

大类资产与中观配置研究（五）

从涨停板、“打板策略”到赚钱效应引发的情绪择时指标

本报告导读：

我们将从涨跌停股个数、追涨和低吸策略的收益表现，以及其他相关衍生指标的角度入手，分析这些因子与未来市场走势之间的关系，最终构建情绪择时模型。

投资要点：

- **情绪择时模型成功预判市场。**我们认为，涨跌停板不仅反映了个股的强弱，更是市场情绪高涨、资金活跃的重要标志。通过构建与涨跌停个股数量和可交易收益有关的因子，我们成功构建了能够预测市场短期情绪变化的择时模型。对模型进行改进后，回测区间内无论是收益还是风控能力均较为出色。
- **情绪择时模型的构建。**我们将表现最好的五个因子：打板策略收益因子、跌停次日收益因子、涨停板占比因子、跌停板占比因子和净涨停占比因子发出的信号进行整合，构建择时模型：情绪择时模型组合的年化收益率为 6.65%（3.82%），年化波动率为 15.37%（22.40%），最大回撤 29.39%（55.08%），均优于 Wind 全 A 指数，且优于上文中任意单因子组合。将模型运用在沪深 300 等宽基指数中效果同样出色。
- **改进 1：加入对市场整体趋势的分析。**我们通过加入对市场整体趋势的分析，帮助情绪择时模型更好地识别宏观环境的变化，从而在市场上行/下行/震荡的不同阶段采用不同的信号阈值，提高模型的全局判断能力。引入市场趋势判断后，情绪择时模型组合的年化收益率为 9.41%（3.82%），年化波动率为 17.98%（22.40%），最大回撤 46.35%（55.08%），大幅优于 Wind 全 A 指数，且相较于基础模型，有较为明显的优化。
- **改进 2：对因子信号进行加权。**引入了因子信号加权后，我们更有效地捕捉因子间的差异性。因子加权后的情绪择时模型组合的年化收益率为 9.68%（3.82%），年化波动率为 13.31%（22.40%），最大回撤 24.47%（55.08%），大幅优于 Wind 全 A 指数，且同样相对于基础模型，有较为明显的改善。
- **因子底层逻辑。**通过研究涨跌停股数量的变化，可以直观反映市场情绪的强弱；而追涨和低吸策略的收益则能够揭示市场中投资者行为的有效性和情绪倾向。经测试，我们发现，涨停板占比因子和跌停板占比因子整体表现较为出色，虽然在某些方面有一定的不足，但结合起来可以比较准确地预测市场短期内的情绪；涨停次日收益因子的回测结果表明，涨停个股次日收益与市场环境或存在一定的关联，但并不具备连续性，较难作为领先指标使用；而跌停次日收益因子和打板策略收益因子则表明，当该类策略的绝对收益变高（亏损变少）时，市场情绪较好，且具备一定的连续性，但后两者信号频率较低可能影响其实用性，需要结合其他指标使用。


登记编号郑雅斌(分析师)
021-38676666
S0880525040105
登记编号曹君豪(分析师)
021-38676666
S0880525040094
登记编号余浩淼(分析师)
021-38676666
S0880525040013

目录

1. 从涨跌停板制度到交易策略	3
2. 基于涨跌停股的指标研究	4
2.1. 涨跌停个股数量	5
2.1.1. 基础衍生指标	5
2.1.2. 强度指标	8
2.2. 涨跌停个股次日可交易收益	10
3. 基于涨跌停股的择时模型构建	12
3.1. 基础模型	13
3.2. 基础模型在主流宽基指数上的应用	14
3.3. 模型的进阶应用	17
3.3.1. 引入市场趋势判断	17
3.3.2. 因子信号加权	19
4. 总结	20
5. 风险提示	21

1. 从涨跌停板制度到交易策略

涨跌停板制度源于国外早期证券市场，是证券市场上为了防止交易价格的暴涨暴跌，抑制过度投机现象，对每只证券当天价格的涨跌幅度予以适当限制的一种交易制度，即每天市场价格达到了上限或下限时，不允许再有涨跌，术语称为“涨跌停板”。当天市价的最高上限叫“涨停板”，最低下限叫“跌停板”。

表1：我国的涨跌停制度沿革

时间	制度变动
1991.08.17	对在深交所上市交易的所有股票取消涨跌幅限制。
1992.05.21	对在上交所上市交易的所有股票取消涨跌幅限制。
1996.12.16	对上市交易的所有股票（包括 A、B 股）实施 10% 的股价涨跌幅限制（除首日上市的股票外）；对于首日上市的证券不设立涨跌幅限制。
1998.04.22	对所有 ST 股票实施 5% 的股价涨跌幅限制。
1999.07.09	对所有 PT 股票实施特别转让价格 5% 涨跌幅限制。
2000.06.19	取消 PT 股票特别转让价格 5% 的跌幅限制，但涨幅限制仍为 5%。
2003.05.22	对所有 *ST 股票实施特别转让价格 5% 的涨跌幅限制。
2014.01.01	对所有首日上市的股票实施 44% 的涨幅限制和 36% 的跌幅限制。
2019.06.13	科创板正式启动交易，对所有科创板股票实施 20% 的涨跌幅限制；在科创板首次公开发行上市的股票，上市后的前 5 个交易日不设价格涨跌幅限制。
2020.08.24	科创板正式启动交易，对所有科创板股票实施 20% 的涨跌幅限制；在科创板首次公开发行上市的股票，上市后的前 5 个交易日不设价格涨跌幅限制。
2021.09.02	北京证券交易所设立，规定新股上市首日不设涨跌幅限制，自次日起涨跌幅限制为 30%。

数据来源：《涨跌停制度变革、股票流动性与资本市场表现》，国泰海通证券研究

我国的股票市场在成立初期曾短暂实行过涨跌停制度，而后深圳证券交易所和上海证券交易所分别于 1991 年和 1992 年全面取消了股价的涨跌幅限制，A 股进入了长达五年的“无涨跌幅限制”时期。由于当时市场的不成熟，A 股市场出现了较为异常的波动；为了遏制市场的过度投机，沪深两市自 1996 年 12 月 16 日起，对非首日上市交易的股票、基金类证券实施 10% 的股价涨跌幅限制，标志着我国股票市场涨跌停制度的正式确立。

此后长达二十余年间，我国的涨跌停制度仅针对被交易所实施特殊处理的股票（ST/*ST/PT 股）和首日上市的股票做了若干次细微修订。随着资本市场改革的全面深化，近几年来监管层对于涨跌停制度的改革动作频频。2019-2021 年，科创板、创业板、北交所相继将涨跌幅限制扩大至 20%、20%、30%。

涨跌停制度在稳定市场波动、抑制过度投机方面发挥了一定作用。然而，涨跌停板的存在不仅仅是单纯的交易规则，其背后更是市场情绪的集中体现。在不同市场环境下，涨跌停板往往反映出投资者对利好或利空消息的强烈反应，成为观察市场情绪波动的重要窗口。因此，A 股市场的投资者利用涨跌停板的特性制定了一系列与其相关的短线交易策略，主要包括“打板策略”和“低吸策略”：“打板策略”是指投资者在股票接近涨停或已经涨停时买入，押注次日继续强势上涨，从而获得短线收益；而“低吸策略”则是在股票接近跌停或已经跌停时买入，利用市场情绪恐慌和会博取反弹收益。此外，还有“连板追踪”策略，即关注连续涨停的强势股，捕捉市场热点带来的短期机会。

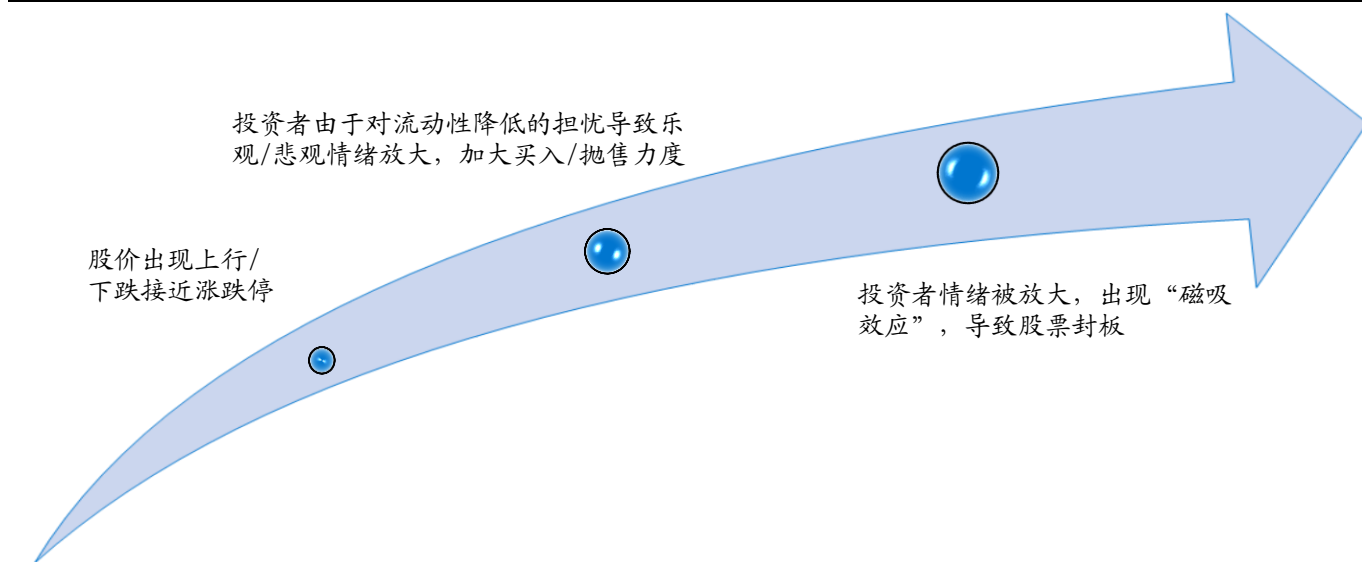
这些与涨跌停板相关的交易策略在很大程度上反映了市场和投资者的情绪波动。“打板策略”表现为投资者对强势股的追逐，他们在股价接近涨停时果断买入，押注后续行情延续上涨，这种行为展现了对市场热点和短期涨势的信心；“低吸策略”则体现出另一种乐观情绪，即投资者在股价跌停或接近跌停时入场，认为市场的恐慌情绪是短暂的，并期待后续反弹带来的收益。这两种策略虽然操作方式不同，但都基于投资者对市场未来走势的积极预期。我们认为，当采用此类策略的投资者较多且能够获利时，往往意味着市场整体情绪偏向乐观，推动资金不断涌入热点板块或超跌个股。这种情况下，涨跌停板不仅反映了个股的强弱，更成为市场情绪高涨、资金活跃的重要标志。

本文，我们将从涨跌停股个数、追涨和低吸策略的收益表现，以及其他相关衍生指标的角度入手，分析这些因子与未来市场走势之间的关系。通过研究涨跌停股数量的变化，可以直观反映市场情绪的强弱；而追涨和低吸策略的收益则能够揭示市场中投资者行为的有效性和情绪倾向。此外，结合其他衍生指标的分析，我们将进一步探讨这些因子如何共同作用，影响市场的短期趋势及其对未来走势的指引意义。

2. 基于涨跌停股的指标研究

涨跌停股个数是反映市场情绪和资金博弈的重要指标，其变化能够直观展现市场中投资者的乐观或悲观情绪。多名学者指出，涨跌停制度某种程度上放大了市场情绪，当股票的股价上涨/下跌至接近涨跌停板时不会趋于平稳，反而会进一步加速，并最终封板，这一现象被形象地称为“磁吸效应”（magnet effect）。

图1: “磁吸效应”放大了投资者情绪



数据来源：国泰海通证券研究

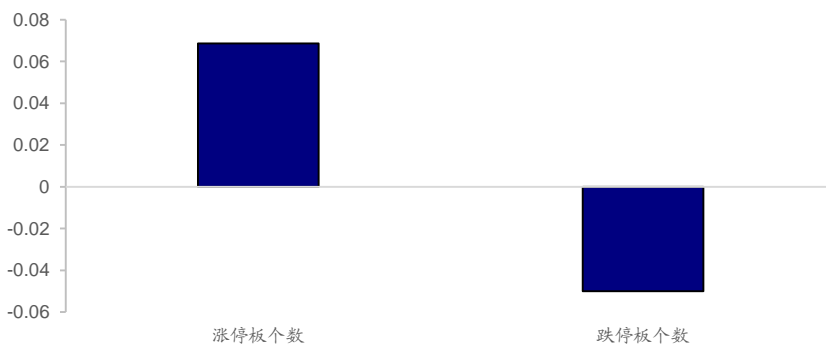
“磁吸效应”为我们提供了一种观察市场情绪的独特视角。当股价接近涨跌停板时，投资者行为和情绪会被放大，因此，我们可以将涨跌停板的数量当做市场情绪的代理指标：如果涨停个股较多，说明市场中投资者情绪较为乐观，追涨意愿强烈，资金集中涌入热点板块，推动整体市场向上；反之，如果跌停个股较多，则反映出市场中的悲观情绪占主导，投资者恐慌性抛售增多，市场承压下行。

2.1. 涨跌停个股数量

我们统计了 A 股市场自 2010 年来，市场涨跌停个股的数量，并构建了相关因子，旨在从涨跌停个股数量的角度分析 A 股市场投资者的交易情绪（我们假设市场情绪乐观时，市场指数上行，悲观时则下行）。后文中的市场收益数据均以 Wind 全 A 指数作为标的进行统计。

首先，我们统计了 2010.01.01–2025.04.03 区间，每周涨跌停个股的总数，并计算其与下周市场的收益率的相关性，如图 2 所示，涨停个股数和跌停个股数与下周市场收益率的相关性分别为 0.069 和 -0.050，p 值分别为 0.055、和 0.163。可以看到，涨跌停个股数在一定程度上反应了短期的市场情绪。

图2：涨跌停个股数量与下周市场收益率的相关性



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

2.1.1. 基础衍生指标

➤ 因子构建

考虑到 A 股市场在不同时期上市公司数量差异较大，仅用涨跌停股的绝对数量作为指标可能会失真，难以准确反映市场情绪的变化。因此，我们引入了下列基于涨跌停股数量的衍生指标进行的相关性测试：

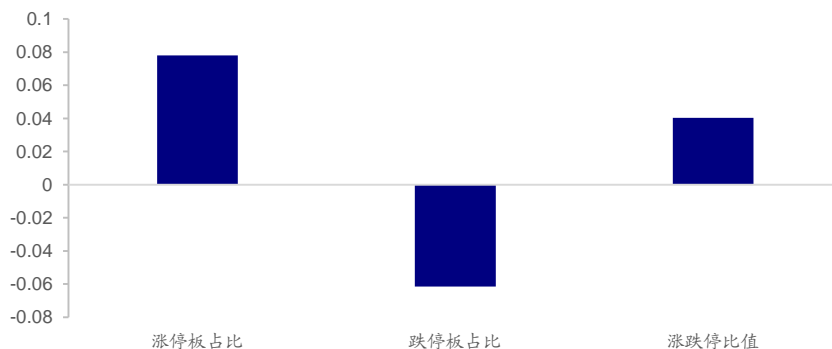
$$\text{涨停占比} = \frac{\sum \text{交易日涨停股票数量}}{\text{同期总股票数量}} \times 100\%$$

$$\text{跌停占比} = \frac{\sum \text{交易日跌停股票数量}}{\text{同期总股票数量}} \times 100\%$$

$$\text{涨跌停比值} = \frac{\sum \text{交易日涨停股票数量}}{\sum \text{交易日跌停股票数量}}$$

对于上述三个因子，我们分别计算了其下周市场收益率的相关性，如图 3 所示：

图3：涨跌停个股衍生指标与下周市场收益率的相关性



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

可以看到，涨停板占比、跌停板占比和涨跌停比值与下周市场收益率的相关性分别为 0.078、-0.062 和 0.040，p 值分别为 0.029、0.086 和 0.260。不难看出，除涨跌停比值外，其余两个衍生因子的 IC 表现和显著性均强于因子。我们推测，当涨停个股占比高时，说明市场整体情绪较为乐观，投资者更为乐意进行追涨行为；反之，如果跌停个股占比高，则反映出市场悲观情绪较为浓厚。

➤ 因子表现回测

自 2010 年 1 月以来，截止 2025 年 4 月 3 日，考察区间内共有 779 个交易周。下表中，分别针对涨停板占比因子和跌停板占比因子，以周度为观察周期，考察当因子触发不同阈值后，市场指数在随后一周的收益表现。

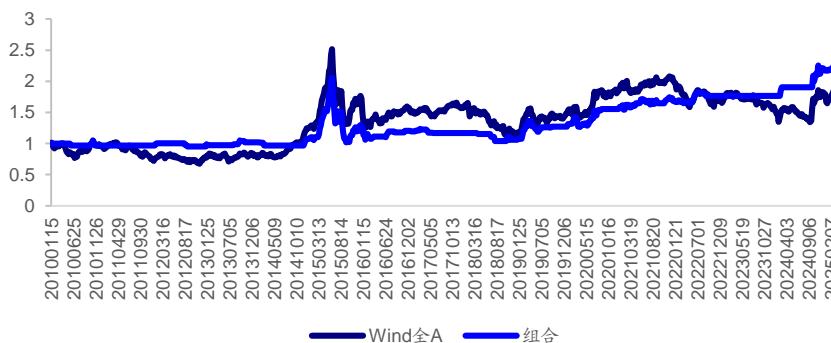
图4：涨停板占比因子胜率和触发信号时次均收益表现较好(2010.01.01 – 2025.04.03)

	>0.06	>0.07	>0.08	>0.09	>0.1
周度信号出现次数	393	308	226	168	124
触发信号占样本比例	50.4%	39.5%	29.0%	21.5%	15.9%
胜率	53.4%	55.2%	57.1%	58.3%	55.6%
基准次均收益	0.11%				
触发信号次均收益	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.2%
未触发信号次均收益	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
判断正确次均收益	2.5%	2.6%	2.9%	3.2%	3.5%
判断错误次均收益	-2.5%	-2.7%	-2.9%	-3.4%	-3.9%
盈亏比	0.99	0.99	1.01	0.93	0.88

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

如图 4 所示，涨停板占比因子在考察区间内的中位数为 0.06，根据上文假设（涨停个股占比越高，市场情绪越好），我们设定了一系列阈值参数，观察因子值大于该阈值时的表现。我们发现，因子在各参数设定下，触发信号的次均收益均显著高于未触发信号时，且始终高于基准；胜率也均大于 50%，但在盈亏比方面表现稍差。

图5: 涨停板占比因子在趋势市表现较好(2010.01.01 – 2025.04.03)



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

我们采用 0.8 作为涨停板因子的触发阈值, 简单构建了以 Wind 全 A 为标的的组合, 当因子大于阈值时进行买入, 反之则卖出。如图 5 所示 (括号内为 Wind 全 A 指数数据), 组合的年化收益率为 5.33% (3.82%), 年化波动率为 15.60% (22.40%), 最大回撤 50.55% (55.08%), 除最大回撤外均优于 Wind 全 A 指数。但可以看到, 因子在趋势较弱的 2016-2017 和 2021 年间, 捕获上行能力较弱。

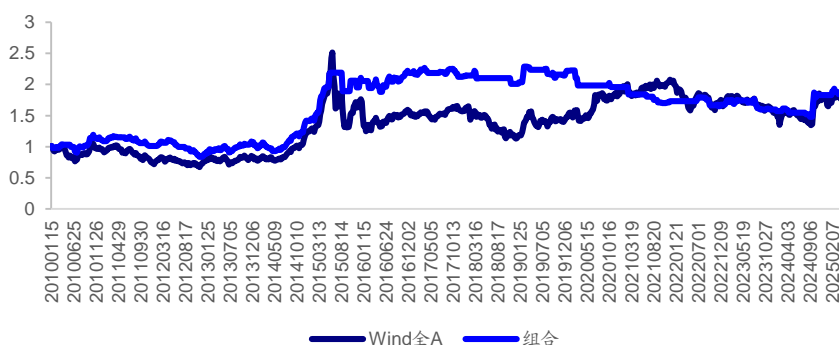
图6: 跌停板占比因子各方面表现均较为出色(2010.01.01 – 2025.04.03)

	0.015	0.012	0.01	0.006	0.003
周度信号出现次数	433	376	330	211	111
触发信号占样本比例	55.5%	48.2%	42.3%	27.1%	14.2%
胜率	50.6%	52.1%	52.4%	52.1%	58.6%
基准次均收益	0.11%				
触发信号次均收益	0.05%	0.17%	0.23%	0.23%	0.62%
未触发信号次均收益	0.19%	0.06%	0.03%	0.07%	0.03%
判断正确次均收益	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.4%
判断错误次均收益	-2.1%	-2.0%	-2.0%	-1.9%	-1.9%
盈亏比	1.02	1.08	1.12	1.15	1.28

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

跌停板占比因子在考察区间内的中位数为 0.013, 根据上文假设 (跌停个股占比越高, 市场情绪越差), 我们设定了一系列阈值参数, 观察因子值小于该阈值时的表现。我们发现, 因子在除了阈值为 0.015 时 (大于因子中位数), 无论是从胜率、触发信号次均收益还是盈亏比的角度来看, 均表现较好。

图7：跌停板占比因子在除 19-20 年外的表现均较好(2010.01.01 – 2025.04.03)



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

我们采用 0.01 作为跌停板因子的触发阈值，简单构建了以 Wind 全 A 为标的的组合，当因子小于阈值时进行买入，反之则卖出。如图 7 所示（括号内为 Wind 全 A 指数数据），组合的年化收益率为 4.07%（3.82%），年化波动率为 13.60%（22.40%），最大回撤 35.22%（55.08%），均优于 Wind 全 A 指数，尤其是在风险控制方面。

综上所述，我们认为，涨停板占比因子和跌停板占比因子整体表现较为出色，虽然在某些方面有一定的不足，但结合起来可以比较准确地预测市场短期内的情绪。

2.1.2. 强度指标

➤ 因子构建

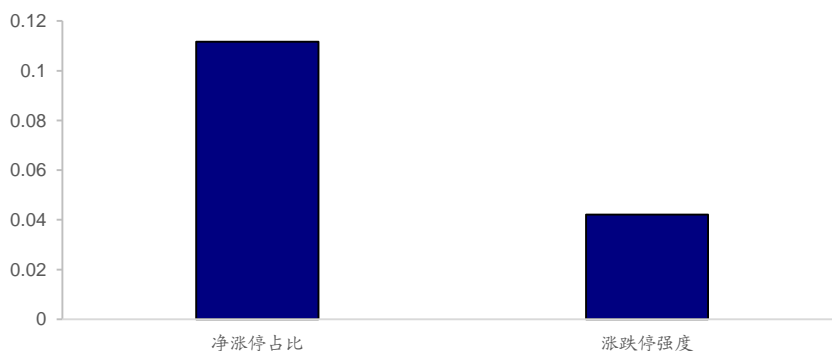
为了更好的体现市场乐观情绪与悲观情绪之间的强度对比，我们以占比类因子为基础，构建了以下两个衡量市场情绪强弱程度的因子：

$$\text{净涨停占比} = \text{涨停占比} - \text{跌停占比}$$

$$\text{涨跌停强度} = \frac{\text{涨停占比} - \text{跌停占比}}{\text{涨停占比} + \text{跌停占比}}$$

对于上述两个因子，我们分别计算了其于下周市场收益率的相关性，如图 8 所示：

图8: 涨跌停个股衍生指标与下周市场收益率的相关性



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

可以看到, 净涨停占比和涨跌停强度与下周市场收益率的相关性分别为 0.112 和 0.042, p 值分别为 0.002 和 0.240。净涨停占比因子的 IC 表现较好, 且显著性极强。我们推测, 相较于前文中的占比类因子, 净涨停占比因子可以更直观反映市场中多空力量的净差异, 对市场情绪的捕捉更为准确。

➤ 因子表现回测

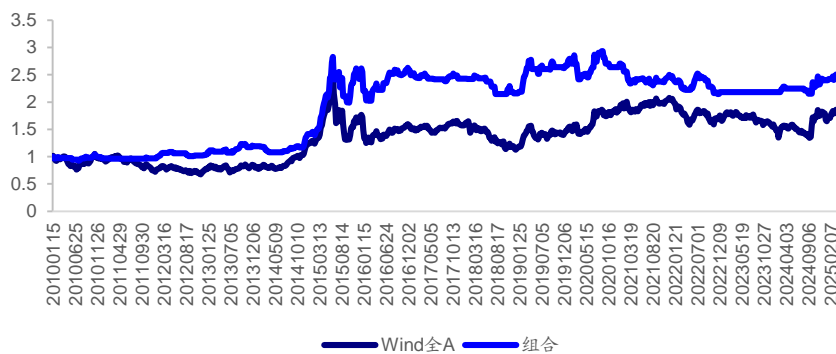
图9: 净涨停占比因子触发时收益远超基准, 且盈亏比始终大于 1(2010.01.01 – 2025.04.03)

	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
周度信号出现次数	416	334	252	177	124
触发信号占样本比例	53.3%	42.8%	32.3%	22.7%	15.9%
胜率	53.8%	54.5%	55.6%	56.5%	59.7%
基准次均收益	0.11%				
触发信号次均收益	0.31%	0.32%	0.38%	0.54%	0.81%
未触发信号次均收益	-0.11%	-0.04%	-0.02%	-0.01%	-0.02%
判断正确次均收益	2.4%	2.5%	2.6%	3.0%	3.3%
判断错误次均收益	-2.2%	-2.3%	-2.4%	-2.6%	-2.9%
盈亏比	1.12	1.09	1.08	1.13	1.14

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

如图 9 所示, 净涨停占比因子在考察区间内的中位数为 0.043, 我们采用与上文同样的逻辑, 设定了一系列阈值参数, 观察因子值大于该阈值时的表现。我们发现, 因子在各参数设定下, 表现极为出色, 触发信号的次均收益均显著高于未触发信号时, 且远高于基准; 胜率均大于 50%, 且盈亏比始终高于 1。

图10: 净涨停占比因子全区间表现较好(2010.01.01 – 2025.04.03)



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

我们采用 0.04 作为净涨停占比因子的触发阈值, 简单构建了以 Wind 全 A 为标的的组合, 当因子大于阈值时进行买入, 反之则卖出。如图 10 所示 (括号内为 Wind 全 A 指数数据), 组合的年化收益率为 6.06% (3.82%), 年化波动率为 15.74% (22.40%), 最大回撤 29.53% (55.08%), 均优于 Wind 全 A 指数。可以看到, 因子在全区间表现都较为优秀, 但波动率略高。

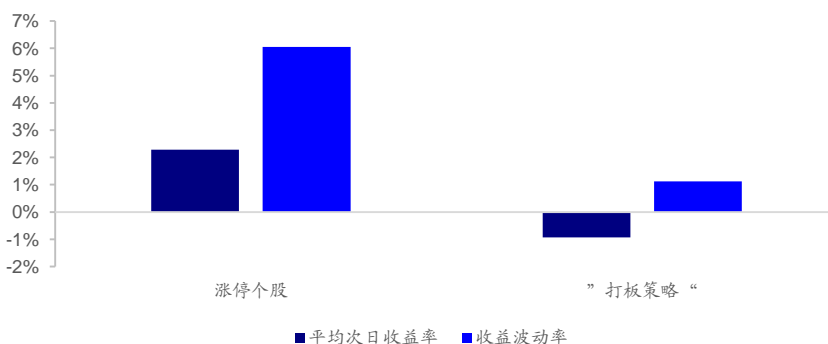
2.2. 涨跌停个股次日可交易收益

我们延续上文的逻辑, 计算涨跌停个股在下一个交易日的收益 (分别对应 “打板策略” 和 “低吸策略”)。

首先, 我们对样本区间内涨停/跌停个股次日的收益率进行统计, **涨停个股的次日平均收益率为 2.48%, 跌停个股的次日平均收益率为-2.34%**。从统计数据来看, 似乎 “打板策略” 可以获得较高的收益。然而, 值得注意的是, 投资者在实际交易过程中, 无法预知个股是否可以成功封板, 且不一定能够在个股封板之前成功买入, 这将严重影响 “打板策略” 的实际收益。

因此, 我们采用高频数据, 规定在个股 90 个交易日内首次出现股价上涨至 9% 时买入, 在第二天 (如遇到封板则顺延) 开盘时卖出, 以检验 2016 年以来 “打板策略” 的实际收益。为了更贴合实际情况, 我们在交易策略上叠加 10% 的概率买入失败。

图11: 长期执行 “打板策略” 较难取得收益



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

根据上述规则, 我们发现在 2016 年以来, “打板策略” 的每次交易的平均收益为 -0.93%, 远低于理论数据。不难看出, 投资者如果长期执行 “打板策略”, 几乎不可能获得收益, 但这也为我们提供了一种新的观察市场情绪的角度: 我们猜测, 只有在市场情绪较好的情况下, 投资者才可以从追涨和

低吸策略中获取收益，于是我们便可以通过验证这些策略的有效性，去预测短期内市场的情绪走向。

➤ 因子构建

根据上述逻辑，我们构建了以下三个指标，值得注意的是，由于指标的计算频率为周度，为了避免使用到未来函数的情况，我们将周末涨停的股票（下一个交易日在下周）排除在外：

$$\text{涨停次日收益} = \frac{\sum \text{交易日涨停股票次日收益率（周末除外）}}{\sum \text{交易日涨停股票数量（周末除外）}}$$

$$\text{跌停次日收益} = \frac{\sum \text{交易日跌停股票次日收益率（周末除外）}}{\sum \text{交易日跌停股票数量（周末除外）}}$$

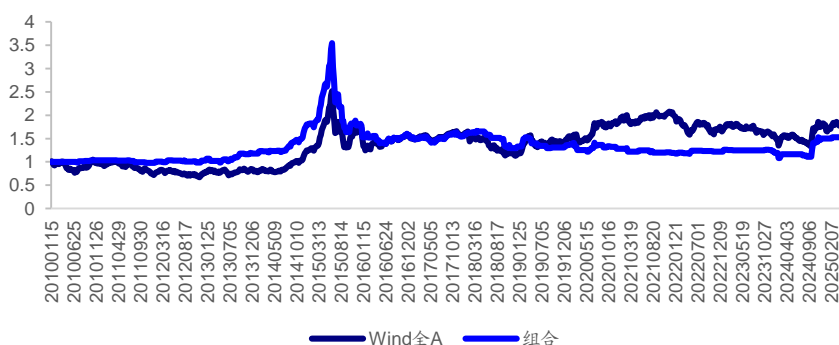
$$\text{打板策略收益} = \frac{\sum \text{交易日执行打板策略的实际收益}}{\sum \text{交易日执行打板策略的次数}}$$

➤ 因子表现回测

我们猜测，这三个因子高度依赖于市场环境的好坏，只有在市场环境非常乐观时才会出现较高的绝对值，表明它们对市场情绪具有强烈的敏感性。同时，当这三个因子达到高值时，投资人对于短期交易收益具有较好预期，后续市场环境往往会延续良好的表现，体现了其作为领先信号的预测能力。

为了验证我们的假设，我们采用这三个因子前三十分位点的值，分别为这三个因子设定了 2.5%、-1.0%和-0.5%三个阈值，作为触发信号，以 Wind 全 A 指数作为标的，当因子大于阈值时进行买入，反之则卖出。

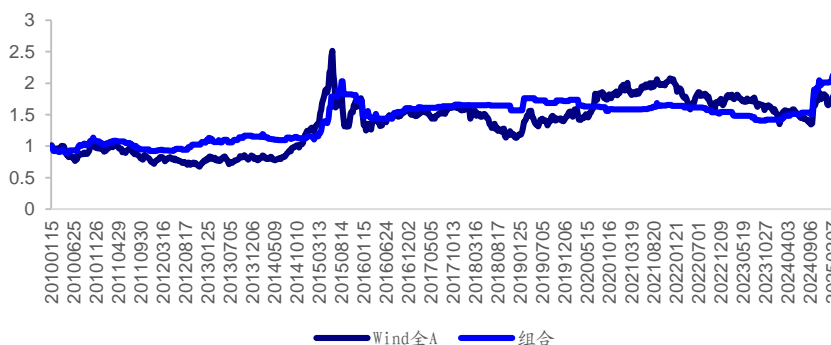
图12：涨停次日收益因子组合跑输 Wind 全 A 指数(2010.01.01 – 2025.04.03)



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

如图 12 所示（括号内为 Wind 全 A 指数数据），涨停次日收益因子组合的年化收益率为 2.85%（3.82%），年化波动率为 16.15%（22.40%），最大回撤 69.47%（55.08%），除年化波动率外，均跑输 Wind 全 A 指数。

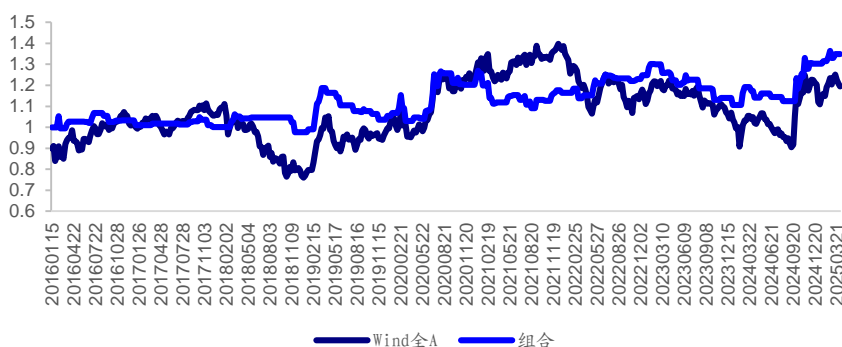
图13: 跌停次日收益因子组合风险收益较好, 但触发频次较低(2010.01.01 – 2025.04.03)



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

跌停次日收益因子组合的年化收益率为 4.86% (3.82%), 年化波动率为 12.19% (22.40%), 最大回撤 30.86% (55.08%)。组合虽全方面跑赢 Wind 全 A 指数, 但发出信号的频率较少, 仅有 202 次买入 (共 779 周), 多数时间为空仓。

图14: 打板策略收益因子组合跑赢 Wind 全 A 指数(2016.01.01 – 2025.04.03)



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

打板策略收益因子组合的年化收益率为 3.36% (3.20%), 年化波动率为 11.06% (19.26%), 最大回撤 14.98% (35.25%)。同样全方面跑赢 Wind 全 A 指数, 共发出了 151 次买入信号 (共 471 周)。

不难看出, 涨停次日收益因子与另外两个因子的表现存在明显的差异。涨停次日收益因子的回测结果表明, 涨停个股次日收益与市场环境或存在一定的关联, 但并不具备连续性, 较难作为领先指标使用; 而跌停次日收益因子和打板策略收益因子则表明, 当该类策略的绝对收益变高 (亏损变少) 时, 市场情绪较好, 且具备一定的连续性, 但后两者信号频率较低可能影响其实用性, 需要结合其他指标使用。

3. 基于涨跌停股的择时模型构建

我们将上述表现最好的五个因子: 打板策略收益因子、跌停次日收益因子、涨停板占比因子、跌停板占比因子和净涨停占比因子按照下述规则发出的信号进行整合, 构建择时模型:

- 打板策略收益因子: 大于-0.5%
- 跌停次日收益因子: 大于-1.0%

- 涨停板占比因子：大于 8%
- 跌停板占比因子：小于 1%
- 净涨停占比因子：大于 4%

3.1. 基础模型

我们在每周末对上述因子发出的信号进行加总，得到周度情绪择时信号（由于打板策略收益因子数据始于 2016 年，模型 2016 年前的信号范围为[0,4]，2016 年后为[0,5]）。

我们将 Wind 全 A 指数视为标的，根据模型所发出信号进行仓位调整，具体规则如下：

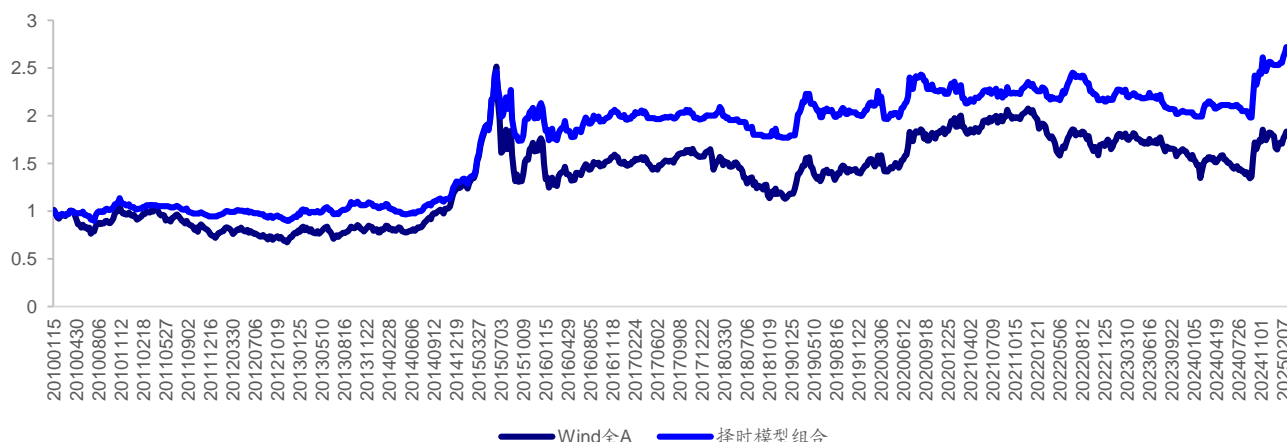
表2：不同信号所对应仓位

信号	仓位
2016 年前	
≥ 3	100%
1-2	50%
0	0%
2016 年后	
≥ 3	100%
2	75%
1	50%
0	0

数据来源：国泰海通证券研究

按照上述规则，我们设计了在周末进行观测，以周度为交易频率的择时策略。回测结果如下：

图15：情绪择时模型组合在全区间大幅战胜基准(2010.01.01 – 2025.04.03)



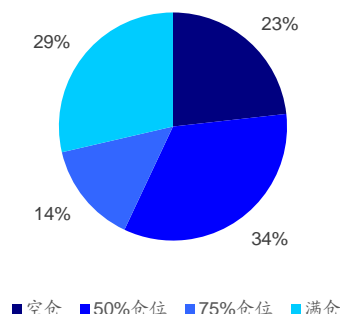
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

注：年化数据均采用周线计算，后文同

情绪择时模型组合的年化收益率为 6.65%(3.82%)，年化波动率为 15.37% (22.40%)，最大回撤 29.39% (55.08%)，均优于 Wind 全 A 指数，且优于

上文中任意单因子组合。

图16: 情绪择时模型组合仓位占比(2010.01.01 – 2025.04.03)



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

从回测区间内的仓位来看, 组合仅在 23.2% 的时候保持空仓, 其余时间均有仓位, 有近一半的时间仓位超过 7 成。作为周度择时策略, 我们认为, 这样的表现已经比较优秀。

从分年度表现来看, 组合在 2010-2025 年间, 共有 10 年战胜基准, 胜率达到 62.5%。从超额收益来看, 组合相对基准的平均年度超额收益达到 1.58%。此外, 组合的平均年化波动率仅为 13.51%, 远低于基准的 20.41%, 风险收益明显更优。

表3: 情绪择时模型年度表现 (截至 2025.04.03)

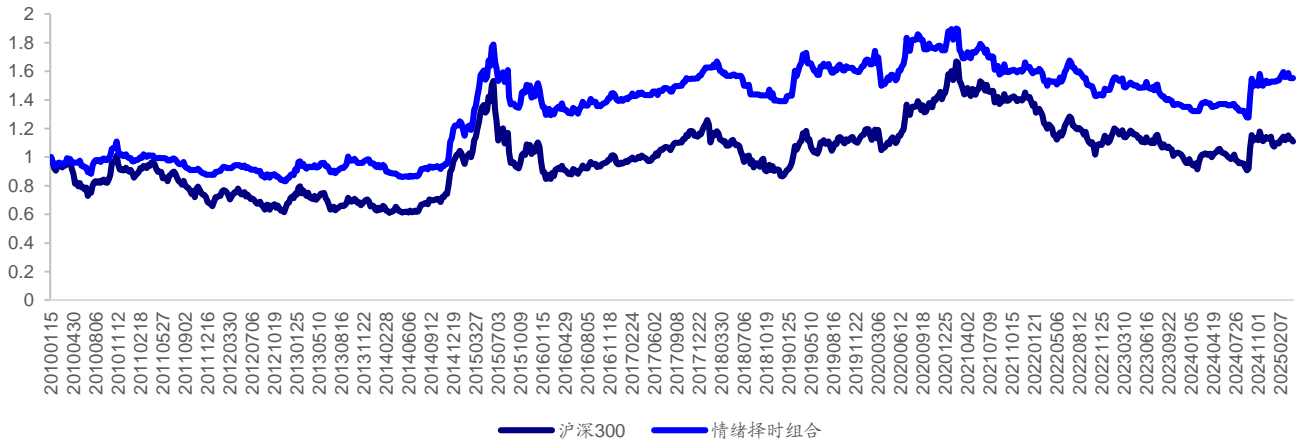
年份	情绪择时模型		基准	
	年收益率	最大回撤	年收益率	最大回撤
2010	4.18%	-10.79%	-4.69%	-24.41%
2011	-9.24%	-11.48%	-22.42%	-27.55%
2012	-0.84%	-11.46%	3.16%	-18.99%
2013	12.36%	-6.92%	6.00%	-15.01%
2014	24.22%	-10.14%	53.87%	-8.55%
2015	59.23%	-29.39%	38.50%	-47.91%
2016	-4.52%	-10.14%	-12.91%	-16.04%
2017	-0.84%	-4.81%	4.93%	-8.44%
2018	-10.24%	-15.44%	-28.25%	-31.59%
2019	16.42%	-11.01%	30.96%	-15.92%
2020	10.88%	-13.07%	27.60%	-10.90%
2021	2.15%	-9.70%	9.17%	-9.59%
2022	-7.13%	-12.21%	-18.66%	-21.10%
2023	-6.04%	-11.18%	-5.19%	-14.78%
2024	24.36%	-7.84%	12.63%	-15.18%
2025YTD	4.27%	-2.98%	-0.80%	-4.51%

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

3.2. 基础模型在主流宽基指数上的应用

我们进一步考察了情绪择时模型在其他宽基指数中的效果, 以沪深 300 为标的, 组合的年化收益率为 2.97% (0.69%), 年化波动率为 14.42% (20.90%), 最大回撤 32.75% (45.60%), 均优于基准指数。

图17: 情绪择时模型组合成功跑赢沪深 300(2010.01.01 – 2025.04.03)



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

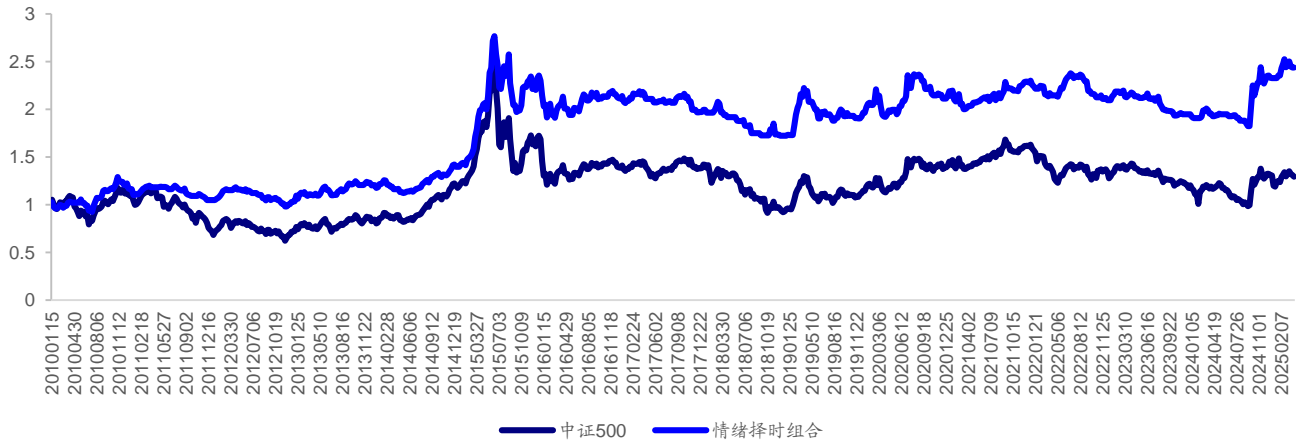
表4: 情绪择时模型在沪深 300 的表现 (截至 2025.04.03)

年份	情绪择时模型		基准	
	年收益率	最大回撤	年收益率	最大回撤
2010	-0.59%	-11.64%	-10.11%	-27.24%
2011	-11.88%	-14.03%	-25.01%	-30.16%
2012	-0.25%	-11.86%	5.73%	-21.22%
2013	9.57%	-8.53%	-7.12%	-20.97%
2014	27.44%	-9.77%	53.41%	-7.52%
2015	20.81%	-24.80%	5.58%	-39.96%
2016	-5.42%	-7.79%	-11.28%	-12.36%
2017	12.69%	-1.61%	21.78%	-3.84%
2018	-11.40%	-16.56%	-25.31%	-31.28%
2019	17.56%	-8.86%	33.59%	-13.49%
2020	10.33%	-14.07%	29.57%	-12.25%
2021	-9.68%	-16.86%	-5.20%	-17.88%
2022	-9.88%	-14.74%	-21.63%	-26.56%
2023	-8.09%	-13.20%	-11.38%	-20.19%
2024	13.15%	-7.96%	16.03%	-14.10%
2025YTD	1.52%	-2.66%	-3.00%	-3.62%

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

以中证 500 为标的, 组合的年化收益率为 5.95% (1.40%), 年化波动率为 16.30% (24.63%), 最大回撤 37.74% (64.25%), 均优于基准指数。

图18: 情绪择时模型组合成功跑赢中证 500(2010.01.01 – 2025.04.03)



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

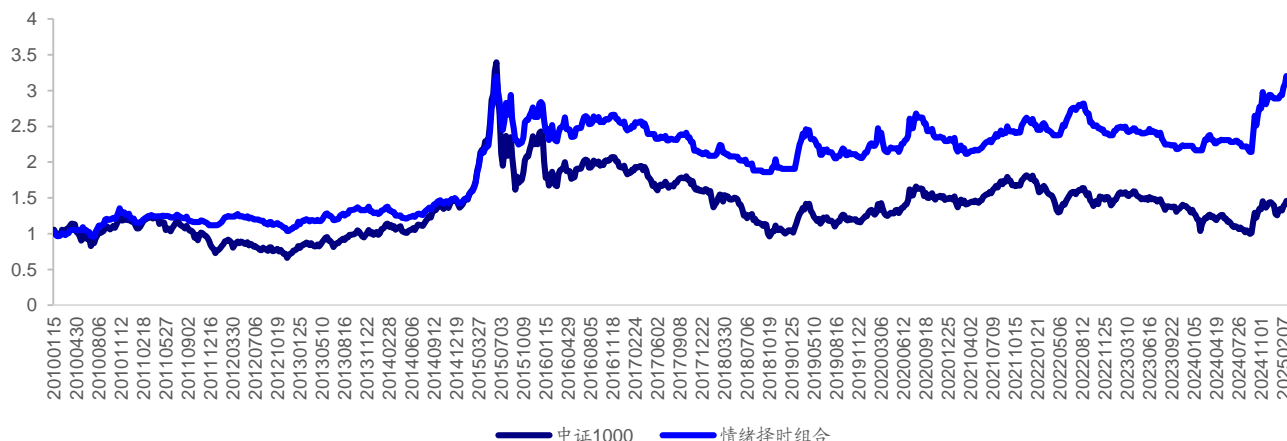
表5: 情绪择时模型在中证 500 的表现 (截至 2025.04.03)

年份	情绪择时模型		基准	
	年收益率	最大回撤	年收益率	最大回撤
2010	16.33%	-12.38%	9.35%	-27.41%
2011	-9.84%	-12.64%	-33.83%	-37.33%
2012	-1.85%	-16.97%	-0.97%	-26.80%
2013	16.98%	-7.71%	17.48%	-15.76%
2014	16.06%	-10.53%	40.04%	-10.11%
2015	64.73%	-28.66%	43.12%	-47.71%
2016	-8.25%	-10.81%	-17.78%	-16.76%
2017	-6.68%	-10.06%	-0.20%	-12.25%
2018	-12.59%	-17.16%	-33.32%	-35.67%
2019	14.06%	-15.48%	24.26%	-21.65%
2020	9.02%	-13.16%	22.94%	-11.70%
2021	7.36%	-8.90%	15.58%	-8.09%
2022	-8.76%	-11.80%	-20.31%	-22.46%
2023	-7.07%	-11.88%	-7.42%	-17.83%
2024	19.47%	-9.18%	8.66%	-19.59%
2025YTD	4.68%	-3.46%	-0.91%	-4.17%

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

以中证 1000 为标的, 组合的年化收益率为 7.61% (1.93%), 年化波动率为 17.84% (27.15%), 最大回撤 41.80% (71.74%), 均优于基准指数。

图19: 情绪择时模型组合成功跑赢中证 1000(2010.01.01 – 2025.04.03)



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

表6: 情绪择时模型在中证 1000 的表现 (截至 2025.04.03)

年份	情绪择时模型		基准	
	年收益率	最大回撤	年收益率	最大回撤
2010	21.25%	-12.29%	16.70%	-27.26%
2011	-7.69%	-11.48%	-32.96%	-37.19%
2012	-2.54%	-18.36%	-2.24%	-27.71%
2013	18.09%	-7.30%	31.85%	-14.46%
2014	10.80%	-11.96%	35.29%	-11.10%
2015	96.83%	-29.76%	76.10%	-52.49%
2016	-9.50%	-11.25%	-20.01%	-17.20%
2017	-16.91%	-17.77%	-17.35%	-18.50%
2018	-9.79%	-17.00%	-36.87%	-40.90%
2019	12.02%	-16.63%	24.13%	-22.21%
2020	8.88%	-14.31%	20.87%	-12.54%
2021	11.95%	-9.47%	20.52%	-10.07%
2022	-8.76%	-15.76%	-21.58%	-25.36%
2023	-6.23%	-12.64%	-6.28%	-18.59%
2024	29.78%	-10.06%	4.83%	-22.25%
2025YTD	6.65%	-3.77%	0.51%	-5.60%

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

3.3. 模型的进阶应用

在前文的研究中, 情绪择时模型已展示出较优的判断能力, 成功跑赢了各类基准。然而, 为进一步提升模型的效果, 我们对其进行了两种改进: **引入市场趋势判断**和**对因子信号进行加权**。接下来, 我们将详细介绍这两种改进的思路与效果对比。

3.3.1. 引入市场趋势判断

通过加入对市场整体趋势的分析, 我们可以帮助情绪择时模型更好地识别宏观环境的变化, 从而在市场上行/下行/震荡的不同阶段采用不同的信号阈值, 提高模型的全局判断能力。本节中, 我们简单采用 Wind 全 A 指数在上一个周期的 10 周、20 周、60 周均线的排列来定义市场环境:

上行: $MA10 > MA20 > MA60$

下行: $MA60 > MA20 > MA10$

震荡：其他情况

在判断了市场趋势的基础上，我们对上述五个因子的信号进行了等权处理，并结合滚动（MA20）平均计算，按照以下规则以 Wind 全 A 指数为标的进行周频买入/卖出的操作：

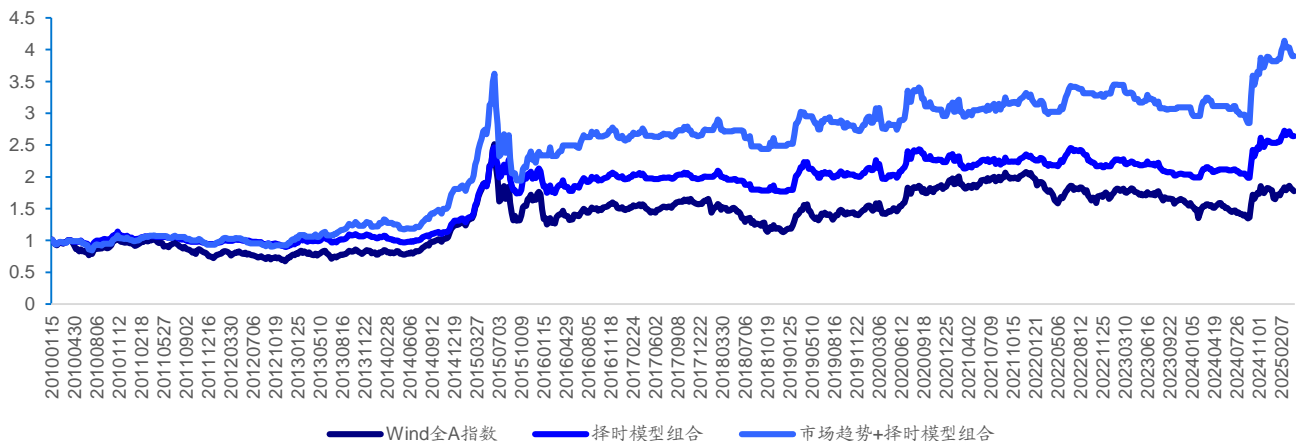
表7：结合市场趋势的情绪择时模型买入条件（满足任意）

市场环境	阈值
任意环境	等权信号>等权信号 20 周均线
市场上行	等权信号>0.1
市场震荡	等权信号>0.5
市场下行	等权信号>0.75

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

在与上文同样的回测区间内，结合市场趋势的情绪择时模型组合的年化收益率为 9.41%（3.82%），年化波动率为 17.98%（22.40%），最大回撤 46.35%（55.08%），大幅优于 Wind 全 A 指数，且相较于基础模型，有较为明显的优化。

图20：结合市场趋势的情绪择时模型优化效果明显(2010.01.01 – 2025.04.03)



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

从分年度表现来看，组合在 2010-2025 年间，共有 9 次战胜基准，且在未战胜基准时，差距也并不大。从绝对收益角度来看，模型仅 3 年出现亏损，且这三年标的指数同样也出现了亏损。从超额收益来看，组合相对基准的平均年度超额收益达到 3.89%，风险收益明显更优。

表8：情绪择时模型（市场趋势）年度表现（截至 2025.04.03）

年份	情绪择时模型		基准	
	年收益率	最大回撤	年收益率	最大回撤
2010	0.97%	-16.65%	-4.69%	-24.41%
2011	-7.37%	-13.34%	-22.42%	-27.55%
2012	7.20%	-13.38%	3.16%	-18.99%
2013	21.18%	-5.96%	6.00%	-15.01%
2014	48.88%	-11.75%	53.87%	-8.55%
2015	29.29%	-46.35%	38.50%	-47.91%
2016	11.57%	-5.99%	-12.91%	-16.04%
2017	1.74%	-5.34%	4.93%	-8.44%
2018	-6.30%	-15.92%	-28.25%	-31.59%
2019	13.16%	-10.09%	30.96%	-15.92%

2020	7.54%	-13.20%	27.60%	-10.90%
2021	8.83%	-8.32%	9.17%	-9.59%
2022	0.46%	-6.95%	-18.66%	-21.10%
2023	-6.62%	-11.35%	-5.19%	-14.78%
2024	23.51%	-12.38%	12.63%	-15.18%
2025YTD	2.10%	-5.82%	-0.80%	-4.51%

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

3.3.2. 因子信号加权

在前文中，我们提到，每个因子对市场走势的预测能力有所不同。为了更精准地利用因子信号，我们引入了因子信号加权的改进方法。相比传统的等权处理，这一方法通过评估每个因子的贡献度，赋予相应的权重，从而更有效地捕捉因子间的差异性。

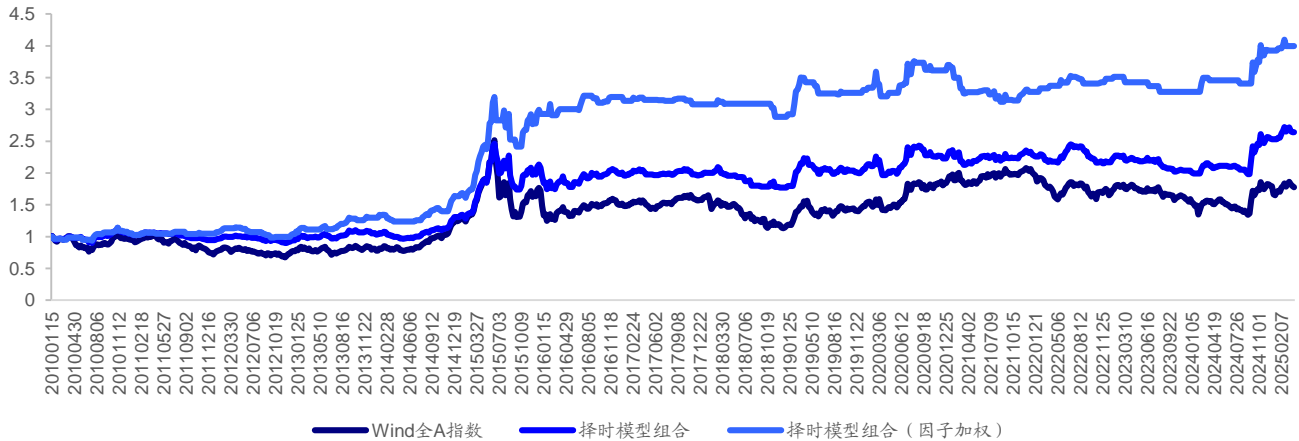
表9：因子信号所对应权重

因子	权重
2016 年前	
净涨停占比	25%
跌停次日收益	15%
涨停板占比	30%
跌停板占比	30%
2016 年后	
净涨停占比	15%
跌停次日收益	10%
涨停板占比	25%
跌停板占比	20%
打板策略收益	30%

数据来源：国泰海通证券研究

根据表 9 所示，我们以周度为频率，每一期得到一个[0,1]区间内的信号值：当该信号>0.65 时，我们对标的进行满仓买入；当信号值位于(0.5,0.65]区间内，我们保持 80%的仓位；当信号值不超过 0.5 时，我们进行空仓。

图21: 因子加权后, 情绪择时模型表现极为出色(2010.01.01 – 2025.04.03)



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

在回测区间内, 因子加权后的情绪择时模型组合的年化收益率为 9.68% (3.82%), 年化波动率为 13.31% (22.40%), 最大回撤 24.47% (55.08%), 大幅优于 Wind 全 A 指数, 且同样相对于基础模型, 有较为明显的改善。

从分年度表现来看, 组合在 2010-2024 年间, 共有 9 年战胜基准。组合相对基准的平均年度超额收益达到 4.77%。值得注意的是, 模型在 2011、2015、2016、2018 和 2022 年时, 超额收益都超过了 20%, 特别是在 2015 年, 超额收益达到 40.27%。

表10: 情绪择时模型 (因子加权) 年度表现 (截至 2025.04.03)

年份	情绪择时模型		基准	
	年收益率	最大回撤	年收益率	最大回撤
2010	5.13%	-7.77%	-4.69%	-24.41%
2011	-0.48%	-3.24%	-22.42%	-27.55%
2012	-1.55%	-14.32%	3.16%	-18.99%
2013	25.89%	-3.91%	6.00%	-15.01%
2014	26.27%	-8.07%	53.87%	-8.55%
2015	78.76%	-24.47%	38.50%	-47.91%
2016	9.14%	-5.58%	-12.91%	-16.04%
2017	-3.61%	-3.61%	4.93%	-8.44%
2018	-6.35%	-8.32%	-28.25%	-31.59%
2019	14.67%	-7.66%	30.96%	-15.92%
2020	11.86%	-10.72%	27.60%	-10.90%
2021	-11.43%	-15.72%	9.17%	-9.59%
2022	6.24%	-3.37%	-18.66%	-21.10%
2023	-5.83%	-6.74%	-5.19%	-14.78%
2024	19.82%	-4.04%	12.63%	-15.18%
2025YTD	1.68%	-2.53%	-0.80%	-4.51%

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

4. 总结

涨跌停板制度源于国外早期证券市场, 是证券市场上为了防止交易价格的暴涨暴跌, 抑制过度投机现象, 对每只证券当天价格的涨跌幅度予以适当限制的一种交易制度, 即每天市场价格达到了上限或下限时, 不允许再有涨跌, 术语称为“涨跌停板”。当天市价的最高上限叫“涨停板”, 最低下限叫“跌停板”。

本文, 我们将从涨跌停股个数、追涨和低吸策略的收益表现, 以及其他

相关衍生指标的角度入手,分析这些因子与未来市场走势之间的关系。通过研究涨跌停股数量的变化,可以直观反映市场情绪的强弱;而追涨和低吸策略的收益则能够揭示市场中投资者行为的有效性和情绪倾向。此外,结合其他衍生指标的分析,我们将进一步探讨这些因子如何共同作用,影响市场的短期趋势及其对未来走势的指引意义。

经测试,我们发现,涨停板占比因子和跌停板占比因子整体表现较为出色,虽然在某些方面有一定的不足,但结合起来可以比较准确地预测市场短期内的情绪;涨停次日收益因子的回测结果表明,涨停个股次日收益与市场环境或存在一定的关联,但并不具备连续性,较难作为领先指标使用;而跌停次日收益因子和打板策略收益因子则表明,当该类策略的绝对收益变高(亏损变少)时,市场情绪较好,且具备一定的连续性,但后两者信号频率较低可能影响其实用性,需要结合其他指标使用。

我们将上述表现最好的五个因子:打板策略收益因子、跌停次日收益因子、涨停板占比因子、跌停板占比因子和净涨停占比因子发出的信号进行整合,构建择时模型:情绪择时模型组合的年化收益率为 6.65% (3.82%), 年化波动率为 15.37% (22.40%), 最大回撤 29.39% (55.08%), 均优于 Wind 全 A 指数,且优于上文中任意单因子组合。将模型运用在沪深 300 等宽基指数中效果同样出色。

通过加入对市场整体趋势的分析,我们可以帮助情绪择时模型更好地识别宏观环境的变化,从而在市场上行/下行/震荡的不同阶段采用不同的信号阈值,提高模型的全局判断能力。引入市场趋势判断后,情绪择时模型组合的年化收益率为 9.41% (3.82%), 年化波动率为 17.98% (22.40%), 最大回撤 46.35% (55.08%), 大幅优于 Wind 全 A 指数,且相较于基础模型,有较为明显的优化。

引入了因子信号加权后,我们更有效地捕捉因子间的差异性。因子加权后的情绪择时模型组合的年化收益率为 9.68% (3.82%), 年化波动率为 13.31% (22.40%), 最大回撤 24.47% (55.08%), 大幅优于 Wind 全 A 指数,且同样相对于基础模型,有较为明显的改善。

综上所述,我们认为,涨跌停板不仅反映了个股的强弱,更是市场情绪高涨、资金活跃的重要标志。通过构建与涨跌停个股数量和可交易收益有关的因子,我们成功构建了能够预测市场短期情绪变化的择时模型。对模型进行改进后,回测区间内无论是收益还是风控能力均较为出色。

5. 风险提示

市场系统性风险、资产流动性风险、政策变动风险、因子失效风险。

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

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（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“国泰海通证券研究”，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
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。	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	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
行业投资评级		

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号

邮编 200011

电话 (021) 38676666