

经济的归途

核心观点：

1. 盼着的，是归途。疫情峰值如此迅速过去，经济有了回升的理由。然而，难觅的是已退出市场的微观主体，即使存续着的，不少也举步维艰。宏观政策加力依稀可见，但作为经济的“细胞”，目前微观企业缺损的究竟是什么？未来经济修复是坦途，还是崎岖？

2. 大疫三年，企业经营收入持续减少，不愿进行融资扩张，即使利率下行。现金流的不断恶化，使得企业资产负债率也明显攀升。但与过往经济上升期不同，该攀升并非其主动加大负债引起的，更多是资产较快收缩的被动结果。本质上，已形成“资产负债表受损”。

3. 疤痕并非无记忆。国别经验来看，一旦企业资产负债表明显受损，短期内要恢复其信心有难度。往往还要经历一段修复期，其间企业的负债行为将比较谨慎。直至资产负债率重回历史中枢后，且伴随着投资回报率的不断抬升，中长期信贷才有望实现真正扩张。

4. 展望新年，随着疫情冲击的消退，微观主体资产负债表的受损进程或将终结。但离实质性扩张还有明显距离，尤其以“保交楼”、“还旧债”为主要任务的房企更是如此。上半年，社融信用有望阶段性回升，但主要驱动力仍来自政策端，而非市场主体的内生性变化。

正文：

疫情峰值如此迅速过去，经济有了回升的理由。盼着的，是归途。然而，难觅的是已退出市场的微观主体，即使存续着的，不少也举步维艰。宏观政策加力依稀可见，但作为经济的“细胞”，目前微观企业缺损的究竟是什么？未来经济修复是坦途，还是崎岖？

图 1. 企业的缺损



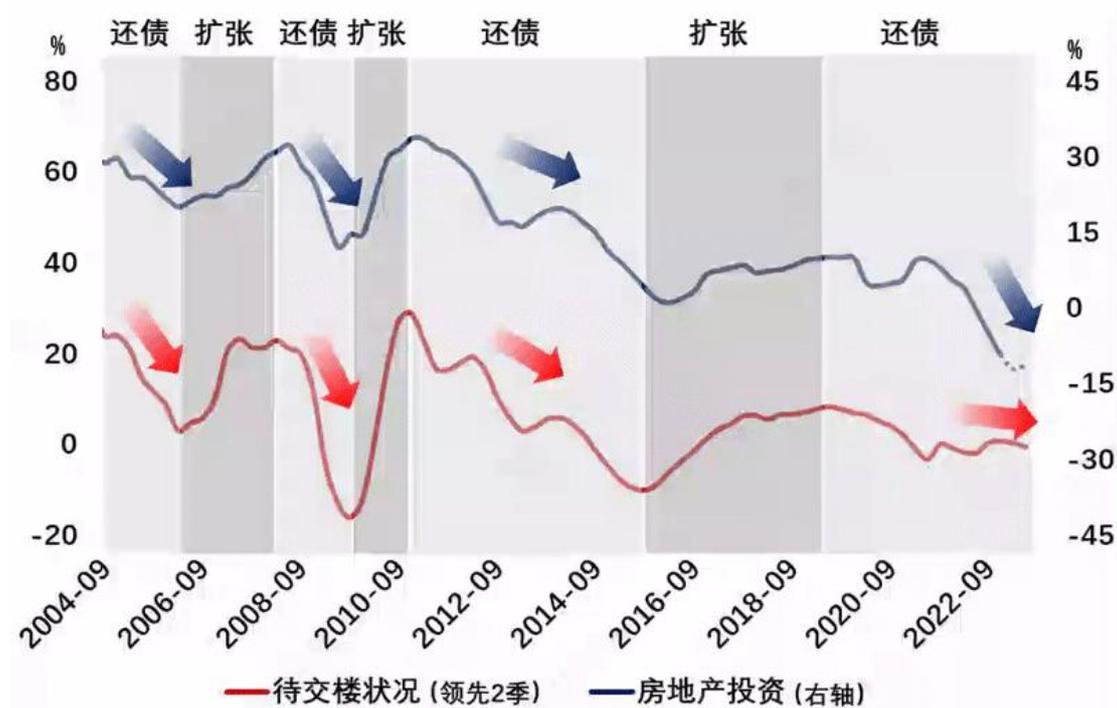
来源：WIND，笔者测算

注：资产负债率为加权调整的非金融企业数据。

一、企业缺损的是什么？

大疫三年，破产、注销等消失的企业数量抬升至历史高位。经营收入持续减少，企业不愿扩张，即使利率下行。现金流恶化使得资产负债率明显攀升。行业内部结构看，疫后竞争格局的“头部化”特征日趋明显，批发零售、租赁商务等消费服务业的企业集中度上升更显著。

图 2. 房企先还旧债，再言扩张



来源：WIND，笔者测算

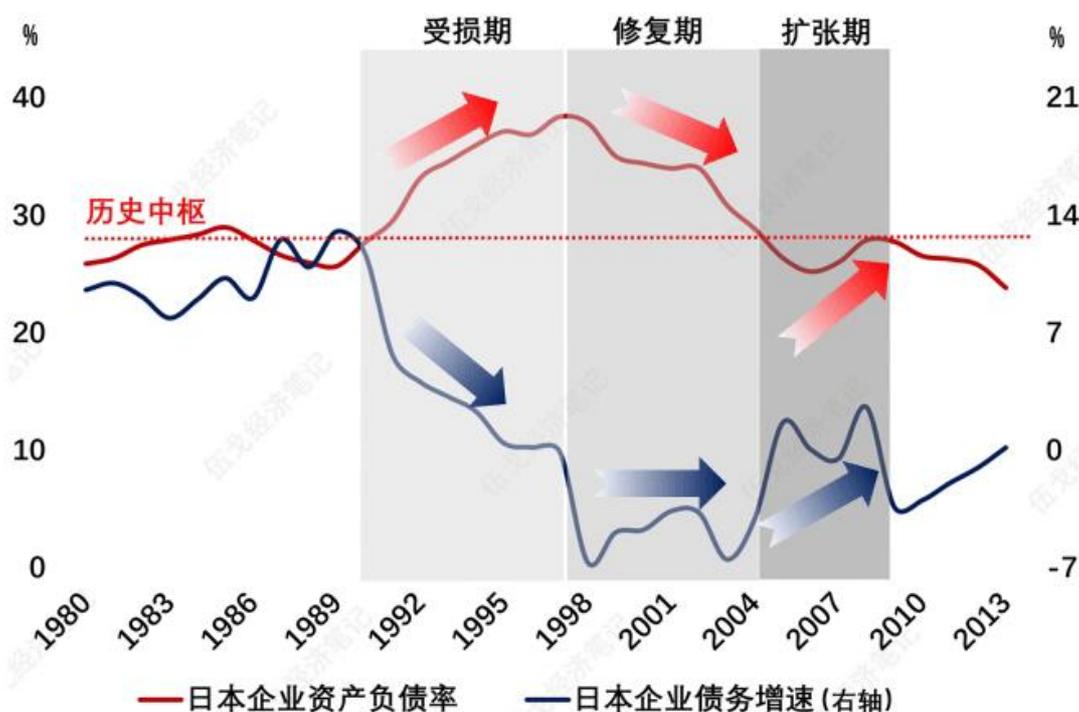
注：2021年取复合增速。待交楼为上市房企预收账款占总资产比重。

值得关注的是，目前以“保交楼”为主要任务的房企仍处于还旧债阶段。尽管政策给予支持修复房企资产负债表，但对于危机房企，无论是资产处置还是破产出清，其变化将是缓慢过程。房地产投资在上半年仍将是经济的拖累项。

二、修复坦途，还是崎岖？

与过往经济上升期不同，疫情期间企业资产负债率的攀升并非其主动加大负债引起的，更多是资产较快收缩的被动结果。本质上已是“资产负债表受损”。疤痕并非无记忆。国别经验看，一旦企业资产负债表明显受损，短期内要恢复其信心是有难度的。往往还要经历一段修复期，其间企业负债行为将比较谨慎。

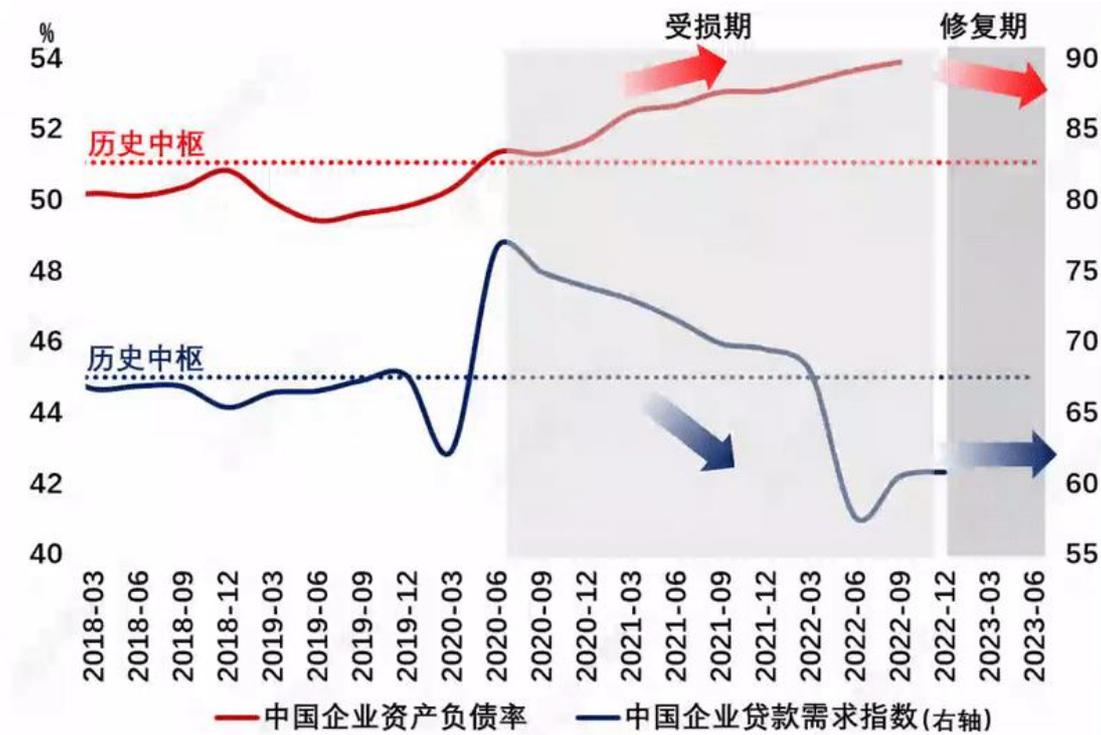
图 3. 受损到扩张：中间是修复期



来源：WIND，日本内阁府，笔者测算

从我国现实看，政策适度靠前发力、支持保交楼等方向明晰，短期内信用扩张的主要动力来自政策端。对于市场化的企业而言，也许要待到其资产负债率重回历史中枢后，且伴随投资回报率的抬升，其中长期信贷才有望实现内生性的真正扩张。

图 4. 企业自主扩张待何时？



来源：WIND，笔者测算

三、基本结论

一是盼着的，是归途。疫情峰值如此迅速过去，经济有了回升的理由。然而，前期现金流的不断恶化，使得企业资产负债率明显攀升。与过往经济上升期不同，该攀升并非其主动加大负债引起的，更多是资产较快收缩的被动结果。本质上已形成“资产负债表受损”。

二是疤痕并非无记忆。国别经验来看，一旦企业资产负债表明显受损，短期内要恢复其信心有难度。往往还要经历一段修复期，其间企业的负债行为将比较谨慎。直至资产负债率重回历史中枢后，且伴随着投资回报率的不断抬升，中长期信贷才有望实现真正扩张。

三是展望新年，随着疫情冲击的消退，微观主体资产负债表的受损进程或将终结。但离实质性扩张还有明显距离，尤其以“保交楼”、“还旧债”为主要任务的房企更是如此。上半年，社融信用有望阶段性回升，但主要驱动力仍来自政策端，而非市场主体的内生性变化。

【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。

俞涛、曹海巍、高童：长江证券研究员。

黎苇、齐卓媛、杨仪萍：实习研究员。

【近期研究】

1. 休养，而后生息，2023年1月8日
2. 疫后的涨价，2022年12月25日
3. 消费，能起来吗？，2022年12月15日
4. 抢跑经济，是预期，2022年12月6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