

依然谨慎 并未改变

——策略周报（2019年第21期）

报告要点:

● 核心策略：依然保持谨慎 理性应对回暖

市场整体回暖，依然保持谨慎。上周市场整体持续回暖，主要指数不同程度反弹，上证50领涨。格局上，大中小板涨幅趋同。最大的特点是政策面变化所引发的超预期，给予市场的积极影响。行业上，非银、休闲服务涨幅较高。

该阶段：回暖中的结构性机会，如何看待？

1. 谨慎依旧，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，中美高层通话、A股纳入罗素富时指数等政策面带给市场的超预期变化。但从现有披露的5月宏观数据看来，实体数据依然走弱。如果说需要对市场保持谨慎，如果由于对于政策托底的乐观认识，达到一定高度，而后续的利好不再出现，行情容易提前于驱动因素，走向衰退或反复。仓位管理上，较为合适的策略就是保持目前仓位，不轻易进行变动。

2. 理性应对，更多依然是结构性机会。主要风险点包括两个方面：一、就市场本身，原本存量资金博弈格局，并未发生根本性转变。二、由于行情有限，北向资金、场外资金进入依然集中于白马龙头。在此环境下，资金流向的虹吸效应，需要特别值得关注。即优化政策辐射下，资金集中流向局部具有赚钱效应的龙头板块。但包括减税降费、国企改革等政策，能否顺利传导至企业基本面盈利层面，成为中长期趋势变化的重要影响因素。

对于后市，我们的核心策略保持连贯性。无可置否，近期的A股市场具有相当程度上的复杂性，短期持续上升的动力有限，在流动性稳定不变下，依然是存量博弈的结构化行情。因此：重点是，谨慎识别市场中的超预期变化，理性应对回暖中的结构性机会，保持长期耐心，合理控制仓位。

策略选择，选择——结构性机会，等待——增长驱动热点

投资策略上，随着改革结构性深化，更多投资机会存在于政策推荐中：第一、从市场热点角度，关注贸易摩擦相关行业，如5G、计算机等；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、产业升级趋势上具有确定性的核心主题，如国企改革等。

● 市场：利好政策刺激 市场回暖持续

上周A股主要股指均不同程度上行。上证50指领涨。市场格局中，大中小盘差异不大。行业上，非银、休闲服务涨幅较高。

● 资金：总体维持稳定 外资持续流入

资金面总体较为宽松。两融余额上周有所回升，北上资金持续净流入。

● 情绪：成交额持平 换手率回升

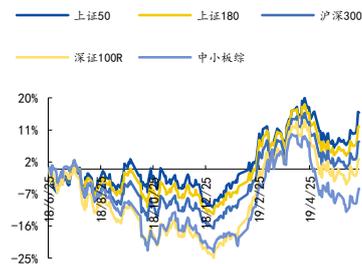
上周各市场日均交易额相对前一周基本持平；各市场换手率重新提升，市场活跃度有所改善。

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：	3001.98
深圳成指：	9214.27
沪深300：	3833.94
中小盘指：	3377.98
创业板指：	1523.81

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20期）谨慎波动中的结构性机会》2019.06.16
- 《国元策略周报（2019年第19期）谨慎中保持理性与聪明》2019.06.10

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：依然保持谨慎 理性应对回暖.....	4
2.市场表现：利好政策刺激 市场回暖持续.....	5
3.资金配置：总体维持稳定 外资持续流入.....	8
3.1 资金面维持稳定.....	8
3.2 两融余额基本持平.....	9
3.3 北上资金持续净流入.....	10
3.4 解禁规模大幅降低.....	11
4.市场情绪：成交额持平 换手率回升.....	12
4.1 交易额基本持平.....	12
4.2 换手率明显回升.....	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: 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: 2019 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)	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：依然保持谨慎 理性应对回暖

市场整体回暖，依然保持谨慎。上周的市场整体上呈现出持续回暖，主要指数不同程度反弹，上证50领涨。格局方面，大中小板涨幅趋同。最大的特点是政策面变化所引发的超预期，给予市场的积极影响。行业上，非银、休闲服务涨幅较高。

该阶段：回暖中的结构性机会，如何看待？

1.谨慎依旧，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，中美高层通话、A股纳入罗素富时指数等政策面带给市场的超预期变化。但从现有披露的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，出口创造被收缩，如果说需要对市场保持谨慎，那么风险点应该在上述这些因素，在行情上的反应程度。换句话说，如果由于对于政策托底的乐观认识，达到一定高度，而后续的利好不再出现，行情容易提前于驱动因素，走向衰退或反复。因此，在仓位管理上，我们认为较为合适的策略就是保持目前仓位，不轻易进行变动。

2.理性应对，更多依然是结构性机会。主要风险点包括两个方面：一、就市场本身，原本存量资金博弈格局，并未发生根本性转变。市场成交额的持续稳定，除了谨慎情绪并未完全消散这一因素外，更多还是增量资金有限，存量博弈依然是当前市场的重要环境。二、由于行情有限，北向资金、场外资金进入依然集中于白马龙头。在此环境下，资金流向的虹吸效应，需要特别值得关注。短期内，强者恒强的格局继续。即优化政策辐射下，资金集中流向局部具有赚钱效应的龙头板块。但包括减税降费、国企改革等政策，能否顺利传导至企业基本面盈利层面，成为中长期趋势变化的重要影响因素。

对于后市，我们的核心策略保持连贯性。无可置否，近期的A股市场具有相当程度上的复杂性，短期持续上升的动力有限，在流动性稳定不变下，依然是存量博弈的结构化行情。因此：重点是，把握回暖中的结构性机会，理性应对阶段性回暖，保持长期耐心，合理控制仓位。

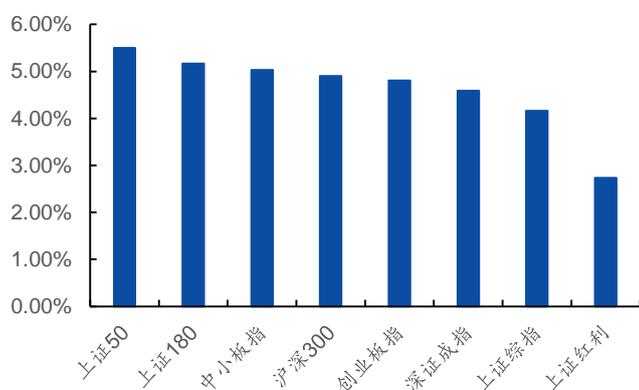
策略选择，选择——结构性机会，等待——增长驱动热点

投资策略上，结合内需改善热点，关注结构性机会。在市场热点与估值修复过程中，随着改革结构性深化，更多投资机会存在于政策推荐中：第一、从市场热点角度，关注贸易摩擦相关行业，如5G、计算机等；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、产业升级趋势上具有确定性的核心主题，如国企改革等。

2. 市场表现：利好政策刺激 市场回暖持续

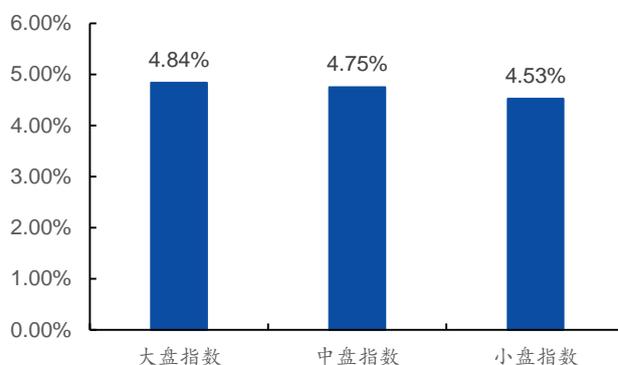
上周 A 股继续回升突破 3000 点，主要指数均有较大上涨。上证 50 上周领涨，涨幅 5.5%；上证综指涨 4.16%，深成指涨 4.59%，中小板涨 5.03%。市场格局方面，大、中、小盘指数上周分别上涨 4.84%、4.75%、4.53%，表现基本一致。行业上，28 个申万行业指数中，多数上涨，其中非银、休闲服务等涨幅较大，农林牧渔、有色、通信板块下跌。

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，%）

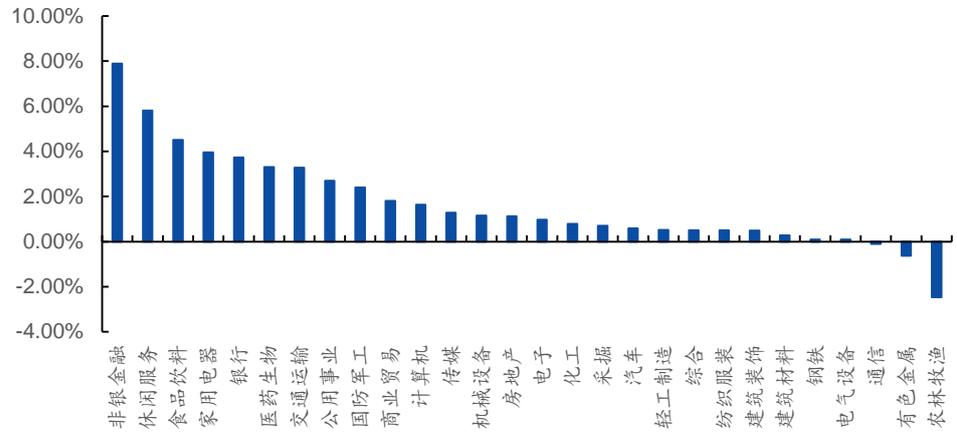


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

行业方面，上周在中美领导人互通电话，叠加科创板开板、沪伦通启动等利好，以券商、保险为代表的非银金融板块激励效应较大，实现上周领涨，全周共上涨 7.89%。5 月数据显示社会消费品零售总额同比加速增长，消费类板块如休闲服务、食品饮料、家用电器表现亮眼，分别上涨 5.81%、4.51%、3.96%。而前期表现较好的农林牧渔、有色金属、通信等板块上周均出现回调，分别下跌 2.47%、0.62%、0.11%。

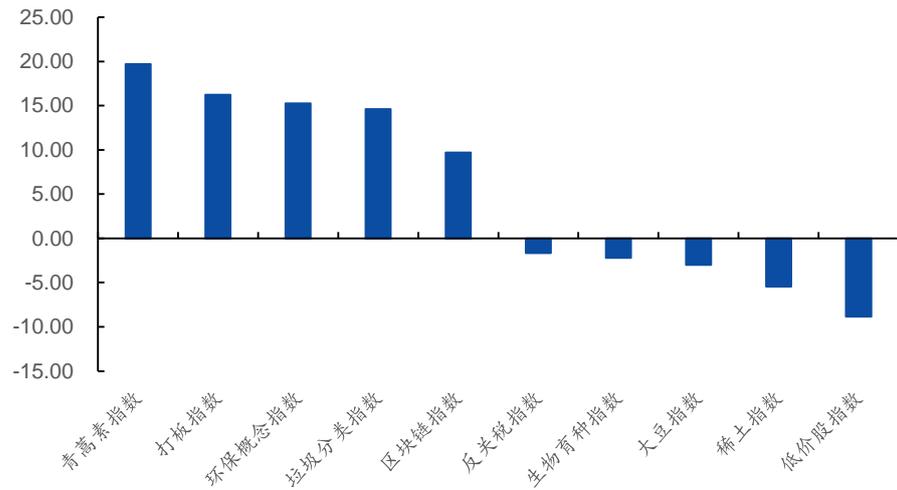
概念方面，上周青蒿素指数、环保概念、垃圾分类等指数涨幅较大、低价股、稀土、大豆等有所降温。

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继续上升，仍处在历史均值附近。截至6月21日，A股整体市盈率水平为17.27倍，较上周16.53倍上升约0.74，目前略低于历史均值17.73；A股剔除金融行业市盈率为25.68倍，较上周24.63倍上升约1.05，低于历史均值28.72倍；创业板指截至上周市盈率为48.02倍，相对于上周下降5.13，低于于均值51.47倍。中小板市盈率从之前一周的41.88上升至43.81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

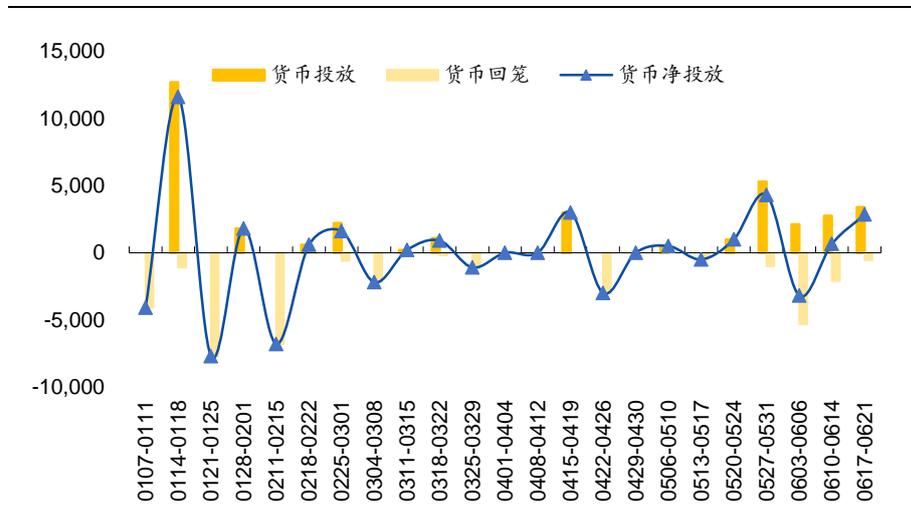
3. 资金配置：总体维持稳定 外资持续流入

3.1 资金面维持稳定

上周央行共进行3400亿元逆回购操作，另开展2400亿元中期借贷便利（MLF）操作，合计投放资金5800亿元，对冲550亿元央行逆回购到期和2000亿MLF到期后，实现净投放3250亿元。SHIBOR隔夜、DR001、DR007截至周五分别为

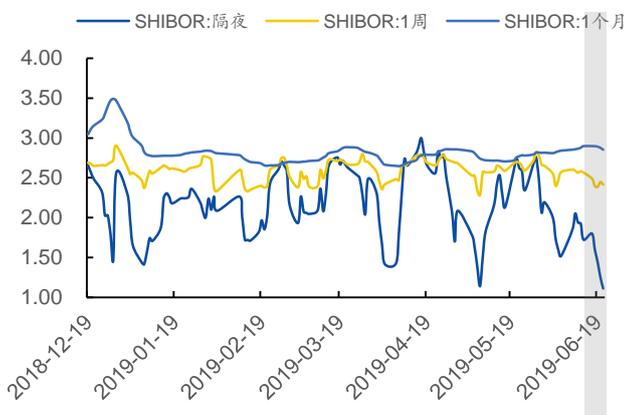
1.11%、1.10%、2.28%，总体下降，整体流动性仍然较为充裕。

图9：央行短期公开市场操作（周，亿元）



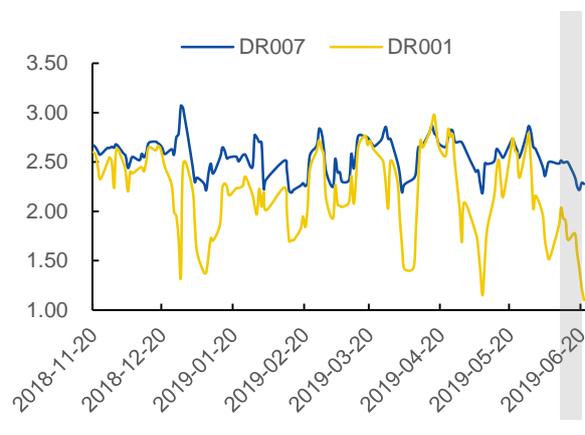
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

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（%）

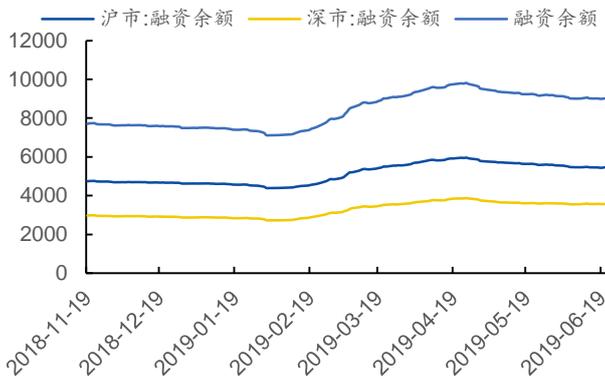


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

3.2 两融余额基本持平

融资余额上周变化不大，波动后与之前一周基本持平。截至上周四两市融资余额为9020.21 亿元，比之增加 1.21 亿元。其中沪市上升 5.69 亿元，深市下降 4.56 亿元。两融成交金额占总成交金额比例截至上周四为 7.85%，比之前一周上升 0.17%，随着市场情绪面转好，风险偏好也略有回升。行业融资余额方面，上周 28 个申万一级行业融资余额获上升下降者约各占一半。农林牧渔、非银金融、纺织服装融资余额上升幅度在相对较大，家电、食品饮料、采掘融资余额下降幅度居前三。

图 12: 两市融资余额 (亿元)



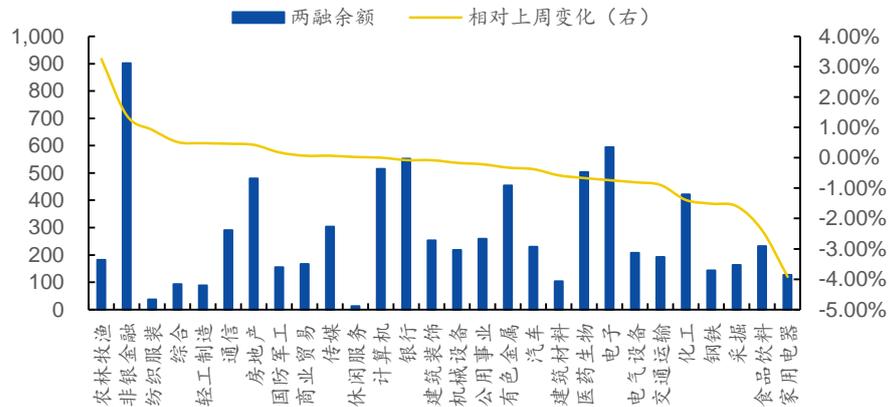
资料来源: 中国证券金融公司数据, 国元证券研究中心

图 13: 2019 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)

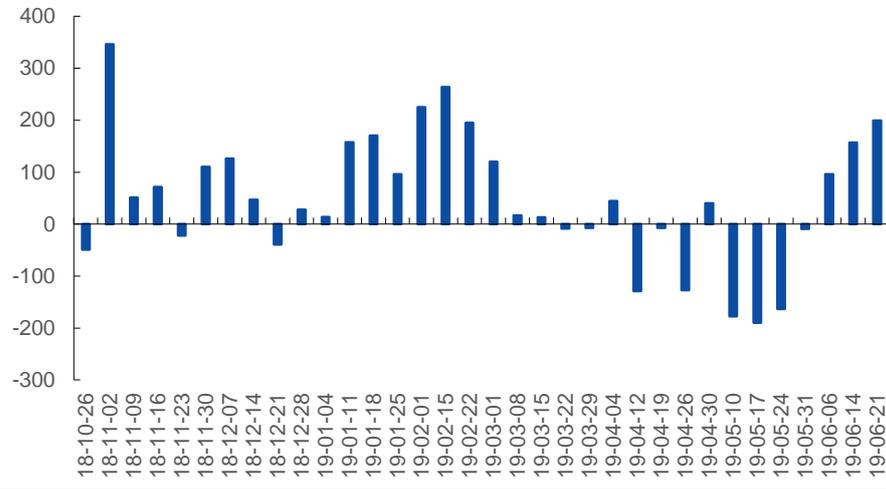


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

3.3 北上资金持续净流入

上周陆股通资金 5 个交易日中全部净流入, 整周净流入 199.19 亿元, 连续三周高位净流入, 外资对 A 股信心增强。其中沪股通流入 92.45 亿元, 深股通流入 106.73 亿元, 外资近期对 A 股偏好加速回升。

图 15: 北上资金净流入情况 (亿元)

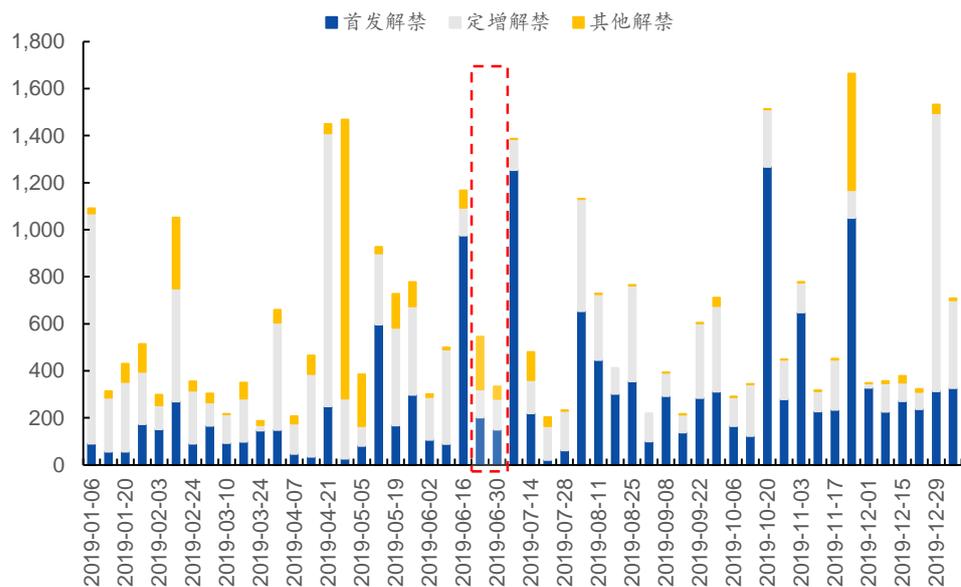


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

3.4 解禁规模大幅降低

上周的解禁规模相对于前一周大幅降低。上周解禁市值为 545.1 亿元, 其中, 首发解禁、定增解禁的规模分别为 202.06 亿元和 119.25 亿元, 解禁规模相对于前一周大幅减小。本周(6月24日-6月28日)预计将解禁 333.4 亿元, 其中首发解禁和定增解禁规模分别为 150.33 亿元和 130.0 亿元, 解禁规模将继续缩小。

图 16: 产业资本增减持情况 (亿元)



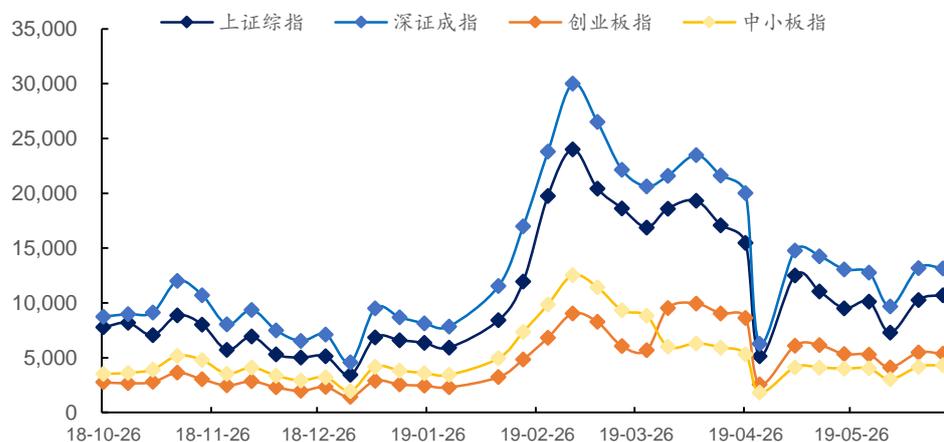
资料来源：Wind，国元证券研究中心

4. 市场情绪：成交额持平 换手率回升

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 10706.03 亿元、13156.16 亿元、5370.08 亿元、4324.01 亿元，相对上周基本持平。

图 17：周交易额变动情况（亿元）

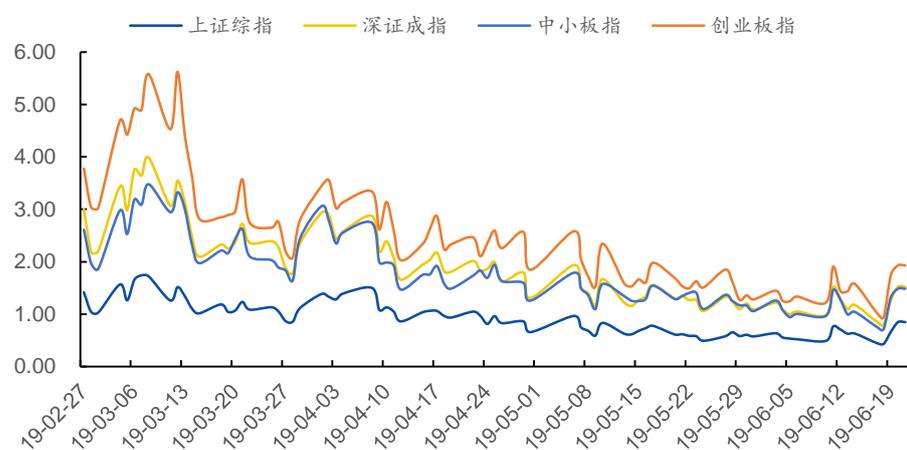


资料来源：Wind，国元证券研究中心

4.2 换手率明显回升

上周各市场换手率有较大回升。在周一下降后至周三后大幅回升，截至上周五上证综指、深成指、中小板和创业板的换手率分别为 0.83%、1.61%、1.49%、2.36%。分别上升 0.20%、0.44%、0.44%、0.78%。

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