



Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290号

王梦颖

投资咨询证号：

Z0015429

电话：0571-81727107

邮箱：wangmengying@nawaa.com



南华期货研究 NFR

股指期货专题报告

2020 年四季度

## 期指跨品种轮动原因探究

### 摘要

本文从短周期和长周期两个角度对期指跨品种轮动的原因进行了探究。

从短周期视角来看，影响跨品种轮动的决定性因素在现货层面而不是期货层面。当市场风险偏好更积极时，IC 通常可以跑赢 IF 和 IH。其中，流动性充裕是提振市场风险偏好最重要的因素，监管措施、政策面导向对市场风险偏好有影响，但难以成为决定性因素。简单来说，当市场流动性充裕时，估值弹性更大的 IC 受益程度更深，跨品种价差大概率会走阔。

市场风格从 IC 切换至 IF 和 IH 通常需要两个条件：一是流动性收敛，通常表现为利率水平上行，二是经济基本面向好，一般通过经济领先指标 PMI 和社融增速来跟踪。当流动性收敛时，估值弹性更大的 IC 受到的负面影响更多，而经济基本面向好则会提振市场对经济的乐观预期，这对周期属性更强的 IH 和 IF 利好程度更多。因此，当上述两个条件出现时，我们通常会看到跨品种轮动的切换。

从长周期视角来看，跨品种轮动切换的逻辑和短周期基本一致。同时，我们发现长周期的轮动切换总是和央行的货币政策调节周期保持着高度的相关性，而央行的货币政策调节周期和经济的长期发展需求是相匹配的，也就是说长周期的轮动切换会受到长期经济发展主线的影响。

综上所述，长期的跨品种轮动可以通过跟踪国内经济的发展主线来捕捉，短期的跨品种轮动则需紧盯流动性状况和经济基本面的变化。

## 目录

第 1 章	跨品种价差走势概览 .....	4
第 2 章	短周期视角 .....	6
2.1.	春季躁动现象 .....	8
2.2.	非春季躁动的轮动切换 .....	11
2.3.	跨品种价差的期现差异 .....	15
2.4.	短周期轮动切换小结 .....	17
第 3 章	长周期视角 .....	17
3.1.	第一轮长周期轮动（2008.10-2012.12） .....	17
3.2.	第二轮长周期轮动（2012.12-2019.1） .....	19
3.3.	长周期轮动切换小结 .....	20
第 4 章	跨品种轮动的后续跟踪重点 .....	21
	免责声明 .....	22

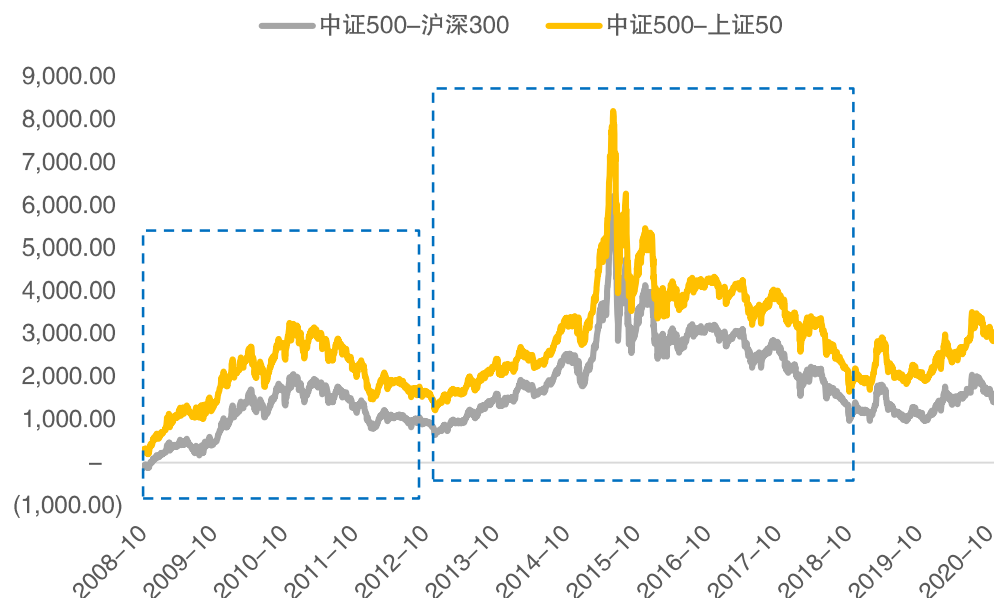
## 图表目录

图 1.1 次贷危机后至今的跨品种价差走势 .....	4
表 1.1 长周期轮动的数据统计 .....	4
图 1.2 三大指数相对估值走势 .....	5
图 1.3 三大指数 ROE 比值趋势 .....	5
图 1.4 估值和业绩对跨品种价差变动的贡献率 .....	6
图 2.1 短周期视角下的跨品种价差走势 .....	7
表 2.1 中证 500/IC 跑赢的区间数据统计 .....	7
图 2.2 “春季躁动”效应的历史发生概率 .....	8
图 2.3 M2/GDP 历史表现（季度） .....	9
图 2.4 3 月期 Shibor 历史表现（季度，单位：%） .....	10
图 2.5 2016 年-2017 年跨品种价差走势 .....	11
图 2.6 2016 及 2017 年 3 月期 shibor 月度均值（单位：%） .....	12
图 2.7 2016-2017 年领先指标走势（单位：%） .....	13
图 2.8 2019 年领先指标走势（单位：%） .....	13
图 2.9 一年期 MLF 利率（单位：%） .....	14
图 2.10 2019 年 8 月至今的跨品种价差走势 .....	14
图 2.11 2020 年疫情后的利率和社融趋势（单位：%） .....	15
图 2.12 跨品种价差的期现货差距（主力合约，10 日移动平均） .....	16
图 2.13 三大期指升贴水率（成交量加权平均） .....	16
图 3.1 M1 和 M2 的同比增速之差（单位：%） .....	18
图 3.2 2008 年后的货币政策调控 .....	18
图 3.3 四万亿刺激后经济复苏直至过热（单位：%） .....	19

## 第1章 跨品种价差走势概览

从 2008 年至今，中证 500 指数与沪深 300 指数、上证 50 指数的轮动已经经历过两轮完整的周期。第一轮周期开始于 2008 年“四万亿”计划推出时，到 2012 年年底结束，期间在 2010 年末时发生风格切换。第二轮周期开始于 2012 年底，终结于 2019 年初，期间在 2015 年年中时发生风格切换。

图 1.1 次贷危机后至今的跨品种价差走势



资料来源：Wind 南华研究

表 1.1 长周期轮动的数据统计

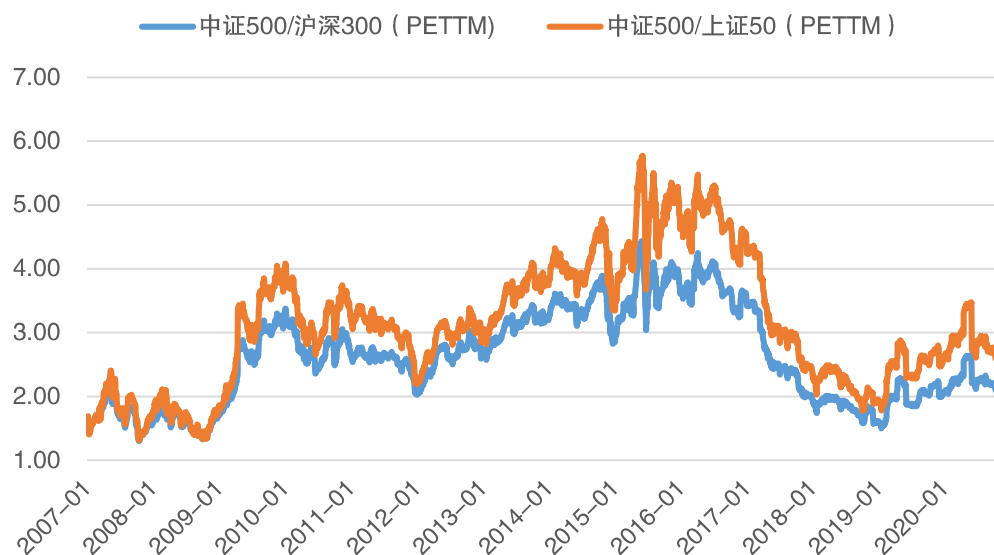
序号	起始日期	终止日期	持续时间 (天)	中证 500-沪 深 300 (涨跌 幅%)	中证 500-上 证 50 (涨跌 幅%)
1	2008/11/6	2010/11/30	754.00	141.45	182.48
2	2010/11/30	2012/12/3	734.00	-13.73	-23.78
3	2012/12/3	2015/6/12	921.00	160.58	193.46
4	2015/6/12	2019/2/1	1330.00	-23.41	-36.90

资料来源：Wind 南华研究

仅从数据统计的角度，我们并未发现两轮周期有相通之处。

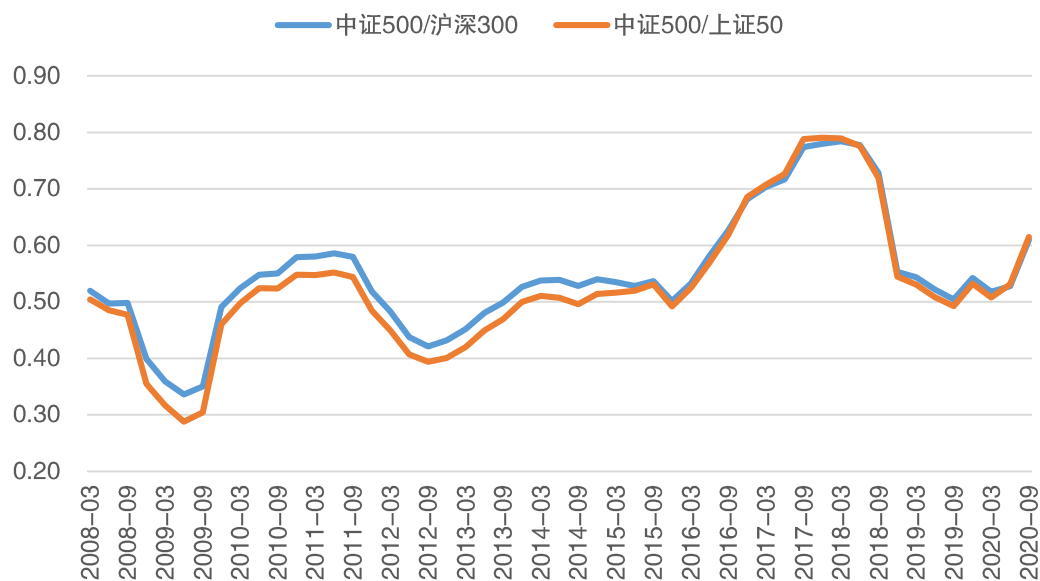
在观察过指数的相对估值和相对业绩表现后，我们发现指数相对估值的趋势和跨品种价差走势高度相关，但相对业绩表现和风格轮动的相关性并不高。

图 1.2 三大指数相对估值走势



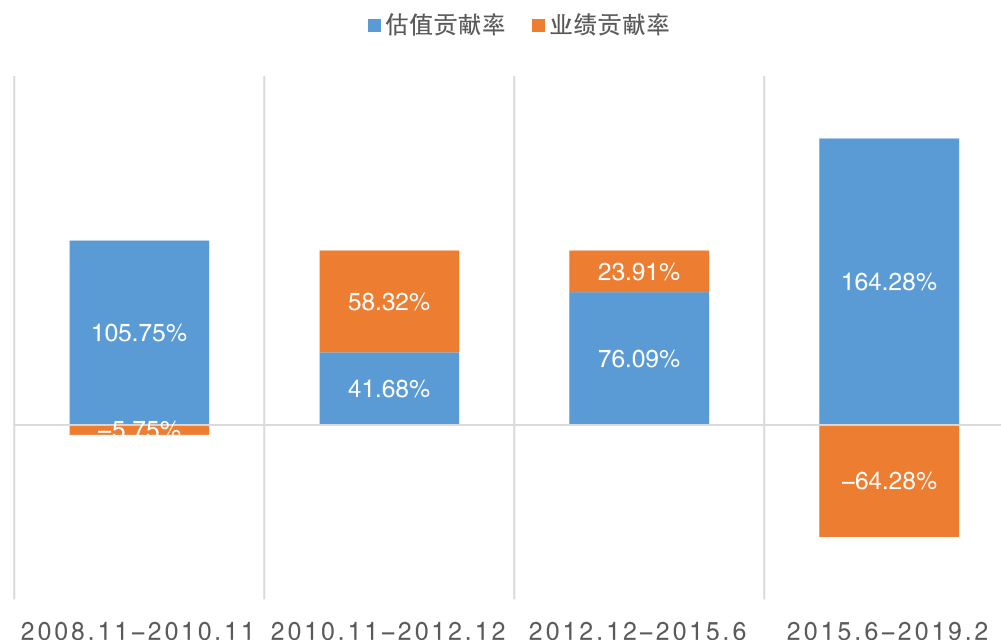
资料来源：Wind 南华研究

图 1.3 三大指数 ROE 比值趋势



资料来源：Wind 南华研究

图 1.4 估值和业绩对跨品种价差变动的贡献率



资料来源：Wind 南华研究

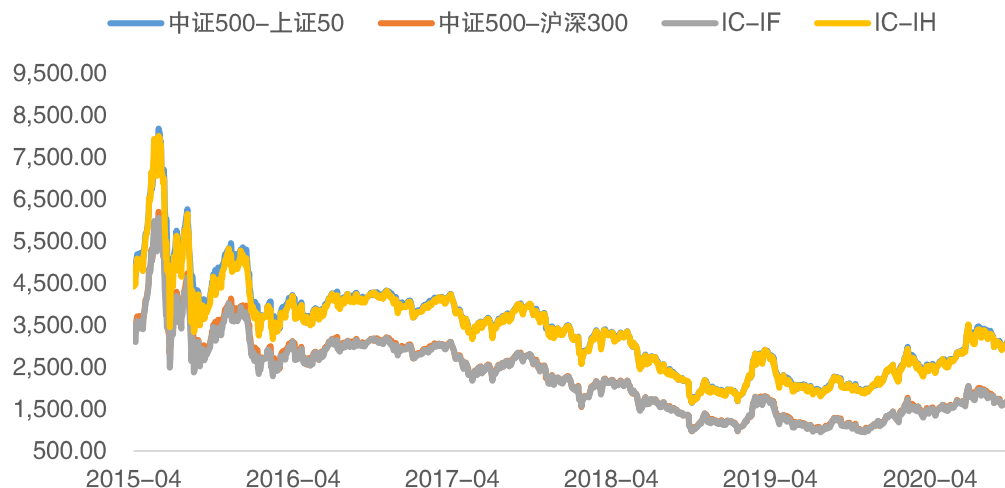
其实，指数的涨跌变动可以划分为两个部分，一部分为估值水平的变动，另一个部分为业绩状况的变动。如果我们将长周期下每一轮行情的总变动幅度视为 100%，那么估值和业绩对每轮行情变动的贡献率就如图 1.4 所示。从图中我们可以看到，跨品种价差的变动大多来自于估值的相对变化，而不是业绩变化。这意味着引起估值变动的原因对跨品种价差轮动的影响更大。

至此，我们从相对微观的角度对跨品种价差轮动进行了观察，接下来我们将从更宏观的角度去考量跨品种价差演变的原因。我们将先从短周期的视角，即从 IC 和 IH 上市以来至今，来分析跨品种价差的变化原因，再以此来推演长周期下的风格轮动切换原因。

## 第2章 短周期视角

从短周期视角看，我们发现流动性状况和经济基本面状况是影响跨品种价差走势的重要因素。

IC 和 IH 于 2015 年 4 月正式上市，距今五年多时间。从下图可以看到，以 IC 为锚的跨品种价差走势在过去五年基本呈现收敛态势，即自 2015 年牛市见顶后，IC 从大趋势看持续跑输 IF 和 IH。从 2019 年初开始，这一情况有所改善，但到目前为止，大趋势并未逆转。

**图 2.1 短周期视角下的跨品种价差走势**

资料来源：Wind 南华研究

在这五年间，IC 也在数个时间段内跑赢 IF 和 IH。从统计结果来看，IC 阶段性跑赢的次数有 7 次，每次行情持续的时间和相对跑赢幅度不存在明显的规律。但从行情发生的时间看，IC 通常会在每年一季度时表现较好，并在 4 月初至 4 月中旬左右终止。

**表 2.1 中证 500/IC 跑赢的区间数据统计**

序号	起始日期	终止日期	持续时间 (天)	中证 500- 沪深 300 (%)	中证 500- 上证 50 (%)	IC-IF (%)	IC-IH (%)
1	2016/1/27	2016/4/14	78.00	3.13	2.89	4.55	4.68
2	2016/5/19	2016/11/16	181.00	6.20	6.87	5.97	6.47
3	2017/1/18	2017/4/13	85.00	3.12	7.12	3.39	7.43
4	2017/6/1	2017/10/10	131.00	3.77	6.40	4.18	6.85
5	2018/2/6	2018/4/2	55.00	11.12	16.84	11.10	16.91
6	2019/2/1	2019/4/9	67.00	12.97	20.77	12.43	20.28
7	2019/11/7	2020/7/13	249.00	16.91	26.91	18.11	28.29

资料来源：Wind 南华研究

此外，当 IC 走强时，相对于 IH 的涨幅会更大，换言之当 IC 走强时，三大期指中 IH 表现最弱。从指数的构成成分来看，IH 更偏重周期类板块，尤其是金融板块，比重

占到了 IH 的半壁江山。相较而言 IC 的构成更为均衡，以工业、信息技术、材料、医疗保健为主要构成成分，周期属性相对较弱。因此，我们推测跨品种轮动会伴随着市场对经济预期的转变而出现切换。

接下来我们会对表 2.1 中所列的数次轮动行情进行分析，探究风格轮动切换的原因。

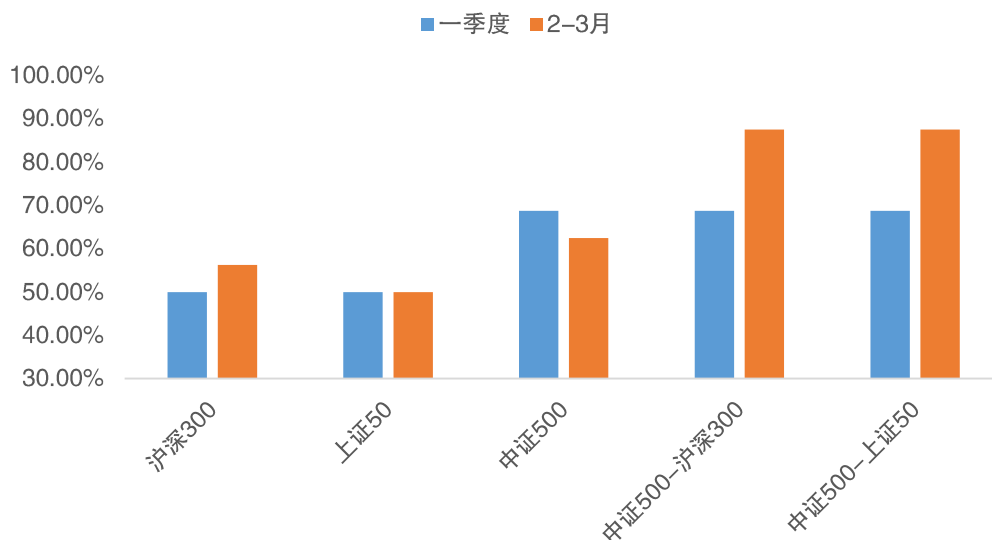
## 2.1. 春季躁动现象

前文中我们提到 IC 通常会在一季度时表现更强，这一特征让我们联想到了 A 股特有的“春季躁动”现象。A 股的“春季躁动”现象是指在一季度时，A 股通常会上涨。

从历史数据来看 A 股存在一定的“春季躁动”效应，但跨品种价差走势的“春季躁动”效应却更为明显。从 2005 年至 2020 年的 16 年间，沪深 300 指数和上证 50 指数在一季度时上涨的概率都为 50%，中证 500 指数上涨的概率为 68.75%；一季度时中证 500 指数跑赢后两者的概率也是 68.75%。如果我们仅考虑每年 2-3 月份的表现，会发现中证 500 指数跑赢另两者的概率从 68.75%大幅提升至 87.50%，这意味着在过往 16 年中只有两年没有跑赢。因此，历史数据表明，中证 500 指数在一季度时表现更强是大概率事件，且在 2-3 月份时跑赢的概率更大。

对 A 股“春季躁动”现象产生原因的研究资料较为充沛，综合来看，市场普遍认为一季度时市场流动性相对充裕，加上两会期间市场维稳、资金布局新主题的需求，导致行情上涨。鉴于跨品种价差走势的“春季躁动”现象比 A 股更为明显，我们有理由相信更充裕的流动性和更友好的政策面导向也是导致跨品种价差走势存在“春季躁动”的重要因素。

图 2.2 “春季躁动”效应的历史发生概率



资料来源：Wind 南华研究



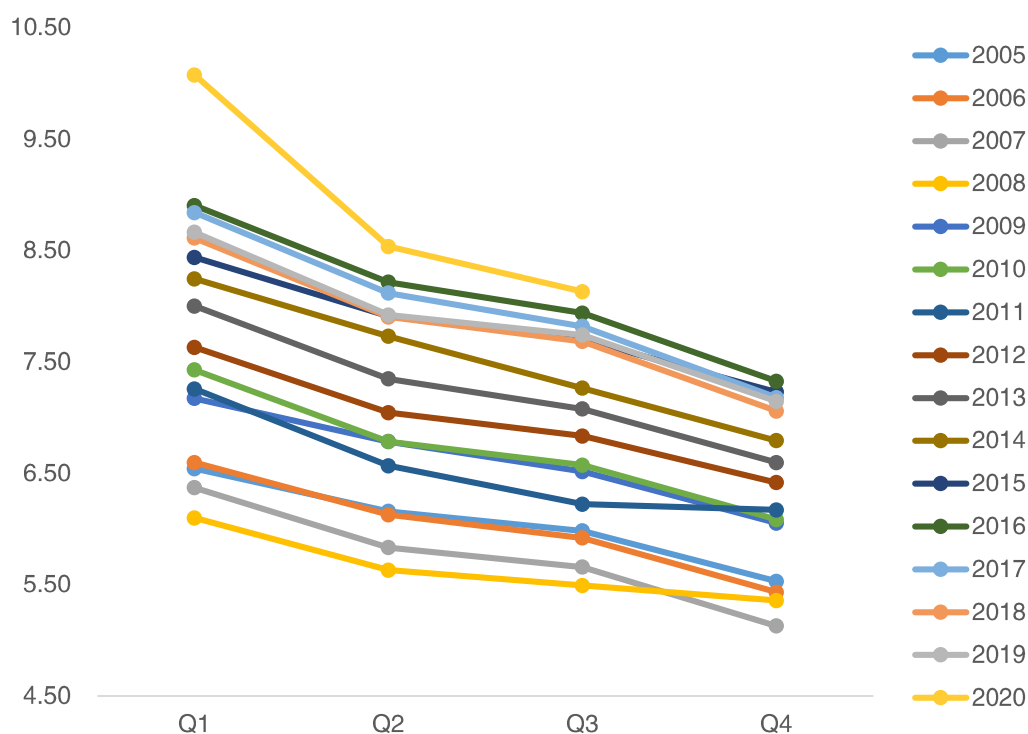
在回顾 2016-2019 年的基本面状况时，我们发现这四年每年一季度时央行都会出台措施来呵护市场流动性。央行在 2016 年 2 月 29 日宣布降准 0.5%，在 2017 年初通过临时流动性便利（TLF）向市场提供流动性支持，在 2018 年元旦宣布为期 30 天、幅度 2% 的全国性商业银行降准。在 2019 年 1 月 2 日，央行宣布扩大普惠金融定向降准优惠政策的覆盖面，将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于 500 万元”，调整为“单户授信小于 1000 万元”。1 月 4 日，央行宣布全面降准 1%，并在 1 月下旬实施了首次定向中期借贷便利（TMLF）。这些措施让市场流动性在一季度时变成相对充裕。

如果我们用 M2/GDP 来衡量市场流动性状况，可以发现在一季度时，M2/GDP 值通常是一年之中最高的，这意味着每年一季度时市场中流动性的“量”是年内最为充足的。不仅是 2016-2019 年如此，从 2005 年至今的每一年都是如此。

值得注意的是，流动性的“价”并没有和“量”一样呈现出明显的季节性特征。如果我们用 3 月期 Shibor 来衡量流动性的“价”，会发现，一季度时流动性的“价”并不一定是全年最低的。

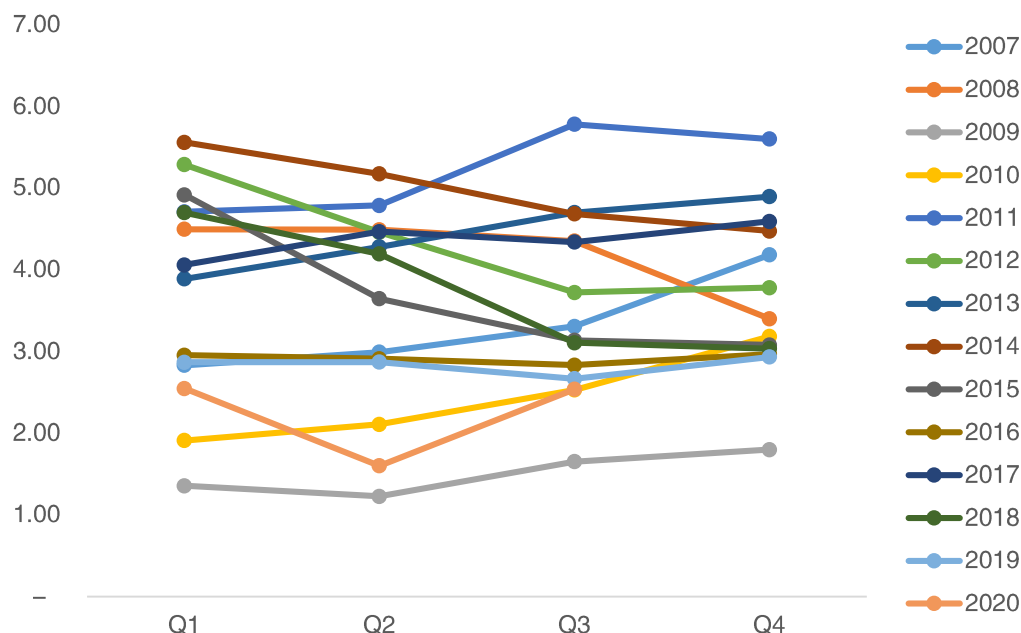
我们认为，对于股指来说，流动性的“量”比“价”更为重要。从资金供求的角度来说，股指在一定时期内所需的资金量是相对稳定的，这时如果市场中的资金供给量突然上升，那么股指大概率会因为资金的供过于求而出现上涨，类似“水涨船高”。

**图 2.3 M2/GDP 历史表现（季度）**



资料来源：Wind 南华研究

图 2.4 3 月期 Shibor 历史表现（季度，单位：%）



资料来源：Wind 南华研究

此外，由流动性推动的行情，通常是“涨估值”行情。短期内充裕的流动性无法立刻改变股指的业绩状况，而是通过抬升股指的估值实现价格的上涨。中小市值股票的估值弹性通常都好于价值蓝筹股，因此，当流动性充裕时，我们会发现中小市值股票的涨幅更可观。这和我们第 1 章中提到的：“跨品种价差的变动大多来自于估值的相对变化”的状况是相吻合的。

除了流动性的影响外，政策面和监管层面的措施也对“春季躁动”行情有加成作用。例如，在经历了 2015 年的减持高峰及 2016 年初的熔断后，市场情绪十分低迷且恐慌，但是证监会在熔断机制暂停后的第二天（2016 年 1 月 9 日）就开始实行减持新规，新规进一步规范了大股东的减持行为，缓和了市场对由减持带来的流动性冲击的担忧。2016 年 3 月 12 日时任证监会主席刘士余表示注册制暂缓，3 月 21 日，证金恢复转融资业务，并下调转融资费率，两融业务也开始逐渐恢复。这些措施共同缓和了熔断后市场的恐慌情绪。

再如，2017 年 2 月 17 日，证监会发布了“217 定增新规”，规范上市公司再融资，定增的发行规模和发行频率都受到了限制，同样缓和了市场担忧流动性冲击的情绪。

相较而言，2019 年初的政策面友好程度是近些年来最佳的。首先，商务部在 2019 年 1 月 9 号的通稿中表示中美双方的经贸磋商达成重要共识，这极大缓解了市场对中美贸易关系的担忧。其次，除了货币政策外，财政政策对经济的扶持力度加大，包括 2019 年 1 月 9 号国务院会议决定对小微企业推出一批新的普惠性减税措施，1 月 28 号发改委等十部门印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》，提倡促进汽车、家电消费。同时，资本市场监管方面也出现明显转向，例如 2019 年 1 月 31 日证监会完善两融机制，2 月 1 日证监会就《证券公司交易信息系

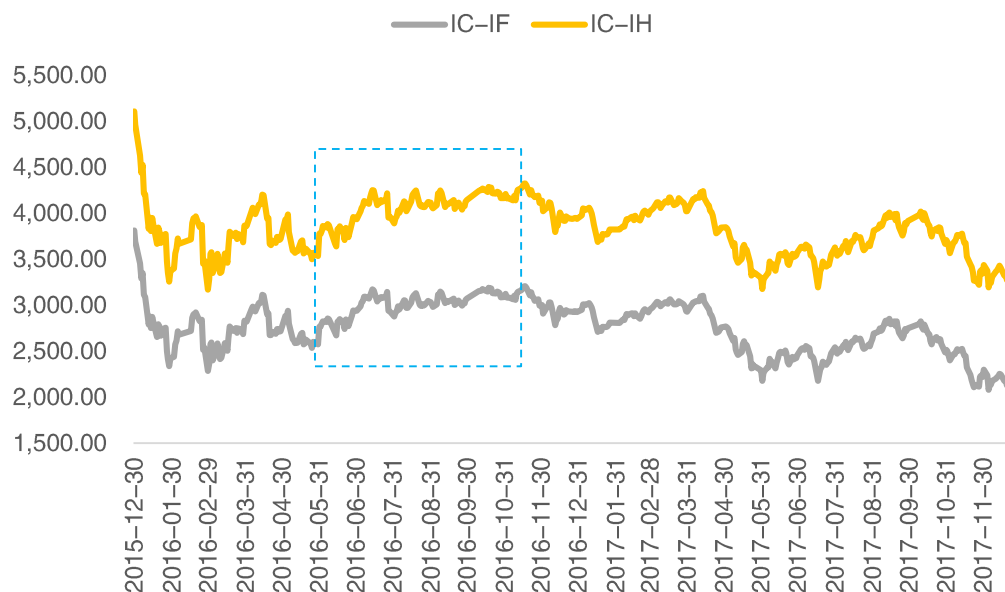
统外部接入管理暂行规定》向社会公开征求意见，活跃市场的意向十分明显。2019 年初的政策刺激力度是罕见的，市场风险偏好在短期内迅速提振，跨品种价差的走阔程度也是近些年来最高的一次。

总之，跨品种价差走势出现“春季躁动”现象是大概率事件，这一方面是受到年初充裕流动性的影响，另一方面也和政策面的友好程度息息相关。从历史回溯结果来看，当流动性和政策面的友好程度更高时，市场风险偏好改善会更为明显，“春季躁动”现象带来的价差走阔幅度也会更大。由流动性和政策面偏好带来的行情，其实是利好消息不断推升下走出的行情，因此当利好效应衰退时，行情也就随之结束。因此，我们会发现每轮“春季躁动”行情基本都在 4 月初至 4 月中旬结束，那时一般是年初充裕流动性收敛的时间点，也是两会后政策面趋于平淡的时间点。

## 2.2. 非春季躁动的轮动切换

除了“春季躁动”时期外，跨品种价差的走阔也在 2016、2017 和 2019 年的非一季度时发生过。

图 2.5 2016 年-2017 年跨品种价差走势



资料来源：Wind 南华研究

2016 年时，经济状况疲软，供给侧改革刚好落地，出于对经济维稳和促进改革的考虑，市场整体流动性状况相对宽松。在这种情况下，年初积极的市场风险偏好在一季度后得以维系，因此我们看到在 2016 年 5 月中旬时，跨品种价差再次走阔。

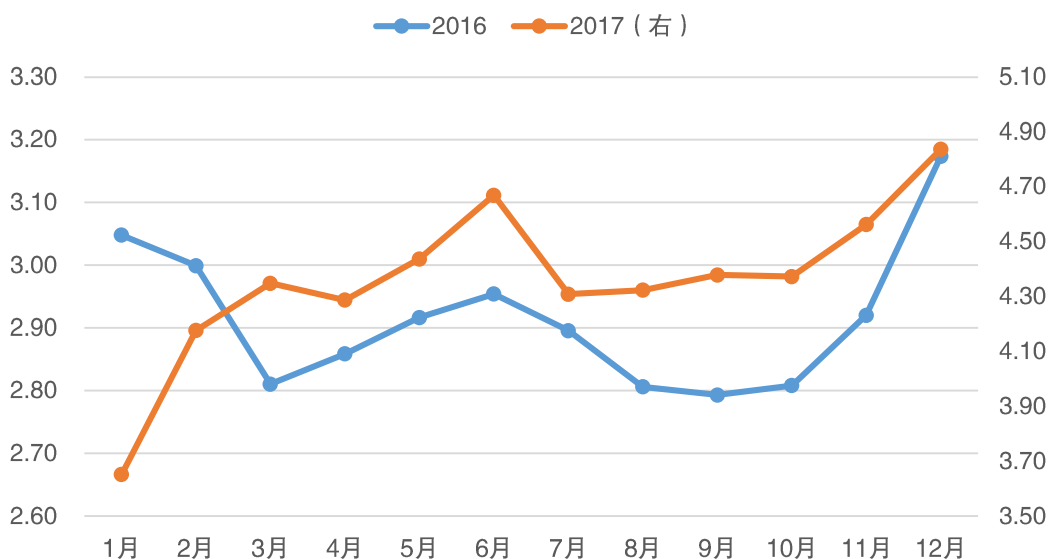
这一轮价差走阔从 5 月中旬一直延续到 11 月中旬，但是期间大部分涨幅在 5 月-7 月已经完成，7 月-11 月基本维持横盘整理状态。我们发现从 2016 年二季度开始，市场风险偏好就已经较一季度时出现了收敛。2016 年 5 月 6 日，证监会发言人对市场讨论

的海外上市红筹企业回归上市的问题做出回应，称在对这类企业通过 IPO、并购重组回归 A 股市场可能引起的影响进行深入分析研究，这引发市场对壳资源炒作的关注。2016 年 6 月 17 日，号称“史上最严借壳新规”的《上市公司重大资产重组办法》征求意见稿出炉，市场明确了监管层对炒作壳资源的态度，市场情绪有所走低。后续，万宝之争引发监管对险资在 A 股市场不断“举牌”的关注和谴责，加上英国脱欧和美国大选带来的不确定性，都让 A 股市场的风险偏好明显走弱。

但当时的市场风险偏好走弱只让跨品种价差陷入横盘震荡，却没有让风格切换发生。我们认为这是当时风格切换的所需条件还不成熟所致。

在 2016 年 2-3 季度时，虽然监管层的态度已经朝着严监管的方向推进，但是当时的利率水平仍位于年内相对低位，流动性状况并未明显收紧。同时，经济领先指标 PMI 在 16 年三季度末前始终围绕枯荣线上下波动，社融增速也未明显上行，说明当时经济并未显示出稳健向好的趋势。在这种情况下，利率易下难上，市场风格也难以出现切换。后续，随着经济数据好转，利率水平走高，风格才从 IC 切换至 IF 和 IH。

图 2.6 2016 及 2017 年 3 月期 shibor 月度均值（单位：%）

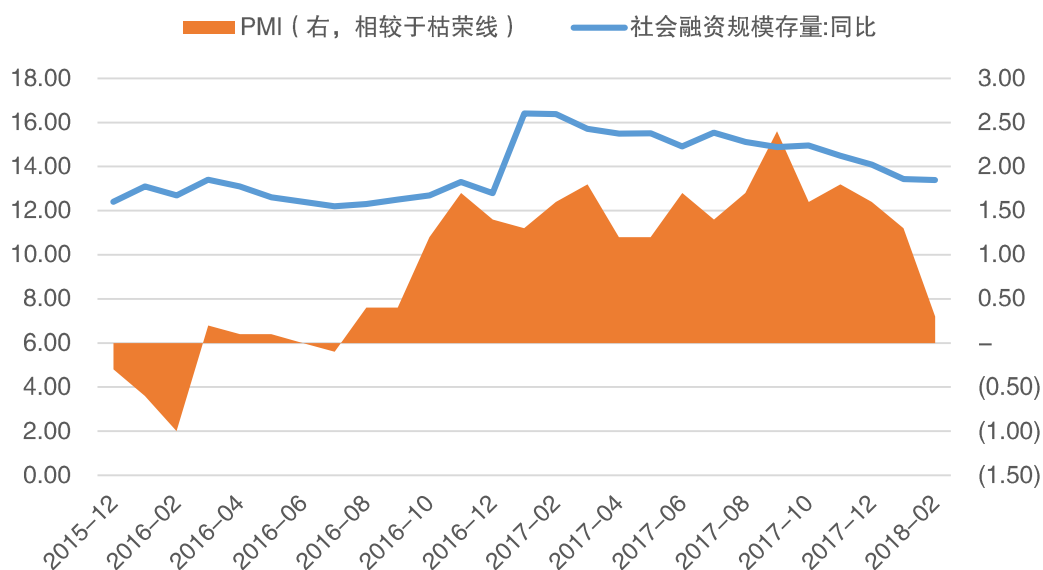


资料来源：Wind 南华研究

2017 年的第二轮跨品种价差走阔从二季度末持续至三季度末，当时市场的主旋律是金融严监管叠加金融去杠杆，市场情绪整体偏谨慎。这种情况会更有利于跨品种价差的收敛，2017 年全年也的确是跨品种价差收敛为主导。但是在 17 年 5 月底，证监会出台了减持新规，全面限制了上市公司重要股东集中清仓式的减持渠道；在 6 月 21 日，A 股又被正式纳入 MSCI 新兴市场指数；7 月中旬，全国四年一度的金融工作会议召开。这些消息对市场风险偏好的改善十分明显。同时，17 年三季度时市场利率在年内相对低位徘徊，也为跨品种价差走阔提供了良好的基础，IC 再次跑赢 IF 和 IH，但整体幅度十分有限。之后，领先指标 PMI 不断走高，其他经济数据也佐证经济强劲复苏，加上资管

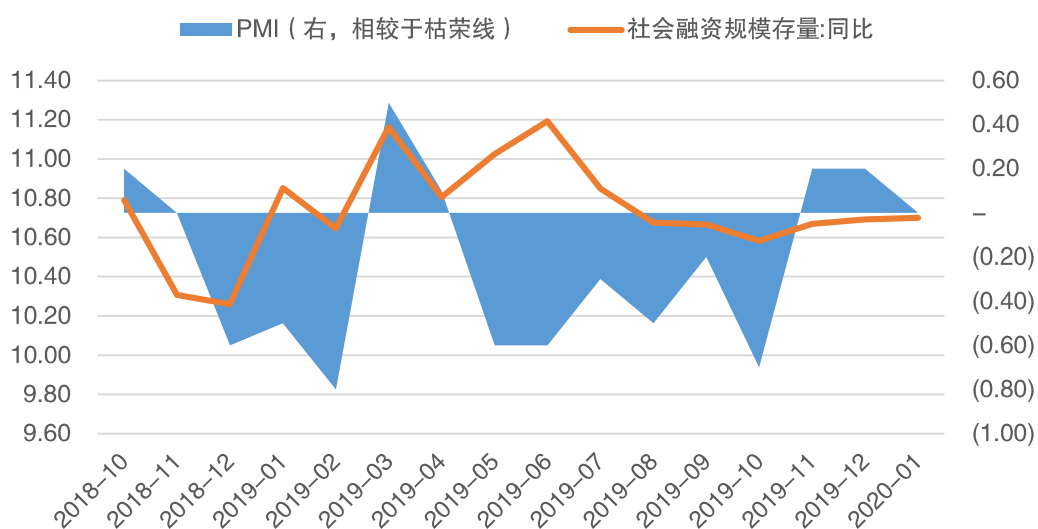
新规征求意见稿的出台，严监管再次升级，利率水平开始抬升，市场风格也切换回 IF 和 IH。

图 2.7 2016-2017 年领先指标走势（单位：%）



资料来源：Wind 南华研究

图 2.8 2019 年领先指标走势（单位：%）

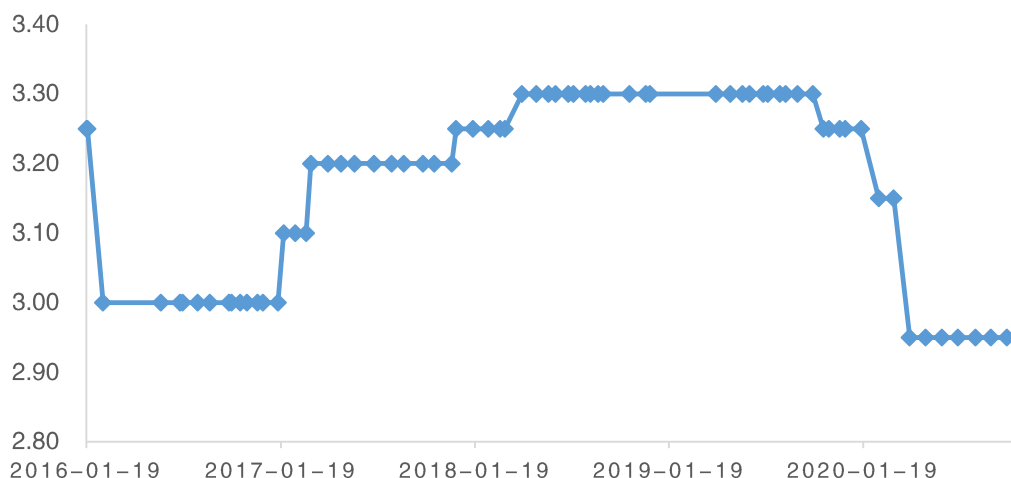


资料来源：Wind 南华研究

2019 年时的基本面背景和 2017 年相去甚远。2019 年大部分时候领先指标 PMI 都

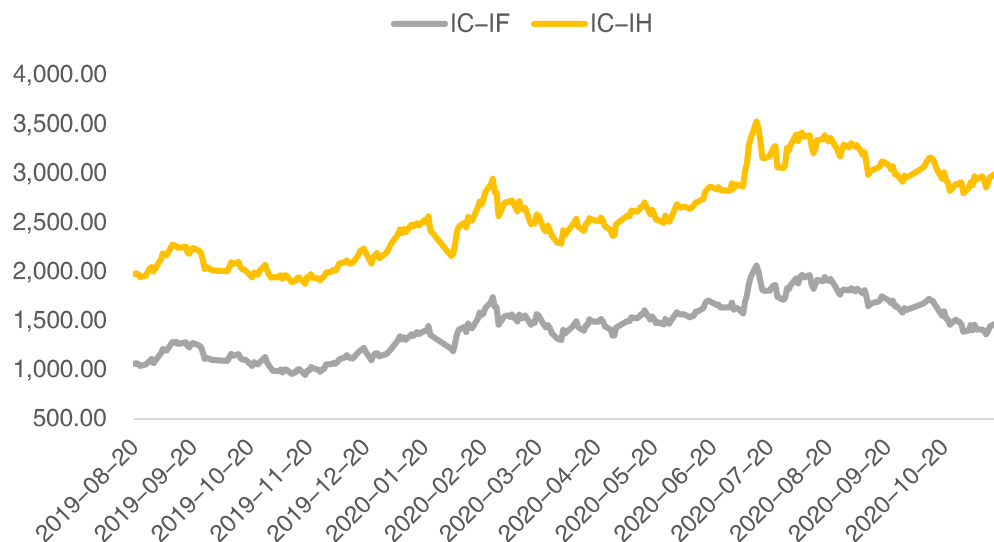
位于枯荣线之下，诸多宽松措施也没有达到宽信用的效果，社融乏力，经济复苏迟迟未有迹象。在这种情况下，2019 年 11 月 5 日，央行下调 1 年期 MLF 利率 5bp。这是 1 年期 MLF 利率自 2016 年 2 月以来的首次调低。市场认为这代表着降息窗口的正式开启，极大的提振了市场积极性，跨品种价差开始走阔。后来，叠加 2020 年的春季躁动，以及疫情后货币政策的再度宽松，这轮跨品种价差走阔持续了近 9 个月时间，是近 5 年来持续时间最长的一轮跨品种价差走阔行情。

图 2.9 一年期 MLF 利率（单位：%）



资料来源：Wind 南华研究

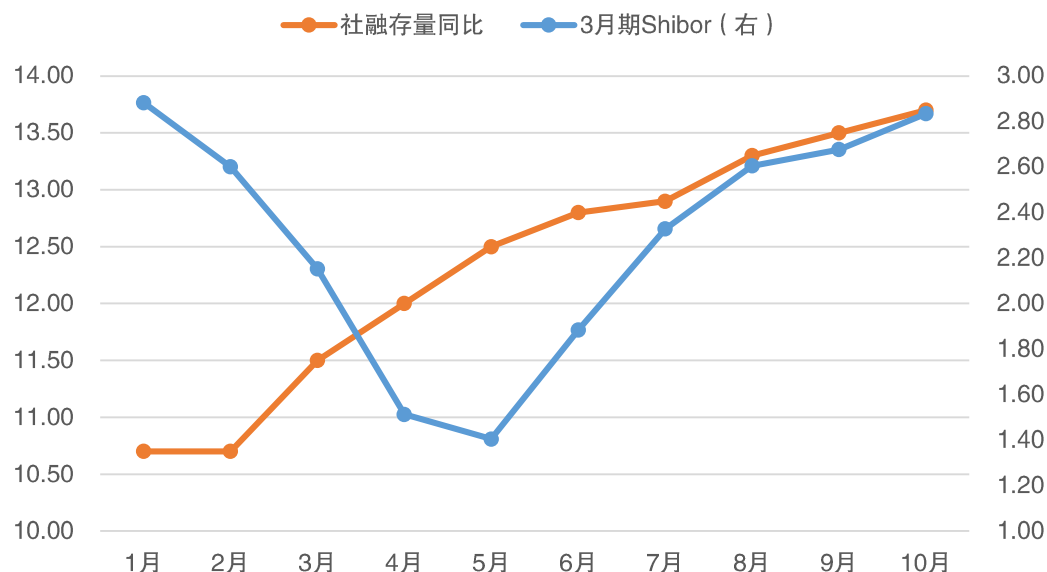
图 2.10 2019 年 8 月至今的跨品种价差走势



资料来源：Wind 南华研究

2020 年二季度以来，随着经济从疫情的冲击中逐渐恢复，国内货币政策逐渐常态化，利率水平从疫情时的超低水平逐渐回升至疫情前。同时，经济持续复苏，PMI 和社融指标屡次超出市场预期，在这种情况下股市风格在 2020 年 8 月中旬出现了切换。

图 2.11 2020 年疫情后的利率和社融趋势（单位：%）



资料来源：Wind 南华研究

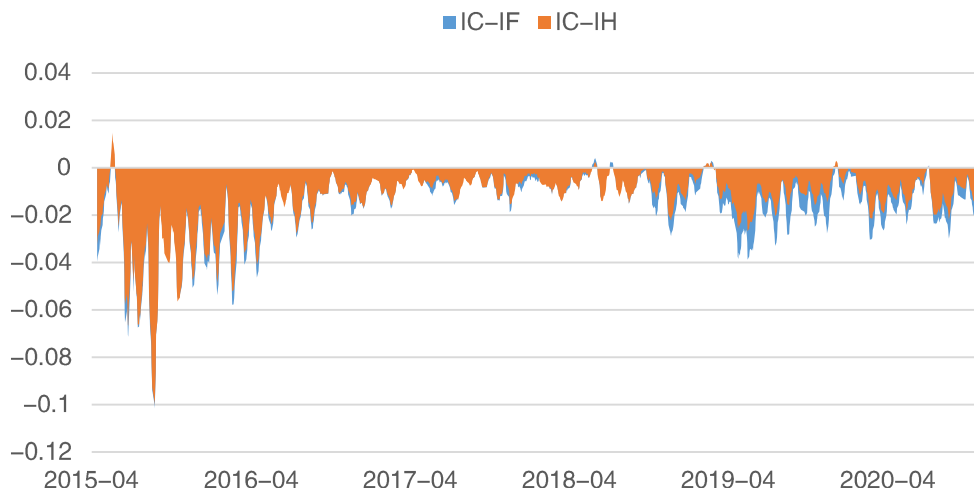
## 2.3. 跨品种价差的期现差异

在图 2.1 中，我们看到期现货跨品种价差的走势是高度一致的，但是细究之后可以发现，用主力合约计算的期货跨品种价差比现货跨品种价差小。在 2015 年股灾后，股指期货交易受到了极大的限制，市场流动性不足让期现货价差的差距（基于现货价差）一度扩大到 10% 左右，后来随着期指监管政策的不断松绑，期指市场流动性状况逐渐改善，期现货价差之间的差距开始缩小，目前维持在 2% 左右。

这 2% 的差距主要来自于 IC 与 IF、IH 的贴水率之差。IC 当前的贴水率基本在 2% 上下，IF 和 IH 的贴水率十分接近，在 0-1% 之间波动。我们认为期指监管政策的差异并不是导致他们之间贴水幅度差异的主因。目前，期指监管政策已经大幅放开，IC 仅在保证金水平上和 IF、IH 存在差别，IC 的保证金比例仅比 IF 及 IH 高出 2%，但这并不妨碍 IC 的正常交易，而且 IC 目前的成交量基本和 IF 持平，偶尔还能反超，这意味着期指监管政策的差异对期指彼此之间流动性的影响是较小的。



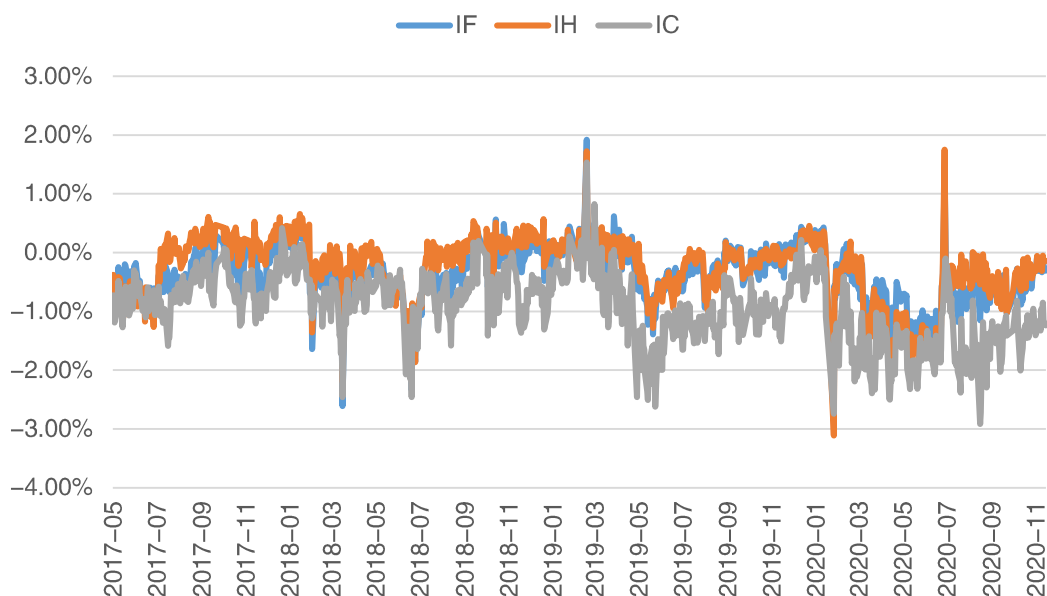
图 2.12 跨品种价差的期现货差距（主力合约，10 日移动平均）



资料来源：Wind 南华研究

其他可能的影响因素包括股息率的相对变化（详见 2019 年 1 月的专题报告《从期货角度看 IC 跨品种价差缩小》），以及套保对冲需求等。经过观察，我们认为这些因素只对跨品种价差的期现价差存在影响，难以对价差的大趋势产生决定性的作用，主导跨品种价差走势的根源还是在现货层面。因此，在跨品种价差轮动的跟踪上我们会更侧重于现货层面。

图 2.13 三大期指升贴水率（成交量加权平均）



资料来源：Wind 南华研究



## 2.4. 短周期轮动切换小结

从短周期视角来看，影响跨品种轮动的决定性因素在现货层面而不是期货层面。当市场风险偏好更积极时，IC 通常可以跑赢 IF 和 IH。其中，流动性充裕是提振市场风险偏好最重要的因素，监管措施、政策面导向对市场风险偏好有影响，但难以成为决定性因素。简单来说，当市场流动性充裕时，估值弹性更大的 IC 受益程度更深，跨品种价差大概率会走阔。

市场风格从 IC 切换至 IF 和 IH 通常需要两个条件：一是流动性收敛，通常表现为利率水平上行，二是经济基本面向好，一般通过经济领先指标 PMI 和社融增速来跟踪。当流动性收敛时，估值弹性更大的 IC 受到的负面影响更多，而经济基本面向好则会提振市场对经济的乐观预期，这对周期属性更强的 IH 和 IF 利好程度更多。因此，当上述两个条件出现时，我们通常会看到跨品种轮动的切换。

## 第3章 长周期视角

前文中，我们试着总结了短周期跨品种轮动的原因，发现流动性状况和经济基本面对风格轮动有着重要影响，因此，我们接下来将检验这两个因素在长周期的跨品种轮动中是否适用。

### 3.1. 第一轮长周期轮动（2008.10-2012.12）

第一轮长周期轮动开始于 2008 年国内“四万亿”计划推出后至 2012 年底，期间在 2010 年末时发生风格切换。

为了应对次贷危机的冲击，我国在 2008 年 11 月初推出“四万亿”计划，在该计划下庞大的流动性涌向市场，超宽松的流动性状况一直持续到 2010 年 2 月中旬，央行进行了危机后的首次准备金率上调为止。尽管央行在 10 年 2 月、5 月分别上调过准备金率，但是流动性依然十分充裕，当时 M1 和 M2 同比增速的剪刀差一直维持在高位。

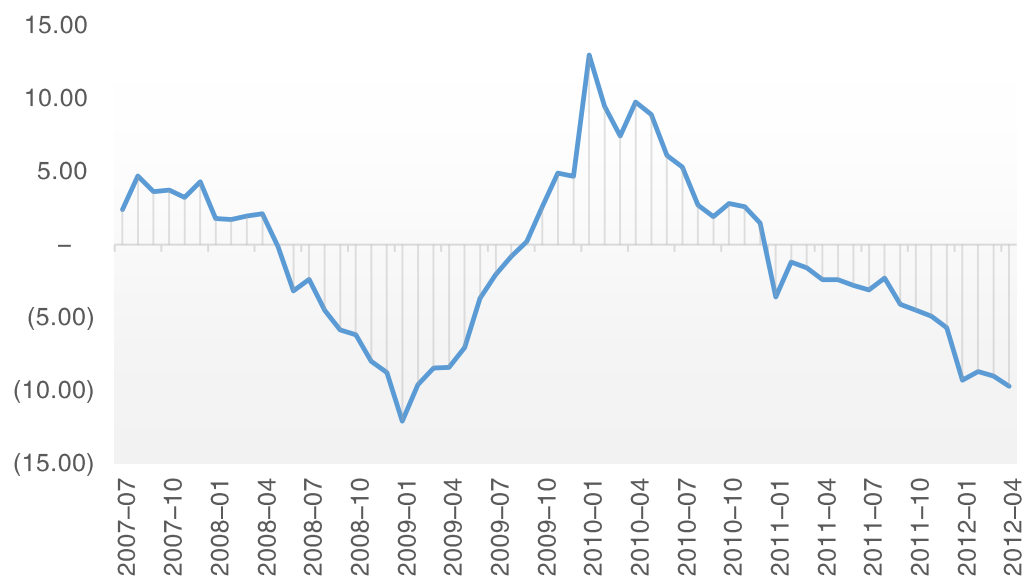
在强大的政策刺激下，国内经济触底反弹，到 2009 年下半年时经济甚至出现了过热现象。09 年四季度时 GDP 增速从一季度的 6.4%回升至 11.9%，到 2010 年一季度时甚至达到 12.2%，固定资产投资增速均值有 58.2%，工业增加值同比达到 13%以上。这时，跨品种轮动风格切换的必需条件之一良好的经济基本面已经具备，但由于另一个条件，流动性状况迟迟未能收敛，所以轮动切换未能发生，一直到 2010 年 10 月 20 日，央行进行了次贷危机后的第一次加息后，流动性状况才明显收敛，市场风格也随之发生切换。

自 2010 年 10 月加息之后央行又数次加息，到 2012 年 6 月 8 日再次降息为止，整个加息周期持续了近两年的时间。在整个加息周期内，经济过热的状况得到控制，但是经济运行依然良好，PMI 指标一直位于枯荣线之上，直到 2012 年三季度，才出现颓势。因此，从 2010 年加息至 2012 年底，市场风格更偏重价值蓝筹，中证 500 指数持续跑输沪深 300 和上证 50 指数。

至此，从次贷危机后开始的第一轮长周期风格轮动运行完毕，我们认为期间风格出

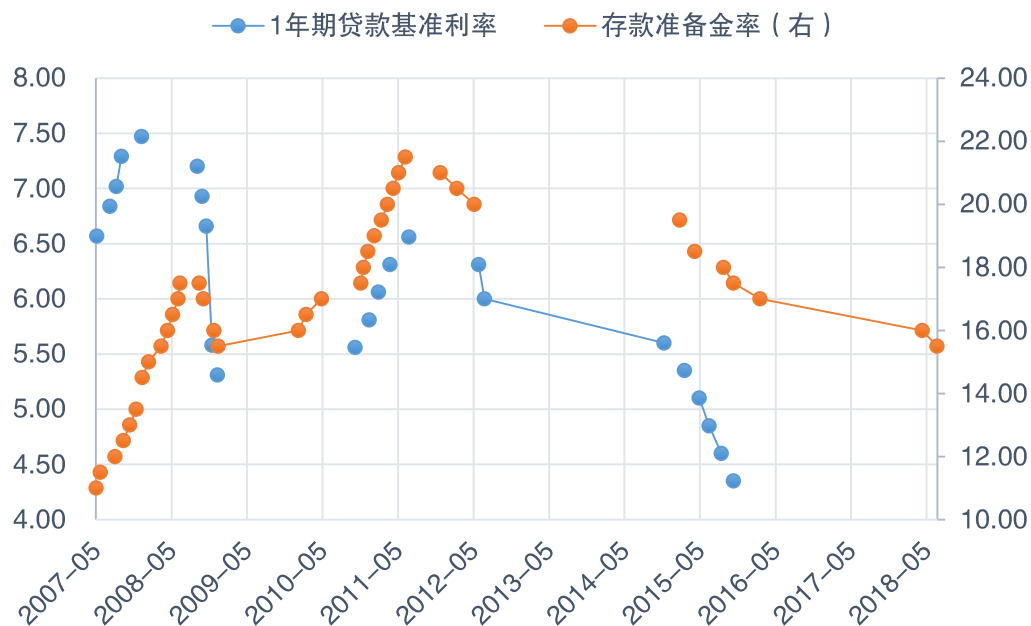
现切换的原因和短周期轮动下的原因基本一致。

图 3.1 M1 和 M2 的同比增速之差（单位：%）

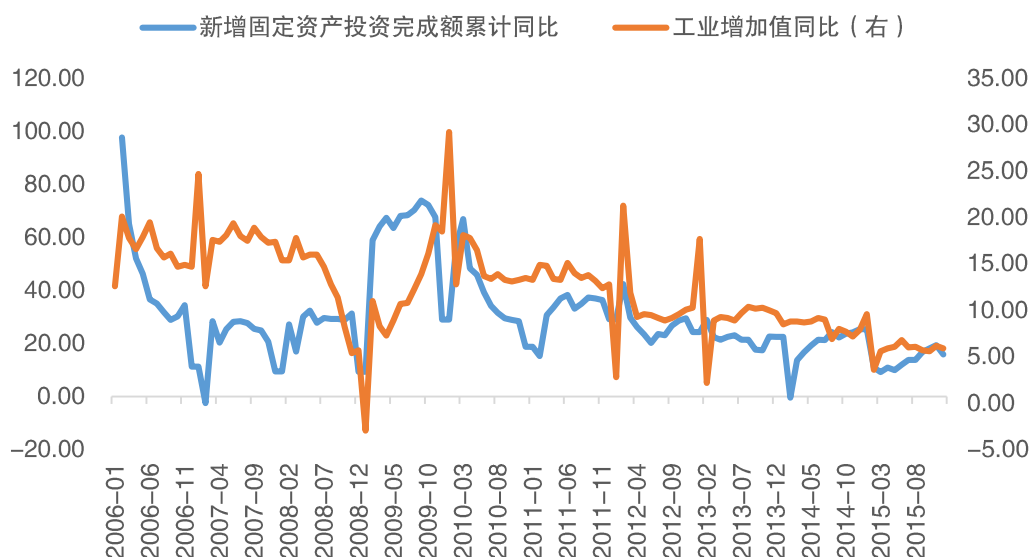


资料来源：Wind 南华研究

图 3.2 2008 年后的货币政策调控



资料来源：Wind 南华研究

**图 3.3 四万亿刺激后经济复苏直至过热（单位：%）**

资料来源：Wind 南华研究

### 3.2. 第二轮长周期轮动（2012.12-2019.1）

第二轮长周期轮动开始于 2012 年底，终结于 2019 年初，期间在 2015 年牛市顶部时发生风格切换。

自 2012 年 6 月降息以来，一直到 2017 年初，我国都处在降息周期中。从 2015 年利率市场化大幅推进后，存贷款基准利率已经基本停用，市场更多通过公开市场操作利率的变化来跟踪央行的调控。以 1 年期 MLF 操作利率来看，此轮降息一直持续到 2017 年 1 月份才算正式完结。

除了降息之外，从 2012 年 5 月开始的金融创新也让市场氛围更利好中证 500 指数。在 2012 年 5 月召开的证券公司创新发展研讨会上，监管层鼓励通过金融创新来解决实体融资难、融资贵的问题。自此之后，所谓的“大资管”时代来临，非银金融机构的通道业务蓬勃发展，资金源源不断的从银行流向市场。流动性的极度充裕让很多市场参与者通过各种渠道加了杠杆。同时，从 2013 年开始我国经济的政策从总量导向转向结构导向，这对创业板等标榜“调结构”的小市值股票的利好程度远超过大盘股。我们看到的现象就是小市值公司的涨幅远超大盘股，跨品种价差大幅走阔。

从 2012 年底开始，小市值股票已经进入牛市行情，但是直到 2014 年底，沉寂已久的价值蓝筹才开始正式上涨。到 2015 年时，行情进入全面牛市阶段，但是疯狂发展的通道业务和杠杆的无序，为后来的股灾埋下了隐患。在 2015 年 6 月 2 日，证监会出台《证券公司融资融券管理办法》征求意见稿，要求全市场清理场外配资业务，整个市场开始进入被动去杠杆阶段，短期内过多的股票抛售酿成了股灾。前期涨幅更大的小市

值股票跌幅远超大盘股，股票市场风格出现了被动的切换。

这一次的风格切换是流动性收敛所致，并且是由监管政策变动带来的短期内市场流动性大幅缩减所致。从 2015 年股灾到 2016 年初的熔断，由流动性收敛导致的风格切换一直持续，但当情况在 2016 年 2 月稳定下来后，由暴跌引起的风格切换也暂时稳定下来。此时，经济基本面并未出现改善的迹象，我们看到中证 500 和沪深 300、上证 50 指数的价差走势进入区间震荡，一直到 2016 年底，经济状况明显改善后，沪深 300 等价值蓝筹才再次开始跑赢中证 500。

从 2017 年初至 2018 年初，市场的主旋律是金融严监管和利率上行，因此整个周期内对小市值股票非常不友好，而 2017 年全年的经济基本面非常强劲，在这种环境下，价值蓝筹大幅跑赢。即使在进入 2018 年后，经济基本面出现了下滑，但由于流动性和监管政策面没有明确的转变，风格切换依然沿着之前的趋势进行，跨品种价差不断收敛。直到 2019 年初，为了应对经济下行政策面才出现明显的转变（详细情况见上文 2.2），股票

市场的风格再次切换到以中证 500 为代表的小盘股上。

从第二轮长周期的回溯中，我们发现流动性状况对市场风格的影响比经济基本面更大。尤其是短期内流动性状况出现剧烈变化时，市场风格很可能会因此出现转变，而且并不需要经济基本面的配合。

### 3.3. 长周期轮动切换小结

从长周期视角来看，跨品种轮动切换的逻辑和短周期基本一致。同时，我们发现长周期的轮动切换总是和央行的货币政策调节周期保持着高度的相关性，而央行的货币政策调节周期和经济的长期发展需求是相匹配的，也就是说长周期的轮动切换会受到长期经济发展主线的影响。

例如，近五年的市场风格演变就是受到近五年经济主线——供给侧改革的影响。从 2015 年底提出供给侧改革到 2017 年的金融供给侧改革，货币政策经历了由相对宽松到收紧的过程，跨品种价差也由一开始的走阔、盘整到最后的收敛。2018 年底供给侧改革进入新阶段，金融领域的供给侧改革开始加速，大力发展直接融资需要一个相对宽松的政策环境。因此，我们看到货币政策转向宽松，监管政策也变得更友好，跨品种价差也开始再度走阔。

经济发展主线的需求不仅影响着货币政策调节周期，更影响着金融监管政策，这两者都对风格切换存在重大的影响。因此，从长周期角度来看待风格轮动时，可以重点关注未来 5-10 年的经济发展主线。

## 第4章 跨品种轮动的后续跟踪重点

综上所述，长期的跨品种轮动可以通过跟踪国内经济的发展主线来捕捉，而短期的跨品种轮动需紧盯流动性状况和经济基本面的变化。由于经济发展主线主导了长周期的轮动，因此一旦长周期轮动确立后，会有很强的趋势性。当短周期轮动和长周期轮动的方向出现背离时，短周期的轮动幅度可能会相对有限。如果短周期轮动的趋势性不强，那么尝试短周期轮动可能会得不偿失。

短周期的跨品种轮动可以从下述三个方面来跟踪：

首先，在每年一季度时，我们可以关注跨品种价差走阔的“春季躁动”机会，其幅度大概率会和当年的流动性呵护政策力度以及政策面的利好程度息息相关。另外，我们还需注意“春季躁动”效应在4月份时的消退。

其次，年内其他时间，我们也需高度关注流动性的变化。当流动性状况出现转松迹象时，尤其是货币政策导向下的宽松，通常会带来新一轮的跨品种价差走阔。

最后，当利率水平开始回升，且经济基本面同步出现改善迹象时，我们可以关注跨品种价差由走阔转向收敛的机会。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点