

市场深跌反弹，政策底后转为震荡

一、重要信息点评

1. 统计局公布 1-2 月宏观经济数据，大幅超出市场预期，未来仍需合理评估。1-2 月规模以上工业增加值同比 7.5%，前值 4.3%，预期 3.2%。固定资产投资同比增长 12.2%，前值 4.9%，预期 5.3%。分项来看，房地产投资累计同比 3.7%，前值 4.4%，制造业投资 20.9%，前值 13.5%，基建投资 8.61%，前值 0.21%。社会消费品零售总额同比增长 6.7%，预期 4.6%，前值 1.7%。各分项普遍大幅好于市场预期，制造业投资、基建投资、工业生产、消费数据迎来改善，房地产投资同比数据延续恶化，但大幅好于市场预期，与微观和高频数据有所背离，或与开年保障性住房建设拉动作用及统计口径有关，单月数据波动不需过度解读。总体看来，开年以来稳增长政策初见成效，但高频数据仍然显现结构性问题，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力仍在，预计后续稳增长政策仍会持续发力。

2. 3 月 16 日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，研究当前经济形势和资本市场问题，直指市场主要矛盾，对症下药稳固市场信心。会议提出货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长，暗指经济实际压力仍大，货币政策及财政政策后续仍将持续加码。政策方面，有关部门要切实承担起自身职责，积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策。凡是对资本市场产生重大影响的政策，应事先与金融管理部门协调，保持政策预期的稳定和一致性，缓解了市场对政策风险的担忧。房地产方面，会议提出要“及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施”，未来房地产政策仍有进一步松动的可能性。互联网监管方面，会议提出“内地与香港两地监管机构要加强沟通协作”，同时要求“稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作”、“促进平台经济平稳健康发展”，预示着未来互联网平台的监管政策或将有所回暖。此外，中概股方面明确中国政府继续支持各类企业到境外上市，会议内容公布后港股及国内市场大幅反弹。

3. 财政部有关负责人就房地产税改革试点问题答记者问，提及综合考虑各方面的情况，今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。自 2021 年 10 月推出房地产税试点，市场一直担忧房地产税扩容，此次财政部明确年内不会扩大房地产税改革试点城市，有利于提振市场需求。

4. 美联储发布 3 月议息会议声明，公布加息 25 个基点，明确 5 月 FOMC 将给出缩表细节，符合市场预期。此外，本次议息会议美联储官员还通过点阵图传递了 2022 年或将加息 7 次、明年将进一步加息 4 次的信息，与会前市场预期一致。与此前会议相比，本次会议表述大幅下修经济增长预期，大幅上修通胀预期，将就业增长由“稳定（solid）”改为“强劲（strong）”，同时强调通胀高企反映出更广泛的价格压力，删除了“经济路径依赖于新冠疫情发展状况”的表述，新增关于俄乌冲突的表述，表明其将增加通胀和经济压力。尽管会议声明中对经济和通胀预期的调整暗示美国经济已经出现或接近滞胀，但鲍威尔发言对未来经济前景表示乐观，指出“美国经济陷入衰退的可能性没有特别高”，同时否认了“薪资一通胀”螺旋循环，但提及俄乌局势将增加美国通胀变数，特别是供应链冲击扰动。

二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	周一	加总
	2022/3/18	2022/3/17	2022/3/16	2022/3/15	2022/3/14	
7天逆回购	300	800	100	100	100	1400
	上周到期	500	上周投放	1400	上周净投放	900

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 日.

本周央行OMO 投放 1400 亿，同时到期 500 亿，共计净投放 900 亿。3 月 15 日 MLF 到期后仅超额续作并未降息，关注后续OMO 利率是否会进行调降。

生产	2022/1/31	2022/2/10	2022/2/20	2022/2/28	2022/3/10	
日均产量粗钢重点企业(旬)	201.36	192.35	189.89	207.78	195.90	震荡
	2022/2/18	2022/2/25	2022/3/4	2022/3/11	2022/3/18	
主要钢厂产量螺纹钢全国当周值	255.98	273.55	290.28	296.69	301.00	↗
库存主要钢材品种合计	1,670.61	1,756.86	1,786.25	1,759.21	1,723.24	拐头向下
	2022/2/17	2022/2/24	2022/3/3	2022/3/10	2022/3/17	
开工率汽车轮胎全钢胎	33.05	52.78	57.48	61.94	52.04	拐头向下
开工率汽车轮胎半钢胎	36.18	55.29	60.39	72.00	69.20	拐头向下

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 日.

生产数据方面，本周粗钢产量数据维持震荡，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开始出现下行，或反映了需求上行背景下的被动去库存。汽车轮胎开工率也在恢复期后拐头向下，显示已经步入正常开工区间。从生产数据来看，稳增长政策可能已经有所见效。

需求	2021/3/18	2022/2/25	2022/3/4	2022/3/11	2022/3/18	趋势
商品房成交面积:本月以来	56.58	24.19	33.80	30.64	28.66	低位
商品房成交面积:一线城市:本月以来	14.12	7.73	8.11	7.52	7.12	低位
商品房成交面积:二线城市:本月以来	28.18	12.01	15.88	14.39	13.42	低位
商品房成交面积:三线城市:本月以来	14.27	4.45	9.80	8.74	8.12	低位
	2022/2/13	2022/2/20	2022/2/28	2022/3/6	2022/3/13	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	6.28	16.68	38.29	18.99	21.80	震荡上行
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	-2.21	-3.21	18.53	10.91	11.87	震荡上行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 日.

需求数据方面, 商品房成交面积 3 月以来持续下行, 同时在“房住不炒”大背景下较去年仍有较大差距。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	2021/3/18	2022/2/25	2022/3/4	2022/3/11	2022/3/18	
农产品批发价格200指数	127.81	130.02	131.01	132.33	134.33	↗
价格:生猪:外三元	28.06	12.65	12.65	12.38	11.98	低位
平均批发价:猪肉	37.60	18.64	18.63	18.28	18.00	↘
平均批发价:28种重点监测蔬菜	5.14	5.66	5.74	5.69	5.68	一一
平均批发价:7种重点监测水果	6.59	6.84	6.68	6.65	6.91	拐头向上
南华工业品指数	2,844.56	3,515.09	3,841.17	3,909.97	3,901.92	高位
现货价:原油:英国布伦特D td	65.10	99.64	120.33	119.23	113.40	高位
粮油批发价格200指数	107.16	113.60	114.34	116.04	117.39	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 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。粮油价格持续走高以及水果价格开始拐头向上可能是推动农产品价格上涨的主要动力。另一方面, 生猪价格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	总计
上周	10	3	2	2	2	1	1	0	3	3	27
上上周	12	1	1	1	0	3	1	0	9	0	28

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 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	11	11	3	5	0	7	0	1	4	31
	发行规模(亿元)	83.47	83.47	13.62	9.18	0.00	17.38	0.00	3.34	22.30	149.29
上上周	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
本月以来	数量	24	23	14	22	2	39	0	2	9	110
	发行规模(亿元)	365.23	325.53	86.19	44.46	2.05	165.57	0.00	8.50	26.18	696.14

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 27 支, 其中普通混合型基金 10 支, 债券类基金 (5 支) 少于股票类基金 (9 支), FOF 基金申报 3 支。发行一边, 上周基金发行规模有所降温, 共计发行 149.29 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	-2.19	-7.60	-13.96
中小板指	-1.67	-9.85	-16.45
科创50	-1.45	-8.42	-18.16
万得全A	-1.31	-6.71	-13.16
沪深300	-0.94	-6.89	-13.65
上证50	-0.77	-5.44	-11.03
偏股混合型基金指数	-0.64	-6.75	-15.22
创业板指	1.81	-5.81	-18.32

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 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 2.19% 及 1.67%, 跌幅居前; 而此前跌幅较大的创业板由于周三及周四的反弹力度较大, 因此成为唯一上涨的板块, 涨幅为 1.81%。市场对于大超预期的经济数据存在一定的质疑导致数据与股市出现了一定的分化, 关注经济数据能否持续走强并带领市场信心回升。偏股基金指数跌 0.64%。

	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	-2.22	-7.60	-14.27
绩优股指数	-1.45	-7.92	-14.14
低市盈率指数	-1.30	-4.01	-2.85
低市净率指数	-1.29	-3.07	-0.95
茅指数	-0.62	-8.47	-19.32
大盘指数	-0.62	-6.88	-13.60
高市净率指数	0.06	-7.08	-17.72
高市盈率指数	0.90	-7.38	-16.36

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 日.

上周 A 股各风格指数也出现了一定的回调, 小盘指数及绩优股指数则分别下跌 2.22% 及 1.45%, 跌幅居前。另一方面, 美联储加息平稳落地使得代表成长风格的高 PE 及高 PB 指数小幅回升了 0.9% 及 0.06%, 表现较好。

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
钢铁	-4.62	有色金属	-12.34	国防军工	-21.96
公用事业	-4.14	石油石化	-11.64	电子	-20.58
环保	-3.95	家用电器	-11.45	家用电器	-19.54
煤炭	-3.71	钢铁	-10.90	传媒	-19.52
食品饮料	-3.63	国防军工	-9.81	汽车	-19.49
电力设备	-0.15	农林牧渔	-2.69	房地产	-3.75
社会服务	0.85	房地产	-1.72	建筑装饰	-2.32
医药生物	1.08	综合	-1.29	银行	-1.51
非银金融	1.68	医药生物	-1.08	综合	0.03
房地产	1.98	煤炭	0.62	煤炭	11.36

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 日.

上周申万 31 个行业指数也是跌多涨少。其中，钢铁、公用事业、环保、煤炭及食品饮料等稳增长相关行业分别下跌 4.62%、4.14%、3.95%、3.71%及 3.63%，跌幅较大。背后原因可能是市场担心二月份超预期的经济数据会降低进一步宽松的必要性，稳增长的持续性遭到质疑。另一方面，在财政部明确表示今年不会进行扩大房地产税改革试点城市范围后，市场此前对于房地产行业的悲观预期有所反转，带动房地产行业上涨 1.98%，涨幅居前。此外，非银板块在券商及保险子板块的带动下也表现较好，涨 1.68%。同时，在新一轮疫情得到较好控制的背景下，社会服务行业上周小幅上涨 0.85%。总体来看，市场上周的风格偏反转。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
标普小盘600	4.20	1.72	-4.49
标普中盘400	5.25	1.67	-4.79
道琼斯工业指数	5.50	2.54	-4.36
标普500	6.16	2.04	-6.36
纳斯达克指数	8.18	1.04	-11.19

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 日.

美股方面，美联储加息靴子落地，25 个 BP 的加息幅度与此前市场预期相一致从而对股市形成一定的利好。其中，风险偏好最高的纳斯达克指数大幅上涨 8.18%，一定程度上回补了此前的跌幅。而涨幅最低的标普小盘 600 指数也出现了 4.20%的回升。历史经验来看，美联储加息周期中由于美元的升值以及无风险利率的上升，新兴市场可能会面临资金外流从而出现一定的回调压力。后续关注俄乌局势及持续上行的通胀是否会影响美联储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	2.03	2.18	1.99	2.06
较上上周变化 (BP)	-4	2	-5	-4

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 日.

上周货币市场利率整体呈震荡, 其中 DR001 小幅下行了 5 个 BP, 幅度最大。货币市场流动性较上上周变化不大。

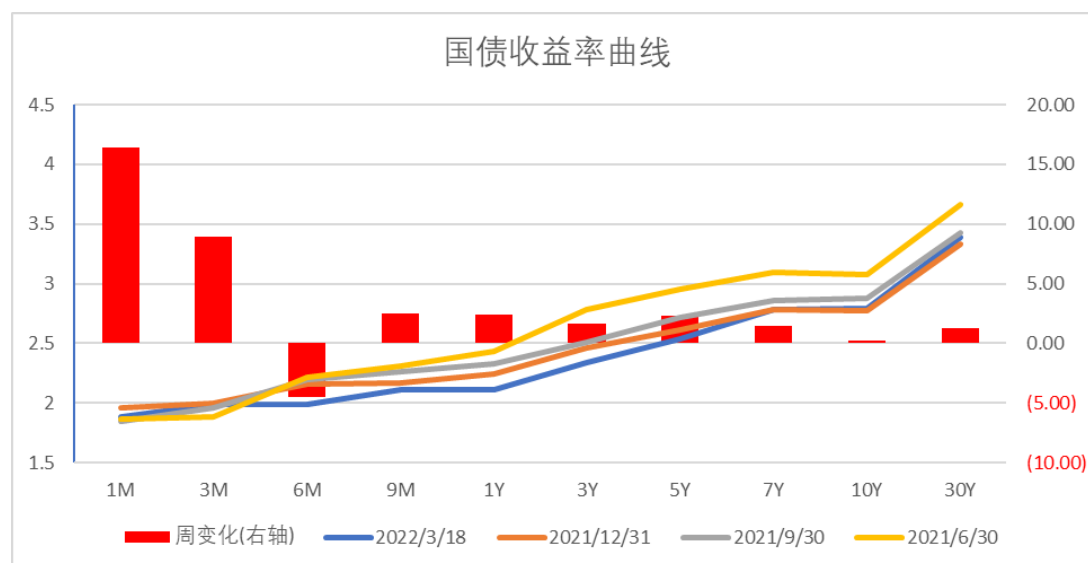
上周新发专项债规模	1266.535
上上周新发专项债规模	900.399
本月以来新发专项债	2166.934
上月新发专项债	3931.432

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 日.

专项债发行方面, 上周专项债发行规模达 1266.535 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	2	2	0	国债	7	5	3	2	国债	-13	-12	-7	2
国开债	8	0	0	0	国开债	20	6	6	1	国开债	0	7	0	-3
AAA信用债	3	3	-1	-	AAA信用债	20	20	19	-	AAA信用债	-2	18	27	-
AA+信用债	3	4	-1	-	AA+信用债	21	20	17	-	AA+信用债	-3	16	21	-
AA信用债	4	0	-4	-	AA信用债	20	7	6	-	AA信用债	-7	-13	8	-
AA-信用债	4	0	-4	-	AA-信用债	20	7	7	-	AA-信用债	-6	-12	10	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 日.

债券市场方面, 上周主要债券出现了一定的分化表现, 其中信用债短端上行长端下行, 而利率债大体呈上行。各个期限国债中仅 6M 收益率下行 4.5BP, 其余期限收益率上行。一方面, 3 月 15 日 MLF 降息落空推升短端利率。另一方面, 大超预期的经济数据可能导致市场对于经济后续走势产生了一定的分歧。不过, 稳增长基调不变的大背景下, 后续收益率下行空间有限。同时由于此前各类型债

券收益率已经持续上行了一段时间，叠加 1-2 月各类经济金融数据受季节性因素影响较大，可能需要进一步明确信号指引市场，因此债市维持震荡的概率较大。

发行利率						一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y	类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.42	2.50	2.63	--	--	总体	1.10	-1.24	-0.77	--	--
国有银行	2.15	2.30	2.48	2.38	2.61	国有银行	0.00	-5.50	6.00	0.00	0.00
股份银行	2.15	2.38	2.52	2.55	2.63	股份银行	15.00	1.03	1.86	5.00	-0.71
城商行	2.41	2.50	2.66	2.70	2.85	城商行	0.31	-2.53	3.50	-3.71	0.23
农商行	2.44	2.47	2.52	3.30	2.79	农商行	2.50	0.26	-9.41	58.75	5.65

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 日.

同业存单方面，上周同业存单发行利率大部分上行，其中 9M 农商行上行幅度最大，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+	2.70	2.97	3.48	AAA+	0.14	0.10	0.22	AAA+	3.33	-3.69	-0.99
AAA	2.73	3.11	3.53	AAA	0.13	0.16	0.19	AAA	-1.17	-0.72	-2.27
AAA-	2.79	3.20	3.63	AAA-	0.13	0.17	0.19	AAA-	-0.17	-0.73	-1.27
AA+	2.85	3.27	3.71	AA+	0.13	0.16	0.18	AA+	-0.17	0.27	-1.27
AA	2.95	3.59	4.27	AA	0.08	0.10	0.16	AA	1.83	0.27	-1.27

城投	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA	2.77	3.17	3.56	AAA	0.14	0.18	0.19	AAA	0.18	-0.29	-1.22
AA+	2.87	3.30	3.68	AA+	0.16	0.17	0.18	AA+	2.18	-2.29	-2.22
AA	2.98	3.49	3.94	AA	0.17	0.18	0.14	AA	5.18	-2.29	1.78
AA(2)	3.10	3.75	4.33	AA(2)	0.12	0.15	0.12	AA(2)	6.18	-1.29	2.78

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 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，各期限债券收益率涨跌不一，但短端上行长端下行的特征与信用债整体相一致。其中，1Y AA(2) 城投债上行幅度最大，达 6.18BP，而 3YAAA+票据利率下行幅度最大，达 3.67BP。城投及票据收益率开始在 0.1-0.2 的历史分位数区间震荡。

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	2.82	3.05	3.29	3.53	3.63	利率变化 (BP)	2.87	-0.85	-3.14	1.24	1.51	利率分位数	0.19	0.23	0.26	0.27	0.25
当前利差	19.93	19.11	29.54	34.23	22.60	利差变化 (BP)	5.03	-0.24	-1.13	3.67	5.64	利差分位数	0.39	0.17	0.31	0.43	0.11

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 18 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.89	3.32	3.72	3.93	AAA-	2.34	-4.68	-2.55	-3.83
AA+	2.94	3.37	3.78	3.99	AA+	4.34	-4.68	-3.55	-4.83
AA	3.19	3.62	4.03	4.24	AA	12.34	3.32	1.45	0.17
AA-	4.27	4.70	5.14	5.35	AA-	12.34	3.32	1.45	0.17

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 日.

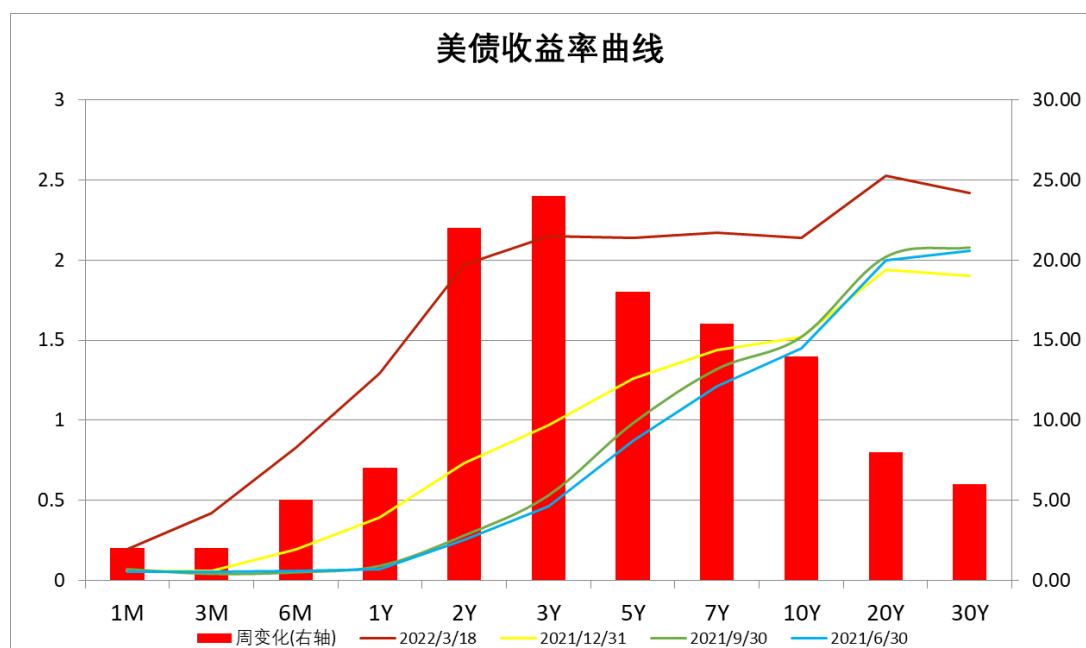
上周二级资本债与永续债利率也呈现出了一定的短端上行长端下行。其中，1YAA 及 AA-永续债收益率上行幅度最大，达 12.34BP。历史来看，二级资本债利率也已经升至较低分位数的区间。同时，二级资本债利差本周有所走阔，5Y 二级资本债与商业银行普通债之间的利差由上上周的 0.01 分位升至 0.1 分位。

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	2.70	2.98	3.42	3.81	AAA级RMBS	-2.4	0.88	1.31	-2	AAA级RMBS	0.07	0.04	0.05	0.03
AAA级消金	2.84	3.19	3.61	3.99	AAA级消金	-0.4	0.89	-0.2	-3.1	AAA级消金	0.11	0.08	0.10	0.08
AAA级企业ABS	3.03	3.42	3.89	4.18	AAA级企业ABS	3.13	-6.1	-2.3	-3.1	AAA级企业ABS	0.16	0.13	0.30	0.08
AAA级ABN	2.97	3.34	3.73	4.10	AAA级ABN	1.45	-0.7	-2.3	-3.1	AAA级ABN	0.13	0.11	0.13	0.10

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 日.

ABS 方面，上周各类型 ABS 涨跌不一。3Y 企业 ABS 下行 6.1BP，上行幅度最大；而上行幅度最大的 1Y 企业 ABS 也上升了 3.13BP。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，但分位数较其他类型信用债更低。

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，虽然连续上行几周后开始震荡，但在稳增长大背景下后续下行空间有限，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 3 月 18 日.

美债方面，上周各期限均出现了一定程度的上行，其中 3Y 上行幅度最大，达 24BP。美联储在 3 月 FOMC 会议上通过加息 25BP 并宣布将于 5 月 FOMC 讨论缩表。靴子落地推升美债利率，但值得注意的是目前 2Y 与 10Y 美债间的利差仅剩 17BP，关注后续美国通胀能否得到有效控制并避免衰退。

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	25.40	52.34	14.10	9.80	8.80	8.30	6.40	5.30	3.10	3.50	3.80	4.30	3.86	12.80	↗
GDP不变价当季同比	—	—	18.30	—	—	7.90	—	—	4.90	—	—	4.00	—	—	↘
固定资产投资完成额累计同比	—	35.00	25.60	19.90	15.40	12.60	10.30	8.90	7.30	6.10	5.20	4.90	—	12.20	拐头向上
固定资产投资完成额制造业累计同比	—	37.30	29.80	23.80	20.40	19.20	17.30	15.70	14.80	14.20	13.70	13.50	—	20.90	↗
房地产开发投资完成额累计同比	—	38.30	25.60	21.60	18.30	15.00	12.70	10.90	8.80	7.20	6.00	4.40	—	3.70	↘
社会消费品零售总额当月同比	—	33.80	34.20	17.70	12.40	12.10	8.50	2.50	4.40	4.90	3.90	1.70	—	6.70	↗
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	12.80	10.30	9.10	8.80	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 日.

4.1 经济展望

4.1.1 1-2 月规模以上工业增加值大幅超市场预期，宽信用初见成效，各固定资产投资分项普遍改善，但与微高频数据有所背离，或与基数效应及统计口径有关。其中地产投资虽大幅超预期，但销售和新开工增速仍然较低，背后反映的是商品房需求和预期尚待改善，资金问题并未得到有效解决。此外，2 月城镇调查失业率继续上行 0.2 个百分点至 5.5%，31 个大城市城镇调查失业率保持在 5.4%，春节扰动叠加疫情大面积反复之下，就业仍有压力。宽信用初期各项经济数据波动较大，但总体来看，政策底到经济底的传导仍需时间，在此过程中货币政策与财政政策将继续配合发力。

4.1.2 近期财政部明确年内不会扩大房地产税改革试点城市，结合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，政策的小幅放松是否能大幅提振市场需求尚存疑问，2 月份公布的 70 个大中城市住宅销售价格尚不乐观，一二线城市商品住宅销售价格同比涨幅回落或持平，三线城市同比下降。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，带动经济在三季度中后期企稳反弹。

4.1.3 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。

4.1.4 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，创业板业绩增长预期趋于下行。万得全 A 预测 PE13.98 倍，处于 23%分位水平，股权溢价率 2.68%，处于 87%分位水平。整体看 A 股估值处于合理水平。

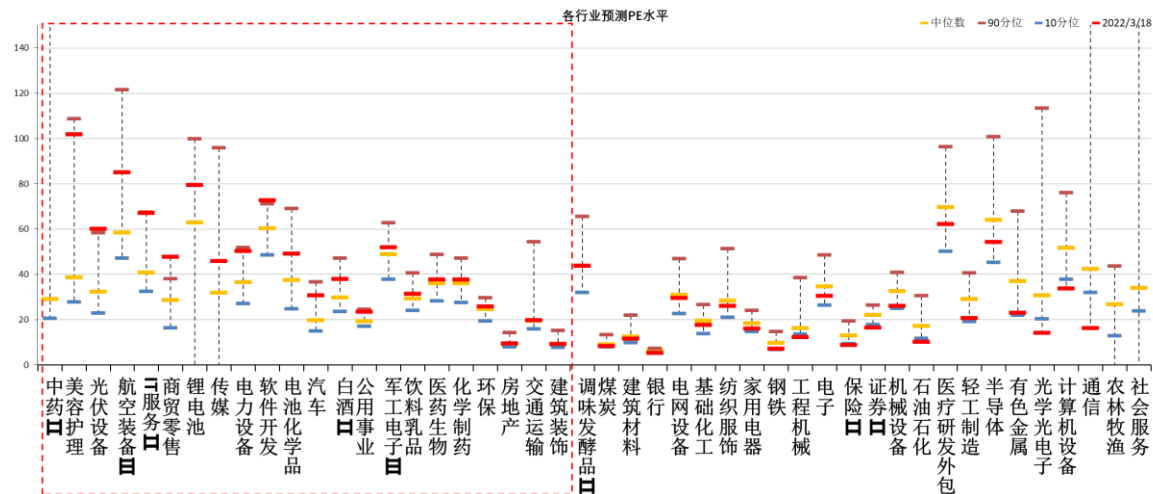
指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	10.27	8.87	1.30	6.69	0.40	0.27	0.59	0.77
沪深300	12.32	10.35	1.49	5.07	0.33	0.20	0.36	0.87
中小板指	30.31	21.37	3.68	0.25	0.41	0.36	0.38	0.74
创业板指	52.27	32.78	6.53	-1.14	0.50	0.64	0.64	0.89
中证500	17.45	14.97	1.71	2.68	0.04	0.05	0.08	1.00
万得全A	17.46	13.98	1.76	2.68	0.33	0.23	0.38	0.87

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 日.

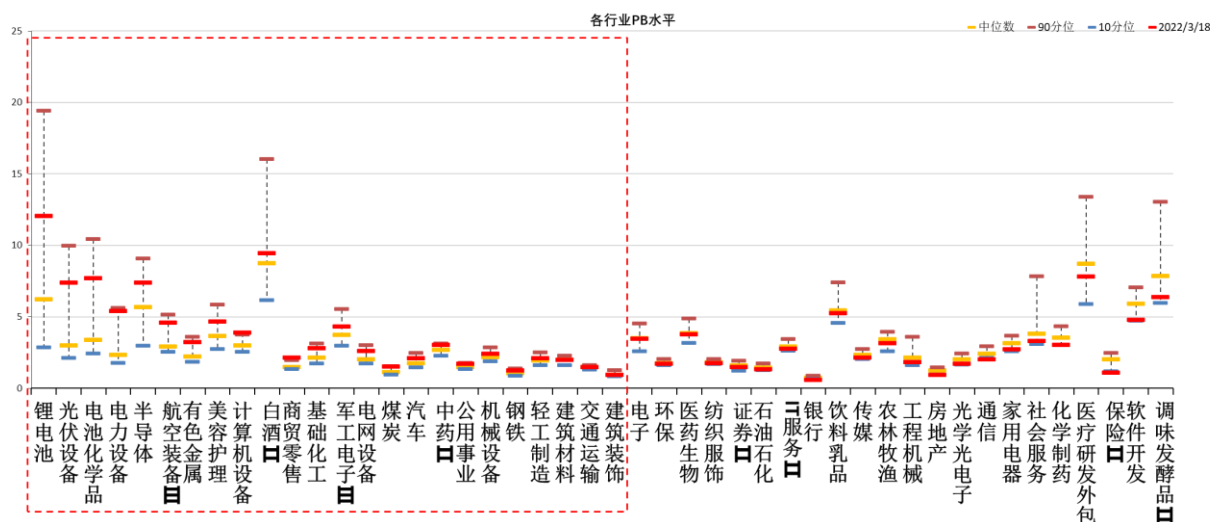
	一季度末	二季度末	三季度末	四季度末	上月末	本周五	
利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/2/28	2022/3/18	趋势
上证50	2.56	16.34	19.48	25.10	24.93	24.88	一一
沪深300	7.68	20.33	21.34	21.61	21.11	21.63	一一
中小板指	33.66	34.66	24.05	13.49	7.82	11.37	拐头向上
创业板指	45.65	42.11	36.41	22.58	22.71	20.67	↘
中证500	2.30	47.95	57.76	45.67	42.70	40.85	↘
万得全A	11.91	29.27	33.66	30.98	28.44	28.19	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 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，航空装备、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 18 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 日.

4.2.2 本周初，在社融数据低于预期、疫情加速扩散、北上资金大幅流出、中概股退市风险增加等多重利空因素影响下，港股与中概股大幅下跌，同时对 A 股产生共振冲击，权益市场大幅回调。此后 3 月 16 日，金融稳定发展委员会召开专题会议，对症下药稳固市场信心，各部委迅速跟进积极表态，A 股市场及港股市场深跌反弹。

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，权益市场也在消化滞涨预期变化、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是国内稳增长落地效果及美联储缩表节奏。

4.2.4 美联储3月加息25bp靴子落地，后续仍需关注海内外通胀情况，若在大国博弈过程中，海外通胀持续升温，则后续美联储的加息及缩表预期或会边际增强，对高估值个股形成压力。而对国内来说，中国较低通胀水平隐含的政策的空间是对未来市场乐观的基石，在国内通胀高企前，货币政策都有一定的腾挪空间。

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，但造成过去市场下跌的地缘政治风险，中美关系博弈仍然存在，会对未来形成压力，在经济内滞外胀及外资配置盘外流尚未见明显好转前，不排除二次见底的可能性，市场仍以底部震荡为主，或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，同时小仓位把握成长反弹机会。
- 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、储能、养殖。节奏上逢低配置获取超跌反弹收益会有更高性价比。
- 3、通胀主线下的铜、铝、黄金、煤炭、稀土，需求的逐步恢复叠加此前传统行业的供给出清将为上游资源品带来较大的价格弹性。
- 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	2.11	2.34	2.54	2.79	国债	0.10	0.08	0.08	0.08
国开债	2.32	2.64	2.79	3.05	国开债	0.14	0.09	0.07	0.06
AAA信用债	2.73	3.14	3.54	-	AAA信用债	0.15	0.19	0.20	-
AA+信用债	2.85	3.28	3.70	-	AA+信用债	0.14	0.17	0.18	-
AA信用债	2.99	3.58	4.25	-	AA信用债	0.09	0.09	0.13	-
AA-信用债	5.35	5.94	6.62	-	AA-信用债	0.18	0.19	0.35	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 18 日.

债券市场方面，市场仍在博弈金稳会后的降准预期，其窗口期或在未来一周落地，否则预期落空，而即使落地后的博弈空间也较为有限。在目前背景下，总体宽信用趋势难以改变，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。