



国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师:

项麒睿

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)》

## 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)

#### 摘要

本文基于《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《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)》的研究结论:(1)货币供给因子通过M2环比增速与(M2-M1)环比增速的协同变动捕捉流动性总量与经济主体风险偏好的"戴维斯双击"效应,驱动成长/价值风格切换;(2)期限利差因子通过短端利率与长端利率的相对变化映射流动性松紧与经济预期,形成小盘成长与大盘价值的差异化配置信号;(3)信用利差因子从企业融资成本维度解析市场风险偏好,构建信用扩张与收缩期的风格选择框架。对其中期限利差因子和信用利差因子进行进一步优化,同时对三因子进行复合择时构建对冲策略,基于2010-2025年的回测数据显示,三因子复合对冲策略年化收益率达10.52%,夏普比率0.98。

## 目录

一、 流动性因子构建与经济逻辑 .....	- 3 -
1.1 货币供给因子 .....	- 3 -
1.2 期限利差因子 .....	- 3 -
1.3 信用利差因子 .....	- 5 -
二、 因子择时回测 .....	- 5 -
2.1 单因子择时回测 .....	- 5 -
2.2 多因子择时对冲策略回测 .....	- 8 -
三、 总结 .....	- 9 -

## 图表目录

图 1 : M2 环比和 M2-M1 环比 .....	- 3 -
图 2 : 沪深 300/中证 1000 和期限利差 .....	- 4 -
图 3 : 沪深 300/中证 1000 和信用利差 .....	- 5 -
图 4 : 货币供应量因子择时策略净值 .....	- 6 -
图 5 : 期限因子择时策略净值 .....	- 7 -
图 6 : 信用利差因子择时策略净值 .....	- 7 -
图 7 : 多因子择时对冲策略净值 .....	- 9 -
表 1 : 期限利差六种情景 .....	- 4 -

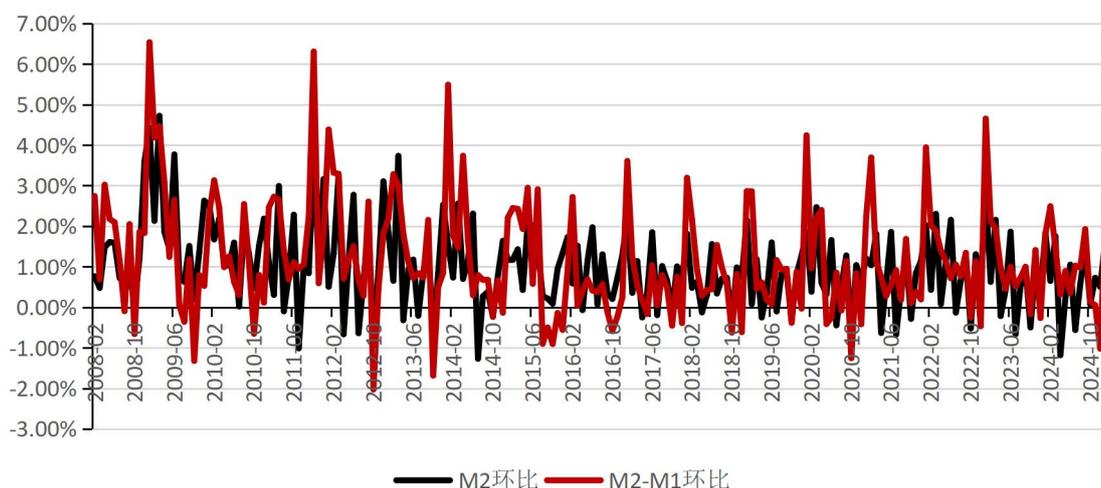
## 一、流动性因子构建与经济逻辑

### 1.1 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）》结论：以 M2 环比增速衡量流动性总量的边际变化，反映市场资金供给的松紧程度，同时以 (M2-M1) 环比增速刻画准货币的短期波动，其增速下降意味着资金从低流动性的储蓄转向高流动性的交易账户 (M1)，直接映射经济主体风险偏好的提升与实际交易需求的扩张。

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。

图 1：M2 环比和 M2-M1 环比 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

### 1.2 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）》结论：期限利差反映了经济变动与流动性变动的相对

水平，期限利差上行或处于相对高位时不利于大盘价值风格，期限利差下行或处于相对低位时不利于小盘成长风格的表现。

图 2：沪深 300/中证 1000 和期限利差



数据来源：WIND、国联期货研究所

但期限利差因子在择时信号构建过程中的对于均线选择的理论支撑不足，所以本文将采用日度环比叠加复合择时条件构建择时因子。首先采用 5 日移动平均对原始数据进行平滑处理，以消除高频交易引发的噪声干扰。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。

表 1：期限利差六种情景

期限利差六种情景			
期限利差缩小	长端收益率降低 短端收益率升高	长端和短端收益率均升高，但长端收益率升高幅度小于短端收益率	长端和短端收益率均降低，但长端收益率降低幅度大于短端收益率
期限利差升高	长端收益率升高 短端收益率降低	长端和短端收益率均升高，但长端收益率升高幅度大于短端收益率	长端和短端收益率均降低，但长端收益率降低幅度小于短端收益率

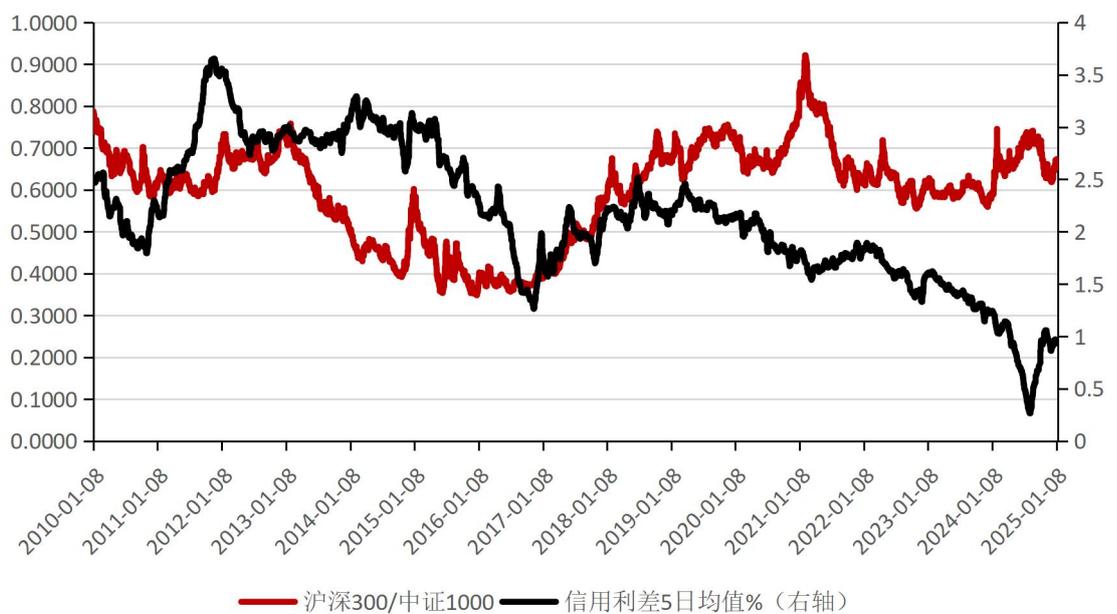
数据来源：WIND、国联期货研究所

### 1.3 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）》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。

图 3：沪深 300/中证 1000 和信用利差



数据来源：WIND、国联期货研究所

但同样信用利差因子在择时信号构建过程中的对于均线选择的理论支撑不足，所以本文将采用日度环比构建择时因子，并且采用 5 日移动平均对原始数据进行平滑处理，以消除高频交易引发的噪声干扰。

## 二、因子择时回测

### 2.1 单因子择时回测

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——

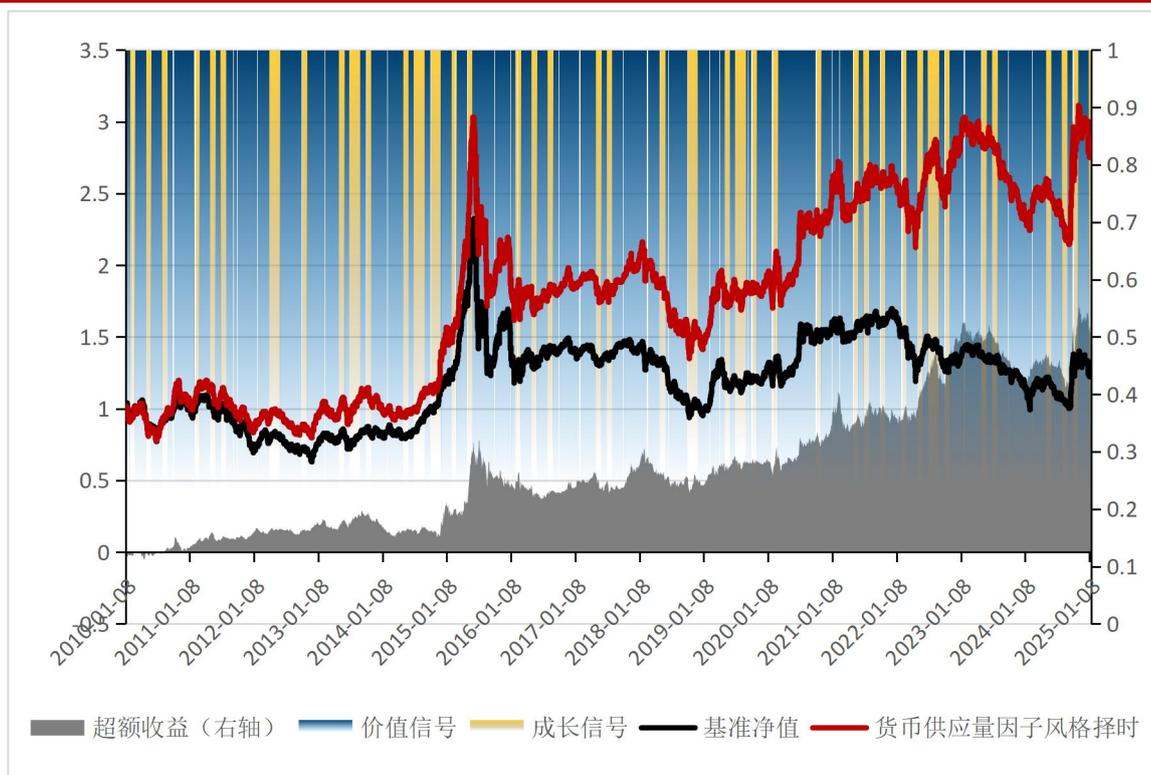
风格择时系列专题报告（一）》研究结论。沪深 300 指数具有鲜明的价值风格特征，中证 1000 指数整体呈现出更为明显的成长风格，所以本文以沪深 300 股指期货和中证 1000 股指期货代表价值风格和成长风格，并在后续择时回测中应用。

**货币供给因子风格择时信号：**

$\left\{ \begin{array}{l} \text{双指标共振 } M2 \text{ 环比增速差} > 0 \text{ 且 } (M2 - \text{新口径} M1) \text{ 环比增速差} < 0 \\ \text{择时中证1000指数} \\ \text{单双指标负向 } M2 \text{ 环比增速差} < 0 \text{ 或 } (M2 - \text{新口径} M1) \text{ 环比增速差} > 0 \\ \text{择时沪深300指数} \end{array} \right.$

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 4：货币供应量因子择时策略净值

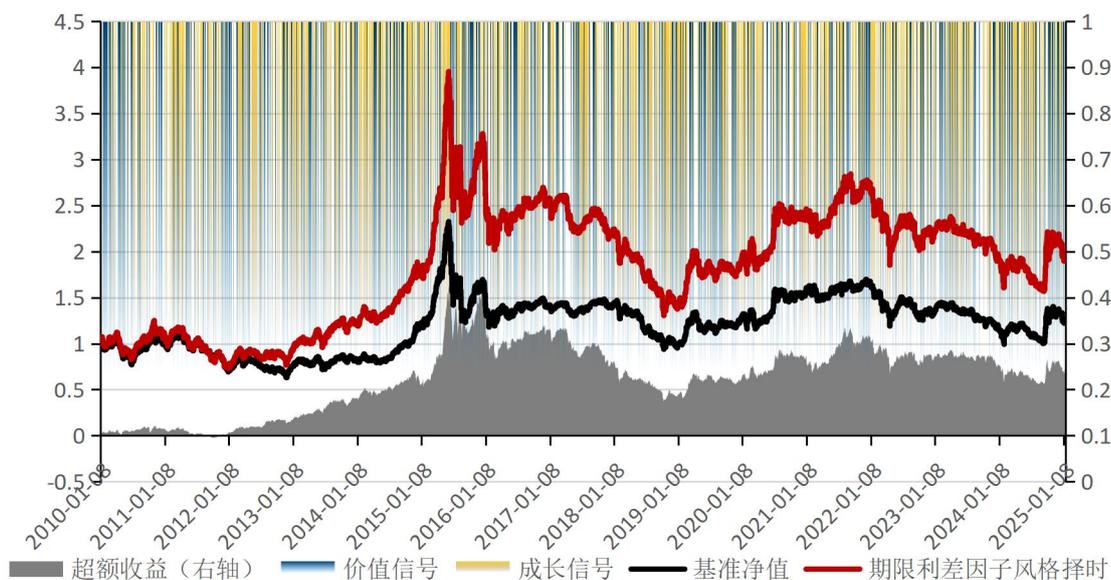


数据来源：WIND、国联期货研究所

**期限利差因子风格择时信号：**
 $\left\{ \begin{array}{l} \text{期限利差环比} > 0 \text{ 且 } 1 \text{ 年期国债收益率环比} < 0 \\ \text{择时中证1000指数} \\ \text{期限利差环比} < 0 \text{ 且 } 10 \text{ 年期国债收益率环比} < 0 \\ \text{择时沪深300指数} \end{array} \right.$

以前第一交易日和第二交易日的环比数据作为择时信号，以日收盘价进行回测，2010 年 1 月至 2025 年 1 月收益率回测净值图如下：

图 5：期限因子择时策略净值



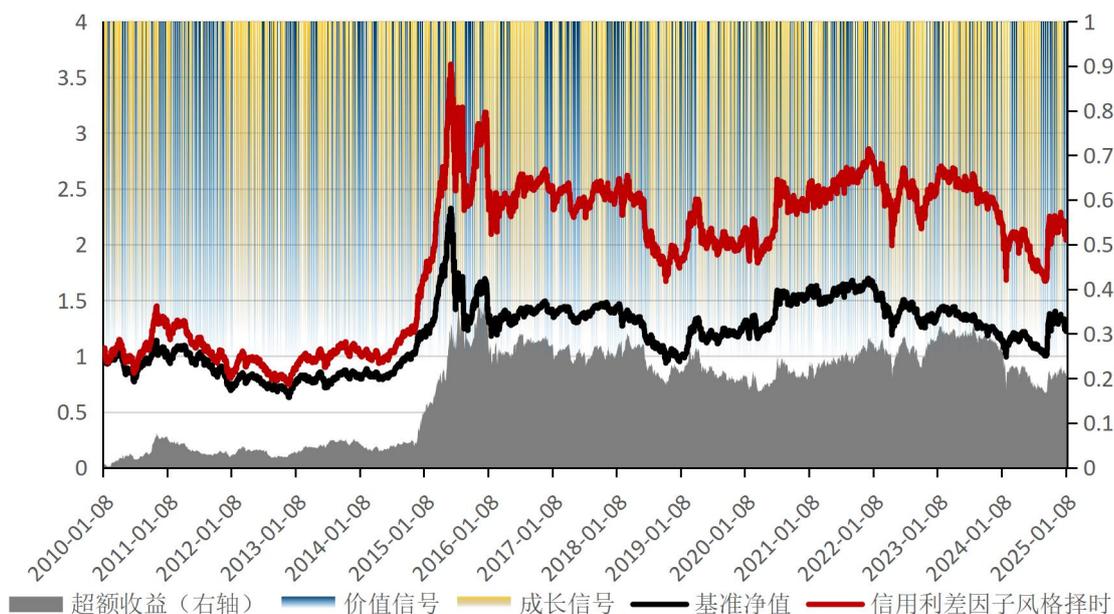
数据来源：WIND、国联期货研究所

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

以前第一交易日和第二交易日的环比数据作为择时信号，以日收盘价进行回测，2010年1月至2025年1月收益率回测净值图如下：

图 6：信用利差因子择时策略净值



数据来源：WIND、国联期货研究所

## 2.2 多因子择时对冲策略回测

将国内宏观环境相对流动性强弱视角下的货币供应量择时信号、期限利差择时信号以及信用利差择时信号复合构建趋势共振信号。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。

当三因子均指向沪深300指数，则用10%仓位作为保证金多沪深300指数，10%仓位作为保证金空中证1000指数。当三因子中有指向沪深300指数信号数量与指向中证1000指数信号数量之差大于0小于3时，则用7.5%仓位作为保证金多沪深300指数，7.5%仓位作为保证金空中证1000指数。当三因子均指向中证1000指数，则用10%仓位作为保证金多中证1000指数，10%仓位作为保证金空沪深300指数。当三因子中指向中证1000指数信号数量与指向沪深300指数信号数量之差大于0小于3时，则用7.5%仓位作为保证金多中证1000指数，7.5%仓位作为保证金空沪深300指数。其余资金进行现金管理，现金管理利率采用10年期国债收益率。

### 多因子择时对冲信号：



以日收盘价进行回测，2010年1月至2025年1月收益率回测净值图如下：

图 7：多因子择时对冲策略净值



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 10.52%，夏普比率 0.98，风格择时效果明显。

### 三、总结

本文通过构建货币供给、期限利差与信用利差三维流动性分析框架，系统论证了宏观流动性环境对市场风格轮动的传导机制与择时逻辑。实证结果表明：（1）货币供给因子的“总量松紧+结构活化”双维度信号可有效捕捉大盘价值和小盘成长风格；（2）期限利差通过短端流动性敏感性与长端经济预期的组合，有效定位小盘成长与大盘价值的风格切换节点；（3）信用利差周期则从企业融资约束视角提供风险偏好变化的预警信号。多因子复合策略通过信号共振机制，在降低单一因子噪声干扰的同时实现风险对冲，不包括交易成本和交易损失，年化收益率 10.52%，夏普比率 0.98，风格择时效果明显。

## 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