

宏观专题报告

2025 年 6 月 9 日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师:

项麒麟

从业资格号: F03124488

投资咨询号: Z0019956

相关研究报告:

《利率周期、期限利差周期和信用利差周期风格轮动择时策略——风格择时系列专题报告（一）》

《汇率、利率、股指联动关系和启示——大类资产系列专题报告（三）》

境外流动性驱动下的股指风格择时策略

——风格择时系列专题报告（四）

摘要

境外流动性对 A 股风格的影响日益凸显。本报告构建了跨境资本流动与全球流动性宽松双逻辑框架，剖析其对大盘价值与小盘成长风格的差异化驱动逻辑。跨境资本流动通过利率平价和国际收支理论影响市场：境内利差优势驱动外资流入沪深 300 等大盘价值股，而经常账户顺差反映内外需求相对强弱，进一步强化价值风格定价；全球美元流动性宽松则通过降低融资成本以及国内经济预期改善提升风险偏好，支撑中证 1000 等小盘成长股的估值弹性。基于上述逻辑，报告构建复合择时信号搭建风格择时策略。2010 年 1 月至 2025 年 1 月的回测显示，策略年化收益率达 10.31%，夏普比率 0.68，验证了双因子框架对风格轮动的有效捕捉。

目录

一、 境外流动性因子构建与经济逻辑	- 3 -
1.1 跨境资本流动驱动大盘价值风格框架	- 3 -
1.2 全球流动性宽松驱动小盘成长风格框架	- 5 -
二、 因子择时回测	- 6 -
2.1 单一风格择时回测	- 6 -
2.2 境外流动性复合择时策略回测	- 8 -
三、 总结	- 9 -

图表目录

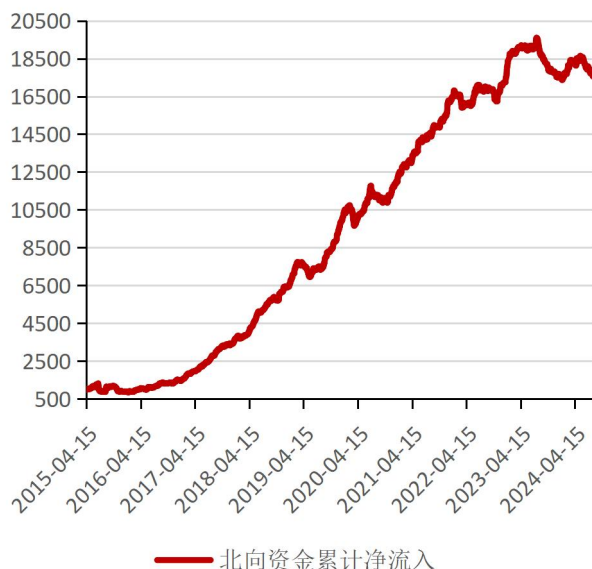
图 1：北向资金累计净流入	- 3 -
图 2：沪（深）股通持股市值前 300 名成分个股数量	- 3 -
图 3：汇率、利率、股指传导关系和逻辑框架	- 4 -
图 4：沪深 300 指数和出口同比（季度）	- 4 -
图 5：沪深 300 指数和经常账户差额（年度）	- 4 -
图 6：中美 10 年期国债利差和美元兑人民币汇率	- 5 -
图 7：沪深 300 指数美元兑人民币汇率	- 5 -
图 8：中美 2 年期国债收益率和沪深 300/中证 1000	- 6 -
图 9：跨境资本流动择时沪深 300 指数策略净值	- 7 -
图 10：全球流动性宽松择时中证 1000 指数策略净值	- 7 -
图 11：境外流动性复合择时策略净值	- 9 -

一、境外流动性因子构建与经济逻辑

1.1 跨境资本流动驱动大盘价值风格框架

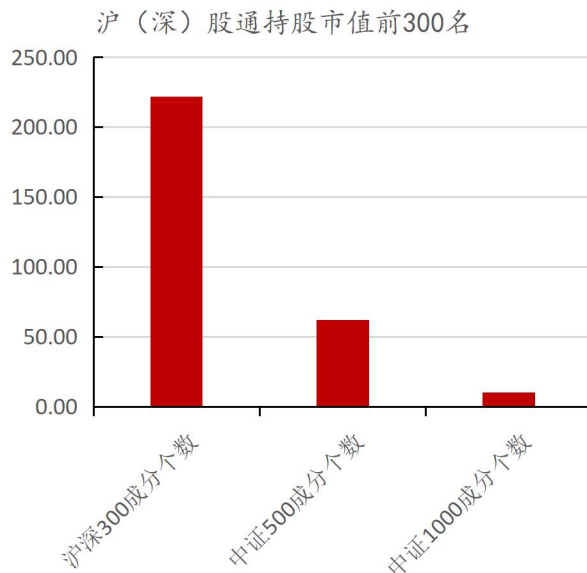
自 2014 年沪港通和 2016 年深港通相继开通以来，外资通过互联互通机制持续增配 A 股，持股市值占比显著提升，逐步成为影响市场定价权的关键力量。外资集中配置沪深 300 等权重股，主要源于其流动性强、基本面稳健且符合国际指数编制规则，吸引被动型资金跟踪布局。同时，权重股与经济周期深度绑定，更符合外资通过配置 A 股实现区域风险分散的资产配置需求。沪（深）股通持股市值前 300 名中，沪深 300 指数成分个股数为 222 个，中证 500 指数成分个股数 62 个，中证 1000 指数成分个股数 10 个。

图 1：北向资金累计净流入



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 2：沪（深）股通持股市值前 300 名成分个股数量

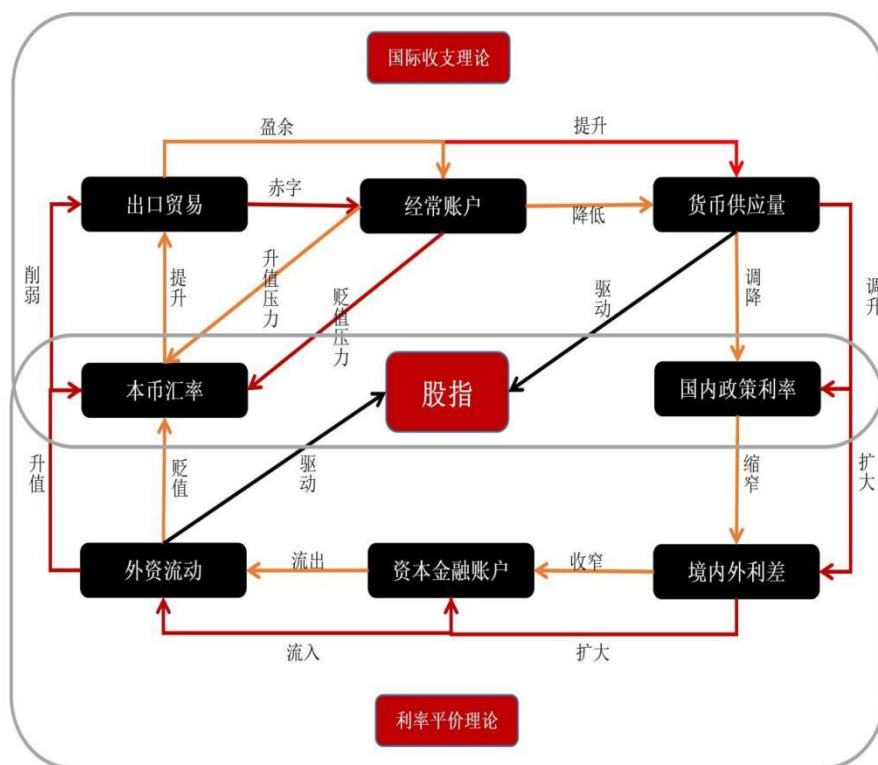


数据来源：WIND、国联期货研究所

根据专题报告《汇率、利率、股指联动关系和启示——大类资产系列专题报告(三)》

结论：跨境资本流动主要由利率平价理论和国际收支理论影响和驱动。

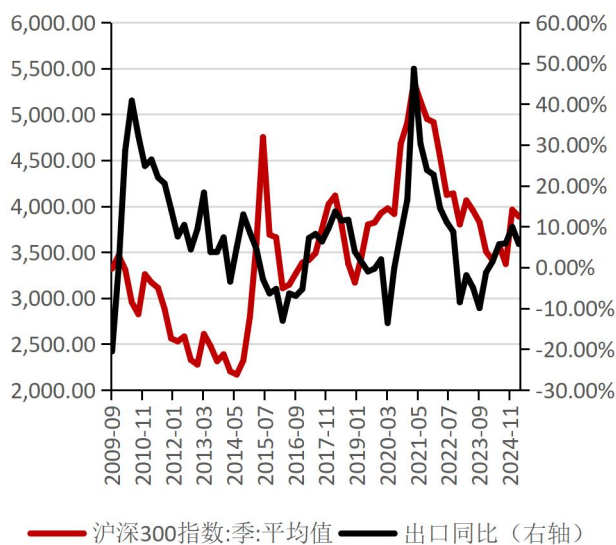
图 3：汇率、利率、股指传导关系和逻辑框架



数据来源：WIND、国联期货研究所

其中经常账户的顺差为国际收支顺差的主要来源，而货物贸易项又是经常账户顺差的主要拉动，所以经常账户反映国内需求和国外需求相对变化情况。经常账户与国内股指走势正相关性明显。经常性账户数据越高代表国外的需求相对于国内需求越旺盛，说明国内风险资产的重要定价因素之一来自国内外需求的强弱。

图 4：沪深 300 指数和出口同比（季度）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 5：沪深 300 指数和经常账户差额（年度）



数据来源：WIND、国联期货研究所

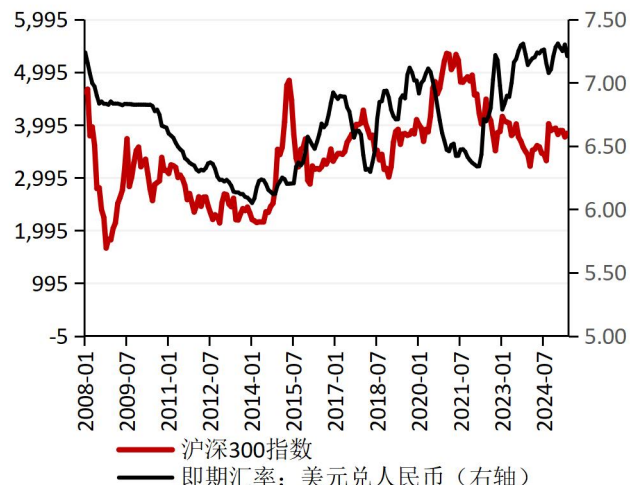
除此之外结论还包括：资本金融账户主要受境内外利差影响。当国内利率相对境外上升时，套利资金通过债券、股票等渠道流入，推升本币汇率，增强外资配置 A 股的汇兑收益预期，吸引更多外资流入推高股指；反之利差收窄或倒挂时，资本外流压力加大，汇率贬值预期引发外资减持人民币资产。

图 6：中美 10 年期国债利差和美元兑人民币汇率



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 7：沪深 300 指数美元兑人民币汇率



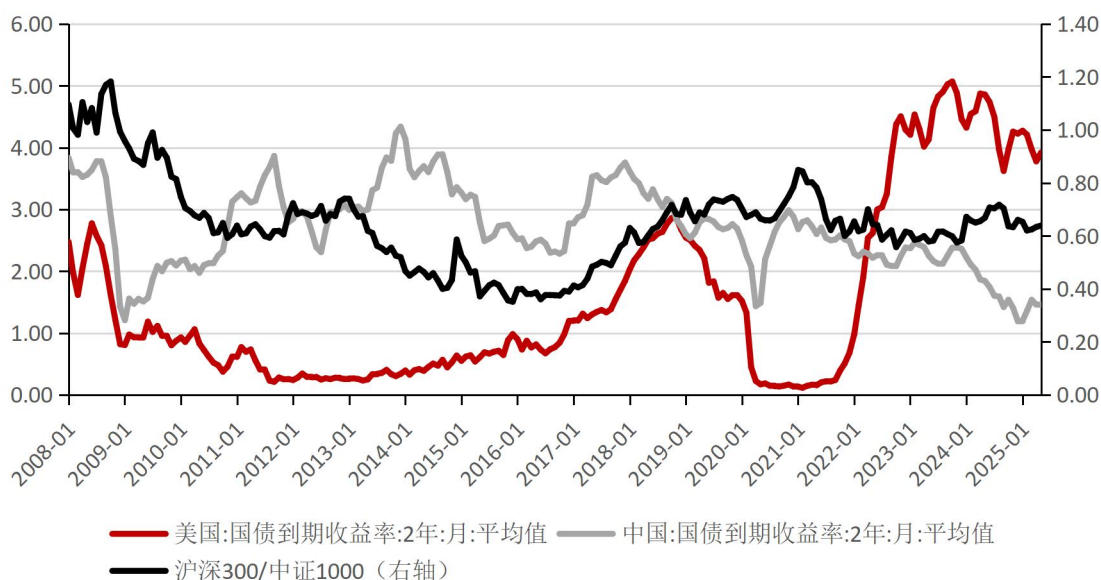
数据来源：WIND、国联期货研究所

1.2 全球流动性宽松驱动小盘成长风格框架

美元作为全球最主要的储备货币和贸易结算货币，美元流动性直接影响国际金融市场的资金供给。当美联储降息时，美国国内银行体系的超额准备金增加，美元借贷成本下降，推动境内金融机构和企业更倾向于将资金投向海外市场以寻求更高收益。

在降息周期引发的流动性宽松环境下，市场剩余流动性的扩张往往对中小市值股票形成显著的估值支撑效应。从企业基本面看，中小企业的融资结构通常以短期债务为主，当基准利率调降时，其利息支出压力的边际改善幅度远超大市值企业。以科技型小盘股为例，研发投入占比高导致自由现金流相对薄弱，降息带来的融资成本下降不仅能直接提升当期利润，更能通过优化资本结构释放长期增长动能。同时，宽松货币政策形成的流动性外溢效应，使得市场风险偏好系统性抬升，资金从防御性资产转向具备高成长弹性的领域。所以小盘成长风格的估值弹性源于其双重属性：既受益于企业基本面的实质性改善，又充当流动性驱动的估值扩张载体。

图 8：中美 2 年期国债收益率和沪深 300/中证 1000



数据来源：WIND、国联期货研究所

二、因子择时回测

2.1 单一风格择时回测

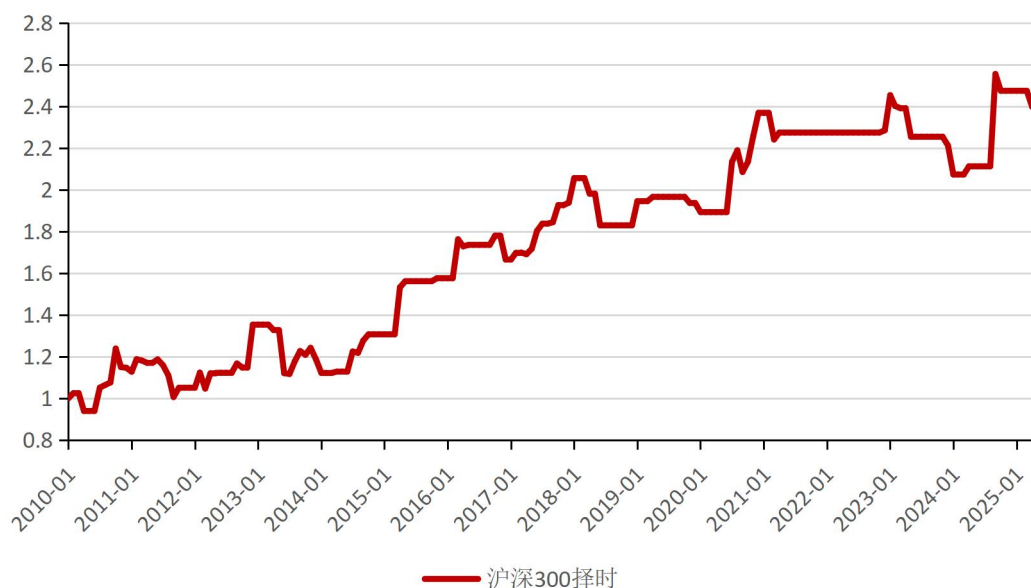
根据专题报告《利率周期、期限利差周期和信用利差周期风格轮动择时策略——风格择时系列专题报告（一）》研究结论。沪深 300 指数具有鲜明的价值风格特征，中证 1000 指数整体呈现出更为明显的成长风格，所以本文以沪深 300 指数和中证 1000 指数代表价值风格和成长风格，并在后续择时回测中应用。

跨境资本流动因子风格择时信号：

资本金融账户：美元兑人民币月环比 < 0 且中美 10 年期国债收益率差环比 > 0
或
经常账户：PMI 新出口订单环比 > 0 且前一月 PMI 新出口订单 > 50
择时沪深 300 指数

以前第一月和第二月的环比数据作为择时信号，以月收盘价进行回测，2010 年 1 月至 2025 年 1 月收益率回测净值图如下：

图 9：跨境资本流动择时沪深 300 指数策略净值



数据来源：WIND、国联期货研究所

全球流动性宽松因子风格择时信号：

美国2年期国债收益率月均环比 < 0

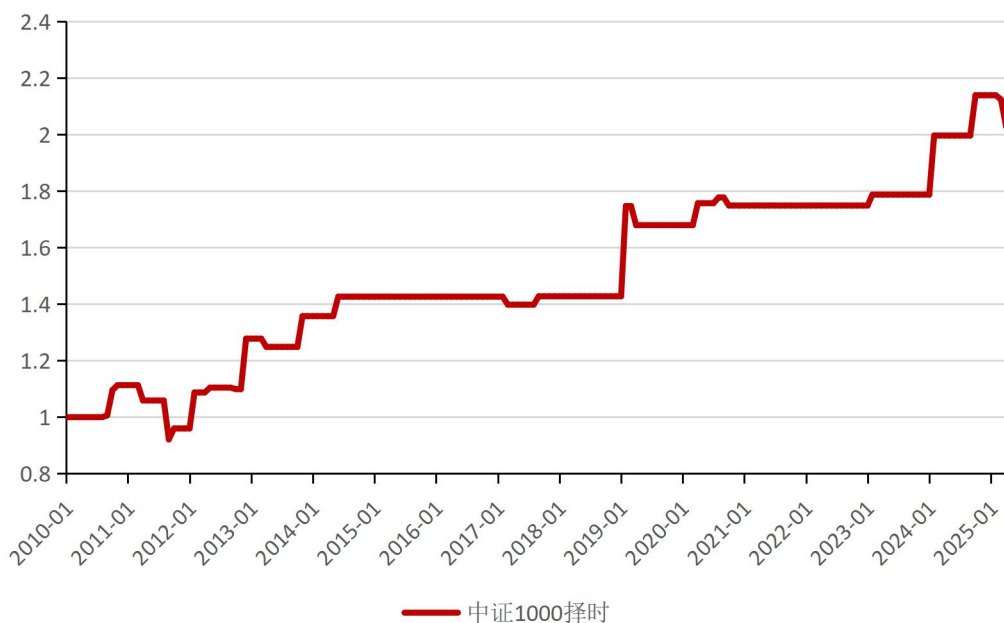
且

制造业PMI环比 > 0

择时中证1000指数

以前第一月和第二月的环比数据作为择时信号，以月收盘价进行回测，2010 年 1 月至 2025 年 1 月收益率回测净值图如下：

图 10：全球流动性宽松择时中证 1000 指数策略净值



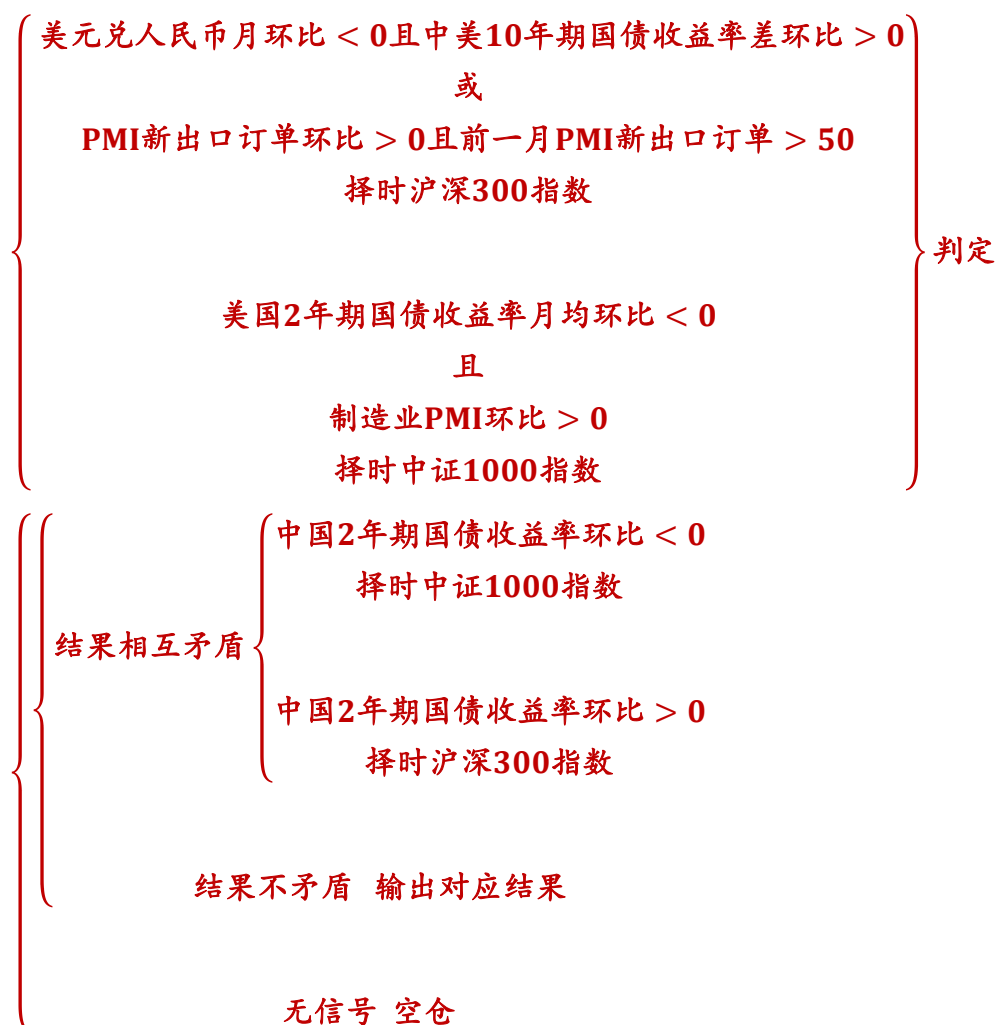
数据来源：WIND、国联期货研究所

2.2 境外流动性复合择时策略回测

将跨境资本流动驱动大盘价值风格和全球流动性宽松驱动小盘成长风格复合,同时引入国内国债收益率构建复合择时信号。

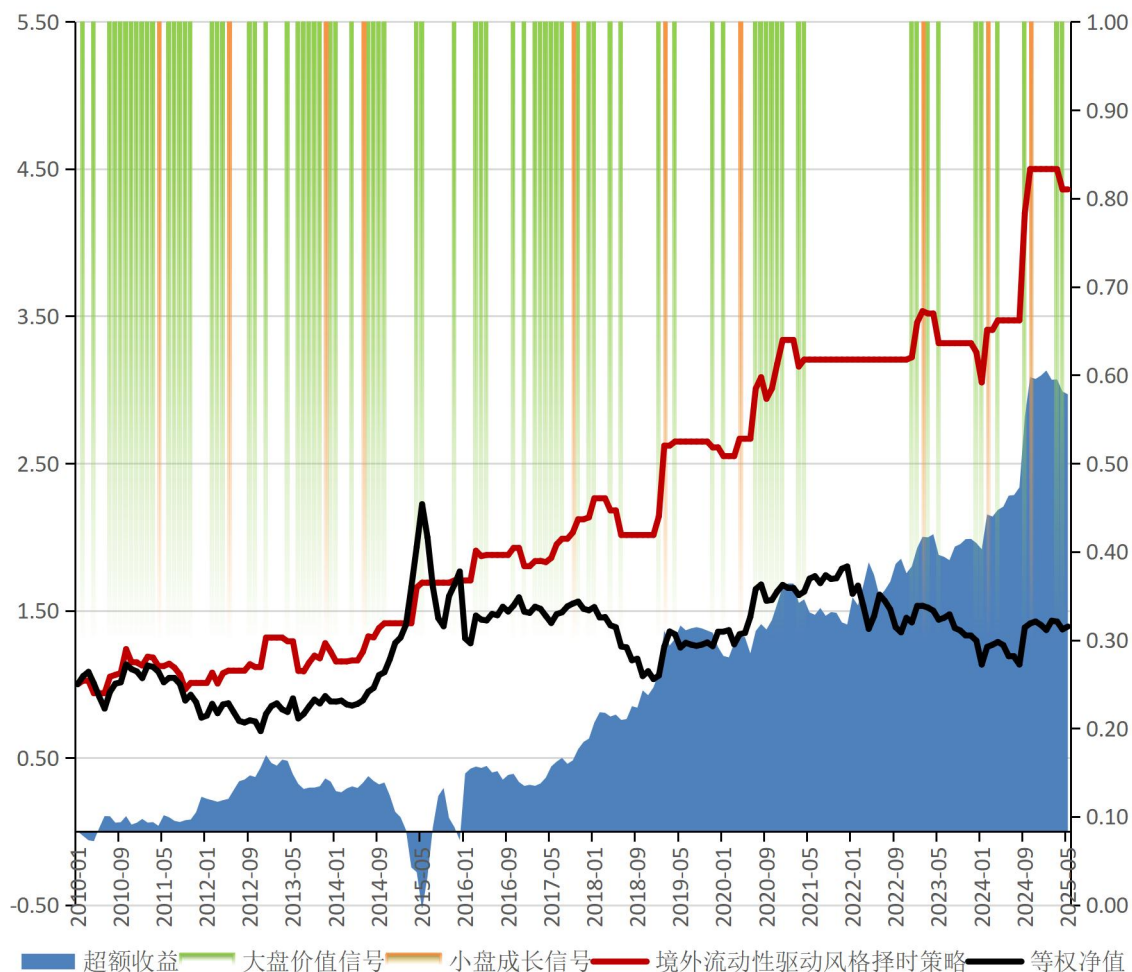
当跨境资本流动因子和全球流动性宽松因子不少于一项出现择时信号时,判定两项信号是否矛盾,如果相互矛盾则引入中国2年期国债收益率进行国内流动性水平判定,当中国2年期国债收益率环比 <0 时,则择时中证1000指数,否则择时沪深300指数。如果不相互矛盾则直接输出对应信号择时信息。如果两因子均无触发信号,则空仓。

境外流动性复合风格择时信号:



以月收盘价进行回测,2010年1月至2025年1月收益率回测净值图如下:

图 11：境外流动性复合择时策略净值



数据来源：WIND、国联期货研究所

在策略回测期间，不包括交易成本和交易损失，年化收益率 10.31%，夏普比率 0.68，风格择时效果明显。

三、总结

本报告通过构建跨境资本流动与全球流动性双因子模型，系统揭示了外资行为与美元流动性周期对 A 股价值与成长风格的分化驱动机制。跨境资本流动框架下，利差扩张与经常账户顺差通过吸引外资增配基本面稳健的大盘价值风格，而美联储宽松政策驱动的全球流动性外溢，则通过降低融资成本与提升风险偏好，显著推升小盘成长股的估值弹性。复合因子模型能够有效捕捉风格切换机遇，策略年化收益超 10%。

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险投资需谨慎

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道 999 号高维大厦 9 楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600