

危机三部曲

全球宏观经济 金融 地缘政治大图景

邵宇 秦培景 著

危机三部曲：全球宏观经济、 金融、地缘政治大图景

邵宇 秦培景 著

 文匯出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

危机三部曲：全球宏观经济、金融、地缘政治大图景 / 邵宇, 秦培景著. —修订本. —上海：文汇出版社, 2016. 10

ISBN 978-7-5496-1830-9

I. ①危… II. ①邵… ②秦… III. ①世界经济形势—研究 IV. ①F113.4

中国版本图书馆CIP数据核字 (2016) 第185967号

危机三部曲：全球宏观经济、金融、地缘政治大图景 (修订版)

作 者 / 邵 宇 秦培景

责任编辑 / 乐渭琦

装帧设计 / 丑丑Design

出 版 人 / 桂国强

出版发行 /  文汇出版社

上海市威海路755号

(邮政编码200041)

经 销 / 全国新华书店

照 排 / 上海杰申电脑排版有限公司

印刷装订 / 上海宝山译文印刷厂

版 次 / 2016年10月第2版

印 次 / 2016年10月第1次印刷

开 本 / 787×1092 1/16

字 数 / 450千

印 张 / 30.25

书 号 / ISBN 978-7-5496-1830-9

定 价 / 68.00元



献给 一达和悦瞳

——邵宇

献给 我的父亲和母亲

——秦培景



目 录

导论:私人资本和国家资本的理想	1
第1章 危机三部曲:私人、主权债务和货币体系危机	8
危机从未离开,危机不断进化,目前金融危机的第二波和第三波正在交汇,主权债务风险和日益激烈的货币竞争交织,危机纪年表为你逐一到来,洞察私人和国家资本的理想,以及中国元素在其中发挥的作用,未来依稀可辨。	
1.1 危机第三波和第二波:交汇点	10
1.2 危机第二波:择日而亡	32
1.3 危机第一波:突然死亡	60
第2章 全球:三次失衡、三个世界、三足鼎立	83
辨析国际经济重大失衡的逻辑以及如影随形的国际货币体系变迁,看到美元本位下被流动性驱动的三个世界以及这个体系的根本矛盾;通过对于货币竞争而逐渐形成的新国际货币体系的展望,人民币国际化策略和未来国际经济格局的理解也变得丰满起来。	
2.1 三次失衡:国际货币体系进化的内在逻辑	84
2.2 美元的三个世界:消费国、生产国和资源国	104
2.3 三足鼎立的国际货币体系:积极参与货币竞争	127
第3章 欧洲:欧元本纪	141
欧盟贸易的失衡更多地表现为“区域内南北失衡”;德国贸易的第二次复兴加剧了这种失衡。而目前以南欧国家债务危机这种被动的方式,德国希望换来一个弱而不倒的欧元和听话的邻居们。银行业同盟、财政联盟还有货币联盟,德国在欧洲和平统一的梦想和现实之间走钢丝。	

3.1	前传：德国意志和欧洲一体化反思	143
3.2	欧元本纪(上)：谁利用谁	166
3.3	欧元本纪(下)：十字路口	185
第4章	美国：帝国的夕阳	208
	美国怎么了，美国的问题在哪里呢？在于低储蓄？在于产业空心化？在放弃中低端制造以后，所选择的知识经济、金融服务业已经分别以2001互联网泡沫和2008次债泡沫破灭宣告失败。“伟大的博弈”已经过时，华尔街——或者说美式资本主义和金融市场的高峰期已过——不再为实体经济输送资源。最重要的是美国梦已经变味，最优秀的人本来应该去最具有生产力的领域，结果是都去了投行全力制造泡沫。	
4.1	美国梦的特质	211
4.2	和平崛起：镀金时代及其遗产	214
4.3	华尔街沉浮录	221
4.4	失衡、积累与美元霸权	230
4.5	政治断点：制度修复的能力	233
4.6	产业转移与升级悖论	243
4.7	党派竞争与财政失律	249
第5章	日本：高收入陷阱	261
	陷阱中的日本表现出以下纠结在一起的症状。人口老龄化导致内需下降以至饱和，财政负担增长，赤字高企而无法进行进一步的财政扩张；尽管定量宽松，但货币扩张因资产负债表衰退无法刺激贷款供求，因汇率升值无法产生足够量级的通货膨胀进而消化国家债务；也无法承担利率小幅上升而出现的清偿困难；外需出口扩张又受到日元回流导致升值，价格上升削弱竞争力；而进一步扩大市场有赖于区域一体化，而日本的地缘政治地位受到历史的影响和暧昧政治态度的纠结。	
5.1	历史背景	264
5.2	日本经济三部曲：追赶、转型和泡沫	266
5.3	迈入陷阱：“失去的十年”(1991—2000)	280

5.4	高收入陷阱中的日本(2001~现在)	286
第6章	东南亚:亚太争锋	305
	亚太如何选择未来道路,是雁行模式、朝贡体系还是门罗主义,美国的介入会使得本区域的一体化路径产生不确定性。亚太一体化呈现出相互竞争的三个不同版本,中国之崛起与美国的碰撞无法避免,东南亚以及海洋军备不过是其中的一个部分,美国在抑制潜在对手的军事威胁方面经验丰富,中国更需利用好经济和文化的软实力和巧实力。	
6.1	美元霸权与亚洲变迁:亚洲的原始积累(1960—1993)	308
6.2	亚洲金融危机:重铸秩序(1994—1998)	312
6.3	资产负债表修复:东亚再造(1999—2008)	316
6.4	全球危机与经济再平衡:亚洲转型(2009—?)	320
6.5	亚洲一体化的三条路径	328
6.6	中国的东亚区域策略重点:人民币国际化试验	337
第7章	中东:血核油	346
	在不止一次的在现实主义科幻故事中,中东成为第三次世界大战的起点——极端宗教势力控制了部分国家政权,尽管无法直接同西方交火,他们在以色列和亲西方国家的主要产油带扔下了“脏弹”,污染了中东的石油供应,令全球经济陷于崩溃。这种梦魇的场景是否会出现?伊斯兰这棵政教合一的千年老树上能否开出民主之花?	
7.1	历史背景	347
7.2	石油利益和大国博弈	352
7.3	宗教、政治和民主进程	368
7.4	新血:茉莉花革命以后	381
第8章	俄罗斯:新能源帝国	393
	美苏军备竞争环境下,计划经济的内在缺陷,逐一暴露出来,辅助以自杀型的休克疗法,苏联社会主义帝国瞬间溃败。失去十年以后,连任的普京再造国家垄断型的资源国,并重燃横跨欧亚大陆迷一般的大国的不可抑止的帝国复辟理想,但又力有未逮,定位不清,前景模糊。	

8.1 历史背景	394
8.2 美苏争霸与苏联解体	397
8.3 俄罗斯的沉浮	401
8.4 新兴能源帝国：俄罗斯的地缘辐射与愿景	410
8.5 展望：新的挑战	416
第9章 中国：人民币之路	420
短短 30 年时间，中国经济在流动性战车上一路狂奔、无暇他顾，电闪雷鸣般地经历了发达市场上百年演化的经济货币化，资产资本化，资本泡沫化和泡沫全球化的全过程。中国参与全球经济金融次序重塑的最大筹码有三个——产能、内需和外储，中国 3.2 万亿的外汇储备是全球最大的流动性仓库，全球最大的对冲基金和主权基金，运用得当，中国崛起的速度会加倍。	
9.1 汇率竞争：中国的腾挪	422
9.2 绑架央行：流动性入侵	435
9.3 外汇储备：金融航母出海	454
后记 批判武器和武器批判	474

导论:私人资本和国家资本的理想

从学术界到政界再到商界,从国内到国外,关于国际经济失衡的争论从未停息。从人民币升值论到美元霸权论,从次贷危机到欧债危机,在动荡不断的国际经济环境里,似乎没有谁是无辜的。自1971年布雷顿森林体系的固定汇率制瓦解后,几十年来从未有人对国际货币体系进行如此郑重的讨论。面对未来布满荆棘的全球经济之路和背负着转型理想和上位诉求的中国经济,对目前国际经济格局及其根本矛盾给出的一套稳健而有效的分析框架是十分重要的。这不仅是我们《危机三部曲:全球宏观大图景》的主要目标,也是资本市场最关心的问题,更是分析海外经济和形成全球投资策略的逻辑根基。

本书希望以商业报告的风格搭建一个颇有理论特色的分析框架。从这个框架中,可以看到国际经济重大失衡的逻辑以及如影随形的国际货币体系变迁,还可以看到美元本位下被流动性驱动的三个世界以及这个体系的根本矛盾;最后,在对一波又一波的危机前景的预判后,我们对人民币国际化策略和未来国际经济格局的理解也开始丰满起来。

本引言在已有的系列研究成果基础上,介绍整个理论体系的背景,结合对近代国际经济三次重大失衡的分析,阐述我们将国际经济体系的参与者划分为消费国、生产国和资源国的分析框架,分析美元本位下流动性失衡与崩溃的原因,并尝试解释国际货币体系的变迁和未来。促使我们加快推出本书的原因来自近期美国的第三轮量化宽松,美元霸权下这种以邻为壑的民粹主义战略一方面彰显了目前国际货币体系的不公与失序,另一方面也将加剧全球流动性泛滥的趋势,可能将全球逼入下一个滞胀危机的循环。

失衡与进化

以更广阔的视野和更长的时间跨度来分析问题,往往更能把握问题的实质。我们认为,在近代三种代表性货币本位体系下,全球经济经历了三次重大的失衡(参考第2.1节:三次失衡:国际货币体系进化的内在逻辑)。他们各有各的背景,但某种程度上都有一致的逻辑:贸易的失衡带来货币竞争,各个国家都试图

通过经济和政治的途径来进行内外均衡的调整，但再平衡的稳态往往是要求各方同时平衡，综合实力上的弱势国家往往成为牺牲品。这些失衡要么直接或间接地导致了战争，要么严重地打击了实体经济。并且每次失衡的背后都伴随着全球权力的交接和国际经济格局的重构。

第一次失衡发生在中英之间。银本位下，中国长期都是全球最大的经济体和白银吸收者。19世纪以来，英国难以忍受为了从中国进口茶叶和生丝而导致的白银流出，展开了鸦片贸易。中国的对外收支也逐步从顺差变成逆差。虎门硝烟过后，鸦片战争成为了中英贸易失衡的最终解决方式，这是一个帝国的沉迷和另一个帝国的堕落：全球势力的重心从东方移向西方。农业文明的代表中国在工业化国家的枪炮下被迫打开了国门，被殖民体系渗透；中国在亚洲维系了两千多年的朝贡体系也逐渐分崩离析；银本位终被金本位打败。

第二次金本位下的失衡发生在两次世界大战期间，美国以战争债务的方式勒索同盟国，由此产生的债务链在当时已经不合时宜的金本位制度下，创造了一个贸易保护、资本控制的割裂世界。由于已有全球最大产能、潜在消费和黄金储备的美元拒绝上位，同时罗斯福更为了对付大萧条导致的通货紧缩而让美元与黄金脱钩，这场美国最早的“量化宽松”将民族主义情绪高涨的欧洲逼向了绝路，并最终引发了第二次世界大战。其后，金本位崩溃，美国通过两次战争完成了原始积累，并代替欧洲成为资本主义的领头羊。从这次失衡中的美国身上，我们既可以看到现在中国的影子：产能、储备、潜在消费；又可以发现目前美国政策的逻辑：贪婪、自利、以邻为壑。

第三次美元本位下的失衡要复杂得多，其实自从美元取代了黄金以来，失衡就成为了国际经济的常态。二战以后美国显然吸取了一战的教训，在社会主义阵营崛起的背景下，积极布局并谋求上位。美元虽然不是天生的国际货币，但怀特在布雷顿森林 PK 掉凯恩斯后，国际货币就注定是美元了。然而该体系以“特里芬两难”为代表的矛盾却被资本主义“黄金时代”的全球经济和贸易大扩张激化，最终导致了金本位的彻底终结，而这就是 2008 全球金融大危机的总根源（参考第 1.3 节：危机第一波）。

美元驱动的新模式

布雷顿森林体系崩溃后，世界经济进入了失去贵金属约束的美元本位时代，这种不成体系的体系使全球经济逐步倒挂：受到流动性滋润的国际金融市场开

始脱离国际贸易这个母体，反作用于实体经济。国际货币体系也不再是国际贸易和资本账户交易的监督和维护者，反而成为了他们蓬勃发展的主要推力。

信用货币体系下，美国成为了全球货币政策的实际制定者。货币不再中性，美国不再收缩，美元霸权的全新模式开始驱动全球经济，整个世界都开始为绿纸片疯狂。美国的货币，中国和印度的劳动力，日本和西欧的技术，中东和俄罗斯的石油，全球的市场；各主体入局的时间虽然各不相同，但美国在这套模式中通过铸币权和技术开放的优势，始终居于食物链的顶端，并引领了“盎格鲁—萨克逊”经济体系的狂欢。实际上，这个所谓的第二代布雷顿森林体系并不是一个静态的国际货币安排，而是一个动态的体系。以美元为首的国际货币从实体和金融两个维度加速了的全球经济贸易一体化，从国际收支的角度来看，各主体要么作为生产者，要么作为消费者，要么作为资源提供者，都在这个体系构筑的食物链中生存。

由占主导地位的国家发行储备货币是目前国际货币体系的结构缺陷。作为不能发行储备货币的外围经济体来说，他们一方面享受了全球化带来的资本、技术和市场等好处，另一方面却不得不经受国际流动性的一遍遍冲刷。从拉美到中东再到东南亚，无论是过度消费，资源保护，还是过早开放资本账户，逐利的过剩资本在对冲基金率领下蜕变成流动性恶狼，让自我定位失误的外围国家们一次又一次地陷入危机，最后连英镑和日元都不能幸免。

外围国家不能发行储备货币的原罪导致了其国内金融体系货币的错配，他们的货币不能进行国际结算和借贷，即使是 G20 中的新兴经济体也不能例外。储备货币的发行国为满足外围国家对储备资产不断增长的需求而背负着财政赤字和外部赤字，并且没有一种现成的机制来强迫盈余方或储备发行国进行调整。受过教训的新兴经济体们出现了以自我保险形式，来抵御成本高昂的国际收支危机的倾向，这导致了他们对储备货币需求的增加，这恰恰迎合了中心国家们扩张消费与获取资源的欲望。在当前的国际货币体系下，储备资产的供需两旺不可避免地体现为国际收支的失衡。

这种失衡在“华盛顿共识”下外化为消费国和生产国的调整压力，并将资源国也捆绑在一起。“经常账户差额与 GDP 的比例应控制在 4% 以内”，作为消费国代表的美国在 G20 会议上抛出这个标准之前，失衡调整的主要压力一般都在生产国。因为国内政策调整更多地涉及到经济主权，因而调整的核心问题往往围绕开放经济下的核心变量汇率展开：生产国们要么经历了痛苦的本币升值，如

日本；要么为了稳定汇率而放弃了国内货币政策的独立性，如中国。

德国和日本这两个美国为了抑制社会主义阵营扩张而在二战后布局的工业分中心，在美元本位的体系中逐渐成长为区域经济的领头羊，并成为第一批生产国的代表。德国与法国一起引领了欧洲的一体化，新生的欧元也超越了马克和法郎，对美元的地位形成了挤压。以日本为代表的东亚模式更是在亚洲创造了一个又一个经济高速成长的奇迹，这引来了美国的怒火和“帝国反击战”。

为了适应美元驱动的这套模式，生产国开始寻找汇率平衡的新策略：德国以欧洲一体化为平台建立了欧元区，用区域整体的贸易平衡掩盖自身的顺差，用货币联盟稀释本国的升值压力（参考第三章——欧洲：欧元本纪）；日本则在1985年“金融战败”之后，错误的发动了泡沫繁荣，让低利率的日元成为国际金融市场的主要拆入货币，以套息交易导致的日元贬值对冲其经常账户盈余导致的升值压力（参考第五章——日本：高收入水平陷阱）。但是，日德这种拼命腾挪的努力在2008、2011年两波危机后都崩溃了（参考第一章——危机三部曲）：希腊的债务危机揭示了欧元区这个同时具有生产国和消费国特征的经济体的内部矛盾；欧美低利率环境下日本海量的套息交易被解除，将日元再次推入升值通道，并历史性地进入贸易逆差时代。美元本位下的货币战争注定了美国不可能是败者，但这场战争最终可能会没有赢家。

资源国的命运则更曲折，但他们与国际流动性的作用却更直接（参考第七章——中东：血核油）。1973年的石油危机结束了资本主义的“黄金时代”，美国通过战争让石油对美元标价以后，又以各种手段将主要的资源输出国变成了美元的殖民地，就连当初的劲敌俄罗斯也不能幸免（参考第八章——俄罗斯：新资源帝国）。大部分国际大宗商品以美元标价和结算，他们的交易市场也变成国际过剩资本投机的乐园，并加剧了实体经济的动荡。在这其中作为工业经济血液的石油和其衍生的石油美元最具代表性。

资源国的出口与生产国绑在一起，既受到消费国的制约，又被拴在美元驱动的价值链上。美元供给的每次扩张都直接导致大宗商品的国际价格上涨，这增加了生产国的成本，削减了他们的储备的实际价值，并造成了输入型通胀。随后到来的美元贬值更直接降低了生产国和资源国储备的实际购买力。一个世界扩张的成本最终由其他两个世界承担：最被动的是资源国，最痛苦的是生产国，而消费国则凭借国际铸币权，始终位于食物链的上端，直到高度杠杆和天量信贷的末日狂欢来最终清算一切（参考第四章——美国：帝国夕阳）。

中国崛起与人民币上位

1980年代，当中国通过改革开放进入美国的布局后，美国的麻烦就真正开始了。作为原来美国力图隔离和压制的对象，长期游离于美元体系之外的中国携带着廉价而庞大的资源和广阔的市场，一下加入到了国际分工之中。面对中国的开放，美国开始充满了狐疑，而东亚其它国家则无所适从。其后，从竞争、危机到合作，中国以自己的实力、谋略和牺牲重铸了东亚生产型国家群的新秩序。全球经济的结构变化其实就是美国从生产向服务不断升级的一个过程，美式全球化的核心是一种产品“内分工”(intra-product specialization)或简称工序与零部件分工，美国借助技术研发和原创优势，以跨国企业平台为主体，利用现代供应链管理技术和发达的物流和信息以及资金管理，外包不具备核心比较优势的制造和服务环节给生产型经济体(而他们去解决资源获取和提供方面的激烈竞争)，在全球范围进行整合和产能布局。同时把具有核心优势的生产型服务业——研发、设计、管理、咨询、物流、会计、金融和投资作为升级方向。跨国企业主导的生产随着成本控制的需要不断向日本，东南亚和中国转移，亚洲作为整体来看，过去的10—15年中，中国与美国和东亚与美国的贸易赤字水平相当，这不过是因为中国现在主要布局在产业链集成的最后一环。因而在汇率上承受了日元以后的重要压力。

进入新世纪后，完成原始积累的中国引领了东亚的再次升腾(参考第六章——东南亚：亚太争锋)，这与资源输出国在外汇储备方面的贡献一起，激化了美元本位的固有矛盾。亚洲和资源输出国最终持有了全球75%的储备资产，这些资金回流到核心国家，主要用于购买欧美的金融资产。生产国和资源国在全球经济的食物链中为消费国的贪婪融资，美元本位的国际货币体系也陷入了悖论之中：储备资产的增长需要美国的外部赤字，而这些资金的回流则需要美国的财政赤字，这决定了美国收支的双赤字常态。2007年前后，全球国际收支失衡加剧导致的流动性失控在金融创新的放大下最终崩溃，成为了次贷危机的主要原因之一。以格林斯潘的加息为导火索，中心国家积累的流动性雪崩后，实体经济被反噬了，危机迅速传染开来。

从纸本位代替金本位以来，国际收支的失衡就是常态，而美国目前主张的再平衡不过是为了外化本国矛盾并让生产国和资源国这些储备持有者埋单的陷阱。从美联储一轮接一轮的量化宽松来看，美国丝毫没有矫正目前这个有严重

结构缺陷的体系的意愿，更是将其作为输出国内矛盾的平台。你不升值我贬值，G20中“让市场的力量决定汇率”的共识实际上变成了“让美元的力量决定汇率”。美联储以购买国债为主要方式的量化宽松导致的不仅仅是流动性溢出而已，在其它经济体的效仿下，全球经济迎来的可能是决堤的流动性洪水。货币竞争的速度和布局正在潜意识的加快：美联储在2012年1月宣布，把接近零的超低利率水平至少延续到2014年下半年，还可能推出新的宽松举措（目前不封顶的QE3已推出）。2012年2月，日本官员证实当局去年11月曾秘密干预汇市，效果明显（目前放题性质的QE8已推出）。欧洲央行则在2月再次开展LTRO（长期再融资计划）操作，总规模达到1万亿欧元（目前无限量OMT也已推出）（参考1.1节危机第三波和第二波：交汇点）。一时间，货币斗争剑拔弩张，刀光剑影。

人民币国际化就是中国对于高烈度的货币竞争的一个正面回应。我们不敢高估中国的崛起，但却不得不关注人民币的未来。在我们的体系中，人民币以生产型国家的代表，参与货币国际化是目前国际货币体系走向稳定、均衡和公正的唯一解。亚洲化是人民币国际化的基础，打造新朝贡体系（Neo-Tributary System）是其路径，中国东盟自由贸易区是其试验场，而香港则是其前哨站。但这绝非易事，美国已经从反恐战争泥潭中抽身并重返亚洲，力推跨太平洋伙伴关系（Trans-Pacific Partnership, TPP）进行区域合纵，中日韩以东亚自贸区 and 货币互换试图抛弃美元以连横应对，美则以黄岩岛破中国与东盟，以钓鱼岛（冷静！需要货币竞争，理性爱国）、独岛破中日韩同盟，迫使亚太国家选边站队。中国则再绝地反击——中欧自由贸易区和人民币结算，走出类似战国时期远交近攻的战略形态。

外汇储备是我国与欧美货币平衡的砝码，人民币未来自由化及其国际地位上升的过程中，最大的阻力肯定来自美国，目前弱勢的欧元正需要帮助，对手的敌人就是朋友，美欧中如同一场货币三国杀游戏，连刘抗曹是中国明智的策略选择。支持欧元并保持其对美元国际地位的挤压，将会为未来人民币国际化布局，创造更宽松的环境。在欧洲的核心妥协即将达成之际（即以财政同盟换银行同盟和货币同盟），可能正是中国介入欧洲市场的大好时机。全球化和货币竞争过程中，现实的中国想要的就是价钱合理的交易，那就是承认市场经济地位、解除武器禁运、开放核心资产和技术、支持人民币国际化意愿。欧洲人只有疯了，才会答应这些条件，因此他们现在还没疯，需要再推一把。

此外,还有一种可能性正在变得日益明显:改革派正在利用人民币国际化形成的倒逼机制来推动国内经济转型——汇率、利率和资本管制显然是其中最困难的部分,如同在 2001 年中国通过加入 WTO 来实现所谓的与国际接轨(核心是让渡部分司法管辖权),极大推动了当年的改革,特别是触动了保守的国内官僚机构。这次也应该有类似的考虑,不同仅仅在于,现在的目标更为宏大,除了推动几乎停滞不前的经济体制等领域的深层次改革以外,中国力图从一个规则适应者,或者说与国际接轨者,变为一个规则动摇者(参考第九章——中国:人民币之路)。当然人民币可能也仍然将历经美元的国际化之路——贸易美元、马歇尔美元、石油美元、欧洲美元和地缘安全美元,一同发力,并驾齐驱。其实从根本上说,选择一种(国际)货币就是选择了这个国家对全球的综合贡献和影响能力。

2010 年 11 月 16 日,在珠海第八届中国国际航空航天博览会上,中国制造的大飞机 C919 无疑是头号焦点。由于实施减重、减阻设计、加之采用先进的新一代发动机,C919 的巡航燃油消耗率降低,使用成本较现役同类客机降低 10%,经济性竞争优势明显;而且氮氧化物排放比国际民航组织要求降低 50%,具有更高的环保性。在能源日益紧缺与环境污染日益严重的当今社会,低耗能、低排放的新型飞机将更具备市场竞争力。大飞机展现的是一个国家科技与工艺结合的高端制造实力,C919 的出现标志着我国的飞机制造业,在未来可以与空中客车(欧洲)、波音公司(美国)等世界顶级飞机制造商同台“竞技”。相信在未来的 20 年内,大飞机领域中、美、欧三足鼎立的新格局必然出现,这可能就是一个寓言/预言。

第1章 危机三部曲：私人债务、主权债务和货币体系危机

任何央行，任何情况下，都不拥有无穷火力。

——(法)让·克劳德·特里谢

如果海浪冲掉一块土，欧洲就少了一点……别问丧钟为谁而鸣，它为我，也为你……

——(法)约翰·多思

全球金融危机就像一株多年生耐寒植物。

——(英)查尔斯·金德尔伯格

关键事件和时点：

- OMT—LTRO—SMP：全球印钞机有各种品牌，2012年9月6日，欧洲推出的是无上限的OMT(货币直接交易方案)。此前推出的SMP(大规模资产购买计划)计划已经终止。2011年12月后还推出了两个三年期的被称作欧洲版量化宽松的LTRO(长期再融资计划)。
- 银行联盟和财政联盟：欧盟委员会主席巴罗佐提出了筹建银行业联盟的倡议，让欧元区17国共同承担救助受困银行的成本。但德国始终认为建立财政联盟是朝加强欧洲一体化迈出的第一步，然后才是银行业联盟的建立。
- 法国、希腊大选：左还是右？左翼社会党候选人奥朗德以微弱优势战胜右翼政党人民运动联盟候选人萨科齐，当选法国新一任总统。而希腊执政联盟在议会选举中受重挫。法希大选结果导致市场对欧洲国家经济政策延续性和欧债解决机制产生担忧，财政契约面临变数，紧缩财政也面临挑战。2013年的德国大选也许是决定欧洲命运的时刻。

核心结论：

- 危机从未离开，其进化的逻辑是三部曲：私人部门债务危机—公共部门债务危机—货币(央行)体系危机；目前，欧洲徘徊在危机第二波和第三波的交汇点上：欧债危机是2008年大金融危机的后遗症，反危机时迅速扩张的公共部

门的资产负债表在放缓的经济增长环境下不断遭到各评级机构和市场的质疑,并被对冲基金所攻击,这会使得它们在经济增长和债务去杠杆之间更加难以寻找到结合点,进而不断陷于评级下降、再融资成本高企、经济下滑和国内政治混乱的旋窝中难以自拔。如果导致欧债危机的深层次制度设计缺陷迟迟不能完善,债务危机的持续酵化将使得欧元区的生存岌岌可危,并最终滑向崩溃。

- ▶ 欧洲迄今为止所有的一再出现的所谓全面解决方案,不过是在“买”更多的时间;风险很快会向核心国家蔓延,但在利率真正高企之前,意大利和西班牙仍然是流动性风险。全球化过程中制造业的重新配置由国家竞争力决定,必然有掉队的经济体,消费国都有类似问题。希腊则是清偿危机,救助新方案并没有也不可能改善希腊的偿付能力。发展才是硬道理,长期来看,稳定而高速的实体经济增长才是降低公共债务率最有效方式;而公共负债率下降的拐点几乎都离不开债务重组。
- ▶ 预计希腊在明后年有序退出欧元区,这是有利于所有各方的理性的和风险可控的最佳选择,德国选民和政府不想对欧洲承担更多义务,就如同中国不愿意为美国承担调整的代价。2012年4—5月希腊政府换届,反对党有可能获得更多的支持,这时希腊退出欧元区的预期达到最强,不要轻视可能由此造成的市场风险情绪的快速上升,这毕竟是人类历史上最富远见的一次统一货币尝试的重大失败。以希腊退出欧元区为标志的危机第三波必然来临。
- ▶ 欧债危机的原因根植于:欧元区内部经济结构的失衡造成对危机冲击抵抗能力不足;金融和财政系统“三元冲突”问题将欧元区拖入负反馈系统而难于自拔;根深蒂固的高福利负担和低效的劳动力市场,造成经济刚性有余,而弹性不足。南欧诸国单一、畸形的经济结构造成它们经济恢复较为滞后,危机打击下,又再度陷入衰退,而债务规模“雪球”似地越滚越大,致使这些国家岌岌可危;欧元区制度设计缺陷和跟进完善不力,金融和财政的不稳定性显露无遗,冗繁低效的危机处理协调机制降低了遏制危机的能力;财政整固遭遇代议民主制的牵制和普通民众的强烈反抗,显得困难重重。
- ▶ 为了推迟危机再次爆发,为结构调整争取时间,各主要经济体都不约而同的提高了流动性供给节奏,货币竞争的速度和布局正在潜意识的加快。短中长期来看,各种形式的货币竞争,包括QE3对全球股市的影响都是偏正面的。美欧中如同一场货币三国杀游戏,连刘抗曹是中国的明智策略选择。危机中