

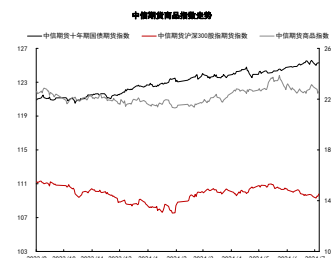
指标冲高呼应市场，策略能否安枕无忧？

——指增中性专题报告（五）

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

本报告跟踪《大盘宽基择时》样本外净值，侧重**近期节前后1~2周表现**——特殊市场节奏带来部分指标（如“VIX”）**异常冲高回落**，单一指标策略短期内或难以瞻前顾后。以此为契机，针对市场广泛关注的**双重嵌套**（如分形与通道突破、峰度与差异化持有）、**信号组合**和**极值纠偏**等议题设计方案并回测，**择时表现均有所提升改善**。此外也包含部分指标（如“会员持仓相对强弱”）使用逻辑的进一步观察，并将芝商所“期权偏度 **CBOE SKEW**”纳入回测体系。



金融工程研究团队

研究员：
熊鹰
从业资格号 F3075662
投资咨询号 Z0018946

摘要

2024/9/24，国新办举行发布会介绍金融支持经济高质量发展有关情况，权益市场在政策、情绪和资金等多重因素刺激下出现较大行情。本报告跟踪去年10月发布的《大盘宽基择时》截至当前逾1年的样本外表现，侧重近期国庆节前后表现——特殊市场节奏带来部分指标（如“VIX”）**异常冲高回落**，单一指标策略短期内或难以瞻前顾后。

以此为契机，针对市场广泛关注的**双重嵌套**（如分形与通道突破、峰度与差异化持有）和**信号组合**等议题设计方案并回测，**择时表现均有所提升改善**。

- 双重嵌套-分形与通道突破**：参数低敏感、较高稳定性；大盘风格择时表现良好（IF 优于 IH）、风格轮动 IC 次之，微小盘的 IM 受限其上市时间较晚，需警惕过拟合；
- 双重嵌套-峰度与差异化持有**：（最优）年化收益为 33.86%、夏普 1.76、年化波动 19.25%、最大回撤 14.71%、回溯区间共交易 130 次、平均持仓 9 天左右、胜率 54.02%；
- 信号合成-求和/“少数服从多数”的信号组合方式择时**：表现亮眼，5 因子信号合成中，年化收益 41.43%、夏普 2.16、年化波动 19.2%、最大回撤 12.26%、全区间共交易 118 次、平均持仓 10 天左右、胜率 53.47%——大幅跑赢单因子；
- 信号合成-求和取平均配阈值区分强弱**：表现较好，多头信号的给出依赖“多方肯定”，空头信号的生成更偏“风声鹤唳”；

此外，我们还阐明“**仅从股指期货头部会员期货持仓难以有效区分市场看涨还是看跌**”的认识，并将芝商所“期权偏度 **CBOE SKEW**”纳入回测体系，还提出了**极值纠偏**的新思考。

风险提示：本报告中所涉及的资产配置和模型应用仅为回溯举例，并不构成推荐建议。

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。



目 录

摘要	1
一、 专题回顾	4
(一) 主要回测结论	4
(二) 近期市场表现	5
(1) 择时指标走势	5
(2) 策略净值表现	7
二、 策略改进方案	8
(一) 方案 A: 双重嵌套	9
(1) 进出场规则 1——分形指标+通道突破策略	9
(2) 进出场规则 1 的回测结果 (净值统计/走势/敏感性检验/分析)	10
(3) 进出场规则 2——峰度与差异化持有	12
(4) 进出场规则 2 的回测结果 (净值统计/走势/敏感性检验/分析)	13
(二) 方案 B: 信号组合	13
(1) 进出场规则 1——简单求和 (“少数服从多数”)	14
(2) 进出场规则 2——求和取平均 (“区分强弱”)	15
三、 部分指标发散性思考	15
(一) 前 20 大会员持仓相对强弱	15
(二) 期权偏度 CBOE SKEW	17
(1) 背景简介	17
(2) 回测结果 (净值统计/走势/敏感性检验/分析)	18
(三) 时序极值纠偏	19
(1) 出发点	19
(2) 回测结果	19
四、 总结	20

图表目录

图表 1: 沪深 300 指数与情绪指标 VIX 走势对比.....	6
图表 2: 沪深 300 指数与看涨情绪指标走势对比.....	6
图表 3: 沪深 300 指数与看跌情绪指标走势对比.....	6
图表 4: 沪深 300 指数与差分情绪指标走势对比.....	6
图表 5: 沪深 300 指数与持仓量 PCR 走势对比.....	6
图表 6: 沪深 300 指数与成交量 PCR 指标走势对比.....	6
图表 7: 沪深 300 指数与指数峰度走势对比.....	7
图表 8: 沪深 300 指数与指数偏度走势对比.....	7
图表 9: 均线多空择时现货净值汇总表.....	7
图表 10: 差分调整多空择时现货净值汇总表.....	7
图表 11: 基于成交量 PCR 差分调整多空择时现货.....	8
图表 12: 基于月度偏度差分调整多空择时现货.....	8
图表 13: 基于成交量 pcr 差分调整多空择时现货稳定性分析.....	8
图表 14: 基于月度偏度差分调整多空择时现货稳定性分析.....	8
图表 15: 月度偏度 skew_m 预设持有的差分调整择时现货.....	8
图表 16: 双波动差分择时情境 1.....	8
图表 17: 赫斯特趋势增强择时 IH 最优表现.....	10
图表 18: 赫斯特趋势增强择时 IH 敏感性检验.....	10
图表 19: 赫斯特趋势增强择时 IF 最优表现.....	11
图表 20: 赫斯特趋势增强择时 IF 敏感性检验.....	11
图表 21: 赫斯特趋势增强择时 IC 最优表现.....	11
图表 22: 赫斯特趋势增强择时 IF 敏感性检验.....	11
图表 23: 赫斯特趋势增强择时 IM 最优表现.....	12
图表 24: 赫斯特趋势增强择时 IM 敏感性检验.....	12
图表 25: 峰度与差异化持有的净值统计汇总（均线）.....	13
图表 26: 峰度与偏度组合的差异化持有方案净值（均线）.....	13
图表 27: 当期沪深 300 指数与当期各指标相关性（全区间）.....	14
图表 28: 不含会员持仓相对强弱的 4 指标信号合成 (IF).....	14
图表 29: 包含会员持仓相对强弱的 5 指标信号合成 (IF).....	14
图表 30: 含会员持仓相对强弱 5 指标信号合成 (0.1-0.5).....	15
图表 31: 含会员持仓相对强弱的 5 指标信号合成 (0.1-0.6).....	15
图表 32: 沪深 300 与多空相对强弱因子走势对比.....	16
图表 33: 期权偏度机制纠偏前后走势对比.....	18
图表 34: （极值纠偏后）期权偏度日频均线择时大盘（40-20）.....	18
图表 35: 原始 VIX 日频均线择时中证 500（10-15）.....	20
图表 36: 极值纠偏后 VIX 日频均线择时中证 500（10-15）.....	20
图表 37: 全区间择时指标 VIX 极值纠偏前后走势.....	20
图表 38: 全区间择时指标 VIX 极值纠偏前后走势（近 20 日）.....	20



这是我们“**指增中性**”专题系列的第 5 篇。区分于“多因子选股”和“T0 类硬件提升”这 2 大类指增策略收益来源，当前该系列已发布的专题专注于“择时”这一赛道。我们以“指标挖掘”和“策略开发”为两大切入点，致力于股指择时方案的新思考。**指标层面**——当前除经典的量价和财务估值类之外，广泛涉猎基于衍生品数据的相关因子，包括但不限于芝商所 VIX/SKEW、PCR 类、峰度和会员持仓相对强弱等；**策略层面**——覆盖经典方案的同时，持续不断带来新的想法，如双波动差分、双重嵌套（分形与通道突破、峰度与差异化持有）等。

一、专题回顾

在我们团队“指增中性”专题系列（三）《**大盘宽基择时（上）之衍生品指标面面观——专题报告 20231011**》和专题系列（四）《**大盘宽基择时（下）之多元化择时体系**》（以下分别简称“**系列三**”和“**系列四**”）中，我们以大盘风格宽基沪深 300 为讨论标的（可以是 300ETF 或者对应股指期货 IF 合约），围绕 4 大类 9 个衍生品指标和 7 种择时方案展开讨论，形成了一个较完备的、适合于大盘风格宽基的择时体系。

其中，**4 大类指标**包含有：关注股指期货的“恐慌情绪指标 VIX 类”和“PCR 类”，以宽基指数沪深 300 为标的计算的“峰度”和“指数偏度”，以及基于股指期货头部会员持仓得到的“会员持仓相对强弱”；**7 种择时方案**区分为日频调仓和不定期调仓：前者为均线择时（仅“1”表示“开多仓或者多头持有”和“-1”表示“开空仓或者空头持有”这两个信号）和差分调整择时（比均线择时的“1”和“-1”多了另一个状态“0”用来表示空仓的信号），后者多维度展开——既有受到“平均持仓”启发得到的“预设持有期的差分调整”，也有受到通道突破策略启发得到的“均线+SAR”，同时也包含了市面上较为常见的阈值择时，当然我们进一步优化得到了“预设持有期的阈值择时”和“动态阈值”，此外也有全新思考的“双波动差分”。

“系列三、四”起初的回测是自 2020 年年初至报告当时发布的 2023 年 9 月下旬，时长近 4 年的回溯。其中，以 2020 年年初为回测起点的初衷在于对齐择时指标“期权隐波 VIX 类”的可获取时间——沪深 300 股指期货上市的 2019/12/23，而**当前报告回测期更新至 2024/10/18**。

（一）主要回测结论

“系列三、四”将 4 大类指标当中绝大部分的作用定位为“提示反转”——即指标越大越倾向于平掉标的多头头寸（若有）甚至更进一步地建空头仓位。这个底层逻辑最初是基于“指标与沪深 300 在整个回溯区间当中较低的相关性”这种先入为主的观感，其后也具体进行了分析。譬如芝商所的“期权隐波 VIX”——根据市场实际交易合约的权证数据反推得到的波动率数值，在 CBOE 白皮书中



表明其作用在于“衡量市场未来 30 天的波动率预期，也反应市场恐惧、压力水平”；再者“指数偏度”——标的资产过去收益率的 3 阶中心距与其方差平方的三次方开根号的比值，右偏/正偏（即 $skew > 0$ ）在分布图上对应着“较长较厚的右侧尾部”——也就表明数据有较大的概率取得较小值、而较大值则是数据当中的异常值，考虑到运算底层标的是宽基指数的收益率，这也就意味着右偏/正偏（即 $skew > 0$ ）表征近期宽基更倾向于低收益，换个角度来讲，可能近期下跌更为常见。

但是，极小部分指标提示反转和提示趋势两种情况都有可行性解释，其一是“峰度”、其二是“头部会员持仓相对强弱因子”，这两者我们在后面章节会进行进一步的展开。

回测基础场景对应“期货多空/纯空”类策略，但为了剥离期货端升贴水对于不同指标之间优化效果对比的影响，该基础场景的底层标的多倾向于使用宽基指数沪深 300；在此基础之上也涉及多维度拓展至“期现多空/纯空头”：前者指的是始终持有现货再叠加上期期货多空——这是一个“上涨时 2 倍杠杆‘指增’、下跌时 0 仓位‘中性’”的设计，后者指的是始终持有现货再叠加上期期货空头——这是一个“上涨时 1 倍持有、下跌时 0 仓位‘中性’”的结构；此外，如果对于加杠杆有限制（譬如只能加到 1.2/1.3 倍），可以在策略的股指期货端进行系数的放缩。

单指标的日频择时（均线/差分调整）相关结论：

- 基础场景“期货多空/纯空”胜率**普遍高于**“期现多空/纯空头”：前者更准确表征了指标信号择时胜率，因为后者是在前者基础之上多了一层叠加——始终持有现货的收益；
- “期现多空/纯空头”中：“上涨时 2 倍杠杆、下跌时 0 仓位”**普遍优于**“上涨时 1 倍持有、下跌时 0 仓位”；

单指标的不定期择时相关结论：

- “预设持有期的差分调整”和“双波动差分”在样本外有较为稳定、良好的表现；

（二）近期市场表现

回溯区间自 2020 年年初至 2024/10/18，时长为 4 年又 10 月有余。先来看一下 3 大类 8 个指标在全区间的走势（“多空相对强弱”指标后续在展开）。

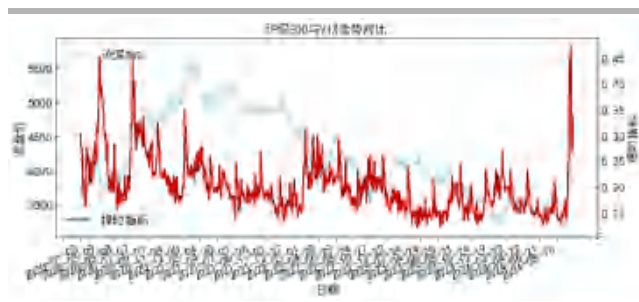
（1）择时指标走势

聚焦于**近期 3 个交易日（2024/9/24~2024/10/18）**，我们看到：

首先，“情绪指标 VIX 类”（4 个）、“持仓量 PCR”和“指数峰度”出现了较为罕见的宽幅震荡，且振幅之大在历史回溯区间中极少发生；

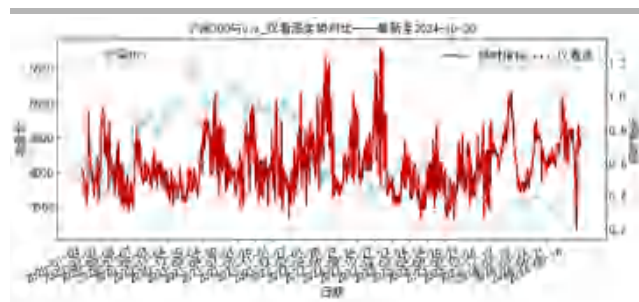
其次，“成交量 PCR”和“偏度”尽管震荡加剧，但相较于过往表现来讲属于正常状态，如果把“成交量 PCR”和“持仓量 PCR”结合来看，可以发现市场使用期权表达涨跌观点的交易行为一直以相对稳定的交易频次均衡存在——这体现为“成交量 PCR”的正常波动，但急速上涨行情中“持仓量 PCR”的放大也凸显“寄希望于冲高回落”这一投机行为的力量；

图表1：沪深 300 指数与情绪指标 VIX 走势对比



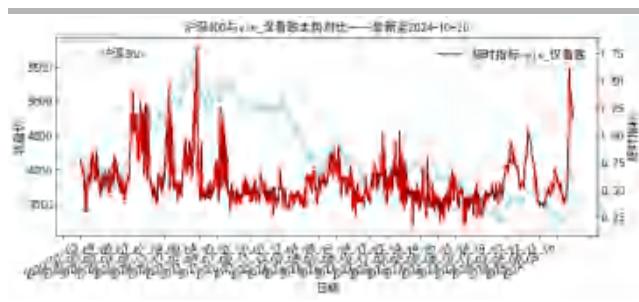
资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

图表2：沪深 300 指数与看涨情绪指标走势对比



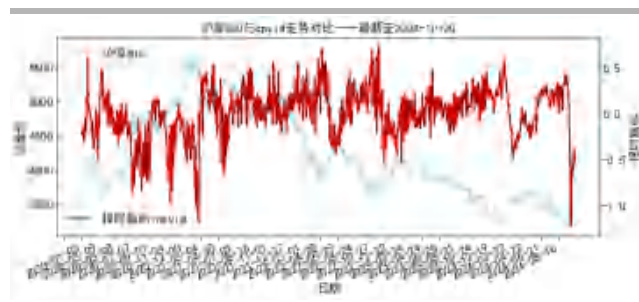
资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

图表3：沪深 300 指数与看跌情绪指标走势对比



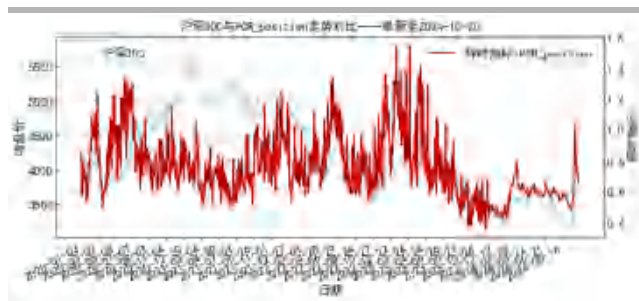
资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

图表4：沪深 300 指数与差分情绪指标走势对比



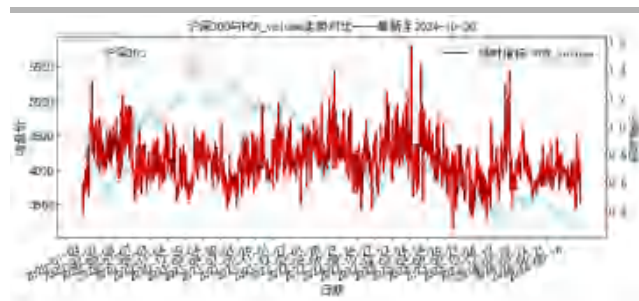
资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

图表5：沪深 300 指数与持仓量 PCR 走势对比



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

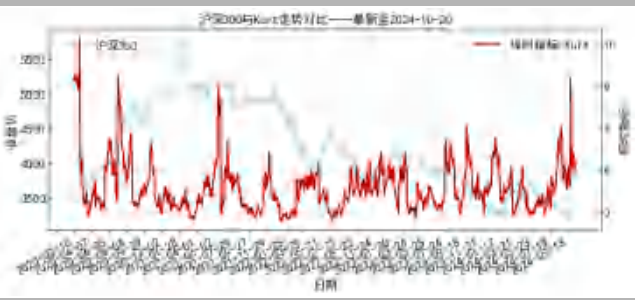
图表6：沪深 300 指数与成交量 PCR 指标走势对比



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

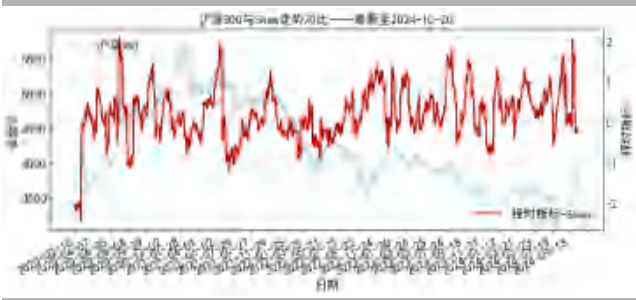


图7：沪深 300 指数与指数峰度走势对比



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

图8：沪深 300 指数与指数偏度走势对比



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

(2) 策略净值表现

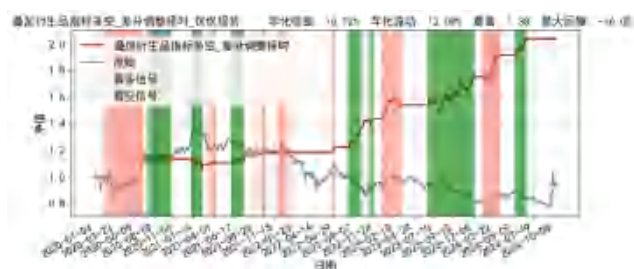
首先是单指标日择择时（“均线/差分调整”）净值统计汇总表格。可以发现，逾 1 年的样本外跟踪（2023/9/18 相较于 2024/10/18）中相关参数绝大部分保持一致不变；“均线择时”胜率在 **51%上下**浮动，而“差分调整择时”胜率相对较优地普遍高于 51%、震荡中枢在 **53%左右**。

当然，尽管后者中胜率最高的是“看涨情绪指标 VIX_C”对应的 61.68%，但从交易次数（近 5 年仅仅交易 53 次）和平均持仓（2 天左右）可以发现该方案空仓（0 仓位）的时间段出现的极为频繁，此外领衔其他指标的赔率（1.17）也表明“在极少的几次建仓中出现了极高的收益弹性”，显然这是一个明显过拟合的结果，所以不纳入后续考量。

图9：均线多空择时现货净值汇总表

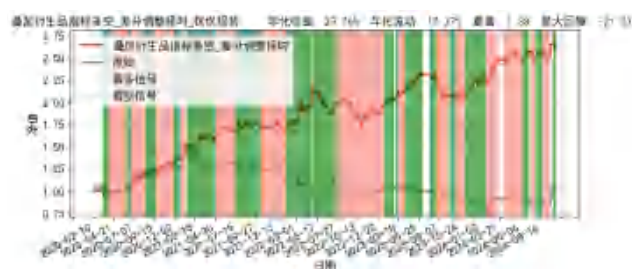
指标	策略	年化收益	年化波动	最大回撤	胜率	赔率	交易次数	平均持仓	胜率	赔率	交易次数	平均持仓
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	均线	40.30	18.5	19.60	51.00	1.04	18	2.00	51.00	1.04	18	2.00
VIX_C	差分	15.10	19.73	18.00	51.00	1.						

图表11：基于成交量 PCR 差分调整多空择时现货



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

图表12：基于月度偏度差分调整多空择时现货



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

图表13：基于成交量 pcr 差分调整多空择时现货稳定性分析

年化收益	年化波动	夏普	最大回撤	胜率	胜率	胜率	胜率
全区间	16.72	12.06	1.32	14.15	1.04	67.81	1.07
一年之前	16.72	12.06	1.32	14.15	1.04	67.81	1.07
近一年	16.72	12.06	1.32	14.15	1.04	67.81	1.07

资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

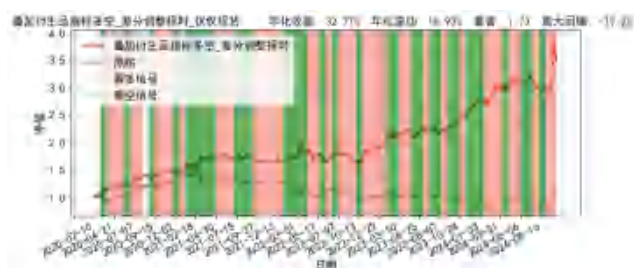
图表14：基于月度偏度差分调整多空择时现货稳定性分析

年化收益	年化波动	夏普	最大回撤	胜率	胜率	胜率	胜率
全区间	23.16	17.27	1.38	14.15	1.12	64.34	1.07
一年之前	23.16	17.27	1.38	14.15	1.12	64.34	1.07
近一年	23.16	17.27	1.38	14.15	1.12	64.34	1.07

资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

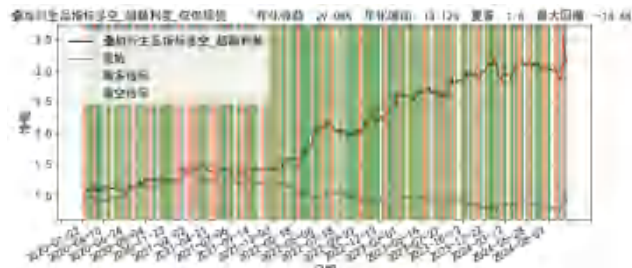
再者，优化方案中的“预设持有期的差分调整”和“双波动差分”。尽管净值在节前一周顺势上扬，但是节后的回撤也对策略企稳提出了更高的要求。

图表15：月度偏度 skew_m 预设持有的差分调整择时现货



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

图表16：双波动差分择时情境 1



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

总结来看：一方面，不定期择时优化方案的表现确实优于单指标日频择时的简单方案（“均线/差分调整”），但即便节前呼应市场净值上扬，节后却随着**指标异常震荡**以及**策略设计模式（需要回溯一段历史区间）**而出现回撤，这对策略企稳提出了更高的要求；另一方面，即便部分单指标日频择时的简单方案效果相对一般，但这或多或少受限于相对较低的交易次数和较长的空仓状态，而它们在节前后的判断有较高的准确性或者稳定性（如“成交量 PCR”和“偏度”）。因此，结合上述两点考量改进方案的设计需求顺势摆在我们面前。

二、策略改进方案

本部分讨论宽基择时的策略优化方案，讨论标的并不局限于单一指数、视情



况涵盖 50/300/500/1000。区别于先遣报告针对**单指标平行独立**的优化思路，这里我们将针对此前市场反馈来有选择性地给出三类优化思路。第一类是**双重嵌套**，我们考虑“分形指标+通道突破策略”或者“峰度与差异化持有”的分层方案；第二类是**信号组合**，其实单指标独立测试之后的信号汇总方案是自然而然的研究延伸；第三类是应近期“部分指标异常冲高”的市场节奏，尝试**缓和异常值**以减小其在择时中对历史区间回溯的不良影响。

（一）方案 A：双重嵌套

（1）进出场规则 1——分形指标+通道突破策略

在期货择时系列专题《如何有效使用赫斯特指数做趋势增强？——专题报告 20240608》中，我们考察了经典的分形指标赫斯特指数（HURST）。通过考察它的计算方式可以得知，赫斯特指数尝试刻画时间序列的特性是通过探讨“**时间跨度的大小是怎样影响时间序列的波动范围**”这种方式展开的。基于此，它在金融时间序列的应用中**经典的做法**是对行情的分类——“大于 0.5”意味着趋势、“小于 0.5”意味着反转和“等于 0.5”对应无记忆性。但经过多维实证（趋势与反转共存——正偏趋势与负偏反转/正偏反转与负偏趋势以及趋势增强），我们更倾向于明确**赫斯特乖离率**的择时有效性，也因此将注意力从“赫斯特指数与 0.5”的交互过程转移到“赫斯特乖离率与 0”的交互过程，进而设计了相应了择时方案。原报告是针对商品期货的 3 个板块——有色金属、能源化工和黑色建材展开讨论。

本部分将上述方法论体系落地在 4 个股指期货上给出相应的回测结果。“**双重嵌套**”的概念体现在：第一层使用赫斯特乖离率对不同趋势做出区分，第二层针对不同趋势场景差异化套用通道突破类策略。

赫斯特趋势增强策略的简要回测逻辑如下（具体细节及参数设置请参考原报告）：

- 首先，计算 Hurst 偏离度；
- 其次，建仓——分正/负偏差 2 种情形进行趋势追踪：
 - 正偏差 → 极端趋势类 → 布林带：
 - ✓ 下穿下轨，看空； 上穿上轨，看多；【注意】
 - 负偏差 → 正常趋势类 → 双均线：
 - ✓ 短上穿长，看多； 短下穿长，看空；
- 再者，平仓——单日涨/跌幅和持有期超过预设值；

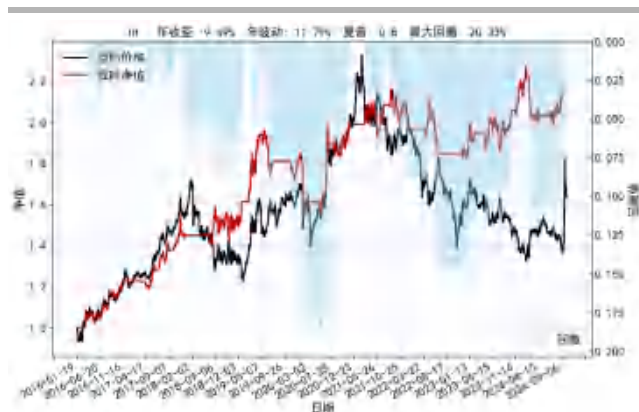
(2) 进出场规则 1 的回测结果（净值统计/走势/敏感性检验/分析）

关于回测参数的设置：交易成本固定为单次交易成交额的万分之 3，平仓条件中“单日涨跌幅的阈值”和“预设持有期”固定为 5%和 50 个交易日（针对 IF、IH 和 IC）/20 个交易日（针对 IM），布林带的上下轨固定为加减 1 倍标准差；除了这 3 类固定参数，本文也存在网格搜索的 3 类参数，其中：双均线中短线样本池的选择为 0.5/1/2/3/4/5 个月，双均线长线和赫斯特指数回看期共用样本池为 6/7/8/9 个月，而赫斯特偏离率中均值计算时回看期选择为 1/2/3/4 个月。

这里给出相应最优表现的净值走势和敏感性分析，后者是为了衡量相应参数是否存在过拟合的嫌疑。各品种具体回测区间为：IF 自 2014/1/2 至 2024/10/18，IH 和 IC 自 2015/4/16 至 2024/10/18，而 IM 受限于其上市时间较晚、相应回溯区间自 2022/7/22 至 2024/10/18。我们也会回顾当中具有代表性的择时时段。

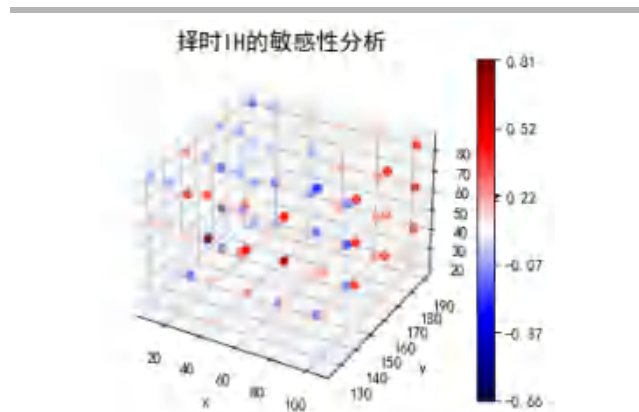
IH 全区间择时尚可、参数稳定性较高，近 3 周冲高回落的市场中表现相对保守，类似这种“无功无过”（没能追涨但也没有吃跌）在全区间还有 2 个阶段——2018 年 1 月和 2021 年 1 季度。

图表17：赫斯特趋势增强择时 IH 最优表现



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

图表18：赫斯特趋势增强择时 IH 敏感性检验



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

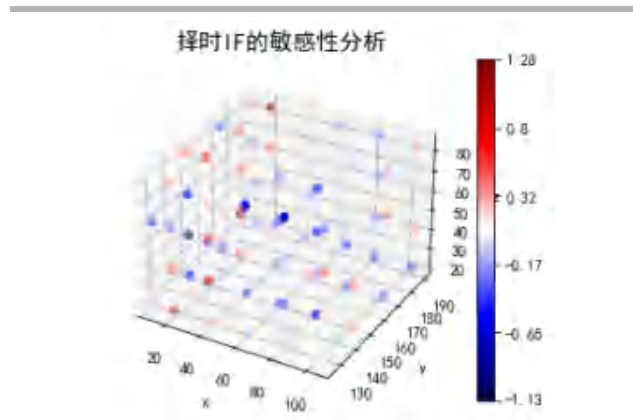
IF 全区间择时表现亮眼，即便最近 3 周回调也不影响其在全区间 1.27 的择时夏普，但参数稳定性一般。涵盖前面提到 IH 表现“无功无过”的 2018 年 1 月和 2021 年 1 季度，总体上 3 个“下行”阶段择时信号表现良好：首先是 2015 年 6 月，美联储加息预期提高，外资流出压力大，股票市场进入调整；其次是 2018 年 1 月，金融去杠杆、中美贸易摩擦和经济下行导致 2018 年 A 股单边走弱；但彼时估值处于历史低位，从而下行区间有限；再者是 2021 年 1 季度，股指估值处于高位、美债收益率加速上行、抱团股大幅下跌。这 3 个阶段择时信号均进行了精准的识别、保持有效的空仓。

图表19：赫斯特趋势增强择时 IF 最优表现



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

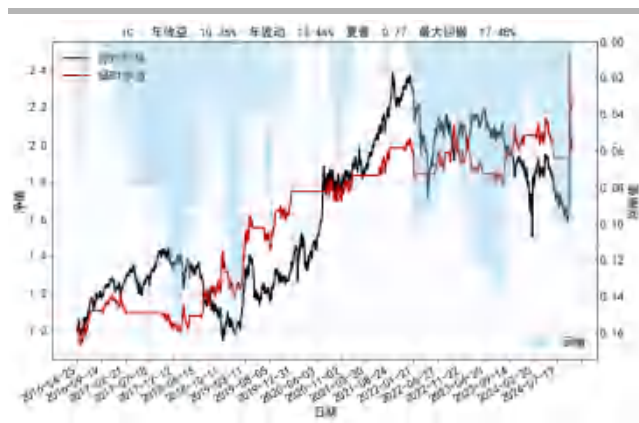
图表20：赫斯特趋势增强择时 IF 敏感性检验



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

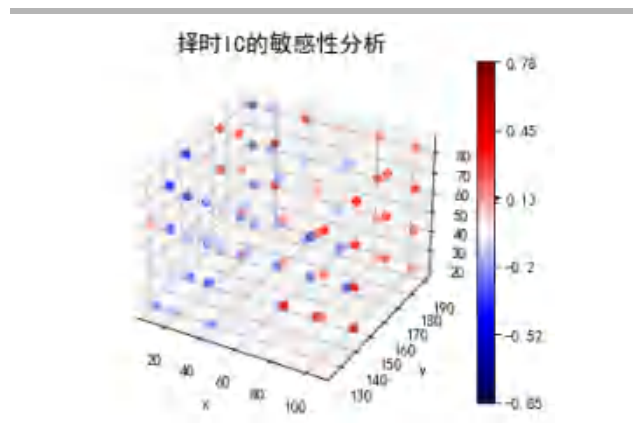
IC 全区间参数低敏感、稳定性较高、回撤相对较小，但近期宽幅震荡。

图表21：赫斯特趋势增强择时 IC 最优表现



资料来源：中信期货研究所

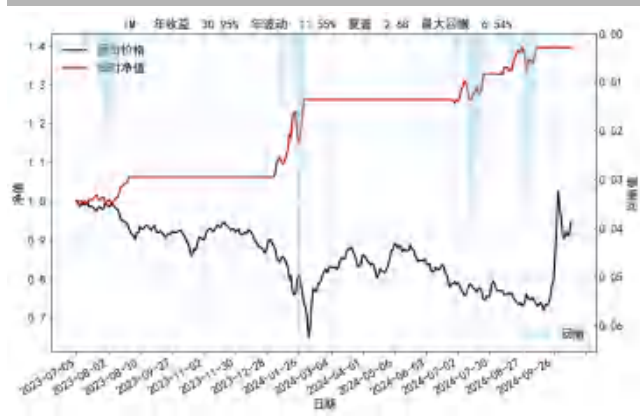
图表22：赫斯特趋势增强择时 IC 敏感性检验



资料来源：中信期货研究所

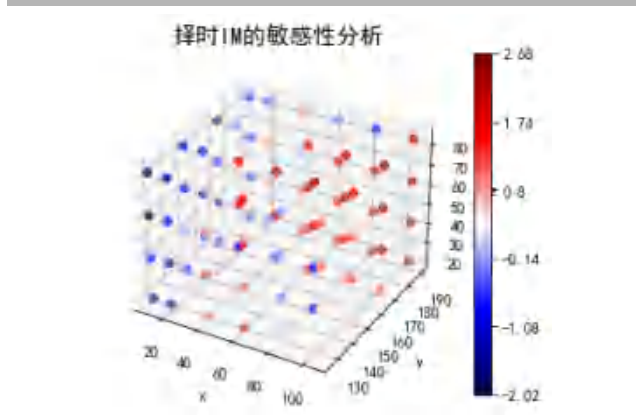
IM 表现亮眼（高夏普、高稳定性），但较晚的上市时间使得策略过拟合嫌疑较大。关键性的择时信号出现在 2 个阶段：首先是今年 1 季度延续下跌趋势的年初市场中，悲观预期下中小盘遭遇流动性危机、衍生品进一步暴雷，中小盘在 2 月初春节前后暴跌，市场触底反弹；其次是今年 4 月始的“国九条”强化监管，问题股风险加大市场对中小盘担忧，此后 2 个月经济数据呈边际走弱、风险偏好回落，自 5 月下旬上证指数持续下跌，其中食品、医药和大金融等板块，跌幅较多、对指数负面影响偏大；

图表23：赫斯特趋势增强择时 IM 最优表现



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

图表24：赫斯特趋势增强择时 IM 敏感性检验



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

整体来看，**赫斯特趋势增强**策略在股指期货上呈参数低敏感、较高稳定性；对比不同期指表现，可以发现大盘风格股指期货择时表现良好（IF 优于 IH）、风格轮动的 IC 次之，微小盘的 IM 受限其上市时间较晚，需警惕过拟合风险。

(3) 进出场规则 2——峰度与差异化持有

该进出场规则涉及《大盘宽基择时》中讨论的 1 个指标——“峰度”和 1 个优化方案——“预设持有期的差分调整”。

“峰度”通常是用来刻画标的资产收益分布的集中程度，更进一步的，峰顶形状的尖度与数据分布的集中程度往往成正比。因此，宽基指数收益的峰度越高，代表着收益越集中。从利好的角度来讲，可能预示着当前处于低波动和小风险的环境，但是也有可能是稳定在低收益的水平。也即，峰度**无法独立地明确**单边市场。

“预设持有期的差分调整”是在原有差分调整择时（日频）的基础上受“平均持仓周期”启发增加了“预设持有期”这个新概念——在任意多/空信号产生后人为地保持一段时间的多头/空头仓位，它的好处是便于在有趋势的行情当中更加持续稳健地获利，它的弱势在于**路径依赖**。

在意识到上述指标和优化方案优缺点并存之后，我们尝试将两者结合起来。**“双重嵌套”的概念体现在**：第一层使用峰度判断市场波动与风险水平，第二层使用预设持有期争取获得持续稳健的收益。

该方案的具体回测逻辑设计如下：

- 首先，计算当前峰度相较于过去 3 日均值的偏离率；
- 其次，基于偏离度正负两种情形差异化选择预设持有期：
 - 正偏差对应较长持有期选择，事实上：如果出现偏离率大于 0，表明当

前收益集中度在提升，在一个低波动、小风险的市场中可以相对较为频繁地进行多空建仓信号的判断——这类“稳定市场中的频繁判断”也是某种意义上的“多次反复确认”，因此对应着取较短的预设持有期；

- 负偏差对应较短持有期选择，事实上：如果出现偏离率小于 0，表明当前收益集中度有所下降，在波动相对放大的市场，每一次重新确认预设持有期都变得风险巨大，路径依赖使得选择面临“高收益与高亏损”的艰难抉择，为避免“一失足成千古恨”，较好的方式是取较长的预设持有期、安然度过当前的震荡；

(4) 进出场规则 2 的回测结果（净值统计/走势/敏感性检验/分析）

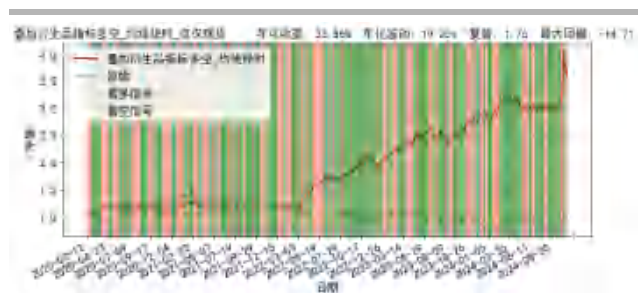
回测考虑了交易成本（单边万 3）；相较于《大盘宽基择时》，该方案中回溯窗口期长度均有所缩短——双均线的长短线样本池分别对应着 1/2/3/4 周和 2/3/5/10 天，长短预设持有期也区分对应着 1/2/3 周和 2/3/天。

图表25：峰度与差异化持有的净值统计汇总（均线）

策略	参数	年化收益率(%)	夏普	最大回撤(%)	胜率(%)	胜率(%)	胜率(%)
all	20,5	20.93	1.31	1.08	23.48	0.89	2.13
vix_5	20,10	20.18	1.31	1.08	19.42	1.34	2.15
vix_10	10,3	27.15	1.97	1.41	24.79	1.1	2.15
vix_30	10,3	13.86	1.03	1.19	18.18	0.86	2.10
all_10	15,2	18.89	1.31	0.98	23.85	0.79	2.15
all_vix	10,3	18.89	1.31	0.98	23.85	0.79	2.15
all_vix_10	10,3	18.89	1.31	0.98	23.85	0.79	2.15
all_vix_30	10,3	18.89	1.31	0.98	23.85	0.79	2.15

资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

图表26：峰度与偏度组合的差异化持有方案净值（均线）



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

从右图中可知，“峰度择差异化预设持有期、偏度择多空信号起点”方案的年化收益为 33.86%、夏普 1.76、年化波动 19.25%和最大回撤 14.71%，此外我们也统计到其在整个回溯区间共交易了 130 次，平均持仓时间 9 天左右，胜率在 54.02%。

（二）方案 B：信号组合

“系列三、四”中针对指标的择时讨论是独立平行展开的，日频择时方案中各个指标表现优劣并存，因此“组合优化”被提上议程。区分于因子合成和仓位合成（相关方案可参考“组合优化”系列专题《“二合一”因子与仓位加权框架——专题报告 20230417》、亦适用本主题），本小节探讨另外一种组合方案——信号合成。

介绍合成方案之前，我们先粗略看一下全区间因子之间的相关性。从下方相关性热图当中可以看到，除情绪指标 vix 与看跌情绪指标 vix_p 之间 0.523 的相关性、以及看涨情绪指标 vix_c 与差分情绪指标 vix_cmp 之间 0.620 的相关性以外，其他指标之间两两相关性较低，从而也就表明绝大部分指标互相不可替代。



图表27：当期沪深 300 指数与当期各指标相关性（全区间）

	沪深300	vix	持仓量	指数峰度	偏度	多空相对强弱	情绪指标	持仓量	情绪指标	持仓量
沪深300	1.000	0.237	-0.217	0.224	-0.302	0.256	-0.075	-0.136	-0.173	-0.258
vix	0.237	1.000	0.342	0.524	-0.266	0.132	0.073	0.177	-0.111	0.149
持仓量	-0.217	0.342	1.000	-0.071	0.679	-0.357	0.015	-0.016	-0.094	0.241
指数峰度	0.224	0.524	-0.071	1.000	-0.294	0.264	-0.032	0.139	-0.006	0.101
偏度	-0.302	-0.266	0.679	-0.294	1.000	-0.403	0.034	-0.119	-0.019	0.066
多空相对强弱	0.256	0.132	-0.357	0.264	-0.403	1.000	0.529	0.064	-0.110	-0.101
情绪指标	-0.075	0.073	0.015	-0.032	0.034	0.529	1.000	0.017	-0.221	0.088
持仓量	-0.136	0.177	-0.016	0.139	-0.119	0.064	0.017	1.000	0.141	0.118
情绪指标	-0.173	-0.111	-0.094	-0.006	-0.019	-0.110	-0.221	0.141	1.000	-0.105
持仓量	-0.258	0.149	0.241	0.101	0.066	-0.101	0.088	0.118	-0.105	1.000

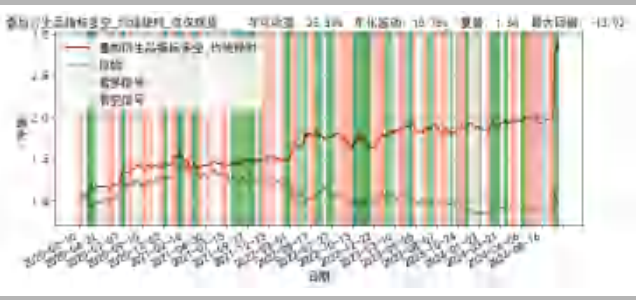
资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

基于上述观察，我们将使用 5 个因子（或存在增减）——“情绪指标 VIX”、“持仓量 PCR”、“指数峰度”、“偏度”以及“多空相对强弱”，作为本小节信号组合的底层标的。

(1) 进出场规则 1——简单求和（“少数服从多数”）

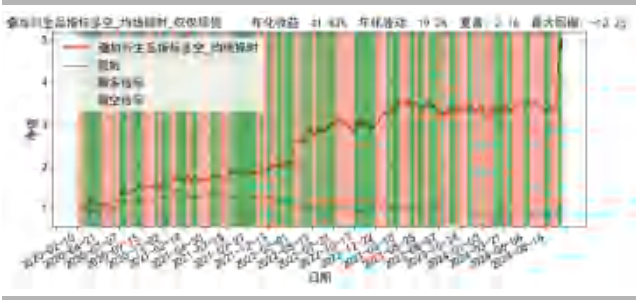
截面将各个因子独立的信号相加，正数对应做多或多头持有、负数对应做空或空头持有、0 代表空仓。下述右图考虑了多空相对强弱因子在内的 5 个因子全体，左图未考虑该因子。

图表28：不含会员持仓相对强弱的 4 指标信号合成 (IF)



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

图表29：包含会员持仓相对强弱的 5 指标信号合成 (IF)



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

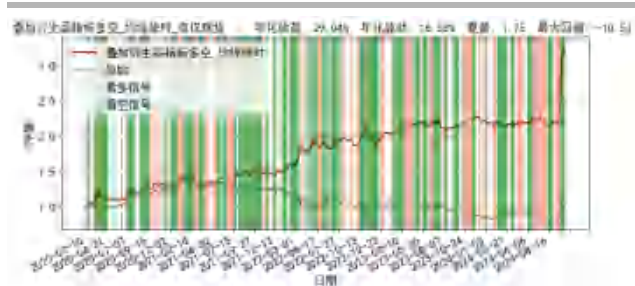
从上述回测结果来看，“少数服从多数”的信号组合方式针对 IF 的择时表现亮眼：

- 全区间各类正向净值观察维度（年化收益/夏普/卡玛）大幅跑赢单指标，最大回撤和年化波动双低；
- 纳入“会员持仓相对强弱”的 5 因子信号组合表现更优，年化收益 41.43%、夏普 2.16、年化波动 19.2%、最大回撤 12.26%、全区间共交易 118 次、平均持仓 10 天左右、胜率 53.47%；

(2) 进出场规则 2——求和取平均（“区分强弱”）

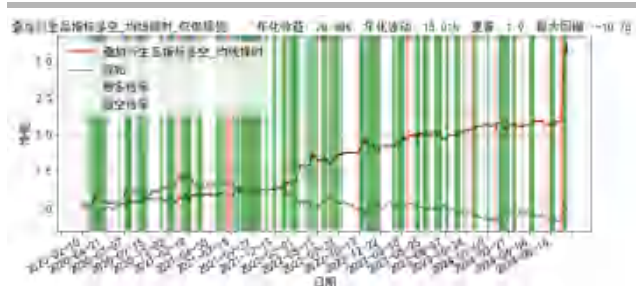
截面将信号相加后算平均值（取值范围介于 $[-1, 1]$ 之间），基于均值设置前述 3 种操作对应的不同阈值。

图表30：含会员持仓相对强弱 5 指标信号合成（0.1-0.5）



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

图表31：含会员持仓相对强弱的 5 指标信号合成（0.1-0.6）



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

我们针对多空信号阈值的取值进行敏感性检验。对于多头信号而言，0.5 或 0.6 是一个相对强弱的分水岭：更大的阈值不会带来更好的表现——表明 5 个指标当中若有 3 个一致便能准确表征“集体意志”，更小的阈值伴随有净值下挫——表明弱于 3 个意味着指标见分歧加剧和胜率的下降；对于空头信号而言，分水岭则来自“较大”的阈值 0.1（“较大”是相较于空头信号“-1”而言）。

跳脱出上述这些数字，其实它所表征的简单含义就是：**多头信号的给出还是依赖“多方肯定”，但空头信号的生成更偏“风声鹤唳”**——只要有极个别指标给出“看空”的风吹草动便是做空。

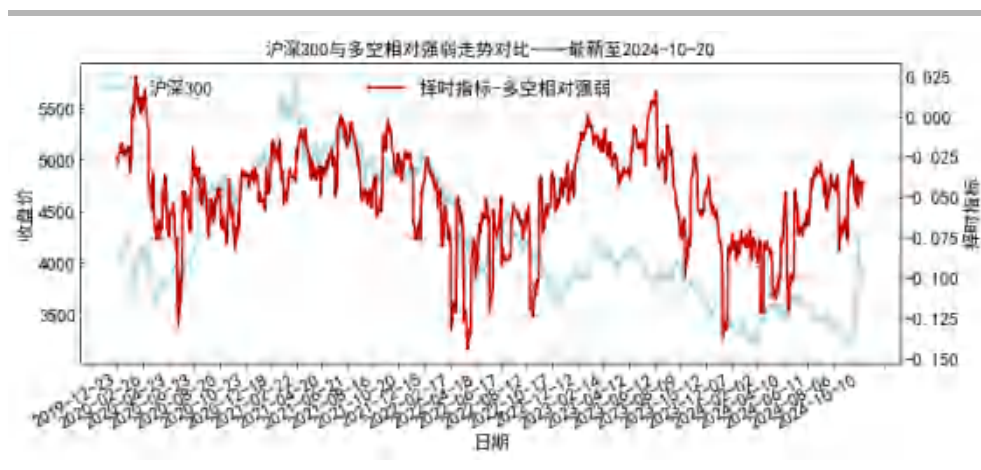
三、部分指标发散性思考

在本小节，我们首先分析与澄清“多空相对强弱”指标是否有效，其次补充单个指标——“期权偏度 CBOE SKEW”的介绍与回测，再者介绍“时序极值纠偏”的思考。

（一）前 20 大会员持仓相对强弱

多空相对强弱因子近期的震荡“平淡无奇”。从构造方式来看，该因子是对“头部会员净多持仓”使用总持仓“中心化”后的指标。如果说“多头头寸占比较高代表更加昂扬的多头情绪”，那么在急速上行的市场中，投资者采用做多股指期货来表达追涨观点的话，该指标不应该是如此“平庸”的走势。

图表32：沪深 300 与多空相对强弱因子走势对比



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

结论：仅从股指期货头部会员期货持仓难以有效区分市场看涨还是看跌。

股指期货被广泛应用于复制指数、多空套保、CTA 策略（如套利）等。

首先，之所以有这样的误解（“股指期货头部会员持仓增减与多空情绪相关”）是因为现行四个股指期货品种各自对标相应宽基指数，当权益市场单边行情较大时，投资者可以选择交易股指期货来参与到市场当中，从这个角度来讲可以视为他们对市场涨跌观点的表达；此外，期货市场的“保证金制度”赋能投资者进行比超出自身实际资金规模更大量级的交易、用更少的资本撬动更大的利润，所以在上行市场中股指期货成为与股票和 ETF 等一道复制指数来“分一杯羹”的有力工具，特别是其他标的资产高溢价或难以及时买入的情况下，如[首批 10 支中证 A500ETF 在 2024/9/10 集体发行后、2024/9/23/全部募结](#)，市场对股指期货的青睐更为明显。

其次（也是但是），股指期货的套保工具属性使得它的持仓数据并不应当被轻易的归类。作为少有的市场做空工具之一，股指期货的空头套保在上行市场中较为常见，这是因为投资者在持有现货（一篮子股票或 ETF 等）的同时，为抵消可能的波动（市场下跌），通常会选择与现货多头相反的股指期货空头头寸使得敞口为 0（**市值对冲**）以降低风险，这就是我们所熟知的“中性策略”；但快速上行市场对该策略并不友好——此前常见的贴水可能消失甚至进一步宽幅升水，这也是近期市场部分机构净值逆势下跌甚至宣布放弃“中性策略”。短总结——**上行市场中采纳“中性策略”的投资者会有不低的股指期货空头头寸。**

更进一步的，**不同机构空头套保的合约选择也有所区分**。尽管 IH 和 IF 分别对标的宽基上证 50 和沪深 300 都以大盘蓝筹成分股为主，但样本池成分股多样化的差异使得公募和银行理财子这类机构偏好后者 IF 进行对冲，前者 IH 较少的套保需求也对应其较低的空头对冲成本；而波动相对而言较大的 IC 和 IM 分别对



应风格轮动的小盘成长和微小盘，较高的波动意味着可能的较高潜在收益，因此包含量化私募、券商资管自营在内客群构成其极大的空头套保需求。

再者，“自动敲入敲出（snowball）”障碍期权的对冲需求会对股指期货持仓带来影响。对该结构的选择反映“市场未来不会大幅下跌”的底层观点，对于买方（投资者）而言这是卖出平值看跌期权、对于卖方（如券商）来讲便是买入平值看跌。后者因为不想承担指数涨跌的风险，所以通常选择股指期货基于 **Delta 对冲** 的逻辑来建立相应的对冲头寸对冲掉股指涨跌风险。平值看跌期权的 Delta 是 -0.5，因此券商买入平值看跌期权的资金量与股指期货多头头寸的资金量是 2:1 的关系。

看跌期权的 Delta 是位于第四象限（右下方、横坐标为标的资产价格~从 0 到正无穷，纵坐标为 Delta 取值~从 -1 到 0）类似“S”走势的曲线，基于此：当宽基指数上行时（横轴方向增大），看跌期权 Delta 增大趋向 0，券商需要降低股指期货多头仓位直到临近敲出；当宽基指数下行时（横轴方向减小），看跌期权 Delta 减小趋向 -1，券商需要增加股指期货多头仓位直到临近敲入。逼近敲入线以及敲入后并不是对应着券商持续性的越跌（宽基指数跌、Delta 降）越买，这是因为障碍期权区别于简单的看跌期权的地方在于——敲入敲出前后波动异常放大。具体而言，当临近敲入时 Delta 会持续性减小甚至下滑突破 -1，这时券商需要紧跟大量建仓股指期货多头来对冲；但敲入后，Delta 会迅速回调增大，进而券商需要短时间内平掉多出的头寸。简短总结——**下行市场中“自动敲入敲出（snowball）”卖方随着敲入前后顺序先加仓、后集中减仓。**

综上所述，我们从股指期货作为套保工具的属性看到：空头套保中采纳“中性策略”的投资者在**上行市场**中会有**不低的股指期货空头头寸**、不同机构空头套保的合约选择也有所区分，多头套保中“自动敲入敲出（snowball）”卖方在**下行市场**中随着敲入前后顺序**先加仓、后集中减仓**。所以，仅从股指期货头部会员期货持仓难以简单、有效区分市场看涨还是看跌。

（二）期权偏度 CBOE SKEW

本小节作为“指数偏度”和“期权偏度”两者的对比，补齐此前未涉及后者讨论的短板。

（1）背景简介

“CBOE SKEW 指数”由芝加哥期权交易所（CBOE）根据标普 500 期权市场数据计算和发布。区分于前面针对宽基沪深 300 收益计算的“指数偏度”，我们在本文中也称“CBOE SKEW 指数”为“期权偏度”。该指数于“VIX”较为类似，但它不是基于正态分布来衡量隐含波动率，而是衡量未来汇报出现异常行为的隐含风险。“CBOE SKEW”值为 100 表示期权市场认为异常回报的风险较低，超过 100

则反映对未来异常事件风险的认知增加——这点是针对国外标普 500 期权的实证结论。关于该指标的具体计算方式，可以参考相应白皮书《Introduction to CBOE SKEW Index》，我们不在此过多展开。

(2) 回测结果（净值统计/走势/敏感性检验/分析）

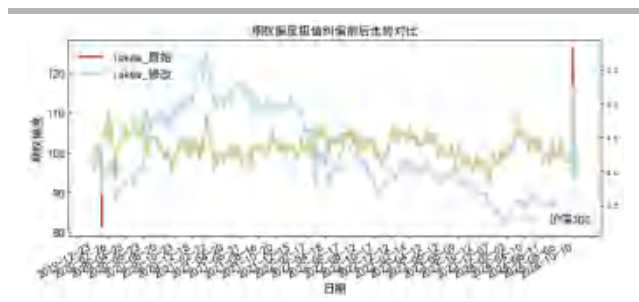
择时逻辑同“VIX”定位为“提示反转”的指标，因此沿用了《大盘宽基择时》中日频“均线择时”的全部参数设置。

下方左图给出了 2019/12/23 至 2024/10/18 的沪深 300 指数与基于其股指期权计算得到的“期权偏度”走势的对比。前者对应蓝色折线，后者对应 2 条线——红色的原始“期权偏度”和蓝色的纠偏后版本。

何谓纠偏？实际上，利用沪深 300 股指期权计算得到的原始“期权偏度”全区间震荡中枢在 100 左右，上下震荡幅度多控制在 ± 5 ，但是也有例外——如 2020/2/3 对应的 81.36 和 2024/9/30 对应的 126.09，也就是下方左图中红色线与蓝色线未重合的部分。这类异常值对策略或造成影响，我们希望对它进行“修正”——**既能够体现相对上升/下跌势头又处于一个合理振幅区间**。什么样的“修正”是有效的？这一点我们只能从实证的净值统计结果来回答。而关于具体如何修正，我们将在下一节具体介绍。

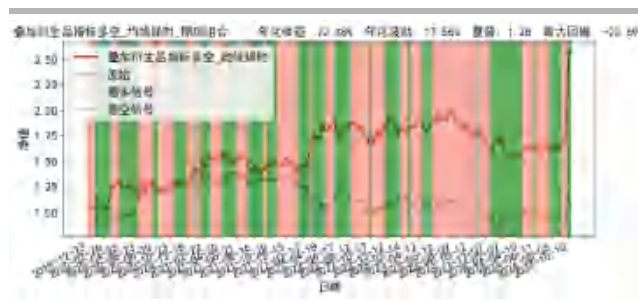
经过测算，在“40 日长线-20 日短线”搭配中，原始“期权偏度”日频“均线择时”与纠偏后的对比如下：年化收益 22.01%/22.48%、夏普 1.25/1.28、年化波动高 17.56%/17.56%、最大回撤 23.69%/23.69%、交易次数 46/47、平均持仓 25/25、胜率 51.67%/51.55%——**“期权偏度”纠偏后择时收益有提升却微弱**，但也许注意到这里的异常纠偏较少的缘故（才 2 次）；此外纠偏作法对“差分调整择时”无增益。

图表33：期权偏度机制纠偏前后走势对比



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

图表34：（极值纠偏后）期权偏度日频均线择时大盘（40-20）



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

（三）时序极值纠偏

（1）出发点

极端行情中指标容易出现相对高/低点，如果他们对标区间过长——也即很长的回溯窗口期中这类情况出现零星几次，无疑偏异常。对于“阈值择时”、“均线择时”等涉及回溯一定长度历史时间序列的策略而言，异常值会带来较大的扰动。具体而言，“阈值择时”中将使得计算指标分位数的底层样本池区间扩大，众数、中位数和均值这 3 者出现严重偏离（理想情况是 3 者相等对应的无偏/正态分布）；“均线择时”中则会削弱长短趋势判别的有效性。

针对异常值的出现，常见的方式有 3 种——绝对中位差（MAD）、标准差（ 3σ ）和百分位法。其中，绝对中位差（MAD）法通过计算出数据与其中位数之间的偏差来将偏差绝对值的中位数作为原始数据的替代，标准差（ 3σ ）法则是使用数据平均值加/减若干倍标准差来衡量数据与平均值的差异，而百分位法则是将数据进行排序，对排序分位数高于某高阈值或低于某低阈值的数据，进行类似前述 2 种方法的处理。

上述方法都涉及均值，而均值的计算会涉及回溯一段历史数据，那么我们这里尝试给出一种不涉及均值的、**新的时序上“去极值”的思路**。具体操作如下：

- 日频对比指标当前值与过去区间（自回溯期初）的最大值：
 - 如果当前值未能较大幅度大于过往最大值（比如 1.1 倍），无需操作；
 - 如果当前值较大幅度大于过往最大值（比如 1.1 倍），将当前值的超出的幅度压降（如 0.4 倍），此后持续压降直到指标回落至过往最大值下方，此时更新过往最大值；
- 日频对比指标当前值与过去区间（自回溯期初）的最小值：
 - 如果当前值未能较大幅度小于过往最小值（比如 0.9 倍），无需操作；
 - 如果当前值较大幅度小于过往最小值（比如 0.9 倍），将当前值的少于的幅度压降（如 0.4 倍），此后持续压降直到指标回升至过往最小值上方，此时更新过往最小值；

（2）回溯结果

前面我们已经给出了针对沪深 300 及其“期权偏度”给出了对比结论，这里在扩展给出中证 500 及其“情绪指标 VIX”日频“均线”的对比，可以看到**使用极值纠偏后“情绪指标 VIX”日频“均线择时”中证 500 效果提升明显**。除图表中已展示净值统计信息以外，纠偏后交易次数共 64 次、平均持仓 8 天左右、胜

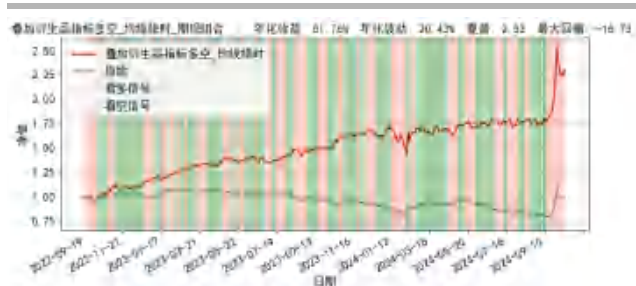
率 53.91%。

图表35：原始 VIX 日频均线择时中证 500（10-15）



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

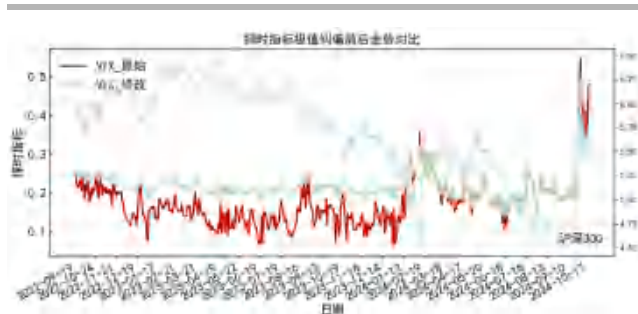
图表36：极值纠偏后 VIX 日频均线择时中证 500（10-15）



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

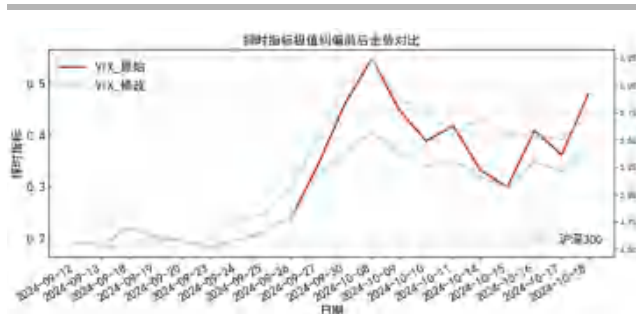
顺带附上全区间和近四周择时指标 VIX 极值纠偏前后对比。

图表37：全区间择时指标 VIX 极值纠偏前后走势



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

图表38：全区间择时指标 VIX 极值纠偏前后走势（近 20 日）



资料来源：同花顺 iFind、中信期货研究所

四、总结

2024/9/24，国新办举行发布会介绍金融支持经济高质量发展有关情况，权益市场在政策、情绪和资金等多重因素刺激下出现较大行情。本报告跟踪去年 10 月发布的《大盘宽基择时》截至当前逾 1 年的样本外表现，侧重近期国庆节前后表现——特殊市场节奏带来部分指标（如“VIX”）异常冲高回落，单一指标策略短期内或难以瞻前顾后。

以此为契机，针对市场广泛关注的**双重嵌套（如分形与通道突破、峰度与差异化持有）**和**信号组合**等议题设计方案并回测，择时表现均有所提升改善。

- **双重嵌套-分形与通道突破**：参数低敏感、较高稳定性；大盘风格择时表现良好（IF 优于 IH）、风格轮动的 IC 次之，微小盘的 IM 受限其上市时间较晚，需警惕过拟合风险；
- **双重嵌套-峰度与差异化持有**：（最优）年化收益为 33.86%、夏普 1.76、年化波动 19.25%、最大回撤 14.71%、回测区间共交易 130 次、平均持仓 9 天左右、胜率 54.02%；



- **信号合成-求和/“少数服从多数”的信号组合方式择时**：表现亮眼，5 因子信号合成中,年化收益 41.43%、夏普 2.16、年化波动 19.2%、最大回撤 12.26%、全区间共交易 118 次、平均持仓 10 天左右、胜率 53.47%——大幅跑赢单因子；
- **信号合成-求和取平均配阈值区分强弱**：表现较好，头信号的给出依赖“多方肯定”，空头信号的生成更偏“风声鹤唳”；

此外，我们还阐明“**从股指期货头部会员期货持仓难以有效区分市场看涨还是看跌**”的认识，并将芝商所“期权偏度 **CBOE SKEW**”纳入回测体系，还提出了**极值纠偏**的新思考。



免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>