

大小盘风格轮动 ——中泰时钟战术资产配置系列之三

分析师：唐军

执业证书编号：S0740517030003

电话：021-20315202

邮箱：tangjun@r.qlzq.com.cn

研究助理：张晗

电话：021-20315185

邮箱：zhanghan@r.qlzq.com.cn

相关报告

1. 中泰时钟：政策维度

投资要点

A股市场存在明显的大小盘轮动现象，市值因子作为重要的 β 收益来源，对其背后驱动力的研究至关重要。本报告从战略和战术层面对可以预测大小盘轮动的变量进行建模，并综合得到大小盘轮动配置观点。

■ 信贷周期是大小盘轮动的驱动力

在信贷扩张周期中，小盘股从基本面和估值角度呈现“戴维斯双击”，表现强于大盘股；而在信贷收紧阶段，大盘股防御性体现，表现好于小盘股。我们利用《中泰时钟：政策维度》中的12个月信用扩张/名义GDP刻画信贷周期，对中证500和沪深300指数进行轮动，最终SAA层面构建多空组合胜率为58.1%，年化收益率10.9%，最大回撤13.1%。

■ 从关注度出发进行战术配置

我们从沪深300和中证500成分股换手率、预期盈利增速等角度构建了多个因子。最终用相对换手率、相对分析师报告数量、相对预期盈利增速三个因子对沪深300和中证500相对表现进行logistic回归预测，最终TAA层面构建的多空组合胜率达到66.3%，年化收益13.9%，最大回撤22.7%。

■ SAA+TAA综合进一步提升效果

我们通过三种战略配置状态和两种战术配置状态进行组合，得到三种配置结果：仅配置中证500、仅配置沪深300、二者等权配置。构建多空组合的表现在TAA和SAA各自的基础上进一步提升，胜率达到68.6%，年化收益率为14.1%，最大回撤有效控制到了9.2%。

风险提示：市场系统性风险，监管政策超预期变动

内容目录

一. A 股市值因子综述.....	- 5 -
1.1 市值因子轮动的必要性	- 5 -
1.2 大小盘代理变量选择	- 6 -
二. 信贷周期下的大小盘风格配置.....	- 7 -
2.1 信贷指标简介.....	- 7 -
2.2 信贷周期下的大小盘表现	- 9 -
三. 大小盘风格战术配置	- 13 -
3.1 分析师关注度.....	- 13 -
3.2 相对换手率	- 14 -
3.3 预期净利润增速	- 16 -
3.4 其它待测指标.....	- 17 -
3.5 基于关注度的大小盘轮动模型回测.....	- 17 -
四. SAA+TAA 历史回测	- 18 -

图表目录

图表 1: 每年跑赢各指数的股票型基金占比.....	- 5 -
图表 2: 行业中性下市值因子多空组合表现.....	- 5 -
图表 3: A 股市值因子表现	- 6 -
图表 4: 并购重组热度与壳股价格.....	- 6 -
图表 5: 踢掉壳股后的市值因子表现.....	- 6 -
图表 6: 中证 500 相对沪深 300 走势	- 6 -
图表 7: 常见的信贷扩张指标.....	- 7 -
图表 8: 虚拟领域的资金泡沫.....	- 7 -
图表 9: 银行报表中与表外业务相关的收入项.....	- 8 -
图表 10: 信用扩张/名义 GDP.....	- 9 -
图表 11: 信贷周期对大小市值风格影响.....	- 9 -
图表 12: 沪深 300 与中证 500 相对景气度.....	- 10 -
图表 13: 信贷周期与股价相对走势.....	- 10 -
图表 14: 信贷周期与大小盘相对景气度.....	- 10 -
图表 15: 财务费用营收比相对值.....	- 11 -
图表 16: 信贷周期与财务费用关系	- 11 -
图表 17: 多空组合表现	- 12 -
图表 18: 多头组合表现	- 12 -
图表 19: 指数&模拟组合表现.....	- 12 -
图表 20: 多空组合表现	- 12 -
图表 21: 多头组合表现	- 12 -
图表 22: 市值因子轮动回测效果.....	- 13 -
图表 23: 分析师关注度与相对走势.....	- 14 -
图表 24: 多头轮动组合走势.....	- 14 -
图表 25: 多空轮动组合	- 14 -
图表 26: 分析师研报数量因子效果.....	- 14 -
图表 27: 相对换手率与相对走势.....	- 15 -
图表 28: 相对换手率因子多头组合.....	- 15 -
图表 29: 相对换手率因子多空组合.....	- 15 -
图表 30: 相对换手率因子效果	- 15 -
图表 31: 预期净利润增速比与相对走势.....	- 16 -
图表 32: 相对预期利润增速多头组合.....	- 16 -
图表 33: 相对预期利润增速多空组合.....	- 16 -

图表 34: 相对利润增速因子表现.....	- 17 -
图表 35: 相对赚钱效应因子表现.....	- 17 -
图表 36: 相对估值因子表现.....	- 17 -
图表 37: 单因子多头轮动组合表现.....	- 17 -
图表 38: 单因子多空组合表现.....	- 18 -
图表 39: 多头轮动组合.....	- 18 -
图表 40: 多空轮动组合.....	- 18 -
图表 41: 多元 logistic 回归效果.....	- 18 -
图表 44: 轮动策略多头表现.....	- 19 -
图表 45: 轮动策略多空组合净值.....	- 19 -
图表 46: 轮动策略表现.....	- 19 -

一. A 股市值因子综述

1.1 市值因子轮动的必要性

市值因子作为重要的风险因子，无论业界还是学术界都进行了深入的研究。Fama-French 最早提出三因素模型：小市值公司长期来看跑赢全市场，这或许是因为小公司有更高的经营风险，投资者承担此种风险所获得的风险补偿。从国内股票型公募基金的业绩来看，每年能够跑赢强势风格指数的基金比例很小：

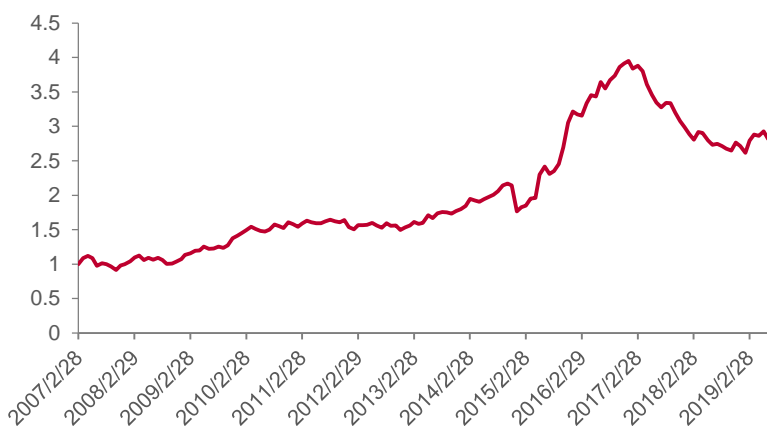
图表 1：每年跑赢各指数的股票型基金占比

	wind 全 A	中证 100	中证 500	中证 1000
2009	4%	12%	1%	1%
2010	88%	99%	23%	9%
2011	37%	20%	92%	91%
2012	49%	10%	73%	84%
2013	79%	98%	38%	15%
2014	6%	1%	15%	24%
2015	63%	98%	56%	11%
2016	45%	20%	59%	70%
2017	74%	12%	82%	99%
2018	69%	27%	86%	95%

来源：中泰证券研究所

对于量化投资而言，市值是最重要的选股因子之一。然而在 2017 年之后，人们都会说市值因子失效了，下图列出在行业中性下的市值因子多空组合表现（剔除壳股）：

图表 2：行业中性下市值因子多空组合表现



来源：中泰证券研究所

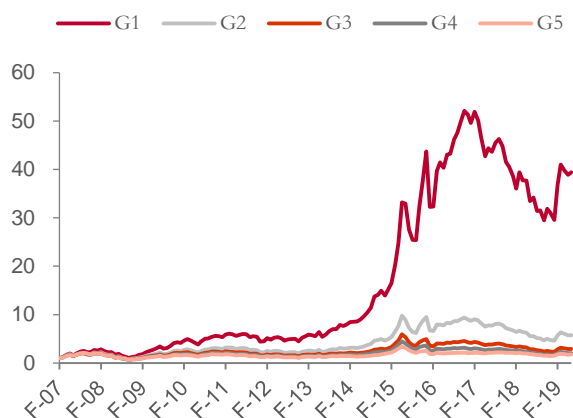
从图中可以看到在 2017 年开始发生了明显的风格切换，即大市值公司持续跑赢小市值公司。这不禁让我们重新反思市值因子背后的驱动力是什么，是什么因素导致的市值风格切换。

1.2 大小盘代理变量选择

实证发现大多数权益市场中存在小盘股溢价现象，但是 A 股市场的小盘股溢价格外显著，主要原因是受壳公司的股价扰动。

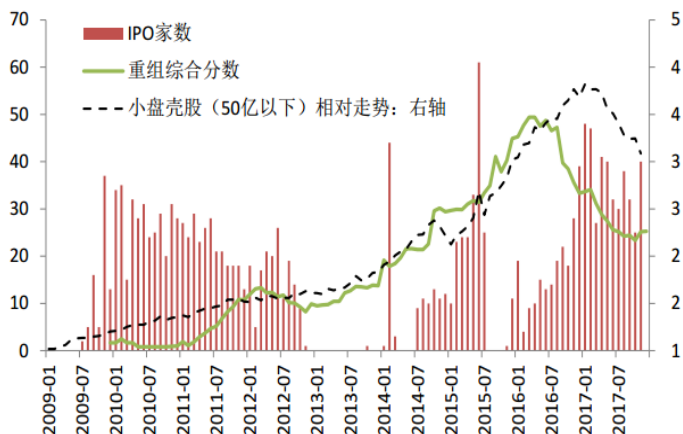
在我们之前的研究中发现，A 股极小市值的公司（2010 年之前 30 亿以下，2010 年之后 50 亿以下的公司）其股价主要由壳价值驱动，并且跟全市场的并购重组热度高度相关，如下图所示：

图表 3：A 股市值因子表现



来源：中泰证券研究所

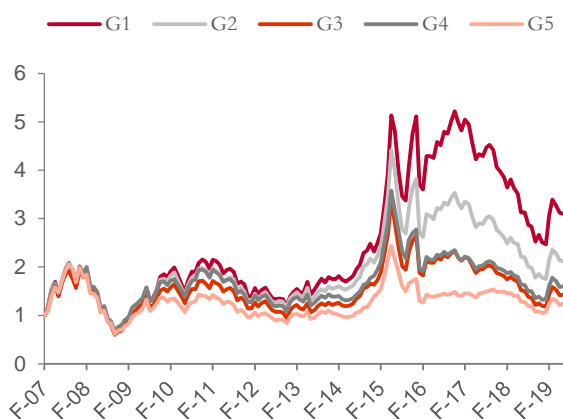
图表 4：并购重组热度与壳股价格



来源：中泰证券研究所

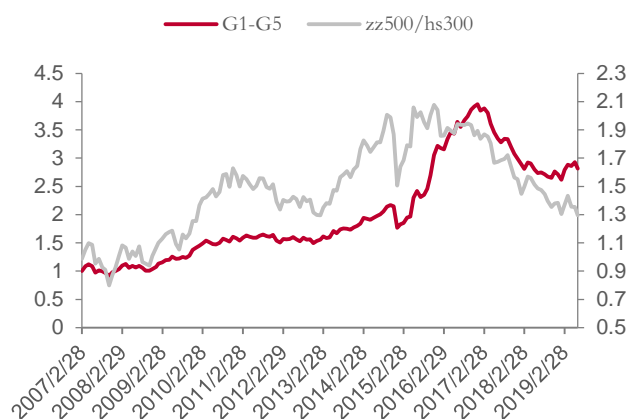
所以我们在讨论大小盘风格轮动时，样本选择为 2010 年以前 30 亿以上以及 2010 年以后 50 亿市值以上的公司。由于投资者经常用沪深 300 和中证 500 的相对走势强弱来代表大小盘的相对强弱，严格来说二者有行业因子的差异，但是整体来看跟行业中性下的大小盘相对走势比较一致，所以后文分析中我们也用沪深 300 余中证 500 来代表大小盘风格。

图表 5：踢掉壳股后的市值因子表现



来源：中泰证券研究所

图表 6：中证 500 相对沪深 300 走势



来源：中泰证券研究所

二. 信贷周期下的大小盘风格配置

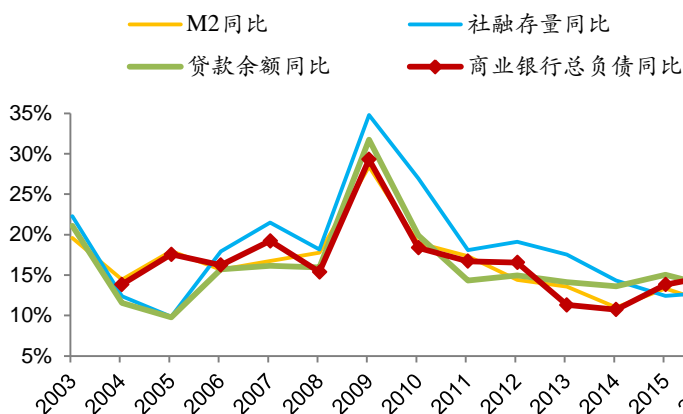
从中长期来看，大小盘相对强弱跟大小市值公司相对景气度正相关，而信贷周期正是背后的驱动力。在信贷扩张周期中，小盘股表现为“戴维斯双击”表现更优；在紧缩周期中，大公司防御性更强，业绩稳定股价表现更好。

2.1 信贷指标简介

在我们之前发布的报告《中泰时钟：政策维度》中我们提出了刻画货币政策与财政政策的指标。其中对信用宽松力度的刻画我们用银行业表内+表外规模来构造指标。

M2、信贷余额、社会融资规模的同比增速是业内最常见的衡量信贷扩张或者货币供应的指标。其中社会融资规模是从实体经济融资的口径来统计的，比较能反映实体经济的融资状况。M2 和信贷分别统计的金融机构各项存款和贷款总额，随着理财等各种金融产品的创新和繁荣，两者覆盖的统计范围代表意义可能减弱，比如 2018 年 1 月央行宣布余额宝类的货币基金纳入 M2 的统计范围就是为了让统计范围覆盖更全面，纳入新型金融产品的影响。

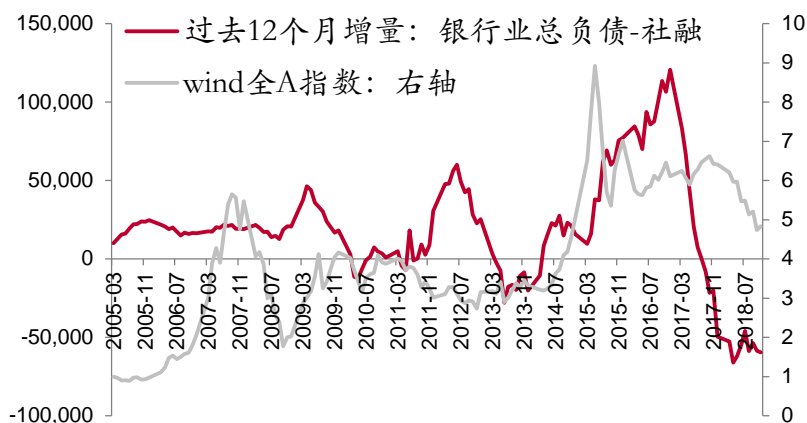
图表 7：常见的信贷扩张指标



来源：中泰证券研究所

社融规模是从实体经济融资主体的口径来统计的，较好地反映了流入实体经济的资金量，而银行业总负债包含了金融机构之间的同业负债，两者的差或许能刻画流入虚拟领域的资金量。图表 12 展示了过去 12 个月银行总负债扩张总额-过去 12 个月新增的社融规模。从 A 股走势来看，2014 年下半年到 2015 年上半年这一波背离经济基本面的最大的上涨期间，银行业总负债的扩张大幅高于社会融资规模，即大量资金进入了虚拟领域，这或许是这一阶段股市上涨的重要驱动因素。

图表 8：虚拟领域的资金泡沫



来源：中泰证券研究所

综上，银行业总负债对银行扩张刻画得更全面，波动也更明显，其既包含了流向实体经济的资金量又包含了金融机构间或虚拟领域的资金规模。从对资产价格的影响来看，银行业总负债的扩张比 M2、信贷、社融增速更有效。进一步，其实随着银行表外业务的快速扩张，银行业总负债这一只统计了表内负债规模的指标，也可能不够全面和有代表性，因此估计银行表外业务规模可能有较大的意义。

由于表外业务缺乏准确透明的数据，金融稳定报告公布的 2017 年底的数据应该是统计覆盖范围最全面的。但历史数据比较缺乏，即使也有一些年度数据，估计也统计不全面。本文通过表外业务对应的收入项的变化来粗略估计表外业务规模的变化，从而倒推表外规模的历史序列。

中泰时钟估计表外业务规模的总体思路是，跟踪有代表性的上市银行报表中与表外业务关系紧密的收入项，通过收入变化，来估计表外业务规模的变化。

图表 9：银行报表中与表外业务相关的收入项

统计范围：10 家代表银行	工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、交通银行、招商银行、兴业银行、民生银行、中信银行、北京银行。			
主要表外业务	委托贷款、委托投资等	金融衍生品业务，如利率互换、收益互换等	非保本理财业务（保本理财计入表内，可能计入利息收入）	担保等
相关的收入项	非利息收入：手续费及佣金收入：代理委托业务	非利息收入：手续费及佣金收入：其他	非利息收入：手续费及佣金收入：理财业务	非利息收入：手续费及佣金收入：担保承诺业务

来源：中泰证券研究所

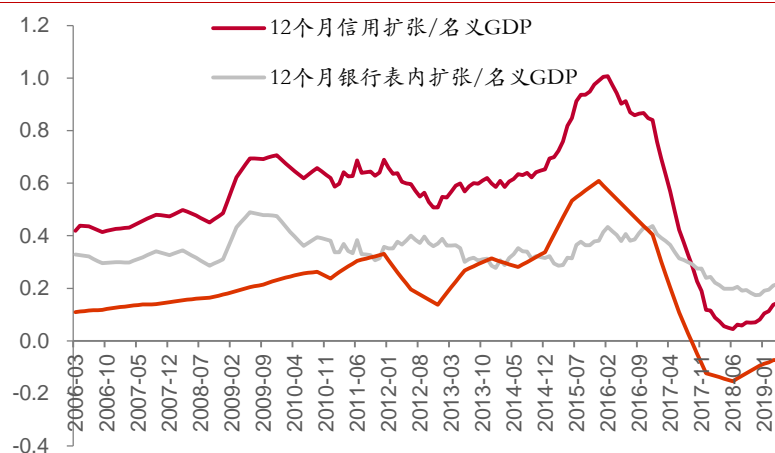
将银行表外规模数据插值为月频，表内总负债规模有银监会公布的月频数据，用 12 个月滚动环比计算规模的扩张。商业银行表内负债增速相对平稳，表外业务容易受到市场环境和政策影响，规模增速波动较大。但由于 2014 年以前，表外

业务的总规模并不大,所以表外规模的变动对商业银行总信用扩张的影响近年来逐渐增大。

考虑到经济增长本身会带动信用扩张,用 12 个月商业银行信用的扩张(12 个月内表内规模增量+12 个月内表外规模增量)除以 12 个月的名义 GDP,以做标准化处理,可以较全面地刻画出货币在商业银行信用扩张阶段的变化。

信用扩张的大幅减速是当前宏观维度中最重要的变量,自 2017 年资管新规加强监管以来,表外业务大幅下降,即使央行的货币投放力度已经加大,但商业银行的信用扩张仍然继续下滑。因此,商业银行信用扩张/GDP 水平是当前最值得跟踪和重视的指标。

图表 10: 信用扩张/名义 GDP

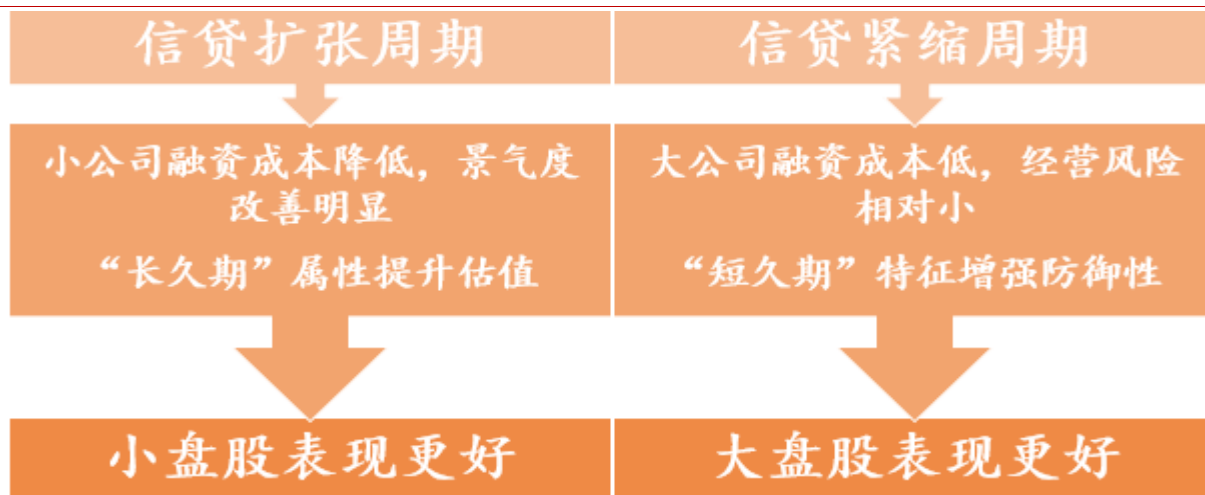


来源: 中泰证券研究所

2.2 信贷周期下的大小盘表现

我们认为信贷扩张对小盘股是戴维斯双击,而信贷紧缩期大盘股在估值和景气度方面表现更好。其背后的逻辑如下图所示:

图表 11: 信贷周期对大小市值风格影响

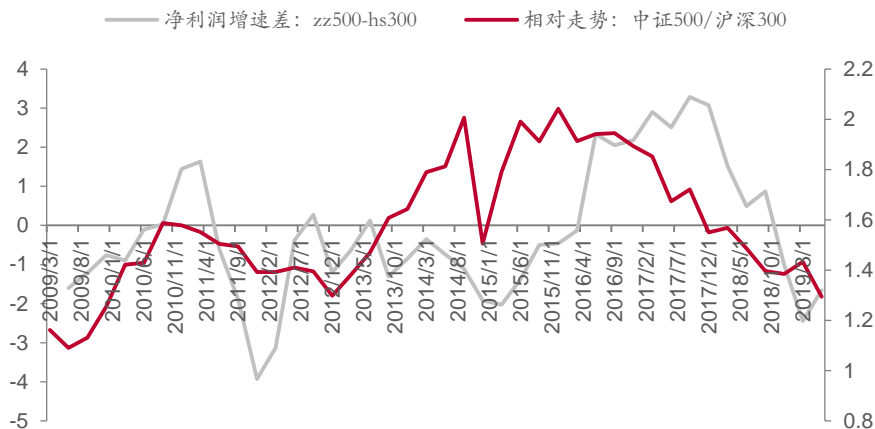


来源: 中泰证券研究所

从基本面维度来看：

以沪深 300 和中证 500 指数代表大小盘，用中证 500 指数/沪深 300 指数代表小盘股相对于大盘股的强弱变化，用各指数成分股的净利润增速中位数之差代表大小公司景气度的相对变化，结果下图所示：

图表 12：沪深 300 与中证 500 相对景气度



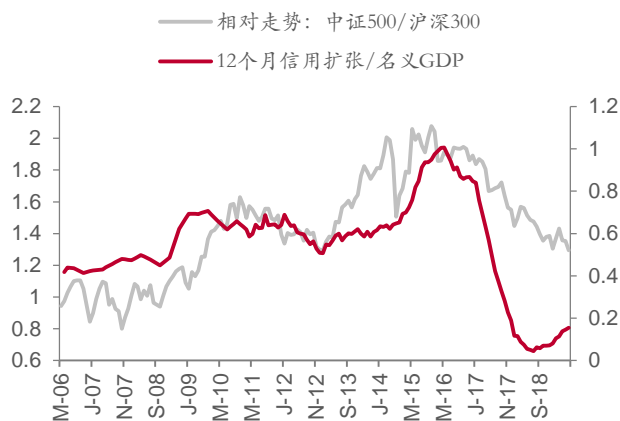
来源：中泰证券研究所

从图中可以看到，中长期大小盘风格的强弱与相对盈利呈现正相关，并且股价表现领先于景气度变化。如果可以找到相对景气度的领先指标，就可以为预测大小盘风格强弱提供参考。

我们认为信贷环境变化是景气度变化的重要原因，所以用中泰时钟政策维度指标：

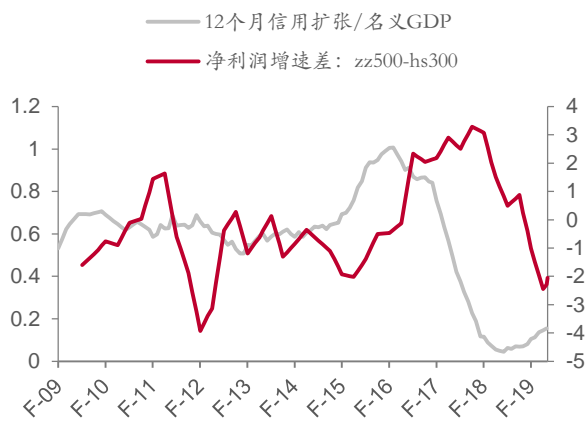
12 个月信用扩张/名义 GDP 作为领先指标，如下图所示：

图表 13：信贷周期与股价相对走势



来源：中泰证券研究所

图表 14：信贷周期与大小盘相对景气度



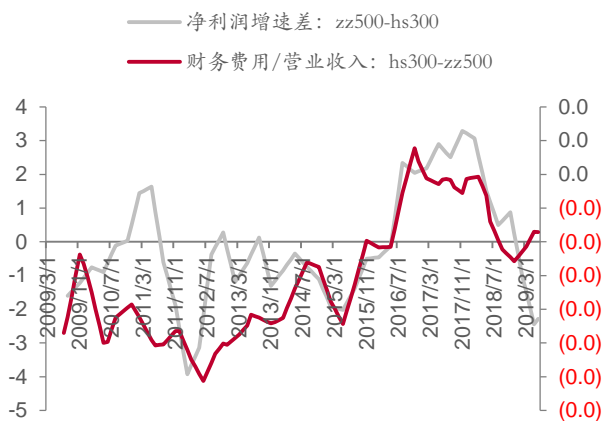
来源：中泰证券研究所

从图中看出信用扩张指标可以大幅领先于相对盈利，在 2012 年到 2015 年信贷宽松周期中，中证 500 的景气度提升强于沪深 300；而在 16 年开始的紧缩周期中，沪深 300 景气度相对中证 500 更好，股价相对走势与景气度相匹配。

信贷环境影响公司景气度背后逻辑为：在信贷周期波动中，小公司的融资成本敏感性更强，大公司由于经营风险相对低、且自身融资渠道丰富，在周期波动中

敏感性低。为了证明这一传导路径，我们统计了中证 500 和沪深 300 的财务费用/营业收入指标的相对变化，如下图所示：

图表 15：财务费用营收比相对值



来源：中泰证券研究所

图表 16：信贷周期与财务费用关系



来源：中泰证券研究所

从估值角度来看：

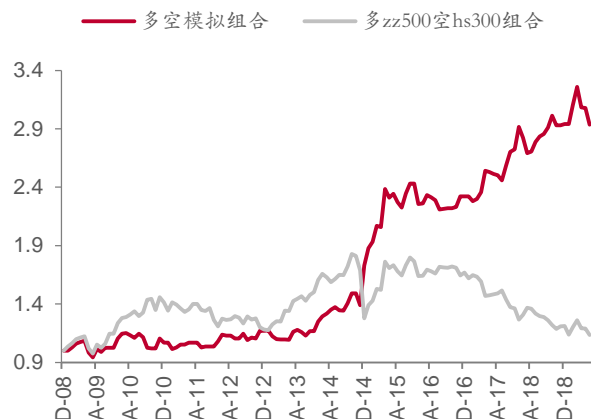
从公司的生命周期来看，大公司领先于小公司，因此大公司价值属性强，小公司成长属性强。从 DCF 估值模型的角度来看，有成长性的小公司理应享受更高估值，如果把公司比作债券，小公司“久期”也长于大公司（因为现金流主要发生在未来而非当下），所以当市场估值提升的时候，小公司价格提升的更多。估值本质上是基本面与金钱的兑换关系，估值高低与资金总量正相关，所以我们不仅要考虑到流入实体经济的资金，还要考虑流入资本市场的那部分资金，因为其对估值影响较大。

宏观指标大小盘轮动回测：

我们根据 **12 个月信用扩张/名义 GDP** 指标对沪深 300 和中证 500 指数进行轮动并回测，规则如下，回测区间为 2009 年至今。

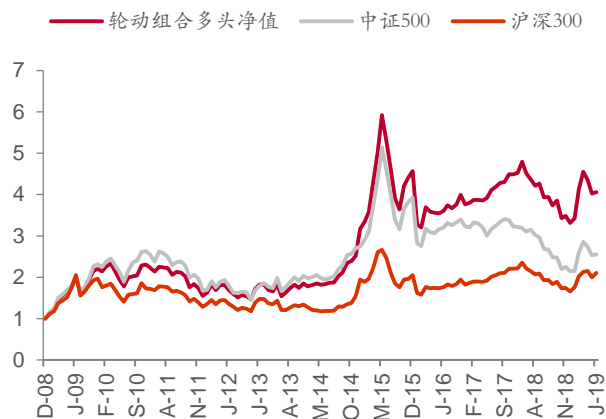
- 1) 上述信贷指标用 $index_T$ 代表，如果在第 T 期有 $index_{T-1} > index_{T-2}$ 并且 $index_{T-1} > average(index_{T-5}:index_{T-1})$ ，则认为当前处于信贷扩张状态，在 $T+1$ 期配置中证 500。
- 2) 如果在第 T 期有 $index_T < index_{T-1}$ 并且 $index_T < average(index_{T-4}:index_{T-1})$ ，则认为当前处于信贷收缩状态，在 $T+1$ 期配置沪深 300。
- 3) 不符合上述两种情况时，认为信贷处于平稳状态，等权配置沪深 300 和中证 500 指数。

图表 17: 多空组合表现



来源: 中泰证券研究所

图表 18: 多头组合表现



来源: 中泰证券研究所

图表 19: 指数&模拟组合表现

组合	年化收益率	胜率	最大回撤
沪深 300	7.4%	56.3%	42.7%
纯多头			
中证 500	9.4%	55.5%	58.1%
轮动多头	14.4%	60.3%	45.9%
多空			
多 zz500 空 hs300	1.2%	50.0%	37.9%
轮动多空组合	10.9%	58.1%	13.1%

来源: 中泰证券研究所

纯多头轮动组合与中证 500 以及沪深 300 指数自身相比较, 在胜率、年化收益率方面有所提高, 最大回撤介于二者之间。因为造成指数回撤的主要原因是系统性风险, 所以多头轮动难以控制回撤。如果看多空组合, 则能够有效地控制最大回撤。

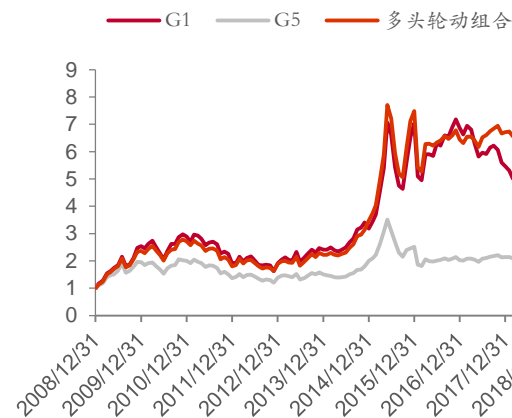
同样的方法对市值因子 G1、G5 组合进行轮动, 效果也有相应的提升, 如下图所示:

图表 20: 多空组合表现



来源: 中泰证券研究所

图表 21: 多头组合表现



来源: 中泰证券研究所

回测效果如下表所示:

图表 22：市值因子轮动回测效果

	组合	年化收益率	胜率	最大回撤
纯多头	G5	5.8%	52.4%	57.4%
	G1	14.9%	56.3%	52.8%
	轮动多头	18.5%	60.3%	41.9%
多空	G1-G5 组合	9.7%	55.6%	33.8%
	轮动多空组合	15.4%	66.7%	12.8%

来源：中泰证券研究所

从以上回测中发现，信贷周期对大小盘风格的中长期轮动起到了至关重要的作用。而即便是在信贷扩张期，也经常有沪深 300 跑赢中证 500 的情况，在信贷收缩期，也会出现中证 500 跑赢沪深 300。这些现象或许跟短期的情绪、交易因素有关，接下来我们将从短期因素来探讨大小盘战术配置方法。

三. 大小盘风格战术配置

在宏观环境之外，还存在很多影响大小盘表现的变量。比如 2018 年初核心资产走出了漂亮 50 行情跑赢小盘股，然而刚进 2 月份上证 50 就出现了大幅回撤，但当时的信贷环境并未出现大的不同，下面我们再从大小盘相对关注度等视角来探讨轮动规律，待测指标选取参考我们《情绪择时周报》和《行业轮动》中所用到的相关情绪指标。

我们用 logistic 回归来分析待测指标对大小盘轮动的预测效果，流程如下：

- 1) 在任意 i 期，如果 $return_{zz500} > return_{hs300}$ ，记第 i 期的因变量为 $Dvariable=1$ ，否则 $Dvariable=0$ ，第 i 期待测因子值用 $index_i$ 表示。
- 2) 在 T 时刻，利用过去 N 期的 $(index_{i-1}, Dvariable_i)$ 观测值作为训练集进行 logistic 回归分析，然后用拟合参数预测 $T+1$ 期的大小盘风格。
- 3) 如果预测值为 1 则认为下一期是小盘风格强势，反之认为大盘风格强势，根据预测构建多空组合与多头组合，主要根据多空组合的表现来判断待测因子的有效性。

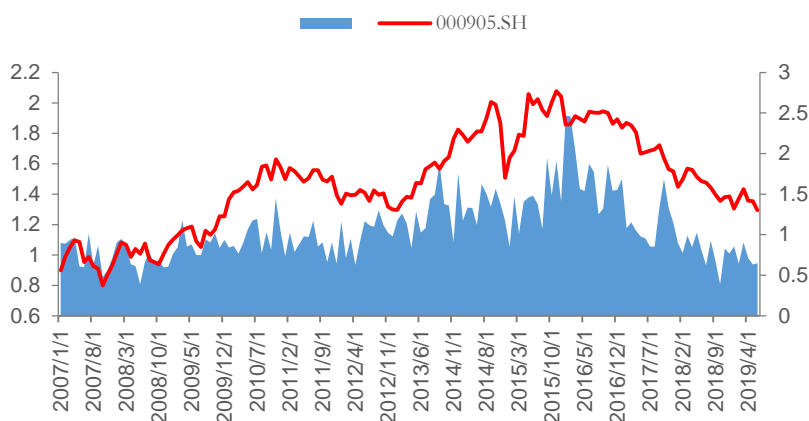
3.1 分析师关注度

证券分析师以研究报告的形式，分析公司价值，预测股价变化趋势。当证券分析师重点推荐某个股票时，这不仅能够反映出分析师自身对该股票的喜好，还可以间接影响买方机构对该股票的喜好，因此分析师对某一类型公司的报告数量可以反映分析师和买方对该板块的关注度变化。我们以比较有意义的深度报告和调研报告总数来刻画分析师关注。

指标构建方法：在 T 期，计算过去一个月中证 500 和沪深 300 成分股对应的分析师报告总数，记为 $num_reports_zz500_T$ 和 $num_reports_hs300_T$ ，相对报告数量指标计算为

$$relative_reportnum_T = \frac{num_reports_zz500_T}{num_reports_hs300_T}$$

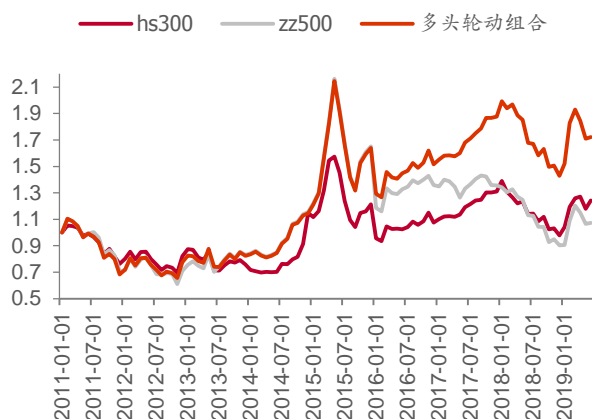
图表 23: 分析师关注度与相对走势



来源：中泰证券研究所

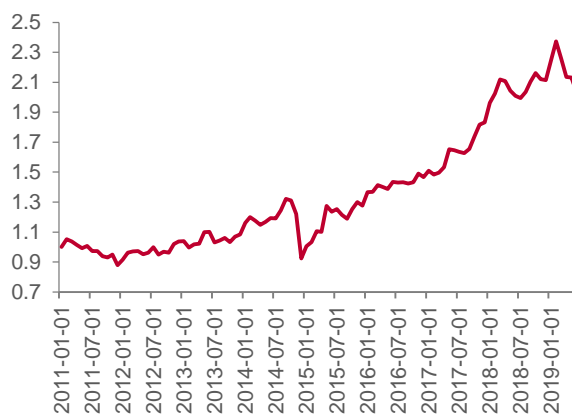
从图中可以看到,对于股价表现强势的指数,其成分股对应的报告数量也会增加。
回测得到的结果如下:

图表 24: 多头轮动组合走势



来源：中泰证券研究所

图表 25: 多空轮动组合



来源：中泰证券研究所

图表 26: 分析师研报数量因子效果

	年化收益率	胜率	最大回撤
hs300	2.6%	53.5%	40.6%
zz500	0.8%	51.5%	58.2%
轮动多头组合	6.7%	55.4%	41.0%
轮动多空组合	8.8%	56.4%	30.1%

来源：中泰证券研究所

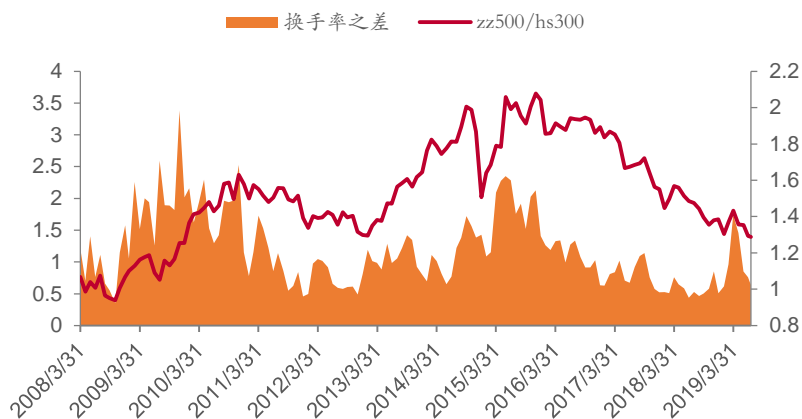
3.2 相对换手率

换手率最直接体现一个标的受关注程度,相对换手率因子构建: 在第 T 期, 计算中证 500 和沪深 300 指数过去一个月日均换手率, 记为 $ave_turn_zz500_T$ 和 $ave_turn_hs300_T$, 然后得到

$$relative_turn_T = ave_turn_zz500 - ave_turn_hs300。$$

相对换手率与指数相对走势的关系如下：

图表 27：相对换手率与相对走势



来源：中泰证券研究所

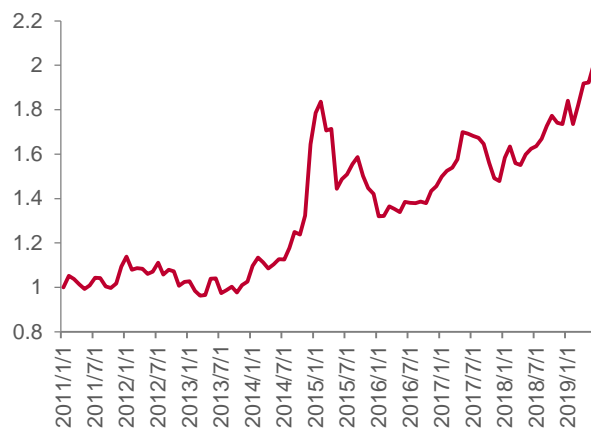
利用 logistic 回归进行因子测试，结果如下所示：

图表 28：相对换手率因子多头组合



来源：中泰证券研究所

图表 29：相对换手率因子多空组合



来源：中泰证券研究所

图表 30：相对换手率因子效果

	年化收益率	胜率	最大回撤
hs300	2.6%	53.5%	40.6%
zz500	0.8%	51.5%	58.2%
轮动多头组合	6.5%	56.4%	45.9%
轮动多空组合	8.7%	57.4%	28.1%

来源：中泰证券研究所

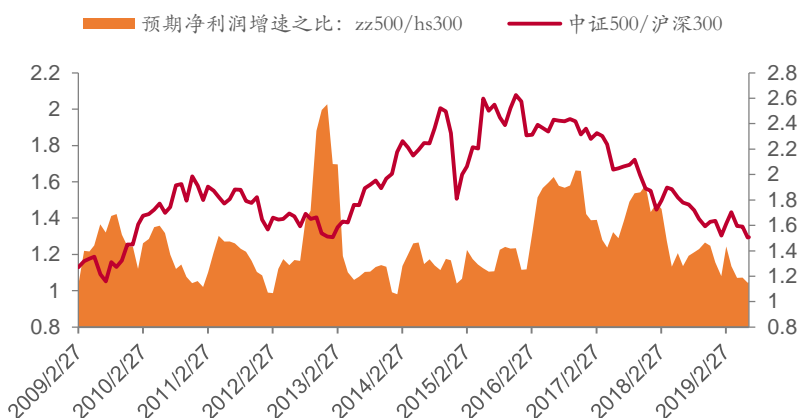
从多空组合的表现来看，胜率达到了 57.4%，年化收益率为 8.7%，因子对轮动有一定的预测效果。

3.3 预期净利润增速

由于实际净利润增速只能从财报中计算，而财报季频发布且严重滞后，我们用分析师预期净利润增速来测试对轮动的预测效果。指标构建方法：第 T 期，统计中证 500 和沪深 300 成分股分析师未来一年预期净利润增速中位数，记作 $exp_Pgrowth_zz500_T$ 和 $exp_Pgrowth_hs300_T$ ，相对净利润增速记为 $relative_expgrowth_T = \frac{exp_Pgrowth_zz500_T}{exp_Pgrowth_hs300_T}$ 。

相对预期净利润增速与相对走势的关系如下所示：

图表 31：预期净利润增速比与相对走势



来源：中泰证券研究所

该指标回测效果如下所示：

图表 32：相对预期利润增速多头组合



来源：中泰证券研究所

图表 33：相对预期利润增速多空组合



来源：中泰证券研究所

图表 34: 相对利润增速因子表现

	年化收益率	胜率	最大回撤
hs300	2.6%	53.5%	40.6%
zz500	0.8%	51.5%	58.2%
轮动多头组合	6.7%	59.4%	45.8%
轮动多空组合	8.7%	60.4%	30.1%

来源：中泰证券研究所

3.4 其它待测指标

除了前面三个指标之外，我们还构建了指数的相对估值指标，记为： $relative_PE_T = PE_zz500_T - PE_hs300_T$ 。还有相对赚钱效应指标，计算中证 500 指数和沪深 300 指数过去 100%换手筹码对应当前收盘价的收益率，记为 $return_zz500_T$ 和 $return_hs300_T$ ，然后计算相对赚钱效应

$$relative_return_T = return_zz500_T - return_hs300_T$$

经过检验这两个因子的效果不佳，其表现如下所示：

图表 35: 相对赚钱效应因子表现

	年化收益率	胜率	最大回撤
hs300	2.6%	53.5%	40.6%
zz500	0.8%	51.5%	58.2%
轮动多头组合	1.9%	50.5%	59.0%
轮动多空组合	-0.1%	52.5%	43.0%

来源：中泰证券研究所

图表 36: 相对估值因子表现

	年化收益率	胜率	最大回撤
hs300	2.6%	53.5%	40.6%
zz500	0.8%	51.5%	58.2%
轮动多头组合	2.6%	55.4%	51.1%
轮动多空组合	-0.1%	56.4%	46.3%

来源：中泰证券研究所

3.5 基于关注度的大小盘轮动模型回测

我们把所有单个因子的效果汇总如下。

单因子纯多头轮动组合表现：

图表 37: 单因子多头轮动组合表现

single factor	annualized return	win%	max drawdown
relative_reportnum	6.7%	55.4%	41.0%
relative_turn	6.5%	56.4%	45.9%
relative_expgrowth	6.7%	59.4%	45.8%
relative_PE	2.6%	55.4%	51.1%
relative_return	1.9%	50.5%	59.0%

来源：中泰证券研究所

单因子多空组合表现：

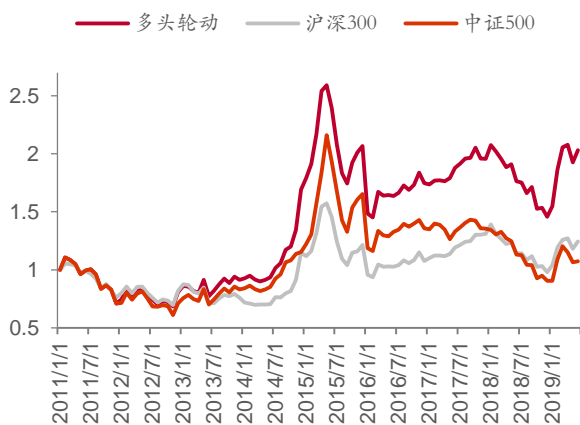
图表 38: 单因子多空组合表现

single factor	annualized return	win%	max drawdown
relative_reportnum	8.8%	56.4%	30.1%
relative_turn	8.7%	57.4%	28.1%
relative_expgrwth	8.7%	60.4%	30.1%
relative_PE	-0.1%	56.4%	46.3%
relative_return	-0.1%	52.5%	43.0%

来源：中泰证券研究所

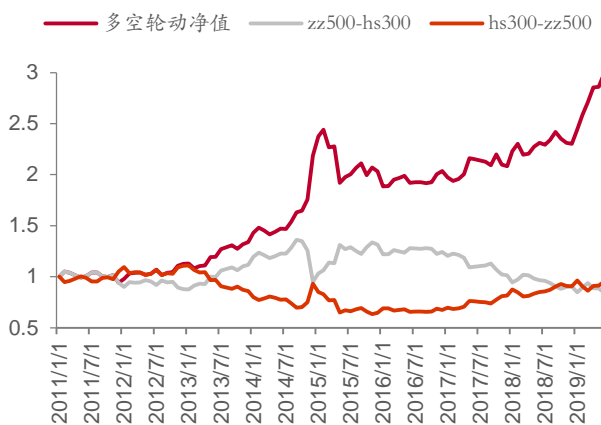
我们主要根据单因子多空组合表现来评估因子的有效性，我们把年化收益率 5% 以上的因子认为有预测效果，最后进行多元 logistic 回归，效果如下所示：

图表 39: 多头轮动组合



来源：中泰证券研究所

图表 40: 多空轮动组合



来源：中泰证券研究所

图表 41: 多元 logistic 回归效果

	年化收益率	胜率	最大回撤
hs300	2.6%	53.5%	40.6%
zz500	0.8%	51.5%	58.2%
轮动多头组合	8.8%	56.4%	43.9%
轮动多空组合	13.9%	66.3%	22.7%

来源：中泰证券研究所

通过三个因子进行多元回归的效果相比较单因子进一步提升，年化收益率达到 13.9%，胜率上升至 66.3%，回撤进一步得到控制。

四. SAA+TAA 历史回测

通过前两部分的回测，我们分别得到了大小盘轮动的战略配置方法和战术配置方法，下面我们将二者结合。

SAA 层面在每一时点发出三种信号 1：信贷扩张（配置中证 500），-1：信贷收

缩（配置沪深 300），0：无明显特征（等权配置）。

TAA 层面在每一时点发出两种信号，-1：配置沪深 300，1：配置中证 500。

当（SAA，TAA）状态为（1,1）和（0,1）时下一期配置中证 500 指数；

当（SAA，TAA）状态为（-1,-1）和（0,-1）时下一期配置沪深 300 指数；

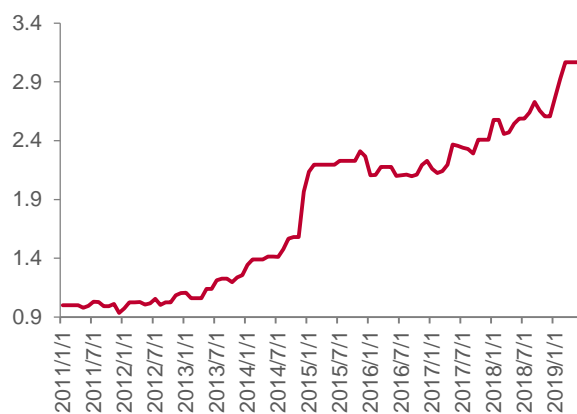
当（SAA，TAA）状态为（1,-1）和（-1,1）时下一期等权配置两个指数。

图表 42：轮动策略多头表现



来源：中泰证券研究所

图表 43：轮动策略多空组合净值



来源：中泰证券研究所

图表 44：轮动策略表现

	年化收益率	胜率	最大回撤
hs300	2.6%	53.5%	40.6%
zz500	0.8%	51.5%	58.2%
轮动多头组合	8.6%	55.0%	45.0%
轮动多空组合	14.1%	68.6%	9.2%

来源：中泰证券研究所

风险提示：市场系统性风险，监管政策超预期变动

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。