

大小盘风格择时：活跃资金视角

——风格择时系列一

核心观点

本文基于龙虎榜数据刻画了非机构大资金的活跃程度，基于此构建的大小盘风格择时策略年化超额 11.1%，信息比率 1.14，月度胜率 63.7%。

□ 非机构大资金活跃度对大小盘风格择时具备参考意义。

对于龙虎榜中的上榜席位，我们可主要划分为机构、非机构大资金（后续简称为活跃大资金）、个人投资者几大类。逻辑上，机构对大小盘风格并没有明确的偏好，而个人投资者的资金流向可能缺乏指导意义。相较而言，活跃大资金可能才是大小盘风格的引领者。不同于在流动性较差的小微盘股上“控盘”，活跃大资金往往偏爱热门主题下具有一定流动性的个股，主要通过引领市场情绪来获取收益。可以说，活跃大资金就是股市羊群的“头羊”，是市场情绪的风向标。因此，若能尽可能准确地捕捉到其动向，对大小盘风格判断理应有所帮助。

□ 抽丝剥茧：量化识别活跃大资金所在营业部。

除了成交活跃、高频上榜外，活跃大资金还应具有什么特征？我们认为：第一，其参与标的的市值应为中等规模，过大则无法显著影响股价走势，过小则无法提供足够资金容量；第二，大资金操盘时，往往不会仅使用一个席位，且可能联合多路资金协同操作。因此，若在某一营业部上榜时，经常存在与其共同上榜的其他营业部，那么该营业部为大资金席位的概率相对更高。

□ 回溯期内，大小盘风格择时策略相较基准年化超额收益 11.1%，整体表现稳定。

在量化识别活跃大资金营业部后，我们按日度计算活跃营业部的总成交额与 Wind 全 A 成交额的比值，经平滑处理后得到非机构大资金活跃度指标。基于指标的边际变化方向，我们实现了一个周频调仓的大小盘风格择时策略，当指标边际上行时认为小盘占优，配置国证 2000 指数，否则配置沪深 300 指数。

以沪深 300 及国证 2000 指数等权作为比较基准，2012 年 1 月至 2025 年 2 月，基准年化收益 7.0%，最大回撤 55.8%，同期择时策略年化收益 18.1%，最大回撤 38.1%，年化换手率 441%。策略年化超额收益达 11.1%，超额收益最大回撤为 24.6%，信息比率 1.14，周度胜率 57.7%，月度胜率 63.7%。

从策略相对净值表现上来看，超额收益的大幅波动主要集中在 2014-2015 年，彼时出现了大小盘风格短期较为极端的互相切换，策略未能实现准确把握。若只关注 2016 年后，策略超额收益最大回撤为 14.1%，信息比率 1.27，表现更为稳定。

□ 风险提示

- 1、本文中的模型及统计结果均基于历史数据统计得到，历史数据不代表未来。
- 2、平滑参数等超参数设定对模型结果存在一定影响。
- 3、策略历史回溯数据不代表未来运作的实际效果或可能获得的实际收益。

分析师：陈奥林

执业证书号：S1230523040002

chenaolin@stocke.com.cn

分析师：徐浩天

执业证书号：S1230523090002

xuhaotian@stocke.com.cn

相关报告

1 《低估值反攻》 2025.03.07

2 《DeepSeek 每日精读研报

Agent》 2025.03.06

3 《美国衰退交易？为时过早》

2025.03.06

正文目录

1 引言	4
2 龙虎榜数据初探	4
2.1 数据预处理	4
2.2 机构与非机构：应该关注哪类资金？	5
2.3 如何识别活跃资金营业部	7
3 如何从活跃资金视角实现大小盘风格择时	7
4 风险提示	10

图表目录

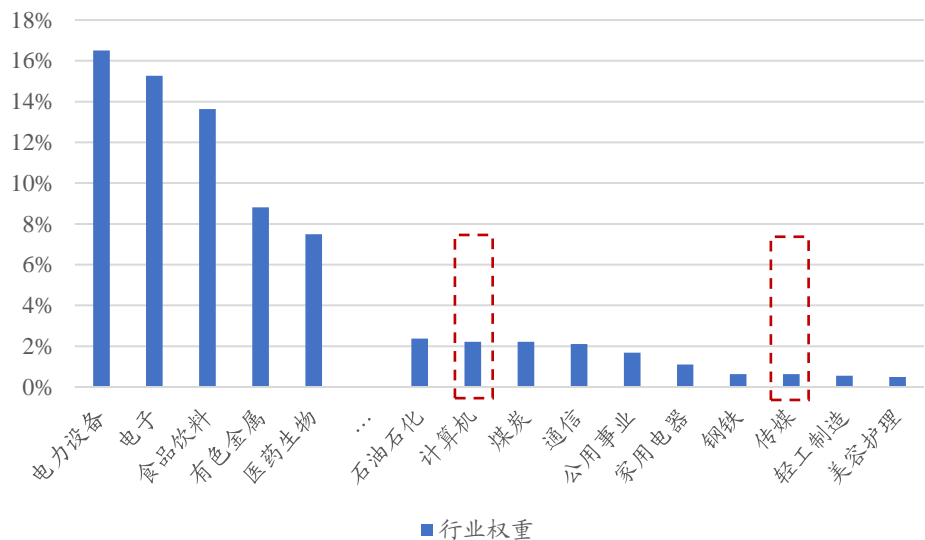
图 1: 国证成长指数行业分布 (截至 2025 年 2 月 24 日)	4
图 2: 不同类型资金上榜股票平均流通市值分位数表现	6
图 3: 不同类型资金活跃度指标走势	6
图 4: 活跃营业部总成交额占比及净买入额占比走势 (指标经标准化及 60 日移动平均处理)	8
图 5: 大资金活跃度指标对大小盘风格相对走势存在一定预测效力	8
图 6: 大小盘风格择时策略净值表现	9
图 7: 参数敏感性分析结果	10
表 1: 梦网科技 (002123.SZ) 2025 年 2 月 13 日龙虎榜	5

1 引言

在 A 股市场中，投资者往往关注大小盘及成长价值两类重要的风格判断，这构成了 A 股内部结构轮动的基石。

不过，不同于大小盘，成长价值的区分实际上较为模糊，现有的成长价值指数往往根据个股财务数据表现进行风格划分，例如国证成长指数主要参考主营业务收入增长率、净利润增长率和净资产收益率。不过，这一划分方法也可能导致指数走势与投资者预期不符。例如，对于计算机及传媒行业，市场往往将其理解为成长行业，但其业绩表现却较少表现出显著成长性，这使得国证成长指数中，这类行业的权重占比较低。

图1：国证成长指数行业分布（截至 2025 年 2 月 24 日）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

考虑到这一点，我们首先从更为明确的大小盘风格入手，本篇作为风格择时系列第一篇，主要基于龙虎榜数据，从活跃资金视角实现大小盘风格择时。

2 龙虎榜数据初探

上交所和深交所每日公布达到某些条件的异动股票信息，如日价格涨跌幅达到 7%、日换手率达到 20%、非 ST、*ST 和 S 证券连续三个交易日内收盘价格涨幅偏离值累计达到 20% 等，市场往往将其称为“龙虎榜”。由于交易所同时公布了成交量居前的交易席位，龙虎榜便成为了市场观察活跃资金交易动向的重要渠道。

2.1 数据预处理

龙虎榜数据中，既有单日触发（如日价格涨幅达到 7%），也有多日触发（如连续 3 日累计涨幅达到 20%），且对于同一标的而言，多类情况可能同时触发，这就可能带来统计时的重复。

例如，梦网科技于2月13日同时触发了“涨跌幅偏离值达7%”及“连续3个交易日内涨跌幅偏离值累计达20%”两个上榜条件。此时，若不做任何处理，直接进行统计，则会导致部分数据的重复计算。同时，多日触发的数据对应区间总买卖金额，若与单日触发数据合并统计，也可能带来一定误差。因此，我们通过以下步骤进行数据的预处理：

- 1、由于我们后续希望按日统计龙虎榜资金流向，因此单日触发的数据准确度更高，在出现数据重复时，优先保留单日记录。若某一营业部出现在多日记录中，但未出现在单日记录中，则相应保留这一纪录，避免丢失过多信息，如表1中的“东方财富拉萨金融城南环路”。
- 2、对于保留的多日记录，为使得其数据与单日记录可比，需根据区间总买卖金额估算上榜日的单日买卖金额，即：上榜日估计买卖金额=上榜日股票成交额/区间股票总成交额*区间总买卖金额。

表1：梦网科技（002123.SZ）2025年2月13日龙虎榜

上榜理由	买入营业部名称	买入金额（万元）	卖出营业部名称	卖出金额（万元）
涨跌幅偏离值达7%	金元东阳中山路	10943.16	华泰深圳益田路	8211.22
	国君上海海阳西路	6673.50	联储杭州环城北路	6171.66
	平安深圳蛇口招商路招商大厦	6641.22	东方财富拉萨东环路第一	4994.26
	中泰湖北分公司	6253.66	甬兴安徽分公司	4884.55
	中国银河大连黄河路	6177.05	中信建投深圳深南中路中核大厦	4160.36
连续3个交易日内涨跌幅偏离值累计达20%	金元东阳中山路	10943.16	华泰深圳益田路	8220.85
	国君上海海阳西路	6673.50	联储杭州环城北路	6171.66
	平安深圳蛇口招商路招商大厦	6641.22	东方财富拉萨东环路第一	5064.34
	中泰湖北分公司	6253.66	甬兴安徽分公司	4884.55
	中国银河大连黄河路	6177.05	东方财富拉萨金融城南环路	4196.84

资料来源：Wind，浙商证券研究所

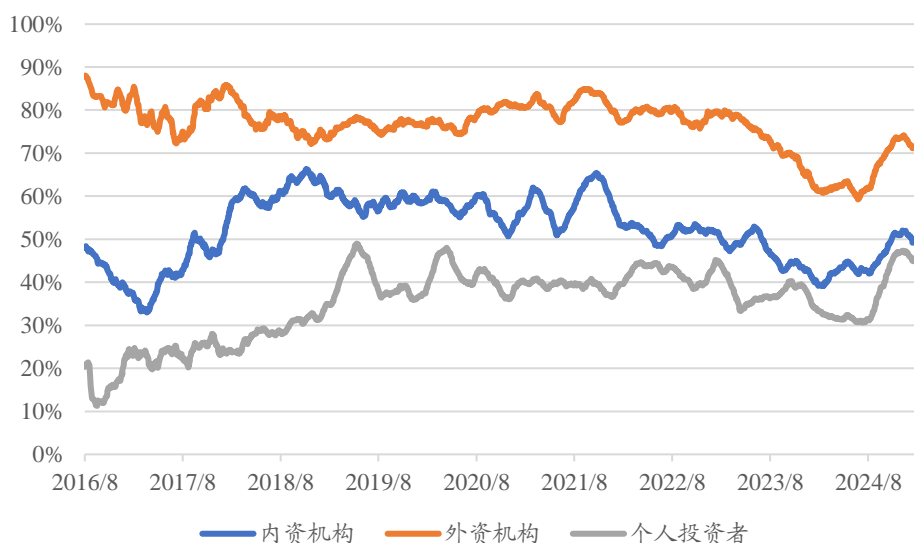
2.2 机构与非机构：应该关注哪类资金？

对于龙虎榜中的上榜席位，我们可主要划分为机构、大资金、个人投资者几大类。其中，机构专用席位可被划分为内资机构，沪股通、深股通可被划分为外资机构，而东方财富证券于拉萨的多个营业部则被市场认为由个人投资者主导。

逻辑上而言，机构对大小盘风格并没有明确的偏好，而个人投资者的资金流向可能缺乏指导意义，更值得关注的应为活跃大资金的动向。下面，我们首先观察内外资及个人投资者的活跃度与大小盘风格走势之间的关系，随后探讨如何追踪活跃大资金所在营业部及其交易动向。

外资机构偏向大盘，散户偏向小盘，而内资机构则相对均衡。我们分别计算了各类资金每日上榜股票的流通市值分位数均值，并取60日移动平均以去除短期噪音。从结果来看，外资机构上榜个股的平均市值分位数多数情况下在60%以上，整体偏向大盘，同时个人投资者则明显偏向小盘，而内资机构相对较为均衡。

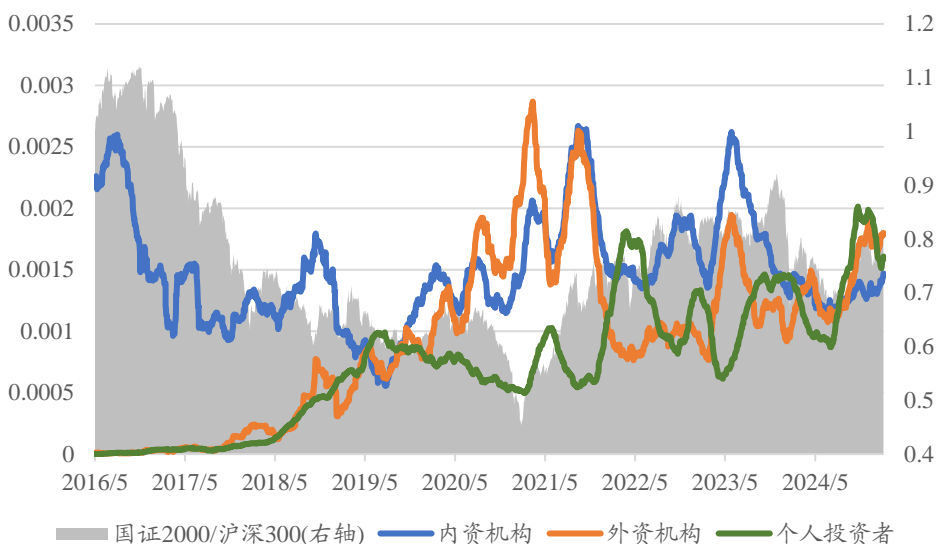
图2：不同类型资金上榜股票平均流通市值分位数表现



资料来源：Wind，浙商证券研究所

内外资机构及个人投资者的资金动向与大小盘风格走势均无显著相关性。我们计算了各类资金的日度总成交额与 Wind 全 A 日度总成交额的比值，作为资金活跃度的代理指标。为了便于观察，指标经过 60 日移动平均以滤除短期噪音。从结果来看，内外资机构活跃度指标走势接近，而个人投资者活跃度整体则与机构资金呈现反向趋势。若以沪深 300 代表大盘风格，国证 2000 代表小盘风格，三类资金活跃度走势与大小盘风格均未表现出明显相关性。

图3：不同类型资金活跃度指标走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

活跃大资金：大小盘风格的引领者。上文中，我们看到，内外资机构及个人投资者活跃度均无法对大小盘风格择时给出有效指引。那么，哪一类资金才是大小盘风格的引领者？我们认为，主要是活跃大资金。不同于在流动性较差的小微盘股上“控盘”，活跃大资金往往偏爱热门主题下具有一定流动性的个股，主要通过引领市场情绪来获取收益。可以说，活跃

大资金就是股市羊群的“头羊”，是市场情绪的风向标。因此，若能尽可能准确地捕捉到活跃大资金的动向，对大小盘风格判断理应有所帮助。

2.3 如何识别活跃资金营业部

对于知名活跃资金而言，市场往往对其部分常用席位有一定了解，例如国君上海江苏路被认为是顶级大资金“章盟主”的常用席位。不过，活跃资金的常用席位并非公开信息，也并非一成不变。因此，我们希望能通过一套量化的筛选逻辑，按月度频率定期识别活跃资金营业部，以实现更优的跟踪效果。具体而言：

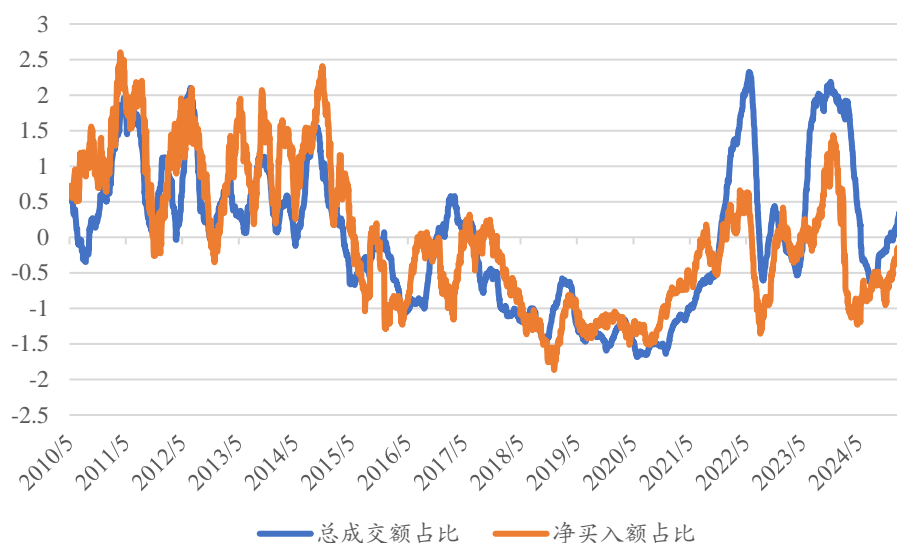
- 1、**高频上榜**：我们只希望关注市场上最活跃的一批资金，我们设置其过去 1 个月的上榜次数需位于全部营业部的前 10%。
- 2、**所选标的市值中等**：对于活跃大资金而言，其很难引领大市值股票的股价走势，因此往往不会过多参与大市值个股；但同时，微型股的流通盘过小，也难以提供足够的资金容量。因此，活跃大资金青睐的标的应市值偏中等，我们设置其参与的股票流通市值分位数均值应位于 30%-80% 区间内，截至 2025 年 2 月 26 日收盘，即平均流通市值约位于 36-150 亿元区间。
- 3、**存在协同营业部**：大资金操盘时，往往不会仅使用一个席位，且可能联合多路资金协同操作。因此，若在某一营业部上榜时，经常存在与其共同上榜的其他营业部，那么该营业部为大资金席位的概率相对更高。我们设置，过去 1 个月，入选营业部应存在至少 1 个共同上榜概率在 50% 以上的其他营业部。
- 4、**设置缓冲区**：活跃资金可能并不会每月都进行高频操作，我们设置，在连续三个月未入选后，再将该营业部移出备选池。
- 5、**成交金额居前**：经上述 4 步筛选后，入选营业部的数量并不固定，同时活跃大资金总数逻辑上也不应过多。为使得时序上前后可比，我们将入选营业部按其过去一个月总成交金额排序，选取排名靠前的 50 家营业部，作为最终的活跃资金营业部名单。

在此设置下，我们即可在月频维度下识别出背后可能存在大资金的活跃营业部。

3 如何从活跃资金视角实现大小盘风格择时

活跃营业部总成交额占比可能是反映大资金活跃度的较好指标。对于资金活跃度的刻画，最直接的两种方式分别为观察活跃营业部的总成交额或是净买入额占比（除以 Wind 全 A 日成交额以消除市场整体成交变化带来的影响）。我们分别计算后发现，两种计算方法下得到的指标在大趋势上走势较为一致，但净买入额占比的短期波动性显著更大，用于择时策略时可能会面临过多的噪音干扰。而从逻辑上来说，一方面，无论买卖，只要仍在积极成交，就应表明大资金对后市存在参与热情；另一方面，除大资金外，也可能有其他个人投资者在同一营业部进行交易，这就使得净买入额指标实际上放大了个人投资者带来的噪音影响。因此，我们认为，总成交额占比可能是反映资金活跃度更有效的指标。

图4：活跃营业部总成交额占比及净买入额占比走势（指标经标准化及60日移动平均处理）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

大资金活跃度对大小盘风格相对走势存在一定预测效力。为实现相对高频的风格择时，同时尽量规避数据噪音影响，我们将日频的总成交额占比数据取周内平均，降频为周频，再做15周移动平均以滤除短期噪音，构造得到大资金活跃度指标。从结果上来看，大资金活跃度指标在部分拐点处相对大小盘风格相对走势表现出一定领先性，对我们提前预判行情节奏具有一定指导意义。

图5：大资金活跃度指标对大小盘风格相对走势存在一定预测效力



资料来源：Wind，浙商证券研究所

具体而言，我们可以基于该指标实现一个简单的周频风格择时策略：

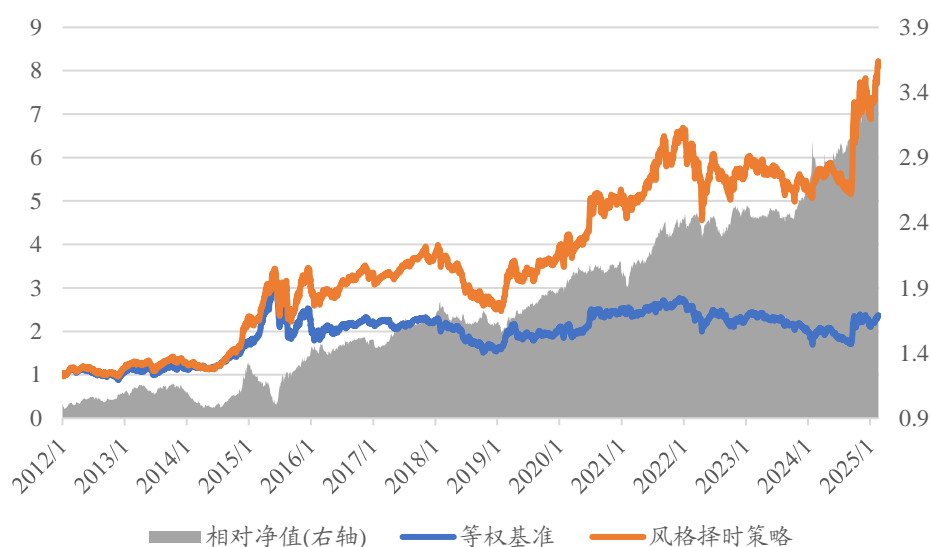
- 1、月频更新活跃营业部筛选名单，并在随后的一个月基于该名单计算得到活跃营业部总成交额占比指标。

- 2、将指标降频为周频，并做 15 周移动平均以初步滤除噪音。此时，指标仍然存在一些短期波动，进一步采用 HP 滤波器做指标平滑处理。
- 3、若当周指标值大于上周指标值，则认为当前大资金活跃度处于提升趋势中，此时利好小盘风格表现，策略于下周按周初收盘价配置国证 2000 指数；反之，则配置沪深 300 指数。

大小盘风格择时策略整体表现较优。以沪深 300 及国证 2000 指数等权作为比较基准，2012 年 1 月至 2025 年 2 月，基准年化收益 7.0%，最大回撤 55.8%，同期择时策略年化收益 18.1%，最大回撤 38.1%，年化换手率 441%。策略年化超额收益达 11.1%，超额收益最大回撤为 24.6%，信息比率 1.14，周度胜率 57.7%，月度胜率 63.7%。

从策略相对净值表现上来看，超额收益的大幅波动主要集中在 2014-2015 年，彼时出现了大小盘风格短期较为极端的互相切换，策略未能实现准确把握。若只关注 2016 年后，策略超额收益最大回撤为 14.1%，信息比率 1.27，表现更为稳定。

图6：大小盘风格择时策略净值表现



资料来源：Wind，浙商证券研究所

策略表现受参数影响相对有限。策略中涉及的参数主要为初步去噪时的移动平均窗口时长 T ，以及进一步去噪时的 HP 滤波参数 λ 。我们对 T 及 λ 的取值进行遍历，以 2012-2021 年为样本内，计算不同取值下风格择时策略最终的累计收益表现。从结果上来看， T 位于 14-19 区间、 λ 位于 9-20 区间时，策略样本内累计收益均可达 500% 以上，策略结果受参数的影响相对较小。

图7：参数敏感性分析结果

T\lambda	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
8	397%	409%	420%	418%	406%	396%	378%	384%	415%	418%	396%	388%	387%
9	403%	459%	449%	426%	432%	432%	424%	438%	427%	418%	421%	406%	401%
10	484%	512%	514%	489%	504%	542%	518%	511%	473%	477%	529%	522%	527%
11	422%	451%	462%	463%	432%	463%	454%	437%	435%	436%	436%	425%	412%
12	548%	550%	531%	535%	574%	580%	579%	574%	585%	586%	558%	581%	562%
13	403%	411%	417%	435%	479%	494%	494%	542%	540%	536%	536%	534%	542%
14	466%	529%	613%	559%	566%	542%	526%	614%	598%	636%	636%	628%	614%
15	606%	625%	638%	658%	648%	643%	642%	616%	601%	629%	631%	633%	621%
16	660%	617%	605%	600%	600%	602%	603%	602%	631%	620%	668%	635%	637%
17	579%	591%	604%	597%	599%	584%	575%	586%	569%	580%	574%	583%	616%
18	566%	583%	577%	563%	625%	614%	599%	595%	595%	584%	557%	557%	557%
19	643%	662%	643%	640%	643%	649%	649%	649%	670%	635%	656%	666%	640%
20	530%	537%	538%	541%	495%	495%	487%	514%	501%	512%	512%	540%	526%
21	483%	498%	513%	526%	523%	495%	501%	508%	500%	518%	494%	500%	495%
22	412%	429%	427%	419%	410%	399%	371%	394%	366%	379%	379%	379%	382%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 风险提示

- 1、本文中的模型及统计结果均基于历史数据统计得到，历史数据不代表未来。
- 2、平滑参数等超参数设定对模型结果存在一定影响。
- 3、策略历史回测数据不代表未来运作的实际效果或可能获得的实际收益。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>