



钟伟专栏 | 2019 年下半年的十个金融黑天鹅



长沙银行首席经济学家 钟伟

2015 年以来，中国经济增长有效下行，从高速增长转向高质量增长。中国金融领域也在发生剧变，金融机构、实体企业和居民挣钱都变得更不容易。过去四年也是一些领域泡沫迭起的时期，股市泡沫，互金泡沫、小贷泡沫此起彼伏。2019 年中国经济开局良好，在下半年会有哪些黑天鹅？

这些黑天鹅可能并不一定都会出现。对于中国经济来说，经济基本面仍然良好，比如，2019 年中国经济增速跌落到 6% 以下的概率不大，“六稳”政策将继续托底增长。另外，人民币汇率年内也不大可能破七。

黑天鹅之 1：特朗普效应仍然强而有效。

如果用强劲、不明朗和衰退这三个词汇中的一个来形容下半年的美国经济，可能许多人会选择不明朗。这已经和过去两年发生了明显转折。美国经济经历了 2011 年 8 月以来长达 8 年的持续景气。其中，特朗普当选美国总统之后，从 2016 年 10 月到 2018 年，美国经济出现了短周期的复苏，美元也相对强劲。这些变化也许可称为“特朗普效应”，其中广泛的减税政策可能扮演了重要的经济刺激药方。人们一直在好奇，“特朗普效应”能持续多久？

特朗普作为一个非建制派的、保守的政治领导人，其经济政策同样很有特点，是对关税政策的偏爱甚至滥用。使得全球治理碎片化，经济金融秩序面临更大不确定性。2019 年 1 季度美国经济开局良好，但大多数美国

经济学家担心经济衰退，毕竟企业资本支出和盈利增长乏力，股市等资产价格高企。特朗普三板斧之外，还有更高妙的经济政策吗？人们普遍预期“特朗普效应”的政策效力将退潮，不再那么神奇。

黑天鹅之 2：美联储未采取降息举措。

降息和衰退预期联系密切，到了 2019 年六七月份，人们对美联储降息几乎达成了一致预期，人们现在争论的只是在年内究竟会降息多少次、多大幅度。但在 2019 年初，当特朗普强烈建议美联储降息、并抱怨美元指数太强之时，人们更多地在忧虑总统对美联储货币政策独立性是否会有影响。而到如今，美联储降息似乎已是箭在弦上。

情况变得具有戏剧性，6 月中下旬，比特币和黄金等避险资产大涨，美国 10 年期国债收益率继 2016 年之后再度跌破 2%，这都让人们担忧，也许全球经济衰退的概率和幅度，比我们现在预期的还要严峻一些。一些人甚至担心所谓新旧产业动能的切换根本就未真正发生，或者说世界经济一直未曾真正走出次贷危机。如果这种判断合理的话，那么美联储在今年年内不降息，就比美联储格外鸽派还要让人惊讶。

黑天鹅之 3：美元指数大幅走弱。

“大哥是炼出来的”这句话，适合用来形容美元本位和美元霸权，一个人是痛恨还是信赖美元，就看金融或经济危机时期，人们是抛售还是拥抱美元。很不幸的是，布雷顿森林体系后饱受各种批评的美元，如果观察

东亚危机、次贷危机、欧债危机等屡次大危机之中美元的表现，人们容易观察到，危机降临时人们并非在抛弃美元，恰恰相反，而是在拥抱和依赖美元。美元如同遵守丛林规则的乌合之众的带头大哥，大哥是在血雨腥风之中炼出来的。

如果包括美国在内的全球经济面临衰退威胁，如果美国政府的安全、政治和经济政策变得更为保守化，那么随着黄金等避险资产变得受到欢迎，那么美元指数会否随着美联储降息明朗化而大幅走弱？可能性并不大，理由之一在于，越是衰退和避险，美元和美债就越被机构投资者视为“避风港”，这是屡次危机所反复证实的。理由之二在于，影响美元指数的其他货币，欧元、日元、英镑以及资源国货币，整体经济表现还不及美国，除日本经济可能略稳定之外，欧元区和英国等经济体的表现都更疲弱，这势必使得经济衰退中的美元指数呈骑虎难下之势，看起来，要赌美元指数大幅向下，比赌美股大幅向下的概率更小。美元本位暂时是难以动摇的。

黑天鹅之 4：中国经济增速能否企稳。

描述中国经济趋势，有稳中向好、不明朗和悲观向下三类。预期调控很重要，但公众对经济趋势的判断，是从就业、收入和物价等朴素因素直观得出的，因此用嘴炮强调向好也罢，用网络段子宣泄灰黑色情绪也罢，对预期调控的意义并不大。对增长预期的判断，探索总是伴随着迷茫。即使 1 季度中国经济增长亮丽，人们对增长的忧虑不减。

真实和高质量的经济增长，是社会凝聚力和政府公信力的重要根基，

切实做大蛋糕，分好蛋糕，发展才是硬道理。2010 年以来，中国经济增速已持续下行了 10 年，一些学者在担心中国是否落入中等收入陷阱。就今明两年而言，是百年中国梦第一个百年目标，即三大攻坚战的关键决胜期，也是中美关系的转折点，因此各种逆周期政策工具箱校准较为充分。尽管年内基建、房地产和工业投资都相对平淡，外贸局势不明朗，居民消费也因挣钱越来越难而并不旺盛，但 2019 年中国经济增速就跌落到 6% 以下的概率仍不大，“六稳”政策将继续托底增长。

黑天鹅之 5：利率水平整体有所上行。

物价涨了，利率能不能更低？这是有可能的。下半年金融体系利息继续有所下行是大趋势。今年以来，因猪肉苹果原油之类的产品，物价有短暂回升，也因 1 季度地方债发行前置和超预期的经济数据，使得央行在 3 月下旬之后，收敛了货币政策宽松力度，在包商银行事件之后，货币市场利率波动性加大，利率在分化中整体向下的趋势开始明朗化。

为什么我们将下半年市场利率有所上行视为黑天鹅？一是外部不利，美联储降息的方向相对明确，不明确的只是时点和幅度。二是增长乏力，今年经济增长仍依赖于财政货币的逆周期宽松。三是通胀无忧，全球主要经济体之中，似乎只有中国不公布核心通胀，利率调整不应考虑食品果蔬之类，原油和成品油价格也已转头向下。四是金融供给侧结构性改革进入深水区，中小银行和农信社面临市场挤出压力。去年 12 月份，CPI 和 PPI 双双向下，且 PPI 下穿 CPI 形成交点，至今 PPI 徘徊在通缩附近。历史经

验证明，中国一旦出现此类物价搭配，则经济增长将面临数年的持续下行压力。

黑天鹅之 6：人民币兑美元汇率“破七”。

6.999 和 7.001 究竟有何不同？“保七”派认为有显著不同，整数关口如军事要塞，有重要的心理、预期和实证意义。“弃七”派认为并无甚意义，最多只是一种执念，维持汇率弹性比硬保整数更理性。现实和阵容都暗示，似乎年内人民币兑美元的名义汇率“破七”是只黑天鹅。

“保七派”给出了更多调控实证。一是 2015 年 8·11 汇改之后 1 个月，资本外流即超过 2000 亿美元，随后 5 个季度，外汇储备减少逾 1 万亿，政策成本沉重。二是破不破整数关口，是预期管理的关键，预期失控更容易引致非理性换汇、股汇共振等复杂局面。三是稳汇率工具箱弹药充足，央行有能力有信心维持汇率在合理均衡水平的基本稳定。“弃七”派给出了更多市场化和制度建设的理性洞见，从长远来看无疑是正确的。年内中国社会经济局势的内外部冲击此起彼伏，“六稳”政策和逆周期调控始终待命，此时多一个汇率“破七”的变数是否会令复杂局面更复杂？由是观之，年内“破七”概率不大。

黑天鹅之 7：上证 50 指数明显下行。

中国 A 股在过去四年让投资者和从业者黯然神伤，2015 年和 2018 年两年蒸发的市值均超过了 10 万亿，中小股民损失沉重。2019 年看起来

A 股整体稳定，结构亮点不少，明显下行的可能性不大。

尽管现在看 A 股，离 6100 和 5000 点的两个历史峰值有很大差距，但这并不意味着 A 股有巨大涨幅。日本股市离其历史峰值过去了超过 1/4 世纪。一系列因素制约着 A 股，例如增长放缓上市公司盈利低迷，1 - 5 月份规上企业利润为负增长 2.7%，例如一些活跃板块，白酒猪肉等大消费、保险券商等非银金融，估值并不便宜了。但也还有一些因素支撑 A 股，例如以银行股为例，0.85 的市净率和 13% 的股本收益率使其颇为便宜，例如 A 股及债市纷纷入选明晟、富时及巴克莱指数，例如背上资金趋势性的持续流入等，都使得 A 股加速融入国际市场，有一定估值优势。在逆周期调控政策下，稳股市也是稳金融的应有之意，再度明显下行的可能性不大。

黑天鹅之 8：中国楼市再度升温。

“房价永远上涨”几乎是一种信条，但已今非昔比。中国楼市经历了急风暴雨般的 20 年高成长，似乎到了历史拐点，至少在我看来，未来三五年，中国楼市不再是值得优先配置的资产，甚至应当减配低配或回避配置，一个楼市经济的时代已行将终结，年内楼市再度升温的可能性微乎其微。

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_31909

