

## 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. 中央经济工作会议 12 月 8 日至 10 日在北京召开,对明年宏观经济工作定调,本次会议进一步强化了此前政治局会议透露的主基调,政策上宽信用意愿凸显,稳增长信号进一步增强,对开局诉求较为强烈,同时对政策做了适度纠偏。经济和政策定调上,强调经济面临“三重压力”,新增“积极推出有利于经济稳定的政策,政策发力适当靠前”表述,释放稳增长信号,财政表态积极,强调“适度超前开展基础设施投资”,基建或将成为稳增长的重要抓手,货币强调协调配合,预计 2022 年一季度政策环境会较为友好。内需方面,对投资端的表述比消费端更加积极。本次定调在稳增长信号加强的同时仍强调高质量发展,提出跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合,意味着经济拖底压力下政策正视短期压力,重点突出逆周期调控,但长期动能转换的基调下,跨周期调节仍是主旋律,政策会发力,但仍将有所节制,不会以走老路的方式全面放松基建和地产来刺激经济。地产方面房住不炒基调未改,调控短期底层制约政策难有大幅转向,但有边际放松,因城施策促进房地产行业良性循环和健康发展较去年体现了较强的呵护态度,地产政策底已现,风险预期有望改善。货币政策方面,会议重申“稳健的货币政策”立场,同时并未提及“杠杆率”,宏观杠杆约束或将有所松动。此外,会议对碳中和政策做了一定纠偏,提出要在保证能源安全的前提下推进能源转型,同时对绿电和新能源原材料放松制约,有助于释放新能源的供给约束。

2. 11 月金融数据发布,社融总体弱企稳反弹,信贷需求依旧偏弱,宽信用的实现仍需政策发力。11 月社融同比增速 10.10%,较上月上行 0.1 个百分点,主要拉动项是政府债券和企业债券,政府债券同比回升主因专项债发行加速及去年的低基数。11 月新增人民币贷款 12700 亿元,同比少增 1600 亿元,低于预期,结构未见明显改善,最大拉动向是票据贴现和居民中长期贷款。分类别看,居民短期贷款同比少增 969 亿元,居民中长期贷款同比多增 772 亿元,企业短期贷款同比少增 324 亿元,企业中长期贷款同比少增 2470 亿元,票据融资同比多增 801 亿元,非银贷款同比少减 678 亿元。11 月票据转贴现利率较 10 月有所下行,或说明票据冲量行为仍在持续,居民中长期贷款同比连续第二个月多增,应与房地

产政策的边际调整有关，企业中长贷同比少增则说明实际信贷需求不强，结构性宽信用的效果仍未体现。

3. 12月6日，中国人民银行宣布全面降准0.5个百分点，释放长期资金约1.2万亿元。与7月降准相比，本次降准提到的是“面对复杂环境和新的下行压力”，应是出于提振内需的考量，由于12月和1月分别有9500和5000亿元MLF到期，因而降准的1.2万亿资金可能相当一部分都用来归还MLF，预计本次降准不会带来资金面的明显宽松。若房地产和出口的下行压力在明年上半年进一步体现，明年一季度或有降息的可能性。此前三季度《货币政策执行报告》中没有提及“大水漫灌”和“总闸门”等表述引起了市场的关注，但本次降准央行再次提到“不搞大水漫灌”，因此短期来看货币政策仍是宽而有度。

4. 海关总署公布11月进出口数据，进出口同创新高，延续强劲表现。按美元计价，11月我国出口两年同比增速21.26%，进口两年同比增速17.35%。分地区看，11月我国对各区域出口均扩张，对美国、欧盟、日本与东盟的出口环比分别为1.76%、3.39%、7.14%与17.7%，对日本与东盟出口大幅扩张，或与亚洲疫情形势有所好转有关。分商品看，11月我国各类商品出口明显扩张，机电、高新技术、钢材、纺织出口环比分别为9.04%、10.32%、11.37%与5.95%，或与经济重启、海外补库叠加年末节日效应有关。进口方面，11月我国进口数量全面扩张，主要大宗商品价格涨跌互现，农产品、铁矿石、原油的进口金额环比分别为22.92%、-4.35%和18.83%，大豆、铁矿石、原油的进口数量环比分别为67.7%、14.57%和10.57%。进口全面快速扩张或与能源保供下煤炭进口大幅增加有关。国内产能有所恢复叠加海外年末节日效应，预计年末进出口仍将延续扩张形势，但需要关注明年一季度开始整体外需和进出口的变化。

5. 11月通胀数据公布，PPI略超预期，CPI低于预期，PPI与CPI剪刀差开始减小，通胀压力逐步得到缓解。11月CPI同比2.3%，较上月涨幅扩大0.8个百分点，再创年内新高，主因受季节性消费需求增长及短期肥猪供给偏紧等因素影响猪肉价格上涨幅度较大及去年低基数，蔬菜价格已有小幅回落，但幅度相对较慢，预计未来仍有下行空间，非食品项价格除衣着分项外涨幅较上月均有回落。PPI同比12.9%，较上月涨幅回落0.6个百分点，环比为0。其中，生产资料价格由上涨3.3%转为下降0.1%；生活资料价格上涨0.4%，涨幅扩大0.3个百分点。随

着保供稳价政策落实力度不断加大，23 个行业中煤炭、黑色、有色行业价格明显下行，但油、气、化工、纺服行业价格仍有上行。近期 Omicron 毒株导致原油价格大幅回落，价格传到下预计下月 PPI 回落幅度加大，但预计中期内油气价格仍将维持高位震荡，国内也需关注基建边际回升对工业品价格的拉动作用。

|      |            |         |          |          |          |
|------|------------|---------|----------|----------|----------|
| 本周到期 | 2300       | 本周投放    | 500      | 本周净投放    | -1800    |
|      |            | 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  | 2021/12/10 | 100     | 0        | 0        | 0        |
| 本周四  | 2021/12/9  | 100     | 0        | 0        | 0        |
| 本周三  | 2021/12/8  | 100     | 0        | 0        | 0        |
| 本周二  | 2021/12/7  | 100     | 0        | 0        | 0        |
| 本周一  | 2021/12/6  | 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 12 日.

|           |          |
|-----------|----------|
| 本周新发专项债规模 | 458.51   |
| 上周新发专项债规模 | 2550.155 |
| 本月以来新发专项债 | 818.16   |
| 上月新发专项债   | 5760.611 |

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

## 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      | -0.34   | -0.82   | 16.87   |
| 中证500     | 0.06    | 0.74    | 14.76   |
| 偏股混合型基金指数 | 0.55    | 0.45    | 10.08   |
| 万得全A      | 1.16    | 1.85    | 10.04   |
| 中小板指      | 2.82    | 2.81    | 5.36    |
| 沪深300     | 3.14    | 4.62    | -3.00   |
| 上证50      | 4.10    | 5.95    | -7.88   |

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

上周 A 股主要板块除创业板指小幅下跌 0.34 外，其余板块均出现了一定幅度的上涨，其中涨幅最高的上证 50 指数大涨 4.10%。偏股基金指数上涨 0.55%。

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 14.76%和 16.87%，上证 50 和沪深 300 分别跌 7.88%和 3.00%，偏股基金指数涨 10.08%。值得注意的一点是上周主要板块的涨跌幅与今年以来各板块的涨跌幅呈现了一定的负相关关系，上周的降准、定向降息、以及政治局会议定调稳增长导致今年以来较为剧烈的结构性行业得到了一定的均值回归，后续值得关注的一点是这种风格上的转换能否延续至明年。

|        | 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 | -1.68   | -2.38   | 22.26   |
| 小盘指数   | -0.63   | -0.47   | 21.57   |
| 低市净率指数 | 1.49    | 4.24    | 3.55    |
| 低市盈率指数 | 1.80    | 4.46    | -9.40   |
| 高市净率指数 | 2.21    | 2.42    | 8.94    |
| 绩优股指数  | 2.48    | 3.85    | -17.67  |
| 大盘指数   | 2.65    | 4.14    | -2.07   |
| 茅指数    | 4.76    | 4.98    | -1.70   |

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

均值回归型的行情也较为明显的体现在了各个风格指数当中。上周 A 股各风格指数中，今年表现最好的高 PE 指数与小盘指数分别下跌 1.68 与 0.63，是上周唯二下跌的指数。另一方面，上上周唯一下跌的茅指数则上涨 4.76，涨幅最大。

今年以来，小盘指数和高估值资产涨幅较高，分别实现涨幅 21.57%、22.26%，绩优股和低 PE 指数表现较差，分别跌 17.67%、9.40%。

|      | 上周以来涨跌幅 |      | 本月以来涨跌幅 |      | 今年以来涨跌幅 |
|------|---------|------|---------|------|---------|
| 国防军工 | -3.11   | 国防军工 | -3.26   | 家用电器 | -20.09  |
| 采掘   | -1.90   | 电气设备 | -3.22   | 非银金融 | -17.11  |
| 电气设备 | -1.59   | 通信   | -1.11   | 休闲服务 | -13.91  |
| 汽车   | -0.80   | 医药生物 | -0.80   | 房地产  | -12.90  |
| 建筑装饰 | -0.66   | 计算机  | -0.61   | 传媒   | -9.28   |
| 建筑材料 | 3.74    | 家用电器 | 5.96    | 钢铁   | 34.39   |
| 传媒   | 4.74    | 非银金融 | 6.00    | 化工   | 37.91   |
| 家用电器 | 5.06    | 建筑材料 | 7.79    | 采掘   | 38.07   |
| 食品饮料 | 5.47    | 食品饮料 | 8.72    | 有色金属 | 49.17   |
| 休闲服务 | 9.47    | 休闲服务 | 9.29    | 电气设备 | 56.54   |

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

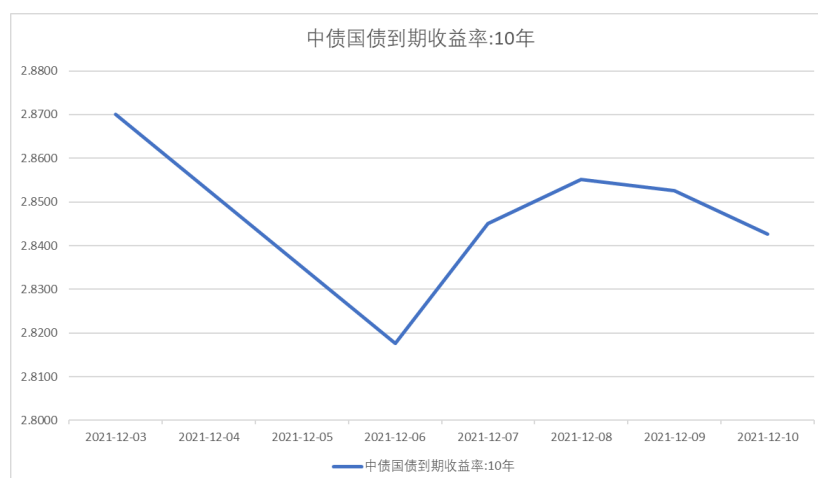
上周申万 28 个行业中，此前受到新冠病毒新变种 omicron 冲击大幅下跌的休闲服务行业本周回暖，大幅上涨 9.47%的同时也代表了市场对于新变种的预期在转好，虽然 omicron 的传染性可能相较于此前更强，但是由于病毒在 S 蛋白上的突变并没有对病毒的毒性带来进一步的增强，因此市场预期病毒的危害性在下降，从进化论的角度上讲，病毒可能也在“寻求与人类共处”。此外，稳增长信号愈发强烈，带动基建地产相关的行业以及泛消费行业转暖。上周食品饮料、家用电器、建筑材料等行业均涨超 3%。另一方面，在均值回归的背景下，此前上涨较多的国防军工、采掘、电气设备等行业则分别出现了一定幅度的回调，跌幅居前。

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、非银金融、休闲服务、房地产、传媒行业表现较差。后续关注稳增长政策的具体落地方式，若基建能够有所发力，则家用电器、建筑材料等行业将会出现一定的结构性行情；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。此外，“碳达峰、碳中和”相关的行业也会是政策持续发力的方向，可以关注相关主题带来的辐射性机会。

| 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  | -3 | -3 | -3  | 国债       | 3  | 1  | 3  | 2   | 国债       | -20 | -22 | -23 | -30 |
| 国开债      | -2 | -3 | -5 | -4  | 国开债      | -2 | 1  | -1 | -2  | 国开债      | -18 | -26 | -33 | -44 |
| AAA信用债   | -4 | -2 | -1 | -   | AAA信用债   | -3 | -4 | -2 | -   | AAA信用债   | -41 | -47 | -41 | -   |
| AA+信用债   | -1 | -3 | -1 | -   | AA+信用债   | -1 | -4 | -3 | -   | AA+信用债   | -49 | -70 | -68 | -   |
| AA信用债    | -2 | -5 | -3 | -   | AA信用债    | -2 | -6 | -4 | -   | AA信用债    | -74 | -43 | -31 | -   |
| AA-信用债   | -2 | -4 | -2 | -   | AA-信用债   | -2 | -5 | -3 | -   | AA-信用债   | -51 | -24 | -19 | -   |

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

债券市场方面，上周国内主要债券除 1 年期国债小幅上行 2BP，其余券种均出现了一定程度的小幅下行，其中 5 年国开债与 AA 级信用债下行 5BP，幅度最大，债市上周的上涨行情体现了 11 月社融在一定程度上不及预期的同时，央行上周及上上周持续净回笼的背景下通过降准及定向降息的方式呵护资金面的宽松。不过值得注意的一点是，上周 10 年国债收益率在 12 月 6 日降准后大幅下行 6BP，随后又出现了一定的反弹。可能反映了部分投资者可能此前对于全面降息存在一定的预期，但在定向降息落地后认为宽松幅度不及预期。



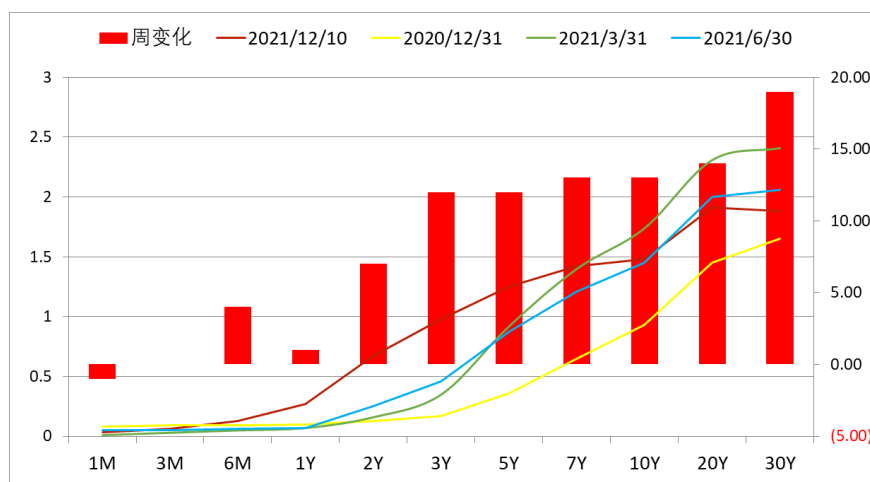
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 12 日.

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 19—74bp 不等。

|         | 上周以来涨跌幅 | 本月以来涨跌幅 | 今年以来涨跌幅 |
|---------|---------|---------|---------|
| 标普小盘600 | 2.67    | 2.57    | 23.12   |
| 标普中盘400 | 2.88    | 2.63    | 20.52   |
| 纳斯达克指数  | 3.61    | 0.60    | 21.28   |
| 标普500   | 3.82    | 3.18    | 25.45   |
| 道琼斯工业指数 | 4.02    | 4.31    | 17.53   |

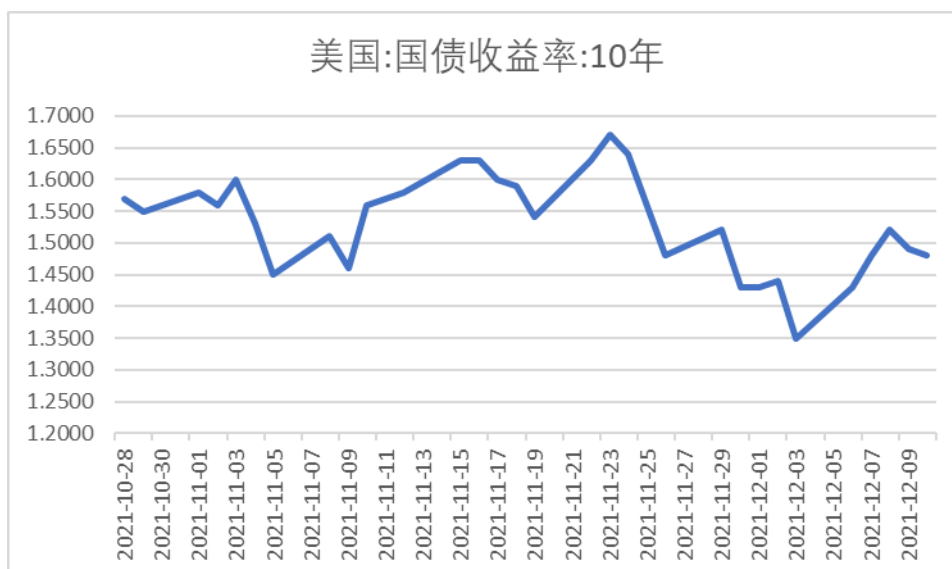
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 12 日.

美股方面，上周美国主要指数均出现了一定幅度的反弹。其中，涨幅最小的标普小盘指数上涨 2.67%，而涨幅最高的道琼斯工业指数则上涨 4.02%。一方面，美股上周的上涨反映了此前市场对于 omicron 的担忧得到了一定的缓解；另一方面也体现了部分投资者预期联邦政府债务上限问题近期或能够得到解决。



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

美债方面，上周美国各个期限国债除 1M 小幅下行 1BP 及 3M 未变动外，其余均出现了不同幅度的上行，其中 30Y 上行 19BP，幅度最大。美债市场上周的下行一方面反映了 omicron 的毒性并没有明显强于 beta、delta 等变种导致经济预期好于此，另一方面也反映了 11 月美国 CPI 飙升至 6.8% 市场对于通胀的担忧进一步加剧。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 12 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    | 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   | 10.10   | ↘    |
| 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 12 日.

| 指标             | 2021/11/12 | 2021/11/19 | 2021/11/26 | 2021/12/3  | 2021/12/10 | 趋势   |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------|
| 高炉开工率:全国       | 49.17      | 48.62      | 48.20      | 47.79      | 46.69      | ↘    |
|                | 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     | ↘    |
|                | 2021/10/31 | 2021/11/7  | 2021/11/14 | 2021/11/21 | 2021/11/30 |      |
| 当周日均销量:乘用车厂家批发 | 126,969.00 | 29,997.00  | 51,826.00  | 62,988.00  | 119,008.00 | 拐头向上 |
| 当周日均销量:乘用车厂家零售 | 94,395.00  | 32,707.00  | 46,288.00  | 49,224.00  | 99,152.00  | 拐头向上 |

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

11 月数据显示进出口韧性犹存, 社融企稳反弹, 但信贷数据低于预期, 结构未见明显改善, 宽信用效果不及预期, 限产限电政策边际放松后工业生产逐步企稳, 生产有所修复, 但经济仍需政策进一步托底。本周降准一方面出于对冲风险角度考虑, 另一方面也是宽信用的必要步骤。本次经济工作会议对经济政策的定调转向了稳增长, 同时对房地产行业的表态趋于呵护, 地产融资的放松已经开启, 房地产行业的至暗时刻逐渐过去, 伴随经济政策的转向, 明年的宏观场景将逐步从经济下滑切换至刺激政策出台、财政前置发力, 经济最终企稳, 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     | 2.28 | 2.60 | 2.72 | 2.84 | 国债       | 0.15 | 0.14 | 0.13 | 0.08 |
| 国开债    | 2.38 | 2.72 | 2.93 | 3.09 | 国开债      | 0.11 | 0.08 | 0.06 | 0.05 |
| AAA信用债 | 2.71 | 3.01 | 3.34 | -    | AAA信用债   | 0.10 | 0.05 | 0.06 | -    |
| AA+信用债 | 2.83 | 3.18 | 3.52 | -    | AA+信用债   | 0.09 | 0.05 | 0.04 | -    |
| AA信用债  | 3.02 | 3.83 | 4.29 | -    | AA信用债    | 0.07 | 0.14 | 0.10 | -    |
| AA-信用债 | 5.37 | 6.18 | 6.64 | -    | AA-信用债   | 0.23 | 0.47 | 0.38 | -    |

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

|            | R001 | R007 | DR001 | DR007 |
|------------|------|------|-------|-------|
| 本周最后一天     | 1.85 | 2.28 | 1.80  | 2.14  |
| 较上周变化 (BP) | -10  | 12   | -10   | 9     |

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

债券市场方面, 本次降准有助于缓解实体经济融资压力, 改善市场主体预期, 市场对其吸收已经相当充分, 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, 债市仍具有配置价值, 只是对比此前纯货币发力的组合来说, 强宽信用预期+宽货币的组合对债市不如之前有利。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, 债市具备配置价值而无增持价值。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。

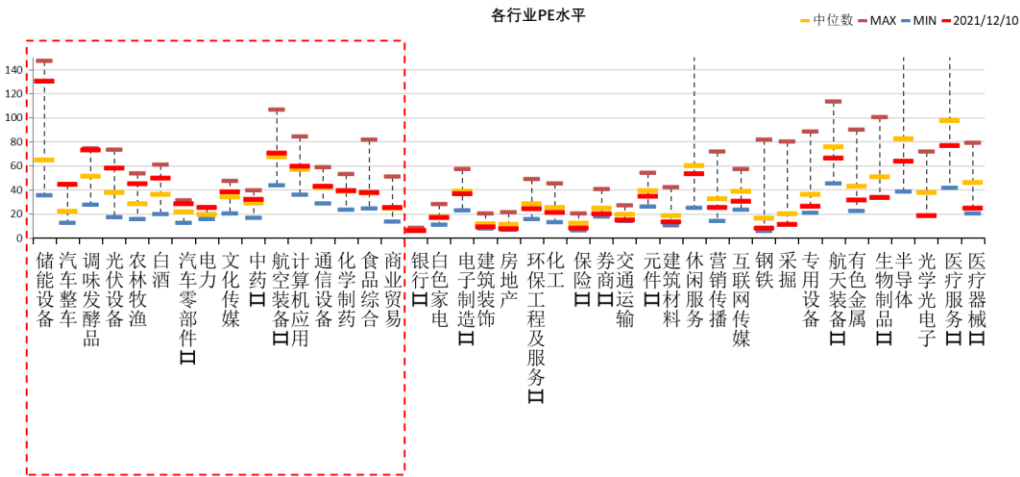
| 指数    | 指标值   |       |      |       | 5年分位数 |      |      |       |
|-------|-------|-------|------|-------|-------|------|------|-------|
|       | PE    | 预测PE  | PB   | 股权溢价率 | PE    | 预测PE | PB   | 股权溢价率 |
| 上证50  | 11.29 | 9.74  | 1.38 | 5.77  | 0.67  | 0.55 | 0.81 | 0.53  |
| 沪深300 | 13.51 | 11.32 | 1.63 | 4.31  | 0.59  | 0.45 | 0.67 | 0.59  |
| 中小板指  | 37.26 | 25.54 | 4.38 | -0.41 | 0.94  | 0.80 | 0.78 | 0.48  |
| 创业板指  | 65.57 | 40.83 | 8.29 | -1.57 | 0.91  | 0.86 | 0.90 | 0.69  |
| 中证500 | 20.84 | 16.51 | 2.00 | 1.71  | 0.14  | 0.13 | 0.42 | 0.94  |
| 万得全A  | 20.12 | 15.79 | 2.04 | 1.88  | 0.63  | 0.51 | 0.77 | 0.56  |

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

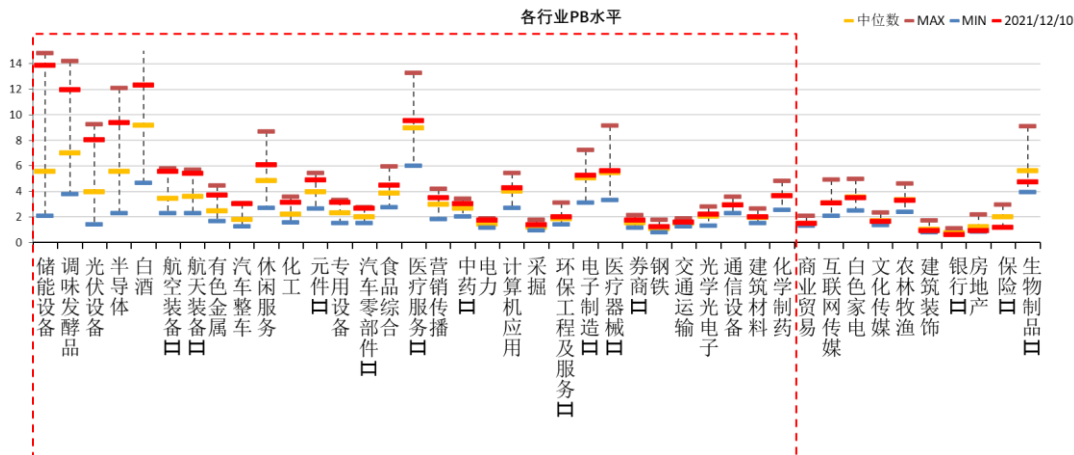
| 利润增长预期 | 2021/3/31 | 2021/6/30 | 2021/11/30 | 2021/12/10 | 趋势 |
|--------|-----------|-----------|------------|------------|----|
| 上证50   | 2.56      | 16.34     | 19.80      | 19.79      | 一一 |
| 沪深300  | 7.68      | 20.33     | 19.86      | 19.85      | 一一 |
| 中小板指   | 33.66     | 34.66     | 13.05      | 12.97      | ↘  |
| 创业板指   | 45.65     | 42.11     | 21.40      | 20.63      | ↘  |
| 中证500  | 2.30      | 47.95     | 53.69      | 53.79      | 一一 |
| 万得全A   | 11.91     | 29.27     | 30.74      | 30.70      | 一一 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 12 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 PE15.79 倍, 处于 51%分位水平, 股权溢价率 1.88%, 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 12 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 12 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轮动表现阶段。

目前我们对债券做中性配置，短期内或较难有大的趋势性机会，基本面不变的情况下 3.0 以上可积极参与，建议配置时强化宽信用落地情况跟踪及对政策的追踪。权益方面做积极配置，随着政策稳增长信号进一步明确，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，经济开门红概率较大，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。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，岁末年初时仍可关注消费电子、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，股债中性配置，权益配置价值占优，积极关注政策变化及宽信用落地情况，关注消费、金融、基建领域配置机会。

**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。