

开年宽信用落地，关注外围变量

一、重要信息点评

1、稳增长政策下 1 月社融迎来开门红，总量结构均有改善。1 月社融规模增量 6.17 万亿，同比多增 9816 亿元，社融余额同比增速较上月上行 0.2 个百分点，超市场预期，地方专项债、人民币贷款、企业债券是主要拉动项，体现出政府稳增长基建发力的决心，而银行贷款的扩张一部分是 12 月储备项目的结果，另一部分是稳增长政策的结果，开年宽信用效果开始显现。分结构看，信贷结构并不理想，1 月份信贷超预期增长的背后仍然是期限偏短的票据及短贷做出了主要贡献，实体经济的融资意愿仍然没有出现有效修复，1 月 M2 增速提升、M1 增速回落，也说明新增的融资并未有效地转化为即将用于投资的活期存款，而新增居民中长期贷款在按揭贷政策边际放松背景下同比少增 2024 亿元，反映出居民购房意愿仍然偏弱。预计一季度将出现基建的脉冲式发力，同时政府债券发行加速及政策主导下银行贷款投放的扩张有望延续，一季度社融增速有望继续回暖，结构缓慢改善。

2、房地产业接连迎利好政策。2 月 9 日，央行、银保监会明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理，截至 2021 年三季度末，保障性住房开发贷款余额占房地产贷款余额比例为 9.03%，保障性住房开发贷款余额占贷款总额比例为 2.45%。保障性住房开发贷占比虽不高，但被剔除房贷集中管理之后，仍可释放一些商品房贷款额度，房企资金压力得到轻微改善。此外，一些有大量配建租赁项目的房地产开发企业也可以通过保障性租赁房的认定改善贷款成本，这部分参与主体以资金实力较强的头部房企及代建公司为主。2 月 10 日，多家媒体报道，近日相关部门下发了关于城市商品房预售资金监管的相关意见，全国统一的标准和额度核定方式助于个别监管过严城市政策纠偏，部分因为预售资金监管造成现金流紧张的房企或将迎来改善。

3、美国 1 月未季调 CPI 同比上涨 7.5%，创 40 年新高，进一步强化了美联储加息预期，超越了经济学家预期的 7.3%，更超越了去年 12 月的 7.0%，再次刷新 1982 年 3 月以来最大增幅，美联储采取更加激进的政策的可能性持续升温，美国 10 年期国债收益率突破 2%。此外，美联储最鹰派官员圣路易斯联储主席布拉德表示，支持一次加息 50 基点，并在 7 月初之前累计加息 100 基点，而之前

布拉德并不支持一次加息 50 基点，市场对加息担忧加剧，3 月加息 50 基点概率提高至 99%，有分析师认为美联储随时可能召开紧急会议启动加息，科技成长股承压。

4、2 月 11 日，央行发布 2021 年第四季度货币政策执行报告，政策思路依旧延续了中央工作会议思路，重心强调稳增长，货币政策依旧宽松，为宽信用保驾护航，宽信用强调总量稳、结构优，未来资金面稳中偏松，房地产金融政策略转积极，结构性政策仍是主角。

5、上周，部分生物医药生物企业被列入美国商务部的“未经核实名单” (Unverified List)，按照限制措施，美国出口商若想向被列入名单的中国公司发货，必须获得许可证，如果公司同意接受美方检查并证明自己的合法性有可能被移除出名单。此外，首个国产 PD-1 赴美受阻，生物医药行业外循环逻辑或会逐步定价地缘政治风险。

二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	上一周	加总
	2022/2/11	2022/2/10	2022/2/9	2022/2/8	2022/2/7	
7天逆回购	200	200	200	200	200	1000
	上周到期	9000	上周投放	1000	上周净投放	-8000

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 11 日.

春节后第一周央行回收跨节假日流动性。值得注意的是 1 月 29 日（周六）、30 日（周日）投放的 2000 亿元将在本周一到期，加上上周投放的 1000 亿，下周共计到期 2000 亿元。

生产	2021/12/20	2021/12/31	2022/1/10	2022/1/20	2022/1/31	
日均产量粗钢重点企业(旬)	189.05	209.22	196.66	198.73	201.36	拐头向上
	2022/1/14	2022/1/21	2022/1/28	2022/2/4	2022/2/11	
主要钢厂产量 螺纹钢全国当周值	284.39	263.59	260.68	--	243.98	↘
库存主要钢材品种合计	917.05	971.76	1,116.52	1,389.68	1,537.13	↗
	2022/1/13	2022/1/20	2022/1/27	2022/2/3	2022/2/10	
开工率 汽车轮胎全钢胎	59.01	52.13	20.15	2.65	9.25	↘
开工率 汽车轮胎半钢胎	59.36	55.01	39.98	14.16	20.11	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 11 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钢价上涨导致的主动补库存。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	2021/2/11	2022/1/21	2022/1/28	2022/2/4	2022/2/11	趋势
商品房成交面积:本月以来	42.97	41.11	41.99	1.74	10.83	↘
商品房成交面积:一线城市:本月以来	10.04	10.82	11.17	1.31	3.72	↘
商品房成交面积:二线城市:本月以来	20.25	21.70	21.48	0.35	5.34	↘
商品房成交面积:三线城市:本月以来	12.68	8.59	9.34	0.08	1.76	↘
	2021/12/31	2022/1/9	2022/1/16	2022/1/23	2022/1/31	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	-4.93	4.96	2.80	18.68	2.00	↘
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	-11.25	3.75	7.55	15.48	-2.81	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 11 日.

需求数据方面, 商品房成交面积与乘用车销量均有较为明显的春节效应, 降幅均较为明显。

价格	2021/2/11	2022/1/21	2022/1/28	2022/2/4	2022/2/11	
农产品批发价格200指数	142.49	130.92	137.42	138.55	135.02	↘
价格生猪外三元	31.14	14.71	13.99	14.12	12.91	↘
平均批发价:猪肉	--	22.05	21.93	--	20.95	↘
平均批发价:28种重点监测蔬菜	--	5.19	5.80	--	5.69	↘
平均批发价:7种重点监测水果	--	6.63	6.84	--	7.03	↗
南华工业品指数	--	3,438.32	3,489.51	--	3,545.63	↗
现货价:原油:英国布伦特D td	61.59	89.89	93.07	97.74	98.07	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 11 日.

价格数据方面, 近期农产品价格整体在春节后随着需求回落, 水果、猪肉、蔬菜价格均有所下降。此外, 美国通胀持续升温导致市场避险情绪加重, 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	2	0	0	1	1	0	0	0	4	2	10
上上周	15	1	15	5	2	5	4	2	3	5	57

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 11 日. 此处的上上周指的是 2022 年 1 月 24 日至 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	平衡混合型	FOF基金	总计
上周	数量	4	4	2	2	0	11	0	0	1	20
	发行规模(亿元)	40.10	40.10	20.67	9.66	0.00	37.34	0.00	0.00	2.09	109.87
上上周	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
本月以来	数量	4	4	2	2	0	11	0	0	1	20
	发行规模(亿元)	40.10	40.10	20.67	9.66	0.00	37.34	0.00	0.00	2.09	109.87

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 11 日. 此处的上上周指的是 2022 年 1 月 24 日至 2022 年 1 月 30 日。

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 10 支, 其中普通混合型基金 2 支, 债券类基金 (4 支) 多于股票类基金 (2 支), FOF 基金申报 2 支。发行一边,

上周基金发行降幅明显，共计发行 109.87 亿。节后基金申报与发行仍需一段时间才会逐步进入正轨。

	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	-5.59	-5.59	-17.34
偏股混合型基金指数	-1.61	-1.61	-11.46
中小板指	-1.19	-1.19	-10.18
沪深300	0.82	0.82	-6.86
万得全A	1.24	1.24	-8.34
中证500	2.50	2.50	-8.35
上证50	2.91	2.91	-4.01

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 11 日.

A 股表现来看，上周主要板块走势出现了一定的分化，去年表现较好的创业板指数周内大跌 5.59%，跌幅最大。另一方面，去年表现一般的上证 50 指数则上涨 2.91%，涨幅居前。偏股基金指数跌 1.61%。

	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	-5.61	-5.61	-17.34
高市净率指数	-4.79	-4.79	-17.02
茅指数	-2.82	-2.82	-13.75
大盘指数	0.41	0.41	-7.26
小盘指数	2.17	2.17	-9.44
绩优股指数	2.28	2.28	-9.80
低市净率指数	6.28	6.28	6.18
低市盈率指数	7.06	7.06	5.39

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 11 日.

上周 A 股各风格指数也出现了一定的分化，代表成长风格的高 PE 及高 PB 指数分别下跌 5.61%及 4.79%，跌幅居前；而代表价值风格的低 PE 及低 PB 指数则大幅上涨 7.06%及 6.28%，涨幅居前。成长风格上周受到海外紧缩预期的影响，风险偏好下降的背景下估值有所下行。另一方面，最新出炉的社融数据显示稳增长渐入佳境，受利于此的价值板块应声上涨。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
电力设备	-8.18	电力设备	-8.18	国防军工	-18.43
电子	-3.32	电子	-3.32	电力设备	-18.12
医药生物	-2.73	医药生物	-2.73	医药生物	-17.27
美容护理	-1.48	美容护理	-1.48	电子	-16.27
汽车	-1.10	汽车	-1.10	美容护理	-15.36
钢铁	6.95	钢铁	6.95	房地产	2.66
建筑材料	7.02	建筑材料	7.02	石油石化	2.75
建筑装饰	7.85	建筑装饰	7.85	建筑装饰	4.74
石油石化	7.98	石油石化	7.98	银行	8.67
煤炭	13.86	煤炭	13.86	煤炭	9.07

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 11 日.

上周申万 31 个行业中, 去年表现较好的电力设备行业出现了较大幅度的调整, 下跌 8.18%, 跌幅最大。其他此前高景气的成长类行业也表现不佳, 其中电子、医药生物、美容护理及汽车行业分别下跌 3.32%、2.73%、1.48%, 及 1.10%, 跌幅居前。背后的原因除去海外货币政策的收紧对于风险偏好的打压外, 过去 3 年的大幅上涨后估值与交易拥挤度的抬升导致一定的调整也是不可避免的。此外, 医药下属的CXO 板块在部分公司被列入美国商务部UFL 名单后市场担心这些板块可能出现一定的地缘政治风险, 因此出现了一定的悲观情绪。另一方面, 稳增长相关行业上周均表现不俗, 煤炭、石油石化、建筑装饰、建筑建材及钢铁行业分别上涨 13.86%、7.98%、7.85%、7.02%及 6.95%, 涨幅居前。这些行业的涨幅能否延续需要关注政策是否会持续加码。此外, 房地产行业(+4.00%) 近期迎来双重利好, 预售款使用限制的放开及保障房加大力度建设都会给此前遭到打压的地产企业注入一定的活力。但是目前来看政策仍是稳字当头, 房住不炒的基调不会轻易松动, 对股票市场而言恐怕也仅是修复性的机会。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
纳斯达克指数	-2.18	-3.15	-11.85
标普500	-1.82	-2.15	-7.29
道琼斯工业指数	-1.00	-1.12	-4.40
标普中盘400	0.93	0.46	-6.85
标普小盘600	1.37	0.15	-7.17

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 11 日.

美股方面, 美国 1 月 CPI 同比进一步升至 7.50%, 导致市场对于美联储加息及缩表的预期进一步提前。受此影响, 美股风险偏好有所下降, 代表成长风格的纳斯达克指数指数下跌 2.18%, 跌幅居前。另一方面, 标普小盘 600 小幅上涨 1.37%, 涨幅最大。

b) 债券市场

	R001	R007	DR001	DR007
上周最后一天	1.85	2.01	1.80	1.98
较上上周变化 (BP)	-34	-31	-37	-33

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 11 日.

上周货币市场利率整体下行 30BP 以上, 其中 DR001 下行了 37 个 BP, 降幅最大。

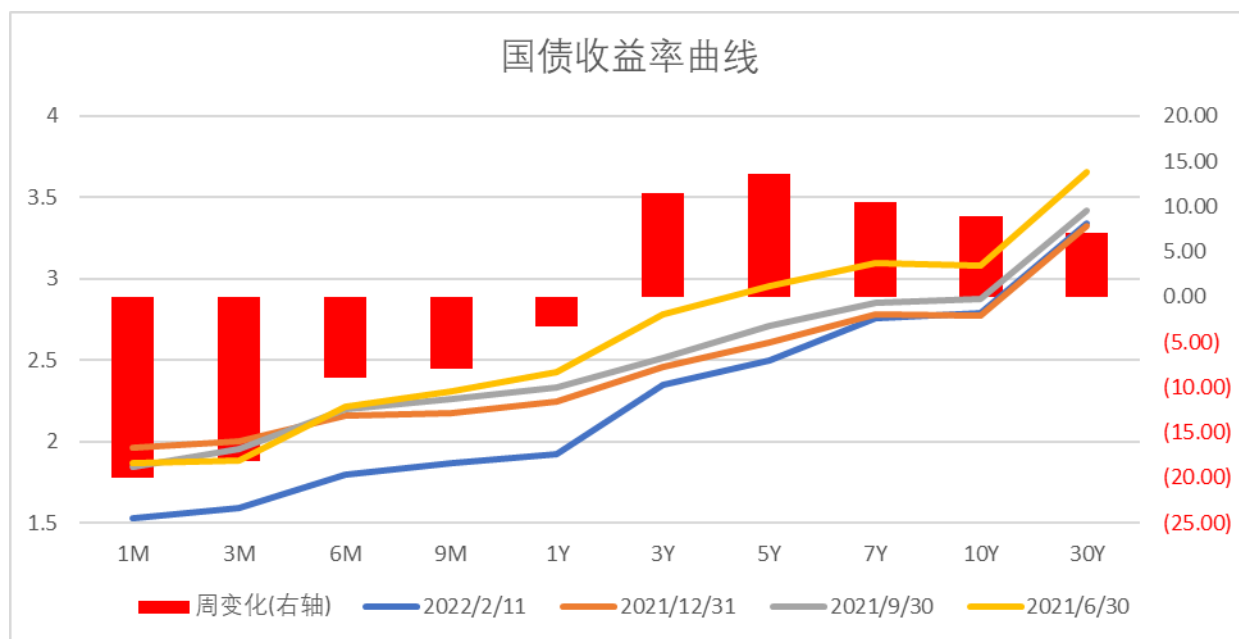
上周新发专项债规模	572.2147
上上周新发专项债规模	0
本月以来新发专项债	572.2147
上月新发专项债	4843.758

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 11 日.

专项债发行方面, 上周专项债发行规模达 572.21 亿元, 较春节前有所放缓但较去年同期 (0 亿) 而言, 今年财政前置的特征非常明显。。

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	-3	11	12	9	国债	-3	11	14	9	国债	-32	-11	-11	1
国开债	-3	5	9	7	国开债	-3	7	10	8	国开债	-35	-8	-8	-7
AAA信用债	-2	5	10	-	AAA信用债	-2	7	12	-	AAA信用债	-27	-13	-4	-
AA+信用债	-3	3	7	-	AA+信用债	-3	5	9	-	AA+信用债	-28	-11	-7	-
AA信用债	-3	-1	8	-	AA信用债	-3	1	10	-	AA信用债	-26	-19	-6	-
AA-信用债	-4	-2	8	-	AA-信用债	-4	0	10	-	AA-信用债	-26	-18	-5	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 11 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 11 日.

债券市场方面, 上周主要债券收益率呈现除较为明显的短端下行、长端上行的震荡格局。其中, 1M 国债大幅下行 20BP, 而 5Y 国债则大幅上行 12BP。背后的原因可能是一方面社融超预期后市场对于宽信用的担心推升了长端利率; 另一方面市场预期货币仍有进一步宽松的空间, 同时 M2 超预期也显示货币仍处在较为宽松的区间, 因此拉动短端利率下行。

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	2.28	2.50	2.63	--	--		总体	-12.56	9.90	-9.39	--	--	
国有银行	2.15	2.28	2.33	2.39	2.44		国有银行	-15.00	-7.00	-2.00	-1.00	3.50	
股份银行	2.11	2.31	2.36	2.39	2.45		股份银行	-19.50	-8.00	-5.00	-1.00	-6.64	
城商行	2.23	2.45	2.63	2.65	2.71		城商行	-11.68	1.65	-4.11	7.13	3.16	
农商行	2.20	2.45	2.48	2.61	2.71		农商行	-15.00	5.16	-35.50	10.83	15.55	

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 11 日. 一周变化为从 2022 年 1 月 28 日至 2022 年 2 月 11 日的变化。

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 35.50BP。

二级资本债	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	一周变化	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y		1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
当前利率	2.56	2.74	2.98	3.25	3.40	利率变化 (BP)	-2.80	-0.71	7.77	15.98	13.60	利率分位数	0.06	0.06	0.07	0.07	0.10
当前利差	11.00	11.69	22.38	32.62	24.34	利差变化 (BP)	-1.46	-1.73	0.51	7.36	2.70	利差分位数	0.10	0.03	0.13	0.39	0.13

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。一周变化为从 2022 年 1 月 30 日至 2022 年 2 月 11 日的变化。

永续债利差	全部	AAA	AA+
当前利差	22.73	22.48	42.46
利差变化	0.56	0.54	-2.48
当前分位数	0.15	0.15	0.09

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。一周变化为从 2022 年 1 月 28 日至 2022 年 2 月 11 日的变化。

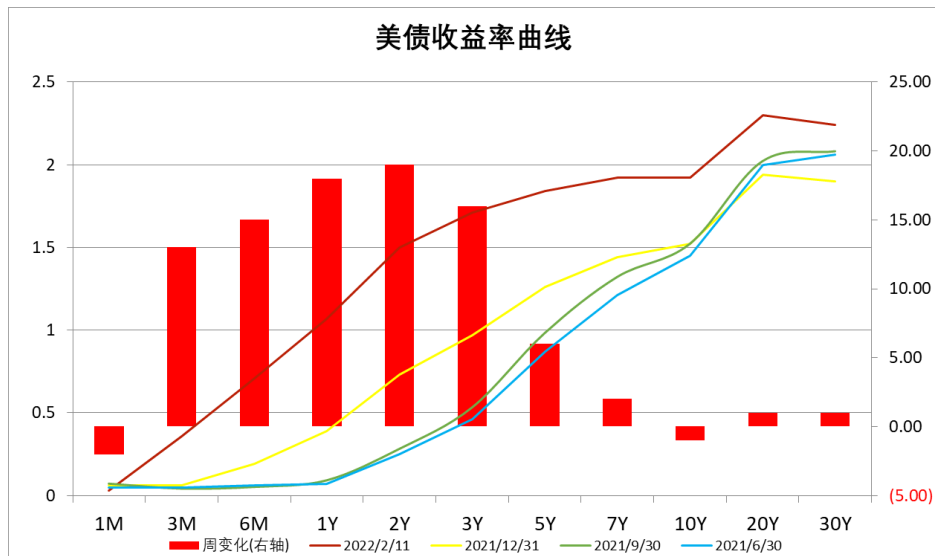
上周二级资本债利率与国债走势类似，出现了一定的短端下行、长端上行。由于此前二级资本债利率已经接近 19 年来的最低位置，因此短端下行力度较小，长端上行力度较大。永续债方面，永续债利差上周小幅震荡，幅度均在 3BP 以内，历史来看仍处于较低分位数。

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	3.01	3.29	3.83	AAA级RMBS	-0.2	-2.9	-2.4	4.36	AAA级RMBS	0.09	0.03	0.00	0.02
AAA级消金	2.79	3.11	3.41	3.93	AAA级消金	0.46	3.05	-0.2	6.28	AAA级消金	0.07	0.04	0.00	0.04
AAA级企业ABS	2.89	3.24	3.61	4.08	AAA级企业ABS	1.21	6.11	7.7	6.28	AAA级企业ABS	0.07	0.06	0.05	0.02
AAA级ABN	2.83	3.18	3.51	4.00	AAA级ABN	0.55	6.67	3.27	6.28	AAA级ABN	0.06	0.04	0.01	0.03

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2021 年 12 月 31 日。一周变化为从 2022 年 1 月 30 日至 2022 年 2 月 11 日的变化。

ABS 方面，上周各类型 ABS 大体呈上行态势，其中十年期的 AAA 级消费金融 ABS、企业 ABS 及 ABN 均上行 6.28BP，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 2 月 11 日.

美债方面, 上周仅 1M 及 10Y 分别小幅下行 2BP 及 1BP 外, 其余期限均上行, 其中 2Y 上行幅度最大, 达 19BP。短端利率上行明显高于长端也显示了美国通胀数据超预期后市场对于加息产生了一定的恐慌。目前美国 10Y-2Y 的期限利差仅剩 42BP, 期现倒挂的风险进一步扩大。

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
PW I	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	4.80	4.45	3.14	—	↘
社融存量 同比	13.00	13.30	12.30	11.70	11.60	11.00	10.70	10.30	10.00	10.00	10.10	10.30	—	↘
社融存量 环比	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	—	↘
CP I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 2 月 11 日.

4.1 一季度经济展望

1 月社融数据总量表现超预期, 结构依旧偏弱但也可见小幅改善, 政府债券加速发行与银行贷款大幅扩张为主要拉动原因, 超预期的总量数据表明稳增长政策驱动下的被动宽信用开始显现, 开年宽信用基本落地。往后看, 发改委提出适度超前开展基础设施投资, 一季度基建或将回暖, 政府债券发行加速及政策主导下银行贷款投放的扩张有望延续, 一季度社融增速有望继续回暖。从结构上看, 信贷结构性问题犹存。企业端方面, 中长期贷款边际改善幅度有限, 企业实际信贷需求的自发性改善仍需时间。居民端方面, 居民中长贷同比少增, 说明房地产政策边际调整效果有限, 居民短期贷款同比少增, 说明消费需求延续弱势。往年宽信用政策底出现后社融总量率先改善, 尽管结构可能欠佳, 但随着房地产和基

建的发力，实体经济逐步恢复，社融和信贷结构也会随之改善。但考虑到今年债务终身追责压力下，地方政府基建发力的积极性弱于以往，而房地产领域保交房的担忧始终存在，部分居民可能更倾向于购买二手房来规避交房风险，政策托而不举下，基建和地产对经济的拉动或将弱于往年宽信用阶段，本轮信用结构改善的节奏会慢于以往。因此，本轮宽货币引导宽信用的动作可能延续时间较长。

4.2 股票市场观点

上市公司业绩增长预期下行，契合目前的经济下行预期，但估值处于合理水平。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、中证 500 业绩增长预期已经开始下行，而上证 50 业绩增长预期趋于上行。万得全 A 预测 PE14.64 倍，处于 30%分位水平，股权溢价率 2.36%，处于 77%分位水平。整体看 A 股估值处于合理水平。

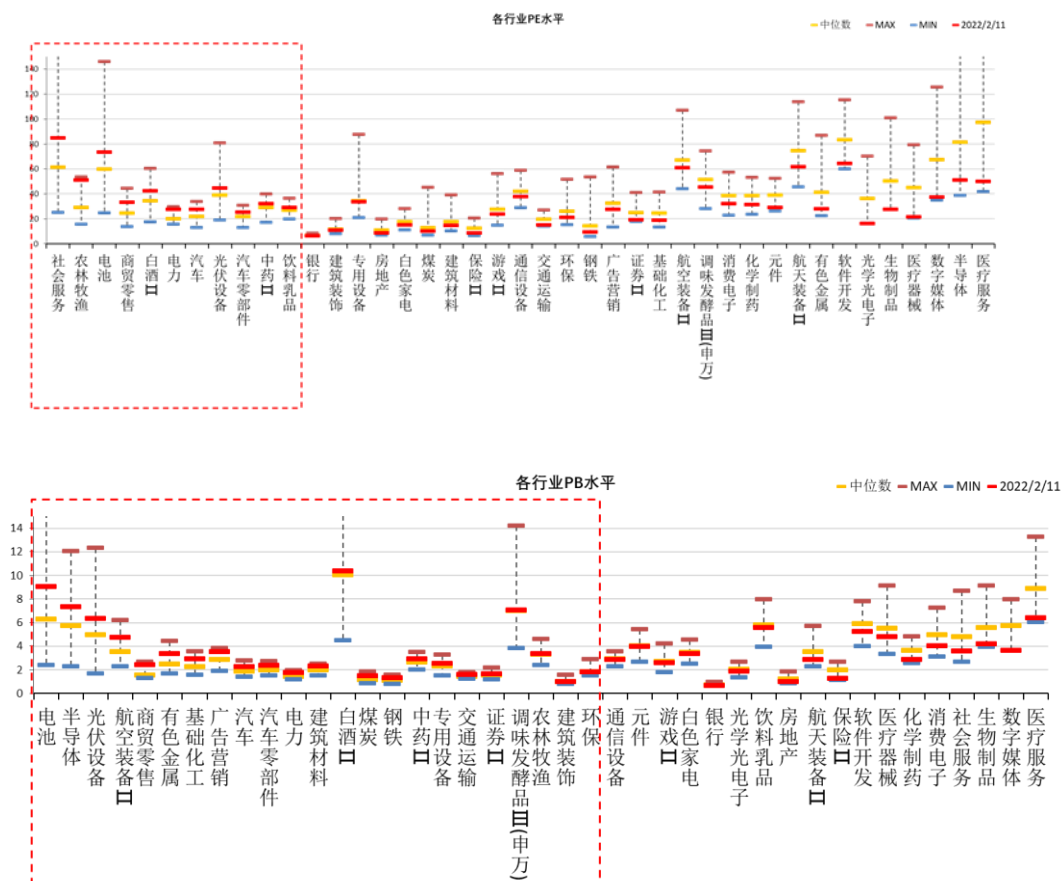
指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	11.13	9.56	1.41	6.02	0.63	0.48	0.85	0.57
沪深300	13.43	11.15	1.63	4.48	0.52	0.39	0.62	0.65
中小板指	33.84	23.22	4.06	-0.01	0.67	0.42	0.50	0.64
创业板指	53.09	33.73	6.96	-1.08	0.49	0.65	0.67	0.90
中证500	19.09	15.51	1.86	2.27	0.06	0.07	0.24	0.97
万得全A	18.78	14.64	1.89	2.36	0.44	0.30	0.43	0.77

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 11 日.

	一季度末	二季度末	三季度末	四季度末	上月末	本周五	
利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/1/31	2022/2/11	趋势
上证50	2.56	16.34	19.48	25.10	25.34	25.34	↗
沪深300	7.68	20.33	21.34	21.61	21.51	21.38	—
中小板指	33.66	34.66	24.05	13.49	11.70	11.41	↘
创业板指	45.65	42.11	36.41	22.58	20.42	22.53	—
中证500	2.30	47.95	57.76	45.67	43.88	43.57	↘
万得全A	11.91	29.27	33.66	30.98	29.98	29.58	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 11 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、社会服务等行业估值较高。



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，该担忧在此次社融数据发布后应有一定缓解，市场对稳增长信心有所强化。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，多种利空因素下市场快速回调。

考虑到本轮信用结构改善节奏或会慢于以往，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，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。若上半年充分回调，则或会在三季度有较好行情，此时外围流动性风险应也已有相对缓解。考虑到目前的市场估值水平和经济的逐步改善，股票类资产适宜中性配置。

4.2.1 板块配置观点

配置方向上关注如下板块：

1、推荐适度超配低估值板块。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。

2、高估值成长风格短时间内与美债收益率关联度较高，近期美债收益率上行幅度较大，短期有下修需求，在此基础上，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、电动车智能化或会有阶段性反弹，但或会在外围加息风险落地后有更具持续性表现。

3、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。

4、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、资管新规背景下长期看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。经济企稳、地产行业风险将缓慢释放下资产质量改善及放贷需求的提升对银行也构成一定程度利好。

此外行业处于去产能过程中的农业板块也可关注。

4.3 债券市场观点

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	1.92	2.35	2.50	2.79	国债	0.05	0.07	0.06	0.07
国开债	1.97	2.49	2.70	3.02	国开债	0.04	0.05	0.05	0.04
AAA信用债	2.48	2.83	3.23	-	AAA信用债	0.04	0.04	0.05	-
AA+信用债	2.60	3.01	3.42	-	AA+信用债	0.04	0.04	0.04	-
AA信用债	2.80	3.52	4.11	-	AA信用债	0.04	0.07	0.08	-
AA-信用债	5.15	5.88	6.47	-	AA-信用债	0.10	0.14	0.22	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 11 日.

债券市场方面，短期内再次降息概率不大，利多因素已经兑现，而 1 月社融数据显现出宽信用效果，债市迎来预期校正的调整阶段，市场定价逐步由宽货币向宽信用过渡，债市调整压力显现，下一步观察点为 2 月底公布的 PMI 数据。

分阶段看，我们认为在 2 月底前若无超预期事件发生，组合久期应转向防守为主，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 2.65-3.05 区间内波动，目前利率阶段性底部已经出现。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。国内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。

目前我们对债券做保守配置，利率债短期内压力较大，短时间内调整过度、预期反向偏离较远或会带来博弈机会，基本面不变的情况下收益率大于 3.0%时可参与，强化对信贷数据跟踪，强调配置时点的性价比。

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。