

海外风险加剧，决策仍需等待

一、重要信息点评

1、本周地缘政治形势波动加剧，俄乌正式开战，全球避险情绪升温。2月21日，俄罗斯总统普京承认乌克兰东部两个分离地区的独立，俄乌紧张局势升级。随后欧美多国宣布对俄罗斯的制裁措施，如停止“北溪二号”天然气管道项目的认证审批，2月24日，普京发表电视讲话决定在顿巴斯地区发起特别军事行动，随后美国总统拜登称美军不会在乌克兰与俄罗斯交战，市场避险情绪再次缓解。2月27日，美国、欧盟、英国等多个国家一致通过切断俄SWIFT的金融制裁，全球能源价格或再受冲击，全球通胀风险加剧，欧洲银行业风险上升，全球金融体系稳定性或会受到冲击。

2、2月21日，六家银行下调了广州地区房贷利率，首套房贷利率从此前的5.6%下调至5.4%，二套房利率从5.8%下调至5.6%。此前山东菏泽等多个城市降低首套房贷利率及首付比例，房贷政策或将迎来实质性变化，住房信贷环境宽松力度加大，市场预期或会逐步改善。

3、国家发展改革委印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，明确秦皇岛港下水煤(5500千卡)中长期交易合理价格为570-770元/吨(含税)，对应价格中枢670元/吨。与前期2022年煤炭长协意见稿相比，价格中枢下降30元/吨，浮动区间缩小100元/吨，波动性减小。该通知有助于防止煤价大幅波动，煤企业绩周期性减弱，长协煤价波动区间上限此次下调80元/吨，煤电企业盈利更有保障，煤电盈利稳定性有望增强。

4、2月25日，财政部发布《2021年中国财政政策执行情况报告》称2022年，将实施更大力度的减税降费，中共中央政治局召开会议审议《关于十九届中央第八轮巡视情况的综合报告》和《关于2021年中央巡视工作领导小组重点工作情况的报告》，并提出加大宏观政策实施力度，稳定经济大盘。近期政策基调基本延续了此前定调，强调稳字当头，预计上半年财政政策与货币政策将会持续发力，稳增长、稳就业等领域将持续出台积极政策。

市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	上一周	加总
	2022/2/25	2022/2/24	2022/2/23	2022/2/22	2022/2/21	
7天逆回购	3000	2000	2000	1000	100	8100
	上周到期	500	上周投放	8100	上周净投放	7600

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 日.

本周央行 OMO 投放 8100 亿, 同时到期 500 亿, 共计净投放 7600 亿。近期 MLF 超量续作及 OMO 大量净投放体现了货币仍处于较为宽松的区间。

生产	2022/1/10	2022/1/20	2022/1/31	2022/2/10	2022/2/20	
日均产量粗钢重点企业(旬)	196.66	198.73	201.36	192.35	189.89	↘
	2022/1/28	2022/2/4	2022/2/11	2022/2/18	2022/2/25	
主要钢厂产量螺纹钢全国当周值	260.68	----	243.98	255.98	273.55	拐头向上
库存主要钢材品种合计	1,116.52	1,389.68	1,537.13	1,670.61	1,756.86	↗
	2022/1/27	2022/2/3	2022/2/10	2022/2/17	2022/2/24	
开工率汽车轮胎全钢胎	20.15	2.65	9.25	33.05	52.78	低位
开工率汽车轮胎半钢胎	39.98	14.16	20.11	36.18	55.29	低位

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 日.

生产数据方面, 本周螺纹钢产量有所回升, 但粗钢产量仍在下行。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。汽车轮胎开工率仍处于春节后的恢复期: 虽然持续上升但仍低于一般时期水平。

需求	2021/2/25	2022/2/4	2022/2/11	2022/2/18	2022/2/25	趋势
商品房成交面积:本月以来	32.30	1.74	11.15	18.87	24.06	低位
商品房成交面积:一线城市:本月以来	7.67	1.31	3.72	6.66	7.73	低位
商品房成交面积:二线城市:本月以来	15.37	0.35	5.51	8.72	12.00	低位
商品房成交面积:三线城市:本月以来	9.25	0.08	1.91	3.50	4.33	低位
	2022/1/23	2022/1/31	2022/2/6	2022/2/13	2022/2/20	
过去一月日均销量乘用车:厂家批发:同比	18.68	2.00	8.44	6.28	16.68	↗
过去一月日均销量乘用车:厂家零售:同比	15.48	-2.81	-0.47	-2.21	-3.21	一一

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 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(同比数据受到春节错位影响失真)。

价格	2021/2/25	2022/2/4	2022/2/11	2022/2/18	2022/2/25	
农产品批发价格200指数	133.13	138.55	135.02	130.76	130.02	↘
价格生猪外三元	27.69	14.12	12.91	12.56	12.65	低位
平均批发价猪肉	39.24	22.08	20.95	19.76	18.64	↘
平均批发价28种重点监测蔬菜	5.49	6.03	5.69	5.53	5.66	拐头向上
平均批发价7种重点监测水果	6.74	6.96	7.03	6.93	6.84	↘
南华工业品指数	2,968.27	3,489.51	3,545.63	3,515.99	3,515.09	↗
现货价原油:英国布伦特D tid	67.04	97.74	98.07	97.61	99.64	高位

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 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, 其中水果及猪肉价格下行明显, 而生猪价格由于长时间下行已经开始磨底。此外, 海外不确定性升温导致市场对于能源供给的担忧加重, 原油价格持续上涨, 同时带动工业品价格整体上涨。

二、 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	3	0	1	5	2	1	1	3	2	3	21
上上周	6	2	2	4	4	3	0	0	1	1	23

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 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
数量		2	2	15	10	0	1	4	6	0	2	25
发行规模(亿元)		18.31	18.31	81.71	54.40	0.00	2.12	25.19	14.49	0.00	11.77	126.28
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
数量		12	12	36	26	0	1	9	13	0	3	64
发行规模(亿元)		77.10	77.10	168.53	113.40	0.00	2.12	53.01	34.68	0.00	13.86	294.18

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 21 支, 其中普通混合型基金 3 支, 债券类基金 (7 支) 少于股票类基金 (8 支), FOF 基金申报 3 支。发行一边, 上周基金发行降幅明显, 共计发行 126.28 亿。节后基金发行受开工及市场波动加剧等因素影响, 缩水较为严重。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
上证50	-2.76	0.71	-6.07
沪深300	-1.67	0.21	-7.43
万得全A	-0.45	2.50	-7.20
中证500	-0.23	3.63	-7.34
偏股混合型基金指数	0.15	0.58	-9.49
中小板指	0.25	1.59	-7.65
创业板指	1.03	-1.83	-14.05

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 日.

A 股表现来看, 上周主要板块涨跌不一, 此前跌幅较大的创业板及中小板分别上涨 1.03%及 0.25%, 表现较好; 而此前表现更好的上证 50 则下跌 2.76%。偏股基金指数涨 0.15%。

	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	-3.54	2.75	1.15
低市净率指数	-3.30	2.45	2.34
大盘指数	-1.49	0.27	-7.39
茅指数	-0.82	-0.81	-11.96
绩优股指数	-0.35	5.08	-7.33
小盘指数	0.08	4.19	-7.65
高市净率指数	1.32	0.82	-12.13
高市盈率指数	2.47	2.30	-10.42

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 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 2.47% 及 1.32%，涨幅居前；而代表价值风格的低 PE 及低 PB 指数则下跌 3.54% 及 3.30%，表现不佳。海外局势反复导致通胀预期上行，美联储 3 月加息有可能面临一定的压力，对成长板块短期形成修复性的利好。此外，欧美等国家对于俄罗斯的制裁低于预期也导致市场对于未来经济产生了更乐观的预期，带动股市反弹。

今年以来，A 股市场风格切换较为频繁，市场在稳增长及高景气之间进行了多轮博弈，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
建筑装饰	-6.53	家用电器	-3.62	传媒	-15.17
建筑材料	-6.50	非银金融	-2.63	国防军工	-14.29
传媒	-4.26	传媒	-0.90	电子	-12.18
非银金融	-4.02	食品饮料	-0.74	医药生物	-11.78
食品饮料	-3.89	建筑材料	-0.14	食品饮料	-11.25
公用事业	1.96	钢铁	7.68	建筑装饰	1.34
有色金属	2.13	石油石化	8.09	有色金属	2.56
电子	2.45	基础化工	8.80	石油石化	2.86
国防军工	3.05	煤炭	13.02	银行	3.47
电力设备	4.25	有色金属	14.90	煤炭	8.26

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 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、国防军工、电子及有色金属行业分别上涨 4.25%、3.05%、2.45% 及 2.13%。然而，在基本面没有大幅变化的背景下，这些成长行业近期的反弹主要是由于此前跌幅过大后的修复，其持续性有待观察。此外，煤炭长协价格重新制定，对于火电行业来说成本有所降低，带动公用事业行业上涨 1.96%。另一方面，建筑装饰、建筑材料、非银金融等低估值板块上周则表现不佳，分别下跌 6.53%、6.50% 及 4.02%，背后的原因可能是俄乌关系导致的全球能源及金属价格上涨。。

		上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
DJIG I	道琼斯工业指数	-0.06	-3.05	-6.27
SPX.G I	标普500	0.82	-2.90	-8.00
SP600.SPI	标普小盘600	0.99	0.89	-6.49
IX.G I	纳斯达克指数	1.08	-3.83	-12.47
SP400.SPI	标普中盘400	1.11	0.99	-6.35

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 日.

美股方面，受俄乌关系反复影响，美股周内震荡后整体小幅回升。纳斯达克指数及标普中盘 400 指数分别涨 1.08% 及 1.11%，涨幅居前。市场对于美联储 3

月加息预期由 50BP 降至 25BP 后，全球风险偏好均有所上升。然而，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	2.26	2.53	2.18	2.34
较上上周变化 (BP)	10	38	8	25

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 日.

上周货币市场利率整体上行，其中 R007 上行了 38 个 BP，降幅最大。

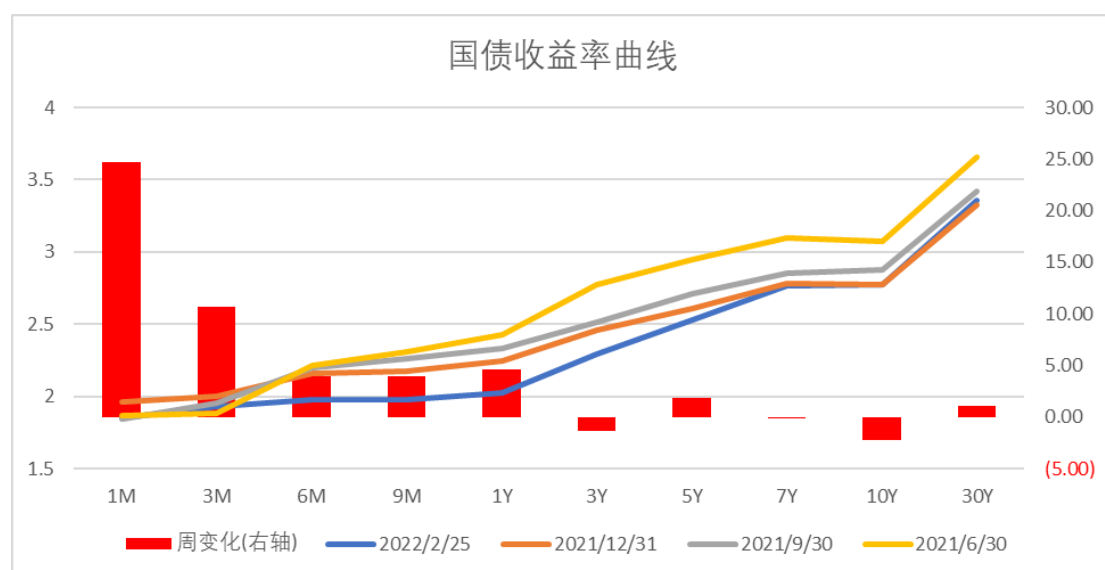
上周新发专项债规模	1941.624
上上周新发专项债规模	537.3735
本月以来新发专项债	3051.212
上月新发专项债	4844

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 日.

专项债发行方面，上周专项债发行规模达 1941.62 亿元，放量明显。对比去年 2 月（0 亿），22 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	5	-1	2	-2	国债	7	6	16	8	国债	-22	-16	-8	0
国开债	11	8	6	3	国开债	13	15	17	11	国开债	-19	1	-1	-4
AAA信用债	5	5	6	-	AAA信用债	2	16	24	-	AAA信用债	-23	-4	8	-
AA+信用债	8	7	5	-	AA+信用债	1	13	19	-	AA+信用债	-23	-3	3	-
AA信用债	5	1	5	-	AA信用债	-6	0	19	-	AA信用债	-28	-20	3	-
AA-信用债	5	1	5	-	AA-信用债	-6	-1	19	-	AA-信用债	-27	-19	4	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 日.

债券市场方面，上周主要债券中除国债涨跌不一外，信用债及证金债收益率整体均呈上行，其中 1 年期国开债上行幅度最大，达 11BP；而国债方面则呈现出一定的短端上行，长端震荡。其中，1M 国债大幅上行 25BP，幅度最大。另一方面，长端利率（3Y 及以上）的变化幅度均小于 5BP，近几周均呈震荡格局。对于长端利率而言，海外关系变化影响经济带动避险情绪上升同时市场流动性宽松，利好债券；然而，我国稳增长宽信用以及美联储加息对于收益率下行形成压制，多方因素影响下多空力量暂时没有分出胜负，后续走势须待一方力量胜出后才会走出趋势性行情。

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	2.26	2.46	2.61	—	—	总体	7.91	5.04	5.34	—	—	
国有银行	2.15	2.32	2.36	2.38	2.55	国有银行	0.00	5.00	6.00	0.00	7.50	
股份银行	2.05	2.34	2.36	2.50	2.56	股份银行	1.00	4.75	-2.50	12.50	6.54	
城商行	2.24	2.47	2.65	2.74	2.82	城商行	5.08	5.44	7.36	9.00	16.48	
农商行	2.23	2.40	2.52	2.67	2.81	农商行	9.70	-5.19	10.60	15.75	1.86	

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 日.

同业存单方面，上周同业存单利率大部分上行，其中 1Y 城商行上行幅度最大，达 16.48BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.52	2.81	3.30	AAA+	0.06	0.05	0.13	AAA+	4.98	7.96	7.11
AAA	2.54	2.94	3.37	AAA	0.06	0.06	0.11	AAA	5.57	8.90	7.74
AAA-	2.59	3.01	3.45	AAA-	0.06	0.06	0.11	AAA-	4.56	7.92	5.74
AA+	2.65	3.10	3.59	AA+	0.05	0.06	0.11	AA+	3.56	9.92	6.74
AA	2.72	3.51	4.20	AA	0.04	0.09	0.11	AA	2.56	2.92	5.74

城投	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA	2.56	2.97	3.38	AAA	0.06	0.06	0.10	AAA	5.23	7.30	4.66
AA+	2.67	3.11	3.54	AA+	0.06	0.06	0.09	AA+	5.23	5.30	4.66
AA	2.78	3.33	3.80	AA	0.05	0.08	0.10	AA	6.23	5.30	4.66
AA Q)	2.91	3.56	4.12	AA Q)	0.05	0.08	0.09	AA Q)	6.23	4.30	2.66

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 日. 分位数为 2016 年 11 月至今水平。

中短票据及城投债方面，各期限债券收益率均呈上行，与信用债整体相一致。其中，3YAA+票据上行幅度最大，达 9.92BP，城投及票据收益率仍位于历史较低分位数。

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	2.64	2.81	3.10	3.33	3.48	利率变化 (BP)	11.28	7.68	7.89	5.29	6.93	利率分位数	0.09	0.08	0.11	0.11	0.16
当前利差	10.23	12.32	28.29	32.25	22.39	利差变化 (BP)	3.91	1.30	1.93	-0.05	-0.18	利差分位数	0.08	0.05	0.27	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 25 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.76	3.21	3.62	3.90	AAA-	11.28	6.92	6.18	3.68
AA+	2.79	3.23	3.67	3.95	AA+	12.28	5.91	8.18	3.68
AA	2.96	3.40	3.88	4.17	AA	13.28	6.91	13.18	9.68
AA-	4.04	4.51	5.03	5.32	AA-	13.28	6.91	11.18	7.68

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 日.

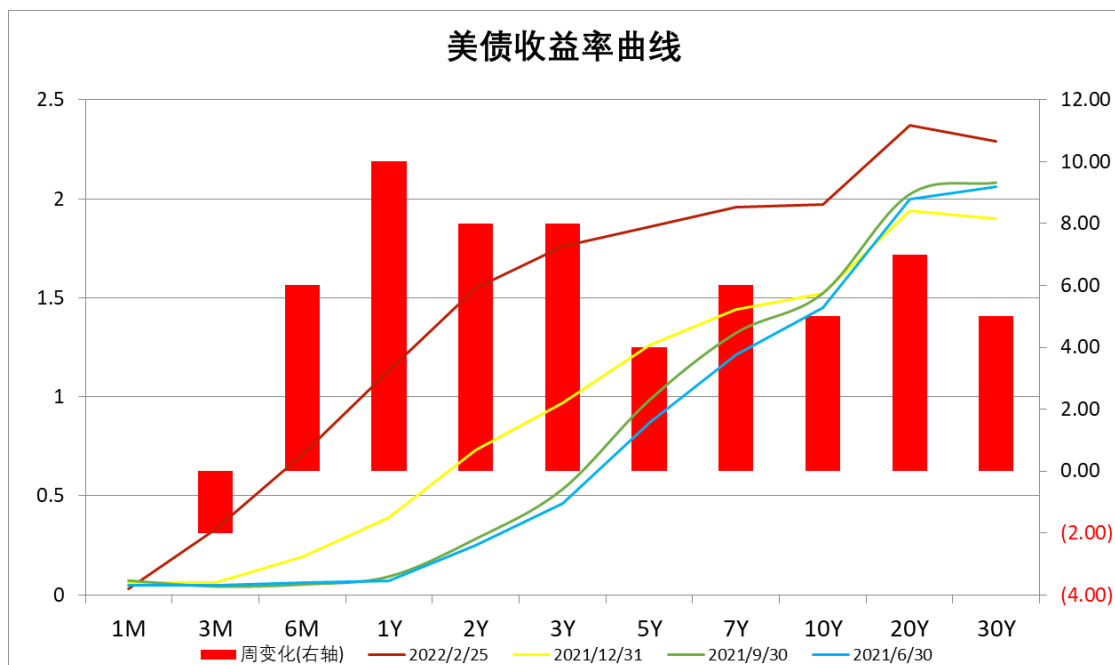
上周二级资本债与永续债利率与信用债整体相似, 呈现出短端收益率上行幅度大于长端的特征。其中, AA 及 AA-永续债收益率上行幅度最大, 达 13.28BP。历史来看, 二级资本债利率及利差仍处于较低分位数。

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	2.71	2.94	3.28	3.78	AAA级RMBS	-4.1	-3.3	-0.1	-1	AAA级RMBS	0.06	0.01	0.01	0.02
AAA级消金	2.80	3.11	3.47	3.96	AAA级消金	-1.1	3.03	3.58	0.51	AAA级消金	0.08	0.04	0.03	0.06
AAA级企业ABS	2.86	3.31	3.74	4.15	AAA级企业ABS	-2.5	5.92	7.74	3.63	AAA级企业ABS	0.06	0.08	0.12	0.05
AAA级ABN	2.84	3.22	3.61	4.08	AAA级ABN	0.88	6.78	7.19	3.63	AAA级ABN	0.07	0.05	0.05	0.07

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 日.

ABS 方面, 上周各类型 ABS 涨跌不一。其中, 1YRMBS 下行 4.1BP, 下行幅度最大; 而 5Y 企业 ABS 上行 7.74BP, 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 25 日.

美债方面, 上周 6M 以上所有期限美债均上行, 其中 1Y 上行幅度最大, 达 10BP。美债收益率的上行一方面体现了北约制裁低于预期后市场避险情绪有所缓解, 另

一方面也反映了市场对于俄乌局势影响大宗商品价格进一步拉升通胀的担忧。不过对于美联储而言，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。

三、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
PPI	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 25 日.

3.1 一季度经济展望

3.1.1 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。

3.1.2 近期地缘政治冲突对国内经济基本面冲击有限，产业链大概率保持平稳，国内稳增长政策保持不变，基建投资等仍将稳步增长。

3.1.3 通胀方面，海外通胀风险加剧，国内通胀风险可控。俄罗斯是原油、肥料、铝、镍、钨、铂、农业的主要出口国，地缘风险加剧下，预计能源成本延续高位的同时农产品价格也将承压上行。我国能源、铝等对俄进口依存度较高，但两国关系保持温和，预期对国内贸易影响有限，煤炭保供稳价政策延续，海外原油和部分商品价格上行或传导至国内，PPI 通胀下行速度或将放缓，中下游加工企业阶段性承压，而在内需未见明显好转的情况下，国内 CPI 上半年仍将保持温和，货币政策仍有宽松空间。

3.1.4 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。

3.2 股票市场观点

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	10.84	9.34	1.38	6.19	0.52	0.40	0.77	0.66
沪深300	13.17	10.98	1.59	4.55	0.48	0.36	0.56	0.69
中小板指	34.09	23.61	4.08	-0.11	0.75	0.48	0.54	0.59
创业板指	55.15	34.17	7.03	-1.23	0.61	0.67	0.67	0.87
中证500	19.01	15.70	1.84	2.22	0.07	0.11	0.25	0.96
万得全A	18.69	14.71	1.88	2.31	0.45	0.35	0.44	0.73

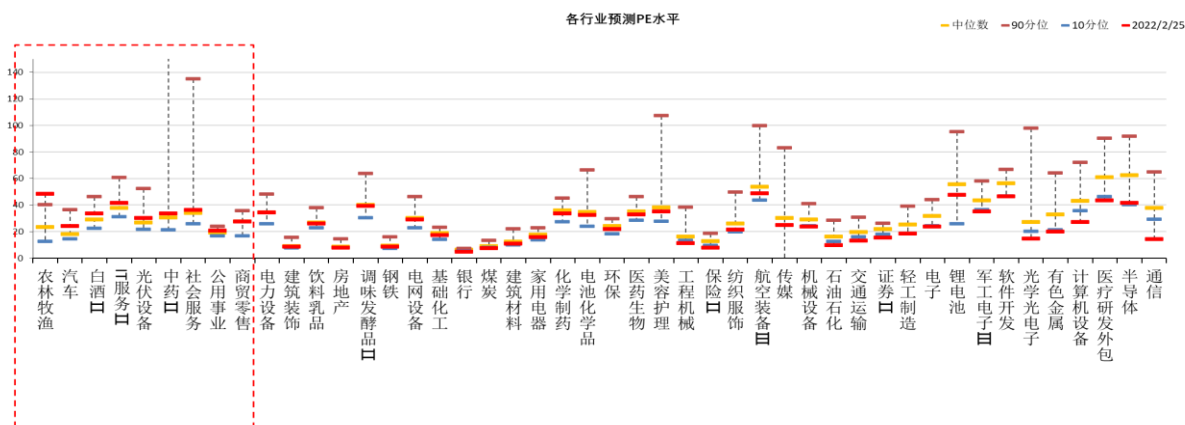
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 日.

	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	2022/2/25	趋势
上证50	2.56	16.34	19.48	25.10	25.34	24.96	一一
沪深300	7.68	20.33	21.34	21.61	21.51	21.51	一一
中小板指	33.66	34.66	24.05	13.49	11.70	9.61	↘
创业板指	45.65	42.11	36.41	22.58	20.42	22.20	↗
中证500	2.30	47.95	57.76	45.67	43.88	42.88	一一
万得全A	11.91	29.27	33.66	30.98	29.98	29.12	↘

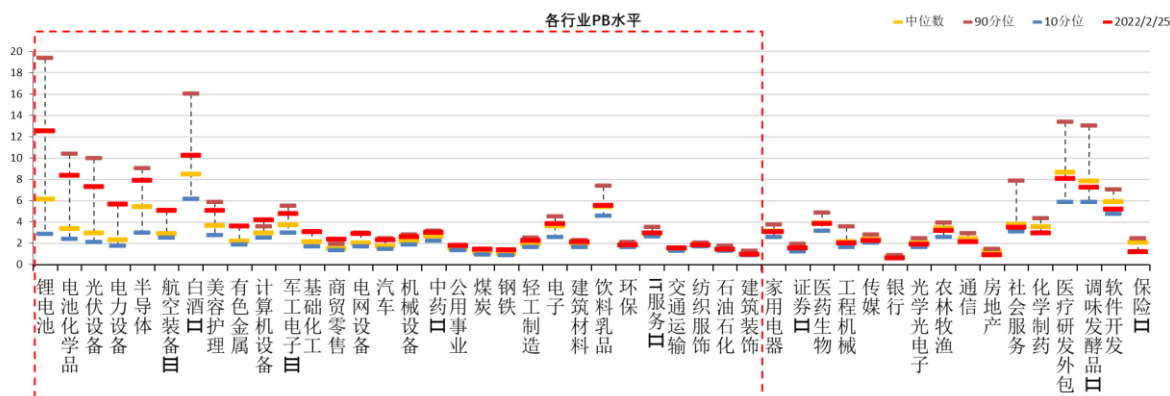
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 日.

3.2.1 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 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。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 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，农林牧渔、光伏设备等行业估值较高。

3.2.2 近期市场受地缘政治影响剧烈波动，短期内风险偏好的变化占主导因素，权益市场波动加剧。国际形势不稳定的情况下，美联储 3 月加息预期边际降温，成长股反弹。短期内，市场风格重回收敛且主线不明。中长期看，在度过冲突极端时点之后，权益市场将逐步回归基本面，市场风格与走向的决定性因素仍是美联储加息幅度预期的边际变化与国内稳增长落地效果。

3.2.3 全球通胀压力下，美国加息诉求增强，但股指下跌与市场担忧情绪加剧也给政策带来约束，全球通胀问题长期化。预期美国制裁将绕开部分加剧通胀的贸易品种，权益市场波动加大和通胀高企影响下，若美联储加息少于 50bp，则国内货币政策腾挪空间更大，也将有利于成长风格反弹。

3.2.4 未来经济中期图景将对市场产生较大影响，关注经济高频数据。若经济数据显示稳增长效果显现，则未来逆周期调控政策力度不会进一步抬升，货币政策由宽松转向中性，经济景气度抬升情况下，景气成长、中游制造板块占优。若经济数据依旧低迷，则市场以震荡为主，宽货币与弱基本面组合下逆周期调控政策进一步升温，价值风格与低估值题材股占优。

3.2.5 总体来看，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，谨慎追高。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。

3.2.6 配置方向上关注：

1、在经济全面复苏信号出现前，推荐采用低估值策略，经过近期赛道股的反弹与稳增长的回调后，市场近期或会进入成长与价值相对平衡、轮动表现阶段，持仓上或可保持均衡略超配价值的风格，以价值板块为底仓，同时配置一些仍未反弹估值偏低的成长板块。

2、政策发力拖底经济下老基建如建筑建材、机械设备，新基建如通信、计算机等更符合高质量经济发展方向的板块均有配置价值。

3、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，资产负债结构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。

4、高估值成长风格短时间内与美债收益率关联度较高，近期美债收益率波动加剧，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与科创 50。

5、两会相关且仍相对低估的投资机会，例如新基建、科技创新、乡村振兴。

3.3 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	2.02	2.30	2.53	2.78	国债	0.08	0.06	0.07	0.07
国开债	2.13	2.58	2.77	3.04	国开债	0.08	0.07	0.06	0.06
AAA信用债	2.52	2.92	3.35	-	AAA信用债	0.06	0.06	0.11	-
AA+信用债	2.64	3.09	3.52	-	AA+信用债	0.06	0.06	0.08	-
AA信用债	2.77	3.51	4.20	-	AA信用债	0.04	0.07	0.11	-
AA-信用债	5.13	5.87	6.56	-	AA-信用债	0.10	0.13	0.30	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 2 月 25 日.

债券市场方面，宽信用效果逐步显现与俄乌冲突事件相互对冲，10 年国债利率在 2.8%附近多空均衡，下一步观察点为 3 月公布的 2 月 PMI 数据。

分阶段看，我们认为市场定价正在逐步由宽货币紧信用向宽货币宽信用过渡，债券市场风险大于机会，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，国内两会及美联储议息会议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。