

## 经济会议定调稳增长，关注政策落地情况

### 一、重要信息点评

1. 12月20日，继存款准备金率下调后，1年期LPR较上期下调5bp，报价3.8%，5年期以上LPR与上期持平，基本符合市场预期，该操作主要源于稳增长诉求下，央行意在通过降低实体经济融资成本缓解经济下行压力。本次1年期LPR调降应能带动实体经济融资成本下行，而5年期LPR维持不变反映出在房住不炒基调下，当前房地产融资政策的放松主要意在避免全行业的流动性危机继续蔓延，需求端的全面放松尚不紧迫。本次LPR降息不涉及利率走廊的变动，消息公布后债市反映偏平淡，一方面LPR下调的会导致短期宽信用预期增强，从而对债券形成短期利空，而另一方面自LPR改革以来，每次LPR下调后都是政策宽松周期，下调政策利率的想象空间的打开又一定程度上利好债市，综合来看消息趋向中性，后续仍需关注一季度MLF利率的调整情况。

2. 近期房地产行业可见融资环境改善，融资资源优先向头部企业聚拢，融资端和拿地端逐步企稳，预计房住不炒基调下行业将逐步进入温和下行趋势，行业内部分化出清。央行银保监会联合印发《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，该通知重点支持优质房地产企业兼并收购一些出险和经营困难的大型房地产企业的优质项目，意在鼓励以行业内部重组整合的方式加速不良主体出清。从近期融资环境来看，龙湖集团、中国海外发展、碧桂园等行业内头部公司近期已成功发行公司债，而第三轮土拍结果显示尽管土地依然流拍，但流拍率较第二轮有所缓和，平均成交价略有增长，部分一二线城市局部区域有所回暖，尽管最终拿地方仍以城投、国企为主，但已有部分资金充足的房企开始顺势补充优质土储。

3. 民主党参议员Manchin突然反对拜登《重建美好未来》部分条款，预期该法案的投票将延期至明年，为美国经济复苏预期增添了不确定性，当天美股大跌，但之后在几个利好消息带动下反弹，22日辉瑞新冠口服药获美国FDA紧急授权，该药物被证明在症状开始后五天内给高危未接种疫苗的患者服用后可降低88%住院率，缓解了市场对Omicron疫情的担忧，此外，美国总统拜登表示仍可能与参议员曼钦达成协议使“重建更美好未来”计划获得国会通过。

4. 上周五新能源车板块突遇回调，或与几条消息有关，第一，三峡能源与三峡资本、中科海钠以及安徽省阜阳市政府签订了钠离子电池产线合作协议，共同建设 1 GWh 的钠离子电池规模化量产线，产线预计明年正式投产，引发该举动或会对新能源龙头现有市场业务带来冲击的担忧。第二，高工会上二线电池厂反馈明年电池需求是今年 3 倍起，引发市场对电池涨价下整车厂成本抬升、若整车厂涨价对销量的冲击及明年补贴退坡的担忧。我们认为这种调整或主要与市场结构调整有关，当前部分高景气赛道估值较高，交易相对拥挤，当前需持有谨慎态度，但双碳作为社会发展长期方向，在回调出充分空间后仍有参与价值。

5. 19 省区联盟中成药集采开标，此次集采涉及 17 个产品组 76 个药品，主要为临床使用量大、采购金额高的药品，中选率 62%，平均降幅 42.27%，优于市场预期，此前市场预期平均降幅 50%，本轮中成药集采带来的短期降价幅度较为温和，有望持续优化行业集中度，利好具备优质资源的中成药龙头企业，集采走量有望减少中间商环节，行业集中度提升也有助于建立中成药在适应症、分组、炮制方法等方面的统一的质量保障体系。此外，本周中药板块涨幅较高或也与其目前在医药板块中估值较低、具有较强的消费属性、持续受国家政策支持有关，且近期同仁堂部分产品提价、东阿阿胶去库存完成、片仔癀三季度高增长等消息也有一定催化作用。

## 二、 市场影响因素

上周到期	500	上周投放	1000	上周净投放	500
		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	2021/12/24	100	100	0	0
上周四	2021/12/23	100	100	0	0
上周三	2021/12/22	100	100	0	0
上周二	2021/12/21	100	100	0	0
上周一	2021/12/20	100	100	0	0
加总		500	500	0	0

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 26 日.

上周央行每日 OMO 投放 200 亿元,同时每日到期 100 亿元,共计净投放为 500 亿。元旦来临前央行开始为跨节假日流动性进行常规操作。

上周新发专项债规模	54.13
上上周新发专项债规模	28.09
本月以来新发专项债	900.38
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 26 日.

上周专项债新发仅 54.13 亿元, 本月以来共计新发 900.38 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	2021/11/26	2021/12/3	2021/12/10	2021/12/17	2021/12/24	趋势
高炉开工率:全国	48.20	47.79	46.69	46.41	45.99	↘
	2021/11/10	2021/11/20	2021/11/30	2021/12/10	2021/12/20	
日均产量:粗钢重点企业(旬)	179.95	176.28	171.69	193.43	189.05	低位回升
	2021/11/21	2021/11/30	2021/12/5	2021/12/12	2021/12/19	
当周日均销量:乘用车 厂家批发 过去5周平均	65,297.40	78,157.60	62,034.00	68,508.40	72,634.80	——
当周日均销量:乘用车 厂家零售 过去5周平均	55,006.60	64,353.20	53,402.80	57,221.60	61,335.00	——

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 26 日.

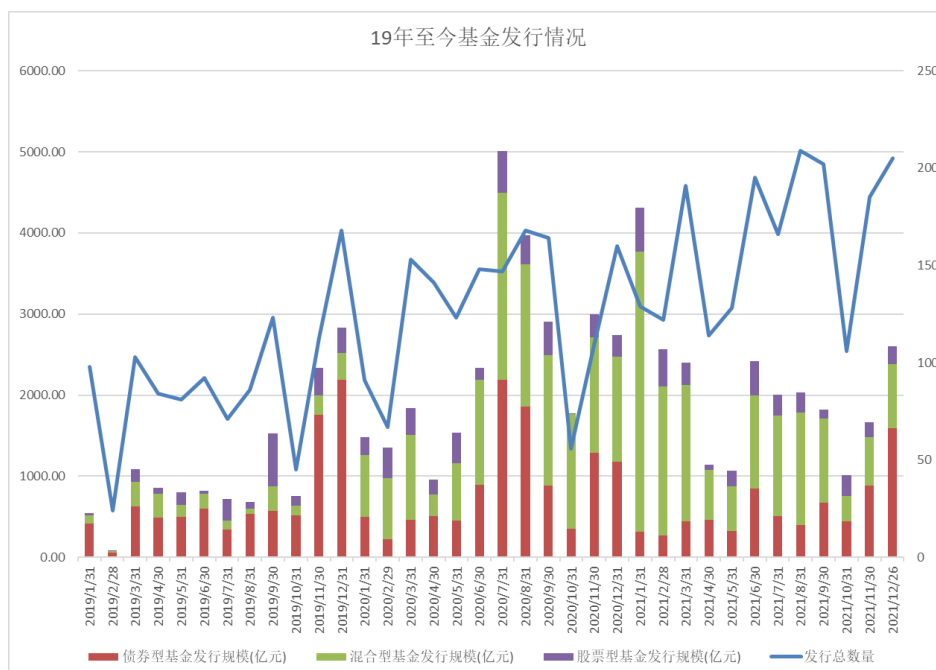
高频经济数据方面, 高炉开工率持续走低, 仅录得 45.99, 为近 5 个月来的最低点。粗钢产量 12 月上旬、中旬分别录得 193.43 及 189.05, 止住了此前连续下跌的势头, 后续在政策转向稳经济后有望企稳回升。乘用车销量数据近期维持震荡。

基金申报情况											
	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
上周	21	4	6	2	0	4	3	0	8	7	55
上上周	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 26 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	25	21	26	19	0	1	6	6	0	6	63
	发行规模(亿元)	535.41	391.91	249.36	204.61	0.00	2.15	42.59	23.46	0.00	10.23	818.46
上上周	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
本月以来	数量	72	60	68	47	1	1	19	49	3	16	205
	发行规模(亿元)	1587.68	1188.96	792.07	538.15	2.03	2.15	249.73	220.47	36.43	99.57	2699.79

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 26 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 26 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 55 支, 其中普通混合型基金 21 支, 债券类基金 (15 支) 高于股票类基金 (12 支)。发行一边, 上周基金发行规模较上上周有所上升, 近三个月来基金发行规模呈现较为明显的上升趋势。

		上证主板	深证主板	创业板	科创板	北证
上周ipo 2021/12/20- 2021/12/24	数量	2	1	7	3	0
	募资净额(总计)	34.2005879	4.545	76.4797522	80.284937	--
	周末市值(总计)	0	0	0	0	--
	平均涨幅	51.23%	44.01%	38.64%	94.13%	--
	最大涨幅股票	永安期货	长江材料	C超达	炬光科技	--
	上市日期	2021/12/23	2021/12/24	2021/12/23	2021/12/24	--
	最大涨幅	58.43%	44.01%	71.09%	145.14%	--
	最大跌幅股票	内蒙新华	长江材料	百诚医药	禾迈股份	--
	上市日期	2021/12/24	2021/12/24	2021/12/20	2021/12/20	--
	最大跌幅	44.04%	44.01%	-4.95%	22.39%	--
上上周ipo 2021/12/13- 2021/12/17	数量	2	0	4	2	0
	募资净额(总计)	23.2986596	--	72.1329711	228.70612	--
	周末市值(总计)	201.288043	--	920.575072	2210.91783	--
	平均涨幅	91.71%	--	50.09%	-18.17%	--
	最大涨幅股票	物产环能	--	华研精机	嘉和美康	--
	上市日期	2021/12/16	--	2021/12/15	2021/12/14	--
	最大涨幅	95.53%	--	94.50%	-12.15%	--
	最大跌幅股票	梦天家居	--	迪阿股份	百济神州-U	--
	上市日期	2021/12/15	--	2021/12/15	2021/12/15	--
	最大跌幅	87.90%	--	12.08%	-24.20%	--

注: 涨跌幅为ipo至当周周五收盘的涨跌幅, 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 26 日.

新股发行方面, 上周共有 13 支股票 IPO, 较上上周的 8 支有所上升。其中, 科创板上市的股票表现较好, 平均涨幅达 94.13%, 而创业板上市的股票则表现较差, 平均涨幅仅 38.64%。

### 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
创业板指	-4.00	-5.68	11.15
万得全A	-1.03	-0.23	7.80
偏股混合型基金指数	-0.95	-2.78	6.55
沪深300	-0.67	1.85	-5.56
中证500	-0.49	0.36	14.32
中小板指	0.04	0.29	2.78
上证50	0.35	3.95	-9.62

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 26 日.

上周 A 股主要板块除上证 50 小幅上涨 0.35%及中小板指上涨 0.04%外, 其余板块均出现了一定幅度的下跌, 其中创业板指在周五宁德时代下行 7.28%的拉动下回调 4.00%, 跌幅明显大于其他板块。偏股基金指数跌 0.95%。

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 14.32%和 11.15%, 上证 50 和沪深 300 分别跌 9.62%和 5.56%, 偏股基金指数涨 6.55%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
高市盈率指数	-5.14	-9.54	13.30
高市净率指数	-1.41	-2.06	4.17
小盘指数	-1.01	-1.70	20.07
茅指数	-0.76	1.34	-5.11
大盘指数	-0.67	1.39	-4.65
绩优股指数	-0.47	-0.21	-20.89
低市盈率指数	-0.31	4.02	-9.78
低市净率指数	0.34	5.53	4.83

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 26 日.

上周 A 股各风格指数的表现与板块指数的表现有一定程度的相似, 除低市净率指数上涨 0.34%外, 其余风格指数均出现了不同程度的下行; 其中成分股中含有宁德时代的高 PE 指数与高 PB 指数分别下跌 5.14%及 1.41%, 跌幅最大。

今年以来, 小盘指数和高估值资产涨幅较高, 分别实现涨幅 20.07%、13.30%, 绩优股和低 PE 指数表现较差, 分别跌 20.89%、9.78%。

上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅	
电力设备	-7.37	电力设备	-11.58	家用电器	-22.38
有色金属	-5.13	有色金属	-9.12	非银金融	-18.59
钢铁	-3.99	国防军工	-5.30	社会服务	-14.44
基础化工	-2.96	汽车	-3.79	房地产	-12.45
环保	-2.71	基础化工	-3.03	医药生物	-8.62
房地产	1.23	食品饮料	9.04	基础化工	32.96
商贸零售	1.31	公用事业	10.35	公用事业	33.07
建筑材料	2.37	传媒	10.62	有色金属	36.13
食品饮料	3.76	建筑材料	11.35	电力设备	43.01
农林牧渔	6.56	煤炭	12.22	煤炭	45.49

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 26 日.

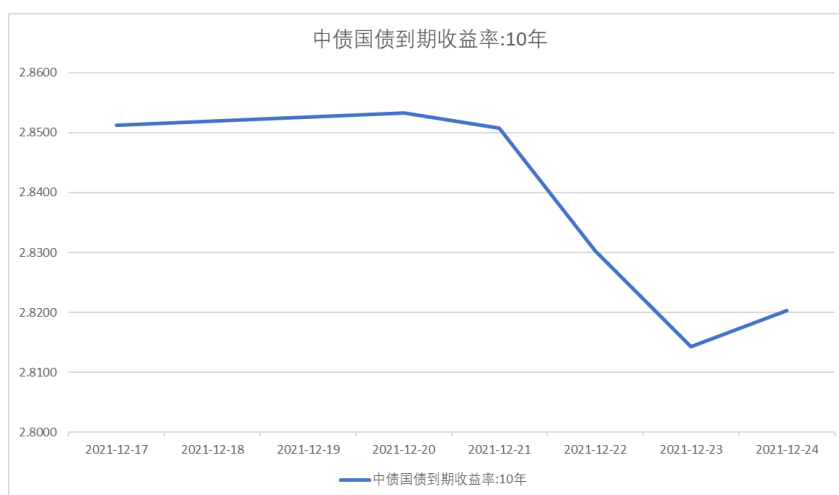
上周申万 28 个行业中, 跌幅最大的行业为大幅下行 7.37% 的电力设备行业, 其背后的原因一是行业龙头宁德时代出现大幅回调带动整个行业一并下跌; 二是市场担心目前电池厂需求太好导致碳酸锂价格上涨, 导致整车厂在补贴退坡的背景下被迫涨价从而带来整车需求下降。此外, 受到巨型锂矿带消息的影响, 市场预期电池中重要元素“锂(Li)”的价格未来有可能会大幅降低, 因此对此前同样表现较好的有色金属行业带来了一定的冲击, 单周下跌 5.13%。另一方面, 受“猪周期”见底预期的影响, 上周农林牧渔行业上周大涨 6.56%, 涨幅最大。同时, 部分城市有望进一步放松地产的消息带动房地产行业与建筑材料行业分别回升 1.31% 及 2.37%。而部分酒厂涨价的消息也带动食品饮料行业上周上涨 3.76%。

今年以来, 煤炭、电气设备、有色、公用事业、化工等上游行业表现较好, 家电、非银金融、社会服务、房地产、医药生物行业表现较差。值得注意的是, 本周是生物医药行业首次进入今年以来下行幅度最大的前五个行业, 主要是由于前期较为拥挤的 CXO 拖累导致。不过, 近期医药行业中的中药行业在集采开标后表现较好, 市场预计在价格并没有大幅下行的背景下有望放量。后续仍需观察 CXO、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	2	-1	-3	-3	国债	9	-3	-1	0	国债	-14	-26	-27	-32
国开债	0	2	-1	0	国开债	4	-6	-7	-2	国开债	-12	-33	-40	-44
AAA信用债	7	-3	-1	-	AAA信用债	5	-7	-3	-	AAA信用债	-32	-51	-42	-
AA+信用债	7	-1	1	-	AA+信用债	5	-7	-3	-	AA+信用债	-42	-74	-68	-
AA信用债	8	-4	-2	-	AA信用债	5	-16	-14	-	AA信用债	-66	-54	-41	-
AA-信用债	8	-4	-2	-	AA-信用债	5	-15	-13	-	AA-信用债	-43	-35	-29	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 26 日.

债券市场方面，上周国内主要债券中呈现出了一定的“短端收益上行，长短收益下行”。其中，一年期 AA 及 AA-信用债收益率上行最大，达 8BP；同时相同等级的 3 年期债券收益率下行幅度最大，达 4BP。债券市场的这种分化一方面体现了经济仍在下行，距离其企稳回升仍需一段过程；另一方面也体现了市场担心宽货币带来宽信用对债券形成较强的压制。同时，从十年期国债上周一、周二的表现来看，一年 LPR 调降 5BP 对于目前的债券市场影响更偏中性，而后续料市场将开始对全面降息开始进行一定的博弈。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 26 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 29—74bp 不等。

二级资本债	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
当前利率	2.8734	2.9521	3.1661	3.3224	3.4533
当前利差	15.54	13.42	24.48	23.57	20.49
利率分位数	0.219	0.106	0.126	0.061	0.096
利差分位数	0.154	0.03	0.14	0.09	0.037

数据来源:Wind, 中加基金. 分位数为 2019 年至今水平。利差为 AAA-二级资本债与 AAA-商业银行普通债之间的利差。时间截至 2021 年 12 月 26 日。

永续债利差	全部	AAA	AA+
上周五利差	18.98	18.71	46.27
上上周五利差	18.31086	18.08242	43.50073
上周五分位数	0.042	0.042	0.108
上上周五分位数	0.033	0.033	0.092

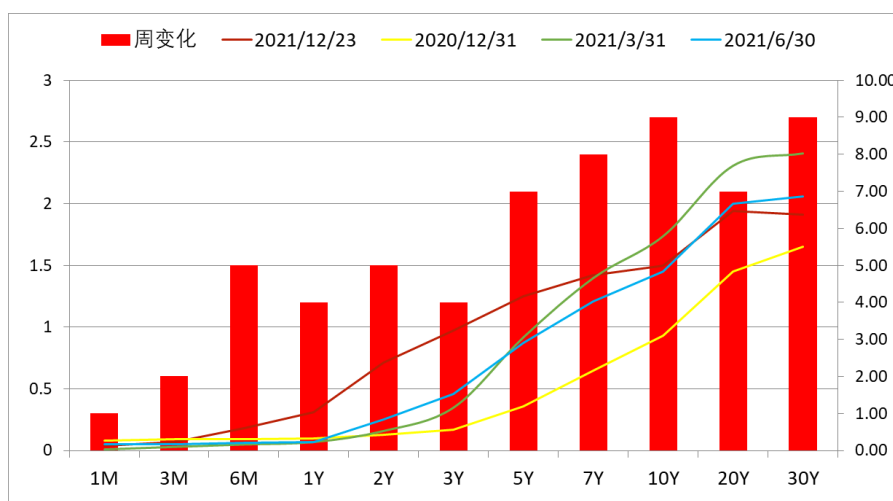
数据来源:Wind, 中加基金. 分位数为 2019 年至今水平。利差永续债与国开债之间的利差。时间截至 2021 年 12 月 26 日。

二级资本债与永续债方面，目前二级资本债利率及利差分位数，以及永续债利差分位数均处于历史较低水平，预计未来债券基金收益率将有所降低。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
道琼斯工业指数	1.65	4.25	17.46
标普500	2.28	3.48	25.82
标普中盘400	2.48	3.22	21.21
标普小盘600	3.14	3.29	23.99
纳斯达克指数	3.19	0.74	21.45

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 26 日.

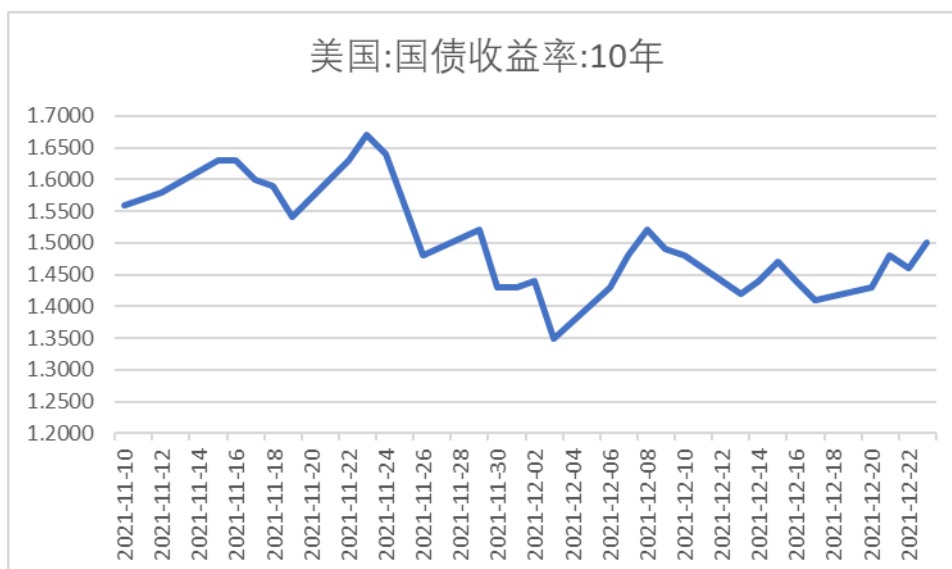
美股方面，上周美国主要股票指数在连续的回调之后出现了一定的反弹，其中道琼斯工业指数涨 1.65%，涨幅最小；纳斯达克指数涨 3.19%，涨幅最大。一方面反映了拜登 BBB 法案在曼钦表态后面临更大的变数，因此与之相伴的加税计划搁浅的可能性有所加大；另一方面，虽然美国 11 月 PCE 进一步走高，但是由于 PCE 的公布晚于 CPI，因此在二者没有明显背离的情况下市场对于通胀的担忧并没有加剧。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 26 日.

美债方面，上周美国各个期限国债全部上行，其中 10 年及 30 年期国债上行 9BP，幅度最大。部分市场参与者开始将通胀的高企与经济复苏联系在一起，因此市场较为一致预期的高通胀可能是在暗示经济复苏仍将持续一段时间。同时，圣诞假期的来临可能催生了一定的乐观情绪，将资金从债市流入了股市。





数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 26 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 26 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, 考虑到房地产下滑的惯性和稳增长政策效果的时滞, 经济基本面企稳回升的出现需要时间, 期间稳增长政策将持续出台, 央行存在继续降准

甚至降息的可能，稳增长政策中见效最快的领域或主要在基建，但在地方政府隐形债务严控的背景下，仅依靠基建投资来对冲房地产投资的下滑以及可能的出口走弱效果或许有限，一季度开门红可期，但经济基本面更偏温和回升而非快速回升，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。

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	2.34	2.56	2.69	2.82	国债	0.21	0.12	0.10	0.07
国开债	2.44	2.66	2.86	3.09	国开债	0.17	0.06	0.05	0.05
AAA信用债	2.79	2.98	3.33	-	AAA信用债	0.15	0.04	0.05	-
AA+信用债	2.90	3.15	3.52	-	AA+信用债	0.13	0.05	0.05	-
AA信用债	3.10	3.73	4.19	-	AA信用债	0.12	0.09	0.07	-
AA-信用债	5.45	6.08	6.54	-	AA-信用债	0.29	0.34	0.29	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 26 日.

	R001	R007	DR001	DR007
上周五	1.88	2.07	1.80	1.90
较上上周变化(BP)	-2	-22	-4	-22

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 26 日.

债券市场方面，政策全面转向稳增长后，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，整体看债市仍维持震荡。分阶段看，本次 1 年期 LPR 降息后银行息差已处在历史相对低位，息差的再度压降或会制约“宽信用”进程，需要政策调整腾挪息差空间，且考虑到明年经济增长的压力客观存在，一季度或存在降准或降息可能性，在此之前，流动性宽松背景下市场也会积极博弈该预期。之后若一季度经济实现了良好开局，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，此外需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。

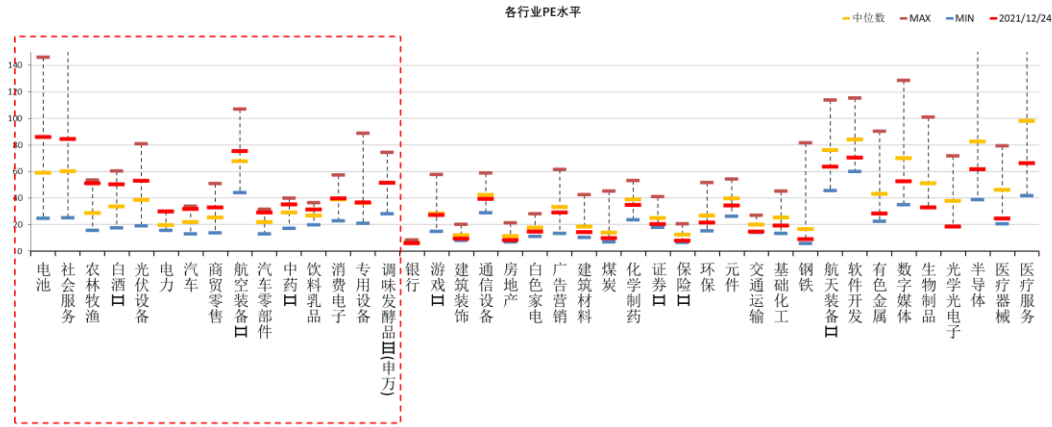
指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	11.46	9.98	1.46	5.63	0.69	0.63	0.90	0.51
沪深300	14.00	11.71	1.70	4.05	0.66	0.58	0.89	0.54
中小板指	36.70	25.47	4.36	-0.37	0.92	0.79	0.76	0.51
创业板指	62.76	39.62	8.31	-1.50	0.83	0.82	0.89	0.76
中证500	20.18	16.44	1.97	1.86	0.11	0.13	0.38	0.96
万得全A	19.82	15.49	2.01	1.95	0.58	0.46	0.67	0.58

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 26 日.

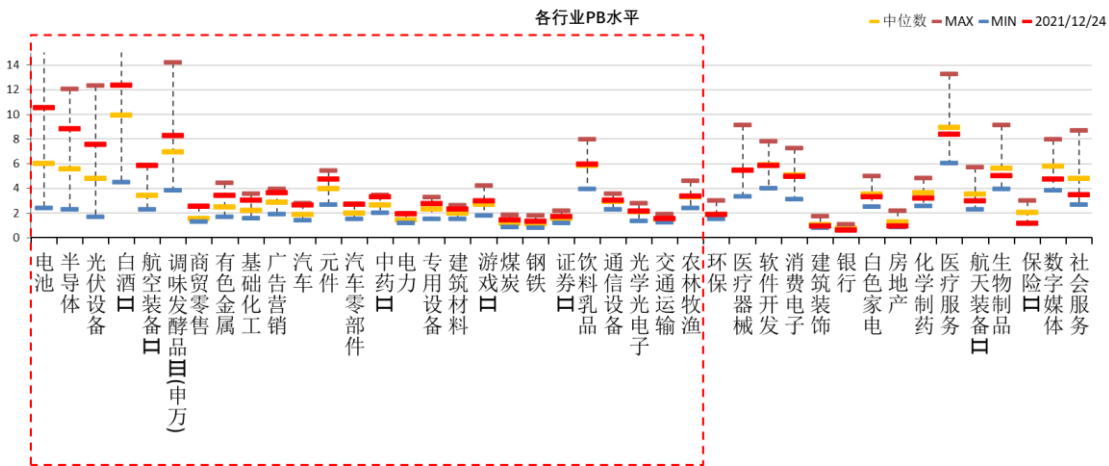
	一季度末	二季度末	三季度末	上月末	上周五	
利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/11/30	2021/12/24	趋势
上证50	2.56	16.34	19.48	19.80	25.05	↗
沪深300	7.68	20.33	21.34	19.86	21.61	↗
中小板指	33.66	34.66	24.05	13.05	13.49	↘
创业板指	45.65	42.11	36.41	21.40	22.38	↘
中证500	2.30	47.95	57.76	53.69	45.41	↘
万得全A	11.91	29.27	33.66	30.74	30.77	—

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 26 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、创业板业绩增长预期已经开始下行。万得全 A 预测 PE15.49 倍，处于 46%分位水平，股权溢价率 1.95%，处于 58%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 26 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 26 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，储能设备、光伏、调味品等行业估值较高，市场近期仍处于高估值风格与低估值风格有所切换阶段。

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。