

2023 年 04 月 22 日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

景气领航：从筹码结构和分析师预期变动看行业定价中的“强预期”和“强现实”

—鑫量化之十三

投资要点

分析师：吕思江 S1050522030001

✉ lvsj@cfsc.com.cn

分析师：马晨 S1050522050001

✉ machen@cfsc.com.cn

■ 行业定价正逐渐从“预期”转向“现实”驱动

景气投资是否失效了？这是自 2021 年中以来市场关心的热点问题。部分高增长行业的上行弹性反而不足，我们认为可能原因有两点：

在评估行业成长性时，筹码结构也是必须要加以考虑的。这体现在存量博弈中，持仓是否过于同质化、上行弹性是否已经透支。针对这一点我们构造了基于回归的公募行业持仓占比，用来作为行业“真实增速”的惩罚项。

以及，在市场大幅调整，并处于可能的行情拐点时，我们可以暂时放弃坚持“强者恒强”的“胜率”思维，更多秉持“赔率”思维。我们通过寻找分析师预期变动明显的方向，主动寻找本身静态增速可能不足但变动趋势向好的板块。“deltaG”（成长性变动值）的重要性强于“G”（静态成长）。

■ 现实：考虑筹码结构的单季真实增速

我们用覆盖度更高的 2022 年四季报单季数据，作为 2023 年一季报业绩前瞻的预测值。年报正式数据不足的问题通过将年报业绩预告的净利润区间中值作为个股的财报填充值的方式来解决。

从计算得到的行业净利润增速来看，发现对于过去几年中机构持仓占比较高的行业，即使静态成长仍然保持高位，投资人可能会担心成长性已经过分透支，反而将每一次高增速兑现看做减仓良机。因此在描述行业成长性时，必须将筹码结构作为考虑因素纳入。我们构造了相应指标作为衡量行业增速时的惩罚项。

■ 预期：更敏锐的短周期景气预期因子

2023 年是我们定义的美债利率反转、疫情反转、中国经济复苏反转的“三重反转年”，宏观情境和市场逻辑处于拐点阶

相关研究

1、《景气-预期差视角下的 A 股三季报：种业超预期幅度最大_鑫量化之八》2022-10-23

2、《景气领航：基于景气预期的细分行业比较和轮动策略》发布日期 2022-11-22

3、《假如明年“三重见顶”将至，如何布局迎接潮起？》2022-11-21

段。建议更多偏向“赔率”逻辑。我们用较短周期的分析师预期的改变量作为行业“赔率”的代表。

修正后景气预期短周期因子的变动更为迅速，对于底部反弹机会更为敏锐，也相对更合适 2022 年至今的市场特征。

■ “现实” or “预期”的四象限图

整个三月当中，行情主要集中在“强预期弱现实”行业，也就是第二象限中，整体涨幅高达 1.7785%。而第一第四象限所代表的强现实板块表现落后。

进入四月后，随着财报季逐步展开，第一象限的“强预期强现实”的行业中，建筑、电子、通信仍有较好表现，四月延续强势。第二象限中计算机 4 月气泡缩小较为明显，第四象限中的石油石化、有色、家电、电力、非银金融等行业气泡均显著增大，我们认为市场正逐步修正前期的极端化行情，从看重预期逐渐转向现实预期并重。

二季度我们推荐更看重一、四象限中的“中特估”国企主线（建筑、电力公用事业、石油石化、银行非银、通信）和代表半导体安全、消费复苏的电子（半导体和消费电子、半导体机械）。

■ 风险提示

数据全部来自公开市场数据，市场环境出现巨大变化模型可能失效。基于历史数据的模型存在失效风险，基金历史业绩不代表未来。

正文目录

1、 行业驱动来自什么？预期还是现实？	5
1.1、 业绩预告填充后的行业覆盖情况	6
1.2、 各行业净利润单季同比变动情况：整体法	7
1.3、 各行业净利润单季同比变动情况：市值加权法	8
1.4、 怎样描述行业拥挤带来的成长透支问题	10
2、 预期：更敏锐的短周期景气预期因子	14
2.1、 “景气预期”因子的构造方式	14
2.2、 “三重反转”年如何更好跟踪市场观点变动	15
3、 “现实” OR “预期”的四象限图	17
4、 风险提示	22

图表目录

图表 1：2022 年报、2023 一季报两种口径公布数量	6
图表 2：一级行业正式报告、业绩预告覆盖度	6
图表 3：一二三级行业填补后 2022Q4 净利润覆盖度	6
图表 4：中信一级行业填补后 2022Q4 净利润覆盖度	6
图表 5：中信二级行业 2022Q4 覆盖度前后 10 名	6
图表 6：中信三级行业 2022Q4 覆盖度前后 10 名	6
图表 7：整体法一级行业净利润同比变动	8
图表 8：市值加权法净利润同比	9
图表 9：当期净利润同比分布：离群点过多	10
图表 10：双曲正切 tanh 函数图像	10
图表 11：经过离群点处理后的行业净利润同比	10
图表 12：一级行业 PE、PB 与过去五年历史分位数	11
图表 13：季报重仓股口径下一级行业持仓占比	12
图表 14：公募仓位测算口径构建方式	13
图表 15：公募仓位测算口径下一级行业持仓占比	13
图表 16：景气预期因子构造思路	14
图表 17：景气预期底层因子计算方式与细节	15
图表 18：超额收益走势对比	16
图表 19：景气预期细分因子计算方式占比	17
图表 20：景气预期回看期对比	17
图表 21：静态真实增速和拥挤透支（罚分项）	18
图表 22：罚分前后象限图对比	19

图表 23：预期和现实四维象限图，对应三月整月涨跌幅 19

图表 24：预期和现实四维象限图，对应三月整月涨跌幅 20

图表 25：二级 TMT 行业景气预期排名前 20 与 YTD 涨跌幅 21

图表 26：三级 TMT 行业景气预期排名前 20 与 YTD 涨跌幅 21

图表 27：二级行业景气预期排名前 20 与 YTD 涨跌幅 22

图表 28：三级行业景气预期排名前 20 与 YTD 涨跌幅 22

1、行业驱动来自什么？预期还是现实？

临近财报季，市场对股票业绩的关注度明显升高。但如何从财报数据刻画个股和行业的成长性，如何确定市场定价的主要逻辑，仍需仔细思量。

使用财报业绩数据来判断成长性，首先要考虑的是数据的覆盖度问题。截止 4 月 16 日，全 A 股已有大约近 300 家上市公司发布了 2023 年一季度业绩预告，整体披露率仍较低。单纯使用公告数据作为行业增速的代理指标，覆盖度不足。而如果等到多数个股数据披露后，可能又会错失一段涨幅。为了解决这个问题，我们用预告和正式报告填充的方式，计算最近可得单季真实增速作为预测值。

第二，我们认为经过过去两三年的机构抱团市场洗礼，一些静态增速较高的板块已明显拥挤，成长性可能部分透支，即使静态增速较高，上涨弹性也相对不足。我们希望在评估行业成长性时，将拥挤透支考虑进去。

第三，之前的研究结果¹²表明，在市场大幅调整，并处于可能的行情拐点时，应当更多秉持“赔率”思维，主动寻找成长性向上变动的行业。“deltaG”（成长性变动值）的重要性强于“G”（静态成长）。对于“deltaG”，前期报告中我们用盈利、ROE、分析师评级和目标四个研究报告预测口径，构造了“景气预期”因子，在样本外尤其是“赔率”行情中表现出良好效果。本文中会继续沿用。

最终，我们从“考虑了拥挤透支后的真实静态增速”（“真实增速”）和“景气预期”，也可以理解为“现实”和“预期”两个维度，对行业进行筛选。这种方法同时也提示我们，当前市场对行业定价的主要驱动因素究竟为何。以三月底为界，我们认为当前 A 股正从“预期”驱动，逐步转向“现实”驱动。建议在保持 TMT 和中特估双主线暴露的情况下，可以在财报季和重要会议结束后，寻找新的具备坚实“现实”基础的新机会。

2、现实：考虑筹码结构的单季真实增速

截至 2023 年 4 月 16 日 11:30，已公布 2022 年年报的 A 股上市公司共计 1760 家，发布一季报业绩预告的公司大约 280 家。

从 28 个中信一级行业（除综合、综合金融）角度来看，2022 年年报一级行业覆盖率平均 36.21%。

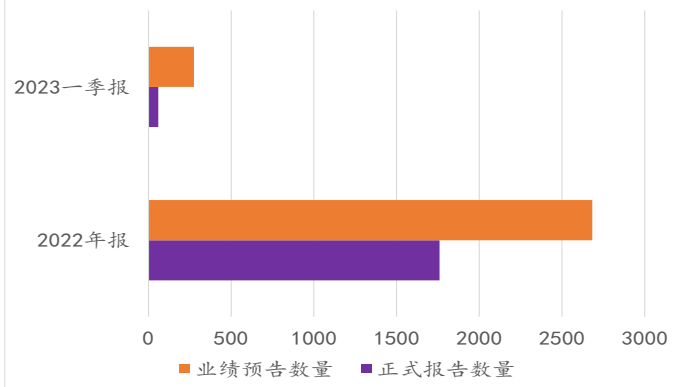
行业整体业绩预告口径覆盖度已达到 54.58%，部分行业例如石油石化、消费服务、农

¹ 《景气-预期差视角下的 A 股三季报：种业超预期幅度最大_鑫量化之八》，作者吕思江、马晨，发布日期 2022 年 10 月 23 日

² 《景气领航：基于景气预期的细分行业比较和轮动策略》，作者吕思江、马晨，发布日期 2022 年 11 月 22 日

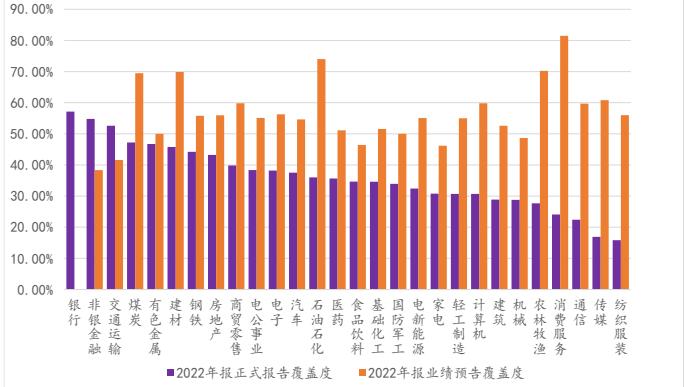
林牧渔的业绩预告都在 69%以上，但正式报告覆盖度仍低于 50%，用来作为行业成长性代理指标仍不够完整。

图表 1：2022 年报、2023 一季报两种口径公布数量



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：一级行业正式报告、业绩预告覆盖度



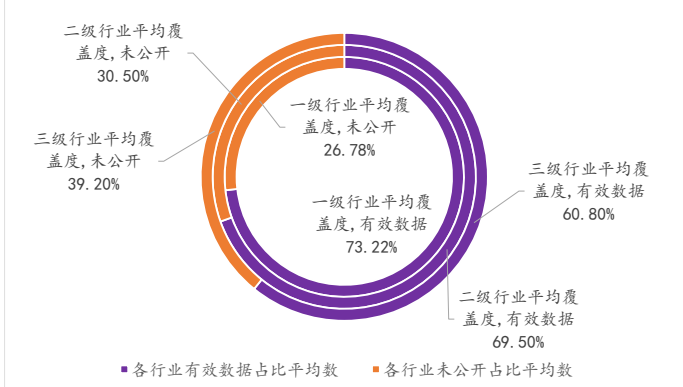
资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.1、业绩预告填充后的行业覆盖情况

为了解决数据不足的问题，我们考虑用覆盖度更高的 2022 年四季报单季数据，作为 2023 年一季报业绩前瞻的预测值。四季报单季数据由年报数据折算而来。年报正式数据不足的问题，则通过将年报业绩预告的净利润区间中值作为个股的财报填充值的方式来解决。

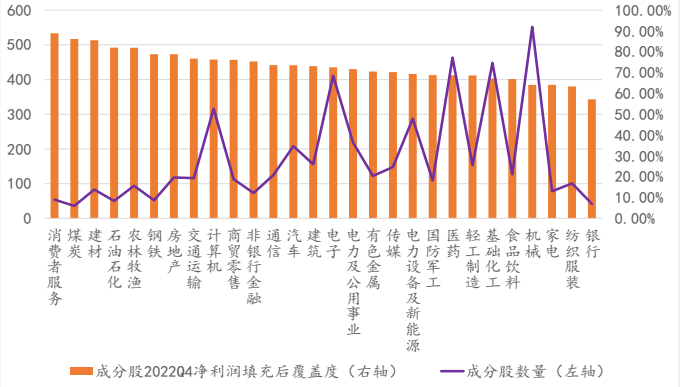
填充后有 2022 年净利润数据的股票数量达到 2681 只，数据覆盖度得到了有效提升。各一、二、三级行业覆盖度如下：

图表 3：一二三级行业填补后 2022Q4 净利润覆盖度



资料来源：Wind，华鑫证券研究

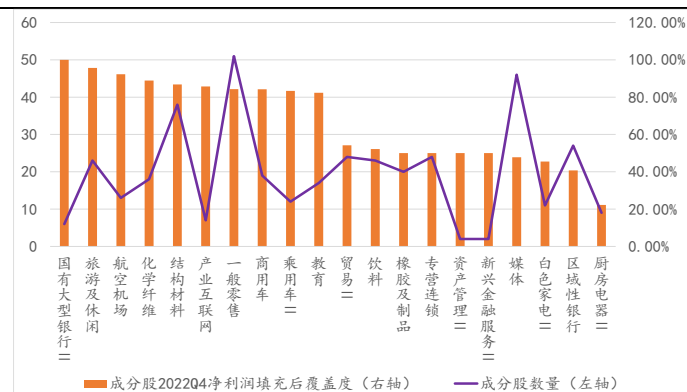
图表 4：中信一级行业填补后 2022Q4 净利润覆盖度



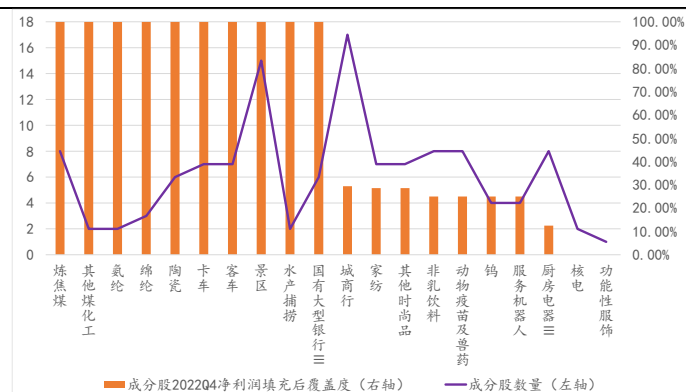
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 5：中信二级行业 2022Q4 覆盖度前后 10 名

图表 6：中信三级行业 2022Q4 覆盖度前后 10 名



资料来源: Wind, 华鑫证券研究



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

1.2、各行业净利润单季同比变动情况：整体法

从 Wind 数据库获取合并报表（最新报表，全年口径）数据。当股票已公布最新一期归母净利润后计算同比变动，以 2022 年四季报为例：

$$netprofit_{2022Q4} = netprofit_{2022Q4Whole} - netprofit_{2022Q3Whole}$$

一级行业层面上，通过加总成分股单季度净利润来计算行业净利润的同比变动：

$$netprofit_{2022Q4,i} = \sum_j^N netprofit_{2022Q4,j}$$

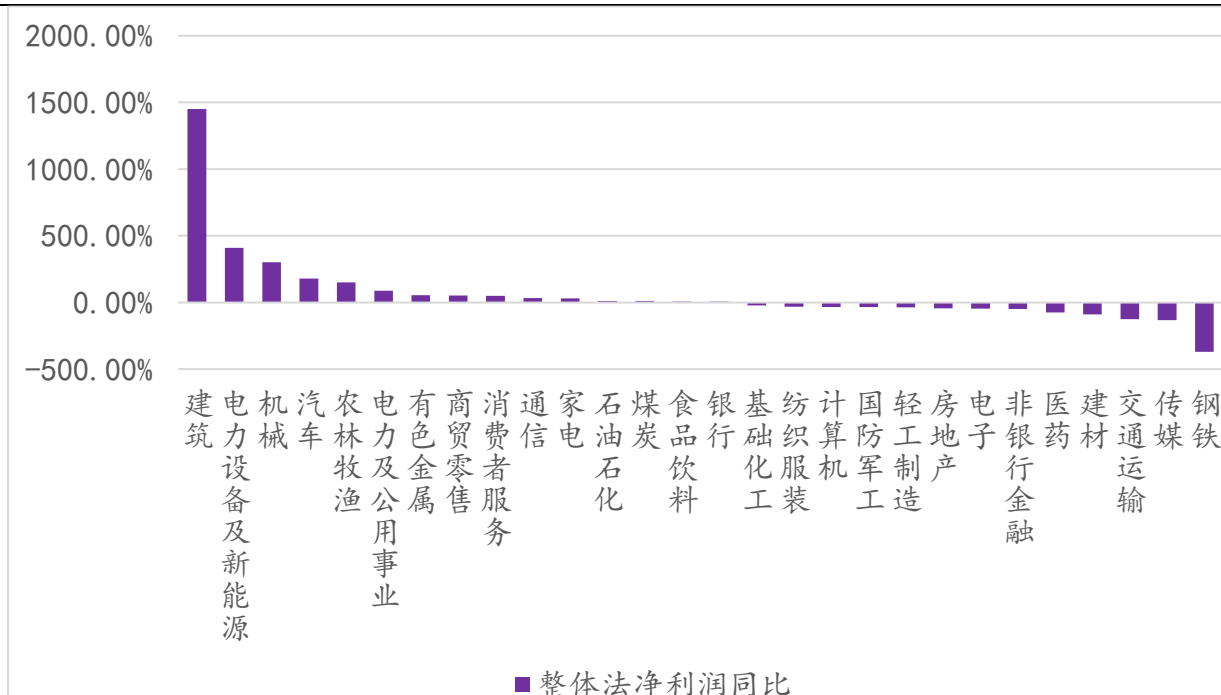
$$YOYnetprofit_{2022Q4,i} = \frac{netprofit_{2022Q4,i}}{abs(netprofit_{2021Q4,i})} - 1, i = 1, 2, \dots, 28$$

其中：j 代表下设成分股，i 代表中信 28 个一级行业

这种方法稍微弱化了单独个股的净利润增速对行业整体影响，但仍会受到行业整体净利润变动和基数影响。特别需要注意的是，综合对比后我们认为，扭亏、续亏等情景虽然会极大影响行业、个股的同比数值，但仍包含大量个股间排序意义，因此没有直接剔除³。

³ 详见《景气-预期差视角下的 A 股三季报：种业超预期幅度最大_鑫量化之八》，作者吕思江、马晨，发布日期 2022 年 10 月 23 日

图表 7：整体法一级行业净利润同比变动



资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.3、各行业净利润单季同比变动情况：市值加权法

市值加权法可以去除市值过小、净利润变动剧烈的公司对行业所带来的影响。具体方法为：

首先计算个股净利润同比变动：

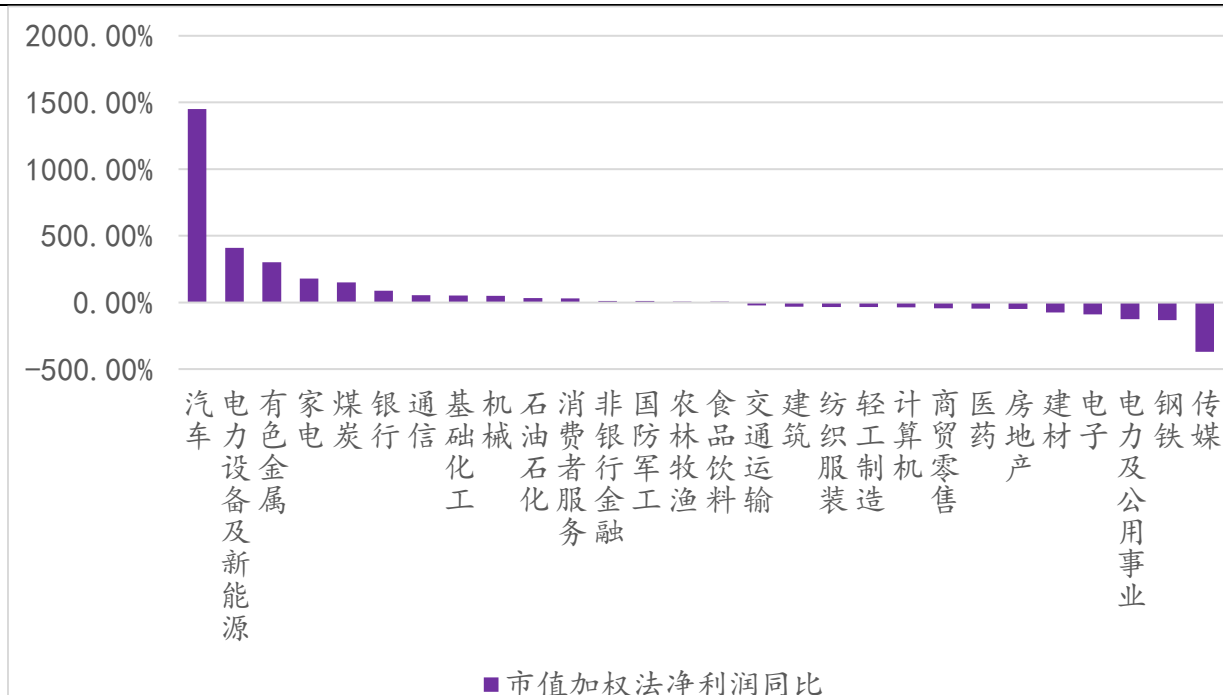
$$YOYnetprofit_{2022Q4,j} = \frac{netprofit_{2022Q4,j}}{abs(netprofit_{2021Q4,j})} - 1$$

其次对行业成分股净利润同比乘以一级行业内市值占比权重后进行加总：

$$netprofit_{2022Q4,i} = \sum_j^N netprofit_{2022Q4,j} * w_j$$

$$w_j = \frac{market\ value_{t,j}}{\sum_j^N market\ value_{t,j}}$$

图表 8：市值加权法净利润同比



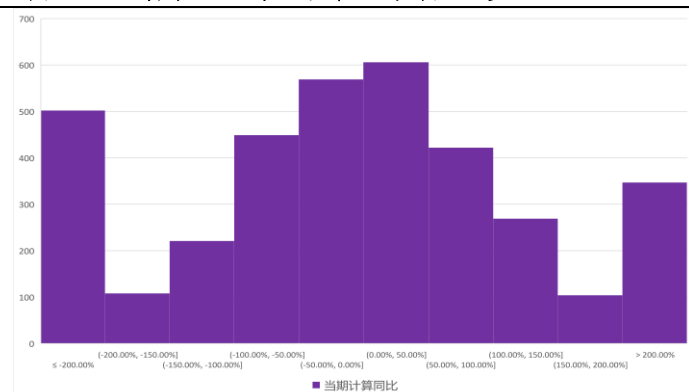
资料来源：Wind，华鑫证券研究

我们发现数据中离群点较多，即使做市值加权后仍有影响，因此进一步对单季净利润同比变动做一个简单的保序变换：

$$\tanh(x) = \frac{\sinh(x)}{\cosh(x)} = \frac{e^{2x} - 1}{e^{2x} + 1}$$

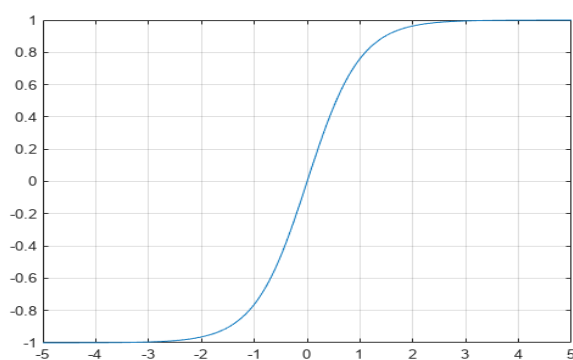
这样既可以保留净利润单季度变动在-200%到 200%之间股票所包含的所有信息，又不会被过多离群点影响。这种方式处理后在 200%和-200%之外的数值打分将变成 1\ -1，其余“有效”数据图像则均匀排序于[-1, 1]区间内。将其看作为打分，经过市值加权后行业内加总评分：

图表 9：当期净利润同比分布：离群点过多



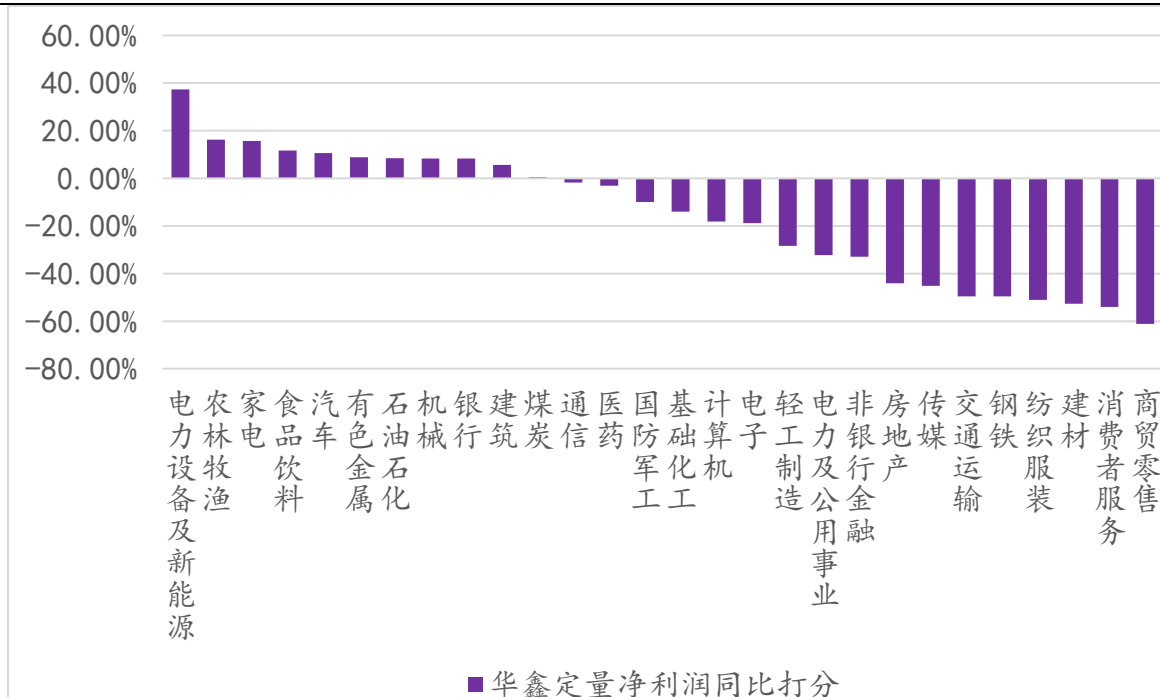
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 10：双曲正切 tanh 函数图像



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 11：经过离群点处理后的行业净利润同比



资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.4、怎样描述行业拥挤带来的成长透支问题

从计算得到的行业净利润增速来看，我们发现对于过去几年中机构持仓占比较高的行业，即使静态成长仍然保持高位，投资人可能会担心成长性已经过分透支，反而将每一次高增速看做减仓良机。因此在描述行业成长性时，必须将拥挤透支作为考虑因素纳入。

我们尝试用两种方式表达行业成长性可能过度拥挤透支的程度：

首先是行业估值的历史分位数。这里我们首先考虑使用 PE 和 PB 三年、五年的历史分

位数。可以看到这种方式实际和直觉有一定违背：电力设备新能源虽然经过三年的上行，但由于本身增速仍高，不断消化估值之下，当前估值分位数反而处于低位。而资源品中的钢铁、电力公用事业等冷门板块，由于长期处于冷门，短期上涨后反而将估值分位数提至高位。因此单纯看行业估值并不是一个好办法。

图表 12：一级行业 PE、PB 与过去五年历史分位数

证券代码	证券简称	一周涨跌%	一个月涨跌%	PE(TTM)	Min	0%	25%	50%	75%	100%	Max	PB(LF)	Min	0%	25%	50%	75%	100%	Max
CI005001.WI	石油石化(中信)	4.0	4.6	9.48	7.6915		21.95%				92.069	1.18	0.82		98.90%				1.23
CI005002.WI	煤炭(中信)	-1.4	-4.0	6.52	6.2698		4.25%				13.307	1.33	0.83		54.87%				1.92
CI005003.WI	有色金属(中信)	4.9	4.9	15.76	14.5569		9.74%				333.27	2.62	1.90		32.78%				4.73
CI005004.WI	电力及公用事业(中信)	2.4	0.4	32.03	16.5733		66.39%				68.267	1.77	1.34		63.72%				2.06
CI005005.WI	钢铁(中信)	2.3	-2.7	24.94	7.7182		95.88%				26.449	1.07	0.90		28.94%				1.93
CI005006.WI	基础化工(中信)	0.0	-3.4	19.58	16.8928		17.56%				127.81	2.58	2.13		8.78%				4.50
CI005007.WI	建筑(中信)	4.4	5.8	12.05	7.804		99.04%				12.338	1.09	0.84		96.02%				1.14
CI005008.WI	建材(中信)	-0.6	-2.4	19.36	10.9087		98.77%				19.922	1.48	1.38		1.78%				3.03
CI005009.WI	轻工制造(中信)	-1.5	-3.4	31.37	19.6018		58.85%				36.493	2.17	1.88		13.72%				3.15
CI005010.WI	机械(中信)	0.4	-0.7	36.13	25.4522		28.94%				61.172	2.61	2.01		28.26%				3.50
CI005011.WI	电力设备及新能源(中信)	0.1	-3.3	28.08	27.8154		0.69%				64.921	3.36	2.18		28.81%				5.35
CI005012.WI	国防军工(中信)	-2.1	-4.3	62.52	48.529		22.77%				100.67	3.59	2.62		24.76%				5.16
CI005013.WI	汽车(中信)	-1.1	-1.4	35.75	25.4477		10.56%				52.769	2.16	1.45		18.66%				3.19
CI005014.WI	商贸零售(中信)	0.8	2.2	0.00	24.9984		0.00%				107.73	1.54	1.23		72.15%				2.10
CI005015.WI	消费者服务(中信)	-0.9	-1.2	0.00	44.704		0.00%				4180.7	5.04	4.30		17.83%				10.40
CI005016.WI	家电(中信)	0.0	1.7	16.18	13.2385		16.60%				33.65	2.70	2.20		14.13%				4.65
CI005017.WI	纺织服装(中信)	-0.8	-4.0	28.96	22.6244		47.60%				49.475	1.75	1.55		18.93%				2.30
CI005018.WI	医药(中信)	3.4	2.8	36.41	28.0607		31.82%				87.604	3.77	3.12		23.59%				6.59
CI005019.WI	食品饮料(中信)	-5.5	-5.7	35.07	28.1627		6.86%				65.731	6.77	5.33		9.19%				12.98
CI005020.WI	农林牧渔(中信)	-3.8	-0.1	0.00	15.6664		0.00%				1317.9	3.07	2.79		6.31%				4.87
CI005021.WI	银行(中信)	1.8	2.0	4.74	4.1183		24.97%				7.3283	0.55	0.49		21.67%				0.81
CI005022.WI	非银行金融(中信)	0.6	2.5	17.62	11.2425		78.46%				22.667	1.31	1.05		31.28%				2.24
CI005023.WI	房地产(中信)	2.9	2.1	0.00	8.5044		0.00%				20165	0.94	0.84		7.61%				1.51
CI005024.WI	交通运输(中信)	0.3	-1.1	29.81	15.07		55.69%				91.434	1.58	1.33		46.71%				1.76
CI005025.WI	电子(中信)	-0.9	14.5	55.11	27.2606		60.77%				97.471	3.82	2.92		33.06%				5.98
CI005026.WI	通信(中信)	-0.7	6.5	23.68	15.5372		31.69%				194.29	1.87	1.25		39.78%				3.79
CI005027.WI	计算机(中信)	-3.0	10.6	100.45	68.0978		26.34%				354.03	4.48	2.79		50.48%				6.47
CI005028.WI	传媒(中信)	6.6	25.1	70.09	32.884		48.16%				46927	2.64	1.59		83.81%				3.40
CI005029.WI	综合(中信)	-0.9	-6.6	0.00	52.9575		0.00%				1262.4	1.92	1.33		84.36%				2.14
CI005030.WI	综合金融(中信)	2.3	2.7	38.38	26.6775		50.84%				66.89	1.39	1.26		14.47%				2.73

资料来源：Wind，华鑫证券研究

另外一种方式，我们用公募整体在一级行业上的持仓占比作为拥挤透支的代理变量。这里分别可以采用季报重仓股口径、或是基于 Lasso 回归的高频公募仓位测算口径。

其中公募重仓口径，我们使用的是每年四次季报的十大重仓数据，并加总至一级行业层面：

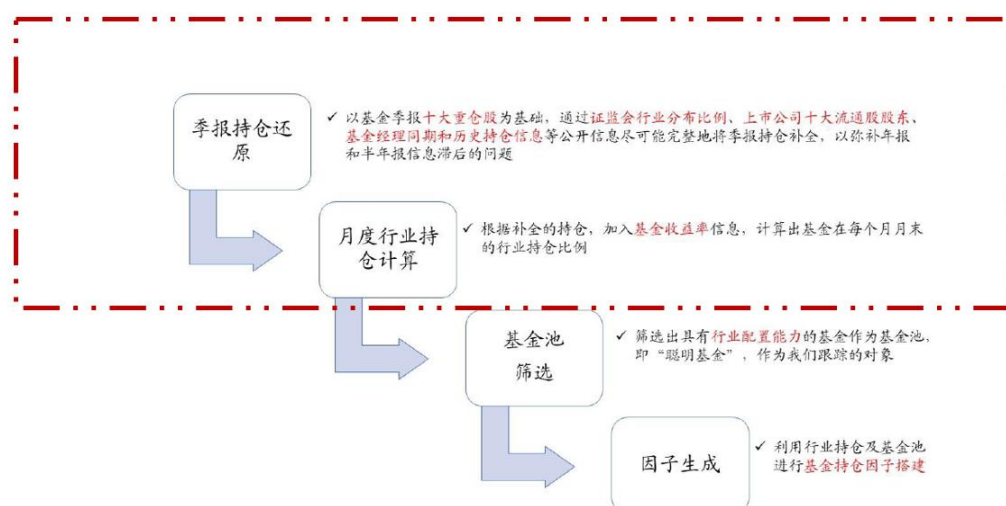
图表 13：季报重仓股口径下一级行业持仓占比

行业	20221231 重仓仓位	过去3年 分位数	过去5年 分位数	过去6个 月增加
计算机	4.84%	71.40%	54.50%	1.42%
交通运输	2.91%	92.80%	95.40%	0.77%
医药	12.23%	28.50%	27.20%	0.68%
机械	3.97%	85.70%	90.90%	0.67%
食品饮料	16.05%	57.10%	63.60%	0.59%
电力及公用事业	1.03%	85.70%	68.10%	0.50%
国防军工	3.99%	85.70%	90.90%	0.43%
银行	3.12%	42.80%	27.20%	0.33%
房地产	2.37%	50.00%	31.80%	0.31%
非银行金融	0.80%	35.70%	22.70%	0.23%
农林牧渔	1.65%	64.20%	59.00%	0.13%
商贸零售	0.27%	64.20%	40.90%	0.12%
消费者服务	2.04%	50.00%	63.60%	0.11%
纺织服装	0.23%	71.40%	45.40%	0.04%
综合	0.02%	57.10%	54.50%	0.01%
综合金融	8.88E-05	5.71E-01	4.54E-01	8.83E-05
传媒	0.71%	14.20%	9.00%	-0.01%
建材	0.92%	14.20%	9.00%	-0.03%
建筑	0.54%	64.20%	54.50%	-0.08%
轻工制造	0.98%	57.10%	45.40%	-0.12%
家电	1.37%	7.10%	4.50%	-0.12%
石油石化	0.78%	35.70%	40.90%	-0.18%
钢铁	0.64%	57.10%	68.10%	-0.25%
煤炭	0.70%	71.40%	81.80%	-0.26%
汽车	3.38%	78.50%	86.30%	-0.31%
通信	0.94%	35.70%	22.70%	-0.45%
电子	9.00%	7.10%	27.20%	-0.68%
基础化工	5.70%	57.10%	72.70%	-0.98%
有色金属	3.76%	64.20%	77.20%	-1.25%
电力设备及新能源	15.07%	78.50%	86.30%	-1.62%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

其中公募仓位测算口径，我们首先对每只公募每次季报的十大重仓进行持仓补全，之后使用带约束和惩罚项的 Lasso 回归，得到每只基金在一级行业上的仓位。过程如下图：

图表 14：公募仓位测算口径构建方式



资料来源：华鑫证券研究

图表 15：公募仓位测算口径下一级行业持仓占比

行业	20230414 重仓仓位	过去3年 分位数	过去5年 分位数	过去6个 月增加
食品饮料	12.58%	86.40%	86.70%	2.73%
计算机	6.15%	89.00%	60.30%	2.73%
医药	13.38%	58.70%	59.10%	1.56%
通信	2.73%	96.70%	88.70%	1.16%
有色金属	3.37%	52.90%	69.60%	0.61%
交通运输	2.68%	96.10%	90.60%	0.57%
石油石化	1.20%	83.20%	71.20%	0.49%
建筑	1.17%	93.50%	76.20%	0.37%
非银行金融	1.31%	19.30%	11.60%	0.34%
传媒	1.35%	20.00%	12.00%	0.32%
电力及公用事业	1.41%	74.10%	60.30%	0.32%
家电	1.75%	25.80%	15.50%	0.29%
纺织服装	0.63%	88.30%	69.60%	0.10%
商贸零售	0.47%	57.40%	34.60%	0.10%
钢铁	1.07%	76.10%	72.30%	0.10%
轻工制造	1.23%	40.60%	25.60%	0.06%
基础化工	5.98%	57.40%	74.30%	-0.02%
农林牧渔	1.61%	58.70%	43.50%	-0.21%
电子	10.86%	49.00%	62.20%	-0.29%
建材	1.56%	25.80%	23.70%	-0.30%
煤炭	1.14%	78.70%	82.10%	-0.39%
银行	1.90%	0.60%	0.30%	-0.40%
消费者服务	1.14%	7.00%	5.80%	-0.72%
机械	5.63%	69.00%	81.30%	-0.76%
房地产	1.33%	3.20%	1.90%	-0.94%
汽车	3.83%	59.30%	74.70%	-1.24%
国防军工	2.78%	33.50%	50.90%	-1.37%
电力设备及新能源	9.75%	29.60%	57.50%	-5.17%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

我们可以通过纳入基金仓位信息来对真实增速进行修正。修正目的是回避三年百分位数高位并且持仓占比过大的一级行业。构建方式为：

- 1、对单季度（这里是 2022 年四季度）各行业真实同比增速排序。
- 2、定义罚分项为公募基金行业持仓三年百分位数和持仓占比乘积，并做截面 Z-score。
- 3、“考虑拥挤透支后的单季真实增速”定义为 1 项和 2 项之差。

2、预期：更敏锐的短周期景气预期因子

2.1、“景气预期”因子的构造方式

在前面的研究中，我们基于分析师预期的改变量构建⁴了景气预期因子，在历史上展现出很强的行业轮动预测能力。

图表 16：景气预期因子构造思路



⁴ 《景气领航：基于景气预期的细分行业比较和轮动策略》

资料来源：华鑫证券研究

这个方法的主要思路是通过构造一系列相关性较低的分析师预期小因子，通过因子复合的方式，用“弱分类器”构造“强分类器”。

分析师预期项当中主要使用盈利、ROE、目标价和分析师评级。在 2019-2022 年的抱团行情中，经过测算发现 ROE、盈利大类的因子有效性普遍较高，分析师评级和目标价的有效性较低。从回看期的角度，则主要使用 30-180 天的分析师数据变动值。具体定义方式请见前文研究，这里不再赘述。如是构建的景气预期能在 2022 年完整抓住煤炭行情。

2.2、“三重反转”年如何更好跟踪市场观点变动

2022 年三季度至今，是我们定义的“三重反转”年⁵：美债利率反转、疫情反转、中国经济复苏反转，宏观情境和市场逻辑处于拐点阶段。这种情况下我们建议更多偏向赔率逻辑，相应的我们针对这种市场行情构建了反应更为敏锐的短周期景气预期因子。

下图中我们对比了长周期和短周期景气预期小因子的具体构成。

从构成方式的调整方式看，宏观情境的拐点时期，我们主要增加了：较短回看期的因子数量；以及更多看重分析师评级和目标价上调这类和实际业绩相关性较低因子的占比：

图表 17：景气预期底层因子计算方式与细节

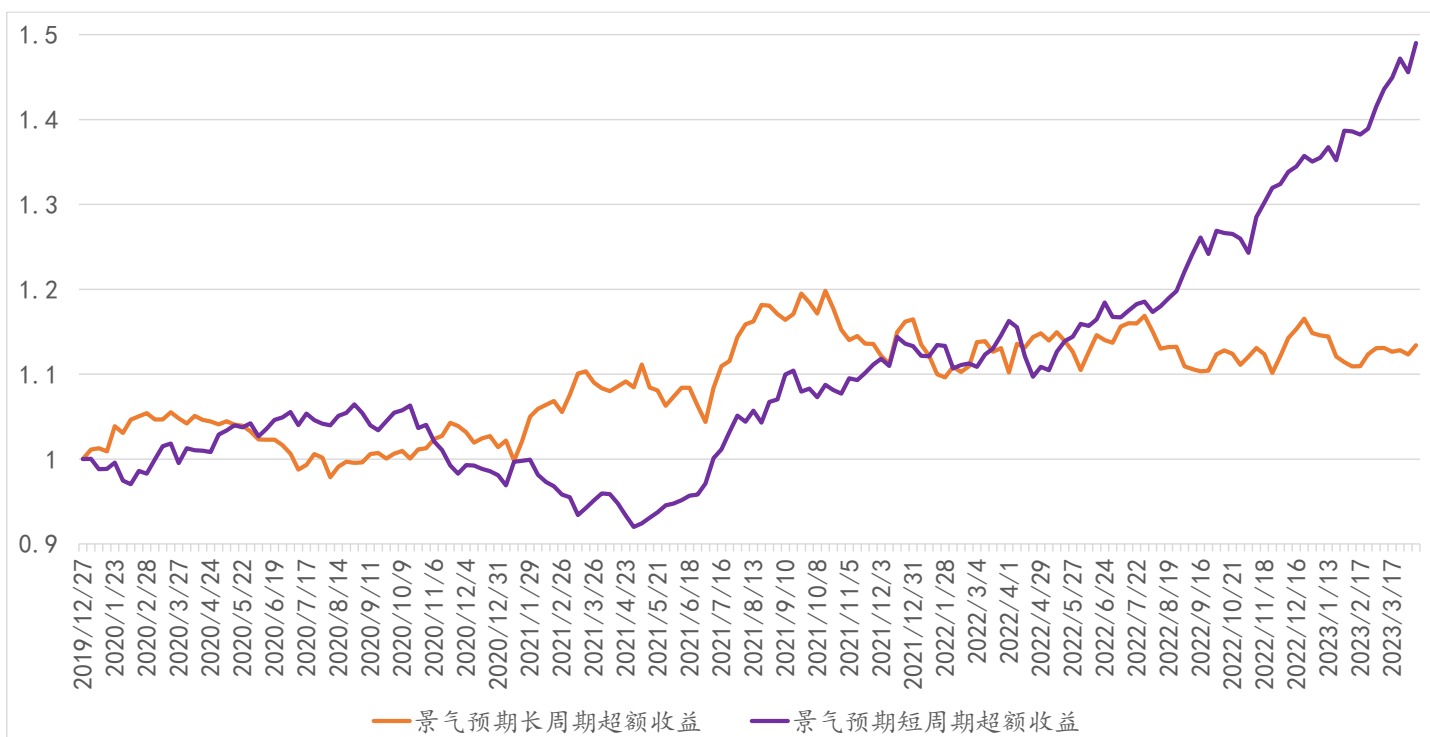
⁵ 《假如明年“三重见顶”将至，如何布局迎接潮起？*20221121》

因子定义	原始分析师数据长度（回看日）	原始数据计算方式	聚合到行业的方式	频率	原始值处理方式	因子计算时间参数（周）	景气预期短周期版本	景气预期长周期版本	切换方式
近30日行业成分股加总预期EPS上调占比4周差分（变动方向）	30	EPS的ERB指标（分析师上调比例），最近30天	加总	周频	差分	4	✓		三季度后切换FY1
近90日行业成分股加总预期EPS上调比例14周差分（变动方向）	90	EPS的ERB指标（分析师上调比例），最近90天	平均	周频	差分	14	✓		三季度后切换FY1
30日行业成分股平均净利润上调占比52周同比变化	30	NP的ERB指标（分析师上调比例），最近30天	平均	周频	同比		✓		三季度后切换FY1
近90日行业成分股平均预期ROE上调比例14周差分（变动方向）	90	ROE的ERB指标（分析师上调比例），最近90天	平均	周频	差分	14	✓		三季度后切换FY1
30日行业成分股平均预期ROE调整幅度环比8周平滑	30	ROE预期调整幅度（目前预期ROE-上期预期的ROE）/abs（上期预期的ROE）（最近30天分析师预期记录）	平均	周频	环比	8	✓		三季度后切换FY1
180日行业成分股平均分析师标准评级52周同比变动	180	标准分析师评级（最近180天分析师预期记录）	平均	周频	同比		✓		三季度后切换FY1
近180日行业成分股平均分析师标准评级4周差分（变动方向）	180	分析师标准评级（最近180天分析师预期记录）	平均	周频	差分	4	✓		三季度后切换FY1
近30日行业成分股加总买入评级占整体评级比2周差分（变动方向）	30	买入评级比例：买入评级占评级总数量的比例（最近30天分析师预期记录）	加总	周频	差分	2	✓		三季度后切换FY1
30日行业成分股平均评级调升占比14周差分（变动方向）	30	投资评级上调比例：评级调高占评级总数的比例（最近30天分析师预期记录）	平均	周频	差分	14	✓		三季度后切换FY1
近180日行业成分股加总预期收益率环比4周平滑	180	预期收益率：（最高目标价-目前收盘价）/目前收盘价（最近180天分析师预期记录）	加总	周频	环比	4	✓		三季度后切换FY1
近30日行业成分股平均最高目标价52周同比变动	30	最高目标价格变化：（目前最高目标价-上期最高目标价）/上期最高目标价（最近30天分析师预期记录）	平均	周频	同比		✓		三季度后切换FY1
近90日行业成分股平均最高目标价52周同比变动	90	最高目标价格变化：（目前最高目标价-上期最高目标价）/上期最高目标价（最近90天分析师预期记录）	平均	周频	同比		✓		三季度后切换FY1
近180日行业成分股加总预期EPS上调比例52周同比	180	EPS的ERB指标（分析师上调比例），最近180天	加总	周频	同比			✓	三季度后切换FY1
近180日行业成分股平均预期EPS上调比例52周同比	180	EPS的ERB指标（分析师上调比例），最近180天	平均	周频	同比			✓	三季度后切换FY1
近180日行业成分股加总预期净利润上调比例52周同比	180	NP的ERB指标（分析师上调比例），最近180天	加总	周频	同比			✓	三季度后切换FY1
近180日行业成分股加总预期ROE上调比例24周差分（变动方向）	180	ROE的ERB指标（分析师上调比例），最近180天	加总	周频	差分	24		✓	三季度后切换FY1
近180日行业成分股加总预期EPS环比变动20周平滑	180	预期EPS（最近180天分析师预期记录）	加总	周频	环比	20		✓	三季度后切换FY1
近90日行业成分股平均预期EPS环比12周平滑	90	预期EPS（最近90天分析师预期记录）	平均	周频	环比	12		✓	三季度后切换FY1
近90日行业成分股平均预期EPS8周差分（变动方向）	90	预期EPS（最近90天分析师预期记录）	平均	周频	差分	8		✓	三季度后切换FY1
近180日行业成分股平均预期ROE环比变动16周平滑	180	预期ROE（最近180天分析师预期记录）	平均	周频	环比	16		✓	三季度后切换FY1
近180日行业成分股平均预期ROE20周差分（变动方向）	180	预期ROE（最近180天分析师预期记录）	平均	周频	差分	20		✓	三季度后切换FY1
近30日行业成分股平均预期ROE16周差分（变动方向）	30	预期ROE（最近30天分析师预期记录）	平均	周频	差分	16		✓	三季度后切换FY1
近30日行业成分股平均预期ROE环比20周平滑	30	预期ROE（最近30天分析师预期记录）	平均	周频	环比	20		✓	三季度后切换FY1
近90日行业成分股平均预期ROE环比24周平滑	90	预期ROE（最近90天分析师预期记录）	平均	周频	环比	24		✓	三季度后切换FY1
近180日行业成分股加总预期净利润值环比变动20周平滑	180	预期净利润（最近180天分析师预期记录）	加总	周频	环比	20		✓	三季度后切换FY1
近30日行业成分股加总预期净利润值环比变动12周平滑	30	预期净利润（最近180天分析师预期记录）	加总	周频	环比	12		✓	三季度后切换FY1

资料来源：Wind，华鑫证券研究

从超额收益角度，可以看到长周期景气预期因子在抱团趋势行情中表现较好，可以抓住“强者恒强”的主线机会。而短周期因子的变动更为迅速，对于底部反弹机会更为敏锐，也相对更合适 2022 年至今的市场特征：

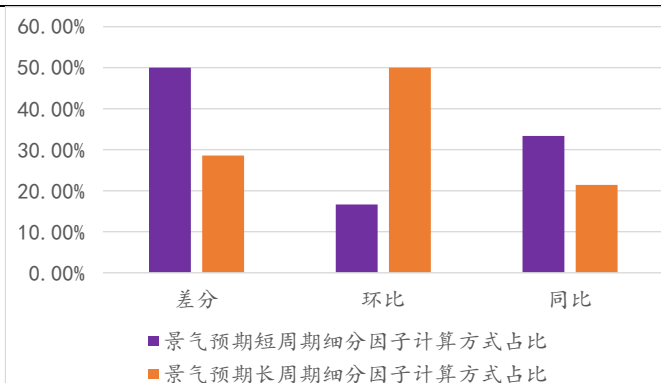
图表 18：超额收益走势对比



资料来源：Wind，华鑫证券研究

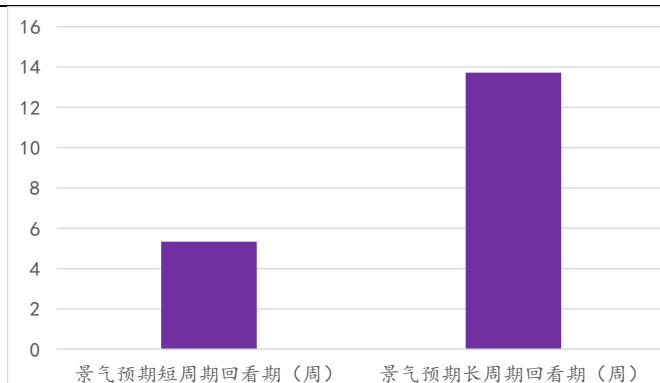
从计算方式和回看时长来看，短期因子更多纳入差分，我们之前讨论过，差分法对于业绩困境反转型行业更为友好。从回看期来看，短周期因子集中在 4-6 周，有别于长周期因子一般看重过去 12-14 周的改变量。

图表 19：景气预期细分因子计算方式占比



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 20：景气预期回看期对比



资料来源：Wind，华鑫证券研究

3、“现实” or “预期”的四象限图

接下来我们希望从“现实”和“预期”两个维度对行业层面进行分类。

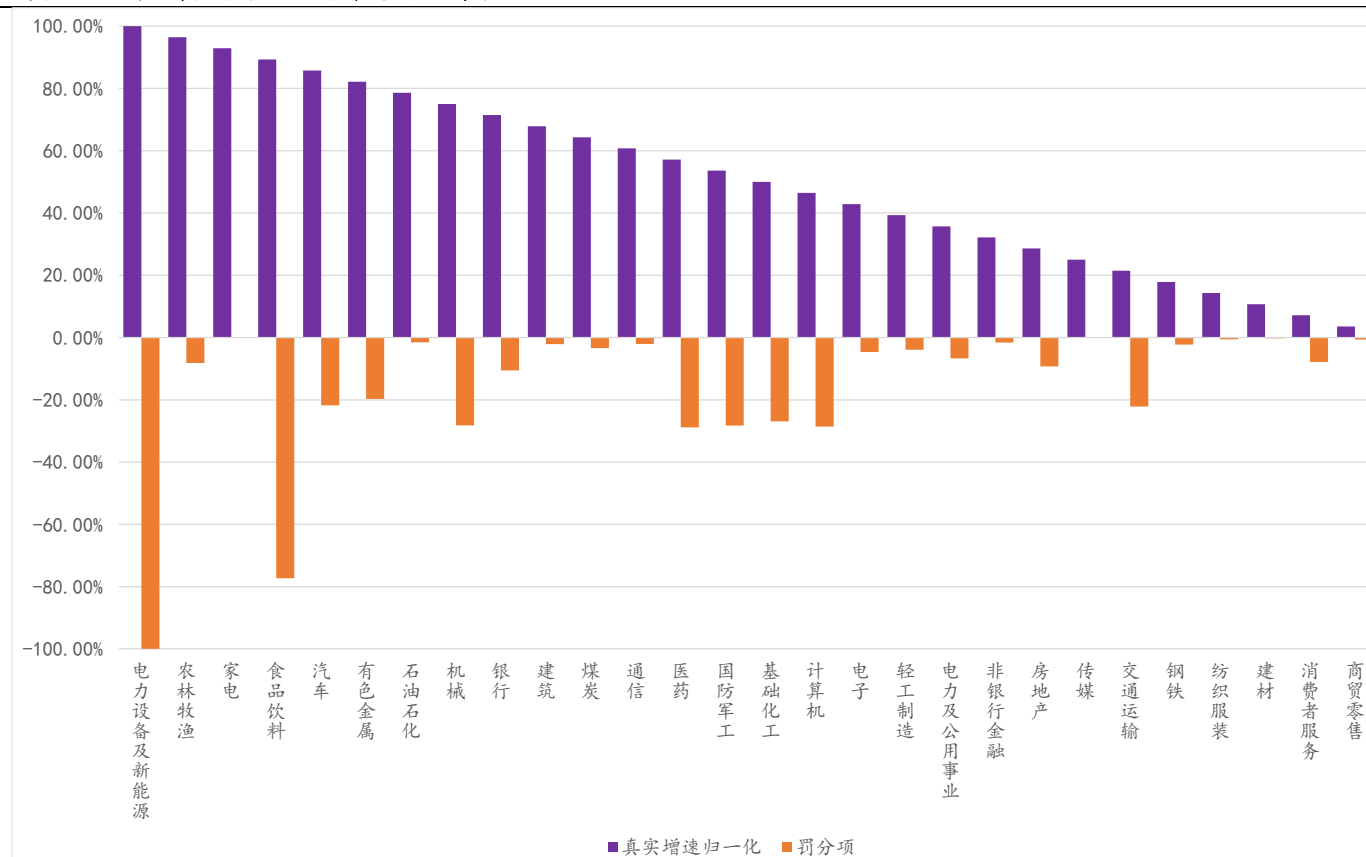
请阅读最后一页重要免责声明

17

2021 年下半年开始，“景气投资”是不是失效了，成为很多讨论的话题。我们认为主要原因有两方面，第一来自 2021 年中开始的高通胀、低增长的“类滞胀”至“衰退”环境，而成长因子在这两种情境下表现是最差的。第二是经过长期机构抱团，高成长行业的机构持仓已经非常拥挤，影响到未来弹性。

为了解决这个问题，我们前文中定义了真实增速，和基于机构仓位测算得到的拥挤透支因子。下图中我们列出了主要一级行业的静态真实增速，和拥挤透支（作为排序的罚分项）：

图表 21：静态真实增速和拥挤透支（罚分项）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

进一步我们用“考虑拥挤透支的单季真实增速”（以下用“真实增速”代表）和“景气预期”，分别代表“现实”和“预期”，构造一个四象限图。

第一象限，强预期强现实

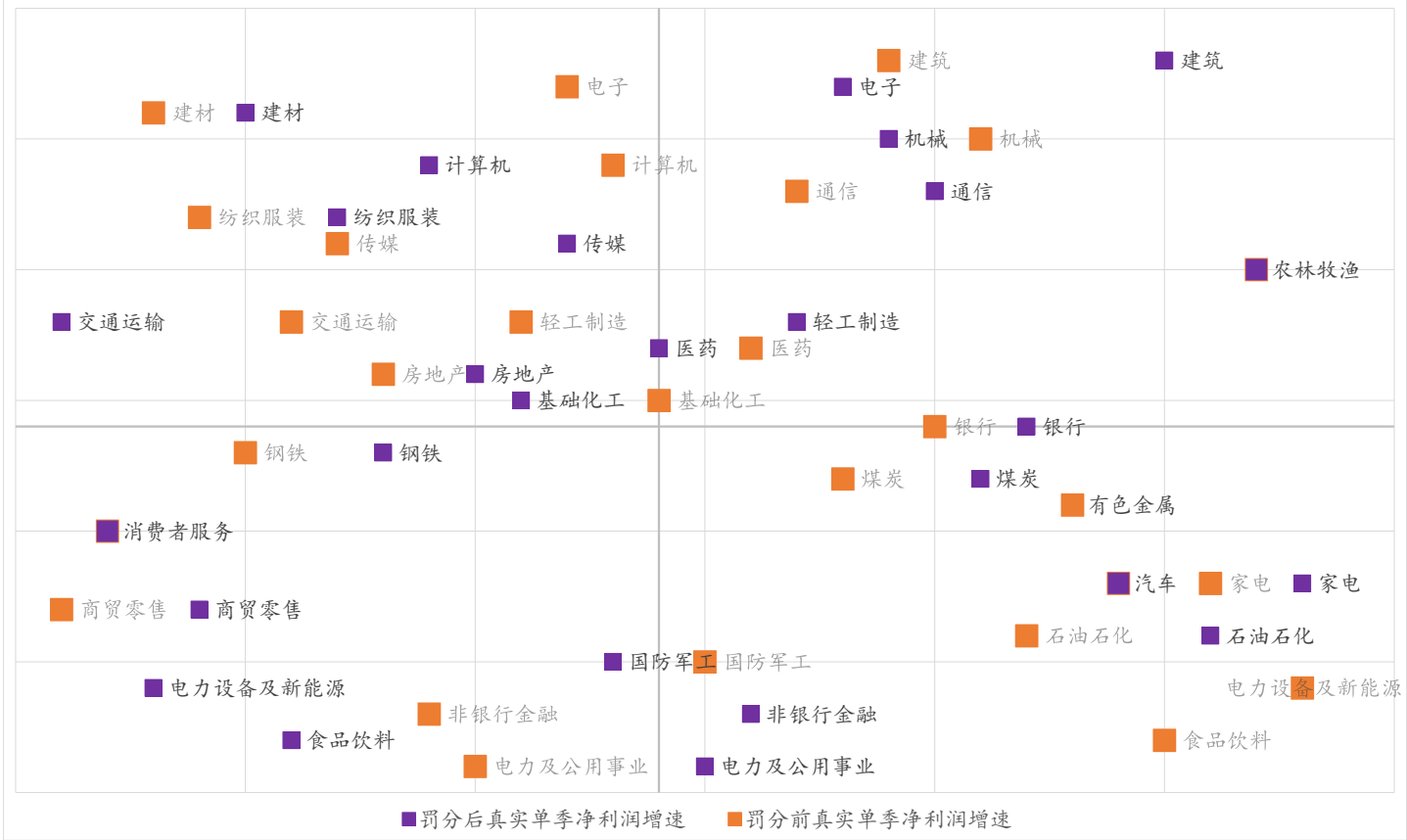
第二象限，强预期弱现实

第三象限，弱预期弱现实

第四象限，弱预期强现实

下图中分别展示了罚分前后各行业的真实单季净利润增速。

图表 22：罚分前后象限图对比

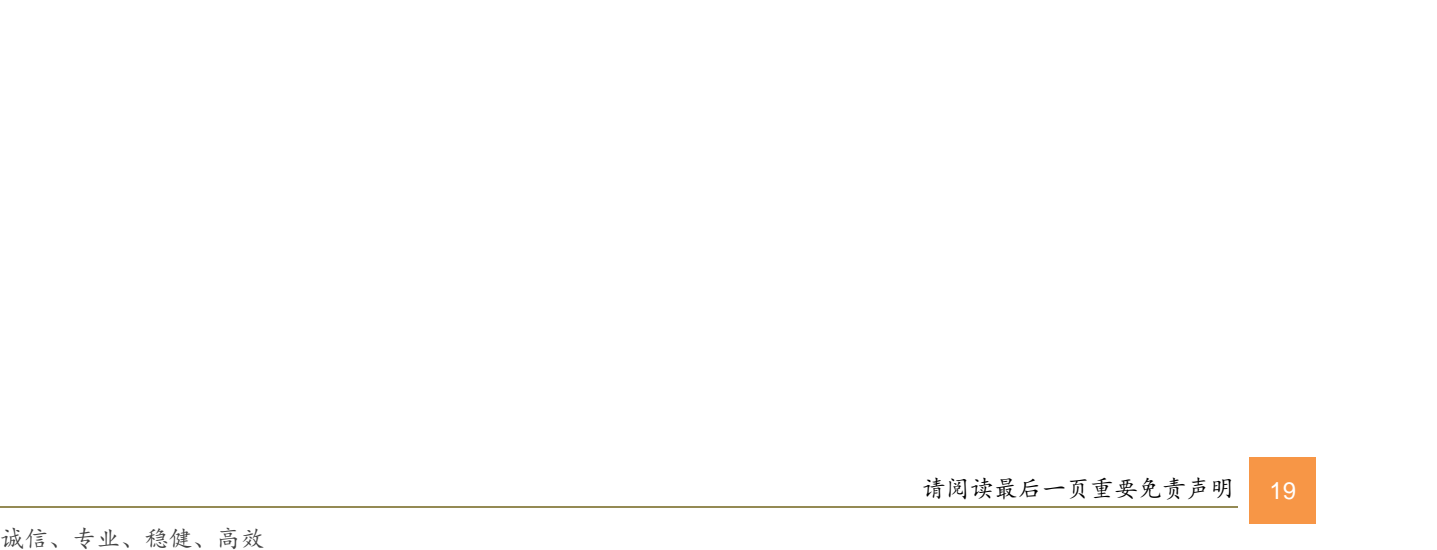


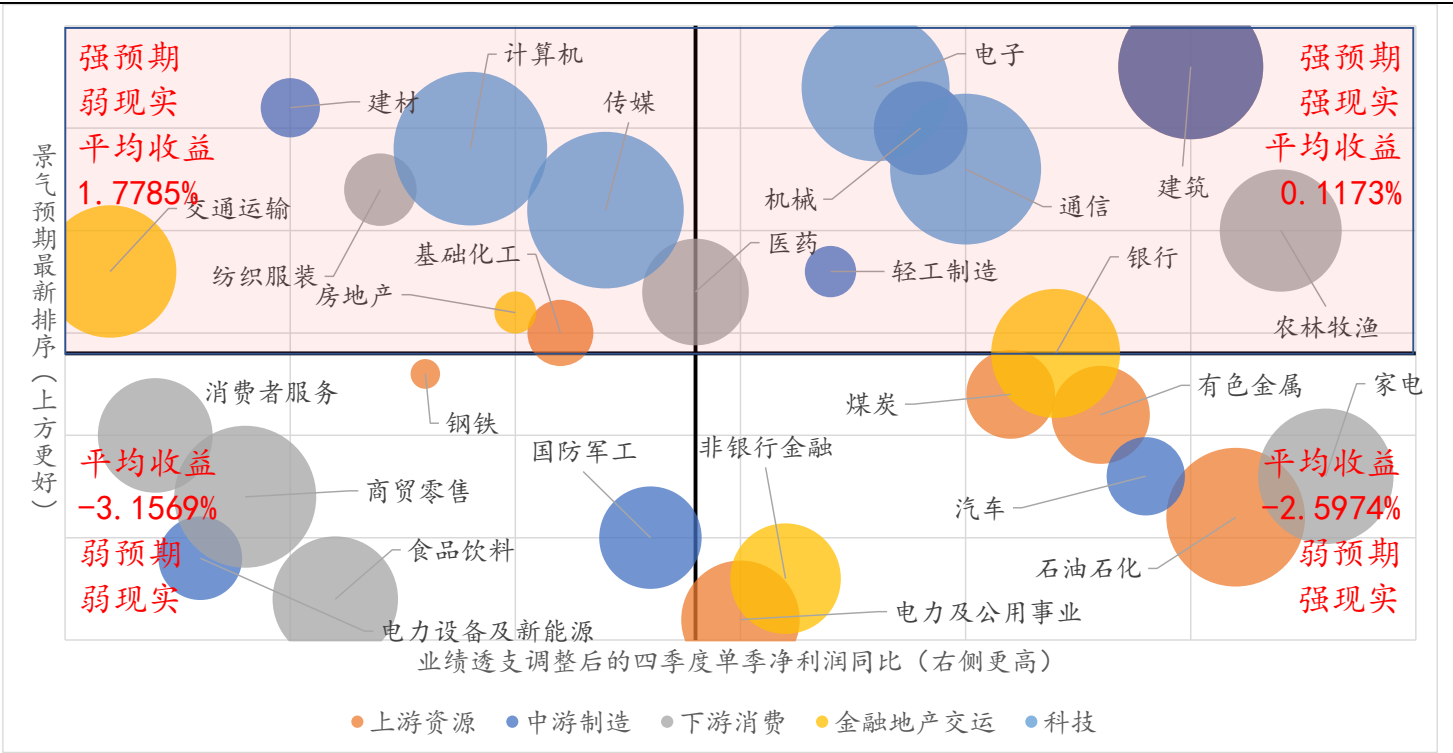
资料来源：Wind，华鑫证券研究

这个区分是否有效呢？我们用气泡大小来代表行业在一段时间内的涨跌幅。

可以看到，整个三月当中，行情主要集中在“强预期弱现实”行业，也就是第二象限中，整体涨幅高达 1.7785%。而第一第四象限所代表的强现实板块表现落后。

图表 23：预期和现实四维象限图，对应三月整月涨跌幅

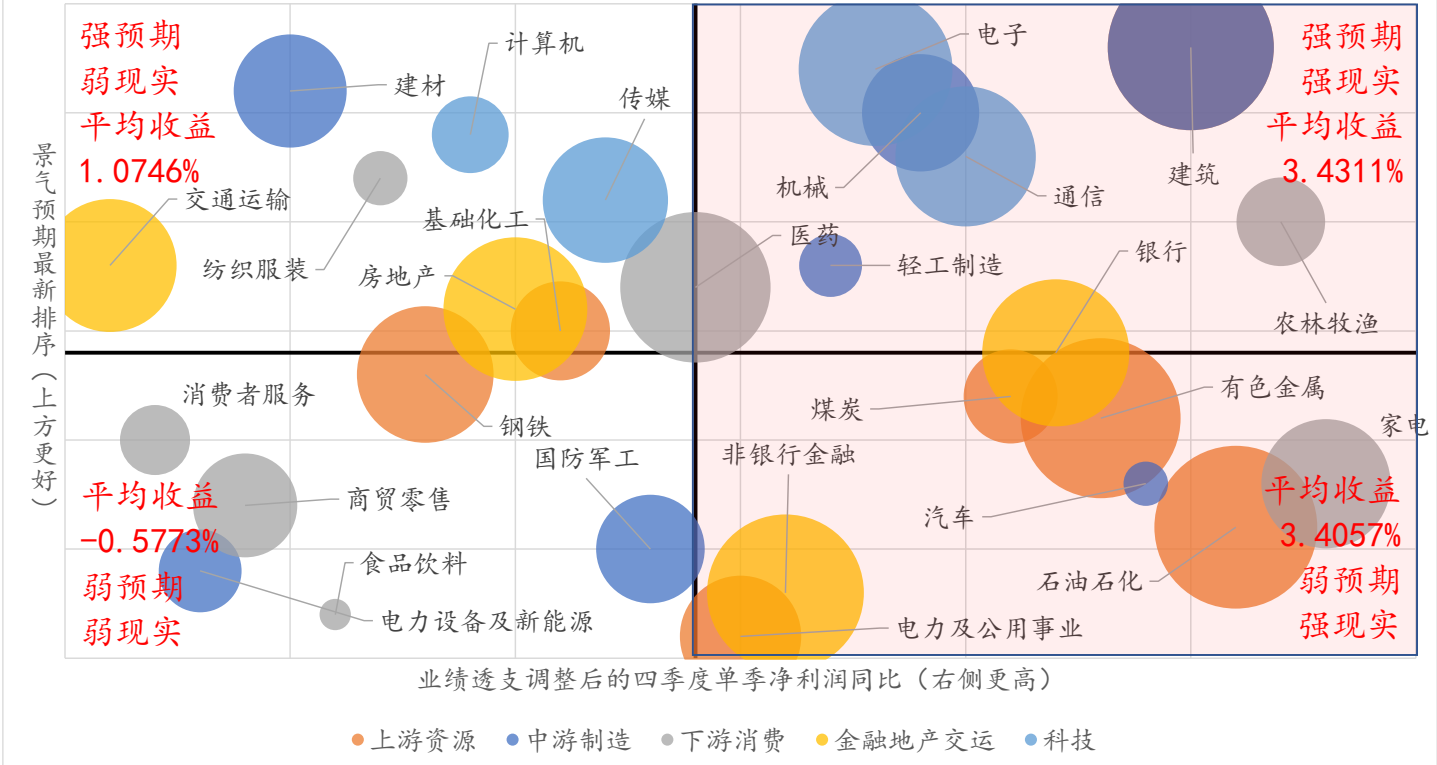




资料来源：Wind，华鑫证券研究

进入四月后，随着财报季逐步展开，第一象限的“强预期强现实”的行业中，建筑、电子、通信仍有较好表现，四月延续强势。第二象限中计算机 4 月气泡缩小较为明显，第四象限中的石油石化、有色、家电、电力、非银金融等行业气泡均显著增大，我们认为市场正逐步修正前期的极端化行情，从看重预期逐渐转向现实预期并重。

图表 24：预期和现实四维象限图，对应三月整月涨跌幅

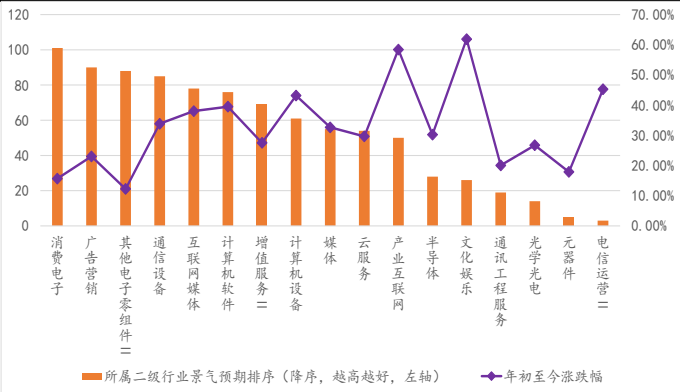


资料来源：Wind，华鑫证券研究

在一些重点主线板块行情中，我们将观察颗粒度下沉到中信二、三级行业，并构建当前景气预期排名前 20 情况。

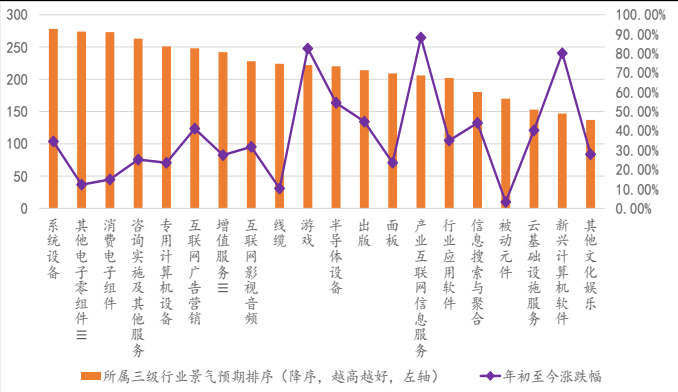
需要着重观察 TMT 内部细分情况：当前 TMT 概念下设二级行业、三级行业景气预期均指向消费电子、通信设备、半导体设备、通信增值服务，上述行业年初至今相对于 TMT 概念中其它行业涨幅更小，显示当前 TMT 行业分析师预期正在“高切低”切换。

图表 25：二级 TMT 行业景气预期排名前 20 与 YTD 涨跌幅



资料来源：Wind，华鑫证券研究

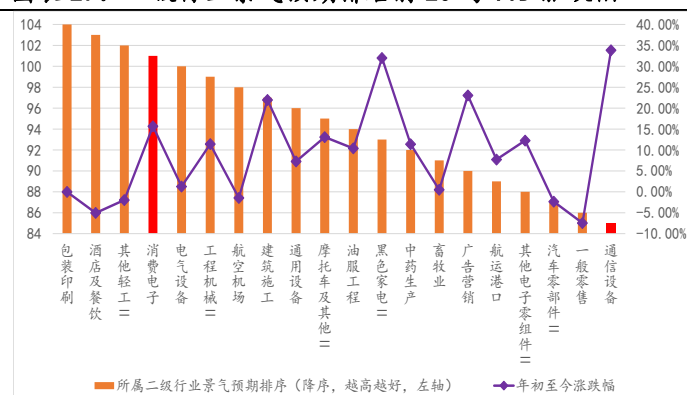
图表 26：三级 TMT 行业景气预期排名前 20 与 YTD 涨跌幅



资料来源：Wind，华鑫证券研究

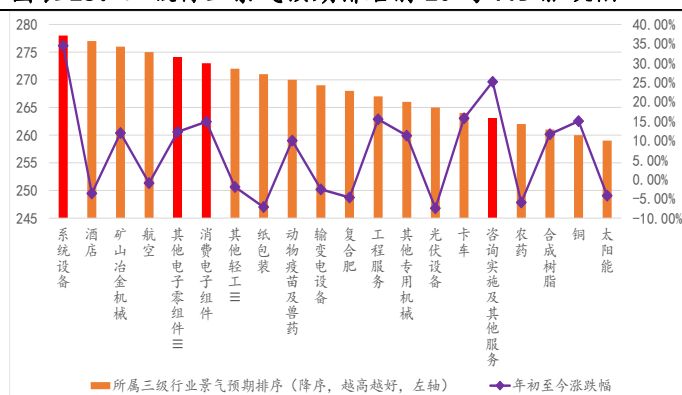
全部二三级行业景气预期排名前 20 的行业仍有酒店餐饮、消费电子、矿山机械、航空、家电、中药、畜牧业和相关的农药化肥等，景气预期前 20 三级行业中 TMT 含量更高，代表分析师深挖 TMT 细分方向，一级行业内部推荐情况有分化。

图表 27：二级行业景气预期排名前 20 与 YTD 涨跌幅



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 28：三级行业景气预期排名前 20 与 YTD 涨跌幅



资料来源：Wind，华鑫证券研究

展望五月，我们推荐更看重一、四象限中的“中特估”国企主线（建筑、电力公用事业、石油石化、银行非银、通信）和代表半导体安全、消费复苏的电子（半导体和消费电子、半导体机械）。

向现实增速转移的情况或能延续，在一季报覆盖度充足时我们将继续更新观点。

4、风险提示

数据全部来自公开市场数据，市场环境出现巨大变化模型可能失效。基于历史数据的模型存在失效风险，基金历史业绩不代表未来。

■ 量化和基金研究组介绍

吕思江：量化和基金研究首席，数学博士，2022 年 3 月加入华鑫证券研究所。9 年量化和基金研究经验，覆盖各类定量策略，尤其擅长定量资产配置、行业风格轮动、FOF 和基金投顾策略研究。

马晨：南加州大学金融工程硕士，上海财经大学金融工程学士，2022 年 3 月加入华鑫证券研究所，主要覆盖 FOF 和基金定量研究方面内容。

黄子轩：格拉斯哥大学硕士，2022 年 3 月加入华鑫研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。