

专题策略报告

300+中观景气指标，如何快捷跟踪？

——行业比较“新视界”系列报告（一）

方正证券研究所证券研究报告

分析师

曹柳龙

登记编号：S1220523060003

联系人 徐嘉奇

相关研究

《室温超导时代来了吗？——科技创新“新视界”系列报告（一）》2023.08.07

《基金中报：筹码分布与浪里淘金——23年基金中报分析》2023.07.22

《日本通缩30年！中国可以摸着日本过河吗？——“新扩表黎明”系列报告（一）》2023.07.20

报告摘要：

● 方正策略行业比较“新视界”：“胜率-赔率”综合评价体系

方正策略“胜率-赔率”行业比较框架—（1）“胜率”跟踪框架：中观景气，财报业绩、分析师预期、流动性；（2）“赔率”跟踪框架：动态/静态估值、基金持仓、交易特征等。

● “胜率”框架中：300+中观景气指标，如何有效跟踪？

当前市场上的中观景气跟踪，有3大痛点：（1）指标数量多，单个指标的信息载量低；（2）指标的标准化程度低，难以行业间横向比较；（3）只聚焦过去数据的梳理，对未来的预测有效性低。

方正策略构建的“量-价-库存”中观景气跟踪体系，具备3大优势：（1）量化方式拟合出每个行业的中观景气指数；（2）分析师干预先行，聚焦“量-价-库存”三大方向，增加横向可比性；（3）量化分析和人工干预相结合，优化过度回归的缺陷，增加有效信息密度。

● 中观景气跟踪指数的构建，具体有哪5个步骤？

（1）针对每个一级行业，梳理出关键的二级子行业；（2）分析师优选出各二级子行业的“量-价-库”指标；（3）各二级子行业的“量-价-库存”数据分别做标准化处理；（4）加权各二级子行业的“量-价-库存”的标准化数据，构建一级行业的“量-价-库存”指数；（5）根据未来6个月的超额收益确定权重，再次加权一级行业的“量-价-库存”指数，构建一级行业的中观景气指数。

● 中观景气跟踪指数的回测，能否刻画景气并指引投资？

方正策略构建的中观景气指数，优势如下：（1）能有效跟踪景气，前瞻、高频跟踪行业的营收及盈利趋势；（2）能有效指引长期投资，中观景气指数改善的行业，获得超额收益的概率更高！

● 当前哪些行业的中观景气正在改善？如何使用中观景气跟踪体系？

当前交运、煤炭、银行的景气度高位，化工、石油石化景气显著改善。同时当前阶段房地产、石油石化、基础化工兼具“低估值”+“景气度边际上升”特征。

● 风险提示：策略观点不代表行业观点、宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动等。

正文目录

1 方正策略行业比较“新视界”：“胜率-赔率”综合评价体系	4
2 “胜率”框架中：300+个中观景气指标，如何有效跟踪？	6
2.1 当前市场上的中观景气跟踪，有3大痛点	6
2.2 方正策略构建的“量-价-库存”中观景气跟踪体系，具备3大优势	6
3 中观景气跟踪指数的构建，具体有哪5个步骤？	8
4 中观景气跟踪指数的回测，能否刻画景气并指引投资？	10
4.1 有效跟踪景气：景气指数能高频、前瞻地量化行业实际景气（营收/利润）	10
4.2 有效指引投资：依据景气指数投资，长期能收获超额收益	11
5 当前哪些行业的中观景气正在改善？如何使用中观景气跟踪体系？	14
5.1 当前阶段，交运、煤炭、银行等行业景气度高位	14
5.2 从边际变化看，化工、石油石化景气显著改善	14
5.3 如何结合“赔率”+景气度把握投资机会？	16

图表目录

图表 1: 资产的“性价比”同时由“胜率”和“赔率”两方面决定..... 4

图表 2: 基于“胜率-赔率”的行业配置框架..... 5

图表 3: 传统中观景气量化的三大痛点..... 6

图表 4: A 股市场盈利从宏观上看, 由“量-价-库存”三因素驱动..... 6

图表 5: 优选 300+中观指标的中观景气框架全景..... 7

图表 6: 以煤炭为例的一级行业景气指数构建流程..... 8

图表 7: 有色金属景气指数 7 月边际抬升..... 9

图表 8: 机械设备景气指数 7 月边际下降..... 9

图表 9: 景气指数能作为净利润增速的高频代表指标 (上表的红/绿色块与下表位置基本相同, 且更高频、更前瞻)..... 10

图表 10: 景气指数能作为营收增速的高频代表指标 (上表的红/绿色块与下表位置基本相同, 且更高频、更前瞻)..... 11

图表 11: 回测显示, 超配景气指数排名高的行业能够实现长期超额收益..... 12

图表 12: 行业景气排名与未来 6 个月超额收益率的相关性大多时期为正..... 12

图表 13: 景气排名较高的行业未来 6 个月取得的超额收益更高 (排名更高的行业颜色更红)..... 13

图表 14: 八月中观景气指数概览..... 14

图表 15: 纯碱结算价月环比上行 13.47%..... 15

图表 16: 受原油涨价影响, 纯苯价格大幅抬升..... 15

图表 17: 6 月以来甲醇价格持续回升..... 15

图表 18: 草甘膦受供需影响价格涨幅迅猛..... 15

图表 19: 6-8 月一级行业景气度-PE (TTM) 分位数变化..... 16

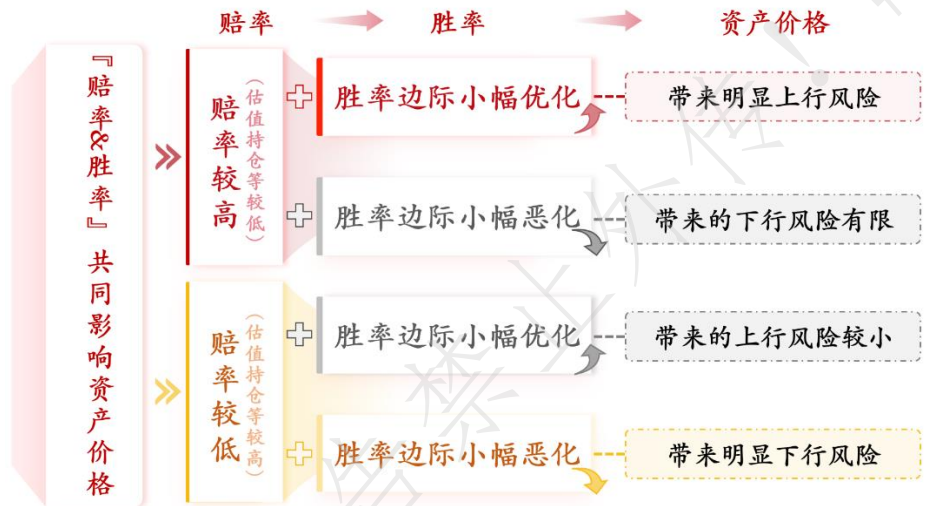
1 方正策略行业比较“新视界”：“胜率-赔率”综合评价体系

行业比较的核心命题是“性价比”，可以进一步具象化为“胜率”和“赔率”。

(1)“胜率”：风险资产在未来能获得的预期收益，通常取决于宏观政策、中观景气、微观盈利（预期）以及流动性等因素；(2)“赔率”：风险资产所处的“贵了还是便宜了”的位置。相比“胜率”而言，风险资产的“赔率”更容易量化，可以通过估值水平、风险溢价、筹码分布、交易特征等指标观测。

在投资中“赔率”和“胜率”往往需要结合使用。当风险资产的赔率较高（估值/持仓等较低）时：(1)胜率的边际小幅优化，就能带来明显的上行风险；(2)胜率的小幅恶化，带来的下行风险比较有限；当风险资产的赔率较低（估值/持仓等较高）时：(1)胜率的边际小幅恶化，就能带来明显的下行风险；(2)赔率的小幅优化仅会带来小幅的上行风险。

图表1:资产的“性价比”同时由“胜率”和“赔率”两方面决定



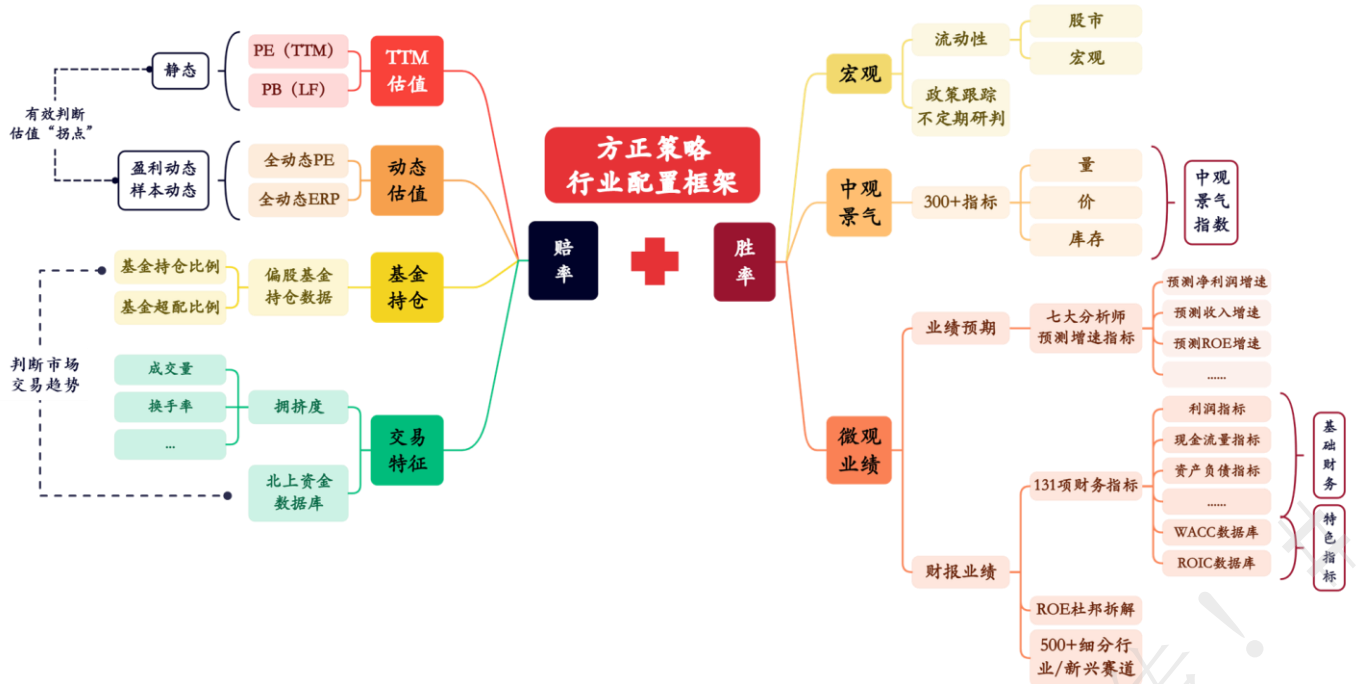
资料来源：方正证券研究所

“胜率”数据体系——除定期观点（策略周末谈）及不定期专题报告外，我们还提供4大数据库，包括流动性数据库、中观景气数据库、财报业绩数据库、分析师预期数据库。

“赔率”数据体系——赔率的数据相对直观，更易度量，我们提供以下四大数据库：TTM估值数据库、动态估值数据库、基金持仓数据库、交易特征数据库。

上述数据库系统大多已构建完成，并配有专门跟踪报告，未来我们将陆续提供：中观景气跟踪体系，高频景气跟踪体系，财报（预告）净利润断层体系，敬请期待！

图表2: 基于“胜率-赔率”的行业配置框架



资料来源: 方正证券研究所整理

2 “胜率”框架中：300+个中观景气指标，如何有效跟踪？

2.1 当前市场上的中观景气跟踪，有 3 大痛点

- (1) 指标数量多，单个指标的信息载量低；
- (2) 指标的标准化程度低，难以行业间横向比较；
- (3) 只聚焦过去数据的梳理，对未来的预测有效性低。

图表3:传统中观景气量化的三大痛点

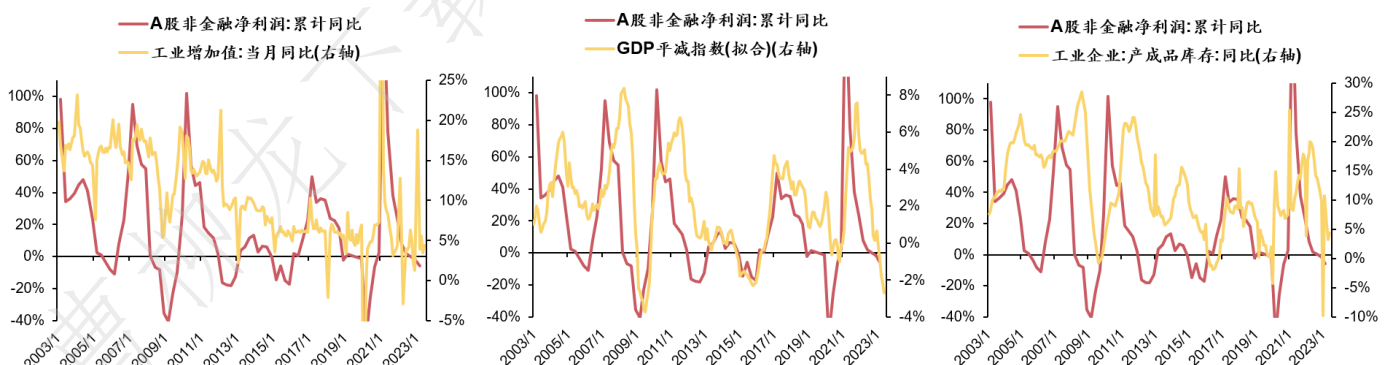


资料来源：方正证券研究所

2.2 方正策略构建的“量-价-库存”中观景气跟踪体系，具备 3 大优势

我们构建“量-价-库存”框架，优化中观行业景气比较。中观行业景气指标纷繁复杂，如果“眉毛胡子一把抓”的话，不仅会导致信息过载，也会使得有效信息被淹没。最终“看了一大堆数据，但还是做不好行业比较”。因此，我们构建了“量-价-库存”体系，不仅能够较为准确地刻画 A 股的盈利（景气）趋势，也对中观行业的有效信息进行提取和分裂，增加有效信息的“曝光度”。

图表4:A股市场盈利从宏观上看，由“量-价-库存”三因素驱动



资料来源：Wind，方正证券研究所

3 中观景气跟踪指数的构建，具体有哪 5 个步骤？

Step 1: 将申万一级行业划分为若干细分行业——以煤炭为例，我们将其分为动力煤和双焦两个细分行业，并根据动力煤和焦煤指数的市值占比代表两个板块在指数中所占权重（此处市值权重采取每月月底最新动态市值计算，每月更新）。

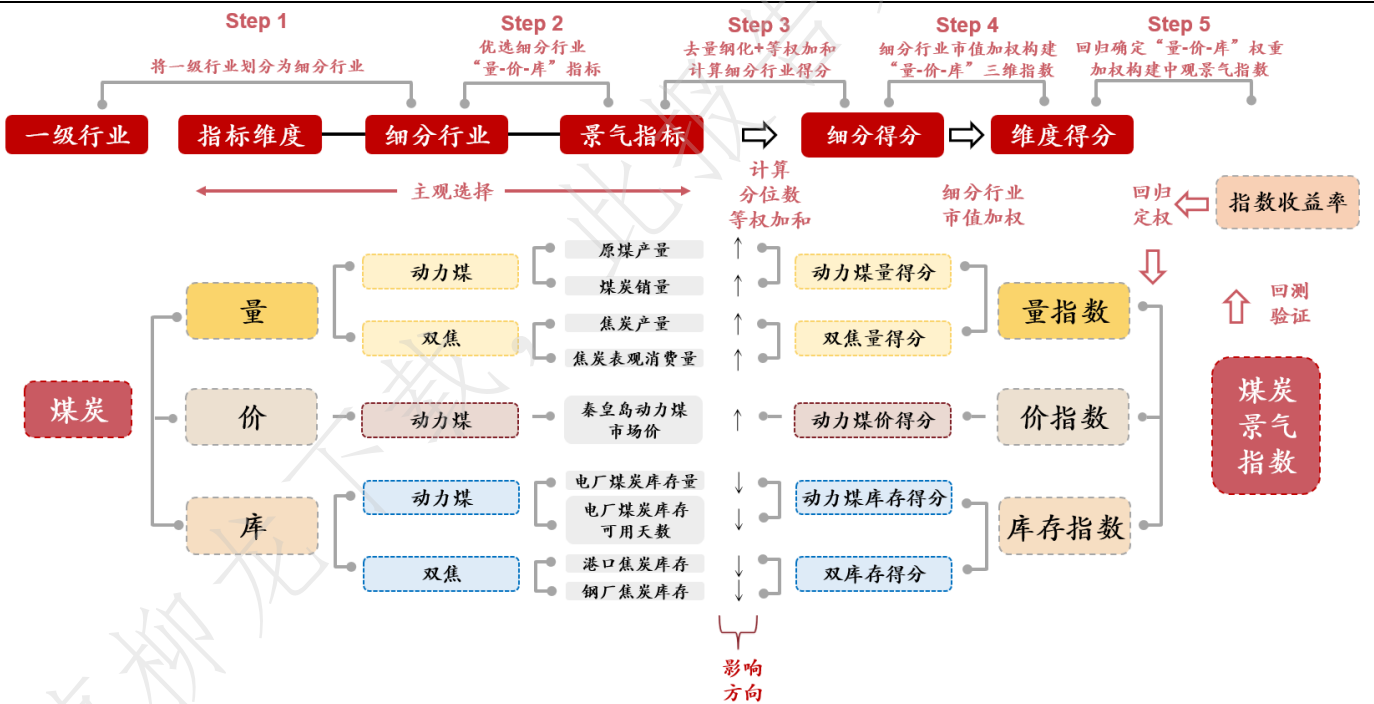
Step 2: 优选各细分行业的“量-价-库”三维度指标，最终 22 个行业共计 300+ 细分指标——以动力煤为例：（1）“原煤产量”及“煤炭销量”是影响“量”的主要指标；（2）“秦皇岛动力煤市场价”是影响“价”的主要指标；（3）“电厂动力煤库存”、“电厂煤炭库存可用天数”是影响“库存”的主要指标。

Step 3: 对细分行业指标去量纲化（计算分位数），并等权加和，分别构建细分行业的“量”、“价”、“库存”指数。以动力煤为例：（1）影响“量”的两个指标取历史分位数，并分别赋权 50%，构建动力煤的“量”；（2）影响库存的两个指标同样取历史分位数，并分别赋权 50%，构建动力煤的“库存”；（3）由于只有一个指标影响“价”，对其单独赋权 100%，取分位数后构建动力煤的“价”。

Step 4: 细分行业“量”、“价”、“库存”指数市值加权，构建一级行业“量”、“价”、“库存”指数。以煤炭为例：将动力煤的“量”与焦煤的“量”，分别基于两个细分行业的最新市值，加权加和构建成为煤炭的“量”，“价”及“库存”的构建方式与“量”相同。

Step 5: 对“量”、“价”、“库存”三维度再次加权，构建行业景气指数，三维度的权重通过对目标行业未来 6 个月的超额收益的回归计算。以煤炭为例：对煤炭每月中“量指数”、“价指数”、“库存指数”分别与其未来 6 个月的超额收益做回归，用回归系数定权，加权构建最终的行业景气指数。

图表6: 以煤炭为例的一级行业景气指数构建流程



资料来源: Wind, 方正证券研究所

基于上述方式，我们构建出了 22 个申万一级行业（景气有效行业）的景气指数。以部分行业为例：可以看到 7 月有色金属的景气指数边际抬升，从 6 月的 47 上升至 7 月的 55.57，而同时机械设备的景气指数从 6 月的 41.8 下降至 7 月的 39.2。

图表7: 有色金属景气指数 7 月边际抬升



资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

图表8: 机械设备景气指数 7 月边际下降



资料来源: Wind, 方正证券研究所

4 中观景气跟踪指数的回测，能否刻画景气并指引投资？

景气指数的效果如何？我们从两方面回答：

- (1) 对上市公司真实景气的跟踪程度，即能否作为财报业绩的前瞻指标？
- (2) 按照景气指数投资，能否带来超额收益？

4.1 有效跟踪景气：景气指数能高频、前瞻地量化行业实际景气（营收/利润）

回测结果显示，景气指数能有效反映行业的营收及盈利趋势。对行业而言，最真实的景气是季度更新的财报数据，但实际上由于财报指标的披露滞后，等到财报披露时行业的真实景气大多时候对投资的指引意义已经不强。而景气指数能够前瞻地了解行业的真实景气指数，对投资具备更强指导意义。

回测过程如下表：景气指数（上表）的分布与财报业绩（下表）的分布趋同，即上下表格中红色与绿色色块的位置基本一致，这代表景气指数能有效追踪财报业绩，且足够前瞻——

图表9：景气指数能作为净利润增速的高频代表指标（上表的红/绿色块与下表位置基本相同，且更高频、更前瞻）



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表10: 景气指数能作为营收增速的高频代表指标（上表的红/绿色块与下表位置基本相同，且更高频、更前瞻）



资料来源: Wind, 方正证券研究所

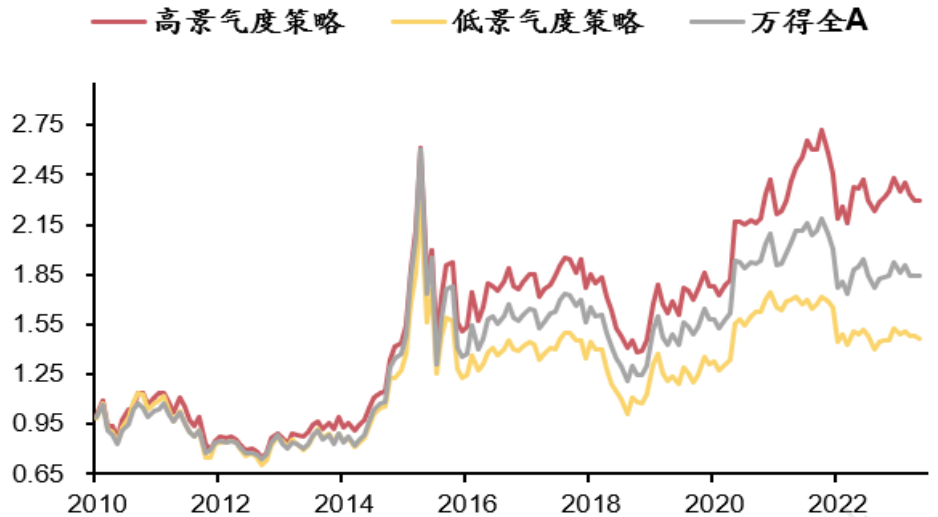
4.2 有效指引投资：依据景气指数投资，长期能收获超额收益

1、按月投资于景气指数较高的公司，长期显著跑赢大盘。为了验证行业景气指数在行业配置中的作用，我们根据2010年2月至2023年4月的历史行情进行回测——

- (1) 对于未跟踪的行业，按照市值比例标配；
- (2) 对于跟踪的22个行业，策略1配置景气指数较高的前11个行业，策略2配置景气指数较低的后11个行业。

回测结果显示，景气指数排名高的组对应的投资策略相对万得全A可以获得超额收益，而景气指数排名低的组对应的投资策略收益显著弱于万得全A，说明长时间序列下，景气投资策略能够带来稳定超额收益。

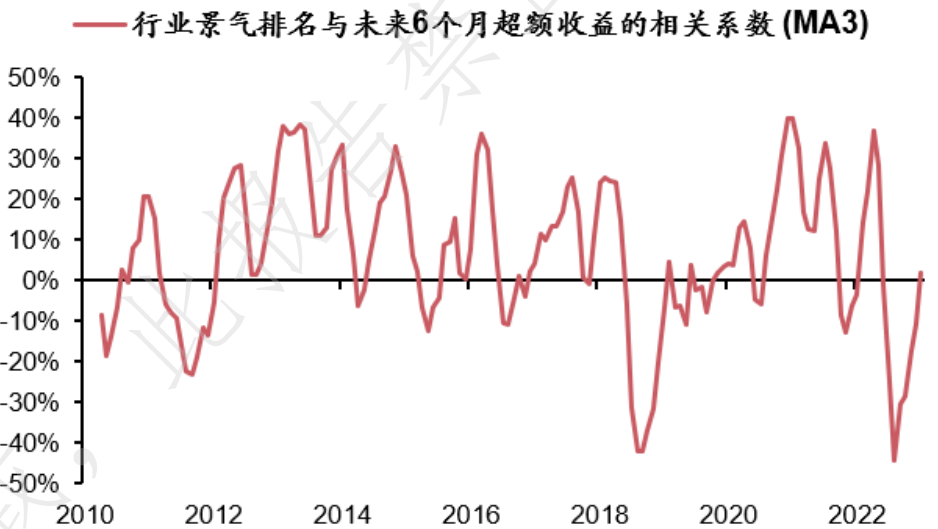
图表11:回测显示,超配景气指数排名高的行业能够实现长期超额收益



资料来源: Wind, 方正证券研究所

2、观察6个月的长周期超额收益,景气指数在大多时间内能维持有效。对研究的22个行业,通过比较景气指数对行业进行排名。计算行业景气指数排名与次月绝对收益率的相关性。移动平均后的相关性序列展现出一定的周期特点,除了少数时间失效外,在大部分时间内相关性为正,即排名高的行业更有可能获得较高的收益。

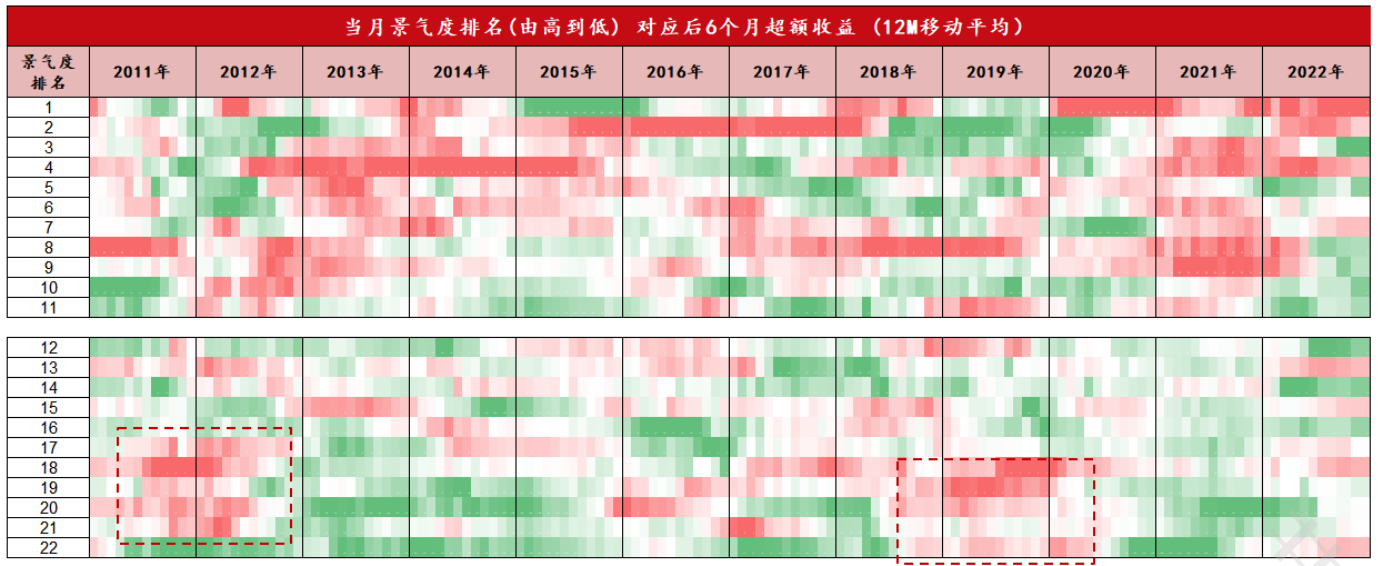
图表12:行业景气排名与未来6个月超额收益率的相关性大多时期为正



资料来源: Wind, 方正证券研究所

3、景气指数占优的行业,更可能在后续6个月中取得明显超额收益。下图中,按时间顺序排布了每个月市场预期排名从高到低的行业,在后续6个月中取得的超额收益,其中红色代表当月超额收益较高,绿色代表当月超额收益较低。景气投资仅在2011-2012年,及2019年前后有明显失效,其他大多数时间内排名高的行业的色块更红(代表其超额收益更高)。

图表13: 景气排名较高的行业未来6个月取得的超额收益更高(排名更高的行业颜色更红)



资料来源: Wind, 方正证券研究所 注: 因数据较多, 图中隐去具体值, 仅以颜色表示: 红色为后续超额收益高, 绿色为超额收益低

5 当前哪些行业的中观景气正在改善？如何使用中观景气跟踪体系？

5.1 当前阶段，交运、煤炭、银行等行业景气度高位

从绝对水平看，当前传统周期类行业景气向好，其中：交运、煤炭、银行、电子、汽车等行业景气处于高位；而建材、房地产、建筑装饰、纺织服饰、商贸零售等景气处于低位。

从边际变化看，7月末至今，多数行业中观景气指数上升，其中：石油石化、基础化工、建筑材料、房地产等行业景气边际改善幅度较大；而有色、钢铁等行业景气大幅下滑。

综合各行业绝对景气水平及景气环比变化，当前阶段交运、银行、电子、化工等景气度处于相对高位，具备较高的“性价比”。

图表14: 八月中观景气指数概览

一级行业	产销量指数		价格指数		库存指数		景气指数		
	当月值	环比变化	当月值	环比变化	当月值	环比变化	8月景气值	历史分位数	环比变化
交通运输	60.77	0.05	-	-	-	-	60.77	83.4%	0.05
煤炭	45.21	0.00	84.89	0.00	70.74	0.00	60.00	76.1%	0.00
银行	74.33	0.00	37.37	0.05	-	-	55.26	86.5%	0.02
电子	80.02	0.00	17.91	0.22	-	-	51.44	52.8%	0.03
汽车	45.75	0.00	81.11	0.00	-	-	49.66	58.9%	0.00
农林牧渔	54.31	0.00	34.46	0.20	-	-	49.45	54.0%	0.03
有色金属	-	-	48.56	-0.15	50.46	0.11	49.03	46.0%	-0.12
钢铁	30.70	-0.05	47.86	-0.02	21.11	2.97	47.34	49.7%	-0.10
轻工制造	54.23	0.00	18.70	0.02	-	-	45.29	32.5%	0.00
电力设备	50.15	0.00	37.65	0.00	-	-	44.56	38.7%	0.00
家用电器	39.16	0.00	-	-	-	-	39.16	40.5%	0.00
机械设备	34.10	0.00	44.17	-0.16	-	-	36.20	27.0%	-0.05
基础化工	-	-	36.05	0.34	-	-	36.05	27.0%	0.34
公用事业	40.02	0.00	11.72	-0.03	-	-	34.63	28.2%	0.00
非银金融	-	-	33.65	-0.01	-	-	33.65	18.4%	-0.01
食品饮料	-	-	32.61	0.11	-	-	32.61	12.9%	0.11
石油石化	69.59	0.00	24.46	0.30	53.68	-0.21	31.80	27.6%	0.29
建筑材料	15.69	0.00	34.41	0.09	-	-	26.26	21.5%	0.07
房地产	21.76	0.39	28.39	0.07	-	-	24.20	11.0%	0.23
建筑装饰	13.56	0.00	20.18	0.00	-	-	14.44	3.7%	0.00
纺织服饰	21.01	0.00	6.56	0.00	-	-	12.12	0.6%	0.00
商贸零售	11.53	0.00	-	-	-	-	8.57	4.9%	0.00

资料来源：Wind，方正证券研究所注：数据截止8月4日

5.2 从边际变化看，化工、石油石化景气显著改善

截止8月4日：月度景气度提升最显著的行业分别为基础化工（景气指数33.65，环比提升9.22pct）、石油石化（景气指数55.26，环比提升7.12pct）、房地产（景气指数51.44，环比提升4.57pct）；

月度景气降幅最大的行业分别为有色金属（景气指数60.00，环比下降6.70pct）、钢铁（景气指数31.80，环比下降5.13pct）、机械设备（景气指数49.03，环比下降1.77pct）。

本周景气最明显上行的行业为基础化工，其景气度大幅抬升主要基于价格贡献。其中，苯化工品、农化原料价格涨幅居前。无机化工品价格受供求关系影响多数上涨，截至8月4日，受库存偏紧以及开工下滑的影响，纯碱结算价为2190元/吨，月环比上行13.47%；烧碱结算价为3380元/吨，月环比上行2.42%；硫酸市场价为165.6元/吨，月环比上行3.37%；钛白粉市场价为15700元/吨，月环比下降0.63%。

有机化工品价格多数上涨，原油价格上行带动苯化工品价格涨幅显著。截至8月4日，纯苯现货价7720元/吨，月环比上行24.32%；甲苯现货价7990元/吨，月环比上行10.97%；苯酐现货价8350元/吨，月环比上行12.08%；甲醇结算价2353元/吨，月环比上行8.68%；乙醇市场价6600元/吨，月环比上行2.33%。

图表15:纯碱结算价月环比上行13.47%

图表16:受原油涨价影响，纯苯价格大幅抬升



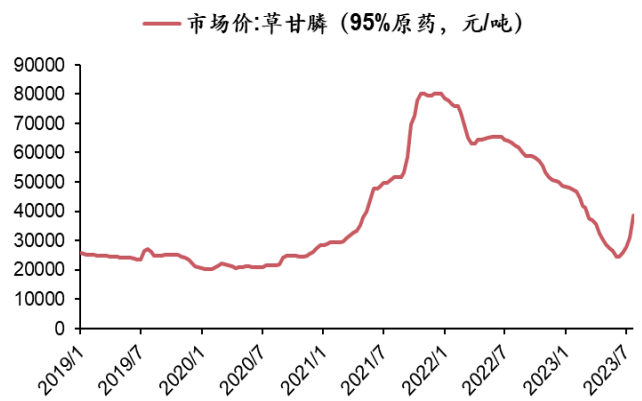
资料来源: Wind, 方正证券研究所

资料来源: Wind, 方正证券研究所

受海外需求增长而国内供应紧张的影响，部分农化原料价格飙升。截至8月4日，草甘膦(95%原药)市场价38678.6元/吨，月环比上行50.70%；尿素结算价2400元/吨，月环比上行14.39%；磷酸一铵市场价2700元/吨，月环比上行12.50%。

图表17:6月以来甲醇价格持续回升

图表18:草甘膦受供需影响价格涨幅迅猛



资料来源: Wind, 方正证券研究所

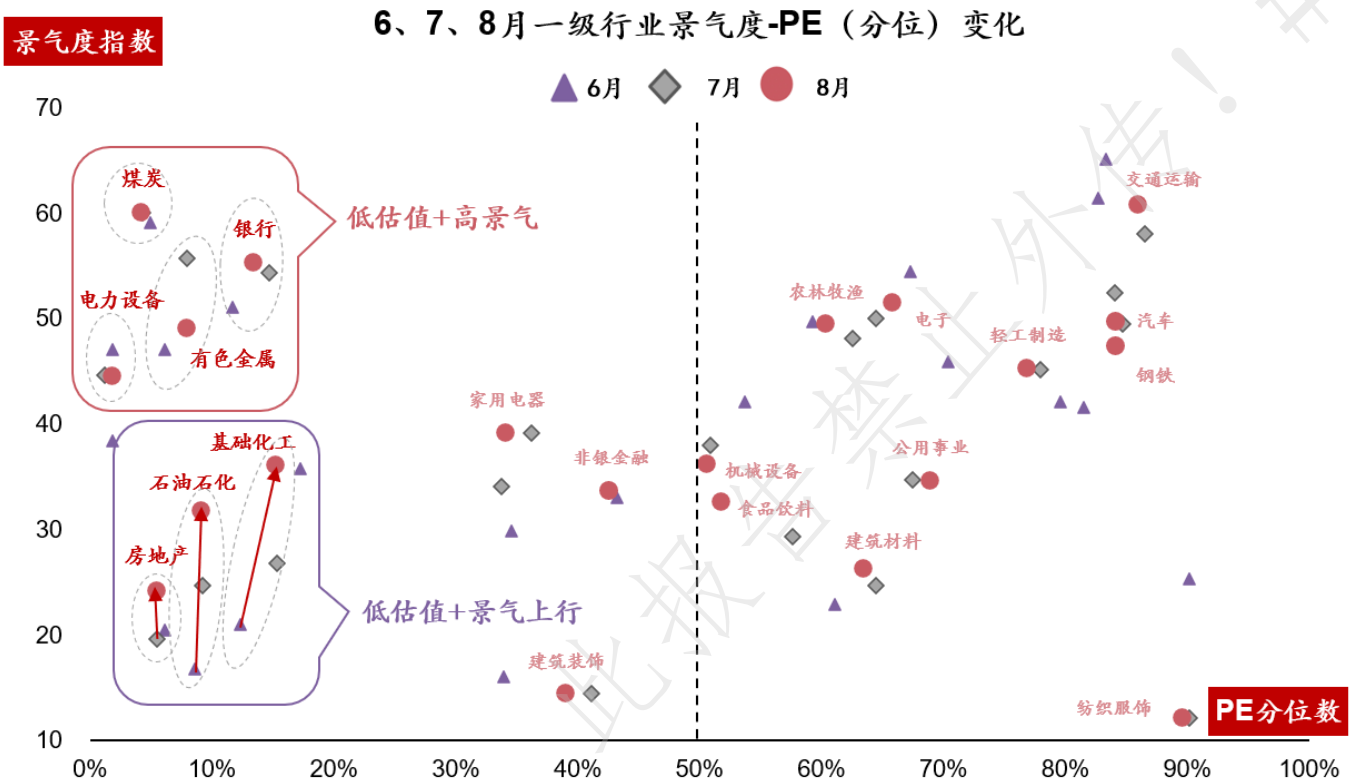
资料来源: Wind, 方正证券研究所

上述分析仅以本次景气上行最明显的化工为例，其他行业景气变化的分析不在此处过多展开。我们后续将以半月报的形式推出景气变化追踪报告，动态追踪行业景气度变化最大的一级行业及背后的数据变化。

5.3 如何结合“赔率”+景气度把握投资机会？

如何结合“赔率”+景气度把握投资机会？——关注低估值+景气边际上升行业，或低估值+景气长期高位行业。(1) 低估值+景气边际上行：6-8月，房地产、石油石化、基础化工等行业估值分位数较低，同时景气度抬升较明显，景气度的明显改善可能带来中期内的估值扩张。(2) 低估值+景气高位：煤炭、电力设备、有色金属、银行等行业估值处于历史相对低位，同时景气度近三个月维持在相对高位，可能具备长期配置价值。

图表19:6-8月一级行业景气度-PE (TTM) 分位数变化



资料来源: Wind, 方正证券研究所注: 数据截止8月4日

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层
上海：静安区延平路71号延平大厦2楼
深圳：福田区竹子林紫竹七道光太银行大厦31层
广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券
长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层
网址：<https://www.foundersc.com>
E-mail：yjzx@foundersc.com