

慎识波动中的结构性机会

——策略周报（2019年第20期）

报告要点：

● 核心策略：波动中谨慎应对结构性机会

市场上周整体回暖，主要指数有所上涨。上周的市场整体上呈现回暖，主要指数不同程度反弹，最大的特点是政策面变化给予市场的积极影响。格局方面，中小板指领涨，大盘指数表现略优于中小盘。

我们提出：慎识波动中的结构性机会，如何理解？

1.慎识即，以谨慎的态度识别市场。上周主要股指回暖上行。可以理解为，快慢节奏与变量，带给市场的预期变化。随着市场大幅下跌风险有所释放，市场中期内估值优势仍在。我们此时提出“慎识”，内因方面，资金面叠加基本面改善有限。从现有披露的5月宏观数据看来，实体数据依然走弱，制造业、消费投资等数据并未出现明显改观；外因方面，5月6日以来的中美贸易摩擦升级发酵，出口创造被收缩，外贸依赖型弱资质企业盈利改善难度加大。

2.市场风险仍在，仓位控制为先。风险点就市场本身，随着市场容量不断扩大，对存量资金的吸收将加剧供需失衡的矛盾。另两个风险点，一是信用风险，包商银行事件，直接引发市场对于金融系统信用过度扩张的担忧不断扩散。二是上市公司盈利改善的风险：一方面工业品出厂价格回升的力度减弱，对企业盈利的贡献度降低；另一方面，制造业PMI指数大幅向下信号值得警惕。

对于后市，我们的核心策略本期依旧。仍是审慎认识波动中的结构性机会。客观来看，近期的股市在这一阶段会更多的显示出相当程度上的复杂性，短期内上升驱动的持续性有限，依然将是存量博弈下的结构化行情。因此：波动中控制仓位，审慎对待结构性机会，保持长期耐心为近期的策略核心。

策略选择，慎对——结构性机会，寻找——增长与驱动热点

投资上，增长亮点结合内需改善，关键在于“消费和制造”的双升级。市场热点与估值修复过程中，改革深化下的投资机会，更多存在于市场热点扩散中：第一、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，安全边际较高的金融板块防御性机会，如非银、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。

● 市场：整体回暖 悉数上涨

上周A股主要股指均不同程度上行。中小板指领涨。市场格局中，大盘指数表现略优于中小盘。行业上，有色金属、食品饮料、建筑材料涨幅较高。

● 资金：总体稳定 两融回升

资金面总体较为宽松。两融余额上周有所回升。

● 情绪：成交额回升 活跃度改善

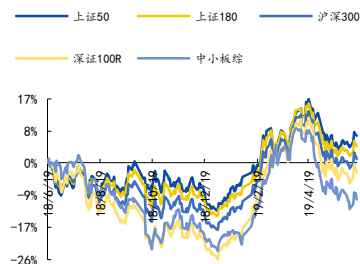
上周各市场日均交易额相对前一周有所回升，交易额低迷改善；各市场换手率重新提升，市场活跃度改善。

风险提示：地缘政治风险增加，企业盈利不及预期，经济超预期波动风险。

主要数据：

上证综指：	2881.97
深圳成指：	8810.13
沪深300：	3654.88
中小盘指：	3224.98
创业板指：	1453.96

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19期）谨慎中保持理性与聪明》2019.06.10
- 《国元策略周报（2019年第18期）节奏延续 震荡仍是主基调》2019.06.03

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：波动中谨慎应对结构性机会	4
2.市场表现：整体回暖 悉数上涨	5
3.资金配置：总体稳定 两融回暖	8
3.1 资金面宽松稳定	8
3.2 两融余额略有上升	9
3.3 北上资金大幅净流入	10
3.4 解禁规模大幅扩张	11
4.市场情绪：交易额有所回升 市场活跃度改善	12
4.1 交易额重新回升	12
4.2 市场活跃度改善	12

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: 上周涨跌幅较大的概念指数 (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)	10
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 (%)	12

1.核心策略：波动中谨慎应对结构性机会

市场上周整体回暖，主要指数有所上涨。上周的市场整体上呈现回暖，主要指数不同程度反弹，最大的特点是政策面变化给予市场的积极影响。格局方面，中小板指领涨，大盘指数表现略优于中小盘。行业上，有色金属、食品饮料、建筑材料涨幅较高。

我们提出：慎识波动中的结构性机会，如何理解？

1.慎识即，以谨慎的态度识别市场。上周主要股指回暖上行。可以理解为，快慢节奏与变量，带给市场的预期变化。正如第 19 期策略周报《谨慎中保持理性与聪明》中的判断，随着市场大幅下跌风险有所释放，市场中期内估值优势仍在。特别是科创正式开板，高度关注与预期亦会一定程度上激发市场人气。我们此时提出“慎识”，内因方面，资金面叠加基本面改善有限。从现有披露的 5 月宏观数据看来，实体经济依然走弱，制造业、消费投资等数据并未出现明显改观；外因方面，5 月 6 日以来的中美贸易摩擦升级发酵，出口创造被收缩，外贸依赖型弱资质企业盈利改善难度加大。

2.市场风险仍在，仓位控制为先。主要风险点就市场本身，原本存量资金博弈格局，正在发生变化。由于行情较弱，场外资金进入有限；而市场容量仍在不断扩大，对存量资金的吸收将加剧供需失衡的矛盾。另两个风险点，已有暴露的迹象。第一、是信用风险，包商银行事件，直接引发市场对于金融系统信用过度扩张的担忧不断扩散。对于信用风险，结合 2016 年 4 月、2018 年 5 月的违约事件影响，我们认为这种现象虽不是一个新的问题，但对市场形成的冲击依然不可小觑，特别是在弱势格局下，信用风险存在向流动性风向传递的可能。第二、是上市公司盈利改善的风险：一方面工业品出厂价格回升的力度减弱，对企业盈利的贡献度降低，例如以原油为代表的资源品，价格上涨的势头已减缓形成震荡格局，预示着工业品出厂价格上涨的动力已经不足；另一方面，从上周公布的中采 PMI 数据来看，制造业 PMI 指数大幅向下的信号值得警惕。

对于后市，我们的核心策略本期依旧。重点提示仍是**审慎认识波动中的结构性机会**。客观来看，近期的股市在这一阶段会更多的显示出相当程度上的复杂性，短期内上升驱动的持续性有限，依然将是存量博弈下的结构化行情。因此：波动中控制仓位，审慎对待结构性机会，保持长期耐心，是近期的策略核心。

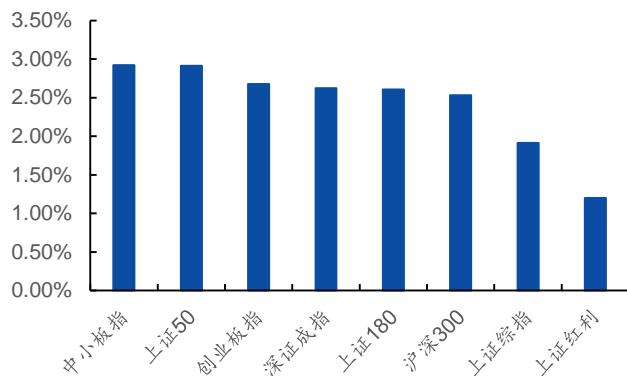
策略选择，慎对——结构性机会，寻找——增长与驱动热点

投资策略上，增长亮点结合内需改善，关键仍在“消费和制造”的双升级。在市场热点与估值修复过程中，改革深化下的投资机会，更多存在于市场热点扩散中：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，以及安全边际较高的大金融板块的防御性机会，如非银、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：整体回暖 悉数上涨

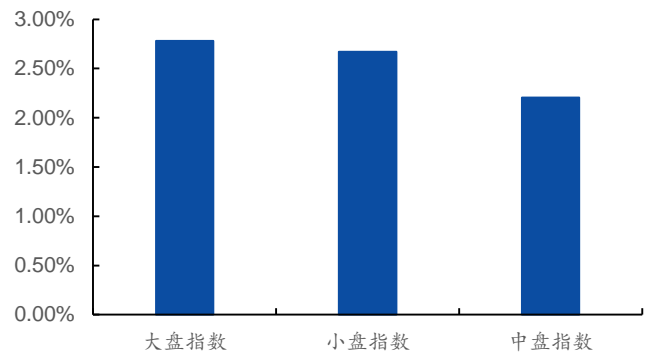
上周 A 股市场重新回升，主要指数全面上涨。中小板指上周领涨，上涨 2.92%；上证综指涨 1.92%，深成指涨 2.62%，创业板涨 2.68%。市场格局方面，大盘指数上周涨 2.78%，中盘涨 2.21%，小盘 2.67%，表现基本一致。行业上，各行业指数悉数上涨，有色金属、食品饮料、建筑材料涨幅较高。

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，%）

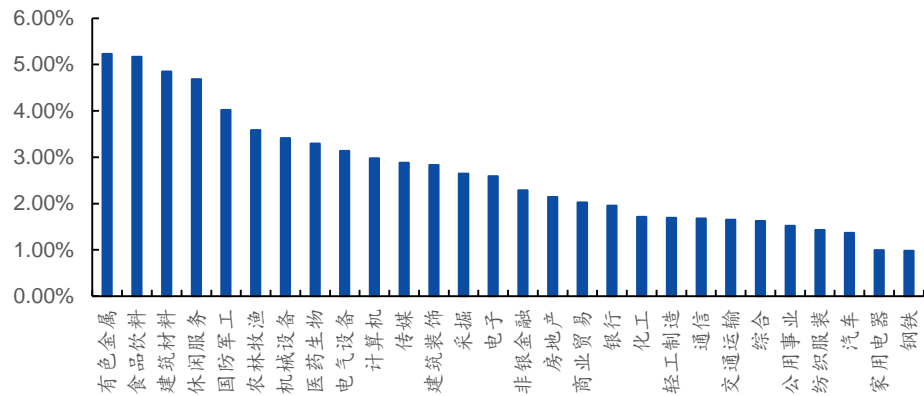


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

行业方面，上周有色金属领涨，整周上涨 5.23%，主要受益于稀土股及黄金概念股持续走强；食品饮料在本轮震荡中表现较好，受主力资金及陆股通青睐，上周上涨 5.17%；建材、休闲服务、国防军工上周涨幅亦均在 4% 以上。汽车、家电、钢铁上周涨幅较小。

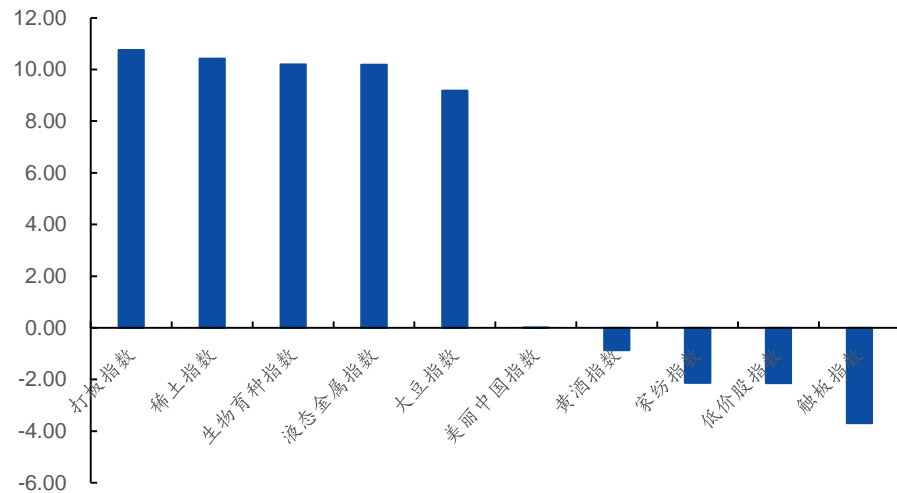
概念方面，上周打板指数、稀土指数、生物育种、液态金属、大豆等概念指数涨幅较大。

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：上周涨跌幅较大的概念指数（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有所上升，仍处在历史均值附近。截至 6 月 14 日，A 股整体市盈率水平为 16.53 倍，较上周 16.18 倍上升约 0.35，目前略低于历史均值 17.73；A 股剔除金融行业市盈率为 24.63 倍，较上周 24.04 倍上升约 0.59 倍，低于历史均值 28.72 倍；创业板指截至上周市盈率为 52.36 倍，相对于上周上升 1.38，高于均值 51.47 倍；中小板市盈率从之前一周的 40.78 上升至 41.88 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 两融回暖

3.1 资金面宽松稳定

上周央行累计开展 2750 亿元逆回购操作，其中周一至周五分别为 300 亿元、100 亿元、350 亿元、1000 亿元和 1000 亿元；上周共有 2100 亿元央行逆回购到期，

无 MLF 到期，实现公开市场操作净投放 650 亿元。SHIBOR 隔夜利率、DR001、DR007 截至上周四分别为 1.72%、1.71%、2.50%，整周波动平稳，总体略有上升。

图 9：央行短期公开市场操作（周，亿元）

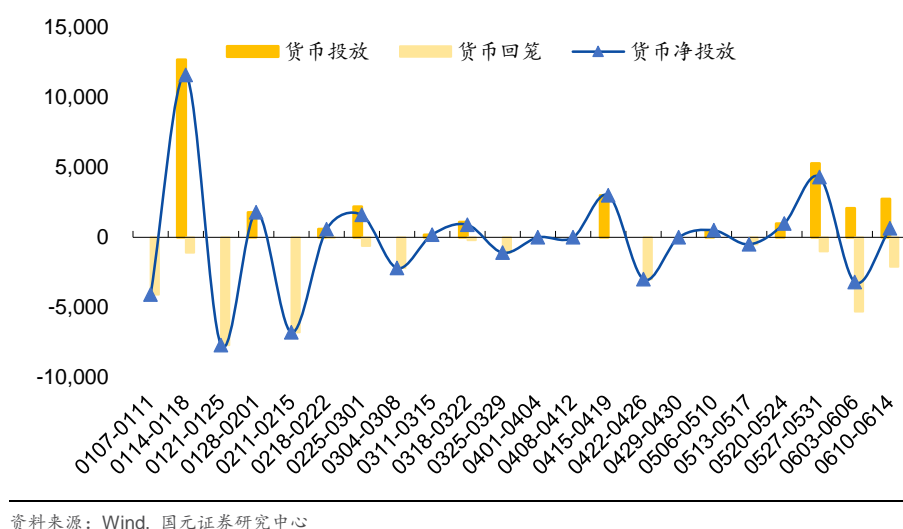


图 10：SHIBOR 利率（1 个月期以下，%）

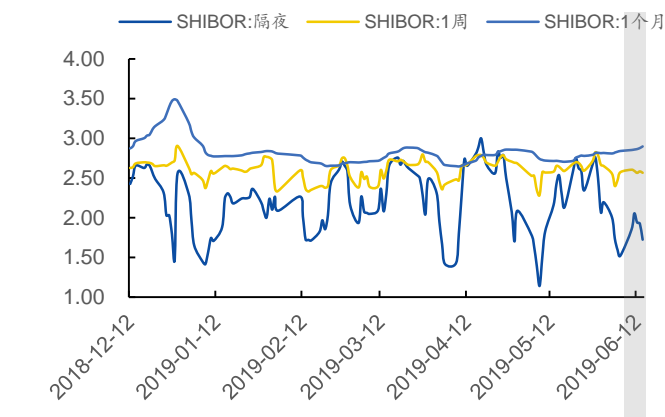
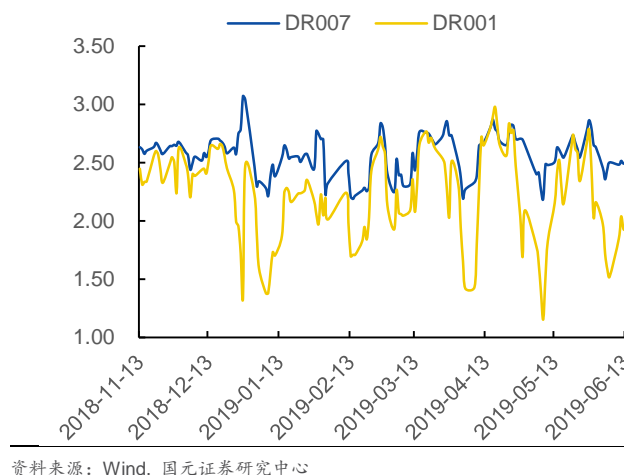


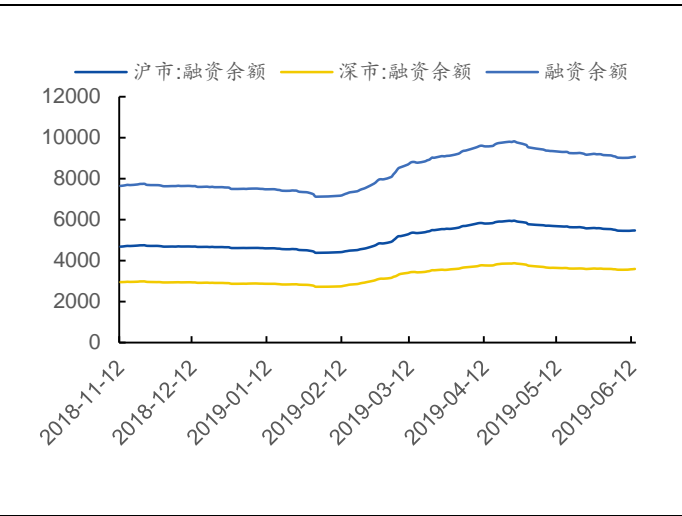
图 11：银行间质押式回购加权利率（%）



3.2 两融余额略有上升

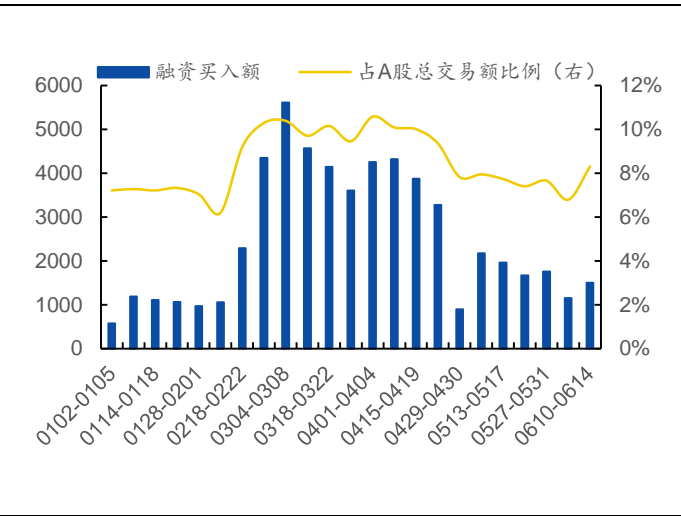
两融余额上周有所上升。截止上周四两市融资余额为 9064.1 亿元，比之前一周上升 46.2 亿元。其中沪市上升 8.45 亿元，深市上升 37.77 亿元。两融成交金额占总成交金额比例截止上周四为 8.31%，比之前一周上升 1.51%，市场风险偏好得到回升。行业融资余额方面，上周 28 个申万一级行业中大部分上升，农林牧渔、有色金属、家电、电子融资余额上升较大，建筑装饰、建筑材料、休闲服务融资余额下降较多。

图 12: 两市融资余额 (亿元)



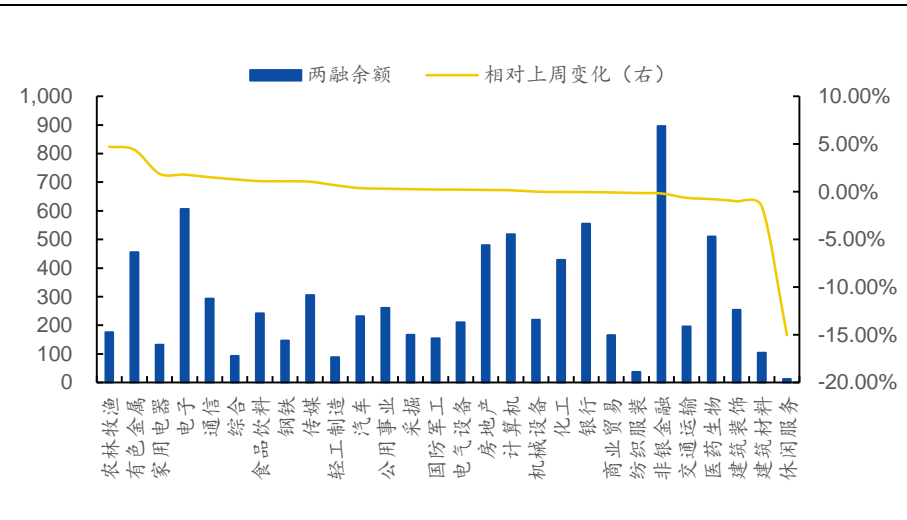
资料来源: 中国证券金融公司数据, 国元证券研究中心

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)

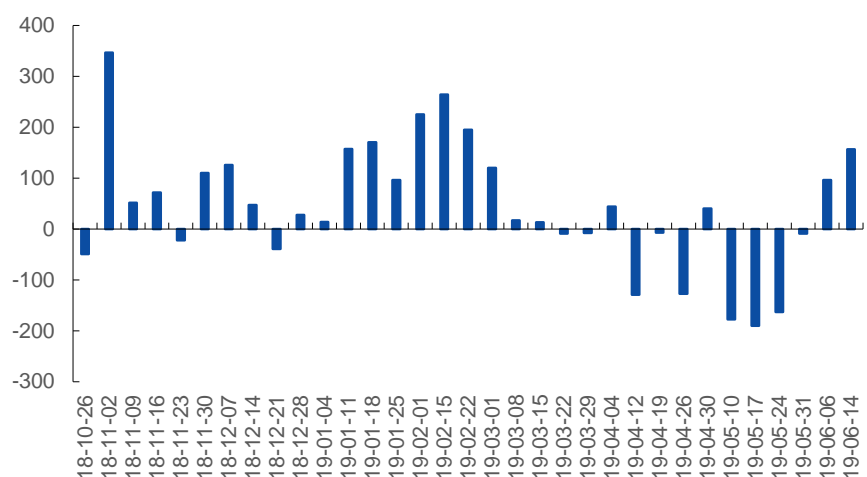


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

3.3 北上资金大幅净流入

上周北上资金大幅净流入 156.62 亿元, 净流入量创 3 月以来新高。其中沪股通净流入 113.96 亿元, 深股通净流入 42.66 亿元。从时间上来看, 日净流入量总量上相比前一周大幅提升, 但周一到周五净流入量随时间递增呈减少趋势。

图 15: 北上资金净流入情况 (亿元)

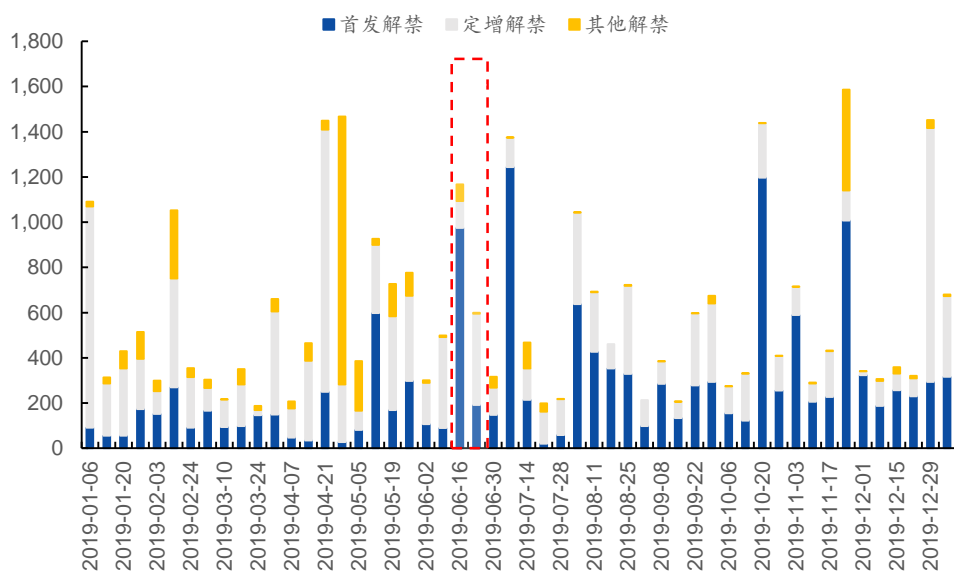


资料来源：Wind，国元证券研究中心

3.4 解禁规模大幅扩张

上周的解禁规模相对于前一周大幅上升。上周解禁市值1167.0亿元，其中，首发解禁、定增解禁的规模分别为975.23亿元和118.57亿元，解禁规模相对于前一周大幅扩张。下一周（6月17-6月21日）预计将解禁467.6亿元，其中首发解禁和定增解禁规模分别为213.88亿元和138.93亿元，届时解禁规模相比过去一周将大幅缩小。

图 16：产业资本增减持情况（亿元）



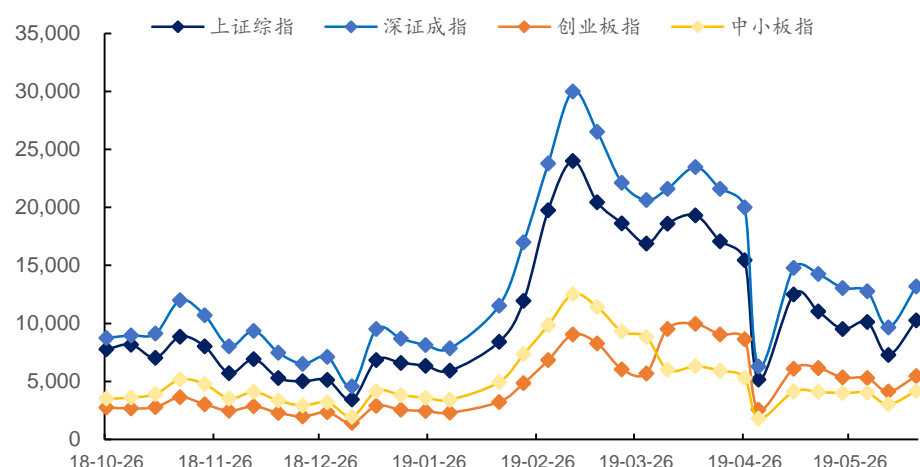
资料来源：Wind，国元证券研究中心

4.市场情绪：交易额有所回升 市场活跃度改善

4.1 交易额重新回升

上周各市场交易额相对前一周重新回升，市场人气有所改善。当周上证综指、深成指、创业板和中小板的成交额分别为 10260.85 亿元、13181.83 亿元、5474.4 亿元、4171.91 亿元，剔除交易日因素影响后依然相对于之前一周有明显上升。

图 17: 周交易额变动情况 (亿元)

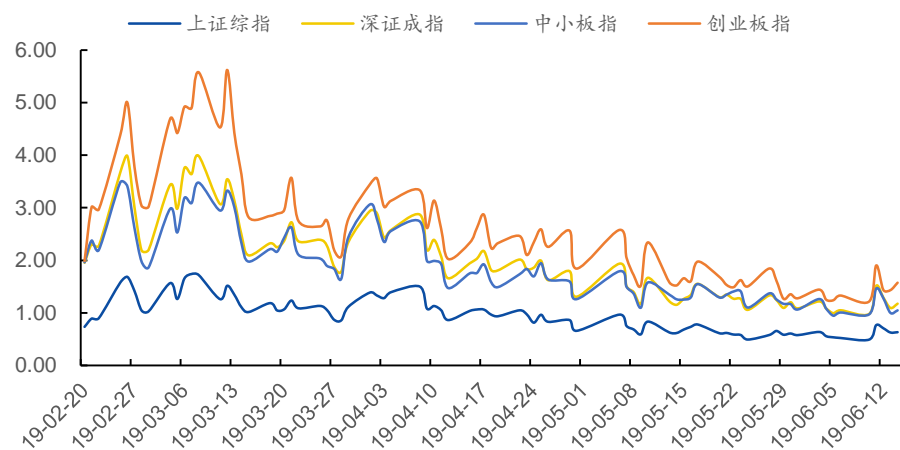


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

4.2 市场活跃度改善

上周各市场换手率有所上升，市场活跃度有所改善。截止 6 月 14 日，上证综指、深成指、中小板和创业板的换手率分别为 0.63%、1.18%、1.05%、1.58%。；分别上升 0.11%、0.12%、0.04%、0.24%。

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