

八月配置视点：红利超额缘何回撤？

2024年08月05日

➤ 红利超额缘何回撤？

1. **2024年上半年红利风格表现较好，但是7月红利出现明显回撤。**7月国企红利质量和中证红利在风格上均有逆风；中证红利在行业和选股收益上均为负贡献，而国企红利质量行业和选股方面仍有超额。
2. **归因结果表明，7月红利回撤的原因大致有二：**
 1. 盈利风格的调整。低PE出现明显调整，但是调整并非由于拥挤导致；
 2. 个别行业基本面下行。红利内部行业走势分化明显，其中煤炭行业受基本面下行影响回撤明显，而银行等行业继续走高。

➤ 大类资产量化观点

1. **权益：工业景气度下行，八月震荡或加剧。**景气度七月末边际下行，金融业分项整体走平，工业分项边际下降。信用扩张6月转弱，预期7月可能同比有所好转；从结构来看，信贷同比多增主要为去年低基数导致，债券融资仍是社融的主要支撑。当下市场波动率与景气度波动率双低，择时核心看流动性变化，当下其仍未确认回升，建议观望等待流动性回升。
2. **利率：8月10Y国债利率或下行9BP至2.06%。**经济增长因子开始有见顶回落迹象，通货膨胀因子继续回落，债务杠杆因子回落，短期利率因子同样继续回落；资金面趋势持续宽松。综合来看或驱动8月利率继续大幅下行。利率运行至长期通道下轨线，交易面和政策面或形成下行阻力。
3. **黄金：继续坚定看多。**从胜率因素来看，除美国经济以外全因素继续看好，主要是财政因子。赔率来看无重大变化，且黄金久期同样仍在14年左右。
4. **地产：供需负增指标幅度收窄，压力与上月持平。**房地产行业压力指数维持0.694。单月供需两侧压力均有缓解，但基本均为指标降幅的缩窄。
5. **海外：内资外资流入共振，印度市场再创新高。**7月印度股权市场FPI净流入38.74亿美元，外资持续回流印度股市；内外资共同推动下，NIFTY 50指数7月上涨3.92%，再创新高；分歧度↓流动性↑，印度处一致上涨区间。

➤ 市场风格量化观点

1. **价值成长红利：成长缺资产，价值偏拥挤，红利或继续。**7月成长风格以略微优势战胜价值，按动量策略规则8月建议配置成长；如果美联储如市场所预期的9月降息，预计红利今年仍有表现空间；当下成长拥挤度极低但离散度也仍低，缺乏资产；价值已较为拥挤，公募价值持仓已达历史新高。两风格各有优劣，建议平衡配置。
2. **大小市值：8月小盘或有机会，下半年整体看好大盘。**机构关注度继续偏大盘；7月小盘风格拥挤度边际降低，但仍然处于较拥挤水平；2010年以来8月份小盘统计上相对占优。模型相较更看好小盘。（仓位上小盘：大盘为0.6：0.4）

➤ 行业配置量化观点

1. **多维行业配置策略**，今年以来实现收益-3.21%，相对于中信一级行业等权基准的超额收益为5.66%。
2. **胜率赔率策略**，推荐当下高胜率高赔率的行业：电子、交通运输、有色金属、通信、电力及公用事业、机械。
3. **出清反转策略**，推荐处在行业出清结束、需求上升、竞争格局改善的行业，本期推荐交通运输、农林牧渔。
4. **宏观驱动戴维斯双击策略**，每季度末推荐下一季度景气度与估值有望双击的行业，2024年Q3推荐：国防军工、汽车、电子。

➤ **风险提示：**量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。



分析师 叶尔乐

执业证书：S0100522110002

邮箱：yeerle@mszq.com

研究助理 祝子涵

执业证书：S0100123030018

邮箱：zhuzihan@mszq.com

相关研究

1. 量化周报：流动性回升遭遇景气度回落-2024/08/04
2. 量化专题报告：基于分钟K线的“主力波动率”构造及应用-2024/08/02
3. 基本面选股组合月报：AEG估值潜力组合今年以来超额收益达15.65%-2024/08/01
4. 量化分析报告：七月社融预测：10894亿元-2024/08/01
5. 量化专题报告：StockFormer：基于Transformer的强化学习模型探究-2024/07/30

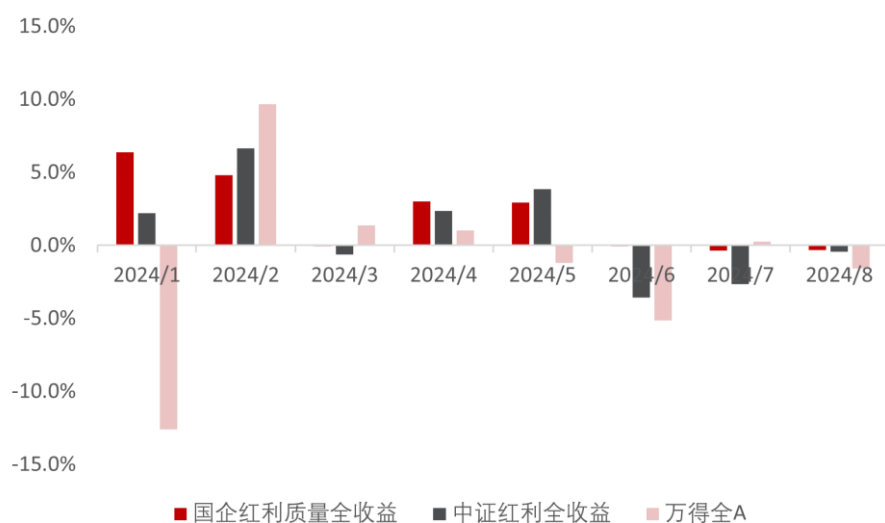
目录

1 红利超额缘何回撤？	3
2 大类资产量化观点	7
2.1 权益：工业景气度下行，八月震荡或加剧	7
2.2 利率：8月10Y国债利率或下行9BP至2.06%	11
2.3 黄金：继续坚定看多	14
2.4 地产：供需负增指标幅度收窄，压力与上月持平	17
2.5 海外：内资外资流入共振，印度市场再创新高	19
3 市场风格量化观点	21
3.1 价值成长红利：成长缺资产，价值偏拥挤，红利或继续	21
3.2 大小市值：8月小盘或有机会，下半年整体看好大盘	25
4 行业配置量化观点	28
4.1 行业推荐：胜率与赔率	29
4.2 行业推荐：出清反转策略	30
4.3 行业推荐：宏观驱动戴维斯双击策略	32
5 风险提示	34
插图目录	35
表格目录	36

1 红利超额缘何回撤？

2024 年上半年红利风格表现较好，国企红利质量全收益指数（867003.WI）和中证红利全收益指数（000922.CSI）相较万得全 A 有明显超额；但是 7 月红利出现明显回撤。上半年收益来看国企红利质量全收益指数为 18.1%，中证红利全收益指数为 11.0%，相较于万得全 A 的-8.0%均有明显超额。但是 7 月份国企红利质量全收益指数下跌 0.4%，中证红利全收益指数下跌 2.6%，而万得全 A 上涨 0.3%，红利出现负超额，其中国企红利质量下跌相较中证红利指数较少。

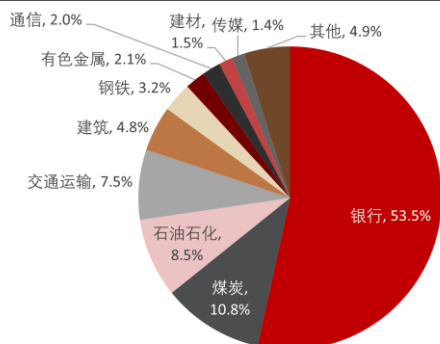
图1：2024 年红利风格月度收益统计



资料来源：wind，民生证券研究院，注：2024 年 8 月收益为 8.1-8.2 两个交易日

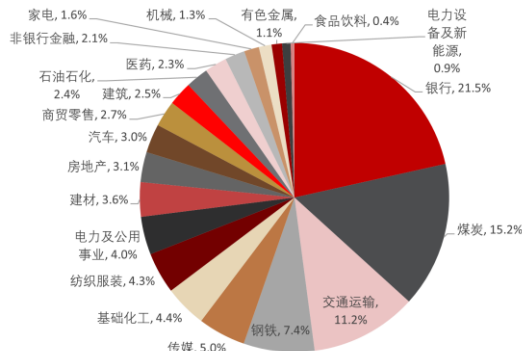
行业集中度来看，国企红利质量指数相较中证红利指数成分股行业集中度更高。国企红利质量指数加权方式为自由流通市值加权，在行业分布上银行的权重更高（2024.7.31 银行权重为 53.5%）；而中证红利指数则是股息率加权，行业分布较为分散，其中权重最大的行业银行也仅占 21.5%。从行业分布的时序变化来看，2022 年 12 月成分股调整后，国企红利质量指数中银行行业的权重明显上升（25.3%→46.9%），包括食品饮料、非银金融在内的许多行业权重几乎降为 0。

图2：国企红利质量指数行业结构（2024.07.31）



资料来源：wind，民生证券研究院，注：使用中信一级行业分类

图3：中证红利指数行业结构（2024.07.31）



资料来源：wind，民生证券研究院，注：2024 年收益统计截至 2024.7.31

估值水平来看，国企红利质量指数与中证红利指数没有明显差异。国企红利质量指数的市盈率 TTM 为 6.93，市净率为 0.75，股息率为 5.17%；中证红利指数的市盈率 TTM 为 7.08，市净率为 0.75，股息率为 5.08%。相较而言，国企红利质量指数的市盈率略低，股息率略高，但是差异并不明显。

表1：国企红利质量指数与中证红利指数估值对比

	国企红利质量指数	中证红利指数
市盈率 TTM	6.93	7.08
市净率	0.75	0.75
股息率	5.17%	5.08%

资料来源：Wind，民生证券研究院

通过对国企红利质量指数和中证红利指数的超额进行归因我们发现：

- 7 月国企红利质量和中证红利在风格上均有逆风；
- 7 月中证红利在行业和选股收益上均为负贡献，而国企红利质量行业和选股方面仍有超额。

图4：中证红利指数与国企红利质量指数超额归因

	中证红利			国企红利质量		
	风格收益	行业收益	选股收益	风格收益	行业收益	选股收益
2024-01-31	8.0%	3.5%	0.1%	13.0%	3.3%	-0.5%
2024-02-29	-0.3%	-1.9%	4.3%	-0.9%	-3.0%	4.3%
2024-03-29	0.8%	-1.6%	-2.2%	0.2%	-1.1%	-1.8%
2024-04-30	1.6%	-0.3%	-0.9%	1.8%	-0.4%	-0.6%
2024-05-31	1.4%	1.3%	2.1%	1.3%	1.9%	1.3%
2024-06-28	1.1%	-0.9%	1.1%	2.7%	0.2%	2.1%
2024-07-31	-1.0%	-0.7%	-0.8%	-1.3%	0.5%	0.2%

资料来源：wind，民生证券研究院

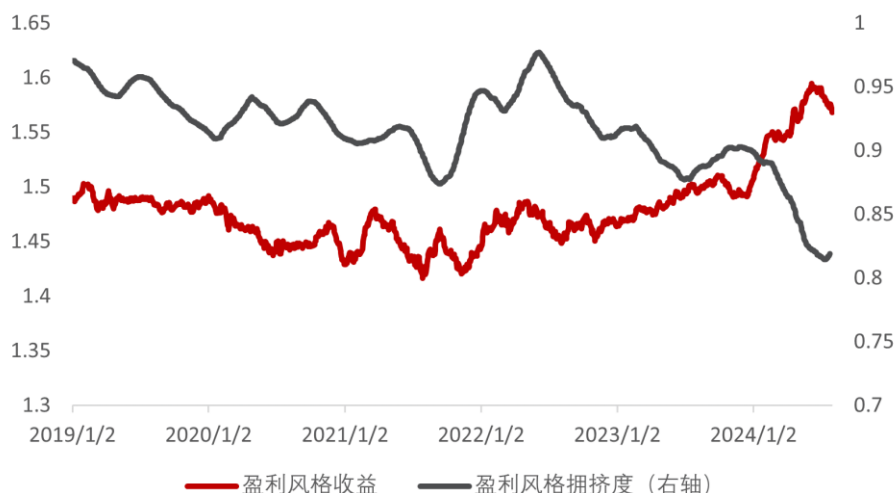
两个指数在风格上的负超额主要来自于盈利风格（低 PE）的调整，但是目前低 PE 的拥挤度并不高。1 月到 5 月期间，两个指数均在盈利风格上获取了较高的超额，而 7 月盈利风格上超额出现明显回撤，但从拥挤度来看，今年以来低 PE 的拥挤度实际上是持续走低的，这说明回撤的原因或不在于风格过于拥挤。此外因为国企红利质量整体市值偏大，今年以来在市值风格上收益相对占优。

图5：中证红利指数与国企红利质量指数风格归因

中证红利	市值	Beta	动量	波动率	非线性市值	价值	流动性	盈利	成长	杠杆
2024-01-31	0.1%	1.5%	0.7%	1.1%	-0.1%	1.6%	0.2%	2.8%	0.0%	0.2%
2024-02-29	0.1%	0.2%	0.0%	-0.5%	0.5%	-0.7%	-0.2%	0.7%	-0.1%	-0.2%
2024-03-29	0.0%	-0.6%	1.3%	0.4%	-0.6%	-0.2%	-0.1%	0.3%	0.0%	0.2%
2024-04-30	0.1%	-1.2%	1.1%	1.0%	-0.1%	-0.1%	0.3%	1.0%	0.0%	-0.3%
2024-05-31	0.0%	0.3%	-0.2%	0.1%	-0.1%	-0.5%	-0.1%	1.9%	0.0%	-0.1%
2024-06-28	0.1%	0.1%	1.3%	0.4%	-0.5%	0.1%	-0.2%	0.0%	0.1%	-0.3%
2024-07-31	0.0%	-0.3%	-0.8%	0.3%	-0.2%	0.9%	-0.1%	-1.0%	0.2%	0.1%
国企红利质量	市值	Beta	动量	波动率	非线性市值	价值	流动性	盈利	成长	杠杆
2024-01-31	3.0%	1.9%	1.0%	1.0%	0.3%	2.0%	0.4%	3.2%	0.0%	0.3%
2024-02-29	0.9%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.8%	-0.9%	-0.5%	0.8%	-0.1%	-0.5%
2024-03-29	-1.5%	-1.1%	1.8%	-0.3%	1.1%	-0.3%	-0.2%	0.4%	0.0%	0.4%
2024-04-30	2.0%	-1.9%	1.5%	-0.9%	0.1%	-0.2%	0.6%	1.2%	0.0%	-0.6%
2024-05-31	0.0%	0.4%	-0.2%	-0.3%	0.2%	-0.7%	-0.3%	2.3%	0.0%	-0.2%
2024-06-28	1.4%	0.2%	1.6%	-0.4%	0.9%	0.1%	-0.4%	0.0%	0.1%	-0.6%
2024-07-31	0.2%	-0.6%	-1.0%	-0.1%	0.4%	1.4%	-0.3%	-1.6%	0.2%	0.2%

资料来源：wind，民生证券研究院

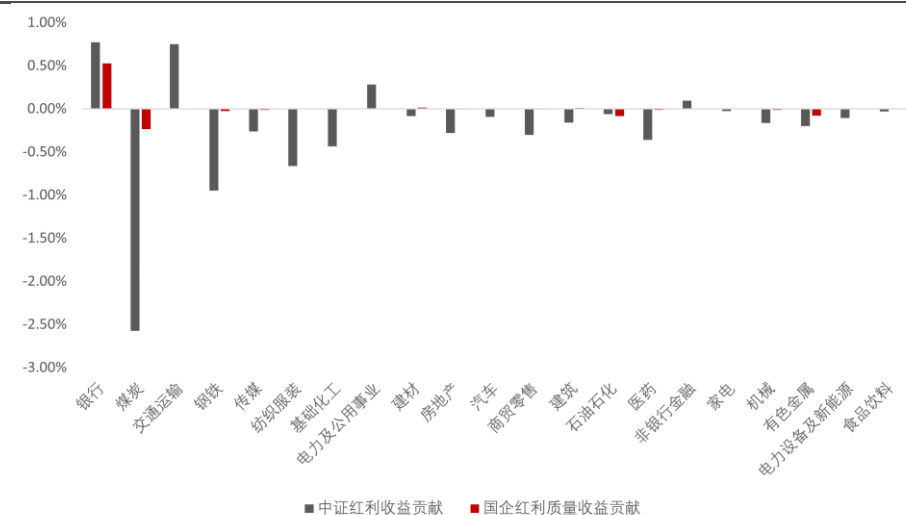
图6：盈利风格收益和拥挤度



资料来源：wind，民生证券研究院，注：拥挤度进行了 60 日移动平均处理

本轮下跌中红利内部各行业的分化明显，银行、交通运输、电力及公用事业等行业仍维持涨势，煤炭、钢铁等行业则出现明显下跌。国企红利质量指数因为在银行板块的集中度较高，其他板块的暴露有限，因此受到的影响相对较小；而中证红利指数则由于其在煤炭、钢铁等板块上较多的暴露导致下跌幅度较大。对国企红利质量指数和中证红利指数负向收益贡献最大的行业均为煤炭，其下跌原因或为基本面因素导致的煤价大幅下跌。

图7：2024 年 6-7 月行业对指数收益贡献



资料来源：wind，民生证券研究院

总而言之，红利后续能否反转一方面取决于低 PE 风格的调整是否到位，另一方面则取决于个别行业受基本面因素下行的趋势是否能够反转。

2 大类资产量化观点

2024 年 8 月大类资产量化观点如下：

表2：2024 年 8 月大类资产量化观点

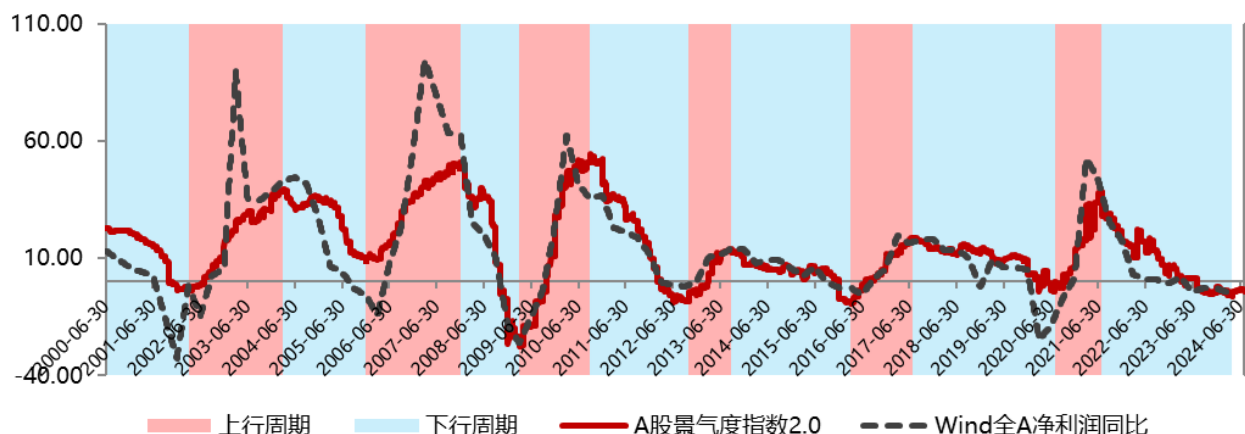
大类资产	观点
权益	核心：工业景气度下行，八月震荡或加剧 - 景气度七月末边际下行，金融业分项整体走平，工业分项边际下降； - 信用扩张 6 月转弱，预期 7 月可能同比有所好转，债券融资仍是社融的主要支撑； - 当下市场流动性初步确认上行趋势，但遭遇景气度下降和波动率上升，八月震荡或加剧。
利率	核心：8 月 10Y 国债利率或下行 9BP 至 2.06% - 2023 年以来样本外有 14 个月方向判断正确，胜率为 74%； - 经济增长因子回落，通胀因子继续回落，债务杠杆因子回落，短期利率因子继续回落； - 综合来看或驱动 8 月利率继续大幅下行。
黄金	核心：继续坚定看多 - 2023 年以来样本外有 13 个月方向判断正确，胜率为 74%； - 从胜率因素来看，除美国经济以外全因素继续看好，主要是财政因子； - 从赔率因素来看，黄金赔率无重大变化，且黄金久期在 14 年左右。
地产	核心：供需负增指标幅度收窄，压力与上月持平 - 房地产行业压力指数维持 0.694； - 单月供需两侧压力均有缓解，但基本均为指标降幅的缩窄，大趋势方向没有明显变化。
海外	核心：内资外资流入共振，印度市场再创新高 - 7 月印度股权市场 FPI 净流入 38.74 亿美元，外资持续回流印度股市； - 内外资共同推动下，NIFTY 50 指数 7 月上涨 3.92%，再创新高； - 分歧度↓流动性↑，印度市场处一致上涨区间。

资料来源：Wind，民生证券研究院

2.1 权益：工业景气度下行，八月震荡或加剧

景气度七月末边际下行，金融业分项整体走平，工业分项边际下降。我们在近期报告《重构 A 股景气度指数：全 A 利润预测与结构解析》中对原有的景气度指数进行了修正，考虑到 A 股净利润主要由金融业和工业构成，通过分别构建两者的高频景气度指数从而更为精确的做了 A 股利润同步预测。七月以来金融业景气度变化不大，银行下降非银回升两者有所对冲，而工业景气度边际下降特别在月末。从景气度指数蕴含的预测来看，全 A 净利润 Q3 累计同比或在-4.41%左右，金融业或为-2.28%，工业或为-7.60%。全 A 与工业的增速相比于 Q2 或有所下降。

图8: A股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比 (%)



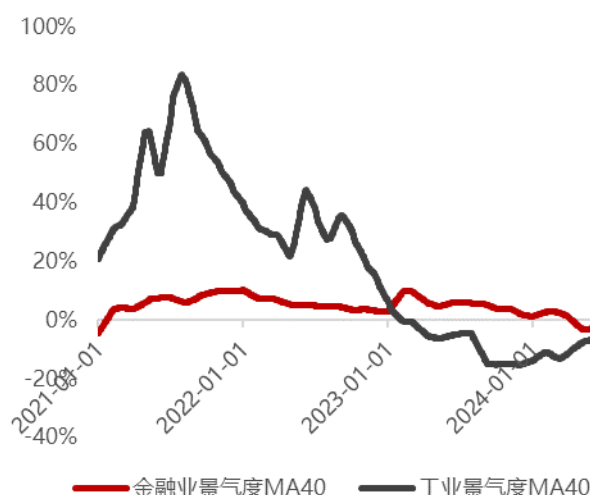
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 银行与非银景气度变化



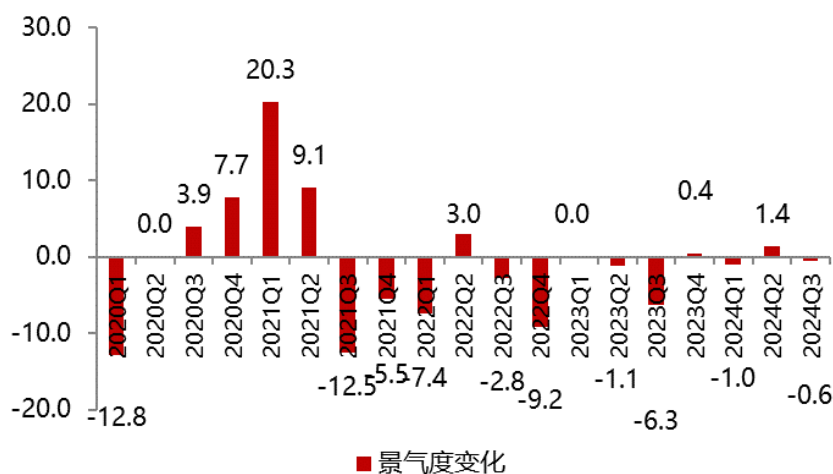
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 金融与工业景气度变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

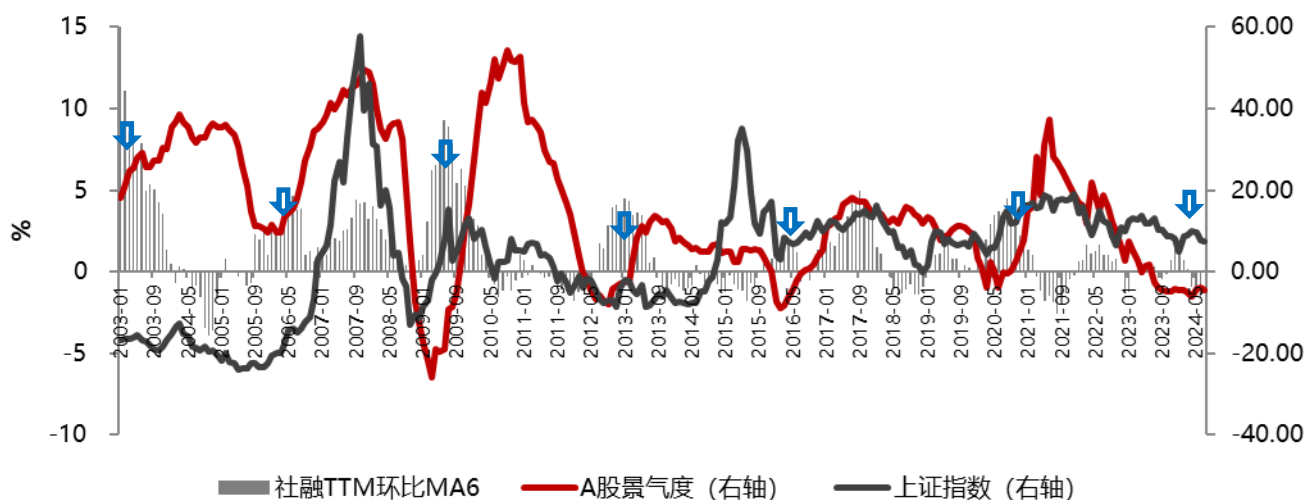
图11: 2020 年以来各季度景气度变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

信用扩张 6 月转弱，预期 7 月可能同比有所好转。我们预测 7 月新增社融约为 1.09 万亿元，同比增加 0.54 万亿元，社融 TTM 环比约为 1.74%。**从结构来看，信贷同比多增主要为去年低基数导致，债券融资仍是社融的主要支撑。**信贷方面，大中城市新房成交量价未见回暖，新增居民中长贷预计难有明显起色；7 月 PMI 为 49.4% 环比小幅下降，新增企业信贷明显放量可能性较低，但较去年同期低基数同比多增。企业债券融资继续回暖，政府债券发行速度较前月略降但规模仍较大，均同比多增，当下仍是社融的最主要支撑。

图12：上证指数、A 股景气度及社融 TTM 环比 MA6 变化



资料来源：wind，民生证券研究院，注：图中上证指数为放缩调整后的趋势示意

表3：7 月社融结构预测（单位：亿元）

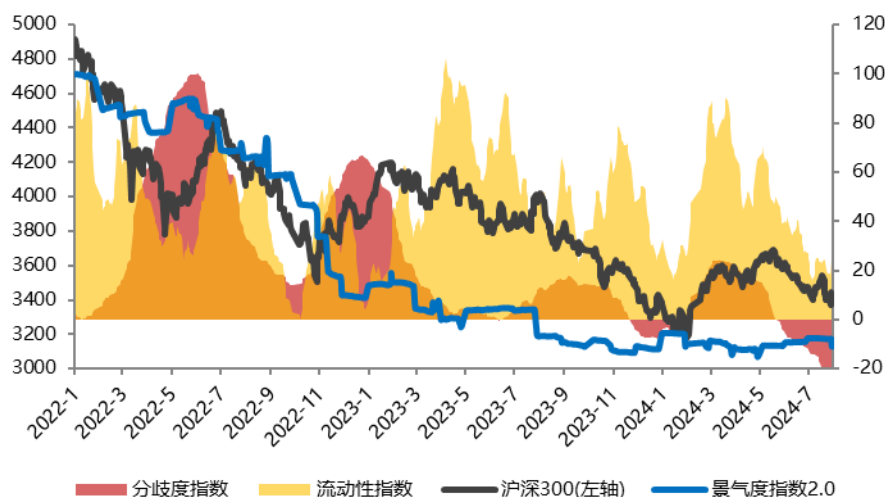
总量预测	2024 年 7 月预测值	2023 年 7 月	2024 年 6 月预测值	2024 年 6 月
新增社融	10894	5366	32461	32999
社融 TTM 环比	1.74%	-0.74%	-2.97%	-2.78%

结构预测	2024 年 7 月预测值	2023 年 7 月	2024 年 6 月预测值	2024 年 6 月
人民币贷款	5271	364	20242	21927
→企业贷款+居民短贷	2771	-2408	18348	18871
→居民中长贷	584	-672	1273	3202
→企业票据融资	1916	3597	620	-393
外币贷款	-535	-339	-85	-807
委托贷款	-122	8	-126	-3
信托贷款	-1281	230	-1349	748
未贴现银行承兑汇票	-2341	-1963	51	-2046
企业债券	3417	1290	2636	2100
政府债券	5884	4109	9464	8476
非金融企业境内股票融资	189	786	125	154
存款类金融机构资产支持证券	11	-296	-272	-695
贷款核销	402	402	1776	2092

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

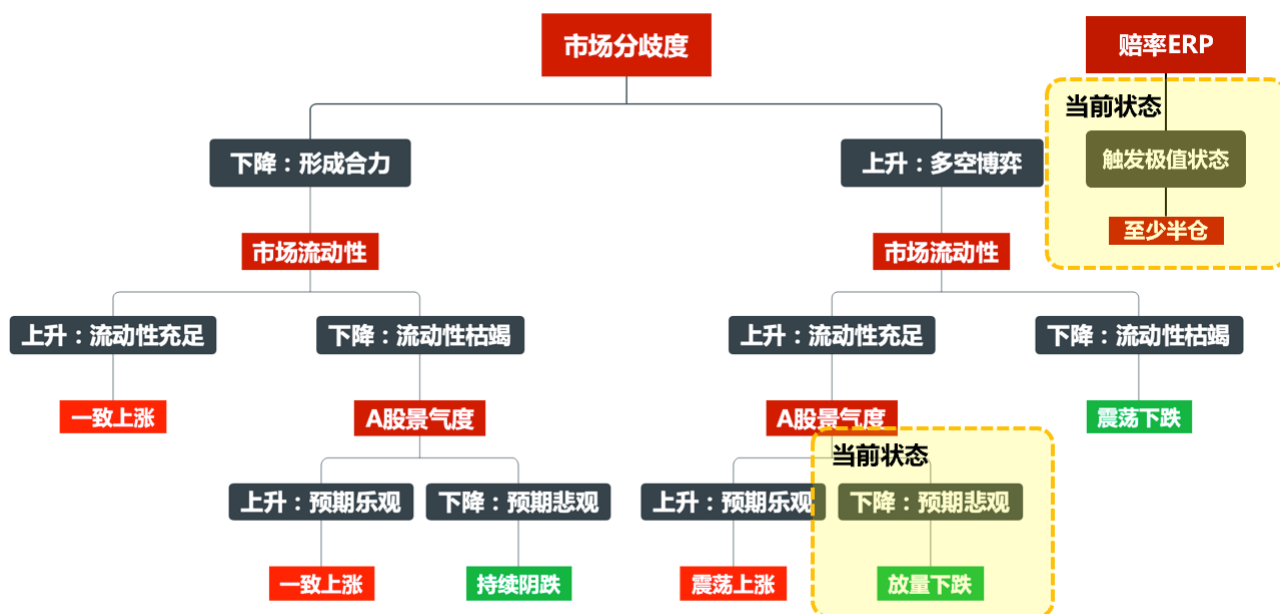
当下市场流动性初步确认上行趋势，但遭遇景气度下降和波动率上升，八月震荡或加剧。流动性近期走出持续回落状态，有明显回升并确认了上行趋势，整体市场活跃度较7月或将大幅改善。7月末景气度再次确认下行，分歧度已处于历史低位水平，并开始回升，八月市场震荡或加剧，建议稳健投资者规避。从股权风险溢价来看，当下A股赔率回到极端水平，建议留有一定底仓。

图13：分歧度、流动性、景气度变化趋势



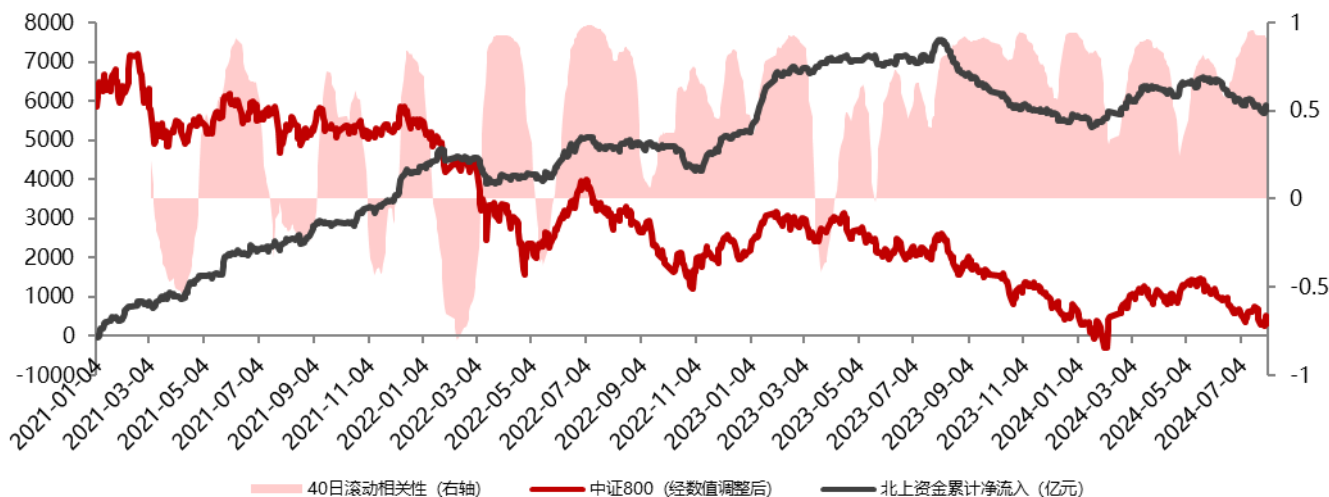
资料来源：wind，民生证券研究院

图14：分歧度-流动性-景气度三维择时框架



资料来源：民生证券研究院绘制

图15：中证 800 走势与北上资金近期关系

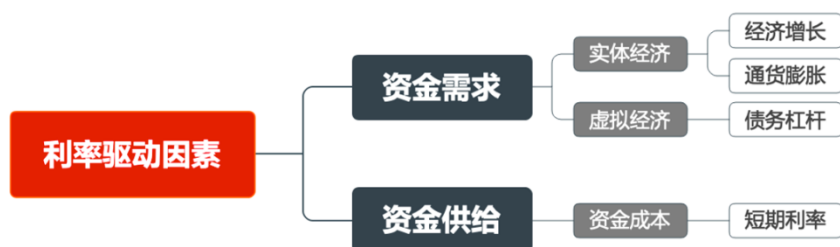


资料来源：wind，民生证券研究院，注：指数的数值调整目的为在坐标轴中与其他指标可比

2.2 利率：8 月 10Y 国债利率或下行 9BP 至 2.06%

利率的本质是资金的价格。利率变动由资金的供需因素共同决定，民生金工利率预测框架采用结构化静态因子模型（Structured Static Factor Model），从精选的宏观指标中抽象出四大因子：**经济增长、通货膨胀、债务杠杆、短期利率**，共同刻画利率的变动方向。

图16：10Y 国债利率驱动因素模型

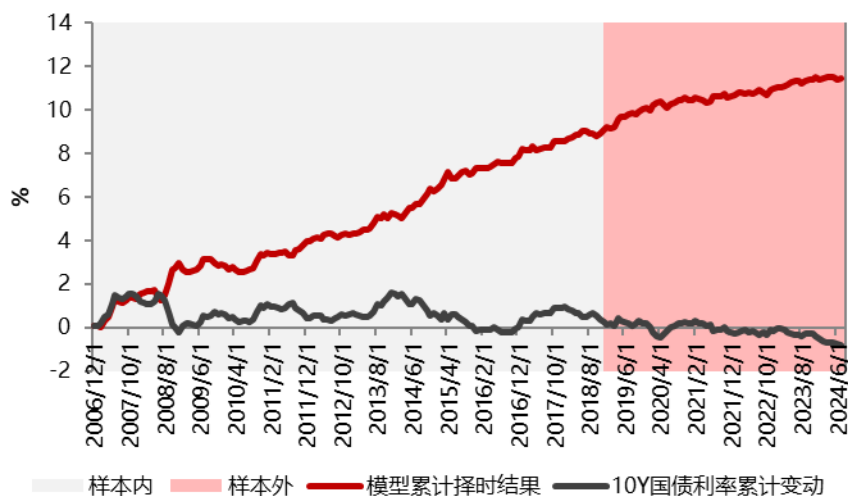


$$\Delta 10Y \text{ 国债利率} = \beta_1 \Delta \text{经济增长} + \beta_2 \Delta \text{通货膨胀} + \beta_3 \Delta \text{债务杠杆} + \beta_4 \Delta \text{短期利率} + \text{常数项}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

以此框架进行月度利率择时，2006 年以来样本内外均有 70%左右胜率。模型通过静态因子模型预测下月 10Y 国债利率变动方向，并通过累加或者累减实际变动以表示预测效果，以 2019 年初为样本内外节点进行统计，总体保持较高胜率。2023 年以来样本外有 14 个月方向判断正确，胜率为 74%。

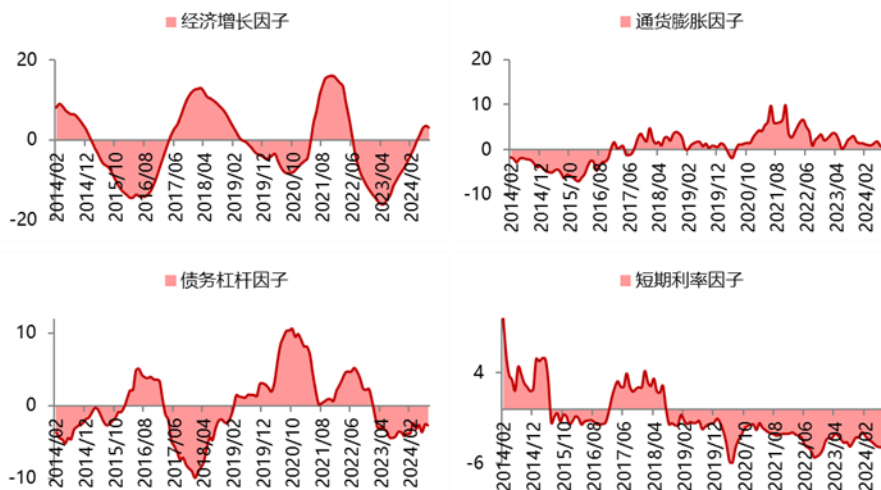
图17：静态因子模型历史月度利率择时效果



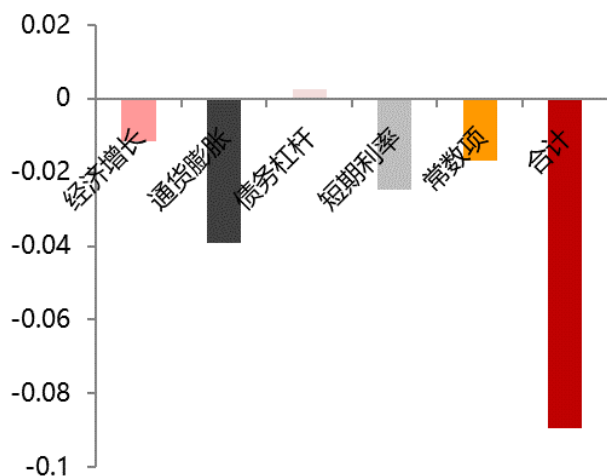
资料来源：wind，民生证券研究院，注：择时结果计算方法为利率月度变动的累加（看多）或累减（看空）

模型判断 8 月 10Y 国债利率或下行约 9BP 至 2.06%。从国债利率各驱动因子来看，经济增长因子开始有见顶回落迹象，通货膨胀因子继续回落，债务杠杆因子回落，短期利率因子同样继续回落，7 月原材料购进价格 PMI、螺纹钢价格继续回落，资金面趋势持续宽松，综合来看或驱动 8 月利率继续大幅下行。

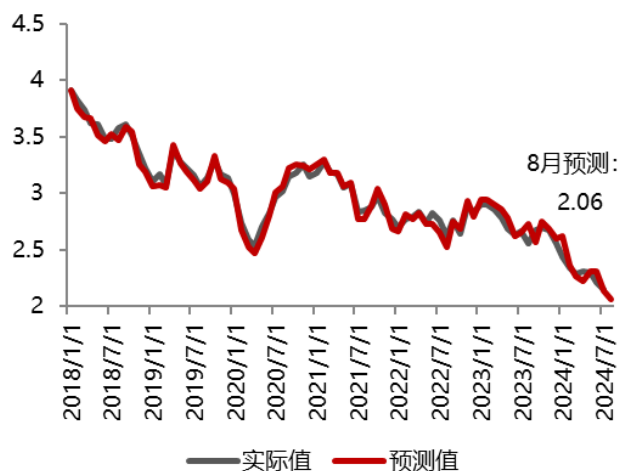
图18：利率驱动因子长期变化趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图19：10Y 国债利率 8 月预测各因子贡献


资料来源：wind，民生证券研究院

图20：2018 年以来模型预测值与实际值对比


资料来源：wind，民生证券研究院

利率运行至长期通道下轨线，交易面和政策面或形成下行阻力。我国 10 年期国债利率 2014 年起进入长期中枢下行通道，以移动平均刻画均值回复规律明显失真。而以上下通道刻画均值回复更为合理，2020 年通道上下轨构造完成后利率运行遇到上下轨回复规律明显。当下利率处于下轨附近，进一步下行或面临交易面和政策面阻力。

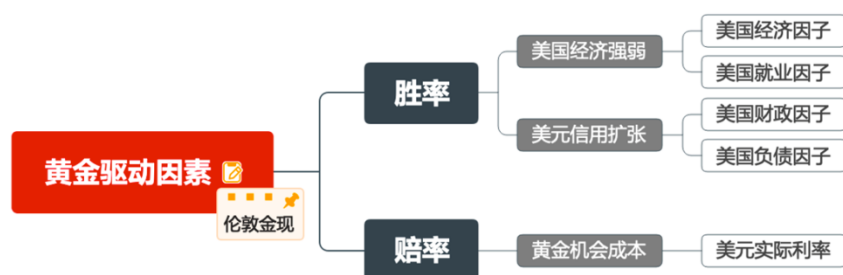
图21：10 年期国债收益率走势通道与中枢


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 黄金：继续坚定看多

黄金的本质是“高级别的保底信用”。当前信用最强货币为美元，因此黄金走势目前主要对标美元信用。美元信用主要体现在美国经济强弱、信用扩张强弱，美元实际利率等因素中。因此我们从精选的宏观指标中抽象出四大因子：**美国经济、美国就业、美国财政、美国负债**，共同刻画黄金的变动方向，并采用**结构化静态因子模型**进行黄金的判断。

图22：黄金驱动因素模型

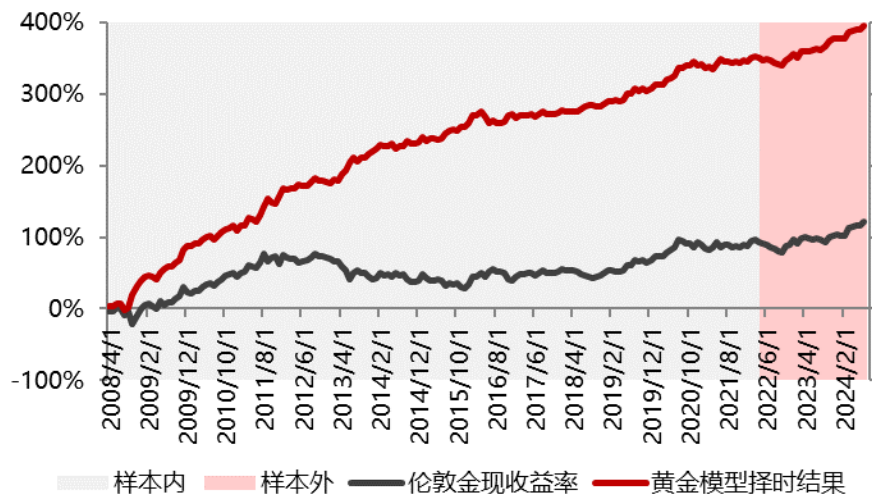


$$\Delta \text{伦敦金现} = \beta_1 \Delta \text{美国经济} + \beta_2 \Delta \text{美国就业} + \beta_3 \Delta \text{美国财政} + \beta_4 \Delta \text{美国负债} + \text{常数项}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

以此框架进行月度黄金择时，2008 年以来有 65%左右胜率。长期来说四因子模型对黄金走势有较高的解释度。黄金本身并无未来现金流，传统金融定价公式无法直接定价，本身交易价格受到叙事与情绪影响较大，四因子虽有较高解释度，但框架仍是开放的。2023 年以来样本外有 14 个月方向判断正确，胜率为 74%。

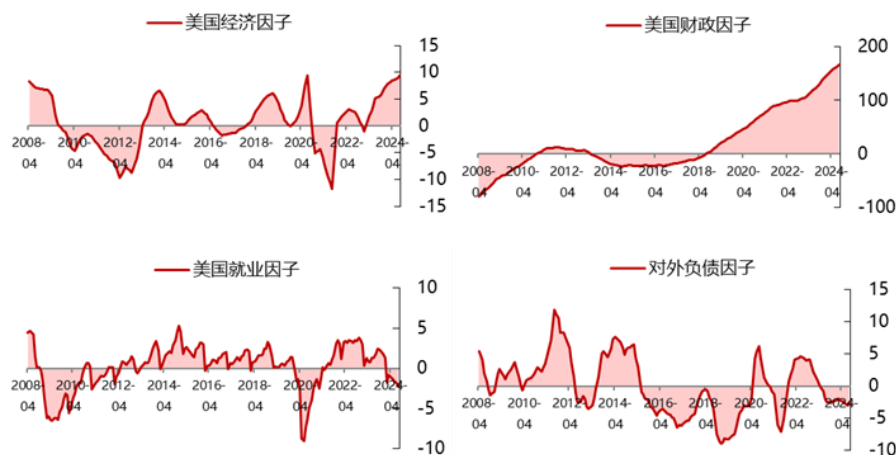
图23：静态因子模型历史月度黄金择时效果



资料来源：wind，民生证券研究院

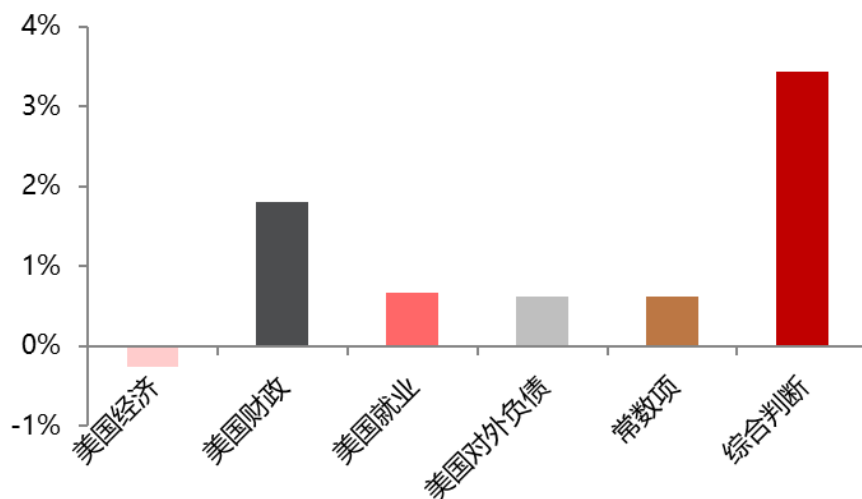
从胜率因素来看，除美国经济以外全因素继续看好，主要是财政因子。与黄金相关的美国经济因子小幅回升，就业因子继续下行，对外负债因子上行，整体对黄金预测仍为看多，黄金高胜率状态不变。

图24：黄金驱动因子长期变化趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图25：伦敦金现 8 月预测各因子贡献

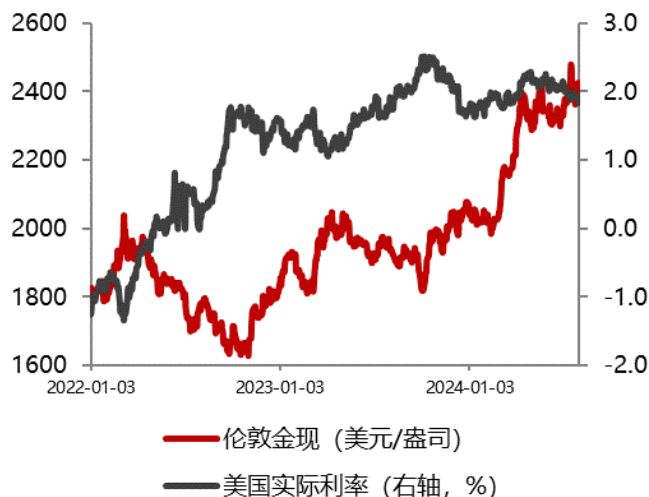


资料来源：wind，民生证券研究院

从赔率因素来看，黄金赔率无重大变化，且黄金久期在 14 年左右。美国实际利率可视为黄金机会成本，我们在报告《黄金：1978》中按照商品属性推导黄金定价公式同样与实际利率相关，其历史上与黄金走势呈较为显著的负相关关系。虽然在美国政府高赤字率，美债信用评级下降背景下，与黄金走势的弹性有单边减弱（实际利率上的状态）。但从赔率的角度来理解，实际利率绝对值仍处高位，未来若继续下行，对黄金仍是利好驱动。

$$PV_{Gold} = \frac{(1 + r_{inflation})^N}{(1 + r)^N} = \frac{1}{(1 + r_{real})^N}$$

图26：黄金与美国实际利率走势



资料来源：wind，民生证券研究院

图27：美国通胀预期



资料来源：wind，民生证券研究院

图28：以商品逻辑下黄金定价公式估算实际利率下行幅度与黄金上涨空间（2024.07.31 为基准）

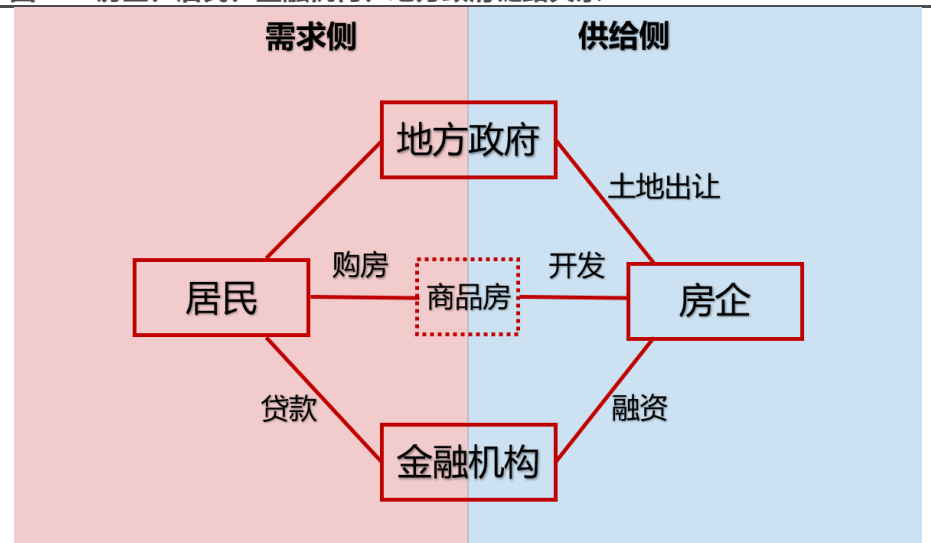
黄金上涨空间		实际利率波动BP											
		-25	-50	-75	-100	-125	-150	-175	-200	-225	-250	-275	-300
黄金久期	5	2457	2487	2517	2548	2578	2608	2639	2669	2699	2730	2760	2790
	6	2463	2499	2535	2572	2608	2645	2681	2717	2754	2790	2827	2863
	7	2469	2511	2554	2596	2639	2681	2724	2766	2808	2851	2893	2936
	8	2475	2523	2572	2620	2669	2717	2766	2815	2863	2912	2960	3009
	9	2481	2535	2590	2645	2699	2754	2808	2863	2918	2972	3027	3081
	10	2487	2548	2608	2669	2730	2790	2851	2912	2972	3033	3094	3154
	11	2493	2560	2626	2693	2760	2827	2893	2960	3027	3094	3160	3227
	12	2499	2572	2645	2717	2790	2863	2936	3009	3081	3154	3227	3300
	13	2505	2584	2663	2742	2821	2899	2978	3057	3136	3215	3294	3373
	14	2511	2596	2681	2766	2851	2936	3021	3106	3191	3276	3360	3445
	15	2517	2608	2699	2790	2881	2972	3063	3154	3245	3336	3427	3518
	16	2523	2620	2717	2815	2912	3009	3106	3203	3300	3397	3494	3591
	17	2529	2633	2736	2839	2942	3045	3148	3251	3354	3457	3561	3664
	18	2535	2645	2754	2863	2972	3081	3191	3300	3409	3518	3627	3737
	19	2542	2657	2772	2887	3003	3118	3233	3348	3464	3579	3694	3809
	20	2548	2669	2790	2912	3033	3154	3276	3397	3518	3639	3761	3882

资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 地产：供需负增指标幅度收窄，压力与上月持平

民生金工房地产行业压力指数的构建目标是追踪市场核心指标变化，衡量房地产市场的承压状态。我们采用扩散指数的方式，通过房地产市场供给与需求各链路中的关键指标，从绝对水平和边际变动两个维度打分，加总标准化得到房地产行业压力指数。房地产行业压力指数的值越大表示当前房地产市场低迷并有形势继续恶化的潜在可能。房地产行业压力指数的更多细节请参考报告《视角透析：房地产行业压力指数构建》。

图29：房企、居民、金融机构、地方政府链路关系



资料来源：民生证券研究院绘制

截止至 2024 年 7 月 31 日，三个月移动平均的房地产行业压力指数为 0.694 (前值 0.694)，行业整体压力与上期持平。从细分指标层面看，土地市场成交总金额同比降幅再次扩大但土地溢价率有所上升；商品房销售面积同比降幅缩窄，70 大中城市新房价格连续 13 个月负增长，环比为-0.7%；个人住房贷款同比延续负增但降幅缩小；6 月房屋新开工面积同比负增-21.89%，降幅略有缩窄。从供需两侧来看，单月供需两侧压力均有缓解，但基本均为指标降幅的缩窄，大趋势角度目前方向没有明显变化。

图30：民生金工房地产行业压力指数（2024.7）



资料来源：wind，民生证券研究院

图31：细分指标当期评分（2024.7）

指标名称	当前观点
土地出让金	● ○ ○ ○ ○
成交土地溢价率	○ ○ ○ ○ ●
商品房销售面积	○ ● ○ ○ ○
新建商品住宅价格指数	○ ● ○ ○ ○
房屋新开工面积	○ ● ○ ○ ○
新增个人住房贷款余额	○ ● ○ ○ ○
房地产开发投资完成额	● ○ ○ ○ ○
房地产开发贷款	○ ○ ○ ○ ●

注：观点从左到右依次表示悲观、相对悲观、相对乐观、乐观
其中红色表示当前观点，粉色表示上一期观点

悲观 相对悲观
○ ○ ○ ○ ○
相对乐观 乐观

资料来源：wind，民生证券研究院绘制

图32：供需两侧压力（2024.07）

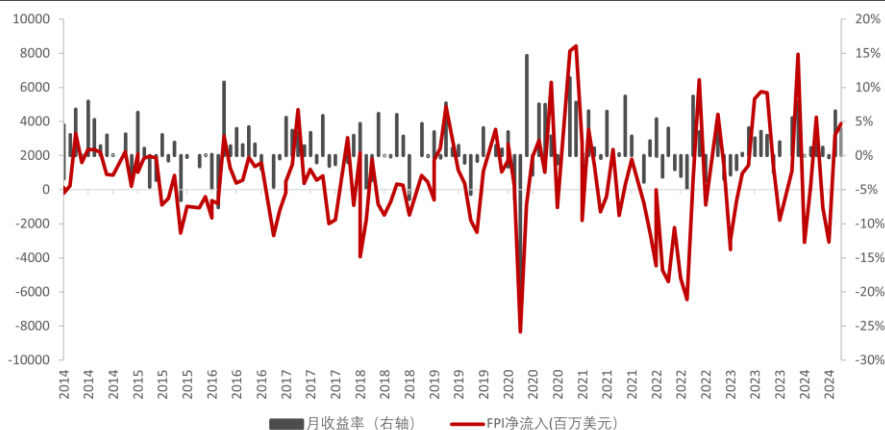


资料来源：wind，民生证券研究院绘制

2.5 海外：内资外资流入共振，印度市场再创新高

7 月印度股权市场 FPI 净流入 38.74 亿美元，外资持续回流印度股市。外资在印度市场占比约 37.0%，这使得其净流入的边际变化对印度市场走势有着较大影响。随着大选结束不确定性消除，以及市场对美联储降息预期的增强，外资持续流入印度市场。

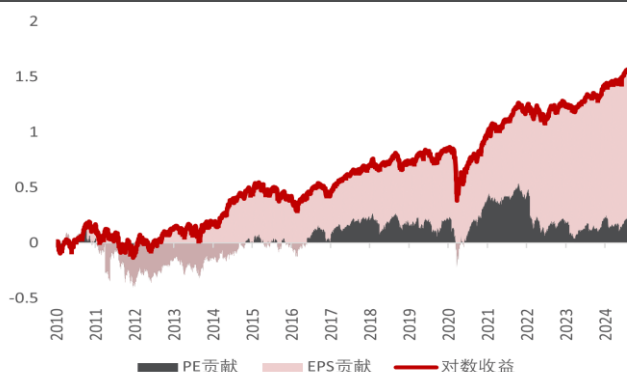
图33：NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入



资料来源：NSDL, Bloomberg, 民生证券研究院

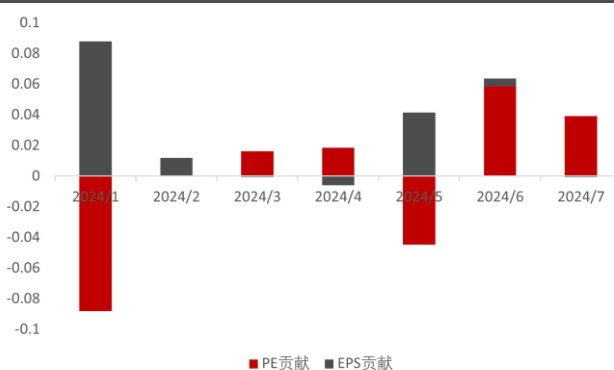
内外资共同推动下，NIFTY 50 指数 7 月上涨 3.92%，再创新高。根据 NSE 提供的 DII 和 FII 临时数据，6 月外国机构投资者净买入 504.7 千万卢比，而印度国内机构投资者净买入 2348.6 千万卢比，内外资同时流入促使印度股市再创新高。从收益分解来看，七月的上涨主要是估值提升的主导。

图34：印度 NIFTY 50 收益分解



资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

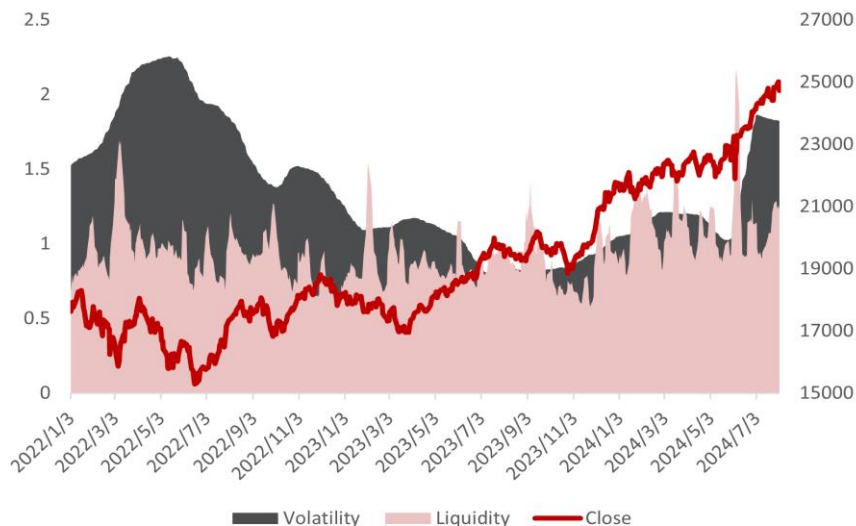
图35：2024 年以来 NIFTY 50 月度收益分解



资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

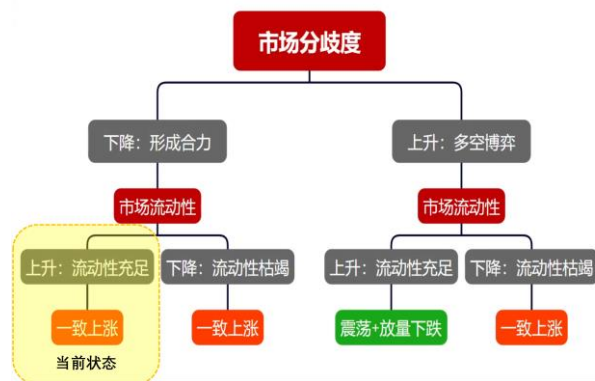
当前印度市场分歧度下行、流动性上行状态。历史上印度处于分歧度下降且流动性上升阶段时，主要行情为一致上涨，当前量价层面继续看好印度市场。

图36：印度分歧度流动性变化趋势



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图37：印度分歧度-流动性二维择时框架



资料来源：民生证券研究院绘制

3 市场风格量化观点

2024 年 8 月市场风格量化观点如下：

表4：2024 年 8 月市场风格量化观点

市场风格	观点
价值成长红利	核心：成长缺资产，价值偏拥挤，红利或继续 - 7 月成长风格以略微优势战胜价值，按动量策略规则 8 月建议配置成长； - 如果美联储如市场所预期的 9 月降息，预计红利今年仍有表现空间； - 当下成长拥挤度极低但离散度也仍低，缺乏资产；价值已较为拥挤，公募价值持仓已达历史新高。两风格各有优劣，建议平衡配置。
大小市值	核心：8 月小盘或有机会，下半年整体看好大盘 - 机构关注度继续偏大盘，大趋势角度更看好大盘； - 从市值因子拥挤度来看，7 月小盘拥挤度边际降低，但仍然处于较拥挤水平； - 从季节效应来看，2010 年以来 8 月份小盘统计上相对占优； - 当前模型综合打分下小盘相对占优，模型仓位选择上小盘：大盘为 0.6：0.4。

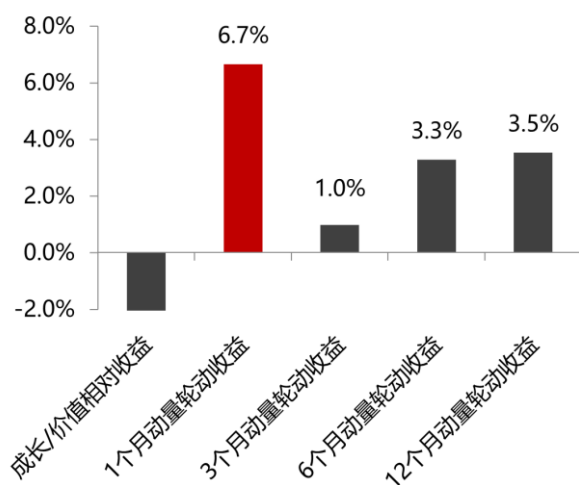
资料来源：Wind，民生证券研究院

3.1 价值成长红利：成长缺资产，价值偏拥挤，红利或继续

对于价值/成长的轮动，1 个月相对收益动量策略在 2018 年 6 月后表现稳健。

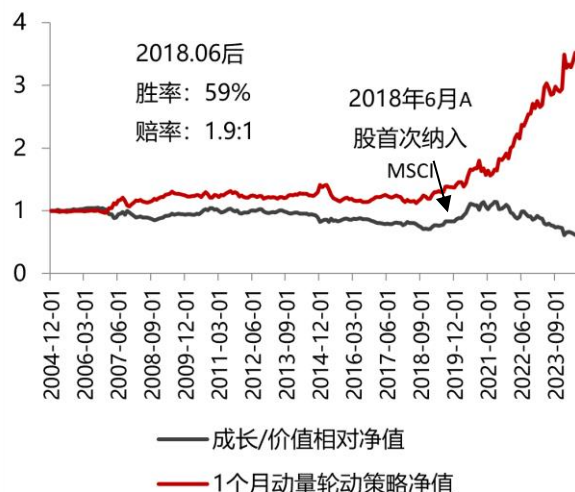
成长/价值相对收益（中证 800 成长/中证 800 价值）2005 年以来年化为-2.5%，价值略占优。而按照最近 1 个月、3 个月、6 个月、12 个月占优风格外推下一月占优风格的策略中，仅 1 个月动量策略表现较好，并且其在 2018 年 6 月后表现大幅提升。

图38：价值/成长相对收益动量轮动策略年化收益（2004.12-2024.07）



资料来源：wind，民生证券研究院

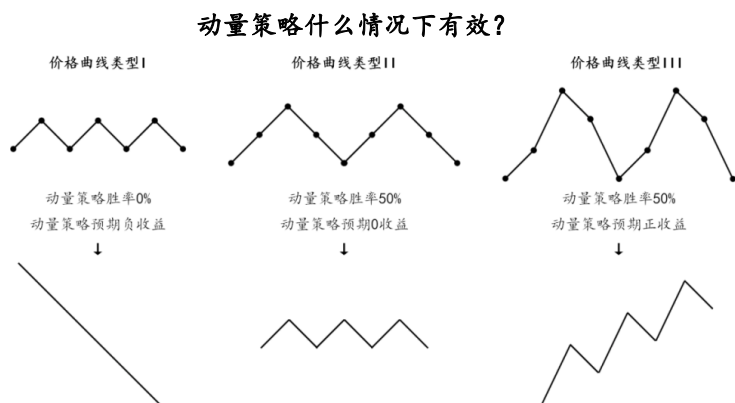
图39：价值/成长 1 个月动量轮动策略表现（2004.12-2024.07）



资料来源：wind，民生证券研究院

策略有效背后的主要因素可能是“跟随投资”与“公募扩容”导致的调仓粘性上升。如果风格切换后有更多资金跟随，即便在 50%预测胜率下，动量策略也能够通过高赔率获得正的预期收益。外资-内资-散户的定价能力落差催生“跟随投资”现象。2018 年 6 月 A 股纳入 MSCI 后“跟随投资”以更高频的方式得以发生和传导，叠加公募扩容下的调仓粘性增加，或使得风格动量延续性提升。

图40：动量策略什么情况下有效？



资料来源：民生证券研究院绘制

基于此规律延续的假设，价值/成长轮动可以做右侧投资，2024 年 7 月成长风格以细微的优势相对占优，按规则 2024 年 8 月建议配置成长。

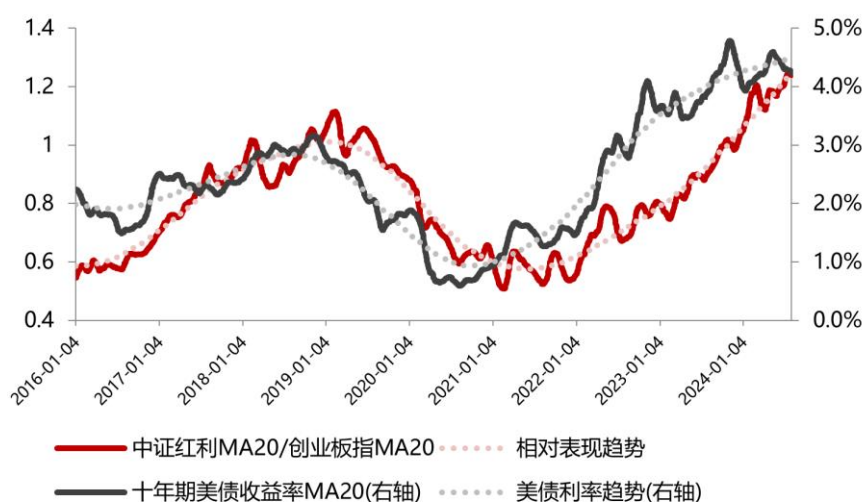
表5：价值/成长 1 个月动量轮动策略历史判断

	占优风格	动量模型判断	判断对错
2023 年 1 月	成长	成长	√
2023 年 2 月	价值	成长	×
2023 年 3 月	价值	价值	√
2023 年 4 月	价值	价值	√
2023 年 5 月	价值	价值	√
2023 年 6 月	成长	价值	×
2023 年 7 月	价值	成长	×
2023 年 8 月	价值	价值	√
2023 年 9 月	价值	价值	√
2023 年 10 月	成长	价值	×
2023 年 11 月	价值	成长	×
2023 年 12 月	价值	价值	√
2024 年 1 月	价值	价值	√
2024 年 2 月	成长	价值	×
2024 年 3 月	成长	成长	√
2024 年 4 月	价值	成长	×
2024 年 5 月	价值	价值	√
2024 年 6 月	价值	价值	√
2024 年 7 月	成长	价值	×
2024 年 8 月		成长	

资料来源：Wind，民生证券研究院

自 2016 年外资大量流入 A 股开始，美债利率对 A 股红利/成长相对强弱产生显著影响。逻辑上来说，红利资产现金流分布较为平均，久期较短，而成长资产现金流分布近小远大，久期较长，对资金成本的敏感性上来说后者更甚，因而美债利率会对两者的定价造成一定的影响。从过去规律来看，拐点上美债利率领先红利/成长相对收益，大约领先 3-6 个月不等。如果美联储如市场所预期的 9 月降息，预计红利今年仍有表现空间。

图41：红利/成长相对收益与美债利率



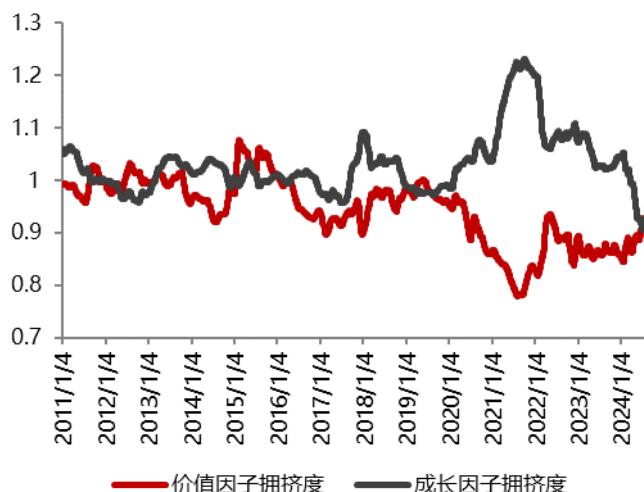
资料来源：wind，民生证券研究院

图42：美联储降息概率（CME）

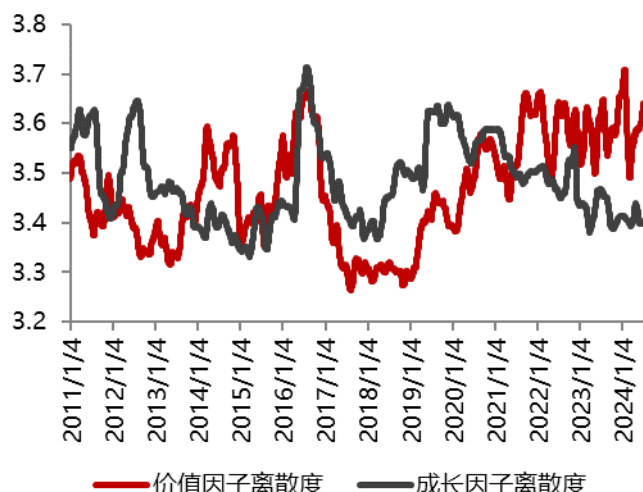
CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2024/9/18						0.0%	0.0%	0.0%	22.0%	78.0%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.0%	75.3%	3.7%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	27.7%	66.4%	3.3%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	24.3%	61.2%	11.9%	0.4%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	23.8%	60.3%	13.0%	0.7%	0.0%	0.0%
2025/4/30	0.0%	0.0%	1.5%	17.4%	49.5%	27.0%	4.4%	0.2%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	1.1%	13.1%	40.8%	33.1%	10.5%	1.3%	0.1%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.5%	6.5%	25.6%	37.3%	22.9%	6.4%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，民生证券研究院，注：当前美国联邦基金目标利率为 5.50%

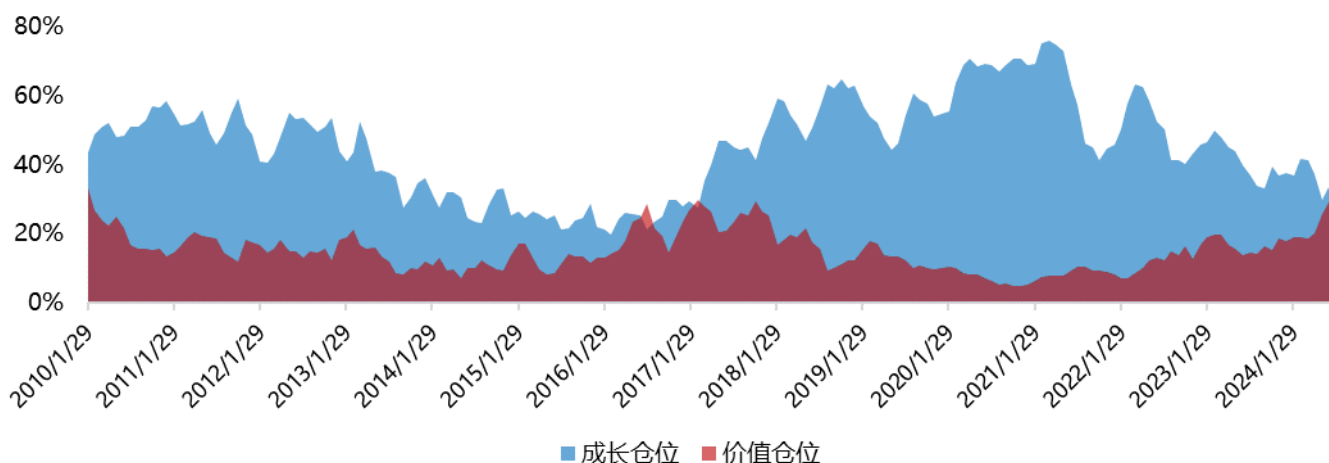
当下成长拥挤度极低但离散度也仍低，缺乏资产；价值已较为拥挤，公募价值持仓已达历史新高。因子拥挤度刻画了市场交易的风格集中性，目前来看，成长拥挤度极低，价值拥挤度处 2021 年以来较高水平。因子离散度刻画了不同风格的潜在机会水平，目前来看价值因子离散度总体相对成长优势较大，而成长因子离散度仍较低，潜在机会较少。两类风格当下都有各自优劣势，建议平衡配置。

图43：价值/成长拥挤度


资料来源：wind，民生证券研究院

图44：价值/成长离散度


资料来源：wind，民生证券研究院

图45：公募偏股主动基金风格仓位测算（截至 2024.7）


资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 大小市值：8 月小盘或有机会，下半年整体看好大盘

大盘/小盘的轮动大趋势上与机构调研强度有较高相关性。我们使用过去 30 日的平均调研次数作为机构调研强度的代理指标。大盘/小盘（沪深 300/中证 1000）的相对收益在月度频率上轮动较为频繁，但大趋势上与机构调研强度强弱有较高的一致性，且机构调研强度强弱的拐点一定程度上领先大盘/小盘轮动大趋势拐点，大小盘的轮动或与注意力机制相关。

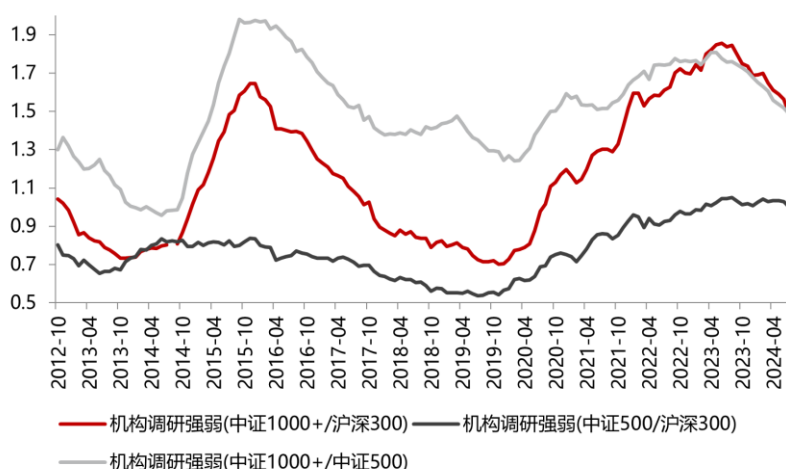
图46：小盘/大盘市场机构关注度强弱



资料来源：wind，民生证券研究院，注：机构关注度强弱指标都做了 MA12 处理

当前小盘相对大盘关注度已经过拐点，并且小盘已经经历泡沫化并大幅回撤。不论是中证 1000+相对于沪深 300/中证 500 还是中证 500 相对于沪深 300 的机构调研强度边际都在走弱，整体市场注意力已经发生切换，大趋势角度目前更看好大盘。

图47：不同市值股票池机构调研强弱



资料来源：wind，民生证券研究院，注：机构关注度强弱指标都做了 MA12 处理，中证 1000+指中证 1000 指数成分股及市值更小的其余股票的总和

从市值因子拥挤度来看，7 月小盘风格拥挤度边际降低但仍然处于较拥挤水

平。2024 年春节前后小盘拥挤度迅速冲高，此后一直在高位波动，拥挤交易风险仍未解除，不利小盘风格。

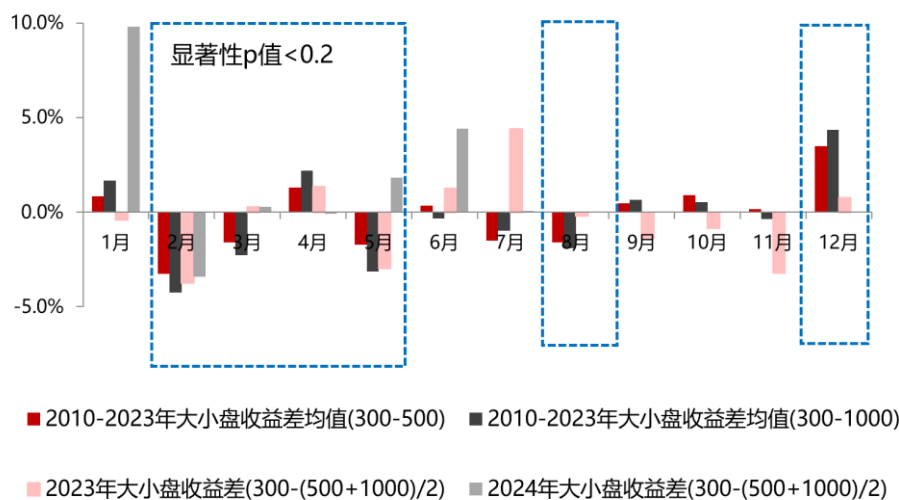
图48：市值因子拥挤度



资料来源：wind，民生证券研究院，注：市值拥挤度使用沪深 300 和中证 1000 计算

从季节效应来看，2010 年以来 8 月份小盘相对占优。2023 年大小盘季节效应统计显著性较高的月份实际表现与统计结论较为一致，特别在 2 月、4 月、5 月、8 月、12 月。2010 年-2023 年期间 8 月份小盘占优比例 64.3%，平均跑赢大盘 1.76%，统计上小盘显著占优。

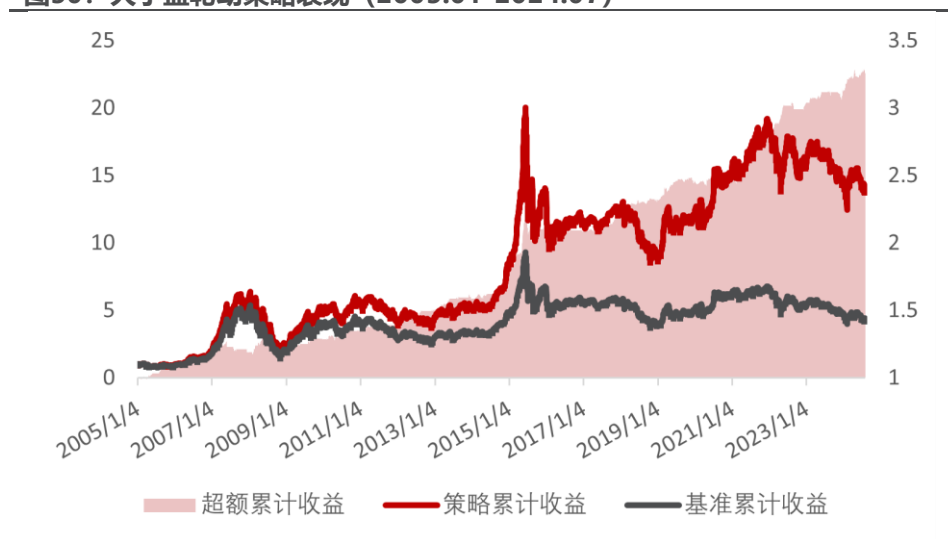
图49：月度大小盘收益差（季节效应）



资料来源：wind，民生证券研究院，注：300 代表沪深 300，500 代表中证 500，1000 代表中证 1000

我们基于机构关注度、市值因子拥挤度、季节效应三个维度，构建了大小盘轮动择时策略（沪深 300/中证 1000）。我们根据机构关注度的趋势、市值拥挤度的水平以及当月的季节效应对三个维度分别打分（-1 表示小盘占优，0 表示没有明显偏重，1 表示大盘风格占优），并以 1：1：3 的比例加权得到综合分数 $score$ ，大盘仓位设置为 $0.5 + 0.5 * score$ ，小盘仓位设置为 $0.5 - 0.5 * score$ ，策略月度调仓。截至 2024 年 7 月底，策略年化收益 14.50%，相较于等权基准超额稳定，年化超额 6.64%。

图50：大小盘轮动策略表现（2005.01-2024.07）



资料来源：wind，民生证券研究院

2024 年 8 月模型相对看好小盘风格。机构关注度、拥挤度维度相对看好大盘，季节效应维度 8 月小盘占优，综合来看模型 8 月略微偏向于小盘风格（模型仓位选择上小盘：大盘为 0.6：0.4）。8 月是下半年季节效应维度小盘统计显著占优的唯一月份，其余月份如果小盘拥挤情况没有明显改善的话，模型下半年会整体偏向于大盘风格。

4 行业配置量化观点

表6：2024 年 8 月推荐行业及权重

	多维行业配置策略	胜率赔率	出清反转	宏观驱动戴维斯双击
交通运输	20.0%	√	√	
电子	16.7%	√		√
有色金属	10.0%	√		
电力及公用事业	10.0%	√		
机械	10.0%	√		
通信	10.0%	√		
农林牧渔	10.0%		√	
国防军工	6.7%			√
汽车	6.7%			√

资料来源：Wind，民生证券研究院

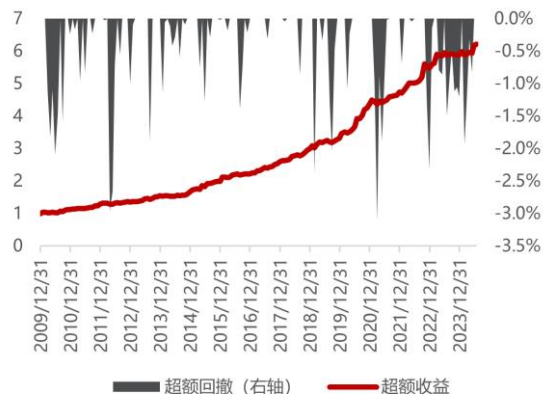
民生金工多维行业配置策略由三个行业配置策略组合而成，采取“恒星+卫星”的模式，其中胜率赔率策略、出清反转以及宏观驱动戴维斯双击策略权重为 3：1：1，策略内部选取的行业等权持有。策略历史绝对收益与超额收益显著，2023 年绝对收益 2.50%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 7.06%。2024 年绝对收益-3.21%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 5.66%。

图51：民生金工多维行业配置策略绝对收益



资料来源：wind，民生证券研究院

图52：民生金工多维行业配置策略超额收益



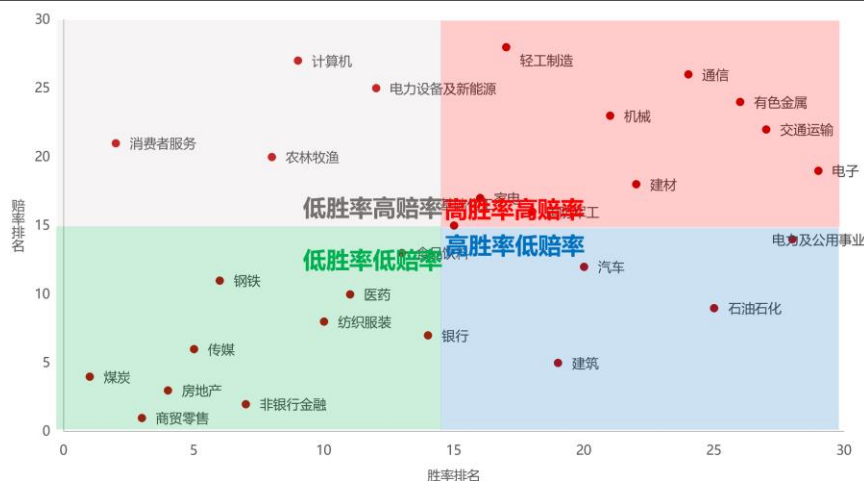
资料来源：wind，民生证券研究院

4.1 行业推荐：胜率与赔率

投资的期望回报取决于投资的胜率和赔率。在行业配置中，胜率是行业短周期实现相对市场超额收益的概率，赔率刻画行业长周期能获得多少绝对收益。短期看，行业景气度往往决定了行业的胜率；长期看，行业的估值、股息率等决定了行业的赔率。高胜率的行业往往趋势较好、景气度较高，而高赔率的行业往往估值低、长期看有绝对收益空间。

我们从胜率和赔率两个维度对中信一级行业进行刻画，综合考虑胜率和赔率，推荐：**电子、交通运输、有色金属、通信、电力及公用事业、机械。**

图53：2024年8月行业胜率赔率刻画



资料来源：wind，民生证券研究院

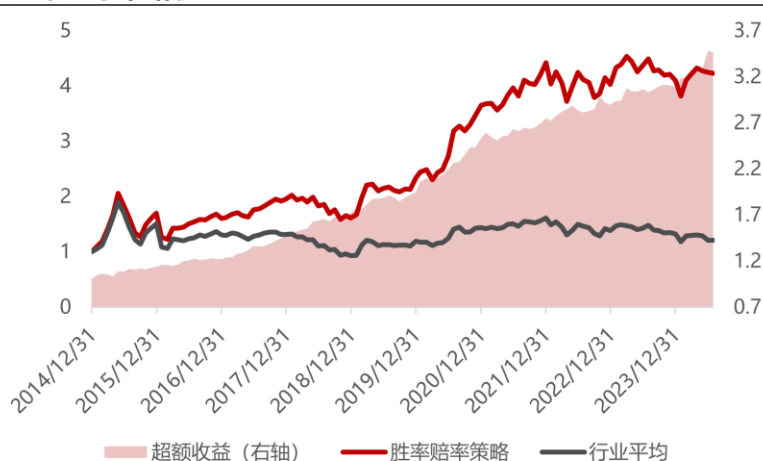
表7：2024年8月行业胜率赔率刻画

推荐行业	胜率	赔率	胜率&赔率
电子	√	√	√
交通运输	√	√	√
有色金属	√	√	√
通信	√	√	√
电力及公用事业	√	√	√
机械	√	√	√
建材	√	√	
轻工制造	√	√	
石油石化	√		
汽车	√		
国防军工	√	√	

资料来源：民生证券研究院绘制

策略历史表现如下，样本外超额显著，2024 年以来绝对收益 3.02%，相较于中信一级行业等权基准超额收益 12.22%。

图54：胜率赔率策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 行业推荐：出清反转策略

4.2.1 策略介绍

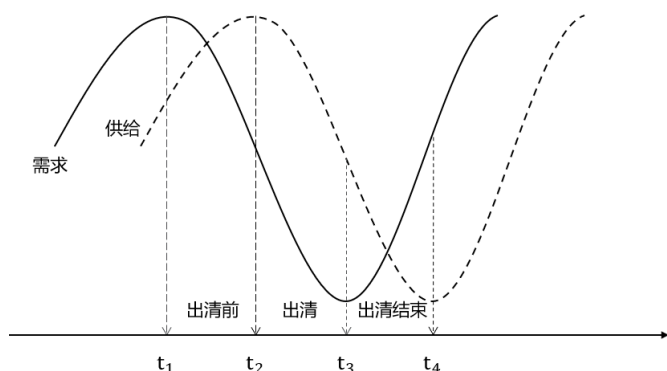
需求引导并且领先供给变化，在供给出清需求反转下行业回报将大概率提升。

在行业繁荣时期企业由于过度扩张、竞争导致产能过剩，出现供过于求的状态，而从该种状态到产能淘汰整合，资本撤离行业的过程称为行业出清。在出清尾声，需求端的回升使得企业盈利好转，而供给端还没有进入新的扩张时，将是布局行业的良好机会。

我们从行业需求、行业供给、行业竞争格局三个维度描述行业发展所处状态。

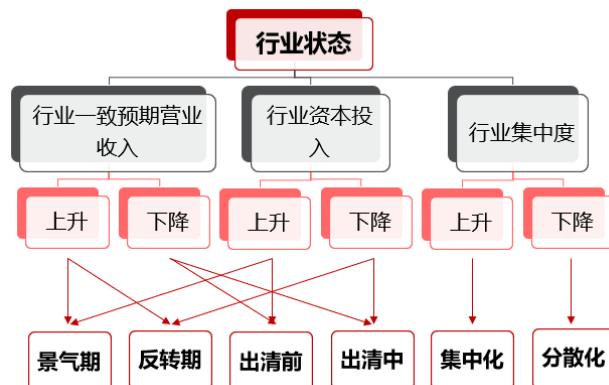
通过对每个指标上下行状态进行划分得到行业八种状态。我们将行业需求和供给均在下降时定义为行业出清状态，而将出清后行业需求端得到改善，行业供给未转向，同时集中度下行的状态定义为出清结束反转状态，观察行业是否能够在出清状态结束后基于格局变化获得超额收益。详细内容请参考报告《量化捕捉行业出清反转投资机会》。

图55：供需角度分析行业出清过程



资料来源：民生证券研究院整理绘制

图56：行业状态划分标准

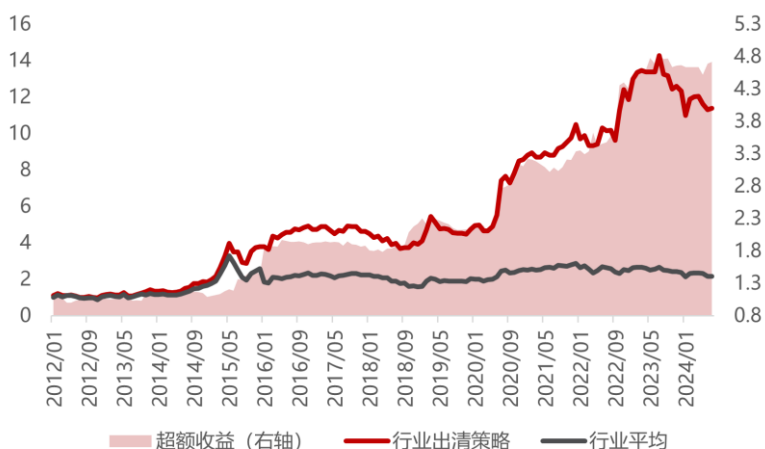


资料来源：民生证券研究院整理绘制

4.2.2 策略表现

行业出清反转策略从 2012 年 1 月 31 日到 2024 年 7 月 31 日相对于行业等权组合实现显著超额收益，具体表现如下图所示。策略主要在熊市末期与牛市初期贡献超额收益。

图57：行业出清反转策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

4.2.3 策略最新观点

当下处在反转期-分散化且前 6 个月出清过的行业为**交通运输、农林牧渔**。

表8：各行业 2024 年 7 月状态

行业	2024 年 7 月状态
农林牧渔	反转期-分散化
交通运输	反转期-分散化
石油石化	反转期-分散化
电力及公用事业	反转期-分散化
汽车	反转期-分散化
电子	反转期-分散化
通信	反转期-分散化
有色金属	反转期-集中化
钢铁	反转期-集中化
轻工制造	反转期-集中化
机械	反转期-集中化
家电	反转期-集中化
纺织服装	反转期-集中化
医药	反转期-集中化
食品饮料	反转期-集中化
建材	景气期-分散化
煤炭	景气期-集中化
基础化工	景气期-集中化
建筑	景气期-集中化
计算机	景气期-集中化
传媒	景气期-集中化
消费者服务	出清中-分散化
电力设备及新能源	出清中-集中化
房地产	出清中-集中化
商贸零售	出清前-分散化
国防军工	出清前-集中化

资料来源：wind，民生证券研究院

4.3 行业推荐：宏观驱动戴维斯双击策略

宏观驱动戴维斯双击策略认为宏观变量到资产价格的传导并非线性结构，如果直接利用宏观变量对行业未来收益做预测，其有效性较弱。宏观到资产价格的传导路径需要经过景气度和估值这两个中间变量，如果能够把握景气度和估值的变化，就能够较好地预测资产价格变动的方向。

宏观变量对行业景气度和估值的影响较为明显，比如 PMI 领先制造业的景气度，当 PMI 上升时，机械等制造业行业的行业景气度可能有明显改善。再如流动性 Shibor，利率能够显著驱动计算机行业的估值，当流动性提升时，计算机行业的估值可能有明显提升。

我们通过宏观指标分别预测行业未来盈利和未来估值，寻找未来盈利与估值均有可能上升的行业，构建宏观驱动戴维斯双击策略。

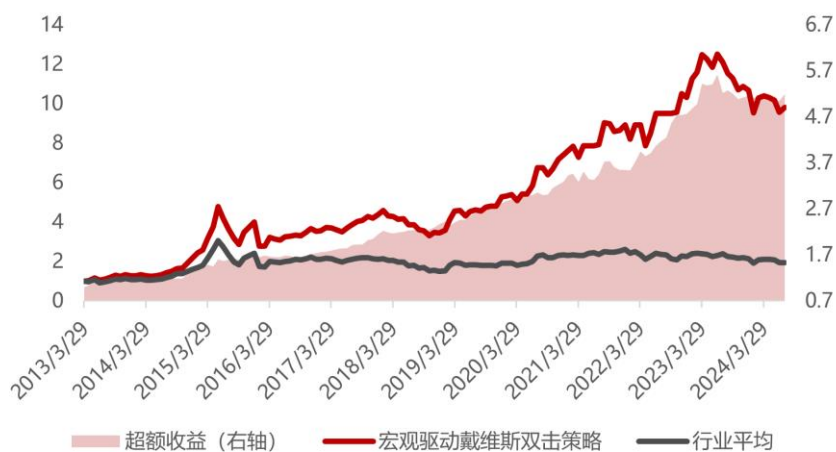
图58：宏观到资产价格的传导需要经历景气度和估值 2 个中间变量



资料来源：民生证券研究院整理绘制

模型每季度末从宏观预测的角度给出下一季度景气和估值有望双升的行业推荐信号，2024 年 Q3 推荐的行业为：**国防军工、汽车、电子**。宏观驱动戴维斯双击策略历史上贡献显著收益。

图59：宏观驱动戴维斯双击策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

5 风险提示

量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。

插图目录

图 1: 2024 年红利风格月度收益统计	3
图 2: 国企红利质量指数行业结构 (2024.07.31)	4
图 3: 中证红利指数行业结构 (2024.07.31)	4
图 4: 中证红利指数与国企红利质量指数超额归因	4
图 5: 中证红利指数与国企红利质量指数风格归因	5
图 6: 盈利风格收益和拥挤度	5
图 7: 2024 年 6-7 月行业对指数收益贡献	6
图 8: A 股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比 (%)	8
图 9: 银行与非银景气度变化	8
图 10: 金融与工业景气度变化	8
图 11: 2020 年以来各季度景气度变化	8
图 12: 上证指数、A 股景气度及社融 TTM 环比 MA6 变化	9
图 13: 分歧度、流动性、景气度变化趋势	10
图 14: 分歧度-流动性-景气度三维择时框架	10
图 15: 中证 800 走势与北上资金近期关系	11
图 16: 10Y 国债利率驱动因素模型	11
图 17: 静态因子模型历史月度利率择时效果	12
图 18: 利率驱动因子长期变化趋势	12
图 19: 10Y 国债利率 8 月预测各因子贡献	13
图 20: 2018 年以来模型预测值与实际值对比	13
图 21: 10 年期国债收益率走势通道与中枢	13
图 22: 黄金驱动因素模型	14
图 23: 静态因子模型历史月度黄金择时效果	14
图 24: 黄金驱动因子长期变化趋势	15
图 25: 伦敦金现 8 月预测各因子贡献	15
图 26: 黄金与美国实际利率走势	16
图 27: 美国通胀预期	16
图 28: 以商品逻辑下黄金定价公式估算实际利率下行幅度与黄金上涨空间 (2024.07.31 为基准)	16
图 29: 房企、居民、金融机构、地方政府链路关系	17
图 30: 民生金工房地产行业压力指数 (2024.7)	18
图 31: 细分指标当期评分 (2024.7)	18
图 32: 供需两侧压力 (2024.07)	18
图 33: NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入	19
图 34: 印度 NIFTY 50 收益分解	19
图 35: 2024 年以来 NIFTY 50 月度收益分解	19
图 36: 印度分歧度流动性变化趋势	20
图 37: 印度分歧度-流动性二维择时框架	20
图 38: 价值/成长相对收益动量轮动策略年化收益 (2004.12-2024.07)	21
图 39: 价值/成长 1 个月动量轮动策略表现 (2004.12-2024.07)	21
图 40: 动量策略什么情况下有效?	22
图 41: 红利/成长相对收益与美债利率	23
图 42: 美联储降息概率 (CME)	23
图 43: 价值/成长拥挤度	24
图 44: 价值/成长离散度	24
图 45: 公募偏股主动基金风格仓位测算 (截至 2024.7)	24
图 46: 小盘/大盘市场机构关注度强弱	25
图 47: 不同市值股票池机构调研强弱	25
图 48: 市值因子拥挤度	26
图 49: 月度大小盘收益差 (季节效应)	26
图 50: 大小盘轮动策略表现 (2005.01-2024.07)	27
图 51: 民生金工多维行业配置策略绝对收益	28
图 52: 民生金工多维行业配置策略超额收益	28
图 53: 2024 年 8 月行业胜率赔率刻画	29
图 54: 胜率赔率策略收益	30

图 55: 供需角度分析行业出清过程	31
图 56: 行业状态划分标准	31
图 57: 行业出清反转策略收益	31
图 58: 宏观到资产价格的传导需要经历景气度和估值 2 个中间变量	33
图 59: 宏观驱动戴维斯双击策略收益	33

表格目录

表 1: 国企红利质量指数与中证红利指数估值对比	4
表 2: 2024 年 8 月大类资产量化观点	7
表 3: 7 月社融结构预测 (单位: 亿元)	9
表 4: 2024 年 8 月市场风格量化观点	21
表 5: 价值/成长 1 个月动量轮动策略历史判断	22
表 6: 2024 年 8 月推荐行业及权重	28
表 7: 2024 年 8 月行业胜率赔率刻画	29
表 8: 各行业 2024 年 7 月状态	32

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026