



量化观市

金融工程周报

证券研究报告

金融工程组

分析师：高智威（执业 S1130522110003） 联系人：许坤圣

gaozhiw@gjzq.com.cn

xukunsheng@gjzq.com.cn

小微板块领涨，反弹行情是否延续？

摘要

过去一周，国内主要市场指数中，上证 50 指数、沪深 300 指数、中证 500 和中证 1000 指数均震荡上行。上证 50、沪深 300、中证 500 和中证 1000 指数的涨幅分别 3.44%、3.71%、0.92%和 4.66%。

过去一周，央行进行了非对称降息，1 年期 LPR 维持不动，5 年期 LPR 下降 25 个基点。这也是历史上最大幅度的下调。这释放了强烈的政策信号，居民和企业的长期融资成本下降，我们预期经济的活跃程度能得以有效刺激。在春节之后，市场与我们在上周周报《从历史上看，“开门红行情”将如何演绎？》中判断的一致，小盘风格持续演绎。今年两会定于 3 月 4 日召开。两会召开前通常是 A 股政策与业绩的真空期，预期偏流动性和预期驱动的小盘板块能有持续表现。结合近期国家提出的新质生产力和国务院国资委召开“AI 赋能产业焕新”中央企业人工智能专题推进会等行为，我们预期两会产业政策方面会继续强调以 AI 为首的科技板块。所以未来一周我们预期以 AI 为首的小盘成长板块仍然能有表现。另外习总书记在 2 月 23 日召开的中央财经委员会第四会议强调要推动新一轮大规模设备更新和耐用消费品以旧换新，设备更新预期的形成能够带动中游制造业景气度回升的预期，使得以中证 500 为代表的中盘板块也能够有所表现。

而流动性方面，本周央行通过 7 天逆回购投放 5320 亿元，到期 13730 亿元，整体通过公开市场操作净回笼 8410 亿元。短端 1 周 SHIBOR 和 DR007，分别报 1.816%和 2.1247%，较上周分别下降 0.1 BP 和上升 26.85 BP。1 个月 SHIBOR 和 3 个月 SHIBOR 分别报 2.122%和 2.214%，较上周分别下降 7.8 BP 和 10.4BP。

结合经济面和流动性来看，对于未来一周，我们预估市场资金会维持对小盘板块青睐，另外以中证 500 为代表的中游制造业板块在设备更新预期的推动下，也能有一定表现。

另外我们的短期价量行业配置模型，对未来一周给出行业配置建议为：石油石化、煤炭、家电、食品饮料、银行及非银行金融。回顾上周表现，上期推荐的六个行业的平均收益为 4.7%，略低于除综合金融外的 29 个行业的平均收益 5.67%，超额收益为-0.97%。

量化选股因子方面，我们对八大类选股因子在不同的股票池中的表现进行跟踪（全部 A 股、沪深 300、中证 500 和中证 1000）。从 IC 结果可以得出，上周市值、反转和技术因子在全部 4 个股票池中表现较好，而其他因子表现比较一般。过去一周市场震荡上行，在节后效应和超预期不对称降息的事件冲击下，市场资金持续流向了两个方向，一个是小盘成长板块，另外一个则是中大盘板块的红利板块。对应到因子表现上，我们能看到小市值因子和一致预期因子在多数股票池中表现良好；以及价值因子在沪深 300 和中证 500 股票池中表现良好。未来一周，我们预期在设备更新预期带动下的中盘上涨和小盘板块的维持表现的带动下，一致预期因子仍然能够持续表现，另外市值因子以及反转因子也有一定表现。

从 IC 结果可以看出正股财务质量和正股价值因子上周表现较为不错。从择券因子多空组合净值来看，上周正股一致预期取得了正的多空收益。过去一周转债市场偏好正股财务质量和正股价值能力较强的转债，在市场持续轮动和震荡阶段结束前，预期后续正股财务质量和正股价值因子表现会较好。

风险提示

以上结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在政策、市场环境发生变化时模型存在失效的风险。



内容目录

一、市场概况.....	4
1.1 主要市场及行业指数表现.....	4
1.2 近期经济日历.....	5
1.3 市场宏观环境概况.....	6
1.4 北上资金流向观测.....	7
1.5 中期权益配置视角.....	8
二、行业配置视角.....	8
2.1 行业配置策略观点.....	8
2.2 有效择时指标跟踪.....	9
2.3 微盘股指数择时与轮动指标监控.....	10
三、量化因子视角.....	11
3.1 选股因子.....	11
3.2 转债因子.....	12
附录.....	13
风险提示.....	14

图表目录

图表 1: 主要市场指数近期周度涨跌幅.....	4
图表 2: 主要市场指数上周净值走势图.....	4
图表 3: A股市场全部行业(中信)涨跌幅情况.....	5
图表 4: A股市场行业总体资金流入和北向资金流入.....	5
图表 5: 近期经济日历.....	6
图表 6: 本周宏观数据概览.....	6
图表 7: 各类利率走势.....	7
图表 8: 北上资金各托管机构累计净流入(亿元).....	7
图表 9: 北上资金收益率及净流入变化.....	7
图表 10: 北向单日净买入成交额 20 日均值与股指走势.....	8
图表 11: 北向择时策略走势净值.....	8
图表 12: 宏观择时模型最新观点(截至 1 月 31 日).....	8
图表 13: 宏观择时模型净值表现.....	8
图表 14: 宏观择时模型超额收益表现.....	8
图表 15: 行业轮动策略组合净值.....	9
图表 16: 行业轮动策略分年度收益率.....	9



图表 17: 各指标在不同行业上的择时胜率 (截至 2024 年 2 月 23 日)	9
图表 18: 十年国债利率同比: -17.83%(截至 2 月 23 日)	10
图表 19: 波动率拥挤度同比: 1.249(截至 2 月 23 日)	10
图表 20: 微盘股/茅指数相对净值年均线	11
图表 21: 微盘股指数和茅指数滚动 20 天斜率	11
图表 22: M1 同比	11
图表 23: 大类因子的 IC 均值与多空收益	12
图表 24: 一致预期、市值、成长和反转因子多空净值 (全部 A 股)	12
图表 25: 质量、技术、价值和波动率因子多空净值 (全部 A 股)	12
图表 26: 可转债择券因子多空净值	13
图表 27: 可转债择券因子 IC 均值与多空净值	13
图表 28: 国金证券大类因子分类	13



一、市场概况

1.1 主要市场及行业指数表现

中信行业指数均呈现不同程度的上涨，其中传媒行业指数涨幅最大，周涨幅达 13.55%。医药行业指数涨幅最小，周涨幅为 2.09%

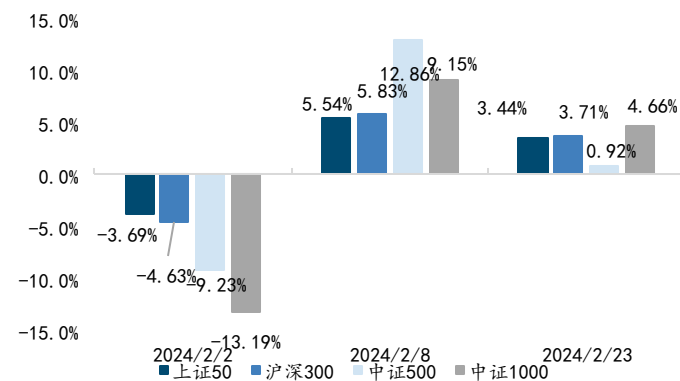
传媒方面，2月16日凌晨，OpenAI 发布了其首个文生视频模型 Sora。相比其他文生视频模型，Sora 在整体性能大幅度提升，特别是生成时长从 2-4s 提升至 60s。Sora 等技术进步标志着 AGI 时代正加速到来，尤其是在“文生视频”领域取得突破。我们认为 AIGC 领域在影视、游戏等相关生成应用或将加速推进。本周国务院国资委召开“AI 赋能产业焕新”中央企业人工智能专题推进会，推动中央企业在人工智能领域实现更好发展、发挥更大作用。政策导向强调 AI 赋能产业重要作用，央企带头推动人工智能领域发展。其中强调了中央企业要在全局工作中统筹发展人工智能产业，开展 AI+ 专项行动，加快重点行业赋能，构建一批产业多模态优质数据集，打造从基础设施、算法工具、智能平台到解决方案的大模型赋能产业生态；本周，传媒领涨全市场，反映了政策端与市场端齐发力，AI 产业发展加速演进，以及对传媒行业未来增长潜力的乐观预期。

计算机方面，消息面上，本周 OpenAI 和 Meta 分别发布视频生成模型 Sora 和非生成视频模型 V-JEPA，Sora 模型可以直接输出长达 60 秒的视频，包含高度细致的背景、镜头等，标志着文生视频大模型技术向新的进程迈进一步。多模态大模型陆续推出将引发对算力需求的指数级提升，包括训练和推理，并且在影视制作、游戏开发、教育培训、广告及社交等场景应用也将带来颠覆式革命。2月22日举办的华为 Pocket2 发布会上，鸿蒙 OS 升级设备数量已达 137 款，根据公开信息，预计鸿蒙 OS 将成为中国市场上第二大智能手机操作系统，将加速国产替代的步伐。本周，计算机板块涨幅居前，我们认为随着政策强调“推动中央企业在人工智能领域实现更好发展、发挥更大作用”，未来国产大模型产业在算法、算力、数据等生态构建势在必行，加之国产替代本周趋势，计算机行业处在低估值阶段，投资价值显现。

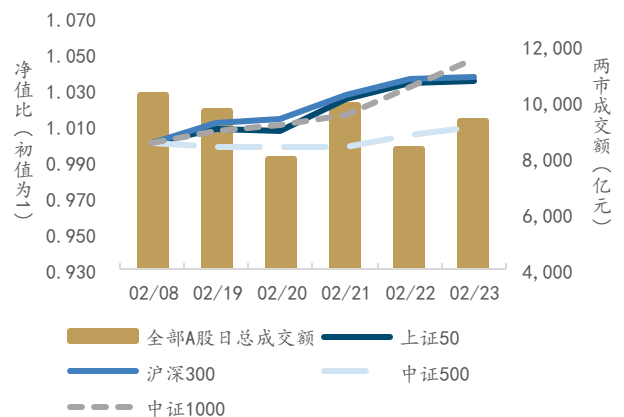
通信方面，随着本周 Sora 和 Gemini 1.5 pro 发布，市场受益于 AI 旺盛需求拉动，业绩开始加速释放驱动产业链上下股价持续快速上涨，目前模型迭代节奏加快，AI 行业催化不断，其中光模块受益全球 AI 建设浪潮的，业绩释放能力强劲，预计短期也将迎来加速。此外，本周英伟达业绩超预期，其中数据中心业务同比增长四倍，国内光模块公司大涨。本随着国内国务院国资委召开“AI 赋能产业焕新”中央企业人工智能专题推进会，提出要加快建设一批智能算力中心，将人工智能纳入全局工作。国内大模型及算力领域厂商持续追加相关投入，智算需求有望持续高速增长。2月23日，习近平主持召开中央财经委员会第四次会议，会议鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。坚持市场为主、政府引导，坚持鼓励先进、淘汰落后，坚持标准引领、有序提升。本周，通信行业涨幅靠前，我们认为，随着政策推动，通信行业处在产业新一轮增量预期中，值得持续关注。

资金流向方面，上周 A 股市场整体呈现净流出，其中银行行业净流入资金最多，为 48.24 亿元。北向资金方面，整体资金净流入 112.38 亿元，流入资金集中在电子行业和电力设备及新能源行业，流出资金集中在煤炭等行业。

图表1: 主要市场指数近期周度涨跌幅



图表2: 主要市场指数上周净值走势

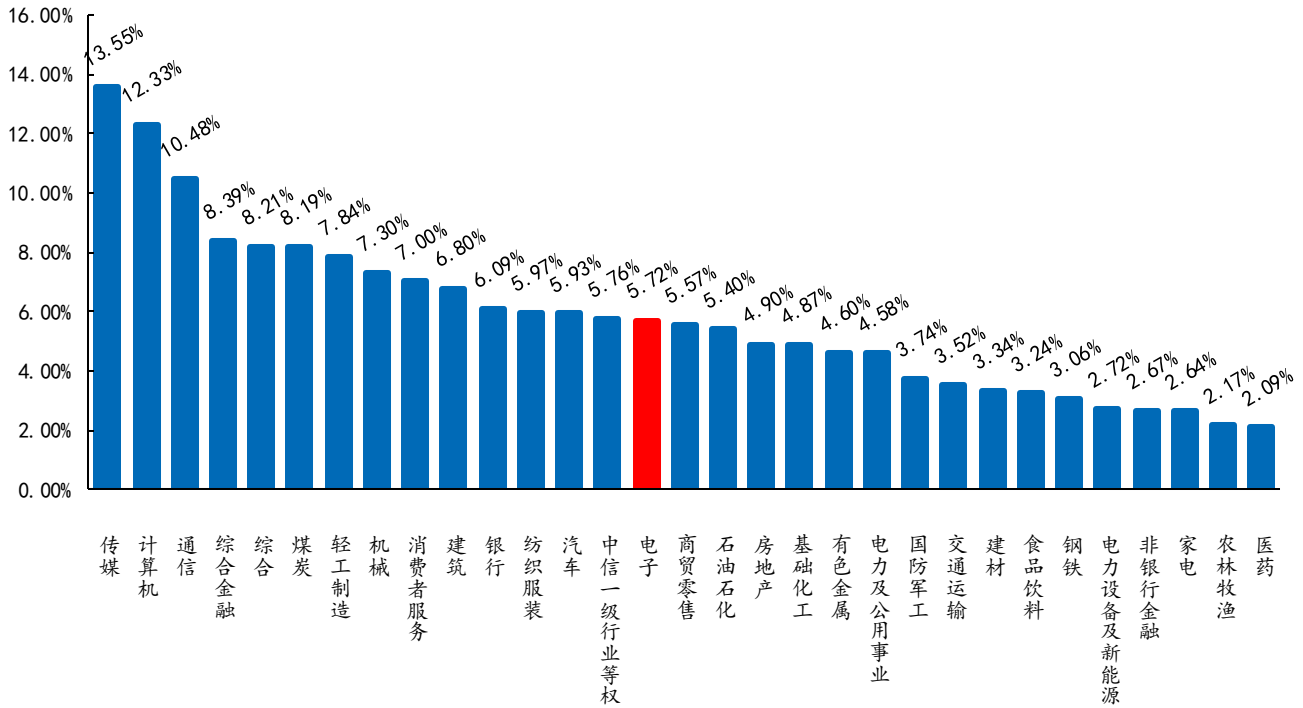


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

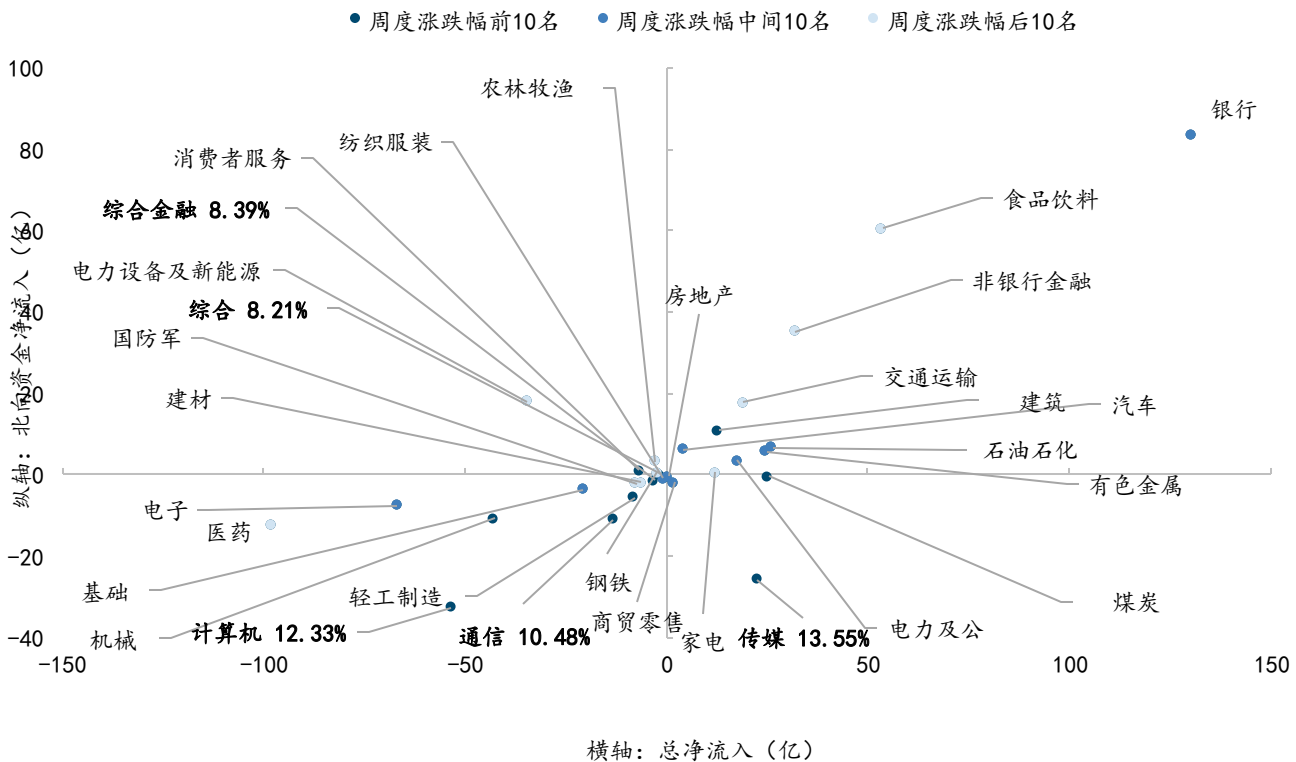


图表3: A股市场全部行业(中信)涨跌幅情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表4: A股市场行业总体资金流入和北向资金流入



来源: Wind, 国金证券研究所

注1: 图中加粗为涨跌幅排名前5个行业

1.2 近期经济日历

我们汇总了过去一周和未来一周的重点事件,来辅助投资者做时间节点的把控。未来一周,中国方面,投资者可关注2月份的中采制造业PMI的公布;而美国方面,投资者可以关注



周中公布的美联储 1 月议息会议的会议纪要和各美联储官员的发言。

图表5: 近期经济日历

	星期一 2/19	星期二 2/20	星期三 2/21	星期四 2/22	星期五 2/23	星期六 2/24	星期日 2/25
过去一周	美 总统日休市	中 1年期LPR 3.45%(3.45%) 5年期LPR 3.95%(4.2%)	美 美联储博斯蒂克讲话	2月Markit制造业PMI 51.5(50.7)	中 71个大中城市住宅销售价格月度报告		
			美 美联储公布货币政策会议纪要	美 美联储杰罗姆讲话	美 美联储库克讲话		
			美 美联储鲍曼讲话	美 美联储沃勒讲话	美 美联储卡什卡利讲话		
					美 美联储沃勒讲话		
未来一周	2/26	2/27 美 美联储巴尔讲话	2/28 美 Q4 GDP年化季环比 Q4 PCE年化季环比	2/29 美 美联储博斯蒂克讲话 美联储威廉姆斯讲话 美联储柯林斯讲话 1月核心PCE同比	3/01 中 2月中采制造业PMI 2月财新制造业PMI 美联储古尔斯基讲话 美联储梅斯特讲话 美联储威廉姆斯讲话 美联储沃勒讲话 2月ISM制造业PMI	3/02 美 美联储博斯蒂克讲话 美联储赖特讲话	3/03

来源: Wind, 国金证券研究所

注 1: 其中过去一周展示的数值格式为: 当期值(上一期值)

注 2: 中国金融数据和通胀数据为预估公布时间, 可能有所误差

1.3 市场宏观环境概况

过去一周, 央行进行了非对称降息, 1 年期 LPR 维持不动, 5 年期 LPR 下降 25 个基点。这也是历史上最大幅度的下调。这释放了强烈的政策信号, 居民和企业的长期融资成本下降, 我们预期经济的活跃程度能得以有效刺激。在春节之后, 市场与我们在上周周报《从历史上看, “开门红行情” 将如何演绎? 》中判断的一致, 小盘风格持续演绎。今年两会定于 3 月 4 日召开。两会召开前通常是 A 股政策与业绩的真空期, 预期偏流动性和预期驱动的小盘板块能有持续表现。结合近期国家提出的新质生产力和国务院国资委召开“AI 赋能产业焕新” 中央企业人工智能专题推进会等行为, 我们预期两会会在产业政策方面会继续强调以 AI 为首的科技板块。所以未来一周我们预期以 AI 为首的小盘成长板块仍然能有表现。另外习总书记在 2 月 23 日召开的中央财经委员会第四会议强调要推动新一轮大规模设备更新和耐用消费品以旧换新, 设备更新预期的形成能够带动中游制造业景气度回升的预期, 使得以中证 500 为代表的中盘板块也能够有所表现。

而流动性方面, 本周央行通过 7 天逆回购投放 5320 亿元, 到期 13730 亿元, 整体通过公开市场操作净回笼 8410 亿元。短端 1 周 SHIBOR 和 DR007, 分别报 1.816% 和 2.1247%, 较上周分别下降 0.1 BP 和上升 26.85 BP。1 个月 SHIBOR 和 3 个月 SHIBOR 分别报 2.122% 和 2.214%, 较上周分别下降 7.8 BP 和 10.4BP。

结合经济面和流动性来看, 对于未来一周, 我们预估市场资金会维持对小盘板块青睐, 另外以中证 500 为代表的中游制造业板块在设备更新预期的推动下, 也能有一定表现。

图表6: 本周宏观数据概览

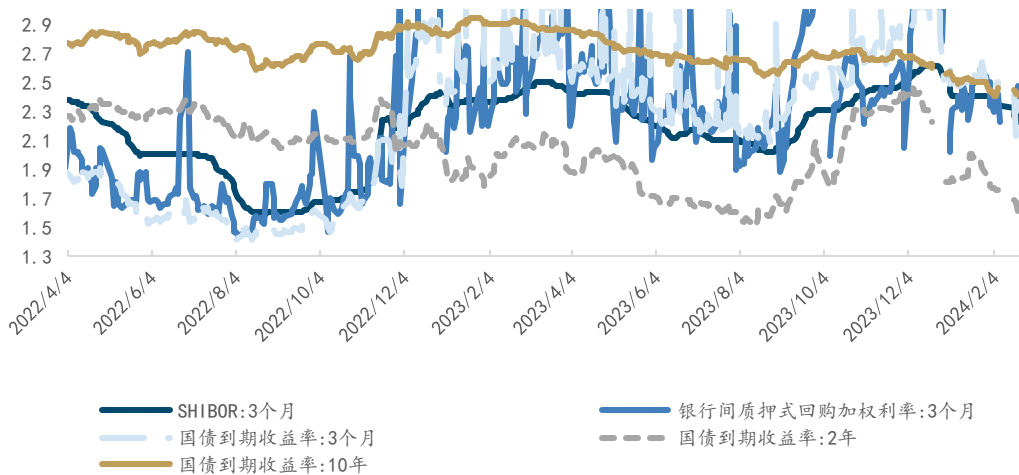
数据分类	指标名称	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	Jan-24	截至 2024-02-23
经济	中采制造业 PMI	49.7	50.2	49.5	49.4	49.0	49.2	
	中采非制造业 PMI	51.0	51.7	50.6	50.2	50.4	50.7	
	财新制造业 PMI	51.0	50.6	49.5	50.7	50.8	50.8	
	财新服务业 PMI	51.8	50.2	50.4	51.5	52.9	52.7	
	工业增加值: 当月同比	4.5	4.5	4.6	6.6	6.8		
	社会消费品零售总额: 当月同比	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4		
	工业企业: 利润总额: 累计同比	-11.7	-9.0	-7.8	-4.4	-2.3		
通胀	出口金额: 当月同比	-8.8	-6.2	-6.4	0.5	2.3		
	PPI: 当月同比	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	
	GPI: 当月同比	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	
货币	SHIBOR: 3 个月	2.0430	2.3020	2.4150	2.4930	2.5300	2.3880	2.2140
	银行间质押式回购加权利率: 3 个月	2.2526	2.5181	2.8000	2.8820	2.5095	2.4804	2.2997
	国债到期收益率: 3 个月	1.7009	2.0009	2.2929	2.3874	1.8017	1.7910	1.5512
	国债到期收益率: 2 年	2.1497	2.2759	2.3611	2.4259	2.2098	2.1336	2.0787
	国债到期收益率: 10 年	2.5575	2.6751	2.6938	2.6680	2.5553	2.4330	2.4009



信用	M1:同比	2.2	2.1	1.9	1.3	1.3	5.9
	M2:同比	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7
	社会融资规模存量:同比	9.0	9.0	9.3	9.4	9.5	9.5

来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 各类利率走势



来源: Wind, 国金证券研究所

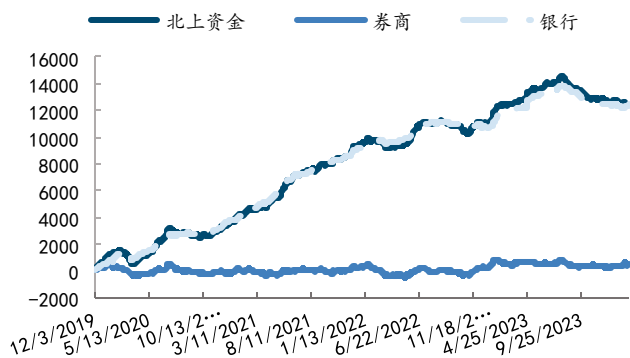
1.4 北上资金流向观测

外资情绪有回暖，最近一周北上资金净流入 276.87 亿元，从细分机构来看，银行类资金净流入 173.84 亿元，券商类资金净流入 103.03 亿元，其中外资券商净流出-5.67 亿，内资券商净流入 108.7 亿。

陆股通作为海外资金进入 A 股市场的重要渠道，北向资金的阶段性的净流入流出能反映出外资对于 A 股市场投资积极性，而且在日频的资金流数据中，相较每日成交金额这类数据，北向资金更多是以机构资金为主，能更及时和清晰地反映出海外专业投资者对于市场的看法，是一个非常好的观测市场情绪和短期择时的工具。

根据我们的测算，滚动 100 日平均北向单日净买入成交额的分位点能较有效地观测北向资金的情绪，而且也能较好地对市场进行择时。当其高于 2/3 分位点时，表明北向资金整体处于积极买入的状态。截至 2 月 23 日，滚动 100 日平均北向单日净买入成交额处于 54% 分位点，低于 2/3 分位点，显示目前北向资金整体情绪低迷，其表示海外投资者阶段性的看跌 A 股市场。我们基于此指标构建对 Wind 全 A 指数的日频择时策略，当分位点高于 2/3 分位点，我们持仓股指，否则空仓。截至 2 月 23 日，今年以来 Wind 全 A 指数下跌 5.62%，择时策略下跌 0.5%。

图表8: 北上资金各托管机构累计净流入 (亿元)



图表9: 北上资金收益率及净流入变化

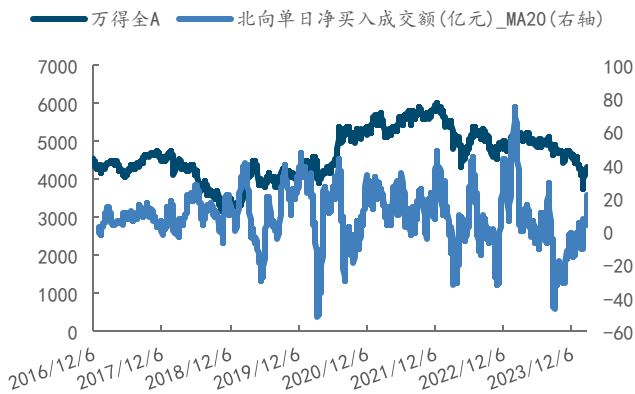
资金分类	最近一周收益率	最近一周净流入 (亿元)	今年以来累计净流入 (亿元)
北上资金	10.55%	276.87	133.96
券商类	11.36%	103.03	135.33
内资券商	10.41%	108.70	524.84
外资券商	11.75%	-5.67	-389.51
银行类	10.33%	173.84	-1.37

来源: Wind, 国金证券研究所

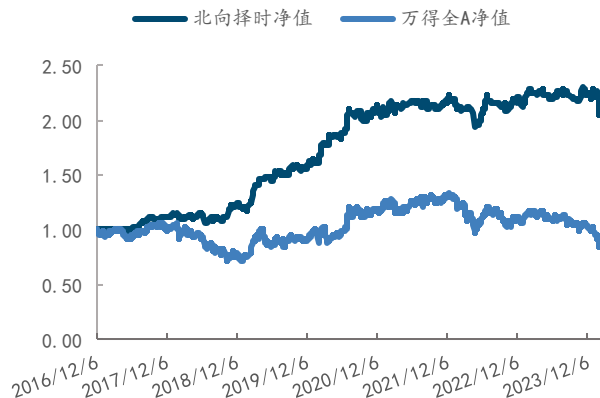
来源: Wind, 国金证券研究所



图表10: 北向单日净买入成交额 20 日均值与股指走势



图表11: 北向择时策略走势净值



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所
注: 未考虑手续费

1.5 中期权益配置视角

从中期来看, 根据我们构建的宏观择时策略给出的信号, 择时模块给出的信号 2 月份的权益建议配置比例为 25%, 较 1 月份保持不变。拆分来看, 模型对 2 月份经济增长层面维持信号强度为 0%; 模型对货币流动性层面维持信号强度为 50%。

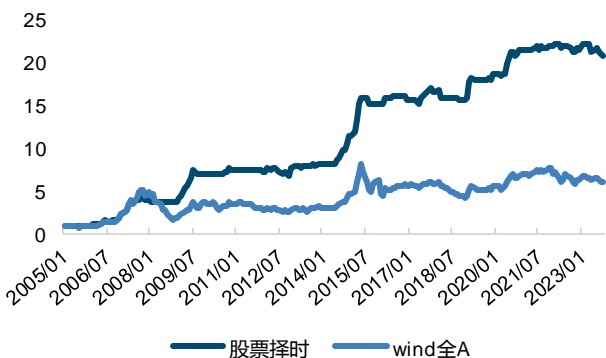
择时策略 2024 年年初至今收益率为 -3.14%, 同期 Wind 全 A 收益率为 -12.5%。关于模型具体细节请参阅我们在 2022 年 12 月 9 日发布的研究报告《Beta 猎手系列: 基于动态宏观事件因子的股债轮动策略》。

图表12: 宏观择时模型最新观点 (截至 1 月 31 日)

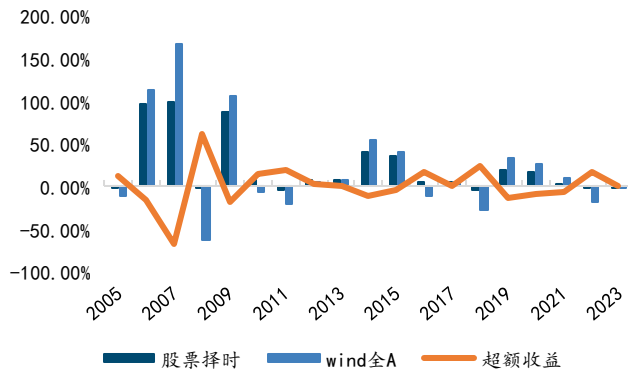
观察维度	当前信号	上月信号
经济增长	0%	0%
货币流动性	50%	50%
股票仓位	25%	25%
配置观点	中性偏低	中性偏低

来源: Wind, 国金证券研究所

图表13: 宏观择时模型净值表现



图表14: 宏观择时模型超额收益表现



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

二、行业配置视角

2.1 行业配置策略观点

当前通过技术指标构建的国金证券短期价量行业配置模型, 对未来一周给出行业配置建议为: 石油石化、煤炭、家电、食品饮料、银行及非银行金融。本周策略与上周推荐行业一致。

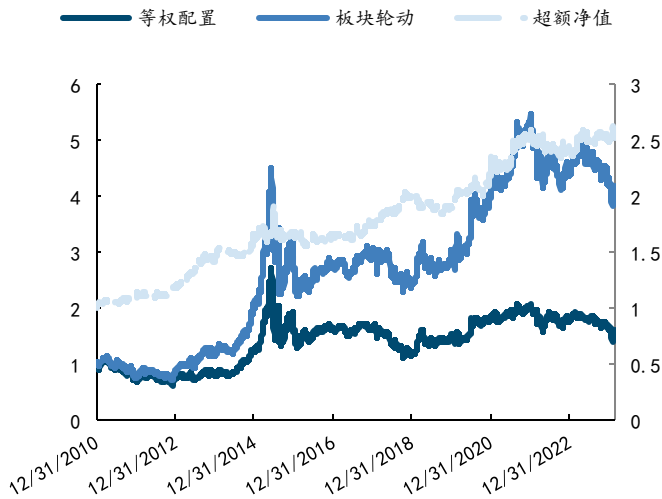
回顾上周表现, 上期推荐的六个行业的平均收益为 4.7%, 略低于除综合金融外的 29 个行



业的平均收益 5.67%，超额收益为-0.97%。

截至 2024 年 2 月 23 日，行业轮动策略的年化收益率为 11.94%，夏普比率为 0.58，显著高于基准组合。行业轮动策略的年化超额收益率为 7.54%，信息比率为 0.81。从分年度的表现可以看出，今年以来，行业轮动策略组合的收益率为-3.19%。

图表 15: 行业轮动策略组合净值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 行业轮动策略分年度收益率

年份	等权配置	板块轮动	超额净值
2012 年	3.18%	14.83%	11.23%
2013 年	13.53%	32.98%	17.43%
2014 年	47.04%	76.33%	20.06%
2015 年	50.66%	52.69%	-0.92%
2016 年	-13.19%	-13.84%	-1.47%
2017 年	1.16%	6.61%	5.26%
2018 年	-28.87%	-18.50%	14.51%
2019 年	28.38%	22.64%	-4.63%
2020 年	21.93%	43.14%	17.60%
2021 年	12.20%	26.62%	12.85%
2022 年	-13.71%	-16.70%	-3.77%
2023 年	-4.57%	-1.65%	3.11%
2024 年	-4.41%	-3.19%	0.94%

来源: Wind, 国金证券研究所

2.2 有效择时指标跟踪

并且我们持续跟踪各个指标在不同行业上的择时胜率的最新情况。在构建行业轮动策略时，我们用择时胜率指标来衡量近期单个行业上使用该指标进行择时的有效性。在计算该指标时，我们选取了最近 60 个交易日的数据滚动计算。计算公式如下：

$$WinRatio_{i,j} = \frac{\sum r_{i,j}, r_{i,j} > 0}{\sum |R_j|}$$

其中， R_j 为不择时行业 j 指数， $r_{i,j}$ 为指标 i 在行业 j 指数上的择时策略的日收益率。

行业择时指标的预测能力较上期小幅上升，变为 51.72%。具体来说，择时指标在综合、银行、轻工制造、医药和汽车等行业上的择时胜率比较高在石油石化、交通运输、电力及公用事业、通信和建筑等行业上的择时胜率比较低。

拆分到逐个技术指标来看预测能力，本周 VMAP、EMA、DPO 择时因子表现较好，DMA 和 MACD 因子虽然表现稍逊一筹，其胜率也都在 50% 以上。其中 VMAP 平均胜率最高，有 51.85%；EMV 因子的平均胜率第二，51.27%；DPO 因子以 51.08% 的胜率排名第三；EMV 和 MACD 因子表现一般，两者胜率分别为 50.43% 和 50.23%。较上周，5 个因子的胜率均有不同程度的上升，其中 VMAP 因子胜率上升最多，达 1.65%，EMV 和 MACD 因子的胜率上升幅度超过了 1%，但仍低于 50%。综合来看，在行业选择上，近期 DPO 因子较其他技术指标仍有比较好的指示作用。

图表 17: 各指标在不同行业上的择时胜率 (截至 2024 年 2 月 23 日)

行业	MACD	DPO	DMA	VWAP	EMV
综合	39.21%	43.94%	45.32%	44.32%	40.84%
银行	49.15%	59.39%	55.38%	57.38%	48.16%
轻工制造	50.82%	44.03%	43.43%	57.28%	48.17%
医药	32.87%	40.97%	36.97%	45.45%	44.11%
汽车	45.59%	53.78%	60.70%	54.70%	56.65%
计算机	57.90%	57.02%	54.72%	59.98%	58.97%
基础化工	35.58%	45.76%	29.69%	49.26%	44.80%
农林牧渔	52.00%	54.30%	42.61%	52.45%	54.31%



行业	MACD	DPO	DMA	VWAP	EMV
电子	57.57%	56.14%	55.57%	58.25%	58.16%
机械	57.32%	52.57%	54.09%	58.77%	56.24%
商贸零售	54.24%	49.29%	54.60%	50.41%	56.54%
纺织服装	55.50%	55.55%	49.31%	60.22%	57.26%
国防军工	59.37%	55.67%	61.44%	58.54%	53.86%
传媒	54.86%	55.73%	47.36%	49.32%	49.69%
建材	45.61%	45.43%	45.76%	39.83%	49.00%
钢铁	41.99%	43.00%	54.97%	53.92%	46.10%
食品饮料	47.38%	52.42%	56.21%	43.13%	53.45%
电力设备及新能源	56.62%	57.58%	59.15%	63.50%	58.63%
房地产	45.61%	52.33%	48.76%	61.21%	57.75%
非银行金融	50.67%	55.45%	58.13%	54.12%	60.29%
有色金属	69.94%	70.72%	69.99%	72.24%	65.34%
煤炭	48.32%	56.25%	55.10%	57.63%	47.77%
消费者服务	43.61%	48.70%	41.17%	55.57%	56.77%
家电	33.89%	45.23%	32.95%	48.99%	45.47%
建筑	56.58%	55.36%	61.35%	57.85%	57.66%
通信	38.07%	47.88%	34.09%	44.29%	42.33%
电力及公用事业	58.34%	54.16%	52.47%	59.23%	55.50%
交通运输	45.79%	48.31%	43.48%	47.52%	51.60%
石油石化	59.28%	57.76%	59.28%	56.27%	57.49%

来源: Wind, 国金证券研究所

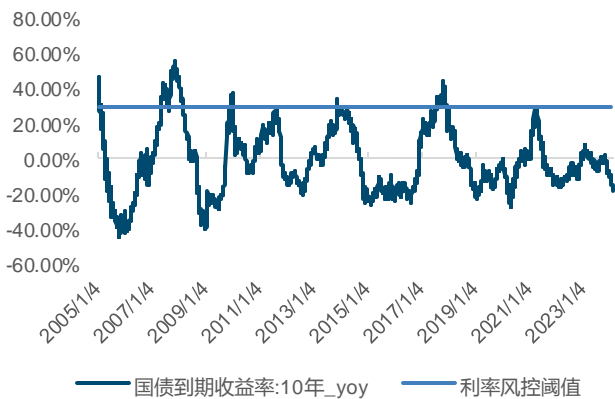
2.3 微盘股指数择时与轮动指标监控

在这个部分,我们关注与微盘股指数走势较为相关的各类指标供投资者参考。2月5日,我们监控到微盘茅指数相对净值触发了下穿年均线信号,微盘茅指数轮动策略从配置微盘往配置茅指数进行切换。从中期的维度上看,轮动策略后续更看好茅指数的相对表现。

另外,在微盘择时模型中,我们使用2个中期风险预警指标:1)十年国债利率同比指标和2)波动率拥挤度同比指标。在2月5日,偏体现市场交易情绪的波动率拥挤度指标上升到了0.65触发拥挤度风控阈值0.55,然而偏基本面的利率同比指标数值为-0.17未触发利率风控阈值0.3。由于我们微盘择时模型是两个信号同时触发才风控,目前多头风控信号只是触发了一个信号,所以对于希望长期持有微盘股风格的投资者,还是可以继续持有。

图表18: 十年国债利率同比: -17.83%(截至2月23日)

图表19: 波动率拥挤度同比: 1.249(截至2月23日)

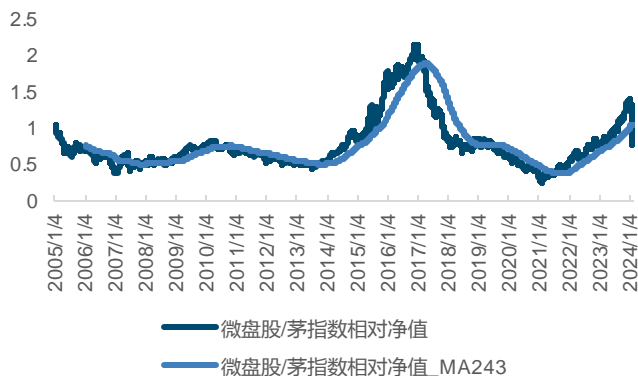


来源: Wind, 国金证券研究所

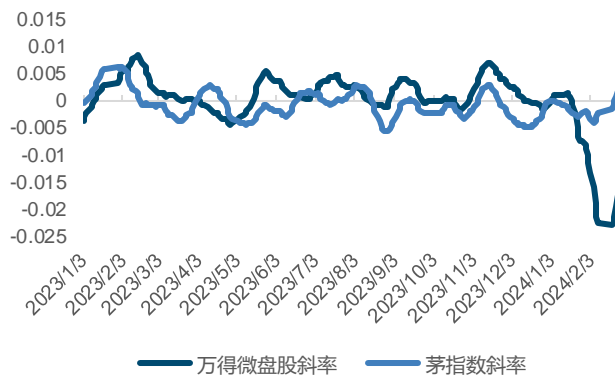
来源: Wind, 国金证券研究所



图表20: 微盘股/茅指数相对净值年均线



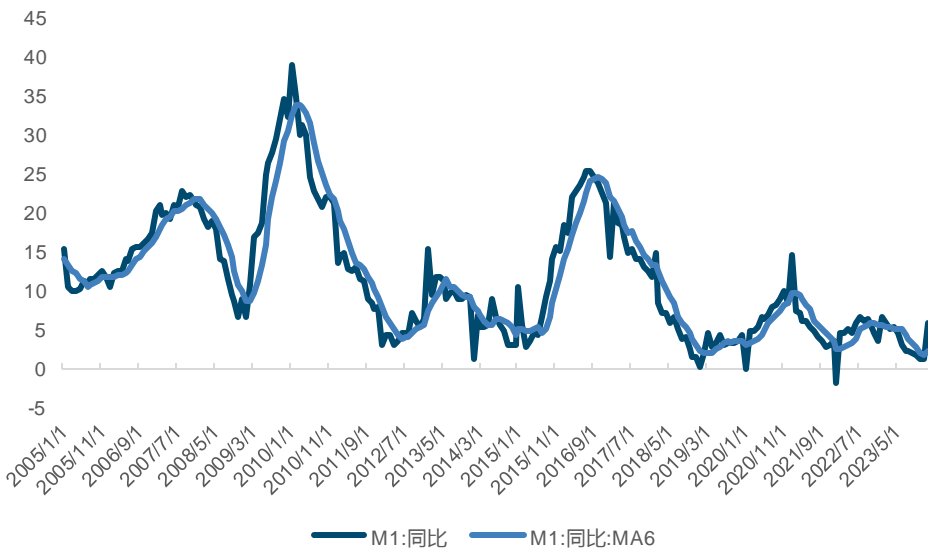
图表21: 微盘股指数和茅指数滚动20天斜率



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: M1 同比



来源: Wind, 国金证券研究所

三、量化因子视角

3.1 选股因子

我们对八个大类选股因子在不同的股票池中的表现进行跟踪(各类因子的具体构建已放在了附录中)。

量化选股因子方面, 我们对八个大类选股因子在不同的股票池中的表现进行跟踪(全部A股、沪深300、中证500和中证1000)。从IC结果可以得出, 上周市值、反转和技术因子在全部4个股票池中表现较好, 而其他因子表现比较一般。

过去一周市场震荡上行, 在节后效应和超预期不对称降息的事件冲击下, 市场资金持续流向了两个方向, 一个是小盘成长板块, 另外一个则是中大盘板块的红利板块。对应到因子表现上, 我们能看到小市值因子和一致预期因子在多数股票池中表现良好; 以及价值因子在沪深300和中证500股票池中表现良好。未来一周, 我们预期在设备更新预期带动下的中盘上涨和小盘板块的维持表现的带动下, 一致预期因子仍然能够持续表现, 另外市值因子以及反转因子也有一定表现。

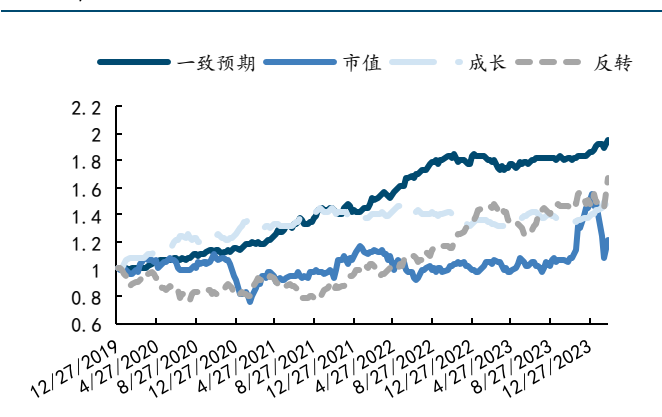


图表23: 大类因子的 IC 均值与多空收益

时间	股票池	一致预期	市值	成长	反转	质量	技术	价值	波动率
IC均值	全部A股	11.73%	57.67%	-4.89%	48.16%	-14.07%	5.01%	-3.36%	2.37%
	上周	2.23%	3.95%	-6.26%	11.67%	14.65%	-11.46%	9.70%	-15.94%
	中证500	-0.19%	5.40%	0.00%	13.46%	5.18%	23.89%	9.09%	0.64%
	中证1000	5.86%	17.55%	-9.87%	33.94%	-14.69%	-11.25%	-10.96%	-25.72%
因子多空收益	全部A股	0.63%	2.39%	0.34%	3.08%	-0.24%	6.87%	5.75%	8.33%
	上周	-0.95%	-4.57%	-2.86%	-4.41%	-4.66%	5.30%	5.54%	7.48%
	中证500	-0.01%	0.78%	-0.57%	-1.44%	-1.79%	5.71%	6.97%	7.70%
	中证1000	0.88%	2.42%	0.29%	0.97%	-0.29%	6.61%	6.20%	8.79%
因子多空收益	全部A股	2.80%	12.56%	-2.73%	16.05%	-5.92%	-0.06%	-1.12%	-1.79%
	上周	-0.62%	0.72%	-1.36%	1.56%	1.50%	-1.37%	1.80%	-4.55%
	中证500	0.27%	-0.29%	0.36%	1.98%	1.08%	2.62%	0.29%	-1.26%
	中证1000	1.75%	3.05%	-2.50%	6.15%	-3.47%	-1.67%	-1.58%	-4.76%
因子多空收益	全部A股	4.77%	-19.93%	4.14%	13.53%	6.63%	7.27%	14.58%	5.07%
	上周	5.76%	-12.60%	7.23%	-14.40%	-7.80%	7.60%	11.12%	6.92%
	中证500	7.14%	-9.57%	7.04%	-9.15%	2.35%	13.14%	16.16%	12.95%
	中证1000	4.73%	-9.28%	5.95%	-6.24%	5.88%	6.09%	15.34%	11.24%

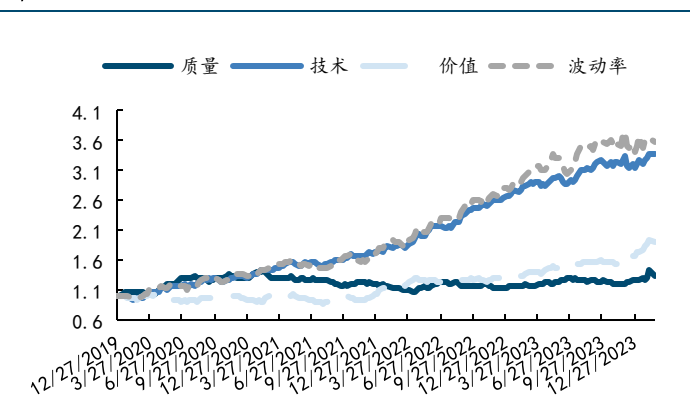
来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 一致预期、市值、成长和反转因子多空净值 (全部A股)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 质量、技术、价值和波动率因子多空净值 (全部A股)



来源: Wind, 国金证券研究所

3.2 转债因子

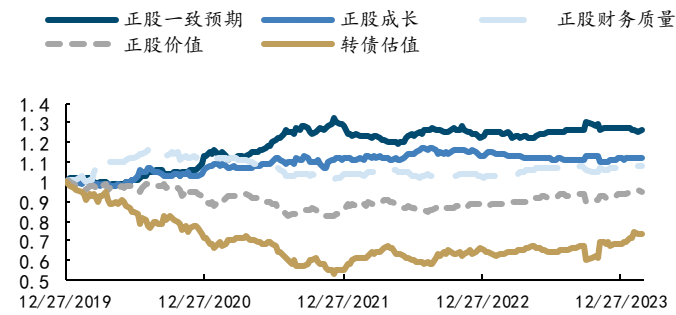
我们针对可转债构建了量化择券因子,并定期对五个择券因子的表现进行跟踪。正股因子主要从正股与可转债的相关关系出发,从预测正股的因子来构建可转债因子。转债估值因子选取了平价底价溢价率。

从 IC 结果可以看出正股财务质量和正股价值因子上周表现较为不错。从择券因子多空组合净值来看,上周正股一致预期取得了正的多空收益。

过去一周转债市场偏好正股财务质量和正股价值能力较强的转债,在市场持续轮动和震荡阶段结束前,预期后续正股财务质量和正股价值因子表现会更好。



图表26: 可转债择券因子多空净值



图表27: 可转债择券因子 IC 均值与多空净值

	IC均值		因子多空收益	
	上周	今年以来	上周	今年以来
正股一致预期	-9.49%	-0.02%	0.80%	-1.12%
正股成长	0.14%	-0.75%	-0.36%	-0.06%
正股财务质量	10.61%	1.08%	-0.11%	1.94%
正股价值	10.08%	3.08%	-0.42%	1.85%
转债估值	-17.21%	9.86%	-0.83%	6.84%

来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

附录

图表28: 国金证券大类因子分类

大类因子(排序方向)	细分因子	定义
市值(↓)	LN_MktCap	流通市值的对数
	BP_LR	最新年报账面净资产/最新市值
	EP_FTTM	未来 12 个月一致预期净利润/最新市值
价值(↑)	SP_TTM	过去 12 个月营业收入/最新市值
	EP_FY0	当期年报一致预期净利润/最新市值
	Sales2EV	过去 12 个月营业收入/企业价值
成长(↑)	NetIncome_SQ_Chg1Y	单季度净利润同比增速
	OperatingIncome_SQ_Chg1Y	单季度营业利润同比增速
	Revenues_SQ_Chg1Y	单季度营业收入同比增速
质量(↑)	ROE_FTTM	未来 12 个月一致预期净利润/股东权益均值
	OCF2CurrentDebt	过去 12 个月经营现金流净额/流动负债均值
	GrossMargin_TTM	过去 12 个月毛利率
一致预期(↑)	Revenues2Asset_TTM	过去 12 个月营业收入/总资产均值
	EPS_FTTM_Chg3M	未来 12 个月一致预期 EPS 过去 3 个月的变化率
	ROE_FTTM_Chg3M	未来 12 个月一致预期 ROE 过去 3 个月的变化率
技术(↓)	TargetReturn_180D	一致预期目标价相对于目前股价的收益率
	Volume_Mean_20D_240D	20 日成交量均值/240 日成交量均值
	Skewness_240D	240 日收益率偏度
波动率(↓)	Volume_CV_20D	20 日成交量标准差/20 日成交量均值
	Turnover_Mean_20D	20 日换手率均值
	Volatility_60D	60 日收益率标准差
反转(↓)	IV_CAPM	CAPM 模型残差波动率
	IV_FF	Fama-French 三因子模型残差波动率
	IV_Carhart	Carhart 四因子模型残差波动率
	Price_Chg20D	20 日收益率
	Price_Chg40D	40 日收益率
	Price_Chg60D	60 日收益率
	Price_Chg120D	120 日收益率

来源: 国金证券研究所



风险提示

- 1、以上结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在政策、市场环境发生变化时模型存在失效的风险；
- 2、当政策环境发生变化，模型测算的资产与相关风险因子的稳定关系存在消失的风险；
- 3、市场环境发生变化，国际政治摩擦升级等可能带来各大类资产同向大幅波动的风险。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、单位或附属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。

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。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、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究