下载日志已记录，仅供内部参考

预期思维择行业主线

报告发布日期 2026 年 09 月 09 日

证券分析师
郑月灵 执业证书编号：S0860525120003
zhengyueling@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人
周仕盈 执业证书编号：S0860125060012
zhoushiying@orientsec.com.cn
021-63326320
董翱翔 执业证书编号：S0860125030016
dongaoxiang@orientsec.com.cn
021-63326320
杨玮嘉 执业证书编号：S0860126040036
yangweijia@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告
资产配置以交易思维控风险 2026-06-08
资产配置以预期思维择主线：——地缘扰动下的资产配置思路 2026-03-19

研究结论

- 此前报告，我们提出资产的表现并不必然取决于基本面预期，也不必然取决于风险偏好或利率波动。不同时点驱动资产的核心风险因子存在差异，我们称之为特定时期的交易主线。对于境内多资产组合而言，驱动资产表现的风险因子/主线包括增长预期、利率预期和风险溢价。考虑到当前的经济 K 型、境内外利率脱钩、地缘扰动频繁，我们将风险因子进一步拓展为传统增长、新兴增长、境内利率、境外利率、境内风险溢价和境外风险溢价。基于预期思维，我们事前对上述风险因子进行识别，得到大类资产层面的配置线索。本文将宏观框架细化到行业，以上述三因子对行业交易主线进行预判，进而得到行业配置的观点。需要注意的是，**这一分析实则难以完全量化，需要丰富的主观经验，本系列报告旨在找到近似的量化之法，辅助投资决策。**
- 因子之于行业，如环境之于绿植。花儿开的不好，有可能是光照不够，可能土壤不够肥沃，也可能是缺水。正如资产在某一时期表现不好，可能是某个因子占据主导，而资产对其负向暴露。将上述框架应用在行业层面，首先需对不同风险因子选择相应指标，增长预期用行业自身的一致预期 EPS 变化，利率预期和风险溢价则可沿用宏观框架。
- 分别构建绝对收益和相对收益策略。对于前者，将经过回测验证有效的行业因子进行合并，丰富决策的信息集，强化各行业信号。对于后者，对各行业风险因子进行事前识别，选择影响最大的因子，再根据行业对因子的暴露进行行业比较。换言之，单行业判断无需用到风险因子择时，可以简单做风险因子打分的平均，但行业比较则应先做风险因子择时，因为行业比较的本质上是对风险因子进行配置，而单行业分析的信息则需越全面越好。
- 9 月绝对收益视角，绝对收益概率较高的行业主要包括有色/能化/煤炭等上游资源品、部分科技和医药等。相对收益视角，重点关注科技、医药、非银，以及增长预期向上的上游资源品板块。将行业对应到 ETF，今年以来行业轮动策略年化收益 46%。

风险提示

极端风险事件，例如中美关系、全球地缘超预期事件等，可能打破统计上的历史规律；量化指标失效的风险，历史数据对未来的指引效果有限；报告所选指标可在一定程度上体现风险因子但存在局限性。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、因子之于行业，如环境之于绿植.....4
二、绝对收益视角.....7
三、相对收益视角.....8
四、ETF 策略.....12
（一）绝对收益.....12
（二）相对收益.....12
风险提示.....13

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：今年以来绝对收益择时跑赢基准情况.....12

表 1：利率预期和风险溢价与行业之间的同期映射关系.....5
表 2：单风险因子的行业预测效果.....6
表 3：多因子效果好于单因子.....7
表 4：多因子择时的胜率较高.....7
表 5：今年以来单因子行业轮动策略表现较好.....9
表 6：2025 年以来行业轮动策略表现较好.....9
表 7：2022 年以来行业轮动策略表现较好.....9
表 8：今年以来行业筛选及权重情况.....10
表 9：月末识别行业主导因子，用于形成次月配置信号.....11
表 10：今年以来 ETF 行业轮动策略表现较好.....12
表 11：25 年以来 ETF 行业轮动策略表现较好.....13

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

在报告《资产配置以预期思维择主线》中，我们提出资产的表现并不必然取决于基本面预期，也不必然取决于风险偏好或利率波动。不同时点驱动资产的核心风险因子存在差异，我们称之为特定时期的交易主线。对于境内多资产组合而言，驱动资产表现的风险因子/主线包括增长预期、利率预期和风险溢价。考虑到当前的经济 K 型、境内外利率脱钩、地缘扰动频繁，我们将风险因子进一步拓展为传统增长、新兴增长、境内利率、境外利率、境内风险溢价和境外风险溢价。示意如下：

V≈经济预期+利率预期+风险溢价

≈（传统经济预期+新兴增长预期）

+（境内利率预期+境外利率预期）

+（境内风险溢价+境外风险溢价）

我们在报告中得到了上述六个因子和各类资产在历史上的映射关系，资产类型覆盖 A 股、中债、黄金 ETF、有色 ETF、能化 ETF、纳指 ETF 等，其中 A 股又进一步细分为金融地产、周期、消费、科技、先进制造、医药医疗等。在此基础上可以构建每一类因子对应的风险因子组合。与此同时，我们在报告中提出大类资产交易的主线有一定的持续性，而风险因子的择时相比收益择时理论上也应有更高的胜率（波动发生突变的概率更低）。我们可以结合大类资产交易主线的变化进行择时。具体而言，我们观察上述六个风险因子（各因子取代表性指标）每个因子在过去 1 期的变化，变化越大我们认为越有可能成为当前大类资产交易的主线之一。我们将上述主线进行择时可得主线择时全天候。策略效果较非择时全天候更优。基于我们的跟踪框架，今年以来大类资产交易的主线如下：

（1）3 月配置主线：境外利率、境内/境外风险溢价

（2）4 月配置主线：境外利率、境内风险溢价、境内增长、境内利率（相对均衡）

（3）5 月配置主线：境内/境外风险溢价、境外利率

（4）6 月配置主线：境内风险溢价、境外利率

（5）7 月配置主线：境内增长、境外利率

（6）8 月配置主线：境内传统增长、境内利率、境内风险溢价

（7）9 月配置主线：境内传统增长、境内风险溢价、境外风险溢价

具体而言，3 月资产配置交易的主线较为极致，关注点在境外，对应加仓原油相关标的（如原油期货或能化 ETF）。4 月交易主线均衡，海外影响弱化，对应的是减仓原油相关标的。5 月大类资产交易主线聚焦境内外风险偏好，海外利率的影响仍在但不及 4 月以前，对应加仓风险资产。6 月相比 5 月，主线变化不大，境内资产仍然重点关注风偏相关性高的板块如科技。7 月境内主线重回增长，包括传统和新兴增长，海外主线仍在利率，对应股票市场结构更加均衡。8 月主线在传统增长、境内利率和风险溢价。整体风格仍然以均衡为主。9 月主线在传统增长、境内风险溢价和境外风险溢价。风险偏好主导的行情兼顾 K 型下端的修复。基于报告《再论股债相关性：风险视角》，9 月股债跷跷板预计弱化。

本文将宏观框架细化到行业，以上述三因子对行业交易主线进行预判，进而得到行业配置的观点。需要注意的是，行业的波动往往更大，增长预期、利率预期和风险溢价的分析实则难以完全量化，需要丰富的主观经验，本系列报告旨在找到近似的量化之法，辅助投资决策。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

一、因子之于行业，如环境之于绿植

因子之于资产，如环境之于绿植。花儿开的不好，有可能是光照不够，可能土壤不够肥沃，也可能是缺水。正如资产在某一时期表现不好，有可能是某个因子占据主导，而资产对其负向暴露。将上述框架应用在行业层面，首先需对不同风险因子选择相应指标，增长预期用行业自身的一致预期 EPS 变化，利率预期和风险溢价沿用宏观框架。其中，利率预期相关指标包括不限于 1Y 国债/10Y 国债/1Y 美债/10Y 美债利率，风险溢价包括全 A RSI、澳元兑日元等。增长预期和行业之间理应是同向关系，其他两个因子和行业之间的映射关系如下：

表 1：利率预期和风险溢价与行业之间的同期映射关系

同期映射	RSI	澳元兑日元	国债 1Y	国债 10Y	美债 1Y	美债 10Y
传媒	正	正		负	负	负
电力设备	正	正	负		负	负
电子	正	正	负		负	负
房地产	正		正	正	负	负
纺织服饰	正	正			负	负
非银金融	正	正	负	正	负	负
钢铁	正	正		正	负	负
公用事业	正	正			负	负
国防军工	正	正	负		负	负
环保	正	正			负	负
机械设备	正	正	负	正	负	负
基础化工	正	正		正	负	负
计算机	正	正	负	负	负	负
家用电器	正	正		正	负	
建筑材料	正	正	负	正	负	负
建筑装饰	正	正	负		负	负
交通运输	正	正	正	正	负	负
煤炭	正	正				
美容护理	正				负	负
农林牧渔	正		正		负	
汽车	正	正		正	负	负
轻工制造	正	正			负	负
商贸零售	正				负	负
社会服务	正	正	正		负	
石油石化	正	正	正	正	负	负
食品饮料	正	正	正	正	负	
通信	正	正	负			
医药生物	正	正	正	正		负
银行	正		正		负	
有色金属	正	正		正	负	负
综合	正	正			负	负

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

数据来源：Wind，东方证券研究

上述关系为同期映射，结合过去 10 年、过去 5 年样本，通过在每个月构建简单的择时策略，如因子大于 0 满仓，小于 0 空仓，相比买入持有如有增强则视为战胜基准。具体而言，当上述因子正向择时取得超额，则认为其对行业存在正向关系，因子负向择时取得超额，则认为其对行业存在负向关系，正向和负向均无超额，则认为因子对行业并无显著影响，在上述表格中留空。统计所有战胜基准的情况得到上述结果。之所以用同期关系，主要考虑同期对应关系更为直接。若用滞后关系，如上一期利率上行对下一期资产存在影响，则很难区分是上一期利率上行导致下一期利率上行，还是上一期利率上行导致下一期利率下行，从而影响资产价格。此处我们将两步分开。先判断同期关系。

之后，考虑到上述利率、风险偏好等因子具有一定的趋势性，结合上述表格，基于上一期风险因子对下一期的行业做预判。单因子对行业预测的效果如下。

表 2：单风险因子的行业预测效果

2022 年以来超额夏普	EPS	1Y 美债	10Y 美债	1Y 国债	10Y 国债	澳元兑日元	RSI
农林牧渔	-0.05	0.26		0.54			0.52
基础化工	0.22	0.36	-0.43		0.10	0.52	0.38
钢铁	0.65	0.60	0.00		0.09	0.30	0.31
有色金属	0.07	0.50	-0.48		0.10	0.05	0.07
电子	0.81	0.02	-0.84	-0.22		0.39	-0.24
家用电器	-0.79	0.44			-0.20	0.03	0.06
食品饮料	0.80	0.35		0.46	0.42	0.26	0.39
纺织服饰	-0.49	0.26	-0.02			0.17	0.38
轻工制造	0.16	0.44	0.03			0.46	0.55
医药生物	0.62		0.16	0.61	0.55	0.10	0.14
公用事业	0.15	0.26	0.19			0.12	0.36
交通运输	-0.03	0.23	0.13	0.17	0.37	0.17	0.10
房地产	0.07	0.39	-0.08	0.10	0.32		0.55
商贸零售	0.35	0.27	0.12				-0.02
社会服务	0.45	0.38		0.60		0.38	0.29
综合	-0.09	-0.35	-0.68			0.32	0.10
建筑材料	-0.15	0.58	-0.42	0.10	-0.22	0.70	0.47
建筑装饰	0.20	0.52	-0.05	-0.29		0.31	0.07
电力设备	0.07	0.49	-0.16	-0.14		0.28	0.25
国防军工	0.03	0.43	-0.30	-0.26		0.36	-0.27
计算机	-0.05	0.35	-0.41	-0.57	-0.55	0.11	-0.44
传媒	0.14	0.61	-0.06		-0.71	-0.16	-0.11
通信	-0.01			-0.58		0.37	-0.38
银行	-0.07	0.12		-0.17			-0.13
非银金融	0.22	0.64	0.19	-0.22	0.17	0.16	-0.47
汽车	0.91	0.31	-0.47		0.33	0.30	0.01

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

机械设备	0.72	0.35	-0.70	-0.36	0.11	0.40	0.02

数据来源：Wind，东方证券研究

上述 7 个因子，我们剔除效果一般的，保留效果较好的。从结果来看，10Y 美债效果不及 1Y 美债，而 10Y 国债和 1Y 国债效果近似。最终我们选择 EPS，1Y 美债利率，1Y 国债利率，澳元兑日元，分别对应增长预期、利率预期、风险偏好。

至此，我们可以分别构建绝对收益策略和相对收益策略。对于前者，我们将上述经回测验证的因子进行合并，丰富决策的信息集，强化各行业信号。对于后者，我们需要对上述因子进行事前识别，选择影响最大的因子，再根据行业对因子的暴露进行行业比较。

二、绝对收益视角

为便于多维度分析各行业，我们将四个因子的信号进行合并：对于每个因子，大于 0 则给 1 分，小于 0 给-1 分，之后将所有因子得分做平均，大于 0 则触发建仓信号，反之无建仓信号。比较单因子和多因子的结果，具体而言，2022 年以来用单因子分别择时和用多因子择时，比较择时策略的夏普/卡玛/月度胜率大于基准的行业比上行业总数。可见回看 5 年，多因子效果要好于单因子：

表 3：多因子效果好于单因子

2022 年以来	超额夏普	超额卡玛	月度胜率
EPS	67%	67%	70%
1Y 美债	89%	85%	74%
1Y 国债	26%	26%	63%
澳元兑日元	81%	81%	67%
多因子	89%	93%	74%

数据来源：Wind，东方证券研究

分别比较 22 年以来和今年以来，通过上述多因子对行业进行择时的年化收益相比基准（行业本身年化）的胜率。今年胜率在 84%，2022 年以来胜率在 85%。

表 4：多因子择时的胜率较高

行业	2026 以来年化	2026 以来基准	战胜基准	2022 以来年化	2022 以来基准	战胜基准
农林牧渔	-8%	-21%	是	0%	-8%	是
基础化工	22%	3%	是	6%	-2%	是
钢铁	2%	-27%	是	10%	-6%	是
有色金属	-9%	4%	否	12%	9%	是
电子	64%	47%	是	15%	11%	是
家用电器	-10%	-8%	否	1%	1%	否
食品饮料	-1%	-24%	是	2%	-14%	是
纺织服饰	-21%	-12%	否	-7%	-4%	否
轻工制造	8%	-21%	是	1%	-7%	是

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

医药生物	-4%	-6%	是	2%	-8%	是
公用事业	13%	2%	是	2%	-1%	是
交通运输	2%	-13%	是	4%	-3%	是
房地产	-9%	-23%	是	2%	-12%	是
商贸零售	-6%	-45%	是	1%	-12%	是
社会服务	-8%	-24%	是	7%	-8%	是
综合	40%	15%	是	10%	10%	否
建筑材料	53%	18%	是	9%	-6%	是
建筑装饰	12%	-12%	是	2%	-3%	是
电力设备	10%	-15%	是	1%	-7%	是
国防军工	-32%	-28%	否	-1%	-4%	是
计算机	-20%	-21%	是	0%	-3%	是
传媒	11%	-26%	是	9%	-1%	是
通信	50%	41%	是	16%	26%	否
银行	4%	-3%	是	5%	3%	是
非银金融	1%	-21%	是	7%	-1%	是
汽车	3%	-32%	是	10%	-1%	是
机械设备	29%	8%	是	9%	5%	是
煤炭	29%	40%	否			
石油石化	22%	16%	是			
环保	11%	0%	是			
美容护理	-10%	-36%	是			
胜率			84%			85%

数据来源：Wind，东方证券研究所。注：21 年前后申万一级行业有过调整，行业数量发生变化。

基于上述多因子方法，我们进一步将 EPS、1Y 美债利率、1Y 国债利率和澳元兑日元等保留的四个因子的当期信号进行打分并取平均。根据模型结果，9 月触发绝对收益信号的行业主要包括有色/能化/煤炭等上游资源品，以及部分科技和医药等。

三、相对收益视角

上述为绝对收益视角看各行业机会。如果要做行业比较，简单对各行业打分意义不大。我们需要有统一的比较依据。在报告《资产配置以预期思维择主线》中我们提到驱动任何资产，包括行业表现的背后，都有特定的风险因子，而风险因子并非一成不变，我们称之为不同时期的主线。此处我们先对当前驱动行业背后最核心的风险因子进行预判，然后基于选出来的风险因子，结合因子和行业之间的对应关系，得到行业配置信号。如果选出来的信号是风险偏好，则有些行业尽管受益于基本面上行预期但可能不会在当前的价格上有所反应。例如银行板块在很长一段时间受益坏债出清和息差修复但因风险偏好逆风所以未能产生相对收益。

综上，单行业判断无需用到风险因子择时，可以简单做风险因子打分的平均，但行业比较则应先做风险因子择时，因为行业比较的本质上是对风险因子进行配置，而单行业分析的信息需越全面越好。单因子行业轮动的逻辑仍然参考《资产配置以预期思维择主线》，具体而言，各因子上月

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

波动相比上上个月环比变化在过去一年的分位数，选择分位数最高的因子，根据波动的集聚性，我们有理由相信它是下一期的核心风险因子或主线。得到了核心风险因子，再根据上文风险因子和行业的对应关系可以选出哪些行业有机会。单因子行业轮动的结果如下：

表 5：今年以来单因子行业轮动策略表现较好

id	行业轮动策略	行业平均	中证 800	偏股混指数
起始日期	2026-01-05			
年化收益	36.6%	-4.5%	2.5%	11.6%
标准差	19.9%	18.5%	21.3%	23.9%
下行波动	18.8%	20.0%	22.2%	24.7%
最大回撤	-6.49%	-17.42%	-12.17%	-15.34%
夏普比	1.83	-0.25	0.12	0.49
索提纳比	1.94	-0.23	0.11	0.47
卡玛比	5.63	-0.26	0.21	0.76

数据来源：Wind，东方证券研究

比较基准包括行业平均、中证 800 和偏股混合型基金指数，其中，行业平均为各行业取简单平均（下同）。

表 6：2025 年以来行业轮动策略表现较好

id	行业轮动策略	行业平均	中证 800	偏股混指数
起始日期	2025-01-02			
年化收益	30.5%	9.8%	12.4%	21.9%
标准差	17.8%	17.3%	18.3%	20.9%
下行波动	18.0%	19.1%	19.3%	21.9%
最大回撤	-12.02%	-17.42%	-12.17%	-15.34%
夏普比	1.71	0.57	0.68	1.05
索提纳比	1.70	0.51	0.64	1
卡玛比	2.54	0.56	1.02	1.43

数据来源：Wind，东方证券研究

表 7：2022 年以来行业轮动策略表现较好

id	行业轮动策略	行业平均	中证 800	偏股混指数
起始日期	2022-01-04			
年化收益	7.5%	-0.3%	-0.6%	0.3%
标准差	19.5%	19.0%	18.6%	19.2%
下行波动	19.8%	19.9%	18.6%	19.5%
最大回撤	-38.93%	-35.66%	-36.98%	-43.14%
夏普比	0.38	-0.01	-0.03	0.02
索提纳比	0.38	-0.01	-0.03	0.02

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

卡玛比	0.19	-0.01	-0.02	0.01

数据来源：Wind，东方证券研究

如上表所示，基于风险因子择时的行业轮动策略能显著战胜基准。今年以来选出的行业及权重如下：

表 8：今年以来行业筛选及权重情况

	2026/2/2	2026/3/2	2026/4/1	2026/5/6	2026/6/1	2026/7/1	2026/8/3	2026/9/1
农林牧渔	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
基础化工	0%	0%	0%	0%	4%	0%	6%	0%
钢铁	0%	0%	0%	0%	4%	0%	0%	0%
有色金属	14%	0%	0%	0%	4%	0%	0%	7%
电子	0%	0%	0%	25%	4%	0%	6%	7%
家用电器	14%	0%	0%	0%	4%	0%	6%	0%
食品饮料	0%	0%	0%	0%	4%	0%	6%	0%
纺织服饰	0%	0%	0%	0%	4%	0%	6%	7%
轻工制造	0%	0%	0%	0%	4%	0%	0%	0%
医药生物	14%	50%	0%	25%	4%	0%	0%	7%
公用事业	14%	0%	0%	0%	4%	0%	0%	7%
交通运输	0%	0%	0%	0%	4%	0%	6%	7%
房地产	0%	0%	0%	0%	0%	0%	6%	0%
商贸零售	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
社会服务	0%	0%	0%	0%	4%	0%	6%	0%
综合	0%	0%	0%	0%	4%	0%	0%	7%
建筑材料	0%	0%	0%	0%	4%	0%	0%	0%
建筑装饰	0%	0%	0%	0%	4%	0%	6%	0%
电力设备	0%	0%	0%	0%	4%	0%	0%	0%
国防军工	14%	0%	0%	0%	4%	0%	6%	7%
计算机	0%	0%	0%	0%	4%	0%	6%	7%
传媒	0%	0%	0%	0%	4%	0%	0%	0%
通信	14%	50%	0%	25%	4%	0%	6%	7%
银行	0%	0%	0%	0%	0%	0%	6%	7%
非银金融	0%	0%	0%	0%	4%	0%	6%	7%
汽车	0%	0%	0%	0%	4%	0%	0%	0%
机械设备	0%	0%	0%	0%	4%	0%	0%	0%
煤炭	14%	0%	100%	25%	4%	0%	6%	7%
石油石化	0%	0%	0%	0%	4%	0%	6%	7%
环保	0%	0%	0%	0%	4%	0%	6%	7%
美容护理	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
采掘	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

数据来源：Wind，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

每月月底选出的各行业主线如下：

表 9：月末识别行业主导因子，用于形成次月配置信号

日期	2026/1/31	2026/2/28	2026/3/31	2026/4/30	2026/5/31	2026/6/30	2026/7/31	2026/8/31
农林牧渔	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	农林牧渔	境外利率
基础化工	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	风险偏好	境外利率	基础化工	基础化工
钢铁	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	风险偏好	境外利率	钢铁	钢铁
有色金属	有色金属	境外利率	境外利率	境外利率	风险偏好	境外利率	有色金属	有色金属
电子	境外利率	境外利率	境外利率	电子	风险偏好	境外利率	电子	风险偏好
家用电器	家用电器	境外利率	境外利率	家用电器	风险偏好	境外利率	家用电器	家用电器
食品饮料	境外利率	境外利率	境外利率	食品饮料	风险偏好	境外利率	境内利率	食品饮料
纺织服饰	纺织服饰	境外利率	境外利率	境外利率	风险偏好	境外利率	纺织服饰	风险偏好
轻工制造	境外利率	轻工制造	境外利率	境外利率	风险偏好	境外利率	轻工制造	轻工制造
医药生物	医药生物	境内利率	境内利率	风险偏好	风险偏好	风险偏好	医药生物	风险偏好
公用事业	公用事业	境外利率	境外利率	境外利率	风险偏好	境外利率	公用事业	风险偏好
交通运输	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	风险偏好	境外利率	交通运输	风险偏好
房地产	境外利率	境外利率	境外利率	房地产	境外利率	境外利率	房地产	房地产
商贸零售	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	商贸零售	商贸零售
社会服务	境外利率	境外利率	境外利率	社会服务	风险偏好	社会服务	境内利率	社会服务
综合	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	风险偏好	境外利率	综合	风险偏好
建筑材料	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	风险偏好	境外利率	建筑材料	建筑材料
建筑装饰	境外利率	建筑装饰	境外利率	境外利率	风险偏好	境外利率	建筑装饰	建筑装饰
电力设备	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	风险偏好	境外利率	电力设备	电力设备
国防军工	国防军工	境外利率	境外利率	境外利率	风险偏好	境外利率	国防军工	风险偏好
计算机	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	风险偏好	境外利率	计算机	风险偏好
传媒	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	风险偏好	境外利率	传媒	传媒
通信	通信	通信	通信	风险偏好	风险偏好	风险偏好	通信	风险偏好
银行	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	银行	银行
非银金融	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	风险偏好	境外利率	非银金融	风险偏好
汽车	境外利率	汽车	境外利率	境外利率	风险偏好	境外利率	汽车	汽车
机械设备	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	风险偏好	境外利率	机械设备	机械设备
煤炭	煤炭	煤炭	煤炭	风险偏好	风险偏好	风险偏好	煤炭	风险偏好
石油石化	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	风险偏好	境外利率	石油石化	石油石化
环保	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	风险偏好	境外利率	环保	风险偏好
美容护理	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	美容护理
采掘	境外利率	境外利率	境外利率	境外利率	风险偏好	境外利率	境内利率	风险偏好

数据来源：Wind，东方证券研究；注：本表列示各月末模型识别的、用于判断下一期行业机会的主导因子。其中，列示具体行业代表该行业出现增长预期变化。主导因子仅表示模型重点关注的驱动因素，不直接代表看多或买入信号；需结合因子变化方向及其与行业的映射关系判断配置机会，次月配置权重见表 8。

表 9 列示行业主导因子的识别结果，表 8 则展示据此形成的行业配置及权重。以 2026 年 7 月末为例，煤炭与钢铁的主导因子均为增长预期，但次月配置权重分别约为 6%和 0，表明主导因子类别相同并不必然产生一致的配置结果，仍需结合各行业对应因子的变化方向及映射关系形成配置信号。

截至 7 月底，风险偏好和利率的影响弱化，市场对基本面的关注度在抬升，许多行业交易的是基本面预期。因此 8 月呈现为多点开花的均衡结构。当前时点，境内利率波动较小，利率预期并非

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

影响行业轮动的核心因素，但海外利率存在一定影响，风险偏好和基本面预期是主要影响因素。截至 8 月底，重点关注受益于风偏抬升的科技、医药、非银，以及增长预期向上的上游资源品板块。

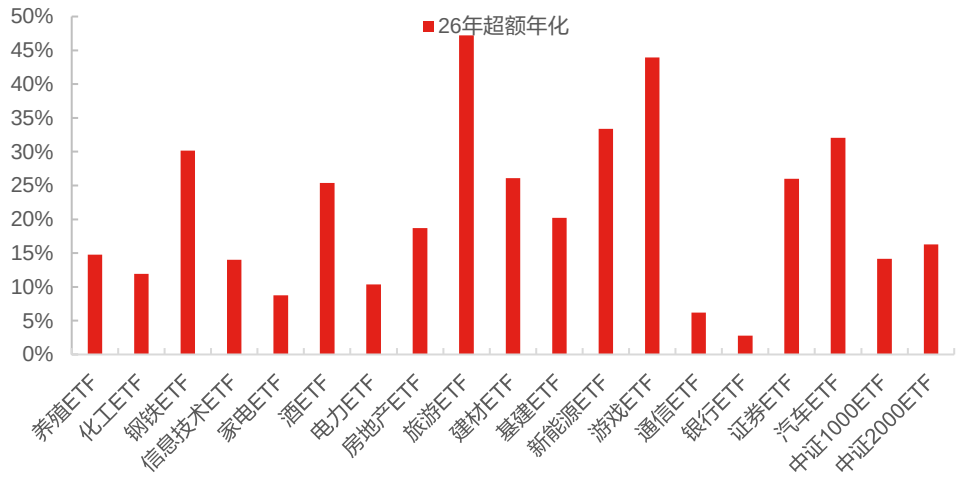
四、ETF 策略

在前期报告中，基于申万一级行业指数，从相关性、跟踪误差、规模、成分股重合度等多个维度对 ETF 进行打分，选出了各行业最接近的 ETF 类型。基于上文得到从绝对收益和相对收益的角度在 ETF 的应用如下：

（一）绝对收益

基于前文绝对收益部分对各行业择时的思路，对应到 ETF，今年以来部分 ETF 跑赢基准的结果如下：

图 1：今年以来绝对收益择时跑赢基准情况



数据来源：Wind，东方证券研究

（二）相对收益

基于前文相对收益部分对行业比较的思路，用 ETF 替代申万一级行业得到 ETF 轮动策略：

表 10：今年以来 ETF 行业轮动策略表现较好

id	ETF 行业轮动策略	ETF 行业平均	中证 800	偏股混指数
起始日期	2026-01-05			
年化收益	46.9%	-4.5%	2.5%	11.6%
标准差	21.3%	18.5%	21.3%	23.9%
下行波动	20.1%	20.0%	22.2%	24.7%
最大回撤	-6.91%	-17.42%	-12.17%	-15.34%
夏普比	2.20	-0.25	0.12	0.49

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

索提纳比	2.33	-0.23	0.11	0.47
卡玛比	6.79	-0.26	0.21	0.76

数据来源：Wind，东方证券研究

表 11：25 年以来 ETF 行业轮动策略表现较好

id	ETF 行业轮动策略	ETF 行业平均	中证 800	偏股混指数
起始日期	2025-01-02			
年化收益	37.7%	9.8%	12.4%	21.9%
标准差	18.9%	17.3%	18.3%	20.9%
下行波动	18.7%	19.1%	19.3%	21.9%
最大回撤	-12.37%	-17.42%	-12.17%	-15.34%
夏普比	2.00	0.57	0.68	1.05
索提纳比	2.02	0.51	0.64	1
卡玛比	3.04	0.56	1.02	1.43

数据来源：Wind，东方证券研究

如上表，ETF 行业轮动策略的表现显著好于基准。

风险提示

1、 极端风险事件，例如中美关系、全球地缘超预期事件等，可能打破统计上的历史规律；

2、 量化指标失效的风险，历史数据对未来的指引效果有限；报告所选指标可在一定程度上体现增长、利率、风险溢价等因子但存在局限性。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。