



# 张奥平：经济奔向新一轮复苏期的三大原因



文/意见领袖专栏作家 张奥平



本文核心观点：

- 1、不能用市场的涨跌来“挟持”政策制定的意图，否则，一定会犯被市场牵着走的错误；
- 2、实现注册制改革后的资本市场在整个金融市场中的重要性正在大幅提升，与各产业创新发展的联系愈发紧密；
- 3、政策底从不代表市场底，从短期交易视角来看，在市场信心没有充分恢复之前，依然不能确定市场的短期走势；
- 4、从当前宏观政策来看，咬定经济目标不放松，全力实现稳增长的政

策意图十分明确；

5、近期的货币政策并未实现市场所期盼的全面降准、降息，但政策发力点更加精准，不再“撒胡椒面”，直击当前经济发展的核心痛点；

6、经济正在快速奔向新一轮复苏期，有三大原因：短期政策部署、经济数据改善、长期政策落地；

7、CPI 虽同比上涨达 1.5%，但相比 2%—5%等温和通胀还有较大的空间，不会对货币政策形成掣肘；

8、从社融数据来看，前期高层所担忧的“信贷塌方”虽已避免，但仅是赢下了“信贷保卫战”的第一战，若想彻底打赢，则需要实体融资发展的信心恢复；

9、我们认为，市场所期盼的全面降准、降息等总量工具依然在政策工具箱之中，结构性政策的持续发力是确定性的；

10、加快建设全国统一大市场的核心目的是在实现大市场的基础上，建设为强市场，使得经济供给侧与需求侧在更高水平上达到动态均衡，使市场在资源配置中起决定性作用，其绝不是重提计划经济；

11、“发展”一词在《意见》全文中共出现了 22 次，可见这份文件不仅决定着市场经济的发展方向，更决定着各产业长期发展的趋势以及增量机遇；

12、可预判，从现在开始到整个二季度结束，将是更多长期政策的密集落地与发力期，去年以来部分行业政策调整出现的“非意图结果”将逐渐意图化。

近期 A 股市场频现非理性波动，着实令人揪心。熟悉我的朋友都知道，我们做宏观研究的落脚点与市场大多数不一样，主要是研究相关政策带给具体产业与企业的增量机遇，很少谈 A 股市场涨跌的话题，但是今年以来 A 股市场折射出宏观经济的变量，以及未来走势，需要我们认真思考，深刻理解。

首先，需要纠正一个市场常有的误区，即市场的短期波动可以决定政策的制定（例如，市场一旦出现下跌，政策就一定要宽松救市等）。而现实正好相反，政策可以决定市场走向，但市场在大多数情况下不会决定政策制定。不能用市场的涨跌来“挟持”政策制定的意图，否则，一定会犯被市场牵着走的错误。

政策首先要服务的对象是宏观经济运行、中观产业发展以及微观市场主体，也就是实体经济的发展。只有在资本市场出现较大风险，存在引发金融危机可能的前提下，市场才会决定政策的制定。

其次，为什么要理解资本市场的变化？这与是否投资股票无关。虽然，从短期交易层面来看，资本市场反映更多的是人性的博弈，但从长期价值层面来看，在经济实现高质量发展的新阶段，实现注册制改革后的资本市场在整个金融市场中的重要性正在大幅提升，与各产业创新发展的联系愈

发紧密。

此外，整个 A 股市场虽然仅有 4700 多家上市公司，仅为中国企业数量的万分之一，但上市公司作为各行业头部企业，当资本市场出现大幅波动，上市公司资本价值被大幅压缩时，其实体项目投资必然会大幅减少，最终将使得整个行业的发展被按下“暂停键”，甚至对行业发展产生不可逆的影响。

在 3 月 15 日中概股及 A 股市场出现单日大幅下跌后，3 月 16 日国务院金融委专题会议对资本市场释放了重要的政策信号，给出了“政策底”。在会议结束后，资本市场开始强势反弹，但政策底不代表市场底，从短期交易视角来看，在市场信心没有充分恢复之前，依然不能确定市场的短期走势。当时，我们曾提出“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”。（详见：《重磅！信号十分明确，2022 关键机会怎么抓？》）

现在，我们依旧维持当时的判断，在国内外环境复杂性不确定性加剧，新的下行压力进一步加大的当下，市场短期依旧会呈现波动的态势，直到市场主体发展的预期逐步转强，信心实现恢复。

那么，市场何时会实现反转？我们认为不远了。本质原因是经济实现复苏的确定性正在增强。当所有不确定性，都逐步转变为确定性时，信心便会开始恢复。就好比一次考试，在出分之前往往是心理情绪波动最大的时候，不知道自己有没有及格，如果分数出来，知道不及格后，反而会平

静很多，并且开始积极筹备下一次如何考好的方案。所以，有困难不可怕，可怕的是看不到困难，那么便始终无法解决。

相信很多朋友会产生质疑，难道俄乌冲突、美联储加速加息缩表等外部因素都可以不考虑吗？当然需要考虑，只不过用相对长期的视角来思考这些不确定性后，会发现其长期的终局依旧是确定性的，包括近期国内多点散发的疫情。上述问题在此前的文章中已进行讨论，这里不再展开。（详见：《房地产、资本市场、平台经济，要抓住 2022 的确定性机遇！》）此外，当内部经济开始复苏，稳增长形成强大的动能后，将会对冲掉外部环境一切的不确定性所带来的消极影响。

当下，经济正在快速奔向新一轮复苏期，实现复苏的确定性正在增强。其背后有三大原因：短期政策部署、经济数据改善、长期政策落地。

### 1、短期政策部署

首先，从 3 月 16 日后的 3 次国务院常务会议的态度以及传达的信号来看，高层对当前经济运行的困难，以及各行业的具体问题有着清晰且实事求是的判断。

在 4 月 6 日的国常会中指出，“当前我国经济运行总体保持在合理区间，但国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期。世界经济复苏放缓，全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内疫情近期多发，市场主体困难明显增加，经济循环畅通遇到一些制约，新的下行压力进一步加

大，既要坚定信心，又要高度重视和警觉新问题新挑战”。

其次，3次国常会都对当前经济运行中的困难，进行了精细化的政策部署。3月21日的国常会提出，“确定实施大规模增值税留抵退税的政策安排，为稳定宏观经济大盘提供强力支撑；部署综合施策稳定市场预期，保持资本市场平稳健康发展”；

3月29日的国常会提出，“要求压实责任落细措施，坚决防止重特大安全事故；部署用好政府债券扩大有效投资，促进补短板增后劲和经济稳定增长”；

4月6日的国常会更是进一步提出，“决定对特困行业实行阶段性缓缴养老保险费政策，加大失业保险支持稳岗和培训力度；部署适时运用货币政策工具，更加有效支持实体经济发展”。

此外，在3月30日召开的央行的一季度例会，相比去年12月第四季度例会的提法，本次例会提出要“强化跨周期和逆周期调节，加大稳健的货币政策实施力度”“主动应对，提振信心，为实体经济提供更有力的支持”“进一步疏通货币政策传导机制”等。

所以，从当前宏观政策，也就是货币与财政政策的角度来看，咬定经济目标不放松，全力实现稳增长的政策意图已十分明确，政策稳增长的旗帜已高高举起。

从具体货币政策来看，4月6日的国常会也作出了详细的安排，确定

了后续政策的重点发力点，第一是“增加支农支小再贷款”；第二是“优化保障性住房金融服务，保障重点项目建设融资需求，推动制造业中长期贷款较快增长”；第三是“设立科技创新和普惠养老两项专项再贷款”。

虽然，近期的货币政策并未实现市场所期盼的全面降准、降息，但政策发力点更加精准，不再“撒胡椒面”，直击当前经济发展的核心痛点。当然，这对政策的具体落实也提出了更高的要求。而市场主体、尤其政策所重点针对的中小企业也应充分理解政策，抓住属于自己的政策红利。

## 2、经济数据边际改善

4月11日公布了最新的3月份通胀数据以及社融数据，这两项数据不仅会反映当前经济运行的情况，也会影响后续货币政策的走向。

首先，从通胀数据来看，上游PPI（工业生产者出厂价格指数）短期虽有所波动，环比涨幅扩大0.6个百分点，但长期依旧是回落态势。第一，在地缘政治等因素的影响下，PPI环比涨幅的扩大，主要是受国际原油、有色等国际定价商品价格的带动。第二，因去年基数影响，以及保供稳价政策持续发力等因素，PPI环比涨幅有所回落。第三，受去年基数影响，以及保供稳价政策持续发力等因素，PPI环比涨幅有所回落。

**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\\_40326](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40326)

