

再论：平稳节奏与结构性机会

——策略周报（2019 年第 13 期）

报告要点：

● 策略：结构性行情确认 节奏持续调整

市场短期调整加剧,结构性行情得到确认。上一周市场主要指数实现上涨,但谨慎情绪聚集,市场节奏持续调整,结构性行情得到确认。市场格局中,大盘指数在上证 50、蓝筹权重股刺激下大幅上涨;但由于前期流动性宽松预期已经兑现,企业盈利普遍改善的不确定性较高,市场中上涨企业数量占比有限,市场赚钱效应较弱。

那么未来结构性行情如何演绎?结合一季度政治局会议精髓,我们认为:市场长期动能依旧汇聚,增长将企稳重质,市场更重长期;因此目前阶段,市场上行节奏趋缓,短期更需关注结构性机会。4 月 19 日的政治局会议,对宏观经济是“信心明显提升”态度,对市场提出“深化改革”要求。而在自身实力提高和国际化发展双重需要下,市场境外投资需求持续存在,金融市场对外开放正是市场持续向好的直接动能体现。

对于近期的投资策略,我们坚持上周判断,认为随着流动性由宽转稳,短期货币政策驱稳环境下,前期普涨行情将告一段落,结构性行情将更多偏向,具有业绩支撑与科技加成的优质蓝筹与高新制造中。市场风格上,随着年报、一季报近期的集中发布,我们认为对于那些业绩不及预期的结构化风险,需保持高度谨慎态度;而更多结构性机会存在于,那些低估值、业绩优的优质蓝筹与科创板中。因此,投资选择上沿袭两条线索:一是从市场筹码扩容角度,关注科技属性强的高技术制造业,如医药生物、电子行业;二是关注结构性机会中,低估值业绩稳定的蓝筹板块,如金融、消费、地产领域。

● 市场：震荡回升 调整加剧

市场表现,上周 A 股市场震荡回升,各指数均实现不同程度的上涨。上证 50 领涨,周涨幅达 4.17%领涨市场。市场格局方面略有分化,大大盘风格相对占优,表现优于中盘及小盘指数。行业上,全周仅有公用事业、商业贸易和房地产板块逆市下跌。

● 政策：增长更加重质 市场更重长期

4 月 19 日政治局会议内容中,对于经济增长和市场发展提出了更具体的要求。对于质量的偏重,对于长期发展的强调,将在结构性调整、开放化改革中不断浸润至货币、财政等市场调节中。

● 资金：稳定持续 均衡继续

短期内,货币环境更多将趋向于稳定状态下的常态发展。整体而言,前期市场流动性宽松预期现已兑现,未来货币环境更多将趋向于稳定的常态化,更多的财政政策将协同货币政策一起,加入到市场综合性调节中。

● 市场情绪：成交额持续收缩 换手率有所上升

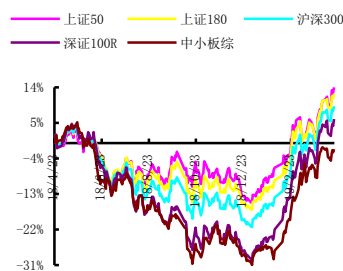
上周各市场交易额相对前一周小幅下降;换手率保持平稳,略有上升。

风险提示：海外市场波动风险,业绩不及预期风险。

主要数据：

上证综指：	3270.80
深圳成指：	10418.24
沪深 300：	4120.61
中小盘指：	3831.57
创业板指：	1715.80

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 12 期）提示：平稳节奏与结构性机会》2019.04.14
- 《国元策略周报（2019 年第 11 期）短期向上预期增强》2019.04.08

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：结构性行情确认 节奏持续调整	4
2.市场表现：震荡回升 调整加剧	4
3.政策：增长更加重质 市场更重长期	8
4.资金配置：稳定持续 均衡继续	10
4.1 资金面持续稳定	10
4.2 两融增幅有所降低	11
4.3 产业资本减持延续	12
5.市场情绪：成交额持续收缩 换手率有所上升	13
5.1 成交额小幅降低	13
4.2 换手率稳中有升	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)	10
图 10: SHIBOR 利率 (1 个月期以下, %)	11
图 11: 银行间质押式回购加权利率 (%)	11
图 12: 融资余额总量继续提升 (亿元)	11
图 13: 19 年各周融资交易走势 (亿元)	11
图 14: 各行业融资余额情况 (亿元)	12
图 15: 产业资本增减持情况 (亿元)	12
图 16: 周交易额变动情况 (亿元)	13
图 17: 主要板块换手率变化 (%)	14
表 1: 4 月政治局会议表述与解读	9

1. 核心策略：结构性行情确认 节奏持续调整

市场短期调整加剧,结构性行情得到确认。上一周市场主要指数实现上涨,但谨慎情绪聚集,市场节奏持续调整,结构性行情得到确认。市场格局中,大盘指数在上证50、蓝筹权重股刺激下大幅上涨;但由于前期流动性宽松预期已经兑现,企业盈利普遍改善的不确定性较高,市场中上涨企业数量占比有限,市场赚钱效应较弱。

那么未来结构性行情如何演绎?

结合一季度政治局会议精髓,我们认为:市场长期动能依旧汇聚,增长将企稳重质,市场更重长期;因此目前阶段,市场上行节奏趋缓,短期更需关注结构性机会。

4月19日的政治局会议表述上,对宏观经济是“信心明显提升”态度,但对市场也提出“深化改革”要求。一方面对于经济增长,更加重质。通过持续的供给侧结构性改革,实现“巩固、增强、提升、畅通”的八字方针。同时,适度与适时亦在宏观政策的逆周期调节中体现,通过不过度的宽松/紧缩实现“度”的控制。另一方面,对于市场发展,更看中长期。特别是对于货币政策、财政政策、资本市场的表述上,提到从长期角度,激发市场活力,促进健康发展。

此外,外汇局公布信息中,二季度以后国内债市和股市纳入国际主流指数的实际力度会进一步加大,全方位对外开放为跨境资金流动,或跨境投资均衡发展提供政策基础。而前一段时间出台的《外商投资法》,也将进一步扩大对外开放,保护外商投资合法权益,营造稳定、公开、透明、可预期和公平竞争的环境实现外商投资。在自身实力提高和国际化发展双重需要下,我国市场主体境外投资的合理需求持续存在,金融市场对外开放正是市场向好的直接动能体现。

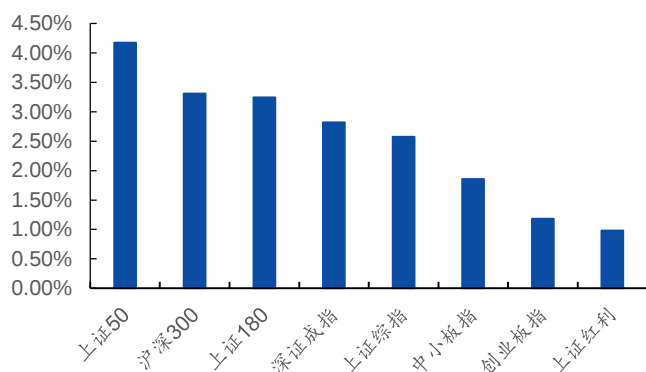
对于近期的投资策略,我们坚持上周判断,依然认为随着流动性由宽转稳,短期货币政策驱稳环境下,前期普涨行情将告一段落,结构性行情将更多偏向,具有业绩支撑与科技加成的优质蓝筹与高新制造中。市场风格上,随着年报、一季报近期的集中发布,我们认为对于那些业绩不及预期的结构化风险,需保持高度谨慎态度;而更多结构性机会存在于,那些低估值、业绩优的蓝筹与科创板中。因此,投资选择上建议沿袭两条线索:一是依旧从市场筹码扩容角度,关注科技属性强的高新技术制造业,如医药生物、电子行业;二是关注结构性机会中,低估值业绩稳定的蓝筹板块,如金融、消费、地产领域。

2. 市场表现：震荡回升 调整加剧

上周A股市场震荡回升,各指数均实现不同程度的上涨。上证50领涨,周涨幅4.17%;上证综指上涨2.58%,深证成指涨2.82%,创业板指涨1.18%。市场格局方面,略有分化,大盘指数强势上涨3.53%,而中盘指数和小盘指数分别上涨2.10%和1.42%,大盘风格相对占优,表现优于中盘及小盘指数。

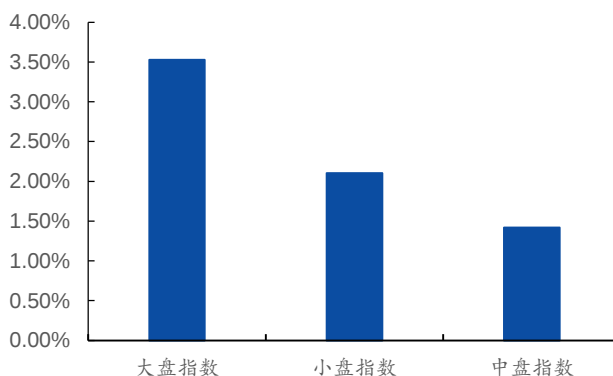
行业上，全周仅有公用事业、商业贸易和房地产板块逆市下跌。上周大部分行业指数实现上涨，其中家用电器、通信、采掘等涨幅居前：受新一轮家电消费“以旧换新”及相关补贴政策征求意见刺激，上周家用电器在格力等龙头股的带动下依旧强势，周涨幅高达 9.71%；随着 5G 服务逐步面向个人客户，各国的 5G 竞赛加速产业落地，上周 5G 概念带动通信行业，上周通信行业指数上涨 8.52%；受经济数据企稳及 3 月挖掘机销量增长势头强劲等影响，采掘指数本周上涨 6.21%。上周依然有房地产、商业贸易、农林牧渔出现小幅下跌。概念指数方面，燃料电锤、石墨烯、5G 等板块表现居前。

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，%）

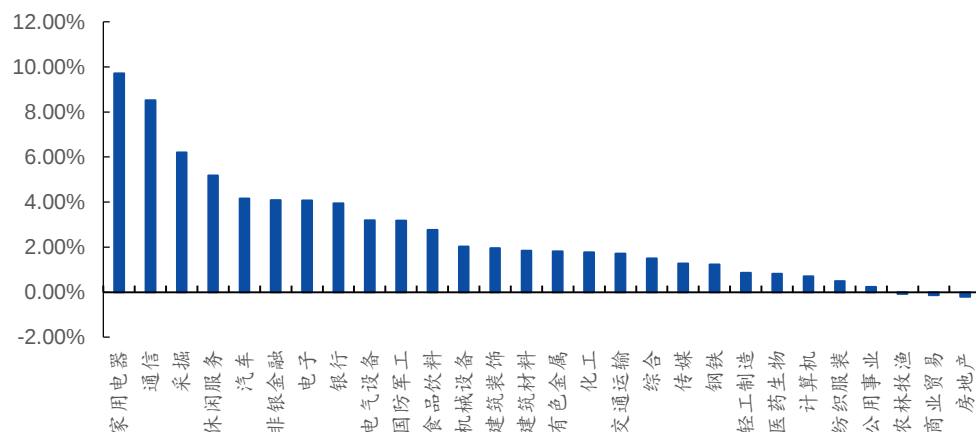


资料来源：Wind，国元证券研究中心

行业方面，随着企业减税落地、后续交房预期回暖，以及消费政策的试点推行，家电行业受益回暖。而华为全球分析师大会开幕，5G 发展速度超预期，运营商加快采集步伐，通信板块经过前期的调整后，开始全面走强。随着劳动节的临近，休闲服务板块再度发力，其中子板块旅游综合大涨。而三月社融数据远超市场预期、经济回暖，利率短期难走低，支撑保险股估值上调，叠加寿险业务新单保费增速持续改善、产险保费环比增速改善明显，综合刺激下保险板块本周表现强势。但银行业不良生成率回落，银行股自开年以来的涨幅滞后于多数板块，与其相对良好的基本面改善形成预期差，且临近分红季，银行高股息率吸引市场资金，因此银行板块也实现上涨。

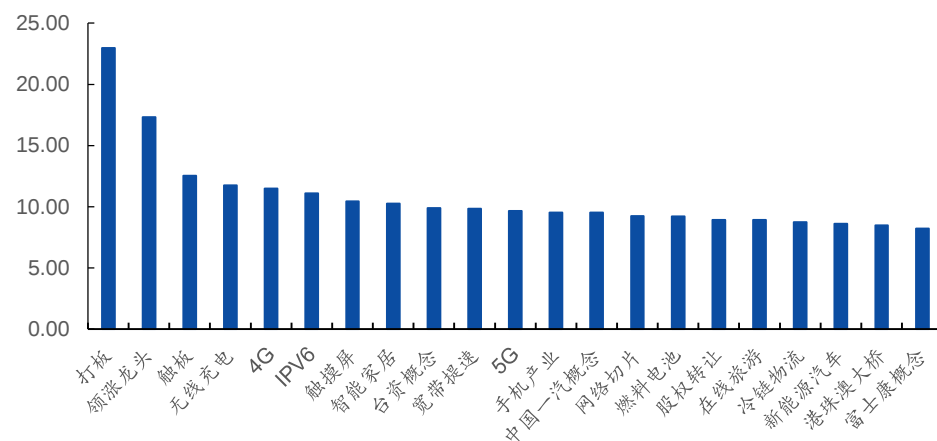
概念方面，无线充电、IPv6、触摸屏和 5G 等概念涨幅居前。工信部发布《关于开展 2019 年 IPv6 网络就绪专项行动的通知》，IPv6 概念应声上涨 11.08%；4 月 12 日，美国公布加速部署 5G 无线网络计划，5G 将使无线技术向前迈出重要的一步，大大提高网速，并有可能推动发展各种实际应用，比如自动驾驶汽车、城市互联、智能城市、工厂和家用联网设备等，受此影响 5G 概念上涨 9.65%。

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A股各板块市盈率随大盘上涨出现不同程度回升，各板块市盈率仍处在历史均值附近位置。截至4月19日，A股整体市盈率水平为18.67倍，较上周18.05倍上升约0.61，目前略高于历史均值17.73；A股剔除金融行业市盈率为26.70倍，较上周25.78倍上升约0.92，低于历史均值28.72倍；创业板指截至上周市盈率为54.40倍，相对于上周上升0.38，仍略高于均值51.47倍。中小板市盈率从之前一周45.52上升至46.64倍，目前高于均值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.政策：增长更加重质 市场更重长期

4 月 19 日政治局会议内容中，对于经济增长和市场发展提出了更具体的要求。对于质量的偏重，对于长期发展的强调，说明更多结构性调整、开放化改革将浸润至货币、财政等宏观调节中。其中重点关注的几方面包括：

一、对于经济增长，更加重质。重质一方面体现在，对于宏观经济指标的完成，再

整体平稳推进中，会议内容中，相对于前期“变种有危”的提法上，新增“市场信心明显提升”内容，并且提出将通过持续的供给侧结构性改革，实现“巩固、增强、提升、畅通”的八字方针。同时，适度与适时亦在宏观政策的逆周期调节中体现，通过不过度的宽松/紧缩实现“度”的控制。

二、对于市场发展，更重长期。在对于货币政策、财政政策、资本市场的表述上，特别提到要从长期角度，激发市场活力，促进健康发展。相比于之前对于地方政府、国企、民企相对笼统的表述，本次特别增加篇幅、详细提到：金融业——加快金融供给侧结构性改革，解决融资难、融资贵问题；制造业——做大做强新兴产业，推动制造业高质量发展，引导传统产业转型；房地产——重提房地产调控基调不变，落实“一城一策”、“因城施策”等长效调控机制。

表 1：4 月政治局会议表述与解读

2019 年 4 月政治局会议内容概要		比较解读
国内经济形势	当前我国经济总体平稳、主要经济指标保持在合理区间内，新旧动能转换加快实施。 好于预期，开局良好。 经济增长保持韧性，增长动力加快转换。	宏观经济判断好于 2018 年 7 月以及 2018 年底经济工作会议。 新增“市场信心明显提升”
货币政策效果	稳健的货币政策体现了 逆周期调节 的要求，适时适度实施 红光政策 逆周期调节。	央行降准概率降低，体现出对 松紧有度 的把握
外部形势判断	国内经济金融领域的结构调整出现积极变化，但仍存在一些深层次问题和突出矛盾， 国内经济存在下行压力。外部经济环境总体趋紧 ，国际经济金融形势错综复杂，不确定性仍较多。	IMF 下调全球增长预期，外部压力依然存在。
经济工作目标	细化“ 巩固、增强、提升、畅通 ”八字方针落实。重视以供给侧结构性改革，减掉结构性去杠杆，在推动高质量发展中防范化解风险，坚决打好三大攻坚战	继续密切关注国际国内经济金融形势的边际变化，增强忧患意识， 强调八字方针落实，相对前次没有再提“六稳” 。
货币政策和财政政策	宏观政策立足于推动高质量发展、更加重视激发市场活力。积极地财政政策要加力提效，稳健的货币政策 松紧适度 ，	激活地方政府、国企、民企等微观主体市场活力 ，把握货币供给功能，同时保持流动性合理充裕，。
制造业	推动制造业高质量发展作为 稳增长 依托	新增做大做强新兴制造业
房地产	坚持房子是 用来住的不是炒的 定位	重视房地产调控基调不变
金融体制改革	加快金融供给侧改革，着力解决融资难、融资贵问题，引导民营企业转型升级。继续深化金	金融供给侧内容篇幅提升，强调对于实体经济、民营企业服务功能。

融体制改革,健全货币政策和宏观审慎政策双
支柱调控框架。

对外开放	以高水平对外开放促进深层次改革。	全文共 12 个“落实”,政策到实践的传导 执行力度将得到加大
科创板	科创板真正落实以信息披露为核心的证券发行注册制	

资料来源:国元证券研究所整理

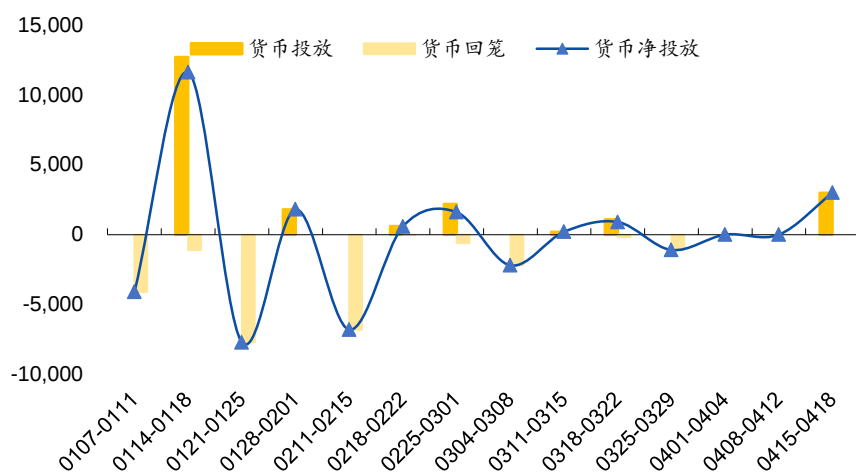
4. 资金配置：稳定持续 均衡继续

4.1 资金面持续稳定

短期内,货币环境更多将趋向于稳定状态下的常态发展。整体而言,前期市场流动性宽松预期现已兑现,未来货币环境更多将趋向于稳定的常态化,更多的财政政策将协同货币政策一起,加入到市场综合性调节中。

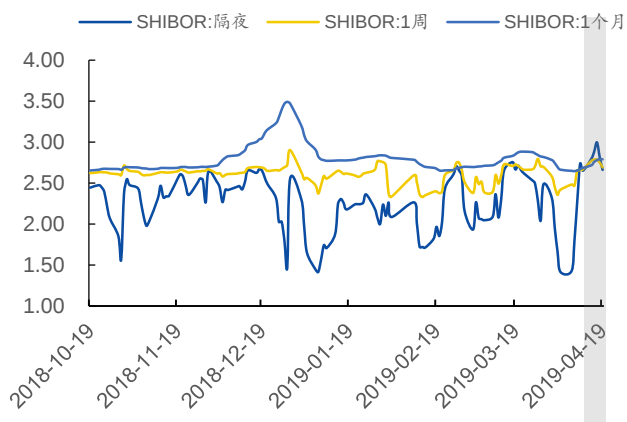
上一周央行重启逆回购操作。为对冲税期高峰等因素的影响,维护银行体系流动性合理充裕,央行整周累计开展 3000 亿元逆回购操作,2000 亿元 MLF 操作,同期有 3665 亿元 MF 到期,央行通过公开市场操作渠道实现资金净投放 1335 亿元。资金面保持稳定,呈现宽松的态势。截至上周五,SHIBOR 隔夜利率、DR001、DR007 分别为 2.66%、2.76%、2.82%,波动平稳,与前一周相比变化不大。

图 9: 央行短期公开市场操作(周,亿元)



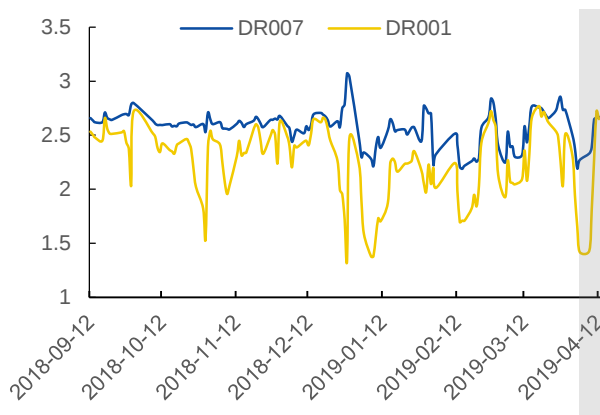
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

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 (%)

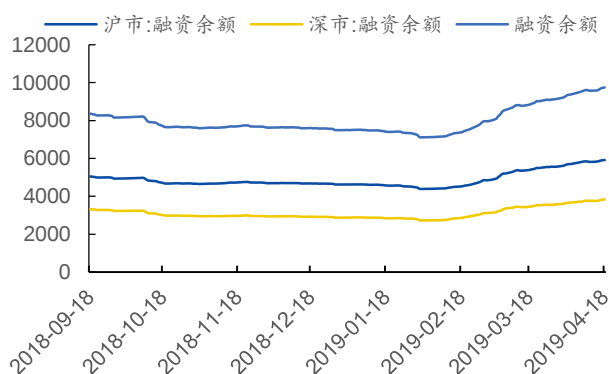


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

4.2 两融增幅有所降低

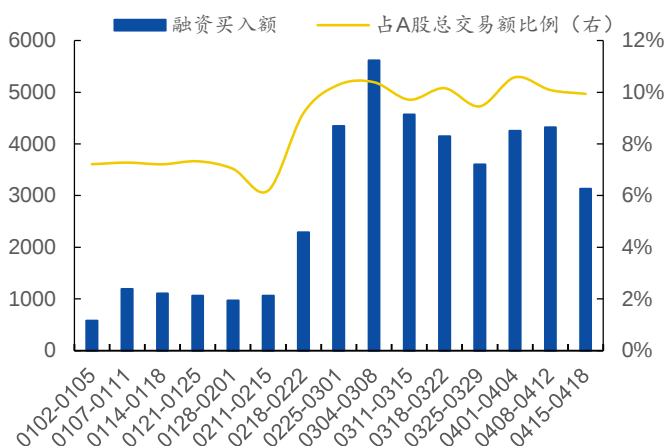
上周两融余额继续上升趋势,但增幅相对前一周有所下降。截止上周四两市融资余额达 9741.31 亿元,比之前一周增加 170.26 亿元,增量相对于之前一周的 228.94 亿元有所降低。其中沪市增加 100.11 亿元,深市增加 70.15 亿元。两融成交金额占总成交金额比例截止上周四为 9.94%,比之前一周下降 0.15%,风险偏好略有下降。行业融资余额方面,通信、电气设备、农林牧渔增幅居前三,分别增加 7.47%、5.59%、4.41%。纺织服装、家用电器在涨幅较大的情况下上周融资余额流出较大,分别下降 5.99%、4.16%。

图 12: 融资余额总量继续提升 (亿元)



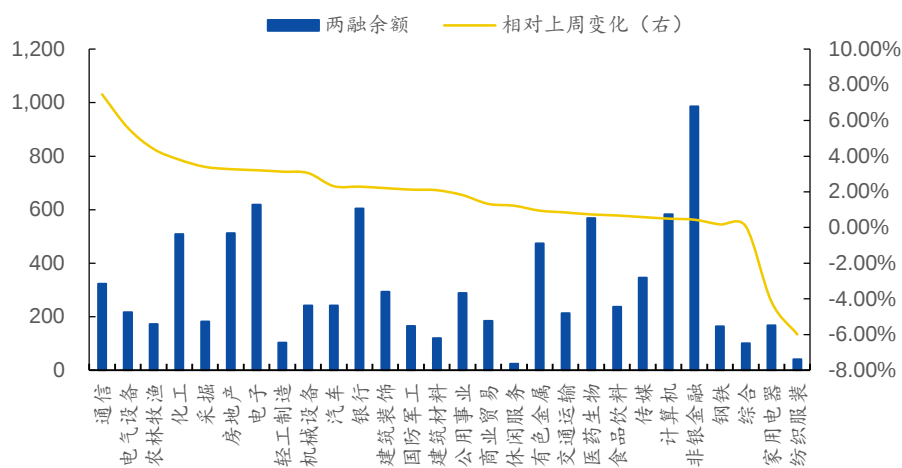
资料来源: 中国证券金融公司数据, 国元证券研究中心

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)

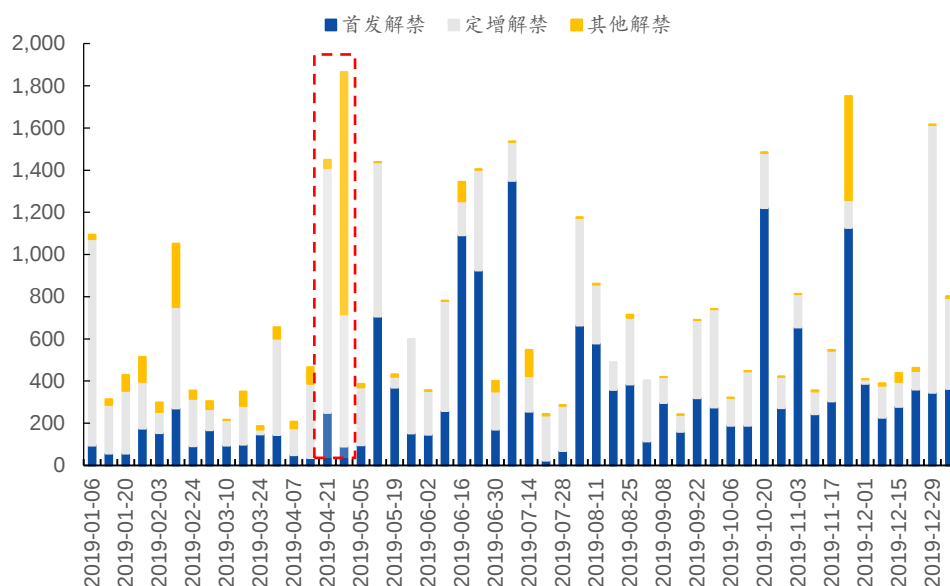


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

4.3 产业资本减持延续

上周的解禁规模相对于前一周有所扩大。其中解禁市值为 1449.5 亿元，其中，首发解禁、定增解禁的规模分别为 249.36 亿元和 1160.14 亿元，解禁规模相对于前一周扩大。本周（4 月 22 日-4 月 26 日）预计将解禁 1865.8 亿元，其中首发解禁和定增解禁规模分别为 89.68 亿元和 627.32 亿元，解禁规模继续扩大。

图 15: 产业资本增减持情况 (亿元)



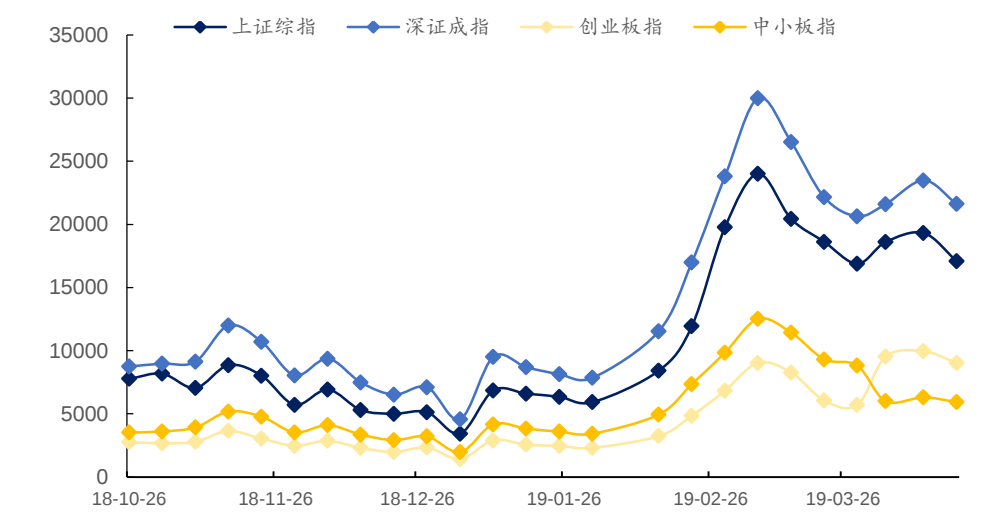
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

5. 市场情绪：成交额持续收缩 换手率有所上升

5.1 成交额小幅降低

上周各市场交易额相对前一周继续小幅下降。4月19日当周上证综指、深成指、创业板和中小板的成交额分别为 17089.83 亿元、21617.55 亿元、9038.93 亿元、5931.73 亿元。相比之前一周分别下降 2229.85 亿元、1869.52 亿元、914.33 亿元、375.44 亿元。

图 16: 周交易额变动情况 (亿元)

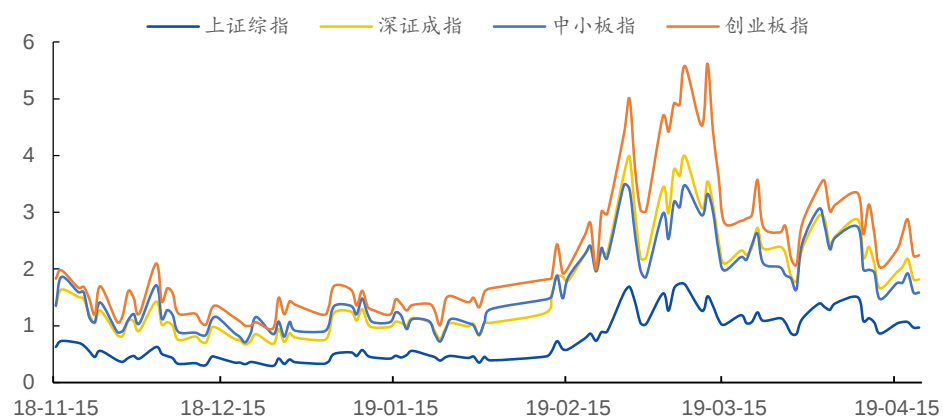


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

4.2 换手率稳中有升

上周各市场换手率保持平稳, 相对之前一周略有上升。截止 4 月 19 日, 上证综指、深成指、中小板和创业板的换手率分别为 0.97%、1.82%、1.59%、2.24%, 分别下跌 0.10%、0.16%、0.12%、0.21%。

图 17: 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