

# 行业轮动： 三个标尺与两个方案

国盛证券金融工程团队

# 01 行业轮动：三个标尺与两个方案

- 行业轮动的三个标尺
- 行业配置所用指标介绍
- 行业轮动的两个方案

高盈亏比的机会

赚估值均值回复的钱；Fed Model

赔率

基本面驱动

赚基本面趋势的钱；美林时钟

胜率

市场有效性

赚市场共识扭转的钱；资金流

趋势

市场非理性

赚非理性投资者的钱；高频T0策略

拥挤

**Demand Model：投资者需要什么？**

- ◆ 我们之前的报告《行业轮动：三个标尺与两个方案》对行业配置框架有过深入探讨，主要关注的指标有：景气度、趋势和拥挤度。

- 胜率交易：景气度决定行业边际走势，赚基本面趋势的钱；
- 趋势交易：尊重市场合力的结果，赚市场共识扭转的钱；
- 拥挤度交易：水能载舟，亦能覆舟，赚市场非理性交易的钱；

景气度

趋势

拥挤度

胜率交易者进场，同步进场信号

- 主要参与者：公募
- 禀赋约束：投研资源

趋势交易者进场，右侧进场信号

- 主要参与者：私募
- 禀赋约束：交易性能和投资广度

拥挤交易者进场，左侧退场信号

- 主要参与者：个人投资者
- 禀赋约束：投资灵活性

指标类型	指标名称	指标计算方法及含义
景气度	分析师行业景气指数	近期上调行业ROE的机构占比， <u>衡量看多该行业 <b>ROE</b> 的机构比例</u>
	分析师行业景气指数_zscore	近期上调行业ROE的机构占比在过去十二个月的标准分， <u>衡量看多该行业 <b>ROE</b> 的机构占比在最近一年的变化</u>
	分析师预期ROE_FTTM的z_score	先计算当前未来4个季度ROE_FTTM预测值(机构加权)，再计算该指标过去一年的标准分， <u>衡量当前机构 <b>ROE</b> 预测值在最近一年的变化</u>
	历史景气度	最新行业单季度ROE(考虑业绩快报与预告)、净利润增速和营收增速环比的等权平均， <u>衡量行业最近一个季度基本面的边际变化</u>
趋势	信息比率	行业过去一年相比于行业等权的信息比率， <u>衡量当前行业的趋势</u>
拥挤度	情绪指数	最近三个月行业换手率、波动率(时序+Barra)和Beta历史分位数的等权平均， <u>衡量行业最近一个季度交易情绪在历史上所处的位置</u>

◆ 如何将我们的行业景气度指数与PMI指数做类比？

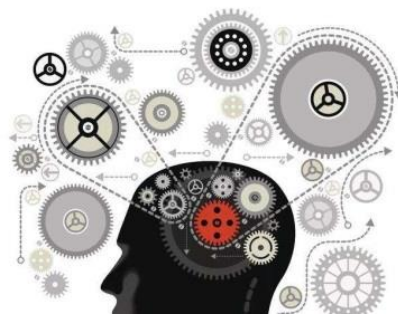
- 采购经理人：各家发布研究报告的卖方机构。
- 调查问卷及调查结果：研究报告及盈利预测。

◆ 我们利用分析师预期数据，定期统计上调盈利预测的机构占比，根据扩散指数方法编制分析师景气指数 **FAP**I（**Financial Analyst Pros Index**），用于及时跟踪宽基指数、风格和行业的景气度。



信息

分析师观点



处理

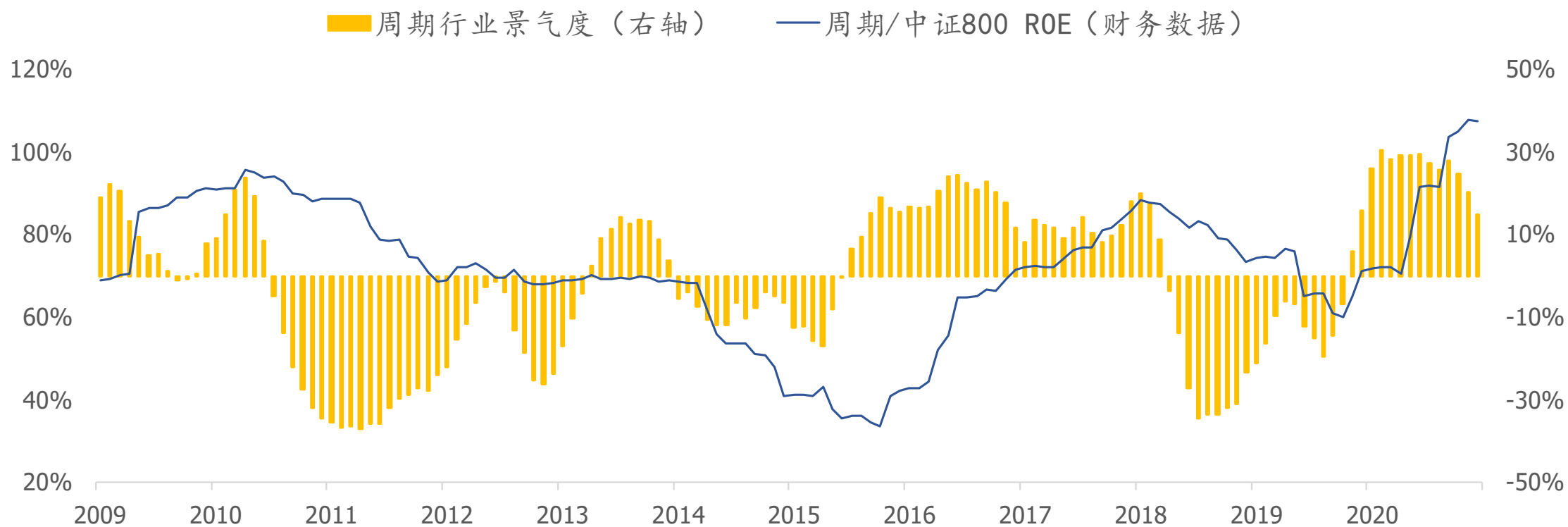
定量分析



编制

扩散指数

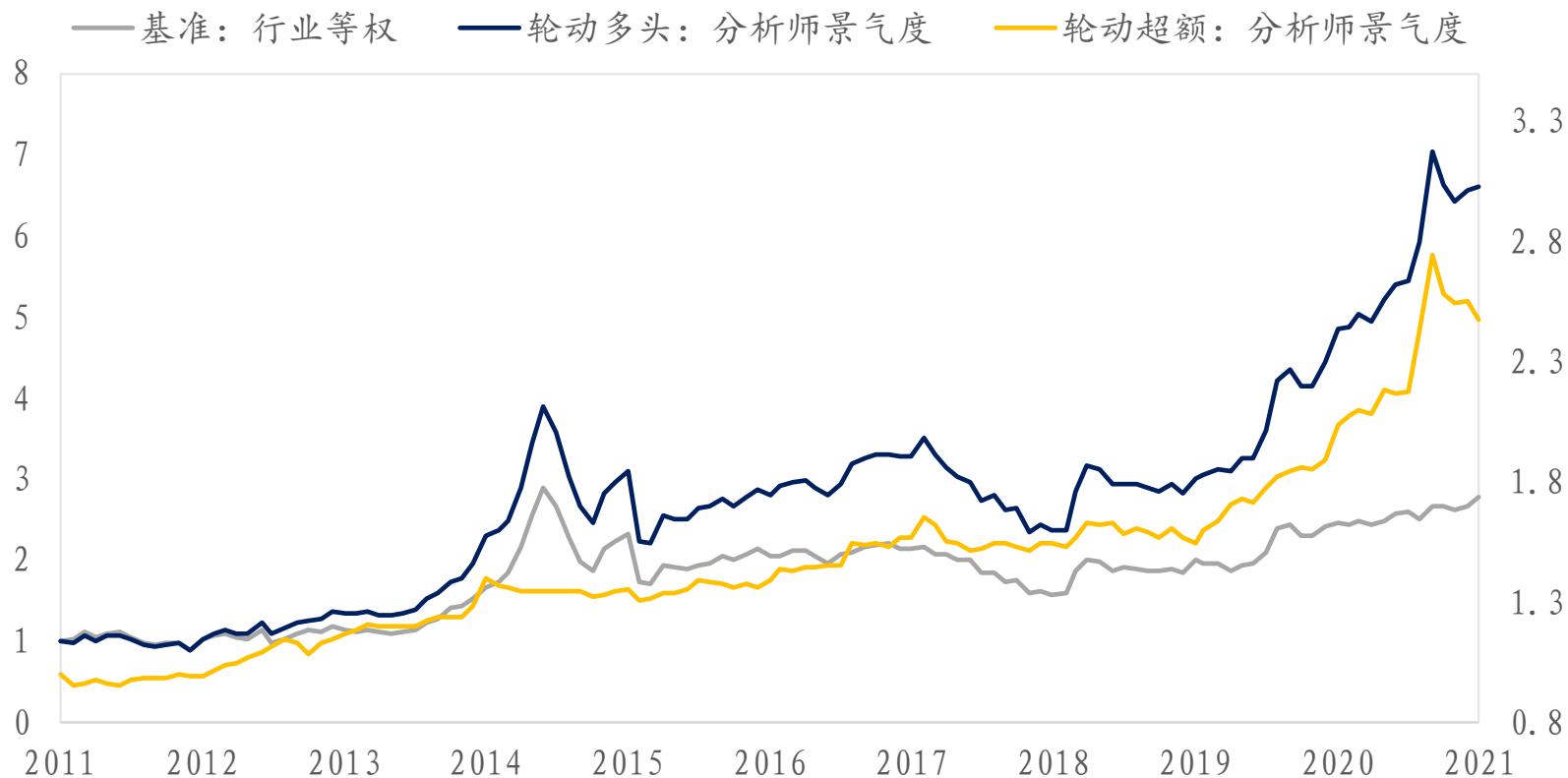
- ◆ 考虑到部分行业净利润增速波动较大，我们这里计算ROE的景气度并使用实际公布的ROE数据进行对比。
- ◆ 周期景气指数可以很好地反映周期行业相对ROE的走势，预判胜率达到75.4%。





## ■ 专题报告：《分析师行业景气指数构建与应用》

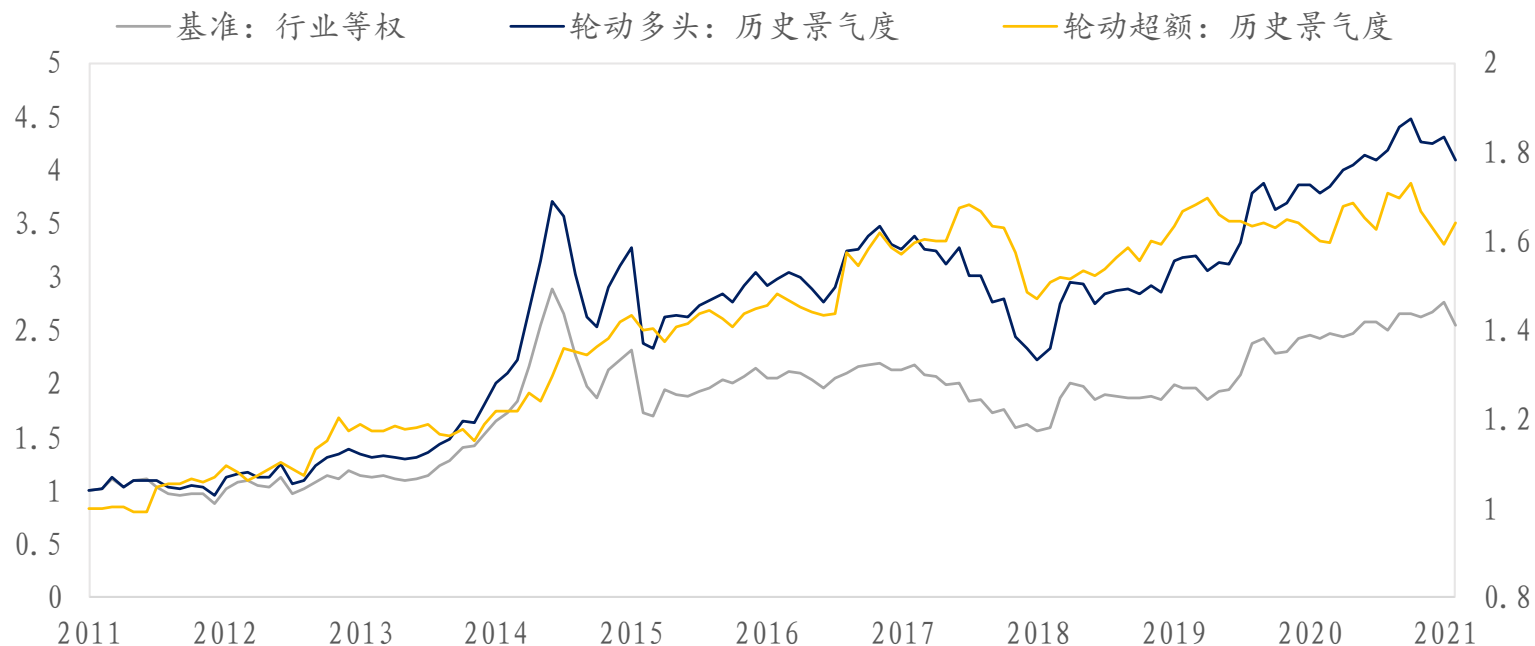
- ◆ 策略多头年化收益率19.5%，基准年化收益率9.6%，超额收益率9.3%，信息比率为1.01，多头超额回撤为-10.5%。可以看到，单凭借分析师景气度策略的超额回撤还是较大，需要补充交易层面的信息。



资料来源：国盛证券研究所，wind

- ◆ 我们根据实际可获得的财务数据，由个股自下而上计算历史景气度。
- ✓ 提取行业的所有成分股，将营业收入增速（净利润增速/ROE-TTM）等权平均，作为行业的营业收入增速（净利润增速/ROE-TTM）；
- ✓ 对行业营收增速（净利润增速/ROE-TTM）进行平滑后进行差分，即计算营收增速变化（净利润增速变化/ROE-TTM 变化）；
- ✓ 根据营收增速变化、净利润增速变化和ROE-TTM变化三个指标的排名进行行业等权打分，得到最终的行业景气度指标；

- ◆ 策略多头年化收益率15.0%，基准年化收益率9.6%，超额收益率5.0%，信息比率为0.68，多头超额回撤为-12.6%。整体而言，有一定效果但是回撤较大，且近些年逐渐失效。





- ◆ 经过测试，我们对原有指标进行了一定的扩展，提升了指标预警效果的稳定性，选取的指标包括：过去三个月换手率、（时序/Barra）波动率、beta值。
- ◆ 权重：换手率、波动率和Beta为1，其中时序波动率为0.8，Barra波动率为0.2。

## 个股映射到行业

- 提取行业的所有成分股，剔除上市不满一年、ST、涨跌停等不满足交易条件的股票
- 等权平均剩下成分股过去3个月的情绪指标(换手率、波动率、beta、买卖压力等)作为行业整体的情绪指标

## 行业相对值计算

- 对行业情绪指标进行时序上的平滑处理
- 计算其与全部行业平均值的比例

## 时序标准化处理

- 根据过去6年的滚动窗口，将行业情绪指标进行zscore处理
- 这一步的目的是为了不同行业之间的情绪指标具有可比性

## 截面等权合成

- 采用合成指数的思路，对选取的行业情绪指标的zscore进行算数平均处理，作为该行业最终的情绪指标

# 时间序列：信号出现后的超额收益和最大回撤统计

◆ 如下图，情绪指标超过2倍标准差后的三个月的平均超额收益为-4%，平均最大回撤为-11%，全样本平均为-8%。

图表 12: 行业情绪过热信号出现后行业的超额收益统计

	return_1_std1	return_3_std1	return_1_std2	return_3_std2
平均	-0.01	-0.01	-0.02	-0.04
石油石化	0.01	-0.02	0.02	0.00
煤炭	0.01	0.03	-0.01	-0.01
有色金属	0.01	0.01	0.00	0.04
电力及公用事业	-0.02	-0.06	-0.04	-0.11
钢铁	0.01	-0.03	0.00	-0.02
基础化工	0.02	0.03	0.03	0.04
建筑	-0.03	0.01	0.00	-0.01
建材	0.01	0.01	0.02	0.05
轻工制造	-0.01	-0.01		
机械	-0.01	-0.02	0.01	-0.02
电力设备及新能源	0.00	0.04	0.00	-0.03
国防军工	-0.01	-0.01	-0.03	-0.03
汽车	-0.02	-0.01	-0.02	-0.03
商贸零售	-0.02	-0.03	-0.01	-0.03
消费者服务	-0.01	0.12		
家电	-0.01	-0.02	-0.01	-0.01
纺织服装	0.01	0.00		
医药	-0.04	-0.03	-0.15	-0.12
食品饮料	-0.01	0.02	-0.01	-0.03
农林牧渔	-0.01	-0.06	-0.02	-0.07
银行	-0.07	-0.15	-0.09	-0.40
非银金融	-0.04	-0.13	-0.08	-0.35
房地产	-0.02	-0.05		
交通运输	-0.01	-0.03	0.00	-0.02
电子	-0.01	0.00	0.01	0.03
通信	0.00	0.01	-0.01	0.02
计算机	0.02	0.04	0.03	0.09
传媒	0.02	0.02	0.00	-0.04
综合	-0.01	0.02	-0.08	0.04

资料来源：国盛证券研究所，wind

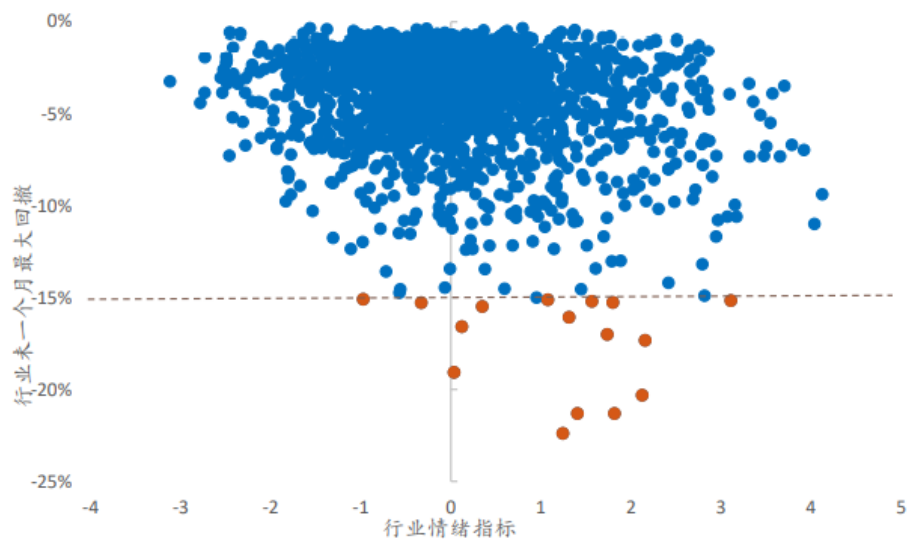
图表 13: 行业情绪过热信号出现后行业的最大回撤统计

	drawdown_1_mean	drawdown_1_std1	drawdown_1_std2	drawdown_3_mean	drawdown_3_std1	drawdown_3_std2
平均	-4.1%	-5.2%	-6.1%	-8.1%	-9.7%	-11.2%
石油石化	-4.2%	-4.0%	-1.3%	-9.4%	-9.7%	-6.3%
煤炭	-5.7%	-8.0%	-7.3%	-11.1%	-12.5%	-7.3%
有色金属	-4.6%	-6.8%	-7.2%	-9.2%	-13.5%	-13.2%
电力及公用事业	-3.1%	-5.1%	-6.3%	-6.5%	-8.7%	-9.0%
钢铁	-4.4%	-4.7%	-3.9%	-9.4%	-10.0%	-11.2%
基础化工	-2.5%	-3.2%	-3.4%	-5.2%	-7.3%	-8.4%
建筑	-3.9%	-6.3%	-2.1%	-8.0%	-10.8%	-6.4%
建材	-3.1%	-3.6%	-2.7%	-5.8%	-6.1%	-3.9%
轻工制造	-2.6%	-2.3%		-5.9%	-4.1%	
机械	-2.4%	-2.5%	-2.1%	-5.0%	-5.2%	-6.0%
电力设备及新能源	-3.2%	-4.5%	-5.7%	-6.3%	-8.1%	-10.7%
国防军工	-6.0%	-6.9%	-7.7%	-11.2%	-12.7%	-12.6%
汽车	-2.8%	-4.0%	-5.2%	-5.6%	-6.1%	-8.4%
商贸零售	-2.9%	-4.0%	-2.6%	-6.2%	-7.6%	-6.0%
消费者服务	-4.6%	-5.6%		-8.2%	-8.1%	
家电	-4.0%	-4.7%	-4.2%	-7.5%	-6.9%	-5.2%
纺织服装	-2.8%	-3.5%		-6.5%	-6.6%	
医药	-4.4%	-7.2%	-17.3%	-8.1%	-12.1%	-20.2%
食品饮料	-5.1%	-7.1%	-9.0%	-9.6%	-12.3%	-16.9%
农林牧渔	-4.2%	-6.3%	-7.3%	-8.3%	-14.3%	-15.5%
银行	-5.7%	-8.6%	-9.1%	-11.8%	-17.7%	-26.0%
非银金融	-5.1%	-7.7%	-10.4%	-10.2%	-15.0%	-24.7%
房地产	-3.9%	-2.8%		-7.8%	-7.4%	
交通运输	-3.1%	-4.5%	-4.7%	-6.4%	-9.3%	-10.2%
电子	-4.4%	-5.3%	-4.2%	-8.0%	-9.3%	-9.4%
通信	-4.4%	-4.5%	-5.3%	-8.4%	-7.9%	-7.9%
计算机	-5.6%	-6.0%	-5.2%	-10.1%	-10.7%	-8.9%
传媒	-5.2%	-7.1%	-10.1%	-10.3%	-13.2%	-16.2%
综合	-3.7%	-4.2%	-8.6%	-7.7%	-7.7%	-8.6%

资料来源：国盛证券研究所，wind

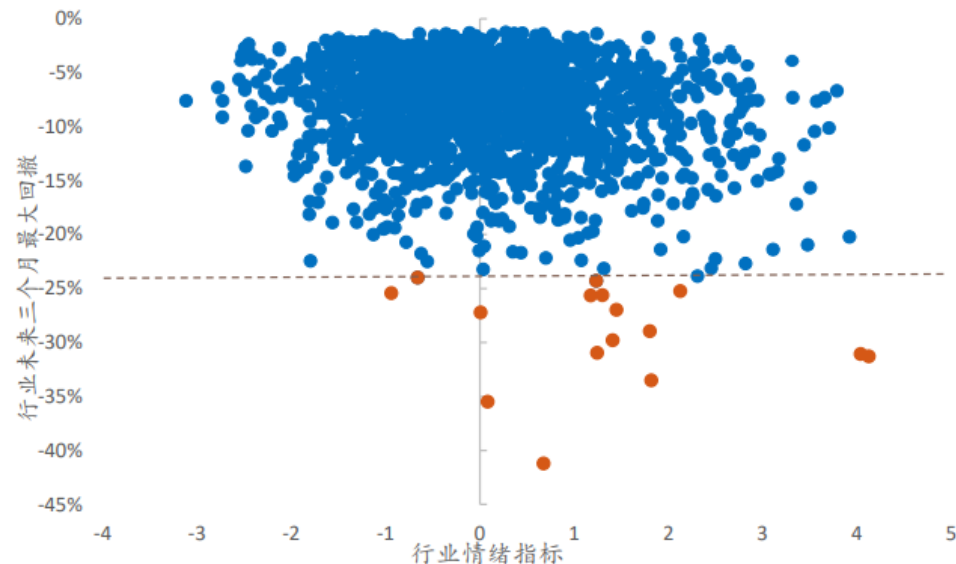
- 历史上行业未来三个月最大回撤超过-25%的样本里，有71%出现在该行业情绪过热后；而未来一个月最大回撤超过-15%的样本里，有69%出现在该行业情绪过热后，风险提示效果比较明显。

图表 14: 散点图：行业情绪指标 vs 未来一个月最大回撤



资料来源：国盛证券研究所，wind

图表 15: 散点图：行业情绪指标 vs 未来三个月最大回撤



资料来源：国盛证券研究所，wind

## 两个方案的核心逻辑、失效原因与解决方案

### 行业轮动的三个标尺

- 景气度、趋势和拥挤度三个维度有着各自的逻辑和有效性，但是在具体策略设计中我们应该如何综合利用三个维度的信息？
- 本文将提出两种适用不同风险偏好的量化行业轮动解决方案。

#### 强趋势 + 低拥挤

- 核心逻辑：资产价格反映未来基本面预期，而投资者的非理性行为，为市场的预知能力增加了一层噪声。因此，如果我们想充分利用市场智能，则必须同时考虑趋势和拥挤度。
- 可能失效原因：行业上涨没有基本面支撑。
- 解决方案：1) 剔除低景气行业；2) 可能失效时降低风险偏好。

#### 高景气 + 强趋势

- 核心逻辑：景气度的上行需要及时被市场认知，与趋势形成共振，这样才能提升胜率。因此，我们在做景气度投资时，为了提升持有体验，必须同时考虑景气度和趋势。
- 可能失效原因：高景气强趋势行业交易过于拥挤。
- 解决方案：1) 剔除高拥挤行业；2) 可能失效时降低风险偏好。

## 02 行业景气模型的顶端优化

- 方案①：景气度+趋势，剔除高拥挤
- 组合优化：低配高拥挤 & 选择性降低风险偏好

高盈亏比的机会

赚估值均值回复的钱；Fed Model

赔率

基本面驱动

赚基本面趋势的钱；美林时钟

胜率

市场有效性

赚市场共识扭转的钱；资金流

趋势

市场非理性

赚非理性投资者的钱；高频T0策略

拥挤

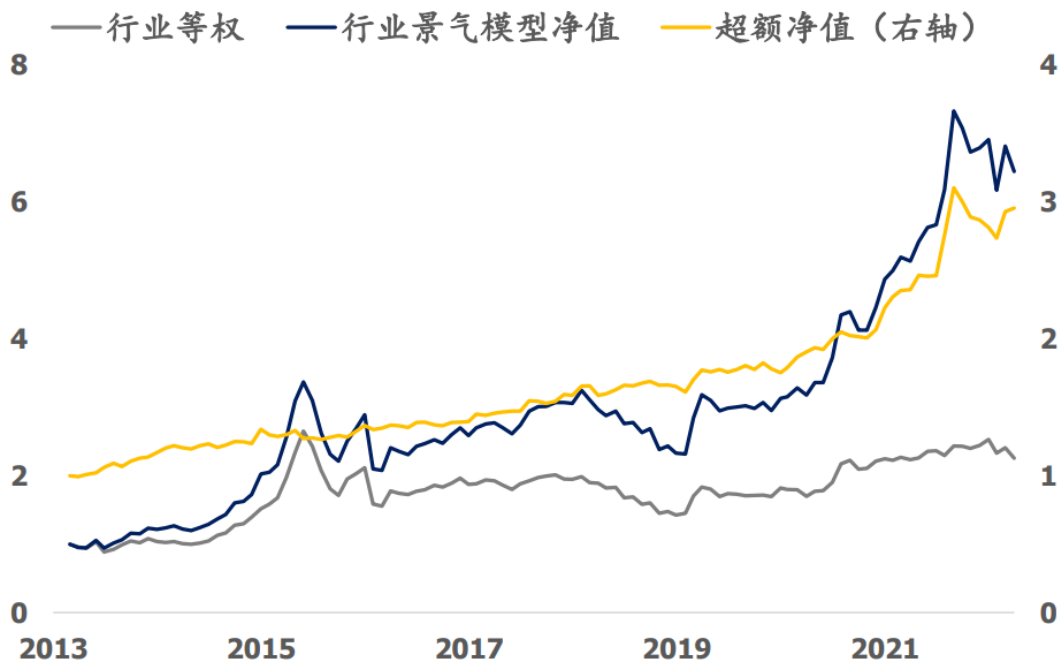
**Demand Model：投资者需要什么？**



# 行业景气模型的样本外跟踪：喜忧参半

- ◆我们将景气度和趋势指标复合打分，希望找到基本面改善，趋势共振的行业。模型年化超额12.7%，信息比率1.30。自样本外跟踪以来，模型绝对收益率13.8%，超额收益率18.4%，表现较为优异；
- ◆但我们也注意到，模型自去年9月至今年1月，超额回撤达到-11.9%，创造了历史最大回撤幅度。复盘下来，原因是在四季度超配了周期和成长板块。

图表 7: 分析师行业景气模型样本外跟踪：喜忧参半



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 8: 分析师行业景气模型样本外持仓：超配周期、成长

月份	模型持仓	超额
2021.07	煤炭、有色、钢铁、化工、轻工制造	12.0%
2021.08	石油石化、煤炭、有色、钢铁、化工	12.6%
2021.09	石油石化、煤炭、有色、钢铁、化工	-3.3%
2021.10	石油石化、煤炭、钢铁、化工、电新	-3.7%
2021.11	石油石化、煤炭、化工、电新、军工	-0.7%
2021.12	石油石化、煤炭、电新、军工、通信、	-2.0%
2022.01	煤炭、有色、电新、军工、通信	-2.8%
2022.02	石油石化、煤炭、有色、电新、通信	7.1%
2022.03	煤炭、有色、电新、通信、交运	0.9%
2022.04	煤炭、有色、电新、电力及公用事业、医药	?

资料来源：Wind，国盛证券研究所



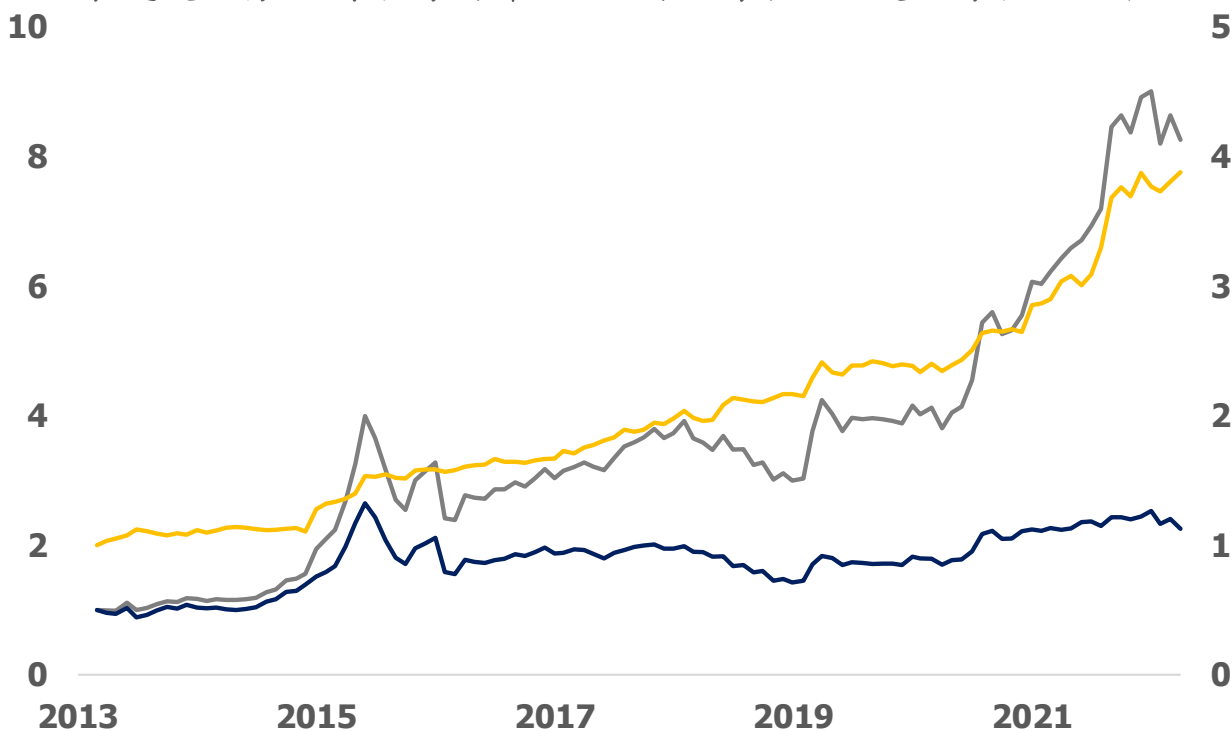
- ◆ 事实上根据我们的拥挤度指标，就可以大概感知到热门行业在四季度存在交易过热的情况。
- ◆ 电新的拥挤度在去年9月底向上突破3倍标准差，提示了交易过热的风险。



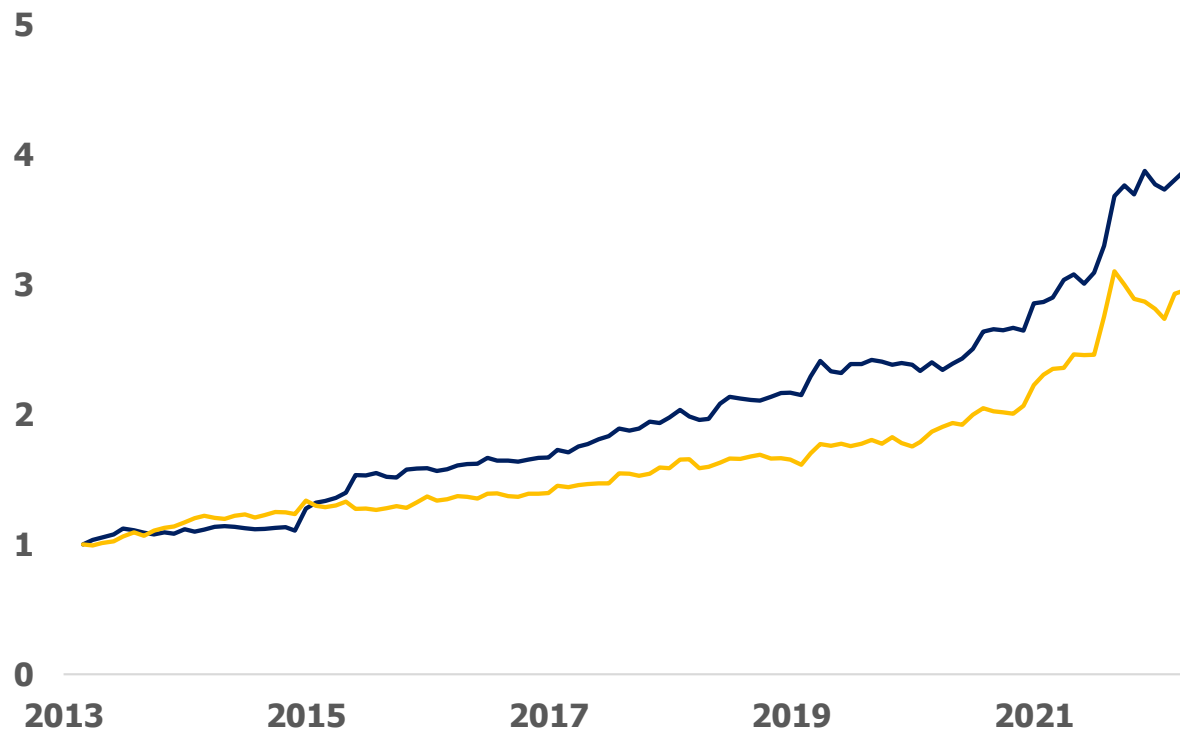
# 行业景气模型设计方案：剔除高拥挤

- 1) 多头筛选：每月底根据景气度(历史+分析师)、趋势选前五的行业作为行业底仓；
  - 2) 拥挤度剔除：行业底仓中剔除拥挤度在前1/4的行业，剩下的行业等权配置；
  - 3) 值得注意的是，如果剩下不足3个行业，则说明高景气的行业大多数交易比较拥挤。我们采取保守策略：将拥挤度前1/4的行业剔除，在剩下的行业（约20个）中根据景气度趋势复合指标选取前n个行业（n根据风险偏好决定，此处暂取7）。
- 回测效果：多头年化26.2%，基准年化9.4%，策略年化超额16.1%，信息比率1.62，超额最大回撤为-4.0%，增强效果明显。

——景气度趋势（剔除高拥挤） —行业等权 —超额净值（右轴）



——景气度趋势（剔除高拥挤）策略 —景气度趋势策略



- 我们设定优化变量为指数的权重 $w$ ，优化目标函数为组合预期收益 $w^T f_a$ ，其中 $f_a$ 为前文给出的景气度、趋势的综合打分信号，限制条件包括：

- 跟踪误差：控制年化跟踪误差小于 $m$ ；
- 行业偏离：行业偏离基准小于 $n$ ；
- 权重上下限：控制权重上限为 $x$ ，仓位满仓。
- 拥挤度预警：拥挤度前1/4的行业相比于基准的权重低配50%以上。

$$\begin{aligned} \max \quad & w^T f_a \\ \text{s.t.} \quad & w^T \Sigma w < \text{tracking error} \\ & 0 \leq w \leq x \\ & \max |w_H - w_i| < n \\ & \sum w = 1 \end{aligned}$$

- 以滚动的方式，利用过去252个交易日行业指数相对wind超收益率测算协方差矩阵，并作为未来跟踪误差的预测。即每月月底，求解上述优化问题。

- 风险偏好调整：

## 行业底池构建

- 在每个月底，观测行业景气度趋势打分和拥挤度打分，定义拥挤度前1/4为高拥挤度；
- 将景气度趋势前5行业作为底池等权，并且剔除高拥挤行业。

## 高风险偏好

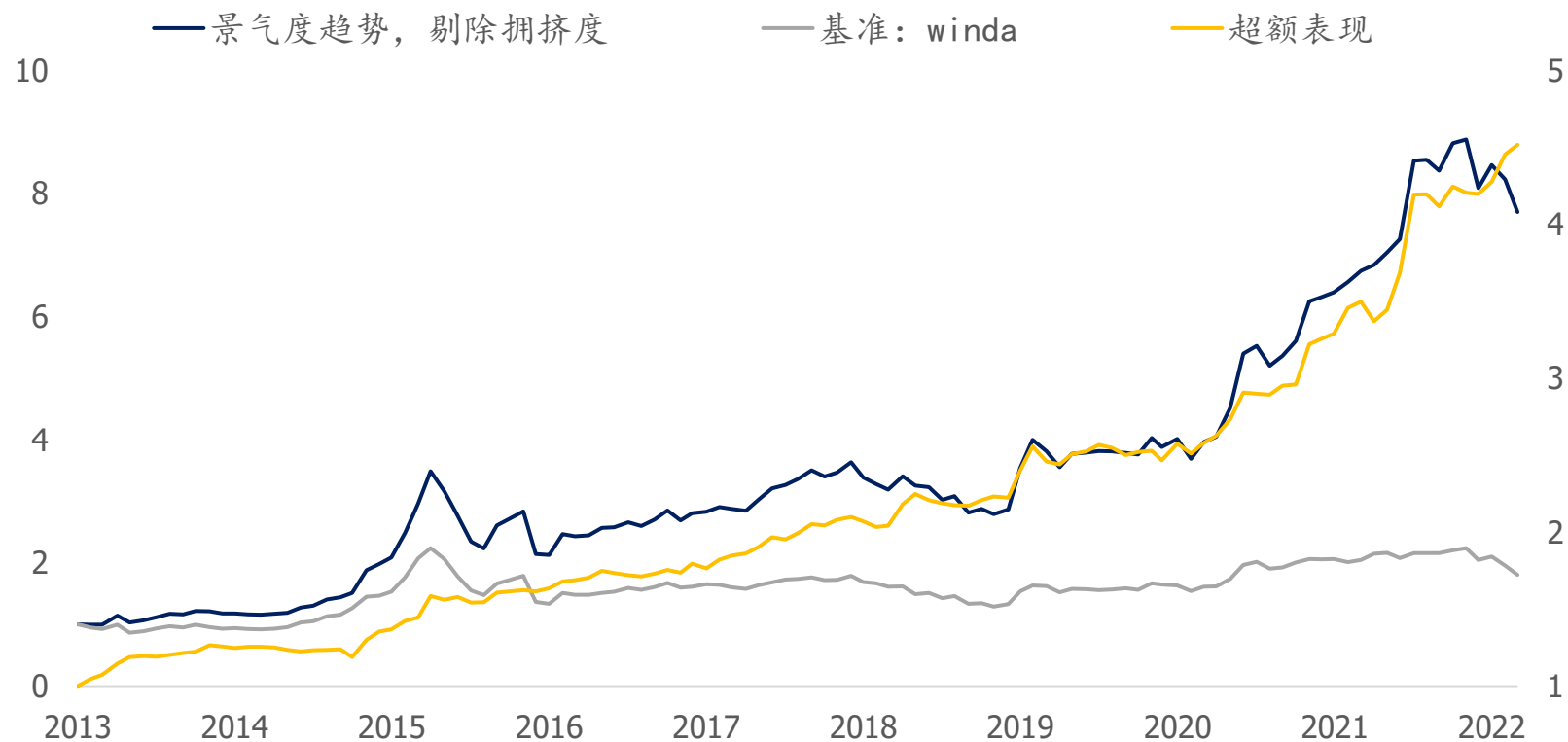
- 若行业底池数量 $\geq 3$ ，则意味着高景气的行业没那么拥挤，尽可能调高风险偏好：
- 年化跟踪误差 $m=0.2$ ，行业偏离基准 $n=0.3$ ，权重上限 $x$ 为0.35；

## 低风险偏好

- 若行业底池数量 $< 3$ ，则意味着高景气的行业比较拥挤，尽可能降低风险偏好：
- 年化跟踪误差 $m=0.1$ ，行业偏离基准 $n=0.1$ ，权重上限 $x$ 为0.25；

## ◆ 行业景气配置策略（剔除综合，截止2022年4月底）

- 2013年至今，策略多头年化26.4%，超额年化18.1%，信息比率1.77，超额最大回撤-6.2%，换手单边年化5.5倍；
- 6月配置建议：银行20%，电力设备与新能源17%，基础化工15%，有色金属13%，汽车13%，煤炭12%，农林牧渔8%。



## 03 行业趋势模型的顶端优化

- 方案②：趋势+拥挤度，剔除低景气
- 组合优化：低配低景气 & 选择性降低风险偏好

高盈亏比的机会

赚估值均值回复的钱；Fed Model

赔率

基本面驱动

赚基本面趋势的钱；美林时钟

胜率

市场有效性

赚市场共识扭转的钱；资金流

趋势

市场非理性

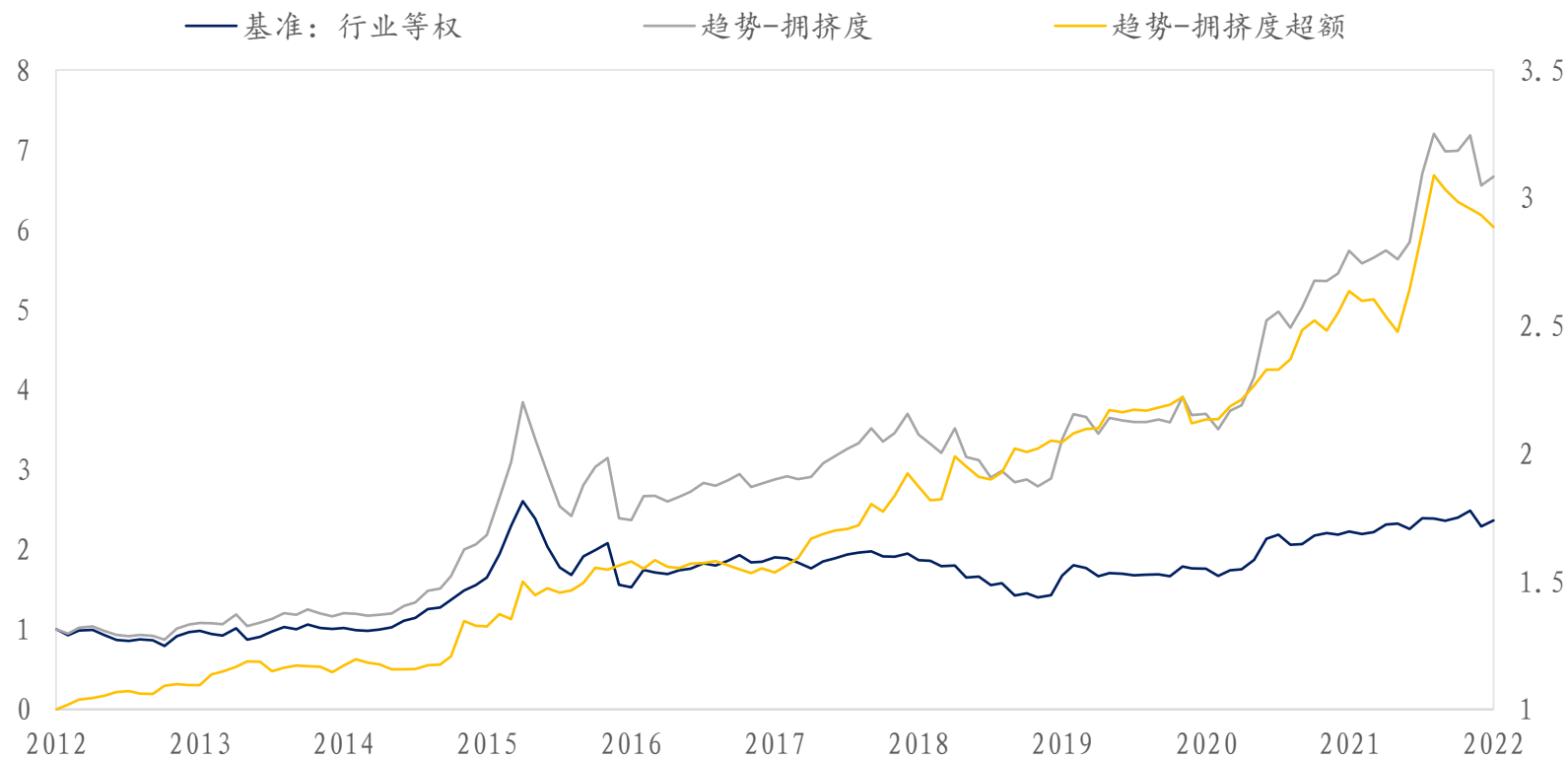
赚非理性投资者的钱；高频T0策略

拥挤

**Demand Model: 投资者需要什么？**

## 趋势&拥挤度在中国市场不容忽视，无论资产配置还是行业配置

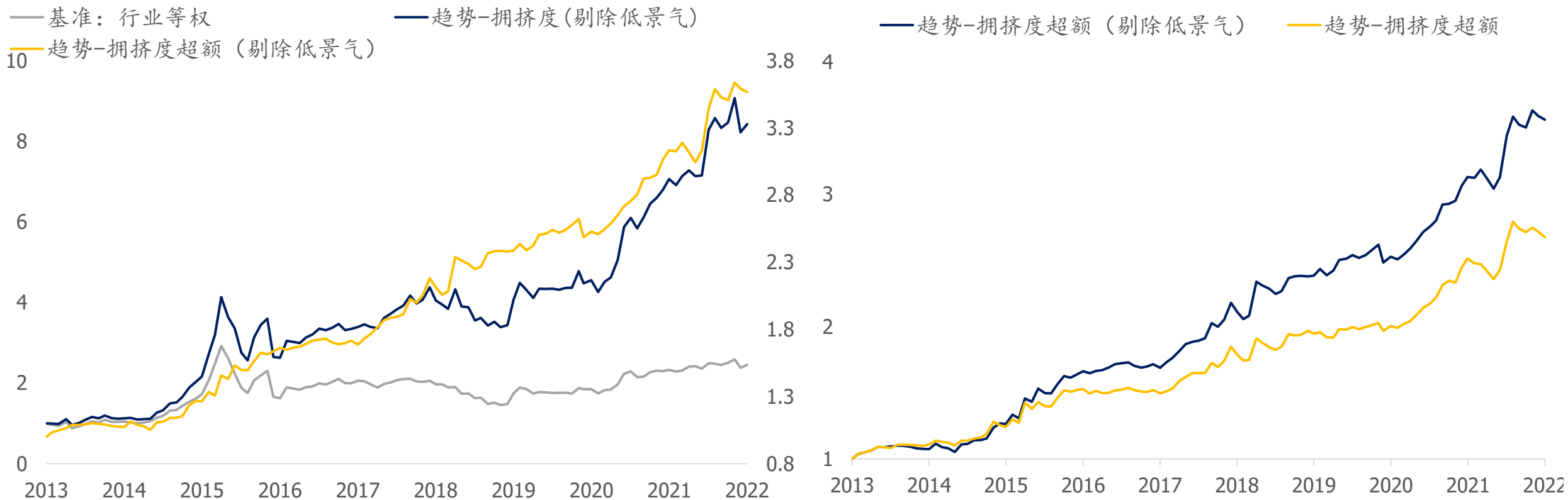
- ◆ 散户比例高的投资者结构，容易导致反应过激；过短的机构考核期，容易导致“抱团”；
- ◆ 加入拥挤度后行业动量策略效果大幅提升，一方面证明了市场的有效性，同时也证明了市场的非有效性。
- ◆ 策略多头年化**20.9%**，年化超额**11.2%**，信息比率**1.22**，超额最大回撤仅为**-6.5%**。





# 行业趋势模型设计方案：剔除低景气

- 1) 在每个调仓的时点，根据趋势-拥挤度的综合信号打分选取前五的行业作为初筛行业池子；
  - 2) 再根据景气度指标（历史、分析师）对行业进行排名，选取后1/4的行业作为基本面较差的行业池子；
  - 3) 在初筛行业池子中剔除基本面较差的行业，对剩下的行业进行等权配置。若行业不足3个，则根据趋势-拥挤度信号补齐至3个；
- 修正后策略多头年化**26.7%**，基准年化**10.4%**，策略年化超额**15.2%**，信息比率**1.56**，超额最大回撤为**-5.6%**，增强效果明显。



- 我们设定优化变量为指数的权重 $w$ ，优化目标函数为组合预期收益 $w^T f_a$ ，其中 $f_a$ 为前文给出的趋势、拥挤度的综合打分信号，限制条件包括：

- 跟踪误差：控制年化跟踪误差小于 $m$ ；
- 行业偏离：行业偏离基准小于 $n$ ；
- 权重上下限：控制权重上限为 $x$ ，仓位满仓。
- 景气度预警：景气度后1/4的行业相比于基准的权重低配50%以上。

$$\begin{aligned} \max \quad & w^T f_a \\ \text{s.t.} \quad & w^T \Sigma w < \text{tracking error} \\ & 0 \leq w \leq x \\ & \max |w_H - w_i| < n \\ & \sum w = 1 \end{aligned}$$

- 以滚动的方式，利用过去252个交易日行业指数相对wind超额收益率测算协方差矩阵，并作为未来跟踪误差的预测。即每月月底，求解上述优化问题。

- 风险偏好调整：

## 行业底池构建

- 在每个月底，观测行业趋势拥挤度打分和景气度得分，定义景气度后1/4为低景气；
- 将趋势拥挤度前5行业作为底池等权，并且剔除低景气行业。

## 高风险偏好

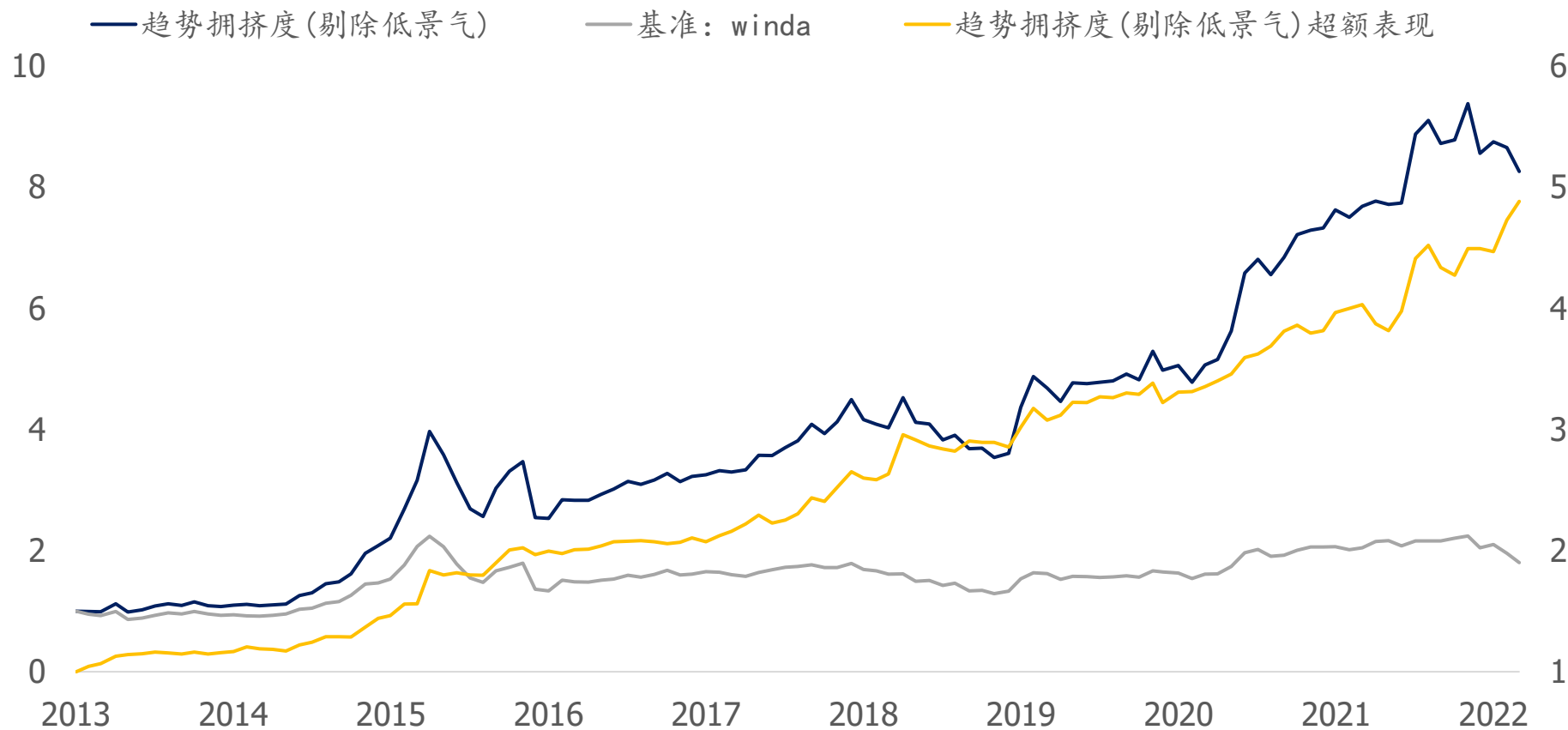
- 若行业底池数量 $\geq 3$ ，则意味着趋势强的行业景气度还不错，尽可能调高风险偏好；
- 年化跟踪误差 $m=0.2$ ，行业偏离基准 $n=0.25$ ，权重上限 $x$ 为0.35；

## 低风险偏好

- 若行业底池数量 $< 3$ ，则意味着趋势强的行业景气度比较低，尽可能降低风险偏好；
- 年化跟踪误差 $m=0.1$ ，行业偏离基准 $n=0.15$ ，权重上限 $x$ 为0.25；

## ◆ 行业趋势配置策略（剔除综合，截止2022年4月底）

- 2013年至今，策略多头年化26.8%，超额年化18.7%，信息比率1.68，超额最大回撤-6.0%，换手单边年化5.2倍；
- 5月配置建议：银行35%，纺织服装26%，家电20%，基础化工19%。



## 04 行业配置模型的系统化思考

■ 具备多模型思维：简单并行是个不错的方案

■ 景气度选股：结合PB-ROE行业内选股后进一步增强

■ 5月行业配置主线：

- 1) 受益于稳增长的大金融：银行、地产等；
- 2) 受益于通胀的上游周期：化工、有色、煤炭等；
- 3) 受益于疫情扭转的消费：纺服、家电、农业等；

高盈亏比的机会

赚估值均值回复的钱；Fed Model

赔率

基本面驱动

赚基本面趋势的钱；美林时钟

胜率

市场有效性

赚市场共识扭转的钱；资金流

趋势

市场非理性

赚非理性投资者的钱；高频T0策略

拥挤

**Demand Model: 投资者需要什么？**

◆ 要想成为一个有智慧的人，你必须拥有多个模型。”

——查理·芒格

**行业景气模型：以景气度为核心，趋势把握市场动向，剔除高拥挤来提高胜率**

- 主要参与者：公募
- 禀赋约束：投研资源和基本面判断
- 进场时机：同步偏左
- 收益来源：盈利(16.6%)占主导，估值(-1.2%)负贡献
- 收益空间：赔率(15.4%)较高，胜率(62%)较低
- 失效根源：基本面预期判断失误，交易风险提示较晚

以我为主的市场定价者

趋势

拥挤度

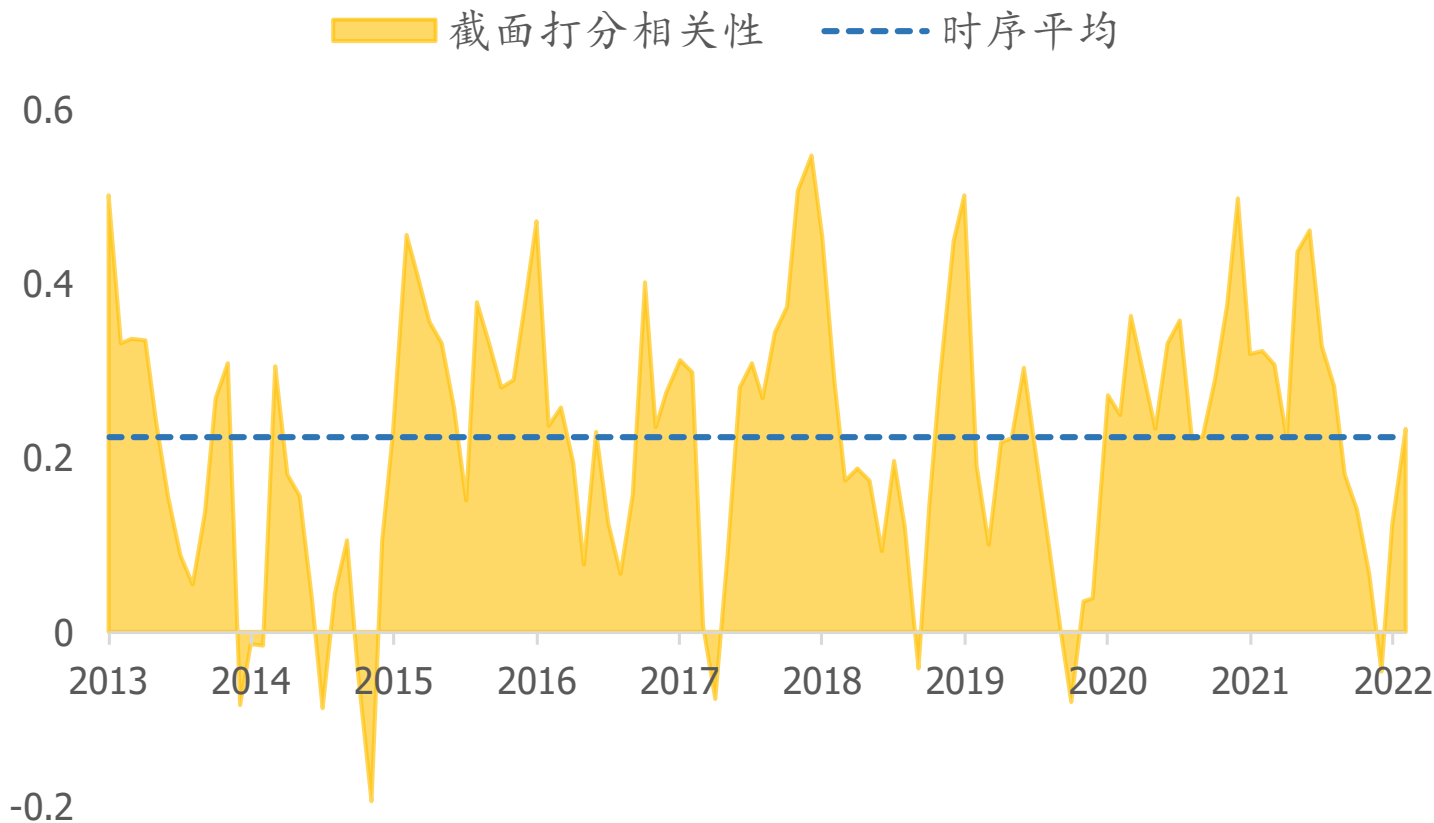
以他为主的市场跟随者

景气度

**行业趋势模型：以趋势为核心，拥挤度规避过热行业，剔除低景气来提高胜率**

- 主要参与者：私募
- 禀赋约束：交易性能和投资广度
- 进场时机：同步偏右
- 收益来源：盈利(13.5%)占主导，估值(0.6%)微弱贡献
- 收益空间：赔率(14.1%)较低，胜率(65%)较高
- 失效根源：趋势没有基本面支撑，交易风险提示较晚

- ◆ 两个方案横截面打分的相关性不高，时序上均值仅为22%，有时候会负相关；多策略并行可以起到一定对冲效果。
- ◆ 行业趋势模型失效的逻辑在于市场基于政策/基本面进行风格切换，而行业景气模型可以一定程度上把握住这类机会，比如4月底推荐了汽车和新能源的配置机会，因此可以起到互补作用。

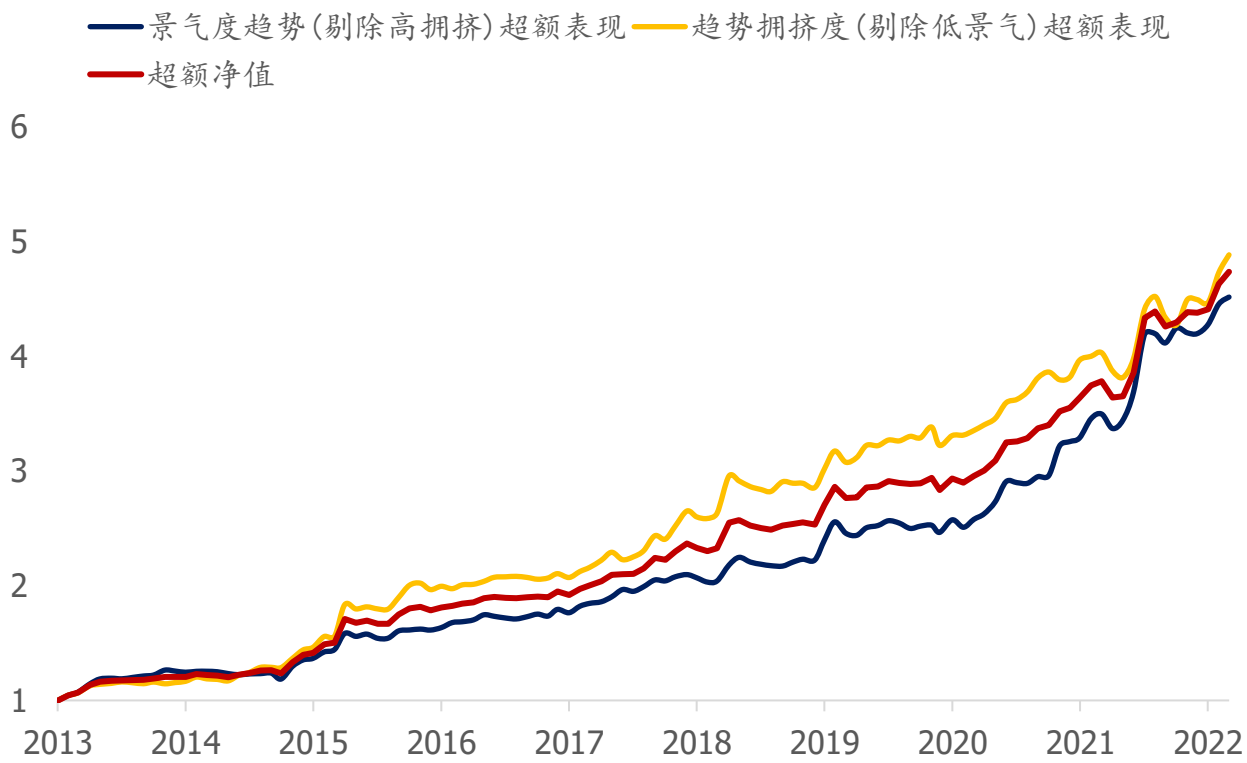
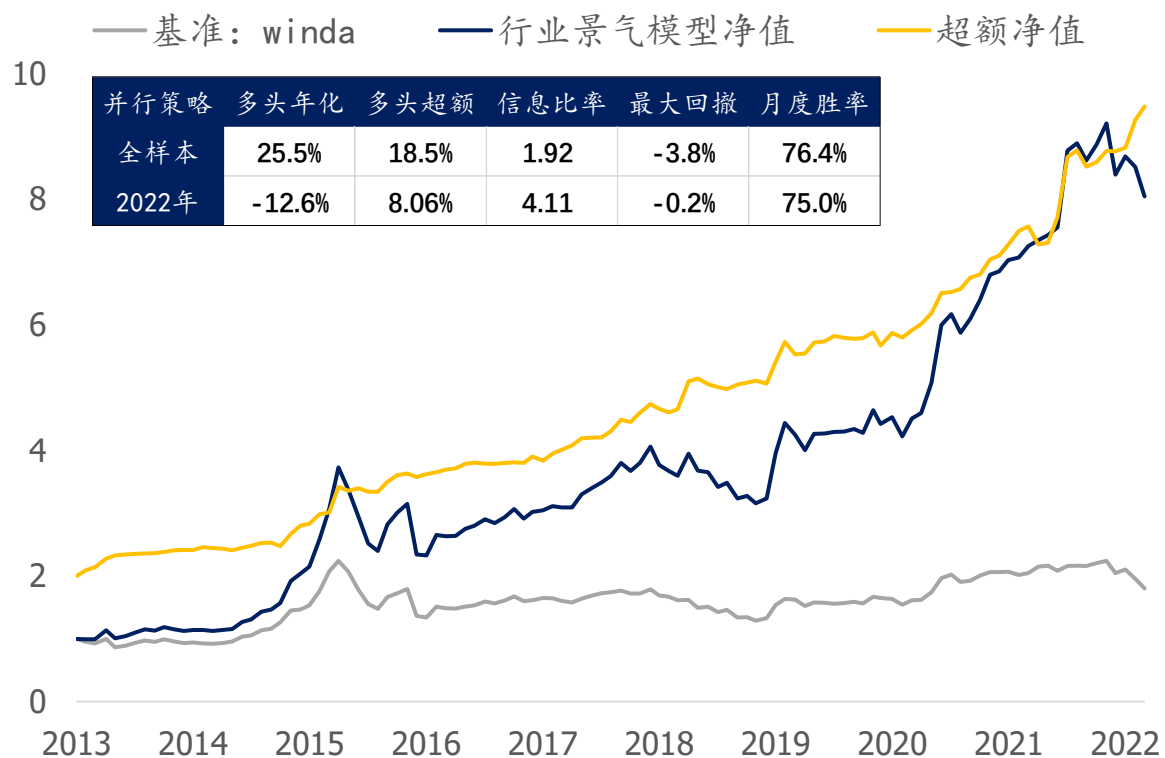




# 策略融合：收益来源不一样，简单并行是个不错的方案

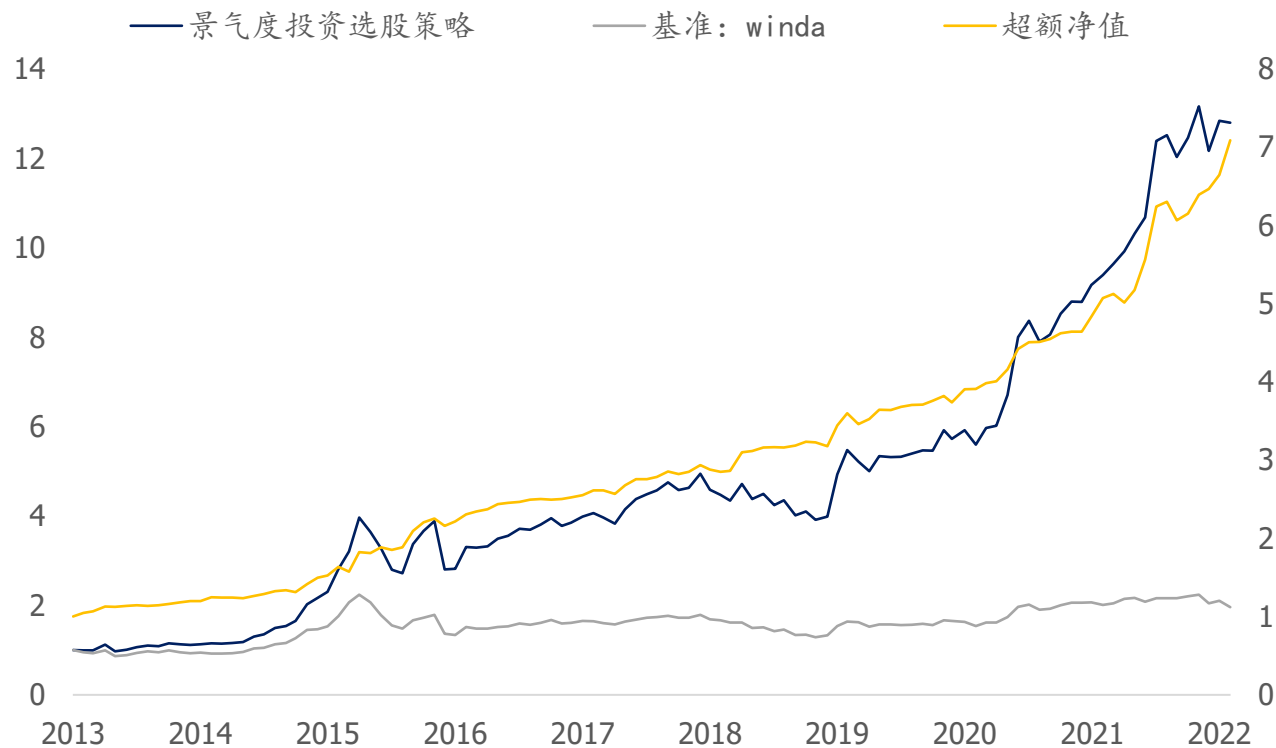
◆ 逻辑：趋势拥挤度主要赚右侧趋势的钱，景气度趋势在基本面出现改善信号进场，更偏左侧。

- 两策略各分配50%资金：多头年化25.5%，超额年化18.5%，信息比率1.89，超额最大回撤-3.76%，换手单边年化5.3倍，月度胜率76%。由此可见简单并行并没有侵蚀收益，反而取得了“1+1>2”的效果；
- 6月综合配置建议：基础化工23%，银行18%，纺织服装13%，电力设备与新能源9%，电力及公用事业7%，有色金属7%，煤炭7%，石油石化7%，农林牧渔6%，汽车4%。



# 景气度选股：结合PB-ROE行业内选股后进一步增强

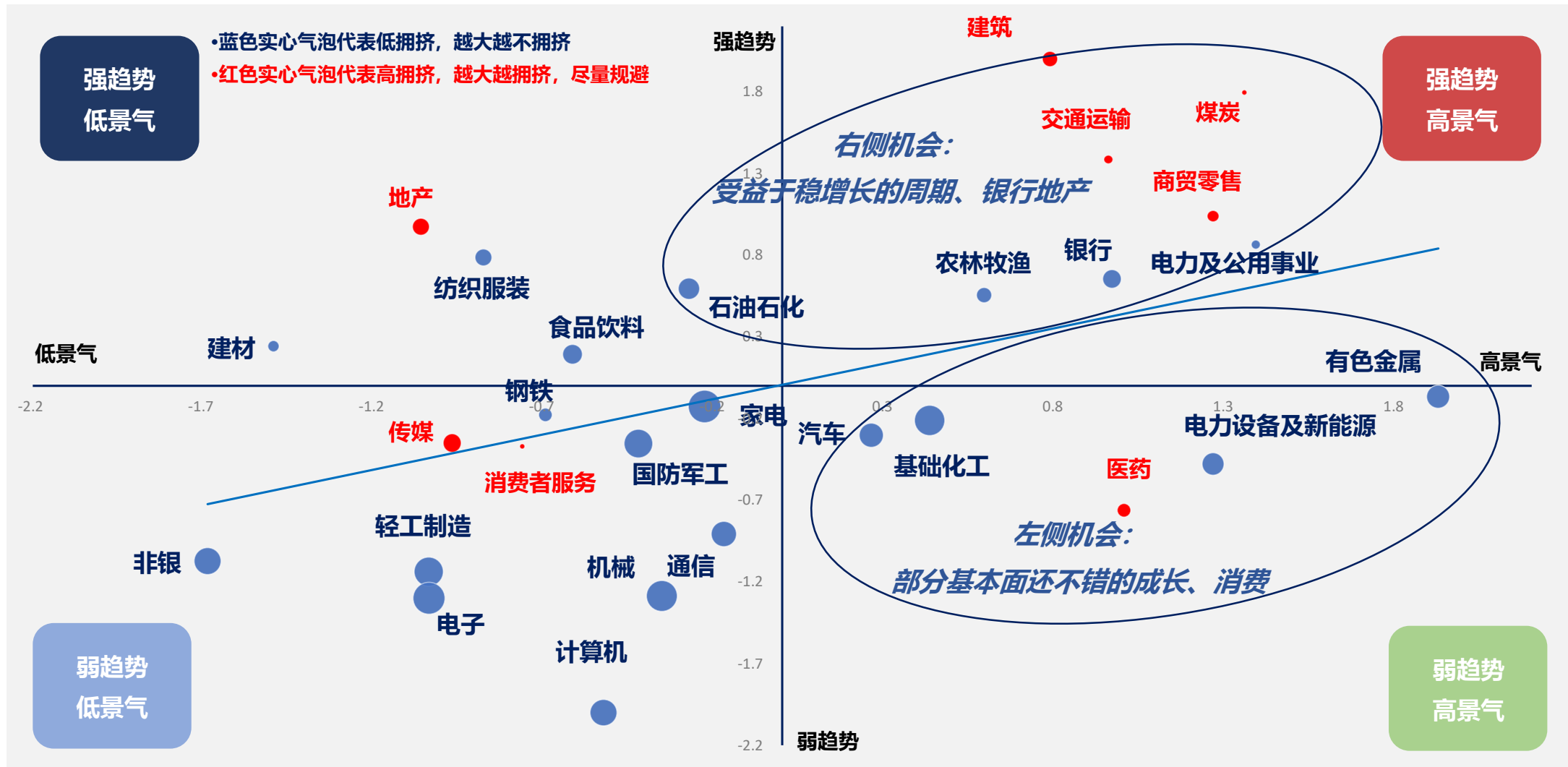
- ◆ 景气度选股逻辑：先根据行业配置模型确定行业权重，然后根据PB-ROE模型选取行业内估值性价比高的股票（前40%），按流通市值和PB-ROE打分加权。
- 策略多头年化31.3%，超额年化24.2%，信息比率2.24，月度超额最大回撤-4.1%，月度胜率77%；
- 2022年4月，行业配置策略超额2.3%，选股策略超额2.6%。

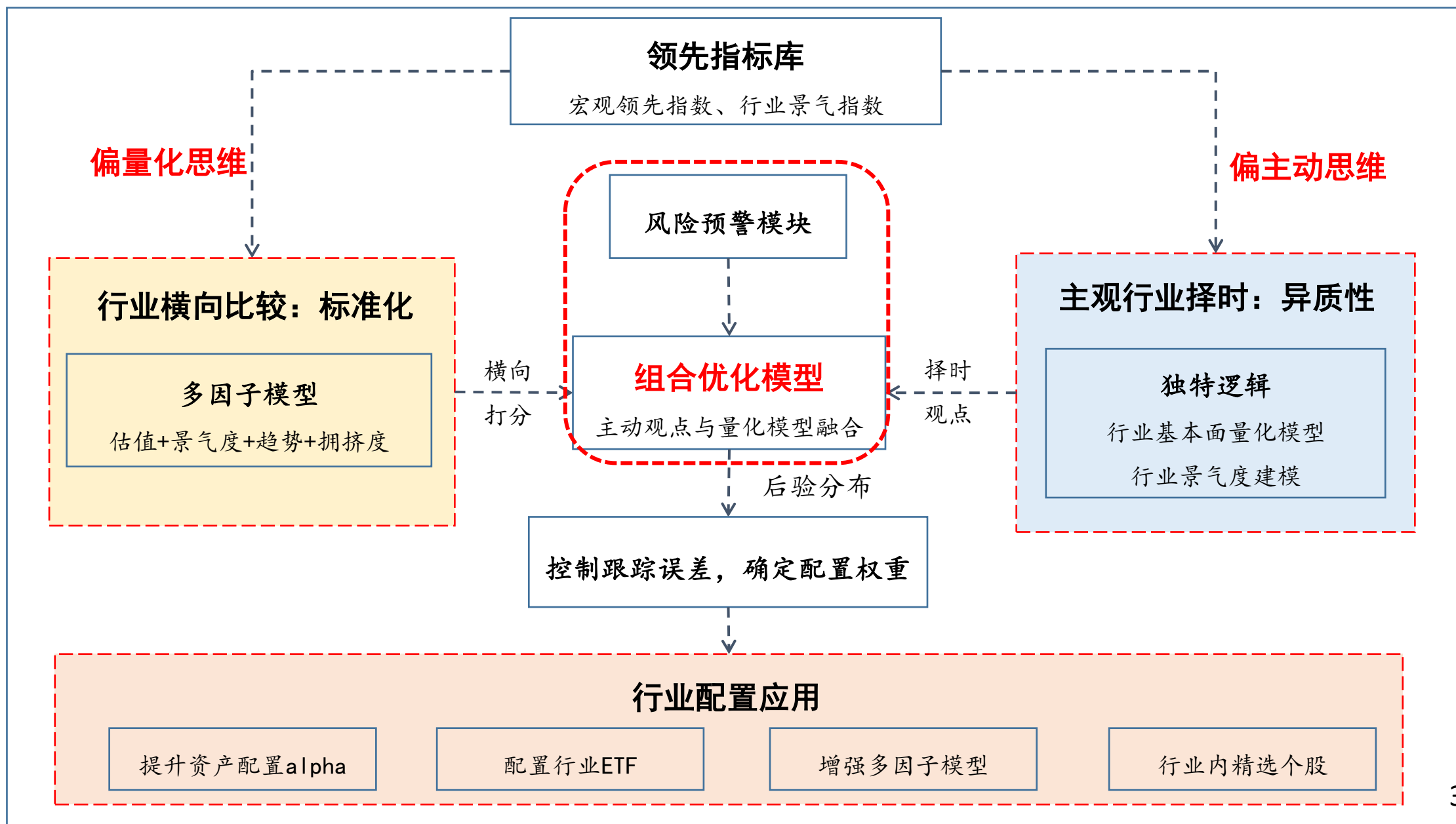


股票代码	个股简称	所属行业	权重
601838.SH	成都银行	银行	13.3%
000651.SZ	格力电器	家电	6.3%
601997.SH	贵阳银行	银行	4.8%
002958.SZ	青农商行	银行	3.8%
300750.SZ	宁德时代	电力设备与新能源	3.5%
600177.SH	雅戈尔	纺织服装	3.1%
601225.SH	陕西煤业	煤炭	2.3%
600908.SH	无锡银行	银行	2.2%
002807.SZ	江阴银行	银行	2.1%
600104.SH	上汽集团	汽车	1.9%
600188.SH	兖矿能源	煤炭	1.4%

# 6月行业综合配置建议：周期能源、金融与消费

- 受益于稳增长的大金融：银行、地产等大金融板块，景气度趋势延续，政策预期拖底，建议标配；
- 受益于通胀的上游周期、新旧能源：化工、煤炭、石油石化、电力、有色、电新等，海外通胀常态化下长期受益，可以超配。
- 受益于疫情扭转的部分消费：汽车、纺织服装、农林牧渔等，基本面有望困境反转，左侧布局。





▣ 行业配置的三个标尺：景气度、趋势和拥挤度

▣ 行业配置的两个方案：

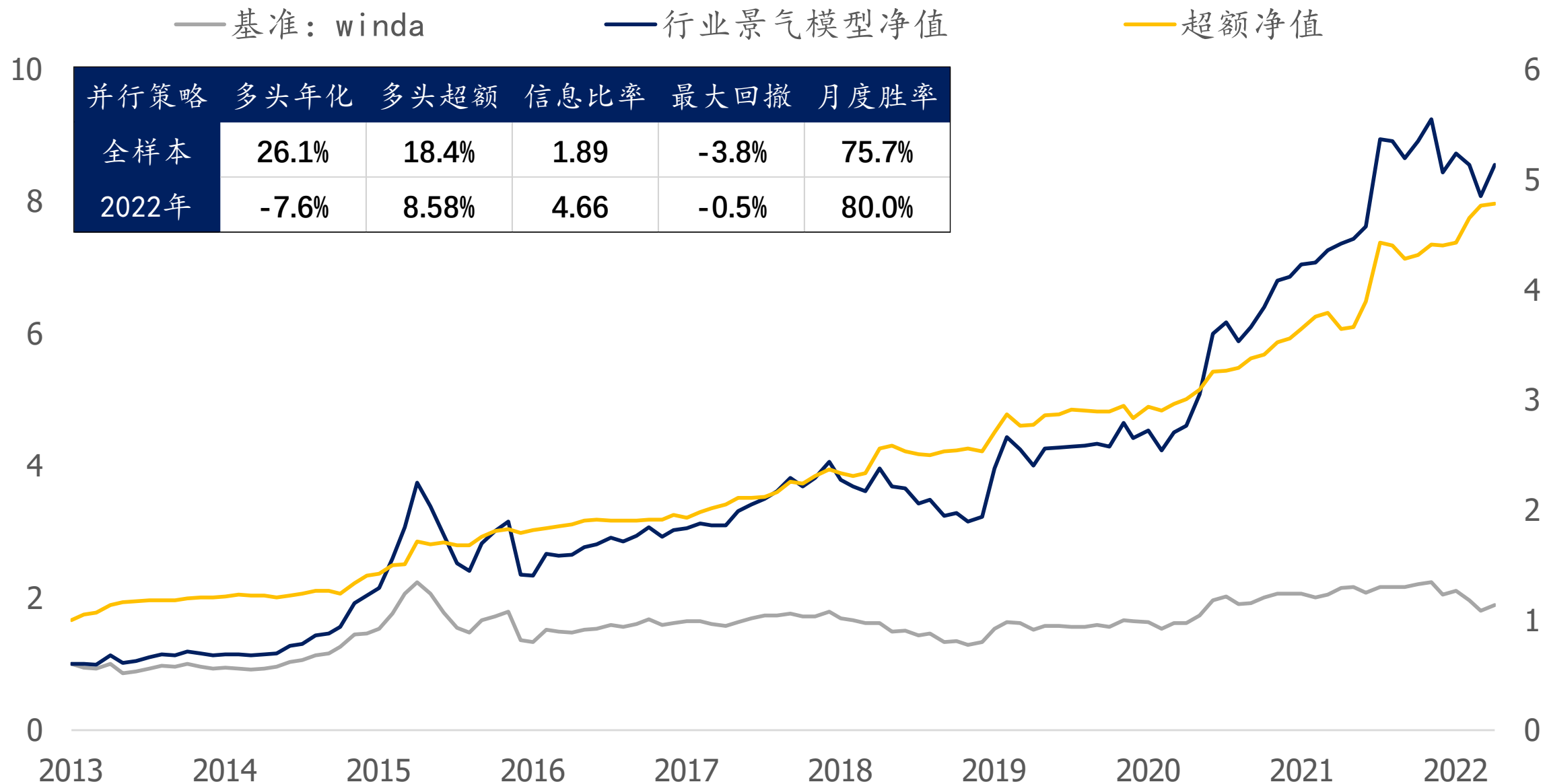
① 行业景气模型：景气度+趋势，剔除高拥挤。景气度为核心，进攻性强，需要拥挤度提示风险来保护。策略历史超额18%，信息比率1.77，最大回撤-4%，月度胜率66%；

② 行业趋势模型：趋势+拥挤度，剔除低景气。顺着市场趋势走，思路简单易复制，持有体验感强。策略历史超额18%，信息比率1.68，最大回撤-5%，月度胜率67%；

▣ 行业配置需具备多模型思维：两个策略相关性不高，并且行业趋势模型在市场基于政策/基本面进行切换时容易失效，而行业景气模型可以一定程度上把握住这类机会。并行后策略超额收益18%，信息比率1.92，最大回撤-4%，月度胜率76%，实现1+1>2的效果。

▣ 目前提供的工具：周度行业景气度图谱和配置观点推送，欢迎各位领导提供邮箱，一起跟踪。

# 5月行业综合配置建议：金融、周期上游与消费

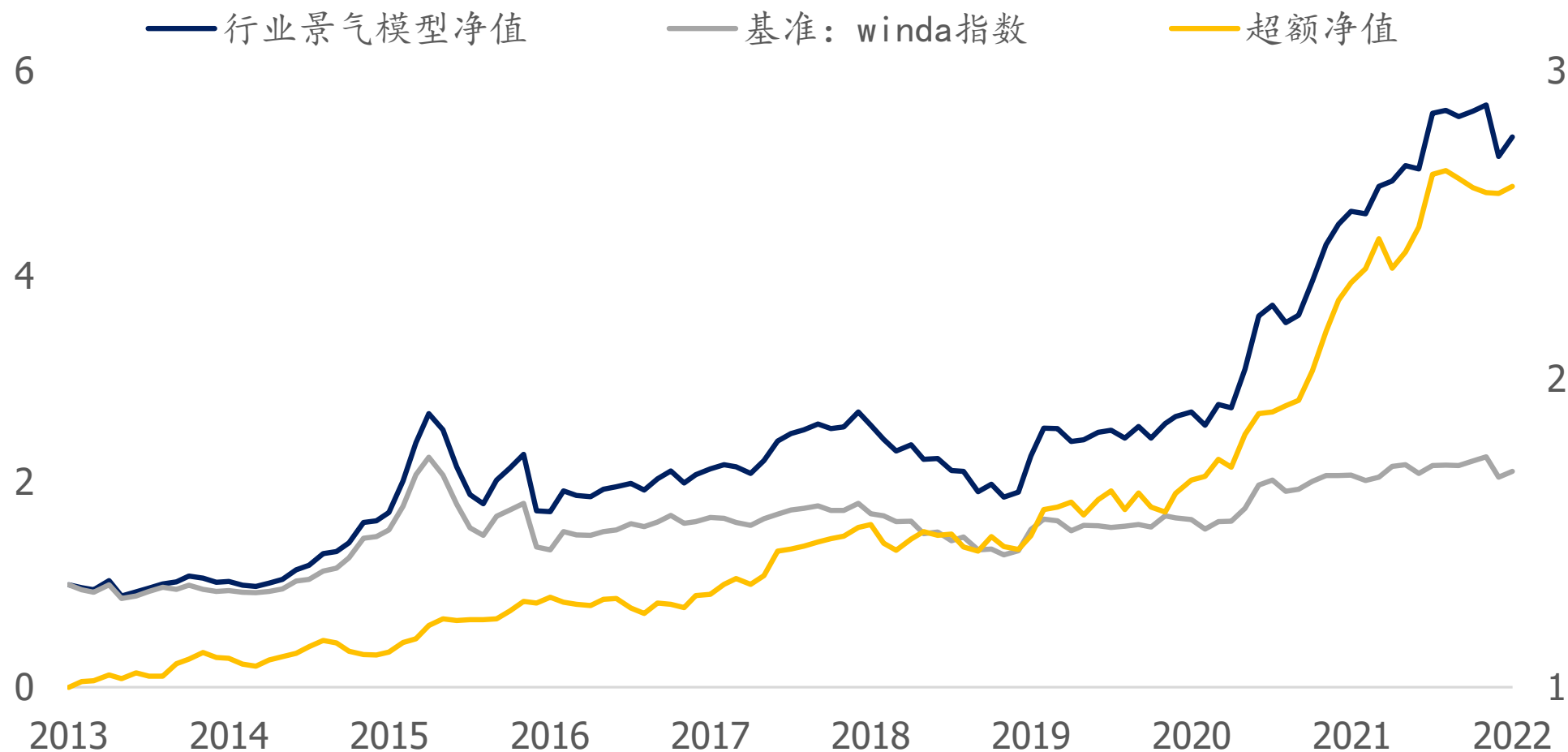




# 组合优化后，模型控制了超额回撤，但alpha略显平庸

◆ 自样本外跟踪以来，行业配置模型绝对收益率5.6%，超额收益率8.8%，最大回撤-5.7%。

◆ 尽管使用组合优化的方法让我们控制了相对回撤，但模型的超额也变得略显平庸，正所谓有得必有失。



- ◆ 我们设计了一个指标：行业趋势与行业情绪的相关性（Corr Trend Crowd）。理论上，当两者相关性高的时候，代表当前趋势较好的行业可能存在情绪过热的情况，后续上涨动能不足。我们对这个指标做了扩展窗口的分位数处理，发现当相关性较高（大于80/90%）的时候，IC值明显为负，并且胜率较高，其余时间IC值并不显著。

图表 10: 行业情绪指标及其细分项 IC 值测试

	波动率	Beta	换手率	综合指标
全样本				
IC 均值	0.015	-0.001	0.003	0.008
IC 中位数	-0.023	0.001	-0.010	-0.014
IC_胜率	53%	49%	53%	53%
行业趋势和情绪指标的相关性在 80%分位数以上				
IC 均值	-0.065	-0.051	-0.084	-0.074
IC 中位数	-0.058	-0.020	-0.052	-0.088
IC_胜率	71%	52%	71%	62%
行业趋势和情绪指标的相关性在 90%分位数以上				
IC 均值	-0.112	-0.125	-0.140	-0.133
IC 中位数	-0.102	-0.088	-0.150	-0.109
IC_胜率	80%	60%	80%	80%

资料来源：国盛证券研究所，wind

行业景气度模型根据分析师数据、历史数据规律总结，未来存在失效的风险！

## 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。