

市场改革推进 关注结构性亮点

——策略周报（2019年第41期）

报告要点：

● 核心策略：市场改革推进 关注结构性亮点

上周 A 股市场整体下行。主要指数中，上证红利指数领跌；市场格局方面，小盘股指数整周跌幅较大；行业方面，仅食品饮料，电子板块微涨。

1. 增长压力上行，关注结构性亮点。宏观数据出炉，整体低于预期，增长压力上行中，结构性局部亮点韧性兼具。10月最新汇总，低于预期数据包括：规模以上工业增加值（同比增长 4.7%，预期值为 5.3%）；固定资产投资（同比增长 5.2%，预期 5.4%）；房地产开发投资（同比增长 10.3%，前值 10.5%）；社会零售总额（同比增长 7.2%，预期 7.9%）。开年以来，生产端趋弱，工业生产承压，工业增加值当月同比增速 4 次录得 5% 以下。

增速下行中部分生产结构优化成为亮点。需求端调整过程中，工业增速下行是伴随产业结构优化过程的必经“阵痛”。10月固定资产投资增速小幅下降 0.2 个百分点。高技术产业却保持住较快增速。10月高技术产业增加值同比增长 10.8%，增长动能汇聚。10月社会消费品零售总额，名义同比增长 7.2%，剔除通胀因素实际增长仅为 4.9%。其中汽车零售额同比下降 3.3%，为增速降低主要影响因素。线下消费“双 11”活动对 10月消费造成替代效应。

2. 资本市场改革加速，金融开放推进。近期资本市场改革加速，多项政策陆续落地，覆盖主板、科创板、创业板、中小板，涉及再融资、并购重组、股指期货等多个领域。再融资松绑超预期，发行条件得到精简，创业板再融资覆盖面拓宽，有利于提高投资者参与再融资的积极性；H股公司“全流通”全面落地有益于 H股公司健康发展。结合 MSCI 扩容，再融资市场扩容、对外开放进程加速，A 股的全球配置价值提升。短期内，多重积极因素体现出长期动能汇聚方向与力量，仍需结合流动性与 CPI 超预期上涨节奏加以综合判断。

投资选择：防御性板块（金融等）+高景气度板块（科技与消费）。

近期市场，多重利好因素下市场短期风险偏好恢复，投资机会可结合中长期动能汇聚方向，结合收益率改善，短期具有高景气度板块，如科技、消费板块，与防御性板块之间的平衡。建议关注高端科技板块，重点细分领域的景气度，如通信中的半导体、元件，高端制造的风电光伏概念等；以及避险功能较强的蓝筹板块如医药生物，安全边际较高的金融板块；高端制造核心主题。

● 市场：市场全面下行 小盘指数跌幅较大

上周 A 股市场全面下行。主要指数中，上证红利指数领跌，中小板指跌幅相对较小；市场格局方面，小盘股指数整周跌幅较大。

● 资金：逆回购连续暂停 资金利率上升

上周央行继续暂停逆回购操作；资金面方面，上周银行间市场资金利率明显上升，但市场流动性总体依然较宽裕。

● 情绪：成交额换手率均下降

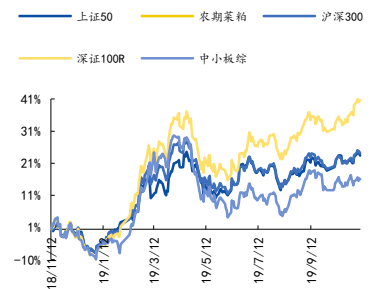
上周各市场成交额明显回落；市场换手率亦整体下降。

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：	
深圳成指：	9647.99
沪深 300：	3877.09
中小盘指：	3312.99
创业板指：	1674.78

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师	虞珂
执业证书编号	S0020519070004
邮箱	yuke@gyzq.com.cn
电话	021-51097188-1935
联系人	曹越
邮箱	caoyue@gyzq.com.cn
电话	

内容目录

1.核心策略：市场改革推进 关注结构性亮点.....	4
2.市场表现：风险偏好走低 小盘表现较弱.....	5
3.资金配置：逆回购连续暂停 资金利率上升.....	9
3.1 逆回购连续暂停 资金利率上升.....	9
3.2 融资余额基本持平.....	10
3.3 北上资金净流入.....	11
3.4 解禁规模再迎高峰.....	11
4.市场情绪：成交额换手率均降低.....	12
4.1 成交额连续降低.....	12
4.2 换手率波动下降.....	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, %)	5
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)	6
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)	7
图 8: 中小板整体市盈率 (TTM, 整体法)	8
图 9: 恒生综指市盈率 (TTM, 整体法)	8
图 10: 央行短期公开市场操作 (周, 亿元)	9
图 11: SHIBOR 利率 (1 个月期以下, %)	9
图 12: 银行间质押式回购加权利率 (%)	9
图 13: 两市融资余额 (亿元)	10
图 14: 19 年各周融资交易走势 (亿元)	10
图 15: 各行业融资余额情况 (亿元)	10
图 16: 北上资金净流入情况 (亿元)	11
图 17: 产业资本增减持情况 (亿元)	11
图 18: 周交易额变动情况 (亿元)	12
图 19: 主要板块换手率变化 (%)	12

1. 核心策略：市场改革推进 关注结构性亮点

上周 A 股市场整体下行。主要指数中，上证红利指数领跌，中小板指跌幅相对较小；市场格局方面，小盘股指数整周跌幅较大；行业方面，仅食品饮料，电子板块微涨。

1. 增长压力上行，关注结构性亮点。宏观数据出炉，整体低于预期，增长压力上行中，结构性局部亮点韧性兼具。10 月最新汇总，低于预期数据包括：规模以上工业增加值(同比增长 4.7%，预期值为 5.3%)；固定资产投资(同比增长 5.2%，预期 5.4%)；房地产开发投资(同比增长 10.3%，前值 10.5%)；社会零售总额(同比增长 7.2%，预期 7.9%)。开年以来，生产端趋弱，工业生产承压，工业增加值当月同比增速 4 次录得 5% 以下，CPI 高企下 PPI 却连续回落。

增速下行中部分生产结构优化成为亮点。需求端调整过程中，工业增速下行是伴随产业结构优化过程的必经“阵痛”。10 月固定资产投资增速小幅下降 0.2 个百分点，其中房地产投资累计增速为 10.3% 小幅下滑 0.2 个百分点；销售面积累计增速 0.1%，自年初以来增速首次由负转正。在采矿、高耗能等传统行业增速减缓同时，高技术产业却保持住较快增速。10 月高技术产业增加值同比增长 10.8%，增长动能汇聚。10 月社会消费品零售总额，名义同比增长 7.2%，剔除通胀因素实际增长仅为 4.9%。其中汽车零售额同比下降 3.3%，拖累总增速 1.1 个百分点，为增速降低主要影响因素。此外，线下消费扩大趋势下，“双 11”活动一度程度对 10 月消费产生替代效应。最新数据显示，各平台“双 11”期间成交额均同比大幅提升，预计 11 月消费数据将有所改善。

从央行第三季度货币政策执行报告来看，稳健货币政策与逆周期调节依然是主基调。报告强调“将注重预期引导，防止通胀预期发散，保持物价水平总体稳定，推动银行更多运用 LPR，引导金融机构增加对实体经济支持”，是近期央行连续 MLF，引导降低资金成本，推动货币政策由“数量型”转为“价格型”直接体现。

2. 资本市场改革加速，金融开放推进。近期资本市场改革加速，多项政策陆续落地，覆盖主板、科创板、创业板、中小板，涉及再融资、并购重组、股指期货等多个领域。再融资松绑超预期，发行条件得到精简，创业板再融资覆盖面拓宽，有利于提高投资者参与再融资的积极性；H 股公司“全流通”全面落地有益于 H 股公司健康发展。结合 MSCI 扩容，再融资市场扩容、对外开放进程加速，金融供给侧改革持续优化，长期向好动能加速汇聚，A 股的全球配置价值提升。短期内，多重积极因素体现出长期动能汇聚方向与力量，仍需结合流动性与 CPI 超预期上涨的节奏加以综合判断。

投资建议：防御性板块（金融等）+ 高景气度板块（科技与消费）。

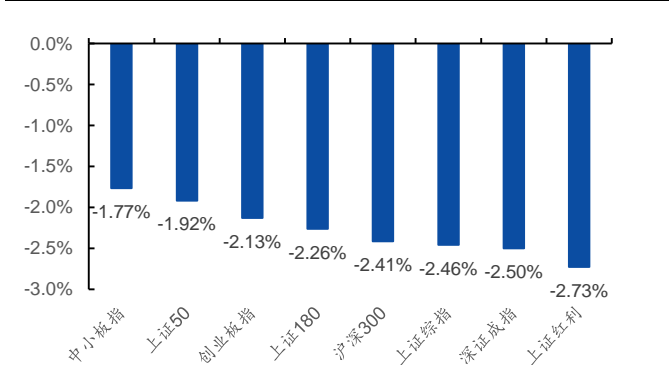
近期市场，多重利好影响下，市场短期风险偏好恢复，可适当关注一些具备业绩支撑的题材股；中长期来看依然看好低估值、业绩确定性较高的龙头板块。

投资机会角度，结合中长期动能汇聚方向，结合收益率改善，短期具有高景气度板块，如科技、消费板块，与防御性板块之间的平衡。一、市场热点角度，关注高端科技板块，重点细分领域的景气度，如通信中的半导体、元件，高端制造的风电光伏概念等；二、避险功能较强的蓝筹板块如医药生物，安全边际较高的金融板块；三、高端制造核心主题如国产替代。

2. 市场表现：风险偏好走低 小盘表现较弱

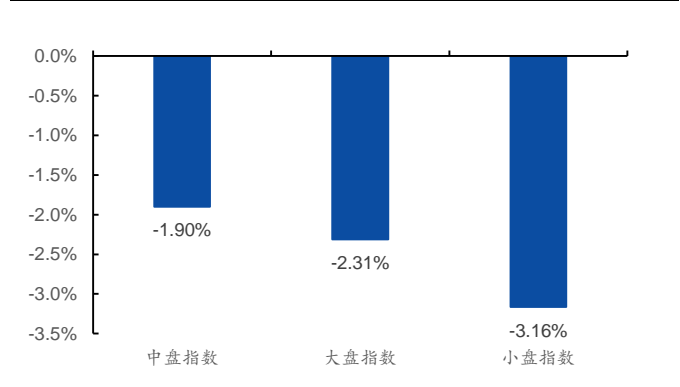
上周 A 股市场全面下行。主要指数中，上证红利指数领跌，整周下跌 2.73%，深成指次之跌 2.50%，上证综指跌 2.46%，中小板指跌幅相对较小，整周跌 1.77%。市场格局方面，小盘股指数整周大跌 3.16%，大、中盘股指数分别下跌 2.31%、1.90%，跌幅相对较小。

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，%）

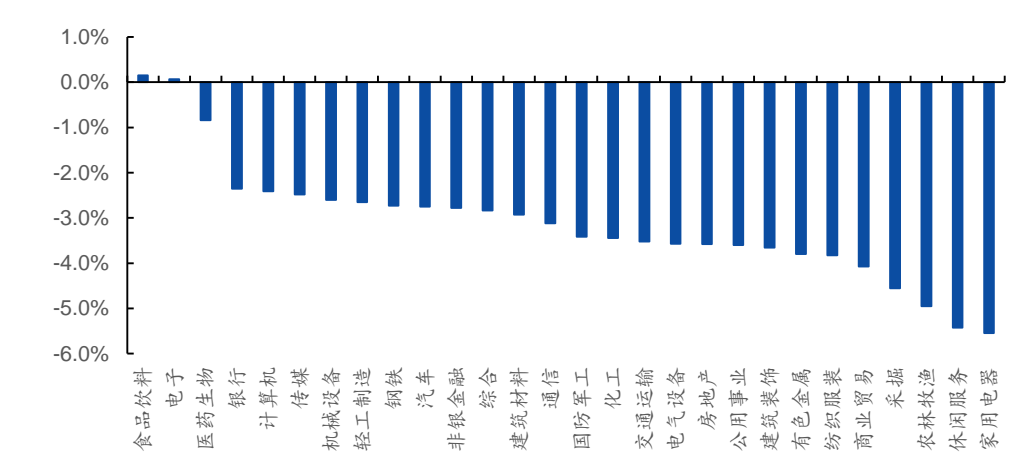


资料来源：Wind，国元证券研究中心

行业方面，上涨各行业指数大部分明显下跌。仅食品饮料、电子微涨 0.15%、0.07%。食品饮料在前段时间走势不佳下，叠加“双十一”效应最近展现较好抗跌属性；电子板块在智能音箱、TWS 耳机等概念的带动下亦表现相对较好；家电板块在之前三季报利好刺激大幅上升下近日出现明显回调，领跌各行业指数，休闲服务、农林牧渔等亦跌幅居前。

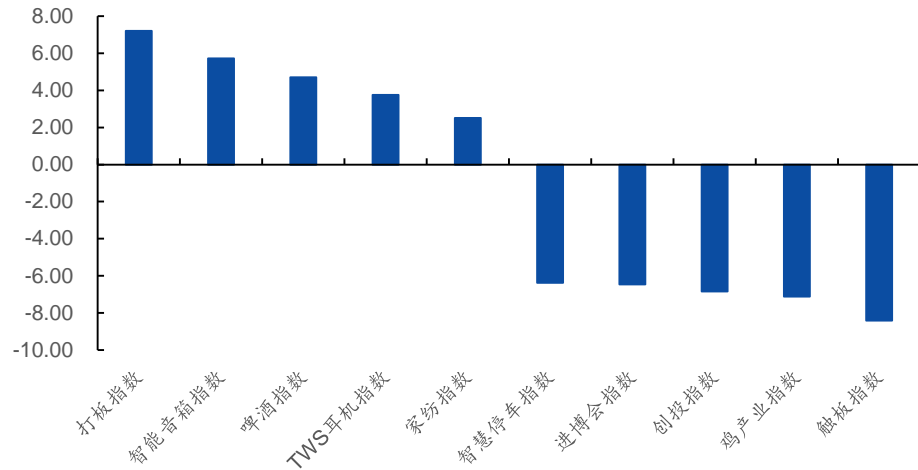
概念方面，上周打板、智能音箱、啤酒、TWS 耳机等概念指数涨幅居前；触板、鸡产业、创投、进博会等概念指数跌幅较大。

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，上周各市场市盈率均下降。截至 11 月 15 日，A 股整体市盈率水平为 16.56 倍，较上周 16.98 倍下降约 0.43，目前略低于历史均值 17.73；A 股剔除金融行业市盈率为 25.96 倍，较上周 26.63 倍下降约 0.67 倍，低于历史均值 28.72 倍；创业板指截至上周五市盈率为 51.72 倍，相对于上周下降 0.24，高于均值 51.47 倍；中小板市盈率从之前一周的 41.04 下降至 40.01 倍，略低于均值 41.63 倍；恒生综指上周五市盈率为 9.87 倍，下降 0.42 倍，低于均值 11.46 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）



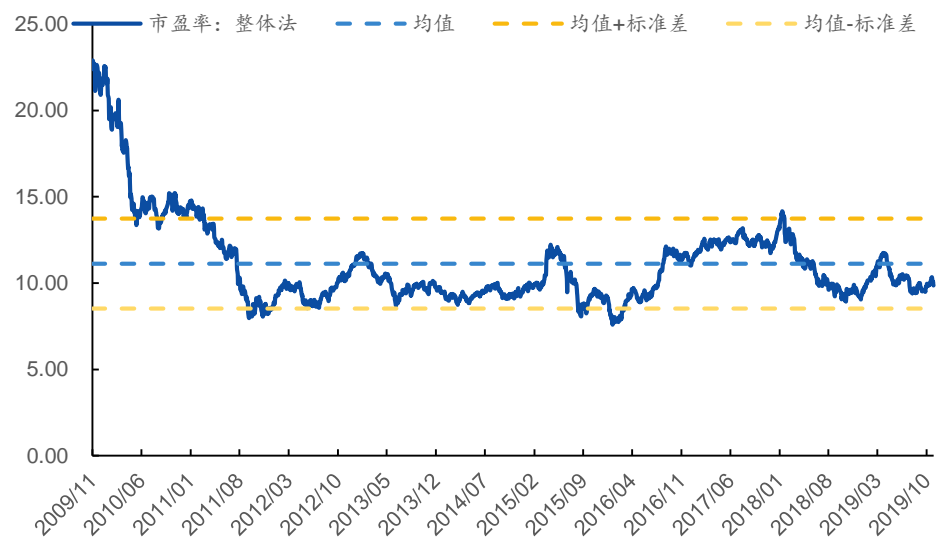
资料来源：Wind,国元证券研究中心

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

图 9：恒生综指市盈率（TTM，整体法）



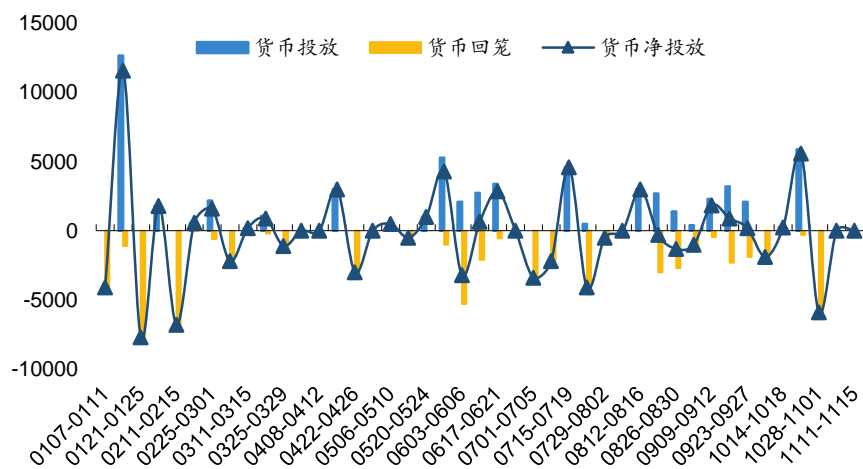
资料来源：Wind,国元证券研究中心

3. 资金配置：逆回购连续暂停 资金利率上升

3.1 逆回购连续暂停 资金利率上升

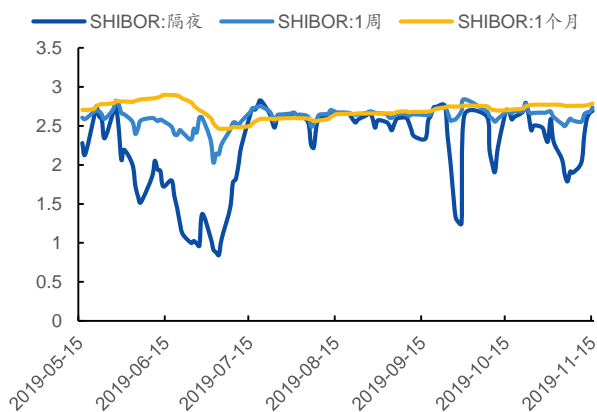
上周央行连续第二周暂停逆回购操作，且无逆回购到期；但央行于周五续作 2000 亿一年期 MLF。资金面方面，上周银行间市场资金利率明显上升，但市场流动性总体依然较宽裕。SHIBOR 隔夜利率截至周五报 2.69%，整周上升 0.79%；DR007 截至周五报 2.78%，整周上升 0.32%。

图 10：央行短期公开市场操作（周，亿元）



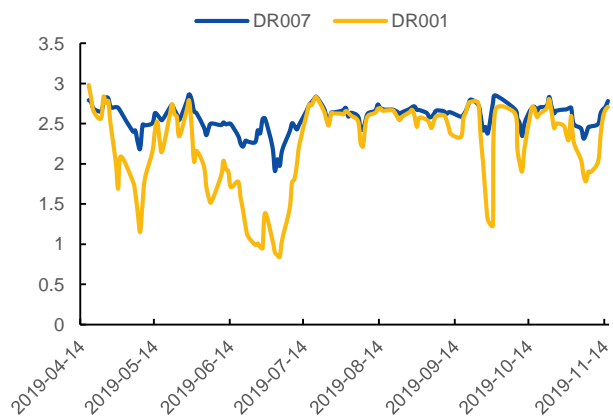
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 11：SHIBOR 利率（1 个月期以下，%）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 12：银行间质押式回购加权利率（%）

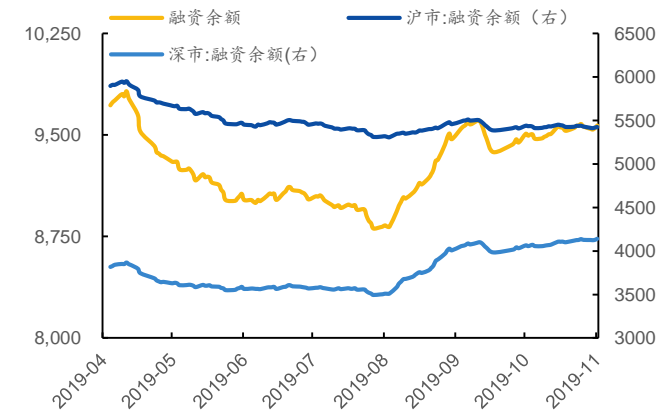


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

3.2 融资余额基本持平

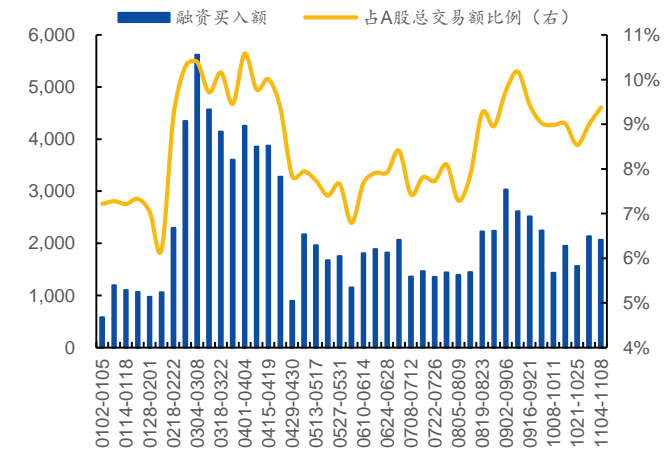
上周融资余额波动后基本与之前一周持平。截至上周四两市融资余额为 9569.29 亿元，仅比之前一周上升 7.37 亿元。其中沪市下降 5.30 亿元，深市上升 12.53 亿元。两融成交金额占总成交金额比例截至上周四为 8.72%，市场风险偏好较之前有所下降。行业融资余额方面，上周休闲服务、家电、电子板块融资余额上升幅度较大；有色金属、建筑材料、综合上周融资余额下降幅度较大。

图 13：两市融资余额（亿元）



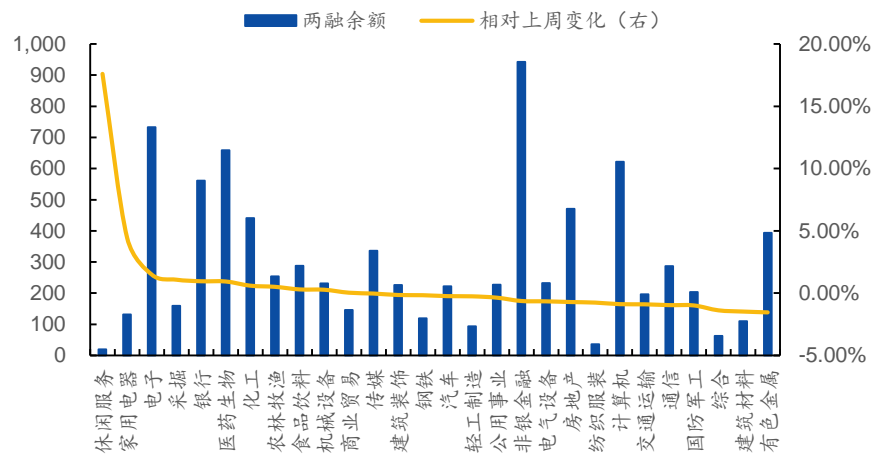
资料来源：中国证券金融公司数据，国元证券研究中心

图 14：19 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 15：各行业融资余额情况（亿元）

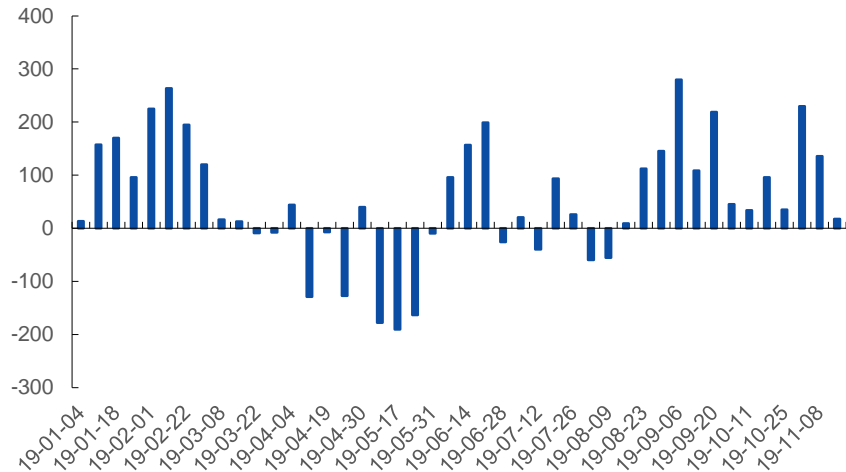


资料来源：Wind，国元证券研究中心

3.3 北上资金净流入

上周北上资金依然净流入，整周净流入 17.91 亿元。其中沪股通净流入 10.90 亿元、深股通净流入 28.81 亿元，流入值处于近期低位。

图 16: 北上资金净流入情况 (亿元)

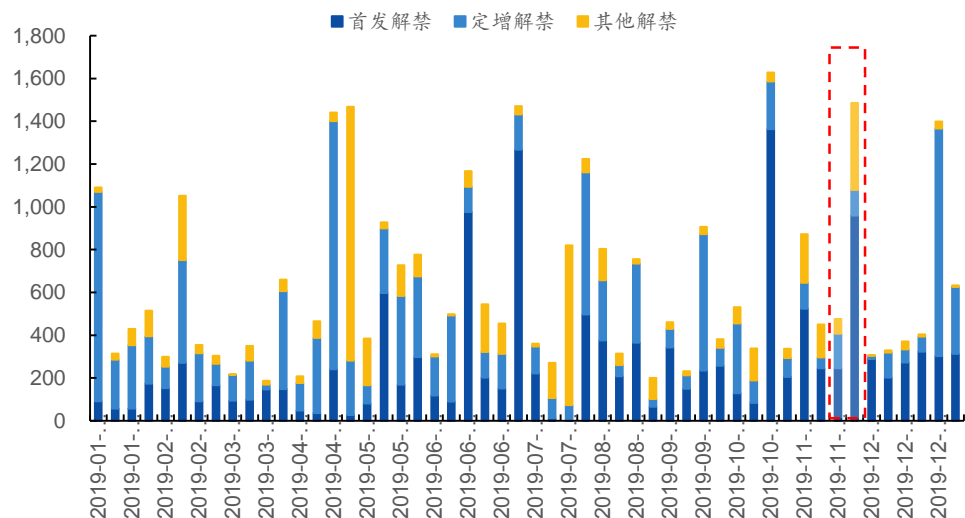


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

3.4 解禁规模再迎高峰

上周解禁规模基本持平。上周共解禁 476.5 亿元，其中首发解禁和定增解禁的规模分别为 224.89 亿元和 162.28 亿元，解禁规模较之前一周基本持平。本周预计将解禁 1485.4 亿元，其中首发解禁、定增解禁的规模分别为 958.78 亿元和 120.51 亿元，解禁规模将大幅增加，迎来年内一波高峰。

图 17: 产业资本增减持情况 (亿元)



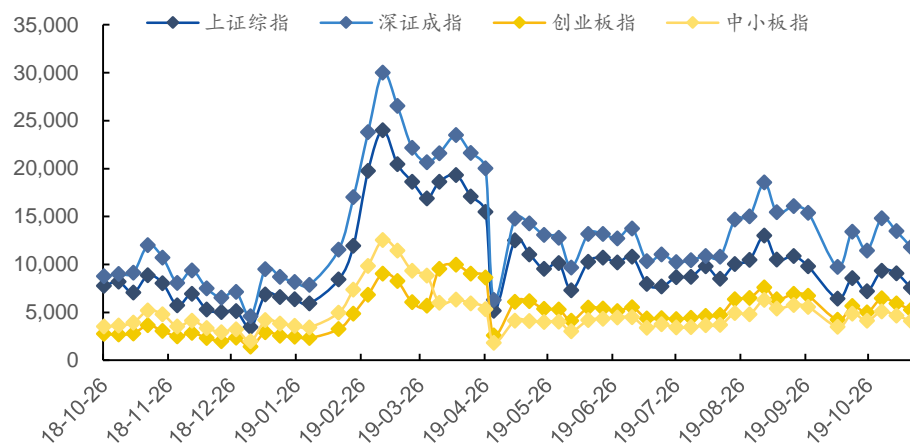
资料来源：Wind，国元证券研究中心

4. 市场情绪：成交额换手率均降低

4.1 成交额连续降低

上周各市场成交额较之前明显降低。上周上证综指、深成指、创业板和中小板成交额分别为 7564.42 亿元、11802.71 亿元、5242.8 亿元、4077.26 亿元。交易热度连续下降。

图 18：周交易额变动情况（亿元）

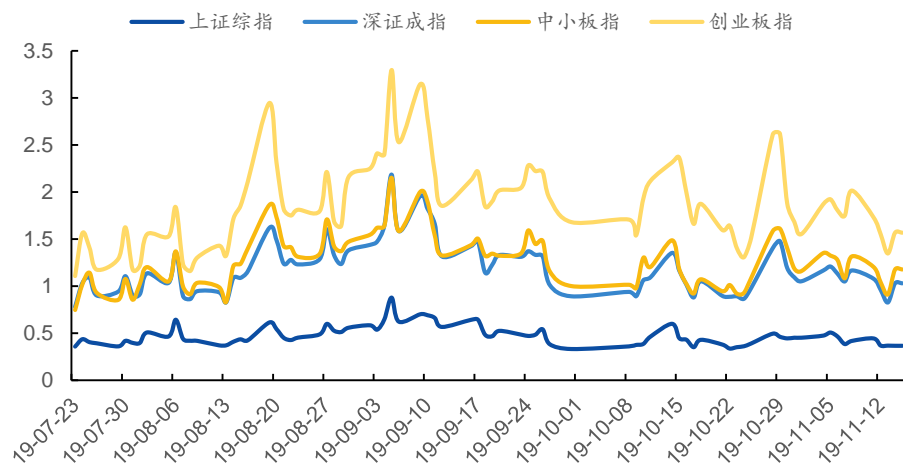


资料来源：Wind，国元证券研究中心

4.2 换手率波动下降

上周各市场换手率总体也出现下降。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 0.38%、1.03%、1.18%、1.80%。与之前一周相比分别下降 0.04%、0.14%、0.13%、0.22%。

图 19：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