

心有猛虎 细嗅仓位

——策略周报（2019年第16期）

报告要点：

● 核心：避险情绪上升 仓位管理首位

贸易争端影响升级，避险情绪上升，经济数据走弱。上周市场表现疲软，人气低迷，交易意愿不强的特征，依然没有改变。主要指数整体性下跌，显示出市场恐慌情绪再次聚集，避险情绪上升，赚钱效应较弱。近期市场走势与节奏的变化，在我们第12期周报中已先于市场表现，提前给予提示，直至最新一期《外围影响加剧 节奏被动应随》，判断与市场，验证一致。

那么在复杂环境中，如何保持清醒与理性？

策略上，我们坚持3周前的判断，依然是**杠杆和仓位的管理问题**：

从市场总体走势来看，短期内的上冲动力不足，也在一定程度上会产生负反馈效应，弱势格局在没有重大利好出现的情况下，难以轻易改变。在目前环境下，我们认为**保持平和心态，控制好杠杆与管理仓位，对于市场的盘整尤为必要，不宜过度悲观。**

近期市场表现，除去对前期市场预期逻辑产生质疑后的悲观情绪延续。另一主要原因是包括贸易战升级在内，新的负面因素的增加。所谓新的负面因素，例如关税提高，给国内外供需均衡造成的压力；与贸易同期降温的还有宏观经济数据；此外，随着美国贸易制裁预期的加强，出口走弱形成，也不利于稳定投资者的情绪。在市场波动的过程中，当大量不确定风险集中释放，机会酝酿也需要一段时间供市场消化。但无论如何，长期来看，**中国经济的前景依然美好，特别是新兴产业更加值得期待；而投资方面，降低预期，及时分享改革深化的成果，或许会更好。**

策略选择上：随着中美贸易协议达成时间的延迟，地缘政治风险加剧，市场风格上，应提高安全意识，谨慎对待震荡趋势，关注市场热点扩散。投资选择，建议结合安全中的防御思路：从市场热点角度，关注贸易辐射行业，如国防军工、通讯、农产品等；低估值业绩稳定的蓝筹板块，如消费类行业。

● 市场：震荡下行 调整加剧

中美贸易争端笼罩下，A股延续下行趋势，主要指数不同程度下跌。创业板指连续两周领跌。市场格局差异较小。行业中电子、非银、传媒跌幅居前三；食品饮料、有色金属、农林牧渔上涨。

● 资金：稳定持续 均衡继续

两融余额继续出现下降，下降幅度有所趋缓。行业融资余额方面，食品饮料、交通运输、交通运输融资余额单周升幅在1%以上，商业贸易、农林牧渔、休闲服务融资余额下降幅度最高。

● 情绪：成交额持续走低 换手率波动下行

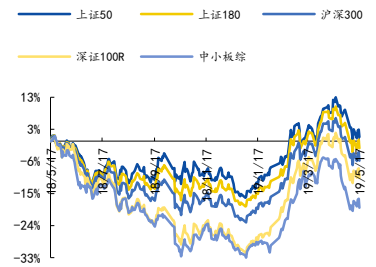
上周各市场日均交易额相对前一周略有降低，交易额仍然低迷；各市场换手率全周水平较之前一周有所下降。

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：	2882.30
深圳成指：	9000.19
沪深300：	3648.76
中小盘指：	3295.69
创业板指：	1478.75

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15期）外围影响加剧 节奏被动应随》2019.05.13
- 《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

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：避险情绪上升 仓位管理首位.....	4
2.市场表现：震荡下行 调整加剧.....	5
3.资金配置：稳定持续 均衡继续.....	8
3.1 资金面持续稳定.....	8
3.2 两融余额继续降低.....	9
3.3 北上资金大幅净流出.....	10
3.4 产业资本减持延续.....	10
4.市场情绪：成交额持续走低 换手率波动下行.....	11
4.1 成交额持续走低.....	11
4.2 换手率波动下行.....	12

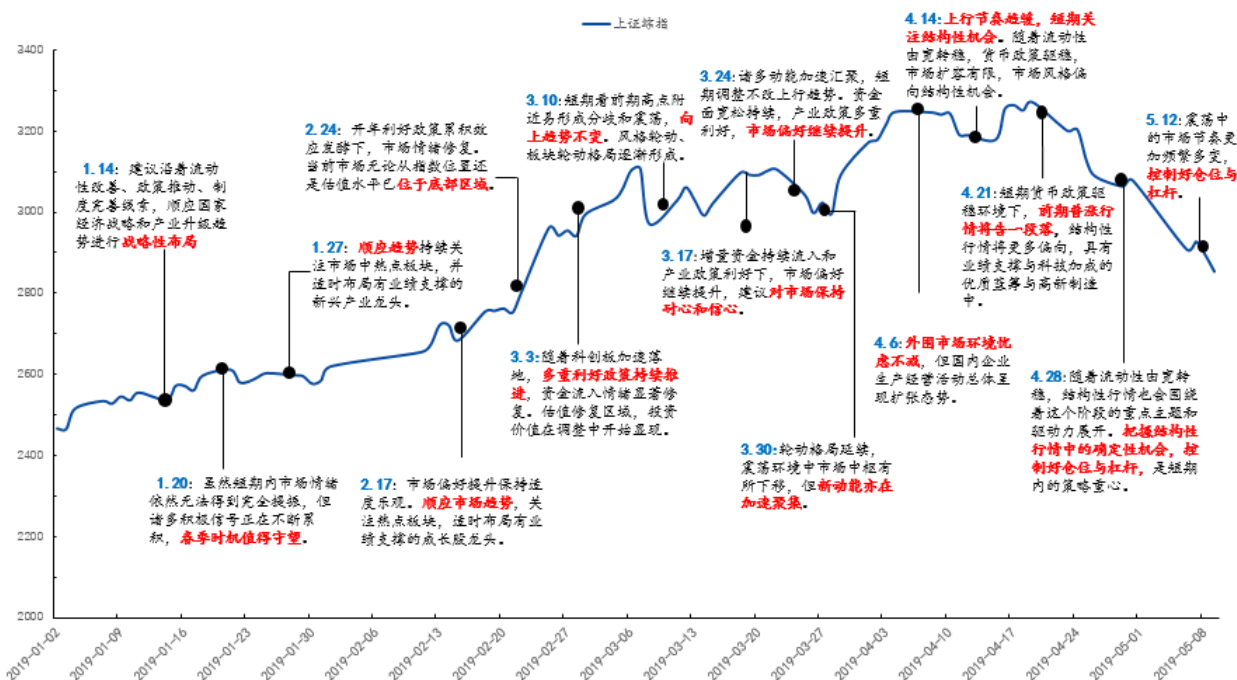
图表目录

图 1: 市场判断基本吻合 (2019 年 1 月以来)	4
图 2: 市场主要指数表现 (近一周, %)	5
图 3: 风格指数表现 (近一周, %)	5
图 4: 行业板块指数表现 (近一周, %)	6
图 5: A 股整体市盈率 (TTM, 整体法)	6
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)	7
图 8: 中小板整体市盈率 (TTM, 整体法)	8
图 9: 央行短期公开市场操作 (周, 亿元)	8
图 10: SHIBOR 利率 (1 个月期以下, %)	9
图 11: 银行间质押式回购加权利率 (%)	9
图 12: 两市融资余额 (亿元)	9
图 13: 19 年各周融资交易走势 (亿元)	9
图 14: 各行业融资余额情况 (亿元)	10
图 14: 北上资金净流入情况 (亿元)	10
图 15: 产业资本增减持情况 (亿元)	11
图 16: 周交易额变动情况 (亿元)	11
图 17: 主要板块换手率变化 (%)	12

1.核心策略：避险情绪上升 仓位管理首位

贸易争端影响升级，避险情绪上升，经济数据走弱。上周市场表现疲软，人气低迷，交易意愿不强的特征，依然没有改变。主要指数整体性下跌，显示出市场恐慌情绪再次聚集，避险情绪上升，赚钱效应较弱。近期市场走势与节奏的变化，在我们第十二期周报《平稳节奏与结构性机会》中已先于市场表现，提前给予提示，直至最新一期《外围影响加剧 节奏被动应随。》，判断与市场，验证一致。

图1：市场判断基本吻合（2019年1月以来）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

那么在复杂环境中，如何保持清醒与理性？

策略上，我们坚持3周前的判断，依然是**杠杆和仓位的管理问题**：

从市场总体走势来看，短期内的上冲动力不足，也在一定程度上会产生负反馈效应，弱势格局在没有重大利好出现的情况下，难以轻易改变。在目前环境下，我们认为保持平和心态，控制好杠杆与管理仓位，对于市场的盘整尤为必要，不宜过度悲观。

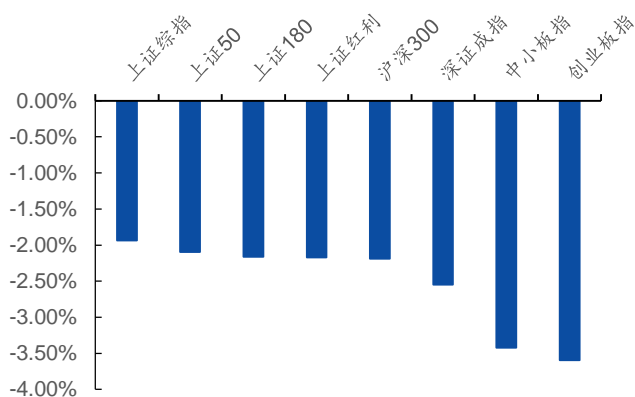
近期市场表现，一方面可以看作是对前期市场预期逻辑产生质疑后的悲观情绪延续。另一方面是因为包括贸易战升级在内，新的负面因素的增加。所谓新的负面因素，例如关税提高，给国内外供需均衡造成的压力；与贸易同期降温的还有宏观经济数据；此外，随着美国贸易制裁预期的加强，出口走弱形成，也不利于稳定投资者的情绪。在市场波动的过程中，当大量不确定风险集中释放，机会酝酿也需要一段时间供市场消化。但无论如何，长期来看，中国经济的前景依然美好，特别是新兴产业更加值得期待；而投资方面，降低预期，及时分享改革深化的成果，或许会更好。

策略选择上，我们依然认为：随着中美贸易协议达成时间的延迟，地缘政治风险加剧，更多市场关注将围绕着特殊时期的驱动力展开。市场风格上，应提高安全意识，谨慎对待震荡趋势，关注市场热点扩散。短期内，以防御情绪为主，需保持加倍的清醒与理性。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、通讯、农产品等；二是低估值业绩稳定的蓝筹板块，如消费类行业。

2. 市场表现：震荡下行 调整加剧

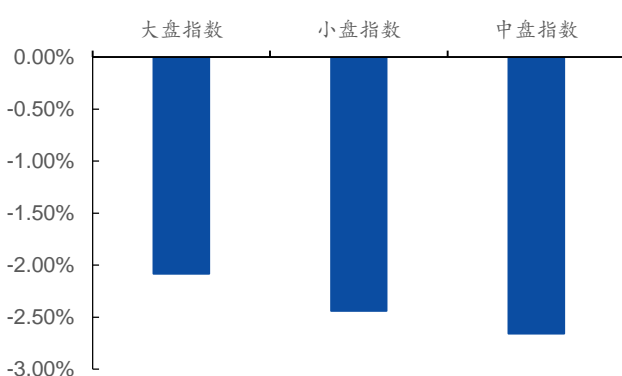
上周在中美贸易争端笼罩下，A股市场延续下行趋势，主要指数均不同程度下跌。创业板指下跌3.59%，连续两周领跌；上证综跌幅脚下，整周下跌1.94%；深成指跌2.55%，中小板跌3.42%。市场格局方面总体差异不大，大盘指数表现较为抗跌，当周下跌2.08%，中、小盘指数跌幅略高，整周分别下跌2.44%、2.66%。行业上，上周28个申万行业指数中共25个行业单周下跌，其中电子、非银、传媒跌幅居前三；而食品饮料、有色金属、农林牧渔逆势上涨。

图2：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3：风格指数表现（近一周，%）



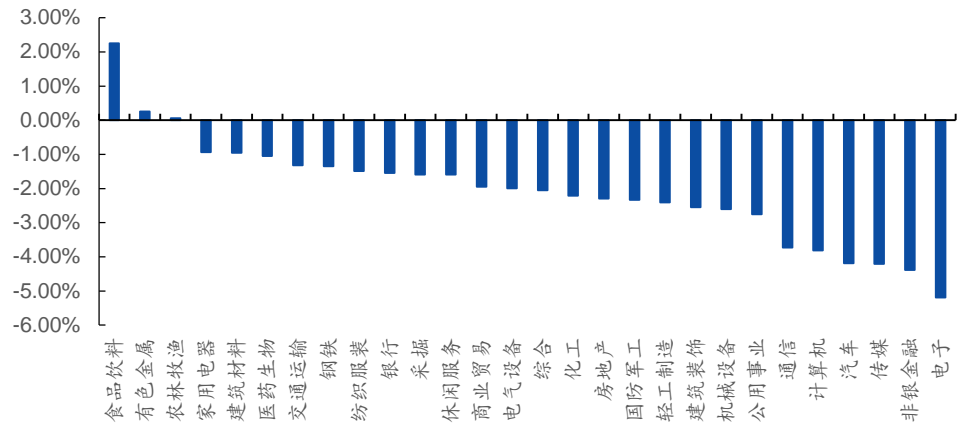
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

行业方面，本周行情结构与上周类似，电子、计算机、汽车、通信等科技行业在前期估值修复较大、且在贸易战中被美方被重点针对的情况下本周跌幅靠前。贸易谈判反复引发的市场谨慎情绪加重，及近期重组并购业绩不达标事件等，使非银行业连续两周跌幅居前三。

必选消费品类行业延续抗跌特性，食品饮料类上周上涨2.25%，农林牧渔微涨0.06%，家电类小幅下跌0.94%；受缅甸封关的影响，重稀土将供应大幅下降，推动A股有色金属行业上涨逆势上涨0.26%。

概念方面，人造肉指数延续上周火爆，整周上涨 24.54%；大豆指数、生物育种指数分别上涨 14.47%，10.01%；ST 指数、低价股指数、南北船指数跌幅居前三。

图 4：行业板块指数表现（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 17 日，A 股整体市盈率水平为 16.58 倍，较上周 16.99 倍下降约 0.41，目前略低于历史均值 17.73；A 股剔除金融行业市盈率为 25.01 倍，较上周 25.70 倍下降约 0.69，低于历史均值 28.72 倍；创业板指截至上周市盈率为 53.11 倍，相对于上周下降 1.7，仍略高于均值 51.47 倍。中小板市盈率从之前一周的 44.80 下降至 42.98 倍，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)



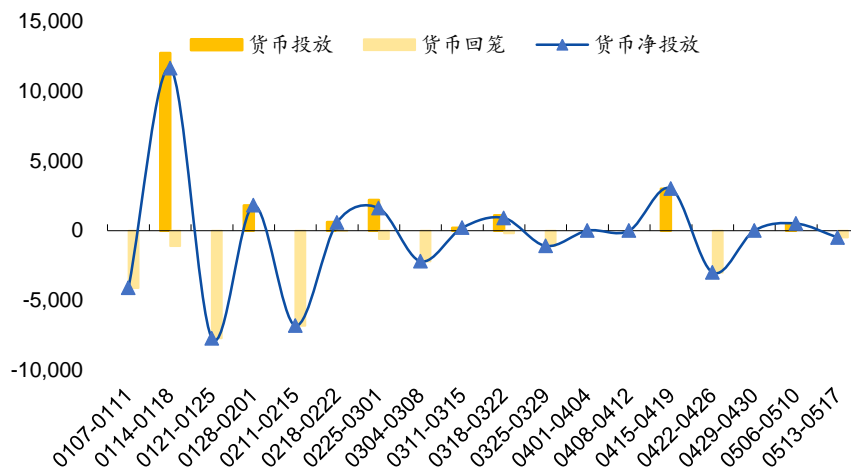
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

3. 资金配置：稳定持续 均衡继续

3.1 资金面持续稳定

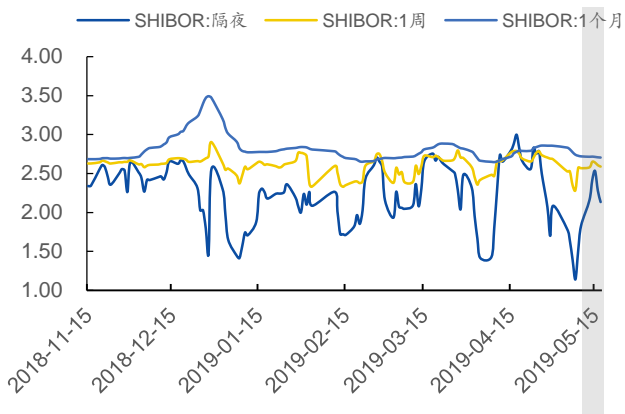
央行于周末开展逆回购操作，因单周累计有 500 亿元逆回购到期，实现净回笼 500 亿元。本周开展 2000 亿元中期借贷便利 (MLF) 操作，另有 1560 亿元 MLF 到期。此外，央行本周实施首次存款准备金率调整，释放长期资金约 1000 亿元。SHIBOR 隔夜利率、DR001、DR007 分别为 2.13%、2.55 %、2.16%，整周波动后比之前一周略微上升，资金面总体依然趋平稳。

图9: 央行短期公开市场操作 (周, 亿元)



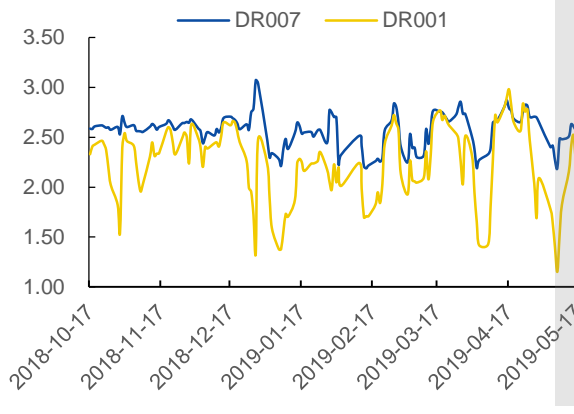
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 10: SHIBOR 利率 (1 个月期以下, %)



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 11: 银行间质押式回购加权利率 (%)



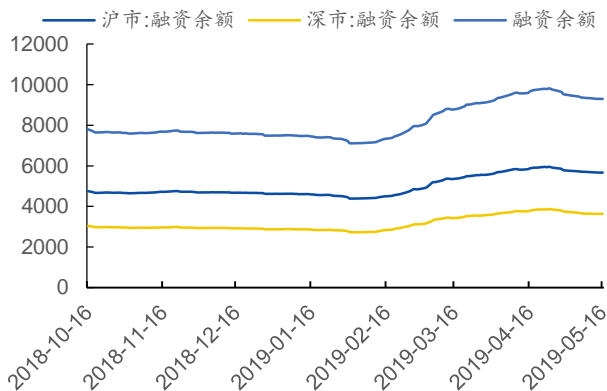
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

3.2 两融余额继续降低

两融余额继续出现下降, 下降幅度有所趋缓。截止上周四两市融资余额为 9299.3 亿元, 比之前一周减少 43.0 亿元, 连续第二周出现下降。其中沪市下降 25.02 亿元, 深市下降 17.89 亿元。两融成交金额占总成交金额比例截止上周四为 7.86%, 比之前一周微降 0.09%, 市场风险偏好 7%-8% 水平。

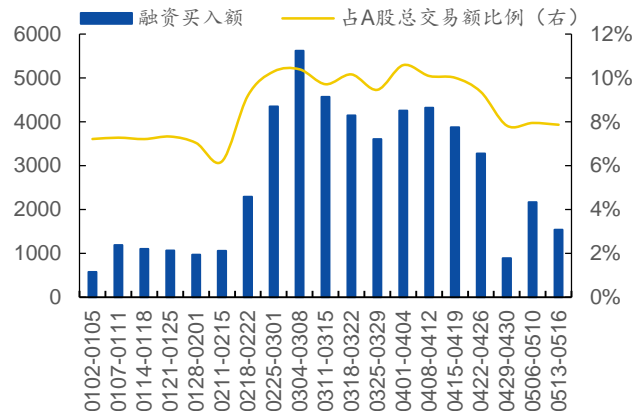
行业融资余额方面, 上周 28 个申万一级行业中 11 个行业获融资余额上升, 其余 17 个融资余额下降。食品饮料、交通运输、交通运输融资余额上升幅度在 1% 以上, 商业贸易、农林牧渔、休闲服务融资余额分别下降 5.02%、2.84%、2.63%。

图 12: 两市融资余额 (亿元)



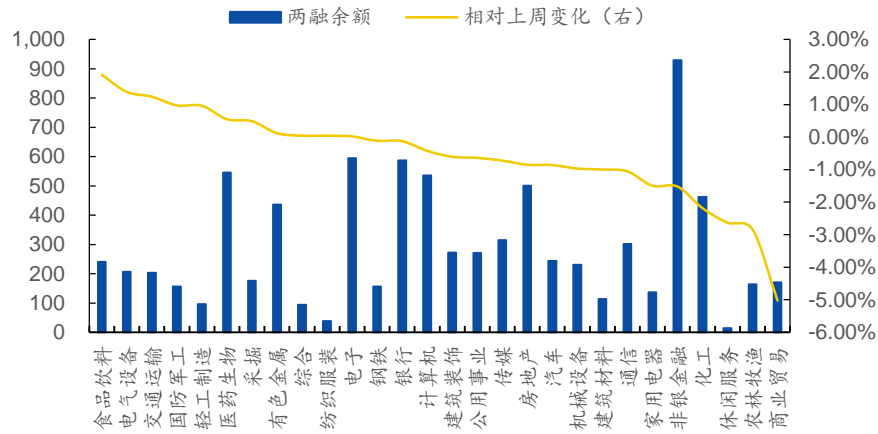
资料来源: 中国证券金融公司数据, 国元证券研究中心

图 13: 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 14: 各行业融资余额情况 (亿元)

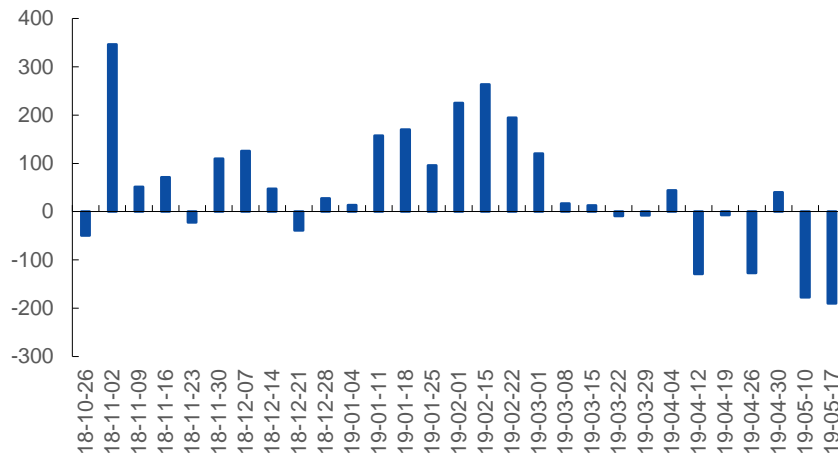


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

3.3 北上资金大幅净流出

上周陆股通资金 4 个交易日净流出日内，整周净流出 190.01 亿元，净流出再创半年来新高。

图 14: 北上资金净流入情况 (亿元)

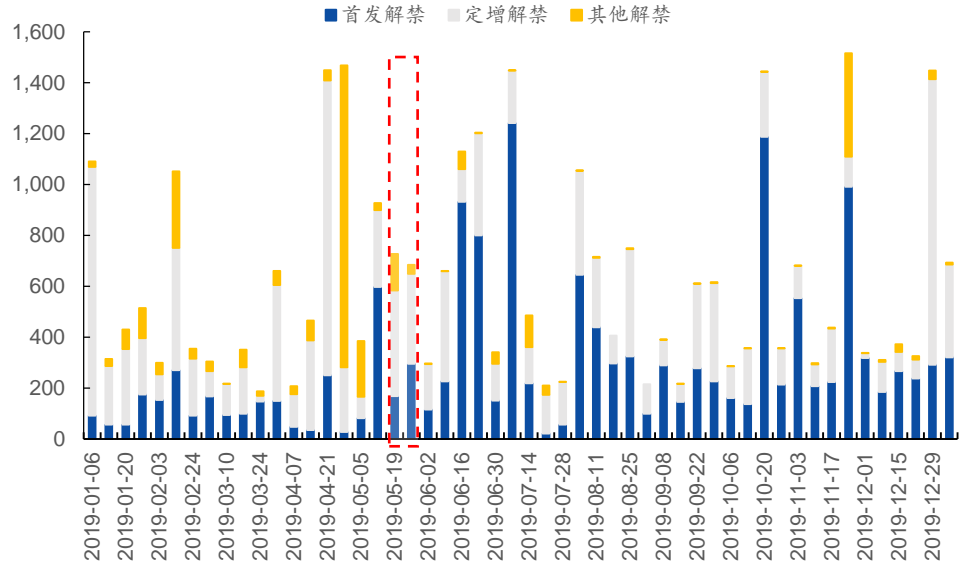


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

3.4 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 727.5 亿元，其中，首发解禁、定增解禁的规模分别为 168.6 亿元和 414.77 亿元，解禁规模相对于前一周有所减小。本周（5 月 20 日-5 月 24 日）预计将解禁 683.8 亿元，其中首发解禁和定增解禁规模分别为 295.72 亿元和 353.37 亿元，解禁规模有所缩小。

图 15: 产业资本增减持情况 (亿元)



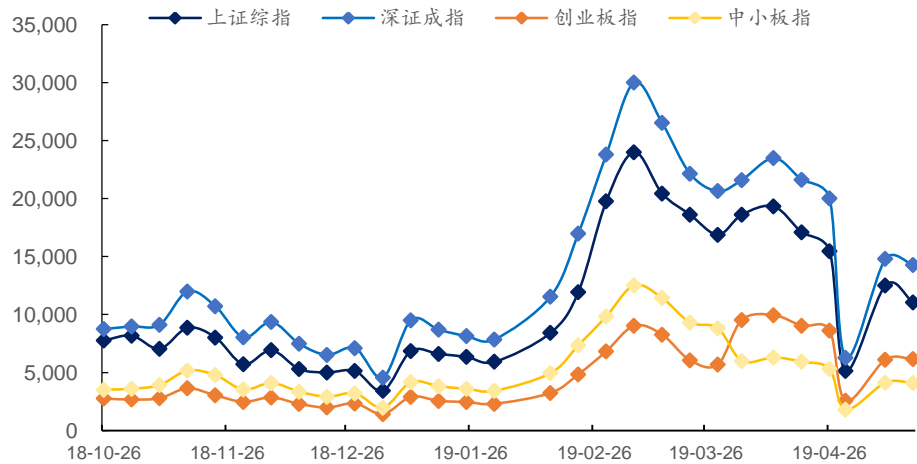
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

4. 市场情绪: 成交额持续走低 换手率波动下行

4.1 成交额持续走低

上周各市场日均交易额相对前一周依然略有降低。当周上证综指、深成指、创业板和中小板的成交额分别为 11041.88 亿元、14262.79 亿元、6152.72 亿元、4098.05 亿元, 交易额仍然低迷。

图 16: 周交易额变动情况 (亿元)

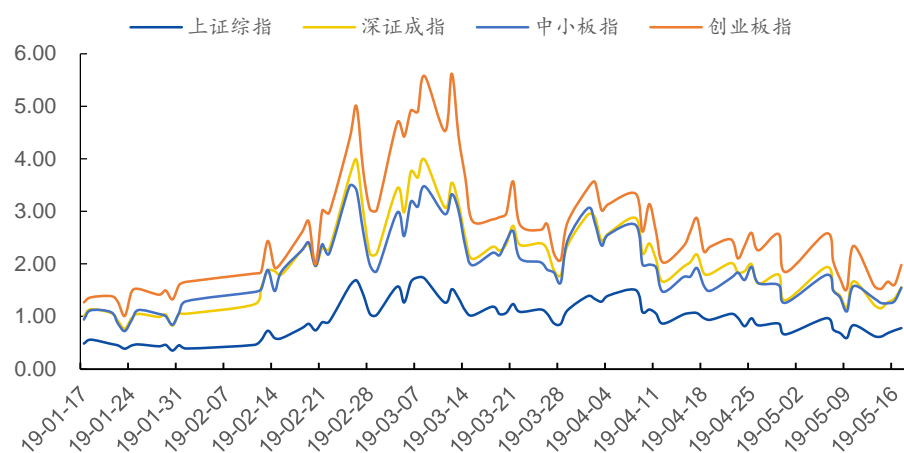


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

4.2 换手率波动下行

上周各市场换手率在周一经历较大降幅后有所回升，但全周水平较之前一周下降。截止5月17日，上证综指、深成指、中小板和创业板的换手率分别为0.78%、1.55%、1.55%、1.98%；分别上升0.06%、0.12%、0.03%、0.36%。

图 17：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连带损失承担任何责任。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告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