



伍戈：逆流，顺流



意见领袖 | 伍戈（长江证券首席经济学家）



当下经济，复杂程度甚于疫情之前。追本溯源，方能立足于顺逆之间。

一、仍占主导的疫情？

疫情反复的潜在影响在于预期的不稳定，甚至引致微观主体行为异化。多次反复之下，即使疫情出现短期性消退，居民预防性储蓄仍难明显下降，消费回归常态的过程被拉长；另一方面，服务业时常被迫中断，使得相关投资难以持续，从而对整体投资形成拖累。

尽管如此，“再而衰，三而竭”，疫情对整体经济的冲击程度确已边际递减。从过去几轮反复来看，股票和债券市场的波动性明显减弱，折射

出疫情复发未必是其运行的核心矛盾。经济将重回由更多“非疫情”变量决定的逻辑轨道。那么，这些更重要的变量是什么？

二、重新凸显的约束？

水落石出。过去一年多以来，其实出台了不少结构性约束政策，无论在房地产还是基建甚至其它产业领域。其实质与疫前“供给侧结构性改革”等深层次思路一脉相承。只不过这些举措被疫情所“遮盖”。随着抗疫等常态化，前期结构性政策的滞后效应正逐步显现。

特别地，房地产与逆周期调控之间已无必然联系。房地产需求端尚为双向调节，但供给管控已趋长期单边约束。基建逆周期特征也打折扣，在经济下行期还呈现“跨周期”。结构性约束短期难言松绑，房地产下滑可能明显，基建发力但不强烈，政策对冲幅度有限。

三、能否还原的经济？

前期关注价格，后期关注增长。本轮大宗涨价并未伴随国内总需求扩张，属于典型的供给冲击。鉴于此，经济趋缓将更明显。“逆周期”叠加“跨周期”调节，市场风险偏好的修复或待到四季度社融趋稳之时，整体经济与利率的阶段性筑底回升可能要到明年二季度。

风过留声，雁过留痕。人类发展是与疾病等危机斗争的历史。即便遭遇强烈冲击，随着时间推移经济仍能回归正轨。不过与疫前相比，经济可能在相对更低的增速水平实现均衡。更高的生产效率、更多的产业回流、

更大的债务压力，无论悲喜，或皆为疫后留痕。

本文源自伍戈在长江证券秋季投资策略峰会上的演讲。

(本文作者介绍：长江证券首席经济学家、总裁助理)

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34703

