

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）》

《新口径货币供应量的风格轮动择时策略——风格择时系列专题报告（二）》

《汇率、利率、股指联动关系和启示——大类资产系列专题报告（三）》

《国内流动性驱动下的股指风格对冲策略——风格择时系列专题报告（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）》

《多维动量驱动下的股指风格择时策略——风格择时系列专题报告（五）》

多因子复合股指风格择时对冲策略

——风格择时系列专题报告（六）

摘要

本文根据《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）》、《新口径货币供应量的风格轮动择时策略——风格择时系列专题报告（二）》、《国内流动性驱动下的股指风格对冲策略——风格择时系列专题报告（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）》和《多维动量驱动下的股指风格择时策略——风格择时系列专题报告（五）》等研究报告结论，对于期限利差因子、信用利差因子、货币供给因子、境外流动性因子、动量因子、拥挤度动量因子和相对强弱动量因子的制定方法进行梳理和综合应用。因子权重采用基于滚动窗口的动态分配方法，依据各因子的历史预测准确率和年化夏普率进行标准化赋权，赋予高胜率、高性价比因子更高影响力构建择时对冲策略，总体策略超额效果明显，整体策略净值走势较为稳定。

2010 年 6 月至 2025 年 1 月，不考虑滑点和交易及资金成本，多因子复合风格择时对冲策略回测期总收益率超 2800%，收益净值稳定。年化收益率约 25.91%，年化夏普比率 2.14。

目录

一、 因子和因子权重制定方法	- 3 -
1.1 因子制定方法	- 3 -
1.1.1 期限利差因子	- 3 -
1.1.2 信用利差因子	- 3 -
1.1.3 货币供给因子	- 4 -
1.1.4 境外流动性因子	- 4 -
1.1.5 动量因子	- 5 -
1.1.6 拥挤度动量因子	- 6 -
1.1.7 相对强弱动量因子	- 7 -
1.2 因子权重制定方法	- 8 -
二、 仓位制定及策略回测	- 10 -
2.1 仓位制定方法	- 10 -
2.2 择时策略规则和回测	- 11 -
三、 总结	- 12 -

图目录

图 1 多因子复合风格择时对冲策略回测	- 12 -
---------------------------	--------

一、因子和因子权重制定方法

1.1 因子制定方法

1.1.1 期限利差因子

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）》和《国内流动性驱动下的股指风格对冲策略——风格择时系列专题报告（三）》研究结论：小盘成长风格在短端利率下行引致市场流动性款松时更为敏感，同时叠加在期限利差走阔阶段，将表现出超额收益，此时可构建短端利率下行与期限利差正向扩大的复合择时信号。长端利率的边际下行往往隐含市场对远期经济增速的预期仍偏谨慎，在此情境下，具备稳定现金流和抗周期属性的大盘价值类资产更具配置价值。所以当期限利差收窄与长端利率下行形成共振时，则触发大盘价值风格择时信号。

期限利差因子风格择时信号：

期限利差环比 > 0 且 1 年期国债收益率环比 < 0
择时中证 1000 指数
期限利差环比 < 0 且 10 年期国债收益率环比 < 0
择时沪深 300 指数

1.1.2 信用利差因子

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）》和《国内流动性驱动下的股指风格对冲策略——风格择时系列专题报告（三）》研究结论：在信用利差显著上行的阶段，小盘成长类企业由于融资成本和难度的提升，可能会面临更大的经营压力。因此，投资者在这个阶段应该更加倾向于投资融资难度较小、依赖度较低的大盘价值风格。这些大盘价值股通常拥有较强的财务实力和稳定的盈利能力，能够更好地抵御融资环境收紧的冲击。而当信用利差显著下行时，上市公司的融资成本和难度都会有所降低，这对于那些外部融资难度较大、依赖度较高的小盘成长股来说是一个利好。这些小盘成长股在融资环境改善的情况下，有望获得更多的资金支持，进而实现更快的成长和发展。因此，在这个阶段，投资者可以更多地关注并持有成长风格，以获取更高的收益弹性。

信用利差因子风格择时信号：

信用利差环比 > 0
 择时中证1000指数
 信用利差环比 < 0
 择时沪深300指数

1.1.3 货币供给因子

根据专题报告《新口径货币供应量的风格轮动择时策略——风格择时系列专题报告(二)》和《国内流动性驱动下的股指风格对冲策略——风格择时系列专题报告(三)》研究结论：当 M2 环比和 (M2-M1) 环比两者同步改善时，即流动性环境宽松 (M2 环比上升) 叠加经济活力增强 (M2-M1 环比下降)，形成“戴维斯双击”效应：一方面，流动性充裕推升成长股的估值弹性，另一方面，实体需求回暖改善企业盈利预期，尤其利好研发投入高、业绩对经济敏感度强的科技与消费等成长板块，驱动其相对价值股展现超额收益。反之，若流动性边际收紧 (M2 环比回落) 或准货币增速反弹 (M2-M1 环比上升)，则表明市场面临“供给收缩”或“需求转弱”的压力，此时成长股因依赖融资成本与盈利预期的特性，易受估值与业绩的双重压制，而价值股凭借稳定的现金流、高股息及低估值防御属性，更易在风险偏好回落的环境中凸显配置价值。

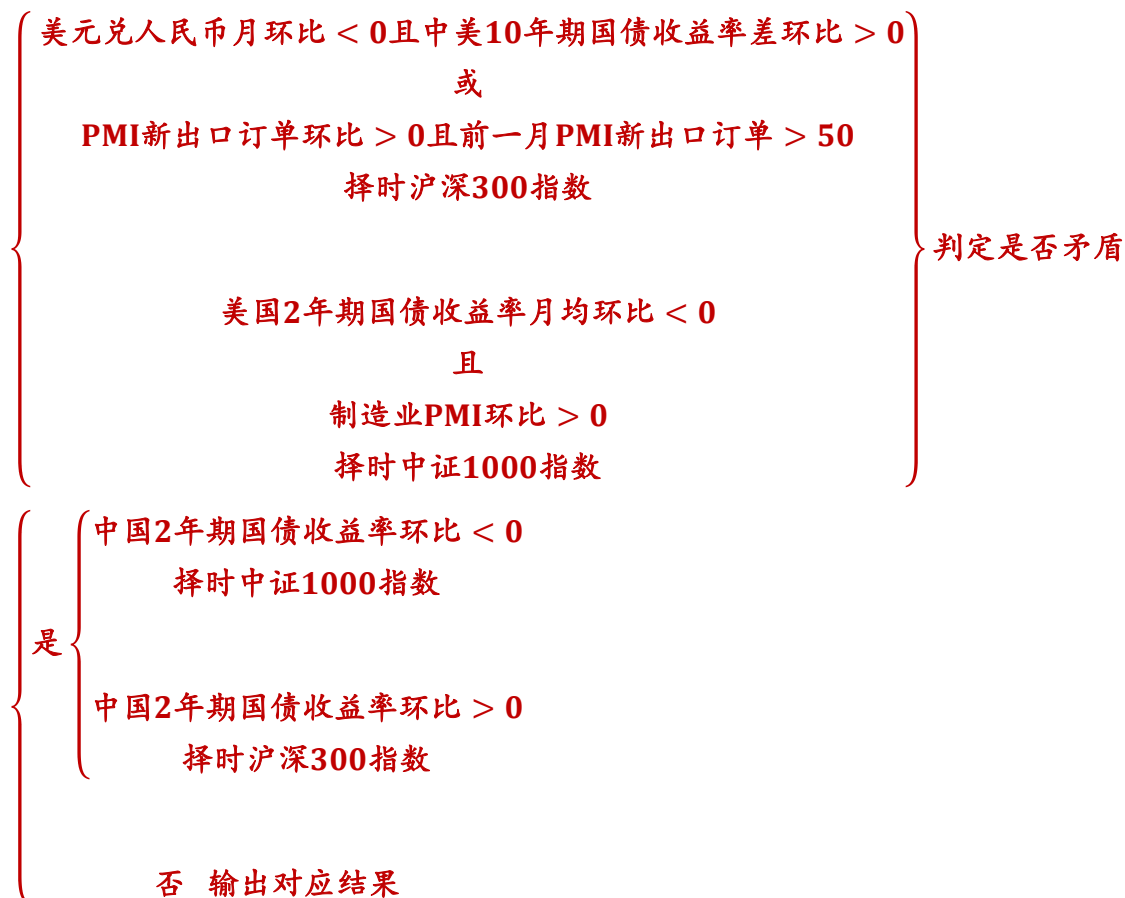
货币供给因子风格择时信号：

双指标共振 M2环比增速差 > 0 且 (M2 - 新口径M1) 环比增速差 < 0
 择时中证1000指数
 单指标负向 M2环比增速差 < 0 或 (M2 - 新口径M1) 环比增速差 > 0
 择时沪深300指数

1.1.4 境外流动性因子

根据专题报告《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)》研究结论：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降低融资成本以及国内经济预期改善提升风险偏好提升风险偏好，支撑中证1000等小盘成长股的估值弹性。

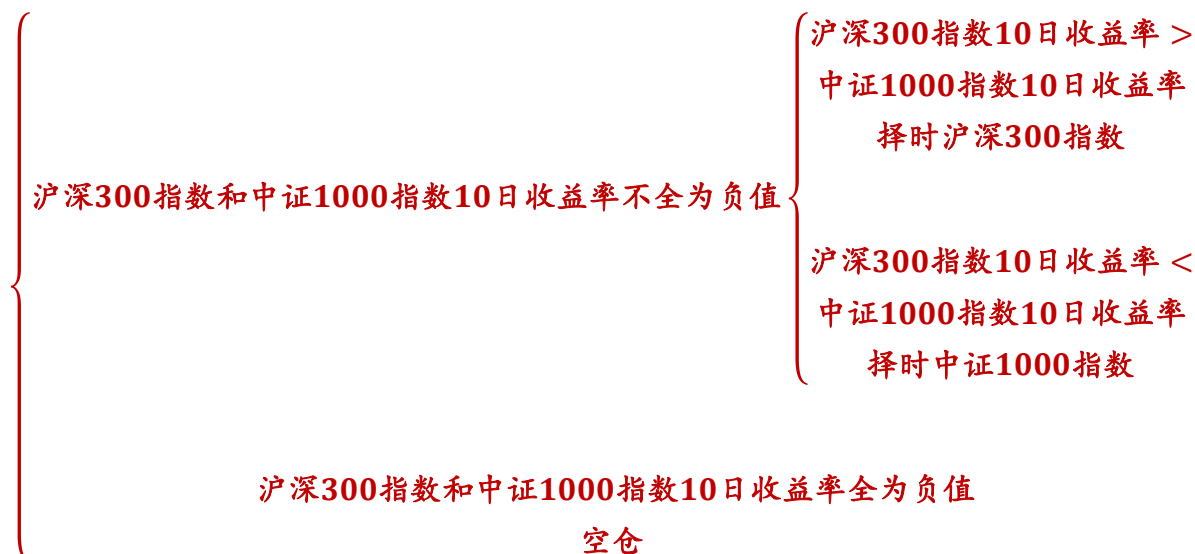
境外流动性复合风格择时信号：



1.1.5 动量因子

根据专题报告《多维动量驱动下的股指风格择时策略——风格择时系列专题报告（五）》研究结论：当新信息冲击市场时，投资者常因“保守性偏差”而反应不足——过度锚定先前的信念，对新证据消化缓慢。这导致价格无法一次性调整到位，利好信息推动的上涨趋势得以持续，形成动量策略捕捉的初始惯性。随着趋势延续，“代表性启发”和“羊群效应”开始主导：投资者错误地将近期上涨简单外推为未来持续繁荣的“代表”，同时因害怕踏空而盲目追随他人买入。这引发反应过度，价格被推至远超内在价值的水平。

动量因子风格择时信号：



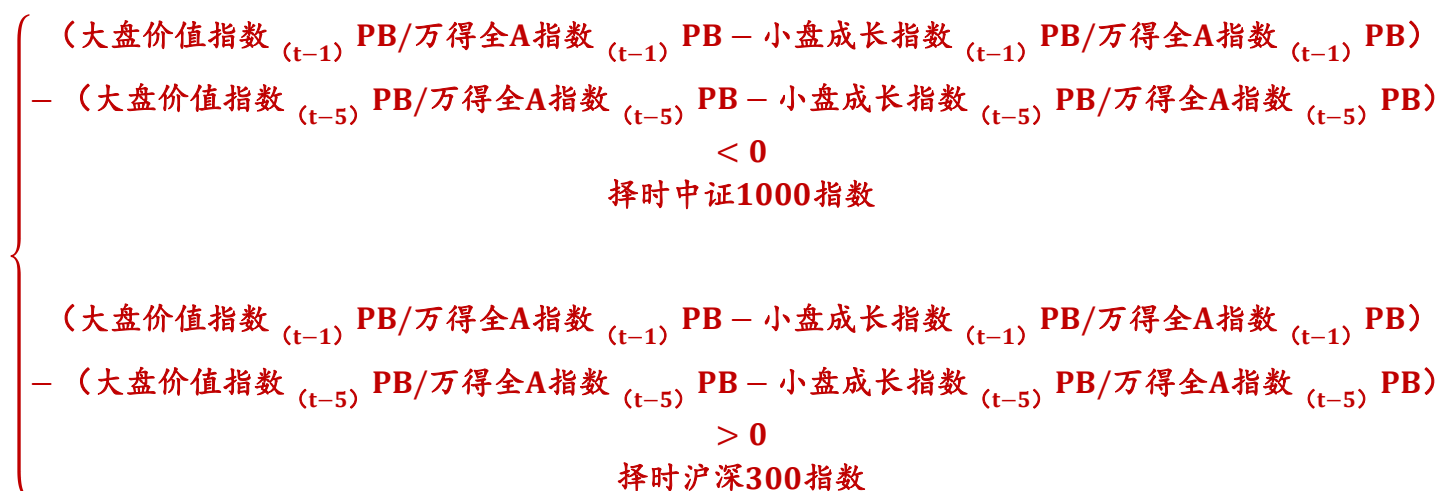
1.1.6 拥挤度动量因子

根据专题报告《多维动量驱动下的股指风格择时策略——风格择时系列专题报告（五）》研究结论：指数拥挤度是洞察资金流向与市场情绪的重要量化工具。其核心逻辑在于通过比较特定指数的估值与整体市场估值基准的偏离程度，来评估资金对该指数的相对配置热度。

指数拥挤度 = 指数 PB / 全市场 PB

指数拥挤度处于相对高位且趋势性增强的指数，往往在未来一段时间内继续表现出相对强势。而拥挤度处于相对低位且趋势性减弱的指数，其相对弱势也倾向于延续。

拥挤度动量因子风格择时信号：



1.1.7 相对强弱动量因子

根据专题报告《多维动量驱动下的股指风格择时策略——风格择时系列专题报告（五）》研究结论：相对强弱动量核心逻辑在于识别并追踪不同指数之间短期相对动量的显著偏移。当某一指数（如代表特定风格或板块的指数）的日收益率持续且显著地超越另一个更具代表性的市场基准指数（如全市场综合指数）时，这种超越为市场内部力量发生变化的信号，揭示了资金在不同市场维度间进行迁移的方向与强度。

相对强弱动量因子风格择时信号（大盘价值指数和小盘成长指数）：

大盘价值相对基准日收益率差额

$$= \text{大盘价值指数}_{(t-1)} \text{ 日收益率} - \text{万得全A指数}_{(t-1)} \text{ 日收益率}$$

小盘成长相对基准日收益率差额

$$= \text{小盘成长指数}_{(t-1)} \text{ 日收益率} - \text{万得全A指数}_{(t-1)} \text{ 日收益率}$$

大盘价值和小盘成长相对基准日收益率差额均 $> 0.2\%$

大盘价值相对基准日收益率差额 $>$
小盘成长相对基准日收益率差额
择时沪深300指数

大盘价值相对基准日收益率差额 $<$
小盘成长相对基准日收益率差额
择时中证1000指数

大盘价值和小盘成长相对基准日收益率差额不全 $> 0.2\%$

大盘价值相对基准日收益率差额 $>$
 0.2%
择时沪深300指数

小盘成长相对基准日收益率差额 $>$
 0.2%
择时中证1000指数

大盘价值和小盘成长相对基准日收益率差额均 $< 0.2\%$

空仓

相对强弱动量因子风格择时信号（沪深300指数和中证1000指数）：

沪深300指数相对基准日收益率差额

$$= \text{沪深300指数}_{(t-1)} \text{ 日收益率} - \text{万得全A指数}_{(t-1)} \text{ 日收益率}$$

中证1000指数相对基准日收益率差额

$$= \text{中证1000指数}_{(t-1)} \text{ 日收益率} - \text{万得全A指数}_{(t-1)} \text{ 日收益率}$$

沪深300和中证1000相对基准日收益率差额均 $> 0.2\%$

沪深300相对基准日收益率差额 $>$
中证1000相对基准日收益率差额
择时沪深300指数

沪深300相对基准日收益率差额 $<$
中证1000相对基准日收益率差额
择时中证1000指数

沪深300和中证1000相对基准日收益率差额不全 $> 0.2\%$

沪深300相对基准日收益率差额 $>$
 0.2%
择时沪深300指数

中证1000相对基准日收益率差额 $>$
 0.2%
择时中证1000指数

沪深300和中证1000相对基准日收益率差额均 $< 0.2\%$

空仓

1.2 因子权重制定方法

鉴于当前构建的8个风格因子在沪深300与中证1000指数择时中表现出不同水平的超额收益特性，直接采用等权方式整合因子信号可能削弱组合预测效能。为优化因子协同机制，本研究提出基于动态历史准确率和动态历史年化夏普率的加权策略：以过去60个交易日为回溯周期，逐日验证各因子对两类指数涨跌方向的预测情况，计算因子在窗口期内的平均准确率和年化夏普率，以准确率标准化和年化夏普率标准

化的结果作为因子权重分配依据，形成非等权复合信号。该方法通过动态赋予高胜率因子更高权重，同时抑制噪声因子影响。

因子集合：

$$\mathcal{F} = \{f_1, f_2, \dots, f_8\}$$

当前时间点：

$$T$$

定义交易日 t 的因子预测准确率判别函数 $A_{f,t}$ ：

$$A_{f,t} = \begin{cases} II\{\frac{1}{2}R_t^{HS300} + \frac{1}{2}R_t^{ZZ1000} < 0\} & \text{if 空仓信号} \\ II\{R_t^{HS300} > R_t^{ZZ1000}\} & \text{if 择时沪深300} \\ II\{R_t^{HS300} < R_t^{ZZ1000}\} & \text{if 择时中证1000} \end{cases}$$

其中：

R_t^{HS300} 、 R_t^{ZZ1000} 分别为沪深 300 指数和中证 1000 指数在 t 日的收益率

$II\{\}$ 为示性函数，条件成立时取 1，否则取 0

在滚动窗口期 $(T-60, T-1)$ ，因子 f_i 对指数 \bar{A}_f 的日度方向预测准确率为：

$$\bar{A}_{fi} = \frac{1}{N} \sum_{t=T-60}^{T-1} A_{fi,t}$$

标准化胜率权重：

$$\omega_i^A = \frac{\bar{A}_{fi}}{\sum_{i=1}^8 \bar{A}_{fi}}$$

年化夏普比率计算：

$$\begin{aligned} \mu_{fi} &= \frac{1}{N} \sum_{t=T-60}^{T-1} R_{fi,t} \\ \sigma_{fi} &= \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{t=T-60}^{T-1} (R_{fi,t} - \mu_{fi})^2} \\ SR_{fi} &= \frac{\mu_{fi} * \sqrt{252}}{\sigma_{fi}} \end{aligned}$$

标准化夏普比率权重：

$$\omega_{fi}^{SR} = \frac{SR_{fi}}{\sum_{i=1}^8 SR_{fi}}$$

本文将以胜率为首要权重，因子初始权重组合为：

$$\omega_{fi}^{initial} = \frac{2}{3} \omega_i^A + \frac{1}{3} \omega_{fi}^{SR}$$

注：当 $\omega_{fi}^{initial} < 0$ 时，强制 $\omega_{fi}^{initial} = 0$ 以避免负权重

最终标准化因子权重组合为：

$$\omega_{fi}^{final} = \frac{\omega_{fi}^{initial}}{\sum_{i=1}^8 \omega_{fi}^{initial}}$$

满足约束：

$$\sum_{i=1}^8 \omega_{fi}^{final} = 1, \omega_{fi}^{final} \geq 0$$

二、仓位制定及策略回测

2.1 仓位制定方法

设因子 fi 在交易日 t 的原始择时信号为三元变量：

$$S_{fi,t} = \begin{cases} 1 & \text{择时沪深300} \\ -1 & \text{择时中证1000} \\ 0 & \text{空仓} \end{cases}$$

复合信号值：

$$S_{fi} = \sum_{i=1}^8 \omega_{fi}^{final} * S_{fi,t}$$

因子择时沪深 300 指数赋值为 1，择时中证 1000 指数赋值为-1，空仓为 0。当信号值 > 0.5 ，则用 10%仓位作为保证金多沪深 300 股指期货，10%仓位作为保证金空中证 1000 股指期货，当信号值 > 0.25 ，则用 7.5%仓位作为保证金多沪深 300 股指期货，7.5%仓位作为保证金空中证 1000 股指期货，当信号值 > 0 ，则用 5%仓位作为保证金多沪深 300 股指期货，5%仓位作为保证金空中证 1000 股指期货。当信号值 < -0.5 ，则用 10%仓位作为保证金多中证 1000 股指期货，10%仓位作为保证金空沪深 300 股指期货，当信号值 < 0.25 ，则用 7.5%仓位作为保证金多中证 1000 股指期货，7.5%仓位作为保证金空沪深 300 股指期货，当信号值 < 0 ，则用 5%仓位作为保证金多中证 1000 股指期

货，5%仓位作为保证金空沪深 300 股指期货。当信号值=0 时，则空仓。流动资金进行现金管理，现金管理利率采用 10 年期国债收益率。

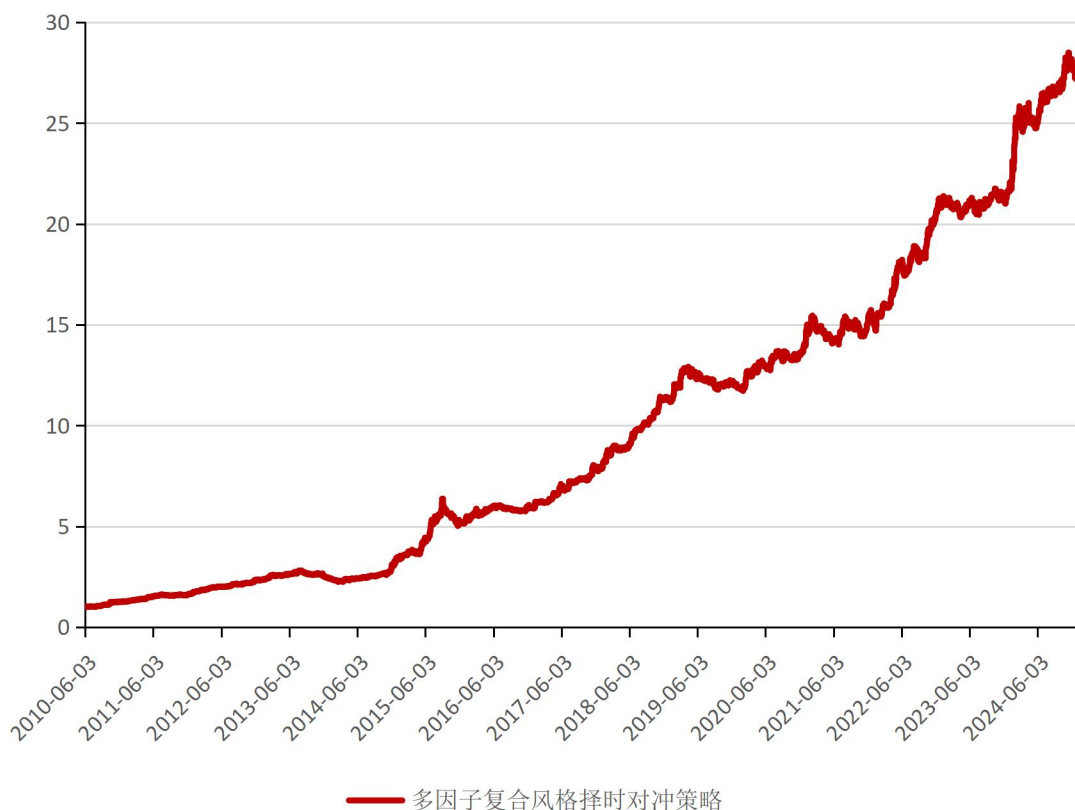
多因子复合风格择时对冲信号：	$S_{fi} > 0.5$ 10%多IF + 10%空IM
	$S_{fi} > 0.25$ 7.5%多IF + 7.5%空IM
	$S_{fi} > 0$ 5%多IF + 5%空IM
	$S_{fi} = 0$ 空仓
	$S_{fi} < 0$ 5%多IM + 5%空IF
	$S_{fi} < -0.25$ 7.5%多IM + 7.5%空IF
	$S_{fi} < -0.5$ 10%多IM + 10%空IF

2.2 择时策略规则和回测

策略区间为 2010 年 6 月至 2025 年 1 月总共 14.5 年时间，以日收盘价进行不定期调仓。由于 IM 股指期货数据不足，回测数据采用沪深 300 指数和中证 1000 指数。

下图为不考虑滑点和交易及资金成本的策略净值折线图：

图 1 多因子复合风格择时对冲策略回测



数据来源：WIND、国联期货研究所

2010 年 6 月至 2025 年 1 月，不考虑滑点和交易及资金成本，多因子复合风格择时对冲策略回测期总收益率超 2800%，收益净值稳定。年化收益率约 25.91%，年化夏普比率 2.14。

三、总结

本研究成功构建并验证了一套基于多因子动态加权的风格轮动择时对冲策略。通过深入分析期限利差、信用利差、货币供给、境外流动性、动量、拥挤度动量和相对强弱动量因子对沪深 300（大盘价值）与中证 1000（小盘成长）风格指数的差异化影响，提炼出有效的择时信号。采用基于滚动窗口（60 日）的动态权重分配方法，依据各因子的历史预测准确率和年化夏普率进行标准化赋权，赋予高胜率、高性价比因子更高影响力，显著提升了复合信号的预测效能。策略依据复合信号强度分级配置对冲仓位（沪深 300 vs 中证 1000）。长达 14.5 年（2010.06-2025.01）的回测表明，该策略在不考虑交易成本下实现了超过 2800% 的总收益，年化收益率近 26%，年化夏普比率达 2.14，净值曲线稳健上行。

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