

预期，还是预期

核心观点：

1. 预期是现实的映射。面临持续的经济下行压力，去年年底中央早已做出预期转弱的判断。然而大半年过去，以信贷为表征的微观主体预期仍未有扭转迹象，与上世纪 90 年代日本“流动性陷阱”有些相似特征。预期为何仍然不稳？如何才能改观？

2. 预期持续走弱，与微观主体资产负债表的长期受损直接相关。疫情三年，居民资产端收入锐减，负债端当然呈现提前还款的收缩。企业投资不确定性增强，资产回报率下降势必引致负债收缩。过往力争资产收益最大化，如今寻求负债规模最小化。

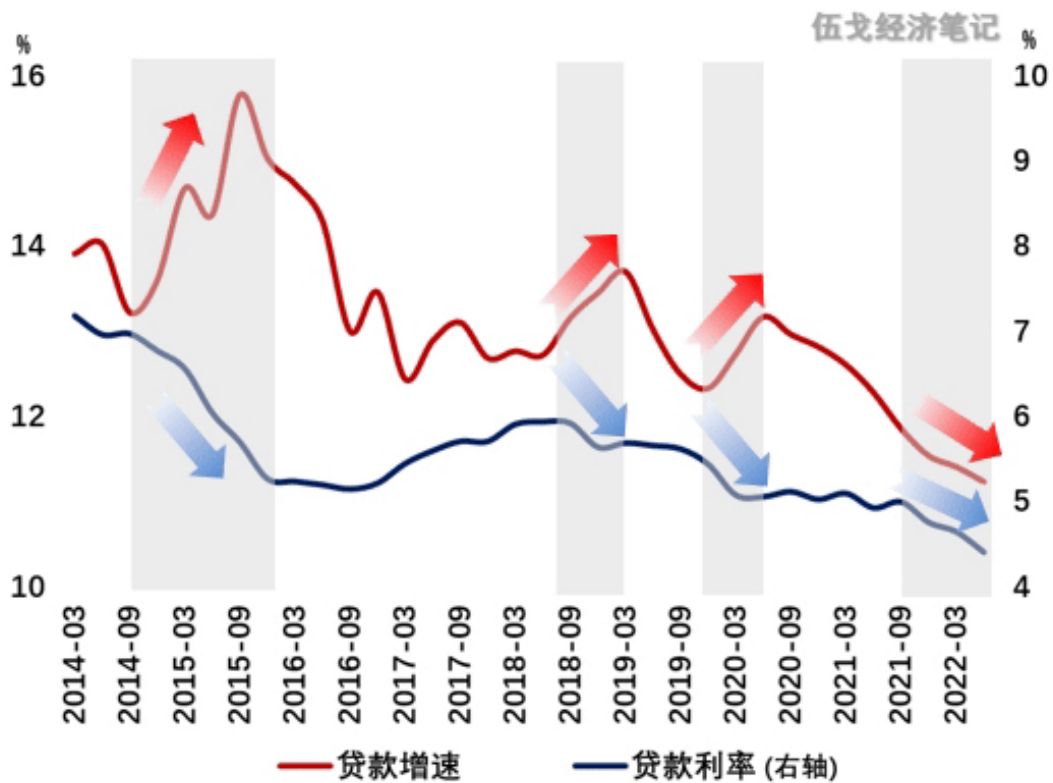
3. 纵观国际经验，资产负债表式困局往往具有负反馈循环的特质，预期转弱容易长期化。若要破局，取决于内外两股力量：一是尽快消除经济系统内部的不确定性来源，以稳定预期；二是在微观主体外部追加行之有效的逆周期政策，以提振信心。

4. 展望未来，疫情管控等影响经济系统的内部不确定性因素短期仍难消散。增量政策更侧重投资拉动且“不透支未来”，受损最为严重的消费和服务业虽能从中受益，但路径相对迂回。避免预期转弱的长期化，关键在于政策对症下药及行动的勇气。

正文：

面临经济下行压力，去年年底中央其实已做出预期转弱的判断。然而，以信贷为表征的微观主体预期仍未有扭转迹象。尽管贷款利率不断调降，但信贷增速已持续下行 13 个月。这在我国历史上是罕见的，与上世纪 90 年代日本“流动性陷阱”有些相似特征。

图 1. 流动性陷阱：利率下降，信贷反而收缩？

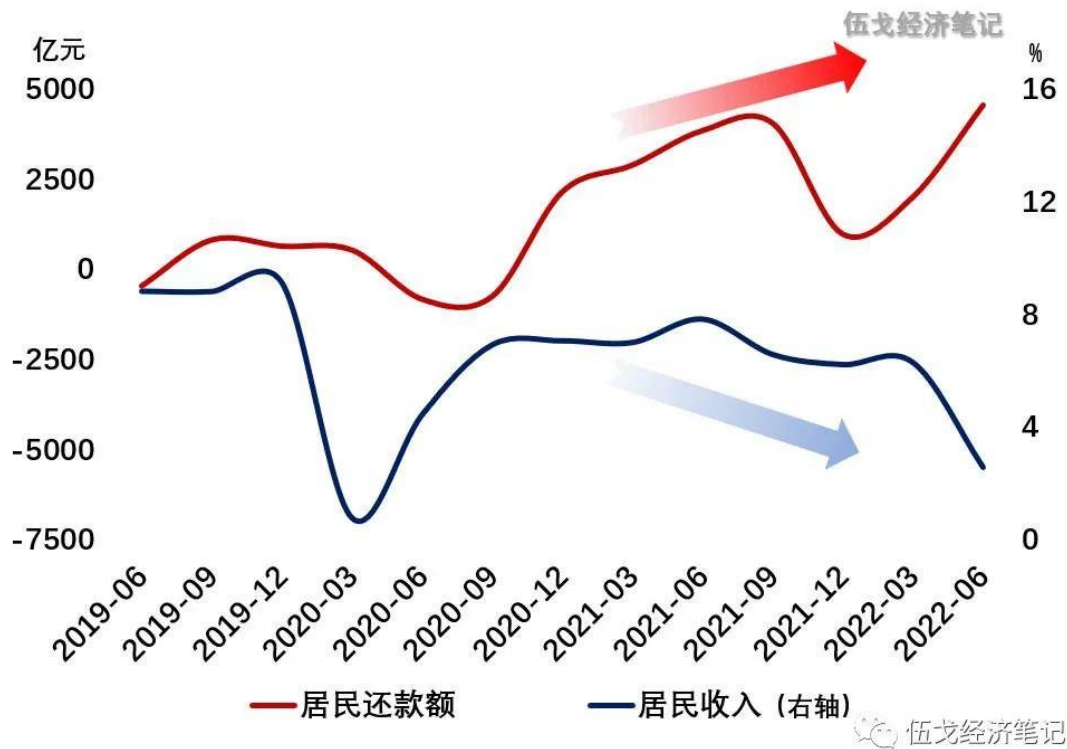


来源：WIND，笔者测算

一、预期，为何还趋弱？

预期是现实的映射，其持续走弱与微观主体资产负债表长期受损直接相关。今年二季度，居民收入信心降至历史最低，且受疫情影响越大的地区（如上海、吉林等）收入下降更剧烈。当前，疫情波及范围与管控强度再度上升至高位。未来即便管控有所回落，但居民资产负债表已持续三年受损的情形下，消费或难显著反弹。

图 2. 居民收入受损，引致负债收缩

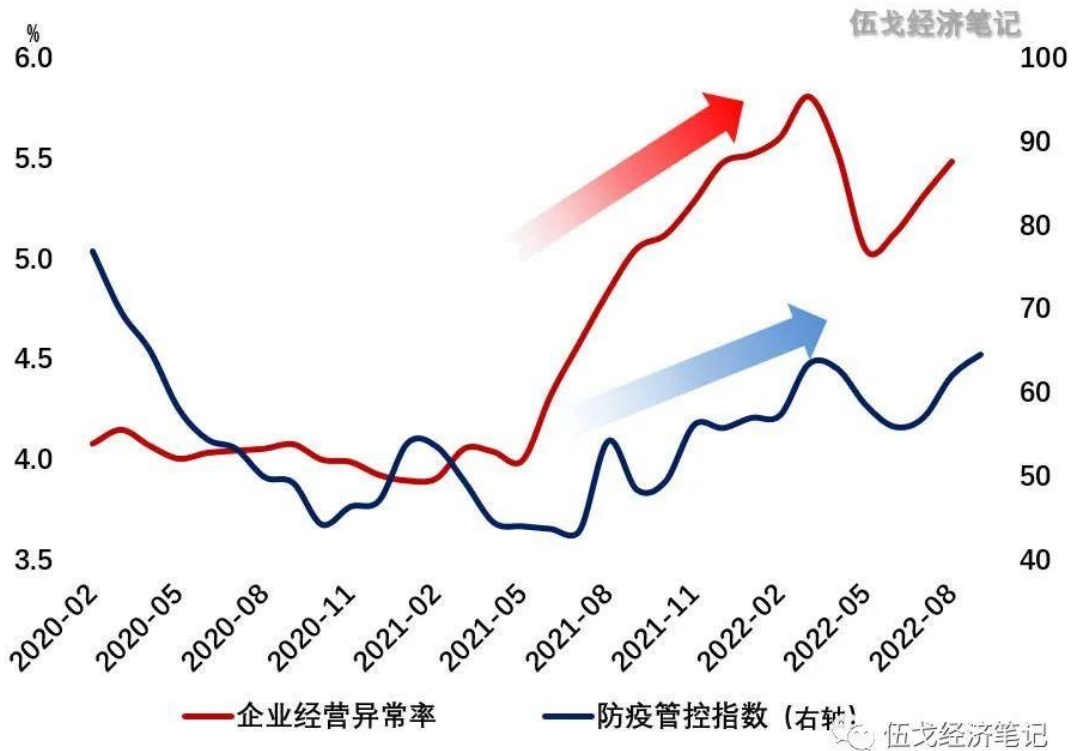


来源：WIND，笔者测算

注：还款额为同差，收入为同比增速。

过往力争资产收益最大化，如今寻求负债规模最小化。近期企业经营异常(停业、注销、吊销、撤销等)比率达到历史高位。分地域观察，该值与各地疫情持续天数呈正相关关系。工业企业利润同比持续收缩至负值区间，企业债券提前兑付量大幅增长。

图 3. 企业经营的不确定性显著增强

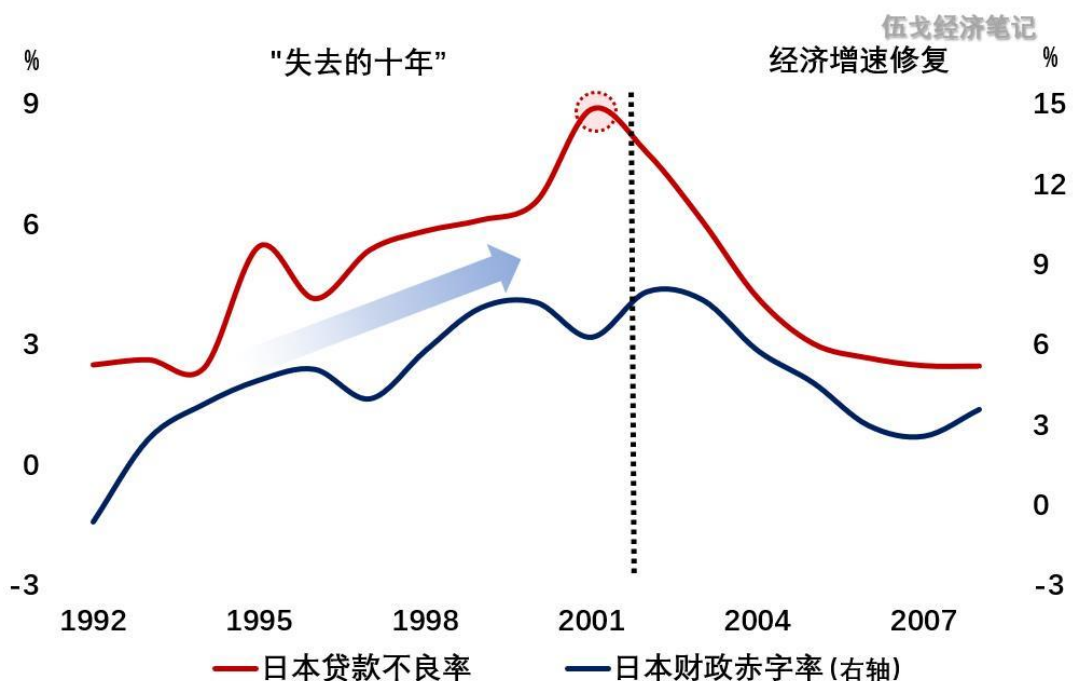


来源：Our World in Data, 天眼查, 笔者测算

二、预期，如何才能稳？

纵观国际经验，资产负债表式困局往往具有负反馈循环的特质，预期转弱容易长期化。日本就有“失去十年”的惨痛教训，即一旦经济和市场信心下滑超出合理区间，其恢复时长将远超通常水平，甚至呈现非线性恶化可能。

图 4. 如何走出低迷：消除内在不确定性，追加外部逆周期政策



来源：WIND，日本政府，笔者测算

若要破局，取决于内外两股力量：一是尽快消除经济系统内部的不确定性来源，以稳定预期；二是在微观主体外部追加行之有效的逆周期政策，以提振信心。**日本2000年后逐步走出长期经济低迷，就与其加快不良资产处置以消除预期不确定性，以及加大财政等外生性政策力度以提振信心有关。**

三、基本结论

一是预期是现实的映射，其持续走弱与微观主体资产负债表长期受损相关。疫情三年，居民资产端收入锐减，负债端当然呈现提前还款的收缩。企业投资不确定性增强，回报率下降引致负债收缩。过往力争资产收益最大化，如今寻求负债规模最小化。

二是纵观国际经验，资产负债表式的困局往往具有负反馈循环的特质，预期转弱容易长期化。若要破局，取决于内外两股力量：一是尽快消除经济系统内部的不确定性来源，以稳定预期；二是在微观主体外部追加行之有效的逆周期政策，以提振信心。

三是展望未来，疫情管控等影响经济系统的内部不确定性因素短期仍难消散。增量政策似更侧重投资拉动且“不透支未来”，受损最为严重的消费和服务业虽能从中受益，但路径相对迂回。避免预期转弱的长期化，关键在于政策对症下药及行动的勇气。

【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。

高童、俞涛、曹海巍：长江证券研究员。

牛犇、高世宜、薛舒宁：长江证券实习研究员。

【近期研究】

- 1.按警徐行，2022年9月3日
- 2.经济，寻锚，2022年8月24日
- 3.地产：说短论长，2022年8月14日
- 4.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