

宏观高位小幅回落，中观低位维持反弹

——周报 20220401

投资要点：

➤ 宏观环境-高位小幅回落

截至2022年4月1日，短期货币流动性整体变化不大，延续向好趋势。信用端整体回升明显，静待稳增长措施全面落地。PMI端国内回落明显，全球整体回落，上游资源价格大涨，大幅提升企业成本端压力。

➤ 中观景气度-低位维持反弹

当前景气指数为18.77，较上周回升0.74。根据景气刻画模型，中观景气指数低位回升明显，维持反弹趋势。但景气度MACD指标延续下行趋势，指数为低位反弹而非趋势反转，仍需时间换空间，等待中观景气全面回升。

➤ 微观结构-流动性回暖

市场反弹两周后，四大宽基指数本周流动性回暖。中证500的估值和风险溢价已经处于历史极低位，可继续加大配置力度；沪深300核心资产流动性向好，结构风险继续释放。中观景气度低位回升较为明显，但依然为低位反弹，而非趋势反转。微观结构视角，结构风险释放充分，流动性回暖明显。静待更多增量资金入场，带来整体市场趋势反转。

➤ 定量配置信号-

根据定量配置模型，宏观环境高位小幅回落，信用端回升明显，PMI端国内回落明显。中观景气度低位维持反弹，但景气度MACD指标延续下行趋势，指数为低位反弹而非趋势反转。微观结构流动性回暖，市场需要更多增量资金入场，推动市场整体趋势反转。

➤ 风险提示

量化模型存在失效风险，历史数据不代表未来。

相对市场表现



分析师 张晓春

执业证书编号：S0590513090003

电话：0510-82832053

邮箱：zhangxc@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《疫情修复主线下的消费类基金优选》— 2022.03.30
- 2、《宏观环境维持高位，中观景气反弹乏力》— 2022.03.28
- 3、《基金发行周报》— 2022.03.27

正文目录

1.	宏观环境状态—高位小幅回落	3
1.1	宏观变量选取	3
1.2	当前宏观变量变化	3
1.3	最新 Logit 预测结果	4
2.	中观景气度—低位维持反弹	4
3.	微观结构—流动性回暖	5
4.	定量配置信号—低位反弹，静待反转	7
	风险提示	7

图表目录

图表 1:	宏观环境变量选取	3
图表 2:	宏观环境变量(平稳化处理)当期变化及影响系数	3
图表 3:	宏观 Logit 模型最新预测值	4
图表 4:	宏观 Logit 模型历史预测值 20170103 至 20220401	4
图表 5:	刻画景气—中观高频指标选取	4
图表 6:	构建景气度指数—领先预测 A 股盈利扩张周期 20070102 至 20220401	5
图表 7:	中观景气变化截至 20220401	5
图表 8:	微观结构风险刻画	5
图表 9:	各宽基指数微观结构风险变化	6
图表 10:	各宽基指数微观结构风险变化, 20150101 至 20220401	6
图表 11:	三维度刻画权益资产配置价值	7
图表 12:	权益资产配置信号	7

1. 宏观环境状态—高位小幅回落

1.1 宏观变量选取

从短期货币流动性、长端利率、信用、经济增长以及汇率五个维度刻画宏观环境运行状态。

图表 1：宏观环境变量选取

短期货币流动性	频率	长端利率&汇率	频率	信用	频率	PMI	频率
银行间债券质押式回购	月	3年期国债到期收益率	日	社融：新增人民币贷款	月	PMI：新订单 PMI：新出口订单	月
SHIBOR：3个月	月	5年期国债到期收益率	日	信用利差：全体产业债	月	欧元区：制造业PMI	月
人民币汇率指数	日	10年期国债到期收益率	日	M1：同比	月	日本：制造业PMI	月
R-007	日	人民币汇率指数	日	M2：同比	月	美国：ISM制造业PMI	月

来源：wind，国联证券研究所

1.2 当前宏观变量变化

截至 2022 年 4 月 1 日，短期货币流动性整体变化不大，延续向好趋势。信用端整体回升明显，静待稳增长措施全面落地。PMI 端国内回落明显，全球整体回落，上游资源价格大涨，大幅提升企业成本端压力。

图表 2：宏观环境变量(平稳化处理)当期变化及影响系数

类型	变量	前值 (2022-03-25)	最新值	变化值	变化方向	影响系数
短期货币流动性	银行间债券质押式回购	-0.072	-0.129	-0.058	↓	-0.354
	SHIBOR：3个月	0.705	0.719	0.014	↑	1.436
	R-007	0.051	0.052	0.002	↑	0.089
	1年期国债到期收益率	0.130	0.084	-0.046	↓	0.167
长端利率	3/5/10年期国债到期收益率	-0.449	-0.407	0.042	↑	-0.840
汇率	人民币汇率指数	-0.044	-0.129	-0.086	↓	-0.216
信用	社融：新增人民币贷款	0.389	0.400	0.011	↑	0.996
	信用利差：全体产业债	-0.145	-0.132	0.013	↑	-0.291
	M1：同比	-0.189	-0.177	0.012	↑	-0.440
	M2：同比	1.025	1.008	-0.018	↓	3.278
国内经济增长	PMI：新订单&新出口订单	-0.895	-1.037	-0.141	↓	-1.785
海外主要经济体	欧元区：制造业PMI	0.138	0.347	0.209	↑	0.571
	日本：制造业PMI	1.828	1.826	-0.001	↓	3.060
	美国：ISM制造业PMI	-1.273	-1.290	-0.018	↓	-2.188

来源：wind，国联证券研究所

1.3 最新 Logit 预测结果

宏观状态事件预测模型最新 logit 预测值为 0.862，上月末值为 0.865。预测值已经连续多月处于 0.5 多空分界值上方，宏观 Logit 预测值大幅拉涨，维持高位。

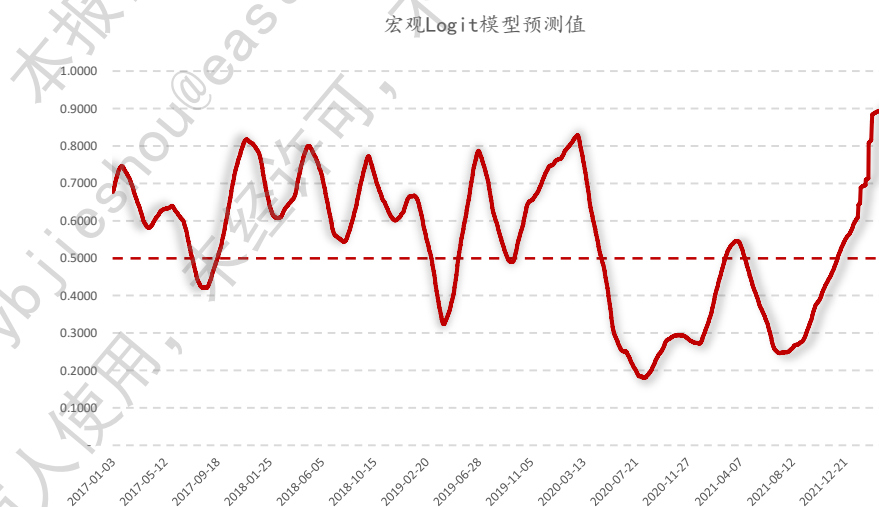
图表 3：宏观 Logit 模型最新预测值

	前值 (20210128)	前值 (20210228)	最新 (20220401)
宏观Logit预测值	0.689	0.865	0.862

来源：wind，国联证券研究所

宏观 Logit 模型历史预测值：

图表 4：宏观 Logit 模型历史预测值 20170103 至 20220401



来源：wind，国联证券研究所

2. 中观景气度—低位维持反弹

采用中观高频的数据来刻画景气度指数。

图表 5：刻画景气—中观高频指标选取

工业产量	频率	工业利润	频率	经济活跃度	频率
产量：家电：当月同比	月	工业企业： 利润总额：累计同比	月	民航货邮周转量	日
产量：汽车：当月同比	月	工业企业： 亏损企业亏损总额：累计同比	月	工业GDP增速	季
产量：水泥：当月同比	月	工业增加值： 国有及国有控股企业：当月同比	月		
产量：钢材：当月同比	季				
企业景气指数： 黑色金属冶炼及压延加工业	季				

来源：wind，国联证券研究所

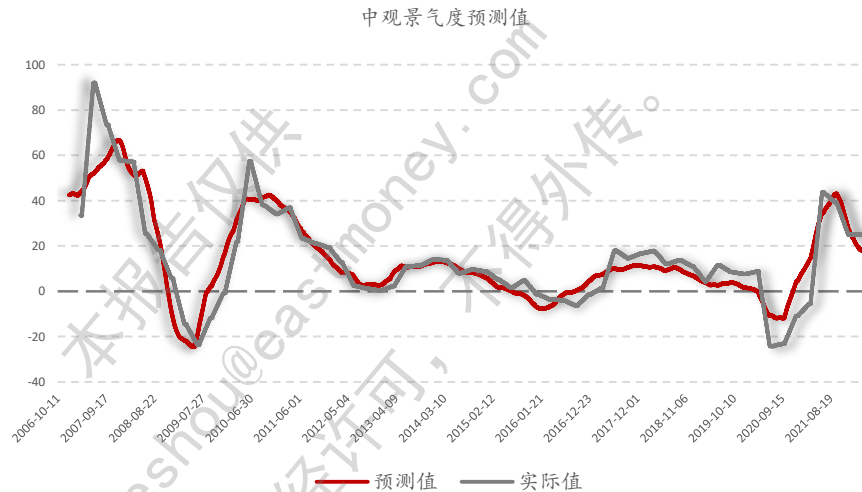
拼接所有因子数据，按季度采样，用 PCA 合成大类因子，回归目标为上证指数的归属母公司股东的净利润(同比增长率)。然后将因子提升频率至日频，用训练好的模型预测。

中观高频景气度指数—与 A 股盈利趋势变化契合，并且具备领先预测性。

回归训练集(样本内): 2001.12.31—2016.12.31。

景气度指数历史预测值:

图表 6: 构建景气度指数—领先预测 A 股盈利扩张周期 20070102 至 20220401



来源: wind, 国联证券研究所

当前景气指数为 18.77，较上周回升 0.74。根据景气刻画模型，中观景气指数低位回升明显，维持反弹趋势。但景气度 MACD 指标延续下行趋势，指数为低位反弹而非趋势反转。仍需时间换空间，等待中观景气全面回升。

图表 7: 中观景气变化截至 20220401

变量	最新值	前值 (2022. 03. 25)	前值 (2022. 02. 28)
中观景气度	18.77	18.02	18.91
DIF->景气&萧条状态	5.08	5.82	6.90
MACD->上行&下行	-3.39	-2.56	-1.05

来源: wind, 国联证券研究所

3. 微观结构—流动性回暖

以估值、风险溢价、波动率以及流动性四类均值回复性较强的因子刻画各宽基指数的微观结构风险。

图表 8: 微观结构风险刻画

结构风险	刻画方式
估值	市盈率与市净率在过去5年中所处分位数的均值
风险溢价	ERP (ep-rf: 市盈率倒数减去一年期定存利率) 在过去5年中所处的分位数
波动率	50日波动率在过去5年中所处分位数
流动性	自由流通市值换手率在过去5年中所处分位数
结构风险因子	四因子等权相加

来源: wind, 国联证券研究所

市场反弹两周后，四大宽基指数本周流动性回暖。中证 500 的估值和风险溢价已经处于历史极低位，可继续加大配置力度；沪深 300 核心资产流动性向好，结构风险继续释放。

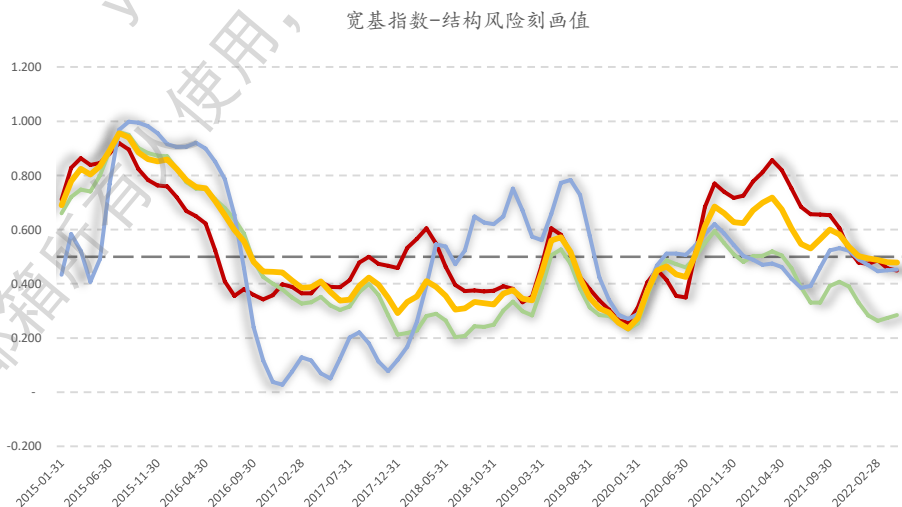
中观景气度低位回升较为明显，但依然为低位反弹，而非趋势反转。微观结构视角，结构风险释放充分，流动性回暖明显。静待更多增量资金入场，带来整体市场趋势反转。

图表 9：各宽基指数微观结构风险变化

宽基指数	估值	风险溢价	波动率	流动性	结构风险
中证全指	0.353	0.169	0.794	0.831	0.478
沪深300	0.361	0.215	0.787	0.489	0.449
中证500	0.088	0.046	0.756	0.735	0.285
中证1000	0.317	0.110	0.759	0.678	0.452

来源：wind，国联证券研究所

图表 10：各宽基指数微观结构风险变化，20150101 至 20220401



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39991

