

流动性外紧内松，关注海外风险释放

一、重要信息点评

1、1月通胀数据显示通胀压力有所缓解，内需尚未见明显好转迹象。1月PPI同比增速9.1%，比上月回落1.2个百分点，回落斜率趋缓。其中，生产资料价格环比降幅由-1.6%收窄至-0.2%，生活资料价格环比持平。分行业看，1月工业品价格结构分化明显，保供稳价力度不减之下，内因定价商品如煤炭、黑色、非金属等上游行业价格下行或基本持平上月，但外因定价商品如油、气、有色价格上行幅度较大，计算机、印刷、医药等中下游行业价格因消费需求不足表现依然偏弱，导致PPI回落节奏趋缓。展望未来，PPI回落是大概率事件，但国内需求整体偏弱，供应链全面恢复需要时间，叠加海外天气、疫情、地缘政治不确定性加剧，预计未来大宗商品下行幅度和斜率或会弱于以往。CPI方面，1月CPI同比0.9%，较上月涨幅收窄0.6个百分点，略弱于预期，主因蔬菜、猪肉、旅游分项弱于季节性，既反应出前期猪肉、蔬菜超季节性上涨及就地过年的暂时性影响，也反映出居民消费倾向偏弱使得消费行业整体提价困难，预计未来CPI仍将保持温和抬升。

2、1月美联储会议纪要发布，鸽于市场预期。会议纪要显示，FOMC成员们认为很快将适合加息，但并没有透露可能一次加息50个基点的线索。与会者们称将在“未来几次会议上”决定（是否）缩表计划，并没有提及缩表可能时点和规模。此外，一些美联储官员指出，货币政策的快速收紧可能导致“金融状况可能会过度收紧”，说明美联储对金融市场大幅下跌的风险仍存担忧，表明3月份加息50个基点的可能性并不像市场当前认为的那么高。总体看来，除了之前已经传达的鹰派转向，一月份的会议纪要没有给出很多新的内容，美国股市在会议纪要公布之后出现反弹，显示投资者对货币政策收紧的担心略有好转。

3、2月11日，药监局附条件批准辉瑞新冠口服药Paxlovid进口注册。临床研究表明，在症状发作后3天和5天内接受Paxlovid治疗的患者中，新冠患者的住院或死亡率分别降低了89%、88%，同时体外数据显示Paxlovid对Omicron变异毒株有效。此次药物获批标志着中国有了第一个严格意义上的新冠口服特效药，出游、购物、娱乐等产业链受益于疫情缓解预期行情有所提振。同时，部分

CDMO 企业发布公告称收到辉瑞口服药订单，随着该药物获批国家的增多，产能放量过程中产业链有望受益。

4、2月17日，据媒体报道，四大银行下调山东省菏泽市个人住房贷款首付款比例，“无房无贷”购房者的首付比例从之前最低30%降至最低20%。此次首付比下调是房地产行业需求侧放松信号的又一验证，金融机构对地产态度正在持续性的转向积极，降首付和降房贷利率对一些房价长期阴跌的城市而言具有合理性和紧迫性。此外，菏泽是2018年打响取消限售第一枪的城市，信号作用较强，且从百城住宅价格指数来看，2022年1月房价同比下跌的城市数量已扩大到了20个，相较2021年12月又增加5个，形势较为紧迫，预计后续会有更多城市跟进调整。

5、2月17日，“东数西算”工程正式全面启动。发改委等多部委联合印发通知，同意在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、内蒙古、贵州、甘肃、宁夏等8地启动建设国家算力枢纽节点，并规划了张家口等10个国家数据中心集群。至此，全国一体化大数据中心体系完成总体布局设计。2022年1月，国务院印发《“十四五”数字经济发展规划》的通知，到2025年，我国数字经济核心产业增加值占GDP比重需从7.8%提升至10%，显示数字经济战略地位较高，预计将成为我国经济发展的重要驱动力之一，而此次东数西算工程是数字经济的重要抓手。截至2022年2月，我国数据中心规模已达500万标准机架，算力达到130EFLOPS，预计每年仍将以20%以上的速度快速增长。但与之不匹配的是，我国数据算力在东西部地区分布并不均衡。东数西算工程将后台加工、离线分析、存储备份等网络要求不高的业务迁移到西部处理，引导数据中心集约化、规模化、绿色化发展，避免数据中心盲目发展，同时还能够减少数据绕转时延、长途传输费用、保障能源供给、协调安排能耗指标。促进东西部数据流通、价值传递，带动数据中心产业由东向西有效转移。预计未来整体IDC行业将进一步集中化、规模化、绿色化发展，产业链各环节长期持续受益。未来或可关注IDC、服务器、网络设备、光纤光缆、机房电源、温控等相关标的。

6、发改委发布《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》，其中第12条“引导外卖等互联网平台企业进一步下调餐饮业商户服务费标准降低相关餐饮企业经营成本。引导互联网平台企业对疫情中高风险地区所在的县级行政区

域内的餐饮企业给予阶段性商户服务费优惠”引发市场恐慌，部分互联网平台企业股价大跌。主因目前餐饮业商户服务费下调比例和时长未知且引发了部分投资人对监管的新一轮担忧。我们认为该政策主要意在帮助整体受疫情影响较为困难的服务业，加大对困难地区餐饮企业的帮扶的阶段性措施。目前互联网平台企业估值较低，向下空间有限，而向上动力也仍需等待催化剂。

二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	周一	加总
	2022/2/18	2022/2/17	2022/2/16	2022/2/15	2022/2/14	
7天逆回购	100	100	100	100	100	500
	上周到期	3000	上周投放	500	上周净投放	-2500

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 日.

本周央行OMO 每日投放 100 亿，同时到期 3000 亿，共计净回笼 2500 亿。此外，本周MLF 到期 2000 亿的背景下央行续作 3000 亿。虽然部分市场参与者的降息预期落空，但增量 1000 亿体现了货币仍处于较为宽松的区间。

	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
	2022/1/21	2022/1/28	2022/2/4	2022/2/11	2022/2/18	
主要钢厂产量螺纹钢全国当周值	263.59	260.68	0.00	243.98	255.98	低位
库存主要钢材品种合计	971.76	1,116.52	1,389.68	1,537.13	1,670.61	↗
	2022/1/20	2022/1/27	2022/2/3	2022/2/10	2022/2/17	
开工率汽车轮胎全钢胎	52.13	20.15	2.65	9.25	33.05	低位
开工率汽车轮胎半钢胎	55.01	39.98	14.16	20.11	36.18	低位

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 日.

生产数据方面，本周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仍处在节后回补区间。

需求	2021/2/19	2022/1/29	2022/2/5	2022/2/12	2022/2/19	趋势
商品房成交面积:本月以来	27.70	41.73	2.33	12.05	19.46	低位
商品房成交面积:一线城市:本月以来	6.36	11.43	1.57	4.19	6.93	低位
商品房成交面积:二线城市:本月以来	12.97	21.07	0.40	5.83	8.88	低位
商品房成交面积:三线城市:本月以来	8.38	9.23	0.36	2.03	3.65	低位
	2022/1/16	2022/1/23	2022/1/31	2022/2/6	2022/2/13	
过去一月日均销量乘用车:厂家批发:同比	2.80	18.68	2.00	8.44	6.28	↗
过去一月日均销量乘用车:厂家零售:同比	7.55	15.48	-2.81	-0.47	-2.21	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 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，近期降幅均较为明显。

价格	2021/2/18	2022/1/28	2022/2/4	2022/2/11	2022/2/18	
农产品批发价格200指数	140.15	137.42	138.55	135.02	130.76	拐头向下
价格生猪外三元	30.51	13.99	14.12	12.91	12.56	↘
平均批发价猪肉	43.07	21.93	22.08	20.95	19.97	↘
平均批发价28种重点监测蔬菜	6.17	5.80	6.03	5.69	5.52	↘
平均批发价7种重点监测水果	6.58	6.84	6.96	7.03	6.98	拐头向下
南华工业品指数	2,838.07	3,489.51	3,489.51	3,545.63	3,515.99	↗
现货价原油英国布伦特Dtd	64.73	93.07	97.74	98.07	97.61	高位

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 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
上周	6	2	2	4	4	3	0	0	1	1
上上周	2	0	0	1	1	0	0	0	4	2

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 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	6	6	8	5	0	0	3	5	0	0	19
	发行规模(亿元)	18.69	18.69	28.81	21.66	0.00	0.00	7.15	10.54	0.00	0.00	58.03
上上周	数量	4	4	13	11	0	0	2	2	0	1	20
	发行规模(亿元)	40.10	40.10	58.02	37.34	0.00	0.00	20.67	9.66	0.00	2.09	109.87
本月以来	数量	10	10	21	16	0	0	5	7	0	1	39
	发行规模(亿元)	58.79	58.79	390.33	59.01	0.00	0.00	331.32	20.19	0.00	2.09	471.40

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 23 支, 其中普通混合型基金 6 支, 债券类基金 (4 支) 少于股票类基金 (12 支), FOF 基金申报 1 支。发行一边, 上周基金发行降幅明显, 共计发行 58.03 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
上证50	0.63	3.56	-3.41
沪深300	1.08	1.92	-5.85
中证500	1.33	3.87	-7.13
万得全A	1.70	2.96	-6.79
偏股混合型基金指数	2.07	0.43	-9.62
中小板指	2.56	1.33	-7.88
创业板指	2.93	-2.82	-14.92

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 日.

A 股表现来看，上周主要板块均有不同幅度的上涨，此前跌幅较大的创业及中小板涨幅居前，分别上涨 2.93%及 2.56%，而此前表现更好的上证 50 则涨幅较小，仅上涨 0.63%。偏股基金指数涨 2.07%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
低市盈率指数	-0.50	6.52	4.86
低市净率指数	-0.32	5.95	5.84
大盘指数	1.37	1.78	-6.00
小盘指数	1.89	4.10	-7.72
茅指数	2.91	0.02	-11.24
绩优股指数	3.10	5.45	-7.01
高市净率指数	4.51	-0.50	-13.27
高市盈率指数	5.76	-0.17	-12.57

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 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 指数分别上涨 5.76%及 4.51%，涨幅居前；而代表价值风格的低 PE 及低 PB 指数则小幅下跌 0.50%及 0.32%，表现不佳。成长风格上周受到美联储 1 月 FOMC 会议纪要影响，风险偏好上升的背景下估值得到了一定的修复。另一方面，CPI 数据较低显示需求仍不佳，市场对于稳增长由出现了一定的忧虑。

今年以来，A 股市场风格切换较为频繁，市场对于稳增长的力度以及高景气的持续性进行了多轮博弈，股市波动较为剧烈。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
非银金融	-3.93	电力设备	-3.10	国防军工	-16.83
公用事业	-1.21	电子	-1.02	电子	-14.27
银行	-1.10	家用电器	0.00	电力设备	-13.59
交通运输	-1.06	汽车	1.00	医药生物	-13.25
农林牧渔	-1.02	国防军工	1.33	美容护理	-11.67
建筑装饰	3.51	环保	8.48	房地产	1.91
美容护理	4.36	钢铁	9.71	石油石化	2.46
医药生物	4.85	建筑装饰	11.64	银行	7.47
有色金属	5.31	有色金属	12.50	建筑装饰	8.42
电力设备	5.63	煤炭	16.01	煤炭	11.13

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 日.

上周申万 31 个行业中，此前跌幅较大的高景气成长行业有所反弹，其中电力设备、有色金属、医药生物及美容护理行业分别上涨 5.63%、5.31%、4.85%及 4.36%。背后的原因可能是美联储 1 月 FOMC 会议纪要并没有像市场预期的一样明确将从三月开始大力紧缩，因此抬升了一定的市场风险偏好。此外，医药下属的 CXO 板块在此前因为 UVL 事件而出现了一定的悲观预期后，上周市场传言部分 CXO

企业可能已经被获准进行海外创新药公司的代工生产工作，市场悲观预期有所扭转。同时，部分城市进一步放开首套房贷款比例带动地产相关的建筑装饰行业上涨 3.51%。另一方面，非银金融行业由于行业内部分公司可转债遭遇强赎，因此表现较差，下跌 3.93%。此外，稳增长相关的公用事业、银行、交通运输及农林牧渔等行业在 CPI 数据暗示需求不及预期后均出现了 1%左右的下跌。

	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	-1.90	-3.00	-6.22
纳斯达克指数	-1.76	-4.86	-13.40
标普500	-1.58	-3.69	-8.76
标普中盘400	-0.57	-0.11	-7.37
标普小盘600	-0.25	-0.10	-7.40

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 日.

美股方面，受俄乌关系反复影响，美股出现了一定的回调，其中道琼斯工业指数下跌 1.90%，跌幅最大。随着美联储加息时点的临近，市场对于加息强度及频率的博弈将进一步加重，预计后续波动将进一步加大。

b) 债券市场

	R001	R007	DR001	DR007
上周最后一天	2.16	2.15	2.10	2.09
较上上周变化 (BP)	31	13	30	11

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 日.

上周货币市场利率整体上行，其中 R001 上行了 31 个 BP，降幅最大。

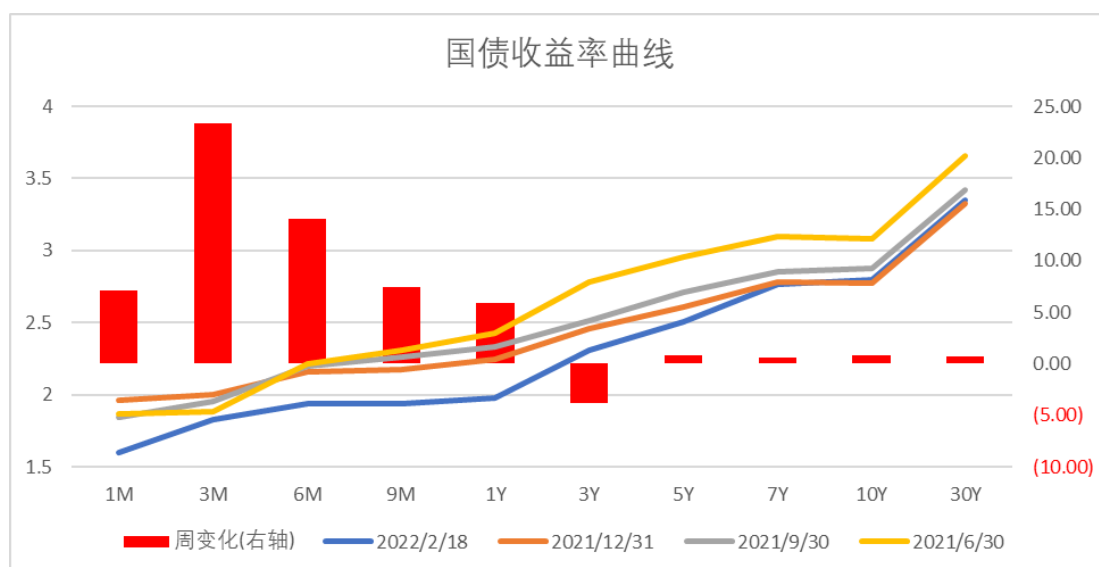
上周新发专项债规模	537.3735
上上周新发专项债规模	572.2147
本月以来新发专项债	1109.588
上月新发专项债	4844

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 日.

专项债发行方面，上周专项债发行规模达 537.37 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	6	-4	1	1	国债	3	8	15	10	国债	-26	-15	-10	2
国开债	5	0	1	0	国开债	2	7	11	8	国开债	-30	-8	-7	-7
AAA信用债	-1	3	6	-	AAA信用债	-3	10	19	-	AAA信用债	-28	-10	2	-
AA+信用债	-4	0	5	-	AA+信用债	-7	5	15	-	AA+信用债	-31	-11	-2	-
AA信用债	-8	-3	4	-	AA信用债	-11	-2	15	-	AA信用债	-33	-22	-2	-
AA-信用债	-7	-3	4	-	AA-信用债	-11	-3	15	-	AA-信用债	-32	-21	-1	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 日.

债券市场方面，上周主要债券中信用债出现了一定的短端下行、长端上行；而利率债收益率则呈现出较为明显的短端上行。其中，3M 国债大幅上行 23BP，而长端利率（3Y 及以上）的变化幅度均小于 5BP。背后的原因可能是一方面降息落空导致一部分博弈型交易者抛售短期国债；另一方面在 CPI 不及预期的背景下短期内经济仍存在一定压力，因此部分投资者开始进行信用下沉以博取高票息。

最新收益率	1M	3M	6M	9M	1Y	一周变化	1M	3M	6M	9M	1Y
类型						类型					
总体	2.19	2.43	2.59	--	--	总体	-9.46	-8.84	-2.14	--	--
国有银行	2.15	2.27	2.30	2.38	2.47	国有银行	0.00	-1.00	-3.00	-1.00	3.75
股份银行	2.04	2.29	2.39	2.38	2.50	股份银行	-6.50	-2.00	2.50	-1.50	4.50
城商行	2.19	2.44	2.62	2.68	2.70	城商行	-4.04	-0.68	4.21	3.71	1.36
农商行	2.13	2.45	2.41	2.51	2.77	农商行	-7.20	-3.51	-6.60	-9.58	6.05

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 日.

同业存单方面，上周同业存单利率大部分下行，其中 9M 农商行下行幅度最大，达 9.58BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.47	2.73	3.23	AAA+	0.05	0.04	0.08	AAA+	-0.17	2.97	6.61
AAA	2.48	2.85	3.29	AAA	0.04	0.04	0.07	AAA	-1.39	3.26	4.64
AAA-	2.55	2.94	3.39	AAA-	0.04	0.04	0.06	AAA-	-2.38	3.26	5.64
AA+	2.62	3.01	3.52	AA+	0.04	0.04	0.06	AA+	-0.38	0.26	4.64
AA	2.70	3.49	4.14	AA	0.03	0.08	0.10	AA	-0.38	4.26	5.64

城投	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA	2.51	2.90	3.33	AAA	0.04	0.04	0.07	AAA	-1.15	4.79	5.90
AA+	2.61	3.06	3.49	AA+	0.04	0.04	0.07	AA+	1.85	2.80	1.90
AA	2.71	3.27	3.76	AA	0.03	0.06	0.08	AA	-2.15	3.80	0.90
AA Q)	2.84	3.51	4.10	AA Q)	0.03	0.07	0.08	AA Q)	-0.15	6.80	0.90

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 日. 分位数为 2016 年 11 月至今水平。

中短票据及城投债方面，收益率走势呈现出一定的短端下行，长端上行，与信用债整体相一致。其中，1YAAA-票据下行幅度最大，达 2.38BP，而 3YAA(2)城投收益率上行幅度最大，达 6.80BP。

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	2.52	2.74	3.03	3.27	3.41	利率变化 (BP)	-3.64	-0.63	4.56	2.23	1.20	利率分位数	0.05	0.06	0.08	0.09	0.11
当前利差	6.32	11.02	26.36	32.30	22.57	利差变化 (BP)	-4.68	-0.67	3.98	-0.32	-1.77	利差分位数	0.03	0.02	0.23	0.38	0.09

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 2 月 11 日一

永续债利差	全部	AAA	AA+
当前利差	17.30	17.11	36.96
利差变化	-4.60	-4.43	-4.91
当前分位数	0.03	0.03	0.01

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 2 月 11 日

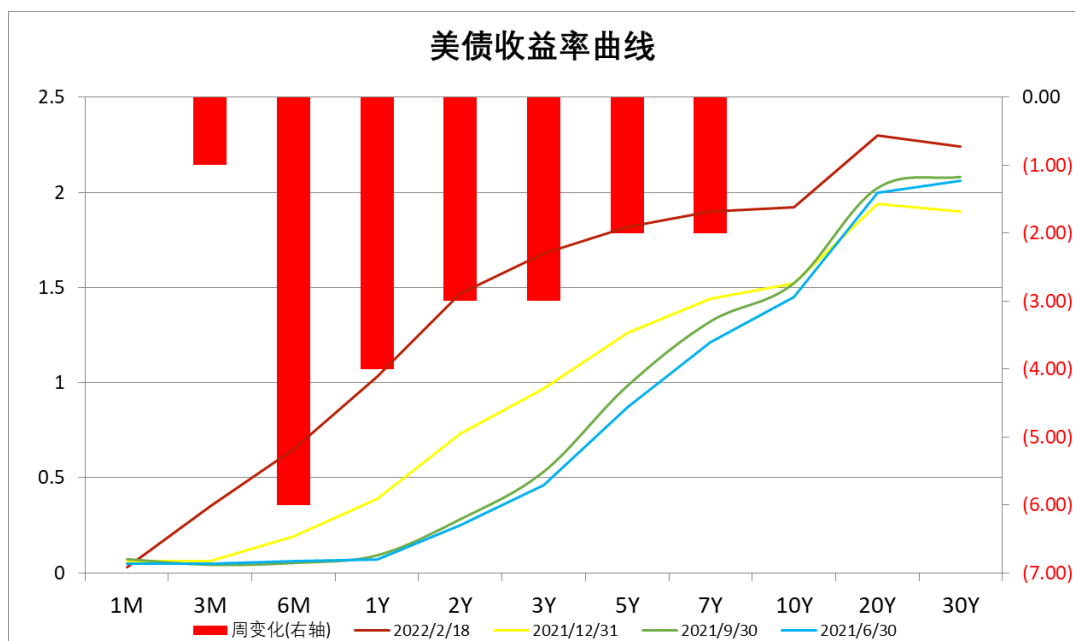
上周二级资本债利率与信用债整体走势类似，出现了一定的短端下行、长端上行。其中，1Y 下行 3.64BP，3Y 则上行 4.56BP，呈现出了一定的震荡格局。永续债方面，永续债利差上周大幅下行，AA-下行 4.91BP，历史来看仍处于较低分位数。

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	2.97	3.29	3.79	AAA级RMBS	0.06	-3.6	-0.8	-3.3	AAA级RMBS	0.09	0.02	0.00	0.02
AAA级消金	2.81	3.08	3.44	3.96	AAA级消金	1.89	-3.3	2.22	2.22	AAA级消金	0.08	0.02	0.02	0.05
AAA级企业ABS	2.88	3.25	3.66	4.11	AAA级企业ABS	-0.9	0.93	4.64	3.61	AAA级企业ABS	0.07	0.07	0.08	0.04
AAA级ABN	2.83	3.15	3.54	4.04	AAA级ABN	-0.1	-3.3	3.25	3.61	AAA级ABN	0.06	0.03	0.02	0.04

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 11 日

ABS 方面，上周各类型 ABS 涨跌不一。其中，3YRMBS 下行 3.6BP，下行幅度最大；而 5Y 企业 ABS 上行 4.64BP，上行幅度最大。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 18 日.

美债方面，上周 3M-7Y 间所有期限美债均下行，其中 6M 下行幅度最大，达 6BP。短端利率下行的背后主要是美联储会议纪要显示的加息强度似乎没有此前市场预期的那么快，期现倒挂的风险得到了一定的缓解。然而，1 月的 FOMC 纪要对于 3 月即将到来的加息可能也没有太强的指示作用。对于美联储而言，3 月会议前公布的 2 月通胀数据可能才是决定最终加息强度的最关键指标。

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	10.50	↗
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	9.80	↗
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	0.70	↘
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	0.90	↘
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	9.10	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 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，开年宽信用基本落地。往后看，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，但考虑到今年基建和房地产受到一定约束，本轮信用结构改善的节奏或会慢于以往。从通胀数据看，国内通胀压力正在持续缓解，预计未来将呈现 PPI 的温和下滑和 CPI 的温和回升，通胀压力难以对央行货币政策形成制约，且从 CPI 的回升弱于预期来看，内需仍未见明显好转迹象，本轮宽

货币引导宽信用的动作可能延续时间较长,预计未来将会有更多促消费、兴基建、稳地产政策出台。此外,近期部分城市已经开始下调个人住房贷款首付比例,标志着在“房住不炒”和“因城施策”框架下,房地产政策局部调整逐步向需求端推进,后续地产需求端和融资端政策存在进一步因地制宜调整的可能,地产行业或会逐步走出政策修复-销售修复-信用修复的路径,带动经济在三季度企稳反弹。

4.2 股票市场观点

4.2.1 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 29%附近,中小板业绩增长预期已经开始下行,而创业板业绩增长预期趋于上行。万得全 A 预测 PE14.69 倍,处于 34%分位水平,股权溢价率 2.3%,处于 73%分位水平。整体看 A 股估值处于合理水平。

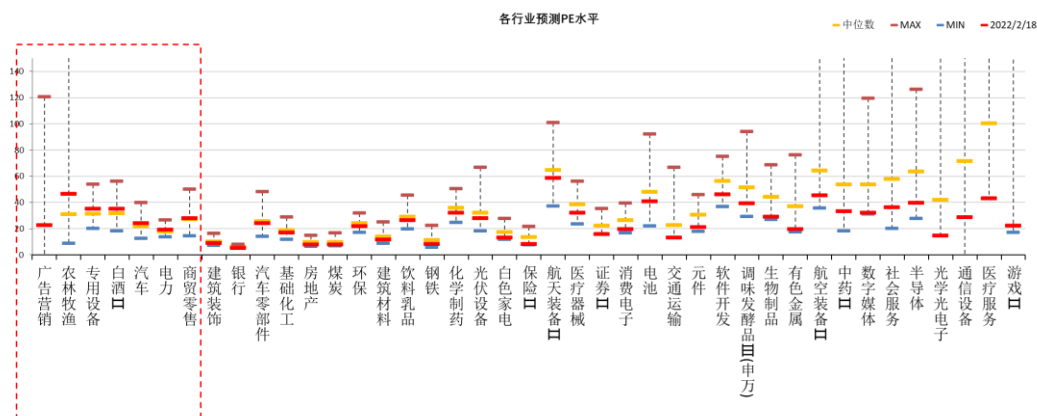
指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	11.15	9.60	1.42	5.95	0.63	0.48	0.85	0.58
沪深300	13.42	11.17	1.62	4.44	0.53	0.42	0.64	0.62
中小板指	34.09	23.41	4.08	-0.08	0.75	0.46	0.54	0.60
创业板指	53.35	33.74	6.98	-1.14	0.55	0.66	0.67	0.89
中证500	19.09	15.43	1.85	2.22	0.08	0.08	0.26	0.96
万得全A	18.82	14.69	1.89	2.30	0.46	0.34	0.45	0.73

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 日。

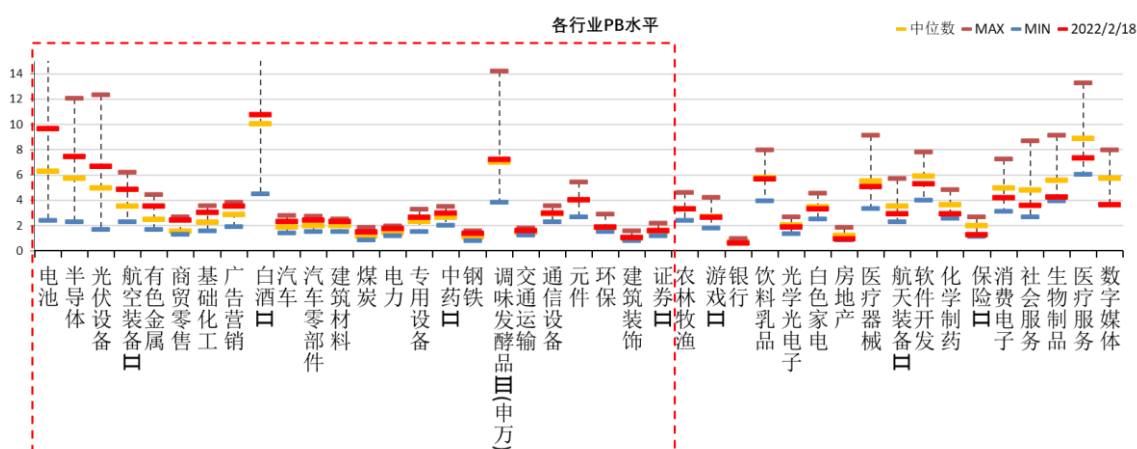
	一季度末	二季度末	三季度末	四季度末	上月末	本周五	
利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/1/31	2022/2/18	趋势
上证50	2.56	16.34	19.48	25.10	25.34	25.11	一一
沪深300	7.68	20.33	21.34	21.61	21.51	21.19	一一
中小板指	33.66	34.66	24.05	13.49	11.70	10.97	↘
创业板指	45.65	42.11	36.41	22.58	20.42	22.22	↗
中证500	2.30	47.95	57.76	45.67	43.88	43.77	一一
万得全A	11.91	29.27	33.66	30.98	29.98	29.32	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 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、白酒等行业估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 18 日.

4.2.2 近期市场处于磨底状态，受国内政策、海外通胀及全球流动性预期的反复影响，成长股与价值股轮流表现。上半周价值股调整或与债基负债端赎回压力有关，转债转股溢价率处于历史高位、转债强赎风险较大及债市调整压力较强背景下，二级债基与可转债基金或会因赎回压力而抛售持有的低波动高股息价值股。赛道股方面，当前阶段，对赛道股估值修复最大的压制因素是外部流动性的收紧，若未来美联储开启加息周期，风险资产或会再次受到波及，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。短期内，赛道股会受到国际地缘政治事件及美联储表态的影响波动加剧，待年中海外风险充分释放后股市或将迎来向上行情。

4.2.3 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。

4.2.4 配置方向上关注如下板块：

1、在经济全面复苏信号出现前，推荐超配价值板块。政策发力拖底经济下老基建如建筑建材、工程机械有配置价值，新基建如数字经济、电网更符合高质量发展方向，近期“东数西算”工程正式全面启动也体现了数字经济的战略地位，是值得长期关注方向，但鉴于近期新基建情绪较高，该方向有持仓价值，但加仓或新介入或需等待回调。

2、推荐关注大金融行业机会。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构成一定程度利好。资产端方面，通过提高零售贷款占比、提高信用类贷款占比和信用下沉等措施，可以改善银行信贷结构、提高定价水平。负债端方面，存款利率自律机制与利率中枢下行一定程度对冲了付息率上升压力，存款成本可控。整体来看，尽管受 LPR 下调、监管引导金融向实体让利等因素影响，银行息差面临下行压力，但经营策略上寻求资产负债结构的进一步改善有望带来息差边际企稳，预计银行全年业绩确定性较强。此外，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。

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 型复苏与政策扶持下大众消费如农业和食品的修复性行情。

4、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或会有阶段性反弹，或可逢低配置中药板块。

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 18 日.

债券市场方面，短期内降息等利多因素已经兑现，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，市场定价逐步转向宽信用，债市调整压力显现，下一步观察点为 3 月公布的 2 月 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。信用债配置上采取保守配置，主要关注短端信用债。转债在本周大幅调整后，转股溢价率仍然不低，后续仍应以发掘低价左侧投资机会为主。短期看，债市利率以 2.78 为中枢，在 2.68-2.88 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 2.95 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。