

审时度势：趋势共振量化大小盘风格轮动策略

摘要

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。

● 策略框架

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。

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。

● **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。

● 趋势共振大小盘风格轮动策略

将宏观环境视角下的货币周期择时信号、信用利差择时信号、货币活化择时信号、外资流入择时信号同股票市场视角下的风格动量择时信号与相对波动择时信号复合构建趋势共振择时信号。

趋势共振大小盘风格轮动策略年化双边换手率约为32.58X，换手率适中。样本期内，策略年化收益率为37.22%，相较于大小盘等权年化超额收益率为24.82%；样本期外，策略年化收益率为12.01%，相较于大小盘等权年化超额收益率为22.67%；样本内外趋势共振择时信号均呈现出良好的有效性与稳定性。

● 最新配置观点

截至2024年5月9日，趋势共振大小盘风格轮动策略配置观点为小盘（0.33/1.00）。其中货币周期配置观点为小盘（0.00/1.00）、信用利差配置观点为小盘（0.00/1.00）、货币活化配置观点为大盘（1.00/1.00）、外资流入意愿配置观点为小盘（0.00/1.00）、风格动量配置观点为小盘（0.00/1.00），相对波动配置观点为大盘（1.00/1.00）。

● 风险提示

本报告结论完全基于公开的历史数据，若未来市场环境发生变化，因子与策略的实际表现可能与本文的结论有所差异，同时可能存在第三方数据提供不准确风险。大小盘配置观点不构成投资收益的保证或投资建议，投资者需充分认知自身风险偏好以及风险承受能力，市场有风险，投资需谨慎。

西南证券研究发展中心

分析师：郑琳琳
执业证号：S1250522110001
电话：13127711820
邮箱：zhengl@swsc.com.cn

分析师：王天业
执业证号：S1250524050002
电话：17308103116
邮箱：wty@swsc.com.cn

相关研究

1. 换手率因子在股债中的差异性与增强作用——量化方法在债券研究中的应用二（2024-04-03）
2. 抽丝剥茧：多视角构建长短期美债利率择时信号（2024-03-07）
3. 多维探究黄金定价逻辑，定量择时配置有迹可循（2024-02-22）
4. 基于宏微观的大类资产多维择时框架构建（2024-01-26）
5. 聚沙成塔：微盘股行情解析与微盘股投资策略（2024-01-15）
6. 立足全球资产，注重组合策略对抗不确定性——2024年金融工程投资策略（2024-01-08）
7. 因子收益归因视角下可转债多因子策略组合——量化方法在债券研究中的应用一（2023-12-25）
8. 基于趋势确定性的量价行业轮动研究（2023-11-27）
9. 基于多因子优选行业轮动基金与构建选股策略（2023-10-20）
10. 基于科创50成分股调整的策略构建（2023-08-06）

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；

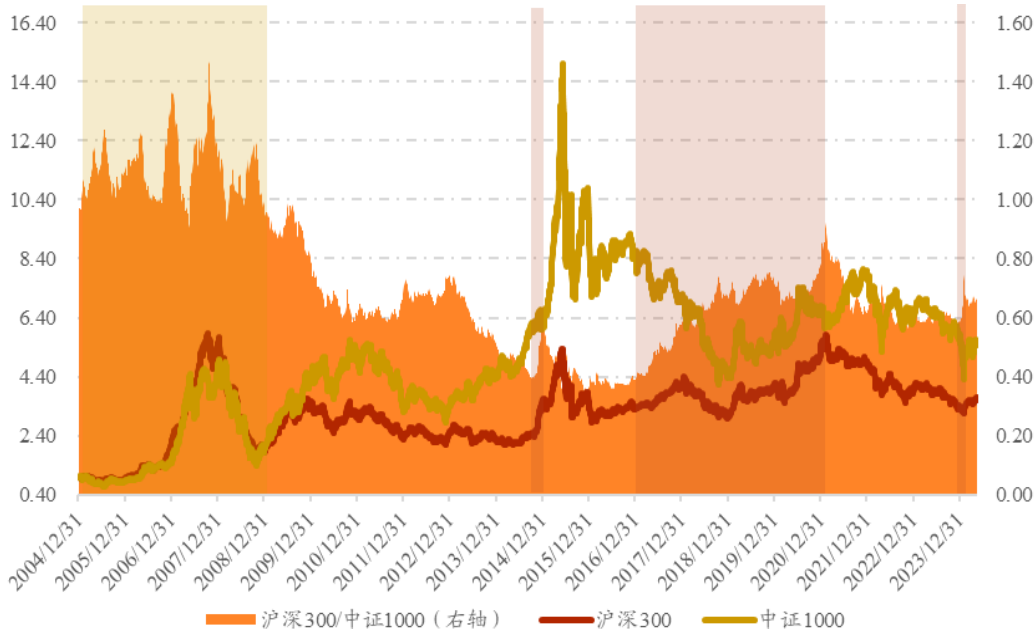
2008 年 12 月至 2016 年 11 月小盘风格显著占优，持续时间 95 个月；

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：Wind, IFinD, 恒生聚源，西南证券整理

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：Wind, IFinD, 恒生聚源，西南证券整理

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：Wind, IFinD, 恒生聚源，西南证券整理

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。

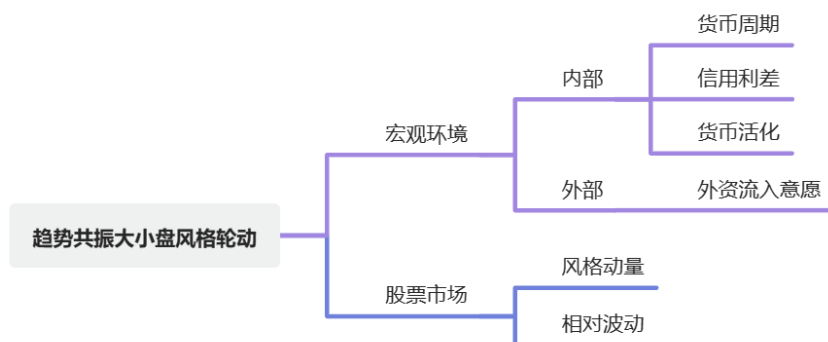
2 大小盘风格轮动策略框架

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：西南证券整理

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。

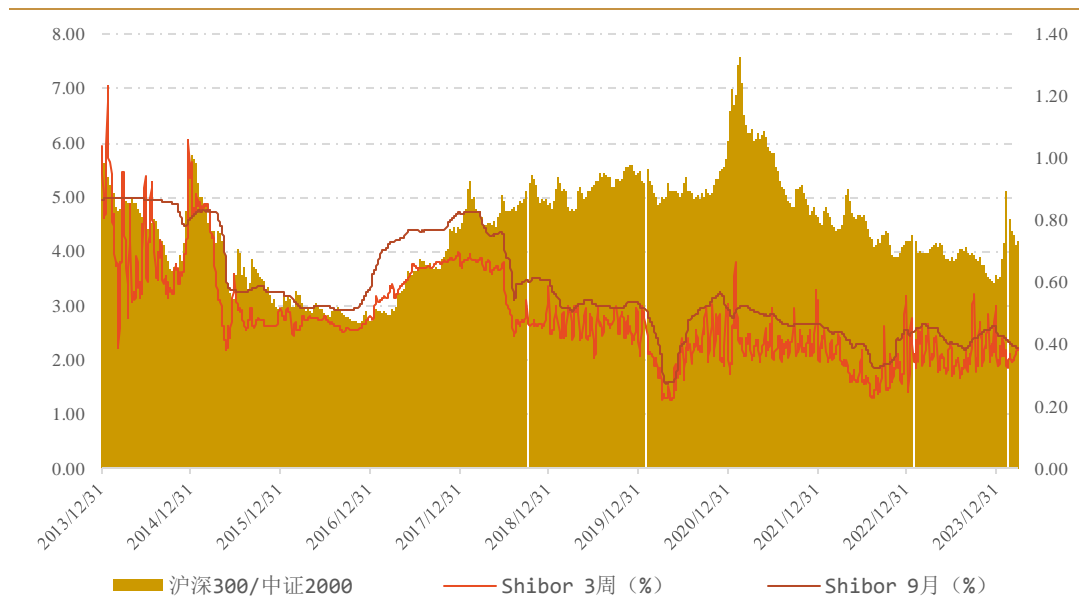
3.1.1 上海银行间同业拆放利率（Shibor）

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。

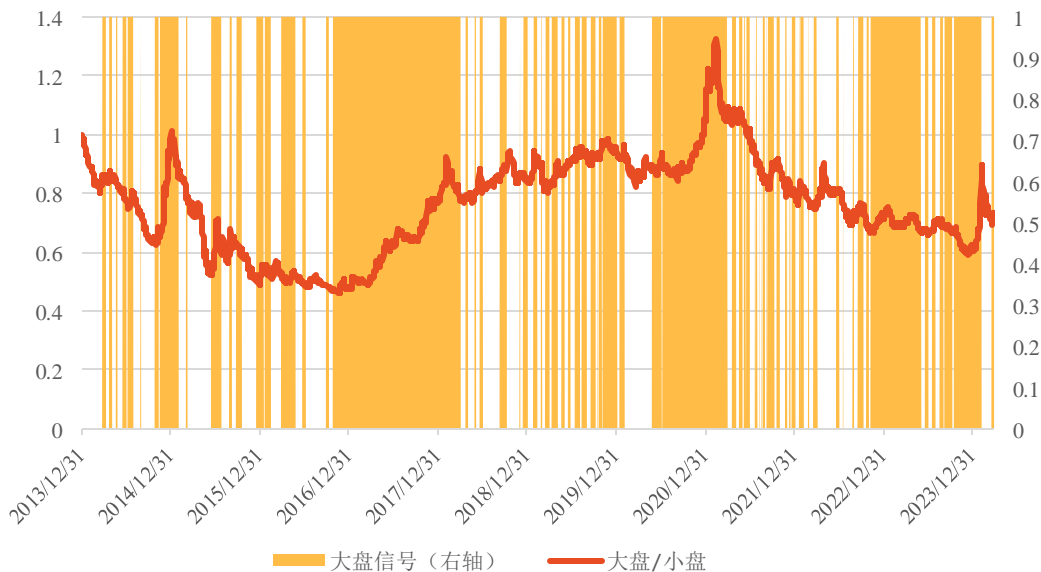
图 3：Shibor 与大小盘相对强弱变化示意图



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源，西南证券整理

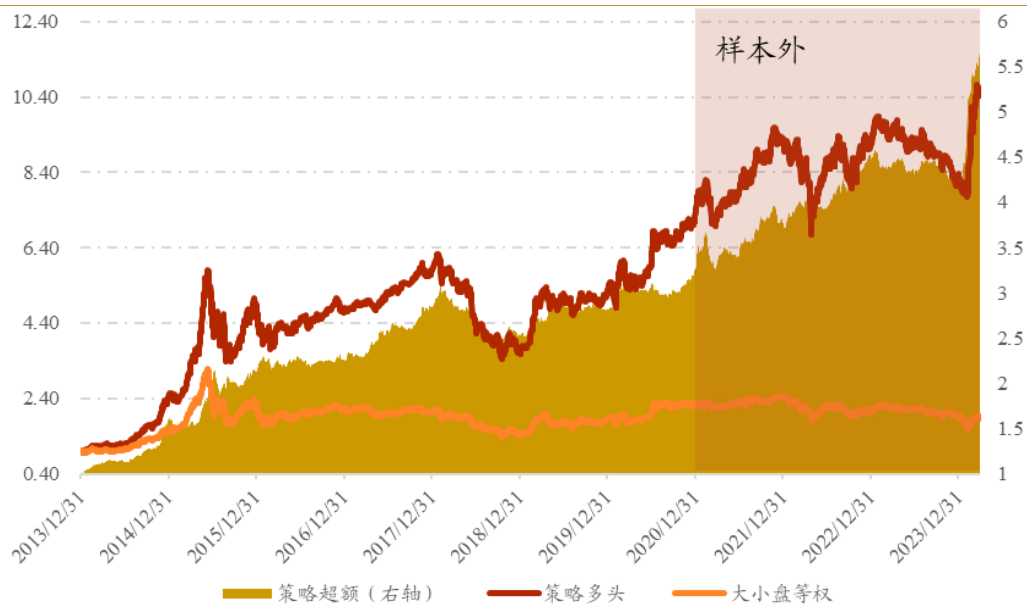
根据 Shibor 择时信号构建大小盘风格轮动子策略，子策略年化双边换手率约为 14.04X，如图所示，择时信号可以较好地捕捉大小盘切换行情，子策略样本内外收益表现如下所示。

图 4：Shibor 择时信号与大小盘相对强弱变化示意图



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

图 5：Shibor 大小盘择时子策略样本内外收益表现



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

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
	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%
全期	年化收益率	26.87%	6.67%	20.21%	4.31%	7.97%
	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%

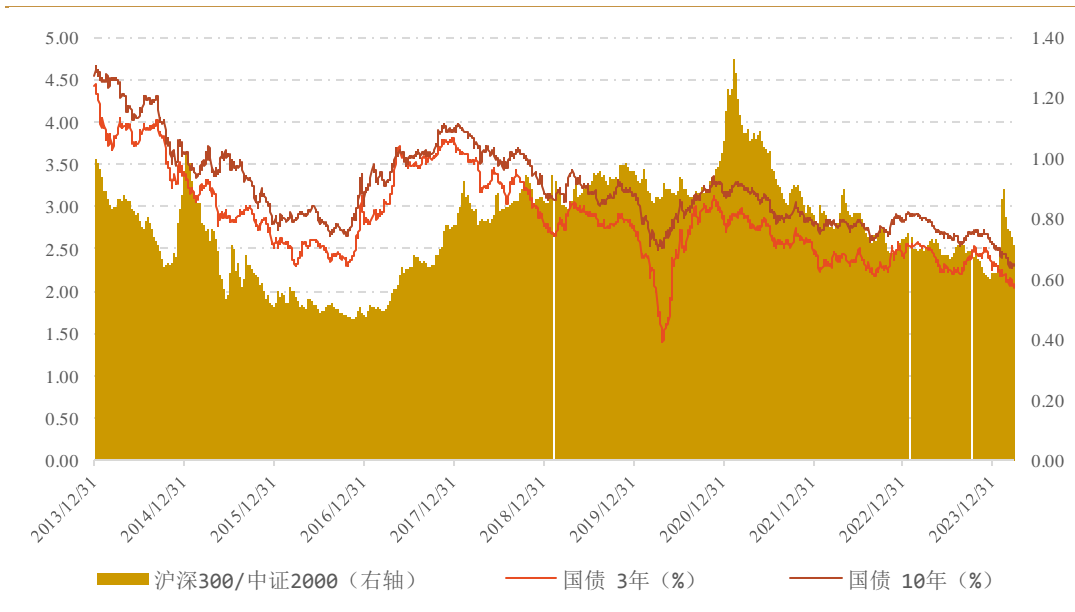
数据来源: Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

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

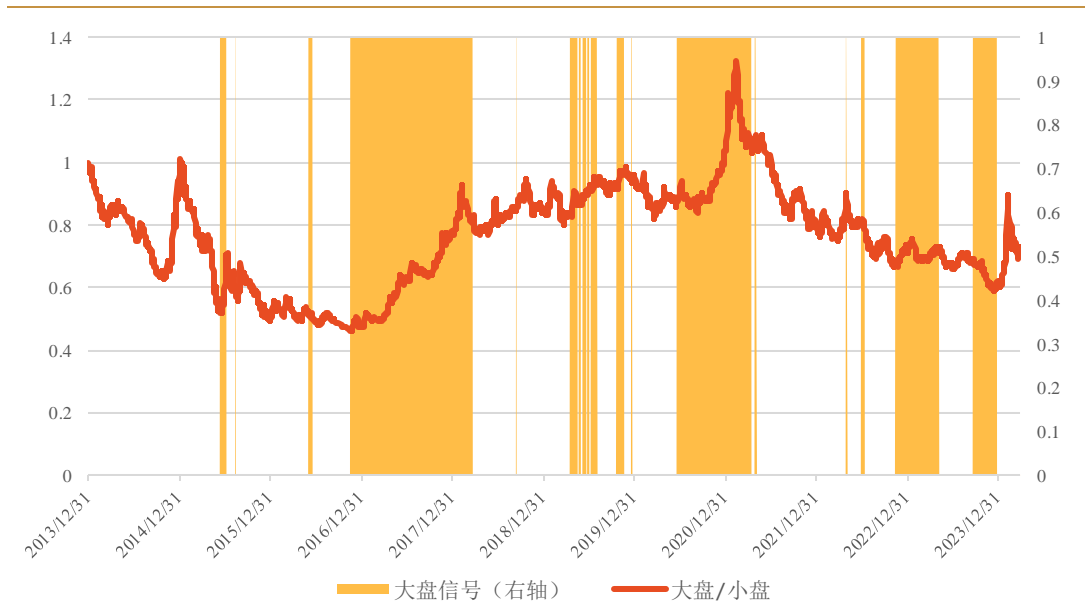


数据来源: Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

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。

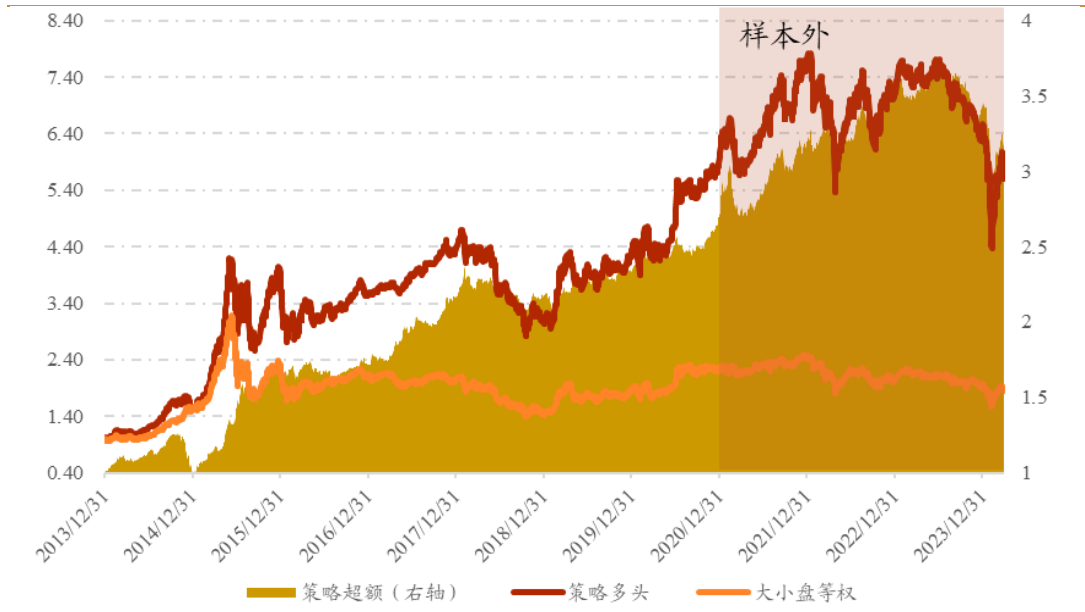
图 7：国债到期收益率择时信号与大小盘相对强弱变化示意图



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

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：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

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：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

样本期内，策略年化收益率为 30.20%，相较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。

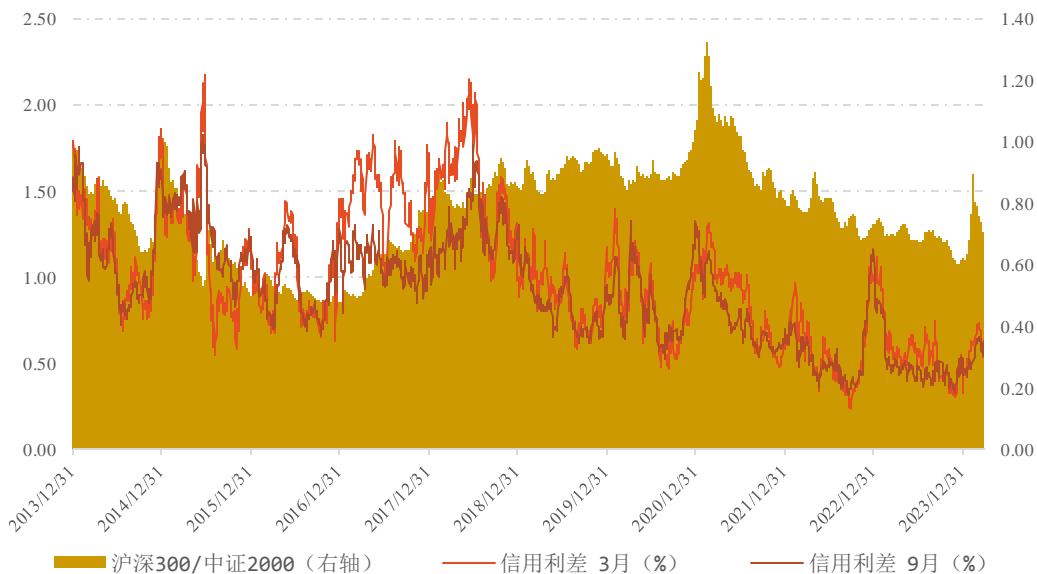
3.2 信用利差

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

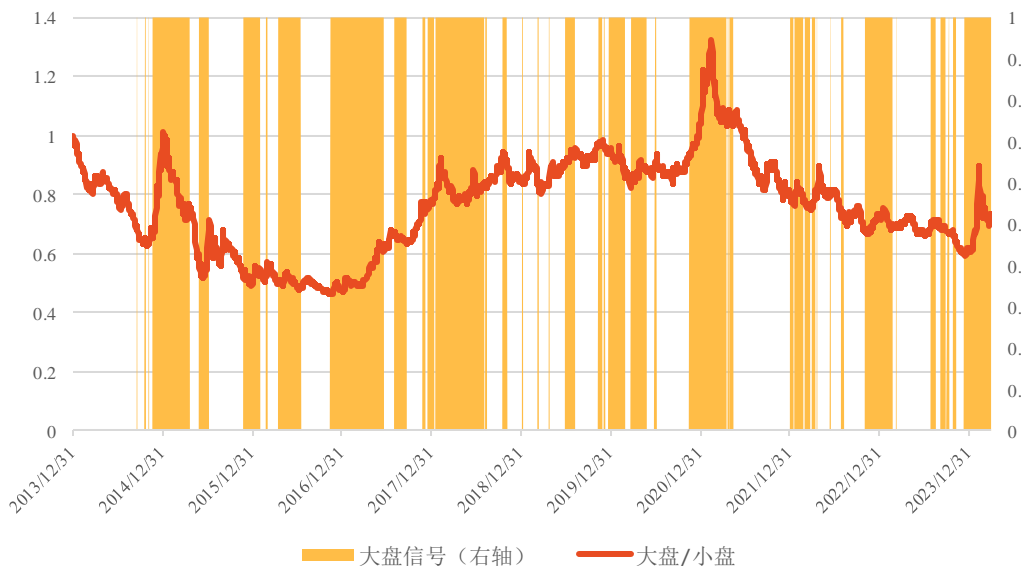


数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

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；

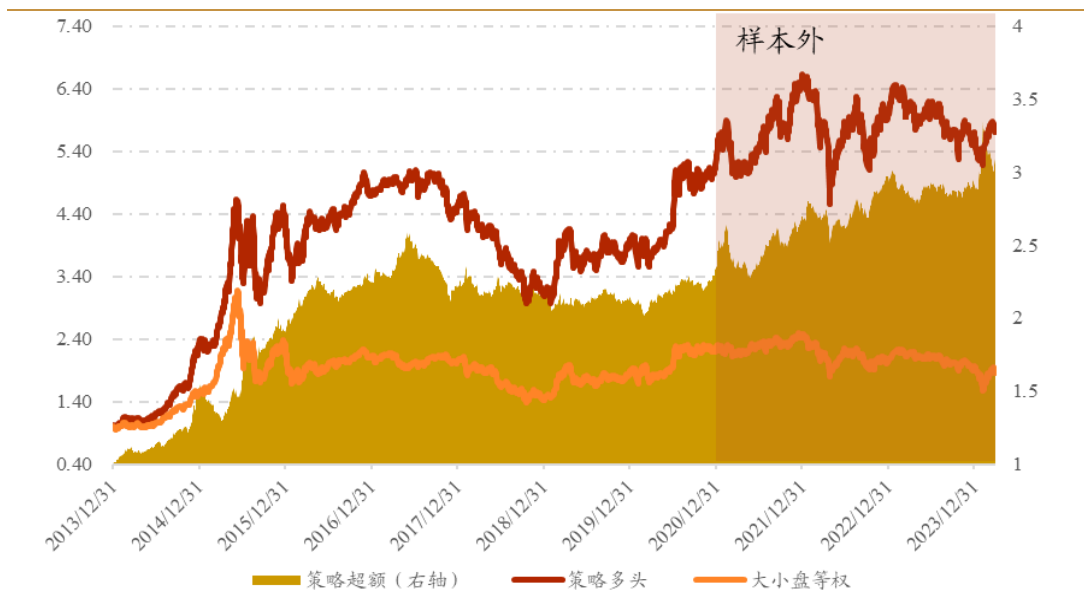
图 10：信用利差择时信号与大小盘相对强弱变化示意图



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

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：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

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%

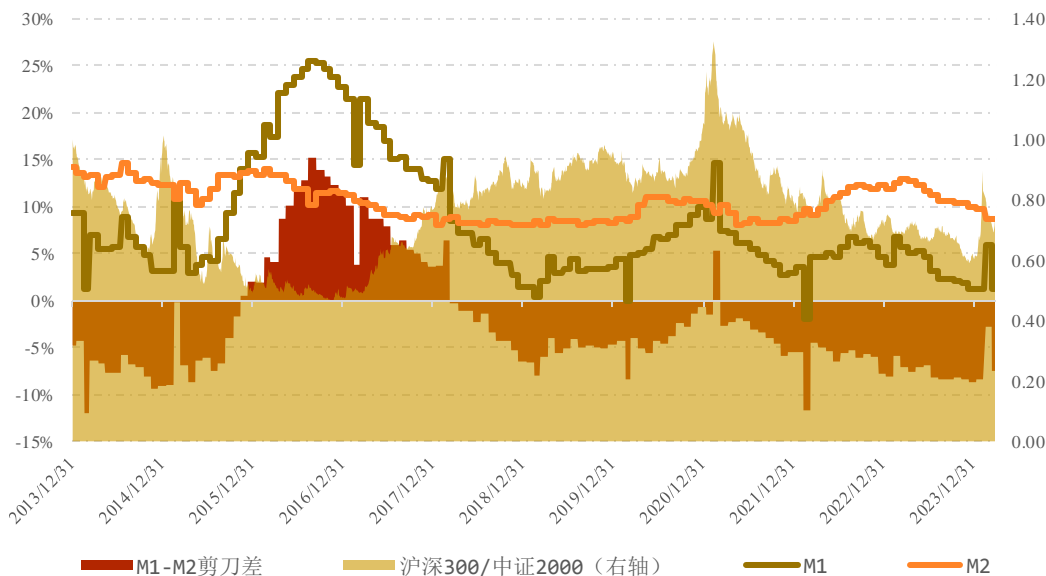
数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

样本期内，策略年化收益率为 27.66%，相较于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%，相较于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。

图 12：M1-M2 剪刀差与大小盘相对强弱变化示意图



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

当 M1-M2 剪刀差上行，M1 增速与 M2 增速差走阔，经济预期向好，居民消费意愿相对提升，企业扩产意愿相对增强，居民及企业为消费、投资、经营预留了充分流动资金，经济主体活力趋于增强；当 M1-M2 剪刀差下行，M1 增速与 M2 增速差收窄，经济预期走弱，居民及企业消费与投资意愿减弱，储蓄意愿相对增强，经济主体活力趋于减弱。

M1-M2 剪刀差反映货币供给结构边际变化，M2 同比增速反映货币供给边际变化，根据结构边际变化与供给边际变化共同制定大小盘轮动策略。

表 6：M1-M2 剪刀差轮动策略

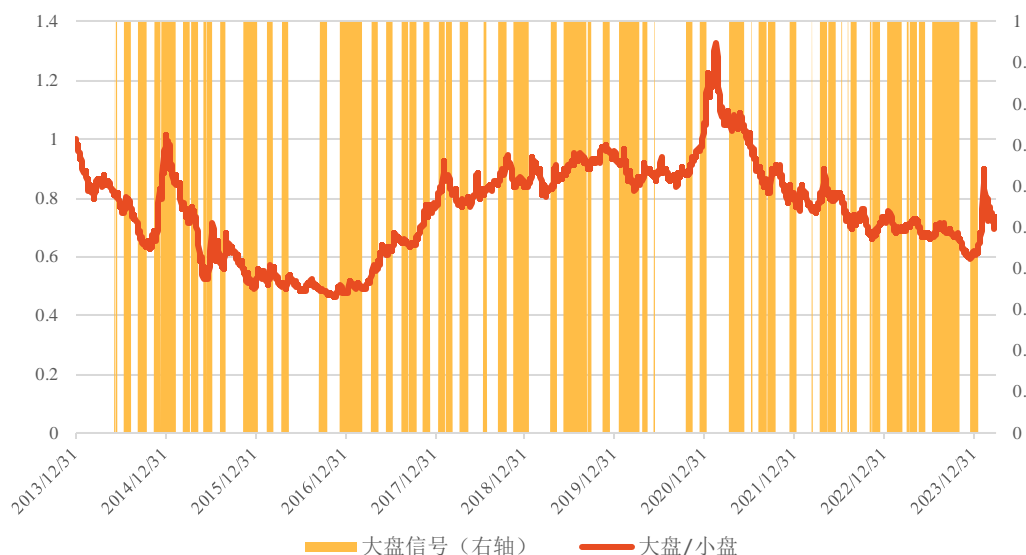
流动性松紧趋势	M2 同比增速 ↑	M2 同比增速 ↓
M1-M2 剪刀差 ↑	供给增加+结构活化——大盘	供给下降+结构活化——小盘
M1-M2 剪刀差 ↓	供给增加+结构固化——小盘	供给下降+结构固化——大盘

数据来源：西南证券整理

- M2 同比增速上行，货币供给边际提升；M1-M2 剪刀差走阔，货币结构边际活化。宽松的资金供给与乐观的经济预期双击，此时宜持有与经济复苏相关性较强的大盘；
- M2 同比增速上行，货币供给边际提升；M1-M2 剪刀差走窄，货币结构边际固化。货币供给与经济预期存在分歧，此时宜持有博弈属性较强的小盘；
- M2 同比增速下行，货币供给边际下降；M1-M2 剪刀差走阔，货币结构边际活化。货币供给与经济预期存在分歧，此时宜持有博弈属性较强的小盘；
- M2 同比增速下行，货币供给边际下降；M1-M2 剪刀差走窄，货币结构边际固化。收紧的资金供给与悲观的经济预期双杀，此时宜持有防御属性较强安全边际较高的大盘。

M1-M2 剪刀差择时信号：由于 M2 包含 M1,相较于 M1 同比增速，M2 同比增速变化幅度较小，为了及时捕捉 M1-M2 剪刀差与 M2 同比增速的趋势变化，刻画 M2 同比增速趋势变化将应用更小的时间窗口。当 M1-M2 剪刀差位于 80 日均线上方且 M2 同比增速均位于 20 日均线上方，或 M1-M2 剪刀差位于 80 日均线下方且 M2 同比增速位于 20 日均线下方时持有沪深 300 指数，其它情况持有中证 2000 指数。

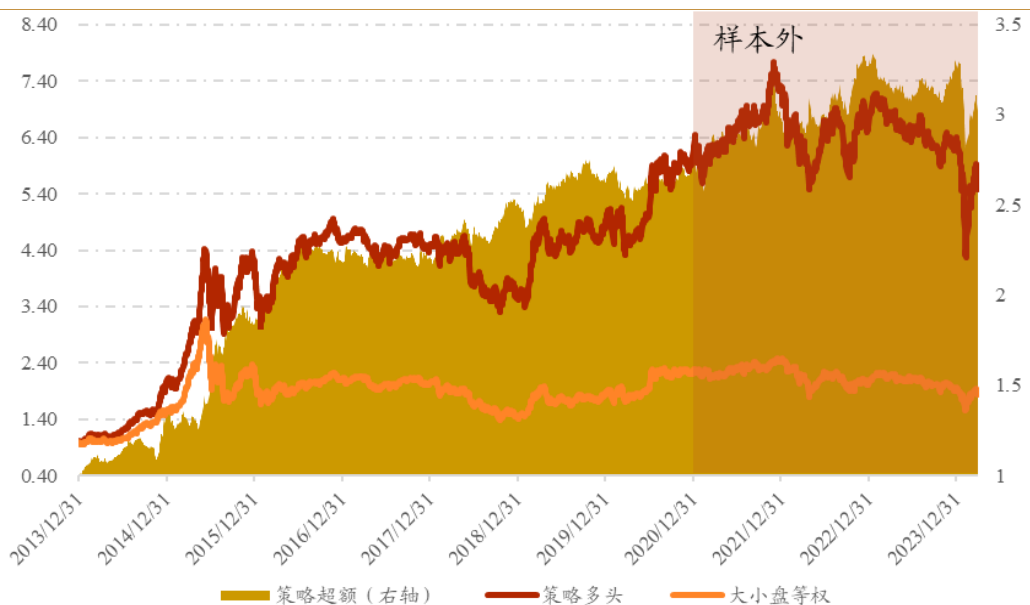
图 13：M1-M2 剪刀差择时信号与大小盘相对强弱变化示意图



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

根据 M1-M2 剪刀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 22.06X，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 14：M1-M2 剪刀差择时子策略样本内外收益表现



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

表 7：M1-M2 剪刀差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	29.30%	12.40%	16.90%	10.19%	13.51%
	年化波动率	0.26	0.24	0.10	0.23	0.28
	年化 Sharpe	1.13	0.52	1.70	0.44	0.48
	最大回撤	34.35%	56.44%	10.69%	46.70%	67.87%
样本外	年化收益率	-10.70%	-11.80%	1.10%	-14.20%	-10.32%
	年化波动率	0.24	0.19	0.10	0.17	0.26
	年化 Sharpe	-0.45	-0.61	0.11	-0.83	-0.40
	最大回撤	41.50%	37.02%	18.64%	35.64%	40.70%
全期	年化收益率	19.25%	6.67%	12.58%	4.31%	7.97%
	年化波动率	0.26	0.23	0.10	0.22	0.28
	年化 Sharpe	0.75	0.29	1.25	0.20	0.29
	最大回撤	44.71%	56.44%	18.64%	46.70%	67.87%

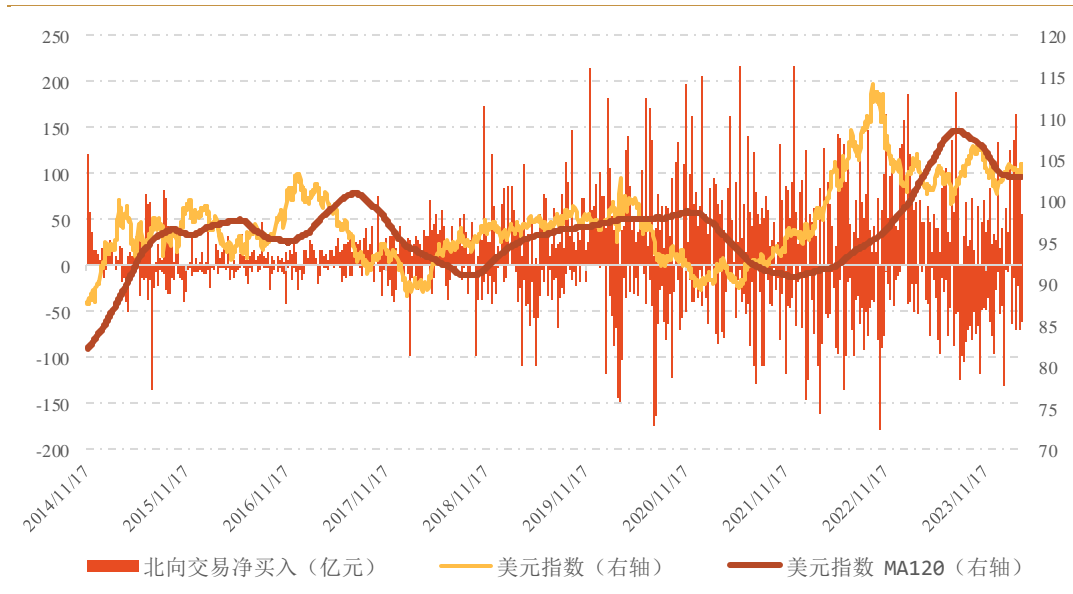
数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

样本期内，策略年化收益率为 **29.30%**，相较于大小盘等权年化超额收益率为 **16.90%**；
 样本期外，策略年化收益率为 **-10.70%**，相较于大小盘等权年化超额收益率为 **1.10%**。样本外
 M1-M2 剪刀差择时子策略未能规避 2024 年初小微盘大幅回撤行情，导致样本期外策略表现
 有所下降。但从整体上看，M1-M2 剪刀差择时信号依旧是较为有效的大小盘择时指标。

3.4 外资流入

外资特别是北向资金的流入同样是目前 A 股市场的重要影响因素，北向资金一度被 A 股
 投资者视为投资的“风向标”。由于沪股通与深股通的标的选取标准以及北向资金自身的投
 资偏好，北向资金的流入情况会影响 A 股市场的大小盘风格。

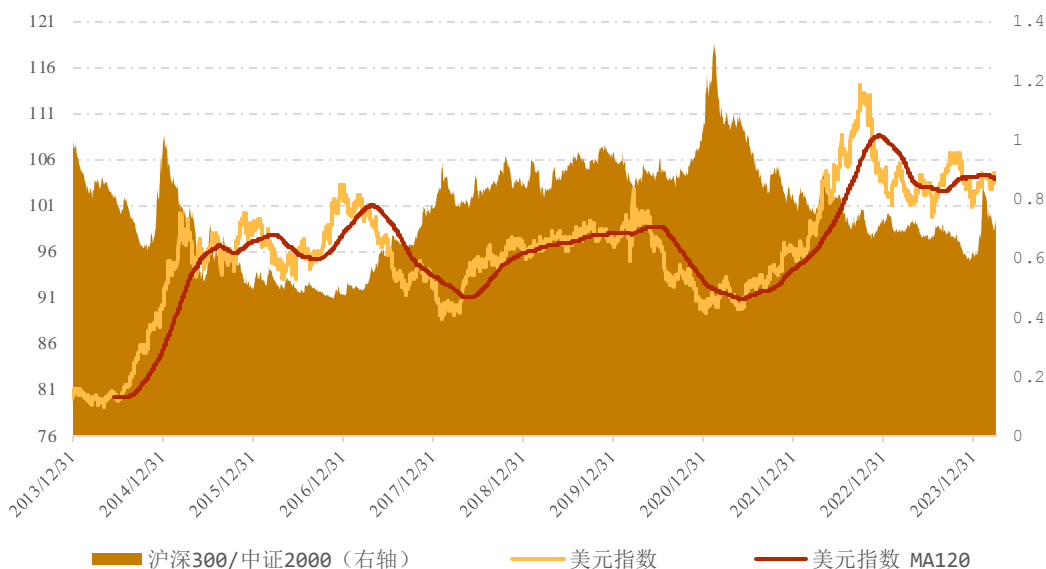
图 15：美元指数与北向交易净流入变化示意图



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

使用美元指数（USDIX）作为外资流入意愿的代理指标。USDIX 通过计算美元对一揽子货币的汇率变化程度，刻画美元的强弱程度，从而反映美国的出口竞争能力和进口成本的变动情况。为了降低尾部风险，外资普遍偏好大中盘优质公司，因此当美元指数上行，美元汇率走强，外资流入意愿下降，小盘风格相对受益；美元指数下行，美元汇率走弱，外资流入意愿上升，利好大盘风格表现。

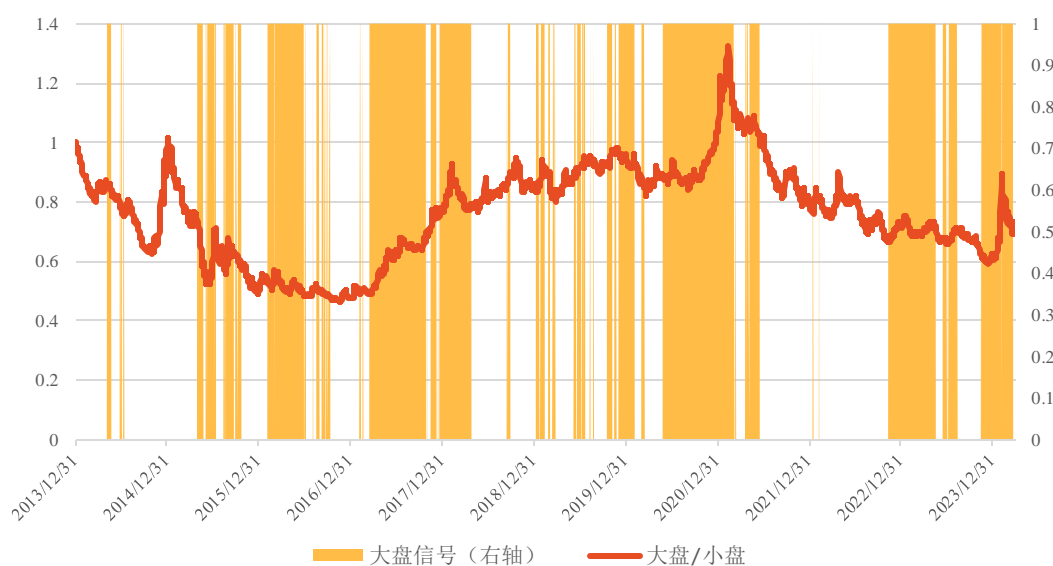
图 16：美元指数与大小盘相对强弱变化示意图



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

美元指数择时信号：当 USDIX 位于 90（120）日均线下方时，美元指数下行，美元汇率走弱，外资流入意愿上升，持有沪深 300 指数，其它情况持有中证 2000 指数，90 日均线信号与 120 日均线信号复合构成美元指数择时信号。

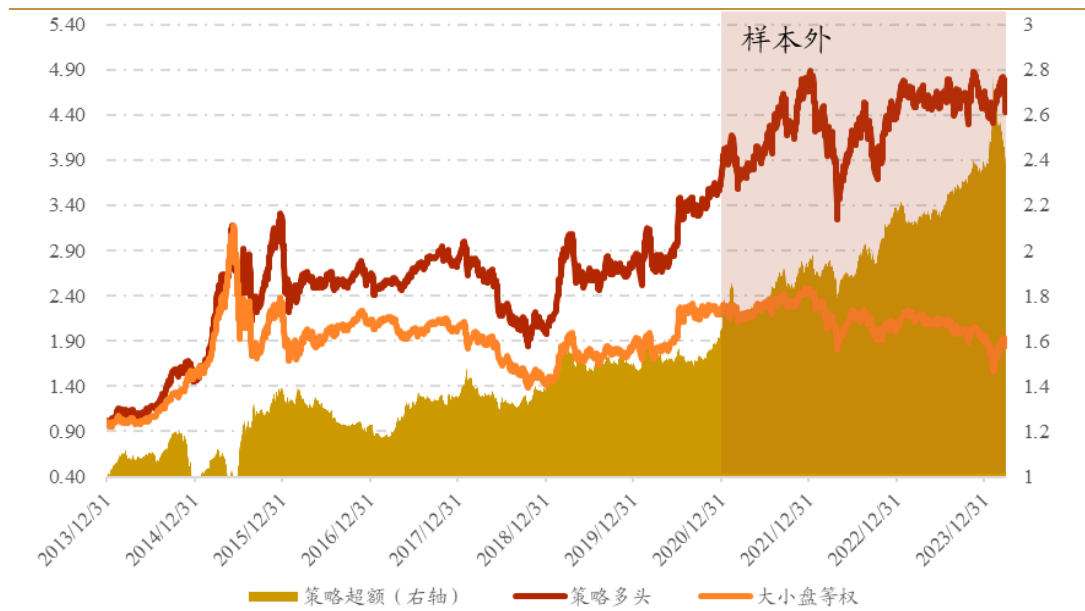
图 17：美元指数择时信号与大小盘相对强弱变化示意图



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

根据美元指数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 25.67X，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 18：美元指数大小盘择时子策略样本内外收益表现



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

表 8：美元指数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	22.56%	12.40%	10.16%	10.19%	13.51%
	年化波动率	0.26	0.24	0.10	0.23	0.28
	年化 Sharpe	0.88	0.52	1.02	0.44	0.48
	最大回撤	44.22%	56.44%	21.63%	46.70%	67.87%
样本外	年化收益率	-2.67%	-11.80%	9.13%	-14.20%	-10.32%
	年化波动率	0.21	0.19	0.10	0.17	0.26
	年化 Sharpe	-0.12	-0.61	0.88	-0.83	-0.40
	最大回撤	33.54%	37.02%	15.14%	35.64%	40.70%
全期	年化收益率	16.70%	6.67%	10.03%	4.31%	7.97%
	年化波动率	0.25	0.23	0.10	0.22	0.28
	年化 Sharpe	0.67	0.29	1.00	0.20	0.29
	最大回撤	44.22%	56.44%	21.63%	46.70%	67.87%

数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

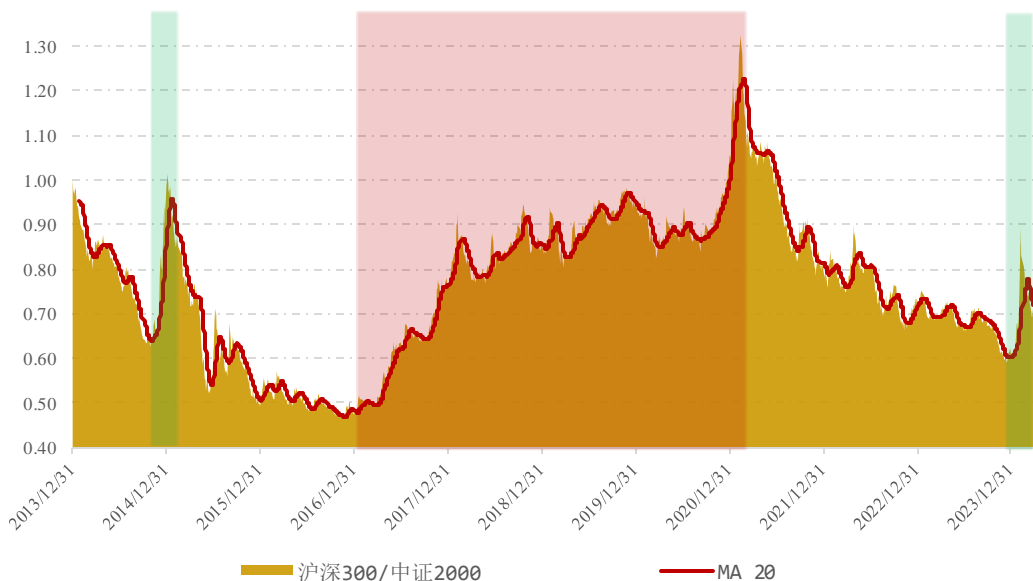
样本期内，策略年化收益率为 22.56%，相较大小盘等权年化超额收益率为 10.16%；样本期外，策略年化收益率为 -2.67%，相较大小盘等权年化超额收益率为 9.13%。样本内外美元指数择时信号有效性较为一致，美元指数是较为有效的大小盘择时指标。

4 度势——股票市场

4.1 风格动量

纵观过去 10 年 A 股大小盘风格的相对强弱变化，大小盘风格动量效应显著。

图 19：大小盘相对强弱变化示意图

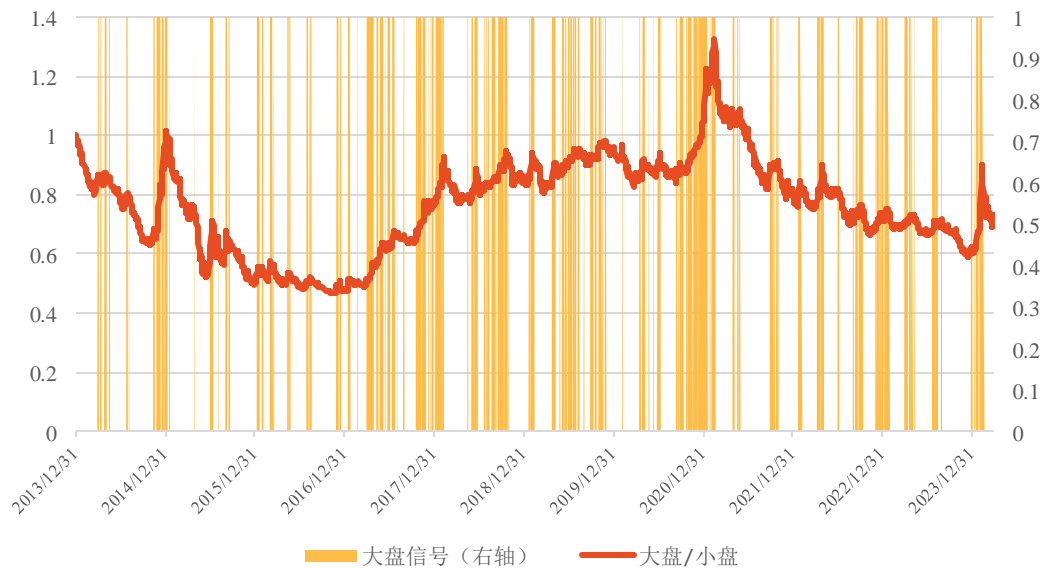


数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

一方面，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，过去 10 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。2013 年 12 月至 2016 年 11 月小盘风格显著占优，持续时间 46 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。大小盘风格长期动量显著；另一方面，在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，大小盘风格短期动量同样显著。因此把握大小盘风格切换动量规律对构建大小盘风格轮动策略至关重要。

风格动量择时信号：当大小盘相对强弱指数同时位于多重均线上方时，大盘风格显著强势，持有沪深 300 指数，其它情况持有中证 2000 指数。

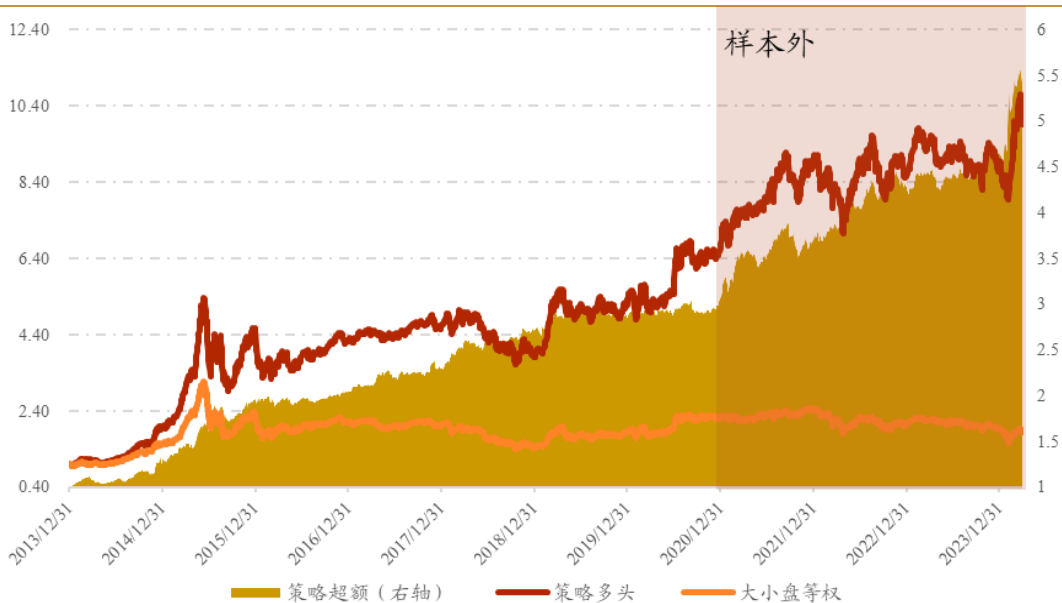
图 20：风格动量择时信号与大小盘相对强弱变化示意图



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

根据风格动量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 52.15X，如图所示，择时信号可以极好地捕捉大小盘切换行情，子策略样本内外收益表现亮眼，但子策略换手率较高，实际执行难度较大交易成本较高。

图 21：风格动量择时子策略样本内外收益表现



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

表 9：风格动量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	32.86%	12.40%	20.46%	10.19%	13.51%
	年化波动率	0.26	0.24	0.10	0.23	0.28
	年化 Sharpe	1.25	0.52	2.07	0.44	0.48
	最大回撤	45.55%	56.44%	9.87%	46.70%	67.87%
样本外	年化收益率	5.79%	-11.80%	17.58%	-14.20%	-10.32%
	年化波动率	0.21	0.19	0.10	0.17	0.26
	年化 Sharpe	0.27	-0.61	1.70	-0.83	-0.40
	最大回撤	22.72%	37.02%	6.00%	35.64%	40.70%
全期	年化收益率	26.59%	6.67%	19.92%	4.31%	7.97%
	年化波动率	0.25	0.23	0.10	0.22	0.28
	年化 Sharpe	1.05	0.29	1.99	0.20	0.29
	最大回撤	45.55%	56.44%	9.87%	46.70%	67.87%

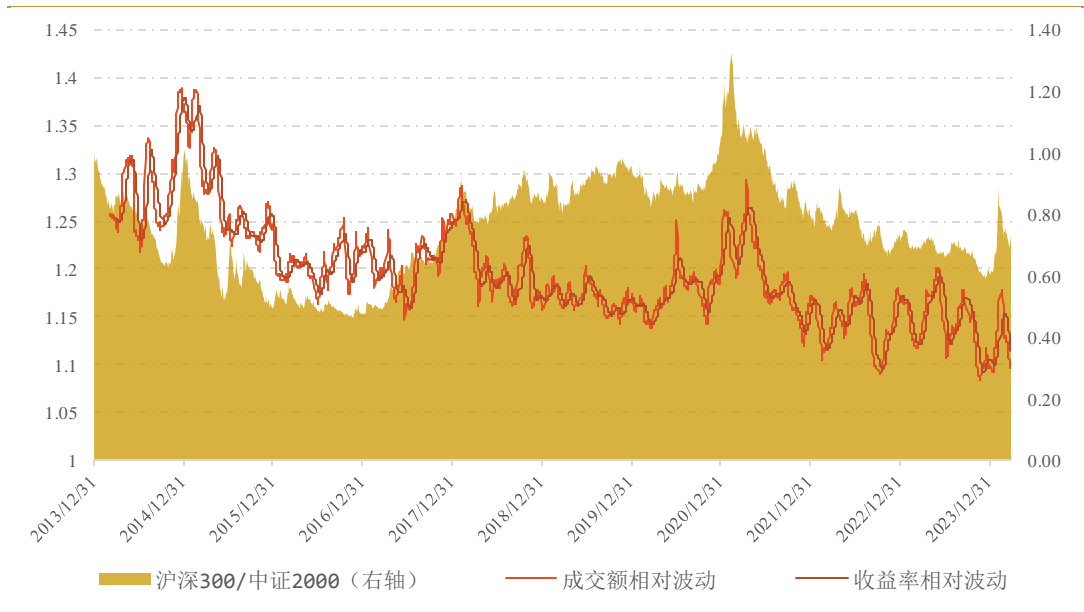
数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

样本期内，策略年化收益率为 32.86%，相较大小盘等权年化超额收益率为 20.46%；
 样本期外，策略年化收益率为 5.79%，相较大小盘等权年化超额收益率为 17.58%。样本内
 外风格动量择时信号有效性较为一致，风格动量是非常有效的大小盘择时指标。

4.2 相对波动

不管是在个股维度还是在行业维度，量价端的波动率均是有效因子，在大小盘风格轮动
 上亦是如此。我们将从大小盘的成交额与收益率的相对波动入手，构造有效择时信号。

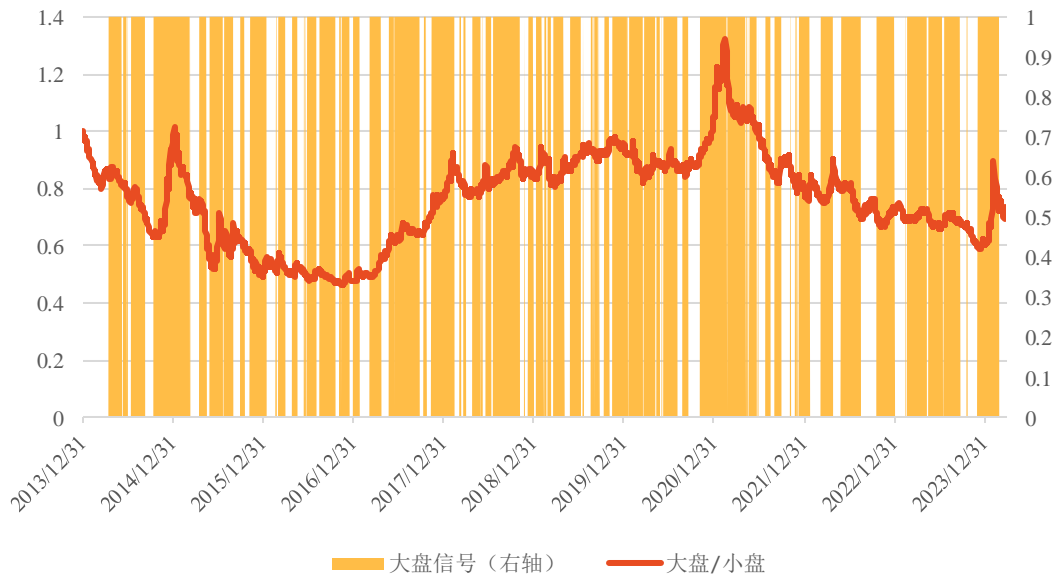
图 22：量价相对波动与大小盘相对强弱变化示意图



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

使用沪深 300 指数与中证 2000 指数成交额标准差之比刻画大小盘成交额相对波动；使用沪深 300 指数与中证 2000 指数收益率标准差之比刻画大小盘收益率相对波动。考虑到沪深 300 指数与中证 2000 指数规模存在较大差异，相对波动指标数值可比性较差，因此着重从大小盘相对波动指标的边际变化切入构造择时信号。

图 23：相对波动择时信号与大小盘相对强弱变化示意图



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

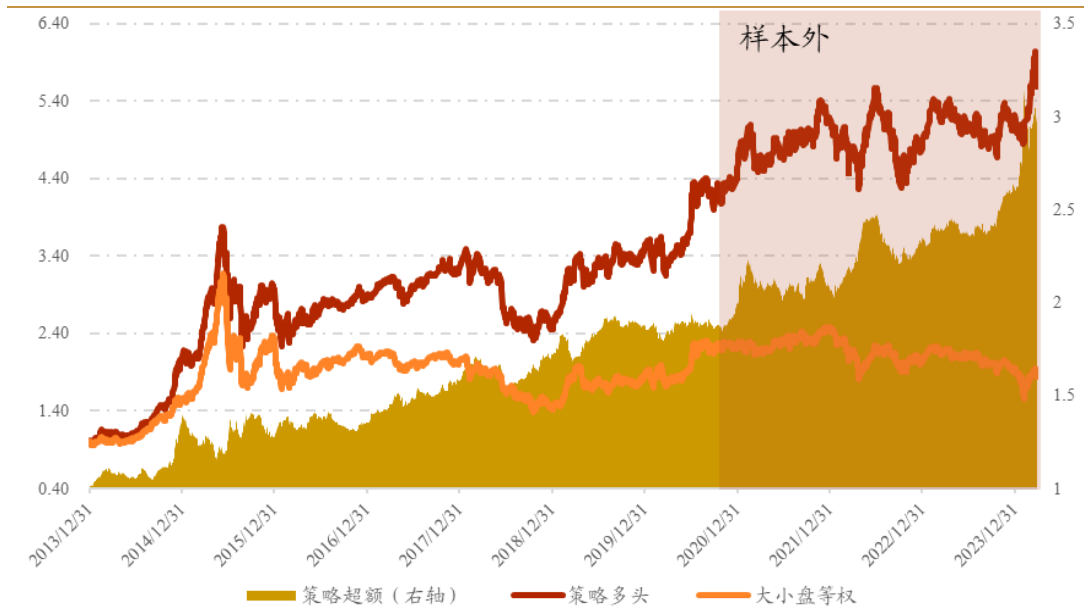
成交额相对波动择时信号：当相对成交额波动位于 20 日均线上方，大盘相对成交额波动显著上行，大盘风格相对占优，此时持有沪深 300 指数，其它情况持有中证 2000 指数。

收益率相对波动择时信号：当相对收益率波动位于 40 日均线上方，大盘相对收益率波动显著上行，大盘风格相对占优，此时持有沪深 300 指数，其它情况持有中证 2000 指数。

相对波动择时信号：量价两端共振，成交额相对波动择时信号与收益率相对波动择时信号复合构造相对波动择时信号。

根据相对波动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 32.89X，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亮眼，相较于风格动量择时信号，相对波动子策略换手率适中。

图 24：相对波动择时子策略样本内外收益表现



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

表 10：相对波动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	23.68%	12.40%	11.28%	10.19%	13.51%
	年化波动率	0.25	0.24	0.10	0.23	0.28
	年化 Sharpe	0.94	0.52	1.13	0.44	0.48
	最大回撤	41.08%	56.44%	17.63%	46.70%	67.87%
样本外	年化收益率	5.68%	-11.80%	17.48%	-14.20%	-10.32%
	年化波动率	0.20	0.19	0.10	0.17	0.26
	年化 Sharpe	0.28	-0.61	1.69	-0.83	-0.40
	最大回撤	23.25%	37.02%	10.73%	35.64%	40.70%
全期	年化收益率	19.47%	6.67%	12.80%	4.31%	7.97%
	年化波动率	0.24	0.23	0.10	0.22	0.28
	年化 Sharpe	0.81	0.29	1.28	0.20	0.29
	最大回撤	41.08%	56.44%	17.63%	46.70%	67.87%

数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

样本期内，策略年化收益率为 23.68%，相较于大小盘等权年化超额收益率为 11.28%；样本期外，策略年化收益率为 5.68%，相较于大小盘等权年化超额收益率为 17.48%。样本内外相对波动择时信号均呈现出较强的有效性，特别是在样本外区间表现突出，相对波动是有效的大小盘择时指标。

5 审时度势——构建趋势共振大小盘风格轮动策略

将宏观环境视角下的货币周期择时信号、信用利差择时信号、货币活化择时信号、外资流入择时信号同股票市场视角下的风格动量择时信号与相对波动择时信号复合构建趋势共振择时信号。

表 11：择时子策略收益表现汇总

择时指标	年化 收益率	年化 Sharpe	年化 超额收益率	年化 超额 Sharpe	年化 双边换手率
上海银行间同业拆放利率	26.87%	1.07	20.21%	2.02	14.04X
国债到期收益率	19.86%	0.76	13.19%	1.31	7.22X
信用利差	19.37%	0.78	12.71%	1.27	26.27X
M1—M2 剪刀差	19.25%	0.75	12.58%	1.25	22.06X
美元指数	16.70%	0.67	10.03%	1.00	25.67X
风格动量	26.59%	1.05	19.92%	1.99	52.15X
相对波动	19.47%	0.81	12.80%	1.28	32.89X

数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

考虑到择时信号为离散变量，采用相关系数难以刻画择时信号之间的相关性，故采用择时信号间择时观点重合度作为择时信号相关性的表征刻画，择时信号相关性分析如下。

表 12：择时信号相关性分析矩阵

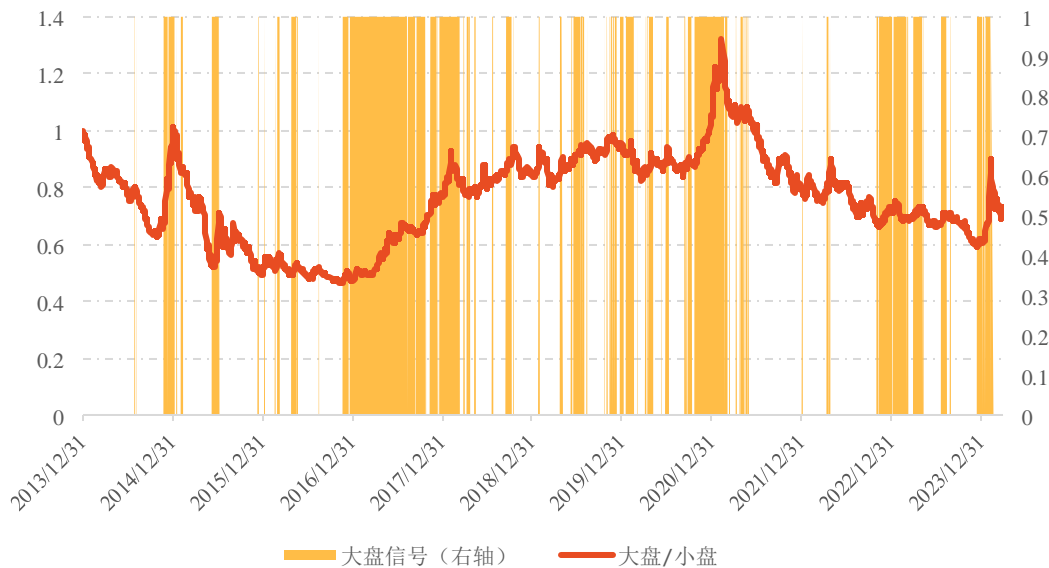
择时信号	货币周期	信用利差	货币活化	外资流入意愿	风格动量	相对波动
货币周期	-	35.34%	31.81%	44.56%	41.64%	22.50%
信用利差	35.34%	-	47.97%	48.94%	52.67%	35.58%
货币活化	31.81%	47.97%	-	47.09%	53.67%	30.81%
外资流入意愿	44.56%	48.94%	47.09%	-	58.28%	32.09%
风格动量	41.64%	52.67%	53.67%	58.28%	-	34.02%
相对波动	22.50%	35.58%	30.81%	32.09%	34.02%	-

数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

其中，信用利差与风格动量、货币活化与风格动量、外资流入意愿与风格动量之间相关性较高，择时观点重合度超过 50%，其他择时信号间相关度较低，择时观点重合度均低于 50%。

趋势共振择时信号：宏观环境择时信号与股票市场择时信号的算数平均数代表模型整体对目前大小盘风格配置的判断。由于沪深 300 指数具备极强的避险属性，为提升策略的稳健性，当趋势共振择时信号大于或等于 0.5 时，持有沪深 300 指数，反之持有中证 2000 指数。

图 25：趋势共振择时信号与大小盘相对强弱变化示意图

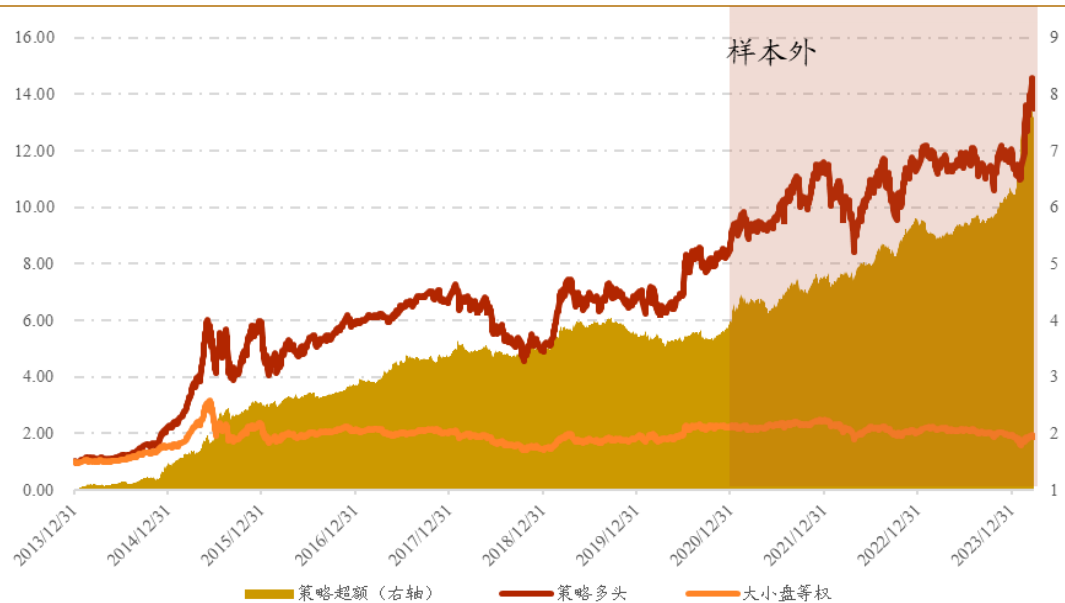


数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

趋势共振大小盘风格轮动策略年化双边换手率约为 32.58X，趋势共振择时信号很好地捕捉到大小盘切换行情，换手率适中，策略样本内外收益均表现亮眼。场内 ETF 交易免征印花税，且沪深 300 ETF 与中证 2000 ETF 流动性较好，交易冲击成本较低，实际交易成本主要来自交易佣金，交易佣金在 0.3% 附近，换手率对策略超额收益影响较小。

由于根据日度择时信号采用不定期调仓策略，因此发出风格切换信号后，信号持续时间波动较大，长则数月，短则 1 日，大小盘择时信号持续时间平均值为 17 天，择时信号持续时间中位数为 5 天。

图 26：趋势共振大小盘风格轮动策略样本内外收益表现



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

表 13：趋势共振大小盘风格轮动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	37.22%	12.40%	24.82%	10.19%	13.51%
	年化波动率	0.27	0.24	0.10	0.23	0.28
	年化 Sharpe	1.39	0.52	2.51	0.44	0.48
	最大回撤	37.23%	56.44%	12.47%	46.70%	67.87%
样本外	年化收益率	12.01%	-10.66%	22.67%	-12.27%	-10.09%
	年化波动率	0.23	0.20	0.11	0.17	0.27
	年化 Sharpe	0.52	-0.54	2.11	-0.72	-0.38
	最大回撤	27.52%	37.02%	6.31%	35.64%	40.70%
全期	年化收益率	31.04%	6.78%	24.26%	4.64%	7.83%
	年化波动率	0.26	0.23	0.10	0.22	0.28
	年化 Sharpe	1.20	0.30	2.41	0.21	0.28
	最大回撤	37.23%	56.44%	12.47%	46.70%	67.87%

数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

样本期内，策略年化收益率为 **37.22%**，相较于大小盘等权年化超额收益率为 **24.82%**；
 样本期外，策略年化收益率为 **12.01%**，相较于大小盘等权年化超额收益率为 **22.67%**；样本内
 外趋势共振择时信号均呈现出良好的有效性与稳定性。

在原始趋势共振择时信号的基础上，可以通过移动加权平均或阈值靠档两种方式有效降低策略换手。降低换手后，趋势共振择时信号有效性略有降低。低换手策略详细回测结果请见附录。

6 策略最新配置观点

截至 2024 年 5 月 9 日，趋势共振大小盘风格轮动策略配置观点为小盘（0.33/1.00），其中货币周期配置观点为小盘（0.00/1.00）、信用利差配置观点为小盘（0.00/1.00）、货币活化配置观点为大盘（1.00/1.00）、外资流入意愿配置观点为小盘（0.00/1.00）、风格动量配置观点为小盘（0.00/1.00），相对波动配置观点为大盘（1.00/1.00）。

表 14：趋势共振大小盘风格轮动策略最新配置观点

评价维度	宏观环境				股票市场		整体配置
	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	
因子打分	0	0	1	0	0	1	0.33
配置观点	小盘	小盘	大盘	小盘	小盘	大盘	小盘

数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

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

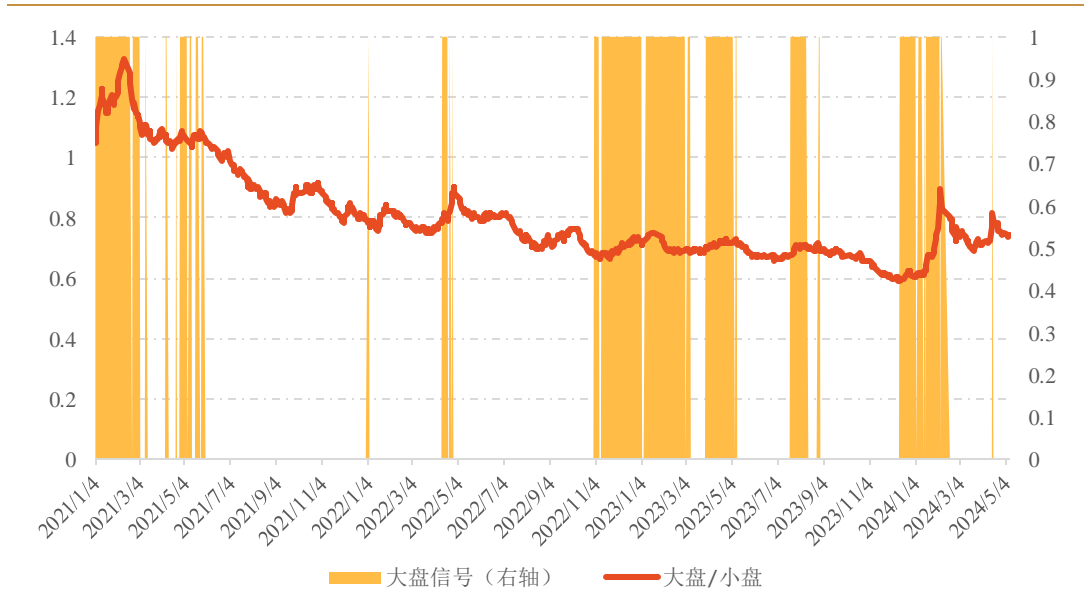
日期	策略多头	大小盘等权	策略多头-大小盘等权	沪深 300	中证 2000
2021/1/29	2.70%	-3.22%	6.11%	2.70%	-8.96%
2021/2/26	4.23%	1.57%	2.59%	-0.28%	3.27%
2021/3/31	-1.58%	-1.93%	0.33%	-5.40%	1.58%
2021/4/30	1.66%	0.97%	0.68%	1.49%	0.40%

日期	策略多头	大小盘等权	策略多头-大小盘等权	沪深 300	中证 2000
2021/5/31	0.10%	5.30%	-4.98%	4.06%	6.49%
2021/6/30	3.38%	0.66%	2.70%	-2.02%	3.38%
2021/7/30	3.34%	-2.38%	5.86%	-7.90%	3.34%
2021/8/31	6.41%	3.12%	3.20%	-0.12%	6.41%
2021/9/30	-3.61%	-1.12%	-2.42%	1.26%	-3.61%
2021/10/29	-1.87%	-0.48%	-1.36%	0.87%	-1.87%
2021/11/30	12.87%	5.44%	7.09%	-1.56%	12.87%
2021/12/31	1.60%	1.95%	-0.33%	2.24%	1.60%
2022/1/28	-11.86%	-8.97%	-3.06%	-7.62%	-10.43%
2022/2/28	5.40%	2.89%	2.49%	0.39%	5.40%
2022/3/31	-5.03%	-6.42%	1.46%	-7.84%	-5.03%
2022/4/29	-13.08%	-11.79%	-1.32%	-4.89%	-18.32%
2022/5/31	11.76%	6.75%	4.74%	1.87%	11.76%
2022/6/30	8.21%	8.94%	-0.65%	9.62%	8.21%
2022/7/29	4.74%	-1.29%	6.14%	-7.02%	4.74%
2022/8/31	-4.68%	-3.38%	-1.23%	-2.19%	-4.68%
2022/9/30	-9.39%	-8.03%	-1.39%	-6.72%	-9.39%
2022/10/31	4.21%	-1.94%	6.31%	-7.78%	4.21%
2022/11/30	12.16%	8.60%	3.33%	9.81%	7.33%
2022/12/30	0.48%	-2.21%	2.74%	0.48%	-4.88%
2023/1/31	5.72%	7.79%	-1.94%	7.37%	8.17%
2023/2/28	-2.10%	0.57%	-2.66%	-2.10%	3.28%
2023/3/31	-2.43%	-1.25%	-1.19%	-0.46%	-2.07%
2023/4/28	-0.54%	-1.93%	1.38%	-0.54%	-3.36%
2023/5/31	0.44%	-2.37%	2.86%	-5.72%	1.06%
2023/6/30	2.82%	2.01%	0.83%	1.16%	2.82%
2023/7/31	2.20%	1.16%	1.05%	4.48%	-2.09%
2023/8/31	-5.91%	-5.05%	-0.91%	-6.21%	-3.92%
2023/9/28	0.21%	-0.90%	1.13%	-2.01%	0.21%
2023/10/31	-0.74%	-1.95%	1.26%	-3.17%	-0.74%
2023/11/30	5.00%	1.39%	3.60%	-2.14%	5.00%
2023/12/29	1.38%	-2.02%	3.45%	-1.86%	-2.21%
2024/1/31	-8.07%	-13.86%	6.48%	-6.29%	-20.97%
2024/2/29	19.18%	8.02%	10.06%	9.35%	5.97%
2024/3/29	6.21%	3.42%	2.82%	0.61%	6.21%
2024/4/30	3.44%	-0.40%	3.92%	1.89%	-2.93%

数据来源: Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

策略样本期外表现优良，平均月度超额收益率为 1.72%，超额收益率月度胜率为 66.67%，模型有效规避了 2024 年初小微盘风格大幅回撤，在波动率较大的市场环境下彰显韧性。

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



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

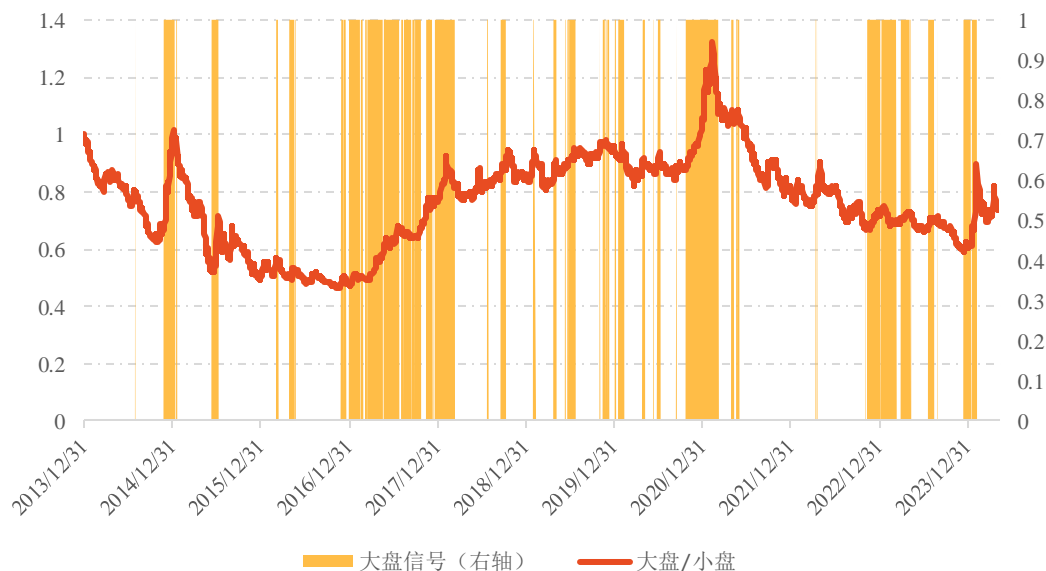
7 风险提示

本报告结论完全基于公开的历史数据，若未来市场环境发生变化，因子与策略的实际表现可能与本文的结论有所差异，同时可能存在第三方数据提供不准确风险。大小盘配置观点不构成投资收益的保证或投资建议，投资者需充分认知自身风险偏好以及风险承受能力，市场有风险，投资需谨慎。

8 附录

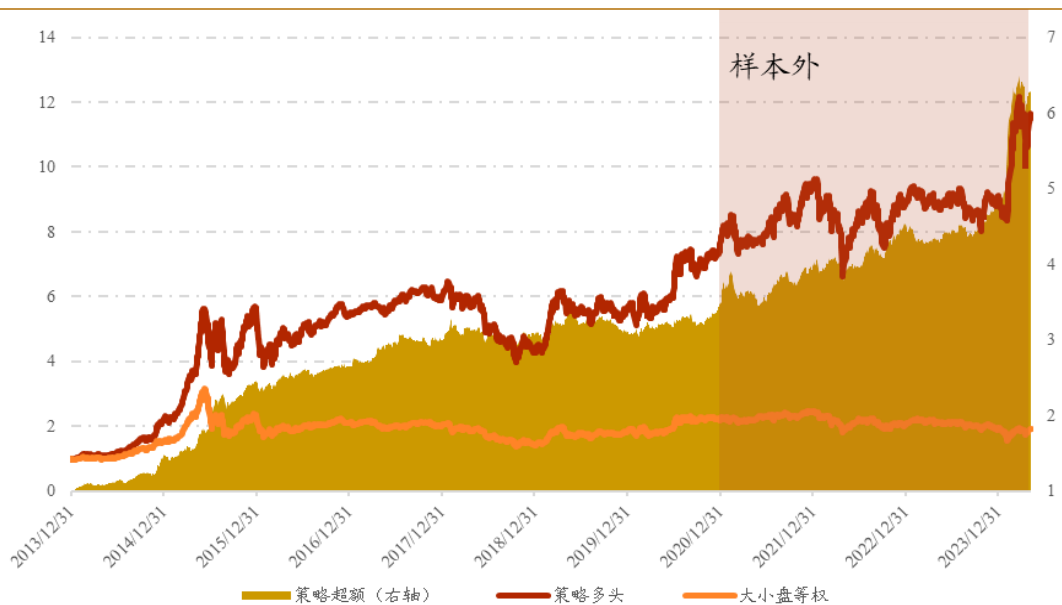
采用过去 3 日信号衰减加权降低策略换手，策略换手率降低至年化双边换手率 21.06X。

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



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

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



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

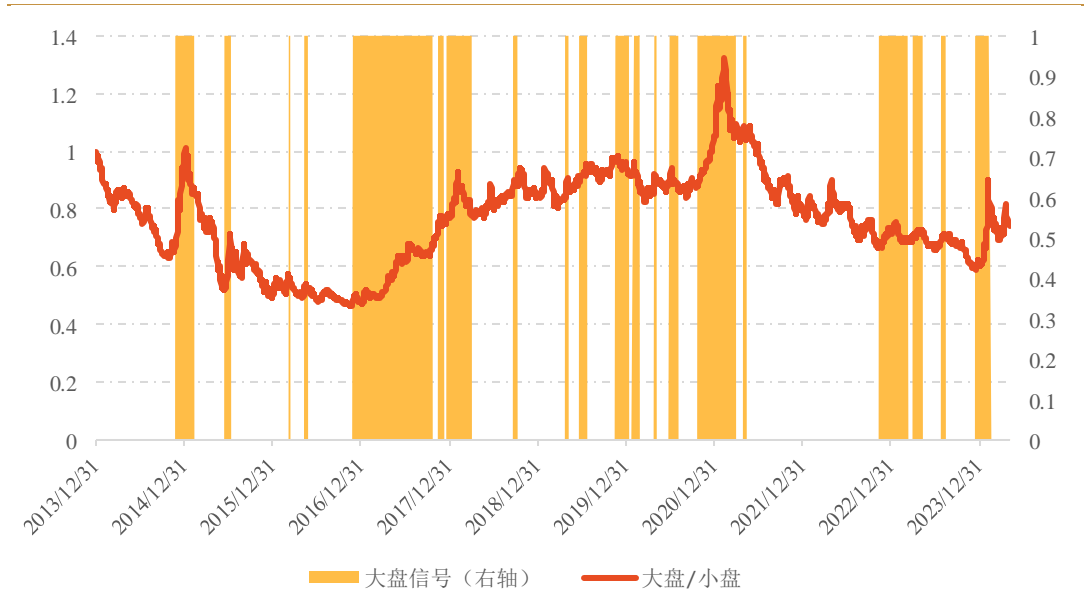
表 16：衰减加权趋势共振大小盘风格轮动策略样本内外收益表现

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	33.81%	12.40%	21.41%	10.19%	13.51%
	年化波动率	0.27	0.24	0.10	0.23	0.28
	年化 Sharpe	1.25	0.52	2.16	0.44	0.48
	最大回撤	38.50%	56.44%	11.92%	46.70%	67.87%
样本外	年化收益率	8.70%	-10.66%	19.36%	-12.27%	-10.09%
	年化波动率	0.24	0.20	0.11	0.17	0.27
	年化 Sharpe	0.36	-0.54	1.80	-0.72	-0.38
	最大回撤	31.38%	37.02%	8.47%	35.64%	40.70%
全期	年化收益率	27.85%	6.78%	21.06%	4.64%	7.83%
	年化波动率	0.26	0.23	0.10	0.22	0.28
	年化 Sharpe	1.05	0.30	2.09	0.21	0.28
	最大回撤	38.50%	56.44%	11.92%	46.70%	67.87%

数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

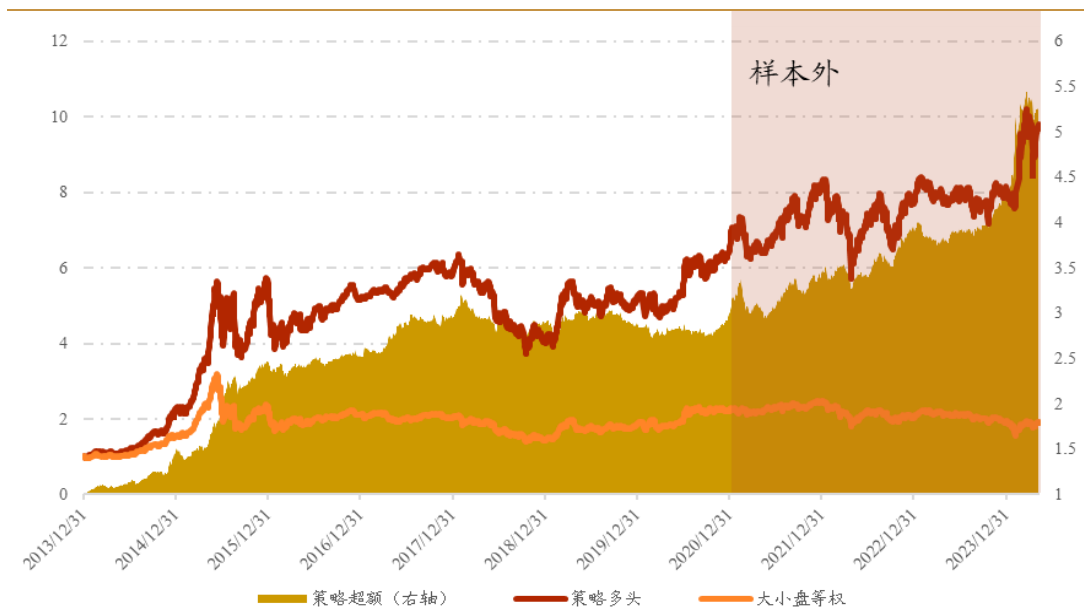
采用阈值靠档降低策略换手，设定换仓上下限为 0.65 与 0.35，介于上下限之间则保持现有持仓不变，策略换手率可以降低至年化双边换手率 7.95X。

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



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

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



数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

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

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	31.31%	12.40%	18.91%	10.19%	13.51%
	年化波动率	0.27	0.24	0.10	0.23	0.28
	年化 Sharpe	1.16	0.52	1.91	0.44	0.48
	最大回撤	41.22%	56.44%	15.83%	46.70%	67.87%
样本外	年化收益率	7.40%	-10.66%	18.07%	-12.27%	-10.09%
	年化波动率	0.24	0.20	0.11	0.17	0.27
	年化 Sharpe	0.31	-0.54	1.68	-0.72	-0.38
	最大回撤	31.58%	37.02%	8.72%	35.64%	40.70%
全期	年化收益率	25.66%	6.78%	18.87%	4.64%	7.83%
	年化波动率	0.26	0.23	0.10	0.22	0.28
	年化 Sharpe	0.97	0.30	1.87	0.21	0.28
	最大回撤	41.22%	56.44%	15.83%	46.70%	67.87%

数据来源：Wind, IFinD, 恒生聚源, 西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn