

初冬渐寒 谨慎提升

——策略周报（2019年第42期）

报告要点：

● 核心策略：市场涨跌互现 风险偏好承压

上周A股市场涨跌不一，总体下行。主要指数中，上证红利指数领涨。市场格局方面，小盘股指数重新占优。行业方面，传统经济板块逆势上涨。总体看，在年底获利兑现期，市场防守意愿较强。

1. 逆周期调节兑现，持续性有待观察。央行自11月初以来先后下调中期借贷便利(MLF)利率、逆回购利率、国库现金定存利率、贷款市场定价利率(LPR)，连续向市场释放流动性。此番连续降息传递了央行逆周期调节信号，在经济下行与结构性通胀矛盾中将优先选择稳增长，货币政策思路逐步清晰。降息链条始于政策利率，经货币市场、债券市场传导至贷款市场利率，降息完整线路得以展示。程度上来看，此次降息链一定程度受制于物价上行以及房贷不炒基调，步伐不大，持续性亦待进一步观察。从市场反应来看，市场在周初经历上涨后周中出现比较明显的兑现行为，指数连续回调。

2. 海外市场风险不减，风险偏好承压较大。近期国际市场关于贸易谈判的预期出现反复，近期贸易争端再次反复，短期内谈判进程再遇波折。从A股市场来看，三季度以来市场对于贸易争端的长期性已有充分预期，利好或利空都难以引发风险偏好的大幅变化。因此从近日市场表现来看，沪深主要指数大多波动温和，受内部因素影响增加。但国际市场预期还是与国际贸易争端联系更为紧密，特朗普弹劾案件、香港问题均制约着市场风险偏好的提振。虽然国际经济基本面近期有所修复。但从全球经济环境看，涨跌互现的权益市场现状，及贸易争端的高不确定性对全球投资风险偏好形成较高压力。

投资选择：防御性板块（金融等）+高景气度板块（科技与消费）。

近期市场的投资机会，需结合中长期动能汇聚方向及收益率改善。平衡高景气度板块，如科技、消费板块，与防御性板块间平衡。建议关注细分板块景气度，如消费板块中的医药、食品饮料等；以及避险功能较强、安全边际较高的金融板块。

● 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，上证红利指数领涨，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：

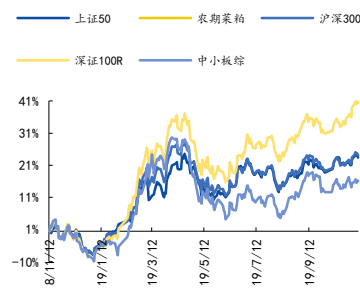
深圳成指：9626.90

沪深300：3849.99

中小盘指：3334.23

创业板指：1679.80

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：市场涨跌互现 风险偏好承压.....	4
2.市场表现：市场总体下行 小盘重新占优.....	5
3.资金配置：逆回购连续暂停 资金利率上升.....	9
3.1 逆回购重启 资金利率下降.....	9
3.2 融资余额维持上升.....	10
3.3 北上资金保持净流入.....	11
3.4 解禁规模大幅下降.....	11
4.市场情绪：成交额换手率均降低.....	12
4.1 成交额小幅上升.....	12
4.2 换手率波动回升.....	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, %)	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 年每周融资交易走势 (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 (%)	13

1. 核心策略：市场涨跌互现 风险偏好承压

上周 A 股市场涨跌不一，总体下行。主要指数中，上证红利指数领涨。市场格局方面，小盘股指数重新占优。行业方面，传统经济板块逆势上涨。总体看，在年底获利兑现期，市场防守意愿增强。

1. 逆周期调节兑现，持续性有待观察。央行自 11 月初以来先后下调中期借贷便利（MLF）利率、逆回购利率、国库现金定存利率、贷款市场定价利率（LPR），连续向市场释放流动性。此番连续降息传递了央行逆周期调节信号，在经济下行与结构性通胀矛盾中将优先选择稳增长，货币政策思路逐步清晰。降息链条始于政策利率，经货币市场、债券市场传导至贷款市场利率，降息完整线路得以展示。程度上来看，此次降息一定程度受制于物价上行以及房住不炒基调，步伐不大，持续性有待进一步观察。从市场反应来看，市场在周初经历上涨后周中出现比较明显的兑现行为，指数连续回调。随着 MSCI 扩容完成，市场总体做多动能不充足，对利好或利空反应均不及前期。预计市场大概率延续区间内震荡反复，以结构性机会为主。

2. 海外市场风险不减，风险偏好承压较大。近期国际市场关于贸易谈判的预期出现反复，近期贸易争端再次反复，短期内谈判进程再遇波折。从 A 股市场来看，三季度以来市场对于贸易争端的长期性已有充分预期，利好或利空都难以引发风险偏好的大幅变化。因此从近日市场表现来看，沪深主要指数大多波动温和，受内部因素影响增加。但国际市场预期还是与国际贸易争端联系更为紧密，特朗普弹劾案件、香港问题均制约着市场风险偏好的提振。虽然国际经济基本面近期有所修复，如欧元区的德国三季度经济增长率由零提高至 0.1%，美国 11 月制造业 PMI 数据预期从 51.3 提升至 51.5，服务业 PMI 数值也从前值 50.6 提高至 51。但从全球经济环境看，涨跌互现的权益市场现状，及贸易争端的高不确定性对全球投资风险偏好形成较高压力。

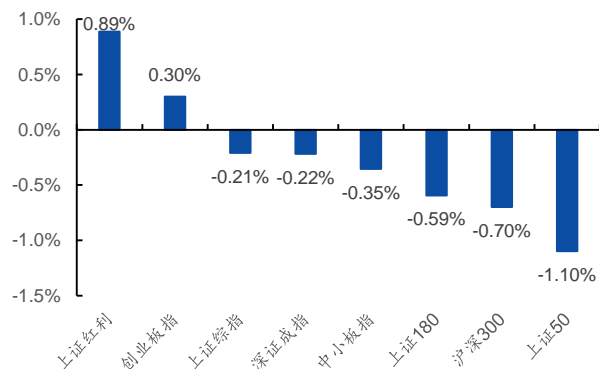
投资选择：防御性板块（金融等）+高景气度板块（科技与消费）。

近期市场，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。建议关注重点细分领域的景气度，如消费领域中的医药、食品饮料板块等；以及避险功能较强，安全边际较高的金融板块。

2. 市场表现：市场总体下行 小盘重新占优

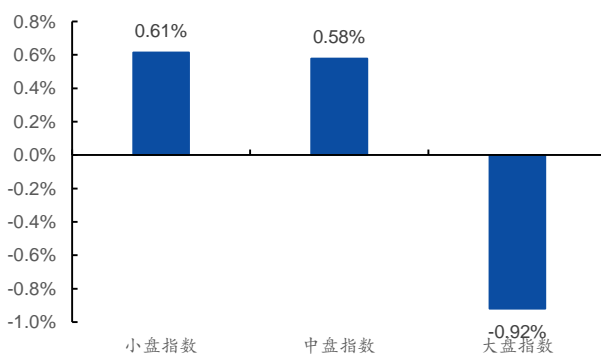
上周A股市场涨跌不一,总体下行。主要指数中,上证红利指数领涨,整周上涨0.89%,创业板指亦小幅上涨0.30%,上证50上周领跌各指数,整周下跌1.10%,上证综指跌0.21%,深成指跌0.22%,中小板指跌0.35%。市场格局方面,小盘股指数重新占优,整周上涨0.61%,中盘股亦上涨0.58%,大盘股指数下跌0.92%。

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，%）

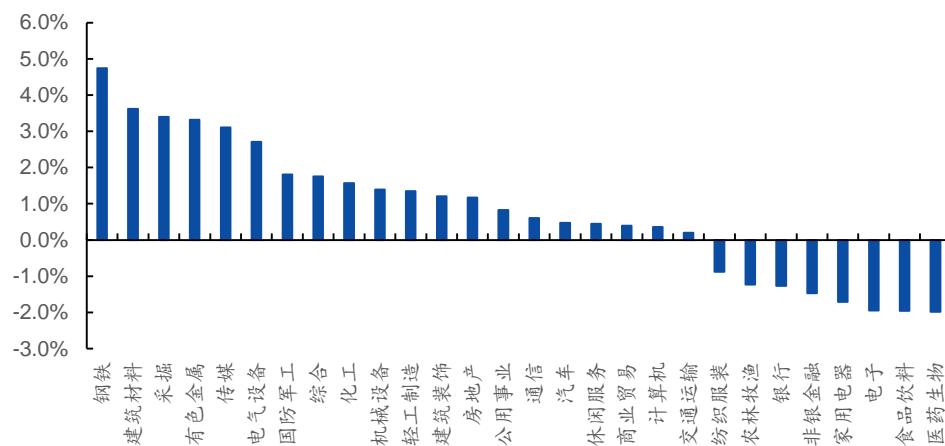


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

行业方面, 上周各行业指数以上涨居多, 板块风格发生一定程度切换。钢铁、建材、采掘、有色金属等传统经济板块逆势上涨, 钢铁板块整周上涨 4.74%, 领涨市场。在钢铁、煤炭等产业三季报好于预期下, 该类板块由于前期涨幅较小, 其估值优势目前有所体现。受上周谷歌云游戏服务上线事件驱动, 叠加 5G 商用推进, 相关游戏概念股带动传媒行业亦表现居前。今年以来表现出色的医药、食品饮料、电子等板块出现回调, 金融板块在降息利好释放后亦出现较大回落, 表现居后。

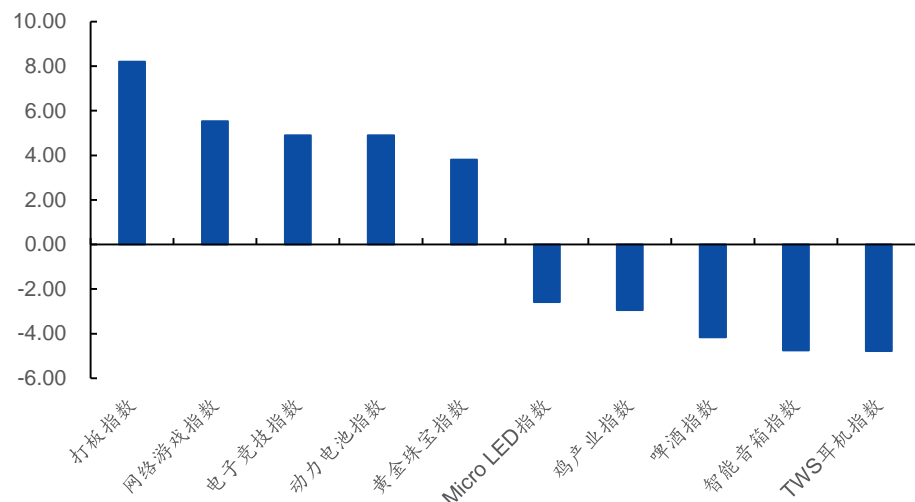
概念方面, 上周打板、网络游戏、电子竞技等概念指数涨幅居前; TWS 二级、智能音箱、啤酒等概念指数跌幅较大。

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

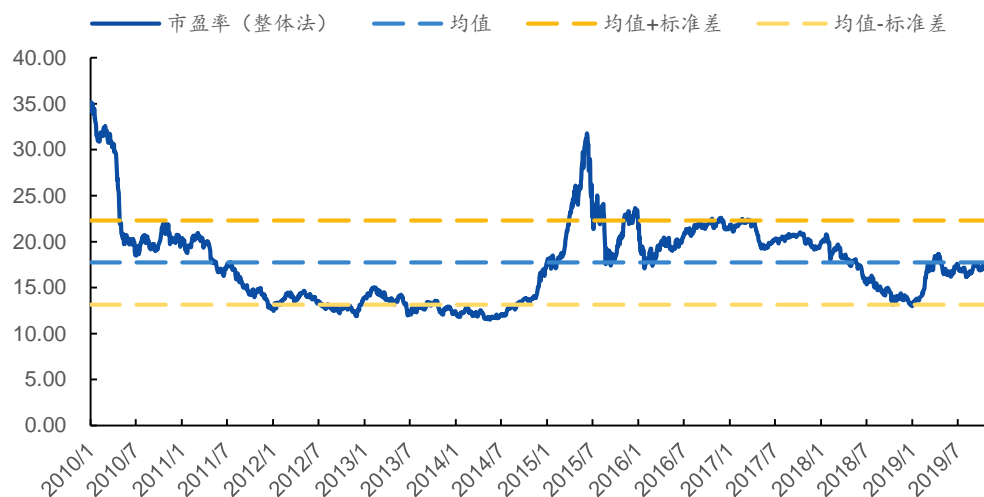
图 4：概念板块指数表现（近一周，%）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

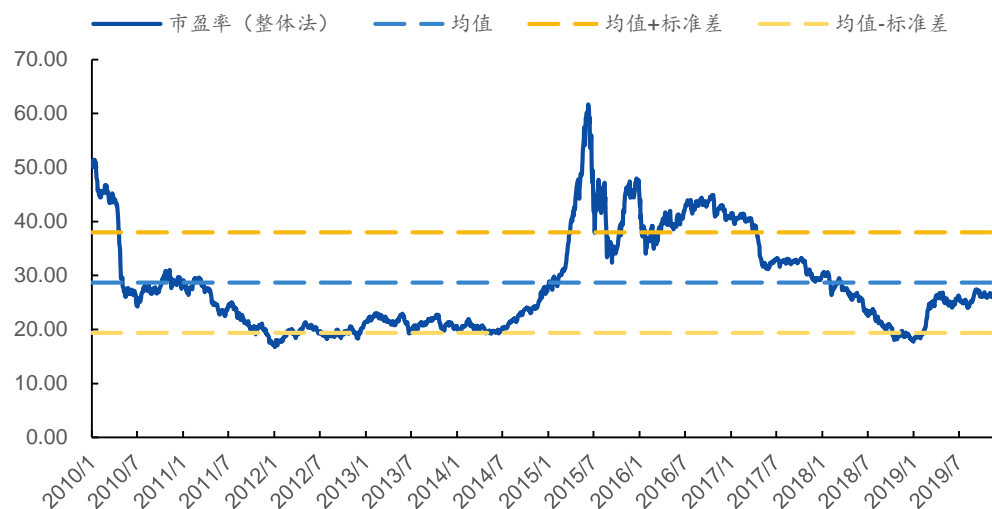
估值方面，上周各市场市盈率升降不一。截至 11 月 22 日，A 股整体市盈率水平为 16.57 倍，较上周 16.56 倍基本不变，目前略低于历史均值 17.73；A 股剔除金融行业市盈率为 26.12 倍，较上周 25.96 倍上升约 0.16 倍，低于历史均值 28.72 倍；创业板指截至上周五市盈率为 52.29 倍，相对于上周上升 1.11 倍，高于均值 51.47 倍；中小板市盈率从之前一周的 41.01 下降至 40.68 倍，略低于均值 41.63 倍；恒生综指上周五市盈率为 9.68 倍，下降 0.19 倍，低于均值 11.46 倍。

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）



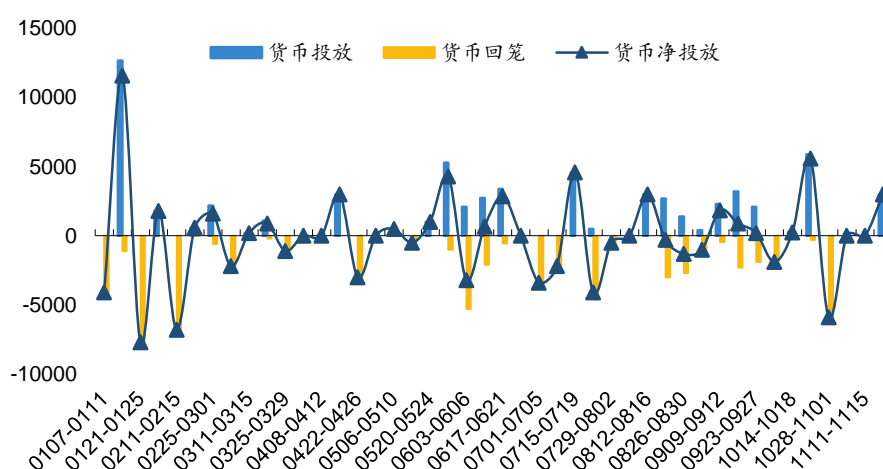
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

3. 资金配置：逆回购连续暂停 资金利率上升

3.1 逆回购重启 资金利率下降

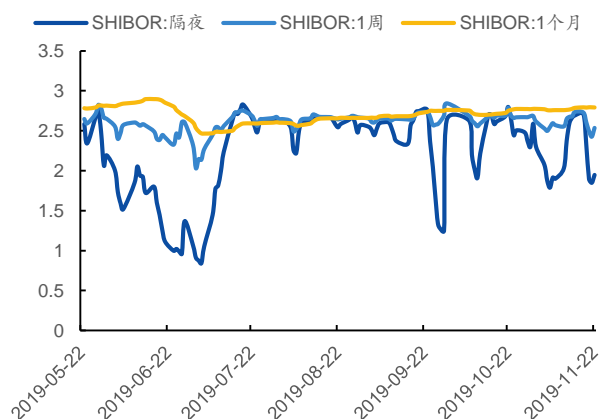
上周央行重启 3000 亿逆回购操作，无逆回购到期，故整周净投放 3000 亿元。资金面方面，上周银行间市场资金利率明显下降，市场流动性总体进一步宽裕。SHIBOR 隔夜利率截至周五报 1.95%，整周下降 0.75%；DR007 截至周五报 2.42%，下降 0.36%。

图 10：央行短期公开市场操作（周，亿元）



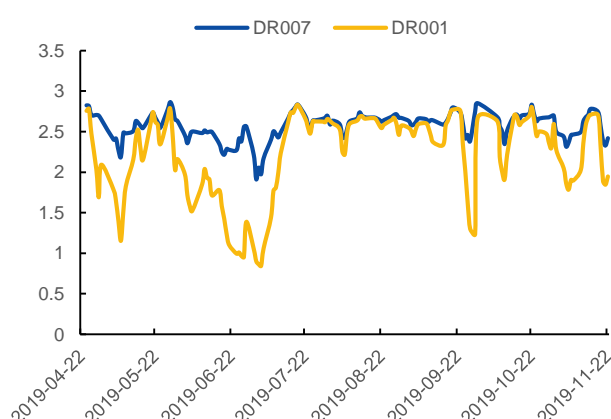
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

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（%）

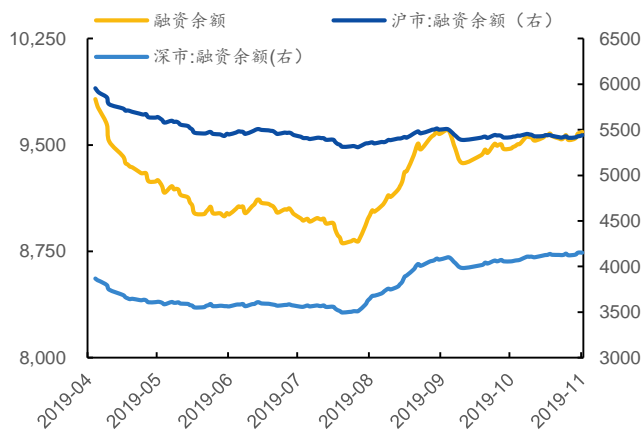


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

3.2 融资余额维持上升

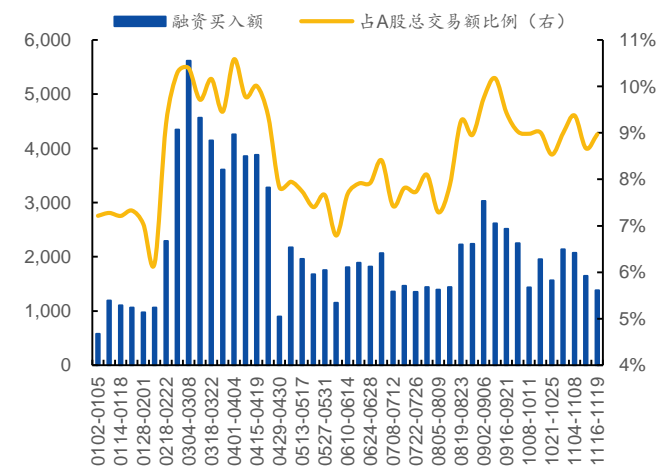
上周融资余额依然维持微升态势。截至上周四两市融资余额为 9592.35 亿元，比之前一周上升 57.23 亿元。其中沪市下降 29.11 亿元，深市上升 27.96 亿元。两融成交金额占总成交额比例截至上周四为 8.97%，市场风险偏好较之前小幅上升。行业融资余额方面，上周大部分行业融资余额变化不大。休闲服务板块融资余额大幅上升 16.48%，医药生物、建筑材料等融资余额上升幅度亦较大；家电、纺织、地产上周融资余额下降幅度较大。

图 13：两市融资余额（亿元）



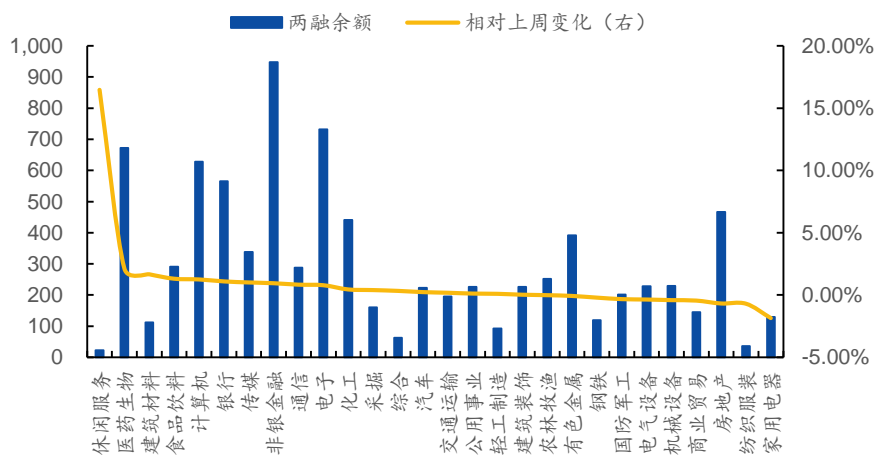
资料来源：中国证券金融公司数据，国元证券研究中心

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）

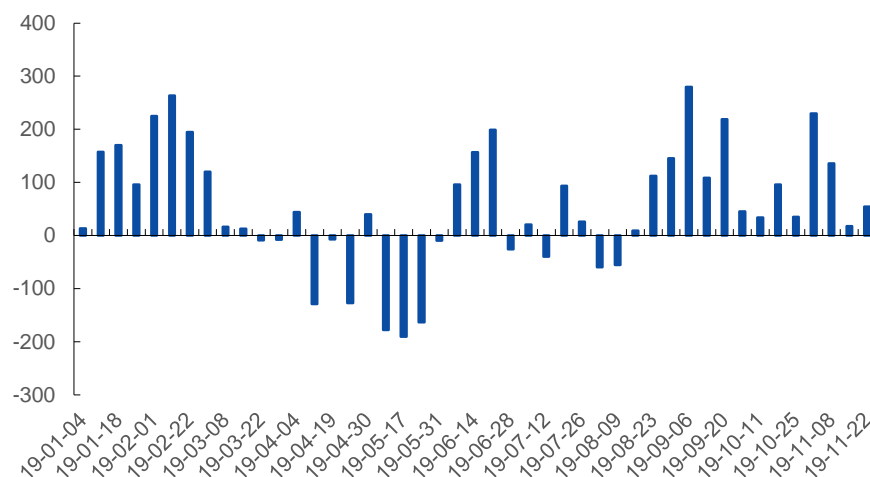


资料来源：Wind，国元证券研究中心

3.3 北上资金保持净流入

上周北上资金维持净流入，当周净流入 54.47 亿元。其中沪股通净流出 9.92 亿元，深股通净流入 67.39 亿元。

图 16：北上资金净流入情况（亿元）

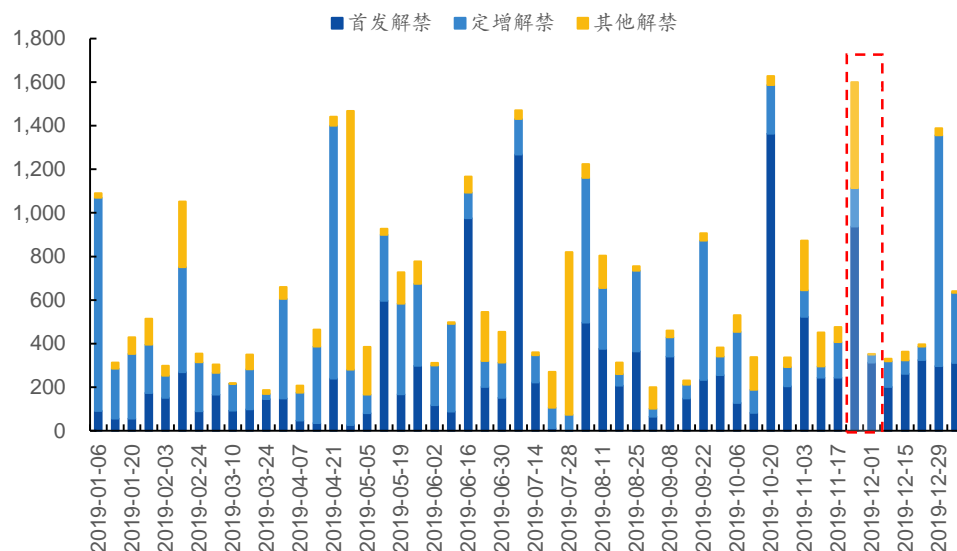


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

3.4 解禁规模大幅下降

上周解禁规模再上年内高峰。上周共解禁 1599.3 亿元，其中首发解禁和定增解禁的规模分别为 938.18 亿元和 175.03 亿元，解禁规模为年内第二高。本周预计将解禁 353.0 亿元，其中首发解禁、定增解禁的规模分别为 314.17 亿元和 36.19 亿元，解禁规模将大幅下降。

图 17：产业资本增减持情况（亿元）



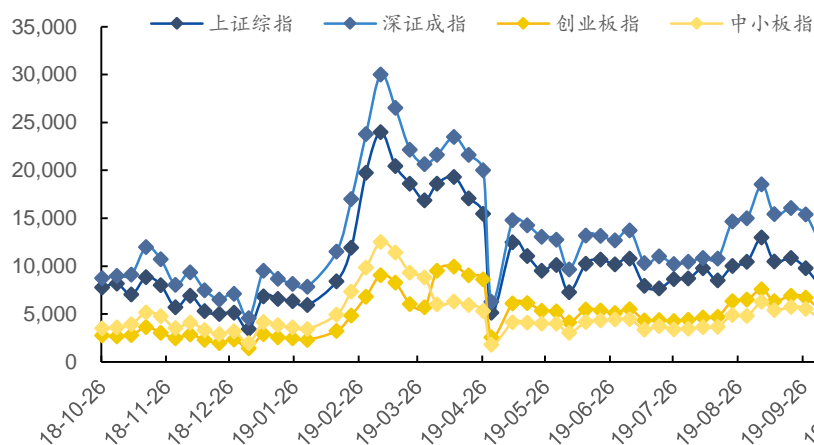
资料来源：Wind，国元证券研究中心

4. 市场情绪：成交额换手率均降低

4.1 成交额小幅上升

上周各市场成交额较之前小幅上升。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，相比之前一周略有上升。

图 18：周交易额变动情况（亿元）

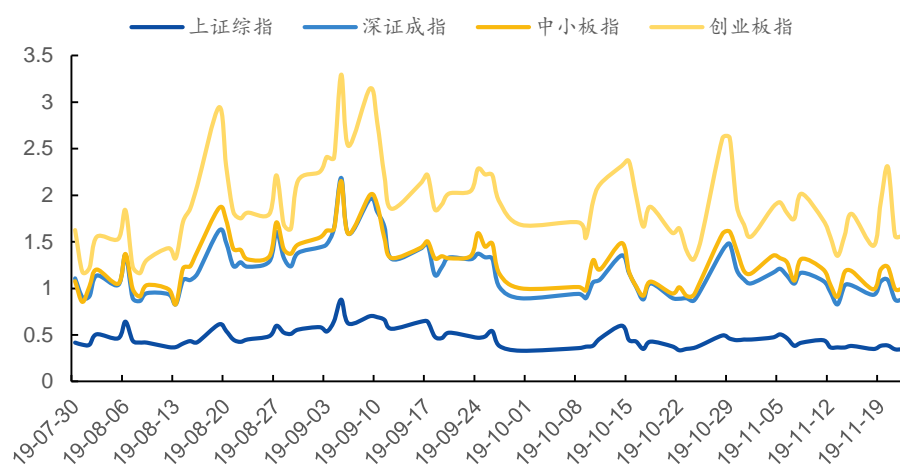


资料来源：Wind，国元证券研究中心

4.2 换手率波动回升

上周各市场换手率也出现回升。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 0.45%、1.2%、1.39%、2.27%。与之前一周相比分别上升 0.07%、0.17%、0.21%、0.47%。

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