

分析师:

郑兆磊

S0190520080006

宫民

S0190521040001

刘海燕

S0190520080002

张博

S0190523040004

国内经济逐渐筑底复苏，看好大盘风格

2023年11月1日

报告关键点

本报告跟踪兴证金工股债择时模型以及股债配置组合的表现，并给出了行业轮动以及风格轮动的最新信号分析。

投资要点

- 从兴证金工中国经济先行指数走势来看，2022年5月以来指数走势有所企稳。截至2023年10月31日，9月先行指数构建所需数据已全部披露完毕。其中9月综合先行指数为96.82，相比8月数值97.27有所下降；9月实体先行指数为99.14，相比8月略有上行；9月金融环境指数为94.56，相比8月略有下行。我们同时给出了截至10月31日已发布数据初步构建的10月先行指数情况。从初步结果看，PMI有所下行，实体先行指数整体略有下行，金融环境和综合指数均略有下行。总体来看，当前处于国内经济复苏验证期，股票走势谨慎乐观，债券走势乐观。
- 截至2023年10月底，由于信用利差等指标显示流动性较弱，且市场拐点信号认为大盘反弹占优，拐点趋势大小盘轮动模型给出大盘风格占优的信号。由于美债利率依然上行，结构化成长价值轮动模型给出风格偏价值的信号。
- 2023年11月我们建议配置的行业分别为：钢铁、消费者服务、电力及公用事业、食品饮料、基础化工。2014年1月到2023年10月期间，综合打分模型的年化收益率为17.2%，收益风险比为0.7；策略相对净值的年化收益率为8.56%，月度胜率为62.71%。

风险提示：模型结论基于历史数据，在市场环境转变时模型存在失效的风险。

目 录

1、当前市场分析与展望	- 3 -
2、11月行业配置建议	- 9 -
3、风格配置最新观点	- 16 -
4、股债配置组合	- 20 -
5、附录	- 22 -

图表目录

图表 1. 股债非线性性价比分位数与万得全 A 指数走势(2007-01 至 2023-10)	- 3 -
图表 2. 2023 年 10 月的 PMI 回落至荣枯线以下 (单位: %)	- 4 -
图表 3. 宏观经济维度与当前相似度排名靠前的时间列表	- 4 -
图表 4. 兴证金工中国经济先行指数近期数值	- 5 -
图表 5. 兴证金工中国经济先行指数走势 (2014-01 至 2023-10)	- 6 -
图表 6. 融资融券余额与 A 股自由流通市值的比值与对应的历史分位点 (2013/11-2023/10)	- 6 -
图表 7. 北向资金每月净买入与自由流通市值的比值 (2014/12-2023/10)	- 6 -
图表 8. 部分宽基指数的月均换手率 (2013/11-2023/10)	- 7 -
图表 9. 部分宽基指数滚动 20 个交易日的历史波动率 (2013/11-2023/10)	- 7 -
图表 10. 基于上证 50ETF 期权计算的 vix (2015/2-2023/10)	- 7 -
图表 11. 股票择时因子信号	- 8 -
图表 12. 债券择时因子信号	- 8 -
图表 13. 2023 年 10 月的行业配置多头表现	- 9 -
图表 14. 基于残差动量因子的最新行业排序 (截至 20231031)	- 10 -
图表 15. 基于盈余惊喜因子的最新行业排序 (截至 20231031)	- 11 -
图表 16. 基于北向券商资金流因子的最新行业排序 (截至 20231031)	- 11 -
图表 17. 2023 年 11 月行业 ETF 推荐列表	- 12 -
图表 18. 综合打分行业轮动模型 2022 年以来 (样本外) 的月度表现	- 13 -
图表 19. 综合打分行业轮动模型分年度表现 (2014/1-2023/10)	- 14 -
图表 20. 综合打分模型历史净值走势 (2014/1-2023/10)	- 14 -
图表 21. 综合打分模型分组净值走势 (2014/1-2023/10)	- 15 -
图表 22. 综合打分模型分组年化收益率 (单位: %)(2014/1-2023/10)	- 15 -
图表 23. 综合打分模型表现统计 (2014/1-2023/10)	- 15 -
图表 24. 结构化成长价值轮动模型 10 月底信号	- 16 -
图表 25. 结构化因子组合历史表现 (2013/12/31-2023/10/31)	- 17 -
图表 26. 结构化因子组合净值 (2013/12/31-2023/10/31)	- 17 -
图表 27. 大小盘轮动模型 10 月底信号	- 18 -
图表 28. 结构化因子组合历史表现 (2013/12/31-2023/10/31)	- 19 -
图表 29. 结构化因子组合净值 (2013/12/31-2023/10/31)	- 19 -
图表 30. 股债战略组合风险预算	- 20 -
图表 31. 中、低风险股债战术组合参数设定	- 20 -
图表 32. 股债配置组合历史表现 (2014/01/02-2023/10/31)	- 20 -
图表 33. 股债配置组合历史净值 (2014/01/02-2023/10/31)	- 21 -
图表 34. 股债组合最新一期权重 (2023-11-01)	- 21 -
图表 35. 债券月度择时因子	- 25 -

报告正文

1、当前市场分析与展望

1.1、估值比较：股票性价比仍然偏高

从性价比指标看，股票当前依然具备较高配置价值。我们在报告《基于非线性性价比的股债轮动组合》中比较了多种计算股债相对性价比的指标，最终发现基于宽基指数股息率与长端国债到期收益率的指标对于股债未来相对收益预测力最高。

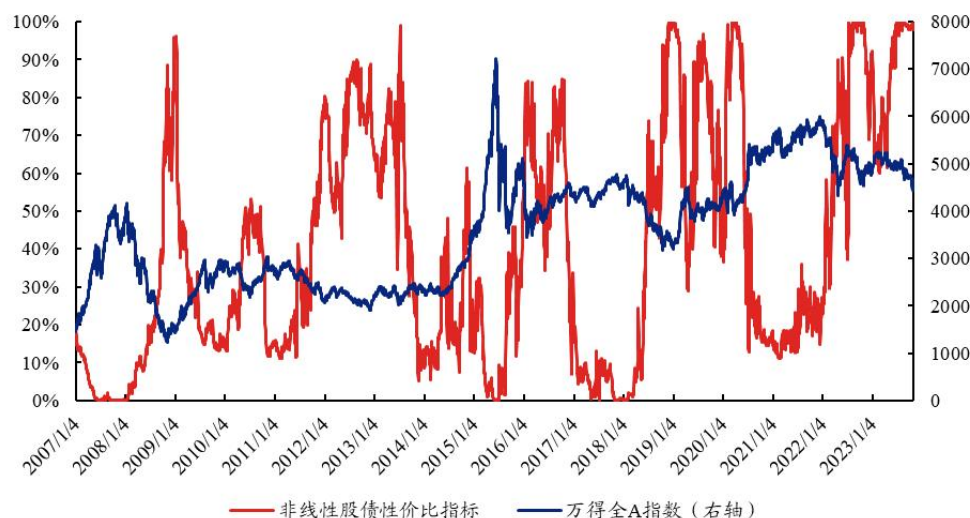
我们定义股票和债券的相对性价比为两者各自潜在收益水平的差值，分别用 DIV 和 Y 代表万得全 A 指数股息率和 10 年国债到期收益率，定义基于股息率的股债性价比指标为：

$$DIV_Y = DIV - Y$$

我们计算了性价比指标 DIV_Y 在每个时点所处的滚动 4 年历史分位数水平 Q 。并且为了更好地突出性价比指标在极端取值时的特征，我们对性价比分位数 Q 做非线性变换取二次幂。从下图可以看到，在历史上多次市场大涨前，比如 2008 年 12 月、2015 年 12 月、2019 年 1 月和 2020 年 3 月，股债性价比指标都处于历史较高的位置。

截至 2023 年 10 月 31 日，股债性价比指标在 99.4% 分位点，处于历史相对较高的位置，表明股票具有较高配置价值，上行空间较大。

图 1. 股债非线性性价比分位数与万得全 A 指数走势(2007-01 至 2023-10)

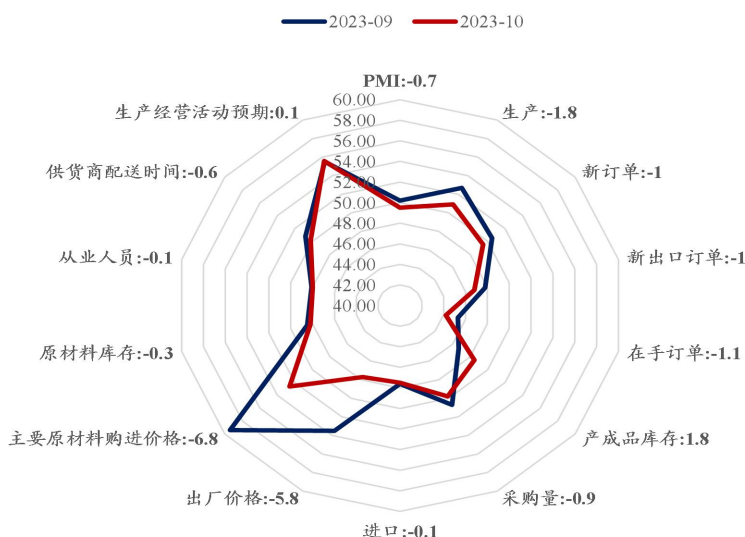


资料来源：Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、宏观跟踪：PMI 有所回落

从当前的宏观状态进行分析，10月制造业PMI录得49.5%，较9月环比回落0.7pct。从分项来看，生产分项回落至50.9%，仍然维持在扩张区间；反映需求的新订单分项为49.5%，较9月边际走弱；新出口订单仍然处于荣枯线之下。

图表 2. 2023 年 10 月的 PMI 回落至荣枯线以下 (单位: %)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

根据我们相似性模型的测算，当前宏观状态相似的结论比较模糊，与当前相似的时段有 2016 年的年中和 2018 年的下半年。从历史相似性以及当前数据不难发现，我们认为当前经济可能处于从下行转为上行的拐点，参考相似时段未来的市场表现，我们对于股市长期走势持乐观观点。

图表 3. 宏观经济维度与当前相似度排名靠前的时间列表

	宏观相似性	PMI (%)	工业增加值同比 (%)	固定资产投资完成额同比 (%)	社零同比 (%)	PMI 差分 (%)	工业增加值同比差分 (%)	固定资产投资完成额差分 (%)	社零同比差分 (%)
2023-10-31	100.00%	49.50	4.50	3.10	5.50	-0.70	0.00	-0.10	0.90
2018-9-30	82.05%	50.80	5.80	5.40	9.20	-0.50	-0.30	0.10	0.20
2013-6-30	81.76%	50.10	8.90	20.10	13.31	-0.70	-0.30	-0.30	0.42
2016-9-30	79.24%	50.40	6.10	8.20	10.70	0.00	-0.20	0.10	0.10
2016-6-30	77.57%	50.00	6.20	9.00	10.60	-0.10	0.20	-0.60	0.60
2018-2-28	77.46%	50.30	7.20	7.90	9.70	-1.00	1.00	0.70	0.30
2018-6-30	76.98%	51.50	6.00	6.00	9.00	-0.40	-0.80	-0.10	0.50
2018-8-31	76.63%	51.30	6.10	5.30	9.00	0.10	0.10	-0.20	0.20
2019-8-31	76.16%	49.50	4.40	5.50	7.50	-0.20	-0.40	-0.20	-0.10
2019-5-31	76.12%	49.40	5.00	5.60	8.60	-0.70	-0.40	-0.50	1.40
2015-10-31	76.11%	49.80	5.60	10.20	11.02	0.00	-0.10	-0.10	0.12

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 统计时间截至 2023 年 10 月 31 日

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

从兴证金工中国经济先行指数的走势看,2022年5月以来指数走势有所企稳。截至2023年10月31日,9月先行指数构建所需数据已全部披露完毕。其中9月综合先行指数为96.82,相比8月数值97.27有所下降;9月实体先行指数为99.14,相比8月略有上行;9月金融环境指数为94.56,相比8月略有下行。

我们同时给出了截至10月31日已发布数据初步构建的10月先行指数情况。从初步结果看,PMI有所下行,实体先行指数整体略有下行,金融环境和综合指数均略有下行。总体来看,当前处于国内经济复苏验证期,股票走势谨慎乐观,债券走势乐观。

图表4. 兴证金工中国经济先行指数近期数值

	实体经济	金融环境	综合指数
2023/8/31	99.10	95.47	97.27
2023/9/30	99.14	94.56	96.82
2023/10/31	99.01	93.93	96.44

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 5. 兴证金工中国经济先行指数走势 (2014-01 至 2023-10)



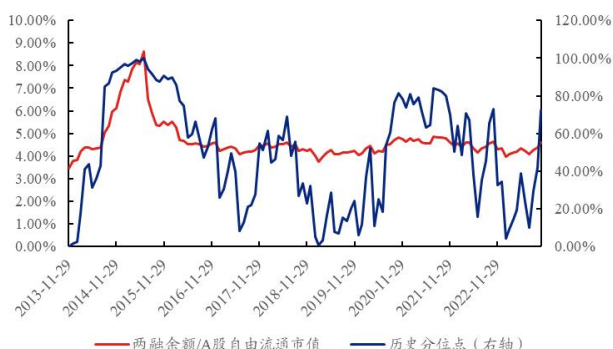
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、微观观察：指标边际好转，市场情绪提振

我们使用市场两融数据、北向资金、主流宽基指数换手率、指数波动率、期权 VIX 和新成立偏股基金份额等数据多维度观察市场情绪。综合资金维度和交投维度来看，本月部分指标边际好转，市场情绪整体有所提振。

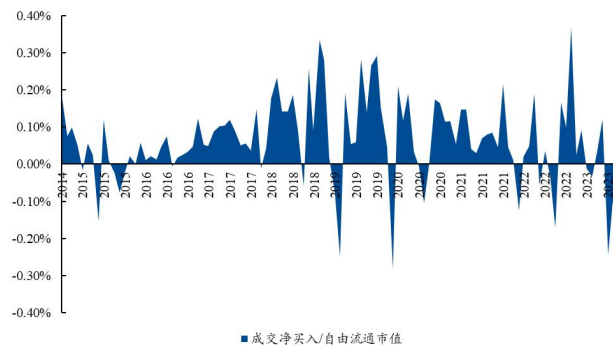
截至 2023 年 10 月 31 日，两融余额为 1.6 万亿元，较上月末的水平出现明显上升，同时 A 股自由流通市值小幅下降，因此，整体而言两融余额与自由流通市值比值上升明显，目前位于近 10 年以来的 72% 分位点左右；在经历了 1 月的净流入巅峰，2 月、3 月的净流入放缓，4 月、5 月的净流出和 6 月、7 月的净流入后，8 月后外资再度转为净流出状态，10 月外资净流出 447.87 亿元。

图 6. 融资融券余额与 A 股自由流通市值的比值与对应的历史分位点 (2013/11-2023/10)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 7. 北向资金每月净买入与自由流通市值的比值 (2014/12-2023/10)



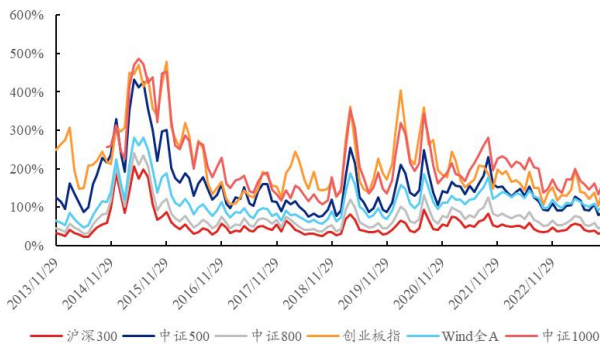
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

相较于 2023 年 9 月的水平，10 月主流宽基指数的换手率均有所上行，其中创业板指、中证 1000 的换手率较上月上行超过 20%；与历史纵向比较，各主流宽

基换手均低于近 10 年以来的中位数水平。本月各主流宽基指数震荡，各大指数的波动较上月有所上升；从时间序列来看，各指数波动率仍处于中等偏低水平，均位于近 10 年以来的 50%分位点以下。

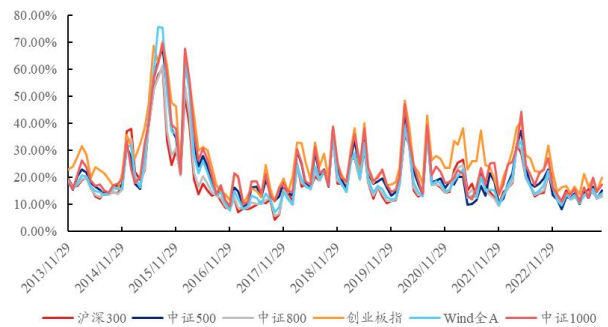
截至 2023 年 10 月底，基于上证 50ETF 期权计算的 VIX 为 14.72%，处于历史 16%分位点左右，显示期权投资者对市场预期无明显的系统性风险。

图表 8. 部分宽基指数的月均换手率 (2013/11-2023/10)



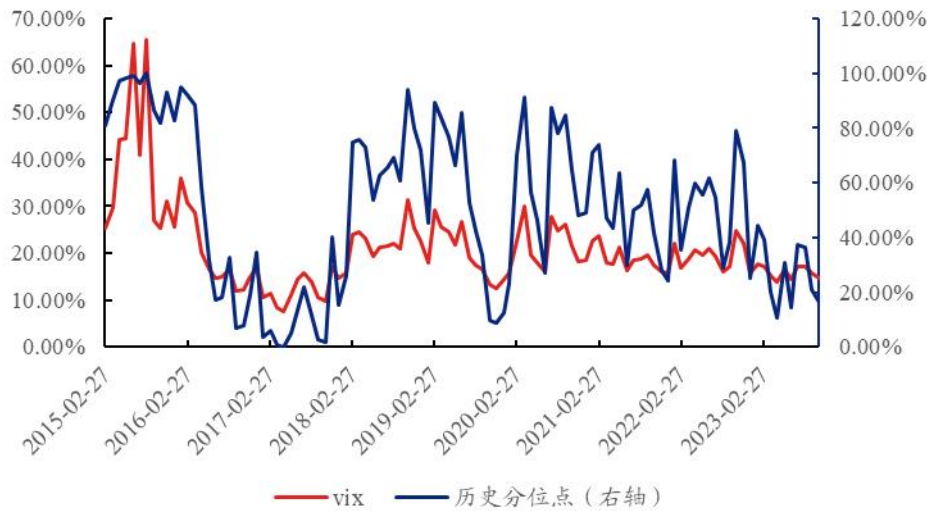
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 9. 部分宽基指数滚动 20 个交易日的历史波动率 (2013/11-2023/10)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 10. 基于上证 50ETF 期权计算的 vix (2015/2-2023/10)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、最新择时观点

从兴证金工择时模型看，截至 2023 年 10 月 31 日，兴证股票择时模型给出谨慎乐观信号，债券择时模型给出乐观信号，信号因子具体情况见下表。

图表 11. 股票择时因子信号

因子	所属大类	方向	最新观点
固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比	实体经济	正向	-1
PMI:新出口订单	实体经济	正向	-1
PPI:全部工业品:环比	物价水平	反向	-1
股息率计算的风险溢价(用中证红利指数计算):每月	估值指标	正向	1
shibor 利率(2W):每月:差分	资金流动性	反向	1
shibor 利率(ON):每月:差分	资金流动性	反向	1
7 天期回购利率:每月	资金流动性	反向	-1
市场动量指标:一个月的变化率	技术指标	正向	-1
市场动量指标:三个月的变化率	技术指标	正向	-1
医药行业超额:过去一个月的超额收益	风险偏好	反向	-1
美元兑离岸人民币:每月:差分	风险偏好	反向	-1

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 观点 1 代表乐观信号, 观点-1 代表谨慎乐观信号

图表 12. 债券择时因子信号

因子	所属大类	方向	最新观点
10 年期中国国债到期收益率:每月	估值指标	正向	0
工业增加值:当月同比:差分	实体经济	反向	0
CPI:当月同比:差分	物价水平	反向	1
中债国债总净价指数:一个月变化率	技术指标	正向	-1
市场动量指标:两个月的变化率	短期资金流向	反向	1

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 观点 1 代表乐观信号, 观点-1 代表谨慎乐观信号

2、11月行业配置建议

我们从残差动量、盈余惊喜、北向券商资金三个维度对中信一级行业进行综合打分。模型细节详见报告《基于盈余惊喜(基本面)、残差动量(技术面)、北向资金(资金流)的行业轮动模型》。**模型本月推荐的行业配置为：钢铁、消费者服务、电力及公用事业、食品饮料、基础化工。**

2.1、上月表现回顾、最新观点和相关ETF产品推荐

我们首先对上个月的行业配置建议结果进行回顾。从残差动量的维度进行观察，我们发现9月底食品饮料、消费者服务、轻工制造、纺织服装、煤炭等行业的排名靠前，说明当时这些行业的收益率中有较大的部分无法被常见的风险因子解释。当一个行业呈现出较高残差动量（也即较高的异质收益），往往有一些独特的原因，这些原因在目前只为少数投资者所知晓，随着信息的逐渐扩散，较高的异质收益有望带动行业继续上行；从盈余惊喜维度分析，半年报披露后，家电、消费者服务、交通运输、汽车、纺织服装等行业盈余惊喜排名较高。最后从资金的维度，我们发现北向交易盘资金偏好煤炭、银行、医药、纺织服装、交通运输等行业。

因此，综合三个维度的打分，我们早先对于2023年10月在中信一级行业上的配置建议分别是：纺织服装、消费者服务、家电、轻工制造、交通运输。上月的行业配置等权多头月度收益率为-3.52%，剔除综合与综合金融行业后的28个中信一级行业的等权基准月度收益率为-3.03%，月度超额收益为-0.49%。

图表 13. 2023年10月的行业配置多头表现

中信一级行业	中信一级行业代码	当月收益率	表现排名
电子	CI005025.WI	4.46%	1
汽车	CI005013.WI	2.67%	2
医药	CI005018.WI	1.67%	3
农林牧渔	CI005020.WI	0.40%	4
钢铁	CI005005.WI	-0.51%	5
基础化工	CI005006.WI	-0.52%	6
电力及公用事业	CI005004.WI	-0.74%	7
纺织服装	CI005017.WI	-0.93%	8
有色金属	CI005003.WI	-1.00%	9
非银行金融	CI005022.WI	-1.61%	10
国防军工	CI005012.WI	-2.26%	11
交通运输	CI005024.WI	-2.30%	12
轻工制造	CI005009.WI	-2.52%	13
食品饮料	CI005019.WI	-2.67%	14
煤炭	CI005002.WI	-2.89%	15
家电	CI005016.WI	-3.53%	16
银行	CI005021.WI	-3.86%	17
机械	CI005010.WI	-4.94%	18
商贸零售	CI005014.WI	-4.95%	19
计算机	CI005027.WI	-4.98%	20
传媒	CI005028.WI	-5.62%	21

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

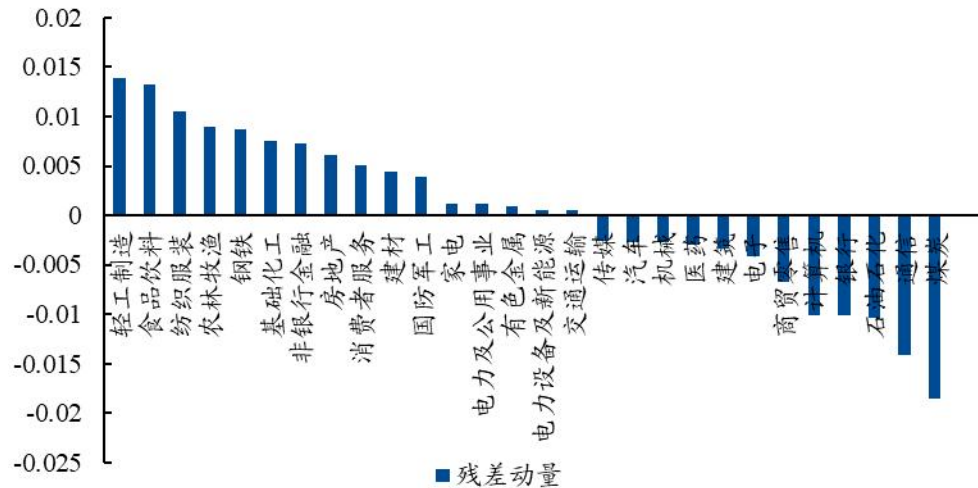
石油石化	CI005001.WI	-5.73%	22
建筑	CI005007.WI	-5.82%	23
电力设备及新能源	CI005011.WI	-6.51%	24
建材	CI005008.WI	-6.67%	25
房地产	CI005023.WI	-6.92%	26
通信	CI005026.WI	-8.34%	27
消费者服务	CI005015.WI	-8.34%	28

资料来源：Wind，聚源，港交所，兴业证券经济与金融研究院整理
注：标红部分为当月的行业配置建议

2023年11月我们建议配置的行业分别为：钢铁、消费者服务、电力及公用事业、食品饮料、基础化工。

首先从残差动量的维度进行观察，我们发现轻工制造、食品饮料、纺织服装、农林牧渔、钢铁等行业排名靠前。以上行业呈现出较高的残差动量（也即较高的异质收益），而较高的异质收益有望带动行业继续上行。

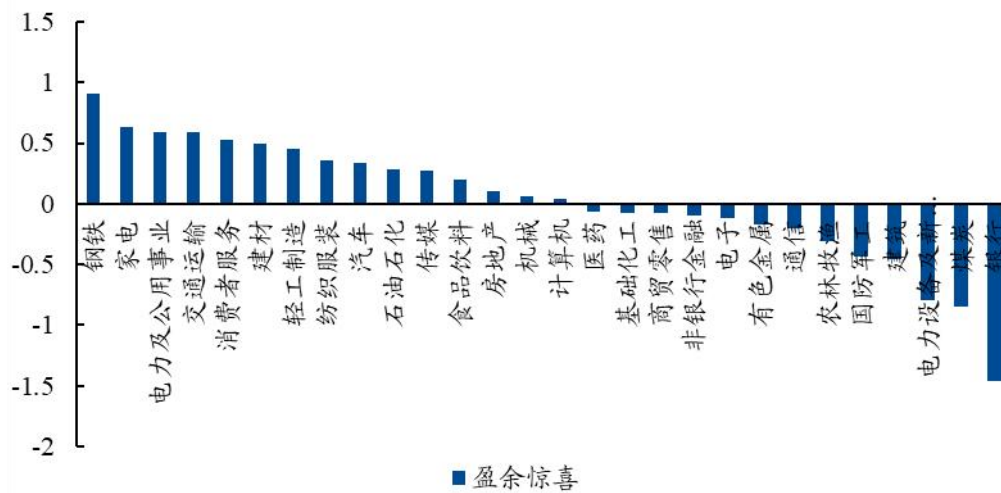
图表 14. 基于残差动量因子的最新行业排序（截至 20231031）



资料来源：Wind，聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

三季报披露后，钢铁、家电、电力及公用事业、交通运输、消费者服务等行业盈余惊喜排名较高。国庆假期及旅游等相关需求的持续释放下，消费者服务、交通运输等消费属性行业业绩表现超预期；产品更新迭代叠加电商催化，家电行业业绩表现优秀。

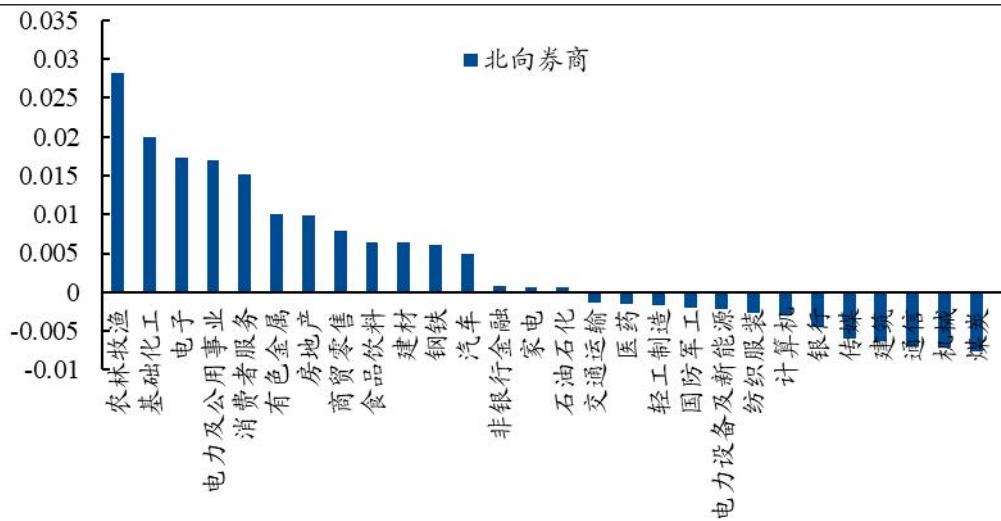
图表 15. 基于盈余惊喜因子的最新行业排序（截至 20231031）



资料来源：Wind，聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

最后从“聪明资金流”视角分析，我们发现 10 月以来的北向交易盘资金偏好农林牧渔、基础化工、电子、电力及公用事业、消费者服务等行业。

图表 16. 基于北向券商资金流因子的最新行业排序（截至 20231031）



资料来源：Wind，聚源，港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

综合三个维度的打分，我们最终推荐的行业为：钢铁、消费者服务、电力及公用事业、食品饮料、基础化工。

进一步，我们基于行业指数与行业 ETF 之间的逻辑关系、收益率相关性、股票持仓相似性与流动性等维度综合考虑，构建了中信一级行业与行业 ETF 之间的映射关系，并根据每个月行业轮动观点提供 ETF 推荐列表，供各位投资者参考，下表展示了本月行业 ETF 推荐名单。

图表 17. 2023 年 11 月行业 ETF 推荐列表

行业代码	行业名称	ETF 名称	ETF 代码	ETF 上市日期	ETF 规模 (亿元)
CI005004.WI	电力及公用事业	电力 ETF	159611.SZ	2022-01-07	22.50
		绿色电力 ETF	159625.SZ	2022-04-29	3.15
CI005005.WI	钢铁	钢铁 ETF	515210.SH	2020-03-02	14.08
CI005006.WI	基础化工	化工 ETF	159870.SZ	2021-03-03	22.37
		化工 ETF	516020.SH	2021-03-08	4.61
CI005015.WI	消费者服务	旅游 ETF	159766.SZ	2021-07-23	30.90
		旅游 ETF	562510.SH	2021-12-30	8.53
CI005019.WI	食品饮料	食品饮料 ETF	515170.SH	2021-01-13	34.26
		食品 ETF	515710.SH	2021-01-07	8.18

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

数据日期：截至 2023 年 10 月 31 日

2.2、行业轮动方法简介

根据对市场的观察和分析，我们结合技术面（行业残差动量）、基本面（行业盈余惊喜）、资金流（北向券商资金）三个维度构造行业轮动模型。这三个因子的具体逻辑与构造方式如下：

技术面（行业残差动量）：使用简单的截面动量进行行业轮动稳定性较差，可以通过回归先剥离风险因素的影响，再使用残差构造动量策略，在海外和 A 股的实证结果均表明残差动量因子较传统的动量因子有更高的收益风险比，并且能够有效应对动量因子在某些时期的崩溃。具体而言，我们将每个月的各行业指数收益率对 Barra 因子收益率（Factor-Mimicking Portfolio）进行滚动回归（回看 12 个月），并将回归后得到的当月残差作为该行业当月的残差动量。

基本面（行业盈余惊喜）：我们以盈余惊喜（或称之为标准化未预期盈余）因子（Standardized Unexpected Earnings, SUE）度量个股业绩超预期的程度，并以各行业指数成分股 SUE 因子的加权平均值衡量各行业的业绩超预期程度。我们认为，行业基本面归根到底都是行业成分股的基本面，并且行业盈余惊喜在横截面上具备较好的可比性。个股 SUE 的构造方法如下：

$$SUE = \frac{\text{Actual Earnings} - \text{Expected Earnings}}{\text{Earnings Volatility}}$$

其中，Actual Earnings 是个股最近一个财报季的盈利同比增加值；Expected Earnings 是再往前回溯 8 个财报季，每个季报的盈利同比增加值的均值；Earnings Volatility 是过去 8 个财报季盈利同比增加值的波动率，进一步合成行业层面的盈余惊喜因子。

资金流（北向券商资金）：根据中央结算系统参与者的不同，北向资金可被分为“北向券商资金”和“北向银行资金”。通常认为，北向银行资金倾向于长期资产配置，而北向券商资金以交易型为主，更符合“聪明钱”的特征，他们的交易行为可能包含了市场价格尚未反映的信息，因此可能对行业轮动具备启示意义。对每

个行业，在每个交易日，构建如下变量：

$$FlowRatio_{i,t} = \sum_s w_{s,i} \times \frac{Net\ Inflow_{s,t}}{Previous\ Month\ Average\ Holding_s}$$

其中 i 代表行业， s 代表股票， t 代表交易日； $w_{s,i}$ 是股票 s 在行业 i 所属的中信一级行业 i 中的权重， $Previous\ Month\ Average\ Holding_{s,i}$ 是北向券商资金上个月该股票的平均持有市值， $Net\ Inflow_{s,i,t}$ 是北向券商在 t 日流入股票 s 的资金量，计算方法为：

$$Net\ Inflow_{s,t} = (h_{s,t} - h_{s,t-1}) \times \bar{P}_{s,t}$$

其中 h 为北向券商资金持股数量， $\bar{P}_{s,t}$ 为股票 s 在 t 日的成交均价。接下来，对每个行业，每个月计算其日均 $FlowRatio$ ，并将其作为衡量北向资金流的指标。

由于不同维度的因子可能含有不同的信息，接下来，我们等权结合以上三个因子，构造综合打分模型。具体来看，我们每月末将 28 个中信一级行业¹，根据综合打分排序分为 6 组，每组分别包含 5、5、4、4、5、5 个行业；选取综合打分排名最高的一组（5 个行业）构建等权组合，持有一个月。同时，我们构建 28 个中信一级行业等权组合作为基准，将策略与基准进行比较。

2.3、历史表现回顾

2022 年以来，市场出现了一定幅度的波动。综合打分行业轮动模型在 2022 年以来的 22 个月份中（均为样本外），有 11 个月份战胜等权基准。

从历史回测来看，2014 年 1 月到 2023 年 10 月期间，综合打分模型的年化收益率达 17.2%，收益风险比为 0.7；同期 28 个行业等权基准的年化收益为 7.76%，收益风险比为 0.33。策略相对净值的年化收益率为 8.56%，收益风险比为 0.95，最大回撤为 20.63%；并且，策略相对于基准的月度胜率达 62.71%。

图表 18. 综合打分行业轮动模型 2022 年以来（样本外）的月度表现

月份	策略	基准	月度超额
2022/1	-6.42%	-7.59%	1.17%
2022/2	7.33%	3.22%	4.12%
2022/3	-6.34%	-6.59%	0.25%
2022/4	-7.32%	-8.47%	1.15%
2022/5	9.28%	6.18%	3.10%
2022/6	10.28%	8.15%	2.13%
2022/7	-2.99%	-2.51%	-0.48%
2022/8	0.71%	-2.07%	2.78%
2022/9	-6.73%	-7.02%	0.29%
2022/10	-4.50%	-3.39%	-1.11%

¹ 若无另行说明，本文均剔除中信一级行业中的“综合”与“综合金融”。“综合”行业属性不明，“综合金融”可追溯的时间序列较短。

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/365133303010011203>