



张奥平：抓住时代变量背后的确定性



文/意见领袖专栏作家 张奥平



当前全球政经格局与经济形势愈发扑朔迷离，影响后续经济走势的变量极其复杂，且每一个微观变量都具备引发后续走势大变的蝴蝶效应。对于市场主体、企业家、投资者而言，在充满不确定性的动态环境中，理解时代变量背后不变的本质，才能抓住属于自己的增量机遇。

一、俄乌冲突：上游通胀与金融市场剧烈波动

俄乌冲突的演化以及当前复杂程度早已远超预期，最终对全球经济的影响难以量化，但化繁为简，对中国经济的关键影响主要在两方面：

一方面是在产业端，国际上游原材料价格上涨对国内经济造成持续的

供给冲击，最终将使得处于产业链中下游的中小微企业复苏迟缓。

俄乌两国均为强资源型经济体，是重要的能源和农产品出口国，主要贸易商品集中在石油、天然气、煤、铁矿石、铝矿石、小麦、大麦、玉米等。俄乌冲突愈演愈烈的同时，涉及两国的贸易商品价格也被大幅推升。此外，西方国家对俄罗斯制裁的不断升级，将对全球受疫情影响后，本就脆弱的供应链体系造成新一轮冲击，使得被推升的商品价格雪上加霜。

2021年，因国际定价的大宗商品、原材料价格上涨，中国经济持续受上游输入型通胀影响，叠加国内能耗双控、限电限产，使得处于中下游的中小企业受到供给端的原材料成本冲击，发展信心持续转弱。2021年，代表产业上游通胀的PPI（工业生产者出厂价格指数）同比上涨8.1%。进入2022年，PPI依旧维持在高位震荡，1月PPI同比上涨9.1%，2月PPI同比上涨8.8%。

从2月PPI环比数据来看，因去年以来的国内保供稳价政策效果逐步显现，煤炭等国内定价品种价格继续回落，煤炭开采和洗选业、煤炭加工价格均下降2.4%，但在俄乌冲突等国际因素影响下，国内石油相关行业价格出现上行，其中石油开采价格上涨13.5%，精炼石油产品制造价格上涨6.5%，国内有色金属冶炼和压延加工业价格上涨2.0%，国内国际品种价格形成了截然相反的走势。

在当前的俄乌冲突持续胶着下，国际定价大宗商品、原材料价格将易涨难落，对中下游中小企业将造成持续的供给冲击，使得中小企业复苏迟

缓。

另一方面是在资本端，投资者避险情绪升温，造成全球金融市场剧烈波动，最终将影响实体经济的融资发展。

自2月24日俄乌爆发战争以来，全球金融市场剧烈波动，各国尤其新兴国家的资本市场均出现了较大幅度的波动与下跌，而当前下跌最严重是中国港股、A股以及海外上市的中概股。数据显示，自去年年底至今年3月15日，香港恒生指数与上证综指分别下跌了约21%与16%，海外上市的中概股更是自去年高点以来平均下跌近65%。

此外，美联储已于2022年3月16日宣布上调联邦基金利率25bp至0.25-0.50%目标区间（开启疫情后的加息周期），虽然短期来看，加息幅度符合市场预期，但美国后续通胀走势所影响的加息节奏依旧充满不确定性。

且不论是什么原因造成了此前国内上市公司及中概股的股价远超其他国家上市公司股价的大幅下跌，在中国经济稳增长的关键时期，最终的结果将会使得国内上市公司及中概股的再融资的信心与机会被压缩，实体投资将大幅减少，而上市公司作为各行业头部企业，其实体项目投资的大幅减少，最终将使得整个行业的发展被按下“暂停键”，甚至产生不可逆的影响。

从这两方面来看，俄乌冲突所产生的连锁反应，对中国经济的本质影

响，最终是大幅削弱了市场投资者以及企业投资发展的信心。

为应对俄乌冲突带来的国际定价大宗商品、原材料价格上涨，从而造成对中下游中小企业的供给冲击，在今年的《政府工作报告》中提出了“宏观政策要稳健有效，微观政策要持续激发市场主体活力，结构政策要着力畅通国民经济循环”等，以及“各方面要围绕贯彻这些重大政策和要求，细化实化具体举措，形成推动发展的合力”。

在财政政策部分提出，“提升积极的财政政策效能”，“支出规模比去年扩大 2 万亿元以上”，“新增财力要下沉基层，主要用于落实助企纾困、稳就业保民生政策，促进消费、扩大需求”。

在货币政策部分提出，“加大稳健的货币政策实施力度”，“推动金融机构降低实际贷款利率、减少收费，让广大市场主体切身感受到融资便利度提升、综合融资成本实实在在下降”。

在国务院总理李克强出席两会后的记者会中，更是提出“我们退税优先考虑小微企业，因为小微企业量大面广，支撑的就业人口多，而且现在是他们资金最紧张、最困难的时候，所以我们要在今年 6 月底以前，把小微企业的存量留抵税额一次性退到位，把制造业、研发服务业等一些重点行业的留抵税额在年内全面解决，对小微企业的增量留抵退税逐月解决”，“可谓水深鱼归、水多鱼多，这是涵养了税源，培育壮大了市场主体”等。

这不仅仅是给市场主体、中小微企业打气，更是实打实的明确政策将

落地支持的方向，最终将形成实物工作量。

而为应对俄乌冲突带来的金融市场剧烈波动，国内及海外中国上市公司资本价值的大幅下跌，所造成的投资者投资以及上市公司融资发展信心转弱，3月16日，国务院副总理刘鹤主持召开国务院金融稳定发展委员会专题会议，研究当前经济形势和资本市场问题，会议指出，“关于中概股，目前中美双方监管机构保持了良好沟通，已取得积极进展，正在致力于形成具体合作方案”。“关于香港金融市场稳定问题，内地与香港两地监管机构要加强沟通协作”，“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”，以及“保持中国经济健康发展的长期态势，共同维护资本市场的稳定发展”。对于资本市场而言，这已是十分明确的“政策底”。

在316会议结束后，资本市场开始强势反弹，市场则又出现了“质疑声音”，认为后续市场依旧会出现一定的波动。资本市场的短期波动在任何情况下都有可能，何况在当前国际形势极其复杂的阶段，但从此次国务院金融委专题会议所释放的清晰信号来看，作为长期主义投资者，当前已是最好的时机。

此外，此次国务院金融委专题会议除了对资本市场释放了重要政策信号外，对平台经济、房地产等市场所关心的问题，也都给出了明确回应，在下文我们一一讨论。

当前，为应对俄乌冲突所带来的两大关键影响，实现经济平稳运行，

宏观政策既有空间，又有手段，可预计，伴随着后续经济实际的运行与发展，宏观政策将持续强化跨周期和逆周期调节，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，坚持边际宽松立场，解决经济发展中的核心痛点，最终使得国内上市公司及中概股、中小微企业、投资者投资发展的信心得到有效恢复，发展的预期逐步转强，从而助推中国经济走向新一轮复苏期。

二、5.5%左右经济目标：政策全面调整或精准有效

今年，在《政府工作报告》中设定了5.5%左右的经济增长目标。根据在2021年，央行网站发布题为《“十四五”期间我国潜在产出和增长动力的测算研究》的2021年第1号工作论文中预计，“十四五”期间我国潜在产出增速在5%-5.7%。

所以，全年要实现在去年经济增速8.1%的高基数下，并超过两年平均经济增速5.1%的中高速增长，接近“十四五”期间我国潜在产出增速5.7%的上限，政策不仅需要充足发力，更需要靠前发力，快速走出自去年以来经济进入的衰退期（2021年四个季度经济增速同比下滑，四个季度分别为：18.3%、7.9%、4.9%、4.0%）。

当前，中国经济发展依旧面临着去年底中央经济工作会议所指出的，供给冲击、需求收缩、预期转弱三重压力。虽然，1-2月份投资、消费和工业生产等主要经济数据全线超预期（固定资产投资同比上涨12.2%，比去年全年加快7.3个百分点；社会消费品零售总额同比上涨6.7%，比去年12月份加快5.0个百分点；规模以上工业增加值同比上涨7.5%，比去年

12 月份加快 3.2 个百分点), 但是, 当前经济发展依旧面临着俄乌冲突所带来的复杂多变的国际环境, 疫情对经济影响的高度不确定性, 以及市场主体发展预期疲弱的三大痛点。在三大痛点未得到全面缓解之前, 三重压力将依旧延续。

从 1-2 月份的经济数据来看, 我们绝不能盲目乐观, 但也不必过于悲观。1-2 月份的经济数据出来后, 市场主体与投资者产生了与数据全面回升不一样的“体感”, 宏观经济分析师对 1-2 月经济数据的解读参照不同的“锚”(即用相对直观的本期同比增速和上期同比增速进行对比; 或用剔除上期数据基数扰动的本期同比增速和上期两年复合增速进行对比; 或用更多的历史数据, 通过本期三年复合增速和上期两年复合增速进行对比), 最终得出了不一样的结论, 仁者见仁。

但是, 从经济的先行指标, 1-2 月社会融资规模增速可以看出, 当前政策推动的社融相关科目正在实现快速回升, 即票据融资、政府债券、企业债、企业短期贷款同比多增 2.3 万亿, 而与市场自主融资意愿相关的社融科目依旧较弱, 即企业中长期贷款、居民贷款同比少增 1.4 万亿, 尤其

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_39582

