



多维度解析大小盘风格轮动

方正证券研究所证券研究报告

市场风格研判系列 1

金融工程研究

2019.11.05

分析师：严佳炜

执业证书编号：S1220519090003

E-mail: yanjiawei@foundersc.com

联系人：邱捷铭

E-mail: qiujieming@foundersc.com

相关研究

《基金反编译：绩优指数增强基金的绝技》
《价值指数投资在 A 股的实践》
《当“价值投资”遇上“指数投资”：
沪深 300 价值指数的魅力》
《你了解沪深 300 么？中证规模指数家族解析》
《牛市的特征：ETF 净赎回不稀奇》
《公募基金股票投研的上下十年》
《FOF 持仓测算：如何破解黑箱？》
《解读净值下跌 99.96% 的 VIX 基金》
《一张表读懂场内货基的计息规则》
《杠杆反向基金，意料之外的收益》
《战略配售基金：塞翁失马，焉知非福》
《7 年涨 14 倍，一天下跌 96% 的 XIV 基金》
《借道 ETF 参与科创板打新的始末》
《证券 ETF 破百亿，产品成功有迹可循》

请务必阅读最后特别声明与免责条款

报告要点

➤ 研究大小盘风格轮动在当下愈显重要

大小盘风格轮动现象在 A 股、美股均长期存在，提供了大量风格套利机会。其之所以一直备受投资者关注，是因为轮动蕴含的收益较为丰厚。若每年仅做一次风格判断，便有可能获得远超基准的收益。若在更高频率上做好轮动，则具有更多的收益机会。

A 股市场，2017 年之后轮动加快，研究大小盘风格轮动的重要性更加凸显。对于量化选股基金，传统 Alpha 因子无论从收益高低或稳定性上均逐渐减弱，做好大小盘风格轮动或是超额收益的新来源。而对于资产配置为主的基金，挑选合适的风格进行配置也将提升产品收益。

➤ 多维度构建大小盘风格预判模型

本报告以市值因子为例，从技术面、资金面、基本面三个维度进行剖析，最终构建一个综合模型，用以风格预判和因子择时。回测结果表明，我们构建的三个信号相关性低，彼此配合良好，最终的综合模型能显著改善市值因子的表现。

➤ 与众不同的大小盘风格预判信号

市场小规模资金更加青睐小市值股票，而通过龙虎榜数据的分析则能够间接揭示此类资金的活跃程度，从而判断大小盘强弱。基于此构建的信号在 2013-2019 获得了 65.79% 的胜率，在 2017 年之后获得了 77.78% 的胜率。多空对冲年化收益 22.43%，收益回撤比 1.957，相较原始市值因子有较大增强。特别 2017 年以后，信号效果更佳。

另外，此信号展现了更多的“左侧”特性，能够预判拐点，也具备高准确率，一方面意味着其能与市场上绝大部分“右侧”信号互补性配合，显著提升组合表现；另一方面对主动投资者而言也有很好的参考价值。

➤ 风险提示

本报告基于历史数据进行测试，不构成任何投资建议。市场投资者结构变化、政策变化、经济基本面变化，都可能导致模型失效。

目录

1	风格切换：市场永恒的话题.....	4
1.1	大小盘风格轮动现象长期、广泛存在	4
1.2	大小盘风格轮动中蕴含丰富的收益	5
2	实证研究：以市值因子为例.....	5
2.1	技术面	6
2.1.1	基于动量的策略设计	6
2.1.2	测算结果	7
2.2	资金面	8
2.2.1	基于龙虎榜数据的策略设计	9
2.2.2	测算结果	10
2.2.3	进一步讨论	11
2.3	基本面	15
2.3.1	基于国债期货的策略设计	15
2.3.2	测算结果	15
2.4	综合模型	17
2.5	当前的策略信号	17
3	总结	18
4	风险提示	18

图表目录

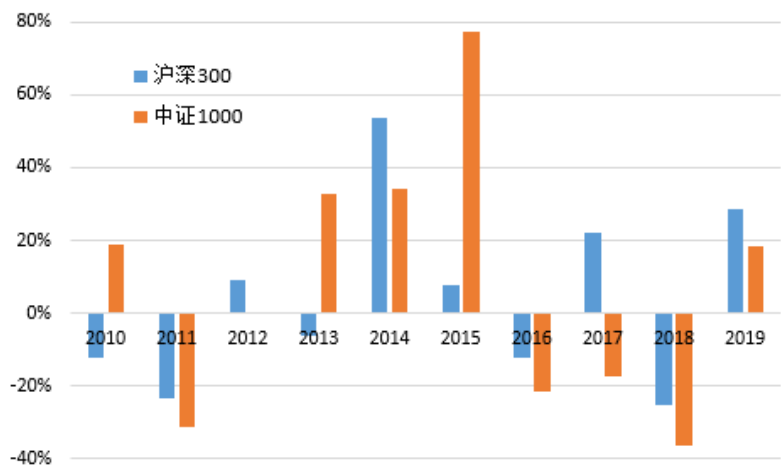
图表 1:	A 股历年沪深 300 与中证 1000 指数的年收益率	4
图表 2:	道琼斯工业指数与罗素 2000 指数的年收益率	4
图表 3:	按年度轮动的结果	5
图表 4:	市值因子的五分组结果	5
图表 5:	市值因子的多空对冲净值和回撤	6
图表 6:	2017 年前后市值因子月度 IC 为正的比率	6
图表 7:	动量策略的流程图	7
图表 8:	动量策略的回测表现	7
图表 9:	动量策略的回测统计与对比	7
图表 10:	动量策略在不同参数 D 下的收益回撤比	8
图表 11:	2019 年 9 月 5 日上交所披露的部分信息	8
图表 12:	龙虎榜指标的历史序列	9
图表 13:	龙虎榜买入和卖出金额与沪深 300 指数成交额的比	9
图表 14:	龙虎榜策略的流程图	10
图表 15:	龙虎榜策略的回测表现	10
图表 16:	龙虎榜策略的回测统计与对比	11
图表 17:	龙虎榜策略在不同参数 D 下的收益回撤比	11
图表 18:	龙虎榜策略的信号分布情况	11
图表 19:	龙虎榜策略在两个时间段的胜率对比	12
图表 20:	两种做法的累积收益率曲线	13
图表 21:	两种做法下的回测统计与对比	13
图表 22:	不同股票范围下策略的收益回撤比	13
图表 23:	异动类型汇总	14
图表 24:	25 种异动类型的出现频次统计	14
图表 25:	考虑不同异动类型下的策略表现	15
图表 26:	国债期货策略流程图	15
图表 27:	国债期货策略的回测表现	16
图表 28:	国债期货策略的回测统计与对比	16
图表 29:	国债期货策略在不同参数 D 下的收益回撤比	16
图表 30:	综合模型的回测表现	17
图表 31:	综合模型的回测统计与对比	17

1 风格切换：市场永恒的话题

1.1 大小盘风格轮动现象长期、广泛存在

大小盘风格轮动现象一直是市场上各类投资者讨论的热点。A股历年以来，大小盘风格轮动现象明显。我们通过代表大盘股的沪深300指数和代表小盘股的中证1000指数，观察这一现象，如图表1所示。可以看到，两者的强弱关系频繁发生逆转，这种现象实际上提供了大量的风格套利机会。

图表1：A股历年沪深300与中证1000指数的年收益率



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

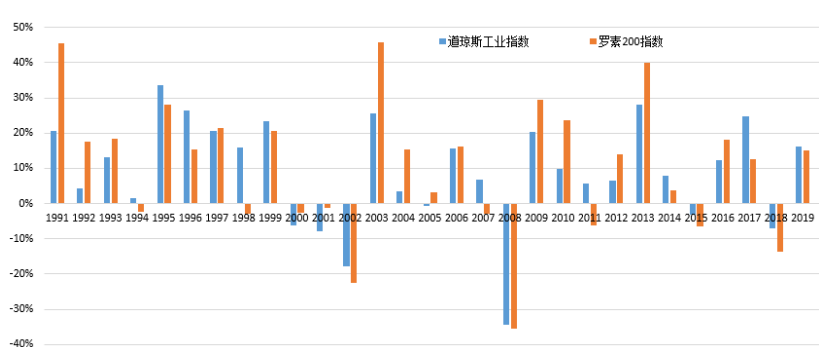
大小盘风格轮动现象是否为A股特有？是否因A股市场的不成熟而存在，将随着市场的逐步发展而消失？我们选取美股市场中如下两个代表性指数做观察。

道琼斯工业指数：成分股为30家著名的工业公司。

罗素2000指数：由罗素3000指数中市值最小的约2000家公司构成，总市值约占罗素3000的7%，为美国中小型公司的重要指数。

从图表2中可以看到，直至近年，两大指数的收益率依然有明显的差别，并且强弱关系多次发生转换。历经美股数十年的发展，大小盘风格轮动现象至今仍未减弱。

图表2：道琼斯工业指数与罗素2000指数的年收益率



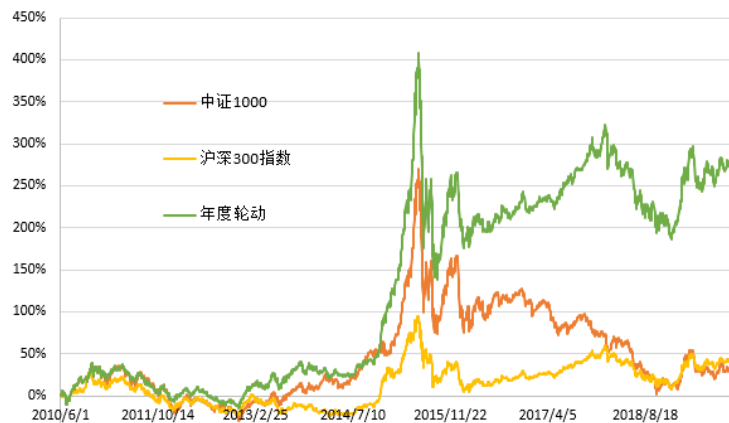
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

1.2 大小盘风格轮动中蕴含丰富的收益

无论在学术界还是业界，人们对大小盘风格轮动的探索和研究可谓前赴后继。这背后的原因，就是大小盘风格轮动带来的潜在收益实在诱人。

我们以指数为例观察大小盘风格轮动中蕴含的收益。2010年6月至今，沪深300指数约40%的累积收益率，中证1000指数约30%的累积收益率。若仅仅假设，每一年都能选中当年更强势的指数，最终累积收益率已经接近300%。若能在更高的频率下做好轮动，则收益将更加丰厚。

图表3：按年度轮动的结果



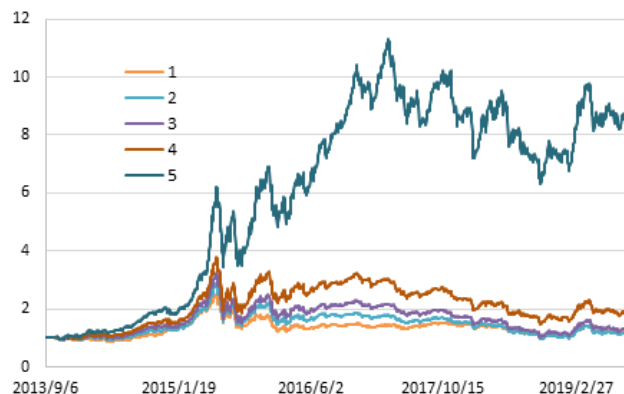
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

2 实证研究：以市值因子为例

本报告着眼于 A 股市场上最受关注的大小盘风格。实证研究中，我们选用市值因子为标的。

市值因子曾经是市场上的“最强 Alpha 因子”，后续又逐渐变为“风险因子”，多头（小市值股票）有着收益高、波动大的特点。图表4中给出了市值因子的五分组结果。图表5中测算了市值因子的多空对冲净值。可以看到，多空对冲净值同样有着波动大的特点，历史上曾经出现两次明显的回撤，一次发生于2014年底，一次发生于2017年。

图表4：市值因子的五分组结果



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表5： 市值因子的多空对冲净值和回撤



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

对于市值因子而言，择时一直是一个挑战，主要原因在于历史上有效的数据样本点较少，模型的鲁棒性难以把握。我们统计了 2017 年以前和 2017 年以后，市值因子的月度 IC 为正的比列，如下图所示。可以看到，2017 年以前，一直持有市值因子几乎就是“最优策略”。

针对这一点，从多个角度进行分析和建模或是更可靠的思路。本报告将从技术面、资金面、基本面三个维度研究。

图表6： 2017 年前后市值因子月度 IC 为正的比列

时间段	IC为正的比列
2007/01-2016/12	74.17%
2017/01至今	41.94%

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

2.1 技术面

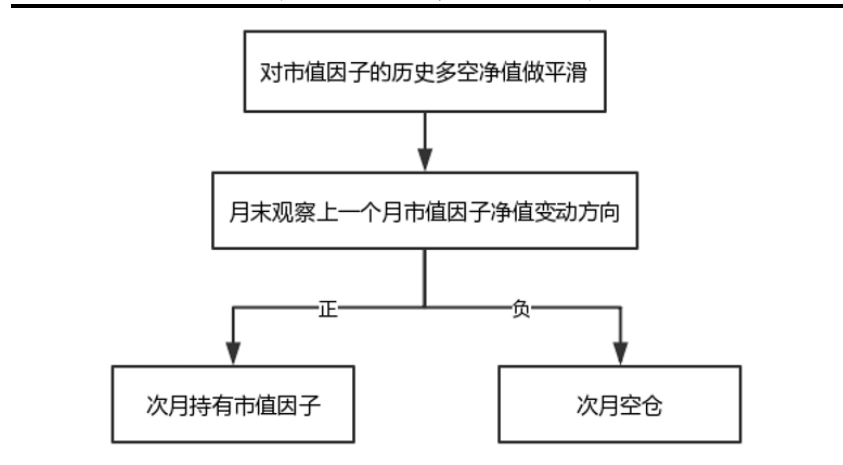
个股的股价由盈利和估值两个因素决定，那么，市场的大小盘风格则由大盘股、小盘股的盈利和估值的差异所决定，该差异越大，则市场的大小盘风格越显著。

对于盈利而言，单一个股的盈利情况有特殊性，但总体的盈利更多受制于宏观经济和政策，这些因素具备可持续性。对于估值而言，市场给予大、小盘股票的估值，取决于未来的预期和当前的风险偏好，这些因素也具备持续性。因此，技术面角度的研究应从动量考虑。

2.1.1 基于动量的策略设计

动量策略设计：每个月末观察上月市值因子多空净值表现（提前用滤波做一次平滑，此时引入唯一参数 d ），若净值变化为正则持有市值因子，否则不持有市值因子。策略回测时间为 2013.09.06 - 2019.09.05，策略流程图如下所示。

图表7： 动量策略的流程图



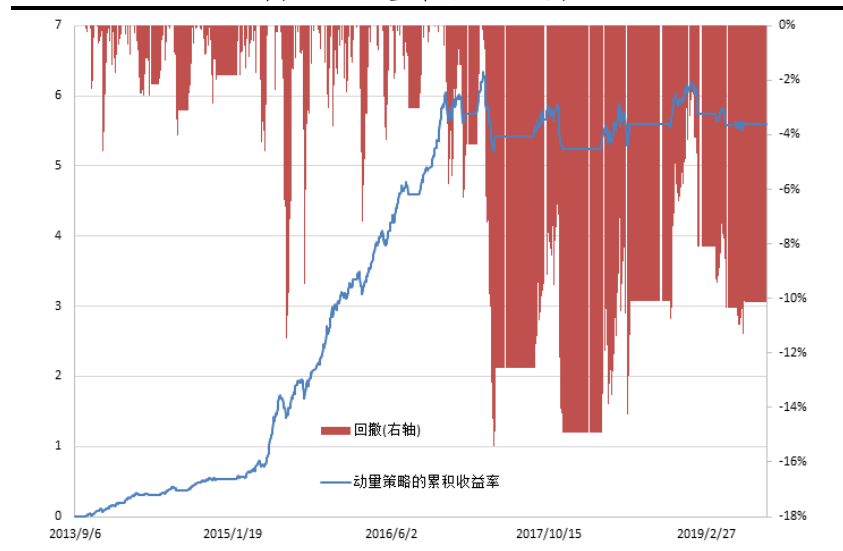
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

2.1.2 测算结果

动量策略的测算结果如下图所示。可以看到，该策略前期表现优异，主要因为市场风格较为持续；2017 年后市场风格频繁切换，策略表现下降，净值几乎持平。

但尽管如此，动量策略的表现依然远超原始表现。策略的年化收益率 36.26%，与原始表现相近；但最大回撤 15.41%，明显优于原始表现的 32.52%。收益回撤比也由原来的 1.145 提升到 2.353。

图表8： 动量策略的回测表现



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表9： 动量策略的回测统计与对比

	最大回撤	年化收益率	收益回撤比
原始因子	32.52%	37.23%	1.145
动量策略	15.41%	36.26%	2.353

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

策略的唯一参数 d 由滤波过程引入。滤波过程采用低通滤波算法，公式如下。策略的核心是判断上月的净值变化方向，滤波的目的是避

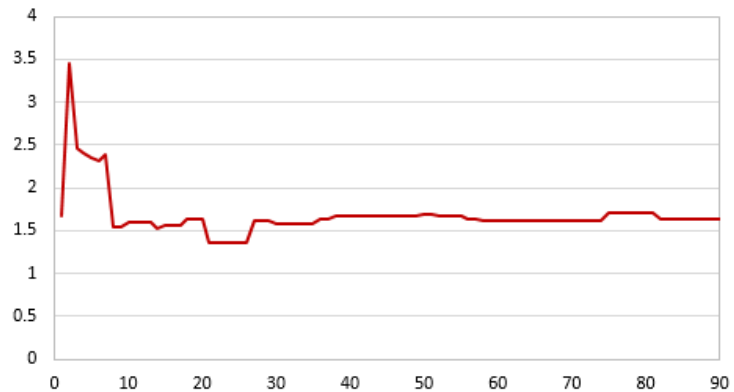
免毛刺干扰。

$$LP(T) = \left(\alpha - \frac{\alpha^2}{4}\right) * P(T) + \left(\frac{\alpha^2}{2}\right) * P(T-1) - \left(\alpha - 3 * \frac{\alpha^2}{4}\right) * P(T-2) \\ + 2(1-\alpha) * LP(T-1) - (1-\alpha)^2 * LP(T-2)$$

其中， $P(T)$ 为 T 日的原始值， $LP(T)$ 为 T 日滤波后的值，且 $LP(1) = P(1)$ ， $LP(2) = P(2)$ 。参数 $\alpha = 2/(1+d)$ 。

为研究策略的鲁棒性，我们对参数 d 进行遍历，发现其敏感性较低，测算中我们选取 $d = 5$ 。

图表10： 动量策略在不同参数 d 下的收益回撤比



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

2.2 资金面

对于市场的风格，尤其是大小盘股票风格，市场资金的选择是一个关键因素。“游资”一直是 A 股市场的重要组成部分，更是小盘股资金的重要组成部分。交易所披露的“龙虎榜”，是窥探“游资”行为的一个窗口。

图表11： 2019 年 9 月 5 日上交所披露的部分信息

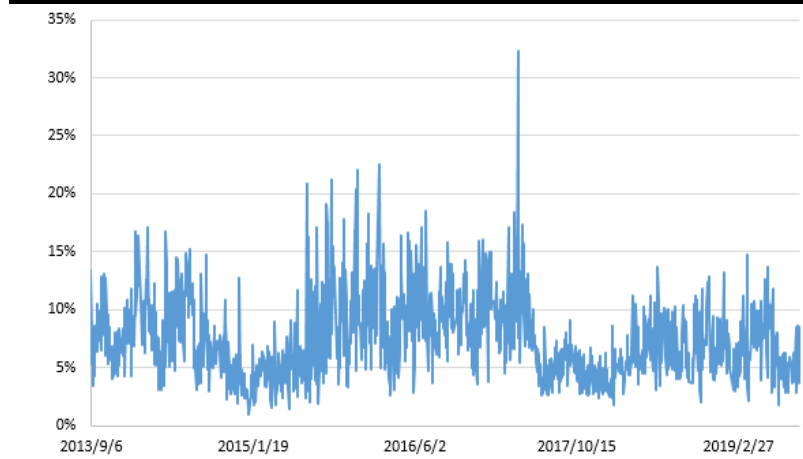
代码	简称	证券种类	偏离值%	成交量(万股)	成交金额(万元)	详情
600291	西水股份	A	9.10%	2616.28	23612.62	▲
买入营业部名称		累计买入金额(万元)		卖出营业部名称		累计卖出金额(万元)
光大证券股份有限公司宁波甬江大道证券营业部		3720.35		中信证券股份有限公司北京金融大街证券营业部		519.87
沪股通专用		1566.98		招商证券股份有限公司深圳深南东路证券营业部		470.34
东方证券股份有限公司上海静安区延平路证券营业部		965.50		沪股通专用		431.02
东方证券股份有限公司上海浦东新区金科路证券营业部		923.77		招商证券股份有限公司福州六一中路证券营业部		382.00
中泰证券股份有限公司奉化南山路证券营业部		743.48		海通证券股份有限公司无锡解放东路证券营业部		366.72

资料来源：上海证券交易所，方正证券研究所

当龙虎榜上成交活跃时，说明小盘股在市场上受到高的关注并且产生赚钱效应，此时市值因子的有效性提高；反之，则市值因子容易失效。因此，我们计算龙虎榜上股票的成交额与沪深 300 指数的成交额的比，作为市值因子的择时指标，记为“龙虎榜指标”。

该指标的历史序列如下。可以看到，龙虎榜上股票的成交额大约占沪深 300 指数成交额的 5%-15% 之间。

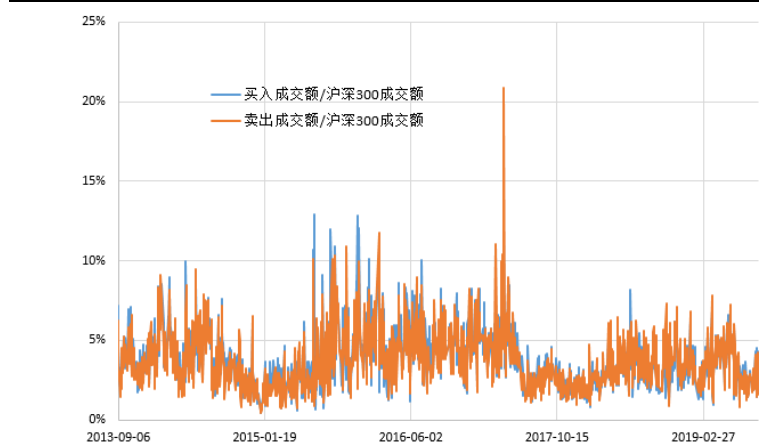
图表12: 龙虎榜指标的历史序列



资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

交易所披露龙虎榜数据时, 区分买入金额和卖出金额。我们对这两者进行分开统计后, 发现两者高度相关, 相关系数为 89.8%。我们分别计算买入金额、卖出金额与沪深 300 指数的成交额的比, 并在图表 13 中给出时间序列, 可以看到两个序列几乎重叠。因此在后续的测算中, 我们不再区分买入金额和卖出金额, 仅使用总成交金额。

图表13: 龙虎榜买入和卖出金额与沪深 300 指数成交额的比

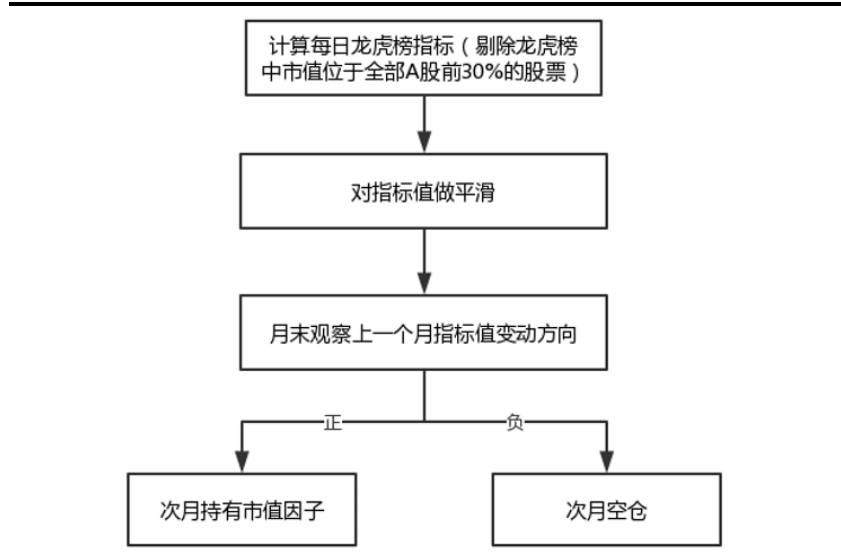


资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

2.2.1 基于龙虎榜数据的策略设计

龙虎榜策略设计: 每日计算龙虎榜成交额总和, 然后除以沪深 300 指数成交额。在计算龙虎榜成交额时, 考虑到大市值股票登上龙虎榜或是因为行业政策变化、基本面突变或个股的事件影响, 而非并非来自于资金的推动, 因此剔除市值位于全部 A 股前 30% 的股票。我们每个月末观察上月指标变化情况 (提前对指标用滤波做一次平滑, 滤波算法如前文所述, 此时引入唯一参数 d), 若指标值增大则持有市值因子, 否则不持有市值因子。策略回测时间为 2013.09.06 - 2019.09.05, 策略流程图如下所示。

图表14： 龙虎榜策略的流程图



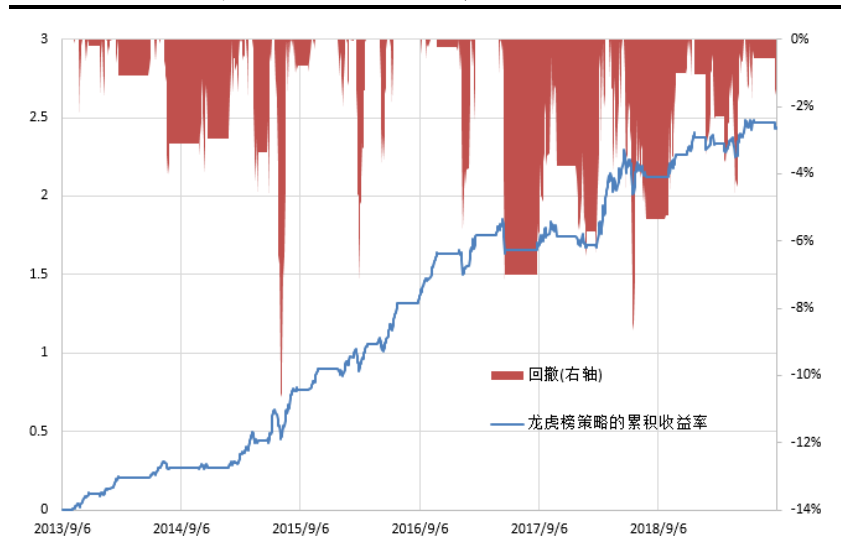
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

2.2.2 测算结果

龙虎榜策略的测算结果如下图所示。可以看到，策略表现整体稳健。年化收益率为 22.43%，低于原始表现，但最大回撤仅 11.46%，相比于原始表现大幅改善，收益回撤比也从原来的 1.145 提高到 1.957。最大回撤出现在 2015 年股市异动的初始时期，但很快收回。从统计数据看，龙虎榜策略的表现不及动量策略，但若不考虑 2015 年的短期回撤，其收益回撤比将明显改善。

另外，如上文所述，动量策略的表现跟市场风格的持续性和稳定性有关。2017 年以前动量策略的表现优异，但 2017 年后随着市场的变化，表现平平。然而，龙虎榜策略在这两段时间均有着稳健的表现。能适应不同类型的市场，这是该策略一个较大的亮点。

图表15： 龙虎榜策略的回测表现



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

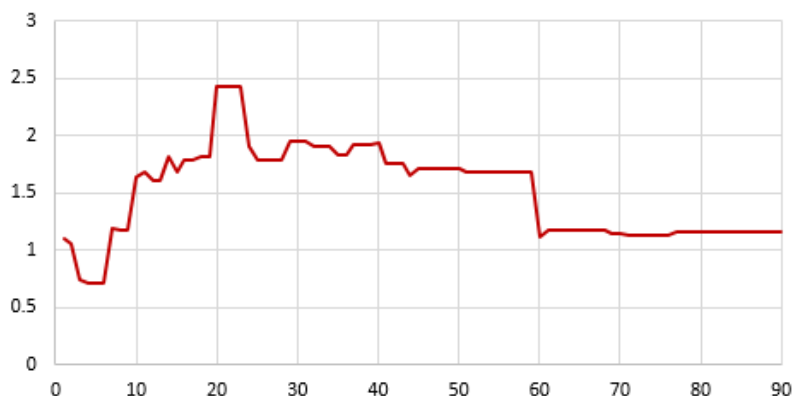
图表16: 龙虎榜策略的回测统计与对比

	最大回撤	年化收益率	收益回撤比
原始表现	32.52%	37.23%	1.145
龙虎榜策略	11.46%	22.43%	1.957

资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

我们同样对策略中的参数 d 进行遍历, 以观察策略的鲁棒性, 结果如下图所示。可以看到, 策略对参数的敏感性不高, 测算时我们选用中间位置的 d 值, 取 $d = 30$ 。

图表17: 龙虎榜策略在不同参数 d 下的收益回撤比



资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

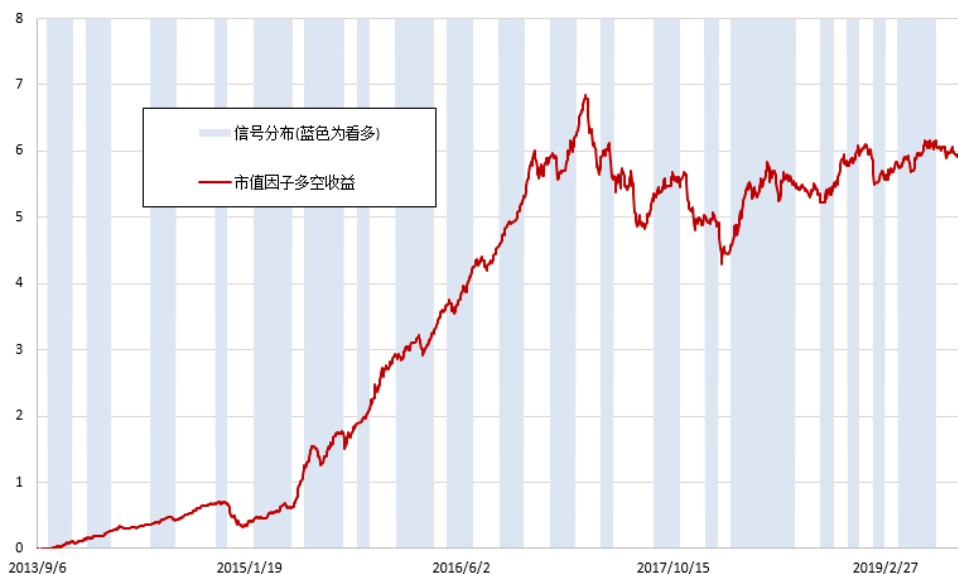
2.2.3 进一步讨论

讨论一: 2017 年前后, 龙虎榜策略的表现有何差异?

我们知道, 2017 年以前小市值股票明显强势, 但 2017 年之后则风格轮动加快。龙虎榜策略在这两段时间内的表现略有差异。

根据策略的信号发生改变日期, 可以将时间段分割为多个信号一致的区间, 如下图所示, 其中蓝色区域为看多市值因子的时间区间。

图表18: 龙虎榜策略的信号分布情况



资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

根据上述的时间区间划分，我们定义胜率如下：在每个时间区间里，若策略发出看多信号而市值因子确实有正收益，或者策略发出看空信号而市值因子确实有负收益，则记为“胜利”，反之则记为“失败”。据此统计胜率。

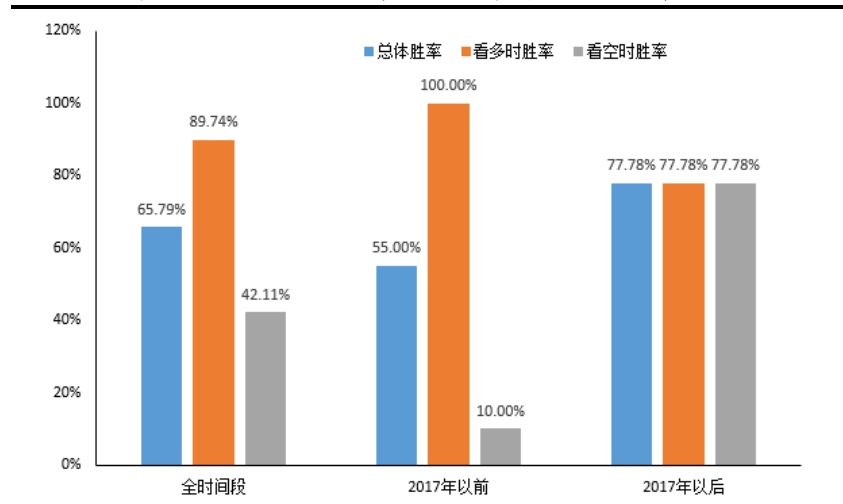
同时，我们统计“看多时胜率”和“看空时胜率”，分别定义为策略发出看多信号时候的胜率和发出看空信号时的胜率。

胜率统计结果如下图。由于 2017 年以前小盘股强势，因此做多胜率极高而做空胜率极低。2017 年之后市场风格轮动加快，策略同时获得较好的做多胜率和做空胜率。从总体胜率观察，所有时间段的胜率均高于 50%，其中 2017 年后胜率最高，达 77.78%。

据此可以看出，策略在不同的市场环境下均能保持有效性，在 2017 年后的市场环境中优势更加明显。

另外，从图表 18 中的信号变化可以看到又一个有趣的现象。与绝大部分右侧交易信号不同，龙虎榜策略的信号并没有体现出右侧特征，相反其更接近于一个左侧信号。这样的信号特征，解释了该策略在不同时间段的高胜率，以及其在 2017 年后的优秀表现。

图表19： 龙虎榜策略在两个时间段的胜率对比



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

在前文对龙虎榜策略回测中，策略发出看空信号时，我们选择了“不持有因子”。根据上述的讨论，在 2017 年以后，若在策略发出看空信号时选择“反向持有因子”（做多大市值股票，做空小市值股票），效果如何呢？下图给出了测算结果。可以看到，2017 年后，若看空时反向持有因子，可以在最大回撤几乎不变的情况下，将策略年化收益增厚至原有的近 2 倍，策略效果大大增强。

图表20: 两种做法的累积收益率曲线



资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

图表21: 两种做法下的回测统计与对比

	最大回撤	年化收益率	收益回撤比
看空时不持仓	8.65%	11.52%	1.333
看空时反向持有因子	8.82%	21.79%	2.470

资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

讨论二: 是否需要统计龙虎榜所有股票的成交额?

在前文的测算中, 计算龙虎榜成交额时, 我们剔除了市值位于全部 A 股前 30% 的股票。这样做的原因是, 龙虎榜指标是为了表征小盘股的成交活跃度而设计。但有部分大盘股由于某些特殊原因的驱动, 也可能登上龙虎榜, 但这种情况与指标设计的初衷相背离。

这种影响有多大呢? 我们通过测算数据来说明。

对于上述龙虎榜股票的统计范围, 我们考虑了“所有股票”、“剔除市值位于 A 股前 10%”、“剔除市值位于 A 股前 20%”、“剔除市值位于 A 股前 30%”、“剔除市值位于 A 股前 40%”等 5 种情况, 并分别计算在全时间段以及在 2017 年之后的收益回撤比。结果如下表所示。

从结果可以看到, 综合考虑策略表现以及策略稳定性后, “剔除市值位于 A 股前 30%”是更优的选择。不过, 几种做法并没有本质上的区别, 从结果看也未见十分明显的优劣差异。

图表22: 不同股票范围下策略的收益回撤比

股票范围	全时间段	2017年之后
所有股票	2.123	0.959
剔除市值位于A股前10%	2.170	0.787
剔除市值位于A股前20%	2.050	0.971
剔除市值位于A股前30%	1.957	1.333
剔除市值位于A股前40%	1.890	1.283

资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

讨论三: 是否需要统计龙虎榜上所有的异动类型?

龙虎榜上共能区分出 25 种异动类型, 如下表所示。其中有 6 种

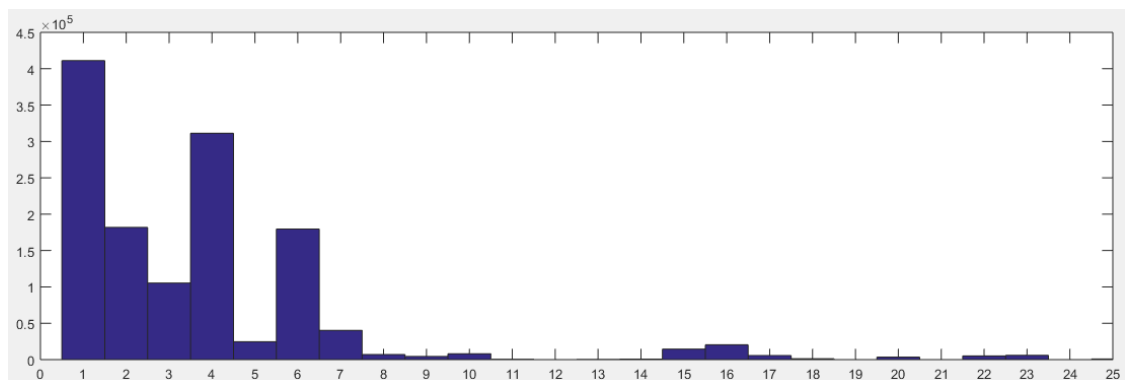
出现的频次相当高，图表 24 给出了各种异动类型的出现频次统计直方图，图表 24 中的横坐标与图表 23 中的序号相对应。

图表23: 异动类型汇总

序号	异动类型
1	日价格涨幅偏离值达到7%
2	日价格跌幅偏离值达到7%
3	日价格振幅达到15%
4	日换手率达到20%
5	无价格涨跌幅限制
6	非ST、*ST、S证券异常期间收盘价格涨幅偏离值累计达到20%
7	非ST、*ST、S证券异常期间收盘价格跌幅偏离值累计达到20%
8	ST、*ST、S证券异常期间收盘价格涨幅偏离值累计达到15%
9	ST、*ST、S证券异常期间收盘价格跌幅偏离值累计达到15%
10	异常期间日均换手率放大达到30倍，并且累计换手率达到20%
11	当日无价格涨跌幅限制的A股，出现异常波动停牌的
12	连续2个交易日触及涨幅限制，同一营业部净买入股数占当日总成交股数30%以上，且上市公司未有重大事项公告
13	连续2个交易日触及跌幅限制，同一营业部净卖出股数占当日总成交股数30%以上，且上市公司未有重大事项公告
14	ST、*ST、S证券连续三个交易日涨停
15	ST、*ST、S证券连续三个交易日跌停
16	单只标的证券的当日融资买入数量达到当日该证券总交易量的50%以上
17	单只标的证券的当日融券卖出数量达到当日该证券总交易量的50%以上
18	风险警示股票盘中换手率达到或超过30%
19	退市整理
20	ST、*ST、S证券异常期间收盘价格涨幅偏离值累计达到12%
21	ST、*ST、S证券异常期间收盘价格跌幅偏离值累计达到12%
22	当日无价格涨跌幅限制的股票，其盘中交易价格较当日开盘价上涨30%以上
23	当日无价格涨跌幅限制的股票，其盘中交易价格较当日开盘价上涨100%以上
24	当日无价格涨跌幅限制的股票，其盘中交易价格较当日开盘价下跌30%以上
25	ST股票、*ST股票和S股连续三个交易日触及涨（跌）幅限制的

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表24: 25 种异动类型的出现频次统计



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

在前文的测算中，计算龙虎榜成交额时，我们考虑了所有的异动类型。那么，假如我们剔除因为大跌而上榜的股票，策略表现能否得到提升呢？我们通过测算数据来说明。

根据图表 23 的序号标记，我们测算如下组合：“1、3、4、6”，“1、4、6”，“1、6”，“1”，测算结果如下图所示。

图表25: 考虑不同异动类型下的策略表现

异动类型	整体收益回撤比	2017年后收益回撤比
所有类型	1.96	1.33
1、3、4、6	2.22	0.71
1、4、6	1.82	0.77
1、6	1.74	0.62
1	1.02	0.17

资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

整体看, 选择组合“1、3、4、6”表现最优, 但其时间上的稳定性不佳。基于测算结果, 我们推荐使用所有异动类型的股票构造龙虎榜指标。

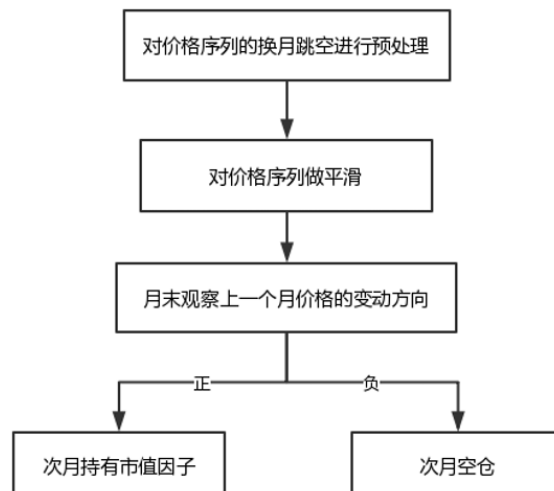
2.3 基本面

根据 DCF 模型, 企业的现值由未来现金流和折现率决定。国债期货可以很好地反应市场对未来利率的预期。实证中, 我们选用 5 年期国债期货进行测算, 主要是由于其上市时间更长 (2013 年 9 月 6 日上市)。由于利率影响的是大、小盘股票未来长期的折现率, 因此更需关注其中长线趋势与方向。

2.3.1 基于国债期货的策略设计

国债期货策略设计: 每个月末观察上月国债期货价格 (提前对价格用滤波做一次平滑, 滤波算法如前文所述, 此时引入唯一参数 d), 若期货价格上涨则持有市值因子, 否则不持有市值因子。国债期货存在多个合约, 测算时采用 5 年期国债期货当季连续合约。同时, 由于合约换月时会产生跳空, 必须对价格序列进行预处理。策略回测时间为 2013.09.06 - 2019.09.05, 策略流程图如下所示。

图表26: 国债期货策略流程图



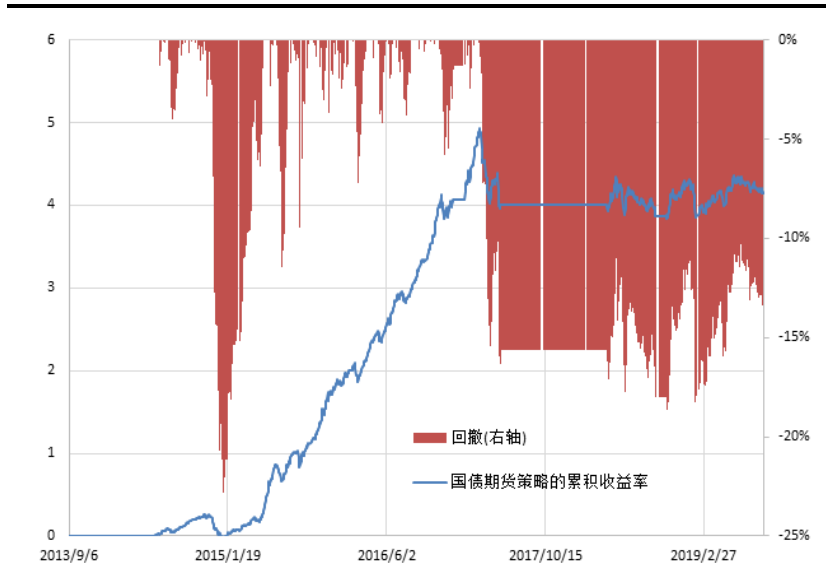
资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

2.3.2 测算结果

国债期货策略的表现如下图。作为一个中长线指标，2014 年底为期一个月的回撤并无法避开。策略在前期表现相当优异，但后期表现不佳。

相对于原始表现，国债期货策略依然体现出明显改善。年化收益 30.85%，低于原始表现 37.23%，但最大回撤从 32.52% 大幅降低为 22.85%，收益回撤比也从 1.145 提高到 1.350。

图表27: 国债期货策略的回测表现



资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

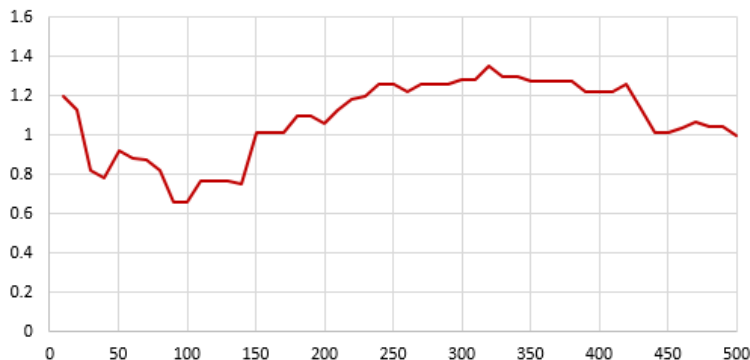
图表28: 国债期货策略的回测统计与对比

	最大回撤	年化收益率	收益回撤比
原始表现	32.52%	37.23%	1.145
国债期货策略	22.85%	30.85%	1.350

资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

该策略中，参数 d 的敏感性依然很低，如下图所示。测算中，我们选取中间位置，取 $d = 320$ 。

图表29: 国债期货策略在不同参数 d 下的收益回撤比



资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

2.4 综合模型

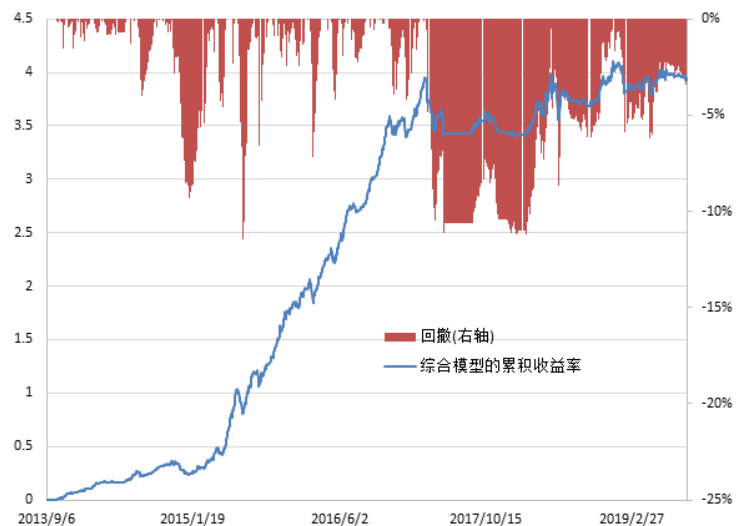
根据上述的测算，国债期货策略虽能超越基准，但相比于动量策略和龙虎榜策略，则逊色不少。那么，我们对国债期货策略的研究是否无意义？其实并不是。

我们发现，将动量、龙虎榜、国债期货三个策略简单等权合并，最终的效果明显优于其中任一策略，同时也优于动量策略与龙虎榜策略等权合并的组合。也就是说，国债期货策略在组合中依然提供了正贡献。

为此，我们将前文构建的动量策略、龙虎榜策略、国债期货策略等权合并，最终形成大小盘风格轮动的综合模型。模型的回测结果如下所示。

从结果可以看出，通过多个高区分度的逻辑进行市值因子择时，是一个更可靠的思路。

图表30： 综合模型的回测表现



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表31： 综合模型的回测统计与对比

	最大回撤	年化收益率	收益回撤比
原始表现	32.52%	37.23%	1.145
动量策略	15.41%	36.26%	2.353
龙虎榜策略	11.46%	22.43%	1.957
国债期货策略	22.85%	30.85%	1.350
综合模型	11.46%	29.91%	2.610

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

2.5 当前的策略信号

当前（2019年10月份）对11月份的大小盘风格预判：

动量策略：看多小盘股

龙虎榜策略：看多小盘股

国债期货策略：看多小盘股

3 总结

大小盘风格轮动在市场上长期而广泛地存在，若能做好大小盘风格轮动，则将带来丰厚的超额收益。

本报告从技术面、资金面、基本面三个维度研究了 A 股市场的大小盘风格轮动现象。具体地，我们基于动量、龙虎榜数据、国债期货分别构建策略，最终形成了一个综合模型。回测数据表明，模型能显著改善市值因子的表现，带来可观的超额收益。

本报告对龙虎榜数据进行了创新性的研究，将龙虎榜数据用于风格轮动。测算结果表明，龙虎榜数据能有效地用于市场风格预判，且与传统的指标表现出明显的差异性与互补性。

4 风险提示

本报告基于历史数据进行测试，不构成任何投资建议。市场投资者结构变化、政策变化、经济基本面变化，都可能导致模型失效。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com