

资产荒下的本能选择：类核心资产

——2024 金融工程半年度策略

核心观点

1、大势：基金赎回存在明显止盈倾向，当前点位上方或存在一定筹码压力，向上突破或需等待。2、主线逻辑：资产荒背景下，红利风格未结束，类核心资产即将启动。3、创新高基金：淡化对成长和弹性的追逐，更加偏好低 PE 高股息和盈利确定性资产。

□ **大势：基金赎回存在明显止盈倾向，随着市场反弹，当前点位上方或存在一定筹码压力，向上突破或需等待筹码消化。**

基金赎回比例和投资者的止损与止盈行为高度一致，盈亏状态下的赎回比例呈非对称分布。当持有基金盈利 10% 以上时，投资者赎回比例在 40% 以上。现阶段基金赎回规模随权益市场上涨呈单边增长状态，边际规模增速在指数达到 3200 点之后或将显著增加。

□ **主线逻辑：红利资产并不是资产荒的唯一解，在红利风格继续延续的同时，当前尚未受到充分重视的类核心资产未来有望成为下半年的主线。**

量化线索：2024 年行情驱动因素由 PB 转向 PE。

我们发现，前期的高股息定价背后，隐藏的本质定价线索是低 PB 修复，这实际上反映了市场偏防守姿态下的深度价值倾向。而到了 2024 年，随着政策预期强化，尾部风险定价转向对优质公司的竞争力定价，低 PE 修复可能是下半年值得关注的重要配置线索。

“类核心资产”有望成为下半年胜负手

与 2019 年核心资产行情启动时相比，当前同样是盈利预期企稳但尚未反转，这意味着业绩与宏观环境相关度较低、稳定高盈利的公司仍是当下首选，这与核心资产的内涵有部分重合。但同时也需认识到，一方面，2019 年无风险利率持续下行利于高成长股票的估值扩张，而当前无风险利率低位震荡，或应淡化对成长性的追逐；另一方面，2019 年增量市场下，资金共识方向更易表现出超额收益，而当前存量市场下需注意筹码拥挤度的问题。在此逻辑下，我们量化定义了“类核心资产”组合，其有望成为下半年投资的胜负手。此外，出口链同样具有业绩与国内宏观环境相关度较低的特点，或可作为类核心资产的重要补充。

红利风格尚未结束。

(1) 投资者结构并未失衡：行情结束的内因是投资者结构失衡，通过长短期收益率分布偏离测算，当前红利风格投资者结构距离失衡较远，行情仍能持续；

(2) 新发基金再来增量资金：当前正在发行和审核的红利基金共 44 只，未来或将提供 149 亿增量资金，而且券结模式之下，红利基金未来在资金导流方向存在优势，首发过后后续有望获得持续规模增量，为红利行情的延续提供动力。

□ **基金：2024 年创新高基金大盘点：哪些历史经验再次重演？**

2024 年二季度共 13 只基金（同一基金经理在管产品仅保留一只）实现新高，大部分得益于对大盘价值或资源股、银行股的精准配置。回顾历史，2022 年二季度新高基金策略与当前高度相似。当时，煤炭、地产和高股息成为多数新高基金

分析师：陈奥林
执业证书号：S1230523040002
chenaolin@stocke.com.cn

分析师：徐忠亚
执业证书号：S1230523050001
xuzhongya@stocke.com.cn

分析师：徐浩天
执业证书号：S1230523090002
xuhaojian@stocke.com.cn

分析师：张烨坤
执业证书号：S1230523090001
zhangyekai@stocke.com.cn

分析师：肖植桐
执业证书号：S1230523100003
xiaozhitong@stocke.com.cn

研究助理：陆达
luda@stocke.com.cn

相关报告

- 《隐藏主线：安全资产行情演绎》 2024.06.02
- 《资产荒下的演绎：红利行情未结束》 2024.05.26
- 《政策利好提振预期，地产板块估值修复》 2024.05.23

的配置方向。实际上，这两个时期的决策背景如出一辙，均面临海内外宏观环境的不确定性。

2022 年俄乌冲突和美联储加息导致市场波动，2024 年美元信用下降和地缘冲突频发成为主要挑战。面对潜在风险，新高基金采取了相似的应对策略：淡化对成长和弹性的追逐，转而青睐低 PE 高股息和盈利确定性资产，具体来说积极布局：1) 供给约束周期品、2) 低风偏高股息资产、3) 潜在盈利修复方向(如出海)。

- **选股：大盘看好低估值因子，关注盈利因子；小盘基本面和量价因子均相对有效，近 1 年超额收益分别为 11.8%和 15.0%。**

2024 年以来北上回流、机构调仓，均指向沪深 300。沪深 300 成分股内，选股因子重盈利，轻成长，估值因子有明显的周期性，交易层面难度显著高于中证 1000，技术类因子衰减尤为严重，策略重心不宜集中于高频交易。

- **风险提示**

本文中的模型及统计结果均基于历史数据统计得到，历史数据不代表未来；本报告不涉及证券投资基金评价业务，不涉及对基金产品的推荐，亦不涉及对任何基金持仓股票的推荐；本文基于基金经理的部分代表产品得到相关研究结论，所述研究结论限于基金经理的该基金产品范畴内，个别产品表现不代表基金经理全部业绩表现，更不代表未来。

正文目录

1 大势：基金存在赎回压力，突破或需等待	6
1.1 基金申赎呈现哪些交易特征？	6
1.2 上行趋势下的微观结构特征	6
2 主线逻辑：红利未结束，类核心资产即将启动	7
2.1 资产荒下的逻辑演绎路径	7
2.1.1 核心资产行情	7
2.1.2 红利资产行情	9
2.2 下半年主线：类核心资产	10
2.2.1 量化线索：2024 年行情驱动因素由 PB 转向 PE	10
2.2.2 “类核心资产”有望成为下半年胜负手	14
2.2.3 出口链：“类核心资产”的视角补充	17
2.3 红利风格尚未结束	19
2.3.1 红利风格回报确定性强	19
2.3.2 增量资金持续，延续红利行情	22
2.4 情绪：机构投资者与个人投资者存在预期差	24
3 基金：2018 年以来创新高基金盘点	25
4 选股：大盘重盈利轻交易，小盘交易贡献超额	28
4.1 沪深 300 内选股和中证 1000 有哪些不同	28
4.2 机构资金近半年有哪些动态	30
5 总结	31
6 风险提示	32

图表目录

图 1: 基金赎回规模随指数上涨变化的测算结果	6
图 2: 理财产品收益率 2018 年以来持续下行后维持低位	7
图 3: 茅指数的 ROE 中位数显著高于全部 A 股	8
图 4: 茅指数的归母净利润增速显著高于全部 A 股	8
图 5: 资管新规后, 银行理财对非标资产的配置比例持续压降	8
图 6: 2018 年起理财规模震荡, 公募规模扩张 (单位: 亿元)	8
图 7: 茅指数相对 Wind 全 A 的超额收益走势	9
图 8: 2019 年起, 茅指数相对 Wind 全 A 开始出现持续估值溢价	9
图 9: 近年来中证红利指数股息率与理财收益率之差整体走阔	10
图 10: 2022 年起, 中证红利指数持续跑赢 Wind 全 A	10
图 11: 2022-2023 年, 低 PB 低股息组合表现显著优于高 PB 高股息组合	11
图 12: 工业企业利润 2024 年转为正增长	11
图 13: 2024 年, 低 PE 高 PB 组合表现显著优于高 PE 低 PB 组合	12
图 14: 低 PE 高 PB 组合的行业分布	12
图 15: 2019 年 3 月前后, 定价因子由 PB 切换至 PE	13
图 16: 主动权益基金规模自 2022 年以来持续收缩	14
图 17: 类核心资产组合走势	15
图 18: 类核心资产组合股息率变化	15
图 19: 低 PB 条件下得到的组合过去表现更优	16
图 20: 类核心资产组合最新明细 (截至 2024/5/31)	16
图 21: 类核心资产组合与公募前 100 大重仓股重合度	17
图 22: 中国出口增速近期整体表现强劲	17
图 23: 制造业出口链组合自 2024 年 2 月以来超额收益震荡上行	18
图 24: 地产后周期出口链组合自 2024 年 2 月以来超额收益震荡上行	18
图 25: 什么是收益不确定性	20
图 26: 中证红利指数 (000922.CSI) 收盘价与信号	21
图 27: 信号择时策略净值	22
图 28: 红利基金规模增长为行情提供增量资金来源	23
图 29: 未来红利基金潜在发行规模	23
图 30: 2018 年以来各季度创新高基金数量和占比	26
图 31: 2024Q2 创新高类型和驱动因素	26
图 32: 2018 年以来新高基金特征	27
图 33: 2022Q2 创新高类型和驱动因素	28
图 34: 华泰柏瑞多策略重仓股	28
图 35: 量价因子有效性: 沪深 300	29
图 36: 基本面因子有效性: 沪深 300	29
图 37: 量价因子有效性: 中证 1000	30
图 38: 基本面因子有效性: 中证 1000	30
图 39: 2024 年北向持续流入沪深 300	30
图 40: 公募基金重仓: 沪深 300 持仓市值增加	30
图 41: 北向在大盘、盈利敞口更高	31
图 42: 沪深 300 成交额占比近期抬升	31

表 1: 不同浮动盈亏区间内的基金赎回比例.....	6
表 2: 当前市场环境 with 2019 年的异同	13
表 3: 制造业出口链股票组合-截至 2024/5/31.....	19
表 4: 地产后周期出口链股票组合-截至 2024/5/31.....	19
表 5: 信号触发后区间收益.....	21
表 6: 指标敏感度测试.....	22
表 7: 公募基金 2024 年一季报重点关注主题与个人投资者重点关注板块.....	25
表 8: 沪深 300 和中证 1000 内 IC 均值: 基本面因子有效性提高.....	29

1 大势：基金存在赎回压力，突破或需等待

从大势研判的角度来看，随着经济延续弱复苏状态，市场至暗时刻或已度过，但基金赎回存在明显止盈倾向，随着市场反弹，当前点位上方存在一定筹码压力，向上突破或需等待筹码消化。

1.1 基金申赎呈现哪些交易特征？

统计来看，盈利的基金更容易被赎回。基金赎回比例和投资者的止损与止盈行为高度一致，盈亏状态下的赎回比例呈非对称分布。基于申购赎回历史数据测算，我们归纳出基金投资者赎回主要在3种情景下发生：情景一：止盈；当持有基金盈利10%以上时，投资者赎回比例在40%以上。情景二：大幅超跌，止损比例逐步下降，浮亏超过50%时止损赎回比例仅有5.5%。情景三：亏损有限或超跌反弹时，准备离场：当投资者浮亏幅度在10%以内，赎回比例扩大至24.1%。

整体上来看，基金投资者更倾向于获利离场，基金上涨过程中赎回压力也随之增大。

表1：不同浮动盈亏区间内的基金赎回比例

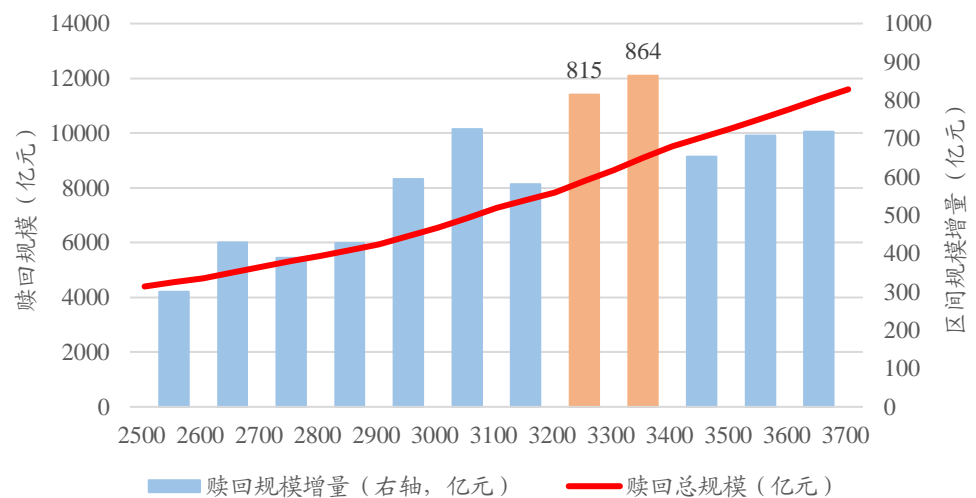
亏损区间	赎回比例 (%)	盈利区间	赎回比例 (%)
10%以内	24.1	10%以内	36.7
10%至30%之间	15.4	10%至30%之间	41.0
30%至50%之间	10.4	30%至50%之间	42.1
50%至70%之间	5.5	50%至70%之间	43.6
70%以上	继续持有	70%以上	38.6

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2 上行趋势下的微观结构特征

经测算，随着基金的赎回，市场整体或面临一定的筹码压力。现阶段基金赎回规模随权益市场上涨呈单边增长状态（如下图所示），边际规模增速在指数达到3200点之后显著提高；上证综指突破3200点向3400点上涨过程中，潜在的基金规模调整或超千亿（如下图所示）。在没有重要催化的前提下，基金赎回潜在压力指向当前权益市场可能仍将呈现震荡上行的格局。

图1：基金赎回规模随指数上涨变化的测算结果



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 主线逻辑：红利未结束，类核心资产即将启动

2022 年以来的红利行情本质是资产荒的演绎，参考上一轮资产荒阶段市场表现，可以发现红利资产并不是资产荒的唯一解，我们认为，在红利风格延续的同时，伴随核心定价因素由 PB 转向 PE，“类核心资产”有望成为下半年胜负手。

2.1 资产荒下的逻辑演绎路径

2013 年以来，无风险收益率走低，资产荒持续演绎。与国债收益率相比，理财产品收益率辐射面更广，或是无风险收益率的更好代表指标。可以看到，2018-2021 年间理财收益率持续走低，并在 2022 年后维持低位，“资产荒”现象愈发显著，而这可能是催化 2019-2021 核心资产行情及 2022 年以来红利资产行情的重要原因。

图2：理财产品收益率 2018 年以来持续下行后维持低位



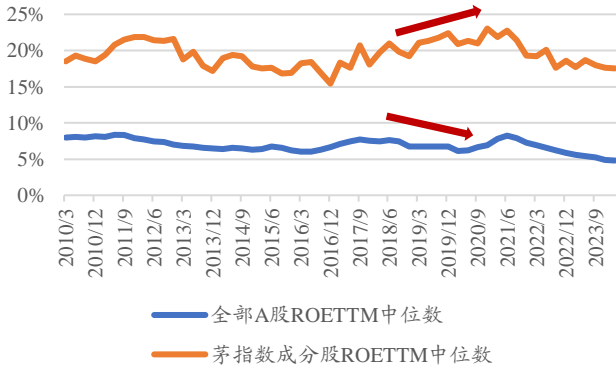
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.1.1 核心资产行情

2019 至 2021 年，核心资产为何能持续走强？我们认为底层主要有两方面原因：

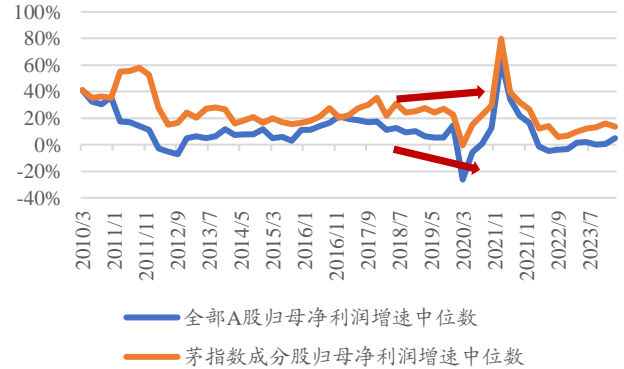
1、2018 年起，国内经济增速逐渐下台阶，经济整体偏弱的背景下，盈利与经济环境相关度较低的股票具备更强防御性。若以万得编制的茅指数作为核心资产的代表，可以发现，茅指数的 ROE 中枢及归母净利润增速中枢均持续高于全部 A 股，且稳定性更强。在 2020 年市场整体盈利能力下滑、业绩增速显著回落的区间内，核心资产却能够实现 ROE 的逆势扩张和业绩的持续增长。

图3: 茅指数的 ROE 中位数显著高于全部 A 股



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

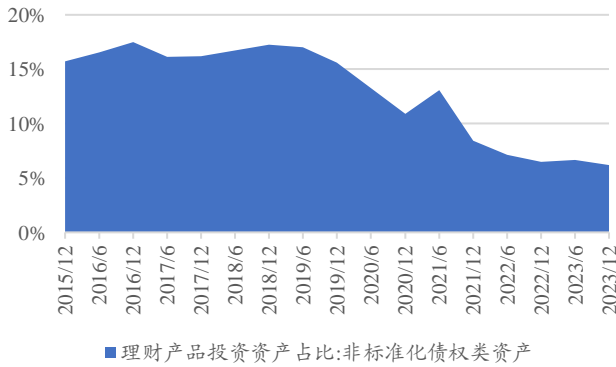
图4: 茅指数的归母净利润增速显著高于全部 A 股



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

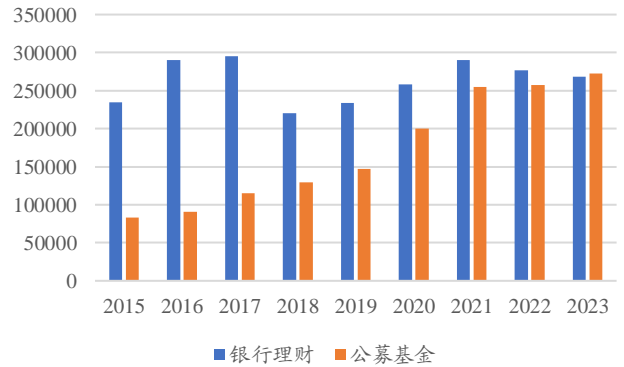
2、2018年4月资管新规正式出台后，理财产品收益率迅速下行，无风险收益率下行利于高成长股票的估值提升。核心资产虽然在2016年起就相对全A走出了超额收益，但前期整体仍是由盈利端的高增长驱动的股票走强，估值端相对全A并未出现溢价。而在2018年资管新规出台后，理财产品对非标资产的配置比例持续压降，收益率持续走低，这使得部分资金结构性由银行理财市场流入股票市场，公募基金规模迅速扩张，权益市场表现为增量格局。在此阶段，稳健高成长的优质资产获得资金共识，核心资产开始出现显著估值溢价，这进一步助推了核心资产的强势行情。

图5: 资管新规后，银行理财对非标资产的配置比例持续压降



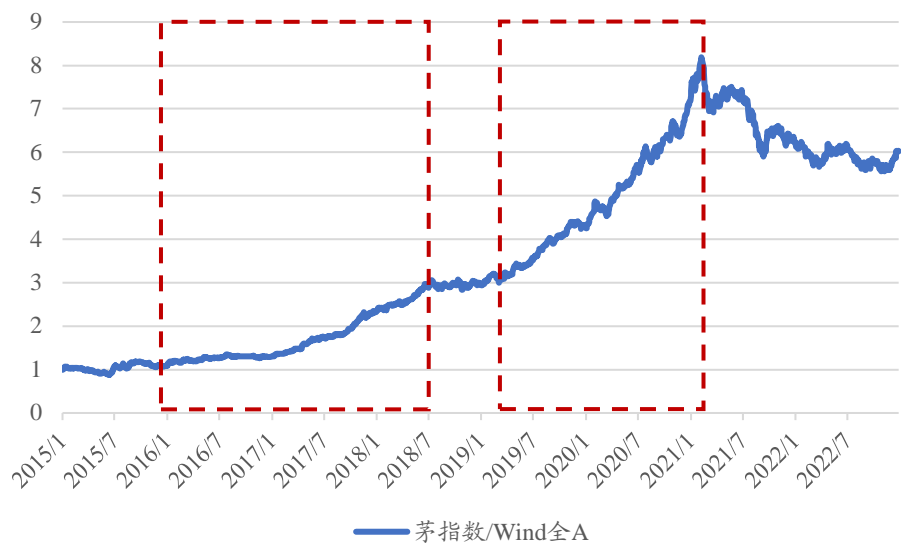
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 2018年起理财规模震荡，公募规模扩张 (单位: 亿元)



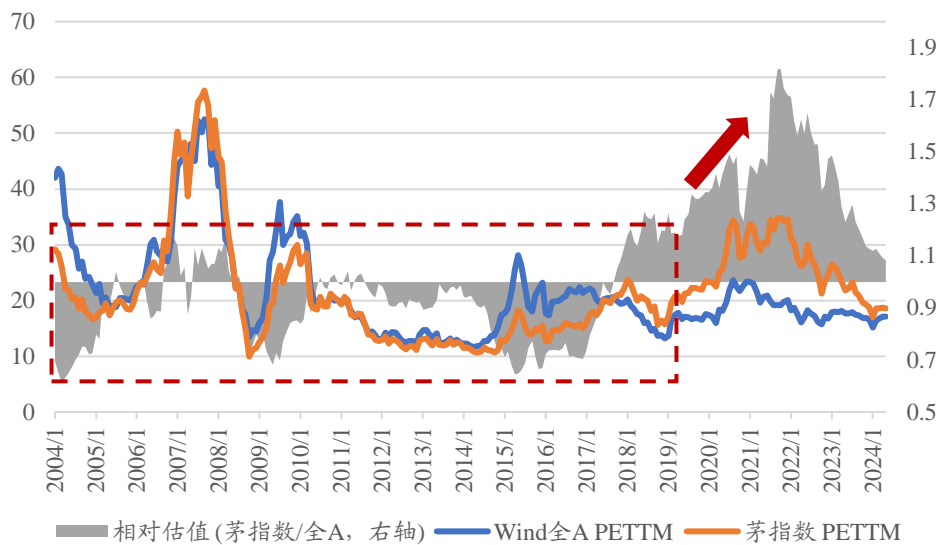
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7：茅指数相对 Wind 全 A 的超额收益走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：2019 年起，茅指数相对 Wind 全 A 开始出现持续估值溢价



资料来源：Wind，浙商证券研究所

简而言之，偏弱的宏观环境叠加持续下行的无风险收益率，指向周期性弱+成长性强的交集，成为资金共识方向，而这一交集即为“核心资产”。

2.1.2 红利资产行情

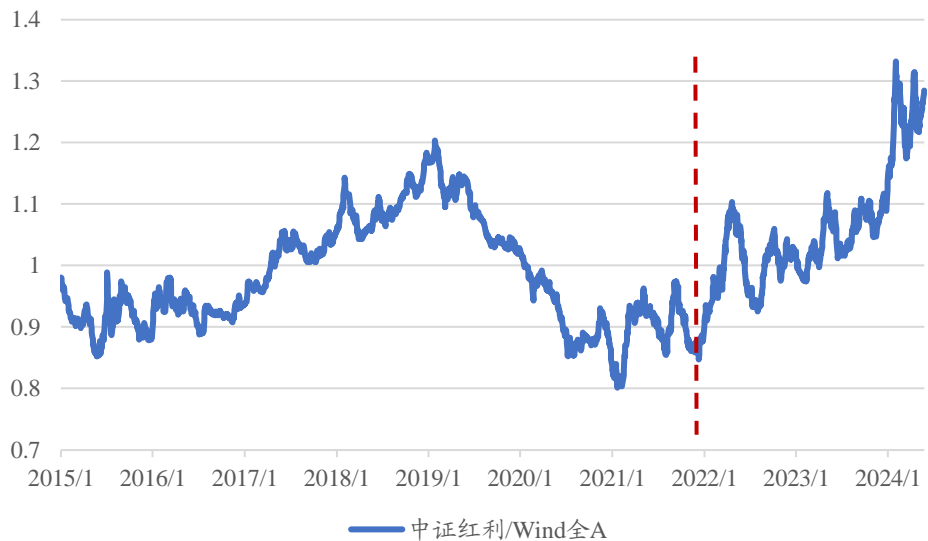
无风险利率持续低位，催化高股息行情。与 2019-2021 年相比，2022 年至今的共性在于经济增长偏弱，因此市场倾向于寻找稳健类资产。而不同之处在于：一方面，无风险利率并非持续下行，而是低位震荡，这意味着高成长股票缺乏估值提升的边际动力；另一方面，红利资产股息率持续抬升，与理财收益率之差整体走阔，对于低风险偏好投资者来说开始具备了一定吸引力。在此背景下，市场定价重心也由前一轮的“盈利稳定+高成长”转变为“盈利稳定+高股息”，资产荒下，稳定高股息股票的类债属性逐渐受到市场青睐。

图9：近年来中证红利指数股息率与理财收益率之差整体走阔



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10：2022年起，中证红利指数持续跑赢 Wind 全 A



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 下半年主线：类核心资产

2.2.1 量化线索：2024 年行情驱动因素由 PB 转向 PE

前文中，我们从资产荒视角对 2022 年以来的红利资产行情做出了解释，即无风险利率持续低位的背景下，稳定高股息个股的类债属性吸引了部分低风险偏好的资金。而如果从风格视角来看，我们则能够有不同的发现。

前期高股息行情本质上是在定价低 PB，反映了市场偏防守姿态下的深度价值倾向。若我们将股票按其 PB 及股息率相较全部 A 股中位数的高低进行分组，可以发现，2022-2023 年，高 PB 高股息股票组合整体跑输基准指数，而低 PB 低股息组合则有显著超额收益。这

意味着，前期的高股息定价背后，隐藏的本质定价线索是低 PB 修复，而这实际上就反映了市场偏防守姿态下的深度价值倾向。

图11： 2022-2023 年，低 PB 低股息组合表现显著优于高 PB 高股息组合



资料来源：Wind，浙商证券研究所。注：股票组合内部等权，基准组合为全部 A 股等权得到。

2024 年，核心驱动因素由 PB 转向 PE。进入 2024 年后，虽然表面上高股息仍走势强劲，但其核心驱动因素已经发生了系统性切换。若我们将股票按其 PB 及 PETTM 相较全部 A 股中位数高低进行分组，可以发现，2024 年以来，低 PE 高 PB 组合开始显著跑赢高 PB 低 PE 组合，这意味着行情核心驱动因素已经由 PB 转向 PE。

由 B 至 E，意味着尾部风险定价转向对优质公司的竞争力定价。PB 侧重于衡量尾部风险，而 PE 侧重于衡量盈利能力。今年以来，伴随着地产政策的持续放松，地产进一步拖累经济的担忧得到缓解，同时工业企业利润增速也由 2023 年的持续负增长转为正增长，盈利预期开始企稳。此时，尾部风险定价转向对优质公司的竞争力定价，这就体现为核心定价因素由 PB 向 PE 的切换。

图12： 工业企业利润 2024 年转为正增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所。

图13: 2024年, 低PE高PB组合表现显著优于高PE低PB组合



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。注: 股票组合内部等权, 基准组合为全部 A 股等权得到。

而这一线索的指向, 从行业结构上来看与核心资产类似。若简单统计低 PE 高 PB 组合的行业分布, 可以发现, 其相对 Wind 全 A 超配的行业, 主要集中在食品饮料、医药生物、家用电器、电力设备等典型的核心资产类行业。

图14: 低PE高PB组合的行业分布

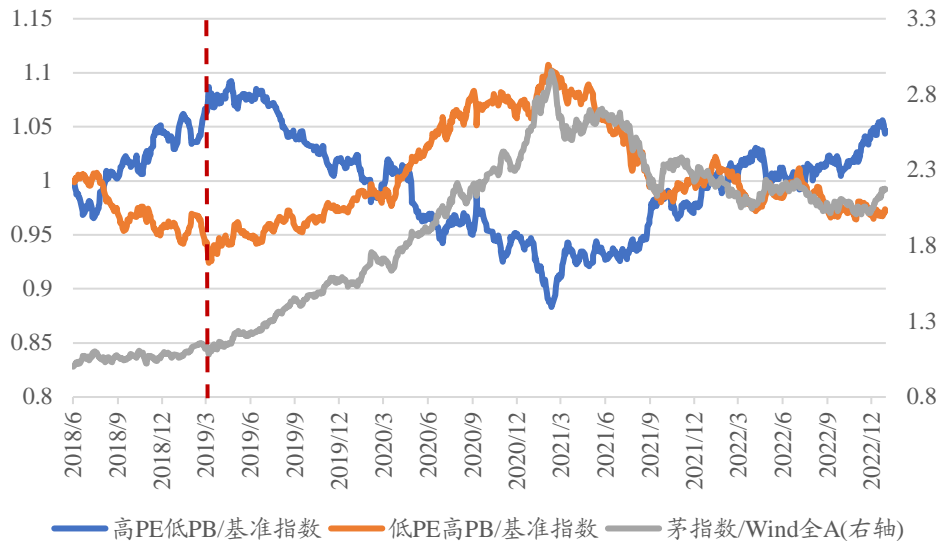
	低PE高PB组合行业分布	Wind全A行业分布	低PE高PB-Wind全A
食品饮料	7.2%	2.3%	4.8%
医药生物	13.8%	9.2%	4.6%
家用电器	4.6%	1.8%	2.8%
电力设备	9.5%	7.0%	2.5%
汽车	7.2%	5.3%	1.9%
社会服务	2.8%	1.5%	1.3%
轻工制造	4.2%	3.0%	1.2%
纺织服饰	2.4%	2.0%	0.4%
有色金属	2.9%	2.6%	0.3%
美容护理	0.7%	0.6%	0.1%
钢铁	0.9%	0.8%	0.1%
煤炭	0.6%	0.7%	-0.1%
综合	0.0%	0.4%	-0.4%
传媒	2.0%	2.4%	-0.4%
商贸零售	1.5%	1.9%	-0.5%
非银金融	1.1%	1.6%	-0.5%
建筑材料	0.9%	1.4%	-0.5%
公用事业	1.8%	2.4%	-0.6%
石油石化	0.2%	0.9%	-0.7%
交通运输	1.7%	2.3%	-0.7%
国防军工	1.8%	2.6%	-0.7%
环保	1.7%	2.5%	-0.9%
机械设备	9.7%	10.7%	-0.9%
农林牧渔	1.1%	2.1%	-1.0%
建筑装饰	1.8%	3.2%	-1.3%
基础化工	6.4%	7.8%	-1.3%
房地产	0.6%	2.0%	-1.4%
通信	0.9%	2.5%	-1.6%
电子	6.8%	9.0%	-2.2%
计算机	3.3%	6.6%	-3.3%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所。注: 此处统计的为个股数量占比分布。

“

核心资产行情启动前，也曾发生过定价因子由 PB 至 PE 的切换。在 2018 年 7 月中美贸易摩擦事件发生后，市场风险偏好迅速降低，防御心态下涌入安全边际较高的低 PB 资产。随后，2019 年 3 月社融大超预期，盈利预期企稳，市场关注重心开始转向盈利能力更强的低 PE 优质资产，表现为后续核心资产的大幅走强。

图15：2019年3月前后，定价因子由PB切换至PE



资料来源：Wind，浙商证券研究所。注：股票组合内部等权，基准组合为全部 A 股等权得到。

当前市场与 2019 年虽有相似，但亦有不同，因此背后映射的占优资产，也应有所差异：

1、**稳健高盈利仍是首选。**当前与 2019 年的相同点在于，盈利预期虽然已经企稳，但尚未明显反转，这意味着业绩表现与宏观环境相关度较低、稳定高盈利的公司仍是当下首选，这一理念与此前的核心资产有部分重合。

2、**大盘风格相对占优。**2019 年，小盘股此前积累的商誉等问题仍在持续拖累其业绩表现，整体呈现大盘占优的格局。而今年以来，“国九条”等政策对小市值公司也做出了更加严格的规范要求。

3、**淡化成长属性。**2018 年起无风险利率持续下行，边际利好高成长标的，因此周期性弱+成长性强的核心资产成为资金共识方向。但自 2022 年以来，无风险收益率整体维持低位震荡，对成长股的估值提升并没有进一步的边际催化，因此高成长性或不是当前所需关注的重心。

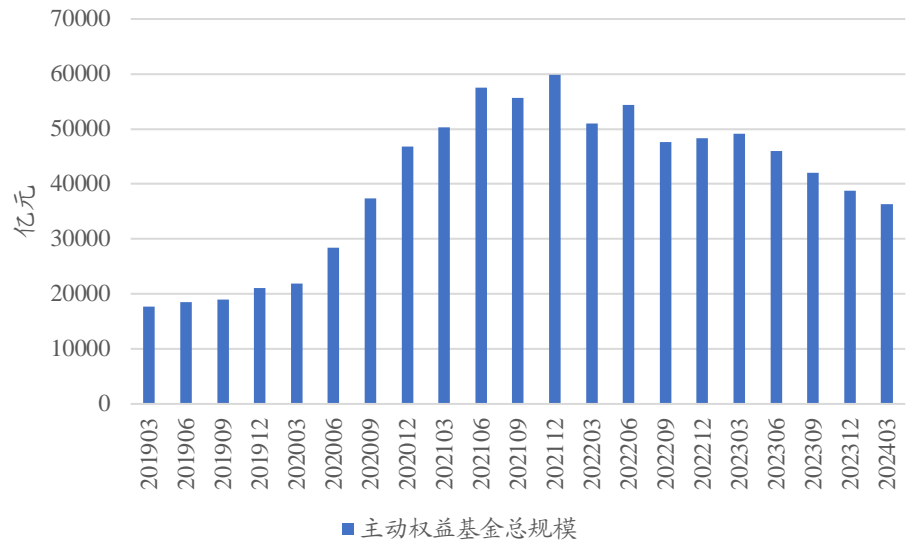
4、**规避持仓拥挤标的。**2019 年公募基金规模持续扩张，表现为增量市场，资金共识方向更易表现出超额收益。而 2022 年以来主动权益基金规模持续萎缩，存量市场下需规避持仓拥挤标的。

表2：当前市场环境 with 2019 年的异同

	2019	当前
不同	无风险利率持续下行	无风险利率低位震荡
	增量市场	存量市场
相同	盈利预期企稳但未大幅反转	
	均具有一定资产荒特征	
	大盘相对占优	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图16: 主动权益基金规模自 2022 年以来持续收缩



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。注: 主动权益基金的统计口径为普通股票型、偏股混合型及灵活配置型加总

在此逻辑下, 我们提出“类核心资产”概念。其内涵虽与此前的核心资产有部分重合, 但同时结合了当前市场环境做出了针对性修正。我们认为, 类核心资产未来有望持续表现出超额收益。

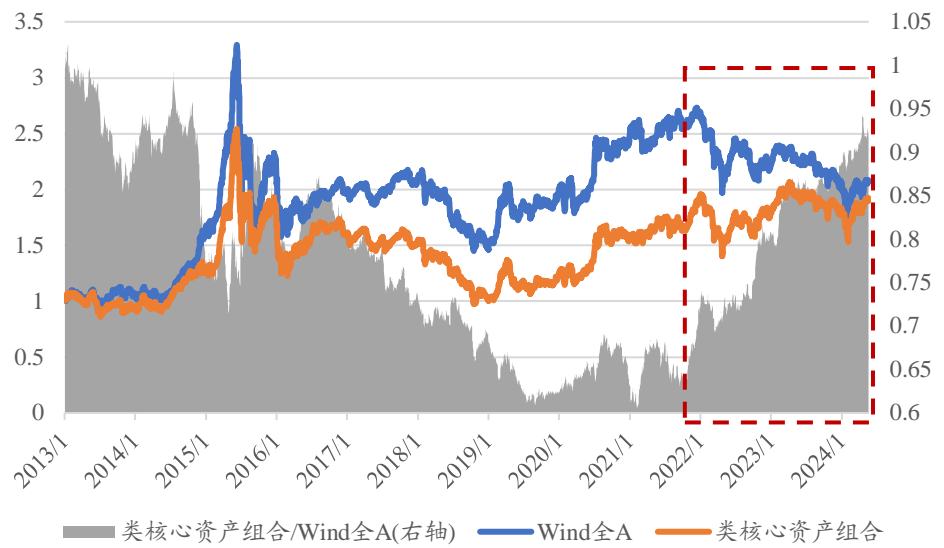
2.2.2 “类核心资产”有望成为下半年胜负手

我们目前已经能够观察到盈利预期企稳后, 行情驱动因素由 PB 至 PE 的切换。在此基础上, 我们判断业绩周期性弱、盈利能力较强的优质资产有望成为下一阶段投资的胜负手, 我们基于以下四个条件进行组合筛选:

- 1. 稳定高盈利能力:** ROETTM 连续三年位于全部 A 股前 30%, 且 ROE 波动率 (过去三年 ROETTM 标准差/过去三年 ROE 均值) 位于全部 A 股后 30%。在当前相对偏弱的宏观背景下, 业绩与宏观环境相关性较低的稳定高盈利能力个股或更易受到关注。
- 2. 低 PE 高 PB:** PE 位于全部 A 股后 50%, PB 位于全部 A 股前 50%。高 PB 表明运营风险较低, 而低 PE 表明相较其盈利能力, 市场当前预期较低。
- 3. 筹码集中度低:** 主动权益基金持股占比相较自由流通市值占比低配。主动基金被动化趋势下, 主动基金重仓股可能面临结构性卖出压力。
- 4. 行业龙头:** 个股市值位于所处申万一级行业前 50%。政策导向下, 大盘股或相对更占优。

类核心资产股票组合 2022 年以来持续跑赢 Wind 全 A, 是埋藏在高股息下的一条潜在主线。基于以上四个筛选条件, 我们每月动态进行标的筛选, 等权配置得到类核心资产股票组合。从结果来看, 2022 年以来, 类核心资产组合相对 Wind 全 A 持续表现出超额收益。而从股息率上来看, 组合股息率明显低于中证红利指数, 与沪深 300 指数基本相当, 这表明其上涨逻辑与高股息并不一致, 稳定高盈利能力在被市场持续定价。

图17: 类核心资产组合走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。

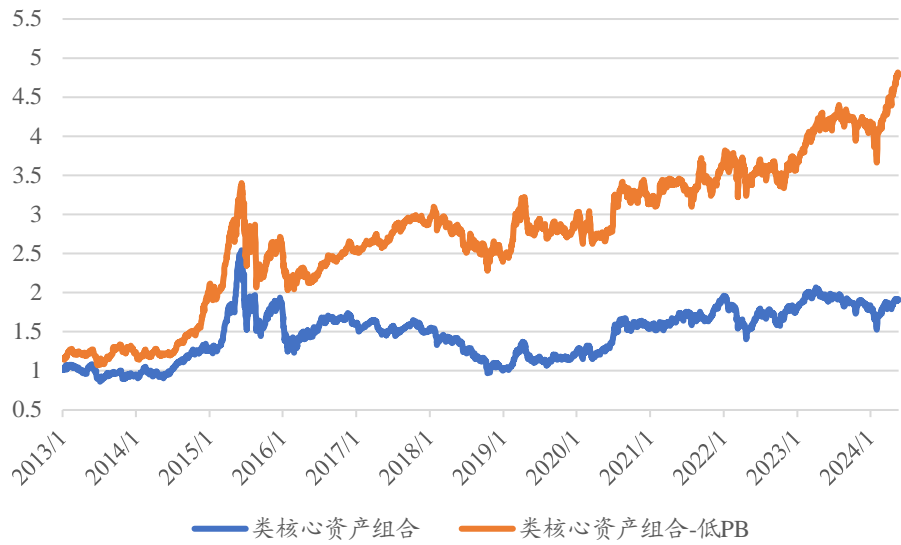
图18: 类核心资产组合股息率变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。

伴随核心定价因素由PB转向PE，类核心资产的超额收益有望延续。虽然类核心资产组合在过去两年中已经跑出了显著超额收益，但若将筛选条件中的低PE高PB替换为低PB，则可以发现，低PB组合的走势更为强劲，这与我们前面看到的2022年以来低PB风格持续走强相一致。我们判断，在低PB持续修复后，低PE有望成为后续定价核心，我们此前定义的类核心资产组合有望成为下半年超额收益胜负手。

图19: 低PB条件下得到的组合过去表现更优



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。

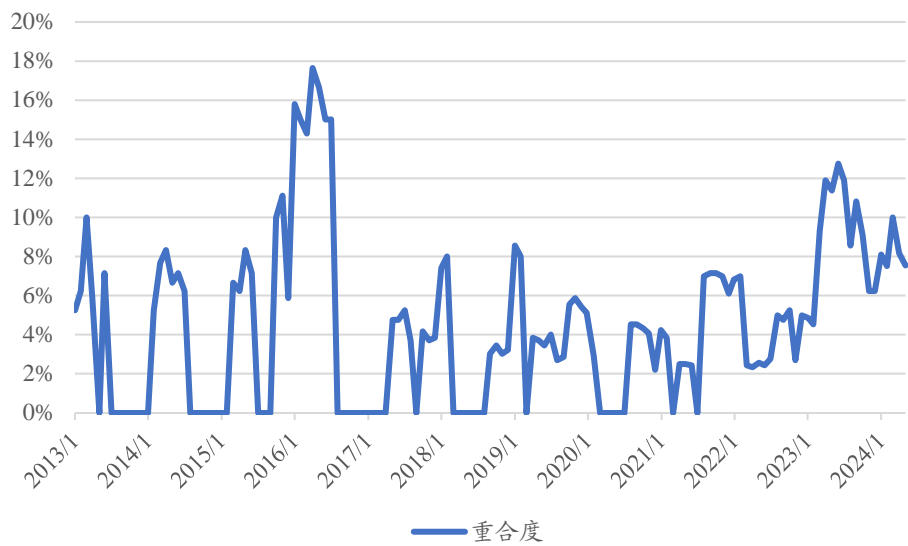
从行业分布上来看,最新组合名单以食品饮料、机械设备等行业为主,但与公募重仓的传统“核心资产”重合度较低,历史上与公募前100大重仓股的重合度均在20%以下,最新一期重合度仅7.5%。

图20: 类核心资产组合最新明细(截至2024/5/31)

行业	股票代码	股票名称	市值	行业	股票代码	股票名称	市值
食品饮料	600519.SH	贵州茅台	20708	美容护理	300957.SZ	贝泰妮	226
	600887.SH	伊利股份	1802		605009.SH	豪悦护理	71
	000895.SZ	双汇发展	878	医药生物	000513.SZ	丽珠集团	359
	603156.SH	养元饮品	323		300685.SZ	艾德生物	73
	300146.SZ	汤臣倍健	257	电子	002916.SZ	深南电路	461
	603589.SH	口子窖	252		002130.SZ	沃尔核材	167
	600702.SH	舍得酒业	240	家用电器	000333.SZ	美的集团	4517
	002216.SZ	三全食品	110		603515.SH	欧普照明	149
	603043.SH	广州酒家	99		300403.SZ	汉宇集团	48
	机械设备	000848.SZ	承德露露	92	建筑材料	000786.SZ	北新建材
300997.SZ		欢乐家	63	002372.SZ		伟星新材	271
688777.SH		中控技术	337	汽车	002088.SZ	鲁阳节能	73
002690.SZ		美亚光电	149		600660.SH	福耀玻璃	1207
002158.SZ		汉钟精机	104		605005.SH	合兴股份	69
公用事业	002833.SZ	弘亚数控	91	轻工制造	605099.SH	共创草坪	91
	688128.SH	中国电研	76		603408.SH	建霖家居	67
	600900.SH	长江电力	6511	非银金融	002014.SZ	永新股份	62
002911.SZ	佛燃能源	125	300059.SZ		东方财富	1959	
基础化工	605368.SH	蓝天燃气	92	钢铁	000708.SZ	中信特钢	762
	603360.SH	百傲化学	57		300699.SZ	光威复材	217
	300019.SZ	硅宝科技	53	纺织服饰	600916.SH	中国黄金	182
603970.SH	中农立华	52	商贸零售		002416.SZ	爱施德	122
电力设备	600406.SH	国电南瑞		1808	传媒	300770.SZ	新媒股份
	300316.SZ	晶盛机电	420	建筑装饰		003013.SZ	地铁设计
	002056.SZ	横店东磁	225		计算机	002401.SZ	中远海科
有色金属	601168.SH	西部矿业	443	社会服务		603060.SH	国检集团
	600549.SH	厦门钨业	270				

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图21: 类核心资产组合与公募前100大重仓股重合度



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。

2.2.3 出口链: “类核心资产”的视角补充

出口链是对类核心资产的重要补充。前文中我们提到,考虑到当前国内经济预期整体仍偏弱,业绩与宏观环境相关度较低是我们筛选“类核心资产”的重要条件。而在财务数据之外,业绩受外需决定的出口链股票,或也满足这一特质。近期我国出口数据表现强劲,同时我们在2024年1月10日外发报告《出口链:2024需求改善的方向》中提到,出口链有望持续受益于后续美联储降息周期的开启。外需结构性景气下,出口链股票的业绩与国内经济景气变化之间的相关性亦将降低,是对“类核心资产”重要的视角补充。

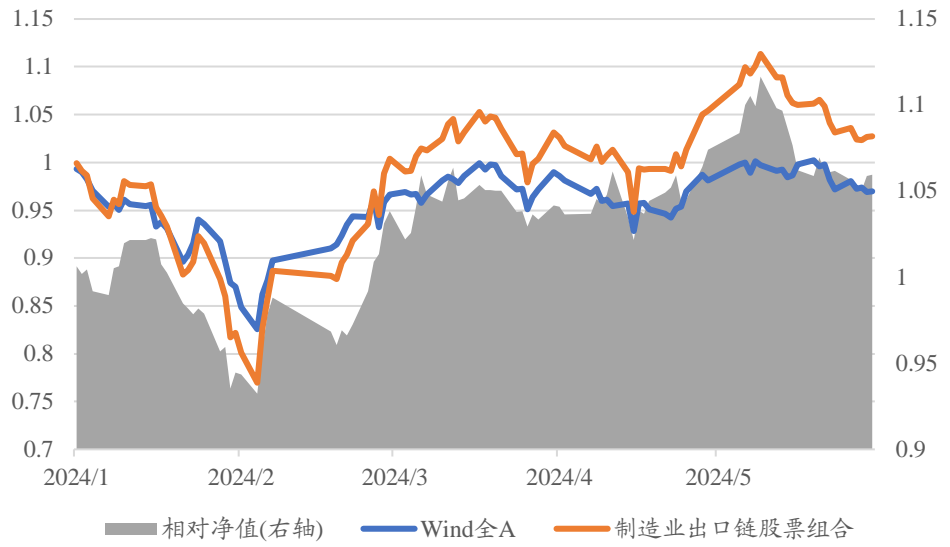
图22: 中国出口增速近期整体表现强劲



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。

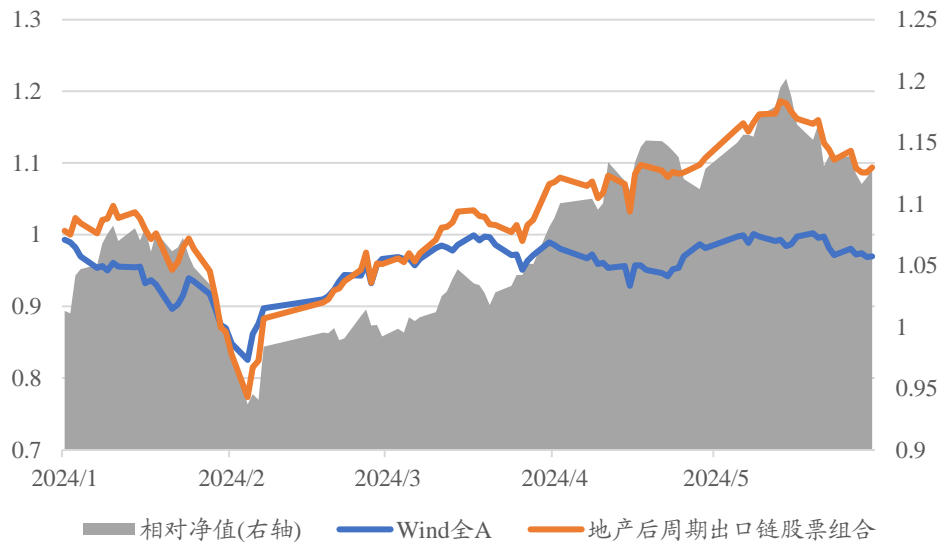
自2024年2月以来,制造业及地产后周期出口链组合均表现出了持续超额收益,我们判断这一趋势后续仍有望延续,可继续关注出口链的投资机会。

图23: 制造业出口链组合自 2024 年 2 月以来超额收益震荡上行



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。

图24: 地产后周期出口链组合自 2024 年 2 月以来超额收益震荡上行



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。

表3: 制造业出口链股票组合-截至 2024/5/31

股票代码	股票名称	欧美收入占比	所属申万二级行业	市值(亿元)
301260.SZ	格力博	95%	专用设备	76
002444.SZ	巨星科技	89%	通用设备	306
300833.SZ	浩洋股份	79%	专用设备	69
002984.SZ	森麒麟	75%	汽车零部件	255
002611.SZ	东方精工	73%	专用设备	73
688306.SH	均普智能	70%	自动化设备	55
301206.SZ	三元生物	64%	化学制品	56
688087.SH	英科再生	60%	塑料	56
603583.SH	捷昌驱动	59%	自动化设备	74
688112.SH	鼎阳科技	54%	通用设备	51
603348.SH	文灿股份	52%	汽车零部件	80
600299.SH	安迪苏	52%	化学制品	266

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表4: 地产后周期出口链股票组合-截至 2024/5/31

股票代码	股票名称	欧美收入占比	所属申万二级行业	市值(亿元)
002489.SZ	浙江永强	95%	家居用品	58
301061.SZ	匠心家居	90%	家居用品	77
605365.SH	立达信	71%	照明设备II	89
603408.SH	建霖家居	69%	家居用品	67
603219.SH	富佳股份	69%	小家电	85
002705.SZ	新宝股份	65%	小家电	131
300729.SZ	乐歌股份	65%	家居用品	51
605555.SH	德昌股份	64%	小家电	78
603355.SH	莱克电气	62%	小家电	153
603661.SH	恒林股份	56%	家居用品	69
603992.SH	松霖科技	50%	家居用品	72

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.3 红利风格尚未结束

目前红利资产的稀缺性已经获得了市场的一致认知, 当下市场关注的核心焦点在于行情未来能否延续, 基于收益分布特征和增量资金测算, 我们认为: 行情结束的内因是投资者结构失衡, 通过长短期收益率分布偏离测算, 当前红利风格投资者结构距离失衡较远, 行情仍能持续; 新发红利基金未来中短期或将提供 149 亿增量资金, 而且券结模式之下, 红利基金未来在资金导流方向存在优势, 首发过后后续有望获得持续规模增量, 为红利行情的延续提供动力。

2.3.1 红利风格回报确定性强

(1) 如何判断行情是否接近尾声

一段上涨或者下跌行情是否可持续，主要取决于促成该行情的投资者结构平衡度。行情的终结或反转的内因是投资者结构的失衡。

投资者对资产的预期高度一致，并且快速交易了预期，导致行情大幅上涨或者下跌，并引发投资者结构失衡。行情上涨行情时，如果投资者的一致预期实现，投资者会获利了结。如果预期未实现，则会纠正预期并决定继续持有还是卖出。这两种情况下，对应的主动卖盘要大于主动买盘，行情发生反转，呈现下跌的走势。行情下跌时，如果一致预期实现，利空出尽，困境反转，主动买盘会逐渐大于主动卖盘，行情企稳或者反转。

投资者结构失衡并引发行情反转的情景在 A 股市场中并不罕见，历史上多次重大的市场波动前都出现了这种情况。例如，2021 年 2 月，“茅行情”的突然瓦解，市场风格由大向小再平衡；2023 年 11 月，小市值风格调整，并逐步发酵，引发 2024 年 2 月的小市值股票流动性问题。

综上，研究的关键在于通过对投资者平衡度进行量化表达，以分析投资结构处于何种状态，并确定投资者结构失衡到何种程度后，行情会走到尾声甚至发生反转。

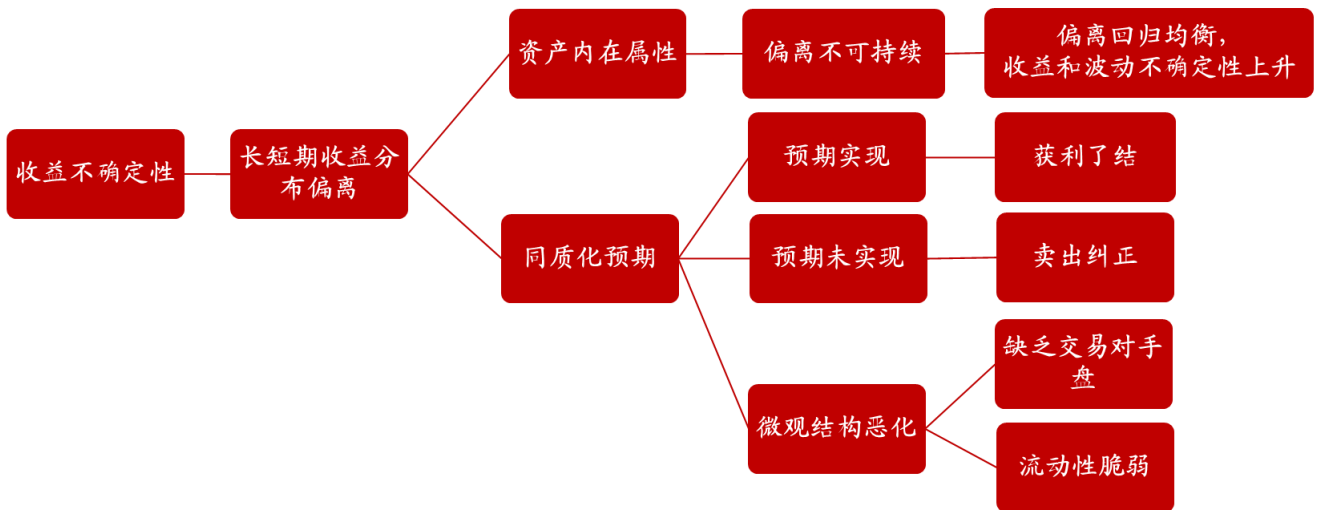
(2) 投资者结构平衡度定量刻画

投资者结构的平衡度可以通过资产短期的收益率分布与其长期的收益率分布的偏离度来刻画。

长期来看，权益市场的收益分布呈现类正态分布的对称钟型曲线，但是更加尖峰厚尾，尾部风险事件发生的概率更高。如果资产价格一段时间内持续单向运动，那么其均值会偏离长期收益的均值，波动率会更小，峰度也会更尖。但是，仅通过行情的涨跌幅度不能准确刻画投资者结构平衡度，需要更加精确的量化表达。

资产的内在属性决定其短期收益分布与长期收益分布偏离的情况是不可持续的（如权益资产的收益均值和标准差大于债权类资产）。在存量资金市场环境下，短期偏离会更快的向其长期分布回归；在增量资金市场，这种偏离的持续时间可能会更长，但也会向长期分布回归。从偏离状态向均衡状态回归的过程中，资产的回报不确定性增加，波动率变高。

图25: 什么是收益不确定性



资料来源：浙商证券研究所

本文使用 Kolmogorov-Smirnov 统计量来定量描述短期股票收益率的偏离程度。

Kolmogorov-Smirnov 检验 (K-S 检验) 是一种非参数统计检验方法，在不假设样本分布的

前提下，用于比较一个样本分布与一个理论分布（或两个样本分布）之间的差异。K-S 统计量表达式如下：

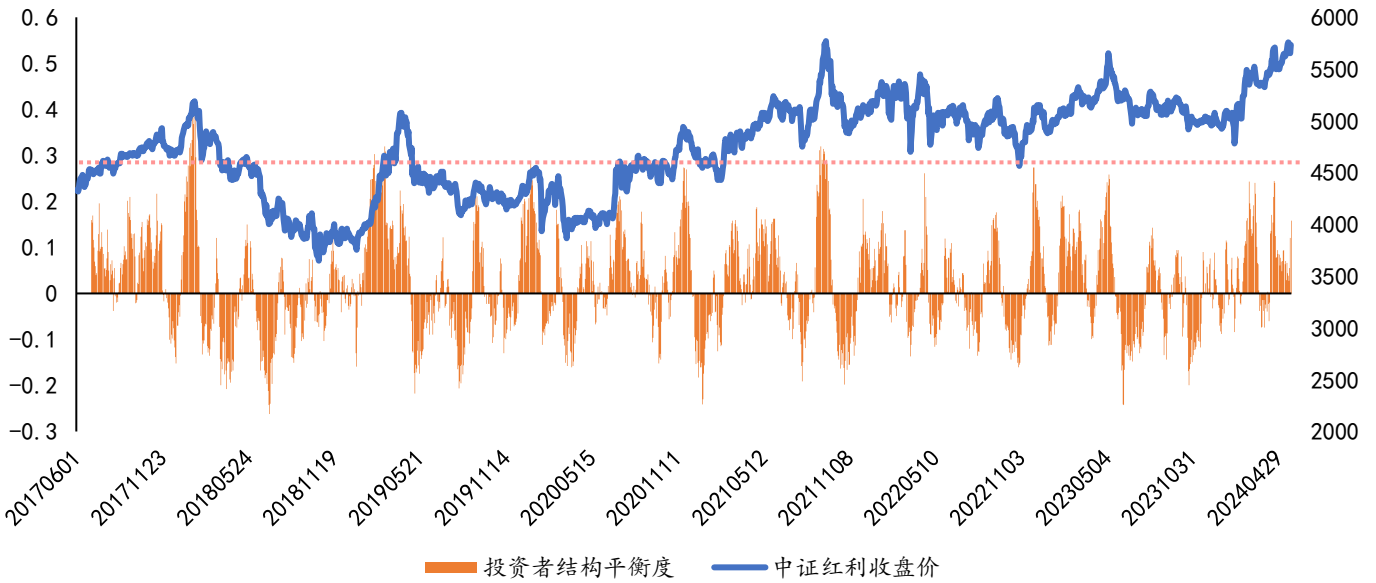
$$D_n = \max_i (|F_n(x_{i-1}) - F(x_i)|, |F_n(x_i) - F(x_i)|)$$

其中， D_n 表示 K-S 统计量， $F_n(x)$ 是样本数据的经验累积分布函数， $F(x)$ 是理论分布的累积分布函数。得到 D_n 后，用风险调整后的收益对 D_n 进行调整，可得到有方向的收益率分布失衡的方向及程度，并以此代理投资者结构平衡度。

$$C_n = D_n \cdot \frac{\mu}{\sigma}$$

(3) 红利板块行情仍能持续

图26: 中证红利指数 (000922.CSI) 收盘价与信号



资料来源：Wind，浙商证券研究所

上图展示了中证红利指数的收盘价曲线和投资者结构平衡度指标。设定 0.3 为信号触发的阈值，指标快速触及阈值，则认为投资者结构发生了失衡的情况。从 2017 年 6 月至 2024 年 5 月，共触发过 8 次指标，分别集中在 2018 年 1 月，2019 年 2 月，2019 年 3 月和 2021 年 9 月。信号触发后一段时间，中证红利指数均有较长时间的下跌。由上图可知，当前时点，中证红利指数的指标距离阈值较远，暂无投资者结构失衡的风险。

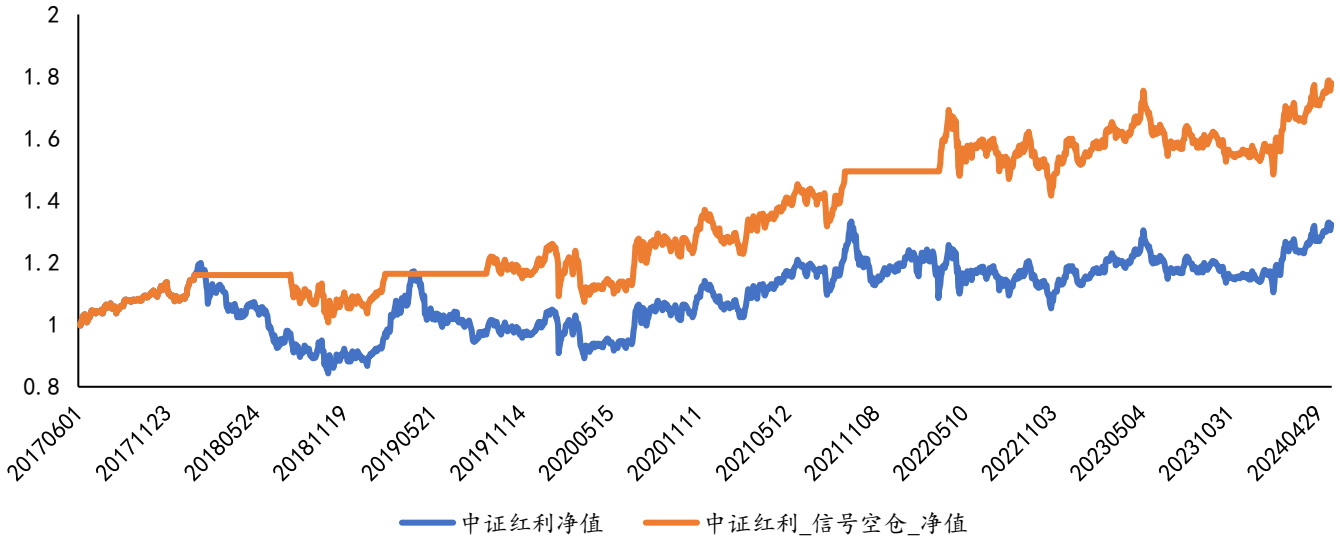
表5: 信号触发后区间收益

信号触发日(t 日)	2018/1/29	2019/2/15	2019/3/8	2021/9/10	平均涨跌幅
t+5	-0.79%	3.06%	2.34%	-3.05%	0.39%
t+10	-9.08%	8.22%	5.92%	-5.89%	-0.21%
t+20	-7.04%	9.95%	13.48%	-7.26%	2.28%
t+40	-10.91%	18.76%	-1.56%	-12.65%	-1.59%
t+60	-12.78%	9.53%	-3.71%	-10.66%	-4.40%
t+80	-11.92%	4.74%	0.86%	-5.66%	-2.99%
t+120	-18.18%	-1.64%	-6.11%	-15.12%	-10.26%
t+240	-22.28%	1.71%	-1.34%	-8.83%	-7.68%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

上表展示了信号触发后的不同时间区间所对应的中证红利指数收益率，信号触发 120 交易日后，平均区间收益为-10.26%。

图27: 信号择时策略净值



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

上图展示了信号触发后的不同择时策略的净值。根据当前指标，中证红利适宜做多。

表6: 指标敏感度测试

阈值	0.2	0.21	0.22	0.23	0.24	0.25	0.26	0.27	0.28	0.29	0.3
信号触发次数	29	21	18	17	17	12	11	10	8	8	8
成功预警次数	13	12	10	9	10	8	7	6	7	8	8
准确率	44.83%	57.14%	55.56%	52.94%	58.82%	66.67%	63.64%	60.00%	87.50%	100.00%	100.00%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

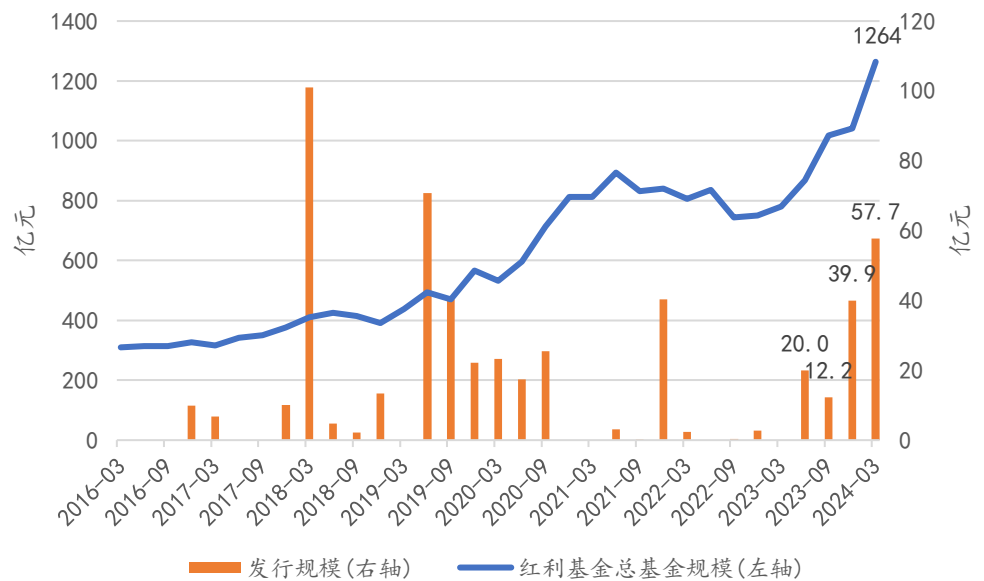
由上表可知，随着信号强度的增加，呈现出信号触发次数减少、成功预警次数减少但准确率显著提高的趋势。当型号信号强度 ≥ 0.25 时，预警的准确率达到到了60%以上；当型号信号强度 ≥ 0.29 时，预警的准确率达到到了100%。总体而言，该指标出现频率较低，准确率随阈值提升而提升。

2.3.2 增量资金持续，延续红利行情

我们从未来增量资金的角度来研究红利行情的延续性。我们认为，新发红利基金未来中短期可以为主题提供相对确定的增量资金，同时，券结模式之下，红利基金未来在资金导流方向存在优势，首发过后后续有望获得持续规模增量，为红利行情的延续提供动力。

从当前行情的演绎情况来看，2023年二季度以来，红利基金总规模、发行规模快速提升，新发基金规模合计130亿元，总规模增长483亿元，为当前阶段红利主题的发展提供了增量资金来源。

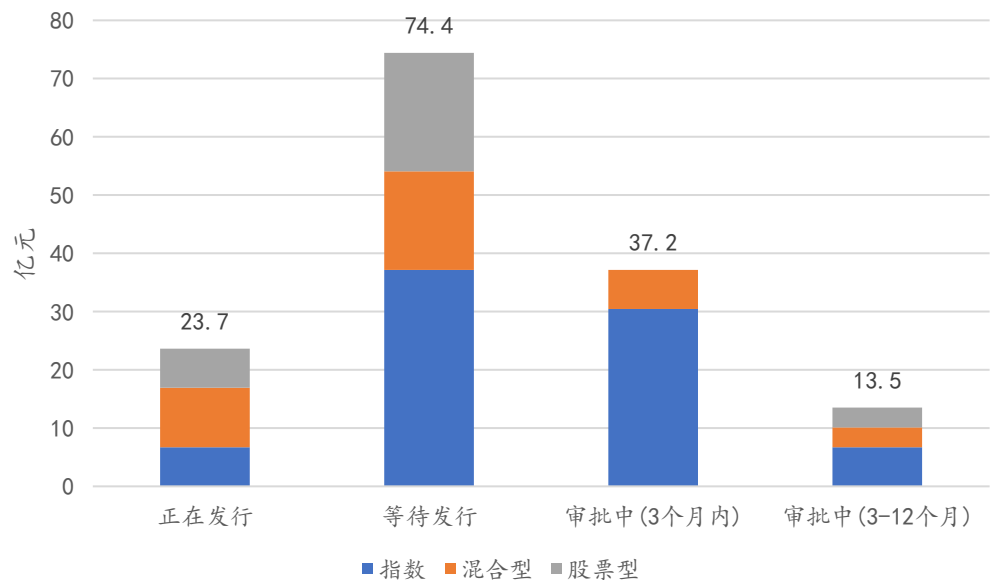
图28: 红利基金规模增长为行情提供增量资金来源



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

向后来看, 我们追踪新基金发行情况, 截至5月24日, 正在发行、准备发行的红利类基金共计44只, 按照过去1年股票型和混合型基金平均发行规模测算, 未来红利基金潜在发行规模约149亿元。

图29: 未来红利基金潜在发行规模



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从增量资金的节奏来看, 我们统计了2021年以来新发基金平均发行节奏, 从开始发行到基金成立(“正在发行状态”)平均经历0.85个月, 从通过审核到基金成立(“等待发行”状态)平均经历3.91个月, 从接收材料到审核通过(“审批中”状态)平均经历2.48个月。根据上图统计, 正在发行的红利基金有望在未来1个月提供23.7亿增量资金, 等待发行的红利基金有望在未来1-2季度提供74.4亿增量资金。

另一方面，券结模式之下，红利基金未来在资金导流方向存在优势，首发过后后续有望获得持续规模增量。当前发行的产品多为券商结算模式，券结模式之下首发的重要性减弱，渠道端更加注重后续的资金导流。近期红利产品受市场青睐程度较高，在导流阶段有望获得更大的优势：2023年红利基金发行最多的是第四季度，共11只产品，这些产品在发行之后1-2季度内获得了额外的资金流入，截至2024年3月31日，在2023Q4新发的红利基金平均规模增长1.4亿元，相比平均发行规模增长38.5%，而其他基金发行之后平均规模下降2.2亿元，未来在资产荒的背景之下，红利基金资金导流的优势有望延续。

2.4 情绪：机构投资者与个人投资者存在预期差

机构投资者与个人投资者对于电子、机械、机器人等板块存在明显预期差。根据2024年一季报中1020位主动基金经理的观点，我们梳理了管理人对热门赛道和关键话题的讨论，寻找机构投资者和个人投资者之间的共性和预期差，找出对下半年有投资价值的信息和板块。如表1所示，我们列举了今年一季报中主动基金经理提及次数最多的20个主题，以及社交媒体中对应板块相关的评论数。

整体来看，地产、医药和银行板块均在今年基金一季报中被重点提及，提及比例分别为44.80%、44.1%、30.78%；同时近一个月以来个人投资者也对这类行业板块保持着极高的关注度，近一个月评论数占比分别达94.79%、92.54%、92.13%。收益层面，地产、医药和银行在近一个月内涨跌幅分别为4.16%、-3.96%和3.24%，但医药板块表现相对弱势。同时，虽然红利、银、煤炭等板块依然被机构投资者所重视，且近期均有不错表现，但近三个月以来个人投资者的热度明显衰退，评论数均低于150个。

相应地，今年一季度以来，电子、机械、机器人等板块依然机构投资者所看好，但个人投资者对这些板块缺乏关注度。电子、机械、机器人等行业在今年一季报的提及比例分别为35.49%、10.69%、9.90%；但近一个月的评论数占比为2.29%、26.84%、4.73%，且从绝对评论数层面来看，近一月内个人投资者对电子、计算机、机械、机器人等行业的绝对评论数均低于500，缺乏明显的关注度。收益层面，电子、计算机、机械、机器人等板块近三个月以来均为负收益。下半年，随着基本面和市场风险偏好的持续改善，电子、机械、机器人等存在明显预期差的板块可以重点关注。

表7：公募基金 2024 年一季报重点关注主题与个人投资者重点关注板块

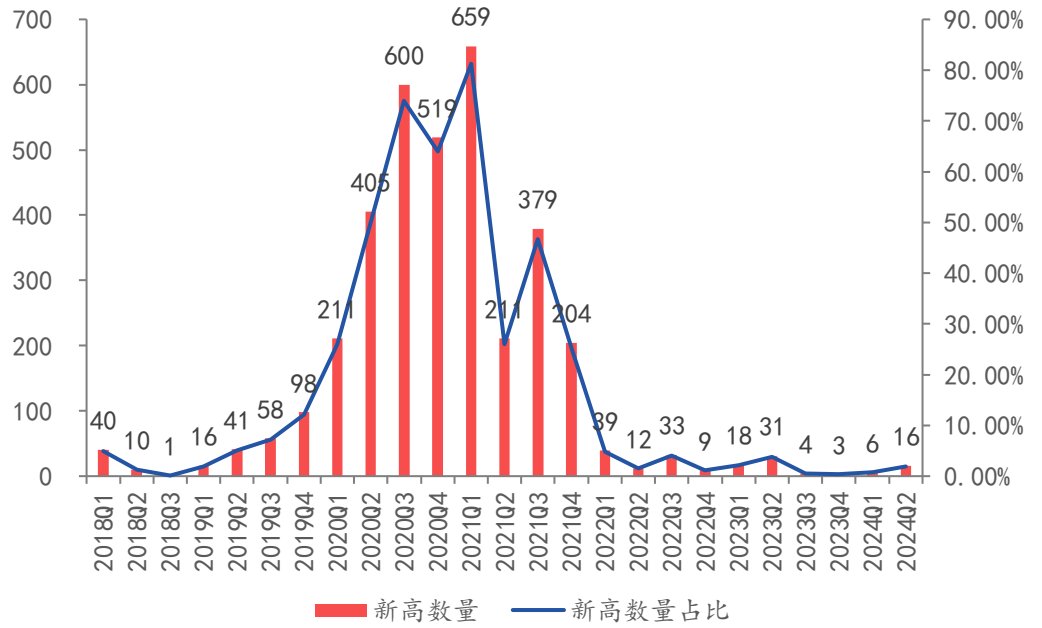
主题	基金一季报 提及次数	基金一季报 提及比例	评论数占比 (近一个月/近三个月)	近一个月 评论数	近三个月 评论数	标的指数 近一个月涨幅 (%)	标的指数 近三个月涨幅 (%)
地产	457	44.80%	94.79%	855	902	4.16	-3.44
医药	450	44.12%	92.54%	5670	6127	-3.96	-4.36
电子	362	35.49%	2.29%	12	524	-2.36	-1.07
贵金属：银	324	31.76%	100.00%	120	120	16.41	40.89
红利	321	31.47%	46.46%	46	99	3.08	4.85
煤炭	320	31.37%	36.49%	27	74	7.13	3.07
银行	314	30.78%	92.13%	5654	6137	3.24	7.77
石油	277	27.16%	42.13%	1390	3299	-0.59	5.70
家电	257	25.20%	99.85%	661	662	-1.30	6.98
有色	248	24.31%	92.37%	956	1035	-0.65	16.49
计算机	241	23.63%	18.75%	3	16	-9.22	-13.16
汽车	221	21.67%	100.00%	139	139	-5.06	2.05
新能源	214	20.98%	82.12%	836	1018	-2.15	1.88
人工智能	177	17.35%	92.43%	5315	5750	-0.69	0.71
半导体	137	13.43%	81.45%	224	275	3.08	4.85
军工	120	11.76%	41.73%	2050	4912	-1.24	2.42
机械	109	10.69%	26.84%	471	1755	-3.54	-0.95
电力	105	10.29%	98.49%	7165	7275	-1.70	4.35
机器人	101	9.90%	4.73%	27	571	-0.69	0.71
微盘	94	9.22%	70.26%	163	232	-0.69	0.71

资料来源：Wind，浙商证券研究所，截止日期：2024 年 5 月 30 日

3 基金：2018 年以来创新高基金盘点

有多少基金能够在 2024 年逆势创新高？我们的统计样本范围是主动偏股基金、也就是偏股混合、普通股票、灵活配置、平衡混合四类基金中，在 2018 年以来仓位始终保持在 60% 以上的产品，合计数量为 811 只。我们考察 2018 年以来各季度，基金是否实现过去五年内的净值新高，并统计创新高基金的数量和占比。结果显示，2021Q1 超过 81% 的基金实现净值新高，而 2024Q2 共 16 只基金实现新高。

图30: 2018年以来各季度创新高基金数量和占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2024 创新高基金（同一基金经理在管产品仅保留一只）大多可归因于对大盘价值/银行+资源的超配。由于1月底微盘板块出现流动性问题，资金行为导致前期热门成长赛道回调，激进策略产品净值出现明显下滑。在此背景下采取防御性思维延续有效，但与2023年不同的是，基金对持仓大盘风格的偏好和盈利确定性的捕捉在一季度的重要性明显提升，专注资源股和银行股或是2024新高答案，大盘价值或高股息风格也是新高管理人一致的风格偏好。

图31: 2024Q2 创新高类型和驱动因素

新高类型	驱动因素	基金代码	基金名称	基金经理	今年以来收益
主题投资 (4)	黄金/贵金属主题投资	001302.0F	前海开源金银珠宝A	吴国清	20.56%
	持续超配煤炭	519185.0F	万家精选A	黄海	19.83%
	持续超配资源	000979.0F	景顺长城沪港深精选A	鲍无可	18.72%
	持续超配资源/贵金属	540007.0F	汇丰晋信中小盘	郑小兵	15.21%
行业配置 (4)	高股息风格, 偏向资源/黄金	003175.0F	华泰柏瑞多策略A	董辰	16.29%
	大盘价值风格、超配银行+资源	004393.0F	安信企业价值优选A	张明	15.10%
	高股息风格, 偏向银行/消费/通信	160613.SZ	鹏华盛世创新A	伍旋	13.96%
	价值红利风格, 偏向有色和公用	161611.0F	融通内需驱动AB	范琨	5.65%
个股挖掘 (3)	高股息风格, 偏向家电、机械和通信	000628.0F	大成高新技术产业A	刘旭	17.12%
	大盘价值、超配金融地产+港股	001583.0F	安信新常态沪港深精选A	袁玮	16.77%
	高股息风格下基本面选股	000880.0F	富国研究精选A	刘莉莉	12.33%
另类策略 (2)	高股息量化选股策略	000916.0F	前海开源股息率100强	刘宏	13.39%
	主动量化策略, 低估高盈利风格	001917.0F	招商量化精选A	王平	4.11%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 注: 同一基金经理在管产品仅保留一只

2024 创新高基金跟历史上有哪些相似之处? 回顾历史来看, 2022年上半年的情况和当前最为相似——创新高基金往往淡化对成长和弹性的追逐, 风格偏好低PE高股息、兼顾盈利确定性。事实上, 这两者拥有相似的决策背景, 即均面临海内外宏观环境的不确定性。

图32: 2018年以来新高基金特征

日期	盈利	成长性	市值	流动性	高弹性	高股息	低PE
2018Q1	0.38	0.02	-0.19	0.11	0.02	-0.19	-0.39
2018Q2	0.66	0.28	-0.59	0.14	-0.04	-0.60	-0.77
2018Q3	0.89	0.48	-0.94	0.34	-0.12	-1.28	-1.51
2019Q1	0.32	0.26	-0.61	0.29	0.31	-0.44	-0.59
2019Q2	0.35	0.32	-0.42	0.11	0.02	-0.32	-0.26
2019Q3	0.40	0.37	-0.39	0.16	0.04	-0.40	-0.41
2019Q4	0.35	0.30	-0.39	0.28	0.00	-0.44	-0.35
2020Q1	0.29	0.34	-0.52	0.37	0.17	-0.50	-0.39
2020Q2	0.36	0.39	-0.41	0.43	0.14	-0.68	-0.58
2020Q3	0.31	0.38	-0.46	0.46	0.18	-0.68	-0.56
2020Q4	0.24	0.30	-0.18	0.18	0.04	-0.54	-0.45
2021Q1	0.23	0.31	-0.25	0.22	0.07	-0.54	-0.45
2021Q2	0.06	0.36	-0.68	0.45	0.45	-0.65	-0.53
2021Q3	0.06	0.36	-0.59	0.46	0.53	-0.64	-0.51
2021Q4	-0.01	0.20	-0.86	0.50	0.31	-0.59	-0.48
2022Q1	-0.14	-0.10	-0.95	0.24	-0.25	0.12	-0.03
2022Q2	0.09	0.00	-0.61	0.41	-0.27	0.30	0.40
2022Q3	0.02	0.20	-0.97	0.53	0.48	-0.51	-0.36
2022Q4	-0.09	0.00	-0.83	0.20	-0.15	-0.02	-0.15
2023Q1	-0.15	0.00	-1.07	0.49	0.24	0.33	-0.23
2023Q2	-0.20	-0.06	-1.09	0.86	0.53	-0.68	-0.67
2023Q3	0.11	-0.14	-0.86	0.15	-0.10	0.06	0.07
2023Q4	0.72	0.09	-0.41	0.16	-0.85	2.27	1.96
2024Q1	0.53	0.02	-0.53	0.16	-0.64	1.27	1.12
2024Q2	0.24	-0.16	-0.59	0.16	-0.49	0.34	0.33

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2022年俄乌冲突、美联储加息，2024年美元信用下降、地缘冲突频发，共同的背景是海内外宏观环境的不确定性。以华泰柏瑞多策略为例，2022年1季度，管理人表示宏观经济仍显疲弱，消费、投资不振，出口面临压力，地产销售、投资延续负增长，经济基本面受到了较大挑战，同时海外环境较为复杂，面临俄乌冲突、美联储加息等影响。2024年一季度，管理人认为经济复苏有望拉动资源品和工业品的需求恢复，商品供应端扰动频繁，库存普遍不高，值得持续关注。而黄金在美元信用下降、地缘冲突频发的背景下，投资价值仍有望持续提升。

面对潜在风险，新高基金采取了相似的应对策略：淡化对成长和弹性的追逐，更加偏好低PE高股息和盈利确定性资产，具体来说积极布局：1) 供给约束周期品、2) 低风险高股息资产、3) 潜在盈利修复方向(如出海)。

图33: 2022Q2 创新高类型和驱动因素

新高类型	驱动因素	基金代码	基金名称	基金经理	2022上半年收益
主题投资 (4)	持续超配煤炭	519212.OF	万家宏观择时多策略A	黄海	52.63%
	持续超配煤炭/资源/材料	002910.OF	易方达供给改革	杨宗昌	10.07%
	新能源主题投资	001156.OF	申万菱信新能源汽车	姜鑫鑫	8.84%
	高股息风格、超配地产链	162607.SZ	景顺长城资源垄断	韩文强	3.54%
行业配置 (3)	偏向超配煤炭/地产	240004.OF	华宝动力组合A	刘自强	9.33%
	大盘价值风格、超配新旧能源	000756.OF	建信潜力新蓝筹A	周智硕	5.87%
	高股息风格, 偏向资源/地产	003175.OF	华泰柏瑞多策略A	董辰	4.85%
个股挖掘 (2)	大盘价值、超配金融地产/煤炭/港股	001583.OF	安信新常态沪港深精选A	袁玮	5.61%
	低估值均衡, 超配消费/银行	519756.OF	交银国企改革A	沈楠	2.53%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 注: 同一基金经理在管产品仅保留一只

图34: 华泰柏瑞多策略重仓股

2022Q1				2024Q1			
股票名称	占净值比 (%)	所属行业	区间涨跌幅 (%)	股票名称	占净值比 (%)	所属行业	区间涨跌幅 (%)
山东黄金	9.75	有色金属	14.24	银泰黄金	9.49	有色金属	20.60
银泰黄金	9.51	有色金属	6.04	中金黄金	9.46	有色金属	32.63
湖南黄金	6.46	有色金属	2.51	紫金矿业	5.56	有色金属	34.99
杰瑞股份	4.08	机械设备	5.38	招商蛇口	5.55	房地产	-0.84
招商轮船	3.68	交通运输	15.12	保利发展	5.00	房地产	-7.78
保利发展	3.65	房地产	13.24	中国铝业	4.09	有色金属	31.21
中国船舶	3.22	国防军工	-30.29	山东黄金	3.96	有色金属	23.44
中金黄金	2.99	有色金属	-4.13	招商轮船	3.47	交通运输	35.37
郑煤机	2.98	机械设备	18.55	中钨高新	1.90	有色金属	21.82
君亭酒店	2.86	社会服务	53.85	久立特材	1.82	钢铁	11.77

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4 选股: 大盘重盈利轻交易, 小盘交易贡献超额

沪深 300: 重盈利, 轻成长, 估值因子有明显的周期性。交易层面, 难度显著高于中证 1000, 技术类因子衰减尤为严重, 策略重心不宜集中于高频交易。

资金端: 北上回流、机构调仓, 均指向沪深 300。

4.1 沪深 300 内选股和中证 1000 有哪些不同

此部分我们以沪深 300 作为大盘风格代表, 中证 1000 作为小盘风格代表。量价因子包括波动率、动量反转、流动性和资金流等四类, 基本面因子包括成长、估值和盈利等三类。月频测试上述因子在沪深 300 和中证 1000 内的表现, 时间区间为 2016-2024 年 3 月。

2024 年沪深 300 内基本面因子有效性抬升, 尤其是盈利; 估值有效性有所降低, 其中 2023 年以来现金流估值因子有效性强于盈利估值因子; 资金流因子有效性提高, 量价整体衰减。2024 年中证 1000 内基本面因子有效性大幅提高, 量价有所降低。

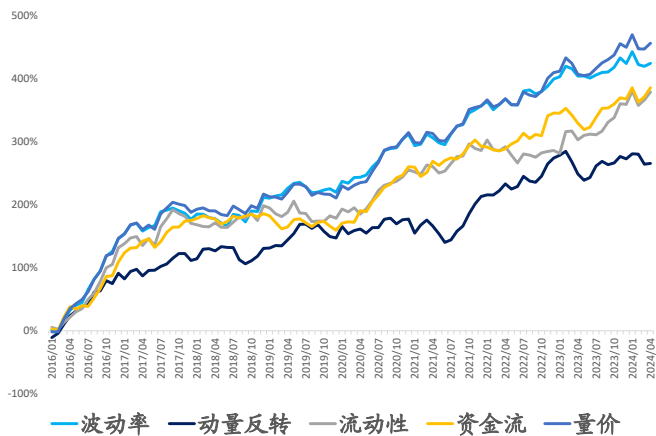
总结来说，沪深300内因子有效性显著弱于中证1000，尤其是量价交易类因子。这表明通过交易策略在沪深300内获取超额相对困难，重视盈利等中低频基本面因子可提供的增量信息相对更易实现。中证1000内，量价交易类因子长期有效，即对短期错误定价进行挖掘可持续贡献超额收益。

表8：沪深300和中证1000内IC均值：基本面因子有效性提高

股票池	因子	全部	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
沪深300	波动率	4.20%	0.07%	2.06%	3.54%	3.73%	7.70%	0.68%	2.88%	2.58%	12.15%
	动量反转	2.63%	-1.79%	-0.10%	5.08%	2.98%	2.51%	1.37%	1.61%	1.69%	7.59%
	流动性	3.75%	4.97%	6.09%	0.00%	2.56%	6.40%	-1.66%	2.32%	3.23%	10.96%
	资金流	3.82%	4.48%	1.86%	4.39%	2.71%	8.41%	-2.20%	0.93%	5.46%	9.10%
	量价	4.52%	1.65%	3.34%	4.42%	3.50%	8.66%	-0.52%	2.42%	3.42%	12.22%
	估值	3.61%	1.89%	4.39%	4.12%	5.69%	-6.97%	0.41%	1.68%	10.80%	9.67%
	盈利	2.60%	8.24%	-7.19%	-3.14%	0.08%	5.71%	6.86%	1.24%	9.25%	6.31%
	成长	1.01%	2.70%	-2.71%	-1.40%	3.11%	1.17%	0.46%	-1.64%	4.36%	4.29%
	基本面	4.01%	7.59%	0.31%	-0.28%	3.18%	2.59%	4.61%	-0.03%	12.20%	8.61%
中证1000	波动率	10.94%	7.56%	10.19%	11.70%	8.26%	9.20%	11.59%	9.97%	12.69%	15.96%
	动量反转	7.77%	7.75%	6.54%	10.25%	6.28%	5.20%	8.60%	7.59%	8.57%	9.78%
	流动性	10.63%	5.15%	8.92%	9.63%	8.72%	10.00%	10.59%	9.40%	13.79%	16.71%
	资金流	8.20%	6.56%	5.50%	8.05%	4.25%	6.97%	9.08%	8.69%	10.61%	13.69%
	量价	11.38%	7.10%	9.78%	11.59%	8.44%	9.76%	12.25%	10.84%	13.87%	16.90%
	估值	6.77%	14.79%	6.57%	5.69%	6.96%	0.10%	3.95%	6.88%	10.08%	11.80%
	盈利	6.08%	14.68%	2.47%	1.12%	3.70%	7.16%	9.34%	7.91%	9.22%	5.34%
	成长	4.38%	13.39%	2.47%	2.31%	2.07%	5.07%	5.84%	6.79%	4.67%	3.21%
	基本面	7.35%	16.44%	6.21%	3.85%	5.14%	4.15%	8.82%	7.68%	10.50%	10.04%

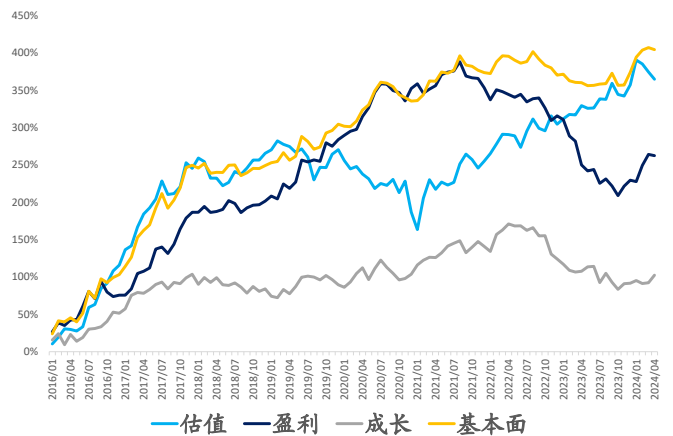
资料来源：Wind，浙商证券研究所；2016-2024年4月

图35：量价因子有效性：沪深300



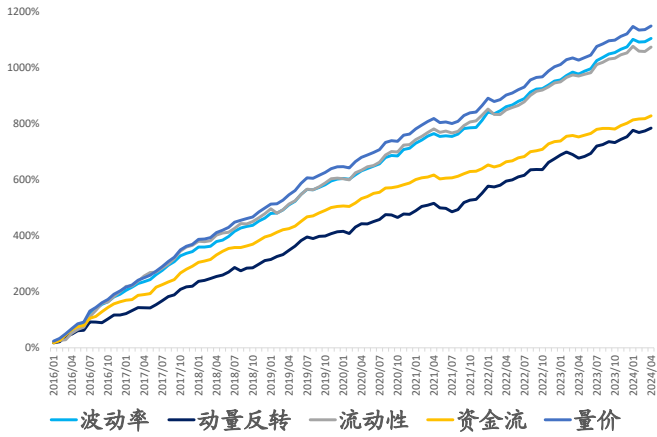
资料来源：Wind，浙商证券研究所；2016-2024年4月

图36：基本面因子有效性：沪深300



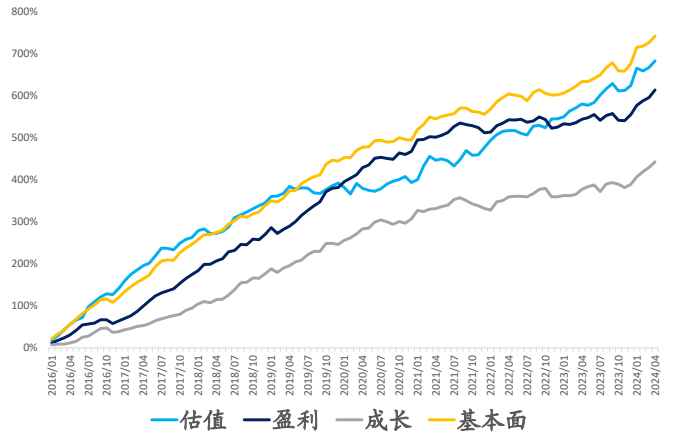
资料来源：Wind，浙商证券研究所；2016-2024年4月

图37: 量价因子有效性: 中证1000



资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 2016-2024年4月

图38: 基本面因子有效性: 中证1000

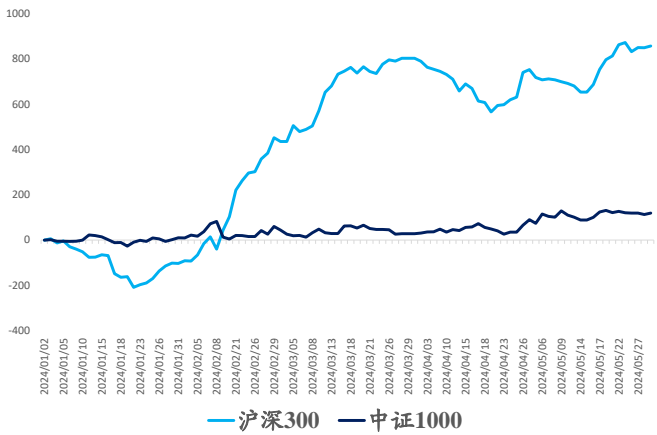


资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 2016-2024年4月

4.2 机构资金近半年有哪些动态

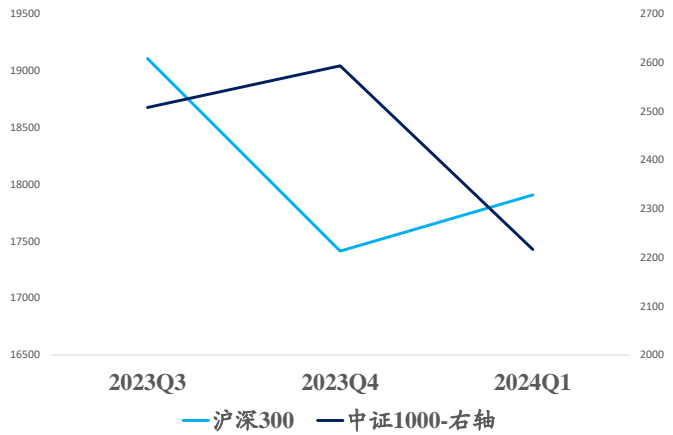
北上回流、机构调仓，均指向沪深300。2024年以来，北向持续流入沪深300，幅度远大于中证1000；对于公募重仓持股，2024Q1沪深300较2023Q4有所提高，中证1000则降低。从风格看，北向对大盘、盈利和分红偏好更强，估值敞口相对较小。从成交占比看，近期沪深300有所提高。展望2024年下半年，我们认为北向流入持续性对大盘因子选择有较大影响。沪深300内，重点关注盈利类因子，同时可跟踪资金流因子表现。中证1000内可继续关注基本面因子表现。

图39: 2024年北向持续流入沪深300



资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 2024/1/1-2024/5/29

图40: 公募基金重仓: 沪深300持仓市值增加



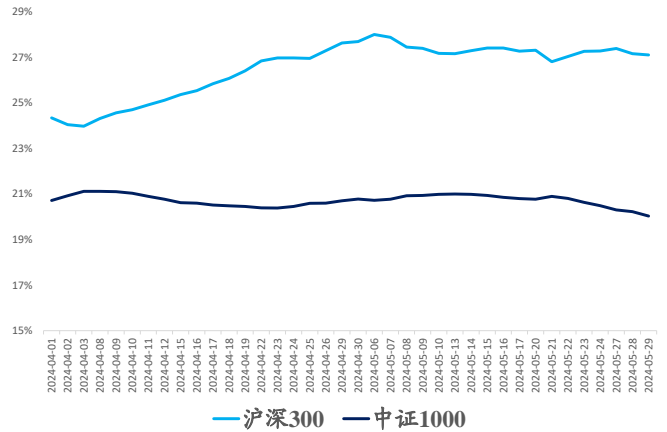
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图41: 北向在大盘、盈利敞口更高



资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 截至 2024/5/29

图42: 沪深 300 成交额占比近期抬升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 2024/4/1-2024/5/29

5 总结

大势层面, 我们认为: 基金赎回存在明显止盈倾向, 随着市场反弹, 当前点位上方存在一定筹码压力, 向上突破或需等待筹码消化。基金赎回比例和投资者的止损与止盈行为高度一致, 盈亏状态下的赎回比例呈非对称分布。当持有基金盈利 10% 以上时, 投资者赎回比例在 40% 以上。现阶段基金赎回规模随权益市场上涨呈单边增长状态, 边际规模增速在指数达到 3200 点之后或将显著增加。

从 2024 年下半年主线逻辑来看, 我们认为红利资产并不是资产荒的唯一解, 在红利风格继续延续的同时, 当前尚未受到充分重视的类核心资产未来有望成为下半年的主线。

(1) 当前, 量化线索指向 2024 年行情驱动因素由 PB 转向 PE。我们发现, 前期的高股息定价背后, 隐藏的本质定价线索是低 PB 修复, 这实际上反映了市场偏防守姿态下的深度价值倾向。而到了 2024 年, 随着政策预期强化, 尾部风险定价转向对优质公司的竞争力定价, 低 PE 修复可能是下半年值得关注的重要配置线索。

(2) “类核心资产”有望成为下半年胜负手。与 2019 年核心资产行情启动时相比, 当前同样是盈利预期企稳但尚未反转, 这意味着业绩与宏观环境相关度较低、稳定高盈利的公司仍是当下首选, 这与核心资产的内涵有部分重合。但同时也需认识到, 一方面, 2019 年无风险利率持续下行利于高成长股票的估值扩张, 而当前无风险利率低位震荡, 或应淡化对成长性的追逐; 另一方面, 2019 年增量市场下, 资金共识方向更易表现出超额收益, 而当前存量市场下需注意筹码拥挤度的问题。在此逻辑下, 我们量化定义了“类核心资产”组合, 其有望成为下半年投资的胜负手。此外, 出口链同样具有业绩与国内宏观环境相关度较低的特点, 或可作为类核心资产的重要补充。

(3) 对于当前市场关注的红利风格, 我们认为尚未结束。1) 投资者结构并未失衡: 行情结束的内因是投资者结构失衡, 通过长短期收益率分布偏离测算, 当前红利风格投资者结构距离失衡较远, 行情仍能持续; 2) 新发基金再来增量资金: 当前正在发行和审核的红利基金共 44 只, 未来或将提供 149 亿增量资金, 而且券结模式之下, 红利基金未来在资金主导方向存在优势, 首发过后后续有望获得持续规模增量, 为红利行情的延续提供动力。

基金方面，基于对 2024 年创新高基金的盘点我们认为：2024 年二季度共 13 只基金（同一基金经理在管产品仅保留一只）实现新高，大部分得益于对大盘价值或资源股、银行股的精准配置。回顾历史，2022 年二季度新高基金策略与当前高度相似。当时，煤炭、地产和高股息成为多数新高基金的配置方向。实际上，这两个时期的决策背景如出一辙，均面临海内外宏观环境的不确定性。2022 年俄乌冲突和美联储加息导致市场波动，2024 年美元信用下降和地缘冲突频发成为主要挑战。面对潜在风险，新高基金采取了相似的应对策略：淡化对成长和弹性的追逐，转而青睐低 PE 高股息和盈利确定性资产，具体来说积极布局：1) 供给约束周期品、2) 低风偏高股息资产、3) 潜在盈利修复方向(如出海)。

量化选股方面，我们认为大盘看好低估值因子，关注盈利因子；小盘基本面和量价因子均相对有效，近 1 年超额收益分别为 11.8%和 15.0%。2024 年以来北上回流、机构调仓，均指向沪深 300。沪深 300 成分股内，选股因子重盈利，轻成长，估值因子有明显的周期性，交易层面难度显著高于中证 1000，技术类因子衰减尤为严重，策略重心不宜集中于高频交易。

6 风险提示

- 1、本文中的模型及统计结果均基于历史数据统计得到，历史数据不代表未来。
- 2、本报告不涉及证券投资基金评价业务，不涉及对基金产品的推荐，亦不涉及对任何基金持仓股票的推荐。
- 3、本文基于基金经理的部分代表产品得到相关研究结论，所述研究结论限于基金经理的该基金产品范畴内，个别产品表现不代表基金经理全部业绩表现，更不代表未来。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>