

大小盘如何择时？基金抱团高频跟踪数据给我们启示

——追踪“聪明资金”系列一

投资要点

分析师：唐军

执业证书编号：S0740517030003

电话：021-20315202

研究助理：刘洛宁

电话：021-20315203

邮箱：liuln@r.qlzq.com.cn

《医药基金：主动管理优势足，专业壁垒贡献 α ——主题基金研究系列一》

《MSCI 相关基金与指数辨析——主题基金研究系列二》

《TMT 主题基金：多维度欣赏科技之美——主题基金研究系列三》

《红利基金：稳中求胜，配置价值凸显——主题基金研究系列四》

《石油基金：油价逼近历史低位，如何布局相关机会？——主题基金研究系列五》

《剖析 ETF 的手术刀 Lyxor ETF 效率指标》

核心抱团池仓位中枢估测：本文介绍了对权益基金核心抱团池仓位估计的方法，并介绍 Didier and Isabelle (2017)对组合某资产主动增减仓的计算方法。经过准确性检测，核心抱团池拟合仓位中枢与半年报全部持仓结果**绝对误差平均值为 5.7%，中位数 6.6%**。核心抱团池主动增减仓的拟合结果与真实持仓**同步率高达 71%**。从检测结果来看，我们用高频数据拟合的结果较好地估计了权益基金对核心抱团池的持仓中枢及其变化。

“聪明资金”核心池仓位变化对大小盘择时：我们发现核心抱团仓位中枢变化对大小盘相对走势有领先意义。**从中长期看**，2013 年以来过去 2M 与 7M 仓位中枢均值的信号组合对中长期大小盘择时预测有 **76.92%** 的胜率，其中信号持续平均天数为 194 天。**中短期看**，核心抱团主动调仓的趋势对大小盘未来一个季度的相对表现有较好的预测效果，2013 年以来每月根据过去六个月仓位中枢主动增减趋势得到大小盘未来一个季度配置信号，信号准确率为 **66.3%**。

基于“聪明资金”仓位信号的大小盘配置择时策略：我们根据信号分别构建了基于中短期信号季度换仓与基于中长期信号触发式换仓（SAA）的大小盘轮动策略。另外，我们加入了中短期信号作为 TAA 调整优化了中长期信号触发式（SAA）策略。分别从 2013 年 6 月回测至 2021 年 4 月，**季度换仓组合年化收益、年化超额分别为 17.6%与 7.7%，超额最大回撤-10.6%，夏普比例 0.78。经过 TAA 调整后的 SAA 策略效果提升显著，调整后组合年化收益、年化超额与夏普比例分别为 15%、6.3%与 0.69，较调整前分别提升 1.7%、1.8%与 0.07。**

风险提示事件：本报告结论完全基于公开的历史数据进行统计、测算，文中部分数据有一定滞后性，同时存在第三方数据提供不准确风险；模型均基于历史数据得到的统计结论且模型自身具有一定局限性并不能完全准确地刻画现实环境以及预测未来；模型根据历史规律总结，历史规律可能失效；模型结论基于统计工具得到，在极端情形下或存在解释力不足的风险，因此其结果仅做分析参考；对基金产品和基金管理人的研究分析结论并不预示其未来表现，也不能保证未来的可持续性，本报告提到的任何基金产品亦不构成投资收益的保证或投资建议，请详细阅读报告风险提示及声明部分。

内容目录

一、基金核心抱团池仓位拟合	- 3 -
1.1 权益基金核心抱团池仓位估计	- 3 -
二、拟合准确性检测	- 3 -
2.1 权益基金核心抱团池仓位估计检测	- 3 -
2.2 权益基金核心抱团池主动增减仓检测	- 5 -
三、核心抱团池仓位中枢对大小盘择时研究	- 6 -
3.1 大中小盘指数历史相关性	- 6 -
3.2 对大小盘中长期择时研究	- 8 -
3.3 中长期择时信号检测	- 8 -
3.4 对大小盘中短期择时研究	- 10 -
3.5 中短期择时信号检测	- 11 -
四、大小盘择时配置策略	- 13 -
4.1 基于中短期信号季频调仓大小盘配置策略	- 13 -
4.2 基于中长期择时信号触发式大小盘配置策略 (SAA)	- 15 -
4.3 结合中长期与中短期信号调整大小盘配置策略 (SAA、TAA)	- 16 -

权益基金作为 A 股的核心力量，其动向往往能够隐含很多的投资机会。我们会开启追踪“聪明资金”的系列报告，以主动权益基金为对象进行跟踪，研究其动向是否对投资有先行的指导意义。回顾 2021 年 3 月 10 号我们发布的《从“抱团”现象增加权益基金的评价维度》，本文研究核心抱团池仓位中枢变动与大小盘走势关系探讨是否有领先意义。

一、基金核心抱团池仓位拟合

1.1 权益基金核心抱团池仓位估计

借鉴 2021 年 3 月 10 号我们发布的《从“抱团”现象增加权益基金的评价维度》，我们对主动权益基金核心仓位的日度探测步骤如下：

- 1、每季度构建基金核心池、次核心池与冷门池。其中核心池构建为之前抱团股的筛选方式，基于边际比例递减大于 1% 的股票。次核心池为该范围外至累积持仓市值占比同期 80% 的股票，冷门池则为剩下的股票池。
- 2、基于上述三个股票池，每季度在基金公布日期按照持仓市值归一比例进行换仓。例如在 2021 年 1 月 20 日，假设所有公募基金都已经公布 20 年四季度持仓数据，我们会基于公布持仓在 20 年 12 月 31 日进行换仓跟踪，但收益数据截取 21 年 1 月 20 日之后的数据，前期收益数据用上期持仓信息得到组合收益进行拼接，以避免用到未来数据。
- 3、将基金净值与核心池、次核心池与冷门池对应的指数进行约束拟合，得到每日的核心池、次核心池与冷门池仓位暴露估计。

某一时刻 t 净值拟合的目标函数如下：

Min:

$$\left(\sum_{i=0}^9 (R_{pti} - (w_{ht} * R_{hti} + w_{st} * R_{sti} + w_{dt} * R_{dti})) \right)^2 + \sum_{j=1}^3 [w_{jt} - w_{j(t-1)}] * \lambda$$

对于某一时间点 t ，我们选取过去 10 天作为拟合的窗口期，其中 R_{pti} 代表基金 p 在 t 时刻过去第 i 天的收益。 R_{hti} 、 R_{sti} 与 R_{dti} 分别代表核心抱团池、次核心池与冷门池在 t 时刻过去第 i 天的收益。 w_{ht} 、 w_{st} 与 w_{dt} 分别代表核心抱团池、次核心池与冷门池在 t 时刻的权重估计也是我们的求解目标。为了解决在日度高频探测下比例权重不稳定的情况，我们加入了一范数限制条件，其中 λ 可以控制估计权重的稳定情况。

二、拟合准确性检测

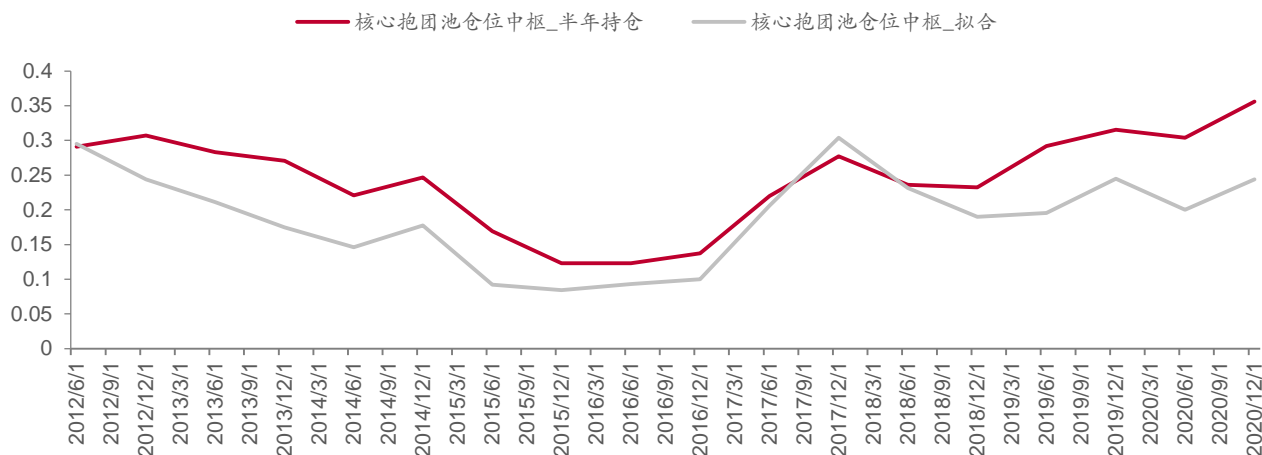
2.1 权益基金核心抱团池仓位估计检测

在《从“抱团”现象增加权益基金的评价维度》报告中，我们通过核心抱团池市值占比历史趋势与权益基金核心池仓位拟合中枢的历史走势进行对比侧面印证了拟合趋势的准确程度。为了更进一步研究我们拟合效果，我们将核心池、次核心池以及冷门池映射到权益基金的半年持仓与拟合结果进行对比。

基于半年全部持仓计算核心池、次核心池以及冷门池步骤如下：

- 1、在拟合的权益基金中将半年股票仓位映射到核心池、次核心池以及冷门池三大分类下。
- 2、如果出现不在三个分类池子中的个股，将该股票权重比例设置为 0。
- 3、将剩下股票对应分类权重归一至当期股票持仓市值占比。

图表 1: 核心抱团仓位中枢历史走势



来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2020-12-31

从绝对值来看，核心抱团池拟合的仓位中枢与半年报全部持仓计算的结果在时序上绝对误差平均值为 5.7% 绝对误差中位数为 6.6%。比起绝对值，我们更加关注主动权益基金抱团仓位中枢的变动情况，以及剔除了涨跌影响后的主动增减仓幅度。

从环比仓位的方向变化来看，拟合结果与真实持仓计算中枢结果在仓位环比增减幅（本期仓位减上期仓位）上有较高的一致性，从 12 年以来有将近 88% 的概率两者拟合的方向同步性一致。从 19 年至 20 年 12 月，除了 20 年上半年，核心抱团池仓位中枢一直都处于提升状态。

图表 2: 核心抱团仓位中枢环比仓位增减幅

日期	核心抱团池仓位中枢_半年持仓	核心抱团池仓位中枢_拟合	是否同步
2012/12/31	1.61%	-5.12%	0
2013/6/30	-2.41%	-3.29%	1
2013/12/31	-1.24%	-3.63%	1
2014/6/30	-5.01%	-2.87%	1
2014/12/31	2.61%	3.17%	1
2015/6/30	-7.77%	-8.55%	1
2015/12/31	-4.58%	-0.79%	1
2016/6/30	-0.03%	0.90%	0
2016/12/31	1.42%	0.67%	1
2017/6/30	8.25%	10.64%	1
2017/12/31	5.73%	9.75%	1
2018/6/30	-4.09%	-7.22%	1
2018/12/31	-0.38%	-4.18%	1

2019/6/30	5.96%	0.56%	1
2019/12/31	2.37%	4.93%	1
2020/6/30	-1.18%	-4.43%	1
2020/12/31	5.25%	4.36%	1

来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2020-12-31

2.2 权益基金核心抱团池主动增减仓检测

仓位提升的绝对值包含了自身风格板块的涨幅与自我的主动加仓与减仓的动作，如果在市场大涨的情况下我们探测出来的仓位反而在降低，很大概率权益基金这段时间有主动减仓的动作。相反在市场大跌但探测出的仓位反而升高，那么权益基金整体在这段时间有主动加仓的可能。

Didier and Isabelle (2017)在通过 Kalman Filter 探测股票在投资组合中仓位时建立了本期与上期仓位变化的关系，其公式如下：

$$W_{i(t+1)} = (1 + R_{it}) * W_{i(t)} / (1 + R_p) + U_{it}$$

其中 $W_{i(t+1)}$ 代表资产 i 在 $t+1$ 时刻的权重比例， R_{it} 代表资产 i 在 t 至 $t+1$ 时刻的收益， U_{it} 代表资产 i 在 t 至 $t+1$ 时刻的交易行为我们可以理解为主动增减仓。

我们可以将权益基金仓位中枢作为一个整体组合，那么核心抱团池、次核心池与冷门池的仓位中枢可以近似看成是一个衡量主动权益基金整体在这三个指数上的暴露情况。那么我们核心抱团池主动增减仓幅度的计算方式如下：

- 1、计算组合的整体收益。如果按照半年频为例，我们根据初始在核心池、次核心池与冷门池上的暴露仓位与对应三个指数未来半年收益进行累乘加总得到整体组合的收益。
- 2、计算根据资产自身涨幅的期末仓位，即期初核心抱团持仓比例乘以 $(1 + \text{核心抱团池当期收益}) / (1 + \text{组合整体收益})$
- 3、通过期末核心抱团池仓位与 2 式中进行轧差，得到当期这一期在核心抱团池上的主动增减仓比例。

图表 3：核心抱团仓位中枢环比仓位主动增减幅

日期	核心抱团池仓位中枢_半年持仓	核心抱团池仓位中枢_拟合	是否同步
2012/12/31	1.18%	-7.91%	0
2013/6/30	-1.22%	-3.87%	1
2013/12/31	-5.15%	-5.17%	1
2014/6/30	-4.48%	-1.57%	1
2014/12/31	-7.35%	0.81%	0
2015/6/30	-19.86%	-19.74%	1
2015/12/31	-10.48%	0.17%	0
2016/6/30	-2.05%	2.20%	0
2016/12/31	2.08%	1.12%	1
2017/6/30	7.46%	9.20%	1
2017/12/31	11.71%	7.30%	1
2018/6/30	4.69%	-3.74%	0
2018/12/31	4.31%	2.55%	1

2019/6/30	-6.73%	-10.42%	1
2019/12/31	4.52%	2.60%	1
2020/6/30	-6.87%	-11.84%	1
2020/12/31	-10.39%	-3.93%	1

来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2020-12-31

从核心抱团池主动增减仓来看，拟合法与半年全部持仓计算法历史同步性依高达 71%。从 19 年至 20 年 12 月，虽然核心抱团池的仓位中枢处于爬升阶段，但从主动增减仓来看除了 19 年 12 月，其他时候都有明显主动减仓信号。

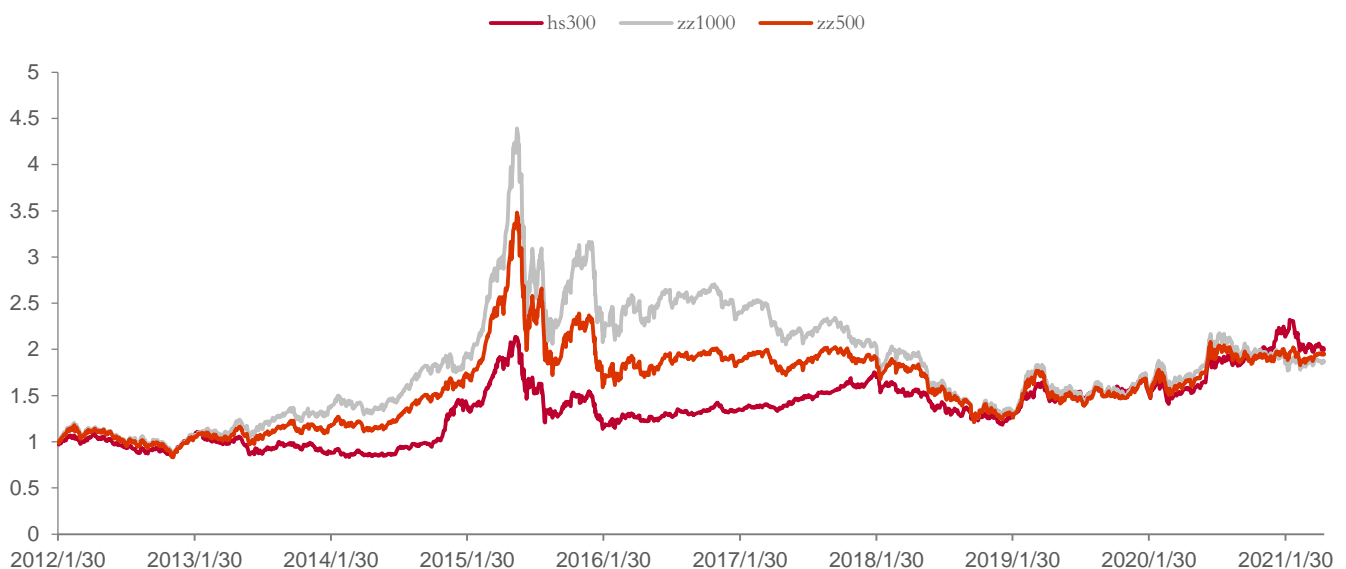
综合来看，我们基于核心池、次核心池与冷门池指数的构建并与基金净值进行拟合这种方式得到对权益基金市场在核心抱团池上仓位的变化情况较为准确。就接下来我们通过高频拟合数据去探讨是否权益基金的仓位动作可以视为聪明资金，对投资是否有指导意义。

三、核心抱团池仓位中枢对大小盘择时研究

3.1 大中小盘指数历史相关性

我们选取成分股市值较大且流动性较高的沪深 300 作为大盘款基指数代表，中证 500 与中证 1000 作为中小盘款基指数的代表发现，大盘与中小盘指数的走势相关性较低。13-14 年，中小盘款基指数上涨动力较强，超额沪深 300 胜率较高。16 年至 18 年，风格切换到了大市值股票，这段时间沪深 300 相对中小盘指数有显著的配置优势。20 年下半年，随着核心抱团池一路高歌，沪深 300 相对于中小盘走出了单边行情直至 21 年春节前，随后抱团池一路下杀使得风格又出现了转向，在此期间，大中小盘走势又出现显著区别。

图表 4：大中小盘款基指数历史走势



来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2021-05-13

分别计算沪深 300 与中证 500、中证 1000 累积超额更能体现出大盘与中小盘走势的背离。从大级别趋势来看，12 年至 16 年中旬，除了 14 年下半年大金融抱团，沪深 300 相对中小盘均呈现持续跑输趋势。17 年之后，风格转向至大盘，沪深 300 持续跑赢中小盘。

图表 5: 沪深 300 与中证 500 累积超额历史走势



来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2021-03-31

图表 6: 沪深 300 与中证 1000 累积超额历史走势



来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2021-03-31

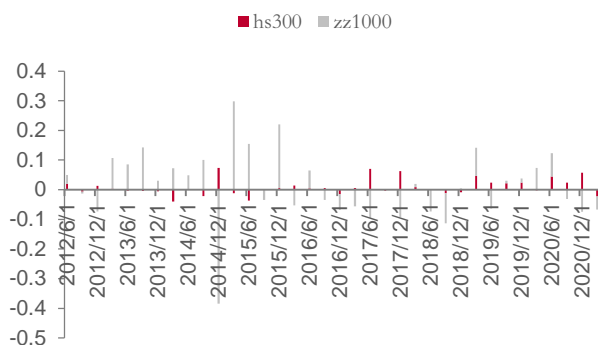
从每季度沪深 300 与中证 500、中证 1000 季度收益来看，相关性分别为 76%与 63%，其中历史同涨同跌的比例分别为 86%与 72%，从权益市场整体来看收益性质相对同步。但是如果进一步考虑结构行情我们发现，大盘与中小盘指数长期处于背离趋势。我们分别将季度收益减去上证综指的收益近似得到剥离市场行情后的超额情况，我们发现这时候相关性均为负分别为-0.45 与-0.5，同涨同跌比例均不足 50%分别为 44%与 38%。其中，更偏向小盘的中证 1000 与沪深 300 背离程度更为显著。

图表 7: 沪深 300 与中小盘指数季度收益对比

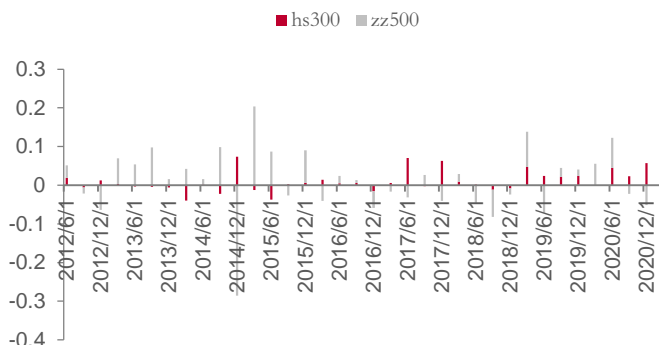
对比指数	季度收益相关性	季度收益相关性（剥离市场收益）	同涨同跌频率	同涨同跌频率（剥离市场收益）
中证 500	76%	-45%	86%	44%
中证 1000	63%	-50%	72%	38%

来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2021-03-31

图表 8: 超额上证综指季度收益



图表 9: 超额上证综指季度收益



来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2021-03-31

来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2021-03-31

3.2 对大小盘中长期择时研究

首先我们分别观察沪深 300 与中证 1000，沪深 300 与中证 500 的累积超额发现，沪深 300 与中证 1000 的走势差异性更加明显。13-14 年中证 1000 相较于 300 超额更为显著，17 至 18 沪深 300 相较于中证 1000 配置上更具有优势。因此我们以沪深 300、中证 1000 为标的资产，研究大小盘的择时配置信号。

基于对权益基金核心抱团池日度监控发现，当抱团趋于集中时间段，沪深 300 比中证 1000 更有配置价值，相反在抱团趋于瓦解的阶段，中证 1000 比起沪深 300 表现更好。当处于 13-14 年核心抱团池仓位中枢连续递减区间，这段时间中证 1000 相比沪深 300 处于连续超额区间段。相反 16 年下半年开始到 18 年我们探测到核心抱团仓位中枢在逐步增加，这段时间是沪深 300 超额中证 1000 的时间区间。

图表 10：核心抱团仓位中枢与大中小盘累积超额

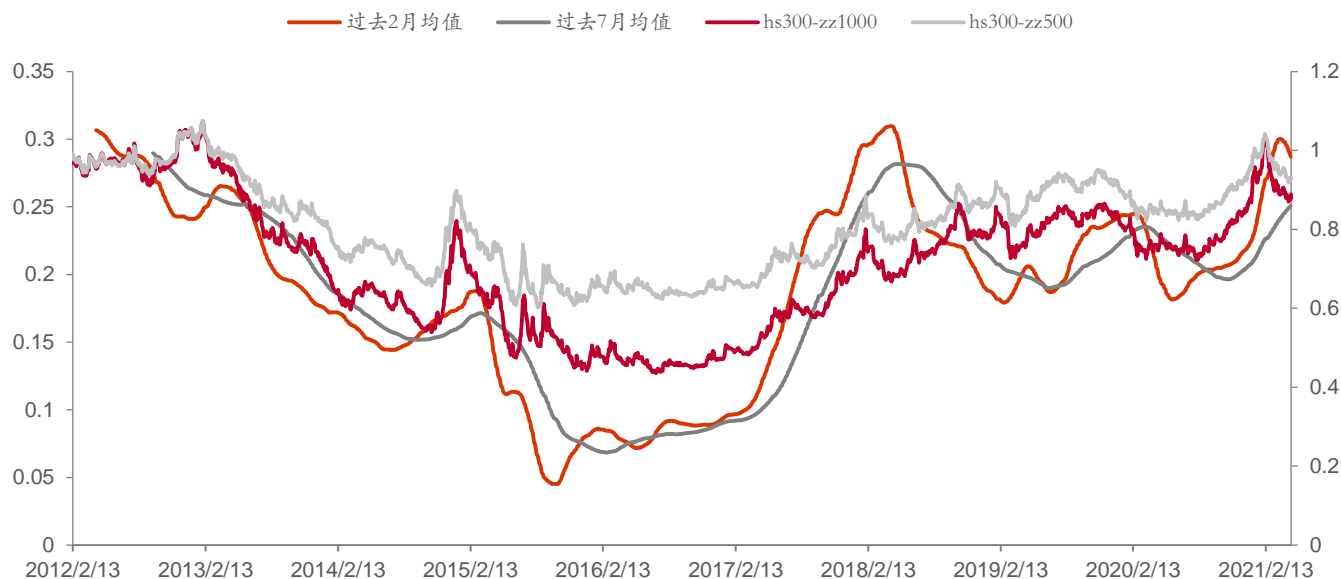


来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2021-05-20

3.3 中长期择时信号检测

基于《从“抱团”现象增加权益基金的评价维度》报告，我们发现结合过去 2M 与 7M 抱团仓位中枢对抱团集中与瓦解有较高的提前预判。结合我们 3.1 观测的规律，我们检测过去 2M 与 7M 作为对大小盘配置的择时信号的胜率情况。根据历史信号图我们发现，如果只单纯选取过去 2M 与 7M 之差与 0 的关系，那么会存在一些信号交杂时刻，例如 16、19 年终，有几次长短期信号已经交杂，对判断会出现干扰。因此我们设定了阈值，当过去 2M 超过 7M 仓位中枢均值在 50bp 以上我们发出靠多信号，反之过去 2M 低于 7M 仓位中枢均值-50bp 以上我们发出看多中证 1000 信号，期间会出现 15.5%左右的信号盲区。

图表 11：核心抱团仓位中枢过去 2M、7M 均值与大中小盘累积超额



来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2021-05-20

基于中长期级别的信号检测，13 年至今共发出 13 次信号调整命中了 10 次，胜率为 76.92%。信号平均持续 194 天，最短持续天数 20 天，最长持续天数 426 天。最近一次信号触发在 20 年 9 月 24 日持续至今，过去 2M 突破 7M 达 50bp 以上，沪深 300 超额中证 1000 累积达 17.27%。

图表 12：中长期大小盘信号检测

信号开始日期	信号结束日期	信号方向	沪深 300-中证 1000	是否胜利	胜率	持续天数
2013-03-14	2013-05-20	做多 hs300	-7.18%	0	76.92%	67
2013-06-19	2014-08-19	做多 zz1000	-29.80%	1	76.92%	426
2014-09-29	2015-03-27	做多 hs300	11.14%	1	76.92%	179
2015-04-07	2015-12-04	做多 zz1000	-23.16%	1	76.92%	241
2015-12-23	2016-04-06	做多 hs300	1.66%	1	76.92%	105
2016-05-17	2016-06-06	做多 zz1000	-3.11%	1	76.92%	20
2016-07-15	2016-10-21	做多 hs300	2.33%	1	76.92%	98
2017-02-20	2018-05-17	做多 hs300	39.26%	1	76.92%	451
2018-05-25	2019-04-04	做多 zz1000	10.45%	0	76.92%	314
2019-04-19	2019-05-20	做多 hs300	3.27%	1	76.92%	31
2019-08-13	2020-03-10	做多 hs300	-13.08%	0	76.92%	210
2020-03-24	2020-08-18	做多 zz1000	-1.03%	1	76.92%	147
2020-09-24	2021-05-20	做多 hs300	17.27%	1	76.92%	238

来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2021-05-20

在成长风格盛行的 14-15 年，核心抱团池仓位中枢在核心池持续减仓。13 年 6 月 19 日开始直至 2014 年 8 月 19 日与 15 年 4 月 7 日至 16 年 12 月 4 日，过去 2M 低于过去 7M 抱团仓位中枢，这段时间发出做多中证 1000 信号，分别超额沪深 300 约 29.8%、23.5%。当然在此期间，还出现了一波大金融抱团，我们探测到 14 年 9 月 29 日开始核心抱团池仓位中枢不断上移，过去 2M 高于过去 7M 抱团仓位中枢发出了做多沪深 300 的信号，直至 2015 年 3 月 27 日超额中证 1000 约 11.1%。

最近一两年抱团再次成了热点话题，去年 9 月 24 日我们探测到核心抱团池仓位

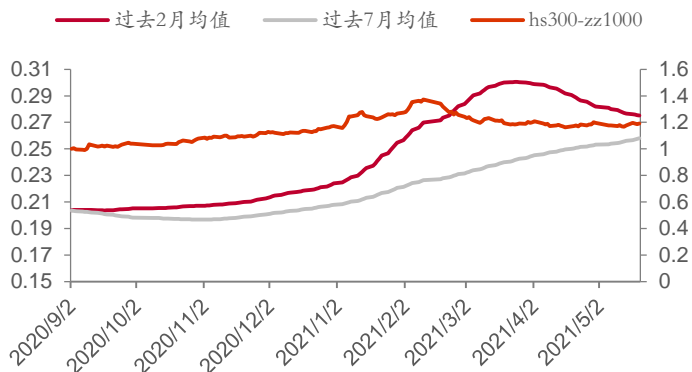
逐步攀升，过去 2M 高于过去 7M 抱团仓位中枢发出了做多沪深 300 的信号，直至 21 年 5 月 20 日，沪深 300 超额中证 1000 累积 17.26%。

图表 13: 13-15 年信号与大小盘走势



来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2015-12-31

图表 14: 20 年 9 月至今信号与大小盘走势



来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2021-05-20

3.4 对大小盘中短期择时研究

前边我们寻找了在中长期 SAA 角度能够提前预判大小盘配置的信号，接下来我们想研究如何在偏中短期 TAA 角度帮助预判大小盘配置的走势。对于核心抱团池的主动增减仓，我们沿用 2.3 介绍的方法，日度估计权益基金中枢每日在核心抱团池上的主动增减仓幅度，最后得到剔除核心抱团池自身涨跌后的仓位变化。

剔除涨跌幅后的核心抱团池仓位中枢在波动上相比之前拟合结果会减少。13、14 年在核心抱团池仓位中枢逐步递减时候，我们发现这段时间权益基金呈现主动减仓但是幅度小于之前拟合结果。再例如 16、17 年，我们也探测到权益基金在主动增长核心抱团池，幅度小于之前的拟合结果。侧面反映仓位另一部分的变化是标的资产涨跌带来的。

图表 15: 核心抱团池仓位中枢估计



来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2021-05-13

3.5 中短期择时信号检测

首先我们根据过去一段时间剔除涨幅后的核心抱团池仓位中枢走势来判断权益基金主动增减仓动作。其中仓位主动调整变动可以大体分位两种趋势：开口朝上与开口朝下。开口朝上可能是在主动加仓过程中幅度增大，也可能是主动加仓过程中幅度逐步减少，我们认为这是对未来加仓沪深 300 的信号。开口朝下代表着主动可能意味着主动减仓幅度增大或者主动加仓幅度变小，我们认为这是未来加仓中证 1000 的信号。

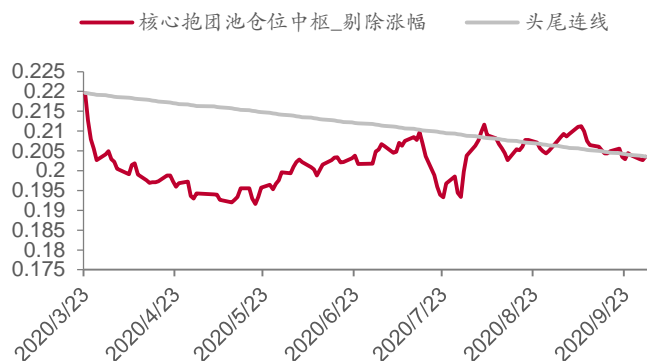
下边四图展示了我们在日度监控下出现的上述四种情形。因此为了捕捉过去一段时间权益基金在核心抱团池仓位上的动作，我们计算头尾均值与中间数之差，如果均值大于中间数则认为开口朝上为增仓沪深 300 信号，反之则认为开口朝下多配中证 1000 信号。

图表 16: 主动加仓幅度扩大



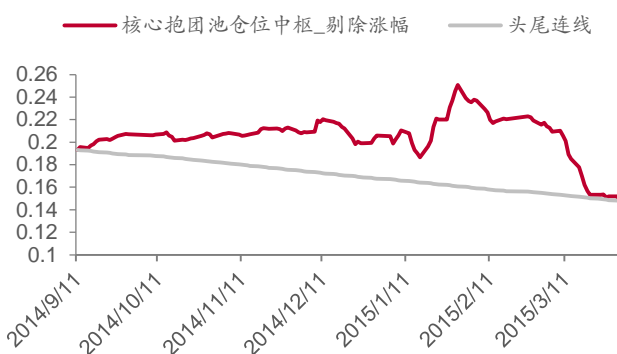
来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2014-09-30

图表 17: 主动减仓幅度变小



来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2021-09-30

图表 18: 主动减仓幅度增加



来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2015-03-31

图表 19: 主动加仓幅度减小



来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2019-12-31

13 年至今，我们计算过去 1 个月、2 个月到过去 11 个月的信号，分别与未来一个月、三个月沪深 300 与中证 1000 的超额收益进行胜率统计。我们发现权益基金在核心抱团池上的主动增减对短期中小盘配置择时没有稳定的领先意义，但是对中期的配置择时有一定的领先意义。

月度收益来看,不同频率核心抱团池主动增减仓均不能提供六成以上的胜率。季度来看我们发现,对于一个季度的大小盘配置择时,选用过去抱团池主动增减仓作为信号有领先预测效果。其中预测准性与回溯期限有关,过短或过长胜率都不显著,当选取过去四个月至八个月的主动增减仓信号,预测准确性可以接近六成,其中选取过去6个月的权益基金核心抱团池主动增减仓信号,预测效果可以高达71.88%。

图表 20: 核心抱团池主动增减与未来月度、季度收益胜率

频率(D)	月频检测	季频检测
22	46.39%	56.25%
44	44.33%	46.88%
66	50.52%	56.25%
88	51.55%	59.38%
110	49.48%	56.25%
132	54.64%	71.88%
154	53.61%	56.25%
176	52.58%	62.50%
198	49.48%	50.00%
220	43.30%	46.88%
242	46.39%	46.88%

来源: 中泰证券研究所、Wind、截止 2021-04-30

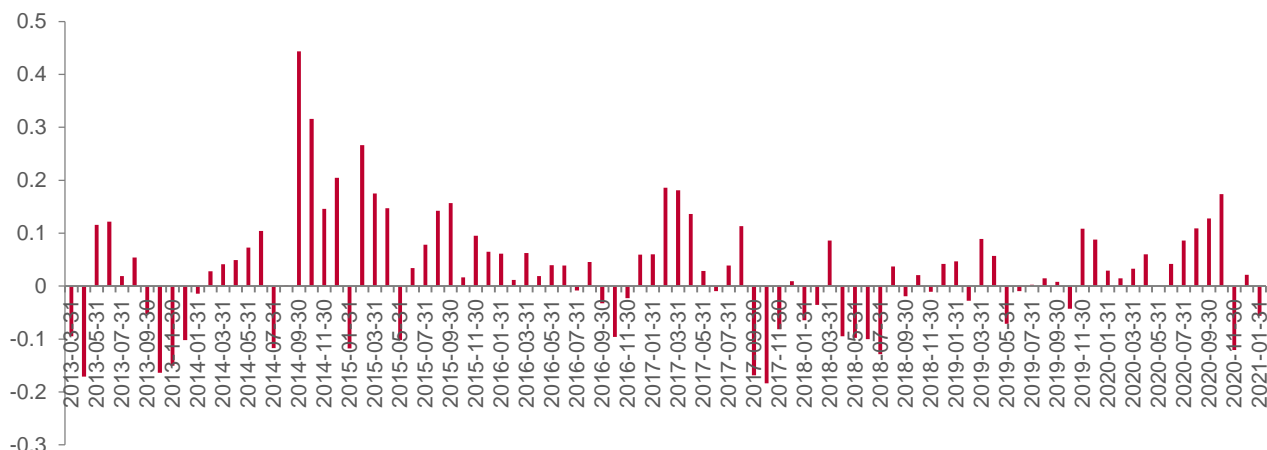
我们选用过去6个月的权益基金主动增减仓趋势作为对大小盘未来一个季度轮动的择时信号。为了研究检测结果是否受开始起始点影响,我们又进行了起始点敏感性分析,分别计算在2013-03-31、2013-04-30与2013-05-31为起始点,每季度计算大小盘择时胜率。

我们检测下发现,不同起始点信号判断平均胜率66.3%,每年1、4、7、10作为信号触发月份判断胜率相对较低约60%,每年3、6、9、12作为信号触发月份判断胜率最高为71.9%。根据过去6个月基金核心抱团主动增减仓趋势作为信号,每个月统计未来一个季度沪深300与中证1000超额收益,除了13年末与17年末至18年中胜率较低,整体情况表现较为稳定时序上平均超额收益2.85%,胜率66.3%。因此对于中短期大小盘择时,我们发现用过去6个月权益基金主动增减仓趋势较为有效。

图表 21: 不同起始点择时胜率

起始日期	胜率
2013/3/31	0.719
2013/4/30	0.594
2013/5/31	0.677

来源: 中泰证券研究所、Wind、截止 2021-04-30

图表 22：大小盘择时信号未来一个季度超额收益（每月统计）


来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2021-04-30

四、大小盘择时配置策略

我们构建了季度换仓与信号触发式大小盘轮动策略,标的资产选用沪深 300 指数与中证 1000 指数。季度换仓策略基于过去六个月基金抱团仓位中枢主动增减趋势作为大小盘季度择时信号进行换仓。信号触发式策略是通过基金抱团仓位中枢过去 2M 与 7M 仓位均值得到中长期大小盘择时信号，从而构建不定期换仓频率的 SAA 策略组合。另外，我们结合中短期仓位中枢主动增减趋势作为 TAA 调整信号，对 SAA 策略组合进行了优化。

4.1 基于中短期信号季频调仓大小盘配置策略

我们每季度根据过去六个月权益基金抱团仓位中枢主动增减趋势对未来一个季度大小盘配置进行配置。如果我们探测过去六个月核心抱团池中枢有主动增仓递增趋势或者主动减仓递减趋势（开口向上），我们择高配沪深 300。反之如果过去六个月有主动增仓递减趋势或者主动减仓递增趋势（开口向下），我们择高配中证 1000。基准组合我们定为 50%沪深 300、50%中证 1000 的策略组合，如果信号为高配，我们在该资产上增加 30%配置比例。

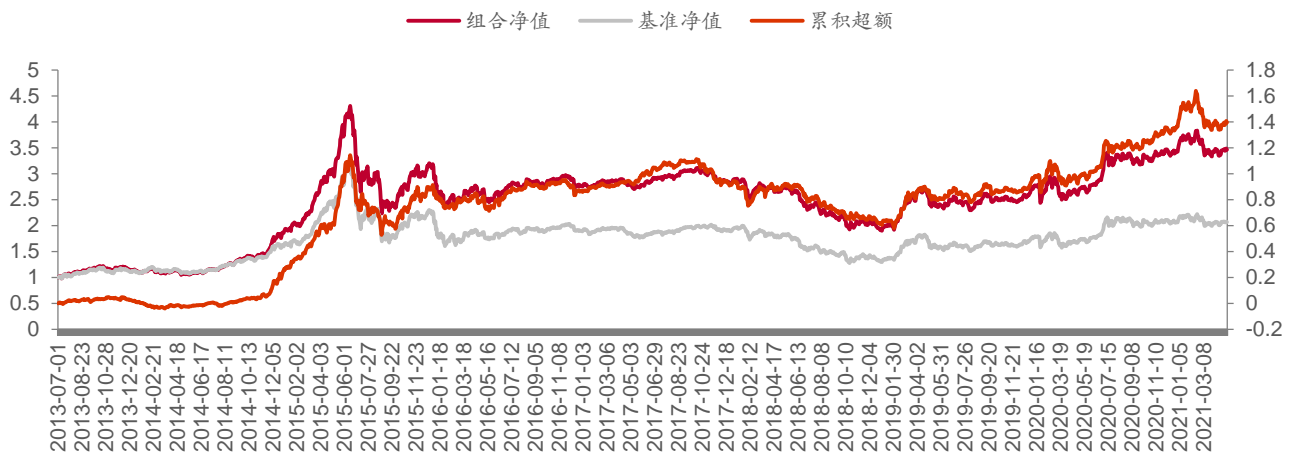
从 2013 年 6 月回测至 2021 年 4 月，组合累积收益 246%，年化收益 17.6%，年化超额 7.7%。回撤方面，历史最大回撤-55.8%，超额最大回撤-10.6%。风险调整后收益方面，夏普比例 0.78。年度表现来看，除了 18 年，其他年份均跑赢基准组合。

图表 233：大小盘季度换仓策略业绩回测

指标	回测区间	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
累计收益率	246%	16%	64%	66%	-12%	3%	-32%	36%	34%	-2%
年化波动率	25%	20%	19%	40%	26%	11%	22%	22%	25%	21%
最大回撤	-56%	-8%	-11%	-48%	-25%	-10%	-34%	-16%	-15%	-13%
累积超额	139%	2%	20%	28%	3%	2%	-1%	5%	11%	1%
超额最大回撤	-11%	-3%	-5%	-7%	-4%	-7%	-6%	-3%	-3%	-5%
信息比率	119%	76%	232%	196%	72%	46%	-17%	91%	213%	39%
季度胜率	74%	0%	75%	100%	75%	50%	50%	75%	100%	100%

来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2021-04-30

图表 244: 大小盘季度换仓策略净值回溯



来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2021-04-30

图表 255: 大小盘季度换仓策略换仓单

日期	沪深 300	中证 1000
2013-06-30	0.2	0.8
2013-09-30	0.8	0.2
2013-12-31	0.8	0.2
2014-03-31	0.2	0.8
2014-06-30	0.2	0.8
2014-09-30	0.8	0.2
2014-12-31	0.2	0.8
2015-03-31	0.2	0.8
2015-06-30	0.8	0.2
2015-09-30	0.2	0.8
2015-12-31	0.8	0.2
2016-03-31	0.2	0.8
2016-06-30	0.8	0.2
2016-09-30	0.2	0.8
2016-12-31	0.8	0.2
2017-03-31	0.8	0.2
2017-06-30	0.8	0.2

2017-09-30	0.2	0.8
2017-12-31	0.2	0.8
2018-03-31	0.8	0.2
2018-06-30	0.2	0.8
2018-09-30	0.8	0.2
2018-12-31	0.2	0.8
2019-03-31	0.8	0.2
2019-06-30	0.2	0.8
2019-09-30	0.8	0.2
2019-12-31	0.2	0.8
2020-03-31	0.2	0.8
2020-06-30	0.8	0.2
2020-09-30	0.8	0.2
2020-12-31	0.8	0.2
2021-03-31	0.8	0.2

来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2021-04-30

4.2 基于中长期择时信号触发式大小盘配置策略 (SAA)

我们实时监控过去 2M 与 7M 的仓位均值，如果 2M 均值超过 7M 均值 50bp 以上我们发出高配沪深 300 的信号，反之 2M 均值低于 7M 均值 50bp 以上我们发出高配中证 1000 的信号。基准组合我们定为 50%沪深 300、50%中证 1000 的策略组合，如果信号为高配，我们在该资产上增加 30%配置比例。如果在信号盲区（差额在 50bp 以内），我们则均衡配置即 50%沪深 300、50%中证 1000。

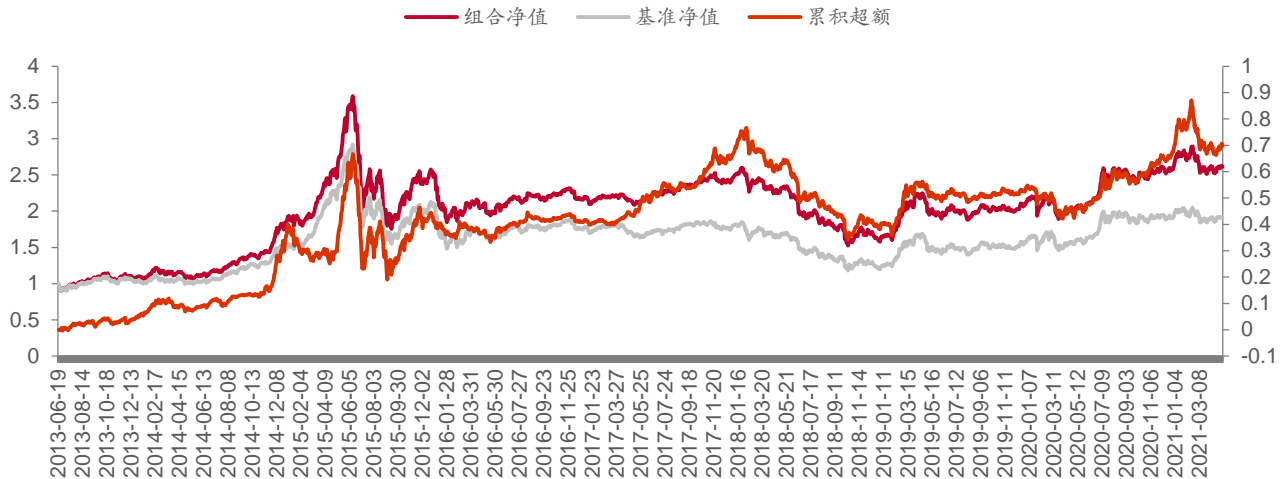
从 2013 年 6 月回测至 2021 年 4 月，组合累积收益 161%，年化收益 13.3%，年化超额 4.5%。回撤方面，历史最大回撤-57.5%，超额最大回撤-12.2%。风险调整后收益方面，夏普比例 0.62。年度表现来看，除了 15、18 年，其他年份均跑赢基准组合。

图表 26：大小盘中 SAA 策略业绩回测

指标	回测区间	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
累计收益率	161%	9%	72%	32%	-13%	12%	-34%	33%	25%	-2%
年化波动率	25%	24%	20%	44%	25%	10%	23%	21%	24%	21%
最大回撤	-58%	-10%	-13%	-51%	-25%	-7%	-41%	-16%	-15%	-13%
累积超额	70%	5%	28%	-6%	3%	11%	-3%	2%	1%	1%
超额最大回撤	-12%	-2%	-4%	-11%	-4%	-2%	-11%	-3%	-5%	-5%
信息比率	77%	157%	307%	-31%	59%	238%	-83%	50%	32%	40%
季度胜率	72%	100%	100%	50%	75%	75%	25%	75%	75%	100%

来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2021-04-30

图表 27：大小盘中 SAA 策略净值回测



来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2021-04-30

图表 28：大小盘中 SAA 策略换仓单

日期	沪深 300	中证 1000
2013-06-19	0.2	0.8
2014-08-19	0.5	0.5
2014-09-29	0.8	0.2
2015-03-27	0.5	0.5
2015-04-07	0.2	0.8
2015-12-04	0.5	0.5
2015-12-23	0.8	0.2
2016-04-06	0.5	0.5
2016-05-17	0.2	0.8
2016-06-06	0.5	0.5
2016-07-15	0.8	0.2
2016-10-21	0.5	0.5
2017-02-20	0.8	0.2
2018-05-17	0.5	0.5
2018-05-25	0.2	0.8
2019-04-04	0.5	0.5
2019-04-19	0.8	0.2
2019-05-20	0.5	0.5
2019-08-13	0.8	0.2
2020-03-10	0.5	0.5
2020-03-24	0.2	0.8
2020-08-18	0.5	0.5
2020-09-24	0.8	0.2

来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2021-04-30

4.3 结合中长期与中短期信号调整大小盘配置策略 (SAA、TAA)

我们根据 4.2 中对大小盘中长期配置建议作为 SAA 配置比例,期间每季度根据中短期信号进行 TAA 调整。SAA 中对于高配资产我们中长期高配 30%。在 TAA 中我们会对资产比例进行短期调整,对于中短期高配资产我们上调 10%配置比例相应中短期低配资产会减仓 10%。对调整后比例进行限制,如果是 SAA 高配资产,调整后比例不能低于 50%且不能高于 100%,如果是 SAA 低配资产,调整后比例不能高于 50%且不能低于 0%。

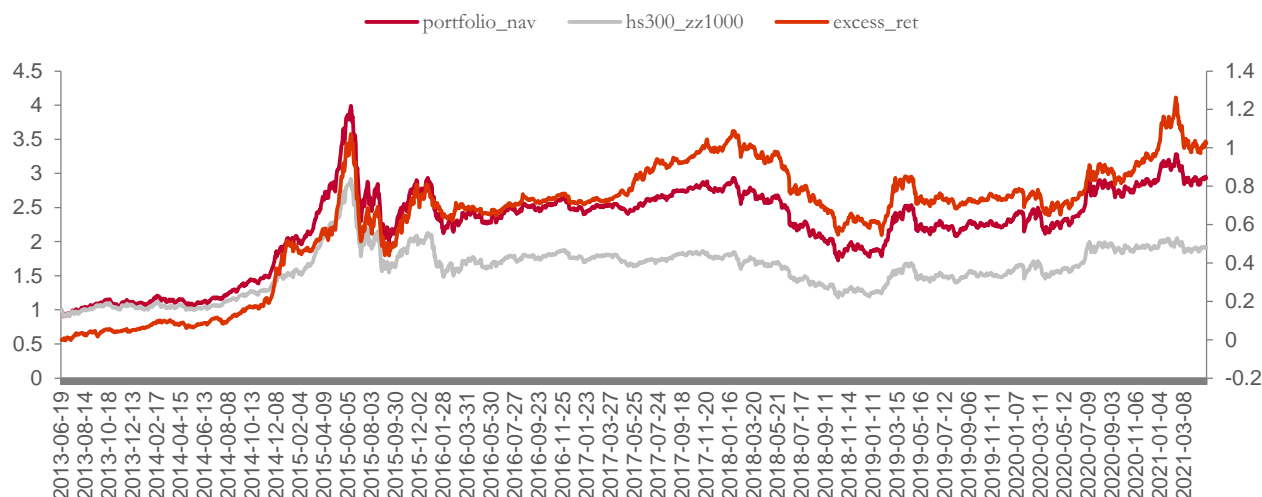
从 2013 年 6 月回测至 2021 年 4 月,组合累积收益 193%,年化收益 15%,年化超额 6.3%。回撤方面,历史最大回撤-56.7%,超额最大回撤-12.1%。风险调整后收益方面,夏普比例 0.69。年度表现来看,除了 18、19 年,其他年份均跑赢基准组合。

图表 26: 大小盘 SAA 结合 TAA 策略业绩回测

指标	回测区间	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
累计收益率	193%	10%	81%	41%	-12%	12%	-35%	31%	27%	-2%
年化波动率	25%	23%	20%	43%	24%	10%	23%	22%	24%	22%
最大回撤	-57%	-10%	-13%	-50%	-24%	-6%	-41%	-18%	-15%	-14%
累积超额	102%	6%	38%	3%	3%	11%	-4%	0%	3%	1%
超额最大回撤	-12%	-3%	-3%	-7%	-4%	-3%	-10%	-5%	-4%	-7%
信息比率	102%	176%	342%	42%	52%	227%	-128%	3%	69%	42%
季度胜率	63%	100%	100%	50%	50%	75%	25%	50%	50%	100%

来源: 中泰证券研究所、Wind、截止 2021-04-30

图表 27: 大小盘 SAA 结合 TAA 策略净值回测



来源: 中泰证券研究所、Wind、截止 2021-04-30

图表 28: 大小盘 SAA 结合 TAA 策略换仓单

日期	沪深 300	中证 1000
2013-06-19	0.2	0.8
2013-06-28	0.1	0.9
2013-09-30	0.3	0.7

2013-12-31	0.3	0.7
2014-03-31	0.1	0.9
2014-06-30	0.1	0.9
2014-09-29	0.8	0.2
2014-09-30	0.9	0.1
2014-12-31	0.7	0.3
2015-03-27	0.5	0.5
2015-03-31	0.4	0.6
2015-04-07	0.2	0.8
2015-06-30	0.3	0.7
2015-09-30	0.1	0.9
2015-12-23	0.8	0.2
2015-12-31	0.9	0.1
2016-03-31	0.7	0.3
2016-06-06	0.5	0.5
2016-06-30	0.6	0.4
2016-07-15	0.8	0.2
2016-09-30	0.7	0.3
2016-10-21	0.5	0.5
2016-12-30	0.6	0.4
2017-02-20	0.8	0.2
2017-03-31	0.9	0.1
2017-06-30	0.9	0.1
2017-09-29	0.7	0.3
2017-12-29	0.7	0.3
2018-03-30	0.9	0.1
2018-05-25	0.2	0.8
2018-06-29	0.1	0.9
2018-09-28	0.3	0.7
2018-12-28	0.1	0.9
2019-03-29	0.3	0.7
2019-05-20	0.5	0.5
2019-06-28	0.4	0.6
2019-08-13	0.8	0.2
2019-09-30	0.9	0.1
2019-12-31	0.7	0.3
2020-03-24	0.2	0.8
2020-03-31	0.1	0.9
2020-06-30	0.3	0.7
2020-09-24	0.8	0.2
2020-09-30	0.9	0.1
2020-12-31	0.9	0.1
2021-03-31	0.9	0.1

来源：中泰证券研究所、Wind、截止 2021-04-30

与中长期信号 SAA 策略来比, SAA 结合 TAA 中短期调策略整能够带来 30%左右累积收益的提升。风险调整后收益也显著提升, SAA 结合 TAA 策略相比 SAA 策略夏普比例信息比例分别为 0.69、0.62, 信息比例分别为 1.02、0.77。每年超额水平来看,除了 18、19 年, SAA 结合 TAA 策略几乎每年都能够提升组合超额水平。

基于中长期信号的 SAA 长期优于基准的策略组合表现体现出信号在中长期大小盘轮动配置时的中长期择时能力。而 SAA 结合 TAA 短期调整的组合表现出更高的收益、超额与风险调整后收益,体现了通过中短期权益基金核心抱团仓位中枢主动变动趋势对中短期 TAA 大小盘择时预判能够显著提升组合中短期配置的调整。

图表 29: SAA 策略与 SAA 结合 TAA 策略每年超额表现

指标	回测区间	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
SAA、TAA	102%	6%	38%	3%	3%	11%	-4%	0%	3%	1%
SAA	70%	5%	28%	-6%	3%	11%	-3%	2%	1%	1%

来源: 中泰证券研究所、Wind、截止 2021-04-30

参考文献

[1]D. Georges,I. Girerd-Potin. A Discrete-Time State Observer Approach to Discovering Portfolio Holdings[J]. IFAC PapersOnLine,2017,50(1).

风险提示事件：本报告结论完全基于公开的历史数据进行统计、测算，文中部分数据有一定滞后性，同时存在第三方数据提供不准确风险；模型均基于历史数据得到的统计结论且模型自身具有一定局限性并不能完全准确地刻画现实环境以及预测未来；模型根据历史规律总结，历史规律可能失效；模型结论基于统计工具得到，在极端情形下或存在解释力不足的风险，因此其结果仅做分析参考；对基金产品和基金管理人的研究分析结论并不预示其未来表现，也不能保证未来的可持续性，本报告提到的任何基金产品亦不构成投资收益的保证或投资建议，请仔细阅读报告风险提示及声明部分。

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。