仅供内部参考，请勿外传！

专题策略报告

风格极致分化如何柳暗花明

方 正 证 券 研 究 所 证 券 研 究 报 告

分析师

袁稻雨 登记编号：S1220525120005

刘力维 登记编号：S1220526030002

相 关 研 究

《科技引领，向新向优——2026 年 6 月份大类资产配置报告（总第 98 期）》2026.05.29

《如何看特朗普访华落地后的市场》2026.05.16

《外部风险逐步消退，布局财报景气方向——2026年5月份大类资产配置报告(总第97期)》2026.05.03

《红利策略再审视：短期防御优势与长期配置逻辑》2026.04.27

《如何区分牛市中的调整和牛熊拐点》2026.04.19

《牛市中的调整如何修复？主线怎么选？》2026.04.13

1、当前市场风格极致分化，非 AI 方向陆续迎来至暗时刻，但太阳底下并无新鲜事，历史上有四个时期，分别是 2011-2013 年的周期资源、2012-2014 年的白酒、2016-2018 年的 TMT、2022-2024 的新能源均迎来了各自的至暗时刻。

2、从下跌时间与空间、持仓下滑幅度来把当前以白酒、医药生物、房地产为代表的“老登资产”和历史上风格和赛道做对比：

2.1、高点以来的下跌时间：基本满足。不论是房地产，还是白酒、医药，下跌时间都已经超过 5 年，明显超过了之前的周期资源（3 年半）、白酒（1 年半）、TMT（3 年半）和新能源（3 年）的下跌时间。

2.2、高点以来的下跌空间：略显不足，除了 2012-2014 年的白酒略少（下跌 60%左右），其它风格指数基本下跌 70%左右，部分重点受冲击行业跌幅甚至会超过 70%。当前房地产、白酒、医药生物高点下跌幅度在 60%左右。

2.3 主动权益基金持仓下滑幅度：基本满足，基金持仓在至暗时刻下滑一半是基准情形，部分行业减仓幅度会更大，接近“清仓”，当前房地产、白酒基金减仓较为充分，医药截至今年 Q1 减仓并不充分，预计在 Q2 会更为明显。

柳暗花明时刻仍需等待：至暗时刻过去并不意味着反转将至，有可能要花很长时间磨底，等待真正的反转时刻，比如之前的周期资源和白酒。有可能在新的叙事来临之时，风格内部的领涨行业出现了翻天覆地的变化，部分行业很难回到之前的股价水平。

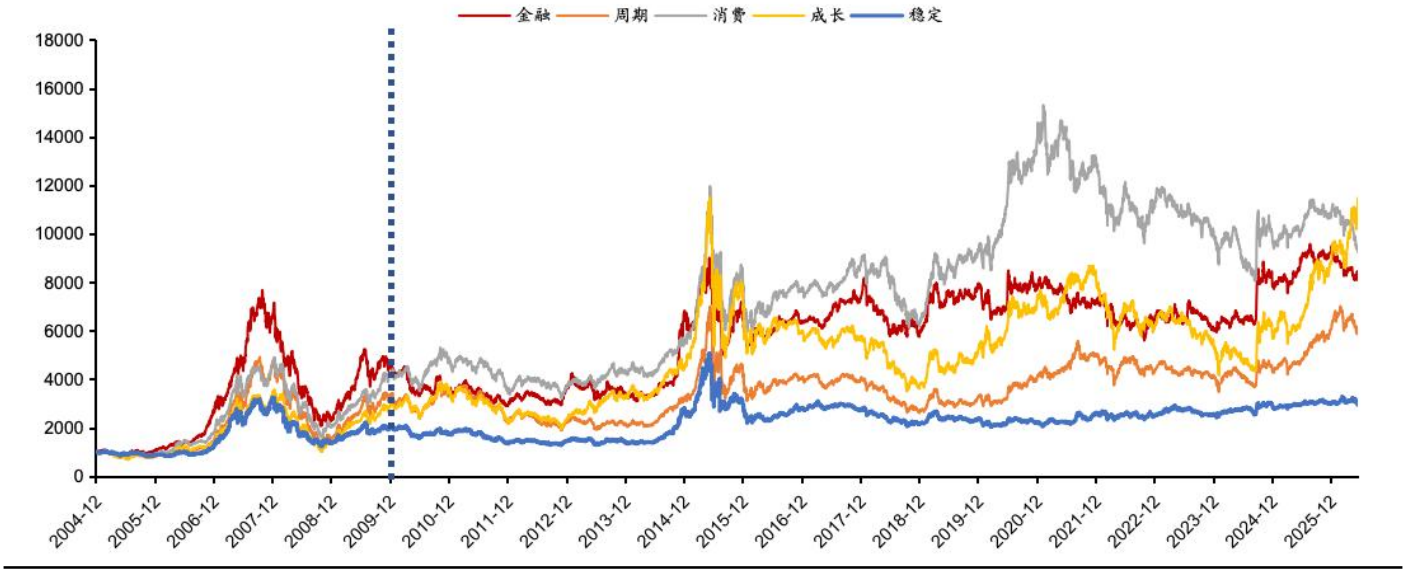
风险提示：全球宏观环境波动超预期的风险；地缘政治风险；历史比较法的局限性；部分数据发布更新频率较慢难以反映最新现状；全球宏观不确定性加剧等。

1 前言

当前市场风格极致分化，非科技/价值/消费风格持续下跌，但太阳底下并无新鲜事，历史上有四个时期，分别是 2011-2013 年的周期资源、2012-2014 年的白酒、2016-2018 年的 TMT、2022-2024 的新能源均迎来了各自的至暗时刻，这篇报告做一个回顾，呈现当时这些风格如何“被时代一步一步抛弃”，以及如何“柳暗花明又一村”。

严格来讲，A 股风格分化的起点是 2009-2010 年，之前的 A 股体量小，牛熊周期下更多是同涨同跌，风格分化并不大。2010 年之后，经济增速逐步放缓、上市公司数量增多、新兴产业崛起等一系列因素叠加，A 股风格逐步开始分化，也从那个时候开始，第一个被时代抛弃的风格开始出现。

图表 1:2010 年之后 A 股风格开始分化，不再同涨同跌



资料来源：Wind，方正证券研究所（注：采用中信风格指数，截至 6 月 18 日）

2 历史上风格以及赛道的“柳暗花明”

2.1 2011-2014 年：周期股的“柳暗花明”

周期股在当时被抛弃的主要原因是需求下行+产能过剩，PPI 持续走低。这一点放在现在似乎很好理解，但是周期股在下跌过程中并不是没有出现过抵抗，比如 2012 年初，2012 年底都出现过不错的超跌反弹行情，催化剂包括稳增长、去产能等“重大利好”，但真正的底部则是出现在 2014 年年中。

周期股在当时有多惨，我们从几个角度的数据来说明：

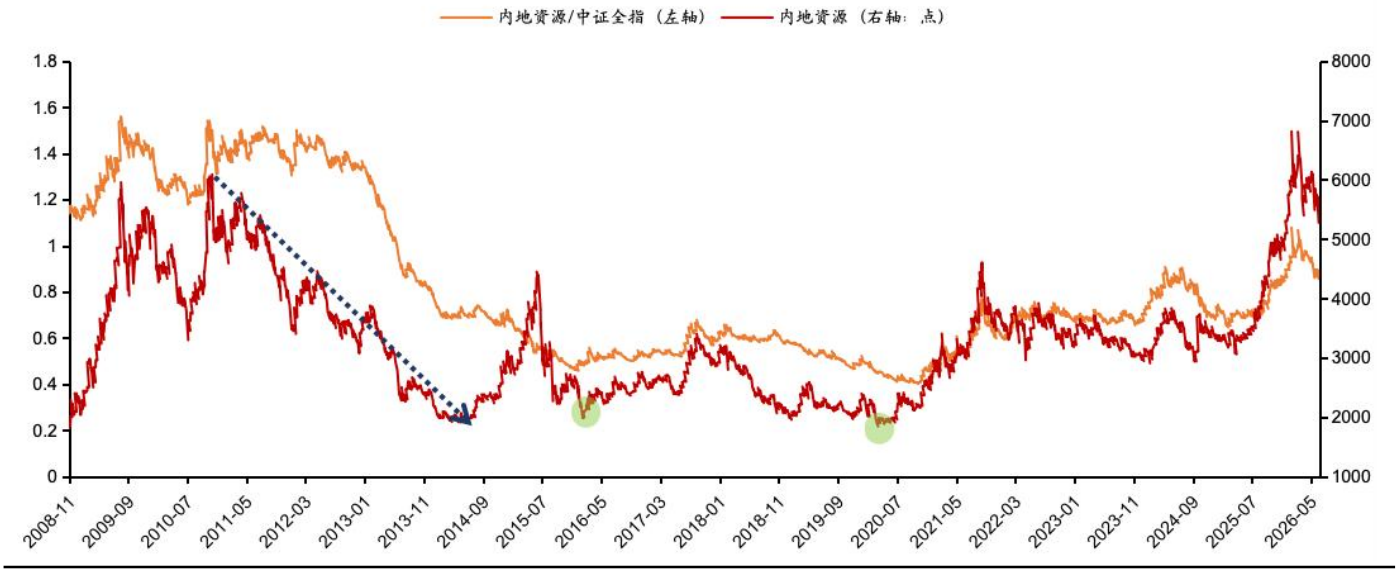
1）**指数层面，**以内地资源指数为例，高点出现在 2010 年 11 月的 6072.6 点，低点出现在 2014 年 6 月的 1946.9 点，下跌幅度为 67.9%。指数跌回 2008 年 11 月“四万亿”政策的起点位置。

2）**细分行业**：自 2010 年 11 月至 2014 年 6 月，煤炭最大回撤达到 72.7%，其次是有色的 61.7%和钢铁的 60.3%，基础化工和石油石化稍好一些，最大回撤分别为 49.2%和 42.2%。到了 2014 年年中，钢铁跌到了 2006 年大牛市起点的位置，煤炭和石油石化跌到了 2008 年底“四万亿”时的位置，有色金属稍好一些，跌到了 2009 年 4 月时的水平。

3）**主动权益基金持仓**：自 2010 年 11 月至 2014 年 6 月，周期板块的持仓占比从 2011 年 Q1 最高的 29.5%下滑至 2014 年 Q2 的 15.4%，持仓占比接近腰斩（最低点是 2013 年 Q3 的 13.7%）。分行业来看，煤炭从最高持仓时的 5.6%下滑至最低时的 0.1%，建材从最高持仓时的 5.1%下滑至最低时的 0.5%，**这两个行业是基金减仓的重灾区。其次是有色金属、钢铁和机械设备**，有色从最高持仓时的 2.9%下滑至最低时的 0.5%，钢铁从最高持仓时的 1.6%下滑至最低时的 0.1%，机械设备从最高持仓时的 5.2%下滑至最低时的 1.6%。**基础化工、石油石化**基金减仓不明显。

4）**柳暗花明时刻**：2014 年中随着指数牛市开启，周期股开始有绝对收益，但相对市场依然是跑输的，只有少部分行业能跑赢，比如 2014 年下半年受一带一路政策带动的机械，2014 年底的钢铁。到了 2016 年初，周期资源一度跌回 2014 年中的水平，本以为 2016-2017 年供给侧改革大宗商品牛市可以带动股价，结果 2020 年 3 月再度跌回 2014 年中的水平，但这个时候命运的齿轮已经在悄悄转动，2020 年下半年开始，周期资源开始出现新的叙事，海外大宽松、通胀中枢抬升、国内双碳政策、长期资本开支不足，周期资源终于迎来涅槃重生。

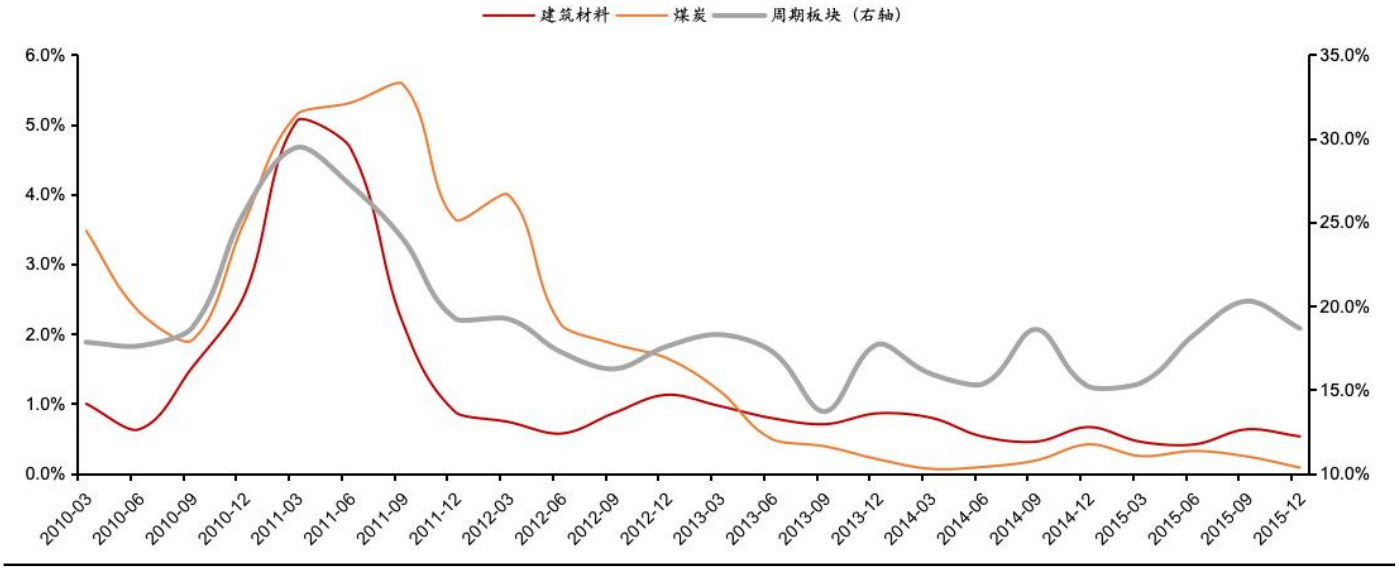
图表 2:2011 年以来周期股的“至暗时刻”，指数回落至 2008 年 11 月“四万亿”时期的低点水平



资料来源：ifind，方正证券研究所（注：截至 2026 年 6 月 18 日）

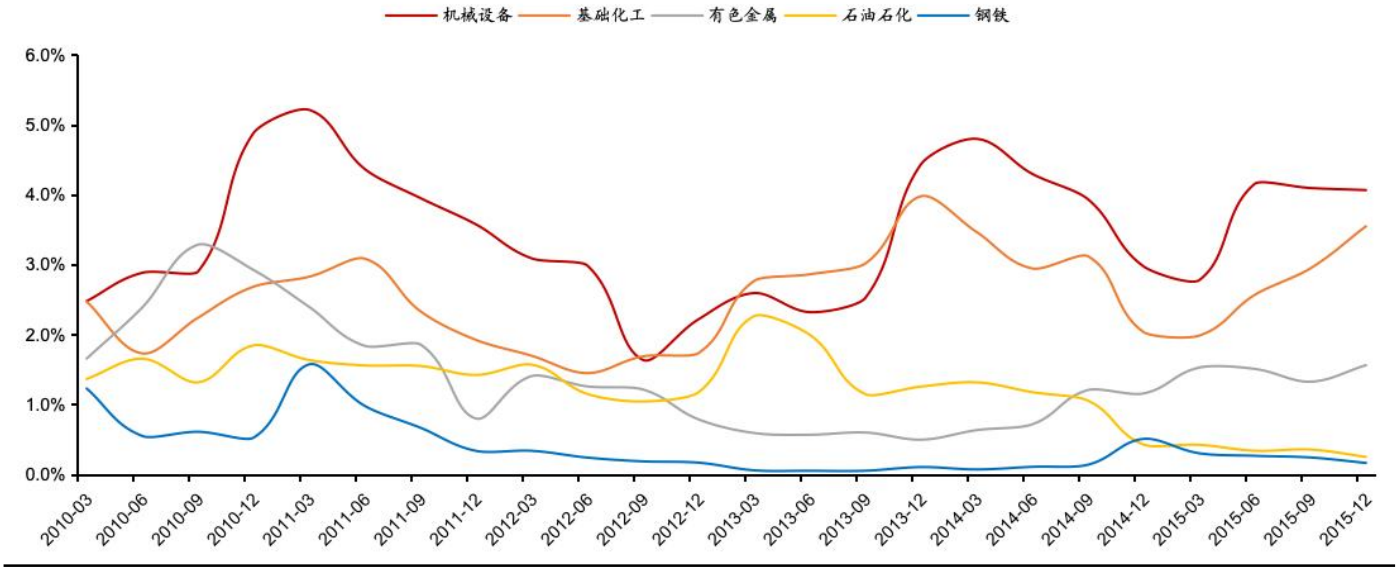
仅供内部参考，请勿外传！

图表 3:周期股“困境”过程中伴随基金持仓持续下滑，煤炭与建筑材料回落幅度最大



资料来源：ifind，方正证券研究所

图表 4:周期内部主要细分板块均迎来不同程度的基金持仓回落



资料来源：ifind，方正证券研究所

2.2 2016-2018 年：TMT 的“柳暗花明”

当前火热的 TMT 也曾在 2016-2018 年迎来至暗时刻。2015 年数次股灾之后，资产价格挤泡沫的过程中，高估值的 TMT 首当其冲，2015 年底美联储开始加息，流动性趋紧，随后资管新规、特朗普对华“贸易战”进一步压低市场的风险偏好。与此同时，2016 年开始“漂亮 50”的叙事正好站在了 TMT 的对立面，以大为美的投资环境下，TMT 被进一步抛弃。

TMT 的大幅出清，我们同样从几个角度的数据来说明：

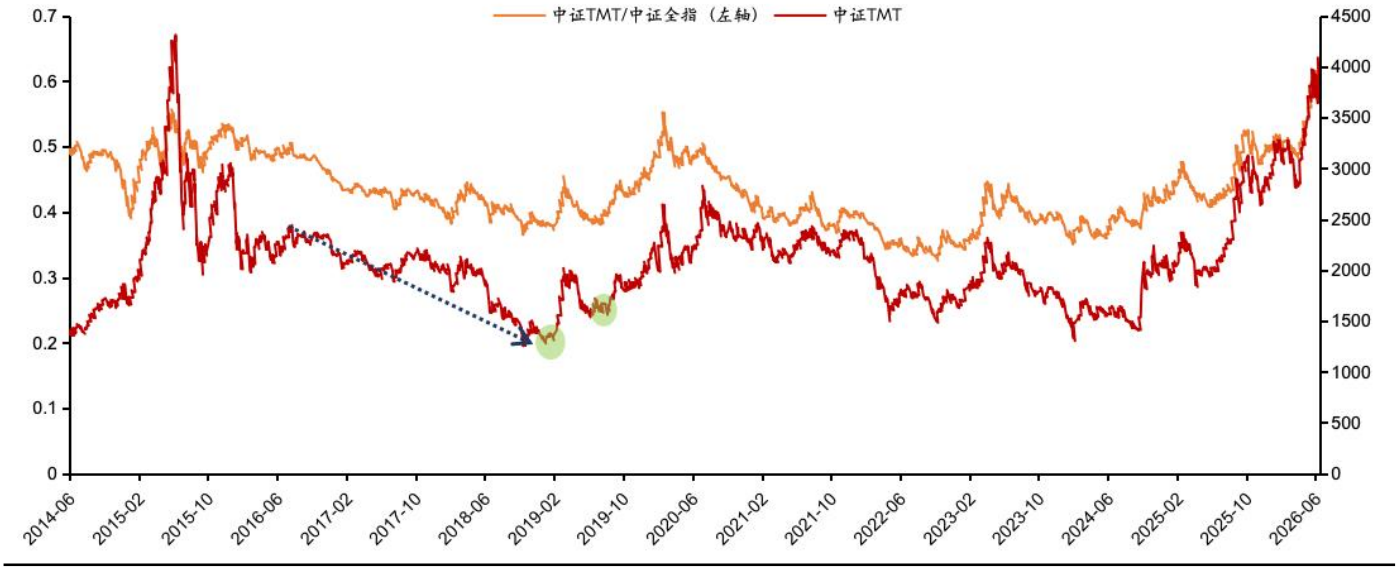
1）**指数层面，**以中证 TMT 指数为例，高点出现在 2015 年 6 月的 4310.8 点，低点出现在 2018 年 10 月的 1254.0 点，下跌幅度为 70.9%。指数跌至 2014 年年中牛市全面启动时的位置。

2）**细分行业**：自 2015 年 6 月至 2018 年 10 月，传媒最大回撤达到 79.8%，其次是计算机，最大回撤幅度为 70.4%，通信和电子稍好一些，最大回撤分别为 65.1%和 59.0%。到了 2018 年 10 月，传媒跌到了 2013 年 3 月时的水平，几乎全部将 2013-2015 年上涨的涨幅跌完，通信跌到了 2014 年年中时的位置，电子和计算机跌到了 2015 年 1 月时的位置。

3）**主动权益基金持仓**：自 2015 年 6 月至 2018 年 10 月，TMT 的持仓占比从 2015 年 Q4 最高的 28.4%下滑至 2018 年 Q4 的 14.3%，持仓占比回落 14%。分行业来看，**计算机首当其冲**，从最高持仓时的 13.8%下滑至最低时的 3.2%，回落幅度达 10.7%。**其次是传媒**，传媒从最高持仓时的 7.3%下滑至最低时的 2.2%。**电子**呈现先加仓后减仓的趋势，主要是 2016-2017 年消费电子和行业白马龙头行情的贡献，**通信**板块基金减仓不明显。

4）**柳暗花明时刻**：2019 年初，随着国内货币信用开始宽松和美联储开始降息，5G 产业快速发展，消费电子产品推陈出新，全球半导体产业开始复苏，科技成长细分行业中电子率先开始复苏，到了 2020 年年初一度突破 2015 年时的高点。受益于 5G 建设的通信、自主可控的计算机也有不错的表现，但通信板块真正的高光时刻是在 2023 年 AI 横空出世之后，计算机和传媒直到现在也没能回到 2015 年时的高点。

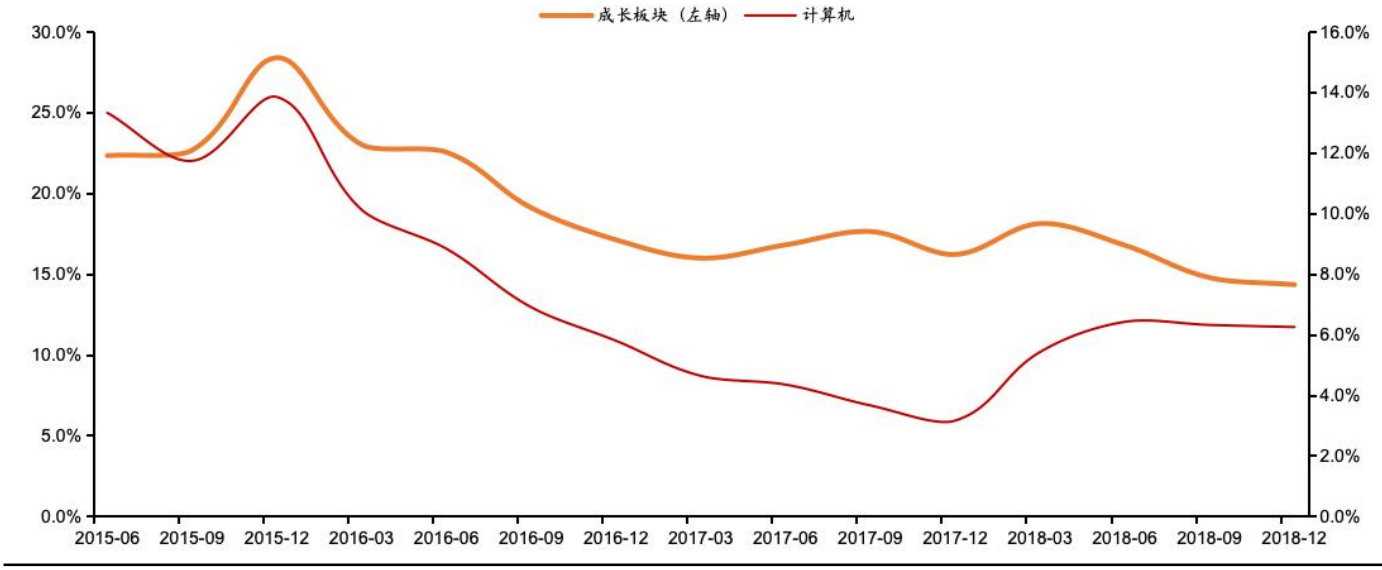
图表 5:2016-2018 年 TMT 的“至暗时刻”，指数回落至 2014 年年中牛市全面启动时的位置



资料来源：ifind，方正证券研究所（注：截至 2026 年 6 月 18 日）

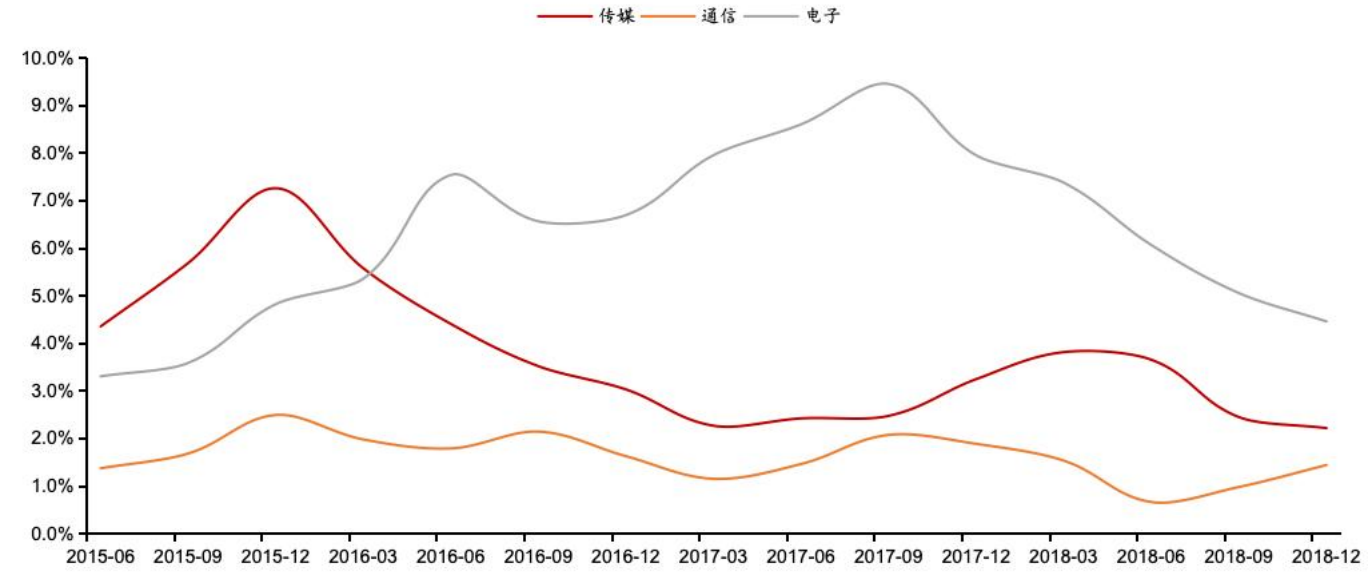
仅供内部参考，请勿外传！

图表 6:TMT“困境”过程中伴随基金持仓持续下滑，计算机回落幅度最大



资料来源：ifind，方正证券研究所

图表 7:TMT 内部主要细分板块均迎来不同程度的基金持仓回落



资料来源：ifind，方正证券研究所

2.3 2012-2014 年：白酒曾经的“柳暗花明”

当前白酒的至暗时刻在历史上也出现过，当时是在 2012 年底，塑化剂的黑天鹅事件，叠加中央出台“三公消费”和“八项规定”，共同导致白酒板块陷入困境。茅台在 2013 年 9 月初跌破 100 元引发舆论热议，但和现在不同的是，当时消费板块的基金持仓没有受到太大影响，减仓白酒的资金选择了医药和可选消费里的汽车和家电进行加仓。

白酒当时的大幅出清，我们通过以下几个方面数据说明：

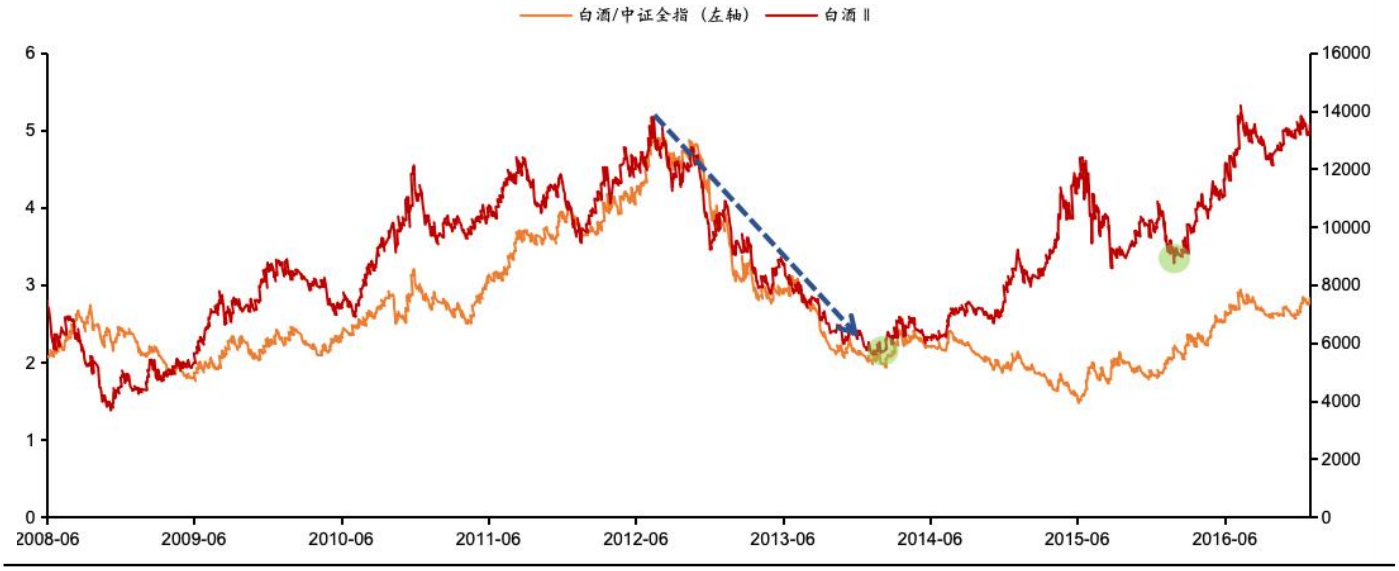
仅供内部参考，请勿外传！

1）**指数层面，**以申万二级行业白酒指数为例，高点出现在 2012 年 7 月的 13767.3 点，低点出现在 2014 年 1 月的 5584.7 点，下跌幅度约 59.4%。指数跌回 2009 年年中水平。

2）**主动权益基金持仓：**自 2012 年 7 月至 2014 年 1 月，白酒的持仓占比从 2012 年 Q3 最高的 15.0%下滑至 2013 年 Q4 的 1.4%，随后在很长一段时间内都维持在低位，但消费板块的持仓占比从 2012 年 Q3 最高的 41.6%仅小幅下滑至 2013 年 Q4 的 40.4%。

3）**柳暗花明时刻：**2014 年白酒指数开始企稳回升，随着牛市进程的不断推进，白酒板块开始有绝对收益，但当时市场主线较多，白酒相对市场依然是跑输的。直到 2016 年，随着外资流入 A 股提速，地产周期重新向上，消费者信心指数快速上行，以“茅五泸”为代表的高端白酒价格不断上升，白酒实现困境反转，拉开了 2016-2021 年长牛的序幕。

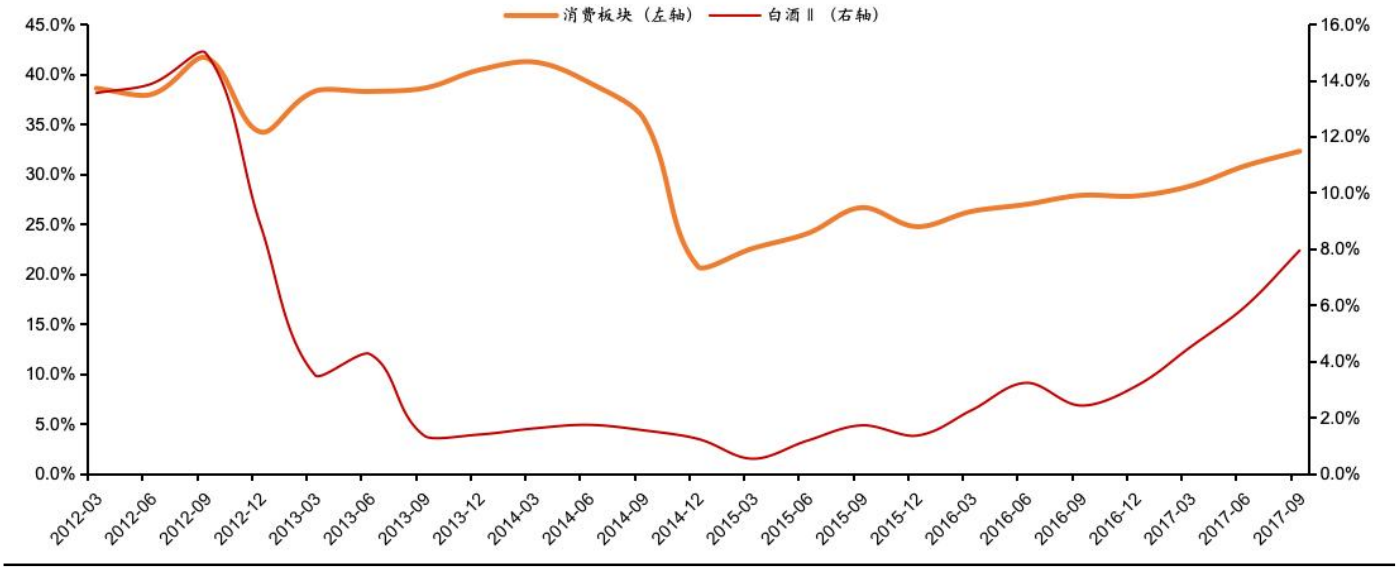
图表 8:2012-2014 年白酒板块最低回落至 2009 年年中水平



资料来源：ifind，方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图表 9:白酒板块在“困境”过程中基金持仓大幅下滑



资料来源：ifind，方正证券研究所

2.4 2022-2024 年：新能源的“柳暗花明”

2021 年达到巅峰的新能源在 2022-2024 年也迎来了至暗时刻，即使 2022 年景气度很好，但美联储大幅加息带来全球风险资产下跌，新能源也未能幸免，随后产能过剩、需求不足的担忧开始持续发酵，碳酸锂、多晶硅等核心原料大幅下跌，2023-2024 年新能源一度成为全市场跌幅最大的行业板块。

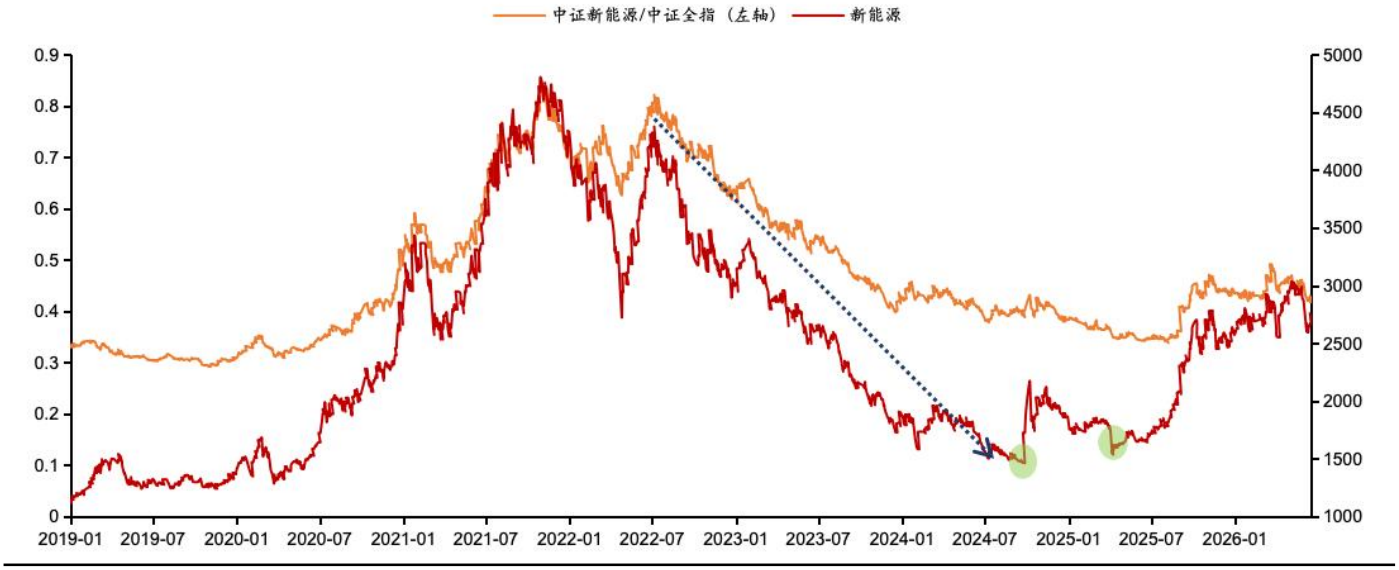
新能源当时的大幅出清，我们通过以下几个方面数据说明：

1）**指数层面，**以中证新能源指数为例，高点出现在 2021 年 11 月的 4752.6 点，低点出现在 2024 年 9 月的 1464.1 点，下跌幅度约 69.2%。指数跌回 2020 年 6 月市场加速上涨前的水平。

2）**主动权益基金持仓：**电力设备的持仓占比从 2022 年 Q2 最高的 18.0%下滑至 2024 年 Q1 的 9.2%，持仓占比下滑了近一半左右。但同期成长风格的持仓占比变化不大，AI 相关行业的加仓抵消了新能源的减仓。

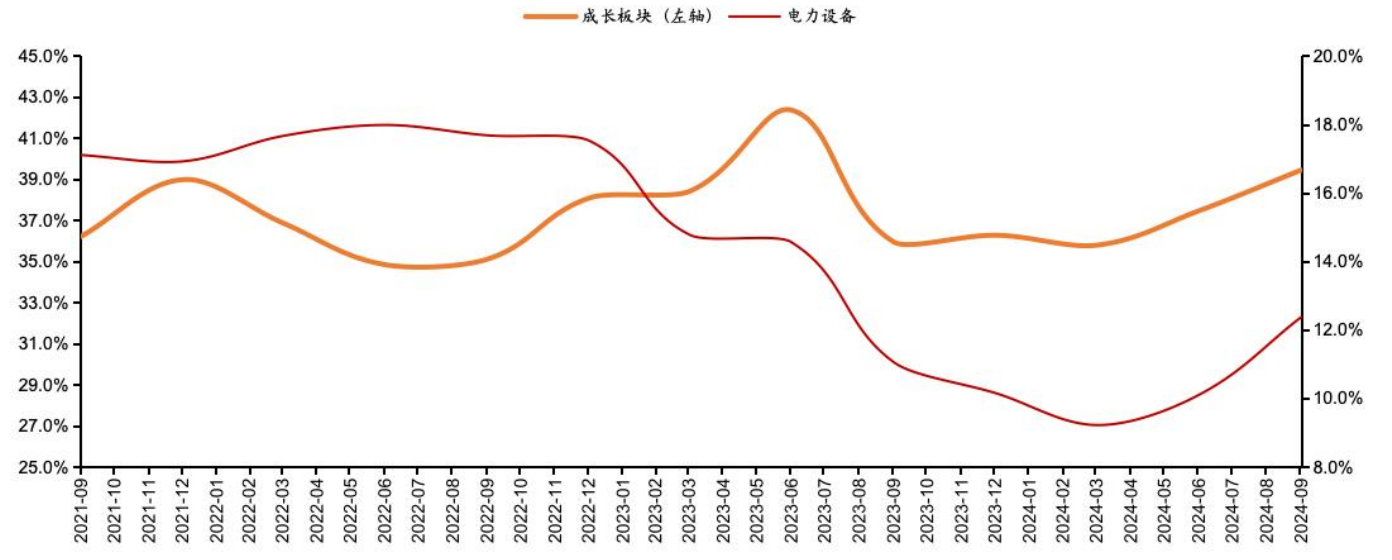
3）柳暗花明时刻：“924 行情”成为了新能源的第一个救命稻草，但更为关键的是 2025 年年中的反内卷政策，光伏就此见底，随后储能的高景气彻底给新能源带来新的景气支撑，AI 缺电、油价中枢上移分别从长期和中期支撑新能源行情。

图表 10:2022-2024 年新能源板块最低回落至 2020 年 6 月市场加速上涨前的水平



资料来源：ifind，方正证券研究所（注：截至 2026 年 6 月 18 日）

图表 11:新能源板块在“困境”过程中基金持仓明显下降



资料来源：ifind，方正证券研究所

3 如何看当前非 AI 的“柳暗花明”

总结一下，可以从下跌时间与空间、持仓下滑幅度来把当前以白酒、医药生物、房地产为代表的“老登资产”和历史上风格和赛道做对比：

1、**高点以来的下跌时间：基本满足。**不论是房地产，还是白酒、医药，下跌时间都已经超过 5 年，明显超过了之前的周期资源（3 年半）、白酒（1 年半）、TMT（3 年半）和新能源（3 年）的下跌时间。

2、**高点以来的下跌空间：略显不足**，除了 2012-2014 年的白酒略少（下跌 60%左右），其它风格指数基本下跌 70%左右，部分重点受冲击行业跌幅甚至会超过 70%。当前房地产、白酒、医药生物高点下跌幅度在 60%左右。

3、**主动权益基金持仓下滑幅度：基本满足，**基金持仓在至暗时刻下滑一半是基准情形，部分行业减仓幅度会更大，接近“清仓”，当前房地产、白酒基金减仓较为充分，医药截至今年 Q1 减仓并不充分，预计在 Q2 会更为明显。

柳暗花明时刻仍需等待：至暗时刻过去并不意味着反转将至，有可能要花很长时间磨底，等待真正的反转时刻，比如之前的周期资源和白酒。有可能在新的叙事来临之时，风格内部的领涨行业出现了翻天覆地的变化，部分行业很难回到之前的股价水平。

图表 12:过往发生“至暗时刻”的板块在当前的表现

风格/赛道	“至暗时刻”阶段	指数跌幅	整体持仓下滑幅度	重点行业	重点行业最大跌幅	主要行业持仓下滑幅度
周期资源	2010/11/11-2014/6/19	-67.9%	29.5%→13.7%	煤炭	-72.7%	5.6%→0.1%
				建筑材料	-55.4%	5.1%→0.5%
白酒	2012/7/13-2014/1/10	-59.4%	15.0%→1.3%	白酒	-60.5%	15.0%→1.3%
TMT	2015/6/12-2018/10/16	-70.9%	28.4%→14.3%	传媒	-79.8%	7.3%→2.2%
				计算机	-70.4%	13.8%→3.2%
新能源	2021/11/9-2024/9/23	-69.2%	18.0%→9.2%	电力设备	-61.0%	18.0%→9.2%

资料来源：ifind，方正证券研究所（注：涨跌幅数据截至 2026 年 6 月 18 日，基金持仓截至 2026Q1）

图表 13:当前非 AI 板块的出清程度

风格/赛道	“至暗时刻”时间阶段	整体持仓最大下滑幅度	重点行业	重点行业最大跌幅	主要行业持仓最大下滑幅度
金融地产	2020/7/7-2026/6/18	13.7%→3.8%	房地产	-64.8%	2.5%→0.3%
消费	2021/2/18-2026/6/18	43.5%→20.3%	食品饮料	-58.6%	18.9%→4.2%
			白酒	-62.4%	15.8%→2.9%
医药	2021/7/22-2026/6/18	13.2%→8.1%	医药生物	-52.5%	13.2%→8.1%

资料来源：ifind，方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。
在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 层
上海：静安区延平路71号延平大厦2楼
深圳：福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层
广州：天河区兴盛路12号楼隽峰苑2期3层方正证券
长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层
网址：https://www.foundersc.com
E-mail：yjzx@foundersc.com