

量化分析报告

择时雷达六面图：估值、宏观、拥挤度均有所好转

择时雷达六面图：基于多维视角的择时框架。权益市场的表现受到多维度指标因素的共同影响，我们尝试从流动性、经济面、估值面、资金面、技术面、拥挤度选取二十一个指标对市场进行刻画，并将其概括为“估值性价比”、“宏观基本面”、“资金&趋势”、“拥挤度&反转”四大类，从而生成[-1,1]之间的综合择时分数。

本周综合打分。本周市场的估值性价比有所上升，宏观基本面有所好转，市场的资金&趋势仍然维持较高水平，而拥挤度&反转指标有所好转但仍维持看空信号，综合打分位于[-1,1]之间，当前的综合打分为-0.11分，整体为中性偏空观点。当前六面图各个维度的观点如下：

① **流动性。**本周货币方向、货币强度、信用方向均发出看空信号，信用强度无显著信号，当前流动性得分为-0.75分，综合来看发出显著看空信号。

② **经济面。**本周增长方向与通胀强度指标发出看多信号，而增长强度与通胀方向发出看空信号，当前经济面得分为0.00分，综合来看无显著信号。

③ **估值面。**由于市场下行，本周席勒ERP、PB与AIAE指标的打分均上升，当前市场的估值面得分为0.00分，信号较为中性。

④ **资金面。**本周内资的两融增量与成交额继续维持上行趋势，均发出看多信号。而外资的中国主权CDS利差仍识别为下降，海外风险厌恶指数识别为上升，外资流入意愿中性。可见资金面当前为0.50分，维持显著看多信号。

⑤ **技术面。**本周衡量中长期动量的价格趋势指标维持看多信号，而代表反转的新高新低指标发出看空信号，可见当前右侧趋势与左侧反转信号相互抵消，技术面当前为0.00分，无显著信号。

⑥ **拥挤度。**衍生品指标中的隐含升贴水与SKEW本周维持看空信号，VIX指标无显著信号，而可转债定价偏离度仍处于较高水平，可见目前拥挤度指标分数为-0.57分，指标认为当前市场有较为拥挤的可能，发出显著看空信号。

风险提示：以上结论均基于历史数据和统计模型的测算，如果未来市场环境发生明显改变，不排除模型失效的可能性。

作者

分析师 梁思涵

执业证书编号：S0680522070006

邮箱：liangsihan@gszq.com

分析师 林志朋

执业证书编号：S0680518100004

邮箱：linzhipeng@gszq.com

分析师 刘富兵

执业证书编号：S0680518030007

邮箱：liufubing@gszq.com

相关研究

- 《量化点评报告：衍生品拥挤度在转债择时上的应用——三月可转债量化月报》 2025-03-20
- 《量化点评报告：领先者基金名单：哪些基金产品的持股行为具备前瞻性？》 2025-03-19
- 《量化分析报告：布局新质生产万亿空间大赛道——永赢国证商用卫星通信产业ETF投资价值分析》 2025-03-17

内容目录

择时雷达六面图：估值、宏观、拥挤度均有所好转	3
一、流动性	4
二、经济面	6
三、估值面：衡量权益性价比	8
四、资金面：刻画资金流向	10
4.1 资金面指标：内资	10
4.2 资金面指标：外资	11
五、技术面：捕捉趋势与反转信号	12
六、拥挤度：捕捉情绪过度反应信号	13
6.1 衍生品信号	13
6.2 可转债信号	14
风险提示	15

图表目录

图表 1: 当前六面图最新打分	3
图表 2: 当前四大类最新打分	3
图表 3: 当前各单指标打分	4
图表 4: 指标：货币方向因子	4
图表 5: 指标：货币强度因子	5
图表 6: 指标：信用方向因子	5
图表 7: 指标：信用强度因子	6
图表 8: 指标：增长方向因子	6
图表 9: 指标：增长强度因子	7
图表 10: 指标：通胀方向因子	7
图表 11: 指标：通胀强度因子	8
图表 12: 指标：席勒 ERP	8
图表 13: 指标：PB	9
图表 14: 指标：AIAE	9
图表 15: 指标：两融增量	10
图表 16: 指标：成交额趋势	10
图表 17: 指标：中国主权 CDS 利差	11
图表 18: 指标：海外风险厌恶指数	11
图表 19: 指标：价格趋势	12
图表 20: 指标：新高新低数	12
图表 21: 指标：期权隐含升贴水	13
图表 22: 指标：期权隐含波动率 VIX	13
图表 23: 指标：期权隐含偏度 SKEW	14
图表 24: 指标：可转债定价偏离度	14

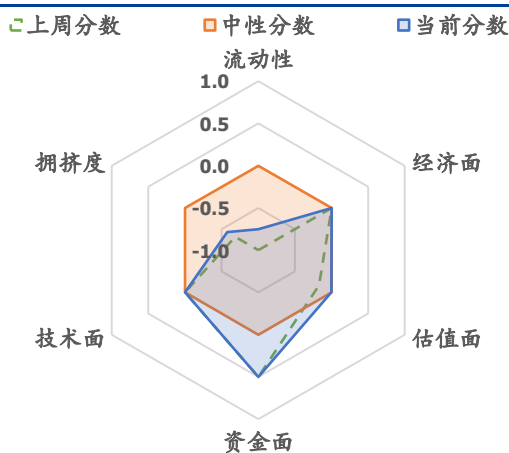
择时雷达六面图：估值、宏观、拥挤度均有所好转

权益市场的表现受到多维度指标因素的共同影响，我们尝试从流动性、经济面、估值面、资金面、技术面、拥挤度选取二十一个指标对市场进行刻画，并将其概括为“估值性价比”、“宏观基本面”、“资金&趋势”、“拥挤度&反转”四大类，从而生成[-1,1]之间的综合择时分数。指标详细构建方式可见报告《择时雷达六面图：基于多维视角的择时框架》。

本周市场的估值性价比有所上升，宏观基本面有所好转，市场的资金&趋势仍然维持较高水平，而拥挤度&反转指标有所好转但仍维持看空信号，综合打分位于[-1,1]之间，当前的综合打分为**-0.11分**，整体为**中性偏空观点**。当前六面图各个维度的观点如下：

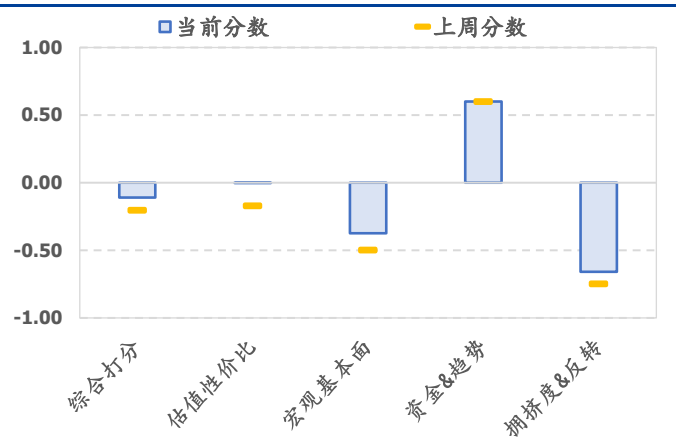
- **流动性**：本周货币方向、货币强度、信用方向均发出看空信号，信用强度无显著信号，当前流动性得分为**-0.75分**，综合来看发出显著看空信号。
- **经济面**：本周增长方向与通胀强度指标发出看多信号，而增长强度与通胀方向发出看空信号，当前经济面得分为**0.00分**，综合来看无显著信号。
- **估值面**：由于市场下行，本周席勒 ERP、PB 与 AIAE 指标的打分均上升，当前市场的估值面得分为**0.00分**，信号较为中性。
- **资金面**：本周内资的两融增量与成交额继续维持上行趋势，均发出看多信号。而外资的中国主权 CDS 利差仍识别为下降，海外风险厌恶指数识别为上升，外资流入意愿中性。可见资金面当前为**0.50分**，维持显著看多信号。
- **技术面**：本周衡量中长期动量的价格趋势指标维持看多信号，而代表反转的新高新高低指标发出看空信号，可见当前右侧趋势与左侧反转信号相互抵消，技术面当前为**0.00分**，无显著信号。
- **拥挤度**：衍生品指标中的隐含升贴水与 SKEW 本周维持看空信号，VIX 指标无显著信号，而可转债定价偏离度仍处于较高水平，可见目前拥挤度指标分数为**-0.57分**，指标认为当前市场有较为拥挤的可能，发出显著看空信号。

图表1: 当前六面图最新打分



资料来源: Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所

图表2: 当前四大类最新打分



资料来源: Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所

图表3: 当前各单指标打分

大类	小类	指标名称	指标属性	上周分数	当前分数	分数变化
流动性	货币	货币方向	宏观基本面	-1.00	-1.00	0.00
		货币强度	宏观基本面	-1.00	-1.00	0.00
	信用	信用方向	宏观基本面	-1.00	-1.00	0.00
		信用强度	宏观基本面	-1.00	0.00	1.00
经济面	经济	增长方向	宏观基本面	1.00	1.00	0.00
		增长强度	宏观基本面	-1.00	-1.00	0.00
	通胀	通胀方向	宏观基本面	-1.00	-1.00	0.00
		通胀强度	宏观基本面	1.00	1.00	0.00
估值面		席勒ERP	估值性价比	0.39	0.50	0.11
		PB	估值性价比	-0.49	-0.26	0.23
		AIAE	估值性价比	-0.41	-0.24	0.17
资金面	内资	两融增量	资金&趋势	1.00	1.00	0.00
		成交额趋势	资金&趋势	1.00	1.00	0.00
	外资	中国主权CDS利差	资金&趋势	1.00	1.00	0.00
		海外风险厌恶指数	资金&趋势	-1.00	-1.00	0.00
技术面		价格趋势	资金&趋势	1.00	1.00	0.00
		新高新低	拥挤度&反转	-1.00	-1.00	0.00
拥挤度	衍生品	期权隐含升贴水	拥挤度&反转	-1.00	-1.00	0.00
		期权VIX	拥挤度&反转	0.00	0.00	0.00
		期权SKEW	拥挤度&反转	-1.00	-1.00	0.00
	可转债	可转债定价偏离度	拥挤度&反转	-0.75	-0.30	0.45

资料来源: Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所

一、流动性

① 货币方向因子。

指标释义: 货币方向因子主要目的在于判断当前货币政策的方向, 我们选取了央行使用的货币政策工具利率与短端市场利率, 并计算其相较于 90 天前的平均变化方向, 若货币方向因子 > 0, 则此时判断货币政策宽松。若货币方向因子 < 0, 则此时判断货币政策收紧。

当前观点: 本周货币方向因子 < 0, 发出看空信号, 分数为 -1。

图表4: 指标: 货币方向因子



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

② 货币强度因子。

指标释义：此处我们基于“利率走廊”的概念，可以计算偏离度=DR007/7年逆回购利率-1，并进行平滑与zscore形成货币强度因子，用来表征短端市场利率相对于政策利率的偏离幅度。若货币强度因子<-1.5倍标准差，则预期未来120个交易日均为宽松环境，指标分数为1。反之若货币强度因子>1.5倍标准差，则预期未来120个交易日指标分数为-1。

当前观点：本周利率偏离度较高，货币强度因子发出利空信号，分数为-1分。

图表5: 指标: 货币强度因子



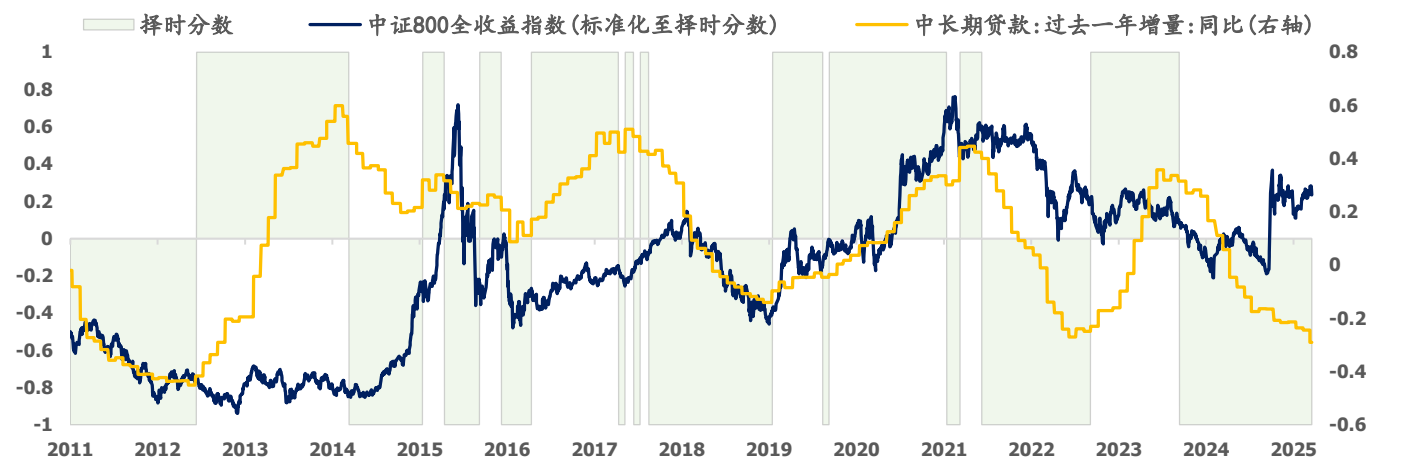
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

③ 信用方向因子。

指标释义：信用维度我们主要表征的是商业银行对实体经济传导时的松紧，使用中长期贷款指标进行体现。我们可以计算信用方向因子为：中长期贷款当月值->计算过去十二个月增量->计算同比。若信用方向因子相比于三个月之前上升则看多，分数为1。反之则看空，分数为-1。

当前观点：本周信用方向因子仍然识别为下行趋势，发出利空信号，分数为-1分。

图表6: 指标: 信用方向因子



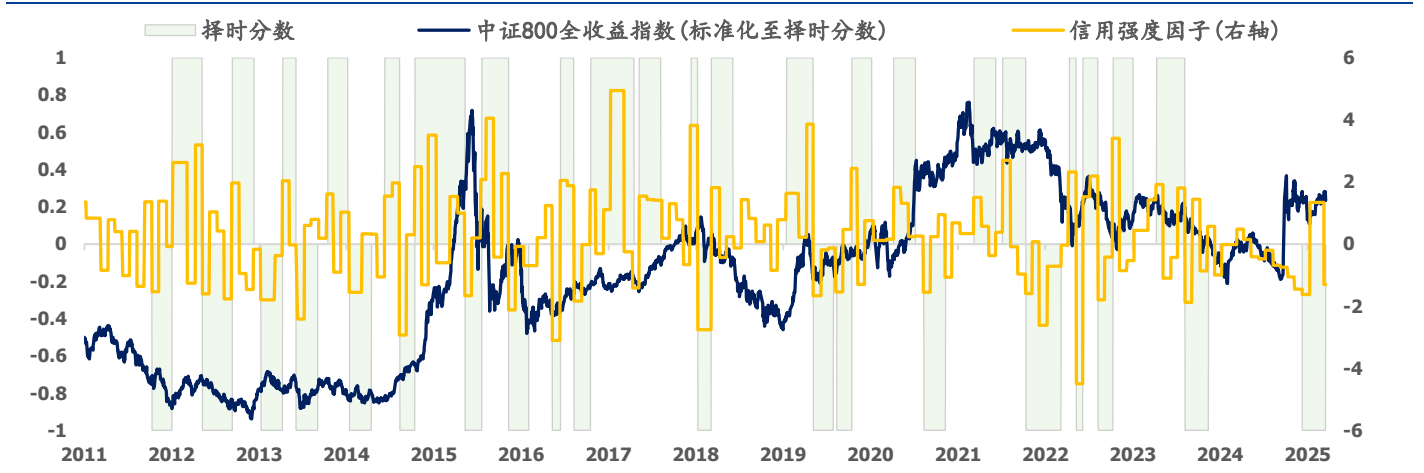
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

④ 信用强度因子。

指标释义：信用强度因子主要用来捕捉信用指标是否大幅超预期或者不及预期，并构建信用强度因子=(新增人民币贷款当月值-预期中位数)/预期标准差,若信用强度因子>1.5倍标准差,则定义未来60个交易日为信用显著超预期环境,分数为1。反之若信用强度因子<-1.5倍标准差,则未来60个交易日分数为-1。

当前观点：本周信用强度因子无显著信号,分数为0分。

图表7: 指标: 信用强度因子



资料来源: Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所

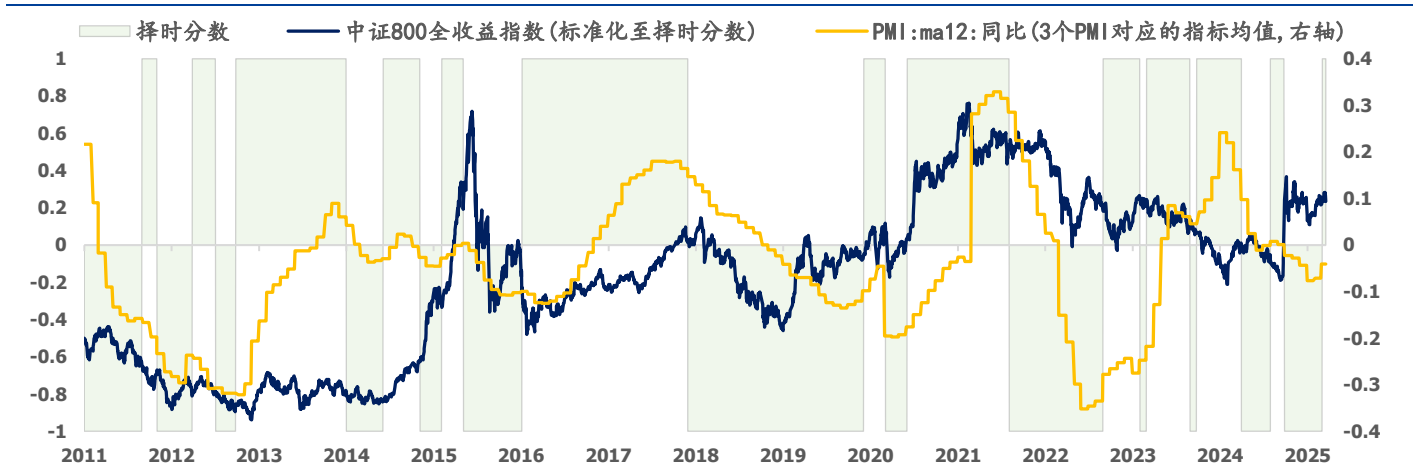
二、经济面

① 增长方向因子。

指标释义：我们主要基于PMI数据(中采制造业PMI、中采非制造业PMI、财新制造业PMI)构建增长方向因子=PMI->计算过去十二月均值->计算同比。若增长方向因子相比于三个月之前上升则看多,分数为1。反之则看空,分数为-1。

当前观点：本周增长方向因子识别为上行趋势,发出看多信号,分数为1分。

图表8: 指标: 增长方向因子



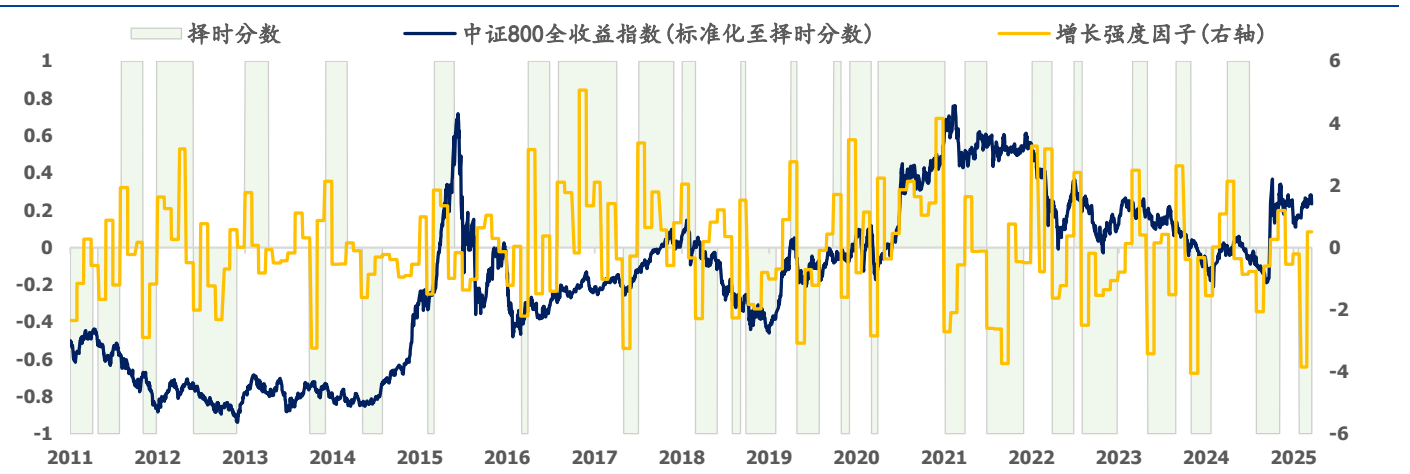
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

② 增长强度因子。

指标释义：增长强度因子主要用来捕捉经济增长指标是否大幅超预期或者不及预期，我们计算 $PMI\ 预期差 = (PMI - 预期中位数) / 预期标准差$ ，若增长强度因子 > 1.5 倍标准差，则定义未来 60 个交易日为增长显著超预期环境，分数为 1。反之若增长强度因子 < -1.5 倍标准差，则未来 60 个交易日分数为 -1。

当前观点：本周增长强度因子仍维持看空信号，分数为 -1 分。

图表9: 指标: 增长强度因子



资料来源: Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所

③ 通胀方向因子。

指标释义：当前的通胀水平一般会对货币政策产生制约，若当前通胀显著下行，则未来预期货币宽松政策的空间较大，利好权益资产表现。我们可以计算 $通胀方向因子 = 0.5 \times CPI\ 同比平滑值 + 0.5 \times PPI\ 同比原始值$ ，若通胀方向因子相较于三个月之前降低，则说明是通胀下行环境，此时看多，分数为 1。反之看空，分数为 -1。

当前观点：本周通胀方向因子识别为上行趋势，发出看空信号，分数为 -1 分。

图表10: 指标: 通胀方向因子



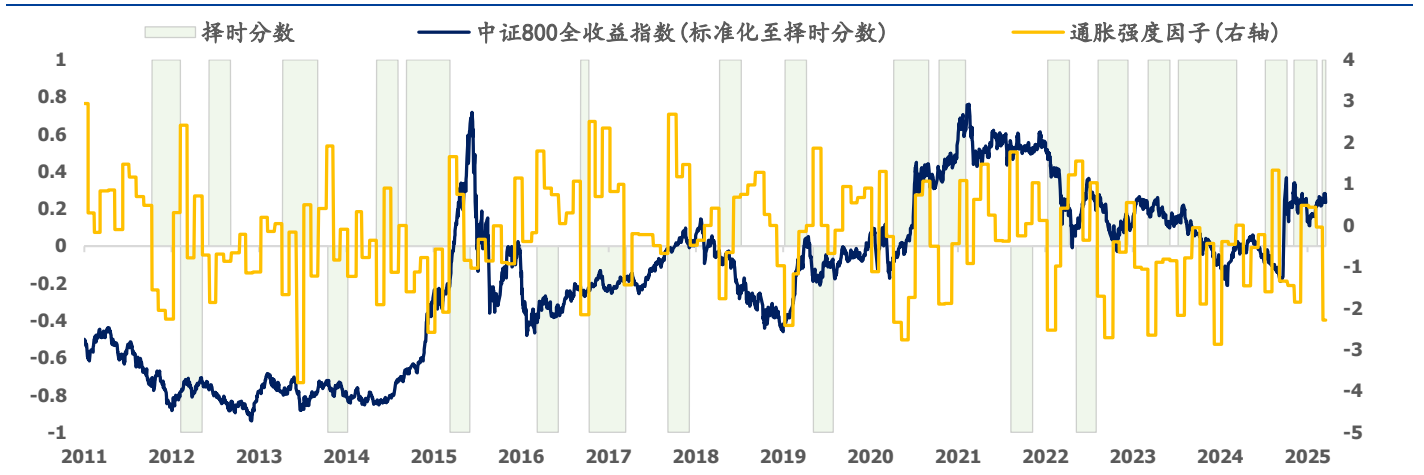
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

④ 通胀强度因子。

指标释义：通胀强度因子主要用来捕捉通胀指标是否大幅超预期或者不及预期，我们分别计算CPI与PPI预期差=(披露值-预期中位数)/预期标准差，并计算通胀强度因子=CPI与PPI预期差均值。若通胀强度因子<-1.5，则定义未来60个交易日为通胀显著不及预期环境，分数为1。反之若通胀强度因子>1.5倍标准差，则未来60个交易日分数为-1。

当前观点：本周通胀强度因子发出看多信号，分数为1分。

图表11: 指标: 通胀强度因子



资料来源: Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所

三、估值面：衡量权益性价比

① 席勒 ERP。

指标释义：由于上市公司盈利会受到经济周期波动的影响，进而干扰我们对当前市场估值水平的判断，此处我们计算了过去6年通胀调整后的平均盈利计算席勒PE，然后再计算席勒ERP=1/席勒PE-10年期国债到期收益率，并计算过去3年zscore作为分数。

当前观点：本周席勒ERP有所上行，分上升至0.496分。

图表12: 指标: 席勒ERP



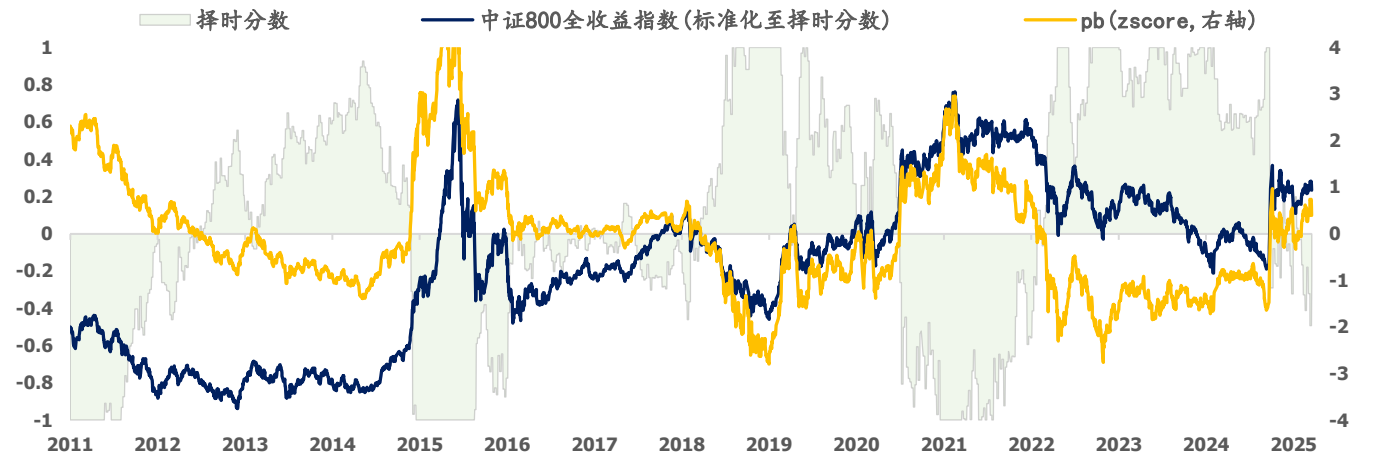
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

② PB。

指标释义：我们对于 PB 指标也类似 ERP 的处理步骤：PB × (-1) 并计算过去 3 年 zscore，1.5 倍标准差截尾后标准化到 ±1 之间得到分数。

当前观点：本周 PB 有所下行，分数上升至-0.26 分。

图表13: 指标: PB



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

③ AIAE。

指标释义：AIAE 指标全称为 Aggregate Investor Allocation to Equities，即全市场权益配置比例，其根本逻辑是投资者会根据风险资产和安全资产的供应量，动态调整两者的价格，从而达成市场均衡的状态，也因此反映了市场整体的风险偏好。我们可以构建 A 股的 AIAE 指标=中证全指总流通市值/(中证全指总流通市值+实体总债务)，将 AIAE × (-1) 并计算过去 3 年 zscore 得到分数。

当前观点：本周 AIAE 有所下行，分数上升至-0.24 分。

图表14: 指标: AIAE



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

四、资金面：刻画资金流向

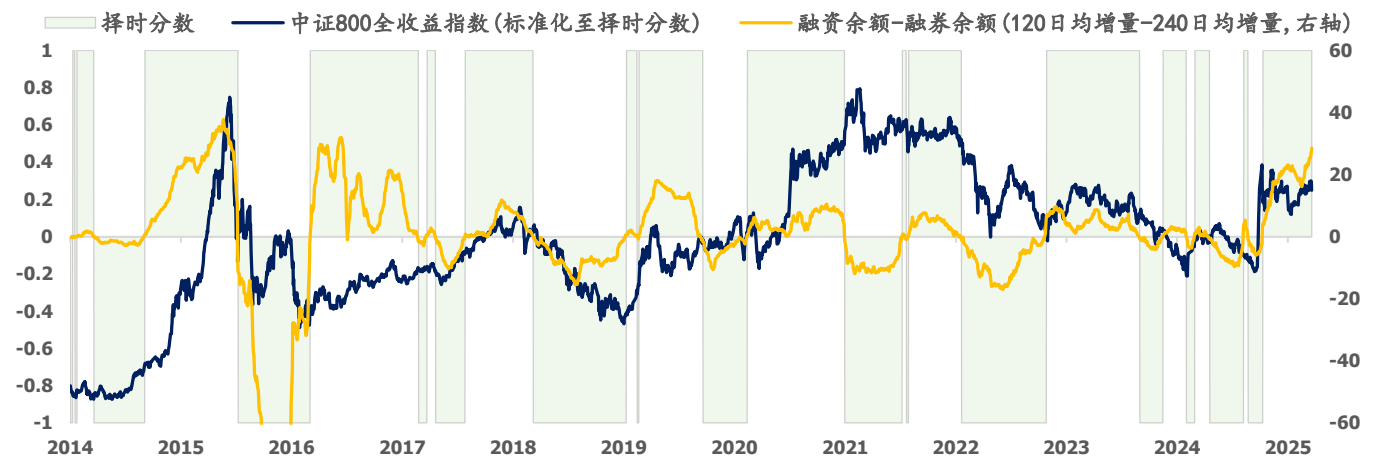
4.1 资金面指标：内资

① 两融增量。

指标释义：两融为市场杠杆资金的来源，当两融上行时市场情绪较好，权益表现较强。计算融资余额-融券余额，并计算其过去120日均增量与过去240日均增量。若120日均增量>过去240日均增量时杠杆资金上行并看多，分数为1。反之看空，分数为-1。

当前观点：本周两融短增量>长增量，发出看多信号，分数为1分。

图表15: 指标: 两融增量



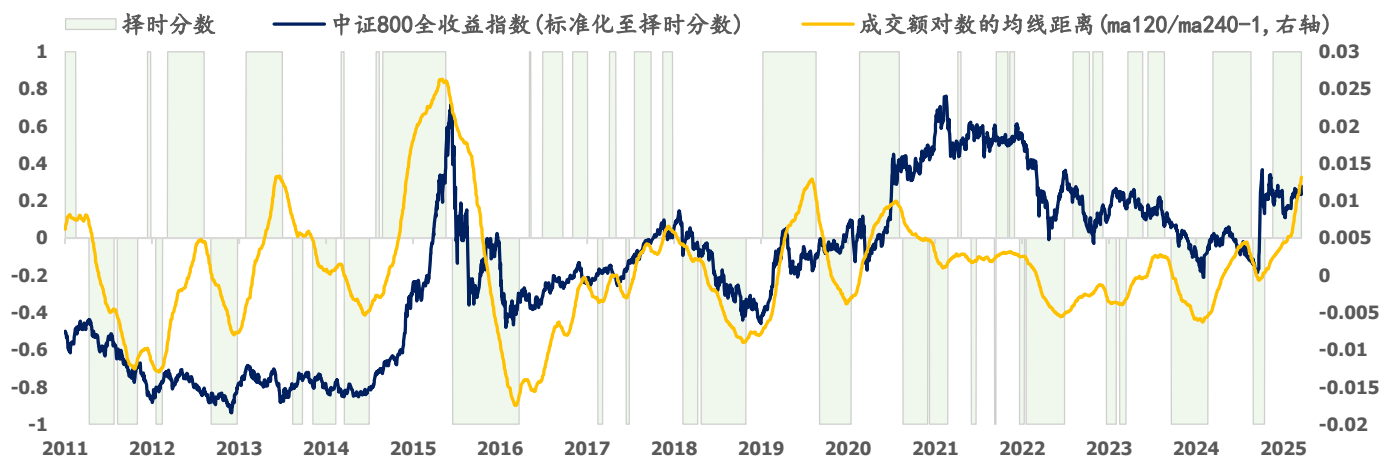
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

② 成交额趋势。

指标释义：成交额上行代表市场成交热度与资金活跃度高，与权益市场走势相关性高。我们对对数成交额计算其均线距离 $=ma120/ma240-1$ 。当均线距离的 $\max(10)=\max(30)=\max(60)$ 时看多，分数为1。当均线距离的 $\min(10)=\min(30)=\min(60)$ 时看空，分数为-1。

当前观点：本周成交额识别为趋势上行，发出看多信号，分数为1分。

图表16: 指标: 成交额趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

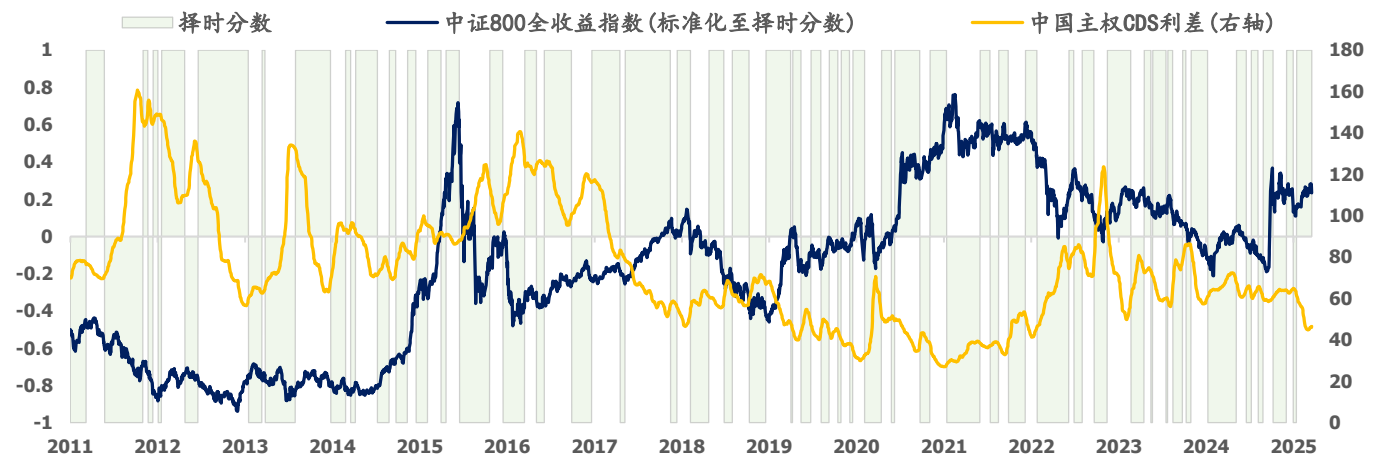
4.2 资金面指标：外资

① 中国主权 CDS 利差。

指标释义：中国主权 CDS 利差代表了海外投资者对中国的经济与主权信用风险的定价水平，与中国 PMI 有着显著的负相关性，可以作为体现外资流入的指代变量。当平滑后 CDS 利差的 20 日差分 <0 时，说明当前 CDS 利差下降，海外投资者预期中国基本面转好，外资流入意愿强，此时看多，分数为 1。反之看空，分数为-1。

当前观点：本周 CDS 利差的 20 日差分 <0 ，发出看多信号，分数为 1 分。

图表17: 指标: 中国主权 CDS 利差



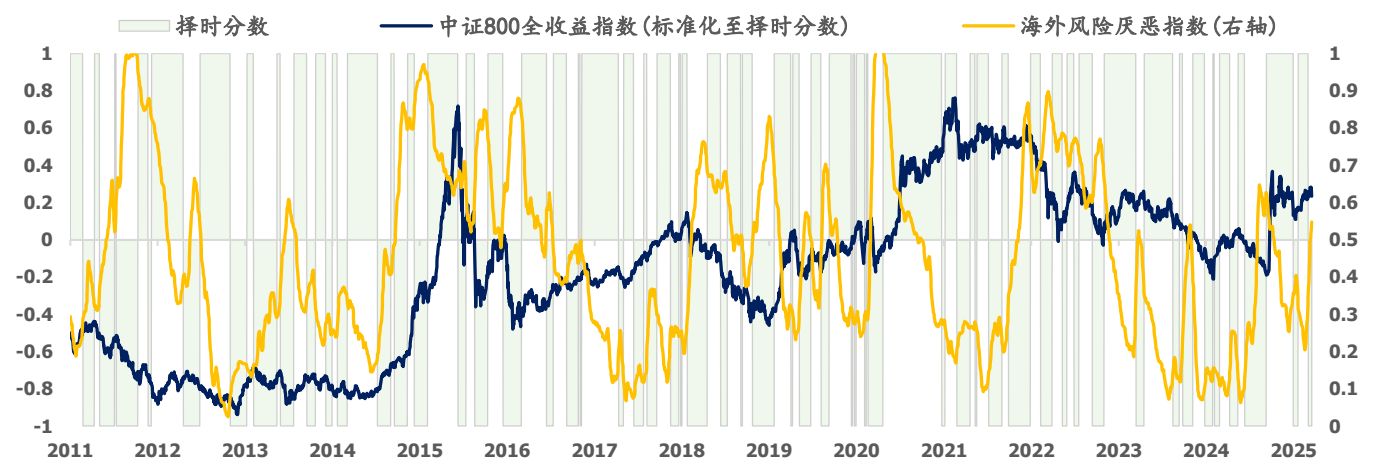
资料来源: Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所

② 海外风险厌恶指数。

指标释义：花旗风险厌恶指数 (Citi RAI Index) 由海外期权隐波、信用利差等数据组成，能够较全面地捕捉了海外市场的风险偏好。当平滑后风险厌恶指数的 20 日差分 <0 时，外资风险偏好上升，此时看多，分数为 1。反之看空，分数为-1。

当前观点：本周海外风险厌恶指数的 20 日差分 >0 ，发出看空信号，分数为-1 分。

图表18: 指标: 海外风险厌恶指数



资料来源: Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所

五、技术面：捕捉趋势与反转信号

① 价格趋势。

指标释义：我们主要使用均线距离（ma120/ma240-1）衡量标的的价格趋势，同时衡量当前市场的运行趋势与强度。当均线距离 >0 时趋势方向分数=1，反之为-1。当均线距离的 $\max(20)=\max(60)$ 时，趋势强度分数为1，当均线距离的 $\min(20)=\min(60)$ 时，趋势强度分数为-1，趋势综合分数=(趋势方向分数+趋势强度分数)/2。

当前观点：本周识别为趋势加速上行，发出看多信号，分数为1分。

图表19: 指标: 价格趋势



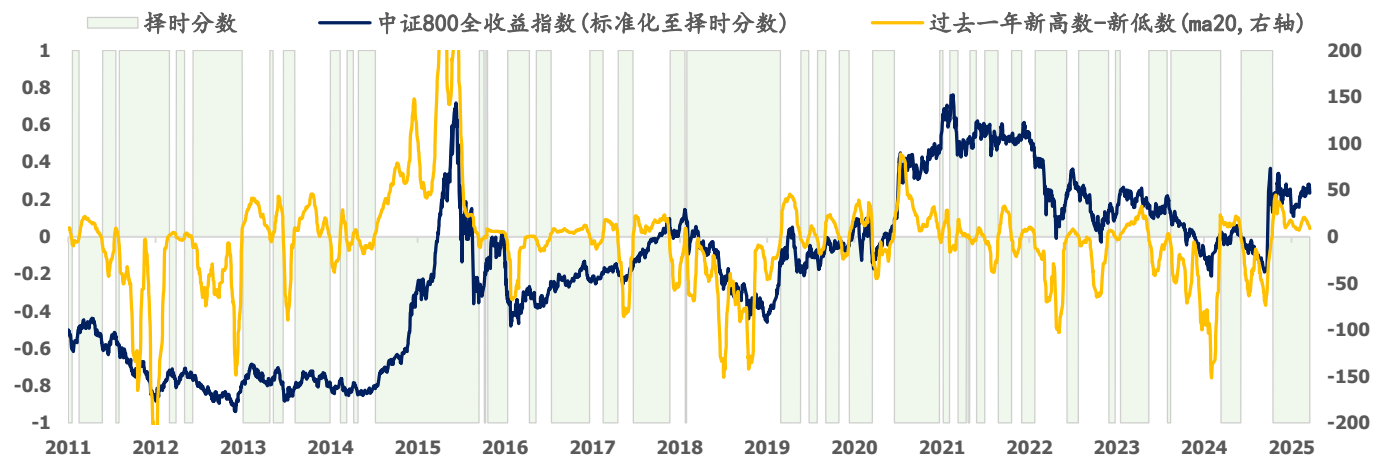
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

② 新高新低数。

指标释义：指数成分股的新高新低个数可以作为反转信号，当中证800成分股占过去一年新高数-新低数的 $\text{ma}20 > 0$ 时，说明最近新低较多，市场有见底预期，此时看多，分数为1。反之说明数有不久后见顶的可能，此时发出看空信号，分数为-1。

当前观点：本周平滑后的新高-新低数 <0 ，发出看空信号，分数为-1分。

图表20: 指标: 新高新低数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

六、拥挤度：捕捉情绪过度反应信号

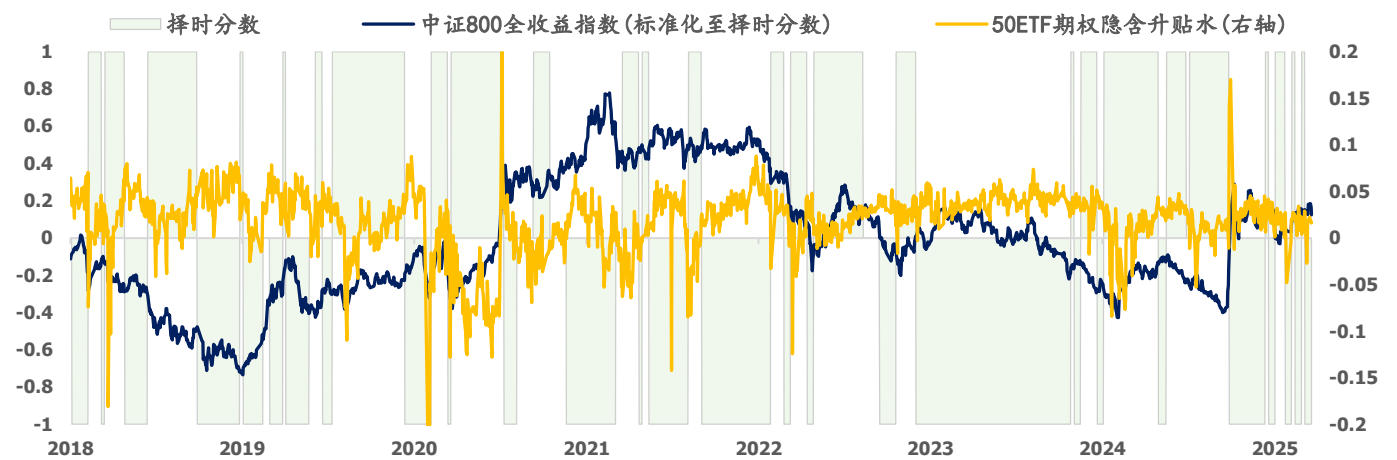
6.1 衍生品信号

① 期权隐含升贴水。

指标释义：我们基于看涨看跌平价关系式中推导出期权的隐含的标的升贴水，反映了期权市场对于未来标的收益率均值的预期与情绪，可作为反转指标衡量市场拥挤度。若50ETF近5日收益率 <0 ，且指标分位数 $<30\%$ ，则看多持续20日。若50ETF近5日收益率 >0 ，且指标分位数 $>70\%$ ，则看空持续20日。

当前观点：本周隐含升贴水发出看空信号，分数为-1分。

图表21: 指标: 期权隐含升贴水



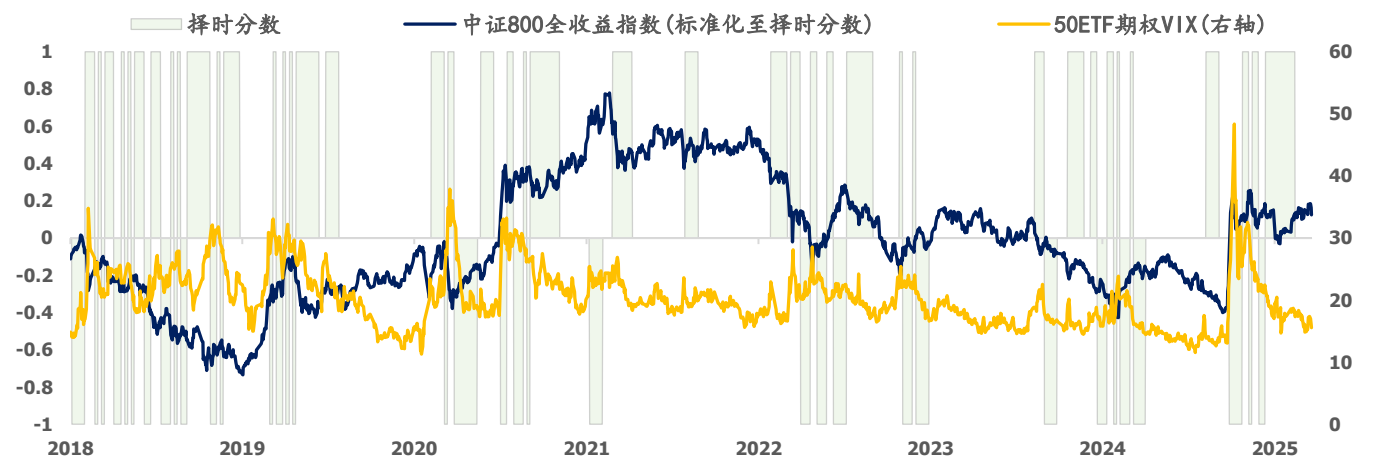
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

② 期权 VIX 指数。

指标释义：反映了期权投资者对于未来标的波动率的预期与市场情绪，当 VIX 较高时，市场倾向于反转。若50ETF近5日收益率 <0 ，且指标分位数 $>70\%$ ，则看多持续20日。若50ETF近5日收益率 >0 ，且指标分位数 $>70\%$ ，则看空持续20日。

当前观点：本周 VIX 无显著信号，分数为0分。

图表22: 指标: 期权隐含波动率 VIX



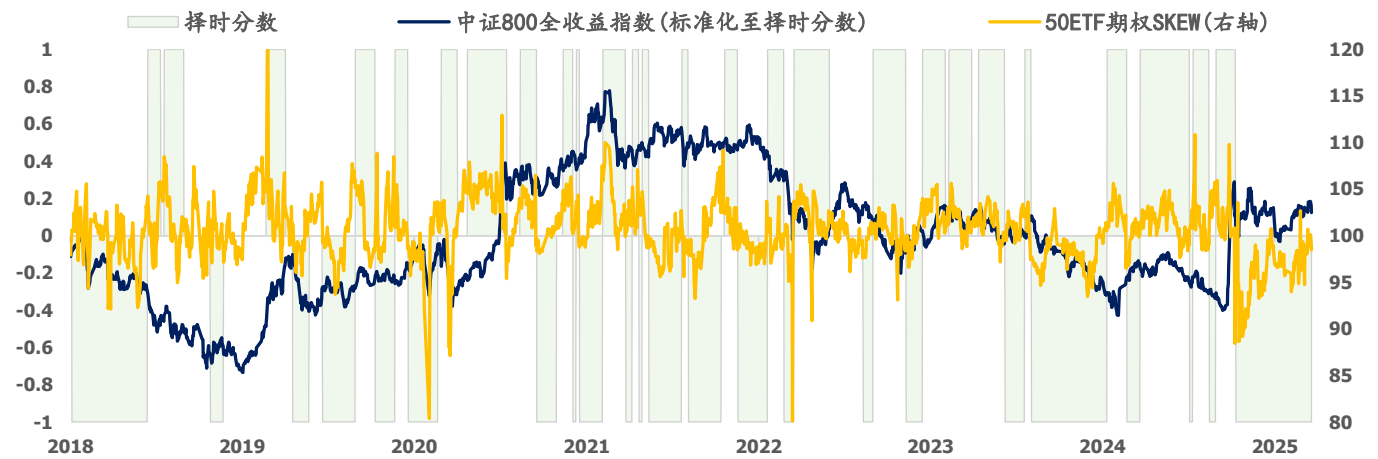
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

③ 期权 SKEW 指数。

指标释义：反映了期权投资者对于未来标的偏度的预期与市场情绪，可用作反转指标。若 50ETF 近 5 日收益率 < 0，且指标分位数 > 70%，则看多持续 20 日。若 50ETF 近 5 日收益率 > 0，且指标分位数 < 30%，则看空持续 20 日。

当前观点：本周 SKEW 发出看空信号，分数为 -1 分。

图表23: 指标: 期权隐含偏度 SKEW



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

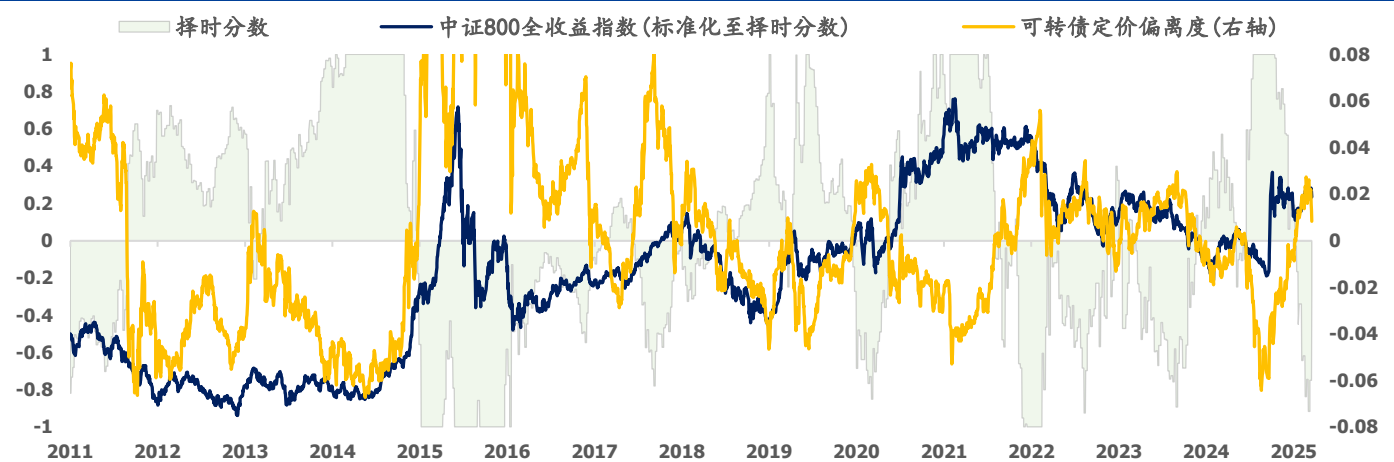
6.2 可转债信号

可转债定价偏离度

指标释义：可转债本质也属于依附于股票的衍生品，近几年“固收+”基金主要通过可转债来暴露权益弹性，其估值水平能体现出市场情绪，可用作反转指标。我们计算可转债定价偏离度=转债价格/模型定价-1，并计算分数=定价偏离度×(-1)并计算过去 3 年 zscore 得到分数，定价偏离度越高，拥挤度越高，分数越低，权重越低。

当前观点：本周可转债定价偏离度上行，发出看空信号，分数为 -0.30 分。

图表24: 指标: 可转债定价偏离度



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

以上结论均基于历史数据和统计模型的测算，如果未来市场环境发生明显改变，不排除模型失效的可能性。

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中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：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

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：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

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