

## 疫后经济，到哪了？

### 核心观点：

1. 不似寻常，是疫后的经济。虽对恢复常态抱有期待，但恰逢节后宏观数据“真空期”，微观主体难免有些方向难辨。从未经历过大疫三年后的修复期，又将如何去预知可能的经济冷暖？疫后经济路漫漫，我们目前究竟处在哪个位置？

2. 纵观防疫优化后的国家，经济往往呈现两阶段的特征：第一阶段自发性反弹，第二阶段趋于平缓甚至回落。在第一阶段，防疫政策的优化是决定经济反弹的压倒性力量，无论该国在疫情期间损伤如何，也无论其宏观政策力度大小。

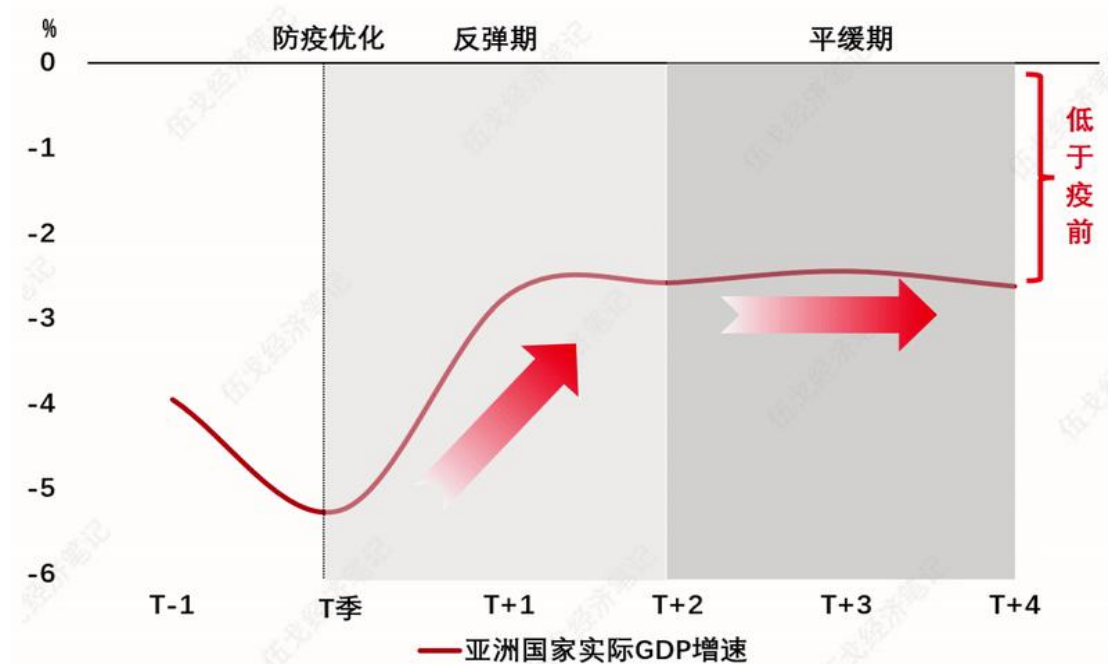
3. 各国自发反弹期持续约 1-2 季度，而后趋向缓和。但大都难回疫前中枢，这或与微观主体资产负债表受损有关，需要一个休养生息过程。也或与总需求政策有所“退坡”相关，财政货币力度最强时往往是疫情最严重而非疫后修复期。

4. 展望未来，我国经济自发反弹阶段尚未结束，也许待到二季度中后期趋向缓和。此后随着财政前置效应弱化，加之微观主体资产负债表修复较为渐进，外需对经济的负向影响将凸现。叠加基数效应，我国经济两阶段特征或更显著。

### 正文：

虽对恢复常态抱有期待，但恰逢节后宏观数据“真空期”，微观主体难免有些方向难辨。从未经历过大疫三年后的修复期，又将如何去预知可能的经济冷暖？疫后各国经济往往呈现两阶段特征：第一阶段自发性反弹；第二阶段趋于平缓。我国目前处在哪个阶段？

图 1. 疫后经济的两阶段



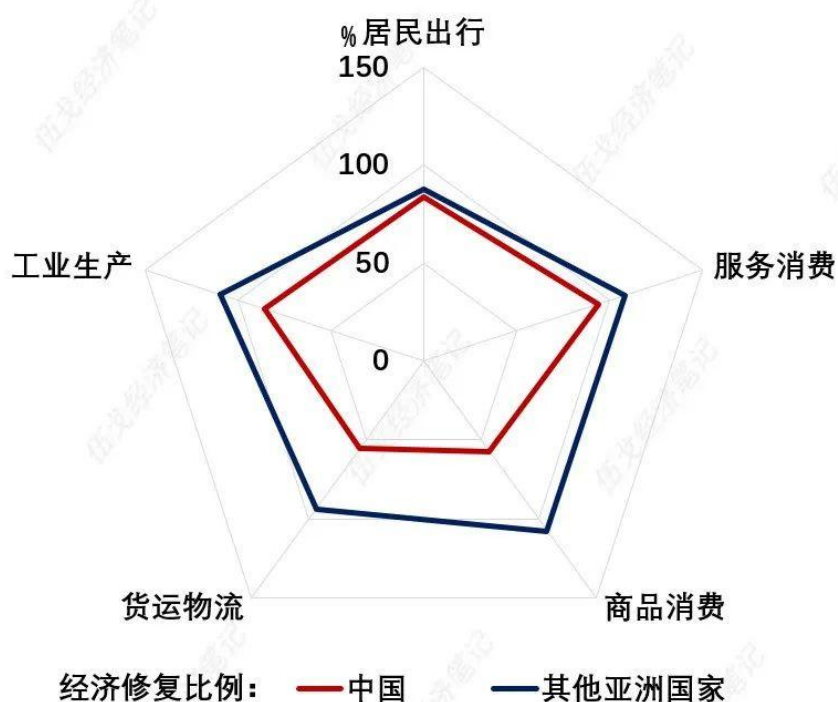
来源：CEIC，WIND，笔者测算

注：国别包括日本、韩国、越南、泰国、马来西亚、印尼。GDP 为复合增速较疫前差值。

## 一、仍处自发性反弹期

在疫后经济的第一阶段，防疫政策的优化是决定经济反弹的压倒性力量，无论该国在疫情期间损伤如何，也无论其宏观政策力度大小。高频数据来看，目前我国修复比例已达亚洲国家平均水平的 74% 左右。

图 2. 我国自发性反弹未结束



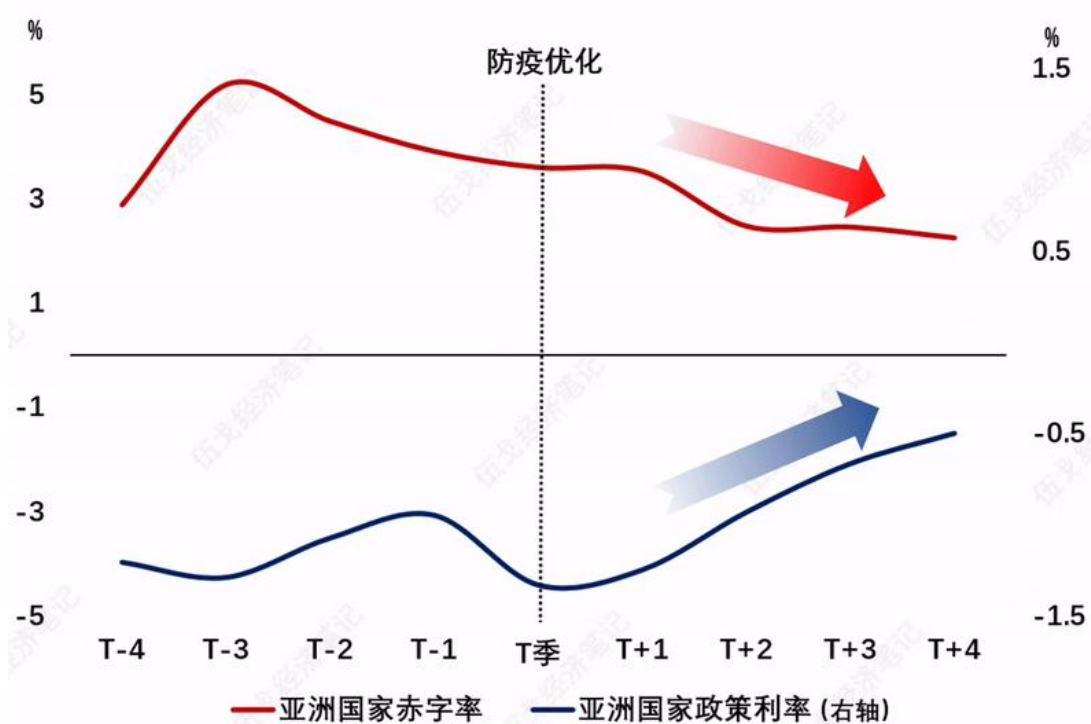
来源：CEIC，WIND，笔者测算

**防疫优化更迅速的经济体，反弹更快但持续性更短。**我国出行、餐饮、娱乐等只用了一半的时间即基本完成其他亚洲国家相当的修复水平，后续自发反弹期或余 1-2 个月。此外，反弹的领域并不均衡，服务消费强于商品，而商品中耐用品相对更弱。

## 二、终将回归平缓期

自发性反弹结束后，各国经济趋向缓和，但大都难回疫前中枢。这或与微观主体资产负债表受损有关，需要一个休养生息过程。也或与总需求政策有所“退坡”相关，财政货币力度最强时往往是疫情最严重而非疫后修复期。

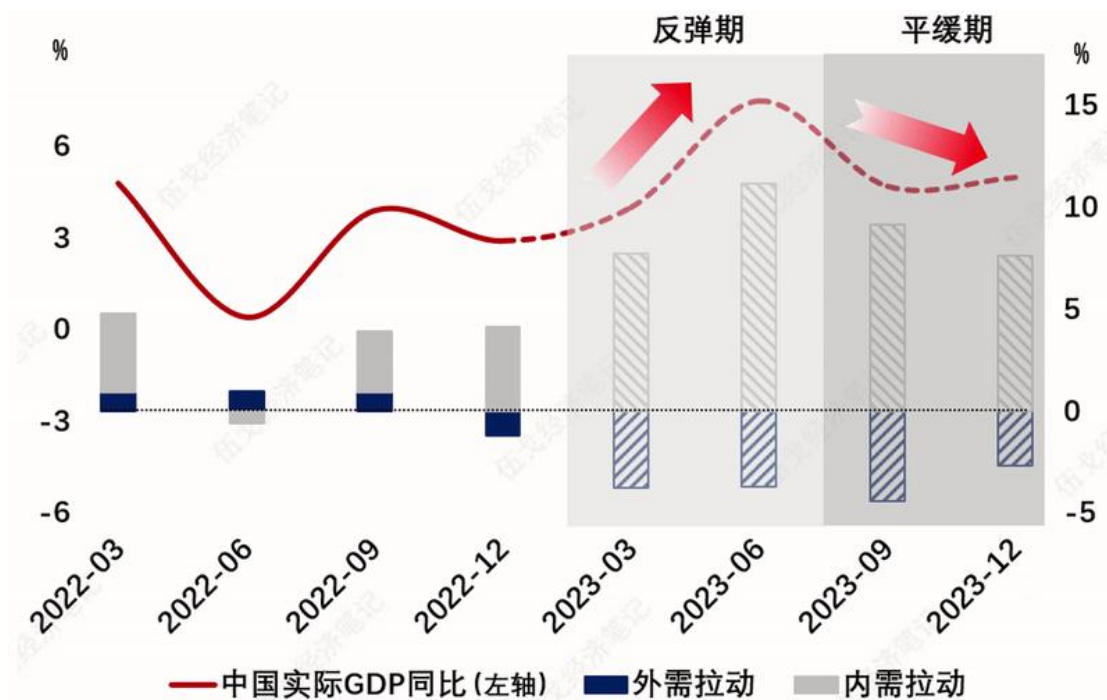
图 3. 疫后政策的“退坡”



来源：CEIC，WIND，笔者测算  
注：各指标为较疫前差值。

今年上半年，我国经济有望持续温和反弹；下半年内需将趋于平缓，经济波动或进一步来自外需。当前我国外部环境显著弱于东南亚等国的疫后时期，加之微观主体资产负债表修复较为渐进，经济修复的弹性或低于周边经济体。

图 4. 我国经济的两阶段



### 三、基本结论

**一是**纵观防疫优化后的国家，经济往往呈现两阶段特征：第一阶段自发性反弹，第二阶段趋于平缓甚至回落。在第一阶段，防疫政策的优化是决定经济反弹的压倒性力量，无论该国在疫情期间损伤如何，也无论其宏观政策力度大小。

**二是**各国自发性反弹持续约 1-2 季度，而后趋向缓和。但大都难回疫前中枢，这或与微观主体资产负债表受损有关，需要一个休养生息过程。也或与总需求政策“退坡”相关，财政货币力度最强时往往是疫情最严重而非疫后修复期。

**三是**展望未来，我国经济自发反弹阶段尚未结束，也许待到二季度中后期趋向缓和。此后随着财政前置效应弱化，加之微观主体资产负债表修复较为渐进，外需对经济的负向影响将凸现。叠加基数效应，我国经济两阶段特征或更显著。

#### 【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，“远见杯”经济预测冠军。

**俞涛、曹海巍、高童**：长江证券研究员。

**张哲源、齐卓媛、张采溢**：实习研究员。

#### 【近期研究】

- 1.归雁留痕，2023 年 2 月 17 日
- 2.疫后的财力，2023 年 2 月 7 日
- 3.经济的归途，2023 年 1 月 17 日
- 4.休养，而后生息，2023 年 1 月 8 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