

经济，倚赖确定性

核心观点：

1. 生活固然充满不确定性，但经济正常运行倚赖确定性。在确定性的环境下，微观主体的预期大都是平稳的。倘若不确定性加剧，诸多行为则会变得异常。近期居民、企业信心指标呈现非线性变化，或折射出对于不确定性的“本能”反应。

2. 过往三年，秋冬疫情都有加速态势。动态清零方针更加确定之下，针对毒株变异传播增强，管控力度势必加大。当前感染人数较上海疫情时期有较大差距，但跟踪的密接人数却创新高。微观主体面临的不确定性仍在提升，这是确定的。

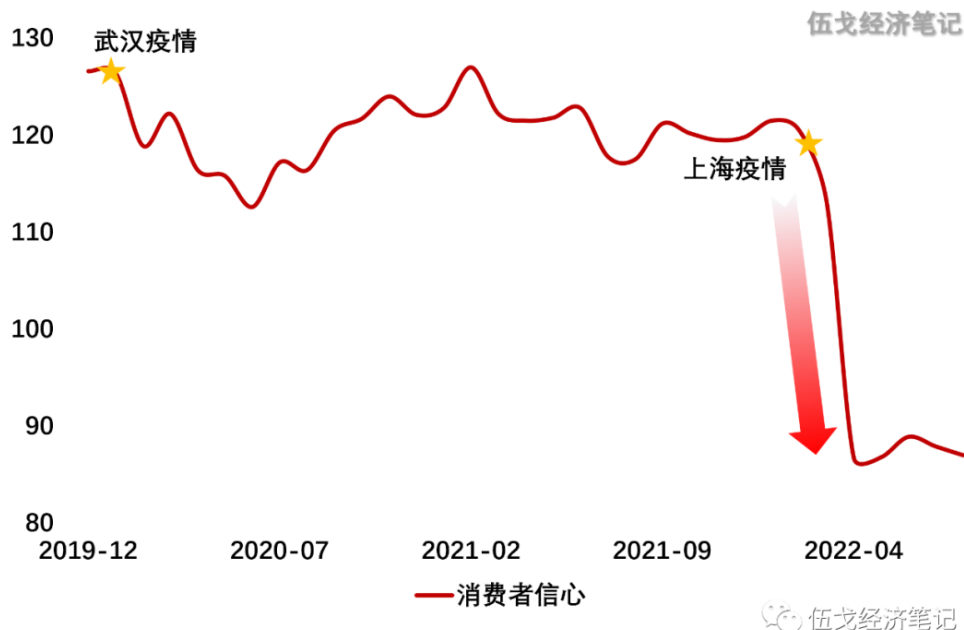
3. 实证数据表明，疫情前企业适度加杠杆有助于推升盈利，但疫情以来加杠杆反而损伤 ROE。不确定性似乎正在“惩罚”微观主体的扩张行为。如此环境之下，居民的行为无论是消费还是购房，自然更趋保守，传统刺激政策的效力打折。

4. 展望未来，秋冬抗疫的持续，预示着经济修复的历程将更为艰难且时间拉长。内外需承压的格局下，基建投资仍将“一枝独秀”，但或难以完全缓释整体经济的下行压力。为扭转微观主体预期的非线性变化，期待更多的逆周期政策对冲。

正文：

生活固然充满不确定性，但经济的正常运行倚赖于确定性。4 月上海疫情以来，居民对于消费、收入和就业的信心急剧下滑至历史最低，显著弱于武汉疫情后的水平。让人费解的是，这些指标至今仍无改善的迹象。加之近期防疫趋严之下，疫情仍多点复发，无疑增加了各界对未来不确定性的担忧。

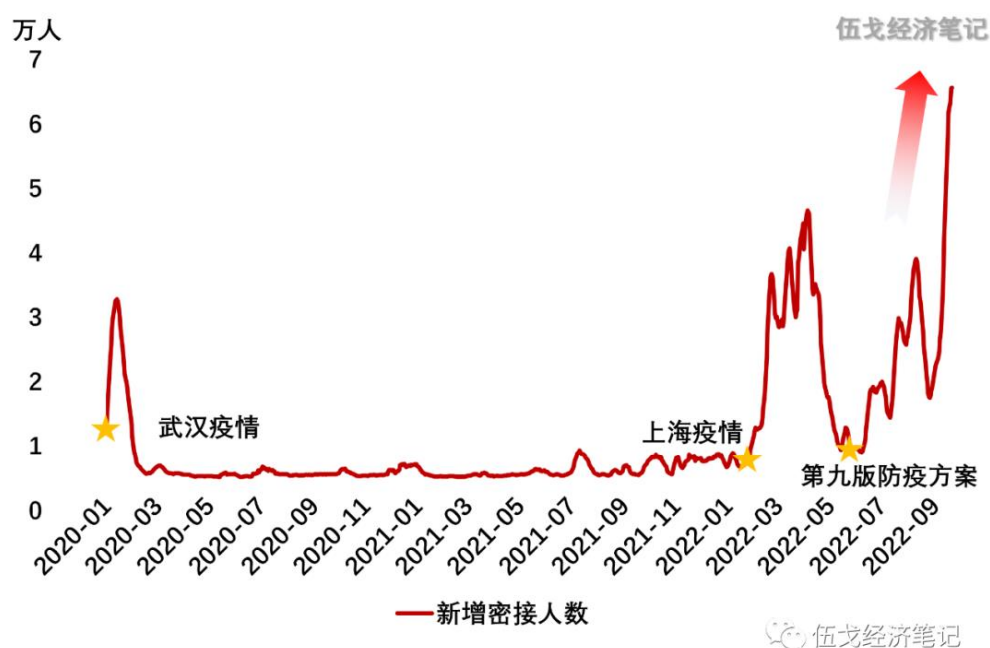
图 1：信心的非线性变化



一、 什么是确定的？

过往三年，秋冬疫情都有加速态势。从近期海外来看，BF.7、BA.4.6 等新变种占新增确诊比重的抬升速度，较当前主流的 BA.5 毒株初起时更快。我国动态清零方针更加确定之下，针对毒株变异传播增强，管控力度势必加大。尽管当前全国实际感染人数较上海疫情时期有较大差距，但追踪的密接人数却创下疫情以来新高。微观主体面临的不确定性仍在显著提升，这是确定的。

图 2：“密接”人数显著增多

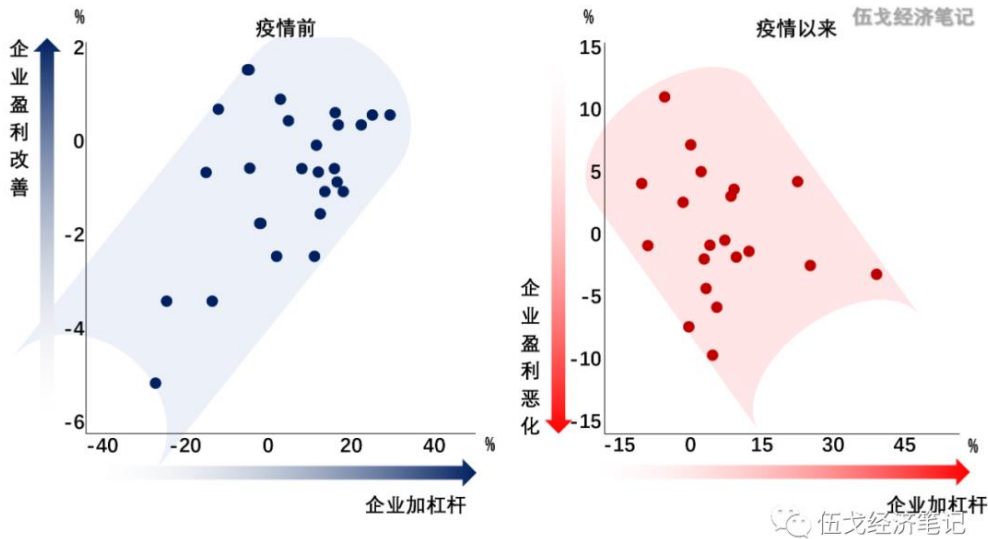


来源：WIND，笔者测算

二、 什么是不确定的？

不确定性似乎正在“惩罚”微观主体的扩张行为。疫情前，企业适度加杠杆有助于推升盈利；但疫情以来，加杠杆反而损伤 ROE。如此“负向激励”机制下，企业自然更趋谨慎。

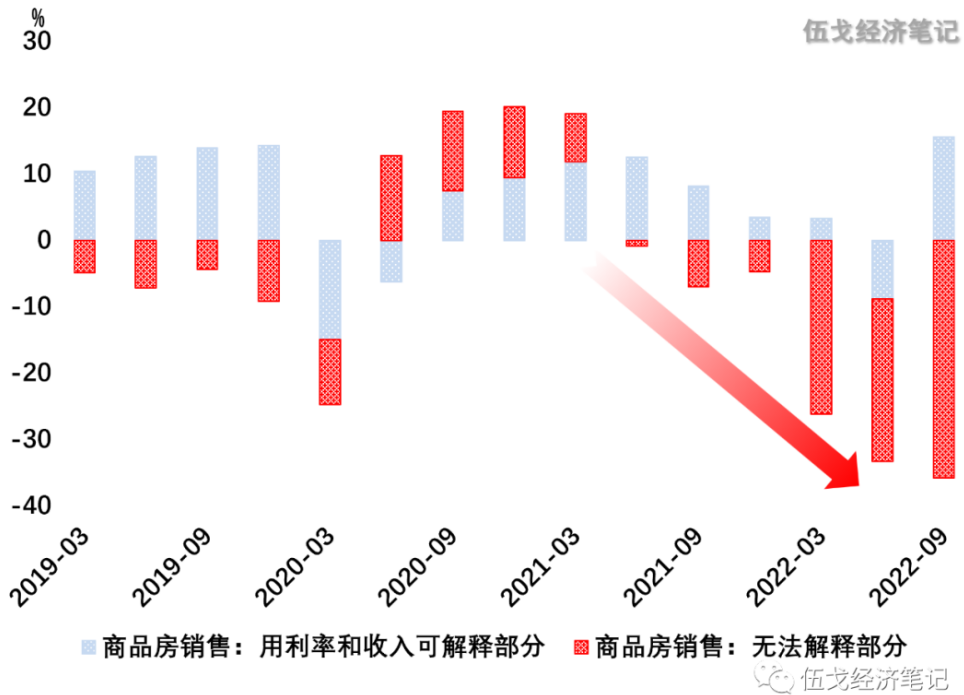
图 3：企业越扩张，越亏损？



来源：WIND，笔者测算
注：纵轴为上市公司各行业 ROE 同差，横轴为有息负债同比。

面临不确定性，无论是消费还是购房，居民的行为也更趋保守。消费贷、房贷逾期率均持续大幅抬升至疫情以来高位，信用风险的高企反过来也将压制居民消费意愿。疫情三年来，对于商品房销售的趋势下行，传统解释变量（如利率、收入）所不能解释的部分，正逐步扩大，呈现出非线性变化特征。

图 4：居民购房意愿，日趋保守



来源：WIND，笔者测算

三、基本结论

一是过往三年，秋冬疫情都有加速态势。动态清零方针更加确定之下，针对毒株变异传播增强，管控力度势必加大。当前感染人数较上海疫情时期有较大差距，但跟踪的密接人数却创新高。微观主体面临的不确定性仍在提升，这是确定的。

二是实证数据表明，疫情前企业适度加杠杆有助于推升盈利，但疫情以来加杠杆反而损伤 ROE。不确定性似乎正在“惩罚”微观主体的扩张行为。如此环境之下，居民的行为无论是消费还是购房，自然更趋保守，传统政策刺激的效力打折。

三是展望未来，秋冬抗疫的持续，预示着经济修复的历程将更为艰难且时间拉长。内外需承压的格局下，基建投资仍将“一枝独秀”，但或难以完全缓释整体经济的下行压力。为扭转微观主体预期的非线性变化，期待更多的逆周期政策对冲。

【作者】

伍戈：博士，长江证券首席经济学家。曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。孙冶方经济科学奖获得者，获浦山政策研究奖、刘诗白经济学奖，蝉联“远见杯”经济预测冠军。

曹海巍、俞涛、高童：长江证券研究员。

薛舒宁、黎苇、杨仪萍：长江证券实习研究员。

【近期研究】

1. [谁来支撑需求?](#)，2022年10月9日
2. [居民还愿买房吗?](#)，2022年9月25日
3. [预期，还是预期](#)，2022年9月14日
4. [按辔徐行](#)，2022年9月3日
5. [新书：货币之四部曲](#)，2022年5月9日

更多内容请长按二维码关注：

伍戈经济笔记



伍戈经济笔记