

情绪的回摆：成长股有更大反弹空间

证券研究报告

2022 年 06 月 02 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
linyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-美股只是熊市反弹-6 月第 1 周资产配置报告》
2022-06-01
- 2 《宏观报告：加息预期确认放缓，7 月之后实际加息将放缓-加息预期确认放缓，7 月之后实际加息将放缓》
2022-05-28
- 3 《宏观报告：风险定价-海外衰退交易主线加剧-5 月第 4 周资产配置报告》
2022-05-25

从当前的交易拥挤度和近期的交易拥挤度变化来看：

（1）近两周，行业指数进入同步回升的阶段，预示着市场已经逐渐走出情绪的最底部，进入广谱修复的阶段。

（2）目前仍处在情绪改善的初期，各个风格和行业指数的交易拥挤度普遍处在较深的超卖区间内，只有煤炭和建筑的交易拥挤度略高于中性。从交易的角度来看，本轮反弹仍存有向上空间。

（3）虽然 5 月成长股和中盘股已经有一定反弹，但指数层面上，成长/中盘的交易拥挤度相较价值/大盘依然更低，尤其是计算机、电子、通信等行业的交易拥挤度垫底，成长股的反弹空间更大。

风险提示：常态化管控政策无法有效抑制疫情再次爆发；经济增速回落超预期；海外货币政策超预期加码

今年 2-3 月，我们发布了 3 篇《情绪的钟摆》系列报告，指出市场的核心矛盾是情绪（士气），并通过技术指标和历史经验来判断市场情绪的状态。回过头来看，今年宽基指数的交易拥挤度有过三次企稳反弹，分别是 2 月中旬、3 月中旬与 5 月初。

前面两次情绪的改善被俄乌冲突以及上海疫情等外生冲击打断，并且之后交易拥挤度都在下探到了更深的位置，所以 5 月以来的情绪改善是在一个相较前期更加超卖的情形下开始的。

5 月以来，市场对俄乌冲突（引发的高油价和中美关系）和疫情封控（上海转为常态化管理）这两个外生冲击的定价逐渐充分，海外流动性紧缩预期也开始出现一些积极变化（详见《加息预期确认放缓，7 月之后实际加息将放缓》），情绪钟摆的回升有望持续。目前 A 股整体止跌企稳，但量能偏弱且轮动较快，侧面说明这些边际变化对于市场情绪修复起到了有限但积极的作用。影响 A 股市场情绪的内因在于国内经济预期，外因在于海外流动性预期，这两者在近期发生了微妙但显著的变化。交易拥挤度的绝对水平代表了市场的情绪状态，其变化趋势可以给我们判断整个市场和各个行业的情绪状态和反弹空间提供一些参考。

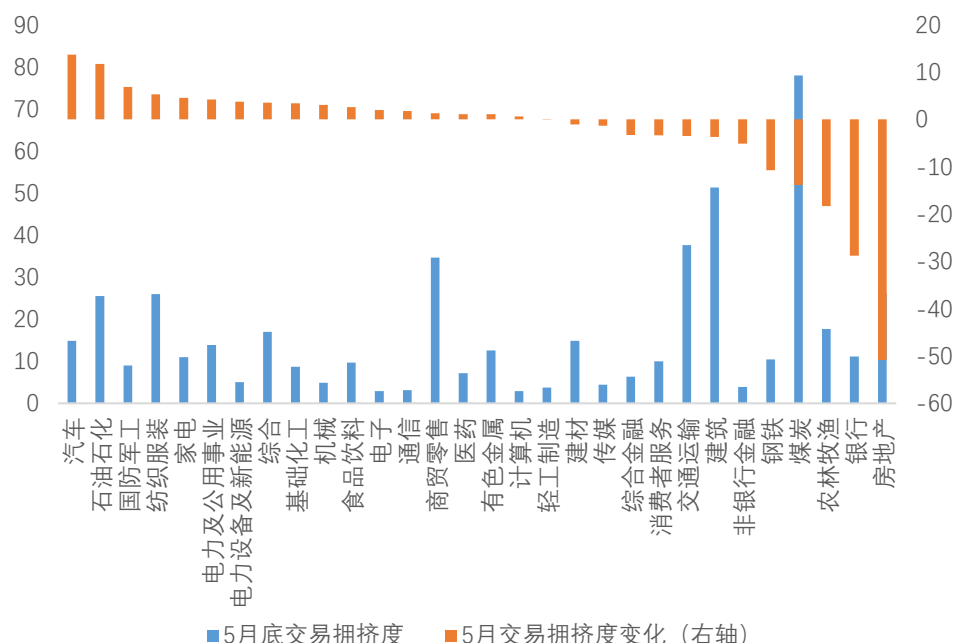
第一，市场目前处在情绪广谱改善的初期阶段。

无论大小盘还是价值成长，当前交易拥挤度都处在低位。（见图 2）5 月以来，拥挤度排名相对居中的行业涨跌互现，可见目前情绪修复仍处在初始阶段。

最近两周，30 个行业中有 26 个行业的交易拥挤度都出现不同幅度的回升，A 股情绪进入广谱修复的区间内。5 月，过半行业交易拥挤度回升，30 个一级行业中有 17 个行业拥挤度上升，13 个行业拥挤度下降。其中，拥挤度上升较快的行业有：汽车（上升 14%）、石油石化（上升 12%）、国防军工（上升 7%）、纺织服装（上升 5%）、家电（上升 5%）。拥挤度下降较快的行业有：房地产（下降 51%）、银行（下降 29%）、农林牧渔（下降 18%）、煤炭（下降 14%）、钢铁（下降 11%）。（见图 1）

拥挤度排名前五的行业是：煤炭（78%分位）、建筑（51%分位）、交运（38%分位）、商贸零售（35%分位）和房地产（26%分位）。拥挤度排名靠后的五个行业是：电子（3%分位）、计算机（3%分位）、通信（3%分位）、轻工（4%分位）和非银金融（4%分位）。

图 1：当前的交易拥挤度和近一个的交易拥挤度变化（百分位）



资料来源：Wind，天风证券研究所

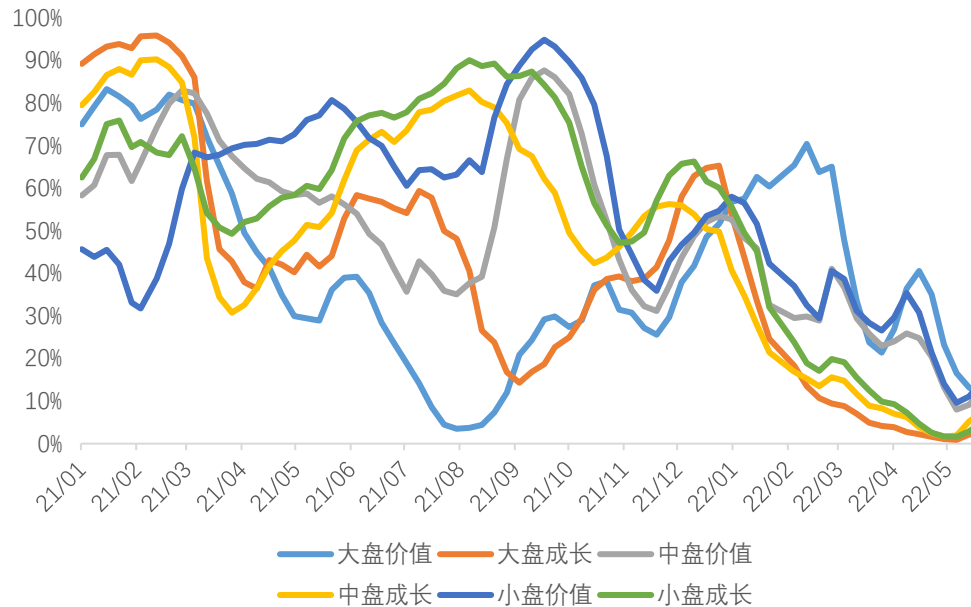
第二，成长股的反弹空间更大。

即使 5 月以来成长股的反弹更快，但成长股的交易拥挤度仍然在价值股之下。今年

前 4 个月价值股的拥挤度回落相对较小，在市场处于防御状态时，大盘价值的拥挤度甚至一度回升至中位数水平以上。

成长股当前的交易拥挤度水平，2010 年以来可参照的时间点只有 2010 年 7 月、2012 年 1 月、2015 年 10 月、2018 年 11 月，这四个时间点之后都开启了超跌反弹。参照历史规律，当前成长股至少在中期维度（三个月）上仍有较大的反弹空间。

图 2：参照历史规律，中期维度上成长板块都仍有较大的反弹空间

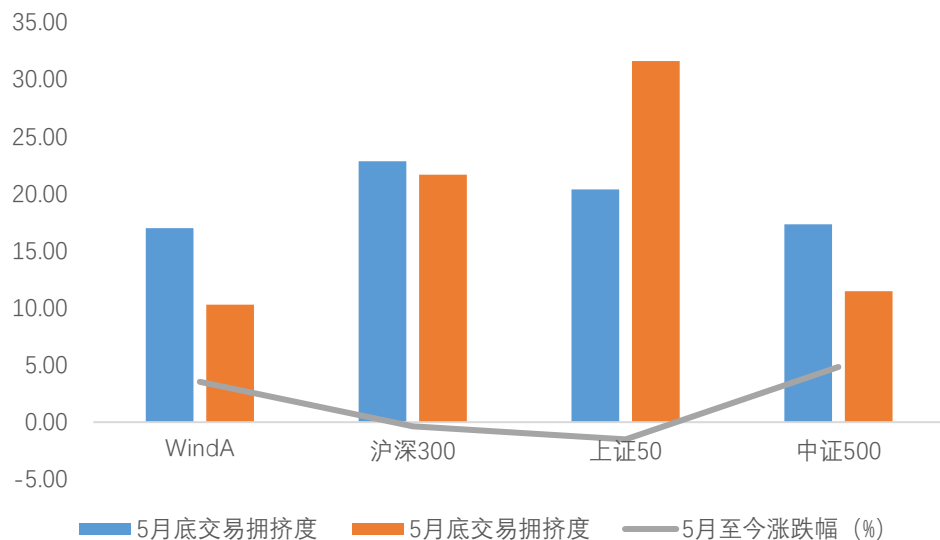


资料来源：Wind，天风证券研究所

第三，市值维度上的拥挤度差异不大。

宽基指数的交易拥挤度目前都处于较低位置（17%-23%分位），市场情绪修复的特征略偏中盘股，但整体区分度不大。成长风格和价值风格在市值维度上的差异不大。

图 3：本轮反弹中，交易拥挤度更低的 Wind 全 A 和中证 500 相对占优上证 50 和沪深 300



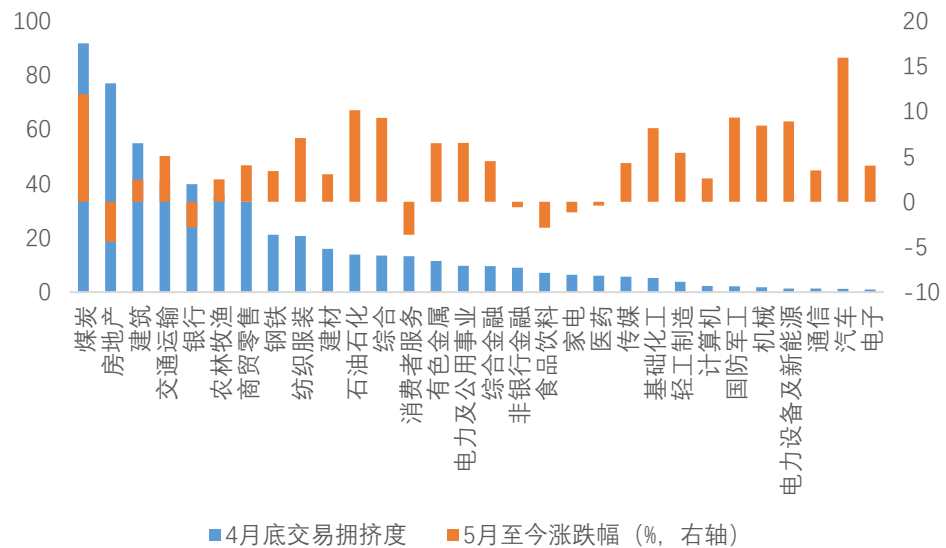
资料来源：Wind，天风证券研究所

第四，交易拥挤度低的行业在反弹中的修复更快。

4 月底拥挤度垫底的国防军工（2%分位）、机械（2%分位）、电力设备及新能源（1%分位）、通信（1%分位）、汽车（1%分位）、电子（1%分位），5 月以来反弹较大；4 月底拥挤度靠前的建筑（55%分位）、交通运输（41%分位）、农林牧渔（36%分位），5 月以来反弹表现靠后，房地产（77%分位）和银行（40%分位）还出现了一定幅度的调整。以上反弹规律

对一类行业除外，就是滞胀环境确定性最高的资源类股票，如煤炭、能源、有色金属等，这些行业在高拥挤的状态下维持上涨。

图 4：除滞胀类股票以外，交易拥挤度较低的行业在本轮反弹中修复相对更快



资料来源：Wind，天风证券研究所

从当前的交易拥挤度和近期的交易拥挤度变化来看：

（1）近两周，行业指数进入同步回升的阶段，预示着市场已经逐渐走出情绪的最底部，进入广谱修复的阶段。

（2）目前仍处在情绪改善的初期，各个风格和行业指数的交易拥挤度普遍处在较深的超卖区间内，只有煤炭和建筑的交易拥挤度略高于中性。从交易的角度来看，本轮反弹仍存有向上空间。

（3）虽然 5 月成长股和中盘股已经有一定反弹，但指数层面上，成长/中盘的交易拥挤度相较价值/大盘依然更低，尤其是计算机、电子、通信等行业的交易拥挤度垫底，成长股的反弹空间更大。

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_42616

