

谨慎中关注持续性的三个理由

——策略周报（2019年第24期）

报告要点：

● 核心策略：谨慎不改 重视持续

市场整体下行，谨慎情绪放大。上周市场剧烈波动，主要指数不同程度下跌，上证红利指数领跌。格局上跌幅最大为小盘股。行业中通信、计算机跌幅居前，休闲服务、农林牧渔跌幅较小。整体呈现出，谨慎情绪放大的表象。

对于谨慎行情中的持续性关注，如何理解？

1. 谨慎不改，理性甄别热点。本周市场由热转冷，回落趋势透露出的信号说明，多空两种力量博弈力度加大。对此需要关注谨慎情绪中多种力量的持续性。对于后市，长周期中乐观情绪与动能不断聚集，这是主流；获利回吐，特别是在中小盘上获利较多的投资者转移战场，引发技术性回调，这是短期行为。

2. 科创板落地，收益预期将更加合理。科创板加速落地，实际上也是市场资源再分配过程，因此当科创板公司进行集中申购、发行等，易引发市场对存量市场抽血效应的担忧。但用发展眼光看，尽管市场扩容引发暂时波动，但市场竞争力的技术优势最终会体现在长期回报率中。并且这一价值回归的过程，相比A股市场传统新股发行所带来的溢价效应，会收敛的更快。

3. 追踪持续，追踪核心是驱动力。市场本身，内外需不振状态延续。近期北上资金明显流出股市，市场敏感性增强，而最新披露的6月出口数据，增速由正转负，对美顺差走高，进出口双疲软。可见在经济下行筑底环境中，市场的超强谨慎情绪需要较长时间修复，增长因素对行情的作用，总体上偏中性。

对于后市，我们认为：在市场谨慎表象中，发现远期动能变现的持续性。

控制仓位固然重要，但从发现投资机会角度，部分景气复苏或防御性板块，依然受到青睐。因此结合基本面改善与热点板块的持股结构，关注重点为：保持持续耐心，理性调控仓位，关注长周期动能变现的持续性。

策略选择，选择——结构性热点，重视——短期仓位管理

重点关注：第一、市场热点角度，关注高端智能板块中的重点标的，包括电子、通信等行业；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、家电、医药生物，以及安全边际较高的大金融板块的防御性机会，如金融等；第三、产业升级趋势上具有确定性的核心主题。

● 市场：震荡持续 整体下调

上周A股主要股指重新遇冷，主要指数不同程度下跌，上证红利指数领跌。市场格局中，小盘表现最强。行业上，通信、计算机领跌。

● 资金：总体稳定 两融降低

资金面总体较为宽松。两融余额上周大幅回落，北上资金净流出。

● 情绪：成交额收缩 换手率降低

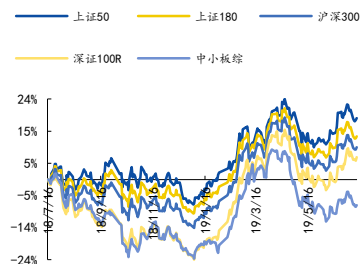
上周各市场日均交易额相对前一周大幅降低；市场换手率低位徘徊。

风险提示：经济超预期波动，企业盈利不及预期。

主要数据：

上证综指：	2930.55
深圳成指：	9213.38
沪深300：	3808.73
中小盘指：	3283.96
创业板指：	1518.07

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23期）谨慎不改 追踪持续》2019.07.08
- 《国元策略周报（2019年第22期）贸易阶段回暖 后市持续追踪》2019.07.01

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：谨慎未改 重视持续	4
2.市场表现：震荡持续 整体下调	5
3.资金配置：整体稳定 两融降低	8
3.1 资金面维持稳定	8
3.2 融资余额再次下降	9
3.3 北上资金净流出	10
3.4 产业资本减持延续	11
4.市场情绪：成交额大幅收缩 换手率低位徘徊	12
4.1 交易额大幅下降	12
4.2 换手率低位徘徊	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)	13
图 18: 主要板块换手率变化 (%)	13

1.核心策略：谨慎未改 重视持续

市场整体下行，谨慎情绪放大。上周的市场在震荡中剧烈波动，主要指数不同程度下跌，上证红利指数领跌。格局方面，跌幅最大为小盘股，其次为中盘、大盘股。行业上，通信、计算机跌幅居前，休闲服务、农林牧渔跌幅较小。整体呈现出：谨慎情绪放大的表象。印证了我们前一周策略周报《谨慎不改 追踪持续》的大体判断，市场情绪依旧谨慎，持续性需跟踪观察。

对于谨慎行情中的持续性关注，如何理解？

1.谨慎不改，理性甄别热点。本周市场由热转冷，且振幅较大。回落趋势透露出的信号说明，多空两种力量博弈力度加大。对此需关注谨慎情绪中多种力量的持续性。对于后市在长周期中，乐观情绪与动能不断聚集，这是主流；获利回吐，特别是在中小盘上获利较多的投资者趁机转移战场，引发技术性回调，受科创板落地市场扩容刺激，这一举动更加坚决，这是短期的行为。

2.科创板落地，收益预期将更加合理。科创板加速落地，实际上也是市场资源再分配过程，存在一个博弈的过程。因此当科创板公司进行集中申购、发行等，容易引发市场对存量市场抽血效应的担忧。但用发展的眼光来看，尽管市场扩容会引发暂时波动，但市场竞争力的技术优势最终会体现在长期回报率中。只是这一价值回归的过程，相比A股市场传统新股发行所带来的溢价效应，会收敛的更加快速。

3.追踪持续，追踪核心是驱动力。就市场本身，内外需在贸易摩擦下不振状态延续。近期北上资金明显流出股市，造成市场敏感性增强，反应也较强烈。而最新披露的6月出口增速由正转负（出口同比降低1.3%，进口同比降低7.3%），对美顺差走高，进出口双疲软。因此，对于政策利好与经济增长的刺激不应抱有过多幻想。在经济下行筑底环境中，市场的超强谨慎情绪还需要较长时间修复。我们初判，增长因素对市场行情的作用，总体上偏中性。

对于后市，我们认为核心策略为：在市场谨慎表象中，发现远期动能变现的持续性。控制仓位固然重要，与此同时从发现投资机会的角度来看，部分景气复苏或防御性板块，依然受到青睐，特别是结合季报披露后的市场认识与基本面情况。因此短期，可关注市场热点扩散，结合基本面改善与热点板块的持股结构。重点是，保持持续耐心，理性调控仓位，关注长周期动能变现的持续性。

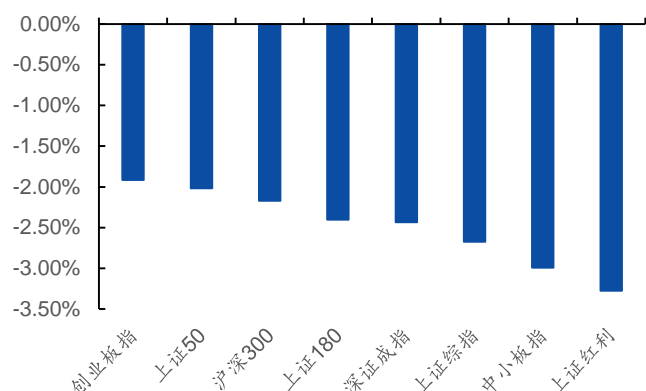
策略选择，选择——结构性热点，重视——短期仓位管理

投资策略上，短期可结合热点扩散契机，关注中报预告期间的结构性机会。随着业绩预告的陆续披露，短期建议进行仓位管理的同时，将关注点投注于那些业绩改善、成长具有确定性的热点板块中：第一、从市场热点角度，关注高端智能板块中的重点标的，包括电子、通信等行业；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、家电、医药生物，以及安全边际较高的大金融板块的防御性机会，如金融等；第三、产业升级趋势上具有确定性的核心主题。

2. 市场表现：震荡持续 整体下调

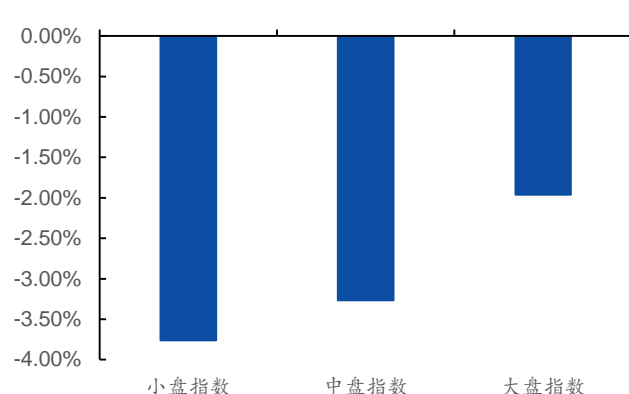
上周 A 股重新遇冷，主要指数全面普跌。中小板指跌幅较大，整周下跌 2.99%，上证综指跌 2.67%，深证成指跌 2.43%，创业板跌 1.92%。时间上看，周一跌幅较大，之后波动趋缓，整体表现先抑后扬。市场格局方面，小盘指数整周跌 3.76%，中盘指数跌 3.27%，大盘股指数表现稍好，整周跌 1.96%。

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，%）

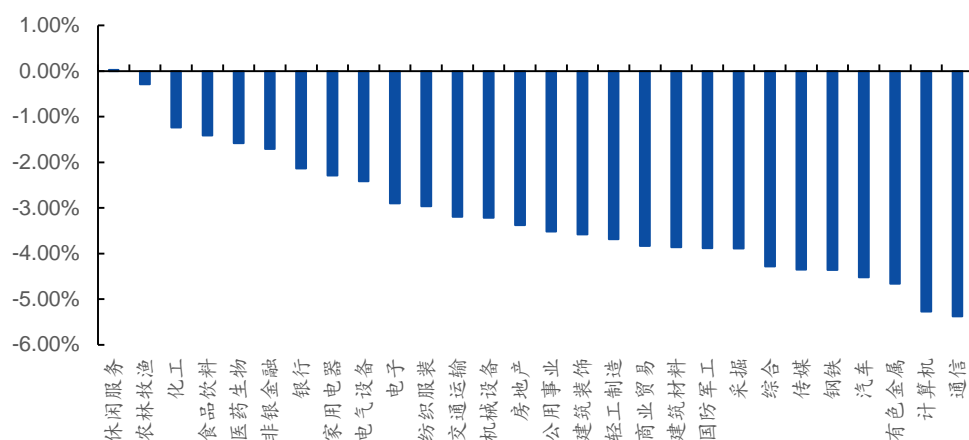


资料来源：Wind，国元证券研究中心

行业方面，在市场整体下跌环境中，消费类依然保持一定程度的韧性。随着进入暑期假日阶段，休闲服务板块延续前期趋势，依然微涨 0.02%，而农林牧渔跌 0.29%、食品饮料下跌 1.42%，跌幅较小。而前段时间稍有起色 TMT 板块上周跌幅较大，通信领跌，整周下跌 5.38%，计算机板块下跌 5.27%，传媒板块跌 4.35%；此外有色金属、汽车、钢铁等周期类跌幅也在 4% 以上。

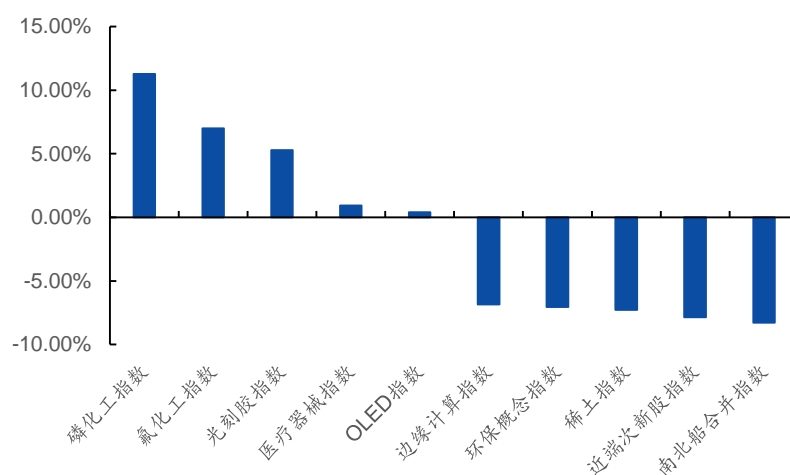
概念方面，上周磷化工、氟化工指数涨幅较大，前段时间热度较高的南北船合并、近端次新股指数、稀土指数上周降温，跌幅较大。

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：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伴随大盘有所下降，仍处在历史均值附近。截至7月12日，A股整体市盈率水平为16.90倍，较上周17.42倍下降约0.52，目前略低于历史均值17.73；A股剔除金融行业市盈率为25.13倍，较上周26.07倍下降约0.93，低于历史均值28.72倍；创业板指截至上周五市盈率为48.75倍，相对于上周下降0.57，低于均值51.47倍。中小板市盈率从之前一周的44.48下降至43.01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

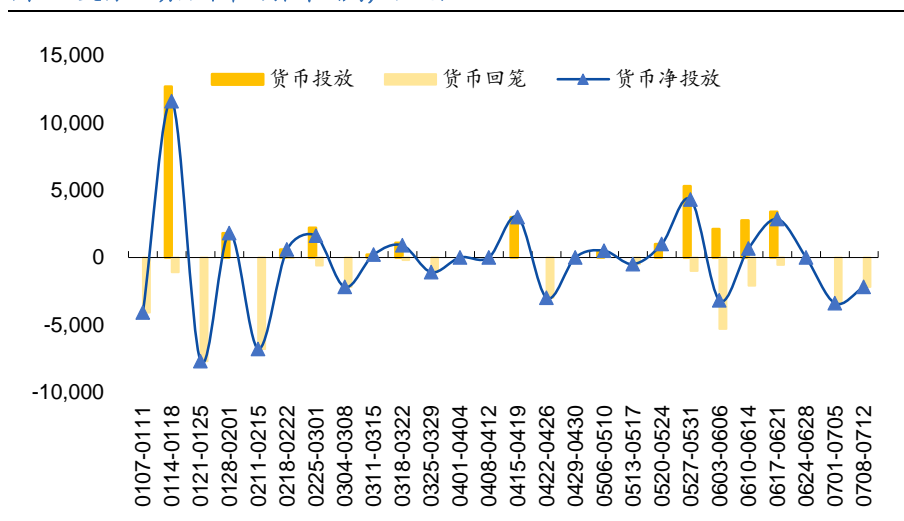
3. 资金配置：整体稳定 两融降低

3.1 资金面维持稳定

由于近期流动性总量合理充裕，央行连续暂停公开市场操作。上周央行再次未开展逆回购操作，已连续三周无公开市场操作，10日、11日、12日分别有200亿元、1000亿元、1000亿元逆回购到期，共回笼2200亿元，故累计净回笼资金2200元。SHIBOR隔夜、DR001、DR007截至周五分别为2.24%、2.24%、2.49%，因央行

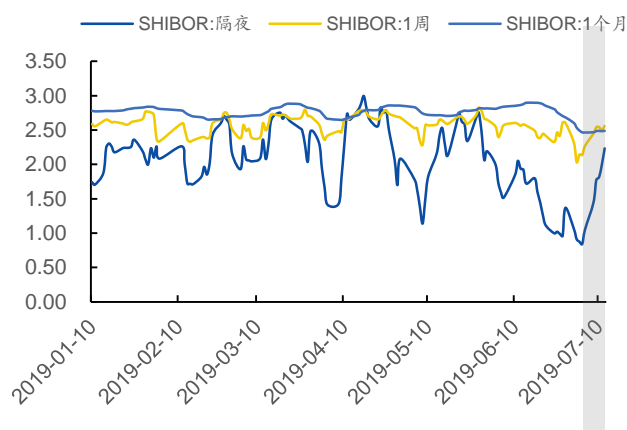
连续暂停公开市场操作，流动性整体略微收紧，仍处于合理充裕范围内。

图 9：央行短期公开市场操作（周，亿元）



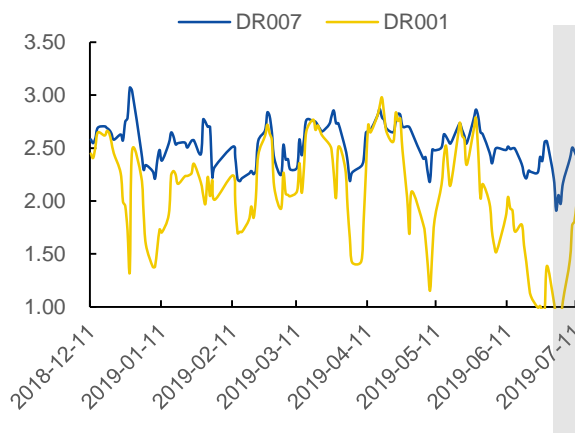
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

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（%）

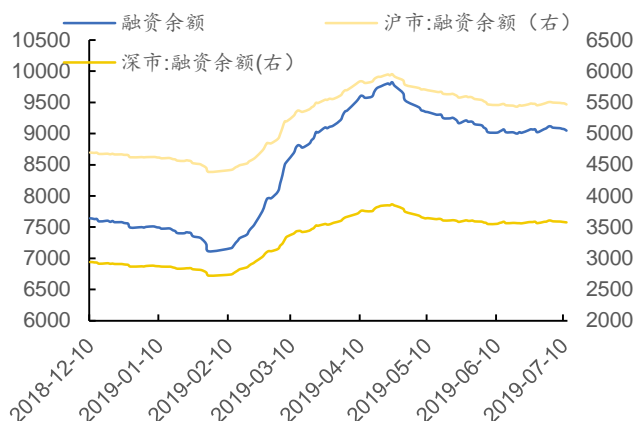


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

3.2 融资余额再次下降

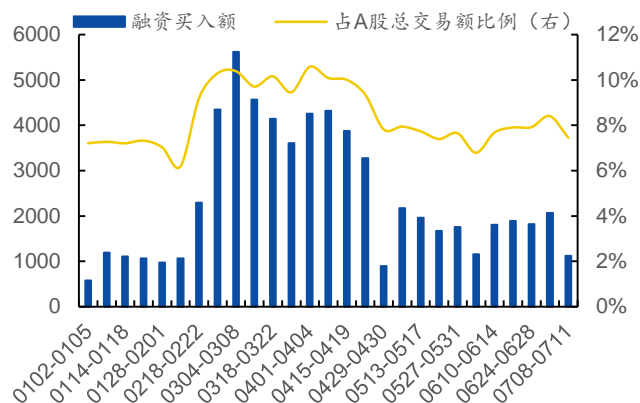
上周融资余额重新下降。截至上周四两市融资余额为 9045.66 亿元，比之前一下降 46.74 亿元。其中沪市下降 30.22 亿元，深市下降 16.97 亿元。两融成交金额占总成交金额比例截至上周四已达 7.45%，比之前一周下降 0.96%，风险偏好再次回落。行业融资余额方面，上周 28 个申万一级行业部分波动较大。国防军工、建筑材料融资余额分别大幅上升 23.75%、14.53%，医药、化工等融资余额上升亦较大，综合、商贸融资余额大幅下降 22.88%、15.79%。

图 12: 两市融资余额 (亿元)



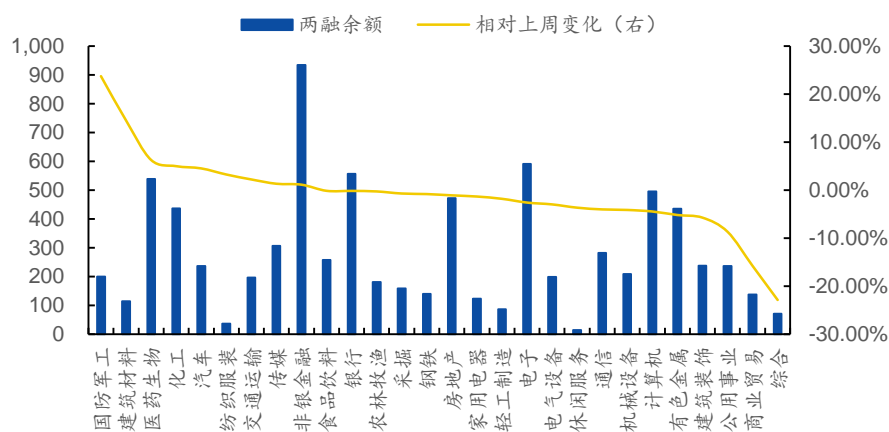
资料来源：中国证券金融公司数据，国元证券研究中心

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)

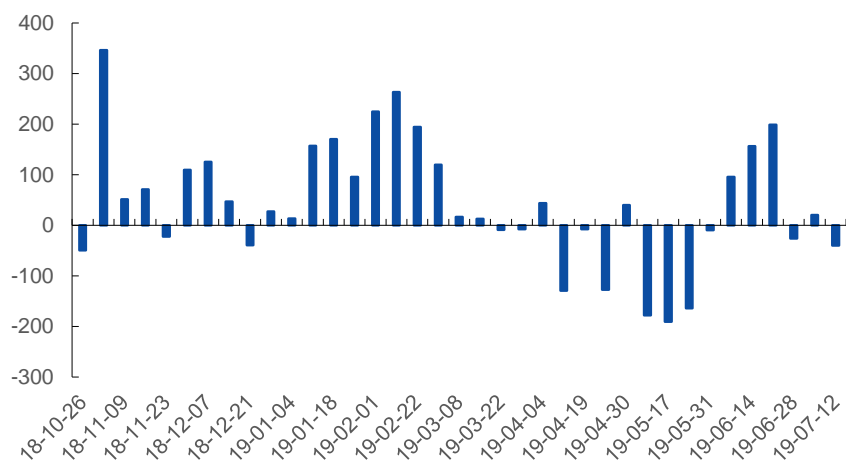


资料来源：Wind，国元证券研究中心

3.3 北上资金净流出

上周陆股通资金净流出，整周流出 39.68 亿元，其中深股通流入 3.71 亿元，沪股通流入 35.97 亿元，总体仍处于低位中。时间上看前三日净流出，之后净流入。

图 15: 北上资金净流入情况 (亿元)

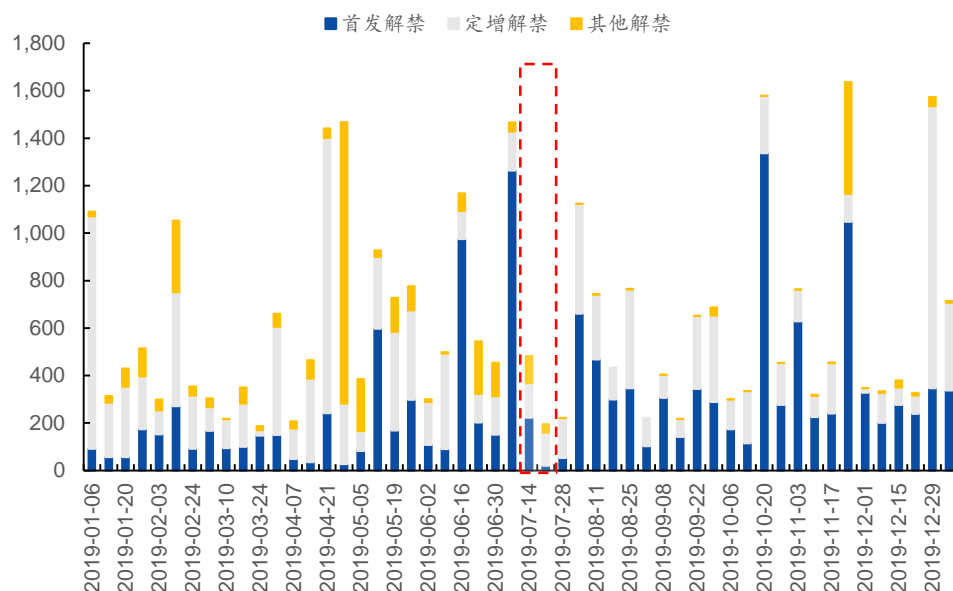


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

3.4 产业资本减持延续

上周的解禁规模相对于前一周重新缩小。上周解禁市值为 360.4 亿元, 其中, 首发解禁、定增解禁的规模分别为 221.97 亿元和 124.92 亿元, 解禁规模相对于前一周大幅增加。本周 (7 月 15 日-7 月 19 日) 预计将解禁 281.2 亿元, 其中首发解禁和定增解禁的规模分别为 19.36 亿元和 133.62 亿元, 解禁规模将继续缩小。

图 16: 产业资本增减持情况 (亿元)



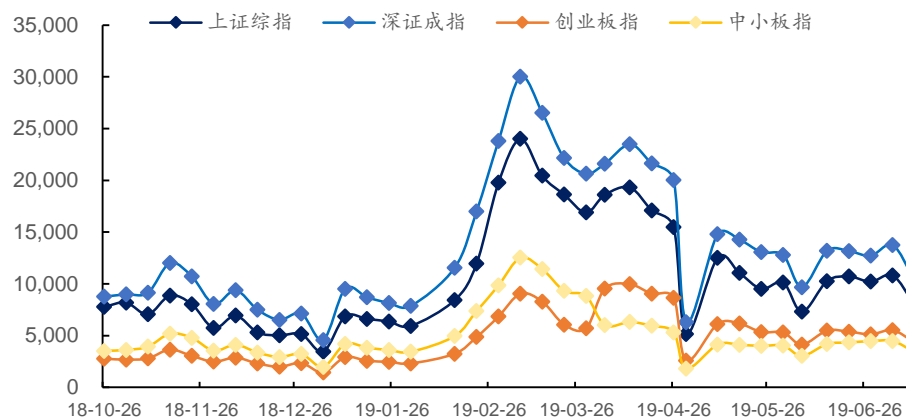
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

4. 市场情绪: 成交额大幅收缩 换手率低位徘徊

4.1 交易额大幅下降

各市场交易额大幅下降, 市场人气再陷低迷。上周上证综指、深成指、创业板和中小板成交额分别为 7961.57 亿元、10338.82 亿元、4335.6 亿元、3386.73 亿元, 相对之前一周下降两至三成左右。

图 17: 周交易额变动情况 (亿元)

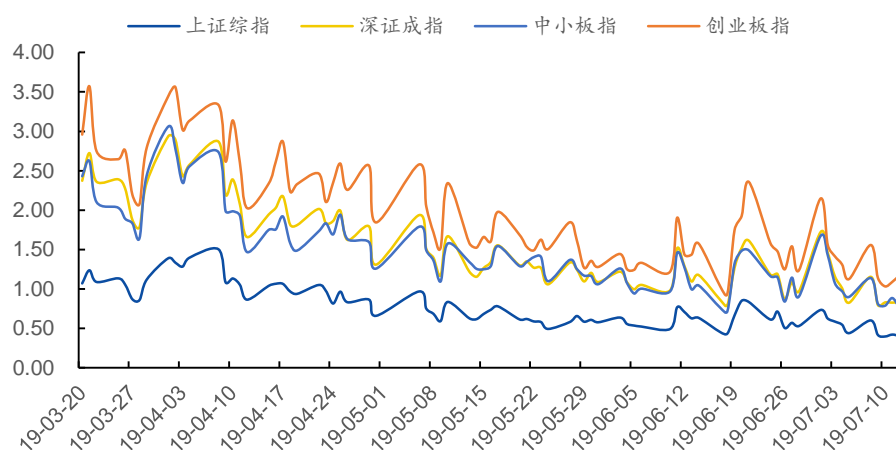


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

4.2 换手率低位徘徊

上周各市场换手率整体波动不大,在较低区间内徘徊。时间上看各市场换手率在周一上涨之后逐渐下降,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 0.40%、0.83%、0.77%、1.17%,与之前一周相比基本变化不大。

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