下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 10 月 26 日

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

策略研究

基于缠论结构的大盘与行业择时研究

——行业比较研究系列之八

要点

引言：在众多技术分析体系中，缠论对走势的拆解最为精细，但长期以主观划线的形象存在。本篇报告尝试将缠论构件全部转写为程序化规则，从理论有效性、实操可行性与策略构建三个层面，系统研究缠论在 A 股大盘与行业择时中的应用价值。

缠论基础介绍：从 K 线到三类买卖点

缠论以分型、笔、中枢三类构件刻画走势结构，并给出位置明确的三类买卖点。缠论是投资中技术分析的方式之一，其不依赖任何基本面数据，凭价格的高低点结构，就能把走势拆解为层层递进的构件：顶底分型标识最小转折单元，笔连接成波段，三笔重叠构成中枢，趋势即“中枢的依次抬升或下移”。在此基础上，一买二买三买、一卖二卖三卖分别对应趋势反转与回调/反弹中的介入机会。

缠论体系虽然规则完备、理论上可完全程序化，但部分内容定义模糊、语义也存在分歧。不过需要注意的是，缠论本身在部分内容定义上较为模糊、语义也存在分歧，仅参考缠论原文很难画出理想走势结构，这意味着不同投资者对于缠论的最终理解和用法可能会存在差异。

缠论买卖点理论有效，但事前不可知

历史来看，缠论理论买卖点对大盘及行业指数普遍有效。以上证指数 2012-2026 年为例，我们按第一章定义的结构条件，在历史上标注出的全部三类买卖点对其进行回测。从回测结果来看，按缠论买卖点价位成交的理论口径净值显著跑赢买入持有，30 个申万一级行业中多数同样有效。

但买卖点事前不可知，而“猜信号”及“等确认”两种方式均很难跑赢指数本身。买卖点只有后续走势走出来才能确认，考虑到实际数据的可得性，我们采用两种信号确认口径进行实际操作：一种是“分型确认”（猜信号），时间最早但可能被证伪；另一种是“笔确认”（等确认），确定性高但时点滞后。两种口径下的上证指数回测均未能跑赢买入持有。这表明在实际投资中，缠论信号很难直接作为买卖依据并取得盈利。

基于缠论中枢的策略构建与行业应用

缠论中枢结构本身蕴含丰富信息，是多空反复争夺的震荡区间。缠论买卖点难以事前确认，实际投资中很难直接操作并取得盈利，我们尝试绕开背驰与买卖点判定。考虑到中枢是多空反复争夺的震荡区间，价格突破中枢可能意味着新趋势的出现，因此可以在中枢上沿附近做多突破、下沿附近回避跌破，将结构信号转化为通道突破策略。

围绕已知最近中枢可以构建相应的投资策略。围绕这一思路的策略可分为两种：一种是纯通道策略，空仓时收盘价站上最新中枢上沿买入，持仓时跌破中枢下沿卖出。另一种是在通道突破的基础上加入移动止损及谷值反弹买入机制。从上证指数的回测来看，两种方式相比于买入持有取得了一定超额收益。其中，前者适合趋势强的行业，而后者适合趋势弱的行业。

风险分析

缠论理解与原作者理念可能存在差异；回测由 AI 辅助实现，可能存在代码与口径偏差；历史回测规律出现失效。

作者

分析师：张宇生
执业证书编号：S0930521030001
021-52523806
zhangys@ebscn.com

分析师：王国兴
执业证书编号：S0930524070013
021-52523868
wangguoxing@ebscn.com

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1、 缠论基础介绍：从 K 线到三类买卖点 4
1.1 缠论基本构件：合并 K 线、分型、笔、中枢 4
1.2 缠论三类买卖点 6
2、 缠论买卖点理论有效，但事前不可知 8
2.1 理论买卖点：有一定投资效果，但事前不可知 8
2.2 实际可知买卖点：“分型确认”与“笔确认” 9
3、 基于缠论中枢的策略构建与行业应用 12
3.1 基于缠论中枢的通道突破策略 12
3.2 改进策略：加入移动止损与谷值反弹买入 14
3.3 两类策略的行业适配情况 16
4、 风险分析 17

下载日志已记录，仅供内部参考

图目录

图 1：缠论体系总览：由 K 线构件自下而上组合出的买卖信号 4
图 2：K 线包含关系处理 5
图 3：顶分型与底分型的定义 5
图 4：成笔：顶底分型至少间隔 1 根独立 K 线 5
图 5：不成笔：分型紧邻，间隔不足 5
图 6：中枢的构成、延伸、结束与扩张 6
图 7：三类买卖点的结构示意 7
图 8：上证指数买卖点示意：2018-2019 转折段 8
图 9：上证指数买卖点示意：2012-2013 底部一买密集段 8
图 10：上证指数理论买卖点回测净值（无成本） 9
图 11：回测关键指标 9
图 12：理论买卖点 30 行业净值 vs 买入持有 9
图 13：上证指数信号确认时点示意（三买，2019 年 3 月） 10
图 14：上证指数被证伪的三买信号案例（2019 年 4 月） 10
图 15：两种确认口径下的策略净值（2012-2026） 10
图 16：理论买卖点与两种确认口径的回测指标 10
图 17：分型确认信号的最终成立情况（2012-2026） 11
图 18：笔确认的平均滞后天数与损失收益 11
图 19：纯通道策略交易示例（上证指数，2019 年） 12
图 20：纯通道策略规则要点 12
图 21：纯通道策略净值 vs 买入持有（上证指数，2012-2026） 12
图 22：纯通道策略回测关键指标 12
图 23：纯通道 vs 买入持有的行业夏普对比 13
图 24：924 行情 V 型错失案例（上证指数，2024/06-2025/03） 13
图 25：纯通道策略 30 行业净值 vs 买入持有（申万一级，2012-2026） 13
图 26：改进策略交易示例（上证指数，2019 年） 14
图 27：改进策略规则要点 14
图 28：改进策略净值 vs 纯通道与买入持有（上证指数，2012-2026） 14
图 29：改进策略对称阈值组合回测结果（对照纯通道与持有） 14
图 30：统一阈值下夏普优于基准的行业数量 15
图 31：统一阈值 1%~6%全行业截面指标 15
图 32：改进策略 30 行业净值（统一 3%阈值，按年化夏普降序） 15
图 33：通道有效性越低，改进策略增益越大 16
图 34：四类行业的机制与策略适配 16

下载日志已记录，仅供内部参考

本篇报告第一章将对缠论构件进行介绍，第二章检验缠论买卖点的理论表现，第三章讨论基于缠论的实践用法。

1、 缠论基础介绍：从 K 线到三类买卖点

缠论是投资中技术分析的方式之一。它不依赖任何基本面数据，仅凭价格的高低点结构，就能把走势拆解为层层递进的构件：从最小的转折单元分型，到连接分型的笔，再到笔与笔重叠形成的中枢，每一级构件都由上一级按明确定义生成，走势中的每个转折都有唯一对应的结构刻画。也正因为规则相对完备，这套构件可以全部写成程序化规则，由代码从 K 线出发自下而上还原走势。

图 1：缠论体系总览：由 K 线构件自下而上组合出的买卖信号



资料来源：光大证券研究所绘制

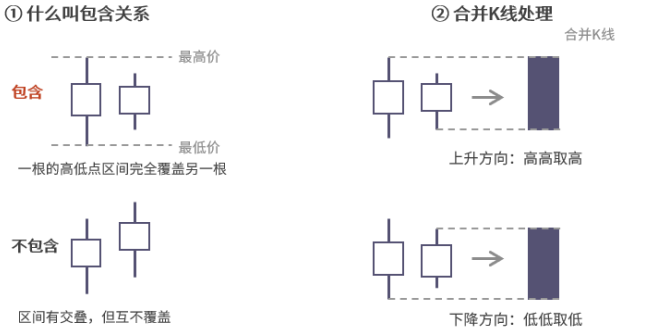
1.1 缠论基本构件：合并 K 线、分型、笔、中枢

缠论中 K 线需先做包含关系处理，再用于结构识别。相邻两根 K 线存在包含关系时，按前两根 K 线的方向合并——上升方向高高取高、下降方向低低取低。处理后相邻 K 线之间不再互相包含，高低点大小关系唯一确定，走势的方向不再有歧义，后续分型与笔的识别才有统一稳定的基础。

分型是合并 K 线上的最小转折单元，确认滞后是其固有属性。连续三根合并 K 线中，中间 K 线高点最高即为顶分型、低点最低即为底分型。分型必须待右侧 K 线收盘确认后才宣告成立，确认之前随时可能被证伪——这决定了缠论信号天然存在确认滞后，也是后文所有成交口径讨论的起点。

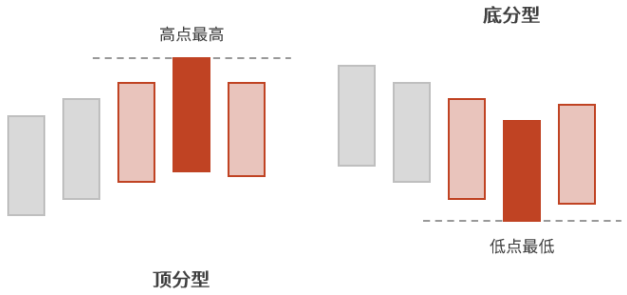
下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：K 线包含关系处理



资料来源：光大证券研究所绘制。注：缠论 K 线仅使用最高价与最低价，开盘价、收盘价不参与结构识别

图 3：顶分型与底分型的定义



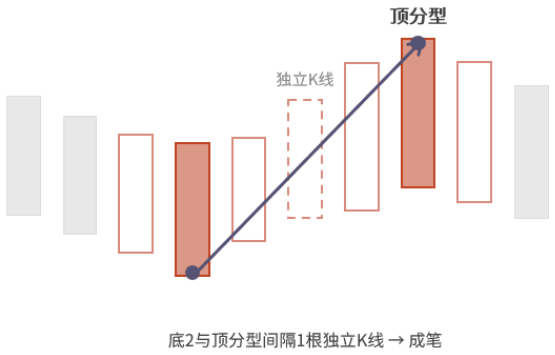
资料来源：光大证券研究所绘制

笔是相邻顶底分型交替连接形成的最小趋势段。底分型之后连接至顶分型、顶分型之后连接至底分型，一笔对应一段有方向的行情，中枢与买卖点均建立在笔的基础上。

并非任意相邻分型都能成笔，间隔条件是关键。缠论原文要求顶底分型之间至少有一根独立 K 线，即两分型互不共用、互不紧邻。

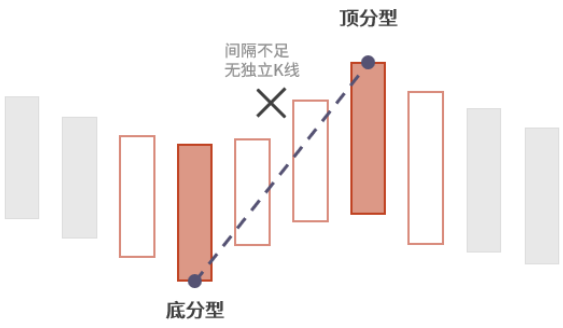
历史笔是确定的，最新笔是动态未定的。已确认的笔由历史走势唯一锁定；但最近一笔尚未完成确认，走势创出新高或新低时它会被同向延伸替换，最近两笔的划分都可能改变。实盘只能站在当前时刻已知的笔上操作，它与上一页分型的确认滞后一道，构成后文成交口径讨论的两个出发点。

图 4：成笔：顶底分型至少间隔 1 根独立 K 线



资料来源：光大证券研究所绘制

图 5：不成笔：分型紧邻，间隔不足



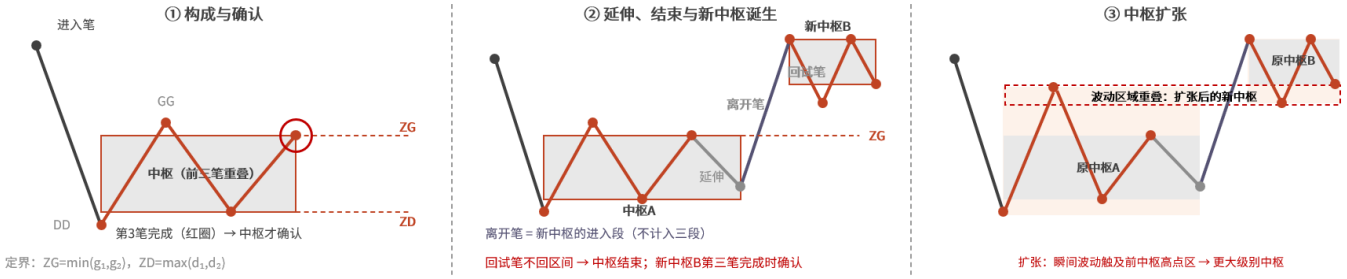
资料来源：光大证券研究所绘制

中枢由进入笔之后的三笔重叠构成，第三笔完成时中枢才被确认。中枢区间由前三笔精确确定：上沿 ZG 取两个同向笔高点的较小值，下沿 ZD 取其低点的较大值，一经定界不再改变，DD、GG 为区间内实际到达的最低价与最高价。走势由此区分趋势与震荡（原文以次级别走势类型的重叠定义中枢，本报告以笔近似，即笔中枢）。

下载日志已记录，仅供内部参考

中枢的延伸、结束与扩张。任一后续笔与区间仍有重叠即为延伸，ZG、ZD 维持前三笔定界不变；离开方向的笔越出区间后，其后的回试笔若整段不回区间（向上离开则低点不跌破 ZG，向下离开则高点不升破 ZD），中枢方告结束；离开笔充当后续新中枢的进入段，新中枢自回试笔起算、同样在第三笔完成时确认。新中枢区间与前中枢错开，但围绕它的瞬间波动触及前中枢的瞬间波动区间，则扩张为更大级别中枢，新区间取两者波动范围的重叠部分；若围绕两个中枢的波动完全无重叠且依次同向移动，则为趋势。

图 6：中枢的构成、延伸、结束与扩张



资料来源：光大证券研究所绘制

1.2 缠论三类买卖点

结合前文讨论的各类构件，缠论中将买卖点分为三类。

第一类买点是下跌趋势中，次级别走势向下跌破最后一个中枢后形成的背驰点，位置最低，属左侧信号。背驰指前后两段同向走势力度对比，后段弱于前段，原文对于背驰前后描述模糊，本报告采用 MACD 柱面积度量。背驰段终点低点为一买；力度须待整段走完方可度量，背驰点当下不可辨识，只能待后续走势确认。一买逆势而入，潜在收益最大而容错最差。

第二类买点是一买后首次回试不创新低的低点，确认下跌结束。结构为三步，一买、次级别上涨、再次下跌，回试低点不跌破一买低点则二买成立。它不追求最低价，以慢半拍换取趋势反转的确认，风险收益特征居中。

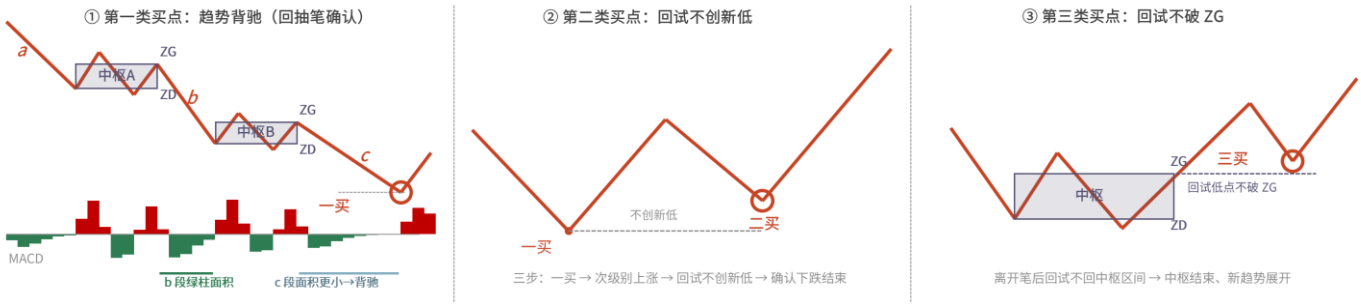
第三类买点是向上离开中枢后回试不跌破 ZG 的低点，确认中枢结束，属右侧信号，确定性最强。回试笔整段不回中枢区间，中枢方告结束并展开新趋势，正是上节中枢结束判据的操作化表达。三类买点自一买至三买，风险收益从激进递进至稳健。

卖点完全对称，任何走势的转折均由三类买卖点开始与结束。

至此，从 K 线到三类买卖点的构件体系已完备，下一章检验这套信号的实际投资效果。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：三类买卖点的结构示意



资料来源：光大证券研究所绘制（力度示意：本篇报告以 MACD 柱面积度量）

下载日志已记录，仅供内部参考

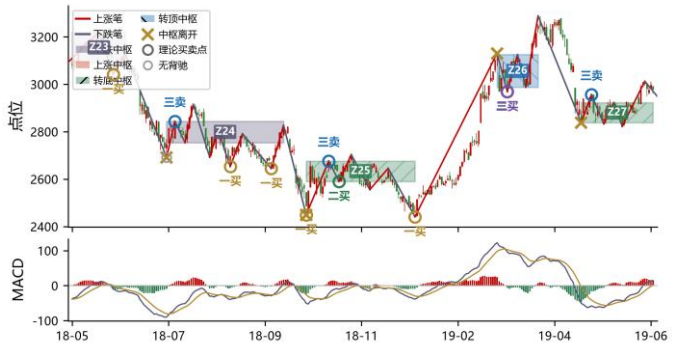
2、 缠论买卖点理论有效，但事前不可知

2.1 理论买卖点：有一定投资效果，但事前不可知

我们以上证指数为例，对缠论理论买卖点进行研究。所谓理论买卖点，是按第一章定义的结构条件，在历史上标注出的全部三类买卖点，并假设成交就发生在买卖点价位本身。它回答的是一个问题：假如每次转折都能被精准捕捉，这套信号究竟能赚多少钱，因此这是一个理论上限口径。同时必须强调，这些买卖点在事前不可知：一买要等背驰段走完才能确认，二买、三买要等回试走势走完才能确认，站在任何一个交易日，都无法知道当下是不是买卖点，只有事后回看，它们才清晰可见。

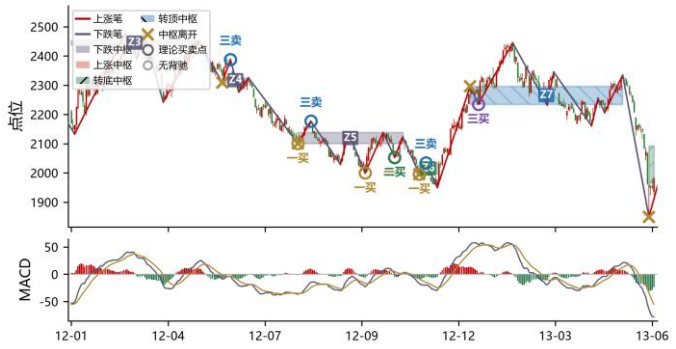
下图为两段典型窗口，覆盖买卖点的主要场景。2018-2019 段（图 8）展示一买、二买与三买齐备的完整转折序列；2012-2013 段（图 9）为底部一买密集区，创新低但无背驰的点以灰圈保留。

图 8：上证指数买卖点示意：2018-2019 转折段



资料来源：wind，光大证券研究所。注：买卖点为理论点位；示例区间 2018-05-02 至 2019-06-28

图 9：上证指数买卖点示意：2012-2013 底部一买密集段

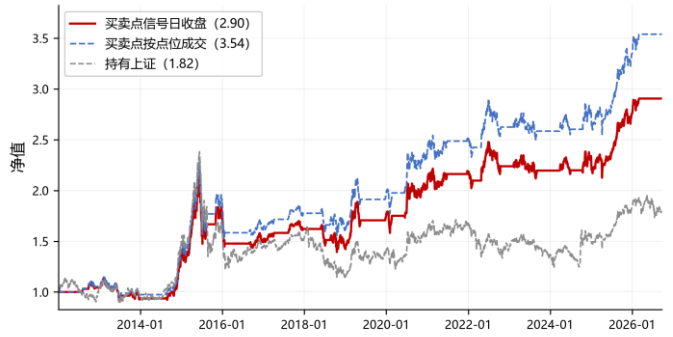


资料来源：wind，光大证券研究所。注：创新低但无背驰的点以灰圈保留；示例区间 2012-01-04 至 2013-06-28

上证指数回测显示，理论买卖点体系显著跑赢买入持有。回测区间 2012-2026、不计交易成本。理论买卖点价位成交的口径净值 3.54、理论买卖点收盘成交口径净值 2.91，显著高于买入持有的 1.82；回撤-32.5%/-35.8%亦远小于买入持有的-52.3%。全期 19 段交易，胜率 68.4%/63.2%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：上证指数理论买卖点回测净值（无成本）



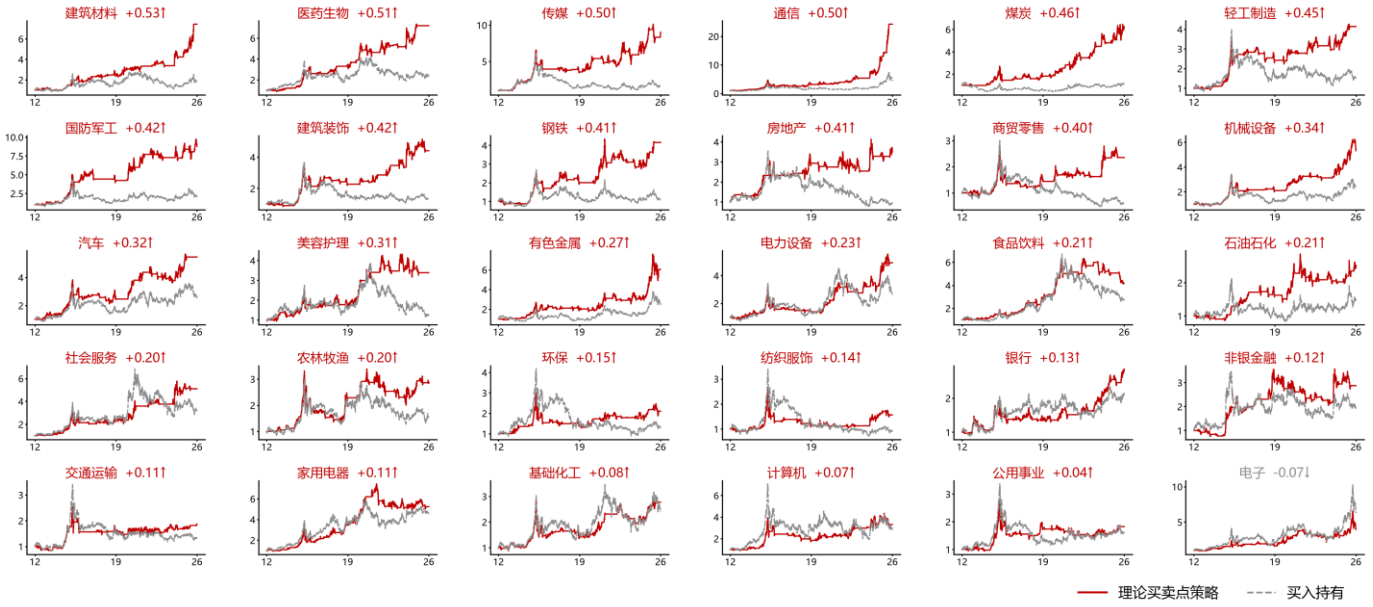
资料来源：wind，光大证券研究所。注：单仓配对、不计交易成本；虚线为按点位成交的纯理论上限。回测区间 2012-01-04 至 2026-09-22

图 11：回测关键指标

口径	净值	年化	胜率	盈亏比	夏普	段数	中位持仓	回撤
理论买卖点 按点位成交	3.539	9.31%	68.4% (13胜/6负)	2.99	0.54	19	75天	-32.5%
理论买卖点 按收盘成交	2.905	7.80%	63.2% (12胜/7负)	2.88	0.45	19	75天	-35.8%
买入持有	1.822	4.16%	—	—	0.21	—	—	-52.3%

资料来源：wind，光大证券研究所。注：回测区间 2012-01-04 至 2026-09-22，单仓配对、不计交易成本

图 12：理论买卖点 30 行业净值 vs 买入持有



资料来源：wind，光大证券研究所测算。注：面板按夏普提升幅度（策略-买入持有）降序排列，红色标题为有提升，灰色为未提升；不考虑交易成本。回测区间 2012-01-04 至 2026-10-14。

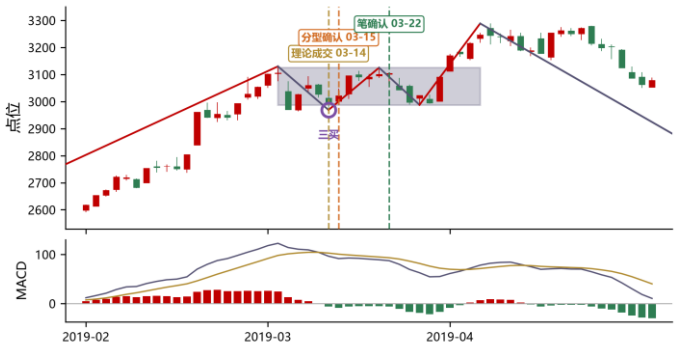
2.2 实际可知买卖点：“分型确认”与“笔确认”

理论买卖点假设成交发生在拐点当天，但拐点无法事前确认。低点出现时，只有后续走势走出来，才能知道这里是拐点。确认越早，成交价越接近理论值，但把疑似拐点当作真拐点的风险越大；确认越晚，信号越可靠，代价是错过端点附近的价格。

我们可以采用两种信号确认口径进行实际操作，“分型确认”时间最早但可能被证伪，“笔确认”确定性高但时点滞后。分型确认在信号条件当下可以判断时立即行动，通常仅滞后一个交易日；笔确认等下一笔走势走出、拐点得到结构验证后再行动，平均滞后约一周。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：上证指数信号确认时点示意（三买，2019 年 3 月）



资料来源：wind，光大证券研究所。注：三买理论成交于回试低点当日 03-14，分型确认次日 03-15、笔确认 03-22 方能实际操作，确认越晚买入成本越高；示例区间 2019-02-01 至 2019-04-30

图 14：上证指数被证伪的三买信号案例（2019 年 4 月）

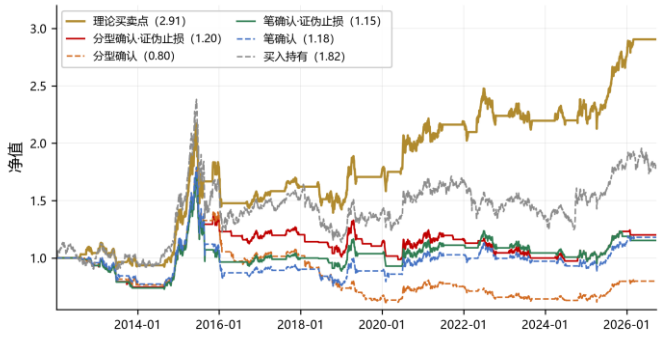


资料来源：wind，光大证券研究所。注：2019-04-12 三买信号，分型确认后 04-15 买入，5 月初指数跌破中枢上沿 ZG 3125，信号被证伪离场；示例区间 2019-03-20 至 2019-06-14

两种确认口径下的回测均未能跑赢买入持有。从回测情况来看，分型确认净值 0.80、回撤 -66.2%，笔确认净值 1.18，均明显低于买入持有的 1.82，距理论买卖点的 2.91 更远，理论收益在信号确认过程中被大幅消耗。

证伪止损能明显改善分型确认，对笔确认则影响很小，但都改变不了跑输买入持有的整体结论。如果我们加入证伪止损机制，即买入信号进场后，一旦走势跌回该买卖点赖以成立的结构边界之下，即视为信号被证伪，立即卖出，卖出信号反向同理；其逻辑是用小额亏损快速了结假信号，避免被证伪后的反向行情拖累。加入证伪卖出后，分型确认净值由 0.80 升至 1.20、回撤收窄至 -44.7%，改善明显；笔确认本身已等待结构验证，净值 1.15，变化很小。但即便如此，两种口径仍全面跑输买入持有。

图 15：两种确认口径下的策略净值（2012-2026）



资料来源：wind，光大证券研究所。注：回测区间 2012-01-04 至 2026-09-22，确认日收盘成交，不计交易成本

图 16：理论买卖点与两种确认口径的回测指标

方式	净值	年化	胜率	盈亏比	夏普	段数	中位持仓	回撤
理论买卖点按收盘成交	2.905	7.80%	63.2%(12胜/7负)	2.88	0.45	19	75天	-35.8%
分型·无证伪	0.798	-1.58%	29.2%(7胜/17负)	2.58	-0.16	24	60天	-66.2%
分型·证伪止损	1.201	1.30%	25.8%(8胜/23负)	4.22	0.02	31	16天	-44.7%
笔·无证伪	1.179	1.17%	36.8%(7胜/12负)	2.53	0.03	19	73天	-58.1%
笔·证伪止损	1.152	1.00%	29.2%(7胜/17负)	3.36	0.00	24	29天	-48.3%
买入持有	1.822	4.16%	—	—	0.21	—	—	-52.3%

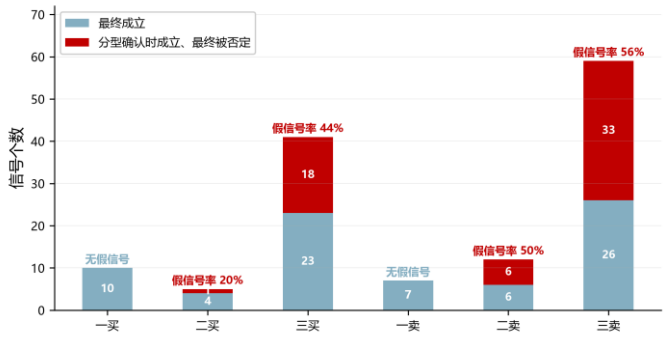
资料来源：wind，光大证券研究所。注：确认日当天收盘成交；证伪止损为盘中跌破信号依据位后当日收盘卖出；未计交易成本。回测区间 2012-01-04 至 2026-09-22。

分型确认的落差主要来自假信号。全部 134 个分型确认信号中，58 个（约 43%）被后续走势否定。被否定信号一旦进场即形成亏损，证伪止损能将净值由 0.80 救回到 1.20，但无法产生超额收益。

下载日志已记录，仅供内部参考

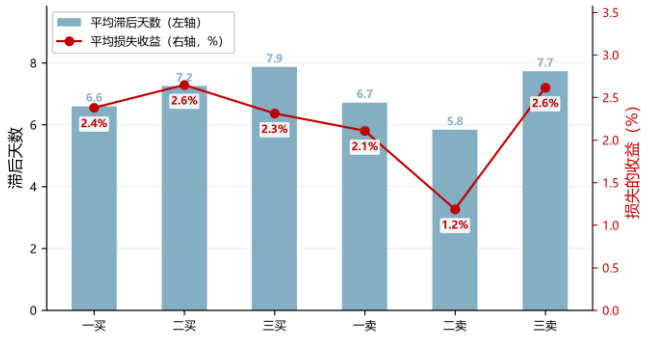
笔确认滤掉了全部假信号，代价是买卖两端约一周的滞后。笔确认买卖点信号依赖拐点确认、天然滞后。例如 2015 年 8 月，理论买卖点于 8 月 14 日（4001 点）卖出，笔确认等到 8 月 28 日才成交、多跌 19%。

图 17：分型确认信号的最终成立情况（2012-2026）



资料来源：wind，光大证券研究所。注：分型确认信号共 134 个，其中 58 个被后续走势否定；被否定信号的亏损已包含在图 15 的分型确认净值中。信号统计区间 2012-01-04 至 2026-09-22。

图 18：笔确认的平均滞后天数与损失收益



资料来源：wind，光大证券研究所。注：滞后天数为确认日与信号日的间隔，损失收益为确认日相对信号日成交的价差损耗，按六类买卖点取平均，统计区间 2012-01-04 至 2026-09-22

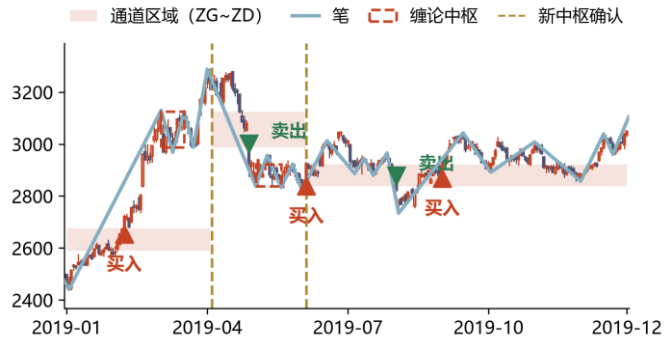
下载日志已记录，仅供内部参考

3、 基于缠论中枢的策略构建与行业应用

3.1 基于缠论中枢的通道突破策略

以中枢边界构建价格通道，将缠论结构转化为趋势跟踪规则。缠论三类买卖点依赖结构确认、实操性价比不高，我们尝试绕开背驰与买卖点判定，直接使用最新可知中枢通道：上沿取中枢上沿 ZG、下沿取中枢下沿 ZD，空仓时收盘价站上上沿买入，持仓时跌破下沿卖出，通道随最新中枢变化同步移动。

图 19：纯通道策略交易示例（上证指数，2019 年）



资料来源：wind，光大证券研究所。注：示例区间 2019-01-02 至 2019-12-31

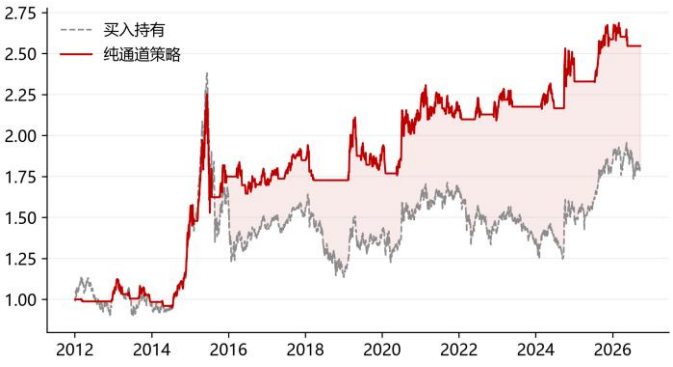
图 20：纯通道策略规则要点

维度	内容
核心思路	以中枢边界构建趋势跟踪通道，止损随中枢上移
信号来源	最近可知中枢的上沿 ZG 与下沿 ZD
中枢确认	第三笔被追认时诞生，全程无未来函数
K线周期	日度（收盘判定）
买入条件	空仓时收盘价高于 ZG
卖出条件	持仓时收盘价低于 ZD 即卖出；同一通道内可多次卖出后再买入
通道切换	新中枢确认时切换，旧通道在其之前继续有效

资料来源：光大证券研究所

从上证指数的回测来看，该策略相比于买入持有取得了一定超额收益。对上证指数 2012 年-2026 年进行回测，该策略净值 2.546，跑赢买入持有的 1.822，最大回撤-32.1%显著小于买入持有的-52.3%。全期共 68 笔交易，超额主要来自熊市防守：2018 年与 2022 年熊市期间价格位于通道下方，该策略持续空仓躲避下跌；代价是出场依赖反向破位，趋势利润需回吐至破位才落袋。

图 21：纯通道策略净值 vs 买入持有（上证指数，2012-2026）



资料来源：wind，光大证券研究所。注：回测区间 2012-01-04 至 2026-09-22，不计交易成本

图 22：纯通道策略回测关键指标

指标	纯通道策略	买入持有
策略净值	2.546	1.822
年化收益	6.56%	4.16%
年化夏普比率	0.40	0.21
最大回撤	-32.1%	-52.3%
交易笔数	68	—
持仓时间中位数	42天	—
胜率	44.1%	—
盈亏比	5.04	—

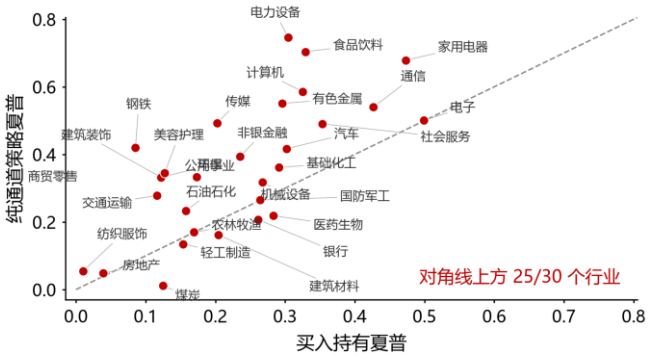
资料来源：wind，光大证券研究所。注：回测区间 2012-01-04 至 2026-09-22，不计交易成本

下载日志已记录，仅供内部参考

纯通道策略在行业端整体也跑赢买入持有。对 30 个申万一级行业分别回测，25/30 个行业夏普高于买入持有，夏普中位数 0.333 对买入持有的 0.220，净值中位数 2.533 对买入持有的 1.823；回撤中位数-41.5%，较买入持有的-66%明显收窄，但绝对水平仍深，超额幅度也有限。

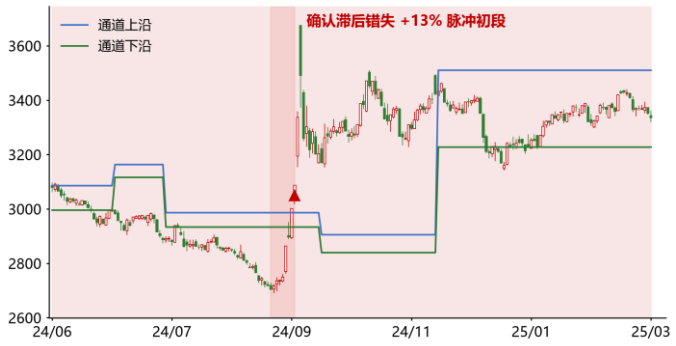
不足主要集中在 V 型与 A 型行情，根源在于中枢是滞后确认结构。V 型脉冲初段等不到通道上穿，如“924 行情”中，上证指数 9 月 13 日低点 2704 到 9 月 27 日实际买入之间约 13%的初始脉冲被错过（图 24）；A 型顶同理，等破位卖出时已深度回撤。脉冲段越短、确认成本占比越高，而行业行情恰以短脉冲居多，错失因此比指数端更严重。

图 23：纯通道 vs 买入持有的行业夏普对比



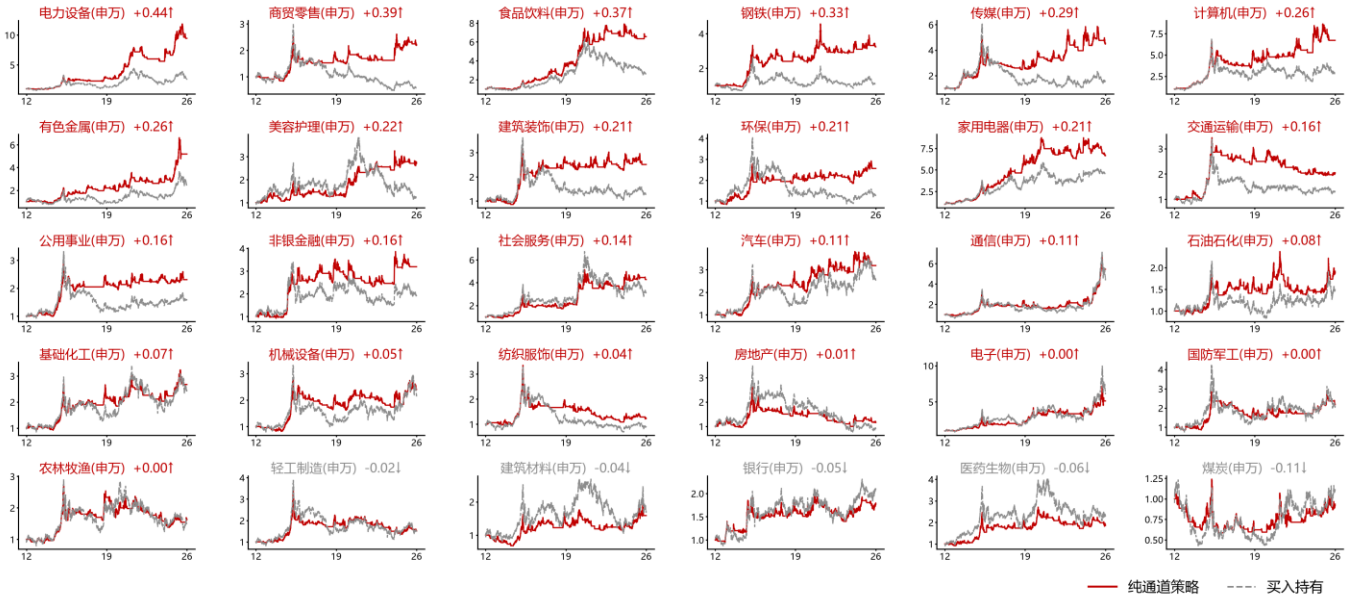
资料来源：wind，光大证券研究所。注：回测区间 2012-01-04 至 2026-10-14，不计交易成本

图 24：924 行情 V 型错失案例（上证指数，2024/06-2025/03）



资料来源：wind，光大证券研究所。注：示例区间 2024-06-03 至 2025-03-31

图 25：纯通道策略 30 行业净值 vs 买入持有（申万一级，2012-2026）



资料来源：wind，光大证券研究所。注：面板按夏普提升幅度（策略-买入持有）降序排列，红色标题为有提升，灰色为未提升；回测区间 2012-01-04 至 2026-10-14，不计交易成本

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 改进策略：加入移动止损与谷值反弹买入

在纯通道策略基础上加入移动止损与谷值反弹买入，以针对 V 型与 A 型行情对症修复。针对 A 型顶的利润回吐：持仓期价格自峰值回落超过预设阈值，即移动止损卖出，不等中枢破位确认，把回吐幅度锁定在阈值附近。针对 V 型底的脉冲错失：空仓期收盘价自低点反弹超过预设阈值，即提前买回，不等新中枢形成，若反弹后价格再创新低，则判定信号证伪，卖出并回到空仓等待状态。

图 26：改进策略交易示例（上证指数，2019 年）



资料来源：wind，光大证券研究所。注：示例区间 2019-02-01 至 2019-09-30

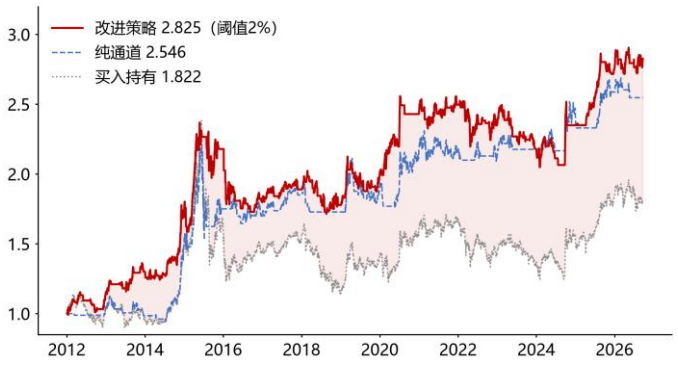
图 27：改进策略规则要点

维度	内容
核心思路	在纯通道规则上加入移动止损与谷值反弹两组镜像行为规则，修复单边行情错失
买入条件	空仓时收盘价站上通道上沿ZG（突破买入），或自冷却期低点反弹一定阈值（谷值反弹买回）
移动止损卖出	持仓期收盘价自峰值回落一定阈值即离场，不等通道破位，控制利润回吐
证伪机制	移损卖出后价格收复前高则认错买回（证伪1）；谷值反弹后再创新低则认错卖出（证伪2）
ZD破位卖出	持仓期收盘价跌破通道下沿ZD即卖出，回到冷却态等待反弹
通道切换	最近可知中枢为操作通道，新中枢确认时切换，旧通道在此之前继续有效

资料来源：光大证券研究所

从上证指数的回测来看，改进策略实现了收益与回撤的同步改善，但代价是交易频率提高。2012 年以来改进策略的回测净值 2.825（阈值 2%），高于纯通道的 2.546 与买入持有的 1.822；最大回撤-27.6%，较纯通道的-32.1%进一步收窄。超额改善正来自两条新规则对错失行情的修复：移动止损在 A 型顶提前落袋，谷值反弹买回补上了 V 型底的初始脉冲。阈值参数上，移动止损与谷值反弹阈值在 0.5%~5.0%的对称组合下结果均为稳健。

图 28：改进策略净值 vs 纯通道与买入持有（上证指数，2012-2026）



资料来源：wind，光大证券研究所。注：回测区间 2012-01-04 至 2026-09-22，不计交易成本

图 29：改进策略对称阈值组合回测结果（对照纯通道与持有）

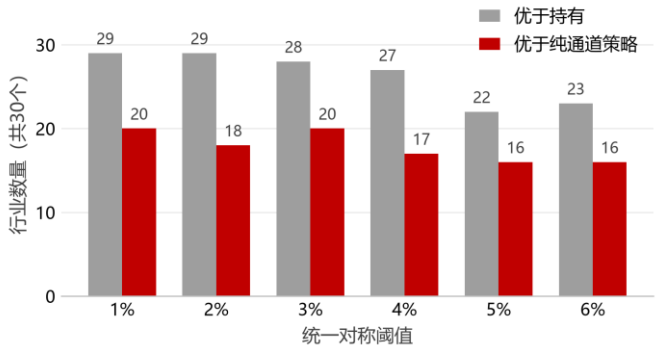
阈值	策略净值	年化收益	夏普比率	最大回撤	交易笔数	持仓中位数	胜率	盈亏比
0.5%	2.807	7.27%	0.46	-32.4%	484	6天	45.9%	1.80
1.0%	3.016	7.79%	0.50	-29.5%	350	8天	49.7%	1.67
1.5%	2.654	6.86%	0.43	-30.0%	286	10天	49.7%	1.64
2.0%	2.825	7.31%	0.47	-27.6%	230	14天	52.2%	1.64
2.5%	2.752	7.12%	0.45	-27.0%	190	17天	52.6%	1.69
3.0%	2.181	5.44%	0.33	-29.3%	166	18天	50.6%	1.68
4.0%	2.357	6.00%	0.37	-21.4%	127	20天	50.8%	1.95
5.0%	2.225	5.58%	0.34	-19.6%	109	25天	48.1%	2.30
纯通道	2.546	6.56%	0.40	-32.1%	68	42天	44.1%	5.04
持有	1.822	4.16%	0.21	-52.3%	1	全期	—	—

资料来源：wind，光大证券研究所。注：回测区间 2012-01-04 至 2026-09-22，不计交易成本

下载日志已记录，仅供内部参考

将指数端确定的对称阈值方法外推至 30 个申万一级行业统一检验，3%或为统一最优阈值。不计交易成本时，1%~3%档均跑赢买入持有与纯通道，阈值越低覆盖的行业越广；但计入单边 20bp 成本后，低阈值档的高换手侵蚀利润，优势收窄，最优阈值移至 3%~4%。综合两组结果，3%是免成本与计成本口径下共同的优势区间，阈值响应平缓、无过拟合孤点。

图 30：统一阈值下夏普优于基准的行业数量



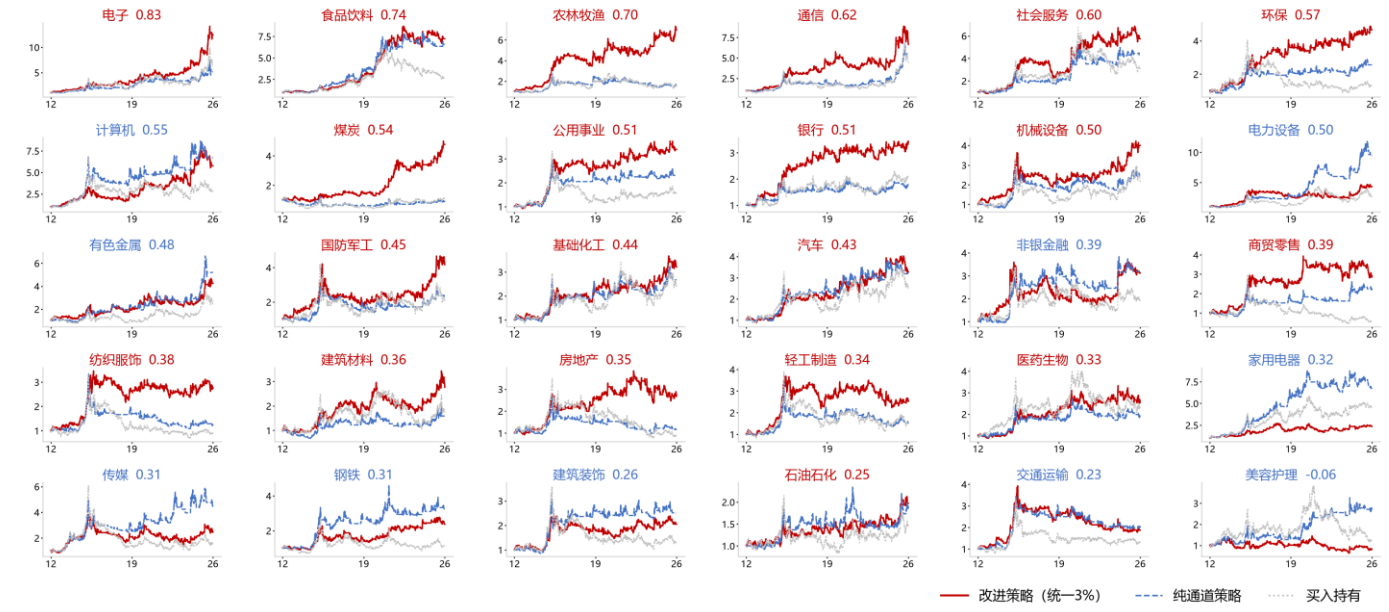
资料来源：wind，光大证券研究所。注：统一参数非逐行业调优；回测区间 2012-01-04 至 2026-10-14，不计交易成本

图 31：统一阈值 1%~6%全行业截面指标

指标	1%	2%	3%	4%	5%	持有	纯通道
夏普中位	0.488	0.456	0.435	0.387	0.366	0.220	0.333
胜持有 n/30	29	29	28	27	22	—	—
胜纯通道 n/30	20	18	20	17	16	—	—
双胜 n/30	20	18	20	17	15	—	—
回撤中位	-37.5%	-36.0%	-38.4%	-41.2%	-42.9%	-65.8%	-41.5%
夏普中位(20bp)	0.162	0.223	0.251	0.248	0.231	0.220	0.277
胜持有 n/30	10	15	19	20	18	—	—
胜纯通道 n/30	10	11	13	11	11	—	—
双胜 n/30	8	11	11	11	10	—	—
回撤中位	-48.0%	-47.7%	-47.8%	-47.6%	-49.9%	-65.8%	-43.1%

资料来源：wind，光大证券研究所。注：回测区间 2012-01-04 至 2026-10-14；上方为不含成本口径，下方为含成本口径，20bp 为单边成本，买卖各计一次

图 32：改进策略 30 行业净值（统一 3%阈值，按年化夏普降序）



资料来源：wind，光大证券研究所。注：小标题数字为改进策略年化夏普，蓝色=相对纯通道无提升；未计成本；回测区间 2012-01-04 至 2026-10-14

下载日志已记录，仅供内部参考

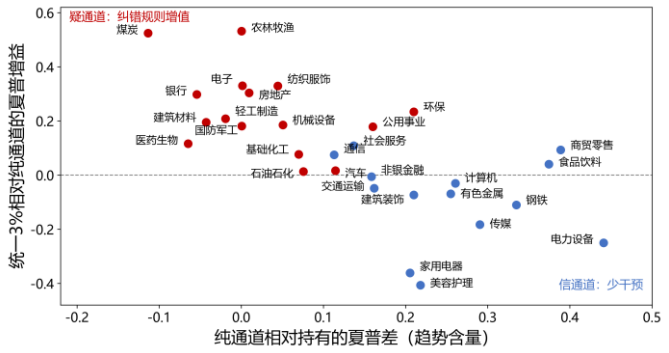
3.3 两类策略的行业适配情况

统一阈值下，两类策略在 30 个行业间的表现明显分化，适配哪种策略取决于行业行情的形态。

通道策略适合偏趋势型的行业，赚的是突破后行情延续的钱。趋势类行业可分为两类，一类是平滑趋势型，如食品饮料、计算机、通信，这类行业行情比较连续，纯通道即可，少干预即是最优选择。另一类是脉冲趋势型，如电力设备、家电、有色、非银、传媒、钢铁、社服、交运、商贸零售，平时波动比较小、但行情出现时往往伴随较大脉冲，移动止损可能会错过行情，建议放宽阈值或考虑纯通道方式。

改进策略适合震荡型及走势偏弱行业，赚的是纠错和避险的钱。对于震荡型行业，如电子、农林牧渔、煤炭、银行、医药生物、基础化工、汽车、机械设备、国防军工、环保等，这类行业假突破多，改进策略效果会更好，能更好赚取两侧波动的收益。此外，对于长期走势偏弱的行业，如房地产、纺织服饰，这类行业股价基本长期在中枢之下，改进策略能更好抓住一些波段收益，并及时规避风险。

图 33：通道有效性越低，改进策略增益越大



资料来源：wind，光大证券研究所。注：未计交易成本

图 34：四类行业的机制与策略适配

类别	机制	行业（30个完整归类）	策略建议
震荡收割型（疑通道）	赚波动两面：假突破少拿+小波段高抛低吸	电子、农林牧渔、煤炭、银行、环保、机械设备、国防军工、医药生物、基础化工、汽车、石油石化、公用事业、建筑材料、轻工制造（14）	改进策略主场，统一3%
弱势避险型（疑通道）	避开崩盘比抓波段贡献更大	房地产、纺织服饰（2）	改进策略为主，保险属性凸显
平滑趋势型（信通道）	通道准、行情连续	食品饮料、计算机、通信（3）	纯通道即可，参数不敏感
脉冲趋势型（信通道）	行情出现时往往伴随较大脉冲，移动止损可能会错过行情	电力设备、家用电器、有色金属、非银金融、传媒、钢铁、社会服务、交通运输、商贸零售、美容护理、建筑装饰（11）	宽阈值或纯通道等脉冲，警惕跳空损耗

资料来源：wind，光大证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4、 风险分析

1、缠论理解与原作者理念可能存在差异；

2、回测由 AI 辅助实现，可能存在代码与口径偏差；

3、历史回测规律出现失效。

下载日志已记录，仅供内部参考

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼