

海外市场企稳反弹，市场情绪短期回暖

一、重要信息点评

1、2021 年 12 月规上工业企业利润两年平均增速较 11 月回落 0.3 个百分点，工业企业营收利润率同比提升 0.73 个百分点，较 11 月升幅回落，利润率对利润总额拉动作用进一步减弱，但利润结构有所改善。分结构看，原材料价格回落带动上游利润收缩，中下游行业虽然需求依然疲弱，但利润占比上升，利润格局趋于合理。从产成品库存情况看，上游整体进入被动补库存阶段，中下游多数仍处于主动补库存周期，预计随着未来 PPI 的持续回落，价格因素引发的企业补库动力将逐渐弱化，企业主动去库存拐点或会在上半年出现。预计一季度基建端的持续发力或将对上游原材料、中下游相关行业利润形成支撑，但疫情反复、下游需求疲弱会对利润修复带来不确定性，未来工业稳增长仍需财税金融、保供稳价等政策支持。

2、1 月制造业 PMI 小幅回落 0.2 个百分点至 50.1%，仍处于扩张区间，但受疫情反复、冬奥会华北限产和经济动能偏弱等因素影响，供需两端略弱于季节性，大中小企业分化进一步加大，稳增长效果仍需进一步观察。生产方面，1 月 PMI 生产指数连续两个月小幅回落，但仍处于扩张区间，春节假日消费相关行业及黑色、有色冶炼压延行业保持了较高增速。预计受春节假期影响，生产指数在 2 月份将进一步回落，3 月随着冬奥限产结束和宽信用效果的逐渐落地，生产或将出现显著改善。需求方面，1 月新订单指数延续小幅回落，已连续 6 个月处于收缩区间，显示内需依旧疲软。分行业看，需求结构有所分化，纺织、化纤、橡胶、专用设备等行业新订单指数低于 46%，但食品及酒饮料精制茶、医药等行业继续处于扩张区间，行业市场需求保持上升。外需方面，新出口订单指数回升 0.3 个百分点至 48.4%，海外疫情反复、极端天气影响下，我国出口仍有韧性。

非制造业方面，1 月非制造业商务活动指数回落 1.6 个百分点至 51.1%，其中服务业 PMI 回落 1.7 个百分点至 50.3%，建筑业 PMI 回落 0.9 个百分点至 55.4%。疫情反复仍是服务业复苏的最大制约，接触型服务业下行明显。建筑业方面，寒潮降温天气和春节返乡导致建筑业季节性回落，但仍需注意到，在 2022 年财政前置的背景之下，建筑业业务活动预期大幅上行 4.5 个百分点至 64.4%，十分积极，预计节后随着财政发力的落地，建筑业景气度或将好转。

3、春节假期文旅消费继续修复，按可比口径计算，春节前三天的旅游数据已恢复至 2019 年同期的 71.5%。同时假期电影票房延续高增，春节档电影票房有望与 2019 年持平，略低于 2021 年同期，但高增背后也存在“价增量减”的特征，票房的增长更多源于价格的调升，疫情对观影人数仍存在一定制约。

4、1 月 27 日，美联储发布 2022 年 1 月议息会议决议，决定 3 月结束 Taper，同时开启首次加息，缩表在此之后某个时点进行，缩表幅度可能较大。本次会议书面文件中给出的指引基本符合市场预期，但发布会上鲍威尔对年内加息超过四次及加息幅度持开放态度，鹰派表态超出市场预期，加息预期快速走高，引发市场剧烈波动。预计美国经济基本面内生动力依旧较强，疫情缓解下需求端仍有支撑，年中或可见到通胀率缓慢回落，美联储或会在 6 月二次加息并启动缩表，届时市场对通胀顽固性及政策的不确定性担忧或会有明显下降，联储态度也将先鹰后鸽，三季度或可见到鸽派拐点。

5、春节期间，英国和欧洲央行持续展现鹰派立场。2 月 3 日，英国央行宣布减少购债规模并将基准利率上调 25 个基点至 0.50%，符合市场预期，但此次提及

的缩表和出售公司债的节奏超出预期。欧洲央行发布会上，欧央行行长拉加德也发出了收紧信号，不再否认年内加息的可能，只是重申了先完成 Taper 再加息的原定顺序，欧洲货币市场押注欧央行年内加息的幅度也从政策决议公布前的 25 个基点上升至 40 个基点，全球流动性收紧预期有所强化。预计未来欧元区货币政策仍会受到通胀扰动，欧元区 1 月 CPI 同比上涨 5.1%，明显高于市场预期，能源上涨为主要原因，一方面，疫情制约淡化下航空运输与经济活动恢复，拉动原油需求，尽管 OPEC+ 同意推进增产计划，但由于缺乏闲置产能，OPEC+ 成员国增产实际落地尚存变数，后续原油供应仍面临较大不确定性，另一方面，欧洲冬季供暖储备消耗较高，而俄乌地缘矛盾又制约天然气的供给，诸多不确定性推升天然气价格，导致欧元区 19 国能源成本在 1 月飙升近 28.6%。

6、美国就业数据超预期修复，1 月非农就业超预期新增 46.7 万人，市场预期 12.5 万人，创 2021 年 10 月以来新高，非农失业率虽小幅抬升，但基本符合预期。劳动参与率升至 62.2%，同样高于预期并创下新冠疫情以来新高。本次就业数据的边际改善主要源于休闲和酒店业，反映出劳动参与意愿的好转和疫情制约的持续淡化，但也要关注到美国的时薪增幅同比超预期，一方面反映出劳动力的供不应求，另一方面也可能使通胀延续高位。

二、 市场影响因素

	上周日	上周六	上周五	上周四	上周三	上周二	上一周	加总
	2022/1/30	2022/1/29	2022/1/28	2022/1/27	2022/1/26	2022/1/25	2022/1/24	
14天逆回购投放	1000	1000	2000	2000	2000	1500	1500	11000
			上周到期	5000	上周投放	11000	上周净投放	6000

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 30 日.

春节前最后一周央行按惯例进行 14 天净投放操作，同时 14 天 OMO 利率也与 7 天 OMO 利率一同下降了 10 个 BP，宽货币仍在兑现过程中。

生产	2021/12/31	2022/1/7	2022/1/14	2022/1/21	2022/1/28	
主要钢厂产量 螺纹钢全国当周值	269.12	280.53	284.39	263.59	260.68	低位
库存 主要钢材品种合计	874.83	888.75	917.05	971.76	1,116.52	↗
	2021/12/30	2022/1/6	2022/1/13	2022/1/20	2022/1/27	
开工率 汽车轮胎全钢胎	61.72	52.03	59.01	52.13	20.15	↘
开工率 汽车轮胎半钢胎	63.70	60.05	59.36	55.01	39.98	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 30 日.

生产数据方面，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。汽车轮胎开工率由于存在明显的春节效应因此显著下降。

需求	2021/1/29	2022/1/8	2022/1/15	2022/1/22	2022/1/29	趋势
商品房成交面积:本月以来	55.97	34.53	40.26	40.86	41.73	↗
商品房成交面积:一线城市:本月以来	14.98	11.58	11.54	10.79	11.43	↗
商品房成交面积:二线城市:本月以来	23.05	15.36	20.66	21.37	21.07	↗
商品房成交面积:三线城市:本月以来	17.94	7.60	8.06	8.70	9.23	↗
	2021/12/26	2021/12/31	2022/1/9	2022/1/16	2022/1/23	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	5.67	-4.93	0.75	2.29	23.07	↗
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	-5.60	-11.25	-3.39	4.49	16.47	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 30 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。乘用车销量近期回升态势明显。

价格	2021/1/28	2022/1/7	2022/1/14	2022/1/21	2022/1/28	
农产品批发价格200指数	139.95	127.29	127.91	130.92	137.42	↗
价格生猪外三元	34.40	15.41	14.40	14.71	13.99	↘
平均批发价猪肉	46.57	22.74	22.26	22.05	21.93	↘
平均批发价28种重点监测蔬菜	6.25	5.03	4.96	5.19	5.80	↗
平均批发价7种重点监测水果	6.27	6.47	6.47	6.63	6.84	↗
南华工业品指数	2,573.53	3,337.63	3,385.33	3,438.32	3,489.51	↗
现货价原油 英国布伦特D td	55.20	82.65	87.09	89.89	93.07	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 30 日.

价格数据方面，近期农产品价格整体小幅回升，其中水果及蔬菜价格上涨或是主要原因。猪肉价格在春节来临前仍然回落可能反映了疫情反复带来的就地过年情况较此前有所增加。此外，受俄乌关系不确定性影响，市场对于俄罗斯的能源供给产生了一定的担忧，导致原油价格持续上涨，同时带动工业品价格整体上涨。

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	总计
上周	15	1	15	5	2	5	4	2	3	5	57
上上周	9	1	2	1	2	1	0	0	3	0	19

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 30 日.

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	偏债混合型	股票型基金	主动股票	偏股混合型	灵活配置型基金	平衡混合型	FOF基金	总计
上周	数量	6	6	11	13	2	30	0	0	6	66
	发行规模(亿元)	26.76	26.76	149.28	35.36	4.83	181.99	0.00	0.00	32.45	425.84
上上周	数量	10	10	5	10	1	15	0	0	1	41
	发行规模(亿元)	90.44	90.44	77.48	20.30	0.13	233.59	0.00	0.00	39.84	461.65
本月以来	数量	25	25	21	37	5	57	0	1	15	156
	发行规模(亿元)	137.60	137.60	276.35	116.66	13.58	544.72	0.00	2.81	103.46	1181.60

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 30 日.

基金申报与发行方面，春节前最后一周基金申报有所回升，上周共计申报基金 57 支，其中普通混合型基金 15 支，债券类基金（14 支）少于股票类基金（23 支），股票指数基金贡献明显。发行一边，上周基金发行规模较上上周变化不大，共计发行 425.84 亿，一月后两周发行规模较前两周明显提速。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
中证500	-5.68	-10.58	-10.58
上证50	-5.12	-6.73	-6.73
万得全A	-5.01	-9.46	-9.46
沪深300	-4.51	-7.62	-7.62
创业板指	-4.14	-12.45	-12.45
中小板指	-4.02	-9.09	-9.09
偏股混合型基金指数	-3.71	-10.01	-10.01

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 30 日.

22 年以来, A 股市场出现了大约 10% 的回调, 其中上周一周就占据了其中的一半。一个主要的原因是市场对于稳增长政策的力度出现了一定的担忧, 后续对于经济可能难以形成大幅提振。此外, 在美联储超预期鹰派、俄乌关系不确定等外因的扰动下市场的风险偏好也出现了一定的收缩, “持币过节” 成为了市场的主流选择。因此, 多方原因共振下, 上周跌幅最大的中证 500 指数跌幅达到了 5.68%, 而跌幅最小的中小板指也下跌了 4.02%。偏股基金指数跌 1.02%。

	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	-5.88	-11.36	-11.36
茅指数	-5.36	-11.25	-11.25
绩优股指数	-4.75	-11.82	-11.82
低市盈率指数	-4.54	-1.55	-1.55
大盘指数	-4.33	-7.64	-7.64
高市净率指数	-4.16	-12.84	-12.84
低市净率指数	-3.93	-0.10	-0.10
高市盈率指数	-3.78	-12.43	-12.43

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 30 日.

上周 A 股各风格指数也均出现了一定幅度的调整, 其中表现最差的小盘指数跌幅达 5.88%, 而表现最好的高 PE 指数也出现 3.78% 的下行。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
计算机	-9.69	国防军工	-17.92	国防军工	-17.92
传媒	-9.66	医药生物	-14.94	医药生物	-14.94
煤炭	-8.50	传媒	-14.40	传媒	-14.40
医药生物	-6.83	美容护理	-14.09	美容护理	-14.09
食品饮料	-6.37	电子	-13.39	电子	-13.39
国防军工	-3.06	煤炭	-4.21	煤炭	-4.21
交通运输	-2.61	建筑装饰	-2.89	建筑装饰	-2.89
商贸零售	-2.26	交通运输	-2.88	交通运输	-2.88
农林牧渔	-2.12	房地产	-1.29	房地产	-1.29
电力设备	-1.92	银行	2.33	银行	2.33

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 30 日.

上周申万 31 个行业中，上上周表现突出的计算机行业上周表现较差，大幅下跌 9.69%，跌幅最大。此外，市场预期国内 PD1 创新药出海可能会面临海外政策打压，导致医药生物行业中占比较大的创新板块及 CXO 板块整体遭受利空打击，带动行业上周下跌 6.83%。值得注意的是，这已经是医药生物行业第二周出现 6% 以上的下跌，背后的核心原因除去消息面的利空外，估值较高及交易拥挤更容易放大政策及消息带来的恐慌情绪。另一方面，上周相对表现最好的行业是电力设备行业，单周小幅下跌 1.92%。年度业绩预告开始逐渐披露，部分新能源行业龙头业绩超出市场预期对行业整体基本面形成了一定的支撑。

今年以来，在稳增长预期的带动下，银行、地产等顺周期行业表现较好，而军工、医药、TMT 等高成长行业则表现相对乏力。

	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	-0.81	-9.26	-9.26
标普中盘400	-0.62	-9.28	-9.28
纳斯达克指数	0.01	-11.98	-11.98
标普500	0.77	-7.01	-7.01
道琼斯工业指数	1.34	-4.44	-4.44

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 30 日.

美股方面，美联储 1 月 FOMC 会议后鲍威尔再次发表鹰派言论，3 月开始加息的市场一致预期已经形成。同时，受到俄乌冲突影响，美国地缘政治关系出现一定的波动，导致美股在周初出现了一定的下跌。不过，随后美国公布 GDP 数据，增长超出市场预期，于是美股便出现了一定的反弹。因此，美股整体周内表现为小幅分化的震荡走势，其中涨幅最大的道琼斯工业指数上涨 1.34%，而跌幅最大的标普小盘 600 则下跌 0.81%。

	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	0.92	-1.20	-8.42
道琼斯工业指数	1.05	-0.12	-3.44
标普500	1.55	-0.33	-5.57
标普中盘400	1.74	-0.46	-7.70
纳斯达克指数	2.38	-1.00	-9.89

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 4 日.

春节之后，美国非农就业数据大超预期暗示经济增长强劲但也使美联储能够放开手脚进一步加速货币正常化。美股市场的反映来看，主要指数集体收涨，其中涨幅最大的纳斯达克指数指数上涨 2.38%。

b) 债券市场

	R001	R007	DR001	DR007
上周最后一天	1.26	2.29	1.25	2.25
较上上周变化(BP)	-87	-6	-80	15

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 30 日.

上周货币市场利率在春节前央行大幅净投放的背景下整体下行, 仅 DR007 上行 15BP 至 2.25, R001 与 DR001 则分别大幅下行了 87 及 80 个 BP。

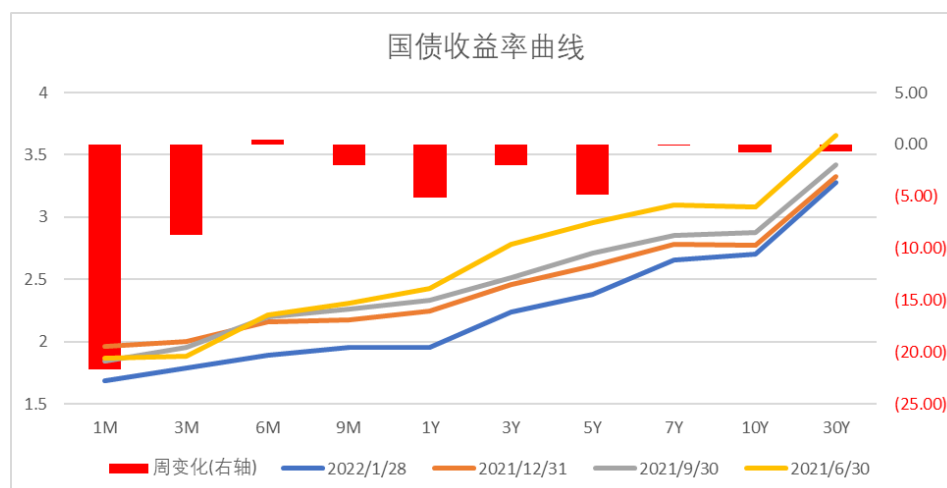
上周新发专项债规模	3618.478
上上周新发专项债规模	843.27
本月以来新发专项债	4843.758
上月新发专项债	1011

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 30 日.

专项债发行方面, 上周专项债发行明显提速, 发行规模达 3618.48 亿元, 约为 1 月发行总规模的 75%, 为稳增长政策提速蓄力。

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	-5	-2	-5	-1	国债	-29	-22	-23	-7	国债	-29	-22	-23	-7
国开债	-6	1	-1	0	国开债	-31	-13	-17	-14	国开债	-31	-13	-17	-14
AAA信用债	-5	-1	-1	-	AAA信用债	-24	-17	-14	-	AAA信用债	-24	-17	-14	-
AA+信用债	-5	-3	-4	-	AA+信用债	-24	-13	-14	-	AA+信用债	-24	-13	-14	-
AA信用债	-7	-4	-5	-	AA信用债	-22	-17	-14	-	AA信用债	-22	-17	-14	-
AA-信用债	-7	-4	-4	-	AA-信用债	-21	-15	-13	-	AA-信用债	-21	-15	-13	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 30 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 30 日.

债券市场方面, 随着降息和春节前的大额净投放, 上周债券收益率整体下行。其中, 一年期 AA 及 AA-信用债下行 7BP, 幅度最大。然而, 由于债券收益率已经

处于历史较低水平，10 年国债收益率更是跌至 2.68，因此在没有更多利多因素的情况下，收益率继续下行的难度较大。

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	2.72	2.38	—	—	总体	-0.40	13.42	-47.06	—	—
国有银行	2.30	2.35	2.35	2.40	2.45	国有银行	-5.00	10.00	-10.00	-13.00	5.00
股份银行	2.25	2.38	2.40	2.40	2.46	股份银行	5.00	2.50	0.00	-2.00	6.40
城商行	2.34	2.51	2.38	2.71	2.48	城商行	1.25	-1.31	-40.73	-2.25	-35.15
农商行	2.35	2.40	2.83	2.50	2.55	农商行	5.33	-29.75	-5.75	-32.00	-7.67

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 30 日.

同业存单方面，上周同业存单利率大致呈短端上行，长端下行，其中 6M 城商行下行幅度最大，达 40.73BP。

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	2.75	2.90	3.09	3.26	利率变化 (BP)	-0.35	4.00	-2.42	-2.96	-0.91	利率分位数	0.06	0.06	0.05	0.02	0.03
当前利差	12.46	13.42	21.87	25.26	21.64	利差变化 (BP)	1.50	3.17	0.12	1.51	-1.58	利差分位数	0.13	0.06	0.11	0.15	0.07

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	22.17	21.95	44.94
利差变化	0.78	0.77	-0.90
当前分位数	0.14	0.14	0.11

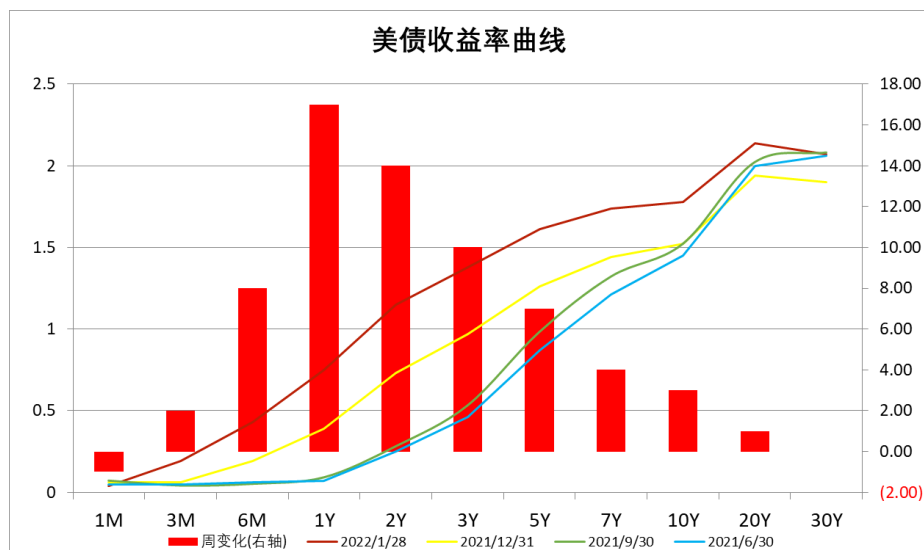
数据来源:Wind, 中加基金. 分位数为 2019 年至今水平。利差永续债与国开债之间的利差。时间截至 2021 年 12 月 31 日。

上周二级资本债利率进一步走低，仅 2Y 上行 4BP。然而，二级资本债利率已经接近 19 年来的最低位置，下行力度较小。永续债方面，受国开债利率下行影响，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	2.75	3.04	3.32	3.78	AAA级RMBS	6.84	1	-2.6	4.66	AAA级RMBS	0.09	0.03	0.00	0.01
AAA级消金	2.79	3.08	3.42	3.87	AAA级消金	1.7	-5.3	-5.2	2.88	AAA级消金	0.06	0.02	0.00	0.01
AAA级企业ABS	2.88	3.18	3.54	4.02	AAA级企业ABS	-8.1	-8.1	-1.9	-0.6	AAA级企业ABS	0.07	0.04	0.01	0.00
AAA级ABN	2.83	3.12	3.47	3.94	AAA级ABN	0.34	-5.3	-3.3	2.88	AAA级ABN	0.06	0.01	0.00	0.01

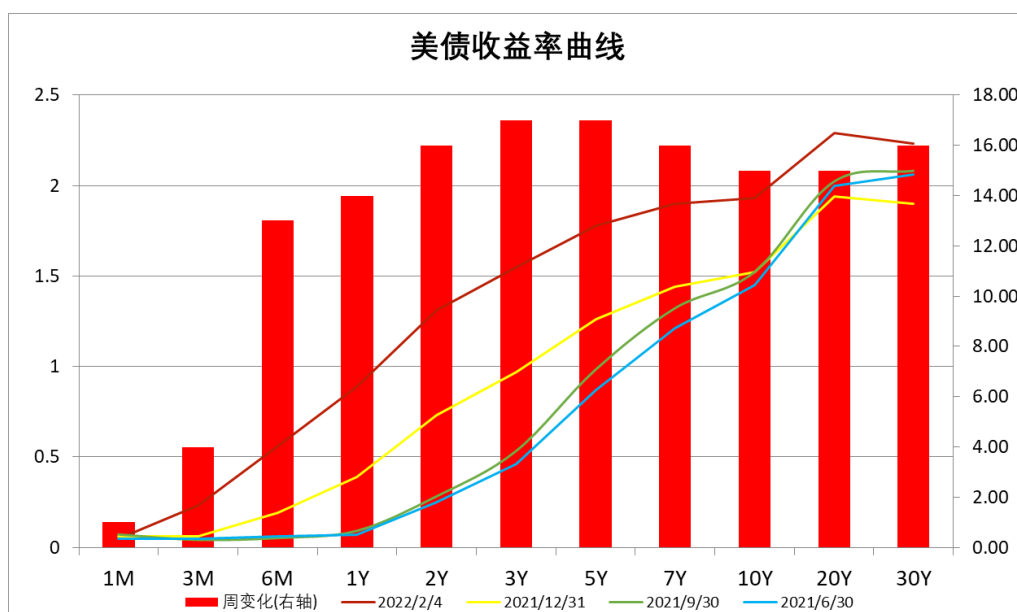
ABS 方面，上周各类型 ABS 除 RMBS 呈上行态势外，其余 ABS 收益率均出现了一定的下行态势，其中一年期及三年期的 AAA 级企业 ABS 利率下行 8.1BP，幅度最大。整体来看，ABS 收益率均处于 19 年以来的极低位置。

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 30 日.

美债方面, 受美联储加息预期及经济向好影响, 上周美债仅 1M 小幅下行 1BP, 其余期限均上行, 其中 1Y 上行幅度最大, 达 17BP。短端利率上行明显高于长端也显示了鲍威尔的鹰派言论是上周影响美债市场走势的关键因素。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 4 日.

春节期间, 美债收益率延续了上涨的趋势, 其中 3Y 及 5Y 涨幅最大, 达 17BP。美联储此前的鹰派言论叠加超预期的就业数据导致缩表和加息的预期进一步提前, 推动美债收益率上行。

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	2022-01	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	50.10	↗
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不变价当月同比	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	—	抬头向上
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	—	抬头向下
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 30 日.

1 月经济动能依旧偏弱，结构性问题犹存。制造业方面，制造业 PMI 小幅回落，基本符合季节性，但分项显示，制造业上下游分化，中小企业表现低迷，外需仍在筑顶而内需复苏尚未出现，原材料价格环比重回扩张区间导致成本压力略有增加，疫情反复下接触型服务业表现较差，这样的表现背后既有季节性因素、疫情反复、冬奥会华北限产等影响，也体现了我国经济复苏动能依旧偏弱。而经济的亮点在于制造业企业生产经营预期已连续 3 月回暖，市场主体对稳增长的信心仍存。此外，建筑业预期指数明显回升，未来基建发力值得期待，上游相关行业提前补库行为就是佐证。鉴于春节对 1、2 月份制造业均有影响，制造业 PMI 或会在 3 月份走强，稳增长、开门红效果需进一步观察。

权益市场方面，当前市场基本面处于政策储备期，货币政策大幅宽松，而信用环境改善缓慢。鉴于央行推动信用环境改善的意愿强烈，一季度信贷总量有望在政策推动下回升，但稳增长弹性或许有限。考虑到房地产下滑的惯性和稳增长政策效果的时滞，经济基本面或会在三季度企稳回升，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。在此背景下，权益市场系统性下跌的风险较低，仍以震荡的结构化行情为主，若上半年充分回调，则在三季度中后段或会有较好行情。

近期市场调整既有内因也有外因。内因上，一方面，市场对稳增长政策落地效果存疑，由于地方政府和一些行业仍存政策束缚，市场担忧政策抓手有限，而近期信用环境改善缓慢也导致信用扩张预期转弱，另一方面，能耗双控政策的放松也对去年涨幅较大的新能源链条形成调整压力。外因上，地缘政治事件及美联储超预期鹰派冲击海内外市场风险偏好，导致市场波动加剧，而中美货币政策的背离也加剧了市场对上半年人民币汇率趋势性贬值的担忧。叠加开年以来偏股类基金发行量明显低于往期，引发市场对增量资金规模担忧，多种利空因素下市场快速回调。预计在充分消化利空因素后，市场将逐步转为震荡，此时宜持仓等待反弹，若市场再度回调，则会有较好补仓时点。

配置方向上，推荐适度超配低估值板块。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、绿电更符合高质量发展发展方向，在跟随成长股充分回调后仍有介入价值，成长赛道中拥挤度相对较低、前期经历充分回调的板块如风电或会有阶段性反弹。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 型复苏下大众消费如食品和农业的修复性行情。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	1.95	2.23	2.36	2.70	国债	0.06	0.04	0.04	0.04
国开债	2.00	2.43	2.60	2.93	国开债	0.04	0.04	0.03	0.02
AAA信用债	2.50	2.76	3.11	-	AAA信用债	0.04	0.03	0.02	-
AA+信用债	2.63	2.96	3.33	-	AA+信用债	0.04	0.03	0.02	-
AA信用债	2.83	3.51	4.01	-	AA信用债	0.04	0.06	0.05	-
AA-信用债	5.19	5.88	6.37	-	AA-信用债	0.11	0.13	0.15	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 30 日.

债券市场方面，本周降息利好在市场上基本反应完毕，短期内利多因素出尽，在资金面宽松和宽信用预期下债市趋于震荡，鉴于目前利率位置较低，市场对经济基本面会更加敏感，需密切关注基建力度和节奏、1 月社融信贷数据走势、各类政策效果。

分阶段看，我们认为在 2 月底前利率债具备持有价值，可维持组合久期中性，但当前位置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，鉴于海外市场在春节期间国债收益率整体上行而权益市场企稳反弹，春节期间国内央行也并无超预期超预期宽松动作，债市存在阶段性回调需求，但由于货币政策仍处于宽松通道中，在 2 月底前的回调或会带来做多时机，债市利率以 2.85 为中枢，在 2.7-2.95 区间内波动。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，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。

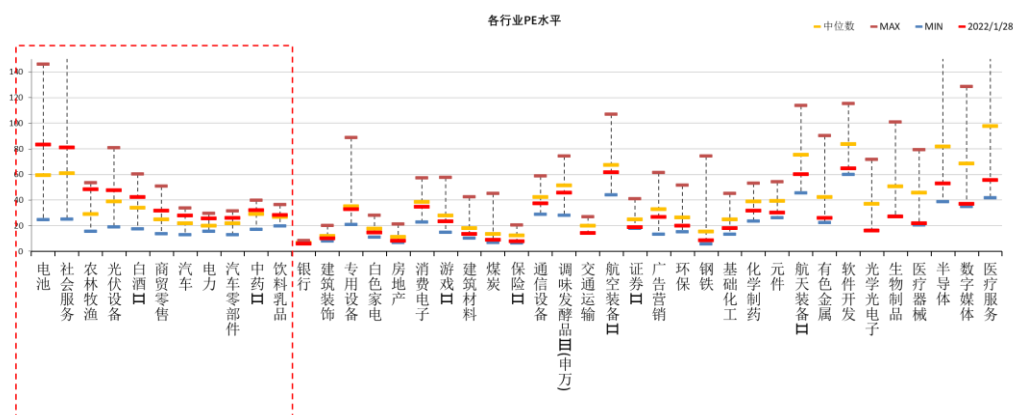
指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	10.72	9.22	1.36	6.38	0.49	0.37	0.75	0.70
沪深300	13.06	10.86	1.59	4.71	0.45	0.32	0.57	0.76
中小板指	33.55	23.06	4.02	0.04	0.70	0.43	0.52	0.66
创业板指	55.35	34.98	7.20	-1.14	0.61	0.67	0.69	0.90
中证500	18.29	14.80	1.78	2.52	0.05	0.04	0.14	1.00
万得全A	18.19	14.15	1.84	2.55	0.40	0.25	0.41	0.85

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 30 日.

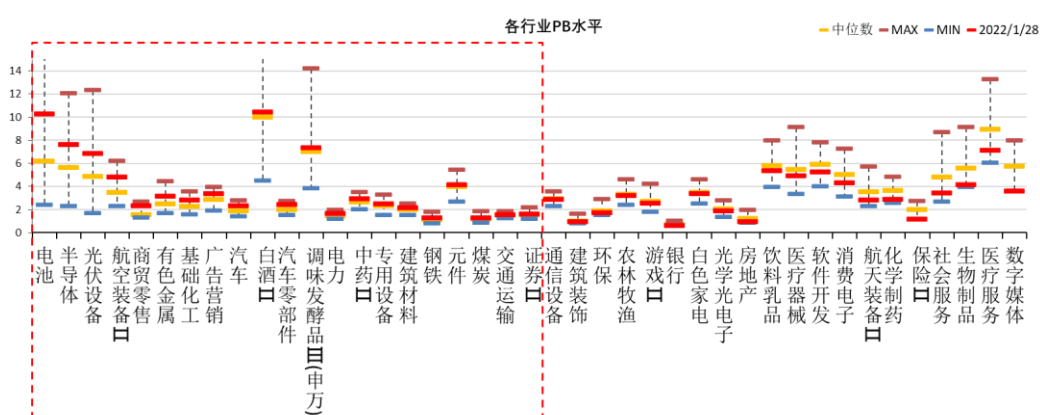
	一季度末	二季度末	三季度末	上月末	本周五	
利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/1/28	趋势
上证50	2.56	16.34	19.48	25.10	25.31	↗
沪深300	7.68	20.33	21.34	21.61	21.46	—
中小板指	33.66	34.66	24.05	13.49	11.73	↘
创业板指	45.65	42.11	36.41	22.58	20.40	↘
中证500	2.30	47.95	57.76	45.67	44.48	↘
万得全A	11.91	29.27	33.66	30.98	30.03	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 30 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 PE14.15 倍，处于 25%分位水平，股权溢价率 2.55%，处于 85%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 30 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 1 月 30 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。

权益方面做中性配置，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系统性向下的空间有限。春节期间海外市场普遍表现为企稳反弹或会在短时间内带动国内市场风险偏好回升，但这种回升的持续性仍需经过社融数据、房地产与汇率问题的考验。预计未来权益市场仍偏结构化行情，可适度超配低估值风格，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，此外行业处于去产能

过程中的农业板块也可关注。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，交易拥挤度相对较低的绿色基建、风电等或会有反弹修复。

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。