

政策聚焦稳增长，关注海外通胀风险

一、重要信息点评

- 1、2022 年 3 月 5 日，国务院总理李克强在作政府工作报告时阐述了 2022 年经济社会发展总体要求。本次政府工作报告聚焦于稳增长、保就业，经济增速目标设定在 5.5%左右这个市场预期中性偏高的水平，进一步确认了政府稳增长的决心。财政方面，预算赤字 2.8%，看似不高，但实际支出规模较大，财政支出规模比去年扩大 2 万亿元以上，对应 2022 年预算财政支出同比增速超过 8%。新增专项债 3.65 万亿元，与去年持平，但由于 2021 年专项债集中在四季度发行，结转至今年的资金叠加 2022 年提前下达的专项债额度，预计今年上半年专项债总量会在资金端带来明显扶持，基建投资或呈前高后低的趋势，上半年增速有望达到 10%。此外，本次报告提到碳中和先立后破，双碳目标更具弹性，意味着能耗政策将告别一刀切，正常的民生需求、稳定的工业生产将得到进一步保障。
- 2、2022 年 2 月制造业 PMI 回升 0.1 个百分点至 50.2%，高于预期，稳增长效果渐显，虽结构问题犹存，但呈环比改善趋势，企业预期逐步乐观。2 月生产指数虽然仍处于扩张区间，但较上月下降 0.5 个百分点，表明制造业生产活动扩张有所放缓，一方面与季节性因素有关，另一方面也与受小企业生产拖累有关。分企业规模看，2 月 PMI 数据延续分化，大中企业好转，小企业恶化，显示稳增长初步落地阶段大企业优先受益，而小企业明显好转或需等待经济进一步回暖。分项来看，新订单指数上升 1.4 个百分点，重回扩张区间，新出口订单上行 0.6 个百分点至 49%，显示稳增长举措频频出台下，内需回暖，而海外疫情反复、极端天气和地缘政治紧张下，我国出口仍有一定韧性。非制造业方面，建筑业 PMI 显著改善，扭转下行态势，其中土木工程建筑业商务活动指数拉动作用明显，显示基建对基本面支撑明显。服务业 PMI 虽然环比回升但绝对水平处于历史低位，疫情反复仍是最大制约，春节期间物流、运输和文娱等行业对服务业有拉动作用，但零售、居民服务等行业表现较差。
- 3、3 月 1 日，郑州市人民政府办公厅发布《关于促进房地产良性循环和健康发展的通知》，涉及五大项 19 条，成为今年全国第一个在限购限贷方面全面放松的城市，或表明二线城市也开始进入到房地产政策持续放松的阶段。3 月 2

日，银保监会郭树清主席在国新办新闻发布会上提及，房地产泡沫化、货币化问题发生根本性扭转。当前房地产基本面压力仍然较大，房企销售持续下滑，预计接下来政策会进一步出台，打通拿地-开工-销售-竣工的良性循环，行业或会在3季度小幅回暖。

4、3月2日，美联储主席鲍威尔在国会就半年度货币政策报告作证词，表示支持3月加息25个基点，同时对通胀过热情况下以更大幅度加息持开放态度。

3月3日，鲍威尔在出席参议院银行委员会的半年度听证时重申，支持3月FOMC加息25个基点，强调美联储将不惜一切稳定物价，并警告地缘政治冲突将给美国经济增长造成风险。本次表态基本符合市场预期，几乎确定了3月FOMC仅加息25bp的安排，消除了市场关于加息50bp的忧虑，未来加息及缩表节奏的不确定性更多来自俄乌关系紧张带来的通胀不确定性上行。

5、3月4日，美国公布2月非农就业数据显示其就业复苏强劲，失业率稳步下降。分项来看，就业人口增加67.8万人，大幅好于市场预期的42.3万人，创2021年7月以来最大增幅；失业率为3.8%，好于市场预期的3.9%，为2020年2月以来新低；平均每小时工资同比增长5.1%，低于市场预期的5.8%。分行业看，新增就业较多的行业分别为休闲和酒店业、教育和保健服务业、专业和商业服务业和建筑业，表明疫情退去后服务业加速回暖。此外，除零售业、运输仓储业和批发业外，其他行业工资上涨趋势有所缓解。

二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	周一	加总
	2022/3/4	2022/3/3	2022/3/2	2022/3/1	2022/2/28	
7天逆回购	100	100	100	500	3000	3800
	上周到期	8100	上周投放	3800	上周净投放	-4300

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2022年3月4日.

本周央行OMO投放3800亿，同时到期8100亿，共计净回笼4300亿。月末过后叠加外围扰动逐渐趋稳后央行由大额净投放转为净回笼。关注3月15日MLF到期后是否续作。

生产	2022/1/20	2022/1/31	2022/2/10	2022/2/20	2022/2/28	
日均产量粗钢重点企业(旬)	198.73	201.36	192.35	189.89	207.78	↗
	2022/2/4	2022/2/11	2022/2/18	2022/2/25	2022/3/4	
主要钢厂产量螺纹钢全国当周值	---	243.98	255.98	273.55	290.28	拐头向上
库存主要钢材品种:合计	1,389.68	1,537.13	1,670.61	1,756.86	1,786.25	↗
	2022/2/3	2022/2/10	2022/2/17	2022/2/24	2022/3/3	
开工率汽车轮胎:全钢胎	2.65	9.25	33.05	52.78	57.48	↗
开工率汽车轮胎:半钢胎	14.16	20.11	36.18	55.29	60.39	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 日.

生产数据方面, 本周螺纹钢产量延续回升态势, 同时粗钢产量也开始震荡上行。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, 但近两周来回升幅度持续放缓或显示随着节后天气回暖各地开工, 需求有所上行。汽车轮胎开工率仍处于春节后的恢复期, 目前已经达到一般时期水平, 关注后续走势。

需求	2021/3/4	2022/2/11	2022/2/18	2022/2/25	2022/3/4	趋势
商品房成交面积:本月以来	58.75	11.15	18.87	24.19	33.80	↗
商品房成交面积:一线城市:本月以来	14.34	3.72	6.66	7.73	8.11	↗
商品房成交面积:二线城市:本月以来	31.50	5.51	8.72	12.01	15.88	↗
商品房成交面积:三线城市:本月以来	12.91	1.91	3.50	4.45	9.80	↗
	2022/1/31	2022/2/6	2022/2/13	2022/2/20	2022/2/28	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	2.00	8.44	6.28	16.68	38.29	↗
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	-2.81	-0.47	-2.21	-3.21	18.53	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 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, 近期明显回升, 但商品房成交数据在“房住不炒”大背景下较去年同期仍有较大差距, 而乘用车销量同比数据受到春节错位影响存在一定的失真。

价格	2021/3/4	2022/2/11	2022/2/18	2022/2/25	2022/3/4	
农产品批发价格200指数	130.43	135.02	130.76	130.02	131.01	↘
价格:生猪:外三元	29.88	12.91	12.56	12.65	12.65	低位
平均批发价:猪肉	38.31	20.95	19.76	18.64	18.63	↘
平均批发价:28种重点监测蔬菜	5.26	5.69	5.53	5.66	5.74	拐头向上
平均批发价:7种重点监测水果	6.55	7.03	6.93	6.84	6.68	↘
南华工业品指数	2,883.96	3,545.63	3,515.99	3,515.09	3,841.17	↗
现货价:原油:英国布伦特D ttd	67.51	98.07	97.61	99.64	120.33	高位

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 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, 其中水果价格下行明显, 而生猪价格在经历了长时间下行后目前已经止跌, 后续也将带动猪肉价格企稳。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, 目前已经升至历史高位, 同时也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	4	1	1	5	3	4	2	0	1	2	23
上上周	3	0	1	5	2	1	1	3	2	3	21

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 日.

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	偏债混合型基金	股票型基金	主动股票	偏股混合型基金	灵活配置型基金	平衡混合型基金	FOF基金	总计
上周	数量	9	8	6	11	1	20	0	0	3	49
	发行规模(亿元)	244.78	205.08	37.56	25.29	1.86	92.97	0.00	0.00	0.88	401.47
上上周	数量	2	2	4	6	0	10	0	1	2	25
	发行规模(亿元)	18.31	18.31	25.19	14.49	0.00	54.40	0.00	2.12	11.77	126.28
本月以来	数量	5	4	6	10	1	19	0	0	3	43
	发行规模(亿元)	205.52	165.82	37.56	23.05	1.86	90.94	0.00	0.00	0.88	357.95

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 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 4 支, 债券类基金 (7 支) 少于股票类基金 (10 支), FOF 基金申报 2 支。发行一边, 上周基金发行规模回暖, 共计发行 401.47 亿。此前股票市场的剧烈波动导致股票类基金发行规模大幅低于债券类基金。

	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	-3.75	-4.60	-17.28
中小板指	-3.52	-3.86	-10.90
偏股混合型基金指数	-2.32	-2.75	-11.59
沪深300	-1.68	-1.86	-8.99
万得全A	-1.27	-1.57	-8.38
上证50	-0.43	-0.60	-6.47
中证500	-0.23	-0.72	-7.55

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均出现了一定程度的下跌, 此前跌幅较小的上证 50 和中证 500 分别跌 0.43 及 0.23%, 跌幅较小; 而此前跌幅较大的创业板及中小板分别下跌 3.75%及 3.52%, 跌幅居前。偏股基金指数跌 2.32%。

	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	-4.35	-5.11	-14.31
茅指数	-3.97	-4.09	-15.46
高市净率指数	-3.88	-4.62	-15.54
绩优股指数	-2.35	-2.95	-9.51
大盘指数	-2.08	-2.27	-9.32
小盘指数	-0.89	-1.34	-8.47
低市盈率指数	1.45	1.40	2.62
低市净率指数	1.62	1.77	4.00

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 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 4.35%及 3.88%, 跌幅居前; 而代表价值风格的低 PE 及低 PB 指数则上涨 1.45%及 1.62%, 表现较好。随着两会召开的临近, 市场对于稳增长政策的博弈力度加大, 顺周期的价值板块因此而收益。另一方面, 海外不确定性因素带来的避险情绪对成长板块形成一定的压制, 导致上周出现了一定的回调。

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
汽车	-4.47	电力设备	-4.97	国防军工	-16.30
电子	-4.26	汽车	-4.28	电子	-15.92
电力设备	-3.54	电子	-4.09	传媒	-15.51
家用电器	-3.41	国防军工	-3.27	汽车	-14.92
计算机	-2.85	计算机	-3.18	电力设备	-13.10
社会服务	2.30	房地产	1.95	有色金属	1.37
综合	2.52	社会服务	2.00	综合	2.41
农林牧渔	3.49	交通运输	2.85	交通运输	2.68
交通运输	3.65	农林牧渔	3.31	银行	3.49
煤炭	10.25	煤炭	7.34	煤炭	19.35

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 日.

上周申万 31 个行业中，表现较好的行业有煤炭（+10.25%）、交通运输（+3.65%）、农林牧渔（+3.49%）、综合（+2.52%），及社会服务（+2.30%）。其中，煤炭行业表现突出的部分原因是海外地缘政治因素及国际疫情缓解导致原油价格走高带动我国能源价格及价格预期上行。此外，由于市场预期俄乌局势将导致国际通胀在未来一段时间仍将居高不下，因此农林牧渔（对应食品 CPI）及社会服务、交通运输（对应服务业 CPI）等行业上周也表现较好。同时，发改委开启冻猪肉收储、两会临近稳增长力度可能进一步加码，以及疫情得到缓解等因素也对这些行业构成利好。另一方面，由于市场风险偏好回落，汽车、电子、电力设备、计算机等成长行业上周表现不佳，分别跌 4.47%、4.26%、3.54%，及 2.85%，跌幅居前。此外，俄罗斯和乌克兰均为有色金属及稀有气体出口大国，其中乌克兰的氖气产量为全球的 70%左右，而氖气则是半导体生产过程中的重要原料，因此市场预期缺芯情况加剧，导致电子行业及芯片需求较高的汽车、电力设备、家用电器等行业可能会面临成本上升的不利局面。

	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	-2.78	-3.18	-14.90
标普中盘400	-1.73	-1.73	-7.97
道琼斯工业指数	-1.30	-0.82	-7.49
标普500	-1.27	-1.03	-9.18
标普小盘600	-0.89	-1.29	-7.32

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 日.

美股方面，受俄乌关系反复影响，美股上周风险偏好回落明显，美股回调、美债收益率下行、美元指数上涨即是作证。其中，风险偏好最高的纳斯达克指数

跌 2.78%，跌幅居前。此外，根据鲍威尔在上周三出席听证会时的发言，市场对于美联储 3 月加息 25BP 基本形成了共识，持续关注后续加息与缩表的力度及频率。

b) 债券市场

	R001	R007	DR001	DR007
上周最后一天	1.94	2.05	1.89	2.04
较上上周变化 (BP)	-32	-48	-29	-31

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 日.

上周货币市场利率整体下行，其中 R007 上行了 48 个 BP，降幅最大。货币市场流动性较上上周更为宽松。

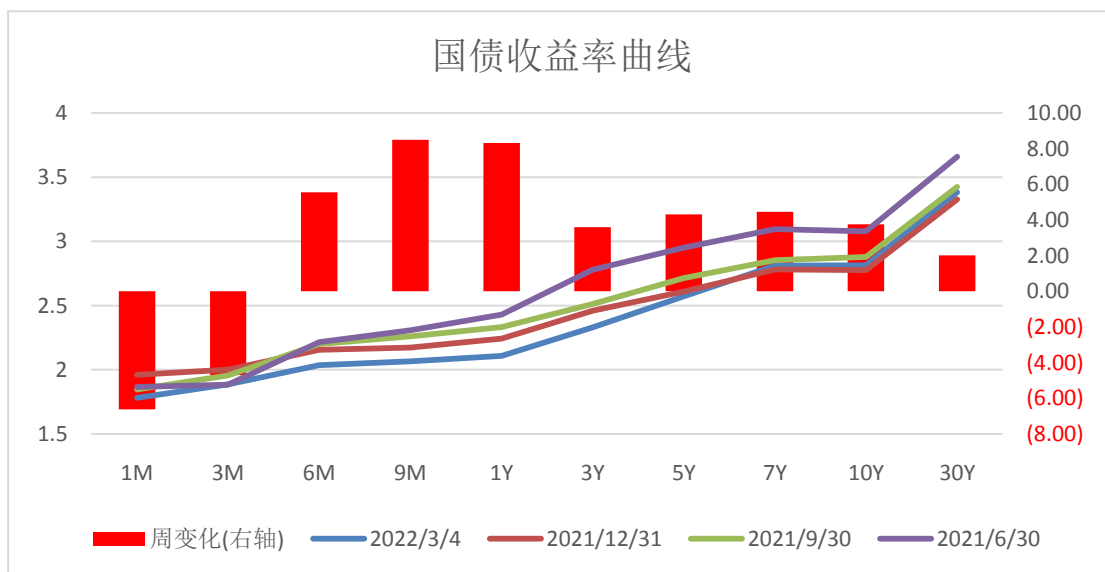
上周新发专项债规模	880.22
上上周新发专项债规模	1941.624
本月以来新发专项债	0
上月新发专项债	3931.432

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 日.

专项债发行方面，上周专项债发行规模达 880.22 亿元，虽然较上上周而言有所回落，但对比去年 2 月（累计 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	8	4	4	4	国债	6	4	6	4	国债	-14	-13	-4	4
国开债	13	10	4	4	国开债	14	10	8	4	国开债	-6	11	3	-1
AAA信用债	8	9	10	-	AAA信用债	8	6	10	-	AAA信用债	-14	5	18	-
AA+信用债	8	6	8	-	AA+信用债	9	6	7	-	AA+信用债	-15	3	11	-
AA信用债	8	7	9	-	AA信用债	7	6	10	-	AA信用债	-20	-13	12	-
AA-信用债	8	7	9	-	AA-信用债	7	6	10	-	AA-信用债	-19	-12	13	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 日.

债券市场方面，上周主要债券中除 3M 及以下国债上涨外，其余国债、证金债及信用债整体均呈为收益率上行，其中 1 年期国开债上行幅度最大，达 13BP；而国债方面则呈现出一定的短端下行，长端上行。一方面，货币利率的大幅下行与超短端利率的下行互为印证，表示市场流动性仍处于宽松区间。另一方面，随着 2 月 PMI 数据超预期，债券市场此前对于经济过于悲观的预期被证伪，带动债券整体收益率上行。

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	2.35	2.46	2.59	2.71	2.83	总体	9.61	2.74	1.45	0.00	2.25
国有银行	2.15	2.30	2.42	2.54	2.67	国有银行	0.00	-2.00	6.00	0.00	2.25
股份银行	2.20	2.36	2.46	2.57	2.68	股份银行	15.00	2.05	9.67	2.00	1.20
城商行	2.35	2.45	2.60	2.71	2.83	城商行	11.08	5.28	-1.03	1.06	1.51
农商行	2.37	2.45	2.55	3.30	2.67	农商行	22.25	4.92	3.11	63.00	-14.56

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 日.

同业存单方面，上周同业存单利率大部分上行，其中 9M 城商行上行幅度最大，达 63BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.60	2.93	3.39	AAA+	0.08	0.07	0.18	AAA+	7.90	11.28	8.77
AAA	2.63	3.04	3.46	AAA	0.08	0.10	0.17	AAA	9.75	10.30	8.76
AAA-	2.68	3.11	3.55	AAA-	0.08	0.10	0.17	AAA-	8.77	9.29	9.77
AA+	2.74	3.19	3.67	AA+	0.07	0.09	0.16	AA+	8.77	8.29	7.77
AA	2.82	3.61	4.29	AA	0.06	0.10	0.17	AA	9.77	9.29	8.77

城投	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA	2.66	3.07	3.46	AAA	0.08	0.10	0.17	AAA	9.45	9.79	7.92
AA+	2.72	3.20	3.61	AA+	0.07	0.11	0.15	AA+	5.46	8.80	6.93
AA	2.80	3.39	3.84	AA	0.07	0.14	0.11	AA	2.46	6.80	3.93
AA Q)	2.93	3.65	4.19	AA Q)	0.06	0.11	0.10	AA Q)	2.46	9.80	6.93

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 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, 3YAAA+票据上行幅度最大, 达 11.28BP, 城投及票据收益率已经开始从 0.1 以下的历史极低分位数升至较低分位数区间。

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	2.65	2.94	3.19	3.42	3.58	利率变化 (BP)	1.20	12.61	8.36	9.24	10.15	利率分位数	0.10	0.15	0.19	0.21	0.21
当前利差	6.52	19.44	25.67	32.92	23.77	利差变化 (BP)	-3.71	7.12	-2.62	0.67	1.38	利差分位数	0.03	0.18	0.20	0.41	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 2022 年 3 月 4 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.77	3.28	3.69	3.93	AAA-	1.20	6.70	7.72	2.69
AA+	2.80	3.31	3.75	3.99	AA+	1.20	7.70	8.72	3.69
AA	2.98	3.49	3.96	4.20	AA	2.20	8.70	8.72	2.69
AA-	4.06	4.57	5.07	5.31	AA-	2.20	5.70	4.72	-1.31

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 日。

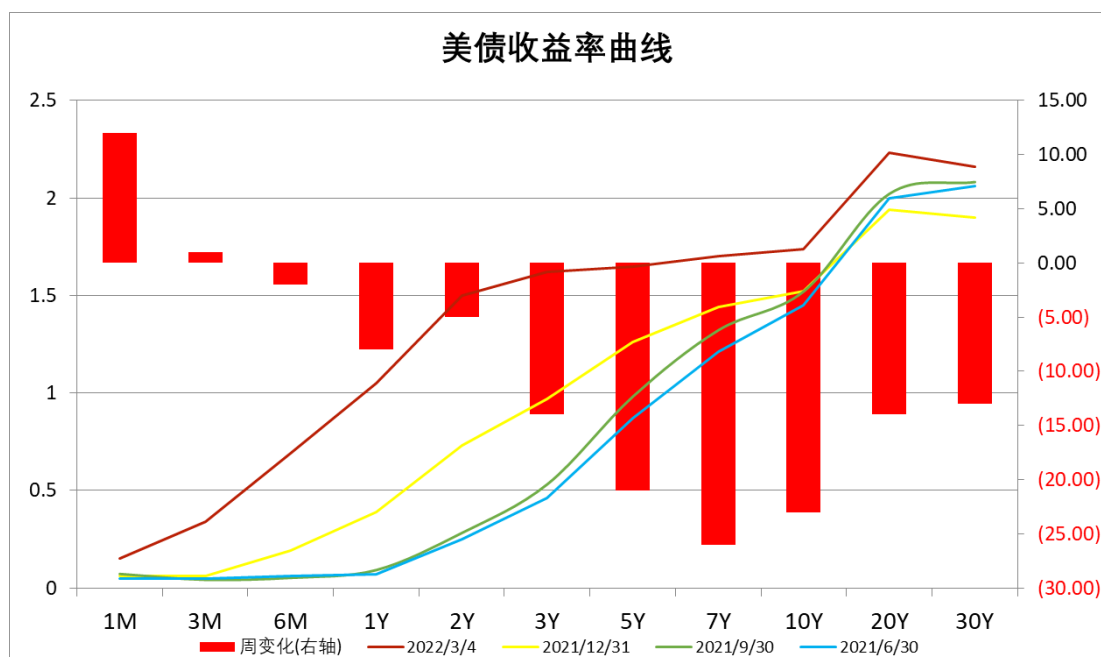
上周二级资本债与永续债利率大体呈上行。其中, 2Y 二级资本债收益率上行幅度最大, 达 12.61BP。历史来看, 二级资本债利率及利差也开始升至较低分位数的区间。

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	2.70	2.94	3.32	3.81	AAA级RMBS	-0.6	0.25	3.55	2.77	AAA级RMBS	0.06	0.02	0.03	0.04
AAA级消金	2.79	3.13	3.53	4.01	AAA级消金	-0.5	1.82	6.04	4.56	AAA级消金	0.08	0.06	0.06	0.10
AAA级企业ABS	2.94	3.40	3.82	4.20	AAA级企业ABS	8.52	9.29	7.77	4.56	AAA级企业ABS	0.11	0.12	0.23	0.09
AAA级ABN	2.87	3.29	3.67	4.12	AAA级ABN	2.44	7.37	6.04	4.56	AAA级ABN	0.09	0.08	0.07	0.14

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 日。

ABS 方面, 上周各类型 ABS 中仅 1YRMBS 及 1Y 消费金融小幅上行不到 1BP 外, 其余均呈上行。3Y 企业 ABS 上行 9.29BP, 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或极低分位数水平上, 虽然近几周收益率有所上行, 但未来通过交易获得资本利得的空间仍然有限, 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 3 月 4 日.

美债方面，上周除 1M 上行 12BP 及 3M 上行 1BP 外，其余期限均下行，其中 7Y 下行幅度最大，达 26BP。避险情绪主导了上周的美债市场，通胀问题及美联储 3 月加息 25BP 基本坐实对于收益率并没形成推升。

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	2022-02	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	50.20	↗
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	5.79	5.79	↗
GDP 不变价: 当月同比	—	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: 当月同比; 两年平均	—	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: 当月同比; 两年平均	—	-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: 当月同比; 两年平均	—	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	—	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 3 月 4 日.

4.1 经济展望

4.1.1 2 月 PMI 整体向好但结构问题延续，小企业压力犹存。生产方面，生产指数虽仍处于扩张区间，但较上月下降 0.5 个百分点，表明制造业生产活动扩张有所放缓，而非制造业在基建支撑下恢复步伐不断加快。需求方面，新订单指数重回扩张区间，新出口订单指数也有所回暖，显示制造业需求景气度向好，预期扭转，稳增长政策效果逐步开始显现。

4.1.2 政府工作报告定调稳增长保就业，经济目标为 5.5% 左右，处于市场预期上沿，上半年稳增长诉求进一步增强；实际赤字率不降反升，专项债额度维持不

变，财政支出目标规模明显扩大；双碳目标更具弹性，能耗政策将告别一刀切，稳定的工业生产将得到进一步保障；预计全年退税减费 2.5 万亿，多举措增强消费能力，服务业的恢复将是实现就业目标、促进消费支出的重要抓手。预计后续仍有稳增长措施出台，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。

4.1.3 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。

4.1.4 通胀方面，海外通胀风险加剧，滞胀预期升温，国内通胀风险相对可控。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上行，货币政策仍有宽松空间。

4.1.5 需要注意的是，若欧美对俄制裁趋于长期化，则持续的高油价、高粮价将对全球尤其是欧元区经济形成较大冲击，虽然短期内中国或将受益于对俄乌部分产业出口替代的提升，但长期来看，成本逐步向内传导以及海外需求回落之下，国内需求也会受到负面冲击。且从俄乌开战后的表现来看，美国市场表现优于其他市场，新兴市场国际资本回流美国压力有所增大。

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、创业板业绩增长预期趋于下行。万得全 A 预测 PE14.9 倍，处于 36%分位水平，股权溢价率 2.24%，处于 74%分位水平。整体看 A 股估值处于合理水平。

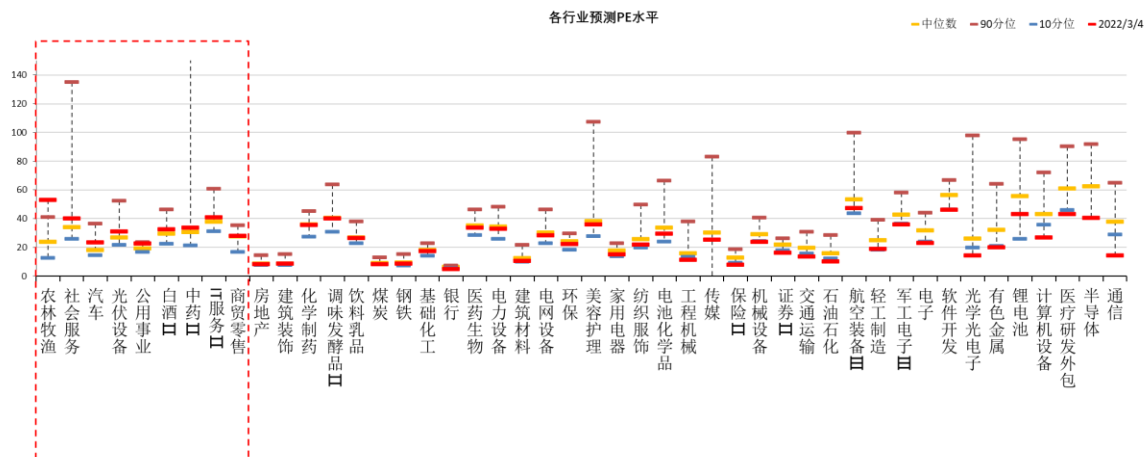
指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	10.94	9.44	1.39	6.04	0.52	0.40	0.76	0.64
沪深300	13.18	11.04	1.59	4.49	0.45	0.34	0.53	0.71
中小板指	33.41	23.02	3.99	-0.10	0.63	0.42	0.46	0.62
创业板指	55.70	33.47	6.87	-1.30	0.59	0.65	0.66	0.87
中证500	19.20	16.13	1.86	2.12	0.07	0.14	0.25	0.96
万得全A	18.73	14.90	1.88	2.24	0.43	0.36	0.42	0.74

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 日.

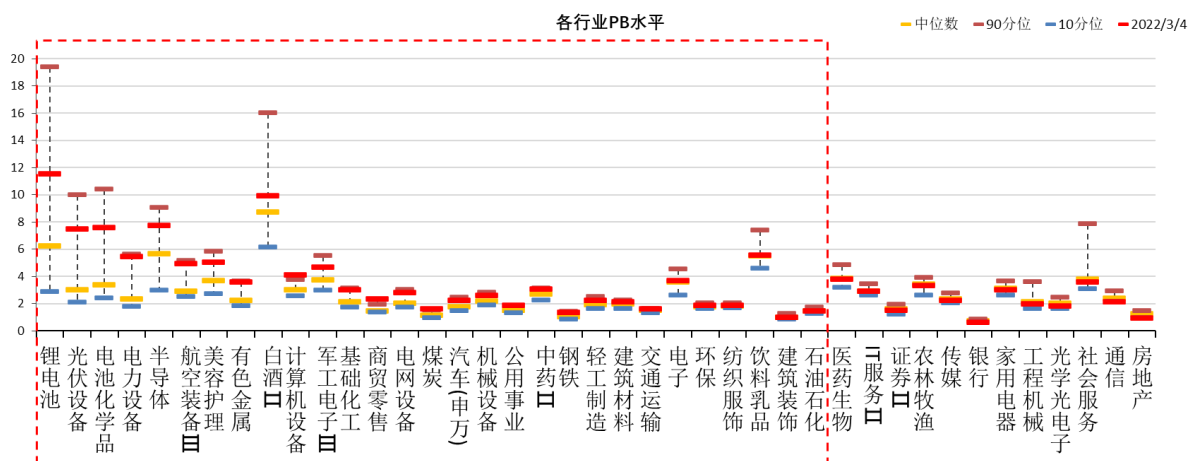
	一季度末	二季度末	三季度末	四季度末	上月末	本周五	
利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/2/28	2022/3/4	趋势
上证50	2.56	16.34	19.48	25.10	24.93	24.86	——
沪深300	7.68	20.33	21.34	21.61	21.11	21.02	——
中小板指	33.66	34.66	24.05	13.49	7.82	6.30	↘
创业板指	45.65	42.11	36.41	22.58	22.71	22.09	↘
中证500	2.30	47.95	57.76	45.67	42.70	41.21	↘
万得全A	11.91	29.27	33.66	30.98	28.44	27.96	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 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, 社会服务、汽车、光伏等行业估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 日.

4.2.2 近期市场受地缘政治影响波动加剧，价值风格与成长风格轮动表现，主线尚不明朗。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。

4.2.3 从美联储近期表态来看，3月加息25bp基本明确，后续仍需关注海外通胀情况，若在大国博弈过程中，通胀持续升温，则后续美联储的加息预期或会边际增强，对高估值个股形成压力。

4.2.4 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。

4.2.5 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。

4.2.6 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，持仓上或可超配价值风格，以价值板块为底仓，同时配置小仓位仍未反弹估值偏低的成长板块。
- 2、政策发力拖底经济下稳增长条线的老基建如建筑建材、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、推荐关注金融地产行业中优质银行、国企开发商机会。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，海外滞胀预期升温下利率受到制约，成长股估值压力犹存，但已有部分细分赛道回调较为充分，或会有阶段性反弹，或可逢低配置中药板块与科创 50。

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	2.11	2.33	2.57	2.81	国债	0.10	0.07	0.08	0.09
国开债	2.25	2.68	2.81	3.08	国开债	0.11	0.10	0.08	0.07
AAA信用债	2.60	3.01	3.45	-	AAA信用债	0.08	0.09	0.17	-
AA+信用债	2.73	3.15	3.60	-	AA+信用债	0.07	0.08	0.13	-
AA信用债	2.86	3.58	4.29	-	AA信用债	0.07	0.09	0.15	-
AA-信用债	5.22	5.94	6.65	-	AA-信用债	0.12	0.19	0.39	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 4 日.

债券市场方面，PMI 数据超预期上行，债市回调幅度较大。

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，组合应保持短久期以防守为主。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。