



大小盘轮动模型样本外配置无误

核心观点：

2015 年 4 月 13 日我们提出过一个基于上证 50 和中证 500 的大小盘轮动模型，样本外均正确配置了收益更高的资产。

模型是从成长的视角思考风格切换的可能，认为更具成长性的资产将在下一个时段内胜出，样本内从 2007 年至 2014 年共有 24 次资产配置的机会，18 次选对的收益更高的资产，胜率 75%，50 跑赢情形下的胜率与 500 跑赢情形下的胜率也均为 75%。

样本外，今年一季报披露后我们建议配置小盘，中报披露后我们仍建议配置小盘，三季报披露后还是建议配置小盘。至少从目前来看模型以较高的概率指向了正确的资产。

分析师

王红兵

☎：0755-83479312

✉：wanghongbing_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514060001

相关研究

金融工程-资产配置：上证 50 和中证 500 的轮动配置，2015 年 4 月 13 日



目 录

一、样本外的研判结论和市场表现.....	2
（一）2015 年 Q1 的模型结论和市场表现.....	2
（二）2015 年 Q2 的模型结论和市场表现.....	3
（三）2015 年 Q3 的模型结论和市场表现.....	4
二、历史数据的魅力	5
三、当 Q2 遭遇基本面拐点	7
四、神奇的 Q3	10
五、报告结论	12
六、风险提示	12



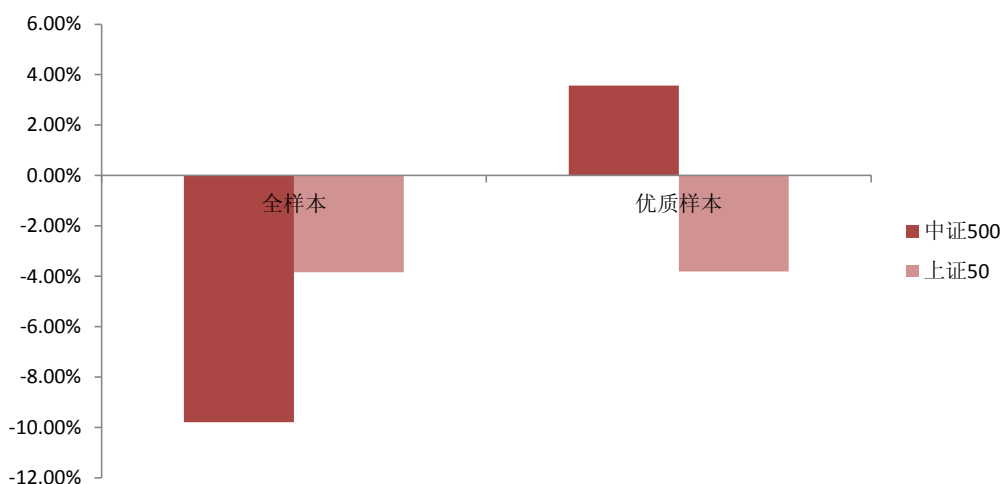
本报告为跟踪报告，基于前期报告《上证 50 和中证 500 的轮动配置》，模型样本外已经运行 7 个月，正确地配置了收益更高的资产。

一、样本外的研判结论和市场表现

（一）2015 年 Q1 的模型结论和市场表现

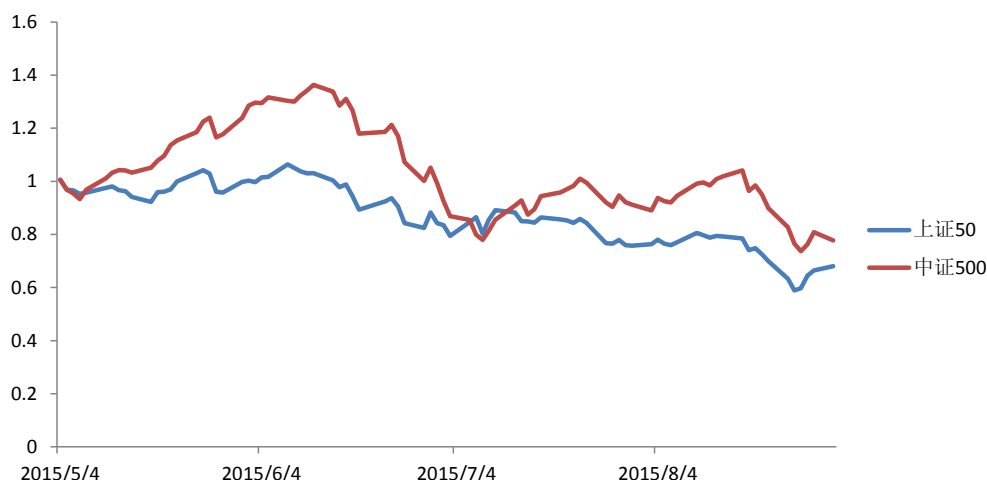
今年一季报披露后，上证 50 和中证 500 整体来看均出现了下滑，甚至中证 500 的下滑幅度更大些，但从优质样本来看，中证 500 指数的优质成分股表现出了正增长，而上证 50 则没有，所以从差异的角度来看，中证 500 表现出相对更好的成长性。

图 1：上证 50 和中证 500 在 15 年 Q1 的净利润增长对比



资料来源：中国银河证券研究部

图 2：上证 50 和中证 500 在 2015 年 5-8 月的表现



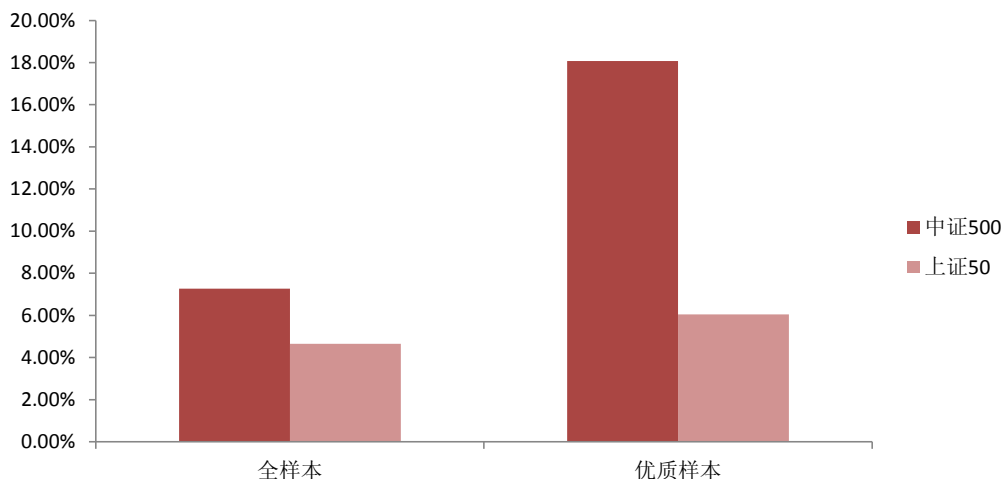
资料来源：中国银河证券研究部



(二) 2015 年 Q2 的模型结论和市场表现

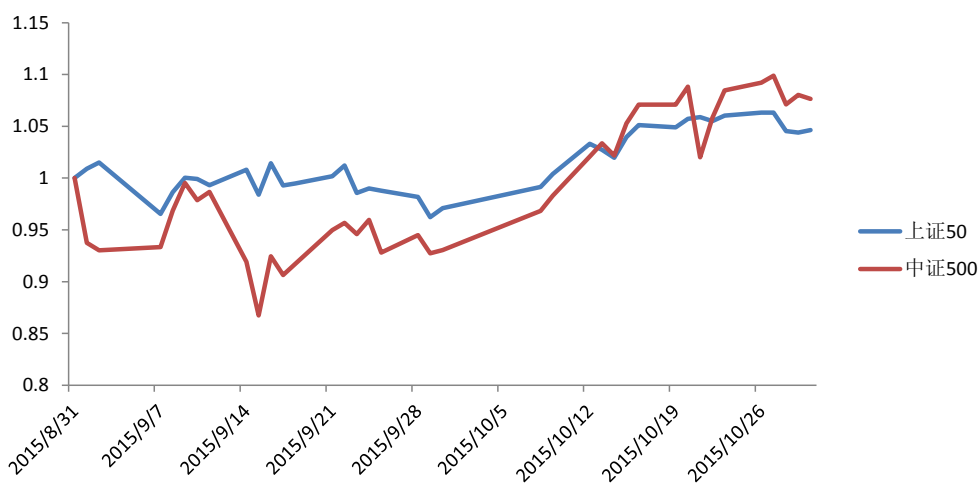
中报披露后，中证 500 无论从全样本和优质样本都表现出更好的业绩成长性，所以在 9、10 月份配置中小盘的风险并不大，最终中证 500 还是胜出了，不可否认，中小盘在 9 月份的股灾余震中波动确实很大。

图 3: 上证 50 和中证 500 在 15 年 Q2 的净利润增长对比



资料来源：中国银河证券研究部

图 4: 上证 50 和中证 500 在 2015 年 9-10 月的表现



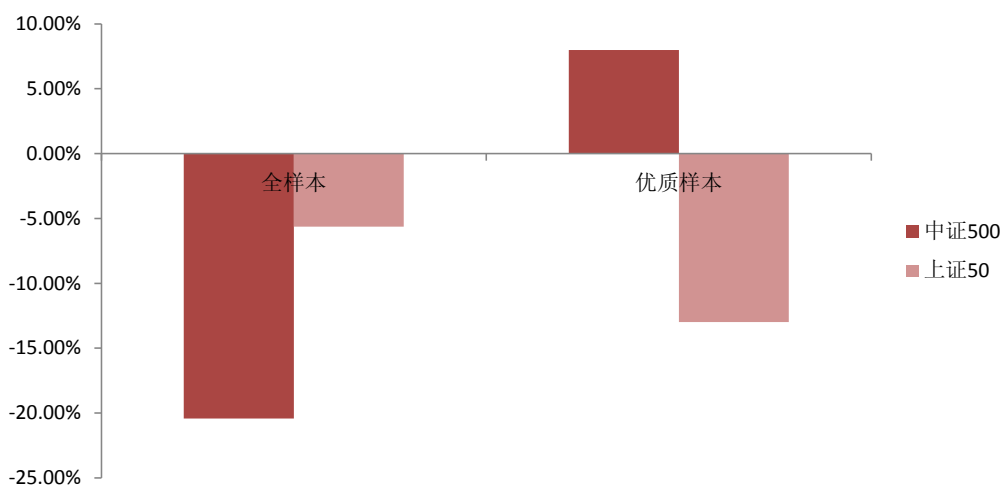
资料来源：中国银河证券研究部



(三) 2015 年 Q3 的模型结论和市场表现

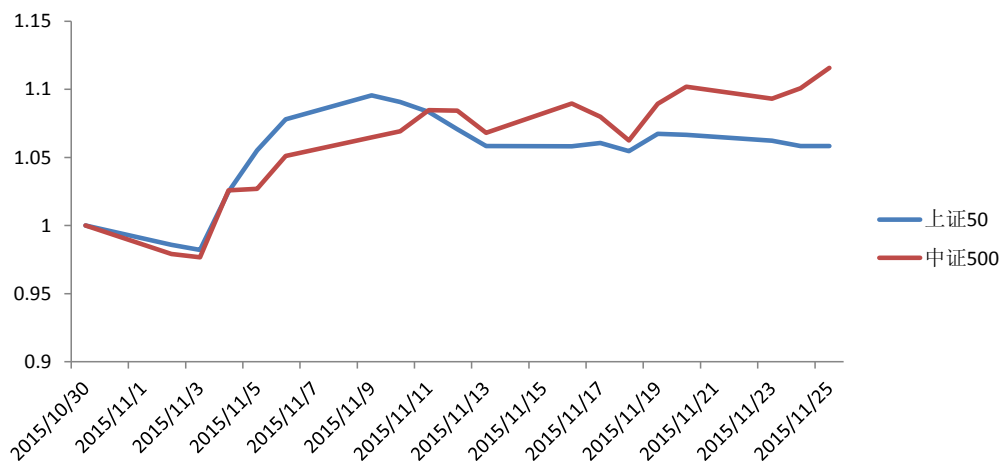
三季报披露后，如大家预期般业绩下滑，中证 500 中仍有结构性的业绩增长，而上证 50 中优质样本的成长性是在恶化的，相对来讲，中小盘还是有亮点的。

图 5: 上证 50 和中证 500 在 15 年 Q3 的净利润增长对比



资料来源：中国银河证券研究部

图 6: 上证 50 和中证 500 在 2015 年 11 月开始的表現



资料来源：中国银河证券研究部



二、历史数据的魅力

资产的成长性是我们研究思路的核心。公开的上市公司财务数据已经告诉我们资产成长性的变化。

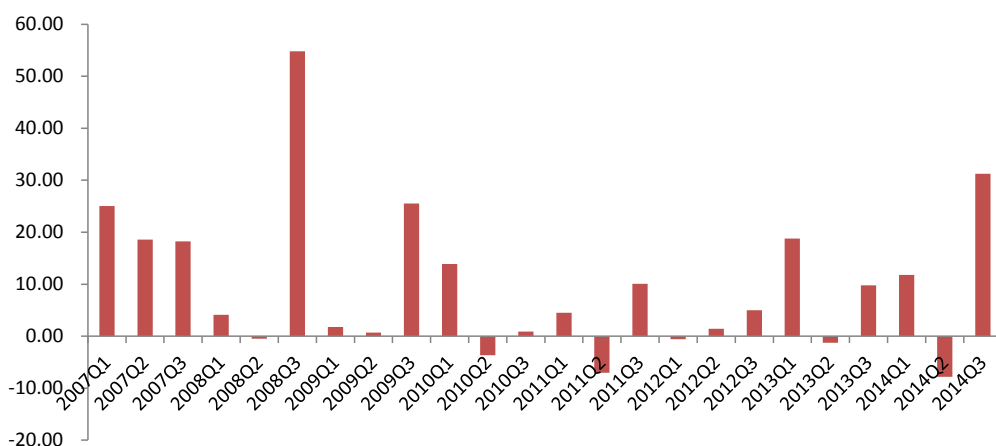
数据的可得性决定了我们的方法一年只能作三次判断，分别是 Q1（4 月 30 日）、Q2（8 月 31 日）、Q3（10 月 30 日），其中 Q1 的数据决定了未来 4 个月的资产配置（5-8 月），Q2 的数据决定了未来 2 个月的资产配置（9-10 月），Q3 的数据决定未来 6 个月的资产配置（11-4 月）。

在我们的方法中有两个成长性指标 G_W 和 G_HQ ，它们共同决定未来那段时间的资产选择，从 2007 年至 2014 年共有 24 次资产配置的机会，18 次选对的收益更高的资产，胜率 75%。

在 24 次资产配置期间中，12 次大盘跑赢小盘，12 次小盘跑赢大盘，这两个指标构建的研判体系中胜率恰好也都是 75%。

下图是 24 次配置的相对收益率，即当期配置的资产收益率减去未配置的资产收益率，用以表示配置正确与否，其中 2014 年 Q3 资产配置的相对收益率截至 2015 年 4 月 21 日。

图 7：配置的资产相对未配置资产的收益率（%）

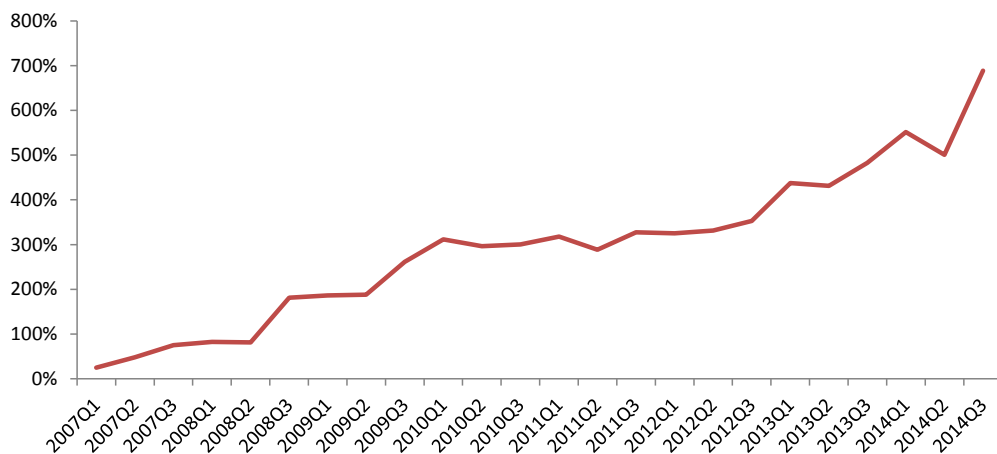


资料来源：中国银河证券研究部



如果按照每次的配置建议进行上证 50 和中证 500 的多空交易，每年 3 次再平衡，在 2007 年 5 月 1 日至 2015 年 4 月 21 日期间，该多空交易的累积收益率为 688.42%，年化收益率 25.79%。

图 8：上证 50 与中证 500 配对多空交易累积收益率（%）

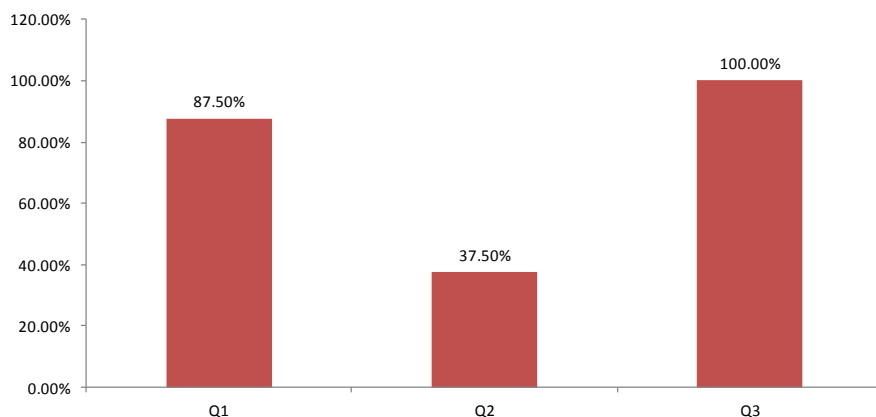


资料来源：中国银河证券研究部

不同季报数据成功配置的概率是有差异的，Q3 数据在 9 年中全部压对正确的资产，Q1 数据只有 2012 年判断错误，且失误的成本很小，中证 500 和上证 50 在 2012 年 5-8 月期间的收益率非常接近。

Q2 的数据出现了较大的错判概率，除 2007 年外，Q2 数据的表现差强人意，2011 年和 2014 年错判代价相对较大，这其中有着共性的因素使然。

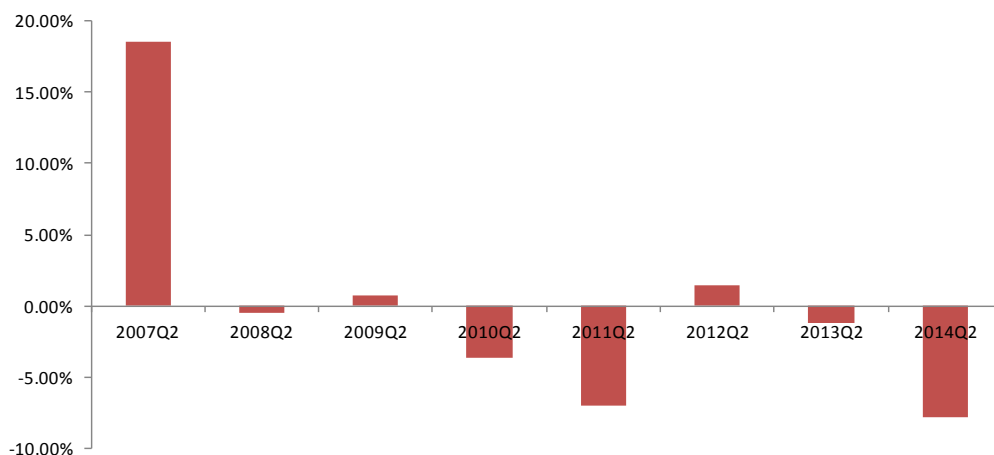
图 9：不同季报数据成功配置的概率



资料来源：中国银河证券研究部



图 10: Q2 数据的相对配置收益率



资料来源: 中国银河证券研究部

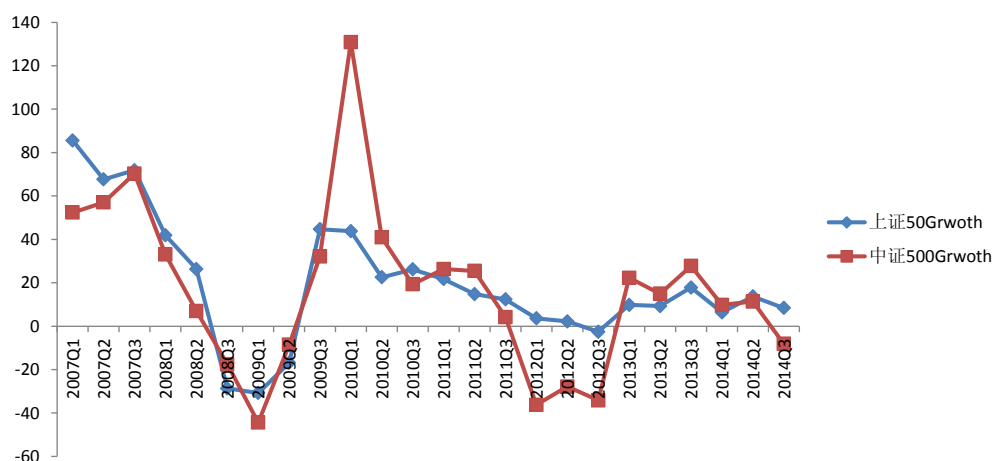
三、当 Q2 遭遇基本面拐点

从方法本身讲，基本面强弱态势能否延续是研判成功的关键，毕竟谁也无法非常精确地预知资产未来的成长性。

总体来看中证 500 和上证 50 的成长性，如下图 5 所示，中证 500 成长性的波动要大于上证 50，上证 50 基本面的波动相对较小，故提前把握中证 500 的基本面变化尤为重要。

在我们的方法中 2014 年 Q2，2011 年 Q2 和 2010 年 Q2 错判的成本相对较大。

图 11: 上证 50 与中证 500 单季度净利润增长率

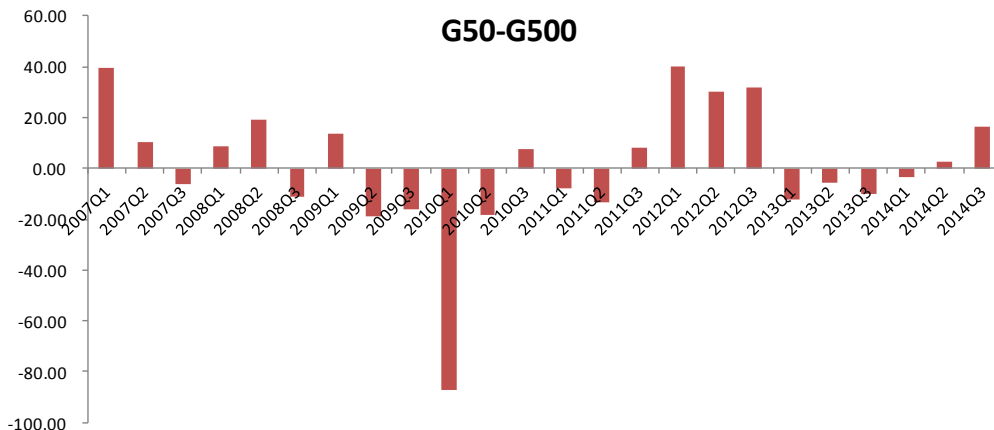


资料来源: 中国银河证券研究部



下图 12 是在我们方法中对于上证 50 和中证 500 基本面成长性差异

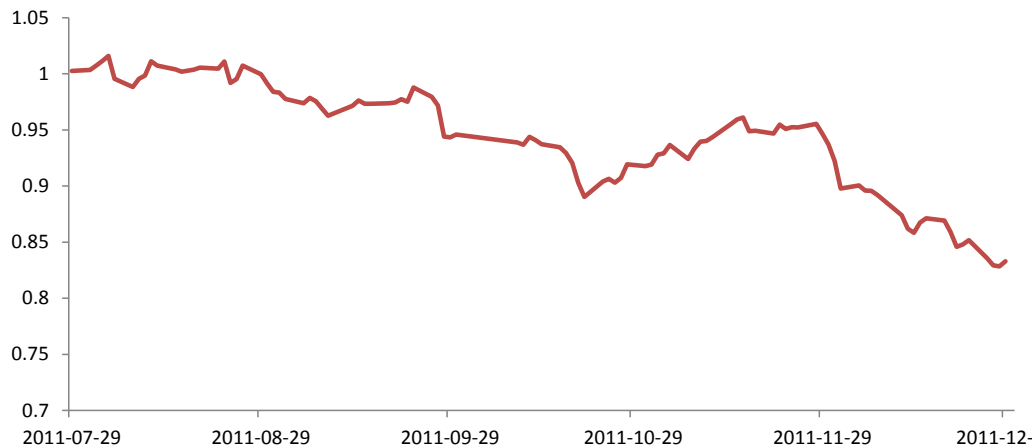
图 12: 上证 50 成长性与中证 500 成长性的差异



资料来源: 中国银河证券研究部

2011 年 Q2 数据显示中证 500 基本面成长性较强, 但市场走势中证 500 反而走弱, 如下图 13 所示, 中证 500 在 2011 年下半年跑输上证 50。

图 13: 中证 500 相对上证 50 的走势 (日收益率差的累乘)

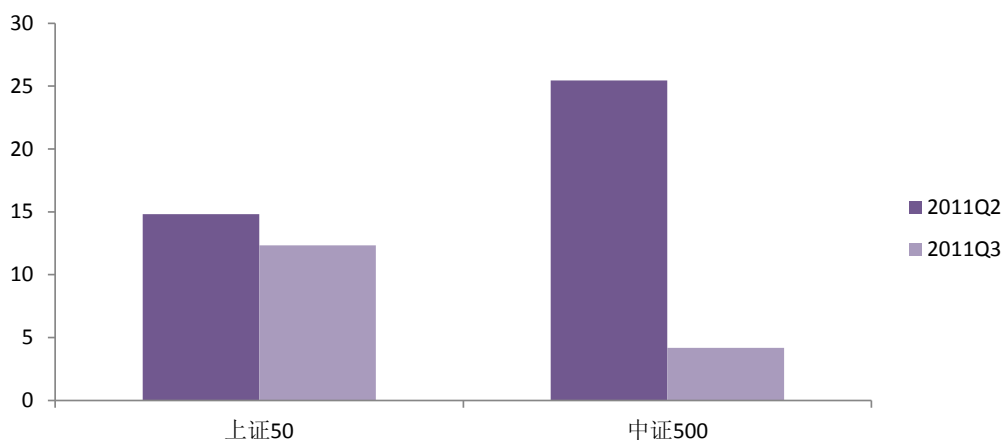


资料来源: 中国银河证券研究部

如果能预知未来, 三季度中证 500 基本面的恶化还是相当明显的, 而上证 50 基本面的波动那没有那么大。



图 14: 中证 500 和上证 50 指数在 2011 年 Q2/Q3 的单季度净利润增长

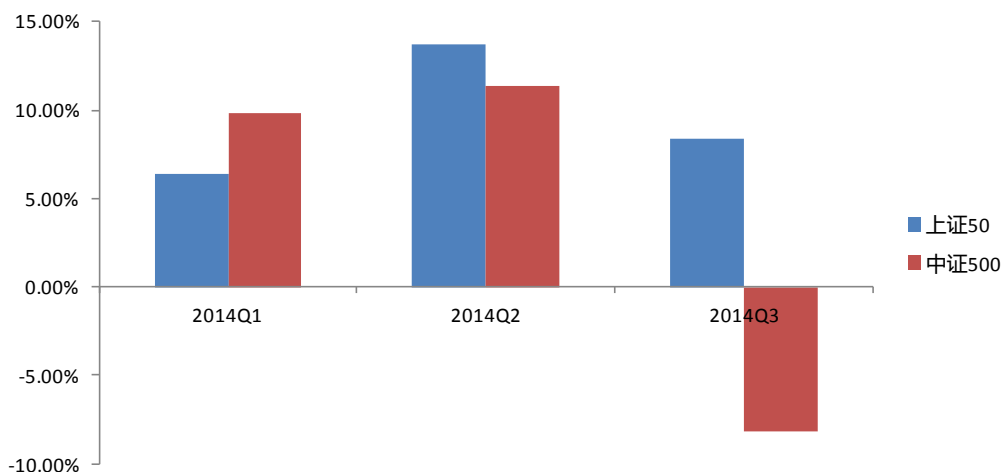


资料来源: 中国银河证券研究部

截至 2011 年 8 月 30 日中证 500 成分股中有 77 只公布了三季度业绩预告, 其中 58 只预告了相对明确的净利润范围, 从这 58 只的数据计算可得 Q3 的净利润增长是 4.1%。另外 19 只股票中正面业绩预告的只有 7 只, 预计大幅增长的只有 3 只。

对于 2014 年的 Q2, 从数据来看, 两个指数的成长性差异是非常小的, 且相对一季度两个指数的成长性均得到提升, 上证 50 得到的提升反而更大些。

图 15: 中证 500 和上证 50 指数在 2014 年 Q1/Q2/Q3 的单季度净利润增长



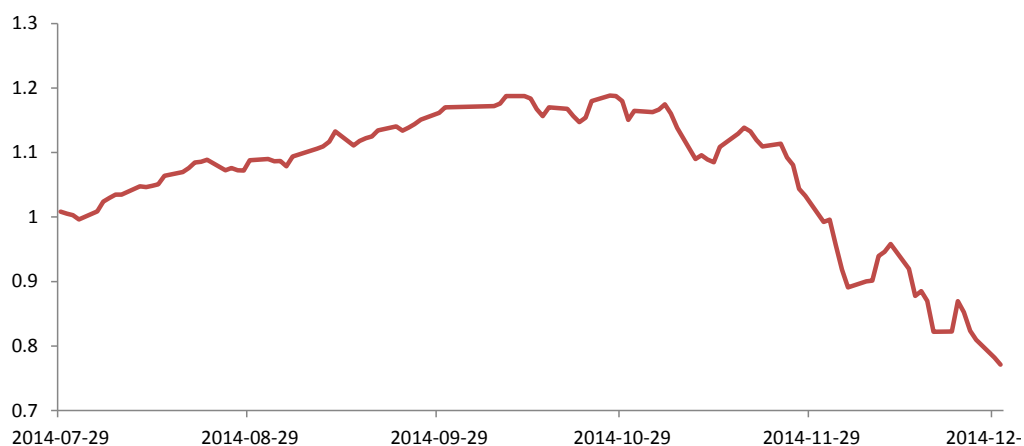
资料来源: 中国银河证券研究部

但从指数的相对强弱来看, 中证 500 的强势维持到了 9 月底。

其实截至 8 月 30 日的中报披露截止日, 已经有 88 只中证 500 成分股披露了三季报的业绩预告, 明确披露净利润增长上下限的上市公司有 61 家, 通过计算这些公司 Q3 的增长率有 26.1%, 虽然这些公司 Q2 的增长率有 45%, 但从当时来看似乎还没有到恶化的地步。



图 16: 中证 500 与上证 50 在 2014 年下半年的相对走势 (日收益率差的累乘)



资料来源: 中国银河证券研究部

总的来说, Q2 的研判相对复杂些, 投资者可观测到的未来基本面变化对中报披露后 9、10 月份的资产配置非常重要, 尤其针对基本面即将发生恶化的情形。

四、神奇的 Q3

Q3 在资产配置上的胜率有 100%, 这是一种神奇的现象, 三季报数据决定着未来 6 个月的资产配置, 下表中的数据是中证 500 指数月收益率减去上证 50 的月收益率。

可以发现, Q3 配置建议在接下来的 11、12 月非常精准, 而每年的 1、2 月则小盘胜出, 表现出非常显著的月历效应。

如果能考虑到小盘强势的年初效应, 配置收益率可以进一步提高。

表 1: 历年 Q3 研判资产配置情况

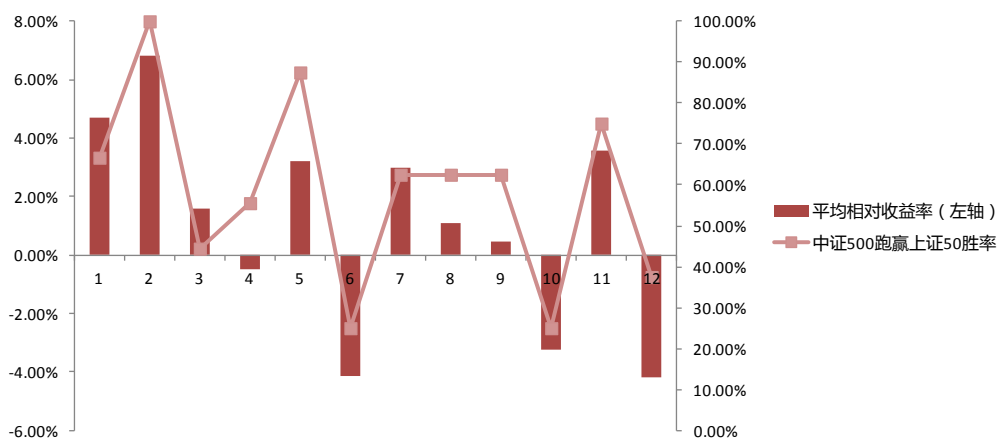
年份	Q3 研判资产配置	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月
2007	S	6.76	11.07	11.50	9.23	-1.41	-14.16
2008	S	11.60	7.18	4.33	4.50	5.60	2.33
2009	S	11.24	-1.68	9.67	4.59	-0.74	1.89
2010	L	10.67	-3.28	-5.93	7.56	-4.92	-4.72
2011	L	2.73	-11.77	-7.01	7.72	-1.13	0.40
2012	L	-8.62	-3.72	-1.08	5.53	3.89	-0.79
2013	S	4.40	2.24	7.66	3.21	-3.51	-3.92
2014	L	-10.33	-33.37	12.65	3.97	9.20	1.59

资料来源: 中国银河证券研究部

下图 17、18 是刻画小盘强势月度效应的两张图, 可以发现, 除 2 月份之外, 5 月也是一个值得期待的月份。

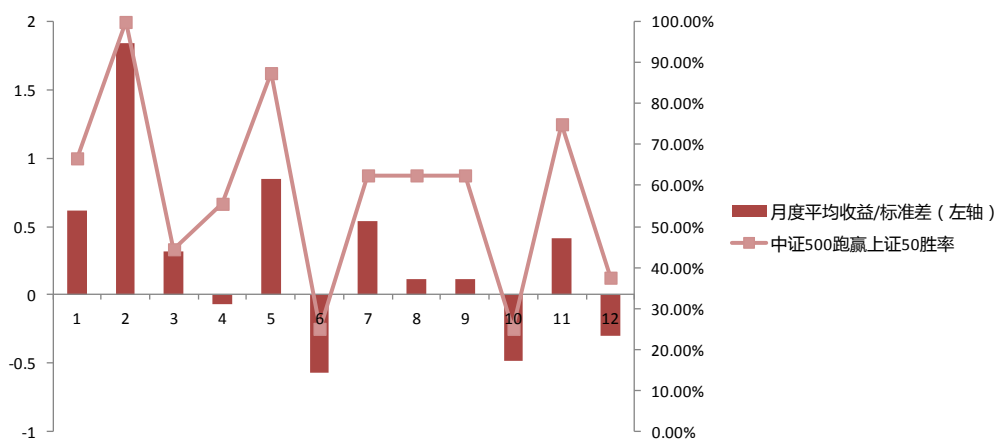


图 17: 小盘胜出的月度效应



资料来源: 中国银河证券研究部

图 18: 考虑“性价比”的小盘月历效应

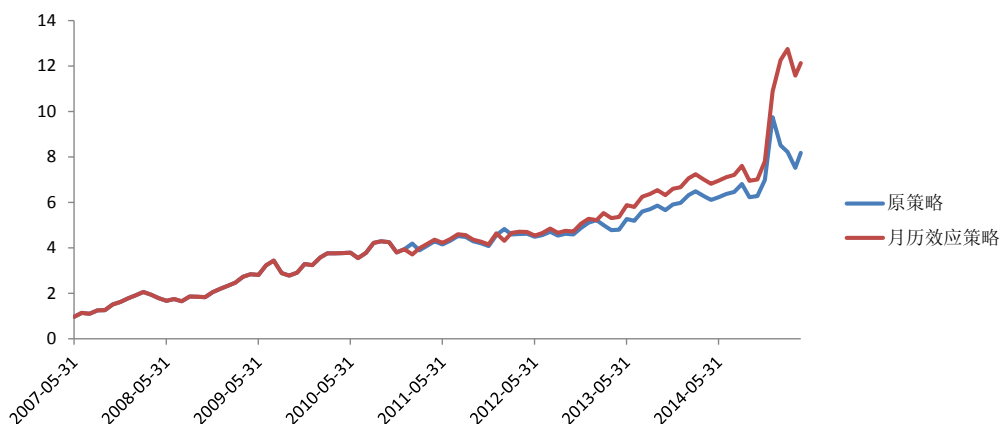


资料来源: 中国银河证券研究部

在多空配对策略中如果考虑小票年初的月历效应，根据信号进行再平衡，那么投资收益将进一步改善，年化收益达到 36.6%。



图 19：考虑小盘月历效应的大小盘多空配对策略净值



资料来源：中国银河证券研究部

五、报告结论

我们的大小盘切换思路主要依据资产的成长性，是衡量接下来几个月强势资产的重要指标。

数据的可得性决定了一年只作三次判断，分别是 Q1、Q2、Q3 报告期所对应的时间截止点。设计了全样本和优质样本单季度净利润增长水平，通过差异对比决定未来几个月的资产选择，从 2007 年至 2014 年共有 24 次资产配置的机会，18 次选对的收益更高的资产，胜率 75%，大盘跑赢情形下的胜率与小盘跑赢情形下的胜率也均为 75%。

不同季报数据成功配置的概率是有差异的，九年中 Q3 数据达到 100% 的胜率，Q1 数据达到 87.5% 的胜率，Q2 的数据出现了较大的错判概率，错判主要是源于历史基本面数据无法预知未来基本面的拐点。

从样本外来看，15 年 Q1\Q2\Q3 均选对了收益更高的那类资产，但不可否认，在漫长几个月的持仓期资产之间的相对收益发生着很大的变化，资产的相对强弱受众多因素的影响，这是接下来值得研究的内容。

六、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告阅读者需审慎参考报告结论。



插图目录

图 1: 上证 50 和中证 500 在 15 年 Q1 的净利润增长对比.....	2
图 2: 上证 50 和中证 500 在 2015 年 5-8 月的表现.....	2
图 3: 上证 50 和中证 500 在 15 年 Q2 的净利润增长对比.....	3
图 4: 上证 50 和中证 500 在 2015 年 9-10 月的表现.....	3
图 5: 上证 50 和中证 500 在 15 年 Q3 的净利润增长对比.....	4
图 6: 上证 50 和中证 500 在 2015 年 11 月开始的表現.....	4
图 7: 配置的资产相对未配置资产的收益率 (%)	5
图 8: 上证 50 与中证 500 配对多空交易累积收益率 (%)	6
图 9: 不同季报数据成功配置的概率	6
图 10: Q2 数据的相对配置收益率	7
图 11: 上证 50 与中证 500 单季度净利润增长率	7
图 12: 上证 50 成长性与中证 500 成长性的差异	8
图 13: 中证 500 相对上证 50 的走势 (日收益率差的累乘)	8
图 14: 中证 500 和上证 50 指数在 2011 年 Q2\Q3 的单季度净利润增长.....	9
图 15: 中证 500 和上证 50 指数在 2014 年 Q1\Q2\Q3 的单季度净利润增长.....	9
图 16: 中证 500 与上证 50 在 2014 年下半年的相对走势 (日收益率差的累乘)	10
图 17: 小盘胜出的月度效应	11
图 18: 考虑“性价比”的小盘月历效应	11
图 19: 考虑小盘月历效应的大小盘对空配对策略净值	12



评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

王红兵，证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。



免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王 婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn