



跟踪资金流系列专题（二）

基金投资策略报告
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：高鹤文（执业 S1130523070002） 分析师：张剑辉（执业 S1130519100003）

gaohewen@gjzq.com.cn

zhangjh@gjzq.com.cn

海外 ETF 资金流因子影响下的行业风格轮动策略

--当前环境下如何日频跟踪外资“聪明钱”？

投资 A 股的海外 ETF 资金流：北向资金流的高频“平替”

境外投资者投资 A 股的渠道包括陆股通、海外 ETF、QFII/RQFII 等，三个渠道合计持仓市值占 A 股流通市值的 3.48%。依托于海外 ETF 数据披露透明性强、实时性高、成立日期早、可回溯日期强等特性，在北向资金披露降频的背景下，投资 A 股海外 ETF 份额变动高频的反映了境外投资者对 A 股资产的观点。

截至 2024 年 11 月底，投资 A 股的海外 ETF 共 1904 只，资产管理规模合计约 3124.20 亿元，共 23 个国家/地区上市发行了投资 A 股 ETF 产品，发行热度逐年稳步提升。投资 A 股的海外 ETF 中以全球大类配置策略为主流，头部 ETF 规模集中度较高，投资 A 股的海外 ETF 以宽基为主体，行业主题 ETF 则主要集中在科技、制造、新能源等方向。

为进一步探索投资 A 股海外 ETF 资金流在市场风格、行业轮动、个股走势上的指导意义，我们基于 ETF 跟踪指数及 ETF 基金持仓进行成分股和持仓穿透，结果显示境外投资者近三月偏好大盘价值风格，增持消费金融行业为主。首先，海外 ETF 资金流与北向资金流保持了较高的一致性，且与沪深 300 指数收益走势相关性较高，对 A 股投资具备一定的指导意义。其次，海外 ETF 资金流近三个月分别流入 90.35 亿元、317.15 亿元、-179.76 亿元，近三月资金净流入趋势明显。最后，市场风格层面，近三月增量资金流主要集中在沪深 300、中证 A500 等大盘价值风格指数，中证 A500 热度提升明显；行业及个股层面，相较于历史存量持仓对科技成长板块的偏好，近三月加仓更集中在消费、金融等价值行业龙头股。

行业风格配置建议及指数基金组合

量化行业轮动模型 11 月优选行业由高股息+制造板块转向科技制造板块，TMT+新能源行业增持趋势明显。从得分环比变化来看，科技制造类行业大多打分呈现正增长趋势，而消费金融类行业得分下滑较为明显。本期行业 ETF 组合标的包括：广发国证新能源车电池 ETF、鹏华中证酒 ETF、鹏华中证细分化工产业主题 ETF 等 11 只 ETF。

量化风格轮动模型 11 月优选指数为沪深 300 和科创 50 指数，投资维持大盘风格。沪深 300 指数得分较为均衡，在动量等微观因子上表现尤为突出，随着地产等政策不断刺激下，A 股边际回暖趋势明显，投资者风险偏好显著提升，对以科创 50 为代表的中大盘成长板块预期类数据改善较为突出。本期宽基指增组合涵盖国泰、海富通、国泰君安沪深 300 指数增强，以及鹏华、华夏科创 50 指数增强。

行业风格轮动模型结果跟踪

行业轮动模型的主要逻辑为：偏好运营质量较高、预期数据有所提升、资金流入较高、交易拥挤度较低、短期涨幅趋势较好的行业。相较于前期因子名单，除资金流因子发生替换外，分别删除了 1 个质量类和预期类因子，并增补了 2 个短期动量因子。伴随着 2022 年以来行业轮动速度加快、投资主线较为模糊、存量博弈市场环境，资金流向、短期价格动量等能刻画和体现市场情绪的指标或更具备优势。

行业轮动模型在 11 月涨多跌少的市场环境中，准确的把握了商贸零售社会服务、电池、传媒等行业的配置机会。今年以来行业轮动模型相对行业指数均值累计超额收益 10.01%，行业轮动月胜率高达 81.82%。风格轮动模型 11 月跑赢偏股混合基金指数 0.2%，由前期大盘风格向哑铃风格迁移，今年以来风格模型相对指数均值累计超额收益 2.5%，风格轮动月胜率 72.73%。

风险提示

海外降息进程不及预期、国内政策及经济复苏不及预期等带来的股票市场大幅波动风险；策略模型回测效果、基金历史业绩不代表未来收益；基金相关信息及数据仅作为基金研究使用，不作为募集材料或者宣传材料。



内容目录

研究背景：海外 ETF 是外资观点的重要表达之一	4
研究背景：外资在 A 股市场扮演着重要的角色	4
研究背景：沪深港交易信息披露机制降频	4
研究背景：境外投资参与 A 股投资的渠道	5
投资 A 股的海外 ETF 概况：全球资产配置型宽基港美 ETF 为主	5
投资 A 股的海外 ETF 资金流：北向资金流的高频“平替”	6
总体：2017 年以来累计资金流向相关性达 91.70%	6
风格：近三个月沪深 300、中证 A500 资金净流入	7
行业：近三月增持食品饮料、金融等行业	8
个股：2017 年以来相关系数中位数近 60%	9
行业风格轮动模型介绍	10
模型亮点与特色	10
行业轮动模型因子名单、IC 表现与轮动逻辑	11
风格轮动模型因子名单、IC 表现与轮动逻辑	13
策略构建及轮动标的选择	14
行业风格轮动回测结果	15
模型结果：策略风险收益指标展示	15
行业风格轮动模型回测结果及历史复盘	16
行业风格轮动模型结论及指数基金配置建议	17
12 月行业轮动模型指数选择结果	17
被动指数型（含 ETF）基金组合	17
12 月风格轮动模型指数选择结果	20
指数增强型基金组合	21
市场回顾及资金流跟踪	21
近期市场环境回顾	21
指数及指数基金业绩表现回顾	23
指数基金规模变化情况	24
ETF 资金流跟踪	25
风险提示	26

图表目录

图表 1：部分关于境外投资者的相关政策及规定	4
图表 2：沪深港交易信息披露机制更新公告	4
图表 3：新披露机制第一阶段实施公告	4
图表 4：外资通过陆股通及 QFII 投资 A 股市值变化	5
图表 5：外资投资 A 股渠道市值分布	5
图表 6：外资通过陆股通及 QFII 投资 A 股市值变化	5
图表 7：外资投资 A 股渠道市值分布	5
图表 8：投资 A 股的海外 ETF 资产管理规模 TOP20	6
图表 9：投资 A 股海外 ETF 累计资金流 VS 北向累计资金流	7
图表 10：投资 A 股海外 ETF 月度资金流 VS 北向月度资金流	7
图表 11：2021 年以来投资 A 股海外 ETF 累计资金流与沪深 300 指数走势相关性	7
图表 12：宽基指数累计资金流对比-上证 50、沪深 300 指数	8
图表 13：宽基指数累计资金流对比-中证 500、中证 1000 指数	8
图表 14：宽基指数累计资金流对比-科创 50、创业板指	8
图表 15：投资 A 股海外 ETF 近三月宽指资金流向	8
图表 16：海外 ETF 资金流与宽基指数涨跌-沪深 300、中证 A500	8
图表 17：海外 ETF 资金流与宽基指数涨跌-上证 50、创业板指	8
图表 18：北向资金流与海外 ETF 资金流相关性	9
图表 19：近三月海外 ETF 行业资金流	9
图表 20：海外 ETF 资金流与电力设备行业累计涨跌幅	9
图表 21：海外 ETF 资金流与医药生物行业累计涨跌幅	9
图表 22：海外 ETF 资金流与电子行业累计涨跌幅	9
图表 23：海外 ETF 资金流与基础化工行业累计涨跌幅	9



图表 24:	2017 年以来及近三月投资 A 股海外 ETF 资金流	10
图表 25:	因子筛选流程	11
图表 26:	行业轮动模型因子名单及 IC 测试结果	11
图表 27:	2017 年以来行业轮动模型因子相关性	12
图表 28:	质量类因子复合 IC	12
图表 29:	预期类因子复合 IC	12
图表 30:	情绪类因子复合 IC	13
图表 31:	动量类因子复合 IC	13
图表 32:	风格轮动模型因子名单及 IC 测试结果	13
图表 33:	2017 年以来风格轮动模型因子相关性	14
图表 34:	行业轮动池及指数市值	14
图表 35:	行业轮动复合因子 IC 表现	15
图表 36:	行业轮动策略组合相对于等权基准超额表现	15
图表 37:	行业轮动策略风险收益指标	15
图表 38:	行业轮动策略逐年超额及月胜率	15
图表 39:	风格轮动复合因子 IC 表现	16
图表 40:	风格轮动策略组合相对于等权基准超额表现	16
图表 41:	风格轮动策略风险收益指标	16
图表 42:	风格轮动策略逐年收益及胜率	16
图表 43:	行业轮动策略历史推荐结果	16
图表 44:	风格轮动策略历史推荐结果	17
图表 45:	2024 年 12 月行业指数得分明细	17
图表 46:	行业指数得分环比变化	17
图表 47:	12 月行业对应基金跟踪指数估值及盈利信息	18
图表 48:	12 月行业对应基金跟踪指数行业分布及交易活跃度	18
图表 49:	12 月行业对应基金跟踪指数历史业绩	19
图表 50:	12 月被动指数型基金组合	20
图表 51:	2024 年 12 月风格指数得分明细	21
图表 52:	风格指数得分环比变化	21
图表 53:	12 月指数增强型基金组合	21
图表 54:	A 股月度总成交额及成交量	22
图表 55:	个股收益离散程度	22
图表 56:	月度行业轮动速度	22
图表 57:	月度风格轮动速度	22
图表 58:	纯因子收益不稳定程度	23
图表 59:	行业指数近一月涨跌幅	23
图表 60:	宽基指数近一月涨跌幅	23
图表 61:	今年以来宽基指增平均业绩表现	24
图表 62:	近一月宽基指增平均业绩表现	24
图表 63:	不同模型宽基指增今年以来平均业绩表现	24
图表 64:	不同模型宽基指增近一月平均业绩表现	24
图表 65:	行业、宽基指数基金存量规模变化	25
图表 66:	11 月行业主题被动指数型规模及环比变化	25
图表 67:	11 月宽基被动指数型规模及环比变化	25
图表 68:	11 月宽基指数增强型规模及环比变化	25
图表 69:	近一月宽基 ETF 资金净流入/出情况	26
图表 70:	近一月行业主题 ETF 资金净流入/出情况	26

研究背景：海外 ETF 是外资观点的重要表达之一

研究背景： 外資在 A 股市場扮演著重要的角色

随着中国资本市场对外开放的深化,我国自 2002 年起颁布了多条关于境外投资者、陆股通等政策规定,一定程度上降低了外资投资门槛、拓宽投资渠道,鼓励外资长期投资、价值投资。境外投资者对 A 股市场的长期健康发展具有积极意义,其不仅为 A 股市场注入了增量资金、提升了市场流动性,而且也在一定程度上促进了市场机制的完善、国际化进程加速、投资理念的升级。具体来看,首先,外资通常具备相对成熟的投资理念和风险管理经验,其投资行为对国内投资者具有一定的示范效应,有助于促进 A 股市场投资理念的成熟和市场的理性发展。其次,外资机构通常采取长期投资策略,注重基本面分析,外资的参与有助于推动 A 股市场向更加成熟的价值投资方向发展。再者,外资的参与促进了 A 股市场与国际市场的接轨,提升了市场的国际化水平,提高了中国股市在全球资本市场的地位,增强了国际投资者对中国资本市场的信心。

图表1: 部分关于境外投资者的相关政策及规定

时间	相关机构/个人	相关文件/事件	相关政策/影响摘要
2002年	证监会、央行	《合格境外机构投资者境内证券投资 管理暂行办法》	QFII 制度的正式出台，首次允许合格境外机 构投资者经审批进入我国 A 股市场进行投资
2005年	商务部、证监会等五 部门	《外国投资者对上市公司战略投资 管理办法》	为外国投资者战略投资上市公司提供了制度 保障
2014 年	财政部、国税总局、 证监会联合	《关于沪港股票市场交易互联互通 机制试点有关税收政策的通知》	沪港通启动，对内地个人投资者通过沪港通 投资香港联交所上市股票取得的转让差价所 得，三年内暂免征收个人所得税。
2016 年	两地证监会	《联合公告》	深港通开通，境外投资者开始通过互联互通 渠道（北向）参与 A 股投资
2024年	商务部、证监会等六 部门	《外国投资者对上市公司战略投资 管理办法》	放宽外资持股比例限制：放宽持股锁定期要 求，取消定向发行战略投资的持股比例要 求，协议转让、要约收购战略投资的持股比 例要求从10%降低至5%。
2024年	证监会副主席李明	上交所国际投资者大会	扩大沪深港通投资标的范围，优化内地与香 港基金互认安排，支持更多跨境ETF产品，拓 展存托凭证互联互通，拓宽境外上市渠道， 扩大期货市场开放。

来源：中国证券监督管理委员会官网，国家外汇管理局官网，国家税务总局上海税务局官网，中华人民共和国中央人民政府官网，新浪财经，国金证券研究所

研究背景：沪深港交易信息披露机制降频

随着外资的持续涌入，外资的情绪变化和投资决策已逐步成为推动市场发展和改革的力量之一。例如，外资的大幅流入或流出，会引发市场情绪的波动，进而影响 A 股市场的走势；外资在 A 股市场的行业配置新动态反映了其对中国经
济结构转型和产业升级的关注，这些偏好可能引导市场资金流向，进而影响行业板块的表现，故外资已然成为影响 A 股市场走势不可忽视的角色之一。2024 年 8 月以来，沪深港交易信息从原有日度持股数据调整为每季度公布，北向资金持仓数据披露出现明显降频，如何更高频能跟踪海外投资者的观点成为研究热点。

图表2: 沪深港交易信息披露机制更新公告



来源：上交所、国金证券研究所

图表3: 新披露机制第一阶段实施公告



来源：港交所、国金证券研究所



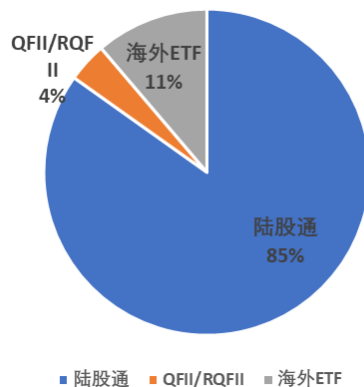
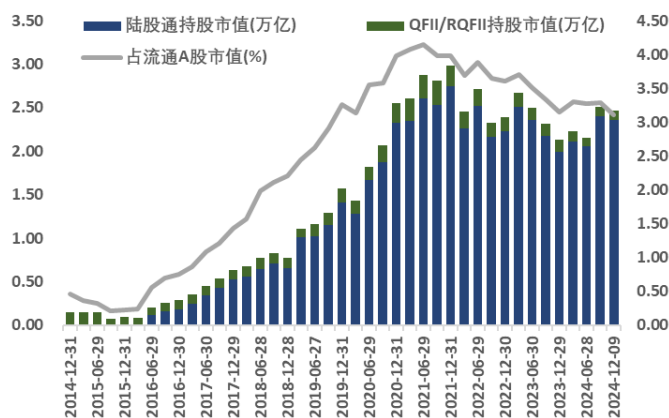
研究背景：境外投资参与 A 股投资的渠道

境外投资者投资 A 股的渠道包括 QFII/RQFII（合格境外机构投资者）、陆股通、投资 A 股的海外 ETF 及股指期货等。截至 2024/12/9，外资通过互联互通机制持仓 A 股市值合计约 2.36 万亿元人民币（下同），占全部持仓渠道比例为 85%，是外资投资 A 股的主流方式，通过 ETF（仅计算投资 A 股市值）和 QFII 方式投资的市值分别为 3124.20 亿元和 1093.50 亿元，三个渠道合计持仓市值占 A 股流通市值的 3.48%，对 A 股市场走势具备一定的影响力。从时序维度来看，2021 年及以前外资投资 A 股整体呈现稳定净流入趋势，但 2022 年以来，不论从绝对持仓规模还是相对资金流向维度来看，均呈现一定的下降趋势，外资对 A 股市场的观点变化也称为投资人的关注热点之一。

在互联互通交易信息降频披露的背景下，投资 A 股的海外 ETF 资金流变化或可称为北向资金的“平替”。首先，作为外资投资 A 股的主要渠道之一，在中国香港、美国、欧洲等地上市的中国相关 ETF 规模可观、产品丰富，在海外上市且投资标的包含 A 股的 ETF 基金，其持仓市值占全部渠道的 11%，虽规模显著小于陆股通，但同样是体现外资对 A 股观点的重要表达工具之一，从投资逻辑上与北向资金具备一定的相似性和同源性。其次，ETF 份额数据、交易数据等具备日度披露机制，其透明性、便捷性为 ETF 资金流提供了日频跟踪的可能。本文聚焦投资 A 股的境外上市 ETF 资金流，用日频的交易数据构建观测外资动向的资金流指标。

图表4：外资通过陆股通及 QFII 投资 A 股市值变化

图表5：外资投资 A 股渠道市值分布



来源：Wind, 国金证券研究所；数据截至 2024/12/9

来源：Wind, Bloomberg, 国金证券研究所；数据截至 2024/12/9

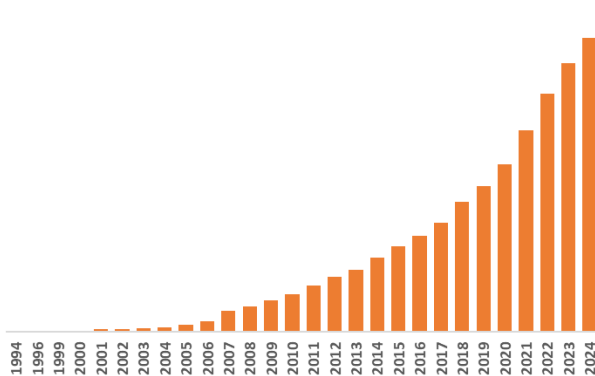
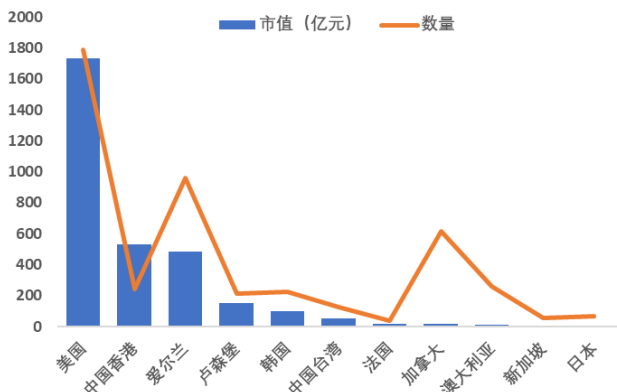
投资 A 股的海外 ETF 概况：全球资产配置宽基港美 ETF 为主

截至 2024 年 11 月底，投资 A 股的海外 ETF 共 1904 只，资产管理规模合计约 3124.20 亿元，其中 A 股为泛指概念，其标的资产按上市公司注册地址区分，而非上市交易所区分，涵盖“中概股”、港股等概念；海外是指 ETF 基金上市地域为境外交易所；基金持仓权重为最新基金持仓权重而非合同约定资产投资比例。

从 ETF 上市国家/地区分布来看，共 23 个国家/地区上市发行了投资 A 股 ETF 产品，且从发行数量上来看，发行热度逐年稳步提升。其中美国上市的 ETF 在规模和数量上均具有一定优势，在美国上市的 716 只投资 A 股的 ETF 合计资产管理规模达 1735.2 亿元，中国香港、爱尔兰、卢森堡三地投资 A 股的管理规模也均在 150 亿元以上，以上 4 个国家/地区为海外发行投资 A 股的 ETF 的主要国家/地区。

图表6：外资通过陆股通及 QFII 投资 A 股市值变化

图表7：外资投资 A 股渠道市值分布



来源：Bloomberg, 国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

来源：Bloomberg, 国金证券研究所；数据截至 2024/11/30



投资 A 股的海外 ETF 中以全球大类配置策略为主流，投资范围仅限于 A 股的 ETF 产品数量占比不足 3.5%。从投资 A 股市值 Top20 的海外 ETF 可以看出，以 ETF 基金总规模 5000 亿元以上的领航富时新兴市场 ETF、iShares 安硕核心 MSCI 新兴市场两个规模庞大的 ETF 产品为例，中国做为新兴市场的代表之一，A 股资产持仓权重上限大多不会高于 15%，是把握全球投资机会的工具化产品。从投资 A 股的海外 ETF 集中度来看，头部 ETF 规模集中度较高，A 股持仓市值前 7 大 ETF 集中度达 50% 以上，占据了海外 ETF 投资 A 股市场的“半壁江山”。从 ETF 产品类型来看，投资 A 股的海外 ETF 以宽基为主体，以 Global X 锂电池技术 ETF、Invesco China Technology ETF 为例的行业主题 ETF 则主要集中在科技、制造、新能源等方向。

图表8：投资 A 股的海外 ETF 资产管理规模 TOP20

基金代码	基金简称	ETF上市国家/地区	成立日期	基金规模 (亿元)	投资A股市值 (亿元)	持仓A股权 重	集中度
VWO US Equity	领航富时新兴市场ETF	美国	3/10/2005	5870.26	515.00	8.77%	16.48%
IEMG US Equity	iShares安硕核心MSCI新兴市场E	美国	10/22/2012	5824.50	212.85	3.65%	23.30%
ASHR US Equity	X-trackers Harvest沪深300中	美国	11/6/2013	201.32	202.11	100.00%	29.77%
CNYA LN Equity	iShares安硕MSCI中国A股UCITS	爱尔兰	4/13/2015	192.89	194.35	100.00%	35.99%
2823 HK Equity	iShares 安硕富时A50 中国ETF	Hong Kong (China)	11/15/2004	189.94	191.19	100.00%	42.11%
83188 HK Equity	华夏基金ETF系列-华夏沪深300	Hong Kong (China)	7/17/2012	180.70	168.13	93.04%	47.49%
VXUS US Equity	先锋全部国际股票ETF	美国	1/28/2011	5572.44	90.76	1.63%	50.39%
371460 KS Equity	Mirae Asset TIGER China Elec	韩国	12/3/2020	90.81	67.73	74.58%	52.56%
EMIM LN Equity	iShares安硕核心MSCI新兴市场I	爱尔兰	6/22/2014	1686.13	62.70	3.72%	54.57%
MCHI US Equity	iShares安硕MSCI中国ETF	美国	3/31/2011	397.76	62.54	15.72%	56.57%
2846 HK Equity	iShares安硕核心沪深300ETF	Hong Kong (China)	11/12/2009	57.65	57.94	100.00%	58.42%
SPEM US Equity	SPDR投资组合新兴市场ETF	美国	3/23/2007	721.91	57.23	7.93%	60.26%
EEM US Equity	iShares安硕MSCI新兴市场ETF	美国	4/11/2003	1265.95	53.80	4.25%	61.98%
VEU US Equity	领航富时环球（美国除外）指数	美国	3/8/2007	2854.06	45.88	1.61%	63.45%
SCHE US Equity	Schwab新兴市场股票ETF	美国	1/14/2010	664.04	39.82	6.00%	64.72%
LIT US Equity	Global X锂电池技术ETF	美国	7/23/2010	88.94	33.97	38.20%	65.81%
IXUS US Equity	iShares安硕核心MSCI全部国际	美国	10/22/2012	2780.46	29.77	1.07%	66.76%
EEMV US Equity	iShares安硕MSCI新兴市场最小	美国	10/20/2011	301.24	29.36	9.75%	67.70%
82822 HK Equity	南方富时中国A50 ETF	Hong Kong (China)	8/28/2012	91.53	25.54	27.91%	68.52%
2801 HK Equity	iShares 安硕核心MSCI 中国ETF	Hong Kong (China)	11/28/2001	159.38	25.17	15.80%	69.32%

来源：Bloomberg，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

投资 A 股的海外 ETF 资金流：北向资金流的高频“平替”

总体：2017 年以来累计资金流向相关性达 91.70%

依托于海外 ETF 数据披露透明性强、实时性高、成立日期早、可回溯日期强等特性，在北向资金披露降频的背景下，投资 A 股海外 ETF 份额变动高频的反映了境外投资者对 A 股资产的观点。本文对 A 股资产管理规模前 75 名¹的海外 ETF 进行统计，将其资金申赎情况²和北向资金的净流入进行对比，两者从累计净流入/出和增量资金流两个维度来看均保持了较高的一致性，2017 年以来累计资金流向相关性为 91.70%，投资 A 股海外 ETF 资金流可作为和北向资金同频指标，反映海外投资者对 A 股的投资意向。

进一步考察投资 A 股的海外 ETF 资金流与 A 股走势³涨跌幅的相关性，考虑到 2022 年之前海外投资者主要呈现持续增配态势，故而考察周期不宜过长，2021 年以来海外 ETF 资金流向与沪深 300 指数收益走势呈现一定的相关性，甚至在部分时间点呈现一定的领先性，对 A 股投资具备一定的指导意义。从近期具体资金流数据来看，海外 ETF 资金流近三个月（2024 年 9-11 月）分别流入 90.35 亿元、317.15 亿元、-179.76 亿元，近三月资金净流入趋势明显。

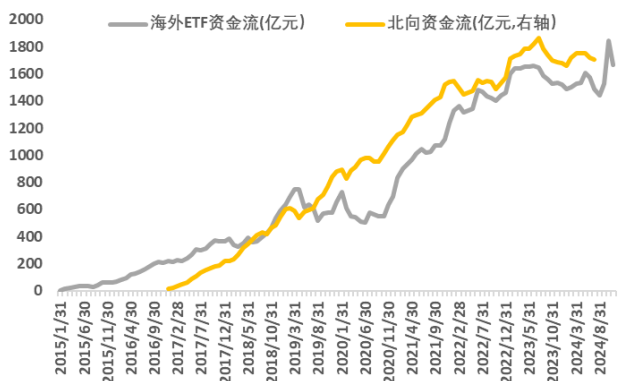
¹A 股资产管理规模的前 75 名海外 ETF，累计资产规模占比集中度为 90.10%。考虑到彭博数据库数据受限问题，故而取市值覆盖率达 90% 以上 ETF 基金名单为代表，刻画其月度总体资金流特征。

²考察 ETF 基金上市国家/地区，如所处国家时区/地区落在“滞后时区”（定义为所处时区在东二区以西的地区），则将资金流选定日期区间向前推进一天。

³考虑到海外 ETF 资金流主要投资风格与沪深 300 指数最为相近（详见风格特征解析），故而采取沪深 300 指数涨跌幅代表 A 股市场收益走势。

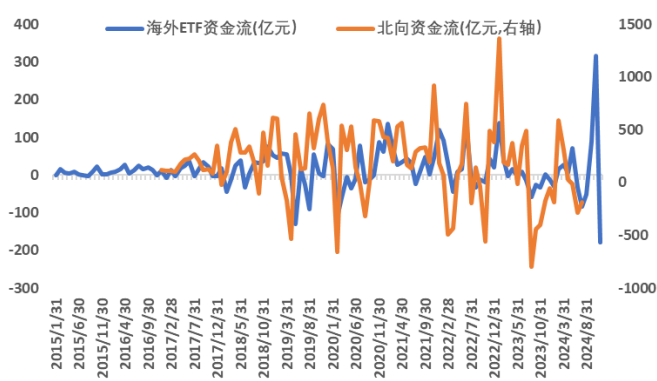


图表9：投资A股海外ETF累计资金流 VS 北向累计资金流



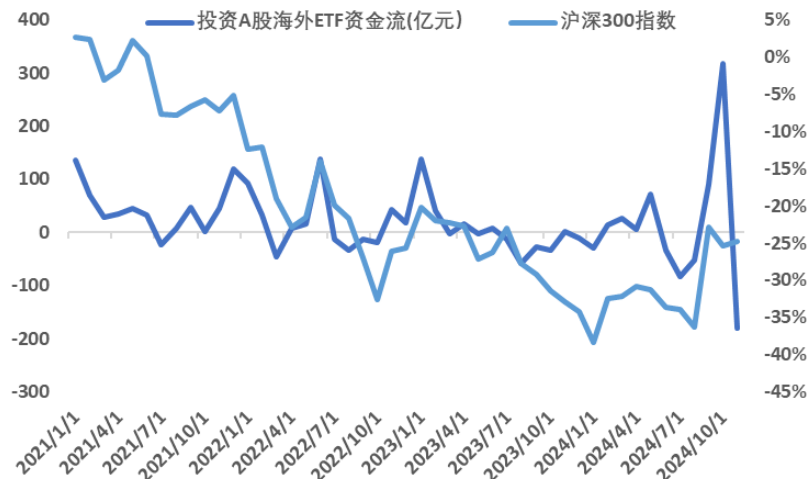
来源：Bloomberg，聚源数据，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

图表10：投资A股海外ETF月度资金流 VS 北向月度资金流



来源：Bloomberg，聚源数据，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

图表11：2021 年以来投资A股海外ETF累计资金流与沪深300指数走势相关性



来源：Bloomberg，Wind，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

风格：近三个月沪深300、中证A500 资金净流入

为进一步探索投资A股海外ETF资金流在市场风格、行业轮动、个股走势上的指导意义，我们基于ETF⁴跟踪指数及ETF基金持仓⁵，进行成分股和持仓穿透，并基于个股的资金流数据拟合合成研究标的资金流数据。本文以宽基指数⁶作为市场风格刻画的代理变量，结果显示投资A股的海外ETF资金流与北向资金流具备较高的相关性，2017年以来主流宽基指数累计资金流相关系数分布在57.77%~97.55%之间，两者同步趋势较为明显。2021年以来海外ETF资金流与其对应宽基指数涨跌幅呈现较高相关性，对市场风格轮动具备一定的参考意义。从近三个月（2024年9-11月）资金流数据来看，海外ETF资金流入/流出主要集中在沪深300、中证A500、上证50指数上，其中中证A500资金流规模与沪深300指数较为接近，近三月分别合计流入266.37亿元、238.42亿元、119.95亿元。中证A500指数近期市场发行热度较高，跟踪指数基金规模上行较快，受到众多投资者关注。从海外ETF资金流数据来看，中证A500指数资金流规模仅次于沪深300指数，远高于其它宽基指数资金流数据，或亦体现海外投资者对中证A500指数不低的关注度⁷。

⁴考虑到彭博数据库数据量受限问题，故而取A股资产管理规模的前25名海外ETF为代表，其市值覆盖率达72.83%，穿透持仓以刻画其周度资金流特征。

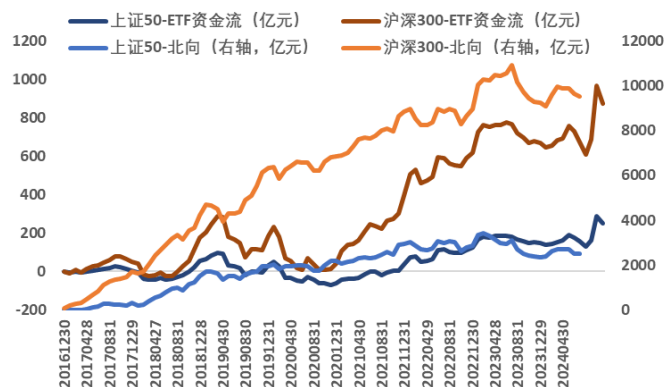
⁵有限采用指数成分股数据，没有指数成分股权限的采取对应ETF基金持仓进行替代。跟踪指数以季度、半年度、年度定期调整为主，受限于彭博数据库数据量问题，持仓穿透目前采用指数/ETF基金年度持仓数据。

⁶宽基指数包含：上证50、沪深300、中证A500、中证500、中证1000、科创50、创业板指上述7个指数。

⁷可能导致该现象的原因亦包括：中证A500指数与沪深300指数成分股重合度较高，两个宽基指数资金流数据天生较为接近；海外投资者对大市值龙头公司呈现稳定偏好，故而中证A500指数资金流量高于中小市值宽基指数；海外ETF资金流数据受境外ETF投资品种限制，投资灵活度和自由度略逊于“互联互通”交易机制；中证A500指数发布时间晚，资金流数据时间短，或缺乏一定统计意义，有待持续观测。

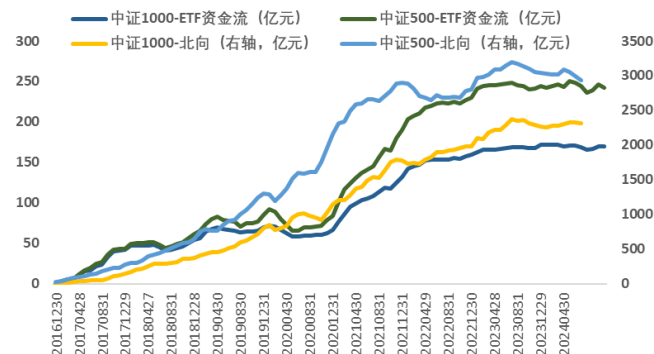


图表12：宽基指数累计资金流对比-上证 50、沪深 300 指数



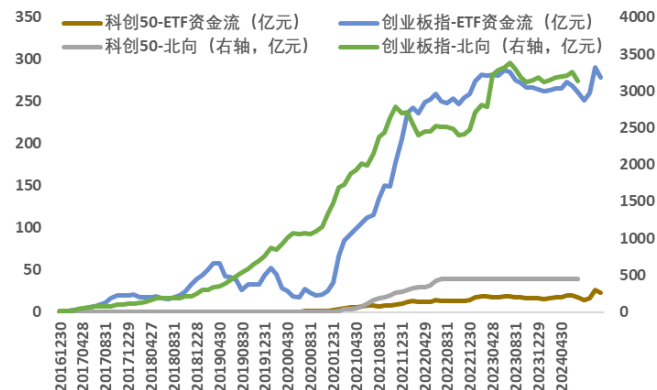
来源：Bloomberg，聚源数据，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

图表13：宽基指数累计资金流对比-中证 500、中证 1000 指数



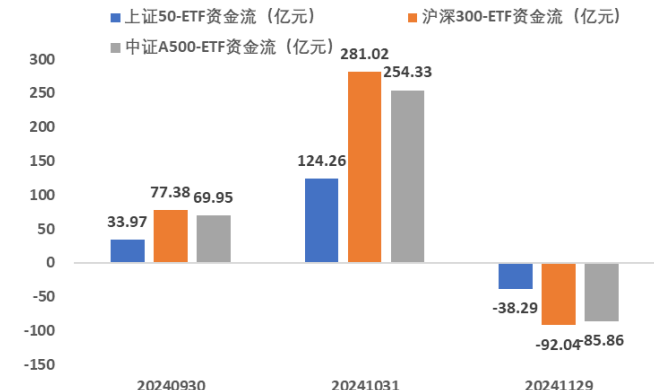
来源：Bloomberg，聚源数据，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

图表14：宽基指数累计资金流对比-科创 50、创业板指



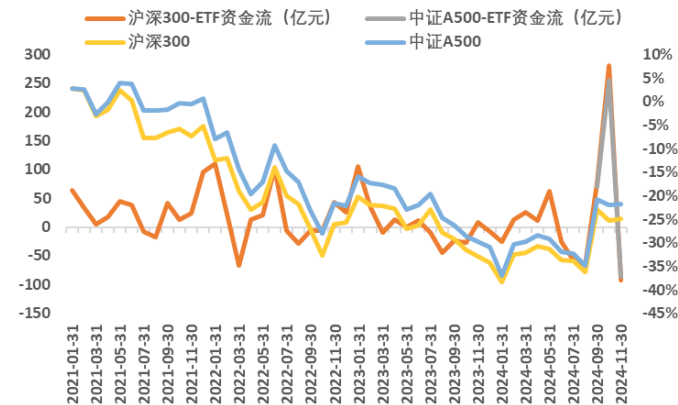
来源：Bloomberg，聚源数据，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

图表15：投资 A 股海外 ETF 近三月宽指资金流向



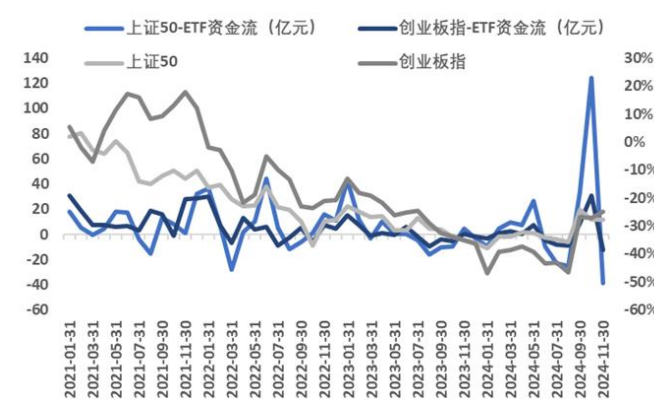
来源：Bloomberg，聚源数据，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

图表16：海外 ETF 资金流与宽基指数涨跌-沪深 300、中证 A500



来源：Bloomberg，Wind，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

图表17：海外 ETF 资金流与宽基指数涨跌-上证 50、创业板指



来源：Bloomberg，Wind，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

行业：近三月增持食品饮料、金融等行业

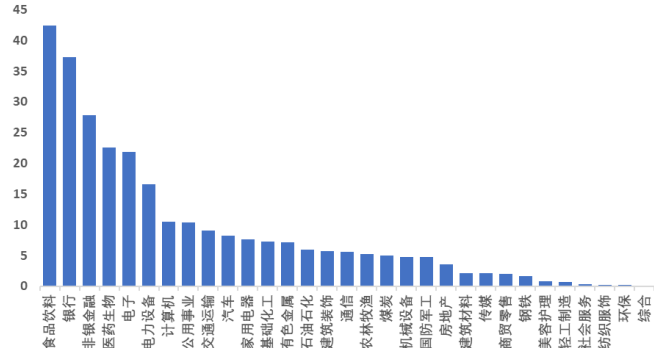
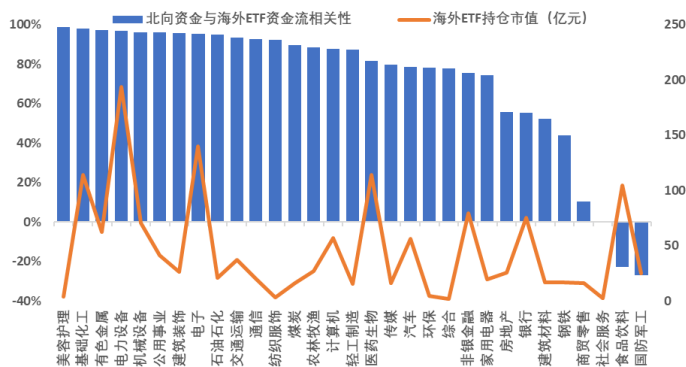
在行业层面，投资 A 股的海外 ETF 资金流与北向资金流在绝大部分行业上相关性保持在 75%以上，但同时也存在部分行业（食品饮料、国防军工）资金流负相关的现象。此现象或由于海外 ETF 资金流数据受境外 ETF 投资品种限制，投资灵活度和自由度略逊与“互联互通”交易机制，以宽基 ETF 为主要的投资标的，使得行业观点较难得到充分表达。



从海外 ETF 持仓市值来看，电力设备、电子、基础化工、医药生物、食品饮料 5 个行业累计资金净流入均在 100 亿元以上，体现外资机构对科技制造等新质生产力行业的高度关注。从近三个月（2024 年 9-11 月）资金流数据来看，海外 ETF 资金流入/流出主要集中在食品饮料、银行、非银金融等行业，累计资金净流入均在 25 亿元以上，相较于历史存量持仓对科技成长板块的偏好，近三月加仓更集中在消费、金融等价值领域。

图表18：北向资金与海外ETF资金流相关性

图表19：近三月海外ETF行业资金流

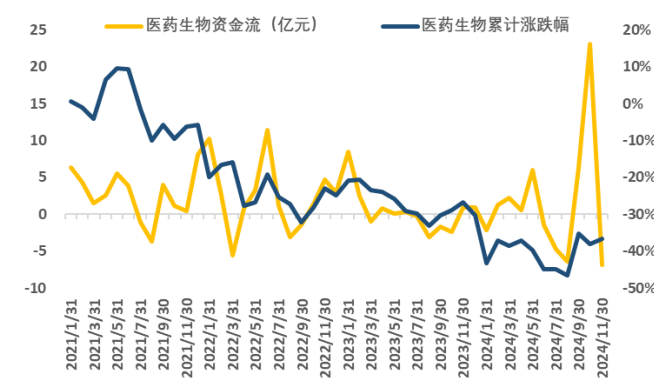
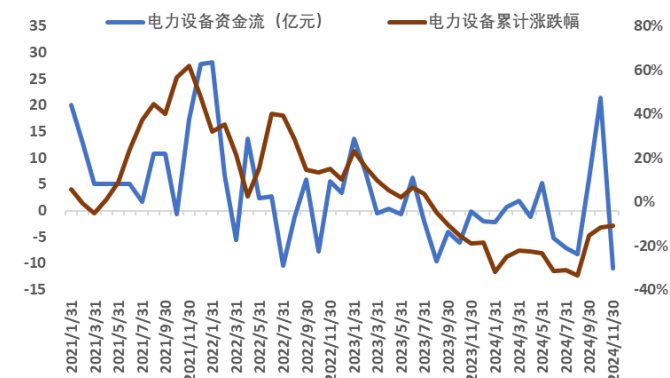


来源：Bloomberg, Wind, 国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

来源：Bloomberg, Wind, 国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

图表20：海外ETF资金流与电力设备行业累计涨跌幅

图表21：海外ETF资金流与医药生物行业累计涨跌幅

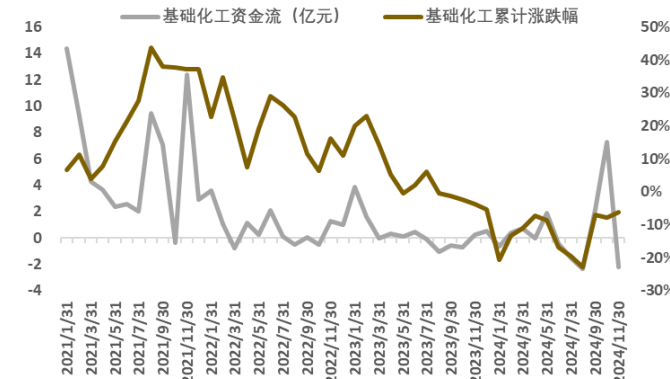
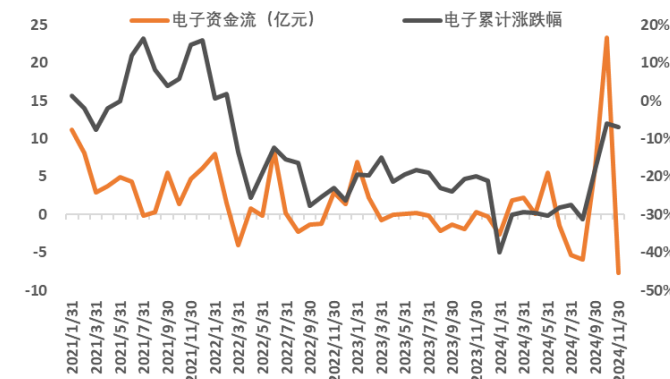


来源：Bloomberg, Wind, 国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

来源：Bloomberg, Wind, 国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

图表22：海外ETF资金流与电子行业累计涨跌幅

图表23：海外ETF资金流与基础化工行业累计涨跌幅



来源：Bloomberg, Wind, 国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

来源：Bloomberg, Wind, 国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

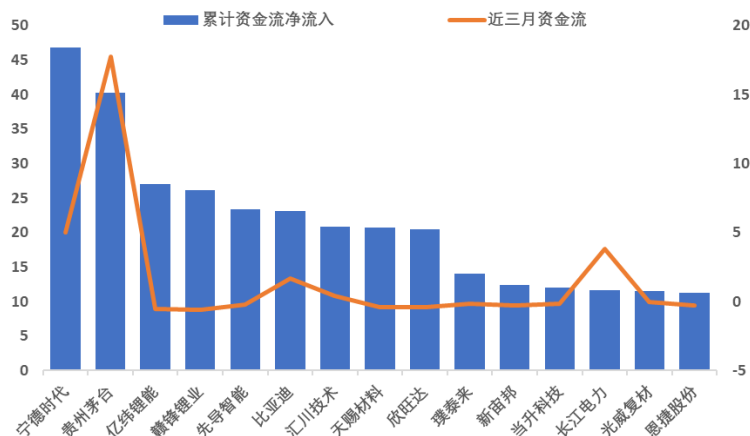
个股：2017 年以来相关系数中位数近 60%

在个股层面，2017 年以来海外 ETF 累计资金流与北向累计资金流相关性中位数为 58.04%，不同个股之间相关性分化



较大。从海外 ETF 累计持仓来看，宁德时代、贵州茅台、亿纬锂能、赣锋锂业、先导智能等新能源车、锂电池、白酒行业龙头股持仓市值均在 20 亿元以上，近三月资金增持主要集中在贵州茅台、中国平安、招商银行等消费金融方向，与上述外资机构对科技制造、消费、金融等板块的投资观点相互印证。

图表24：2017 年以来及近三月投资 A 股海外 ETF 资金流



来源：Bloomberg，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

行业风格轮动模型介绍

原有行业轮动模型中使用了北向资金流因子作为市场情绪的刻画指标之一，受北向资金披露频率下降影响，现拟采用海外 ETF 资金流因子替代原北向资金流因子，并回顾因子库其他因子近三年表现，进而更新行业轮动模型因子名单。

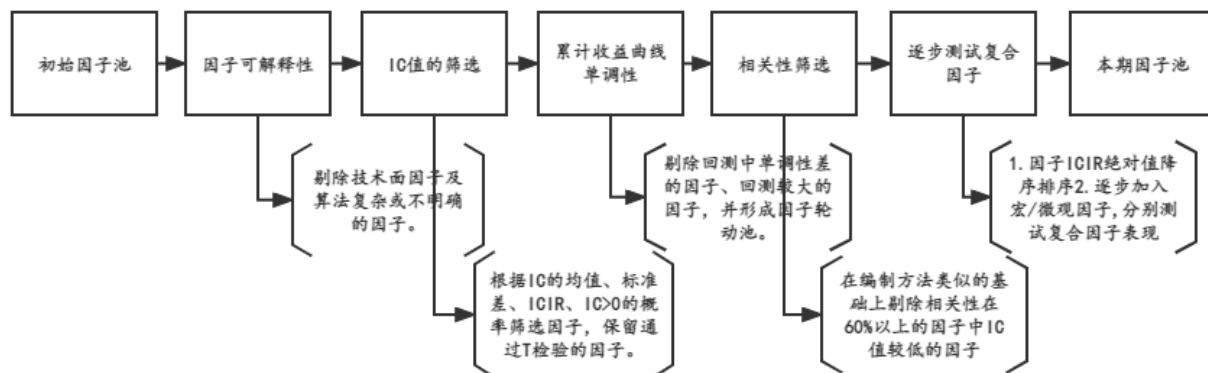
模型亮点与特色

本模型立足于稳健低敏的模型需求，以模型胜率为出发点，贯彻“小胜积累为大胜”的思想，同时重视基金产品的可落地性，行业轮动模型下沉为行业 ETF 基金组合，风格轮动模型下沉为宽基指增产品组合，以期降低模型跟踪误差。具体来看，稳健低敏的模型涵盖了以下设计思路：

1. 因子衍生：贯彻“自下而上”的理念。区别于传统“自上而下”、有逻辑的因子构建方式，本文采用量化先行的思路，通过对因子进行 1、2、3 阶的暴力衍生，实现因子池的丰富，提升筛选出有效因子的可能性。
2. 因子筛选：剥离因子轮动风险，偏好无明显牛熊特征的因子。在分组测试环节，根据样本内因子多空收益表现筛选最大回撤低于 30% 的因子，偏好中长期稳定有效、衰减周期较长的因子，以期剥离因子轮动踏空风险。
3. 逐步复合：为了降低人为参数对模型的影响，在传统筛选因子的环境补充逐步复合流程，借鉴逐步回归的思想，实现因子名单的再精简、复合因子效果的再提升。
4. 加权及持仓：因子加权采用了“大类等权、小类等权”的思想，持仓组合同样采用了基金等权的方式，模型评价效果中除了传统风险收益指标也同样看重胜率指标，以实现稳健低敏的模型定位。
5. 宏观因子：仅通过微观因子刻画个股的边际变化很难把握市场风格，本文通过时序回归方式，使得对指数没有区分度的宏观数据，变成每个指数在截面有不同的宏观因子暴露，进而和微观因子可以更好的融合在一个多因子打分框架内。
6. 轮动池：行业轮动模型基于市场关注度、产品可落地性，实现申万 1.5 级行业分类，并通过重合度、涨跌幅相关性确认一一映射、一多映射、多一映射关系。风格轮动模型不同于常规大小盘、成长价值轮动模型，采用灰度轮动框架，采用 6 个常见宽基指数，增加模型可落地性，实现对市场风格更精细的刻画。



图表25：因子筛选流程



来源：国金证券研究所

行业轮动模型因子名单、IC 表现与轮动逻辑

经过上述数据预处理、因子衍生、指数因子合成、因子筛选等步骤，最终得到以下 10 个因子，并根据这 10 个因子对行业指数进行打分，以刻画市场行业轮动情况。推荐行业的主要逻辑为：行业运营质量较高、预期净利润和市场信心有所提升、近期资金净流入较高、交易拥挤度较低、短期涨幅趋势较好的行业。相较于前期因子名单，除资金流因子发生替换外，质量类和预期类因子分别删除了 1 个样本外回撤较高的因子，并增补了 2 个短期动量因子。伴随着 2022 年以来行业轮动速度加快、投资主线较为模糊、增量市场逐步变为存量博弈市场环境，资金流向、短期价格动量等能刻画和体现市场情绪的指标或更具备优势。

图表26：行业轮动模型因子名单及 IC 测试结果

类别	因子	算法	权重	IC均值	IC标准差	ICIR	IC>0的概率	p-Value
质量类因子	Oper	经营活动净收益/利润总额	33%	6.26%	15.89%	39.39%	64.21%	0.02%
	TSEPToiDebt	归母权益/带息负债	-33%	-4.68%	16.81%	-27.82%	35.79%	0.80%
	NNOIT	营业外收支净额/利润总额	-33%	-4.54%	17.86%	-25.42%	40.00%	1.50%
	质量类因子复合IC			8.49%	16.98%	49.99%	68.42%	0.00%
预期类因子	MKT_conf75	(EPS - 75日EPS) / 当日收盘价	25%	5.60%	21.04%	26.62%	64.21%	1.10%
	pct_NetProfit	分析师一致预期净利润变化	50%	4.85%	21.38%	22.70%	58.95%	2.93%
	MKT_conf25	(EPS - 25日EPS) / 当日收盘价	25%	4.75%	21.48%	22.10%	62.11%	3.38%
	预期类因子复合IC			7.71%	23.43%	32.92%	66.32%	0.18%
情绪类因子	pct_VOL60	60日平均换手率变化	-50%	-6.04%	25.52%	-23.69%	43.16%	2.31%
	F ETF_Flow	投资A股的海外ETF资金流	50%	5.84%	21.80%	26.77%	64.89%	1.10%
	情绪类因子复合IC			5.65%	25.39%	22.26%	58.95%	3.26%
动量类因子	REVS5Indu1	过去5日收益率（相较于行业均值）	50%	4.91%	21.74%	22.57%	58.95%	3.03%
	pct_Sharpe	过去20日夏普比率	50%	6.89%	16.72%	41.22%	68.04%	0.01%
	动量类因子复合IC			6.47%	23.68%	27.33%	64.21%	0.91%
复合因子IC		大类因子等权，小类因子等权		12.99%	24.71%	52.56%	70.53%	0.00%

来源：wind，通联数据，朝阳永续，Bloomberg，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30



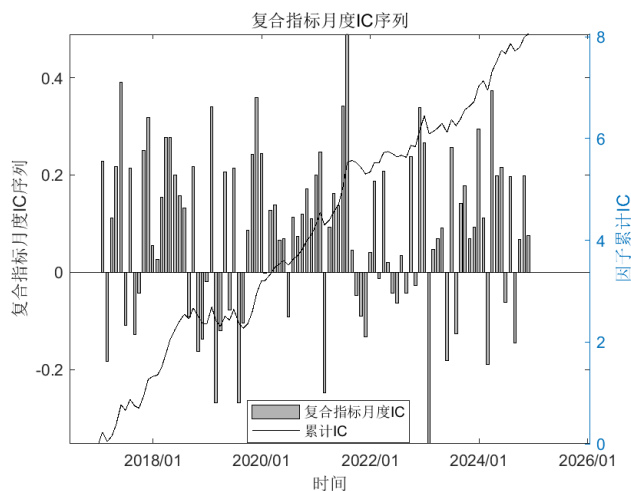
图表27：2017年以来行业轮动模型因子相关性⁸

	Oper	TSEPToiDebt	NNOIT	MKT_conf75	pct_NetProfit	MKT_conf25	pct_VOL60	F ETF_Flow	REVS5Indu1	pct_Sharpe
Oper	-	-1.13%	-1.56%	-1.04%	0.88%	-2.32%	4.07%	0.28%	3.11%	1.19%
TSEPToiDebt	-	-	-0.71%	-2.33%	-0.75%	-1.17%	1.46%	1.23%	-3.91%	0.41%
NNOIT	-	-	-	-1.23%	-2.97%	-0.81%	5.05%	0.41%	-0.75%	-2.74%
MKT_conf75	-	-	-	-	27.82%	69.87%	0.59%	4.13%	4.17%	-0.76%
pct_NetProfit	-	-	-	-	-	35.72%	1.11%	8.69%	1.28%	0.65%
MKT_conf25	-	-	-	-	-	-	0.69%	4.77%	0.73%	-0.93%
pct_VOL60	-	-	-	-	-	-	-	6.30%	-2.73%	-7.99%
F ETF_Flow	-	-	-	-	-	-	-	-	1.61%	0.95%
REVS5Indu1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.04%
pct_Sharpe	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

来源：wind，通联数据，朝阳永续，Bloomberg，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

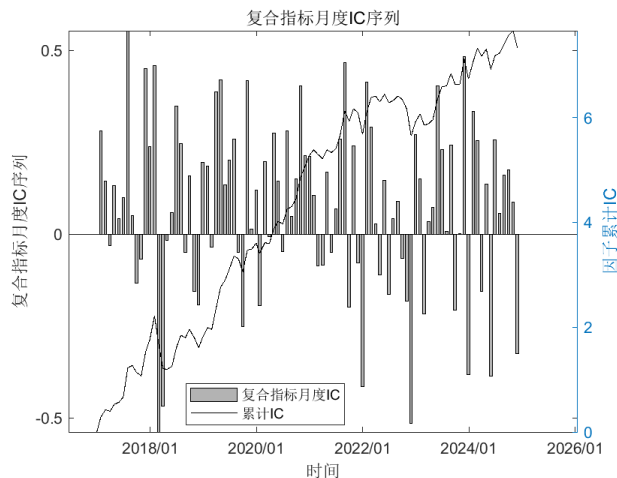
从各大类复合因子累计 IC 来看，质量类复合因子除了在 2019 年牛市表现有所波动外，历史表现较为稳定，在四大类因子中表现较为占优。预期类因子中长期也较为稳定有效，随着 A 股市场资金面逐步变化弱增量市场环境，研究员一致预期“市场定价权”受到外资和资金面的挑战。情绪类因子中，海外 ETF 资金流因子作为北向资金因子的“平价替代”，虽然从逻辑上和结果上展现于较高的相关性，但同样受限于投资自由度，资金流对市场行业轮动刻画效果略逊色于北向资金流因子，在北向资金流因子出现回撤的 2023 年同样发生失效现象。动量类因子相对牛市特征较为明显，在 2021Q4-2023 年以来的市场环境中出现一定回撤，但随着国庆节前后政策刺激，市场投资情绪和交易热度回暖，动量类因子近期收益有所上行。相较于长期价格动量，中短期价格动量回测结果更为突出，或归因于更加适合当前“投资主线模糊”的市场环境，较为符合主观认知。

图表28：质量类因子复合 IC



来源：wind，通联数据，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

图表29：预期类因子复合 IC

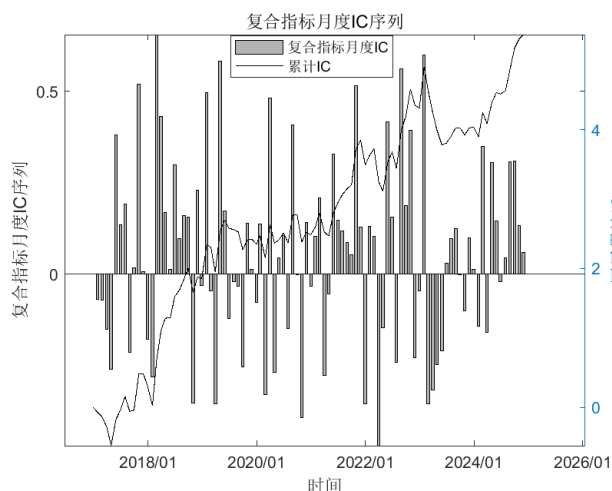


来源：wind，朝阳永续，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

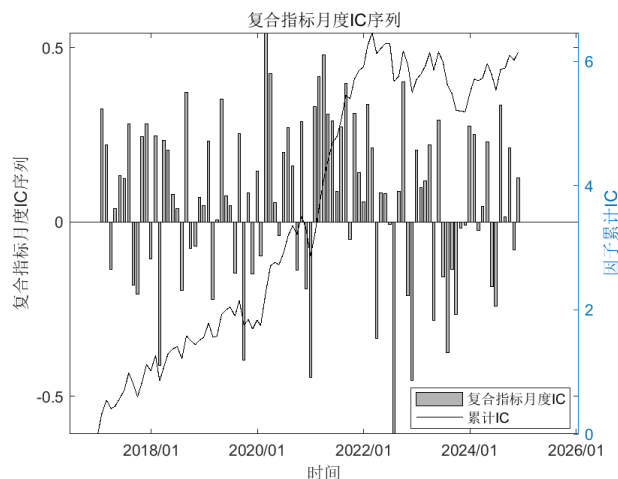
⁸考虑到近 25 日和 75 日市场信心因子相关性较高，故而两个因子合计权重为 50%，一致预期净利润因子权重占 50%。



图表30：情绪类因子复合 IC



图表31：动量类因子复合 IC



来源：wind，通联数据，Bloomberg，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

来源：wind，通联数据，Bloomberg，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

风格轮动模型因子名单、IC 表现与轮动逻辑

通过前期持续对模型的观测，我们发现仅通过微观因子刻画个股层面的基本面、价量、预期、情绪、风险收益的边际变化是很难把握 A 股市场的风格轮动变化的，尤其是在 2022 年以来轮动速度加快，市场主线行情缺乏的情况下，对风格轮动模型的提出了更高的挑战。因此，我们尝试引入宏观因子，试图从宏观面的边际变化，来衡量市场风格的切换。

构建宏观因子的核心是：通过求宏观数据和指数收益相关性的方式，使得对指数没有区分度的宏观数据，变成每个指数在截面有不同的宏观因子暴露，进而和微观因子可以更好的融合在一个多因子打分框架内。如：我们将货币供应量与上述轮动标的指数近三年月度收益率数据（滞后 2 期）和宏观数据滚动求相关性（科创 50 指数取近一年的滚动数据），并将相关系数赋为指数该截面因子暴露。这种宏观因子的处理解决了多个轮动标的的问题，相较于传统价值/成长 0、1 变量风格轮动，更加方便投资落地。我们从基本面因子、估值因子、价量因子、预期因子共 4 个维度，对因子有效性进行测试。宏观因子方面，则从政府财政收支、货币供应、进出口、社会投资、CPI 共 5 个维度，对因子有效性进行测试，最终得到 8 个微观因子，4 个宏观因子。

图表32：风格轮动模型因子名单及 IC 测试结果

一级分类	二级分类	因子	权重	IC均值	IC标准差	ICIR	IC>0的概率	p-Value
微观因子	质量类因子	应收账款周转天数_diff	-50.00%	-7.64%	36.78%	-20.76%	42.11%	4.58%
		归母所有者权益/全部资本_diff	-50.00%	-4.38%	36.87%	-11.87%	49.47%	25.01%
	预期类因子	分析师盈收预测变化趋势_diff	50.00%	8.80%	46.25%	19.02%	58.95%	6.69%
		市盈率_diff	50.00%	7.24%	44.80%	16.17%	61.05%	11.84%
	价值类因子	市净率	-50.00%	-12.94%	43.67%	-29.64%	34.74%	0.48%
		市销率变化（行业中性化）	50.00%	8.67%	46.27%	18.75%	57.89%	7.08%
	动量类因子	近20日收益_diff	50.00%	8.47%	42.49%	19.94%	60.00%	5.49%
宏观因子		12日收盘价格回归系数_diff	50.00%	7.41%	41.28%	17.94%	56.84%	8.36%
	货币供应	准货币定期存款同比	100.00%	8.36%	49.23%	16.99%	54.74%	10.11%
	海关进出口	进口额同比	100.00%	9.31%	45.39%	20.51%	57.89%	4.85%
	固定资产投资	房屋竣工面积同比增减	100.00%	9.54%	43.46%	21.96%	57.89%	3.50%
	CPI	居住CPI	100.00%	7.29%	46.26%	15.77%	55.79%	12.77%
复合因子		大类因子等权，小类因子等权		29.29%	37.67%	77.75%	77.89%	0.00%

来源：wind，通联数据，聚源数据，朝阳永续，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30



图表33：2017年以来风格轮动模型因子相关性⁹

	市净率	应收周转	市销率	近20日动量	净资产率	市盈率	近12日动量	房屋面积同比	进口同比	居住CPI	准货币同比
盈收预测	-487%	-22%	2.18%	3.72%	-301%	-215%	1.42%	-0.77%	6.77%	-317%	5.87%
市净率	-	2.99%	0.88%	3.14%	5.88%	-313%	-0.48%	-0.73%	-20.15%	-1.57%	-4.89%
应收周转	-	-	0.96%	-3.13%	-0.70%	-9.25%	8.52%	1.54%	1.77%	-2.68%	-2.16%
市销率	-	-	-	21.00%	-2.06%	12.28%	5.72%	5.51%	-0.16%	1.56%	-6.21%
近20日动量	-	-	-	-	-4.38%	17.27%	26.03%	4.21%	6.62%	-1.21%	-1.53%
净资产率	-	-	-	-	-	0.56%	-5.77%	-0.82%	-5.98%	0.63%	-1.99%
市盈率	-	-	-	-	-	-	4.85%	1.31%	4.11%	-1.00%	5.77%
近12日动量	-	-	-	-	-	-	-	-1.37%	3.31%	2.38%	3.89%
房屋面积同比	-	-	-	-	-	-	-	-	36.47%	33.30%	-27.56%
进口同比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30.95%	-23.41%
居住CPI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-29.04%

来源：wind，通联数据，聚源数据，朝阳永续，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

策略构建及轮动标的的选择

行业轮动回测标的：申万 1.5 级行业指数，等权持有 10 个行业。

风格轮动回测标的：6 个主流宽基指数，等权持有 2 个指数。

训练集：2017 年 1 月 1 日-2022 年 12 月 31 日。

测试集：2023 年 1 月 1 日-2024 年 11 月 30 日。

换手率及持仓周期：月度策略，行业轮动策略年化单边换手约 6 倍。

行业轮动标的方面，考虑到原有申万/中信一级行业和指数基金跟踪的行业主题指数之间存在一定的差异性，导致模型轮动结果存在难以有效落到基金产品的可能性，因此我们综合考察市场关注点、基金产品丰富度等因素，通过对申万一级和申万二级行业进行适当的拆分和合并，在保证行业全覆盖的基础上，增强了与市场关注点、行业主题指数型基金供给等的对应性，更贴近投资需求。同时为了验证行业分类的合理性，分别从持仓和收益率方面进行检验，即：根据基金跟踪指数和轮动池行业指数进行持仓重合度和近 3 年、近 5 年的涨跌幅相关性，进行一一映射、一多映射、多一映射等，尽量以科学客观的方式实现基金跟踪指数到行业指数的映射。其中重合度要求 60% 以上，涨跌幅相关性要求 80% 以上则认定为对应关系。

具体调整包括：合并基础化工和石油石化为化工行业；合并商贸零售和社会服务行业；将电子行业拆分为半导体和其他电子；将食品饮料拆分成酒类和非酒类食品；将医药生物行业拆分为医药、医疗和中药；将电力设备拆分为光伏、电池和其他电力设备；将基础建设从建筑装饰中拆出、电力从公共事业中拆出，公共事业中燃气部分和环保合并为环保及公用事业；删除轻工制造行业、综合行业、建筑装饰行业，最终形成共计 33 个行业，并对合成指数按市值进行收益率和因子值的加权。

图表34：行业轮动池及指数市值

行业代码	801010.SI	801040.SI	801050.SI	801081.SI	801110.SI	801130.SI	801155.SI	801161.SI	801170.SI	801180.SI	801710.SI
行业名称	农林牧渔	钢铁	有色金属	半导体	家用电器	纺织服饰	中药II	电力	交通运输	房地产	建筑材料
总市值（万亿）	1.27	0.81	2.58	3.85	1.73	0.62	0.95	2.91	2.95	1.28	0.69
行业代码	801723.SI	801735.SI	801737.SI	801740.SI	801750.SI	801760.SI	801770.SI	801780.SI	801790.SI	801880.SI	801890.SI
行业名称	基础建设	光伏设备	电池	国防军工	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	汽车	机械设备
总市值（万亿）	0.82	1.54	2.37	2.36	4.26	1.51	2.22	8.69	6.14	3.57	3.90
行业代码	801950.SI	801980.SI	合成指数	合成指数	合成指数	合成指数	合成指数	合成指数	合成指数	合成指数	合成指数
行业名称	煤炭	美容护理	电子	非酒类食品	医药	其他电力设备	化工	酒类	医疗	商社	环保及公用事业
总市值（万亿）	1.65	0.32	3.39	1.23	2.93	2.01	6.05	3.66	2.06	1.49	1.01

来源：wind，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

风格轮动标的上，不同于传统的价值/成长风格轮动、大小盘风格轮动、板块（金融、消费、周期、科技等）轮动，本文综合市场关注度和基金产品丰富度，以基金跟踪规模较大的指数作为初始指数池，即被动指数宽基跟踪总规模 10 亿元以上和增强指数宽基跟踪总规模 20 亿元以上的指数作为指数池。

筛选轮动标的主要遵从“不重不漏”原则，其中“不重”是指轮动宽基指数成分股重复度在 40% 以内（重复度：指数相同成分股较低权重和）。“不漏”主要考察指数成分股对宽基被动/增强指数基金规模和所有 A 股市值覆盖程度均

⁹考虑到近 25 日和 75 日市场信心因子相关性较高，故而两个因子合计权重为 50%，一致预期净利润因子权重占 50%。



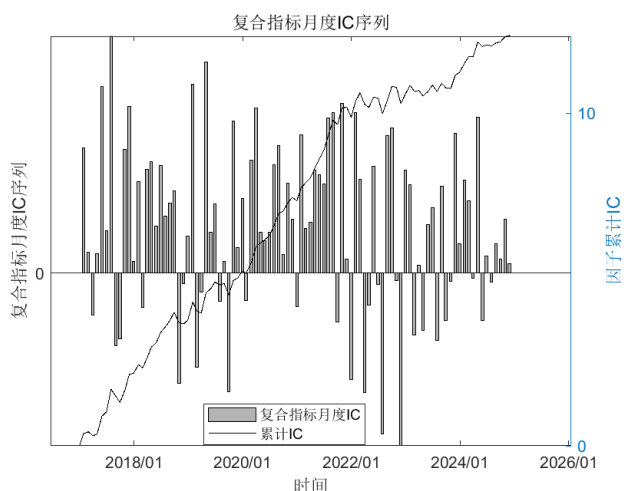
在 80%左右及以上。我们最终选取 6 只指数，即：上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、科创 50、创业板指。

行业风格轮动回测结果

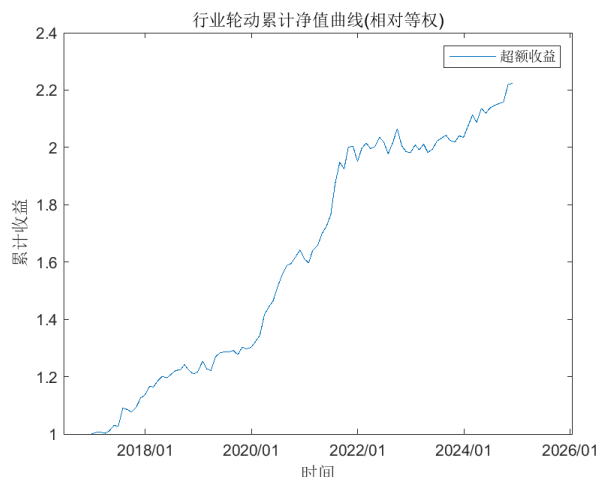
模型结果：策略风险收益指标展示

行业轮动模型分别策略组合回测“相对等权配置、相对 wind 全 A、相对沪深 300、相对中证 500，相对中证 800，相对偏股混”六组策略，数据结果均显示模型效果显著：风险收益回报方面，六组策略年化超额收益在 6%-12%之间、超额最大回撤在 2%-7%之间、超额年化夏普比率在 1.2-2.5 之间。该模型近一年、近三年、近五年相对行业均值胜率分别为 75%、61.11%、71.67%。回顾模型上月推荐行业结果，行业轮动模型在 11 月涨多跌少的市场环境中，准确的把握了商贸零售社会服务、电池、传媒等行业的配置机会。今年以来行业轮动模型相对行业指数均值累计超额收益 10.01%，行业轮动月胜率高达 81.82%。

图表35：行业轮动复合因子 IC 表现



图表36：行业轮动策略组合相对于等权基准超额表现



来源：wind，通联数据，朝阳永续，Bloomberg，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

来源：wind，通联数据，朝阳永续，Bloomberg，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

图表37：行业轮动策略风险收益指标

策略	年化收益率	最大回撤	年化波动率	夏普比率	卡玛比率
绝对收益	10.50%	20.36%	12.06%	0.87	0.52
行业多空收益	20.42%	7.97%	7.76%	2.63	2.56
相对等权配置	7.64%	2.74%	3.63%	2.10	2.79
相对wind全A	7.84%	2.96%	3.81%	2.06	2.65
相对沪深300	7.90%	4.60%	5.97%	1.32	1.72
相对中证500	11.67%	5.10%	4.75%	2.46	2.29
相对中证800	8.88%	3.32%	4.85%	1.83	2.67
相对偏股混	6.15%	6.65%	4.88%	1.26	0.93

图表38：行业轮动策略逐年超额及月胜率

	年份	行业均值	沪深300	中证500	中证800	偏股混
相对收益率	2017年	14.10%	-3.75%	18.23%	2.86%	5.40%
	2018年	5.08%	1.29%	9.31%	3.37%	0.57%
	2019年	9.28%	4.59%	14.28%	6.96%	-3.08%
	2020年	30.97%	35.04%	41.38%	36.46%	10.75%
	2021年	24.07%	43.38%	22.60%	38.94%	34.13%
	2022年	1.35%	6.08%	4.76%	5.76%	6.24%
	2023年	2.47%	6.34%	2.39%	5.34%	9.58%
	2024年	10.01%	3.99%	10.35%	5.69%	13.08%
月胜率	2017年	66.67%	41.67%	66.67%	50.00%	33.33%
	2018年	66.67%	50.00%	75.00%	58.33%	58.33%
	2019年	58.33%	58.33%	66.67%	66.67%	58.33%
	2020年	91.67%	75.00%	91.67%	91.67%	50.00%
	2021年	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%	83.33%
	2022年	50.00%	66.67%	83.33%	58.33%	58.33%
	2023年	58.33%	75.00%	50.00%	66.67%	83.33%
	2024年	81.82%	54.55%	72.73%	63.64%	63.64%

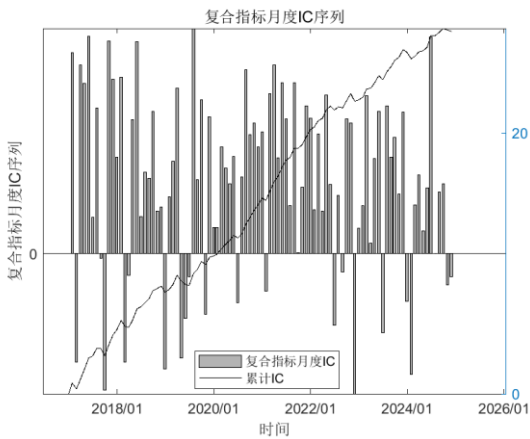
来源：wind，通联数据，朝阳永续，Bloomberg，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

来源：wind，通联数据，朝阳永续，Bloomberg，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

风格轮动模型分别回测“相对宽基指数平均、相对 wind 全 A 指数、相对偏股混合基金指数”三组策略年化超额收益在 5%-9%之间，超额最大回撤在 3%-7%之间，年化夏普比率在 1.1-2.0 之间。该模型近一年、近三年、近五年相对指数均值月胜率分别为 75%、72%、73%。模型 11 月跑赢偏股混合基金指数 0.2%，由前期大盘风格向哑铃风格迁移。今年以来风格模型相对指数均值累计超额收益 2.5%，风格轮动月胜率达 72.73%。

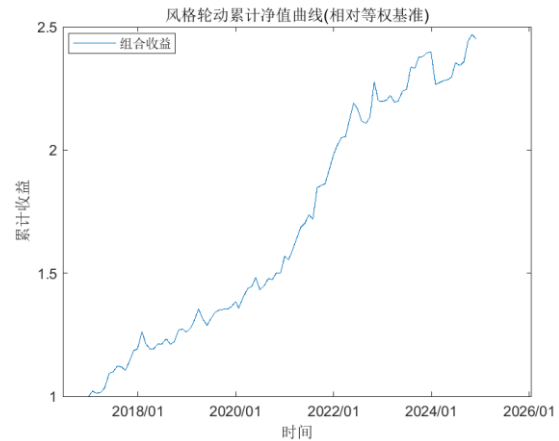


图表39：风格轮动复合因子IC表现



来源：wind，通联数据，聚源数据，朝阳永续，国金证券研究所；数据截至2024/11/30

图表40：风格轮动策略组合相对于等权基准超额表现



来源：wind，通联数据，聚源数据，朝阳永续，国金证券研究所；数据截至2024/11/30

图表41：风格轮动策略风险收益指标

策略	年化收益率	最大回撤	年化波动率	夏普比率	卡玛比率
绝对收益	9.99%	23.63%	13.32%	0.75	0.42
多空收益	39.21%	12.27%	9.61%	4.08	3.20
相对等权配置	9.06%	3.86%	4.66%	1.94	2.35
相对wind全A	7.42%	5.83%	4.83%	1.54	1.27
相对偏股混	5.78%	6.76%	5.25%	1.10	0.86

来源：wind，通联数据，聚源数据，朝阳永续，国金证券研究所；数据截至2024/11/30

图表42：风格轮动策略逐年收益及胜率

年份	收益率				月胜率		
	组合收益	指数均值	wind全A	偏股混	指数均值	wind全A	偏股混
2017年	22.06%	2.30%	4.93%	12.63%	75.00%	66.67%	50.00%
2018年	-20.17%	-24.44%	-28.25%	-24.58%	50.00%	66.67%	50.00%
2019年	40.12%	27.58%	33.02%	43.74%	83.33%	83.33%	50.00%
2020年	49.46%	31.91%	25.62%	51.50%	66.67%	66.67%	58.33%
2021年	33.61%	5.84%	9.17%	4.05%	83.33%	91.67%	75.00%
2022年	-15.15%	-23.51%	-18.66%	-21.80%	58.33%	50.00%	41.67%
2023年	-2.97%	-11.11%	-5.19%	-14.61%	83.33%	66.67%	83.33%
2024年	15.75%	13.28%	12.20%	4.80%	72.73%	45.45%	54.55%

来源：wind，通联数据，聚源数据，朝阳永续，国金证券研究所；数据截至2024/11/30

行业风格轮动模型回测结果及历史复盘

从历史行业推荐结果来看，今年以来行业轮动模型对非银金融、银行、通信等表现相对较好高股息行业每个月均进行稳健配置，较好的捕获了今年以来红利资产带来的超额收益。从风格轮动模型结果来看，2024年模型从中小盘成长逐渐实现向中大盘成长风格转化，2024年4月以后基本稳定在大盘风格。受宏观因子失效、模型稳健低敏影响，模型风格呈现逐步递进特征，故而年初收益略有波动。风格轮动模型6月、9月、10月份跑赢全部基准指数。同时低敏的模型，也相对较好的适应了春节前后市场风格突变的情景，避免了过多的无意义换手。

图表43：行业轮动策略历史推荐结果

日期	行业1	行业2	行业3	行业4	行业5	行业6	行业7	行业8	行业9	行业10
202401	煤炭	家用电器	化工	农林牧渔	电池	钢铁	通信	国防军工	医疗	基础建设
202402	家用电器	通信	中药	电子	汽车	机械设备	钢铁	其他电力设备	纺织服饰	国防军工
202403	酒类	汽车	钢铁	煤炭	中药	家用电器	半导体	计算机	医药	银行
202404	酒类	中药	家用电器	汽车	通信	钢铁	电池	非银金融	交通运输	煤炭
202405	银行	家用电器	商社	酒类	半导体	纺织服饰	非酒类食品	非银金融	中药	交通运输
202406	农林牧渔	基础建设	国防军工	其他电力设备	家用电器	化工	房地产	电池	电力	汽车
202407	酒类	银行	房地产	电力	有色金属	农林牧渔	非银金融	汽车	化工	国防军工
202408	酒类	房地产	光伏设备	电池	半导体	家用电器	汽车	非银金融	交通运输	医疗
202409	家用电器	非银金融	汽车	电池	医药	半导体	酒类	交通运输	煤炭	电子
202410	电池	医疗	计算机	商社	纺织服饰	农林牧渔	基础建设	房地产	建筑材料	半导体
202411	电子	商社	国防军工	电池	机械设备	美容护理	保及公用事业	通信	传媒	光伏设备
202412	电池	酒类	化工	商社	光伏设备	传媒	银行	机械设备	半导体	电子

来源：wind，通联数据，朝阳永续，Bloomberg，国金证券研究所；数据截至2024/11/30



图表44：风格轮动策略历史推荐结果

日期	指数1	指数2	指数3	指数4	指数5	指数6
202401	创业板指	中证1000	中证500	科创50	上证50	沪深300
202402	中证500	中证1000	科创50	创业板指	沪深300	上证50
202403	创业板指	中证500	沪深300	上证50	科创50	中证1000
202404	沪深300	上证50	创业板指	科创50	中证500	中证1000
202405	上证50	创业板指	中证500	科创50	沪深300	中证1000
202406	上证50	沪深300	科创50	中证1000	中证500	创业板指
202407	沪深300	创业板指	上证50	科创50	中证500	中证1000
202408	上证50	科创50	中证1000	创业板指	沪深300	中证500
202409	沪深300	创业板指	上证50	中证500	科创50	中证1000
202410	上证50	科创50	沪深300	中证1000	创业板指	中证500
202411	中证1000	上证50	沪深300	科创50	创业板指	中证500
201412	沪深300	科创50	中证1000	上证50	中证500	创业板指

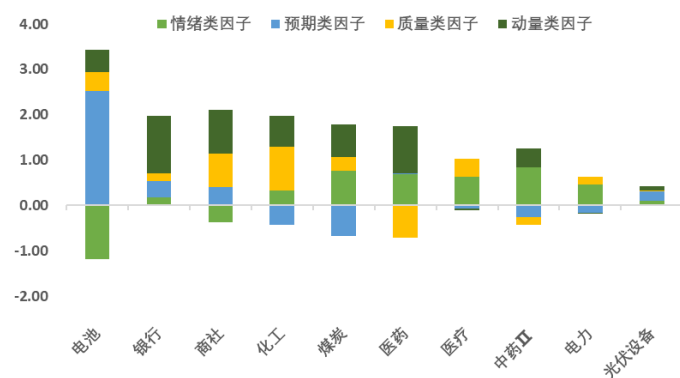
来源：wind，通联数据，聚源数据，朝阳永续，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

行业风格轮动模型结论及指数基金配置建议

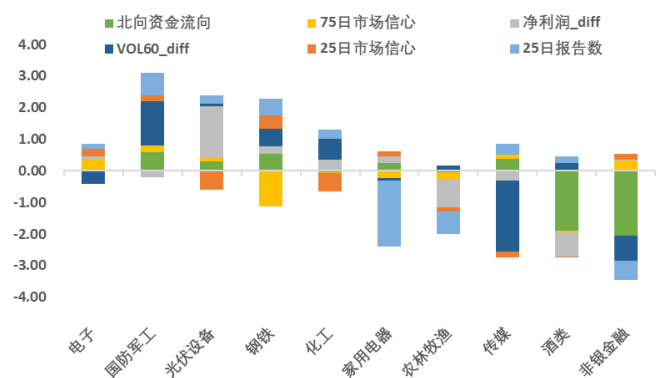
12月行业轮动模型指数选择结果

截至 11 月 30 日，行业轮动模型本月优选出的行业为**电池、酒类、化工、商社、光伏设备、传媒、银行、机械设备、半导体、电子行业**，本期建议关注的行业的整体方向由高股息+制造板块转向科技制造板块，TMT+新能源行业增持趋势明显。科技制造行业近期涨跌幅普遍较高，除电池行业外，大多呈现外资增持特征。一致预期数据显示电池行业近期市场信心提振较为突出，为其得分做出重要贡献。从得分环比变化来看，科技制造类行业大多得分呈现正增长趋势，而消费金融类行业则得分下滑较为明显。

图表45：2024年12月行业指数得分明细



图表46：行业指数得分环比变化



来源：wind，通联数据，朝阳永续，Bloomberg，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

来源：wind，通联数据，朝阳永续，Bloomberg，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

被动指数型（含ETF）基金组合

结合行业轮动模型结果、指数及ETF基金产品线情况，12月基金组合科技制造（电池、化工、光伏设备、传媒、机械设备、半导体、电子）+消费（酒类、商社、）+银行对应行业主题指数型基金来构建。由于上述行业大多存在多只指数可供选择的情况，因而在具体标的的选择上我们首先从指数特征、估值水平、盈利情况、指数流动性、行业覆盖度、指数相似度等多个维度对基金跟踪的标的指数进行初步优选。对应被动指数型基金跟踪的具体指数在上述各个维度的比较情况如下图所示，重点优选出的指数做橙黄色标记。



图表47：12月行业对应基金跟踪指数估值及盈利信息

行业类别	指数代码	指数全称	指基规模 (亿元)	成份个数	平均总市值 (亿元)	估值水平		ROE				归母净利润同比增长率			
						PE(TTM) 当前值	近三年分 位水平	2023年年报	2022年 年报	2021年 年报	2020年 年报	2023年年报	2022年 年报	2021年 年报	2020年年报
电池	980032.CNI	国证新能源车电池指数	53.04	30	987.72	27.11	54.82%	15.52%	22.55%	15.83%	8.32%	-7.81%	106.13%	136.87%	63.86%
	931719.CSI	中证电池主题指数	27.88	49	526.86	27.69	51.65%	13.86%	19.01%	13.81%	8.09%	-4.29%	76.29%	123.86%	31.81%
	980027.CNI	国证新能源车电池指数	3.03	50	418.03	25.51	85.29%	15.08%	8.03%	10.57%	5.03%	-	-	120.51%	-30.39%
酒类	399997.SZ	中证白酒指数	485.61	18	1911.94	20.49	10.88%	29.35%	27.57%	26.11%	26.18%	18.86%	20.16%	16.97%	12.13%
	399987.SZ	中证酒指数	178.65	31	1191.92	20.86	11.29%	26.81%	25.61%	23.54%	23.52%	19.06%	19.25%	17.67%	11.33%
	930653.CSI	中证食品饮料指数	50.12	100	514.80	22.51	12.81%	20.35%	19.00%	19.19%	21.48%	15.92%	11.28%	10.10%	15.33%
	000815.CSI	中证细分食品饮料产业主题指数	43.99	50	914.20	21.01	11.85%	24.69%	23.44%	23.14%	22.84%	16.45%	14.96%	16.40%	12.70%
	399396.SZ	国证食品指数	43.25	50	969.96	21.81	12.26%	22.57%	21.09%	20.92%	23.24%	16.60%	14.01%	14.68%	13.52%
	000807.CSI	中证申万食品饮料指数	0.37	50	921.49	21.07	11.85%	24.62%	23.04%	22.85%	23.49%	17.31%	13.86%	12.95%	13.02%
化工	000813.CSI	中证细分化工产业主题指数	24.33	50	385.94	23.38	95.32%	10.65%	17.41%	23.26%	13.83%	-3.16%	-31.69%	89.78%	13.69%
	931248.CSI	中证油气资源指数	1.41	50	835.77	10.83	30.49%	11.46%	-	-	-	-	-	-	-
	399439.SZ	国证石油天然气指数	1.40	73	619.87	11.30	71.76%	11.40%	12.00%	8.17%	2.60%	-2.45%	31.84%	218.26%	-52.23%
	h30198.CSI	中证油气产业指数	1.08	60	765.87	11.57	71.49%	11.07%	12.75%	7.84%	2.60%	-3.19%	34.75%	218.26%	-52.23%
	h11057.CSI	中证石化产业指数	0.93	39	1294.27	11.89	48.62%	11.66%	11.83%	11.26%	6.47%	-8.56%	2.07%	144.60%	-1.81%
商社	930633.CSI	中证旅游主题指数	31.01	38	256.10	44.10	98.59%	-1.27%	-31.90%	-7.07%	9.33%	94.87%	-32.98%	-16.62%	-35.72%
	931151.CSI	中证光伏产业指数	260.43	49	343.68	100.57	97.93%	15.75%	23.42%	13.13%	9.03%	-17.16%	97.59%	37.46%	44.93%
光伏设备	931798.CSI	中证光伏龙头30指数	1.48	30	346.39	22.10	63.64%	19.13%	27.99%	16.28%	13.75%	-1.76%	87.01%	2.79%	51.56%
	995020.SSI	华证清洁能源主题指数	0.10	40	489.61	66.18	97.93%	-	-	-	-	-	-	-	-
传媒	930901.CSI	中证动漫游戏指数	80.26	31	141.55	45.03	51.52%	7.73%	0.19%	7.34%	11.88%	-	-9.74%	-3.64%	41.27%
	399971.SZ	中证传媒指数	46.57	50	214.60	30.38	47.93%	9.24%	2.83%	8.44%	7.00%	163.33%	-68.16%	26.71%	47.09%
	930781.CSI	中证影视主题指数	1.08	37	118.06	134.34	38.02%	2.08%	-0.44%	0.89%	-8.57%	-	-13.26%	11.58%	-2.71%
银行	h30365.CSI	中证文化传媒指数	0.22	50	224.60	35.08	48.76%	10.08%	3.19%	10.85%	6.75%	93.10%	-6.80%	27.08%	50.80%
	399986.SZ	中证银行指数	182.01	42	2967.26	5.88	95.94%	9.85%	10.33%	10.75%	10.61%	1.84%	7.56%	12.62%	0.62%
机械	h30022.CSI	中证800银行指数	3.63	32	3828.01	5.88	95.80%	9.84%	10.35%	10.75%	10.61%	1.26%	7.51%	12.59%	0.62%
	h30590.CSI	中证机器人指数	34.89	71	149.82	42.73	36.43%	9.15%	8.47%	9.55%	8.83%	41.24%	4.67%	9.17%	64.22%
	931866.CSI	中证机床指数	5.90	50	135.79	39.57	68.75%	9.85%	12.24%	-	-	-8.74%	-	-	-
半导体	h11054.CSI	中证芯片产业指数	2.07	135	519.33	34.38	78.51%	11.05%	13.80%	11.52%	9.84%	-9.72%	20.96%	11.93%	21.76%
	931752.CSI	中证工程机械主题指数	1.88	50	220.61	19.48	36.91%	8.48%	6.20%	12.15%	-	-40.13%	-50.61%	-	-
	980022.CNI	国证机器人产业指数	1.81	100	154.84	38.48	55.75%	10.30%	6.28%	9.54%	7.63%	-5.51%	-2.86%	23.69%	9.84%
	000812.CSI	中证细分机械设备产业主题指数	0.69	50	953.44	32.41	73.07%	12.10%	15.32%	11.69%	10.92%	-9.77%	37.88%	9.63%	21.57%
	980017.SZ	国证半导体芯片	373.59	30	980.21	98.00	97.52%	5.71%	9.85%	14.28%	10.39%	-30.95%	-18.87%	85.61%	59.93%
	000685.SH	上证科创板芯片指数	290.42	50	531.30	173.14	96.83%	3.48%	8.27%	-	-	-51.09%	-	-	-
电子(除半导体外)	h30184.CSI	中证全指半导体产品与设备指数	254.25	109	369.21	109.21	97.11%	4.68%	9.68%	13.51%	10.38%	-48.44%	-10.23%	99.93%	51.41%
	990001.CSI	中华交易服务半导体芯片行业指数	148.94	50	680.51	112.25	97.11%	4.72%	9.32%	12.62%	10.06%	-36.92%	-9.34%	71.99%	63.33%
	h30007.CSI	中证芯片产业指数	62.52	50	675.22	116.62	97.25%	4.58%	8.99%	12.72%	10.32%	-41.52%	-11.51%	84.31%	71.77%
	931865.CSI	中证半导体产业指数	35.23	40	526.31	93.40	96.56%	5.88%	11.47%	15.50%	7.59%	-34.43%	2.84%	80.72%	66.96%
	931743.CSI	中证半导体材料设备主题指数	28.54	40	275.90	66.05	96.42%	7.58%	10.17%	13.60%	10.92%	-35.51%	-7.90%	86.57%	44.82%
	000682.SH	上证科创板新一代信息技术指数	5.67	50	622.30	124.04	98.21%	4.65%	7.92%	10.92%	-	-2.60%	-1.32%	-	-
电子(除半导体外)	932087.CSI	中证全指集成电路收益指数	1.59	73	404.91	144.37	94.57%	3.44%	-	-	-	-	-	-	-
	930652.CSI	中证电子指数	12.92	100	660.14	46.83	96.56%	7.49%	9.35%	14.74%	10.83%	-1.32%	-21.92%	57.78%	15.89%
	980030.CNI	国证消费电子主题指数	11.90	50	486.26	36.18	56.61%	6.39%	7.12%	13.39%	10.36%	-1.73%	-42.02%	67.34%	-
	931494.CSI	中证消费电子主题指数	8.38	50	783.06	43.15	96.14%	7.05%	9.55%	14.51%	10.96%	-21.00%	-24.46%	47.05%	-
	931461.CSI	中证电子50指数	7.07	50	1057.15	45.71	96.69%	8.21%	10.60%	16.03%	12.81%	-16.91%	-23.22%	50.27%	29.23%
	399811.SZ	中证申万电子行业投资指数	2.51	92	626.80	49.37	93.39%	6.88%	8.88%	13.39%	11.33%	-12.60%	-27.55%	58.96%	17.98%
电子(除半导体外)	930821.CSI	中证虚拟现实主题指数	1.32	50	416.28	42.11	65.43%	5.48%	5.78%	10.89%	8.79%	-5.20%	-5.67%	77.80%	20.09%

来源：wind，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

图表48：12月行业对应基金跟踪指数行业分布及交易活跃度

行业类别	指数代码	指数全称	前五大行业分布特征	成分股重合度	近三年 收益相关性	近五年 收益相关性	交易活跃度-年换手率(%)				
							2024年 以来	2023年	2022年	2021年	2020年
电池	980032.CNI	国证新能源车电池指数	锂电池33.74%、电池化学品28.04%、电动乘用车14.51%、 家电零部件III 5.32%、锂5.15%	47.34%	96.82%	97.24%	378.82	251.07	458.49	762.95	467.88
	931719.CSI	中证电池主题指数	电池化学品31.62%、锂电池29.83%、逆变器15.64%、家电 零部件III 5.41%、锂电专用设备4.12%	47.51%	96.04%	95.93%	418.87	277.33	491.70	749.95	585.85
	980027.CNI	国证新能源车电池指数	锂电池43.3%、逆变器20.0%、蓄电池及其他电池5.5%、其 他专用设备4.5%、其他通用设备3.8%	47.04%	-	-	355.24	195.05	150.17	167.27	88.59
酒类	399997.SZ	中证白酒指数	白酒III 100%	57.89%	98.40%	97.99%	214.11	185.98	269.02	412.02	364.45
	399987.SZ	中证酒指数	白酒III 85.35%、啤酒9.39%、其他酒类4.84%、其他农产品 加工0.42%	62.62%	97.42%	98.00%	226.76	207.64	300.23	385.36	335.58
	930653.CSI	中证食品饮料指数	白酒III 49.64%、乳品12.56%、调味发酵品III 10.68%、软饮 料4.32%、啤酒4.14%	50.59%	95.37%	96.00%	268.25	213.88	293.83	372.59	457.66
	399396.SZ	国证食品指数	白酒III 59.04%、乳品12.84%、调味发酵品III 9.33%、啤酒 3.68%、软饮料3.09%	59.72%	96.97%	97.58%	190.66	155.90	215.65	292.92	320.71
	000815.CSI	中证细分食品饮料产业主题指数	白酒III 60.01%、乳品13.93%、调味发酵品III 9.95%、啤酒 4.25%、软饮料3.57%	60.02%	97.15%	97.78%	192.66	158.88	222.91	320.09	345.20
	000807.CSI	中证申万食品饮料指数	白酒III 59.66%、乳品13.75%、调味发酵品III 9.83%、啤酒 4.2%、软饮料3.53%	60.02%	96.97%	97.67%	187.36	151.72	208.64	288.53	337.82
化工	000813.CSI	中证细分化工产业主题指数	农化制品22.15%、化学原料15.85%、炼化及贸易10.87%、 电池8.53%、塑料4.53%	31.82%	92.11%	89.39%	183.61	144.28	306.28	417.75	353.75
	931248.CSI	中证油气资源指数	炼油化工25.52%、航运12.94%、油品石化贸易10.53%、油 气开采III 10%、能源及重型设备9.18%	30.73%	-	-	97.93	9.71	-	-	-
	399439.SZ	国证石油天然气指数	炼油化工38.18%、燃气III 15.03%、油气开采III 9.86%、能 源及重型设备8.54%、油品石化贸易6.94%	36.69%	82.12%	74.39%	96.51	96.94	86.33	79.22	48.88
	h30198.CSI	中证油气产业指数	炼油化工33.24%、油气开采III 9.7%、航运9.56%、油品石化 贸易7.78%、油田服务5.75%	40.26%	-	-	93.93	89.68	101.71	90.23	47.17
	h11057.CSI	中证石化产业指数	炼油化工27%、聚氨酯13.11%、钾肥10.58%、磷肥及磷化 工5.61%、油气开采III 5.24%	46.86%	93.92%	92.40%	66.31	55.80	79.60	169.68	115.95



商社	930633.CSI	中证旅游主题指数	航空运输21.9%、酒店16.66%、自然景区13.92%、旅游零售13.71%、人工景区10.15%	21.09%	84.11%	85.45%	215.27	205.66	290.85	245.63	333.74
光伏设备	931151.CSI	中证光伏产业指数	光伏电池组件26.85%、逆变器16.3%、硅料硅片14.08%、面板8.82%、光伏加工设备8.62%	70.24%	97.57%	98.92%	377.49	287.17	506.18	804.63	587.24
	931798.CSI	中证光伏龙头30指数	逆变器21.9%、光伏电池组件19.48%、光伏加工设备15.14%、输变电设备12.51%、光伏辅材8.07%	47.55%	98.46%	98.97%	341.48	279.33	409.62	399.81	262.95
	995020.SSI	华证清洁能源主题指数	光伏电池组件29.92%、逆变器16.12%、硅料硅片14.29%、光伏加工设备10.19%、输变电设备7.05%	55.99%	97.96%	98.51%	285.27	225.09	397.10	573.83	78.72
传媒	930901.CSI	中证动漫游戏指数	游戏III 86.82%、影视动漫制作6.65%、营销代理1.33%、自然景区1.28%、教育运营及其他1.19%	34.48%	94.14%	96.04%	791.86	1052.58	589.57	600.91	754.76
	399971.SZ	中证传媒指数	游戏III 35.92%、广告媒体8.79%、营销代理8.13%、影视动漫制作8.03%、电视广播III 7.66%	66.84%	98.49%	98.99%	534.20	700.83	364.76	377.30	447.58
	930781.CSI	中证影视主题指数	影视动漫制作34.99%、电视广播III 26.17%、视频媒体8.79%、院线8.51%、游戏III 7.98%	23.89%	94.43%	95.84%	628.10	665.15	558.75	425.18	531.30
	h30365.CSI	中证文媒传媒指数	游戏III 33.13%、营销代理14.5%、广告媒体8.78%、旅游零售III 7.71%、影视动漫制作6.83%	65.70%	97.71%	98.08%	632.06	754.75	417.41	435.76	520.46
银行	399986.SZ	中证银行指数	股份制银行II 42.2%、国有大型银行II 28.77%、城商行II 23.1%、农商行II 5.93%	94.72%	99.89%	99.89%	59.38	47.43	45.90	45.51	45.49
	h30022.CSI	中证800银行指数	股份制银行II 43.59%、国有大型银行II 30.21%、城商行II 23.46%、农商行II 2.74%	92.58%	99.88%	99.86%	55.57	43.80	43.72	45.05	44.69
机械设备	h30590.CSI	中证机器人指数	工控设备22.85%、机器人14.69%、横向通用软件10.27%、清洁小家电7.01%、安防设备5.73%	18.60%	90.90%	92.88%	643.19	522.11	501.99	504.98	534.24
	931866.CSI	中证机床指数	激光设备19.98%、机床工具14.3%、工控设备12.36%、机器人11.93%、钨7.05%	15.54%	91.55%	93.69%	666.09	598.12	485.59	-	-
	h11054.CSI	中证装备产业指数	锂电池16.76%、航空装备III 9.31%、光伏电池组件7.49%、电池化学品7.34%、工程机械整机6.23%	20.68%	84.93%	83.58%	264.10	186.30	237.26	385.76	321.87
	931752.CSI	中证工程机械主题指数	工程机械58.2%、汽车零部件16.5%、专用设备12.2%、商用车7.7%、通用设备2.4%	19.83%	82.04%	85.73%	298.44	230.72	261.10	81.21	-
	980022.CNI	国证机器人产业指数	工控设备16.8%、机器人11.9%、横向通用软件10.6%、清洁小家电6.8%、激光设备5.5%	24.40%	-	-	572.70	527.07	460.25	3.35	-
	000812.CSI	中证细分机械设备产业主题指数	锂电池21.45%、光伏电池组件9.39%、工程机械整机8.15%、电池化学品6.14%、工控设备5.98%	20.39%	78.65%	79.02%	234.17	170.86	207.40	362.97	283.70
半导体	980017.SZ	国证半导体芯片	数字芯片设计39.9%、半导体设备17.9%、集成电路制造14.1%、集成电路封测8.3%、分立器件5.6%	59.60%	98.50%	98.35%	402.14	337.32	353.28	610.41	935.53
	000685.SH	上证科创板芯片指数	数字芯片设计45%、半导体设备20.8%、集成电路制造16.51%、半导体材料5.16%、模拟芯片设计5.04%	48.16%	87.50%	95.11%	373.87	374.08	207.05	-	-
	h30184.CSI	中证全指半导体产品与设备指数	数字芯片设计38.06%、半导体设备17.14%、集成电路制造10.32%、模拟芯片设计6.88%、集成电路封测7.7%	85.98%	99.04%	99.24%	585.16	474.15	466.40	787.12	1117.66
	990001.CSI	中华交易服务半导体芯片行业指数	数字芯片设计37.6%、半导体设备19.5%、集成电路制造11.9%、模拟芯片设计6.8%、集成电路封测6.8%	73.27%	98.97%	98.87%	419.91	375.73	405.67	690.99	1041.07
	h30007.CSI	中证芯片产业指数	数字芯片设计38.47%、半导体设备20.53%、集成电路制造12.14%、模拟芯片设计7.14%、集成电路封测7%	70.55%	98.71%	98.87%	421.62	395.46	398.12	632.14	818.93
	931865.CSI	中证半导体产业指数	半导体设备51.27%、数字芯片设计14.48%、集成电路制造12.82%、半导体材料10.76%、电子化学品III 8.23%	38.40%	93.26%	94.51%	547.00	439.20	435.11	770.51	797.10
	931743.CSI	中证半导体材料设备主题指数	半导体设备55.1%、半导体材料22.2%、电子化学品III 14.2%、面板2.3%、住宅开发2.2%	21.26%	95.80%	95.73%	515.70	411.68	355.74	673.07	864.23
	000682.SH	上证科创板新一代信息技术指数	数字芯片设计35.69%、集成电路制造16.9%、半导体设备15.05%、横向通用软件6.14%、半导体材料3.86%	44.41%	85.97%	93.23%	322.42	284.72	234.02	128.98	-
	932087.CSI	中证全指集成电路全收益指数	数字芯片设计54.63%、集成电路封测14.8%、模拟芯片设计12.7%、集成电路制造10.9%、军工电子III 3.25%	61.77%	97.51%	71.13%	601.35	363.96	-	-	-
电子（除半导体外）	930652.CSI	中证电子指数	半导体46.62%、消费电子15.6%、计算机设备12.44%、光学光电子11.4%、元件8.99%	27.42%	94.44%	92.97%	383.70	317.74	262.70	467.86	661.75
	980030.CNI	国证消费电子主题指数	半导体30.55%、消费电子27.5%、光学光电子22.24%、元件11.17%、软件开发2.24%	41.03%	94.61%	94.11%	415.43	283.09	283.69	520.35	524.40
	931494.CSI	中证消费电子主题指数	半导体44.73%、消费电子25.36%、光学光电子10.19%、元件9.13%、电池7.43%	33.64%	94.61%	94.11%	347.93	252.13	229.90	471.97	346.20
	931461.CSI	中证电子50指数	半导体46.44%、消费电子18.02%、计算机设备13.85%、光学光电子11.1%、元件7.44%	29.12%	93.30%	91.61%	342.24	260.04	213.27	430.52	597.14
	399811.SZ	中证申万电子行业投资指数	半导体55.27%、消费电子18.55%、光学光电子13.22%、元件10.42%、电子化学品II 2.4%	34.30%	94.46%	92.65%	384.74	283.33	261.74	495.15	677.89
	930821.CSI	中证虚拟现实主题指数	光学光电子29.19%、消费电子21.41%、半导体14.07%、游戏II 12%、元件4.44%	37.39%	94.12%	95.98%	515.72	432.15	332.07	508.09	634.82

来源：wind，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

图表49：12月行业对应基金跟踪指数历史业绩

行业类别	指数代码	指数全称	今年以来			近一年			近三年			近五年		
			区间收益	年化波动率	年化夏普比率	区间收益	年化波动率	年化夏普比率	区间收益	年化波动率	年化夏普比率	区间收益	年化波动率	年化夏普比率
电池	980032.CNI	国证新能源车电池指数	12.53%	40.75%	0.55	12.17%	39.74%	0.51	-53.27%	34.88%	-0.57	99.83%	37.61%	0.59
	931719.CSI	中证电池主题指数	5.56%	44.38%	0.35	6.25%	43.24%	0.35	-56.84%	36.93%	-0.58	109.08%	38.23%	0.62
	980027.CNI	国证新能源电池指数	11.03%	41.91%	0.51	11.91%	40.99%	0.50	-44.19%	37.10%	-0.37	133.96%	36.88%	0.71
酒类	399997.SZ	中证白酒指数	-12.03%	34.65%	-0.28	-17.84%	34.04%	-0.45	-36.21%	30.71%	-0.38	39.64%	33.75%	0.35
	399987.SZ	中证酒指数	-10.03%	33.68%	-0.23	-15.88%	33.08%	-0.40	-34.82%	29.96%	-0.38	38.69%	32.63%	0.35
	930653.CSI	中证食品饮料指数	-5.49%	29.68%	-0.12	-10.89%	29.04%	-0.31	-34.42%	25.62%	-0.47	15.66%	27.42%	0.20
	399396.SZ	国证食品指数	-5.70%	30.03%	-0.12	-11.07%	29.44%	-0.31	-34.86%	26.36%	-0.46	14.51%	28.25%	0.20
	000815.CSI	中证细分食品饮料产业主题指数	-4.80%	30.03%	-0.09	-10.18%	29.46%	-0.28	-33.44%	26.54%	-0.43	19.09%	28.42%	0.23
	000807.CSI	中证申万食品饮料指数	-5.80%	30.18%	-0.13	-11.09%	29.60%	-0.31	-34.81%	26.50%	-0.46	14.93%	28.35%	0.20
化工	000813.CSI	中证细分化工产业主题指数	-0.26%	27.98%	0.08	-1.82%	27.17%	0.01	-44.98%	23.49%	-0.76	9.41%	25.55%	0.15
	931248.CSI	中证油气资源指数	5.06%	25.47%	0.30	3.79%	24.58%	0.23	15.22%	23.76%	0.27	19.21%	24.04%	0.22
	399439.SZ	国证石油天然气指数	8.75%	24.67%	0.48	7.40%	23.82%	0.39	20.93%	23.51%	0.35	29.43%	24.00%	0.29
	h30198.CSI	中证油气产业指数	5.03%	24.46%	0.30	3.23%	23.60%	0.20	16.09%	23.49%	0.29	23.64%	24.16%	0.25
	h11057.CSI	中证石化产业指数	5.46%	23.31%	0.33	4.37%	22.60%	0.25	-32.68%	20.60%	-0.60	13.11%	22.73%	0.17
商社	930633.CSI	中证旅游主题指数	2.19%	29.14%	0.19	-5.41%	28.70%	-0.11	-21.84%	29.36%	-0.19	-12.70%	28.80%	-0.01



光伏设备	931151.CSI	中证光伏产业指数	-6.72%	40.02%	-0.04	-4.36%	39.49%	0.04	-54.51%	34.75%	-0.59	59.70%	35.92%	0.44
	931798.CSI	中证光伏龙头30指数	-10.63%	41.12%	-0.14	-7.83%	40.77%	-0.04	-57.91%	35.59%	-0.63	72.38%	37.97%	0.49
	995020.SSI	华证清洁能源主题指数	-4.18%	38.35%	0.02	-1.83%	37.99%	0.10	-52.44%	34.31%	-0.57	81.38%	36.69%	0.53
传媒	930901.CSI	中证动漫游戏指数	7.06%	46.31%	0.40	4.68%	47.33%	0.33	6.25%	41.84%	0.24	-3.54%	38.24%	0.14
	399971.SZ	中证传媒指数	11.14%	38.48%	0.52	6.56%	38.82%	0.35	6.06%	35.03%	0.20	-0.80%	31.95%	0.11
	930781.CSI	中证影视主题指数	3.36%	40.60%	0.28	3.27%	40.43%	0.26	-5.62%	35.28%	0.08	-8.66%	32.37%	0.06
银行	h30365.SZ	中证银行指数	9.63%	38.75%	0.47	5.84%	38.92%	0.33	-2.53%	34.30%	0.11	-8.39%	31.38%	0.05
	399986.SZ	中证银行指数	26.18%	19.38%	1.61	25.51%	18.74%	1.46	7.28%	17.80%	0.14	1.59%	19.02%	0.03
	h30022.CSI	中证800银行指数	26.09%	19.35%	1.61	25.35%	18.71%	1.45	7.31%	17.82%	0.15	1.59%	19.04%	0.03
机械设备	h30590.CSI	中证机器人指数	5.63%	39.57%	0.34	2.27%	38.37%	0.22	-25.44%	30.11%	-0.23	34.36%	29.22%	0.32
	931866.CSI	中证机床指数	4.77%	37.59%	0.31	4.15%	36.36%	0.27	-22.68%	31.00%	-0.18	74.56%	30.23%	0.53
	h11054.CSI	中证装备产业指数	11.68%	32.08%	0.55	11.86%	31.37%	0.52	-40.56%	27.06%	-0.55	35.89%	27.77%	0.33
半导体	931752.CSI	中证工程机械主题指数	17.73%	27.54%	0.85	15.97%	26.63%	0.72	-4.66%	24.23%	-0.01	34.36%	25.96%	0.32
	980022.CNI	国证机器人产业指数	5.84%	40.29%	0.35	3.02%	39.10%	0.25	-19.29%	30.89%	-0.13	61.22%	29.52%	0.47
	000812.CSI	中证细分机械设备产业主题指数	13.01%	31.62%	0.61	13.38%	31.13%	0.58	-44.14%	28.22%	-0.58	55.92%	29.64%	0.44
电子（除半导体外）	930017.SZ	国证半导体芯片指数	30.17%	43.15%	1.07	24.68%	41.72%	0.84	-28.04%	34.36%	-0.20	67.87%	37.25%	0.47
	000685.SH	上证科创板芯片指数	35.21%	49.59%	1.15	27.03%	47.86%	0.86	-9.85%	38.25%	0.06	62.83%	42.30%	0.00
	h30184.CSI	中证全指半导体产品与设备指数	25.68%	45.18%	0.92	19.73%	43.64%	0.70	-26.26%	35.79%	-0.16	61.65%	37.99%	0.45
电子（除半导体外）	990001.CSI	中华交易服务半导体芯片行业指数	25.29%	43.96%	0.92	19.04%	42.48%	0.69	-29.07%	35.01%	-0.20	67.43%	37.17%	0.47
	h30007.CSI	中证芯片产业指数	25.67%	44.09%	0.93	19.41%	42.59%	0.70	-25.75%	35.03%	-0.16	75.81%	37.69%	0.50
	931865.CSI	中证半导体产业指数	35.38%	44.90%	1.20	26.50%	43.44%	0.88	-15.41%	36.94%	-0.02	155.09%	39.89%	0.75
电子（除半导体外）	931743.CSI	中证半导体材料设备主题指数	23.79%	44.46%	0.87	17.27%	43.01%	0.64	-25.86%	35.33%	-0.16	105.84%	38.26%	0.61
	000682.SH	上证科创板新一代信息技术指数	28.29%	45.51%	0.99	23.69%	43.91%	0.80	-14.94%	34.57%	-0.04	34.69%	37.56%	0.00
	932087.CSI	中证全指集成电路全收益指数	24.42%	45.94%	0.88	19.53%	44.36%	0.69	-24.86%	36.15%	0.00	-24.86%	36.15%	0.00
电子（除半导体外）	930652.CSI	中证电子指数	20.93%	36.95%	0.84	18.34%	35.81%	0.71	-21.59%	30.00%	-0.18	20.68%	30.60%	0.24
	980030.CNI	国证消费电子主题指数	11.38%	35.45%	0.53	12.17%	34.37%	0.52	-27.77%	30.28%	-0.26	6.15%	31.90%	0.16
	931494.CSI	中证消费电子主题指数	20.66%	37.16%	0.83	20.67%	35.99%	0.78	-26.01%	30.41%	-0.23	19.21%	31.82%	0.24
电子（除半导体外）	931461.CSI	中证电子50指数	25.11%	35.71%	1.00	23.25%	34.61%	0.87	-20.49%	29.31%	-0.17	9.79%	30.04%	0.17
	399811.SZ	中证申万电子行业投资指数	22.70%	37.82%	0.89	20.72%	36.60%	0.77	-21.59%	30.86%	-0.17	28.39%	31.46%	0.29
	930821.CSI	中证虚拟现实主题指数	13.20%	35.94%	0.59	13.07%	35.01%	0.55	-25.01%	30.63%	-0.22	11.29%	29.82%	0.18

来源：wind，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

在此基础上，再以具体产品是否能够很好的复制指数并保持一定的流动性为标准，进行最终的基金产品选择，具体筛选规模较大同时各阶段跟踪误差较小的基金产品，同时考虑流动性因素。综合下来，本期行业 ETF 组合标的包括：广发国证新能源车电池 ETF、鹏华中证酒 ETF、鹏华中证细分化工产业主题 ETF、景顺长城国证石油天然气 ETF、富国中证旅游主题 ETF、华泰柏瑞中证光伏产业 ETF、广发中证传媒 ETF、华宝中证银行 ETF、华夏中证机器人 ETF、国联安中证全指半导体 ETF、华夏国证消费电子主题 ETF 等 11 只 ETF。

图表50：12月被动指数型基金组合

证券代码	证券简称	成立日期	权重	三季末规模 (亿元)	机构投资者 比例(%)	近一年日均 成交额(亿 元)	今年以来 收益率	今年以来 跟踪误差	近一年 收益率	近一年 跟踪误差	近三年 收益率	近三年 跟踪误差
159755.OF	广发国证新能源车电池ETF	2021/6/15	10.0%	34.10	49.91	2.01	16.47%	0.71%	11.69%	0.68%	-49.27%	0.49%
512690.OF	鹏华中证酒ETF	2019/4/4	10.0%	112.26	48.72	12.57	-10.37%	1.35%	-17.00%	1.32%	-34.73%	1.06%
159870.OF	鹏华中证细分化工产业主题ETF	2021/2/23	3.5%	16.47	48.70	0.74	1.04%	0.63%	-2.25%	0.60%	-41.35%	0.65%
159588.OF	景顺长城国证石油天然气ETF	2024/5/23	6.5%	1.05	0.00	0.08	-	-	-	-	-	-
159766.OF	富国中证旅游主题ETF	2021/7/15	10.0%	30.12	40.18	1.35	0.24%	0.50%	-7.50%	0.49%	-27.49%	0.36%
515790.OF	华泰柏瑞中证光伏产业ETF	2020/12/7	10.0%	92.11	34.39	7.70	-7.87%	0.53%	-8.82%	0.50%	-53.00%	0.58%
512980.OF	广发中证传媒ETF	2017/12/27	10.0%	40.45	71.54	1.91	8.86%	0.86%	1.15%	0.83%	3.18%	0.70%
512800.OF	华宝中证银行ETF	2017/7/18	10.0%	49.21	67.41	4.22	30.13%	1.82%	27.02%	1.73%	19.53%	1.81%
562500.OF	华夏中证机器人ETF	2021/12/17	10.0%	12.26	43.51	1.89	2.77%	0.44%	0.18%	0.43%	-	-
512480.OF	国联安中证全指半导体ETF	2019/5/8	10.0%	267.39	38.72	23.58	20.34%	0.29%	16.13%	0.32%	-29.95%	0.50%
159732.OF	华夏国证消费电子主题ETF	2021/8/12	10.0%	11.33	71.79	1.42	8.86%	0.36%	10.34%	0.36%	-27.96%	0.49%

注：数据截至2024年11月25日

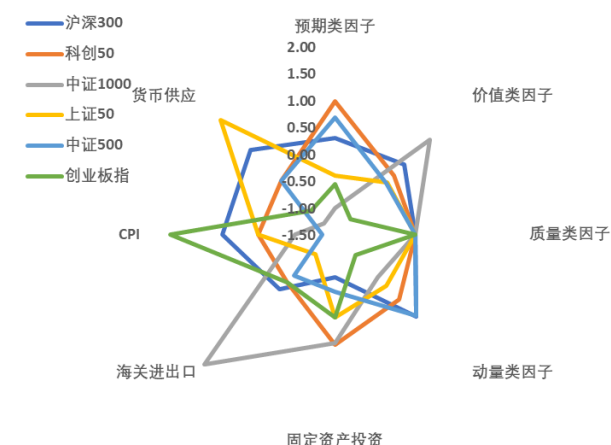
来源：wind，国金证券研究所；数据截至 2024/11/25

12月风格轮动模型指数选择结果

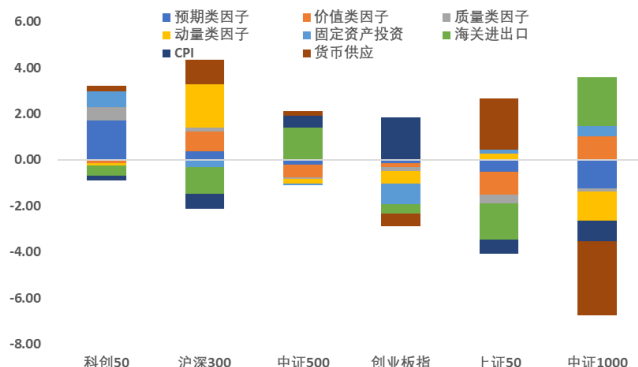
截至 11 月 30 日，本期模型优选的指数为沪深 300 和科创 50 指数，投资维持大盘风格。具体来看，沪深 300 指数得分较为均衡，在动量等微观因子上表现尤为突出，在缺乏投资主线、存量资金博弈的市场背景下，沪深 300 指数作为大盘龙头指数的代表，具备底仓配置意义。与此同时，科创 50 指数得分也同样突出，随着地产等政策不断刺激下，A 股边际回暖趋势明显，投资者风险偏好显著提升，对以科创 50 为代表的中大盘成长板块预期类数据改善较为突出，故而本期优选沪深 300 和科创 50 指数，呈现一定的哑铃型特征。



图表51：2024年12月风格指数得分明细



图表52：风格指数得分环比变化



来源：wind，银联数据，聚源数据，朝阳永续，国金证券研究所；数据截至2024/11/30

来源：wind，银联数据，聚源数据，朝阳永续，国金证券研究所；数据截至2024/11/30

指数增强型基金组合

基于前文市场回顾和风格轮动模型结论，本期主要围绕沪深300和科创50指数增强型基金中进行组合构建，在均衡配置的基础上，受指数特性影响，我们向“AI主策略”、“传统多因子”模型框架进行适度倾斜，本期宽基指增组合涵盖国泰沪深300增强策略ETF、海富通沪深300指数增强、国泰君安沪深300指数增强、鹏华上证科创板50成份增强策略ETF、华夏上证科创板50成份指数增强。

图表53：12月指数增强型基金组合

证券代码	证券简称	规模(亿元)	基金经理	近一月超额收益率	近一月信息比率	近六月超额收益率	近六月信息比率	近一年超额收益率	近一年信息比率	近三年超额收益率	近三年信息比率
561300.OF	国泰沪深300增强策略ETF	28.36	梁杏,吴中昊	0.02%	0.06	2.01%	1.01	4.42%	1.39	3.86%	1.14
004512.OF	海富通沪深300指数增强C	15.07	朱斌全,林立禾	0.57%	1.93	3.81%	1.74	6.15%	1.62	6.71%	1.65
018257.OF	国泰君安沪深300指数增强A	14.37	胡崇海	0.19%	0.74	1.68%	0.94	4.04%	1.10	3.70%	0.94
588460.OF	鹏华上证科创板50成份增强策略ETF	5.65	苏俊杰	1.42%	4.41	-1.49%	-0.67	5.33%	1.24	6.60%	1.42
018177.OF	华夏上证科创板50成份指数增强A	2.88	荣膺	0.61%	2.35	0.51%	0.28	1.27%	0.44	2.21%	0.70

来源：wind，国金证券研究所；截至2024/11/25

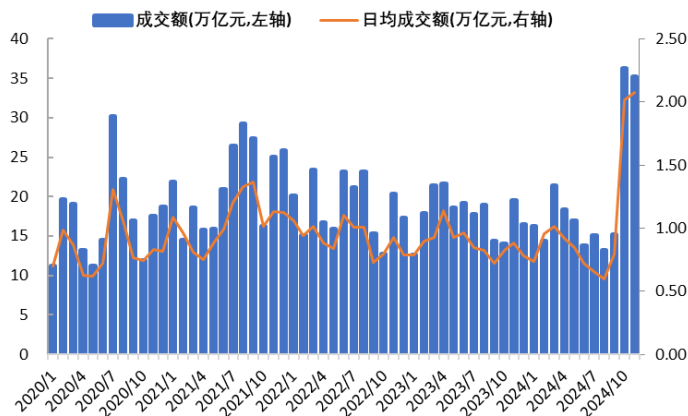
市场回顾及资金流跟踪

近期市场环境回顾

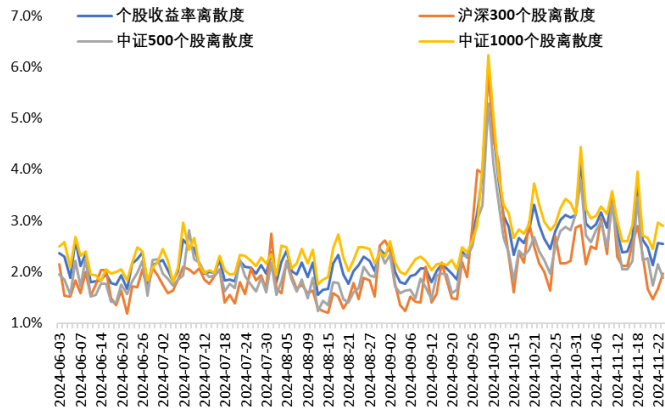
截至2024年11月30日，11月以来A股月度总成交额35.22万亿元，日均成交额较10月末上涨2.86%，交投活跃程度持续增长。以沪深300、中证500和中证1000指数成分股为样本池，进一步考察个股收益率离散程度，近一月平均个股收益离散度2.75%，高于近半年来中位水平。从行业风格轮动速度来看，近一月行业轮动速度随有小幅上行，但仍低于2015年以来的历史平均水平，风格轮动速度持续下行，行业风格轮动速度均保持在相对稳定水平。



图表54: A股月度总成交额及成交量



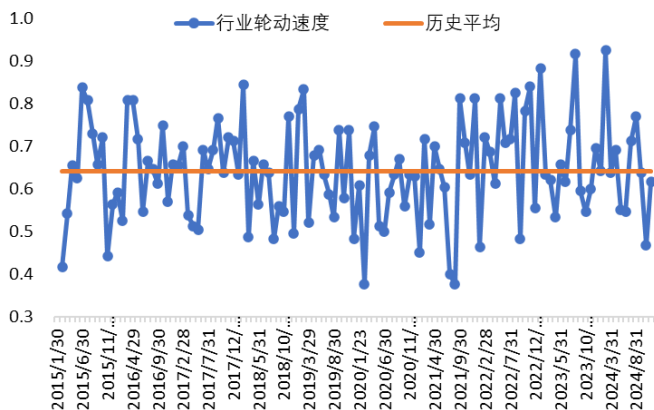
图表55: 个股收益离散程度



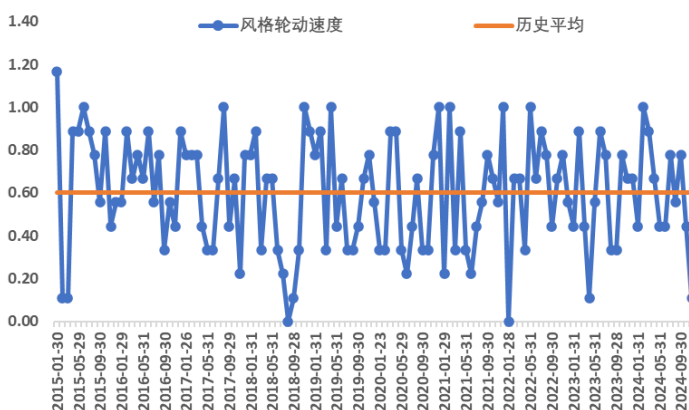
来源: wind, 国金证券研究所; 数据截至 2024/11/25

来源: wind, 国金证券研究所; 数据截至 2024/11/25

图表56: 月度行业轮动速度



图表57: 月度风格轮动速度



来源: wind, 国金证券研究所; 数据截至 2024/11/25

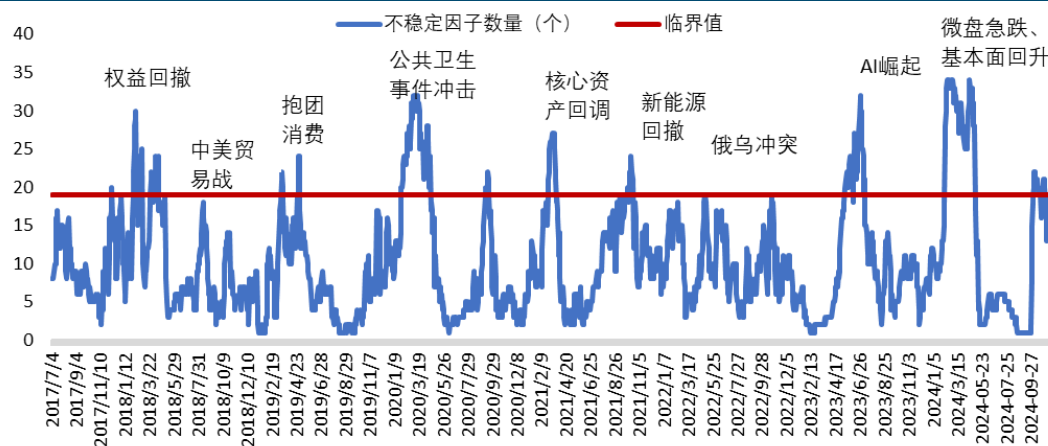
来源: wind, 国金证券研究所; 数据截至 2024/11/25

根据历史回测经验,因子不稳定程度与市场环境、指增基金超额收益具有一定相关性,即因子不稳定程度较高的时间,指数增强型基金超额往往有限甚至出现明显回撤,而导致指增基金超额回撤的原因往往是由于市场风格、主线切换所致。2024年11月该指标从历史低位逐步上涨至临界水平附近,显示市场风格正在趋于稳定,为量化选股策略提供了较为适宜的运行环境,市场环境对于量化选股策略的运行较为适合。

综合来看,截至2024年11月30日,近一月市场交投活跃度有所提升,个股收益离散度显著增加,同时行业风格轮动速度较低,总体市场环境对于量化选股策略的影响逐渐偏向正面。



图表58：纯因子收益不稳定程度



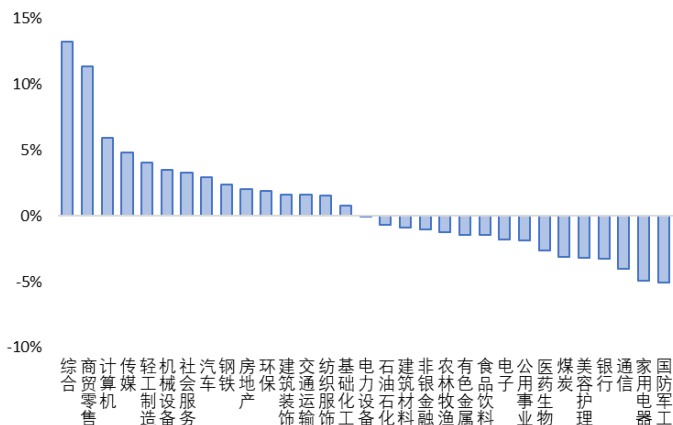
来源：wind，通联数据，国金证券研究所；数据截至 2024/11/30

指数及指数基金业绩表现回顾

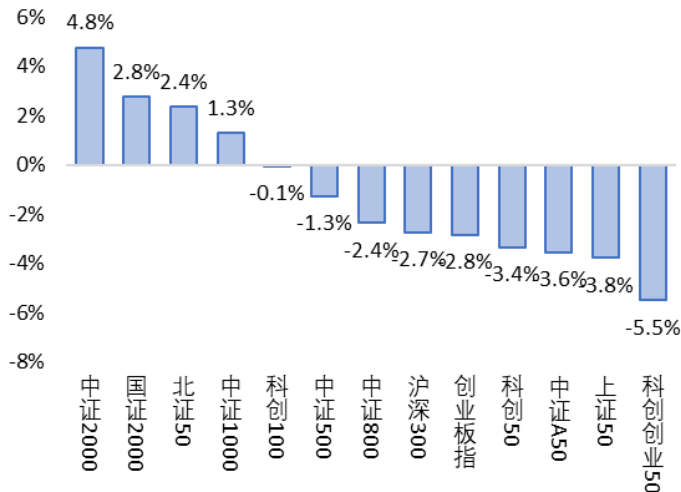
从被动指数型基金来看，截至 2024 年 11 月 30 日，行业指数基金呈现涨跌各半特点。本月综合、商贸零售和计算机等行业的平均净值呈现上升趋势，其中综合行业表现最为突出，平均净值上涨 13.24%。此外，商贸零售和计算机行业也表现亮眼，分别上涨 11.31% 和 5.93%。然而，其余行业均出现不同程度的回调，尤其是国防军工和家用电器行业，分别下跌 -5.04% 和 -4.93%，显示出一定的下行压力。

本月宽基指数整体跌多涨少，市场相对承压，其中以科创 50 和上证 50 跌幅较为显著，分别下跌-5.5%和-3.8%。国证 2000 涨幅最为显著，近一月上涨 4.8%；北证 50、中证 1000 紧随其后，涨幅分别为 2.8%、2.4%。整体来看，涨幅靠前的宽基指数以中小盘指数为主。

图表59：行业指数近一月涨跌幅



图表60：宽基指数近一月涨跌幅



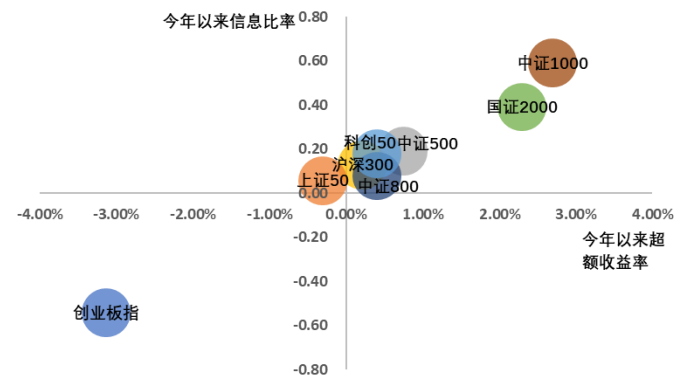
来源：wind，国金证券研究所；数据截至 2024/11/25

来源：wind，国金证券研究所；数据截至 2024/11/25

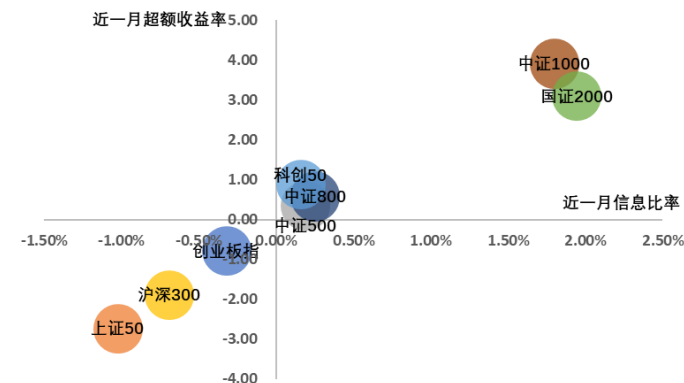
从宽基指增超额业绩上看，除上证 50、沪深 300、创业板指外，本月绝大部分宽基指增获得正超额，在近一月表现中：中证 1000、国证 2000、中证 500 指增领涨。其中 AI 处理文本”表现仍然强劲，持续蝉联今年以来超额收益率最高的桂冠。此外，“算法挖掘量价”、“AI 卫星策略”等策略也展现了较为稳健的超额收益率。



图表61：今年以来宽基指增平均业绩表现



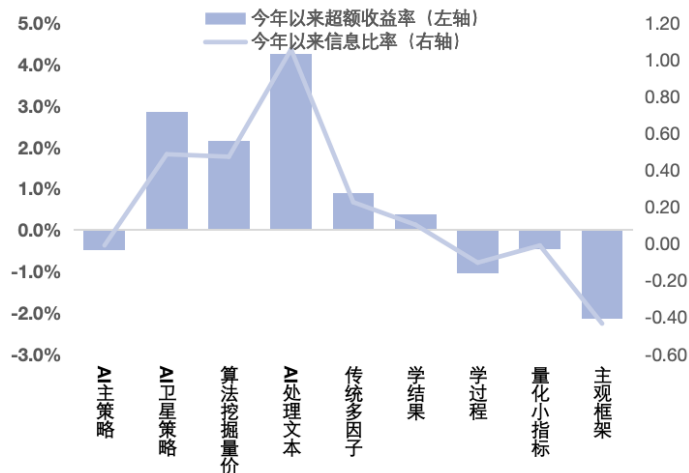
图表62：近一月宽基指增平均业绩表现



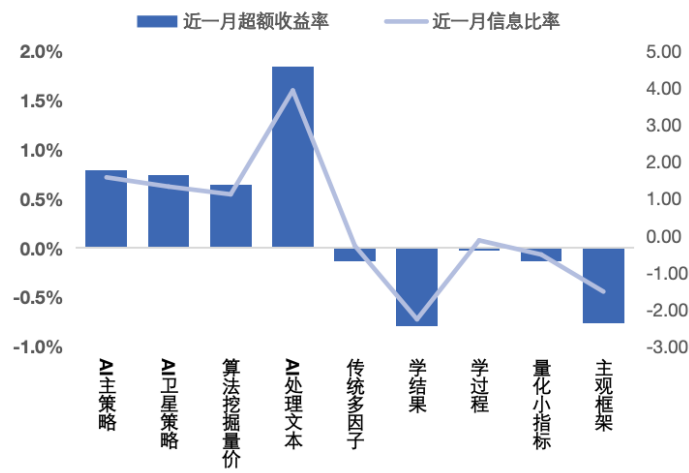
来源：wind，国金证券研究所；数据截至 2024/11/25

来源：wind，国金证券研究所；数据截至 2024/11/25

图表63：不同模型宽基指增今年以来平均业绩表现



图表64：不同模型宽基指增近一月平均业绩表现



来源：wind，国金证券研究所；数据截至 2024/11/25

来源：wind，国金证券研究所；数据截至 2024/11/25

指数基金规模变化情况

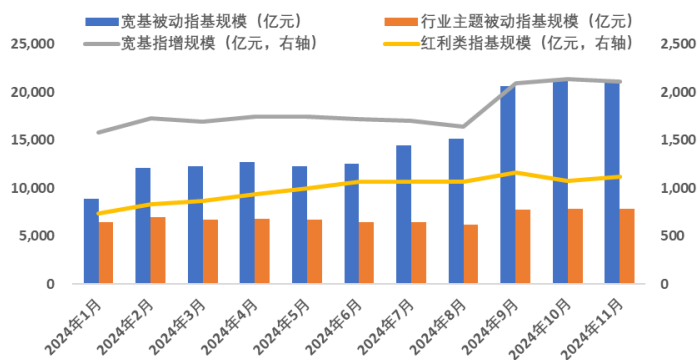
截至 2024 年 11 月 30 日，从存量规模¹⁰变化来看，行业主题被动指基规模和宽基指增规模表现稳定。具体来看，宽基层面，沪深 300 被动基金规模存量为 9699.43 亿元，环比下降 3.58%。从数据变化来看，中证 A500 指数在本月表现极为亮眼，被动基金规模环比激增 166.20%，这可能得益于投资者对大盘蓝筹的关注增加。而沪深 300 和上证 50 等大盘指数依然是资金的主要配置方向，尽管沪深 300 环比有所下滑，但其总体存量仍占据主导地位。

行业层面，科技、医药医疗、消费等行业资金配置保持稳健增长，医药医疗行业规模存量 1160.49 亿元，环比增长 1.42%。消费行业规模为 1153.71 亿元，环比增长 1.40%，在经济复苏和消费升级的背景下保持稳定增长。而传统行业如中游制造和周期行业则面临一定的资金流出压力，这可能与市场对未来经济增长模式转型的预期有关。整体来看，宽基基金在市场中的表现较为稳健，特别是沪深 300 和上证 50 等主流宽基指数依然占据较高的市场份额，显示出资金对大盘指数的稳定配置需求。而中证 A500 等中盘指数凭借显著的资金流入，表现出强劲的增长趋势，进一步巩固了宽基基金的市场地位。相比而言，行业主题基金下不同行业主题的表现分化显著，例如科技、医药医疗和消费行业仍然吸引了资金，规模实现环比增长。宽基基金中的大盘指数稳定性更高，而行业主题基金的资金配置受市场情绪影响更为显著。

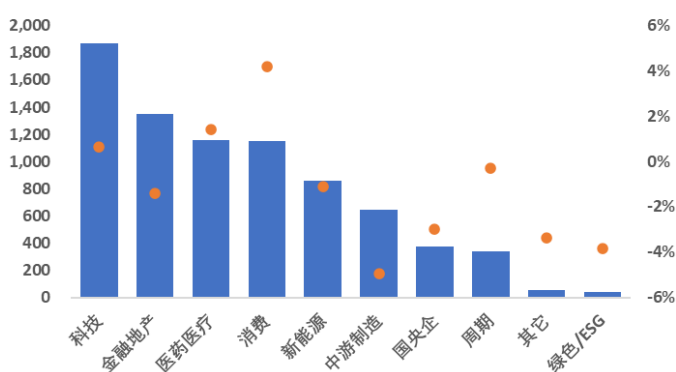
¹⁰ 基金规模估算：按照截止份额乘以截止期净值计算。截止份额计算规则为：普通指数基金份额按照最近一期季度披露份额计，新成立未披露季报的基金按照成立日份额计，ETF 每个交易日获取当天实际份额。联接基金不纳入统计。



图表65：行业、宽基指数基金存量规模变化



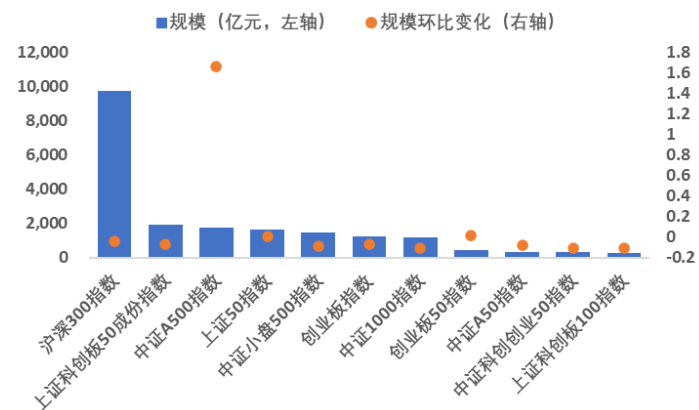
图表66：11月行业主题被动指数型规模及环比变化



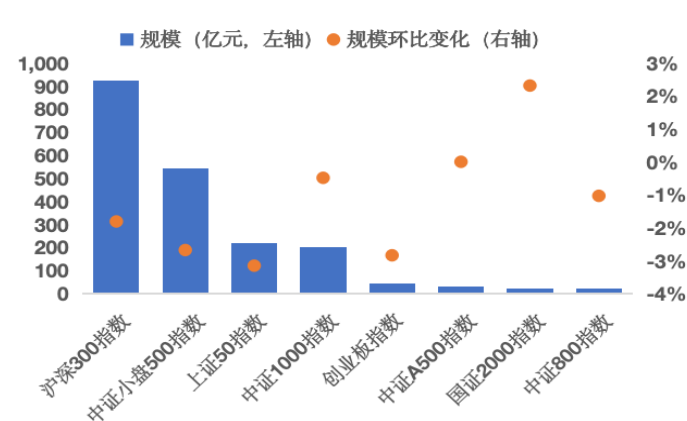
来源：wind，ifind，国金证券研究所；数据截至 2024/11/25

来源：wind，ifind，国金证券研究所；数据截至 2024/11/25

图表67：11月宽基被动指数型规模及环比变化



图表68：11月宽基指数增强型规模及环比变化



来源：wind，ifind，国金证券研究所；数据截至 2024/11/25

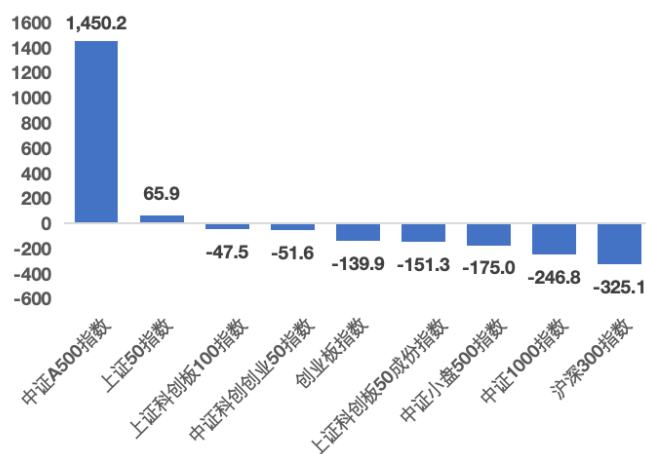
来源：wind，ifind，国金证券研究所；数据截至 2024/11/25

ETF 资金流跟踪

从资金流情况来看，在近一月跌多涨少的市场环境下，资金净流入主要集中在宽基 ETF，尤其是中证 A500 指数，其净流入规模达到 1450.2 亿元，远超其他指数规模。而行业主题 ETF 的表现相对分化，其中消费和医药医疗行业净流入较为显著，分别为 57.88 亿元和 40.59 亿元。与此同时，金融地产行业净流出趋势最为明显，其中房地产行业资金净流出达到 57.33 亿元。整体来看，市场资金对宽基指数的配置兴趣较大，同时部分行业主题也展现了一定吸引力，但传统板块如金融地产则面临较大资金压力。

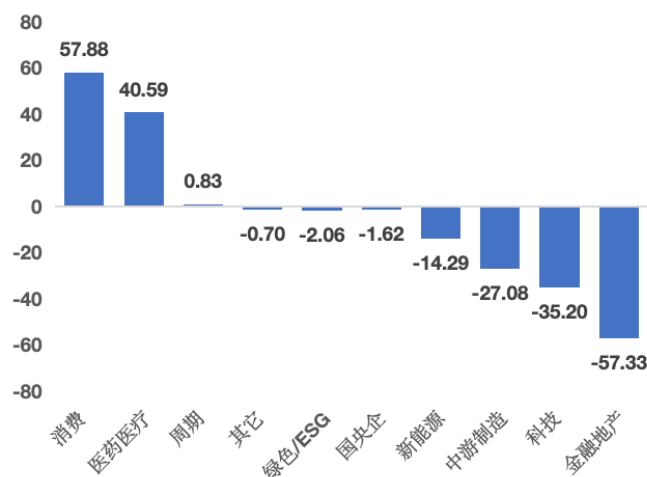


图表69：近一月宽基ETF资金净流入/出情况



来源：wind, ifind, 国金证券研究所；数据截至 2024/11/25

图表70：近一月行业主题ETF资金净流入/出情况



来源：wind, ifind, 国金证券研究所；数据截至 2024/11/25

风险提示

海外降息进程不及预期：全球通胀及经济增速放缓背景下，海外降息受阻，将造成市场加剧波动。

国内政策及经济复苏不及预期：政策落地仍有不确定性，国内经济复苏亦存不及预期的可能。

模型风险：策略模型回测效果不代表未来收益，存在模型失效的可能。

基金投资风险：基金相关信息及数据仅作为基金研究使用，不作为募集材料或者宣传材料，本文涉及所有基金历史业绩均不代表未来表现。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究