



2022：黑天鹅与灰犀牛



2022 年还会有黑天鹅或者灰犀牛么？距离新冠全球暴发开始的 2019 年才两年时间，疫情还没有完全过去，大家可能都没有做好应对新一轮冲击的准备。面对新冠这样十分特殊的冲击，中国财政和货币政策在应对上和过去的做法相同，发达国家则多采取了完全不同的应对危机的财政救济，这些效果以及长期影响有待评估。

从中国来讲，已经看到企业信用扩张过度依赖政府的积极财政政策，并且行业单一集中，经济周期变成财政政策脉冲周期，而与以往不同的是，我们一直依赖的信用扩张途径房地产产业链目前处于周期大拐点。

从发达国家来看，本轮财政更有针对性地补贴消费者，同时全球加快了碳减排的进度，从而面临新一轮的能源结构转型，在短短两年经济恢复迅速，并且很快推高了通胀。这种经济恢复的轨迹和以往有明显不同，因此我们仍然需要对经济中可能的风险保持警惕。我们把那些预期之外，发生后又不得不去应对的风险归为黑天鹅；而那些已经看到，但往往被人们选择视而不见直到只能承担后果的风险归为灰犀牛。

2022 年可能出现的黑天鹅主要是美国的紧缩周期、地缘政治和经济危机：

美国紧缩周期已经开启，这个过程中可能出现的黑天鹅有两种情形：第一种是通胀预期突然混乱，这个主要是讲美联储对通胀的容忍度与市场发生重大偏离，2021 年 9 月（9 月 22 日 FOMC）美股调整就是这样的情况，当时中国 PPI 超预期，并且创新高，美国通胀与中国出口价格有很高

相关性，但是美联储一直对通胀是比较保守的态度，在当月联储会议之前市场已经对通胀表现得非常担心，美股持续调整，但是当鲍威尔 22 号会议上表现出十分鹰派的态度后，美债短段收益率上行，但权益市场却稳定下来。

第二种情况是加息突然提速，这种情况是联储事前没有很好铺垫，突然宣布加速 Taper，或者加息时间与次数大幅超预期，这种情况不是没有可能，虽然近期鲍威尔指出通胀有一些长期性的因素开始突显，已经开始向市场传递有可能加快缩减购债的口风，但实际上只是很好地利用了新冠新变种 Omicron 的窗口，否则市场还是会担心联储引导市场预期节点对市场可能引起的冲击。

紧缩周期背后的主导因素是通胀。所以紧缩背后还藏着的黑天鹅是通胀，当然两者略有不同。紧缩周期的风险主要体现在政策层的预判与政策应对的失误。通胀方面存在的黑天鹅事件主要有：

全球供应链风险。这和疫情相关，这次鲍威尔引导市场预期时，提出的理由有两个：一个是 he 所说的长期因素，即碳中和引起能源结构调整，新旧能源体系切换时，新能源成本上升，旧能源可能投资不足，带来能源成本上升；另一个是供应链风险，新一轮疫情可能让全球供应链问题无法完全消除，这样短期成本冲击也会持续存在。供应链冲击中来自中国的冲击可能更大，中国的碳中和与西方国家路径不同，实际上西方国家在环保方面的民众意识、产业与能源结构的调整已经有很长的历史，反而是

政策层面行动迟缓，但由于碳排放是一个有很强国家外溢性的外部性事件，如果没有发展中国家的参与，要实现 1.5 摄氏度目标，单靠发达国家几乎是无法完成的，这也是为何 2021 年 11 月格拉斯哥联合国气候大会上，中国和印度的立场更接近的原因。中国在 2020 年 9 月首次提出中国的 30-60 承诺后，碳减排才开始从上至下压降，2021 年中国一次能源占比 70%左右的煤炭价格全年最高峰上涨了近 3 倍，中国能源结构调整会通过对外贸易输出通胀，对中国自身也可能面临更大的产业链替代风险。

需求不达预期。2021 年的通胀和全球复苏不无关系，甚至是主要因素，中国的需求虽然大家认为比较疲弱，但是同比增长是显著的，需求对通胀的作用是看需求与产能的关系，只能说需求疲弱，而产能增长也放缓，所以通胀仍然是上行的。2022 年需求过快回落是一个风险，虽然从通胀的角度，需求依然坚挺也是风险，它可能引起政策过激反应，从而打乱一个经济周期，打击需求迅速回落。

地缘政治总是以最出其不意的方式冲击现实经济。地缘政治的风险是非常标准的黑天鹅，虽然大家很关注，会去刻意捕捉这方面的各方面信息，看到很多前所未有的针锋相对，和各国元首常常峰回路转的保持礼仪上的沟通；也可以看到各国不同级别的专家分析判断，但现实中的战争就是长期的铺垫和突然的触发，而并不是沿着既定路线逐步成型。

不过政治风险的主动权可能主要在中国，西方国家的在中国台湾问题上越来越形成共识，即便不是台湾问题，西方在拜登政府上台后形成合力

的态势比较明确，这对于中国政策围绕自身发展为主线的定力构成挑战。

与此同时，欧洲的地缘政治也并不稳定，东西板块上的进退之势很大程度上有联动关系，如果任何一个前线接触点出现爆发冲突的风险，都不能保证是一个局部的小规模冲突。

新的经济危机并不遥远。它不一定是像这次疫情引起的危机，或者像 2008 年全球金融危机引发的危机，有可能就是因为迟迟无法退出危机救助，各国的债务负担问题暴露，各国出台新的政策乏力导致。它与这次危机救助后各国经济恢复的稳健性相关，按照过去美国经济的周期，8-9 年一个长周期，中间会经历两次波动，这样分是因为从中国入世到 2008 年全球经济危机后，美国的周期性不可避免受到中国经济周期的影响，但是按上面这个时长还是可以看出大致规律。这样 2021 年是一个周期的新起点，这个繁荣的向上周期还能持续到 2022 年底。如果需求提前趋弱，说明这次经济复苏并不稳健，在美联储因为通胀快速退出的情况下，有可能引发新的经济危机。

2022 年的灰犀牛主要是两个：债务和人口。米歇尔·渥克在他的《灰犀牛：如何应对大概率危机》中用“灰犀牛”来比喻大概率且影响巨大的潜在危机。在现实经济中，灰犀牛往往是人们借以转移短期经济压力的政策后果，他们在没有显现出破坏性之前，往往被极大的低估。

黑天鹅和灰犀牛的差别是如何应对的问题，黑天鹅既然事发突然，人们都是被动去应对的，这可能也是人们一直对黑天鹅十分警觉的原因。而

面对灰犀牛，人们在应对上是缺乏行动力的，因为它不够紧迫，甚至因为它不紧迫，起初可能还被用来转移风险。最近我发表在《比较》的文章《债务积压下的财政与货币政策》，讲了债务问题。实际上我们都知道债务是个问题，如果不是问题，就不会有庞氏骗局。如果回顾各个国家面对债务问题态度的历史，也可以看出债务不断上升也就是进入到 21 世纪以后的事，在这之前包括美国、欧盟，以及日本，都有很严格的财政平衡和整固的概念。与人们面对债务问题的态度发生转变一起出现的新的财政和货币理论就是 MMT，现代货币理论，严格上讲它不是一个单纯的货币理论，它是为了适应新的财政理论应运而生货币政策理论。

MMT 是一个典型的灰犀牛理论，首先它确实为财政货币化提供了很好的辩护，其次虽然现在全球的杠杆率是历史新高，但是它只能说明过去的财政理论发生了重大转变，并不能说突破了过去设定的一些杆杠的边界就没有边界了，只是目前还没有触及。这个理论的后果可能要在更远的未来去检验，通过两个途径：1) 有了宽松货币政策的配合，杠杆率的边界可能提升了。从财政和货币的关系看，就是货币的利率中枢可能永久下移，在政府偿债能力不变的情况下，可以承担的名义债务增加了，就是说债务和财政收支在更高的债务水平上达到了平衡。这可能给政策制定者一个错觉，越来越依赖增加债务水平而不是结构调整去解决经济发展中的问题；2) 这个政策对长期经济发展的影响也有待评估，比如货币越宽松，资产总量越大，越能沉淀更多的流动性，那么要想引导货币进入实体领域，可能需要更多的流动性，实体经济投资不足，劳动生产率没有提升，越不能吸引

新的投资。当然股价上涨不仅仅依靠流动性，也需要有基本面，但这就是一个比例问题。

对于中国而言，我们近几年信用扩张十分依赖地方政府信用，社会融资存量中政府债占比不断提升，这也很自然地地方信用能力提出更高要求，但我们都知道地方政府财政中政府性基金的收入主要来自卖地收入，这对一些没有核心产业的地方财政提供了很大的支持，但是自从 2020 年“三道红线”政策出台，开发商债务压力突显。之所以出台这项政策，就是抑制企业的杠杆率，房地产企业的杠杆率反映到银行资产负债表就是贷款占比。2020 年 12 月 31 日，央行和银保监会联合发布关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知，对不同资产规模、机构类型的大中小银行业金融机构，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限。实际上，这也反映了房地产行业的经营模式，就是依靠高杠杆，并以此支撑了地方财政。今年看到政府对房地产企业的政策定力很强，同时财政收入增速提高的情况下压缩了财政支出，体现出地方财政整固的想法。

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_36868

