

■ 大视野

欧元持续弱势震荡。即使欧洲央行通过首次再融资操作发放贷款4891亿欧元，市场信心仍然不足，欧元对美元大幅下挫。而欧债危机的警报远未解除，甚至向银行业扩散的可能性越来越大，全球经济面临的风险也在增大。2012年，欧元可能继续疲软，欧元区如何打赢这场输不起的保卫战，全球经济将面临信用危机怎样的冲击，中国经济又如何应对外需低迷的拖累？

新全球化中断是经济持续下行外因

□中国宏观经济学会 王建

得益于上世纪90年代后期中国宏观管理体制市场化改革，特别是微观领域内的产权制度改革，在新千年以来的经济增长过程中，中国的微观与宏观经济效率得到显著提高。但由于微观领域内的再分配体制没有及时跟进，导致收入分配差距愈拉愈大，生产过剩的程度不断上升。

但为什么直到目前中国仍没有出现因生产过剩导致的经济严重停滞乃至经济危机？笔者认为，主要原因是新世纪以来，新全球化的开展为中国提供了一个不断增长的巨大外需。这表现为在2002年的时候，中国的外汇储备还只有2860亿美元，而到今天已经超过了3.2万亿美元。

但美国次贷危机爆发使中国外需突然大幅度缩减，新全球化中断导致中国国内的过剩矛盾显露出。2007年，中国净出口占GDP比重上升到新千年以来的高峰值8.8%，但到今年三季度，净出口比重已下降到2.2%，下降了6.6个百分点。同期内中国经济增长率从2007年二季度的峰值14.9%，下降到今年三季度的9.1%，下降了5.8个百分点，与净出口比重的下降幅度基本相当。

从当前国际经济形势来看，美国次贷危机远没有过去。因为自2007年7月次贷危机爆发以来，导致这场危机爆发的因素一个也没有消失，反而更加恶化。这可以从以下三个方面体现出来。

第一，美国房价仍在下降。导致美国爆发次贷危机的直接原因，是一部分美国居民负债超过了还款能力，由此引起银行坏账暴增，并引发实体经济负债基础之上的衍生金融品大厦崩溃。现在的情况是，由于美国经济复苏缓慢，失业率居高不下，更多的人因房贷高于房价不得不停止赎回房屋，这又导致房价进一步下降。所以，美国经济的衰退至今仍然没有到底。

此外，次贷危机爆发以来，美国金融体系内形成的巨额有毒资产，到目前仍基本上没有消化。这使美国金融体系功能在长期内不可能得到修复，并将持续拖累美国经济正常复苏。

第二，以今年8月美股暴跌为标



新华社记者 马宁 摄 合成/苏振

志，美国实际上已经进入一个次贷危机新的爆发期，只不过由于2009年初美国允许金融机构改变会计规则，把金融企业的盈亏情况掩盖了起来，所以危机爆发形式发生了变化，变得更加隐晦和难以观察，但还是留下了许多明显痕迹。

比如，在8月的美股暴跌中金融股领跌，金融股平均下跌了30%，而标普指数平均只下跌了15%。再如，美联储在2008年金融危机最深重的亿元，救市在当年投放了7500亿美元货币，而新千年以来十年M2年均增长额为3500亿美元。自今年初以来到11月7日，美联储已经投放了8000亿美元，其中有4570亿美元是在美股暴跌前的6月、7月份投放的。这说明美联储事先就知道危机要来临，提前给大型金融机构提供融资。

此外，9月份以来，美国的大型金融机构一直在变卖资产筹集现金。今年10月，美股暴跌、黄金暴跌、大宗期货暴跌，只有美元在上涨，这种情况只有在2008年10月雷曼兄弟破产时才出现过，而在今年再度出现绝非偶然。这反映出

美国金融机构又在全球争取现金应付新的清算高峰。这种情况甚至也影响了我国经济运行，今年10月份因外汇净流出而引起外汇占款四年首次减少。

第三，美国金融危机又引发了美

国主权债务危机。自1981年以来，美国已经成为持续贸易逆差的国家，进入新千年以来，美国的贸易逆差更是迅猛增加。以往美国平衡贸易逆差的手段，是依靠金融机构用各种复杂的衍生金融工具制造金融商品，向国外投资人出售这些衍生金融品回笼美元，再用以支付进口账单。但次贷危机爆发后，金融机构被迫“去杠杆化”，制造衍生金融品的能力被严重削弱。然而，贸易逆差难以消除，只是从2007年9200亿美元的高峰缩减到去年的4850亿美元。奥巴马虽然也想“再工业化”，但美国“去工业化”的路走到今天，已经没有回头的可能。所以，为今之计，只能靠向外国人出售美国国债勉强充当平衡贸易赤字的资金来源。目前美国国债已经累计发行超过15万亿美元。然而，真正的危险还在后面。当美国的国债上限一超再超，到了卖不动

2007年欧洲的主权债务比重还只有2.4%，到2009年就猛增到6.8%。

既然如此，为什么欧债危机到今天几乎不可收拾？原因之一是美国为了保住美元地位而蓄意挑起欧元危机。今年年初以来，美、日、欧三大货币中最强的是欧元，但是美元指数不随欧元变动，而是与欧元呈反向走势。即日元对美元升值时，如果欧元对美元贬值，美元指数仍然上升，反之则下降。这说明对美元形成最大挑战的是欧元。次贷危机爆发后，美国经济、金融和美元的地位都在显著衰落，美国要走出危机，甚至要维持住目前的日子，已经越来越依靠美元的特殊地位。比如，年初以来美国国债的最大买主就是美联储，而QE2基本是用来买美国国债的，这就等于是用发钞的办法直接为美国贸易赤字买单。因此若是美元的地位不保，美国的贸易赤字就会断绝最后的资金来源。

由于对美元强势地位的最大挑战是欧元，所以美国必须消除挑战才能自保。欧元的危机起源于2009年12月美国三大评级公司突然共同调低了欧元区五国的主权债务评级。尽管到目前为止这些被调低债务评级的南欧国家一个也没有出现债务违约，其主权债务评级却被美国的三大评级公司一降再降，从而使欧债问题愈演愈烈。

此外，欧债危机将促发欧洲走向统一，但统一的步伐不会是一帆风顺的，而是艰难且漫长。欧债危机不会很快结束，快则两年，慢则要五年时间才可能看清楚，并且欧洲经济即使能够整合成功，也必然经历一个为“减赤”而进行宏观收缩过程。从中期看，欧洲的进口需求也必然是一个不断下降的过程。

今年上半年，我国对美欧的出口增长率为16.9%，到10月份就分别下降到13.8%和7.5%。今年秋季广交会的成交额同比仅有4.5%的增长率，如果明年出口增长率下降到10%以内，即使扣掉5%的出口价格上涨与1%的人民币升值，出口的实际增长率也会下降到4%，比今年还要低两个百分点。由于净出口比重降幅与经济增速降幅大致相符，因此外需的持续萎缩可能导致中国经济增长率在未来两年内继续以每年1-2个百分点的速度下降。

2012年 欧元或继续疲软

□何志成

2012年外汇投资市场将是不确定性最大的一年，但几乎可以肯定的是美元相对欧元走强，黄金大幅度震荡——先跌后涨。

圣诞节期间，外汇市场行情多数是平淡的，但像今年这样平淡有些出乎意料。欧债危机在欧盟峰会之后欧元表现平稳，给人以欧债危机已经稳定的假象。殊不知，欧洲央行为此付出的代价有多少。

圣诞节前后，欧洲央行一方面对市场强调，该行不会大举买入欧债，声明欧洲央行绝不会“违法”。但在圣诞节前的一周，欧洲央行根据欧盟峰会决议进行了第一轮三年期的长期再融资操作(LTRO)，共计释放出4891.91亿欧元的资金，相当于人民币“四万亿”左右，远超预期。市场相信行胜于言，但欧洲央行“准QE”操作的结果对欧元来说是利好变成利空。

按道理，如此巨大的资金应该帮助欧元实现大反弹，一举摆脱欧元对美元1.3000一线的吸引，但圣诞节前一周欧元的表现是仅仅反弹200点左右。24日，欧元再度跌至1.3050下方，而这个位置恰恰是欧元“生死线”的下方水准。事实粉碎了很多分析师的预言，欧元没有能力上摸1.3500之上，而是给了市场多头一次逢高减仓的机会。

欧元再大的利好也难以被市场理解，只能成为反向刺激，说明经济基本面趋向负面。在经济下行、债务扩大的背景下，欧洲央行越是卖力气挽救欧元，说明欧元的问题越大。

欧洲央行违背自己的诺言，不得不通过“准QE”救市，说明欧债危机的最终解决方案唯有通过欧元大幅度向下进行调整才能解决。至于调整多少，谁也说不准，但1.2000点应该是市场可以接受的。如果处理不好，欧债危机可能演变成经济危机和金融危机，欧元很可能跌破平价（对美元一比一）。

从目前欧洲央行的操作目标看，它所瞄准的目标不是维持欧元强势，而是避免欧债危机演变为金融危机，导致银行业流动性枯竭危机。按照经济学理论，凡是开动印钞机的国家和地区，都是决心牺牲币值稳定的，而为了避免更坏的情况发生，欧洲央行已经意识到，有必要牺牲币值稳定性。

从技术面分析，欧元再度跌破1.3000一线很可能将出现下跌加速，一举跌向1.2860以下。根据基本面判断，欧元跌破1.3000整数位时很可能有重大消息面配合，有了大的基本面变化，欧元将出现真跌。笔者预计，消息面或将来自法国主权债被降级、德国被警告。欧洲央行之所以决定开动印钞机，稀释欧元的购买力，很大程度就是为德法两国信誉遭质疑提前预备流动性。

在欧洲央行开始“准QE”的同时，美国经济的基本面却越来越好，美联储不会轻易地释放QE3。应该说，美联储QE2操作已经获得极大的成功，再继续量化宽松意义不大。

值得注意的是，美国经济数据在圣诞节期间表现越来越好，不仅失业率申请人数大幅度下降，而且制造业订单也大量增加，说明美国经济复苏趋势已经明确。在这个时候，美联储应该不会有意外的举动，继续量宽的可能性非常小。

欧洲央行与美联储在2008年以后都曾向市场释放出巨大的流动性，但我们更多关注美联储。因为美联储是直接买债券，而欧洲央行是向市场提供超长期、超低利率的无限量贷款，希望商业银行买债券。这两种操作手法虽然都是释放流动性，但区别很大。

美联储在推出两轮QE后，成功地吸引全球央行和投资者都来参与美国国债市场。直至今天，美债的收益率仍低于正常年份水准，而欧洲央行虽然释放的流动性一点不输美联储，但至今为止欧元区银行业对购买国债没有兴趣。

根据欧洲央行的数据，LTRO的第二天，欧洲央行存款机制内的存款总额从前一天的2650亿欧元跳升至3470亿欧元的创纪录水平，但购买欧债的数量很小。这说明欧洲央行鼓励商业银行购买欧债的举措没有见效。

相反，欧洲央行变相量化宽松举措遭到市场的普遍质疑，认为它无法解决欧债危机。目前市场对欧洲央行资金的看法是一致的，即欧洲央行首先需要改善自身的资金状况，接受维持一般的贷款需求，然后才能考虑购买欧洲稍好国家的债券。至于有可能暴露风险的欧元区五国国债，还是少买为好。

警惕欧洲银行业资本风险引发新危机

□香港中文大学 黄元山

国会比较有默契地推行一系列“反周期”政策。

笔者认为，当前欧债危机的重点，不是欧洲国家的主权债务问题，而是欧洲的银行体系。打个比喻，前者只是“药引”，后者才是“炸弹”。所以，更值得关注的问题是欧洲银行体系会不会出现问题，并引发新的危机？

顺周期政策加剧银行风险

欧洲银行业的根本问题是资本不足，资不抵债。一两年前，当欧洲危机不算明显的时候，欧洲银行监管局(EBA)的压力测试犹如让欧洲的金融机构参加假考试，考取假成绩，以为自己真的“PASS”，便不需政府注资援助。然而，此举终于导致欧洲银行业资本缺口日渐恶化。在危机日深的时候，EBA压力测试结果显示，欧洲银行需要补充约1150亿欧元的资本，而德法两国的资本缺口分别是131亿和73亿欧元。即便如此，笔者认为欧洲银行业资本仍可能不足，因为德国第二大银行德国商业银行(Commerzbank AG)的无形资本比率(tangible equity)只有1%，德意志银行(Deutsche Bank AG)也只有2%左右，即杠杆比例分别是100倍和50倍。前者已寻求德国政府出手援助，可见它们的保护层已薄如蝉翼。

金融海啸时，美国金融体系陷入全面崩溃边缘，美国政府采取了一系列的财政和货币政策，重新稳住整个金融体系，使美国的银行能争取时间调理内伤。但德法两国与美国的一个重要区别是美国金融机构的资产相对于美国GDP较少。

此外，美国政府是美国金融体系的强大后盾，可是面对着欧洲银行业的巨无霸，欧洲各国政府却“失巫见小巫”，未必能有效稳住情况，甚至会反过来受到银行业进一步拖累，造成恶性循环。

此外，金融海啸中，美国政府的主要思想是担心危机会演变成“失萧条”，所以美联储、美国财政部和美国

行业已经出现的流动性问题，所以最近开始了大型的有抵押融资安排(LTRO)，让欧洲银行可以以极低利息以及较差的抵押资产，拿到无限量的融资。该安排一举几得——增加银行的流动性、增加收入、调整内伤；希望银行借钱买国债，舒缓国债市场紧张的情绪。

虽然市场反应正面，但笔者认为，欧洲央行此举反映出欧洲银行内部“挤提”情况已经开始，银行之间互不信任，现金为王。

有人形容欧洲央行此举是一个“走后门的QE”，即欧洲央行自己不做QE，不直接买国债，却无限量地贷款给欧洲银行，希望诱使这些银行为了赚取息差多买一点南欧五国的国债，拿到欧洲央行作为抵押品。

笔者认为，LTRO不能代替QE，因为欧洲央行提供银行间的流动性，不能解决欧洲银行资不抵债的问题(资本不足和资产下跌)，而且未必能增加市场的信贷。

首先，欧洲主权债问题只会随着时间进一步恶化。在各种紧缩的财政政策下，欧洲经济可能已经进入衰退，税收减少，偿还债务和利息愈发吃力。有鉴于此，欧洲银行未必愿意把手头已经不多的筹码购买国债。

其次，由于欧洲银行信贷紧张，其他的融资渠道成本高，LTRO会给欧洲银行诱因，去多做一点能抵押的金融证券，并可能继续减少对实体经济的借贷，因为这些借贷不能抵押给欧洲央行。而且，LTRO只限于3年以内的抵押贷款，欧洲银行可能会更有兴趣做3年内贷款，减少长于3年的中长期贷款，对整体信贷总量并不一定有帮助。

现时欧债危机已烧至德国、法国，进一步影响欧洲金融的稳定性。当然，若欧洲各国愿意同舟共济，还有可能找到解决出路，否则只会被危机冲击，令欧洲的银行体系最终出现不可挽救的局面。如果金融体系进一步出现问题，打击实体经济的发展将不可避免。