

2022年03月15日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 经济开门红，MLF未降息，释放了什么信号？

## 事件

分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：[tanqian@cfsc.com.cn](mailto:tanqian@cfsc.com.cn)

分析师：纪翔

执业证书编号：S1050521110004

邮箱：[jixiang@cfsc.com.cn](mailto:jixiang@cfsc.com.cn)

联系人：杨芹芹

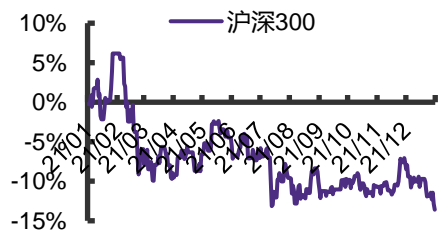
执业证书编号：S1050121110002

邮箱：[yangqq@cfsc.com.cn](mailto:yangqq@cfsc.com.cn)

3月15日，统计局公布1-2月经济数据，远超市场预期。其中固投同比上涨12.2%，涨幅较2021年扩大7.3个百分点；社零同比上涨6.7%，涨幅较上月扩大5.0个百分点；规上工业增加值同比上涨7.5%，较上月加快3.2个百分点。

央行开展2000亿元1年期MLF操作和100亿元7天期公开市场逆回购操作，中标利率分别为2.85%、2.10%。今日100亿元逆回购和1000亿元MLF到期，MLF连续两个月等价超额续作，银行体系流动性合理充裕。

## 最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

《从刺激政策看稳增长主线》20220110

《华鑫证券3月十大金股》20220228

《2022年两会十大看点：5.5%左右的底气与机遇》20220305

《从刺激政策看稳增长主线》20220110

## 投资要点

### 投资要点

**1、经济向好：1-2月经济数据总体超预期，喜迎开门红。**特别是投资明显发力，同比增速超过12%，为5年内高点。制造业延续强劲走势，基建增速大幅跳升，地产投资好于预期，但更多是价格贡献，分项依旧承压。出口韧性犹存，社零增速低位回升，增速创下2021年8月以来新高，稳增长政策持续发力，效果逐渐显现。

**2、挑战犹存：消费、小微企业、地产是主要关注项。**多地疫情爆发，服务性消费较为低迷；叠加输入性通胀升温，小微企业经营困难进一步凸显；外部扰动不断，影响出口韧性；地产还在探底过程中，分项数据表现较差，2月社融中的居民中长贷继续少增，减少459亿元，同比减少4572亿元，是有记录以来的数据新低。

**3、通胀可控：PPI和CPI均处于低位，警惕输入性通胀风险。**PPI同比继续回落，但降幅明显收窄。环比由跌转涨，主要是俄乌冲突升级，原油、金属、农产品等大宗价格大涨，输入性通胀风险加剧。CPI同比增速与上月持平，结束了去年11月以来的回落态势，但总体仍处于低位，主要受食品项拖累，猪肉价格还在探底过程中。环比上行主要是受春节、油价等因素推升，食品烟酒和交通通信明显上行。猪油周期错位，PPI-CPI剪刀差收窄，总体通胀风险相对可控。

**4、流动性：以我为主，宽货币稳增长仍十分必要，降准降息窗口期还在。**MLF连续2个月等价超额续作，3月降息预期落空。一方面，1-2月经济数据表现还不错，当前货币政策的重心是宽信用而非宽货币，更多是畅通宽货币到宽信用的

机制，发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，而非总量工具的刺激。另一方面，美联储3月加息前夕，中美利差处于历次海外加息周期的低位，资本外流和汇率波动风险亟需防范，特别是当前中概股和港股明显承压、北向资金持续大幅流出的背景下。稳增长还需货币政策护航，2季度降准降息窗口期还在，3月降准和4月降息依旧可期。

**5、债市：经济底尚未夯实，债市还有最后的机会。**今年以来，债市持续震荡调整：第一波是1月天量社融创记录，市场担忧信用好转对债市形成压制；第二波是2月以来，地产调控政策逐步放松，市场担心地产会成为宽信用的抓手，预期改善引发债市调整。结合最新数据来看，稳增长和宽信用确实有一定的成效，但不算牢靠，经济底很难一蹴而就，信用拐点尚未确认，稳增长仍需继续发力，市场对未来降息降准的预期还在，上半年调整后的债市还有最后的机会，但空间不会太大。下半年经济底确认后，CPI也有上行动力，需警惕债市调整风险。

**6、股市：静候利空出尽的超跌反弹，短期以守待攻，关注三大指标。**近期俄乌冲突的第三重影响——流动性冲击加速显现，全球避险情绪升温，北向资金连续外流（3月份已累计卖出近650亿元，创历史记录），港股持续大幅调整，抛压盘集中出逃，市场调整剧烈。当前各大指数估值分位已处于相对低位，中长期配置价值凸显。但短期调整还需时间换空间，美联储加息靴子落地后，短期超跌反弹可期，建议关注原油价格、北向资金、美债利率三大指标。待原油价格回落（海外滞胀风险缓和）、北向资金恢复净流入（资本外流风险降低）、美债利率趋于平缓（对高估值压制缓和），A股市场风险偏好逐步修复，特别是稳增长和高景气成长主线。

## ■ 风险提示

- (1) 宏观经济加速下行
- (2) 政策不及预期
- (3) 地缘冲突大规模爆发

## ■ 宏观策略组简介

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，2021年11月加盟华鑫证券研究所，对宏观策略和政策研究有长期跟踪经验。

纪翔：中科院大学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，长期从事宏观策略和政策研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，从事中观行业研究。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_39488](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39488)

