

2022 年 02 月 05 日

## 有关行业拥挤度的那些事

■所谓拥挤度，最简单直观的含义就是“人多的地方少去”。这意味着传统意义上，拥挤度是一个描述指数或个股是否存在反转迹象的风险预警指标，但实际上基于拥挤度视角可以有更为丰富的应用场景。

■本报告先简要介绍了目前业界有关拥挤度研究的基本思路以及研究目标，然后主要把主要笔墨放在与拥挤度尤其是行业拥挤度的应用上。

■本报告不但会探讨某行业过于拥挤的迹象和证据，试图规避对应行业大幅调整的风险，而且会探讨某些行业在过于拥挤过后恢复到正常甚至非常不拥挤情形下的潜在投资机会。考虑到不同的行业有不同的行业竞争格局和行业发展阶段，不同行业的拥挤度也有不同的表现特征，必须结合具体的案例具体问题具体分析。

■本报告用到的拥挤度相关指标有成交金额占比、行业动能因子以及包含布林带、TD 计数以及北向资金流等。其中，前两个为核心指标，后三个为辅助指标。

■在进行案例分析时，报告主要是从三个维度来展开的。其中，第一个维度主要是如何更有效的基于类似于顶背离的逻辑来确认过于拥挤之后的调整风险，第二个维度主要是如何基于拥挤度逻辑来辅助确定真正意义上的抄底策略以及更有效的参与牛回头型的策略，第三个维度主要是简要探讨了拥挤度指标自身的时间序列在不同行业之间的差异。

■我们将在未来定期或不定期的跟踪行业拥挤度的变化。

■风险提示：根据历史信息及数据构建的模型在市场急剧变化时可能失效。

## 金融工程主题报告

证券研究报告

杨勇

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518010002  
yangyong1@essence.com.cn

## 相关报告

主动股基 Q4 重仓抱团程度回落，增配高端制造和基建：基金市场和组合周报	2022-01-25
20220125	
FOMC 会议预期将落地，稳增长和成长有望联袂反弹：FOF 和资产配置周报	2022-01-23
安信金工大市与行业研判周报 20220123	2022-01-23
主动股基仓位上调，股票 ETF 连续 4 周增持超百亿，中概互联 ETF 超 370 亿：基金市场和组合周报	2022-01-17
20220117	
成长和稳增长风格博弈切换，南北向净买入节奏加速：FOF 和资产配置周报	2022-01-17

## 内容目录

1. 拥挤度的常见定义及应用思路.....	3
2. 与行业拥挤度有关的反转情景分析.....	5
2.1. 过于拥挤之下的动能因子顶背离案例.....	7
2.2. 拥挤之后的量价背离+动能因子顶背离案例.....	8
3. 与行业拥挤度有关的潜在机会分析.....	9
3.1. 基于拥挤度收缩的抄底型案例.....	9
3.2. 牛回头型的抄底案例.....	10
4. 与行业拥挤度有关的其他情形.....	12
5. 风险提示.....	13

## 图表目录

图 1: 量价背离案例情形.....	5
图 2: 天量天价案例情形.....	6
图 3: 天量天价案例情形—其他可能的解释.....	6
图 4: 钢铁行业动能因子顶背离 2021.04.09.....	7
图 5: 钢铁行业动能因子顶背离 2021.09.10.....	7
图 6: 农林牧渔行业量价背离+动能因子顶背离 2021.02.23.....	8
图 7: 建筑装饰行业抄底型案例 2021.11.08.....	10
图 8: 电力设备行业抄底型案例 2022.01.11.....	10
图 9: 煤炭行业牛回头型案例 2021.08.23.....	11
图 10: 非银金融行业脉冲型案例 2019.01.04.....	12
图 11: 非银金融行业成交金额占比的极值区间.....	12
图 12: 电子行业成交金额占比的极值变化.....	13

所谓拥挤度，最简单直观的含义就是“人多的地方少去”。这意味着，传统意义上，拥挤度是一个描述系统是否存在反转迹象的风险预警指标：当某类标的或指数的拥挤度过高时，往往有可能存在收益反转或至少出现收益大幅波动的可能性。

本报告将先简要介绍一下目前业界有关拥挤度研究的基本思路以及研究目标，然后主要把主要笔墨放在与拥挤度尤其是行业拥挤度的应用上。

## 1. 拥挤度的常见定义及应用思路

### 1.1 拥挤度的常见定义

既然要讨论拥挤度的影响，首先要做的第一件事就是设计各种各样的指标来描述拥挤度。在传统的量化维度，在业内有多种不同的拥挤度定义视角。

最简单的一种做法是，跟踪观察投资者的持仓集中程度。一旦投资者在相应指数或板块上的持仓过于集中，远远超出了基准指数的相应市值占比，那么意味着投资者在该板块上的投资过于拥挤。这种做法简单直观，但最大的问题在于这类数据的可获得性较差，能够直接跟踪的频率较低，无法及时有效的指导日常的投资决策。

为了便于及时跟踪各类指数或板块的拥挤度变化，有人从流动性的视角出发，基于成交量和换手率的高低来定义交易拥挤程度，并基于样本内的测试来确定相对最优的单一拥挤度指标阈值或复合拥挤度指标。

也有人从估值的角度、波动率的角度、衍生品内含的情绪一致性维度、新闻舆情的发散程度等维度来观察拥挤程度。这类维度确实是描述拥挤度的一个有意思的视角，但除了估值和波动率外，其他的维度无法直接应用在行业拥挤度的定义上。

还有人从指数内部的个股涨跌结构出发，试图从指数内的个股同质或异质性表现，或个股的强弱表现变化来描述该指数的拥挤程度。这类思路与传统的基于指数量价的描述思路往往能相互补充，相互印证，有其独特的价值。

我们认为，成交量是一种描述投资者参与程度的天然直接指标，而且能够随时动态的进行跟踪分析，因而是用来观察分析拥挤度的良好视角，本文后面将以成交量作为讨论行业拥挤度的核心指标来进行展开讨论。

但是，所谓“盲人摸象”，任何单一指标都只是从某一角度对观察对象进行了可能有些片面的考察描述，往往并不能很好的揭示事物的全貌。而所谓的复合指标往往是基于历史数据进行统计挖掘之后的多指标优化结果，最终的表现形式仍然是一个单一指标，只不过往往比单一指标更能解释样本内的历史数据。虽然用来构建符合指标的每个原始指标本身可能都有一定的逻辑基础，但一旦把多指标揉成一个指标之后，相应的逻辑链条将变得有些模糊，对当下案例的解释力度可能会大打折扣。

因此，我们倾向于选取多个有逻辑基础的原始指标，然后从多个维度构建逻辑链条清晰的应用场景，从而更全面的讨论与行业拥挤度相关的问题。

### 1.2 拥挤度相关的核心观察指标

因为本报告主要关注行业拥挤度的相关问题，因此以下所有指标的定义都是应用于申万的一

级行业指数。

#### 指标 1: 成交金额占比

每日计算各申万一级行业指数的成交金额与市场总成交金额的占比。该指标是从横截面的角度度量投资者在各个行业上的成交占比，也即投资者在各个行业的拥挤程度。

由于随着市场环境的变化，牛市的成交金额往往较大，熊市的成交金额往往较小，因此需要进一步从时间序列的角度衡量当下的成交金额占比是否真正较为拥挤。一般采用的做法是计算对应行业过去一段时间（比如说 1 年、2 年或 3 年的）成交金额占比的分位点（比如 60%、80%或 90%），一旦某日某行业的成交金额占比超出了该行业过去某段时间内成交金额占比的一定分位点，那么就可以初步判定该行业当日的交易有过于拥挤的嫌疑。

#### 指标 2: 行业动能因子

我们经常听到一种说法，“赚指数不赚钱”，也即有时指数的表现可能会失真，因此我们往往需要从个股的维度来更清晰的描述指数的拥挤程度。本报告采用的指标称之为行业动能因子。

具体定义为，每天滚动统计过去一段时间（比如过去 5 日或过去 20 日）内个股的涨跌幅并进行排序，把涨幅排序靠前（比如前 10%）的股票找到，再统计对应股票所属的行业，从而可以得到各行业内部的强势个股占比情况，再把各行业的强势个股占比情况在申万一级行业中进行横截面上的排序，从而得到最终的行业动能因子。从动能因子的定义可知，该因子已经综合考虑了行业指数内个股的表现以及行业指数间在横截面上的相对强弱，并且能够每日进行动态跟踪。

如果随着量能的逐步放大，行业的动能因子也逐步提升，那就意味着该行业相关的赚钱效应不断放大，指数量价齐升，一般是走势良好的表现；即使此时成交金额占比超过了历史一段时间的较高分位点，也未必意味着当下就已经过于拥挤了，或者说即使当下已经较为拥挤了，也未必有马上掉头向下的风险。从这个角度看，行业动能因子是一个用来辅助判断行业是否过于拥挤的核心指标。

#### 其他指标: 布林带、TD 计数以及北向资金净流向

因为布林带和 TD 计数都是比较常见的技术分析系统，本报告就不再额外介绍其具体原理和计算依据。这里需要指出的是，布林带的上轨和下轨往往对应着一波行情的相对阻力位或压力位，而 TD 计数（包含 TD9 和 TD13 计数两种）则对应着一波行情短期有告一段落的迹象，因此可以配合着成交金额占比这一指标来观察潜在的行情反转的可能性。

同样，北向资金是较为公认的“聪明资金”的代表，如果在成交金额占比出现了过于拥挤迹象的同时，北向资金选择大幅流出，这往往可以理解成对行业此时已经过于拥挤的一个确认指标。

### 1.3 拥挤度的应用思路

传统的思路中，我们往往把拥挤度当成一个反转指标来对待。一旦认为某个行业的拥挤度超过一定程度时，收益的反转或者收益波动的加大难以避免。

但是，在 Nick Baltas 的文章《The Impact of Crowding in Alternative Risk Premia Investing》

中，详细讨论了不同类型的风险溢价策略在不同拥挤度状态下的表现，发现发散性溢价策略（比如股票动量型策略）在出现拥挤后的溢价表现不佳，而收敛性溢价策略（比如价值投资型策略）则因拥挤呈现出了相对更优的溢价表现。也就是说，对于某些类型的策略，过于拥挤确实有可能造成策略收益的降低，但对于另一种类型的策略，拥挤度的提升则有可能提升策略的收益。

这一结论与市场普遍认为的拥挤度过高可能抑制预期收益的观点有所不同，也给了我们新的启发，从而重新审视拥挤度的潜在应用情景以及应用方法。

因此，本报告不但会探讨某行业过于拥挤的迹象和证据，试图规避对应行业大幅调整的风险，而且会探讨某些行业在过于拥挤过后恢复到正常甚至非常不拥挤情形下的潜在投资机会。

同样，考虑到不同的行业有不同的行业竞争格局和行业发展阶段，不同行业的拥挤度也有不同的表现特征，必须具体问题具体分析才好。

正因为拥挤度不是一个简单的单一维度指标，无法简单的通过某些统计逻辑得到清晰有效且解释能力强的结论，本报告尝试通过案例的方式来聊聊有关行业拥挤度的那些事，希望通过案例分析的方式来加深对行业拥挤度这一概念的理解和应用能力。

## 2. 与行业拥挤度有关的反转情景分析

在讨论拥挤度的反转情景之前，我们先讨论一个经典的成交量谜题，也即：到底是“量价背离”还是“天量天价”更常见。

图 1：量价背离案例情形



资料来源：安信证券研究中心，WIND

顾名思义，“量价背离”指的是当价格仍在上涨过程中时，如果此时的上涨没有对应的持续升高的成交量能，往往意味着本轮上涨量能不足，上涨力度有衰弱的迹象，从而上涨的持续性是存疑的（参考图 1）；而所谓的“天量天价”，指的是随着量价齐升的过程不断演绎下去，最终量能到了一定的极致时，有可能对应着价格上非常重要的高点（参考图 2），也就是说并不是量能随着价格一直抬升就一定对应着监控的上涨走势。

之所以出现这种看似矛盾的情形，一个可能的原因是我们很难对“天量”进行非常客观和可



靠的定义，因为往往很难知道真正的“天量”界限为何。实际上真正的“天量”是比较少出现的，所以大部分量价齐升之后看似突如其来出现较大级别调整的案例并不能归结为这一类。事实上，大部分假的“天量天价”背后往往还有其他更合逻辑的解释。

图 2：天量天价案例情形



资料来源：安信证券研究中心，WIND

比如，对于图 2 中的天量天价案例，如果从成交金额占比以及行业动能因子的视角看，可能会有一些新的视角和思路（图 3）。由图 3 可知，与图 2 对应的价格最高位置附近，虽然成交金额达到了最近一年以来的最高值，但是却有两个细节值得关注。

第一个细节是，当时整个市场的成交金额是不断抬升的，所以虽然图中电力设备行业的成交金额绝对值创了新高，但是对应的成交金额占比却没有创新高，这实际上是另一种意义上的量价背离情形；第二个细节是，虽然当时的成交金额绝对值创了新高，但行业内的强势个股占比却不断下降，这说明虽然成交金额有所抬升，但对应的赚钱效应和个股活跃出现了背离，这往往意味着本身量价齐升的过程可能无法持续下去。一旦随后出现其他的触发因素，那么所谓天量天价的情形就有可能成为事实。

图 3：天量天价案例情形—其他可能的解释



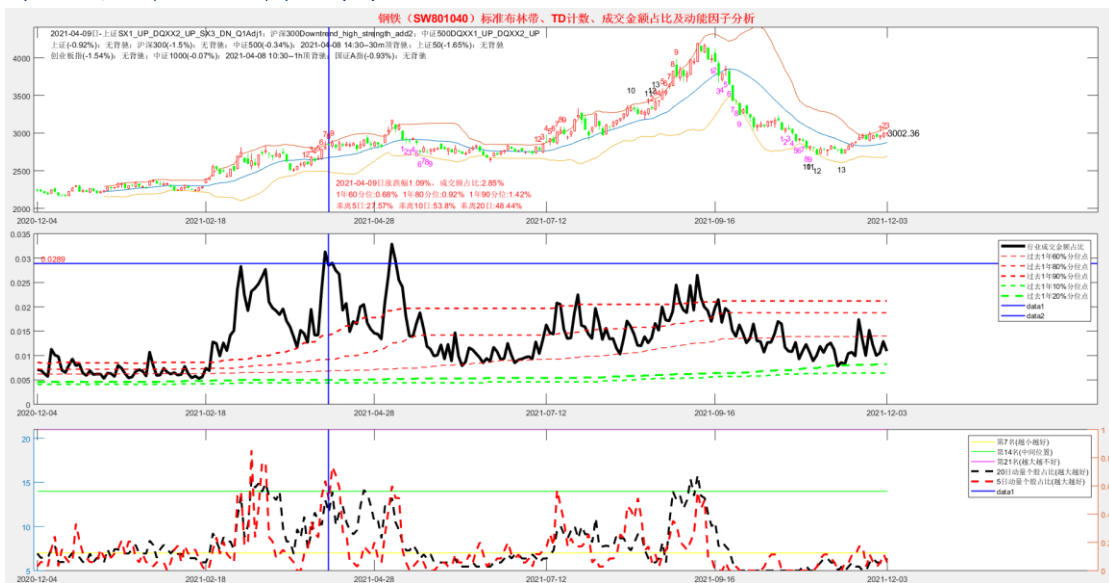
资料来源：安信证券研究中心整理

以下我们开始分两个部分来介绍与行业拥挤度相关的一些案例，希望通过这些案例来逐步展示该如何正确的理解和使用这一指标系统。

## 2.1. 过于拥挤之下的动能因子顶背离案例

由图 4 可知，钢铁行业 2021.4.8 日的成交金额占比超过了一个月前价格高点所对应的成交金额占比值，而且该指标远远高于过去 1 年的 90%分位点，这说明从这个角度看，当下存在成交过于拥挤的可能性。但是，我们需要进一步确认这个拥挤度会在何种情况下导致指数的调整。恰好在 4.9 日这一天，成交金额占比指标有所下滑，这往往是一个可以正式观察拥挤度是否会造成风险的触发器。

图 4：钢铁行业动能因子顶背离 2021.04.09



资料来源：安信证券研究中心整理

图 5：钢铁行业动能因子顶背离 2021.09.10



资料来源：安信证券研究中心整理

此外，我们发现虽然近期钢铁行业指数价格创了新高，成交金额占比创了新高，但是动能因子（也即强势个股占比）没有创新高，这意味着此时的放量上涨可能存在一定的隐患。如果

再结合当时处于布林带上轨以及出现了日线级别 TD9 计数，以及当时的 5 日北向和 20 日北向资金都是流出的，那么应该有一定的把握进一步确认当时的钢铁行业指数已经由过于拥挤的迹象了。

如果说钢铁行业指数 2021.4.9 日的拥挤度顶背离出现之后调整幅度不够大，事后来可能并没有减仓的必要，那么当出现两次顶背离的时候（图 5），对应的调整风险就应该十分引起重视了。该图中蓝色十字光标处的 2021.9.10 日，对应着成交金额占比超出了过去 1 年的 90 分位点，而在本轮上涨行情中，已经出现了三次动能因子大幅上行的过程。动能因子大幅上行，往往对应着一波较强的上行趋势；出现了三次大幅上行则意味着本轮上涨已经有过三波明显的上行趋势了。虽然 9.10 日附近钢铁行业的成交金额占比再次创下了近期的新高，当时动能因子却没有能有效的再次新高，这意味着双重顶背离的可能性。

更具体一点来看，三重顶背离往往意味着对应的趋势涨了三波或者说有走出类似于波浪理论趋势浪的 5 个子浪结构的可能性，那么后面一旦调整，潜在的调整力度会相应更大一些。如果在注意到当时的北向资金无论是从当日、5 日还是 20 日的维度，都是大幅流出的，那么此时与行业拥挤度双重背离相关的调整风险就不得不认真对待了。

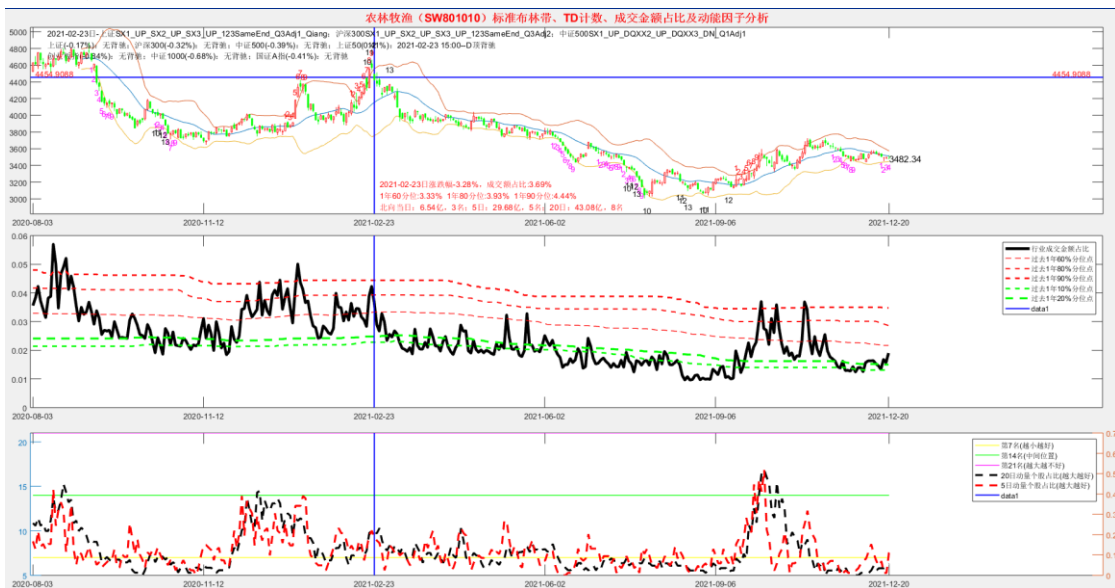
同样，图 5 中的紫色竖线处也属于类似的双重顶背离情形，随后的调整风险也相对比较大。

## 2.2. 拥挤之后的量价背离+动能因子顶背离案例

图 6 中的蓝色光标停留在农林牧渔行业指数的 2021.2.23 日 K 线附近。从纯技术的维度看，当天该指数处于布林带上轨附近，且出现了日线级别的 TD9 计数和 TD12 计数，这意味着至少当天有必要关注指数是否存在调整的可能性。

从拥挤度的角度看，农林牧渔行业前一波上涨对应的成交金额超出了过去 1 年的 90% 分位点，这意味着前一轮上涨已有一定的交易拥挤嫌疑；本轮上涨虽然指数价格创了新高，但对应的成交金额占比却无法新高，也即出现了经典意义上的量价背离迹象。过于拥挤之后的量价背离，比通常意义上的量价背离可能更有杀伤力，因为前一波上涨过于拥挤的证据使得我们完全有理由相信当前的这波上涨已经很难进一步拥挤或放量了。

图 6：农林牧渔行业量价背离+动能因子顶背离 2021.02.23



资料来源：安信证券研究中心整理



当然，所有简单的背离都往往是事后确认的，在实战过程中也需要对背离信号进行确认。我们一般会采取多个维度相结合的确证方法，比如可以要求出现成交金额占比这一的回落，或者动能因子的回落。在 2021.2.23 日，恰好两者都有所回落，这个是一个值得关注的迹象。

最后，从动能因子的角度看，本轮上涨过程中，行业内的动量个股占比已经有两次明显的上冲过程，但却又都没有能够突破上一轮上涨的高点，这意味着本轮上涨在动能因子维度上也出现了顶背离的迹象。

结合以上所有的证据，应该可以有充分的理由认为在前期出现了过于拥挤的背景下，农林牧渔指数再次出现了量价顶背离和动能因子顶背离，后面可能存在调整风险。

### 3. 与行业拥挤度有关的潜在机会分析

由前文的讨论可知，通常意义下，拥挤度是一个潜在的反转指标，或者说是一个潜在的风险提示指标。如果希望基于拥挤度来寻找潜在的投资机会，那么就需要应用到特殊的交易策略上（比如前文提到的价值投资型策略），或者设计比较特殊的应用情景。本报告主要关注后者，试图从各种特定的波段交易形态来寻找与行业拥挤度相关的投资机会。

从纯交易的角度看，有两种类型的潜在买点。第一种类型的买点可称之为抄底型买点，抄底型策略又往往分成两类：第一类是真正意义上的抄底，一般是在某个标的出现充分调整的迹象之后，在对应的底部区域买入；第二类是俗称“牛回头”的走势，一般是在某个标的先出现了一波强势的上涨，然后在该轮上涨震荡调整的间隙买入。第二种类型的买点则是在上涨的过程中买入，这种类型的买点属于趋势型的买点，一般胜率偏低，不在本报告的讨论范围。

对于真正意义上的抄底，关键的问题是要判断是否已经出现了充分的调整，这个除了基于类似于波浪理论中的 ABC 浪型结构的判断之外，还可以借助拥挤度的收缩以及动能因子的极致调整来进行辅助判断。

对于牛回头型的走势，除了确认短期震荡调整或已企稳之外，最关键的点在于要有相对较为充分的理由可以推断虽然短期处于震荡调整之中，但中期的趋势状态仍能延续，否则就容易买在熊市下跌的初期。

#### 3.1. 基于拥挤度收缩的抄底型案例

因为以成交金额占比为代表的拥挤度指标，以及以强势个股占比为代表的行业内个股赚钱效应指标都是一个时变指标，因此很容易在价格运行过程中出现噪音信号，因此需要设置一些逻辑比较清楚的信号触发规则。

对于真正意义上的抄底类型的信号更是如此。真正意义上的抄底，一般意味着对应标的在此之前是一个非常弱势的投资标的，弱势标的的市场关注度往往较低，而且有可能陷入阴跌的陷阱而无法自拔。因此，在寻找类似潜在的投资机会时，一般要求对应标的最低价处于布林带下轨之下，以及价格由传统意义上的创新低的过程。

为了进一步确认当下的调整已经相对较为充分，一般要求无论在投资标自身的价格形态上，还是在成交金额占比指标的形态上以及动量个股占比指标的形态上都有类似于 ABC 型的走势结构（有关 ABC 形态的划分可以要求每个子形态至少对应着缠论在日线级别上的一笔），而且需要看到成交金额占比低于过去 1 年的 60% 分位点，以及动量个股占比小于一定的值（比

如 5%)。

图 7 的建筑装饰行业在 2021.11.8 日的情形完美的满足了上述所有条件。而且为了避免抄底过于左侧，往往还可以要求信号触发当日的 5 日动能因子有所改观，这样有可能恰好对应着一波行情的起点。

图 7：建筑装饰行业抄底型案例 2021.11.08



资料来源：安信证券研究中心整理

图 8 的电力设备行业 2022.1.11 日附近也出现了类似的抄底型案例，具体情况不再一一描述。

图 8：电力设备行业抄底型案例 2022.01.11



资料来源：安信证券研究中心整理

### 3.2. 牛回头型的抄底案例

牛回头型的抄底策略，本质上其实是一种参与强势标的的买入型策略，其关键点在于判断当前的调整是否只是强势趋势中的正常调整，此时需要借助成交金额占比以及动能因子的变化

来确认对应标的是否确实处于强势状态。

如果在调整之前，某行业的成交金额占比处于一个比较高的范围，而且没有出现量价顶背离的迹象，再加上此时的强势个股占比也相对比较高（也即赚钱效应较强），那么意味着无论是从量能还是个股表现的角度看，对应的行业指数都是真正比较热门的方向。只要当时的市场整体环境不太弱，那么经过短暂的调整之后，该行业应该会有再次尝试向上突破的可能性，这就是牛回头抄底型策略的核心所在。

图 9 的煤炭行业处于 2021.8.23 日时，在经过几天的调整之后，无论是动能因子还是成交金额占比因子都已经出现了明显的收缩，而且恰好处于布林带中轨附近，这些指标应该可以初步看成是煤炭行业已经出现了相对较为明显调整的潜在迹象。而在此之前的紫色竖线处，在本轮调整之前的最高点附近，无论是动量个股占比还是成交金额占比都明显的上升且没有顶背离的迹象（这意味着无法触发所谓的过于拥挤的顶背离风险）；尤其是成交金额占比，再次超过了过去 1 年的 90% 分位点，这意味着煤炭行业在近期应该是市场关注的重要焦点所在。

以上条件结合在一起，应该基本满足了牛回头型案例的基本条件，只需要一个信号来触发买点而已。此时，如果存在 MACD 型的底背离买点或者出现了动能因子再次明显回升的迹象，那么是可以考虑再次参与该行业的投资机会。

图 9：煤炭行业牛回头型案例 2021.08.23



资料来源：安信证券研究中心整理

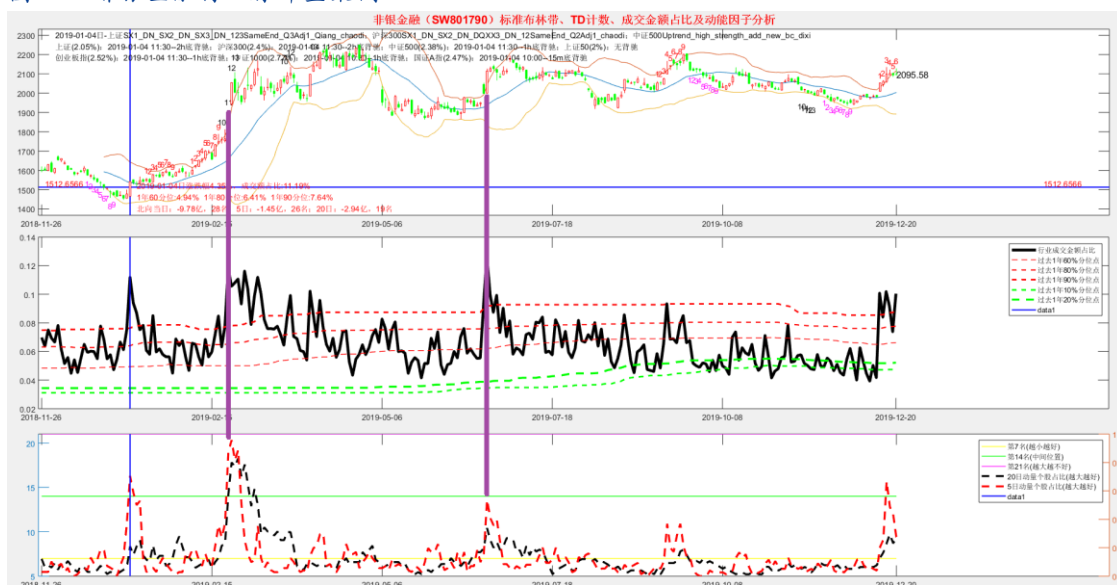
再以非银金融行业为例来描述一类特殊的趋势回调型案例情形。众所周知，非银金融行业往往容易出现脉冲型的走势行情，如果把握不好，很容易追高在脉冲的高位。如果重成交金额占比指标以及动能因子指标的维度看，则可以借鉴类似于牛回头型的买点思路来应对对应的脉冲走势。

图 10 给出了非银金融行业的相应分析图。在 2019.1.4 日，非银金融行业的成交金额占比迅速大幅提升，而且动量个股占比也迅速大幅提升，而且事后又快速回落，这就是所谓的脉冲型行情（该图的紫色竖线还标注了其他的几次脉冲）。

类似于牛回头型策略的基本思路，成交金额占比和动量个股占比的大幅提升往往意味着该标的至少短期迅速博得了全市场的关注，具备潜在的强势股特征，完全可以在脉冲出现之后的

震荡调整之中逐步埋伏，从而博取第二次上冲的机会。虽然第二次上冲的幅度未必比第一次要大，持续时间未必比第一次要久，但对于非银金融这种容易出现脉冲套人行情的行业而言，逢低埋伏或许才是更合适的机会。如果借助成交金额占比指标以及动能因子指标的变化这两个维度，或许能够更有效的识别出比较健康的脉冲。

图 10：非银金融行业脉冲型案例 2019.01.04

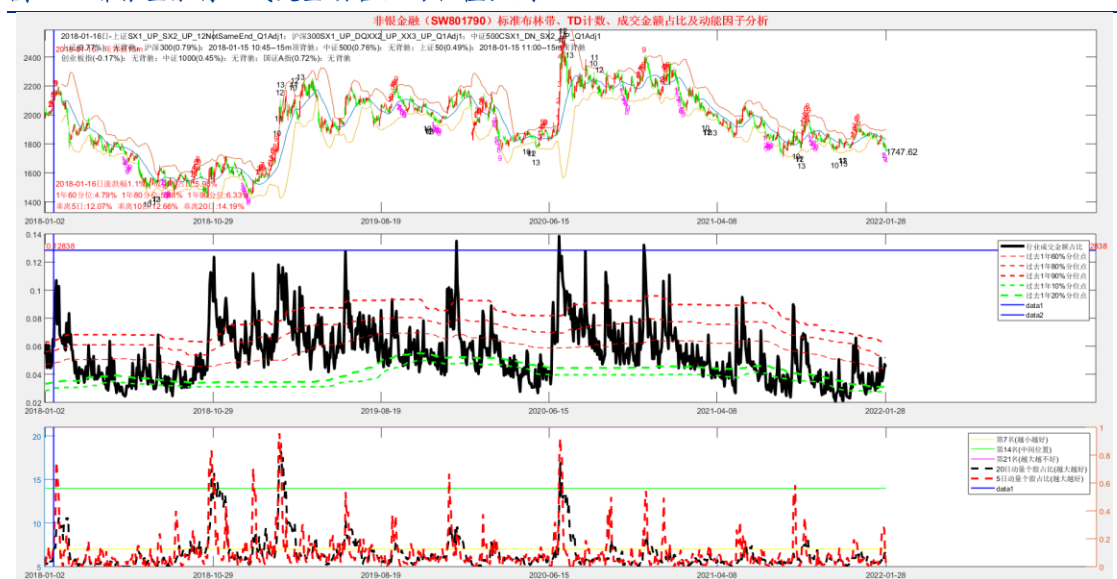


资料来源：安信证券研究中心整理

#### 4. 与行业拥挤度有关的其他情形

前文提到，不同的行业有其自身的属性，对应的行业拥挤度的应用场景乃至行业拥挤度自身在时间序列上的特征也不一样，因此可能需要具体情况具体分析。

图 11：非银金融行业成交金额占比的极值区间



资料来源：安信证券研究中心整理

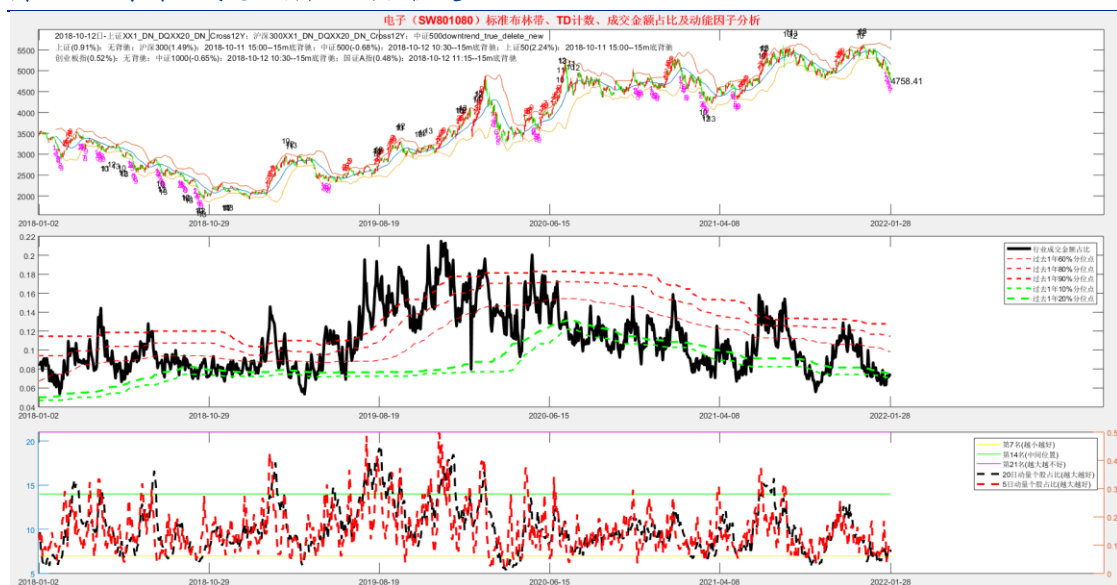
比如以上面提到的非银金融行业为例，我们发现近几年来，该行业的成交金额占比似乎有一个比较稳定的极值，大概在 12%-13% 之间（图 11）。如果在某一个偏高位的位置或者某个浪



型结构的末端出现了如此高的成交金额占比，似乎可以合理的认为该行业已经足够拥挤而无需去借助其他指标了。

但是对于电子行业（图 12）而言，其成交金额占比的极值高点曾一路不断抬升，最高时曾经高达 21%，这个比值与其市值占比应该是极不相称的。对此一个可能合理的解释是，非银金融行业是一个行业竞争相对较为明晰的板块，业务逻辑相对稳定，对应的估值想象空间有限，因此很难出现超过某个阈值的拥挤程度，而电子行业属于成长性的行业板块，其产业竞争以及发展格局变化较快，新的公司和新的业务层出不穷，无论在营收还是在产业产值增长上都很困难直接界定出一个上限，因此在拥挤程度上也很难直接界定所谓的天花板。此时，可能相对有效的应用场景就是拥挤度和动能因子结合的多重顶背离了。

图 12：电子行业成交金额占比的极值变化



资料来源：安信证券研究中心整理

### 【参考文献】

Nick Baltas (2019) The Impact of Crowding in Alternative Risk Premia Investing, Financial Analysts Journal, 75:3, 89-104.

## 5. 风险提示

根据历史信息及数据构建的模型在市场急剧变化时可能失效。

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034