

大小盘风格轮动的特征分析

——大小盘风格轮动研究之一

分析师： 徐莉莉

SAC NO: S1150511010011

2012 年 12 月 31 日

证券分析师

徐莉莉

022-28451659

xulilink@yahoo.com.cn

投资要点：

- 对于标的指数选择，我们综合比较了目前市场上的各大指数，考虑了市值占比、流动性等情况，选取了两组比较有代表性的指数，分别是沪深 300 指数和中证 500 指数、申万大盘指数和申万小盘指数。
- 我们将指数对数偏差指标来反映大小盘间的相对强弱，若该指标趋势向上则表明该段时间小盘股相对大盘股表现偏强，小盘股溢价上升，反之则表明该段时间小盘股相对大盘股表现偏弱，小盘股溢价下降。
- 通过对历史数据的验证，我们发现 A 股市场的确存在明显的轮动特征。从 2000 至今市场呈现 8 个明显的轮动周期，具体来看，在市场趋势发生转换的时期（包括牛市转为熊市以及熊市转为牛市），通常小盘股表现较为突出，而在市场趋势明显即市场处于大牛市或者大熊市的阶段，大盘股优势较为显著。

相关研究报告

对于 A 股市场大小盘风格轮动，大家并不陌生，尤其是近几年来中小盘股表现强劲，大盘股则一蹶不振，中小盘股持续跑赢大盘股的现象也让投资者深切地感受到了“市场风格偏向中小盘股”。而我们平时所谓市场出现“二八现象”、“八二现象”亦是对大小盘风格轮动的一种直观描述。本文在寻找大小盘轮动历史规律方面做一些探索，以期能更好地把握大小盘轮动节奏从而为风格投资提供依据。

尽管我们在直观上很明显感觉 A 股市场存在大小盘风格的轮动现象，但为了进一步确认这种直观感受是否真实存在，以下我们利用历史数据进行了相关的验证。

1. 大盘、中小盘标的指数的选择

为了研究大小盘轮动规律，首先我们选取相应的标的指数分别代表大盘股、中小盘股。对于标的指数选择，我们综合比较了目前市场上的各大指数，选取了两组比较有代表性的指数，分别是沪深 300 指数和中证 500 指数、申万大盘指数和申万小盘指数。

(1) 沪深 300 指数和中证 500 指数

沪深 300 指数：对样本空间股票在最近一年（新股为上市以来）的日均成交金额由高到低排名，剔除排名后 50% 的股票，然后对剩余股票按照日均总市值由高到低进行排名，选取排名在前 300 名的股票作为样本股。其成分股为 A 股市场规模最大、流动性好的股票，因此可作为大盘股的代表。

中证 500 指数：扣除沪深 300 指数样本股及最近一年日均总市值排名前 300 名的股票，同时剔除日均成交金额后 20% 的股票，将剩余股票按照日均总市值由高到低进行排名，选取排名在前 500 名的股票。其成分股为 A 股市场规模相对较小、流动性较好的股票，因此可作为中小盘股的代表。

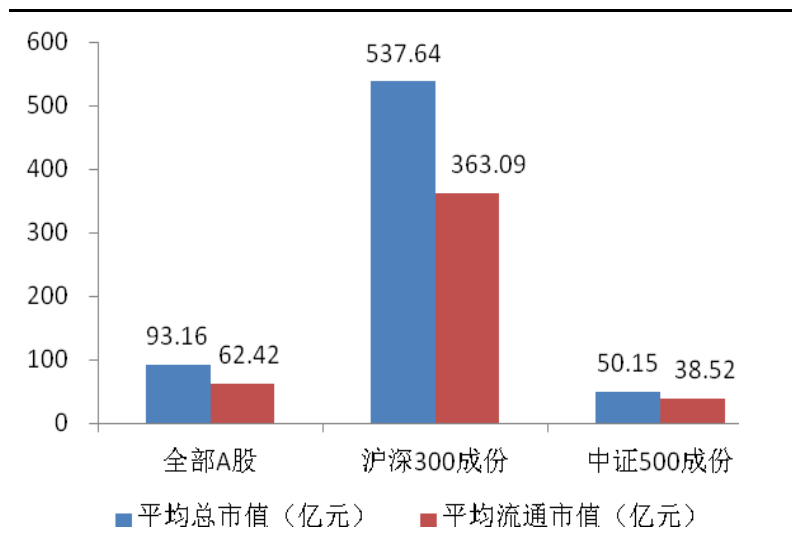
我们进一步考察了沪深 300 指数和中证 500 指数的市值占比情况，其中沪深 300 指数成分股覆盖了所有 A 股 7 成市值，而中证 500 指数成分股市值则占全部 A 股的 11%。同时，沪深 300 指数成分股平均总市值为 537.6 亿元，中证 500 指数成分股平均总市值为 50.2 亿元，可见沪深 300 指数和中证 500 指数较好地代表了大市值股票和中小市值股票。

表 1: 沪深 300、中证 500 总市值、流通市值占比

	总市值(亿元)	流通 A 股市值 (亿元)	总市值占比 (%)	流通市值占比 (%)
全部 A 股	230,300.43	154,297.75		
沪深 300 成份	161,291.70	108,927.02	70.04%	70.60%
中证 500 成份	25,074.94	19,257.96	10.89%	12.48%

资料来源：渤海证券研究所、Wind 资讯

图 1: 沪深 300、中证 500 平均总市值、平均流通市值



资料来源：渤海证券研究所、Wind 资讯

(2) 申万大盘指数和申万小盘指数

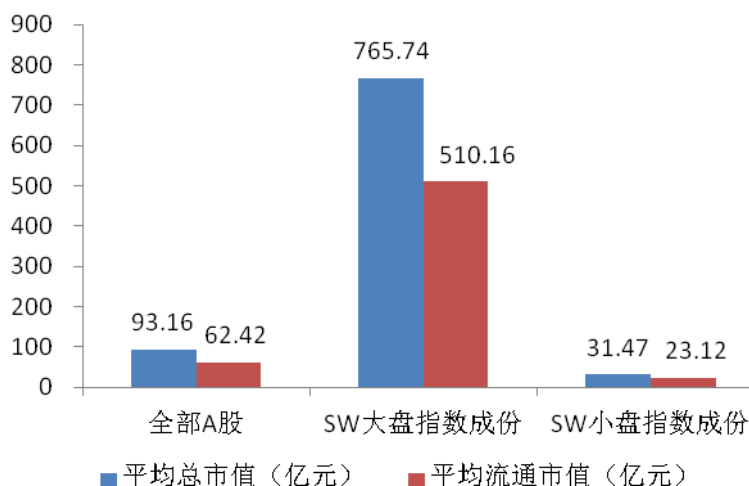
申万大盘指数、小盘指数：剔除上市不满 3 个自然月的股票、ST 股票、流动性较差的股票后，首先根据最近半年数据计算的日均成交金额按降序排名，剔除后 5% 的股票。其次根据最近 20 个交易日日均 A 股总市值按降序排名，选取排名前 200 名的股票作为大盘指数成份股，选取 201-600 名的股票作为中盘指数成份股，选取 601-1400 名的股票作为小盘指数成份股。可见，申万大盘指数分别代表了剔除流动性较差股票后，市值最大和市值最小的股票，从其市值分布我们也能很明显地看出这一点。在这我们特意增加了申万大盘指数、小盘指数组合是考虑到沪深 300 指数、中证 500 指数的上市时间相对较晚，而申万大盘指数、小盘指数则可追溯到 2000 年，为了更好更为全面地研究不同时间段大小盘风格轮动，我们同时考察了沪深 300 指数和中证 500 指数、申万大盘指数和小盘指数历史上风格转换的情况。

表 2: 申万大盘指数、小盘指数总市值、流通市值占比

	总市值(亿元)	流通 A 股市值 (亿元)	总市值占比 (%)	流通市值占比 (%)
全部 A 股	230,300.43	154,297.75		
申万大盘指数	153,147.85	102,031.21	66.50%	66.13%
申万小盘指数	25,178.85	18,496.04	10.93%	11.99%

资料来源：渤海证券研究所、Wind 资讯

图 2: 申万大盘指数、小盘指数平均总市值、平均流通市值



资料来源：渤海证券研究所、Wind 资讯

2. 大小盘相对强弱指标选择

我们的目的是在于把握大小盘轮动，换句话说寻找出在不同时间段表现较强的品种，因此需要定义一个指标来反映大小盘间的相对强弱，具体指标如下：

$$RSI_t = \ln\left(\frac{Index_t^1}{Index_t^2}\right)$$

其中 $Index_t^1$ 为 t 时点小盘指数的价格， $Index_t^2$ 为 t 时点大盘指数的价格， RSI_t 为 t

时点小盘相对于大盘的溢价。RSI 指标的趋势变化代表了大小盘相对强弱关系，如 RSI 指标趋势向上则表明该段时间小盘股相对大盘股表现偏强，小盘股溢价上升，反之则表明该段时间小盘股相对大盘股表现偏弱，小盘股溢价下降。

3. 大小盘相对强弱变化的历史情况

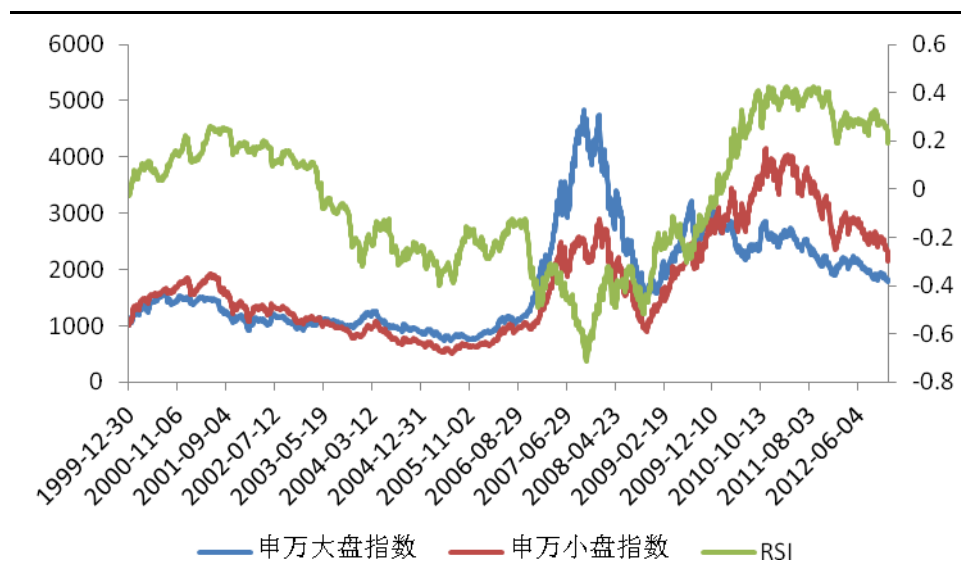
图 3、图 4 分别揭示了申万大盘指数和小盘指数、沪深 300 指数和中证 500 指数以及其相对强弱指标的走势变化。由于申万大盘指数和小盘指数时间跨度较大且风格转换特征相对更为明显，因此我们主要参考这组指数的轮动。从图中很明显可以看出大小盘风格轮动主要经历了以下几个阶段：

表 3：大小盘风格轮动的几个阶段

时期	强势板块	所处市场阶段	主要表现特征
2000 年 1 月~2001 年 5 月	小盘	牛市尾部	小盘股加速上涨，溢价迅速上升
2001 年 6 月~2005 年 7 月	大盘	熊市	大盘股跌幅明显小于小盘股，小盘溢价持续下降
2005 年 8 月~2006 年 7 月	小盘	熊市转牛市拐点	大盘股涨幅相对滞后
2006 年 10 月~2007 年 10 月	大盘	牛市	大盘股大幅走强，小盘股溢价迅速下降
2007 年 11 月~2008 年 3 月	小盘	牛市转熊市拐点	小盘股急速上涨，大盘股先于小盘股出现下跌
2008 年 11 月~2009 年 4 月	小盘	熊市转小牛市	小盘股溢价快速上升
2009 年 8 月~2010 年 11 月	小盘	震荡	小盘股轮番上涨，大盘股逐渐走弱，溢价上升迅猛
2010 年 11 月~至今	大盘		小盘股加速回落，溢价开始收窄

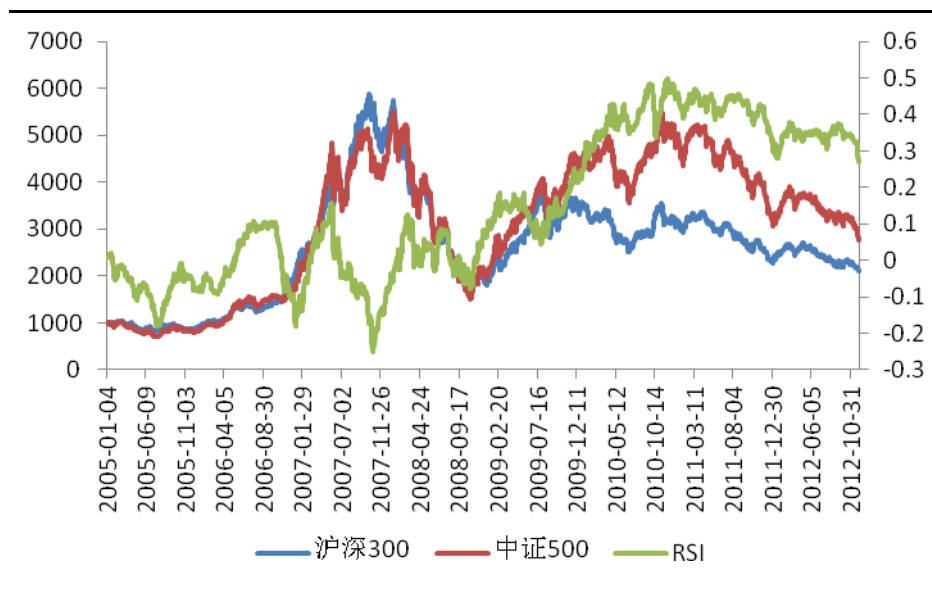
资料来源：渤海证券研究所

图 3：申万大盘指数和小盘指数及其 RSI 变化走势



资料来源：渤海证券研究所、Wind 资讯

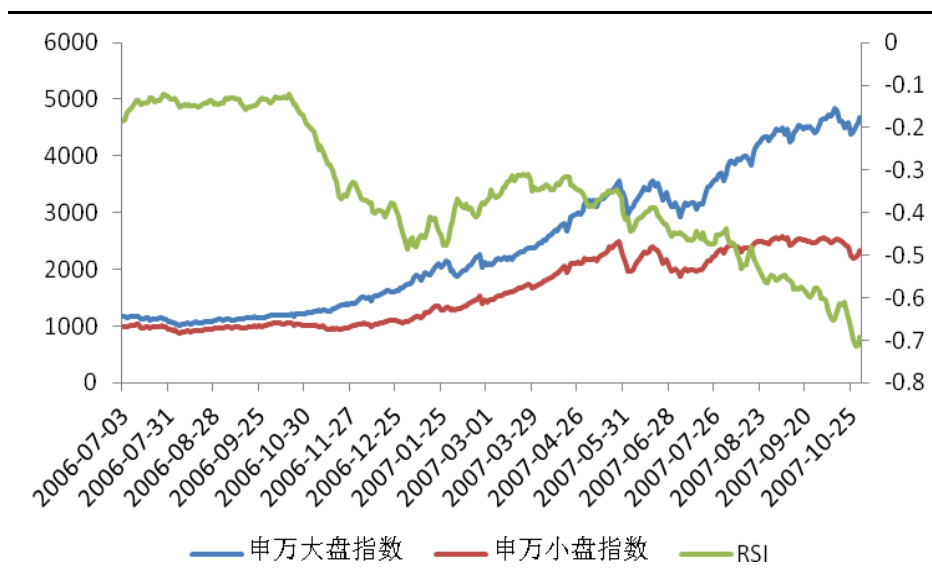
图 4: 沪深 300 指数和中证 500 指数及其 RSI 变化走势



资料来源：渤海证券研究所、Wind 资讯

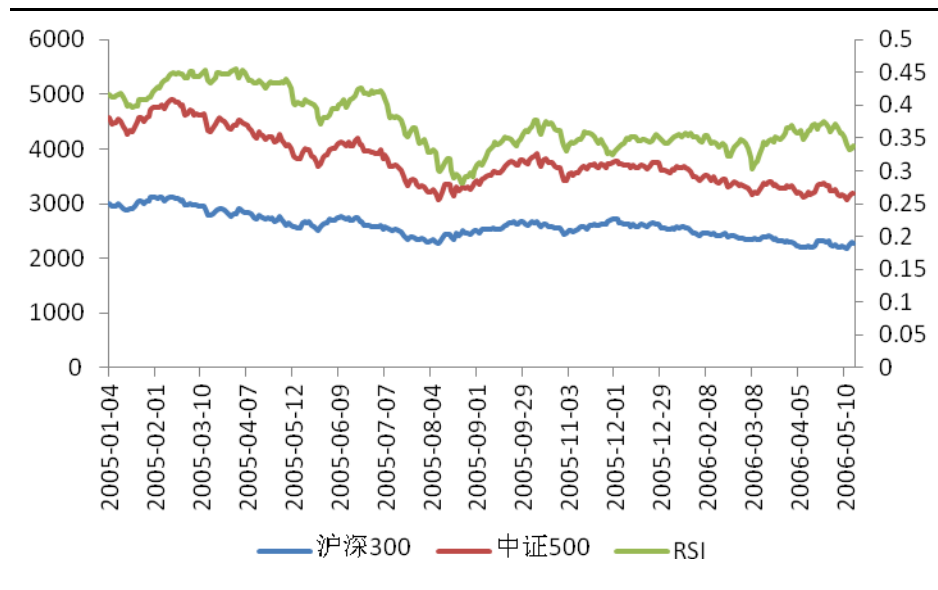
从沪深 300 指数和中证 500 指数的 RSI 指标来看，基本上符合上述阶段特征，只是在 2006 年 7 月至 2007 年 10 月这段时期沪深 300 指数和中证 500 指数的 RSI 相对于申万大、小盘指数的 RSI 波动相对更大些，主要是源于 2007 年 1 月至 5 月期间中证 500 大幅上涨导致 RSI 出现一波迅速回升，但总体上其趋势变化与申万大、小盘指数的 RSI 表现一致。

图 5: 申万大盘指数和小盘指数及其 RSI 变化走势 (06.07~07.10)



资料来源：渤海证券研究所、Wind 资讯

图 6: 沪深 300 指数和中证 500 指数及其 RSI 变化走势 (06.07~07.10)



资料来源：渤海证券研究所、Wind 资讯

综上所述，A 股市场的确存在明显的轮动特征。从 2000 至今市场呈现 8 个明显的轮动周期，具体来看，在市场趋势发生转换的时期（包括牛市转为熊市以及熊市转为牛市），通常小盘股表现较为突出，而在市场趋势明显即市场处于大牛市或者大熊市的阶段，大盘股优势较为显著。

特别鸣谢:

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	推荐	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	持有	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。



渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhq.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: liuxiao@bhq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格

9 of 9