

2026 年 07 月 29 日

微盘股：极致拥挤后的修复方向

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

简宇涵（分析师）

jianyuhan@kysec.cn

证书编号：S0790525050005

● 本轮微盘股调整：幅度大、时间长

2026 年 5 月开始，微盘股与市场的相对走势从一致走向分化，其中万得微盘股指数经历了一轮连续的下跌，5 月涨跌幅-9.16%，6 月涨跌幅-11.88%。微盘股与科技背道而驰，其背后是科技主线的“虹吸效应”和市场风格偏好。对比历史样本，本轮微盘股调整时长最长，调整幅度已接近历史均值，相对充分。

● 历史规律：微盘股深度调整后，反弹概率较高，幅度大

微盘股大幅调整后，反弹概率较高且幅度较大。复盘历史上微盘股的调整，2010 年至今，共存在 12 次大幅调整，普遍回调幅度超过 20%，平均调整时长在 26 个交易日，平均调整幅度为 27.4%。微盘股大幅调整后，5、10、20、30、40、50 个交易日内反弹概率较高，概率普遍超过 80%，历史 11 次深度调整里，9 次出现修复，其中 7 次反弹幅度较大。

深度调整后，微盘股涨幅随着交易日增加而变大。均值视角下，50 个交易日内平均涨跌幅为 19.2%，相较万得全 A 的超额平均在 12.8%；中位数视角下，50 个交易日内涨跌幅中位数为 20.1%，相较万得全 A 的超额中位数在 12.4%。

● 历史个例：微盘股修复较弱的场景

历史上，微盘股 12 次深度调整中，有 3 次调整后的修复效果显著弱于平均水平，分别是 2018 年 5 月-6 月、2017 年 3 月-6 月、2010 年 4 月-5 月。

这三次微盘股反弹较弱的背后是，市场已处于下跌行情中且多种因素触发。总结以上三次微盘股下跌的背景，均处于市场下跌的周期内，微盘股天然抗跌属性较弱，同时叠加多种因素触发，包括估值高、流动性承压等，导致微盘股下跌幅度较为突出。对比市场流动性和行情走势，本轮微盘股调整区间与这三次不同。

● 极致拥挤后，微盘股或迎来修复

本轮微盘股调整的背景或更接近 2020 年 12 月到 2021 年 2 月，均处于机构集中持仓的行情中。参考 2020-2021 年行情，本轮微盘股与基金重仓股在走势分化后存在收敛的可能，微盘股或将迎来修复。复盘 2020-2021 年行情，存在三个阶段：阶段一，2020 年 11 月，微盘股与基金重仓股走势一致，跟随市场一起上涨；阶段二，2020 年 12 月到 2021 年 2 月初，基金重仓股加速上涨，但微盘股开始下跌，二者走势分化；阶段三，2021 年 2 月到 3 月，基金重仓股开始下跌，并伴随着微盘股大幅反弹，二者走势收敛。

成交额视角，每当市场成交额较大，微盘股深度调整后的反弹力度普遍更强。复盘历史上数次微盘股深度回调，每当市场整体成交额相对较大，调整后的微盘股反弹幅度相对较大。

微观结构拥挤下，易触发大小盘风格切换，微盘股受益。复盘历史上五次微观结构拥挤，每当前 5% 个股成交额集中度突破 45%，均出现了大小盘风格切换，小盘相对大盘抛出超额，并伴随着拥挤度的下降。本轮微盘股调整期间，前 5% 个股成交额集中度一度突破 50%，易触发大小盘风格切换，微盘股相对受益。

● 风险提示：流动性风险；宏观经济超预期变动；市场波动风险。

相关研究报告

《开源金股，8 月推荐——投资策略专题》-2026.7.28

《机构关注度环比回升：餐饮、纺织服装、社会服务——机构调研周跟踪》-2026.7.27

《K 型行情或不会线性延续，扩散仍待 Δ G 接力——投资策略周报》-2026.7.25

目 录

1、本轮微盘股调整：幅度大、时间长	3
2、微盘股历史复盘	4
2.1、历史规律：微盘股大跌后，反弹概率较高，幅度大	4
2.2、历史个例：微盘股修复较弱的场景	4
3、极致拥挤后，微盘股或迎来修复	7
3.1、参考 2020-2021 年初主线拥挤行情，微盘股或将迎来修复	7
3.2、微观结构拥挤下，大小盘风格切换，微盘股受益	8
4、风险提示	11

图表目录

图 1：2026 年 5 月开始，微盘股与偏股混合型基金走势分化	3
图 2：2026 年 5 月开始，市场近一半的成交额集中在前 5% 个股中，普遍为中大市值的科技股	3
图 3：2010 年至今，万得微盘股指数存在 12 次大幅调整，每次调整后反弹概率较高、幅度不低	4
图 4：2018 年 6 月，M2 增速创 8% 的历史新低 (%)	5
图 5：2017 年 IPO 常态化，导致小市值公司的壳价值持续缩水	6
图 6：2020-2021 交易拥挤行情，微盘股先与基金重仓股走势分化，随后又收敛	7
图 7：历史上，每当市场成交额较大，微盘股深度调整后的反弹力度普遍更强	8
图 8：2007 年 11 月微观结构拥挤期间市场风格切换	8
图 9：2007 年 11 月微观结构拥挤前后行业涨跌幅排名	8
图 10：2008 年 10 月微观结构拥挤期间的风格切换	9
图 11：2008 年 10 月微观结构拥挤前后行业涨跌幅排名	9
图 12：2015 年 1 月微观结构拥挤期间的风格切换	9
图 13：2015 年 1 月微观结构拥挤前后行业涨跌幅排名	9
图 14：2018 年 2 月微观结构拥挤期间市场风格切换	10
图 15：2018 年 2 月微观结构拥挤前后行业涨跌幅排名	10
图 16：2021 年 2 月微观结构拥挤期间市场风格切换	10
图 17：2021 年 2 月微观结构拥挤前后行业涨跌幅排名	10
表 1：历史上，微盘股存在三次修复效果较弱	4

1、本轮微盘股调整：幅度大、时间长

本轮微盘股下跌幅度大、下跌时间长。2026 年 5 月开始，微盘股与市场的相对走势从一致走向分化，其中万得微盘股指数的走势分化较为突出；在科技行情火热的 5-6 月，万得微盘股指数经历了一轮连续的下跌，5 月涨跌幅-0.18%，6 月涨跌幅-11.88%；从 2026 年 5 月 12 日到 7 月 20 日，万得微盘股指数涨跌幅达-25.9%，下跌时长高达 49 个交易日。

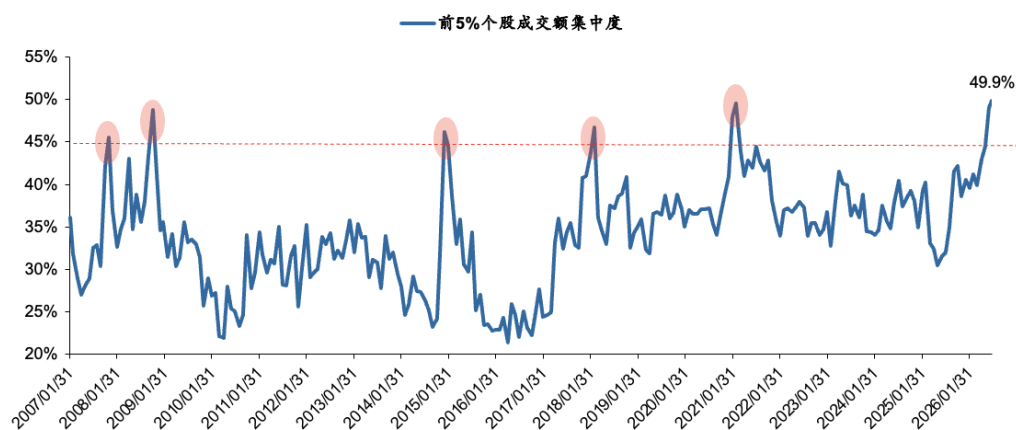
图1：2026 年 5 月开始，微盘股与偏股混合型基金走势分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

本轮微盘股调整是极致拥挤下的流动性挤出，其背后是科技主线的“虹吸效应”和市场风格偏好。微盘股在 2026 年 5 月遭遇重挫，主要原因是资金“虹吸效应”与流动性挤出，虽然市场整体的成交额有所放大，但资金高度集中于科技主线，普遍是中市值的科技股，小微盘股面临严重的流动性挤出压力。在科技主线行情下，市场风格偏好以大市值股票为主，相较小微盘，大市值股票更容易承载资金聚集。

图2：2026 年 5 月开始，市场近一半的成交额集中在前 5%个股中，普遍为中市值的科技股



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、微盘股历史复盘

2.1、历史规律：微盘股大跌后，反弹概率较高，幅度大

微盘股大幅调整后，反弹概率较高且幅度较大。复盘历史上微盘股的调整，2010年至今，共存在 12 次大幅调整，普遍回调幅度超过 20%，平均调整时长在 26 个交易日，平均调整幅度为 27.4%。微盘股大幅调整后，5、10、20、30、40、50 个交易日内反弹概率较高，概率普遍超过 80%，历史 11 次深度调整里，9 次出现修复，其中 7 次反弹幅度较大。

深度调整后，微盘股涨幅随着交易日增加而变大。均值视角下，50 个交易日内平均涨跌幅为 19.2%，相较万得全 A 的超额平均在 12.8%；中位数视角下，50 个交易日内涨跌幅中位数为 20.1%，相较万得全 A 的超额中位数在 12.4%。

图3：2010 年至今，万得微盘股指数存在 12 次大幅调整，每次调整后反弹概率较高、幅度不低

微盘股调整	开始日期	结束日期	时长（交易日）	万得微盘股指数 跌幅	调整后X个交易日的涨跌幅						调整后X个交易日相较万得全A的超额					
					5	10	20	30	40	50	5	10	20	30	40	50
1	2026-05-12	2026-07-20	49	-25.9%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2	2024-01-05	2024-02-07	24	-46.7%	0.3%	14.5%	26.0%	44.6%	46.2%	23.5%	3.8%	7.3%	13.8%	28.8%	32.4%	12.4%
3	2022-04-07	2022-04-27	15	-20.0%	3.9%	8.7%	13.7%	19.3%	20.6%	23.1%	-2.9%	0.5%	3.8%	2.4%	2.3%	0.4%
4	2020-12-07	2021-02-10	47	-22.6%	0.7%	11.8%	11.7%	17.1%	19.9%	21.7%	-0.9%	13.4%	20.1%	25.5%	25.0%	26.3%
5	2018-05-23	2018-06-21	21	-21.6%	-0.6%	-1.3%	2.4%	1.1%	0.1%	-1.7%	3.4%	4.4%	5.4%	6.1%	7.4%	4.9%
6	2018-01-24	2018-02-09	13	-18.8%	-0.4%	2.0%	13.6%	9.3%	19.4%	13.6%	0.3%	0.3%	8.3%	9.9%	18.4%	15.2%
7	2017-03-23	2017-06-01	46	-25.4%	2.3%	4.6%	2.9%	3.2%	-2.1%	-4.2%	0.3%	2.2%	1.8%	2.3%	7.7%	10.4%
8	2015-12-25	2016-01-28	24	-30.7%	6.6%	5.8%	7.0%	4.3%	19.0%	26.6%	3.0%	3.3%	5.5%	3.3%	8.4%	13.0%
9	2015-08-17	2015-09-15	20	-32.8%	7.8%	7.0%	23.1%	36.5%	51.5%	66.6%	3.6%	7.2%	11.3%	16.9%	23.0%	35.6%
10	2015-06-19	2015-07-10	15	-39.0%	25.4%	41.0%	39.2%	37.3%	4.6%	13.0%	9.6%	18.9%	26.4%	32.6%	18.0%	26.7%
11	2011-11-16	2012-01-10	38	-23.5%	1.3%	1.0%	4.3%	14.7%	19.5%	20.1%	-1.7%	-2.9%	1.2%	5.9%	9.8%	11.5%
12	2010-04-14	2010-05-18	24	-20.6%	4.8%	2.2%	9.3%	-1.8%	1.1%	9.1%	1.3%	0.7%	5.7%	2.1%	3.4%	5.6%
平均值				-27.4%	4.7%	8.8%	13.9%	16.9%	18.2%	19.2%	1.1%	5.0%	9.2%	12.0%	12.8%	12.8%
				涨跌幅为正概率	82%	91%	100%	91%	91%	82%	64%	91%	91%	91%	91%	91%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、历史个例：微盘股修复较弱的场景

历史上，微盘股深度调整中，有 3 次调整后的修复效果显著弱于平均水平，分别为第 5 次（2018/5/23-2018/6/21）、第 7 次（2017/3/23-2017/6/1）、第 12 次（2010/4/14-2010/5/18），将其划分为弱势组，其余 8 次划分为强势组。三次弱势行情中，微盘股的绝对收益以及相对万得全 A 的超额收益均显著弱于强势组。

表1：历史上，微盘股存在三次修复效果较弱

时期	市场环境	微盘股压力	修复偏弱的原因
2010/4/14-2010/5/18	市场下跌、估值偏高	新股供给增加	估值与供给共同承压
2017/3/23-2017/6/1	金融去杠杆	监管与 IPO 常态化	壳价值下降、风格持续偏大
2018/5/23-2018/6/21	熊市、信用收缩	流动性与质押风险	系统性风险压制

资料来源：Wind、开源证券研究所

（一）2018 年 5-6 月：无流动性支持、无政策转向的熊市中继

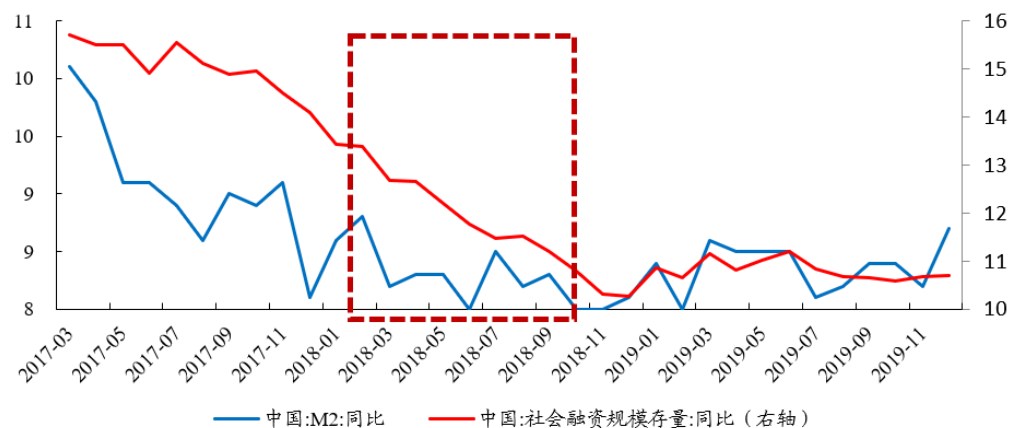
本次调整无流动性支持，也无政策转向，核心驱动因素包括三点：

① 6 月 15 日美国正式对 500 亿中国商品加征 25% 关税，贸易摩擦从预期落地为现实；

② 国内去杠杆进入深水区，政策明确打破刚兑、清理表外理财、消除多层嵌套，M2 增速创 8% 的历史新低，社融同比少增；

③ 信用债违约潮出现，股权质押风险开始暴露，市场进入 2018 年全年熊市的下半场。

图4：2018 年 6 月，M2 增速创 8% 的历史新低（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

（二）2017 年 3-6 月：监管+流动性+资金风格偏好影响的下跌行情

本次调整为典型下跌行情，跌后市场风格未发生切换，资金继续聚焦大市值白马，微盘股面临监管、流动性收缩、资金风格偏好的影响：

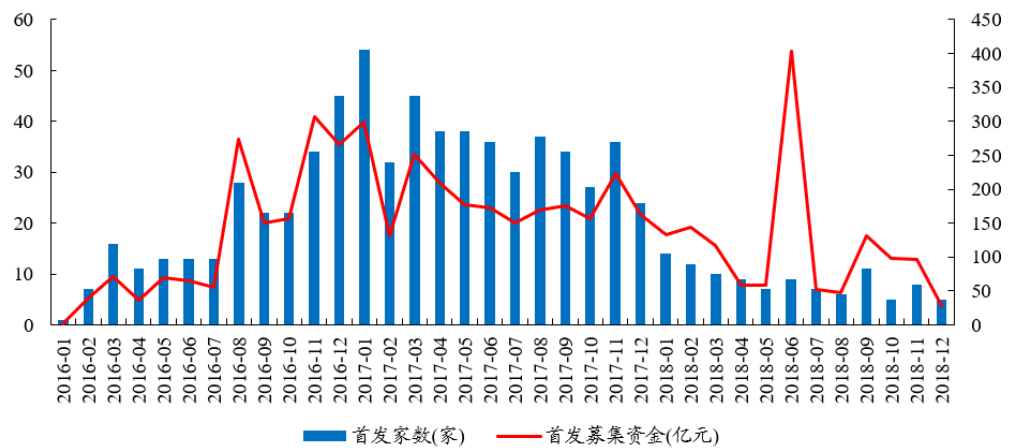
① 2017 年是金融去杠杆大年，市场流动性持续收紧；

② 上半年监管层连续出台政策：再融资新规、减持新规落地，定增重组、借壳上市、高送转、炒小炒新被全面严打；

③ 2017 年 IPO 常态化，小市值公司的壳价值持续缩水；

④ 极致拥挤行情：外资持续流入，机构资金聚焦消费/周期龙头，走出“漂亮 50”牛市。

图5：2017 年 IPO 常态化，导致小市值公司的壳价值持续缩水



数据来源：Wind、开源证券研究所

（三）2010 年 4-5 月：估值泡沫+供给冲击的大盘下跌行情

- ①2010 年一季度小盘股行情已经把估值炒到历史较高位置；
- ②地产调控引发经济下行预期，直接终结地产链牛市预期；
- ③2010 年中小板、创业板新股高密度发行，小市值股票稀缺性持续下降。

这三次微盘股反弹较弱的背后是，市场处于下跌行情且多种因素触发。总结以上三次微盘股下跌的背景，均处于市场下跌的周期内，微盘股天然抗跌属性较弱，同时叠加多种因素触发，包括估值高、流动性承压、IPO 大放量等，导致微盘股下跌幅度较为突出。本轮微盘股调整的大背景与这三次不同，并非处于市场下跌阶段。

对比历史样本，本轮微盘股调整时长最长，调整幅度已接近历史均值，相对充分。复盘历史上微盘股的调整，2010 年至今，共存在 12 次大幅调整，平均调整时长在 26 个交易日，平均调整幅度为 27.4%；对比历史，本轮调整时长 49 个交易日，处于历史最长，调整幅度已接近历史平均水平；对比历史样本，本轮调整或已相对充分。

3、极致拥挤后，微盘股或迎来修复

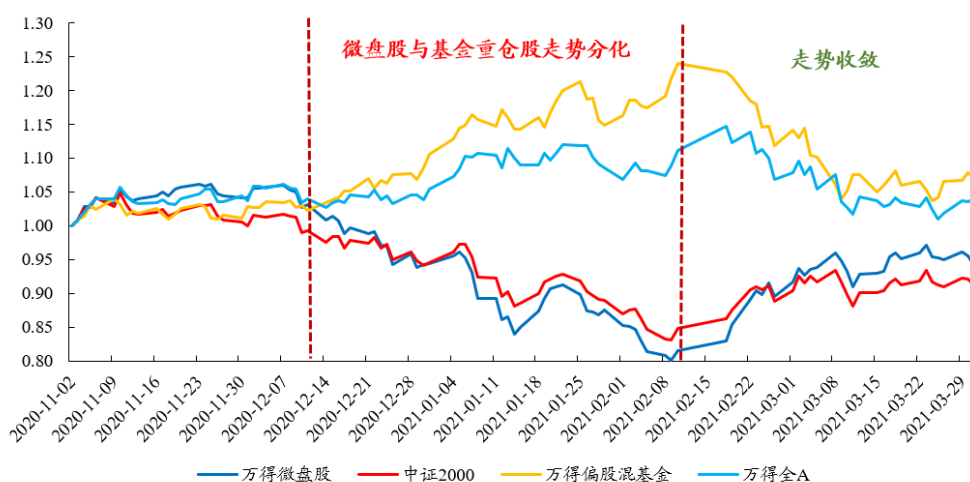
历史复盘表明，微盘股能否修复，关键取决于市场是否处于系统性下跌，以及流动性环境是否继续弱化。本轮市场整体并未进入熊市，成交额也未明显萎缩，因此与2010年、2017年和2018年的弱修复样本存在本质区别。相较之下，本轮更接近2020年底至2021年初的极致拥挤阶段。

3.1、参考2020-2021年初主线拥挤行情，微盘股或将迎来修复

本轮微盘股调整的背景或更接近2020年12月到2021年2月，均处于主线集中行情中。2020-2021年是机构通向配置的典型时期，机构聚焦核心资产。2021年开始，全球流动性宽松，核心资产盈利具备较高确定性，叠加“公募大发行”，资金无差别涌入基金重仓股，白酒、新能源、医药的行业集中度达到历史极值，出现明显的“资金驱动估值、估值吸引资金”自我强化。与本轮的科技主线拥挤行情类似，微盘股因资金集中于主线而被挤压，出现大幅调整。

参考2020-2021年行情，本轮微盘股与基金重仓股在走势分化后存在收敛的可能，微盘股将迎来修复。复盘2020-2021年行情，存在三个阶段：阶段一，2020年11月，微盘股与基金重仓股走势一致，跟随市场一起上涨；阶段二，2020年12月到2021年2月初，基金重仓股加速上涨，但微盘股开始下跌，二者走势分化；阶段三，2021年2月到3月，基金重仓股开始下跌，并伴随着微盘股大幅反弹，二者走势收敛。

图6：2020-2021交易拥挤行情，微盘股先与基金重仓股走势分化，随后又收敛



数据来源：Wind、开源证券研究所

每当市场成交额较大，微盘股深度调整后的反弹力度普遍更强。复盘历史上数次微盘股深度回调，每当市场整体成交额相对较大，例如第二次、第三次、第四次、第九次、第十次，调整后的微盘股反弹幅度相对较大。

图7：历史上，每当市场成交额较大，微盘股深度调整后的反弹力度普遍更强

微盘股调整	开始日期	结束日期	万得全A三个阶段日均成交额/百万元			调整后X个交易日万得微盘股指数的涨跌幅					
			调整前30个交易日日均成交额	调整期间日均成交额	调整后30个交易日日均成交额	5	10	20	30	40	50
1	2026-05-12	2026-07-20	2513182	3089554	-	-	-	-	-	-	-
2	2024-01-05	2024-02-07	783744	765551	1018157	0.3%	4.5%	26.0%	44.6%	46.2%	23.5%
3	2022-04-07	2022-04-27	1015877	865563	878142	3.9%	8.7%	13.7%	19.3%	20.6%	23.1%
4	2020-12-07	2021-02-10	804040	933150	882323	0.7%	11.8%	11.7%	17.1%	19.9%	21.7%
5	2018-05-23	2018-06-21	422535	377118	345709	-0.6%	-1.3%	2.4%	1.1%	0.1%	-1.7%
6	2018-01-24	2018-02-09	454413	510370	431954	-0.4%	2.0%	13.6%	9.3%	19.4%	13.6%
7	2017-03-23	2017-06-01	486673	463878	399503	2.3%	4.6%	2.9%	3.2%	-2.1%	-4.2%
8	2015-12-25	2016-01-28	885787	582693	491374	6.6%	5.8%	7.0%	4.3%	19.0%	26.6%
9	2015-08-17	2015-09-15	1147057	795929	726798	7.8%	7.0%	23.1%	36.5%	51.5%	66.6%
10	2015-06-19	2015-07-10	1736434	1314887	1137292	25.4%	41.0%	39.2%	37.3%	4.6%	13.0%
11	2011-11-16	2012-01-10	149254	100813	129795	1.3%	1.0%	4.3%	14.7%	19.5%	20.1%
12	2010-04-14	2010-05-18	213570	201292	145084	4.8%	2.2%	9.3%	-1.8%	1.1%	9.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、微观结构拥挤下，大小盘风格切换，微盘股受益

本轮调整除了机构同向配置特征明显外，微观结构拥挤的特征更为突出。复盘历史，每次 A 股微观结构拥挤实际上是一个“催化剂”，催化市场重新对 DDM 三要素进行定价；而 A 股过去这 5 次微观结构弱化背后市场的变盘：

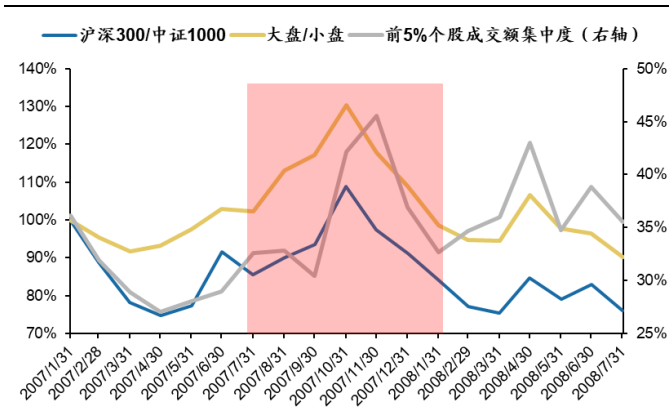
(1) 2007 年 11 月：

①微观结构表征现象：A 股前 5%成交额个股交易集中度从 2007 年 4 月的 27.1% 快速上行，在 11 月达到 45.6%，超过 45% 阈值；

②市场走势：发生“牛转熊”，市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：DDM 核心条件反转。美国次贷危机影响扩散至全球，A 股盈利周期也出现显著拐点（盈利顶在 2007Q1）。

图8：2007 年 11 月微观结构拥挤期间市场风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2007 年 11 月微观结构拥挤前后行业涨跌幅排名

涨幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	通信	电子	建筑装饰	农林牧渔
2	银行	计算机	食品饮料	计算机
3	国防军工	农林牧渔	农林牧渔	家用电器
4	采掘	医药生物	医药生物	医药生物
5	交通运输	轻工制造	通信	电气设备
跌幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	综合	有色金属	银行	非银金融
2	纺织服装	非银金融	非银金融	银行
3	有色金属	钢铁	采掘	采掘
4	房地产	采掘	房地产	房地产
5	传媒	房地产	休闲服务	交通运输

数据来源：Wind、开源证券研究所

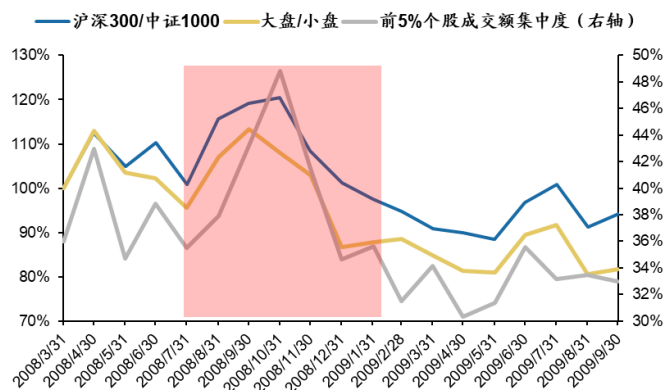
(2) 2008 年 10 月：

①微观结构表征现象：A 股前 5%成交额个股交易集中度从 2008 年 7 月的 35.5% 快速上行，在 10 月达到 48.8%，超过 45% 阈值；

②市场走势：发生“熊转牛”，市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：DDM 三要素逆转。2008 年 11 月初，“4 万亿”刺激政策出台救市，使得 DDM 模型分子分母端共同逆转。

图10：2008 年 10 月微观结构拥挤期间的风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2008 年 10 月微观结构拥挤前后行业涨跌幅排名

涨幅前五	前 3 月	前 1 月	后 1 月	后 3 月
1	公用事业	医药生物	建筑材料	建筑材料
2	建筑装饰	房地产	电气设备	电气设备
3	非银金融	公用事业	机械设备	国防军工
4	传媒	建筑装饰	建筑装饰	机械设备
5	医药生物	电气设备	家用电器	有色金属
跌幅前五	前 3 月	前 1 月	后 1 月	后 3 月
1	有色金属	休闲服务	非银金融	交通运输
2	休闲服务	有色金属	银行	食品饮料
3	轻工制造	采掘	交通运输	钢铁
4	农林牧渔	钢铁	采掘	化工
5	综合	轻工制造	钢铁	银行

数据来源：Wind、开源证券研究所

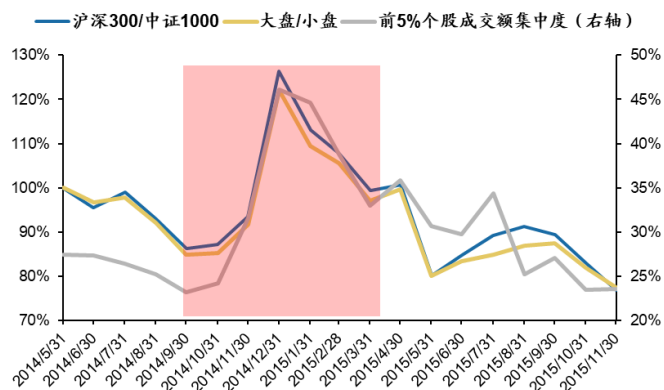
(3) 2015 年 1 月：

①微观结构表征现象：A 股前 5%成交额个股交易集中度从 2014 年 9 月的 23.2% 快速上行，在 12 月达到 46.1%，超过 45% 阈值；

②市场走势：牛市中继，但市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：盈利并未发生显著变化，DDM 三要素当中的流动性和风险偏好发生了显著扩散。2015 年初，在“金融股对手方流动性枯竭+场内外杠杆资金快速入场”的组合下，市场中的交易者开始寻找不那么拥挤、但逻辑也在改善、且弹性更大的小盘股。

图12：2015 年 1 月微观结构拥挤期间的风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2015 年 1 月微观结构拥挤前后行业涨跌幅排名

涨幅前五	前 3 月	前 1 月	后 1 月	后 3 月
1	非银金融	非银金融	计算机	计算机
2	建筑装饰	建筑装饰	传媒	传媒
3	银行	银行	家用电器	纺织服装
4	钢铁	钢铁	农林牧渔	轻工制造
5	房地产	公用事业	电子	电气设备
跌幅前五	前 3 月	前 1 月	后 1 月	后 3 月
1	电子	电子	非银金融	银行
2	轻工制造	轻工制造	银行	非银金融
3	休闲服务	计算机	建筑装饰	食品饮料
4	医药生物	农林牧渔	建筑材料	采掘
5	电气设备	综合	采掘	公用事业

数据来源：Wind、开源证券研究所

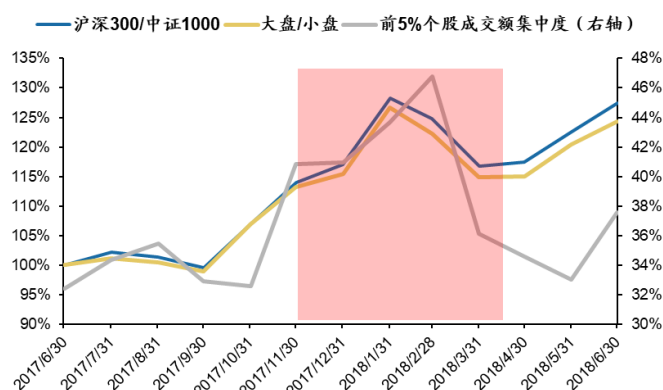
(4) 2018 年 2 月：

①微观结构表征现象：A 股前 5%成交额个股交易集中度从 2017 年 10 月的 32.6% 快速上行，在 2018 年 2 月达到 46.8%，超过 45% 阈值；

②市场走势：发生“牛转熊”，市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：DDM 三要素均反转。分母端，金融市场去杠杆带来持续紧信用，资管新规下股市流动性大幅减弱，同时中美贸易冲突导致风险偏好大幅下行；分子端，在紧信用背景下经济下行压力增大，内需转弱对企业盈利产生负面影响。

图14：2018 年 2 月微观结构拥挤期间市场风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2018 年 2 月微观结构拥挤前后行业涨跌排名

涨幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	休闲服务	钢铁	计算机	医药生物
2	食品饮料	休闲服务	医药生物	计算机
3	钢铁	电子	国防军工	休闲服务
4	家用电器	计算机	电气设备	农林牧渔
5	房地产	有色金属	休闲服务	商业贸易
跌幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	综合	房地产	钢铁	钢铁
2	非银金融	非银金融	食品饮料	采掘
3	通信	农林牧渔	采掘	银行
4	国防军工	建筑装饰	银行	综合
5	电气设备	综合	家用电器	房地产

数据来源：Wind、开源证券研究所

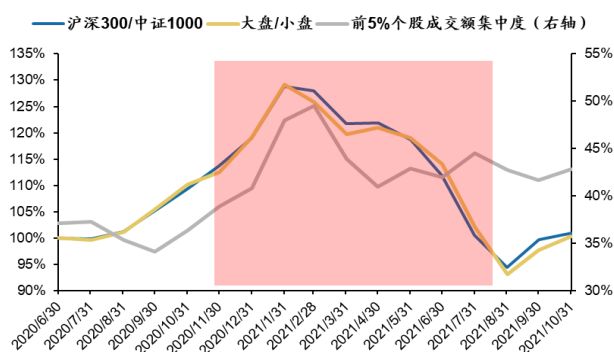
(5) 2021 年 2 月：

①微观结构表征现象：A 股前 5%成交额个股交易集中度从 2020 年 9 月的 34.1% 快速上行，在 2021 年 2 月达到 49.6%，超过 45% 阈值；

②市场走势：牛市中继，但市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：DDM 的盈利端发生结构性（ ΔG ）发生迁移变化，分母端流动性同样发生变化。分子端盈利：前期占优的“茅指数”的盈利增速边际改善幅度（ ΔG ）出现回落，而“新半军”为代表的成长制造业则接力出现“高增速（G）和高盈利增速改善（ ΔG ）兼备”；分母端流动性：中美利差在 2020Q4 触顶后回落，支撑大盘成长的流动性积极要素趋弱。

图16：2021 年 2 月微观结构拥挤期间市场风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2021 年 2 月微观结构拥挤前后行业涨跌排名

涨幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	休闲服务	休闲服务	公用事业	钢铁
2	有色金属	房地产	纺织服装	采掘
3	电气设备	钢铁	钢铁	综合
4	化工	建筑装饰	综合	食品饮料
5	食品饮料	农林牧渔	建筑装饰	纺织服装
跌幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	通信	电气设备	有色金属	农林牧渔
2	商业贸易	电子	国防军工	家用电器
3	纺织服装	汽车	农林牧渔	通信
4	非银金融	国防军工	化工	房地产
5	传媒	传媒	电子	国防军工

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

流动性风险；

宏观经济超预期变动；

市场波动风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn