

海外观察

西班牙是欧元的“滑铁卢”吗

□尚军

记得1年半前，笔者常驻欧洲，写过一篇《爱尔兰不会是欧元的“滑铁卢”》的文章。当时正值爱尔兰接受救助，昔日的“凯尔特之虎”成为继希腊之后第二个被送进“重症监护室”的欧元区成员，希腊债务危机的“多米诺骨牌”效应首次得到印证。

尽管当时市场笼罩在一片悲观的气氛中，欧元崩溃论甚嚣尘上，但事实证明，欧元挺过了难关，爱尔兰一役并没有成为欧元的“滑铁卢”。然而，如今相同的问题又摆在了人们面前——西班牙会是欧元的“滑铁卢”吗？从希腊到爱尔兰，再到后来的葡萄牙，欧元的防线一再失守，眼下西班牙又岌岌可危，这不得不让人对欧元的命运再次产生疑问。

西班牙和爱尔兰有着惊人的相似：两国面临的主要问题都是银行业危机，而酿成危机的罪魁祸首也都是房地产泡沫的破裂。

房地产业的过度发展一度造就了西班牙经济的虚假繁荣。泡沫破裂后，西班牙经济一落千丈，银行坏账缠身，政府被迫接盘，财政状况急剧恶化。西班牙央行公布的数据显示，自2008年国际金融危机挤破房地产泡沫以来，西班牙银行业的损失已达1874亿欧元，银行和政府用于维护银行体系正常运行、支持银行业重组的资金已相当于该国国内生产总值(GDP)的18%。

当年，爱尔兰政府为了救助本国银行业不得不背上了相当于GDP32%的财政赤字，史上罕见。由此，都柏林不得不寻求欧盟和国际货币基金组织的救助。

但是，西班牙和爱尔兰又有着关键性的不同，那就是经济规模。爱尔兰不及欧元区经济总量的2%，而身为欧元区第四大经济体的西班牙占到欧元区经济总量的11%，这正外界担心西班牙一旦倒下恐导致欧元崩溃的原因所在，因为欧盟是否还有能力救这个“大块头”充满着疑问。

在相继为希腊、爱尔兰和葡萄牙提供数千亿欧元救助之后，欧盟临时性救助基金欧洲金融稳定工具(EFSF)的“火力”已耗损近半，好在新的永久性救助基金欧洲稳定机制(ESM)即将于7月正式启动，从而补充相当大的“火力”。应该说，这两笔基金合在一起可以满足对西班牙的救助，但问题在于，一旦西班牙倒下，其冲击效应势必拖累欧元区第三大经济体意大利，考虑到意大利本已十分脆弱，届时欧盟将难以招架。

眼下，欧债危机已经发展到新的阶段，欧元区解体的命题已经被提出，对于这一曾经不可想象的结果，投资者预期的自我实现能力不容低估。

虽然各方把目光锁定在6月17日的希腊第二轮大选，但欧元生死存亡的真正考验在于西班牙。如能守住西班牙，希腊的去留将无关大局。

那么，欧洲能否打赢西班牙一役，避免其成为欧元的“滑铁卢”？应该说，欧洲尚未到弹尽粮绝的地步，至少欧洲中央银行还没有使出“终极武器”，挺身而出担当“最后贷款人”。

西班牙的问题集中于银行业。最新消息显示，欧盟已在考虑直接帮助西班牙救助本国银行业，以阻断银行业危机与主权债务危机之间形成恶性循环。这是对对症下药，应当有助于帮助西班牙克服当前的困难。

值得庆幸的是，西班牙和爱尔兰还有一个共同点，那就是和希腊相比，经济基础相对较好，经济结构也更加国际化，从而更容易走出危机。

如果说在危机蔓延至爱尔兰时，笔者还敢直截了当地说不是欧元的“滑铁卢”，那么当危机逼近西班牙时，恐怕还是得留下一个问号，其答案将取决于欧盟接下来能以多快的速度采取多大的行动。

海外聚焦

□本报记者 陈昕雨

他是全球最大的宏观对冲基金布里奇沃特投资公司 Bridgewater Associates) 创始人，他将索罗斯挤下“神坛”，在市场惨淡的2011年斩获138亿美元，问鼎全球最赚钱对冲基金经理，荣膺《时代》杂志2012年度全球100位最具影响力人物；在欧元区尝试走向财政统一的进程中，他警告欧洲人欧债危机远未结束，“西班牙危情”将引发市场持续做空欧元区主权债务。他就是世界顶级对冲基金经理人雷蒙德·戴利奥 Ray Dalio)。

12岁入市

对全球金融市场而言，2011年是不堪回首的一年。据彭博社数据，去年全球对冲基金行业平均亏损5.2%，有“拮据”之称的保尔森麾下旗舰基金亏损51%。然而布里奇沃特麾下的旗舰对冲基金Pure Alpha去年则为投资者赚取了高达138亿美元的收益，基金净回报率在20%以上，打破年度最高盈利纪录。现年62岁的戴利奥也由此超越索罗斯和保尔森，成为全球最成功的对冲基金经理。

戴利奥在纽约长岛长大，出生在一个与投资毫无关联的家庭。他的父亲是名爵士乐手，母亲是家庭妇女。也许是受父亲的影响，戴利奥是个狂热的音乐迷，现在他在纽约市歌剧院有专用包厢，每年参加新奥尔良的爵士音乐节。

20世纪60年代，美国股市恰逢一轮牛市行情，全民炒股盛况空前。彼时戴利奥在高尔夫球场做球童赚取零花



钱，而打高尔夫球的商人总把股票挂在嘴边。年仅12岁的戴利奥便这样开始炒股了。他买的第一支股票是东北航空公司 Northeast Airlines)，“我买它是因为这是我唯一买得起的股票，每股不到5美元。当时东北航空快要倒闭了，但被另一家公司收购，股价随即翻了三倍。因为走运，我赚了钱，当然没过多久我就把钱还给了股市。从此我知道，要做出正确的判断是何等困难，而如果做错，又将付出怎样的代价。”

从长岛大学毕业后，戴利奥获得了哈佛大学商学院MBA学位，随后出任多米尼克经纪公司(Dominick & Dominick)大宗商品交易部主任，一年后进入海登斯通公司(CBWL Hayden Stone)，利用期货帮助企业对冲市场风险。1975年，戴利奥在其曼哈顿的公寓

雷蒙德·戴利奥 对冲基金新天王

里创立了布里奇沃特投资公司，在工作中逐步积累起交易决策规律和投资经验。

自1975年成立迄今，布里奇沃特麾下Pure Alpha基金总共已为投资者赚取了358亿美元的收益。

一枝独秀

1975年创立布里奇沃特时戴利奥年仅25岁，经过37年的努力经营，布里奇沃特目前已是全球最大的对冲基金公司之一，管理着1200亿美元的资产，该基金利用宏观投资策略，从宏观经济走势的预测及判断中获利。去年，布里奇沃特成功地预测了全球投资者会转向美国 and 德国国债等避险资产。

在过去20年中，布里奇沃特的旗舰基金、现有资产超过380亿美元的Pure Alpha基金，年平均回报率达

15%，安然度过了20世纪90年代的亚洲金融危机、美国网络泡沫破裂、“911”恐怖袭击导致的市场动荡和2008年的全球金融危机，没有一年的亏损超过2%。2008年金融风暴肆虐，Pure Alpha的两种基金则脱颖而出：扣除费用后，Pure Alpha 1净回报率达8.7%，Pure Alpha 2净回报率更是高达9.4%。

布里奇沃特投资公司总部坐落在康涅狄格州韦斯特波特县一片茂密的林地中，是一幢不起眼的砖石玻璃结构三层楼房。自2000年以来，公司员工从不到100人迅速发展超过800人。

和一般对冲基金不同，布里奇沃特投资公司并不为富人管理财富，而专门与养老基金和主权财富基金等大型机构合作。目前，该公司有约270个客户，其中约一半是美国国内机构，一半海外机构。布里奇沃特与投资人的关系也不仅仅是帮助后者进行投资，还向客户提供调研服务。柯达公司养老基金投资主管约翰·兰恩表示，“我不把布里奇沃特当作服务提供商，而是当作合作伙伴。”

警惕宏观经济风险

布里奇沃特能够多年维持投资高回报并非因幸运之神的眷顾，而是戴利奥对全球宏观经济风险有着先见之明。他是最早认识到美国和欧洲经济体负债和杠杆过多存在风险的经济学家，并预言了全球经济将出现通缩(deflationary)和去杠杆化(deleveraging)进程。

据《财富》杂志报道，戴利奥早在2001年便率领他的投资团队设计了

一套测量经济衰退(depression gauge)的电脑分析模型，具体方法是搜集20世纪30年代以来所有对经济环境产生重大影响资料，逐项输入电脑系统，侦测经济体系是否发生去杠杆化，以便及早针对市场风险调整投资组合。2008年9月30日，在雷曼兄弟倒闭后两个星期，布里奇沃特的电脑分析系统便发出警号，随后美国金融系统果然出现了大规模去杠杆化进程。

如今，戴利奥操盘的布里奇沃特对欧债危机风险高度重视。该公司认为，欧债危机显然还没有结束，“西班牙危情”将引发市场持续做空欧元区主权债务。戴利奥指出，在获得欧洲央行两轮长期再融资操作(OTRO)资金后，虽然西班牙银行暂时缓解了融资困境，但并没有更强的意愿购买该国国债，其他国家银行仍持续出售西班牙国债。西班牙政府的融资缺口可能导致该国被迫寻求外部援助，且这一情况发生的可能性不断上升，这将导致欧盟和国际货币基金组织(IMF)的救助行动变得异常复杂。

布里奇沃特预计，全球大型发达经济体至少将面临为期10年的低增长、高通胀时期，尤其是欧洲的“僵尸经济体”，假如它们不能解决堆积如山的债务问题，则将长期保持目前的疲势。相比较而言，美国的经济形势稍显乐观，“美国至少还可以选择发行货币，这是一个非常便捷的做法。如果要股市上涨，扭转市场颓势，救市的人一定是美联储。”

海外选粹

雪靴足下生辉

近十年来，人称“丑陋的鞋子”的UGG(皮毛一体圆头雪地靴，同时也是德克斯户外公司旗下著名雪地靴品牌)引领了全球冬季鞋业时尚，而UGG的母公司德克斯户外也成为证券市场的热门股票，其收入在过去十年增长了15倍，2012年更有望突破15亿美元，同期股价则上涨3300%，达53美元，这还是在经历了最近七个月超过50%的暴跌后所呈现的股价。

时尚潮流一向来去匆匆，跟风投资者的收成也随之涨涨落落，而UGG在时尚舞台已出了十年风头，因此看空者认为德克斯的股票正走入末路，不过《巴伦周刊》通过广泛采访零售商、潮流设计师、股票分析人士和顾客，得出结论：UGG引领的雪靴潮流仍将继续生辉，同时在股价暴跌后，《巴伦周刊》

康，不仅无任何负债，现金流也很充裕，因此，为彰显公司良好的发展态势，管理层于今年第四季回购了价值2000万美元的公司股票，并将再次回购8000万美元的股票。

与此同时，去冬困扰德克斯的羊皮价格也自今年四月开始回落了三成多，分析人士认为，羊皮价格下跌的主因是澳大利亚养羊数量增加及羊内消费需求上升。这一趋势若能持续下去，对德克斯的股价将长期利好。

目前一双UGG皮毛一体雪地靴的售价是200美元左右，该鞋的忠实消费者往往每隔一到两年便会购入新鞋。而不少高端零售商都将UGG视为“真正重要的合作伙伴”，同时德克斯也在美国开设了46间UGG品牌店。除UGG外，德克斯的产品线还包括适合春、夏、秋等季节的各种鞋款，并且市场表现均“格外好”。(石璐)



金融城传真

钻石庆典价几何

□本报记者 王亚宏 伦敦报道

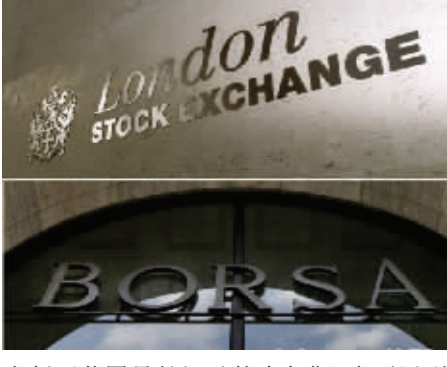
手里奋力舞动着国旗，对着乘车经过的领袖大声欢呼，甚至为这激动人心的一刻滴下两行清泪，这种场景不只会在新进上映的电影《独裁者》中出现，在过去的一周里，不少以刻板著称的英国人也同样动情。

英国女王伊丽莎白二世登基六十周年的钻石庆典活动激发了英国人的爱国主义情操，而在这背后则是一场商家的盛宴。比如在乐购超市，人们手里挥舞的小国旗卖了280多万个，一串串的彩旗更是卖出了2000多公里的长度。此外，人们在欢庆时还会喝下2500万瓶啤酒、20万瓶香槟和3000万瓶其他酒类。

庆典第一天，伦敦有十分之一的人涌到泰晤士河沿岸观礼，尽管天公不作美，但英国人在庆典期间连吃带喝，再加上买纪念品的花费还是达到4.25亿英镑。

为庆典花点钱是人之常情，就连每年一次的生日都要买点蛋糕蜡烛，更别提国家层面的喜事了。要说钻石庆典几百年才能遇到，在整个英国历史上也仅有两次，上一位还是将英国打造成“日不落帝国”的维多利亚女王。

从目前看，即使不把女性的长寿基因考虑在内，这一两代人要再看一次英国君主的钻石庆典是不大可能的了。因为即使女王在庆典后立即逊位，已经在王储位置



上创下英国最长记录的查尔斯，也要活到123岁才能迎来属于自己的庆典。即使查尔斯靠边站，让去年刚结婚的威廉王子即位，这位年轻帅哥也要熬到89岁才能等到那一天。

在这种“供应稀缺”的背景下，钻石庆典自然被炒起来。据统计，英国女王的钻石庆典总花费将超过13亿英镑。但十几亿英镑和庆典本身的影响比起来只算是小钱，因为随着媒体的反复曝光，英国王室本身再次“增值”。

温莎王室本来就是英国最著名的“品牌”之一，据估测王室的无形资产达264亿英镑。据统计，王室可并不仅仅是只会摆手微笑的“国家吉祥物”，每年王室成员出访国外，为英国带来的海外广告效应超过40亿英镑。王室授权允许一些英国企业使用王室标

华尔街夜话

美联储依赖症

□本报记者 樊宇 华盛顿报道

上周出炉的经济增长和就业数据令人失望，加上欧债危机持续挑动市场神经，纽约股市三大股指几乎跌去了今年以来的涨幅。市场在表达失望情绪之外，立即把目光转向了美国中央银行——美联储，分析人士开始揣测央行是否会有新的动作，各大财经媒体中充斥着各种猜想。

经济数据一有风吹草动，市场立马想到美联储出手救市，不知从何时开始这越来越像一种条件反射。既有的措施还没结束，新的措施仿佛就要呼之欲出，美国经济似乎患上了美联储依赖症。

在金融危机的非常时期，美联储自2008年底开始，一直把联邦基金利率保持在零至0.25%的历史低位，至今已三年有余。在联邦基

利率降无可降之后，美联储开始采取其他非常规措施，先后于2009年和2010年实施两轮量化宽松政策，购入大量美国国债和机构债券，总规模达到2.3万亿美元，力图压低中长期利率并提振借贷和消费，以此来刺激经济增长。去年中期，美国经济增长失去动力，失业率居高不下，美联储9月再次推出新政策工具，通过出售短期国债和买入同数额的中长期国债来继续压低中长期利率，被称为“扭转操作”。

除了具体政策措施外，美联储还用心良苦地推进政策透明化，不断强化对利率政策执行期限的指引。之前“低利率政策还将维持一段时间”的模糊表达被更加明确的时间期限所代替。

眼看着“扭转操作”即将于6月底到期，但经济增长仍然不温不火，就业市场数据令人疑惑，而欧洲大陆依旧笼罩在欧债危机阴云下，对美国经济复苏构成不容忽视的威胁。

6月的货币政策会议召开在即，市场对美联储新一轮量化宽松的预期升温。曾经是非常时期使用的政策工具，在不少人心目中变得“常规”起来。当然，也有人对美联储的宽松政策表示了质疑，认为量化宽松政策对经济刺激作用有限，其副作用却成为隐忧。

曾有一段时间，随着经济形势的好转，后危机时代的退出策略被摆上台面，但如今

签，这类授权估值40亿英镑。因此，借着“钻石庆典”的机会，擦亮这块金字招牌可以使整个英国受益。

当然也不是所有人都对女王的钻石庆典买账，他们认为君主制太过昂贵，还是干脆废除王室，大家都一样地搞共和多快好省。

面对这种指责，王室列出清单称并没花纳税钱一分。而在这看似合理的说法背后，却隐去了从水面舰艇到空中直升机这些无处不在的大规模安保，其实都要政府出钱。

影响经济的罪魁祸首是由于庆典多放了一天的公休假。不但制造业受影响，被英国列为支柱的金融服务业也停摆24小时。估计这额外的假期将给英国经济造成数十亿英镑的损失，负面影响相当于英国国内生产总值的0.25%。

数据显示，去年的王室婚礼的狂欢散尽之后，人们发现花钱买高兴的代价不菲，而今年的钻石庆典规模大于去年，而且在6月这样传统的生产旺季举行，对经济的负面影响无疑更大。

从现在的经济状况看，“假日经济”并非治疗英国经济疲软的良方。有经济学家警告称，最好少办一些像“钻石庆典”这样的大型活动，但不幸的是，就在女王登基纪念后不到两个月，伦敦就将迎来另一场更大型的盛会：第三十届夏季奥运会。

对于美联储来说，这一问题已被一个又一个对于下一步刺激措施的问号所取代。

美联储主席伯南克曾对市场预期冷处理，并说美联储制定政策主要着眼于促就业和控通胀的双重使命，而不会考虑会不会令市场失望。本周伯南克在国会作证时，未就近期政策给出明确信号，只强调美联储正在加紧研究当前经济情况，并一如既往地准备着，必要时时刻采取行动。

值得注意的是，与货币政策相比，伯南克对财政政策表达了更多担忧，在他看来，美国国会 在财政问题上的拖沓和不作为是经济无法大幅向前的重要拖累。

圣路易斯联储银行行长詹姆斯·布拉德本周在接受道琼斯访问的时候说，就业市场的坏消息不足以改变他对美国经济前景的看法，每当形势稍有不妙的时候，就指望美联储出台宽松措施是不合理的。纵观美、日、欧等主要发达经济体，自金融危机爆发以来，因为采取宽松货币政策，其中央银行的资产负债表都已大幅膨胀。伴随着非传统政策工具的陆续出台，实体经济对货币政策的依赖也日渐加深。如何实施退出战略，让经济恢复自生动力将是无法回避的问题。

去年夏天，美国经济一改年初的大好形势突然降温，美联储再次出手相救。这次，不知道相似的一幕会否重演。