

一半理性 一半耐心

——策略周报（2019年第17期）

报告要点：

● 核心：理性管理仓位 长期给予耐心

贸易争端影响扩散，内外共振复苏预期降低。上周的市场内外冲击作用下，表现依然疲软，主要指数均呈不同程度下跌，下行幅度有所收窄。回望近期下跌，是以中美贸易争端为代表，众多利空因素共振的结果。

那么近期的复杂格局如何看待？

策略上，我们的回答是，短期-仓位的理性管理，长期-充分的耐心等待：

客观来看，近期的市场已进入了一个相对平静的时期。市场内部，局部板块中的热点也在源源不断涌现，继中美贸易战打响之后，稀土永磁、军工等概念都有较好的表现。当下我们认为，保持平和心态，管理好杠杆与仓位，给予近期的市场充分的时间进行调整，无需过度悲观。

短期内：风险偏好的阶段性下行，全球复苏力量短期偏弱。

1、资本市场风险偏好整体下行。就资本市场而言，风险偏好持续下降，避险情绪短期难以消散。从上周五的市场走势来看，全球明显没有对中美贸易摩擦的不断升级做好充分准备。如近期外资在贸易事件爆发后，选择离场观望。

2、全球经济复苏力量短期偏弱。就A股来说，近期的波动，除去外因，内因一方面并不支持估值上行，另一方面也与外围因素产生共振。经济全球化的趋势正在遭受破坏，在此环境下，复苏的力度更加偏弱。

长期看：弱势格局周期有限，扭转——依赖于驱动因素的边际好转。

扭转弱势，风险偏好的修复，依赖于贸易战的转机，或信用风险的安置，或政策利好的释放。寻找增长亮点，须从内需着手，关键在于高端制造业和消费的双项升级。结合前期规律，科技板块、人工智能等新经济板块发展可期，而前期超跌的非银板块的安全边际也将逐步显现。可给予市场充分的耐心。

策略选择上：短期内，规避风险，控制仓位是首位。投资方向上，关键字是**内需动力、国产替代**：第一、关注贸易争端辐射的相关行业，如国防军工、国产替代等板块；第二、避险功能较强的低估值蓝筹板块，如消费类行业，食品、医药；第三、从产业升级趋势上具有确定性的成长板块，如科技股、人工智能、智能制造等。

● 市场：震荡持续 调整加剧

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，中小板指领涨。小盘指数跌幅显著高于大盘、中盘指数。行业中有色、计算机跌幅较小。

● 资金：总体稳定 两融降低

资金面总体偏稳。两融余额持续下降，下降幅度有所趋缓。

● 情绪：成交额持续收缩 换手率显著下降

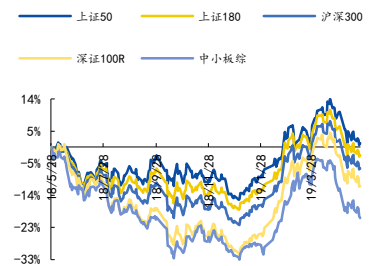
上周各市场日均交易额相对前一周明显下降，交易额仍然低迷；各市场换手率全周水平较之前一周有所下降。

风险提示：地缘政治风险增加，宏观经济超预期波动风险。

主要数据：

上证综指：	2852.99
深圳成指：	8776.77
沪深300：	3593.91
中小盘指：	3228.07
创业板指：	1443.75

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16期）心有猛虎 细嗅仓位》2019.05.20
- 《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

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：理性管理仓位 长期给予耐心.....	4
2.市场表现：震荡持续 调整加剧.....	5
3.资产配置：总体稳定 两融降低.....	9
3.1 资金面维持稳定.....	9
3.2 两融余额继续降低.....	10
3.3 北上资金大幅净流出.....	11
3.4 产业资本减持延续.....	11
4.市场情绪：成交额持续收缩 换手率显著下降.....	12
4.1 交易额显著下降.....	12
4.2 换手率波动下降.....	13

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: 央行短期公开市场操作 (周, 亿元)	9
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)	10
图 13: 19 年各周融资交易走势 (亿元)	10
图 14: 各行业融资余额情况 (亿元)	10
图 15: 北上资金净流入情况 (亿元)	11
图 16: 产业资本增减持情况 (亿元)	12
图 17: 周交易额变动情况 (亿元)	12
图 18: 主要板块换手率变化 (%)	13

1.核心策略：理性管理仓位 长期给予耐心

贸易争端影响扩散，内外共振复苏预期降低，避险情绪攀升。上周的市场内外冲击作用下，表现依然疲软，交易意愿较弱。主要指数均呈不同程度下跌，但下行幅度有所收窄。回望近期的下跌，是以中美贸易争端为代表，众多利空因素共振的结果。目前这种局面有两个特点，一是各种不利因素共同作用产生了综合效应，二是短短几周，引发下跌的矛盾正在迅速扩散。

那么近期的复杂格局，如何看待？

策略上，我们对此的回答是，**短期-仓位的理性管理，长期-充分的耐心等待：**

客观地来看，近期的市场已经进入了一个相对平静的时期，过去动辄大规模涨/跌停的局面已经不再，这是一个改观。从市场内部看，局部板块中的热点也在源源不断涌现，继中美贸易战打响之后，稀土永磁、芯片、军工等概念都有较好的表现，这都需要更加理性、更加积极的心态去把握。当下，我们坚持认为，保持平和心态，管理好杠杆与仓位，给予近期的市场充分的时间进行调整，无需过度悲观。

短期内，市场表现中可确定的是：风险偏好的阶段性下行，全球复苏力量短期偏弱。

1、资本市场风险偏好整体下行。就资本市场而言，风险偏好持续下降，避险情绪短期难以消散，较为确定。从上周五的市场走势来看，全球明显没有对中美贸易摩擦的不断升级做好充分的准备。如近期外资在贸易事件爆发后，选择离场观望的态度。今年以来，北上资金3月开始流入减少，至4-5月流出规模已达历史单月前位。陆股通资金已连续3周净流出，上周单周净流出203.3亿元。如重新考量影响，需要时间，避险情绪短期内难以消散。

2、全球经济复苏力量短期偏弱。就A股来说，由于具有一定的封闭性，受外围市场的直接影响相对不高。近期的波动，除去外因，内在因素也起主导作用。内因一方面并不支持估值上行，另一方面也会与外围因素产生共振，加强其不利于股市的趋势。具体来看，经济全球化的趋势正在遭受破坏，在此环境下，全球经济复苏的力度更加偏弱，而作为开放经济体，我国也将受到一定程度影响。

长期看，弱势格局周期有限，扭转——依赖于驱动因素的边际好转。

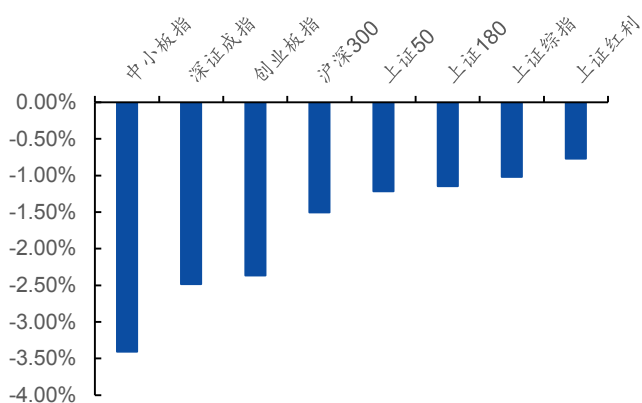
扭转弱势，风险偏好是驱动因素中影响力极高的不确定性。风险偏好的修复，依赖贸易战的转机，或信用风险的安置，或政策利好的释放。而寻找我国经济增长亮点，须从内需着手，关键在于高端制造业和消费的双项升级。目前来看，当前股市仍处于底部震荡的情绪修复期。结合前期的波动规律，待信贷增速回升，估值修复充分，符合国家产业政策扶持方向，科技板块、人工智能等新经济板块发展可期，而前期超跌的非银板块的安全边际也将逐步显现。因此，可给予市场充分的耐心。

策略选择上，我们认为：短期内，规避风险，控制仓位是首位。风格上，关注市场热点扩散。投资方向上，关键字是**内需动力、国产替代**：第一、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、国产替代等板块；第二、避险功能较强的低估值蓝筹板块，如消费类行业，食品、医药；第三、从产业升级趋势上具有确定性的成长板块，如科技股、人工智能、智能制造等。

2. 市场表现：震荡持续 调整加剧

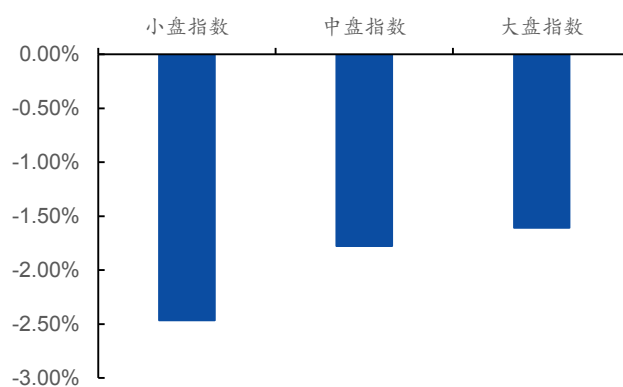
外部不确定性持续影响下，上周的A股市场继续下行。主要指数均呈不同程度下跌，但下行幅度有所收窄。中小板指下跌3.41%，上周领跌；上证综指跌1.02%，跌幅相对较小；深成指跌2.48%，创业板跌2.37%。市场格局方面，小盘指数本周下跌2.46%，跌幅显著高于大盘、中盘指数，上周分别下跌1.61%、1.78%。行业上，上周28个申万行业指数中仅银行上涨，有色、计算机跌幅较小；农林牧渔、商业贸易、食品饮料跌幅较大。

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，%）



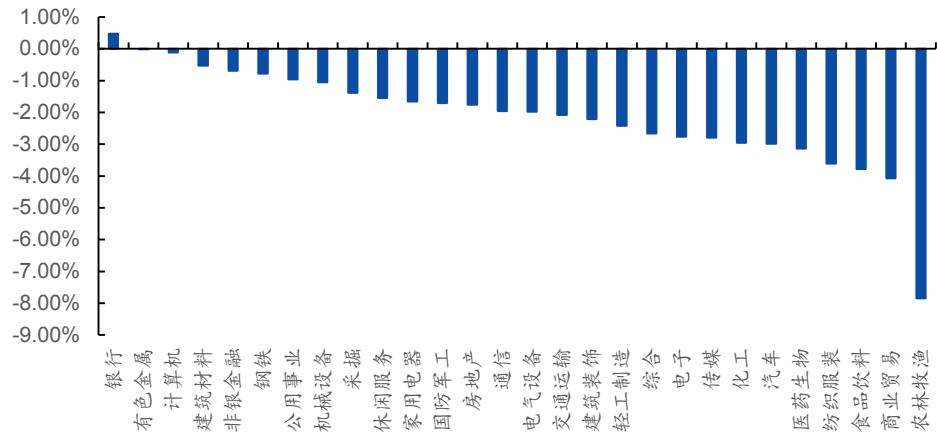
资料来源：Wind，国元证券研究中心

行业方面，本周依然全面下跌，但行情结构与之前两周相比出现明显变化。在外部不确定性加剧背景下，银行目前基本面稳健、业绩上扬，成上周唯一上涨行业；受贸易战影响，稀土概念上周受热捧，有色金属上周跌幅较低；受美国对华为等国内科技巨头施加禁令事件影响，操作系统自主化，国产芯片等概念热潮再起，之前下跌幅度较大的计算机周中一度迎来上涨，整周跌幅较小；

农林牧渔、食品饮料等消费类行业之前几周表现居前后上周随猪肉、人造肉等相关概念降温，分别下跌7.85%、3.78%；商贸类受贸易摩擦影响本周亦跌幅居前。

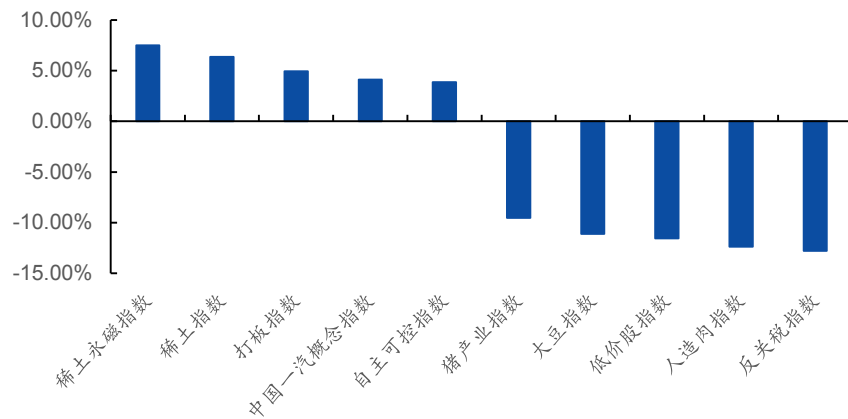
概念方面，稀土指数、稀土永磁指数上周表现居前，分别上涨7.51%、6.35%；人造肉指数本周回调大跌12.76%，低价股、反关税指数跌幅靠前。

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，上周主要板块市盈率整体延续下降趋势，但仍处在历史均值附近位置。截至5月24日，A股整体市盈率水平为16.34倍，较上周16.58倍下降约0.24，目前略低于历史均值17.73；A股剔除金融行业市盈率为24.42倍，较上周25.01倍下降约0.59，低于历史均值28.72倍；创业板指截至上周市盈率为51.80倍，相对于上周下降1.31，仍略高于均值51.47倍。中小板市盈率从之前一周的42.98下降至41.66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）



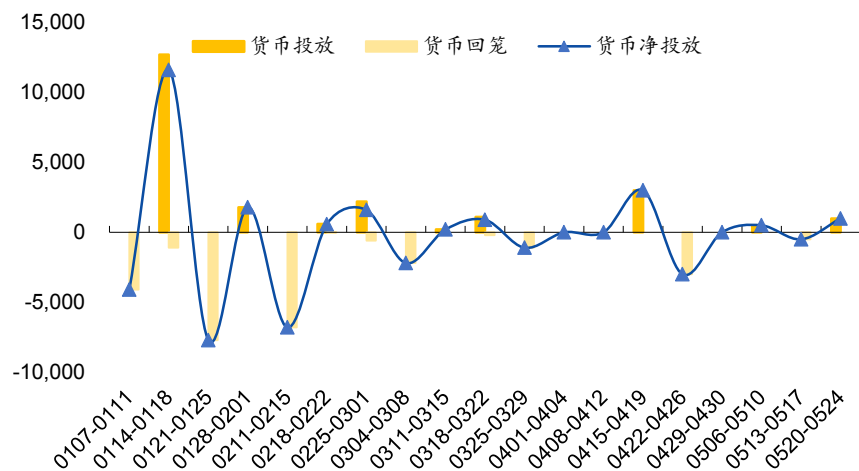
资料来源：Wind,国元证券研究中心

3. 资金配置：总体稳定 两融降低

3.1 资金面维持稳定

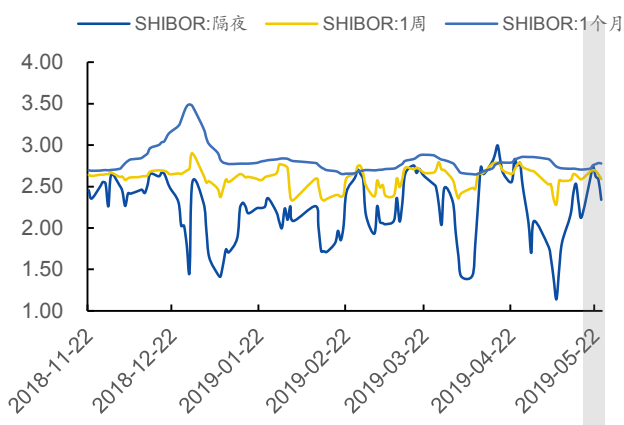
央行上周开展 1000 亿逆回购操作，无逆回购到期，总共实现净投放 1000 亿元。SHIBOR 隔夜利率、DR001、DR007 分别为 2.34%、2.55%、2.34%，整周呈现先升后降趋势，资金面总体依旧偏稳。

图 9：央行短期公开市场操作（周，亿元）



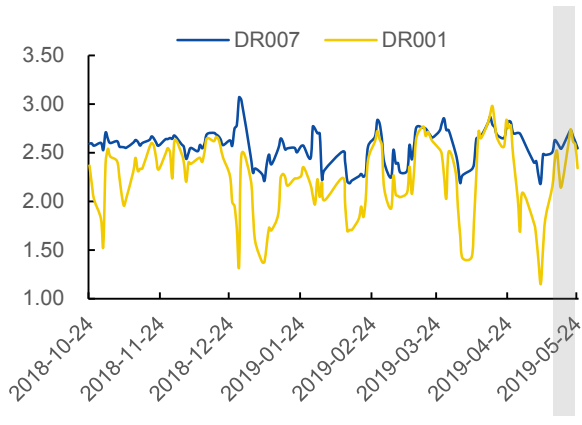
资料来源：Wind，国元证券研究中心

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（%）

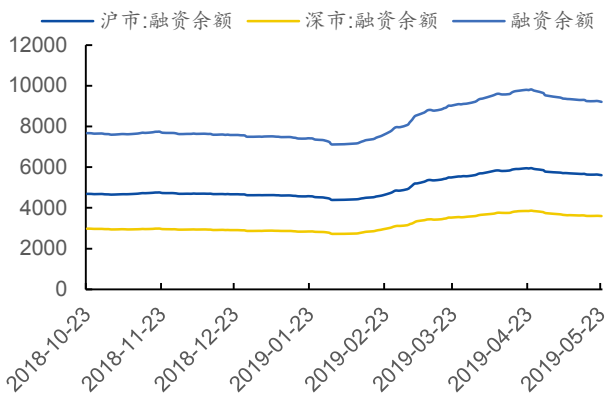


资料来源：Wind，国元证券研究中心

3.2 两融余额继续降低

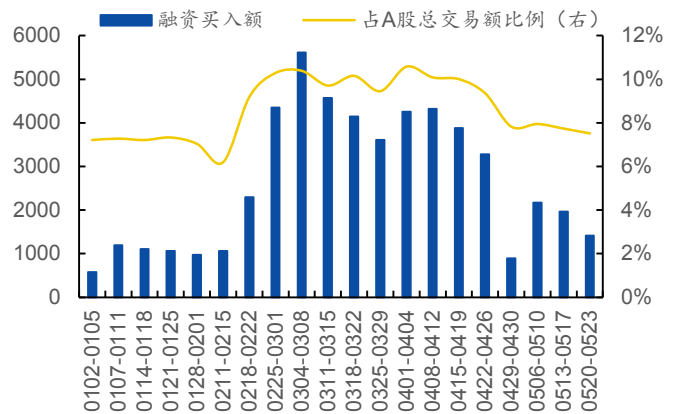
两融余额继续呈现下降，下降幅度与之前一周相近。截止上周四两市融资余额为9206.4亿元，比之前一周减少38.30亿元。其中沪市下降31.38亿元，深市下降6.84亿元。两融成交金额占总成交金额比例截止上周四为7.51%，继续比之前一周微降0.23%，市场风险依然处于较低水平。行业融资余额方面，上周28个申万一级行业中6个行业获融资余额上升，其余22个融资余额下降。电子、电气设备、有色金属融资余额上升幅度在相对较大，休闲服务、医药、轻工融资余额分别下降4.7%、2.27%、2.10%。

图 12: 两市融资余额 (亿元)



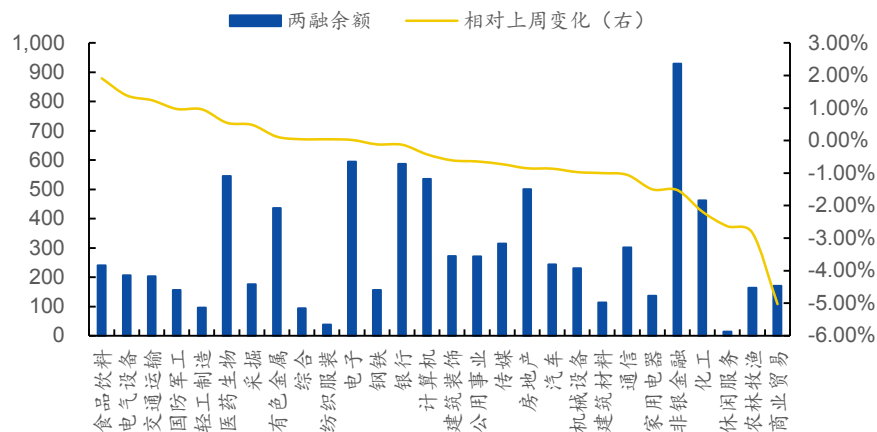
资料来源：中国证券金融公司数据，国元证券研究中心

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)

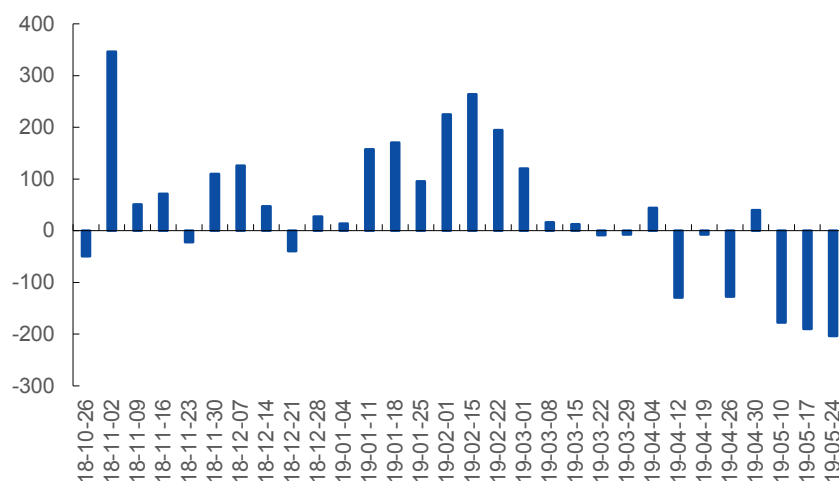


资料来源：Wind，国元证券研究中心

3.3 北上资金大幅净流出

上周陆股通资金连续 5 个交易日净流出，整周净流出 203.3 亿元。北上资金已经连续三周净流出，处于今年以来的历史净流出高位水平。其中沪股通净流出 97.23 亿元，深股通净流出 106.06 亿元。

图 15: 北上资金净流入情况 (亿元)

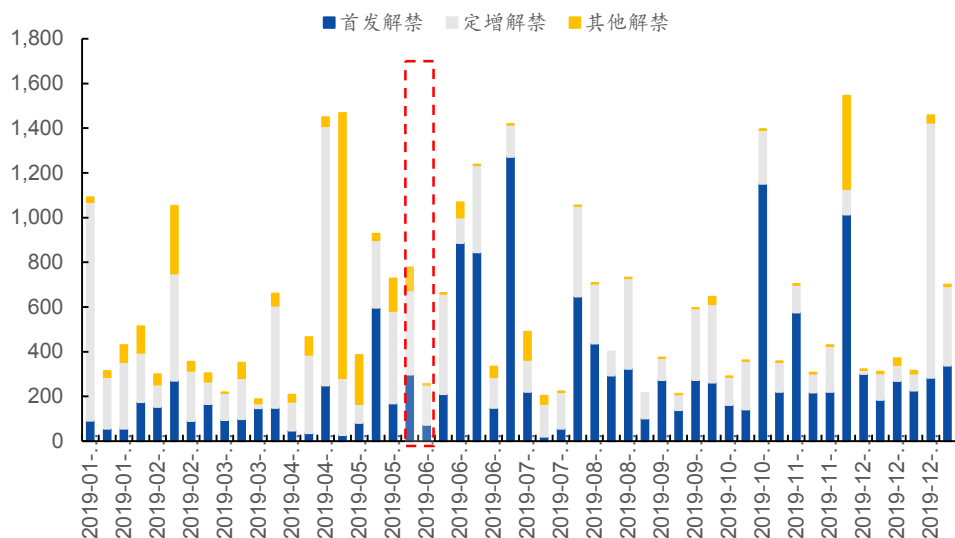


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

3.4 产业资本减持延续

上周的解禁规模相对于前一周大致持平。上周解禁市值为 777.4 亿元，其中，首发解禁、定增解禁的规模分别为 298.11 亿元和 376.58 亿元，解禁规模相对于前一周基本持平。本周（5 月 27 日-5 月 31 日）预计将解禁 256 亿元，其中首发解禁和定增解禁规模分别为 72.76 亿元和 187.51 亿元，解禁规模将大幅缩小。

图 16: 产业资本增减持情况 (亿元)



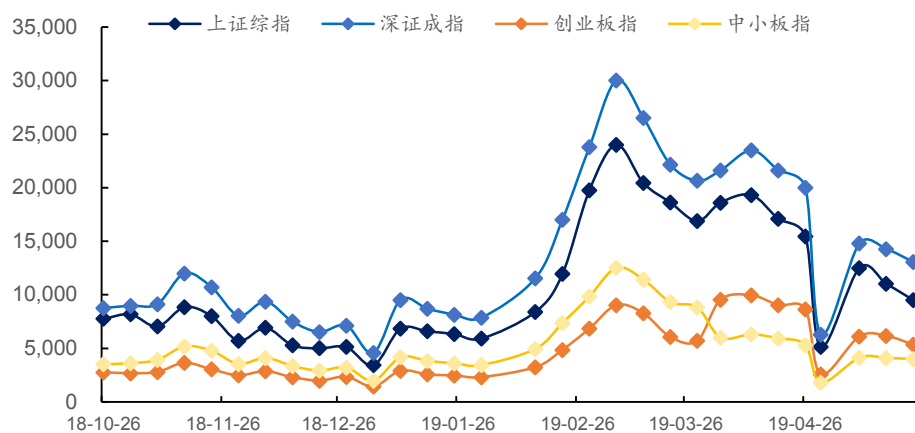
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

4. 市场情绪: 成交额持续收缩 换手率显著下降

4.1 交易额显著下降

上周各市场日均交易额相对前一周依然有明显下降。当周上证综指、深成指、创业板和中小板的成交额分别为 9511.77 亿元、13058.31 亿元、5341.87 亿元、3995.17 亿元。交易额持续低迷, 接近今年 1 月份水平。

图 17: 周交易额变动情况 (亿元)

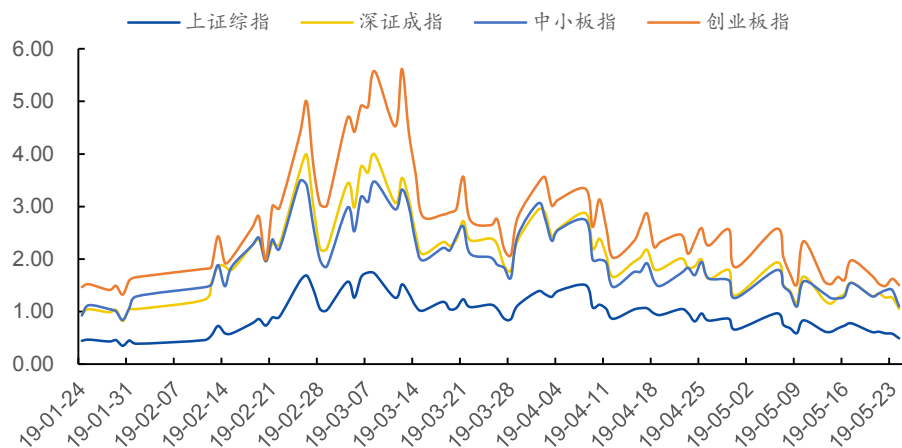


资料来源：Wind，国元证券研究中心

4.2 换手率波动下降

上周各市场换手率下降明显。截止5月24日，上证综指、深成指、中小板和创业板的换手率分别为0.49%、1.06%、1.10%、1.51%；分别下降0.29%、0.49%、0.45%、0.47%。

图 18：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