东兴证券 DONGXING SECURITIES

极端分化与抱团松动

2021 年 1 月 17 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：

近期市场出现极端分化。表现在：1. 大盘股表现优于小盘股；2020 年 12 月 1 日以来，上证 50/沪深 300 上涨 10.05%/10.04%，而中证 500 仅上涨 1.53%；**2. 指数上涨但大量公司下跌；**过去的半个月，多次出现指数上涨，但上涨公司家数仅占全部 A 股的 25%左右。**3.上涨公司集中在大市值板块；**涨幅前 100 的公司，市值超过 100 亿的公司占比高达 44%；上涨的公司的市值中值达到 53.09 亿元，而下跌公司仅 19.23 亿元。本周出现极端分化后的收敛迹象，2021 年 1 月 12 日公布的金融数据显示流动性边际收紧，1 月 13 日-1 月 15 日上证 50/沪深 300 显著下跌，跌幅分别达-2.26%/-2.47%，超过中证 500 跌幅-1.92%。

历史来看，极端分化的行情在 2007 年 10 月和 2018 年 1 月也曾出现过。以：1）指数高度分化（上证 50/沪深 300 与中证 500）、2）上涨集中在少部分公司密集出现作为筛选标准，发现 2007 年 10 月、2018 年 1 月与当前最为相似。其中：2007 年 10 月 8 日-2007 年 10 月 12 日和 2018 年 1 月 5 日-2018 年 1 月 10 日两段区间均是上证 50、沪深 300 大幅上涨，中证 500 下跌，市场整体上涨但大量公司下跌行情在连续 10 个交易日内出现超过 4 天。

极端分化行情持续时间普遍不长，但极端分化后不一定出现抱团结束。历史上两次极端分化的持续时间都不长，两次都持续了不到一周时间（2007.10.8-2007.10.12 和 2018.1.5-2018.1.10）。但资金抱团、结构占优的持续时间往往更长，2007 年极端分化行情所处的资金抱团区间自 2005 年开始，结束于 2008 年底，风格主要集中在金融和周期（行业集中在银行、有色、非银等）；2018 年极端分化行情所处的资金抱团区间自 2016 年开始，结束于 2019 年初，风格主要集中在金融和消费（行业集中在银行、非银、食品饮料等）。从时间上看，抱团松动滞后于极端分化行情的出现，2007 年、2018 年极端分化与资金抱团松动均间隔约 12 个月左右，极端分化对资金抱团松动的指向性并不强。

流动性的收紧可能带来“假摔”，但资金抱团的真正松动发生在更优资产出现时。2007 年 11 月和 2018 年 1 月分别出现宏观流动性收紧信号，带来抱团短期松动，市场整体回调、其中抱团股跌幅更大。但两次行情中资金都在一个季度以内重回抱团趋势，资金重新流入原来抱团的公司。第一轮抱团的瓦解出现在 2008 年 11 月，强势板块银行、有色、非银大幅调整，原因是周期股进入盈利下行阶段，金融股业绩显著下滑并持续处于较低水平，而同时食品饮料等消费行业进入业绩高速增长期且盈利的稳定性更高，相比于周期、金融，消费成为更好的配置标的；第二轮抱团瓦解出现在 2019 年 2 月，金融股抱团松动，资金涌向消费、成长，主要原因是消费具有长期稳定、相对较高的业绩表现，成长板块政策利好、有较高成长空间、部分细分行业如新能源汽车、光伏等长期确定性强，逐步进入业绩兑现期，是比金融是更优的配置标的。

极端分化并不指向资金抱团的松动，抱团的真正松动、强势板块的调整需要市场出现更优质的资产。流动性的边际变化可能导致抱团过程的反复扰动与波动，如本周极端分化后的收敛迹象、抱团股的重新上行、市场波动加大等。抱团的根本逻辑在于资金追逐盈利的确定性。近期是业绩报告的陆续披露期，密切关注年报释放的信号。

风险提示：宏观经济下行，疫情发展超出预期，市场波动超出预期

目 录

1、当前市场出现极端分化行情.....错误!未定义书签。
2. 历史上两段极端分化行情与当前行情有较高相似度.....错误!未定义书签。
3. 极端分化持续时间不长，对资金抱团松动的指向性不强.....错误!未定义书签。
4. 流动性收紧或带来“假摔”，但资金抱团真正松动发生在更优资产出现时.....错误!未定义书签。
5. 抱团的真正松动、强势板块的调整需要市场出现更优质的资产.....错误!未定义书签。
6、风险提示.....错误!未定义书签。

插图目录

图 1：2020 年 12 月以来上证 50、沪深 300 与中证 500 显著分化.....错误!未定义书签。
图 2：2007 年以来共出现 5 次上证 50、沪深 300 与中证 500 之间的显著分化.....错误!未定义书签。
图 3：资金持续抱团 2007 年极端分化中的上涨股.....错误!未定义书签。
图 4：资金持续抱团 2018 年极端分化中的上涨股.....错误!未定义书签。
图 5：2007 年资金抱团主要集中金融和周期.....错误!未定义书签。
图 6：2018 年资金抱团主要集中在金融和消费.....错误!未定义书签。
图 7：2007 年底通胀高企，经济过热担忧严重.....错误!未定义书签。
图 8：2006-2007 年货币政策显著收紧.....错误!未定义书签。
图 9：2008 年“假摔”中抱团股跌幅更大.....错误!未定义书签。
图 10：2018 年“假摔”中抱团股跌幅更大.....错误!未定义书签。
图 11：2007 年-2008 年周期、金融盈利走弱.....错误!未定义书签。
图 12：食品饮料业绩在经历 2013-2016 年的低谷期后重新回暖.....错误!未定义书签。
图 13：资金持续涌向 2021 年极端分化中的上涨股.....错误!未定义书签。
图 14：资金持续涌向成长、消费.....错误!未定义书签。

表格目录

表 1：2020 年底至 2021 年初，市场整体上涨、但上涨家数远小于下跌家数的行情频繁出现.....错误!未定义书签。
表 2：2007 年 10 月，市场整体上涨、但上涨家数远小于下跌家数的行情频繁出现.....错误!未定义书签。
表 3：2018 年 1 月，市场整体上涨、但上涨家数远小于下跌家数的行情频繁出现.....错误!未定义书签。

1. 当前市场出现极端分化行情

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。

特征一：上证 50、沪深 300 表现优于中证 500。2020 年 12 月 1 日以来，上证 50、沪深 300 分别上涨 10.05%、10.04%，而中证 500 仅上涨 1.53%。

图 1：2020 年 12 月以来上证 50、沪深 300 与中证 500 显著分化



数据来源：wind、东兴证券研究所

特征二：市场整体上涨但上涨家数远小于下跌家数。过去的半个月，多次出现指数上涨，但上涨公司家数仅占全部 A 股的 25%左右。

表 1：2020 年底至 2021 年初，市场整体上涨、但上涨家数远小于下跌家数的行情频繁出现

日期	上涨家数	下跌家数	上涨家数/下跌家数	上证综合增长率
2020/12/28	1082	2916	0.37	0.06%
2021/01/05	1614	2378	0.68	0.59%
2021/01/06	1055	2974	0.35	0.71%
2021/01/07	772	3282	0.24	0.75%

数据来源：wind、东兴证券研究所

特征三：上涨公司主要集中在大盘股。对比上涨公司与下跌公司的市值中值,分别为 53.09 亿元和 19.23 亿元。回顾极端分化的四天，涨幅前 100 的公司，市值超过 100 亿的公司占比高达 44%。

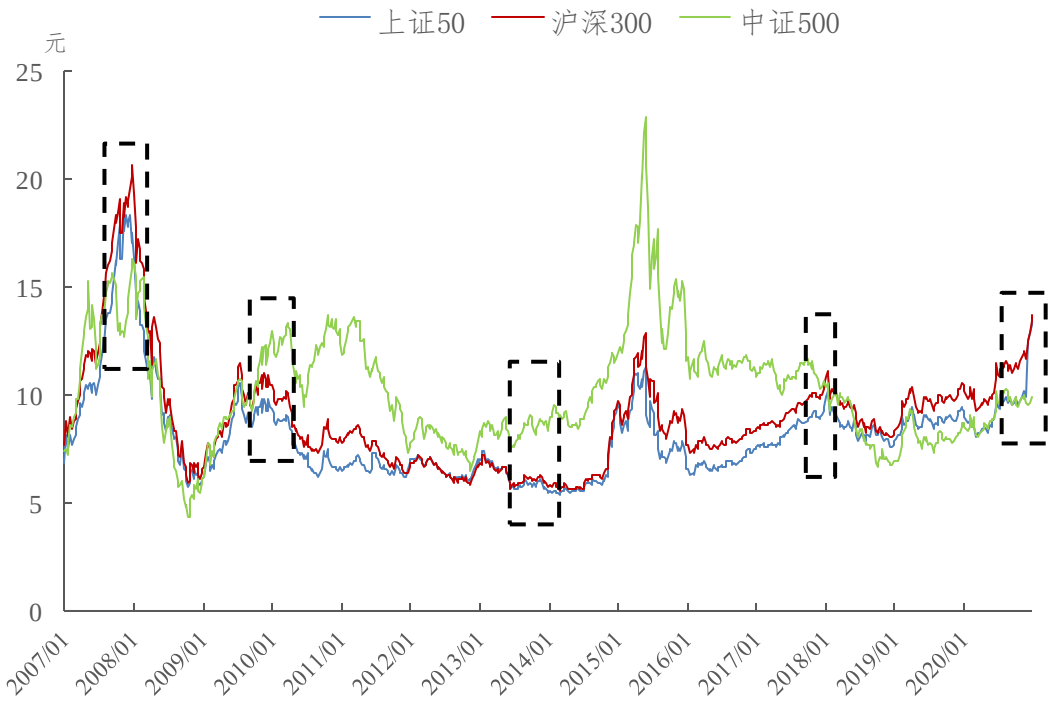
本周出现极端分化后的收敛迹象，2021 年 1 月 12 日公布的 2020 年 12 月金融数据显示流动性不及预期，M2 同比 10.1%，不及预期值 10.7%，社会融资规模 17200 亿元，不及预期值 21800 亿元。1 月 13 日-1 月 15 日上证 50/沪深 300 显著下跌，跌幅分别达-2.26%/-2.47%，超过中证 500 跌幅-1.92%。

2. 历史上两段极端分化行情与当前行情有较高相似度

我们用上证 50、沪深 300 与中证 500 的涨跌趋势显著分化、市场整体上涨但大量公司下跌行情出现并在连续 10 个交易日内出现 4 次及以上等两个指标来进行筛选。

2007 年以来共有 5 次上证 50、沪深 300 与中证 500 涨跌趋势的显著分化，其中 3 次为上证 50、沪深 300 表现显著优于中证 500，2 次为中证 500 表现显著优于上证 50、沪深 300。2007 年 10 月初至 2007 年 11 月底、2017 年 11 月初至 2018 年 1 月底与当前行情相仿，上证 50、沪深 300 表现显著优于中证 500。

图 2：2007 年以来共出现 5 次上证 50、沪深 300 与中证 500 之间的显著分化



数据来源：wind、东兴证券研究所

历史上市场整体上涨、但上涨家数远小于下跌家数的行情集中在 2007 年 10 月和 2018 年 1 月，2007 年 10 月 8 日-2007 年 10 月 12 日和 2018 年 1 月 5 日-2018 年 1 月 10 日市场整体上涨但大量公司下跌行情在连续 10 个交易日内出现超过 4 天。

2007 年 10 月 8 日-2007 年 10 月 12 日和 2018 年 1 月 5 日-2018 年 1 月 10 日两段区间出现与当前相似的极端分化行情。

表 2：2007 年 10 月，市场整体上涨、但上涨家数远小于下跌家数的行情频繁出现

日期	上涨家数	下跌家数	上涨家数/下跌家数	上证综指增长率
2007/10/08	535	800	0.67	2.81%
2007/10/10	413	930	0.44	1.25%
2007/10/11	323	1036	0.31	2.78%
2007/10/12	285	1076	0.26	-0.21%

数据来源：wind、东兴证券研究所

表 3：2018 年 1 月，市场整体上涨、但上涨家数远小于下跌家数的行情频繁出现

日期	上涨家数	下跌家数	上涨家数/下跌家数	上证综合增长率
2018/1/5	1549	1588	0.98	0.20%
2018/1/8	1464	1701	0.86	0.42%
2018/1/9	1308	1856	0.70	0.11%
2018/1/10	765	2434	0.31	0.38%

数据来源 ：wind、东兴证券研究所

3. 极端分化持续时间不长，对资金抱团松动的指向性不强

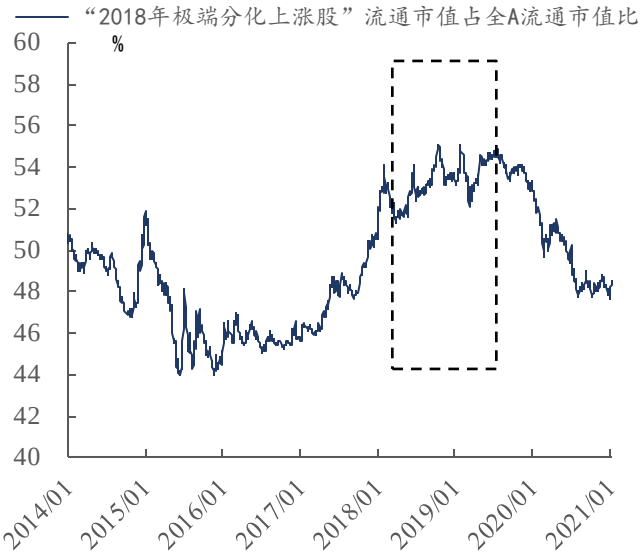
对两次行情进行复盘，2007 年 10 月和 2018 年 1 月极端分化持续的时间都不长，上证 50、沪深 300 与中证 500 的涨跌趋势显著分化叠加指数上涨但大量公司下跌的区间均只维持了不到 1 周的时间。相比之下两次资金的抱团时间要远远更长，2007 年极端分化行情所处的资金抱团区间自 2005 年开始，结束于 2008 年 11 月，风格主要集中在金融和周期（行业集中在银行、有色、非银等），2018 年极端分化行情所处的资金抱团区间自 2016 年开始，结束于 2019 年 2 月，风格主要集中在金融和消费（行业集中在银行、非银、食品饮料等）。从时间上看，抱团松动远远滞后于极端分化行情的出现，2007 年、2018 年极端分化与资金抱团松动均间隔约 12 个月左右，极端分化对资金抱团松动的指向性并不强。

图 3：资金持续抱团 2007 年极端分化中的上涨股



数据来源 ： wind、东兴证券研究所

图 4：资金持续抱团 2018 年极端分化中的上涨股



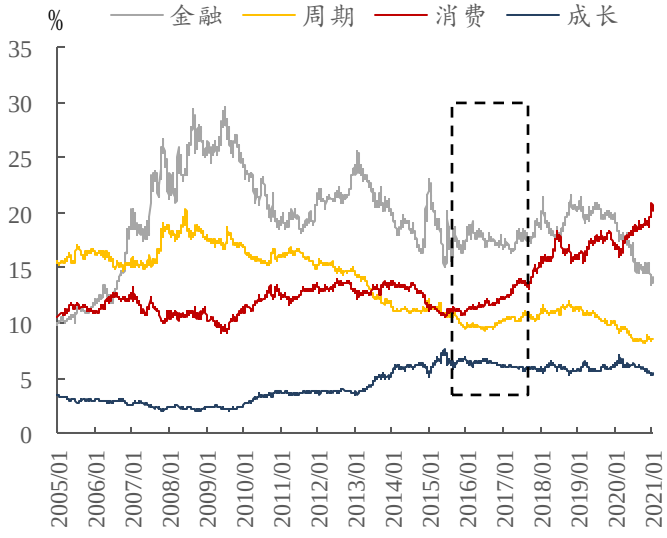
数据来源 ： wind、东兴证券研究所

图 5：2007 年资金抱团主要集中金融和周期



数据来源：wind、东兴证券研究所

图 6：2018 年资金抱团主要集中在金融和消费

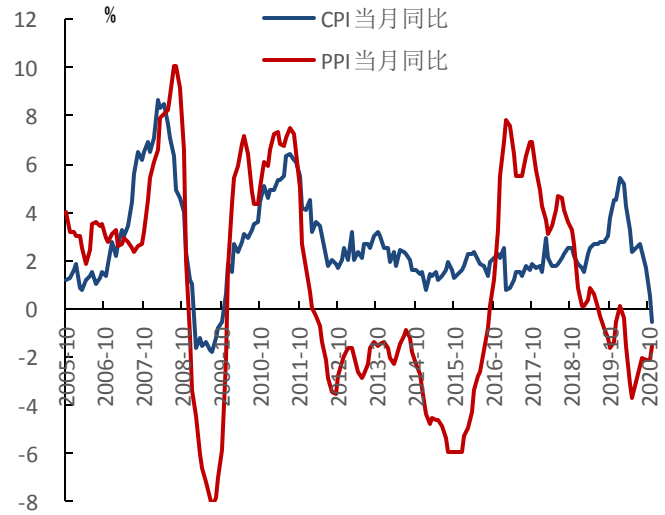


数据来源：wind、东兴证券研究所

4. 流动性收紧或带来“假摔”，但资金抱团真正松动发生在更优资产出现时

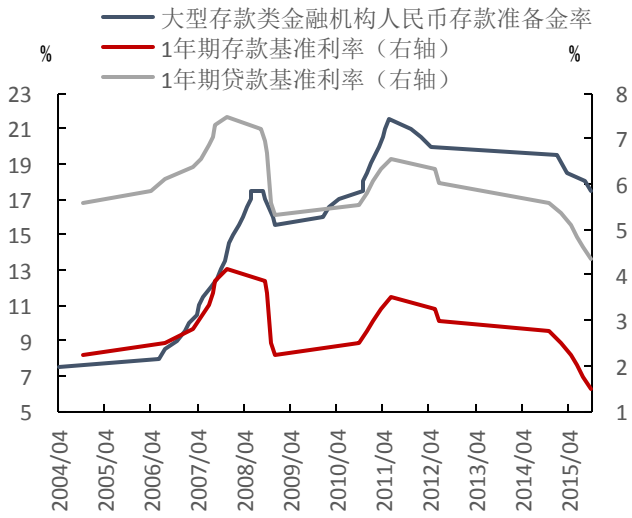
2007 年 10 月和 2018 年 1 月极端分化行情之后，都出现了宏观流动性收紧信号。2007 年 11 月，由于通胀高企，监管层就控制经济过热频频发声，11 月 10 日央行上调存款准备金率 0.5 个百分点，11 月 19 日国务院总理温家宝指出要防止资产泡沫,2017 年 12 月的中央经济工作会议上更是罕见提出从紧的货币政策。2018 年 1 月 12 日公布的 2017 年 12 月金融数据大幅不及预期，M2 同比仅为 8.1%，远低于预期值 9.18%，社融当月同比仅为 11.33%，远不及预期值 26.69%，市场流动性收紧担忧加剧。

图 7：2007 年底通胀高企，经济过热担忧严重



数据来源：wind、东兴证券研究所

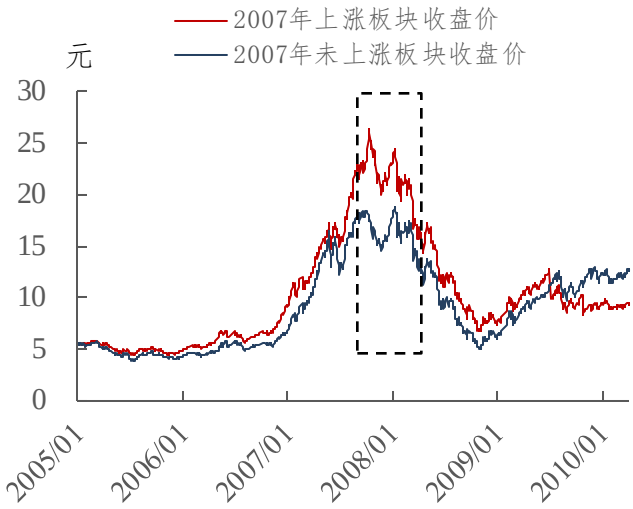
图 8：2006-2007 年货币政策显著收紧



数据来源：wind、东兴证券研究所

两次宏观流动性收紧信号带来了资金抱团的短期松动，但只是“假摔”。2007 年和 2018 年两次宏观流动性收紧信号出现后,资金抱团分别于 2007 年 12 月和 2018 年 2 月松动,但均只持续了约 1 个季度的时间，之后分别于 2008 年 3 月和 2018 年 5 月重现抱团趋势。且在“假摔”期间，抱团股跌幅更大，但其后资金重新流入原来抱团的公司。

图 9：2008 年“假摔”中抱团股跌幅更大



数据来源 ： wind、东兴证券研究所

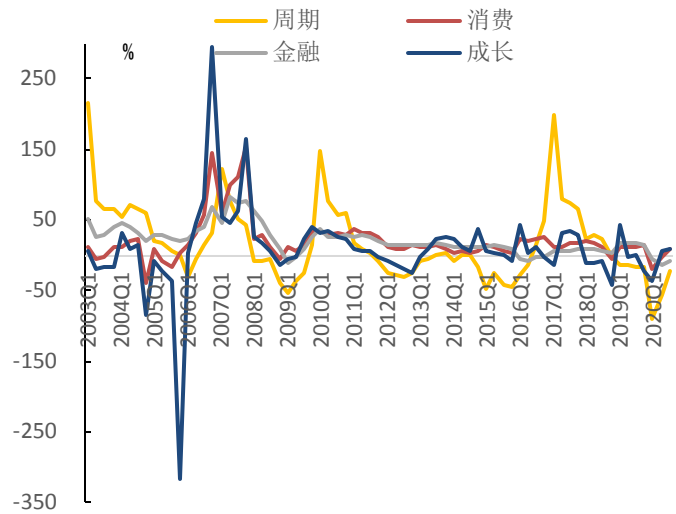
图 10：2018 年“假摔”中抱团股跌幅更大



数据来源 ： wind、东兴证券研究所

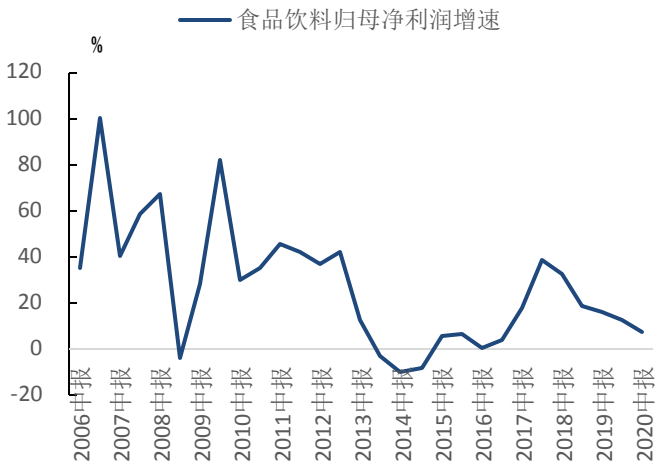
2008 年 11 月金融和周期（行业集中在银行、有色、非银等）抱团真正瓦解，主要原因是周期股进入盈利下行阶段，金融股业绩显著下滑并持续处于较低水平，而同时食品饮料等消费行业进入业绩高速增长期且盈利的稳定性更高，相比于周期、金融，消费成为更好的配置标的。2019 年 2 月金融真正抱团瓦解，资金涌向消费、成长，主要原因是消费具有长期稳定、相对较高的业绩表现，特别是食品饮料行业业绩在经历 2013-2016 年的低谷期后重新回暖。成长板块政策利好、有较高成长空间、部分细分行业如新能源汽车、光伏等长期确定性强，逐步进入业绩兑现期，是比金融是更优的配置标的。资金抱团的真正瓦解往往发生在更优质的资产出现时。

图 11：2007 年-2008 年周期、金融盈利走弱



数据来源 ： wind、东兴证券研究所

图 12：食品饮料业绩在经历 2013-2016 年的低谷期后重新回暖



数据来源 ： wind、东兴证券研究所

5. 抱团的真正松动、强势板块的调整需要市场出现更优质的资产

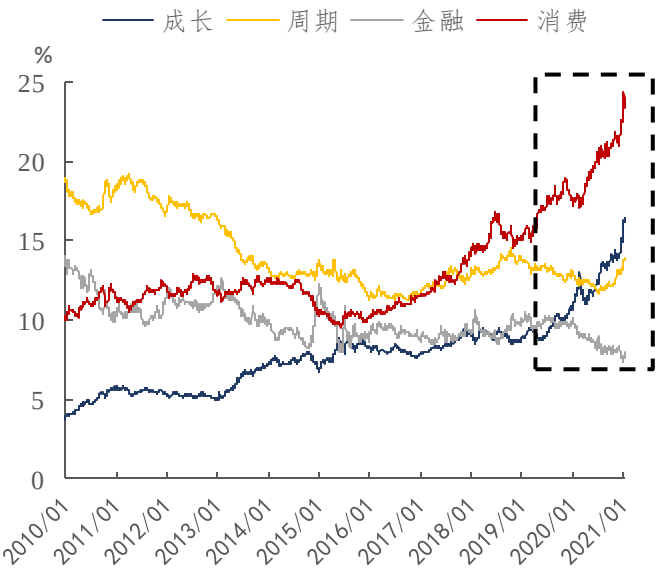
极端分化行情并不意味着资金抱团的松动，资金抱团松动的根本动力还是来自于市场上有更优的资产出现。从目前市场来看，消费和成长中的部分行业如食品饮料、电力设备及新能源、医药、电子等或是在业绩的增速、业绩的稳定性或是在成长空间、政策利好带来业绩预期向好等方面相对于市场上其他的行业更具优势。市场抱团的松动可能需要等待更优质资产的出现。随着 2020 年业绩预告逐渐披露，可重点关注业绩优良板块。

图 13：资金持续涌向 2021 年极端分化中的上涨股



数据来源 ：wind、东兴证券研究所

图 14：资金持续涌向成长、消费



数据来源 ：wind、东兴证券研究所

6. 风险提示

宏观经济下行，疫情发展超出预期，市场波动超出预期

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

研究助理：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