

量化点评报告

动量崩溃可能尚未结束——资产配置思考系列之十八

交易拥挤的风险已经显现。在 2021 年 12 月外发的报告《短期交易过于拥挤：三个信号》中，我们曾通过东方财富论坛 NLP 情绪、行业分歧度和期权认购认沽情绪这三个信号来论述当时 A 股对“跨年行情”的预期过于强烈，交易层面明显过热。随后市场趋势发生了扭转，进入了下行通道。

强势股回撤比市场回撤更猛烈，即动量崩溃。巨大的回撤不仅出现在市场整体，更出现在前期表现强势的个股和行业。2021-12-14 至 2022-01-18 这个区间内，沪深 300 下跌了 5.32%，基金重仓指数下跌了 7.53%，北向重仓指数下跌了 8.03%，300 动量指数下跌了 9.46%。基金重仓策略和北向重仓策略与动量因子均有非常高的相关性，动量崩溃现象的终止可能也就意味着机构重仓策略的企稳，**本文将尝试从拥挤度的视角探讨当前动量崩溃现象（即强势股回撤）是否有结束的可能性。**

① 个股动量策略。动量策略拥挤度对个股动量策略的见顶预判有着较好的效果。就这一轮的动量崩溃现象而言，个股动量策略拥挤度在 2020 年 12 月达到 3 倍标准差水平，发出了非常强烈的尾部风险预警，2021 年起至今，个股动量策略超额收益的最大回撤已经达到 14%。尽管个股动量策略回撤巨大，但当前策略拥挤度为 1.2 倍标准差，仍处于历史平均水平之上，因此单从拥挤度视角来看，个股动量策略难言见底。

② 行业动量策略。我们将行业动量定义为过去一年行业相对于行业等权指数的信息比率，排序选取信息比率最高的五个行业，月度调仓，以此构建行业动量策略。从实证结果来看，行业动量策略拥挤度对于行业动量策略的表现也具有一定程度的风险预警能力。本轮行业动量崩溃始于 2021 年 9 月，至今最大回撤达 21%，与 2014-2015 年的行业动量策略回撤（20%）基本持平。但是当前行业动量策略拥挤度为 1 倍标准差，仍处于历史较高水平，因此也难言企稳。

风险提示：以上结论均基于历史数据和统计模型的测算，如果未来市场环境发生明显改变，不排除模型失效的可能性。

作者

分析师 林志朋

执业证书编号：S0680518100004

邮箱：linzhipeng@gszq.com

分析师 刘富兵

执业证书编号：S0680518030007

邮箱：liufubing@gszq.com

研究助理 梁思涵

执业证书编号：S0680120070010

邮箱：liangsihan@gszq.com

相关研究

- 1、《量化分析报告：掘金 ETF：拥抱智能汽车发展的黄金时代——汇添富中证智能汽车主题 ETF 投资价值分析》2022-01-18
- 2、《量化专题报告：资产配置的研究路线思考：从量化走向系统化》2022-01-17
- 3、《量化周报：市场开启全面下跌》2022-01-16
- 4、《量化周报：市场短期继续观望》2022-01-09
- 5、《量化分析报告：当前消费行业怎么看？——基本面量化系列研究之二》2022-01-05

内容目录

动量崩溃可能尚未结束.....	3
风险提示.....	5

图表目录

图表 1: 近期基金重仓指数和北向重仓指数发生较大的回撤.....	3
图表 2: 基金重仓和北向重仓与动量因子相关性较高.....	3
图表 3: 个股动量策略拥挤度在 2020 年 12 月达到 3 倍标准差水平, 一路下滑至当前 1.2 倍标准差, 难言见底.....	4
图表 4: 行业动量策略在 2021 年 9 月达到 2 倍标准差水平, 一路下滑至当前 1 倍标准差, 难言见底.....	4

动量崩溃可能尚未结束

在 2021 年 12 月外发的报告《短期交易过于拥挤：三个信号》中，我们曾通过东方财富论坛 NLP 情绪、行业分歧度和期权认购认沽情绪这三个信号来论述当时 A 股对“跨年行情”的预期过于强烈，交易层面显示出过热风险，市场趋势随即扭转，进入了下行通道。

然而巨大的回撤不仅出现在市场整体，更出现在前期表现强势的个股和行业。2021-12-14 至 2022-01-18 这个区间内，沪深 300 下跌了 5.32%，基金重仓指数下跌了 7.53%，北向重仓指数下跌了 8.03%，300 动量指数下跌了 9.46%。

从图表 2 可见，基金重仓策略和北向重仓策略与动量因子均有非常高的相关性，动量崩溃现象的终止可能也就意味着机构重仓策略的企稳，本文将尝试从拥挤度的视角探讨当前动量崩溃现象（即强势股回撤）是否有结束的可能性。

图表 1：近期基金重仓指数和北向重仓指数发生较大的回撤



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：基金重仓和北向重仓与动量因子相关性较高



资料来源：Wind，国盛证券研究所

① 个股动量策略。根据量化多因子的分域测算经验，动量因子在沪深 300 成份中的有效性显著优于中证 500 成分，因此我们以 300 动量指数相对于沪深 300 的超额收益作为个股动量策略的代理指标。而个股动量策略的拥挤度我们则采用专题报告《因子择时的三个标尺：因子动量、因子离散度与因子拥挤度》中的定义方式，即多空换手率比率、多空波动率比率和多空 beta 比率三者的等权平均作为因子拥挤度。

从图表 3 可见，动量策略拥挤度对个股动量策略的见顶预判有着较好的效果，在 2011 年、2014 年和 2021 年均有着明显的风险预警能力。就这一轮的动量崩溃现象而言，个股动量策略拥挤度在 2020 年 12 月达到 3 倍标准差水平，发出了非常强烈的尾部风险预警，2021 年起至今，个股动量策略超额收益的最大回撤已经达到 14%。

尽管个股动量策略回撤巨大，但当前策略拥挤度为 1.2 倍标准差，仍处于历史平均水平之上，因此单从拥挤度视角来看，个股动量策略难言见底。

图表 3: 个股动量策略拥挤度在 2020 年 12 月达到 3 倍标准差水平, 一路下滑至当前 1.2 倍标准差, 难言见底



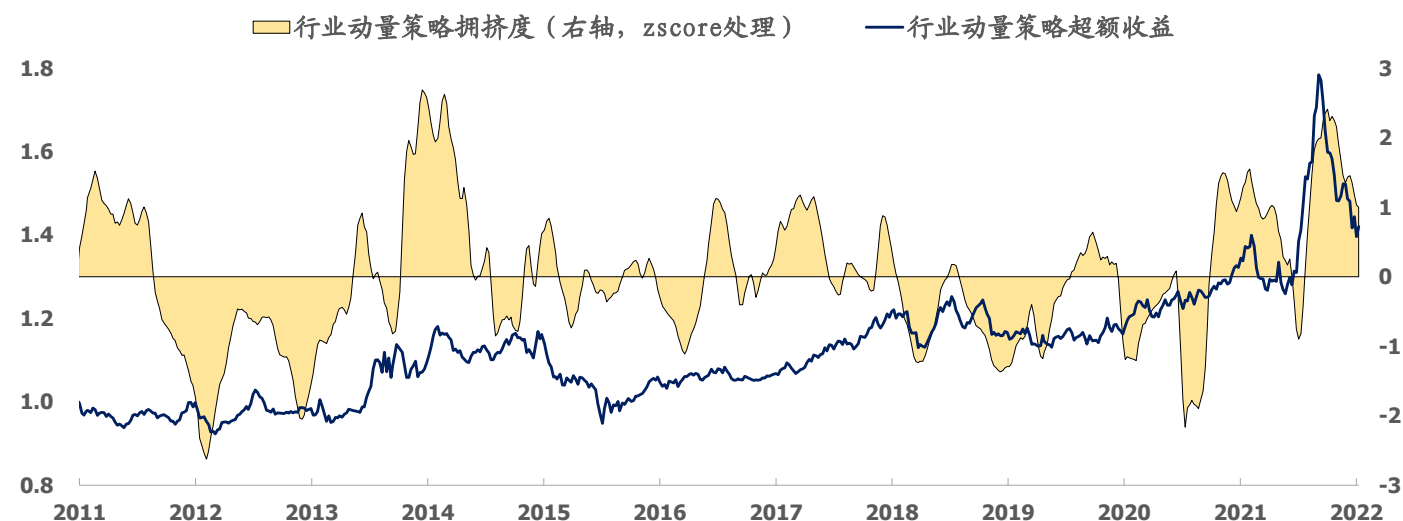
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

② **行业动量策略**。我们将行业动量定义为过去一年行业相对于行业等权指数的信息比率, 排序选取信息比率最高的五个行业, 月度调仓, 以此构建行业动量策略。行业拥挤度的定义则可以参考报告《行业轮动的三个标尺——因子投资 2020 (四)》, 与因子拥挤度定义类似, 是行业换手率比率、行业波动率比率和行业 beta 比率的等权平均。上述只是定义了行业的拥挤度, 那么行业动量策略的拥挤度又应该如何定义呢? 我们将行业动量策略的拥挤度定义为:

$$\text{行业动量策略拥挤度} = \frac{\text{sum}(\text{行业动量指标排名} * \text{行业拥挤度})}{\text{sum}(\text{行业动量指标排名})}$$

从图表 4 来看, 行业动量策略拥挤度对于行业动量策略的表现也具有一定程度的风险预警能力。本轮行业动量崩溃始于 2021 年 9 月, 至今最大回撤达 21%, 与 2014-2015 年的行业动量策略回撤 (20%) 基本持平。但是当前行业动量策略拥挤度为 1 倍标准差, 仍处于历史较高水平, 因此也难言企稳。

图表 4: 行业动量策略在 2021 年 9 月达到 2 倍标准差以上的水平, 一路下滑至当前 1 倍标准差, 难言企稳



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

以上结论均基于历史数据和统计模型的测算，如果未来市场环境发生明显改变，不排除模型失效的可能性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com