

股票市场中性乐观，债券市场审慎乐观

一、重要信息点评

1. 11月PMI自3月以来首次回升，制造业PMI回升0.9个百分点至50.1%，生产、新订单指数为主要拉动因素，其中仅生产指数回到临界点以上。制造业生产和市场需求均有所回暖，制造业产能加快释放。11月新出口订单指数回升1.9个百分点至48.5%，进口指数回升0.6个百分点至48.1%，受世界经济持续复苏、国外圣诞消费季临近等因素影响，进出口景气度仍保持较高水平，但近期仍需关注奥密克戎毒株的出现及海外通胀高企为全球经济复苏进程带来不确定性。11月出厂价格指数和主要原材料购进价格指数分别大幅下降12.2、19.2个百分点至48.9%、52.9%，两者均达到2020年5月以来的最低水平，“增供稳价”政策效果凸显。产成品库存指数回升1.6个百分点至47.9%，原材料库存指数回升0.7个百分点至47.7%，11月生产经营活动预期指数回升0.2个百分点至53.8%，虽然价格压力边际缓解、产需均有回升，但制造业预期回升幅度并不大，政策仍需保持一定支持。服务业景气度小幅下降，但仍位于扩张区间。11月非制造业商务活动指数较上月回落0.1个百分点至52.3%，其中服务业商务活动指数回落0.5个百分点至51.1%，建筑业商务活动指数上升2.2个百分点至59.1%，服务业PMI下降0.5个百分点至51.1%，疫情反复仍是服务业复苏的最大制约因素，生产性服务业则仍然维持在高景气度区间。总体来看，本次PMI数据的回升主要体现出大宗商品价格对经济的压制有所缓解，中小企业经营压力有所下降，但需注意各指标回升幅度有限且大部分主要指标仍处于临界点以下，经营预期指数回升也有限，表明经济压力仍存，破除无效供给政策与疫情反复仍然是经济的制约因素。

2. 12月3日，国务院总理李克强会见国际货币基金组织总裁时表示“适时降准，加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度”，时隔4个月再次提及降准，从历史节奏看，12月上中旬公告降准可能性较大，但也有不排除稳增长为主要考虑下推后至一季度中资金面较紧时落地的可能性。本次降准应主要与防风险有关，2022年上半年是房企债到期高峰，恒大的技术性违约或是债务违约潮的开始，降准可对冲信用风险压力，稳定市场预期，此外，降准可以补充流动性和进行MLF置换。预计此次降准应为全面降准，以“置换MLF”为主而非额外降准，15

日有 9500 亿 MLF 到期，可为降准提供充足的置换空间，外部美联储转向及内部通胀压力掣肘下，货币难以大幅宽松，且总理也在会上强调“继续实施稳健的货币政策”，预计本次补缺口式降准有助于对冲中概股和房地产债违约冲击，防止信用风险向流动性风险蔓延，但对资金面实际作用有限，债市长端利率或会短期受益于降准信号下行，但考虑到市场此前对降准的充分博弈及宽信用的发酵，下行空间有限。

3. 上周鲍威尔连续发出鹰派言论称通胀进一步上升的风险增加，高通胀可能不是暂时，考虑提前结束 Taper，鹰派言论叠加疫情变种冲击使得市场短期内面临流动性和增长的双重冲击，我们认为其言论主要目的侧重在预期管理，美国在流动性极度充裕的情况下 Taper 适度加速影响不大，主要是可以引导通胀降温预期，预计在市场有更多变化前短期内美联储不会释放更多加息信号。

4. 美国证监会确定了《外国公司问责法案》实施规则，要求在美上市的外国公司向 SEC 提交文件，证明该公司不受外国政府掌控，并要求遵守美国上市公司会计师监督委员会的审计标准，还要求外国发行人在其年度报告中为自己及其任何合并的外国经营实体提供某些额外的披露。该法案称，如果外国上市公司连续三年未能提交美国上市公司会计监督委员会所要求的报告，允许 SEC 将其从交易所摘牌。在该法案与滴滴退市的冲击下，中概股大跌，中美双方监管合作前景仍有待观察，但该法案或催化中概股加速回归 AH 市场，港股结构性问题或有望改善。

二、 上周市场回顾

	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	0.28	-0.48	17.27
中小板指	0.35	-0.02	2.46
偏股混合型基金指数	0.45	-0.10	9.48
沪深300	0.84	1.43	-5.95
万得全A	1.00	0.68	8.78
上证50	1.07	1.77	-11.51
中证500	1.14	0.68	14.68

数据来源:Wind, 中加基金

上周 A 股主要板块均出现了一定幅度的上涨，其中涨幅最高的中证 500 指数上涨了 1.14%，而涨幅最小的创业板指数也上涨了 0.28%。偏股基金指数上涨

0.45%。值得注意的是上周上证指数在前四个交易日的涨跌幅均较小，其中周一、二、四的涨跌幅均小于 0.1%，而指数单周 1.22% 的涨幅基本全部来源于星期五。

000001.SH	2021/11/29	2021/11/30	2021/12/1	2021/12/2	2021/12/3
收盘价(点)	3562.6968	3563.8872	3576.885	3573.836	3607.432
涨跌幅(%)	-0.0390731	0.03341289	0.364717	-0.085256	0.940066

数据来源:Wind, 中加基金

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 14.68% 和 17.27%，上证 50 和沪深 300 分别跌 11.51% 和 5.95%，偏股基金指数涨 9.48%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
茅指数	-0.67	0.21	-6.16
高市净率指数	0.64	0.21	6.59
高市盈率指数	0.80	-0.71	24.35
大盘指数	1.10	1.45	-4.60
小盘指数	1.27	0.16	22.34
绩优股指数	1.80	1.34	-19.66
低市净率指数	2.19	2.71	2.03
低市盈率指数	2.21	2.61	-11.00

数据来源:Wind, 中加基金

上周 A 股各风格指数中，除茅指数延续了上周的不佳表现，下跌 0.67% 外，其余指数均出现了不同幅度的上涨。今年以来相对较差的低 PE 指数上周上周 2.21%，涨幅最大。低 PB 指数也上涨 2.19%，紧随其后。

今年以来，小盘指数和高估值资产涨幅较高，分别实现涨幅 22.34%、24.35%，绩优股和低 PE 指数表现较差，分别跌 19.66%、11%。

	上周以来涨跌幅		11月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
休闲服务	-2.96	休闲服务	-16.75	家用电器	-23.94
医药生物	-1.63	综合	-3.48	休闲服务	-21.36
传媒	-1.59	银行	-2.46	非银金融	-20.08
纺织服装	-1.42	化工	-0.19	房地产	-14.85
综合	-0.66	家用电器	0.96	传媒	-13.38
建筑材料	2.85	机械设备	7.90	钢铁	34.19
公用事业	3.19	有色金属	8.81	化工	37.34
国防军工	4.52	电子	9.70	采掘	40.75
采掘	5.28	通信	10.50	有色金属	49.74
建筑装饰	6.64	国防军工	12.81	电气设备	59.08

数据来源:Wind, 中加基金

上周申万 28 个行业中，受新冠病毒变异株 B.1.1.529（代号：omicron）影响，服务消费修复预期下降，导致直接受到冲击的休闲服务行业延续了上上周的跌幅，下跌 2.96%，幅度最大。同时也导致休闲服务自十一月以来的跌幅远远大

于其他行业。另一方面，受益于稳信用及稳增长预期，建筑材料、公用事业及建筑装饰行业上周分别上涨 2.85%，5.28%，及 6.64%，涨幅居前。此外，上周五发改委公布了 2022 年煤炭长协征求意见稿，意见稿中拟将下水煤长协基准价由此前的 535 元/吨大幅上调至 700 元/吨。受此影响，采掘行业当日上涨 2.99%，全周上涨 5.28%，仅次于建筑装饰行业。同时，我们上上周推荐的国防军工行业上周也表现不俗，单周上涨 4.52%，位列 28 个行业中的第三名。

今年以来，电气设备和有色、采掘、化工、钢铁等上游行业表现较好，家电、休闲服务、非银金融、房地产、传媒行业表现较差。后续若房企融资情况放松，则房地产及家电行业可能会出现一定的好转；而另一方面减税一类的稳消费相关的政策如果出台也会对食品饮料，休闲服务行业带来一定的机会。但是休闲服务行业更容易受到疫情冲击，因此也需要密切关注本轮疫情演化以及新变种对于疫苗效果的影响。

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	1	7	8	5	国债	1	4	7	5	国债	-22	-19	-19	-27
国开债	1	5	6	3	国开债	1	3	5	3	国开债	-16	-24	-28	-40
AAA信用债	1	-3	-3	-	AAA信用债	1	-3	-1	-	AAA信用债	-37	-46	-40	-
AA+信用债	0	-1	-4	-	AA+信用债	0	-2	-2	-	AA+信用债	-48	-68	-67	-
AA信用债	-4	-2	-3	-	AA信用债	0	-2	-1	-	AA信用债	-72	-39	-28	-
AA-信用债	-4	-2	-3	-	AA-信用债	0	-2	-1	-	AA-信用债	-49	-21	-17	-

数据来源:Wind, 中加基金

债券市场方面，上周国内主要债券呈现出了利率债收益率上行而信用债收益率下行的结构性行情，其中 5 年期国债上行幅度最大，达到了 8BP。这一现象可能反映了部分投资者在 10 年期国债收益率跌至 2.85 以后开始看空利率债，转而投资信用债。

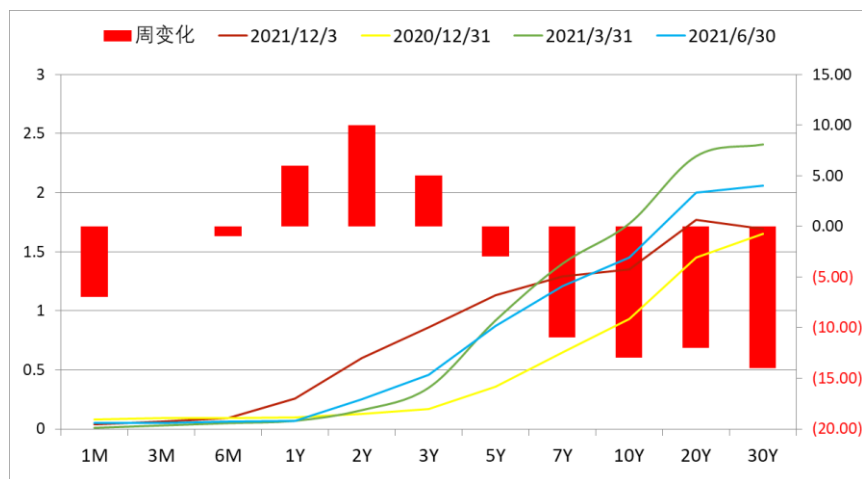
今年以来，债券市场利率整体呈下行走势，其中信用债下行幅度大于利率债，1-5 年期信用债下行 17—72bp 不等。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
标普中盘400	-2.78	-0.24	17.15
纳斯达克指数	-2.62	-2.91	17.05
标普小盘600	-2.51	-0.10	19.92
标普500	-1.22	-0.63	20.83
道琼斯工业指数	-0.91	0.28	12.98

数据来源:Wind, 中加基金

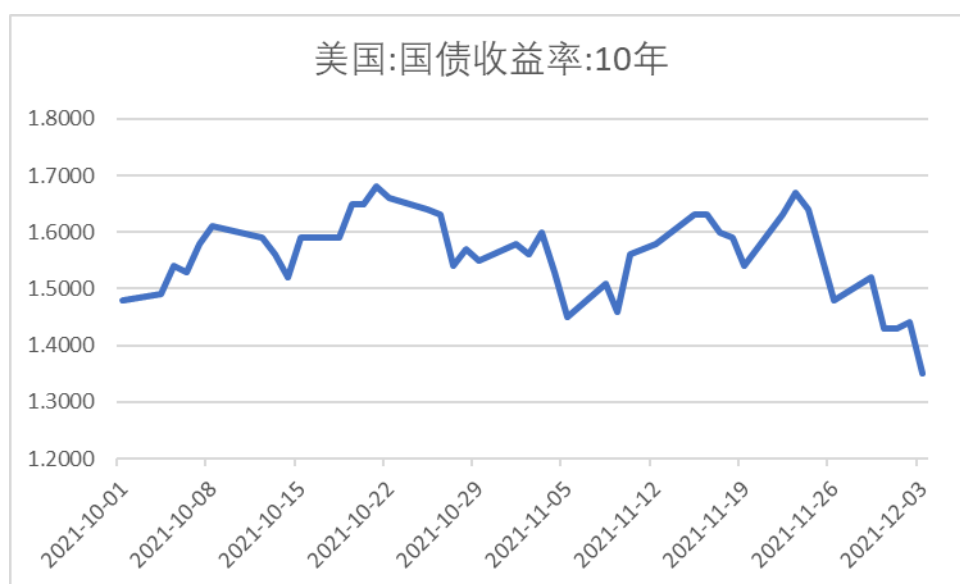
美股方面，上周美国主要指数延续了上上周的不佳表现，均出现了一定幅度的下跌。其中，标普中盘 400 指数跌 2.78%，跌幅最大。而道琼斯工业指数则下跌 0.91%，跌幅最小。该指数也是上上周美股主要指数中下跌幅度最小的。美股

连续两周的下跌一方面反应了 omicron 变种在 S 蛋白上的大量突变可能会对疫苗的免疫效果带来较大幅度的削弱，从而给美国经济带来较大冲击；另一方面，在鲍威尔放弃“通胀暂时论”后，市场对通胀持续高企的担忧也进一步加剧。



数据来源:Wind, 中加基金

债券方面，上周美国国债到期收益率走势较为分化，其中 1 年至 3 年期国债收益率上行 5-10BP 不等；而 5 年及以上期限国债收益率则下行 3-14BP 不等，其中市场较为关注的 10 年期国债收益率上周大幅下行 13 个 BP 到达 1.45，为今年 10 月以来的新低。不同期限美债上周涨跌幅度均较大，呈现出了较为明显的震荡格局。整体来看，美债利率自 2021 年 3 月至今出现了较为明显的短端上行，长端下行的分化情况，走出了一定的“牛平”行情。



数据来源:Wind, 中加基金

三、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	3.44	\
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	1.29	\
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	-1.77	拐头向下
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	3.34	\
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	2.47	—
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		\
M2同比	9.40	10.10	9.40	8.10	8.30	8.60	8.30	8.20	8.30	8.70		拐头向上
社融-M2	3.60	3.20	2.90	3.60	2.70	2.40	2.40	2.10	1.70	1.30		\
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		/
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		高位

数据来源:Wind, 中加基金

指标	2021/11/5	2021/11/12	2021/11/19	2021/11/26	2021/12/3	趋势
高炉开工率:全国	48.48	49.17	48.62	48.20	47.79	\
	2021/10/10	2021/10/20	2021/10/31	2021/11/10	2021/11/20	
日均产量:粗钢重点企业(旬)	187.32	187.47	173.53	179.95	176.28	\
	2021/10/24	2021/10/31	2021/11/7	2021/11/14	2021/11/21	
当周日均销量:乘用车厂家批发	54,707.00	126,969.00	29,997.00	51,826.00	62,988.00	拐头向上
当周日均销量:乘用车厂家零售	52,419.00	94,395.00	32,707.00	46,288.00	49,224.00	拐头向上

数据来源:Wind, 中加基金

10月PMI超预期回升,主因保供稳价政策下大宗商品价格对经济的压制有所缓解,但大部分主要指标仍处于临界点下,经济压力犹存,政策仍需保持一定支持。恒大发布公告表明公司无法进行财务义务的偿付,实际违约靴子落地,此后国务院总理李克强表示将会适时降准,除宽货币举措外当天还有一系列信用方面举措,银保监会提到将会重点满足首套房、改善型住房按揭需求,合理发放房地产开发贷款、并购贷款,其中涉及的内容基本涵盖了银行金融机构对地产行业信贷投放的各个方面,针对支持居民首套和改善型住房需求的表述是16年4季度以来的首次,证监会表态将会支持地产企业合理正常融资需求,预计未来在股权和债权的再融资方面仍有较大的政策空间。地产政策从9月底开始出现边际改善,但整体协同性差,并未真正解决行业下行的压力。随着恒大及其他企业问题的爆发,预计后续政策力度将会不断升级。此前历次信用事件爆发后货币政策均会选在稳健的基调下做流动性边际支持,但是要进一步全面转松仍然需要基本面下行压力进一步加大作为催化剂,若后续疫情超出控制、房企违约在2022年超预期或财政带动的信用扩张始终不及预期或会对货币政策全面转松有催化作用。目前,在信用风险发酵仍然可控时,预计2022年内货币政策基调仍是稳重偏松。信用方面,此次降准落地将帮助宽信用的启动,宽货币的最终目的是为了宽信用、支持实体经济,此前历次降准都有效支持了银行信贷投放中的按揭贷款和企业开发贷,预计降准后银行对于前期房企正常融资,以及居民的房贷需求将会有所释放。随着降准后宽信用的逐步兑现、产业政策的压制逐步消退、基本面触底迹象

逐步出现，总体环境对股票市场相对友好。

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	2.26	2.62	2.76	2.87	国债	0.14	0.16	0.16	0.11
国开债	2.40	2.74	2.98	3.13	国开债	0.13	0.09	0.09	0.06
AAA信用债	2.75	3.03	3.35	-	AAA信用债	0.11	0.06	0.06	-
AA+信用债	2.84	3.21	3.53	-	AA+信用债	0.09	0.05	0.04	-
AA信用债	3.04	3.88	4.32	-	AA信用债	0.08	0.16	0.12	-
AA-信用债	5.39	6.22	6.66	-	AA-信用债	0.24	0.52	0.42	-

数据来源:Wind, 中加基金

本周到期	4000	本周投放	2300	本周净投放	-1700
		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
本周五	2021/12/3	100	0	0	0
本周四	2021/12/2	100	0	0	0
本周三	2021/12/1	100	0	0	0
本周二	2021/11/30	1000	0	0	0
本周一	2021/11/29	1000	0	0	0
加总		2300	0	0	0

数据来源:Wind, 中加基金

	R001	R007	DR001	DR007
本周最后一天	1.95	2.16	1.90	2.05
较上周变化(BP)	20	-28	21	-21

数据来源:Wind, 中加基金

债券市场方面，11月29日-12月3日，公开市场操作投放逆回购2300亿，到期逆回购4000亿，到期国库定存700亿，到期MLF2000亿，合计净回笼4400亿，跨月后央行回到100亿公开市场逆回购操作，资金面平稳，过去一个月时间央行主要通过公开市场操作方式呵护市场，随着短期资金日均余额逐步变大且未来即将有信贷脉冲的情况下，继续靠短期资金支撑的必要性正在下降，降准落地后央行或会搭配缩量MLF操作。经济基本面下滑过程中，财政政策将加大稳增长权重，信用边际放松，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，长债利率存上行风险。此后随着PPI的筑顶回落及CPI温和上升但仍处低位，叠加美联储尚未加息、疫后经济修复顶点过后出口回落，明年二季度或会有货币政策宽松窗口期，带动长债利率阶段性回落。但预计明年下半年随着生猪产能出清，猪周期或会出现拐点，猪油共振带动国内CPI同比快速上行叠加海外开启加息周期或会带动长债利率大幅回升。

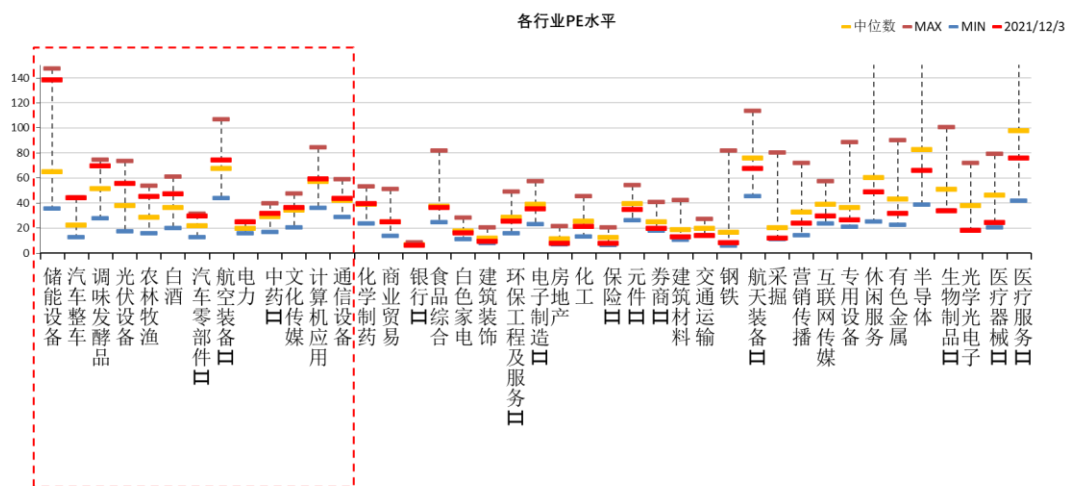
指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	10.83	9.34	1.32	6.11	0.59	0.43	0.69	0.61
沪深300	13.04	10.93	1.57	4.54	0.49	0.37	0.59	0.65
中小板指	35.88	24.58	4.21	-0.34	0.91	0.68	0.64	0.51
创业板指	65.16	40.54	8.28	-1.60	0.91	0.85	0.89	0.63
中证500	20.58	16.34	1.97	1.73	0.14	0.13	0.42	0.94
万得全A	19.70	15.49	2.00	1.94	0.59	0.47	0.69	0.57

数据来源:Wind, 中加基金

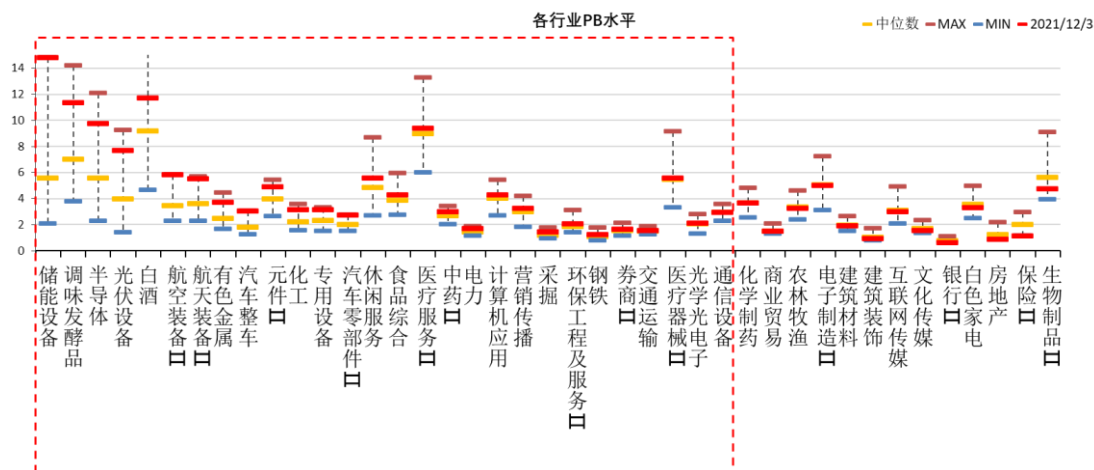
利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/11/30	2021/12/3	趋势
上证50	2.56	16.34	19.80	19.79	一一
沪深300	7.68	20.33	19.86	19.84	一一
中小板指	33.66	34.66	13.05	13.02	↘
创业板指	45.65	42.11	21.40	21.36	↘
中证500	2.30	47.95	53.69	53.78	一一
万得全A	11.91	29.27	30.74	30.74	一一

数据来源:Wind, 中加基金

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 47%分位水平, 股权溢价率 1.94%, 处于 57%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



数据来源:Wind, 中加基金

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，市场近期处于存量景气与景气底部反转预期板块轮动表现阶段。

目前我们对债券做中性配置，在无降息落地背景下，降准短期内是利好，但并不能推动利率中枢下移，预计短期内债券收益率先下后上，难以形成类似 7 月的大幅向下空间，仍需保留一分谨慎，不宜追高，2.95 以上或有参与价值，中长期关注信用和实体经济的景气程度，此外仍需关注房地产政策的进一步调整情况及 12 月中央经济会议定调，在经济增速明确滑出潜在增速底线、超预期风险事件发生、货币政策转向量宽价降前对利率债仍需维持中性配置。信用债方面，若利率反弹空间有限，则信用债存在相对投资价值，此次降准对弱资质主体信用类债券提振有限，建议中性配置中高等级信用债，城投债方面，地产风暴下地方政府出地出让下降后协调能力或会受到影响，短久期配置或更占优。转债方面，在近期的上涨后转债市场整体估值恢复到了 9 月调整前的历史偏高位置，右侧高价转债转股溢价率普遍上行，结构上可以更多关注左侧景气反转的低价转债，建议均衡配置科技成长+消费复苏方向。

权益方面做中性偏乐观配置，地产政策的逐步理顺及货币政策发力带领市场宽信用预期逐渐升温，风险偏好提升，随着政策重心逐渐转向稳增长，社融逐步企稳回升，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从 2021Q4 降准概率下行逐步转向 2022Q1 宽松强化，结构上政策底已现且具备相对低估值优势的消费和地产或会受益，若年底经济工作会议明确信用转向，地产产业链或会有趋势性行情，目前地产行业正在逐步出清。风格上推荐高景气与

低估值高确定性板块均衡配置，组合上推荐成长+消费，稳增长下消费具有景气度反转预期，此外关注三季报已经验证高景气度、盈利高增、国产替代逻辑在国际关系反复及疫情冲击全球供应链背景下得到强化、符合国家政策发展方向的同时估值仍有一定空间的科技行业的配置价值，包括受益于电动汽车快速渗透和绿色能源推广的新能源产业链相关芯片及智能化配件、国产化比例仍有较大提升空间的半导体设备/材料、关键元器件、5G 应用方向。此外，推荐关注军工板块的配置机会，军工行业逆周期属性较强，经济不确定性增强背景下其成长确定性相对较高。

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。