



张瑜：宏观将进入“高能三月” 六大问题迎来答案



意见领袖 | 张瑜

主要观点

随着 1、2 月数据真空期结束，未来两周我们将进入宏观的 “高能三月” ——两会增长目标是不是 5.5% (3 月 5 日)、美国通胀能否见顶 (3 月 10 日)、社融能否量质双改善 (3 月 10 日左右)、一二月数据能否有稳增长初步效果 (3 月 15 日)、国内央行是否降息 (3 月 15 日)、美联储加息落地后是更鸽还是更鹰 (3 月 16 日)。这六大困扰资本市场的问题都将在未来半个月水落石出。

3 月 5 日:两会公布增长目标,是不是 5.5%? 我们预计大概率是 5.5% 左右

如果两会将经济增长目标定为 5.5%左右,本轮 “稳增长” 更重要的是要推动经济逆势上行,这意味着未来一段时间各类稳增长政策会进一步显现。

如果发生小概率时间,经济定为 5.0%左右,那么未来稳增长政策或相对审慎。

3 月 10 日前后: 美国通胀能否见顶? 国内的社融成色几何?

3 月 10 日晚 9: 30, 美国 CPI 数据。今年 1 月, 美国 CPI 同比 7.5%, 核心 CPI 同比 6%, 双双刷新近四十年来新高, 如果 2 月美国物价同比进一步上行, 那么意味着 3 月中旬美联储的加息大概率不是独立事件, 不排

除连续加息来抑制通胀预期；如果 2 月美国 CPI 同比有所回落，那么 3 月中旬美联储加息行为或相对独立，美联储对通胀的战斗获得初步胜利，有暂缓观望的可能性。

3 月 10 日前后, 2 月金融数据。首先关注社融同比能否较 10.5% 回升，其次观察企业中长期贷款存量同比能否修复（1 月企业中长期贷款存量同比仍下滑 0.5 个百分点），居民贷款同比增量能否修复（1 月居民贷款同比少增 4270 亿）。

3 月 10 日~15 日：国内降息预期的情绪会跟随前面事件的结果而扰动

美国通胀和国内社融发布后，会通过什么链条来影响国内降息预期呢？

如果美国通胀继续超预期上行+国内社融数据质量偏差，3 月 15 日降息或大概率，国内存在抢跑降息的动机，并可彰显独立性提振内部信心，降息预期发酵。

如果美国通胀拐点+国内社融数据质量尚可，3 月 15 日降息必要性相对降低，汇率护航的影响下，国内货币政策可观察一季度经济数据后再做降息与否决策，降息预期回落。

3 月 15 日：国内降息否？增长数据满意否？

3 月 15 日 9:20 公布 MLF 续作价格和数量，降不降息是核心观察点。

10:00 公布 1、2 月加总后的经济情况，基建同比增速代表着稳增长的初步效果，基建增速目前市场分歧较大；地产数据是否加速下滑。3 月 16 日凌晨公布美联储加息幅度和对未来加息进度的表述。

最终的六个问题的答案，对应什么样的投资逻辑？

1) 国内增长目标越高，意味着稳增长主题投资的最终弹性越大，投资者参与的意愿越高，参与时长也会延长。

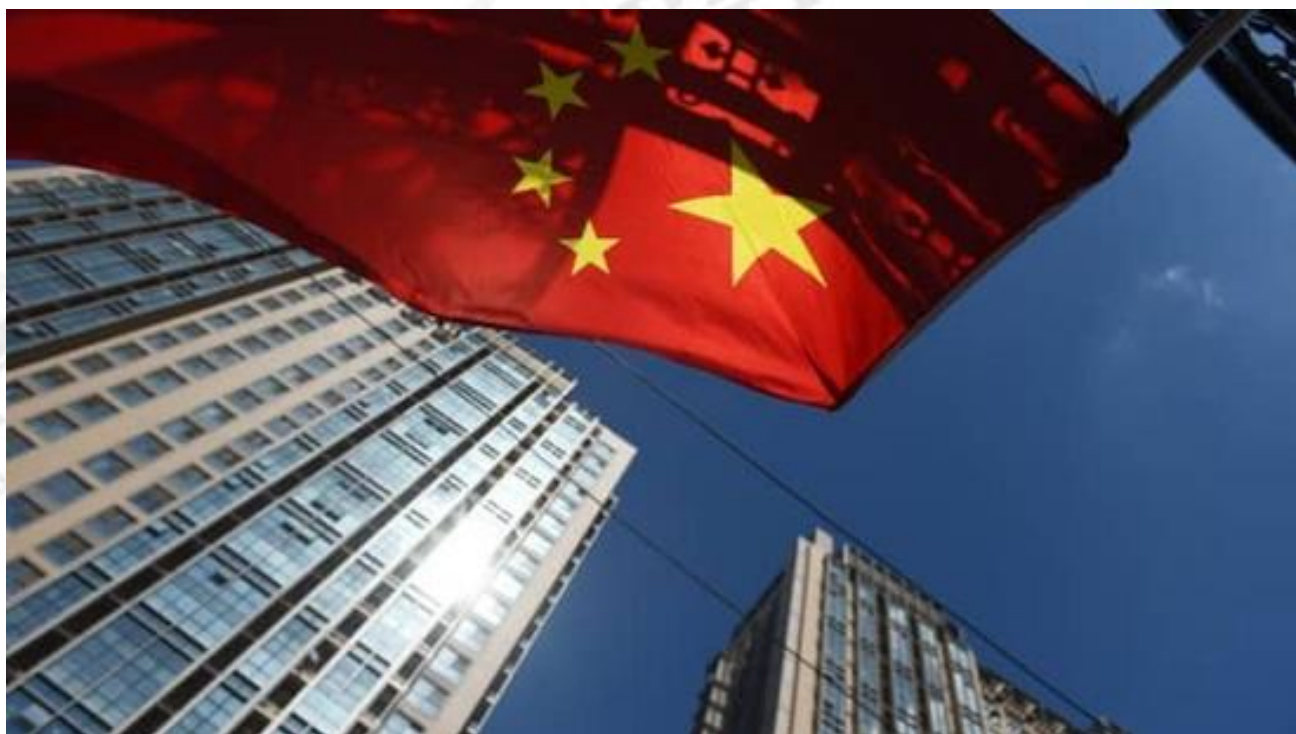
2) 社融和经济数据越差，意味着当下资产荒的情况越严重，债市的牛尾行情就会被拉的更久一些。

3) 美国通胀越高、美联储越鹰，意味着美债利率继续走高的概率越大，意味着国内成长板块的外压越大。

当下是宏观胜率信号（无论成长和周期）比较混乱的时候，并没有看到一致性（成长的混乱在于，国内利率下行+海外利率上行；周期的混乱在于，政策稳增长意愿较高，但 PPI-CPI 剪刀差所指引的利润分配格局似已难再支撑更高的上游利润占比），因此轮动或许依然是一段时间内的交易常态，直到宏观出现明显的一致性信号。

风险提示：

货币政策超预期，美联储货币政策超预期。



报告正文

—

未来两个月经济数据如何评估？

随着 1、2 月数据真空期结束，未来两周我们将进入宏观的“高能三月”——两会增长目标是不是 5.5%（3 月 5 日）、美国通胀能否见顶（3 月 10 日）、社融能否量质双改善（3 月 10 日左右）、一二月数据能否有稳增长初步效果（3 月 15 日）、国内央行是否降息（3 月 15 日）、美联储加息落地后是更鸽还是更鹰（3 月 16 日）。这六大困扰资本市场的问题都将在未来半个月水落石出：

图表 1 宏观经济的“高能三月”

日期	观察的信息
3月5日	两会：公布经济增长目标，统一 5.5%左右的稳增长预期
3月10日 21:30	美国劳工部：美国 CPI 同比，观察美国物价继续上行还是出现拐点
3月10日前后 下午	央行：社融数据，观察信用端修复情况
3月15日 9:20	央行：MLF 利率，观察降息与否
3月15日，10:00	统计局：1、2月经济增长数据，观察1、2月经济增长情况
3月16日，凌晨	FOMC 会议：美联储加息操作，观察加息幅度和联储对未来的态度

资料来源：华创证券

(一) 3月5日：两会公布增长目标，是不是 5.5%？我们预计大概率是 5.5%左右

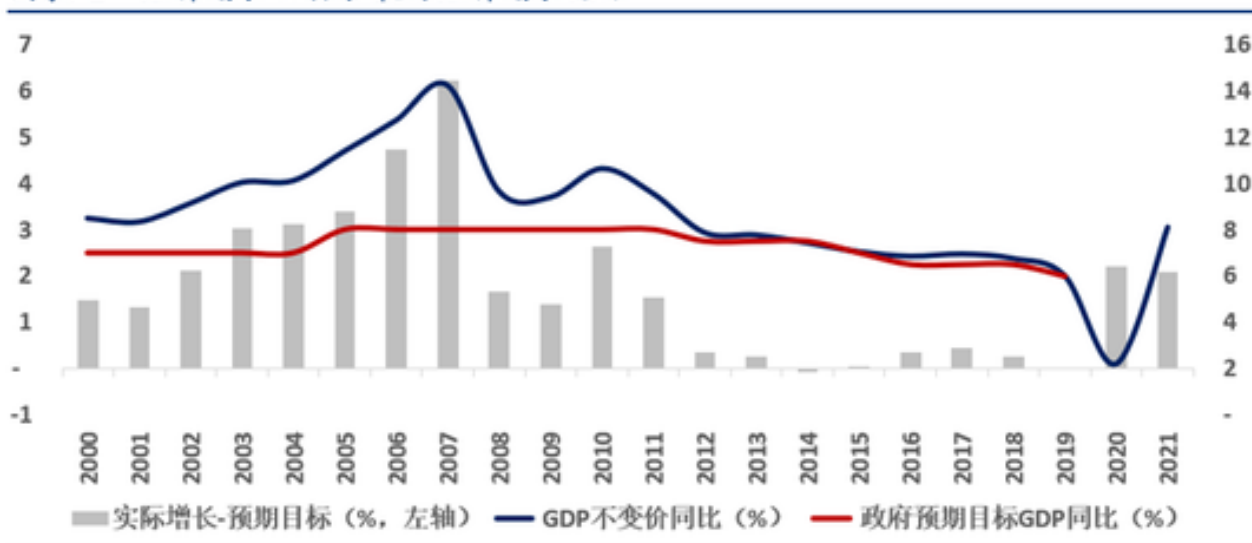
今年两会的召开时间是 3 月 5 日，两会需要明确的第一个问题在于，2022 年的经济增长目标究竟是多少？

今年我国经济增长目标的意义，或许不止是经济诉求，更重要的是政治诉求。改革开放四十年以来，由于美国仍有低基数因素影响的情境下，今年可能是中美经济增速最为接近的一次。(IMF 最新预测美国 2022 年经济增速 4%，中国 2022 年经济增速 4.8%，近四十年除去 1989 年的第二接近值) 中美博弈日益深化的时代背景下，我国稳增长的诉求是战略意义的提升。

如果两会将经济增长目标定为 5.5%左右，那么这意味着本轮“稳增长”可能不单纯是稳，更重要的是要推动经济逆势上行(2021 年四季度两年平均增速为 5.2%)，这意味着未来一段时间各类稳增长政策会进一步显现。

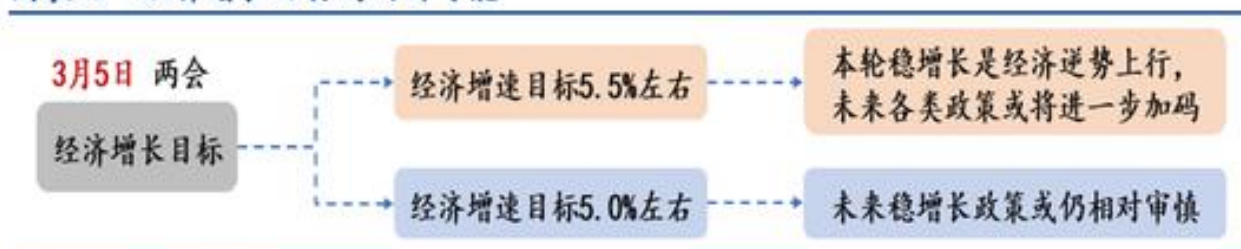
如果发生小概率时间，经济定为 5.0%左右，那么意味着未来稳增长政策或将相对审慎。

图表 2 经济增长目标和最终经济增长结果



资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 经济增长目标的两种可能



资料来源: 华创证券

(二) 3月10日前后: 美国通胀能否见顶? 国内的社融成色几何?

第二个观察时间点在于 3月10日前后, 观察的重点在于影响美联储加息政策的通胀和影响国内货币政策的社融。

1、海外的通胀——冲高还是拐点?

观察海外通胀的意义在于, 当前美联储加息的主要目的, 是为了抑制

持续上行的通胀预期。2022 年 1 月，美国 CPI 同比和核心 CPI 同比双双刷新近四十年来新高，CPI 同比 7.5%，核心 CPI 同比 6%。3 月 10 日，美联储将公布 2 月美国 CPI 数据：

如果 2 月美国物价同比进一步上行，那么意味着 3 月中旬美联储的加息大概率不是独立事件，美联储有可能在未来几个月快速加息以抑制当前持续刷新历史新高的通胀同比。

如果 2 月美国 CPI 同比有所回落，那么 3 月中旬美联储加息行为或相对独立，美联储对通胀的战斗获得初步胜利，有暂缓观望的可能性。

2、国内的社融——修复还是回落？

观察国内社融的意义在于，当前社融的修复是否具有持续性。3 月 10 日前后央行预计将公布 2 月份国内金融数据。今年 1 月社融同比多增 9800 亿，但多增的部分主要来自于政策影响的相关融资的拉动，比如政府债券同比多增 3589 亿，企业债券同比多增 1882 亿，票据融资同比多增 3193 亿，企业短期贷款同比多增 4345 亿。而真正与实体经济相关的层面，企业中长期贷款同比仅多增 600 亿，居民贷款同比小增 1270 亿。

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_38564

