

外围影响加剧 节奏被动应随

——策略周报（2019年第15期）

报告要点：

● 核心：外围影响加剧 节奏被动应随

贸易事件影响升级，市场节奏被动应随。上周市场主要指数整体性下跌，谨慎情绪浓重。市场节奏在中美贸易事件升级影响下，被动性应随，赚钱效应较弱。而A股的下跌除了外围市场影响，更是投资者对市场本身缺乏信心的一种表现。由于前期流动性宽松兑现，盈利改善的不确定性较高。

对于近期市场，应对策略？

此时，我们再次重申“五一”节前所提出的投资需要思考两个重点问题：

一是杠杆与仓位的管理，二是标的板块的选择。因为在市场下跌的过程中，是风险释放的过程，也是机会酝酿的过程。控制仓位与杠杆，为重建工作做好准备。因此目前阶段，震荡中的市场节奏将更加频繁多变，保持乐观并控制好仓位与杠杆，应该成为近期的首要议题。

中美贸易争端一体两面，正反影响兼有。首先，如根据美方单方公布的加征输美商品25%关税，美方进口商可能将订单转向低关税国家进行采购，但目前国际市场中，可替代中国产品的选项有限。其次，加征关税是向美国进口商直接收取，转嫁至我国同时，也会以加价方式转嫁至美国消费者，造成美国国内经济效率损失。此外，市场对于加征关税的关注将并可能对出口板块乃至整个相关行业，如计算机、通信、国防军工等领域产生中长期积极影响。策略选择上，坚持近期判断。我们认为随着外围市场的不确定性加剧，更多的市场机会将围绕着这个阶段的市场热点和核心驱动力展开。投资选择上，建议结合安全中的防御思路，沿袭两条线索：一是从市场热点角度，关注贸易争端辐射的相关行业，如国防军工、农产品等；二是那些低估值业绩稳定的蓝筹板块，如消费类相关，家电、食品饮料等行业。

● 市场：震荡持续加剧 谨慎情绪提升

受中美贸易事件影响A股市场全面下行，当周各指数下跌幅度在5%左右。创业板指领跌。市场格局方面差异较小，大中小盘指数均不同程度下跌。行业指数全面下跌，非银、通信、钢铁跌幅最高；国防军工、家用电器跌幅较低。

● 国际：贸易争端升级 影响兼具两面

2019年5月8日，美方宣布将于5月10日对2000亿美元的中国商品关税上调至25%。5月9日国务院副总理刘鹤，率团赴美进行第十一轮高级别磋商。中美贸易争端的反复，短期虽是负面影响，但长期内也有其积极一面。

● 资金：两融余额降低 产业资本减持延续

两融余额连续第二个交易周下降。行业融资余额方面，休闲服务类融资余额上周大减32.04%，传媒、农林牧渔、计算机融资余额跌幅均在4%以上。

● 情绪：成交额低迷 换手率上升

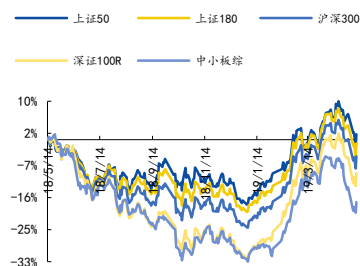
上周各市场日均交易额相对前一周基本持平，整体交易额仍然低迷，约为今年3月初顶峰的一半。换手率随大盘涨跌波动较大，整体上涨。

风险提示：海外市场波动风险，业绩不及预期风险。

主要数据：

上证综指：	2939.21
深圳成指：	9235.39
沪深300：	3730.45
中小盘指：	3375.47
创业板指：	1533.87

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《国元策略周报（2019年第14期）什么是结构性行情中的确定性？》2019.04.28
- 《国元策略周报（2019年第13期）再论：平稳节奏与结构性机会》2019.04.21

报告作者

分析师	郑旻
执业证书编号	S0020514050001
邮箱	zhengmin@gyzq.com.cn
电话	021-51097188-1823
联系人	虞珂
邮箱	yuke@gyzq.com.cn
电话	021-51097188-1935

内容目录

1.核心策略：外围影响加剧 节奏被动应随.....	4
2.市场表现：震荡持续加剧 谨慎情绪提升.....	4
3.国际市场：中美贸易争端升级 影响兼具正反两面	9
4.资金配置：两融余额降低 产业资本减持延续	10
4.1 资金面持续稳定.....	10
4.2 两融余额继续降低.....	11
4.3 北上资金大幅净流出	12
4.4 产业资本减持延续.....	12
5.市场情绪：成交额低迷 换手率上升	13
5.1 市场交易额低迷.....	13
5.2 换手率波动上涨.....	14

图表目录

图 1: 市场主要指数表现 (近一周, %)	5
图 2: 风格指数表现 (近一周, %)	5
图 3: 行业板块指数表现 (近一周, %)	6
图 4: 概念板块指数表现 (近一周, %)	6
图 5: A 股整体市盈率 (TTM, 整体法)	7
图 6: A 股剔除金融行业整体市盈率 (TTM, 整体法)	7
图 7: 创业板指市盈率 (TTM, 整体法)	8
图 8: 中小板整体市盈率 (TTM, 整体法)	8
图 9: 2018 年以来中美贸易争端与谈判进展 (2018.02-2019.05)	9
图 10: 央行短期公开市场操作 (周, 亿元)	10
图 11: SHIBOR 利率 (1 个月期以下, %)	10
图 12: 银行间质押式回购加权利率 (%)	10
图 13: 融资余额总量继续提升 (亿元)	11
图 14: 19 年各周融资交易走势 (亿元)	11
图 15: 各行业融资余额情况 (亿元)	12
图 16: 北上资金净流入情况 (亿元)	12
图 17: 产业资本增减持情况 (亿元)	13
图 18: 周交易额变动情况 (亿元)	13
图 19: 主要板块换手率变化 (%)	14

1.核心策略：外围影响加剧 节奏被动应随

贸易事件影响升级，市场节奏被动应随。上周市场主要指数整体性下跌，谨慎情绪浓重。市场节奏在中美贸易事件升级影响下，被动性应随，赚钱效应较弱。而A股的下跌除了外围市场的带动，更是投资者对市场本身缺乏信心的一种表现。由于前期流动性宽松预期兑现，企业盈利改善的不确定性较高，投资者一直担忧的基本面问题没有看到明显改善。

对于近期市场，应对策略？

此时，我们再次重申“五一”节前所提出的投资需要思考**两个重点问题**：

一是杠杆与仓位的管理，二是标的板块的选择。因为在市场下跌的过程中，是风险释放的过程，也是机会酝酿的过程。坚持价值投资，需要认识并把握好风险释放后的投资价值；控制仓位与杠杆，是为重建工作做好准备。因此目前阶段，震荡中的市场节奏将更加频繁多变，保持乐观并控制好仓位与杠杆，应成为近期的首要议题。

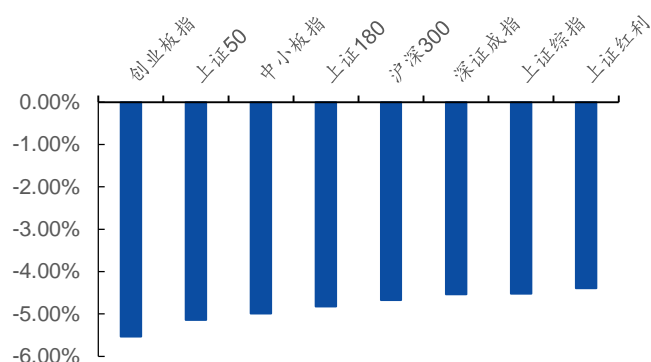
中美贸易争端一体两面，正反影响兼有。中美贸易争端的反复，虽是一个负面影响，但也有其积极一面。**首先**，如根据美方单方公布的加征中国输美商品25%关税，对中国出口企业的直接损失，是美方进口商可能将订单转向低关税国家进行采购，但目前国际市场中，可完全替代中国产品的选项有限。**其次**，加征的25%关税是向美国进口商直接收取，在转嫁至我国订单采购厂商同时，也会以加价方式转嫁至美国消费者，造成美国国内经济效率损失。**此外**，市场对于加征关税的关注度也会因此提高，并可能对于出口板块乃至整个相关行业，如通信、农产品、计算机、国防军工等领域产生中长期的积极影响。

策略选择上，坚持近期判断。我们认为随着外围市场的不确定性加剧，更多的市场机会将围绕着这个阶段的市场热点和核心驱动力展开。市场风格上，提高安全意识，谨慎对待震荡趋势，关注市场热点扩散。短期内，市场还是以防御情绪为主，需要更加理性的对待。因此，投资选择上，建议结合安全中的防御思路，沿袭两条线索：一是从市场热点角度，关注贸易争端辐射的相关行业，如国防军工、农产品等；二是那些低估值业绩稳定的蓝筹板块，如消费类相关，家电、食品饮料等行业。

2.市场表现：震荡持续加剧 谨慎情绪提升

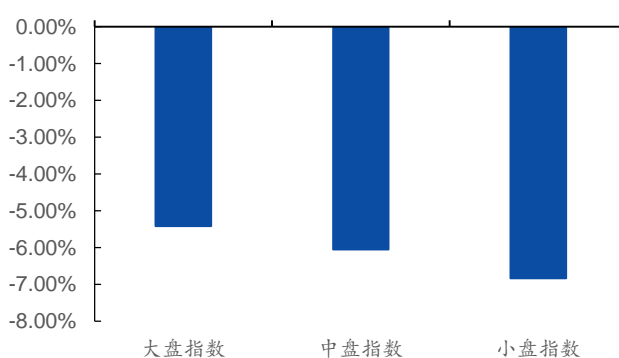
上周受中美贸易加关税事件影响，A股市场全线下行。上证指数一路跌至3月以来新低2838.38点，截至周五全周大跌4.52%。当周各指数下跌平均幅度在5%左右。其中，创业板指领跌，周跌幅高达5.54%，深圳成指、沪深300、和上证50分别下跌4.54%、4.67%和5.14%。市场格局方面总体差异不大，大盘指数上周下跌4.83%，跌幅略高于中、小盘指数（分别下跌4.28%、4.62%）。行业方面，28个申万行业悉数下跌，非银、通信、钢铁较跌幅居前；国防军工、家用电器、纺织服装表现较为抗跌。

图 1：市场主要指数表现（近一周，%）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 2：风格指数表现（近一周，%）



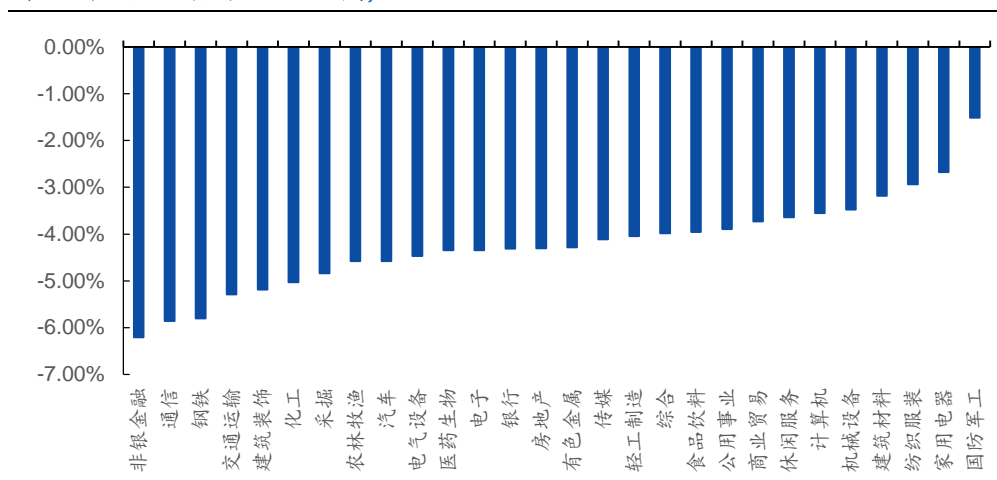
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

行业方面，上周中美贸易摩擦再起，引发市场恐慌，所有板块均呈现不同程度的下跌。其中，非银板块跌幅严重，整周下跌 6.2%。由于外部风险扰动加速市场调整，信贷拖累社融略低于预期，叠加 4 月业绩环比下滑，证券板块本周大跌 6.18%，拖累非银板块下跌 6.31%。美关税重点针对的通信行业亦跌幅较大，整周下跌 5.86%；此外，钢铁、交通、化工等制造类行业等跌幅也居前。

抗跌板块中，军工股由于一季报业绩稳步增长，各项改革继续稳步推进，因此在本周风险偏好大幅回落下，军工板块跌幅最低，子板块航天装备利润增速显著高于行业整体水平。而具有较好抗跌性的，除军工类外就是消费类个股，如家用电器。一季度基金家电重仓股构成基本稳定，子板块空调一季度内销回暖幅度超预期，随着近期人民币贬值，外销导向型企业逐步获得汇率优势，空调板块全周仅回落 1.91%，国防军工、家用电器、纺织服装上周分别下跌 1.51%、2.68%、2.94%。

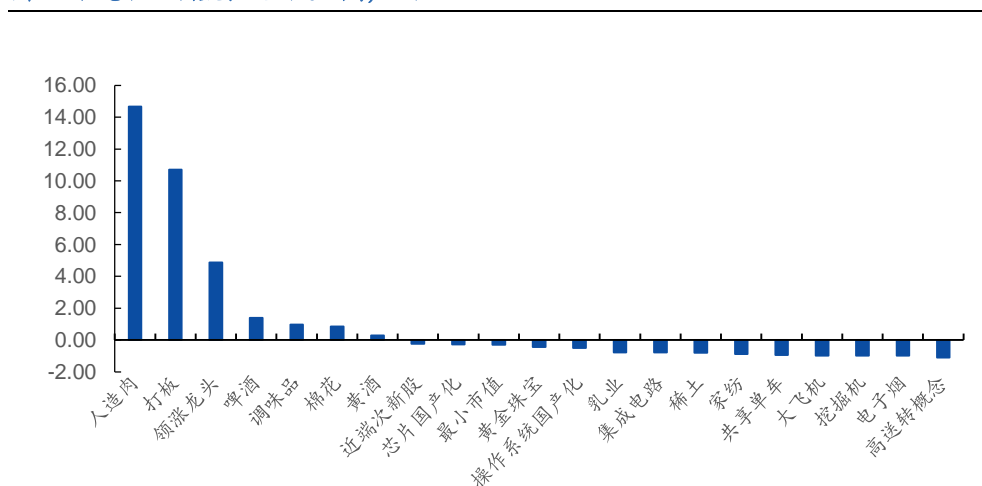
概念方面，人造肉和啤酒概念涨幅居前。海外“人造肉第一股”Beyond Meat 上市首日大涨带来极大广告效应，美股 Beyond Meat 火爆表现推动上周人造肉指数逆势大涨，整周上涨 34.73%；相应的鸡产业、猪产业指数居跌幅榜前列，整周分别下跌 9.42%、8.54%。近年来伴随生活水平改善和提高，人们对健康、环保意识的提升，消费者开始接受人造肉这种新型食品，在国内高线城市具有较大发展空间，人造肉概念股逆势大涨 14.66%；啤酒行业“涨价红利”显现，一季报毛利率均有较大程度的改善，主因包材成本下降和减税降费所致，产品结构升级随啤酒旺季或将加速，受此影响啤酒概念延续上周涨势

图 3：行业板块指数表现（近一周，%）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 4：概念板块指数表现（近一周，%）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

估值方面，上周 A 股各板块市盈率随大盘下跌出现明显弯折，但仍处在历史均值附近位置。截至 5 月 10 日，A 股整体市盈率水平为 16.99 倍，较上周 17.78 倍下降约 0.69，目前略低于历史均值 17.73；A 股剔除金融行业市盈率为 25.70 倍，较上周 26.84 倍上升约 1.14，低于历史均值 28.72 倍；创业板指截至上周市盈率为 54.81 倍，相对于上周上升 2.9，仍略高于均值 51.47 倍。中小板市盈率从之前一周 46.88 下降至 44.80 倍，目前高于均值 41.63 倍。

图 5: A 股整体市盈率 (TTM, 整体法)



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 6: A 股剔除金融行业整体市盈率 (TTM, 整体法)



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图7：创业板指市盈率（TTM，整体法）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图8：中小板整体市盈率（TTM，整体法）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

3. 国际市场：中美贸易争端升级 影响兼具正反两面

中美贸易争端再起波澜，美方宣布关税上浮至 25%。2019 年 5 月 8 日，美方单边宣布将于 5 月 10 日对 2000 亿美元的中国商品关税由 10%上调至 25%。5 月 9 日国务院副总理刘鹤应美邀约，率团访美进行第十一轮高级别磋商。中美贸易谈判的每一步进展，直接牵动着全球风险资产走势方向。此次磋商如未达成协议，10%的 2000 亿美元的中国输美商品关税将提高至 25%。

贸易争端如同硬币的一体两面，正反影响兼有。中美贸易争端的反复，短期虽是一个负面影响，但也有其积极一面。首先，如根据美方单方公布的加征中国商品 25% 关税，对中国出口企业的直接损失，是美方进口商可能将订单转向低关税国家进行采购，但目前国际市场中，可完美替代中国产品的选项有限。其次，加征的 25% 关税是向美国进口商直接收取，在转嫁至我国订单采购厂商同时，也会以加价方式转嫁至美国消费者，造成美国国内经济效率损失。此外，市场对于加征关税的关注度也会因此提高，并可能对于出口板块乃至整个相关行业，如通信、农产品、计算机、国防军工等领域产生中长期的积极影响。

图 9：2018 年以来中美贸易争端与谈判进展（2018.02-2019.05）



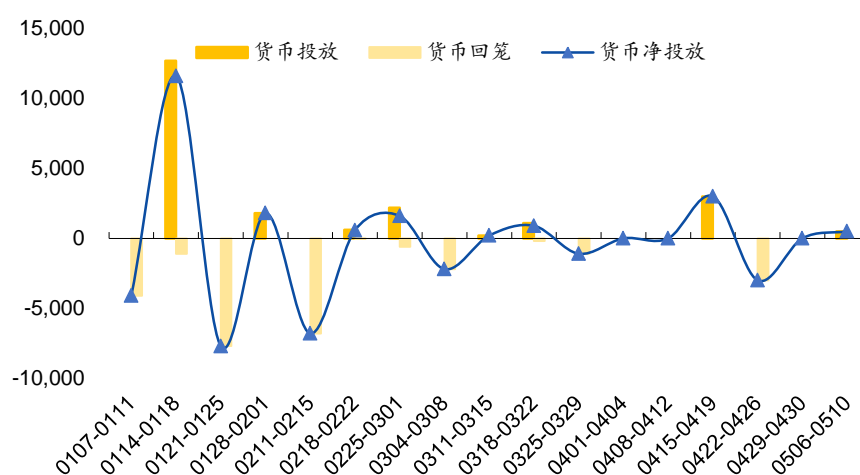
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

4. 资金配置：两融余额降低 产业资本减持延续

4.1 资金面持续稳定

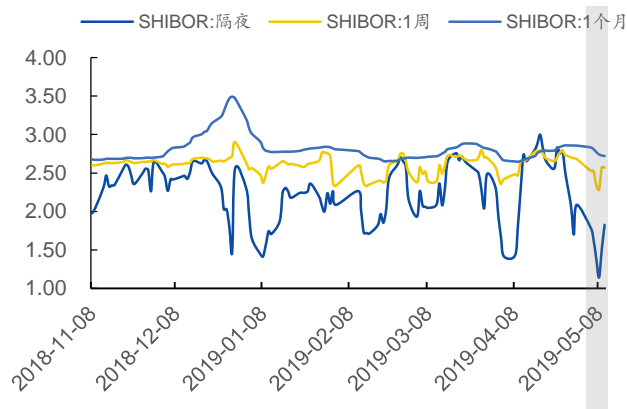
资金面较前期变化较小，整体维持平稳态势。上一周央行重启逆回购操作，上周五日中（5.6-5.10），分别于周二、周三、周四开展 200 亿、200 亿、100 亿逆回购，整周投放 500 亿逆回购，且无逆回购到期，货币净投放 500 亿元。SHIBOR 隔夜利率、DR001、DR007 分别为 1.83%、2.48%、1.82%，整周波动态势呈先降后升，与前一周期相比变化不大。

图 10：央行短期公开市场操作（周，亿元）



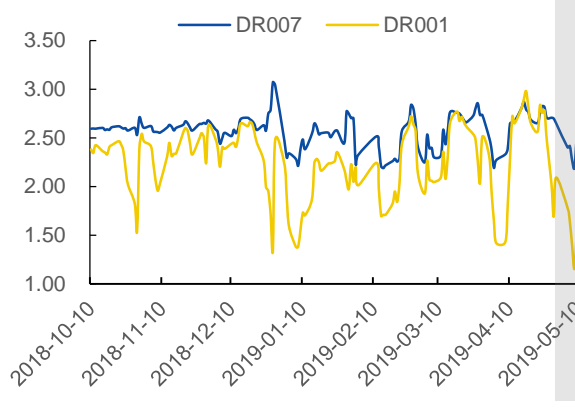
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 11：SHIBOR 利率（1 个月期以下，%）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 12：银行间质押式回购加权利率（%）

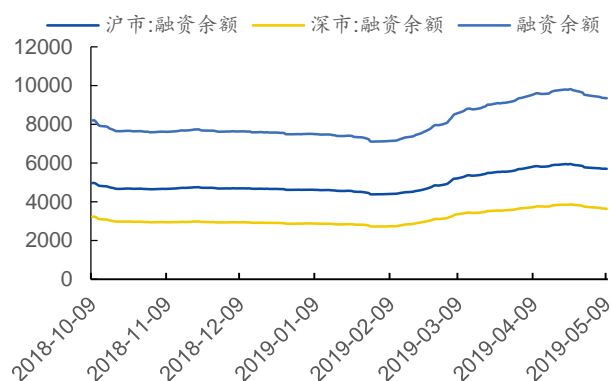


资料来源：Wind，国元证券研究中心

4.2 两融余额继续降低

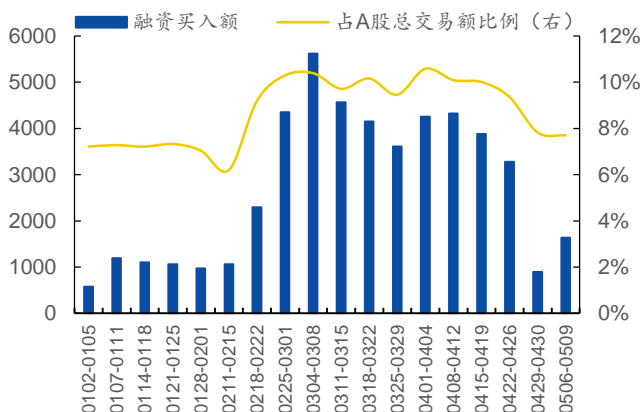
两融余额连续第二个交易周出现下降，市场避险情绪明显。截止上周四两市融资余额达为 9346.82 亿元，比之前一周增加 178.08 亿元，连续第二周出现下降。其中沪市下降 74.1 亿元，深市下降 104.05 亿元。两融成交金额占总成交金额比例截止上周四为 7.70%，比之前一周微降 0.12%，市场风险偏好已降至今年初水平。行业融资余额方面，休闲服务类融资余额上周大减 32.04%，传媒、农林牧渔、计算机融资余额跌幅均在 4% 以上；食品饮料、银行仍获融资余额上升。

图 13: 融资余额总量继续提升 (亿元)



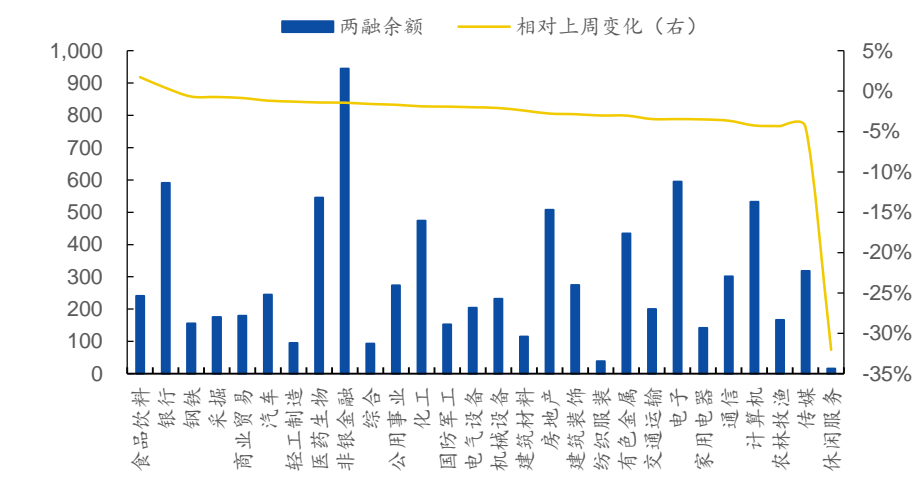
资料来源: 中国证券金融公司数据, 国元证券研究中心

图 14: 19 年各周融资交易走势 (亿元)



资料来源: 中国证券金融公司数据, 国元证券研究中心

图 15: 各行业融资余额情况 (亿元)

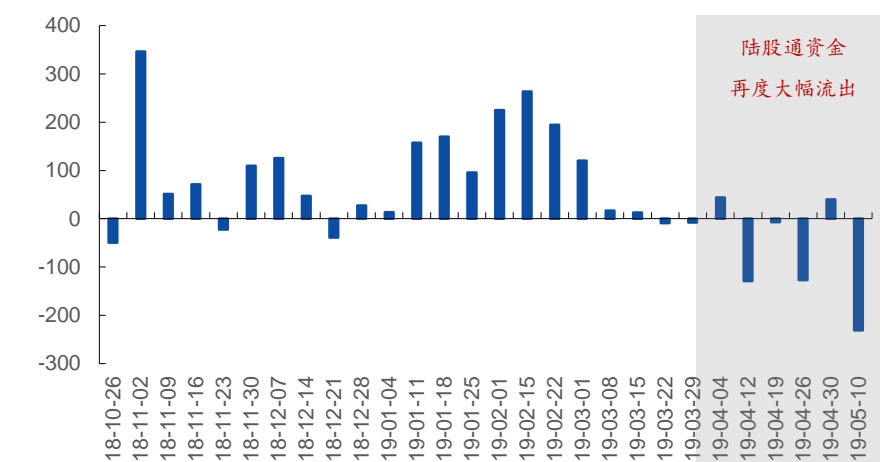


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

4.3 北上资金大幅净流出

上周陆股通资金连续五个交易日净流出，整周净流出超 230 亿元，净流出创半年新高。

图 16: 北上资金净流入情况 (亿元)

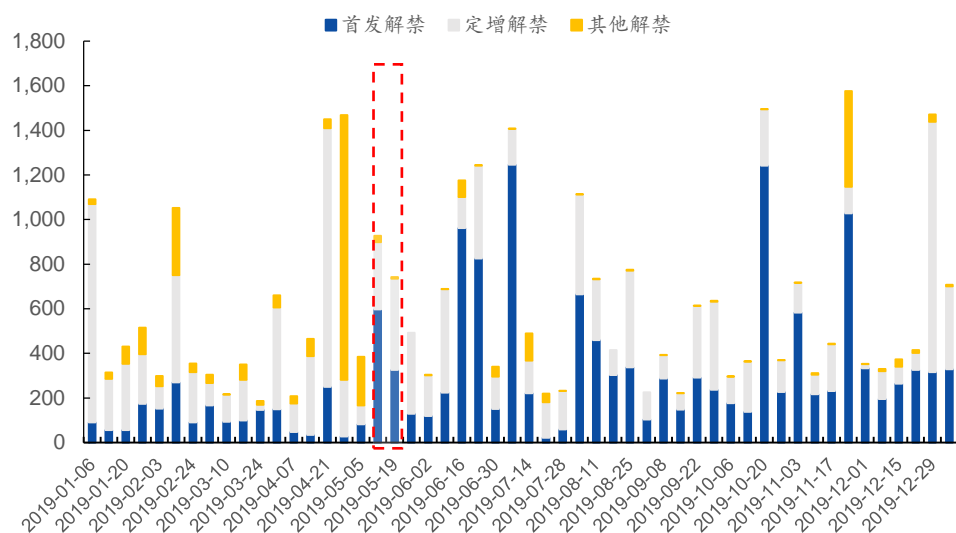


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

4.4 产业资本减持延续

上周的解禁规模相对于前一周有所扩大。上周解禁市值为 927.3 亿元，其中，首发解禁、定增解禁的规模分别为 597.44 亿元和 301.95 亿元，解禁规模相对于前一周扩大。本周（5 月 13 日-5 月 17 日）预计将解禁 741.8 亿元，其中首发解禁和定增解禁规模分别为 326.36 亿元和 408.92 亿元，解禁规模有所缩小。

图 17：产业资本增减持情况（亿元）



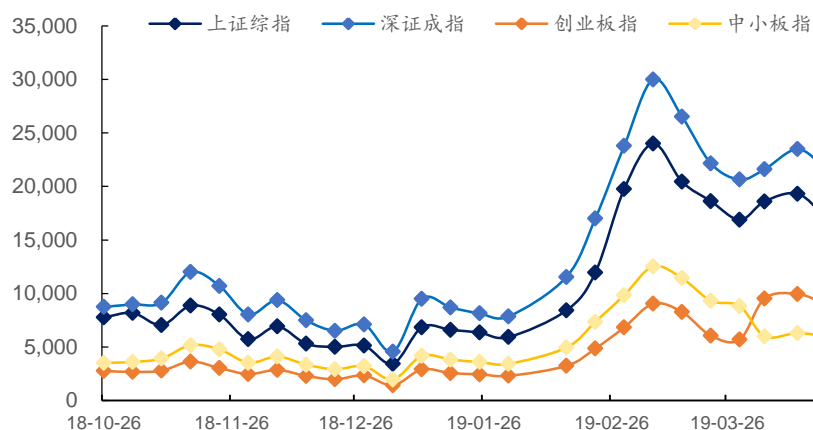
资料来源：Wind，国元证券研究中心

5. 市场情绪：成交额低迷 换手率上升

5.1 市场交易额低迷

上周各市场日均交易额相对前一周基本持平。当周上证综指、深成指、创业板和中小板的成交额分别为 12502.96 亿元、14787.01 亿元、6102.31 亿元、4127.97 亿元，交易额仍然低迷，约为今年 3 月初顶峰的一半。

图 18：周交易额变动情况（亿元）

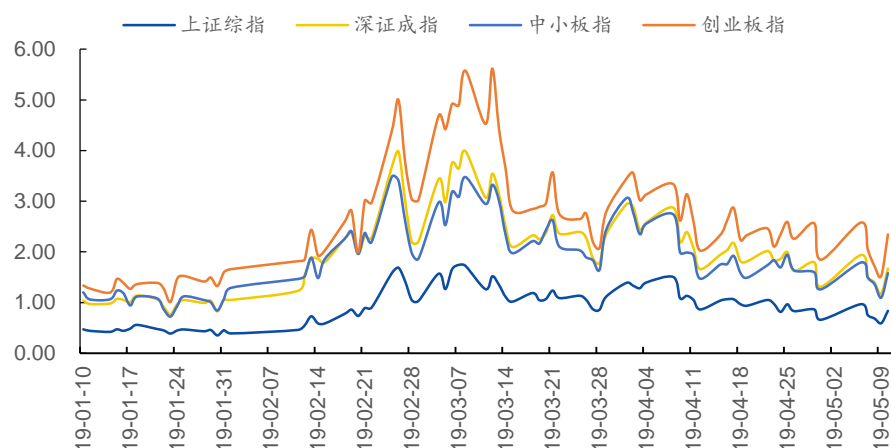


资料来源：Wind，国元证券研究中心

5.2 换手率波动上涨

上周各市场换手率随大盘涨跌波动较大，整体上涨。截止 5 月 10 日，上证综指、深成指、中小板和创业板的换手率分别为 0.83%、1.67%、1.58%、2.34%；分别上升 0.18%、0.36%、0.32%、0.50%。

图 19：主要板块换手率变化 (%)



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

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。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188