

经济下滑担忧与估值支撑，市场延续上下两难

投资要点

市场对经济下滑以及政策维持“加时赛”担忧，同时存在估值水平支撑，市场延续上下两难走势。市场摆脱上下两难的催化剂可能是保障房建设顺利进行、汽车产销好转以及紧缩政策密度不再强化。行业配置方面，预期仍无显著差异性机会，关注低估值行业。

- **市场延续上下两难状态。**紧缩政策的累积效应得以体现，过快扩张的总需求得以抑制，但市场开始担忧“硬着陆”。且通胀未见回落，政策加时赛延续。总需求回落快慢的分歧与估值水平的支撑，使得市场依然处于上下两难状况。市场明确转好的催化剂可能是保障房建设顺利进行、汽车产销好转以及紧缩政策密度不再强化。其中保障房建设以及汽车产销可以得到兑现，政策问题依然需要观察。在此背景下，市场将延续区间整理走势，上下两难。
- **固定资产投资持续超预期的意义：机会与风险并存。**固定资产投资持续超预期得到进一步验证，预期此种状况将延续。一方面固定资产投资保持较高水平，可以有效对冲经济下滑，为随后可持续的出口或消费需求积蓄；另一方面具备负面影响：1、投资高速时代，信贷水平一般很难抑制，同时往往伴随阶段性通胀问题，甚至（类似过度繁荣性）泡沫出现；2、资金需求过大且被沾附在重点项目，资金分布不均。资金的行业分布不均，很多行业或者企业获得资金难度加大，成本显著上升，尤其是如果某段时期过度收紧流动性，容易造成阶段性（衰退）危机事件。因此固定资产投资贡献较大的时期，往往给人相反的结论，既有过热担忧，局部又存在衰退风险，政策也将摇摆不定，导致股票市场大幅波动。
- **行业配置：仍无显著投资机会。**目前市场呈现上下两难局面，行业层面仍无显著差异性投资机会，继续关注部分低估值行业与受益于投资超预期的行业，低估值行业主要为银行和地产，其中银行业中，近期大型银行显著优于小型银行，体现出紧缩政策影响程度；预期地产行业政策以维持为主，部分地产股近期下行空间有限。保障房建设如预期进行以及投资持续超预期，使得部分建材类公司具备需求面支持。

证券分析师： 郭艳红
执业编号： S0360210030002
Tel: 010-59370855
Email: guoyanhong@hczq.com
联系人： 胡国鹏 姜丕军
Tel: 010-59370819
Email: huguopeng@hczq.com

目 录

一、 市场延续上下两难状态.....	4
1、 需求如预期回落与估值支撑.....	4
2、 政策预期逐步实现.....	5
3、 市场摆脱上下两难的前提.....	6
二、 固定资产投资持续超预期：机会与风险并存.....	7
1、 固定资产投资持续超预期.....	7
2、 投资持续过高的影响：泡沫风险与阶段性衰退风险	7
3、 固定资产投资新方向：制造业占比扩张	8
三、 行业配置：仍无显著投资机会.....	8

图表目录

图表 1	4 月份 PMI 与新订单指数出现回落	4
图表 2	工业增加值下滑	4
图表 3	进口增幅下滑	5
图表 4	估值支撑：市场难以大幅下滑	5
图表 5	商品房销售面积回落	6
图表 6	汽车销售回落超预期	6
图表 7	通胀依然未见回落	6
图表 8	固定资产投资持续高位	7
图表 9	固定资产投资中自筹资金占比不断攀升	8
图表 10	固定资产投资中制造业占比不断升高	8
图表 11	银行地产估值水平	9
图表 12	建筑建材和白色家电估值水平	9

一、 市场延续上下两难

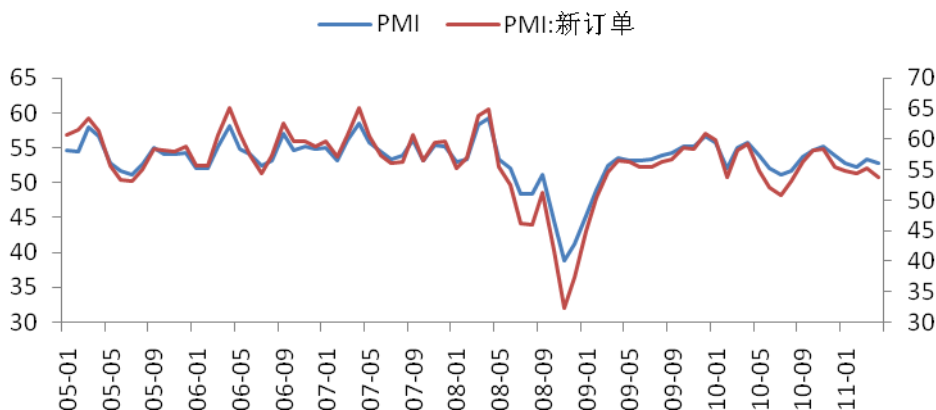
紧缩政策的累积效应得以体现，过快扩张的总需求得以抑制，但市场开始担忧“硬着陆”。且通胀未见回落，政策加时赛延续。总需求回落快慢的分歧与估值水平的支撑，使得市场依然处于上下两难状况。市场明确转好的催化剂可能是保障房建设顺利进行、汽车产销转好以及紧缩政策密度不再强化。其中保障房建设以及汽车产销可以得到兑现，政策问题依然需要观察，在此背景下，市场将延续区间整理走势，上下两难。

1、 需求如预期回落与估值支撑

一方面需求如此前市场预期，出现回落，政策效果体现；另一方面，市场又担忧回落过快而出现谨慎心理，甚至担忧硬着陆。回落的犹豫不决与估值水平的支撑，使得市场整体处上下两难状态。

最新公布的 4 月份经济数据显示总需求如此前市场期望的出现了回落，即紧缩政策效果得以体现。具体来看，PMI 指数和新订单指数出现回落；工业增加值大幅度下滑；进口同比数据低于市场预期；这些指标都显示了总需求出现了一定程度的回落。但另一方面市场又担忧总需求回落过快而出现谨慎心理。总需求回落快慢的犹豫不决与估值水平的支撑，使得市场对下行空间又比较保守。

图表 1 4 月份 PMI 与新订单指数出现回落



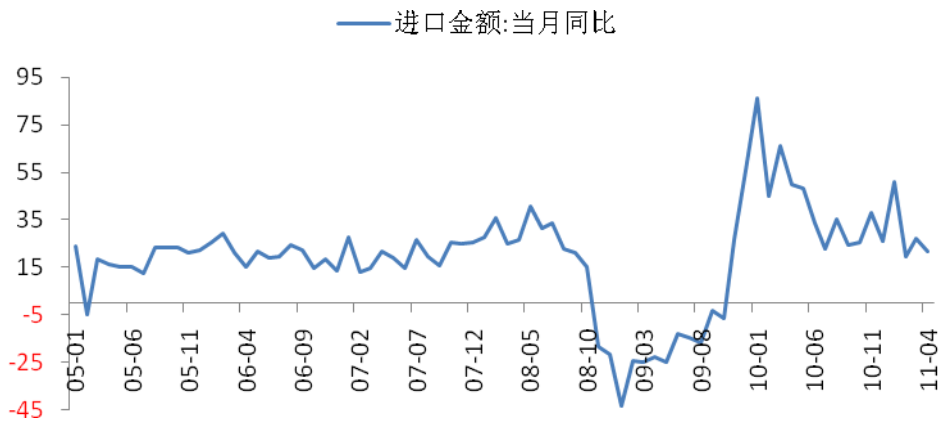
数据来源: wind 注: 新订单为右轴

图表 2 工业增加值下滑



数据来源: wind

图表 3 进口增幅下滑



数据来源: wind

图表 4 估值支撑: 市场难以大幅下滑



数据来源: wind

2、政策预期逐步实现

政策的目标在于抗通胀与调结构, 保增长相对滞后。

- 1、从抗通胀看, 需求出现预期中的回落, 对未来通胀有利, 只是目前仍未看到有效回落;
- 2、海外大宗物品价格的天花板可能出现, 未来输入型通胀压力未必很大;
- 3、行业政策预期, 政策预期的地产销量下滑兑现, 保障房建设也在兑现; 政策未预期的汽车销量和产量, 目前市场分歧较大, 我们认为日本地震的系列影响更大, 而非实际需求的回落。

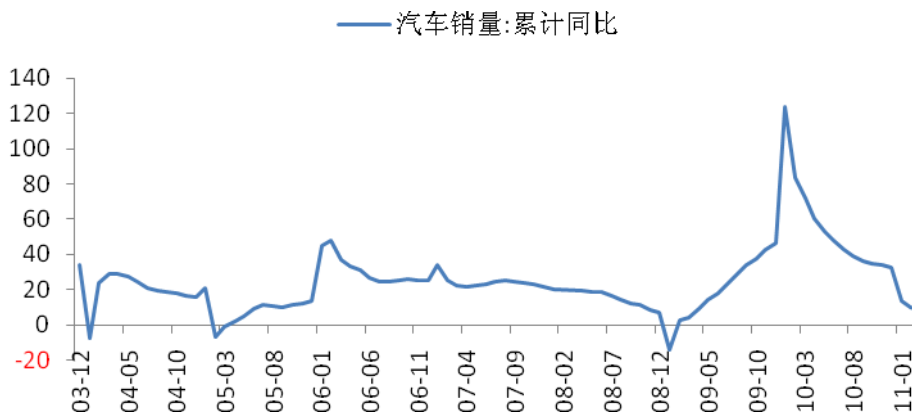
如果无保障房对冲, 汽车和地产两个关联度极长的行业下滑, 将使保增长迅速成为核心目标。

图表 5 商品房销售面积回落



数据来源: wind 华创证券研究所

图表 6 汽车销售回落超预期



数据来源: wind

图表 7 通胀依然未见回落



数据来源: wind

3、市场摆脱上下两难的前提

此前市场出现大幅回落的主要原因在于，市场担心紧缩政策导致经济大幅回落，而通胀没有有效回落，我们对经济增长依旧不担忧，认为市场摆脱上下两难的催化剂在于：

- 1、保障房建设顺利进行；从我们持续跟踪的情况看，保障房建设基本如预期进行；
- 2、汽

车产销恢复正常，如果是日本地震影响，作为确定性恢复的事件，市场预期将提前反应；3、政策面以维持为主，不再加强力度，5 月份无加息举措。

目前看，我们认为第 1 点将兑现，第 2 点将在 9 月份前后兑现，第 3 点仍需观察，目前维持近期观点，对市场不过度悲观，市场维持上下两难的走势。

二、 固定资产投资持续超预期：机会与风险并存

固定资产投资持续超预期得到进一步验证，预期此种状况将延续。一方面固定资产投资保持较高水平，可以有效对冲经济下滑，为随后可持续的出口或消费需求积蓄；另一方面也具备一定负面影响：1、投资高速时代，信贷水平一般很难抑制，同时往往伴随阶段性通胀问题，甚至（类似过度繁荣性）泡沫出现；2、资金需求过大且被沾附在重点项目，资金分布不均。资金的行业分布不均，很多行业或者企业获得资金难度加大，成本显著上升，尤其是如果某段时期过度收紧流动性，容易造成阶段性（衰退）危机事件。因此固定资产投资贡献较大的时期，往往给人相反的结论，既有过热担忧，局部又存在衰退风险，政策也将摇摆不定，导致股票市场大幅波动。

1、 固定资产投资持续超预期

2011年以来固定资产投资都保持了较高的增速，统计数据显示4月份固定资产投资继续超预期，中西部增长模式确立所引致的中西部固定资产投资将在较长时间内保持较高增速，从4月份用电量看，西部地区增速依旧较快，如内蒙古、甘肃、宁夏、新疆分别达到22.3%，17.5%，18.1%和34.8%，有的省份用电绝对量比3月还高。我们在上周详细讨论了近阶段投资保持主导地位的原因，即不管是有意还是被迫，其对经济的主导作用短期难以改变。固定资产投资状况很可能持续超出市场预期。

图表 8 固定资产投资持续高位



数据来源: wind

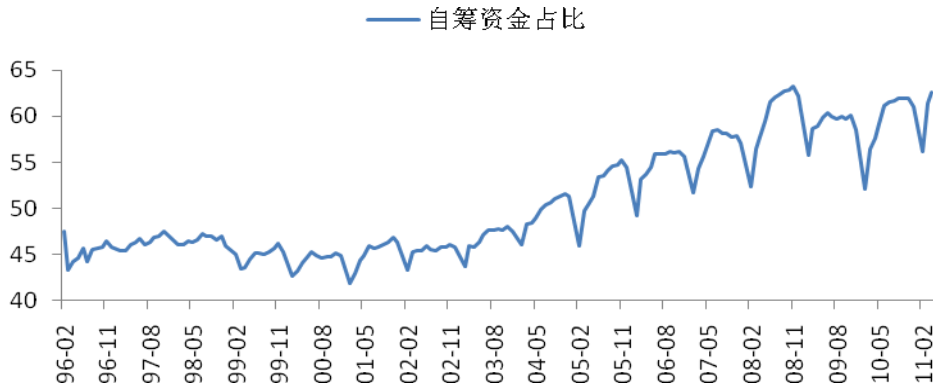
2、 投资持续过高的影响：泡沫风险与阶段性衰退风险

固定资产投资持续保持高位，一方面为后续持续需求到来做积蓄，缓冲经济下滑风险，但负面影响也比较显著：

1、投资本身是信贷的前奏，只要建设用地审批，投资计划下达，信贷一般会跟上，会导致回收流动性的效果被打折。投资高速时代，一般伴随阶段性通胀高企，甚至（过度繁荣性）泡沫出现；

2、信贷或者资金需求过大，往往导致资金被沾附在重点项目。此种情况导致资金的结构分布不均，很多行业或者企业获得资金难度加大，成本显著上升，尤其是如果某段时期过度收紧流动性，容易造成阶段性（衰退）危机事件。因此固定资产投资贡献较大的时期，往往给人相反的结论，似乎过热，但某些局部又是衰退迹象，会看到政策摇摆不定，股票市场上上下下。目前固定投资资金来源中自筹资金在不断增加，可能是这方面的一个信号。

图表 9 固定资产投资中自筹资金占比不断攀升

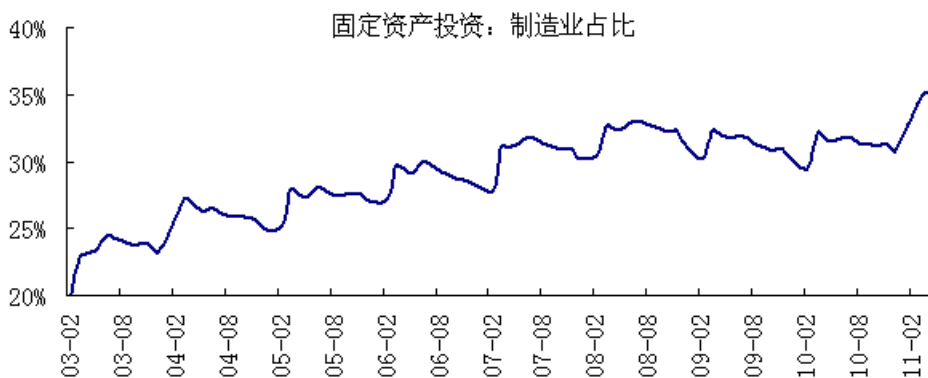


数据来源: wind

3、 固定资产投资新方向：制造业占比扩张

固定资产投资方向看，此前主要为公共品投资，但今年以来制造业投资占比在快速扩张，达到历史最高值，可能两个解释：1、“十二五”开局之年，各地投资冲动的确异常，并已付诸实施；2、近两年的制造业投资一直相对被抑制，随着需求的不断扩张，今年制造业投资迅速恢复；如果此种状况得以延续，制造业投资扩张如果具备需求的可持续，可能是整个经济体扩张具备稳定性。但未来国内需求如果未有效启动，未来产能过剩的问题将再次出现。

图表 10 固定资产投资中制造业占比不断升高



数据来源: wind 华创证券研究所

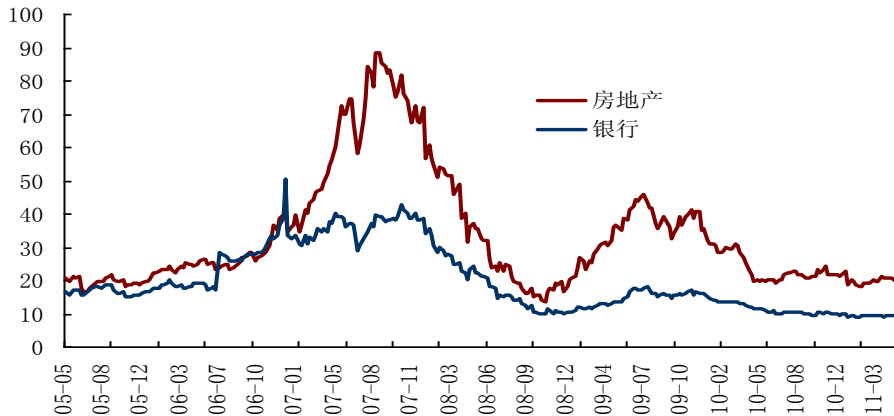
三、 行业配置：仍无显著投资机会

目前市场呈现上下两难局面，行业层面仍无显著差异性投资机会，继续关注部分低估值行业与受益于投资超预期的行业，低估值行业主要为银行和地产，其中银行业中，近期大型银行显著优于小型银行，体现出紧缩政策影响程度；预期地产行业政策以维持为主，部分地产股近期下行空间有限。保障房建设如预期进行以及投资持续超预期，使得部分建材类公司具备需求面支持。

➤ 估值支撑使得很多行业下行空间不大

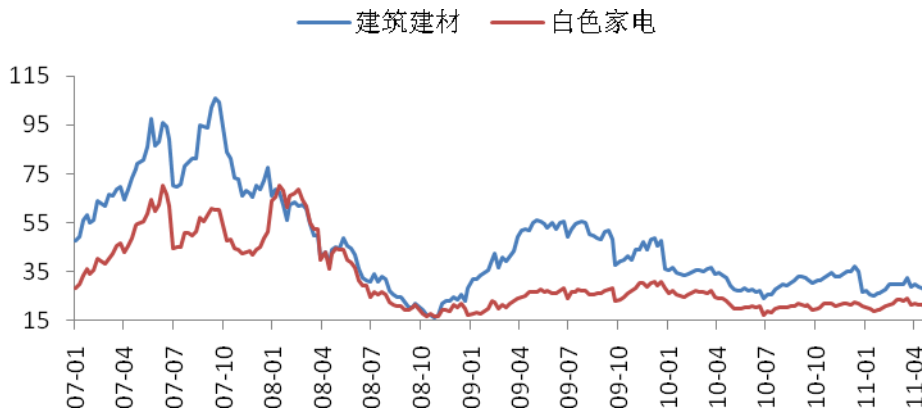
目前市场整体估值处于历史低位，行业方面亦有很多行业目前处于估值的地板上，而这些行业目前大幅下跌的空间很小。在复杂的市场条件下，这些行业可以获取相对收益，例如银行、房地产、建筑建材、白色家电等。

图表 11 银行地产估值水平



数据来源: wind

图表 12 建筑建材和白色家电估值水平



数据来源: wind

➤ 投资持续超预期受益行业

固定资产投资持续高速表明投资依然非常确定，投资目前依然是经济的主导，这种状况短期内难以改变。二季度各地投资很可能维持高景气阶段，随着保障房建设的全面开工，景气度可能延至三季度，建材等持续受益于投资需求拉动。另外，制造业投资呈现扩大迹象，如果此种情况延续，同时大宗商品价格出现天花板，将使得中游制造业盈利持续受侵蚀的状况得以改善，部分需求稳定的制造业继续关注，如家电等。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801