

宏观环境震荡向上，中观景气度延续复苏

——周报 20230630

专题内容摘要

➤ 宏观环境-震荡向上

截至2023年06月30日，宏观环境信用、长端利率和PMI整体向好，预期后续会延续向好发展态势。

➤ 中观景气度-延续复苏

当前景气指数为11.70，自2023年1月末底部筑底以来，景气指数快速上升后转入震荡期，后续看好整体复苏，预期复苏节奏将逐步加快。

➤ 微观结构-宽基指数风险整体偏低

A股整体结构性风险系数([0, 1]范围取值)延续低值区间，自4月中旬调整以来，宽基指数风险释放充分。后续在中特估的带领下，继续看好有核心竞争力的制造业和央国企。预期弱复苏将逐步进入整体复苏，从而带动宽基指数出现阶段性行情。

➤ 资金流-北向今年净流入1830多亿元

2023年1月以来，北向资金净流入1830多亿元，北向资金上周大幅流出的行业为食品饮料、银行和商贸零售，流入排名前三的行业为基础化工、机械设备和家用电器。两融资金从2023年1月以来共流入929亿元，上周净流出63.11亿元。

➤ 定量配置信号-震荡向上

根据定量配置模型，宏观环境刻画的logit值延续高位震荡。中证1000经过4月中旬回调以来，行情转为震荡对待。沪深300和中证500在中特估的加持下，有很强的韧性。权益端整体震荡向上，持续看好三季度行情。

➤ 风险提示

量化模型存在失效风险，历史数据不代表未来。



分析师：朱人木

执业证书编号：S0590522040002

邮箱：zhurm@glsc.com.cn

联系人 康作宁

邮箱：kangzn@glsc.com.cn

联系人 陆豪

邮箱：luhao@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《本周市场先抑后扬，基金发行热度维持》
2023.07.02
- 2、《A股市场6月第5周(6.26-6.30)因子周报》
2023.07.01
- 3、《北向资金流入化工、电子，ETF现大幅流入》
2023.07.01

正文目录

1.	宏观环境—震荡向上.....	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—延续复苏.....	4
3.	微观结构—宽基指数风险整体偏低.....	5
4.	资金流—北向今年净流入 1830 多亿元.....	7
4.1.	北向资金—上周净流出 84.81 亿元.....	7
4.2.	两融资金—上周净流出 63.11 亿元.....	8
5.	定量配置信号—震荡向上.....	9
6.	风险提示.....	9

图表目录

图 1:	宏观环境变量选取.....	3
图 2:	宏观环境变量(平稳化处理)当期变化及影响系数.....	3
图 3:	宏观 Logit 模型最新预测值.....	4
图 4:	宏观 Logit 模型历史预测值 20170103 至 20230630.....	4
图 5:	刻画景气—中观高频指标选取.....	4
图 6:	构建景气度指数—领先预测 A 股盈利扩张周期 20070102 至 20230630.....	5
图 7:	中观景气变化截至 20230630.....	5
图 8:	微观结构风险刻画.....	5
图 9:	各宽基指数微观结构风险变化.....	6
图 10:	月度-各宽基指数微观结构风险变化, 20150101 至 20230630.....	6
图 11:	北向资金近 1 年周度净流入.....	7
图 12:	北向资金上周各行业净流入额.....	7
图 13:	北向资金上周行业净流入前 5, 净流出前 5.....	8
图 14:	融资净买入额、融资净买入额占比 A 股成交额.....	8
图 15:	三维度刻画权益资产配置价值.....	9
图 16:	权益资产配置信号.....	9

1. 宏观环境—震荡向上

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 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	5/10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
R-007	日	2/10年期美债到期收益率	日	M1：同比	月	日本：制造业PMI	月
1年期国债到期收益率	日	人民币汇率指数	日	M2：同比	月	美国：ISM制造业PMI	月

资料来源：wind，国联证券研究所

1.2 当前宏观变量变化

截至 2023 年 06 月 30 日，宏观环境信用、长端利率和 PMI 整体向好，预期后续会继续向好发展态势。

图 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 (2023-06-25)	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	0.709	0.702	-0.007	↓	2.292
	SHIBOR：3个月	-0.304	-0.327	-0.022	↓	-0.897
	R-007	-0.673	-0.564	0.109	↑	-1.497
	1年期国债到期收益率	0.241	0.226	-0.015	↓	0.500
长端利率	3/5/10年期国债到期收益率	0.641	0.641	0.000	↑	1.495
	2/10年期美债到期收益率	0.636	0.698	0.061	↑	1.719
汇率	人民币汇率指数	-3.114	-3.075	0.039	↑	-4.973
信用	社融：新增人民币贷款	-0.451	-0.462	-0.011	↓	-1.192
	信用利差：全体产业债	0.003	0.036	0.033	↑	0.133
	M1：同比	1.008	1.043	0.035	↑	2.738
	M2：同比	-0.442	-0.447	-0.005	↓	-1.497
国内经济增长	PMI：新订单&新出口订单	-2.518	-2.509	0.009	↑	-4.166
海外主要经济体	欧元区：制造业PMI	1.999	2.070	0.070	↑	3.434
	日本：制造业PMI	-1.457	-1.388	0.070	↑	-2.265
	美国：ISM制造业PMI	1.959	2.050	0.091	↑	3.586

资料来源：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 0.774，上月末值为 0.768。宏观环境从 2022 年 11 月以来持续上行，目前处于高位震荡区间。

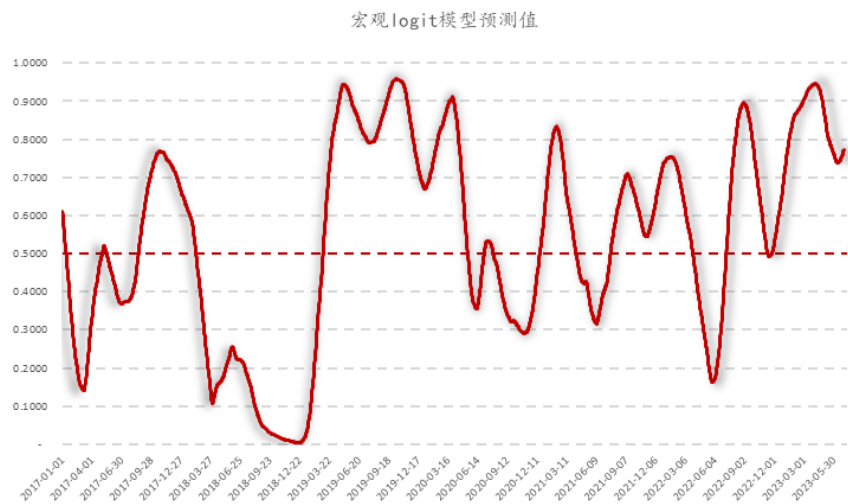
图 3：宏观 Logit 模型最新预测值

	最新 (20230430)	最新 (20230531)	最新 (20230630)
宏观Logit预测值	0.875	0.768	0.774

资料来源：wind，国联证券研究所

宏观 Logit 模型历史预测值：

图 4：宏观 Logit 模型历史预测值 20170103 至 20230630



资料来源：wind，国联证券研究所

2. 中观景气度—延续复苏

采用中观高频的数据来刻画景气度指数。

图 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				

资料来源：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 6：构建景气度指数—领先预测 A 股盈利扩张周期 20070102 至 20230630



资料来源: wind, 国联证券研究所

当前景气指数为 11.70，自 2023 年 1 月末底部筑底以来，景气指数快速上升后转入震荡期，后续看好整体复苏，预期复苏节奏将逐步加快。

图 7：中观景气变化截至 20230630

变量	最新值	前值 (2023.05.31)	前值 (2023.04.30)
中观景气度	11.70	11.64	12.64
DIF->景气&萧条状态	-3.65	-2.98	-2.51
MACD->上行&下行	-5.33	-7.06	-7.88

资料来源: wind, 国联证券研究所

3. 微观结构—宽基指数风险整体偏低

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 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

资料来源: wind, 国联证券研究所

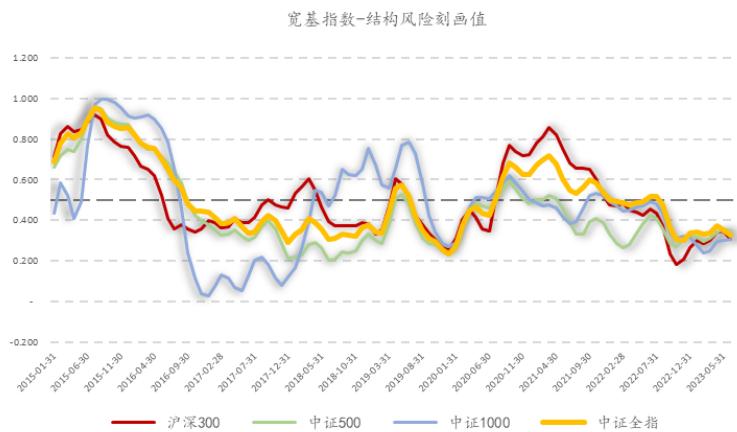
A股整体结构性风险系数([0,1]范围取值)延续低值区间,自4月中旬调整以来,宽基指数风险释放充分。后续在中特估的带领下,继续看好有核心竞争力的制造业和央国企。预期弱复苏将逐步进入整体复苏,从而带动宽基指数出现阶段性行情。

图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	0.375	0.276	0.178	0.299	0.325
沪深300	0.174	0.137	0.145	0.193	0.304
中证500	0.448	0.330	0.162	0.134	0.347
中证1000	0.468	0.409	0.128	0.261	0.308

资料来源:wind,国联证券研究所

图10:月度-各宽基指数微观结构风险变化,20150101至20230630



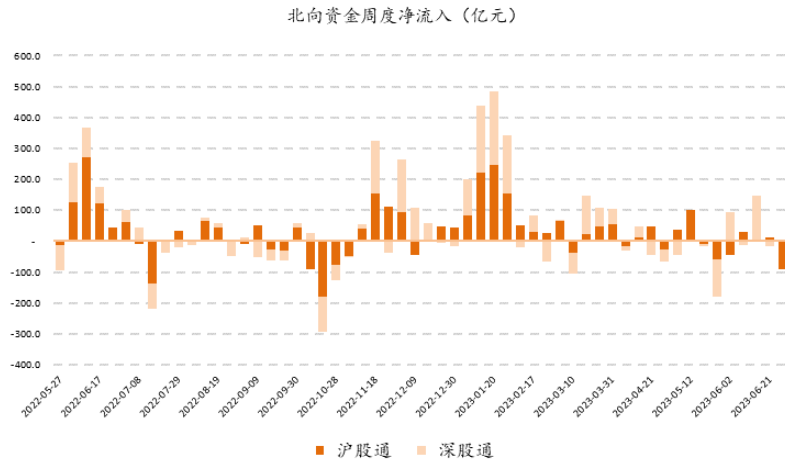
资料来源:wind,国联证券研究所

4. 资金流—北向今年净流入 1830 多亿元

4.1. 北向资金—上周净流出 84.81 亿元

- 2023 年 1 月以来，北向资金净流入 1830 多亿元。

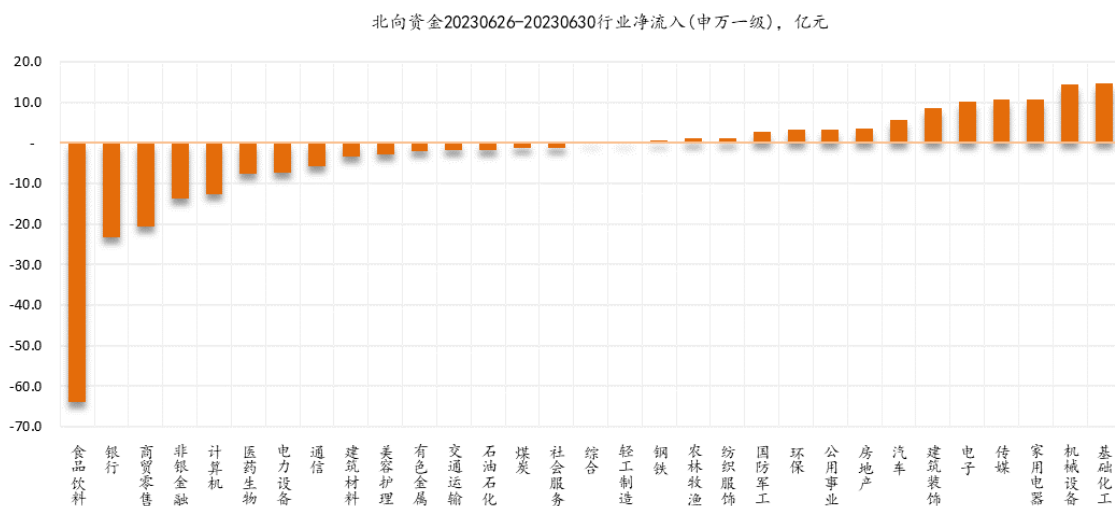
图 11：北向资金近 1 年周度净流入



资料来源：wind，国联证券研究所

- 北向资金上周大幅流出的行业为食品饮料、银行和商贸零售，流入排名前三的行业为基础化工、机械设备和家用电器。

图 12：北向资金上周各行业净流入额



资料来源：wind，国联证券研究所

➤ 北向资金行业净流入前5、净流出前5。

图 13：北向资金上周行业净流入前 5，净流出前 5

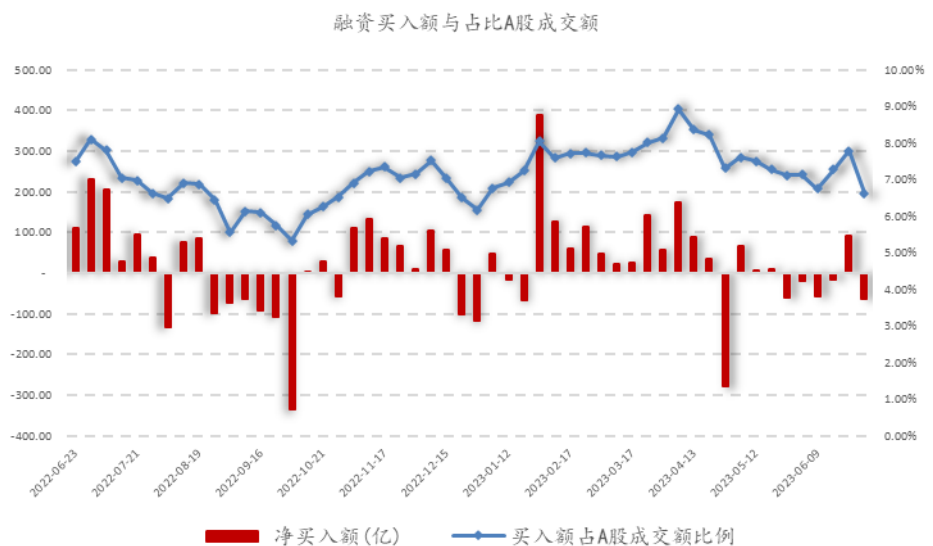
	流出行业	流出额(亿元)	流入行业	流入额(亿元)
2023-06-30	食品饮料	-63.8	基础化工	14.7
	银行	-23.4	机械设备	14.5
	商贸零售	-20.8	家用电器	10.8
	非银金融	-13.8	传媒	10.8
	计算机	-12.6	电子	10.0
2023-06-21	建筑装饰	-6.3	电力设备	70.5
	银行	-5.4	国防军工	13.1
	传媒	-5.1	机械设备	12.9
	非银金融	-5.0	家用电器	7.6
	有色金属	-4.7	电子	6.9
2023-06-16	计算机	-15.6	电子	69.4
	非银金融	-11.4	电力设备	66.7
	银行	-8.5	食品饮料	28.5
	有色金属	-8.0	医药生物	28.1
	商贸零售	-6.2	汽车	25.7
2023-06-09	电子	-16.1	医药生物	58.5
	基础化工	-7.2	银行	32.7
	公用事业	-6.8	计算机	18.4
	食品饮料	-6.0	家用电器	17.2
	社会服务	-5.4	非银金融	15.2

资料来源：wind，国联证券研究所

4.2. 两融资金——上周净流出 63.11 亿元

➤ 两融资金从 2023 年 1 月以来共流入 929 亿元，上周净流出 63.11 亿元。

图 14：融资净买入额、融资净买入额占比 A 股成交额



资料来源：wind，国联证券研究所

5. 定量配置信号—震荡向上

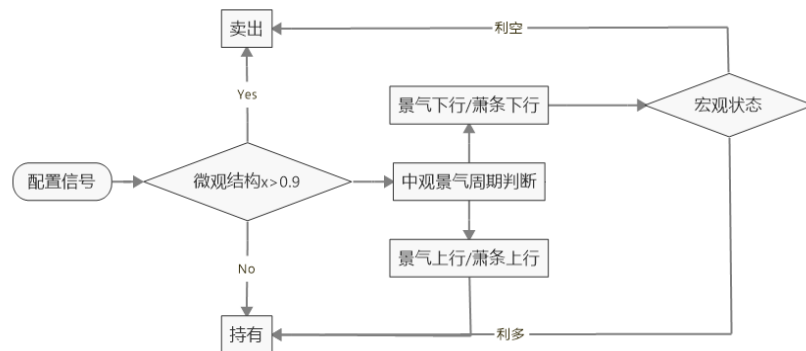
根据定量配置模型，宏观环境刻画的 logit 值延续高位震荡。中证 1000 经过 4 月中旬回调以来，行情转为震荡对待。沪深 300 和中证 500 在中特估的加持下，有很强的韧性。权益端整体震荡向上，持续看好三季度行情。

图 15：三维度刻画权益资产配置价值



资料来源：wind，国联证券研究所

图 16：权益资产配置信号



资料来源：wind，国联证券研究所

6. 风险提示

量化模型存在失效风险，历史数据不代表未来。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695