

追回的经济

核心观点：

1.很自然，总有那么一股经济动能，在疫情峰值后可以追回来。但不必然，总有些领域难以回到过往。经历本轮疫情的强烈冲击后，近期高频数据似乎呈现出过去三年我们熟悉的“轮回”特征。当前逆周期政策加码，宏观经济究竟是短期反弹，还是趋势反转？

2.环顾周遭，微观主体整体预期依然低迷，但用电量等表征的经济环比增速已趋改善，金融市场也给予积极反馈。但与过往不同，也许是出于对动态清零下现有病毒高传染性 & 疫情反弹的顾虑，本轮峰值后管控放松速度明显偏慢，压制了经济环比修复的弹性。

3.疫情并没有阻断基建投资等年初既定的资金流和项目储备量，叠加近期政策增量，实物工作量脉冲式的反弹显而易见。真正值得担忧的是，国内疫情持续严控下人员流动的长期缓慢、消费服务业的深度低迷，以及海外管控放松下我国出口份额的收缩性趋势。

4.展望未来，疫情峰值后经济“自然回补”和政策“主动发力”的逻辑延续，投资及整体经济三季度有望达到阶段性高位。核酸常态化下大规模疫情复发概率降低，但经济能否回归常态依然受制于疫情管控。若无增量政策，随着外需回落，四季度经济可能边际回落。

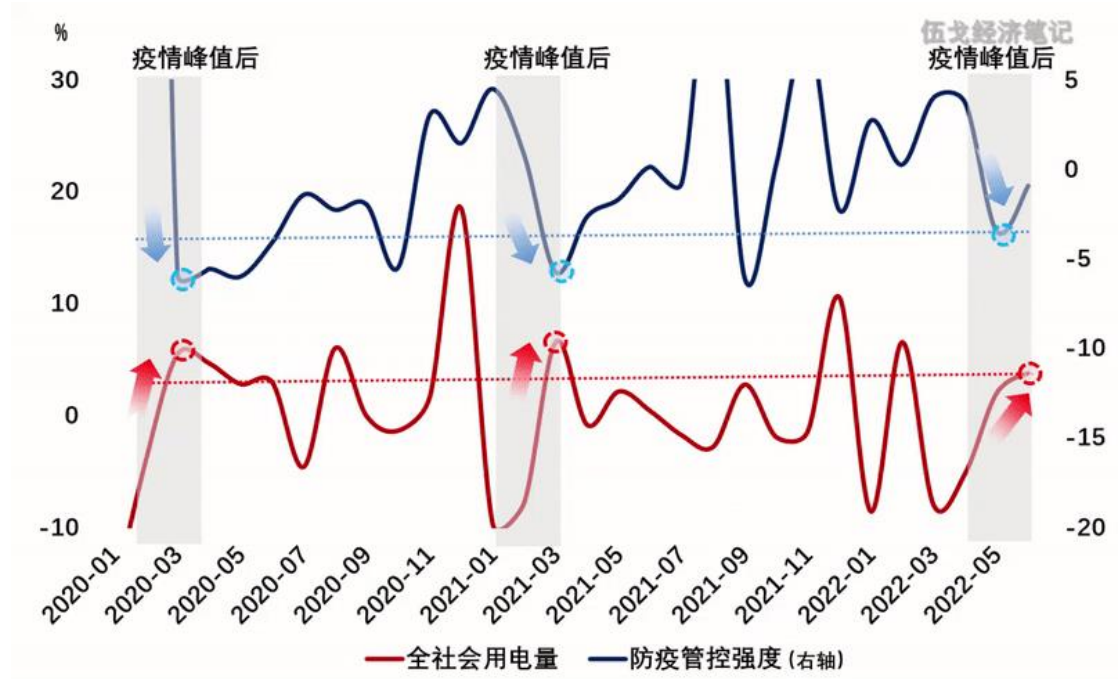
正文：

很自然，总有那么一股经济动能，在疫情峰值后可以追回来。但不必然，总有些领域难以回到过往。经历本轮疫情的强烈冲击后，近期高频数据似乎呈现出过去三年我们熟悉的“轮回”特征。当前逆周期政策加码，宏观经济究竟是短期反弹，还是趋势反转？

一、追得回来的经济？

本轮疫情峰值过后，用电量等表征的经济环比增速已趋改善。也许是出于对动态清零下现有病毒高传染性 & 疫情反弹的顾虑，各地管控放松速度缓慢，管控的绝对水平仍处两年来高位，这都压制了经济环比修复的弹性。

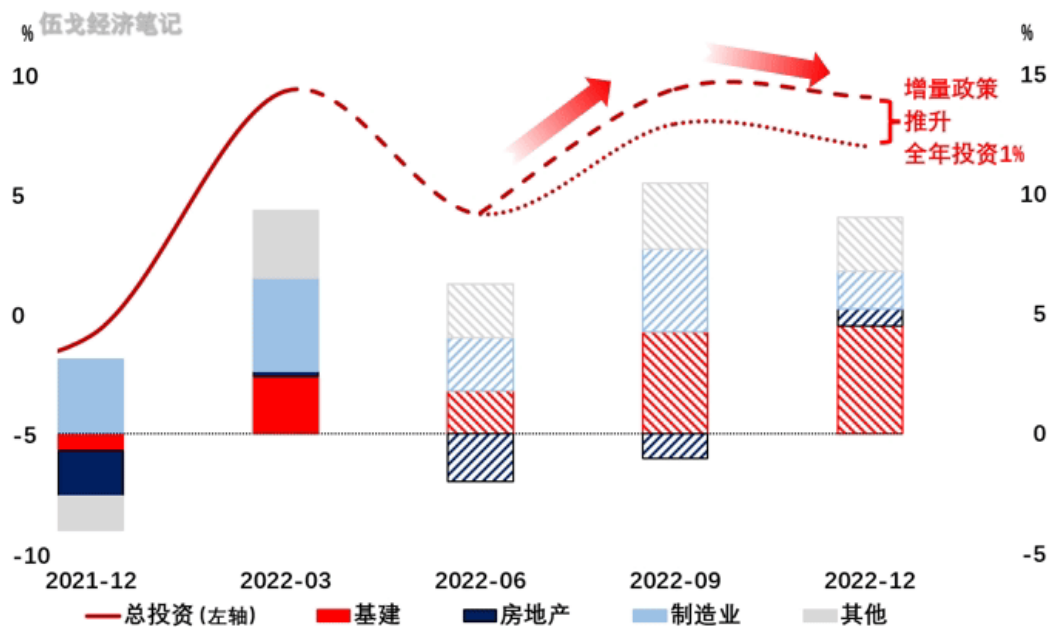
图 1. 经济反弹幅度，受制于疫情管控



来源：WIND，Our World in Data，笔者测算
 注：用电量是其环比较历史同期中枢的差值。防疫管控强度是管控指数环比差。

疫情并没有阻断基建投资等年初所既定的资金流和项目储备量，叠加近期一揽子增量政策（调增政策性银行信贷额度 8000 亿、支持发行铁路建设债 3000 亿、增加民航应急贷款 1500 亿和支持发债 2000 亿、调增再担保业务 2000 亿、新增留抵退税 1420 亿等），实物工作量脉冲式的反弹将显而易见。**初步测算，增量政策或带动全年固定资产投资增速约 1 个百分点，其中基建 0.8 个百分点。**

图 2. 投资的脉冲式反弹

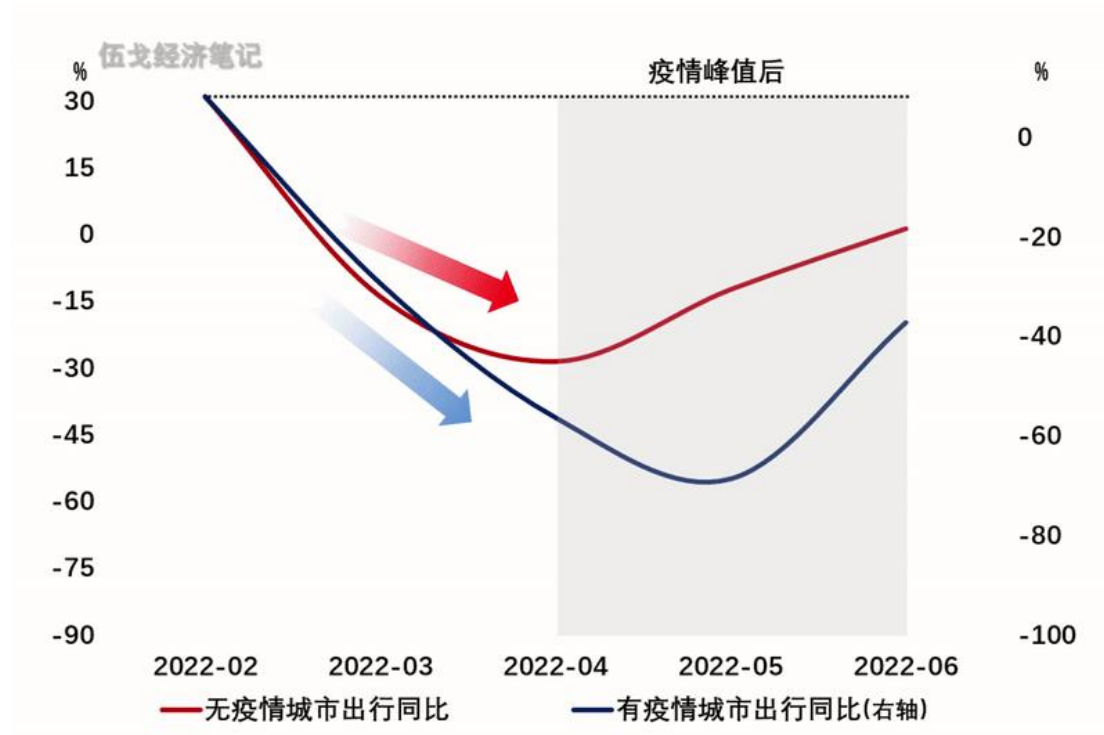


来源：WIND，笔者测算

二、追不回来的经济？

国内疫情持续严控下,消费者信心指数创下 31 年来的最低,人员流动长期缓慢,服务业深度低迷,消逝的经济动能短期难以回补。值得关注的是,4 月份以来,即便没有任何新增病例的城市,其出行也严重受阻。

图 3. 无疫情城市, 市内出行为何也严重受阻？

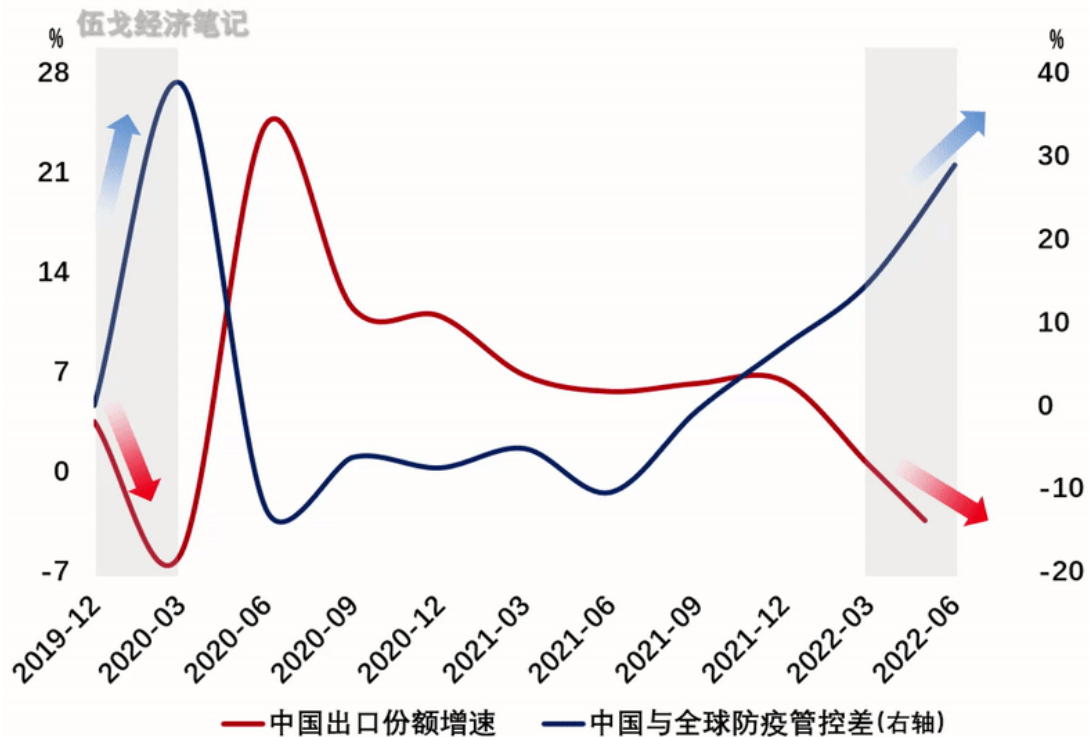


来源：WIND，笔者测算

注：出行以地铁客运量为表征。无疫情城市含石家庄、兰州、常州、南宁等，有疫情城市为北京、上海、长春、广州等。

过去三年,我国经济最大的亮点或在于出口。当前我国与海外疫情管控差异加大,韩国、越南等管控程度已降至最低位。我国外贸份额面临趋势性收缩压力,叠加全球外需已进入下行通道,出口动能回补较为困难。

图 4. 出口份额收缩趋势明显



来源：Our World in Data, WIND, WTO, 笔者测算

展望未来，疫情峰值后经济“自然回补”和政策“主动发力”的逻辑将延续，投资乃至整体经济有望三季度达到阶段性高位。核酸常态化下大规模疫情复发概率降低，但经济能否回归常态依然受制于疫情管控。若无增量政策，随着外需回落，四季度我国经济可能边际回落。**初步预计，今年二至四季度实际 GDP 增速分别为 1.8%、5%、4.8%，全年约 4.1%。**

三、基本结论

一是环顾周遭，微观主体整体预期依然低迷，但用电量等表征的经济环比增速已趋改善，金融市场也给予积极反馈。但与过往不同，也许是出于对动态清零下现有病毒高传染性及疫情反弹的顾虑，本轮峰值后管控放松速度明显偏慢，压制了经济环比修复的弹性。

二是疫情并没有阻断基建投资等年初既定的资金流和项目储备量，叠加近期政策增量，实物工作量脉冲式的反弹显而易见。真正值得担忧的是，国内疫情持续严控下人员流动的长期缓慢、消费服务业的深度低迷，以及海外管控放松下我国出口份额的收缩性趋势。

三是展望未来，疫情峰值后经济“自然回补”和政策“主动发力”的逻辑延续，投资及整体经济三季度有望达到阶段性高位。核酸常态化下大规模疫情复发概率降低，但经济能否回归常态依然受制于疫情管控。若无增量政策，随着外需回落，四季度经济可能边际回落。

【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，曾获浦山政策研究奖、刘诗白经济学奖，蝉联“远见杯”中国经济预测冠军。

高童、曹海巍、俞涛：长江证券研究员。

牛犊、徐鸿诚、余吉双：长江证券实习研究员。

【近期研究】

1. [疫情峰值，终究过去](#)，2022年6月5日
2. [修复之缓](#)，2022年5月25日
3. [地产失灵？](#)，2022年5月15日
4. [新书：货币之四部曲](#)，2022年5月9日
5. [疫下经济行](#)，2022年5月4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