

当全球经济遭遇“黑天鹅”

对于刚刚过去的 2016 年，有人戏言不但是“黑天鹅”频现，而且一只比一只肥。足可见，全球经济走向未明，市场走势充满了不确定性的风险。

2017 年会更好吗？经济会迎来久违的复苏吗？各国的货币政策和财政政策又会如何出招？中国经济的前景如何？本期圆桌论坛聚焦全球经济展望与资产配置，四位嘉宾对此提出了各自的看法。

■本报记者 唐玮婕

用市场之手激活经济潜力

我们都在期待，过去支撑住经济增长的这只手慢慢缩回去，必须让市场之手出来支撑住它。只有当来自市场的力量出现后，我们才能大胆地判断：市场的底部已经形成了。

记者：从近期的数据看，美国经济是否已经重回增长通道？特朗普上台后会带来哪些不确定性？

孔爱国：美国经历了 2008 年金融危机之后，从 2013 年开始经济逐步实现复苏，2016 年生长的速度不断往上涨，尤其是第三季度和第四季度经济增速要远高于第一季度和第二季度。所以，2016 年年底的加息其实就“靴子落地”。总体而言，美国经济表现出了一种自我修复能力，政府不能完全左右经济政策，各方呈现互相制衡的状态，这种构架决定了经济政策的中性化。

特朗普之前就公开表示，他上任 100 天执政计划中，包括退出跨太平洋战略经济伙伴关系协议（TPP）。但退出 TPP，是代表美国开放的倒退，还是回到 WTO 框架下去重整，其实这都很难讲。在我看来，更有可能是重回 WTO，因为他更看中商品贸易，而商品贸易是以 WTO 为基础，服务贸易则以 TPP 为基础。

全球化在经济里面表现为三个形态，第一商品流动，第二资本流动，第三劳动力流动。从目前的情况看，反劳动力流动的情绪确实比较高涨。特朗普上台后有可能会对这方面的流动加以制约，但前面两个不一定。因为如果连商品和资本的流动也制约，那么，对美国的伤害实在太太。美国正是从全球资本流动和贸易流动中，获得了巨大的利益，怎么可能把这扇大门关上？虽然有些贸易看起来是逆差，但这对美国并无坏处，因为全球最廉价的商品和生产资料都卖到了美国。

另外，我还要指出的是，美国讲“制造业回流”，绝对不是简单的回流，而是上一个层次的回流。那些耗费资源、产生污染的制造业肯定不在回流的列表中，一定是让智能化、高科技制造业回流。

记者：相比较而言，欧洲的危机似乎更严重？

孔爱国：欧元有它的好处，大家终于可以团结在一起来抗衡全球经济波动；但也有坏处，毕竟欧洲那么多国家的经济发展差异很大，这就决定了欧元本身的不稳定性。如果各个国家的有它的一致性比较好，其实欧元还是有它的生命力的。可惜不巧的是，2008 年的国际金融危机也把欧盟的经济增速拉了下来。对于传统强调社会福利的经济体而言，经济衰退带来了巨大的冲击，随之而来的就是欧元走弱。简而言之，欧元的颓势，既与美国和欧盟经济之间有关联，也是整个欧洲经济体运作机理所致。欧洲未来要解决这个问题，必须要重新审视它过去的经济和社会政策。

记者：对于中国经济未来的增长态势，您如何判断？

孔爱国：纵观这几年中国 GDP 的增长，从 2008 年的下调，到 2009 年迅速复苏，再到 2010 年之后的逐步放缓，整个过程中以国企为主的投资表现出一定的低效率，也就是我们今天看到的产能过剩、高杠杆、高库存。显然，以往的经济增长模式已经不能够再延续了。我们在期待，过去支撑住经济增长的这只手慢慢缩回去，必须找到新的一只手出来支撑住它。新的手是什么手？

是市场之手。只有当来自市场的力量出现后，我们才能大胆地判断：市场的底部已经形成了。

记者：提倡“大众创业，万众创新”，不就是要寻找这只手吗？

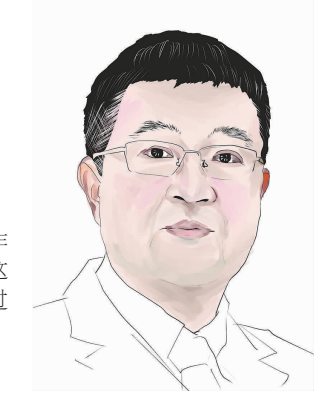
孔爱国：是的，要真正落实“大众创业、万众创新”就要让更多的中国聪明人，用智慧去填补市场不足，其实也就是激发中国企业的潜力。

现在问题来了，怎样才能让聪明人去创业？创业环境的营造显得特别重要。首先，有发达的金融市场去支持创业。如果没有金融活水的灌溉，创业幼苗怎么能茁壮成长？因此，让更为市场化、更为开放的金融迅速成长，给予创业者基本的动力和保障，这是关键。第二，我们讲产品市场统一，必须把广义的交易成本降下来，打破包括交通运输费用高等自然壁垒。第三，税收要合理，让创业人合理地保持自己创造的财富。第四，知识产权要得到充分保护。我创新、创业，整个社会要保护我，否则没有人去做新的创业创新，大家只会去模仿。

记者：在目前的宏观经济形势下，资产配置如何防控风险？

孔爱国：现在投资人真正聪明的话，应该配置在改变社会的高科技产业领域，这是未来的趋势。当然，因为未来的高科技也是充满了风险性和不确定性，所以在资产配置方面要强调分散性。如果没有分散性、多元化，将来可能比不投资亏得更惨。

配置多元化的资产，坦率来讲确实是应该的，但更需要专业的人、市场化的机构来帮我们解决这些问题。比如，投资私募股权基金等风险比较高的资产，现在面临的情况是国内的这些投资机构到底专业不专业，到底能不能帮投资人去把风险规避掉，到底能不能追求未来真正的成长性？我认为，这个市场也需要更加放开。



孔爱国
复旦大学管理学院财务金融系教授

内需增长将成全球引擎

我们不必夸大这些“黑天鹅事件”的破坏性，特别是不必夸大对中国的破坏性，有些改变甚至会给中国新的机会。

记者：随着加息靴子的落地，您对美元未来一段时间的走势怎么看？美国经济复苏前景是否乐观？

王小卒：特朗普政府的减税和加大基建投资的主张都会提高市场预期，对美国经济短期有刺激作用，特别是提升对美元的估值。基于就业率稳定，美联储进入加息周期，加上国际因素，如欧元区和新兴市场增长乏力，欧元区稳定性存在问题，特别是世界经济增长最重要的引擎中国经济增长放缓，美元短期应当会继续走强。

记者：业内基本都是看多美元，看空欧元，认为欧元区属于积重难返，您是否也是持这个观点？全球复苏步调不一致会带来哪些问题？

王小卒：我基本同意这种观点。除了欧盟政治体制难以协调等问题，欧元区的人口老龄化也使其经济增长前景不如美国乐观。而且，欧盟各国国内政治的纷争也加剧了欧元区经济的不确定性。和我们通常看到的经济周期波动不同，这种困难不是短期的。全球复苏的不协调意味着全球经济增长会继续依赖中国经济增长的贡献，而中国内需的增长则会是全球经济最重要的引擎。

记者：层出不穷的“黑天鹅”事件会否给全球经济的复苏进程带来负面影响？

王小卒：在 WTO 框架下的全球贸易秩序面临挑战，这对全球经济增长是不幸的。反对自由贸易的孤立主义正在欧美抬头。这主要反映了欧美的政治制度未能将自由贸易的好处在不同人群作出合理的安排：好处集中在某些人群，坏处集中在另一些人群。自由贸易和保护主义的纷争会继续在欧美政治中扮演重要角色，在这个过程中会不断出现一些大大小小的“黑天鹅”。但我们不必夸大这些事件的破坏性，特别是不必夸大对中国的破坏性，有些改变甚至会给中国新的机会，在全球贸易方面，中国可以继续推进“一带一路”倡议，中国会处在越来越重要的主导地位。

记者：中国经济最近几个月也报出了复苏的数据，对于宏观经济形势有何判断？L 底会怎么走？

王小卒：从大中型企业数据看，中国经济已经好于一年前，但经济转型的任务还很重。资本、就业要从落后低效的公司转移到成长高效的公司是一个渐进的过程，这需要发挥市场的引导作用。基于中国经济的发展基础和发展潜力，完成这样的转型应该只是时间问题。L 型中的一横有多长并不重要，重要的是踏踏实实走，允许市场实现“创造性的毁灭”，让这一横为下一步发展奠定良好的基础。操之过急、人为缩短一横只怕会削弱中国经济长期

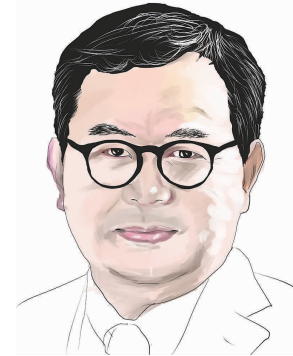
的增长。当然，这 L 型中的一横是较高速度增长的一横，那种要恢复 8% 至 10% GDP 增长的想法是不现实的。

记者：中国经济还有一个很大的问题，是资产价格，尤其是房地产价格涨幅过大。有何解决之道？

王小卒：房地产价格过高，对其它实体经济发展已形成挤压，有香港模式的特征。原因是多方面，一方面中型城市的实际居住需求在增长，加上投资需求，房价出现较大涨幅，这进一步刺激了投机需求和羊群效应，另一方面，过于宽松或不规范的购房和房地产开发贷款，则火上浇油。目前的房贷紧缩是有效的，但要从根本上制止这种趋势，恐怕需要增加中心城市的土地供应。香港上世纪 90 年代的经验表明，提高土地供应对房价有巨大的“杀伤力”。同时，应当对房地产业以外的实体经济部门减税费，通过提高这些部门的投资回报来开拓新的投资渠道。

记者：在目前的宏观背景下，如果列出股票、大宗商品、外币资产、股权投资、债券、房产这些资产，您在配置时会如何排序，原因是什么？

王小卒：在房地产大幅升值背景下，多数人的资产都过度集中在房地产，因而有多元化投资的需求，包括持有美元资产。中国经济长期依然向好，股票应当成为必要的配置。随着美国进入加息周期，债券会面临压力。大宗商品对多数个人投资者来说，不是一个稳妥的选择。



王小卒
复旦大学管理学院财务金融系教授

美联储继续加息不可避免

视角转回中国经济，过去一段时间中，坏的企业被淘汰，好的企业变得更强大，这是中国经济很大的亮点。

记者：从美股近期的走势来看，似乎市场对于 2017 年持乐观态度？

许思涛：在去年 11 月 8 日晚上预测特朗普基本上要赢的时候，美国市场当即大跌，但很快就掉头上涨，到现在应该是已经涨了 15% 左右。市场的反应为什么会这样？我归结了几点，一就是减税，特朗普说得 very 明确，会给中产阶级减税，给做小生意的中小企业减税；第二，特朗普还说将实施比较宽松的财政政策，加大在码头港口等方面的建设投入，这让银行、能源公司乃至制造业都很高兴。

市场已经做出了积极的反应，但特朗普的话能不能实现，能实现多少都得打上问号。比如，他说财政要多花钱，税收还要减少，那财政必然会出现一个缺口。在特朗普获胜之前，十年期的美国国债利率不到 2%，最近到了 2.5% 左右的水平，估计还会继续涨。而且无论是减税，还是财政花钱的规模都不会像他说的那么多，所以很多负面因素在市场上还没有体现出来。

记者：您对欧元区未来的经济形势有何判断？

许思涛：欧洲在 2017 年是有一些不确定因素，甚至面临地缘政治的风险。以英国“脱欧”为例，由于英国已经是一个完全开放的经济体，手中没有任何筹码可以拿来和欧盟谈判，从现在的情况来看“软脱欧”不可能，只能“硬脱欧”。所谓“硬脱欧”是由英文一词 Hard Brexit 翻译过来，指英国将彻底脱离欧盟单一市场及关税同盟；“软脱欧”，即英国通过在移民等问题上的让步，换取英国留在欧盟单一市场。目前，还有很多“硬脱欧”的风险没有体现出来。

记者：在这种不确定性风险增大的情况下，各国政策会出现哪些变化？美联储会继续加息吗？

许思涛：根据我的判断，首先，现在在美国金融市场对特朗普上台的正面反应很多，负面反应比较少。第二，2017 年美国的经济增长速度不可能到 4%，从中长期的增长潜力来看，光靠投资拉动肯定是不可持续的。目前来说，有几个亮点值得关注。首先，消费的增长始终非常强劲。其次，过去几个月我们的 PMI 已经由负转正，从微观上理解，很多企业过去都是不赚钱的，东西越卖越便宜，但是过去一段时间中，坏的企业被淘汰，好的企业变得更强大，这是中国经济很大的亮点。

展望 2017 年的货币政策，中国不太可能加息，减少存款准备金其实也没有太大的意义。从财政政策来看，显然是应该减税的，但是要落地确实并不容易。金融改革方面，我认为，深港通是一个突破，因为从中长期来看，深圳、上海、香港这三个股市加起来基本上相当于一个比纳斯达克要大，比纽交所要小的世界第二大资本市场，这是很了不起的一件事情。另外，金融改革还有一点要关注，就是债转股，一定要避免实施中的道德风险。



许思涛
德勤中国首席经济学家、合伙人

财政政策重回舞台中央

2017 年最大的“黑天鹅”之一就是特朗普上台后可能会带来的所谓“百日新政”，这对全球的经济都会产生影响，可以说是充满了变数。

记者：刚刚过去的 2016 年里，包括特朗普当选、英国脱欧这些出乎市场预料的事件不断发生，这些“黑天鹅”的余震是否会在今年继续？

胡一帆：2016 年全球金融领域有两只“黑天鹅”——英国脱欧和特朗普当选总统，但更出乎预料的是，“黑天鹅”接连而来，市场却并没有下跌——英国脱欧，市场跌了两周就迅速反弹；特朗普当选，市场跌了一天就开始反弹，大家说连抄底的机会都没有。这就造成非常有意思的情况，之前如果说是猜不对结局，而今年就算是结局猜对了，可能在操作上也还是反向的。

2017 年怎么看呢？我们说 2017 年最大的“黑天鹅”之一就是特朗普上台后可能会带来的所谓“百日新政”，这对全球的经济都会产生影响，可以说是充满了变数。首先，特朗普现在承诺会减少税收，减少政府的干预，增加基础设施的投资，市场已经应声而涨，这些政策到底什么时候开始，会实施到什么规模程度都很难说。如果实际行动不及现在的承诺，市场恐怕就会发生动荡。第二，美联储 2016 年年底宣布加息，由于正值圣诞节，市场仿佛已经进入了过年的气氛，所以看上去影响不大，但到了今年会不会延迟反应，我们觉得也要拭目以待。此外，欧盟核心国，包括法国和德国等，今年的大选也牵动市场神经。

记者：听上去 2017 年确实是充满不确定性的一年，全球的经济形势会出现哪些新变化？

胡一帆：除了不确定的风险之外，今年全球经济也有一些利好因素。

第一，全球的增长回来了。2016 年全球经济增速预测为 3.1%，2017 年有望达到 3.5%。其中美国的经济增速预计会从 1.5% 上升到 2.4%；巴西、俄罗斯等尽管 2016 年还是负的增长，今年都会大幅反弹到正增长。

做出相对乐观的判断基于以下几个原因，首先大宗商品的价格已经保持在相对高位，而且走势比较温和。大宗商品是“双刃剑”，价格太低的话会影响到很多大宗商品出口国，最典型就是俄罗斯、巴西，但是太高又影响全球消费。因此，现在的价位有利于全球增长。

其次，美国金融危机之后，欧洲很快爆发了主权债务危机，这几年来大家几乎是“谈债色变”，人人都觉得要控制全球债务的规模。但自 2016 年下半年开始，很多国家都发现货币政策已经几乎失效了，财政政策开始重回舞台中央。眼下，除了美国已经提出要在 10 年内投 1 万亿美元财政资金到基础设施建设之外，英国、德国等也先后宣布了新的财政投资计划。我认为这些财政刺激短时间是有效的，因为发达国家在过去 20 年中基建投资都非常低，占 GDP 比重不到 2%，刺激会产生非常大的边际效应。所以，全球新的趋势就是，货币政策还是会保持比较宽松，但是货币流动性在全球范围内 2016 年基本上就会是最高了，今后 2 至 3 年我们会看到全球财政政策激进扩张。

第二个利好因素是，经济在复苏，财政在刺激，随之而来的是全球通胀回暖。我们预测，今年发达国家的通胀水平会从 0.7% 升到 1.8%。其中，美国将在财政刺激下由 1.3% 涨到 2.3%，很久没有通胀的日本今年也有望达到 0.5%。大家知道，通胀是经济的润滑剂，如果通胀在一个比较可控的范围内，对经济是有促进作用的。

当然，通胀起来了，大家最关心的利率怎么变。我们的判断是，2017 年美联储会有两次加息，每次加息 25 个基点。美国可能不愿意打破经济增长的步伐，同时今年美国还会有比较大的财政赤字，也不支持更高频率的加息。

记者：一旦美国进入加息周期，中国如何应对？

胡一帆：瑞银财富管理大中华区首席投资总监及首席中国经济学家

还是以前稳增长为主，财政政策是保持支持力度，而货币政策方面，我们认为今年利率可能会抬头。原因在于，全球都在利率回升，中国也将面临通胀上升的情况，而刚性兑付会逐渐打破。从 2016 年看，央行实际上已经采用了很多新的手段，预计今年也会更多利用公开市场操作等，而不是直接调准或者调息了。

记者：面对宏观经济的不确定性和风险，您对 2017 年的资产配置有哪些建议？

胡一帆：对于全球资产配置的建议，与我们对 2017 年经济和市场的判断紧密相连。

首先，因为预测今年全球经济会出现复苏，所以我们比较看好美国市场以及新兴市场的股票。随着美国经济增速的提升，部分行业的前景自然更为乐观；俄罗斯和巴西这些市场也会有反弹的可能，但一大风险也值得警惕，那就是一旦美国加息，资金很可能从新兴市场流出。鉴于国内包括保险基金在内的机构投资者对于港股的兴趣，我们认为香港市场资金还是会比较充裕，所有 H 股还是会有比较大的投资机会。

其次，发达市场通胀上升，我们今年看好美国通胀保值的债券以及高评级的债券，可以用来抵御通胀。

再次，出于实际利率会下滑的考虑，美国优先贷款、一揽子新兴市场货币、高股息欧元股票、亚太房地产投资信托基金等都是值得关注的投资标的。

最后，为了规避风险，还可以考虑黄金、对冲基金、房地产等另类资产的投资。

我们认为，不管在什么状况下，要保持投资的多元化，不要把鸡蛋放在同一个篮子里。

本版头像素描：陈昭旭



胡一帆
瑞银财富管理大中华区首席投资总监及首席中国经济学家