

内外共振市场波动剧烈，关注海外风险释放

一、重要信息点评

1、1-2月进出口数据显示内需回暖，外需旺盛。按美元计价，我国1至2月累计出口同比增长16.3%，进口同比增长15.5%，较去年增速有所上行。出口方面，分地区看，1-2月我国对美国、欧盟、日本与东盟的出口均有扩张。分商品看，我国各类商品出口也均有扩张。进口方面，分地区看，除欧盟外，1-2月我国对各区域进口均有扩张，其中美国、欧盟、日本扩张明显。分商品看，我国大部分商品进口均有所扩张，农产品、铁矿石、原油的进口金额同比增速有所分化，农产品继续保持扩张、铁矿石止跌为升，原油进口小幅回落。进出口数据的大幅扩张，反映出我国经济稳增长仍受出口有力支撑，进口需求亦有所扩张。需要注意的是，本次数据并未反映俄乌冲突的影响，后续仍需关注该因素的扰动。鉴于美国通胀的高居不下，其过热的商品消费需求或会在短期内支撑出口韧性持续强于预期。

2、2月通胀数据显示CPI基本符合季节性，但PPI下行斜率趋缓，大宗商品价格上涨压力趋增。2月CPI同比0.9%，基本符合预期，食品项拖累CPI的同时油气价格上涨带动工业消费品价格环比由持平转为上涨0.8%，油价上涨与猪价下跌的影响相互抵消。PPI同比涨幅较上月收窄0.3个百分点，环比抬升0.3个百分点，上下游行业价格涨幅分化明显，以石油为代表的大宗商品价格上涨是推升PPI环比的主要动力，而中下游产品价格仍然偏弱。预计未来原油价格带动全球定价商品共振上涨是最大风险，后续仍需密切关注全球供应链修复情况、地缘政治演变和疫情走势，全年看来PPI回落速度或会低于预期。

3、2月社融数据低于预期，地产景气度维持低位，宽信用仍需政策加码。2月新增社融11900亿元，同比少增5343亿元，同比增速10.20%，较上月下行0.3个百分点，低于市场预期。分项来看，人民币贷款与未贴现票据为主要拖累项，而企业债券和地方政府债券同比数据有显著上行。2月新增人民币贷款同比少增1300亿元，主因去年的高基数，但信贷结构也反应了当前经济问题，2月新增信贷同比的最大拉动项仍是企业短期贷款和票据融资，而居民和企业中长期贷款是最大拖累项，反映出地产景气度仍然低迷，实体信贷需求依旧较弱。本次社融数据总量和结构均较弱，但也要注意，宽信用初期叠加双节，各项数据波动会被放

大，这点在 M1 增速上也有验证。2 月 M2-M1 剪刀差收窄至 4.5%，M2 季节性回落至 9.2%，M1 抬升至 4.7%，一方面与基数效应有关，另一方面也表明在当前宏观政策加码下，社会存款活化比例提高，经济活力有所提振。

4、3 月 8 日，央行网站显示，向中央财政上缴结存利润，总额超 1 万亿元，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付。本次上缴对应央行资产负债表中其他负债项目减少 1 万亿元，财政存款项目增加 1 万亿元，财政再将这部分存款用于对于实体经济的支持，这些资金安排用于大幅增加对地方转移支付，帮助地方财政特别是县区财政缓解减收压力。和降准相比，央行上缴结存利润不会对银行间流动性造成直接影响，财政后续投放央行上交的利润，能够使资金直接进入居民和企业部门，扩大了广义货币投放量。由于本次上交利润为按月均衡上缴，同时对资金用途进行限定，流动性释放效力较降准而言相对较弱，整体而言释放出了货币政策与财政政策协力稳增长的积极信号。

5、3 月 10 号，美国公布 2 月通胀数据，CPI 数据大幅走高，基本符合市场预期，俄乌冲突影响开始显现。2 月美 CPI 同比上升 7.9%，环比上升 0.8%，能源和食品分项均大幅上涨。核心 CPI 同比上升 6.4%，环比上升 0.5%，创 1982 年以来新高，房租为主要拉动项。通胀高企增大了美联储加息以应对通胀的迫切性，同时也导致市场对滞涨的担忧加剧。

6、3 月 10 号，欧洲央行维持三大利率不变，但宣布将加速结束资产购买计划，4 月-6 月净购买额分别为 400 亿、300 亿和 200 亿欧元，计划在 Q3 结束 QE。同时下调 2022 年 GDP 增长预测到 3.7%，大幅上调 2022 年通胀预测到 5.1%。此次加快退出 QE 较市场预期更加鹰派，显示出欧央行对欧元持续贬值增加输入型通胀压力的担忧。

7、3 月 10 号，美国证监会（SEC）将五家中概股公司列入《外国公司问责法》的暂定清单，连续三年列入该清单的公司将进入退市程序。清单对中概股产生极大冲击，港股、A 股市场情绪同样受到波及。长期来看，《外国公司问责法》将加速中概股企业回归港股或 A 股上市，后续中概股企业或会继续因行业监管政策的不确定性而承压。

二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	上一周	加总
	2022/3/11	2022/3/10	2022/3/9	2022/3/8	2022/3/7	
7天逆回购	100	100	100	100	100	500
	上到期	3800	上周投放	500	上周净投放	-3300

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日.

本周央行OMO 投放 500 亿, 同时到期 3800 亿, 共计净回笼 3300 亿。央行维持 100 亿的每日常规逆回购规模, 关注 3 月 15 日 MLF 到期后是否续作以及是否会再次降息。

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	↗
	2022/2/11	2022/2/18	2022/2/25	2022/3/4	2022/3/11	
主要钢厂产量螺纹钢全国当周值	243.98	-----	273.55	290.28	296.69	↗
库存主要钢材品种合计	1,537.13	1,670.61	1,756.86	1,786.25	1,759.21	拐头向下
	2022/2/10	2022/2/17	2022/2/24	2022/3/3	2022/3/10	
开工率汽车轮胎全钢胎	9.25	33.05	52.78	57.48	61.94	↗
开工率汽车轮胎半钢胎	20.11	36.18	55.29	60.39	72.00	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日.

生产数据方面, 本周粗钢产量数据未更新, 同时螺纹钢产量持续回升。钢材库存在持续增长较长时间后首次出现下行, 或反映了需求上行背景下的被动去库存。汽车轮胎开工率在走出恢复期后持续上行, 目前半钢胎开工率已经达到了一年以来的新高。从生产数据来看, 稳增长政策可能已经有所见效。

需求	2021/3/11	2022/2/18	2022/2/25	2022/3/4	2022/3/11	趋势
商品房成交面积:本月以来	56.75	18.87	24.19	33.80	30.64	拐头向上
商品房成交面积:一线城市:本月以来	14.76	6.66	7.73	8.11	7.52	拐头向上
商品房成交面积:二线城市:本月以来	28.84	8.72	12.01	15.88	14.39	拐头向上
商品房成交面积:三线城市:本月以来	13.15	3.50	4.45	9.80	8.74	↘
	2022/2/6	2022/2/13	2022/2/20	2022/2/28	2022/3/6	
过去一月日均销量乘用车厂家批发:同比	8.44	6.28	16.68	38.29	18.99	震荡上行
过去一月日均销量乘用车厂家零售:同比	-0.47	-2.21	-3.21	18.53	10.91	震荡上行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日.

需求数据方面, 商品房成交面积除三线城市在三月以来持续下行外, 其余地区本周均开始拐头向上, 但在“房住不炒”大背景下较去年同期仍有较大差距。乘用车销量同比数据则维持了近半年来的震荡上行态势。

价格	2021/3/11	2022/2/18	2022/2/25	2022/3/4	2022/3/11	
农产品批发价格200指数	129.36	130.76	130.02	131.01	132.33	↗
价格生猪外三元	28.32	12.56	12.65	12.65	12.38	低位
平均批发价猪肉	107.14	113.93	113.60	114.34	116.04	↘
平均批发价28种重点监测蔬菜	38.11	19.76	18.64	18.63	18.28	——
平均批发价7种重点监测水果	5.32	5.53	5.66	5.74	5.69	↘
南华工业品指数	6.73	6.93	6.84	6.68	6.65	高位
现货价原油:英国布伦特D ttd	2,867.42	3,515.99	3,515.09	3,841.17	3,909.97	高位
粮油批发价格200指数	69.32	97.61	99.64	120.33	119.23	高位

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日.

价格数据方面，农产品价格在此前随需求回落，但近两周有所反弹。粮油价格持续走高可能是推动农产品价格上涨的主要动力。另一方面，水果价格节后持续下行，生猪价格也在经历了长时间下行后下行速度有所放缓，有磨底迹象，后续预计将带动猪肉价格企稳。综上，CPI 食品项短期虽有一定压力但无需太过担心。此外，近期海外不确定性升温导致市场对于能源供给的担忧加重，原油价格快速上涨后开始高位震荡，同时也带动工业品价格整体高位震荡。

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	12	1	1	1	0	3	1	0	9	0
上上周	6	2	2	9	3	4	3	2	4	2
										总计
										28
										37

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 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	8	8	5	7	1	13	0	1	2	36
	发行规模(亿元)	76.24	76.24	35.01	12.23	0.20	57.25	0.00	5.16	3.00	188.89
上上周	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
本月以来	数量	13	12	11	17	2	32	0	1	5	79
	发行规模(亿元)	281.76	242.06	72.57	35.28	2.05	148.19	0.00	5.16	3.88	546.84

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 28 支，其中普通混合型基金 12 支，债券类基金（13 支）多于股票类基金（3 支），FOF 基金申报 0 支。发行一边，上周基金发行规模有所降温，共计发行 188.29 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
中证500	-4.85	-5.53	-12.03
中小板指	-4.64	-8.32	-15.03
沪深300	-4.22	-6.00	-12.83
上证50	-4.14	-4.71	-10.34
万得全A	-3.96	-5.47	-12.01
偏股混合型基金指数	-3.49	-6.15	-14.68
创业板指	-3.03	-7.49	-19.78

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日.

A 股表现来看，上周主要板块均出现了较大幅度的下跌，中证 500 及中小板指分别下跌 4.85%及 4.64%，跌幅居前；而此前跌幅较大的创业板由于周四及周五的反弹力度较大，因此周内下跌幅度最小，为 3.03%。偏股基金指数跌 3.49%。

	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	-4.22	-5.50	-12.33
大盘指数	-4.12	-6.30	-13.06
低市盈率指数	-4.09	-2.75	-1.57
茅指数	-3.96	-7.89	-18.81
绩优股指数	-3.72	-6.56	-12.88
低市净率指数	-3.51	-1.80	0.35
高市盈率指数	-3.26	-8.21	-17.11
高市净率指数	-2.65	-7.14	-17.77

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日.

上周 A 股各风格指数也出现了一定的回调, 代表市值风格的小盘指数及大盘指数则分别下跌 4.22% 及 4.12%, 表现较差。另一方面, 由于周内原油价格在震荡中从极高位置有所下行, 市场对于通胀持续大幅上行的预期有所缓解, 因此美联储加息预期缓和。这一背景下, 代表成长风格的高 PE 及高 PB 指数分别下跌 3.26% 及 2.65%, 跌幅较小。

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
社会服务	-7.91	有色金属	-9.71	国防军工	-20.67
家用电器	-7.54	家用电器	-9.60	电子	-19.51
有色金属	-7.03	石油石化	-9.54	传媒	-19.00
石油石化	-6.99	汽车	-8.82	汽车	-18.97
钢铁	-6.13	国防军工	-8.32	家用电器	-17.85
建筑装饰	-2.54	医药生物	-2.14	交通运输	-3.12
医药生物	-2.07	建筑装饰	-2.07	银行	-1.29
食品饮料	-2.06	农林牧渔	-0.58	建筑装饰	-1.06
电力设备	-0.56	综合	0.37	综合	2.32
综合	-0.08	煤炭	4.50	煤炭	15.65

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日.

上周申万 31 个行业指数均出现了一定幅度的下跌。其中, 受到新一轮疫情反复的影响, 社会服务行业下跌 7.91%, 跌幅最大。此外, 在俄乌局势导致海外镍价飙升的背景下, 由于我国有色金属企业大部分为加工性企业, 大量原材料需要从海外进口, 导致市场对于我国有色金属企业后续是否会遭到制裁产生了一定的恐慌性情绪。因此, 有色金属行业上周大幅下跌 7.03%。同时, 由于近期能源价格维持高位震荡, 石油石化及钢铁行业也表现不佳, 分别下跌 6.99%、6.13%, 跌幅居前。另一方面, 由于此前过度依赖俄罗斯生产的能源, 欧洲各国在俄乌关系恶化后纷纷表示后续将加大新能源建设力度以摆脱对俄国的依赖, 因此对于我

国电力设备企业来说，市场预期后续需求向好，电力设备行业周内小幅下跌 0.56%，跌幅较小。此外，周五国务院发布新冠病毒抗原检测试行方案，允许居民自测抗原，随后新冠检测板块带动医药生物行业大幅反弹，周内跌幅为 2.07%，表现较好。

	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	-3.53	-6.60	-17.90
标普500	-2.88	-3.88	-11.79
道琼斯工业指数	-1.99	-2.80	-9.34
标普中盘400	-1.71	-3.41	-9.54
标普小盘600	-1.11	-2.39	-8.35

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日.

美股方面，美联储加息将近，而持续走高的通胀数据使得市场风险偏好回落，导致股市整体回调。其中，风险偏好最高的纳斯达克指数跌 3.53%，跌幅居前。而跌幅最低的标普小盘 600 指数也出现了 1.11% 的回调。根据此前鲍威尔在国会听证会时的发言，市场对于美联储 3 月加息 25BP 基本形成了共识，但需要持续关注持续上行的通胀是否会影响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	2.07	2.16	2.03	2.10
较上上周变化 (BP)	13	11	14	7

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日.

上周货币市场利率整体上行，其中 DR001 上行了 14 个 BP，升幅最大。货币市场流动性较上上周有所收紧。

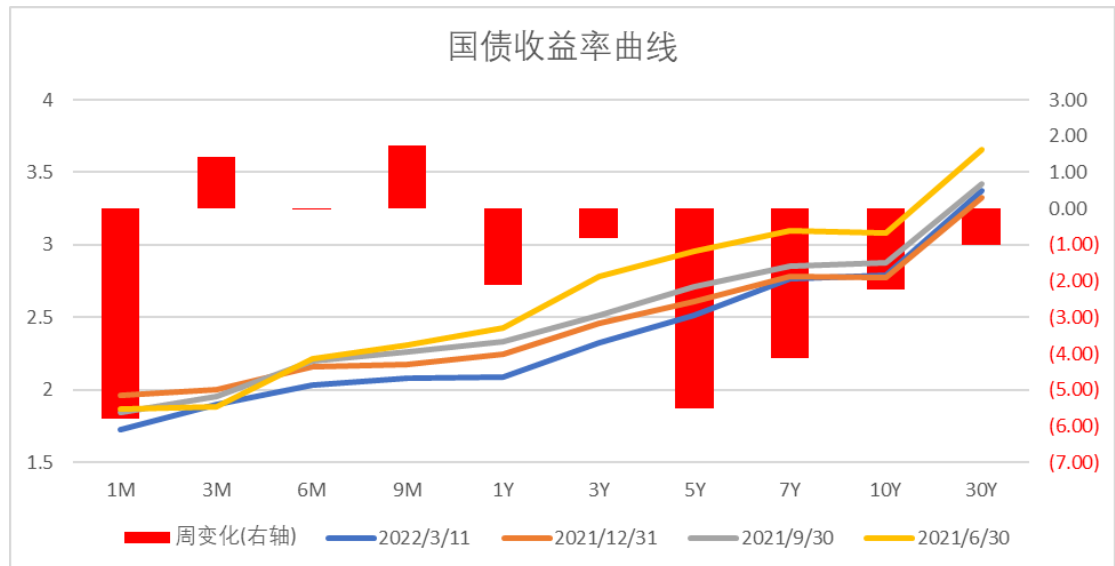
上周新发专项债规模	900.399
上上周新发专项债规模	880.22
本月以来新发专项债	900.399
上月新发专项债	3931.432

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日.

专项债发行方面，上周专项债发行规模达 900.399 亿元，较上上周而言有所增加，对比去年 3 月（累计 264 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	-2	-1	-6	-2	国债	4	3	0	2	国债	-16	-14	-9	1
国开债	-1	-4	-3	-3	国开债	12	6	5	2	国开债	-8	7	0	-3
AAA信用债	10	10	10	-	AAA信用债	18	17	20	-	AAA信用债	-5	15	27	-
AA+信用债	10	9	11	-	AA+信用债	19	16	17	-	AA+信用债	-5	12	21	-
AA信用债	10	0	0	-	AA信用债	17	7	9	-	AA信用债	-10	-13	11	-
AA-信用债	10	0	0	-	AA-信用债	17	7	10	-	AA-信用债	-9	-12	13	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日.

债券市场方面，上周主要债券出现了一定的分化表现，其中信用债上行，而利率债大体呈下行。各个期限国债中 3M 至 9M 收益率上行，其余期限收益率下行。一方面，社融数据大幅低于预期使市场对于宽信用的担忧有所缓解，同时对于 3 月 15 日 MLF 降息续作出现了一定的期待。另一方面，稳增长基调不变的大背景下，收益率下行空间有限。同时由于此前各类型信用债收益率均处于历史较低分位数，叠加 2 月社融受春节影响可能有一定的失真，宽信用不及预期对于信用债并没有构成太大的利好。

发行利率						一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y	类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.30	2.51	2.64	—	—	总体	-6.31	5.65	6.97	—	—
国有银行	2.15	2.36	2.42	2.38	2.61	国有银行	0.00	5.50	0.00	0.00	4.00
股份银行	2.00	2.37	2.50	2.50	2.64	股份银行	-20.00	0.95	4.58	-2.00	6.40
城商行	2.40	2.52	2.64	2.75	2.86	城商行	4.12	8.34	5.52	4.24	7.19
农商行	2.07	2.46	2.61	2.71	2.74	农商行	-29.92	1.24	5.80	-58.75	6.80

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日.

同业存单方面，上周同业存单发行利率大部分上行，其中 3M 城商行上行幅度最大，达 8.34BP。另一方面，9M 农商行下行幅度最大，达 58.75BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.67	3.01	3.49	AAA+	0.11	0.14	0.22	AAA+	6.80	8.27	9.73
AAA	2.74	3.12	3.55	AAA	0.14	0.16	0.20	AAA	11.17	7.91	9.73
AAA-	2.79	3.21	3.64	AAA-	0.13	0.17	0.20	AAA-	11.17	9.90	9.73
AA+	2.85	3.27	3.72	AA+	0.13	0.15	0.19	AA+	11.17	7.90	5.73
AA	2.93	3.59	4.28	AA	0.08	0.10	0.17	AA	11.17	-2.10	-0.27

城投	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA	2.76	3.18	3.57	AAA	0.14	0.18	0.19	AAA	10.94	10.77	11.54
AA+	2.85	3.33	3.70	AA+	0.13	0.18	0.18	AA+	12.94	12.77	9.53
AA	2.93	3.51	3.93	AA	0.12	0.18	0.13	AA	12.94	11.77	8.53
AA Q)	3.04	3.76	4.31	AA Q)	0.09	0.16	0.11	AA Q)	10.94	10.77	11.53

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日. 分位数为 2016 年 11 月至今水平。

中短票据及城投债方面，各期限债券收益率大体呈上行，与信用债整体相一致。其中，1YAA+及 AA 城投债上行幅度最大，达 12.94BP，城投及票据收益率大部分已经从 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	2.79	3.06	3.32	3.52	3.61	利率变化 (BP)	14.18	11.77	13.01	9.76	2.92	利率分位数	0.16	0.24	0.28	0.25	0.24
当前利差	14.90	19.35	30.67	30.56	16.96	利差变化 (BP)	8.38	-0.09	5.00	-2.36	-6.81	利差分位数	0.20	0.18	0.34	0.33	0.01

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 11 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.87	3.37	3.75	3.97	AAA-	9.06	8.52	5.65	3.64
AA+	2.90	3.41	3.82	4.04	AA+	10.06	10.52	6.65	4.64
AA	3.07	3.58	4.02	4.24	AA	9.06	9.52	5.65	3.64
AA-	4.15	4.66	5.13	5.35	AA-	9.06	9.52	5.65	3.64

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日。

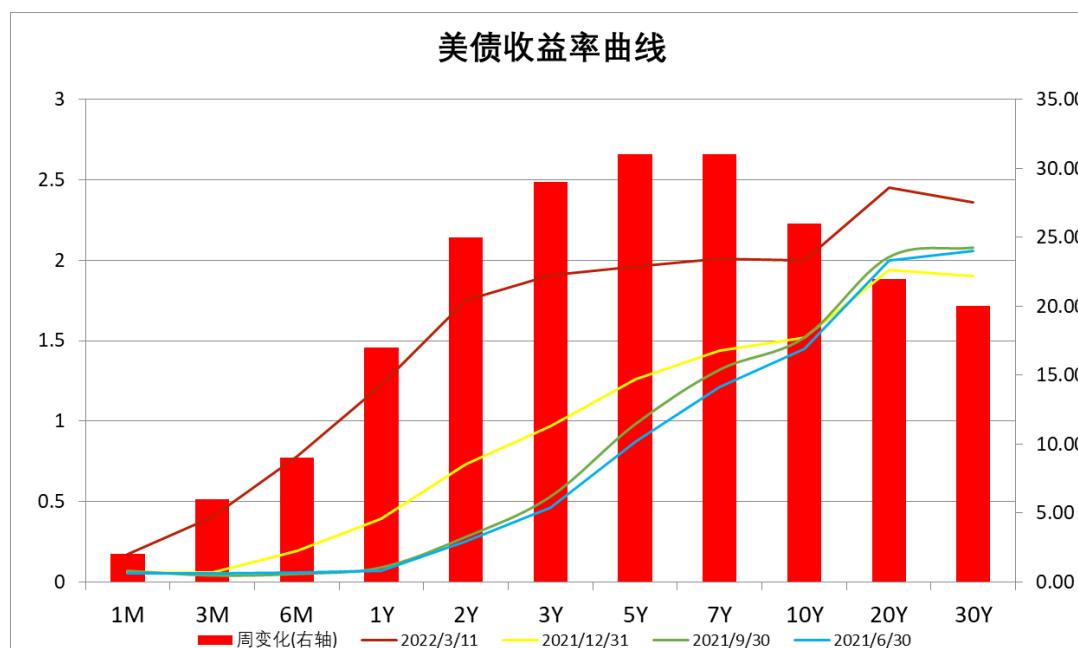
上周二级资本债与永续债利率均呈上行。其中，1Y 二级资本债收益率上行幅度最大，达 14.18BP。历史来看，二级资本债利率也已经升至较低分位数的区间。同时，二级资本债利差本周有所收窄，5Y 二级资本债与商业银行普通债之间的利差已经降至 0.01 分位。

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	2.73	2.98	3.41	3.83	AAA级RMBS	2.48	3.26	8.85	1.29	AAA级RMBS	0.09	0.04	0.05	0.04
AAA级消金	2.84	3.18	3.62	4.02	AAA级消金	5.01	5.95	8.29	1.29	AAA级消金	0.10	0.08	0.10	0.11
AAA级企业ABS	3.00	3.48	3.91	4.21	AAA级企业ABS	6.05	7.9	9.73	1.29	AAA级企业ABS	0.15	0.21	0.30	0.12
AAA级ABN	2.95	3.35	3.75	4.13	AAA级ABN	8.74	5.95	8.29	1.29	AAA级ABN	0.12	0.11	0.16	0.16

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日。

ABS 方面，上周各类型 ABS 均呈上行。5Y 企业 ABS 上行 9.73BP，上行幅度最大。整体来看，ABS 收益率开始从 19 年以来的极低位置升至较低区间。

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 11 日.

美债方面，上周各期限均出现了一定程度的上行，其中 5Y 及 7Y 上行幅度最大，达 31BP。2 月美国持续走高使市场对于加息及缩表进一步加速产生了一定的担忧，关注下周召开的美联储 3 月议息会议。

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	-----	-----	↗
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	10.20	-----
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	9.20	-----
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	1.00	-----
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	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	8.80	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日.

4.1 经济展望

4.1.1 2 月社融数据表现欠佳，宽信用进程出现阶段性反复。社融回落主要源于人民币贷款与未贴现票据的拖累，同时居民部门中长期贷款首次出现负增长，偏

弱的信贷结构反映出地产景气度和实体融资需求仍待改善。预计政策底到经济底的传导终会生效，但在宽信用初期，信用环境的改善将一波三折、相对缓慢，在此过程中货币政策与财政政策将持续配合发力。

4.1.2 此前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，但在居民预期转弱的背景下，部分城市购房政策的放松是否最终能推动商品房销售的普遍回暖尚存疑问。地产需求端和融资端政策仍需进一步因地制宜调整，随着后续政策支持力度的不断加大，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。

4.1.3 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。

4.1.4 通胀方面，海外滞涨预期较强，国内通胀风险相对可控。俄罗斯是原油、肥料、铝、镍、钯、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、猪周期拐点尚未到来前，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 28%附近，中小板、创业板业绩增长预期趋于下行。万得全 A 预测 PE14.18 倍，处于 26%分位水平，股权溢价率 2.61%，处于 86%分位水平。整体看 A 股估值处于合理水平。

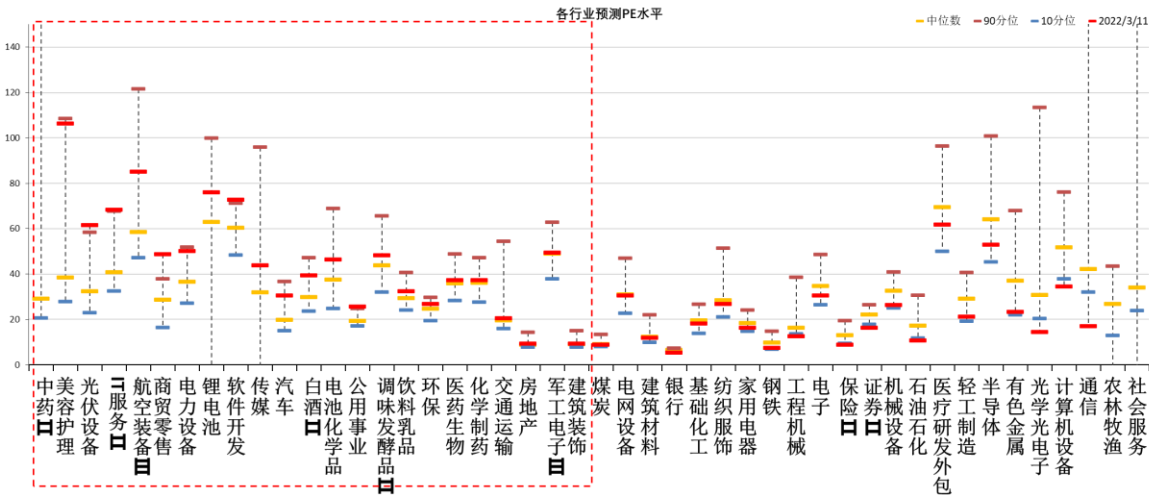
指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	10.28	8.95	1.32	6.68	0.40	0.30	0.62	0.78
沪深300	12.44	10.47	1.51	4.99	0.35	0.22	0.40	0.85
中小板指	31.28	21.71	3.76	0.15	0.47	0.38	0.40	0.69
创业板指	51.81	32.25	6.45	-1.12	0.49	0.63	0.64	0.90
中证500	17.92	15.32	1.75	2.53	0.05	0.08	0.10	0.99
万得全A	17.68	14.18	1.79	2.61	0.35	0.26	0.39	0.86

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日.

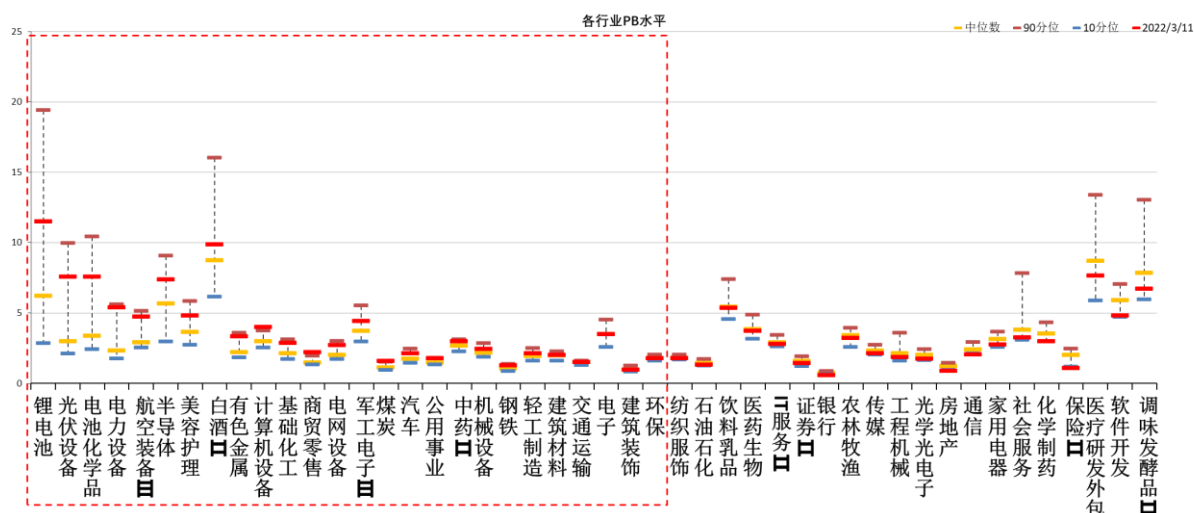
	一季度末	二季度末	三季度末	四季度末	上月末	本周五	
利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/2/28	2022/3/11	趋势
上证50	2.56	16.34	19.48	25.10	24.93	24.49	——
沪深300	7.68	20.33	21.34	21.61	21.11	21.13	——
中小板指	33.66	34.66	24.05	13.49	7.82	6.00	↘
创业板指	45.65	42.11	36.41	22.58	22.71	21.08	↘
中证500	2.30	47.95	57.76	45.67	42.70	41.73	↘
万得全A	11.91	29.27	33.66	30.98	28.44	28.04	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 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，锂电、航空装备、光伏设备等行业估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日.

4.2.2 本周外围俄乌冲突延续，国内微观流动性压力增大叠加疫情扰动，权益市场波动加剧。3月8日，德国政府表示，德国目前没有停止俄罗斯能源进口的计划，外围滞涨预期缓解，欧洲股市触底反弹。内外共振下，国内权益市场在周三恐慌式下跌后走出深跌反弹。

4.2.3 近期通胀成为影响全球主要央行货币政策和资本市场的核心因素，权益市场也在消化俄乌冲突、滞涨预期变化、美联储加息节奏及国内政策落地效果等宏观层面的不确定性。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。

4.2.4 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。

4.2.5 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。

4.2.6 总体来看，考虑到本轮宽信用节奏或会慢于以往，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。在前期已经充分调整的背景下，此时对市场可多一份乐观，市场逐步

转为震荡的情况下会逐渐出现结构性机会，但仍需谨慎追高，回避交易拥挤的赛道。市场或会在四季度有趋势性行情，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。

4.2.7 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，持仓上以价值为底仓，同时把握成长反弹机会。
- 2、随着财报季开始，成长逐步步入反弹窗口，可关注部分回调较为充分、机构占比不高的细分赛道，如中药、科创 50、电力设备、养殖。节奏上仍需注意美联储议息会议的扰动，逢低配置会有更高性价比。
- 3、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。
- 4、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。

4.3 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	2.09	2.32	2.52	2.79	国债	0.10	0.07	0.07	0.08
国开债	2.24	2.64	2.78	3.05	国开债	0.11	0.09	0.06	0.06
AAA信用债	2.70	3.11	3.54	-	AAA信用债	0.13	0.17	0.20	-
AA+信用债	2.82	3.24	3.70	-	AA+信用债	0.12	0.13	0.19	-
AA信用债	2.95	3.58	4.28	-	AA信用债	0.08	0.09	0.14	-
AA-信用债	5.31	5.94	6.65	-	AA-信用债	0.14	0.19	0.40	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 11 日.

债券市场方面，前期利率调整幅度较大，本次社融数据公布后债市或会阶段性反弹。若后续仅为降准兑现，则利率下行空间有限，市场在博弈结束后会继续调整，若降息落地，则短端利率或会企稳，利率可能有较快的反弹下行。但在目前背景下，总体宽信用趋势难以改变，此段下行或会成为出货窗口，组合仍应保持短久期防守策略为主。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 3-4 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。

目前我们对债券做保守配置，利率债短期内或会有反弹博弈机会，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。