李宗光：下半年，黑天鹅可能来自哪？

文/新浪财经意见领袖专栏作家 李宗光

在年初的年度十大配置观点中，第②个观点股市方向方面提到，下半年多关注多风险，其中提到了一系列的“潜在”风险点（即黑天鹅），包括：

1）拐弯力度过大，地产紧缩力度过大，导致信用“暴雷；

2）资管新规到期，流动性紧缩”

3）内需乏力，经济超预期放缓；

4）肉价暴跌，通货紧缩加剧；

5）抱团股深度回调，带翻大盘；

6）中美关系再度恶化等。

半年已过，一些担忧得到缓解。比如 1）拐弯力度过大，3）经济超预期放缓，4）通缩加剧；和 5），抱团股带翻大盘。实际上，除了 1）拐弯力度小于预期外，假设情景未出现外，3）4）5）的假设情景都已出现，但结果还算温和，比如内需确实乏力，但外需超预期强劲，导致经济并未放缓；比如肉价跌的比预期的更多，CPI 通缩形势更恶化，但市场的注意力在大宗涨价带来的 PPI 通胀上；再比如，抱团股确实出现了深度调整，但在周期、新能源和科技支持下，大盘整体保持平稳。

但在房地产信用暴雷风险若隐若现，这个我们年初有所预期。此外，过去半年也出现了一些新情况，要求我们对下半年可能的“黑天鹅”做一

https://www.yunbaogao.cn

下更新。在此之前，我们特别强调两点：

1）黑天鹅是小概率事件，几乎无法预测，尤其是时点、节奏和力度。如上面的 3）4）5），即便前提条件出现了，但预期结果并未出现，这两者并不存在严格的“充分-必要”条件和线性关系，中间夹杂着情绪。

2）以大概率思维应对小概率事件，应对比预测重要。尽管黑天鹅是小概率事件，但其一旦出现，破坏性巨大。于投资而言，属于概率很小但赔率很高，很可能成为中短期的胜负手。因此，应积极重视，制定应对方案；于政策制定者而言，一旦对可能的黑天鹅予以警惕，就会防患于未然，大幅降低黑天鹅出现的概率。某种意义上讲，黑天鹅总是出自预期之外。这也是我们冒着“乌鸦嘴”的风险，对此进行提示的意义所在。

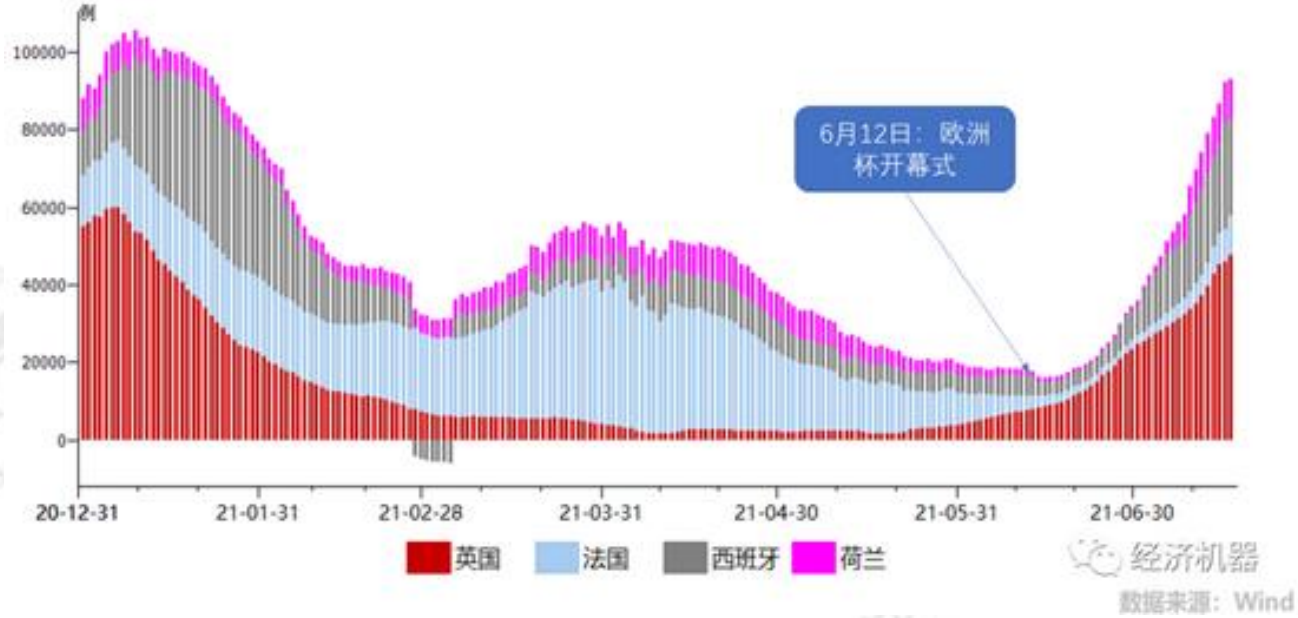
01

疫苗信仰证伪，海外疫情再次恶化

过去半年，海外疫情出现反复，印度等局部“沦陷”此起彼伏。但市场情绪整体平稳，一个隐含的假设是，随着疫苗接种持续推进，疫情最终会得到控制。但近期，受 Delta 病毒及美/欧洲杯的影响，一些疫苗接种率高的发达国家，新增感染人数再次猛烈反弹。下图 1 显示，欧洲杯开幕后，几个足球强国感染人数飙升，而这几个国家的接种率大都超过了 100%，接近群体免疫标准（120%）。

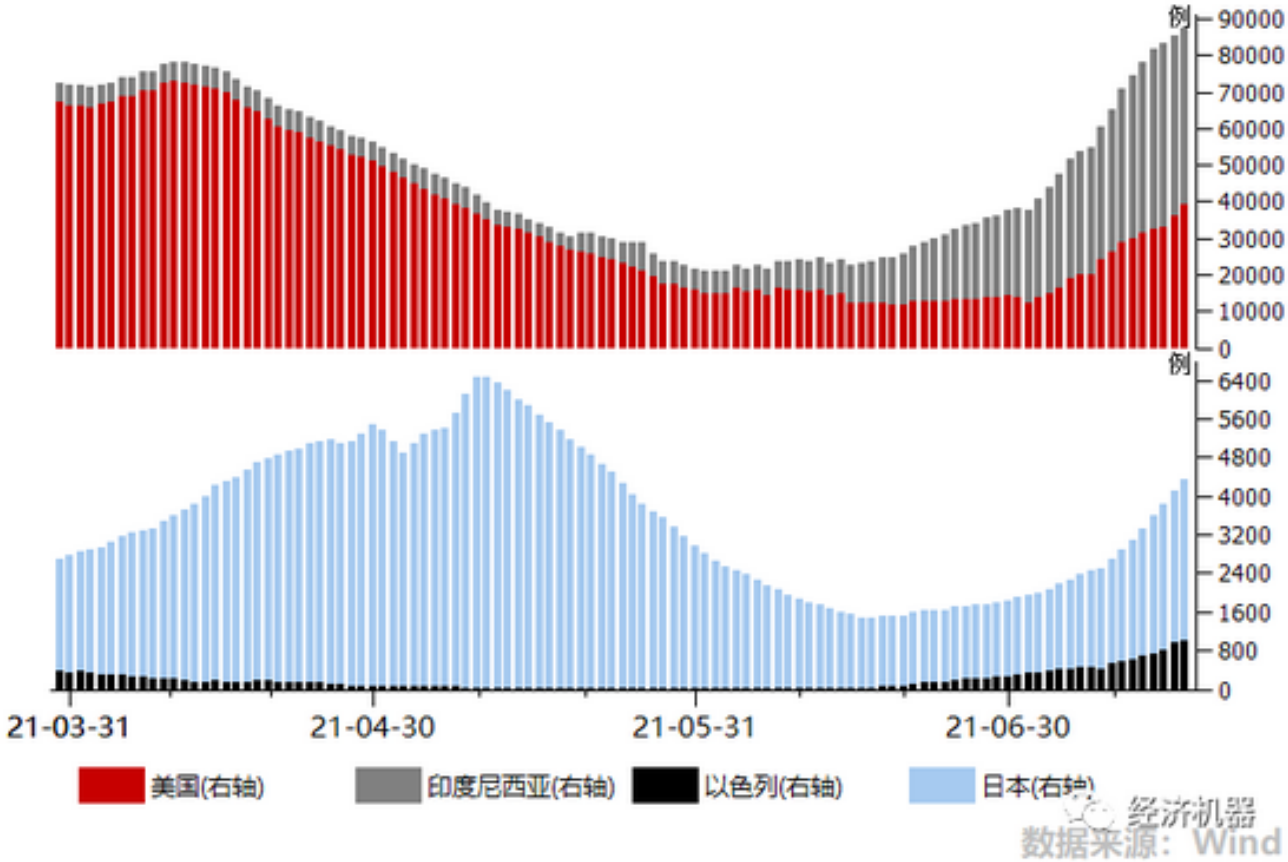
图 1、欧洲杯赛：病毒狂欢日

https://www.yunbaogao.cn



近期，美国，以色列等传统上认为疫苗接种效果最好的国家，疫情也出现再次反弹。人口大国印度尼西亚近期感染人数出现飙升。日本疫情也出现抬升迹象。东京奥运会本周开幕，糟糕的防控水平下，很有可能成为另一个“病毒狂欢节”。此外，种种迹象表明，海外疫情再次恶化的概率在提升。“疫苗信仰”是当前支撑经济和市场预期的一个核心逻辑，这一信仰一旦被打破，或将对风险资产价格造成一波冲击。

图 2、美、日、以、印尼感染人数上升



02

信用环境恶化，地产头部企业倒下

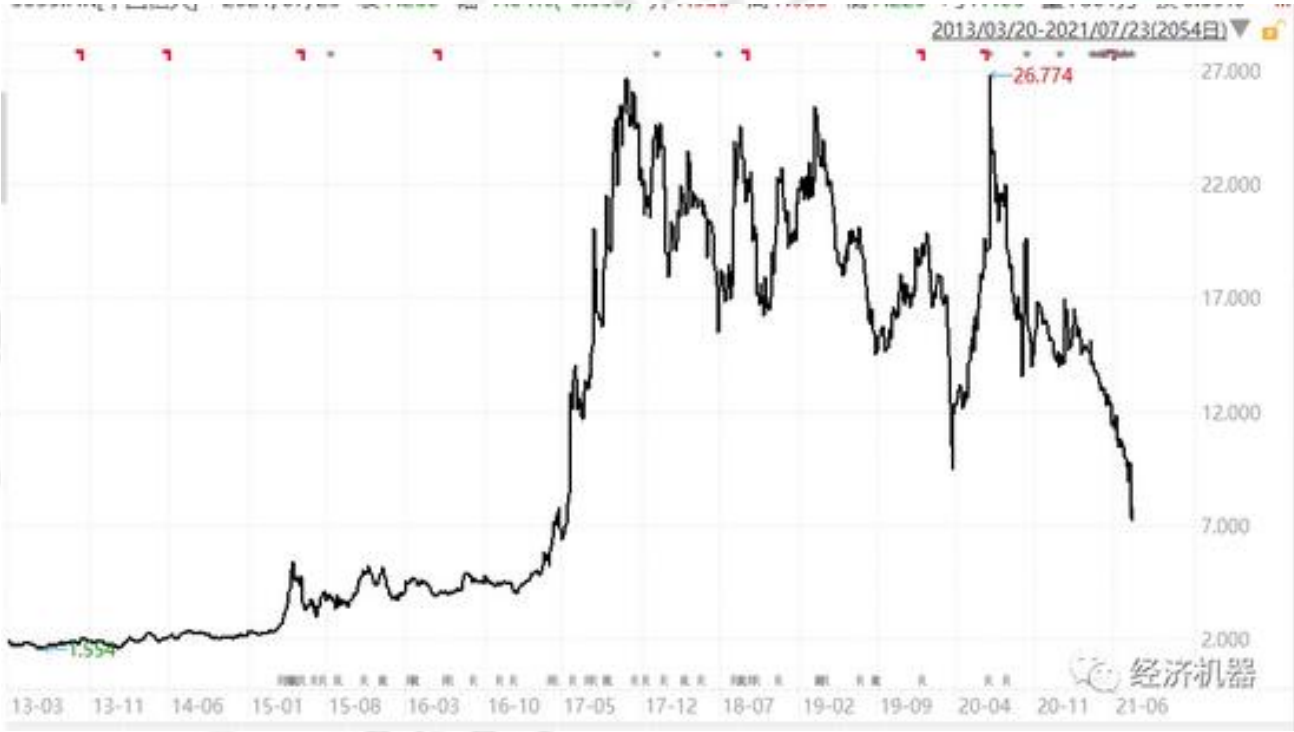
去年以来，房地产企业融资环境持续收紧，包括“三条红线”，包括银行的房地产业务集中度管理等，这个我们在年初的经济展望中重点提示过。

年初以来，相继有 xx 幸福、xx 发展陷入融资困难和信用违约的境地。而近期，中国 HD 融资环境急剧恶化，股价已经跌去了 50%。加上去年的泰禾，这些大部分都是全国销售排名前 30 的房地产巨头。除此此外，近期还有几家巨头传出来融资困难，随时可能暴雷。在信用市场风声鹤唳的情

况下，一旦某一家大型房企彻底倒下，整个房地产行业将面临“冻结”，或将引发系统性冲击。房地产一端连着实体经济，一端连着银行等金融体系，如果出现行业性危机，其冲击力度至少不低于 2018 年。因此，无论是决策层，还是投资者，均应该高度警惕，避免情绪传染，形成系统性风险。

过去几年经验表明，去杠杆方向肯定没问题，过程中应该特别注意方法、力度、节奏，以及政策间协调。2018 年资管新规颁布期间，各种去杠杆措施叠加，中断了经济复苏的良好势头，导致债市速冻、股市暴跌，股权质押暴雷。其结果是，民营企业人心浮动，社会信心不足，最后逼迫大领导出面安抚。房地产去杠杆无疑也是正确的，但力度和节奏也很重要。如果出现大型房企排队“违约”，就不仅是某个企业自身的问题了。建议有关方面重视这一风险，控制力度和节奏，严防恐慌情绪蔓延，避免 2018 年情景再现。

图 2、某房地产巨头因信用条件恶化而股价暴跌



03

大宗商品再次“暴涨”

年初以来，大宗商品价格出现一波暴涨，背后成因我们在此前文章《昙花一现 or 超级周期，如何看待“周期暴动”？》做了详细梳理。大宗商品暴涨已经影响了国民经济正常运行，引起了全社会的高度关注。政府连开两次“国常会”研究对策，央行降准，物资局投放储备物资等，而期货交

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_32775