

四月配置视点：食品饮料当下的配置逻辑

2023 年 04 月 04 日

➤ 食品饮料当下的配置逻辑

1. 通过对食品饮料历史行情复盘，我们发现行情与胜率赔率的轮转相关。据此对食品饮料行业进行择时，策略自 2015 年来绝对收益和超额收益分别贡献 151.8% 和 118.4%。
2. 食品饮料当下拥挤度低，赔率较优，胜率持续提升。综合考虑，我们看好食品饮料后续表现。

➤ 大类资产量化观点

1. 权益：社融释放积极信号，低波动格局或将打破。2023 年 3 月 A 股景气度继续下行，但根据历史平均周期看下行目前接近尾声。社融增速明显回升，释放积极信号，市场向下风险大幅降低。
2. 利率：4 月利率望继续下行。经济增长因子仍处下行且处历史极值水平，通货膨胀因子回落，债务杠杆因子当前仍处于下行，短期利率因子再次回升，综合来看 10Y 利率望继续下行。
3. 黄金：美国就业数据回落，维持看多观点。3 月公布的美国就业数据有所回落，前期抑制黄金上涨因素有所缓解。从赔率因素来看，实际利率高位震荡，黄金无大风险。
4. 地产：压力有所回升，土地市场表现较弱。房地产压力指数小幅上行，从供需层面来看，土地市场的相对不景气使得供给侧压力再次抬头，需求侧压力保持相对稳定。

➤ 市场风格量化观点

1. 价值成长：动量策略 4 月继续看好价值。对于价值/成长的轮动，1 个月相对收益动量策略在 2018 年 6 月后表现稳健。策略有效背后的主要因素可能是定价能力落差下“跟随投资”的兴起。基于此规律延续的假设，价值/成长轮动可以做右侧投资，截至 2023 年 2 月价值开始占优，4 月继续看好价值风格。
2. 大小市值：当前机构边际仍更关注小盘。大盘/小盘的轮动大趋势上与机构关注度有较高相关性，且机构关注度强弱的拐点一定程度上领先大盘/小盘轮动大趋势拐点。当下看机构调研小市值股票强度在边际走强，整体强度差异虽已达到历史极值水平，但机构对于小盘股的热情并无明显衰减。

➤ 行业配置量化观点

1. 多维行业配置策略推荐食品饮料 20%、通信 20%、轻工制造 15%、机械 10%、家电 10%、汽车 10%、计算机 5%、石油石化 5%、电力及公用事业 5%。
2. 胜率赔率策略，推荐当下高胜率高赔率的行业：机械、家电、轻工制造。
3. 出清反转策略，推荐处在行业出清结束、需求上升、竞争格局改善的行业：石油石化、电力及公用事业、轻工制造、计算机。
4. 宏观驱动戴维斯双击策略，Q2 推荐景气度与估值有望双击的行业：食品饮料、通信。

➤ 风险提示：量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。



分析师 叶尔乐

执业证书：S0100522110002

邮箱：yeerle@mszq.com

研究助理 刘曦远

执业证书：S0100123010018

邮箱：liuxiyuan@mszq.com

相关研究

1. 量化周报：市场进入一致上涨区间-2023/03/26
2. 量化分析报告：大语言模型（LLM）在量化金融中的应用展望-2023/03/23
3. 量化周报：震荡延续，创业板 50ETF 规模持续大幅提升-2023/03/19
4. 量化专题报告：量化捕捉宏观驱动下的行业戴维斯双击机会-2023/03/16
5. 量化周报：社融大增，市场转牛概率提升-2023/03/12

目录

1 四月配置视点：食品饮料当下的配置逻辑	3
1.1 食品饮料行情复盘	3
1.2 食品饮料当下特征：拥挤度低，赔率较优，胜率持续提升	5
2 大类资产量化观点	8
2.1 权益：社融释放积极信号，低波动格局或将打破	8
2.2 利率：4月利率望继续下行	11
2.3 黄金：美国就业数据回落，维持看多观点	13
2.4 地产：压力有所回升，土地市场表现较弱	16
3 行业风格量化观点	19
3.1 价值成长：4月继续看好价值	19
3.2 大小市值：当前机构边际仍更关注小盘	20
4 行业配置量化观点	22
4.1 行业推荐：胜率与赔率	22
4.2 行业推荐：出清反转策略	24
4.3 行业推荐：宏观驱动戴维斯双击策略	27
5 风险提示	28
插图目录	29
表格目录	29

1 四月配置视点：食品饮料当下的配置逻辑

1.1 食品饮料行情复盘

1.1.1 食品饮料胜率与赔率的轮转

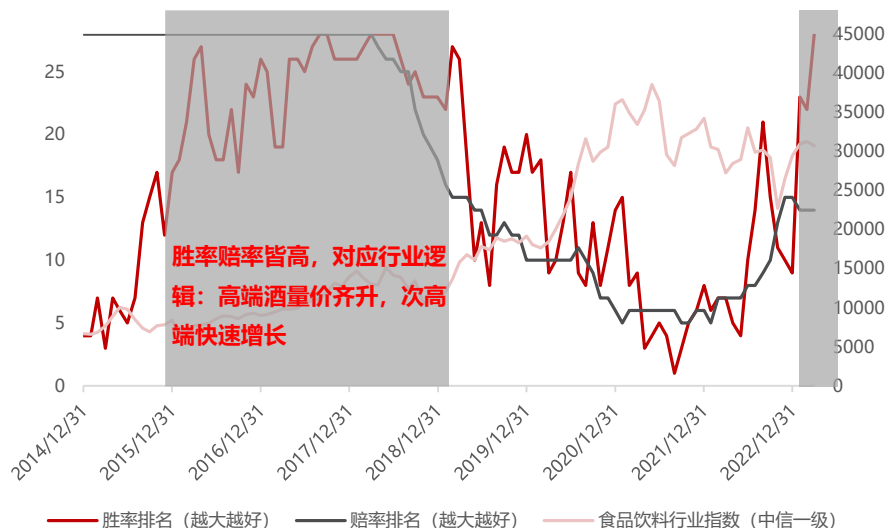
食品饮料行业胜率与赔率变化历史复盘：

2012 年 3 月 26 日，国务院召开廉政工作会议要求严格控制“三公”经费，继续实行零增长，禁止用公款购买香烟、高档酒和礼品。受此影响，食品饮料板块持续走低，在 2014 年 6 月见底，此阶段食品饮料的赔率随着股价下跌而不断上升，为后续行情奠定基础。

2016 年至 2019 年初，赔率方面，食品饮料全市场稳居前列；胜率方面，股价趋势较好，行业景气度高，分析师持续看好，叠加北向资金不断买入，使得胜率上升并保持较高水平。此时胜率与赔率皆高，对应的行业逻辑为高端酒量价齐升，次高端快速增长。与此同时，中信食品饮料一级行业指数自 2016 年到 2019 年 4 月底涨幅 99.21%，领涨全市场。

自 2019 年起，食品饮料估值抬升，赔率下滑。叠加北向资金持续卖出，使得食品饮料的胜率也开始走低。尽管 2020 年食品饮料仍有大级别行情，但此轮行情更多由流动性推动，从胜率赔率来看性价比已然不高。

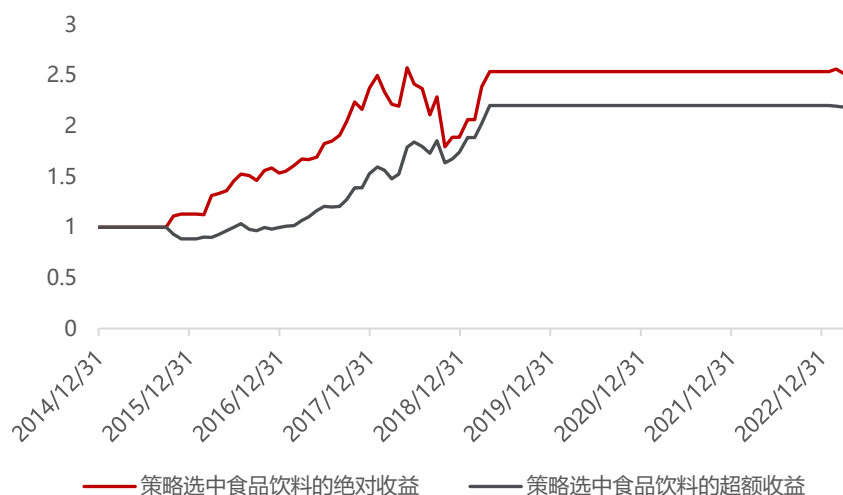
图1：食品饮料历史胜率赔率变化及对应行情



资料来源：wind，民生证券研究院，注：灰色阴影表示具有较高胜率赔率阶段

据此对食品饮料行业进行择时，自 2015 年来绝对收益和超额收益分别贡献 151.8%和 118.4%。其中 2017 与 2018 年全年持有食品饮料，获取了较高的绝对与相对超额收益。虽然 2020 年食品饮料仍有大级别行情，但性价比已较低。

图2：策略在食品饮料行业上获得的绝对收益与超额收益



资料来源：wind，民生证券研究院

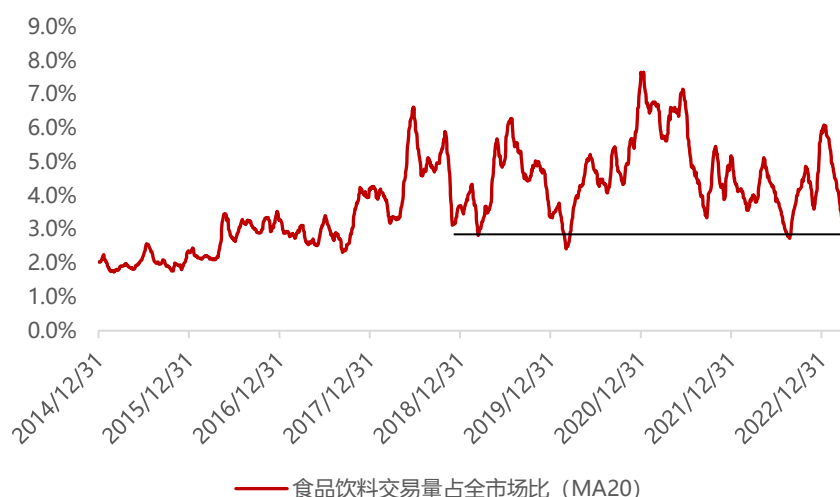
1.2 食品饮料当下特征：拥挤度低，赔率较优，胜率持续提升

食品饮料当下拥挤度低；赔率较优估值较低，短期下行空间有限，未来长期空间较高；且受趋势、景气度、预期及资金流推动，食品饮料胜率持续上升。综合考虑拥挤度，胜率与赔率，我们看好食品饮料后续表现。

1.2.1 食品饮料当下拥挤度较低

食品饮料当下交易量占全市场比触及近及近年来的下轨，显示当下行业拥挤度较低，适合左侧布局。

图3：食品饮料交易量占全市场比值

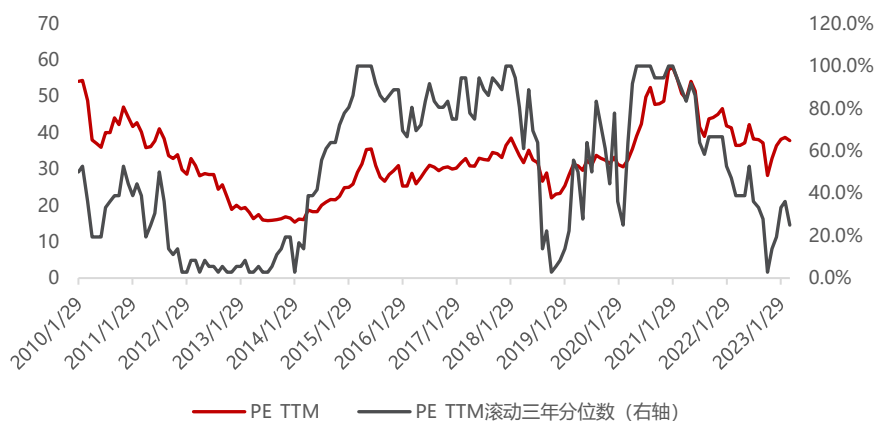


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2.2 食品饮料当下赔率较高

食品饮料当下赔率较高，估值处于较低水平。观察食品饮料行业的估值，其最新 PE_TTM 为 37.8，滚动三年分位数为 25%。

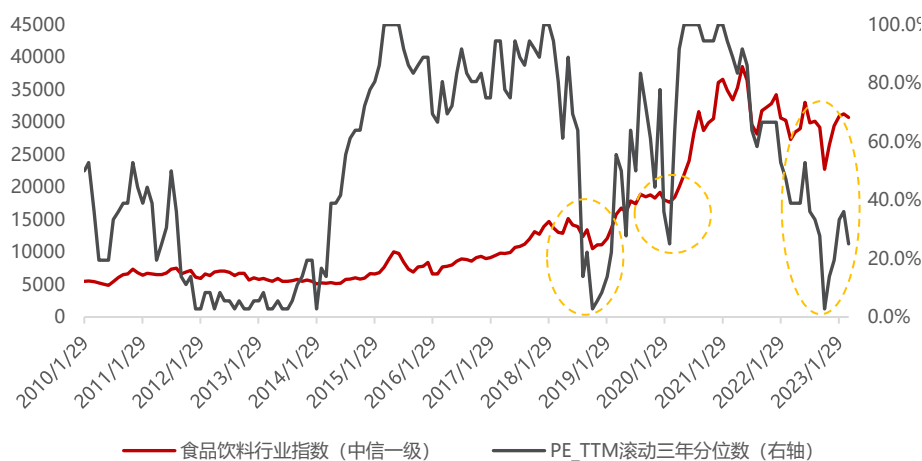
图4：食品饮料行业估值及估值分位数



资料来源：wind，民生证券研究院

历史复盘，除 2014 年大牛市特殊原因外，在 2018 年底，2020 年 2 月，以及 2022 年 10 月，当食品饮料估值分位数较低时，后续均有一定行情。

图5：食品饮料估值分位数与价格指数

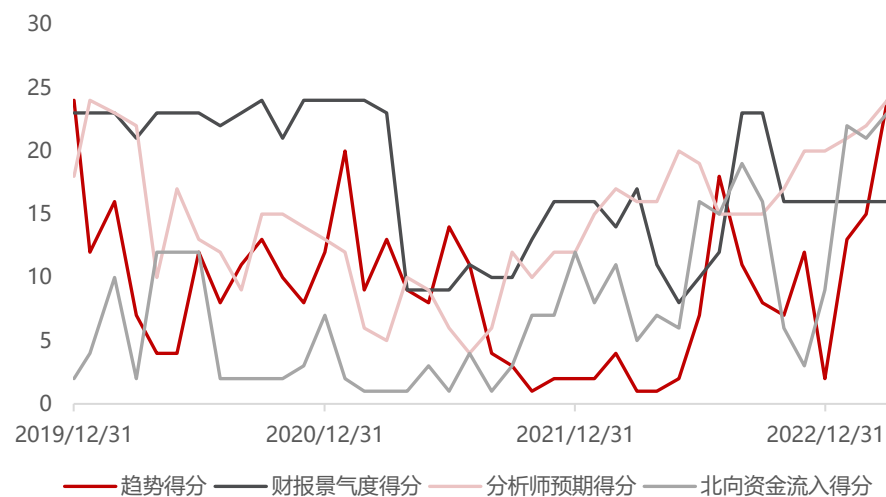


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2.3 食品饮料当下胜率持续提升

食品饮料当下在趋势、景气度、分析师预期及资金流角度胜率都较高。

图6：食品饮料胜率各分项得分



资料来源：wind，民生证券研究院

2 大类资产量化观点

2023 年 4 月大类资产量化观点如下：

图7：2023 年 4 月大类资产量化观点

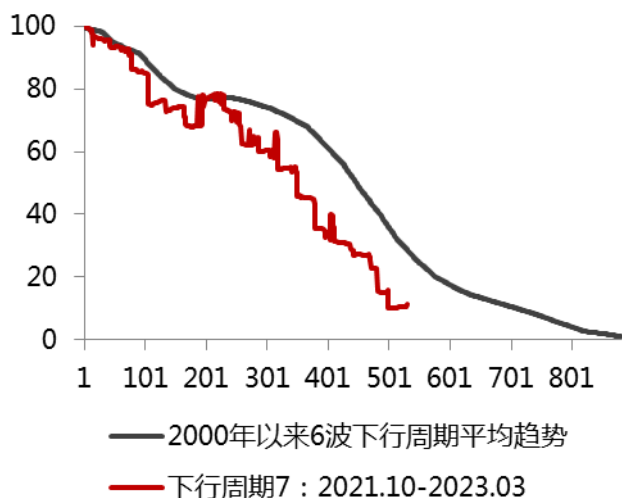
大类资产	观点
权益	核心：社融释放积极信号，低波动格局或将打破 - 2023年3月A股景气度继续下行，景气下行目前接近尾声； - 当前社融增速明显回升，释放积极信号，市场向下风险大幅降低； - 当前市场处于分歧度↓-流动性↑-景气度↓区间，大概率上涨； - 波动率处于低位，均值回复下景气度是否回升成为方向选择关键。
利率	核心：4月利率望继续下行 - 经济增长因子仍处下行且处历史极值水平； - 通货膨胀因子回落； - 短期利率因子再次回升； - 10Y利率望继续下行。
黄金	核心：美国就业数据回落，维持看多观点 - 美国就业数据回落，多空因素交织，综合来看对黄金维持看多； - 从赔率因素来看，实际利率高位震荡，黄金无大风险。
地产	核心：压力有所回升，土地市场表现较弱 - 土地出让金同比再度转负，行业压力小幅上行； - 70大中城市新房价格环比为0.3%，房价出现企稳迹象； - 压力主要来源于供给侧。

资料来源：wind，民生证券研究院

2.1 权益：社融释放积极信号，低波动格局或将打破

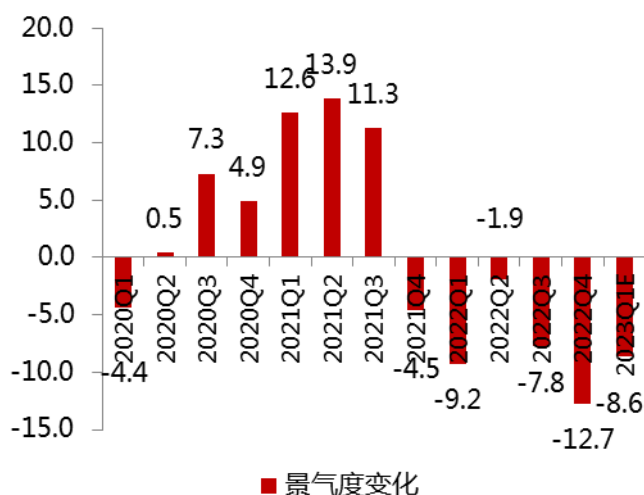
2023 年 3 月 A 股景气度继续下行。根据民生 A 股景气度指数监测，本轮景气下行自 2021 年 10 月起始至今，已经过 17 个月。历史来看景气下行周期平均持续 23 个月，**景气下行目前接近尾声**。2022 年 Q4 景气度指数下行 12.7，2023 年 Q1 景气度指数下行 8.6，景气复苏仍需等待验证。

图8：当前景气下行趋势与历史 6 波下行周期平均趋势



资料来源：wind，民生证券研究院，注：横轴为日历天数，纵轴为标准化景气度变化幅度

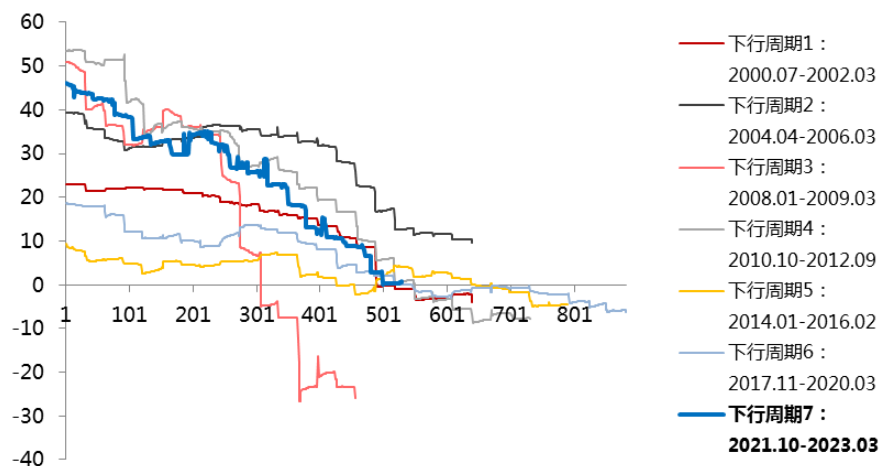
图9：2020 年至今各季度景气度变化（截至 2023.3）



资料来源：wind，民生证券研究院，注：景气度指数计算详见专题报告《分歧度、流动性、景气度——三维指数择时框架》，下同

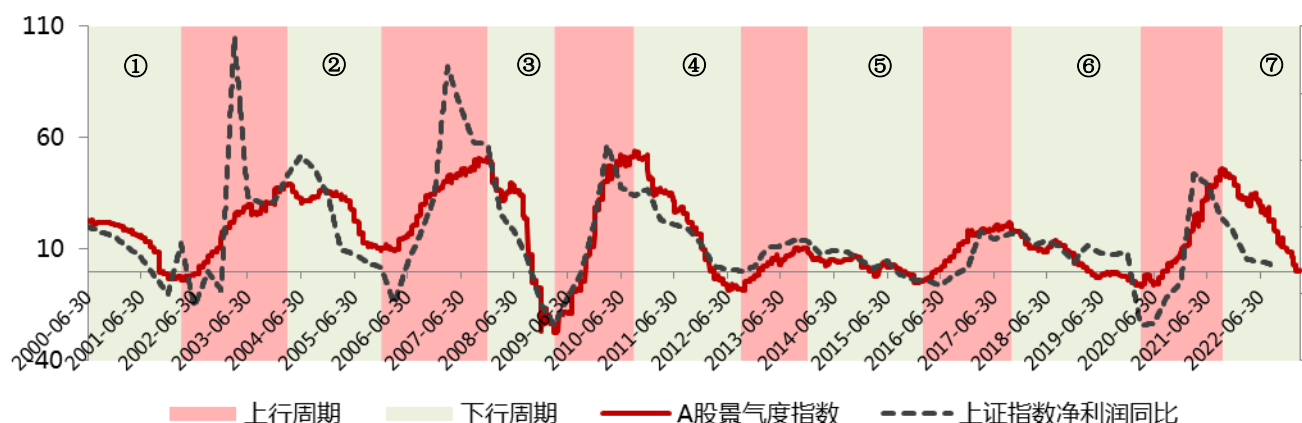
本轮景气下行幅度已超过历史大部分周期，下行时间未到平均值。从景气度指数来看，本轮景气目前下行幅度超过 2000 年以来六轮周期中的四轮（1、2、5、6），仅比 2008-2009 周期与 2010-2012 周期小。历史每轮周期都是以上证指数净利润同比接近 0 或为负为周期最低点。2022 年截至三季度末，上证指数净利润同比回落至+2.94%。

图10：2000 年以来各景气下行周期走势



资料来源：wind，民生证券研究院，注：横轴为日历天数，纵轴为标准化景气度变化幅度

图11：A 股景气度指数与上证指数净利润同比 (%)

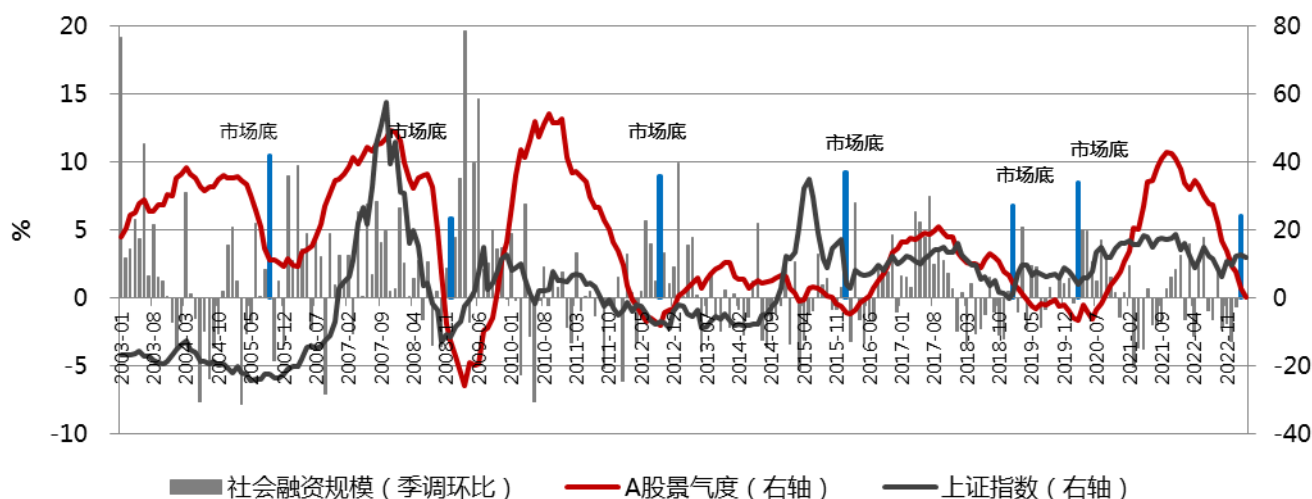


资料来源：wind，民生证券研究院

市场底部“熊转牛”的重要指标为信用强力复苏，当前社融增速明显回升。

历史上市场底出现（领先/同步经济底），往往需要有信心的强力扭转。一个可观测的显著指标为社会融资规模（季调环比），当社融（滚动 12 月之和）在前期偏弱情况下单月有环比大幅的增长（超过 5%）后，往往标志着市场底部的确立，较难大幅再创新低（2005 年中、2008 年末、2012 年末、2016 年初、2019 年初、2020 年 3 月）。截至 2023 年 2 月指标环比变化+6.11%，释放积极信号，市场大幅向下的风险降低。

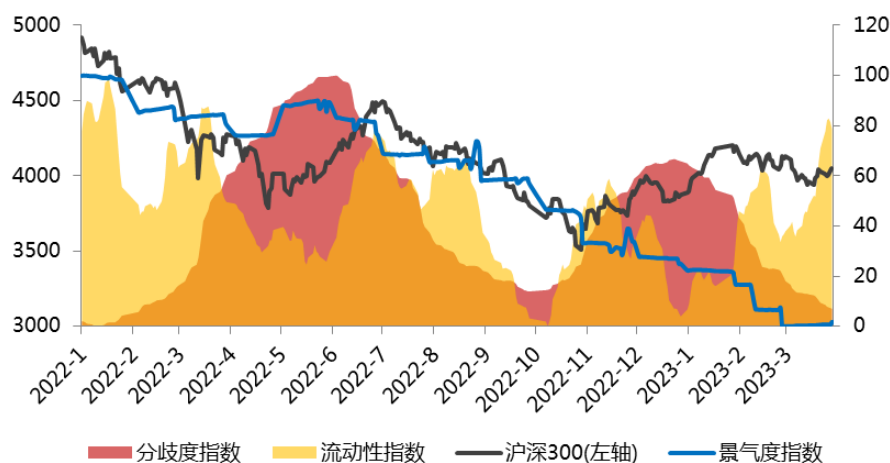
图12：上证指数、A 股景气度及社融（季调环比）变化



资料来源：wind，民生证券研究院，注：图中上证指数为调整后的趋势示意

根据民生金工三维择时框架来看，当前市场处于分歧度↓-流动性↑-景气度↓的区间，此区间历史大概率对应一致上涨状态。从持续性来看，当前流动性水平处于历史高位，分歧度（波动率）处于历史低位，不论是流动性下降还是分歧度上升，市场的不确定性都将大概率提升，景气度能否持续回升是未来定价的关键因素。**市场将在四月下旬选择方向。**

图13：分歧度、流动性、景气度变化趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

民生金工三维择时框架通过将量价情绪与宏观景气有机结合判断市场涨跌概率，同时通过股权风险溢价（ERP）等因素补充刻画极端赔率状态修正判断，能够低频且有效抓取市场上涨区间，规避市场高风险区间。

图14：分歧度-流动性-景气度三维择时框架



资料来源：民生证券研究院绘制

2.2 利率：4 月利率望继续下行

利率的本质是资金的价格。利率变动由资金的供需因素共同决定，民生金工利率预测框架采用结构化静态因子模型（Structured Static Factor Model），从精选的宏观指标中抽象出四大因子：经济增长、通货膨胀、债务杠杆、短期利率，共同刻画利率的变动方向。

图15：10Y 国债利率驱动因素模型

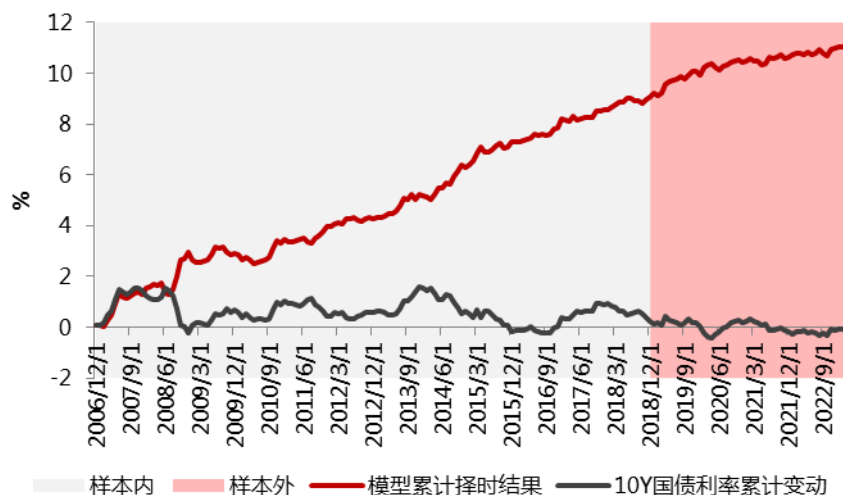


$$\Delta 10Y \text{ 国债利率} = \beta_1 \Delta \text{经济增长} + \beta_2 \Delta \text{通货膨胀} + \beta_3 \Delta \text{债务杠杆} + \beta_4 \Delta \text{短期利率} + \text{常数项}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

以此框架进行月度利率择时，2006 年以来样本内外均有 70%左右胜率。模型通过静态因子模型预测下月 10Y 国债利率变动方向，并通过累加或者累减实际变动以表示预测效果，以 2019 年初为样本内外节点进行统计，总体保持较高胜率。模型最近 5 个月持续判断准确，对实际市场具有较好预测效果。

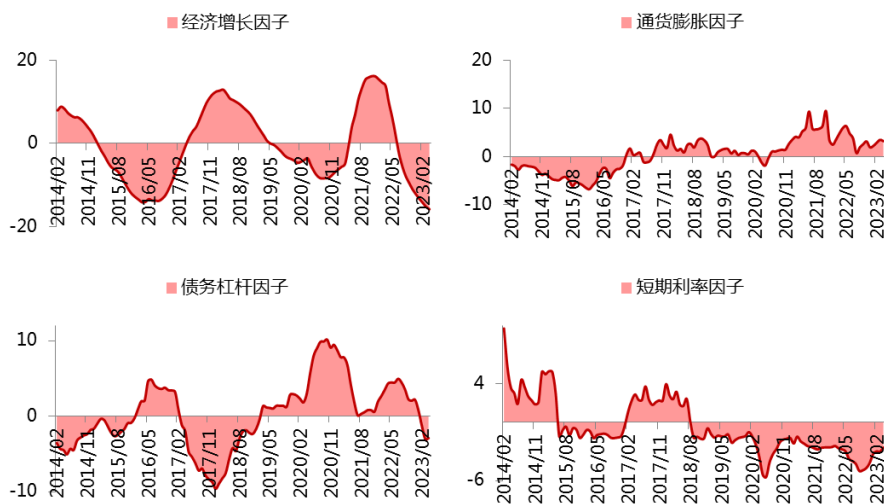
图16：静态因子模型历史月度利率择时效果



资料来源：wind，民生证券研究院，注：择时结果计算方法为利率月度变动的累加（看多）或累减（看空）

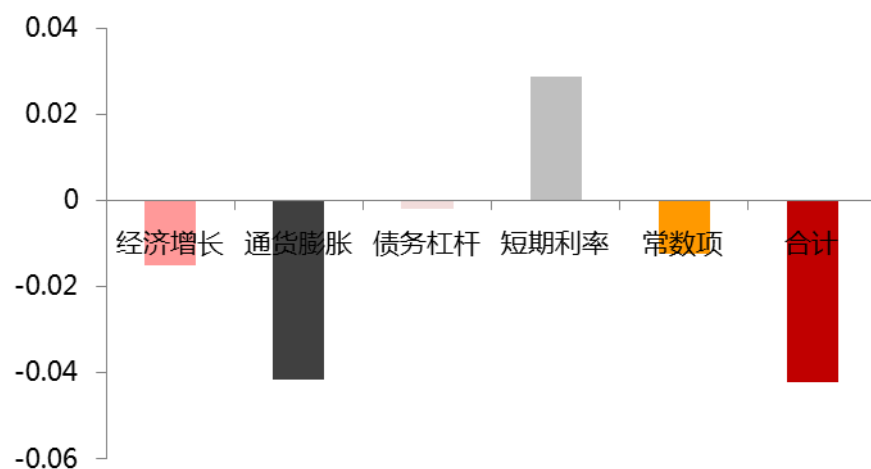
模型判断 4 月 10Y 国债利率望继续下行。从国债利率各驱动因子来看，经济增长因子仍处下行且处历史极值水平，通货膨胀因子回落，债务杠杆因子当前仍处于下行，短期利率因子再次回升，综合来看 10Y 利率望继续下行。

图17：利率驱动因子长期变化趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图18：10Y 国债利率 4 月预测各因子贡献

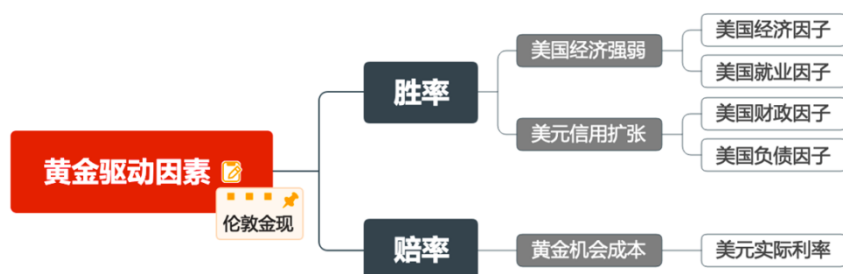


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 黄金：美国就业数据回落，维持看多观点

黄金的本质是“高级别的保底信用”。当前信用最强货币为美元，因此黄金走势目前主要对标美元信用。美元信用主要体现在美国经济强弱、信用扩张强弱，美元实际利率等因素中。因此我们从精选的宏观指标中抽象出四大因子：**美国经济、美国就业、美国财政、美国负债**，共同刻画黄金的变动方向，并采用**结构化静态因子模型**进行黄金的判断。

图19：黄金驱动因素模型

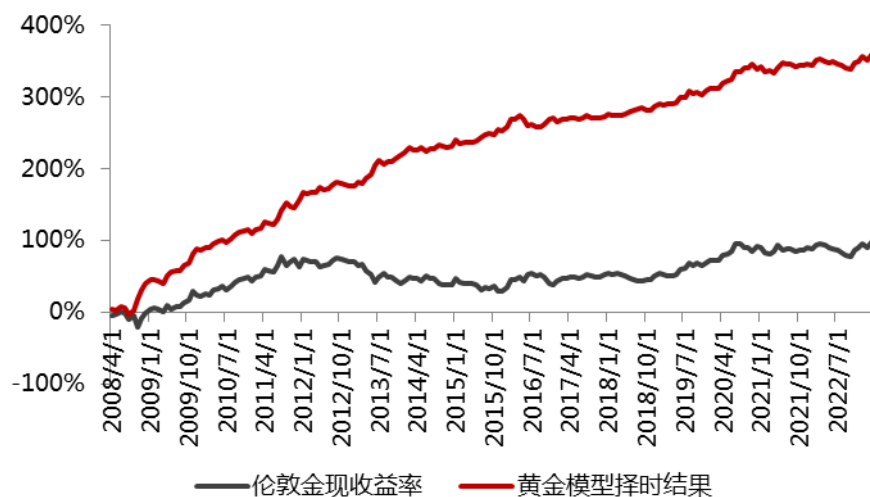


$$\Delta \text{伦敦金现} = \beta_1 \Delta \text{美国经济} + \beta_2 \Delta \text{美国就业} + \beta_3 \Delta \text{美国财政} + \beta_4 \Delta \text{美国负债} + \text{常数项}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

以此框架进行月度黄金择时，2008 年以来有 63%左右胜率。长期来说四因子模型对黄金走势有较高的解释度。2022 年以来美国经济总体表现较强，叠加美联储加息缩表，整体黄金表现承压，四季度以来美国经济有拐头迹象，黄金开始反弹。

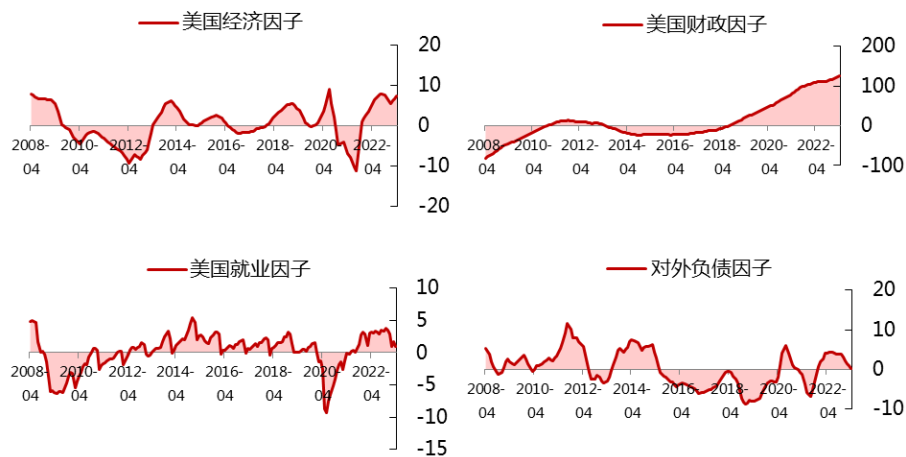
图20：静态因子模型历史月度黄金择时效果



资料来源：wind，民生证券研究院

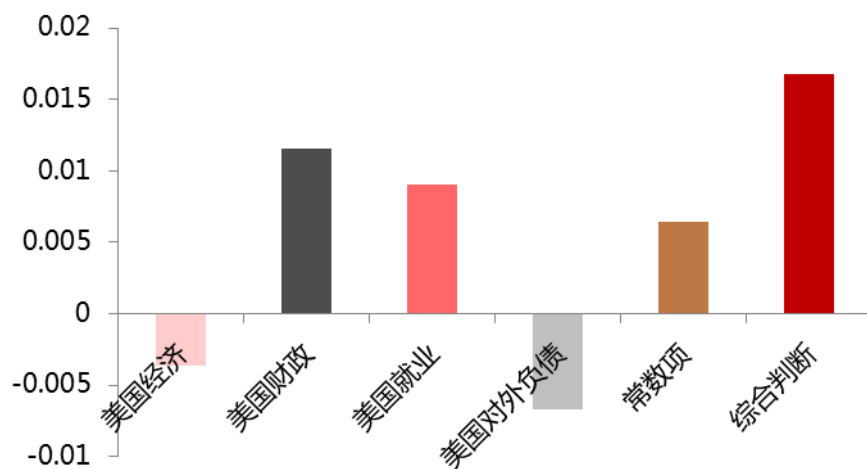
美国就业数据有所回落，黄金维持看多观点。3 月公布的美国就业数据有所回落，前期抑制黄金上涨因素有所缓解。美国经济因子与财政因子已有多月未公布新数据，美国对外负债因子处下降趋势，综合来看当前模型对黄金维持看多观点。

图21：黄金驱动因子长期变化趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

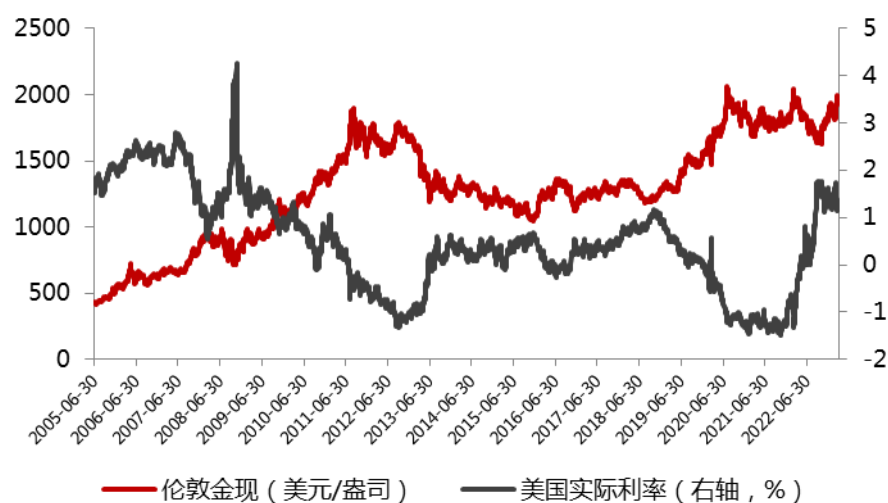
图22：伦敦金现 4 月预测各因子贡献



资料来源：wind，民生证券研究院

从赔率因素来看，实际利率高位震荡，黄金无大风险。美国实际利率可视为黄金机会成本，历史上与黄金走势呈较为显著的负相关关系。当前来看美国实际利率拐点已现，虽短期内高位震荡，但未来向上空间不大，黄金无大风险。

图23：黄金与美国实际利率走势

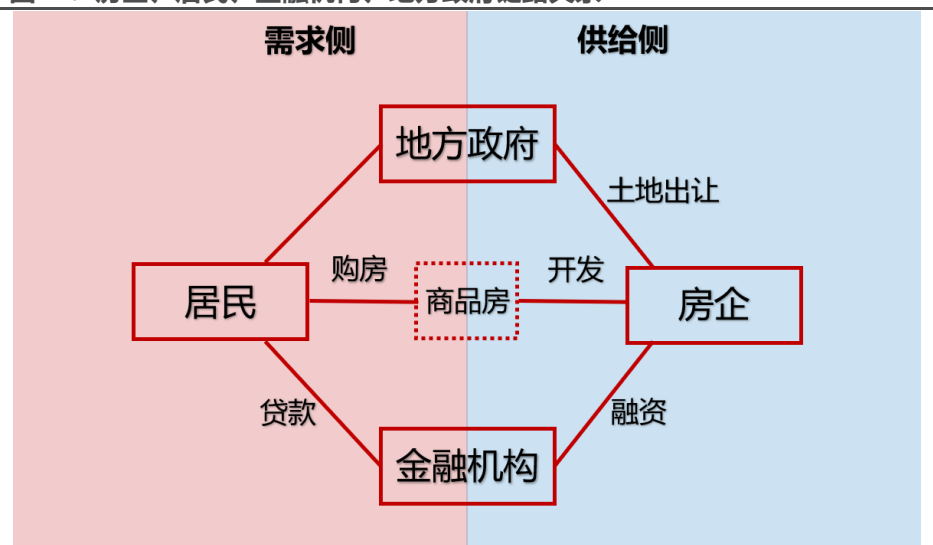


资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 地产：压力有所回升，土地市场表现较弱

民生金工房地产行业压力指数的构建目标是追踪市场核心指标变化，衡量房地产市场的承压状态。我们采用扩散指数的方式，通过房地产市场供给与需求各链路中的关键指标，从绝对水平和边际变动两个维度打分，加总标准化得到房地产行业压力指数。房地产行业压力指数的值越大表示当前房地产市场低迷并有形势继续恶化的潜在可能。回顾历史市场表现，房地产板块获得较大超额收益的时期与宽松政策的持续发布期基本吻合，其核心逻辑为高压力驱动宽政策，进而修复市场预期。房地产行业压力指数的更多细节请参考报告《视角透析：房地产行业压力指数构建》。

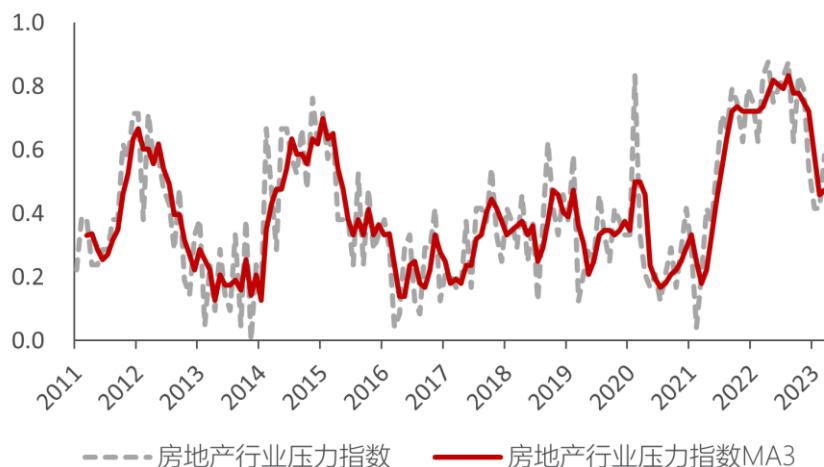
图24：房企、居民、金融机构、地方政府链路关系



资料来源：民生证券研究院绘制

截止至 2023 年 3 月 31 日，三个月移动平均的房地产行业压力指数为 0.472（前值 0.458），整体来说行业压力小幅上行。从细分指标层面看，相较于上月，土地市场未能维持扩张态势，3 月土地出让金同比再度转负；70 大中城市新房价格环比为 0.3%，房价出现企稳迹象。从供需层面来看，土地市场的相对不景气使得供给侧压力再次抬头；需求侧压力保持相对稳定。

图25：民生金工房地产行业压力指数（2023.03）



资料来源：wind，民生证券研究院

图26：细分指标当期评分 (2023.03)

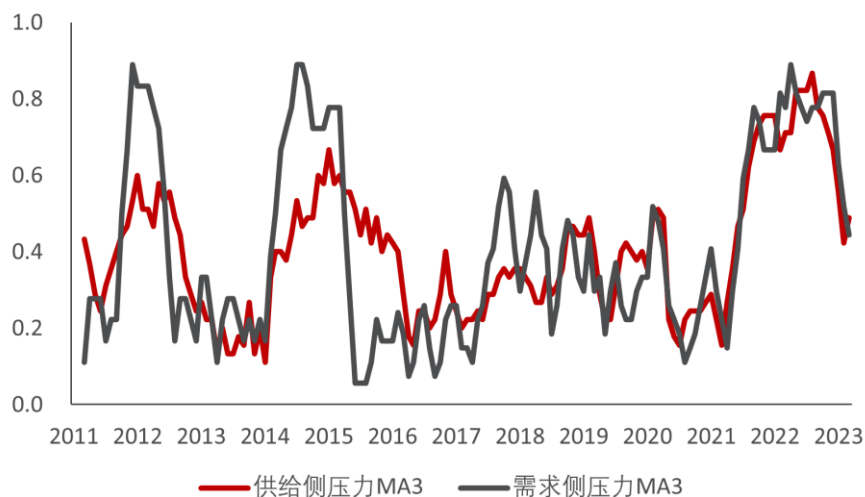
指标名称	当前观点
土地出让金	●○●○●
成交土地溢价率	●○●○●
商品房销售面积	○●●○●
新建商品住宅价格指数	○●○●●
房屋新开工面积	○●●○●
新增个人住房贷款余额	○●●○●
房地产开发投资完成额	○●●○●
房地产开发贷款	○●○●●

注：观点从左到右依次表示悲观、相对悲观、相对乐观、乐观
其中红色表示当前观点，粉色表示上一期观点

悲观 相对悲观
相对乐观 乐观

资料来源：wind，民生证券研究院绘制

图27：供需两侧压力 (2023.03)



资料来源：wind，民生证券研究院

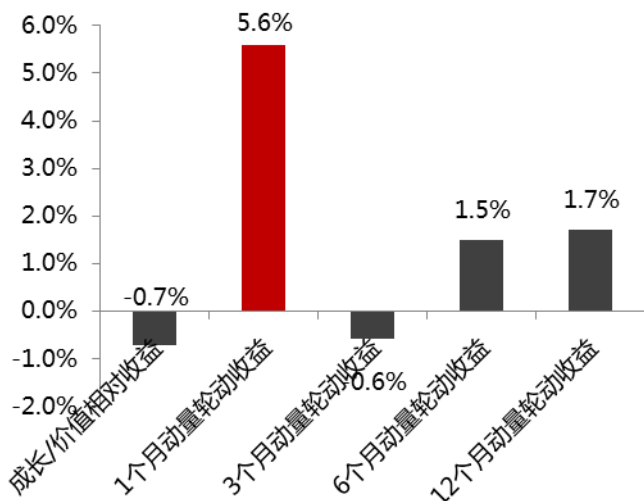
3 行业风格量化观点

3.1 价值成长：4 月继续看好价值

对于价值/成长的轮动, 1 个月相对收益动量策略在 2018 年 6 月后表现稳健。

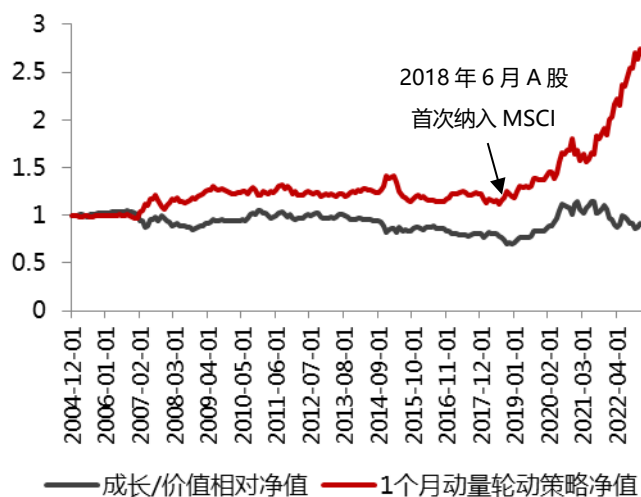
成长/价值相对收益 (中证 800 成长/中证 800 价值) 2005 年以来年化为 -0.7%, 两类风格长期来看并无显著优劣。而按照最近 1 个月、3 个月、6 个月、12 个月占优风格外推下一月占优风格的策略中, 仅 1 个月动量策略表现较好, 并且其在 2018 年 6 月后表现大幅提升。

图28: 价值/成长相对收益动量轮动策略年化收益 (2004.12-2023.3)



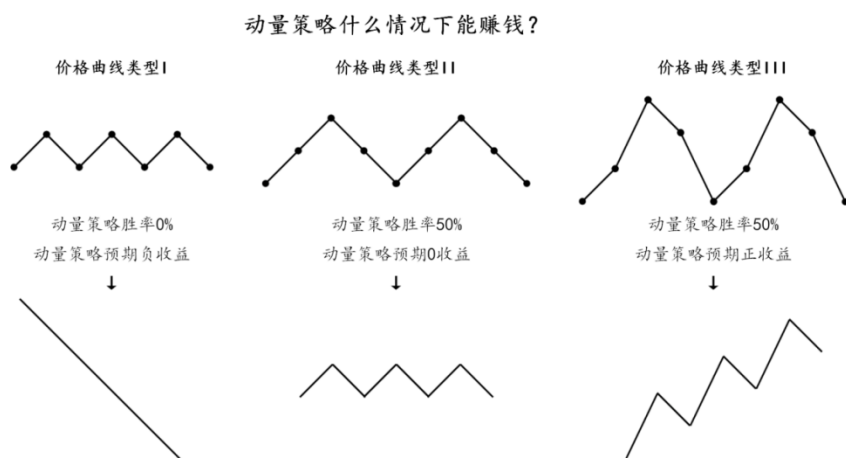
资料来源: wind, 民生证券研究院

图29: 价值/成长 1 个月动量轮动策略表现 (2004.12-2023.3)



资料来源: wind, 民生证券研究院

策略有效背后的主要因素可能是定价能力落差下“跟随投资”的兴起。如果风格切换后有更多资金跟随, 即使在 50% 预测胜率下, 动量策略也能够通过高赔率获得正的预期收益。外资-内资-散户的定价能力落差催生“跟随投资”现象。2018 年 6 月 A 股纳入 MSCI 后“跟随投资”以更高频的方式得以发生和传导, 或使得成长/价值风格动量延续性提升。

图30：动量策略什么情况下有效？


资料来源：民生证券研究院绘制

基于此规律延续的假设，价值/成长轮动可以做右侧投资，截至 2023 年 2 月价值开始占优，4 月继续看好价值风格。

图31：价值/成长 1 个月动量轮动策略历史判断

	占优风格	动量模型判断	判断对错
2022年1月	价值	价值	√
2022年2月	价值	价值	√
2022年3月	价值	价值	√
2022年4月	价值	价值	√
2022年5月	成长	价值	×
2022年6月	成长	成长	√
2022年7月	价值	成长	×
2022年8月	价值	价值	√
2022年9月	价值	价值	√
2022年10月	价值	价值	√
2022年11月	价值	价值	√
2022年12月	成长	价值	×
2023年1月	成长	成长	√
2023年2月	价值	成长	×
2023年3月	价值	价值	√
2023年4月	?	价值	

资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 大小市值：当前机构边际仍更关注小盘

大盘/小盘的轮动大趋势上与机构关注度有较高相关性。大盘/小盘(沪深 300/中证 1000) 的相对收益在月度频率上轮动较为频繁，但大趋势上与机构关注度强弱有较高的一致性，且机构关注度强弱的拐点一定程度上领先大盘/小盘轮动大趋势拐点。举例来说，在 2016 年市场大盘切小盘前，小盘相对大盘的机构调研强度已然拐头向下；在 2021 年市场大盘切小盘前，小盘相对大盘的机构调研强度在

2020 年初开始拐头向上，都显示出一定的领先性。

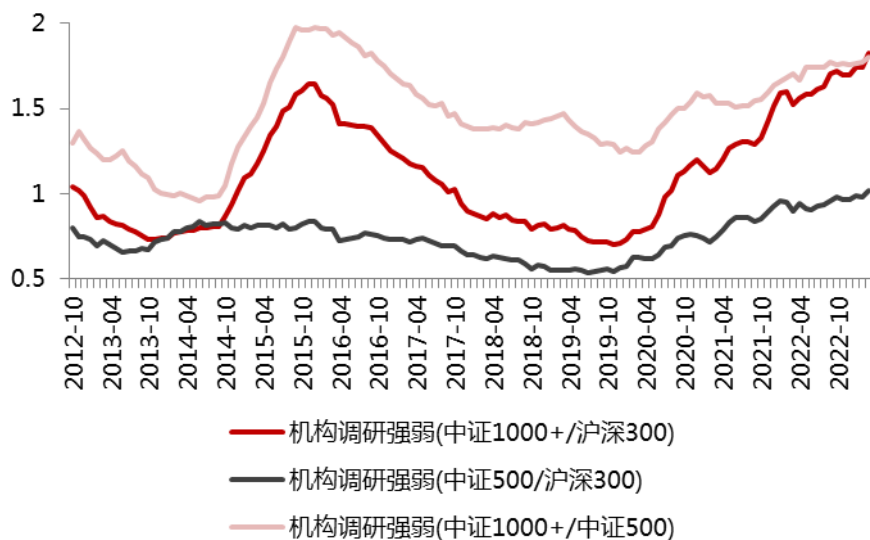
图32：小盘/大盘市场机构关注度强弱



资料来源：wind，民生证券研究院，注：机构关注度强弱指标都做了 MA12 处理

当前机构边际仍更关注小盘。不论是中证 1000+相对于沪深 300 还是中证 500 相对于沪深 300 的机构调研强度边际仍都在走强，整体强度差异虽已达到历史极值水平，但机构对于小盘股的热情并无明显衰减。

图33：不同市值股票池机构调研强弱



资料来源：wind，民生证券研究院，注：机构关注度强弱指标都做了 MA12 处理，中证 1000+指中证 1000 指数成分股及市值更小的其余股票的总和

4 行业配置量化观点

2023 年 4 月行业配置量化观点如下：

图34：2023 年 4 月推荐行业及权重

行业	多维行业配置策略	胜率赔率	出清反转	宏观驱动戴维斯双击
食品饮料	20%	√		√
通信	20%	√		√
轻工制造	15%	√	√	
机械	10%	√		
家电	10%	√		
汽车	10%	√		
计算机	5%		√	
石油石化	5%		√	
电力及公用事业	5%		√	

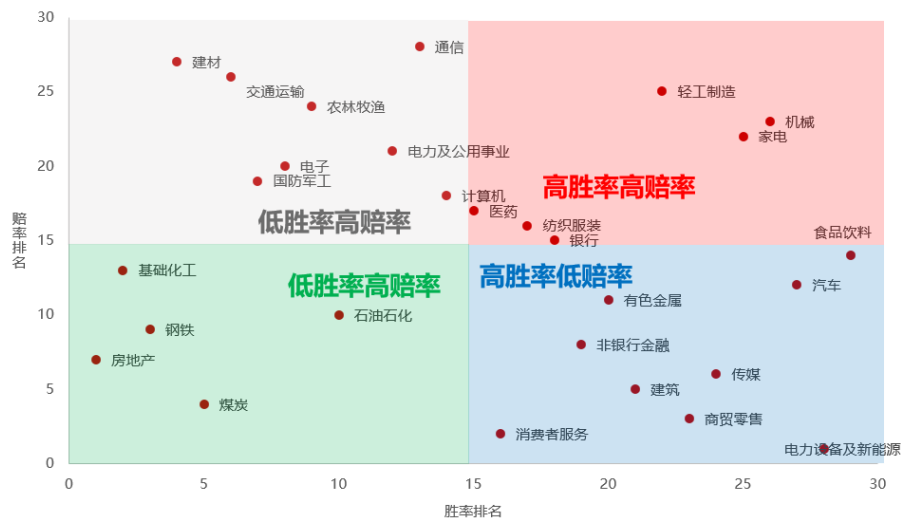
资料来源：wind，民生证券研究院

4.1 行业推荐：胜率与赔率

投资的期望回报取决于投资的胜率和赔率。在行业配置中，胜率是行业短周期实现相对市场超额收益的概率，赔率刻画行业长周期能获得多少绝对收益。短期看，行业景气度往往决定了行业的胜率；长期看，行业的估值、股息率等决定了行业的赔率。高胜率的行业往往趋势较好、景气度较高，而高赔率的行业往往估值低长期看有绝对收益空间。

我们从胜率和赔率两个维度对中信一级行业进行刻画，当下高胜率高赔率的行业有：**机械、家电、轻工制造**等。

图35：2023年4月行业胜率赔率刻画



资料来源：wind，民生证券研究院

综合考虑胜率和赔率，我们推荐：**机械、轻工制造、家电、通信、食品饮料、汽车。**

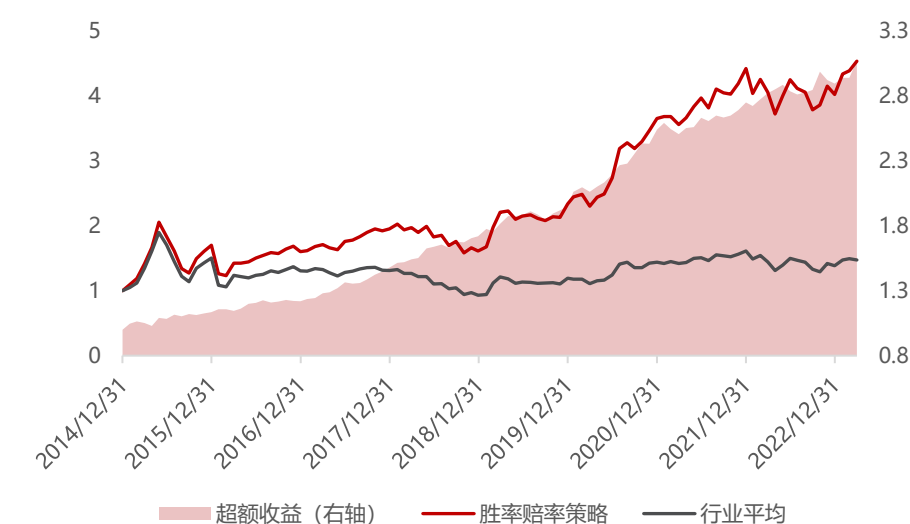
表1：2023年4月行业胜率赔率刻画

推荐行业	胜率	赔率	胜率&赔率
机械	√	√	√
轻工制造	√	√	√
家电	√	√	√
通信	√	√	√
食品饮料	√	√	√
汽车	√	√	√
传媒	√		
电力设备及新能源	√		
农林牧渔		√	
交通运输		√	
建材		√	

资料来源：民生证券研究院绘制

策略历史表现如下，样本外超额显著。

图36：胜率赔率策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 行业推荐：出清反转策略

4.2.1 策略介绍

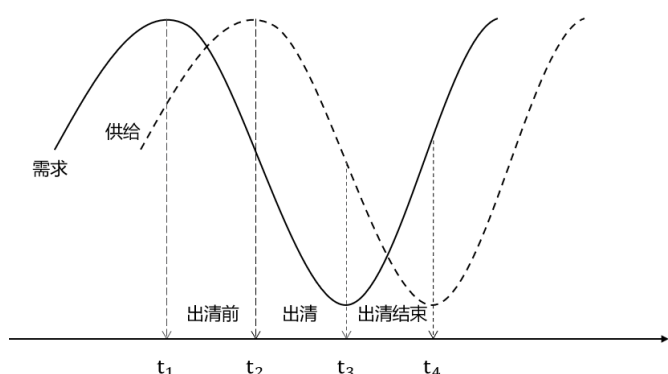
需求引导并且领先供给变化，在供给出清需求反转下行业回报将大概率提升。

在行业繁荣时期企业由于过度扩张、竞争导致产能过剩，出现供过于求的状态，而从该种状态到产能淘汰整合，资本撤离行业的过程称为行业出清。在出清尾声，需求端的回升使得企业盈利好转，而供给端还没有进入新的扩张时，将是布局行业的良好机会。

我们从行业需求、行业供给、行业竞争格局三个维度描述行业发展所处状态。

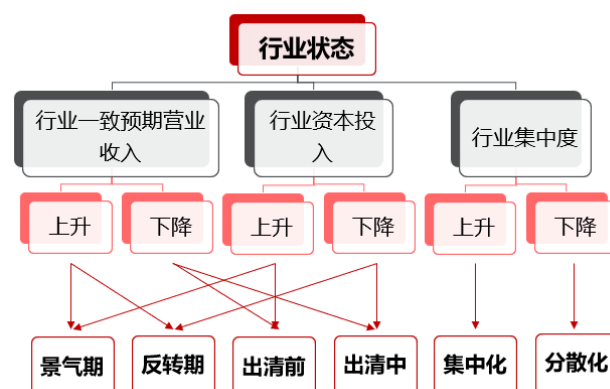
通过对每个指标上下行状态进行划分得到行业八种状态。我们将行业需求和供给均在下降时定义为行业出清状态（状态 7、状态 8），而将出清后行业需求端得到改善，行业供给未转向，同时集中度下行的状态（状态 4）定义为出清结束反转状态，观察行业是否能够在出清状态结束后基于格局变化获得超额收益。详细内容请参考报告《量化捕捉行业出清反转投资机会》。

图37：供需角度分析行业出清过程



资料来源：民生证券研究院整理绘制

图38：行业状态划分标准



资料来源：民生证券研究院整理绘制

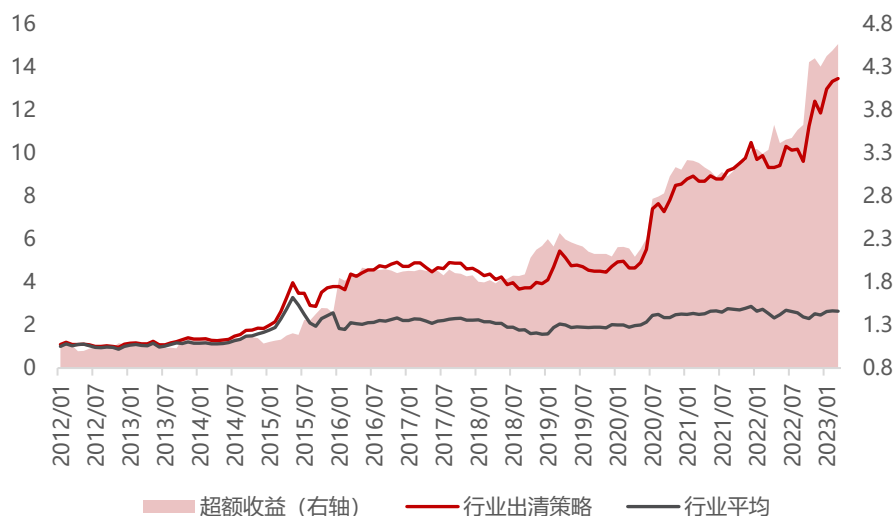
4.2.2 策略表现

行业出清反转策略从2012年1月31日到2023年3月31日相对于行业等全组合实现显著超额收益,策略年化收益为26.00%,年化超额收益达到14.45%,策略夏普比率达到1.01,卡玛比率为0.93,超额收益夏普比率、卡玛比率分别为0.92、1.24。策略主要在熊市末期与牛市初期贡献超额收益。

表2：行业出清反转策略收益风险指标（2012年1月-2023年3月）

	行业平均	行业出清策略	超额收益
开始时间	20120131	20120131	20120131
结束时间	20230331	20230331	20230331
年化收益率	9.02%	26.00%	14.45%
年化波动率	24.68%	25.76%	15.73%
夏普比率	0.37	1.01	0.92
风险收益率	0.17	0.93	1.24
最大回撤	-52.04%	-27.93%	-11.65%

资料来源：wind, 民生证券研究院

图39：行业出清反转策略收益


资料来源：wind，民生证券研究院

4.2.3 策略最新观点

表3：各行业 2023 年 4 月状态

行业	2023 年 3 月状态	推荐
石油石化	反转期-分散化	√
电力及公用事业	反转期-分散化	√
轻工制造	反转期-分散化	√
计算机	反转期-分散化	√
建筑	景气期-集中化	
汽车	景气期-集中化	
商贸零售	景气期-集中化	
家电	景气期-集中化	
食品饮料	景气期-集中化	
房地产	景气期-集中化	
有色金属	景气期-分散化	
基础化工	景气期-分散化	
消费者服务	景气期-分散化	
纺织服装	景气期-分散化	
电力设备及新能源	反转期-集中化	
国防军工	反转期-集中化	
医药	反转期-集中化	
农林牧渔	反转期-集中化	
交通运输	反转期-集中化	
通信	反转期-集中化	
煤炭	出清中-分散化	
建材	出清中-分散化	
机械	出清中-分散化	
钢铁	出清前-集中化	
传媒	出清前-集中化	
电子	出清前-分散化	

资料来源：wind，民生证券研究院

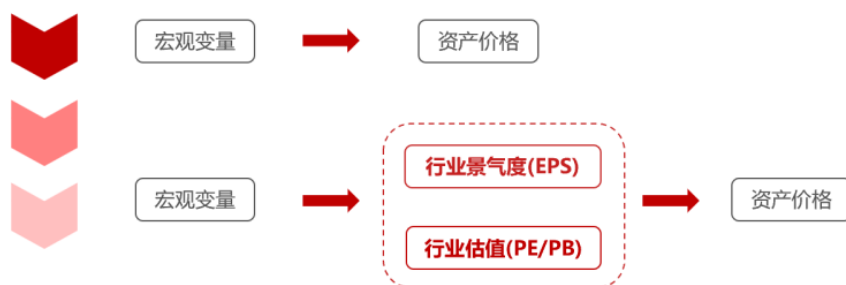
4.3 行业推荐：宏观驱动戴维斯双击策略

宏观驱动戴维斯双击策略认为宏观变量到资产价格的传导并非线性结构，如果直接利用宏观变量对行业未来收益做预测，其有效性较弱。宏观到资产价格的传导路径需要经过景气度和估值这两个中间变量，如果能够把握景气度和估值的变化，就能够较好地预测资产价格变动的方向。

宏观变量对行业景气度和估值的影响较为明显，比如 PMI 领先制造业的景气度，当 PMI 上升时，机械等制造业行业的行业景气度可能有明显改善。再如流动性 Shibor，利率能够显著驱动计算机行业的估值，当流动性提升时，计算机行业的估值可能有明显提升。

我们通过宏观指标分别预测行业未来盈利和未来估值，寻找未来盈利与估值均有可能上升的行业，构建宏观驱动戴维斯双击策略。

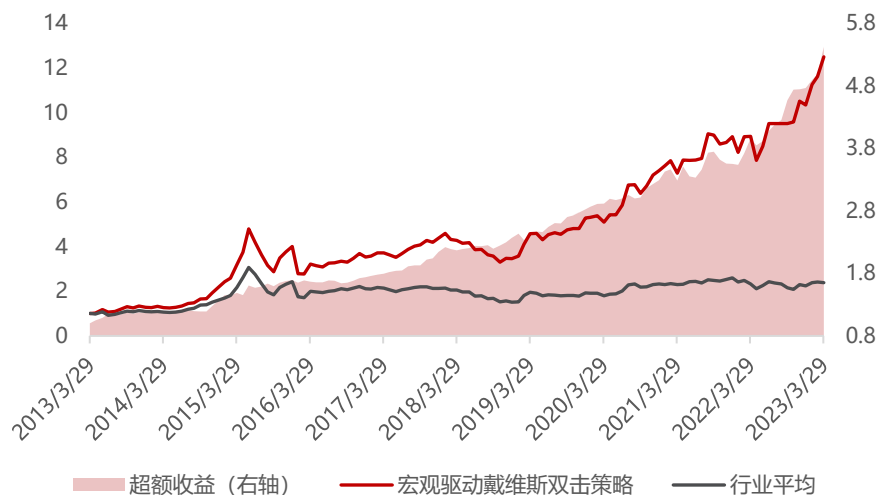
图40：宏观到资产价格的传导需要经历景气度和估值 2 个中间变量



资料来源：民生证券研究院整理绘制

从宏观预测的角度，Q2 景气与估值双升的行业为：**通信、食品饮料**。宏观驱动戴维斯双击策略历史上贡献显著收益。

图41：宏观驱动戴维斯双击策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

5 风险提示

量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。

插图目录

图 1:	食品饮料历史胜率赔率变化及对应行情	3
图 2:	策略在食品饮料行业上获得的绝对收益与超额收益	4
图 3:	食品饮料交易量占全市场比值	5
图 4:	食品饮料行业估值及估值分位数	6
图 5:	食品饮料估值分位数与价格指数	6
图 6:	食品饮料胜率各分项得分	7
图 7:	2023 年 4 月大类资产量化观点	8
图 8:	当前景气下行趋势与历史 6 波下行周期平均趋势	9
图 9:	2020 年至今各季度景气度变化 (截至 2023.3)	9
图 10:	2000 年以来各景气下行周期走势	9
图 11:	A 股景气度指数与上证指数净利润同比 (%)	10
图 12:	上证指数、A 股景气度及社融 (季调环比) 变化	10
图 13:	分歧度、流动性、景气度变化趋势	11
图 14:	分歧度-流动性-景气度三维择时框架	11
图 15:	10Y 国债利率驱动因素模型	12
图 16:	静态因子模型历史月度利率择时效果	12
图 17:	利率驱动因子长期变化趋势	13
图 18:	10Y 国债利率 4 月预测各因子贡献	13
图 19:	黄金驱动因素模型	14
图 20:	静态因子模型历史月度黄金择时效果	14
图 21:	黄金驱动因子长期变化趋势	15
图 22:	伦敦金现 4 月预测各因子贡献	15
图 23:	黄金与美国实际利率走势	16
图 24:	房企、居民、金融机构、地方政府链路关系	17
图 25:	民生金工房地产行业压力指数 (2023.03)	17
图 26:	细分指标当期评分 (2023.03)	18
图 27:	供需两侧压力 (2023.03)	18
图 28:	价值/成长相对收益动量轮动策略年化收益 (2004.12-2023.3)	19
图 29:	价值/成长 1 个月动量轮动策略表现 (2004.12-2023.3)	19
图 30:	动量策略什么情况下有效?	20
图 31:	价值/成长 1 个月动量轮动策略历史判断	20
图 32:	小盘/大盘市场机构关注度强弱	21
图 33:	不同市值股票池机构调研强弱	21
图 34:	2023 年 4 月推荐行业及权重	22
图 35:	2023 年 4 月行业胜率赔率刻画	23
图 36:	胜率赔率策略收益	24
图 37:	供需角度分析行业出清过程	25
图 38:	行业状态划分标准	25
图 39:	行业出清反转策略收益	26
图 40:	宏观到资产价格的传导需要经历景气度和估值 2 个中间变量	27
图 41:	宏观驱动戴维斯双击策略收益	27

表格目录

表 1:	2023 年 4 月行业胜率赔率刻画	23
表 2:	行业出清反转策略收益风险指标 (2012 年 1 月-2023 年 3 月)	25
表 3:	各行业 2023 年 4 月状态	26

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026