粤开证券 YUEKAI SECURITIES

投资策略研究

【粤开策略大势研判】回测历史，看清“抱团松动”

2021 年 02 月 21 日

分析师：殷越
执业编号：S0300517040001
电话：021-51782237
邮箱：yinyue@ykzq.com

近期报告

《【粤开策略专题】盘前必读！一文读懂春节假期那些事儿》2021-02-18

《【粤开策略流动性专题】春节前后流动性如何影响 A 股市场》2021-02-18

《【粤开策略解盘】一致性预期不灵了么-0218》2021-02-18

《【粤开策略解盘】关注盘中三大看点-0219》2021-02-19

《【粤开策略】富时罗素纳入科创板影响几何》2021-02-20

投资要点

牛年伊始，市场风格有变

牛年开年以来市场风格出现较大变化，主要体现在以下特征：

其一，机构抱团行情松动，资金高低切换。从本周涨跌情况来看，以采掘、有色金属为代表的传统周期板块表现突出，而家用电器、食品饮料、电气设备、医药生物等前期资金抱团集中的高位板块出现回调。

其二，指数走势分化，创业板指连续两个交易日出现回调。从指数构成看，前十大权重股在创业板指整体市值中占比约为 46.66%，主要分布在新能源和生物医药板块，机构抱团股松动，光伏、新能源等高位权重股持续调整，带动创业板指下挫。

其三，中小市值股票崛起。与年前“以大为美”的市场风格不同，牛年开年以来中小市值股票异军突起，尽管指数震荡调整，市场中上涨的个股家数远超于下跌家数，赚钱效应较好，市场仅有少数抱团股上涨的“二八分化”现象有所改变。

历史抱团行情如何演绎

我们以上证 50 指数、中证 500 和中证 1000 指数分别作为观测大市值公司和中小市值公司的重要依据，通过回顾 2005 年以来指数的历史走势，选取了 2007 年和 2017 年与此轮年初的抱团行情进行类比。从风格方面来看，2007 年 A 股正值牛市，市场出现普涨，**其中周期表现更为突出**；2017 年处于全球贸易景气修复周期，国内供给侧改革持续推进，A 股体现为结构性行情，**金融、消费表现更为突出。**

（一）经济景气上行催化抱团行情

通过类比，我们认为几轮抱团行情在经济基本面存在异曲同工之处，**经济景气上行，助推抱团行情展开。**

2006-2007 年我国经济处于高速增长的繁荣期，GDP 累计同比增速最高超过了 14%，CPI 迅速上行；2017 年全球贸易景气修复，经济回升，我国企业盈利处于扩张周期，供给侧改革推进之下，工业产能利用率迅速提升，龙头企业更为受益；2020 年下半年，国内经济持续改善，复苏逻辑得到了经济数据的反复验证，GDP 增速持续修复，2021 年 1 月 PPI 由负转正，经济复苏预期为市场上涨提供了重要支撑。

（二）经济走弱叠加流动性收紧，抱团行情终结

抱团行情的终结，与经济走弱及流动性收紧密切相关：

2007 年，随着美国次贷危机向全球扩散，外围经济以及金融市场的环境出现了明显的恶化，引发了对于国内经济增长的担忧，同时也改变了企业盈利预期，07 年牛市在创下 6124 高点之后掉头向下。流动性方面，CPI 屡创新高，为应对通胀压力，货币政策收紧，央行连续上调存贷款利率和法定存款准备

金率。

2018 年，经济进入下行通道，企业盈利进入下行周期，受基本面走弱影响，A 股市场风险偏好下降。流动性方面，M2 持续下行，最低至 8%，社会融资规模同比 2017 年也出现了较为明显的下滑。

大势研判：春季行情有望向纵深展开，关注中小盘估值修复

通过上面分析，**抱团行情的彻底瓦解往往会伴随着宏观经济的走弱以及流动性大幅收紧。**根据我们对于年内行情的判断，2021 年经济将回归内生增长，基本面因素有望持续复苏；政策方面，强调构建“双循环”新发展格局，另外“十四五”规划指导之下，各行业规划将陆续出台，相关产业链有望迎来快速发展机会，规划中重点提及的新基建、新能源汽车、硬科技和高端装备制造等领域将充分受益于政策红利；同时资本市场改革持续推进，A 股机构化和国际化的进程将进一步提速，叠加我国居民财富配置的路径逐步向资本市场转移，未来增量资金的注入值得期待，**从基本面、政策面和流动性来看，抱团行情尚不具备瓦解的基础。**

大势方面，创业板在此前的行情中持续引领沪深指数上行，估值中枢整体上移，叠加前期集中抱团高位股筹码松动，相对高位指数面临一定震荡整固的需求。上证指数方面，在突破 3700 点之后，尽管短期震荡概率增大，但突破平台阻力位之后，市场向上的空间已经打开，后续依旧有望向 15 年 8 月份的平台高点 4000 点区域迈进。

配置方向上，中短期资金的高低切换一定程度上反映了市场对于高位股上方是否还有空间的疑虑，资金有望从高位股转而流向估值相对较低的超跌绩优股，随着增量资金的注入，中小盘的估值修复行情有望展开。可重点关注受益于全球经济复苏带来的需求共振，以及补库存周期开启等利好因素刺激下，存在涨价预期的顺周期板块；以及受益于利率提升，市场环境回暖带来盈利修复的大金融板块。另外，从中长期的角度来看，大量新募投公募资金的入场以及资本市场的对外开放将助力 A 股稳健发展，高位抱团股多为蓝筹白马，业绩稳定性强，在消化估值压力后，仍可逢低布局。

风险提示：政策推进不及预期、经济超预期下行、外围环境超预期走弱

目 录

一、牛年伊始，市场风格有变 4
二、历史抱团行情如何演绎 5
（一）经济景气上行催化抱团行情 6
（二）经济走弱叠加流动性收紧，抱团行情终结 7
三、大势研判：春季行情有望向纵深展开，关注中小盘估值修复 8

图表目录

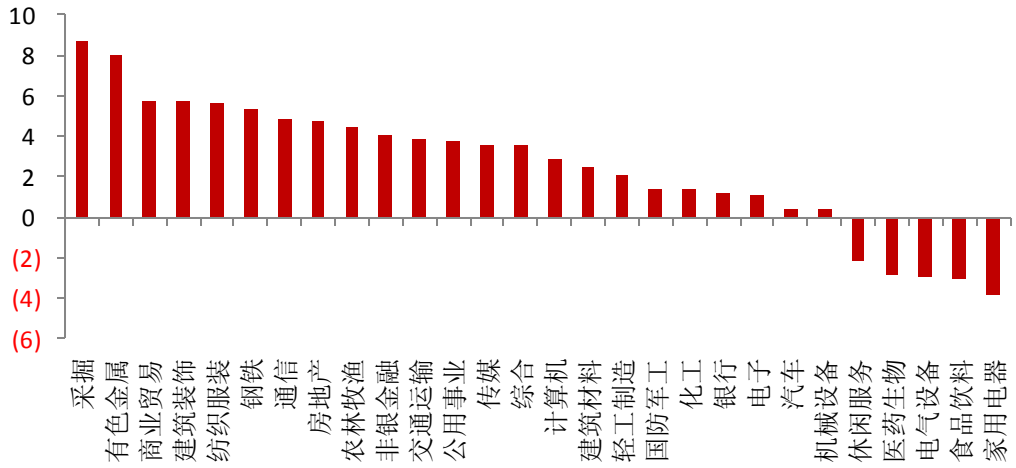
图表 1： 本周行业涨跌情况（2021.2.18-2021.2.19） 4
图表 2： 沪指、创业板指走势分化 4
图表 3： 各市值区间上市公司平均涨跌幅（2 月 19 日） 5
图表 4： 2007、2017 年大小指数走势分化较为明显 5
图表 5： 2007 年周期表现更为突出 6
图表 6： 2017 年金融消费相对占优 6
图表 7： GDP 增速情况 6
图表 8： 2006-2007 年 CPI 迅速上行 6
图表 9： 2017 年工业产能利用率迅速提升 7
图表 10： PPI 增速情况 7
图表 11： 2017 年下半年经济进入下行通道 7
图表 12： 企业盈利下行 7
图表 13： M2 持续下行 8
图表 14： 社融规模同比下滑 8

一、牛年伊始，市场风格有变

牛年开年以来市场风格出现较大变化，主要体现在以下特征：

其一，机构抱团行情松动，资金高低切换。从本周涨跌情况来看，以采掘、有色金属为代表的传统周期板块表现突出，而家用电器、食品饮料、电气设备、医药生物等前期资金抱团集中的高位板块出现回调。

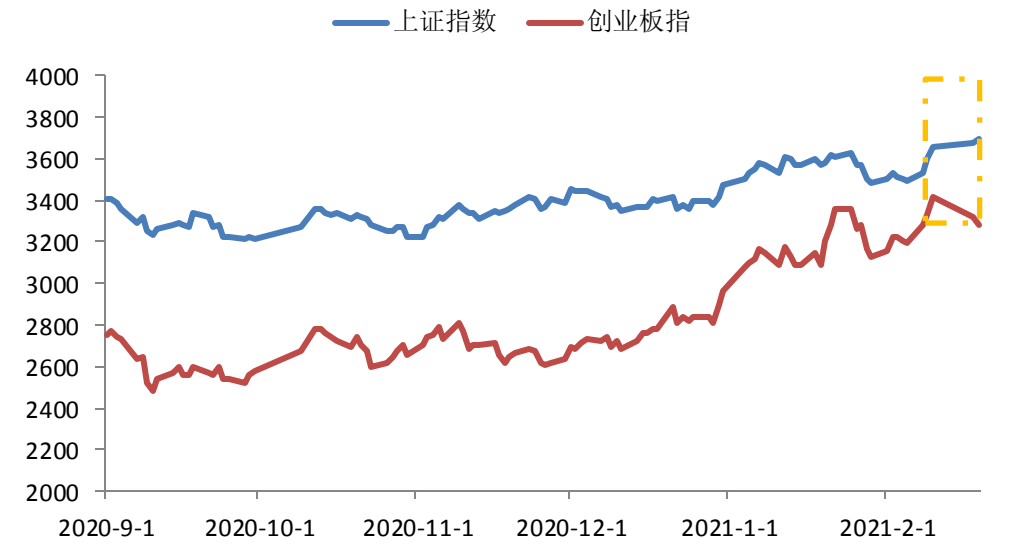
图表1：本周行业涨跌情况（2021.2.18-2021.2.19）



资料来源：wind、粤开证券研究院

其二，指数走势分化，创业板指连续两个交易日出现回调。从指数构成看，前十大权重股在创业板指整体市值中占比约为 46.66%，主要分布在新能源和生物医药板块，机构抱团股松动，光伏、新能源等高位权重股持续调整，带动创业板指下挫。

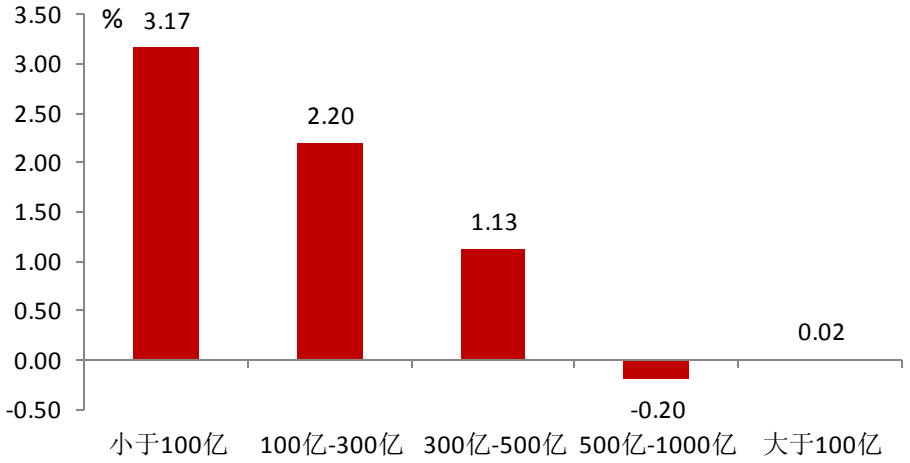
图表2：沪指、创业板指走势分化



资料来源：wind、粤开证券研究院

其三，中小市值股票崛起。与年前“以大为美”的市场风格不同，牛年开年以来中小市值股票异军突起，尽管指数震荡调整，市场中上涨的个股家数远超于下跌家数，赚钱效应较好，市场仅有少数抱团股上涨的“二八分化”现象有所改变。

图表3：各市值区间上市公司平均涨跌幅（2月19日）

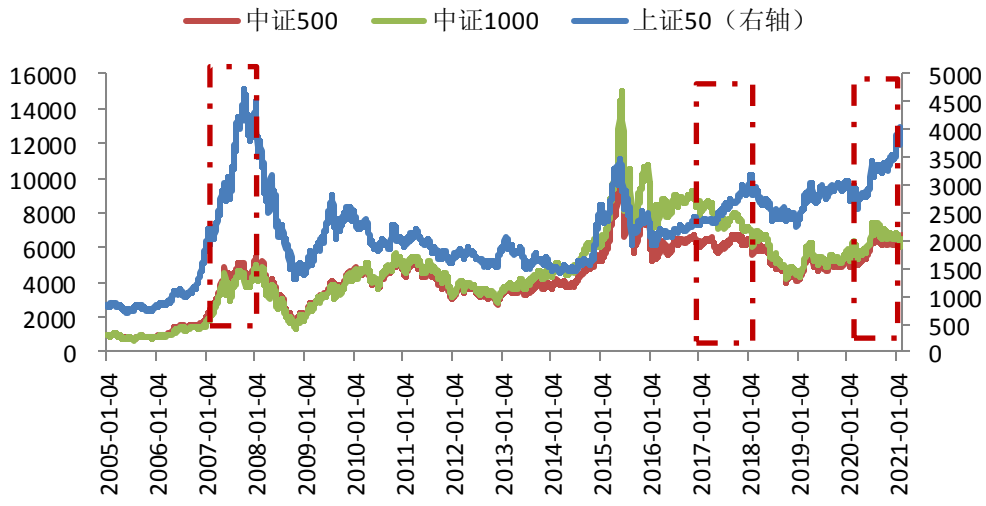


资料来源：wind、粤开证券研究院

二、历史抱团行情如何演绎

我们以上证50指数、中证500和中证1000指数分别作为观测大市值公司和中小市值公司的重要依据，通过回顾2005年以来指数的历史走势，选取了2007年和2017年与此轮年初的抱团行情进行类比。

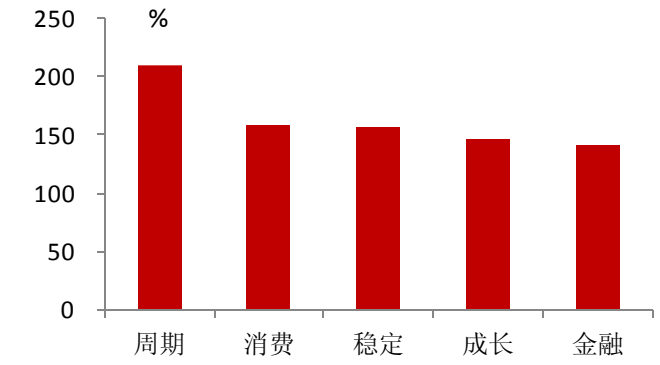
图表4：2007、2017年大小指数走势分化较为明显



资料来源：wind、粤开证券研究院

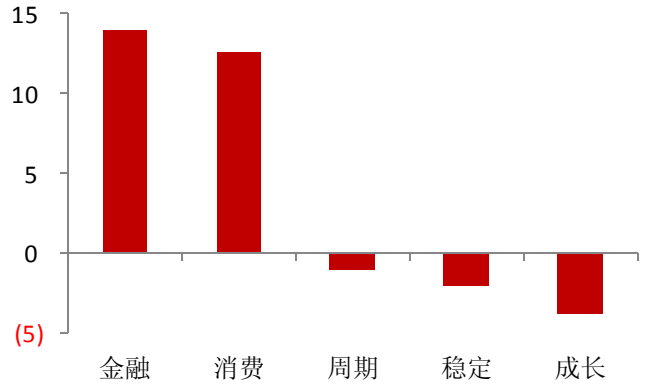
从风格方面来看，2007 年 A 股正值牛市，市场出现普涨，**其中周期表现更为突出**；2017 年处于全球贸易景气修复周期，国内供给侧改革持续推进，A 股体现为结构性行情，**金融、消费表现更为突出。**

图表5：2007 年周期表现更为突出



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表6：2017 年金融消费相对占优



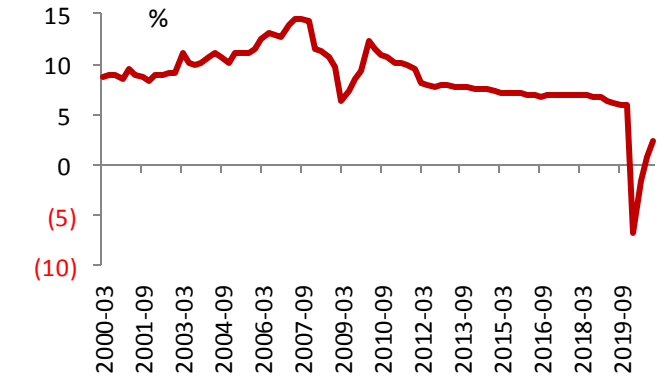
资料来源：wind、粤开证券研究院

（一）经济景气上行催化抱团行情

通过类比，我们认为几轮抱团行情在经济基本面存在异曲同工之处，**经济景气上行，助推抱团行情展开。**

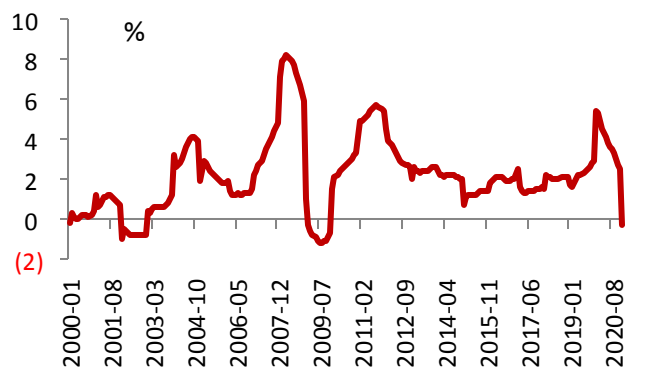
2006-2007 年我国经济处于高速增长的繁荣期，GDP 累计同比增速最高超过了 14%，CPI 迅速上行；2017 年全球贸易景气修复，经济回升，我国企业盈利处于扩张周期，供给侧改革推进之下，工业产能利用率迅速提升，龙头企业更为受益；2020 年下半年，国内经济持续改善，复苏逻辑得到了经济数据的反复验证，GDP 增速持续修复，2021 年 1 月 PPI 由负转正，经济复苏预期为市场上涨提供了重要支撑。

图表7：GDP 增速情况



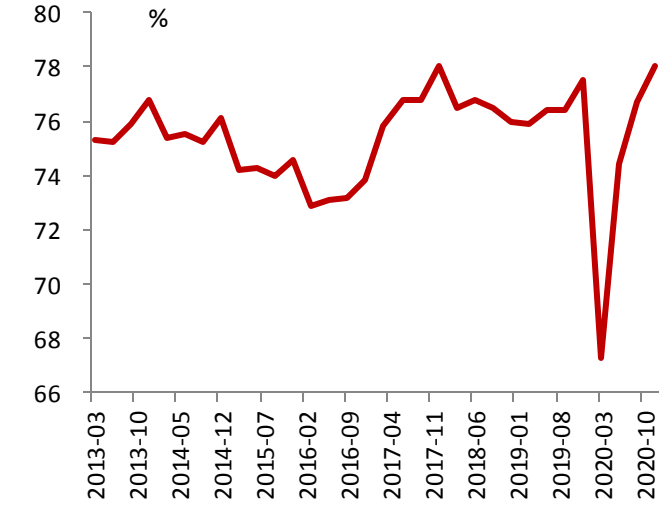
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表8：2006-2007 年 CPI 迅速上行



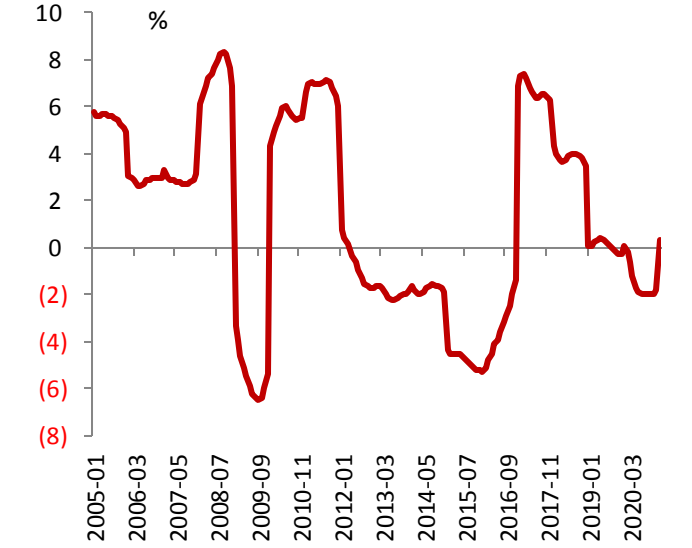
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表9：2017 年工业产能利用率迅速提升



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表10：PPI 增速情况



资料来源：wind、粤开证券研究院

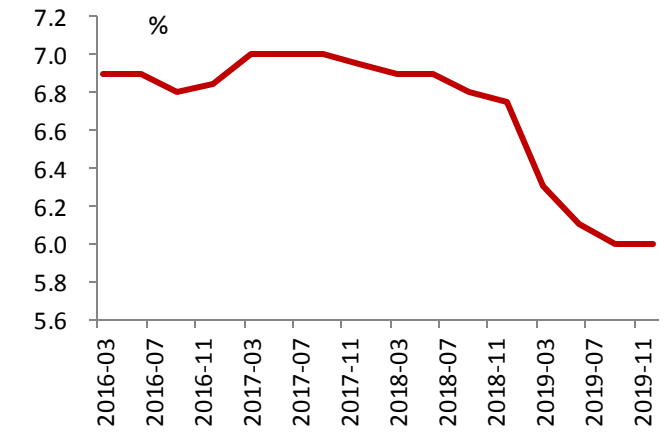
（二）经济走弱叠加流动性收紧，抱团行情终结

抱团行情的终结，与经济走弱及流动性收紧密切相关：

2007 年，随着美国次贷危机向全球扩散，外围经济以及金融市场的环境出现了明显的恶化，引发了对于国内经济增长的担忧，同时也改变了企业盈利预期，07 年牛市在创下 6124 高点之后掉头向下。流动性方面，CPI 屡创新高，为应对通胀压力，货币政策收紧，央行连续上调存贷款利率和法定存款准备金率。

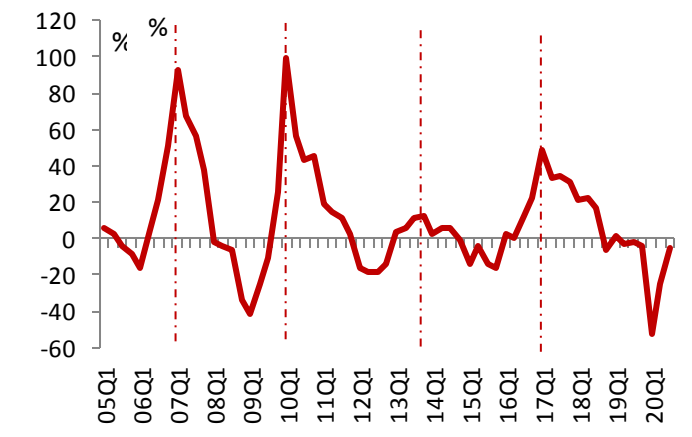
2018 年，经济进入下行通道，企业盈利进入下行周期，受基本面走弱影响，A 股市场风险偏好下降。流动性方面，M2 持续下行，最低至 8%，社会融资规模同比 2017 年也出现了较为明显的下滑。

图表11：2017 年下半年经济进入下行通道



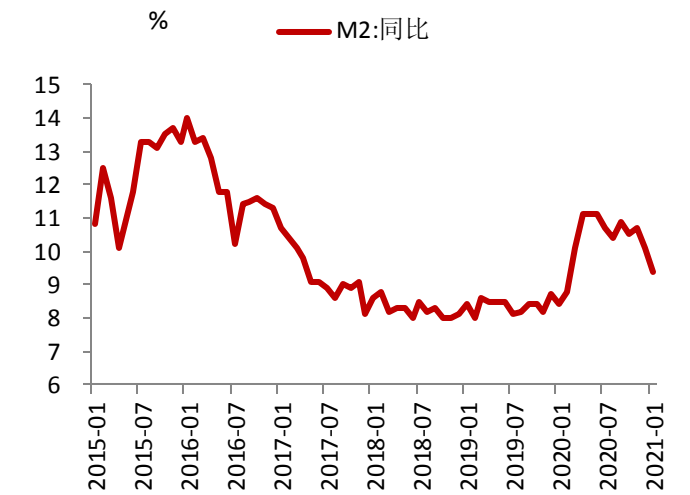
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表12：企业盈利下行



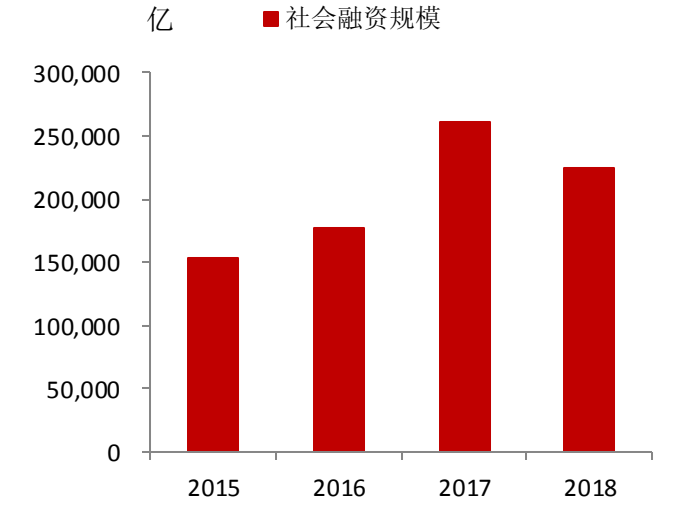
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表13：M2 持续下行



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表14：社融规模同比下滑



资料来源：wind、粤开证券研究院

三、大势研判：春季行情有望向纵深展开，关注中小盘估值修复

通过上面分析，**抱团行情的彻底瓦解往往会伴随着宏观经济的走弱以及流动性大幅收紧**。根据我们对于年内行情的判断，2021 年经济将回归内生增长，基本面因素有望持续复苏；政策方面，强调构建“双循环”新发展格局，另外“十四五”规划指导之下，各行业规划将陆续出台，相关产业链有望迎来快速发展机会，规划中重点提及的新基建、新能源汽车、硬科技和高端装备制造等领域将充分受益于政策红利；同时资本市场改革持续推进，A 股机构化和国际化的进程将进一步提速，叠加我国居民财富配置的路径逐步向资本市场转移，未来增量资金的注入值得期待，**从基本面、政策面和流动性来看，抱团行情尚不具备瓦解的基础。**

大势方面，创业板在此前的行情中持续引领沪深指数上行，估值中枢整体上移，叠加前期集中抱团高位股筹码松动，相对高位指数面临一定震荡整固的需求。上证指数方面，在突破 3700 点之后，尽管短期震荡概率增大，但突破平台阻力位之后，市场向上的空间已经打开，后续依旧有望向 15 年 8 月份的平台高点 4000 点区域迈进。

配置方向上，中短期资金的高低切换一定程度上反映了市场对于高位股上方是否还有空间的疑虑，资金有望从高位股转而流向估值相对较低的超跌绩优股，随着增量资金的注入，中小盘的估值修复行情有望展开。可重点关注受益于全球经济复苏带来的需求共振，以及补库存周期开启等利好因素刺激下，存在涨价预期的顺周期板块；以及受益于利率提升，市场环境回暖带来盈利修复的大金融板块。另外，从中长期的角度来看，大量新募投公募资金的入场以及资本市场的对外开放将助力 A 股稳健发展，高位抱团股多为蓝筹白马，业绩稳定性强，在消化估值压力后，仍可逢低布局。

分析师简介

殷越 ,上海财经大学硕士 ,2017 年加入粤开证券 ,现任首席市场分析师、新三板研究负责人。证书编号 :S0300517040001。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

网址：www.ykzq.com