



金融工程年度报告

红利微盘为盾，科技成长为矛

——德邦金工 2024 年度策略报告

证券分析师

肖承志

资格编号：S0120521080003

邮箱：xiaocz@tebon.com.cn

温瑞鹏

资格编号：S0120523060004

邮箱：wenrp@tebon.com.cn

研究助理

路景仪

邮箱：luji@tebon.com.cn

王治舜

邮箱：wangzs@tebon.com.cn

陈曼莲

邮箱：chenml@tebon.com.cn

相关研究

投资要点：

- **美国宏观经济基本面仍然较强。**宏观经济增长的分化或改变金融危机以来全球中性利率下行趋势，美国中性利率相较其他经济体上行有可能成为一种新的趋势。劳动生产率的提升幅度决定中性利率的上行空间。在主流经济体不同杠杆率财政刺激力度不同的背景下，美国名义产出增速仍有望好于预期。
- **中美中长期中性利率走势背离，明年可能继续影响资产配置方向。**中国财政货币政策共同宽松引导国债收益率继续向下收敛，美国维持财政货币政策双紧缩从空间过度到时间维度支撑美债高位震荡。标普与道琼斯依靠 EPS 驱动年内上涨，纳斯达克的上涨幅度更多反映对 AI 带来生产效率提升的预期，估值扩张明显。A 股方面在利率上行空间受限，流动性充裕的情况下我们继续看好小市值风格，同时关注红利风格在宏观经济尚未企稳阶段防御作用。日欧中性利率重新回归疫情前。欧洲通胀前景被高估，当前欧元区有效汇率过高导致美元指数有所回落。中美实际利差的收敛程度决定人民币反弹力度，人民币仍然具有贬值压力。原油转向需求定价，美国原油供给不断上行叠加新兴市场在强美元下需求减弱，中东地区的财政条件可能伴随油价回落逐步恶化，原油竞争性降价的情境可能再现。黄金价格的上行可能更多反映市场对增长前景的担忧。美国实际 GDP 增长可能持续给黄金更多下行压力。
- **微盘股组合在 2023 年表现持续强势。**今年一季度市场普遍认为微盘股会受到政策、估值、利率和资金方面压力而表现不佳时，我们持续看好小市值和微盘股策略。
- **基于机器学习的选股策略在 2023 年持续获得超额收益。**动态筛选因子和模型池选股因子今年年化超额收益为 12.1%和 12.8%。
- **多篇报告跟踪 ChatGPT 研究进展并探讨应用于投资领域的场景。**投资领域包括金融大模型、情感分析、构建投资策略、ChatGPT Plugins 与投资相关插件等，提供广泛的 GPT 结合投资的使用场景。使用 ChatGPT 分析股票文本数据、预测沪深 300 成分股未来走势的选股策略在回测区间内稳定获得正超额。
- **2023Q3A 股盈利增速环比有所上升：**从已披露 A 股企业数据来看，2023Q3 盈利增速为-2.87%，增速较 2023Q2 有所上升。2023Q3 稳定风格板块呈显著正增长，金融风格略有增长，其他风格板块盈利表现较弱。
- **结合行业扩散指数构建主动权益基金优选策略，策略今年以来跟踪效果良好。**扩散指数的横向差异可以用来构建行业景气度因子，进而实现行业轮动。扩散指标行业轮动策略自 2010 年 12 月 31 日至 2023 年 11 月 17 日年化收益为 10.74%，相较中信一级行业等权年化超额收益为 6.10%。我们使用扩散指标行业打分，根据主动权益基金持仓对基金进行打分，并利用组合优化的方法进行基金优选，自 2018 年 12 月 28 日至 2023 年 11 月 17 日策略年化收益率 25.02%，超偏股混合型基金指数 11.5%，夏普比率为 1.02。今年以来，策略累计收益为 0.94%，超偏股混合型基金指数 11.30%。
- **扩散指标叠加 RRG 的 ETF 轮动策略今年以来相较沪深 300 超额较为稳定。**在扩散指标筛选出的 6 个行业的基础上，根据 RRG 剔除处于滞后、疲软以及改善状态尚不稳定的行业，以此筛选出的行业打分为 1，其余打分为 0，并以此对行业 and 主题型 ETF 进行轮动。自 2018 年 12 月 28 日至 2023 年 11 月 17 日，策略年化收益

为 23.81%，超沪深 300 指数 20.13%。今年以来策略累计收益为 4.00%，超沪深 300 指数 11.84%。

- **基金数量方面，主动权益类基金数量持续增长。**截至 2023 年第三季度，全市场共有 4968 只主动权益类基金（较上期增长 190 只），其中普通股票型基金有 914 只（前值 887 只）、偏股混合型基金有 4054 只（前值 3891 只）。从数量上看，今年以来数量增速方面稳步回暖。而基金规模方面，2022 年二季度至三季度间受市场环境的影响，略有下降，截止至 2023 年第三季度全市场主动权益类基金合计规模为 30593.49 亿元（前值 33398.42 亿元）。
- **新发主动权益基金新发数量较去年同期有所放缓。**三季度全市场新成立主动权益型基金总数三季度数据为 73 只（前值 78 只），其中普通股票型基金发行 8 只（前值 9 只），偏股混合型基金发行 65 只（前值 69 只）。三季度主动权益型基金发行份额为 188.13 亿元，今年以来总发行份额为 1136.85 亿元，2022 年前三季度总发行份额为 1906.32 亿元。但截止日发行份额与平均发行份额比有所回升，为 98.66%（前值 80.96%）。
- **2023Q3 沪深和港股市场重仓股及变动情况：**在沪深两市重仓股方面，依据重仓总市值来计算，主动权益类基金在 2023Q3 主要重仓持有前五名行业与 Q2 保持一致，为医药、食品饮料、电子和电力设备及新能源等行业的 A 股股票。根据股票被重仓持有的次数统计，从高到低有贵州茅台、宁德时代、泸州老窖、立讯精密、五粮液等（前五变动：金山办公从 Q2 第 4 名下滑至第 10 名，金山办公从 Q2 第 10 名上升至第 4 名），其中贵州茅台持股总市值最高，重仓持有 1247 次。港股方面，主动权益类基金主要重仓持有传媒、医药、石化石油、消费者服务、通信等港股股票，与 Q2 的变化是医药由第 3 位跃居至第 2 位，占比 10.78%，石油石化由第 5 位跃居至第 3 位，占比 9.21%，通信与消费者服务占比排名下滑。在新纳入重仓名单中：A 股股票主要是基础化工、机械、电子、医药和计算机等行业；港股股票主要是医药、机械、消费者服务等行业。在移除的重仓名单中：A 股股票主要是医药、机械、电子等行业；港股股票主要是医药、房地产、银行等行业。
- **风险提示：**央行货币政策超预期收紧导致国债收益率大幅上行，房地产持续低迷导致权益资产价格大幅下跌风险。美联储超预期宽松政策引发美元走弱和美国实际利率快速走低，使得贵金属和大宗商品大幅上涨风险。极端气候引发国际能源危机使大宗商品大幅上涨风险。海外宏观经济波动，地缘政治冲突影响短期资产价格放大波动率风险。模型基于历史数据测算，未来有失效风险。

内容目录

1. 全球宏观经济走势	9
1.1. 全球经济趋势	9
1.2. 各国宏观经济概况:	11
1.2.1. 美国.....	11
1.2.2. 欧洲.....	12
1.2.3. 国内.....	12
1.3. 资产配置方向	14
1.3.1. 权益.....	14
1.3.2. 债券.....	15
1.3.3. 外汇.....	15
1.3.4. 商品.....	16
2. 量化选股: 回顾、总结与展望	16
2.1. 德邦金工小市值专题	16
2.1.1. 小市值策略的收益来源.....	17
2.1.2. 小市值策略的增强.....	18
2.1.3. 微盘股的症结与曙光	18
2.1.4. 微盘股的拥挤度测算与下半年展望	20
2.2. 2023 年量化选股表现.....	21
2.2.1. A 股市场表现回顾	21
2.2.2. 机器学习系列策略表现跟踪	23
3. ChatGPT 系列跟踪研究	25
3.1. ChatGPT 1106 系列模型更新	25
3.2. ChatGPT 在金融投资领域的应用.....	26
3.3. 基于 ChatGPT 的沪深 300 选股尝试.....	27
4. 上市公司的企业盈利及展望	29
4.1. A 股上市公司盈利同比增速	29
4.2. A 股上市公司净资产收益率	32
4.3. 中信板块净利润增速	34
5. 行业轮动及基本面选股策略.....	35
5.1. 行业轮动策略	35
5.1.1. 扩散指数行业轮动策略.....	35

5.1.2. 扩散指数行业轮动选基策略	37
5.1.3. 扩散指数叠加 RRG 的 ETF 轮动策略	38
6. 主动权益类基金及重仓股分析	40
6.1. 2023Q3 主动权益类基金的数量和规模变化	40
6.2. 2023Q3 主动权益类基金新发数量和份额分析	42
6.3. 2023Q3 主动权益类基金重仓股变化分析	43
7. TMT、医药行业三季报概览及追涨策略效果探究	47
7.1. 全基配置医药情况	47
7.2. 全基配置 TMT 行业情况	48
7.3. 简单的基金追涨策略在医药和 TMT 行业有效性分析	48
8. 风险提示	51
信息披露	52

图表目录

图 1: IMF2024 年实际 GDP 预测	9
图 2: 美国人均 GDP 增长趋势超过德法	9
图 3: 居民部门杠杆率	10
图 4: 美国长期增长与中性利率	10
图 5: 美国非农商业部门劳动生产率同比	10
图 6: 密歇根大学未来 1 年消费者通胀预期	11
图 7: 美国个人可支配收入 (不变价)	11
图 8: 美国信贷情况	11
图 9: 美国投资级债券和高收益债券走势	11
图 10: 美国库存情况	12
图 11: 欧元区银行部门信贷	12
图 12: 德国工业生产指数	12
图 13: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数	13
图 14: 70 个大中城市二手住宅价格指数	13
图 15: 中国官方制造业 PMI	13
图 16: 中国消费者信心指数	13
图 17: 中国实际利率	13
图 18: 标普业绩超预期占比	14
图 19: 全球权益累计流入规模	14
图 20: 大盘价值、大盘成长与小盘价值指数净值对比	14
图 21: 微盘股与偏股基金指数	14
图 22: 纳斯达克 100 与万得小盘成长指数走势	15
图 23: 美债上行部分反映经济增长预期	15
图 24: 中美德长债走势	15
图 25: 美欧通胀互换利差与欧元兑美元汇率	16
图 26: 中美实际利差与人民币兑美元汇率	16
图 27: 布油涨跌拆解	16
图 28: 黄金与期限溢价	16
图 29: 2021 年以来德邦金工发表的小市值系列研究	17
图 30: 上市公司逐年借壳上市数量统计 (只)	18
图 31: 上市公司逐年退市数量统计 (只)	18

图 32: 万得微盘股指数走势及 PB.....	19
图 33: 中国主要利率走势情况.....	20
图 34: 2023 年指数表现: 微盘股指数一枝独秀, 偏股混合基金指数、CS88 指数表现弱于主流指数.....	21
图 35: 2023 年沪深 300/中证 1000.....	22
图 36: 2023 年中信风格指数.....	22
图 37: 中信一级行业涨跌幅和成交额占比情况.....	23
图 38: 机器学习残差因子选股效果.....	23
图 39: 机器学习反转因子选股效果.....	24
图 40: 机器学习复合因子选股效果.....	24
图 41: 动态筛选因子选股效果.....	24
图 42: 模型池选股因子选股效果.....	25
图 43: GPT 系列模型 API 调用价格.....	25
图 44: GPT-4 Turbo 有着广阔的应用场景.....	25
图 45: FinGPT 框架.....	27
图 46: ChatGPT Plugins 投资插件 AFinChat, 根据 A 股新闻预测最有可能上涨的股票.....	27
图 47: GPT-沪深 300 选股策略流程图.....	28
图 48: 成分股预判结果与判断依据 (申万宏源, 000166.SZ).....	28
图 49: 成分股后市涨跌情况 (申万宏源, 000166.SZ).....	28
图 50: GPT 选股回测效果.....	28
图 51: 全部 A 股归母净利润和营收累计同比.....	30
图 52: 全部 A 股 2、3、5 年复合增速对比.....	30
图 53: 全部 A 股除金融石油石化归母净利润和营收累计同比.....	31
图 54: 全部 A 股按板块统计归母净利润累计同比.....	31
图 55: 全部 A 股按国企民企统计归母净利润累计同比.....	32
图 56: 全部 A 股净资产收益率.....	32
图 57: 全部 A 股除金融石油石化净资产收益率.....	33
图 58: 全部 A 股按板块统计净资产收益率.....	33
图 59: 全部 A 股按国企民企统计净资产收益率.....	34
图 60: 全部 A 股按中信风格板块归母净利润累计同比(%).....	34
图 61: 全部 A 股按中信一级行业归母净利润累计同比.....	35
图 62: 扩散指标行业轮动策略多头组净值.....	36

图 63: 扩散指标行业轮动策略多头组超额曲线	36
图 64: 扩散指标行业轮动选基策略净值	38
图 65: 扩散指标叠加 RRG 的 ETF 轮动策略净值	39
图 66: 扩散指标叠加 RRG 的 ETF 轮动策略超额曲线	40
图 67: 主动权益类基金数量 (只)	40
图 68: 普通股票型基金和偏股混合型基金数量 (只)	41
图 69: 2015Q4 至 2023Q3 普通股票型基金和偏股混合型基金数量增速 (%)	41
图 70: 主动权益类基金规模 (亿元)	41
图 71: 普通股票型基金和偏股混合型基金规模 (亿元)	42
图 72: 2015Q4 至今普通股票型基金和偏股混合型基金规模增速 (%)	42
图 73: 普通股票型基金和偏股混合型基金新发数量 (只)	42
图 74: 普通股票型基金和偏股混合型基金新发截止日份额 (亿份)	43
图 75: 主动权益类基金 2018Q1 至 2022Q3 期间截止日份额与发行份额比值	43
图 76: 普通股票型基金和偏股混合型基金 2018Q1 至 2022Q3 期间截止日份额与发行份额 比值	43
图 77: 2023Q3 主动权益类基金 A 股重仓中信一级行业情况	44
图 78: 2023Q3 主动权益类基金港股重仓中信一级行业情况	45
图 79: 权益类基金对医药细分板块重仓市值比例	47
图 80: 权益类基金对 TMT 细分板块重仓市值比例	48
图 81: 医药行业基金池选择	48
图 82: TMT 行业基金池选择	49
图 83: 医药行业策略 1-4 相对于医药 800 胜率	49
图 84: 医药行业策略 5-8 相对于医药 800 胜率	49
图 85: TMT 行业策略 1-4 相对于中证 TMT 胜率	50
图 86: TMT 行业策略 5-8 相对于中证 TMT 胜率	50
图 87: 医药行业策略 1-4 相对于医药 800 净值变化	50
图 88: 医药行业策略 5-8 相对于医药 800 净值变化	50
图 89: TMT 行业策略 1-4 相对于中证 TMT 净值变化	50
图 90: TMT 行业策略 5-8 相对于中证 TMT 净值变化	50
图 91: 策略 9-10 净值表现	51
表 1: Barra 风格因子显著性情况	21
表 2: GPT-4 Turbo 和 GPT-4 对比	26

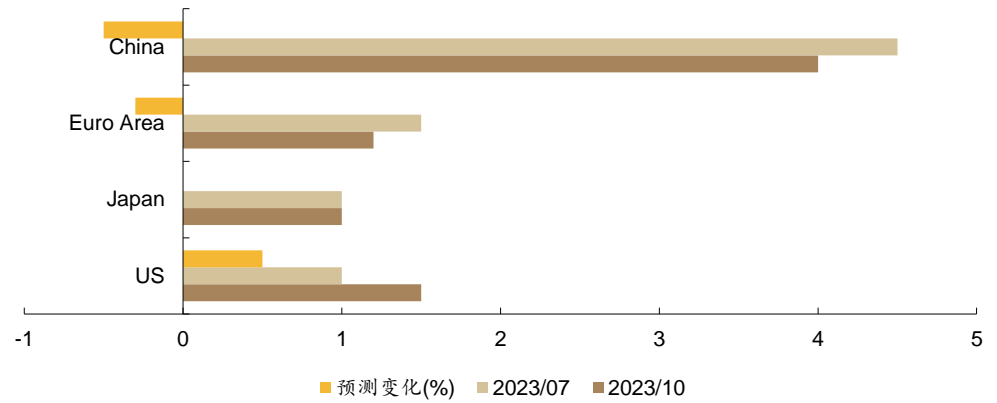
表 3: GPT 选股超额收益.....	29
表 4: 扩散指标行业轮动策略风险收益情况.....	36
表 5: 扩散指标行业轮动选基策略风险收益情况.....	37
表 6: 扩散指标行业轮动选基策略分年度风险收益情况.....	38
表 7: 扩散指标叠加 RRG 的 ETF 轮动策略风险收益情况.....	39
表 8: 扩散指标叠加 RRG 的 ETF 轮动策略分年度风险收益情况.....	40
表 9: 2023Q3 主动权益类基金重仓持有 A 股次数 TOP20 信息.....	44
表 10: 2023Q3 主动权益类基金重仓持有港股次数 TOP20 信息.....	45
表 11: 2023Q3 主动权益类基金新进 A 股重仓 TOP10 信息.....	46
表 12: 2023Q3 主动权益类基金新进港股重仓 TOP10 信息.....	46
表 13: 2023Q3 主动权益类基金踢出 A 股重仓 TOP10 信息.....	46
表 14: 2022Q3 主动权益类基金踢出港股重仓 TOP10 信息.....	47

1. 全球宏观经济走势

1.1. 全球经济趋势

美国经济依然偏强，今年 10 月 IMF 发布 2024 年各国经济预测，相较 7 月，上调美国实际 GDP 增速 0.5%，下调欧洲与中国的经济增长预期。数据反映了自三季度以来，美国宏观经济增长仍然强劲。

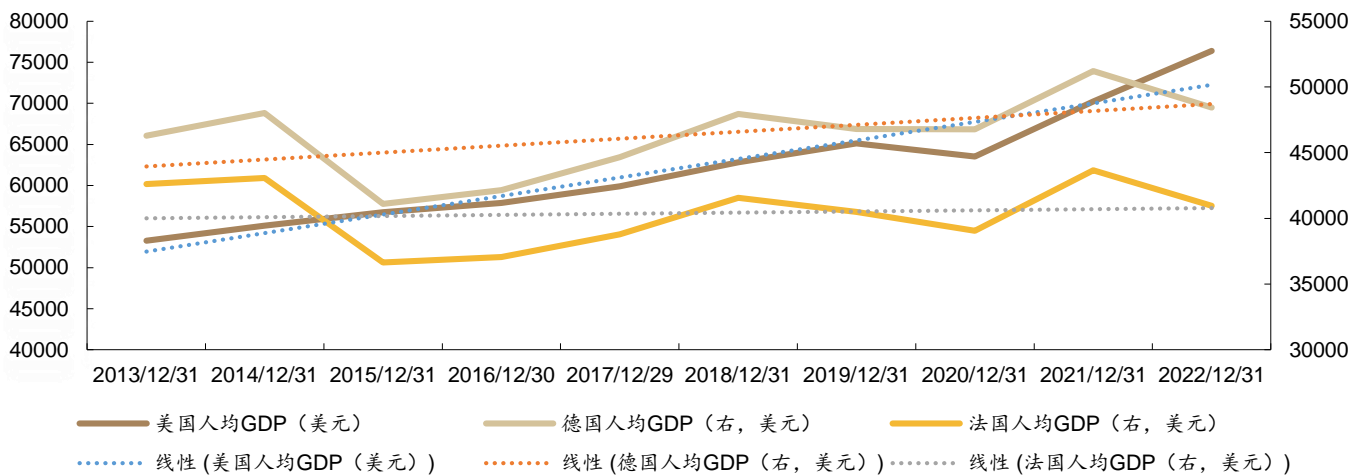
图 1: IMF2024 年实际 GDP 预测



资料来源: IMF, 德邦研究所

近年来, 美国人均 GDP 增速趋势明显高于德法, 反映美国经济长期趋势或优于欧元区。截至 2022 年底, 美国人均 GDP 达到 76399 美元, 德国与法国分别达到 48432 美元和 40964 美元。

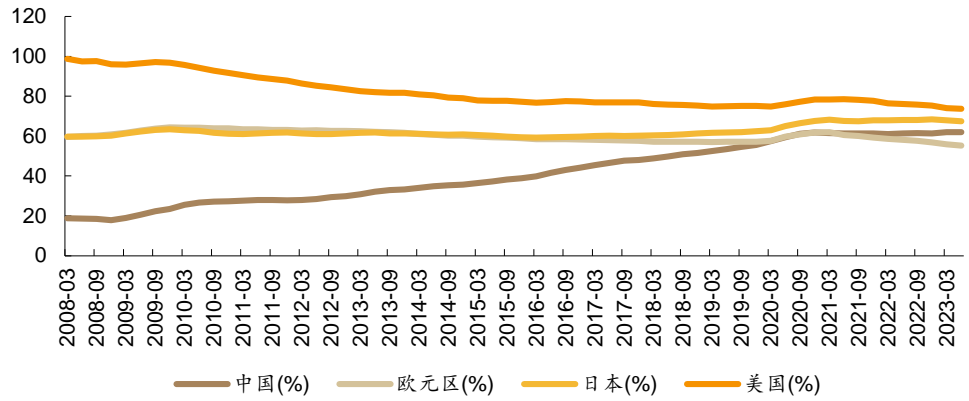
图 2: 美国人均 GDP 增长趋势超过德法



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

美国自金融危机后居民部门杠杆率持续下行达到 73.70% 的新低, 欧元区居民杠杆率有所下行回到疫情前, 而日本与中国居民部门杠杆率维持高位。在本轮新冠疫情以来的经济增长中, 我们可以观察到杠杆率水平对财政刺激效果的影响。低杠杆叠加财政刺激对实际 GDP 增长的提振可能更加明显。

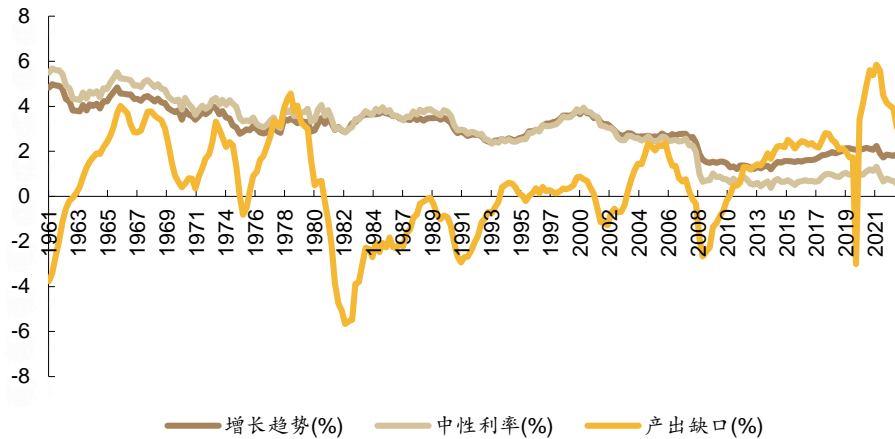
图 3：居民部门杠杆率



资料来源：Wind，德邦研究所

宏观经济增长的分化或改变金融危机以来全球中性利率下行趋势，美国中性利率在 2008 年金融危机后长期处于低位，疫情后有所反弹。

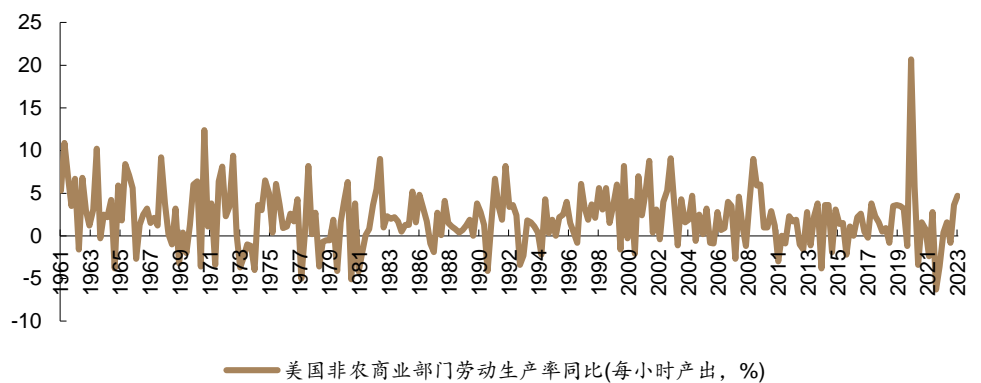
图 4：美国长期增长与中性利率



资料来源：New York Fed，德邦研究所

疫情后，美国非农商业劳动生产率快速提升可能对中性利率中枢的提高带来正面影响。

图 5：美国非农商业部门劳动生产率同比



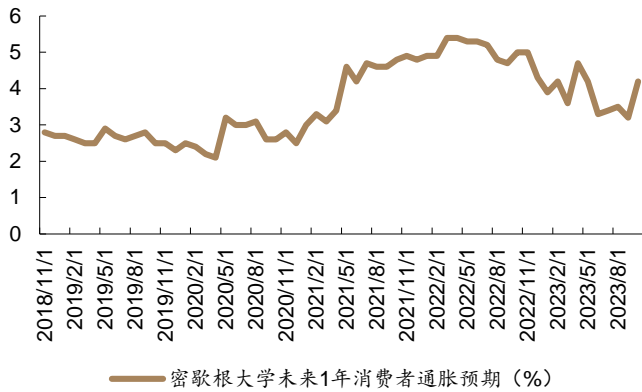
资料来源：Fred，德邦研究所

1.2. 各国宏观经济概况:

1.2.1. 美国

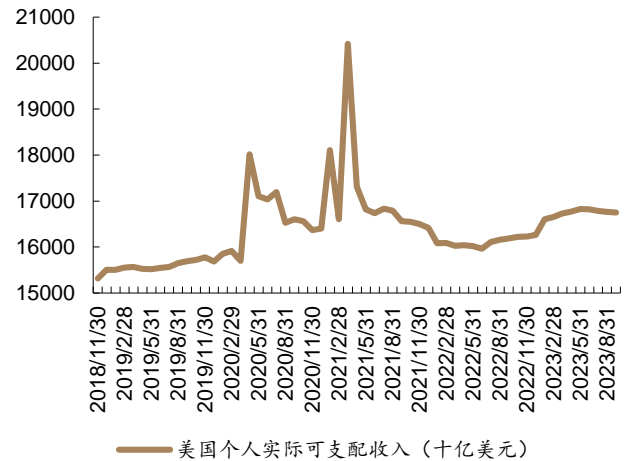
美国货币政策存在滞后效应，近期美国主要经济指标出现回落主要反映今年以来美联储加息对实体经济的负面影响。但是需要注意的是通胀回落仍可能不会一帆风顺，密歇根消费者通胀预期走强，劳动力市场宽松趋势仍然高度不确定，随着近期通胀下行，美国居民真实工资收入提升或将支撑美国名义经济增长。

图 6: 密歇根大学未来 1 年消费者通胀预期



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

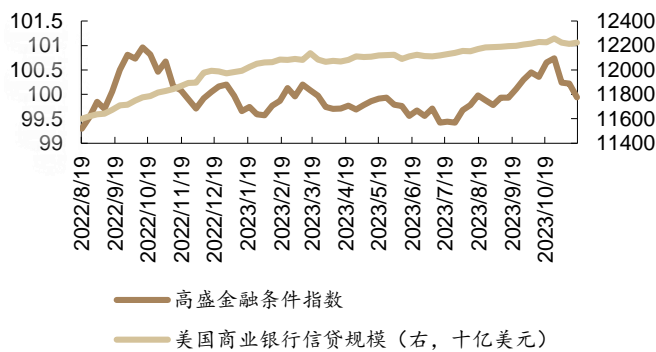
图 7: 美国个人可支配收入 (不变价)



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

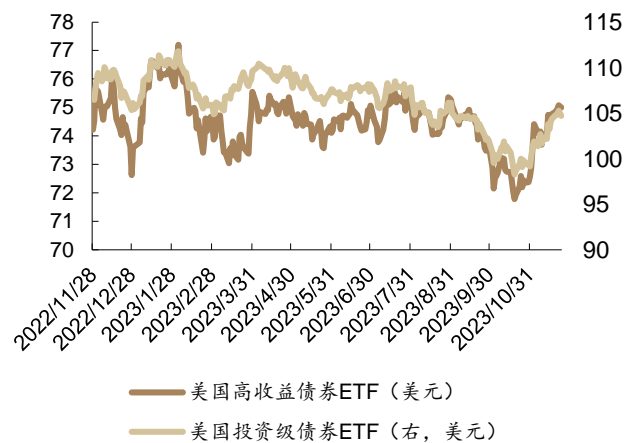
美国金融条件指数再度放宽，信用环境并未得到有效紧缩，高收益债收益率大幅回落使得美国企业实际融资成本增加速度有所放缓可能导致联储紧缩政策维持更长时间。

图 8: 美国信贷情况



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

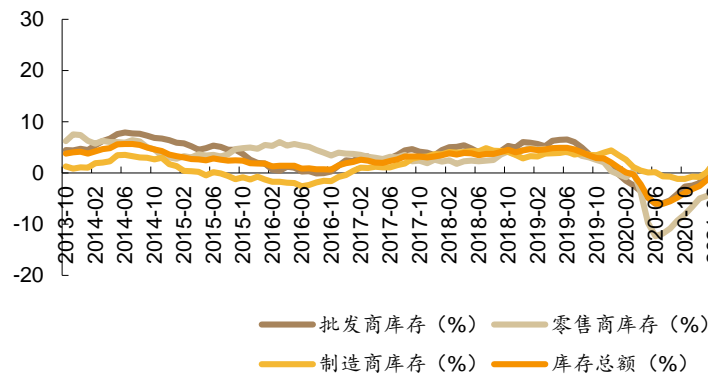
图 9: 美国投资级债券和高收益债券走势



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

美国库存周期持续回落，明年或能见底反弹，新一轮补库需求可能使得美国明年名义产出反弹，软着陆仍是我们预测的基准情境。

图 10: 美国库存情况

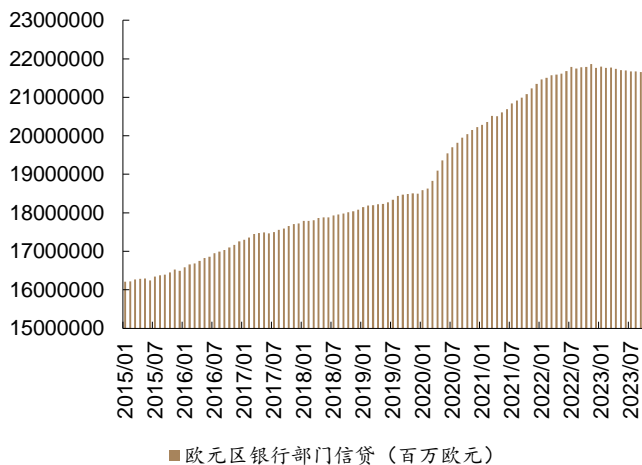


资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

1.2.2. 欧洲

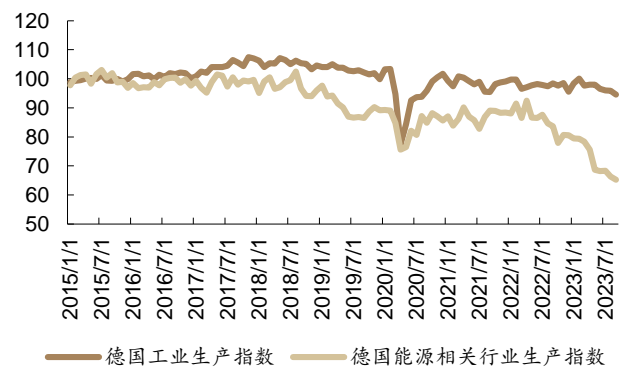
欧元区信贷放缓, 与美国不同, 欧元区企业融资以间接融资为主, 欧洲央行持续加息对欧元区信贷需求产生显著影响。同时德国工业指数下滑, 能源相关行业产出受俄乌战争等外部因素影响跌破疫情低点, 欧元区经济衰退概率明显上行。

图 11: 欧元区银行部门信贷



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 12: 德国工业生产指数

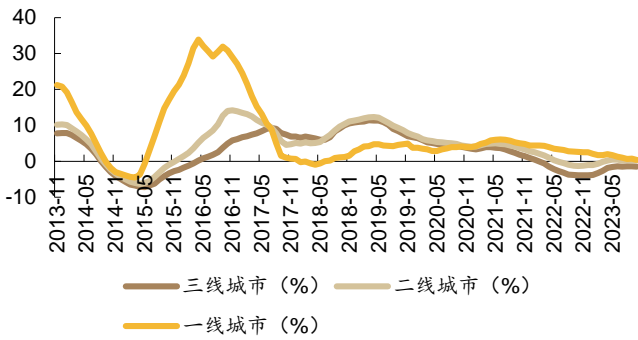


资料来源: Wind, 德邦研究所

1.2.3. 国内

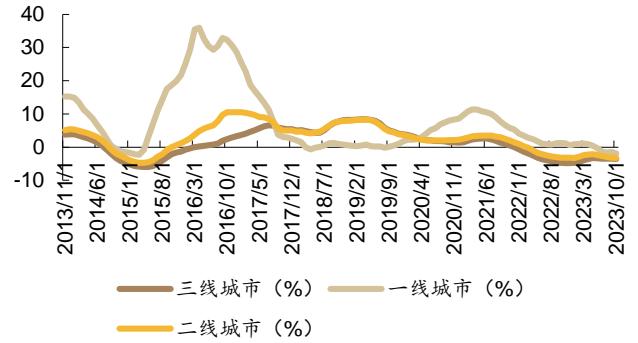
当前地产复苏偏弱仍是干扰宏观经济增长的重要诱因, 尤其一线城市新建商品住宅和二手住宅价格指数的下跌值得关注。在地产政策继续加码放松的背景下, 房地产行业有望企稳。

图 13: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数



资料来源: Wind, 德邦研究所

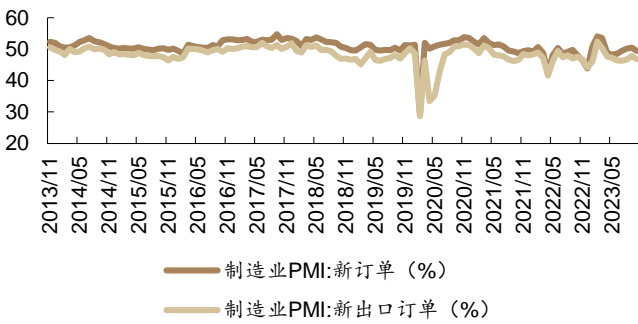
图 14: 70 个大中城市二手住宅价格指数



资料来源: Wind, 德邦研究所

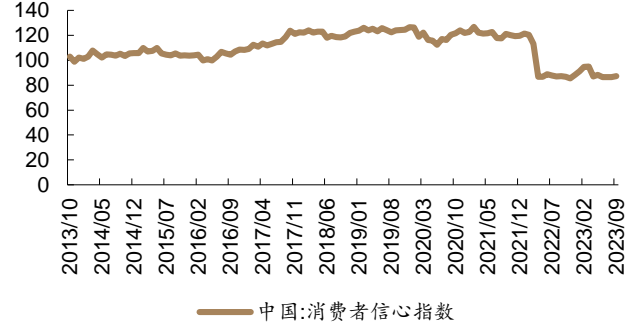
欧美经济在财政、货币政策边际紧缩的背景下，需求放缓可能继续压制中国对欧美的出口。由于较高的居民杠杆率和较为宽松的劳动力市场，消费者信心维持低位，财政针对居民部门的补贴力度有望增强。

图 15: 中国官方制造业 PMI



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 16: 中国消费者信心指数



资料来源: Wind, 德邦研究所

回顾去年我们提出需要引导实际利率下行支撑经济，今年我国监管部门加大对经济的刺激力度，前期节奏略有滞后。随着政策释放力度和节奏加快，财政和货币共同作用下，实际利率有望逐步下行。

图 17: 中国实际利率



资料来源: Wind, 德邦研究所

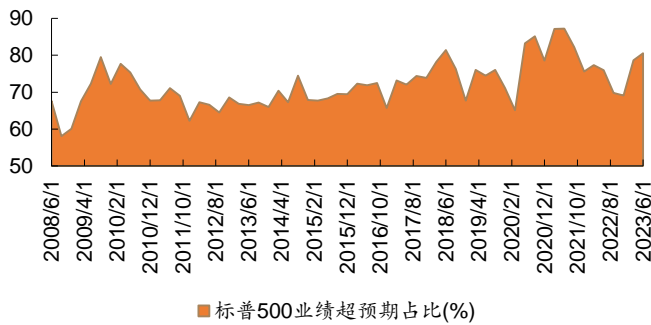
备注: 实际利率估算方式:10 年期国债收益率-CPI 当月同比

1.3. 资产配置方向

1.3.1. 权益

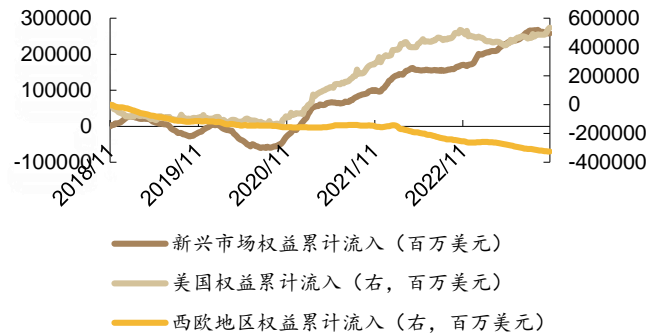
标普与道琼斯依靠 EPS 驱动年内上涨，纳斯达克的上涨幅度更多反映对 AI 带来生产效率提升的预期，估值扩张明显。今年以来，北美权益市场累计净流入持续增加，新兴市场累计净流入放缓，而欧洲市场累计净流出增加，体现全球流动性风险偏好转换。

图 18: 标普业绩超预期占比



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

图 19: 全球权益累计流入规模



资料来源: ETFR, 德邦研究所

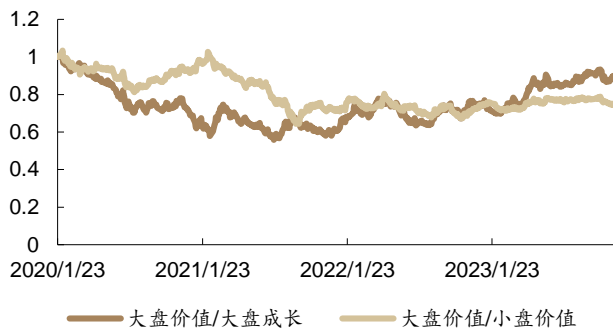
A 股方面, 在利率维持低位, 流动性充裕的情况下我们继续看好小市值风格(小市值风格回顾与展望关注本文第二章), 同时关注大盘价值风格(红利) 有利于在宏观经济尚未企稳阶段(盈利测算可关注本报告第三章) 实现防御作用, 以小市值因子为进攻, 高股息因子为防御的风格可能仍然占优。

1) 大盘价值与微盘风格作为防御

从巨潮大盘价值指数与大盘成长、小盘价值指数的相对情况来看, 近 5 年, 在 2019 年至 2021 年市场增长较为强劲的情况下, 大盘价值风格相较于大盘成长、小盘价值风格并不占优; 在 2022 年至今市场较为震荡的情况下, 大盘价值较大盘成长、小盘价值相对占优, 当前仍处于大盘价值占优的状态。

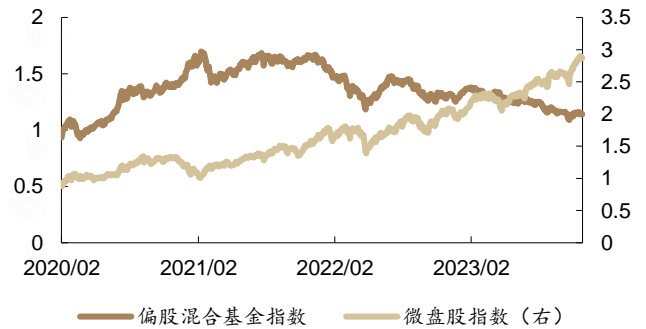
在当前市场较为震荡、避险情绪明显的环境下, 我们仍然看好具备高股息、高盈利稳定性特征的大盘价值风格。疫情后偏股混合基金指数与微盘股走势负相关明显, 同时在大盘成长弱势的情境下继续看好微盘股的防御属性。

图 20: 大盘价值、大盘成长与小盘价值指数净值对比



资料来源: Wind, 德邦研究所
数据从 2020 年 1 月 31 截至 2023 年 11 月 27

图 21: 微盘股与偏股基金指数

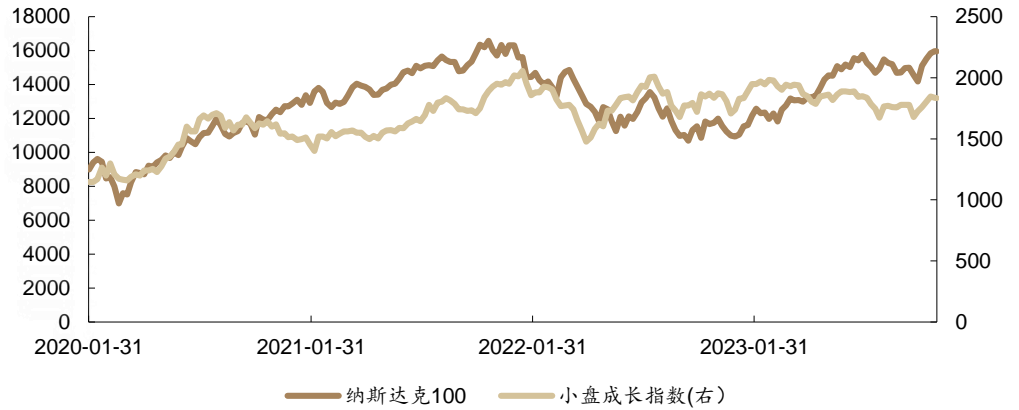


资料来源: Wind, 德邦研究所
数据从 2020 年 1 月 31 截至 2023 年 11 月 27

2) 中小盘成长跟随全球成长股进攻

疫情以来，A股的万得小盘成长指数（市值后70%，市盈率小于50，EPS大于0.5，最近一年及最新财报扣非净利润同比增速分别大于30%，0%，季度调样）与纳斯达克100走势趋同。A股的中小盘成长风格在全球成长股上行的带领下有望继续上涨。

图 22：纳斯达克 100 与万得小盘成长指数走势

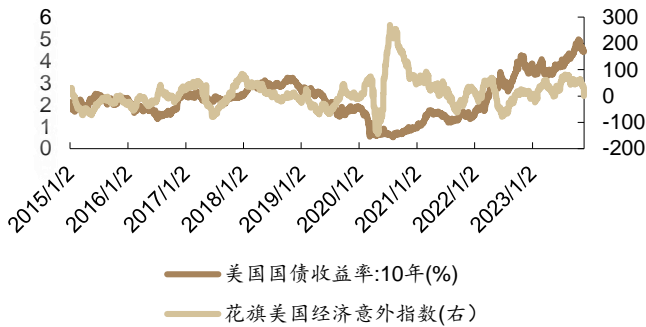


资料来源：Wind，德邦研究所
数据从 2020 年 1 月 31 截至 2023 年 11 月 27

1.3.2. 债券

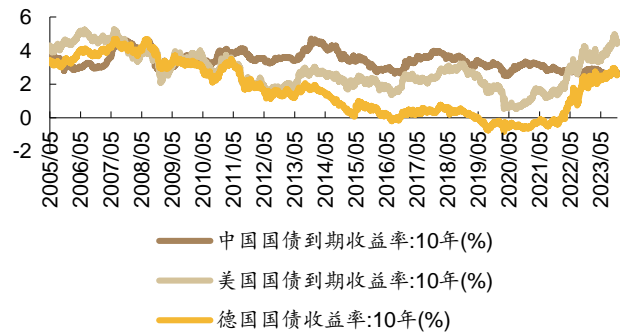
中美长期中性利率背离，中国财政货币政策共同宽松引导国债收益率继续向下收敛，美国维持财政货币政策双紧缩从空间过度到时间维度支撑美债高位震荡。日欧中性利率重新向疫情前的利率中枢靠拢，经济增长压力增大。

图 23：美债上行部分反映经济增长预期



资料来源：Wind，德邦研究所

图 24：中美德长债走势

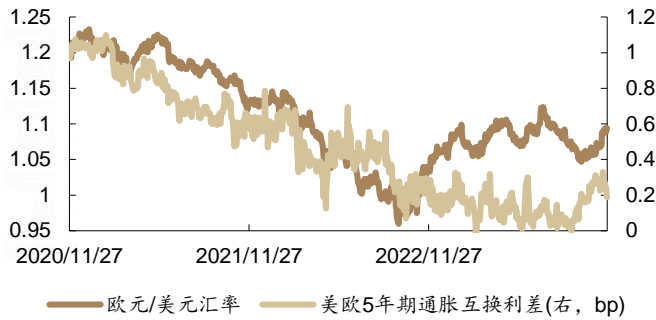


资料来源：Wind，德邦研究所

1.3.3. 外汇

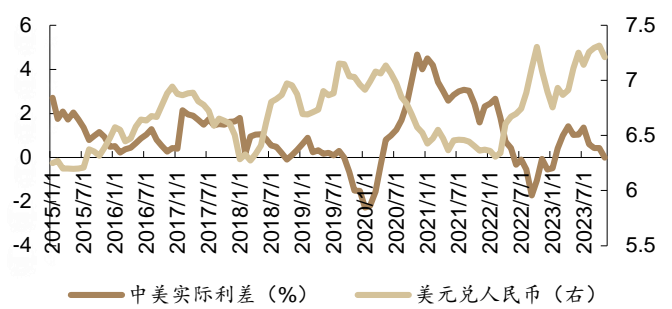
欧洲通胀前景被高估，当前欧元区有效汇率过高导致美元指数有所回落。中美实际利差的收敛程度决定人民币反弹力度，如果明年美国不降息，人民币仍然具有贬值压力。

图 25: 美欧通胀互换利差与欧元兑美元汇率



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

图 26: 中美实际利差与人民币兑美元汇率



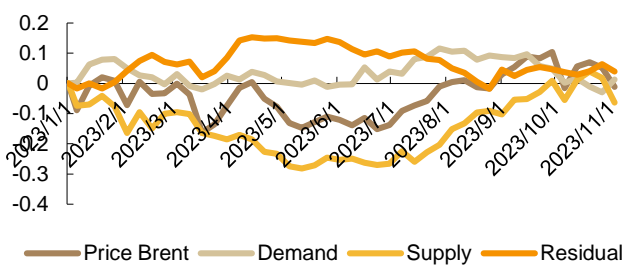
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

1.3.4. 商品

原油转向需求定价, 美国原油供给不断上行叠加新兴市场在强美元下需求减弱, 中东地区的财政条件可能伴随油价回落逐步恶化, 原油竞争性降价的情境可能再现。

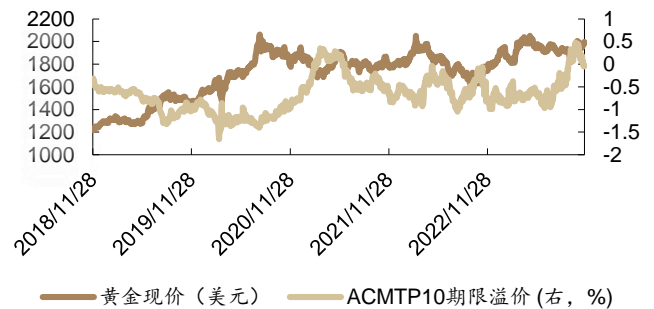
今年以来期限溢价与黄金价格负相关, 推升期限溢价的可能是长期增长因素, 近期黄金价格的上行可能更多反映市场对增长前景的担忧, 相反如果美国经济在 2024 年继续保持强劲, 黄金价格将承受下行压力。

图 27: 布油涨跌拆解



资料来源: New York Fed, 德邦研究所

图 28: 黄金与期限溢价



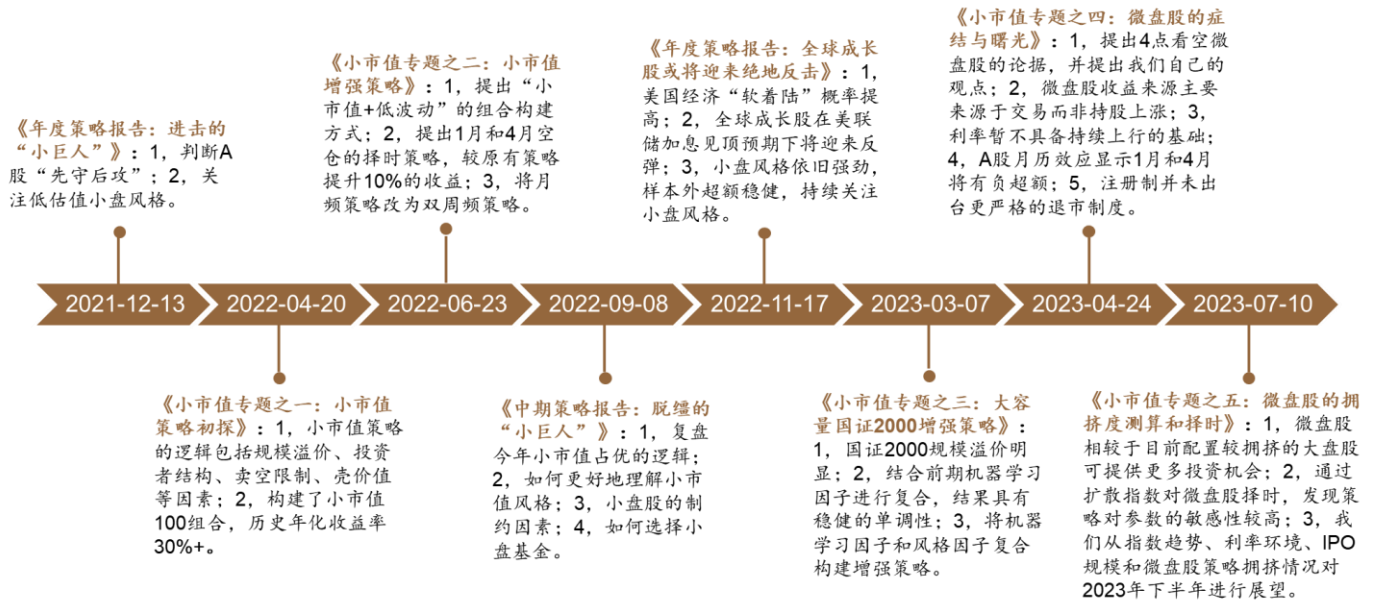
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

2. 量化选股: 回顾、总结与展望

2.1. 德邦金工小市值专题

自 2021 年以来的多篇专题报告、年度报告、中期报告中, 我们始终维持对小市值策略的看好, 并从多个角度探讨了小市值股票的投资逻辑和策略优化。

图 29： 2021 年以来德邦金工发表的小市值系列研究



资料来源：德邦研究所绘制

2.1.1. 小市值策略的收益来源

A 股市场的“市值效应”一直受投资者广泛关注，如何解释 A 股市场中的市值最小的股票在历史中取得的较高绝对收益就成为了小市值策略分析的核心。我们通过对小市值股票历史表现的研究，在 2022 年 4 月 20 日发布的《小市值策略初探》发现小市值策略的收益主要来源自规模溢价、卖空限制、投资者结构和壳价值。

规模效应认为更高的股票收益率来源自投资者面对小公司高风险时所需的更高风险补偿，由 Banz 于 1981 年首次提出。不同于国际上成熟市场逐步消失的规模溢价异象，中国 A 股市场的规模溢价现象是长期存在的。因此，小市值策略通过在 A 股市场中寻找优质的小市值资产，在尽量规避其蕴含高风险的同时赚取源于小市值的高风险补偿。

卖空限制会在一定情况下制约理性投资者的套利行为，从而拉长了错误定价股票恢复正确定价的周期，强化市场异象。由于融资融券标的在大市值股票中的分布远高于在小市值股票中的分布（小市值 100 融资融券标的占比仅有 17%，远低于全市场中的 48.26%），卖空限制在小市值股票中进一步提升。小规模企业由于公司估值和经营能力的不确定性高、公司市值较低，短期内容易因供给有限而造成超量需求，卖空限制的存在会导致这种状态难以消除。

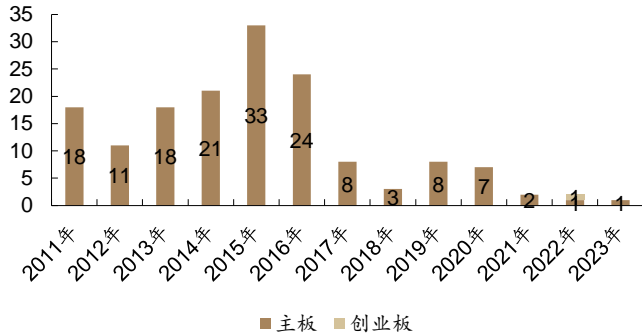
我国股市中机构投资者对小市值股票的关注普遍较低，小市值股票的散户比例更高，投机特点鲜明，这种投资者结构是小市值策略收益的另一大来源。散户的投资特点导致其在遇到利好消息发布、市场情绪活跃、市场波动率较高等情况下容易引起股票的供需关系错配，从而促成规模溢价。

核准制背景上市公司保壳意愿浓厚，间接导致“壳资源”被爆炒与小市值股票的规模溢价。壳价值指非上市公司为了得到上市资格，在借壳交易中需要向上市公司支付高昂的成本。但自 2016 年以来，随着政策监管趋严和注册制的实施，借壳上市公司数量急剧减少，壳价值进一步降低。自 2021 年以来，注册制有效改

变了过去市场中存在的新股供不应求预期。

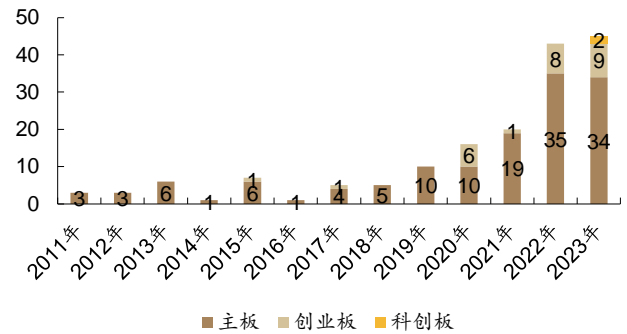
结合小市值股票的本质特征和中国股市环境，我们认为小市值策略的投资逻辑可以从规模溢价、卖空限制、投资者结构和壳价值四个方面归因。

图 30：上市公司逐年借壳上市数量统计（只）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 31：上市公司逐年退市数量统计（只）



资料来源：Wind，德邦研究所

2.1.2. 小市值策略的增强

我们在 2022 年 6 月 23 日发布的《小市值增强策略》中设计并推出了小市值 100 增强策略。以市值、贝塔、动量、估值、波动率、盈利、换手、成长、杠杆、股价、股息、单季度成长、成交额、季度净资产回报率、反转等备选因子出发，对小市值 100 基准策略进行增强。经过逐级筛选逐层递进，我们最终选择 8 套小市值策略的多因子增强策略方法。同时，我们从策略出发，设计集中度提升策略、叠加低波策略、叠加择时策略等多种小市值增强叠加方法。

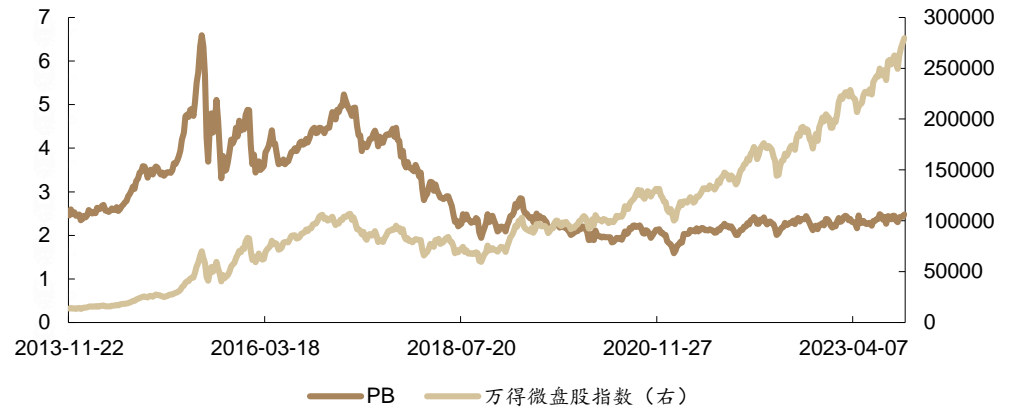
在 2023 年 3 月 7 日的研究报告《大容量国证 2000 增强策略》，我们将目光聚焦于国证 2000 指数，“规模溢价”效应在国证 2000 成分股内也十分明显。相对中证 1000，国证 2000 具有小盘风格更强、成分股更多、成交金额更大、更贴合“专精特新”的特点，更加适合作为小市值策略的股票池。结合德邦金工机器学习专题报告中发布的 3 个有效因子（“机器学习残差因子”、“机器学习反转因子”和“机器学习复合因子”），验证其在国证 2000 成分股内选股能力。

2.1.3. 微盘股的症结与曙光

在 2023 年 4 月 24 日发布的《微盘股的症结与曙光——德邦金工小市值专题之四》将目光聚焦于全面注册制下万得微盘股指数（8841431.WI）的未来预期。从历史复盘来看，万得微盘股指数在 2019 年开始的回测周期内有着强于其他指数的表现，而今年以来微盘股回撤最大，远逊于其他指数。市场对今年以来微盘股表现较差原因的分析主要聚焦于微盘股近期源于估值和资金方面压力大、看多利率的预期或对微盘股带来压力、微盘股存在月历效应预示 4 月指数表现较差、注册制新规的出台可能对微盘股产生影响 4 个方面。与市场普遍对于小市值公司的看空情绪不同的是，我们持续看好微盘股指数。

微盘股收益主要来自交易收益而非持股上涨的收益。基于微盘股独特的筛选性质，投资微盘股具有明显的左侧交易的特征。同时，由于微盘股估值的特殊性，传统的 PE、PCF 等方法难以有效的对微盘股进行估值，而 PB 能较好的衡量整体估值水平，而近年来 PB 保持稳定，基本维持在 2.2 倍附近；

图 32：万得微盘股指数走势及 PB

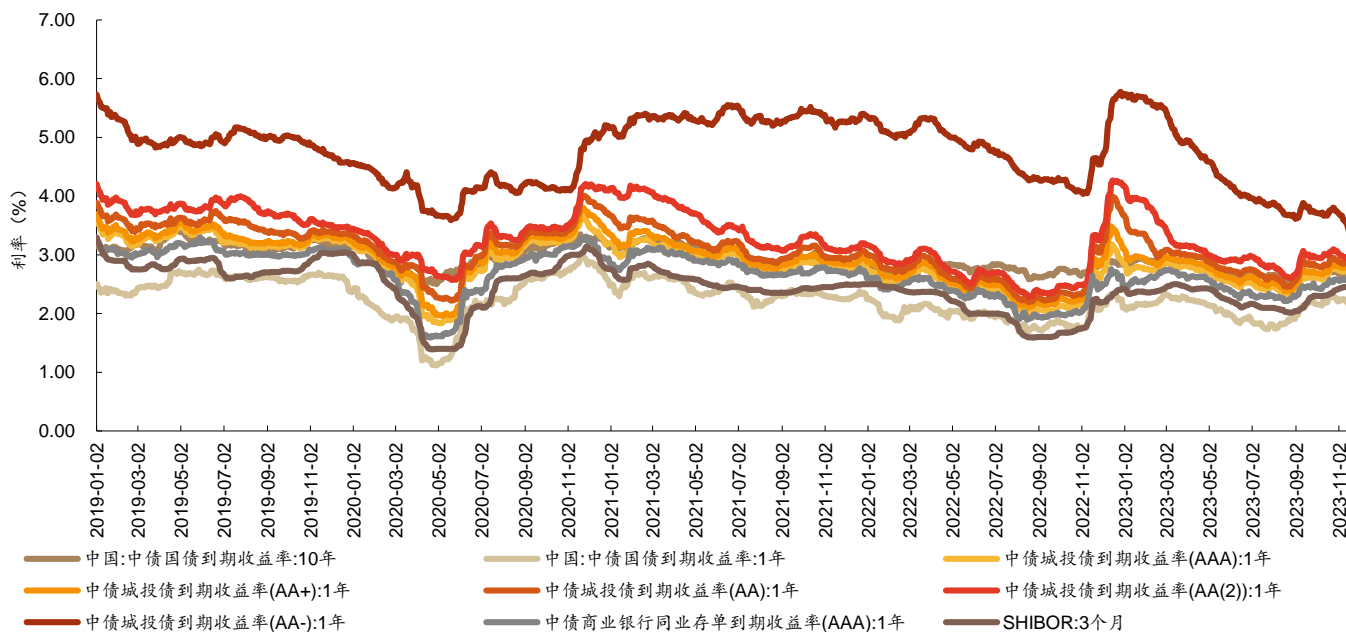


资料来源：Wind，德邦研究所

资金拥挤度层面的压力已处于历史较高水平，且存在资金回流的预期。TMT 板块资金抽血效应或随后市板块交易情绪下降而下降，资金有望回流微盘股；即使资金不回流，目前微盘股成交额占比水平（0.97%）已接近去年 6 月 15 日的最低点（0.9%），来自拥挤度的压力已到达较高水平；

利率上行空间较小，对微盘股构成的压力有限。回溯近期的中国 1 年期利率水平，相较于 2022 年年末的利率顶峰的距离较小，上行空间小；

图 33：中国主要利率走势情况



资料来源：Wind，德邦研究所

微盘股的月历效应预示后市有望迎来新机遇。从 2011 年以来，1 月和 4 月分别平均下跌 2.64% 和 0.98%，5 月平均上涨 5.75%。

新版退市制度符合预期，政策变化的靴子落地。经过对注册制规划文件的整理，我们发现 2 月 17 日新版沪深主板上市规则相比上版（2022 年 1 月发布）仅小幅度修改了退市规则，目前没有出台更严格的退市制度。因此退市制度变化导致的市场情绪变化已在 2020 年年末反应，如今没有更严格的退市制度的新版规则实则是对微盘股的利好。

2.1.4. 微盘股的拥挤度测算与下半年展望

2023 年 7 月 10 日发布的《微盘股的拥挤度测算和择时》中，我们从机构配置的角度对微盘股进行分析，采用扩散指数对微盘股择时，并从指数趋势、利率环境、IPO 规模和微盘股策略拥挤情况等角度对下半年进行展望。

微盘股拥挤度低，可能为投资者提供更多投资机会。在沪深 300、中证 500 等大盘股配置愈发拥挤的情况下，微盘股总体仍存在大量空间。截至 2022Q4，持有微盘股的公募基金仍然较少。

趋势上看微盘股已经走出低谷并创新高。随着 4 月份的利空出尽，微盘股经过两个月的调整后指数创下新高。

年内利率持续下行预期兑现，利率在 8 月底拐头向上符合上述报告预期。今年前三季度利率水平持续下行，整体利率仍处于较低水平。结合微盘股走势来看，微盘股受利率上行的承压较小。

微盘股和小市值成分股拥挤度持续偏低，公募与金融机构（公募、私募、券商、保险、银行等，下同）持股占比仍然偏低。截至 2023 年 3 月 31 日，微盘股成分股的前十大股东当中有公募基金持股的流通市值约为 25 亿元，占微盘股总流

通市值的 0.44%；100 亿以下小市值成分股的前十大股东当中有公募基金持有的流通市值约为 1838 亿元，占 100 亿以下小市值总流通市值的 1.61%。两数据较历史最高点均有一段距离。

2.2. 2023 年量化选股表现

2.2.1. A 股市场表现回顾

Barra 风格因子显著性情况：回顾 2022 年和 2023 年（截止至 11 月 16 日）Barra 10 因子显著性表现情况，如下表，A 股市场对市值、波动的暴露更加极致，而估值、盈利、流动性的暴露较 2022 年减少。

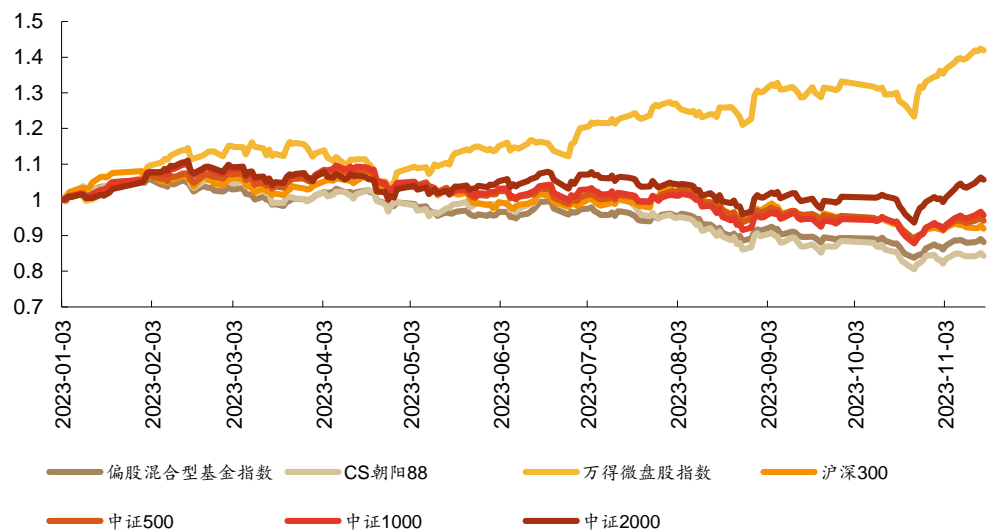
表 1: Barra 风格因子显著性情况

	2023 年 Rank IC Mean	2023 年 ICIR	2022 年 Rank IC Mean	2022 年 ICIR
对数市值	-0.1394	-1.1689	-0.0608	-0.9569
贝塔	0.0255	0.1361	-0.0102	0.1076
动量	-0.0666	-0.4674	-0.0492	-0.7893
残差波动率	-0.0814	-0.9460	-0.0506	-1.7163
非线性市值	-0.1090	-1.1960	-0.0630	-1.4243
账面市值比	0.0763	0.4846	0.0802	0.4386
流动性	-0.0768	-0.3643	-0.1410	-0.4876
盈利	0.0120	0.0900	0.0344	0.0777
成长	-0.0376	-0.7315	-0.0171	-0.8438
杠杆	-0.0358	-0.2574	0.0365	-0.2742

资料来源：Wind，德邦研究所

2023 年指数表现：微盘股指数一枝独秀，偏股混合基金指数、CS88 指数表现弱于主流指数。

图 34: 2023 年指数表现：微盘股指数一枝独秀，偏股混合基金指数、CS88 指数表现弱于主流指数

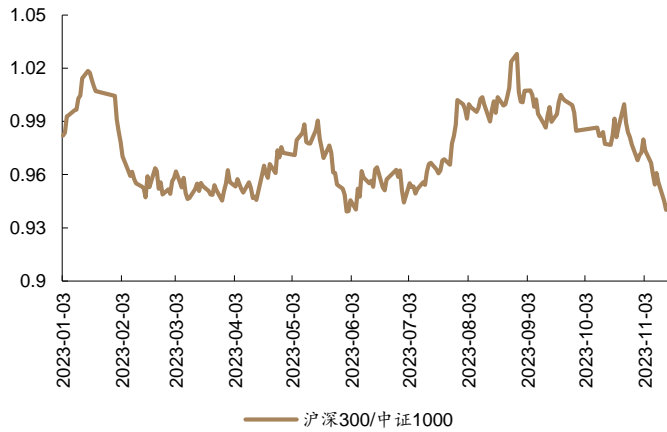


资料来源：Wind，德邦研究所

2023 年大小盘轮动情况：总体上中小盘股占优。大盘占优的月份包括 1、3、4、6、7、8 月；小盘占优的月份包括 2、5、9、10、11 月。

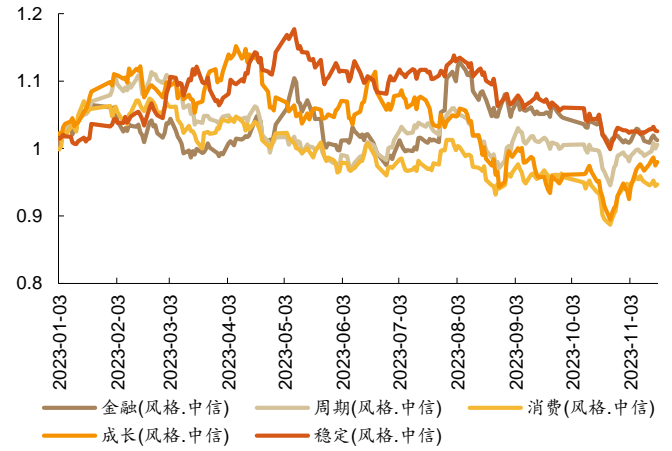
风格轮动情况：总体上稳定、金融风格表现居前，消费、成长风格表现较弱，或与经济弱复苏相关。

图 35：2023 年沪深 300/中证 1000



资料来源：Wind，德邦研究所

图 36：2023 年中信风格指数



资料来源：Wind，德邦研究所

行业表现情况：截至 11 月 17 日，中信一级行业中通信、传媒、计算机涨幅居前，且成交额占比较去年大幅增加超过一倍，TMT 行情是今年主线。医药、电新、基础化工成交额占比较去年下降最大。

图 37：中信一级行业涨跌幅和成交额占比情况

证券代码	证券简称	涨跌幅		成交额占比	
		2023年	2022年	2023年	2022年
CI005028.WI	传媒(中信)	29.58%	-24.55%	6.14%	2.68%
CI005026.WI	通信(中信)	27.18%	-19.97%	4.88%	2.35%
CI005027.WI	计算机(中信)	14.46%	-25.14%	11.97%	5.82%
CI005002.WI	煤炭(中信)	13.66%	17.52%	0.84%	1.73%
CI005013.WI	汽车(中信)	10.69%	-19.32%	4.57%	4.36%
CI005025.WI	电子(中信)	9.07%	-35.75%	12.03%	8.38%
CI005001.WI	石油石化(中信)	9.04%	-8.99%	0.94%	1.15%
CI005016.WI	家电(中信)	8.17%	-19.40%	1.30%	1.32%
CI005017.WI	纺织服装(中信)	5.48%	-8.55%	0.63%	0.69%
CI005022.WI	非银行金融(中信)	4.32%	-14.89%	4.15%	2.61%
CI005030.WI	综合金融(中信)	1.46%	-25.21%	0.14%	0.16%
CI005004.WI	电力及公用事业(中信)	1.31%	-13.52%	2.27%	2.75%
CI005010.WI	机械(中信)	0.39%	-20.35%	6.95%	6.19%
CI005007.WI	建筑(中信)	-0.20%	-9.34%	2.40%	2.83%
CI005021.WI	银行(中信)	-1.10%	-5.51%	1.74%	1.83%
CI005005.WI	钢铁(中信)	-1.82%	-22.05%	0.60%	1.30%
CI005018.WI	医药(中信)	-2.34%	-20.59%	7.51%	10.66%
CI005009.WI	轻工制造(中信)	-3.93%	-19.95%	1.37%	1.32%
CI005014.WI	商贸零售(中信)	-5.09%	-5.55%	1.36%	1.31%
CI005012.WI	国防军工(中信)	-7.00%	-24.85%	2.64%	2.32%
CI005003.WI	有色金属(中信)	-7.69%	-17.58%	3.33%	5.30%
CI005019.WI	食品饮料(中信)	-9.67%	-14.00%	3.23%	4.06%
CI005024.WI	交通运输(中信)	-10.64%	2.31%	1.54%	2.26%
CI005029.WI	综合(中信)	-11.04%	-10.99%	0.24%	0.88%
CI005020.WI	农林牧渔(中信)	-11.88%	-8.44%	1.29%	2.17%
CI005006.WI	基础化工(中信)	-16.31%	-22.47%	4.94%	7.97%
CI005008.WI	建材(中信)	-18.04%	-24.38%	0.96%	1.56%
CI005023.WI	房地产(中信)	-19.35%	-5.67%	1.93%	2.88%
CI005011.WI	电力设备及新能源(中信)	-24.69%	-24.15%	6.88%	10.01%
CI005015.WI	消费者服务(中信)	-37.26%	6.39%	1.25%	1.15%

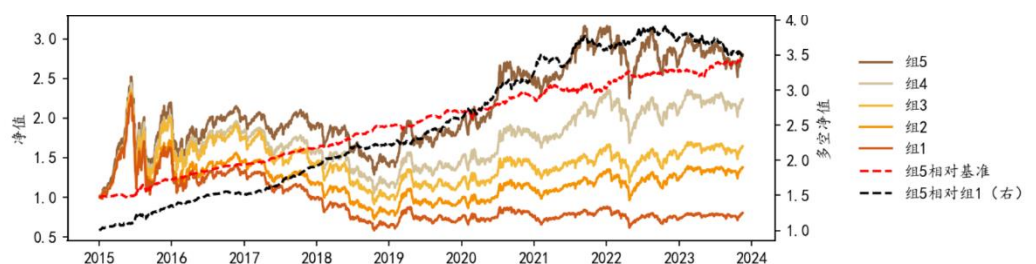
资料来源：Wind，德邦研究所

2.2.2. 机器学习系列策略表现跟踪

德邦金工发表了 5 篇机器学习专题报告，形成了有效的机器学习因子包括专题三中的残差&反转&复合因子、专题四机器学习动态筛选因子和专题五模型池选股因子。其中专题三和专题五的因子适用于月频调仓，专题四因子适用于发布财务报告后的 5 月初、9 月初和 11 月初调仓。我们跟踪因子在全市场分 5 组回测表现，2023 年相对中证 1000 指数均录得正超额：

机器学习残差因子 2015 年以来年化超额 12.1%，2023 年化超额 6.3%。

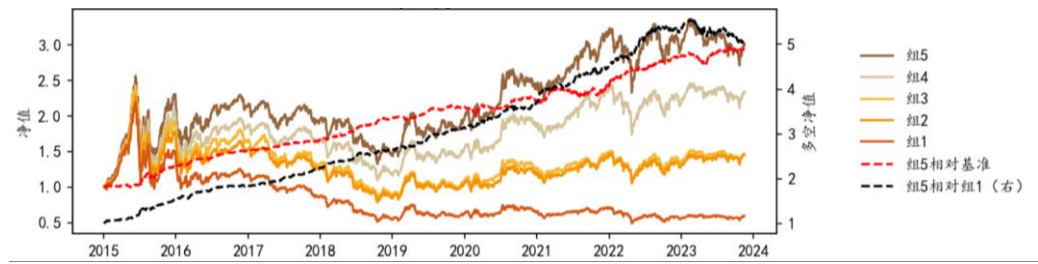
图 38：机器学习残差因子选股效果



资料来源：Wind，德邦研究所

机器学习反转因子 2015 年以来年化超额 13%，2023 年化超额 4.4%。

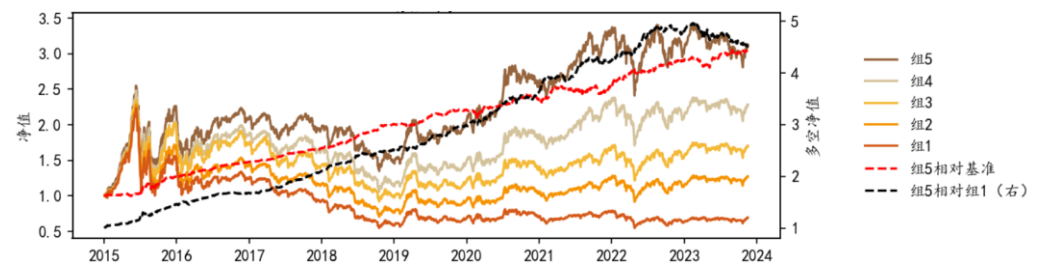
图 39: 机器学习反转因子选股效果



资料来源: Wind, 德邦研究所

机器学习复合因子 2015 年以来年化超额 13.5%，2023 年化超额 5.7%。

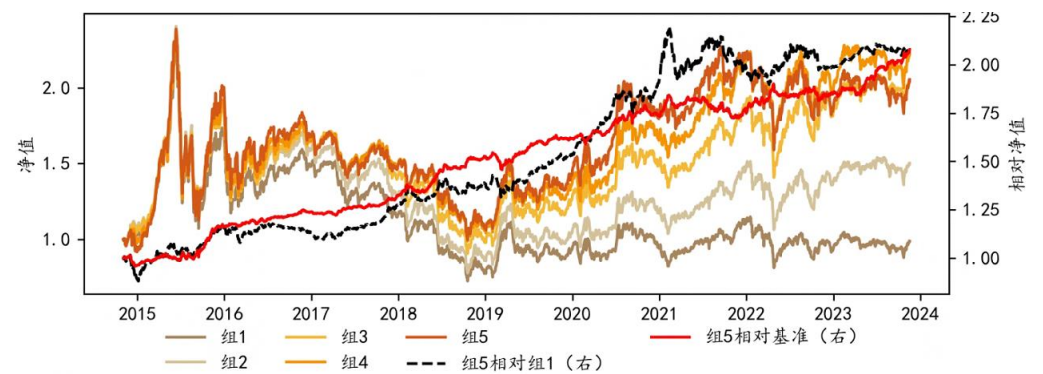
图 40: 机器学习复合因子选股效果



资料来源: Wind, 德邦研究所

动态筛选因子 2014-11 以来年化超额 8.4%，2023 年化超额 12.1%。

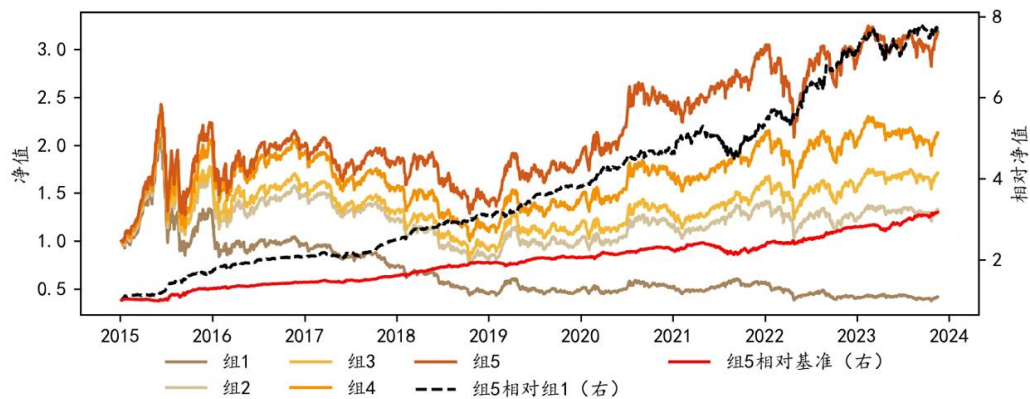
图 41: 动态筛选因子选股效果



资料来源: Wind, 德邦研究所

模型池选股因子 2015 年以来年化超额 13.8%，2023 年化超额 12.8%。

图 42: 模型池选股因子选股效果



资料来源: Wind, 德邦研究所

3. ChatGPT 系列跟踪研究

GPT 问世以来, 我们陆续发表多篇跟踪报告, 包括 GPT 原理分析《训练语言模型以遵循带有人类反馈的指令》、股价收益预测论文《ChatGPT 能够预测股票价格的走势吗? 收益可预测性和大型语言模型》以及《了解 GPT》系列的训练篇、应用篇、投资篇, 并持续跟踪 GPT 模型最新进展。

3.1. ChatGPT 1106 系列模型更新

2023 年 11 月 6 日的 OpenAI 开发者日, OpenAI 发布了一系列重大更新, 更新的 API 接口包括 gpt-4-1106-preview, gpt-4-1106-vision-preview, gpt-3.5-turbo-1106 等。此次的更新版模型在准确率、计算速度等方面均有着不同程度的优化与升级, 同时在价格上相较于之前发布的 GPT-4 有所降低。目前最强大的模型是 GPT-4 Turbo (即 gpt-4-1106-preview), 提供 128K 上下文窗口和截至 2023 年 4 月的知识。

图 43: GPT 系列模型 API 调用价格

Model	Input	Output
gpt-4-1106-preview	\$0.01 / 1K tokens	\$0.03 / 1K tokens
gpt-4-1106-vision-preview	\$0.01 / 1K tokens	\$0.03 / 1K tokens
gpt-4	\$0.03 / 1K tokens	\$0.06 / 1K tokens
gpt-4-32k	\$0.06 / 1K tokens	\$0.12 / 1K tokens
gpt-3.5-turbo-1106	\$0.0010 / 1K tokens	\$0.0020 / 1K tokens
gpt-3.5-turbo-instruct	\$0.0015 / 1K tokens	\$0.0020 / 1K tokens

资料来源: OpenAI 官网, 德邦研究所

图 44: GPT-4 Turbo 有着广阔的应用场景



资料来源: OpenAI 官网, 德邦研究所

GPT-4 Turbo 支持更长的上下文长度, 有助于多文章的同时处理。GPT-4 最大只能支持 8k 的上下文长度 (约等于 6000 个单词), 而 GPT-4 Turbo 则具有 128k 上下文长度, 以一篇文章约 1k 字计算, GPT-4 Turbo 可同时处理 128 篇文章。更全面的知识库, 为 GPT-4 Turbo 带来时效性更强的新信息, GPT-4 Turbo 在多方面均有升级。

表 2: GPT-4 Turbo 和 GPT-4 对比

	GPT-4 Turbo	GPT-4
PyLLMs 基准测试准确率	87%	52%
处理 token 数量/秒	48 个	10 个
价格/1K tokens	\$0.01 (Input), \$0.03 (Output)	\$0.03 (Input), \$0.06 (Output)
上下文对话长度	128k	8k
知识库	截止到 2023 年 4 月	截止到 2021 年 9 月

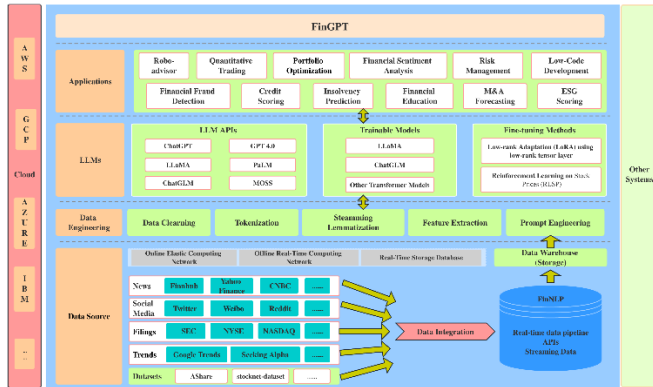
资料来源: OpenAI 官网, 德邦研究所

3.2. ChatGPT 在金融投资领域的应用

我们在《了解 GPT: 投资篇》介绍了 ChatGPT 在金融投资领域的应用的场景。在金融领域, 可独立研发金融大模型, 提供情感分析、股票投资建议、股价预测等功能, 也可借助插件, 向 GPT 提供金融行情、文本数据接口, 辅助投资决策。

开源金融大模型框架 FinGPT: FinGPT 是基于 LLM 的金融领域的自然语言处理项目, 利用互联网规模的金融数据, 为金融行业提供各种实用的应用, 如交易机器人、智能投顾、情感分析、文本生成等。

图 45: FinGPT 框架



资料来源: FinGPT, 德邦研究所

图 46: ChatGPT Plugins 投资插件 AFinChat, 根据 A 股新闻预测最有可能上涨的股票

You
分析一下贵州茅台、宁德时代、比亚迪、隆基绿能近期的新闻, 预测其中最有可能上涨的股票

ChatGPT
Used AFinChat
Used AFinChat
Used AFinChat
Used AFinChat

根据最新的新闻报道, 我们可以对贵州茅台、宁德时代、比亚迪和隆基绿能的近期表现和未来趋势进行一些分析:

贵州茅台

- **主要新闻:** 贵州茅台的新闻主要集中在其业绩上, 特别是其第三季度的盈利能力和市场表现。
- **分析:** 贵州茅台作为高端白酒的代表, 其业绩稳定, 市场地位牢固。但是, 鉴于其高昂的股价和市值, 股价的大幅上涨可能需要更多的市场刺激因素。

宁德时代

- **主要新闻:** 宁德时代最近进行了首次股份回购, 总金额达1.88亿元。
- **分析:** 股份回购通常被视为公司对自身价值的信心表现, 可能会对股价产生积极影响。考虑到宁德时代在全球动力电池市场的领先地位, 这可能是一个积极的信号。

比亚迪

- **主要新闻:** 比亚迪的新闻主要集中在其新技术的推广、海外市场的扩张以及对高端市场的冲击。
- **分析:** 比亚迪在新能源汽车领域的持续创新和扩张表明其具有较强的增长潜力。特别是在海外市场的表现, 可能会成为推动股价上涨的关键因素。

隆基绿能

- **主要新闻:** 隆基绿能与华能清能院签署了战略合作协议, 加强了在技术创新和科研项目方面的合作。
- **分析:** 隆基绿能作为光伏行业的领军企业, 通过与其他大型能源企业的合作, 可能会进一步巩固其市场地位。这种战略合作可能会对其长期发展产生积极影响。

预测

在这四家公司中, 比亚迪和宁德时代似乎最有可能在短期内实现股价上涨。比亚迪在新能源汽车领域的创新和市场扩张, 以及宁德时代的股份回购和市场领先地位, 都可能成为推动股价上涨的重要因素。然而, 这种预测需要结合更广泛的市场趋势和经济环境来考虑, 且股市存在不确定性, 投资需谨慎。

资料来源: ChatGPT Plugins, 德邦研究所

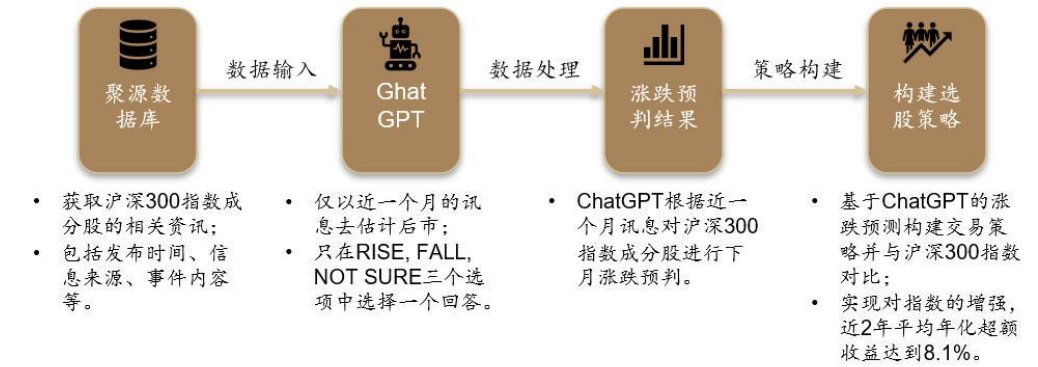
ChatGPT Plugins 投资插件: 我们探讨了 ChatGPT Plugins 平台上的投资相关插件, 如 AFinChat、PortfoliosLab、PortfolioPilot 等, 这些插件利用 ChatGPT 的强大功能来分析股市新闻情绪, 优化投资组合, 为投资者提供有价值的建议。其中 AFinChat 支持 A 股新闻、行情数据分析, 是较为实用的 A 股分析插件。

3.3. 基于 ChatGPT 的沪深 300 选股尝试

ChatGPT 作为当前火热的人工智能技术驱动的自然语言处理工具, 我们希望依托其强大的自然语言处理能力, 对上市公司相关咨询与公告进行分析, 判断源自于文本信息中的上市公司股价变动因素。

我们选取聚源数据库沪深 300 指数成分股的相关资讯, 其中包含了信息发布时间、信息来源、事件内容等多种数据与自然语言信息。针对 ChatGPT 使用时的交互性, 我们设计特定提示词以限定其信息使用范围、训练目标与输出结果范围。最后根据 ChatGPT 给出的涨跌预判信息构建交易策略。

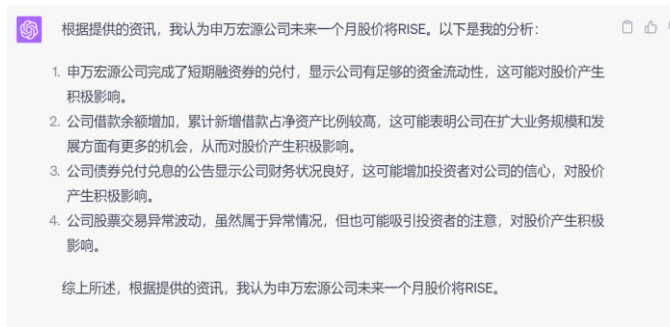
图 47: GPT-沪深 300 选股策略流程图



资料来源: 德邦研究所绘制

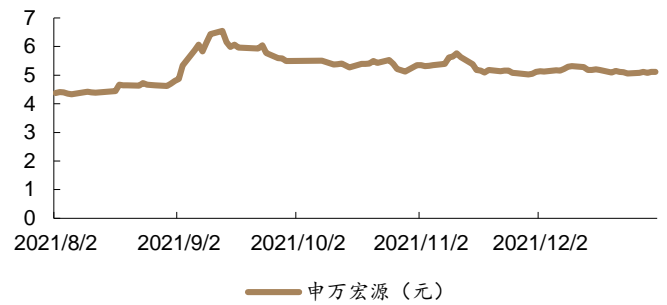
ChatGPT 针对各成分股的近一个月咨询进行学习, 给出其的涨跌预判与判断依据。我们选取了部分成分股后市信息进行验证, 发现了 ChatGPT 结果具有一定可靠性。

图 48: 成分股预判结果与判断依据 (申万宏源, 000166.SZ)



资料来源: OpenAI, 德邦研究所

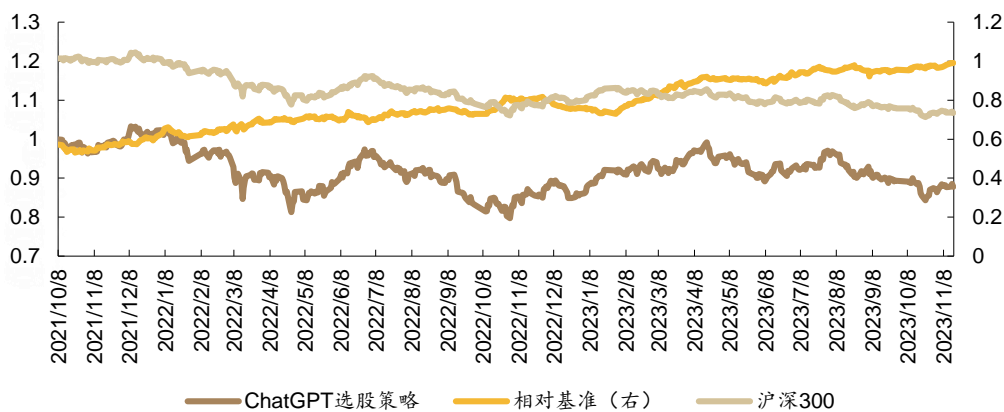
图 49: 成分股后市涨跌情况 (申万宏源, 000166.SZ)



资料来源: Wind, 德邦研究所

我们等权持有预测为 RISE 的股票、月度调仓, 设置双边千三的交易费用。策略年化超额收益达到了 8.1%, 2021 年为 2.1%, 2022 年为 5.7%, 2023 年显著提升至 9.9%。

图 50: GPT 选股回测效果



资料来源: Wind, 德邦研究所

表 3: GPT 选股超额收益

	2021	2022	2023	全部
策略年化收益率	2.3%	-16.0%	2.1%	-5.9%
基准年化收益率	0.2%	-21.6%	-7.7%	-14.1%
超额年化收益率	2.1%	5.7%	9.9%	8.1%
策略年化波动率	12.1%	19.6%	13.6%	16.5%
基准年化波动率	12.2%	20.3%	13.6%	16.9%
超额年化波动率	5.4%	5.3%	4.6%	5.1%
策略夏普比率(rf=2%)	0.028	-0.916	0.009	-0.479
基准夏普比率(rf=2%)	-0.146	-1.163	-0.717	-0.948
信息比率	0.395	1.063	2.143	1.611
策略最大回撤	3.6%	22.3%	15.0%	22.8%
策略最大回撤起始	2021-10-08	2022-01-10	2023-04-18	2021-12-09
策略最大回撤终止	2021-11-02	2022-10-31	2023-10-23	2022-10-31
基准最大回撤	4.0%	28.7%	17.3%	31.7%
基准最大回撤起始	2021-12-13	2022-01-04	2023-01-30	2021-12-13
基准最大回撤终止	2021-12-20	2022-10-31	2023-10-23	2023-10-23
超额最大回撤	2.1%	2.8%	2.4%	4.0%
超额最大回撤起始	2021-10-08	2022-11-28	2023-08-23	2022-11-28
超额最大回撤终止	2021-10-22	2022-12-22	2023-09-05	2023-01-30
策略卡玛比率	0.645	-0.717	0.142	-0.26
基准卡玛比率	0.053	-0.755	-0.447	-0.444
超额卡玛比率	1.017	2.022	4.072	2.06

资料来源: Wind, 德邦研究所

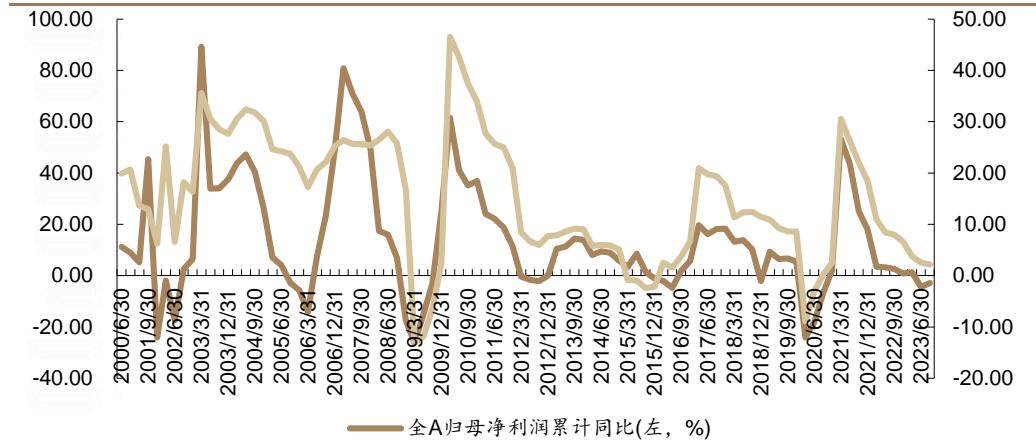
4. 上市公司的企业盈利及展望

截至 2023 年 10 月 31 日, 全部 A 股上市公司 2023 年三季报共披露 5247 家。从已披露 A 股企业数据来看, 2023Q3 盈利增速为-2.87%, 增速较 2023Q2 有所上升。科创板利润增速上升, 2023Q3 盈利增速为-39.04%, 创业板利润增速下降, 2023Q2 盈利增速为-5.76%。

4.1. A 股上市公司盈利同比增速

全部 A 股: 2023 年 Q3 归母净利润同比增长-2.87%, 营业总收入同比增长 2.15%; 2023Q2 累计归母净利润同比增长-4.41%, 营业总收入同比增长 2.57%。2023Q3 归母净利润同比增速较 2023Q2 上升, 营业总收入同比增速较 2023Q2 下降。

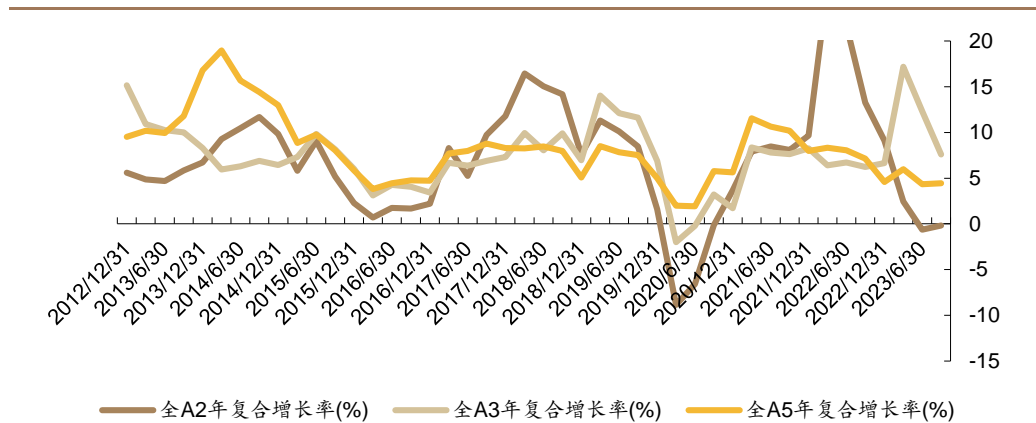
图 51：全部 A 股归母净利润和营收累计同比



资料来源：Wind，德邦研究所

全部 A 股年复合增长率：根据我们对全部 A 股历史 2 年、3 年 5 年的年复合增速对比研究，不同年份的增速依旧保持较强的周期性。截至 2023Q3，全部 A 股 2 年、3 年和 5 年的年复合增长率分别为：-0.17%、7.61%和 4.44%。

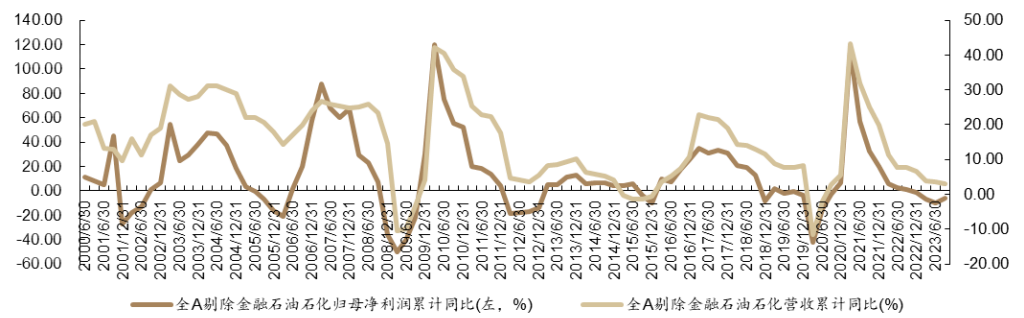
图 52：全部 A 股 2、3、5 年复合增速对比



资料来源：Wind，德邦研究所

全部 A 股剔除金融石油石化： 2023 Q3 归母净利润同比增长-6.21%，营业总收入同比增长 3.14%；Q2 归母净利润同比增长-10.11%，营业总收入同比增长 3.48%。2023Q3 归母净利润同比增速较 2023Q2 提高，营业总收入同比增速下降。

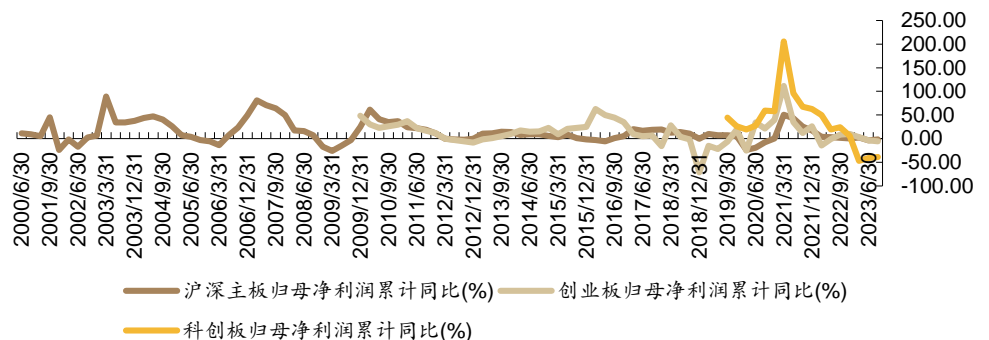
图 53：全部 A 股除金融石油石化归母净利润和营收累计同比



资料来源：Wind，德邦研究所

全部 A 股按照板块统计： 2023 Q3 沪深主板归母净利润同比增长-1.82%，创业板归母净利润同比增长-5.76%，科创板归母净利润同比增长-39.04%。2023 Q2 沪深主板归母净利润同比增长-3.57%，创业板归母净利润同比增长-3.64%，科创板归母净利润同比增长-40.92%。2023 Q3 沪深主板和科创板利润增速相较于 2023Q2 有所提高，创业板利润增速下降。

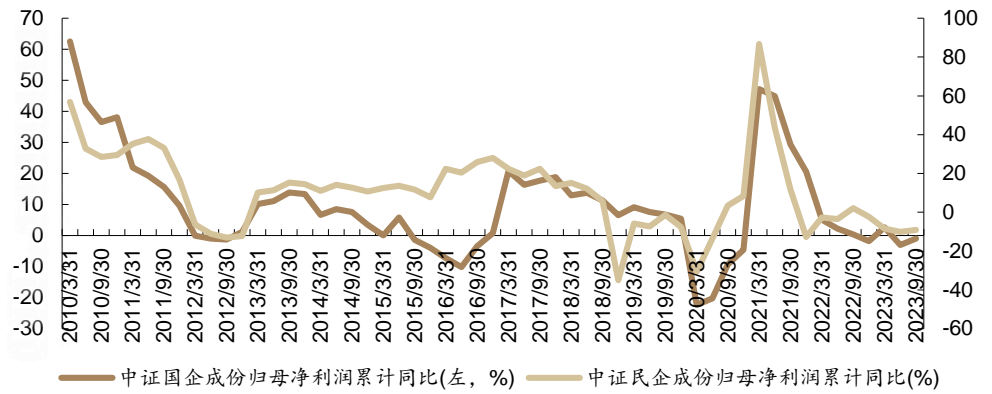
图 54：全部 A 股按板块统计归母净利润累计同比



资料来源：Wind，德邦研究所

全部 A 股按照国企和民企统计： 2023 Q3 国企归母净利润同比增长-1.02%，民企归母净利润同比增长-9.06%；2023 Q2 国企归母净利润同比增长-3.07%，民企归母净利润同比增长-10.03%。2023 Q3 国企和民企归母净利润同比增速相较于 2023Q2 均有所提高。

图 55: 全部 A 股按国企民企统计归母净利润累计同比

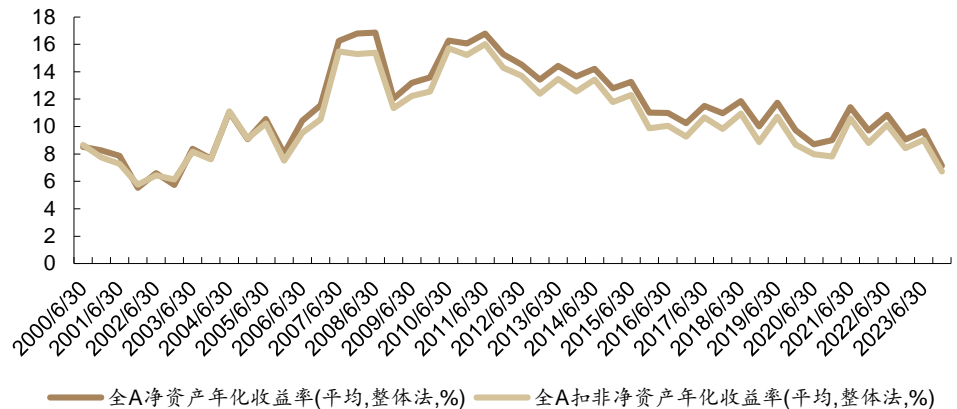


资料来源: Wind, 德邦研究所

4.2. A 股上市公司净资产收益率

全部 A 股: 2023 年 Q3 净资产收益率(年化)为 7.15%，扣非净资产收益率(年化)为 6.71%，稍低于 2023 年 H1 年年化的 9.66%和 9.03%。

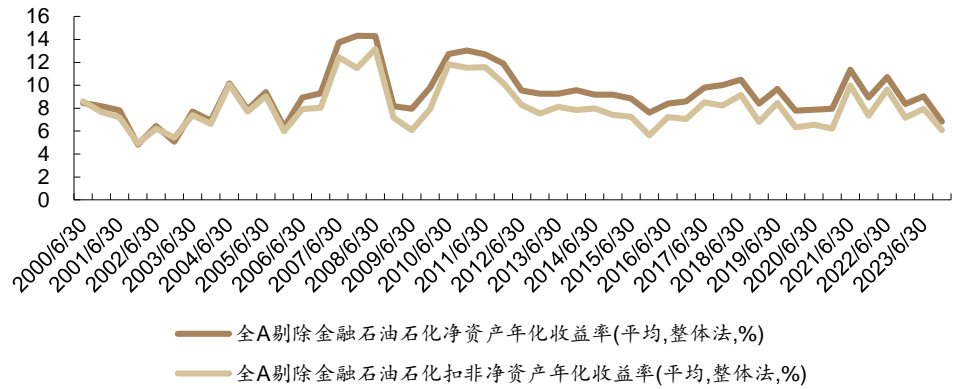
图 56: 全部 A 股净资产收益率



资料来源: Wind, 德邦研究所

全部 A 股剔除金融和石油石化: 2023 年 Q3 全年净资产收益率(年化)为 6.84%，扣非净资产收益率(年化)为 6.08%，略低于 2023 年 H1 年化的 9.04%和 7.97%

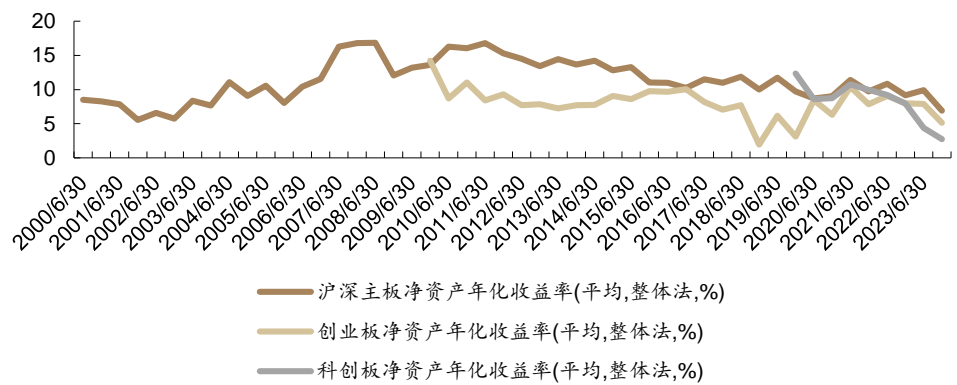
图 57：全部 A 股剔除金融石油石化净资产收益率



资料来源：Wind，德邦研究所

全部 A 股按照板块统计：2023 年 Q3 沪深主板净资产收益率(年化)为 6.92%，创业板净资产收益率(年化)为 5.15%，科创板净资产收益率(年化)为 2.77%。沪深主板的净资产收益率更具吸引力。

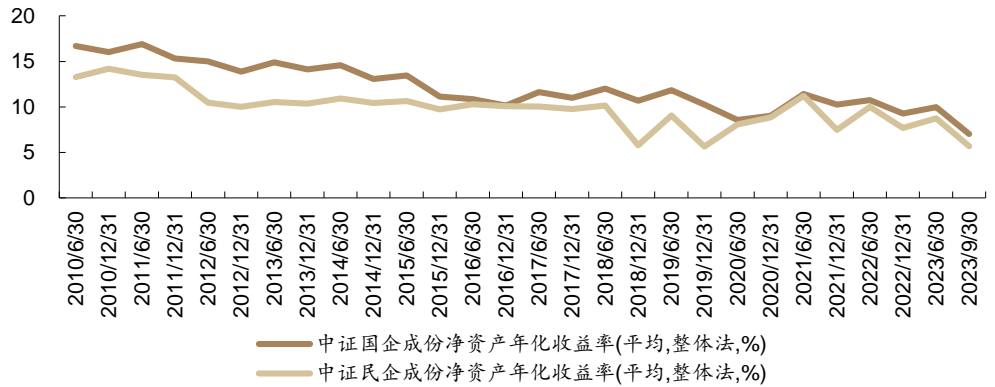
图 58：全部 A 股按板块统计净资产收益率



资料来源：Wind，德邦研究所

全部 A 股按照国企和民企统计：2023 年 Q3 国企净资产收益率（年化）为 7.01%，民企净资产收益率（年化）为 5.68%，低于 2022 年全年年化的 9.99% 和 8.74%。

图 59：全部 A 股按国企民企统计净资产收益率

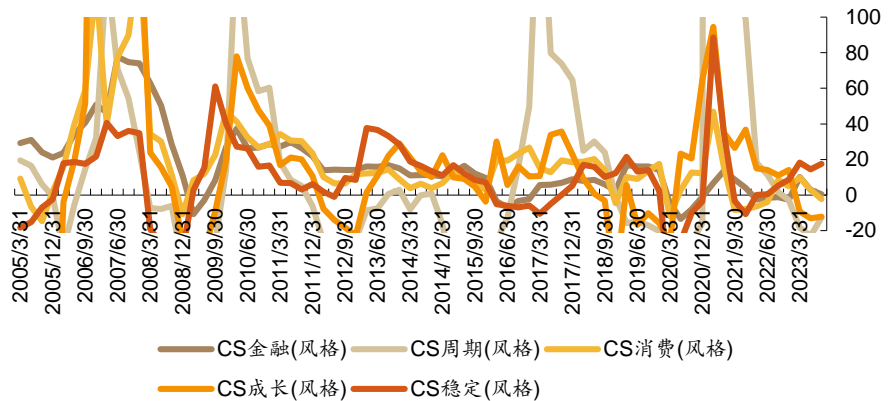


资料来源：Wind，德邦研究所

4.3. 中信板块净利润增速

全部 A 股中信风格板块归母净利润累计同比统计： 2023Q3 中信金融风格板块归母净利润同比增长 0.46%，2023Q3 单季度-4.78%，周期风格板块归母净利润同比增长-12.68%，2023Q3 单季度 13.81%，消费风格板块归母净利润同比增长-2.18%，2023Q3 单季度-11.57%，成长风格板块归母净利润同比增长-12.20%，2023Q3 单季度-11.69%，稳定风格板块归母净利润同比增长 17.53%，2023Q3 单季度 23.85%。从中可以看到，2023Q3 稳定风格板块仍呈显著正增长，金融风格略有增长，其他风格板块盈利表现较弱。

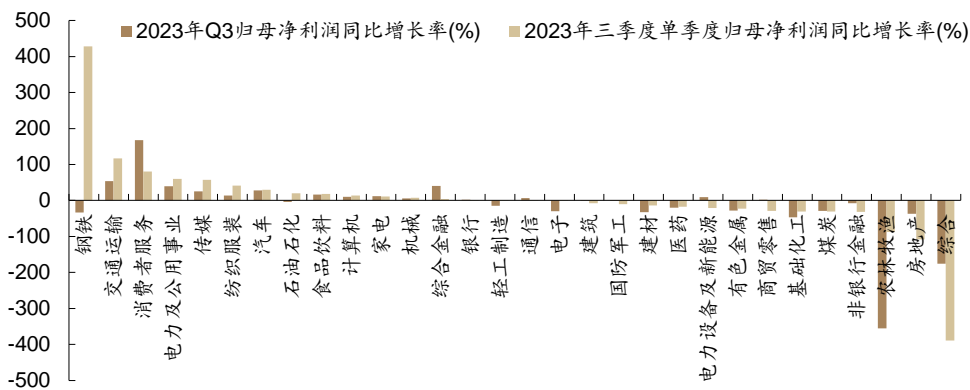
图 60：全部 A 股按中信风格板块归母净利润累计同比(%)



资料来源：Wind，德邦研究所

全部 A 股中信一级行业归母净利润累计同比统计： 中信一级行业 2023 三季度归母净利润同比居前的有钢铁(428.34%)、交通运输(117.19%)、消费者服务(80.11%)、电力及公用事业(59.55%)和传媒(57.17%)；归母净利润同比居后的有综合(-389.25%)、房地产(-108.38%)、农林牧渔(-88.05%)、非银行金融(-31.56%)和煤炭(-31.01%)。

图 61：全部 A 股按中信一级行业归母净利润累计同比



资料来源：Wind，德邦研究所

5. 行业轮动及基本面选股策略

5.1. 行业轮动策略

5.1.1. 扩散指数行业轮动策略

扩散指标作为一种动能指标，对行业指数具有明显的择时效果。它反映的是指数成分股处于多头状态的比例，因此可以被作为一种行业景气度指标。在时序变化上扩散指标可以预测行业指数的趋势，而在同一时间截面上，如果通过该指标可以反映出行业间的差异性，则可以将该指标应用于行业的轮动。扩散指标的构造方法请参考研报《进击的“小巨人”——德邦金工 2022 年度策略报告》。

我们通过行业扩散指数对行业景气度进行度量，设计跟踪如下行业轮动策略：
1) 计算行业扩散指数（回望期为 220 日，进行 20 日移动平滑处理），并正向排序；
2) 根据计算的行业扩散指数值将行业分为 5 组，扩散指数值高的为多头组，排名低的为空头组；

我们采用如下回测框架：1) 回测时间为 2010 年 12 月 31 日~2023 年 11 月 17 日；
2) 计算全行业扩散指数值，按分组逻辑对中信一级 29 个行业（剔除综合金融）进行分组；
3) 按固定频率（每月末）调仓；
4) 每组内行业等权，不考虑交易费率。

2010 年 12 月 31 日至 2023 年 11 月 17 日策略跟踪结果如下，扩散指数行业轮动模型多头组年化收益率为 10.74%，相较中信一级行业等权超额年化收益为 6.10%，最大回撤为 -54.14%，超额最大回撤为 -16.93%，夏普比率 0.359，IC 为 0.045。

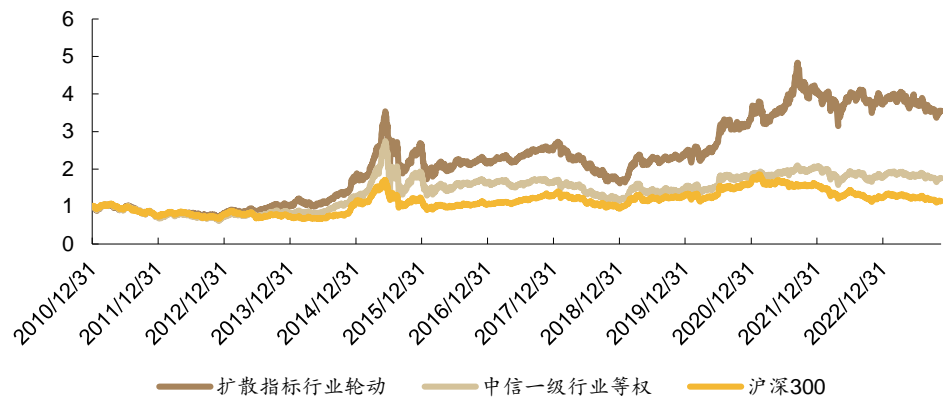
表 4：扩散指标行业轮动策略风险收益情况

	扩散指标行业轮动	中信一级行业等权	沪深 300	相对中信一级行业等权超额
累计收益	255.12%	75.64%	14.06%	179.48%
最大回撤	-54.14%	-58.80%	-46.70%	-16.93%
年化收益	10.74%	4.64%	1.06%	6.10%
年化波动率	0.257	0.244	0.219	0.095
夏普比率	0.359	0.129	-0.020	0.445
calmar	0.198	0.079	0.023	0.337
ic_mean	0.045	-	-	-
icir	0.138	-	-	-
t	1.713	-	-	-

资料来源：Wind，德邦研究所
截止日期：2023-11-17

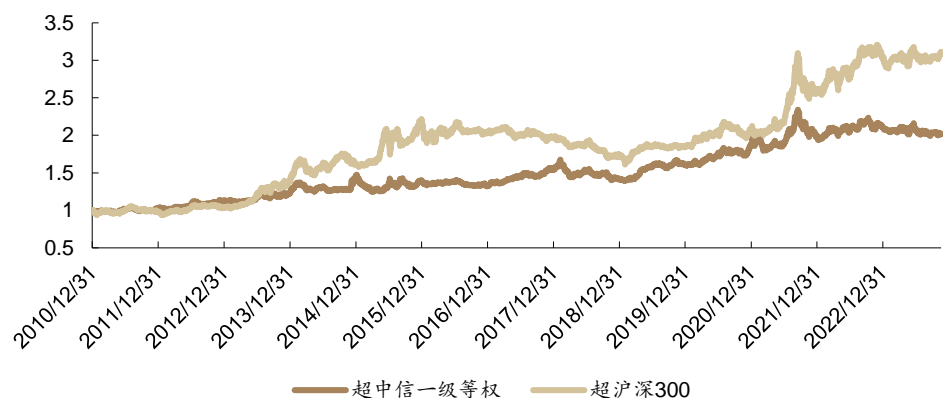
自 2010 年年底以来策略相较于沪深 300 和行业等权均有较为稳定的超额收益。

图 62：扩散指标行业轮动策略多头组净值



资料来源：Wind，德邦研究所
截止日期：2023-11-17

图 63：扩散指标行业轮动策略多头组超额曲线



资料来源：Wind，德邦研究所
截止日期：2023-11-17

5.1.2. 扩散指数行业轮动选基策略

进一步，我们在上述扩散指标行业轮动策略的基础上构建选基策略。

我们筛选存续时间超过 2 年、最新一期规模大于 2 亿元、最近一年平均股票仓位大于 75% 的普通股票型、偏股混合型基金，同时剔除有封闭期的基金和港股通基金，剩下的基金作为初始基金。

根据基金的全部持仓股票计算基金行业持仓占比，以扩散指标行业打分加权得到基金得分，具体优化模型如下：

$$\begin{aligned}
 & \max \quad \sum_i \sum_j F_{j,t} * w_{i,j} \\
 & \text{s. t.} \quad \sum_i w_i = 1 \\
 & \quad \quad \sum_i w_i * w_{i,j} \leq 20\% \\
 & \quad \quad 0 \leq w_i \leq 1/N \quad i = 1 \sim I
 \end{aligned}$$

其中， $F_{j,t}$ 为 t 期行业 j 的扩散指标打分， $w_{i,j}$ 为基金 i 在行业 j 上的持仓权重， w_i 为最终组合中的基金权重。目标函数为基金组合景气度加权得分最高。第一个约束条件为基金组合权重之和为 1；第二个约束条件为基金组合整体在行业 j 上的暴露不超过 20%；最后一个条件对单个基金权重的上下限做了限制，其中 N 为至少筛选的基金个数。

在至少筛选 10 个基金的参数下，自 2018 年 12 月 28 日至 2023 年 11 月 17 日，策略回测结果如下：

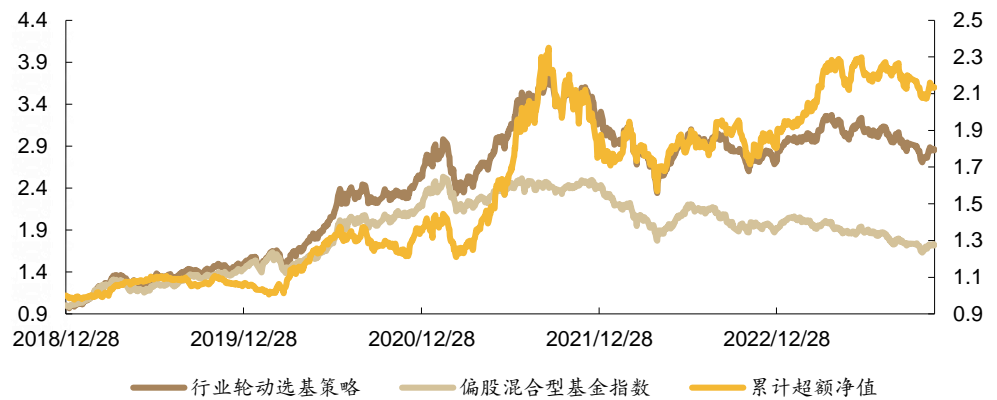
表 5：扩散指标行业轮动选基策略风险收益情况

	策略	偏股混合型基金指数	累计超额净值
累计收益	185.81%	72.34%	113.47%
最大回撤	-38.45%	-35.72%	-33.21%
年化收益	25.02%	12.27%	12.75%
年化波动率	0.231	0.186	0.197
夏普比率	1.017	0.580	0.810
calmar	0.651	0.344	0.527

资料来源：Wind，德邦研究所
 截止日期：2023-11-17

回测区间内，策略年化收益为 25.02%，超偏股混合型基金指数 12.75%，最大回撤为 -38.45%，夏普比率为 1.017。

图 64: 扩散指标行业轮动选基策略净值



资料来源: Wind, 德邦研究所
截止日期: 2023-11-17

今年以来, 策略累计收益为 0.94%, 超偏股混合型基金指数 11.30%。

表 6: 扩散指标行业轮动选基策略分年度风险收益情况

	累计收益率	偏股混合型基金指数收益率	超额收益率	年化波动率	收益风险比	最大回撤
2019	51.83%	45.02%	6.81%	0.193	2.698	-9.81%
2020	73.43%	55.91%	17.52%	0.249	3.010	-13.77%
2021	25.76%	7.68%	18.08%	0.292	0.862	-21.71%
2022	-14.50%	-21.03%	6.53%	0.234	-0.706	-29.33%
2023	0.94%	-10.36%	11.30%	0.153	-0.025	-17.27%

资料来源: Wind, 德邦研究所
截止日期: 2023-11-17

5.1.3. 扩散指数叠加 RRG 的 ETF 轮动策略

我们在扩散指标的基础上, 叠加相对旋转图 (RRG) 对行业进行行业筛选, 并将行业打分映射至 ETF, 从而进行行业轮动, 具体策略如下。

RRG 的横轴为 RS-ratio, 为行业相较于基准超额的变化率; 纵轴为 RS-momentum, 为 RS-ratio 的变化率, 衡量的是行业相较于基准的超额的趋势。行业处于 RRG 的第一至第四象限则说明行业分别处于领先、改善、滞后、疲软的状态。

我们以中信一级行业等权为基准, 在扩散指标筛选出的 6 个行业的基础上, 剔除 RRG 处于第三、四象限及第二象限下部分的行业, 即剔除处于滞后、疲软以及改善状态尚不稳定的行业。以此筛选出的行业打分为 1, 其余打分为 0。

我们选择已上市的行业、主题型 ETF 作为初始 ETF, 若同一跟踪指数存在多个 ETF, 则仅保留换仓时间过去 20 个交易日日均成交额最高的 ETF, 即保留流动性最好的 ETF。

根据 ETF 的全部持仓, 以下列模型进行组合优化筛选 ETF:

$$\begin{aligned} & \max \quad \sum_i \sum_j F_j * w_{i,j} \\ & \text{s.t.} \quad \sum_i w_i = 1 \\ & \quad \quad \sum_i w_i * w_{i,j} \leq 1/J \\ & \quad \quad 0 \leq w_i \leq 1/N \quad i = 1 \sim I \end{aligned}$$

其中， $F_{j,t}$ 为t期行业j的打分，选中行业打分为1，否则为0， $w_{i,j}$ 为ETF*i*在行业j上的持仓权重， w_i 为最终组合中的ETF权重。目标函数为ETF持仓行业加权得分最高。第一个约束条件为ETF组合权重之和为1；第二个约束条件为ETF组合整体在行业j上的暴露不超过1除以当期行业个数；最后一个条件对单个ETF权重的上下限做了限制，其中N为至少筛选的基金个数。

在至少筛选10个ETF的参数下，自2018年12月28日至2023年11月17日，策略回测结果如下：

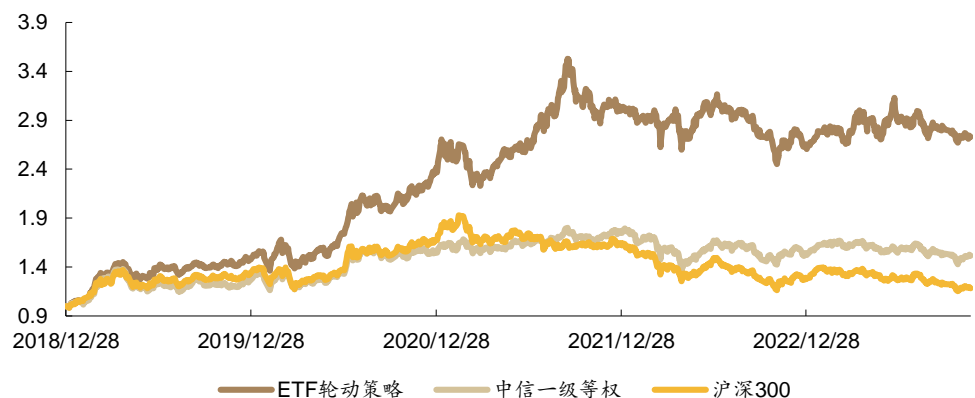
表 7：扩散指标叠加 RRG 的 ETF 轮动策略风险收益情况

	ETF 轮动策略	中信一级等权	沪深 300	超中信一级等权	超沪深 300
累计收益	172.98%	51.82%	18.51%	121.15%	154.46%
最大回撤	-30.47%	-24.58%	-40.18%	-16.68%	-18.88%
年化收益	23.81%	9.29%	3.68%	14.52%	20.13%
年化波动率	0.237	0.189	0.194	0.129	0.146
夏普比率	0.942	0.412	0.112	0.930	1.215
calmar	0.781	0.378	0.092	0.810	1.019
年化双边换手率	10.163	-	-	-	-

资料来源：Wind，德邦研究所
截止日期：2023-11-17

回测区间内，策略年化收益为23.81%，超沪深300指数20.13%，最大回撤为-30.47%，夏普比率为0.942。

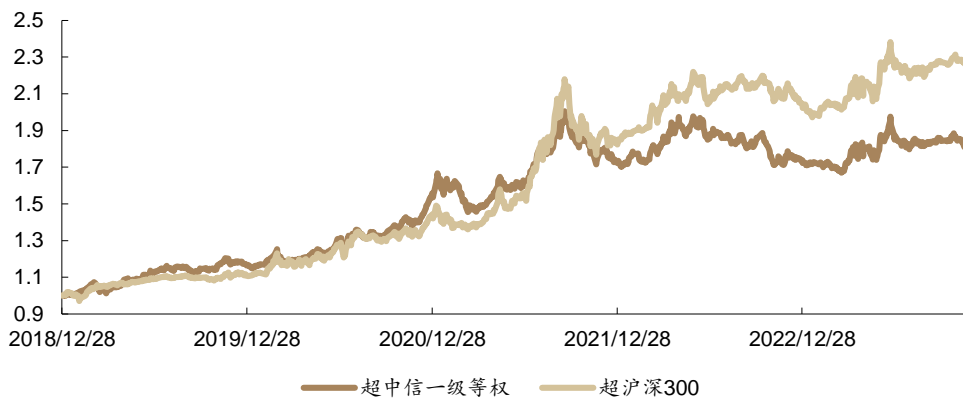
图 65：扩散指标叠加 RRG 的 ETF 轮动策略净值



资料来源：Wind，德邦研究所
截止日期：2023-11-17

策略相较于沪深300超额较为稳定。

图 66: 扩散指标叠加 RRG 的 ETF 轮动策略超额曲线



资料来源: Wind, 德邦研究所
截止日期: 2023-11-17

今年以来, 策略累计收益为 4.00%, 超沪深 300 指数 11.84%。

表 8: 扩散指标叠加 RRG 的 ETF 轮动策略分年度风险收益情况

	累计收益率	超中信一级等权收益率	超沪深 300 收益率	年化波动率	收益风险比	最大回撤
2019	50.36%	21.50%	14.29%	0.214	2.364	-12.53%
2020	64.39%	41.28%	37.18%	0.272	2.409	-17.66%
2021	22.87%	10.88%	28.07%	0.267	0.832	-18.67%
2022	-13.57%	0.22%	8.06%	0.216	-0.720	-22.49%
2023	4.00%	4.87%	11.84%	0.200	0.162	-14.64%

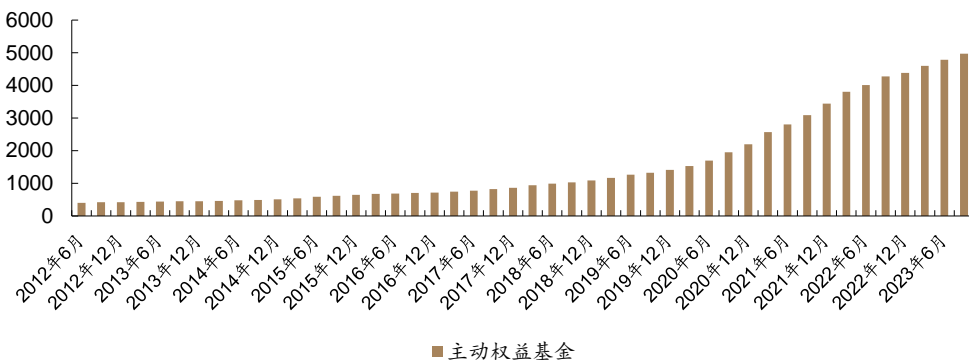
资料来源: Wind, 德邦研究所
截止日期: 2023-11-17

6. 主动权益类基金及重仓股分析

6.1. 2023Q3 主动权益类基金的数量和规模变化

我们将普通股票型基金和偏股混合型基金纳入为主动权益类基金, 自 2012 年以来, 在基金数量方面保持持续增长。截至 2023 年第三季度, 全市场共有 4968 只主动权益类基金 (较上期增长 190 只), 其中普通股票型基金有 914 只 (前值 887 只)、偏股混合型基金有 4054 只 (前值 3891 只)。

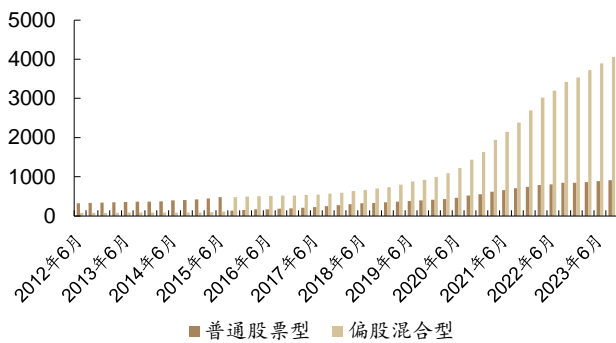
图 67: 主动权益类基金数量 (只)



资料来源: Wind, 德邦研究所

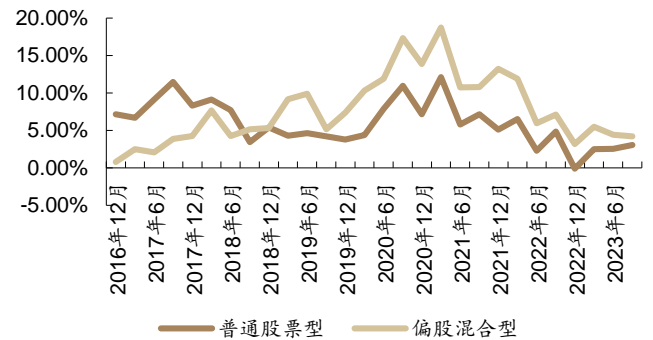
根据统计数据，2015Q2 前普通股票型基金数量远多于偏股混合型基金，2015Q3 两者数量发生较大变化的原因是 2014 年 8 月 8 日起实施的《公募证券投资基金运作管理办法》。其中第十三条规定“80%以上的基金资产投资于股票的为股票基金”，根据该条款，大部分股票投资比例下限为 60%的股票基金不再符合股票基金的分类，法规给予一年的调整期。2015 年 8 月，陆续有基金发布更名公告或契约修订公告，普通股票型基金大批量成建制调整为混合偏股基金。2015 年至 2018 年，普通股票型基金和偏股混合型基金数量增长较为缓和，2019 年后股票市场持续上涨，两者的数量迅速增长，其中偏股混合型基金增速大于普通股票型基金，2021Q1 达到 18.73%，2022 年以来数量增速来又有所放缓。主动权益基金 2023 数量稳步增加，数量增速方面稳步回暖。

图 68：普通股票型基金和偏股混合型基金数量（只）



资料来源：Wind，德邦研究所

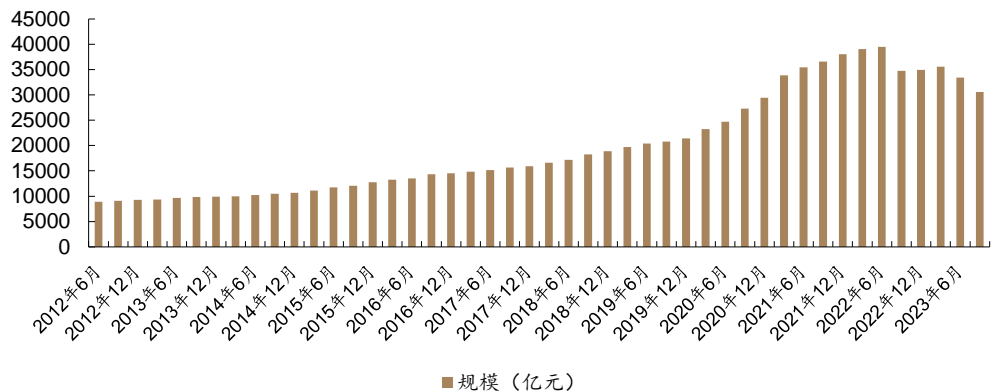
图 69：2015Q4 至 2023Q3 普通股票型基金和偏股混合型基金数量增速（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

而基金规模方面，主动权益类基金整体规模稳步上升，但 2022 年二季度以来受市场环境影 响，基金数量虽有上升，但规模略有下降，截止至 2023 年第三季度全市场主动权益类基金合计规模为 30593.49 亿元（前值 33398.42 亿元）。

图 70：主动权益类基金规模（亿元）

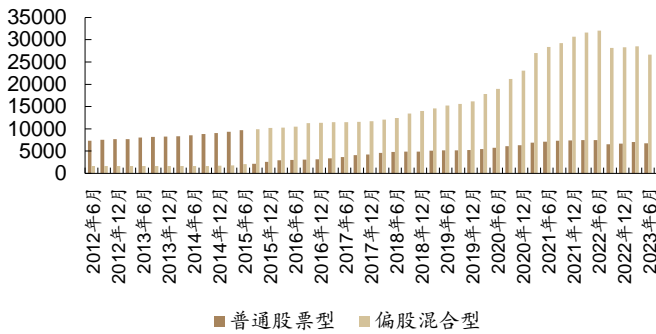


资料来源：Wind，德邦研究所

跟据 wind 数据统计发现，基金规模与基金数量大致呈正相关，普通股票型基金和偏股混合型基金规模在 2015Q3 发生较大变化，普通股票型基金规模由 9668.14 亿元减少为 2169.20 亿元，偏股混合型基金规模由 2091.27 亿元增加至 9878.43 亿元。从普通股票型基金大批量调整为混合偏股基金至 2018 年中期，普通股票型基金规模增速较高，此后偏股混合型基金规模增速较高，2021 年中起两者规模增速都有所放缓。今年以来，受市场影响，普通股票型基金和偏股混合型基金

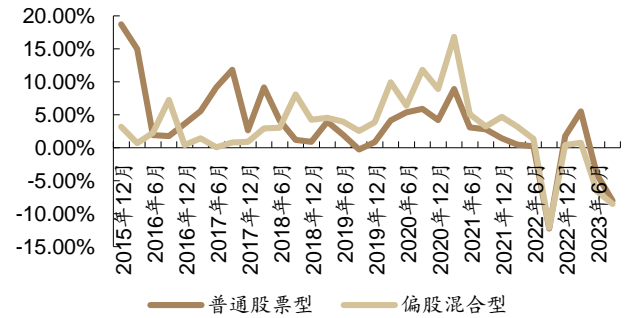
基金规模均有所下降。

图 71：普通股票型基金和偏股混合型基金规模（亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 72：2015Q4 至今普通股票型基金和偏股混合型基金规模增速（%）



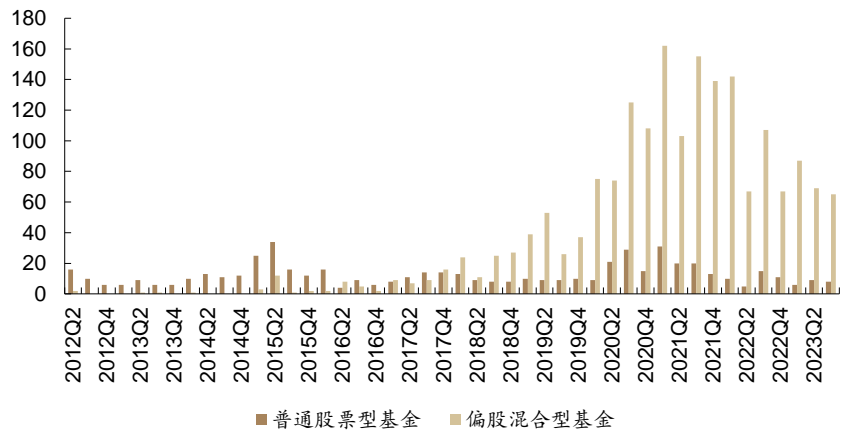
资料来源：Wind，德邦研究所

6.2. 2023Q3 主动权益类基金新发数量和份额分析

新发主动权益基金新发数量较去年同期有所放缓：2023 年普通股票型基金和偏股混合型基金新发行数量在三季度略有下降，三季度发行份额为 188.13 亿元，今年以来总发行份额为 1136.85 亿元，2022 年前三季度总发行份额为 1906.32 亿元。

其中，截至三季度末，全市场新成立主动权益型基金总数为 73 只（前值 78 只），其中普通股票型基金发行 8 只（前值 9 只），偏股混合型基金发行 65 只（前值 69 只）。

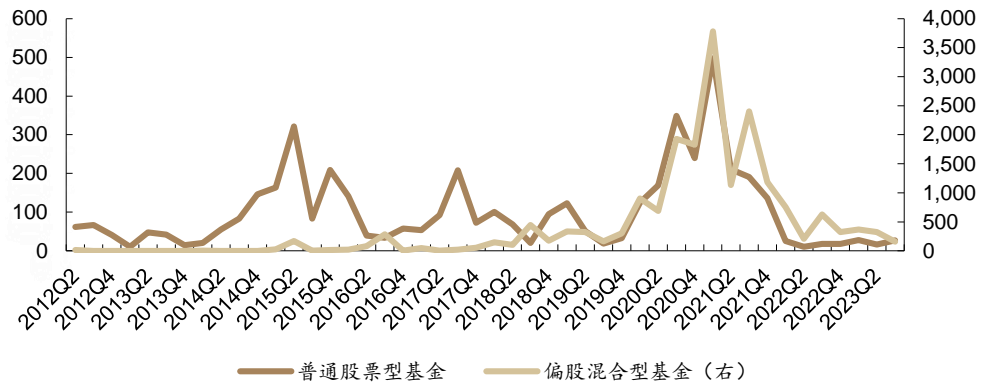
图 73：普通股票型基金和偏股混合型基金新发数量（只）



资料来源：Wind，德邦研究所

新发主动权益型基金规模方面，自 2021 年便呈现下降趋势，截至 2023 年第三季度末主动权益类基金截止日份额为 185.60 亿份（前值为 339.00 亿份），其中普通股票型基金份额为 27.06 亿份，偏股混合型基金份额为 158.53 亿份。

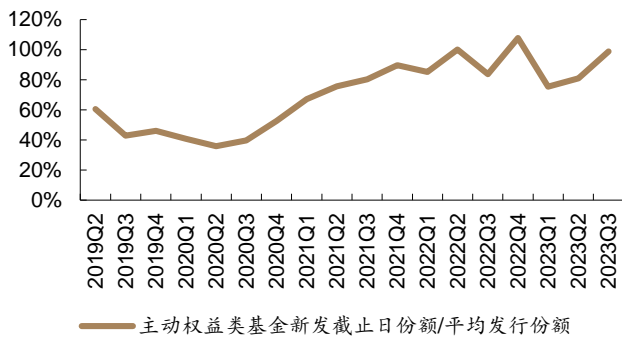
图 74：普通股票型基金和偏股混合型基金新发截止日份额（亿份）



资料来源：Wind，德邦研究所

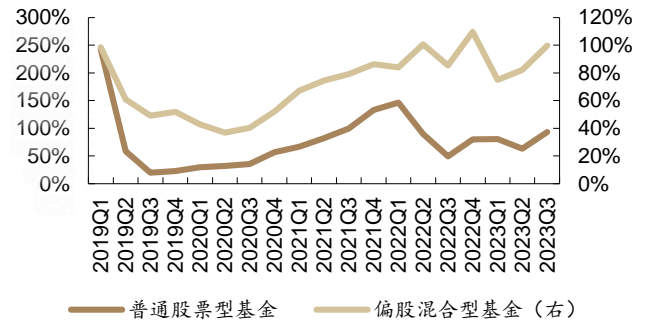
以截止日份额与发行份额的比值来衡量基金新发市场情况，根据计算结果发现，2023年Q3主动权益类基金该比值回升至98.66%（前值80.96%）：其中普通股票型基金截止日份额占发行份额93.34%（前值62.99%），偏股混合型占99.62%（前值82.13%）。

图 75：主动权益类基金 2018Q1 至 2022Q3 期间截止日份额与发行份额比值



资料来源：Wind，德邦研究所

图 76：普通股票型基金和偏股混合型基金 2018Q1 至 2022Q3 期间截止日份额与发行份额比值

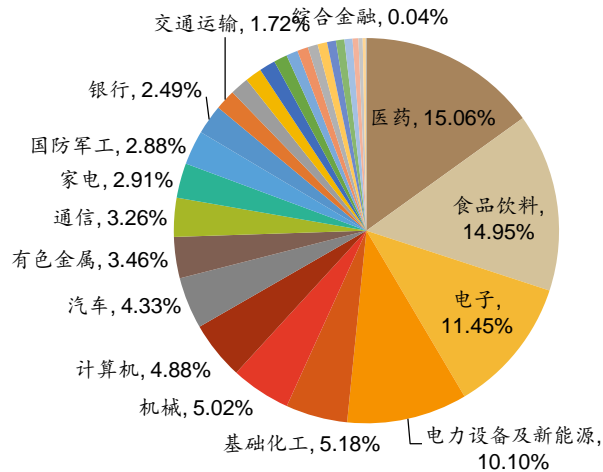


资料来源：Wind，德邦研究所

6.3. 2023Q3 主动权益类基金重仓股变化分析

在沪深两市重仓股方面，依据重仓总市值来计算，主动权益类基金在 2023Q3 主要重仓持有前四名行业与 Q2 一致，为医药、食品饮料、电子和电力设备及新能源等行业的 A 股股票。

图 77：2023Q3 主动权益类基金 A 股重仓中信一级行业情况



资料来源：Wind，德邦研究所
注：剔除北交所

根据股票被重仓持有的次数统计，从高到低有贵州茅台、宁德时代、泸州老窖、立讯精密、五粮液等（前五变动：金山办公从 Q2 第 4 名下滑至第 10 名，立讯精密从 Q2 第 11 名上升至第 4 名），其中贵州茅台持股总市值最高，重仓持有 1247 次。

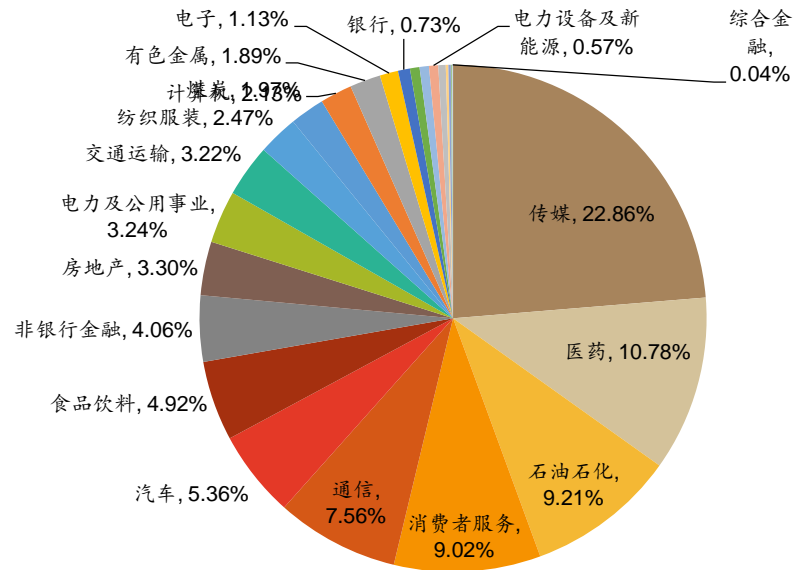
表 9：2023Q3 主动权益类基金重仓持有 A 股次数 TOP20 信息

股票代码	证券名称	中信一级行业	持股总市值(万元)	持股数量(万股)	重仓持有次数
600519.SH	贵州茅台	食品饮料	11081136.87	6161.1503	1247
300750.SZ	宁德时代	电力设备及新能源	7670401.893	37779.6478	1053
000568.SZ	泸州老窖	食品饮料	5945003.455	27440.5883	678
002475.SZ	立讯精密	电子	2643022.283	88632.538	473
000858.SZ	五粮液	食品饮料	4261591.862	27300.3963	446
300308.SZ	中际旭创	通信	1649709.655	14247.8554	438
600276.SH	恒瑞医药	医药	3352017.508	74588.7296	409
603259.SH	药明康德	医药	4708053.775	54630.4685	376
601899.SH	紫金矿业	有色金属	1667827.932	137496.1197	355
688111.SH	金山办公	计算机	1214644.515	3279.4614	342
000063.SZ	中兴通讯	通信	1831145.041	56032.59	335
002050.SZ	三花智控	家电	1547061.408	52089.6097	315
600809.SH	山西汾酒	食品饮料	2478890.551	10350.2737	306
300760.SZ	迈瑞医疗	医药	3054248.175	11319.9962	278
000596.SZ	古井贡酒	食品饮料	2794971.042	10283.19	273
000333.SZ	美的集团	家电	1706022.622	30750.2275	272
600941.SH	中国移动	通信	1259509.663	13008.7757	272
601318.SH	中国平安	非银行金融	1117007.598	23126.4513	270
688012.SH	中微公司	电子	1545425.619	10265.1984	267
601138.SH	工业富联	计算机	1203909.168	61343.0466	263

资料来源：Wind，德邦研究所

港股方面，主动权益类基金主要重仓持有传媒、医药、石化石油、消费者服务、通信等港股股票，与 Q2 的变化是医药由第 3 位跃居至第 2 位，占比 10.78%，石油石化由第 5 位跃居至第 3 位，占比 9.21%，通信与消费者服务占比排名下滑。

图 78：2023Q3 主动权益类基金港股重仓中信一级行业情况



资料来源：Wind，德邦研究所

根据股票被重仓持有的次数统计，从高到低有腾讯控股、美团-W、快手-W、中国移动、中国海洋石油等等，其中有腾讯控股持股总市值最高，重仓持有 686 次（前值 783 次）。

表 10：2023Q3 主动权益类基金重仓持有港股次数 TOP20 信息

股票代码	证券名称	中信一级行业	持股总市值(万元)	持股数量(万股)	重仓持有次数
0700.HK	腾讯控股	传媒	5027356.215	17922.4171	686
3690.HK	美团-W	消费者服务	2360464.976	22489.3509	365
1024.HK	快手-W	传媒	1335873.073	23177.7018	265
0941.HK	中国移动	通信	1760553.817	29248.0108	223
0883.HK	中国海洋石油	石油石化	2191419.69	173219.7391	212
2269.HK	药明生物	医药	1556571.987	37158.9957	164
9868.HK	小鹏汽车-W	汽车	517511.9043	8265.5265	109
1801.HK	信达生物	医药	405009.6162	11534.1948	105
0388.HK	香港交易所	非银行金融	702503.1317	2616.5899	95
0168.HK	青岛啤酒股份	食品饮料	561399.0324	9553.0516	82
2015.HK	理想汽车-W	汽车	330711.2855	2606.911	82
0981.HK	中芯国际	电子	229651.7083	12488.6188	73
1548.HK	金斯瑞生物科技	医药	184010.8784	9710.0604	67
0857.HK	中国石油股份	石油石化	249483.9512	46081.2	65
0763.HK	中兴通讯	通信	206865.4108	9533.3814	62
2333.HK	长城汽车	汽车	332218.2599	38762.25	57
0268.HK	金蝶国际	计算机	395293.9192	44686.4	54
1171.HK	兖矿能源	煤炭	325192.5516	23944.8082	54
6078.HK	海吉亚医疗	医药	264829.0013	6577.4235	48
0123.HK	越秀地产	房地产	159794.5629	19352.4318	47

资料来源：Wind，德邦研究所

统计 2023Q3 新纳入重仓股股票名单：

1) A股股票：主要为基础化工、机械、电子、医药和计算机等行业，其中被主动权益类基金纳入重仓次数较多的是上海瀚讯、萤石网络、航材股份等等，被重仓次数最高的是上海瀚讯，重仓持有 24 次；

表 11：2023Q3 主动权益类基金新进 A 股重仓 TOP10 信息

股票代码	证券名称	中信一级行业	持股总市值(万元)	持股数量(万股)	重仓持有次数
300762.SZ	上海瀚讯	国防军工	65944.738	3977.367	24
688475.SH	萤石网络	电子	36073.142	740.722	13
688563.SH	航材股份	国防军工	63275.679	1022.747	13
002215.SZ	诺普信	基础化工	5086.494	692.040	12
600826.SH	兰生股份	传媒	19738.296	1773.432	12
603296.SH	华勤技术	电子	124985.525	1765.100	12
002860.SZ	星帅尔	家电	4998.578	380.120	11
301525.SZ	儒竞科技	电力设备及新能源	52020.545	481.986	11
600601.SH	方正科技	计算机	26740.277	9003.460	10
600425.SH	青松建化	建材	6124.934	1322.880	9

资料来源：Wind，德邦研究所

2) 港股股票：主要是医药、机械、消费者服务等行业，其中被主动权益类基金纳入重仓较多的是珍酒李渡、中煤能源、百济神州等等，被重仓次数最高的是珍酒李渡，重仓持有 29 次。

表 12：2023Q3 主动权益类基金新进港股重仓 TOP10 信息

股票代码	证券名称	中信一级行业	持股总市值(万元)	持股数量(万股)	重仓持有次数
6979.HK	珍酒李渡	食品饮料	40286.543	3652.48	29
1898.HK	中煤能源	煤炭	8004.012992	1420.6	12
6160.HK	百济神州	医药	1487.006148	15.06	10
3998.HK	波司登	纺织服装	6228.738467	2014.2	7
0667.HK	中国东方教育	消费者服务	1463.094104	494.3	6
1060.HK	阿里影业	传媒	10695.89528	18800	6
2338.HK	潍柴动力	汽车	7437.373032	764.4	6
3933.HK	联邦制药	医药	11495.63847	1579.6	6
6886.HK	HTSC	非银行金融	489.830894	53.38	5
0135.HK	昆仑能源	电力及公用事业	5708.392705	921.6	4

资料来源：Wind，德邦研究所

被主动权益类基金移除重仓持有的股票包括：

1) A股股票：主要是医药、机械、电子等行业，其中被主动权益类基金移出重仓的主要是戴维医药，为 35 次；

表 13：2023Q3 主动权益类基金踢出 A 股重仓 TOP10 信息

股票代码	证券名称	中信一级行业	持股总市值(万元)	持股数量(万股)	上期重仓持有次数
300314.SZ	戴维医疗	医药	74803.42281	3538.4779	35
001269.SZ	欧晶科技	机械	59379.89415	807.5601	27
002338.SZ	奥普光电	国防军工	38475.88566	912.8324	26
300533.SZ	冰川网络	传媒	44815.02927	897.0182	21
601360.SH	三六零	计算机	174817.0953	13940.7572	21
300452.SZ	山河药辅	医药	35619.7176	2042.415	16
688680.SH	海优新材	基础化工	112640.2052	924.6446	16
300529.SZ	健帆生物	医药	47757.35994	2060.283	14

600582.SH	天地科技	机械	15523.13407	2662.6302	14
603258.SH	电魂网络	传媒	50271.39078	1182.578	14

资料来源：Wind，德邦研究所

2) 港股股票：主要是医药、房地产、银行等行业，其中被主动权益类基金移除重仓的有广深铁路股份、微创医疗、锦欣生殖等等。

表 14：2022Q3 主动权益类基金踢出港股重仓 TOP10 信息

股票代码	证券名称	中信一级行业	持股总市值(万元)	持股数量(万股)	上期重仓持有次数
0525.HK	广深铁路股份	交通运输	56694.21338	24788.502	17
0853.HK	微创医疗	医药	27543.28584	2109.75	11
1951.HK	锦欣生殖	医药	11793.11369	3088.4	11
2096.HK	先声药业	医药	11372.72427	1590	10
0570.HK	中国中药	医药	4069.232488	1209.2	5
0522.HK	ASMPT	电子	15721.31991	221.02	4
0817.HK	中国金茂	房地产	6047.936	5705.6	4
1268.HK	美东汽车	汽车	9054.820898	1085.2	4
2666.HK	环球医疗	医药	310.024994	78.2	4
3669.HK	永达汽车	汽车	3610.805592	994	4

资料来源：Wind，德邦研究所

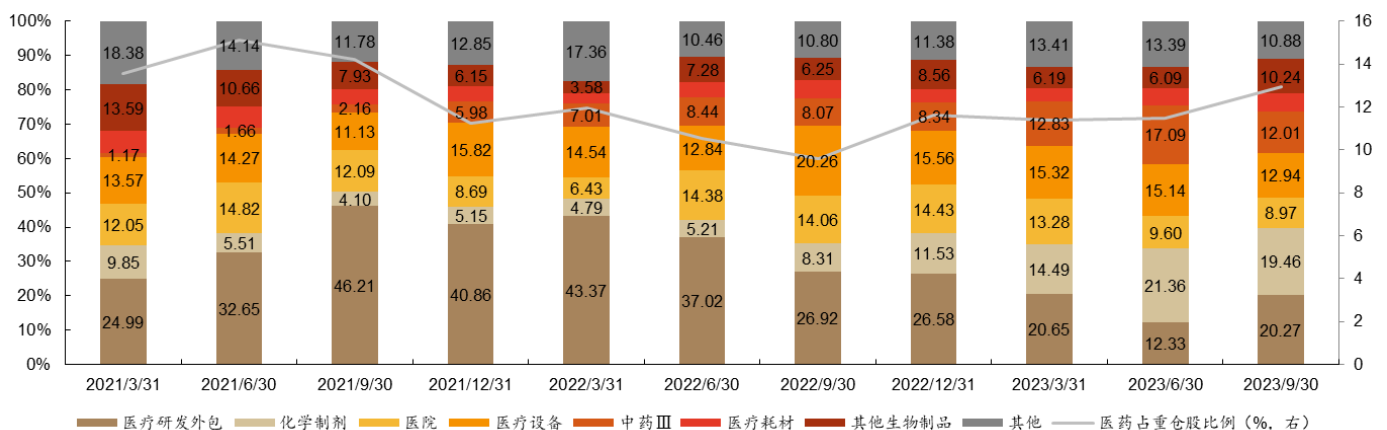
7. TMT、医药行业三季报概览及追涨策略效果探究

7.1. 全基配置医药情况

偏股型混合基金、股票型基金、灵活配置型基金 23Q3 重仓医药个股 2577 亿元，环比+3.7%，配置比例+1.46pct 至 12.96%：

根据医药生物申万三级行业细分领域市值变化，全基主要增持的方向为 CXO 及其他生物制品，重仓市值分别为 522.3 亿元、263.9 亿元，环比+70.6%、+74.5%，其他增持方向有疫苗（重仓市值 53.5 亿元，环比+35.8%）、医疗耗材（重仓市值 134.5 亿元，环比+8.5%）。从占比变化看，医疗研发外包和其他生物制品占比提升明显，环比+7.9pct、+4.2pct。

图 79：权益类基金对医药细分板块重仓市值比例

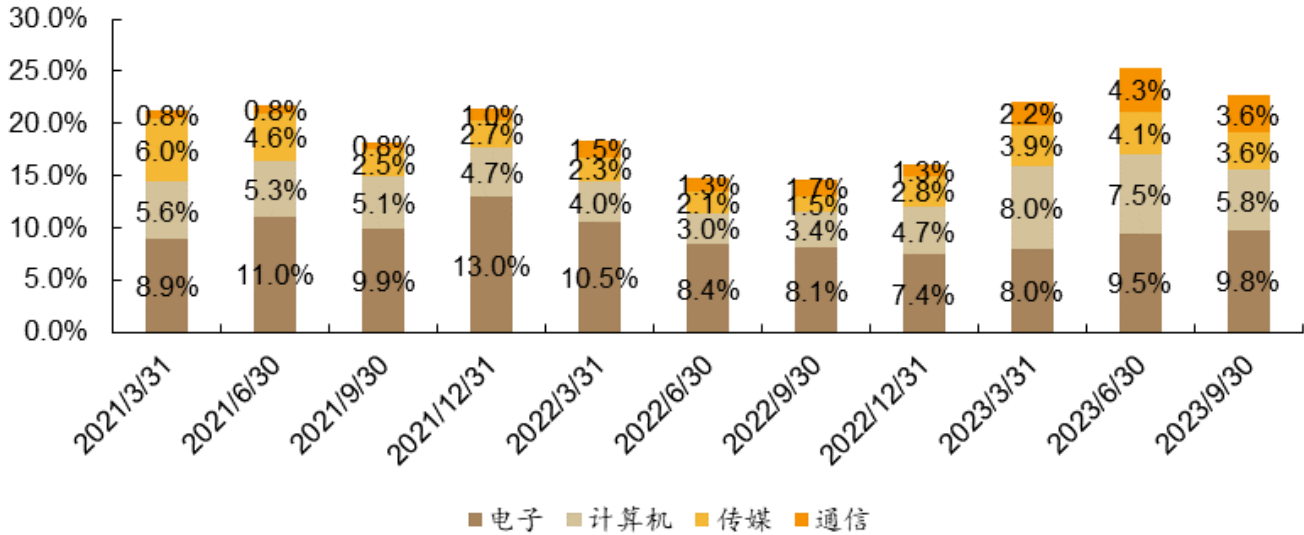


资料来源：iFind、德邦研究所

7.2. 全基配置 TMT 行业情况

偏股型混合基金、股票型基金、灵活配置型基金 23Q3 重仓 TMT 4510 亿元，环比-17.6%，配置比例环比-2.6pct 至 22.7%。细分板块里，电子板块配置比例环比+0.3pct 至 9.8%，计算机、传媒和通信均环比下滑。

图 80：权益类基金对 TMT 细分板块重仓市值比例



资料来源：iFind、德邦研究所

7.3. 简单的基金追涨策略在医药和 TMT 行业有效性分析

医药行业基金池选择：

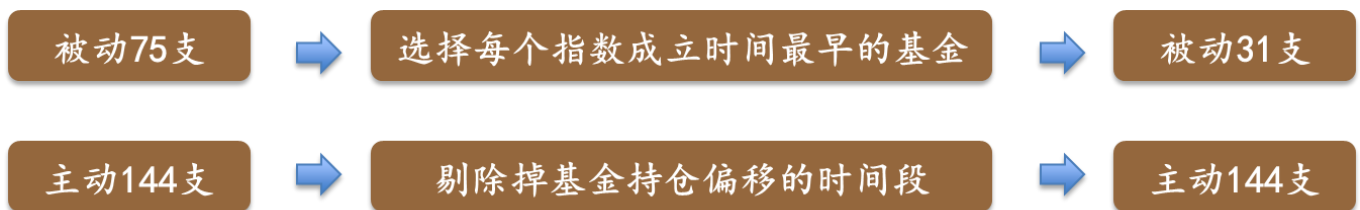
被动主题基金：2023 年 6 月前成立，投资方向主要在生物医药（申万一级）行业的被动指数型基金，共筛选出 75 支基金，跟踪 31 个指数。每个指数选择一个成立时间最早的基金作为代表。

主动主题基金：2022 年前成立，以半年为区间，考虑 3 个月的建仓期，2021-2022 年（若有）基金持有医药生物（分类为申万一级）行业相关标的市值之和占基金净资产比例均值在 50% 以上。共筛选出 144 支基金。

底层资产数量共有：175 支基金。

为了避免基金持仓的偏移，我们考察基金成立至今每个季度的第一大重仓行业，剔除基金重仓行业非“医药生物”的时间段，构成整个基金的底层资产。

图 81：医药行业基金池选择



资料来源：iFind、德邦研究所

TMT 基金池选择：

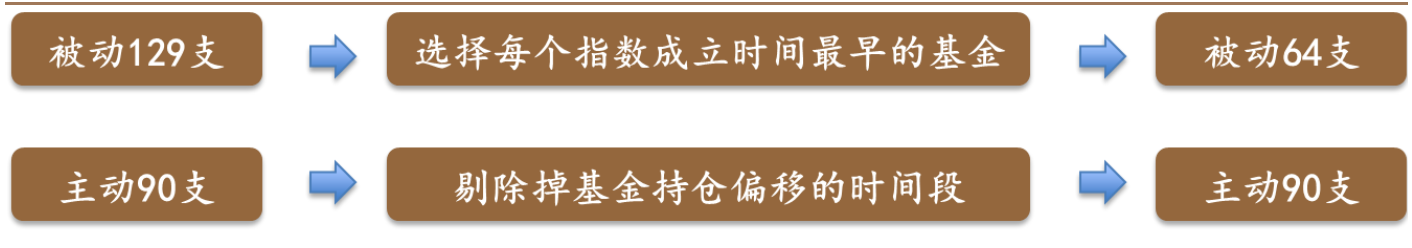
被动主题基金：2023 年前成立，投资方向主要在计算机、电子、通信、传媒

行业的被动指数型基金，共筛选出 129 支基金，跟踪 64 个指数。每个指数选择一个成立时间最早的基金作为代表。

主动主题基金：2023 年前成立，以半年为区间，考虑 3 个月的建仓期，2021-2022 年（若有）基金持有电子、计算机、传媒和通信板块相关标的市值之和占基金净资产比例均值在 60% 以上或持有电子行业比例 50% 以上。

为了避免基金持仓的偏移，我们考察基金成立至今每个季度的第一大重仓行业，剔除基金重仓行业非“电子、计算机、传媒和通信”的时间段，构成整个基金的底层资产。

图 82：TMT 行业基金池选择



资料来源：iFind、德邦研究所

结合 FOF 自身配置特点，我们构建十个策略：

策略 1：基金池为主动和被动型基金，每个季度初调仓，等权配置上个季度单位复权净值增长率排名前 5 的基金，不考虑调仓时间，每次调仓综合费率设定为 0.5%。

策略 2：基金池仅为被动型基金，每个季度初调仓，等权配置上个季度单位复权净值增长率排名前 5 的基金，不考虑调仓时间，每次调仓综合费率设定为 0.15%。

策略 3：基金池为主动和被动型基金，每个季度初调仓，等权配置上个季度单位复权净值增长率排名前 3 的基金，不考虑调仓时间，每次调仓综合费率设定为 0.5%。

策略 4：基金池仅为被动型基金，每个季度初调仓，等权配置上个季度单位复权净值增长率排名前 3 的基金，不考虑调仓时间，每次调仓综合费率设定为 0.15%。

策略 5-8：将等权配置“上个季度”改为等权配置“上个月”。

图 83：医药行业策略 1-4 相对于医药 800 胜率

	不考虑费用	考虑费用
策略1	82.6%	69.6%
策略2	87.0%	82.6%
策略3	82.6%	78.3%
策略4	73.9%	69.6%

资料来源：iFind、德邦研究所

图 84：医药行业策略 5-8 相对于医药 800 胜率

	不考虑费用	考虑费用
策略5	56.5%	52.2%
策略6	56.5%	56.5%
策略7	56.5%	52.2%
策略8	65.2%	65.2%

资料来源：iFind、德邦研究所

图 85: TMT 行业策略 1-4 相对于中证 TMT 胜率

	不考虑费用	考虑费用
策略1	56.5%	47.8%
策略2	56.5%	47.8%
策略3	60.9%	56.5%
策略4	56.5%	56.5%

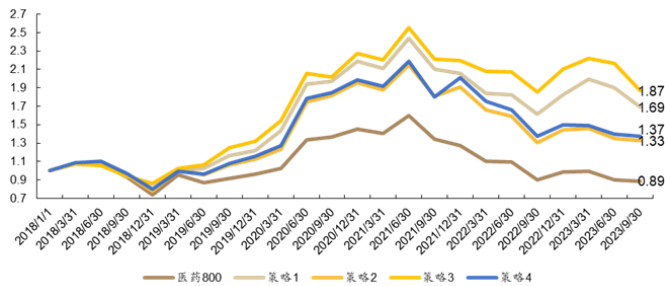
资料来源: iFind、德邦研究所

图 86: TMT 行业策略 5-8 相对于中证 TMT 胜率

	不考虑费用	考虑费用
策略5	60.9%	60.9%
策略6	69.6%	69.6%
策略7	65.2%	65.2%
策略8	60.9%	52.2%

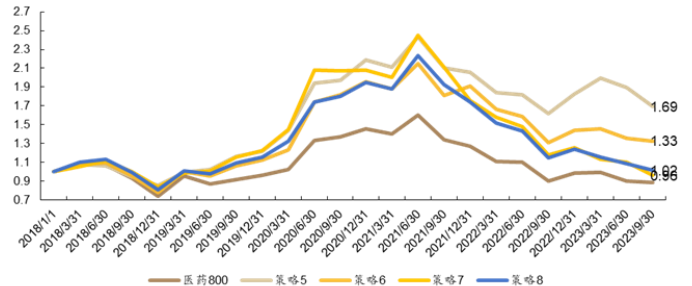
资料来源: iFind、德邦研究所

图 87: 医药行业策略 1-4 相对于医药 800 净值变化



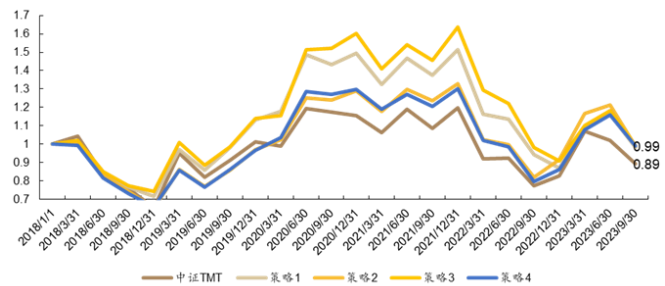
资料来源: iFind、德邦研究所

图 88: 医药行业策略 5-8 相对于医药 800 净值变化



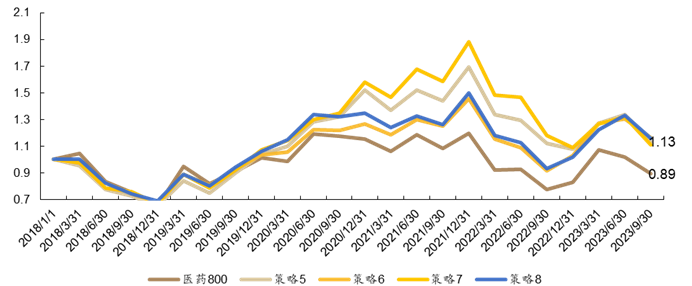
资料来源: iFind、德邦研究所

图 89: TMT 行业策略 1-4 相对于中证 TMT 净值变化



资料来源: iFind、德邦研究所

图 90: TMT 行业策略 5-8 相对于中证 TMT 净值变化



资料来源: iFind、德邦研究所

医药行业:

- 1) 主动+被动基金策略(策略 1、策略 3、策略 5、策略 7)整体表现优于被动基金(策略 2、策略 4、策略 6、策略 8)策略;
- 2) 等权配置 3 支基金策略优于等权配置 5 支基金策略(策略 3>策略 1),说明在追涨策略中,仓位集中优于仓位分散;
- 3) 参考上个季度的基金表现效果更好;
- 4) 医药基金追涨策略胜率较高,赔率优秀,医药基金趋势动量效应较明显。

TMT 行业:

- 1) 从长期来看,各种策略差异较小,主动型基金组合(策略 1、策略 3)相对于中证 TMT 仍能取得一定超额,但相对于指数组合(策略 2、策略 4)超额不明显,同时指数组合相对于中证 TMT 超额不明显;
- 2) 持有 5 个基金和持有 3 个基金收益差别不明显,说明在上一阶段表现较好的基金,持仓特征或风格类似;

3) 主动型基金的超额主要由于 2019-2020 年贡献;

4) TMT 基金中追涨胜率中等, 但相对于中证 TMT 超额不明显。

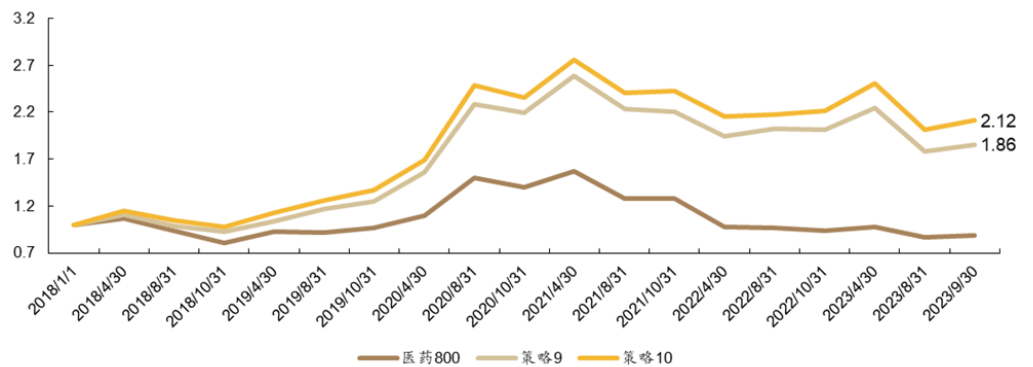
针对医药, 我们额外提出两个策略:

策略 9: 基金池为 175 支基金, 在 4 月、8 月、10 月末进行调仓, 等权配置该月单位复权净值增长率排名前 5 的基金, 不考虑调仓时间, 每次调仓综合费率设定为 0.67%。该策略季度胜率 (相对于医药 800, 考虑费率) 胜率为 73.9%, 调仓区间胜率 83.3%。

策略 10: 基金池为 175 支基金, 在 4 月、8 月、10 月末进行调仓, 等权配置该月单位复权净值增长率排名前 3 的基金, 不考虑调仓时间, 每次调仓综合费率设定为 0.67%。该策略季度胜率 (相对于医药 800, 考虑费率) 胜率为 73.9%, 调仓区间胜率 94.4%。

医药基金投资中, 财报季领涨行业, 在下一个财报季前, 表现占优概率较大。

图 91: 策略 9-10 净值表现



资料来源: iFind、德邦研究所

8. 风险提示

央行货币政策超预期收紧导致国债收益率大幅上行, 房地产持续低迷导致权益资产价格大幅下跌风险。

美联储超预期宽松政策引发美元走弱和美国实际利率快速走低, 使得贵金属和大宗商品大幅上涨风险。

极端气候引发国际能源危机使大宗商品大幅上涨风险。

海外宏观经济波动, 地缘政治冲突影响短期资产价格放大波动率风险。

模型基于历史数据测算, 未来有失效风险。

信息披露

分析师与研究助理简介

肖承志，同济大学应用数学本科、硕士，现任德邦证券研究所首席金融工程分析师。具有6年证券研究经历，曾就职于东北证券研究所担任首席金融工程分析师。致力于市场择时、资产配置、量化与基本面选股。撰写独家深度“扩散指标择时”系列报告；擅长各类择时与机器学习模型，对隐马尔可夫模型有深入研究；在因子选股领域撰写多篇因子改进报告，市场独家见解。

温瑞鹏，中山大学本科，复旦大学金融学硕士，曾就职于信达证券、东亚前海证券。研究方向：基金研究、基金经理调研。

路景仪，上海财经大学金融专业硕士，吉林大学本科，主要负责基金研究，基金经理调研等工作，2022年6月加入德邦证券。

王治舜，香港中文大学金融科技硕士，电子科技大学金融+计算机双学士，主要负责量化金融、因子选股等工作，2023年1月加入德邦证券。

陈曼莲，华南理工大学金融学硕士，电子商务+计算机双学士，主要负责基金研究、基金经理调研等工作，2023年7月加入德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。