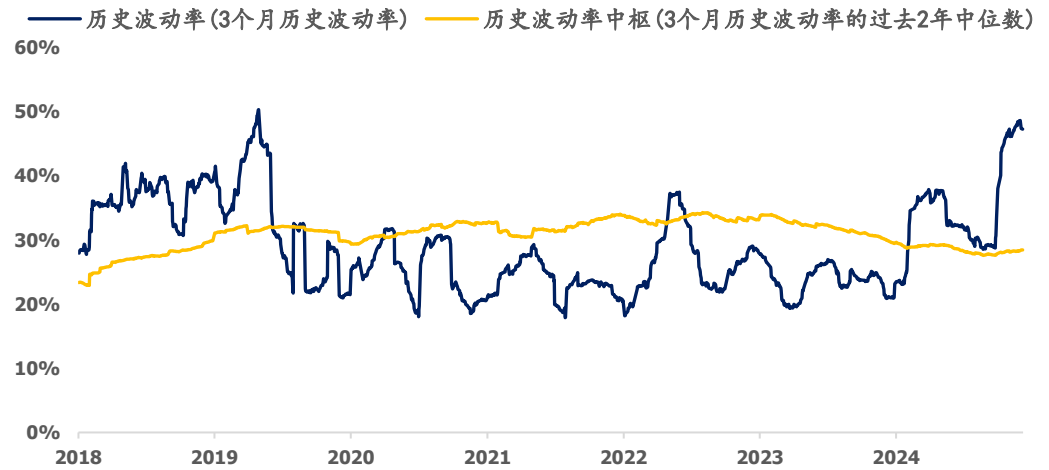
图表54: 中证转债指数与市场CCBA定价偏离度 (2024/12/13)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

② 若对正股波动率进行保守假设，转债当前估值中性。转债中期权部分的定价往往和波动率相关，波动率越高模型倾向于给出更高的定价。我们前文在计算定价时使用的是中短期的 3 个月历史波动率，由于 9 月底开始正股快速上涨，大幅拉高了正股波动，模型可能有高估转债定价的风险，从而可能会低估当前转债估值水平。

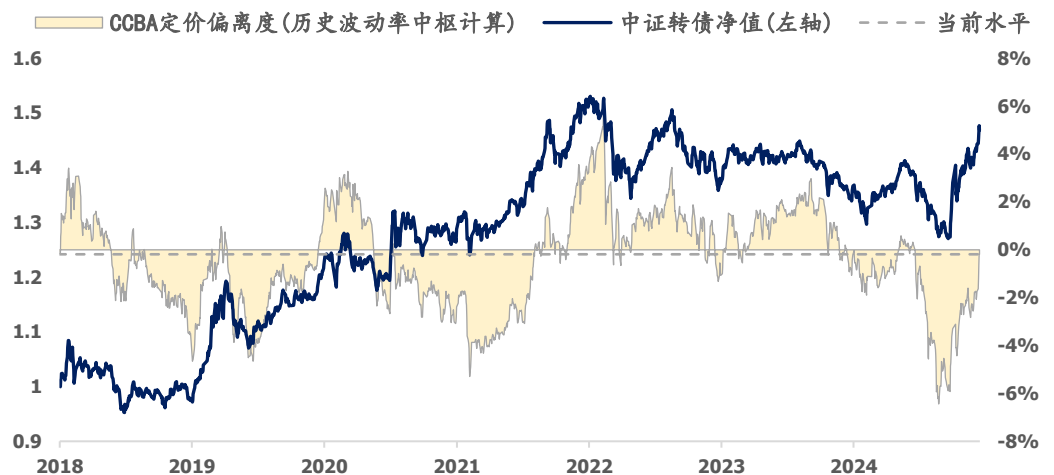
图表55: 历史波动率与波动率中枢，按照转债个券市值加权计算 (2024/12/13)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

为了对当前转债的模型定价进行更保守的估计，我们将转债正股历史波动率的长期中枢（3 个月历史波动率的过去 2 年中位数）带入到定价模型中进行测算，从而尽量消除短期异常波动所带来的影响。由下图可见，当前基于历史波动率中枢计算的定价偏离度为 -0.19%，相对于 8 月底的估值低点已出现显著恢复，位于 2018 年开始 53.44% 的分位数水平，说明在较为保守的正股波动假设下，转债当前处于合理估值位置。

图表56: 中证转债指数与市场 CCBA 定价偏离度 (使用历史波动率中枢计算, 2024/12/13)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

② 在信用风险适中的环境中，转债配置性价比中性。今年 5 月以来转债快速下跌的部分原因在于市场担心其信用尾部风险，为了衡量市场所隐含的信用风险，我们做了如下测算。首先我们选取平价低于 80、余额 3 个亿以上、评级 AA-及以上、正股价大于 2 的偏债转债进行统计，有以下两种情况：

- 若转债价格 > ccb_out 定价，则令隐含利差为 0%。
- 若转债价格 < ccb_out 定价，则通过调整债底折现利率使 ccb_out 定价与真实价格相等，此时折现利率为隐含折现利率，令隐含利差 = 隐含折现利率 - 外评对应折现利率。

今年以来隐含利差于 8 月 23 号达到最高水平，资质较弱的非国企转债的隐含利差接近 2021 年 2 月的高点。当前隐含利差已显著恢复，截止至 12 月 13 日，国企转债隐含利差为 0.47%，非国企隐含利差为 0.62%。

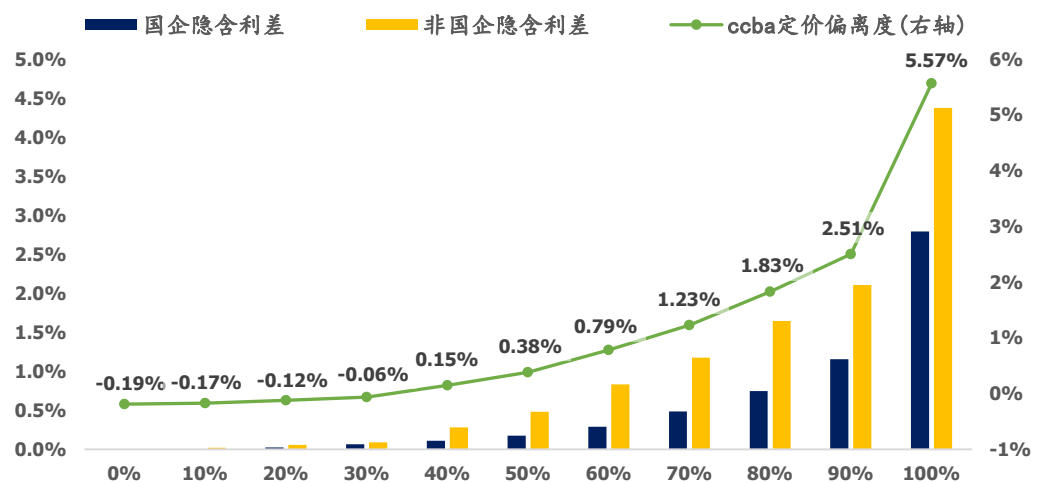
图表57: 隐含利差 (平价低于 80, 余额 3 个亿以上, 评级 AA-及以上, 正股价 2 元以上, 等权, 2024/12/13)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们取从 2018 年以来隐含利差的不同分位数, 并带入定价模型中重新计算定价偏离度。如下图所示, 只有在市场认为转债仍存在较高的信用风险, 即隐含信用利差位于 70% 分位数左右时, 转债市场估值才会开始显著较高。因此在信用风险适中的环境中, 转债配置性价比中性。

图表58: 不同分位数下的隐含利差, 以及对 ccb_a 定价偏离度, 其中波动率使用长期中枢计算 (2024/12/13)



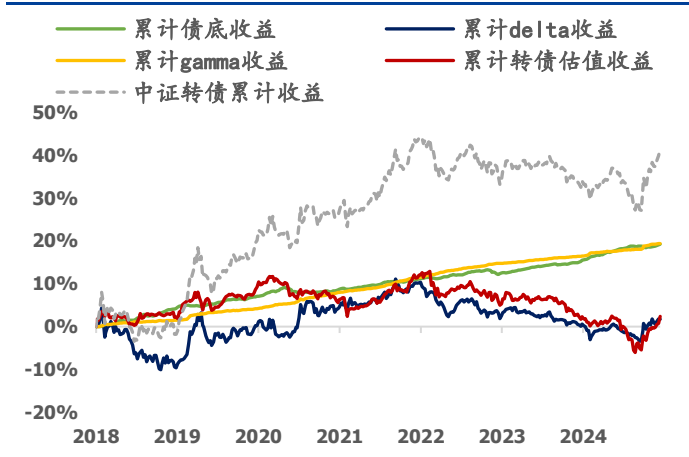
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5.2 转债估值有望贡献非线性收益

我们在专题报告《可转债定价模型与应用》中介绍过转债的收益分解模型，可以将转债收益进行如下拆解。由下图可以看出，股票和估值收益存在明显的周期波动，而 gamma 收益较为稳定，平均每年能够贡献 2.8% 的收益。

$$\text{转债收益} = \text{债底收益} + \text{delta 收益} + \text{gamma 收益} + \text{转债估值收益}$$

图表59: 中证转债累计收益拆解



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

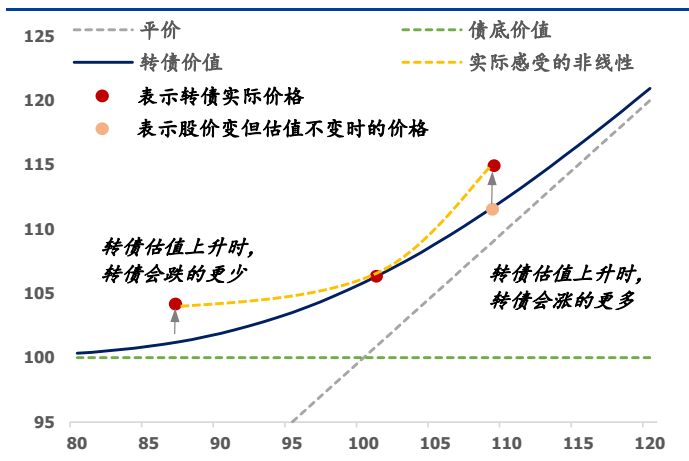
图表60: 中证转债累计收益拆解统计结果

	中证转债收益分解				
	中证转债	债底收益	delta 收益	gamma 收益	估值收益
2018年	-1.8%	4.3%	-9.6%	1.5%	2.3%
2019年	23.0%	2.8%	10.3%	2.8%	7.6%
2020年	5.8%	1.6%	4.0%	3.7%	-3.5%
2021年	17.3%	2.5%	5.8%	3.6%	5.7%
2022年	-10.1%	1.3%	-7.8%	3.3%	-6.8%
2023年	-0.3%	3.0%	-1.9%	1.7%	-3.0%
2024年	7.7%	3.7%	1.1%	3.0%	0.1%
全样本年化	6.0%	2.8%	0.3%	2.8%	0.3%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

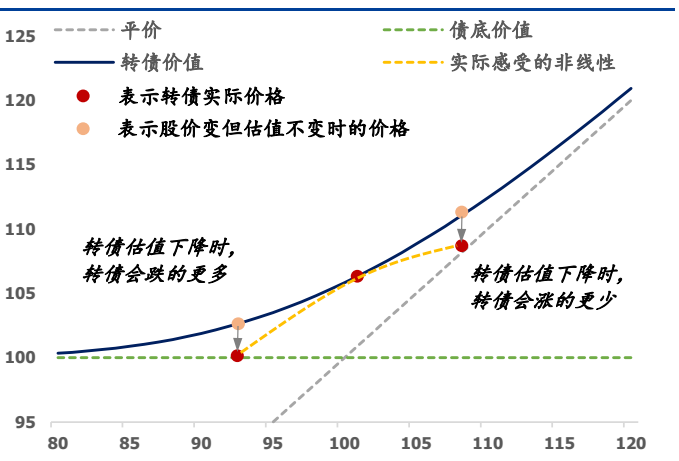
但是实际上，投资者所感受到的 gamma 收益并不是很稳定，当市场情绪强的时候，投资者感受到的 gamma 收益更加显著；当市场情绪差的时候，投资者感受到的 gamma 收益并不明显，如在今年中开始，感受到的 gamma 收益甚至为负，即转债随着正股上涨的少，但是下跌的更多。可见感受到的 gamma 和估值上升与下降有关，因此我们可以定义广义 gamma 收益=gamma 收益+转债估值收益+债底收益。

图表61: 当转债估值上升时，感受到的转债非线性会更强



资料来源: 国盛证券研究所绘制

图表62: 当转债估值下降时，感受到的转债非线性会更弱



资料来源: 国盛证券研究所绘制

由下图可见，今年年中转债市场快速下跌时，投资者便感受到了转债的“负 gamma 收益”，主要是由于估值的快速压缩所导致。同时转债的定价偏离度对未来一年转债估值收益有着一定的预测能力，当前转债估值中性偏低，未来估值有望继续上升，从而提升转债的非线性收益。

图表63: 广义 gamma 收益=gamma 收益+转债估值收益



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表64: 当前转债估值中性偏低, 预期未来估值有望贡献正收益



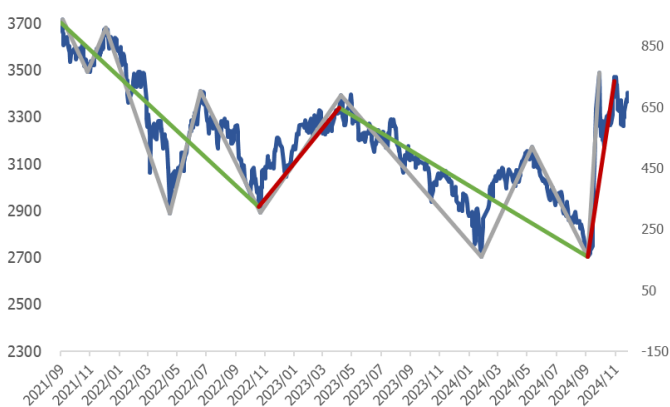
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

六、量化择时展望

6.1 指数量化择时-当下处于牛市的初级阶段

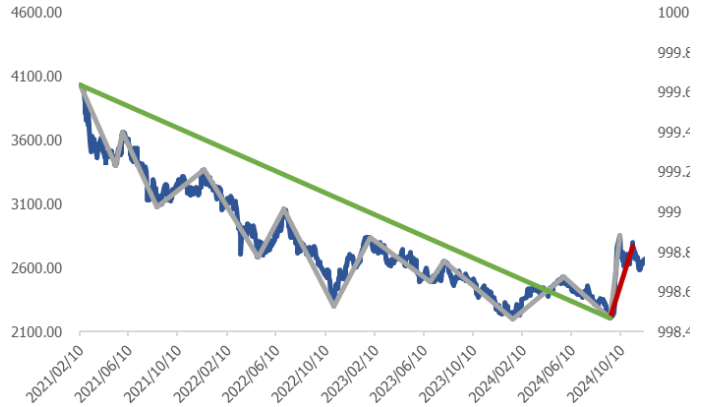
目前, 几乎所有的规模指数都已经形成了周线级别上涨, 而且周线级别上涨绝大部分都只走了1浪结构, 这说明当下才处于牛市的初级阶段。一波周线级别上涨持续的时间平均1-2年左右, 结构上平均会走出3-5浪, 市场的中期上涨才刚刚开始。

图表65: 上证综指走势结构图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表66: 上证50走势结构图



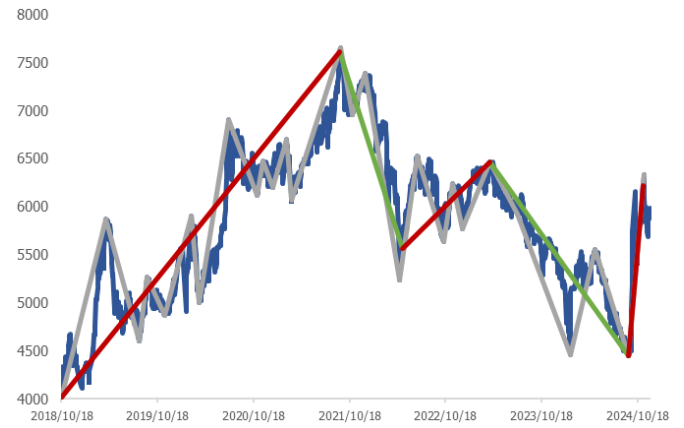
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表67: 沪深300走势结构图



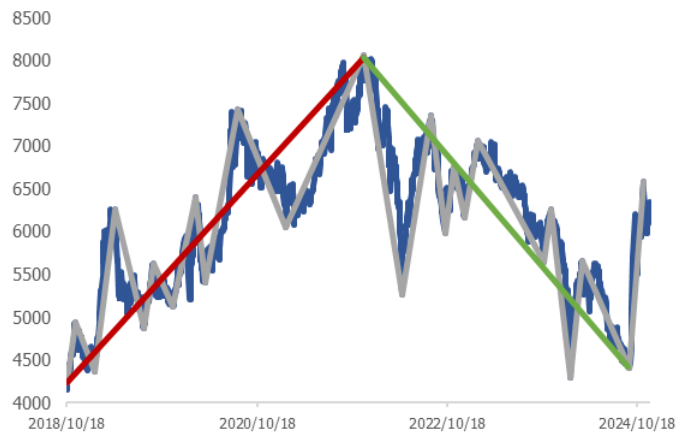
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表68: 中证500走势结构图



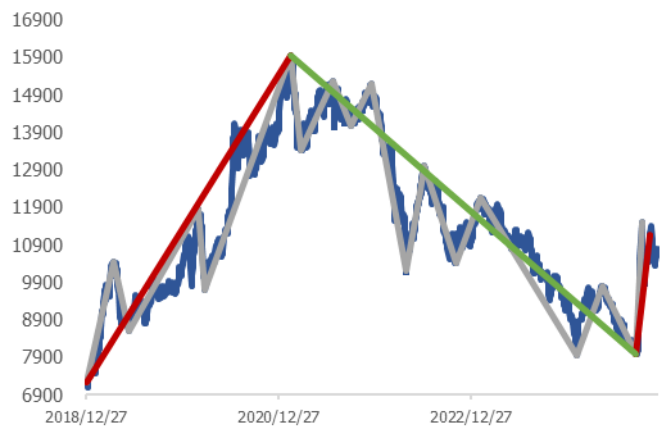
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表69: 中证1000走势结构图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表70: 深证成指走势结构图

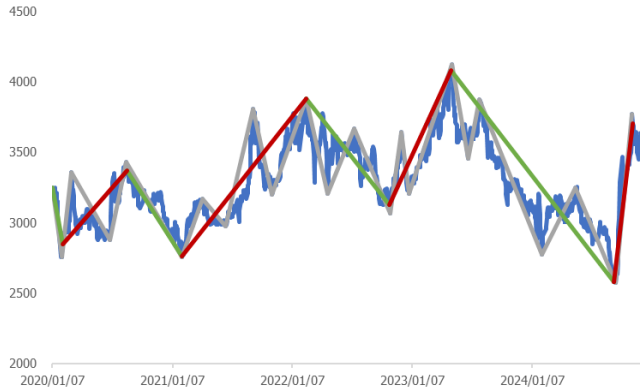


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

6.2 行业量化择时-市场呈现普涨格局

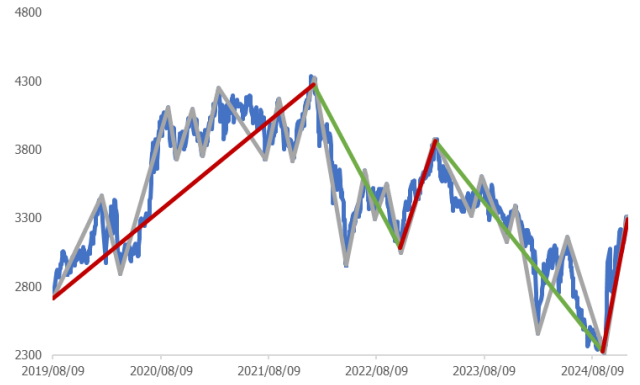
就行业配置角度而言,我们推荐周线上涨刚确认或周线下跌足够充分的行业。目前来看,建筑、轻工、机械、电力设备及新能源、商贸零售、纺织服装、非银行金融、地产、计算机、传媒刚确认周线级别上涨,且周线上涨只走了1浪,上涨趋势大概率没结束;医药、钢铁、建材、农林牧渔周线下跌已经走出了9-11浪结构,而且多数都已经走出双底结构,后续会逐步走出底部,可以积极布局。

图表71: 建筑中期走势结构图



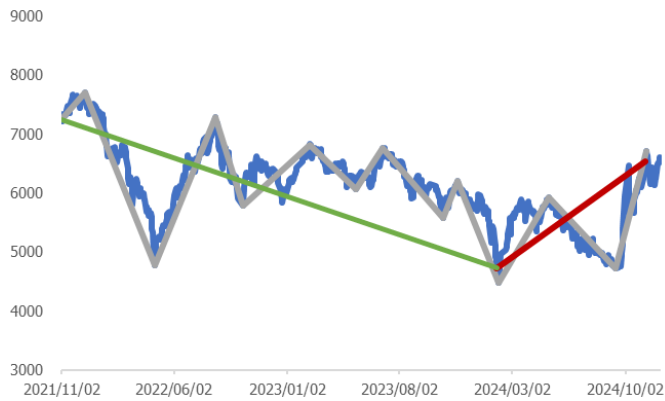
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表72: 轻工中期走势结构图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表73: 机械中期走势结构图



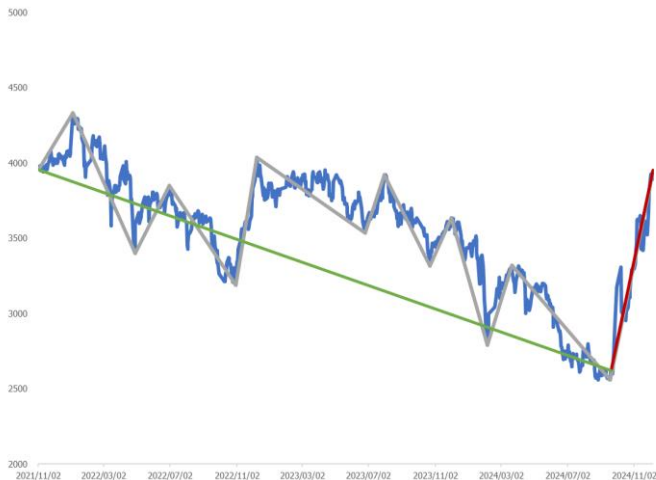
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表74: 电力设备及新能源中期走势结构图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表75: 商贸零售中期走势结构图



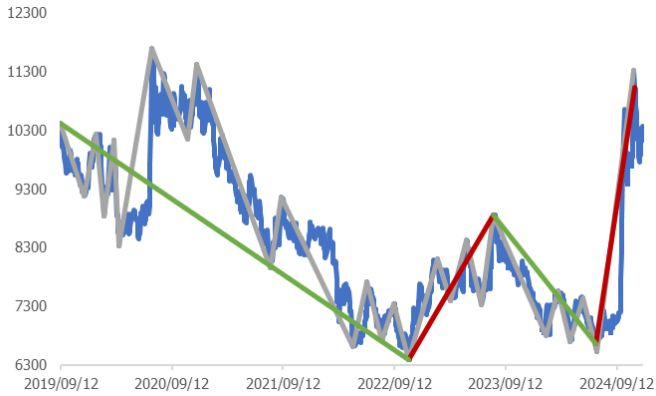
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表76: 纺织服装中期走势结构图



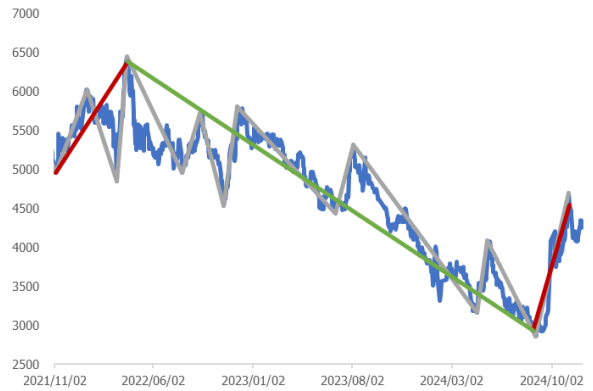
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表77: 非银行金融中期走势结构图



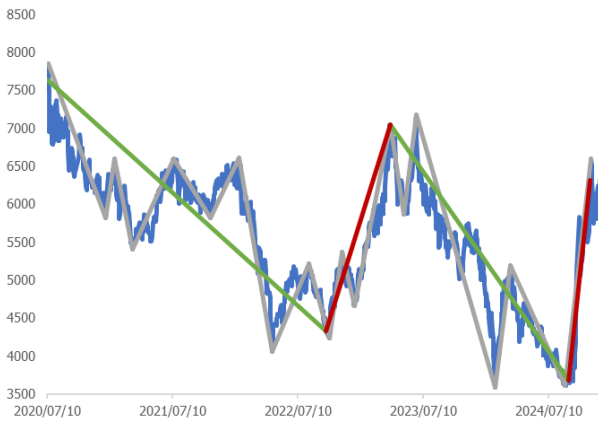
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表78: 房地产中期走势结构图



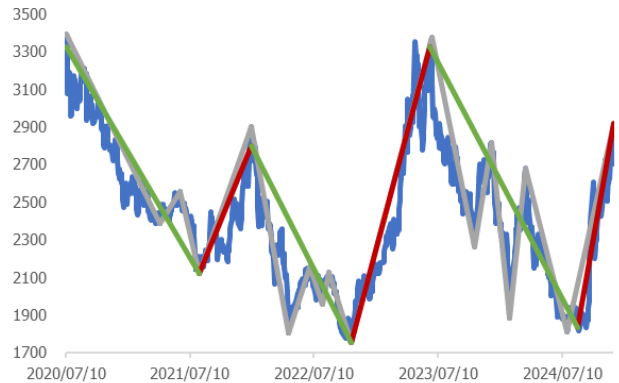
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表79: 计算机中期走势结构图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表80: 传媒中期走势结构图



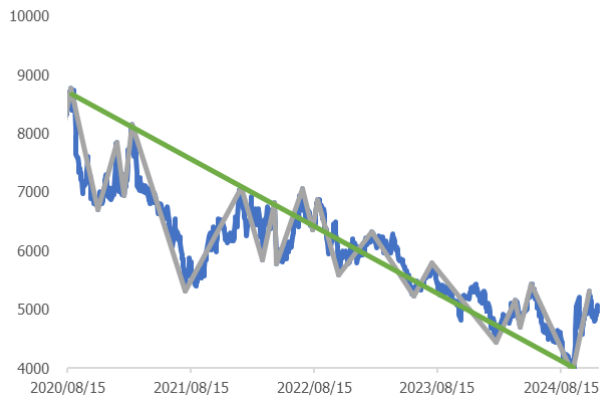
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表81: 医药中期走势结构图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表82: 农林牧渔中期走势结构图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表83: 钢铁中期走势结构图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表84: 建材中期走势结构图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

以上结论均基于历史数据和统计模型的测算, 如果未来市场环境发生明显改变, 不排除模型失效的可能性。此外, 本报告不构成对基金产品的推荐建议。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com