期货研究报告

宏观金融研究

股指专题

大小盘风格怎么看？

报告日期： 2025 年 05 月 22 日

宋婧琪
从业资格证号：F03100886
投资咨询证号：Z0021165
联系电话：0571-28132632
邮箱：songjingqi@cindasc.com

报告内容摘要：

◆ 我们注意到，相较于单边的趋势性行情，A 股市场中大小盘风格的轮动周期更为显著。同时，股指期货具备双向交易的特征，这为捕捉上述风格套利机会提供了天然优势。

◆ 通过总结历史规律并对比海外成熟市场经验，本文得出几点结论：

其一，A 股风格轮动的现象长期存在，其中大小盘风格的轮动呈现出 3-5 年左右的周期性规律。过去 15 年间，A 股在 2010 年、2013 年、2015 年与 2021 年小市值风格明显跑赢大市值风格，而其余年份多以大市值风格占优为主。其中，大盘风格的相对优势通常呈现高胜率、低盈亏比的特征，相应地，小盘风格占优时的相对收益更大，但持续时间往往较短。

其二，小盘风格更容易出现于流动性宽松阶段。在美股市场中，当宏观经济遭遇冲击，美联储往往会迅速开启降息周期，且降息幅度较大。低利率环境为小盘风格提供了更高的上涨空间，因此从指标上看，美股小盘风格与美联储降息周期基本同步。相比较之下，A 股大小盘风格的轮动规律有几点明显不同：

（1）结构转型的背景决定了国内政策利率中枢下移。伴随着潜在经济增速的下滑，近 5 年我国降准降息频率明显加快，10 年期国债收益率也下破 2%来到 1.6%一线附近。因此，单纯从宏观降息周期的视角去看其与 A 股大小盘风格的关系，表现并不显著。

（2）实际利率（广义流动性）与 A 股大小盘风格的同步性更强。其一，股票在我国各部门资产配置中的占比较低，这导致宏观流动性向股市传导时存在明显时滞。其二，以稳为主的政策基调下，国内时常会面临宽货币紧信用的问题。回顾历史，A 股小盘风格的兴起往往集中于实际利率显著下行的年份，即货币宽松力度加大或经济数据触底反弹，典型案例如 2015 年与 2021 年，反之则大盘风格占优。

（3）资本市场政策对 A 股大小盘风格有直接影响。参考 2016 年与 2024 年上半年，当资本市场出现明显紧缩信号时（如清配资、降杠杆），大盘风格容易出现极致化的演绎。

◆ 结合当前市场环境来看，2025 年预计 A 股将延续小盘风格占优的格局。一方面，A 股历轮大盘风格领涨的行情，基本都伴随着经济数据回暖作为支撑。鉴于当前宏观的拐点尚未确立，大盘风格的相对优势更多体现在抗跌性上。另一方面，自 2024 年 9 月政策底确立以来，本轮国内降息力度显著超过过去五年水平，估值修复为当前行情的主要驱动因素。我们认为，在中美货币政策同步宽松的背景下，小盘风格有望继续保持优势。

◆风险提示：

（1）国内政策力度不及预期；（2）美联储降息急刹车；（3）经济数据失速下行；

信达期货有限公司
CINDAFUTURESCO.LTD
杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼
邮编：311200

目录

一、 大小盘风格轮动的历史规律 3
二、 大小盘风格轮动的驱动因素 4
1、 来自美股的经验启示 4
2、 A 股大小盘风格怎么看？ 6
三、 观点总结与后市展望 9

图目录

图 1：2025 年初至今大小盘风格回顾 3
图 2：融资余额与大小盘风格 3
图 3：多大盘空小盘历史盈亏比 3
图 4：多大盘空小盘历史收益 3
图 5：美股大小盘风格轮动回顾 4
图 6：美股大小盘风格与股市走势 5
图 7：美股大小盘风格与失业率 5
图 8：美股大小盘风格与宏观经济 5
图 9：美股大小盘风格与利率水平 5
图 10：A 股大小盘风格轮动回顾 7
图 11：A 股大小盘风格与货币流动性 7
图 12：A 股大小盘风格与宏观经济 7
图 13：历年降息力度对比 8
图 14：实际利率与大小盘风格 8

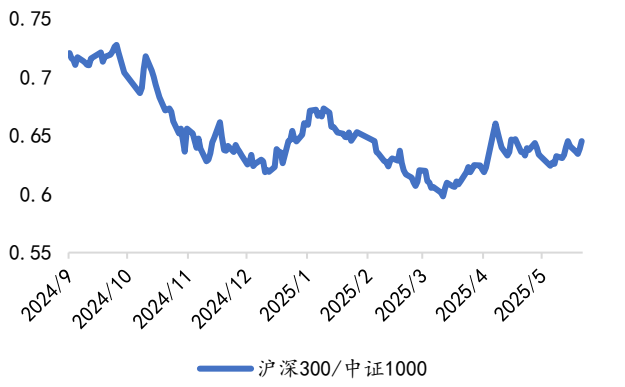
一、 大小盘风格轮动的历史规律

2025 年初以来，以上证 50、沪深 300、中证 500 以及中证 1000 所代表的大小盘风格呈现此消彼长的轮动态势。1-2 月，受国产 AI+概念带动，小盘成长类股指普遍走势亮眼，其中中证 1000、中证 2000 等 2 月分别录得涨幅 7.26%、9.47%。然而，进入 3-4 月，资金高位分歧迹象渐浓，叠加中美贸易战打响，市场风格再次向大盘占优方向切换。

探究本轮大小盘风格切换的背后，投资者结构的变化是直接原因。自 2024 年 9 月以来，市场两融余额持续攀升。在此期间，以中证 1000 的小盘风格相对于沪深 300 代表的大盘风格产生超额收益，两者呈现出较高的同步性。

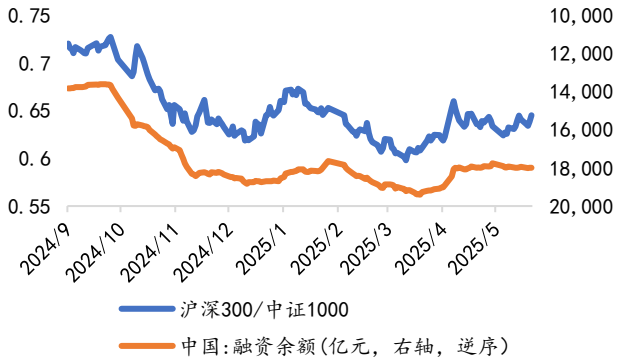
从更长期的视角来看，A 股风格轮动的现象长期存在，其中大小市值风格的轮动呈现出 3-5 年左右的周期性规律。过去 15 年间，A 股在 2010 年、2013 年、2015 年与 2021 年小市值风格明显跑赢大市值风格，而其余年份多以大市值风格占优为主。其中，大盘风格的相对优势通常呈现高胜率、低盈亏比的特征，相应地，小盘风格占优时的相对收益更大，但持续时间往往较短。

图 1：2025 年初至今大小盘风格回顾



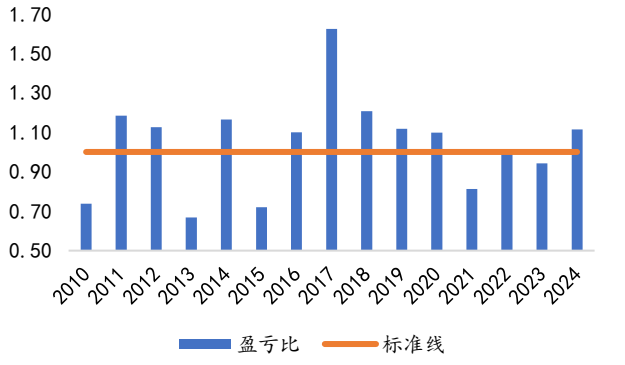
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 2：融资余额与大小盘风格



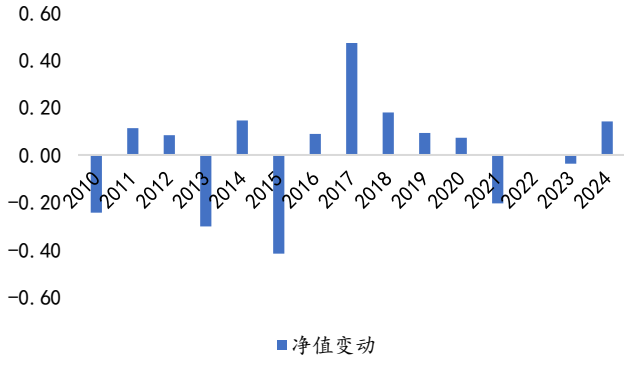
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 3：多大盘空小盘历史盈亏比



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 4：多大盘空小盘历史收益



资料来源：Wind，信达期货研究所

二、 大小盘风格轮动的驱动因素

1、 来自美股的经验启示

自 1990 年以来，美股曾经历过四轮较为显著的小盘股占优阶段：

1）1990 年-1993 年：石油危机、海湾战争等多重冲击下，美国经济遭受重创。美联储迅速采取了宽松的货币政策，联邦基金目标利率从 1989 年底的 8.25%一路下调至 1992 年的 3%。在经济数据探底回升与宽松的流动性环境下，美股小市值风格持续跑赢。

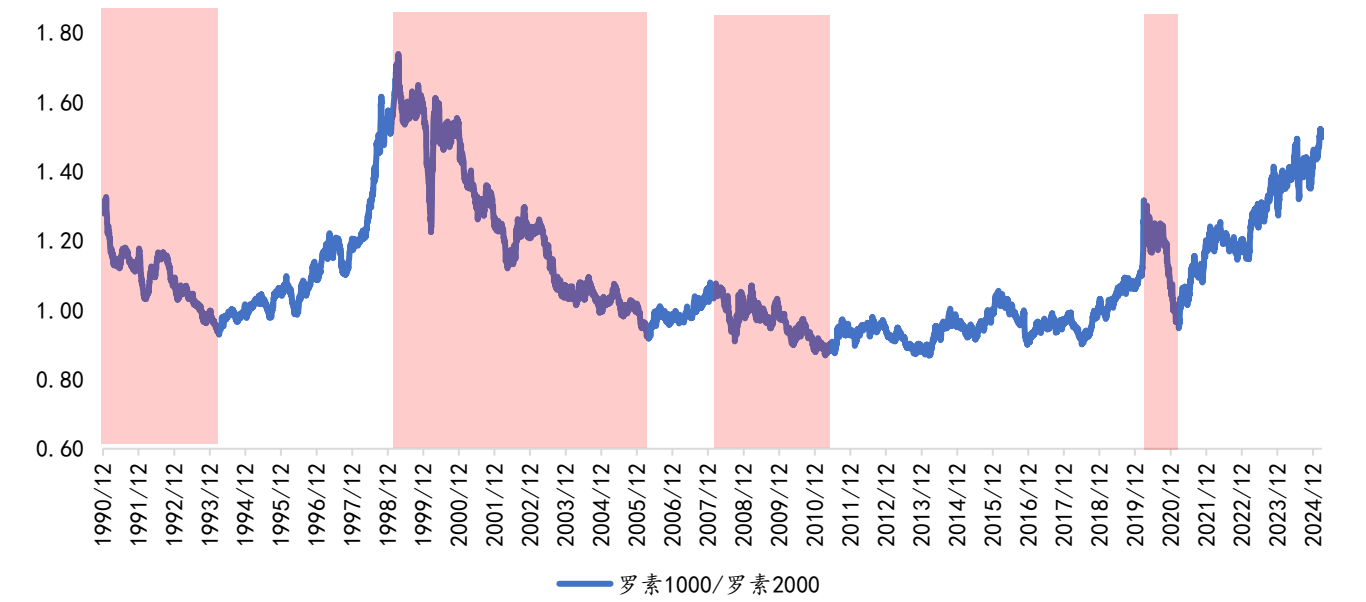
2）2000 年-2005 年：互联网泡沫破裂后，以科技股为代表的美股股价大幅下挫，期间纳斯达克指数跌幅接近 80%。与此同时，宏观经济增长同步放缓，劳动力市场失业率一度攀升至 6%以上。为应对严峻的经济形势，美联储再次开启大规模降息周期，联邦基金目标利率由 2000 年的 6.5%调降至 2003 年的 1.0%。在这一背景下，美股市场呈现出小盘股占优特征。

3）2008 年-2010 年：次贷危机的爆发令本已阶段性缓和的美国经济再次面临下行压力，GDP 增速一度下跌至负值，失业率急剧飙升至 10%。这一阶段，美联储货币政策大幅转向，包括将联邦基金目标利率下限降至 0 且开始实施 QE。与此同时，美股市场在一系列政策刺激下开始企稳修复，期间小盘股风格再次活跃。

4）2020 年-2021 年：新冠疫情全球蔓延，各国央行纷纷推出财政与货币刺激政策，美联储再次于 2020 年 3 月大跨步降息 150bp，为市场输送流动性。美股市场中，小盘风格的表现显著超越大盘股风格。

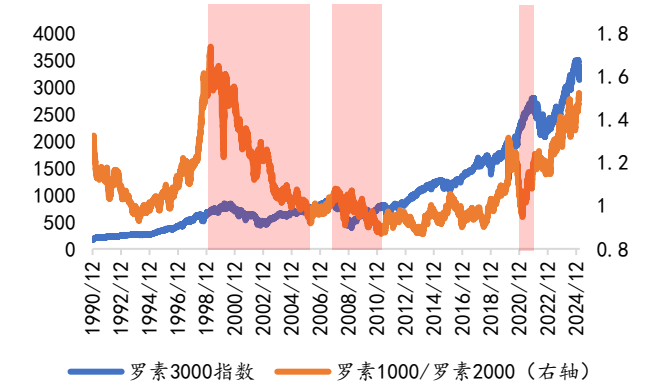
从美股历史来看，几轮显著的小盘风格占优行情，基本都出现在宏观经济触底回升、美联储开启降息周期的阶段。一方面，中小企业信用评级相对较低，更容易在低利率环境中受益，这使得市场在货币政策宽松时期对企业盈利改善的预期不断强化。另一方面，随着资金机会成本降低，投资者对估值弹性更高的小盘股偏好显著上升。

图 5：美股大小盘风格轮动回顾



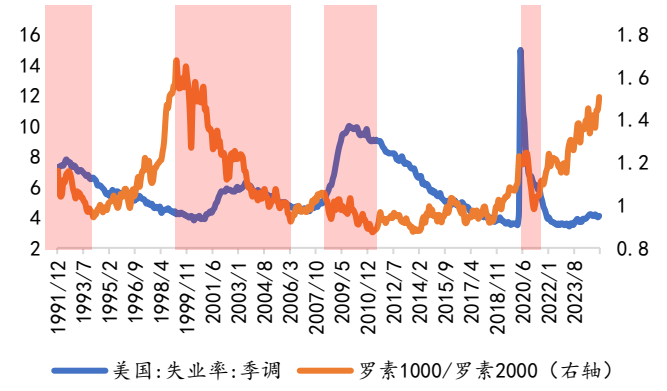
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 6：美股大小盘风格与股市走势



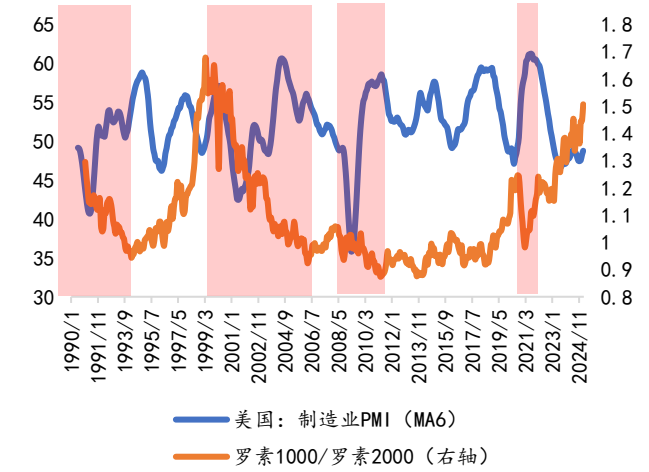
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 7：美股大小盘风格与失业率



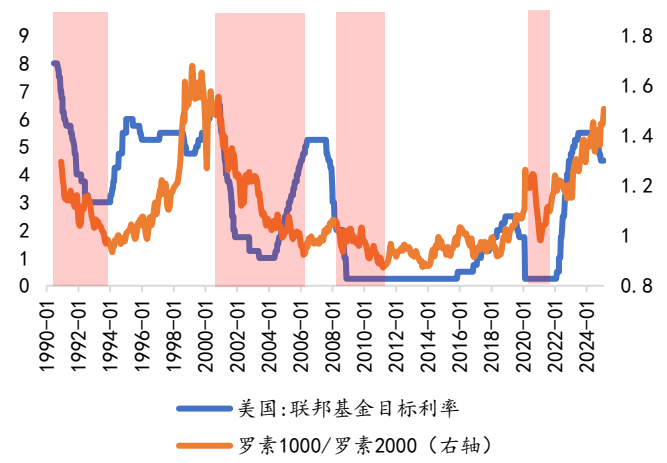
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 8：美股大小盘风格与宏观经济



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 9：美股大小盘风格与利率水平



资料来源：Wind，信达期货研究所

2、 A股大小盘风格怎么看？

同样的，我们复盘A股历史上大小盘风格的轮动轨迹：

1）2008-2010年：美国次贷危机爆发后，国际恐慌情绪快速蔓延，我国出口增速下滑明显，宏观经济面临下行压力。为应对困局，货币政策从原本的稳健转向适度宽松，2008年9月至12月间，央行四次调降存款准备金率，五次调降存贷款基准利率。在国内需求逐步企稳、流动性充裕的背景下，A股呈现出明显的小盘风格。

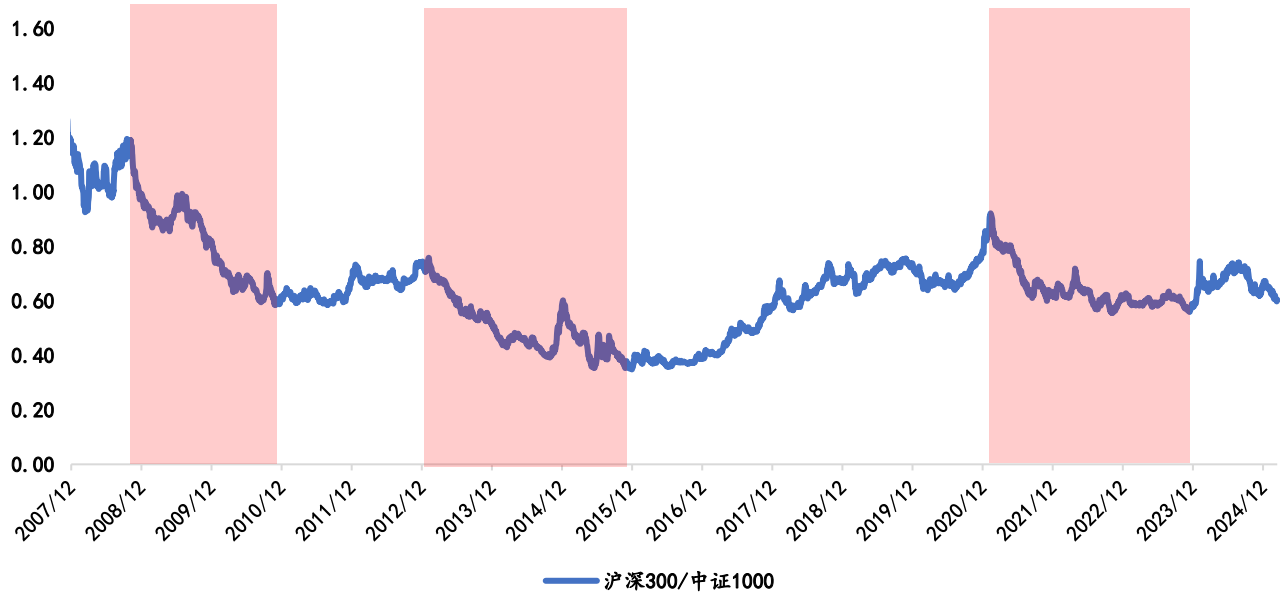
2）2011-2012年：通胀压力高企促使央行货币政策快速转紧，2011年，国内累计6次上调存款准备金率，大型金融机构存款准备金率一度攀升至21.5%的高位。与此同时，宏观经济增速开始进入长期换档期。2012年末，我国GDP增速降至7.9%，这也是自2000年以来首次跌破8%。受此影响，A股股指开始进入漫长熊市，大盘风格在这一阶段更具优势。

3）2013-2015年：尽管经济下行的压力仍存，但相较于前两年，已显露出阶段性企稳迹象。在此期间，以房地产为代表的传统产业面临深度调整，央行为此多次采取降准降息的政策“组合拳”，如2015年五次下调存款与贷款基准利率，四次下调存款准备金率。股指市场上，智能手机、移动互联网等新兴产业迎来爆发式增长，市场投机热情被点燃，具体体现在两融、配资规模大幅扩张，成交换手率居高不下。多重因素叠加之下，A股风格在这一阶段再次向小盘股占优切换。

4）2016-2020年：供给侧改革推出后，2016-2017年我国GDP增速保持稳定，CPI、PPI等物价指标呈现温和上涨态势。然而，伴随着2018年中美贸易战打响，国内宏观经济的下行压力再次加大，其中GDP增速从2018年初的6.9%逐步下滑至2019年12月的6.1%。直至2020年初，受新冠疫情与中美签署第一阶段经贸协议等事件影响，经济数据才开始出现探底回升趋势。流动性方面，除2020年疫情时期外，货币政策在这一阶段保持稳健中性基调，2016-2019年间，一年期LPR仅出现15bp的小幅下调。对应到股指市场上，上证50、沪深300等大盘指数在这一时期表现更强。

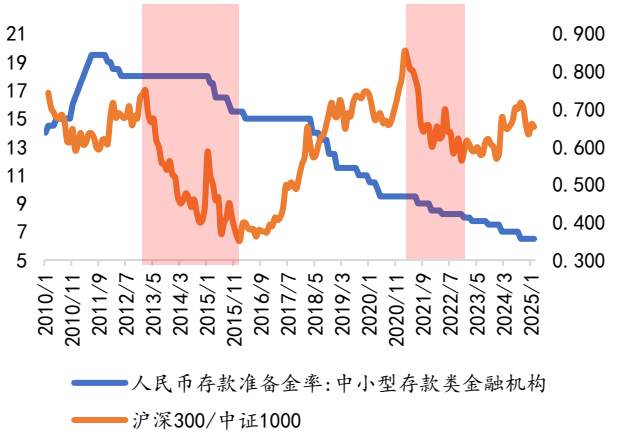
5）2021年-至今：房地产“三道红线”政策落地，传统经济下行压力再度来袭，GDP增速开启5%保卫战。期间，国内降准降息等宽松政策持续加码，其中5年期LPR由2021年的4.65%下滑至2025年的3.5%，大型金融机构存款准备金率也从12.5%下调至9.5%。股指方面，A股呈现出小盘占优风格，尤其在中美博弈、科技“卡脖子”等问题的催化下，新能源、芯片国产替代等概念在这一时期热度飙升，成为市场资金追逐的热点。

图 10：A 股大小盘风格轮动回顾



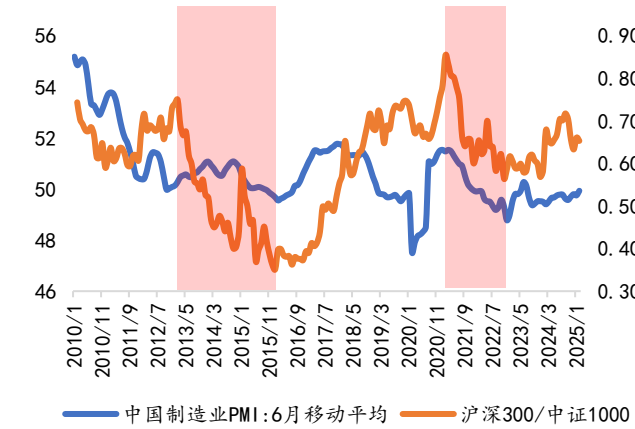
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 11：A 股大小盘风格与货币流动性



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 12：A 股大小盘风格与宏观经济



资料来源：Wind，信达期货研究所

综合来看，小盘风格更容易出现于流动性宽松阶段。在美股市场中，当宏观经济遭遇冲击，美联储往往会迅速开启降息周期，且降息幅度较大。低利率环境为小盘风格提供了更高的上涨空间，因此从指标上看，美股小盘风格与美联储降息周期基本同步。

相比较之下，A 股大小盘风格的轮动规律有几点明显不同：

其一，结构转型的背景决定了国内政策利率中枢下移。伴随着潜在经济增速的下滑，近 5 年我国降准降息频率明显加快，10 年期国债收益率也下破 2%来到 1.6%一线附近。因此，单纯从宏观降息周期的视角去看其与 A 股大小盘风格的关系，表现并不显著。

其二，实际利率（广义流动性）与 A 股大小盘风格的同步性更强。其一，股票在我国各部门资产配置中的占比较低，这导致宏观流动性向股市传导时存在明显时滞。其二，以稳为主的政策基调下，国内时常会面临宽货币紧信用的问题。回顾历史，A 股小盘风格的兴起往往集中于实际利率显著下行的年份，即货币宽松力度加大或经济数据触底反弹，典型案例如 2015 年与 2021 年。

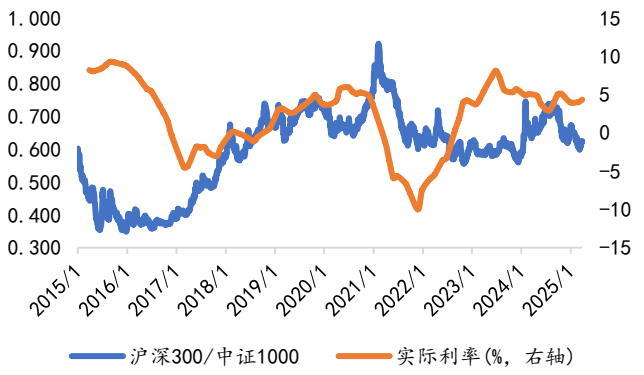
其三，资本市场政策对 A 股大小盘风格有直接影响。参考 2016 年与 2024 年上半年，当资本市场出现明显紧缩信号时（如清配资、降杠杆），大盘风格容易出现极致化的演绎。

图 13：历年降息力度对比

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
1年期MLF	-0.05	-0.30	0.00	-0.20	-0.25	-0.50
7天期OMO	-0.05	-0.30	0.00	-0.20	-0.20	-0.30
1年期LPR	-0.16	-0.30	-0.05	-0.15	-0.20	-0.35
5年期LPR	-0.05	-0.15	0.00	-0.35	-0.10	-0.60

资料来源：Wind，信达期货研究所

图 14：实际利率与大小盘风格



资料来源：Wind，信达期货研究所

三、观点总结与后市展望

总结来说，相较于单边的趋势性行情，A 股市场中大小盘风格的轮动周期更为显著。通过与历史规律的对比与海外成熟经验的参考，我们注意到实际利率（广义流动性）与 A 股大小盘风格的关联度较高。

展望后市，2025 年预计 A 股将延续小盘风格占优的格局。一方面，A 股历轮大盘风格领涨的行情，基本都伴随着经济数据回暖作为支撑。鉴于当前宏观的拐点尚未确立，大盘风格的相对优势更多体现在抗跌性上。另一方面，自 2024 年 9 月政策底确立以来，本轮国内降息力度显著超过过去五年水平，估值修复为当前行情的主要驱动因素。我们认为，在中美货币政策同步宽松的背景下，小盘风格有望继续保持优势。

免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445 号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

评级说明

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 6 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商

品交易所全权会员单位，为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】