东兴证券 DONGXING SECURITIES

抱团的起点和终点

2021 年 1 月 24 日

A 股策略 | 策略周报

分析师	杨若木 电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
联系人	林莎 电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070056
研究助理	高天然 电话：010-66554044	邮箱：gaotr@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070029

摘要：

历史上共出现三次极端分化，对应三次资金抱团。2021 年 1 月以来市场分化演绎到极致，极少数权重股上涨而大部分股票下跌。回顾来看，类似的极端分化的行情在 2007 年 10 月和 2018 年 1 月也曾出现过，极端分化往往出现在资金抱团行情途中。以（1）行业板块流通市值占总流通市值的比重、（2）A 股是否出现所有行业全面下跌来观察资金抱团的演变，当行业风格流通市值占总流通市值上行超过 1 年，将开始上行时点定义为资金抱团的起点，行业风格流通市值占总流通市值比进入下行区间超半年或 A 股开始全面下跌的时点定义为资金抱团终点。我们将 2005 年以来的行情划分出 3 段资金抱团区间，分别为：2006 年 1 月至 2007 年 12 月、2016 年 1 月至 2017 年 12 月和 2019 年 2 月至今。

分析前两次抱团起始的特征，发现：两次抱团起于经济向好+流动性相对宽松的宏观环境。经济角度，2006-2007 年处于经济繁荣的时代，2007 年是史无前例的黄金时代，实际 GDP 增速达 15.0%，创下前后 27 年的新高水平；2016 年受益于供给侧改革，工业企业产能利用率持续走高（从 74%上升到 78%），周期行业净利润大幅提升。流动性角度，2006 年前后动性环境中性偏松；2016 年流动性也维持整体宽松。**这两次抱团的终点都在经济顶部+流动性收紧的宏观环境下出现。**经济角度，受全球金融危机冲击，2008 年起 GDP 连续下跌，2018 年中美贸易摩擦进一步加剧经济下行。由于宏观经济开始走向复苏，流动性自 2006 年 4 月开始由宽松向中性转变；2018 年强化金融去杠杆，流动性环境明显收紧。

两次抱团均集中在被业绩向好、价值被低估的行业。首次抱团周期相对市场整体显著占优 2 年，金融显著占优也有 1 年。相关行业大幅抬估值：有色、银行、非银估值历史分位数分别从 17.3%、30%、36%上升到 95.1%、84.6%、50.8%。2005 年年报银行、有色金属业绩表现优异，且 2006 年市场对这两个行业的 EPS 一致预期也出现明显改善。2006-2007 年期间银行、有色归母净利润增速达 49.7%/59.8%（全 A 为 49.1%）。第二次的抱团，伴随居民可支配收入的回暖，食品饮料、家电等消费板块业绩表现优良且稳定（归母净利润增速 20.6%、30.5%），银行、非银估值处于历史低位，资金寻找到这些业绩较优的估值洼地。

对照来看，本次抱团开始于宏观经济回暖、流动性宽松，强化于疫情冲击经济下行，超额流动性泛滥。2019 年年初经济表现向好，流动性比较充裕，资金抱团于消费、科技特别是食品饮料、电子板块，2019 年年末，伴随着经济回到复苏区间，市场预期货币政策可能收紧，但 2020 年初疫情的出现导致经济大幅下行，流动性再度转向宽松，资金抱团集中在食品饮料、医药、电新等。本轮抱团的行业风格为消费和成长，相对充裕的资金在追逐具备长期盈利稳定性的食品饮料等，也能够支撑兼具短期业绩兑现以及长期成长空间的电子、电新等成长股。

当前经济仍处复苏区间，流动性由宽松向收紧过渡，消费、成长业绩仍在兑现，抱团仍未到瓦解之时。当前宏观经济仍处于疫情冲击后的复苏区间，2020 年 5 月以来受疫情冲击影响而极端宽松的货币政策逐步回归正常化。11 月以来社融、M2 增速回落，流动性进一步收紧。目前流动性处于宽松后期收紧前期，尚未达到之前两次抱团结束时流动性紧缩中后期的状态。食品饮料等消费板块虽受疫情冲击但回暖显著，电新等业绩仍在持续兑现，抱团或仍在途中。

风险提示:行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期，政策推进不及预期。

目 录

1. 历史上两次极端分化对应两次资金抱团 3
2. 历史的两次抱团起于经济向好+流动性相对宽松，终于经济顶部+流动性收紧 4
3. 抱团的方向在于寻找被业绩向好、价值被低估的行业 8
4. 本次抱团开始流动性环境相似但宏观经济环境不同 12
5. 风险提示 14

插图目录

图 1：第一轮资金抱团为 2006 年 1 月至 2007 年 12 月 3
图 2：第二轮资金抱团为 2016 年 1 月至 2017 年 12 月 3
图 3：第三轮资金抱团为 2019 年 2 月至今 4
图 4：两段历史资金抱团都结束于市场全面普跌 4
图 5：工业产能利用率自 2015 年底一路攀升 5
图 6：煤炭、钢铁行业净利润大幅增长 5
图 7：2006 年初 Shibor、1 年期国债利率、10 年期国债利率稳定维持在低位 5
图 8：2016 年初 Shibor、1 年期国债利率、10 年期国债利率和 M2 增速都稳定保持在低位 6
图 9：2016 年初社会融资规模增速基本稳定 6
图 10：2007 年 GDP 同比高达 15%，创历史前后 27 年之最 6
图 11：2018 年 GDP 持续走弱 7
图 12：2018 年 2 月工业增加值首次转负 7
图 13：2016 年 4 月开始年流动性加速收紧，shibor、1 年期国债利率和 10 年期国债利率持续上行 7
图 14：2016 年下半年以来 M2 增速回落，Shibor、1 年期国债利率、10 年期国债利率持续上升，流动性明显收紧 8
图 15：2005 年纺服、电新、轻工、军工、银行、有色等业绩表现最优 9
图 16：纺织服装、轻工制造预测 EPS 持续下行 9
图 17：2006 年有色、银行等业绩显著优于全部 A 股 10
图 18：伴随军工业绩持续下行，资金也持续流出 10
图 19：2008 年底抱团松动后资金流向食品饮料、医药 10
图 20：2009-2012 年，食品饮料业绩增速维持高位 10
图 21：2009 年下半年开始，通胀显著上升 11
图 22：2009-2012 年茅台、泸州老窖等提价超 1 倍 11
图 23：第二轮抱团开始于 2016 年 1 月，抱团集中于金融和消费 11
图 24：居民可支配收入 2016-2017 显著回暖 12
图 25：2016 年食品饮料、家电业绩显著回暖 12
图 26：2019 年 shibor、1 年期国债利率、10 年期国债利率、M2 增速都稳定保持在低位 13
图 27：2019 年 2 月风格由金融、消费转向消费、成长 13
图 28：电子、电新等行业 2019 年以来业绩持续爆发 13
图 29：2020 年 5 月以来 shibor、1 年期国债利率、10 年期国债利率逐渐走高，M2 增速回落 14

1. 历史上两次极端分化对应两次资金抱团

2021 年 1 月初，市场出现极端分化。体现在三个维度，第一是大盘股表现优于小盘股，第二是市场整体上涨但上涨家数远小于下跌家数，第三是上涨集中在大市值。我们在 2021 年 1 月 17 日发布的报告《极端分化与抱团松动》中回顾了 2005 年至今的历史行情，发现类似的极端分化的行情在 2007 年 10 月和 2018 年 1 月也曾出现过，并且极端分化行情同时伴随着资金抱团。本文延续此前的研究，对极端分化行情出现的两段历史资金抱团区间的开始与结束进行分析，希望为当前行情演变提供参考。

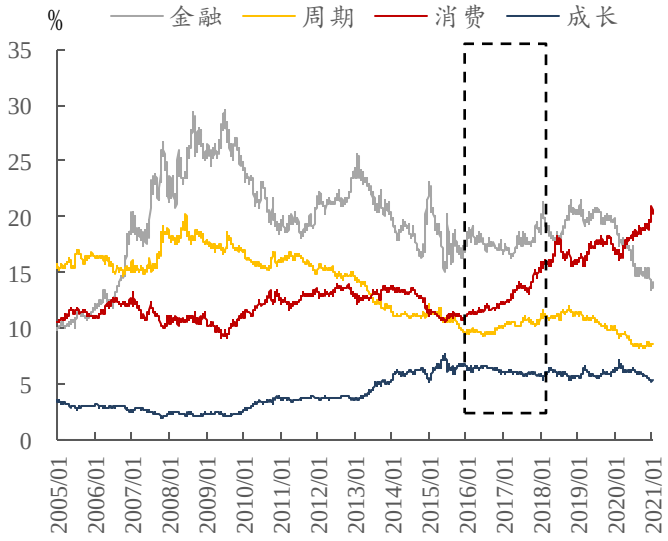
以（1）行业板块流通市值占总流通市值比比重、（2）A 股是否出现所有行业全面下跌来观察资金抱团的演变，当行业风格流通市值占总流通市值上行超过 1 年，将开始上行时点定义为为资金抱团的开始，行业风格流通市值占总流通市值比进入下行区间超半年或 A 股开始全面下跌的时点作为资金抱团的结束。我们划分出 3 段资金抱团区间，分别为：2006 年 1 月至 2007 年 12 月、2016 年 1 月至 2017 年 12 月和 2019 年 2 月至今。

图 1：第一轮资金抱团为 2006 年 1 月至 2007 年 12 月



数据来源：wind、东兴证券研究所

图 2：第二轮资金抱团为 2016 年 1 月至 2017 年 12 月



数据来源：wind、东兴证券研究所

图 3：第三轮资金抱团为 2019 年 2 月至今



数据来源 ：wind、东兴证券研究所

图 4：两段历史资金抱团都结束于市场全面普跌



数据来源 ：wind、东兴证券研究所

2. 历史的两次抱团起于经济向好+流动性相对宽松，终于经济顶部+流动性收紧

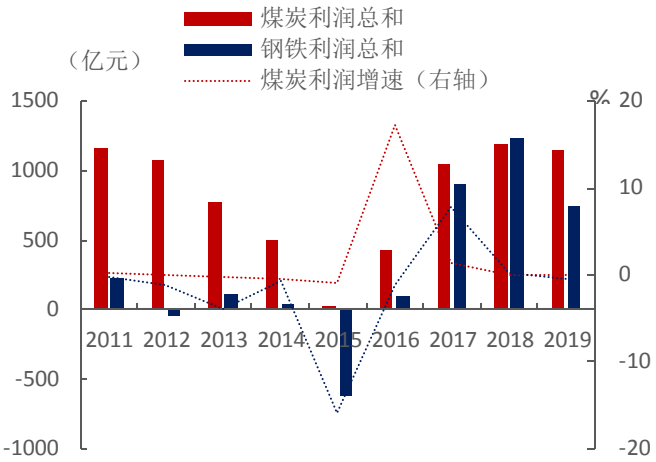
历史的两次抱团起于经济向好+流动性相对宽松。经济角度来看，2006-2007 年处于经济繁荣的时代，2007 年是史无前例的宏观黄金时代，GDP 增速达 15.0%，创下前后 27 年的新高水平；2016 年开始受益于供给侧改革，工业企业产能利用率持续走高，从 2015 年底的 74.0%一路攀升到 2017 年底的 78.0%，传统周期行业的净利润大幅提升，钢铁、煤炭行业净利润自 2005 年 23.92/-617.08 亿元增至 2007 年 1049.32/909.94 亿元，煤炭行业利润增速最高达 17.18%。从流动性角度来看，自 2006 年 4 月开始流动性从极度宽松逐渐走向中性，2007 年 7 月中央政治局会议指明“把遏制经济增长由偏快转为过热作为当前宏观调控的首要任务”，流动性持续收紧。2017 年 4 月开始 M2 增速下行，到 2018 年 1 月为止 M2 增速已从 10.1%下行至 8.1%，社会融资规模增速从 15.5%下行至 13.41%。量的收缩伴随着利率的上行，流动性明显收紧。

图 5：工业产能利用率自 2015 年底一路攀升



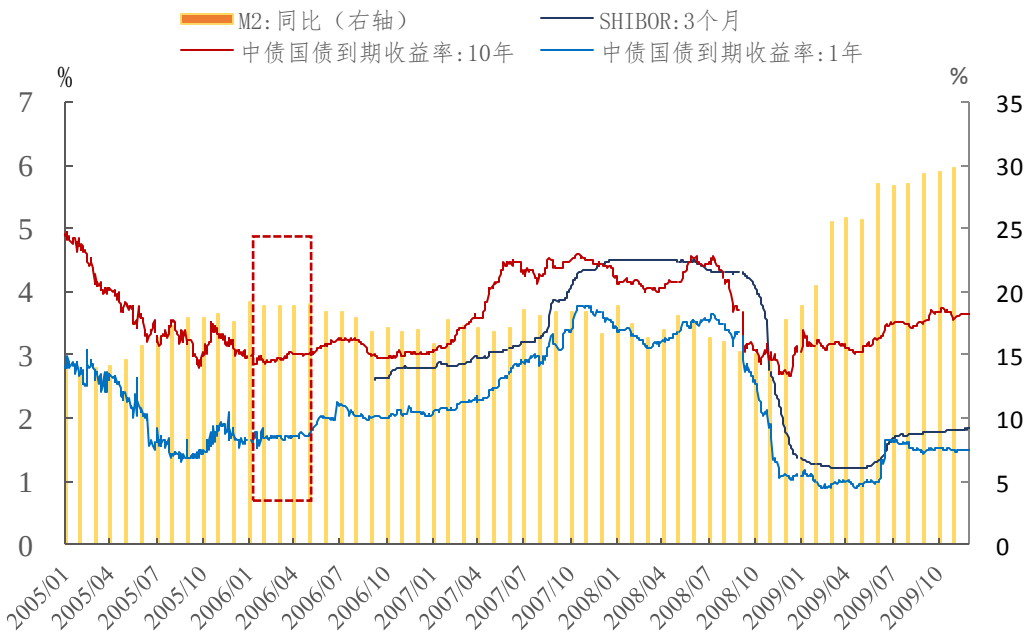
数据来源：wind、东兴证券研究所

图 6：煤炭、钢铁行业净利润大幅增长



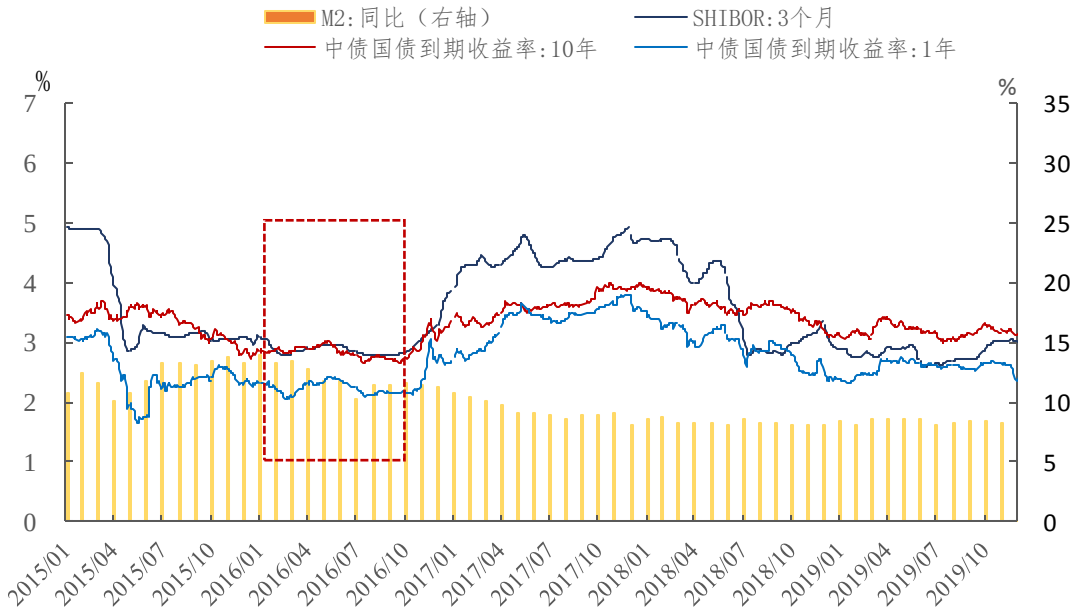
数据来源：wind、东兴证券研究所

图 7：2006 年初 Shibor、1 年期国债利率、10 年期国债利率稳定维持在低位



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 8：2016 年初 Shibor、1 年期国债利率、10 年期国债利率和 M2 增速都稳定保持在低位



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 9：2016 年初社会融资规模增速基本稳定



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 10：2007 年 GDP 同比高达 15%，创历史前后 27 年之最



资料来源：wind、东兴证券研究所

这两次抱团的终点都在经济顶部+流动性收紧的宏观环境下出现。经济角度来看，受全球金融危机冲击，2008 年起 GDP 连续下跌，2008 年 GDP 增速 9.09%，降幅达 4.55%；2018 年 GDP 增速降至 7 以下，经济处在长期下行通道，叠加中美贸易摩擦影响经济环境进一步走弱，工业增加值同比首次转负。流动性角度来看，2007

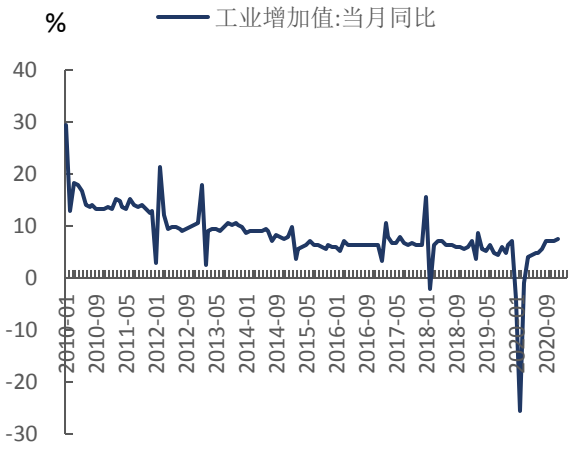
年年底，为应对经济过热带来的通胀压力，央行自 2016 年 4 月起已经 13 次上调准备金率，7 次上调存贷款基准利率，流动性加速收紧，利率持续上行；2018 年初利率持续上涨，2017 年 4 月以来 M2 持续下行，2018 年 1 月为止 M2 增速已从 10.1%下行至 8.1%，社会融资规模增速从 15.5%下行至 13.41%。

图 11：2018 年 GDP 持续走弱



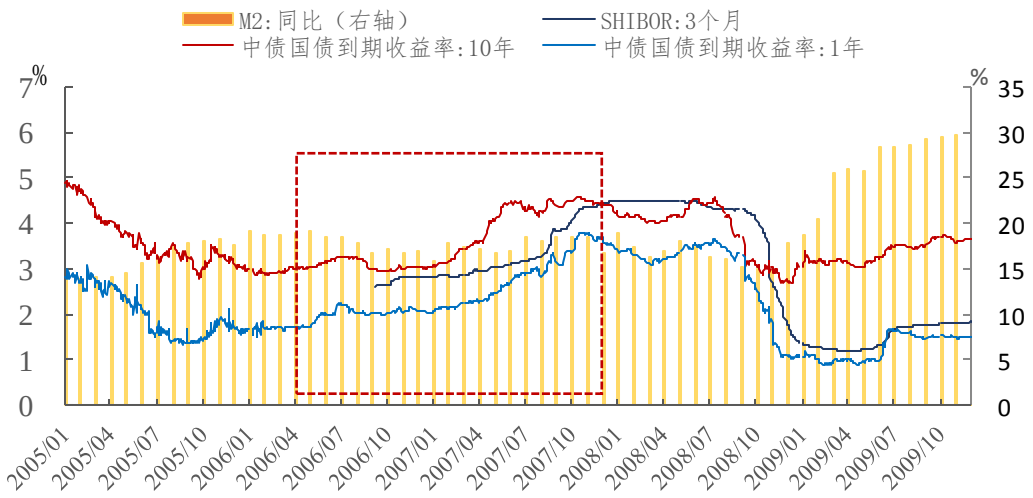
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 12：2018 年 2 月工业增加值首次转负



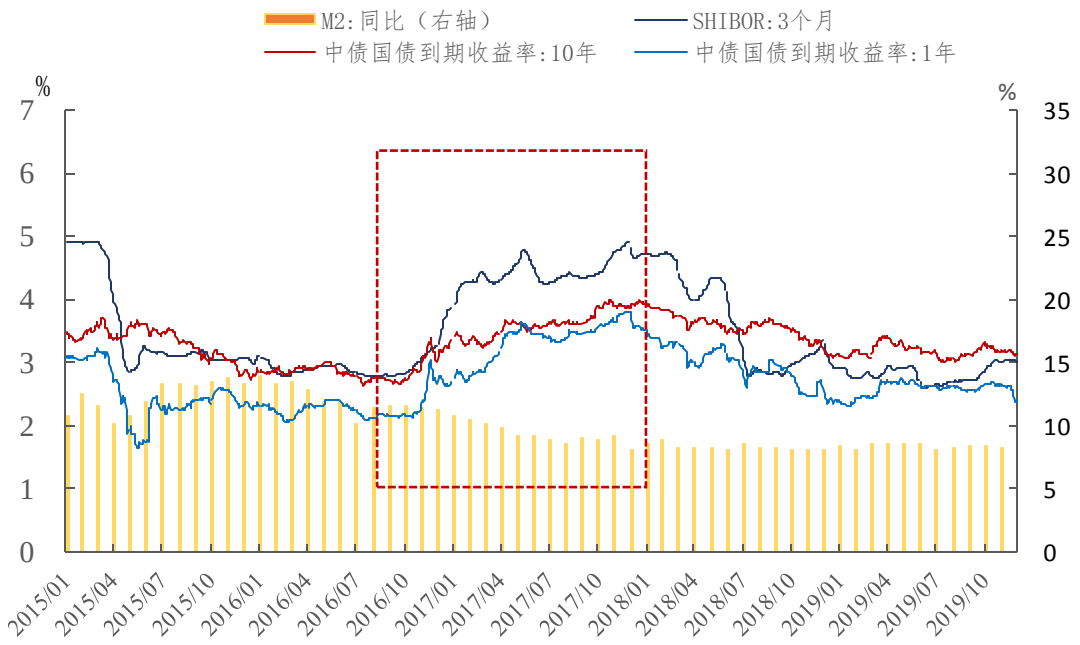
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 13：2016 年 4 月开始年流动性加速收紧，shibor、1 年期国债利率和 10 年期国债利率持续上行



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 14：2016 年下半年以来 M2 增速回落，Shibor、1 年期国债利率、10 年期国债利率持续上升，流动性明显收紧

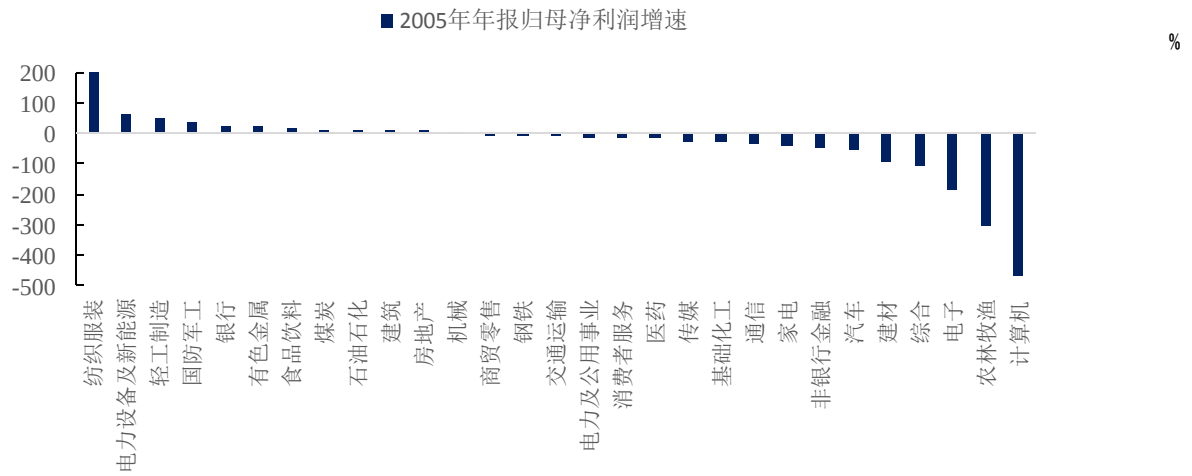


资料来源：wind、东兴证券研究所

3. 抱团的方向在于寻找被业绩向好、价值被低估的行业

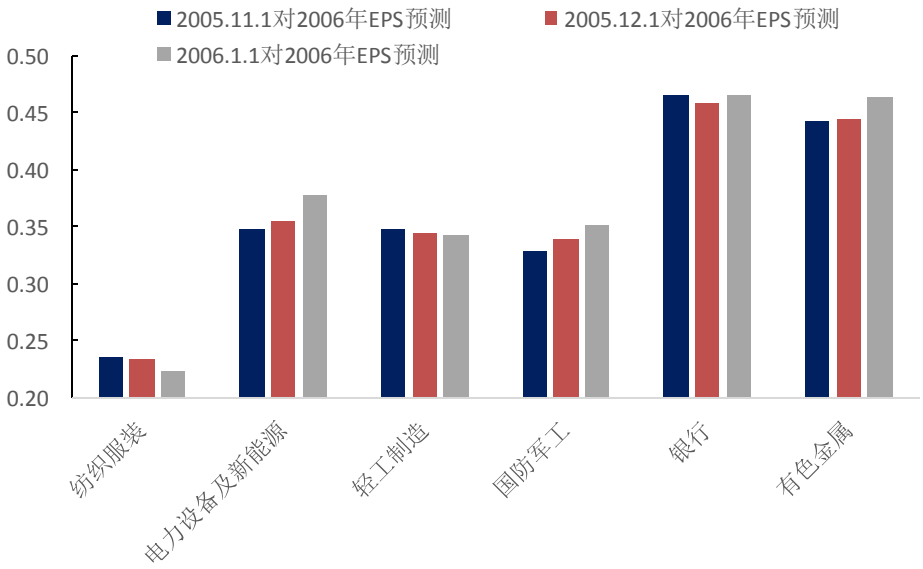
抱团的方向在于寻找被业绩向好、价值被低估的行业。第一次抱团发生在 2006-2007 年，周期相对市场整体占优了 2 年，金融相对市场整体占优了 1 年，有色、银行、非银估值历史分位数分别从 17.3%、30%、36%上升到 95.1%、84.6%、50.8%。从 2005 年年报来看，银行、有色金属业绩表现优异，且两行业 2006 年市场一致预期业绩持续上行，预测 EPS 从 2005 年 11 月的 0.4652、0.4423 分别上升至 2006 年 1 月的 0.4661、0.4635。其他业绩优良板块或如国防军工业绩持续下行，资金抱团很快松动，或如电新虽然业绩持续兑现，但当时板块本身资金容纳量有限。2006-2007 年期间银行、有色归母净利润增速达 49.7%/59.8%（全 A 为 49.1%），优良业绩支撑市场整体呈现以银行、有色为代表的金融、周期风格。

图 15：2005 年纺服、电新、轻工、军工、银行、有色等业绩表现最优



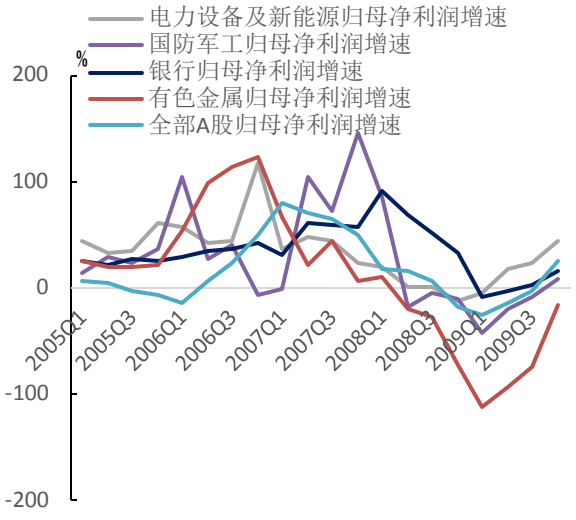
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 16：纺织服装、轻工制造预测 EPS 持续下行



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 17：2006 年有色、银行等业绩显著优于全部 A 股



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 18：伴随军工业绩持续下行，资金也持续流出



资料来源：wind、东兴证券研究所

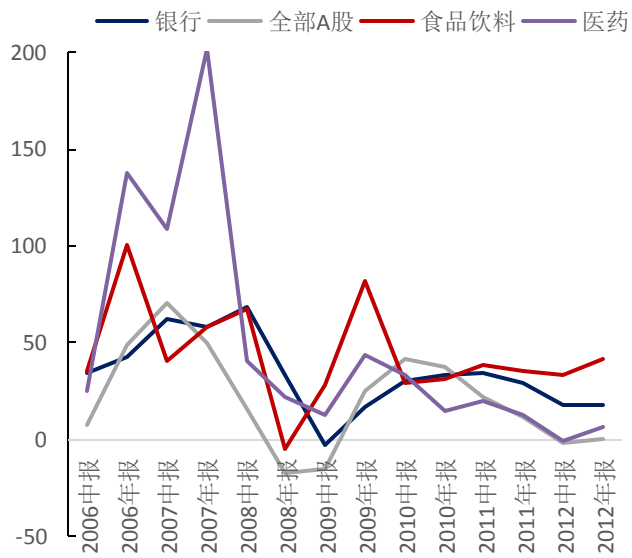
2007 年底开始经济走弱，周期、金融业绩持续下行，资金转而抱团业绩稳定的防御性的消费板块，特别是抗风险属性较强医药等，而后，流动性的大宽松带来的通胀迅速上行的副作用显现，物价飙升为食品饮料特别是白酒的提价畅通了渠道，除 2008 年受到短暂扰动之外，板块业绩持续处于高位且盈利基本维持在 30%以上，而同时期 A 股整体业绩处于下行阶段，食品饮料成为比较优质的配置标的。

图 19：2008 年底抱团松动后资金流向食品饮料、医药



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 20：2009-2012 年，食品饮料业绩增速维持高位



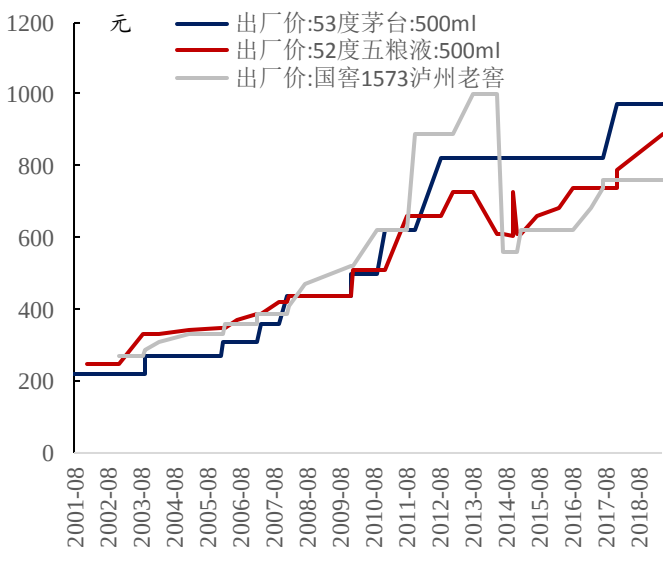
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 21：2009 年下半年开始，通胀显著上升



wind、东兴证券研究所

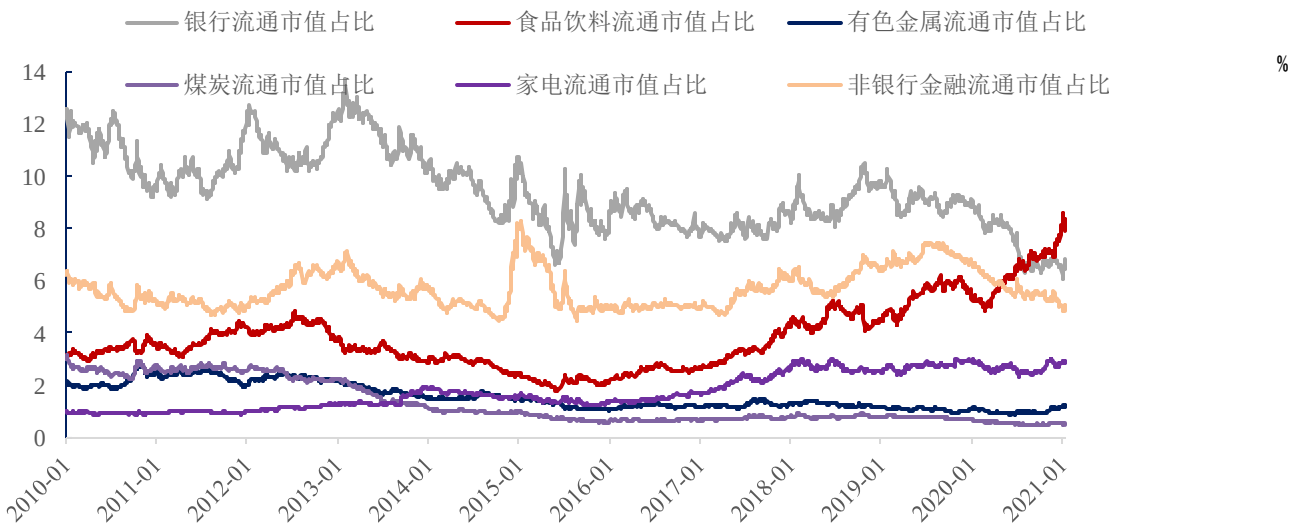
图 22：2009-2012 年茅台、泸州老窖等提价超 1 倍



资料来源：wind、东兴证券研究所

第二次的抱团，伴随居民可支配收入的回暖，食品饮料、家电等消费板块业绩表现优良且稳定，归母净利润增速分别达到 20.6%、30.5%。金融如银行、非银等估值处于历史低位，估值分位数分别为 12.8%、1%，资金寻找到这些业绩较优的估值洼地。当时周期股也处于爆发期，表现优于消费和金融，但其主要是受益于供给侧改革的影响，周期板块受益的公司主要集中在少部分龙头企业而非全面的行业上涨。

图 23：第二轮抱团开始于 2016 年 1 月，抱团集中于金融和消费



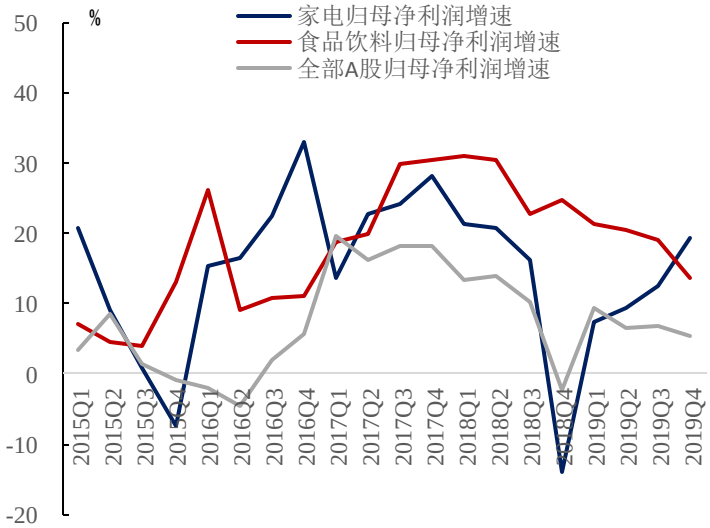
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 24：居民可支配收入 2016-2017 显著回暖



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 25：2016 年食品饮料、家电业绩显著回暖



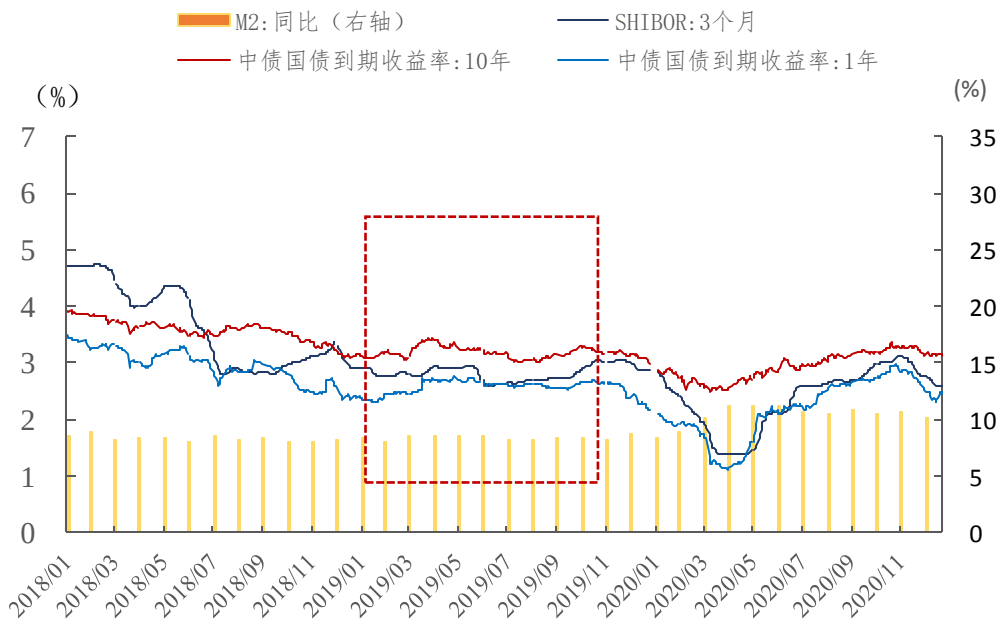
资料来源：wind、东兴证券研究所

第二轮抱团瓦解于 2017 年 12 月，金融抱团结束但消费抱团仍在延续。2017 年底，金融板块如银行、非银行金融等估值已显著修复，估值历史分位数分别达到 41%、33.6%，估值优势丧失。

4. 本次抱团开始流动性环境相似但宏观经济环境不同

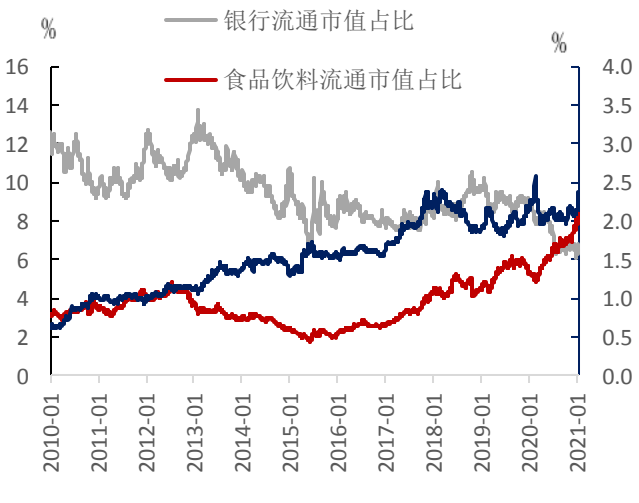
本次抱团开始流动性环境相似但宏观经济环境不同。2019 年年初经济表现向好，流动性比较充裕，资金抱团于消费、科技特别是食品饮料、电子板块，2019 年年末，伴随着经济回到复苏区间，市场预期货币政策可能收紧，2020 年初疫情的出现导致经济大幅下行，流动性再度转向宽松，资金抱团集中在食品饮料、医药、电新等。本轮抱团的行业风格为消费和成长，相对充裕的资金在追逐具备长期盈利稳定性的食品饮料等，也能够支撑兼具短期业绩兑现以及长期成长空间的电子、电新等成长股。

图 26：2019 年 shibor、1 年期国债利率、10 年期国债利率、M2 增速都稳定保持在低位



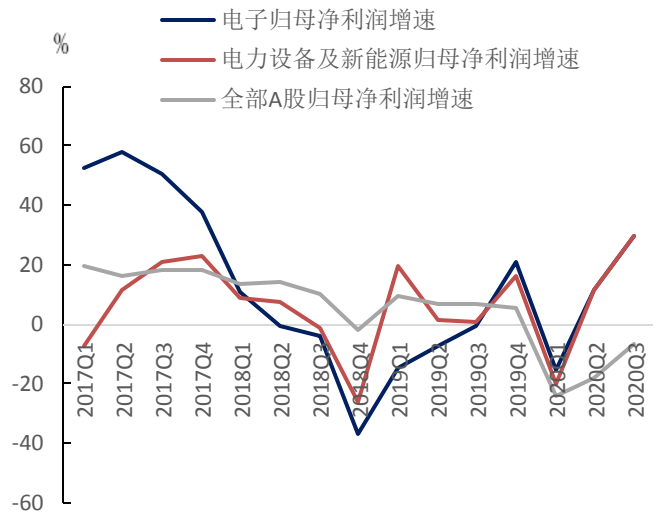
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 27：2019 年 2 月风格由金融、消费转向消费、成长



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 28：电子、电新等行业 2019 年以来业绩持续爆发

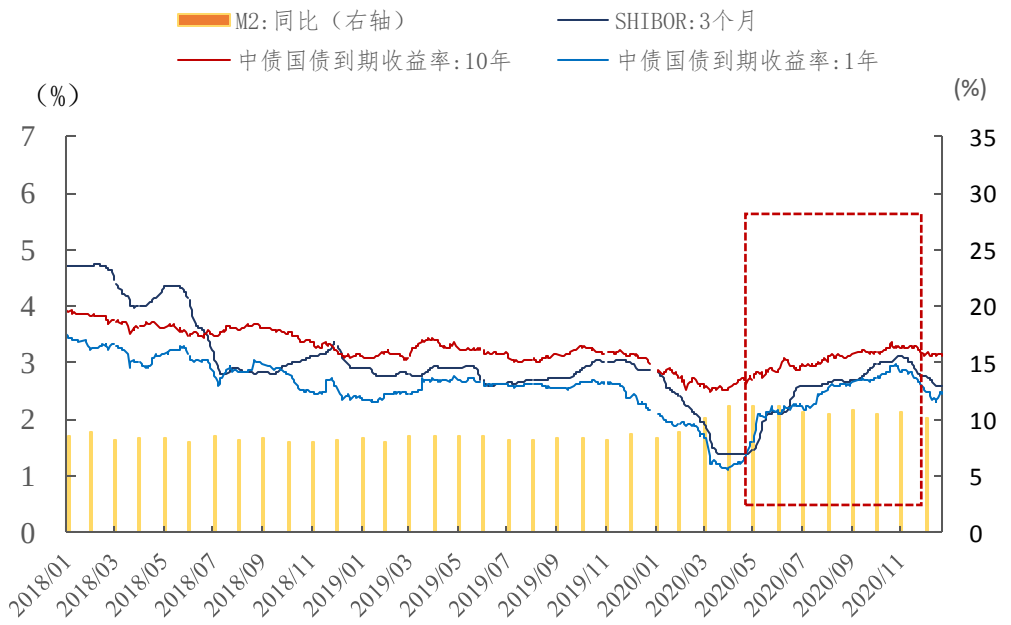


资料来源：wind、东兴证券研究所

经济仍处复苏区间，流动性由宽松向收紧过渡，消费、成长板块业绩仍在持续兑现，抱团或仍在途中。当前的经济环境处于 2020 年新冠疫情之后的经济复苏阶段，2020 年一至四季度，GDP 增速不断回暖；工业增加值当月同比、固定资产投资完成额累计同比从 2 月以来持续向好，但消费回暖仍显乏力，经济仍处复苏

区间。2020 年 5 月以来受疫情冲击影响而极端宽松的货币政策逐步回归正常化，金融管理部门多次释放退出宽松政策的信号，货币政策结构性收紧，利率逐渐走高。11 月以来社融、M2 增速回落，流动性进一步收紧。目前流动性处于宽松后期收紧前期，尚未达到之前两次抱团结束时流动性紧缩中后期的状态。食品饮料等消费板块虽受疫情冲击但回暖显著，电新等业绩仍在持续兑现，抱团或仍在途中。

图 29：2020 年 5 月以来 shibor、1 年期国债利率、10 年期国债利率逐渐走高，M2 增速回落



资料来源：wind、东兴证券研究所

5. 风险提示

行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期，政策推进不及预期。

分析师简介

分析师：杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

研究助理简介

高天然

南开大学金融硕士，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，主要负责行业比较，侧重企业盈利分析。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526