

相关研究

《量化基金周报 20231129——指增超额：私募再接再厉，公募不遑多让》2023.11.29  
《20-80 小盘价值固收+组合 YTD 收益 9.04%——绝对收益产品及策略周报 (20231120-20231124)》2023.11.28  
《上周新增一只大盘基金净值创新高——量化选基周报 (2023.11.20-2023.11.24)》2023.11.28

分析师:冯佳睿

Tel:(021)23219732

Email:fengjr@haitong.com

证书:S0850512080006

分析师:袁林青

Tel:(021)23185659

Email:ylq9619@haitong.com

证书:S0850516050003

联系人:曹君豪

Tel:(021)23185657

Email:cjh13945@haitong.com

# 年末收官月，A股有望再拾升势——量化择时和拥挤度预警周报（20231203）

## 投资要点:

- **上周（2023.11.27-2023.12.1）市场回顾。**上周A股市场继续下行，上证50指数下跌1.63%，沪深300指数下跌1.56%，中证500指数下跌0.06%，创业板指下跌0.6%。当前全市场PE(TTM)为16.9倍，处于2005年以来的29.1%分位点。日历效应上，2005年以来，各大指数在12月上半月均表现较好。技术分析上，1. 从SAR指标来看，Wind全A指数于11月22日向下突破翻转点位；2. 根据我们通过Wind二级行业指数算出的均线强弱指数，当前市场得分为77，处于2021年以来的43%分位点。我们认为，美联储加息周期或已经接近尾声，A股新一轮成长风格周期有望到来。结合日历效应，A股市场在年末收官月的上行概率较大。
- **年末收官月，A股有望再拾升势。**从趋势模型上看，Wind全A指数短期均线和长期均线的距离为-2.14%，高于前一周(-2.51%)，市场处于震荡市，Wind全A指数处于20日均线之下。从量化指标上看，基于沪深300指数的流动性冲击指标周五为0.09，低于前一周(0.27)，意味着当前市场的流动性高于过去一年平均水平0.09倍标准差。上证50ETF期权成交量的PUT-CALL比率震荡上升，周五为0.89，高于前一周(0.81)，投资者对上证50ETF短期走势谨慎程度上升。上证综指和Wind全A五日平均换手率分别为0.63%和1.03%，处于2005年以来的36.04%和44.69%分位点，交易活跃度相比前期有所下降。从宏观因子上看，1. 根据国家统计局公布的数据，中国11月官方制造业PMI为49.4，小于前值49.5；财新制造业PMI为50.7，高于前值49.5。2. 上周人民币汇率震荡，在岸和离岸汇率周涨幅分别为0.18%、0.34%。从资金流向上看，北上资金上周流入16.08亿元，2023年以来累计流入516.31亿元。事件驱动上，1. 上周美股继续上行，道琼斯工业指数、标普500指数和纳斯达克指数周收益率分别为2.42%、0.77%、0.38%。根据新浪财经，芝加哥商品交易所集团(CME Group)当地时间周五上午的市场定价显示，美联储确实已经结束了加息周期，最早可能在2024年3月开始降息。此外，期货市场显示，到明年年底，美联储将总共降息1.25个百分点，相当于五次降息0.25个百分点。2. 根据Wind，近一周来，交通银行、建设银行、浙商银行均召开房地产企业代表座谈会，明确将更好支持房地产企业合理融资需求。有参会房企财务负责人称，尽管还未有具体业务落地，但可以对房企融资前景乐观一些。我们认为，美联储加息周期或已经接近尾声，A股新一轮成长风格周期有望到来。结合日历效应，A股市场在年末收官月的上行概率较大。
- **因子拥挤度观察：价值拥挤度再次下行，成长风格或已渐行渐近。**小市值因子拥挤度0.59，低估值因子拥挤度-0.20，高盈利因子拥挤度-0.88，高盈利增长因子拥挤度-1.07。
- **行业拥挤度：机械、计算机、电子、消费者服务和传媒的行业拥挤度相对较高。**电力及公用事业及农林牧渔的行业拥挤度上升幅度相对较大。
- **风险提示：市场系统性风险、海外市场波动风险、模型误设风险。**

## 目 录

---

1. 年末收官月，A股有望再拾升势.....	4
2. 因子拥挤度观察：价值拥挤度再次下行，成长风格或已渐行渐近.....	6
3. 行业拥挤度：机械、计算机、电子、消费者服务和传媒的行业拥挤度相对较高.....	7
4. 风险提示.....	9

## 图目录

图 1	2005-2022 年 12 月上半月指数涨跌幅 (%) .....	5
图 2	2021 年以来 Wind 全 A 指数及其翻转信号走势 .....	5
图 3	2021 年以来 Wind 全 A 指数及市场均线强弱指数百分位走势 .....	6
图 4	主动基金平均 Alpha 和 Wind 全 A 走势 .....	6
图 5	主动基金平均 Alpha 结合估值因子预测收益率 .....	6
图 6	小市值因子净值与因子复合拥挤度 .....	7
图 7	低估值因子净值与因子复合拥挤度 .....	7
图 8	高盈利因子净值与因子复合拥挤度 .....	7
图 9	高增长因子净值与因子复合拥挤度 .....	7
图 10	行业拥挤度 (2023.12.01) .....	8

## 表目录

表 1	2023 年 11 月部分宏观数据 .....	4
表 2	复合因子拥挤度及分项得分 (2023.12.01) .....	7
表 3	行业拥挤度变化 .....	9

## 1. 年末收官月，A股有望再拾升势

上周A股市场继续下行，上证50指数下跌1.63%，沪深300指数下跌1.56%，中证500指数下跌0.06%，创业板指下跌0.6%。当前全市场PE(TTM)为16.9倍，处于2005年以来的29.1%分位点。日历效应上，2005年以来，各大指数在12月上半月均表现较好。技术分析上，1. 从SAR指标来看，Wind全A指数于11月22日向下突破翻转点位；2. 根据我们通过Wind二级行业指数算出的均线强弱指数，当前市场得分为77，处于2021年以来的43%分位点。我们认为，美联储加息周期或已经接近尾声，A股新一轮成长风格周期有望到来。结合日历效应，A股市场在年末收官月的上行概率较大。

从趋势模型上看，Wind全A指数短期均线和长期均线的距离为-2.14%，高于前一周(-2.51%)，市场处于震荡市，Wind全A指数处于20日均线之下。

从量化指标上看，基于沪深300指数的流动性冲击指标周五为0.09，低于前一周(0.27)，意味着当前市场的流动性高于过去一年平均水平0.09倍标准差。上证50ETF期权成交量的PUT-CALL比率震荡上升，周五为0.89，高于前一周(0.81)，投资者对上证50ETF短期走势谨慎程度上升。上证综指和Wind全A五日平均换手率分别为0.63%和1.03%，处于2005年以来的36.04%和44.69%分位点，交易活跃度相比前期有所下降。

从宏观因子上看，1. 根据国家统计局公布的数据，中国11月官方制造业PMI为49.4，小于前值49.5；财新制造业PMI为50.7，高于前值49.5。2. 上周人民币汇率震荡，在岸和离岸汇率周涨幅分别为0.18%、0.34%。

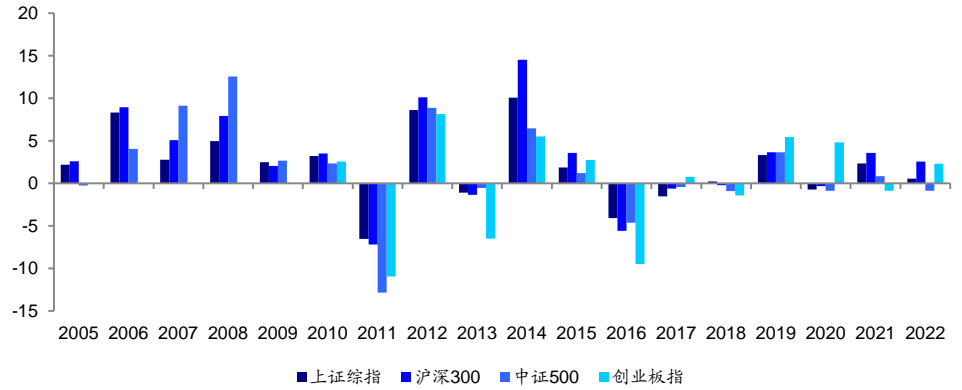
表1 2023年11月部分宏观数据

	当月	Wind 一致预测	前值
PMI	49.4	-	49.5
财新 PMI	50.7	-	49.5
CPI 同比	-	-0.11%	-0.2%
PPI 同比	-	-2.82%	-2.6%
新增人民币贷款(亿元)	-	10312.5	7384
M2 同比	-	10.23	10.3

资料来源：Wind，海通证券研究所

从资金流向上看，北上资金上周流入16.08亿元，2023年以来累计流入516.31亿元。

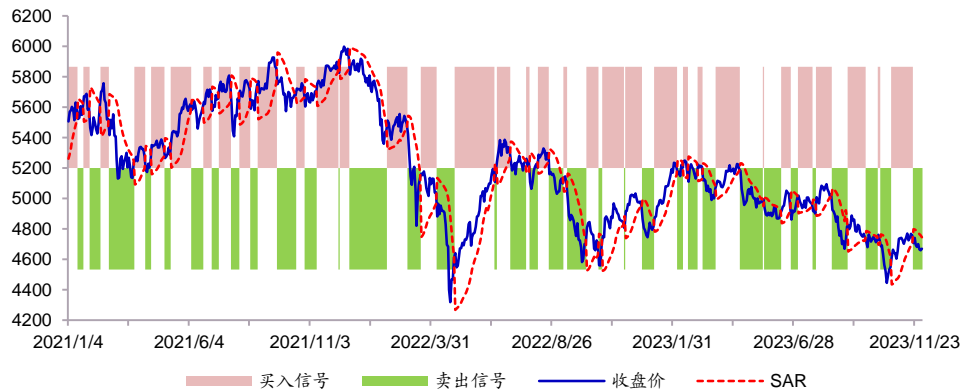
日历效应上，2005年以来，上证综指、沪深300、中证500、创业板指在12月上半月的上涨概率分别为72%、67%、56%、62%，涨幅均值分别为2.06%、2.94%、1.69%、0.24%，涨幅中位数分别为2.28%、3.06%、1.03%、2.29%，各大宽基指数均表现较好。

**图1 2005-2022年12月上半月指数涨跌幅(%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

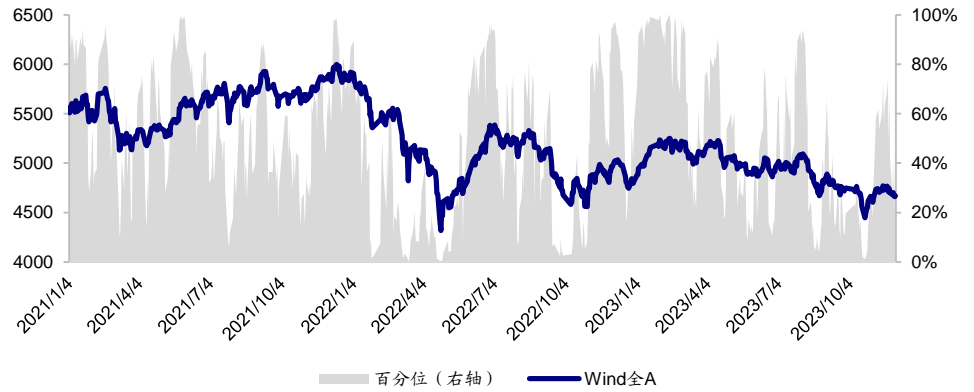
事件驱动上, 1. 上周美股继续上行, 道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数周收益率分别为 2.42%、0.77%、0.38%。根据新浪财经, 芝加哥商品交易所集团(CME Group)当地时间周五上午的市场定价显示, 美联储确实已经结束了加息周期, 最早可能在 2024 年 3 月开始降息。此外, 期货市场显示, 到明年年底, 美联储将总共降息 1.25 个百分点, 相当于五次降息 0.25 个百分点。2. 根据 Wind, 近一周来, 交通银行、建设银行、浙商银行均召开房地产企业代表座谈会, 明确将更好支持房地产企业合理融资需求。有参会房企财务负责人称, 尽管还未有具体业务落地, 但可以对房企融资前景乐观一些。

技术分析上, 1. 从 SAR 指标来看, Wind 全 A 指数于 11 月 22 日向下突破翻转点位; 2. 根据我们通过 Wind 二级行业指数算出的均线强弱指数<sup>1</sup>, 当前市场得分为 77, 处于 2021 年以来的 43%分位点。

**图2 2021年以来Wind全A指数及其翻转信号走势**


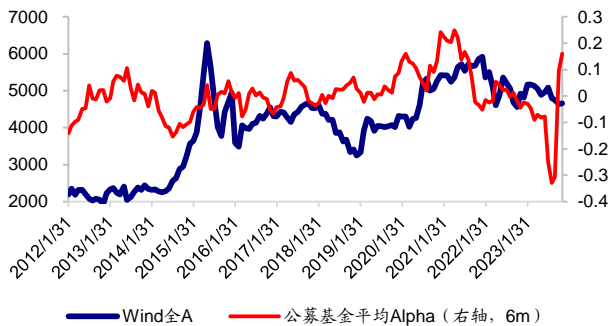
资料来源: Wind, 海通证券研究所

<sup>1</sup> 均线强弱指数采用 Wind 二级行业指数的 8 日、13 日、21 日等 8 种均线组合, 比较不同均线与目前收盘价的相对位置, 预测目前市场顶部/底部是否显现。

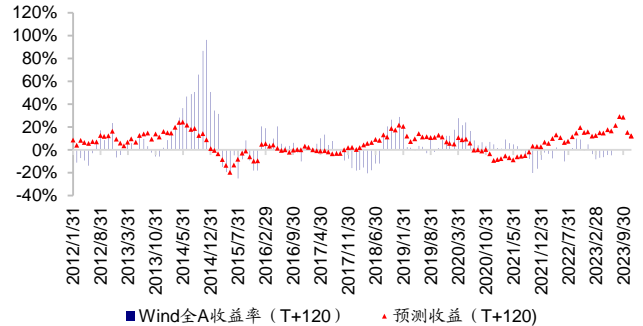
**图3 2021年以来 Wind 全 A 指数及市场均线强弱指数百分位走势**


资料来源：Wind，海通证券研究所  
注：根据 Wind 二级行业指数点位计算

根据海通量化团队前期发布的专题报告《公募基金 Alpha 与 A 股预期收益》，我们发现，全市场公募基金平均 Alpha 与 Wind 全 A 未来的走势呈显著负相关。因此，我们使用全市场公募主动权益基金滚动 6 个月的平均 Alpha，预判 Wind 全 A 未来的走势。关于指标的详细计算方法与历史效果，请参考对应专题报告。如下图所示，目前全市场公募主动权益基金平均 Alpha 为 0.16%，结合估值因子所构建模型预测 Wind 全 A 指数 T+120 日的收益为 12.06%。

**图4 主动基金平均 Alpha 和 Wind 全 A 走势**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图5 主动基金平均 Alpha 结合估值因子预测收益率**


资料来源：Wind，海通证券研究所

我们认为，美联储加息周期或已经接近尾声，A 股新一轮成长风格周期有望到来。结合日历效应，A 股市场在年末收官月的上行概率较大。

## 2. 因子拥挤度观察：价值拥挤度再次下行，成长风格或已渐行渐近

因子拥挤，是指跟踪或者投资某一因子的资金过多，使得该因子的收益或者收益稳定性下降的现象。因此，因子拥挤度指标可作为因子失效的预警指标。

根据海通量化团队前期发布的专题报告《选股因子系列（四十二）——因子失效预警：因子拥挤》，我们使用估值价差、配对相关性、长期收益反转、因子波动率这四个指标度量因子拥挤程度。关于指标的详细计算方法与历史效果请参考对应专题报告。

下表展示了使用截至 2023 年 12 月 1 日的数据计算得到的常见因子的拥挤度。

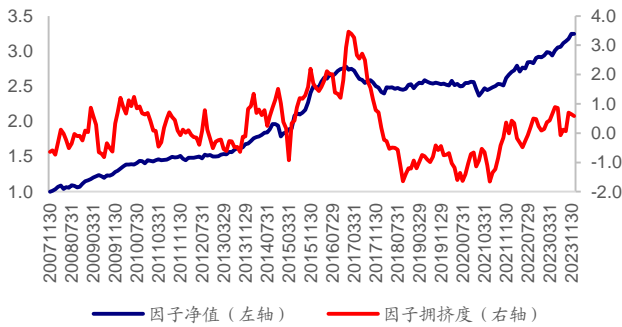


**表 2 复合因子拥挤度及分项得分 (2023.12.01)**

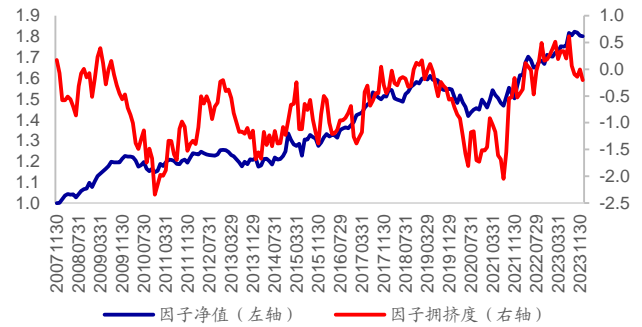
	小市值	低估值	高盈利	高增长
估值价差	0.36	-0.58	-1.49	-0.54
配对相关性	0.87	-0.13	0.23	-0.62
长期累计收益	0.81	0.81	-1.62	-0.64
多空波动率	0.32	-0.92	-0.63	-2.48
综合打分	0.59	-0.20	-0.88	-1.07

资料来源: Wind, 海通证券研究所

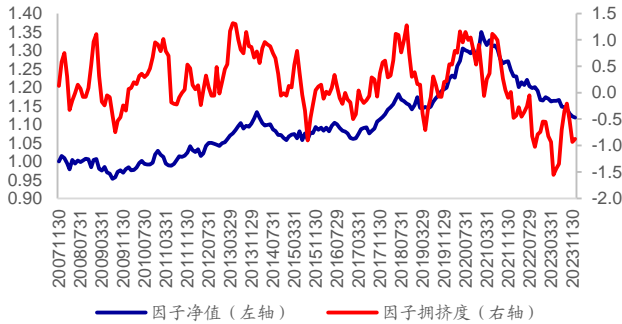
以下四图分别展示了小市值、低估值、高盈利、高增长的复合拥挤度与因子净值历史走势。其中,小市值因子拥挤度 0.59,低估值因子拥挤度-0.20,高盈利因子拥挤度-0.88,高盈利增长因子拥挤度-1.07。

**图6 小市值因子净值与因子复合拥挤度**


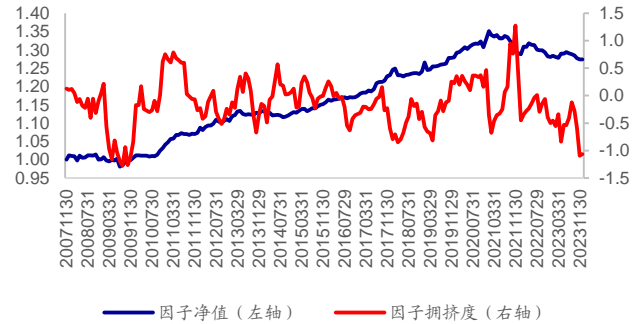
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图7 低估值因子净值与因子复合拥挤度**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图8 高盈利因子净值与因子复合拥挤度**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

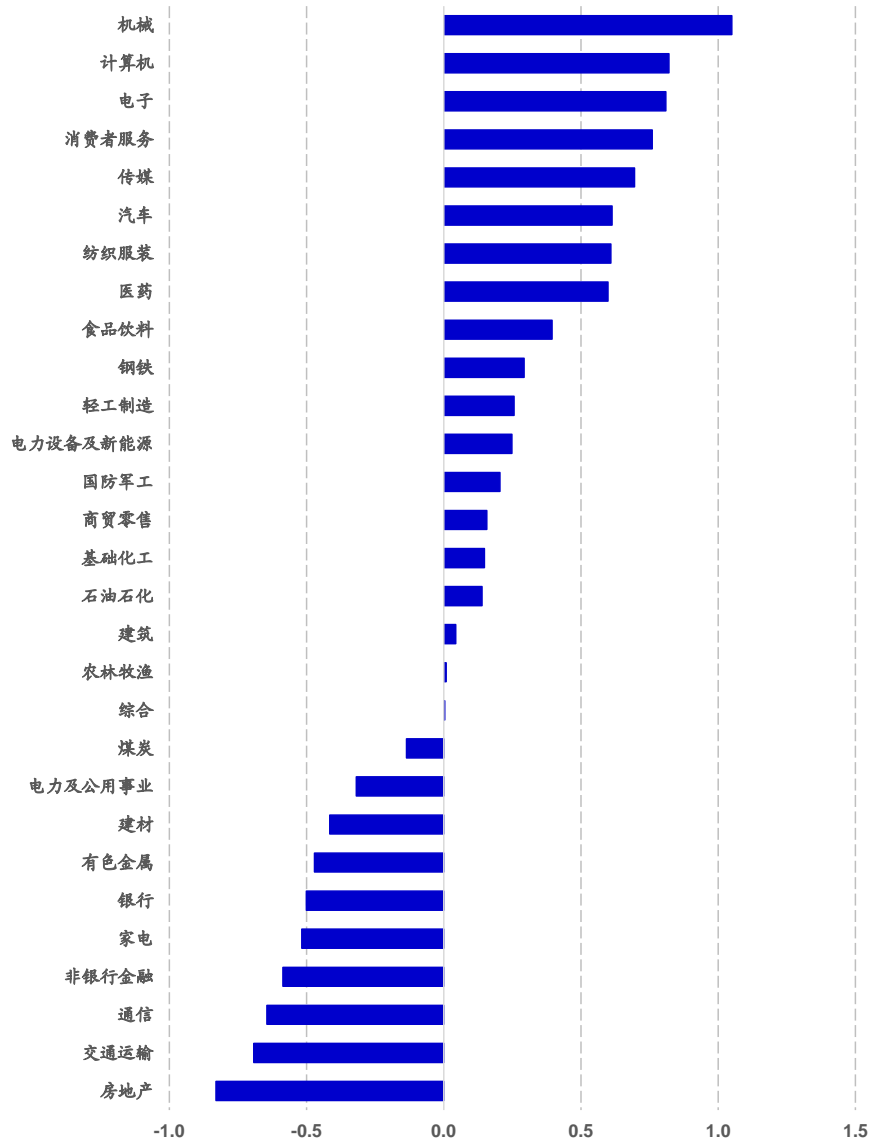
**图9 高增长因子净值与因子复合拥挤度**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3. 行业拥挤度: 机械、计算机、电子、消费者服务和传媒的行业拥挤度相对较高

根据海通量化团队前期发布的专题报告《行业轮动系列研究 15——行业板块拥挤度》,截至 2023 年 12 月 1 日,机械、计算机、电子、消费者服务和传媒的行业拥挤度相对较高,电力及公用事业及农林牧渔的行业拥挤度上升幅度相对较大。下列图表展示了截至 2023 年 12 月 1 日的行业拥挤度及相对上一周的变化。

图10 行业拥挤度 (2023.12.01)



资料来源: Wind, 海通证券研究所



**表 3 行业拥挤度变化**

行业名称	20231201 拥挤度	20231124 拥挤度	拥挤度变化
电力及公用事业	-0.32	-0.52	0.20
农林牧渔	0.01	-0.18	0.19
食品饮料	0.40	0.22	0.17
石油石化	0.14	-0.02	0.16
基础化工	0.15	0.03	0.12
钢铁	0.29	0.18	0.12
家电	-0.52	-0.63	0.12
医药	0.60	0.51	0.09
煤炭	-0.14	-0.23	0.09
有色金属	-0.47	-0.55	0.08
传媒	0.70	0.62	0.08
建筑	0.04	-0.02	0.07
交通运输	-0.69	-0.75	0.06
非银行金融	-0.59	-0.64	0.05
纺织服装	0.61	0.57	0.04
银行	-0.50	-0.54	0.04
建材	-0.42	-0.45	0.04
电力设备及新能源	0.25	0.23	0.02
通信	-0.64	-0.66	0.01
商贸零售	0.16	0.16	-0.01
消费者服务	0.76	0.78	-0.02
综合	0.00	0.04	-0.04
轻工制造	0.26	0.36	-0.10
汽车	0.61	0.76	-0.15
机械	1.05	1.20	-0.16
计算机	0.82	0.98	-0.16
国防军工	0.20	0.45	-0.24
电子	0.81	1.07	-0.26
房地产	-0.83	-0.30	-0.53

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 4. 风险提示

市场系统性风险、海外市场波动风险、模型误设风险。

## 信息披露

### 分析师声明

冯佳睿 金融工程研究团队  
袁林青 金融工程研究团队

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。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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，海通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，未经海通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，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，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，海通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。