

新一轮疫情来临，市场降息博弈加重

一、重要信息点评

1、12月金融数据显示社融增速同比微升，基本符合预期，但结构指向内需偏弱，债融为主要支撑。12月社融同比增速较上月上行0.2个百分点，主要拉动项为政府债券和企业债券，政府债券同比回升主要是源于去年同期低基数之下年末政府债净融资放量，而12月新增信贷同比下降且低于预期，显示前期结构性宽信用政策和降准等措施尚未明显见效，实体信贷需求依旧较弱。从信贷结构来看，12月新增信贷同比最大的拉动项是企业短期贷款和票据贴现。居民中长贷同比少增，反映房地产政策虽有边际调整，但效果有限，居民购房仍多数处于观望状态。但1月以来地产销售数据有所改善，预计中长贷至2022上半年将有所修复，居民短贷大幅弱于季节性也可能是受到疫情干扰，持续关注后续房地产政策纠偏力度和促消费政策效果；企业短期贷款少减而长期贷款少增，既有内需不足的原因，也和年底银行信贷投放节奏后置、蓄力开门红有关，而当前的内需不足，信贷政策积极，又加剧了银行以票冲贷，腾挪信贷额度的动力。当前宽信用仍在路上，社融增速拐点或在2022Q1中段，开年社融的支撑主力仍将是前置发力的政府债，企业债方面需关注房企债到期高峰期的信用风险对信用债市场的扰动。

2、12月通胀超预期回落，PPI与CPI剪刀差继续缩小，通胀压力持续下行。12月CPI同比1.5%，预期1.7%，较上月涨幅缩小0.8个百分点，其中食品价格大幅压降，影响PPI下行0.22个百分点，非食品价格小幅回落，拉动CPI上行1.69个百分点，猪肉、鲜菜、原油价格回落为最大贡献因素；核心CPI涨幅持平上月，依旧维持低位，显示内需仍不容乐观；PPI同比10.3%，预期10.8%，较上月涨幅回落2.6个百分点。分类别看，生产资料价格降幅由-0.1%扩大到-1.5%，生活资料由上涨0.4%转为持平。分行业看，采掘工业、黑色和石化产业链相关价格明显下行，有色、非金属和电热气水价格继续上行。12月PPI下行一方面与去年同期高基数有关，另一方面与内外工业原材料同步下行有关，预计2022年PPI读数回落是大概率。

3、12月我国出口延续超预期，进口不及预期，贸易顺差升至新高。以美元计，中国12月出口同比增长20.9%，前值22%，高于预期。分产品看，非耐用品同比增速进一步下行，或与今年圣诞季备货前置、国产替代逻辑转弱有关；耐用品

同比增速转负，或与财政补贴效应退坡有关；电子产品表现强势，计算机、手机等出口增速保持高增，与海外消费旺季提振电子产品出口有关；生产相关的中间品同比增速下滑，或与海外假期、疫情扰动生产等相关。预计 2022 年中国出口增速将逐步回落，随着补贴效应的趋弱，耐用消费品大概率进一步下行，Omicron 扰动下生产需求受到扰动，中间品出口或延续边际偏弱，且未来全球 PPI 温和回落是大概率事件，价格因素对出口的带动逐步减弱，但就地过年政策带来的订单生产和交付的前置效果或会在节奏上对出口有一定带动作用。12 月进口增 19.5%，前值 31.7%，低于预期，反映出需求仍然偏弱。

4、近日市场波动受联储官员表态影响较大。1 月 11 日，鲍威尔在提名会上表态比市场预期更加鸽派，未提及具体加息时间点问题，并表示央行的加息计划不应该对经济和就业市场造成影响或损害，受到安抚的市场曾一度下调了 3 月 FOMC 会议的加息概率，然而，12 日布雷纳德及多位联储官员发言中均释放了鹰派信号，加息预期再次上行，3 月 FOMC 会议加息概率上升到 83%。预计高通胀的持续性为联储收紧节奏的主要影响变量，年内加息次数和缩表节奏取决于当前供需错配恢复进度。

5、中国能源报报道，“十四五”期间，国网规划建设特高压工程“24 交 14 直”，涉及线路 3 万余公里，变电换流容量 3.4 亿千伏安，总投资 3800 亿元，增速达 35.7%，超市场预期，其中交流特高压建设明显加速，特高压设备需求有望提升。作为新基建的重要组成部分，特高压提速建设也将带动电网配套工程大规模建设，进而提振电力设备及上下游行业，带动经济增长。随着稳增长持续升温及西部新能源电力远距离输送的需求不断增加，投资效率较高的新型电力系统有望成为重要发力方向。

二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	上一周	加总
	2022/1/14	2022/1/13	2022/1/12	2022/1/11	2022/1/10	
7天逆回购投放	100	100	100	100	100	500
	上周到期	400	上周投放	500	上周净投放	100

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 16 日.

上周逆回购虽然为净投放，但是实际上是央行在每日到期 100 亿的情况下每日等量续作 100 亿，同时由于上上周仅有四个工作日才导致额外投放了 100 亿。

然而，随着周六（1月15日）5000亿MLF到期，市场对于下一个工作日（1月17日）是否会降息续作的博弈也愈发强烈。

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	↘
	2021/11/20	2021/11/30	2021/12/10	2021/12/20	2021/12/31	
日均产量:粗钢重点企业(旬)	176.28	171.69	193.43	189.05	209.22	低位回升
	2021/12/12	2021/12/19	2021/12/26	2021/12/31	2022/1/9	
当周日均销量:乘用车厂家批发过去5周平均	68,508.40	72,634.80	77,062.20	73,688.40	74,888.00	↗
当周日均销量:乘用车厂家零售过去5周平均	57,221.60	61,335.00	67,929.40	69,931.40	73,569.80	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 16 日.

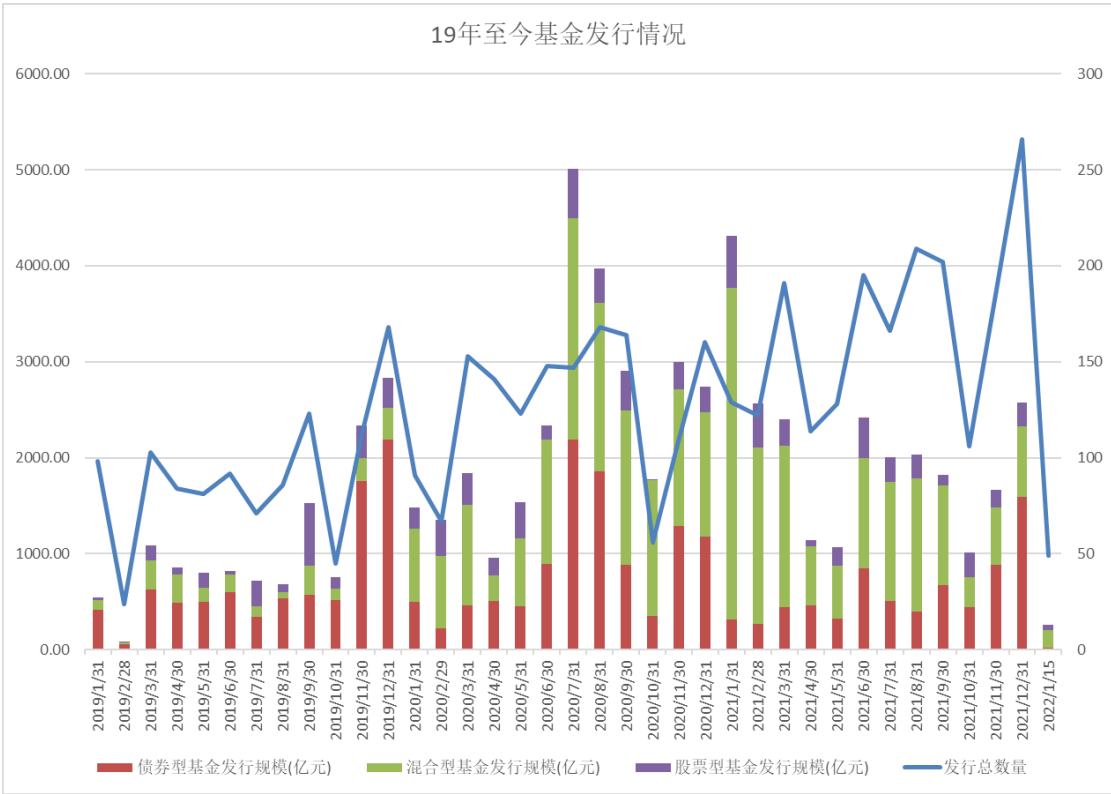
高频经济数据方面，高炉开工率及粗钢产量数据并未更新。乘用车销量数据近期则持续回升。

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	3	3	1	1	4	0	0	11	4	40
上上周	9	0	2	1	3	3	0	0	3	2	23

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 16 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	5	5	10	8	0	0	2	11	2	3	29
	发行规模(亿元)	7.94	7.94	126.04	107.97	0.00	0.00	18.06	48.17	8.62	16.00	198.14
上上周	数量	4	4	8	4	0	1	3	3	0	5	20
	发行规模(亿元)	12.46	12.46	55.49	21.16	0.00	2.81	31.52	12.84	0.00	15.18	95.97
本月以来	数量	9	9	18	12	0	1	5	14	2	8	49
	发行规模(亿元)	20.40	20.40	181.53	129.13	0.00	2.81	49.59	61.00	8.62	31.18	294.11

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 16 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 16 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 40 支, 其中普通混合型基金 13 支, 债券类基金 (15 支) 多于股票类基金 (8 支)。近期债券及 FOF 基金申报数量有所增加。发行一边, 上周基金发行规模较上上周的低基数有明显回升, 总计发行规模达 198.14 亿元。然而, 目前 22 年一月已经过半, 从累计发行规模的角度来看, 今年一月较过去三年仍然下滑明显, 而原因则可能是近期市场表现不佳导致基金发行受阻。

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	-2.61	-4.13	-4.13
沪深300	-1.98	-4.32	-4.32
中证500	-1.32	-3.78	-3.78
中小板指	-1.25	-5.34	-5.34
万得全A	-1.12	-3.70	-3.70
偏股混合型基金指数	-0.66	-5.55	-5.55
创业板指	0.73	-6.12	-6.12

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 16 日.

上周 A 股主要板块除创业板指小幅回升 0.73% 外均出现了一定幅度的下跌, 其中跌幅最大的上证 50 下行了 2.61%。偏股基金指数跌 4.92%。

A 股主要板块的下跌一方面反映了市场对于新一轮疫情进一步扩散压制经济的担忧, 另一方面也反映了 2021 年 12 月社融数据虽然连续回升但幅度弱于预期, 后续恐影响稳增长效果。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
茅指数	-2.77	-6.89	-6.89
绩优股指数	-2.02	-5.35	-5.35
大盘指数	-1.98	-4.62	-4.62
低市盈率指数	-1.88	1.26	1.26
低市净率指数	-1.69	1.76	1.76
高市净率指数	-0.72	-8.16	-8.16
小盘指数	-0.61	-2.84	-2.84
高市盈率指数	1.01	-6.81	-6.81

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 16 日.

上周 A 股各风格指数中, 除高 PE 指数涨 1.01% 外其余均出现了一定的回调。其中茅指数跌 2.77%, 幅度最大。风格指数的表现与板块相吻合, 高估值及小盘

指数代表的成长类板块（对应创业板指）表现优于茅指数及绩优股指数代表的价值类板块（对应上证 50 及沪深 300）。

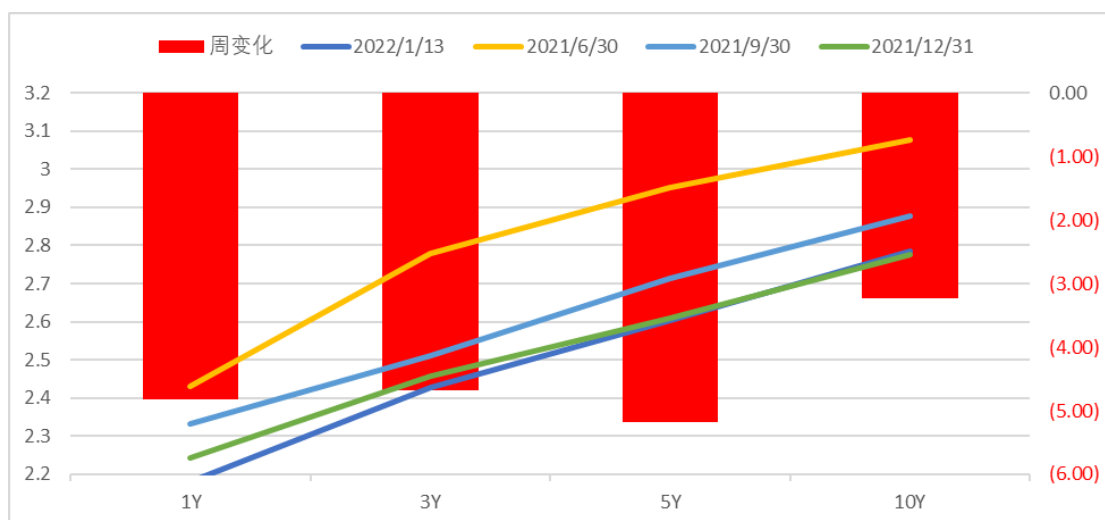
	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
建筑材料	-6.89	国防军工	-10.30	国防军工	-10.30
家用电器	-5.60	食品饮料	-8.01	食品饮料	-8.01
建筑装饰	-4.94	公用事业	-7.26	公用事业	-7.26
钢铁	-4.77	电子	-6.50	电子	-6.50
食品饮料	-4.40	电力设备	-6.36	电力设备	-6.36
综合	0.80	房地产	0.80	房地产	0.80
汽车	1.39	纺织服饰	1.32	纺织服饰	1.32
有色金属	1.69	石油石化	1.45	石油石化	1.45
电力设备	2.13	综合	1.67	综合	1.67
医药生物	2.41	银行	1.78	银行	1.78

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 16 日.

上周申万 31 个行业中，地产产业链相关行业表现不佳，其中建筑建材、家用电器、建筑装饰分别下跌 6.89%、5.60%及 4.94%，位列最后三名。近期这些顺周期行业由于稳增长迟迟没有像此前市场预期的一样大幅放开而表现不佳，后续需观察政策力度是否加大以及疫情以及海外因素对我国稳经济的压制情况。此外，食品饮料行业近期也表现不佳，上周下跌 4.40%后本月以来已经累计回调了 8.01%。市场对于部分酒类的涨价预期持续落空可能是造成这一行业持续回调的部分原因。另一方面，受新一轮疫情反复影响，世界各国对于新冠疫情检查的需求持续上升，带动医药生物行业单周上涨了 2.41%，为 31 个行业中涨幅最高。此外，此前出现了一定回调的新能源相关产业链本周在多条利好（如国家电网宣布计划建设 13 条特高压电路、乘联会对于 2022 年新能源车的补贴数量取消了此前的 200 万辆的理论上限等）的带动下均表现较好，其中电力设备、有色金属及汽车行业分别涨 2.13%、1.69%及 1.39%，涨幅居前。

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	-6	-4	-4	-2	国债	-7	-3	0	2	国债	-7	-3	0	2
国开债	0	-1	-3	-1	国开债	-1	1	1	0	国开债	-1	1	1	0
AAA信用债	-4	-2	-3	-	AAA信用债	-10	-3	-4	-	AAA信用债	-10	-3	-4	-
AA+信用债	-5	0	-3	-	AA+信用债	-11	-1	-2	-	AA+信用债	-11	-1	-2	-
AA信用债	-3	-3	-3	-	AA信用债	-5	-4	-3	-	AA信用债	-5	-4	-3	-
AA-信用债	-3	-3	-3	-	AA-信用债	-5	-4	-3	-	AA-信用债	-5	-4	-3	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 16 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 16 日.

债券市场方面, 上周国内主要债券收益率呈现了一定的窄幅下行, 其中 1 年期国债利率下行幅度最大, 达 6BP。债券市场的上涨一方面反映了 21 年 12 月社融数据回升幅度不及预期导致宽信用压力减轻; 同时市场也在博弈 1 月 15 日 5000 亿 MLF 到期后周一是否会降息续作。

最新收益率	1M	3M	6M	9M	1Y	一周变化(BP)	1M	3M	6M	9M	1Y
类型						类型					
总体	2.43	2.65	2.74	—	—	总体	1.61	0.63	-5.11	—	—
国有银行	2.35	2.41	2.45	2.53	2.62	国有银行	0.00	1.00	0.00	-12.00	0.00
股份银行	2.32	2.42	2.57	2.58	2.64	股份银行	2.00	-2.17	2.00	-2.00	-0.80
城商行	2.38	2.67	2.73	2.77	2.93	城商行	-1.13	11.88	-11.76	-19.51	6.97
农商行	2.38	2.50	2.60	2.72	2.96	农商行	7.50	1.85	-12.38	-12.67	16.00

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 16 日.

同业存单方面, 上周同业存单利率涨跌不一, 其中 9M 城商行利率下行 19.51BP, 幅度最大; 而上上周下行幅度最大的 1Y 农商行利率上周上行 16BP, 上行幅度最大。

	二级资本债	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
上周	利率	2.7323	2.8315	3.0118	3.2259	3.3604
	利差	10.14	13.24	19.68	23.40	23.55
	利率分位数	0.081	0.056	0.051	0.044	0.055
	利差分位数	0.059	0.045	0.055	0.099	0.097
上上周	利率	2.8037	2.8866	3.0635	3.2982	3.3985
	利差	17.30	11.55	18.27	26.27	22.76
	利率分位数	0.132	0.075	0.064	0.072	0.084
	利差分位数	0.22	0.023	0.033	0.17	0.085

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 2022 年 1 月 16 日。

永续债利差	全部	AAA	AA+
上周五利差	18.84	18.57	42.61
上上周五利差	20.42	20.17	43.34
上周五分位数	0.043	0.043	0.089
上上周五分位数	0.089	0.089	0.097

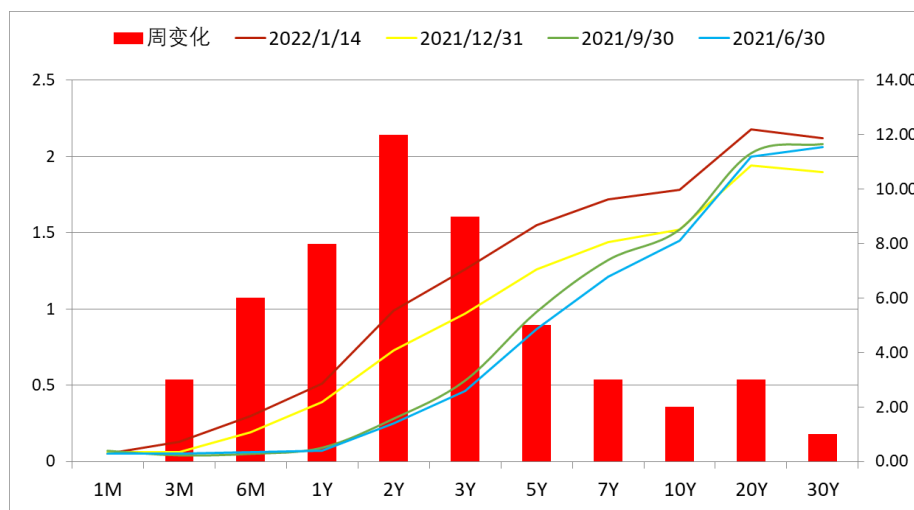
数据来源:Wind, 中加基金. 分位数为 2019 年至今水平。利差永续债与国开债之间的利差。时间截至 2022 年 1 月 16 日。

上周二级资本债中 2Y、3Y、5Y 利差较上上周有所走阔，但 1Y 及 4Y 利差则进一步收窄。永续债方面利差均有所收窄。考虑到目前二级资本债利率以及永续债利差分位数仍处于历史较低水平，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	-0.88	-1.17	-1.17
标普中盘400	-0.38	-2.09	-2.09
标普500	-0.30	-2.17	-2.17
纳斯达克指数	-0.28	-4.80	-4.80
标普小盘600	0.28	-0.96	-0.96

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 16 日。

美股方面，上周美股主要指数虽然整体（除标普小盘 600 上行 0.28%外）有所下行但幅度均较小，其中跌幅最大的道琼斯工业指数也仅跌 0.88%。本周美股的震荡一定程度上反映了美联储官员对于货币正常化的态度反复。鲍威尔在周内先放出鸽派言论安抚市场，而布雷纳德则随后释放鹰派信号。二者的分歧导致美股先涨后跌，从结果上来看则表现为窄幅震荡，而二者的态度差异也在一定程度上反映了当下美国民主共和两党的不同诉求：民主党急需通过快速紧缩打压通胀来提振此前连续走低的支持率，而共和党则希望美国经济能够以更为平稳的方式过渡至货币完全正常化的阶段从而避免重走 18 年的老路。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 16 日.

美债方面整体收益率出现了一定的上行, 其中 2Y 收益率上行 12BP, 幅度最大。美债收益率的上行一方面反映了美国近期通胀持续走高, 另一方面也表明了市场强烈的加息预期。同时, 由于缩表存在一定的不确定性, 因此长债利率的上行幅度不及短债。

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
PMI	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	10.30	拐头向上
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	9.00	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	1.60	1.30	低位震荡
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	1.50	拐头向下
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	10.30	拐头向下

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 16 日.

12 月经济呈弱企稳态势。社融数据总量基本符合预期, 但结构上企业贷款短期化明显, 显示内需依旧偏弱, 宽信用尚需过渡。制造业方面, 制造业 PMI 小幅改善, 规模以上工业企业利润增速虽然整体回落但结构有所改善, 大宗商品价格下行幅度有限, 对中小企业制约犹存。房地产方面, 近期高频数据显示重点城市商品房销售出现回暖, A 股房地产行业指数反弹, 表明融资政策纠偏下行业政策底已现, 但行业分化仍然严重, 企业对未来的预期总体偏谨慎, 房地产开工和投资数据的见底回升仍需时间。进出口方面, 出口数据在海外疫情反复及价格因素支撑下韧性犹存, 预计未来将温和回落。

当前市场基本面仍处于政策储备期, 随着稳增长任务的地位抬升, 预计一季度将有更多稳增长政策落地, 经济已经在改善通道。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。货币政策宽松、财政发力前置背景下, 权益市场持续趋势性下跌的风险较低, 近期市场调整更多的反映了低估值板块在经济预期改善背景下做均值回归的过程, 也与市场对政策落地效果仍存担忧下风险偏好降低有关。尽管因为地方政府和一些行业仍存政策束缚, 市场预期政策的抓手有限, 对 A 股仍存犹豫, 但在方向上一季度货币政策的宽松以及财政支出的前置大概率会出现, 我们认为伴随稳增长政策的出台以及经济预期的改善, 权益市场在充分调整后仍有望震荡上行。

板块上，短期内稳增长政策的主要抓手仍是宽松的货币政策和前置的基建投资，市场逻辑仍会以稳增长为主线，政策发力拖底经济下老基建如建筑建材、电器机械有配置价值，新基建如电网、绿电更符合高质量经济发展方向，在跟随成长股充分回调后仍有介入价值。结构上，随着 PPI 与 CPI 的剪刀差逐步收敛、促消费稳增长政策的出台及居民消费倾向的改善，或可关注中下游 K 型复苏下大众消费修复性行情。此外，也可关注财富管理行业机会，居民资产逐步从地产迁移至金融资产、资管新规背景下固收类和理财类资金重新配置到权益类产品的两大趋势下，财富权益类的管理规模将迸发出较大增长，券商行业长期盈利中枢或将得到抬升。

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	2.17	2.43	2.61	2.79	国债	0.10	0.08	0.08	0.06
国开债	2.31	2.58	2.79	3.09	国开债	0.10	0.05	0.04	0.05
AAA信用债	2.65	2.93	3.23	-	AAA信用债	0.07	0.04	0.03	-
AA+信用债	2.77	3.11	3.47	-	AA+信用债	0.06	0.04	0.03	-
AA信用债	3.01	3.67	4.14	-	AA信用债	0.07	0.08	0.07	-
AA-信用债	5.36	6.02	6.49	-	AA-信用债	0.19	0.26	0.23	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 16 日.

	R001	R007	DR001	DR007
上周五	2.26	2.34	2.20	2.21
较上上周变化 (BP)	38	21	38	16

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 16 日.

债券市场方面，充裕的流动性和经济改善预期的交错影响下预计债券市场倾向震荡。流动性方面，2021 年四季度货币政策委员会例会的政策信号积极，美联储政策节奏的提前也将进一步提高我国货币宽松政策在一季度落地的可能性。经济基本面方面，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。

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，流动性宽松背景下，市场也会积极博弈一季度降准或降息的预期，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就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，债市以窄幅震荡为主，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

日历效应等因素而造成的回调风险。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年中，成为 2022 年全球经济的重要特征，但数据显示国内通胀压力不大，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 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，叠加美联储加息，或会对债市造成一定压力。后续仍需重点观察宽信用效果、房地产下行斜率及出口回落情况，两会前后是观察股市和债市的重要时间窗口。

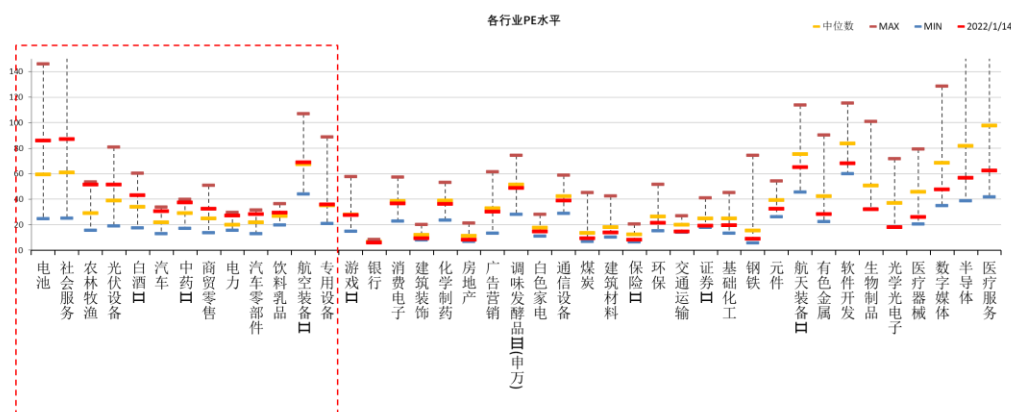
指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	11.02	9.52	1.40	5.99	0.59	0.45	0.83	0.60
沪深300	13.51	11.26	1.64	4.32	0.56	0.42	0.68	0.60
中小板指	35.31	24.45	4.19	-0.26	0.83	0.59	0.58	0.56
创业板指	59.32	37.34	7.70	-1.40	0.72	0.74	0.78	0.83
中证500	19.62	15.82	1.91	2.01	0.08	0.10	0.31	0.97
万得全A	19.45	15.14	1.96	2.05	0.54	0.39	0.56	0.63

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 16 日.

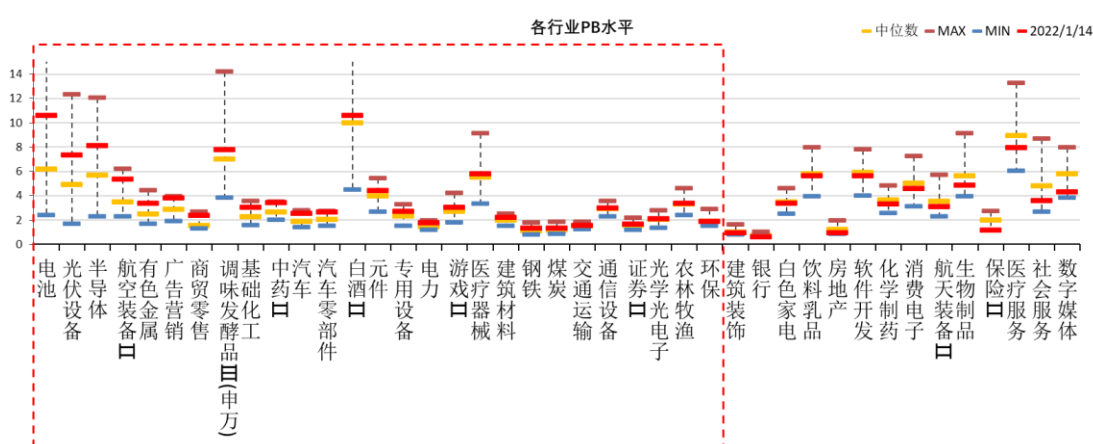
	一季度末	二季度末	三季度末	上月末	上周五	
利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/1/14	趋势
上证50	2.56	16.34	19.48	25.10	25.78	↗
沪深300	7.68	20.33	21.34	21.61	21.89	↗
中小板指	33.66	34.66	24.05	13.49	12.76	↘
创业板指	45.65	42.11	36.41	22.58	23.00	↘
中证500	2.30	47.95	57.76	45.67	45.60	↘
万得全A	11.91	29.27	33.66	30.98	31.11	一一

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 16 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、中证 500 业绩增长预期已经开始下行。万得全 A 预测 PE15.14 倍，处于 39%分位水平，股权溢价率 2.05%，处于 63%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 2022 年 1 月 16 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 16 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、社会服务等行业估值较高，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，关注降息证实或证伪后市场的调整，调整后再观察配置性价比，强化对信贷数据跟踪，谨慎春节后回调风险。

权益方面做中性偏积极配置，当前权益市场偏震荡格局，市场仍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，分母端预期的重心逐步转向 2022Q1 宽松强化，短期内行情或会逐步转向低估值修复链条，可适度超配价值风格，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，此外居民消费倾向改善下大众消费、必选消费板块或将有所表现。中期看，成长方向板块或会分化，在经历大幅下跌后继续下行空间不大，但仍需震荡消化，仍在持有的仓位可耐心等待反弹，后续二季度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。

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。