

## 11 月经济数据好坏参半，关注稳增长政策落地情况

### 一、重要信息点评

1. 11 月经济数据小幅回升。规模以上工业增加值两年平均增长 5.4%，增速较上月回升 0.2 个百分点。具体来看，制造业和公共事业两年平均增速较上月有所抬升，而采矿业较上月下滑 0.6 个百分点。从工业品产量看，增速上升最多的产品是工业机器人和智能手机，下降最多的是工业原材料和金属切削机床。随着未来政策上对于稳的要求进一步上升，基建支出进度上升、地产压力边际缓解之下，工业生产或有一定支撑。

投资数据方面，基建不升反降、地产下滑斜率趋缓、制造业大幅上升。11 月固定资产投资、基建、房地产、制造业投资两年平均增速分别为 3.89%、1.56%、6.40%、4.75%。（两年平均增速分别为 3.93%、1.86%、6.75%、3.99%。）基建两年平均增速略微下滑 0.04 个百分点，不及预期，一方面因为严寒天气拖累施工进度，另一方面也与地方债发行诉求和用途之间存在衔接问题、形成实物工作量的滞后性以及地方隐性债务约束持续存在有关。制造业投资两年同比大幅上升或与 2019 年低基数和政策端对制造业呵护意味较高有关。房地产投资继续走弱，但下行斜率已经趋缓，两年复合增速 3.1%，较上月小幅回升 0.1 个百分点，各分项均有一定修复，销售和新开工面积增速仍然为负，但较上月分别回升 3.2 个和 6.5 个百分点，竣工增速由-8.28%转为 9.08%，对地产加速下行趋势形成托举。

服务消费方面，商品消费逐渐修复，但服务消费压力犹存，就业仍有结构性压力。11 月社会消费品零售总额两年平均增速 4.45%，较上月下滑 0.15 个百分点，其中商品零售平均增速 5.3%，较上月回升 0.3 个百分点，餐饮收入平均增速-1.66%，较上月下滑 3.06 个百分点，商品消费逐渐超过 2020 年底水平，但服务消费下滑幅度较大，反映出疫情对居民生活半径和消费情境的压制，往后看，随着疫情逐渐向流感化演变、防疫措施经验累积、稳增长基调下促消费政策的逐步出台或会促使社零增速逐步回暖。就业方面，11 月全国城镇调查失业率 5.0%，31 个大城市城镇调查失业率 5.1%，就业状况比上月略有恶化，16-24 岁人口调查失业率上行 0.1 个百分点，就业仍存结构性压力。

2、近期财政部已向各地提前下达了 2022 年新增专项债务限额 1.46 万亿元，明确重点用于 9 个大的方向：交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程，在财政政策提升效能基调下，此次专项债提前批额度下达较早，规模充足，2022 年财政支出节奏回归前置，一季度专项债发行和使用效率有望提高，专项债资金倾斜或将对交通设施和能源行业投资形成有效拉动，同时发改委表态专项债配套项目充足，预计一季度基建投资可见反弹。

3. 美联储 FOMC 议息会议表态较之前有所转鹰，本次表态鹰鸽参半。Taper 确认加速，预计将于 2022 年 3 月结束，加息预期提前，删除通胀暂时性表述，并上调通胀预期，对就业的预期更乐观。鲍威尔称美国的高通胀是加速缩减购债的原因，缩减购债结束和开始加息之间不会间隔太长时间。本次 Taper 加速和加息点阵图提前展现鹰派立场，但同时并无超市场预期政策，预期引导中进一步切割 Taper 与加息，打消市场对 Taper 和加息同时进行的疑虑，同时强调了相机抉择立场，负面预期落地下市场反应偏鸽。预计美联储二季度结束前加息风险不大，以我为主政策基调下海外加息前的流动性收紧格局对国内流动性制约不强，但仍需关注海外加息节奏可能带来的边际变化。

4. 美国商务部发布“实体清单”中未见国内 CXO 企业，消除了市场之前对于国内 CXO 企业被美国制裁的担忧。长期看，国内 CXO 行业具备产业链配套完善，工程师红利凸显，整体效率领先，具有产业竞争优势，国内 CXO 企业有望持续受益于全球订单往国内加速转移的行业趋势，短期看仍应关注结构性交易较为拥挤问题，非依赖赛道的自下而上选股策略应是未来主基调。

5. 国家市场监督管理总局公布《白酒生产许可审查细则(征求意见稿)》，其中规定生产年份酒的企业应如实标注所使用各种基酒的真实年份和比例且不许标注“特供”等字样，引发市场对缺乏积淀的中高端酒企产品的命名和包装标注的担忧，该政策对行业实质性影响不大，目前主流酒企以数字命名产品主要出于分级考虑，年份酒产品标注要求预计不会对主要产品的命名和标注造成影响，板块潜在催化剂为经销商大会、量价策略调整、潜在股权激励落地、渠道春节备货等，此外飞天茅台拆箱政策取消配合计划外投放下批价或趋稳定。

## 二、 市场影响因素

上周到期	500	上周投放	500	上周净投放	0
		7天逆回购投放	14天逆回购投放	28天逆回购投放	63天逆回购投放
上周五	2021/12/17	100	0	0	0
上周四	2021/12/16	100	0	0	0
上周三	2021/12/15	100	0	0	0
上周二	2021/12/14	100	0	0	0
上一周	2021/12/13	100	0	0	0
加总		500	0	0	0

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 19 日.

上周央行每日 OMO 投放 100 亿元, 同时每日到期 100 亿元, 共计净投放为 0. 此外, 12 月 15 日 9500 亿 MLF 到期的情况下, 当日通过 MLF 投放了 5000 亿元的流动性, 同时叠加降准维持流动性合理充裕。

上周新发专项债规模	28.09
上上周新发专项债规模	458.51
本月以来新发专项债	846.25
上月新发专项债	5761

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 19 日.

上周专项债新发仅 28.09 亿元, 本月以来共计新发 846.25 亿元。年末专项债发行明显进入尾声, 关注后续中央经济工作会议提出的“政策发力适当靠前”对专项债的推动作用。

指标	2021/11/19	2021/11/26	2021/12/3	2021/12/10	2021/12/17	趋势
高炉开工率:全国	48.62	48.20	47.79	46.69	46.41	↘
	2021/10/20	2021/10/31	2021/11/10	2021/11/20	2021/11/30	
日均产量粗钢重点企业(旬)	187.47	173.53	179.95	176.28	171.69	↘
	2021/11/14	2021/11/21	2021/11/30	2021/12/5	2021/12/12	
当周日均销量乘用车厂家批发过去5周平均	62,878.00	65,297.40	78,157.60	62,034.00	68,508.40	—
当周日均销量乘用车厂家零售过去5周平均	54,292.60	55,006.60	64,353.20	53,402.80	57,221.60	—

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 19 日.

高频经济数据方面, 高炉开工率持续走低, 仅录得 46.41, 为近 5 个月来的最低点。粗钢产量 12 月上旬数据尚未更新。乘用车销量数据近期维持震荡。

上周基金申报情况											
类型	普通混合	股票型	股票指数	ETF	联接	定开债	中短债	债券指数	其他债券	FOF	总计
数量	19	1	2	1	3	2	1	3	1	2	35

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 19 日.

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	混合型基金	偏股混合型基金	灵活配置型基金	平衡混合型基金	偏债混合型基金	股票型基金	主动股票	FOF基金	总计
上周	数量	20	16	12	7	1	0	4	20	2	3	55
	发行规模(亿元)	441.13	376.69	82.99	67.61	2.03	0.00	13.35	99.11	27.18	3.81	627.05
上上周	数量	20	17	19	14	0	0	5	12	1	6	57
	发行规模(亿元)	372.83	192.05	347.61	180.26	0.00	0.00	167.35	43.68	9.25	76.85	840.98
本月以来	数量	47	39	42	28	1	0	13	43	3	10	142
	发行规模(亿元)	1052.27	797.05	542.71	333.54	2.03	0.00	207.14	197.00	36.43	89.34	1881.33

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 19 日.

基金申报方面, 上周共计申报基金 30 支, 其中普通混合型基金 19 支, 债券类基金 (7 支) 与股票类基金 (7 支) 数量一样。发行一边, 上周基金发行规模较上上周有所回落, 其中债券型基金发行规模有所上升, 股票型基金及混合型基金发行规模则有所下滑。

	上证主板	深证主板	创业板	科创板	北证	
上周 ipo 2021/12/13- 2021/12/17	数量	2	0	4	2	
	募资净额 (总计)	23.2986596	--	72.1329711	261.47471	--
	周末市值 (总计)	201.288043	--	920.575072	2217.71674	--
	平均涨幅	66.31%	--	125.00%	-7.12%	--
	最大涨幅股票	梦天家居	--	C 华研	嘉和美康	--
	上市日期	2021/12/15	--	2021/12/15	2021/12/14	--
	最大涨幅	74.26%	--	216.09%	1.65%	--
	最大跌幅股票	物产环能	--	C 迪阿	百济神州-U	--
	上市日期	2021/12/16	--	2021/12/15	2021/12/15	--
	最大跌幅	58.37%	--	32.67%	-15.89%	--
上上周 ipo 2021/12/06- 2021/12/10	数量	0	0	8	3	
	募资净额 (总计)	--	--	60.7852326	78.6230016	--
	周末市值 (总计)	--	--	407.799415	496.343103	--
	平均涨幅	--	--	65.73%	12.21%	--
	最大涨幅股票	--	--	粤万年青	东芯股份	--
	上市日期	--	--	2021/12/7	2021/12/10	--
	最大涨幅	--	--	223.00%	54.90%	--
	最大跌幅股票	--	--	家联科技	迪哲医药-U	--
	上市日期	--	--	2021/12/9	2021/12/10	--
	最大跌幅	--	--	16.76%	-21.83%	--

注: 涨跌幅为 ipo 至当周五收盘的涨跌幅, 平均为算数平均值, 金额单位为亿元

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 19 日.

新股发行发行, 上周共有 8 支股票 IPO, 较上上周的 11 支有所减少。其中, 创业板上市的股票表现较好, 平均涨幅达 125%, 而科创板上市的股票则表现较差, 平均涨幅仅-7.12%。

### 三、 市场表现回顾

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
中小板指	-2.49	0.25	2.74
偏股混合型基金指数	-2.28	-1.84	7.57
上证50	-2.23	3.59	-9.94
沪深300	-1.99	2.54	-4.92
万得全A	-1.02	0.81	8.92
创业板指	-0.94	-1.75	15.78
中证500	0.11	0.85	14.88

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 19 日.

上周 A 股主要板块除中证 500 小幅上涨 0.11% 外, 其余板块均出现了一定幅度的回调, 其中跌幅最大的中小板指跌 2.49%。偏股基金指数跌 2.28%。一定程度上反映了上周出炉的经济数据中消费、基建及就业不及预期导致市场对后续经济走势产生了一定的悲观情绪。

今年以来结构分化剧烈，中小盘指数表现优于大盘指数，其中中证 500 和创业板分别涨 14.88%和 15.78%，上证 50 和沪深 300 分别跌 9.94%和 4.92%，偏股基金指数涨 7.57%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
绩优股指数	-3.46	0.26	-20.52
高市净率指数	-3.01	-0.66	5.66
茅指数	-2.73	2.11	-4.39
高市盈率指数	-2.31	-4.64	19.43
大盘指数	-1.98	2.07	-4.01
小盘指数	-0.23	-0.70	21.29
低市盈率指数	-0.11	4.34	-9.50
低市净率指数	0.89	5.17	4.47

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 19 日.

上周 A 股各风格指数中，仅低估值类的资产及小盘股表现较好，其中低 PB 指数上涨 0.89，为所有风格指数中唯一上涨的；另一方面，跌幅最大的绩优股指数则下跌 3.46%，背后的原因可能与消费行业本周的回调有关。

今年以来，小盘指数和高估值资产涨幅较高，分别实现涨幅 21.29%、19.43%，绩优股和低 PE 指数表现较差，分别跌 20.52%、9.50%。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
美容护理	-4.10	电力设备	-4.55	家用电器	-23.27
家用电器	-3.98	有色金属	-4.20	非银金融	-17.16
有色金属	-3.81	国防军工	-3.83	社会服务	-14.41
汽车	-3.60	汽车	-3.65	房地产	-13.52
食品饮料	-3.35	医药生物	-3.13	农林牧渔	-10.83
建筑装饰	4.17	建筑装饰	8.68	钢铁	36.33
环保	4.93	建筑材料	8.77	基础化工	37.02
煤炭	5.10	公用事业	9.14	有色金属	43.49
传媒	6.30	传媒	10.89	煤炭	45.13
公用事业	6.54	煤炭	11.94	电力设备	54.89

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 19 日.

上周申万 28 个行业中，受到基建发力预期的影响，基建相关的公用事业、环保及建筑装饰等行业涨幅较大，其中上涨最多的公用事业行业单周涨幅达 6.54%。而作为顺周期行业的煤炭也在多因素的带动下上涨 5.10%：一方面，中央多次强调谨防“运动式减碳”；另一方面，市场预期部分传统企业在未来进行新能源转型时可能对于煤炭需求反而有所增加。另外，本月以来受到“元宇宙”概念带动表现较好的传媒行业单周也上涨 6.30%。下跌行业方面，美容护理行业上周下跌 4.10%，跌幅最大。而随着中央经济工作会议再次提及“房住不炒”，

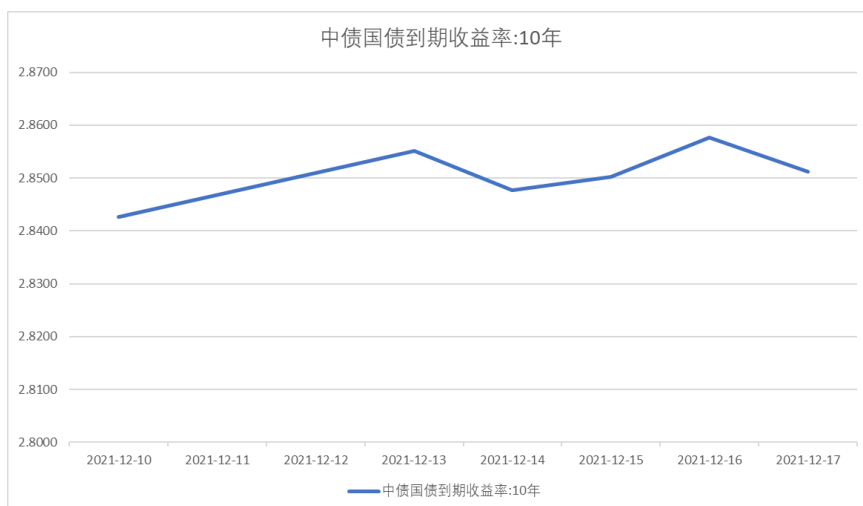
叠加消费迟迟没有明显回暖，家用电器行业上周也下跌 3.98%，仅次于美容护理行业。同时，食品饮料在周四山西汾酒宣布更换领导后带动板块周四周五两天连续下跌，全周跌幅达 3.35%。此外，上周二有媒体称美国将要对中国的部分生物医药企业进行打压，而对于进入实体名单一事影响最大的 CRO 企业在具体名单还没有公布时便应声下跌。虽然事后公布的实体名单中并没有这些 CRO 企业，且部分 CRO 公司的股票随即出现了一定程度的回升，但升幅并不明显。这一现象可能反映了 CRO 赛道此前的拥挤度过高，资金减持后并没有急于回补。另外，隆基股份周四晚间调降硅片价格，带动电力设备行业周五单日大幅下行 2.27%，全周跌 1.38%。

今年以来，电气设备和煤炭、有色、化工、钢铁等上游行业表现较好，家电、非银金融、社会服务、房地产、农林牧渔行业表现较差。后续需要观察医药、新能源等前期交易较为拥挤的赛道是否会持续剧烈波动，同时关注稳增长的落地带来的投资机会。

上周以来利率变动					本月以来利率变动					今年以来利率变动				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	4	-2	-1	1	国债	7	-1	2	3	国债	-15	-24	-23	-29
国开债	6	-8	-6	0	国开债	4	-7	-6	-1	国开债	-12	-34	-39	-44
AAA信用债	1	0	0	-	AAA信用债	-2	-4	-2	-	AAA信用债	-39	-47	-41	-
AA+信用债	-1	-2	-1	-	AA+信用债	-2	-6	-4	-	AA+信用债	-49	-72	-69	-
AA信用债	-1	-6	-8	-	AA信用债	-3	-12	-12	-	AA信用债	-74	-49	-39	-
AA-信用债	-1	-6	-8	-	AA-信用债	-3	-11	-11	-	AA-信用债	-51	-30	-27	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 19 日.

债券市场方面，上周国内主要债券中，1 年期国债、国开债、AAA 级信用债及 10 年期国债分别 4BP、6BP、1BP 及 1BP。其余券种则下行 0-8BP。其中 5 年期 AA 及 AA-信用债均下行 8BP，显示上周信用下沉收益较好。从 10 年期国债收益率的走势来看，债券市场上周表现较为震荡，一方面 11 月经济数据显示目前整体经济并不乐观，另一方面上周央行流动性仅为合理宽裕，5000 亿 MLF 仅为到期数量 9500 亿的一半左右，虽然降准可以对冲一定的流动性缺口，但短时间内仍会对流动性造成一定的冲击。此外，在降准后市场对于降息的博弈可能更为剧烈，同时房地产市场的前景并不明朗也加剧了债券市场的波动。



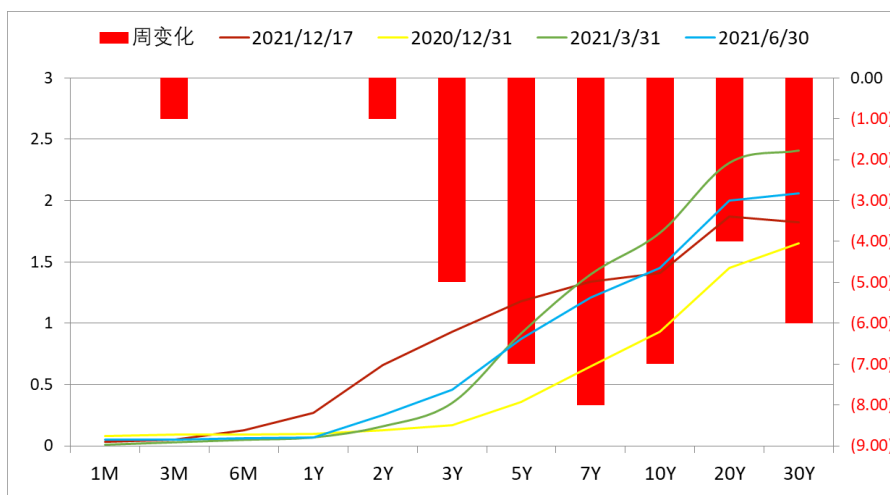
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 19 日.

今年以来, 债券市场利率整体呈下行走势, 其中信用债下行幅度大于利率债, 1-5 年期信用债下行 27—74bp 不等。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
纳斯达克指数	-2.95	-2.37	17.70
标普小盘600	-2.36	0.15	20.22
标普500	-1.94	1.17	23.02
标普中盘400	-1.86	0.72	18.27
道琼斯工业指数	-1.68	2.56	15.55

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 19 日.

美股方面, 上周美国主要股票指数均出现一定程度的下跌, 其中道琼斯工业指数下跌 1.68%, 跌幅最小; 纳斯达克指数下跌 2.95, 跌幅最大。加息预期进一步提前以及市场对于美国经济后续走势的担忧带动了美股本周的下跌。不过值得一提的是, 在美联储 15 日的 FOMC 会议之后, 美股当日反而是上涨的, 说明市场对于 Taper 加速一事并没有感到意外。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 19 日.

美债方面, 上周美国各个期限国债除 1M 及 6M 未变动外, 其余均出现了不同幅度的下行, 其中 7Y 下行 8BP, 幅度最大。美债的上行与美股的下行较为一致的指向了美国经济的复苏可能将出现一定程度的放缓。而对于再次走高的通胀, 虽然美联储放弃“暂时性”一词, 但债券收益率的反应并没有体现出过度的担忧, 一定程度上暗示了市场预期美联储有能力和决心通过加息等方式有效遏制通胀进一步上行。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 19 日.

#### 四、 资产配置观点

指标	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	趋势
PMI	51.30	50.60	51.90	51.10	51.00	50.90	50.40	50.10	49.60	49.20	50.10	拐头向上
工业增加值: 当月同比; 两年平均	9.54	6.27	6.23	6.81	6.58	6.54	5.60	5.45	4.98	5.19	5.39	——
固定资产投资完成额: 累计同比; 两年平均	0.00	0.96	2.65	3.71	3.99	4.46	4.18	4.20	4.00	3.93	3.89	——
固定资产投资完成额: 制造业: 累计同比; 两年平均	0.00	-3.02	-1.47	0.26	1.28	2.59	2.63	3.12	3.60	3.99	4.75	↗
房地产开发投资完成额: 累计同比; 两年平均	0.00	7.59	7.67	8.44	8.60	8.25	7.95	7.70	7.19	6.75	6.40	↘
社会消费品零售总额: 当月同比; 两年平均	0.00	3.14	6.30	4.34	4.52	4.92	3.59	1.50	3.85	4.60	4.45	——
社融存量: 同比	13.00	13.30	12.30	11.70	11.00	11.00	10.70	10.30	10.00	10.00	10.10	低位企稳
M2: 同比	9.40	10.10	9.40	8.10	8.30	8.60	8.30	8.20	8.30	8.70	8.50	低位
社融-M2	3.60	3.20	2.90	3.60	2.70	2.40	2.40	2.10	1.70	1.30	1.60	拐头向上
CPI: 当月同比	-0.30	-0.20	0.40	0.90	1.30	1.10	1.00	0.80	0.70	1.50	2.30	↗
PPI: 全部工业品: 当月同比	0.30	1.70	4.40	6.80	9.00	8.80	9.00	9.50	10.70	13.50	12.90	拐头向下

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 19 日.

11 月宏观图景喜忧参半, 呈现一定复杂性, 工业生产回暖, 商品消费表现较好, 制造业投资大幅增加, 竣工加速托举地产投资, 进出口韧性犹存, 但基建投资下行, 服务消费受疫情压制由正转负, 就业略有结构上的恶化。11 月 PPI 环比较上月大幅下滑 2.5 个百分点, 南华工业品指数明显走弱, “保供稳价”政策效果显现, 前期压制制造业生产的因素明显缓解, 因此制造业景气面有所扩大并逐步传导至中下游行业, 特别是高技术制造业、装备制造业和消费品等自身周期



向好的行业，景气扩张进一步加快，此前工业上游与中下游走势分化演绎至极致的局面在 11 月开始反转。房地产投资数据止跌，制造业投资回暖推动工业增速小幅上行。这点从社融数据也有验证，社融企稳反弹，限产限电政策边际放松后工业生产逐步修复，但仍应注意信贷数据低于预期，结构未见明显改善，宽信用效果略不及预期，尽管房地产融资政策出现转折，但房地产新开工、投资数据的趋势回升仍需时间，消费、制造业投资恢复相对温和，跨周期与逆周期有机结合背景下基建明年有望发力，经济的反转仍需等待政策逐步发力，明年经济运行节奏主要取决于政策出台时点及力度，这点仍需观察，2022 年 1 季度开门红可期。

收益率					收益率5年分位数				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	2.32	2.57	2.72	2.85	国债	0.19	0.13	0.13	0.09
国开债	2.44	2.64	2.87	3.10	国开债	0.17	0.06	0.06	0.06
AAA信用债	2.72	3.01	3.34	-	AAA信用债	0.11	0.05	0.06	-
AA+信用债	2.83	3.16	3.51	-	AA+信用债	0.09	0.05	0.04	-
AA信用债	3.02	3.77	4.21	-	AA信用债	0.07	0.11	0.07	-
AA-信用债	5.37	6.12	6.56	-	AA-信用债	0.21	0.41	0.30	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 19 日.

	R001	R007	DR001	DR007
上周五	1.90	2.30	1.84	2.11
较上上周变化(BP)	5	2	4	-3

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 19 日.

债券市场方面，周三降准落地，MLF 平价缩量续作 5000 亿，本次中长期资金投放金额 7500 亿，基本符合市场预期，体现央行呵护态度，预计未来一段时间流动性仍为中性偏宽松。未来一段时间对市场影响最大的因素在于稳增长政策的进一步出台以及效果的显现。当前时间点债市处于宽货币政策落地、宽信用政策将要发力但效果未知的阶段，未来一段时间的政策组合为以财政为主要抓手，房地产调控边际缓解但仍未全面性放松，基本面的走势取决于基建托底的效果强弱和房地产下行的斜率是否放缓，在地方隐形债务压力和房住不炒基调下，宽信用节奏仍需观察，但在这个过程中，宽信用的政策出台和预期扰动仍会对债市呈压制作用，在会议定调强调财政前置后，预计 1 季度是政策发力的集中体现期，但考虑到年初前宽信用会有宽货币的动作支撑，债市仍维持震荡。鉴于此次表态为逆周期与跨周期的有机结合，若一季度实现了良好开局，二季度政策或再次转为收敛，春节后仍需警惕定价逐渐由宽货币转向宽信用的风险。短期看，维持债市利率以 2.95 为中枢，在 2.8-3.05 区间内波动的判断，债市或以窄幅震荡为主，

或可关注央行跨年窗口短期资金的对冲操作为市场带来的波动，警惕春节前后因信贷投放旺季、财政政策预期较强、股市两会日历效应等因素下的回调风险。长期看，预计本轮能源危机、全球供需缺口和通胀格局将持续到明年年中，成为2022年全球经济的重要特征，但在政策推动下国内通胀压力或已见顶，煤炭价格的超预期上涨及食品项价格大幅反弹偏暂时性因素，蔬菜价格影响偏短期，猪肉周期尚未见明确拐点，预计直到明年年中前通胀问题不会对货币政策形成掣肘，货币政策仍会维持稳中偏松状态。财政政策明显加大稳增长权重，信用宽松预期升温，预计目前至2022年一季度以财政政策前置发力及地产政策纠偏为代表的宽信用政策会托底经济并带动社融企稳回升，市场宽信用预期增强叠加宽货币政策的背景下，长债利率呈震荡格局。此后2、3季度，随着稳增长政策逐步带动经济企稳，货币政策或会有所收敛，对债市造成一定压力。后续仍需重点观察基建拖底效果、房地产下行斜率、宽信用效果及出口回落情况。

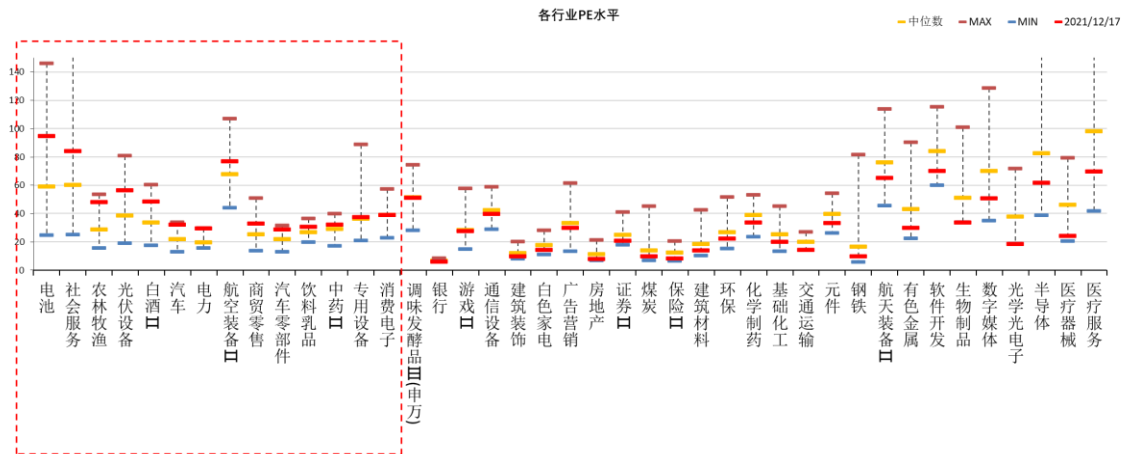
指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	11.57	10.12	1.47	5.55	0.68	0.63	0.90	0.91
沪深300	14.25	11.94	1.73	3.92	0.68	0.61	0.91	0.88
中小板指	37.29	25.88	4.44	-0.41	0.92	0.79	0.76	0.51
创业板指	66.17	41.66	8.82	-1.58	0.90	0.85	0.93	0.85
中证500	20.40	16.67	2.00	1.81	0.11	0.14	0.40	0.24
万得全A	20.20	15.83	2.05	1.85	0.61	0.48	0.71	0.52

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2021年12月19日.

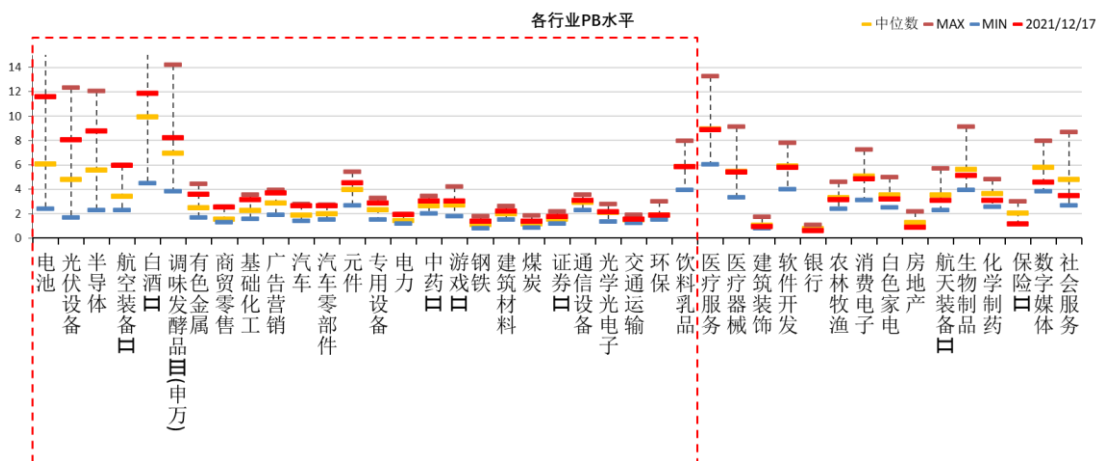
	一季度末	二季度末	三季度末	上月末	上周五	
利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/11/30	2021/12/17	趋势
上证50	2.56	16.34	19.48	19.80	24.99	↗
沪深300	7.68	20.33	21.34	19.86	21.60	↗
中小板指	33.66	34.66	24.05	13.05	13.55	↘
创业板指	45.65	42.11	36.41	21.40	22.69	↘
中证500	2.30	47.95	57.76	53.69	45.33	↘
万得全A	11.91	29.27	33.66	30.74	30.69	—

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2021年12月19日.

目前市场预期2021年全年上市公司利润增长转为下行，近期2021年A股利润增长预期维持在30%附近，中小板、创业板、中证500业绩增长预期已经开始下行。万得全A预测PE15.83倍，处于48%分位水平，股权溢价率1.85%，处于52%分位水平。整体看A股估值处于合理水平。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 19 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 19 日.

分行业看，少数行业 PE 估值水平高于过去 5 年估值中位数，半数以上行业 PB 估值水平高于过去 5 年估值中位数，电池、光伏、汽车等行业估值较高，市场近期仍处于高估值风格与低估值风格轮动表现阶段。

目前我们对债券做中性偏谨慎配置，利率债短期内或以小波段机会为主，较难有大的趋势性机会，基本面不变的情况下 2.95 以上可参与，建议配置时强化宽信用落地情况跟踪及对政策的追踪。信用债在利率保持震荡的情况下相对利率债具有配置价值，或可关注中短久期 AA 城投票息收益非及民企地产债的介入机会。转债方面，转债市场整体价格和溢价率处于历史高位，债底保护效应较弱，市场波动加大，双低转债和债底保护较好的转债配置性价比有所提升，或可更多关注左侧景气反转的低价转债如消费复苏、汽车零部件等方向。权益方面做积极配置，中央经济工作会议对于经济“稳”的要求有所提升，提出以经济建设为中

心，政策诉求还是要一季度开门红和稳住宏观基本盘，短期内经济进一步下行的可能性不大，社融逐步企稳回升，风险偏好提升，权益市场中枢或会得到抬升，但仍偏结构化行情，分母端预期的重心将逐步转向 2022Q1 宽松强化，行情或会逐步转向低估值修复链条，结构上政策底已现且具备相对低估值优势的券商和基建产业链或会受益，跨周期与逆周期有机结合背景下，新老基建均可关注，新基建更符合高质量经济发展方向。随着 PPI 与 CPI 的剪刀差逐步收敛、预期明年促消费稳增长政策的出台，消费修复性行情逐步显现，K 型复苏下前期可选消费托底经济，后期大众消费全面复苏。短期内消费、金融及基建产业链等低估值板块或会有修复性行情，中期看，成长方向或会分化，待到岁末年初时或仍可关注消费电子、计算机板块及汽车电动智能化趋势下汽车电子及零部件机会，随着缺芯的逐步缓解，供应链问题的逐步缓解或会助推汽车产业链景气修复。综上，中期看债券中性偏谨慎配置，权益占优，积极关注未来一段时间的细化的产业政策、保障性住房建设、地产融资、基建发力及宽信用落地情况，关注消费、基建、非银金融领域配置机会。

**风险提示：**本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。