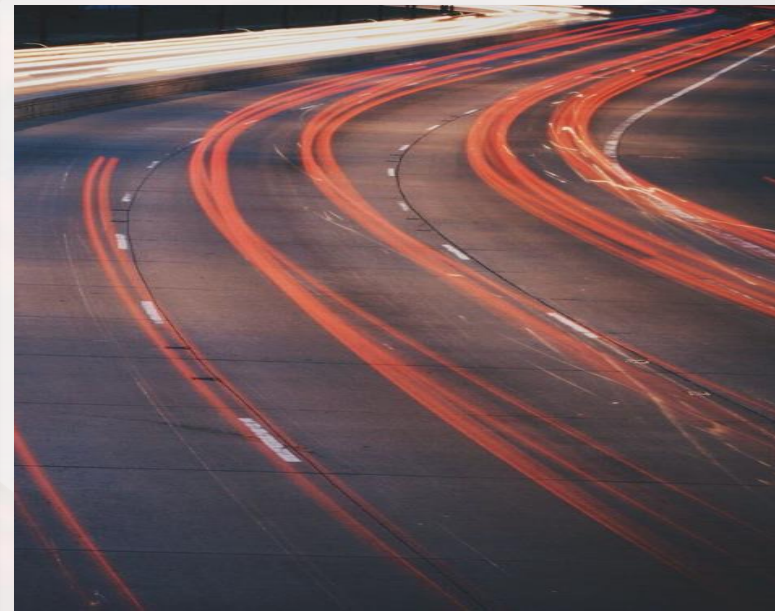
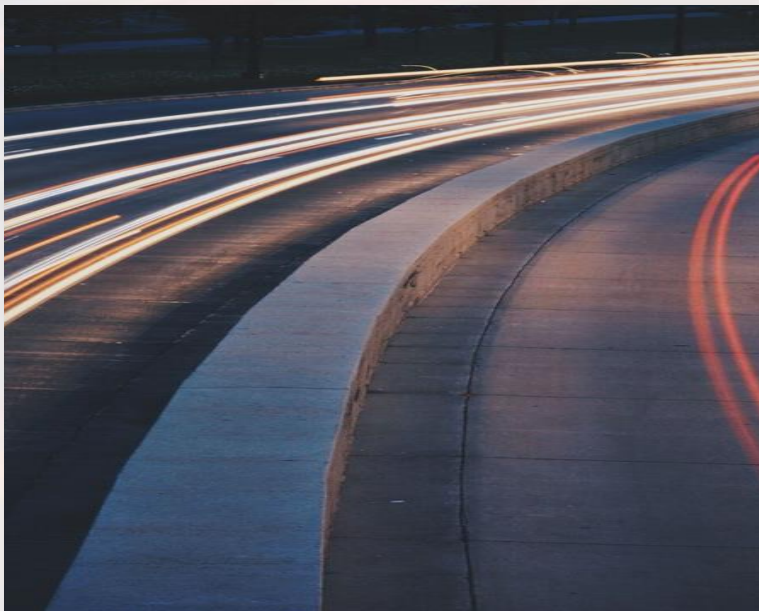




量化选股系列之——

基于时点动量的热点概念选股策略

目录

Part 1

乘势而上，顺势而为

Part 2

基于时点动量的行业轮动策略

Part 3

基于热点概念的市场划分新思路

Part 4

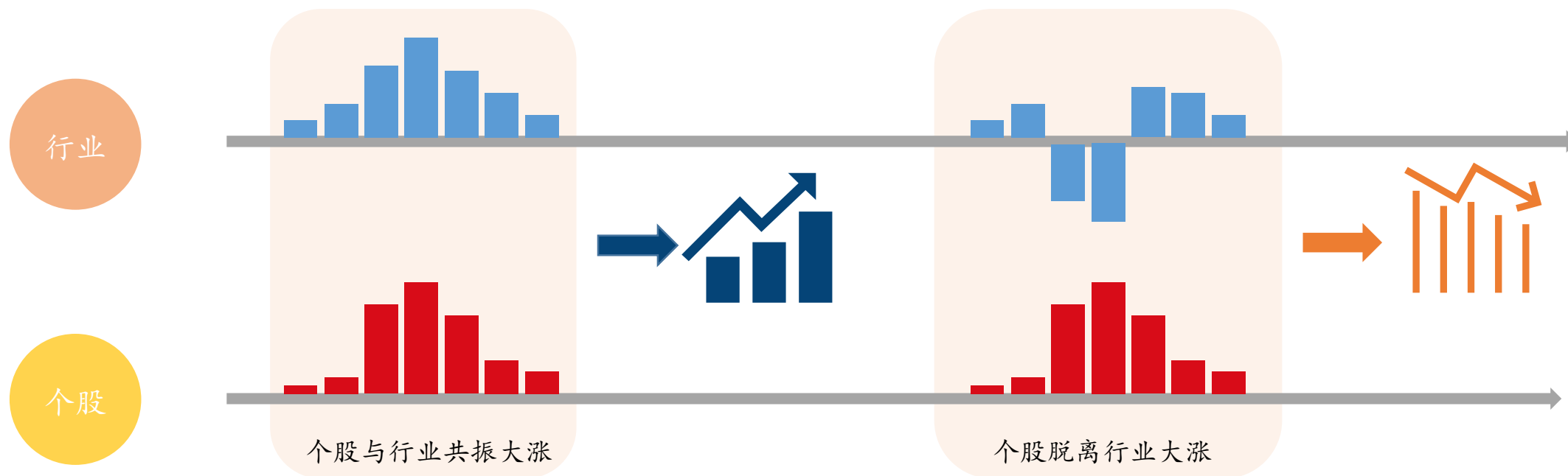
时点动量概念股票池构建

Part 5

时点动量概念精选组合构建

- 在国信金工团队2024年1月9日发布的专题报告《个股与行业的共振——联合动量因子》中，我们将个股本身的趋势形态（即个股的“小势”）与其所在行业、板块及市场的趋势形态（即市场的“大势”）相结合，发现即便对过去涨幅相近的股票，若其所在的行业、市场驱动力不同，其后续表现可能呈现出完全不同的走势。
- 在个股表现强势时，倘若个股自身的“小势”能够与其背后行业板块的“大势”共同作用，则后续可能会有更强的支撑，该类股票后续表现通常较好。另一方面，脱离行业独自上涨的股票缺乏行业势能的配合，上涨势头将会面临较大阻力，后续表现相对较弱。
- 基于此，如何将个股Alpha与行业Beta进行有机结合成为越来越多投资者关注的重点和难点问题。

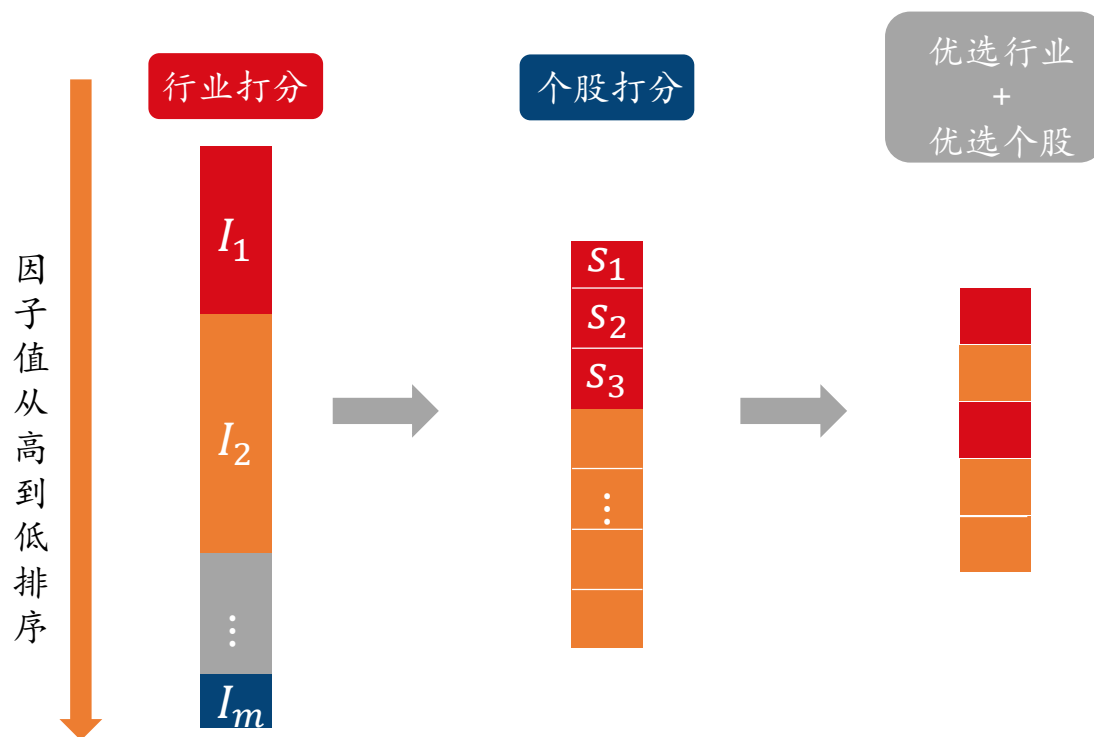
个股与行业的共振示意图



如何将个股Alpha与行业Beta进行结合

- 对于主观投资者而言，先优选行业，再从优选行业中精选个股是更为直观的方式，这种方法也更常用于主动量化选股策略的构建中。具体来讲：
- 先优选行业：根据行业轮动模型，选择预期收益较为靠前的行业（如下图中的行业1和行业2）
 - 再精选个股：对优选行业中的个股进行排名，选择预期收益排名较为靠前的个股。
 - 然而在实际投资过程中，我们发现究竟以何种颗粒度对市场进行划分，往往对组合的绩效有较为明显的影响。

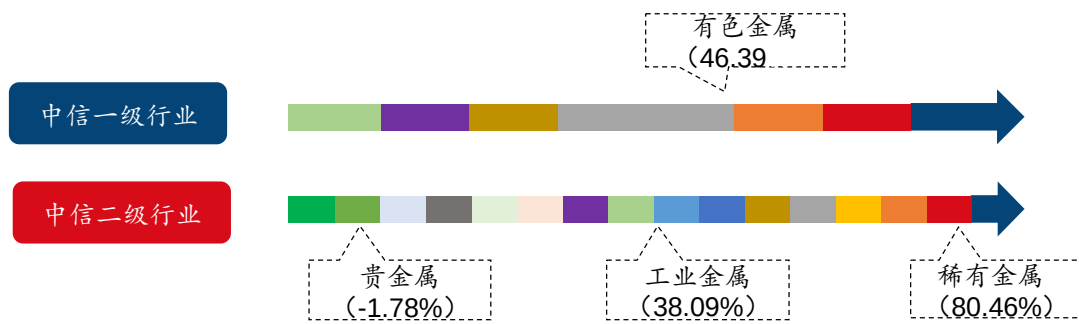
个股Alpha与行业Beta结合方式：先优选行业再精选个股



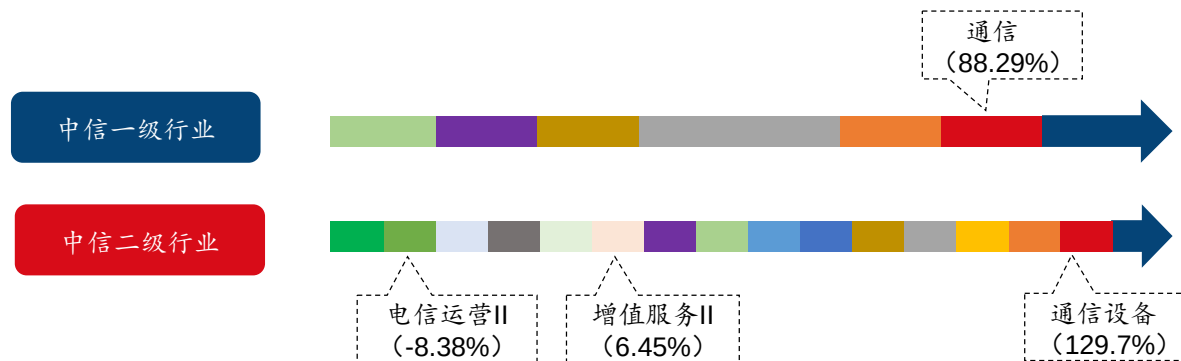
如何将个股Alpha与行业Beta进行结合

- 我们观察到，随着市场结构化行情的加深，即便是同一行业的不同细分赛道也可能呈现出截然不同的市场表现。
- 例如2021年，尽管有色金属行业（CI005003.WI）在所有中信一级行业中的年内收益排名前三，但其下属二级行业的表现差异较大，其中稀有金属（CI005188.WI）年内收益高达80.46%，在所有中信二级行业中排名第一；而贵金属（CI005106.WI）年内收益为-1.78%，在所有中信二级行业中排名靠后。
- 同样在2025年，尽管通信行业（CI005026.WI）在所有中信一级行业中的年内收益排名前二，但其下属二级行业的表现差异同样有较大差异，其中通信设备（CI005181.WI）年内收益高达129.7%，在所有中信二级行业中排名第二；而电信运营II（CI005839.WI）年内收益为-8.38%，在所有中信二级行业中排名靠后。

有色金属行业及其下属二级行业2021年收益率



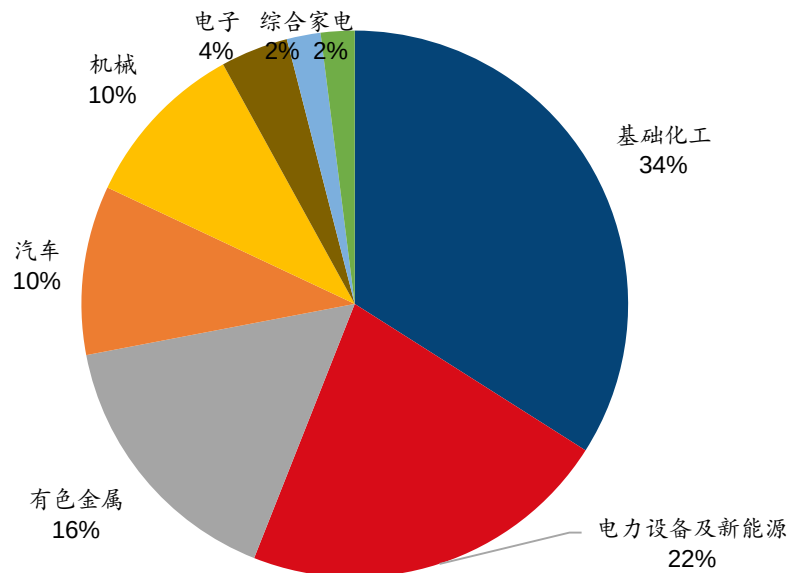
通信行业及其下属二级行业2025年收益率



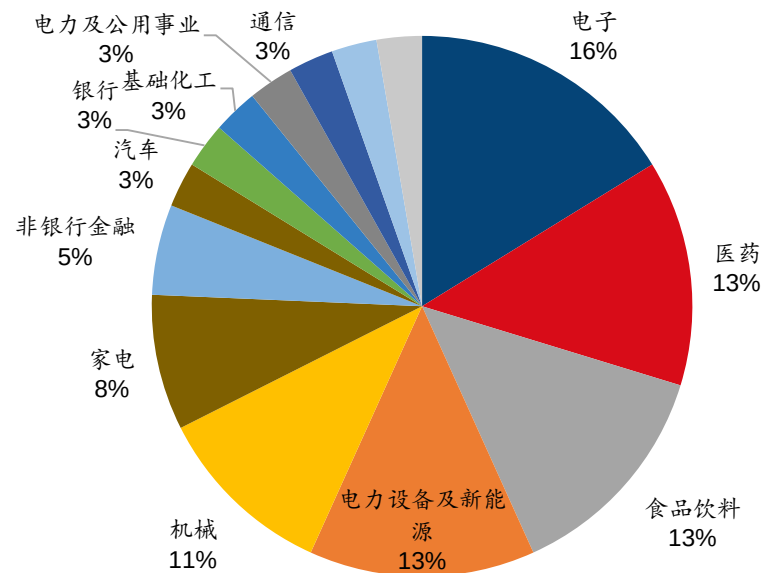
如何将个股Alpha与行业Beta进行结合

- 此外，我们观察到越来越多的Beta行情呈现出跨行业、跨板块特征，单一的行业划分并不足以完全刻画这一现象。
- CS新能源车指数（399976.SZ）从产业链角度出发，选取在主营业务上涉及锂电池、充电桩、新能源整车等业务的上市公司作为指数样本，可以看到其成分股分布于基础化工、电力设备及新能源、有色金属、汽车、机械等不同行业，且各行业占比相对均衡。
- 茅指数（8841415.WI）从行业地位出发，选取消费、医药及科技制造等领域拥有较强成长性及技术实力的龙头公司作为指数样本，可以看到其成分股分布于电子、医药、食品饮料、电力设备及新能源、机械等不同行业，且各行业占比同样相对均衡。
- 基于此，在后文的介绍中，我们将重点从概念指数出发对细分赛道进行考察，旨在帮助投资者抓住锐度更高、代表性更强的Beta行情。

CS新能源车成分股在不同行业中数量分布（20251231）



茅指数成分股在不同行业中数量分布（20251231）

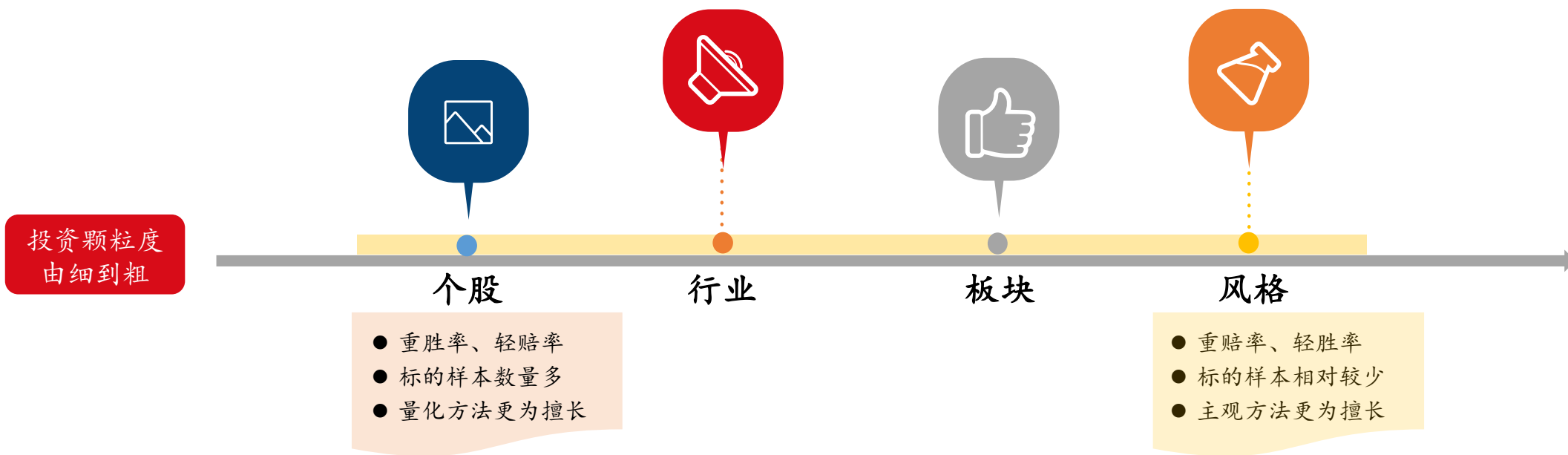


- 当我们想要将个股Alpha与行业Beta进行更好的结合时，往往需要解决如下两个问题：
- 问题一：如何提升行业收益预测准确度？ 问题二：如何更好地对市场进行划分？
- 问题一是目前大多数研究者讨论的核心，其背后即是对行业轮动模型的完善。国信金工团队在2023年5月17日发布的专题报告《寻找市场的领头羊——时点动量全解析》中，提出“时点动量”行业轮动模型。该模型至今历经了三年的样本外跟踪，样本内外表现较为稳健。本文，我们同样将该模型应用到行业预期收益的预测当中。
- 问题二则是本文探索的焦点，在过往的研究中“以何种颗粒度对市场进行划分效果更好”的重要性往往被研究者忽视。传统的行业划分更多基于一级或二级行业对市场进行划分，然而由前述分析可知，即便是同一行业的不同细分赛道也可能呈现出截然不同的市场表现。此外，越来越多的Beta行情呈现出跨行业、跨板块特征，单一的行业划分已经很难满足投资者的全部需求。
- 基于此，我们将重点从概念指数出发对细分赛道进行考察，旨在帮助投资者抓住锐度更高、代表性更强的Beta行情。



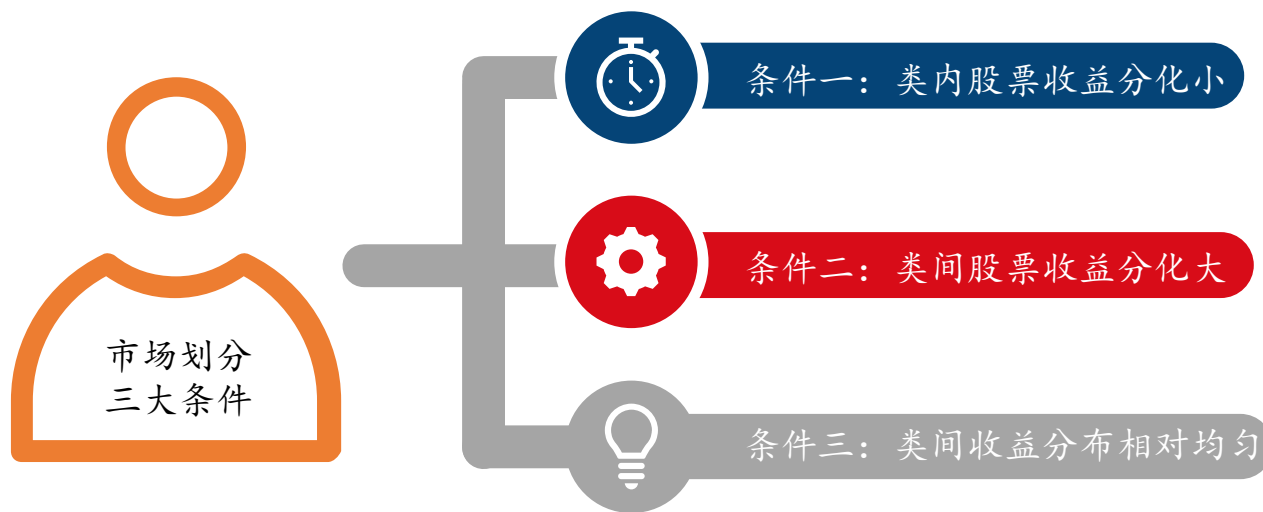
- 我们认为，行业划分的本质即是聚类。投资者通常将一部分走势趋同的股票视为一个类别，并希望同一类别中的股票收益分化尽可能小，而不同类别的股票收益分化尽可能大。在实际投资中，从投资颗粒度来看，这种聚类的方法可以是“行业”，也可以是“板块”，还可以是“风格”。
- 下图展示了从个股到风格的投资颗粒度划分，可以看到：
 - 个股是最细的投资颗粒度，选股模型因为标的样本数量多，往往重胜率而轻赔率，这一领域往往是量化研究的舒适区。
 - 行业轮动、板块轮动、风格轮动等因为标的样本数量相对较少，往往重赔率而轻胜率，这一领域往往主观研究更能发挥效果。

个股、行业、板块、风格投资颗粒度比较



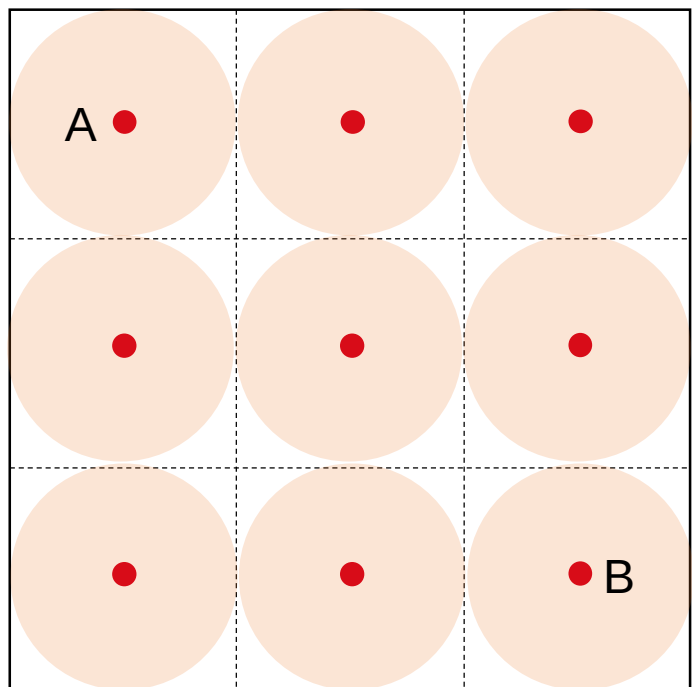
- 那么，究竟以何种颗粒度对市场进行划分的效果更好呢？在探索具体的分类方法之前，我们需要对“好的划分效果”有一套相对定量的评价标准。
- 我们认为，一个好的市场划分式应当至少满足三大条件。
 - 条件一：同一类别内部股票的收益分化程度尽可能小，从而尽可能避免选对类别但选错个股的情况。
 - 条件二：不同类别之间的收益分化程度尽可能大，从而尽可能提供更具锐度的Beta属性工具。
 - 条件三：不同类别之间的收益分化分布相对均匀，从而尽可能覆盖所有股票的收益分布。

好的市场划分应当至少满足的三大条件

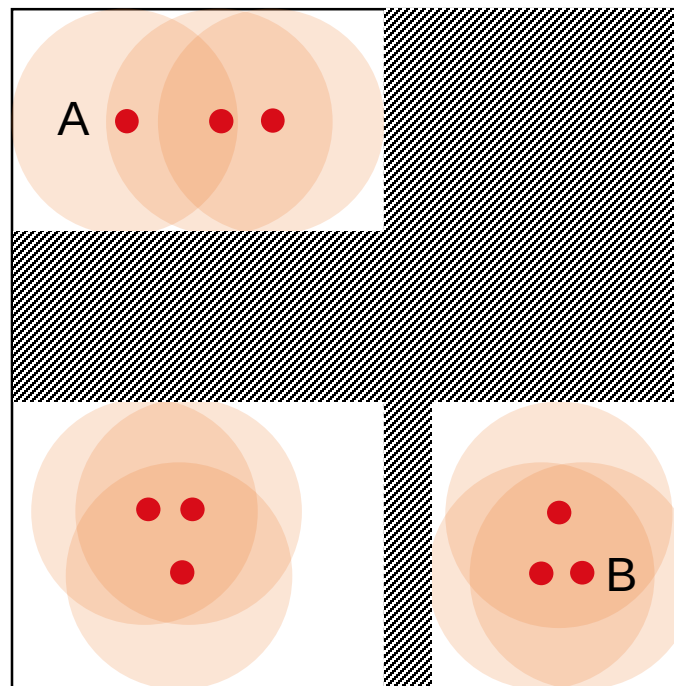


- 对于条件一的理解较为简单直接，若行业内个股收益分化程度过大，则更容易发生“选对行业、选错个股”的情况。若同一类别中股票走势较为接近，各个股票的收益分化程度较小，则可以帮助投资者较大程度上避免这一情况的发生。
- 对于条件二和条件三，我们不仅希望类别之间收益分化尽可能大，还希望所有类别能够尽可能覆盖所有股票的收益分布情况，避免出现类别无法表达的“收益死角”。
- 为了更好地理解这一问题，假设在一个 9×9 米的操场上共有9名运动员，每位运动员的覆盖面积为其所在位置为中心点、以1.5米为半径往外延伸的圆心面积。那么，如何安排运动员的位置，使得9位运动员之间的位置间隔足够远，且整体覆盖面积尽可能大呢？

分布均匀样本点覆盖面积

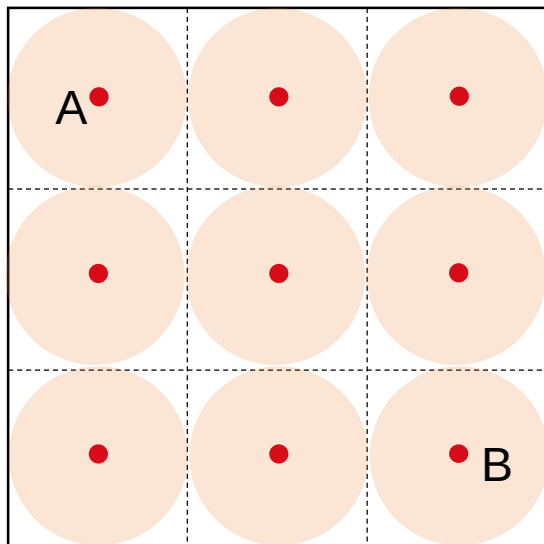


分布不均匀样本点覆盖面积

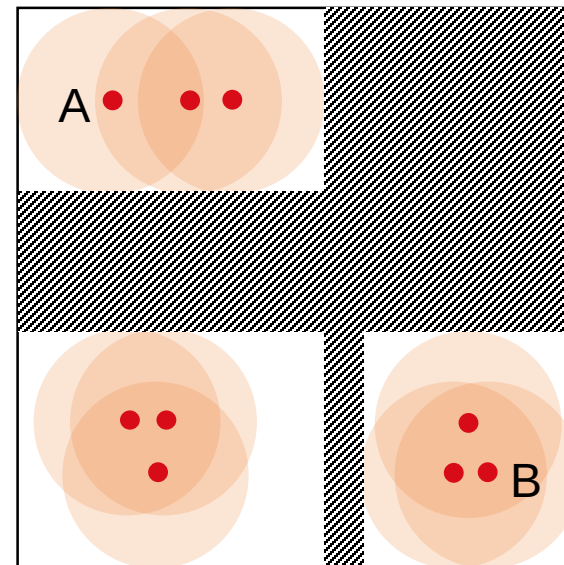


- 对于条件二和条件三，我们不仅希望类别之间的收益分化尽可能大，还希望所有类别能够尽可能覆盖所有股票的收益分布情况，避免出现类别无法表达的“收益死角”。
- 左图展示了分布均匀样本点的覆盖情况，若每位运动员处于九宫格的中心位置，则绝大部分面积都有球员覆盖。在该案例中，球员之间的最大间隔即为左上角运动员A和右下角运动员B之间的间隔，橙色部分即为全体运动员覆盖的操场面积。
- 右图展示了分布不均匀样本点的覆盖面积，尽管从最极端位置来看，右图中的球员距离间隔最大值与左图中的球员距离间隔最大值基本相当，均为A到B之间的间隔。但右图中的球员覆盖面积明显更小，仍有大量阴影部分没有球员覆盖。对比二者排位情况，左图中的运动员所处的位置要更加理想。

分布均匀样本点覆盖面积



分布不均匀样本点覆盖面积



投资颗粒度：如何对市场进行更好的划分？

- 如果将球员覆盖问题类比到实际投资中，其对应关系示意图如下图所示。其中：
 - **操场的面积**，即可认为是全市场所有股票收益率形成的样本空间；
 - **每位运动员所在的中心位置**，即是每个类别内个股收益中位数；
 - **每位运动员覆盖的面积**，即是每个类别内个股收益形成的样本空间。
- 在球员覆盖问题中，我们希望运动员之间的位置间隔足够大且整体覆盖面积足够多。而在**市场划分问题中**，我们同样希望不同类别之间的收益分化程度足够大，且各个类别应当尽可能覆盖不同收益分段上的股票。

球员覆盖问题

市场划分问题



操场面积



运动员位置



运动员覆盖面积



全市场所有股票收益率样本空间



类别内个股收益中位数



类别内个股收益率形成的样本空间

理想情况下，各类别收益覆盖空间与个股收益分布空间应该对应

个股收益从低到高排序

类别1 类别2 类别3 ... 类别n-2 类别n-1 类别n

Ret_{min}

Ret_{max}

目录

Part 1

乘势而上，顺势而为

Part 2

基于时点动量的行业轮动策略

Part 3

基于热点概念的市场划分新思路

Part 4

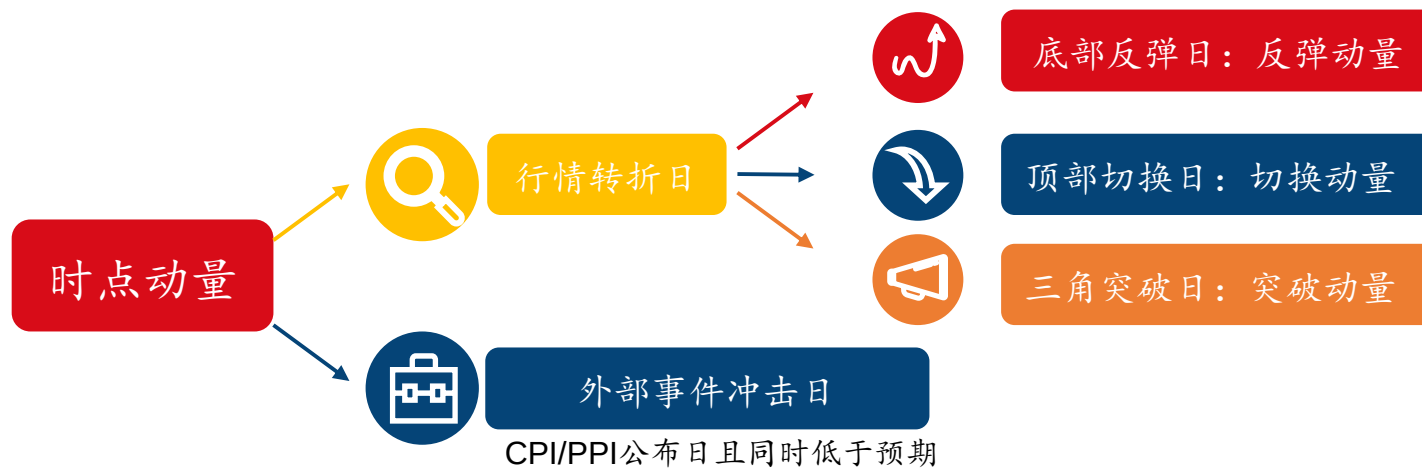
时点动量概念股票池构建

Part 5

时点动量概念精选组合构建

- 如何对行业预期收益进行更好的预测，是我们需要解决的第一个问题。在国信金工2023年5月17日发布的专题报告《时点动量全解析》中，我们发现市场在少部分具有信息含量的“关键时间点”释放的信号，对于实际投资具有十分重要的指导意义。
- 基于此，我们从行情内部转折日和外部事件冲击日出发，寻找到市场的关键时点，并根据关键时点的信号对未来一段时间的投资进行指导。本文采用的行情转折日包括底部反弹日、顶部切换日和三角突破日，外部事件冲击日为宏观经济数据公布日。

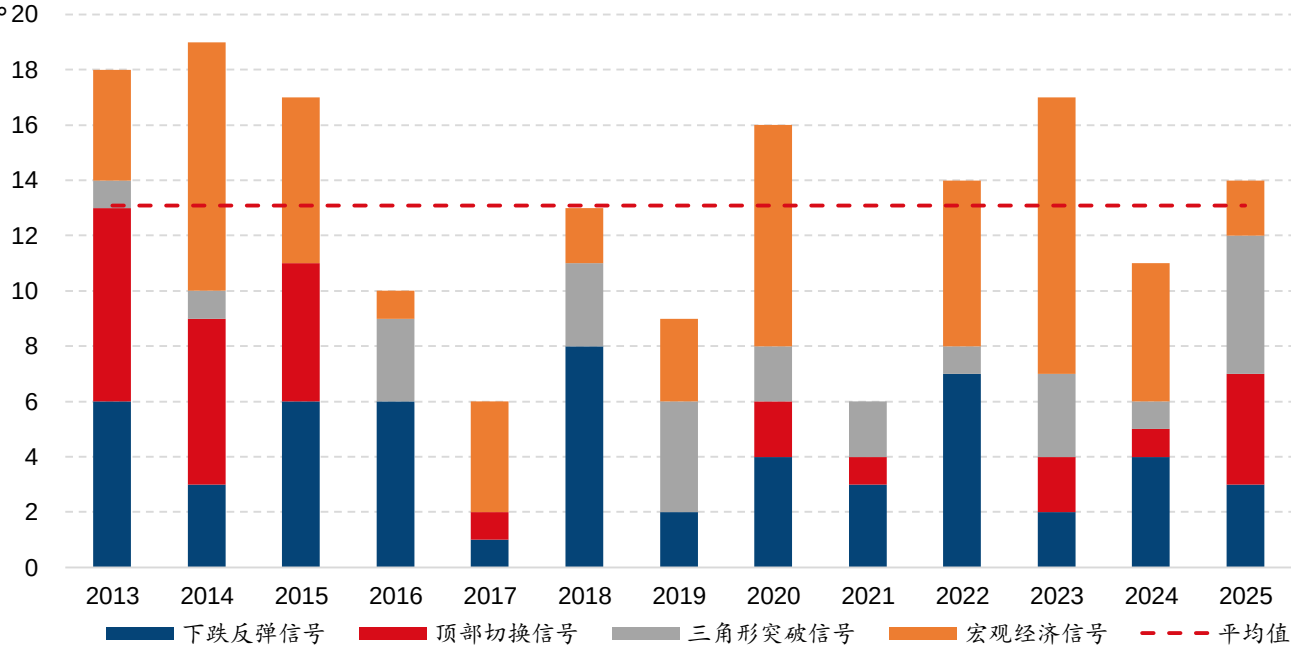
时点动量研究框架



下⬢ 下表展示了反弹动量、切换动量、突破动量和宏观动量信号在中信一级行业内分5组的检验结果，回测区间为20130101-20251231。可以看到，各因子在该区间段内展现出良好的收益区分效果。

信号类型	RankIC均值	RankIC胜率	年化RankICIR	多头次均超额收益	空头次均超额收益
反弹动量	14.02%	61.82%	1.39	1.32%	-1.50%
切换动量	12.41%	65.52%	1.08	1.16%	-1.19%
突破动量	18.50%	70.37%	2.00	2.00%	-1.29%
宏观动量	6.43%	58.33%	0.70	0.55%	-0.41%

下⬢ 下图展示了不同时点动量信号的分年度数量分布情况，在2013年1月1日至2025年12月31日期间共触发168次，整体分布较为均匀，信号每年数量中位数为14个，平均值为13个。

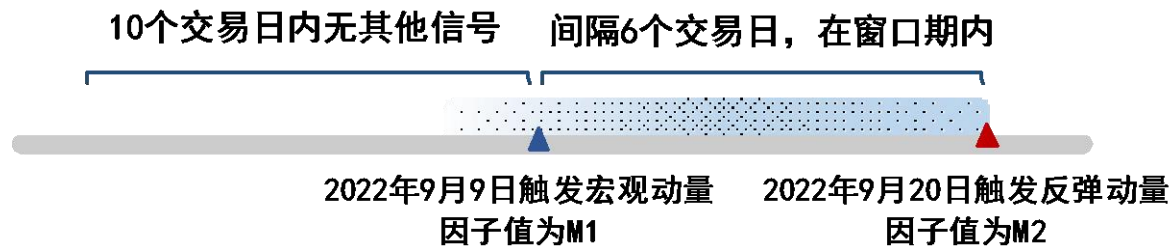


数据来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 由于以上几类信号相互独立，根据市场不同状态不定期触发，相互之间几乎没有重叠，因此我们需要对这几种信号进行融合。
- 在进行信号融合时，我们将每类信号进行平等对待，触发任意一类信号就生成对应的时点动量因子并调仓。当相邻两个信号间隔时间过短时，为了包含尽可能多的信号信息且降低换手率，我们对时间间隔较近的信号进行时间衰减加权融合。
- 具体来讲，若10日内有多个信号触发，则将10日内的信号对应的时点动量因子加权合成，考虑到距离当前时间较远日的信号预测能力有衰减，因此我们加上时间半衰的权重倾斜。为方便时点动量因子的融合，所有因子值先转化为Rank值。权重的计算方法如下：

$$w = 2^{-\frac{n}{H}}$$

- 其中 w 为权重， H 为半衰期， n 为信号日距离当前的天数，半衰期设定为10日。

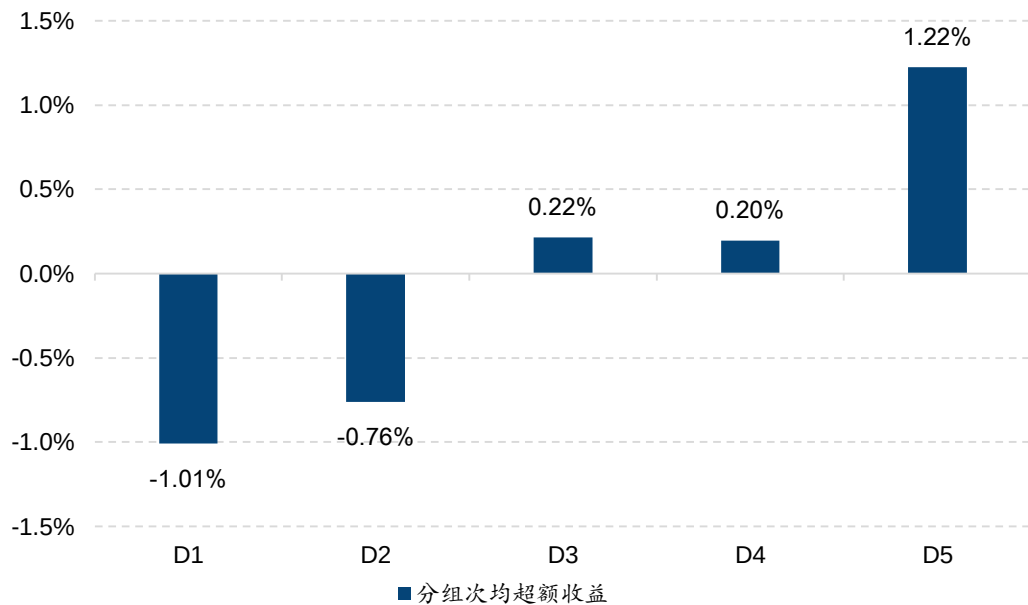


- 我们上图中的2022年9月两次信号为例，9月9日触发宏观动量信号，回看10个交易日内没有其他信号，则9月9日的动量因子值为宏观动量因子值M1。9月20日再次触发了大跌反弹信号，对应的反弹动量因子值为M2。
- 由于距离上一个宏观信号未满足10日，因此9月20日时点动量合成因子值为：

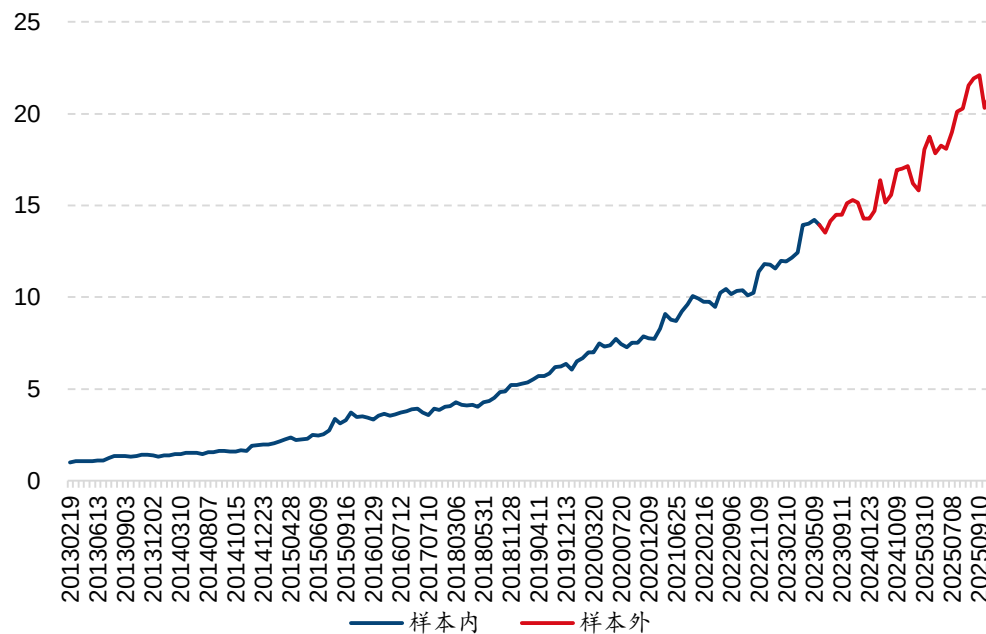
$$M_c = Rank(M_2) + 2^{-\frac{6}{10}} \times Rank(M_1)$$

- 我们根据如上方式对多个时点动量因子进行合成，构建最终的时点动量因子。在每个信号触发日按照时间加权融合的方式计算时点动量因子，并持有至下一个信号触发日。若未满20个交易日出现新的信号，则切换至新的信号持仓。
- 左图展示了2013年以来融合后的时点动量因子在中信一级行业上的分组次均超额，其中多头次均超额达到1.22%，空头次均超额为-1.01%。
- 右图展示了时点动量信号在中信一级行业上的多空净值，整体来看多空净值较为稳定，样本外表现同样优异。

时点动量因子中信一级行业分组次均超额收益（2013-2025）



时点动量中信一级行业样本内外多空净值



目录

Part 1

乘势而上，顺势而为

Part 2

基于时点动量的行业轮动策略

Part 3

基于热点概念的市场划分新思路

Part 4

时点动量概念股票池构建

Part 5

时点动量概念精选组合构建

- 在国信金工团队发布的专题报告《寻找市场的主线——热点概念视角下的强势股投资策略》中，我们对热点概念的识别与筛选进行了详细介绍，其示意图如左图所示。
- 右图展示了经过重构和去重、合并后的热点概念数量变化情况，在样本区间内最终热点概念数量平均在380只左右。

寻找市场的主线：热点概念的识别与筛选

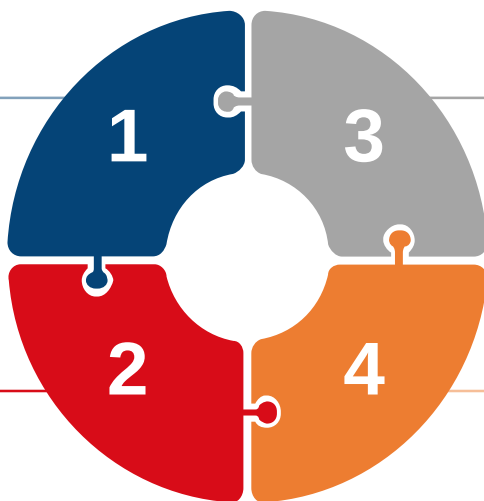
热点概念数量变化

热点概念生成

对Wind概念指数及行业主题指数取并集，构造备选概念样本池

热点概念重构

市场凝聚力和机构关注度是细分概念指数走出长期持续Beta的两个必要条件

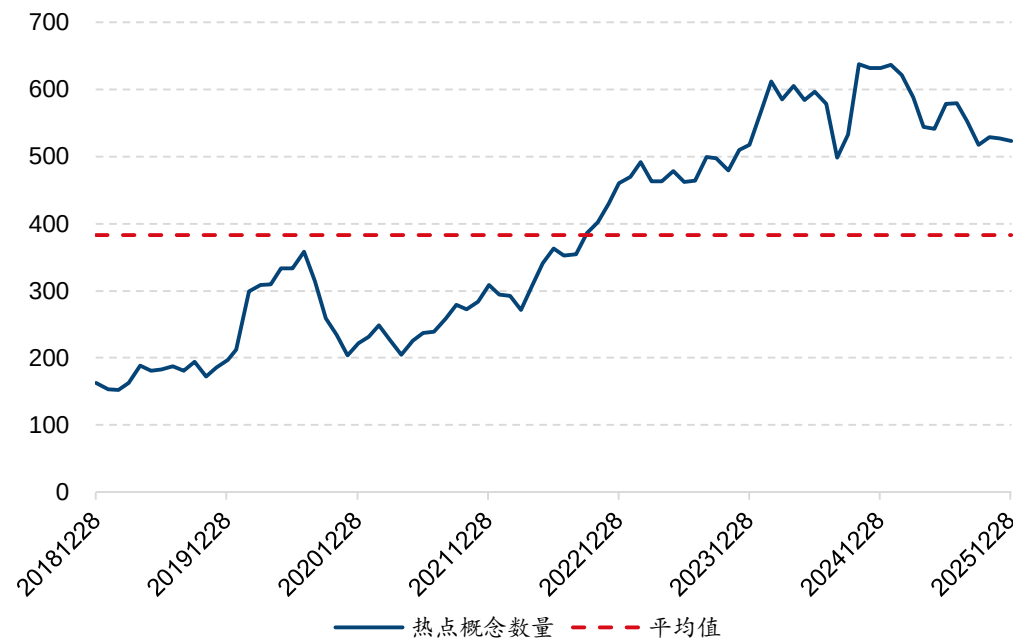


热点概念去重

基于个股重合度的指数相似度度量方法，对融入热点概念进行去重、合并

热点概念分类

根据概念指数收益率相关性，将热点概念聚类至不同类别



1.数据预处理：备选概念样本池定义

- 资本市场纷繁复杂，每天都流传着不一样的故事。有的概念如昙花一现，短期具有爆发力但持续时间并不长久；有的概念则历久弥新，经过时间的验证后走出波澜壮阔的史诗级行情。**如何在众多的概念中找到市场正在交易的主线，如何筛选出兼顾市场凝聚力与机构关注度的Beta线索？**
- 与行业分类不同，概念指数的定义可以从行业属性、产业主题、风格特征、交易行为等各个维度进行划分，因此概念指数的分类繁多且标准不一。为了尽可能地涵盖市场交易的概念，**本文对Wind概念指数及中证/深证/巨潮等行业主题指数取并集，构造备选概念样本池。**

备选概念指数样本池构成示意图



1.数据预处理：备选概念样本池定义——Wind概念指数

➤ Wind概念指数

- 根据《万得概念指数编制方案》，万得概念指数定位于跟踪市场热点投资机会，提供快速、全面、有效的跟踪、分析市场表现的工具。
- 其中，A股市场构建了包含产业主题、风格、地域、改革、规模、国资委、行业个股精选、机构持仓、参控股、技术、陆股通、企业行为、政策、券商金股等不同类型的指数。**Wind中的A股概念指数以884开头，WI结尾。**
- 需要说明的是，由于本文主要聚焦于捕获行业主题型Beta，因此我们首先需要对Wind概念指数进行初筛。具体来讲，**本文在剔除宽基指数、基金重仓指数、金股指数、行业指数、ESG指数、陆股通指数、技术指标类指数（如连板指数、触板指数）后，尽可能保留聚焦于产业主题的概念指数。**

Wind概念指数分类



1.数据预处理：备选概念样本池定义——行业主题指数

➤ 中证/深证/巨潮等行业主题指数

- 随着指数化投资的快速发展，ETF产品成为投资者参与市场Beta行情最为便捷的工具。当前绝大部分ETF的基准指数为中证、国证等指数公司发布的指数，基于此，本文将中证/深证/巨潮行业主题指数纳入概念样本池。
- 与概念指数类似，我们需要对行业主题指数进行初步筛选。具体来讲，本文保留中证主题指数、中证行业主题指数、巨潮主题指数、巨潮行业指数、深证主题指数。

行业主题指数



- 中证白酒、中证新能
- CS人工智、CS电子
- 医药50、军工龙头
- 科创AI、科创新药
- 新兴成指、新兴综指



- 国证算力、国证芯片
- 周期100、防御100
- 证券龙头、龙头家电
- 通用航空、机器人电池、消费电子

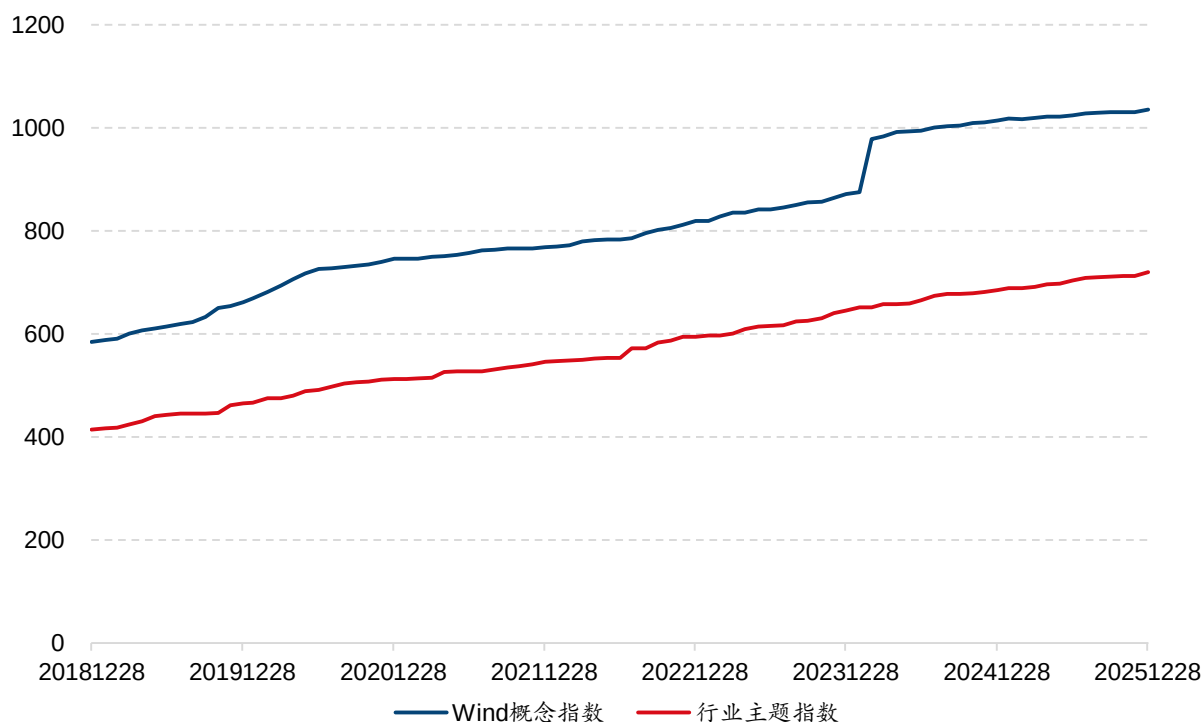


- 创业板人工智能
- 创新能源、创科技、创医药
- TMT50、物联网50

1.数据预处理：备选概念样本池定义

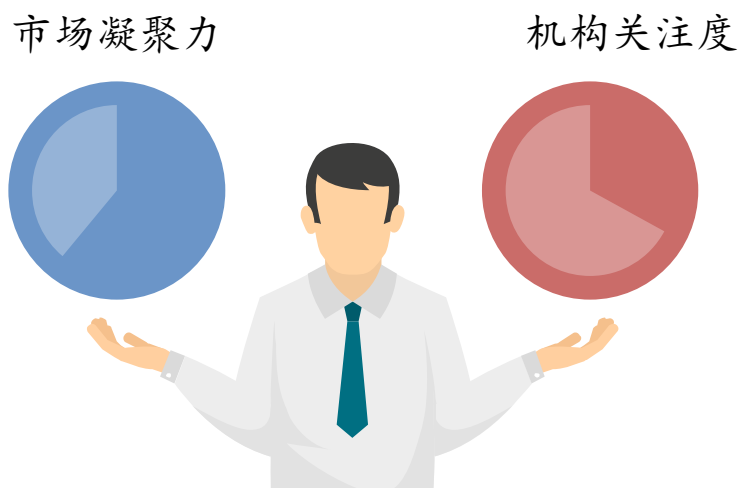
- 我们将**Wind概念指数及行业主题指数类别**取并集，构成备选概念指数样本池，下图展示了该样本池的数量变化情况。
- 需要注意的是，**部分概念指数从推出具有滞后性。因此，为了避免使用未来信息，我们只有在指数发布后才将其纳入样本池。**
- 可以看到随着市场结构化行情的加深，概念指数样本池的数量逐渐增多。其中，Wind概念指数样本量最多，近期达到1000多只；行业主题指数样本量居于其次，近期保持在700只左右。

备选概念指数样本池数量构成（2019-2025）



2. 热点概念识别与重构：市场凝聚力与机构关注度

- 备选概念样本池中的概念数量庞大，并不是每一个概念指数都能够引起市场的关注。如何从中筛选出真正值得长期关注的概念呢？我们认为**市场凝聚力**和**机构关注度**是**细分概念指数走出长期持续Beta**的两个必要条件。
- **市场凝聚力**：“独木不成林，单丝难成线”，能否形成合力是细分概念能否成长为长期Beta的必要条件之一。纵观历史上的Beta行情，每一轮行情的发展都是由一部分走势相似的股票共同推动而成的。
- **机构关注度**：Beta行情的发酵与持续通常由基本面和资金面共同推动而成，二者缺一不可——行情的发酵或许受资金面推动更多，但其持续性则更多受基本面因素影响。机构关注度的高低一定程度上可以反映交易资金的属性，机构关注度低的概念背后的资金更多偏向交易型资金，其交易频次高、更看重短期爆发力，因此行情持续性相对较差；而机构关注度高的概念背后的资金更多偏向基本面定价型资金，其更看重长期持续性，因此更有可能走出中长期行情。

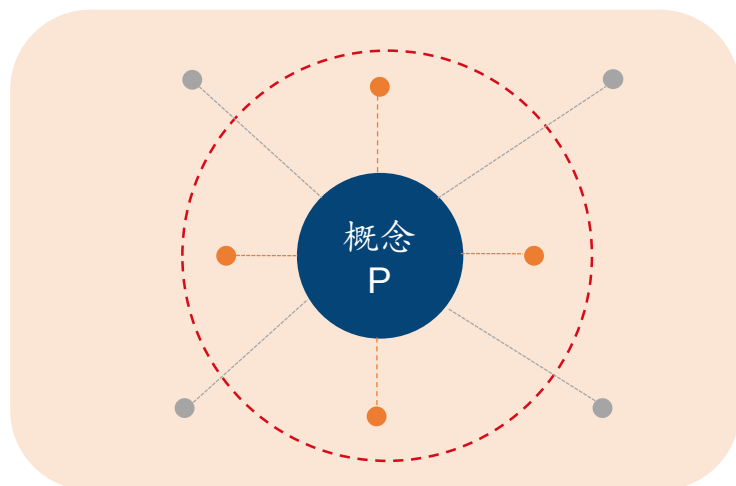


2. 热点概念识别与重构：市场凝聚力与机构关注度

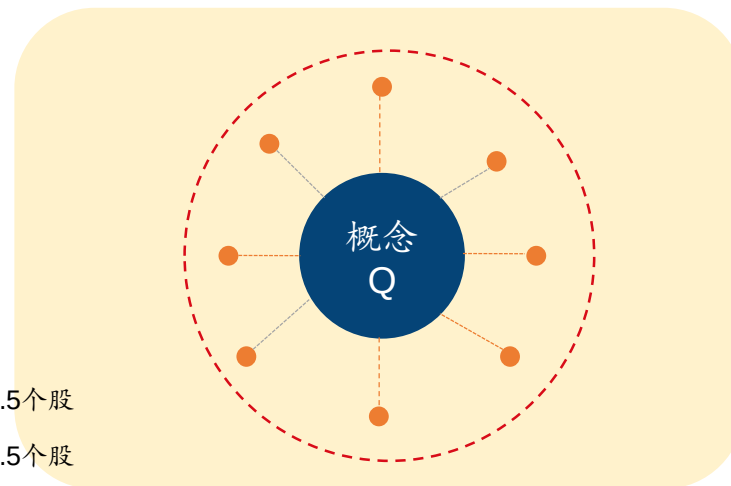
➤ 为了寻找兼具市场凝聚力和机构关注度的概念，我们采用如下步骤进行筛选：

- **计算个股与所属概念指数收益相关性：**对于样本池中的概念指数，计算其成分股过去120个交易日与该概念指数日度超额收益加权相关系数，若相关系数大于0.5，则认为该个股与概念指数的走势较为紧密，后续我们将其称为该概念的“**紧密关联成分股**”。
- **筛选形成市场凝聚力的概念：**所谓市场凝聚力，即是指有相当一部分股票与该概念指数的走势接近。对于每一个概念指数，计算其“紧密关联成分股”数量，剔除数量不足10只的概念，剩余概念称为“形成市场凝聚力概念”；

与概念关联个股数量较少示例



与概念关联个股数量较多示例



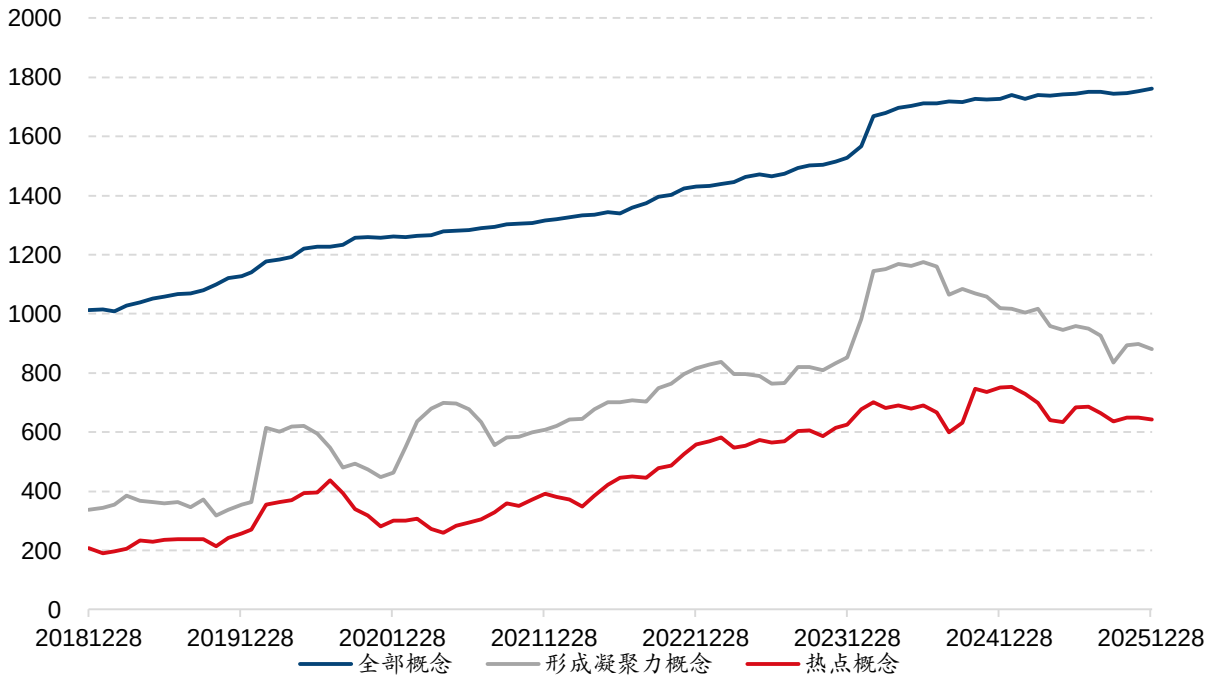
- 与目标概念指数相关系数低于0.5个股
- 与目标概念指数相关系数高于0.5个股

- **计算概念指数分析师覆盖度：**在如上指数中，计算其“紧密关联成分股”中有分析师覆盖（过去半年有3个及以上分析师覆盖）的比例，剔除分析师覆盖比例（有分析师覆盖的股票数量/“紧密关联成分股”数量）不足50%概念，剩余概念称为“热点概念”。
- **热点概念重构：**每个热点概念指数，以其“紧密关联成分股”等权，重新构建热点概念指数，后续如无特别说明，均采用此方法。

2. 热点概念识别与重构：市场凝聚力与机构关注度

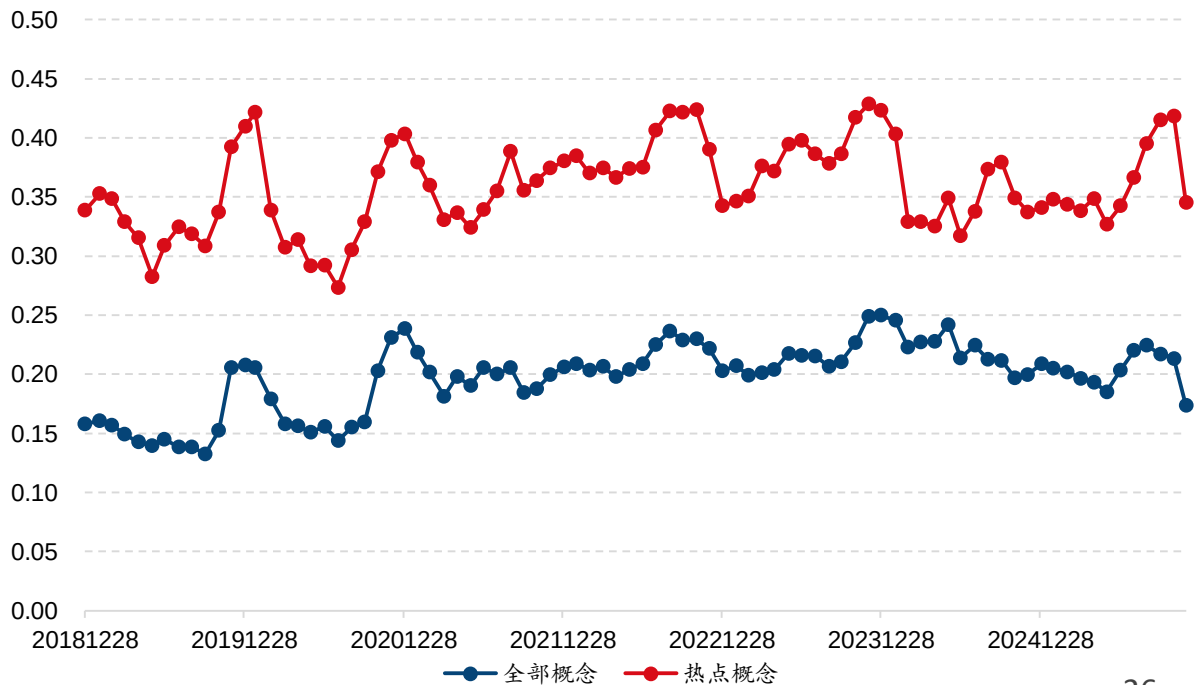
- 左图展示了全部概念、形成市场凝聚力概念及热点概念的数量变化，可以看到在**经过市场凝聚力 and 分析师覆盖度的筛选后，热点概念数量从最开始的1800只减少至600只左右**，从而帮助投资者更为精简、凝练地观察市场行情。
- 右图展示了全部概念与热点概念成分股未来3个月日度超额收益的平均相关系数。具体来讲，首先计算每个概念指数成分股未来3个月日度超额收益的两两相关系数，随后对每个概念指数取两两相关系数平均值，最后再对所有概念取平均值。可以看到，**热点概念内成分股的超额收益相关性均值达到0.36，明显高于全部概念0.20的均值**。这意味着热点概念成分股内部凝聚力更强，走势更为趋同。

热点概念样本数量（2019-2025）



数据来源：WIND，国信证券经济研究所整理

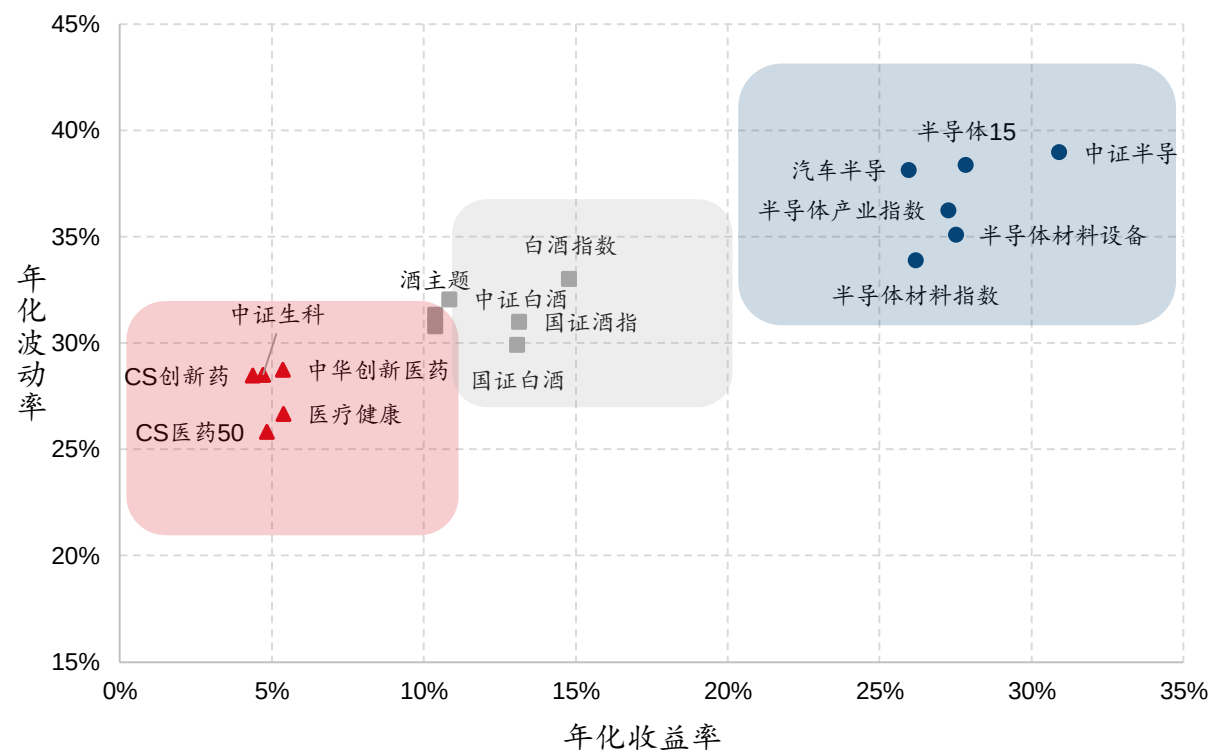
热点概念内成分股未来3个月超额收益平均相关系数



3.热点概念去重：基于个股重合度的指数相似度度量方法

- 在经过市场凝聚力和机构关注度两个维度筛选后，热点概念的数量得到了较大程度的精简。然而我们发现，**部分概念指数可能十分相似，因此我们有必要对冗余的热点概念进行去重、合并。**
- 下图展示了部分指数自2019年以来的年化收益率和年化波动率散点图，可以看到部分半导体类指数、白酒类指数、医药类指数概念十分类似，在二级市场上呈现出的收益风险比也较为接近。

部分指数年化收益率 VS 年化波动率（2019-2025）



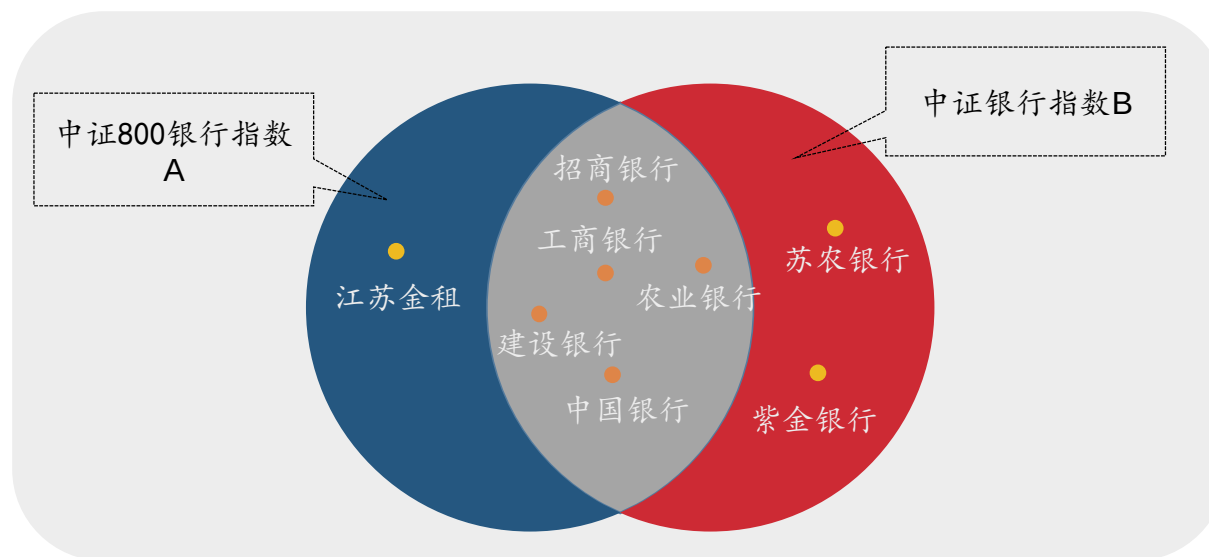
3. 热点概念去重：基于个股重合度的指数相似度度量方法

- 在经过市场凝聚力和机构关注度两个维度筛选后，热点概念的数量得到了较大程度的精简。然而我们发现，**部分概念指数可能十分相似，因此我们有必要对冗余的热点概念进行去重、合并。**
- 本文引入一套基于个股重合度指标的类别相似度度量法。具体来讲，对于给定的两个类别A和B，假设类别A的成分股数量为 $StockNum_A$ ，类别B的成分股数量为 $StockNum_B$ ，二者重合的股票数量为 $StockNum_C$ 。那么，我们可以计算如下指标：

$$Ratio_A = \frac{StockNum_C}{StockNum_A}, \quad Ratio_B = \frac{StockNum_C}{StockNum_B}$$

- $Ratio_A$ 和 $Ratio_B$ 即为类别A与类别B的个股重合度指标。

基于个股重合度的类别相似度度量法



3.热点概念去重：基于个股重合度的指数相似度度量方法

- 我们提出了一套基于个股重合度的指数相似度度量方法，具体来讲，对于两个概念指数A和B，假设概念A的成分股数量为 $StockNum_A$ ，概念B的成分股数量为 $StockNum_B$ ，二者重合的股票数量为 $StockNum_C$ 。那么，我们可以分别计算重合股票占两者成分股的比例：

$$Ratio_A = \frac{StockNum_C}{StockNum_A}, \quad Ratio_B = \frac{StockNum_C}{StockNum_B}$$

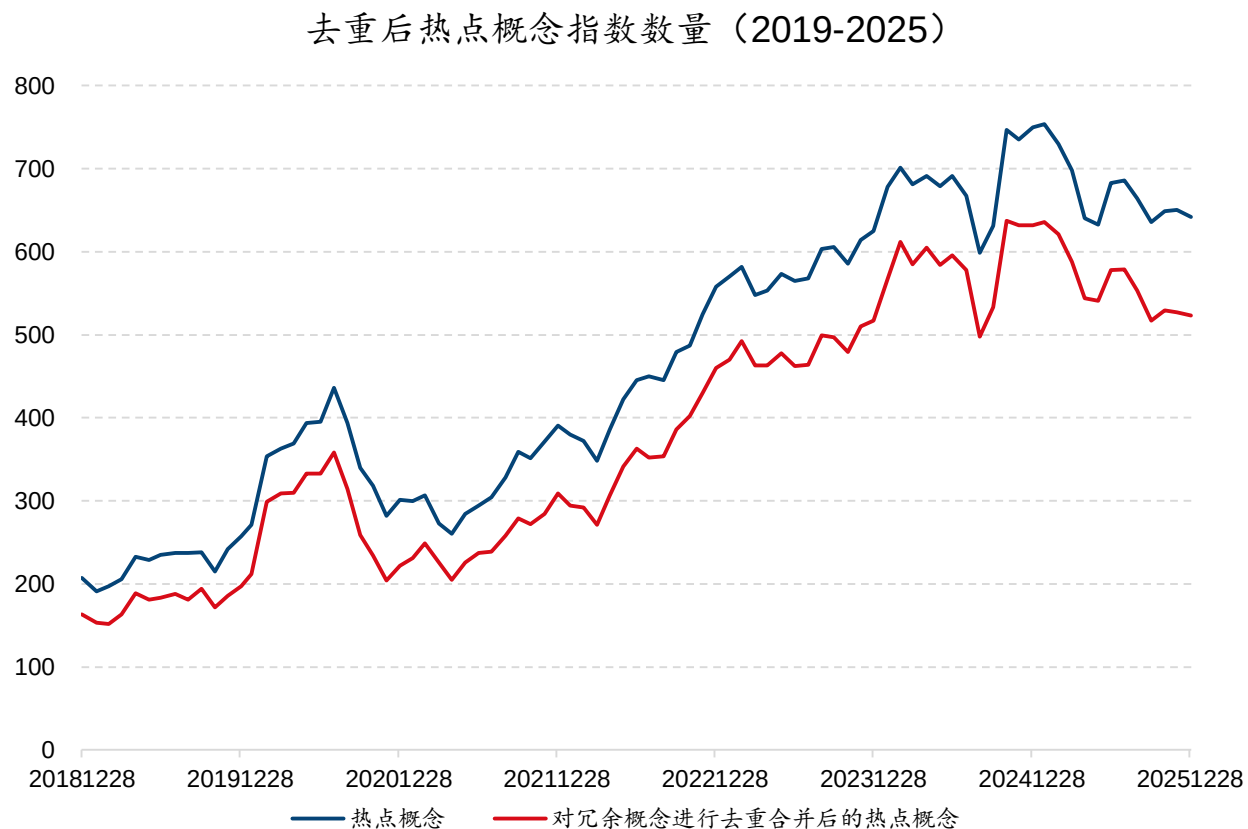
- 计算两两概念指数之间的个股重合度指标，若两只概念指数的重合股票占比均高于70%，则认为二者之间相似度较高，我们将其视为同一类别。

基于个股重合度的指数相似度度量法示例

概念A	概念A名称	概念B	概念B名称	概念A成分股数量	概念B成分股数量	重合股票数量	RatioA	RatioB	划分类别
000977.CSI	内地低碳	930614.CSI	环保50	17	16	16	94%	100%	1
399987.CSI	中证酒(CSI)	931682.CSI	酒主题	27	29	27	100%	93%	2
931743.CSI	半导体材料设备	931865.CSI	中证半导	28	28	27	96%	96%	3
000811.CSI	细分有色	399395.SZ	国证有色	33	29	28	85%	97%	4
000811.CSI	细分有色	930708.CSI	中证有色	33	38	32	97%	84%	
399395.SZ	国证有色	884956.WI	有色金属	29	31	27	93%	87%	
000811.CSI	细分有色	884956.WI	有色金属	33	31	28	85%	90%	
000811.CSI	细分有色	931892.CSI	有色矿业	33	27	26	79%	96%	
399395.SZ	国证有色	930708.CSI	中证有色	29	38	28	97%	74%	
884956.WI	有色金属	931892.CSI	有色矿业	31	27	24	77%	89%	
399395.SZ	国证有色	931892.CSI	有色矿业	29	27	23	79%	85%	
884956.WI	有色金属	930708.CSI	中证有色	31	38	28	90%	74%	

3.热点概念去重：基于个股重合度的指数相似度度量方法

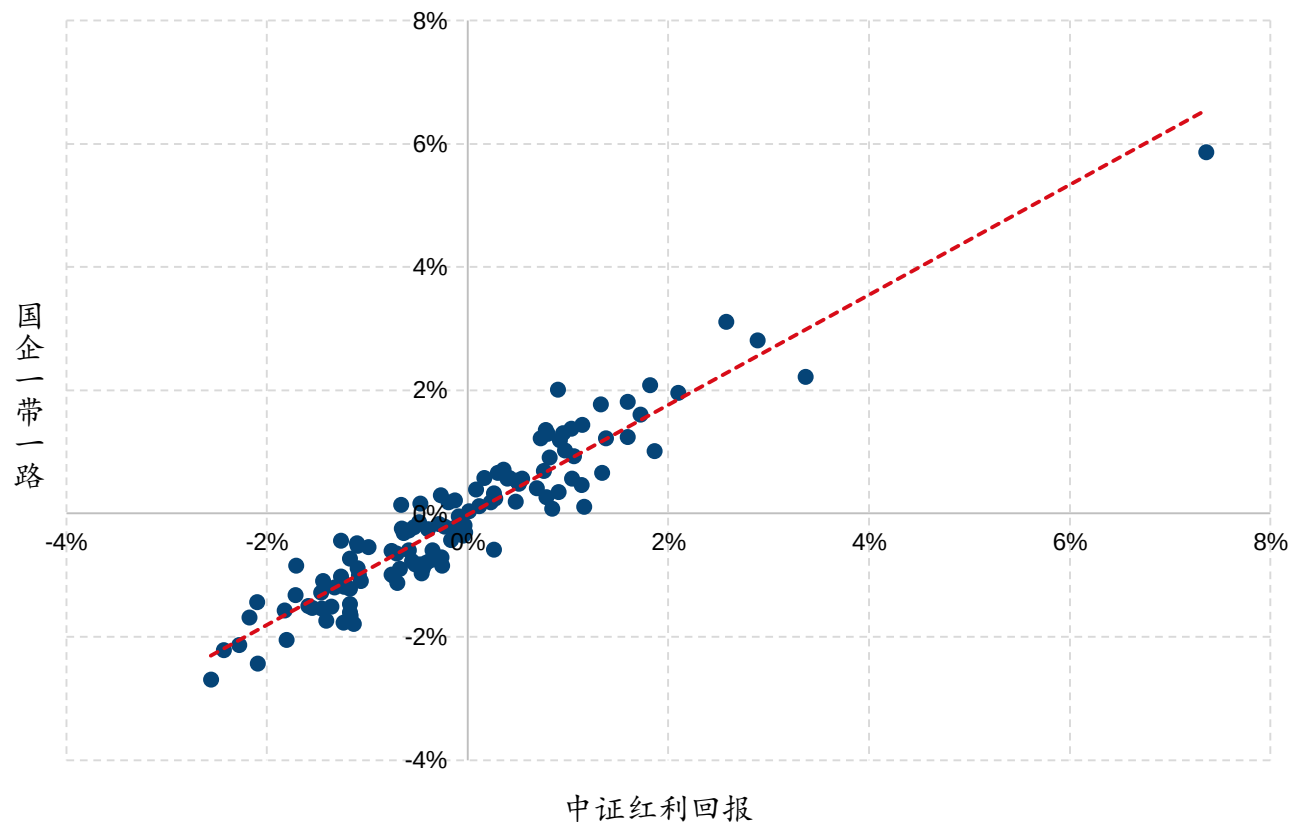
- 在经过市场凝聚力和机构关注度两个维度筛选后，热点概念的数量得到了较大程度的精简。然而我们发现，**部分概念指数可能十分相似，因此我们有必要对冗余的热点概念进行去重、合并。**
- 下图展示了去重后的热点概念数量变化情况，在样本区间内原始热点概念数量平均值为463只，去重后热点概念数量为380只。整体来看，去重后的热点概念相较原始样本池有进一步精简。



4.基于收益率相关性的热点概念类别划分

- 基于成分股重合度指标对热点概念指数进行去重、合并后，不同指数之间的个股重合度相对较低。然而，我们发现即便是不同的股票也可能暴露在下相同的Beta中，部分热点概念指数的收益率相关性仍然处于较高的水平。
- 以20250731为例，中证红利回报指数（h30073.CSI）中“紧密关联股”有25只，国企一带一路指数（000859.CSI）中“紧密关联股”有56只，二者重合股票仅有4只。然而从过去半年日度超额收益相关性来看，二者相关系数高达0.94。

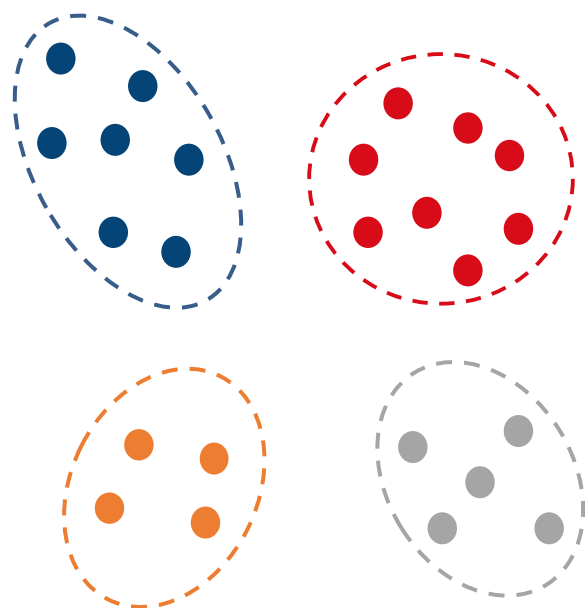
中证红利回报 VS 国企一带一路过去半年日度超额收益（20250731）



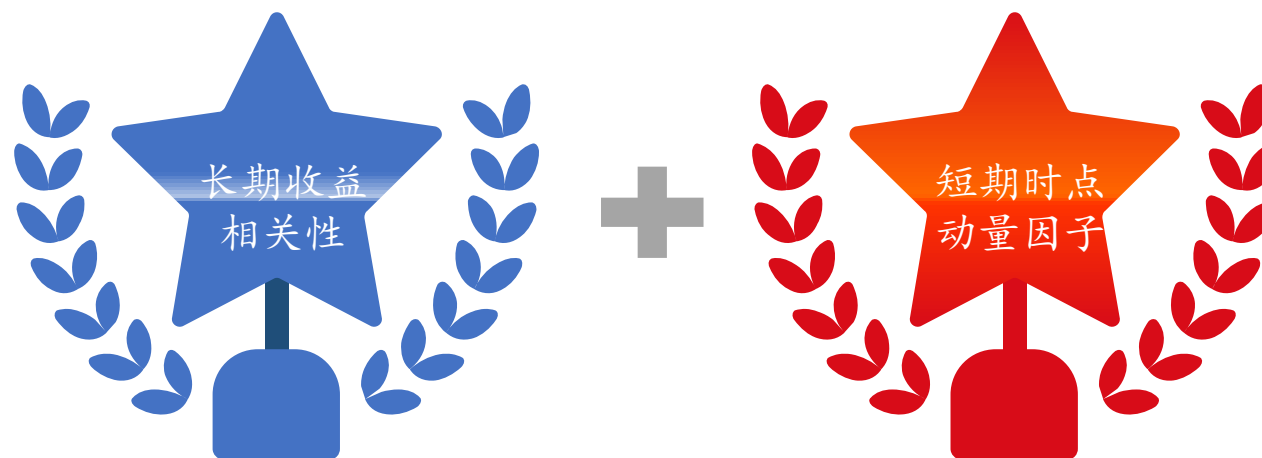
4.基于收益率相关性的热点概念类别划分

- 基于成分股重合度指标对热点概念指数进行去重、合并后，不同指数之间的个股重合度相对较低。然而，我们发现即便是不同的股票也可能暴露在下相同的Beta中，部分热点概念指数的收益率相关性仍然处于较高的水平。
- 为了避免热点概念之间的相关性过高导致筛选得到的Beta过于相似，我们根据热点概念的长期收益率相关性和短期时点动量因子值进行聚类，将走势趋同的热点概念划分到同一类别中。

热点概念聚类示意图



基于长期收益率相关性及短期时点动量因子值的热点概念类别划分



4. 基于收益率相关性的热点概念类别划分

➤ 为了避免热点概念之间的相关性过高导致筛选得到的Beta过于相似，我们根据热点概念的长期收益率相关性和短期时点动量因子值进行聚类，将走势趋同的热点概念划分到同一类别中，具体步骤如下：

- **计算热点概念时点动量因子。**在时点动量信号触发后，计算热点概念指数的时点动量因子值，根据该因子值对所有热点概念进行降序排列。
- **计算热点概念超额相关系数。**计算热点概念指数过去120个交易日超额收益的加权相关系数矩阵，在计算超额收益时，基准为全市场所有股票（剔除上市日期不满3个月、3个月内存在ST、*ST等风险警示的股票）等权收益率。

需要说明的是，在计算热点概念超额收益相关系数时，我们更加关注指数在极端波动情况下的收益趋同性，因此可以根据市场波动率大小对每日的重要程度进行赋权。具体来讲，采用如下公式计算指数超额收益加权相关系数：

$$Corr_w(X, Y) = \frac{Cov_w(X, Y)}{\sigma_{w,X} \cdot \sigma_{w,Y}} = \frac{\sum_{i=1}^n w_i (x_i - \bar{X}_w)(y_i - \bar{Y}_w)}{\sqrt{\sum_{i=1}^n w_i (x_i - \bar{X}_w)^2} \cdot \sqrt{\sum_{i=1}^n w_i (y_i - \bar{Y}_w)^2}}$$

其中， $Corr_w(X, Y)$ 表示指数和指数收益的加权相关系数， $Cov_w(X, Y)$ 表示二者之间的加权协方差， $\sigma_{w,X}$ 和 $\sigma_{w,Y}$ 分别表示指数和指数收益的加权标准差。 w_i 为*i*日权重，市场内部结构分化越大（即所有指数日度收益标准差越大），该日的权重越高。

- **对特定热点概念寻找伙伴群体。**对于时点动量因子值最高的指数A，获取所有与其相关系数不低于阈值 $Corr$ （如0.5）的指数群体，并在该群体中寻找到时点动量因子值最高的指数B，将A和B视为一个整体。随后，获取与A、B相关系数均高于阈值 $Corr$ 的指数群体，在其中找到时点动量因子值最高的指数C，将A、B、C作为一个整体。重复如上操作，直至找不到任何指数，与现有群体的相关系数均高于阈值 $Corr$ 。
- **对所有热点概念寻找伙伴群体。**根据每个热点概念的时点动量因子取值进行降序排列，若当前概念已出现在现有类别中，则跳过；否则，进行如上操作，找到每个概念指数的伙伴群体。在后续研究中，同一伙伴群体即被划分为同一类别。

4.基于收益率相关性的热点概念类别划分

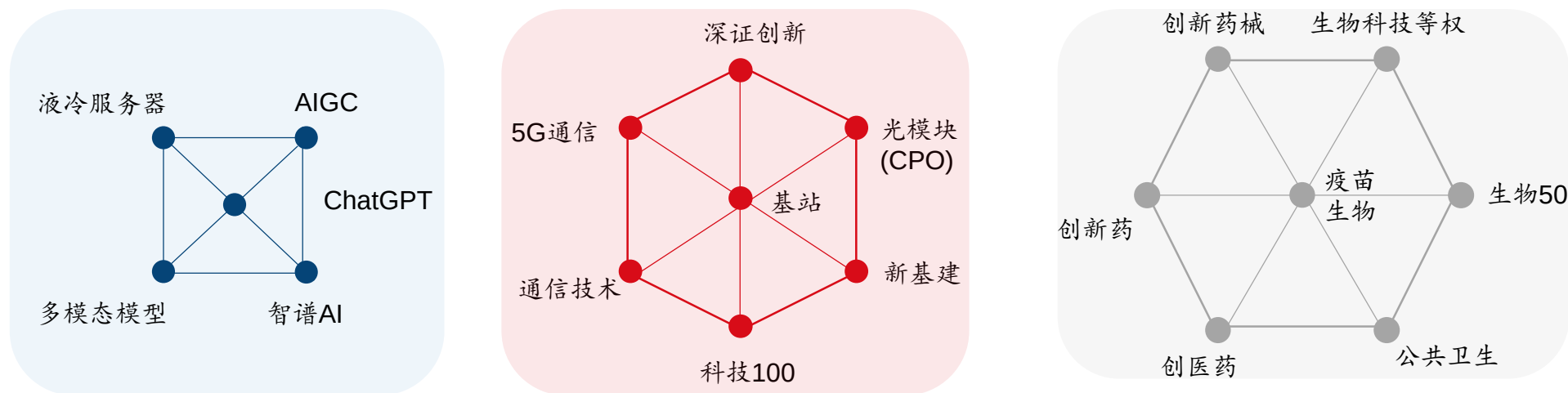
- 下图展示了基于收益率相关性的热点概念类别划分方法示例。
- 根据筛选热点概念→计算相关系数→找到伙伴群体方式，对每个热点概念找到其相关性较高的群体，该群体内任意两只股票的超额收益相关系数均高于阈值Corr（如0.5）。

Step1: 寻找初始伙伴			Step2: 扩充伙伴群体				Step3: 循环遍历直至无概念满足条件				
当前集合	A		当前集合	A、B			当前集合	A、B、C			
概念代码	与概念A相关系数	时点动量因子值	概念代码	与概念A相关系数	与概念B相关系数	时点动量因子值	概念代码	与概念A相关系数	与概念B相关系数	与概念C相关系数	时点动量因子值
B	0.8	0.18	C	0.75	0.75	0.16	D	0.7	0.5	0.52	0.13
C	0.75	0.16	D	0.7	0.6	0.13	E	0.6	0.6	0.5	0.10
D	0.7	0.13	E	0.6	0.5	0.10	F	0.52	0.5	0.55	0.03
⋮		⋮	⋮	⋮	⋮	⋮					
X	0.52	0.05	Y	0.52	0.56	0.05					
Y	0.54	-0.03	X	0.54	0.50	-0.03					
Z	0.50	-0.10	Z	0.50	0.51	-0.10					

4.基于收益率相关性的热点概念类别划分

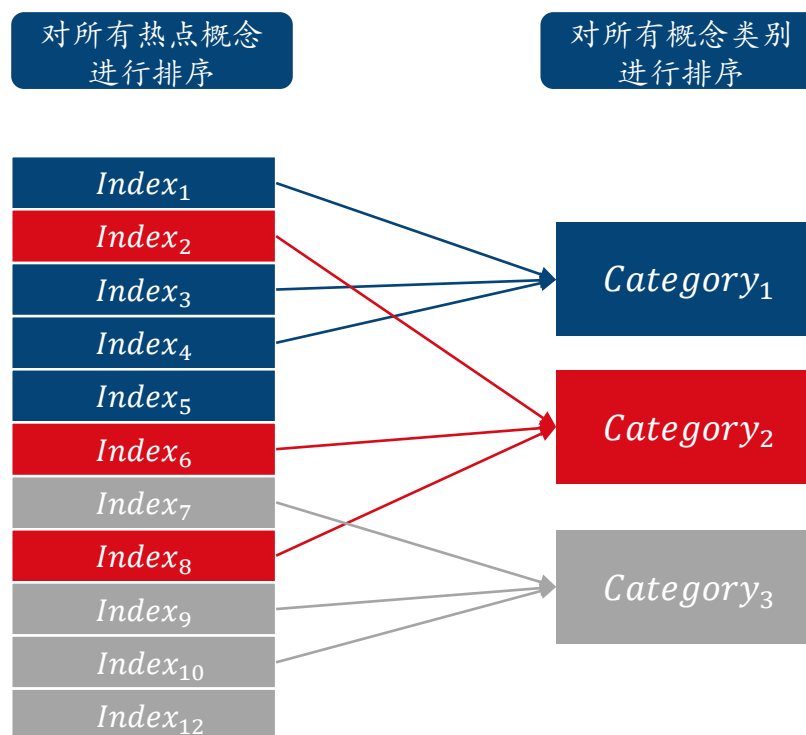
- 下图展示了20250731识别到的几个热点概念类别：
- 可以看到以ChatGPT指数、基站指数和疫苗生物指数为热点概念群找到的伙伴群体与中信一级行业中的计算机、通信、医药等行业有一定程度的对应关系，但是**基于热点概念聚类的概念类别在热点的把握上更为细分和具体。**
- 由此可见，**基于收益率相关性划分得到的类别中的成分概念，尽管在成分股重合度上未必很高，但其在二级市场上的走势相关性较高，从直观上来看也很容易被投资者视为同一类资产进行交易。因此，基于收益率相关性对热点概念类别进行划分具有合理性和可行性。**

热点概念类别划分示例（20250731）



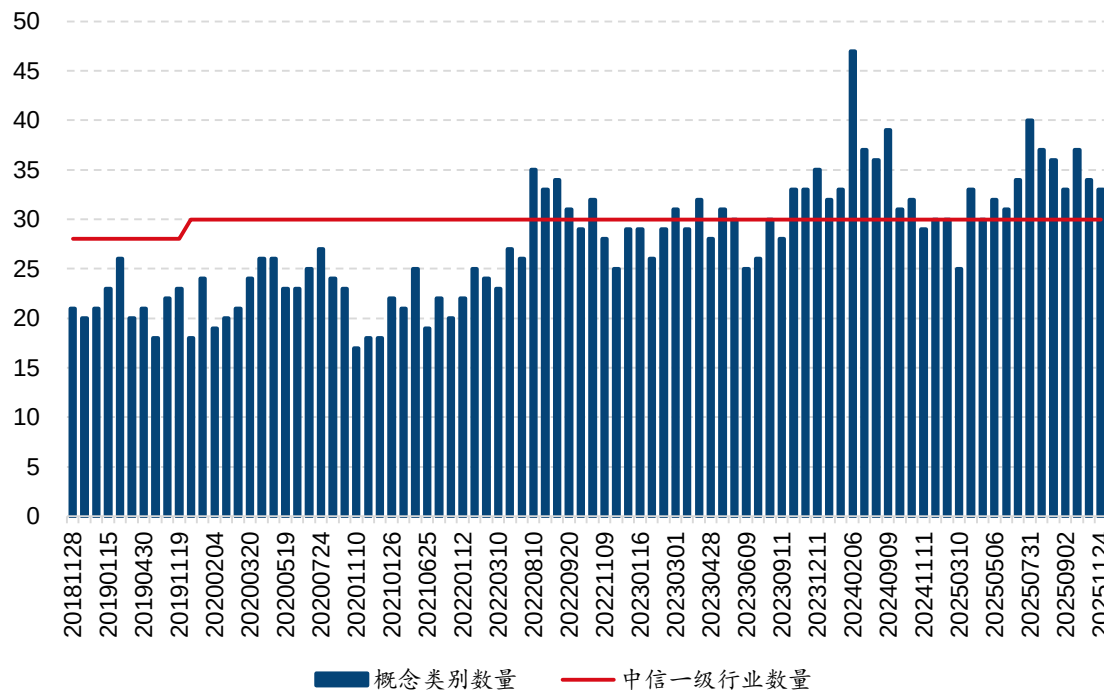
5. 热点概念类别的代表性指数筛选

- 经过收益率聚类后的概念类别中的热点概念指数数量不一，为了避免部分类别中热点概念数量过多问题，我们以类别中时点动量排名靠前的热点概念作为该类别的代表性指数。具体来讲：
 - **计算热点概念时点动量因子**：每次时点动量信号触发后，计算所有热点概念指数的时点动量因子排序；
 - **对热点概念进行聚类**：根据上一小节提到的方法，基于热点概念收益率相关性将走势趋同的热点概念划分为同一类别；
 - **选择每个类别内代表性指数**：每个类别内选择时点动量因子排名靠前的5个指数，作为该类别的代表性指数。
- 需要说明的是，在后续基于概念类别的数据统计中，我们均只考虑每个概念类别中的代表性指数。

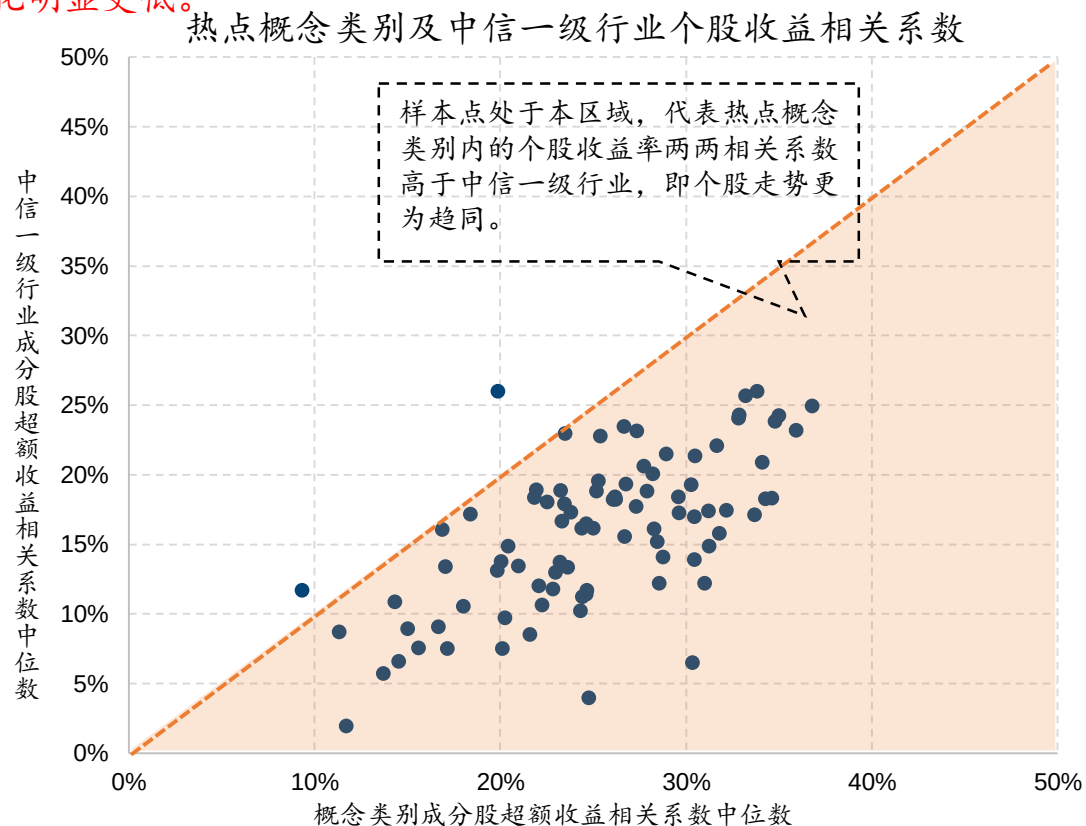


- 前面提到，好的市场划分方式应当满足：（1）条件一：类别内股票收益分化小；（2）条件二：类别间股票收益分化大；（3）条件三：类别间股票尽可能覆盖所有股票收益区间。
- 我们首先观察热点概念类别数量，下图展示了经过收益率相关性聚类的热点概念类别数量与中信一级行业数量变化。
- 整体来看**热点概念类别数量基本维持在20-30个类别左右，对于主观投资者而言是一个较为合适的数量级。**

热点概念类别数量与中信一级行业数量变化（2019-2025）



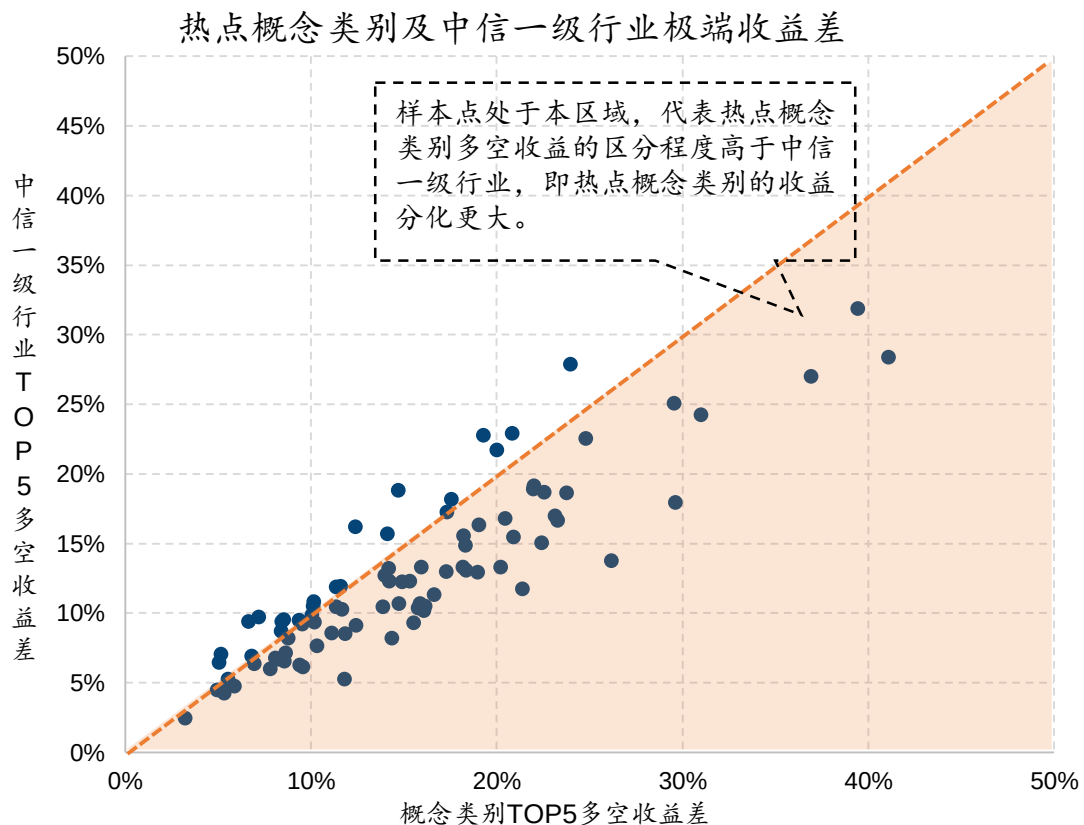
- 对于条件一，我们可以通过**类内个股超额收益相关系数**来观察不同类别划分标准下类内股票收益分化程度。具体来讲：
 - **定义持仓区间**：每次时点动量信号触发后，将该日到下一次信号触发日的区间定义为“持仓区间”；
 - **计算类内个股收益分化度**：计算每个热点概念类别内成分股及每个中信一级行业内成分股在持仓区间内**日度超额收益**的两两相关系数均值；
 - **计算类内个股收益分化度中位数**：对所有类别的类内成分股日度超额收益相关系数均值取中位数，作为类内个股收益分化度。
- 可以看到，该散点图基本集中在右下角部分，说明**热点概念内的个股收益相关性普遍高于中信一级行业划分，也就是说热点概念类别中的股票收益走势更为接近，分化明显更低。**



➤ 对于条件二，我们首先观察不同类别间的收益分化程度，具体来讲：

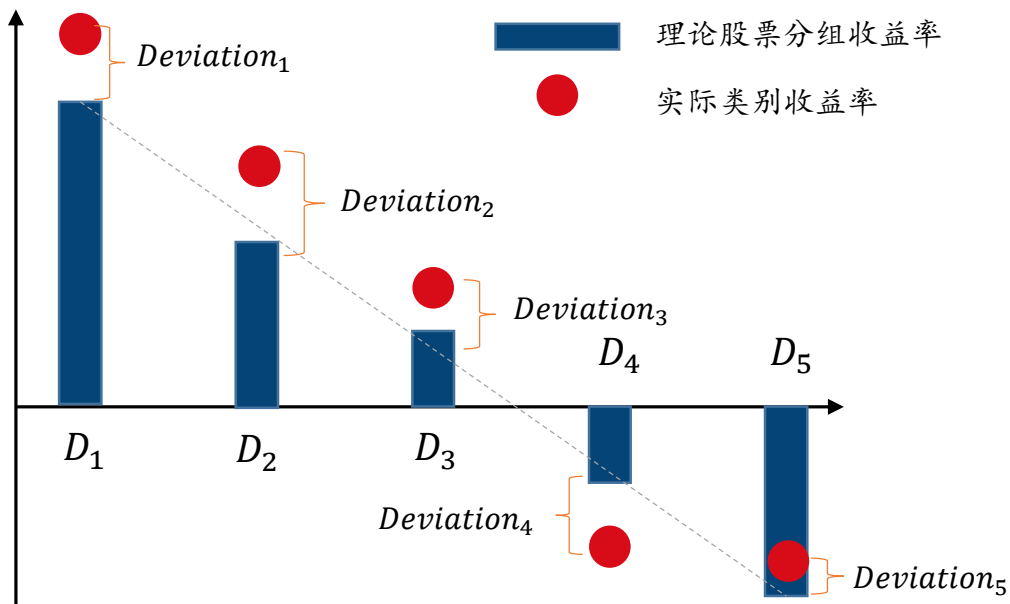
- **定义持仓区间：**每次时点动量信号触发后，我们将该日到下一次信号触发日的区间定义为“持仓区间”；
- **计算类别收益率：**计算每个热点概念类别内成分股收益率平均值，作为该类别收益；
- **计算类别收益分化度：**计算持仓区间收益率最高和最低的5个类别的收益中位数之差。

➤ 可以看到，该散点图普遍集中在右下角部分，说明基于热点概念划分的不同类别之间的收益分化高于中信一级行业，概念划分的锐度更为明显。



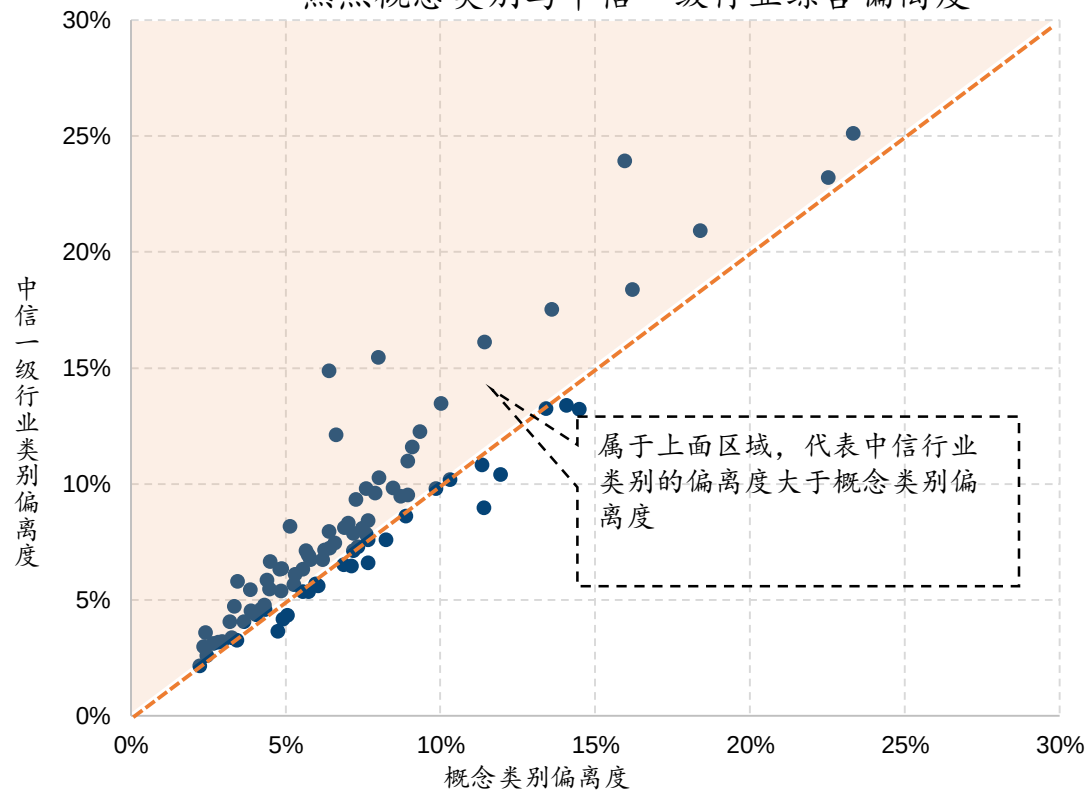
- 最后，为了探究不同类别划分对于个股收益区间的覆盖程度，我们考察组别偏离度，假设在每个持仓周期内有N个类别：
 - **计算个股收益率**：计算区间段内全市场所有股票收益率，并进行降序排列；
 - **计算极端收益率**：取前5%股票收益率中位数作为，取后5%股票收益率中位数作为；
 - **线性插值计算理论组别收益率**：根据和以及类别数量进行线性插值，得到理论组别收益率；
 - **计算各组偏离度**：将类别收益率进行降序排列，并计算每一个类别收益率与其所对应的理论组别收益率之间的偏差，记为 $Deviation$ ；
 - **计算合计偏离度**：对每个组别偏离度取绝对值，最后取其中位数，得到综合偏离度。
- 该散点图普遍集中于左上角部分，说明中信一级行业的偏离度普遍大于热点概念类别的偏离度。也就是说，基于热点概念划分的类别收益率更贴近个股分档收益，说明其能够更好地表征全市场所有股票的收益分布。

理论组别收益率与实际组别收益率示意图



数据来源：WIND，国信证券经济研究所整理

热点概念类别与中信一级行业综合偏离度



目录

Part 1

乘势而上，顺势而为

Part 2

基于时点动量的行业轮动策略

Part 3

基于热点概念的市场划分新思路

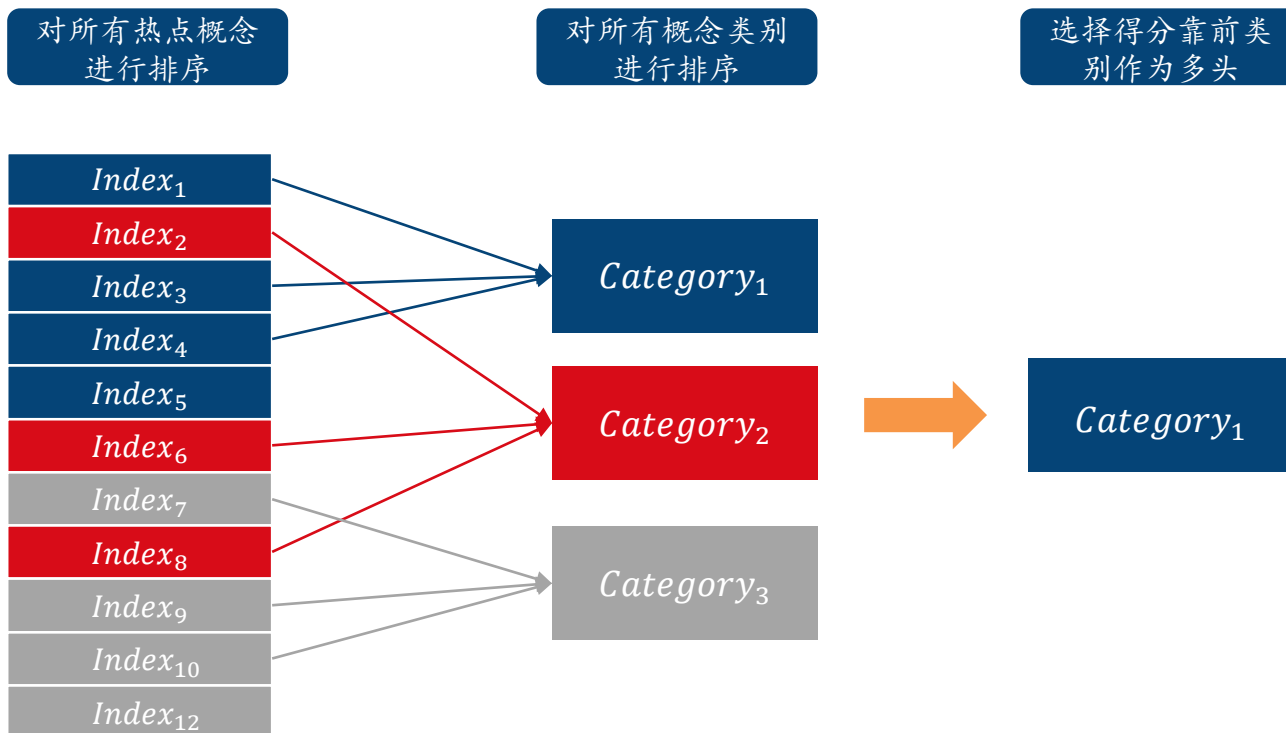
Part 4

时点动量概念股票池构建

Part 5

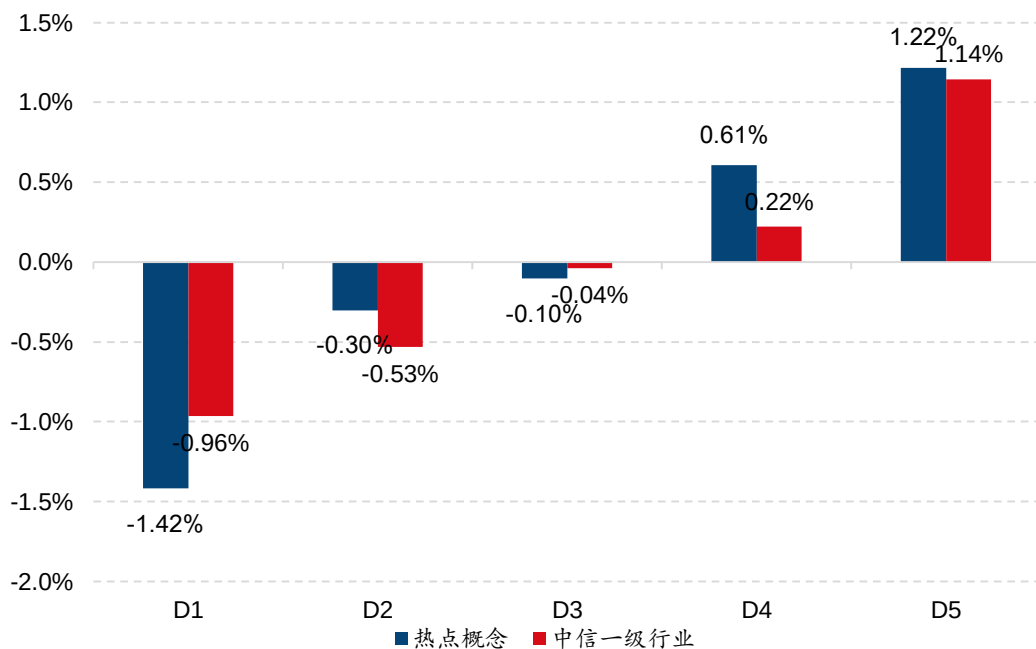
时点动量概念精选组合构建

- 我们首先检验时点动量模型在概念轮动上的效果，同一个颜色代表同一个类别。根据如下方式构建时点动量概念轮动组合，：
- **计算热点概念时点动量因子**：每次时点动量信号触发后，计算所有热点概念指数的时点动量因子排序；
 - **对热点概念进行聚类**：根据上一小节提到的方法，基于热点概念收益率相关性将走势趋同的热点概念划分为同一类别；
 - **选择每个类别内代表性指数**：每个类别内选择时点动量因子排名靠前的5个指数，作为该类别的代表性指数。随后计算代表性指数的时点动量因子排序平均值，作为该类别排序；
 - **根据时点动量因子对类别排序**：根据每个类别中的代表性指数时点动量因子排序平均值进行降序排列，得分靠前的类别作为多头组合，得分靠后的类别作为空头组合。

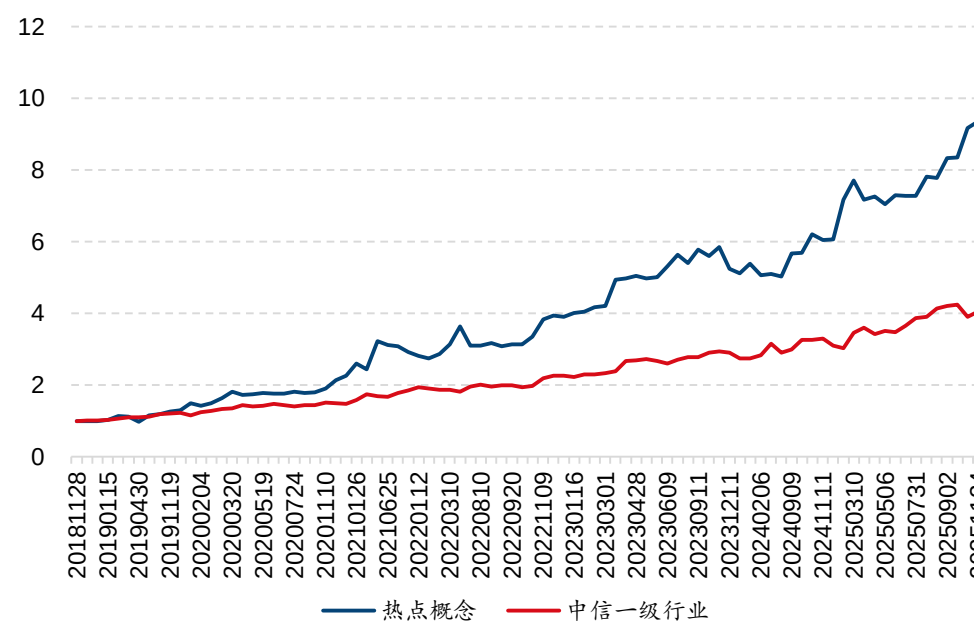


- 左图展示了2019年以来融合后的时点动量因子在热点概念类别及中信一级行业上的分组次均超额（此处每次信号触发后20个交易日内超额），可以看到尽管信号触发日完全相同，但不同的划分方式可以得到不同的结果。
- 其中，基于热点概念划分的类别多空收益明显更高，其多头次均超额达到1.22%，空头次均超额为-1.42%。无论是多头维度还是空头维度，基于热点概念划分的类别的次均超额收益都要更高。
- 右图展示了时点动量信号在热点概念类别及中信一级行业上的多空净值，整体来看基于热点概念划分下的多空净值明显高于中信一级行业划分下的多空净值。

时点动量因子热点概念分组次均超额（2019-2025）

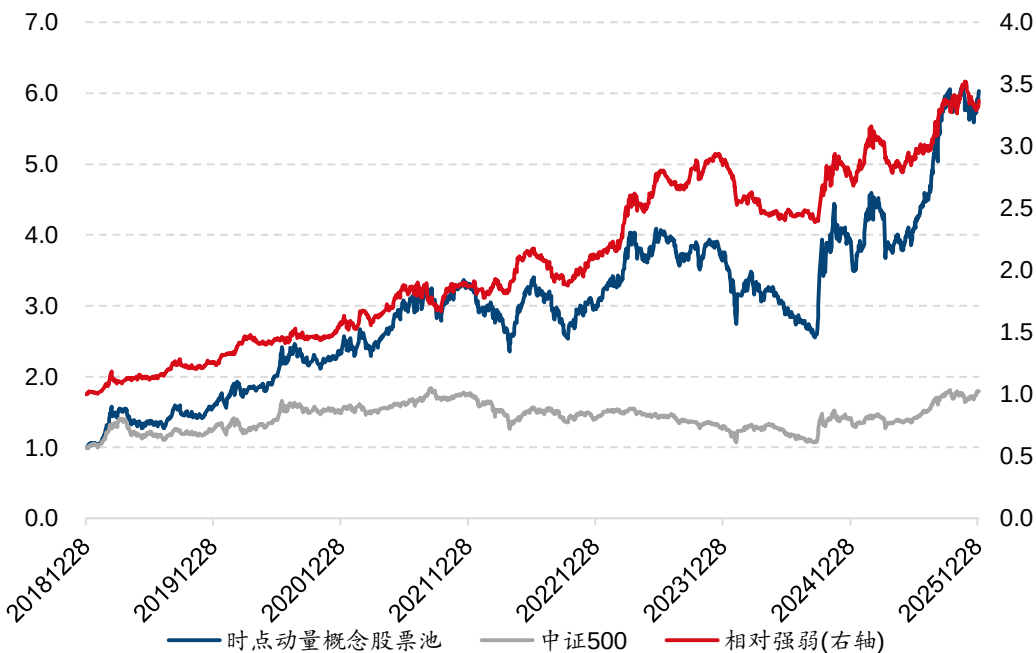


时点动量因子热点概念多空净值（2019-2025）



- 为了将投资组合落地到选股组合上，本部分我们对时点动量概念股票池的构建和表现进行分析。具体来讲：
 - **获取时点动量多头类别：**在每次时点动量信号触发后，选择时点动量因子排名最高的5个类别作为多头组合；
 - **获取多头类别内热点概念：**获取该类别内的代表性热点概念指数；
 - **构建时点动量概念股票池：**对热点概念指数“紧密关联成分股”取并集，以被热点概念入选次数加权构建“时点动量概念股票池”。
- 在20181228-20251231区间段内，时点动量热点概念股票池年化收益率30.54%，同期中证500指数年化收益率9.03%，股票池年化超额收益达到21.51%，且大部分年份都能战胜中证500指数。

时点动量概念股票池净值走势（2019-2025）



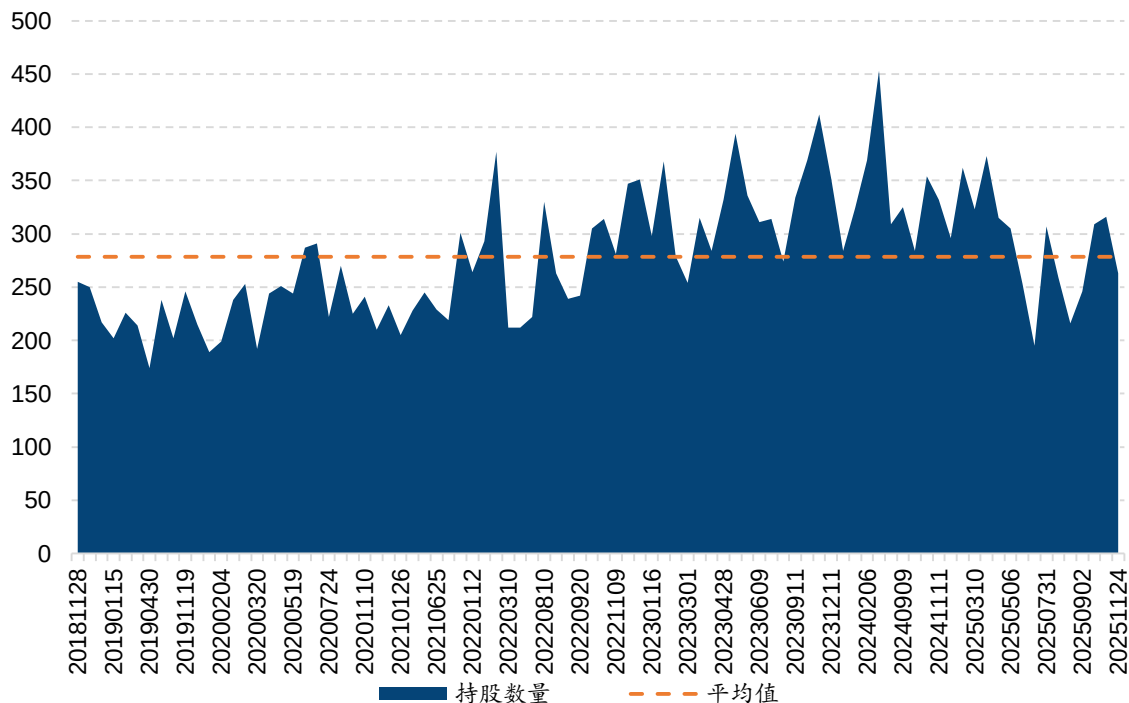
数据来源：WIND，国信证券经济研究所整理

时点动量概念股票池分年度绩效

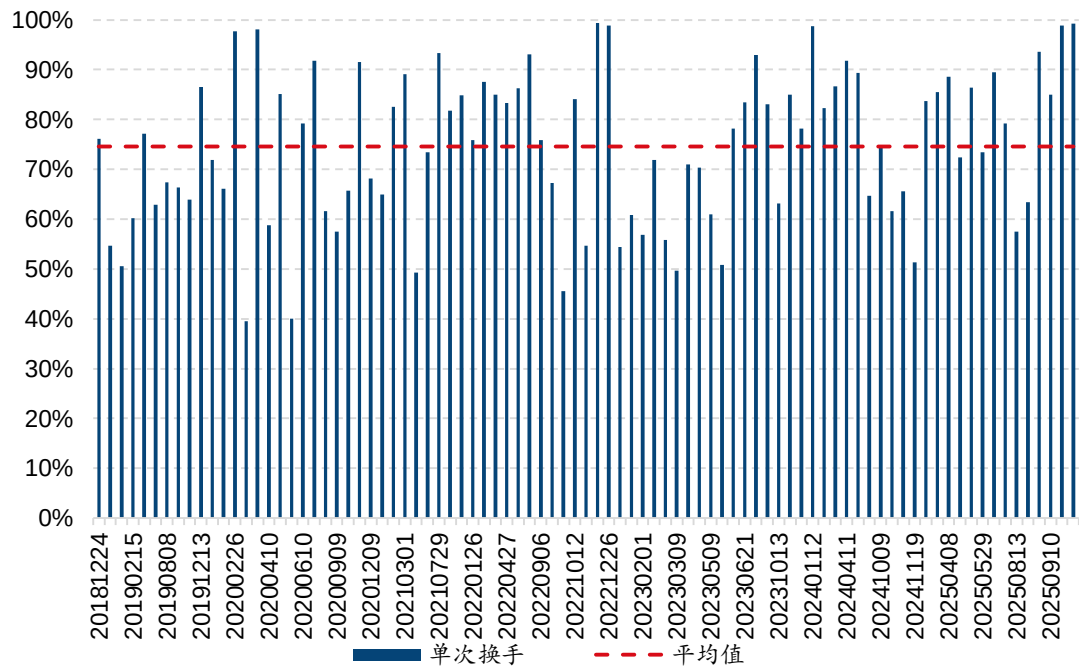
年份	时点动量概念股票池	中证500指数	超额收益
2019	59.47%	26.38%	33.09%
2020	50.25%	20.87%	29.38%
2021	38.02%	15.58%	22.43%
2022	-10.80%	-20.31%	9.52%
2023	27.11%	-7.42%	34.53%
2024	0.05%	5.46%	-5.41%
2025	60.78%	30.39%	30.39%
区间年化	30.54%	9.03%	21.51%

- 左图展示了时点动量概念股票池的每期持股数量变化，在样本区间内该股票池平均持有280只股票。
- 右图展示了时点动量概念股票池的每期单边换手率，整体来看该股票池的次均单边换手率为75%。

时点动量概念股票池每期持股数量

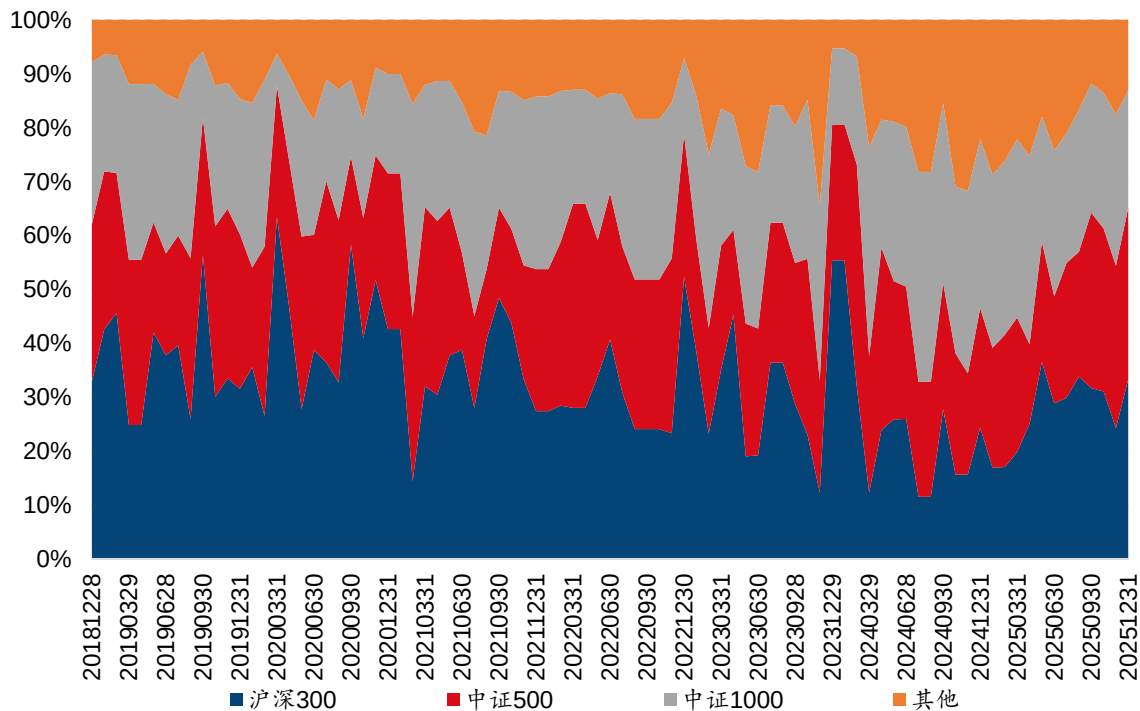


时点动量概念股票池每期单边换手率

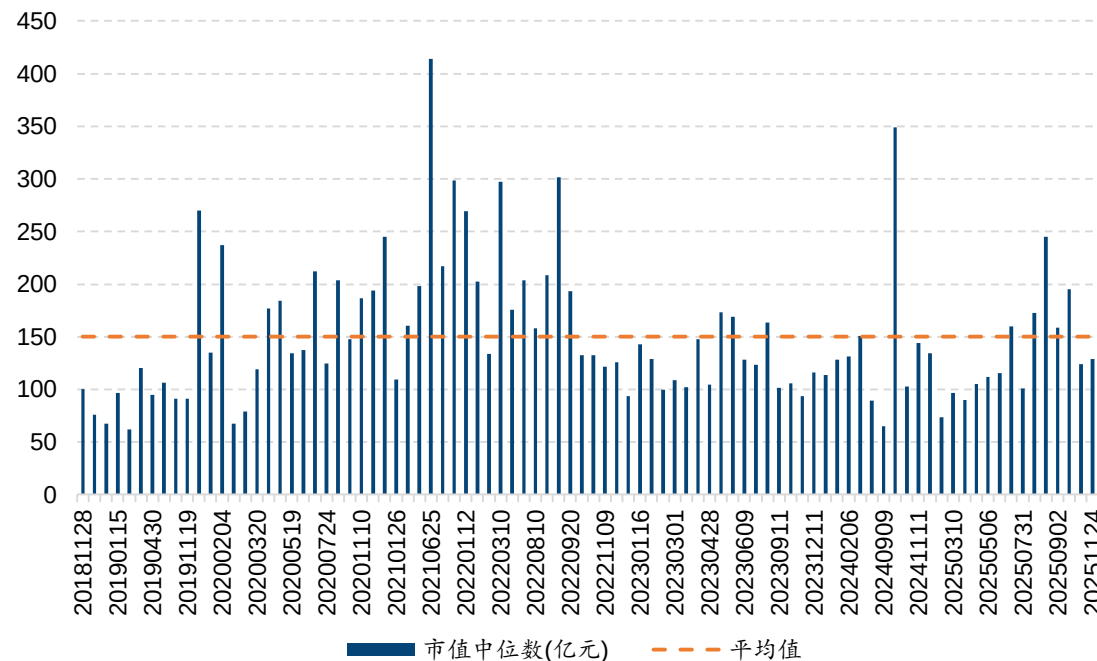


- 左图展示了时点动量概念股票池属于不同股票池比例，在样本区间内该股票池中平均有23%属于沪深300指数、27%属于中证500指数、30%属于中证1000指数、20%属于其他指数成分股。
- 右图展示了时点动量概念股票池每期持股市值中位数，在样本区间内该股票池的持股市值中位数为150亿元。

时点动量概念股票池属于不同成分股比例



时点动量概念股票池持股市值中位数



目录

Part 1

乘势而上，顺势而为

Part 2

基于时点动量的行业轮动策略

Part 3

基于热点概念的市场划分新思路

Part 4

时点动量概念股票池构建

Part 5

时点动量概念精选组合构建

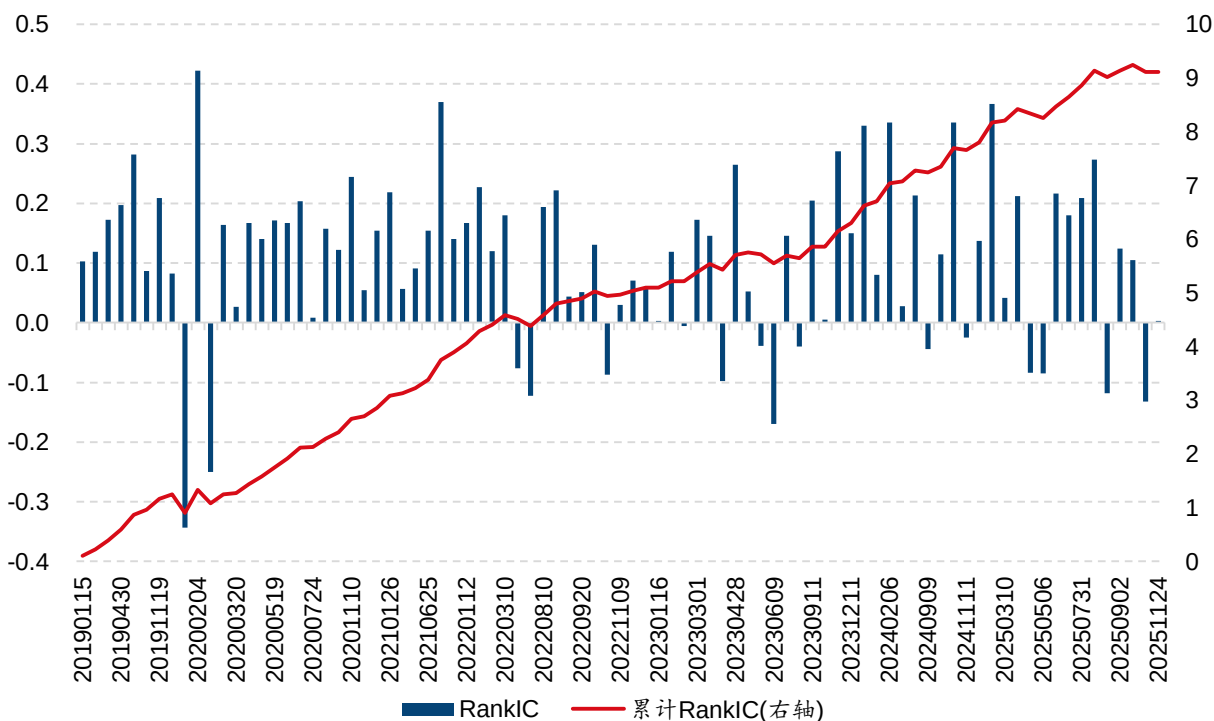
- 我们从基本面和技术面两个维度筛选出时点动量概念股票池中的有效选股因子，在时点动量概念股票池中对单因子进行缺失值填充、去极值、标准化等操作后，下表展示了该股票池中各单因子的检验结果，检验区间为20181228-20251231。
- 整体来看，无论是基本面类的成长类因子，还是技术面类的低频和高频量价因子，在时点动量概念股票池中均展现出一定的选股效果。

时点动量概念股票池单因子检验结果（2019-2025）

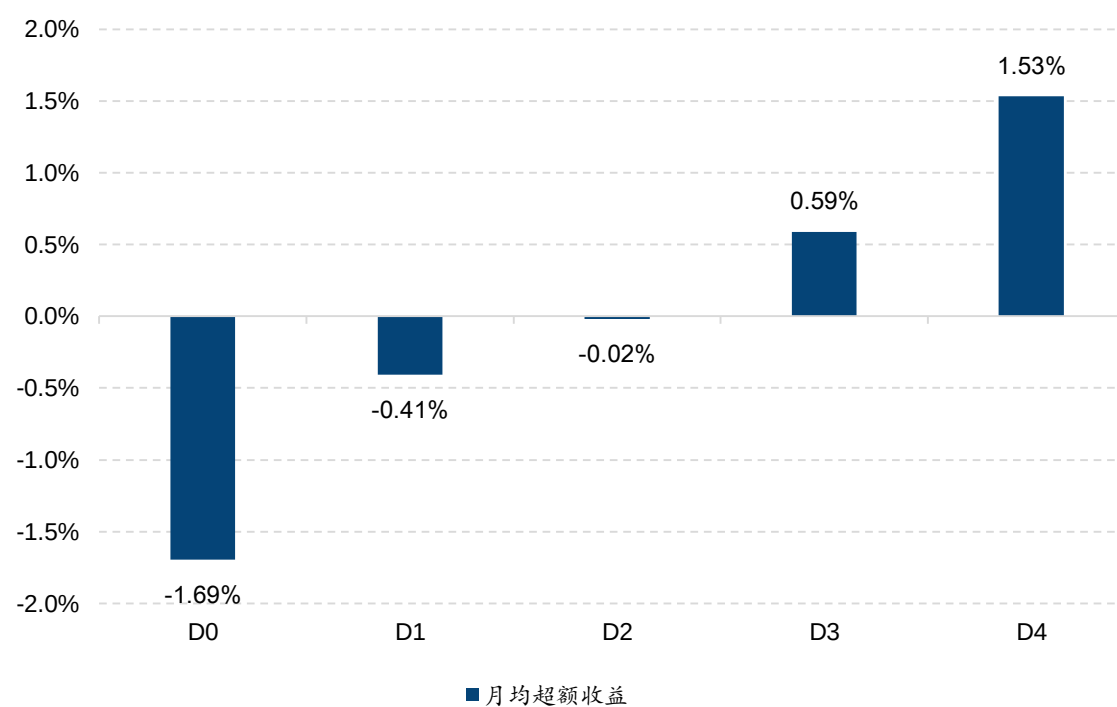
类别	RankIC代码	因子名称	RankIC均值	年化RankICIR	RankIC月胜率	多头月均超额	空头月均超额	因子计算方式
基本面	SUE	标准化预期外盈利	2.15%	0.65	52.33%	0.71%	-0.33%	(单季度实际净利润-预期净利润)/预期净利润增长标准差
	DeltaROEQ	单季度ROE同比增速	2.56%	0.73	56.98%	0.72%	-0.55%	单季度净资产收益率-去年同期单季度净资产收益率
	NPQYOY	单季度净利润同比增速	2.03%	0.52	53.49%	0.61%	-0.51%	单季度净利润同比增长率
	ORQYOY	单季度营业收入同比增速	1.95%	0.44	48.84%	0.67%	-1.03%	单季度营业收入同比增长率
技术面	Ret240_20_RemoveUpLimit	剥离涨停动量	6.34%	1.11	58.14%	0.78%	-0.79%	[T-240-20,T-20]交易日区间段去除涨停日天数样本后的累计收益率
	VolumeRatioSelect	大单及漫长订单精选因子	8.78%	2.03	73.26%	0.95%	-1.24%	大单及漫长订单精选因子
	SATDCombination	主力复合因子	9.87%	1.89	69.77%	0.81%	-1.29%	主力复合因子

- 我们对因子进行等权合成构建复合选股因子。左图展示了其在时点动量概念股票池中的RankIC走势，在样本区间内复合因子RankIC均值10.72%，年化RankICIR为2.66，次胜率81.18%。
- 右图展示了复合选股因子的分组月均超额收益，多头月均超额为1.53%，空头月均超额为-1.69%，展现出较好的单调性。

复合因子在时点动量概念股票池中RankIC走势



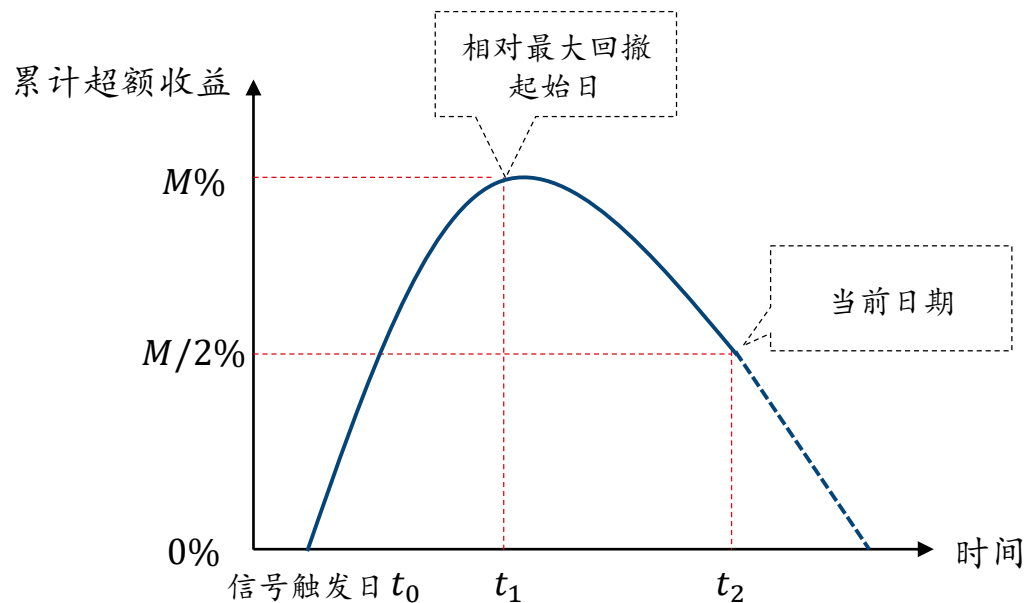
复合因子在时点动量概念股票池中分组月均超额收益



- 在对时点动量概念股票池进行因子打分后，我们即可根据复合因子进行降序排列，构建时点动量概念精选组合。该组合的主要构建要素如下：
- 回测区间：2018年12月28日-2025年12月31日
 - 调仓频率：每次时点动量信号触发后不定期调仓
 - 选股空间：时点动量概念股票池
 - 选股方式：基于多因子模型进行综合打分，根据复合选股因子从高到低进行降序排列
 - 持股数量：选取复合选股因子得分最高的30只股票
 - 加权方式：等权配置
 - 交易费用：双边千分之三
 - 交易设置：调仓日涨停股票不买入、跌停股票不卖出
 - 调仓价格：时点动量信号触发日收盘价调仓

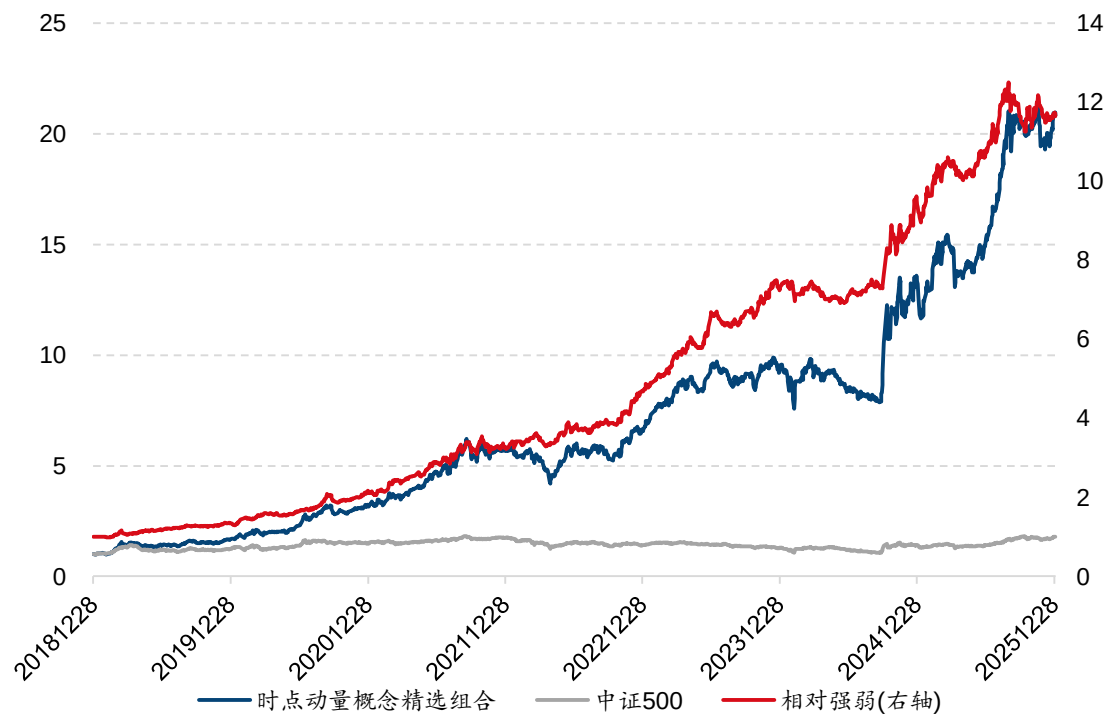
- 由时点动量概念精选组合的构建流程可知，该组合持仓的更新基于不定期触发的时点动量信号，且在行业持股上相对集中。为了避免短期Beta判断错误给组合带来的大幅回撤，也为了避免长时间无信号造成的信号衰减，我们引入止损机制。
- 假设当前时间为 t_2 ，时点动量信号触发日为 t_0 ：
- 计算时点动量信号触发日 t_0 至当前时间 t_2 区间段内，时点动量概念股票池和时点动量概念精选组合相对基准指数的相对最大回撤；
- 若精选组合超额收益回吐幅度超过前期盈利一半（即 $t_1 \sim t_2$ 区间内回撤超过 $t_0 \sim t_1$ 区间涨幅的一半），且精选组合及股票池相对基准指数均出现大幅回撤（此处设置超额最大回撤均超过8%），则将当前持仓切换至基准指数。

止损机制示意图



- 下图展示了20181228-20251231区间段内，时点动量概念精选组合与中证500指数的净值走势及分年度绩效。
- 在样本区间内，时点动量概念精选组合年化收益57.05%，相对同期中证500指数的年化超额收益达到48.02%，信息比2.31，收益回撤比4.26，每年均能够战胜中证500，整体表现较为优异。

时点动量概念精选组合 VS 中证500
净值走势（2019-2025）



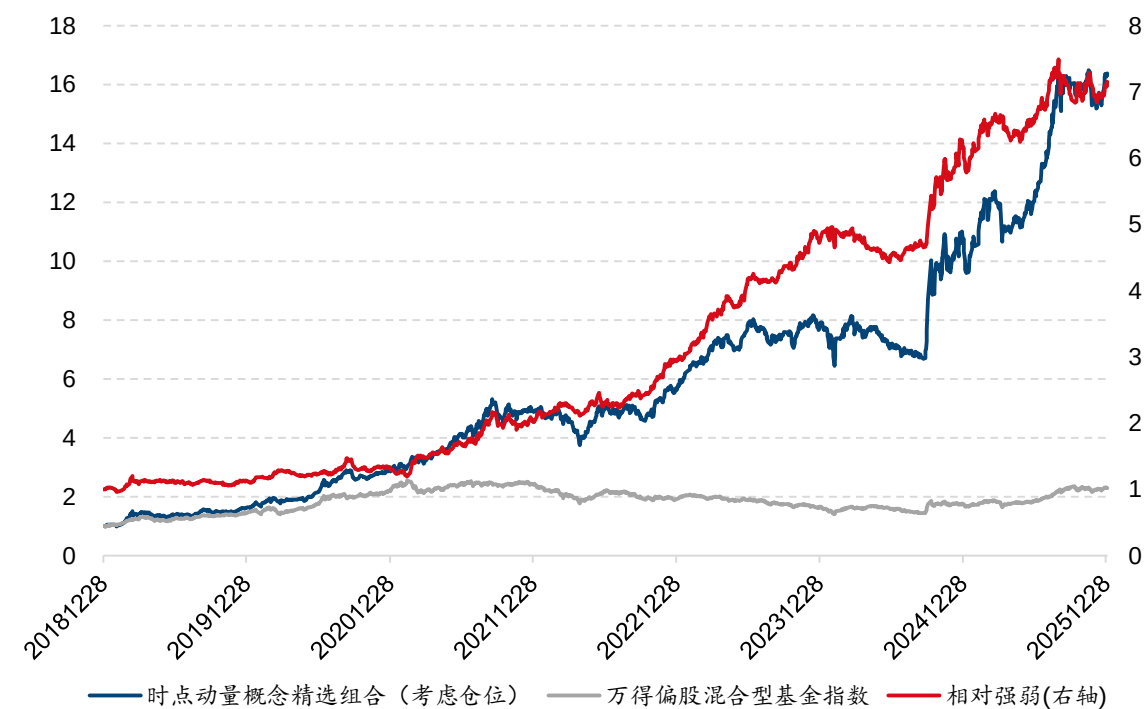
时点动量概念精选组合 VS 中证500
分年度绩效表现

年份	时点动量概念精选组合	中证500指数	超额收益	相对最大回撤	信息比	跟踪误差	收益回撤比	季度胜率	月度胜率
2019	70.25%	26.38%	43.87%	9.94%	2.47	12.90%	4.41	100%	67%
2020	88.40%	20.87%	67.53%	10.49%	3.16	14.66%	6.44	100%	83%
2021	78.42%	15.58%	62.83%	11.27%	2.26	21.50%	5.58	75%	75%
2022	15.94%	-20.31%	36.25%	8.95%	2.53	16.04%	4.05	100%	75%
2023	43.71%	-7.42%	51.13%	5.71%	3.27	14.34%	8.96	100%	83%
2024	32.82%	5.46%	27.36%	8.50%	1.45	19.06%	3.22	75%	83%
2025	65.65%	30.39%	35.26%	10.55%	1.62	16.50%	3.34	100%	83%
区间年化	57.05%	9.03%	48.02%	11.27%	2.31	16.63%	4.26	93%	79%

数据来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 为了与主动股基进行比较，我们以每次调仓时点90%的仓位计算组合表现。
- 可以看到，在考虑了仓位及交易费用的影响后，时点动量概念精选组合年化收益51.39%，相对同期偏股混合型基金指数的年化超额收益达到38.31%，信息比1.83，收益回撤比1.54，基本每年均能够在主动股基内排名前20%，整体表现较为优异。

时点动量概念精选组合 VS 偏股混合型基金指数
净值走势（2019-2025）



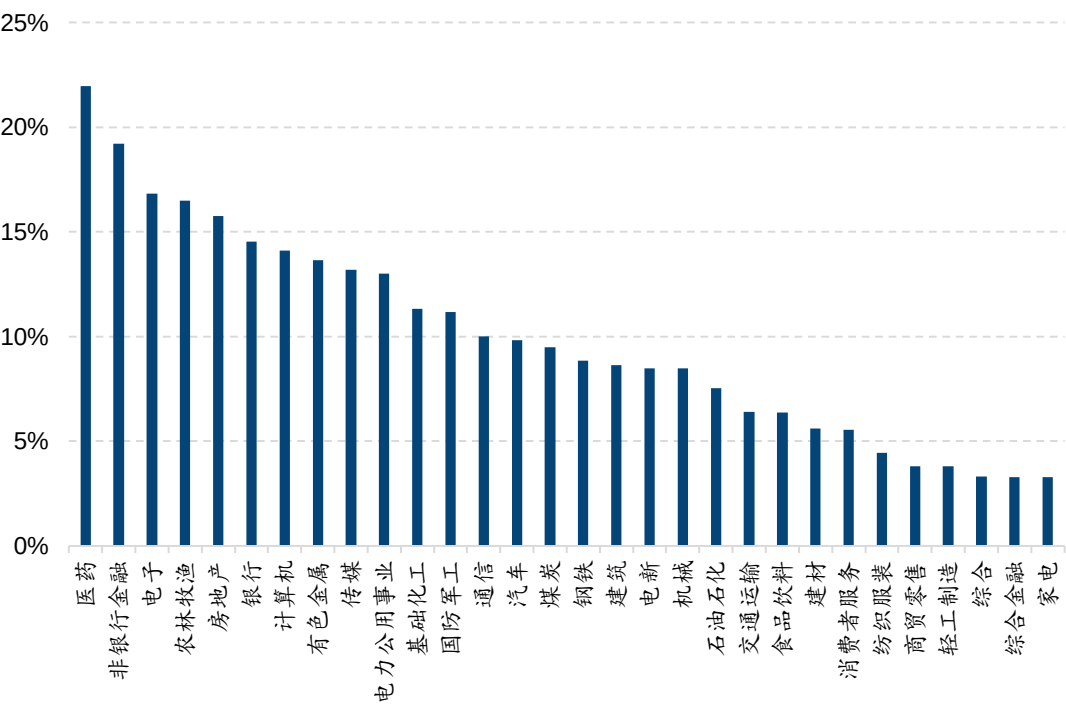
时点动量概念精选组合 VS 偏股混合型基金指数
分年度绩效表现

年份	时点动量概念精选组合（带仓位）	偏股混合型基金指数	超额收益	相对最大回撤	信息比	收益回撤比	季度胜率	在主动股基内排名分位点	在主动股基内排名
2019	62.76%	45.02%	17.74%	13.58%	0.93	1.31	100%	18.65%	182/976
2020	78.30%	55.91%	22.40%	15.07%	0.99	1.49	50%	21.71%	241/1110
2021	69.61%	7.68%	61.92%	12.11%	2.15	5.11	100%	0.75%	14/1878
2022	15.08%	-21.03%	36.11%	9.55%	2.6	3.78	100%	0.38%	9/2380
2023	39.40%	-13.52%	52.92%	4.45%	3.73	11.88	100%	0.14%	4/2854
2024	30.71%	3.45%	27.26%	11.58%	1.43	2.35	75%	1.68%	56/3325
2025	58.68%	33.19%	25.49%	9.17%	1.28	2.78	100%	13.06%	453/3469
区间年化	51.39%	13.08%	38.31%	24.91%	1.83	1.54	89%	-	-

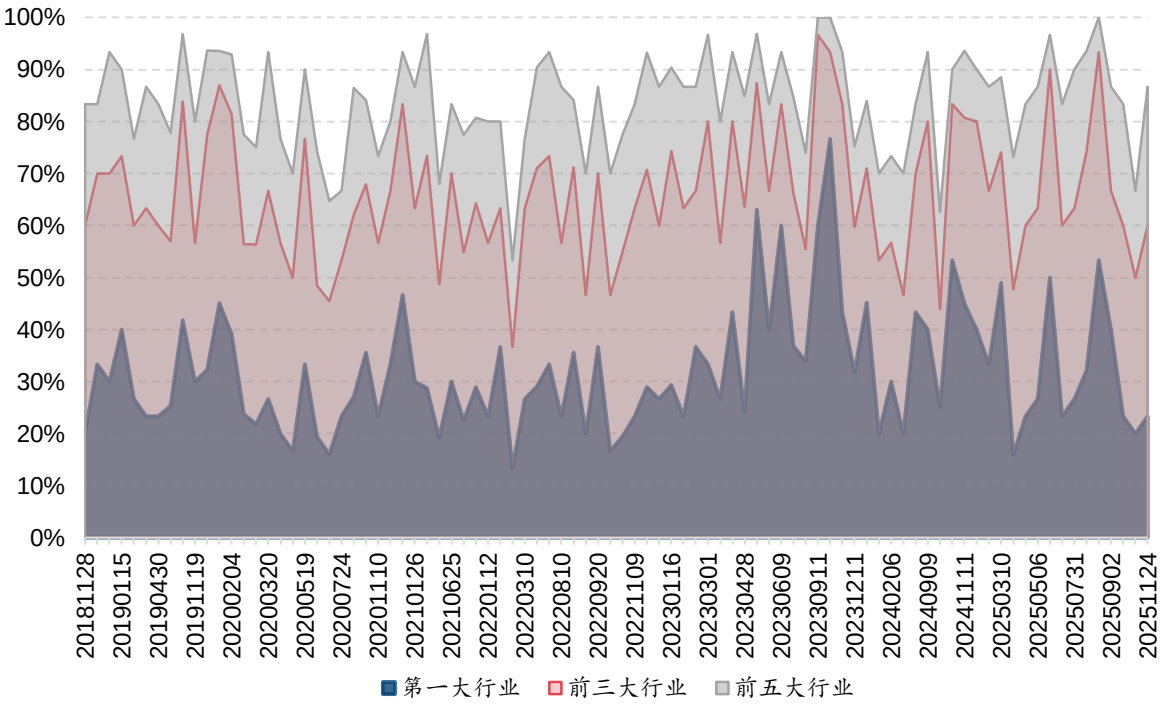
数据来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 左图展示了时点动量概念精选组合的历史行业平均分布，整体来看医药、非银行金融、电子、农林牧渔、房地产等行业入选次数较为靠前。
- 右图展示了该组合第一大、前三大、前五大行业的持仓权重集中度，可以看到组合第一大行业权重平均占比为32%、前三大行业权重平均占比为66%、前五大行业权重平均占比为84%，体现出一定的行业集中度。

时点动量概念精选组合行业分布



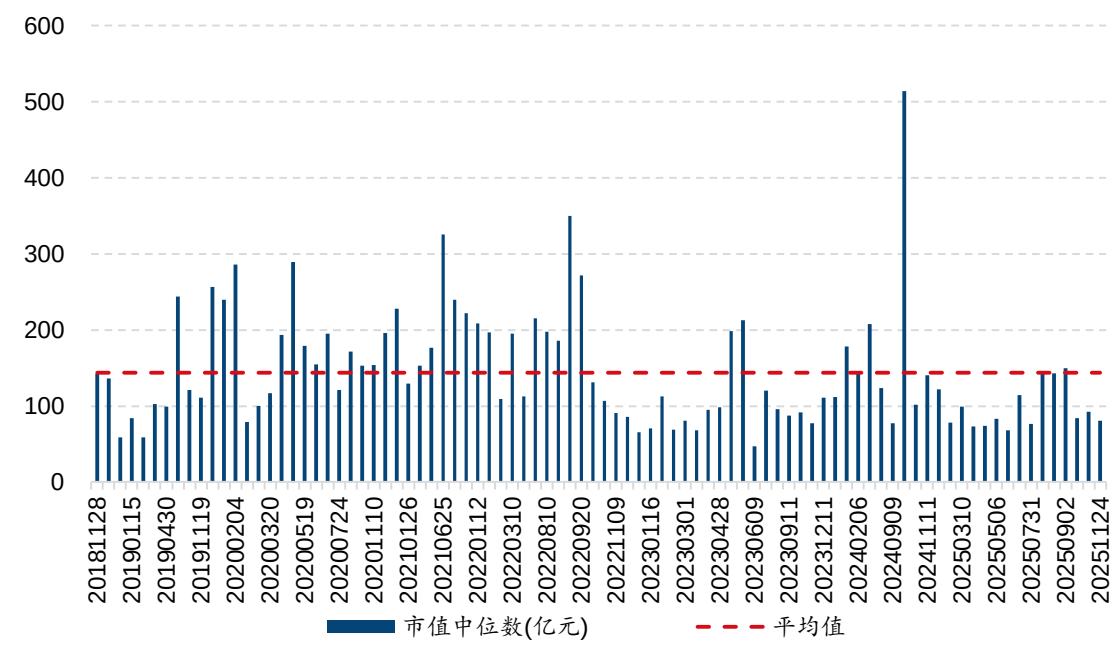
时点动量概念精选组合不同板块权重占比



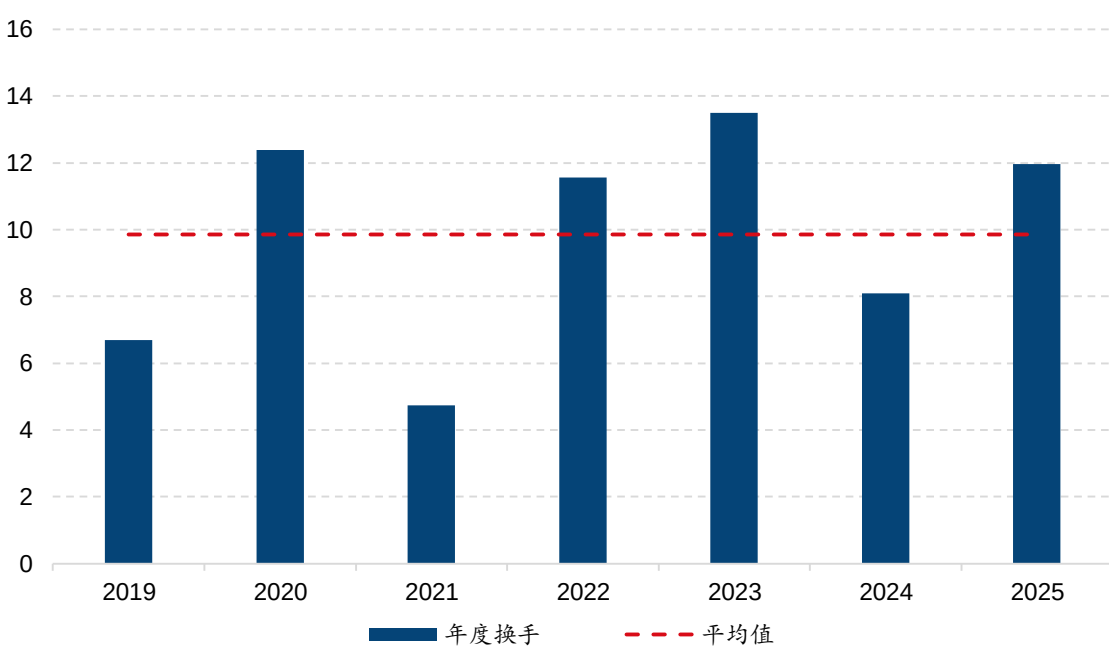
数据来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 左图展示了时点动量概念精选组合的持股市值中位数，在样本区间内组合持股市值中位数为144亿元。
- 右图展示了该组合年度单边换手，由于每年的信号次数存在差别，因此组合的分年度单边换手存在一定差异。在样本区间内，该组合年度单边换手率平均维持在10倍左右。

时点动量概念精选组合持股市值中位数

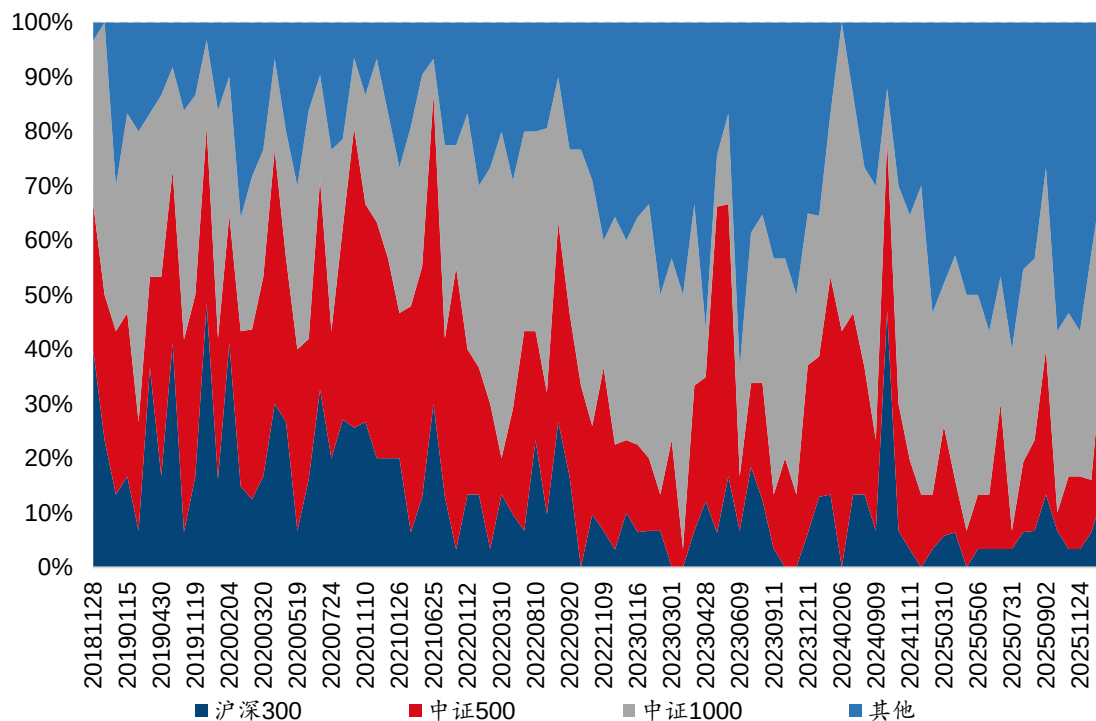


时点动量概念精选组合年度单边换手

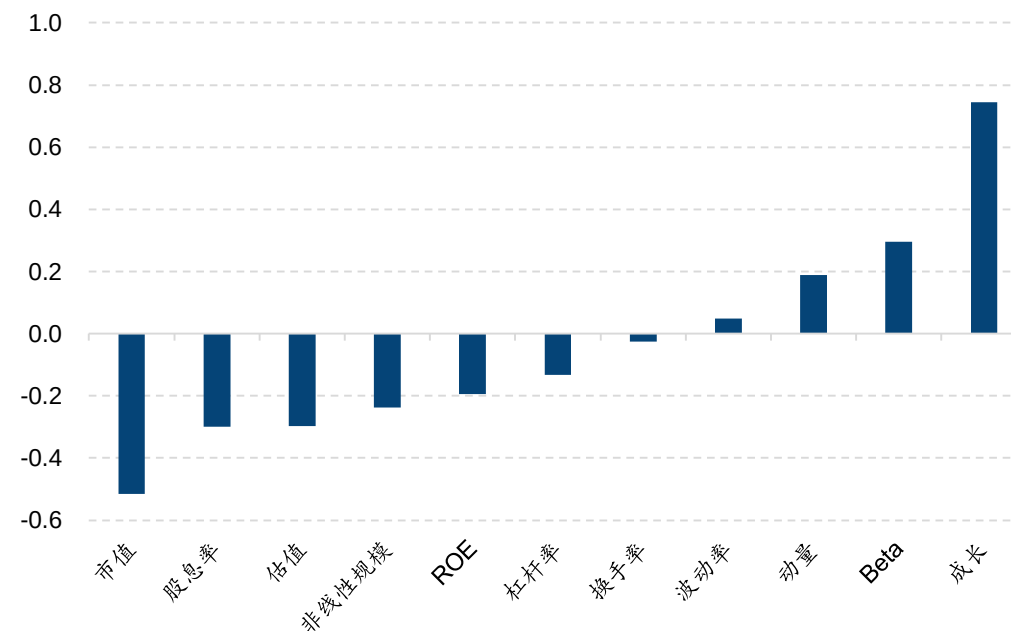


- 左图展示了时点动量概念精选组合在不同宽基指数上的权重占比，其中属于沪深300指数成分股的平均持仓权重为13%，属于中证500指数成分股的平均持仓权重为26%，属于中证1000指数成分股的平均持仓权重为33%，属于其他指数成分股的平均持仓权重为28%。
- 右图展示时点动量概念精选组合相对中证500指数的平均风格暴露情况，整体来看该组合偏向于小盘成长风格，成长、Beta及动量因子暴露较高。

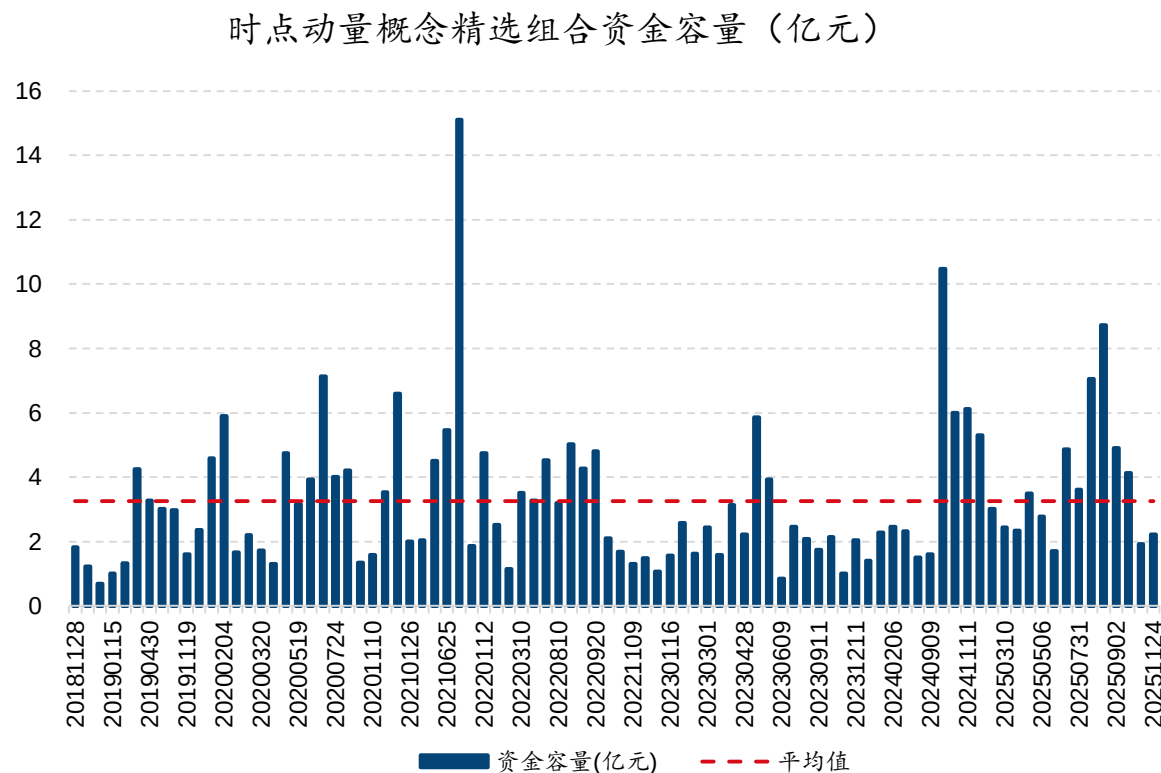
时点动量概念精选组合属于不同成分股权重



时点动量概念精选组合风格因子暴露



- 下图展示了时点动量概念精选组合的单日资金容量，我们以每只股票在交易时点前10个交易日的日均成交额的10%作为个股单日最大买入金额，然后计算截面每只持仓股票单日最大买入金额除以组合中该股票权重，取截面所有股票该数值的25%分位数处的取值作为组合单日最大买入金额。历史来看组合平均单日最大买入金额为3.25亿元。



- 为了避免调仓时点带来的参数敏感性，本部分我们对不同调仓价格下时点动量概念精选组合的表现进行敏感性测试。
- 下表展示了采用当日收盘价、次日开盘半小时均价、次日开盘价、次日均价、次日收盘价等不同时间点调仓的组合相对中证500指数的超额收益情况。整体来看，不同调仓价格下时点动量概念精选组合均有较为显著的超额收益。

不同调仓价格下时点动量概念精选组合相对中证500超额收益

年份	当日收盘价	次日开盘半小时均价	次日开盘价	次日均价	次日收盘价
2019	43.87%	46.19%	43.77%	48.40%	51.11%
2020	67.53%	64.51%	65.90%	62.87%	61.76%
2021	62.83%	64.62%	60.54%	68.45%	71.31%
2022	36.25%	34.37%	36.62%	30.46%	28.71%
2023	51.13%	47.90%	50.82%	44.56%	42.19%
2024	27.36%	20.62%	25.81%	18.40%	16.84%
2025	35.26%	25.02%	25.82%	26.64%	28.13%
区间年化	48.02%	44.62%	45.91%	43.68%	43.41%

- 为了探究不同持股数量下的组合表现，表8展示了持有30只、50只、60只、80只及100只股票的组合相对中证500指数的超额收益情况。
- 整体来看，持股数量越多时组合的超额收益有一定程度的下降，但不同持股数量下的组合相对中证500指数的超额收益都较为明显。

不同持股数量下时点动量概念精选组合相对中证500超额收益

年份	TOP30	TOP50	TOP60	TOP80	TOP100
2019	43.87%	43.47%	43.00%	42.65%	41.99%
2020	67.53%	54.21%	49.05%	40.96%	34.58%
2021	62.83%	57.28%	61.58%	55.52%	48.11%
2022	36.25%	24.04%	19.70%	19.19%	19.76%
2023	51.13%	40.78%	43.21%	43.20%	43.61%
2024	27.36%	21.88%	21.59%	18.48%	18.39%
2025	35.26%	52.15%	45.35%	42.04%	41.69%
区间年化	48.02%	42.57%	40.93%	37.97%	36.18%

➤ 乘势而上，顺势而为

- **乘势而上，个股Alpha与行业Beta的共振：**在个股表现强势时，倘若个股自身的“小势”能够与其背后行业板块的“大势”共同作用，则后续可能会有更强的支撑，该类股票后续表现通常较好。
- **如何将个股Alpha与行业Beta进行结合？**将个股Alpha与行业Beta进行更好的结合时，往往需要解决如下两个问题：（1）：如何提升行业收益预测准确度；（2）：如何更好地对市场进行划分。前者是目前大多数研究者讨论的核心，其背后即是对行业轮动模型的完善。后者是本文探索的焦点，在过往的研究中“以何种颗粒度对市场进行划分效果更好”的重要性往往被研究者忽视。
- **如何对市场进行更好的划分？**一个好的市场划分式应当至少满足如下几个条件：（1）类别内个股收益分化尽可能小；（2）类别间收益分化尽可能大；（3）类别间收益分化尽可能均匀，从而尽可能覆盖所有股票的收益分布。

➤ 基于时点动量的行业轮动策略

- 我们从行情内部转折日和外部事件冲击日出发，寻找到市场的关键时点，并根据关键时点的信号对未来一段时间的投资进行指导。2019年以来时点动量因子在中信一级行业上分5组检验结果来看，多头次均超额达到1.14%，空头次均超额为-0.96%，多空净值较为稳定，样本外表现同样优异。

➤ 基于热点概念的市场划分新思路

- **基于热点概念的市场划分：**根据热点概念视角对市场进行划分，随后根据收益率相关性对走势趋同的热点概念进行聚类，得到热点概念类别；
- **基于热点概念类别划分效果：**与采用中信一级行业对市场进行划分相比，基于热点概念对市场进行划分的方式数量适中、同一类别内成分股的收益分化程度更低、不同类别间的收益分化程度更高且更具代表性，整体来看基于热点概念对市场进行划分的效果更优。

➤ 时点动量概念精选组合构建

- **时点动量概念股票池构建：**在时点动量信号触发后，首先对热点概念进行聚类，选择时点动量排名靠前的5个类别作为多头，并取多头类别中热点概念对应的成分股并集，构建“时点动量概念股票池”。
- **时点动量概念股票池复合因子表现：**复合因子在时点动量概念股票池中RankIC均值10.72%，年化RankICIR 达到2.66，多头月均超额1.53%，空头月均超额-1.69%。
- **时点动量概念精选组合构建：**时点动量概念精选组合自2019年以来年化收益达到57.05%，相较同期中证500指数年化超额48.02%，信息比2.31，收益回撤比4.26，整体表现较为优异。

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

关注公众号

量化藏经阁



国信证券金融工程与FOF团队

张欣慰	13818851963	张 宇	17621688421	胡志超	15600757566
陈梦琪	13575702658	李子靖	15216618398	俞璐琦	18080106464