

## 长周期动量的崩溃酝酿已久？

### 摘要：

市场的大幅回撤在历史上并不罕见，但为何偏偏这次引发了 CTA 策略的集体回撤大浪潮？在全商品市场止跌企稳的背景下，长周期动量指数依然不见好转，同往常一样，尽管市场上有各种各样的解读（或故事），但是投资人最关心的依然是这样的行情会持续多长时间？什么样的市场条件可以促进市场的稳定。从量化研究的角度来说，又该如何用商品风格因子解读市场，并规避动量崩溃呢？

疫情以来，大宗商品大幅涨价，黑色建材、能源化工以及有色金属轮番上阵，长周期动量策略一度成为了市场的赢家。但是在 2020 年 9 月份之后，动量的盈利构成开始发生了结构性变化，从原本的保持与市场的低相关性（低 Beta），多头组合比空头组合具有稳定的更高的 Alpha，转变为 Beta 成为收益的主导，且空头组合的 Alpha 逐渐超过了多头组合。在市场上涨的行情下，Beta 带来的收益足够丰厚，变化很难察觉得到，但是当 2021 年 10 月之后，全市场大幅回撤，Beta 部分的亏损叠加已经持续一年的 Alpha 的亏损，长周期动量策略难上加难，而这种情况在有数据追踪的 2010 年以来从来没有出现过。

可想而知，即使我们牺牲市值中性的条件，将多头与空头的 Beta 配平，保持多空组合的是 Beta 中性的，依然会面临 Alpha 上的亏损。我们认为只有等到多空组合 Beta 间的差距修复，多头组合的 Alpha 强于空头组合，长周期动量的表现将恢复稳定且长期可靠的状态。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 量化组

陈辰

☎ 0755-23887993

✉ [chenchen@htfc.com](mailto:chenchen@htfc.com)

从业资格号：F3024056

投资咨询号：Z0014257

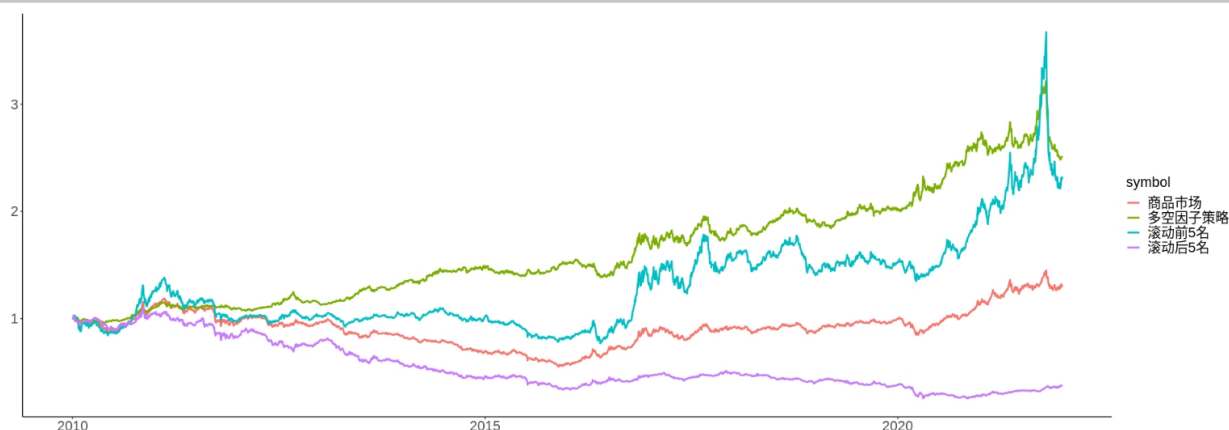
## 2010 年至今

2021 年 10 月黑色建材、能源化工两大板块大幅回撤，带动华泰期货全市场指数下行 3.4%，回撤幅度远小于 2020 年 2 月 (-6.0%)、2020 年 3 月 (-6.5%)、2018 年 11 月 (-6.7%)、2016 年 5 月 (-7.3%) 等，但是当月长周期动量指数回撤 15.7%，创下了历史最大月度亏损记录，并且回撤依然持续至今。值得说的是，市场的趋势类 CTA 策略基金在政策调控时期降低了动力煤等品种的权重，回撤基本已经控制住，策略整体走平，与市场指数一致。

此处的华泰期货全市场指数是我们自主研发的策略商品指数，考虑全部上市的期货品种（包括目前已退市的品种），使用复权的主力连续作为标的，保证指数的可投资性，同时用每月底的持仓金额占比作为下月的权重。

动量因子滚动前 5 名（简称多头组合）较滚后前 5 名（简称空头组合）有明显的持续收益溢价，同时也有更高的波动性，在今年 10 月份这波行情下，空头组合没有出现大幅回撤。

图 1：长周期动量策略分组累计净值

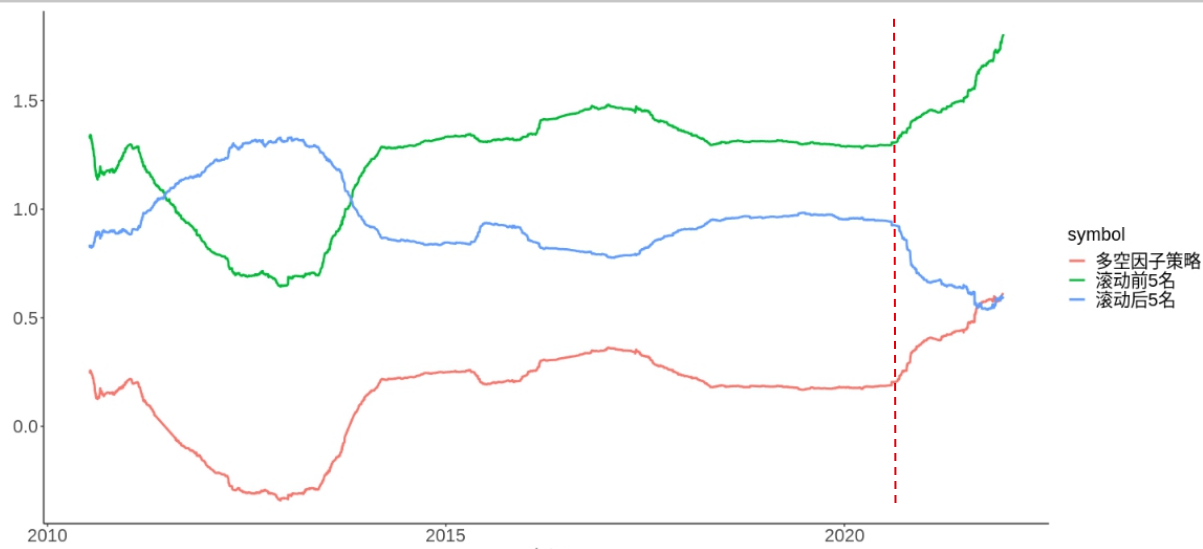


数据来源：天软，华泰期货研究院

引用《Momentum Crashes》一文中逻辑方法，商品市场价格上涨，动量策略会做多 Beta 较大的期货品种（涨的多），做空 Beta 较小的期货品种（涨的少），动量策略获得大幅盈利，但是当市场价格高位回落，Beta 较大的品种往往会大幅回落，而 Beta 较小的品种下跌幅度较小，动量策略收益将大幅回落，而这正是 2021 年 10 月我们经历的情形，下面我们将看到市场下行期间，多头品种的 Beta 变得更大，空头品种的 Beta 变得更小，也就是说回撤的速度大幅高于前期盈利的速度。

在长周期动量策略中，在 2020 年 9 月之后多头组合 Beta 在高位加速上行，空头组合 Beta 低位加速回落，目前接近 0.5。长周期动量策略（多空组合）的 Beta 也超过了 0.5，大幅暴露给全市场，在 11 月之后依然持续。

图 2：长周期动量策略分组 126 日滚动 Beta（2020-09 以来，动量的 Beta 持续显著增长）



数据来源：天软，华泰期货研究院

再将视角转向 Alpha，在历史上前 5 名较后 5 名都有明显的 Alpha 溢价，这是动量因子的超额利润的主要来源。而同样在 2020 年 9 月之后，后 5 名的 Alpha 开始加速上涨，大约在 2021 年 2 月赶超前 5 名的 Alpha，并一直持续至今。

图 3：长周期动量策略分组 126 日滚动 Alpha



数据来源：天软，华泰期货研究院

## 2020 年 9 月至今

自 2020 年 9 月以来，长周期动量对市场的暴露不断增加，Alpha 越来越少。长周期动量前期大幅盈利的底层结构已经发生了大幅变化，不再是赚 Alpha 的钱，而是转为赚 Beta 的钱，大概率还有板块带来的溢价，

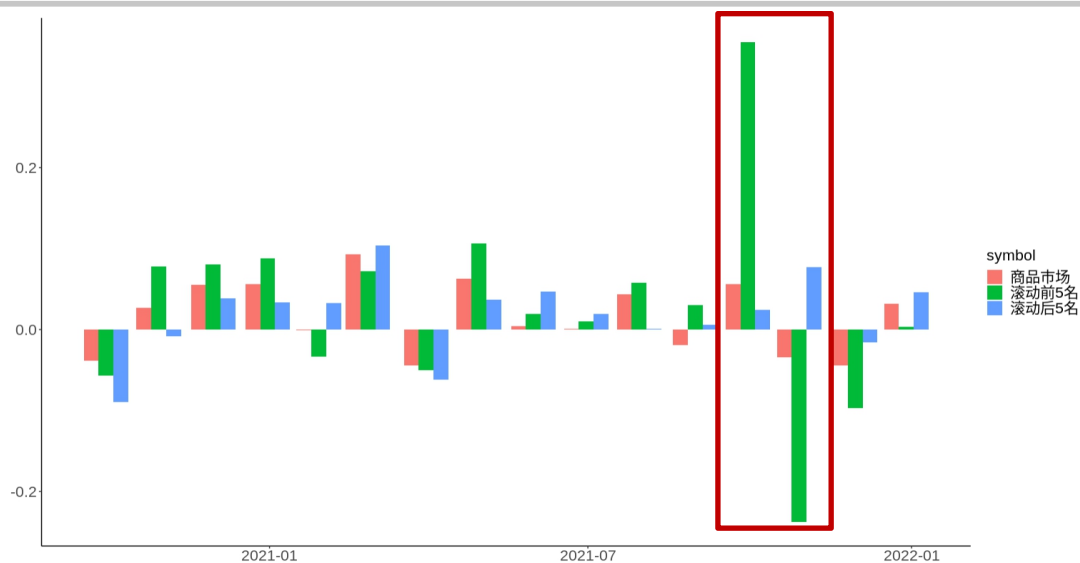
图 4：长周期动量策略与商品市场的相关性逐步增强（2020-09-01 至今）



数据来源：天软，华泰期货研究院

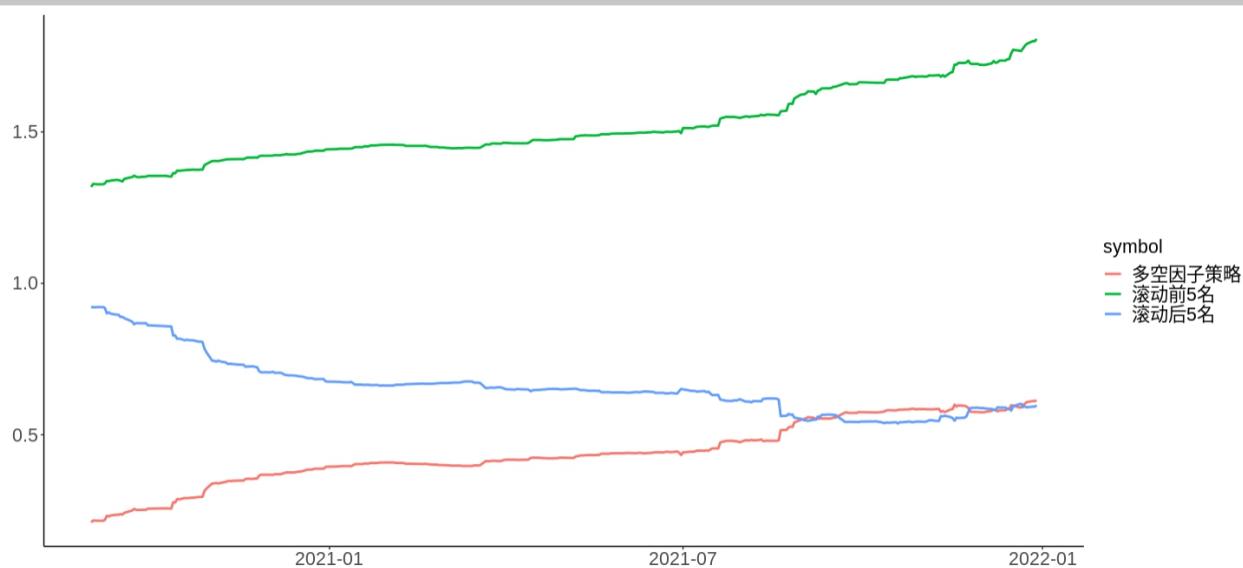
长周期动量在下述理想状况下表现最好：多头组合的收益率略大于市场，空头组合略小于市场，并且这个趋势保持稳定。而在 2021 年 9 月，多头组合盈利的收益率高于市场数倍，2021 年 10 月，多头组合亏损高于市场数倍，而空头在盈利，更加加速了动量下跌。

图 5：长周期动量策略月度收益率与市场月度收益率对比（2020-09-01 至今）



数据来源：天软，华泰期货研究院

图 6：长周期动量策略分组 126 日滚动 Beta（2020-09-01 至今）



数据来源：天软，华泰期货研究院

图 7：长周期动量策略分组 126 日 Alpha (2020-09-01 至今)



数据来源：天软，华泰期货研究院

滚动 Alpha 上，空头组合持续强于多头组合，在 2021 年 10 月前，由于多空组合中 Beta 贡献了大量收益抵消了 Alpha 上的亏损，10 月之后，两者叠加，长周期策略难上加难。可想而知，即使我们牺牲市值中性的条件，将多头与空头的 Beta 配平，保持多空组合的 Beta 中性的，依然会面临 Alpha 上的亏损（下图中 Beta 配平策略会有少量的空闲资金）。

图 8：长周期动量策略原始净值与 Beta 配平后净值对比（黑线为 Beta 配平后净值，红线为原始数据）



数据来源：天软，华泰期货研究院

我们认为等到多空组合 Beta 间的差距修复，多头组合的 Alpha 强于空头组合，长周期动量的表现将恢复稳定且长期可靠的状态。

**● 免责声明**

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

**● 公司总部**

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com