

## 量化视角多维度构建大小盘风格轮动策略

——风格轮动量化研究系列之一

## 本报告导读：

本文研究大小盘风格轮动策略，从宏观、估值、基本面、资金、情绪、量价 6 维度选取预测因子并构建月度打分的风格轮动模型。模型历史回测表现出色，月胜率 73%，年化超额 17%。考虑到量化模型无法完全刻画市场，样本外使用会结合月度效应和政策维度的主观分析，对模型打分进行适当调整，生成最终风格轮动观点。

## 投资要点：

- 本文从量化视角研究大小盘风格轮动策略。在 A 股历史上不同风格轮动频繁，想要战胜市场获得超额收益，投资者需提前预判风格动向。作为国君金工团队风格轮动系列首篇报告，本文借鉴多因子模型打分思路，从量化视角研究大小盘轮动策略。
- 从宏观、估值、基本面、资金、情绪、量价等多个维度构建风格轮动量化模型，历史回测胜率 73%，超额年化收益 17.45%。本文希望建立起尽可能全面的风格轮动跟踪因子（指标）库，从涵盖宏、中、微观的 6 个维度出发，测试并选取在历史上有效的因子。各维度内部的因子信号进行等权合成，生成各维度信号，若看好小盘则信号为 1，若看好大盘则信号为 -1，若持中性则信号为 0。然后，将不同维度的信号再等权复合，从而得到量化模型最终打分。对模型进行历史回测，使用沪深 300、中证 2000 代表大小盘风格指数，月度调仓，以大小盘等权作为基准；模型在回测期内（2013/12/31-2024/09/30）表现优秀，月度胜率 73%，年化超额收益 17.45%，夏普比率 1.83，收益回撤比 1.18。
- 量化模型的样本外使用需结合主观分析，进一步考虑月度效应和政策维度，生成风格观点。对于风格轮动研究，量化模型无法完全刻画市场。在样本外结合主观分析、月度效应，对量化模型打分进行适当调整。月度效应方面，统计过去的历史数据，可以发现 2、3、5、8 月小盘风格占优，1、4、12 月大盘风格占优。政策维度主要关注经济政策、产业政策（技术变革）、并购重组政策与 IPO 节奏等对大小盘风格可能带来切换动能的因素。通常而言，新兴产业发展政策利好小盘风格，而稳增长政策则更利好大盘风格。技术变革与外部环境也可能带动板块主题性行情，从而推动大小盘风格切换。此外，并购重组会带来盈利的外延式增长，对中小企业的的影响较为显著；IPO 发行节奏则会影响市场资金、小盘股的“壳价值”等，均对大小盘风格可能产生影响。在样本外使用时，我们将主观分析的结果也作为一个维度的信号，与量化模型 6 维度信号进行结合，从而生成最终月度风格轮动观点。
- 未来改进思路：一是宏观维度引入经济周期分析。目前宏观维度简单使用三个因子进行判断较为粗糙，未来可以对经济周期进行划分，以判断风格的长期相对优势。二是如何确定各维度权重，把握主线维度。目前对各维度进行等权汇总，未来我们希望对当下起主导作用，且未被充分定价的维度赋予更高权重。三是如何在模型层面兼容“哑铃型策略”，目前的量化模型无法兼容“哑铃型策略”两头配置的思路，这也是未来的改进方向之一。
- 风险提示：量化模型完全基于公开的历史数据构建，历史回测并不代表模型未来表现，模型存在失效风险。市场环境变化、外部环境变化可能导致投资逻辑改变，模型存在失效风险。



登记编号

张雪杰(分析师)  
0755-23976751  
zhangxuejie025900@gjjas.com  
S0880522040001



登记编号

张涵(研究助理)  
0755-23976666  
zhanghan029907@gjjas.com  
S0880124070046



登记编号

朱惠东(研究助理)  
0755-23976176  
zhuhuidong028682@gjjas.com  
S0880123070152

## 相关报告

从股本分布看宽基指数择时 2024.08.30  
全自动构建全一级行业景气指数的方法  
2024.08.19  
从股价抛压视角构造行业轮动策略 2024.07.19  
如何使用期权对冲指数波动风险 2024.07.12  
基于基金仓位的投资策略与实战案例 2024.06.03

## 目录

1. A股大小盘轮动频繁、月度效应明显	3
1.1. A股历史上不同风格轮动频繁	3
1.2. 大小盘风格历史复盘	3
1.3. 大小盘轮动具有明显月度效应	5
2. 大小盘轮动策略介绍	7
2.1. 量化模型：宏观维度	8
2.1.1. 宏观维度复合测试	8
2.1.2. 期限利差因子	8
2.1.3. 货币活化因子	10
2.1.4. 信用利差因子	11
2.2. 量化模型：估值维度	12
2.3. 量化模型：基本面维度	13
2.4. 量化模型：资金维度	14
2.4.1. 资金维度复合测试	14
2.4.2. 大单资金因子	15
2.4.3. 外资流入压力因子	16
2.4.4. ETF份额因子	17
2.4.5. 龙虎榜因子	18
2.4.6. 融资买入因子	19
2.5. 量化模型：情绪维度	21
2.5.1. 情绪维度复合测试	21
2.5.2. 换手率因子	21
2.5.3. 创新高新低因子	22
2.5.4. 超买超卖因子	23
2.5.5. 上行趋势因子	24
2.6. 量化模型：量价维度	26
2.6.1. 量价维度复合测试	26
2.6.2. 动量因子	26
2.6.3. 拥挤度因子	27
2.7. 主观分析：月度效应+政策维度	29
2.7.1. 经济政策历史回顾	29
2.7.2. IPO发行节奏与并购重组政策历史回顾	30
3. 量化模型回测与结果分析	31
3.1. 回测结果	31
3.2. 几次误判的复盘分析	33
3.3. 全部历史信号	35
4. 总结	38
5. 风险提示	38

国君金融工程团队专注于资产配置、行业轮动、量化选股、量化择时等研究领域。本报告开启了新的风格轮动系列研究。我们将针对市场关注的各类风格轮动问题，构建出有逻辑、有依据、可量化、可追溯的轮动框架。本报告首先关注大小盘轮动，多维度选取有一定预测效果的因子（指标）构建量化模型，在样本外尝试结合主观分析对模型打分进行调整，从而生成最终风格轮动月度观点。

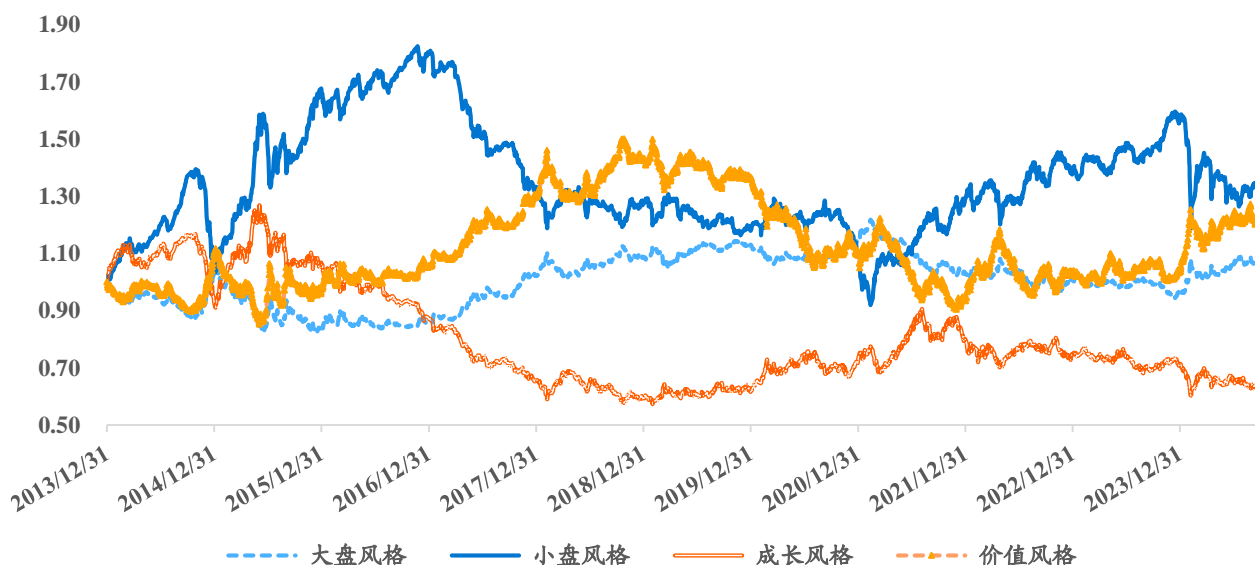
## 1. A 股大小盘轮动频繁、月度效应明显

### 1.1. A 股历史上不同风格轮动频繁

风格是影响股票收益的重要因素。在之前的报告《基于 Barra CNE6 的 A 股风险模型实践》系列中，我们构建了 A 股风格因子，通过对主要指数进行归因，可以发现风格是影响股票收益和风险的重要因素。在历史上 A 股市场存在着明显的风格轮动效应，市场重点关注的问题包括针对于市值风格的大小盘轮动，以及针对于估值风格的成长价值轮动等。我们曾在《从量化视角复盘 A 股 1995 年以来的风格轮动和选股因子表现》报告中，对大小盘轮动做过初步分析和研究。风格轮动系列研究的目标是针对这些市场所关心的风格研判问题，构建起有逻辑有依据，可量化可追溯的轮动框架。

回顾历史，可以发现不同风格轮流搭台唱戏，依次占优。没有哪一种风格能够始终战胜市场。想要战胜市场获得较好的超额收益，投资者需要对未来风格进行提前预判和布局。因此，国君金融工程团队从量化的方法论出发，构建多维度的风格轮动跟踪模型和策略，目的正是希望帮助投资者把握风格轮动线索，获取战胜市场的超额收益。本报告作为风格轮动系列开篇之作，主要关注大小盘轮动的问题。

图1：A 股历史上，不同风格轮动频繁（曲线为风格指数相对中证全指的超额净值）

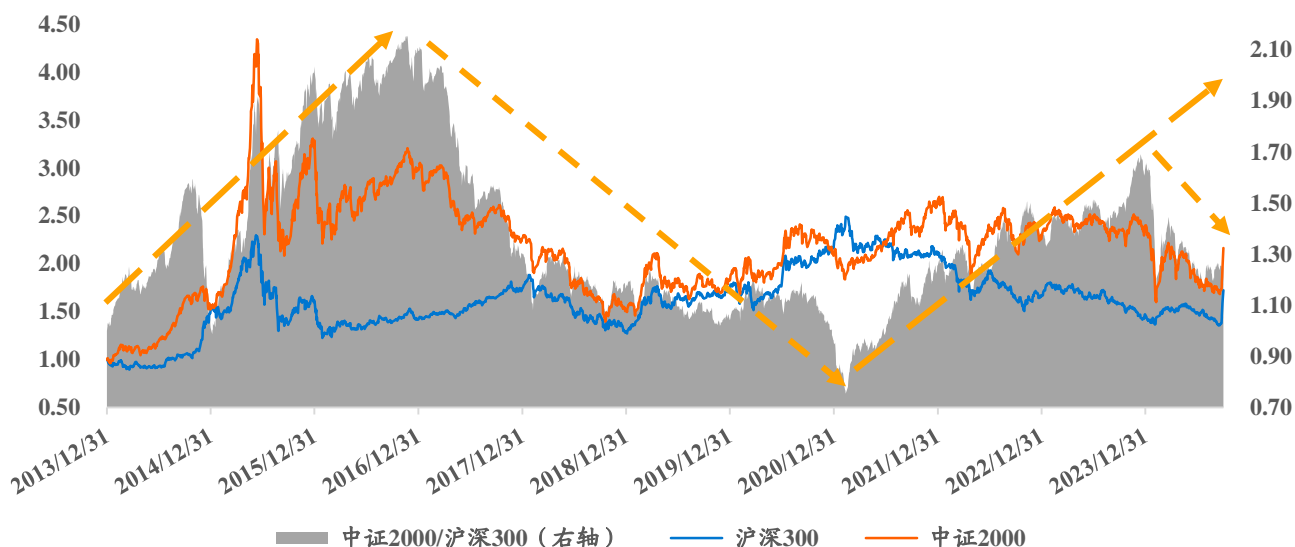


数据来源：Wind，国泰君安证券研究（注：风格指数分别为沪深 300、中证 2000、申万高市盈率指数、申万低市盈率指数）

### 1.2. 大小盘风格历史复盘

目前市场上的大盘指数主要有沪深 300、上证 50、申万大盘指数等，小盘指数主要有中证 2000、中证 1000、申万小盘指数等。充分考虑到对大小盘刻画的准确性和策略的可落地性，本文使用沪深 300 和中证 2000 作为代表指数。下面对大小盘风格走势进行历史复盘，从中长期看（几年维度），大致可以分为四个阶段：

图2: 大小盘风格走势历史复盘



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

**阶段一: 2014 年-2016 年底, 小盘风格占优。**2014 年初在宏观经济整体降速、货币流动性宽松、科技创新迭代升级的大背景下, 以 TMT 为代表的主题投资盛行; 2014 年 5 月国务院发布国九条, 鼓励资本市场并购重组, 小盘风格持续占优。期间, 2014 年 12 月大盘短暂大幅占优。2015 年上半年的大牛市期间, 杠杆资金规模快速膨胀, 进一步抬升了小盘风格的相对优势。2016 年工信部印发《关于促进中小企业发展规划》, 提出重点培育“专精特新”中小企业, 小盘风格继续占优。

**2014 年 12 月大盘短暂大幅占优。**2014 年 11 月 21 日央行突然降息, 标志货币政策转向, 直接带动 2014 年底股市行情; 此后一个多月非银金融指数大涨 90%、银行指数大涨 50%, 同期中证 2000 指数涨幅基本为 0, 大盘风格短期大幅占优。

**阶段二: 2017 年 5 月-2021 年 2 月, 大盘风格占优。**2017 年初受金融去杠杆、并购重组监管加强、小盘股成本结构恶化等多重因素影响, 小盘风格开始表现不佳; 随着北向资金持续流入等因素影响, 大盘风格开始占优。2018 年受贸易摩擦影响, 大盘股补跌, 小盘股跌无可跌, 小盘股超额收益回撤出现一定修复。但 2019 年以后, 大盘风格行情继续演绎, 直到 2021 年春节后大盘股见顶回落, 市场风格悄然切换。这一轮大盘风格占优的大背景是 A 股纳入 MSCI、以北向资金、公募基金为代表的机构资金话语权逐渐增大, 持续抱团白马蓝筹股, 出现了一波以上证 50、沪深 300、创业板指等指数成分股为代表的结构化牛市行情, 在此期间小盘股被完全抛弃。

**阶段三: 2021 年 5 月-2023 年底: 小盘风格占优;**2021 年春节后白马股抱团行情瓦解, 风格发生切换, 小盘重新崛起。在宏观经济进入高质量发展的转型阶段, 小盘风格受益于科技创新政策扶持, 阶段持续占优。随着北向资金持续流出, 公募基金发行数量显著回落, 偏好大盘股的资金力量逐渐减弱, 进一步推动了大小盘风格分化, 在这期间微盘股获得了远超市场的超额收益。

**阶段三 or 新阶段四: 2024 年上半年: 大盘相对占优:**2024 年 1 月受市场回调过程中情绪下行、衍生产品敲入导致基差扩大、DMA 策略降仓位、量化产品的调仓等多重因素影响, 小微盘风格开始大幅回撤, 押注小市值风格的产品收益回撤较大, 部分私募自营资金亏损较多。春节后由于市场风险偏好进一步降低, 在 4-6 月份大盘风格相对占优; 下半年以来大小盘风格分化



不明显。

### 1.3. 大小盘轮动具有明显月度效应

大小盘风格具有明显的月度效应。其背后原因尚待研究，这里仅做统计学分析供投资者参考。根据2014年以来的历史数据，在2、3、5、8月，小盘风格明显超过大盘；1、4、12月，大盘风格明显超过小盘。

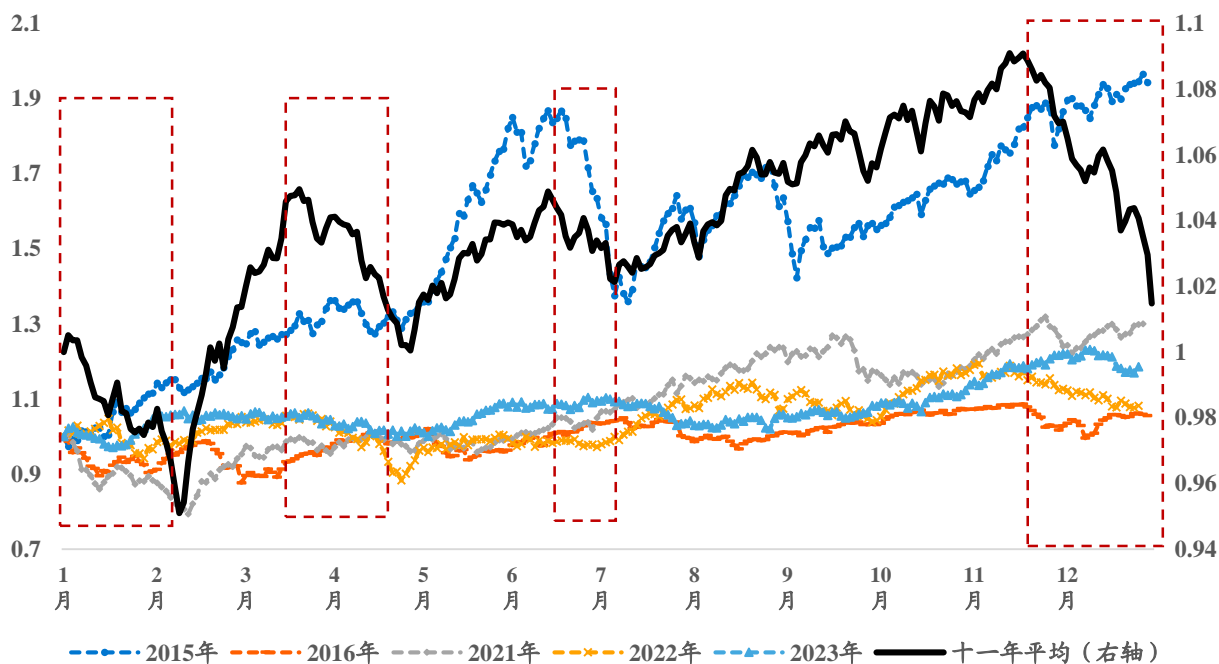
表1: 大小盘风格具有明显的月度效应

小盘/大盘超额收益	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年度平均
2014年	10.43%	6.58%	-2.06%	-0.34%	4.44%	5.85%	-1.81%	8.38%	14.51%	0.03%	-7.19%	-38.11%	0.07%
2015年	12.15%	4.67%	13.28%	2.73%	33.36%	-5.39%	-3.84%	0.34%	-1.88%	9.18%	12.11%	3.32%	6.71%
2016年	-7.75%	0.62%	6.89%	2.78%	-3.80%	7.33%	-3.96%	1.40%	2.40%	2.42%	-2.97%	2.28%	0.64%
2017年	-6.25%	1.82%	-2.79%	-1.80%	-9.93%	-2.80%	-3.78%	1.09%	1.46%	-7.10%	-7.54%	-2.59%	-3.85%
2018年	-10.65%	0.81%	8.00%	-0.73%	-1.70%	-3.05%	-1.19%	-2.56%	-4.37%	-0.82%	4.44%	0.95%	-0.90%
2019年	-9.46%	7.44%	5.15%	-3.99%	3.10%	-5.78%	-2.65%	-0.30%	1.21%	-2.26%	-1.78%	1.16%	-0.79%
2020年	3.98%	3.21%	2.00%	-4.53%	3.33%	-0.77%	1.13%	0.78%	-2.72%	-1.50%	-5.42%	-0.43%	-0.83%
2021年	-11.66%	3.16%	6.88%	-1.09%	2.42%	5.40%	11.24%	6.32%	-4.88%	-2.75%	14.33%	-0.64%	2.46%
2022年	-2.81%	5.11%	2.11%	-1.44%	9.83%	-1.41%	11.76%	-2.50%	-2.68%	11.90%	-2.48%	-3.36%	0.90%
2023年	0.80%	5.38%	-1.61%	-2.82%	6.23%	1.67%	-6.57%	2.29%	2.22%	2.13%	7.14%	-0.35%	1.45%
2024年	-14.68%	-3.38%	5.10%	-4.82%	-1.52%	-5.85%	0.40%	-0.27%	1.53%				-2.55%
小盘/大盘年均超额	-3.26%	3.25%	4.07%	-3.28%	4.24%	-0.46%	0.07%	1.34%	0.49%	1.15%	1.10%	-4.88%	
小盘/大盘月度胜率	36%	91%	73%	18%	64%	36%	36%	64%	55%	50%	40%	40%	

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

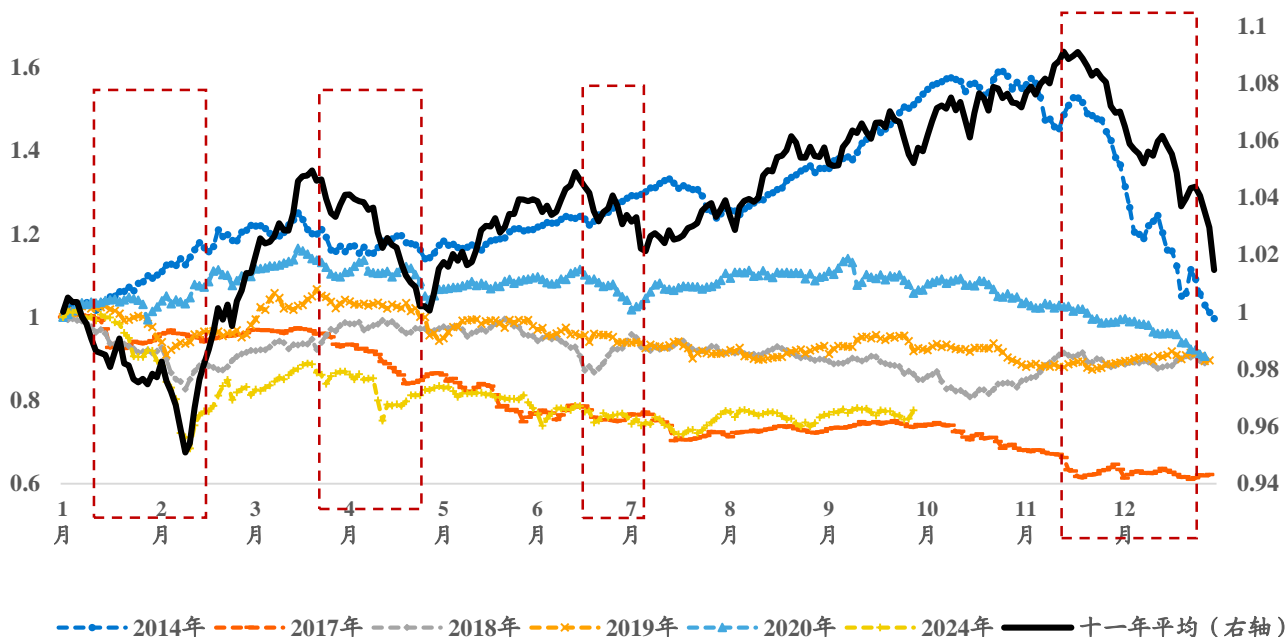
将各年度小盘/大盘超额收益进行简单平均，从而计算出平均净值曲线，以直观展现年内风格占优情况。从平均净值曲线可以看到，从年初开始，1月份明显大盘风格占优，到2月初开始小盘风格触底反弹。3月中旬，大小盘再次转向，大盘风格占优约1个半月。从5月到11月，总体而言小盘相对更强，期间在6月大盘阶段性胜过小盘。直到年末，大盘再次胜出，12月明显强于小盘。后续在对大小盘风格进行研判预测时，我们也会参考月度效应；不过由于这完全是对历史样本的统计分析，因此在构建量化模型时不纳入考虑范围，仅在样本外跟踪时参考。

图3: 2015、2016、2021、2022、2023 年小盘强于大盘



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图4: 2014、2017、2018、2019、2020、2024年（至今）大盘强于小盘



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

由于大小盘表现并不是完全对立的关系，我们亦统计了小盘/中证全指与大盘/中证全指的月度收益，可供参考。

表2: 小盘/中证全指超额收益逐月统计

小盘/中证全指超额收益	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年度平均
2014年	6.26%	4.20%	-0.91%	0.90%	3.88%	3.81%	-0.69%	5.17%	10.86%	0.46%	-3.50%	-23.28%	0.60%
2015年	7.70%	2.82%	9.15%	2.67%	22.68%	-3.45%	-2.91%	1.47%	-1.44%	5.38%	8.33%	3.03%	4.82%
2016年	-3.09%	0.66%	3.99%	2.72%	-2.70%	4.23%	-2.42%	1.24%	2.07%	2.25%	-0.64%	1.40%	0.80%
2017年	-3.85%	0.88%	-1.83%	-1.28%	-3.29%	-2.20%	-2.90%	0.75%	0.73%	-3.86%	-4.62%	-1.67%	-2.40%
2018年	-6.11%	-0.36%	5.36%	-0.51%	-0.17%	-1.77%	-0.67%	-1.25%	-2.50%	0.24%	3.01%	0.66%	-0.37%
2019年	-5.77%	4.17%	3.34%	-1.48%	2.52%	-3.31%	-1.70%	-0.52%	0.90%	-1.31%	-1.68%	0.66%	-0.51%
2020年	1.96%	1.53%	2.03%	-1.72%	1.87%	-1.06%	1.01%	1.22%	-1.39%	-0.15%	-3.77%	2.51%	-0.67%
2021年	-8.85%	3.24%	4.86%	-1.63%	1.70%	2.96%	7.22%	3.70%	-2.99%	-2.17%	10.24%	0.27%	1.54%
2022年	-0.98%	2.55%	2.54%	8.83%	6.27%	-0.95%	8.02%	-1.63%	-1.71%	7.05%	-0.62%	-2.79%	0.75%
2023年	0.59%	3.22%	-1.26%	-1.88%	4.74%	1.89%	-4.14%	1.88%	1.30%	1.56%	4.85%	0.01%	1.07%
2024年	-8.59%	-3.75%	4.31%	-3.93%	-0.69%	-3.37%	0.31%	0.35%	0.39%				-1.61%
小盘/中证全指月均超额	-1.85%	1.31%	2.88%	-2.09%	3.15%	-0.29%	0.10%	1.12%	0.54%	0.85%	1.16%	-2.92%	
小盘/中证全指月度胜率	36%	82%	73%	27%	64%	36%	36%	73%	55%	60%	40%	60%	

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表3: 大盘/中证全指超额收益逐月统计

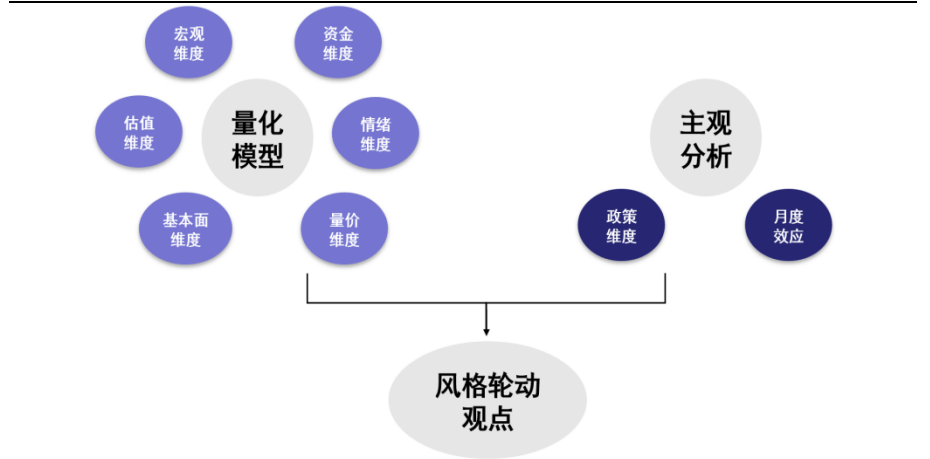
大盘/中证全指超额收益	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年度平均
2014年	3.22%	-1.78%	1.14%	1.24%	-1.16%	-1.85%	1.12%	2.92%	-4.07%	0.42%	3.69%	14.83%	0.54%
2015年	3.44%	-1.85%	1.13%	-0.06%	-10.69%	1.94%	0.93%	1.12%	-0.06%	3.80%	3.80%	-0.29%	-1.09%
2016年	4.67%	0.04%	2.80%	-0.06%	1.10%	3.09%	1.54%	-0.16%	-0.53%	-0.18%	2.33%	-0.88%	0.16%
2017年	2.70%	-0.93%	0.97%	2.52%	4.64%	0.60%	0.87%	-0.34%	-0.73%	3.25%	2.92%	0.92%	1.45%
2018年	4.54%	-1.17%	1.94%	0.23%	1.54%	1.29%	0.52%	1.41%	1.86%	1.05%	-1.63%	-0.29%	0.53%
2019年	3.99%	3.27%	2.51%	2.51%	-0.48%	2.47%	0.95%	-0.22%	-0.31%	0.96%	0.10%	-0.50%	0.28%
2020年	-1.01%	-1.68%	0.03%	0.81%	-1.45%	-0.29%	-0.11%	0.44%	1.33%	1.35%	1.65%	1.92%	0.16%
2021年	2.81%	-0.32%	2.13%	-0.55%	-0.72%	2.44%	3.02%	2.82%	1.89%	0.58%	2.20%	0.91%	-0.92%
2022年	1.82%	-2.36%	-0.27%	2.61%	3.61%	0.46%	3.73%	0.86%	0.97%	3.94%	1.86%	1.57%	-0.15%
2023年	-0.11%	-2.16%	0.35%	0.94%	-2.04%	0.22%	2.42%	-0.41%	-0.92%	-0.87%	-2.29%	0.35%	-0.38%
2024年	6.09%	-0.37%	-0.79%	0.89%	0.83%	2.48%	-0.09%	0.62%	-1.14%				0.95%
大盘/中证全指月均超额	1.41%	-1.44%	-1.19%	1.19%	-1.10%	0.16%	0.04%	-0.22%	-0.16%	-0.22%	0.06%	1.95%	
大盘/中证全指月度胜率	64%	9%	36%	73%	36%	64%	64%	45%	36%	60%	60%	60%	

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

## 2. 大小盘轮动策略介绍

本章首先从宏观、估值、基本面、资金、情绪、量价 6 维度出发构建量化模型，测试并选取在历史上有效的因子。对于风格轮动研究，量化模型无法完全刻画市场，因此我们希望将模型的打分结合主观分析进行调整。其中，量化模型能够进行历史回测从而检验其有效性，样本外再引入主观分析适当调整，最终生成每月更新的风格轮动观点。

图5：大小盘轮动策略示意：量化模型打分+主观分析调整



数据来源：国泰君安证券研究

表4：大小盘轮动策略使用的全部因子

	维度	因子	逻辑	计算方法	方向
量化模型	宏观维度	期限利差因子	从“价”的角度使用期限利差判断流动性，期限利差上行代表流动性宽松看好小盘，期限利差下行代表流动性收紧看好大盘。	10年期国债收益率-1年期国债收益率，使用长短均线判断因子上下行趋势	上行看好小盘，下行看好大盘
		货币活化因子	从“量”的角度使用M2同比判断货币供给，M1-M2剪刀差判断货币结构。货币供给提升且结构活化，或者供给下降且结构固化，则看好大盘（复苏、防御）；二者存在分歧则看好小盘（对流动性更敏感、题材属性）。	M2、M1-M2剪刀差，使用长短均线判断因子上下行趋势	分歧看好小盘，同向看好大盘
		信用利差因子	信用利差下行时，企业相对融资成本与融资难度有所下降，看好小盘；反之信用利差上行则看好大盘。	5年期AA级中短期票据收益率-5年期国债收益率，使用长短均线判断因子上下行趋势	下行看好小盘，上行看好大盘
	估值维度	大盘估值溢价因子	估值溢价可以判断大小盘配置性价比，在历史上具有均值回归特性。当估值溢价历史分位数达到高位/低位时则密切关注，转向则发出均值回归信号。	沪深300整体法PB估值-中证全指整体法PB估值	均值回归
		小盘估值溢价因子		中证2000整体法PB估值-中证全指整体法PB估值	
	基本面维度	分析师预期因子	基本面边际改善的风格未来有望占优。相比于财报数据，使用分析师预期的变化更具时效性。	将选股因子中多个分析师预期类因子合成复合因子，成分股加权到指数层面，计算月度变化作为因子值	大小盘二者因子值相比，越大越好
		大单资金因子	大单资金偏好流入的个股往往具有超额收益，尝试将选股策略中的大单资金因子纳入风格轮动研究。	根据高频数据计算个股的大单买入占比，成分股加权到指数层面，原始值与月度变化等权重合成新因子	大小盘二者因子值相比，越大越好
	资金维度	外资流入压力因子	外资偏好大盘风格，刻画外资流入的意愿变化，代替缺失的北向资金指标。	由中国主权CDS利差、美元兑人民币离岸汇率、中美利差等权重合成	上行看好小盘，下行看好大盘
		ETF份额因子	描述跟踪大小盘风格的ETF份额变化情况，判断被动资金流向的风格特征。	分别计算跟踪小盘和大盘的ETF份额滚动20日变化，相减得到二者之差作为因子值，使用长短均线判断因子上下行趋势	上行看好小盘，下行看好大盘
		龙虎榜因子	游资偏好小盘风格，从龙虎榜的角度来刻画游资活跃程度。	龙虎榜上榜股票的成交额占全市场之比，使用长短均线判断因子上下行趋势	上行看好小盘，下行看好大盘
		融资买入因子	杠杆资金呈现明显的滞后效应，融资买入占比快速提升可以看作对应风格的反向信号。	分别计算小盘指数和大盘指数的融资买入占比，相减得到二者之差作为因子值，使用长短均线判断因子上下行趋势	下行看好小盘，上行看好大盘
	情绪维度	换手率因子	使用换手率刻画市场情绪，情绪高涨时看好弹性更高的小盘风格。	全市场换手率	上行看好小盘，下行看好大盘
		创新高新低因子	使用创新高、创新低个股的成交额刻画市场情绪，情绪高涨时看好弹性更高的小盘风格。	全市场创3月新高个股成交额占比-创3月新低个股成交额占比	上行看好小盘，下行看好大盘
		上行趋势因子	使用处于上行趋势的个股占比刻画市场情绪，情绪高涨时看好弹性更高的小盘风格。	全市场位于月度均线上方个股占比	上行看好小盘，下行看好大盘
		超买超卖因子	使用个股超买超卖状态刻画市场情绪，情绪高涨时看好弹性更高的小盘风格。	全市场处于超买状态个股占比-处于超卖状态个股占比之差	上行看好小盘，下行看好大盘
	量价维度	动量因子	风格具有明显的中长期动量效应，过去相对占优的风格往往在未来一段时间保持优势。	小盘/大盘相对净值的中长期均线交叉	上行看好小盘，下行看好大盘
		拥挤度因子	单独的动量因子容易在风格切换期遭遇大幅回撤，因此引入拥挤度因子规避短期风险。	小盘与大盘相对波动，结合短周期均线确认拐点	发出信号则规避相应风格
主观分析	政策维度	经济政策与技术变革	经济政策展望中的新兴产业发展策略利好小盘风格，而供给侧结构性改革、基础设施投资等旨在稳增长的政策则更利好大盘风格。此外，技术变革与外部摩擦也可能带动板块主题性行情，从而带动大小盘风格切换。		
		并购重组政策与IPO发行节奏	并购重组活跃、IPO发行节奏放缓利好小盘风格。		
	月度效应	月度效应	历史统计，2、3、5、8月小盘风格占优，1、4、12月大盘占优风格。		

数据来源：国泰君安证券研究

## 2.1. 量化模型：宏观维度

从宏观维度研究资产配置，最先想到的自然是美林时钟模型中的增长和通胀两因子。然而，美林时钟模型更加适用于股、债、商的大类资产配置，与大小盘之间很难确认逻辑关系。例如，增长下行到底是利好盈利确定性较高更加抗跌的大盘风格，还是利好受益于主题性博弈行情的小盘风格，难以从基本面分析中的分子分母端推导得到明确的对应关系。从量化的统计学角度来看，我们也对美林时钟的增长、通胀因子进行了历史回测，对大小盘轮动确实缺少指示作用。

相比而言，货币、信用两因子的逻辑更加适用于大小盘轮动。宽货币阶段，小盘股对流动性宽松更加敏感，从而小盘风格相对占优；反之紧货币阶段大盘风格相对占优。宽信用阶段，中小上市公司更加受益于较低的融资成本，从而小盘风格相对占优；反之紧信用阶段大盘风格相对占优。

### 2.1.1. 宏观维度复合测试

宏观维度的细分因子包括期限利差因子、货币活化因子和信用利差因子，将信号等权合成宏观维度复合信号，进行回测。月频调仓，若月末信号看多大盘风格，则下月配置大盘指数；若月末信号看多小盘风格，则下月配置小盘指数；若月末为中性信号，则大小盘指数等权配置。以大小盘等权组合作为基准，回测区间为 2013/12/31-2024/09/30。

宏观维度复合信号月度胜率 65.12%，超额年化收益 14.59%，在历史上指导大小盘轮动效果较好，不过在近两年表现一般，出现一定回撤。下面对宏观维度各个因子进行详细测试和分析。

图6：宏观维度复合历史回测



数据来源：Wind，国泰君安证券研究，数据区间：2013/12/31-2024/09/30

### 2.1.2. 期限利差因子

首先从“价”，即利率的角度刻画流动性。相比于直接采用利率债收益率和Shibor等利率，更好的刻画方式是期限利差因子，即使用长久期利率减去短久期利率得到的差值。这么做的目的，是因为长久期利率更多体现了投资者对未来经济的预期，不同久期相减来剔除其他因素从而更好地刻画货币流动性水平。下面使用10年期与1年期的国开债收益率计算期限利差因子，其与大小盘相关关系如图所示。一般而言，当期限利差走阔时，流动性处于宽松阶段，小盘风格占优；当期限利差收窄时，流动性处于收紧阶段，大盘



风格占优。

图7：期限利差因子走势



数据来源：Wind，国泰君安证券研究，数据区间：2013/12/31-2024/09/30

对期限利差因子进行历史回测。使用长短均线来捕捉因子趋势信号，当短均线上穿长均线时，意味着期限利差因子趋势上行，流动性阶段宽松，发出小盘信号；当短均线下穿长均线时，意味着期限利差因子趋势下行，流动性阶段收紧，发出大盘信号。均线参数分别选取5日和250日，以大小盘等权组合作为基准，回测区间为2013/12/31-2024/09/30。期限利差因子信号月度胜率58.91%，超额年化收益13.16%，对指导大小盘轮动具有一定的效果。

期限利差因子指导大小盘轮动失效的区间可以分为两段，一段是2023年下半年，宏观流动性偏紧，而小盘风格却占优，即二者之间对应逻辑的失效。这一段时期，市场的关键词是“哑铃型策略”，在弱现实、弱预期的背景下，通过高股息的安全资产打底+小微盘题材股博取弹性成为投资者广泛采取的策略，红利和小微盘并存而非对立。收益方面，微盘股>中证红利>中证2000>中证全指>沪深300（2023年7-12月）。另一段是2024年开始，期限利差走阔，流动性逐渐宽松，但由于市场风险偏好过低，资金主要在债市打转并未进入股市，导致流动性对小盘风格的传导失效。

图8：期限利差因子历史回测

	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
期限利差因子	21.43%	24.79%	-52.00%	0.86	0.41	58.91%
基准	7.31%	22.76%	-56.59%	0.32	0.13	
超额	13.16%	10.03%	-16.22%	1.31	0.81	



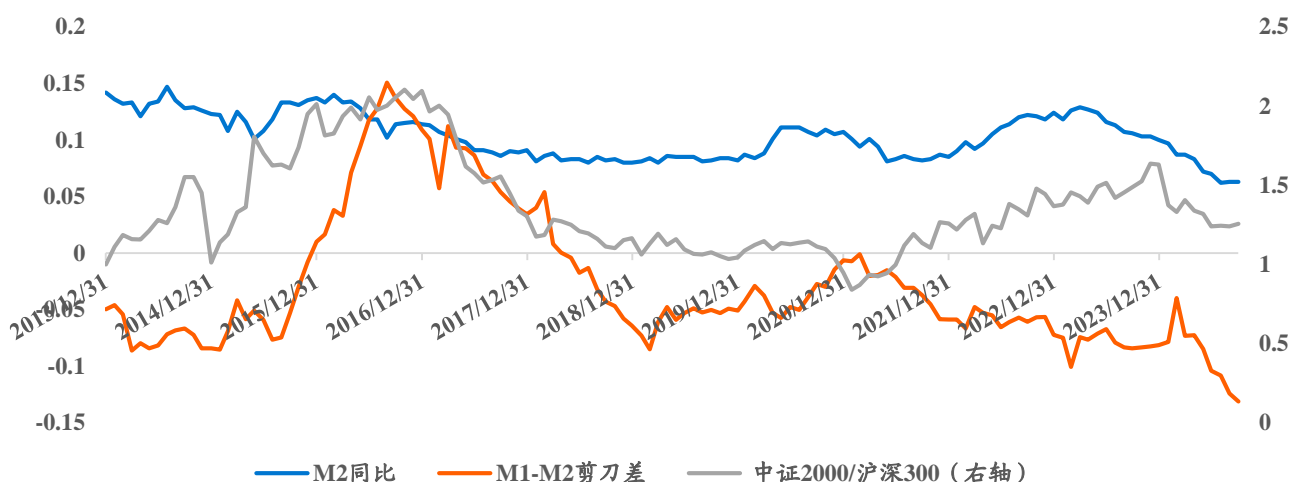
数据来源：Wind，国泰君安证券研究，数据区间：2013/12/31-2024/09/30

### 2.1.3. 货币活化因子

下面从“量”的角度刻画货币供给和结构。将 M1-M2 剪刀差与 M2 的走势进行综合判断，分为以下四种情况。

- M2 同比上行，M1-M2 剪刀差上行：货币供给边际提升，同时货币结构边际活化，此时宜持有受益于经济复苏的大盘。
- M2 同比上行，M1-M2 剪刀差下行：货币供给边际提升，货币结构边际固化。货币供给与经济预期存在分歧，此时宜持有对流动性更敏感的小盘。
- M2 同比增速下行，M1-M2 剪刀差上行：货币供给边际下降，货币结构边际活化。货币供给与经济预期存在分歧，此时宜持有具备题材属性的小盘；
- M2 同比增速下行，M1-M2 剪刀差下行：货币供给边际下降，货币结构边际固化，此时宜持有具备防御属性的大盘。

图9：货币活化因子走势

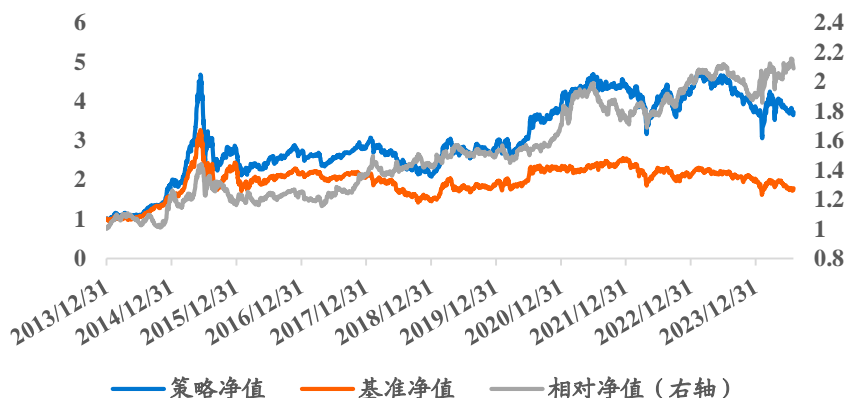


数据来源：Wind，国泰君安证券研究，数据区间：2013/12/31-2024/09/30

对货币活化因子进行历史回测。同样使用长短均线来捕捉趋势信号。由于 M1、M2 为月频指标，因此均线参数分别选取为原始值和 12 月均线。以大小盘等权组合作为基准，回测区间为 2013/12/31-2024/09/30。货币活化因子信号月度胜率 57.36%，超额年化收益 7.24%，对指导大小盘轮动具有一定的效果。可以发现货币活化因子失效的区间也是 2023 年下半年，原因与上文中对期限利差因子失效的分析一致。

图10：货币活化因子历史回测

	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
货币活化因子	15.08%	24.81%	-55.62%	60.78%	27.11%	57.36%
基准	7.31%	22.76%	-56.59%	32.12%	12.92%	
超额	7.24%	10.13%	-19.75%	71.43%	36.64%	

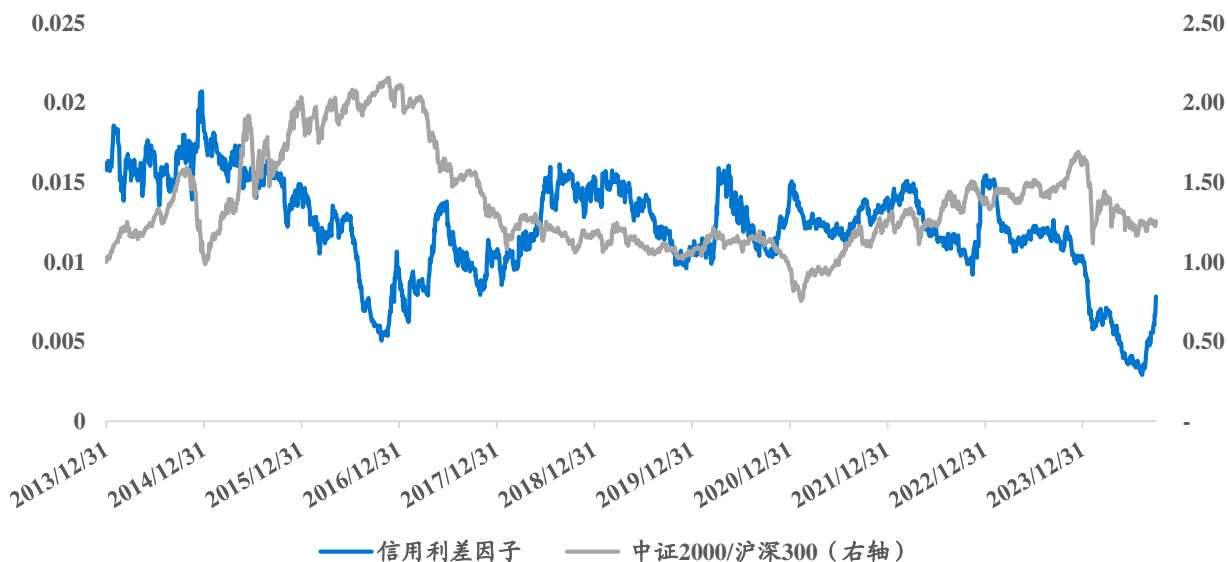


数据来源：Wind，国泰君安证券研究，数据区间：2013/12/31-2024/09/30

#### 2.1.4. 信用利差因子

由于小盘股所对应的中小上市公司往往对外部融资依赖度较高，因此对融资成本也更为敏感。使用信用利差，即企业融资利率相对无风险利率的差。来刻画中小企业的融资成本变化。此处对信用利差定义为 5 年期 AA 级中短期票据收益率-5 年期国开债收益率，其与大小盘相关关系如图所示。在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，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。

图11: 信用利差因子走势



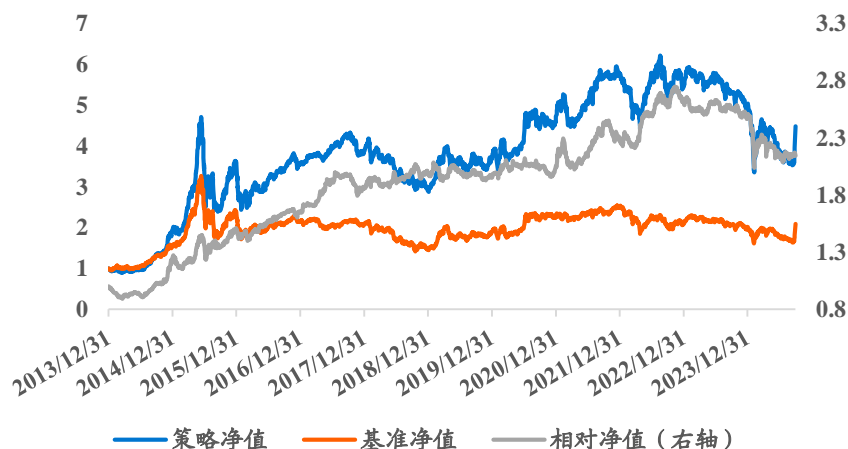
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

对信用利差因子进行历史回测。使用长短均线来捕捉因子的趋势性信号，当信用利差因子趋势下行，企业融资成本降低，发出小盘信号；当信用利差因子趋势上行，企业融资成本上升，发出大盘信号。均线参数分别选取 5 日和 250 日，以大小盘等权组合作为基准，回测区间为 2013/12/31-2024/09/30。期限利差因子信号月度胜率 60.47%，超额年化收益 7.56%，历史上对指导大小盘轮动具有一定的效果。

信用利差因子在 2023 年下半年以来持续回撤。可以观察到在 2023 年下半年后，信用利差快速收窄，但此时并未进入宽信用阶段，指标与实际感知发生一定背离。这期间由于债市资产荒和化债，投资机构大量买入高收益的信用债，阶段性的机构行为导致信用利差被快速抹平。

图12: 信用利差因子历史回测

	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
信用利差因子	15.43%	26.12%	-49.24%	0.59	0.31	60.47%
基准	7.31%	22.76%	-56.59%	0.32	0.13	
超额	7.56%	10.12%	-25.93%	0.75	0.29	

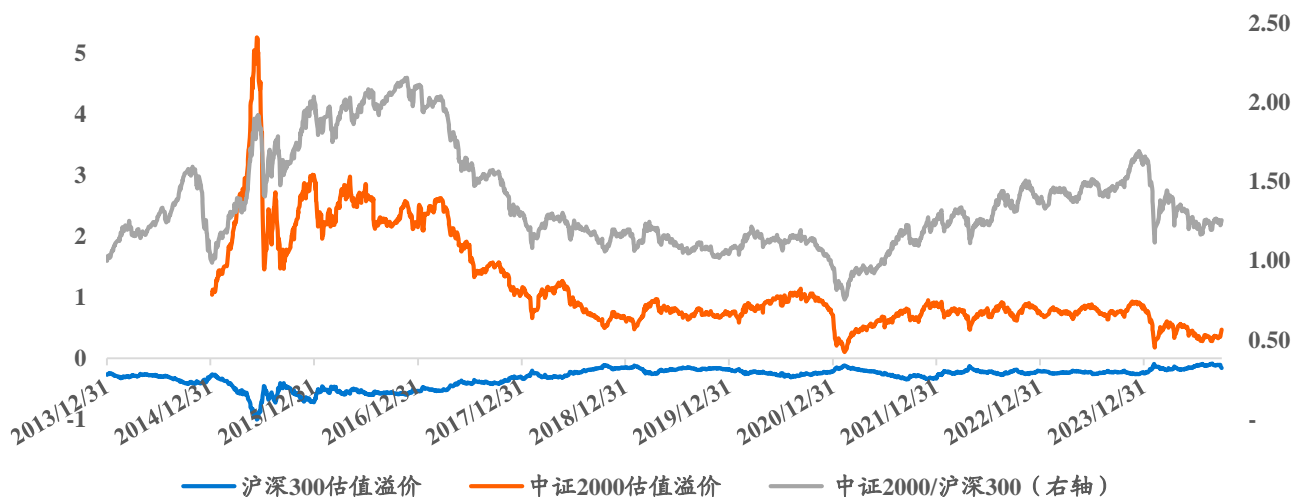


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

## 2.2. 量化模型: 估值维度

风格的估值可以辅助判断大小盘配置性价比, 在历史上具有均值回归特性。由于小盘股中有较多亏损企业, 不适用于 PE 估值, 因此使用 PB 估值。首先使用整体法计算沪深 300 和中证 2000 指数的 PB 估值, 再与中证全指 PB 相减即得到各自的估值溢价。估值溢价与指数走势的对应关系如下图所示, 当估值溢价进入高估阶段, 由于均值回归特性, 对应指数很容易下跌从而出现风格切换。

图13: 估值溢价因子走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

当估值溢价过高时, 可以认为对应风格进入了顶部区间, 此时若估值溢价从高位回落则应该进行低配; 当估值溢价过低时, 认为指数进入了底部区间, 此时若估值溢价从低位回升则应该进行高配。顶底参数分别设置为滚动 3 年的 80%分位数和 20%分位数, 当估值回到中位水平则调回标配。

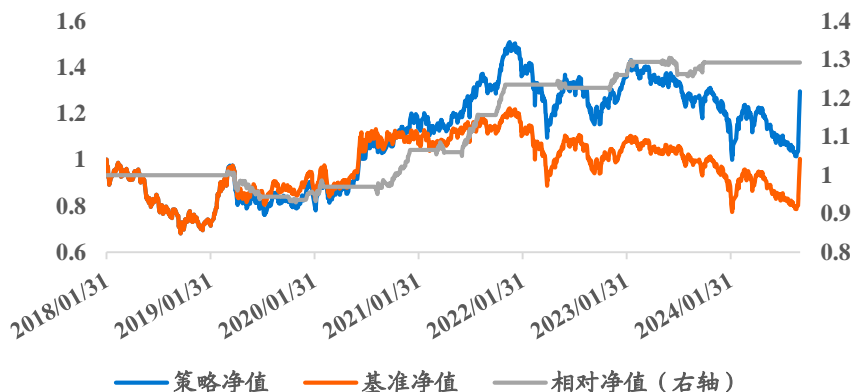
估值维度分别对大小盘产生信号, 再进行等权合成。以大小盘等权组合作为基准, 回测区间为 2018/01/31-2024/09/30。可以观察到信号触发的次数并不多, 但胜率较高达到 68.18%, 在估值溢价大幅偏离情况下对大小盘轮动具



有较好的指示作用。

图14：估值维度复合历史回测

	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
估值维度	4.08%	21.47%	-33.76%	0.19	0.12	68.18%
基准	0.04%	20.73%	-36.71%	0.00	0.00	
超额	4.04%	4.20%	-7.98%	0.96	0.51	

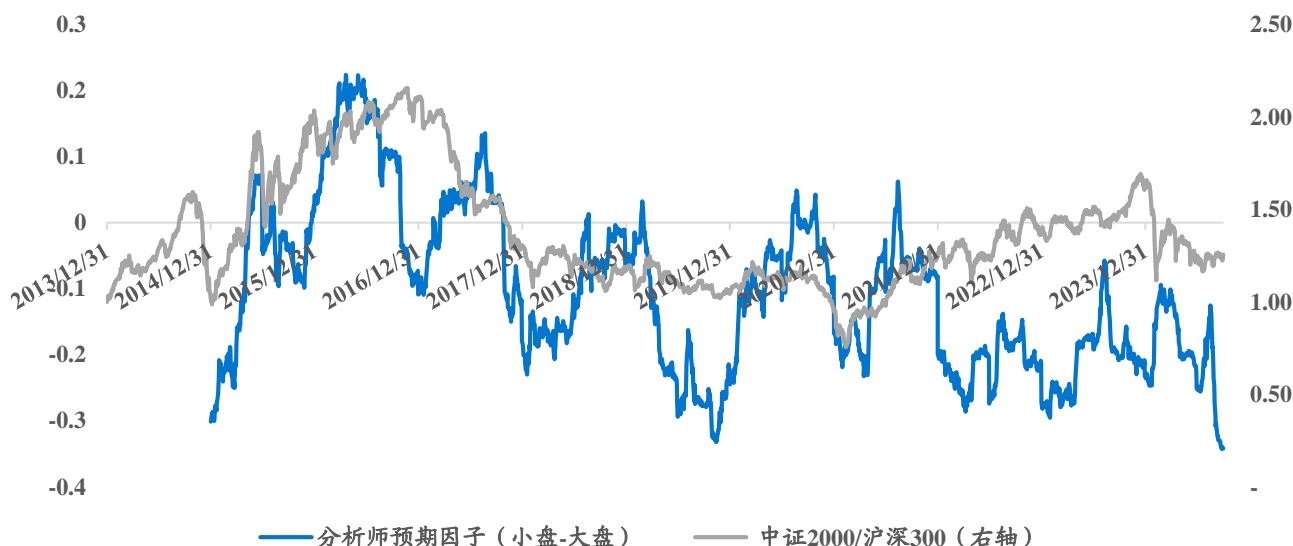


数据来源：Wind，国泰君安证券研究，数据区间：2018/01/31-2024/09/30

## 2.3. 量化模型：基本面维度

在进行风格研判时，基本面的变化亦非常重要。相比于财务报表，分析师预期的变化更具有指示作用。将国君金工选股因子库中的分析师预期因子进行成分股加权，得到大小盘各自的分析师预期因子值。将小盘指数分析师预期因子值减去大盘指数分析师预期因子值，展示如下图。可以观察到，根据分析师预期因子刻画的基本面变化对大小盘走势具有一定指示作用，二者之间具有比较明显的正相关性。

图15：分析师预期因子走势

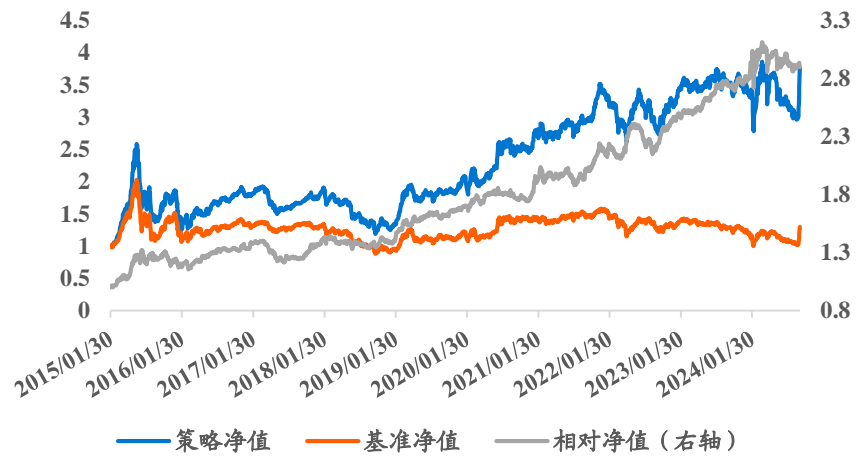


数据来源：Wind，国泰君安证券研究，数据区间：2013/12/31-2024/09/30

对基本面维度进行历史回测。使用月度边际变化来产生信号，每个月末分别计算大小盘指数分析师预期因子相比于上月末的边际变化，若大盘指数分析师预期边际增量更高，则发出大盘信号；反之若小盘指数分析师预期边际增量更高，则发出小盘信号。以大小盘等权组合作为基准，回测区间为2015/01/30-2024/09/30。基本面维度信号月度胜率达到了64.66%，超额年化收益11.99%，对指导大小盘轮动具有较好效果。

图16: 基本面维度历史回测

	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
基本面维度	15.14%	25.80%	-53.99%	0.59	0.28	64.66%
基准	2.82%	23.18%	-56.59%	0.12	0.05	
超额	11.99%	9.99%	-13.45%	1.20	0.89	



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2015/01/30-2024/09/30

## 2.4. 量化模型: 资金维度

资金是驱动大小盘轮动的直接原因, 通过对市场中各类重要资金分别进行跟踪, 观察他们对大小盘轮动的影响效应, 构造了多个细分因子, 并合成资金维度的复合信号。

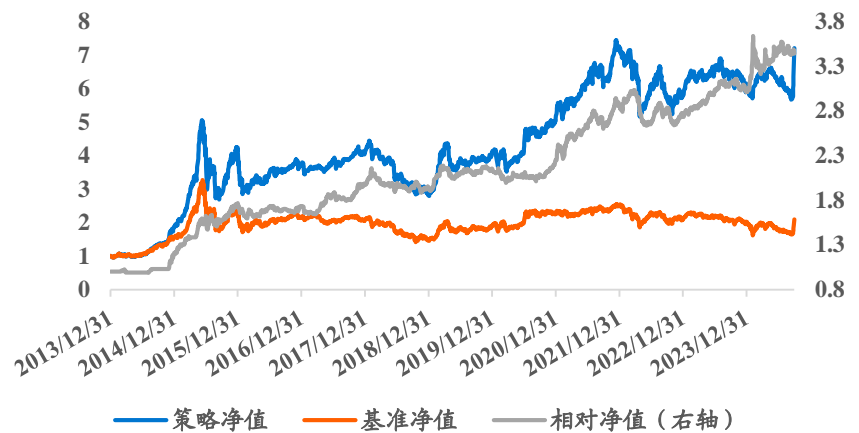
### 2.4.1. 资金维度复合测试

资金维度的细分因子包括大单资金因子、外资流入压力因子、ETF 份额因子、龙虎榜因子、融资买入因子, 将细分因子信号等权合成资金维度复合信号, 进行回测。若月末信号看多大盘风格, 则下月配置大盘指数; 若月末信号看多小盘风格, 则下月配置小盘指数; 若月末为中性信号, 则大小盘指数等权配置。以大小盘等权组合作为基准, 回测区间为 2013/12/31-2024/09/30。

资金维度复合信号月度胜率 62.18%, 超额年化收益 12.54%, 指导大小盘轮动效果较好。下面对资金维度各个因子进行详细测试和分析。

图17: 资金维度复合历史回测

	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
资金维度	20.77%	24.03%	-46.84%	0.86	0.44	62.18%
基准	7.31%	22.76%	-56.59%	0.32	0.13	
超额	12.54%	9.78%	-13.18%	1.28	0.95	

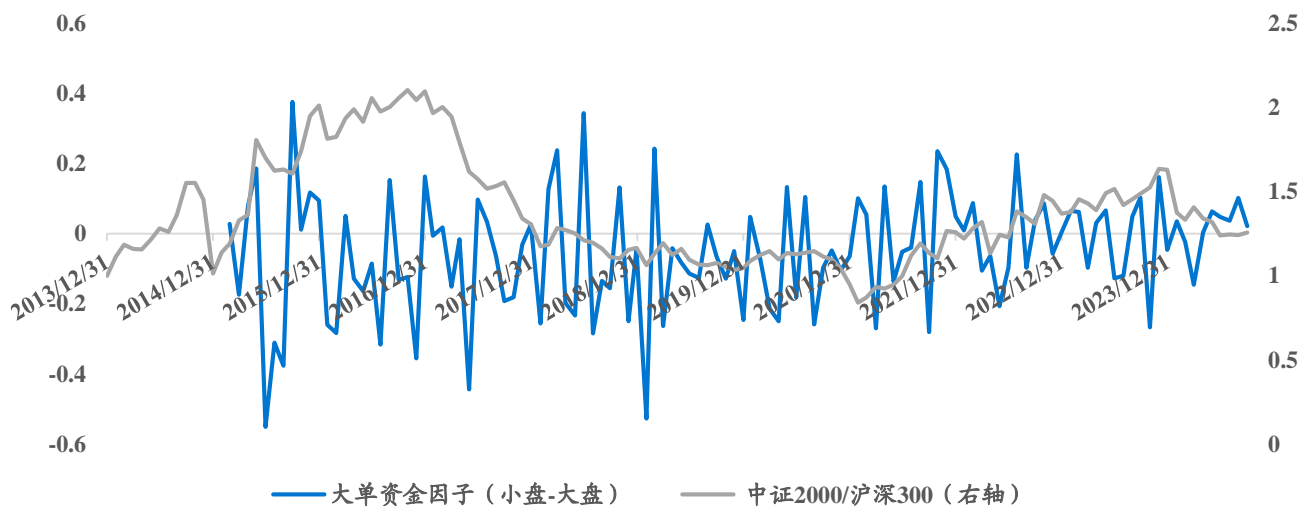


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

## 2.4.2. 大单资金因子

大单资金是市场风向的观察重点。首先将国君金工选股因子库中的大单资金买入占比进行成分股加权, 得到风格指数的大单资金买入占比。为综合考虑绝对数值和边际变化, 将大单资金买入占比与其月度变化等权相加, 得到新的大单资金因子。将小盘风格指数与大盘风格指数的大单资金因子相减展示如下图, 可以观察到对大小盘走势具有一定指示作用。

图18: 大单资金因子走势

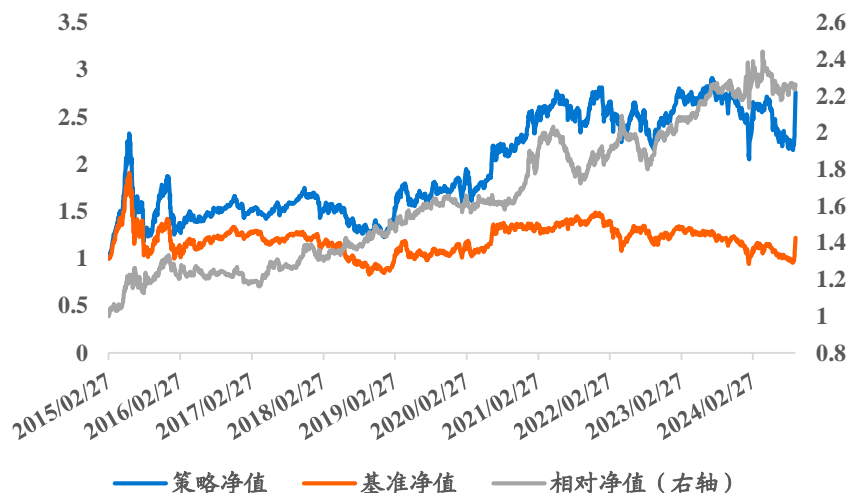


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

对大单资金因子进行回测。每月末对比大盘指数和小盘指数的大单资金因子, 若大盘指数的因子较高则发出大盘信号; 若小盘指数的因子较高则发出小盘信号。以大小盘等权组合作为基准, 回测区间为 2015/02/27-2024/09/30。大单资金因子信号月度胜率 59.13%, 超额年化收益 9.13%, 对指导大小盘轮动具有较稳定的效果。

图19: 大单资金因子历史回测

	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
大单资金因子	11.49%	24.97%	-49.17%	0.46	0.23	59.13%
基准	2.16%	23.21%	-56.59%	0.09	0.04	
超额	9.13%	10.01%	-15.23%	0.91	0.60	



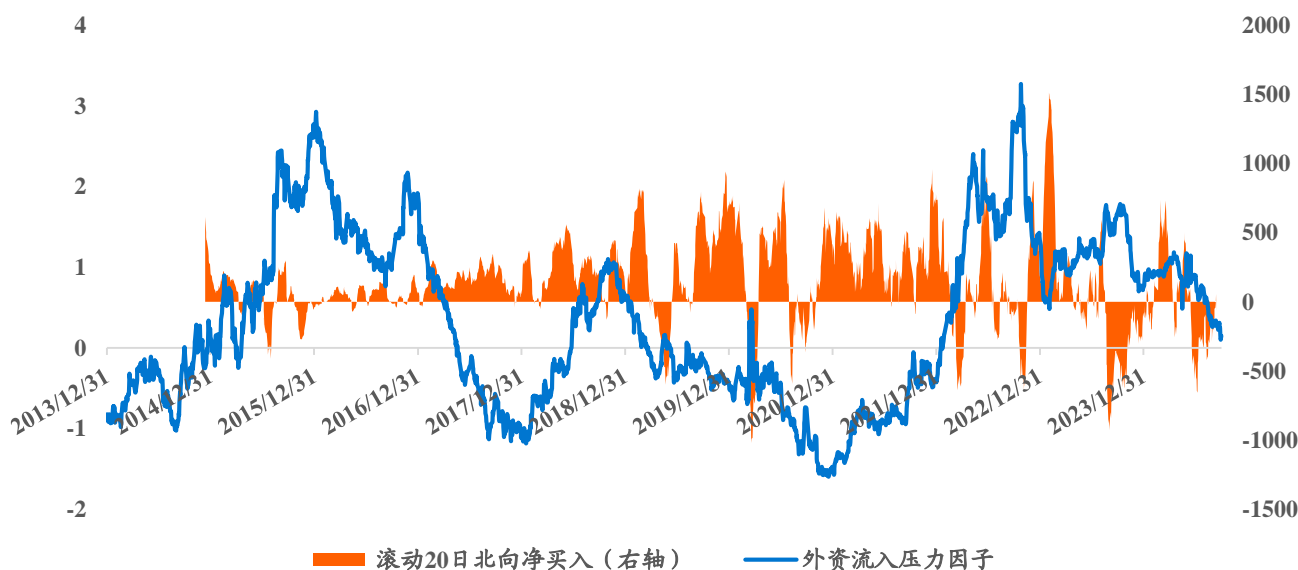
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2015/02/27-2024/09/30

### 2.4.3. 外资流入压力因子

由于沪深港通的标的选取标准和外资的价值投资偏好，**外资一直偏好大市值风格**。北向资金数据可以作为观察外资动向的窗口，但根据沪深交易所通知，以后北向资金数据将停止日频公布。因此，我们希望构造出对外资动向更具有领先性和可得性的指标。

使用**中国主权 CDS 利差、美元兑人民币离岸汇率和中美利差三个指标等权合成外资流入压力因子**。当指标走阔，意味着外资流入中国的压力增大，大部分情况下与北向资金净买入呈反向关系。

图20: 外资流入压力因子可以指征北向资金变化

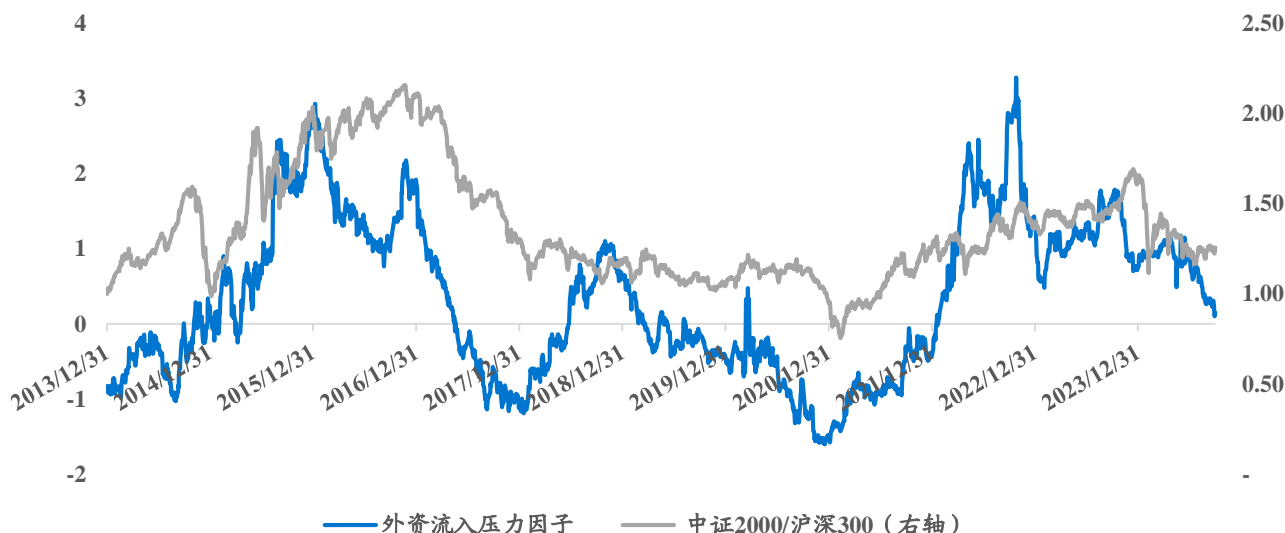


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

当外资流入压力因子走阔时，往往小盘股占优；反之当外资流入压力因子下行时，北向资金有动力进一步流入境内，往往大盘股占优。如下图所示，外资流入压力因子对大小盘轮动具有比较明显的指示作用。



图21: 外资流入压力因子走势

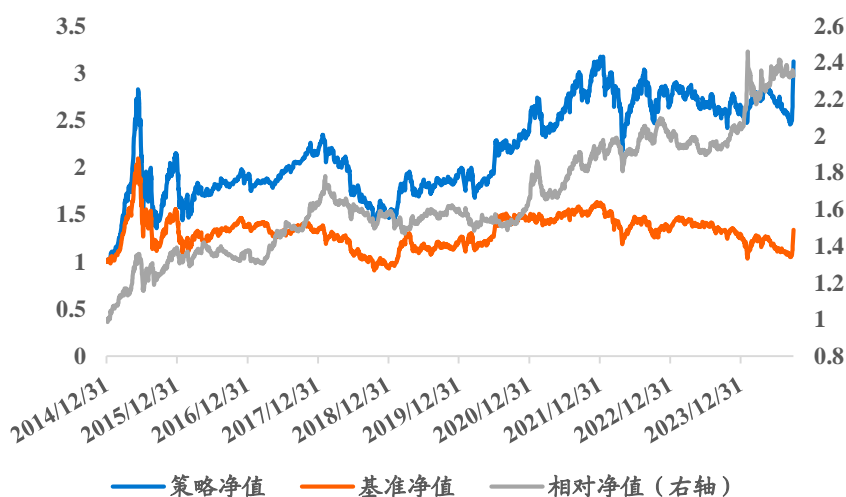


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

对外资流入压力因子进行历史回测。使用长短均线来捕捉因子的趋势性信号, 均线参数分别选取 5 日和 250 日。以大小盘等权组合作为基准, 由于沪深港通于 2014 年底开通, 因此该因子回测区间设置为 2014/12/31-2024/09/30。外资流入压力因子信号月度胜率 54.70%, 超额年化收益 9.32%, 对指导大小盘轮动具有一定的指示效果。

图22: 外资流入压力因子历史回测

	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
外资流入压力因子	12.76%	25.11%	-52.00%	0.51	0.25	54.70%
基准	3.14%	23.21%	-56.59%	0.14	0.06	
超额	9.32%	10.06%	-17.58%	0.93	0.53	

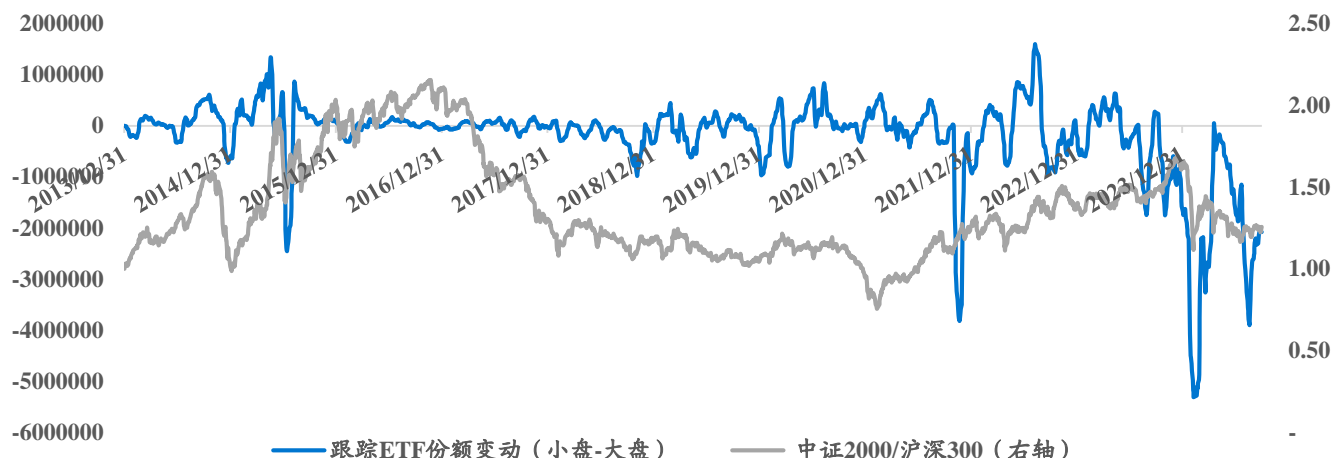


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2014/12/31-2024/09/30

#### 2.4.4. ETF 份额因子

随着投资者对被动式投资、工具化投资的认可度逐渐提升, ETF 基金成为市场资金的重要组成部分。我们希望通过 ETF 的份额变化来捕捉被动资金的风格特征。将追踪小盘风格的 ETF 份额变化与追踪大盘风格的 ETF 份额变化相减, 作为 ETF 份额因子, 展示如下图, 可以观察到对大小盘走势具有一定指示作用。

图23: ETF 份额因子走势

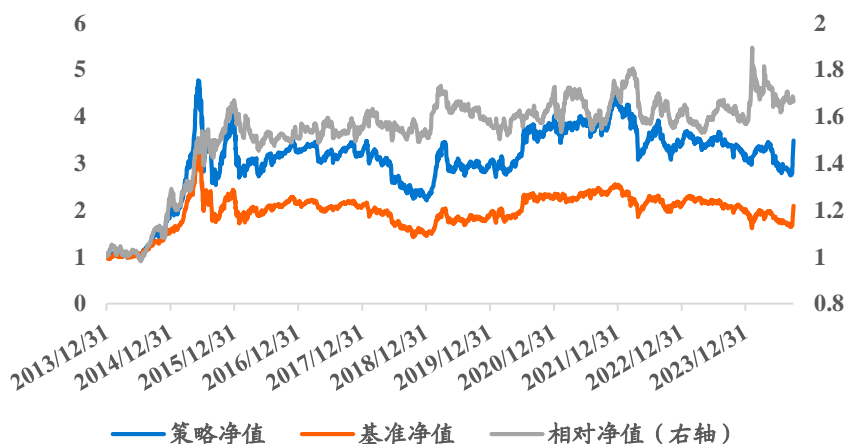


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

对 ETF 份额因子进行历史回测。当 ETF 份额因子趋势上行, 则发出小盘信号; 当 ETF 份额因子趋势下行, 则发出大盘信号。使用长短均线来捕捉因子的趋势性信号, 参数分别选取 5 日和 120 日, 以大小盘等权组合作为基准, 回测区间设置为 2013/12/31-2024/09/30。ETF 份额因子信号月度胜率 51.16%, 超额年化收益 4.99%, 对指导大小盘轮动效果一般, 不过仍不失为一个观测的视角。且随着被动资金重要性持续提升, 该因子有效性有机会逐渐提高。

图24: ETF 份额因子历史回测

	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
ETF份额因子	12.67%	25.04%	-53.76%	0.51	0.24	51.16%
基准	7.31%	22.76%	-56.59%	0.32	0.13	
超额	4.99%	10.12%	-15.22%	0.49	0.33	

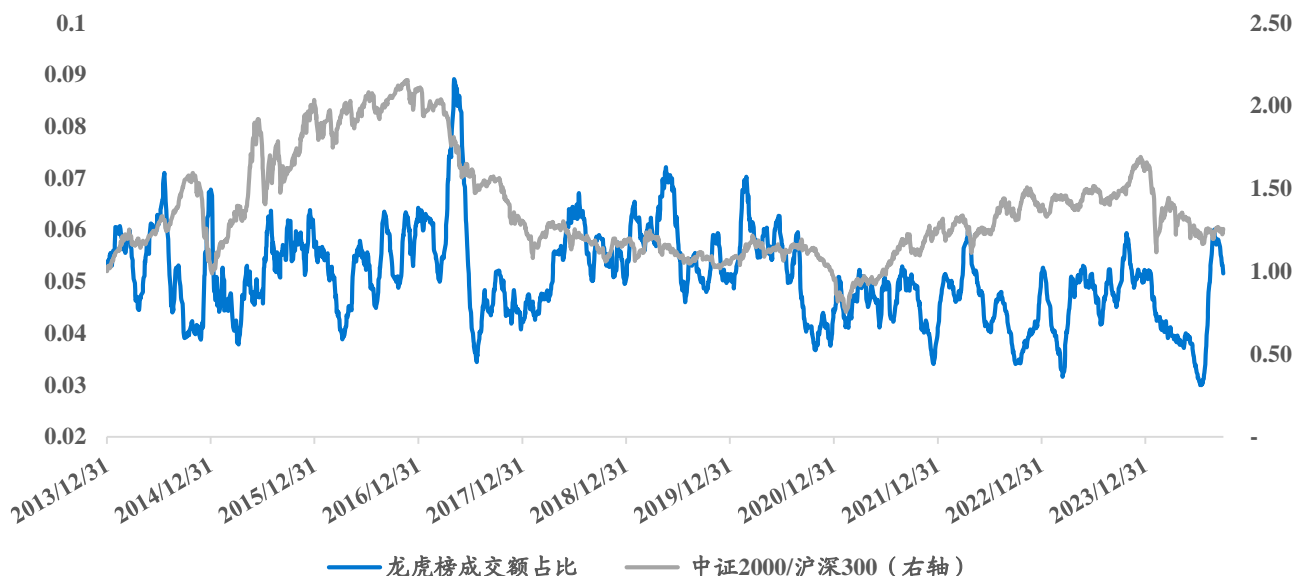


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

## 2.4.5. 龙虎榜因子

游资是股票市场的另一方重要参与者, 往往偏好于小盘风格。因此, 当游资成交活跃时, 往往小盘股风格阶段占优。从龙虎榜的角度刻画游资的活跃程度, 每日计算龙虎榜上榜股票的成交额占全市场的比例, 作为龙虎榜因子。当龙虎榜因子上行时, 意味着游资交易活跃, 小盘风格有望占优。

图25: 龙虎榜因子走势

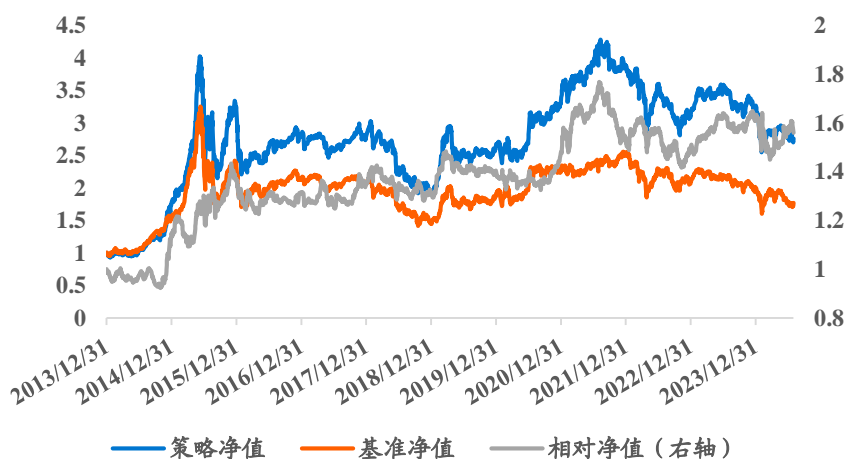


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

对龙虎榜因子进行历史回测。使用长短均线来捕捉因子的趋势性信号,当龙虎榜因子趋势上行,游资活跃度提升,发出小盘信号;当龙虎榜因子趋势下行,游资活跃度降低,发出大盘信号。均线参数分别选取 20 日和 120 日,以大小盘等权组合作为基准,回测区间为 2013/12/31-2024/09/30。龙虎榜因子信号月度胜率 54.33%,超额年化收益 4.41%,对指导大小盘轮动具有一定效果。

图26: 龙虎榜因子历史回测

	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
龙虎榜因子	10.36%	24.48%	-53.12%	0.42	0.19	54.33%
基准	5.69%	22.60%	-56.50%	0.25	0.10	
超额	4.41%	10.16%	-19.88%	0.43	0.22	

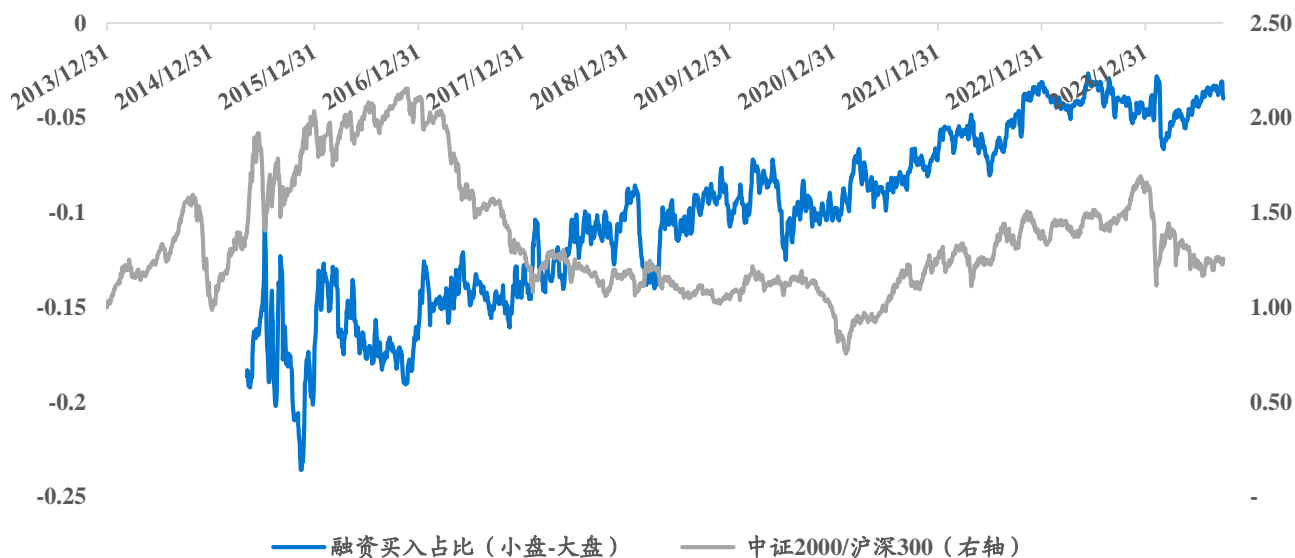


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

#### 2.4.6. 融资买入因子

融资买入数据代表了市场中杠杆资金的动向。一般来说,融资买入呈现明显的滞后效应,当市场进入阶段性顶部区间时,融资买入极为活跃,可以作为反向信号使用。分别计算大小盘各自的融资买入占比,将小盘融资买入占比减去大盘融资买入占比,展示如下图。可以观察到,融资买入占比对大小盘走势具有一定指示作用,二者之间具有比较明显的负相关性。

图27：融资买入因子走势

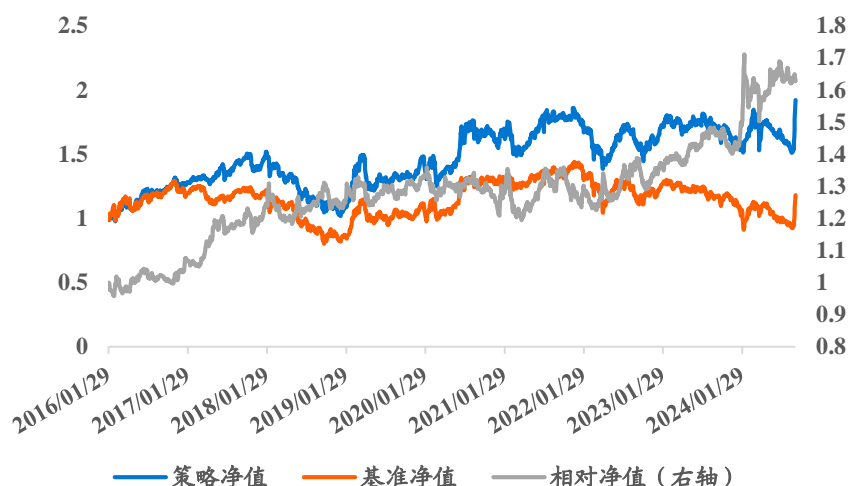


数据来源：Wind，国泰君安证券研究，数据区间：2013/12/31-2024/09/30

将小盘与大盘的融资买入占比之差作为融资买入因子，进行历史回测。使用长短均线来捕捉因子的趋势性信号，当融资买入因子趋势上行，小盘相对过热，发出大盘信号；当融资买入因子趋势下行，大盘相对过热，发出小盘信号。均线参数分别选取1日和60日，以大小盘等权组合作为基准，回测区间为2016/01/29-2024/09/30。融资买入因子信号月度胜率60.58%，超额年化收益5.95%，对指导大小盘轮动具有较好效果。

图28：融资买入因子历史回测

	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
融资买入因子	8.05%	20.15%	-32.98%	0.40	0.24	60.58%
基准	1.99%	19.79%	-37.89%	0.10	0.05	
超额	5.95%	9.20%	-12.18%	0.65	0.49	



数据来源：Wind，国泰君安证券研究，数据区间：2016/01/29-2024/09/30



## 2.5. 量化模型：情绪维度

小盘风格的弹性更高，在市场交投热情高涨的时候往往能收获超额收益；大盘风格更加抗跌，在市场较为冷淡的时候具备防御属性。通过多角度构造情绪维度的细分因子，对市场整体情绪进行跟踪，从而帮助进行大小盘轮动的判断。

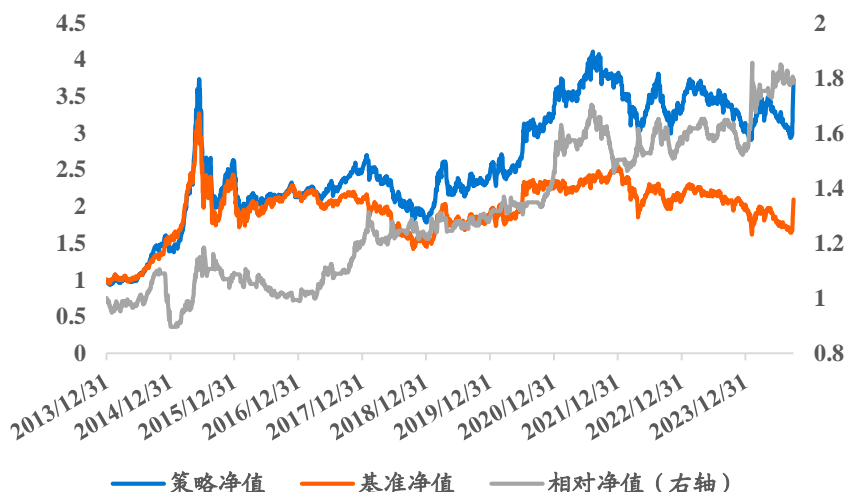
### 2.5.1. 情绪维度复合测试

情绪维度的细分因子包括换手率因子、创新高低因子、超买超卖因子、上行趋势因子，将细分因子信号等权合成情绪维度复合信号，进行回测。月频调仓，若月末信号看多大盘风格，则下月配置大盘指数；若月末信号看多小盘风格，则下月配置小盘指数；若月末为中性信号，则大小盘指数等权配置。以大小盘等权组合作为基准，回测区间为 2013/12/31-2024/09/30。

情绪维度复合信号月度胜率 59.46%，超额年化收益 5.67%，指导大小盘轮动效果较好。下面对情绪维度各个因子进行详细测试和分析。

图29：情绪维度复合历史回测

	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
情绪维度	13.40%	23.26%	-52.57%	0.58	0.25	59.46%
基准	7.31%	22.76%	-56.59%	0.32	0.13	
超额	5.67%	9.18%	-18.93%	0.62	0.30	

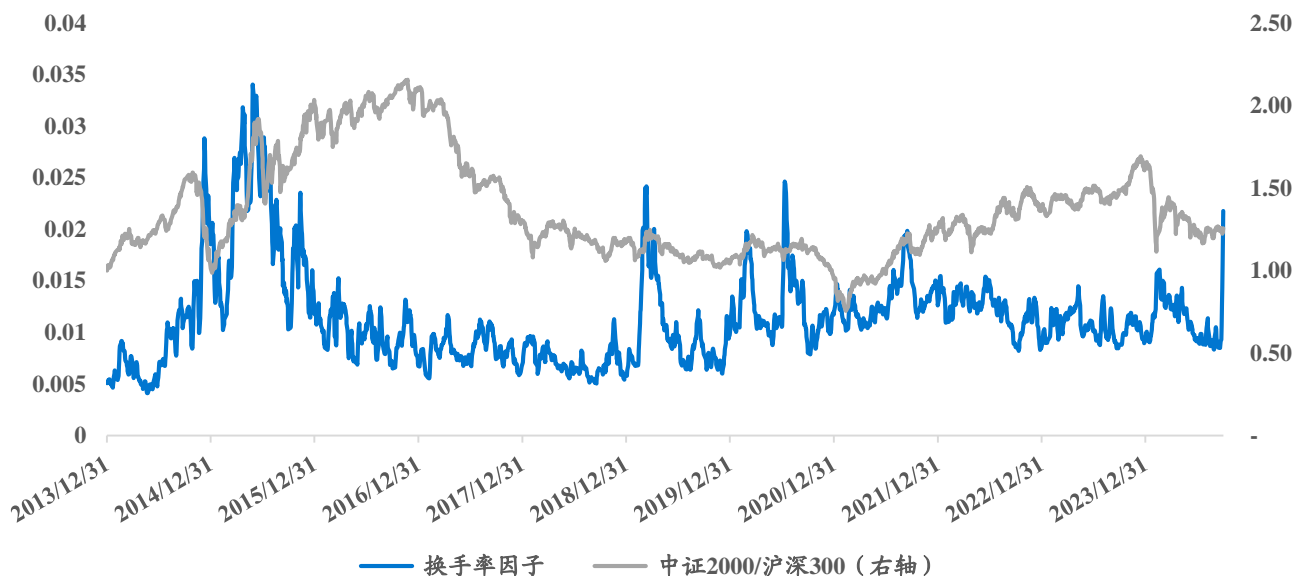


数据来源：Wind，国泰君安证券研究，数据区间：2013/12/31-2024/09/30

### 2.5.2. 换手率因子

首先从量的角度刻画市场情绪。成交活跃度是观测情绪最重要的变量，由于过去数年来市场整体体量在快速扩大，相比于成交量，换手率指标用来代表成交活跃度更加合理。如下图所示，为全市场换手率与大小盘的相关关系，可以发现一般在换手率明显上升时期，小盘风格更易占优。

图30: 换手率因子走势

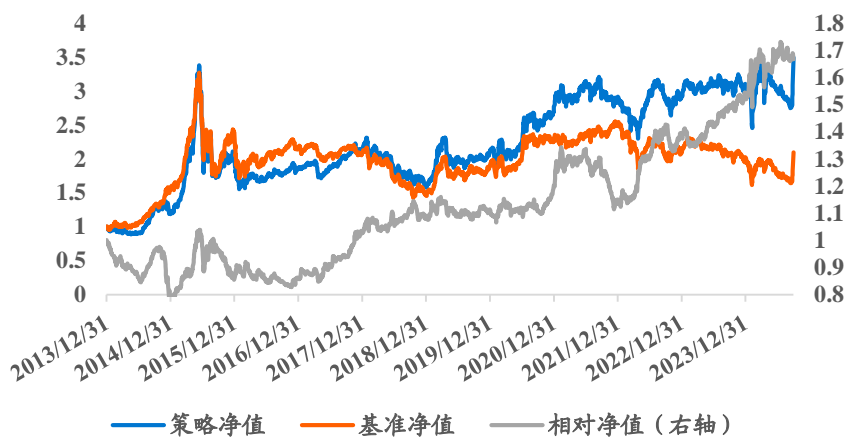


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

对换手率因子进行历史回测。使用长短均线来捕捉因子趋势信号, 当换手率因子趋势向上, 市场情绪上行, 发出小盘信号; 当换手率因子趋势向下, 市场情绪下行, 发出大盘信号。均线参数分别选取 5 日和 250 日, 以大小盘等权组合作为基准, 回测区间为 2013/12/31-2024/09/30。换手率因子信号月度胜率 61.24%, 超额年化收益 5.01%, 对指导大小盘轮动具有一定的效果。

图31: 换手率因子历史回测

	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
换手率因子	12.68%	24.29%	-54.04%	0.52	0.23	61.24%
基准	7.31%	22.76%	-56.59%	0.32	0.13	
超额	5.01%	10.20%	-24.47%	0.49	0.20	

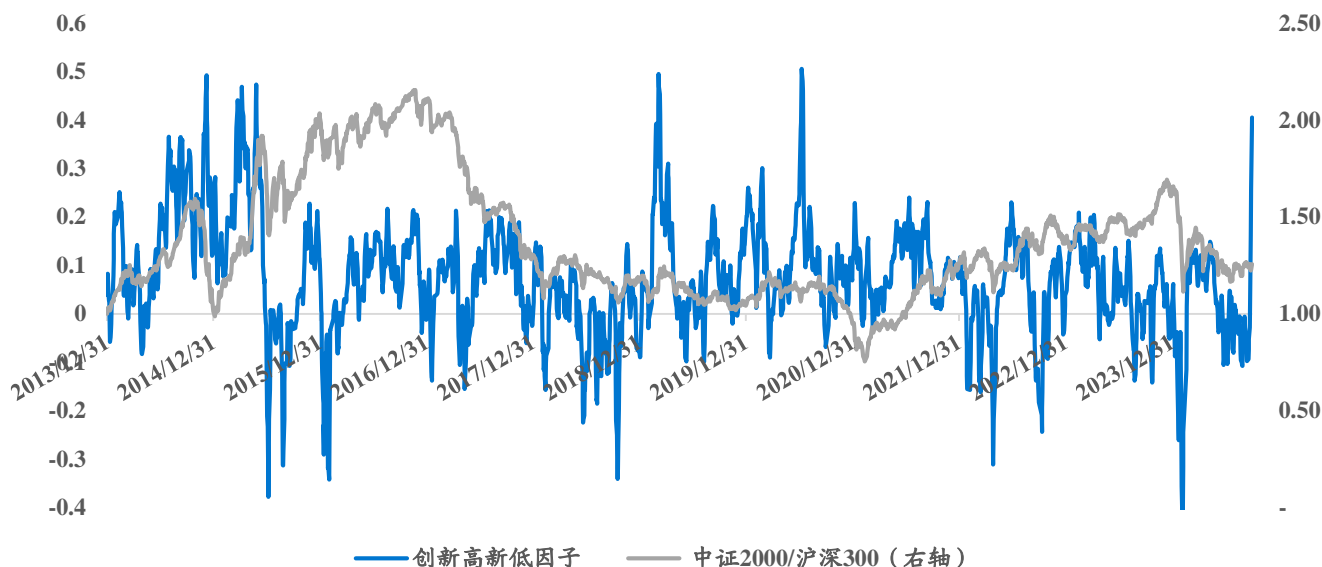


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

### 2.5.3. 创新高新低因子

通过观察创新高、创新低个股的成交额, 可以跟踪乐观交易者和悲观交易者的活跃程度。以创 3 月新高个股的成交额占比与创 3 月新低个股的成交额占比之差作为创新高新低因子, 刻画市场情绪。可以观察到, 根据超买超卖因子刻画的情绪变化对大小盘走势具有一定指示作用, 二者之间具有比较明显的正相关性。

图32: 创新高新低因子走势

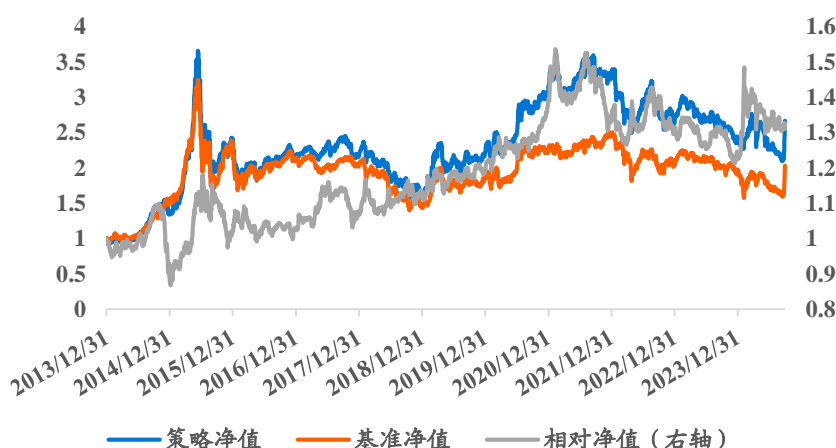


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

对创新高新低因子进行历史回测。使用长短均线来捕捉因子趋势信号，当创新高新低因子趋势向上，市场情绪上行，发出小盘信号；当创新高新低因子趋势向下，市场情绪下行，发出大盘信号。均线参数分别选取5日和250日，以大小盘等权组合作为基准，回测区间为2013/12/31-2024/09/30。创新高新低因子信号月度胜率55.04%，超额年化收益2.62%，对指导大小盘轮动具有一定的效果。

图33: 创新高新低因子历史回测

	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
创新高新低因子	9.82%	24.14%	-56.90%	0.41	0.17	55.04%
基准	7.02%	22.79%	-56.95%	0.31	0.12	
超额	2.62%	9.88%	-21.09%	0.26	0.12	

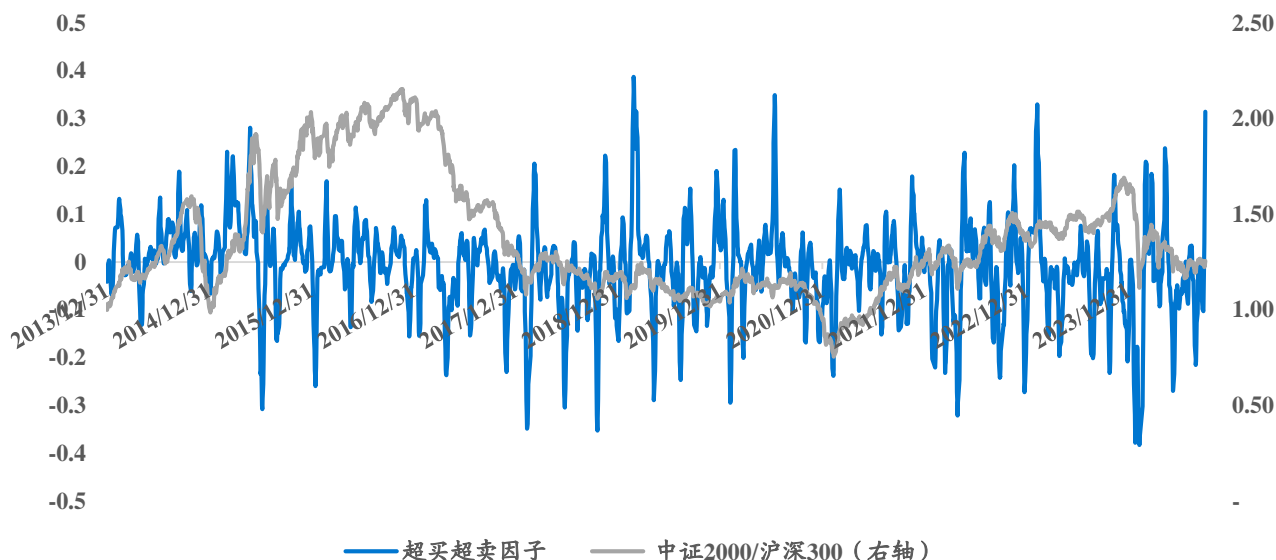


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

#### 2.5.4. 超买超卖因子

从价的角度，计算全市场处于超买状态的个股占比与处于超卖状态的个股占比之差，以刻画市场情绪。如下图，可以观察到根据超买超卖因子刻画的情绪变化对大小盘走势具有一定指示作用，二者之间具有比较明显的正相关性。

图34: 超买超卖因子走势

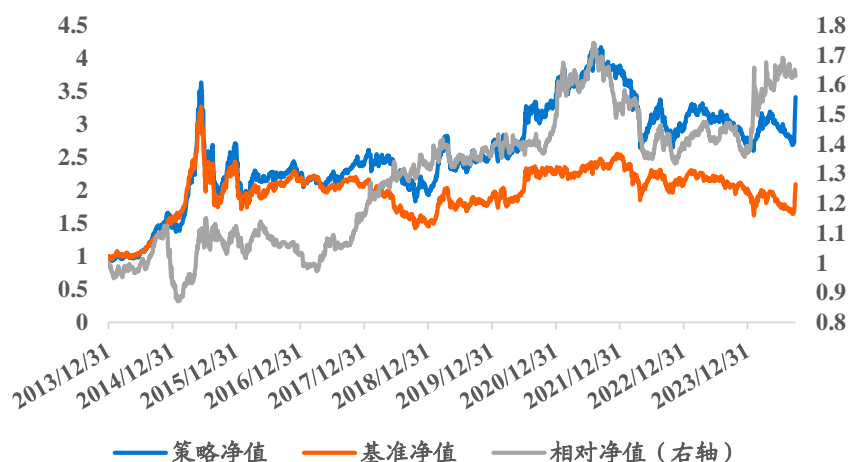


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

对超买超卖因子进行历史回测。使用长短均线来捕捉因子趋势信号，当超买超卖因子趋势向上，市场情绪上行，发出小盘信号；当超买超卖因子趋势向下，市场情绪下行，发出大盘信号。均线参数分别选取5日和250日，以大小盘等权组合作为基准，回测区间为2013/12/31-2024/09/30。超买超卖因子信号月度胜率57.36%，超额年化收益4.77%，对指导大小盘轮动具有一定的效果。

图35: 超买超卖因子历史回测

	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
超买超卖因子	12.43%	24.25%	-50.04%	0.51	0.25	57.36%
基准	7.31%	22.76%	-56.59%	0.32	0.13	
超额	4.77%	10.09%	-23.35%	0.47	0.20	



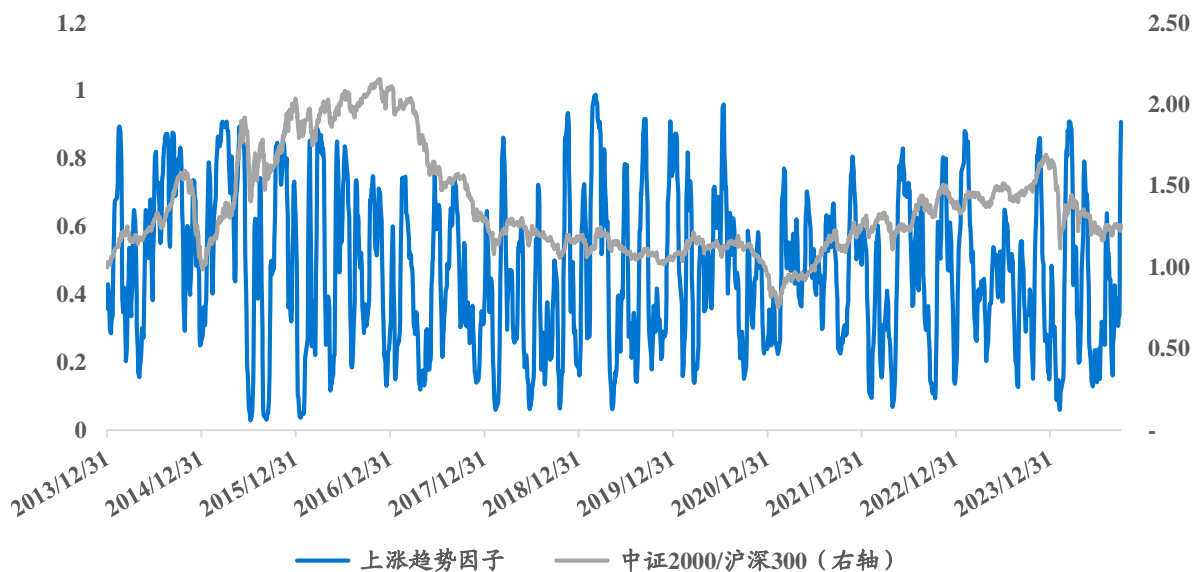
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

## 2.5.5. 上行趋势因子

全市场位于月度均线上方个股占比代表了市场上行趋势的强弱，展示如下图。可以观察到。根据上行趋势因子刻画的情绪变化对大小盘走势具有一定指示作用，二者之间具有比较明显的正相关性。



图36: 上行趋势因子走势

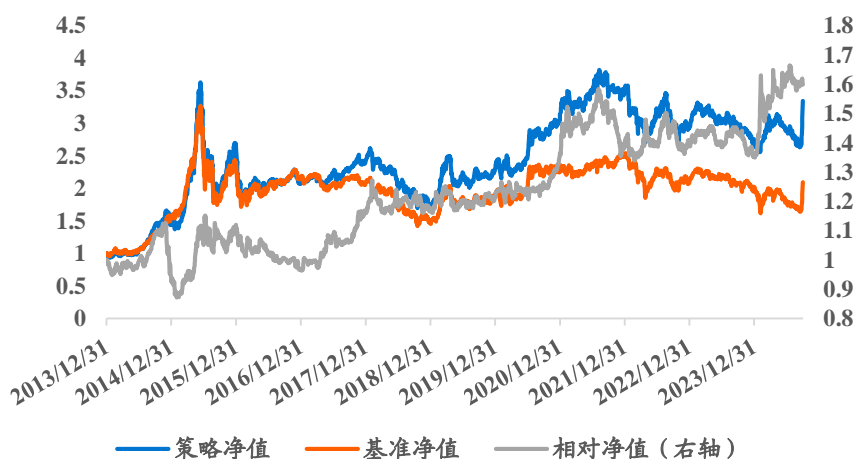


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

对上行趋势因子进行历史回测。使用长短均线来捕捉因子趋势信号, 当上行趋势因子趋势向上, 市场情绪上行, 发出小盘信号; 当上行趋势因子趋势向下, 市场情绪下行, 发出大盘信号。均线参数分别选取5日和250日, 以大小盘等权组合作为基准, 回测区间为2013/12/31-2024/09/30。上行趋势因子信号月度胜率52.71%, 超额年化收益4.59%, 对指导大小盘轮动具有一定的效果。

图37: 上行趋势因子历史回测

	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
上涨趋势因子	12.24%	23.63%	-53.40%	0.52	0.23	52.71%
基准	7.31%	22.76%	-56.59%	0.32	0.13	
超额	4.59%	10.09%	-22.68%	0.45	0.20	



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

## 2.6. 量化模型：量价维度

大小盘风格具有明显的中长期动量效应，过去相对占优的风格往往倾向于在未来一段时间保持这种优势。使用风格相对净值的均线突破代表动量因子捕捉趋势性特征，同时引入拥挤度因子来规避短期过热带来的风格切换拐点。

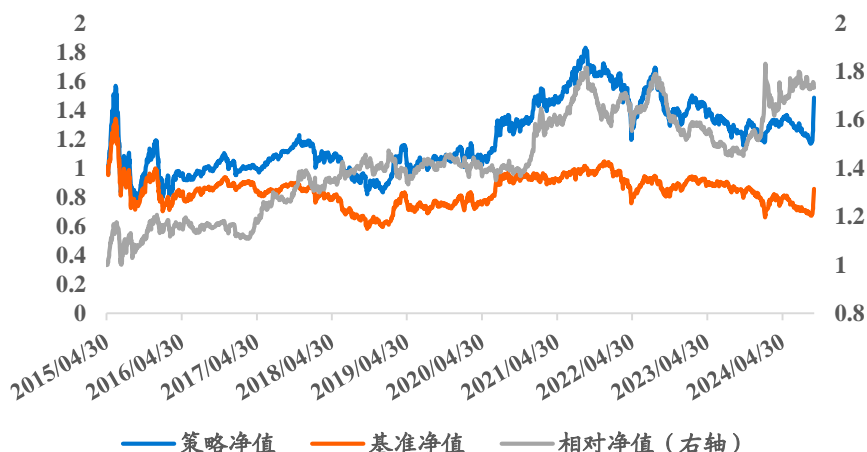
### 2.6.1. 量价维度复合测试

结合动量和拥挤度因子，进行量价维度历史回测。当未触发拥挤度信号时，直接以动量信号作为量价维度信号；当触发拥挤度信号时，以拥挤度信号优先。月频调仓，若月末信号看多大盘风格，则下月配置大盘指数；若月末信号看多小盘风格，则下月配置小盘指数；若月末为中性信号，则大小盘指数等权配置。以大小盘等权组合作为基准，回测区间为 2013/12/31-2024/09/30。

量价维度复合信号月度胜率 57.52%，超额年化收益 6.18%，指导大小盘轮动效果较好。

图38：量价维度复合历史回测

	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
量价维度	4.41%	25.18%	-52.00%	0.18	0.08	57.52%
基准	-1.66%	23.18%	-56.59%	-0.07	-0.03	
超额	6.18%	9.97%	-20.14%	0.62	0.31	

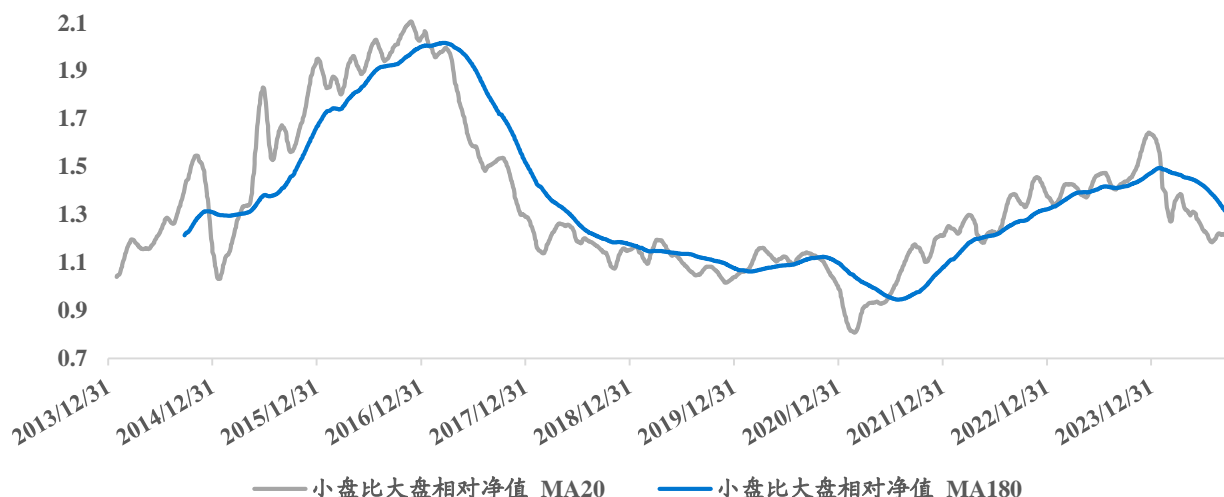


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 2.6.2. 动量因子

使用小盘/大盘相对净值的短期均线与长期均线的相互突破来捕捉趋势性走势，构建动量因子。如下图可以观察到，风格的中长期动量效应较强，过去相对占优的风格往往倾向于在未来一段时间保持这种优势。

图39：动量因子走势

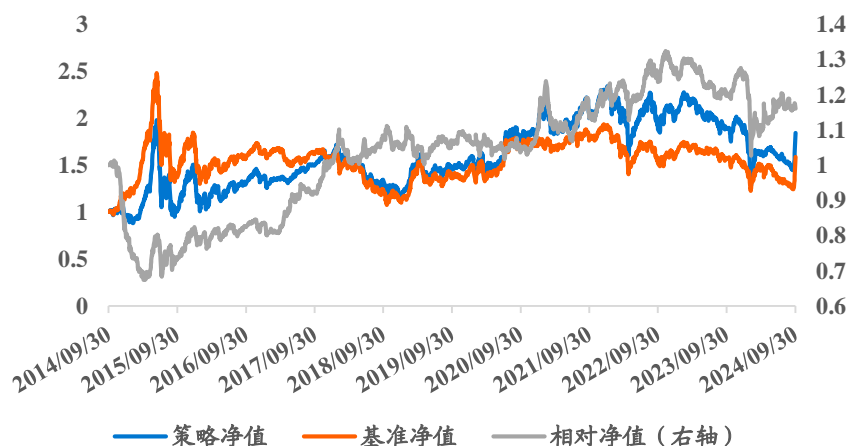


数据来源：Wind，国泰君安证券研究，数据区间：2013/12/31-2024/09/30

对动量因子进行历史回测。当相对净值的短均线上穿长均线时，发出小盘信号；当相对净值的短均线下穿长均线时，发出大盘信号。均线参数分别选取20日和180日，以大小盘等权组合作为基准，回测区间为2014/09/30-2024/09/30。动量因子信号月度胜率54.17%，超额年化收益1.54%，可以发现动量因子能够较好捕捉趋势性行情，但容易在风格切换期遭遇大幅回撤，因此还需引入拥挤度因子。值得一提的是，日频调仓的动量因子效果极佳，但考虑到风格研判若频率太高不符合投资实际，因此不予采用。

图40：动量因子历史回测

	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
动量因子	6.49%	26.56%	-52.00%	0.24	0.12	54.17%
基准	4.87%	23.18%	-56.59%	0.21	0.09	
超额	1.54%	10.42%	-33.48%	0.15	0.05	

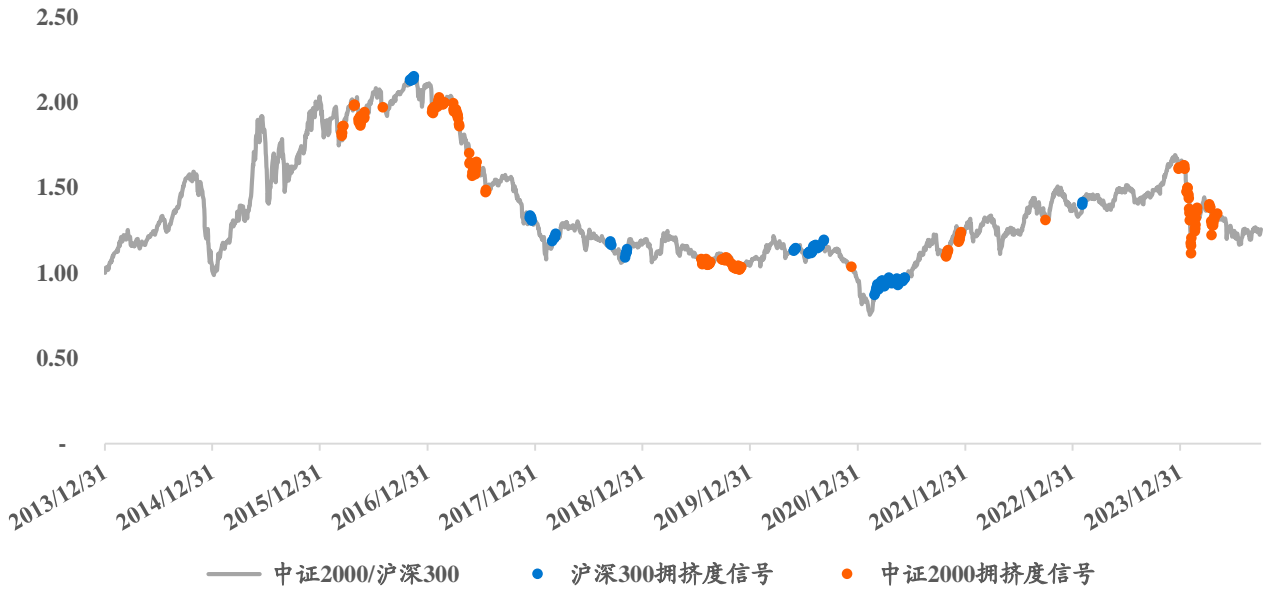


数据来源：Wind，国泰君安证券研究，数据区间：2014/09/30-2024/09/30

### 2.6.3. 拥挤度因子

使用小盘与大盘的相对波动来刻画拥挤度，先根据分位数水平初步判断，超过向上阈值则认为小盘拥挤，低于向下阈值则认为大盘拥挤。为避免过早发出信号，结合短周期均线（相对净值的5日和20日均线互相交叉）确认走势拐头，才能发出拥挤度信号。

图41: 拥挤度因子图示

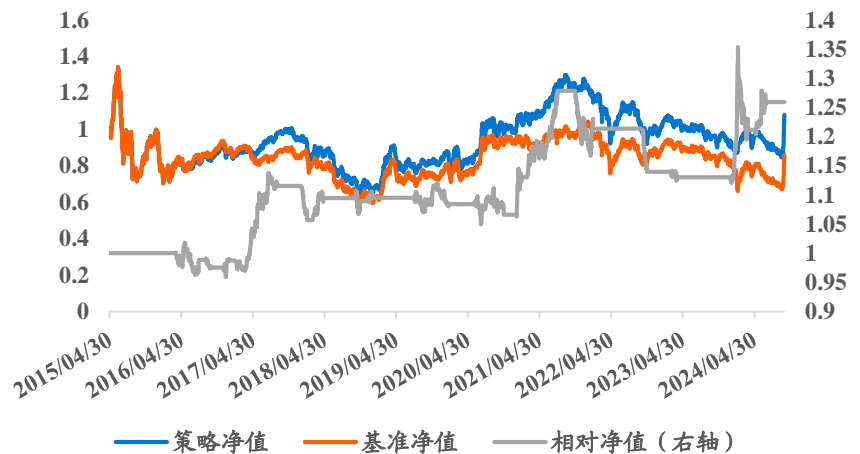


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

对拥挤度因子进行历史回测。月度调仓, 当月若触发过**小盘拥挤度信号**, 则下月配**大盘**; 当月若触发过**大盘拥挤信号**, 则下月配**小盘**。拥挤度阈值分别设置为1年分位数的95%、5%, 以大小盘等权组合作为基准, 回测区间为2015/04/30-2024/09/30。拥挤度因子信号月度胜率 57.78%, 超额年化收益 2.54%, 虽单因子效果不明显, 但添加到动量因子上有一定改进。

图42: 拥挤度因子历史回测

	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
拥挤度因子	0.84%	22.99%	-53.46%	0.04	0.02	57.78%
基准	-1.66%	23.18%	-56.59%	-0.07	-0.03	
超额	2.54%	5.96%	-12.39%	0.43	0.21	



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

## 2.7. 主观分析：月度效应+政策维度

以上部分介绍了量化模型中各维度的打分因子。除了上述考虑的定量分析方法外，在样本外跟踪时，将主观分析的打分也作为一个等权信号，纳入到量化模型 6 维度信号中，最终 7 个信号综合得出风格研判观点。

如第一章所述，大小盘轮动在历史上有着明显的月度效应。2、3、5、8 月，小盘风格明显占优；1、4、12 月，大盘风格明显占优。在样本外进行跟踪研判时，也将结合月度效应对量化模型打分进行调整。

此外，政策因素对大小盘风格轮动也有着重要影响，政策的周期性变化也会影响中长期的风格切换。对于历史回测，政策因素难以定量刻画，因此我们在样本外会对政策维度进行主观分析，最终叠加在量化模型的打分结果上。可能影响大小盘风格的政策因素主要包括经济政策和产业政策（技术变革）、并购重组政策和 IPO 发行节奏等的变化。相比于真实发生的经济数据，政策带来的预期改变，以及对于政策发布本身的预期，都有可能更早地反应在市场变化中。

### 2.7.1. 经济政策历史回顾

经济政策的定调可能带来大小盘风格的切换。通常而言，经济政策展望中的新兴产业发展政策利好小盘风格，而供给侧结构性改革、基础设施投资等旨在稳增长的政策则更利好大盘风格。

对每年年末的中央经济工作会议进行历史回顾。2014 年末中央经济工作会议确立了强化战略性新兴产业与现代服务业支撑的政策导向，随后在 2015 年 3 月推出了“互联网+”战略，加速了成长型行业的快速增长，推动了小盘风格占优的行情。类似地，2017 年底提出大力培育新动能，强化科技创新，2020 年底提出的增强产业链供应链自主可控能力均在短期内提升了市场对小盘成长风格的风险偏好。

此外，2018 年底提出的促进形成强大国内市场，加大基础设施投资力度重点在稳增长，利好基建产业链等大盘风格相关板块。2015 年底提出的供给侧结构性改革也增强了大盘股的吸引力。

**表5：中央经济政策会议相关表述可能带来市场的风格切换**

会议时间	中央经济工作会议关键表述
2023/12/11	高质量、稳增长
2022/12/16	着力扩大国内需求、加快建设现代化产业体系
2021/12/10	持续激发市场主体活力。要提振市场主体信心，深入推进公平竞争政策实施，加强反垄断和反不正当竞争
2020/12/18	强化国家战略科技力量,增强产业链供应链自主可控能力
2019/12/12	坚决打好三大攻坚战，确保民生得到有效保障和改善
2018/12/21	促进形成强大国内市场，加强新型基础设施建设，加大基础设施投资力度
2017/12/20	大力培育新动能，强化科技创新，推动传统产业优化升级
2016/12/16	继续深化供给侧结构性改革
2015/12/21	推进供给侧结构性改革，是适应和引领经济发展新常态的重大创新
2014/12/11	逐步增强战略性新兴产业和服务业的支撑作用，着力推动传统产业向中高端迈进

数据来源：国泰君安证券研究

技术变革与外部环境也可能带动板块主题性行情，从而带动大小盘风格切换。例如，2013 年 12 月 4 日工信部正式向三大运营商发布 4G 牌照，标志着全面步入移动互联网时代，科技成长板块行情持续。2023 年 2 月 ChatGPT 爆火直接带动一轮 AIGC 板块行情，小盘风格显著占优；2022 年 10 月美商务部宣布扩大对华芯片出口限制，“国产替代”逻辑下信创板块收获一轮强势上涨，2022 年 10 月份计算机行业涨幅位列第一，在此过程小盘风格明显



受益。

2.7.2. IPO 发行节奏与并购重组政策历史回顾

IPO 发行节奏在多次经历放缓、加快的周期性变化。历史上一旦当 IPO 发行节奏加快时，由于新上市公司对市场资金的分流对小盘风格影响更大，且此时小盘股“壳价值”也随之降低，小盘风格往往阶段性跑输。并购重组与 IPO 呈现“跷跷板”效应，在 IPO 发行节奏放缓的时期，并购重组市场往往比较活跃，并购重组能扩大企业规模，带来盈利的外延式增长，对中小企业影响较为显著，因此一旦当并购重组市场活跃时，小盘风格相对占优。

表6: IPO 发行节奏与并购重组政策历史回顾

阶段	IPO发行节奏
2023年8月以来	证监会“827新规”明确要完善一、二级市场逆周期调节机制、优化IPO和再融资监管安排；其后IPO发行节奏放缓。
2019年-2022年	A股开启一轮注册制下的IPO热潮。2019年7月科创板开板标志注册制改革正式拉开序幕，此后2020年8月创业板完成注册制改革，2021年11月北交所开市并同步试点注册制。注册制改革将过往因盈利指标、业务模式等无法满足原有上市条件的企业纳入资本市场体系，使得更多新兴产业领域的优质企业获得上市机会。至2022年上半年，科创板和创业板已经成为A股IPO市场的主力，其IPO数量占比达到72%，融资额占比达到65%。
2017年11月-2018年底	减量提质，严审核成为新的关键词。IPO市场严格审核进入常态化，过会率创出历史新低。与此同时，新股质量提升，平均募资规模出现明显增长。市场的重要特征是代表“新经济”的独角兽企业登陆及回归A股。
2016年下半年-2017年10月	基调是缓解“堰塞湖压力”，拓宽企业融资渠道。IPO节奏阶段性加快，2017年全年IPO数量高达380家，过会企业较2016年的247只增幅达53.85%。
2015年7月-2015年11月	由于市场短期波动较大，证监会宣布暂停IPO，直到年底再度重启。
2014年1月-2015年中	开始新一轮新股发行改革，有效遏制了过去新股发行“三高”（高发行价、高市盈率、高募资额）现象，IPO节奏阶段性加快。
2012年10月-2013年底	监管层开展了严格的IPO公司财务大检查，以挤干拟上市公司财务上的“水分”，IPO节奏阶段性放缓。
阶段	并购重组政策
2024年以来	支持并购重组相关政策陆续出台，新一轮宽松周期逐步开启。2024年2月，证监会召开并购重组座谈会；3月15日，“3.15新政”中再次提出支持上市公司通过并购重组提升投资价值。4月，新“国九条”发布，鼓励上市公司运用并购重组提高发展质量，明确强调要加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场。6月，“科创板八条”提出更大力度支持并购重组，支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合。9月24日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（“并购六条”），资本市场的并购重组活动迎来了新机遇。
2016年-2022年	2016年，被称为“最严重组新规”的政策出台，明确借壳上市不得进行配套融资；借壳上市指标增加净资产、营业收入、净利润、主营业务根本变化等指标。交易所加强一线监管，对跨界并购第一时间下发问询函，重组审核严把质量关，忽悠式重组、投机性并购、杠杆收购风险等得到有效控制。从2019年科创板试点注册制起，IPO热潮起，并购重组交易日渐落寞。
2013年-2015年	在经济增速换挡，结构性调整期间，IPO节奏阶段性放缓，政策鼓励并购重组。伴随着2014年5月“国十条”鼓励并购重组达到高峰，期间陆续诞生2011-2012年的传媒公司“买壳上市”潮，2014-2015年游戏公司的“重组上市”潮等。

数据来源：国泰君安证券研究

### 3. 量化模型回测与结果分析

将上述介绍的宏观、估值、基本面、资金、情绪、量价 6 维度信号综合，各维度打分统一为 1（看好小盘）、0（中性）和-1（看好大盘），6 维度打分等权复合，从而输出量化模型的最终得分。下面，对量化模型进行历史回测，并对历史表现进行分析。历史回测中不引入主观分析部分。

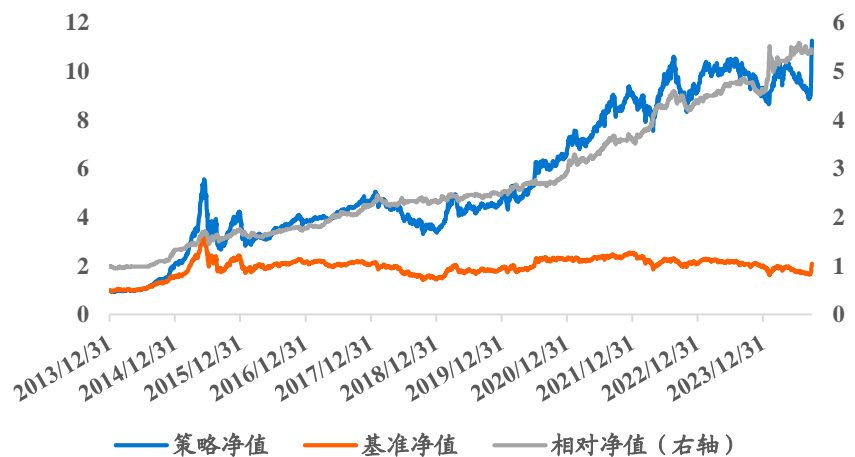
#### 3.1. 回测结果

量化模型月度调仓，若复合打分大于 0，则看好小盘，次月配置小盘；若复合打分小于 0，则看好大盘，次月配置大盘；若复合打分等于 0，则模型发出中性观点，次月大小盘等权配置。以大小盘等权组合作为基准，回测区间为 2013/12/31-2024/09/30。

大小盘轮动量化模型绩效表现：月度胜率 73.28%；策略年化收益 26.04%，超额年化收益 17.45%；策略年化波动 24.38%，超额年化波动 9.55%；策略最大回撤-52.00%，超额最大回撤-14.82%；策略夏普比率 1.07，超额夏普比率 1.83；策略收益回撤比 0.50，超额收益回撤比 1.18。

图43：量化模型历史回测

	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
量化模型	26.04%	24.38%	-52.00%	1.07	0.50	73.28%
基准	7.31%	22.76%	-56.59%	0.32	0.13	
超额	17.45%	9.55%	-14.82%	1.83	1.18	

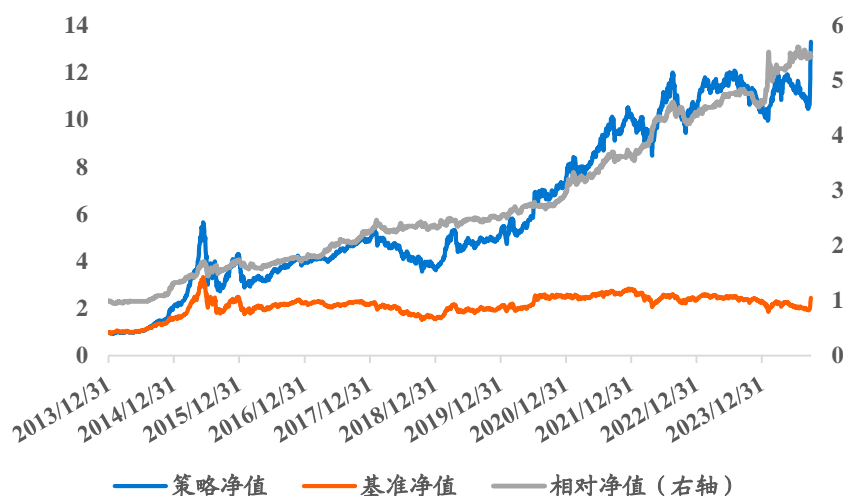


数据来源：Wind，国泰君安证券研究，数据区间：2013/12/31-2024/09/30

考虑到大盘指数沪深 300 中有较多高分红股票，也使用全收益指数进行回测，结果相近。

图44: 量化模型历史回测（使用全收益指数）

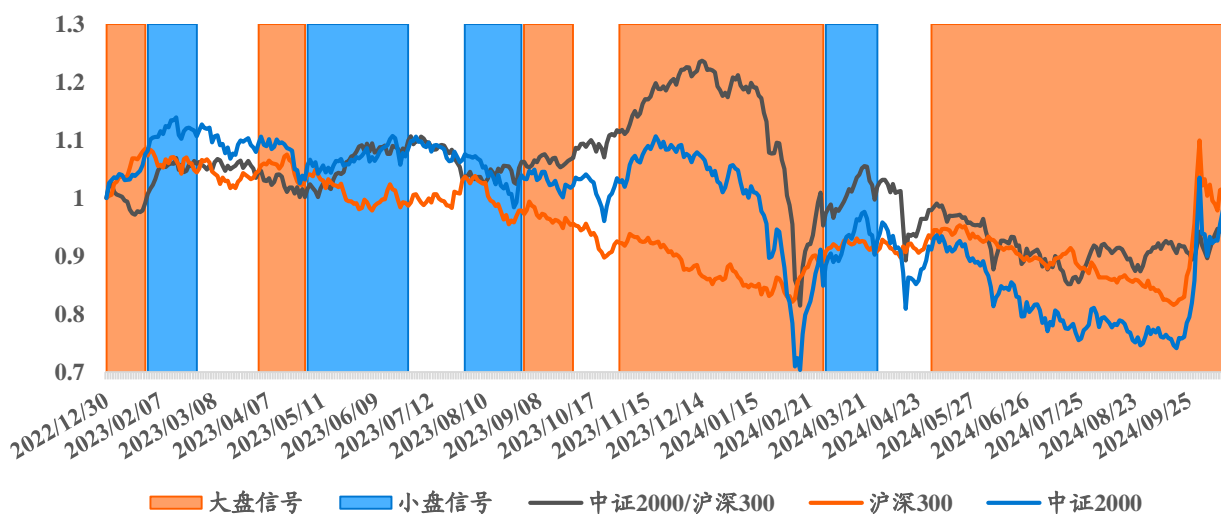
	年化收益	年化波动	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	月度胜率
量化模型	28.07%	24.38%	-51.96%	1.15	0.54	74.14%
基准	8.96%	22.76%	-54.53%	0.39	0.16	
超额	17.53%	9.55%	-15.12%	1.84	1.16	



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2013/12/31-2024/09/30

下面为模型在近两年的信号情况。从2023年底, 模型转向看好大盘, 其中除2月底为小盘信号, 3月底为中性信号以外, 模型在2024年基本都为大盘信号。

图45: 模型近两年信号情况



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 数据区间: 2022/12/30-2024/10/23

统计量化模型逐年逐月的超额收益, 从而对历史表现进行更细致分析。逐年表现: 从胜率来看, 模型在2020年、2021年表现最佳, 胜率达到83.33%; 在2016年、2018年、2019年、2023年表现相对一般, 胜率为66.67%; 从相对于大小盘等权的超额收益来看, 模型在历史上的每一年均获得正向超额收益。

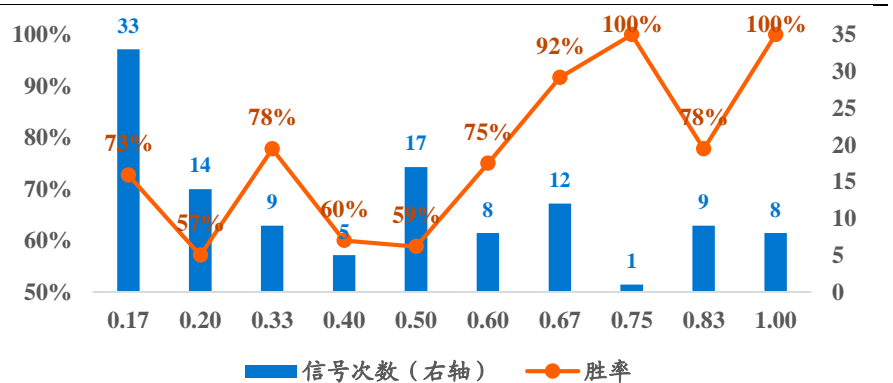
表7: 模型月度及年度超额收益

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	当年胜率	当年超额收益	当年策略收益	沪深300当年收益	中证2000当年收益
2014年	-5.25%	3.22%	1.05%	0.17%	0.00%	0.00%	0.00%	3.90%	6.52%	0.00%	3.32%	17.85%	75.00%	33.41%	108.17%	51.66%	53.54%
2015年	0.00%	2.20%	5.53%	1.15%	14.07%	-3.00%	-2.30%	0.19%	-0.73%	4.00%	5.67%	1.56%	75.00%	30.90%	98.13%	5.58%	109.78%
2016年	-5.16%	-0.32%	-2.90%	0.00%	1.93%	3.55%	1.99%	0.67%	1.31%	1.17%	-1.42%	1.20%	66.67%	1.72%	-7.62%	-11.28%	-7.63%
2017年	3.15%	-0.88%	1.41%	4.08%	5.14%	1.35%	1.89%	-0.53%	-0.72%	3.52%	3.92%	1.30%	75.00%	26.09%	21.78%	21.78%	-24.10%
2018年	5.29%	-0.43%	-3.96%	0.38%	0.85%	1.68%	0.60%	0.00%	2.16%	-0.45%	-2.25%	0.50%	66.67%	4.16%	-26.28%	-25.31%	-33.34%
2019年	4.65%	-3.14%	2.70%	-3.05%	1.59%	2.82%	0.00%	0.15%	-0.60%	1.12%	0.91%	-0.54%	66.67%	6.50%	37.63%	35.78%	21.60%
2020年	1.99%	1.61%	1.06%	2.18%	1.65%	-0.36%	-0.50%	0.38%	1.45%	0.74%	2.63%	4.70%	83.33%	18.88%	44.37%	27.21%	15.39%
2021年	6.02%	-1.75%	3.56%	0.54%	1.15%	2.68%	5.75%	3.16%	-2.47%	1.38%	0.00%	0.32%	83.33%	21.89%	34.22%	-5.20%	25.89%
2022年	1.54%	2.43%	1.50%	7.60%	4.63%	-0.65%	5.95%	-1.29%	1.46%	-6.11%	1.14%	2.74%	75.00%	22.25%	0.79%	-21.63%	-14.77%
2023年	-0.37%	2.68%	0.00%	1.44%	3.47%	0.82%	0.00%	1.21%	-1.12%	0.00%	-3.52%	0.18%	66.67%	4.70%	1.52%	-11.38%	5.57%
2024年	8.50%	1.57%	2.71%	0.00%	0.77%	3.12%	-0.20%	0.14%	-0.63%				77.78%	16.81%	20.70%	17.10%	-9.72%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

以绝对值计, 打分越大, 胜率越高。量化模型的打分绝对值越高, 意味着各维度对风格的判断方向趋向一致, 此时模型的准确度将有明显提升。

图46: 量化模型打分的绝对值越高, 胜率越高



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

### 3.2. 几次误判的复盘分析

2022年9月底: 模型打分-0.17 略偏向大盘, 然而实际该月小盘比大盘的超额收益达到 11.99%, 导致模型相对基准收获了-6.11%的负向超额。

当期, 宏观维度指向小盘: 流动性整体偏宽松, 信用利差处于低位; 估值维度持中性; 基本面维度指向小盘: 大小盘风格的分析师预期均边际向下, 但后者幅度较低; 资金维度指向大盘: 5个资金维度因子中有3个发出大盘信号; 情绪维度指向大盘: 市场经历了一个月快速下跌, 情绪冷淡; 量价维度指向大盘: 从长周期看小盘风格处于上行趋势, 但短期波动变大触发拥挤度信号, 因此量价维度判断将出现风格切换。

表8: 2022年9月底模型打分情况

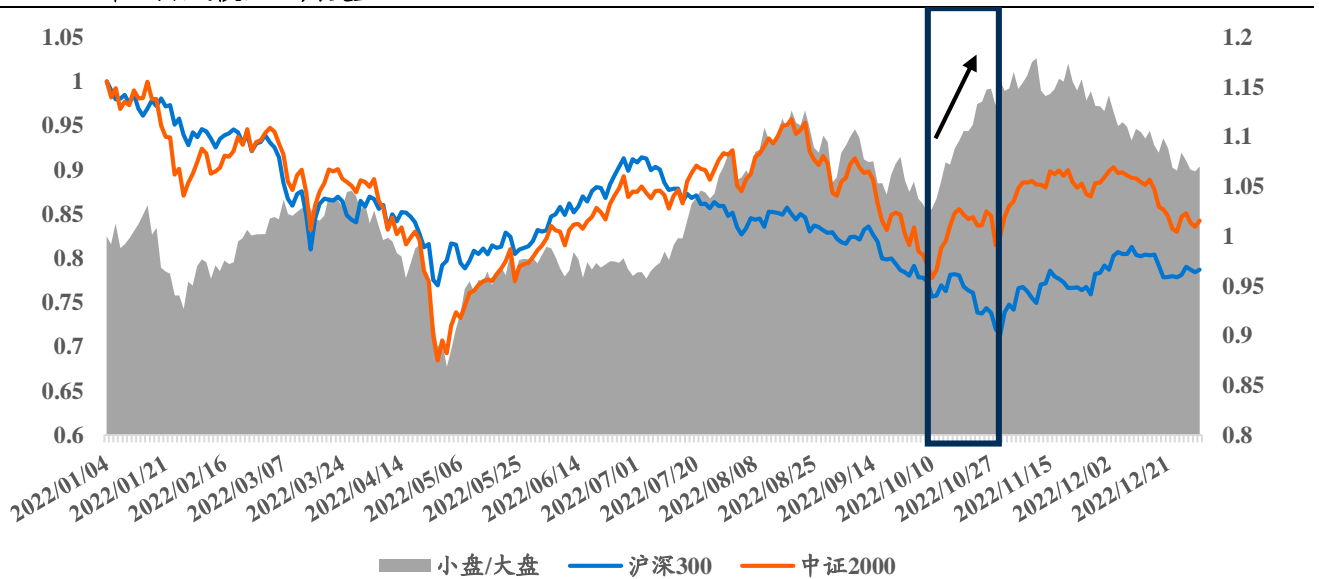
预测节点	量化模型打分	预测结果	宏观维度	1	估值维度	0	基本面维度	1
2022-09-30	-0.17	大盘	期限利差因子	1	大盘估值溢价因子	0	分析师预期因子	1
次月区间	次月小盘-大盘	判断正误	货币活化因子	1	小盘估值溢价因子	0		
2022-10	11.99%	错误	信用利差因子	1				
			资金维度	-1	情绪维度	-1	量价维度	-1
			大单资金因子	1	换手率因子	-1	动量因子	1
			外资流入压力因子	1	上涨趋势因子	-1	拥挤度因子	小盘拥挤
			ETF份额因子	-1	创新高高低因子	-1		
			龙虎榜因子	-1	超买超卖因子	-1		
			融资买入因子	-1				

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

当时的背景,2022年9月前由于外部环境压制风险偏好(美国通胀超预期、美元指数维持高位、俄乌冲突升级等),大盘连续下跌3个月,同期小盘先涨后跌,后半程跌幅超过大盘。2022年9月底,由于微观层面3个维度均指向大盘,模型看好大盘。之后,从2022年9月底到2022年10月底,持续一个月小盘收获超额,具体可以分为两部分:前一半大小盘同时上涨并且小盘涨幅更大,后一半大盘明显下跌而小盘横盘震荡。

复盘这段行情,在2022年10月中的重要会议前,市场有所回暖。在这期间,10月7日美国商务部宣布扩大对中国芯片及设备的出口限制,“国产替代”逻辑下信创板块收获一轮强势上涨,2022年10月份计算机行业涨幅位列第一,在此过程小盘风格明显受益。这给带来启发,在未来的研究中,如何把握政策影响调整量化模型打分是十分重要的。

图47: 2022年9月底模型误判复盘



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

**2023年10月底:** 模型打分-0.17 略偏向大盘,然而实际该月小盘比大盘的超额收益达到7.14%,导致模型相对基准收获了-3.52%的负向超额。

当期,宏观维度指向大盘:流动性整体偏紧,信用利差处于高位;估值维度持中性;基本面维度指向小盘:大小盘风格的分析师预期均边际向下,但后者幅度较低;资金维度指向大盘:5个资金维度因子中有3个发出大盘信号;情绪维度指向大盘:交投情绪冷淡;量价维度指向小盘:从长周期动量看小盘风格仍处于上行趋势。

表9: 2023年10月底模型打分情况

预测节点	量化模型打分	预测结果	宏观维度	-1	估值维度	0	基本面维度	1
2023-10-31	-0.17	大盘	期限利差因子	-1	大盘估值溢价因子	0	分析师预期因子	1
次月区间	次月小盘-大盘	判断正误	货币活化因子	-1	小盘估值溢价因子	0		
2023-11	7.14%	错误	信用利差因子	-1				
			资金维度	-1	情绪维度	-1	量价维度	1
			大单资金因子	-1	换手率因子	1	动量因子	1
			外资流入压力因子	1	上涨趋势因子	-1	拥挤度因子	无
			ETF份额因子	-1	创新高新低因子	-1		
			龙虎榜因子	1	超买超卖因子	-1		
			融资买入因子	-1				

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

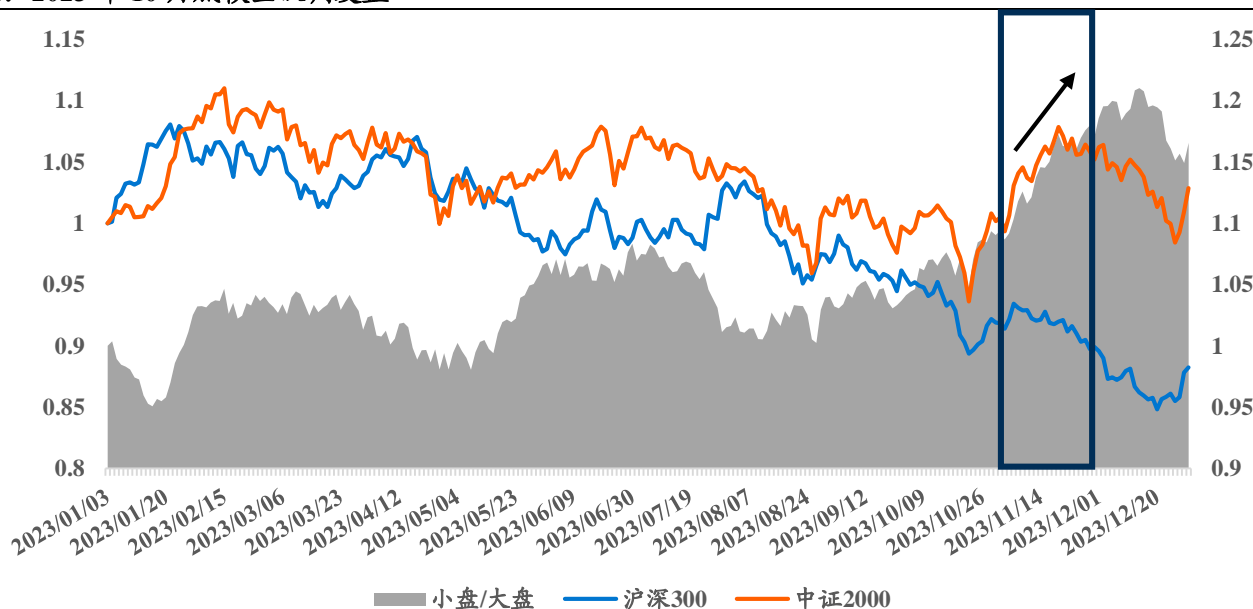
当时的背景,2023年下半年在弱现实、弱预期的宏观环境下市场持续调整,



大小盘均连续下跌 3 个月，其中大盘跌幅略深。2023 年 10 月底，由于宏观、资金、情绪三维度均指向大盘，模型看好大盘。之后，从 2023 年 10 月底到 2023 年 11 月底，一个月时间小盘持续上涨而大盘继续回撤，小盘风格超额明显。

复盘这段行情，2023 年 10 月 23 日中央汇金宣布买入 ETF 且未来还会继续买，市场情绪受到提振，大小盘一同短暂上涨。之后 10 月 31 日公布的宏观数据低于预期，在弱现实、弱预期的环境下市场持续调整，在此期间小微盘风格却走出独立上涨行情。这一轮行情的关键词是“哑铃型策略”，即一端配置高股息的安全资产打底，一端配置小微盘题材股博取弹性。面对高景气行业减少、赚钱效应欠佳、资金存量博弈，同时外部风险持续扰动的市场，市场行情进入到“哑铃型”的状态（2023 年 7-12 月收益，微盘股>中证红利>中证 2000>中证全指>沪深 300）。量化模型将大小盘作为完全对立的两面来看待，但在有些历史区间，二者并存（红利可以看作极致的大盘，微盘股可以看作极致的小盘）的配置方案也可能成为最优选择，如何处理模型层面对立的二元思维，亦是未来改进的方向之一。

图48: 2023 年 10 月底模型误判复盘



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3.3. 全部历史信号

对量化模型全部历史信号进行复盘如下。总共 129 期测试样本中，策略发出有效信号共 116 次（其中 67 次看好大盘，49 次看好小盘），中性信号共 13 次。有效信号中共 85 次预测正确，胜率 73.28%。

**表10: 模型历史信号复盘**

预测节点	宏观维度信号	估值维度信号	基本面维度信号	资金维度信号	情绪维度信号	量价维度信号	6维度复合信号	预测结果 (1小盘, -1大盘)	次月区间	次月小盘-大盘收益差	判断正误
2024-09-30	-1	0	-1	1	1	-1	-0.17	大盘	2024-10		
2024-08-30	-1	0	-1	-1	-1	-1	-0.83	大盘	2024-09	1.53%	错误
2024-07-31	1	0	1	-1	-1	-1	-0.17	大盘	2024-08	-0.27%	正确
2024-06-28	1	0	-1	-1	-1	-1	-0.50	大盘	2024-07	0.40%	错误
2024-05-31	1	0	1	-1	-1	-1	-0.17	大盘	2024-06	-5.85%	正确
2024-04-30	1	0	-1	-1	1	-1	-0.17	大盘	2024-05	-1.52%	正确
2024-03-29	1	0	1	-1	0	-1	0	-	2024-04	-4.82%	-
2024-02-29	1	0	1	-1	1	-1	0.17	小盘	2024-03	5.60%	正确
2024-01-31	1	0	1	-1	-1	-1	-0.17	大盘	2024-02	-3.38%	正确
2023-12-29	-1	0	-1	-1	-1	-1	-0.83	大盘	2024-01	-14.68%	正确
2023-11-30	-1	0	-1	1	-1	1	-0.17	大盘	2023-12	-0.35%	正确
2023-10-31	-1	0	1	-1	-1	1	-0.17	大盘	2023-11	7.14%	错误
2023-09-28	-1	1	-1	1	-1	1	0	-	2023-10	2.43%	
2023-08-31	-1	1	-1	1	-1	-1	-0.33	大盘	2023-09	2.22%	错误
2023-07-31	-1	0	1	-1	1	1	0.17	小盘	2023-08	2.29%	正确
2023-06-30	1	1	-1	-1	-1	1	0	-	2023-07	-6.57%	-
2023-05-31	1	1	1	1	-1	1	0.67	小盘	2023-06	1.67%	正确
2023-04-28	1	0	1	1	-1	-1	0.17	小盘	2023-05	6.78%	正确
2023-03-31	1	0	-1	-1	-1	1	-0.17	大盘	2023-04	-2.82%	正确
2023-02-28	-1	0	1	-1	0	1	0	-	2023-03	-1.61%	-
2023-01-31	-1	1	1	1	1	1	0.67	小盘	2023-02	5.38%	正确
2022-12-30	-1	0	-1	-1	-1	1	-0.50	大盘	2023-01	0.80%	错误
2022-11-30	-1	-1	-1	-1	-1	1	-0.67	大盘	2022-12	-5.36%	正确
2022-10-31	1	0	-1	-1	-1	1	-0.17	大盘	2022-11	-2.48%	正确
2022-09-30	1	0	1	-1	-1	-1	-0.17	大盘	2022-10	11.99%	错误
2022-08-31	1	0	-1	-1	-1	1	-0.17	大盘	2022-09	-2.68%	正确
2022-07-29	1	0	1	1	1	1	0.83	小盘	2022-08	-2.50%	错误
2022-06-30	1	0	-1	1	1	1	0.50	小盘	2022-07	11.76%	正确
2022-05-31	1	1	1	-1	0	-1	0.17	小盘	2022-06	-1.41%	错误
2022-04-29	1	0	1	-1	-1	1	0.17	小盘	2022-05	9.88%	正确
2022-03-31	-1	0	-1	1	-1	1	-0.17	大盘	2022-04	-13.44%	正确
2022-02-28	1	0	-1	1	1	1	0.50	小盘	2022-03	2.81%	正确
2022-01-28	1	0	-1	1	-1	1	0.17	小盘	2022-02	5.01%	正确
2021-12-31	-1	0	-1	-1	0	-1	-0.67	大盘	2022-01	-2.81%	正确
2021-11-30	-1	0	-1	-1	1	-1	-0.50	大盘	2021-12	-0.64%	正确
2021-10-29	-1	1	1	1	-1	-1	0	-	2021-11	14.43%	-
2021-09-30	-1	0	-1	-1	-1	1	-0.50	大盘	2021-10	-2.75%	正确
2021-08-31	-1	0	-1	1	1	1	0.17	小盘	2021-09	-4.88%	错误
2021-07-30	1	1	1	-1	-1	1	0.33	小盘	2021-08	6.52%	正确
2021-06-30	1	1	-1	1	1	1	0.67	小盘	2021-07	11.24%	正确
2021-05-31	1	0	1	1	1	1	0.83	小盘	2021-06	5.40%	正确
2021-04-30	1	0	-1	1	-1	1	0.17	小盘	2021-05	2.42%	正确
2021-03-31	-1	1	-1	-1	0	1	-0.17	大盘	2021-04	-1.09%	正确
2021-02-26	1	0	1	1	1	1	0.83	小盘	2021-03	6.98%	正确
2021-01-29	-1	0	-1	1	-1	-1	-0.50	大盘	2021-02	3.56%	错误
2020-12-31	-1	0	-1	-1	-1	-1	-0.83	大盘	2021-01	-11.66%	正确
2020-11-30	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1.00	大盘	2020-12	-9.43%	正确
2020-10-30	-1	-1	1	-1	-1	-1	-0.67	大盘	2020-11	-5.42%	正确
2020-09-30	-1	-1	-1	-1	-1	1	-0.67	大盘	2020-10	-1.50%	正确
2020-08-31	-1	-1	1	-1	0	1	-0.17	大盘	2020-09	-2.72%	正确
2020-07-31	1	0	1	1	0	1	0.67	小盘	2020-08	0.78%	正确
2020-06-30	-1	0	-1	-1	1	1	-0.17	大盘	2020-07	1.13%	错误
2020-05-29	1	0	1	1	-1	1	0.50	小盘	2020-06	-0.77%	错误
2020-04-30	1	0	1	-1	-1	1	0.17	小盘	2020-05	3.33%	正确
2020-03-31	-1	0	-1	-1	-1	1	-0.50	大盘	2020-04	-4.53%	正确
2020-02-28	1	0	1	-1	1	1	0.50	小盘	2020-03	2.00%	正确
2020-01-23	1	1	1	-1	0	-1	0.17	小盘	2020-02	3.21%	正确
2019-12-31	1	1	1	-1	1	-1	0.33	小盘	2020-01	3.98%	正确
2019-11-29	-1	0	1	-1	-1	-1	-0.50	大盘	2019-12	1.16%	错误
2019-10-31	1	1	-1	-1	-1	-1	-0.33	大盘	2019-11	-1.78%	正确
2019-09-30	1	0	-1	-1	-1	-1	-0.50	大盘	2019-10	-2.26%	正确
2019-08-30	1	0	-1	-1	1	-1	-0.17	大盘	2019-09	1.21%	错误
2019-07-31	-1	0	1	-1	-1	-1	-0.50	大盘	2019-08	-0.30%	正确
2019-06-28	1	1	-1	-1	1	-1	0	-	2019-07	-2.65%	-
2019-05-31	1	1	-1	-1	-1	-1	-0.33	大盘	2019-06	-5.78%	正确

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表11: 模型历史信号复盘 (续)

预测节点	宏观维度信号	估值维度信号	基本面维度信号	资金维度信号	情绪维度信号	量价维度信号	6维度复合信号	预测结果 (1小盘, -1大盘)	次月区间	次月小盘-大盘收益差	预测结果
2019-04-30	1	1	-1	-1	0	1	0.17	小盘	2019-05	3.00%	正确
2019-03-29	-1	1	-1	1	1	1	0.33	小盘	2019-04	-5.99%	错误
2019-02-28	1	0	1	1	1	-1	0.50	小盘	2019-03	5.85%	正确
2019-01-31	-1	0	1	1	-1	-1	-0.17	大盘	2019-02	7.44%	错误
2018-12-28	-1	0	-1	-1	-1	-1	-0.83	大盘	2019-01	-9.46%	正确
2018-11-30	1	0	-1	1	-1	1	0.17	小盘	2018-12	0.95%	正确
2018-10-31	-1	0	1	-1	-1	-1	-0.50	大盘	2018-11	4.64%	错误
2018-09-28	-1	0	1	-1	1	1	0.17	小盘	2018-10	-0.82%	错误
2018-08-31	-1	0	-1	-1	-1	-1	-0.83	大盘	2018-09	-4.37%	正确
2018-07-31	-1	0	1	1	0	-1	0	-	2018-08	-2.66%	#N/A
2018-06-29	-1	0	1	1	-1	-1	-0.17	大盘	2018-07	-1.19%	正确
2018-05-31	-1	0	1	1	-1	-1	-0.17	大盘	2018-06	-3.05%	正确
2018-04-27	-1	0	-1	-1	-1	-1	-0.83	大盘	2018-05	-1.70%	正确
2018-03-30	-1	0	-1	1	-1	1	-0.17	大盘	2018-04	-0.73%	正确
2018-02-28	-1	0	-1	-1	-1	1	-0.50	大盘	2018-03	8.00%	错误
2018-01-31	1	0	1	-1	-1	-1	-0.17	大盘	2018-02	0.81%	错误
2017-12-29	-1		-1	-1	-1	1	-0.60	大盘	2018-01	-10.65%	正确
2017-11-30	-1		-1	-1	-1	-1	-1.00	大盘	2017-12	-2.59%	正确
2017-10-31	-1		-1	-1	-1	-1	-1.00	大盘	2017-11	-7.54%	正确
2017-09-29	-1		-1	-1	-1	-1	-1.00	大盘	2017-10	-7.10%	正确
2017-08-31	-1		-1	-1	1	-1	-0.60	大盘	2017-09	1.46%	错误
2017-07-31	-1		1	-1	0	-1	-0.40	大盘	2017-08	1.09%	错误
2017-06-30	-1		-1	1	1	-1	-0.20	大盘	2017-07	-3.78%	正确
2017-05-31	-1		1	-1	-1	-1	-0.60	大盘	2017-06	-2.80%	正确
2017-04-28	-1		1	-1	-1	-1	-0.60	大盘	2017-05	-9.93%	正确
2017-03-31	-1		1	-1	-1	-1	-0.60	大盘	2017-04	-7.80%	正确
2017-02-28	-1		1	-1	1	-1	-0.20	大盘	2017-03	-2.79%	正确
2017-01-26	1		1	-1	-1	-1	-0.20	大盘	2017-02	1.82%	错误
2016-12-30	-1		-1	1	-1	1	-0.20	大盘	2017-01	-6.25%	正确
2016-11-30	1		-1	1	0	1	0.40	小盘	2016-12	2.28%	正确
2016-10-31	1		-1	-1	1	1	0.20	小盘	2016-11	-2.97%	错误
2016-09-30	1		1	-1	-1	1	0.20	小盘	2016-10	2.42%	正确
2016-08-31	1		-1	1	1	-1	0.20	小盘	2016-09	2.60%	正确
2016-07-29	1		1	-1	-1	1	0.20	小盘	2016-08	1.40%	正确
2016-06-30	-1		-1	1	1	-1	-0.20	大盘	2016-07	-3.96%	正确
2016-05-31	1		1	1	-1	-1	0.20	小盘	2016-06	7.33%	正确
2016-04-29	-1		-1	-1	-1	-1	-1.00	大盘	2016-05	-3.80%	正确
2016-03-31	-1		1	1	0	-1	0	-	2016-04	2.78%	-
2016-02-29	-1		1	-1	-1	1	-0.20	大盘	2016-03	6.69%	错误
2016-01-29	-1		1	-1	-1	1	-0.20	大盘	2016-02	0.62%	错误
2015-12-31	-1		1	1	0	1	0.40	小盘	2016-01	-7.75%	错误
2015-11-30	-1		1	1	1	1	0.60	小盘	2015-12	3.32%	正确
2015-10-30	1		-1	1	0	1	0.40	小盘	2015-11	12.14%	正确
2015-09-30	1		1	1	-1	1	0.60	小盘	2015-10	9.18%	正确
2015-08-31	1		-1	1	-1	1	0.20	小盘	2015-09	-1.38%	错误
2015-07-31	1		1	-1	0	1	0.40	小盘	2015-08	0.34%	正确
2015-06-30	1		-1	1	-1	1	0.20	小盘	2015-07	-3.84%	错误
2015-05-29	1		1	-1	1	1	0.60	小盘	2015-06	-5.39%	错误
2015-04-30	1		1	1	1	1	1.00	小盘	2015-05	33.36%	正确
2015-03-31	1		1	0	1		0.75	小盘	2015-04	2.73%	正确
2015-02-27	1		1	1	1	1	1.00	小盘	2015-03	13.28%	正确
2015-01-30	-1		1	1	1	1	0.50	小盘	2015-02	4.67%	正确
2014-12-31	-1			1	0		0	-	2015-01	12.15%	-
2014-11-28	-1			-1	1		-0.33	大盘	2014-12	-38.11%	正确
2014-10-31	-1			0	0		-0.33	大盘	2014-11	-7.19%	正确
2014-09-30	-1			0	1		0	-	2014-10	0.03%	-
2014-08-29	1			0	1		0.67	小盘	2014-09	14.63%	正确
2014-07-31	1			1	1		1.00	小盘	2014-08	8.08%	正确
2014-06-30	-1			0	1		0	-	2014-07	-1.81%	-
2014-05-30	-1			0	1		0	-	2014-06	5.65%	-
2014-04-30	1			0	-1		0	-	2014-05	4.84%	-
2014-03-31	-1			0	-1		-0.67	大盘	2014-04	-0.34%	正确
2014-02-28	-1			1	-1		-0.33	大盘	2014-03	-2.06%	正确
2014-01-30	1			0	1		0.67	小盘	2014-02	6.58%	正确
2013-12-31	-1			0	-1		-0.67	大盘	2014-01	10.48%	错误

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

## 4. 总结

本文研究了风格轮动中的大小盘轮动问题。为了建立尽可能全面的风格轮动跟踪因子库，本文从宏观、估值、基本面、资金、情绪、量价这 6 个维度出发，测试并选取在历史上有效的因子。各维度内部的因子信号进行等权复合，生成各维度信号，若看好小盘则信号为 1，若看好大盘则信号为-1，若持中性则信号为 0。然后，将不同维度的信号再等权复合，从而得到量化模型最终打分。对模型进行历史回测，模型在回测期内（2013/12/31-2024/09/30）表现优秀，月度胜率 73.28%，超额年化收益 17.45%，夏普比率 1.83，收益回撤比 1.18。

量化模型无法完全刻画市场，还需要考虑月度效应和政策维度进行主观分析。月度效应方面，统计过去的历史数据，可以发现 2、3、5、8 月小盘风格占优，1、4、12 月大盘风格占优。政策维度主要关注经济政策、技术变革、并购重组政策与 IPO 发行节奏等对大小盘风格可能带来切换动能的因素。在样本外将主观分析的结果也作为一个等权维度的信号，与量化模型 6 维度信号进行复合，从而生成最终风格观点。

通过分析目前模型的不足，我们认为未来的改进思路主要有三点：

一是宏观维度引入经济周期的思想。目前宏观维度简单地使用三个因子的趋势进行判断，较为粗糙。未来更加完善的做法是对当下所处的经济周期进行划分，从而判断大小盘风格较为长期的相对优势。再进一步，还可以将各个因子结合经济周期进行分段，即因子在不同周期下可能有不同的逻辑，从而进行更细致的分析。

二是如何确定各维度权重，把握主线维度。目前对各维度信号进行等权汇总，但实际上有些维度不起主导作用，有些维度可能已经定价，在预测未来走势时需要找出真正起主导作用且未被充分定价的维度，赋予更高权重。

三是如何在模型层面兼容“哑铃型策略”。目前的量化模型把标的资产作为 Y，因子作为 X 去构造映射函数，无法兼容“哑铃型策略”这种两头配置的思路。未来如何在模型层面去实现这一效果，也是改进思路之一。

## 5. 风险提示

量化模型完全基于公开的历史数据构建，历史回测并不代表模型未来表现，模型存在失效风险。市场环境变化、外部环境变化可能导致投资逻辑改变，模型存在失效风险。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 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，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（以下简称“本公司”）的客户使用。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”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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

	评级	说明
<b>投资建议的比较标准</b> 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。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	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
股票投资评级   行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

上海	深圳	北京
地址 上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 栋 27 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编 200041	518026	100032
电话 (021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail: <a href="mailto:gtjaresearch@gtjas.com">gtjaresearch@gtjas.com</a>		