

证券研究报告—深度报告

金融工程

量化投资

金融工程专题研究

2022年02月18日

专题报告

相关研究报告：

- 《超预期投资全攻略》——2020-09-30
《基于优秀基金持仓的业绩增强策略》——
2020-11-15
《基于分析师认可度的成长股投资策略》——
2021-05-12
《基于分析师推荐视角的港股投资策略》——
2021-05-13
《北向因子能否长期有效？——来自亚太地区的实证》——2021-05-17
《基于风险预算的中证500指数增强策略》——
2021-10-20
《动量类因子全解析》——2021-12-13
《寻找业绩与估值的错配：非理性估值溢价因子》——2021-12-15
《公募基金持仓还原及其实践应用》——
2021-12-16

证券分析师：张欣慰

电话：021-60933159
E-MAIL：zhangxinwei1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520060001

证券分析师：张宇

电话：021-60875169
E-MAIL：zhangyu15@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080004

券商金股全解析—数据、建模与实践

● 初识券商金股

券商金股组合既包含分析师对行业风格的偏好，又包含分析师对推荐时点的判断。绝大多数券商的金股组合以月度形式推出，这意味着数据更新频率更高、时效性更强，能够更加及时地反映机构投资者对当前市场的偏好及判断。

目前，市场上采用的券商金股数据主要来源于每市APP、朝阳永续数据库和券商研究报告。本文对不同数据来源的优缺点进行了比较，并对数据整理过程中的细节进行了介绍，尽可能保证数据的严谨性和准确性。

● 券商金股股票池：普通股票型基金指数的良好表达

从券商金股数量、报告发布时效性、买卖方互动性、推荐逻辑与分析师盈利预测调整、超预期股票与券商金股、金股池换手率、内部结构等方面对券商金股的特征进行多维度解析。总体来看，券商金股股票池呈现出数量较多、时效性较强、互动性强、换手率较高、特质性强的特征。

根据券商金股的推荐家数进行加权，构建券商金股指数。从指数表现来看，券商金股指数与普通股票型基金指数走势十分接近，二者年化跟踪误差仅为5.91%。可以说，券商金股股票池是主动股基指数的良好表达。基于此，如果能够在该股票池中进行进一步优选，那么就可以达到战胜主动股基中位数的表现。

● 基于券商金股的公募业绩增强策略

在A股市场中，公募基金的长期表现优于传统宽基指数，然而想要战胜公募基金中位数并非易事。对于考核相对排名的公募基金而言，如果每年都能够稳定地战胜公募基金中位数，那么其长期业绩排名将处于相对靠前的位置，从业绩稳定性和持续性来看都能够带来明显的提升。

我们以券商金股股票池为选股空间和约束基准，采用组合优化的方式控制组合与券商金股股票池在个股、风格上的偏离，以全体公募基金的行业分布为行业配置基准，构建券商金股业绩增强策略。

在2018年-2021年回测区间内，考虑仓位及交易费用的影响后，组合年化收益为35.86%，相对普通股票型基金指数年化超额17.31%，年化跟踪误差为6.35%，信息比为2.21，相对最大回撤为4.92%，在2018年-2021年期间，组合每年的业绩排名都排在主动股基前30%的水平。

● 券商金股精选组合

为提升组合的进攻性，我们从基本面和技术面两个维度对券商金股股票池进行筛选，构建券商金股精选组合。

在2018年-2021年回测区间内，考虑交易费用的影响后，组合年化收益49.59%，相对中证500指数的年化超额收益达到45.61%，信息比2.60，收益回撤比5.83。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

初识券商金股.....	5
披露频率高、时效性强.....	5
数据来源及优劣比较.....	7
数据问题及细节处理.....	8
券商金股股票池特征及市场表现	9
券商金股股票池特征：数量多、互动性强、换手率高、特质性强	9
券商金股股票池表现：普通股票型基金指数的良好表达	14
券商金股行业分布	15
券商金股风格特征	16
以战胜公募基金中位数为目标的股票投资策略	16
公募基金长期表现优于宽基指数	16
风格切换下主动股基短期业绩波动大	17
基金业绩稳定性助力长期业绩排名提升	18
基于券商金股的公募业绩增强策略.....	20
动态算法下的因子有效性检验	20
基于券商金股的公募业绩增强策略.....	23
券商金股精选组合	28
券商金股精选组合构建方式.....	28
券商金股精选组合绩效表现.....	28
总结	31
国信证券投资评级	32
分析师承诺	32
风险提示	32
证券投资咨询业务的说明	32

图表目录

图 1：上市公司财务报告披露时间示意图	5
图 2：公募基金持仓数据披露时间示意图	6
图 3：分析师报告发布日期与上市公司公告日期间隔天数分布图	6
图 4：每月发布金股的券商数量	9
图 5：每月券商金股股票池数量	9
图 6：券商金股发布日期滞后天数分布情况	9
图 7：每月第一个交易日之前（包含当日）获取报告的比例	9
图 8：券商金股中未进入公募基金前十大重仓股比例	10
图 9：本期未重仓金股进入下一期基金前十大重仓股比例	10
图 10：券商金股中属于不同基金持股市值分组的比例	10
图 11：券商金股中不同分析师盈利预测行为样本占比	11
图 12：券商金股中不同分析师盈利预测样本事件收益比较	11
图 13：超预期金股与未超预期金股每期数量变化	12
图 14：超预期金股与未超预期金股事件收益比较	12
图 15：重复金股与新进金股每期数量变化	12
图 16：重复金股与新进金股事件收益比较	12
图 17：多人推荐金股与独家推荐金股每期数量变化	13
图 18：多人推荐金股与独家推荐金股事件收益比较	13
图 19：券商金股指数与普通股票型基金指数走势	14
图 20：券商金股股票池覆盖行业数量	15
图 21：券商金股行业分布 VS 公募基金行业分布（202202）	15
图 22：券商金股与公募基金行业绝对偏离幅度前五名的平均偏离情况 ...	15
图 23：券商金股股票池风格因子暴露均值	16
图 24：券商金股股票池市值因子暴露时序图	16
图 25：普通股票型基金指数与宽基指数净值走势	17
图 26：普通股票型基金指数与宽基指数历年收益	17
图 27：上一年度排名前 10% 基金次年排名分位点均值	17
图 28：某绩优基金历年排名分位点	17
图 29：静态算法下的因子 RankICIR 计算方法	20
图 30：动态算法下的因子 RankICIR 计算方法	21
图 31：动态算法下的复合选股因子构建流程	22
图 32：复合选股因子在券商金股股票池中的分组月均超额	22
图 33：复合选股因子在券商金股股票池中的 RankIC 表现	22
图 34：券商金股业绩增强组合历史仓位变化	24
图 35：券商金股业绩增强组合与普通股票型基金指数净值走势	25
图 36：券商金股业绩增强组合月均换手率	26
图 37：券商金股业绩增强组合每期持仓数量及持股集中度	26
图 38：券商金股业绩增强组合在不同指数中的权重分布	26
图 39：券商金股业绩增强组合在不同行业中的权重分布	26

图 40：券商金股业绩增强组合单日资金容量（亿元）	27
图 41：券商金股精选组合构建流程	28
图 42：券商金股精选组合与中证 500 指数净值走势	29
图 43：券商金股精选组合月均换手率	29
图 44：券商金股精选组合风格因子暴露	29
图 45：券商金股精选组合在不同指数中的权重分布	30
图 46：券商金股精选组合在不同行业中的权重分布	30
图 47：券商金股精选组合单日资金容量（亿元）	30
表 1：公募基金定期报告披露规则	5
表 2：券商金股数据来源及优劣比较	7
表 3：券商金股数据问题及细节处理	8
表 4：不同类型券商金股超额收益统计	13
表 5：券商金股指数历年绩效表现	14
表 6：连续三年排名处于前 N% 的主动股基数量占比	18
表 7：连续三年排名前 N% 的主动股基，其三年期排名分位点平均值	18
表 8：选股因子列表	21
表 9：券商金股业绩增强组合与普通股票型基金指数分年度绩效	25
表 10：券商金股业绩增强组合在主动股基中排名分位点	25
表 11：券商金股精选组合与中证 500 指数分年度绩效	29

近年来，随着卖方研究竞争的日益激烈，“卖方研究买方化”成为行业发展的共识和趋势。在这样的大背景下，券商研究所相继推出“券商金股”组合，通过集结研究所的核心团队，每月推出 10 只左右股票构成金股组合并进行持续跟踪。一般来讲，“券商金股”组合既体现了总量分析师（如宏观、策略、金融工程等团队）自上而下的行业、板块及风格配置能力，又能够反映出行业分析师自下而上的选股能力，是券商研究所研究实力核心竞争力的体现。作为与国内机构投资者（特别是公募基金）互动最为紧密的卖方研究团队，券商金股股票池不仅蕴含着巨大的 Alpha 潜力，其更大的价值在于能够更加及时、高效地反映出公募基金对于市场的前瞻性判断。研究发现，券商金股股票池能够较好地跟踪普通股票型基金指数的表现，若能够在该股票池中进行进一步精选，则可以获得稳定战胜普通股票型基金指数的表现。本报告我们将对券商金股组合的数据来源和细节处理进行详细介绍，对该股票池的特征及表现进行具体分析，最后通过多因子的方式从券商金股股票池中进行优选，以期稳定战胜公募股基指数。实证结果显示，该方法构建的组合历史表现稳健，2018 年到 2021 年每年都能够稳定战胜普通股票型基金指数，在公募主动股基中每年都排在前 30% 的水平。

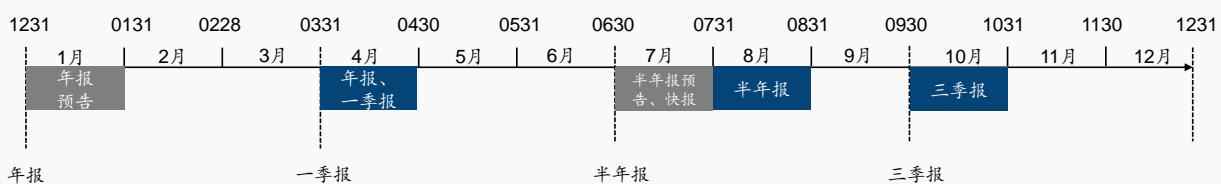
初识券商金股

披露频率高、时效性强

对于量化投资者而言，上市公司财务数据、公募基金持仓数据和分析师盈利预测数据是几类重要的数据来源。然而在实际应用中，这几类数据的披露都存在不同程度的滞后性。

以上市公司财务数据为例，图 1 展示了上市公司季报、半年报及年报的披露时间示意图，可以看到上市公司财务数据多发于 1 月、4 月、7 月、8 月和 10 月，一年之中有 7 个月份为财务报告发布的真空期。一般来讲，若上市公司无最新的数据披露，投资者仅能沿用上一期数据。这意味着，每年 3 月底、6 月底和 12 月底，数据滞后时间可能达到 3 个月之久。

图 1：上市公司财务报告披露时间示意图



资料来源：国信证券经济研究所整理

以公募基金持仓数据为例，表 1 列出了公募基金定期报告披露规则。从披露信息来看，基金季报需披露前十大重仓股信息，基金半年报及年报则需披露全部持仓信息；从披露时间上来看，季报披露截止时间为报告期结束后 15 个工作日，半年报披露截止时间为上半年结束后 60 天，年报披露截止时间为全年结束后 90 天。

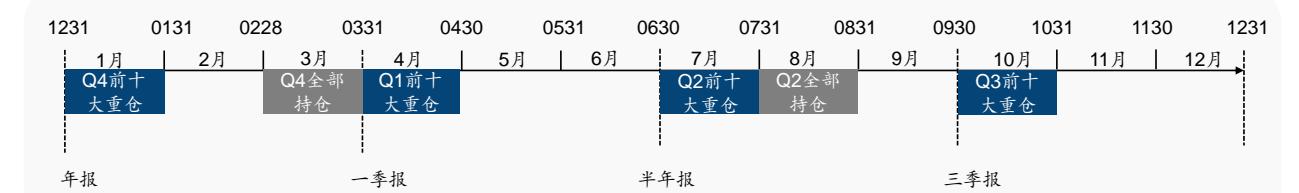
表 1：公募基金定期报告披露规则

定期报告	披露时间	披露持仓信息
季报	季度结束后 15 个工作日内	前十大重仓股
半年报	上半年结束后 60 日内	全部持仓
年报	全年结束后 90 日内	全部持仓

资料来源：国信证券经济研究所整理

图 2 展示了公募基金持仓数据披露时间示意图，可以看到公募基金的持仓信息披露月份多集中在 1 月、3 月、4 月、7 月、8 月和 10 月，其余几个月份为基金持仓信息披露真空期。此外，由于年报和半年报的披露时间相对滞后，而季报中仅披露前十大重仓股，因此无论是从数据的完整度还是数据的时效性上来看，都存在一定不足。例如 12 月底投资者仅能获取公募基金在三季度末的前十大重仓股数据，信息滞后时间长达 3 个月。此时，若公募基金出现大规模调仓，那么这一滞后的持仓信息有效性将大打折扣。

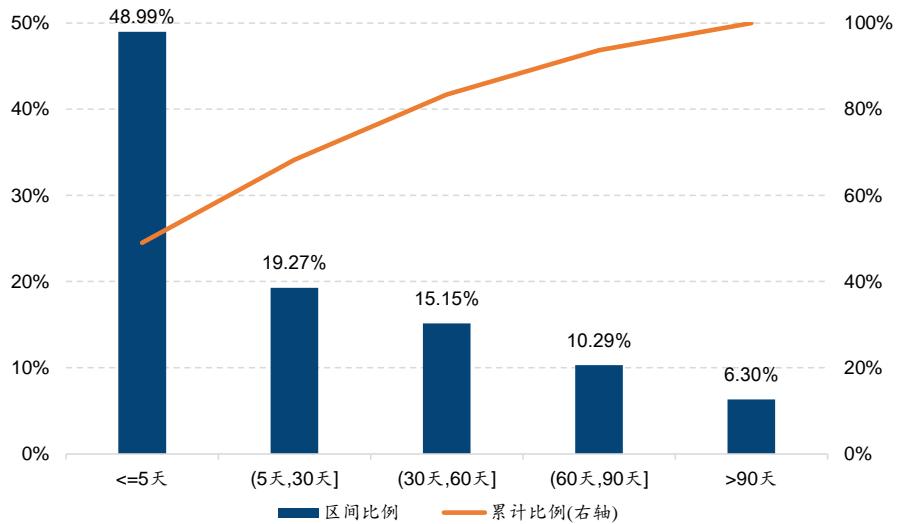
图 2：公募基金持仓数据披露时间示意图



资料来源：国信证券经济研究所整理

以分析师盈利预测数据为例，上市公司财务报告及公募基金持仓数据均是对过去信息的披露，分析师盈利预测数据则代表着分析师对上市公司未来业绩的前瞻性判断。然而，分析师盈利预测通常围绕上市公司最新披露的财务报告展开，因此分析师盈利预测调整多发于财报季，在信息的更新上同样存在滞后。图 3 中统计了分析师盈利预测调整数据中，报告发布时间与上市公司最近一次公告日期的间隔天数分布图，可以看到将近 50% 的研究报告发布于上市公司公告后的 5 天内，将近 70% 的研究报告发布于上市公司公告后 1 个月内，将近 80% 的研究报告发布于上市公司公告后 2 个月内。

图 3：分析师报告发布日期与上市公司公告日期间隔天数分布图



资料来源：Wind，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

综上所述，无论是披露历史信息的上市公司财务数据、公募基金持仓数据，还是对未来进行判断的分析师盈利预测数据，在数据的及时性和完整性上都存在不同程度的不足。这就会导致在业绩发布的真空期，投资者采用的数据存在明显的滞后。基于此，月度更新的券商金股组合能够在一定程度上弥补这一不足。

通常来讲，券商金股组合是由券商研究所总量团队统筹规划，由行业研究员负责金股提名，最后由策略研究员在综合考虑当下时点市场对于行业、板块及风格的偏好后形成的股票组合。可以说，券商金股组合既包含分析师对行业风格的偏好，又包含分析师对推荐时点的判断。目前，绝大多数券商的金股组合以月度形式推出，这意味着数据的更新频率更高、时效性更强，能够更加及时地反映出机构投资者对于当前市场的偏好及判断。

数据来源及优劣比较

与传统的标准化数据不同，券商金股数据的非标准化给投资者带来了一定的难度。目前，市场上采用的券商金股数据主要来源于每市 APP、朝阳永续数据库和券商研究报告等，表 2 对不同数据来源的优缺点进行了比较。

表 2：券商金股数据来源及优劣比较

数据来源	优点	缺点
每市 APP	<ul style="list-style-type: none"> 1. 最早收集券商金股数据的数据供应商之一，历史数据较为完整； 2. 目前收录的券商金股数量较全，与部分券商研究所建立直接合作关系； 3. 用户可实时跟踪各家券商金股表现。 	<ul style="list-style-type: none"> 1. 手工数据录入存在滞后性 2. 无法核验历史数据的准确性 3. 数据下载较为困难
朝阳永续数据库	<ul style="list-style-type: none"> 1. 提供报告原始来源及报告发布日期等信息； 2. 以数据库形式发送，便于量化投资者整理； 3. 不仅包含券商金股，还包含行业金股等。 	<ul style="list-style-type: none"> 1. 部分券商数据存在缺失
券商研究报告	<ul style="list-style-type: none"> 1. 券商金股发布的最合规途径； 2. 原始报告可供核对，不易出错。 	<ul style="list-style-type: none"> 1. 对历史数据下载收集难度较大 2. 部分券商金股数据研究报告不对第三方研究平台公布

资料来源：国信证券经济研究所整理

- (1) **每市 APP：**每市 APP 是美市科技旗下的机构实名投研社区，也是国内最早收集券商金股数据的数据供应商之一。作为每市 APP 的主推产品，其收录的券商金股历史数据较为完整，目前收录的券商金股数量较全，与部分研究所更是建立了直接的合作关系。不仅如此，每市 APP 中还为用户提供了实时跟踪各家券商金股表现的平台，对券商金股的推荐逻辑、当月表现、推荐家数等信息进行了详细展示，用户体验较好。但是，每市 APP 数据主要以手工方式进行录入，数据录入时间存在一定的滞后性。其次，由于每市 APP 中并没有展示券商金股数据的来源信息，因此投资者无法对其历史数据的准确性进行校对。第三，每市 APP 数据主要以界面的形式呈现，投资者只能通过手动方式进行抓取，数据下载较为困难。
- (2) **朝阳永续数据库：**朝阳永续数据库是国内最早收录券商分析师数据的供应商之一，对于券商研究报告收录较全是其提供券商金股数据产品最大的优势之一。朝阳永续从 2021 年 5 月份开始入库券商金股数据的收集和整理，在底层数据库中朝阳永续提供了券商金股组合的报告标题、发布日期、推荐逻辑等信息，便于投资者对数据的准确性进行校对。此外，朝阳永续数据库中不仅包含券商金股，还包含行业金股等信息。不过从数据质量上来看，其提供的券商金股数量存在一定缺失，很多券商金股的历史数据并没有收录在该数据库中。
- (3) **券商研究报告：**一般来讲，券商金股的推出必须有研究报告作为支撑，券商研究报告是研究所发布券商金股的唯一合规途径，也是投资者获取数据的第一手资料。如果能够获取券商金股发布的原始研报，那么在数据获取的及时性和数据质量的准确性方面都有着较好的保证。不过，券商研究报告的下载和收集需要手动整理，对人工的要求较高，且在实际研究中我们发现部分券商金股的历史数据不对第三方研究平台公布，从而无法及时获取的情况。

由以上分析可知，从数据覆盖的完整度来看，每市 APP 数据和券商研报数据占优；从获取数据的难易程度来看，朝阳永续数据占优；从数据含有的信息量来看，券商研报和朝阳永续数据占优。总体来看，券商金股数据的获取来源各有优劣。由于券商金股数据的非标准化和人工录入等特性可能导致数据录入过程中出现错误，因此为了尽可能保证数据的准确性和严谨性，本文在处理过程中会进行交叉校对。如果三者数据来源存在冲突，则进行手动校对。

数据问题及细节处理

在对券商金股数据进行整理和更新过程中，由于涉及到人工录入和校对，因此极易出现录入错误等问题，主要总结如下：

- (1) **数据一致性问题：**部分券商在研究报告中发布的金股组合和提交给每市 APP 的金股组合存在区别。此时投资者可以影响力更大、公开性更强的研报版本为主，或对二者取并集同时纳入；
- (2) **代码名称笔误问题：**由于研报撰写者的笔误，部分券商研报摘要中的金股和正文中的金股存在区别，部分券商研报中提及的股票代码及对应的股票名称存在不匹配的问题。对此，在进行数据更新时，我们尽可能地找到券商金股发布的原始研报，对报告正文部分的股票代码及股票名称进行复核，保证二者之间的匹配性；
- (3) **AH 股同时上市问题：**由于部分研报中仅列出股票名称，并未附上对应的股票代码，因此对于 AH 股同时上市的股票而言，在数据记录时可能存在一定的模糊性。例如，中国移动于 2022 年 1 月 5 日登陆 A 股主板。在此之前，该公司为港交所主板上市公司。因此若券商分析师在其登陆 A 股之前进行推荐，所对应的代码应为港股代码 0941.HK，而非 A 股代码 600941.SH。对于这一问题，我们可以通过阅读原始研报的推荐逻辑，结合公司在不同市场上的上市时间及每市 APP 和朝阳永续的数据进行多重校对，避免数据记录出错。

表 3：券商金股数据问题及细节处理

问题简介	问题描述	案例	解决方法
数据一致性问题	部分券商报告中发布的金股和提交给每市的金股存在区别。	某证券研究所金股组合，策略团队发布的金股与每市 APP 上展示的金股经常不一致。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 由于研报的影响力最大且公开性更强，因此可以券商研报发布版本为主； 2. 对二者取并集
代码名称笔误问题	<ol style="list-style-type: none"> 1. 研报摘要中的金股和研报正文中的金股存在区别； 2. 股票代码和股票名称不匹配； 	2020 年 7 月某券商金股报告中，将北方华创的代码写成韦尔股份的代码	由于正文部分有金股的推荐逻辑和深度报告链接，因此可阅读研报正文部分进行校对
AH 股上市问题	部分研报中仅列示股票名称，未列出股票代码，对于 AH 股同时上市股票存在模糊性。	如中国移动在 A 股上市之前已在港股上市，若在 A 股上市前的金股，则其代码应为对应的港股代码	<ol style="list-style-type: none"> 1. 尽量获取原始研报 2. 将每市数据与朝阳永续数据进行双重校对

资料来源：国信证券经济研究所整理

由以上分析可知，在券商金股数据更新过程中，如果能够获取券商金股对应的原始研究报告，那么就能够获取第一手最为准确的信息。实际上，各家券商金股报告的发布途径和报告标题普遍遵循一定的规律。从发布途径上来看，主要有 Wind 研究报告、研究所公众号、策略团队公众号、券商小程序等；从研报关键词来看，有“金股”、“投资组合”、“股票组合”、“关注标的”、“重点推荐标的”、“A 股策略聚焦”等。国信金工团队对各家券商金股报告的发布途径、报告标题关键词进行了整理，在数据更新过程中，尽可能地将原始研究报告作为第一数据来源，同时将每市 APP 数据及朝阳永续数据作为数据交叉检验的备选来源，进行多重校对，尽可能保证数据的及时性和准确性。

券商金股股票池特征及市场表现

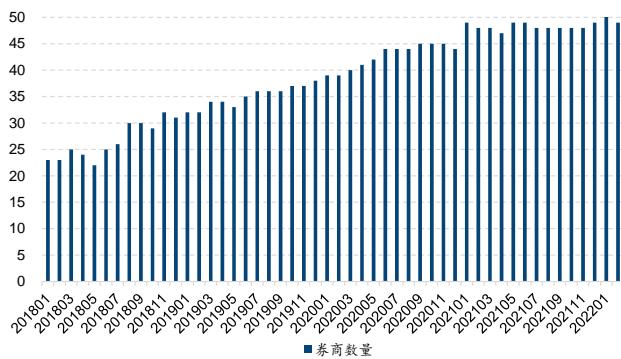
前文对券商金股的数据来源及细节处理进行了详细介绍，本部分我们将对券商金股股票池的特征、结构及市场表现进行分析。具体来讲，我们对券商金股股票池数量、数据获取时效性、买卖方互动性及券商金股内部结构进行分析，并从事件驱动角度来观察不同类别券商金股在被推荐后相对指数的超额收益。

券商金股股票池特征：数量多、互动性强、换手率高、特质性强

券商金股数量

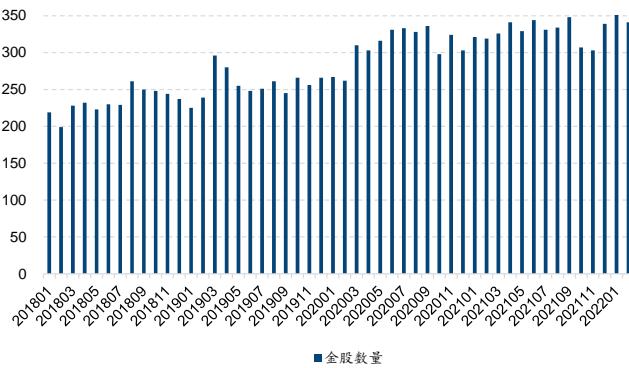
本文采用的券商金股数据从 2018 年 1 月开始，图 4 展示了每月发布金股的券商数量，自 2021 年以来发布金股的券商数量基本稳定在 50 家左右。实际研究中发现，券商金股中不仅包含 A 股，还包含港股、ETF 等。本文仅对 A 股股票进行分析，对于券商金股中的港股分析可参见国信金工团队 2021 年 5 月 13 日发布的专题报告《基于分析师推荐视角的港股投资策略》。图 5 展示了全体券商金股股票池去重后的 A 股数量变化。随着发布金股的券商数量增多，券商金股股票池数量也基本稳定在 350 只左右，为后续的选股提供了较大的样本空间。

图 4：每月发布金股的券商数量



资料来源：Wind，美市科技，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图 5：每月券商金股股票池数量

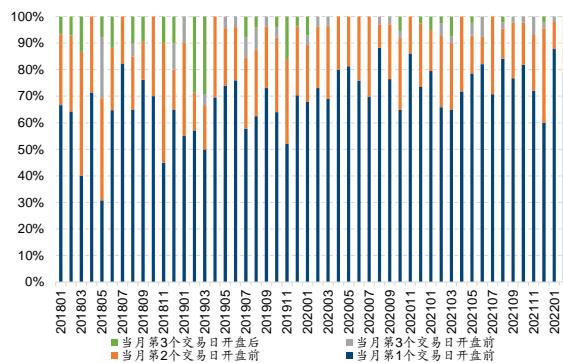


资料来源：Wind，美市科技，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

报告发布时效性

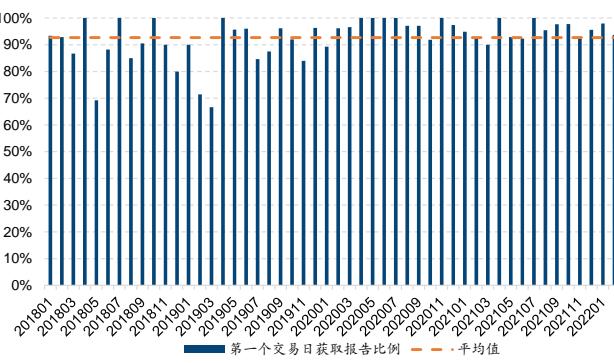
本文通过获取券商金股的原始报告，对报告发布的日期进行记录。图 6 和图 7 展示了可获取历史发布日期的样本中每月券商金股发布日期的分布情况，可以看到在每月第一个交易日之前（包含当日）发布券商金股研究报告的比例平均达到 92.7%，也就是说绝大多数券商金股数据在次月第一个交易日即可获得。

图 6：券商金股发布日期滞后天数分布情况



资料来源：Wind，美市科技，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图 7：每月第一个交易日之前（包含当日）获取报告的比例



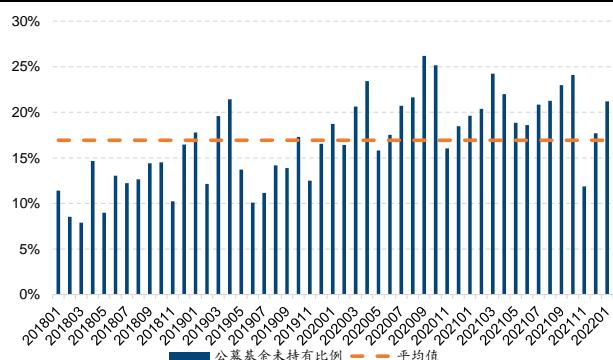
资料来源：Wind，美市科技，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

买卖方互动性

对于券商分析师而言，其面向的主要客户群体为公募基金经理，因此我们可以考察卖方分析师推荐的券商金股与买方基金经理的实际持仓之间是否存在互动性。图 8 展示了每个月推荐的券商金股中，尚未被任何一只公募主动股基（这里的股基指股票型和偏股型基金，下文同不另做声明）持有为前十大重仓股的比例，可以看到该比例平均值为 17%。也就是说，券商分析师推荐的金股中绝大部分已经出现在至少一只主动股基的前十大重仓股中。

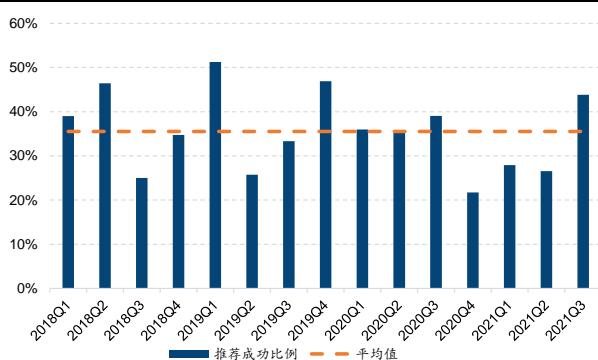
进一步地，我们考察券商金股被推荐成功的比例。图 9 展示了尚未进入公募基金前十大重仓股的券商金股中，出现在下一个报告期的基金前十大重仓股中的比例，可以看到该比例平均值为 35%。也就是说券商金股推荐的成功率平均值达到 35%。

图 8：券商金股中未进入公募基金前十大重仓股比例



资料来源: Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

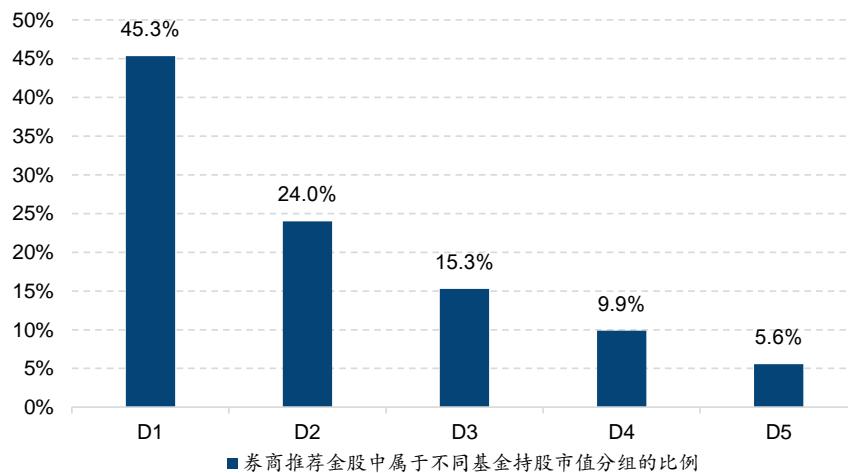
图 9：本期未重仓股进入下一期基金前十大重仓股比例



资料来源: Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

下面我们考察券商金股推荐比例与公募基金持股市值之间的关系，具体来讲首先根据公募基金持仓市值从大到小将股票分为 5 组，其中 D1 组为持股市值最高的股票，D5 组为持股市值最低的股票。接着即可计算每月券商金股股票池中分属于不同组别的股票比例，最后计算每月分组比例的平均，其结果如图 10 所示。可以看到，券商金股中公募基金持股市值最高的 D1 组数量占比达到 45.3%，公募基金持股市值最低的 D5 组数量占比仅为 5.6%。也就是说，券商分析师在推荐券商金股时，更倾向于推荐公募基金持有市值靠前的股票。

图 10：券商金股中属于不同基金持股市值分组的比例



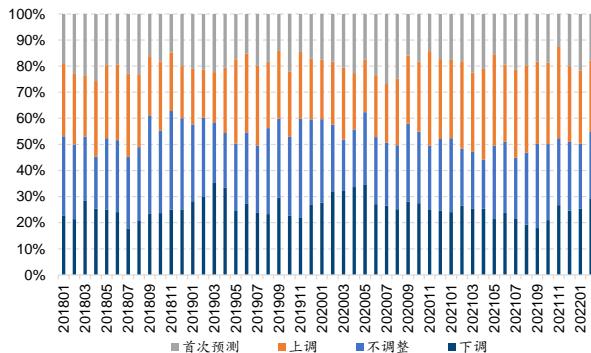
资料来源: Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

推荐逻辑与分析师盈利预测调整

一般来讲，分析师推荐券商金股的主要逻辑可以大致划分为如下两种：其一，公司业绩向好，在业绩提升与市场情绪的共同推动下，具备较大的上涨空间；其二，公司业绩存在瑕疵，但市场前期的过度反应使得股票具备较高的性价比。总体来看，前者偏向于右侧推荐，而后者更偏向于左侧布局。

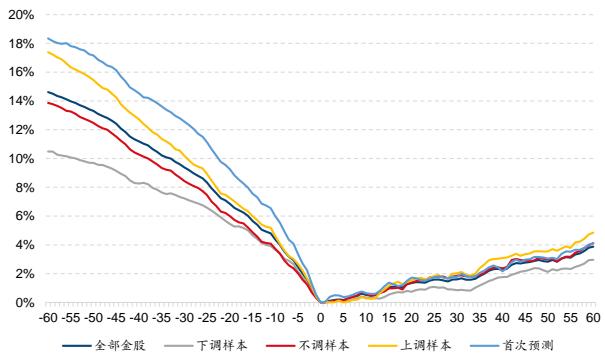
我们根据券商金股被推荐前对应分析师对其最近一次盈利预测调整情况，将股票池划分为首次预测、盈利预测上调、未调和下调四类，图 11 展示了不同类型盈利预测调整行为的股票数量占比。可以看到，自 2018 年以来，每期券商金股中首次预测的样本平均占比为 20%，盈利预测上调样本平均占比为 27%，盈利预测未调整样本平均占比为 27%，盈利预测下调样本平均占比为 26%。总体来看，不同分析师行为的股票数量占比相对均衡。

图 11：券商金股中不同分析师盈利预测行为样本占比



资料来源: Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 12：券商金股中不同分析师盈利预测样本事件收益比较



资料来源: Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

我们筛选出不同分析师盈利预测调整分类的股票样本，统计其在被推荐为金股之后 60 个交易日内相对中证 500 指数的平均累计超额收益，其收益分布如图 12 所示。此处，我们将每月的第一个交易日记为 T0 日，如无特别说明后文中也同样采用这样的处理方法。可以看到，盈利预测上调样本在被推荐后 60 个交易日的累计超额收益最高，盈利预测下调样本在被推荐后 60 个交易日的累计超额收益最低。由于前者更倾向于右侧推荐，而后者更倾向于左侧布局，这意味着在券商金股中右侧交易的盈利能力明显高于左侧交易。

强强联手：券商金股与超预期股票

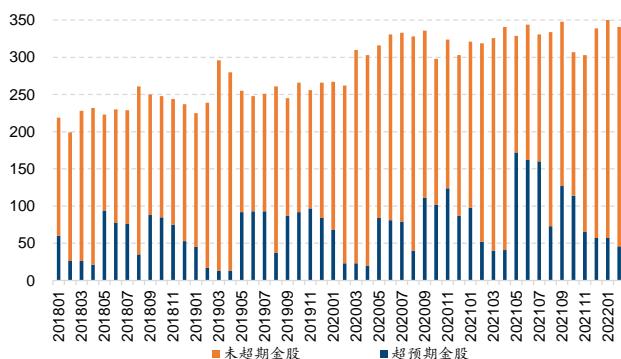
上一小节提到，分析师盈利预测上调的券商金股在被推荐后 60 个交易日的累计超额收益明显高于盈利预测下调的券商金股。事实上，在分析师看好的股票中，业绩超预期的股票一直以来是市场上关注度极高的股票池。那么，券商金股和超预期股票之间的联动效应如何？被分析师推荐的超预期股票能否获得更高的超额收益呢？

在国信金工团队于 2020 年 9 月 30 日发布的专题报告《超预期投资全攻略》中，我们以分析师全部调升和研报标题超预期为条件构建超预期事件股票池。本报告中我们同样采用这一处理方法，根据券商金股在最近一个报告期是否超预期，将其划分为超预期金股和未超预期金股。

图 13 展示了每期超预期金股与未超预期金股的数量变化情况，总体来看在每期券商金股中，超预期金股的数量占比约为 25%，未超预期金股的数量占比约为 75%。

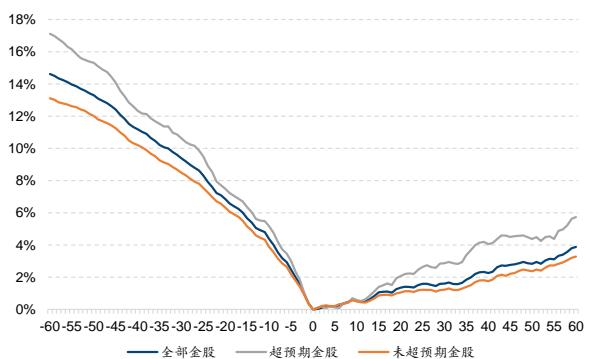
我们对超预期金股和未超预期金股在被推荐之后 60 个交易日相对中证 500 指数的平均超额收益进行了统计，其收益分布如图 14 所示。可以看到，无论是在被券商推荐前还是在被券商推荐之后，超预期金股在前后 60 个交易日的超额收益都明显高于未超预期金股。这表明，上市公司业绩超预期与分析师推荐券商金股两类事件叠加发生时，券商金股的表现将会有明显的提升。

图 13：超预期金股与未超预期金股每期数量变化



资料来源: Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 14：超预期金股与未超预期金股事件收益比较



资料来源: Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

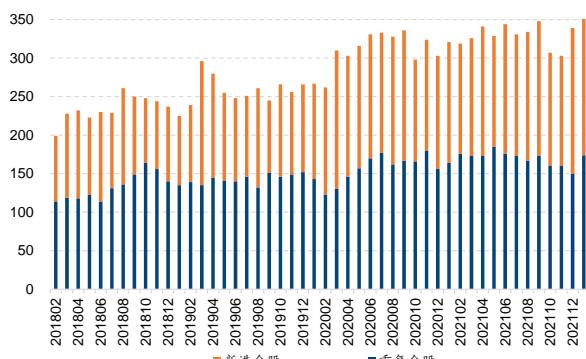
金股池换手率：重复金股 VS 新进金股

我们根据相邻两期券商金股是否重复将其划分为重复金股和新进金股。具体来讲，重复金股是指上期及本期均共同存在的金股，而新进金股是指存在于本期、但不存在于上期的金股。

图 15 展示了每期重复金股与新进金股的数量变化情况，总体来看在每期券商金股中，重复金股和新进金股的数量占比各为 50%。这说明了券商金股的换手率较高，每期约有一半的股票将会被替换。

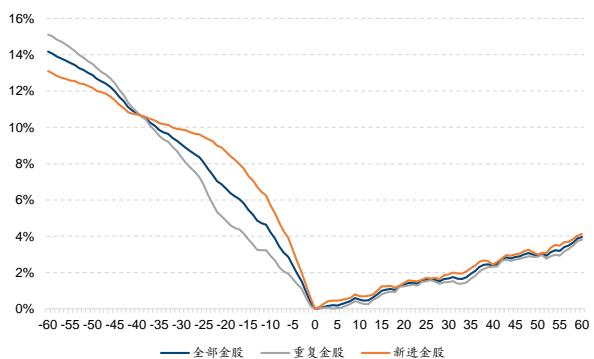
我们对重复金股和新进金股在被推荐之后 60 个交易日相对中证 500 指数的平均超额收益进行了统计，其收益分布如图 16 所示。可以看到，新进金股在被券商推荐后 60 个交易日内的累计超额收益略高于重复金股，但二者之间并不存在明显的区别。

图 15：重复金股与新进金股每期数量变化



资料来源: Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 16：重复金股与新进金股事件收益比较



资料来源: Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

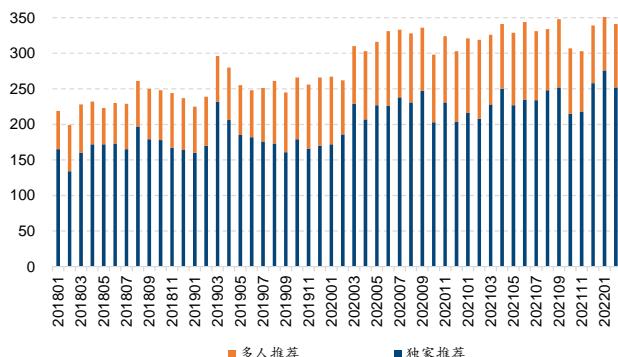
金股池特质性：多人推荐 VS 独家推荐

我们根据券商金股的推荐家数将其划分为多人推荐和独家推荐两类。具体来讲，多人推荐金股是指在同一个月份被多家分析师同时推荐的股票，独家推荐金股则是指在同一个月份仅被1家分析师推荐的股票。

图17展示了每期多人推荐金股和独家推荐金股的数量变化情况，总体来看在每期券商金股中，多人推荐金股占比约为30%，独家推荐金股占比约为70%，这表明券商金股的特质性较强，大多数券商金股为分析师的独家推荐股票。

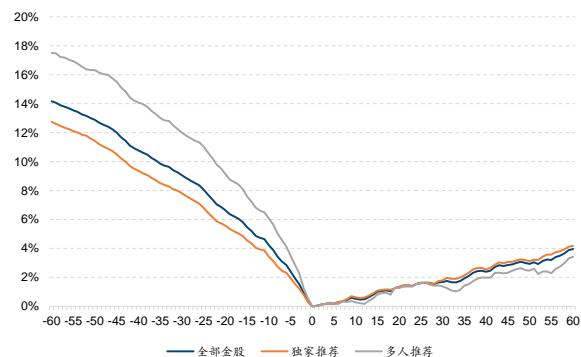
我们对多人推荐金股和独家推荐金股在被推荐之后60个交易日相对中证500指数的平均超额收益进行了统计，其收益分布如图18所示。总体来看，独家推荐金股在被券商推荐后60个交易日内的累计超额收益高于多人推荐金股，但是多人推荐金股在被推荐之前的涨幅要明显高于独家推荐金股。

图17：多人推荐金股与独家推荐金股每期数量变化



资料来源: Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图18：多人推荐金股与独家推荐金股事件收益比较



资料来源: Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

不同类型券商金股事件收益汇总

表4对不同类型券商金股的超额收益进行了汇总，从盈利预测调整角度来看，盈利预测上调样本的表现会明显优于其他样本，这表明在券商金股股票池中，分析师盈利预测调整的方向和幅度对于后续的市场表现有着较强的预测作用；从是否超预期来看，业绩超预期券商金股的表现明显好于业绩未超预期券商金股的表现；从是否新进角度来看，新进金股的表现略好于重复金股的表现；从是否独家角度来看，独家推荐金股的表现略好于多人推荐金股的表现。

表4：不同类型券商金股超额收益统计

划分标准	金股类型	事件前60个交易日超额收益	事件后60个交易日超额收益
分析师盈利预测	全样本	14.17%	3.96%
	首次预测	18.34%	4.11%
	上调	17.39%	4.84%
	未调	13.86%	4.12%
	下调	10.49%	2.96%
是否超预期	超预期	17.12%	5.73%
	未超预期	13.11%	3.28%
是否新进	重复金股	15.10%	3.81%
	新进金股	13.10%	4.13%
是否独家	多人推荐	17.50%	3.43%
	独家推荐	12.75%	4.17%

资料来源: Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

券商金股股票池表现：普通股票型基金指数的良好表达

对于总量分析师来讲，其可以通过自上而下的方式对宏观经济、行业板块进行比较分析，在市场风格变化的关键时点给予市场更为及时的提示。对于行业分析师来讲，其作为连接上市公司与机构投资者的桥梁，一方面可以通过现场调研、电话会议等方式及时了解上市公司的经营情况，另一方面可以通过路演交流、论坛沙龙等方式及时掌握公募基金经理对市场的偏好及判断，可以说在非财务报告发布高峰期时，券商分析师能够更加灵活、及时地掌握市场的第一手信息。因此，我们认为结合了总量分析师自上而下的宏观判断和行业分析师自下而上的微观推荐的券商金股股票池，能够在一定程度上反映公募基金对市场的配置偏好。基于此，我们预期券商金股股票池的市场表现能够较好地跟踪公募主动股基的整体表现。

我们将每月券商金股进行汇总，根据其被券商推荐的家数进行加权构建券商金股指数，并以每月第一天收盘价进行调仓。图 19 反映了券商金股指数与普通股票型基金指数（885000.WI）的净值走势，可以看到二者的走势十分接近。

图 19：券商金股指数与普通股票型基金指数走势



资料来源:Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

表 5 列出了券商金股指数自 2018 年以来的绩效表现，从年化收益上来看，券商金股指数与普通股票型基金指数的走势十分接近；从跟踪误差上来看，券商金股指数与普通股票型基金指数的跟踪误差仅为 5.91%；从相对最大回撤上来看，券商金股指数与普通股票型基金指数的相对最大回撤为 8.57%。总体上来看券商金股股票池的走势与普通股票型基金指数的走势十分接近。基于此，如果能够在该股票池中进行进一步优选，那么我们预期可以达到稳定战胜主动股基中位数的表现。

表 5：券商金股指数历年绩效表现

年份	券商金股指数	普通股票型基金指数	超额收益	相对最大回撤	信息比	跟踪误差	收益回撤比
2018	-24.71%	-25.18%	0.47%	-3.09%	0.29	5.35%	0.15
2019	48.11%	47.03%	1.08%	-5.03%	0.31	4.96%	0.21
2020	53.65%	58.12%	-4.47%	-5.05%	-0.34	6.03%	-0.88
2021	14.98%	9.62%	5.36%	-5.12%	0.75	7.10%	1.05
全样本	19.22%	18.22%	1.00%	-8.57%	0.27	5.91%	0.12

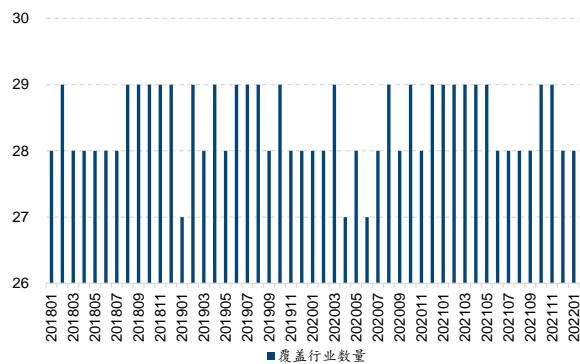
资料来源:Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

券商金股行业分布

从券商金股的行业分布情况来看，图 20 展示了券商金股股票池每期覆盖的中信一级行业数量，可以看到，在全部 30 个行业中，券商金股至少覆盖其中的 27 个行业，整体覆盖率较高。从历史数据来看，券商金股股票池中属于综合（CI005029.WI）及综合金融（CI005030.WI）行业成分股推荐次数较少。

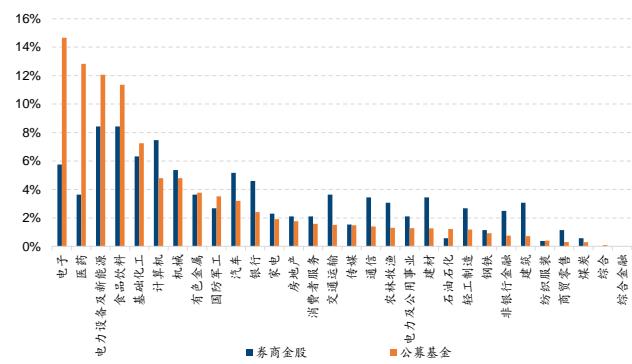
由于每月每家券商金股的数量一般为 10 只左右，因此在组合形成时总量分析师通常对单个行业仅会选择 1-2 只股票，这将导致券商金股股票池的行业分布相对较为分散。事实上，券商金股股票池的行业分布与公募基金整体的行业分布的确存在较大的区别。图 21 展示了 2022 年 2 月券商金股股票池的行业分布情况与公募基金持仓的行业分布情况，可以看到券商金股的行业分布相对更为分散，而公募基金持仓行业整体更为集中。

图 20：券商金股股票池覆盖行业数量



资料来源：Wind，美市科技，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

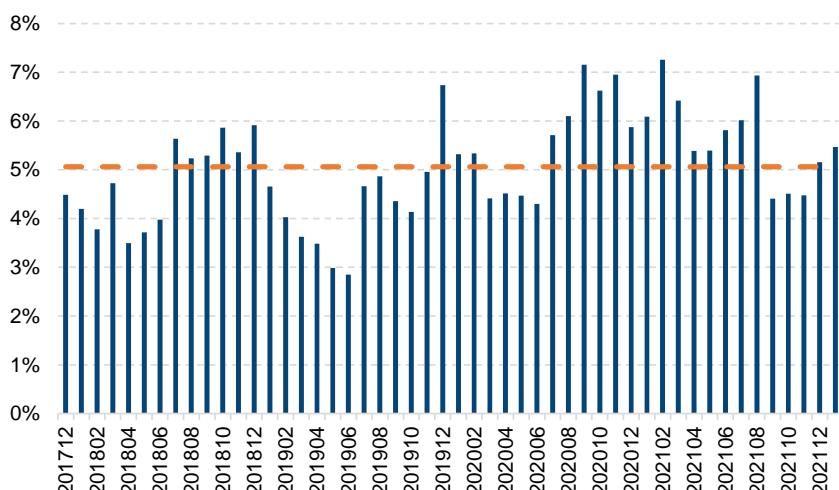
图 21：券商金股行业分布 VS 公募基金行业分布（2022.02）



资料来源：Wind，美市科技，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

为了进一步了解时间序列上券商金股与公募基金在中信一级行业上的偏离情况，我们每月计算券商金股行业与公募基金持仓行业权重之差的绝对值作为其绝对偏离幅度。随后，我们计算绝对偏离幅度最高的 5 个行业的偏离幅度均值，其结果如图 22 所示。样本区间内，券商金股与公募基金在中信一级行业上绝对偏离幅度前五名的行业，其平均偏离幅度达到 5.06%，说明二者之间的行业分布确实存在较大的差别。

图 22：券商金股与公募基金行业绝对偏离幅度前五名的平均偏离情况

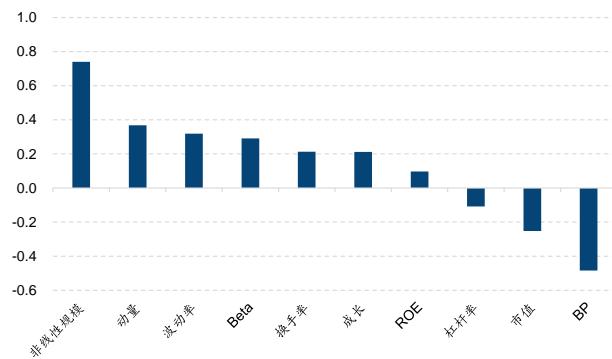


资料来源：Wind，美市科技，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

券商金股风格特征

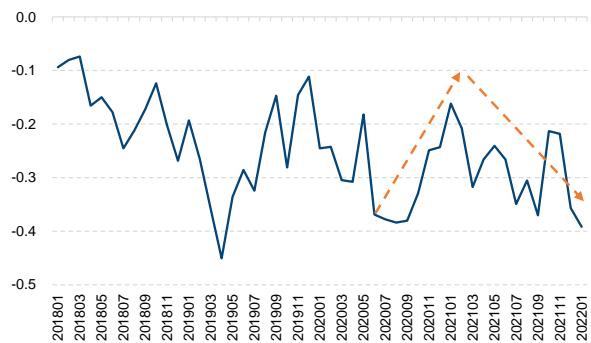
图 23 展示了券商金股股票池风格因子暴露平均值情况，总体来看券商金股股票池偏向于中小市值、高估值、高换手、高波动的股票。进一步地，图 24 展示了该股票池在市值因子上的暴露情况，可以看到在 2020 年市场风格整体偏大盘时，券商金股的市值暴露逐步变大；进入到 2021 年，小市值占优的情况下，券商金股在市值上的暴露越来越小，表明券商金股在风格上的暴露与整体市场的偏好保持一致。

图 23：券商金股股票池风格因子暴露均值



资料来源: Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 24：券商金股股票池市值因子暴露时序图



资料来源: Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

以战胜公募基金中位数为目标的股票投资策略

在 A 股市场中，公募基金的长期表现优于传统宽基指数，然而想要战胜公募基金中位数并非易事。随着市场风格的不断变化，主动股基的短期业绩存在较大的波动，公募基金长期业绩考核机制的提出对其业绩持续性和业绩稳定性提出了更高的要求。对于考核相对排名的公募基金而言，如果每年都能够稳定地战胜公募基金中位数，那么其长期业绩排名将处于相对靠前的位置，从业绩稳定性和持续性来看都能够带来明显的提升。

公募基金长期表现优于宽基指数

近年来，在外资持续涌入、机构投资者占比提升、公募基金规模快速扩张的大背景下，机构投资者 A 股的定价权不断提升，公募基金长期业绩表现优于宽基指数。

图 25 和图 26 展示了表征 A 股主动股基收益表现的普通股票型基金指数（885000.WI）与沪深 300 及中证 500 等传统宽基指数自 2010 年以来的净值表现，在 20100104-20211231 区间段内，普通股票型基金指数年化收益为 11.54%，同期沪深 300 指数年化收益为 3.89%，中证 500 指数年化收益为 3.40%，总体来看 A 股市场中公募基金长期业绩表现优于宽基指数。根据上交所统计年鉴来看，A 股市场自然人投资者的交易金额占比基本在 80% 以上，这意味着 A 股市场中绝大部分参与人以个人投资者为主，因此市场有效性仍有待提升，投研能力更强、投研资源更加丰富的机构投资者，有望展现出长期比宽基指数更好的业绩表现。

图 25：普通股票型基金指数与宽基指数净值走势



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 26：普通股票型基金指数与宽基指数历年收益

年份	普通股票型基金指数	沪深300	中证500	相对沪深300超额	相对中证500超额
2010	2.86%	-12.51%	10.07%	15.37%	-7.21%
2011	-24.72%	-25.01%	-33.83%	0.29%	9.10%
2012	5.68%	7.55%	0.28%	-1.87%	5.41%
2013	15.47%	-7.65%	16.89%	23.12%	-1.42%
2014	23.68%	51.66%	39.01%	-27.98%	-15.33%
2015	47.02%	5.58%	43.12%	41.43%	3.90%
2016	-12.39%	-11.28%	-17.78%	-1.11%	5.38%
2017	16.06%	21.78%	-0.20%	-5.71%	16.27%
2018	-24.33%	-25.31%	-33.32%	0.98%	8.99%
2019	47.03%	36.07%	26.38%	10.96%	20.65%
2020	58.12%	27.21%	20.87%	30.91%	37.25%
2021	9.62%	-5.20%	15.58%	14.82%	-5.96%
年化收益	11.54%	3.89%	3.40%	7.65%	8.14%

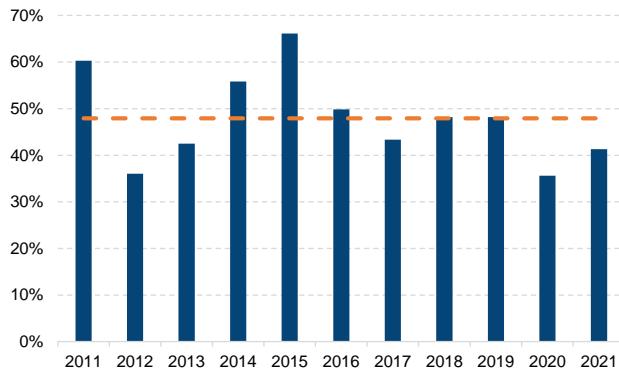
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

风格切换下主动股基短期业绩波动大

尽管公募基金的长期业绩表现优于宽基指数，然而想要稳定战胜普通股票型基金指数却并非易事。由于基金经理通常具有自身能力圈，当市场风格发生急剧变化时，公募基金的短期业绩可能存在较大的波动。

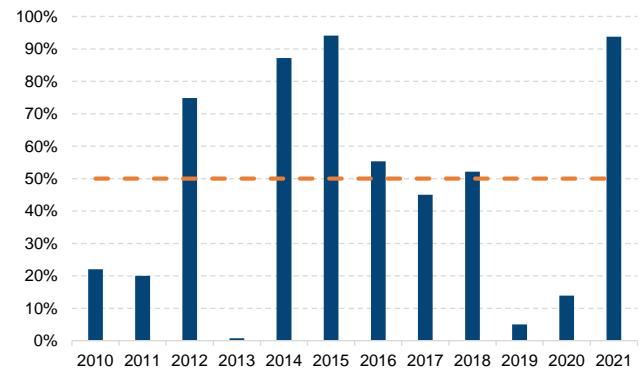
在 A 股市场中，“冠军魔咒”通常被人提及——上一年度公募基金收益最高的基金在次年通常表现较为平淡。图 27 展示了 2011 年以来，上一年度排名前 10% 的基金在次年排名分位点的均值情况，可以看到其历年平均为 47.93%，与次年基金中位数收益相当，说明在 A 股市场前一年度高排名的基金从统计意义上并不具备持续的稳定性。

图 27：上一年度排名前 10% 基金次年排名分位点均值



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 28：某绩优基金历年排名分位点



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

不仅仅是前一年排名靠前的基金在次年表现趋于市场平均，即便是长期业绩十分优异的基金，在短期也可能承受较大的排名和回撤压力。以某长期绩优基金为例，该基金在 2010 年至 2021 年的 12 年区间内业绩排名处于同类前 10%，但是分年度来看该基金的排名波动相对较大。在 2012、2014、2015 和 2021 年度，该基金在主动股基中排名在 70% 之后，表现相对靠后。然而在 2011、2013、2019 和 2020 年，该基金在主动股基中排名均处于前 20%，表现十分出色。总体来看，在过去 12 年中，该基金有一半的年份落后基金中位数，凭借几个年度的出色业绩，跻身同类基金前列。但是从“持基体验感”而言，面对连续几年持续落后基金中位数的表现，基金投资者是否能够坚持长期持有是一个不小的挑战。

基金业绩稳定性助力长期业绩排名提升

由以上分析可知，当面对市场风格的快速切换时，主动股基的业绩通常会出现较大的波动，因此长期业绩排名稳定靠前的基金难能可贵。

表 6 展示了自 2010 年以来连续三年业绩排名处于某一分位点之前的主动股基数量占比。以三年为一个周期来看，连续三年排名处于前 10% 的基金屈指可数，连续三年排名在前 50% 分位点的基金比例平均值仅为 12.32%。由此可见，要持续稳定地战胜基金中位数并非是一件简单的事情。

表 6：连续三年排名处于前 N% 的主动股基数量占比

年份	前 10% 分位点	前 20% 分位点	前 30% 分位点	前 40% 分位点	前 50% 分位点
2008-2010	0.00%	0.00%	0.70%	2.80%	9.09%
2009-2011	0.00%	0.00%	1.78%	2.37%	9.47%
2010-2012	0.00%	0.83%	2.49%	4.98%	11.62%
2011-2013	0.00%	1.06%	3.53%	6.36%	12.37%
2012-2014	0.00%	0.00%	1.55%	4.66%	9.32%
2013-2015	0.00%	1.59%	2.12%	6.88%	12.43%
2014-2016	0.25%	0.99%	3.23%	7.20%	11.66%
2015-2017	0.00%	0.23%	2.71%	6.09%	12.64%
2016-2018	0.19%	1.33%	4.57%	9.14%	16.57%
2017-2019	0.17%	1.50%	2.83%	6.00%	11.17%
2018-2020	0.31%	1.53%	4.89%	8.24%	16.18%
2019-2021	0.26%	1.85%	3.31%	7.42%	15.36%
平均	0.10%	0.91%	2.81%	6.01%	12.32%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

事实上，若基金业绩能够长期稳定地处于靠前的梯队中，其在长期业绩排名中将处于非常有利的位置。同样地，我们以三年为一个周期进行考察，表 7 展示了连续三年排名处于前 N% 的主动股基，其三年期排名分位点的平均值情况。可以看到，基金排名的长期稳定性将极大地助力基金在长期排名中取得出色的成绩，而这与市场倡导的公募基金长期业绩考核机制十分契合。

由表 7 可以看到，在 A 股市场中，连续三年排名前 30% 分位点的基金，其三年期业绩基本排在前 5% 的位置；连续三年排名前 50% 分位点的基金，其三年期业绩基本排名在 15% 分位点以内。

表 7：连续三年排名前 N% 的主动股基，其三年期排名分位点平均值

年份	前 10% 分位点	前 20% 分位点	前 30% 分位点	前 40% 分位点	前 50% 分位点
2008-2010	-	-	0.70%	3.67%	10.44%
2009-2011	-	-	1.78%	3.70%	11.17%
2010-2012	-	3.94%	3.60%	5.57%	12.27%
2011-2013	-	3.89%	3.75%	7.15%	13.07%
2012-2014	-	-	4.66%	8.16%	12.96%
2013-2015	-	1.76%	2.51%	6.56%	12.02%
2014-2016	0.25%	0.62%	3.40%	7.01%	10.17%
2015-2017	-	0.23%	5.51%	8.52%	13.37%
2016-2018	0.19%	2.07%	4.63%	7.70%	11.87%
2017-2019	0.17%	1.07%	2.33%	7.08%	11.51%
2018-2020	0.23%	2.21%	4.76%	7.65%	14.63%
2019-2021	0.20%	2.66%	4.16%	8.46%	13.32%
平均	0.21%	2.05%	3.48%	6.77%	12.23%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

由此可见，若组合能够持续稳定地排在公募基金靠前的水平，那么该组合从长期业绩来看表现十分出色。因此，我们认为在构建主动选股策略时，以“战胜公募基金中位数”为目标的策略无论是在短期体验还是在长期收益上来看都具有可行性。

与传统的宽基指数增强不同，若想稳定战胜普通股票型基金指数，其最大的挑战在于如何构建稳定跟踪普通股票型基金指数的股票基准。在国信金工 2020 年 11 月 15 日发布的专题报告《基于优秀基金持仓的业绩增强策略》中，我们对公募基金进行多维度筛选，对优秀基金的股票持仓进行精选，以期稳定战胜公募基金中位数。然而正如前面所提到的，公募基金持仓信息披露的完整性和及时性都存在一定的不足，当公募基金出现大规模调仓时，滞后的持仓信息参考性将大幅下降。因此，能够紧跟普通股票型基金指数表现的券商金股组合将更具价值，如果能够对券商金股股票池进行进一步精选，那么就能够做到稳定战胜公募基金中位数的表现。

基于券商金股的公募业绩增强策略

由于券商金股股票池能够较好地跟踪普通股票型基金指数的表现，因此如果能够稳定地战胜券商金股股票池的整体表现，那么就能够实现稳定战胜普通股票型基金指数的目标。本部分我们借助多因子模型，采用组合优化的方法在控制个股偏离、行业偏离及风格偏离的情况下，对券商金股股票池进行增强。

动态算法下的因子有效性检验

多因子模型最经典的应用就是在指数增强策略领域，目前国内公募基金中大多数指数增强产品都是以沪深 300 指数和中证 500 指数为基准的。通常来说，不同的选股空间中因子的有效性亦会有所不同。长期来看，沪深 300 成分股中估值类因子表现出色，而在中证 500 成分股中，成长、价量类因子表现突出。如果把沪深 300、中证 500 指数增强策略看作是选股空间相对稳定的“固定靶”，那么券商金股股票池更像是“移动靶”，对券商金股股票池构建多因子增强模型时，方法也会有别于传统的沪深 300 指数等传统宽基指数。

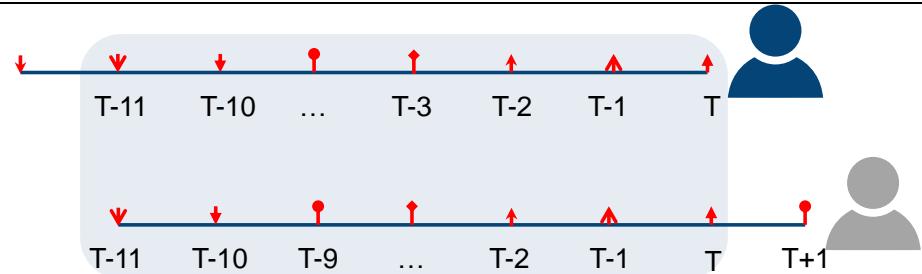
传统的多因子量化模型，经典的做法是：

- 1、在具体的选股空间中选择能对未来收益产生稳定预测作用的因子，这一步可以通过检验因子在选股空间中的 RankIC、RankICIR、胜率等方法来完成；
- 2、根据因子过去若干期表现来对不同的因子进行加权，比如用因子过去 12 期的 RankICIR、最大化复合因子 ICIR 等加权方法。总体说来，此类方法的逻辑都源自于因子动量，即给过去一段时间表现更好的因子赋以更高的权重。

如果把上述方法简单应用到券商金股股票池样本空间中，则可能会带来一些问题。由于券商金股股票池的月均换手率达到 50%，因此股票成分股的行业、风格及板块的变化都十分剧烈。举个极端情况的例子，假定目前是 T 时刻，券商金股股票池都集中在沪深 300 指数成分股中，而 T-12 至 T-1 期券商金股股票池都集中在中证 500 指数成分股中。若采用静态算法，我们可能会选出 T-12 至 T-1 期间在中证 500 成分股中表现较好的价量因子，而价量因子很可能对于 T 期的沪深 300 成分股的收益预测效果并不好。因此在衡量因子有效性时，我们不能简单地采用传统的静态算法来衡量因子在其历史持仓上的表现，而需要采用动态算法。

图 29 是静态算法下的 RankICIR 计算方法示意图，图中第一行和第二行分别代表处于 T 期和 T+1 期，每种类型的箭头代表一种不同的持仓风格。由于优选基金持仓组合在截面上的变动可能比较剧烈，我们假设其每期持仓风格特征均有所不同，在图 29 中采用不同类型的箭头表示。

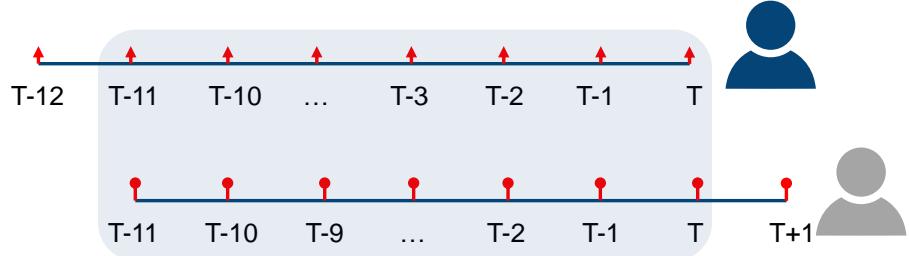
图 29：静态算法下的因子 RankICIR 计算方法



资料来源：国信证券经济研究所整理

当我们处于 T 期时,如果简单地回看优选基金持仓组合在过去 12 个月的持仓,并计算每个时点因子在对应时点持仓中的 RankIC,那么由于各期持仓在风格上的差别很大,可能导致过去各期因子的 RankIC 对当前的持仓风格并不具备参考价值。

图 30: 动态算法下的因子 RankICIR 计算方法



资料来源:国信证券经济研究所整理

基于此,我们建议采用动态算法来计算因子的 RankICIR。具体来讲,如图 30 所示,站在 T 时刻,我们可以将当前优选基金持仓组合往前复制 12 期,即认为 $T-12$ 到 $T-1$ 期的持仓与 T 期的持仓保持一致,然后计算各因子在 $T-12$ 到 $T-1$ 期的 RankIC,进而得出各因子在当前持仓下的过去 12 期 RankICIR。通过这种动态算法计算得到因子的 RankICIR,能够更好地反映因子在过去一段时间内在当前股票池中的表现,对当前股票池而言参考价值将会更大。

表 8: 选股因子列表

分类	因子简称	因子名称	计算方式
估值	BP	账面市值比	净资产/总市值
	EPTTM	市盈率 TTM	净利润 TTM/总市值
	DividendRatioExpected	预期股息率	详见国信金工 2021 年 4 月 15 日发布的专题报告《股指分红点位测算方法全解析》
盈利	ROEQ	单季度 ROE	单季度净利润/归属母公司股东所有者权益
动量	AOG	盈余公告次日开盘跳空超额	个股盈余公告次日开盘价/前日收盘价-中证 500 次日开盘价/昨日收盘价
	Ret240_20_RemoveUpLimit	剥离涨停的动量	[T-260, T-20]区间内剥离涨停天数样本的个股累计收益
	IntraDayMom20	日内收益率	过去 20 天日内收益之和,详见国信金工 2021 年 12 月 13 日发布的专题报告《动量类因子全解析》
成长	SUE	标准化预期外盈利	(单季度实际净利润-预期净利润)/预期净利润标准差
	SUR	标准化预期外收入	(单季度实际营业收入-预期营业收入)/预期营业收入标准差
	NPProfitQYOY	单季度净利润同比增长率	/
波动率	OperatingRevenueQYOY	单季度营业收入同比增长率	/
	HighLow_3M	过去 3 个月最高价/最低价	/
	CFO	现金活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额/总资产
质量	NPAdjustRate3M	过去 3 个月分析师一致预期净利润上调幅度均值	过去 3 个月分析师一致预期净利润上调幅度均值
	NPNetUpRatio3M	过去 3 个月分析师一致预期净利润净上调比例	过去 3 个月分析师一致预期净利润净上调比例
	UEPERC	单季度超预期幅度	详见国信金工 2020 年 9 月 30 日发布的专题报告《超预期投资全攻略》

资料来源:国信证券经济研究所整理

我们从估值、盈利、动量、成长、波动率、质量、分析师预期等多个维度选取对券商金股股票池样本空间有选股能力的 Alpha 因子，然后我们根据以下流程构建复合选股因子：

- 1、在 T 时刻，获取 T 期的券商金股股票池 S_T 。在 $T - 12, \dots, T - 1, T$ 期将各因子在股票池 S_T 中进行行业、市值中性化处理，并计算中性化后的因子在股票池 S_T 中的 RankIC；
- 2、根据 $T-12$ 至 $T-1$ 期的 RankIC 计算各因子 T 期的 RankICIR，如果某因子在 T 期的 RankICIR 取值的正负性与因子逻辑取值的正负性相反，则该期将该因子的 RankICIR 取值强行置零，即本期不用该因子；
- 3、将 T 期中性化后的因子取值以 2 步骤中计算的因子 RankICIR 加权，得到 T 期券商金股股票池组合的复合选股因子。

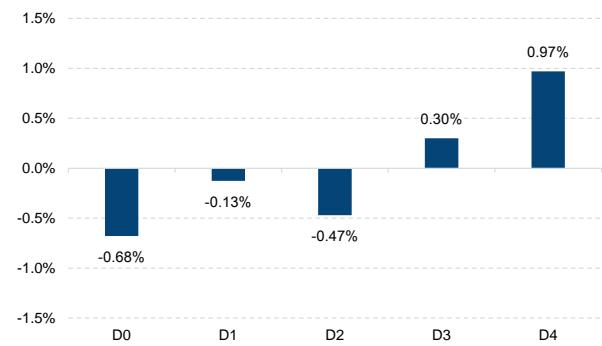
图 31：动态算法下的复合选股因子构建流程



资料来源：国信证券经济研究所整理

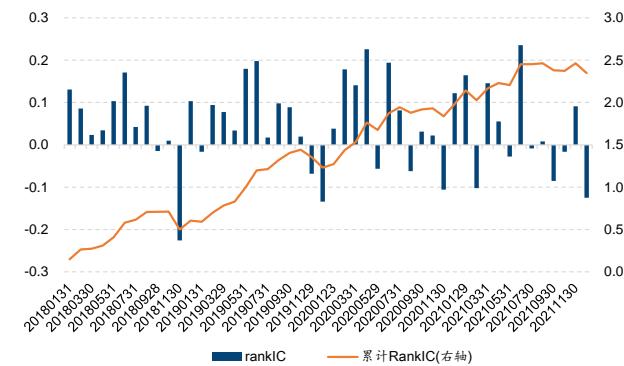
图 32 展示了复合选股因子在券商金股股票池中的五组分档年化超额收益，图 33 展示了复合选股因子在券商金股股票池中的 RankIC 及累计 RankIC 历史走势。

图 32：复合选股因子在券商金股股票池中的分组月均超额



资料来源：Wind，美市科技，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图 33：复合选股因子在券商金股股票池中的 RankIC 表现



资料来源：Wind，美市科技，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

可以看到，复合选股因子在券商金股股票池中的五档分组效果较为单调，复合选股因子在券商金股股票池中的 RankIC 均值为 4.7%，年化 RankICIR 为 1.60，月胜率为 70.0%，多头组合的月均超额收益达到 0.97%，空头组合的月均超额收益达到 -0.68%，说明我们针对券商金股股票池构建的打分模型对券商金股股票的未来收益有较强的预测能力。

基于券商金股的公募业绩增强策略

为了达到稳定战胜普通股票型基金指数的目标，我们需要将风控体系引入到组合构建过程中，要求组合的行业、风格暴露尽可能贴近公募基金的整体配置，构建基于券商金股股票池的**业绩增强组合**，主要要素如下：

回测区间：2018年1月2日-2021年12月31日。

选股空间：每月选取券商金股股票池作为选股空间，剔除上市不满90天的新股、ST股票、*ST股票及3个月内被标记为ST、*ST等风险警示的股票。

风格约束：每月选取券商金股股票池并进行去重，对去重后的券商金股进行等权处理得到基准指数。后续组合优化时风格约束、个股权重偏离幅度等约束均以此指数作为基准。

行业约束：由于券商金股的行业分布与公募基金的行业分布相差较大，为了更好地跟踪公募基金的整体表现，本文选择将公募基金的整体行业配置作为基准。然而，公募基金在季报期仅披露前十大重仓股，而整体来看前十大重仓股的持仓占比在50%左右，因此为了更为准确地度量公募基金在整体行业上的配置能力，我们需要对公募基金持仓进行还原。在国信金工2021年12月16日发布的专题报告《公募基金持仓还原及其实践应用》中，我们采用三阶段还原法，通过已知持仓、管理人持仓和回归拟合三阶段对公募基金的季度持仓进行补全。最后根据补全后的持仓，计算公募基金在中信一级行业上的整体配置比例。

选股方式：在满足组合相对基准指数在行业、风格约束、个股权重偏离幅度、成分股占比等约束的条件下，最大化组合在复合选股因子上的暴露。

组合仓位：以调仓日主动股基最近一期披露的基金仓位中位数作为组合仓位。

调仓模式：月度调仓，停牌股票不交易，涨停股票不买入、跌停股票不卖出。

交易费用：双边千三。

我们采用组合优化的方法构建券商金股业绩增强组合，优化模型如下：

$$\begin{aligned}
& \max \quad \alpha^T w \\
\text{s.t.} \quad & s_l \leq X(w - w_b) \leq s_h \quad \text{风格约束} \\
& I_l \leq H(w - w_b) \leq I_h \quad \text{行业约束} \\
& w_l \leq w - w_b \leq w_h \quad \text{个股权重偏离约束} \\
& b_l \leq B_b w \leq b_h \quad \text{成分股权重占比约束} \\
& 0 \leq w \leq h \quad \text{个股权重约束} \\
& 1^T w = 1 \quad \text{仓位约束}
\end{aligned}$$

该优化问题的目标函数为最大化组合的复合Alpha因子得分，其中 $\alpha^T w$ 为组合在复合Alpha因子上的加权得分， w 为待求解的股票权重向量， α 为每只股票的复合Alpha因子值。模型的约束条件包括组合在风格因子上的偏离度、行业偏离度、个股偏离度、成分股权重占比约束和个股权重约束等。

- **风格约束条件**限制了组合相对于基准指数的风格暴露， X 为股票对风格因子的暴露矩阵， w_b 为基准指数成分股的权重向量， s_l 、 s_h 分别为风格因子相对暴露的下限及上限；
- **行业约束条件**限制了组合相对基准指数的行业偏离， H 为股票的行业暴露

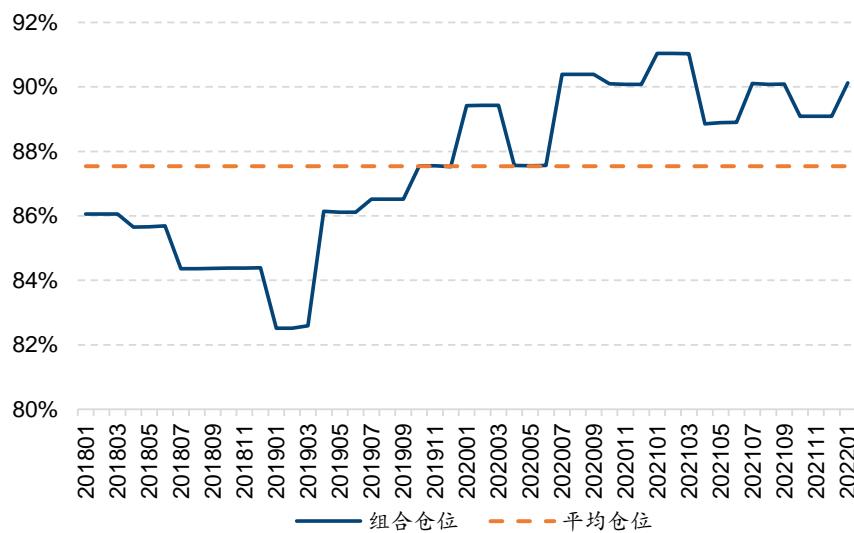
矩阵，当股票 i 属于行业 j 时， H_{ji} 为 1，否则为 0； I_l 、 I_h 分别为组合行业偏离的下限及上限；

- **个股权重偏离约束**限制了个股相对基准指数成分股权重的偏离， w_l 、 w_h 分别为个股偏离的下限及上限；
- **成分股权重占比约束**限制了组合在成分股内权重占比的上下限， B_b 为是否属于基准指数成分股的 0-1 向量， b_l 、 b_h 为成分股内权重的下限和上限；
- **个股权重约束**限制了卖空，并且限制个股权重上限 h 。

在构建券商金股业绩增强组合时，我们设定个股相对券商金股等权基准指数的个股权重最大偏离 **1.5%**，行业相对公募基金的行业配置最大偏离 **2%**，市值风格相对最大偏离 **0.1**，个股权重上限为 **3%**。

在实际投资中，公募基金通常会自留部分现金以应对投资者的申购和赎回需求，因此大部分公募基金并不能满仓运作。由于券商金股业绩增强组合旨在对标公募基金中位数，因此在对组合的历史收益进行回测时，同样也许考虑仓位的影响。本文以每月主动股基最新一期披露的权益仓位中位数作为券商金股业绩增强组合的仓位，其结果如图 34 所示，在样本区间段内组合的平均仓位为 87.26%。

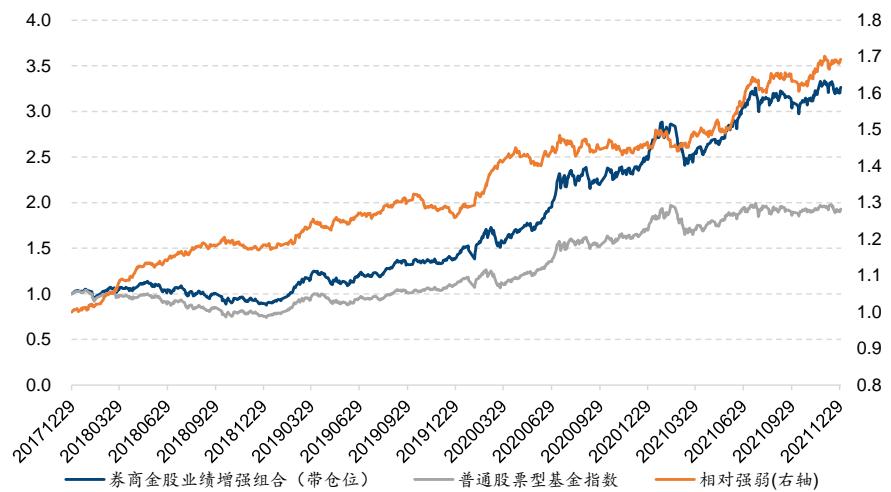
图 34：券商金股业绩增强组合历史仓位变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 35 和表 9 分别展示了券商金股业绩增强组合相对普通股票型基金指数的历史走势及绩效统计，其中在计算组合收益时展示的是考虑仓位组合的表现。可以看到，在考虑仓位及交易费用的影响后，该组合年化收益达到 **35.86%**，而同期股基中位数的年化收益率为 **18.54%**，相对股基中位数收益年化超额达到 **17.31%**。此外，该组合与普通股票型基金指数的相对最大回撤为 **4.92%**，信息比达到 **2.21**，收益回撤比达到 **3.52**，年化跟踪误差为 **6.35%**，体现了组合的稳定性及较好的回撤控制能力。

图 35：券商金股业绩增强组合与普通股票型基金指数净值走势



资料来源:Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

表 9：券商金股业绩增强组合与普通股票型基金指数分年度绩效

年份	券商金股业绩增 强组合 (带仓位)	普通股票型基 金指数	超额收益	相对最大 回撤	信息比	跟踪误差	收益回 撤比	最大回撤 起始日	最大回撤 截止日	月度胜率
2018	-10.37%	-24.33%	13.95%	-2.97%	3.32	5.39%	4.70	20181015	20181219	91.67%
2019	56.84%	47.03%	9.81%	-4.92%	1.38	5.14%	2.00	20191010	20191227	50.00%
2020	82.14%	58.12%	24.02%	-3.86%	2.29	6.68%	6.23	20200714	20200813	66.67%
2021	27.51%	9.62%	17.89%	-3.89%	2.03	7.85%	4.60	20210113	20210223	66.67%
全样本	35.86%	18.54%	17.31%	-4.92%	2.21	6.35%	3.52	20191011	20191227	68.75%

资料来源:Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

如果将券商金股业绩增强组合历年业绩在当年年初成立满半年的主动股基中进行排位，排名分位点如表 10 所示。其中超额收益、排名分位点和具体排名展示的均为考虑仓位后组合的表现。可以看到，我们构建的公募基金业绩增强组合在 2018 年到 2021 年之间的 4 年中，每年的业绩排名都排在股基的前 30% 的水平。

表 10：券商金股业绩增强组合在主动股基中排名分位点

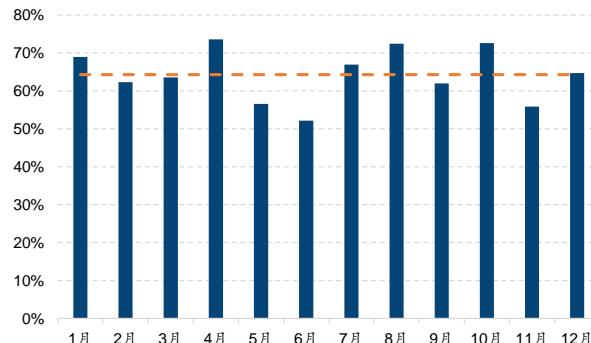
年份	券商金股业绩增 强组合 (满仓)	券商金股业绩增 强组合 (带仓位)	主动股基中位数	超额收益	排名分位点	具体排名
2018	-12.84%	-10.37%	-24.34%	13.97%	2.73%	20/733
2019	67.09%	56.84%	45.52%	11.33%	26.85%	225/838
2020	97.12%	82.14%	59.19%	22.95%	16.82%	160/951
全样本	40.91%	35.86%	16.88%	18.98%	-	-

资料来源:Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 36 展示了券商金股业绩增强组合的月均换手率，在全样本期间组合月均换手率达到 64.30%，这一方面是由于券商金股股票池的换手率较高导致的，另一方面是由于个股 Alpha 因子取值发生变化导致每期股票得分发生变化导致。

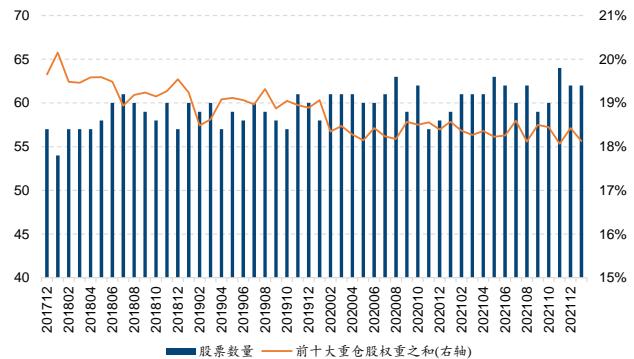
图 37 展示了组合每期持仓数量及前十大重仓股持股集中度情况，组合平均持仓数量为 60 只且数量相对稳定，前十大重仓股权重之和基本在 20% 以内，组合持仓较为分散。

图 36：券商金股业绩增强组合月均换手率



资料来源:Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 37：券商金股业绩增强组合每期持仓数量及持股集中度

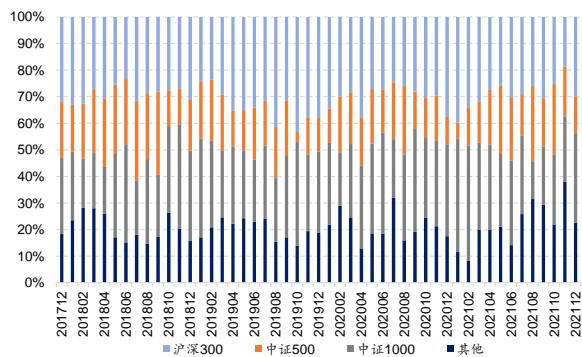


资料来源:Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 38 展示了组合持仓在不同指数成分股中的权重分布，平均来看有 31% 权重属于沪深 300 指数成分股，19% 权重属于中证 500 指数成分股，29% 权重属于中证 1000 指数成分股，21% 权重属于其他板块。

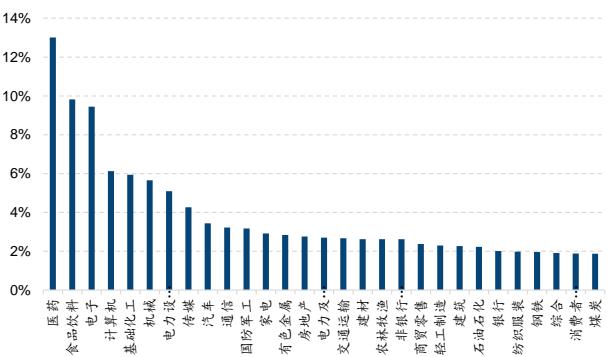
图 39 展示了组合持仓在不同行业中所占的平均权重，总体来讲，组合在医药、食品饮料、电子、计算机、基础化工、机械等行业配置的权重较高。由于在组合优化时选取的行业偏离基准为公募基金持仓的行业配置权重，因此组合在行业上的配置情况与公募基金的整体配置基本保持一致。

图 38：券商金股业绩增强组合在不同指数中的权重分布



资料来源:Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

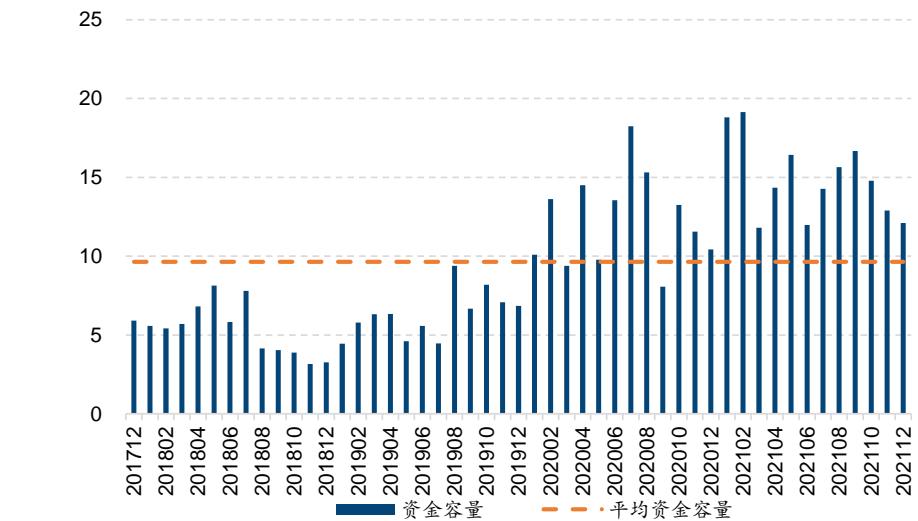
图 39：券商金股业绩增强组合在不同行业中的权重分布



资料来源:Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

最后，我们以每只股票在交易时点前 10 个交易日的日均成交额的 10% 作为个股单日最大买入金额，然后计算截面每只持仓股票单日最大买入金额/组合中该股票权重，取截面所有股票该数值的 25% 分位数处的取值作为组合单日最大买入金额，其历史时序如图 40 所示，历史来看组合平均单日最大买入金额为 9.63 亿元，2020 年以来市场成交量较为活跃，组合单日最大买入金额在 13.61 亿元左右。

图 40：券商金股业绩增强组合单日资金容量（亿元）



资料来源: Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

券商金股精选组合

券商金股精选组合构建方式

在构建券商金股业绩增强组合时，为了控制组合与普通股票型基金指数的跟踪误差和相对回撤，达到更稳定地战胜股基指数的目标，我们采用组合优化的方式，对组合的个股权重、行业偏离、风格偏离等进行了约束。从实证结果来看，这种做法能够提升组合相对普通股票型基金指数的稳定性，但是在收益方面则有一定的损失。本小节我们采用分步筛选法构建多头组合，试图提升组合收益的进攻性。具体方法如下：

- 回测时间：2018年1月2日-2021年12月31日
- 调仓频率：月度调仓；
- 股票池：券商金股股票池；
- 选股步骤：
 - **基本面优选：**基于标准化预期外盈利、单季度 ROE 同比变化、分析师滚动一致预期净利润环比变化、分析师滚动一致预期 ROE 环比变化四因子等权打分，剔除最近一期单季度净利润同比增速下滑、分析师滚动一致预期净利润环比下滑的样本，取得分最高的 60 只股票构造基本面优选股票池；
 - **技术面精选：**基于盈余公告后次日开盘跳空超额 AOG、总市值两因子等权打分，选取优选股票池中得分最高的 20 只股票构造等权精选组合。

图 41：券商金股精选组合构建流程

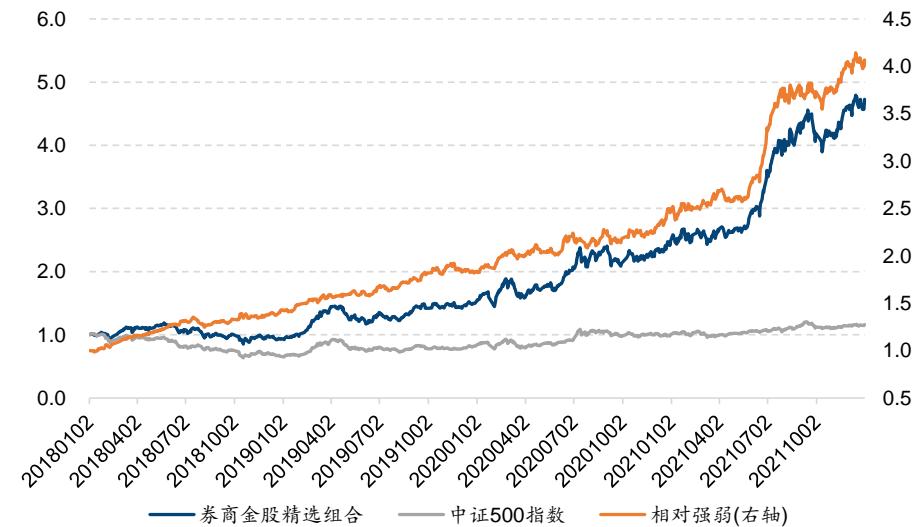


资料来源：国信证券经济研究所整理

券商金股精选组合绩效表现

由于在券商金股精选组合的构建过程中，我们并没有进行任何行业及风格上的控制，因此在对其绩效进行展示时，我们以中证 500 指数作为业绩基准。图 42 和表 11 分别展示了券商金股精选组合相对中证 500 指数的历史走势及绩效统计，其中在计算组合收益时展示的是满仓组合的表现。可以看到，在考虑交易费用的影响后，该组合年化收益达到 49.59%，而同期中证 500 指数的年化收益率为 3.97%，相对中证 500 指数年化超额收益达到 45.61%，表现较为优异。

图 42：券商金股精选组合与中证 500 指数净值走势



资料来源: Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

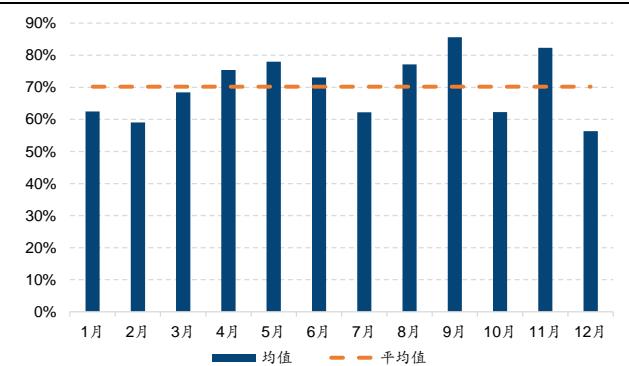
表 11：券商金股精选组合与中证 500 指数分年度绩效

年份	券商金股精选组合（满仓）	中证500指数	超额收益	相对最大回撤	信息比	跟踪误差	收益回报比	最大回撤起始日	最大回撤截止日	月度胜率
2018	-6.01%	-34.18%	28.17%	-7.83%	3.19	12.05%	3.60	20180716	20180806	91.67%
2019	62.36%	26.38%	35.98%	-5.45%	2.29	11.72%	6.60	20191119	20191226	75.00%
2020	63.11%	20.87%	42.24%	-7.04%	2.20	15.14%	6.00	20200630	20200727	58.33%
2021	89.90%	15.58%	74.32%	-7.17%	2.91	18.76%	10.37	20210917	20211012	83.33%
全样本	49.59%	3.97%	45.61%	-7.83%	2.60	14.69%	5.83	20180716	20180806	77.08%

资料来源:Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

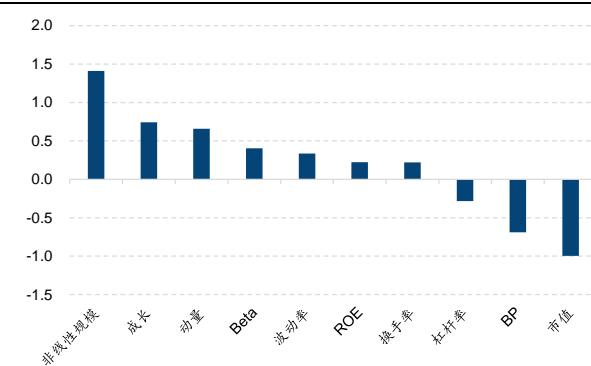
图 43 展示了券商金股业绩增强组合的月均换手率，在全样本期间组合月均换手率达到 70.19%。图 44 展示了组合在 Barra 因子上的暴露情况，受组合构建过程中选用的指标影响，券商金股精选组合更偏向于中小市值、高成长、高动量、高估值的风格。

图 43：券商金股精选组合月均换手率



资料来源: Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

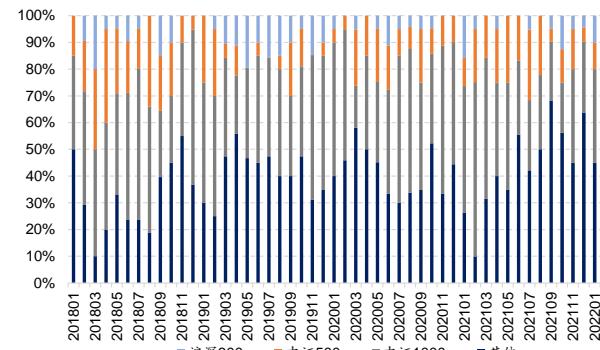
图 44: 券商金股精选组合风格因子暴露



资料来源: Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

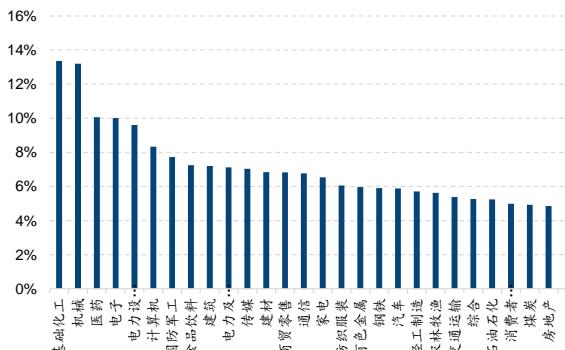
图 45 展示了组合持仓在不同指数成分股中的权重分布，平均来看有 7% 权重属于沪深 300 指数成分股，15% 权重属于中证 500 指数成分股，39% 权重属于中证 1000 指数成分股，40% 权重属于其他板块。图 46 展示了组合持仓在不同行业中所占的平均权重，总体来讲，组合在基础化工、机械、医药、电子、电力设备及新能源等行业配置的权重较高。

图 45：券商金股精选组合在不同指数中的权重分布



资料来源:Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

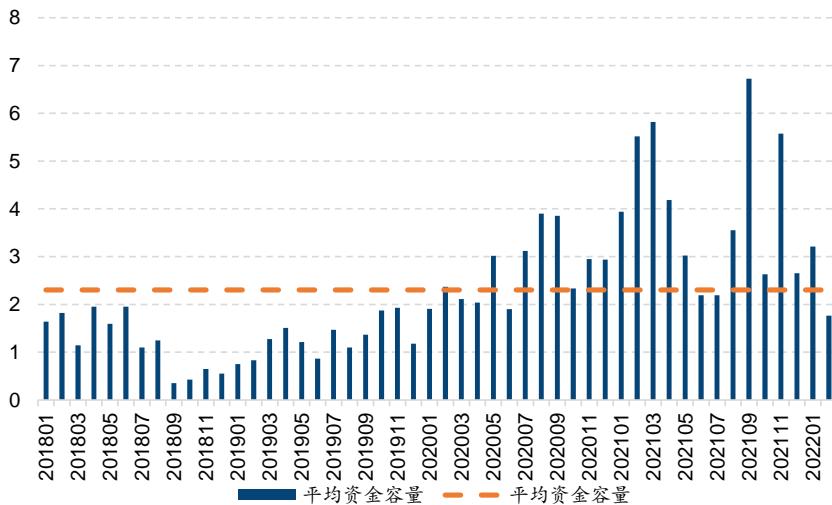
图 46：券商金股精选组合在不同行业中的权重分布



资料来源:Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

我们以每只股票在交易时点前 10 个交易日的日均成交额的 10% 作为个股单日最大买入金额，然后计算截面每只持仓股票单日最大买入金额/组合中该股票权重，取截面所有股票该数值的 25% 分位数处的取值作为组合单日最大买入金额，其历史时序如图 47 所示，历史来看组合平均单日最大买入金额为 2.30 亿元。

图 47：券商金股精选组合单日资金容量（亿元）



资料来源:Wind, 美市科技, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

总结

初识券商金股

券商金股组合既包含分析师对行业风格的偏好，又包含分析师对推荐时点的判断。绝大多数券商的金股组合以月度形式推出，这意味着数据更新频率更高、时效性更强，能够更加及时地反映机构投资者对当前市场的偏好及判断。

目前，市场上采用的券商金股数据主要来源于每市 APP、朝阳永续数据库和券商研究报告。本文对不同数据来源的优缺点进行了比较，并对数据整理过程中的细节进行了介绍，保证了数据的严谨性和正确性。

券商金股股票池：普通股票型基金指数的良好表达

从券商金股数量来看，目前发布金股的券商数量基本稳定在 50 家左右，券商金股股票池数量基本稳定在 350 只左右；

从报告发布的时效性来看，90% 的券商金股数据可以在每月第一个交易日之前（包含当日）获得；

从买卖方互动性来看，将近 85% 的券商金股已经出现在至少一只主动股基的前十大重仓股中；尚未进入公募基金前十大重仓股的券商金股中，出现在下一个报告期基金前十大重仓股的比例平均为 35%；

从分析师盈利预测来看，盈利预测上调金股的超额收益明显高于全部金股，而首次预测及盈利预测下调样本的超额收益明显低于全部金股；

从是否超预期来看，超预期金股约占 25%，非超预期金股约占 75%。无论是从推荐前还是在推荐后，超预期金股的超额收益都要明显高于非超预期金股；

从推荐重复性来看，重复金股和新进金股的数量占比各为 50%，说明券商金股的换手率较高；

从推荐家数来看，多人推荐金股约占 30%，独家推荐金股约占 70%，说明券商金股的特质性较强，大多数券商金股为分析师的独家推荐票；

从市场表现来看，券商金股组合与普通股票型基金指数走势十分接近。基于此，如果能够在该股票池中进行进一步优选，那么就可以达到稳定战胜主动股基中位数的表现。

基于券商金股的公募业绩增强策略

在 A 股市场中，公募基金的长期表现优于传统宽基指数，然而想要战胜公募基金中位数并非易事。对于考核相对排名的公募基金而言，如果每年都能够稳定地战胜公募基金中位数，那么其长期业绩排名将处于相对靠前的位置，从业绩稳定性和持续性来看都能够带来明显的提升。

我们以券商金股股票池为选股空间和基准指数，采用组合优化的方式控制组合与券商金股股票池在个股、风格上偏离，构建券商金股业绩增强策略。在 2018 年-2021 年回测区间内，考虑仓位及交易费用的影响后，组合年化收益为 35.86%，相较普通股票型基金指数年化超额 17.31%，年化跟踪误差为 6.35%，信息比为 2.21，相对最大回撤为 4.92%，在 2018 年-2021 年组合每年的业绩排名都能够排在主动股基前 30% 的水平。

券商金股精选组合

为提升组合的进攻性，我们从基本面和技术面两个维度对券商金股股票池进行筛选，构建月度调仓的券商金股精选组合。在 2018 年-2021 年回测区间内，考虑交易费用的影响后，组合年化收益 49.59%，相对中证 500 指数的年化超额收益达到 45.61%，信息比 2.60，收益回撤比 5.83。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032