

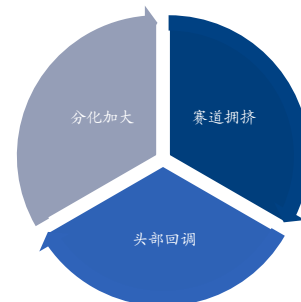
# 2024 年中期量化策略

## 风格分化，关注价值风格趋势

### 报告摘要:

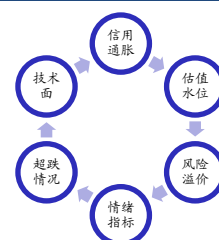
- **择时展望:** 1.从信用通胀的宏观角度，估值、风险溢价、情绪等微观视角观察，2024 年下半年 A 股总体有望迎来慢牛回升。2.本轮杠杆率上行主要为债务稳定，产出走弱，不同于以往，在见到产出走强之前，宽松周期预期将大概率维持，自上而下看，权益市场上行弹性更大。3.风险溢价目前接近上边界，多数指数 PE 分位数整体在低位，尤其创业板指处于 PE 分位数低位。4.超跌情况看，行业上为地产及商贸等，从 KD 指标可以看市场与极端低位时点在内在结构上的差异。5.长周期看技术面，关注深 100 指数底部向上周期的可能。
- **风格与行业配置展望:** 1.结构分化视角：赚钱效应较弱，趋势仍是风格策略首选。截至 2024.6.21，分化度再次低于阈值，因此下一阶段策略建议关注趋势相对较强的“红利指数”、“中证红利”及“沪深 300 红利”等价值风格指数。基于申万一级行业，则建议关注“煤炭”、“银行”及“石油石化”等周期板块。2.挖掘相对估值偏低，利润增速预期靠前的。相对 PE 处于低位，且 2024 年预期 EPS 同比靠前的指数中，风格方面对应中盘指数、周期及消费风格指数。从申万一级行业指数看，建议关注地产、商贸、农业、食品、家电及纺织服装等。3.关注 2024 上半年北上资金相对流入。截至 6 月底，电子、银行、公用、汽车、家电及有色行业北上资金持仓市值上涨比例排名最前。4.日历效应看行业：下半年价值蓝筹、周期消费相对较佳，最佳配置期 7、11 及 12 月份。
- **风险提示:** 报告中的结论由历史数据回测得到，市场结构及交易行为的改变可能使得策略失效。因为量化模型的不同，本报告提出的观点可能与其他量化模型得出的结论存在差异。
- **说明:** 未特别说明，报告数据来自 wind。

图：多维度观察风格轮动规律



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图：择时策略体系



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分析师：

安宁宁



SAC 执证号：S0260512020003



SFC CE No. BNW179



0755-23948352

anningning@gf.com.cn

分析师：

史庆盛



SAC 执证号：S0260513070004



020-66335133



shiqingsheng@gf.com.cn

分析师：

张钰东



SAC 执证号：S0260522070006



021-38003734



zhangyudong@gf.com.cn

请注意，史庆盛、张钰东并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

## 目录索引

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 一、2024 年市场回顾 .....                 | 4  |
| (一) A 股市场表现回顾 .....                | 4  |
| (二) 风格及行业回顾：结构行情，价值蓝筹防御属性凸显 .....  | 5  |
| 二、2024 年择时展望 .....                 | 7  |
| (一) 信用与通胀框架下的权益市场 .....            | 7  |
| (二) 多维度视角下的市场 .....                | 10 |
| (三) 择时观点总结 .....                   | 13 |
| 三、2024 年下半年风格与行业配置展望 .....         | 14 |
| (一) 结构分化视角：赚钱效应较弱，趋势仍是风格策略首选 ..... | 14 |
| (二) 关注相对估值与盈利预期，布局底部机会 .....       | 16 |
| (三) 资金面分化，关注上半年北上资金流入板块 .....      | 18 |
| (四) 从日历效应看 2024 年下半年配置节奏 .....     | 18 |
| (五) 风格与行业配置观点总结 .....              | 20 |
| 四、结论 .....                         | 21 |
| (一) 择时观点 .....                     | 21 |
| (二) 风格与行业配置观点 .....                | 21 |
| 五、风险提示 .....                       | 21 |

## 图表索引

|                                                   |    |
|---------------------------------------------------|----|
| 图 1: 2024 年初至今个股涨幅分布（横坐标为个股涨幅区间） .....            | 5  |
| 图 2: 2024 年个股涨幅中位数序列 .....                        | 5  |
| 图 3: 2024 上半年宽基及风格指数表现 .....                      | 6  |
| 图 4: 2024 上半年行业表现回顾 .....                         | 6  |
| 图 5: 多视角权益量化择时体系 .....                            | 7  |
| 图 6: 信用与通胀周期的领先相关性 .....                          | 7  |
| 图 7: 信用与通胀周期时空分解 .....                            | 8  |
| 图 8: 权益市场与通胀周期 .....                              | 9  |
| 图 9: M1 视角下的流动性周期 .....                           | 9  |
| 图 10: 利率视角下的流动性周期（%） .....                        | 10 |
| 图 11: 社融视角下的流动性周期（亿元） .....                       | 10 |
| 图 12: 风险偏好权益资产优于债券资产（10 年期国债收益率水平） .....          | 11 |
| 图 13: 沪深 300 成分长期均线以上占比 .....                     | 12 |
| 图 14: 主要指数 KD 超跌指标当前值与 2018 底对比 .....             | 12 |
| 图 15: 行业指数 KD 超跌指标当前值与 2018 底对比 .....             | 13 |
| 图 16: 多维度观察风格轮动规律 .....                           | 14 |
| 图 17: 风格指数轮动策略表现 .....                            | 15 |
| 图 18: 风格指数相对估值（PE_TTM 百分位）与 2024 年预期 EPS 对比 ..... | 17 |
| 图 19: 行业指数相对估值（PE_TTM 百分位）与 2024 年预期 EPS 对比 ..... | 17 |
| 图 20: 2024 上半年行业北上资金持仓及持仓占市值比率变化 .....            | 18 |
| 表 1: 2024 年全球大类资产表现 .....                         | 4  |
| 表 2: A 股板块 PE 及历史纵向对比 .....                       | 11 |
| 表 3: 风格指数轮动策略表现 .....                             | 14 |
| 表 4: 风格轮动策略多空持仓组合明细 .....                         | 15 |
| 表 5: 行业轮动策略多空持仓组合明细 .....                         | 16 |
| 表 6: 近 20 年风格指数日历效应统计 .....                       | 19 |
| 表 7: 近 20 年行业指数日历效应统计 .....                       | 19 |

## 一、2024 年市场回顾

### （一）A 股市场表现回顾

2024年全球大类资产呈现分化特征，发达国家整体表现好于新兴市场。A股年初至今表现相对疲软，截至2024.6.21，其中中证1000指数下跌14.1%。风格上也出现较大分化。

市值分层看，中大盘股强于中小盘股，沪深300指数在去年下跌基础上，今年实现正收益，而中证500与中证1000表现相对弱于沪深300。

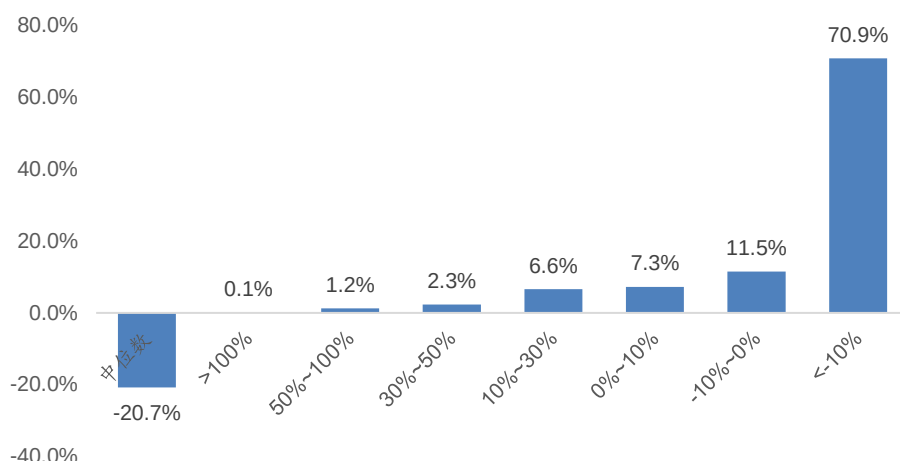
个股层面看A股涨跌分布，截至6月21日，已上市且非ST的沪深个股样本数有4903只，其中有82.4%的股票下跌，跌幅超过10%的占70.9%，涨幅超过10%的占比10.3%，整体中位数下跌20.7%。

表 1：2024 年全球大类资产表现

| 大类资产 | 标的简称         | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   |
|------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 美洲市场 | 道琼斯工业指数      | 7.2%   | 18.7%  | -8.8%  | 13.7%  | 3.9%   |
| 美洲市场 | 纳斯达克指数       | 43.6%  | 21.4%  | -33.1% | 43.4%  | 17.8%  |
| 美洲市场 | 标普 500       | 16.3%  | 26.9%  | -19.4% | 24.2%  | 14.6%  |
| 亚太市场 | 沪深 300       | 27.2%  | -5.2%  | -21.6% | -11.4% | 1.9%   |
| 亚太市场 | 中证 500       | 20.9%  | 15.6%  | -20.3% | -7.4%  | -6.0%  |
| 亚太市场 | 中证 1000      | 19.4%  | 20.5%  | -21.6% | -6.3%  | -14.1% |
| 亚太市场 | 创业板指         | 65.0%  | 12.0%  | -29.4% | -19.4% | -7.2%  |
| 亚太市场 | 日经 225       | 16.0%  | 4.9%   | -9.4%  | 28.2%  | 15.3%  |
| 亚太市场 | 韩国综合指数       | 30.8%  | 3.6%   | -24.9% | 18.7%  | 4.9%   |
| 欧非市场 | 英国富时 100     | -14.3% | 14.3%  | 0.9%   | 3.8%   | 6.5%   |
| 欧非市场 | 法国 CAC40     | -7.1%  | 28.9%  | -9.5%  | 16.5%  | 1.1%   |
| 欧非市场 | 德国 DAX       | 3.5%   | 15.8%  | -12.3% | 20.3%  | 8.4%   |
| 欧非市场 | 意大利指数        | -5.6%  | 23.7%  | -14.1% | 26.3%  | 9.3%   |
| 基本金属 | LmeS-铜 3     | 25.6%  | 25.6%  | -13.9% | 2.3%   | 13.1%  |
| 基本金属 | LmeS-铝 3     | 9.4%   | 42.1%  | -14.9% | 0.4%   | 5.4%   |
| 基本金属 | LmeS-锌 3     | 21.0%  | 28.6%  | -16.0% | -10.4% | 7.5%   |
| 能源   | NYMEX WTI 原油 | -20.7% | 55.5%  | 7.0%   | -11.1% | 12.5%  |
| 能源   | ICE 布油       | -21.6% | 50.5%  | 10.6%  | -10.3% | 9.3%   |
| 贵金属  | 伦敦金现         | 25.1%  | -3.6%  | -0.4%  | 13.2%  | 12.5%  |
| 贵金属  | 伦敦银现         | 47.9%  | -11.7% | 2.8%   | -0.6%  | 24.2%  |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（截至 2024 年 6 月 21 日）

图 1：2024年初至今个股涨幅分布（横坐标为个股涨幅区间）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（截至 2024 年 6 月 21 日）

图 2：2024年个股涨幅中位数序列



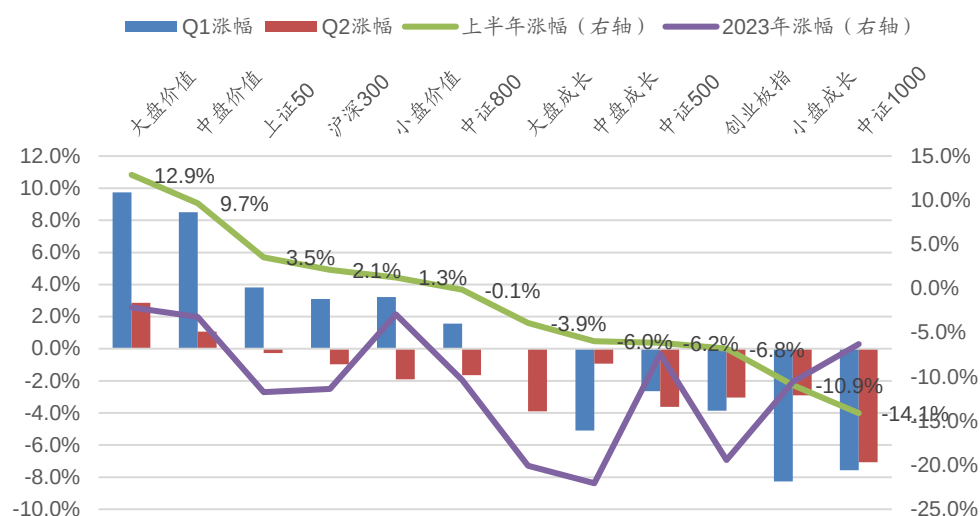
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（截至 2024 年 6 月 21 日）

## （二）风格及行业回顾：结构行情，价值蓝筹防御属性凸显

### 1. 风格回顾：小盘成长领跌、价值蓝筹防御属性凸显

截至2024年6月21日，A股上半年呈现显著的结构特征，其中以中证1000、小盘成长和创业板指数等为代表的小盘成长风格领跌，分别下跌14.18%、6.8%和6.2%。而以大盘价值、中盘价值和上证50等指数为代表的价值蓝筹风格，则分别上涨12.9%、9.7%和3.5%。

图 3：2024上半年宽基及风格指数表现

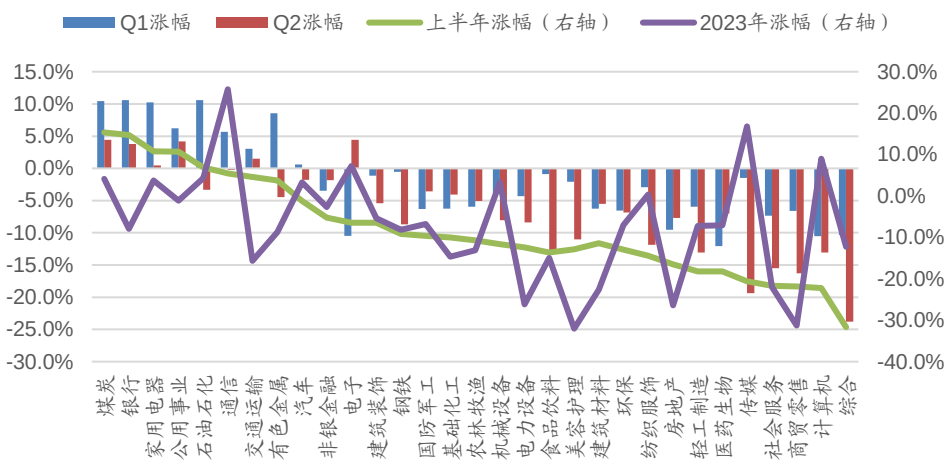


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（截至2024年6月21日）

## 2. 行业回顾：TMT领跌，周期相对安全

截至2024年6月21日，上半年申万一级行业指数多数下跌，但分化同样较大。其中综合、计算机、商贸、社服及传媒等跌幅较大，行业跌幅分别为31.7%、22.2%、21.8%、21.7%和20.6%。而煤炭、银行、家电及公用等周期及消费板块则上涨。

图 4：2024上半年行业表现回顾

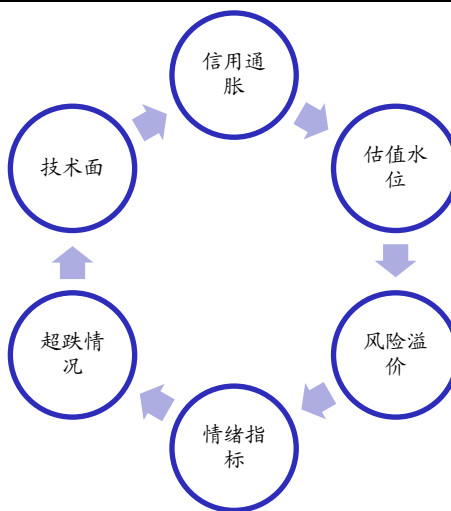


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（截至2024年6月21日）

## 二、2024 年择时展望

我们将从宏观与微观两个视角观察权益市场，宏观主要利用信用通胀周期进行分析，微观视角自下而上，估值、风险溢价、情绪、超买超卖、技术面等等。

图 5：多视角权益量化择时体系

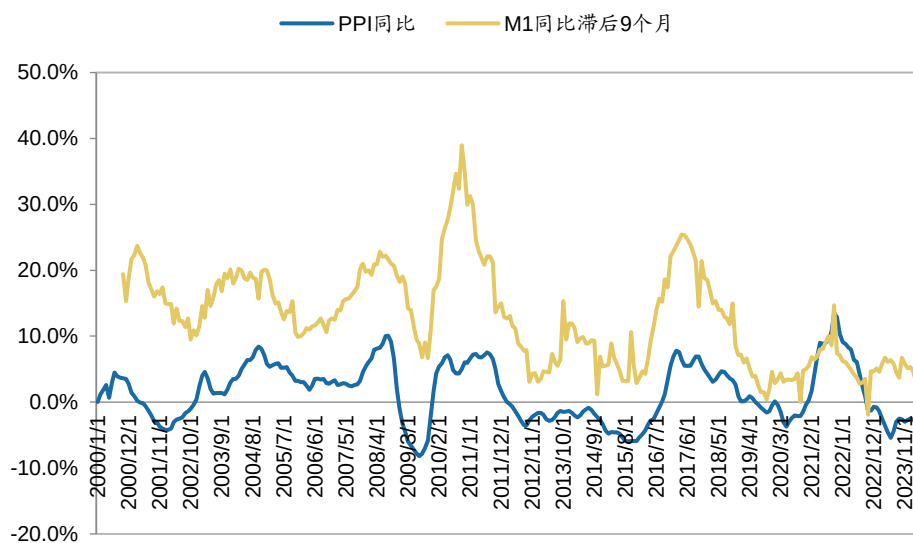


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### （一）信用与通胀框架下的权益市场

信用周期与通胀周期是经济最重要的两个周期观察指标，其中信用周期通常提前通胀周期9个月，也就是延迟9个月的信用周期会与通胀周期基本重叠，我们从M1同比增速与PPI走势基本可以得到这个结论。

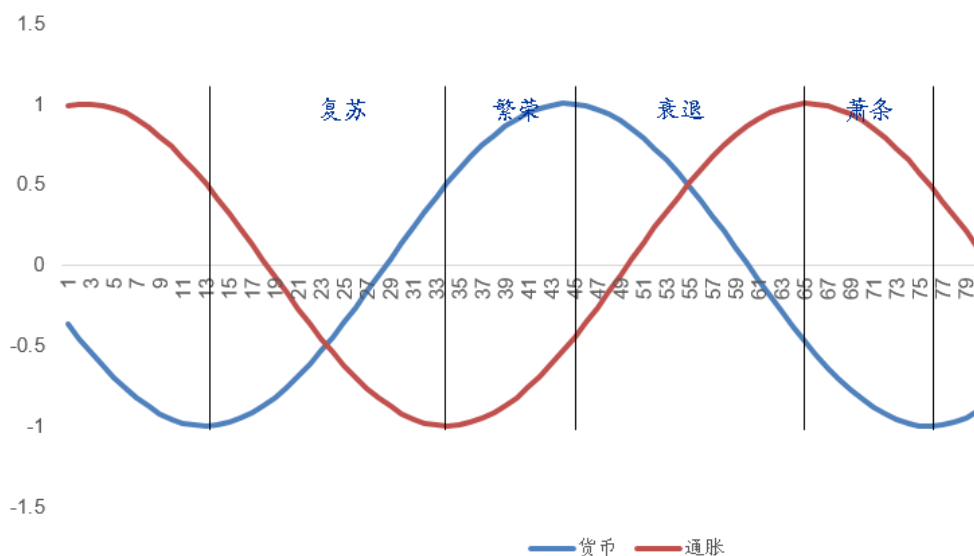
图 6：信用与通胀周期的领先相关性



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

信用是先行指标，通胀是滞后指标，信用扩张周期可以拉动需求，提振市场信心，通常权益市场表现好，特别是在信用向上拐点的初期，反之则权益资产有所调整。将信用与通胀两个周期自然叠加，可以将时空分为四个周期，即复苏繁荣衰退萧条，基本结论是在复苏期权益市场处于提升估值阶段，行情最激烈，压抑已久的情绪开始集中爆发，比如2019年一季度，在萧条期时期，也就是信用与通胀双下行阶段市场普遍悲观，债券类资产表现好，比如2018年，而在繁荣与衰退期，权益市场最佳时点已过，繁荣与衰退期对应整个通胀周期，即PPI上行周期，而通胀周期虽然有利于上市公司业绩，但估值开始受到压制，整体并没有趋势行情。

图 7：信用与通胀周期时空分解

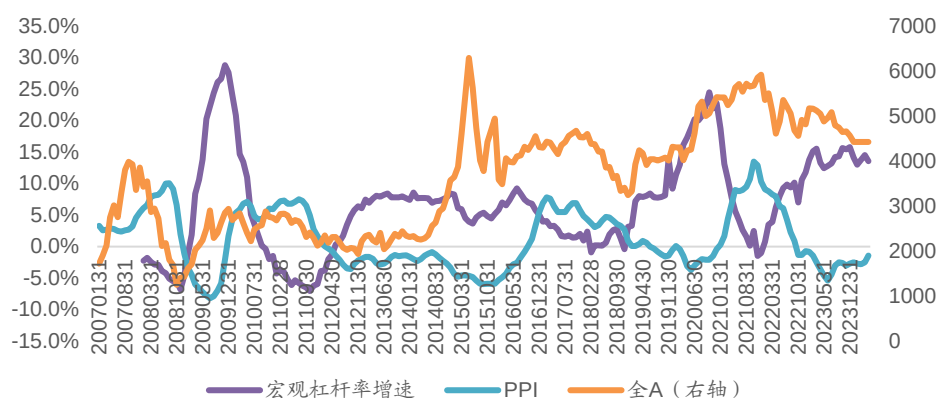


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

为了更精确的刻画信用周期，我们用宏观经济体杠杆率同比增速来做总量指标，宏观杠杆率分子端为经济体总债务，包括居民、企业与政府三个大类部门，分母端为经济体名义GDP，分母端我们用WIND一致预期，按照支出法拆解将下一季度预期值拆解至月度值，分子端，我们社融以及央行月度金融信贷数据来进行估算。

自上而下债务周期视角看，2024年5月份宏观杠杆率同比增速预计为13.6%，Wind一致预期数据显示，按照支出法拆解至月度，2024年5月份TTMGDP同比增速预计4.1%，分子端总债务预计10.1%，政府端杠杆率同比增速由5.0%升至5.2%，居民端杠杆率同比增速由0.7%降至0.2%，企业端杠杆率同比增速由8.9%降至8.2%，从历史周期看，杠杆率上行周期通常为20个月，由于本轮杠杆率上行主要为债务稳定，产出走弱，不同于以往，在见到产出走强之前，宽松周期预期将大概率维持，2024年5月份PPI同比为-1.4%，由2023年6月份最低同比-5.4%有所回升，而经验看PPI与TTM名义GDP增速高度相关，自上而下看，权益市场上行弹性更大。

图 8：权益市场与通胀周期

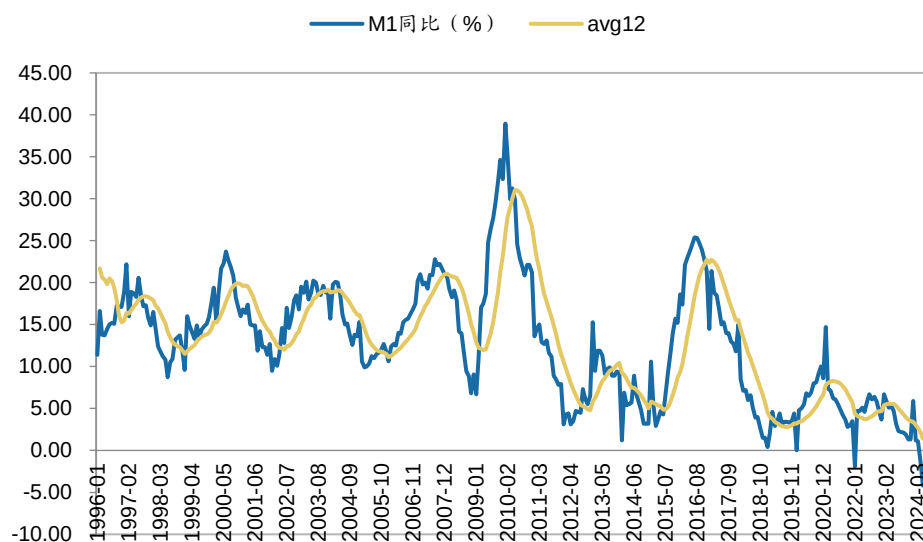


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

为什么说信用周期往往是40个月，单边上下行20个月呢？我们用三个数据验证，分别是M1、利率、社融同比。

M1同比数据具有典型的周期性特征，2008年之前几乎为标准的正弦曲线，1998至2008，10年3轮周期，每轮40个月，上下行持续时间20个月，2015年至2019年周期同样符合20个月单边周期特征，2018下行周期与2019年开始的本轮上行周期分别对应权益市场熊市与牛市。

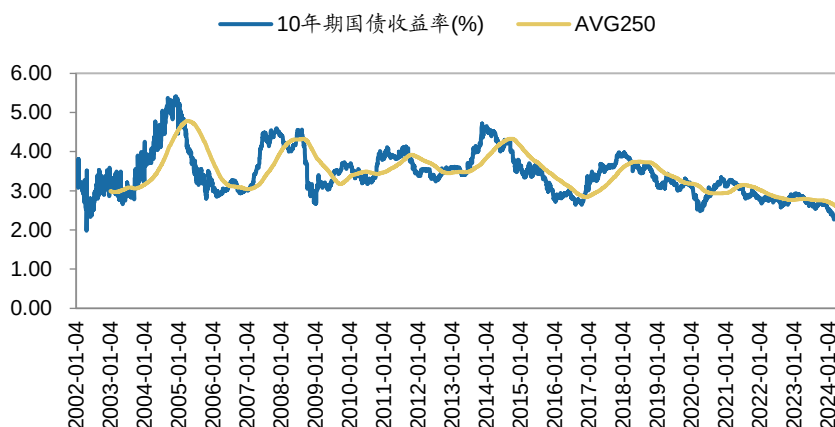
图 9：M1视角下的流动性周期



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

10年期国债收益率同样具备明显的周期性特征，2003至2020共192个月，经历完整5轮周期，平均每轮38个月，单边上行下行持续时间19个月，与M1同比数据结论基本一致，同时整体成中枢下移趋势，周期高点与低点不断下移。

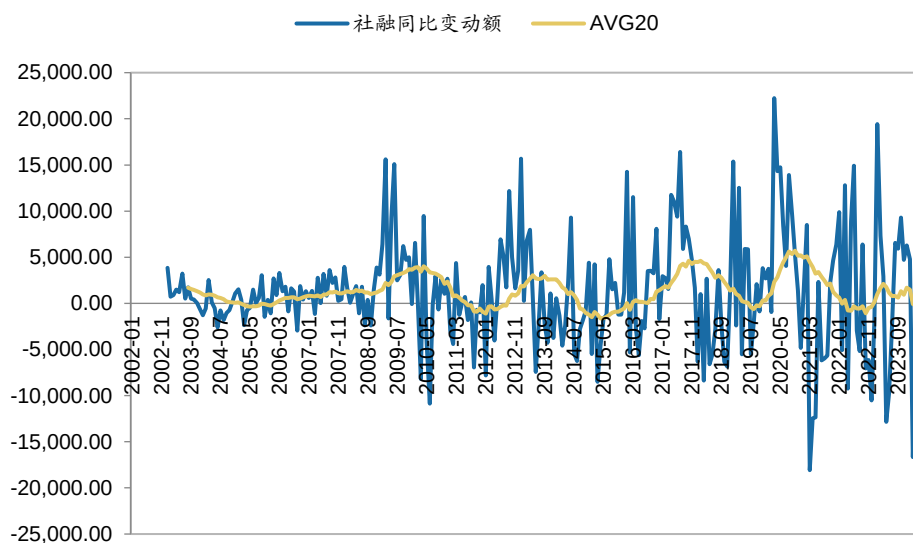
图 10：利率视角下的流动性周期（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

社融当月同比增加额的20个月均值曲线，几乎为标准的正弦曲线，自2008年7月至2019年7月总共120个月，经历3轮周期，平均每轮40个月，单边上行或下行周期持续平均20个月，但上行时间略长于下行时间。

图 11：社融视角下的流动性周期（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## （二）多维度视角下的市场

先说估值定义算法，各板块按照交易市场划分与按照市值分层划分，剔除掉ST、上市时间小于180个交易日的，总市值除以板块TTM净利润总额，下表中MIN表示历史最低PE，10%代表历史10%分位数，其他百分比意义类似，MAX表示历史高位估值，NEW表示当前估值，NEW%表示当前估值在历史纵向中的分位数位置。

估值水平，截止20240621，中证全指PETTM分位数25%，上证50与沪深300分别为38%、25%，创业板指接近1%，中证500与中证1000分别为9%、20%，市场静

态估值相对历史处于较低水平。

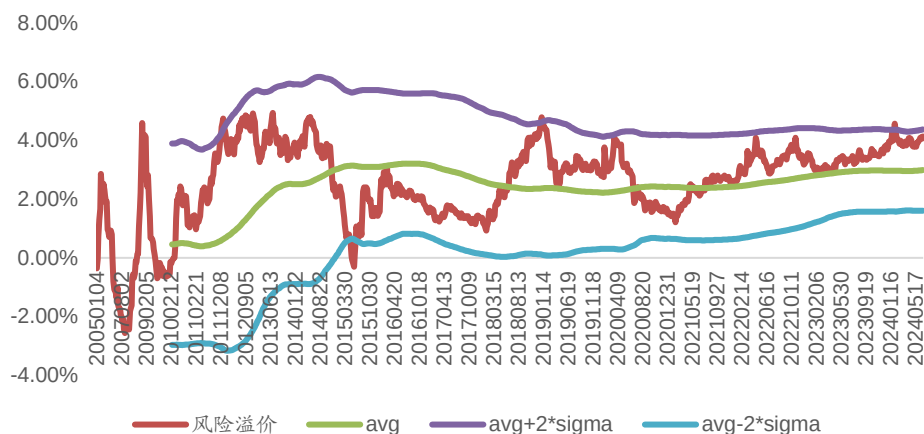
表 2: A 股板块 PE 及历史纵向对比

| Code       | Name    | MIN  | 10%  | 25%  | 50%  | 75%  | 90%  | MAX   | NEW  | NEW% |
|------------|---------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|
| 000985.CSI | 中证全指    | 11.2 | 13.0 | 15.6 | 18.0 | 20.8 | 30.3 | 53.5  | 15.6 | 25%  |
| 000001.SH  | 上证指数    | 8.7  | 10.8 | 12.5 | 14.3 | 17.3 | 27.4 | 52.4  | 13.0 | 34%  |
| 399001.SZ  | 深证成指    | 9.9  | 13.9 | 17.0 | 23.4 | 29.6 | 37.8 | 63.4  | 20.1 | 36%  |
| 399106.SZ  | 深证综指    | 13.3 | 23.3 | 27.9 | 33.1 | 39.5 | 51.1 | 77.9  | 27.4 | 23%  |
| 399005.SZ  | 中小板指    | 14.7 | 21.2 | 25.7 | 31.8 | 36.2 | 45.0 | 74.8  | 19.2 | 4%   |
| 399006.SZ  | 创业板指    | 22.9 | 31.9 | 39.1 | 50.2 | 60.5 | 68.5 | 137.9 | 26.2 | 1%   |
| 000016.SH  | 上证 50   | 6.9  | 8.8  | 9.6  | 10.8 | 13.7 | 22.4 | 46.6  | 10.1 | 38%  |
| 000903.SH  | 中证 100  | 6.9  | 9.0  | 10.6 | 12.3 | 14.4 | 24.8 | 47.3  | 13.3 | 64%  |
| 399300.SZ  | 沪深 300  | 8.0  | 10.3 | 11.6 | 13.2 | 15.7 | 26.4 | 49.6  | 11.6 | 25%  |
| 000905.SH  | 中证 500  | 15.7 | 21.0 | 24.0 | 29.7 | 43.7 | 67.9 | 100.8 | 20.8 | 9%   |
| 000906.SH  | 中证 800  | 9.1  | 11.1 | 12.6 | 14.3 | 16.9 | 28.9 | 51.7  | 12.6 | 25%  |
| 000852.SH  | 中证 1000 | 19.1 | 28.8 | 33.2 | 39.0 | 60.2 | 78.8 | 143.6 | 31.4 | 20%  |
| 399303.SZ  | 国证 2000 | 23.5 | 34.1 | 38.0 | 44.1 | 58.3 | 88.3 | 152.1 | 32.0 | 7%   |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 截至 2024-6-21

风险溢价角度, 中证全指静态PE的倒数EP减去十年期国债收益率, 权益与债券资产隐含收益率对比, 历史数次极端底部该数据均处在均值上两倍标准差区域, 比如2012/2018/2020 (疫情突发), 20220426达到4.17%, 20221028风险溢价再次上升到4.08%, 市场迅速反弹, 20240119指标4.11%, 自2016年以来第五次超过4%。截至20240621指标4.13%, 两倍标准差边界为4.37%。

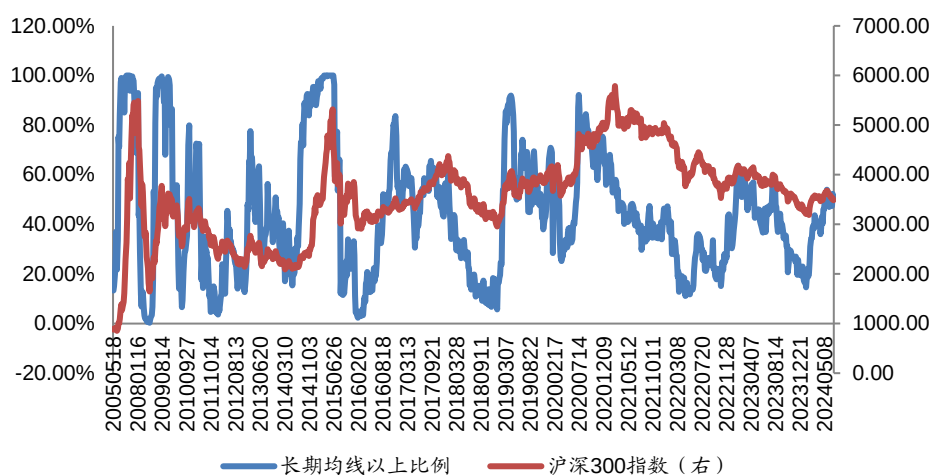
图 12: 风险偏好权益资产优于债券资产 (10年期国债收益率水平)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

沪深300指数成分股, 股价处于200日均线以上的个股占总体的比例, 反应市场高低热度, 年初至今在经历了一波反弹, 该指标目前处于较均衡的区域。

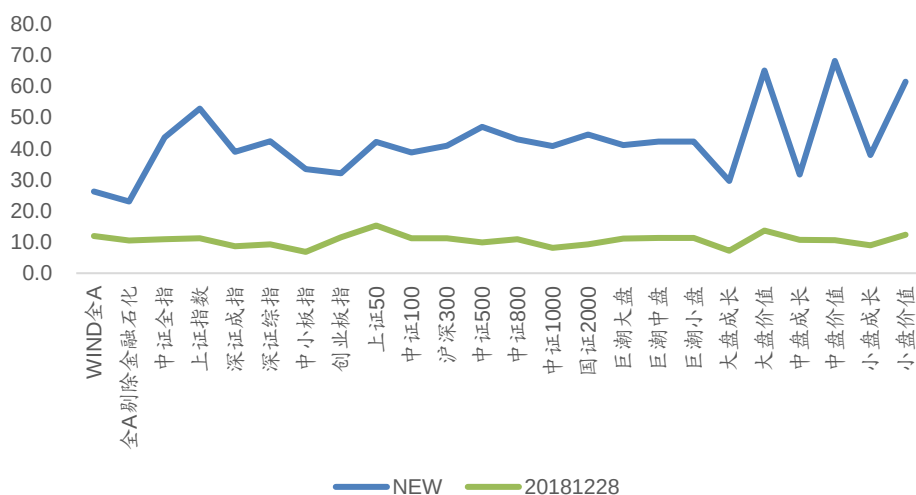
图 13: 沪深300成分长期均线以上占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 截至 2024-6-21

不同板块技术面超跌对比, 行业上为地产及商贸等, 从KD指标可以看市场与极端低位时点在内在结构上的差异。

图 14: 主要指数KD超跌指标当前值与2018年底对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 截至 2024-6-21

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/016234113115010154>