

2022年即将收尾，黑天鹅频发，先有俄乌冲突，后有激进加息和大旱，2023年又会如何呢？会有哪些宏观事件可能会在较大程度上影响市场呢？

12月初，渣打银行首席策略师及其团队预测了2023年可能出现的七大黑天鹅事件

（黑天鹅事件是指非常难以预测，且不寻常的事件，通常会引起市场连锁负面反应甚至颠覆）。

? **美联储可能180度大转弯**

: 美国陷入严重衰退，美联储救市可能将基准利率下调200基点。

? **油价可能暴跌50%至40美元**

: 衰退导致全球能源需求大幅下滑；考虑到俄乌冲突可能得到解决，油价可能继续下跌。

? **比特币遭遇恐慌下跌70%**：加密货币流动性收紧；

? **美股暴跌互联网泡沫破灭重演**：科技企业遭遇破产潮。

? **欧元兑美元大涨至1欧元兑1.25美元**：俄乌冲突解决后，欧洲复苏。

? **全球粮食价格下跌15%**：供给过剩引发通货紧缩。

? **美国共和党弹劾拜登**：阻碍民主党在2024年总统大选前的势头。

实际上，上述七大预言，主要基于

美国深度衰退以及俄乌冲突结束的预期

。比如深度衰退会导致油价、美股暴跌、美联储降低、粮食价格下降，也将成为民主党弹劾的基础。

所以，这七大黑天鹅事件，实际上只是两大黑天鹅事件而已，其他只不过是这两件事所引发的后果而已。不过，当前市场对美国衰退的预期普遍为弱衰退，而对俄乌冲突的短期前景也并不看好。如果这两件事真的出现，的确算是黑天鹅事件。

我们先来谈一谈这两件事情出现的可能性。

首先，**加息不一定会导致衰退**

。最好的例子是2004-2006年，美国基本上是在一路加息中上扬。所以，我们需要关注的是加息的理由，而不仅仅是加息行为本身。

衰退发生的最重要原因通常是供给长期不足，需求长期高位，供给不足引发通胀，利率的提高引发债务危机

。所以，我们要观察全球范围内的宏观杠杆率情况，是否处于高额负债。

我们先来看世界三大经济中心的情况。

中国方面

，不容乐观。原本

2020年以来，国内并没有跟随海外

超发，杠杆率

有所下降，但2

022年因疫情等多重因素，经

济下行压力较大，货币政策

走向宽松，根据最新的数据4-11

月，中国的M2

已经连续8个月以2位数的速度快速增长，过快的货币增长也让宏观杠杆率再创新高，达到273.9%。不过，2022年，中国还有净出口撑着。

中國-宏觀槓桿率



美国方面，2021年2季度的杠杆率为283%，2021年底，杠杆率已经下降为273.3%左右，经过2022年的加息，这一数据又有了一定程度的下跌，但是我们需要注意的是，尽管如此，当前美国的杠杆率相比较2019年的251.3%仍有较大的提升。

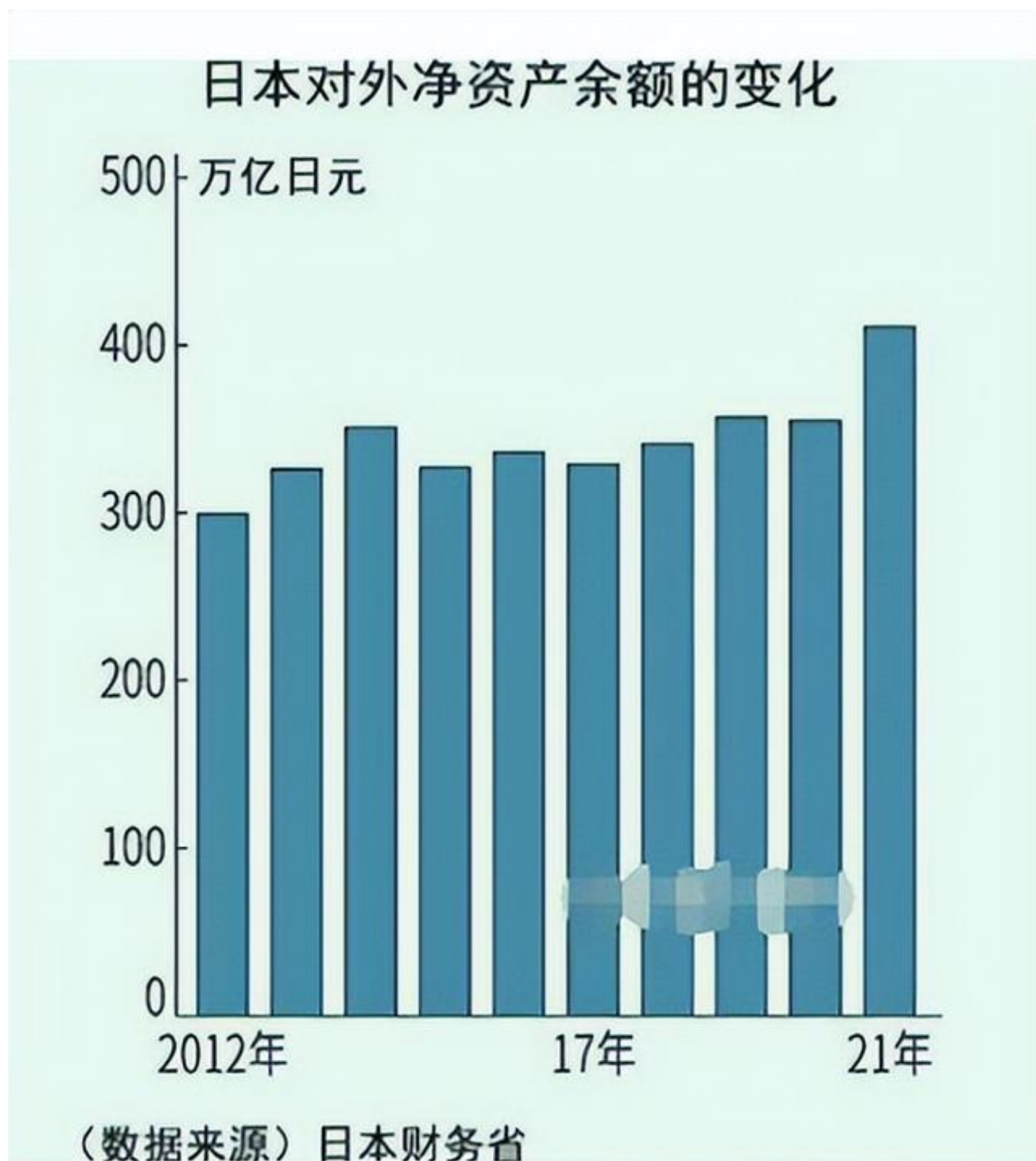
欧元区方面，截至2022年6月的数据是261.5%，这一数据仍然超出2019年杠杆率水平。叠加2022年以来欧元的贬值，2023年欧洲的债务情况可能将进一步恶化。



在这里，我们要特别说明日本的情况，因为日本的宏观杠杆率一直在400%以上，很容易让人认为杠杆率太高也没有太大问题。实际上，日本的情况比较特殊，一般宏观杠杆率的算法是债务/国内GDP

，但是日本海外资产的比例为世界第一。根据日本财务省的数据，2021年日本海外净资产达到411万亿日元，按照2021年底的汇率大约为3.6万亿美元。

这就导致日本的宏观杠杆率看起来很高，但实际上日本可以承担起更高的宏观杠杆率，而不需要担心破产问题，因为实际起作用的恰恰是负债/总资产，而不是GDP。



与之相反的是

美国，根据美国商务部的数

据，2022年第二季度，美国的国际净投资

头寸为“-16.31万亿美元”，也就是说各国在美国的资产，比美国在海外地区的资产高了16.31万亿美元。

总的来看，**当前全球的债务水平并不乐观。**

其实，负债并不可怕，在积极发展的环境中负债，恰恰是市场活力比较强的象征。加杠杆可以让经济增长加速，但同样也可能让经济加速下跌。正所谓，盈利什么事都没有，输了就得脱裤子。

举例来说，如果某个人的工资为1万元，工资增速为每年5%，那么他就能承受每个月5000元的房贷，但是如果工资不增长，同样的债务就会附加更大的压力。

但是，当前世界经济面临着三个问题：

第一，逆全球化

美国出于国际竞争的考虑，正在推动全球走向逆全球化，这种非资源最优化配置，势必会增加整个供应链的成本。以中国的半导体行业为例，几乎每一个细分领域都在进行攻关，美欧日也在建设。美国的芯片卖不出去，中国人买不到，或者高价买，中低端因为供给过剩，又赚不到钱。钱都被耗损在供应链转移的过程中，直到新的供应链形成。

第二，军事冲突

俄乌冲突表面上是俄罗斯与乌克兰的冲突，实际上是北约持续东扩带来的危机，背后是欧美与俄罗斯的角逐，事关双方的核心利益。这种冲突，导致了全球范围内出现能源供需缺口，因为俄罗斯是全球最大的能源出口大国之一。

第三，科技真空

上一轮移动互联网革命带动了全球财富大爆发，但是目前移动互联网已经进入深水区，新的增长动力尚未出现。比如5G虽然已经进行了大规模的铺设，但是真正现象级的应用还没有爆发。新能源算半个，因为新能源可以降低社会运行成本，但这只是在原有的基础上修修补补，发挥作用的时间也相对较慢。

财富的增长，一靠劳动力的增加或原材料成本的降低，二靠科技带来生产效率的提升，三靠贸易带来的分工。展望2023年，这些条件都不够成熟。发展可以解决很多问题，但是如果如果没有发展，过去的乐观所带来的狂妄将需要付出代价。因此，

当前世界经济的增长动力有限，2020年疫情带来的沉没成本，以及货币超发带来的过度消费问题，随之而来的是债务累计，一旦货币紧缩深入，很容易会爆发危机。

2022年，美国经济

在加息的背景下，表现非常强硬，让很多投资者对2023年的美国经济过于乐观。实际上，美国经济之所以表现得强硬，一方面是因为货币供给过多，美国利率起点太低，上半年的加息实际上并未对需求产生实际影响，二是与2021年以来的高油价息息相关。由于美国是能源大国，能源价格的飞涨对美国经济的冲击相对有限。

因此，

2023年欧美衰退，很可能会超出目前市场的预期，但破坏力可能也没有2008年来的更凶猛，因为2008年是2000-2007年持续累积的风险集中爆发。

12月13日，公布的美国最新CPI

数据超出市场预期，但基本原因一方面是2021年同期的通胀基数较高，另一方面是原油的下跌。这个数据虽然有

利于降低通胀预期

，但事实上也证明了美国加息对需求的负面效应已经开始出现，并逐步开始深化。

再来说说第二个问题：俄乌冲突是否会得到解决？

实际上，这个问题与第一个问题是切实相关的，如果衰退加深，那么就很有可能会促成双方的和解。一方面是衰退会带来油价下跌，从而对俄罗斯的收入带来影响，另一方面衰退会加大欧元区内部矛盾。

如果抛开衰退这个问题，我倾向

于相对悲观。欧盟

历次对俄罗斯的制裁都没有对能源下手，欧盟也知道其后果，但是依然进行了9轮制裁。在2022年初能源价格高企的时候，决定对能源制裁本身就显示了欧盟的决心。

2022年的暖冬对欧洲是十分有利的，进一步加大了欧洲的筹码，随着新能源的加码，欧洲正在试图摆脱对俄罗斯能源的长期依赖。所谓长痛不如短痛，且战事陷入胶着状态，对欧洲也是有利的，尚不能动摇欧洲决心。

做投资来说，主要讲究的是预期差，市场上已经出现，或者出现共识的一些信息通常可以作为参考，但也需要十分警惕。因为如果大家都认可，那么早就在市场中有所反映了。所以，我们必须特别注重黑天鹅事件，不一定会发生，但给我们提供了一个很好的思考方向。

个人来看，明年可能出现的黑天鹅事件有：

?**美股大跌**。一方面是全球经济的衰退可能会超出市场预期，另一方面是美国明年的回购税和高利率将带来较大的资金压力。

?**商品市场暴涨暴跌**。目前全球范围内大部分商品价格仍处在相对高位，但世界的总需求处在下降的过程中，中国放开以后，供应链成本会下降，产品供给会上升。另外，面对经济的衰退，欧美央行可能会快速出台政策以刺激需求，在供给不足的情况下，强行刺激需求只能带来通胀。

?**地产复苏不及预期**：目前三支箭下来，市场对明年的房地产有很高的预期，但实际上，解决的是企业资金流的问题，销售端在城镇化大幅放缓以及欧美经济衰退的背景下，始终会是一个问题。而且，明年的财政压力也越来越大，明年国内地产在2022年底大涨之后，可能还有比较深的下跌。

?**欧洲可能会爆发集体性事件**：随着欧洲经济的下行以及高通胀的持续，欧洲内部矛盾会激发，很可能会引发大规模的冲突事件。

?**中国周边可能会有局部冲突**。美国对中国的遏制有加强的趋势，科技端已经有了，政治端可能会在周边搞一些事件，没有后果的制裁是没有意义的，没有损害就很难停止。