

## 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、11月规模以上工业企业利润同比增长9.0%，两年复合增速12.2%，较上月大幅回落14.1个百分点，延续下半年以来逐月走低态势。营收未出现明显下降的同时，利润增速大幅回落，主因成本上升压低营收利润率。分行业看，主要行业利润增速分化较大，中游原材料行业利润增速较快，制造业利润持平，公用事业利润加速回落。从结构看，上游利润增速放缓，下游利润增速转正，上游规上工企11月的利润同比增速虽仍处于高增速区间，但较前期已回落57.6个百分点，下游规上工企利润总额结束4个月的负增长，11月上升13.3个百分点至10.4%，利润修复向好。预计在“保供稳价”的政策指导、PPI向CPI剪刀差逐渐收窄叠加低基数效应逐渐减弱下，上游利润增速将逐渐回落，下游企业利润空间将得到进一步修复。预计未来随着上游原材料价格的进一步回落，规模以上工业企业利润增速或将逐步回落，但利润结构将逐步改善趋于平衡。

2、12月制造业PMI数据回升0.2个百分点至50.3%，显示经济弱企稳，供给侧成本压力有所缓解带来的补库意愿回升为主要支撑，持续性仍需观察，企业分化进一步加大。分规模看，大中型企业PMI分别比上月上升1.1和0.1个百分点，高于临界点，小型企业PMI比上月下降2个百分点，低于临界点，小企业经营压力继续扩大。分行业来看，医药、通用设备、黑色金属冶炼及压延加工等行业生产指数回升3.9个百分点及以上，生产活动有所加快；但纺织、石油煤炭及其他燃料加工等行业生产指数降至临界点以下，生产活动有所放缓，高耗能行业内部出现明显分化。分项来看，12月新订单、库存指数分别拉动PMI上行0.09、0.15个百分点，生产分项拖累PMI下降0.15个百分点，生产回落，需求改善为PMI回升主要推力。需求改善一方面与国内上游价格缓解带来结构性补库存有关，另一方面与海外疫情发酵对部分下游消费品行业如医药、纺服带来支撑有关，此外，服务业PMI上升0.9个百分点至52.0%，疫情防控常态化下服务业边际回暖也对需求端形成一定支撑作用。后续仍需关注寒冬之下地方项目储备与政策发力节奏对建筑业的影响、海外疫情对出口支撑作用的持续性及冬奥会及两会背景下疫情防疫措施的进一步趋严对服务业的潜在影响。

3、2021年12月31日，财政部、工信部、科技部、发改委发布通知，2022年，新能源汽车补贴标准在2021年基础上退坡30%，城市公交、道路客运、出租(含网约车)、环卫、城市物流配送、邮政快递、民航机场以及党政机关公务领域符合要求的车辆，补贴标准在2021年基础上退坡20%，2022年新能源汽车购置补贴政策于2022年12月31日终止，2022年12月31日之后上牌的车辆不再给予补贴，基本符合市场预期。本次通知中设定的退坡比例与2020年4月政策中制定的退坡比例一致，单车退坡幅度与今年差别不大，但市场此前担心的年度销量超过200万辆后补贴调整的门槛限制没有出现，2022年一季度仍是观察终端销量的重要窗口期。

4、2021年12月31日，印尼能源与矿产资源部发布通知称印尼政府决定1月份禁止煤炭出口以缓和国内煤炭供应短缺引发的电力危机。印尼为我国煤炭第一大进口来源国，在2021年以来对澳煤进口限制较为严格、国内煤炭市场供需整体偏紧背景下，我国加大了对印尼煤炭进口力度，而动力煤为我国进口量最大的煤种。2021年1~11月，我国进口印尼动力煤占进口动力煤总量的74.4%，印尼煤禁止出口将月均影响我国进口约1600万吨，占国内有效供应的5.3%，且考虑到目前澳煤依然受限，其他国家进口体量有限，因此短期内该缺口难以通过其他国家进行弥补，若印尼出口禁令长期持续或将造成我国动力煤市场重回供需平衡甚至略偏紧局面，进口煤数量的减少将对国内煤炭市场形成支撑。

5、2021年12月30日，国家医疗保障局、国家中医药管理局发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，主要涉及医保对中医药的全方位支持，从支付端加大了对中医药发展的支持力度。指导意见的主要内容主要为：1) 扩大了医保定点范围，互联网+中医医疗服务及时纳入支付医保范围，异地就医直接结算；2) 加强中医药服务价格管理，对疗效确切的中医传统技术以及创新性、经济性优势突出的中医新技术加速审批，在医疗服务价格动态调整中重点倾斜中医，保留中药饮片不超过25%的加成，中药院内制剂可自主定价3) 扩大医保对中药和中医特色医疗服务的支付范围4) 完善适合中医药特点的支付政策，一般中医医疗服务项目可继续按项目付费，中医医疗机构可暂不实行DRG付费。2021年12月中医药板块多个政策相继落地，近期药监局审批中药创新药加速，湖北省医药价格和招标采购管理服务网公示中成药省际联盟集中带量采购拟中选结

果降价幅度较为温和，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，而本次指导意见给予中医药政策倾斜，有助于中医药的传承与发展，利好中药板块。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

	本周五	本周四	本周三	本周二	本周一	加总
	2021/12/31	2021/12/30	2021/12/29	2021/12/28	2021/12/27	
7天逆回购	1000	1000	2000	2000	500	6500
	本周到期	500	本周投放	6500	本周净投放	6000

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 31 日.

上周央行供给投放投放 6500 亿元，同时每日到期 100 亿元，共计净投放为 6000 亿。季末因素叠加 1 月 15 日 5000 亿 MLF 到期前央行开始进行常规性的流动性宽松动作，对债市形成利好。

上周新发专项债规模	111
上上周新发专项债规模	54.13
本月以来新发专项债	877.01
上月新发专项债	1011.38

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 31 日.

上周专项债新发 111 亿元，21 年 12 月共计新发 1011.38 亿元。在年末专项债发行进入尾声的背景下，上周发行速度较上上周有所提升，一定程度上体现了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
	2021/11/30	2021/12/5	2021/12/12	2021/12/19	2021/12/26	
当周日均销量:乘用车 厂家批发 过去5周平均	78,157.60	62,034.00	68,508.40	72,634.80	77,062.20	↗
当周日均销量:乘用车 厂家零售 过去5周平均	64,353.20	53,402.80	57,221.60	61,335.00	67,929.40	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 31 日.

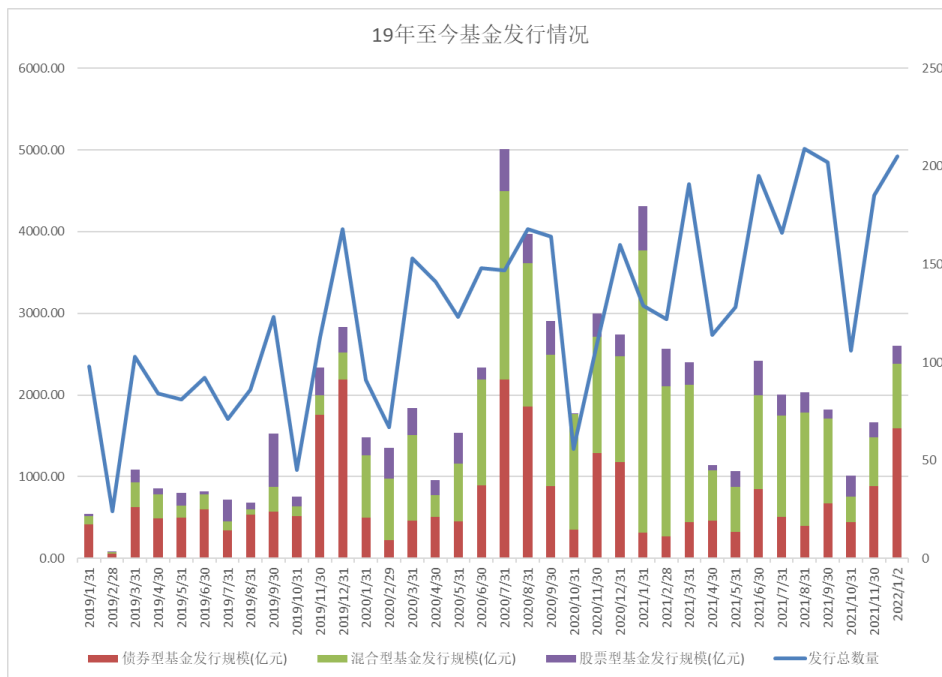
高频经济数据方面，高炉开工率及粗钢产量数据并未更新。乘用车销量数据近期有小幅回升。

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	13	0	4	5	0	3	0	1	2	1	29
上上周	21	4	6	2	0	4	3	0	8	7	55

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 31 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	8	8	25	20	1	0	4	18	2	3	54
	发行规模(亿元)	62.81	62.81	139.37	131.04	0.00	0.00	8.33	85.22	3.40	34.31	321.70
上上周	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
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 31 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 31 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 29 支, 其中普通混合型基金 13 支, 债券类基金 (6 支) 少于股票类基金 (9 支)。发行一边, 上周基金发行规模较上上周有所下降, 近三个月来基金发行规模受债券型基金拉动呈现较为明显的上升趋势。

名称	上市日期	上市版	发行价格	发行市盈率	行业PE(近1月TTM)	募资总额(亿元)(上市公司)	网下申购获配比例%	网上发行中签率%	周内涨跌幅
汇通集团	2021/12/31	上证主板	1.7	8.24	7.10	1.9832	0.0025	0.0512	4%
C天源	2021/12/30	创业板	12.03	34.53	22.15	12.3308	0.0378	0.0252	6%
品高股份	2021/12/30	科创板	37.09	111.34	54.54	10.4831	0.0316	0.0269	-14%
春立医疗	2021/12/30	科创板	29.81	41.41	38.20	11.4554	0.0281	0.0269	-8%
C奥尼	2021/12/28	创业板	66.18	40.18	35.40	19.8540	0.0385	0.0167	-9%
C优宁维	2021/12/28	创业板	86.06	104.09	16.04	18.6463	0.0349	0.0161	20%
南模生物	2021/12/28	科创板	84.62	201.59	83.48	16.4932	0.0341	0.0309	-17%
概伦电子	2021/12/28	科创板	28.28	575.28	54.33	12.2680	0.0310	0.0317	30%
统联精密	2021/12/27	科创板	42.76	53.55	35.34	8.5520	0.0243	0.0259	-8%

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 31 日.

新股发行方面，上周共有 9 支股票 IPO，其中，周内涨幅最高的是创业板上市的 C 天源，而表现最差的则是科创板上市的南模生物。

### 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
上证50	-0.48	3.44	-10.06
沪深300	0.39	2.24	-5.20
创业板指	0.78	-4.95	12.02
偏股混合型基金指数	1.06	-1.74	7.68
中证500	1.11	1.47	15.58
万得全A	1.27	1.04	9.17
中小板指	1.78	2.08	4.62

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 31 日.

上周 A 股主要板块除此前表现较好的上证 50 小幅下跌 0.48%外，其余板块均出现了一定幅度的上涨，其中中小板指涨 1.78%，涨幅最大。12 月最后一周一定程度上延续了 21 年全年的表现，此前均值回归的逻辑在一定程度上被纠偏。偏股基金指数涨 1.06%。

2021 年全年 A 股整体结构分化剧烈，中小盘指数表现优于大盘指数，其中中证 500 和创业板全年涨 15.58%和 12.02%，上证 50 和沪深 300 则分别跌 10.06%和 5.20%，偏股基金指数涨 7.68%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
大盘指数	0.17	1.57	-4.49
高市净率指数	0.24	-1.83	4.42
低市净率指数	0.17	6.02	5.33
低市盈率指数	0.55	4.60	-9.28
茅指数	0.71	2.05	-4.44
绩优股指数	0.82	0.62	-20.24
高市盈率指数	1.85	-7.86	15.40
小盘指数	2.16	0.42	22.67

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 31 日.

上周 A 股各风格指数均出现了不同幅度的上涨，其中全年表现最好的高市盈率指数与小盘指数单周分别上涨 1.85%及 2.16%，涨幅最大。风格指数的表现与板块指数的表现出现了一定程度的相似。

今年以来，市场相较于价值风格更偏向于成长。小盘指数和高估值资产涨幅较高，分别实现涨幅 22.67%、15.40%，绩优股和低 PE 指数表现较差，分别跌 20.24%、9.28%。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
食品饮料	-4.65	电力设备	-8.58	家用电器	-19.54
煤炭	-4.05	有色金属	-6.22	非银金融	-17.55
公用事业	-1.27	汽车	-4.80	房地产	-11.89
汽车	-1.05	美容护理	-2.03	社会服务	-10.27
银行	-0.89	国防军工	-1.01	食品饮料	-6.01
家用电器	3.66	轻工制造	8.89	钢铁	34.06
轻工制造	4.31	公用事业	8.94	基础化工	37.19
综合	4.44	建筑材料	12.82	煤炭	39.60
国防军工	4.53	社会服务	13.92	有色金属	40.17
社会服务	4.88	传媒	14.15	电力设备	47.86

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 31 日.

上周申万 31 个行业中, 白酒遭遇三方面利空打击, 一是市场上关于对茅台开征奢侈品消费税和消费税改革的传闻, 二是招商白酒和鹏华酒两大酒指数基金大手笔分红构成利空, 三是茅台近期大部分经销商陆续按照 969 打款 1-2 月份货款, 直接提价预期或短期落空。三重利空压制下的食品饮料行业上周下跌 4.65%, 跌幅最大。同时, 煤炭行业上周也表现较差, 下跌 4.05%, 与食品饮料行业一样跌幅明显高于其余行业。另一方面, 随着市场对 omicron 的担忧逐渐减轻, 社会服务行业有所回暖, 单周上涨 4.88%, 涨幅最大。此外, 家用电器、轻工制造等地产产业链行业上周也表现不俗, 单周分别上涨 3.66%, 4.31%, 涨幅居前。

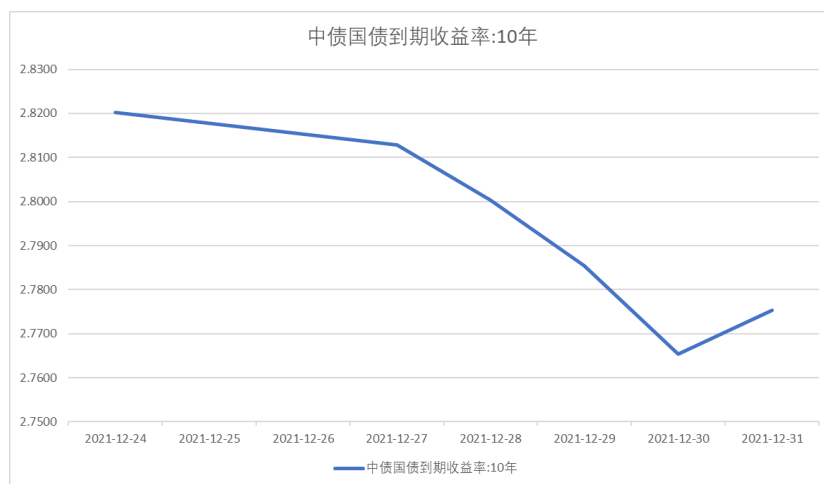
2021 年全年来看, 电气设备、有色、煤炭、化工、钢铁等上游行业表现较好, 家电、非银金融、房地产、社会服务、食品饮料行业表现较差。值得注意的是, 2021 年全年波动率最高的三个行业分别为: 社会服务 (5.386)、有色金属 (5.107)、煤炭 (4.866), 分别对应了疫情、新能源、能耗双控三条经济主线。而展望 2022 年, 目前较为清晰的一条主线是稳增长, 后续预计相关的地产、基建产业链及消费相关行业也会进行较为激烈的博弈从而呈现出较大的波动。

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	-10	-10	-8	-4	国债	0	-13	-8	-5	国债	-23	-36	-34	-37
国开债	-12	-9	-8	-1	国开债	-8	-14	-15	-2	国开债	-24	-41	-48	-45
AAA信用债	-4	-2	-6	-	AAA信用债	1	-9	-9	-	AAA信用债	-36	-52	-48	-
AA+信用债	-2	-3	-3	-	AA+信用债	3	-10	-6	-	AA+信用债	-45	-76	-71	-
AA信用债	-4	-2	-2	-	AA信用债	1	-18	-16	-	AA信用债	-71	-55	-43	-
AA-信用债	-4	-2	-2	-	AA-信用债	1	-17	-15	-	AA-信用债	-48	-36	-31	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 31 日.

债券市场方面, 上周国内主要债券收益率整体下行。其中, 1 年期国开债下行幅度最大, 达 12BP。债券市场收益率整体下行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; 另一方面也体现了央行周内为市场提供了较为充裕的流动性环境。同时, 长端利率下行幅度不及短端一定程度上也说明了市场担

心后续宽货币带来宽信用对债券形成较强的压制。同时，在此前央行调降1年期LPR利率后，料市场已经开始对全面降息（调整OMO利率或MLF利率）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 31 日.

2021 年全年来看，债券市场利率在经济下行的带动下全年呈下行趋势，其中信用债下行幅度大于利率债，1-5 年期信用债下行 31—76bp 不等。

	二级资本债	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
上周	利率	2.8310	2.8683	3.0678	3.2281	3.3247
	利差	14.48	9.47	22.21	20.97	16.69
	利率分位数	0.159	0.057	0.056	0.045	0.046
	利差分位数	0.134	0.001	0.096	0.045	0.008
上上周	利率	2.8734	2.9521	3.1661	3.3224	3.4533
	利差	15.54	13.42	24.48	23.57	20.49
	利率分位数	0.224	0.112	0.132	0.068	0.102
	利差分位数	0.161	0.037	0.147	0.097	0.044

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 31 日。

永续债利差	全部	AAA	AA+
上周五利差	18.89	18.71	45.95
上上周五利差	19.10054	18.84557	47.39467
上周五分位数	0.045	0.045	0.11
上上周五分位数	0.049	0.049	0.117

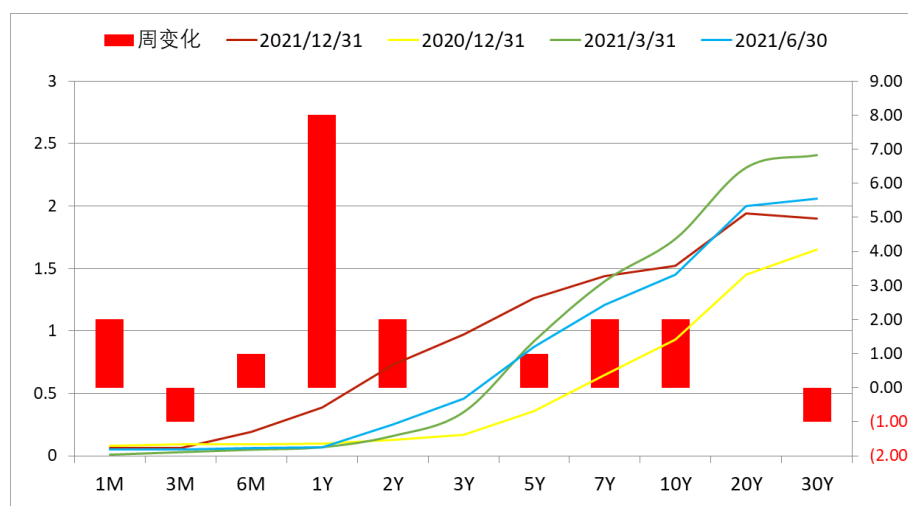
数据来源:Wind, 中加基金. 分位数为 2019 年至今水平。利差永续债与国开债之间的利差。时间截至 2021 年 12 月 31 日。

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较上上周又进一步降低。考虑到目前三者当前已经处于历史较低水平，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
纳斯达克指数	-0.05	0.69	21.39
标普500	0.85	4.36	26.89
标普小盘600	1.03	4.36	25.27
道琼斯工业指数	1.08	5.38	18.73
标普中盘400	1.65	4.92	23.21

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 31 日.

美股方面，上周美国主要股票指数除纳斯达克指数小幅下跌 0.05%外，其余指数均出现了不同程度的上涨。其中，标普中盘 400 指数涨 1.65%，涨幅最大。全年来看，美股主要指数在 2021 年美国复苏的背景下均收涨，表现最好的标普 500 指数涨幅达 26.89%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 31 日.

美债方面，上周美国各个期限国债除 3M 及 30Y 分别下行 1BP 外，其余期限国债呈上行趋势。其中，1Y 国债收益率上行达 8BP。





数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 31 日.

全年来看, 在疫后经济修复、美联储 Taper 以及通胀的三重利空影响下, 21 年美债收益率整体上行。同时, 受到疫情反复 (Delta 及 Omicron) 的带动, 美债在年中及年末出现了一定的震荡。

#### 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	2021-12	趋势
PM I	51.30	50.60	51.90	51.10	51.00	50.90	50.40	50.10	49.60	49.20	50.10	50.30	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 31 日.

12 月经济弱企稳, 规模以上工业企业利润增速整体回落但结构改善, 制造业 PMI 小幅改善, 大宗商品价格虽有下行但幅度有限, 对中小企业制约犹存, 尽管房地产市场至暗时刻正在度过, 但实物量数据的走弱仍将延续, 新一轮疫情对消费和服务业的冲击尚在发生, 终端需求正在筑底但持续性仍需观察, 随着海外圣诞囤货需求消退, 外需边际走弱, 但疫情反复下回落斜率仍有支撑。当前仍处于政策储备期, 预计未来稳增长政策的逐步落地有助于经济企稳回升, 未来几个月制造业将继续小幅改善, PPI 与 CPI 剪刀差将继续缩窄, “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, 此前工业上游与中下游走势分化演绎至极致的局面在 11 月开始逐步反转。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, 期间财政政策力度将相对积极, 货币政策将延续宽松, 房地产政策继续纠偏。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力度及落地效果，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	2.24	2.46	2.61	2.78	国债	0.12	0.08	0.07	0.06
国开债	2.32	2.57	2.78	3.08	国开债	0.10	0.04	0.04	0.05
AAA信用债	2.75	2.96	3.27	-	AAA信用债	0.12	0.04	0.04	-
AA+信用债	2.88	3.12	3.49	-	AA+信用债	0.12	0.04	0.03	-
AA信用债	3.06	3.71	4.17	-	AA信用债	0.10	0.09	0.07	-
AA-信用债	5.41	6.06	6.52	-	AA-信用债	0.24	0.31	0.25	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 31 日.

	R001	R007	DR001	DR007
上周五	2.37	2.55	2.03	2.29
较上上周变化 (BP)	49	48	24	39

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 31 日.

债券市场方面，四季度货币政策委员会例会的政策信号积极，明年上半年在经济下行压力较大的情况下，货币政策存在进一步宽松的可能。货币政策进一步宽松的预期，财政发力、信贷投放增加、经济预期改善的利多与利空因素交织影响导致债券市场倾向震荡，未来一段时间需重点关注信贷数据的变化，若信贷数据放量，则债市回调压力较大，若信贷数据表现偏弱，则债市短期内有支撑，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，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，稳增长背景下债市利率难以形成大幅度趋势性下行。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，在降息靴子落地前债市可保持多头思维，但在降息靴子落地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 2.9 为中枢，在 2.75-3.0 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。

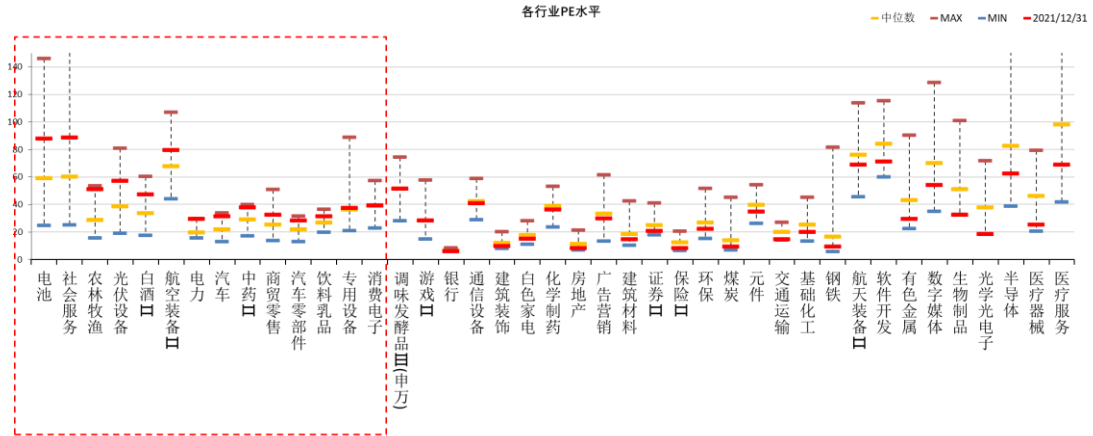
指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	11.39	9.91	1.45	5.70	0.67	0.61	0.89	0.53
沪深300	14.02	11.72	1.70	4.05	0.67	0.58	0.90	0.53
中小板指	37.24	25.84	4.42	-0.40	0.94	0.83	0.82	0.48
创业板指	63.26	39.94	8.22	-1.50	0.85	0.83	0.87	0.75
中证500	20.36	16.46	1.98	1.83	0.12	0.14	0.40	0.95
万得全A	20.11	15.69	2.03	1.89	0.64	0.50	0.75	0.56

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 31 日.

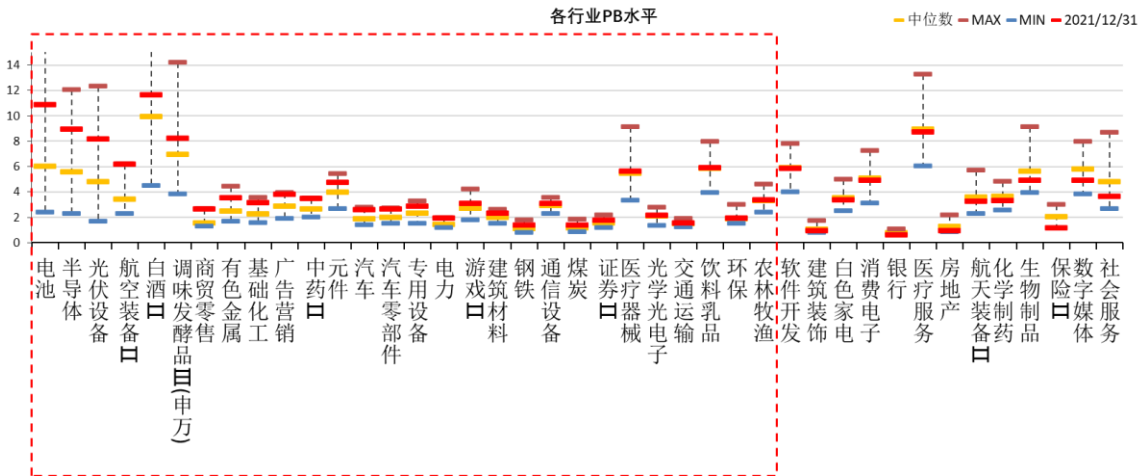
	一季度末	二季度末	三季度末	上月末	上周五	
利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/11/30	2021/12/31	趋势
上证50	2.56	16.34	19.48	19.80	25.10	↗
沪深300	7.68	20.33	21.34	19.86	21.61	↗
中小板指	33.66	34.66	24.05	13.05	13.49	↘
创业板指	45.65	42.11	36.41	21.40	22.58	↘
中证500	2.30	47.95	57.76	53.69	45.67	↘
万得全A	11.91	29.27	33.66	30.74	30.98	—

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 31 日.

目前市场预期 2022 年全年上市公司利润增长转为下行，近期 2022 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 PE15.69 倍，处于 50%分位水平，股权溢价率 1.89%，处于 56%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 31 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 31 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配置，利率债短期内或以小波段机会为主，目前位置上利率继续下行空间有限，基本面不变的情况下 2.95 以上可参与，降息靴子落地前可保持多头思维，但配置时强化对信贷数据跟踪，谨慎春节后回调风险。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 2-3 年左右中高资质信用债博弈资本利得。转债方面，转债市场估值在历史高位，但预计在宽货币、供给减少、固收+配置需求等驱动下仍会保持高估值状态，但波动加大，更多关注低价左侧低价品种如中游高端制造的盈利能力修复、PPI 向 CPI 转导下的潜在涨价品种、消费复苏等方向。权益方面做

积极配置，当前权益市场偏震荡格局，政策仍处于储备期，市场也需时间评估政策落地效果及节奏，一季度积极的财政政策和宽松的货币政策有望助力企业盈利预期的改善，当前基本面对权益市场进一步向下的空间有限。预计未来权益市场仍偏结构化行情，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计算机板块、军工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。