



金融工程 | 深度报告

# 风格轮动策略（一）：大小盘的趋势与周期

## 报告要点

依据周期项偏离趋势项的程度不同，将大小盘强弱周期划分为小盘初期、小盘中期、小盘过热、大盘初期、大盘中期、大盘过热、震荡期等七种不同状态。依据不同周期状态下的信号对大小盘配置进行短期动态调整：若周期信号为“平”，维持大市值/微盘的 70/30 战略配置；若周期信号为“小”，将微盘占比提升至 50%；若周期信号为“大”，将微盘占比降低至 0，满仓大市值。2024 年（至 12.13），动态配置收益率约 47%，70/30 配置收益率约 25%，单独大市值收益率约 22%。

## 分析师及联系人



覃川桃

SAC: S0490513030001

SFC: BUT353



邓越

SAC: S0490517070010

## 风格轮动策略（一）：大小盘的趋势与周期

### 大小盘强弱周期的划分

大小盘收益率的数量级差异较大，不是简单的均值回归，容易突破前高，有长期趋势性。通过金融工程方法将周期项与长期趋势项分离，根据周期项偏离趋势项的程度不同，将大小盘强弱周期划分为小盘初期、小盘中期、小盘过热、大盘初期、大盘中期、大盘过热、震荡期等七种不同状态。

统计 2014 年以来，当大小盘周期处在不同状态时，未来 20 交易日大小盘的相对收益率、胜率、赔率等信息，并据此确定不同周期状态下的信号类别。胜率较高的周期状态有：进入大盘过热区间后，小盘反转的胜率高于 70%；小盘中期趋势延续的胜率约 66%，较小盘初期趋势延续的概率更高。大盘初期趋势延续的胜率约 62%，较大盘中期趋势延续的概率更高；进入小盘过热区间后，虽然小盘继续占优的可能性更大，但胜率下降至约 60%，可密切关注，右侧交易。

### 大小盘的战略配置中枢

由于大小盘的长期年化收益率差异巨大，如果仅从年化收益率最大化来考虑，满仓微盘是最有利的，但微盘的最大回撤多次超过 30%、甚至 40%，过程上无法接受。因此，大小盘配置的长期收益率并非主要矛盾，更需关心最大回撤是否在可接受的范围内。

大市值和微盘具有互补优势，二者配置后的最大回撤有可能比单独满仓大市值更优。大市值与微盘配置时，最大回撤最小的战略配置中枢为微盘占比 30%；若将微盘配置比例控制在 60% 以内，最大回撤可优于单纯持有大市值或单纯持有基金指数（885001）时的最大回撤。另外，由于小市值的最大回撤情况并没有比微盘更小，但收益率上微盘弹性更高，若无交易执行层面的限制，大市值直接配置微盘的“哑铃型”策略性价比更高。

### 大小盘的动态配置效果

依据不同周期状态下的信号类别对大小盘配置进行短期动态调整：若周期信号为“平”，维持大市值/微盘的 70/30 战略配置；若周期信号为“小”，将微盘占比提升至 50%；若周期信号为“大”，将微盘占比降低至 0。依据前面分析，大市值与微盘配置比例在 60% 以内时，最大回撤优于单纯持有大市值或单纯持有基金指数（885001），同时考虑每种信号都有胜率和不确定性，采用最多不超过 50% 微盘而不是 100% 微盘的方式进行动态配置，即便信号错误的情况下也是较为安全的。

2014 年以来（至 2024.12.13），动态配置长期年化收益约 25%，70/30 配置年化收益约 19%，单独大市值年化收益约 10%。2024 年（至 12.13），动态配置收益率约 47%，70/30 配置收益率约 25%，单独大市值收益率约 22%。

### 风险提示

- 1、历史回溯不保证未来收益；
- 2、回溯方法的改变或对最终结论产生影响；
- 3、策略拥挤后有失效风险；
- 4、模型对动态市场环境的适应性风险。

### 相关研究

- 《市场情绪企稳，因子收益回归，增强策略重回超额区间》2024-12-11
- 《百尺竿头系列（三）：电子投资的新解法（上）》2024-11-25
- 《规模风格回暖，市场波动影响选股因子表现》2024-11-21



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

|                 |    |
|-----------------|----|
| 策略效果.....       | 6  |
| 大小盘历史表现回顾.....  | 8  |
| 大小盘的战略配置中枢..... | 11 |
| 大小盘的动态配置.....   | 15 |
| 分解趋势项与周期项.....  | 15 |
| 趋势项：提示长期趋势..... | 16 |
| 周期项：判断短期强弱..... | 17 |
| 动态配置效果.....     | 18 |
| 风险提示.....       | 20 |

## 图表目录

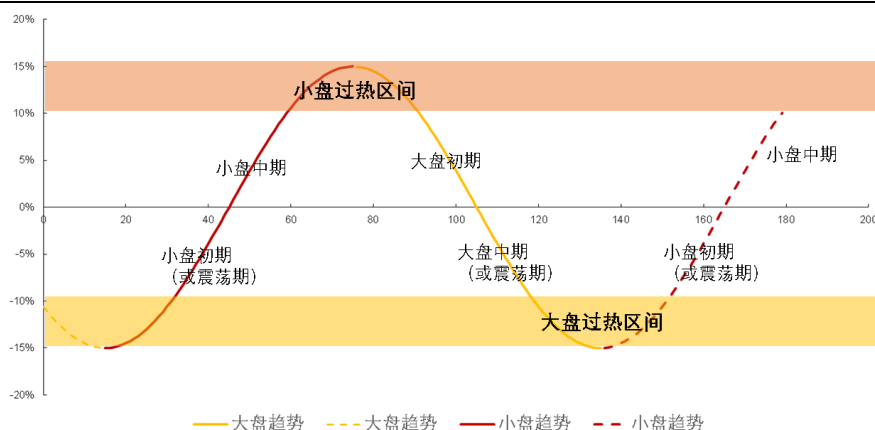
|  |    |
|--|----|
| 图 1：大小盘周期状态划分示意图.....                              | 6  |
| 图 2：大小盘动态配置效果单位净值对比（截至 2024.12.13）.....            | 7  |
| 图 3：小市值、微盘分年收益率散点图.....                            | 9  |
| 图 4：大市值、小市值分年收益率散点图.....                           | 9  |
| 图 5：大市值、微盘分年收益率散点图.....                            | 9  |
| 图 6：大小盘同步时，大小盘的风格轮动或不是主要矛盾（2019 年）.....            | 10 |
| 图 7：大市值与小市值在不同配置比例下的长期年化收益率（2010~2024）.....        | 11 |
| 图 8：大市值与微盘在不同配置比例下的长期年化收益率（2010~2024）.....         | 11 |
| 图 9：大市值和小市值、微盘在不同配置比例下的全区间最大回撤.....                | 12 |
| 图 10：大市值和小市值、微盘在不同配置比例下的分年最大回撤均值.....              | 12 |
| 图 11：大市值、微盘在 70/30 战略配置下的单位净值.....                 | 13 |
| 图 12：主动权益类公募基金在不同市值段的配置比例.....                     | 14 |
| 图 13：大市值、微盘以及二者相对走势.....                           | 15 |
| 图 14：大小盘相对走势的趋势项分解.....                            | 15 |
| 图 15：大小盘相对走势的周期项分解.....                            | 16 |
| 图 16：趋势项斜率与未来 240 交易日大小盘相对强弱关系.....                | 16 |
| 图 17：趋势项斜率与未来 20 交易日大小盘相对强弱关系.....                 | 17 |
| 图 18：周期项与未来 20 交易日大小盘相对强弱关系.....                   | 17 |
| 图 19：大小盘周期状态划分示意图.....                             | 18 |
| 图 20：2023.10 以来周期状态信号序列.....                       | 19 |
| 图 21：2023.10 以来收益率.....                            | 19 |
| 表 1：不同周期状态下的胜率和赔率统计.....                           | 6  |
| 表 2：大小盘动态配置效果分年收益和最大回撤对比.....                      | 7  |
| 表 3：大市值、小市值、微盘分年收益率、最大回撤对比.....                    | 8  |
| 表 4：2019 年~2020 年，大市值、小市值、微盘均大幅跑输基金指数（885001）..... | 10 |
| 表 5：大市值、微盘在 70/30 战略配置下的分年收益率和最大回撤.....            | 13 |

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 表 6：不同周期状态下的胜率和赔率统计..... | 18 |
|--------------------------|----|

## 策略效果

将大小盘周期轮动划分为小盘初期、小盘中期、小盘过热、大盘初期、大盘中期、大盘过热和震荡期等 7 种不同状态，通过历史经验判定在不同状态下未来 20 交易日大小盘的相对强弱关系。

图 1：大小盘周期状态划分示意图



资料来源：长江证券研究所

表 1：不同周期状态下的胜率和赔率统计

| 状态划分 | 周期位置<br>(均值) | 信号次数 | 20 交易日<br>小盘相对大盘<br>平均收益率 | 胜率    | 赔率   | 信号类别 |
|------|--------------|------|---------------------------|-------|------|------|
| 小盘过热 | 13.5%        | 62   | 3.20%                     | 59.7% | 1.01 | 小    |
| 大盘初期 | 2.5%         | 261  | -2.62%                    | 62.1% | 1.21 | 大    |
| 大盘中期 | -2.8%        | 501  | 2.30%                     | 59.9% | 1.15 | 平    |
| 大盘过热 | -12.8%       | 71   | 7.96%                     | 73.2% | 1.56 | 小    |
| 小盘初期 | -6.4%        | 180  | 0.55%                     | 57.8% | 0.86 | 平    |
| 小盘中期 | 3.1%         | 915  | 4.61%                     | 66.2% | 2.38 | 小    |
| 震荡期  | -2.3%        | 668  | 0.51%                     | 53.9% | 1.02 | 平    |

资料来源：Wind，长江证券研究所

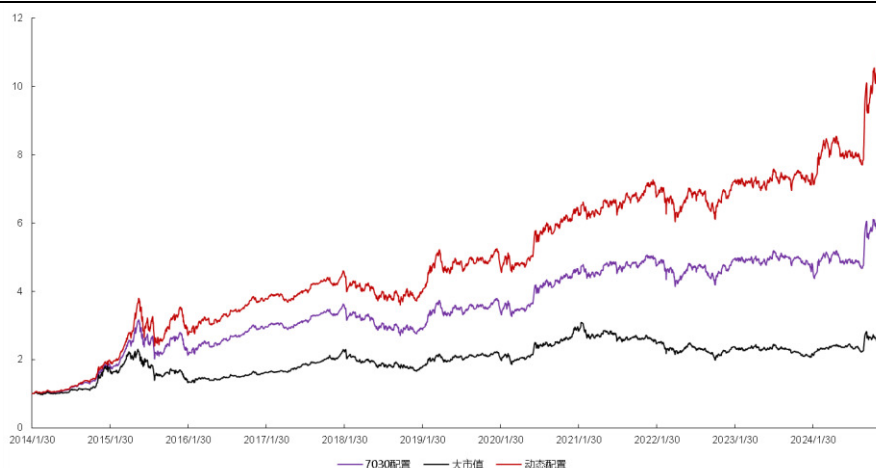
从历史经验来看，不同周期状态下未来 20 交易日大小盘相对强弱有如下特点：

- 1) **小盘过热**时，依然倾向于小盘占优，不过胜率未超过 60%；
- 2) 小盘过热阶段之后的**大盘初期**，是大盘占优可能性最大的时机；
- 3) **大盘中期**大盘趋势延续的可能性较大盘初期降低；
- 4) 一旦进入**大盘过热**阶段，小盘反转的可能性很大；
- 5) 在**大盘过热**之后的**小盘初期**，大小盘的强弱关系不显著；
- 6) 到了**小盘中期**，小盘趋势延续的可能性更高。



以全市场总市值前 100 只个股作为大市值收益的代表，以总市值后 10%的个股作为微盘的代表，按照不同周期状态配置不同比例的微盘股。基准配置为大市值 70%，微盘 30%；若信号为小市值占优，则将比例调整至大市值 50%，微盘 50%；若信号为大市值占优，则将比例调整至大市值 100%；若信号为“平”，则维持基准配置不变。回测自 2014 年以来的收益率。

图 2：大小盘动态配置效果单位净值对比（截至 2024.12.13）



资料来源：Wind，长江证券研究所

2014 年以来（至 2024.12.13），动态配置长期年化收益约 25%，70/30 配置年化收益约 19%，单独大市值年化收益约 10%。2024 年（至 12.13），动态配置收益率约 47%，70/30 配置收益率约 25%，单独大市值收益率约 22%。

表 2：大小盘动态配置效果分年收益和最大回撤对比

| 收益率 |               |        |          |        | 最大回撤      |        |          |        |           |
|-----|---------------|--------|----------|--------|-----------|--------|----------|--------|-----------|
| 指标  | 策略名称          | 动态配置   | 70/30 配置 | 大市值    | 885001.WI | 动态配置   | 70/30 配置 | 大市值    | 885001.WI |
|     | 年化            | 25.0%  | 18.6%    | 9.6%   | 7.9%      | -36.9% | -36.2%   | -42.6% | -45.4%    |
|     | 2014（自 2.7）   | 86.4%  | 77.8%    | 70.9%  | 18.6%     | -5.8%  | -5.8%    | -7.2%  | -13.5%    |
|     | 2015          | 86.0%  | 53.4%    | -4.3%  | 43.2%     | -36.9% | -36.2%   | -39.5% | -43.3%    |
|     | 2016          | 7.1%   | 6.6%     | -4.6%  | -13.0%    | -18.1% | -18.4%   | -16.4% | -21.8%    |
|     | 2017          | 14.1%  | 14.9%    | 30.8%  | 14.1%     | -6.4%  | -6.4%    | -6.2%  | -6.9%     |
|     | 2018          | -11.6% | -16.8%   | -17.7% | -23.6%    | -21.8% | -25.4%   | -27.1% | -27.0%    |
|     | 2019          | 36.5%  | 33.3%    | 30.8%  | 45.0%     | -13.4% | -12.2%   | -11.0% | -11.8%    |
|     | 2020          | 21.9%  | 21.9%    | 25.0%  | 55.9%     | -13.2% | -14.0%   | -16.9% | -15.2%    |
|     | 2021          | 14.4%  | 11.1%    | -4.4%  | 7.7%      | -7.6%  | -8.4%    | -18.4% | -16.4%    |
|     | 2022          | -5.2%  | -7.7%    | -15.3% | -21.0%    | -16.9% | -17.9%   | -24.2% | -26.2%    |
|     | 2023          | 9.4%   | 6.1%     | -3.1%  | -13.5%    | -8.3%  | -8.5%    | -14.5% | -22.0%    |
|     | 2024（至 12.13） | 46.7%  | 25.4%    | 21.7%  | 5.7%      | -9.8%  | -10.6%   | -9.7%  | -15.9%    |

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 大小盘历史表现回顾

首先构造不同市值水平的投资组合，以表征大市值、小市值、微盘的历史表现：

- 大市值：总市值排名前 100 的个股（当前分位数约处在前 2%）；
- 小市值：中证 1000 成分股中，总市值排名后 100 的个股（当前分位数约处在 40%）；
- 微盘：全市场总市值排序后 10%。

投资组合均按流通市值加权计算收益率。

计算大市值、小市值、微盘 2010 年至 2024 年的收益率和最大回撤情况。

表 3：大市值、小市值、微盘分年收益率、最大回撤对比

| 收益率          |        |        |        | 最大回撤         |      |      |      |
|--------------|--------|--------|--------|--------------|------|------|------|
| 指标           |        |        |        | 指标           |      |      |      |
| 风格           | 大市值    | 小市值    | 微盘     | 风格           | 大市值  | 小市值  | 微盘   |
| 年化           | 3.4%   | 17.0%  | 32.1%  | 全区间          | -43% | -53% | -46% |
| 2010         | -19.2% | 17.6%  | 33.6%  | 2010         | -28% | -28% | -27% |
| 2011         | -15.8% | -29.1% | -16.1% | 2011         | -24% | -33% | -31% |
| 2012         | 7.8%   | 3.8%   | 22.5%  | 2012         | -16% | -28% | -18% |
| 2013         | -11.9% | 35.7%  | 55.7%  | 2013         | -21% | -17% | -15% |
| 2014         | 61.9%  | 51.3%  | 92.0%  | 2014         | -8%  | -10% | -11% |
| 2015         | -4.3%  | 266.7% | 306.9% | 2015         | -39% | -44% | -42% |
| 2016         | -4.6%  | 11.5%  | 36.0%  | 2016         | -16% | -24% | -23% |
| 2017         | 30.8%  | -20.6% | -16.5% | 2017         | -6%  | -24% | -24% |
| 2018         | -17.7% | -24.0% | -18.0% | 2018         | -27% | -38% | -33% |
| 2019         | 30.8%  | 35.5%  | 36.5%  | 2019         | -11% | -25% | -18% |
| 2020         | 25.0%  | 12.2%  | 13.4%  | 2020         | -17% | -18% | -17% |
| 2021         | -4.4%  | 29.0%  | 52.5%  | 2021         | -18% | -16% | -15% |
| 2022         | -15.3% | -0.2%  | 10.8%  | 2022         | -24% | -28% | -23% |
| 2023         | -3.1%  | 10.3%  | 29.0%  | 2023         | -14% | -13% | -12% |
| 2024（至 12.5） | 21.2%  | 3.9%   | 9.7%   | 2024（至 12.5） | -10% | -34% | -44% |

资料来源：Wind，长江证券研究所 注：收益率红/绿表示大小盘能够互补的年份；最大回撤标绿表示超过回撤 30% 的年份

从长期年化收益率来说：

- 微盘强于小市值，小市值强于大市值；
- 小市值和微盘几乎同向，只是弹性不同。

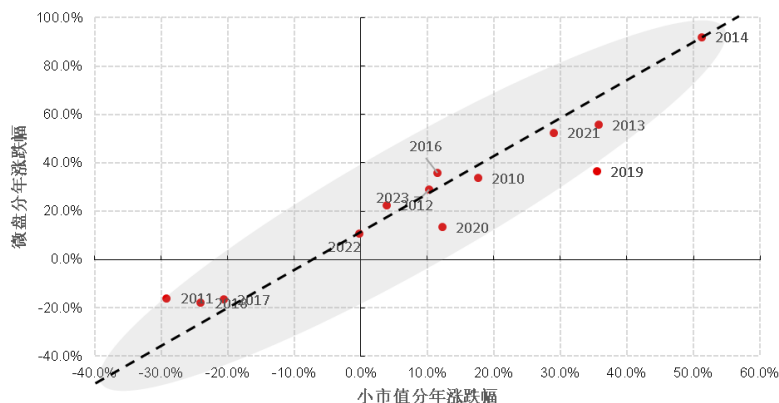
从最大回撤来说：

- 小市值、微盘最大回撤大于 30% 的年份数较多；
- 极端情况下（2015 年）大市值的优势并不明显；
- 虽然小市值相对微盘的市值更大，但最大回撤并无优势。



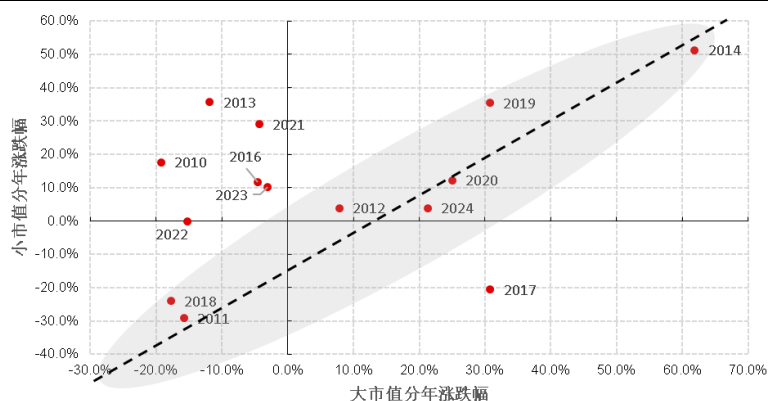
小市值和微盘收益率相关系数高，只是弹性不同；大市值和小市值、微盘收益率部分年份同向、部分年份互补。

图 3：小市值、微盘分年收益率散点图



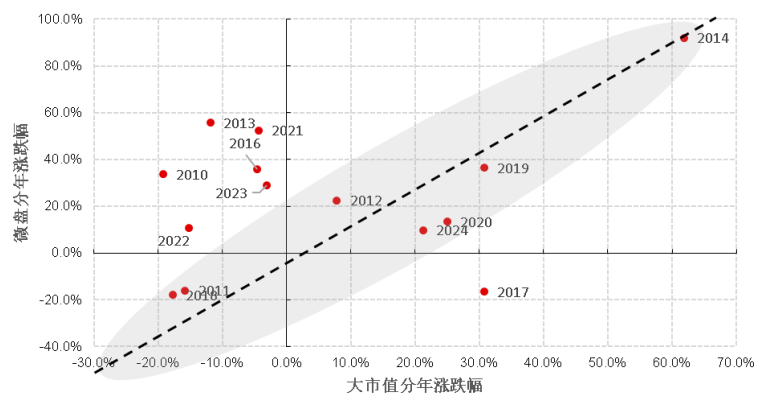
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：大市值、小市值分年收益率散点图



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：大市值、微盘分年收益率散点图

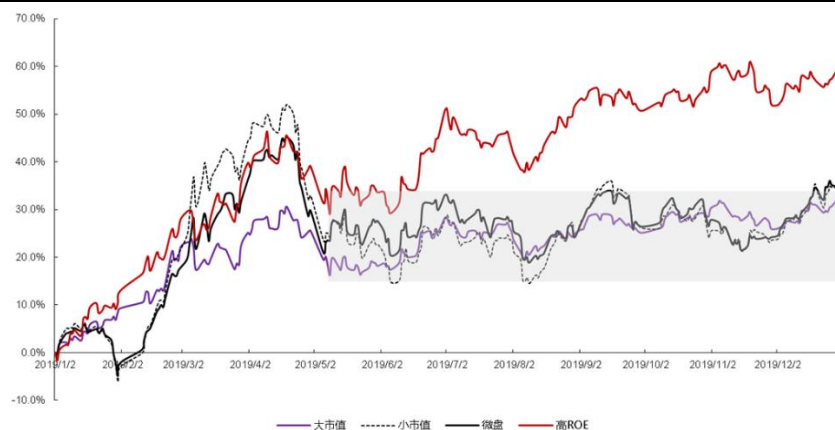


资料来源：Wind，长江证券研究所

在大市值和小市值、微盘收益率同向的年份，大小盘的风格轮动或不是主要矛盾。在大小盘互补的年份，大小盘的均衡配置能降低最大回撤，或者若做对大小盘的轮动则能有效提高收益率。

大小盘同步的情况例如 2019 年~2020 年，无论选择小盘还是单纯的大市值，收益率差异不大。此时大小盘不是主要矛盾，首要目标是寻找其他主导风格（如白酒带动的大盘高 ROE 风格）。

图 6：大小盘同步时，大小盘的风格轮动或不是主要矛盾（2019 年）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 4：2019 年~2020 年，大市值、小市值、微盘均大幅跑输基金指数（885001）

| 指标<br>风格     | 收益率       | 相对 885001 收益率 |        |        |
|--------------|-----------|---------------|--------|--------|
|              | 885001.WI | 大市值           | 小市值    | 微盘     |
| 年化           | 5.4%      | -2.0%         | 11.5%  | 26.6%  |
| 2010         | 5.3%      | -24.5%        | 12.3%  | 28.3%  |
| 2011         | -22.7%    | 6.9%          | -6.4%  | 6.6%   |
| 2012         | 3.6%      | 4.2%          | 0.2%   | 18.9%  |
| 2013         | 12.7%     | -24.6%        | 23.0%  | 43.0%  |
| 2014         | 22.2%     | 39.6%         | 29.0%  | 69.8%  |
| 2015         | 43.2%     | -47.5%        | 223.6% | 263.7% |
| 2016         | -13.0%    | 8.4%          | 24.6%  | 49.0%  |
| 2017         | 14.1%     | 16.7%         | -34.7% | -30.6% |
| 2018         | -23.6%    | 5.8%          | -0.4%  | 5.6%   |
| 2019         | 45.0%     | -14.2%        | -9.6%  | -8.5%  |
| 2020         | 55.9%     | -30.9%        | -43.7% | -42.5% |
| 2021         | 7.7%      | -12.1%        | 21.3%  | 44.8%  |
| 2022         | -21.0%    | 5.8%          | 20.9%  | 31.8%  |
| 2023         | -13.5%    | 10.5%         | 23.8%  | 42.5%  |
| 2024（至 12.5） | 4.5%      | 16.7%         | -0.6%  | 5.2%   |

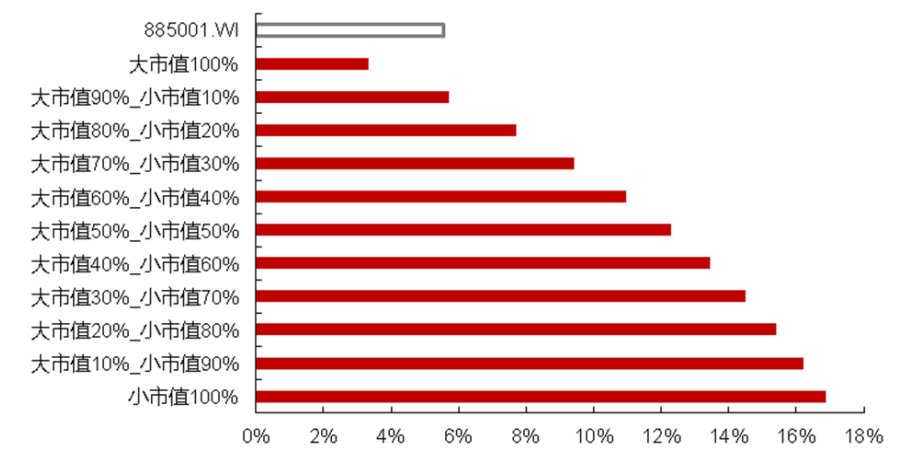
资料来源：Wind，长江证券研究所

## 大小盘的战略配置中枢

测算大市值分别与小市值、微盘在不同配置比例下的收益率和最大回撤情况，挑选合适的大小盘的长期战略配置中枢。

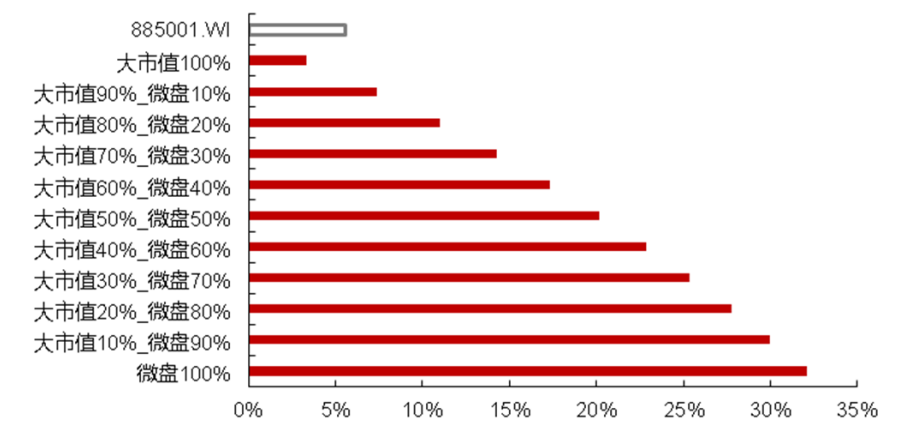
由于大小盘的长期年化收益率差异巨大，如果仅从年化收益率最大化来考虑，满仓微盘是最有利的。

图 7：大市值与小市值在不同配置比例下的长期年化收益率（2010~2024）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：大市值与微盘在不同配置比例下的长期年化收益率（2010~2024）

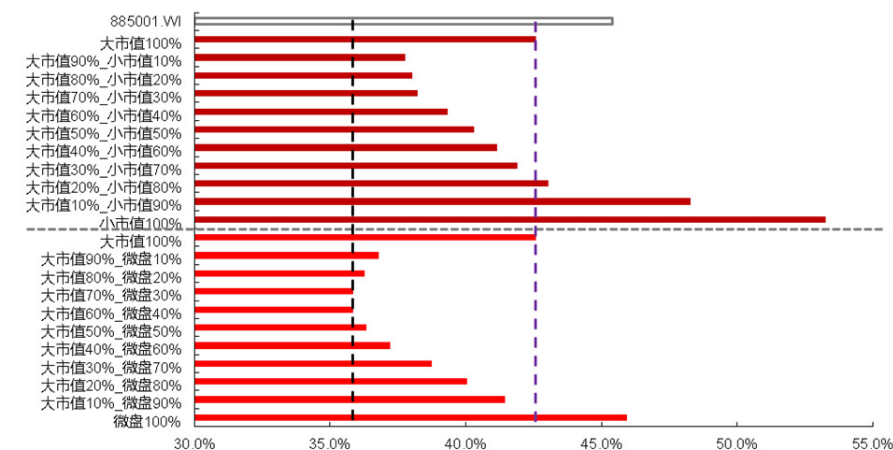


资料来源：Wind，长江证券研究所

但微盘的最大回撤多次超过 30%、甚至 40%，从过程上来说可能无法接受。因此，确定大小盘战略配置比例时，长期收益率并非主要矛盾，更需要关心最大回撤是否在可接受的范围内。

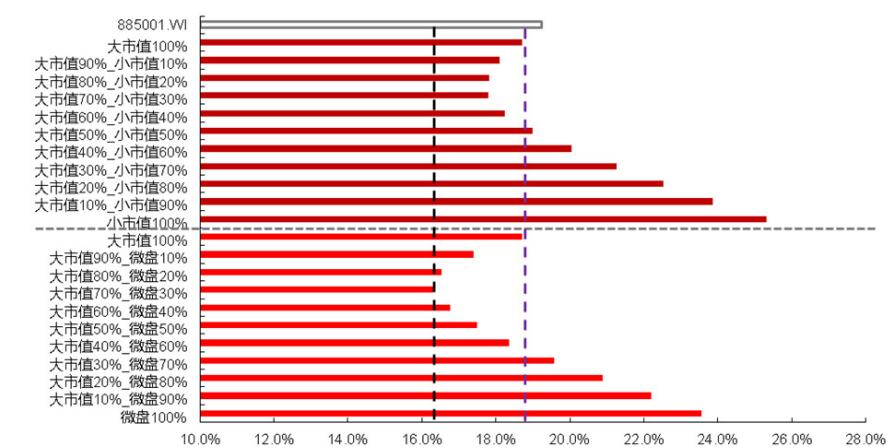
计算大市值和小市值、微盘以不同比例配置时的全区间最大回撤（反映最极端情况，发生在 2015 年~2016 年间）和各年最大回撤的均值（更加全面反映最大回撤情况）。

图 9：大市值和小市值、微盘在不同配置比例下的全区间最大回撤



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：大市值和小市值、微盘在不同配置比例下的分年最大回撤均值



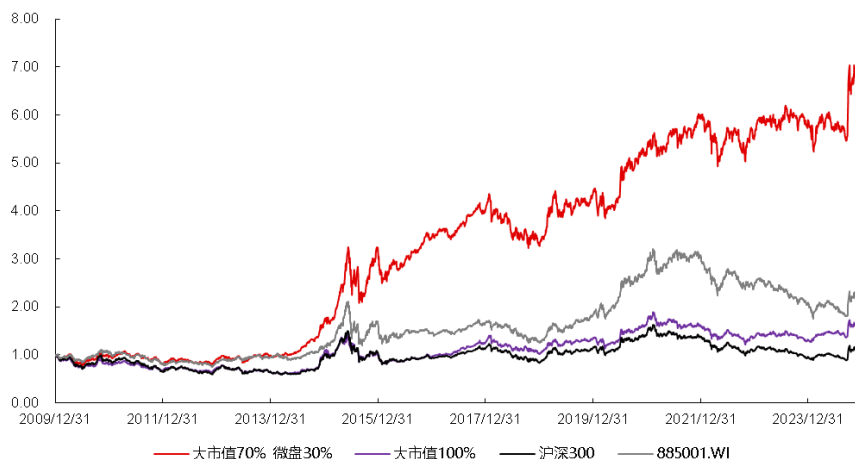
资料来源：Wind，长江证券研究所

大市值和小市值/微盘具有互补优势，二者配置后的最大回撤甚至有可能比单独满仓大市值更优，大市值与小市值配置比例在 40%以内、与微盘配置比例在 60%以内时，分年最大回撤均值优于单纯持有大市值。与基金指数（885001）对比，大市值与小市值配置比例在 50%以内、与微盘配置比例在 60%以内时，分年最大回撤均值优于基金指数。

大市值与小市值、微盘的战略配置中枢可定在小市值或微盘占比 20%~30%，此时最大回撤最小。另外，由于小市值的最大回撤情况并没有比微盘更小，但收益率上微盘弹性高于小市值，若无交易执行层面的限制，大市值直接配置微盘的“哑铃型”策略性价比更高。

每年年初以大市值 70%、微盘 30%作为战略配置中枢再平衡，测算组合收益率和最大回撤。

图 11：大市值、微盘在 70/30 战略配置下的单位净值



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 5：大市值、微盘在 70/30 战略配置下的分年收益率和最大回撤

| 指标           |                   | 收益率     |          |           |                   | 最大回撤    |          |           |  |
|--------------|-------------------|---------|----------|-----------|-------------------|---------|----------|-----------|--|
| 组合名称         | 大市值 70%<br>微盘 30% | 微盘 100% | 大市值 100% | 885001.WI | 大市值 70%<br>微盘 30% | 微盘 100% | 大市值 100% | 885001.WI |  |
| 年化           | 14.3%             | 32.1%   | 3.3%     | 5.6%      | -35.9%            | -46.0%  | -42.6%   | -45.4%    |  |
| 2011         | -15.9%            | -16.1%  | -15.8%   | -22.7%    | -25.6%            | -30.9%  | -23.5%   | -24.9%    |  |
| 2012         | 12.3%             | 22.5%   | 7.8%     | 3.6%      | -15.5%            | -17.9%  | -15.6%   | -14.8%    |  |
| 2013         | 8.4%              | 55.7%   | -11.9%   | 12.7%     | -14.8%            | -14.8%  | -21.3%   | -10.6%    |  |
| 2014         | 70.9%             | 92.0%   | 61.9%    | 22.2%     | -5.6%             | -11.0%  | -8.0%    | -13.5%    |  |
| 2015         | 89.0%             | 306.9%  | -4.3%    | 43.2%     | -35.9%            | -42.2%  | -39.5%   | -43.3%    |  |
| 2016         | 7.6%              | 36.0%   | -4.6%    | -13.0%    | -18.3%            | -22.9%  | -16.4%   | -21.8%    |  |
| 2017         | 16.6%             | -16.5%  | 30.8%    | 14.1%     | -6.3%             | -24.1%  | -6.2%    | -6.9%     |  |
| 2018         | -17.8%            | -18.0%  | -17.7%   | -23.6%    | -25.9%            | -32.6%  | -27.1%   | -27.0%    |  |
| 2019         | 32.5%             | 36.5%   | 30.8%    | 45.0%     | -12.4%            | -18.2%  | -11.0%   | -11.8%    |  |
| 2020         | 21.5%             | 13.4%   | 25.0%    | 55.9%     | -14.0%            | -17.1%  | -16.9%   | -15.2%    |  |
| 2021         | 12.7%             | 52.5%   | -4.4%    | 7.7%      | -8.7%             | -14.6%  | -18.4%   | -16.4%    |  |
| 2022         | -7.5%             | 10.8%   | -15.3%   | -21.0%    | -18.1%            | -23.1%  | -24.2%   | -26.2%    |  |
| 2023         | 6.6%              | 29.0%   | -3.1%    | -13.5%    | -8.4%             | -12.5%  | -14.5%   | -22.0%    |  |
| 2024（至 12.5） | 17.5%             | 9.7%    | 21.2%    | 4.5%      | -10.9%            | -44.2%  | -9.7%    | -15.9%    |  |

资料来源：Wind，长江证券研究所

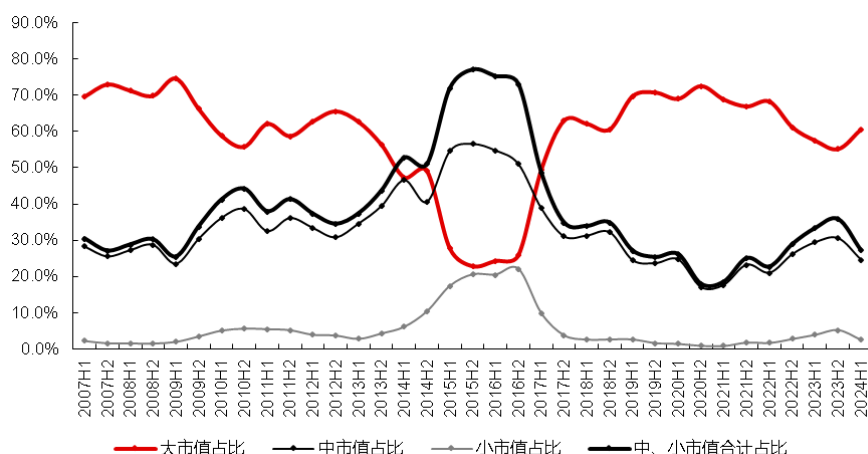
2011 年至 2024 年，每年初调仓的 70/30 战略配置组合长期年化收益率约 14.3%，同期大市值组合年化收益率 3.3%，基金指数年化收益率 5.6%。

同时 70/30 战略配置组合最大回撤有效降低：

- 2015 年战略配置组合最大回撤 35.9%，同期大市值组合、基金指数分别最大回撤 39.5%、43.3%；
- 2018 年战略配置组合最大回撤 25.9%，同期大市值组合、基金指数分别最大回撤 27.1%、27.0%；
- 2022 年、2023 年，战略配置组合最大回撤分别为 18.1%/8.4%，同期大市值组合、基金指数最大回撤 24.2%/14.5%、26.2%/22.0%。

此外，主动权益类公募基金（股票持仓占比在 70% 以上的非被动类）的市值配置情况与我们给出的战略配置中枢也较为相似。从基金年报、半年报披露的全部持仓，统计主动权益类公募基金在总市值前 10%（大市值段）、总市值 10%~50%（中市值段）、总市值后 50%（小市值段）等不同市值段的持仓市值占比。除 2015 年外，权益类公募在大市值段的配置中枢约在 60%~70%；在中、小市值段约 30%~40%，不过其中小市值段的配置比重较低。

图 12：主动权益类公募基金在不同市值段的配置比例



资料来源：Wind，长江证券研究所



## 大小盘的动态配置

在战略配置基础上，通过大小盘相对强弱的周期位置对大小盘的配置比例进行动态调整。

## 分解趋势项与周期项

由于微盘的配置性价比更高，又与小市值相关性高，我们将微盘相对大市值的相对走势作为大小盘相对走势的代理指标。大小盘收益率的数量级差异较大，没有简单的均值回归，容易突破前高，有长期的趋势性。

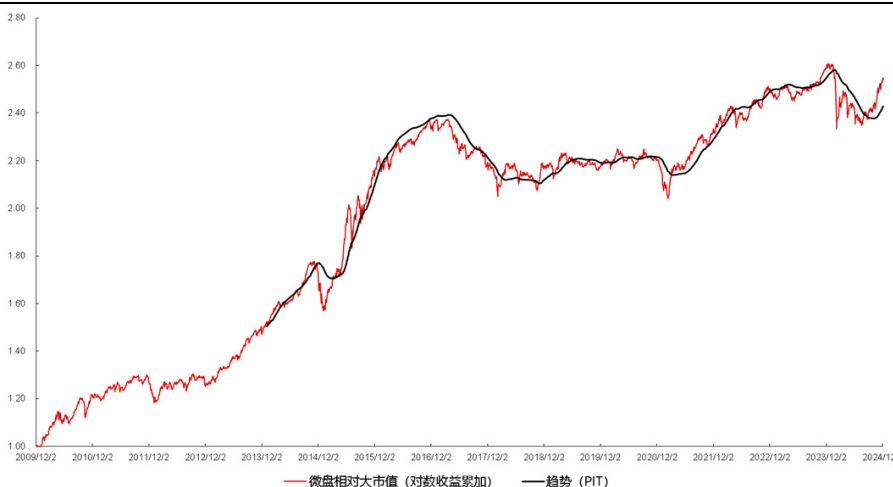
图 13：大市值、微盘以及二者相对走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

考虑到以上特点，在数据处理上可采用对数坐标，并通过 HP 滤波将其中的趋势项和周期项分离开。分解时采用 PIT 方式：自 2014 年起逐天计算趋势项，每天仅给入 2009 年至当时的历史数据，保持未来数据不可见。大小盘实际相对走势围绕趋势项的往复波动即为周期项。

图 14：大小盘相对走势的趋势项分解



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：大小盘相对走势的周期项分解



资料来源：Wind，长江证券研究所

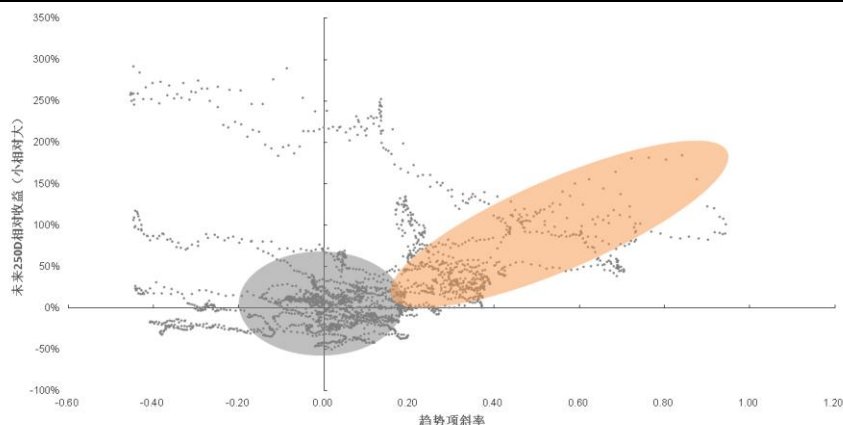
从历史经验看，周期项偏离趋势到 10%之后极有可能（在一次加速后）快速均值回复；更多见的情况是较温和的走强后在偏离 5%左右之后温和均值回复。

## 趋势项：提示长期趋势

观察趋势项斜率与长期（未来 240 交易日）大小盘相对强弱关系，发现：

- 当趋势项斜率为正且较大时（小盘趋势较强），长期来看仍有较大可能性是趋势延续，小盘强于大盘；
- 当趋势项斜率下降到 0 附近，或正或负，提示作用减弱，长期趋势反转或趋势延续的可能性相当；
- 当趋势项斜率为负且较大时（大盘趋势较强），长期趋势仍以小盘反转的概率大，但历史上出现次数相对较少，外推性或存疑。

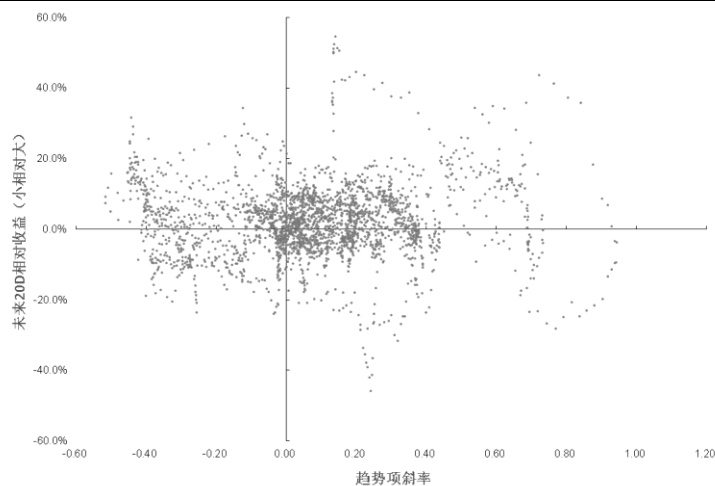
图 16：趋势项斜率与未来 240 交易日大小盘相对强弱关系



资料来源：Wind，长江证券研究所

趋势项斜率与未来 20 交易日大小盘相对强弱相关性较弱，对短期大小盘判断无明显提示作用。

图 17：趋势项斜率与未来 20 交易日大小盘相对强弱关系



资料来源：Wind，长江证券研究所

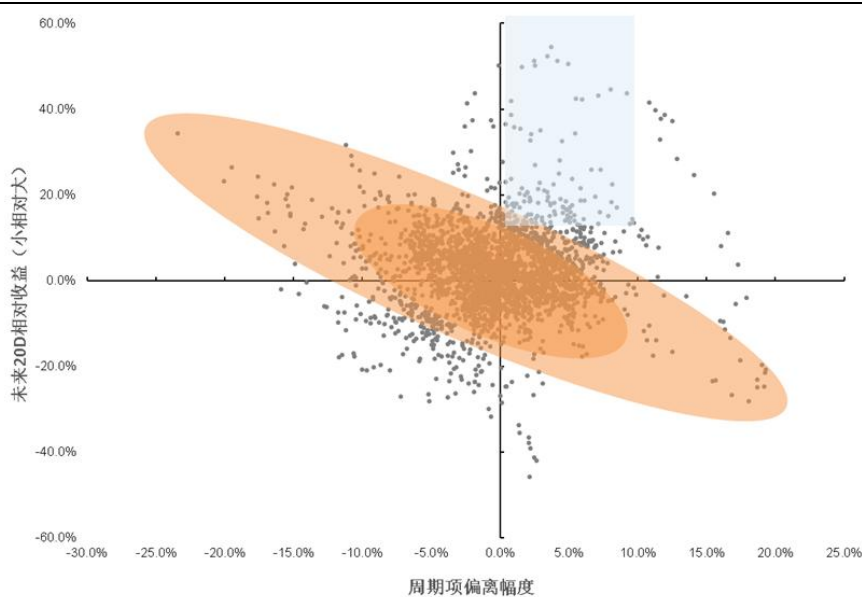
## 周期项：判断短期强弱

观察趋势项斜率与未来 20 交易日大小盘相对收益率的关系，发现：

- 极端情况下呈一定负相关关系（均值回复）
- 向上偏离趋势初期更有可能小盘继续占优（小盘趋势延续）

因此，周期项的位置可能对短期大小盘相对强弱的判断起到一定提示作用。

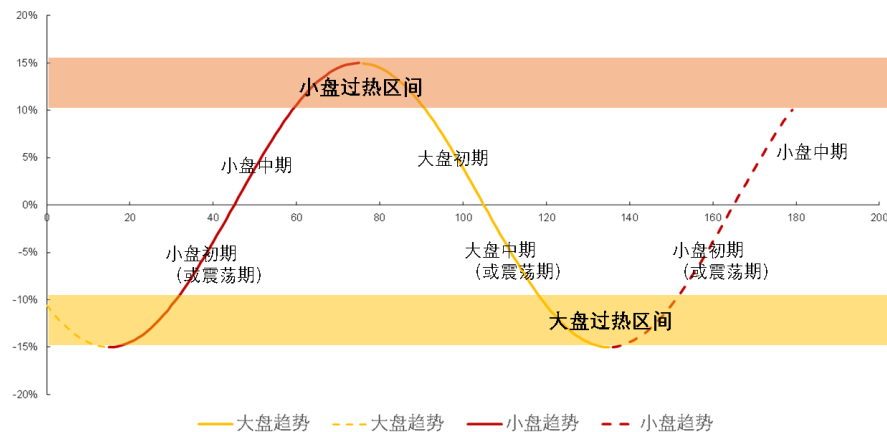
图 18：周期项与未来 20 交易日大小盘相对强弱关系



资料来源：Wind，长江证券研究所

根据周期项偏离趋势项的程度不同，将周期项划分为小盘初期或震荡期、小盘中期、小盘过热、大盘初期、大盘中期、大盘过热等状态。

图 19：大小盘周期状态划分示意图



资料来源：长江证券研究所

统计 2014 年以来，当大小盘周期处在不同状态时，未来 20 交易日大小盘的相对收益率、胜率、赔率等信息，并据此确定不同周期状态下的信号类别。

表 6：不同周期状态下的胜率和赔率统计

| 状态划分 | 周期位置<br>(均值) | 信号次数 | 20 交易日<br>小盘相对大盘<br>平均收益率 | 胜率    | 赔率   | 信号类别 |
|------|--------------|------|---------------------------|-------|------|------|
| 小盘过热 | 13.5%        | 62   | 3.20%                     | 59.7% | 1.01 | 小    |
| 大盘初期 | 2.5%         | 261  | -2.62%                    | 62.1% | 1.21 | 大    |
| 大盘中期 | -2.8%        | 501  | 2.30%                     | 59.9% | 1.15 | 平    |
| 大盘过热 | -12.8%       | 71   | 7.96%                     | 73.2% | 1.56 | 小    |
| 小盘初期 | -6.4%        | 180  | 0.55%                     | 57.8% | 0.86 | 平    |
| 小盘中期 | 3.1%         | 915  | 4.61%                     | 66.2% | 2.38 | 小    |
| 震荡期  | -2.3%        | 668  | 0.51%                     | 53.9% | 1.02 | 平    |

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 动态配置效果

依据不同周期状态下的信号类别对大小盘配置进行短期动态调整：

- 若周期信号为“平”，维持大市值/微盘的 70/30 战略配置；
- 若周期信号为“小”，将微盘占比提升至 50%；
- 若周期信号为“大”，将微盘占比降低至 0，满仓大市值。

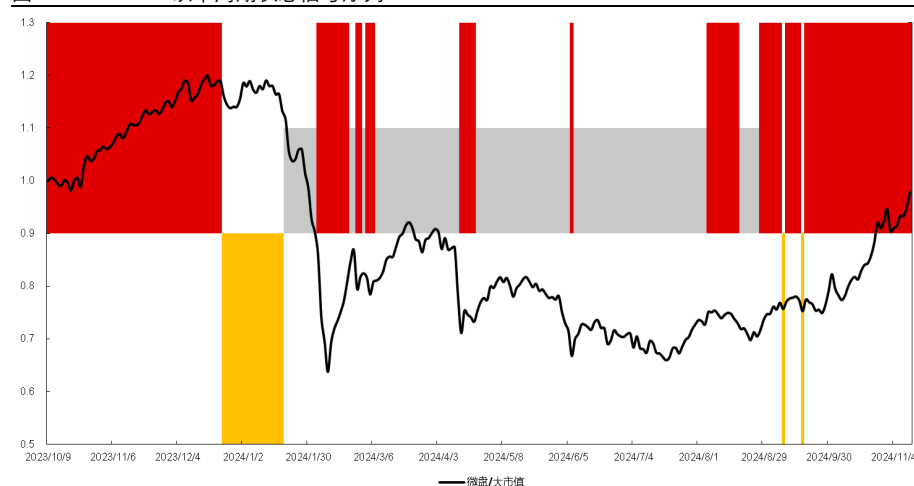
依据前面分析，大市值与微盘配置比例在 60%以内时，分年最大回撤均值优于单纯持有大市值或单纯持有基金指数（885001）。考虑到每种信号都有胜率和不确定性，我们采

用最多不超过 50%微盘而不是 100%微盘的方式进行动态配置，即便在信号错误的情况下也是较为安全的。

2014 年以来（至 2024.12.13），动态配置长期年化收益约 25%，70/30 配置年化收益约 19%，单独大市值年化收益约 10%。2024 年（至 12.13），动态配置收益率约 47%，70/30 配置收益率约 25%，单独大市值收益率约 22%（详见图 2、表 2）。

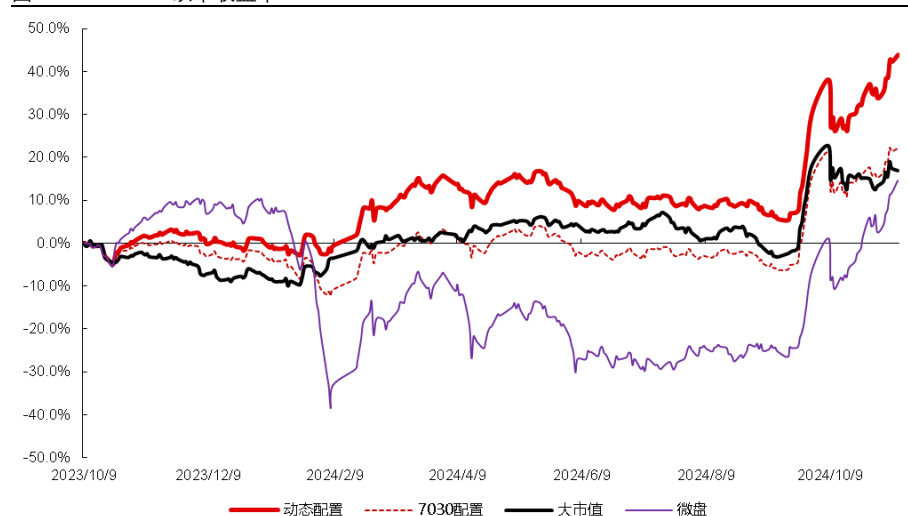
2024 年年初发生过一次剧烈的大小盘切换，我们将 2023.10 月以来的大小盘周期信号单独列出，信号在小盘大跌之前较为及时地切换到了大盘；之后在大多数情况是“平”，但出现极端的小盘回撤时会切换至小盘；9 月初开始，几乎转换为连续的小盘信号。当前处在小盘过热区间，待周期进入大盘初期时是明确的大盘切换信号，目前可密切关注，等待右侧交易。

图 20：2023.10 月以来周期状态信号序列



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：上方红色区域为小盘信号，灰色为中性信号，下方区域为大盘信号。

图 21：2023.10 月以来收益率



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 风险提示

- 1、历史回溯不保证未来收益。周期强弱状态根据历史经验划分，未来若出现历史经验无法覆盖的市场状态，或对结论造成影响。历史经验事件的发生均有一定概率，并非确定性事件，对于单次信号，结论可能与历史经验统计均值不符。
- 2、回溯方法的改变或对最终结论产生影响。改变大市值组合、微盘组合的构建方式、周期项分离模型的参数等都有可能改变周期强弱信号的计算结果，进而影响最终结论。
- 3、策略拥挤后有失效风险。当市场上使用相似量化策略的投资者过多时，可能会导致策略拥挤，影响策略的有效性和收益。量化策略的拥挤度除了受策略形态与行业规模的影响，也与证券市场整体的活跃度与流动性有关。市场活跃度下降时，量化可能进入相对拥挤的阶段，整体表现面临较大压力。
- 4、模型对动态市场环境的适应性风险。金融市场环境快速变化，新的交易策略不断涌现，而模型更新可能滞后于市场创新，使得部分因素未被充分捕捉，导致模型在新的、未知的市场环境下表现不佳。



## 投资评级说明

|       |   |
|-------|---|
| 行业评级  | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：  |
| 看好    | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数   |
| 中性    | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平  |
| 看淡    | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数   |
| 公司评级  | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：      |
| 买入    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%                                     |
| 增持    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间                                 |
| 中性    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间                                  |
| 减持    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%                                      |
| 无投资评级 | 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。