

关于大小盘风格轮动的研判

——宏观友好度评分指标数据库简介

2024/01/03/

姓名：王大霁（分析师）

邮箱：
wangdaji026000@gtjas.com

电话：18800333025

证书编号：S0880522080007

姓名：王鹤（分析师）

邮箱：
wanghe027834@gtjas.com

电话：010-83939832

证书编号：S0880523020003

以下内容来自两篇正式发布的研究报告：

➤ 2023年2月：《风格轮动研究：来自经济周期的线索——构建“估值风格差异指标”和“规模风格差异指标”》

➤ 结论：预计规模风格差异指标指标在23年将先上后下，总体维持中高水平，风格略偏中小盘。

➤ 2023年12月：《2024年风格轮动展望：从小成长到大周期》

➤ 结论：预计规模风格差异指标未来一年触顶回落。2024年市值规模风格整体比2023年更偏大盘。

01

交易面规模风格差异指标

- 小盘/大盘（净值比）指标和市场整体换手率正相关，和北向资金交易占比负相关。
- 交易面规模风格差异指标 = 标准化的月均换手率 - 标准化的月均外资交易占比，其与小盘/大盘（净值比）指标正相关性高达0.86。
- 其主要问题在于两方面：（1）用市场解释市场有时会模糊了因果关系；（2）难以获得对换手率和外资交易行为的有效预期。
- 短期预测是可行的（...）

交易面规模风格差异指标同期解释力0.86



02

周期面规模风格差异指标

- 研究基础：三周期友好度评分，CN宏观友好度评分，美国金融周期友好度评分等。
- 周期面规模风格差异指标：以20%、20%、30%、30%的权重分别将美林周期友好度评分、库存周期友好度评分、金融周期友好度评分、100-美国金融周期友好度评分进行加权平均，经平滑处理后得到的月度指标。
- 其对“小盘/大盘（净值比）”指标”具有较强的领先解释力（领先3个月），两者之间的整体相关性系数为0.81。

周期面规模风格差异指标领先解释力0.81



- 已知：CN宏观友好度评分（A股仓位择时指标）=0.2*美林周期友好度+0.5*库存周期友好度+0.3*金融周期友好度。
- 则拆解后该指标的经济学逻辑：周期面规模风格差异指标拆分为=常数项+1*CN宏观友好度评分-0.3*库存周期友好度评分-0.3*美国金融周期友好度评分。
- 周期面规模风格差异指标：可以理解为是CN宏观友好度评分的增函数，是库存周期友好度的减函数，是美国金融周期友好度的减函数。

- 1) 周期面规模风格差异指标=
- 2) $20\% \times \text{美林周期友好度评分} + 20\% \times \text{库存周期友好度评分} + 30\% \times \text{金融周期友好度评分} + 30\% \times (100 - \text{美国金融周期友好度评分}) =$
- 3) $(20\% \times \text{美林周期友好度评分} + 50\% \times \text{库存周期友好度评分} + 30\% \times \text{金融周期友好度评分}) - 30\% \times \text{库存周期友好度评分} + 30\% \times (100 - \text{美国金融周期友好度评分}) =$
- 4) $30 + \text{CN宏观友好度评分} - 30\% \times \text{库存周期友好度评分} - 30\% \times \text{美国金融周期友好度评分}。$

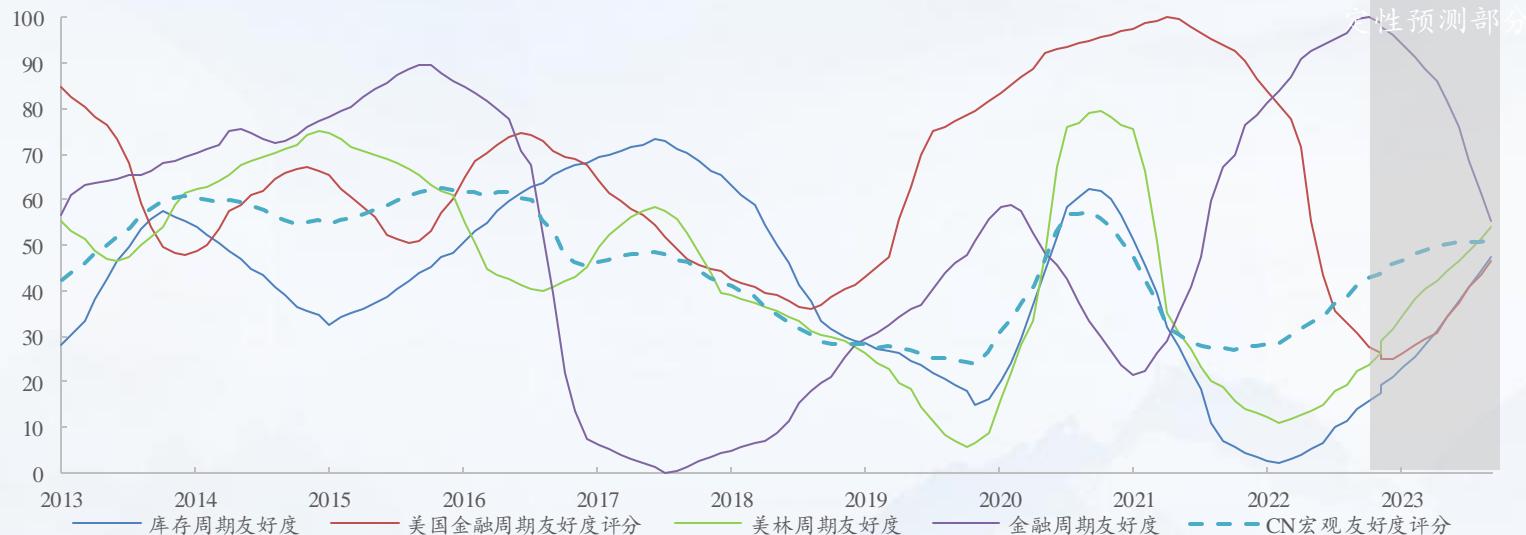
数据来源：Wind，国泰君安证券研究，注：数据截至2023年2月，《风格轮动研究：来自经济周期的线索——构建“估值风格差异指标”和“规模风格差异指标”》

03

针对2023年的预测回顾

- 根据较为易得的Wind一致预期宏观数据对周期面规模风格差异指标的未来走势进行大致预测。
- 预计23年中国的库存周期友好度评分指标和美林周期友好度评分指标继续回升，金融周期友好度评分指标见顶回落，美国金融周期友好度评分指标见底回升。

预计2023年中美金融周期友好度评分背道而驰



- 预计其在23年将先上后下，总体维持中高水平。23年规模风格或上半年偏小盘，下半年偏中大盘。
- 上行的驱动力为经济复苏带来CN宏观友好度评分指标上升，下降的驱动力为库存周期友好度和美国金融周期友好度上行。
- 23年指标平均水平类似14年-15年，明显高于16年-17年，意味着全年角度而言规模风格总体相对均衡，甚至略偏中小盘，较难出现极端偏大盘的情况。

预计2023年周期面规模风格差异指标先上后下



04

2023年的实际情况

回顾：以规模风格差异指标解释小盘股相对于大盘股超额收益

主动配置报告《关于大小盘风格轮动的研判》

- 在报告《风格轮动研究：来自经济周期的线索》中，我们首次引入规模风格差异指标概念，其公式为：
- 周期面规模风格差异指标=[20%×美林周期友好度评分+20%×库存周期友好度评分+30%×金融周期友好度评分+30%×(100－美国金融周期友好度评分)]

规模风格差异指标（滞后3个月）与小盘/大盘净值比具有一定正相关性



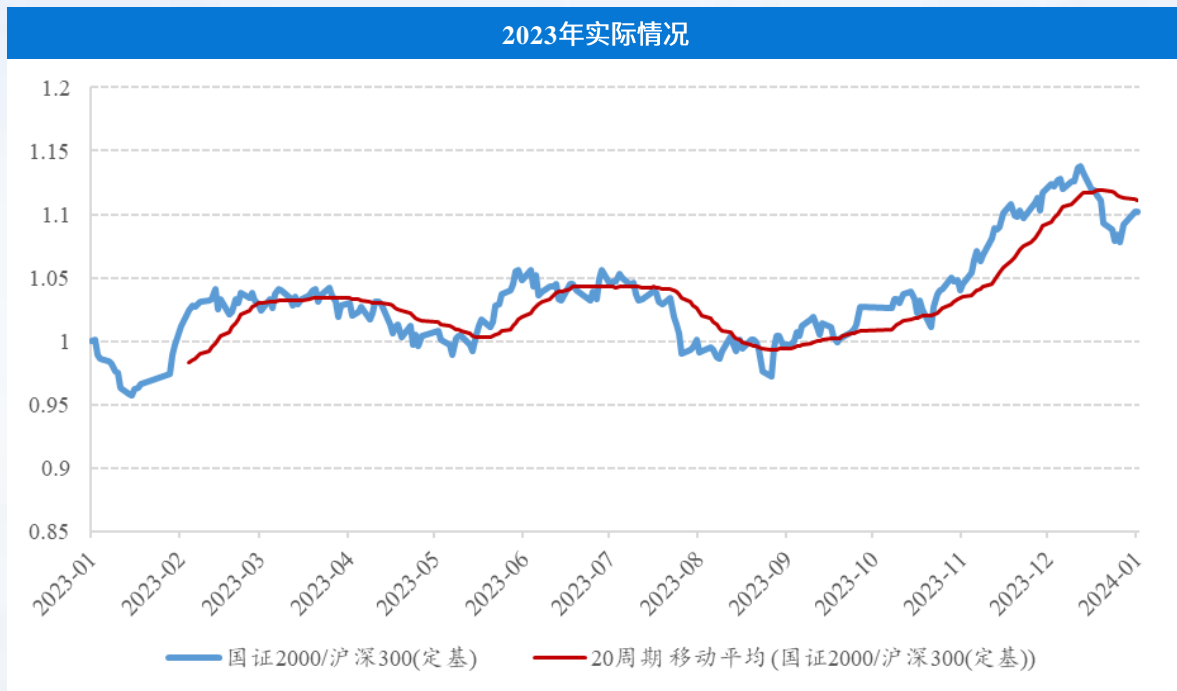
数据来源：Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究，数据截至2023年10月31日，《2024年风格轮动展望：从小成长到大周期》
注：此处风格差异指标采用HP滤波器进行平滑以展示规律性。

请参阅附注免责声明

回顾：以规模风格差异指标解释小盘股相对于大盘股超额收益

主动配置报告《关于大小盘风格轮动的研判》

- 巨潮系指数并未完全反映2023年中小盘风格的相对优势，投资者更愿意通过国证2000与沪深300之比进行观察



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

请参阅附注免责声明

05

针对2024年的预测更新

- 根据截至2023年10月31日的宏观一致预期数据，预计规模风格差异指标（滞后3M）将未来一年触顶回落。

基于市场一致预期，规模风格差异指标或在未来一年有所回落



数据来源：Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究

注1：虚线部分为基于市场一致预期计算的预测部分，真实数据截至2023年10月31日，预测数据截至2024年12月31日。

注2：此处指标均使用6MA移动平均进行平滑处理。

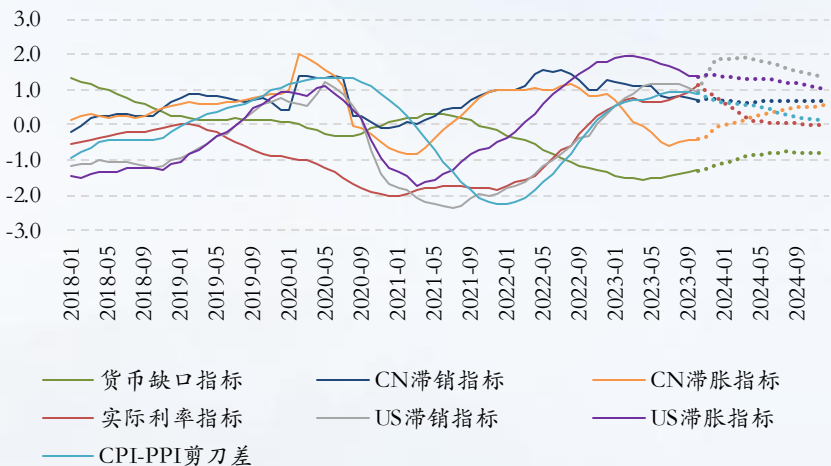
《2024年风格轮动展望：从小成长到大周期》

注：底层宏观因子是我们构建各类风格友好度因子的原材料

主动配置报告《关于大小盘风格轮动的研判》

- 根据截至2023年10月31日的宏观一致预期数据，底层宏观因子中性假设下未来一年的运行趋势大致如下：
- (1) 货币缺口指标小幅上行，对应CN金融周期友好度小幅下行；
 - (2) CN滞销指标小幅下行，对应CN库存周期友好度小幅上行；
 - (3) CN滞胀指标上行，对应CN美林周期友好度下行；
 - (4) CPI-PPI剪刀差下行，意味着上游资源品价格向上弹性大于下游；
 - (5) 实际利率指标下行，对应US金融周期友好度上行；
 - (6) US滞销指标先上后下，对应US库存周期友好度先下后上；
 - (7) US滞胀指标小幅下行，对应US美林周期友好度小幅上行。

预计2024年底层宏观因子走势分化



底层宏观因子预测方法总结

宏观因子	底层指标	宏观因子计算方式	预测方式
货币缺口 (CN金融周期)	社融、M2	货币缺口=社融/M2	直接使用彭博与万得提供的社融与M2宏观一致预期数据。
滞销指标 (CN、US库存周期)	PMI生产、PMI库存	滞销指标=(PMI库存-50)-(PMI生产-50)	使用彭博提供的GDP与工业增加值宏观一致预期数据并进行拟合预测。
滞胀指标 (CN、US美林周期)	PMI、CPI、PPI	滞胀指标=根据波动率调和加权的通胀-(PMI-50)	使用彭博与万得提供的GDP、工业增加值与通胀宏观一致预期数据并进行拟合预测。
实际利率 (US金融周期)	10年期美债实际利率	直接使用美债实际利率作为宏观因子	以美联储紧缩动力评分指标的领先性对未来6个月的数据进行拟合预测，而对于未来7-12个月则使用彭博提供的美债名义利率与通胀宏观一致预期数据进行拟合预测。
CPI-PPI剪刀差	CPI、PPI	剪刀差=CPI-PPI	直接使用彭博与万得提供的通胀宏观一致预期数据。

请参阅附注免责声明

➤ 若一致预期发生突变或修正，读者可以利用敏感性分析矩阵进行影响方向定性预判。

针对规模风格差异指标底层因子的敏感性与情景分析				
	CN美林周期友好度	CN库存周期友好度	CN金融周期友好度	US金融周期友好度
规模风格差异指标	↑	↑	↑	↓
乐观情景	经济景气度超预期上行↑	经济景气度超预期上行↑	央行货币政策超预期宽松↑	美联储货币政策超预期紧缩↑
悲观情景	经济景气度超预期下行↓	经济景气度超预期下行↓	央行货币政策超预期紧缩↓	美联储货币政策超预期宽松↓
复合情景	经济景气度超预期上行↑	经济景气度超预期上行↑	央行货币政策超预期紧缩↓	美联储货币政策超预期紧缩↑

数据来源：国泰君安证券研究
 注：“↑”意味正相关，即某指标上行意味着规模风格差异指标上行；“↓”意味负相关，即某指标上行意味着规模风格差异指标下行。

请参阅附注免责声明

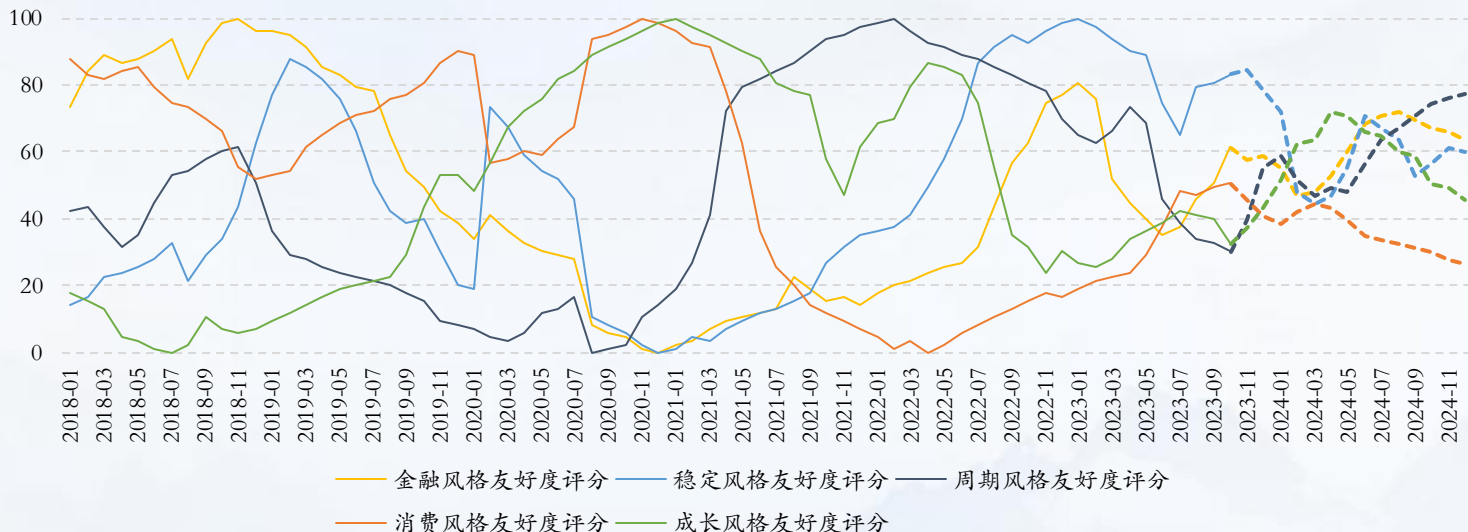
06

附1：2024年其他风格相关预测

➤ 根据截至2023年10月31日的宏观一致预期数据进行指标外推，预计未来一年中：

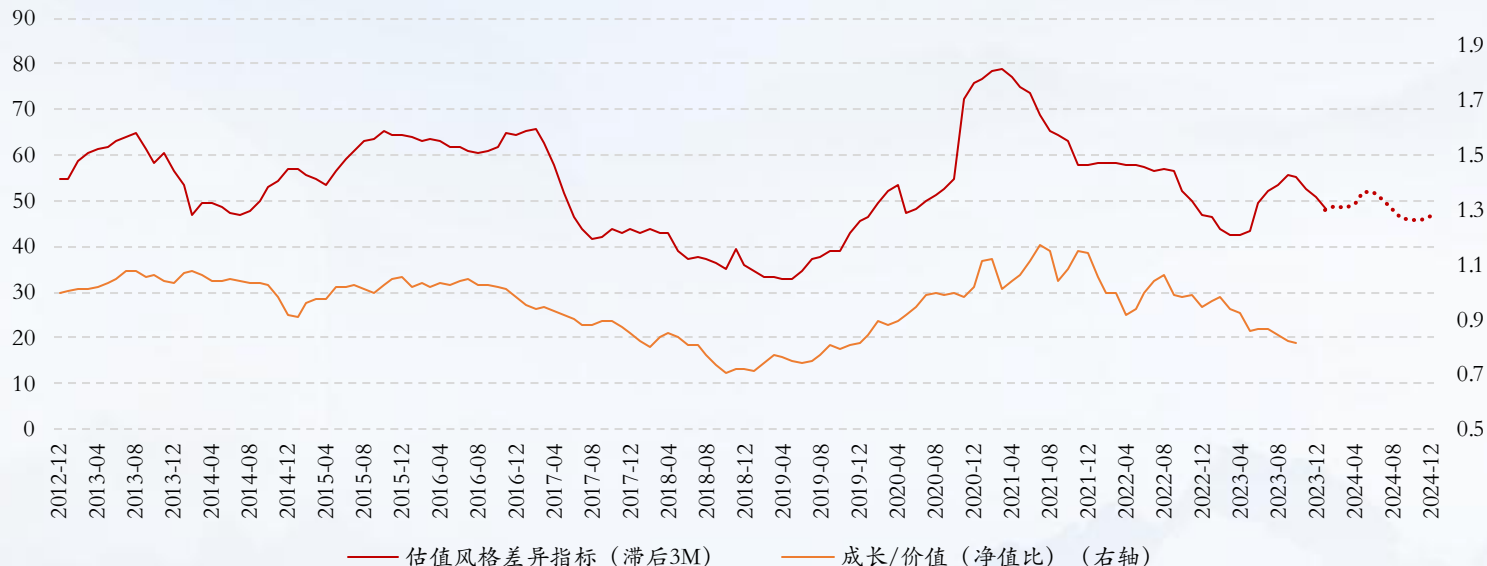
- (1) 周期风格友好度评分震荡上行；
- (2) 成长风格友好度评分先上后下总体抬升；
- (3) 金融风格友好度评分先下后上总体抬升；
- (4) 消费风格友好度评分震荡下行；
- (5) 稳定风格友好度评分震荡下行。

行业风格方面，上半年成长风格友好度上升，下半年周期风格友好度上升



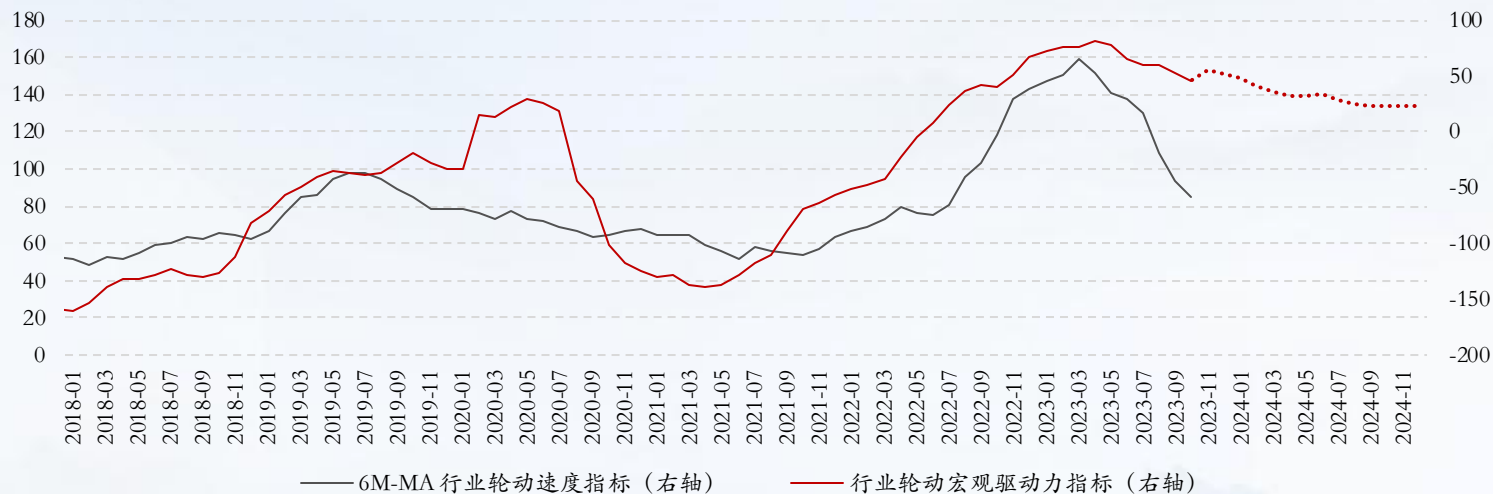
- 根据截至2023年10月31日的宏观一致预期数据进行指标外推，预计未来一年中：
- 估值风格差异指标（滞后3M）未来一年保持横盘震荡；

基于市场一致预期，未来一年A股估值风格或均衡，规模风格或偏向大盘



- 根据截至2023年10月31日的宏观一致预期数据进行指标外推，预计未来一年中：
- 行业轮动宏观驱动力指标未来一年将继续小幅回落。

基于市场一致预期，未来一年行业轮动速度或下行减缓



数据来源：Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究

注1：虚线部分为基于市场一致预期计算的预测部分，真实数据截至2023年10月31日，预测数据截至2024年12月31日。

注2：此处指标均使用6MA移动平均进行平滑处理。

07

附2：宏观友好度评分指标数据库

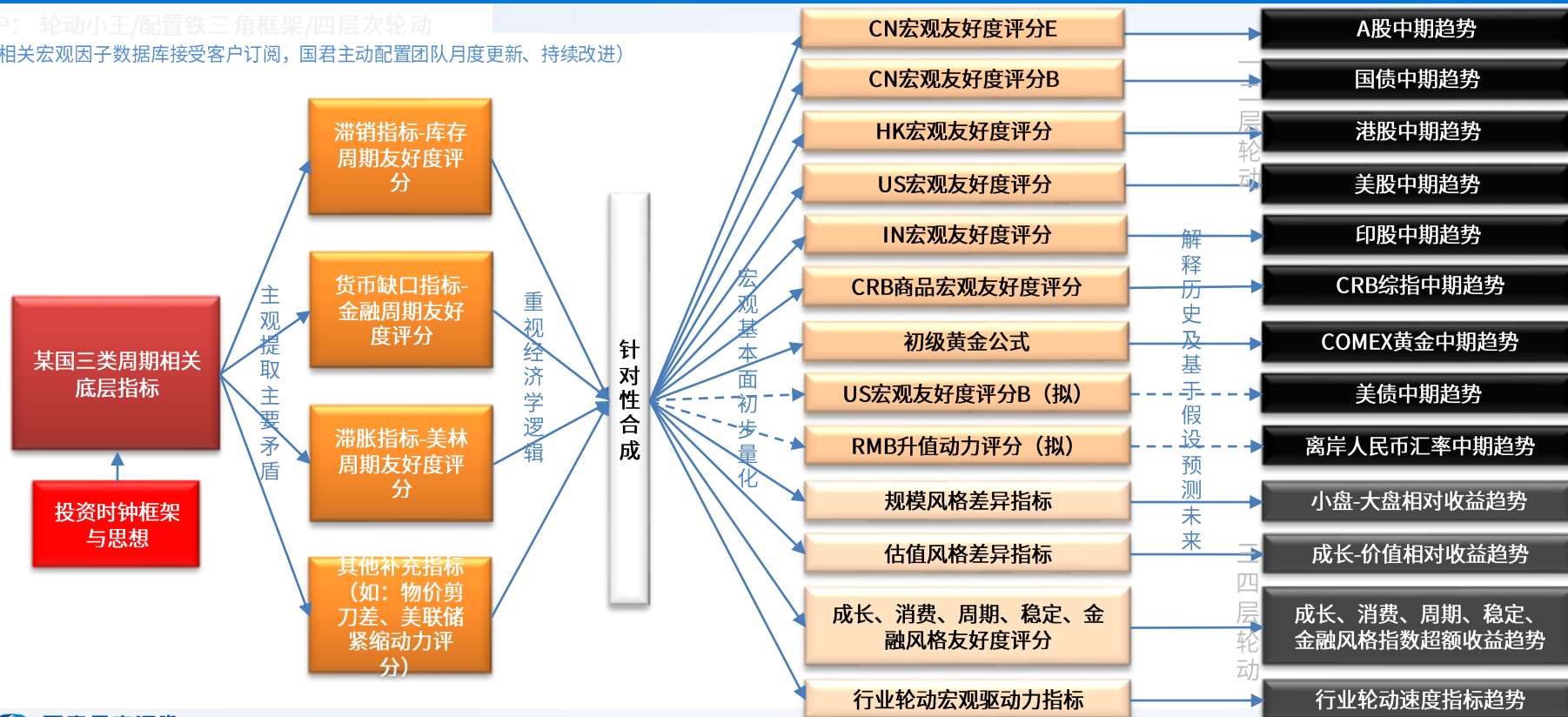
特色数据库：搭建“宏观友好度评分指标系”，自上而下形成针对各类资产或板块的观点（矩阵）

主动配置报告《关于大小盘风格轮动的研判》

思维导图：截至2023年12月的宏观友好度评分指标系

IP：轮动小王/配置铁三角框架/四层次轮动

（相关宏观因子数据库接受客户订阅，国君主动配置团队月度更新、持续改进）



08

附3：风险提示及免责声明

- 基于经济短周期的线性分析框架可能低估某些高维的或长期因素的影响，例如风险偏好，国际政治等。此外黑天鹅事件的冲击亦无法预测。
- 回测时间较短或缺乏，模型参数需要定期修正，意味着此类分析方法依然具有主观性。
- 预测的有效性取决于宏观一致预期数据的准确性，对于中长期结论，需要不断进行更新。

免责声明

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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。分析师薪酬的任何组成部分，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司或国泰君安证券(香港)有限公司（以下统称“国泰君安”或“本公司”）研究服务签约客户使用。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。本报告仅在与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，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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墙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作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使国泰君安违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。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“国泰君安证券研究”或“国泰君安香港研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券(香港)有限公司依法就研究报告的内容和发布行为对国泰君安证券股份有限公司承担责任。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明			国泰君安证券研究所 E-mail:gtjaresearch@gtjas.com	
		评级	说明	
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	股票投资评级	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上	上海 地址：上海市静安区新闻路669号 邮编：200041 电话：（021）38676666
		谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%～15%之间	
		中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%～5%	
		减持	相对沪深300指数下跌5%以上	深圳 地址：深圳市福田区益田路6003号 邮编：518026 电话：（0755）23976888
		增持	明显强于沪深300指数	
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。	行业投资评级	中性	基本与沪深300指数持平	北京 地址：北京市西城区金融大街甲9 邮编：200032 电话：（010）83939888
		减持	明显弱于沪深300指数	

THANKS FOR LISTENING

国泰君安证券研究所主动配置团队