

宏观专题报告

2025 年 1 月 24 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：

《库存周期、美林时钟周期、利率周期、信用利差和期限利差周期联动关系和启示——大类资产系列专题报告（四）》

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）

摘要

本文从行业属性、成长因子与价值因子两个维度定义了成长风格与价值风格。沪深 300 指数与中证 1000 指数在行业构成及风格倾向上展现出显著差异，前者偏向价值风格，后者偏向成长风格。

在风格轮动框架部分，文章构建了利率周期、期限利差周期和信用利差周期三个风格轮动框架。在利率周期中，利率下行时适合持有成长风格股票，利率上行时则更适合持有价值风格股票。在期限利差周期中，经济变动相对于流动性变动增强，小盘成长风格相对强势，当经济变动相对于流动性变动减弱，大盘成长风格存在一定优势。在信用利差周期中，信用利差上升时大盘价值风格更具优势，而信用利差下降时则利于小盘成长风格。

最后，文章通过因子择时回测验证了上述风格轮动框架的有效性。在利率周期风格轮动择时回测中，双利率策略在价值风格和成长风格表现突出的年份均能有效择时。在期限利差和信用利差风格轮动择时回测中，因子也展现出了一定的风格择时能力。

目录

一、 市场风格定义和股指映射	- 4 -
1.1 市场风格定义	- 4 -
1.2 市场风格股指映射	- 4 -
二、 风格轮动框架	- 6 -
2.1 利率周期风格轮动框架	- 6 -
2.2 期限利差周期风格轮动框架	- 7 -
2.3 信用利差周期风格轮动框架	- 8 -
三、 因子择时回测	- 9 -
3.1 利率周期风格轮动择时回测	- 9 -
3.2 期限利差风格轮动择时回测	- 12 -
3.3 信用利差风格轮动择时回测	- 12 -
四、 总结	- 13 -

图表目录

图 1 : 沪深 300 行业市值占比 (%)	- 4 -
图 2 : 中证 1000 行业市值占比 (%)	- 5 -
图 3 : 净利润和营业收入增长率 (%)	- 5 -
图 4 : 股息率和市盈率 (%)	- 5 -
图 5 : shibor 利率周期和价值成长风格轮动	- 6 -
图 6 : 国债收益率周期和价值成长风格轮动	- 7 -
图 7 : 期限利差周期和价值成长风格轮动	- 8 -
图 8 : 信用利差和价值成长风格轮动	- 9 -
图 9 : shibor 策略净值	- 10 -
图 10 : 国债收益率策略净值	- 11 -
图 11 : 双利率复合策略净值	- 11 -
图 12 : 期限利差策略净值	- 12 -
图 13 : 信用利差策略净值	- 13 -

一、市场风格定义和股指映射

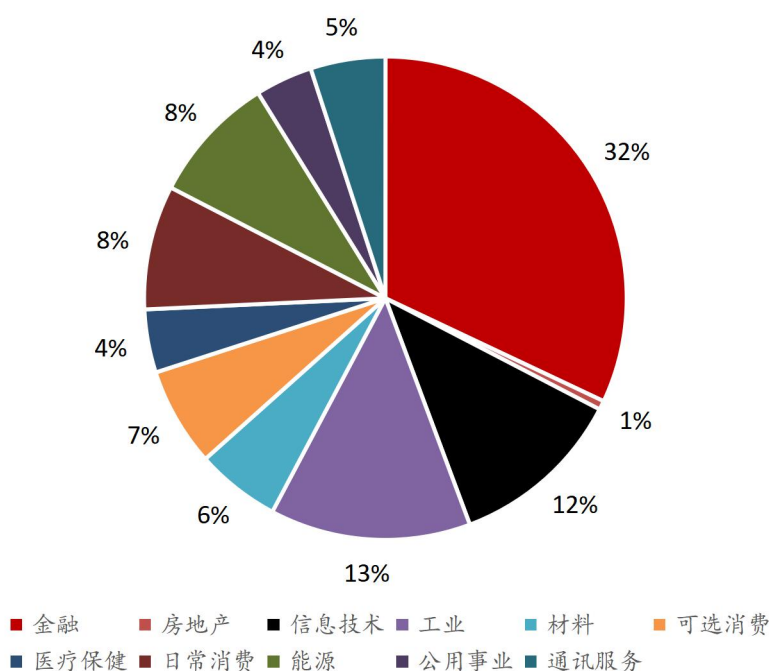
1.1 市场风格定义

成长风格与价值风格的定义可从两个维度进行阐述。首先，从行业和板块属性层面来看，成长风格通常关联于那些具有高增长潜力的行业板块，例如医药和计算机，而价值风格则更多地与防御性较强的行业板块相关，如金融。其次，另一种定义方式侧重于成长因子和价值因子的应用。成长因子涵盖主营业务收入增长率和净利润增长率等指标，用以衡量企业的成长潜力。相比之下，价值因子则包括每股收益价格比率和股息收益率等，用以评估企业的估值吸引力。

1.2 市场风格股指映射

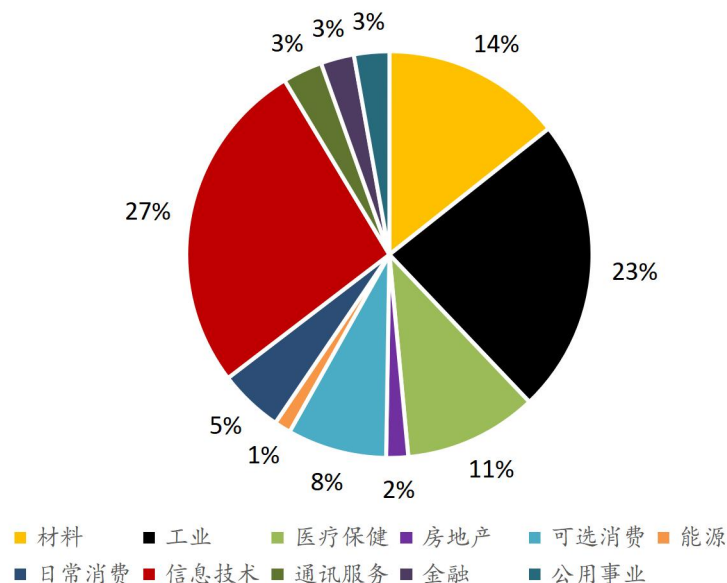
沪深 300 指数与中证 1000 指数在行业构成及风格倾向上展现出显著差异，沪深 300 指数与中证 1000 指数分别偏向价值和成长市场风格。沪深 300 指数中，金融业以近三分之一的市值占比独占鳌头，这一高比例赋予了该指数鲜明的价值风格特征。相比之下，中证 1000 指数的行业分布更为多元，信息技术以 27% 的市值占比领先，紧随其后的是工业、材料业和医疗保健等高成长性行业。这些行业在中证 1000 指数中的相对较高占比，使其整体呈现出更为明显的成长风格。

图 1：沪深 300 行业市值占比（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 2：中证 1000 行业市值占比 (%)



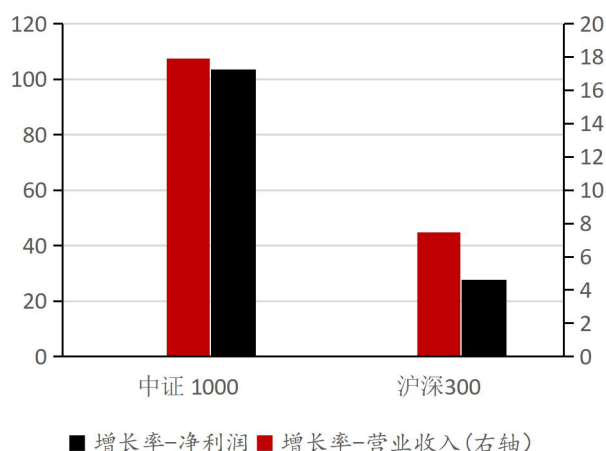
数据来源：WIND、国联期货研究所

在价值因子维度上，沪深 300 指数的加权指数股息率显著超越中证 1000 指数，显示出其更为稳健的价值投资属性。而中证 1000 指数则呈现出相对更高的估值特征，其加权市盈率远高于沪深 300 指数，这进一步凸显了两者在价值评估上的分化。

从成长因子角度看，中证 1000 指数则展现出了强劲的增长动力。其市值加权的净利润和营业收入增长率均大幅领先于沪深 300 指数，这一数据不仅彰显了中证 1000 成分股企业强劲的增长势头，也预示着这些企业未来在市场竞争中的巨大潜力。

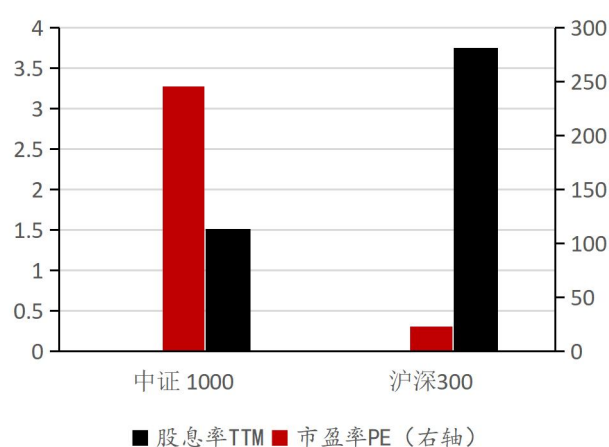
所以本文将以沪深 300 指数和中证 1000 指数代表价值风格和成长风格，并在后续择时回测中应用。

图 3：净利润和营业收入增长率 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 4：股息率和市盈率 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

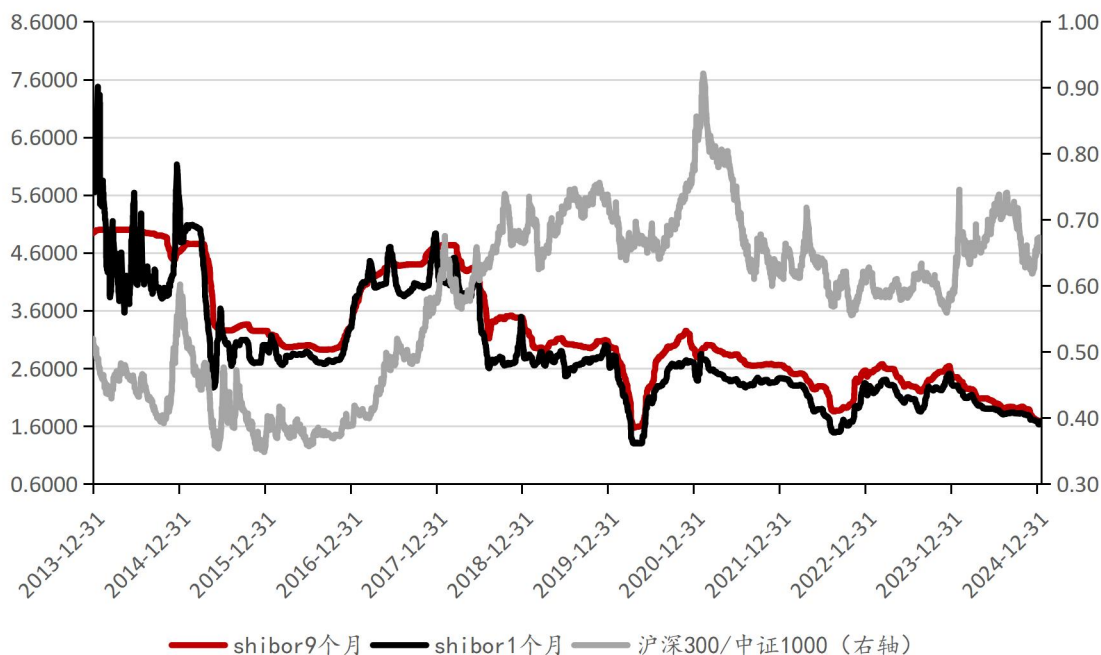
二、风格轮动框架

2.1 利率周期风格轮动框架

刻画利率周期变化时，我们可以采用银行间拆放利率与国债到期收益率的边际变动作为重要指标。当利率步入下行通道时，市场流动性趋向宽松，信贷供给随之增加。这一变化对上市公司的融资环境产生积极影响，具体表现为融资难度降低，融资成本减少。在此背景下，那些原本融资难度较大的小盘成长股将显著受益，因为它们在资金获取上的障碍有所减轻。因此，在利率下降阶段更适合持有收益弹性较高的成长风格股票，以捕捉市场增长潜力。

相反，当利率上升，市场流动性趋于紧缩时，上市公司的融资难度和成本均会上升。然而，相较于小盘成长股，大盘价值股由于融资难度相对较小，所受冲击也会较轻。这类股票通常具有较强的防御能力，能够在市场不确定性增加时保持相对稳定的表现。因此，在利率上行阶段可倾向于持有价值风格股票，以规避潜在的市场风险。

图 5：shibor 利率周期和价值成长风格轮动



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 6：国债收益率周期和价值成长风格轮动



数据来源：WIND、国联期货研究所

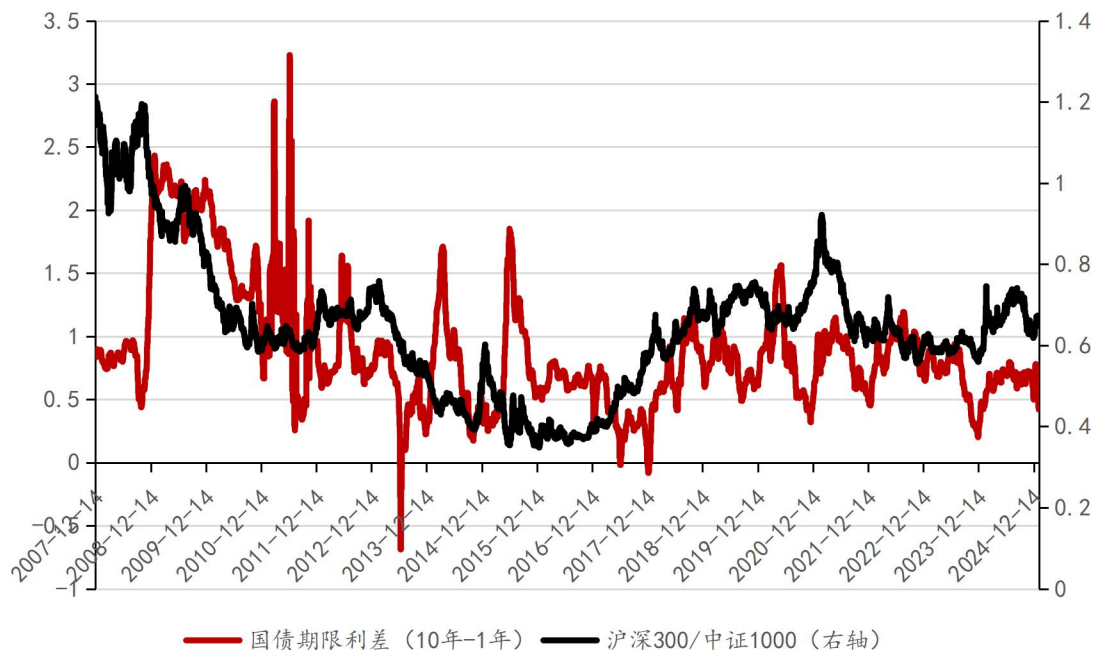
2.2 期限利差周期风格轮动框架

对于价值风格选择，在期限利差的变动框架中可分成两种不同的情景。在第一种情景中，伴随着经济复苏的脉动，短期和长期国债到期收益率携手上行，但短期利率的上行步伐更为迅猛。这往往预示着货币政策正处于逐步收紧的阶段，以应对经济过热风险。在此背景下，前期因高成长预期而享有高估值的成长风格面临双重挑战：一方面，市场利率的上升增加了其融资成本，估值压力陡增；另一方面，盈利增速的相对优势亦有所削弱。此时，价值型投资因其稳健的盈利能力和相对较低的估值，展现出更高的性价比。

第二种情景里，经济前景蒙上阴影，短期和长期利率同步下行，且长期利率下行速度更快，反映出尽管经济预期悲观，货币政策却未能进一步宽松以刺激经济。在此环境下，价值型资产因其对利率变动相对不敏感的特性，成为投资者的避风港。成长风格虽在利率下行中理论上应受益，但经济预期收益承压使得其估值提振效应受限，进一步凸显了价值策略的防御优势。

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成长风格，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 7：期限利差周期和价值成长风格轮动



数据来源：WIND、国联期货研究所

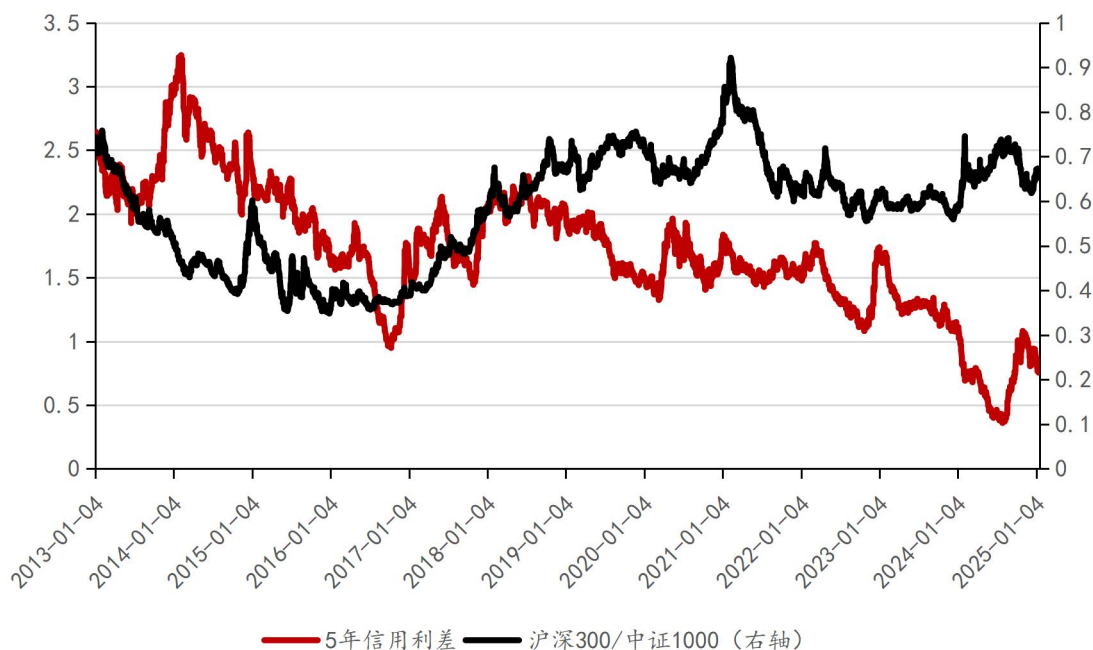
2.3 信用利差周期风格轮动框架

信用利差的变化对企业的融资成本和难度有着直接的影响。当信用利差边际上升时，企业的相对融资成本和难度会随之增加；相反，当信用利差边际下降时，企业的融资成本和难度则会相应降低。这种变化对于中小成长类企业来说尤为显著，因为它们往往高度依赖外部融资来维持运营。

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 8：信用利差和价值成长风格轮动



数据来源：WIND、国联期货研究所

三、因子择时回测

3.1 利率周期风格轮动择时回测

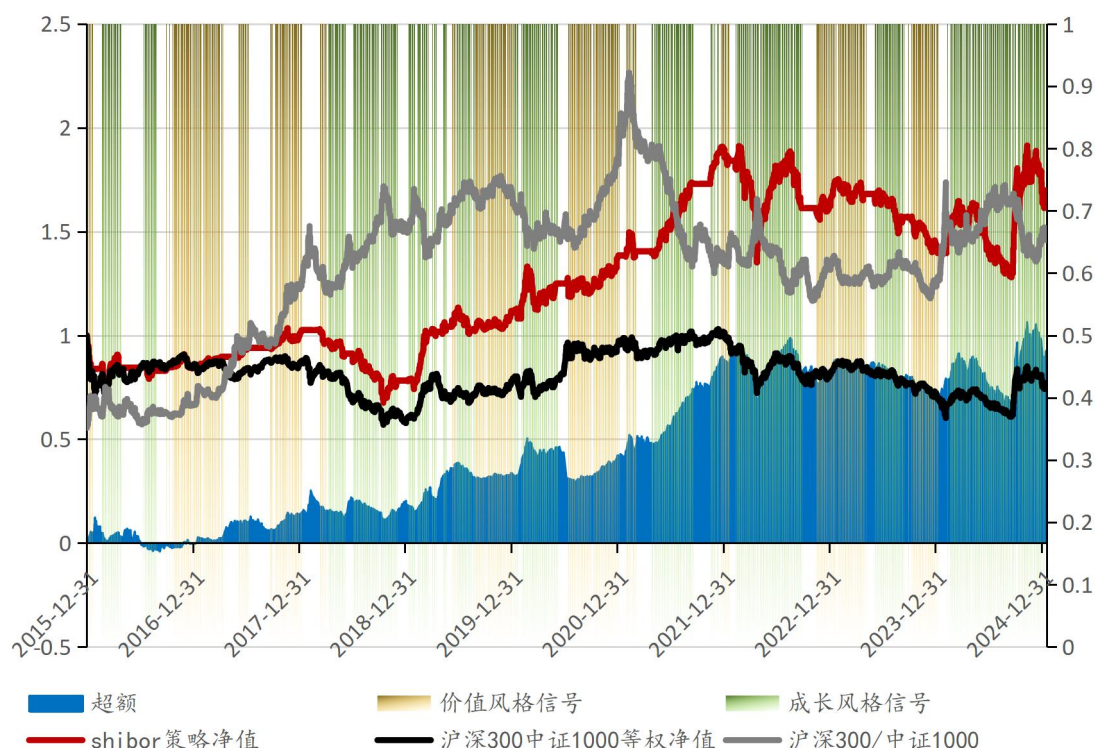
选用 Shibor（9 月）与 Shibor（1 月）从长短端构筑择时信号，长短端信号复合构筑 Shibor 择时信号。观测到 Shibor（9 月）波动周期大约为 8 个月，Shibor（1 月）波动周期大约为 3 个月，则对于长端利率和短端利率的均线选择分别为 160 日和 60 日。

长端信号：当 Shibor（9 月）位于 160 日均线上方时，流动性阶段性呈现紧缩趋势，作为价值风格信号，持有沪深 300 指数，相反则作为成长风格信号，持有中证 1000 指数；

短端信号：当 Shibor（1 月）位于 60 日均线上方时，流动性阶段性呈现紧缩趋势，作为价值风格信号，持有沪深 300 指数，相反则作为成长风格信号，持有中证 1000 指数。

长短端信号同时择时沪深 300 指数时，则持有沪深 300 指数，同时择时中证 1000 指数时则持有中证 1000 指数，长短端信号不同时则空仓。2015 年 12 月 31 日至 2025 年 1 月 17 日收益率回测净值图如下：

图 9: shibor 策略净值



数据来源：WIND、国联期货研究所

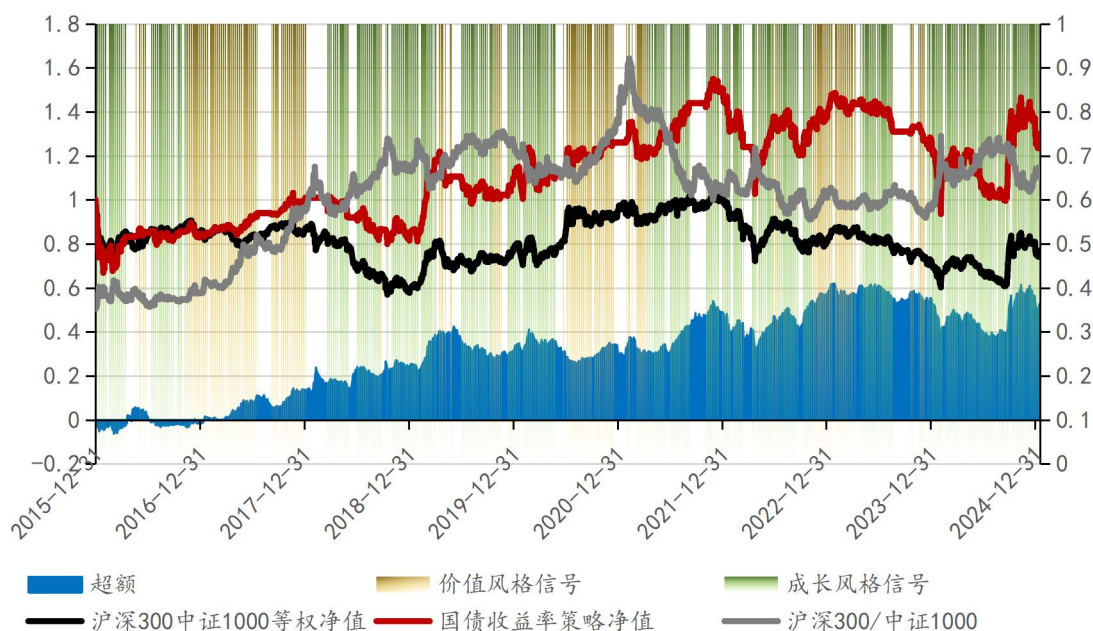
选用国债收益率（10 年）与国债收益率（1 年）从长短端构筑择时信号，长短端信号复合构筑国债收益率择时信号。观测到国债收益率（10 年）波动周期大约为 8 个月，国债收益率（1 年）波动周期大约为 3 个月，则对于长端利率和短端利率的均线选择分别为 160 日和 60 日。

长端信号：当国债收益率（10 年）位于 160 日均线上方时，流动性阶段性呈现紧缩趋势，作为价值风格信号，持有沪深 300 指数，相反则作为成长风格信号，况持有中证 1000 指数；

短端信号：当国债收益率（1 年）位于 60 日均线上方时，流动性阶段性呈现紧缩趋势，作为价值风格信号，持有沪深 300 指数，相反则作为成长风格信号，持有中证 1000 指数。

长短端信号同时择时沪深 300 指数时，则持有沪深 300 指数，同时择时中证 1000 指数时则持有中证 1000 指数，长短端信号不同时则空仓。2015 年 12 月 31 日至 2025 年 1 月 17 日收益率净值图如下：

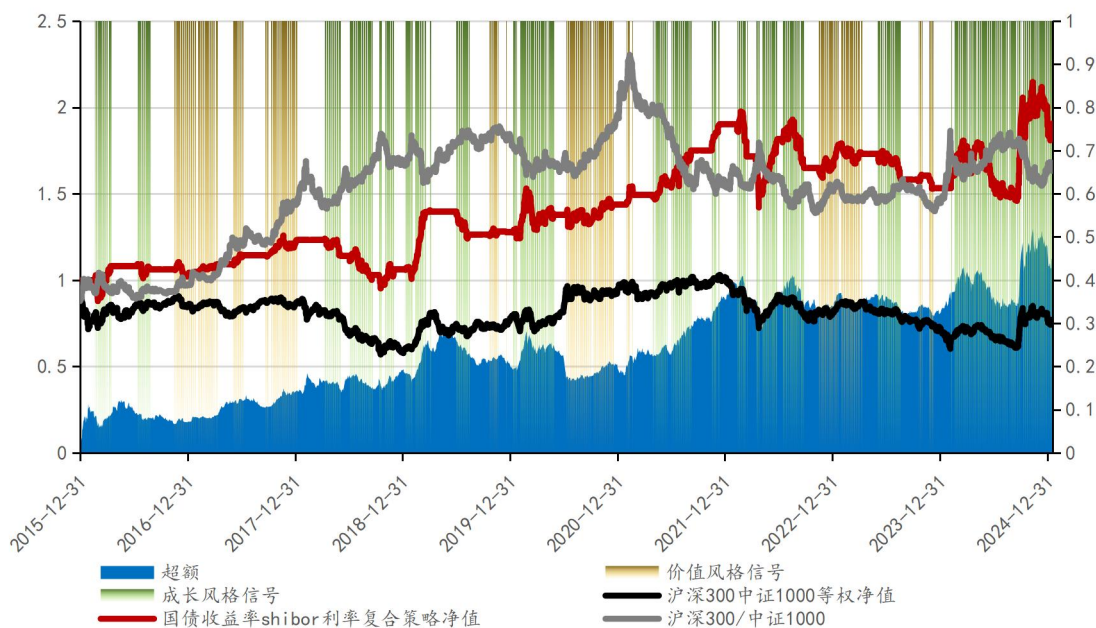
图 10：国债收益率策略净值



数据来源：WIND、国联期货研究所

双利率策略进行复合择时，在 2017 年和 2020 年价值风格表现突出年份有效择时沪深 300 指数，在 2019 和 2021 年成长风格表现突出时间段有效择时中证 1000 指数。使用沪深 300 指数、中证 1000 指数等权组合作为比较基准，总体看期限利差因子具有一定的风格择时能力。2015 年 12 月 31 日至 2025 年 1 月 17 日收益率回测净值图如下：

图 11：双利率复合策略净值

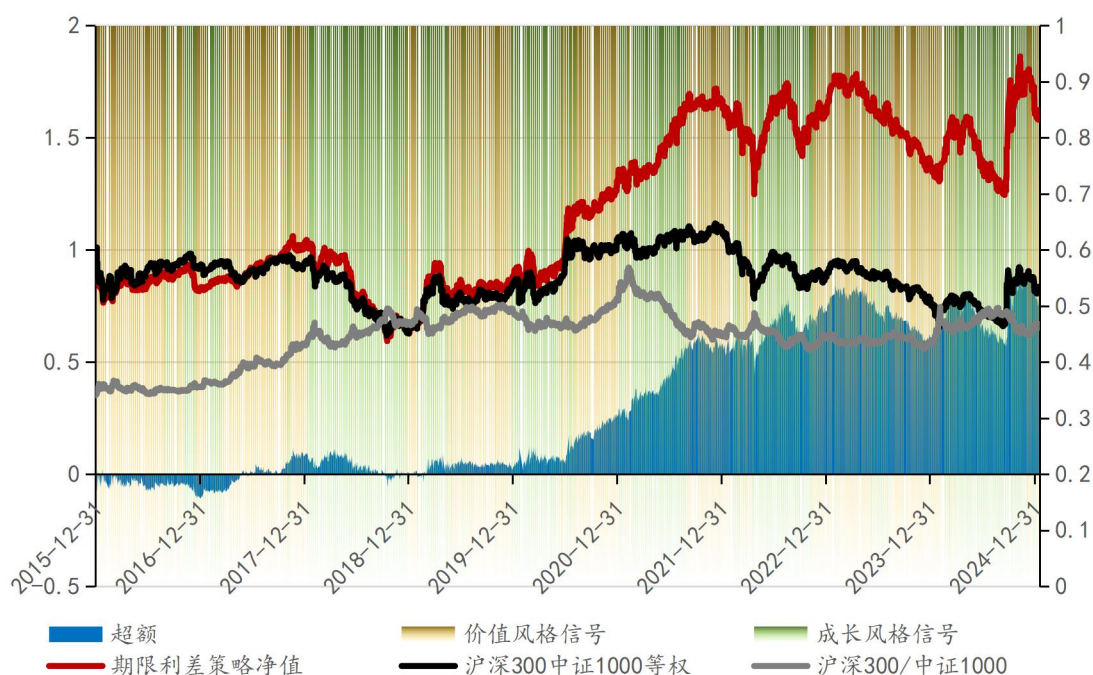


数据来源：WIND、国联期货研究所

3.2 期限利差风格轮动择时回测

选用国债收益率（10 年）与国债收益率（1 年）构筑期限利差择时信号，当期限利差位于 1 年均线上方时，经济变动相对于流动性变动增强，作为成长风格信号，持有中证 1000 指数，当期限利差位于 1 年均线下方时，经济变动相对于流动性变动减弱，作为价值风格信号，持有沪深 300 指数。使用沪深 300 指数、中证 1000 指数等权组合作为比较基准，总体看期限利差因子具有一定的风格择时能力。2015 年 12 月 31 日至 2025 年 1 月 17 日收益率回测净值图如下：

图 12：期限利差策略净值

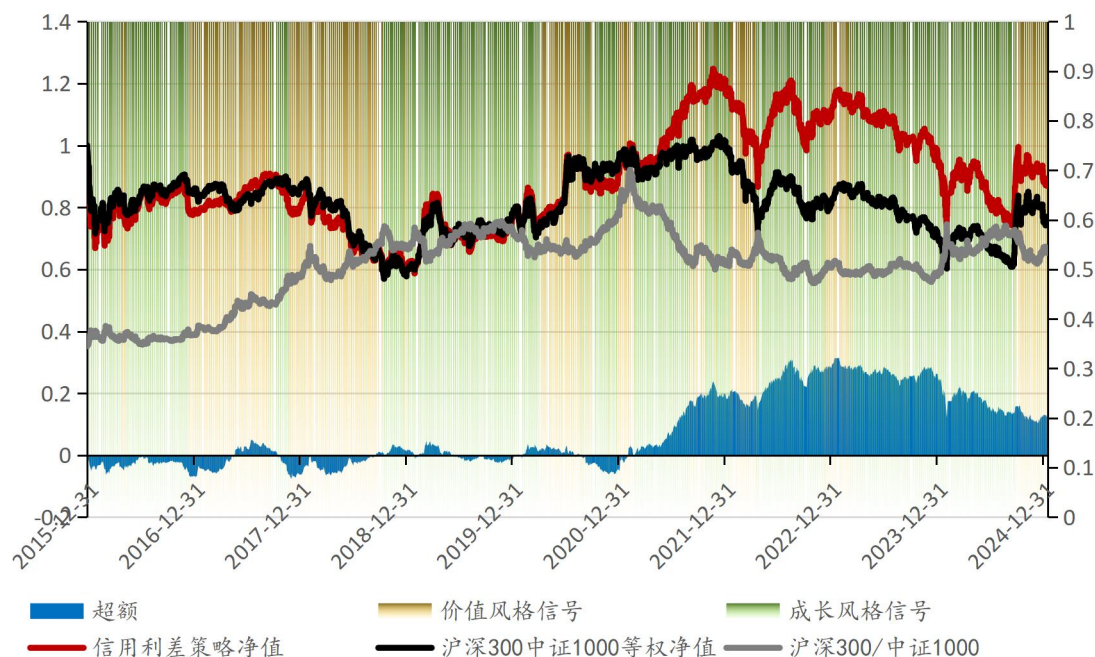


数据来源：WIND、国联期货研究所

3.3 信用利差风格轮动择时回测

选用中短期票据到期收益率（AA）（5 年）与国债收益率（5 年）构筑信用利差择时信号，当信用利差位于 1 年均线上方时，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，作为价值风格信号，持有沪深 300 指数，当信用利差位于 1 年均线下方时，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，作为成长风格信号，则持有中证 1000 指数。使用沪深 300 指数、中证 1000 指数等权组合作为比较基准，总体看信用利差因子具有一定的风格择时能力。2015 年 12 月 31 日至 2025 年 1 月 17 日收益率回测净值图如下：

图 13：信用利差策略净值



数据来源：WIND、国联期货研究所

四、总结

本文深入探讨了市场风格的定义、股指映射以及风格轮动框架，并结合因子择时回测进行了实证分析。在市场风格方面，通过行业构成和价值成长因子差异说明沪深300指数偏向价值风格，而中证1000指数则偏向成长风格。文章从利率周期、期限利差周期和信用利差周期三个维度构建了风格轮动模型。利率周期变化时，市场流动性对成长风格与价值风格选择具有一定影响；期限利差变动则反映了经济变动与流动性变动的相对水平，对大盘成长风格和小盘成长风格的表现具有重要影响；信用利差的变化则直接影响企业的融资成本和难度，进而影响不同风格股票的表现。使用沪深300指数、中证1000指数等权组合作为比较基准，总体看各因子具有一定的风格择时能力。

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