

## 宽货币开始发力, 关注经济回升情况

### 一、重要信息点评

1、1月17日, 国家统计局公布2021年经济数据。2021年全年GDP两年平均增速5.11%, 经济增长仍位于潜在增速区间内, 其中四季度GDP两年平均增速5.24%, 超出市场预期, 但结构分化明显。分结构看, 第一、第三产业表现亮眼, 而在三季度双控双限和一系列破除无效供给政策边际放缓背景下, 第二产业继续下行, 与工增数据有所背离, 显示建筑业表现不佳, 10-11月基建力度低于预期、四季度地产维持低位, 或对第二产业形成一定拖累。

2、12月经济数据显示经济增长动能的结构性分化明显, 工业生产和制造业投资维持高位, 基建反弹发力, 但经济企稳的重要力量消费和地产超预期走弱。

12月规模以上工业增加值两年平均约5.8%, 大超市场预期, 主因大宗商品价格下行使得中小企业和中下游企业经营压力减小, 后续仍需持续关注供应链压力、疫情反复、环保限产等因素。从投资数据看, 在政策督促下, 基建投资大幅回升, 达到全年次高点, 而房地产投资增速大幅下行, 制造业投资两年平均增速略有下行但维持在较高水平。基建方面, 预计2022年基建发力前置下, 第一季度基建力度值得期待; 地产方面, 12月地产投资累计两年平均5.7%, 当月同比-13.91% (上月-4.3%), 两年平均-2.98% (上月3.04%), 房地产投资增速大幅下行。分项来看, 销售、新开工、施工、竣工面积当月同比两年平均增速相对11月均有所回落, 其中下行幅度最大的是新开工和竣工, 新开工大幅走低主要原因还是在于地产企业资金压力问题, 未来需关注销售回升幅度和政策对于施工端的资金支持力度, 预计5年期LPR的调降对地产行业和合理的住房需求有拉动作用, 地产投资有边际回升的可能, 但地产调控大方向不会改变, 且微观主体基本面仍有待修复, 预计上半年地产投资仍然保持负增长。制造业方面, 政策端对制造业呵护以及宽信用诉求下, 制造业投资大概率维持高位, 但需关注出口和库存周期回落风险。

需求方面, 12月社会消费品零售总额两年平均增速3.14%, 低于上月4.45%, 下降幅度较大, 超出市场预期。分项来看, 商品零售和餐饮收入环比增速分别为0.63%、-0.04%, 商品零售远弱于往年平均水平, 消费需求不佳, 一方面与疫情大面积反复和双十一退潮有关, 另一方面也和人均可支配收入继续走低有关。预计随着地产投资边际改善, 各地方政府开展消费节、发放消费券等, 开年消费或会有小幅回升, 而疫情多点蔓延之下, 就业压力不容忽视。

3、1月17日, 央行下调MLF和OMO10BP。1月20日, 1年期LPR和5年期以上LPR分别较上月下调10BP和5BP, 5年期LPR为时隔21个月的首次下调。本次MLF下调幅度超出市场普遍预期的5BP, 体现了央行在货币政策层面维护流动性合理充裕的决心, 有利于降低实体融资成本, 而此次LPR的“双降”有利于推动地产产业链更快企稳, 增强市场主体信心, 助力稳增长。LPR下降是从资金供给端刺激经济增长, 体现出央行加大力度支持制造业投资和消费的政策意图, 而非对称式下降既反映了央行在房地产市场需求侧适时发力的支持态度, 又传递了“住房不炒”的坚定立场。

4、1月20日, 全国住房和城乡建设工作会议召开, 对比2021年会议, 本次会议更加强调要在“增信心、防风险、稳增长、促改革、强队伍”上下功夫, 尽管延续了房住不炒基调不变, 但提出了要充分释放居民住房需求潜力及增强调控政策协调性精准性, 并指出要坚决有力处置个别头部房地产企业房地产项目逾期

交付风险，或预示着需求端的地产调控有望迎来进一步松动，限购限售限贷等政策或会有所调整。此外，本次会议对 22 年保障性租赁住房目标和装配式建筑渗透率目标的设定超出市场预期，保障房重要性提升或会带动部分房建龙头及钢结构企业估值修复，但考虑到保障房筹建计划中实际上包含了存量改建、床位房间，保障房对地产投资整体上的带动作用不宜高估。

5、茅台发布新品茅台 1935，为系列酒尖端主力产品，市场零售指导价为 1188 元/瓶，填位千元价位，出厂价定为 798 元/瓶，大概是普飞的 80%左右，相当于变相的增加了普飞供应量，将推动茅台系列酒产品结构进一步升级，打开茅台酱香系列酒发展天花板，驱动飞天茅台和茅台系列酒双轮发展。

## 二、市场影响因素

|       | 上周五       | 上周四       | 上周三       | 上周二       | 周一        | 加总   |
|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------|
|       | 2022/1/21 | 2022/1/20 | 2022/1/19 | 2022/1/18 | 2022/1/17 |      |
| 7天逆回购 | 1000      | 1000      | 1000      | 1000      | 1000      | 5000 |
|       | 上周到期      | 500       | 上周投放      | 5000      | 上周净投放     | 4500 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 日.

上周央行 OMO 降息落地（10BP）并净投放 4500 亿，同时 MLF 也在降息的同时超量续作，宽货币预期开始逐渐兑现。

| 生产                | 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      | ↘    |
|                   | 2021/11/30 | 2021/12/10 | 2021/12/20 | 2021/12/31 | 2022/1/10  |      |
| 日均产量粗钢:重点企业(旬)    | 171.69     | 193.43     | 189.05     | 209.22     | 196.66     | 拐头向上 |
|                   | 2021/12/24 | 2021/12/31 | 2022/1/7   | 2022/1/14  | 2022/1/21  |      |
| 主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值 | 264.96     | 269.12     | 280.53     | 284.39     | 263.59     | 低位   |
| 库存:主要钢材品种:合计      | 878.51     | 874.83     | 888.75     | 917.05     | 971.76     | ↗    |
|                   | 2021/12/23 | 2021/12/30 | 2022/1/6   | 2022/1/13  | 2022/1/20  |      |
| 开工率:汽车轮胎:全钢胎      | 63.86      | 61.72      | 52.03      | 59.01      | 52.13      | ↘    |
| 开工率:汽车轮胎:半钢胎      | 63.75      | 63.70      | 60.05      | 59.36      | 55.01      | ↘    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 日.

生产数据方面，高炉开工率及粗钢产量数据并未更新。螺纹钢产量在能耗双控的背景下仍然维持低位震荡，但钢材库存近期持续上行或反映了粗钢产量回升以及需求偏弱导致的被动补库存。汽车轮胎开工率近期持续下行。

| 需求                   | 2021/1/21  | 2021/12/31 | 2022/1/7   | 2022/1/14 | 2022/1/21 | 趋势 |
|----------------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|----|
| 商品房成交面积:本月以来         | 54.64      | 51.67      | 35.23      | 40.61     | 41.01     | ↗  |
| 商品房成交面积:一线城市:本月以来    | 12.90      | 13.27      | 11.49      | 11.45     | 10.82     | ↗  |
| 商品房成交面积:二线城市:本月以来    | 23.93      | 27.74      | 16.05      | 21.04     | 21.70     | ↗  |
| 商品房成交面积:三线城市:本月以来    | 17.81      | 10.67      | 7.69       | 8.12      | 8.49      | ↗  |
|                      | 2021/12/19 | 2021/12/26 | 2021/12/31 | 2022/1/9  | 2022/1/16 |    |
| 过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比 | 10.82      | 5.67       | -4.93      | 0.75      | 2.29      | ↗  |
| 过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比 | -11.06     | -5.60      | -11.25     | -3.39     | 4.49      | ↗  |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 日.

需求数据方面，一二三线城市商品房成交面积近期均有所回升，但比去年同期相比仍然偏弱。乘用车销量近期也出现了一定程度的小幅回升。

| 价格             | 2021/1/21 | 2021/12/31 | 2022/1/7 | 2022/1/14 | 2022/1/21 |   |
|----------------|-----------|------------|----------|-----------|-----------|---|
| 农产品批发价格200指数   | 139.43    | 126.46     | 127.29   | 127.91    | 128.64    | ↗ |
| 价格生猪外三元        | 36.01     | 16.48      | 15.41    | 14.40     | 14.71     | ↘ |
| 平均批发价猪肉        | 47.35     | 23.08      | 22.74    | 22.26     | 22.05     | ↘ |
| 平均批发价28种重点监测蔬菜 | 6.15      | 5.04       | 5.03     | 4.96      | 5.19      | ↘ |
| 平均批发价7种重点监测水果  | 6.00      | 6.37       | 6.47     | 6.47      | 6.63      | ↗ |
| 南华工业品指数        | 2,655.64  | 3,210.75   | 3,337.63 | 3,385.33  | 3,438.32  | ↗ |
| 现货价原油英国布伦特Dtd  | 56.03     | 77.26      | 82.65    | 87.09     | 89.89     | ↗ |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 日.

价格数据方面, 近期农产品价格整体小幅回升, 其中水果价格上涨或是主要原因。猪肉及蔬菜价格则有所回落。工业品价格在油价带动下有所上涨。

### 三、市场表现回顾

#### a) 股票市场

| 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 |
| 上周     | 9    | 1   | 2    | 1   | 2  | 1   | 0   | 0    | 3    | 0   |
| 上上周    | 13   | 3   | 3    | 1   | 1  | 4   | 0   | 0    | 11   | 4   |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 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       | 10     | 10     | 20     | 15      | 0       | 0       | 5       | 10    | 1    | 1     | 41     |
|        | 发行规模(亿元) | 90.44  | 90.44  | 311.08 | 233.59  | 0.00    | 0.00    | 77.48   | 20.30 | 0.13 | 39.84 | 461.65 |
| 上上周    | 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 |
| 本月以来   | 数量       | 19     | 19     | 38     | 27      | 0       | 1       | 10      | 24    | 3    | 9     | 90     |
|        | 发行规模(亿元) | 110.84 | 110.84 | 492.61 | 362.72  | 0.00    | 2.81    | 127.07  | 81.30 | 8.75 | 71.02 | 755.76 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 日.

基金申报与发行方面, 春节将近基金申报有所放缓, 上周共计申报基金 19 支, 其中普通混合型基金 9 支, 债券类基金 (4 支) 少于股票类基金 (6 支)。发行一边, 上周基金发行规模较此前提速明显, 共计发行 461.65 亿, 占 22 年 1 月以来发行规模的 61%。

|           | 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      | -2.72   | -8.67   | -8.67   |
| 中证500     | -1.48   | -5.20   | -5.20   |
| 万得全A      | -1.03   | -4.69   | -4.69   |
| 偏股混合型基金指数 | -1.02   | -6.54   | -6.54   |
| 中小板指      | 0.05    | -5.29   | -5.29   |
| 沪深300     | 1.11    | -3.26   | -3.26   |
| 上证50      | 2.54    | -1.70   | -1.70   |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 日.

上周 A 股主要板块表现出了一定的分化。其中, 去年表现最好的创业板指及中证 500 指数分别下跌 2.72%、1.48%, 跌幅最大。另一方面, 去年表现不佳的

沪深 300 及上证 50 指数则分别上涨 1.11%、2.54%，涨幅居前。偏股基金指数跌 1.02%。

A 股主要板块的分化体现了一定的风格切换，市场在稳增长政策导向下开始从去年的中小盘风格向大盘风格轮动。

|        | 上周以来涨跌幅 | 本月以来涨跌幅 | 今年以来涨跌幅 |
|--------|---------|---------|---------|
| 小盘指数   | -3.06   | -5.82   | -5.82   |
| 高市盈率指数 | -2.34   | -8.99   | -8.99   |
| 绩优股指数  | -2.19   | -7.42   | -7.42   |
| 高市净率指数 | -0.98   | -9.05   | -9.05   |
| 茅指数    | 0.72    | -6.22   | -6.22   |
| 大盘指数   | 1.22    | -3.46   | -3.46   |
| 低市盈率指数 | 1.84    | 3.12    | 3.12    |
| 低市净率指数 | 2.19    | 3.99    | 3.99    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 日.

上周 A 股各风格指数中，代表成长风格的小盘、高市盈率、高市净率等指数均表现不佳，其中小盘指数跌 3.06%，跌幅最大。另一方面，代表价值风格的低市盈率及低市净率指数则表现较好，分别上涨 1.84%及 2.19%。风格指数的表现也印证了本周市场确实出现了一定的风格切换

|      | 上周以来涨跌幅 |      | 本月以来涨跌幅 |      | 今年以来涨跌幅 |
|------|---------|------|---------|------|---------|
| 医药生物 | -7.19   | 国防军工 | -15.33  | 国防军工 | -15.33  |
| 国防军工 | -5.61   | 电力设备 | -9.08   | 电力设备 | -9.08   |
| 基础化工 | -4.32   | 美容护理 | -9.07   | 美容护理 | -9.07   |
| 美容护理 | -3.90   | 医药生物 | -8.70   | 医药生物 | -8.70   |
| 汽车   | -3.41   | 电子   | -8.57   | 电子   | -8.57   |
| 建筑装饰 | 2.99    | 计算机  | 1.32    | 计算机  | 1.32    |
| 食品饮料 | 3.81    | 建筑装饰 | 1.38    | 建筑装饰 | 1.38    |
| 银行   | 4.32    | 房地产  | 3.04    | 房地产  | 3.04    |
| 计算机  | 4.40    | 煤炭   | 4.69    | 煤炭   | 4.69    |
| 煤炭   | 5.50    | 银行   | 6.17    | 银行   | 6.17    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 日.

上周申万 31 个行业中，医药生物行业大幅下跌 7.19%，跌幅最大。背后原因可能是部分企业受到集采政策影响带动板块出现了一定的恐慌情绪，市场担心“应采尽采”会对整个创新药行业利润带来损失。此外，年度业绩预告开始逐渐披露，部分国防军工企业业绩不及市场预期导致行业指数下跌 5.61%。不过值得注意的是，国防军工企业由于性质特殊，因此业绩有时会出现较大的不确定性，因此股价容易存在较大的波动。另一方面，基建超前发力、海外原油涨价等背景下煤炭价格近期也出现了一定的回升，带动煤炭行业股价上行 5.50%。另外，国

务院印发“十四五数字经济发展规划”，提出“加强数字基础设施建设，完善数字经济治理体系，协同推进数字产业化和产业数字化”等，对互联网及计算机行业发展提供政策支持，计算机行业指数涨 4.40%。此外，随着央行降息，市场预期银行板块放贷需求将有所增加，同时盈利质量也会改善，导致银行板块上周上涨 4.32%，涨幅居前。

|         | 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 | -7.63   | -8.52   | -8.52   |
| 纳斯达克指数  | -7.55   | -11.99  | -11.99  |
| 标普中盘400 | -6.76   | -8.71   | -8.71   |
| 标普500   | -5.68   | -7.73   | -7.73   |
| 道琼斯工业指数 | -4.58   | -5.70   | -5.70   |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 日.

美股方面，上周美股主要指数整体大幅下行，其中跌幅最小的道琼斯工业指数下跌 4.58%，而跌幅最大的标普小盘 600 指数则大幅 7.63%。美股的下跌背后主要反映了通胀持续走高及疫情难以得到控制的背景下，市场对于美联储加息的时间和力度的预期仍在不断的提前、加大，对美股形成了一定的压力。

#### b) 债券市场

|             | R001 | R007 | DR001 | DR007 |
|-------------|------|------|-------|-------|
| 上周最后一天      | 2.14 | 2.35 | 2.05  | 2.11  |
| 较上上周变化 (BP) | -13  | 1    | -15   | -10   |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 日.

上周货币市场利率在央行降息的背景下出现了一定幅度的下行，DR007 下行 10BP 至 2.11，与 OMO 利率相比仅高出 1 个 BP。

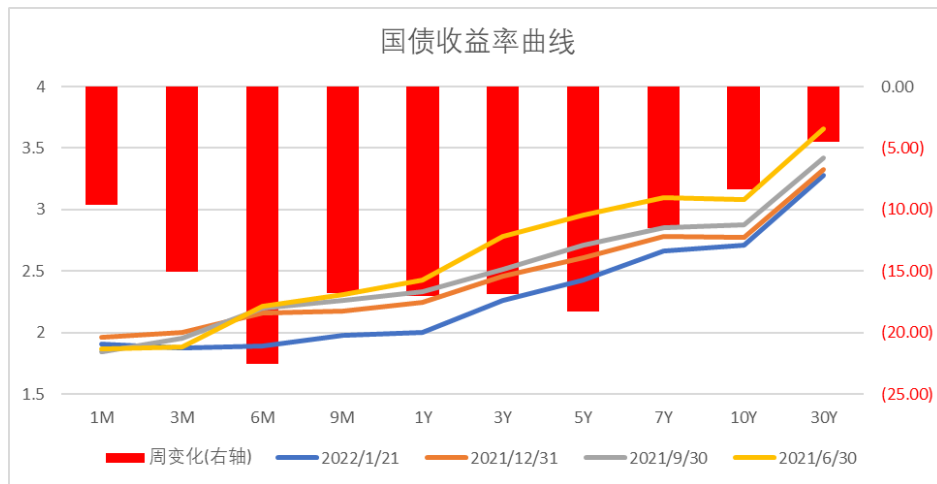
|            |         |
|------------|---------|
| 上周新发专项债规模  | 843.27  |
| 上上周新发专项债规模 | 382.01  |
| 本月以来新发专项债  | 1225.28 |
| 上月新发专项债    | 1011    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 日.

专项债发行方面，上周较上上周专项债发行有所提速，发行规模达 843.27 亿元，超过了上上周规模的一倍。

| 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       | -17 | -17 | -18 | -8  | 国债       | -24 | -20 | -18 | -7  | 国债       | -24 | -20 | -18 | -7  |
| 国开债      | -25 | -16 | -16 | -15 | 国开债      | -25 | -14 | -15 | -14 | 国开债      | -25 | -14 | -15 | -14 |
| AAA信用债   | -10 | -13 | -9  | -   | AAA信用债   | -20 | -16 | -13 | -   | AAA信用债   | -20 | -16 | -13 | -   |
| AA+信用债   | -9  | -9  | -8  | -   | AA+信用债   | -20 | -10 | -10 | -   | AA+信用债   | -20 | -10 | -10 | -   |
| AA信用债    | -11 | -9  | -6  | -   | AA信用债    | -16 | -13 | -9  | -   | AA信用债    | -16 | -13 | -9  | -   |
| AA-信用债   | -10 | -7  | -6  | -   | AA-信用债   | -15 | -11 | -9  | -   | AA-信用债   | -15 | -11 | -9  | -   |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 日.

债券市场方面，随着OMO、MLF以及LPR利率的调降，上周债券收益率整体下行。其中，一年期国开债大幅下行25BP，幅度最大。整体来看，短端利率的下行幅度大于长端利率，这是由于虽然降息降低了银行资金成本，但宽货币可能会转变为宽信用，因此降息对长端利率的拉动作用不及短端。

| 最新收益率 |      |      |      |      |      | 一周变化 |        |        |        |        |        |
|-------|------|------|------|------|------|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 类型    | 1M   | 3M   | 6M   | 9M   | 1Y   | 类型   | 1M     | 3M     | 6M     | 9M     | 1Y     |
| 总体    | 2.32 | 2.57 | 2.83 | —    | —    | 总体   | -11.48 | -9.76  | 8.26   | —      | —      |
| 国有银行  | 2.35 | 2.25 | 2.45 | 2.53 | 2.40 | 国有银行 | 0.00   | -16.00 | 0.00   | 0.00   | -22.00 |
| 股份银行  | 2.20 | 2.35 | 2.40 | 2.42 | 2.40 | 股份银行 | -12.00 | -7.33  | -17.00 | -16.00 | -23.80 |
| 城商行   | 2.33 | 2.51 | 2.76 | 2.74 | 2.83 | 城商行  | -5.30  | -21.21 | 1.67   | -3.23  | -9.49  |
| 农商行   | 2.30 | 2.70 | 2.89 | 2.82 | 2.63 | 农商行  | -7.83  | 19.75  | 28.75  | 9.67   | -32.83 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 日.

同业存单方面，上周同业存单利率除部分农商行存单利率有所上行外其余均出现了一定的下行，其中1Y农商行利率下行32.83BP，幅度最大。

| 二级资本债 | 1Y    | 2Y    | 3Y    | 4Y    | 5Y    | 一周变化     | 1Y     | 2Y     | 3Y    | 4Y     | 5Y    | 利率分位数 | 1Y   | 2Y   | 3Y   | 4Y   | 5Y   |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|------|------|------|------|------|
| 当前利率  | 2.59  | 2.71  | 2.93  | 3.12  | 3.27  | 利率变化(BP) | -14.04 | -12.30 | -8.52 | -10.63 | -8.84 | 利率分位数 | 0.06 | 0.05 | 0.04 | 0.02 | 0.03 |
| 当前利差  | 10.96 | 10.25 | 21.75 | 23.75 | 23.22 | 利差变化(BP) | 0.82   | -2.99  | 2.07  | 0.35   | -0.33 | 利差分位数 | 0.09 | 0.01 | 0.11 | 0.10 | 0.10 |

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+   |
|-------|-------|-------|-------|
| 当前利差  | 21.89 | 21.73 | 46.32 |
| 利差变化  | 2.60  | 2.62  | 3.42  |
| 当前分位数 | 0.13  | 0.13  | 0.13  |

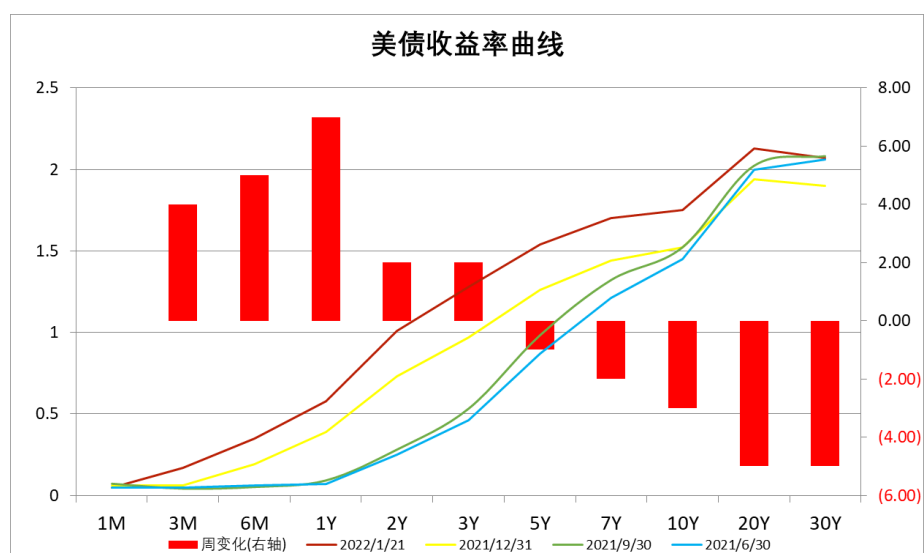
数据来源:Wind, 中加基金. 分位数为 2019 年至今水平。利差永续债与国开债之间的利差。时间截至 2021 年 12 月 31 日。

上周二级资本债利率进一步走低，其中 1Y 下行 14.04BP，幅度最大。二级资本债利率已经接近 19 年来的最低位置。永续债方面，受国开债利率大幅下行影响，永续债利差上周有所走阔，但仍处于较低分位数。

| 当前利率      | 1Y   | 3Y   | 5Y   | 10Y  | 一周变化      | 1Y  | 3Y   | 5Y   | 10Y  | 19年以来分位数  | 1Y   | 3Y   | 5Y   | 10Y  |
|-----------|------|------|------|------|-----------|-----|------|------|------|-----------|------|------|------|------|
| AAA级RMBS  | 2.68 | 3.03 | 3.34 | 3.74 | AAA级RMBS  | -15 | -14  | -12  | -9.7 | AAA级RMBS  | 0.06 | 0.03 | 0.00 | 0.00 |
| AAA级消金    | 2.77 | 3.13 | 3.47 | 3.84 | AAA级消金    | -9  | -9.6 | -6.6 | -6.9 | AAA级消金    | 0.06 | 0.03 | 0.00 | 0.00 |
| AAA级企业ABS | 2.96 | 3.26 | 3.56 | 4.02 | AAA级企业ABS | -10 | -11  | -5.5 | -6.9 | AAA级企业ABS | 0.08 | 0.05 | 0.01 | 0.00 |
| AAA级ABN   | 2.83 | 3.17 | 3.51 | 3.91 | AAA级ABN   | -9  | -9.6 | -6   | -6.9 | AAA级ABN   | 0.05 | 0.02 | 0.00 | 0.00 |

ABS 方面，上周各类型 ABS 收益率均出现了一定幅度的下行，其中一年期的 AAA 级 RMBS 在房贷利率的基准 5 年 LPR 调降后大幅下行了 15 个 BP。整体来看，ABS 收益率均处于 19 年以来的极低位置。

综合我国各个债券分项来看，各类债券收益率、利差大部分均处于历史较低分位数水平上，未来通过交易获得资本利得的空间有限，应降低债券基金预期收益率。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 日。

美债方面，收益率出现了一定的分化，其中 3 年以内的短端利率出现了一定的上行，其中 1Y 上行幅度最大，达 7BP。而长端利率则出现了一定幅度的下行，20Y 及 30Y 均下行 5BP，幅度最大。周内来看，10Y 美债收益率出现了“先上后

下”，背后的原因可能是通胀、加息预期等利空因素和疫情压制经济的利多因素共同作用导致。

#### 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   | ↗    |
| 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    | 5.79    | ↗    |
| GDP不变价:当季同比           | 0.00    | 0.00    | 18.30   | 0.00    | 0.00    | 7.90    | 0.00    | 0.00    | 4.90    | 0.00    | 0.00    | 4.00    | ↘    |
| 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    | 3.90    | ↘    |
| 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    | 5.36    | ↗    |
| 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    | 5.69    | ↘    |
| 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    | 3.14    | ↘    |
| 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    | ↗    |
| 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    | ↘    |
| 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   | ↘    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 日.

12 月经济呈弱企稳态势，经济增长动能结构性分化明显，工业生产和制造业投资是亮点，基建触底反弹，但经济企稳的重要力量消费和地产超预期走弱。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，宽信用尚需过渡。制造业方面，制造业 PMI 小幅改善，规模以上工业增加值大超市场预期，大宗商品价格下行使得中小企业和中下游企业经营压力有所减小。房地产方面，房地产投资增速大幅下行，竣工支撑力度减弱，新开工受企业资金压力问题影响大幅下行，但近期高频数据显示重点城市商品房销售有所回暖，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。内需方面，社零数据大幅走弱，或与疫情反复和人均可支配收入继续走低有关。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，近期一系列的降准降息及政策出台显示出稳增长任务的重要地位，预计一季度将有更多刺激政策落地，经济正在逐步进入改善通道。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，也可重点关注大金融行业机会，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，财富管理行业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。本次 5 年 LPR 调降显示政策上托底地产意图明确，预计地产行业风险将缓慢释放，硬着陆风险不大，资产质量改善对银行也构成一定程度利好。

| 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     | 2.00 | 2.26 | 2.43 | 2.71 | 国债       | 0.07 | 0.05 | 0.04 | 0.04 |
| 国开债    | 2.06 | 2.43 | 2.63 | 2.94 | 国开债      | 0.05 | 0.04 | 0.03 | 0.02 |
| AAA信用债 | 2.55 | 2.80 | 3.14 | -    | AAA信用债   | 0.05 | 0.03 | 0.02 | -    |
| AA+信用债 | 2.68 | 3.02 | 3.39 | -    | AA+信用债   | 0.05 | 0.03 | 0.02 | -    |
| AA信用债  | 2.90 | 3.58 | 4.08 | -    | AA信用债    | 0.05 | 0.07 | 0.06 | -    |
| AA-信用债 | 5.26 | 5.95 | 6.43 | -    | AA-信用债   | 0.13 | 0.18 | 0.19 | -    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 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，央行 2021 年金融数据新闻发布会上提出“三个发力”，同时提出“把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定，避免信贷塌方”，释放出货币政策宽松力度将会更大、实体企业融资环境也将更为宽松的积极信号。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，则债市有支撑。

分阶段看，降息当日利率下行幅度较小，周二晚央行提及“把货币政策工具箱开得再大一些”等宽松表述使市场产生进一步宽松预期，利率继续下行，本轮降息落地后行情节奏较快，我们认为在 2 月底前利率具备持有价值，可维持组合久期中性，但也要紧密关注经济数据、政策加码等因素，提防定价由宽货币转向宽信用的风险。短期看，债市利率以 2.85 为中枢，在 2.75-2.95 区间内波动，债市以窄幅震荡为主，需警惕春节后因信贷投放旺季、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。

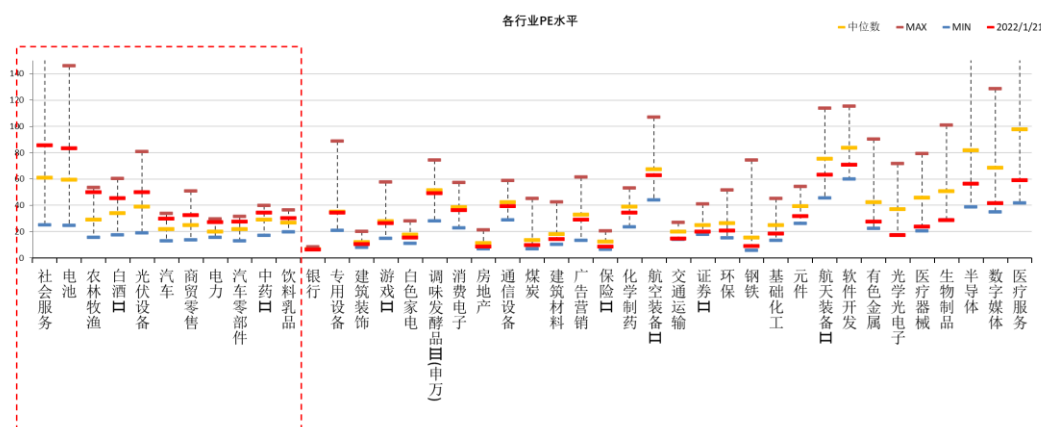
| 指数    | 指标值   |       |      |       | 5年分位数 |      |      |       |
|-------|-------|-------|------|-------|-------|------|------|-------|
|       | PE    | 预测PE  | PB   | 股权溢价率 | PE    | 预测PE | PB   | 股权溢价率 |
| 上证50  | 11.22 | 9.72  | 1.43 | 5.97  | 0.64  | 0.52 | 0.85 | 0.59  |
| 沪深300 | 13.63 | 11.37 | 1.66 | 4.39  | 0.59  | 0.46 | 0.75 | 0.62  |
| 中小板指  | 35.10 | 24.15 | 4.21 | -0.09 | 0.81  | 0.54 | 0.59 | 0.61  |
| 创业板指  | 57.53 | 36.28 | 7.48 | -1.20 | 0.67  | 0.69 | 0.74 | 0.89  |
| 中证500 | 19.38 | 15.61 | 1.89 | 2.22  | 0.07  | 0.09 | 0.29 | 0.97  |
| 万得全A  | 19.07 | 14.87 | 1.93 | 2.30  | 0.46  | 0.36 | 0.48 | 0.74  |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 日.

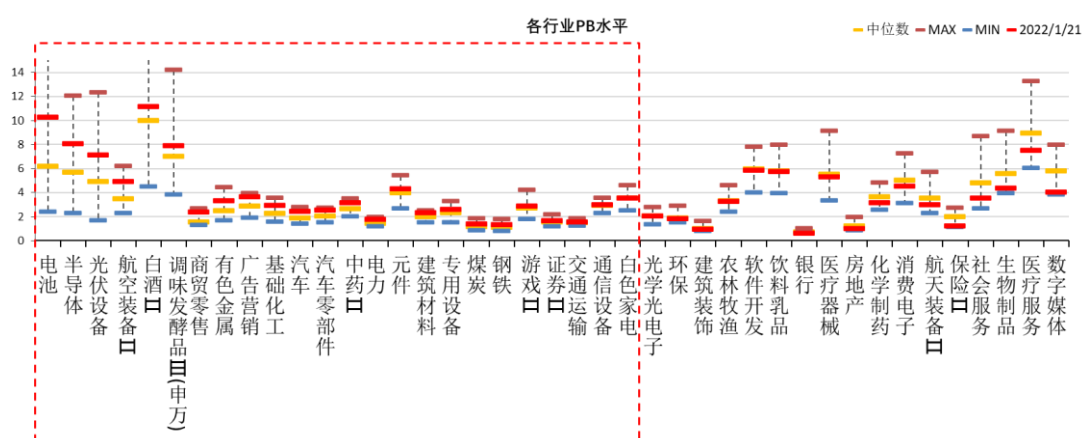
|        | 一季度末      | 二季度末      | 三季度末      | 上月末        | 上周五       |    |
|--------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|----|
| 利润增长预期 | 2021/3/31 | 2021/6/30 | 2021/9/30 | 2021/12/31 | 2022/1/21 | 趋势 |
| 上证50   | 2.56      | 16.34     | 19.48     | 25.10      | 25.57     | ↗  |
| 沪深300  | 7.68      | 20.33     | 21.34     | 21.61      | 21.66     | —  |
| 中小板指   | 33.66     | 34.66     | 24.05     | 13.49      | 12.19     | ↘  |
| 创业板指   | 45.65     | 42.11     | 36.41     | 22.58      | 22.70     | —  |
| 中证500  | 2.30      | 47.95     | 57.76     | 45.67      | 45.78     | —  |
| 万得全A   | 11.91     | 29.27     | 33.66     | 30.98      | 30.31     | ↘  |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 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，中小板业绩增长预期已经开始下行。万得全 A 预测 PE14.87 倍，处于 36%分位水平，股权溢价率 2.3%，处于 74%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 21 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 21 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、社会服务、中药等行业估值较高，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 2.9 以上可参与，强化对信贷数据跟踪，强调配置时点的性价比。

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，主要关注指数权重及低估值板块，结构上政策底已现且具备相对低估值优势的大金融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，在大盘指数企稳反弹时，绿色基建、汽车智能化产业链、军工等或会跟随修复。

**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。