

# 情绪的钟摆：各行业拥挤度到了什么位置？

证券研究报告

2022年02月20日

---

**作者**

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**林彦** 联系人  
linyanyan@tfzq.com

---

**相关报告**

- 1 《宏观报告：风险定价-权益各版块风险溢价都已进入便宜区间-2月第3周资产配置报告》2022-02-14
- 2 《宏观报告：现行 ESG 评价在中国有效吗？（天风宏观+ESG）》2022-02-13
- 3 《宏观报告：情绪的钟摆到哪儿了？》2022-02-13

目前交易拥挤度最高的建筑没有超过 80%分位，前期低拥挤板块（主要是部分价值和金融）的情绪并不极端，由于交易过于拥挤引发调整的概率较低。前期高拥挤板块（主要是医药、电子、基础化工、电新、军工）的交易拥挤度已经下降到 15%分位以下，短期企稳的概率较高。

需要强调的是技术指标只代表市场情绪的状态，是结果而不是原因，真正的情绪企稳首先需要看到稳增长的兑现，届时市场短期风格仍会偏向价值，而中期风格切换回成长，还要情绪进一步改善和美债利率回落，时点预计将在 2 季度后。

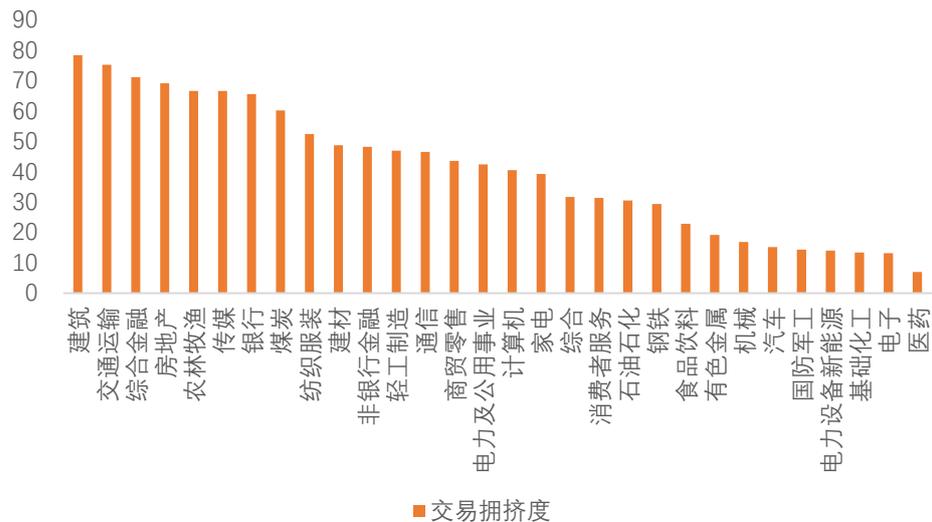
**风险提示：Omicron 致死率超预期；经济增速回落超预期；货币政策超预期收紧**

上周我们的报告《情绪的钟摆到哪儿了》核心结论是：年初以来的价值风格，并非是向稳增长进攻，而是情绪回落对应的“高拥挤解体”，向低拥挤高股息板块防御。板块轮动由避险情绪主导，市场何时见底要从情绪上面找答案，等待地产、基建和疫情出现拐点信号，或者借助技术指标和历史经验的指引。

技术指标是市场价值信号的各种变体，成交量和交易拥挤度表达了市场情绪的位置和幅度，其中交易拥挤度是通过价格走势体现出的超买超卖特征来刻画的，每轮行情的基本面驱动因素不同，但市场情绪和交易环境的变化是相似的。

这次我们继续借助交易拥挤度这个技术指标来观察各行业当前的市场情绪状态，并参照历史规律来判断当前情绪状态下，各行业未来走势的概率分布。

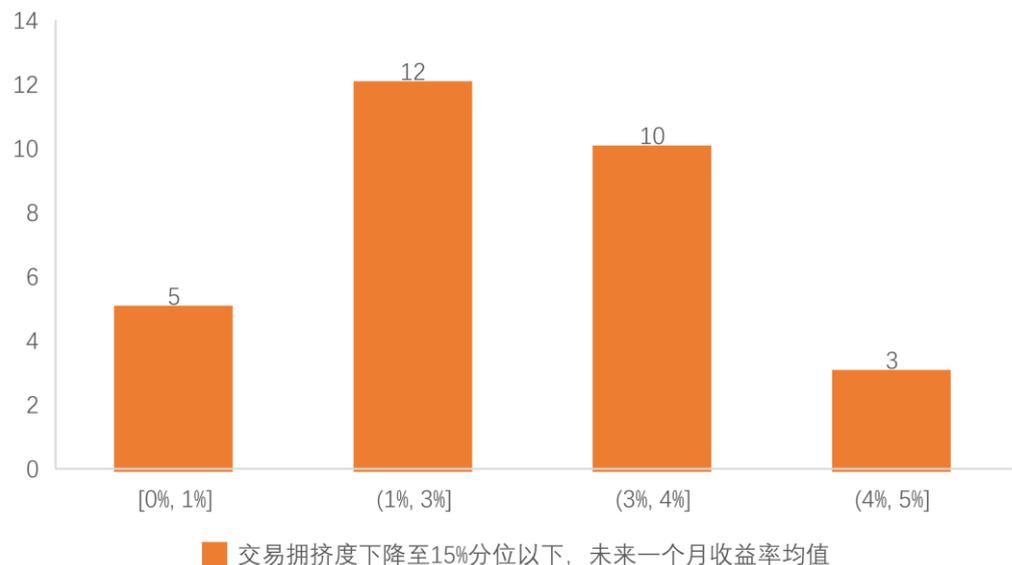
图 1：中信一级行业当前的交易拥挤度（百分位）



资料来源：Wind，天风证券研究所

目前 30 个中信一级行业交易拥挤度的平均值为 40%分位，市场整体情绪偏悲观。拥挤度排名前五的行业是：建筑（78%分位）、交通运输（75%分位）、综合金融（71%分位）、房地产（69%分位）和农林牧渔（67%分位）。拥挤度排名后五的行业是：医药（7%分位）、电子（13%分位）、基础化工（13%分位）、电新（14%分位）和军工（14%分位）。

图 2：交易拥挤度下降到 15%以下之后，30 个一级行业的收益率均值频数分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们统计了 2010 年以来中信一级行业在交易拥挤度 15%分位以下之后一个月的收益率分布，发现：

交易拥挤度低于 15%时，各行业收益率的平均中位数为 X%，其中军工、计算机、电新、电子的未来一个月收益率中位数最高。有 5 个行业未来 1 个月的收益率均值在 0-1% 之间，12 个行业在 1%-3%之间，10 个在 3%-4%之间，3 个行业在 4%-5%，分布明显右偏。

交易拥挤度低于 15%后，大多数一级行业未来一个月下跌 5%以上的概率小于 20%（其中 3 个行业概率小于 10%，19 个行业概率小于 20%，8 个行业概率小于 30%），企稳的概率很高。

图 3：交易拥挤度下降至 15%以下之后，一级行业未来一个月收益率分布

|       | 石油石化 | 煤炭   | 有色金属 | 电力及公用事业 | 钢铁       | 基础化工 | 食品饮料 | 农林牧渔 | 银行   | 非银行金融 | 房地产  | 交通运输 | 汽车   | 商贸零售 | 消费者服务 |
|-------|------|------|------|---------|----------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|-------|
| 最小值   | -15% | -23% | -28% | -11%    | -25%     | -18% | -15% | -17% | -16% | -16%  | -18% | -17% | -15% | -12% | -17%  |
| 10%分位 | -4%  | -11% | -12% | -7%     | -11%     | -7%  | -9%  | -9%  | -7%  | -9%   | -9%  | -6%  | -9%  | -7%  | -7%   |
| 20%分位 | -1%  | -6%  | -7%  | -4%     | -7%      | -3%  | -5%  | -3%  | -3%  | -5%   | -5%  | -3%  | -5%  | -4%  | -2%   |
| 30%分位 | -1%  | -3%  | -4%  | -3%     | -2%      | -1%  | -3%  | -1%  | -2%  | -3%   | -2%  | 0%   | -3%  | -2%  | -1%   |
| 40%分位 | 0%   | -1%  | -1%  | 0%      | 1%       | 1%   | 0%   | 0%   | 0%   | -1%   | 0%   | 2%   | -1%  | -1%  | 1%    |
| 中位数   | 2%   | 0%   | 3%   | 1%      | 2%       | 3%   | 1%   | 3%   | 1%   | 1%    | 1%   | 5%   | 1%   | 1%   | 3%    |
| 60%分位 | 4%   | 2%   | 5%   | 2%      | 3%       | 6%   | 4%   | 4%   | 3%   | 3%    | 3%   | 7%   | 3%   | 2%   | 5%    |
| 70%分位 | 6%   | 4%   | 9%   | 5%      | 4%       | 9%   | 6%   | 8%   | 7%   | 5%    | 6%   | 10%  | 5%   | 4%   | 8%    |
| 80%分位 | 7%   | 6%   | 12%  | 7%      | 6%       | 11%  | 8%   | 9%   | 11%  | 9%    | 10%  | 12%  | 9%   | 8%   | 10%   |
| 90%分位 | 9%   | 11%  | 16%  | 10%     | 8%       | 16%  | 11%  | 13%  | 14%  | 13%   | 14%  | 17%  | 13%  | 11%  | 13%   |
| 最大值   | 12%  | 20%  | 24%  | 16%     | 16%      | 22%  | 20%  | 21%  | 25%  | 18%   | 30%  | 29%  | 21%  | 23%  | 23%   |
|       | 建筑   | 建材   | 轻工制造 | 机械      | 电力设备及新能源 | 国防军工 | 电子   | 通信   | 计算机  | 传媒    | 综合   | 综合金融 | 家电   | 纺织服装 | 医药    |
| 最小值   | -16% | -17% | -20% | -16%    | -23%     | -22% | -18% | -22% | -26% | -22%  | -24% | -26% | -15% | -19% | -18%  |
| 10%分位 | -7%  | -8%  | -9%  | -9%     | -6%      | -9%  | -11% | -6%  | -9%  | -8%   | -9%  | -2%  | -4%  | -5%  | -7%   |
| 20%分位 | -3%  | -5%  | -2%  | -1%     | -2%      | -2%  | -4%  | -2%  | -4%  | -1%   | -1%  | 1%   | -1%  | -2%  | -3%   |
| 30%分位 | 1%   | -1%  | 0%   | 0%      | 0%       | 0%   | -2%  | 0%   | 1%   | 2%    | 1%   | 2%   | 1%   | 1%   | -1%   |
| 40%分位 | 3%   | 2%   | 2%   | 2%      | 3%       | 3%   | 3%   | 2%   | 3%   | 3%    | 5%   | 4%   | 3%   | 2%   | 1%    |
| 中位数   | 5%   | 4%   | 3%   | 5%      | 6%       | 6%   | 6%   | 4%   | 6%   | 5%    | 6%   | 6%   | 4%   | 4%   | 4%    |
| 60%分位 | 6%   | 8%   | 6%   | 7%      | 8%       | 8%   | 7%   | 7%   | 8%   | 6%    | 8%   | 9%   | 6%   | 6%   | 7%    |
| 70%分位 | 8%   | 10%  | 8%   | 9%      | 10%      | 10%  | 9%   | 9%   | 10%  | 9%    | 10%  | 10%  | 7%   | 7%   | 10%   |
| 80%分位 | 11%  | 13%  | 11%  | 12%     | 12%      | 14%  | 14%  | 12%  | 13%  | 11%   | 15%  | 13%  | 10%  | 11%  | 12%   |
| 90%分位 | 16%  | 17%  | 16%  | 17%     | 17%      | 20%  | 18%  | 17%  | 19%  | 15%   | 19%  | 21%  | 13%  | 16%  | 14%   |
| 最大值   | 36%  | 41%  | 45%  | 46%     | 44%      | 60%  | 44%  | 48%  | 60%  | 48%   | 41%  | 41%  | 36%  | 46%  | 37%   |

资料来源：Wind，天风证券研究所

目前交易拥挤度最高的建筑没有超过 80%分位，前期低拥挤板块（主要是部分价值和金融）的情绪并不极端，由于交易过于拥挤引发调整的概率较低。前期高拥挤板块（主要是医药、电子、基础化工、电新、军工）的交易拥挤度已经下降到 15%分位以下，短期企稳的概率较高。

需要强调的是技术指标只代表市场情绪的状态，是结果而不是原因，真正的情绪企稳首先需要看到稳增长的兑现，届时市场短期风格仍会偏向价值，而中期风格切换回成长，还要情绪进一步改善和美债利率回落，时点预计将在 2 季度后。

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级 | 体系                |
|--------|--------------------------------|----|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下   |

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_37738](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37738)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn