

目 录

引言	1
1 大小盘风格刻画	2
2 大小盘风格轮动策略框架	3
3 审时——宏观环境	4
3.1 货币周期	4
3.2 信用利差	8
3.3 货币活化	10
3.4 外资流入	13
4 度势——股票市场	16
4.1 风格动量	16
4.2 相对波动	18
5 审时度势——构建趋势共振大小盘风格轮动策略	21
6 策略最新配置观点	23
7 风险提示	25
8 附录	26

图 目 录

图 1: 沪深 300 与中证 1000 指数相对走势	1
图 2: 大小盘风格轮动策略框架	3
图 3: Shibor 与大小盘相对强弱变化示意图	4
图 4: Shibor 择时信号与大小盘相对强弱变化示意图	5
图 5: Shibor 大小盘择时子策略样本内外收益表现	5
图 6: 国债到期收益率与大小盘相对强弱变化示意图	6
图 7: 国债到期收益率择时信号与大小盘相对强弱变化示意图	7
图 8: 国债到期收益率大小盘择时子策略样本内外收益表现	7
图 9: 信用利差与大小盘相对强弱变化示意图	9
图 10: 信用利差择时信号与大小盘相对强弱变化示意图	9
图 11: 信用利差大小盘择时子策略样本内外收益表现	10
图 12: M1-M2 剪刀差与大小盘相对强弱变化示意图	11
图 13: M1-M2 剪刀差择时信号与大小盘相对强弱变化示意图	12
图 14: M1-M2 剪刀差择时子策略样本内外收益表现	12
图 15: 美元指数与北向交易净流入变化示意图	13
图 16: 美元指数与大小盘相对强弱变化示意图	14
图 17: 美元指数择时信号与大小盘相对强弱变化示意图	14
图 18: 美元指数大小盘择时子策略样本内外收益表现	15
图 19: 大小盘相对强弱变化示意图	16
图 20: 风格动量择时信号与大小盘相对强弱变化示意图	17
图 21: 风格动量择时子策略样本内外收益表现	17
图 22: 量价相对波动与大小盘相对强弱变化示意图	18
图 23: 相对波动择时信号与大小盘相对强弱变化示意图	19
图 24: 相对波动择时子策略样本内外收益表现	20
图 25: 趋势共振择时信号与大小盘相对强弱变化示意图	22
图 26: 趋势共振大小盘风格轮动策略样本内外收益表现	22
图 27: 样本外趋势共振择时信号与大小盘相对强弱变化示意图	25
图 28: 衰减加权趋势共振择时信号与大小盘相对强弱变化示意图	26
图 29: 衰减加权趋势共振大小盘风格轮动策略样本内外收益表现	26
图 30: 阈值靠档趋势共振择时信号与大小盘相对强弱变化示意图	27
图 31: 阈值靠档趋势共振大小盘风格轮动策略样本内外收益表现	28

表 目 录

表 1: 沪深 300 指数基本情况.....	2
表 2: 中证 2000 指数基本情况.....	2
表 3: Shibor 大小盘择时子策略样本内外收益表现	5
表 4: 国债到期收益率大小盘择时子策略样本内外收益表现	8
表 5: 信用利差大小盘择时子策略样本内外收益表现	10
表 6: M1-M2 剪刀差轮动策略	11
表 7: M1-M2 剪刀差择时子策略样本内外收益表现.....	13
表 8: 美元指数大小盘择时子策略样本内外收益表现	15
表 9: 风格动量择时子策略样本内外收益表现	18
表 10: 相对波动择时子策略样本内外收益表现	20
表 11: 择时子策略收益表现汇总.....	21
表 12: 择时信号相关性分析矩阵.....	21
表 13: 趋势共振大小盘风格轮动策略样本内外收益表现.....	23
表 14: 趋势共振大小盘风格轮动策略最新配置观点	23
表 15: 趋势共振大小盘风格轮动策略样本外月度累计收益表现.....	23
表 16: 衰减加权趋势共振大小盘风格轮动策略样本内外收益表现.....	27
表 17: 阈值靠档趋势共振大小盘风格轮动策略样本内外收益表现.....	28

引言

过去 20 年 A 股市场经历了“小盘→大盘→小盘”一共 3 轮长周期大幅度的风格切换。

2004 年 12 月至 2008 年 12 月，大小盘风格反复大幅切换，大小盘走势未现明显分化；

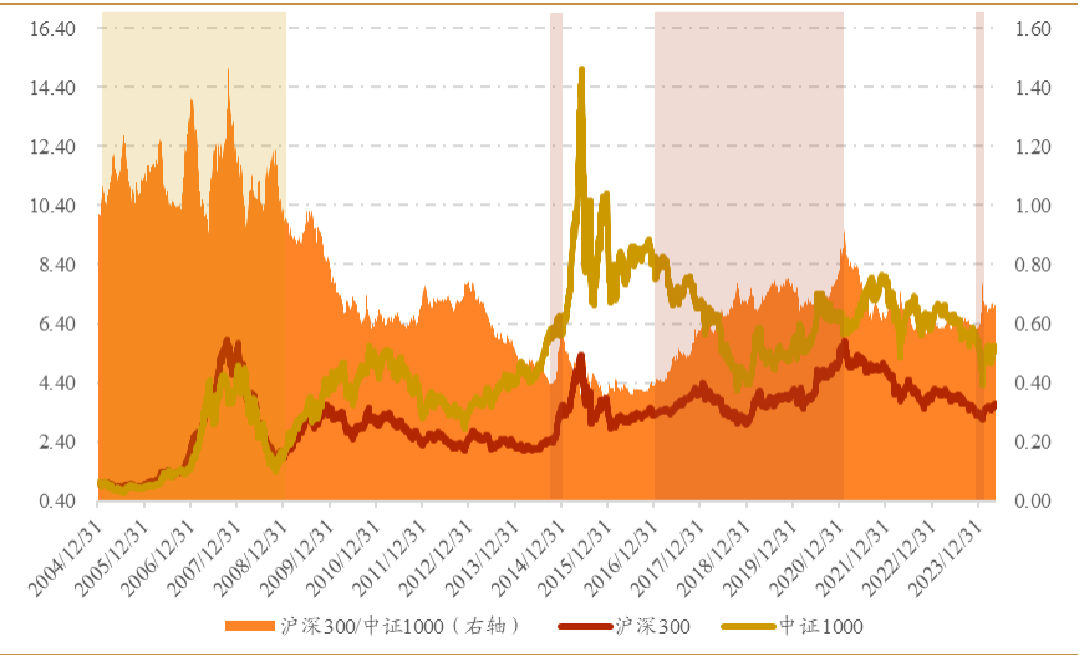
2008 年 12 月至 2016 年 11 月小盘风格显著占优，持续时间 95 个月；

2016 年 12 月至 2021 年 1 月大盘风格占优，持续时间 50 个月；

2021 年 2 月至今小盘风格再度占优，已持续 38 个月。

与此同时，每轮大周期内也时有发生短期风格的剧烈切换，譬如 2014 年底与 2024 年初，小盘风格极速切换大盘风格。

图 1：沪深 300 与中证 1000 指数相对走势



数据来源： ， IFinD， 恒生聚源，

大小盘风格暴露是一把双刃剑，一方面大小盘风格暴露是获取超额收益的重要途径；另 一方面大小盘风格切换也令广大投资者面临严峻的投资风险。因此把握 A 股市场大小盘风格轮动规律对 A 股投资至关重要。

本篇我们将从内外部宏观环境边际变化与股票市场大小盘风格演绎切入，从货币周期、 信用利差、货币活化、外资流入意愿、风格动量、相对波动等维度探索大小盘轮动规律，构 建择时指标，进而构筑大小盘风格轮动策略。

1 大小盘风格刻画

伴随着 A 股市场逐渐从新兴走向成熟，对大小盘风格的刻画愈加精确。大盘风格代表指数主要有：万得茅概念指数（8841415.WI）、中证 A50 指数（930050.CSI）、沪深 300 指数（000300.SH）、申万大盘指数（801811.SI）等；小盘风格代表指数有：中证 1000 指数（000852.SH）、国证 2000 指数（399303.SZ）、中证 2000 指数（932000.CSI）、申万小盘指数（801813.SI）、万得微盘股指数（8841431.WI）等。

表 1：沪深 300 指数基本情况

沪深 300 指数			
指数名称	沪深 300 指数	指数代码	000300.SH
基日	2004-12-31	基点	1000
发布日期	2005-04-08	发布机构	中证指数有限公司
加权方式	自由流通市值加权分级靠档	收益处理方式	价格指数
产品跟踪数量	570 (ETF: 22)	成份数量	300
指数简介	沪深 300 指数由沪深市场中规模大、流动性好的最具代表性的 300 只证券组成，于 2005 年 4 月 8 日正式发布，以反映沪深市场上市公司证券的整体表现。		
行业权重	银行（12.9%）食品饮料（11.6%）非银行金融（9.2%）电子（8.5%）电力设备及新能源（8.0%）		

数据来源：，IFinD，恒生聚源，

表 2：中证 2000 指数基本情况

中证 2000 指数			
指数名称	中证 2000 指数	指数代码	932000.CSI
基日	2013-12-31	基点	1000
发布日期	2023-08-11	发布机构	中证指数有限公司
加权方式	自由流通市值加权分级靠档	收益处理方式	价格指数
产品跟踪数量	47 (ETF: 12)	成份数量	2000
指数简介	中证 2000 指数从沪深市场中选取市值规模较小且流动性较好的 2000 只证券作为指数样本		
行业权重	机械（12.9%）医药（10.0%）电子（8.8%）基础化工（8.4%）计算机（8.0%）电力设备及新能源（6.8%）		

数据来源：，IFinD，恒生聚源，

大小盘表征指数行业权重有所差别。沪深 300 指数（大盘）中占比较高的行业依次为银行、食品饮料、非银行金融、电子、电力设备及新能源、医药、家电、有色金属等；中证 2000 指数（小盘）中占比较高的行业依次为机械、医药、电子、基础化工、计算机、电力设备及 新能源、汽车通信等。一方面风格的偏移会造成行业的分化，另一方面行业的分化也会导致 风格的偏移，二者互为表里，相辅相成。

充分考虑风格刻画的准确性与策略的可落地性，选择沪深 300 指数与中证 2000 指数作为大小盘风格的表征刻画，同时沪深 300 ETF 与中证 2000 ETF 作为大小盘风格轮动策略的投资标的，构造“端到端”的大小盘风格轮动策略。

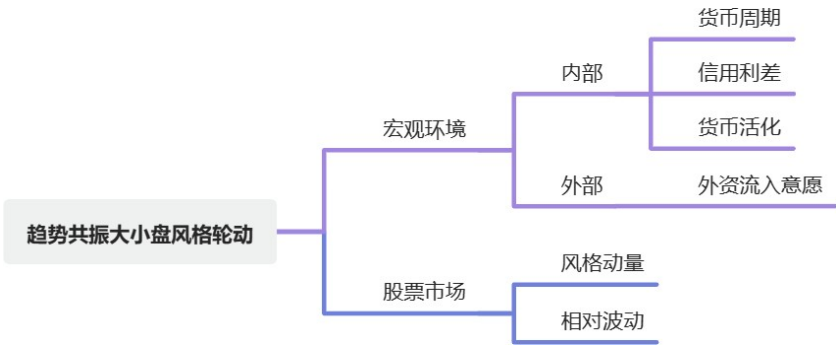
2 大小盘风格轮动策略框架

宏观数据与股票市场量价信息相关度较低，因此我们将围绕宏观环境与股票市场两端搭建大小盘风格轮动框架。

宏观环境：由于宏观经济调控存在时滞性，部分宏观数据对大小盘风格切换具备良好的预测及判断能力。将宏观环境维度切分为内部与外部两部分，内部宏观环境中选取货币周期、信用利差、货币活化 3 个显著的大小盘风格影响因素构建择时信号；外部宏观环境中选择外资流入意愿这一大小盘风格直接影响因素构建择时信号。

股票市场：股票市场端主要关注大小盘风格的市场演绎及边际变化，旨在为大小盘风格轮动策略补充高频量价信息，及时捕捉大小盘风格快速大幅切换带来的投资机会与风险。在 A 股市场风格行业轮动加快与收益率波动上行的背景下，近年来量价相关因子表现突出，我们将围绕大小盘风格量价信息，从风格动量与相对波动 2 个角度构建大小盘风格择时信号。

图 2：大小盘风格轮动策略框架



数据来源：

若无特殊说明，回测区间为 2013 年 12 月 31 日至 2024 年 3 月 31 日，同中证 2000 指数基期对齐。其中 2013 年 12 月 31 日至 2020 年 12 月 30 日为样本内区间，用以选择参数构造信号；2020 年 12 月 31 日至 2024 年 3 月 31 日为样本外区间，用以进行模型验证。策略底层采用日度信号，根据交易信号不定期调仓，指标计算与信号构建均根据实际披露时间采用 PIT 数据。

3 审时——宏观环境

3.1 货币周期

分别使用银行间拆放利率与国债到期收益率边际变化刻画流动性松紧变化。流动性趋于宽松时，信贷供给增多，上市公司的融资难度与融资成本下降，相对融资难度较大的小盘股显著受益，此时宜持有收益弹性更高的小盘股；流动性趋于紧缩时，上市公司融资难度与融资成本上升，对相对融资难度较小的大盘股的影响较小，此时宜持有防御能力更强的大盘股。

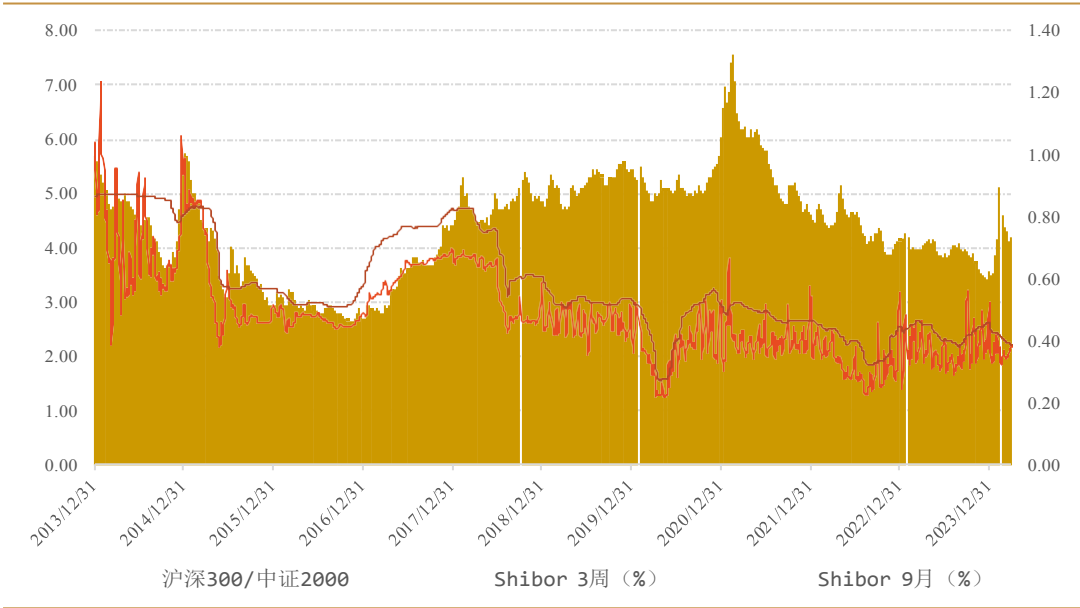
3.1.1 上海银行间同业拆放利率（Shibor）

选用 Shibor（9 月）与 Shibor（3 周）从长短端构筑择时信号，长短端信号复合构筑 Shibor 择时信号。

长端信号：当 Shibor（9 月）位于 180 日均线上方时，流动性阶段性呈现紧缩趋势，持有沪深 300 指数，其它情况持有中证 2000 指数；

短端信号：当 Shibor（3 周）位于 40 日均线上方时，流动性阶段性呈现紧缩趋势，持有沪深 300 指数，其它情况持有中证 2000 指数。

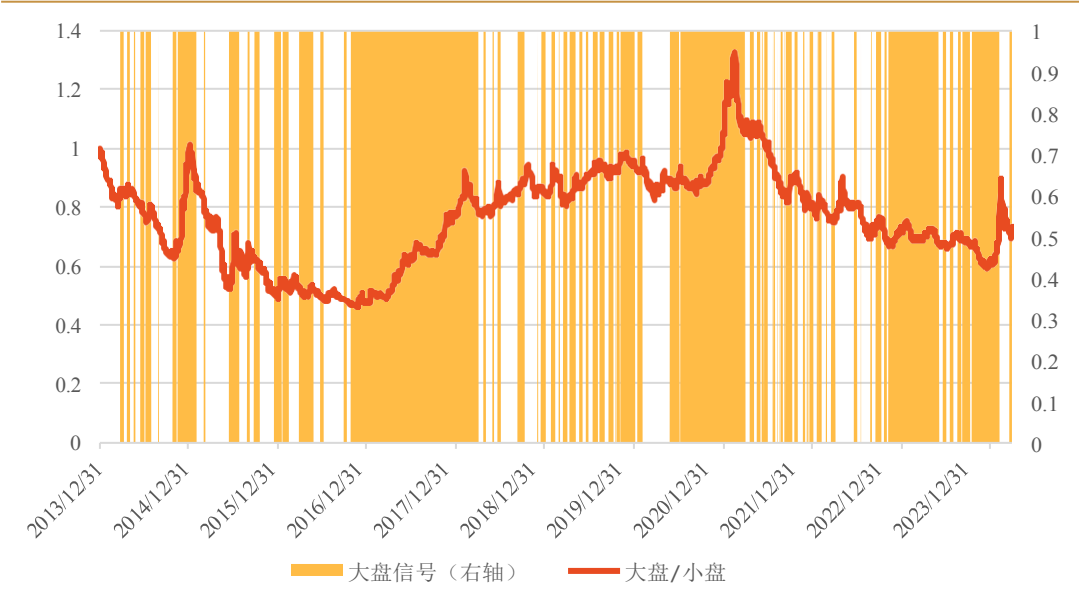
图 3：Shibor 与大小盘相对强弱变化示意图



数据来源：，IFinD，恒生聚源，

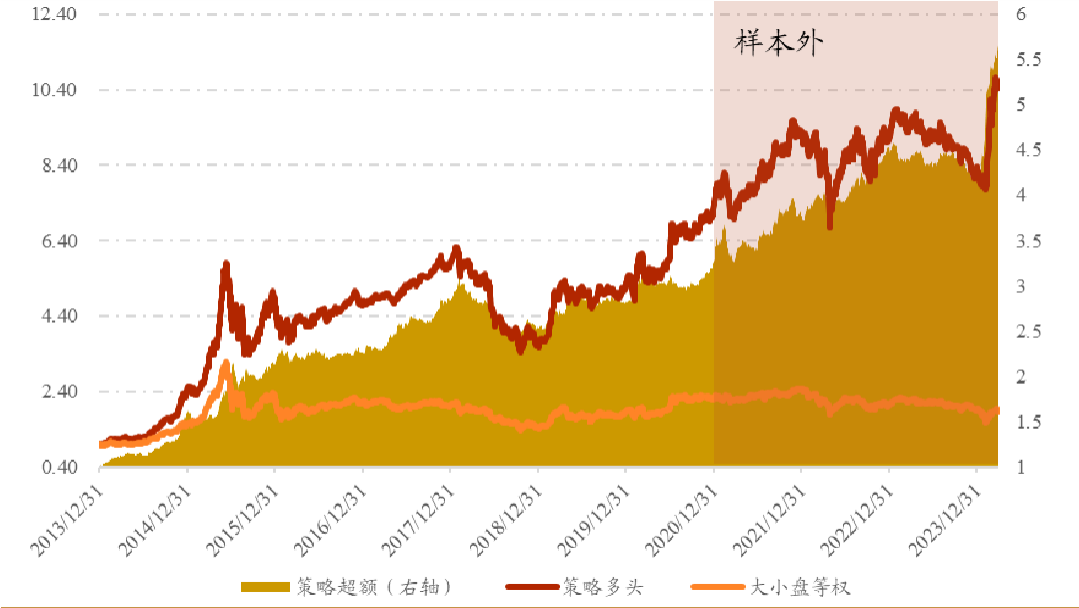
根据 Shibor 择时信号构建大小盘风格轮动子策略，子策略年化双边换手率约为 14.04X，如图所示，择时信号可以较好地捕捉大小盘切换行情，子策略样本内外收益表现如下所示。

图 4：Shibor 择时信号与大小盘相对强弱变化示意图



数据来源：，IFinD，恒生聚源，

图 5：Shibor 大小盘择时子策略样本内外收益表现



数据来源：，IFinD，恒生聚源，

表 3：Shibor 大小盘择时子策略样本内外收益表现

时间周期	收益评价	策略多头	大小盘等权	策略多头-大小盘等权	沪深 300	中证 2000
样本内	年化收益率	33.37%	12.40%	20.97%	10.19%	13.51%
	年化波动率	0.26	0.24	0.10	0.23	0.28
	年化 Sharpe	1.30	0.52	2.12	0.44	0.48
	最大回撤	45.05%	56.44%	20.68%	46.70%	67.87%
样本外	年化收益率	6.24%	-11.80%	18.04%	-14.20%	-10.32%

时间周期	收益评价	策略多头	大小盘等权	策略多头-大小盘等权	沪深 300	中证 2000
全期	年化波动率	0.22	0.19	0.10	0.17	0.26
	年化 Sharpe	0.28	-0.61	1.74	-0.83	-0.40
	最大回撤	27.40%	37.02%	8.65%	35.64%	40.70%
	年化收益率	26.87%	6.67%	20.21%	4.31%	7.97%
全期	年化波动率	0.25	0.23	0.10	0.22	0.28
	年化 Sharpe	1.07	0.29	2.02	0.20	0.29
	最大回撤	45.05%	56.44%	20.68%	46.70%	67.87%
	年化收益率					

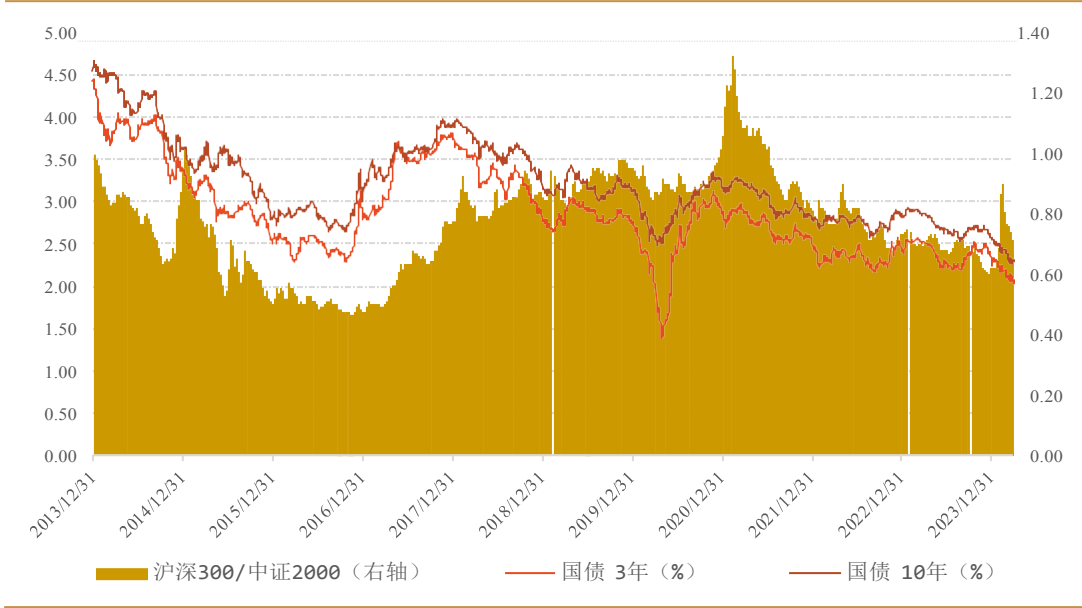
数据来源： ， IFinD， 恒生聚源，

样本期内，策略年化收益率为 33.37%，相较大小盘等权年化超额收益率为 20.97%；
样本期外，策略年化收益率为 6.24%，相较大小盘等权年化超额收益率为 18.04%。样本内外
Shibor 择时信号有效性较为一致，Shibor 是较为有效的大小盘择时指标。

3.1.2 国债到期收益率

类似的，选用国债到期收益率（3 年）与国债到期收益率（10 年）从长短端构筑择时信号，
长短端信号复合构筑国债到期收益率择时信号。

图 6：国债到期收益率与大小盘相对强弱变化示意图

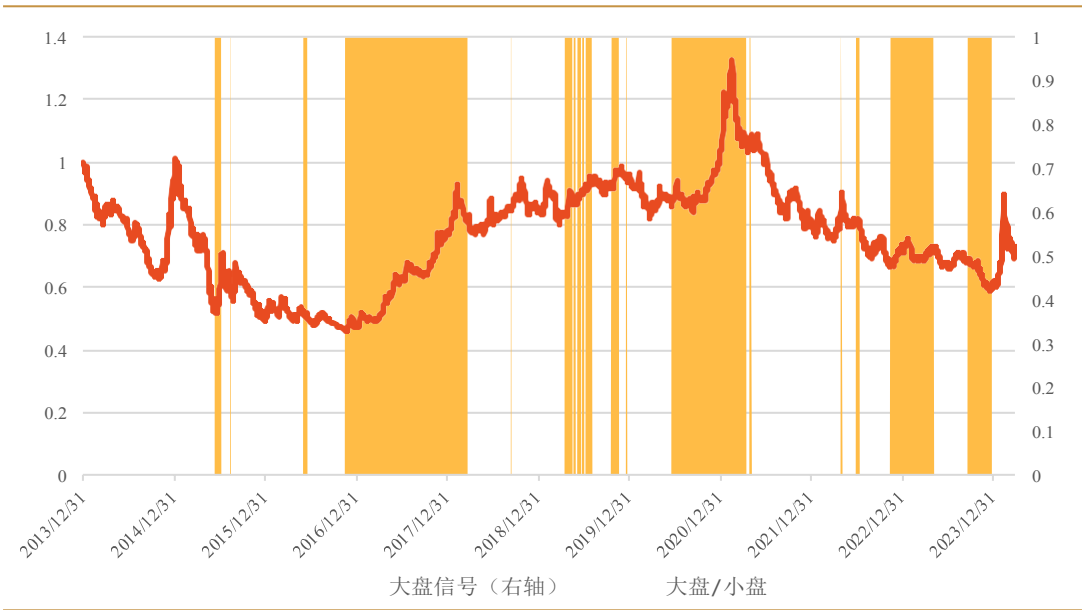


数据来源： ， IFinD， 恒生聚源，

短端信号：当国债到期收益率（3 年）位于 180 日均线上方时，流动性阶段性呈现紧缩趋势，持有沪深 300 指数，其它情况持有中证 2000 指数；

长端信号：当国债到期收益率（10 年）位于 180 日均线上方时，流动性阶段性呈现紧缩趋势，持有沪深 300 指数，其它情况持有中证 2000 指数。

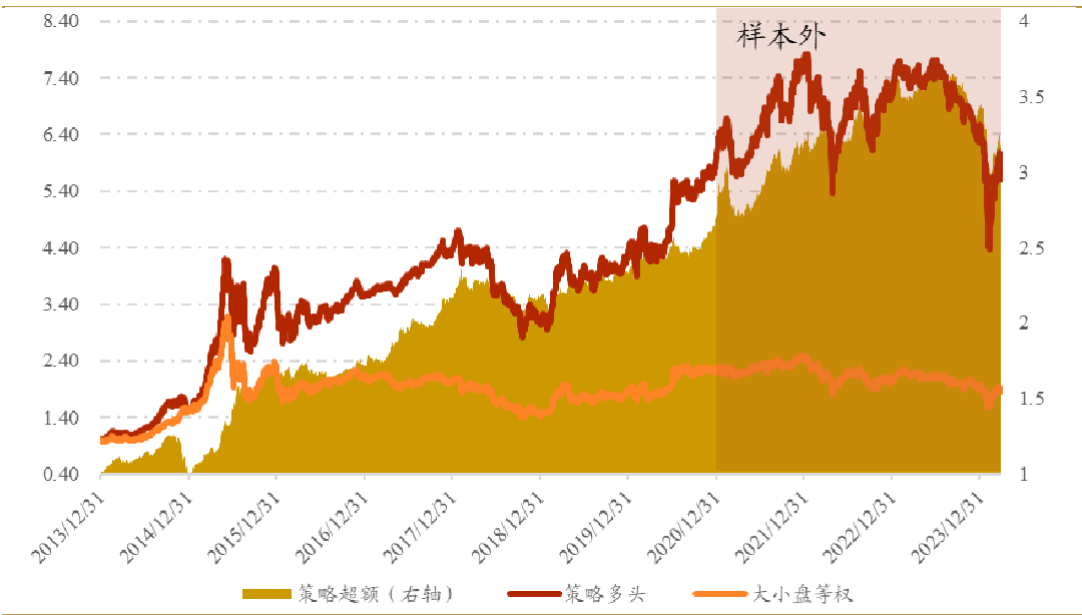
图 7：国债到期收益率择时信号与大小盘相对强弱变化示意图



数据来源： ，IFinD，恒生聚源，

根据国债到期收益率择时信号构建大小盘风格轮动子策略，子策略换手率较低，年化双 边 换手率约为 7.22X。尽管如此，择时信号依然可以较好地捕捉大小盘切换行情，子策略样本内 外收益表现如下所示。

图 8：国债到期收益率大小盘择时子策略样本内外收益表现



数据来源： ，IFinD，恒生聚源，

表 4：国债到期收益率大小盘择时子策略样本内外收益表现

时间周期	收益评价	策略多头	大小盘等权	策略多头-大小盘等权	沪深 300	中证 2000
样本内	年化收益率	30.20%	12.40%	17.80%	10.19%	13.51%
	年化波动率	0.27	0.24	0.10	0.23	0.28
	年化 Sharpe	1.13	0.52	1.80	0.44	0.48
	最大回撤	39.57%	56.44%	21.63%	46.70%	67.87%
样本外	年化收益率	-11.51%	-11.80%	0.29%	-14.20%	-10.32%
	年化波动率	0.25	0.19	0.10	0.17	0.26
	年化 Sharpe	-0.47	-0.61	0.03	-0.83	-0.40
	最大回撤	43.17%	37.02%	23.19%	35.64%	40.70%
全期	年化收益率	19.86%	6.67%	13.19%	4.31%	7.97%
	年化波动率	0.26	0.23	0.10	0.22	0.28
	年化 Sharpe	0.76	0.29	1.31	0.20	0.29
	最大回撤	43.17%	56.44%	23.19%	46.70%	67.87%

数据来源： ， IFinD， 恒生聚源，

样本期内，策略年化收益率为 30.20%，相较于大小盘等权年化超额收益率为 17.80%；样本期外，策略年化收益率为 -11.51%，相较于大小盘等权年化超额收益率为 0.29%。由于国债到期收益率择时信号未能规避 2024 年初小微盘大幅回撤行情，样本期外策略表现不佳。但从整体上看，国债到期收益率择时信号依旧是较为有效的大小盘择时指标。

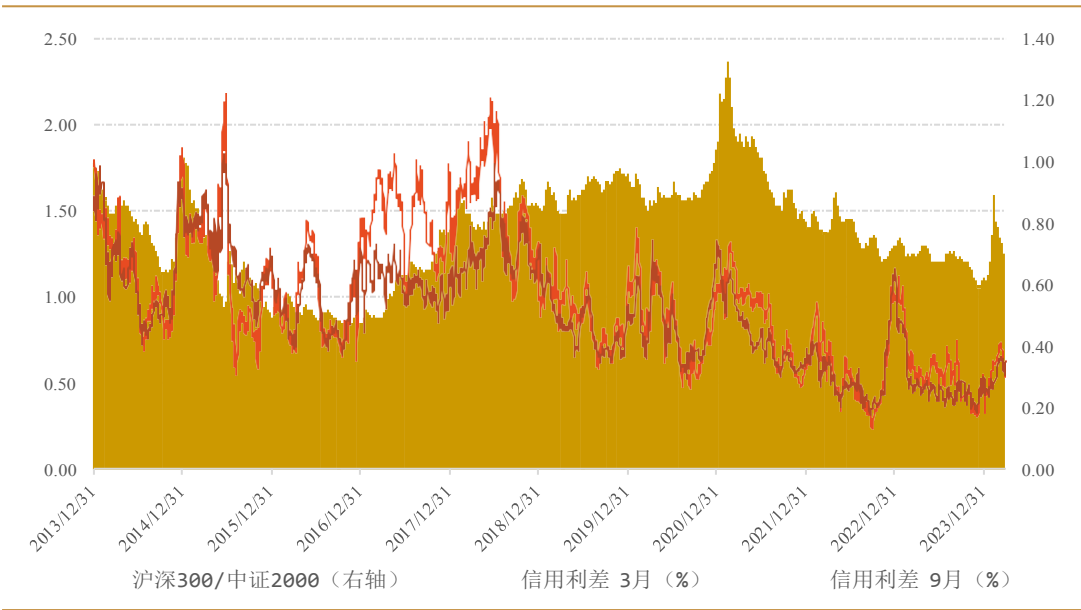
3.2 信用利差

分别使用中债国开债到期收益率与中债中短期票据到期收益率刻画政府或政府机构与企业融资成本，国开债到期收益率与中短期票据到期收益率之差即为信用利差。当信用利差 边际上行时，企业相对融资成本与融资难度有所提升；当信用利差边际下行时，企业相对融 资成本与融资难度有所下降。

由于中小微企业往往对外部融资依赖度较高，企业融资成本与融资难度提升将对中小微 企业经营造成更大的负面冲击。因此信用利差显著上行阶段，宜持有外部融资难度较小、外 部融资依赖度较低的大盘股；信用利差显著下行阶段，上市公司的融资难度与融资成本有所 下降，相对外部融资难度较大、外部融资依赖度较高的小盘股显著受益，此时宜持有小盘股 获取更高的收益弹性。

选用中债国开债到期收益率（3 月）、中债国开债到期收益率（9 月）、中债中短期票据到期收益率（AA）（3 月）、中债中短期票据到期收益率（AA）（9 月）刻画长短端信用利差，长短端信用利差复合构筑信用利差择时信号。

图 9：信用利差与大小盘相对强弱变化示意图

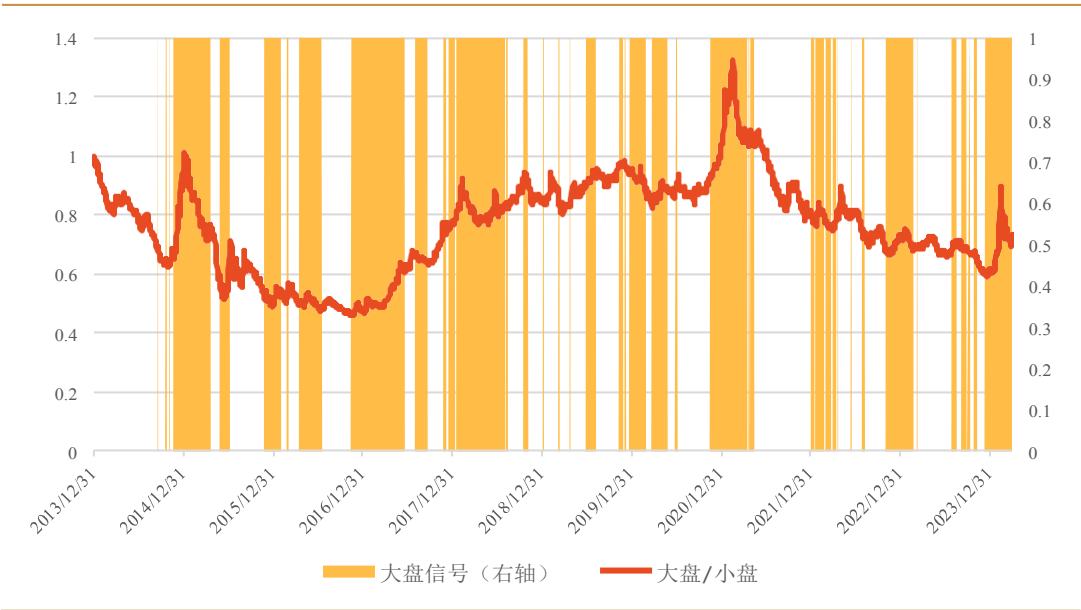


数据来源： ， IFinD， 恒生聚源，

短端信号：当信用利差（9 月）位于 120 日均线上方时，企业融资成本与融资难度阶段性呈现上升趋势，持有沪深 300 指数，其它情况持有中证 2000 指数；

长端信号：当信用利差（3 月）位于 120 日均线上方时，企业融资成本与融资难度阶段性呈现上升趋势，持有沪深 300 指数，其它情况持有中证 2000 指数；

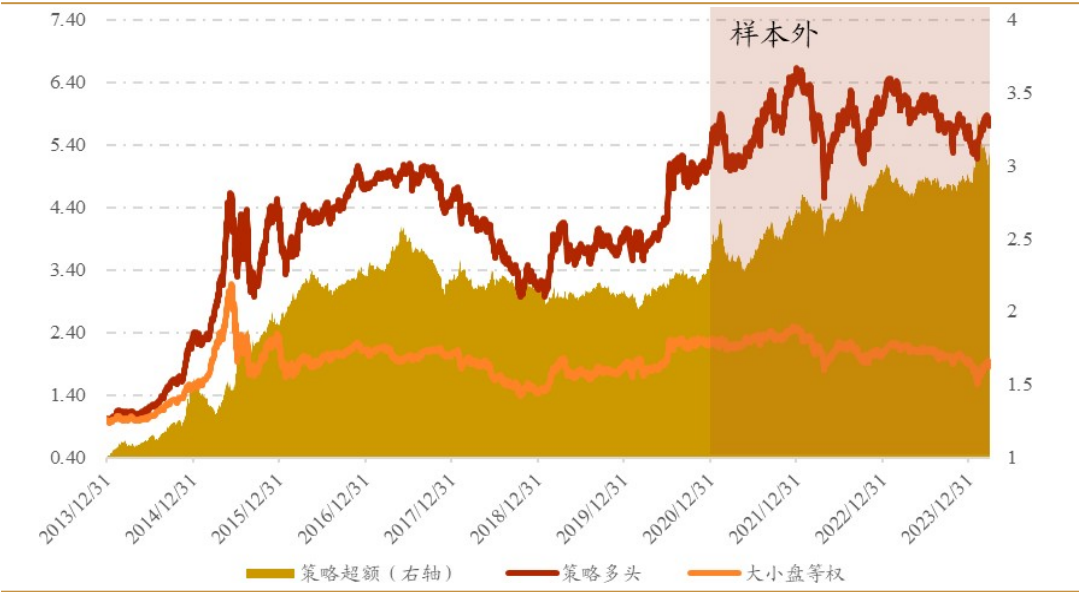
图 10：信用利差择时信号与大小盘相对强弱变化示意图



数据来源： ， IFinD， 恒生聚源，

根据信用利差择时信号构建大小盘风格轮动子策略，子策略年化双边换手率约为 26.27X，如图所示，择时信号可以较好地捕捉大小盘切换行情，子策略样本内外收益表现如下所示。

图 11：信用利差大小盘择时子策略样本内外收益表现



数据来源：，IFinD，恒生聚源，

表 5：信用利差大小盘择时子策略样本内外收益表现

时间周期	收益评价	策略多头	大小盘等权	策略多头-大小盘等权	沪深 300	中证 2000
样本内	年化收益率	27.66%	12.40%	15.26%	10.19%	13.51%
	年化波动率	0.26	0.24	0.10	0.23	0.28
	年化 Sharpe	1.07	0.52	1.54	0.44	0.48
	最大回撤	41.99%	56.44%	22.21%	46.70%	67.87%
样本外	年化收益率	-6.06%	-11.80%	5.74%	-14.20%	-10.32%
	年化波动率	0.21	0.19	0.10	0.17	0.26
	年化 Sharpe	-0.29	-0.61	0.55	-0.83	-0.40
	最大回撤	31.22%	37.02%	12.74%	35.64%	40.70%
全期	年化收益率	19.37%	6.67%	12.71%	4.31%	7.97%
	年化波动率	0.25	0.23	0.10	0.22	0.28
	年化 Sharpe	0.78	0.29	1.27	0.20	0.29
	最大回撤	41.99%	56.44%	22.21%	46.70%	67.87%

数据来源：，IFinD，恒生聚源，

样本期内，策略年化收益率为 27.66%，相较大小盘等权年化超额收益率为 15.26%；样本期外，策略年化收益率为 -6.06%，相较大小盘等权年化超额收益率为 5.74%。样本内外信用利差择时信号有效性较为一致，信用利差是较为有效的大小盘择时指标。

3.3 货币活化

狭义货币（M1）指流通中现金与商业银行活期存款的总和，是居民与企业消费及投资的主要支付手段，度量经济中的实际购买力；广义货币（M2）为 M1 与准货币之和，准货币包括定期存款、其他存款、证券公司客户保证金、住房公积金中心存款等，度量经济中的实际购买力与潜在购买力。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/908057052134006074>