

量化分析报告

如何基于超额流动性对大盘做择时？——基本面量化系列研究之十

本期话题：如何基于超额流动性对大盘做择时？我们基于 M2 同比和名义 GDP 同比的差值构建了超额流动性指标。统计检验发现，超额流动性大于 0 时，中证 800 月均收益率为 2.9%(t 统计量 3.4)，成长行业表现最好。小于 0 时月均收益率-0.8%(t 统计量-1.0)，消费行业表现最好。

基本面量化体系介绍。1) **宏观层面：**主要研究宏观景气指数+宏观情景分析。2) **中观层面：**主要研究行业的盈利变化和估值高低。3) **微观层面：**投资策略跟踪：PB-ROE 选股模型、行业景气度模型、绝对收益模型等。

宏观层面：1) **宏观景气指数：**目前总体观点为经济下、货币松、信用松、补库存。2) **宏观情景分析：**预计沪深 300 盈利增速接下来继续下行，PPI 指数在 2022 年上半年会明显下滑，库存周期处于被动补库存阶段。

中观层面：主动角度看地产、家电和医药以及稳定，量化角度看医药、农林牧渔和不怎么拥挤的新旧能源。

金融行业模型最新结论。银行预计不良率未来会抬升，建议标配，地产房贷利率有所松动，短期有估值修复机会，保险仍需等待 10Y bond 改善信号再入场，券商估值盈利匹配处于合理位置，建议标配。

消费行业模型最新结论。家电盈利端指标有边际改善的信号、成本端 PPI 预计下滑、地产政策放松，估值处于 2018Q3 的水平，建议超配。医药景气指数进入扩张状态，估值跌至合理偏低水平，可以左侧布局。

周期行业模型最新结论。周期行业景气指数最新为-18%，进入景气收缩区间，建议低配。

成长行业模型最新结论。多数行业业绩透支年份都已经偏低区域，但是考虑到分析师景气度进入收缩区间，参与超跌反弹还是需要谨慎。

稳定行业模型最新结论。当前行业股息率和 10Y bond 的差值约为 2.9%，从绝对收益角度来讲，可以作为债券替代品种。

量化模型行业配置建议：化工 21%，食品饮料 17%，银行 12%，医药 12%，电力 11%，机械 10%，有色 9%，农林牧渔 8%。**配置主线：**1) 受益于疫情扭转的消费；2) 受益于稳增长的金融；3) 受益于通胀的新旧能源。**风险提示：**煤炭、汽车和新能源拥挤度上升较快，可以考虑逢高减仓。

微观层面：常见盈利模式的策略跟踪。1) 行业景气模型：多头年化 26.1%，超额年化 18.4%，信息比率 1.90，月度胜率 75%，年初至今策略超额 9%，景气度选股超额 15%。2) PB-ROE 选股模型：成长 50 组合年初至今收益率-9%（基准-5%），价值 30 组合年初至今收益率-10%（基准-12%）。3) 绝对收益模型：06 年至今复合年化收益率 6.8%，最大回撤 3.7%，2021 年收益率 3.65%。

风险提示：模型根据历史数据规律总结，未来存在失效的风险。

作者

分析师 段伟良

执业证书编号：S0680518080001

邮箱：duanweiliang@gszq.com

分析师 刘富兵

执业证书编号：S0680518030007

邮箱：liufubing@gszq.com

研究助理 杨晔

执业证书编号：S0680121070008

邮箱：yangye3657@gszq.com

相关研究

- 1、《量化分析报告：2022Q2 季报扫描：公募量化各类策略表现几何？》2022-08-01
- 2、《量化点评报告：八月配置建议：不确定性世界中的配置策略——资产配置思考系列之三十》2022-08-01
- 3、《量化周报：上证 50、沪深 300 确认日线级别下跌》2022-07-31
- 4、《量化分析报告：择时六面图：流动性上行、景气度下行》2022-07-31
- 5、《量化专题报告：系统化指数投资：从完善异常捕捉出发》2022-07-28

内容目录

一、本期话题：如何基于超额流动性对大盘做择时？	4
二、基本面量化研究体系介绍	5
三、宏观层面：经济继续下行，信用处于宽松	6
3.1、宏观景气指数：经济下，货币松，信用松，补库存	6
3.2、宏观情景分析	6
3.2.1、经济情景分析：预计沪深 300 盈利增速接下来继续下行	6
3.2.2、通胀情景分析：预计 PPI 在 2022 年未来几个月维持下滑趋势	7
3.2.3、库存周期分析：当前处于被动补库存阶段	7
四、中观层面：行业基本面量化+分析师景气指数	8
4.1、行业基本面量化模型最新观点	8
4.1.1、金融：银行、地产、保险、券商	8
4.1.2、消费：家电、食品饮料、医药	12
4.1.3、周期：上游周期（钢铁、煤炭、有色、化工、水泥、玻璃等）	14
4.1.4、成长：TMT、电力设备与新能源等	14
4.1.5、稳定：机场、高速公路、电力、铁路运输、港口	15
4.2、基于分析师预期数据构建的行业景气图谱	16
五、微观层面：常见盈利模式的策略跟踪	16
5.1、景气度投资模型	17
5.1.1、行业景气模型表现	17
5.1.2、行业景气度选股模型表现	18
5.2、PB-ROE 选股模型	19
5.2.1、“PB-ROE 成长 50”组合表现	19
5.2.2、“PB-ROE 价值 30”组合表现	19
5.3、基于稳定行业股息率的股债混合策略	20
风险提示	20

图表目录

图表 1：超额流动性 VS 中证 800 指数	4
图表 2：超额流动性的择时效果统计检验	4
图表 3：超额流动性 VS 行业收益率	5
图表 4：基本面量化研究框架	5
图表 5：经济下，货币松，信用松，补库存	6
图表 6：经济增长指数处于收缩区间，预计沪深 300 盈利增速下行	7
图表 7：货币指数近期有宽松的迹象，考虑到领先性 2022 年 PPI 预计明显下滑	7
图表 8：当前处于被动补库存阶段	8
图表 9：被动补库存下 CRB 金属价格指数月均涨跌幅为-1.1%	8
图表 10：中观基本面量化当前配置建议	8
图表 11：净息差和不良率走势会影响银行板块的超额收益	9
图表 12：银行择时配置时钟	9
图表 13：不良率的走势预判	9
图表 14：净息差的走势预判	10
图表 15：银行估值性价比指数 VS 未来一年绝对收益率	10
图表 16：银行估值性价比指数 VS 未来一年相对收益率	10
图表 17：地产行业 NAV 估值模型	11
图表 18：房贷利率预计会边际下滑	11
图表 19：券商行业当前估值处于合理位置	11
图表 20：券商 ROE 高频预测结果	11
图表 21：保险 PEV 估值处于历史低位	12
图表 22：经济景气处于收缩区间，10Ybond 收益率继续下行	12
图表 23：保费收入增速持续下滑	12
图表 24：房贷利率下行有利于家电需求的提升	13

图表 25: 家电行业估值性价比非常高.....	13
图表 26: 食品饮料行业分析师预期景气度处于收缩状态.....	13
图表 27: 食品饮料行业估值性价比处于历史中位数水平.....	13
图表 28: 医药行业分析师预期景气度处于扩张状态.....	13
图表 29: 医药行业估值性价比处于历史低位.....	13
图表 30: 周期行业景气指数当前已经进入收缩期.....	14
图表 31: 主流成长板块当前估值水平.....	14
图表 32: 成长板块刚刚进入景气收缩区间, 分析师对板块 ROE 相对悲观.....	15
图表 33: 稳定行业最新股息率.....	15
图表 34: 行业打分图谱 (中信一级行业, 截面为 2022 年 7 月 29 日)	16
图表 35: 行业景气+趋势模型历史表现	17
图表 36: 行业景气度-趋势-拥挤度图谱 (截止 2022 年 7 月 29 日)	18
图表 37: 景气度投资选股策略净值表现	18
图表 38: 景气度投资选股模型 8 月部分重仓股	18
图表 39: PB-ROE 成长 50 组合净值表现.....	19
图表 40: PB-ROE 成长 50 历年收益表现.....	19
图表 41: PB-ROE 价值 30 组合净值表现.....	19
图表 42: PB-ROE 价值 30 历年收益表现.....	19
图表 43: 过去两年组合每月收益率.....	20
图表 44: 基于股息率模型的绝对收益策略.....	20

一、本期话题：如何基于超额流动性对大盘做择时？

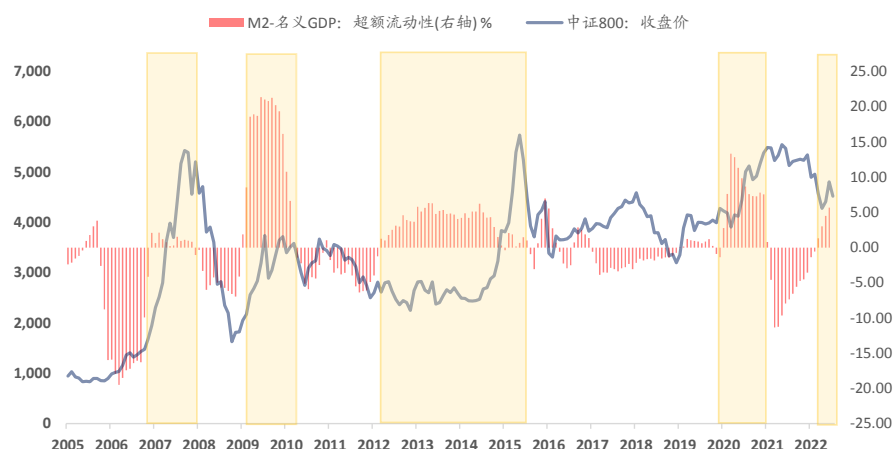
本期我们基于 M2 同比和名义 GDP 同比构建了超额流动性指标，定义如下：

$$\text{超额流动性} = \text{M2 同比} - \text{名义 GDP 同比}$$

从逻辑上来说，超额流动性大于 0，意味着货币供应的增速超过名义 GDP 增长，此时权益资产一般会有边际资金流入，收益率也会表现不错。

如下图所示，我们可以发现，历史上每一轮超额流动性扩张，对应宽基指数都有不错的表现。

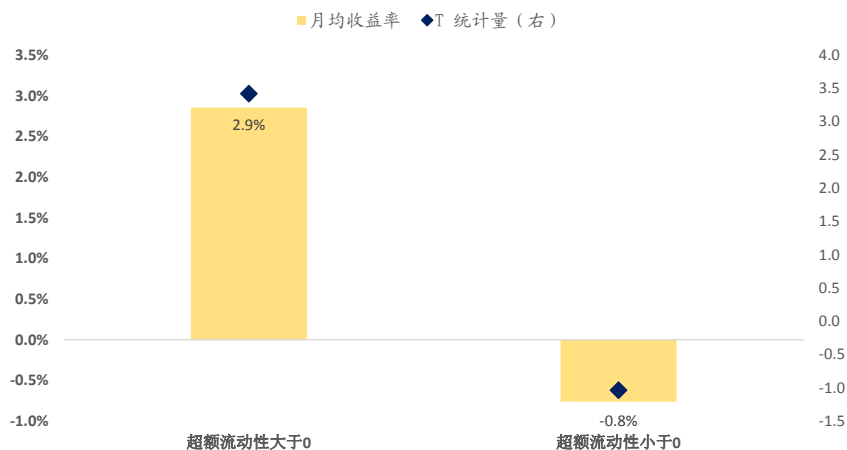
图表 1：超额流动性 VS 中证 800 指数



资料来源：国盛证券研究所，wind

从简单的统计来看，超额流动性大于 0 的月份，中证 800 平均能够获得 2.9% 的月度收益率，t 统计量为 3.4。超额流动性小于 0 的月份，中证 800 平均能够获得 -0.8% 的月度收益率，t 统计量为 -1.0。因此，**超额流动性大于 0 的信号指导意义更强**。当前处于大于 0 的阶段，而且可以预期货币宽松能够持续，从这一点来讲，权益资产值得重点配置。

图表 2：超额流动性的择时效果统计检验



资料来源：国盛证券研究所，wind

另外，从行业层面我们也简单统计了一下。结果如下表所示，可以发现，超额流动性大于 0 的时候成长行业月均收益率为 2.43%，明显高于其他行业，可见成长行业确实受流动性宽松影响更大。超额流动性小于 0 时，消费行业月均收益率为-0.53%，所有行业表现最优，受流动性影响最小。

图表 3: 超额流动性 VS 行业收益率

行业	超额流动性大于 0	超额流动性小于 0
月均收益率：金融	1.54%	-0.74%
月均收益率：周期	1.45%	-0.54%
月均收益率：消费	2.22%	-0.53%
月均收益率：成长	2.43%	-0.71%
月均收益率：稳定	1.36%	-0.75%

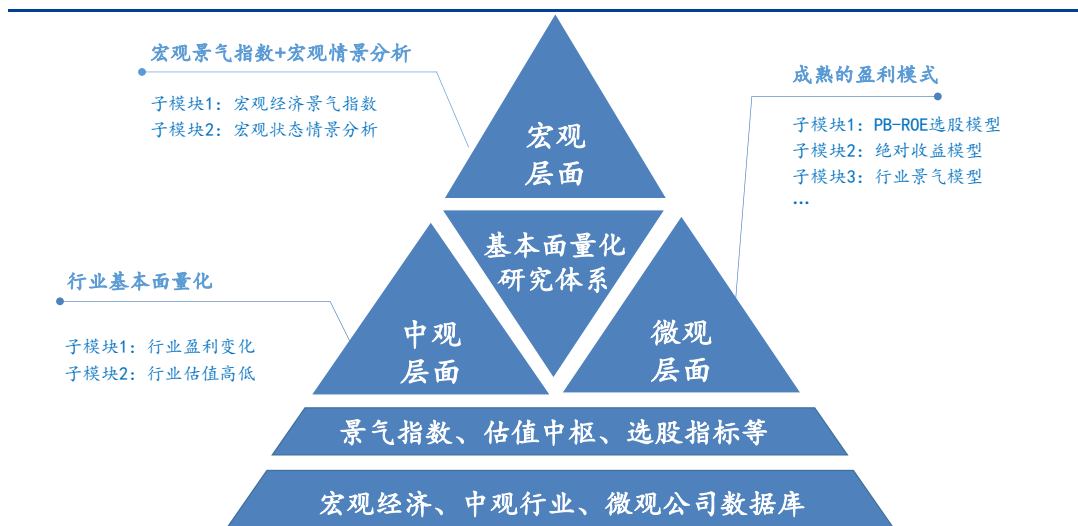
资料来源：国盛证券研究所，wind

二、基本面量化研究体系介绍

目前我们基本面量化研究体系主要覆盖三个领域：宏观层面、中观层面、微观层面。

- 1) 宏观层面：**主要研究两块内容，一是宏观景气指数的构建，二是宏观状态的情景分析。
- 2) 中观层面：**行业层面的基本面量化，主要研究行业的盈利变化和估值高低。
- 3) 微观层面：**从成熟的盈利模式出发，构建具体投资策略，目前跟踪的模型包括：PB-ROE 选股模型、行业景气度模型、绝对收益模型等。

图表 4: 基本面量化研究框架



资料来源：国盛证券研究所，wind

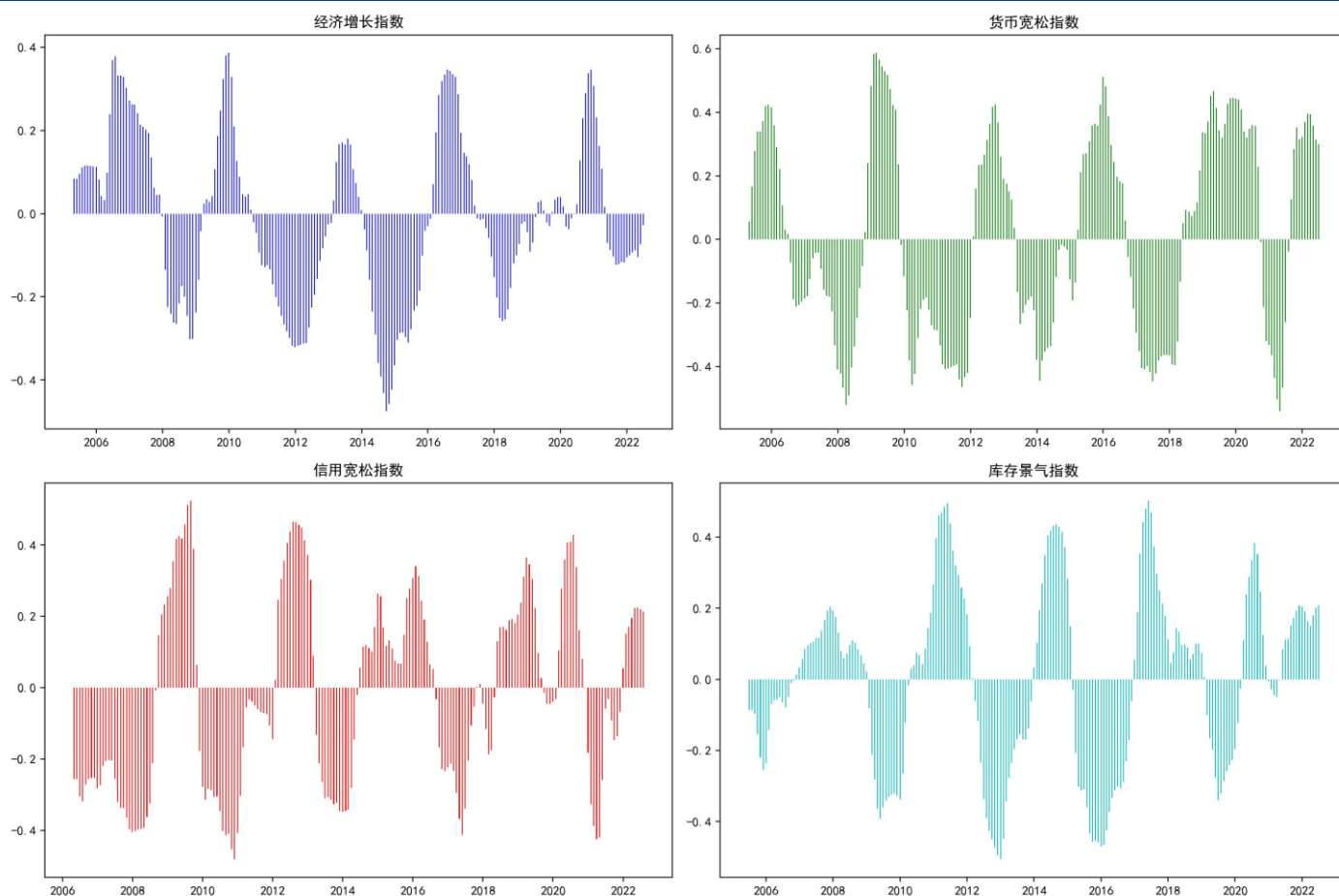
三、宏观层面：经济继续下行，信用处于宽松

宏观层面的量化涉及的领域可以很广，我们这里把聚焦点放在两块：一是构建宏观景气指数，二是宏观状态的情景分析。

3.1、宏观景气指数：经济下，货币松，信用松，补库存

目前主要跟踪四个宏观景气指数：经济增长指数、货币宽松指数、信用宽松指数、库存景气指数，目前处于经济下，货币松，信用松，补库存的状态。

图表 5：经济下，货币松，信用松，补库存



资料来源：国盛证券研究所，wind

3.2、宏观情景分析

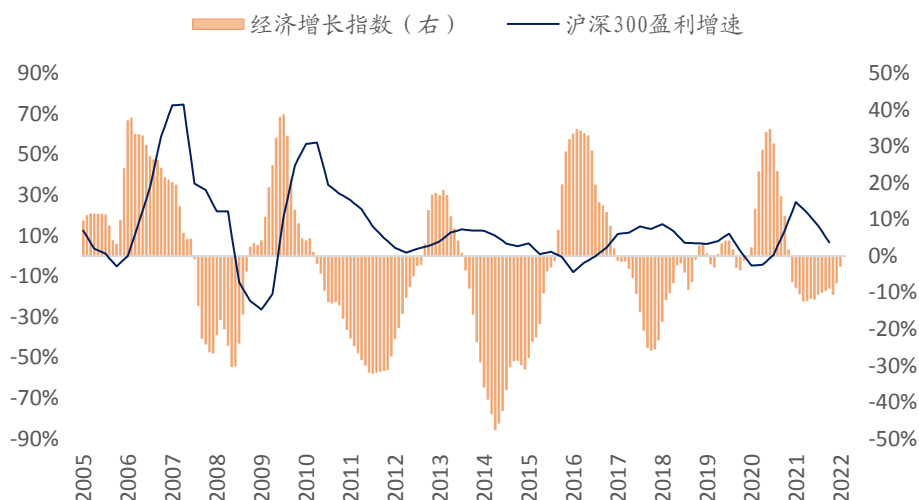
目前我们的宏观情景分析主要包括经济情景分析、通胀情景分析和库存情景分析。

3.2.1、经济情景分析：预计沪深 300 盈利增速接下来继续下行

经济增长指数可以用于预判沪深 300 盈利增速，目前处于收缩区间，预计沪深 300 盈

利增速接下来继续下行。

图表 6: 经济增长指数处于收缩区间, 预计沪深 300 盈利增速下行

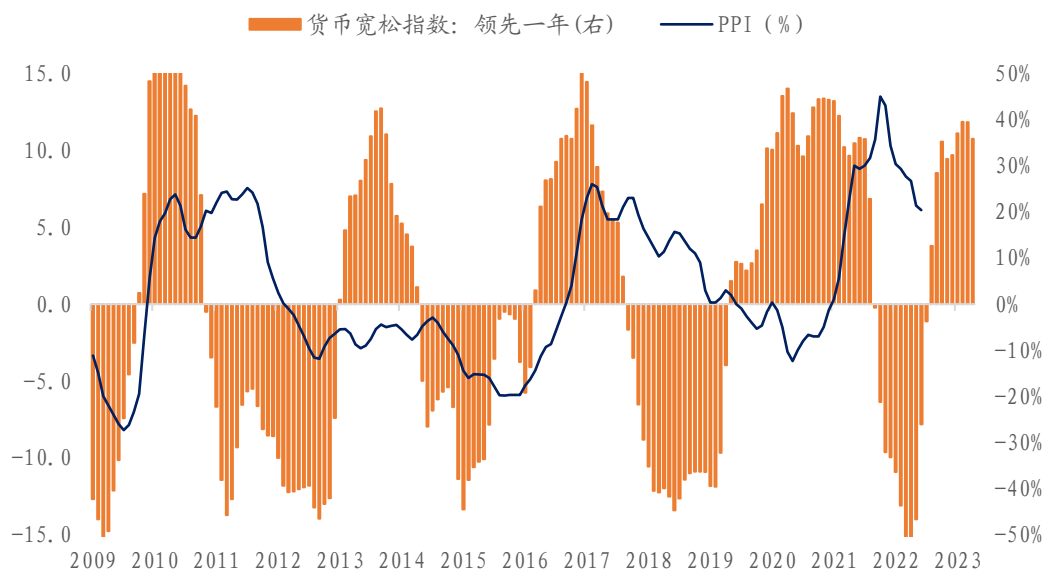


资料来源: 国盛证券研究所, wind

3.2.2、通胀情景分析: 预计 PPI 在 2022 年未来几个月维持下滑趋势

货币宽松指数相对 PPI 有接近一年的领先期, 因此可以预计 PPI 在 2022 年未来几个月会继续下滑。

图表 7: 货币指数近期有宽松的迹象, 考虑到领先性 2022 年 PPI 预计明显下滑

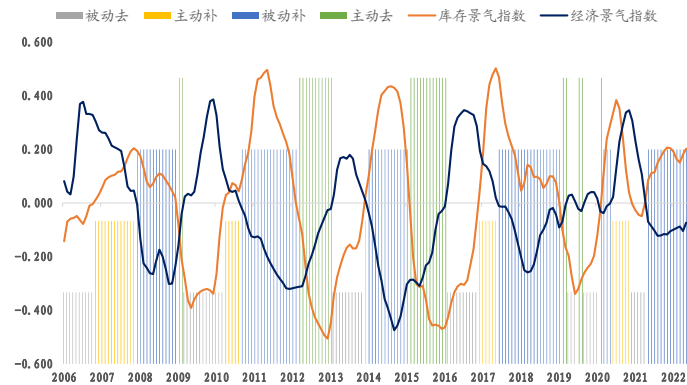


资料来源: 国盛证券研究所, wind

3.2.3、库存周期分析: 当前处于被动补库存阶段

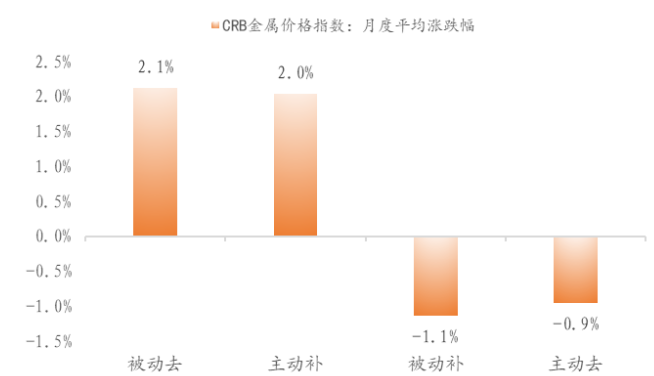
目前宏观状态处于经济下, 库存上的状态, 库存周期进入被动补库存的阶段, 意味着当前处于这一轮库存周期的尾声。在历史上, 被动补库存下 CRB 金属价格指数月均涨跌幅为-1.1%, 因此建议规避周期板块。

图8：当前处于被动补库存阶段



资料来源：国盛证券研究所，wind

图9：被动补库存下CRB金属价格指数月均涨跌幅为-1.1%



资料来源：国盛证券研究所，wind

四、中观层面：行业基本面量化+分析师景气指数

我们按照中信风格指数将所有行业分为五个大类：金融、消费、周期、稳定、成长。以下是目前已经覆盖的一些重点行业的最新观点，具体模型细节可参考我们之前出的系列深度报告，这里就不在详细一一说明。

4.1、行业基本面量化模型最新观点

为了更清晰地了解中观基本面量化模型的最新观点，我们将其整理成如下表格：

图10：中观基本面量化当前配置建议

大类板块	盈利走势判断	估值高低判断	配置建议
金融	银行：不良率预计提升，净息差预计持平 地产：房贷利率短期松动下滑； 保险：10Y Bond未见改善信号； 券商：预测ROE保持稳定；	银行：股权风险溢价率处于历史低位； 地产：地产NAV估值处于历史低位； 保险：PEV估值处于历史低位； 券商：pb-roe模型显示估值处于合理区间；	银行：不良率预计上升，估值偏低但是不一定有相对收益，建议标配； 地产：房贷利率松动，估值偏低，短期有估值修复机会； 券商：盈利估值匹配合理，建议标配； 保险：估值偏低，盈利未见改善信号，建议低配
消费	家电：成本端PPI预计下滑、地产政策放松，预计盈利改善； 食品饮料：景气指数处于收缩状态； 医药：景气指数进入扩张期	家电：估值已经跌至2018Q3水平，处于低位； 食品饮料：估值跌至历史中位数水平； 医药：估值跌至历史偏低的水平	家电：当前建议超配； 食品饮料：暂时等待，继续跟踪 医药：当前建议超配；
成长	分析师预期景气度处于扩张区间的尾声	军工、通信：业绩透支年份处于历史20%以下分位； 新能源、传媒、电子：业绩透支年份处于30%以下分位； 计算机：业绩透支年份处于历史32%分位；	多数行业估值已经跌到底部区域，但是分析师景气度处于扩张尾声，参与超跌反弹还是需要谨慎
周期	周期行业景气指数处于收缩期，再加上2022年预测PPI会明显下滑，预计盈利会明显下滑	-	建议低配
稳定	分析师预期景气度扩张	稳定行业股息率-10Ybond约为2.9%，估值偏低	若追求相对收益，稳定行业长期跑输大盘，建议低配； 若追求绝对收益，当前稳定行业可以作为债券替代品种；

资料来源：国盛证券研究所，wind

4.1.1、金融：银行、地产、保险、券商

1) 银行业模型及最新观点

我们构建了一个银行的配置时钟模型，如下右图所示，净息差上升、不良率下降对银行是双重利好，而净息差下降、不良率上升对银行是双重利空。历史上的股价复盘我们也

做了一下，发现双重利好年份银行相对沪深 300 能够跑出明显的超额收益，反之亦然，另外两个象限没有明显规律。因此，我们模型会在双重利好或者双重利空时发出超配或者低配的信号，其他时间均建议标配。

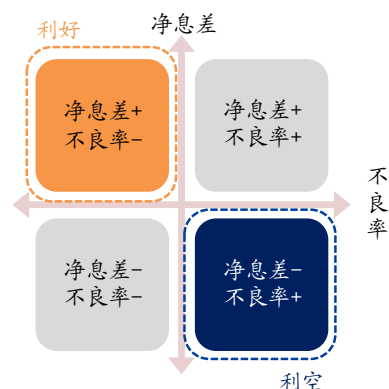
图表 11: 净息差和不良率走势会影响银行板块的超额收益

年份	净息差	不良率	银行涨跌幅	沪深300涨跌幅	超额	配置建议
2010	上升	先升后降	-28%	-13%	-16%	
2011	大幅上升	下降	-4%	-25%	21%	高配
2012	上升	下降	19%	8%	11%	高配
2013	上升	上升	-5%	-8%	3%	
2014	大幅上升	上升	72%	52%	20%	
2015	下降	上升	4%	6%	-2%	低配
2016	下降	持平	1%	-11%	12%	
2017	下降	下降	17%	22%	-5%	
2018	大幅上升	下降	-11%	-25%	14%	高配
2019	预判下降	预判上升	22%	29%	-7%	建议低配
2020	预判下降	预判上升	-0.5%	27%	-28%	建议低配
2021	预判上升	预判下滑	0.2%	-5%	5%	建议超配

* 净息差大幅上升是指上升幅度超过15个bp

资料来源: 国盛证券研究所, wind

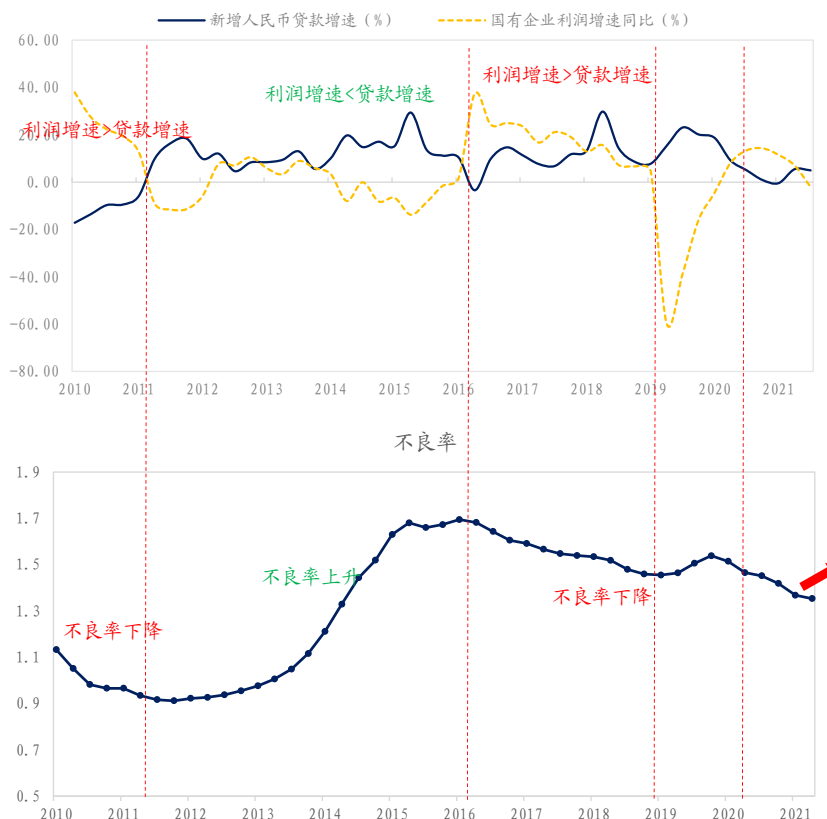
图表 12: 银行择时配置时钟



资料来源: 国盛证券研究所, wind

在以上结论的基础上，我们需要对未来的不良率和净息差的走势做一个预判。其中不良率走势预判主要参考新增人民币贷款增速和企业利润增速两个指标，如下图所示，可以发现，当企业利润增速大于贷款增速的时候，银行的不良率会降低，而当企业利润增速小于贷款增速的时候，银行的不良率会上升。当前工业企业利润增速和新增人民币贷款增速的交叉点已经出现，考虑到稳增长压力下的货币宽松政策大概率持续，预计未来半年贷款增速将继续上行超过工业企业利润增速，不良率已经有了上行的压力。

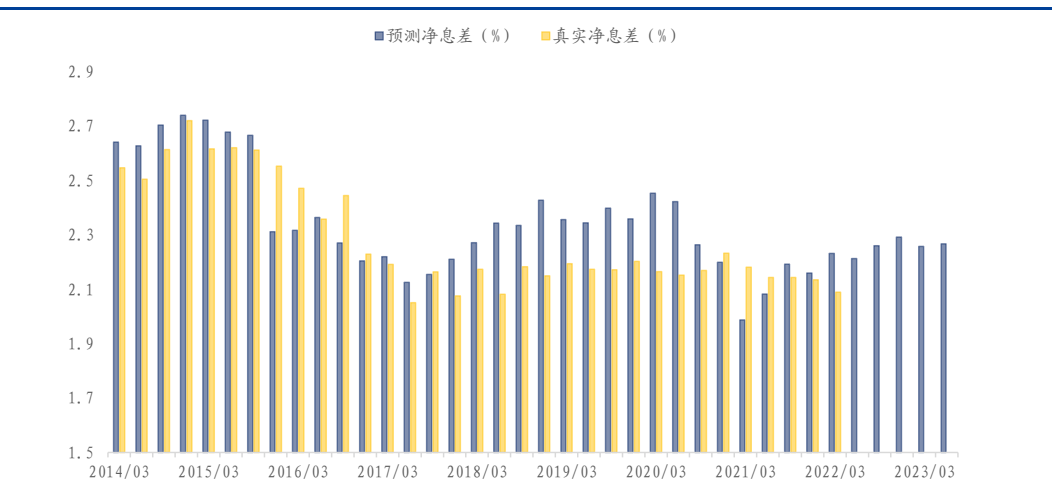
图表 13: 不良率的走势预判



资料来源: 国盛证券研究所, wind

净息差我们从通胀水平、债券收益率和利率市场化政策三个维度建立预测模型，最新模型预判银行净息差接下来会保持持平。

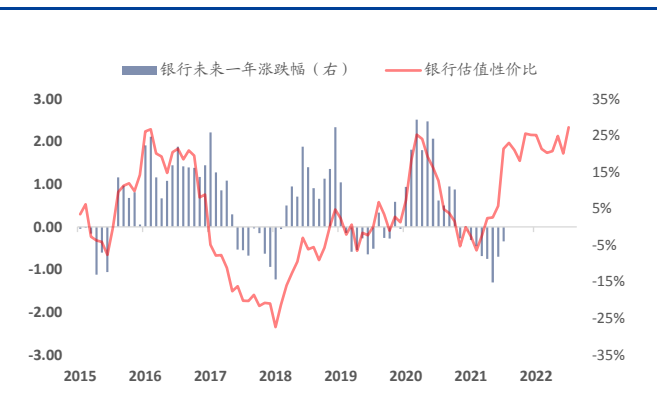
图表 14: 净息差的走势预判



资料来源: 国盛证券研究所, wind

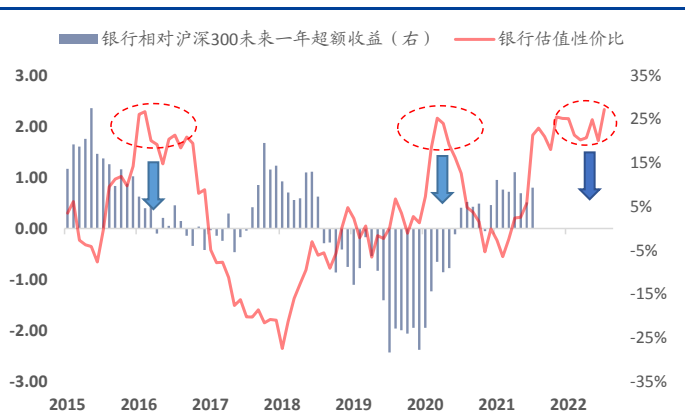
另外，如果从估值层面去考虑，当前银行板块估值性价比确实很高，历史这个水平的估值性价比一般对应未来一年 20%左右的绝对收益。但是，如果考虑超额收益，当前估值水平对应未来一年的超额收益并没有显著为正。这背后的核心原因是很多其他行业估值也处于很低水平，市场真正反转的时候，银行股并没有那么高的弹性。

图表 15: 银行估值性价比指数 VS 未来一年绝对收益率



资料来源: 国盛证券研究所, wind

图表 16: 银行估值性价比指数 VS 未来一年相对收益率



资料来源: 国盛证券研究所, wind

综上，银行当前配置观点为标配，建议继续关注净息差的走势，若净息差也下行，银行可以考虑进一步低配。

2) 地产行业模型及最新观点

估值层面，我们构建了地产行业 NAV 估值模型，当前地产估值处于历史最低位。

政策层面，我们以房贷利率平均值作为政策代理变量，考虑到数据公布的滞后性。我们构建了货币宽松指数来判断最新房贷利率的走势。如下图所示，货币宽松指数在 0 轴以上时，意味着货币处于宽松状态，房贷利率一般会下滑。当前货币宽松指数已经向上突

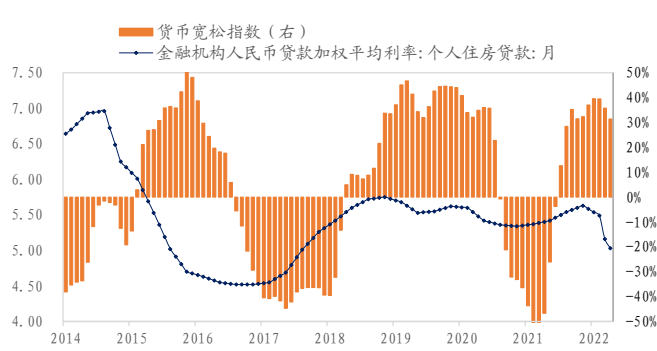
破0轴，房贷利率已经开始下滑，政策层面表现出边际放松迹象。

图表 17: 地产行业 NAV 估值模型



资料来源: 国盛证券研究所, wind

图表 18: 房贷利率预计会边际下滑



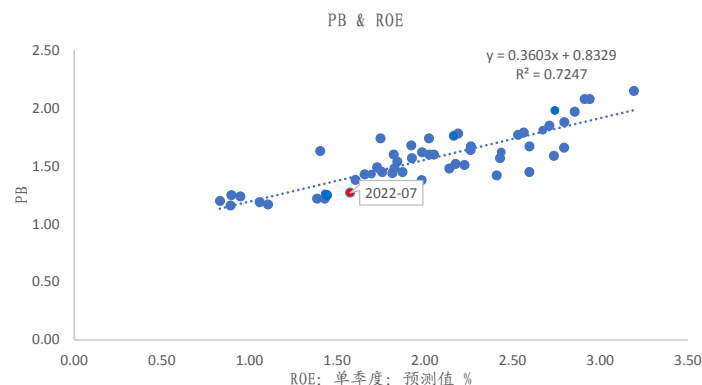
资料来源: 国盛证券研究所, wind

因此，地产行业当前估值偏低，政策层面也表现出边际放松迹象，预计短期有估值修复的行情。

3) 券商行业模型及最新观点

估值层面，我们从 pb-roe 模型可以看出当前券商估值处于相对合理水平。盈利层面，券商 ROE 高频预测值也略微下滑，整体性价比不高，建议标配。

图表 19: 券商行业当前估值处于合理位置



资料来源: 国盛证券研究所, wind

图表 20: 券商 ROE 高频预测结果



资料来源: 国盛证券研究所, wind

4) 保险行业模型及最新观点

估值层面，保险行业 PEV 估值约为 0.54，处于历史低位；

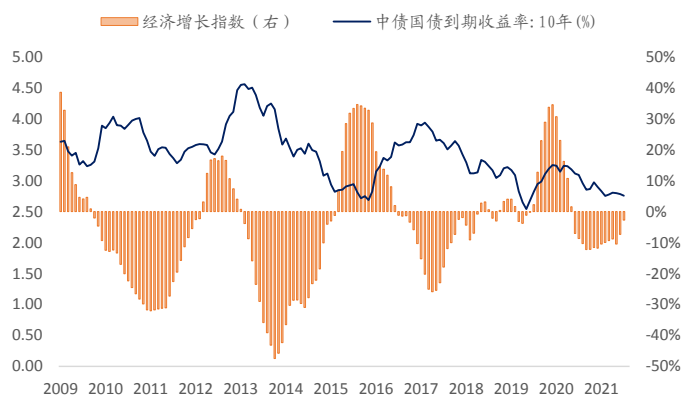
图表 21: 保险 PEV 估值处于历史低位



资料来源: 国盛证券研究所, wind

盈利层面, 主要关注十年国债收益率和保费收入这两个指标。其中国债收益率和保险行业估值高度同步, 近期有所回升, 但考虑到经济依然处于景气收缩区间, 预计很难大幅抬升。保费收入近期有拐头的迹象, 因此建议重点关注十年国债收益率走势, 如果大幅上行, 那保险会迎来一个很好的布局点。

图表 22: 经济景气处于收缩区间, 10Ybond 收益率继续下行



资料来源: 国盛证券研究所, wind

图表 23: 保费收入增速持续下滑



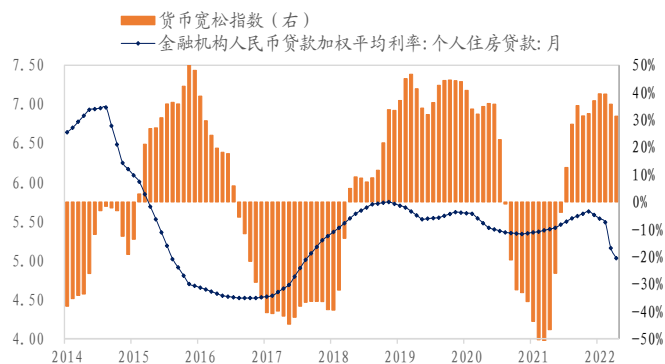
资料来源: 国盛证券研究所, wind

结论: 当前保险行业估值虽然处于历史低位, 但是盈利层面的十年国债收益率拐点还没有出现, 建议继续等待。

4.1.2、消费: 家电、食品饮料、医药

家电行业: 盈利层面, 房贷利率下行有利于家电需求的提升。估值层面, 家电行业业绩透支年份处于历史低位, 接近于 2018Q3 的水平, 建议超配。

图表 24: 房贷利率下行有利于家电需求的提升



资料来源: 国盛证券研究所, wind

图表 25: 家电行业估值性价比非常高



资料来源: 国盛证券研究所, wind

食品饮料行业: 盈利层面, 分析师预期景气度处于收缩状态。估值层面, 行业业绩透支年份处于历史中位数水平, 建议继续等待。

图表 26: 食品饮料行业分析师预期景气度处于收缩状态



资料来源: 国盛证券研究所, wind

图表 27: 食品饮料行业估值性价比处于历史中位数水平



资料来源: 国盛证券研究所, wind

医药行业: 盈利层面, 分析师预期景气度进入扩张状态。估值层面, 行业业绩透支年份处于偏低位置, 可以考虑超配。

图表 28: 医药行业分析师预期景气度处于扩张状态



资料来源: 国盛证券研究所, wind

图表 29: 医药行业估值性价比处于历史低位



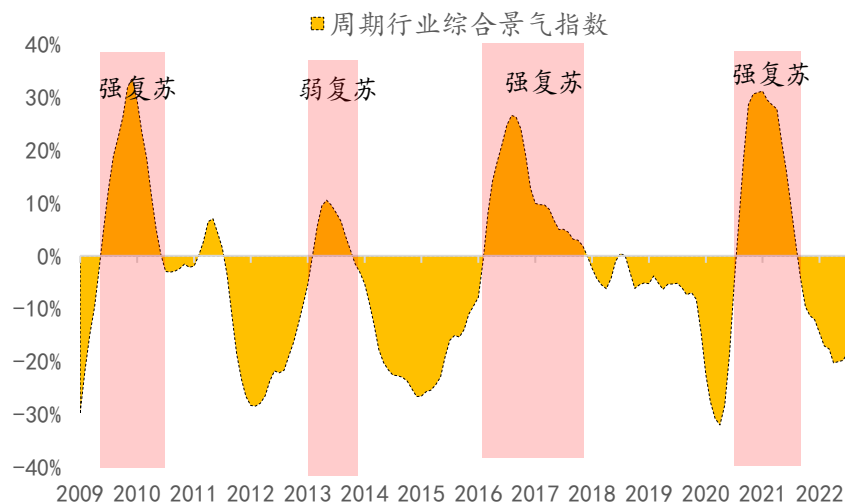
资料来源: 国盛证券研究所, wind

4.1.3、周期：上游周期（钢铁、煤炭、有色、化工、水泥、玻璃等）

周期行业模型及最新观点

周期行业景气指数最新为-18%，模型显示当前进入景气收缩区间，建议周期行业低配！

图表 30：周期行业景气指数当前已经进入收缩期



资料来源：国盛证券研究所，wind

4.1.4、成长：TMT、电力设备与新能源等

估值层面，我们基于反向 dcf 模型计算了 6 个成长板块的业绩透支年份，结果显示，当前新能源板块业绩透支年份约为 3.9 年(历史 22%分位)，军工为 6.4 年(历史 13%分位)，电子为 4.0 年(历史 19%分位)，计算机为 5.3 年(历史 23%分位)，通信为 4.2 年(历史 19%分位)，传媒为 3.4 年(历史 21%分位)，整体都处于偏低水平。

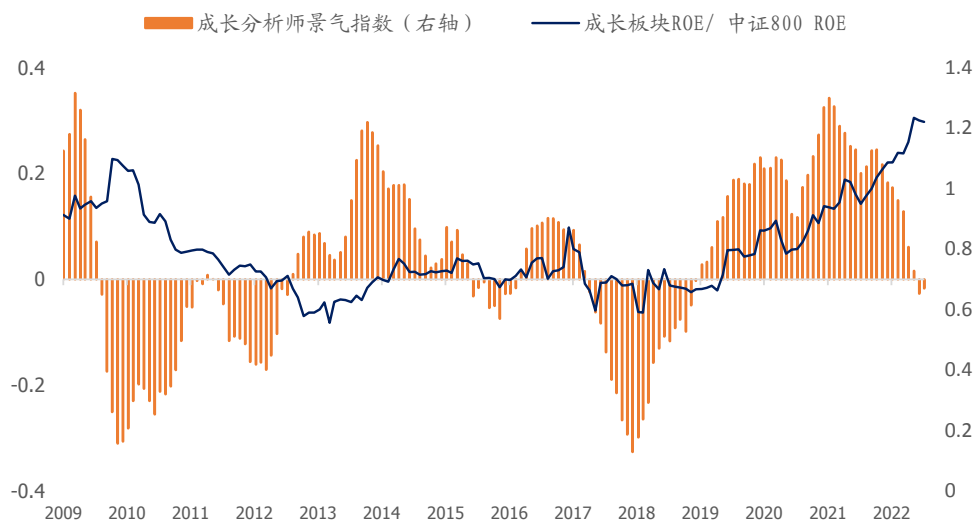
图表 31：主流成长板块当前估值水平

行业名称	业绩透支年份	75%分位	50%分位	25%分位	当前所处历史分位数
新能源	3.9	5.2	4.5	4.0	22%
军工	6.4	9.3	8.3	7.2	13%
电子	4.0	5.8	4.7	4.3	19%
计算机	5.3	6.9	6.0	5.4	23%
通信	4.2	5.6	5.0	4.4	19%
传媒	3.4	6.1	5.1	3.5	21%

资料来源：国盛证券研究所，wind

盈利层面，根据我们编制的分析师景气指数，成长板块刚刚进入景气收缩区间，分析师对板块 ROE 相对悲观，因此参与超跌反弹需要谨慎。其中，新能源景气度一直维持高位，可以持续关注。

图表 32: 成长板块刚刚进入景气收缩区间, 分析师对板块 ROE 相对悲观



资料来源: 国盛证券研究所, wind

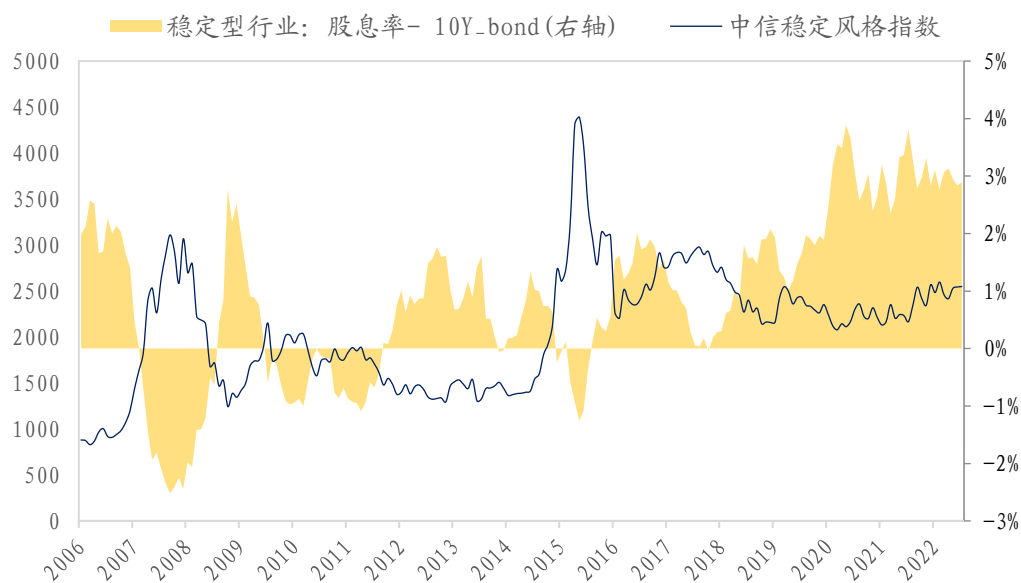
4.1.5、稳定：机场、高速公路、电力、铁路运输、港口

稳定型行业对标指数是中信稳定风格指数, 涵盖的主要是公用和交运行业, 包括机场、高速公路、电力、铁路运输、港口。这类行业的核心影响因素是股息率。

股息率模型最新观点

当前稳定型行业股息率和十年国债收益率的差值约为 2.9 %。从绝对收益角度来讲, 当前是配置稳定型行业很好的时点。

图表 33: 稳定行业最新股息率



资料来源: 国盛证券研究所, wind

4.2、基于分析师预期数据构建的行业景气图谱

以上行业配置模型是根据中观高频数据构建的，众所周知分析师盈利预测数据是更直接便捷的盈利预测数据。考虑到近些年分析师定价权的提升，下面我们根据分析师盈利预测明细数据编制了分析师景气指数 FAPI (Financial Analyst Pros Index)，用于及时跟踪宽基指数、风格和行业的景气度。结合我们团队之前的趋势和拥挤度指标，截止 2022 年 7 月 29 日，行业各个分项指标值得关注的点如下：

- **行业景气度**：新旧能源（煤炭、有色、化工、新能源等）、基建（建筑、电力、交运）、银行和部分消费（医药、商贸零售和农林牧渔等）景气度较高。
- **行业趋势**：新旧能源（煤炭、汽车、新能源）、基建（交运、电力、建筑）、部分消费（食品饮料、消费者服务、农林牧渔）等趋势较强。
- **行业拥挤度**：建筑、房地产、消费者服务、商贸零售、煤炭、交通运输、新能源和汽车等板块短期交易比较拥挤。

图表 34：行业打分图谱（中信一级行业，截面为 2022 年 7 月 29 日）

行业简称	PE估值	分析师行业景气指数	分析师行业景气指数_zscore	分析师预期 ROE_FTTM的z_score	历史景气度排名	趋势	拥挤度
石油石化	9.8	-0.1	-1.3	-0.8	0.1	0.0	-0.1
煤炭	8.6	0.3	1.0	1.7	-0.1	0.3	0.6
有色金属	20.2	0.3	-0.8	1.4	0.4	0.1	0.3
电力及公用事业	21.2	0.1	0.8	0.7	0.5	0.2	0.1
钢铁	9.4	0.1	-0.5	-1.2	-0.5	-0.1	0.0
基础化工	19.3	0.0	-0.9	1.0	0.1	0.1	-0.5
建筑	8.3	0.1	1.8	-0.1	0.0	0.1	1.1
建材	11.2	-0.2	0.2	-1.3	-0.4	-0.1	0.1
轻工制造	23.1	-0.1	0.2	-1.0	-0.2	-0.4	-1.1
机械	31.2	0.0	0.8	-1.6	0.0	0.1	-0.4
电力设备及新能源	40.7	0.2	0.0	1.4	0.5	0.2	0.5
国防军工	56.8	0.0	-1.5	-0.6	0.2	0.0	-0.4
汽车	34.5	0.0	-0.1	-0.2	0.0	0.3	1.7
商贸零售	15.9	0.1	1.9	0.9	0.3	-0.2	0.9
消费者服务	52.3	-0.3	-0.7	-0.6	-0.3	0.1	2.1
家电	16.9	-0.1	-1.0	-1.5	0.3	0.0	-0.6
纺织服装	15.6	-0.1	-1.2	-1.5	-0.2	0.0	-0.2
医药	24.9	0.2	0.9	-1.6	0.4	-0.2	0.3
食品饮料	36.8	-0.1	-0.3	-1.5	0.4	0.1	0.0
农林牧渔	55.1	-0.1	1.9	1.0	0.3	0.3	0.1
银行	4.7	0.0	2.0	0.1	0.2	-0.1	-0.5
非银	12.9	-0.3	-1.4	-1.4	-0.4	0.4	-0.5
地产	10.4	-0.3	1.6	-1.4	-0.2	0.0	1.3
交通运输	9.1	0.1	0.2	-0.2	-0.1	0.2	0.7
电子	28.9	0.0	-0.3	-1.8	-0.3	-0.4	-0.6
通信	14.4	0.0	-1.0	-1.3	0.2	-0.1	-0.8
计算机	40.8	-0.2	-1.7	-0.3	-0.1	-0.5	-1.1
传媒	19.5	-0.1	0.5	-1.8	-0.3	-0.3	-0.3

资料来源：国盛证券研究所，wind

五、微观层面：常见盈利模式的策略跟踪

我们从成熟的盈利模式出发，构建具体的主动量化策略。目前跟踪的模型包括：景气度投资模型、PB-ROE 选股模型和绝对收益模型等。

5.1、景气度投资模型

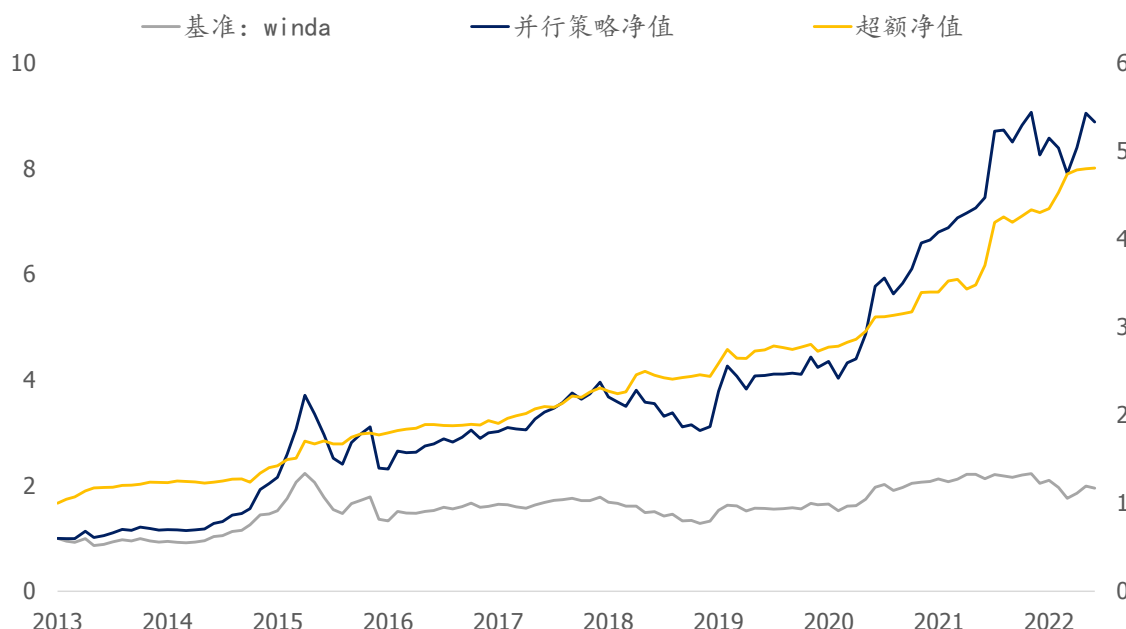
5.1.1、行业景气模型表现

在前期发布的专题报告《行业配置模型的顶端优化》中，我们提出了两种适用不同市场环境的行业配置解决方案：

- 1) **行业景气模型：高景气+强趋势，规避高拥挤。**景气度为核心，进攻性强，需要拥挤度提示风险来保护，比较偏同步；
- 2) **行业趋势模型：强趋势+低拥挤，规避低景气。**顺着市场趋势走，思路简单易复制，持有体验感强，比较偏右侧。

模型历史回测结果如下图所示，基准是 winda（个股流通市值加权）。行业景气模型多头年化 26.6%，超额年化 18.3%，信息比率 1.92，月度超额最大回撤-3.5%，换手单边年化 5.3 倍，月度胜率 75%。

图表 35：行业景气+趋势模型历史表现



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2022 年 7 月超额收益-0.4%，年初至今超额 9%。总体来看模型维持了低波动、低 Beta 的风格，比较稳健。8 月行业配置建议如下：基础化工 21%，食品饮料 17%，银行 12%，医药 12%，电力及公用事业 11%，机械 10%，有色金属 9%，农林牧渔 8%。

较大的边际变化为：主要增加了消费（医药、食品饮料和农林牧渔）的配置比例，降低了新旧能源的配置比例，新能源拥挤度上升较快被模型调出，我们建议可以考虑逢高减仓。此外，医药景气度较高，拥挤度下降速度很快，脱离高拥挤区间，模型建议加仓，与上文主动观点形成共振。从量化模型观察，当前有三条配置主线和两个风险提示：

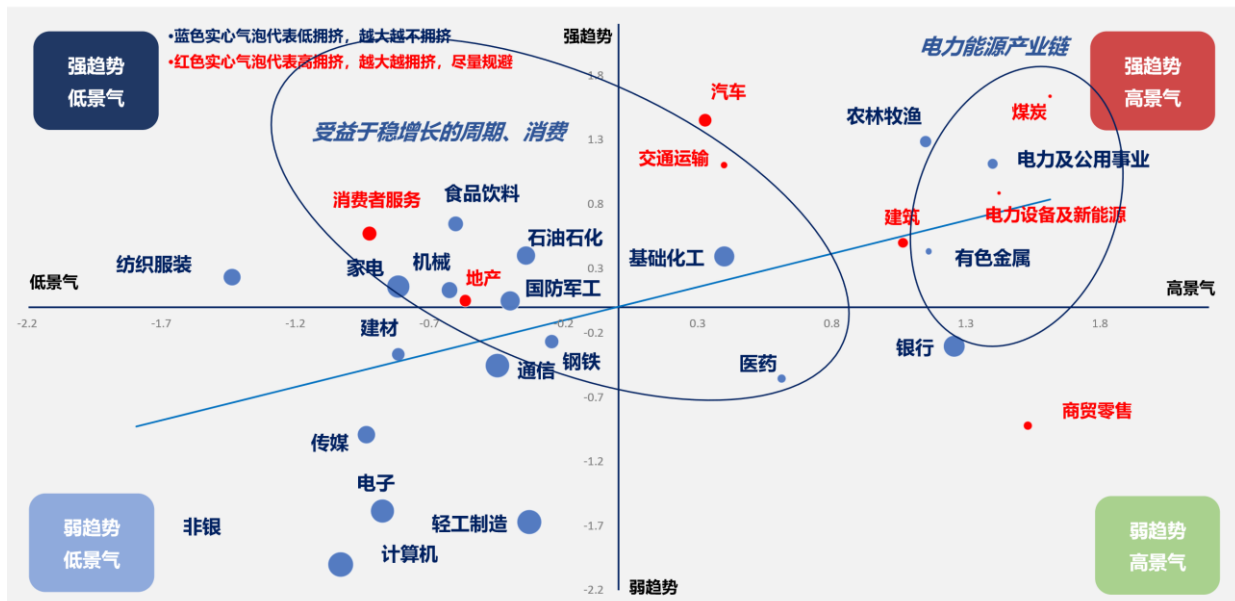
配置主线：

- 1) 受益于通胀的上游周期、新旧能源：化工、电力、有色等，供给端受约束，海外通胀常态化下长期受益，可以超配，但当前煤炭和新能源拥挤度较高，建议谨慎；
- 2) 受益于稳增长的大金融：银行、地产等大金融板块，政策预期拖底，建议标配；
- 3) 受益于疫情扭转的消费：餐饮、医药、农业、家电等，有望困境反转，左侧布局。

风险提示:

煤炭、汽车和新能源拥挤度上升较快被模型调出,可以考虑逢高减仓。

图表 36: 行业景气度-趋势-拥挤度图谱 (截止 2022 年 7 月 29 日)



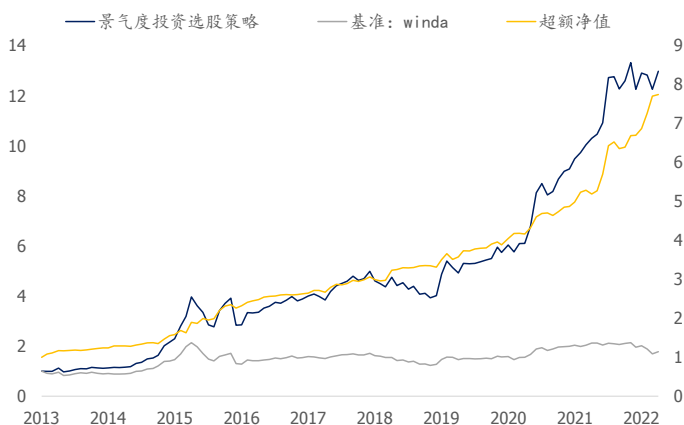
资料来源: 国盛证券研究所, wind

5.1.2、行业景气度选股模型表现

考虑到部分一级行业暂无可投资 ETF, 我们将行业景气模型也落实到选股层面。具体而言, 我们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。

2013 年至今, 行业景气度选股模型多头年化 31.4%, 超额年化 24.6%, 信息比率 2.20, 月度超额最大回撤-4.1%, 月度胜率 77%, 表现较为优异。2022 年 7 月策略超额收益率-1.6%, 年初至今策略超额 15.1%。模型 8 月最新推荐重仓股如下:

图表 37: 景气度投资选股策略净值表现



资料来源: 国盛证券研究所, wind

图表 38: 景气度投资选股模型 8 月部分重仓股

股票代码	个股简称	所属行业	权重
000858.SZ	五粮液	食品饮料	5.9%
600809.SH	山西汾酒	食品饮料	3.3%
603259.SH	药明康德	医药	3.0%
601077.SH	渝农商行	银行	2.6%
601997.SH	贵阳银行	银行	2.5%
002709.SZ	天赐材料	基础化工	1.8%
300316.SZ	晶盛机电	机械	1.6%
002466.SZ	天齐锂业	有色金属	1.4%
600236.SH	桂冠电力	电力及公用事业	1.3%
600426.SH	华鲁恒升	基础化工	1.0%
600598.SH	北大荒	农林牧渔	0.9%

资料来源: 国盛证券研究所, wind

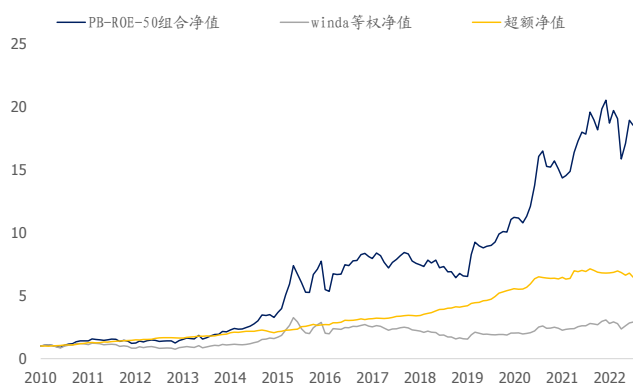
5.2、PB-ROE 选股模型

PB-ROE 策略是计算剔除盈利的估值高低程度，从盈利好的公司选取估值安全边际比较高的股票作为基础选股池。然后，我们根据 ROE 同比变化和有息负债率精选个股，构建最终选股池。

5.2.1、“PB-ROE 成长 50”组合表现

成长 50 组合选股池是 wind 全 A，整体偏小盘股，基准是 wind 全 A 等权。2010 年至今年化收益率 26.3%，基准年化收益率 8.9%，2022 年至今收益率-9%（基准-5%）。

图表 39: PB-ROE 成长 50 组合净值表现



资料来源：国盛证券研究所，wind

图表 40: PB-ROE 成长 50 历年收益表现

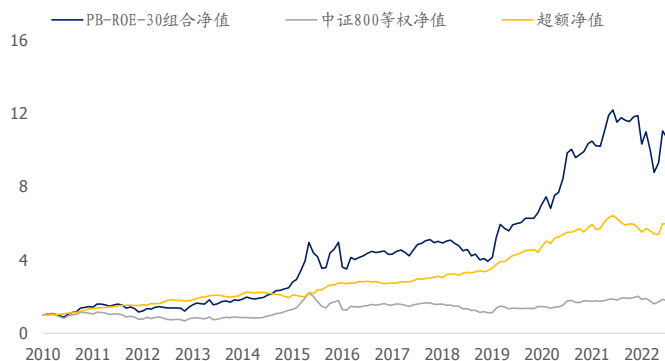
月份	成长 50	wind 全 A 等权	超额收益
2010	41%	17%	24%
2011	-14%	-29%	15%
2012	19%	4%	15%
2013	48%	25%	23%
2014	54%	47%	8%
2015	136%	81%	55%
2016	5%	-10%	15%
2017	-7%	-13%	7%
2018	-13%	-29%	16%
2019	68%	28%	40%
2020	36%	19%	17%
2021	35%	24%	11%
2022.01-07	-9%	-5%	-4%

资料来源：国盛证券研究所，wind

5.2.2、“PB-ROE 价值 30”组合表现

价值 30 组合选股池是中证 800，整体偏中大盘股，基准是中证 800 等权。2010 年至今年化收益率 20.9%，基准年化收益率 4.8%，2022 年至今收益率-10%（基准-12%）。

图表 41: PB-ROE 价值 30 组合净值表现



资料来源：国盛证券研究所，wind

图表 42: PB-ROE 价值 30 历年收益表现

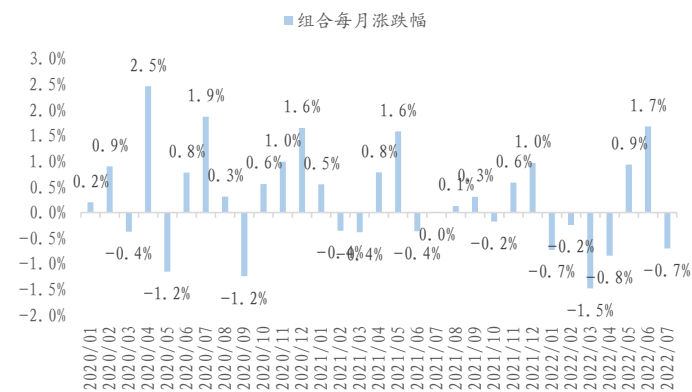
月份	价值 30	中证 800: 等权	超额收益
2010	46%	10%	36%
2011	-20%	-30%	10%
2012	23%	3%	20%
2013	26%	9%	17%
2014	39%	45%	-6%
2015	99%	42%	58%
2016	-13%	-13%	0%
2017	17%	2%	14%
2018	-22%	-29%	7%
2019	67%	30%	37%
2020	56%	21%	36%
2021	15%	12%	3%
2022.01-07	-10%	-12%	2%

资料来源：国盛证券研究所，wind

5.3、基于稳定行业股息率的股债混合策略

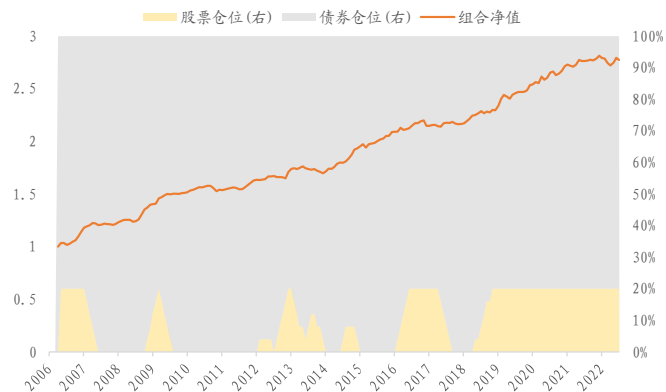
我们基于稳定行业股息率模型构建股债混合策略。当前模型建议股票 20%的仓位，其余 80%配置中债-总财富(总值)指数，股票仓位已经达到最高。**策略表现：**06 年至今复合年化收益率 6.8%，最大回撤 3.7%。其中，2018 年收益率 6%，2019 年收益率 10.4%，2020 年收益率 7.1%，2021 年收益率 3.65%。

图表 43: 过去两年组合每月收益率



资料来源：国盛证券研究所，wind

图表 44: 基于股息率模型的绝对收益策略



资料来源：国盛证券研究所，wind

风险提示

模型根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所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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com