

节奏延续 震荡仍是主基调

——策略周报（2019年第18期）

报告要点:

● 核心策略：合理管理仓位 无惧市场波动

贸易战影响扩散，横向震荡持续。上周的市场在资金对安全边际不断提高的诉求环境下，主要指数均不同程度上涨。在创业板领涨下，上证综指、深成指涨，中小板指数涨幅均超过1.5%。市场格局中，小盘股表现亮眼。

那么上周的市场表现，如何解读？

1. 市场整体加仓意愿有限。上周主要股指均录得正涨幅，在汇率稳定与科创临近的预期下，市场人气一定程度激发。但谨慎情绪较为明显，周五成交量显著缩小，暗示加仓交易意愿有限。随着贸易战后续影响展开，关税制裁与反制裁陆续进入落实的时间窗口。短期反弹行情驱动力的持续性与空间性有限。

2. 经济企稳的基础尚未完全牢固。近期宏观经济数据来看，经济短期内企稳，基本得到共识，但需求不足问题较突出。两条线索：一个是短期内包括海外在内的货币政策，持续宽松的节奏减弱。另一个是PMI数据，制造业PMI连续两个月回落，5月跌至荣枯线下方，且降幅持续扩大，重新回落到荣枯线以下。外需波动冲击问题，体现在小微企业的供需增速下降。但大型企业PMI仍高于临界点，可见大型企业基础作用良好，生产增速处于上行通道。

对于后市，我们从四月伊始，就提示要平稳市场节奏，关注结构性机会。根据近期市场表现，判断已被验证。客观地来看，近期的市场如我们前一期周报所述，整体改观，已经进入了一个相对平静的时期。A股经过多年的发展与扩容，体量较大。近期的市场演绎，从四月开始主流更多将是结构化行情。从市场内部看，贸易战辐射下的热点板块，如稀土永磁、军工等概念不断涌现。可见：无惧波动，合理的仓位管理，理性的耐心等待，给予市场充分的时间调整，是近期的策略核心。策略就是保持目前的仓位，不轻易变动。

策略选择，弱势格局周期有限，寻找——增长亮点与驱动因素的结合热点

投资策略上：寻找增长亮点，结合内需改善，关键——大消费和高端制造的双升级。风格上，关注市场热点扩散。投资方向上“内需动力+国产自主”：第一、关注贸易争端辐射的相关行业，如国防军工、农业等板块；第二、避险功能较强，如消费类行业；第三、趋势上具有确定性的核心板块与主题。

● 市场：震荡持续 调整加剧

上周A股主要股指均录得正涨幅。创业板领涨，周涨幅2.76%。市场格局中，小盘指数表现优于大中盘。行业指数多数上涨其中农林牧渔、有色涨幅较高。

● 资金：总体稳定 两融降低

资金面总体适当宽松。两融余额持续下降，下降幅度有所趋缓。

● 情绪：成交额基本持平 换手率变动不一

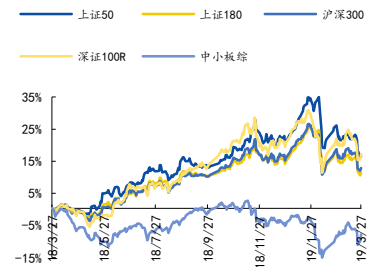
上周各市场日均交易额相对前一周基本持平，交易额仍然低迷；各市场换手率全周水平较之前一周变动不一。

风险提示：地缘政治风险增加，企业盈利调整，宏观经济超预期波动风险。

主要数据:

上证综指:	2898.70
深圳成指:	8922.69
沪深300:	3629.79
中小盘指:	3290.28
创业板指:	1483.66

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17期)一半理性 一般耐心》2019.05.27
- 《国元策略周报(2019年第16期)心有猛虎 细嗅仓位》2019.05.20

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：合理管理仓位 无惧市场波动.....	4
2.市场表现：震荡持续 调整加剧.....	5
3.资金配置：整体平稳 两融微升.....	9
3.1 资金面略微宽松.....	9
3.2 两融余额小幅上升.....	10
3.3 北上资金净流出短期减缓.....	11
3.4 产业资本减持延续.....	11
4.市场情绪：成交额基本持平 换手率变动不一.....	12
4.1 交易额基本持平.....	12
4.2 换手率变动不一.....	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: 年初以来每周融资交易走势 (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)	11
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：合理管理仓位 无惧市场波动

贸易战影响扩散，横向震荡状态持续。上周的市场在资金对安全边际不断提高的诉求环境下，主要指数均不同程度上涨。在创业板领涨下，上证综指、深成指涨，中小板指数涨幅均超过 1.5%。市场格局中，小盘股表现亮眼激发了市场人气。但市场整体谨慎情绪也较为明显，避险情绪不减。

那么上周的市场表现，如何解读？

1.市场整体加仓意愿有限。上周主要股指均录得正涨幅，在汇率稳定与科创临近的预期下，一定程度上激发了市场人气。但与此同时，谨慎情绪也表现的较为明显，周五交易日成交量显著性缩小，暗示加仓交易意愿有限。接下来，贸易战及其后续影响将全面展开，关税制裁与反制裁也陆续进入落实的时间窗口，相关企业盈利预期调整的幅度将增大。由此来看，短期内上升行情驱动力的持续性有限。

2.经济企稳的基础尚未完全牢固。经济数据方面，上周公布的宏观经济数据来看，经济短期内企稳，基本得到共识，但需求不足问题较突出。两条线索：一个是短期内包括海外在内的货币政策，持续宽松的节奏减弱。另外一个 PMI 数据，制造业 PMI 连续两个月回落，5 月份跌至荣枯线下方，并且降幅持续扩大，重新回落到荣枯线以下。外需波动冲击问题，体现在小微企业的供需增速下降（中、小型企业 5 月的 PMI 数据分别为 48.8%和 47.8%，较上月下降 0.3 与 2.0 个百分点）。但大型企业 PMI 为 50.3%，虽同比降低，仍高于临界点，可见大型企业基础作用良好，生产增速处于上行通道。

因此，在上述经济数据未出现显著拐点之前，市场节奏判断就不会产生明显变化。如果说需要对市场保持谨慎，那么风险点也应在这些因素在行情上的反应程度。

对于后市，我们从四月伊始，就提示要平稳市场节奏，关注结构性机会。根据近期市场表现，判断已被验证。客观地来看，近期的市场如我们前一期周报所述，整体改观，已经进入了一个相对平静的时期。A 股经过多年的发展与扩容，体量较大。近期的市场演绎，从四月开始主流更多将是结构化行情。从市场内部看，贸易战辐射下的热点板块，如稀土永磁、芯片、军工等概念不断涌现。可见：无惧波动，合理的仓位管理，理性的耐心等待，给予市场充分的时间调整，是近期的策略核心。策略就是保持目前的仓位，不轻易变动。

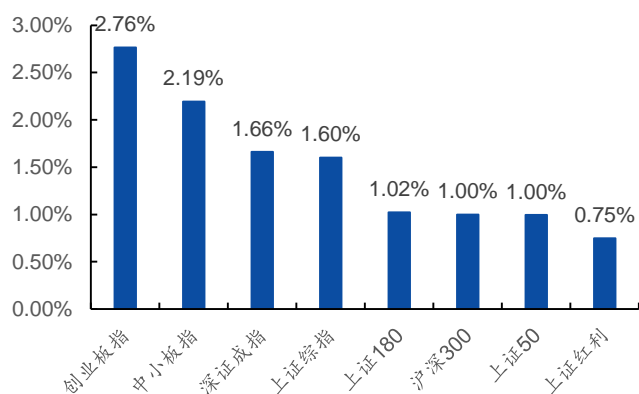
策略选择，弱势格局周期有限，寻找——增长亮点与驱动因素的结合热点

投资策略上，我们认为：寻找经济增长亮点，结合内需改善，关键仍在大消费和高端制造的双升级。结合前期的市场热点与估值修复水平，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。风格上，关注市场热点扩散。投资方向上，关键字仍是“内需动力+国产自主”：第一、从市场热点角度，关注贸易战辐射的相关行业；第二、避险功能较强的低估值蓝筹板块，如消费类行业中的食品饮料、农业（猪、鸡等），以及非银、黄金等；第三、从产业升级趋势上具有确定性的核心板块与主题，如人工智能、国企改革等。

2. 市场表现：震荡持续 调整加剧

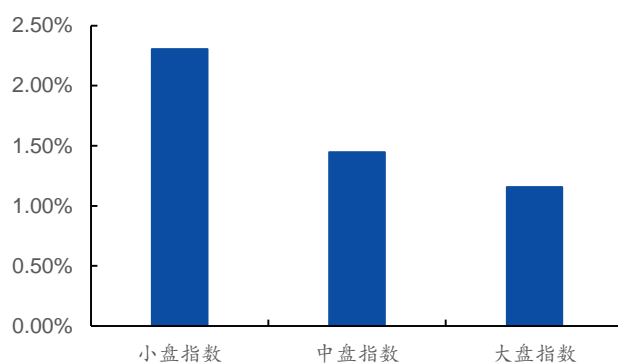
上周 A 股主要股指均录得正涨幅。在资金对安全边际不断提高的诉求环境下，主要指数均不同程度上涨。创业板上周领涨，上涨 2.76%；上证综指涨 1.60%，深成指涨 1.66%，中小板涨 2.19%。市场格局上，小盘表现优于大中盘指数，单周上涨 2.30%，高于大盘、中盘指数（单周上涨 1.61%、1.78%）。行业，28 个申万行业指数多数上涨，农林牧渔、有色金属等涨幅较高，银行、家用电器本周仍下跌。

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，%）



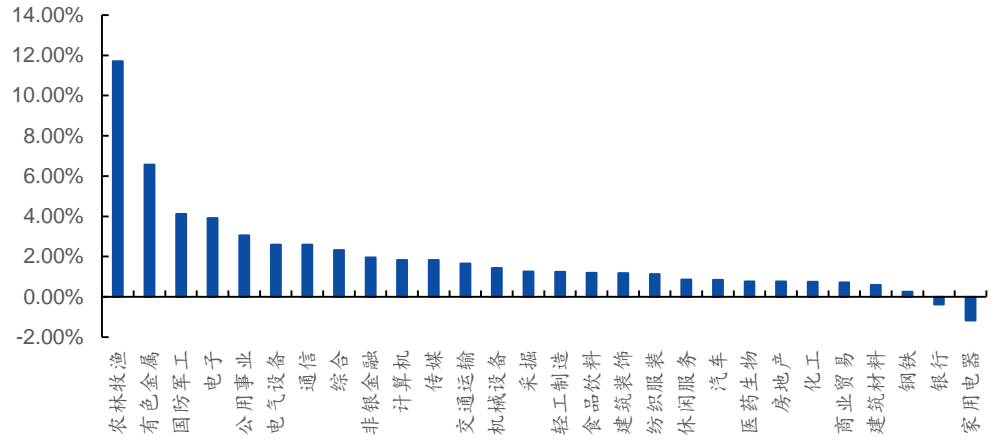
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

行业方面，农林牧渔在经之前较大回调后，上周生物育种、猪产业板块带动下重新发力重新发力，整周大涨 11.71%；有色金属在稀土持续活跃下上周上涨 6.57%，涨幅居第二；国防军工、电子等抗周期或国产自主化行业表现也较好。

家用电器上涨表现不佳，整周下跌 1.17%；受包商银行事件影响，银行监管趋严，上周银行类下跌 0.38%，

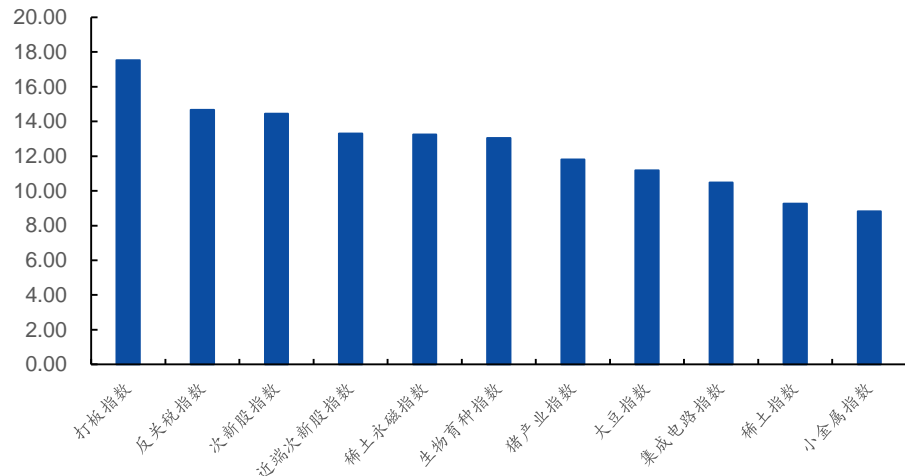
概念方面，打板指数、反关税指数、次新股指数表现居前三、稀土、生物育种、猪产业依然表现活跃。

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略微上升，仍处在历史均值附近。截至5月31日，A股整体市盈率水平为16.67倍，较上周16.34倍上升约0.33，目前略低于历史均值17.73；A股剔除金融行业市盈率为25.04倍，较上周24.42倍上升约0.62，低于历史均值28.72倍；创业板指截至上周市盈率为53.22倍，相对于上周上升1.42，仍略高于均值51.47倍。中小板市盈率从之前一周的41.66上升至42.83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）



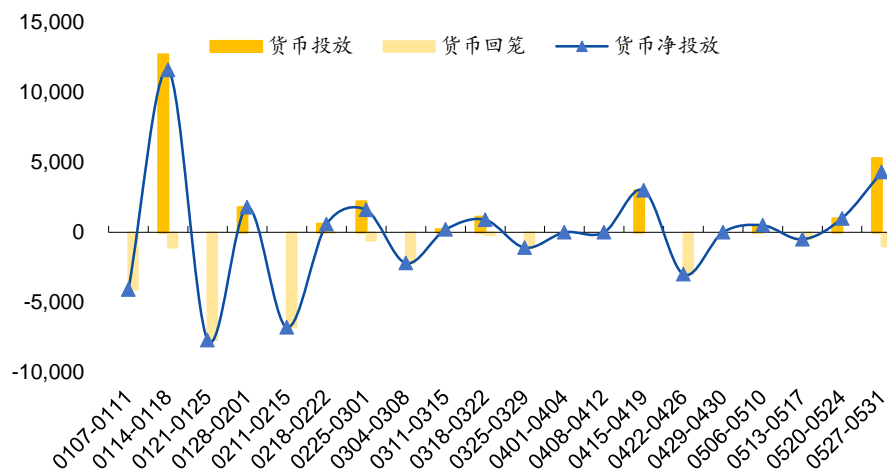
资料来源：Wind,国元证券研究中心

3. 资金配置：整体平稳 两融微升

3.1 资金面略微宽松

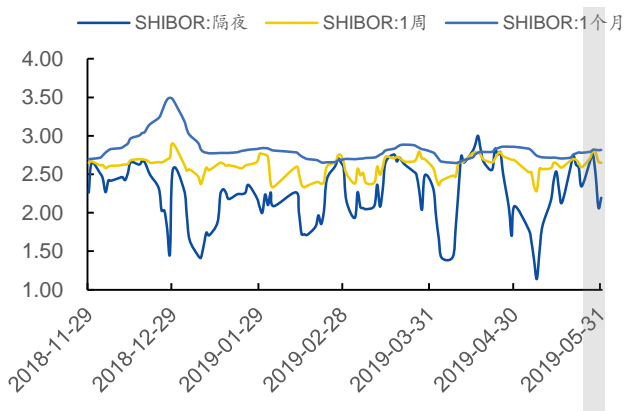
央行上周开展 5300 亿逆回购操作，另有 1000 亿逆回购到期，总共实现净投放 4300 亿元。SHIBOR 隔夜利率、DR001、DR007 截至上周五分别为 2.19%、2.16%、2.63%，整周呈现波动下降，资金面总体适当宽松。

图 9：央行短期公开市场操作（周，亿元）



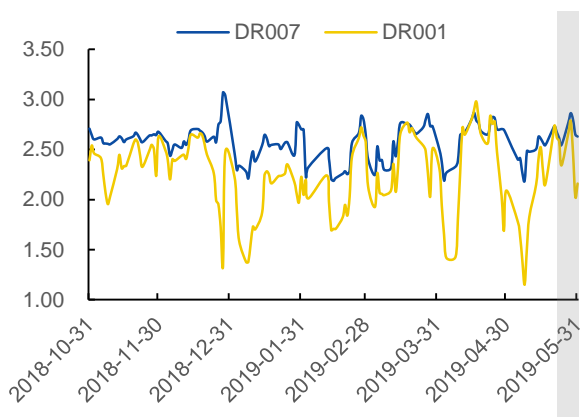
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

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（%）

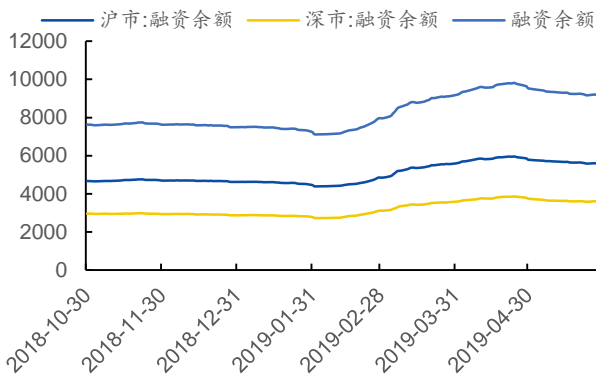


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

3.2 两融余额小幅上升

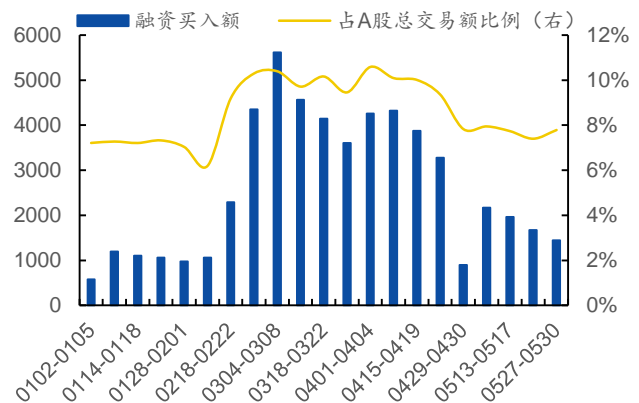
两融余额上周略有上升，升量主要来自于深市。截止上周四两市融资余额为 9184.66 亿元，比之前一周上升 20.96 亿元。其中沪市下降 0.76 亿元，深市上升 21.58 亿元。两融成交金额占总成交金额比例截止上周四为 7.79%，继续比之前一周上升 0.39%，市场风险偏好略微回升，但仍处于较低水平。行业融资余额方面，上周 28 个申万一级行业中约半数获融资余额上升。农林牧渔、休闲服务、电气设备融资余额上升幅度在相对较大，轻工、建筑、钢铁融资余额分别下降 3.96%、1.96%、1.65%。

图 12: 两市融资余额 (亿元)



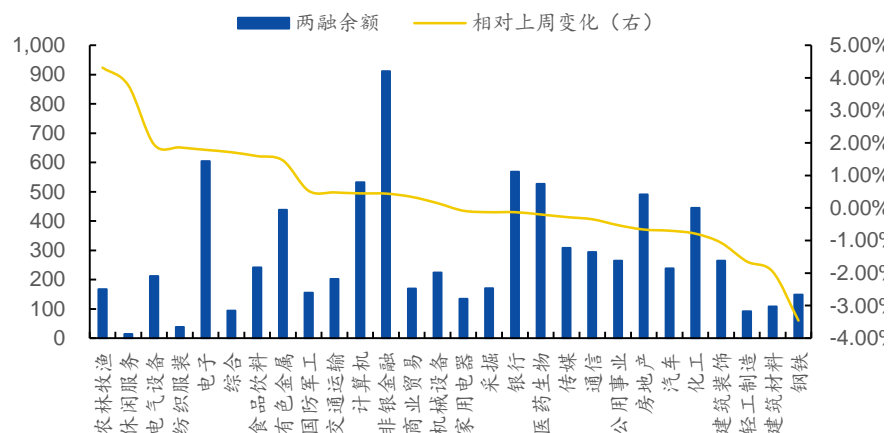
资料来源：中国证券金融公司数据，国元证券研究中心

图 13: 年初以来各周融资交易走势 (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)

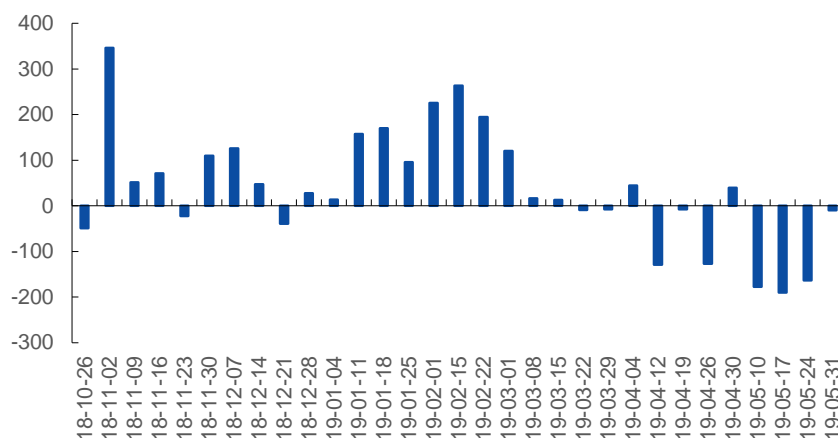


资料来源：Wind，国元证券研究中心

3.3 北上资金净流出短期减缓

上周陆股通资金 5 个交易日中 4 个交易日净流出，整周净流出 9.28 亿元。得益于 MSCI 年内首次扩容，5 月 28 日北上资金净流入 55.67 亿元，中和其余四日净流出，使上周北上资金摆脱之前连续三周的高位净流出，但有 MSCI 扩容带来的一次性建仓难以改变近期陆股通净流出的趋势。

图 15: 北上资金净流入情况 (亿元)

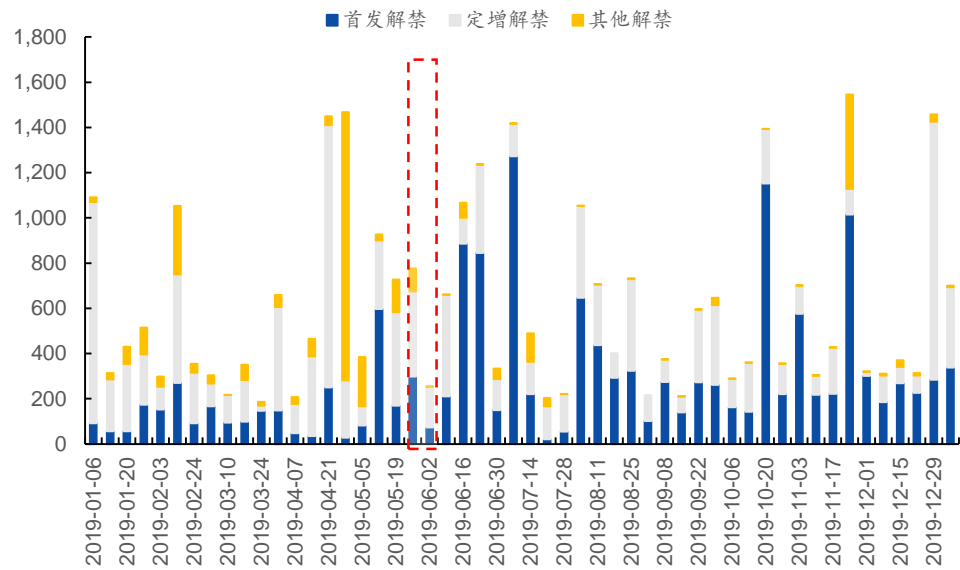


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

3.4 产业资本减持延续

上周的解禁规模相对于前一周大幅减少。上周解禁市值为 300.5 亿元，其中，首发解禁、定增解禁的规模分别为 107.29 亿元和 181.55 亿元，解禁规模相对于前一周大幅减小。本周（6 月 3 日-6 月 7 日）预计将解禁 631.8 亿元，其中首发解禁和定增解禁规模分别为 206.45 亿元和 421.56 亿元，解禁规模将再次扩张。

图 16: 产业资本增减持情况 (亿元)



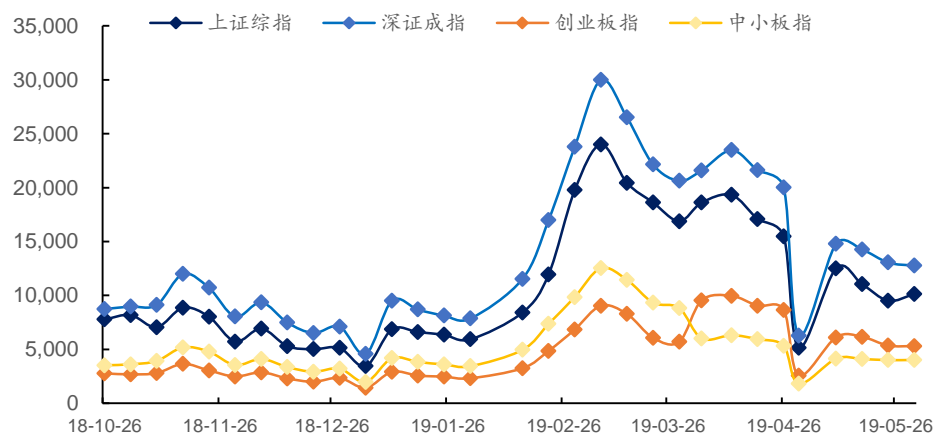
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

4. 市场情绪: 成交额基本持平 换手率变动不一

4.1 交易额基本持平

上周各市场日均交易额相对前一周大致持平。当周上证综指、深成指、创业板和中小板的成交额分别为 10122.64 亿元、12768.73 亿元、5290.亿元、4017.59 亿元, 相对上周基本持平。

图 17: 周交易额变动情况 (亿元)

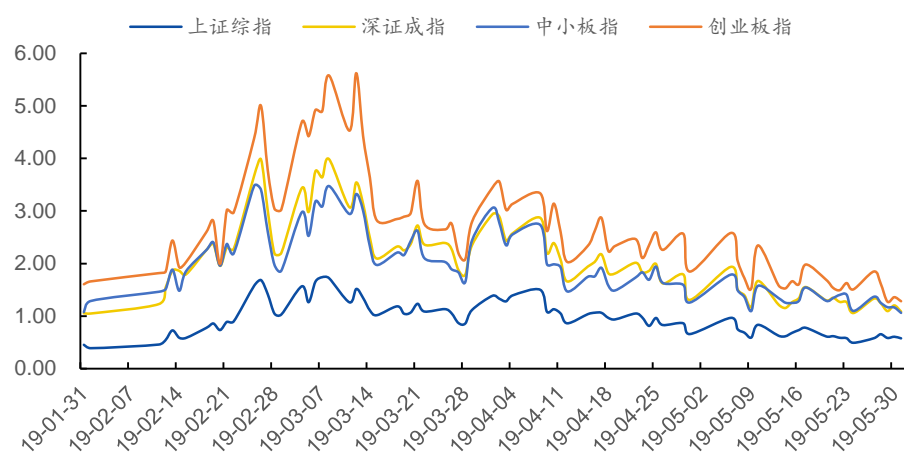


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

4.2 换手率变动不一

上周各市场换手率变化不一。截止5月31日，上证综指、深成指、中小板和创业板的换手率分别为0.58%、1.09%、1.06%、1.28%。分别上升0.08%、0.03%、下降0.04%、0.23%。

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