

战争，通胀，经济与中美俄欧的地缘政治博弈

瑞士信贷分析师 Zoltan Polzsar 又一篇极其重要的文章，详细分析了现有世界秩序的崩坏本质以及美国和西方将要采取的应对策略。这是 Zoltan Polzsar 关于布雷顿森林三体系不断建构的著作的一部分，在华尔街乃至全球金融市场拥有巨大的影响力。

24 August 2022
Investment Solutions & Sustainability
Global



Credit Suisse Economics

War and Industrial Policy

War means industry.

Wars cannot be fought with supply chains that crisscross a globalized world, where production happens on faraway, little islands in the South China Sea, from where chips can be transported only if airspaces and straits remain open...

Global supply chains work only in peacetime, but not when the world is at war, be it a hot war or an [economic war](#). The low inflation world had three pillars: cheap immigrant labor keeping nominal wage growth "stagnant" in the U.S., cheap Chinese goods raising real wages amid stagnant nominal wages, and cheap Russian natural gas fueling German industry and Europe more broadly. Implicit in this "trinity" were two giant geo-strategic and geo-economic blocks: Niall Ferguson called the first one "[Chimerica](#)". I will call the other one "Eurussia".

Both unions were a "heavenly match": the EU paid euros for cheap Russian gas, the U.S. paid U.S. dollars for cheap Chinese imports, and Russia and China dutifully recycled their earnings into G7 claims. All sides were entangled commercially as well as financially, and as the old wisdom goes, if we trade, everyone benefits and so we won't fight. But like in any marriage, that's true only if there is harmony. Harmony is built on trust, and occasional disagreements can only be resolved peacefully provided there is trust. But when trust is gone, everything is gone, which is the scary conclusion from Dale Copeland's book:

[Economic Interdependence and War](#)

Reviewing 200 years of history, including the Napoleonic and Crimean wars, the book explains that "*when great powers have positive expectations of the future trade environment, they want to remain at peace in order to secure the economic benefits that enhance long-term economic power. When, however, these expectations turn negative, leaders are likely to fear a loss of access to raw materials and markets, giving them an incentive to initiate crises to protect their commercial interests*". This "[theory of trade expectations](#)" holds lessons for understanding not only today's conflict between the U.S. on the one hand, and Russia and China on the other, but also the outlook for inflation. Put simply...

...if there is trust, trade works. If trust is gone, it doesn't. Today, trust is gone: Chimerica does not work anymore and Eurussia does not work either. Instead, we have a [special relationship](#) between Russia and China, the core economies of the BRICS block and the "king" and the "queen" on the Eurasian [chessboard](#) – a new "heavenly match", forged from the divorce of Chimerica and Eurussia...

CONTRIBUTORS

Zoltan Polzsar

212 538 3779

zoltan.polzsar@credit-suisse.com

战争意味着产业。

全球化世界中纵横交错的供应链里没法开战。许多的关键的产品，在世界的某一个角落生产和制造出来，只有安全和开放的供应链通道才能确保这些产品从那里的工厂运送出来。这样的全球供应链仅仅在和平时代是有效的。而一旦发生战争和冲突——无论是热战还是“经济战”，这些供应链将立即失效。然而，这个全球化的供应链是我们多年来经历的所谓低通胀高增长世界的基石。这个体系有三大支柱：

1. 大量的廉价移民劳工进入美国压低美国的名义工资，使得美国劳工的工资增长处于停滞状态；
2. 在名义工资停滞不前的状态下，中国制造的便宜商品提高了实际工资的购买力；
3. 廉价的俄罗斯能源为德国乃至更广泛的欧洲的工业体系提供原料，维持了欧洲的竞争力和生活水准。

在这个“三位一体”的体系中隐含了两个巨大的地缘战略和地缘经济区块：尼尔·佛格森称前者为“Chimerica”（中美国）。我愿意称后者为“Eurussia”（俄欧陆）。

这两个地缘政治/经济区块是“天作之合”：欧盟支付欧元购买廉价

的俄罗斯能源,美国支付美元购买廉价的中国商品。俄罗斯和中国“本分的”将他们的贸易盈余再向 G7 缴纳 (购买 G7 国家的金融资产)。各方在金融和商业上都纠缠不清。就像那些古老的智慧所言,如果所有人都能从贸易中获益,争斗就全无意义。但正如任何婚姻一样,所有人都能获益的安排仅能在和谐稳定的情况下存在,而这种和谐需要建立在“信任”的基础上,偶尔的分歧也仅能在信任的前提下才能和平且妥善的解决。而这种信任一旦失去,那么我们过去所经历的所有繁荣和稳定可能就一同失去了。这正是戴尔·科普兰 (Dale Copeland) 的著作《经济相互依存与战争》(Economic Interdependence and War) 中尝试论证的结论:

通过回顾包括拿破仑战争和克里米亚战争在内的过去 200 年的历史,该书作者认为“当大国对未来的贸易环境有积极的预期时,他们希望通过保持和平以确保核心经济利益,从而增强己方的长期经济实力。而一旦这些预期变得负面时,这些大国可能会担心失去原料或者市场,从而激励他们引发危机以保护他们的商业利益”。这种“贸易预期理论”对于理解美国与中俄的冲突根源,甚至于理解西方世界所面临的通胀的本质,都十分值得借鉴。

简而言之,贸易的稳定作用仅在信任存在时能够生效。对于中美而言,这种信任已经消失了,这个情况同样在俄欧之间发生。取而代之的,是俄罗斯与中国的接近:作为金砖体系中的“王”与“后”,欧亚大

陆这个庞大棋盘上的“天作之和”，这个强大的新的联盟正从“中美国”和“俄欧陆”两大体系的分崩离析之中新生。

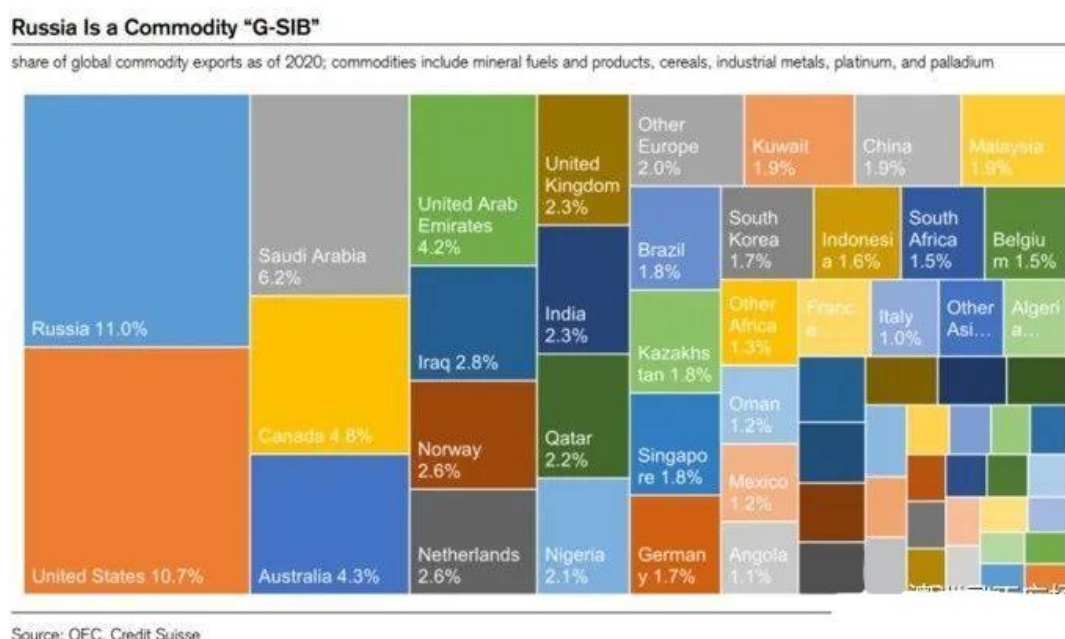
信任是如何丧失的？

一个“通俗易懂”的故事是这样的：中国通过卖便宜货发了大财，然后想在全球范围内建立 5G 通讯网络，用最先进的光刻机生产最高端的芯片。这时，美国说：“没门！”从此出发，“中美国”陷入信任危机。

而一个关于俄欧的简易版故事则是这样的：俄罗斯通过向欧洲出售廉价的天然气发了财，而德国通过向欧洲和世界出售用廉价天然气生产的昂贵商品而变得非常富裕。生意太好，俄罗斯和德国甚至都准备了北溪二号管道的开通仪式庆典。但忽然一天，俄乌冲突爆发，德国认为这种行为超越了德国的底线，庆典被取消，双方不欢而散。

美国的富足来源于量化宽松（印钞）。但量化宽松的基础来自于俄罗斯的廉价能源和中国的廉价商品带来的低通胀。处于全球经济体系食物链顶端的美国当然不希望低通胀时代的结束，这将意味轻松印钞获得财富的模式结束。但如果中美的合作（中美国）以及俄欧的合作（俄欧陆）分别破产，低通胀将寿终正寝。

正在逐步成型的中国和俄罗斯之间的特殊关系是一种强大的联合：这是大宗商品和工业品的联姻，联合了世界上最大的大宗商品生产国（俄罗斯）和世界工厂（中国），同时在地缘上能够覆盖和控制整个欧亚大陆。



大宗商品领域的“G-SIB”，俄罗斯首当其冲

中俄特殊关系就像两个分别被背叛的配偶（被赶出中美合作的中国以及被赶出俄欧联合的俄罗斯），为了报复他们的“前任”而组成的一个经济同盟：其中一个长期缺乏原材料，另一个由于经受制裁而缺乏芯片等关键工业品。而之前婚姻里的两个“前任”则聚在一起形成一个新的联盟，但这个联盟不同于前一个联盟中存在的相互依存和互补，在这个联盟里其中的一个（欧洲）极度依赖另外一个（美国）来获得经济安全。

战争，就像目前正在展开的经济战争，其关键的争夺在于控制：对技术的控制，大宗商品的控制，生产产能的控制和关键地缘节点的控制——包括台湾海峡，霍尔木兹海峡，波斯普鲁斯海峡这样的咽喉要道。

战争也关于联盟。在中美俄复杂的冲突博弈的当下，所谓朋友的定义是“敌人的敌人就是朋友”。一些重要的地缘事件揭示了这种联盟的逐步形成：俄罗斯与中国和伊朗在霍尔木兹海峡举行海军演习；伊朗协调俄罗斯与土耳其关于黑海和波斯普鲁斯海峡粮食运输的安排——第一批通过波斯普鲁斯海峡运出的乌克兰粮食抵达的是俄罗斯的保护国叙利亚的港口塔尔图斯；土耳其与俄罗斯同意双方以卢布结算双边贸易，等等。

在这个围绕欧亚大陆的复杂地缘战略热点网络之中，对“敌人的朋友”的绞索正在收紧：乌克兰受到攻击，台湾地区遭到为期一周的封锁，韩国在中国的压力下提出“三不”政策——这个政策的本质是逐步结束与美国的一切形式的军事合作。朝鲜半岛的演变十分值得关注：最新的进展表明，北朝鲜正在积极与俄罗斯和中国加深联系，并在朝鲜半岛采取“战争边缘”策略，这使得韩国总统尹熙悦不得不极其谨小慎微，甚至宁愿去剧院看戏也拒绝与到访的美国众议院议长佩洛西会面。我称韩国的这种策略为（韩式）“战略模糊”。

过去人们津津乐道的美国的所谓“我们的货币，你们的问题”，在今天正在变成，“我们的大宗商品，你们的问题”，或者“我们后院的芯片，你们的问题”，又或者“我们的海峡，你们的问题”（美国威胁就土耳其与俄罗斯的经济联系对土耳其进行二级制裁应该被理解为北约对于其通过博斯普鲁斯海峡受到土耳其限制的反制）。

后退一步，从更大的地缘角度来看，我们看到在整个欧亚大陆正发生一场激烈的争夺和博弈。所谓“金砖国家联盟”并不是这里的关键，这里的真正玩家是由土耳其 (Turkey), 俄罗斯 (Russia), 伊朗 (Iran), 中国 (China) 和北朝鲜 (North Korea) 相互靠近形成的一个横跨欧亚大陆的联合，我将其称之为 **“TRICKs”** —— 一个由所有受到美国直接制裁或者制裁威胁的国家组成的联合。这个 **“被制裁者联盟”** 正在要求所有美国的朋友做出务实的选择。比如，尽管受到美国的巨大压力，印度仍然大幅增加了他们从俄罗斯进口的能源，并参与俄罗斯的 Vostok-2022 军演；美国对于中国在台湾海峡进行的军事演习和封锁毫无回应，也将使得韩国重新评估他们的地缘政治现实。正如 Pippa Malmgren 最近指出的那样：华盛顿开始怀疑韩国的忠诚度，认为韩国可能已经选择了与中国而非美国合作。首尔的所谓“战略模糊”事实上是一种选择，意味着韩国将不作为西方在东北亚的边界与中国进行斗争。如果朝韩实现和解（正如文在寅总统在中国的支持下在过去数年内所尝试实现的那样），美国驻扎在韩国的 3 万名美军就没有存在的理由，而不得不选择离开。

许多人以为，“保罗皈依”（圣经中使徒保罗在大马士革皈依耶稣的故事）只是圣经故事，而不会发生在地缘政治的现实中。这个信念是完全错误的，持有这样观点的人需要重读历史，或者更简单的，在匈牙利长大。1989年6月16日，我当时11岁，年轻的维克多·欧尔班激烈的要求苏联军队撤出匈牙利。这件事情的发生甚至比该年11月9日的柏林墙倒塌还要早几个月。我们将这一事件与现代全球化的诞生联系起来，与过去30年的“低通胀增长”的经济结构联系起来。

韩国的“战略模糊”政策是否会成为韩国外交政策中的“欧尔班时刻”的先兆？韩国和他的人民能够感受到他们的国家所处的极度危险的状态并要求美军撤出朝鲜半岛吗？

历史不会重演，但会押韵。当年的那个欧尔班的外交政策跟今天的欧尔班的外交政策完全不能同日而语，同样的，今天的韩国生产的芯片和未来的韩国生产的芯片同样不能等量齐观。因此，对于美国而言，芯片的风险并不仅限于台湾，对于韩国生产的芯片，巨大的风险同样存在。今天正在发生的地缘事件是如此深远和意义重大，使得与这些事件比起来，冷战时期发生过的一些美国参与和支持的地缘战略事件，比如1956年美国支持匈牙利的反苏运动，以及同年发生的苏伊士运河危机美苏支持埃及反对英法和以色列，这些事件与今天和未来将要发生的事件相比，就像是地缘政治里小朋友的游戏。

但 1956 年的经验可以给今天的市场一个有意义的经验：战争的关键组成部分是“战斗”，而即使是最大的强权，也常常会有选择的直接参与某一些“战斗”而避免陷入另一些。在多条战线上同时发生的“战斗”（乌克兰，台湾海峡，韩国）意味着各个战场存在重要性和次序先后的选择。在 1956 年，石油比匈牙利更重要，因此美国的资源最后投入到了埃及，而匈牙利的反苏运动无疾而终。对我个人而言，直接结果是我在铁幕的东边出生和长大，偷偷看着关于铁幕以西的美好电影想象着不一样的生活。今天，我生活在西方世界的中心纽约曼哈顿，耐心的观察着发生在东方的种种事件，怀疑美国是否还有足够的能力来维持这个现有的世界秩序，或者像在 1956 年那样在多个战线中做出取舍，选项包括北约在欧洲的边界，芯片的供应，或者对石油的控制。

或者更糟糕的结局是，在欧亚大陆的大棋盘上被 TRICKs 彻底将死？

我无法准确预测事情的发展，没人能够准确预测，五角大楼也不行。这就是为什么我们认为对通胀迅速回落的预期过于天真和乐观。这里的逻辑在于，“美国治下的和平”（PAX AMERICANA）促进了全球化，而全球化确保了（西方世界）的低通胀。因此 TRICKs 国家不再合作，甚至正想方设法的削弱这个体系的行为意味着通胀是一个巨大的长期风险。

要从这个角度理解通胀的逻辑和路径，我们需要阅读更多的历史，回顾那些历史事件，思考信任，贸易以及戴尔·科普兰的贸易预期理论：如果说全球化得由“互信”来推动，这种全球化又推动了“大缓和”（低通胀），那么我们倾向于认为，不信任的产生和增进将导致去全球化，而去全球化最终导致大通胀。

不信任的经济后果是什么？

今天的文章中，我们将阐述我们对于这个大转型过程（从冷战后的全球化，到新秩序的建立的过程）的展望。我们的观点是，我们需要形成一个大大的“L”型衰退来抑制通胀，我们必须促进一轮负财富效应来压制消费需求，从而使得消费面能够匹配供给面的新的现实。我们认为，（美国的）通胀确实已经放缓了，但仍远远高于目标。中美分离和俄欧分裂将产生巨大的成本，这些成本包括美联储将继续维持鹰派并保持较高利率，因为一旦放松银根导致需求增加，那么受限的供应将立刻重新推高通胀。促进经济从L型衰退到“L/”型重新增长的动力何在？我们无法指望由消费产生这个“/”的上行趋势，因为我们的“前任”，中国和俄罗斯，已经离我们而去，为我们提供的产能将消失，我们将不得不自己生产所有我们需要的东西。这个新的增长动力将来自于投资，对生产和产能的投资，而政府将提供助力。

三个“觉醒”时刻

首先，乌克兰战线正在表明，在“消耗战”中，弹药库存的消耗速度远大于我们的战争工业的当前产能。这种情况下，我们如何能够在多条战线上进行热战？这里消耗的不是需要高精尖芯片来制造的高科技武器，而是最基础的火炮弹药。金融时报最近的文章分析道，

“对于高科技状况和精益生产原则的迷恋完全忽视了维持基础装备（如炮弹）库存的重要性。例如，美国全部的产能开足马力一年能够生产的 1.55 亿枚各式炮弹，放在乌克兰战场这仅够维持两周的消耗，这标志着“工业战的回归”。文章进一步说到：“...可以大规模使用的廉价弹药是必不可少的。西方需要更加自律，而不是总是追求精致。西方需要理解如何在精致的同时维持枯燥和乏味的战线。”

其次，即使是精致的装备也不是很快能够生产出来：

“5 月时，当华盛顿订购 1300 枚毒刺防空导弹来替代美国发往乌克兰的导弹库存时，雷神公司的首席执行官回应说：‘我们需要一些时间...’。这不仅仅是一个替换装备的问题：为了使得足够的装备能够送入乌克兰，美国不得不大幅推迟发往台湾的订单，而沙特阿拉伯的订单也面临严重推迟。

与此同时，在最近的一次财报会议上，ASML 的首席执行官 Peter Wennick 指出：

“上周我会晤了一家大型工业公司的高管。他告诉我，这家企业集团正在购买洗衣机，然后将里面的芯片拆下来用于安装到他们的大型工业模块产品中。”

第三，来自中国在台湾周边的军事演训的消息告诉世界，芯片只有在能够运出工厂的时候才是有意义的。一旦封锁卡住物流，这些产品和产能便是完全无效的。当这个新生的多极世界正在破坏全球供应链时，美国如何能够维持其基于低通胀和印钞来维持的经济体系的命运？如何能够获得足够的导弹芯片来捍卫美国的全球利益和世界秩序？

这并不是说东方的对手日子过得很轻松。俄罗斯有他的军事问题，对俄罗斯的制裁限制了他获得高端芯片和西方技术的能力。但我们都知道，“俄罗斯和中国的关系没有上限”，而中国同样制造大量的芯片。这就像软饮料：你可以选择喝可口可乐或者百事可乐，同样，无论俄罗斯使用的时 TSMC（台积电）的芯片，还是 SMIC（中芯国际）的芯片，俄罗斯的导弹都能够飞出一个完美的弧线。就像能源的管线和流动正在被新的战争和地缘格局所重塑一样，芯片的流动也将被重新调整。流向欧洲的俄罗斯管道天然气正在逐步被美国的液化天然气所取代，而流向俄罗斯的日本韩国和台湾地区的芯片也将被中国大陆生

产的芯片所取代。

生活还得继续，但尾部风险依然存在。随着 TRICKs 在欧亚大陆棋盘上采取更多的行动，大部分的尾部风险都指向西方世界，特别是对西方通货膨胀的影响。中国对台湾海峡的强力控制以及韩国的“战略模糊”政策意味着“我们后院的芯片，你们的问题”对于美国和更广泛的西方来说是一个明显、紧迫而且现实的风险。

准确的说，上文讨论的三个“觉醒”时刻，意味着全球供应链，无论是军用产品还是民用产品，都面临着明斯基时刻。在这个概念的原本内涵中，明斯基时刻意味着影子银行体系的内爆，标志着金融危机的开始。今天我们正在目睹全球化世界秩序供应链的内爆，而全球化生产系统缺乏库存和有效的保护。西方企业在自己的国家进行设计和管理，将采购，生产和运输物流外包到国外。这里的所有关键环节，包括大宗商品，工厂和海运船队，都在与西方世界正在发生冲突的中国和俄罗斯的控制和主导之下。

供应链的库存就是银行的流动性。2007-2008 年时，大型银行仅准备短期的“即时”流动性：银行的流动性以金融场所即时提供的资金为主。这使得市场参与者得以随时将各类型的资产出售到深度市场而无需担心折损资产的公允价值。所以银行并不积极在央行准备大量的现金储备，因为这些储备被认为是低效的，不能够为股东创造最大

的价值。（而当市场最终失效导致流动性紧缺时，所有人都看见了那些大型金融机构有多么脆弱）。同样的，今天的大型公司和企业也在运营“即时”（just in time）供应链。企业以为他们总是能够在任何时间点通过合理的价格购买到所需要的产品和零部件，而无需担忧溢价。冷冰冰的事实告诉人们这样的假设是不正确的。美国军方必须要“等一会”才能拿到他们预定的导弹系统，而台湾地区和沙特则要等到乌克兰战争彻底结束以后才能拿到他们的订单。进一步的，如果你的洗衣机坏了想要换新的，你可能也得等上一段时间，因为大型国防承包商需要拆洗衣机零件拿来造导弹。

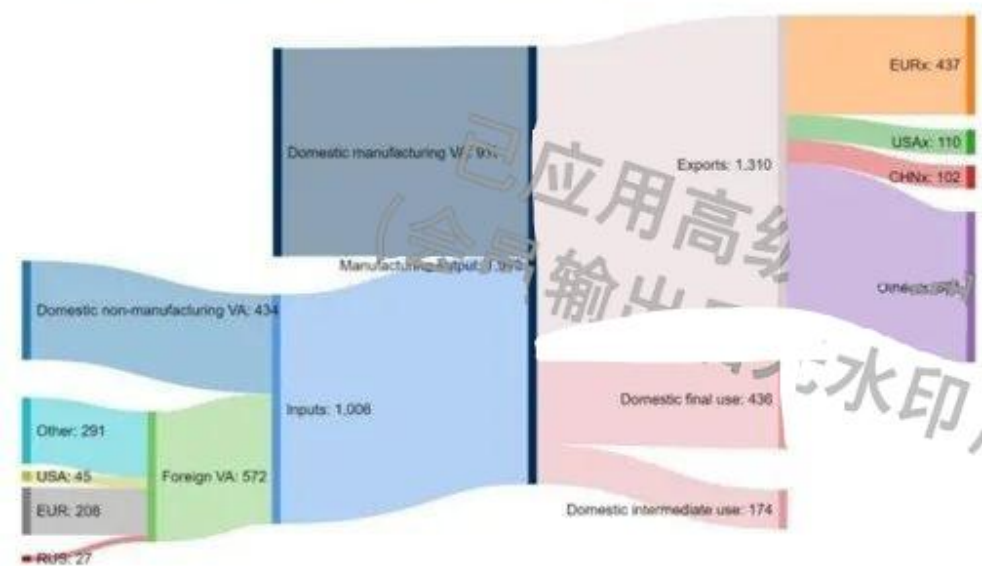
我们从“这里”拆解，来制造“那里”的产品。你还记得明斯基三实体么？**对冲实体**可以从他们的收入中支付他们的款项。**投机实体**必须借钱才能支付。**庞氏实体**则只有在出售手中持有的资产后才能进行支付。三者相比，庞氏单位受利率波动的影响最为剧烈。而就像我们在芯片行业所举的例子一样，依据明斯基法则，我们军工系统的供应链充其量算是个“投机单位”，而随着地缘政治紧张和冲突升级，这些供应链甚至很快将要降级成“庞氏”供应链。同样的框架也可以套用在欧洲能源市场：当俄罗斯的天然气供应削减，德国就立即面临收支平衡的困境，政府将不得不要求公民节约能源，以便为工业产出留出能多的消耗空间。

明斯基时刻是由于过度的金融财务杠杆造成的。套用在供应链的背景

下，这里的杠杆则是过度的经营杠杆：再以德国为例，该国 2 万亿美元工业增加值依赖于来自俄罗斯的 200 亿美元的天然气进口——从这个角度来理解，德国对于俄罗斯天然气的杠杆是 100 倍，远超雷曼兄弟的杠杆率。

Germany's Commodities "Leverage" (2)

billions of U.S. dollars; sources of value added are shown on the left; sales shown on the right



Source: World Input-Output database, Credit Suisse

德国生产对应俄罗斯能源的杠杆效应

运营杠杆的概念同样也适用于军事领域：比如说，在台湾生产的芯片被用于在美国生产的导弹里，那么一旦台湾地区被封锁，这些导弹零件就很可能没法抵达美国的导弹工厂，从这个角度来看，美国根本无法应对在东西两个战线上发生的战争。

“美国治世”对全球供应链维护的能力就好比银行的资本金。在 2008

年金融危机中，大型银行缺乏足够的资本金来应对系统性的流动性紧缺而陷于危机之中。由于他们“太大而不能倒”，美国政府不得不采取大规模的救助措施，而这些救助措施的成本就是巴塞尔 III。

今天的投资者倾向于认为“全球化”同样是一个“太大而不能倒”的事物。但“全球化”不是一家可以被资金救助的银行，这个体系需要一个“世界霸权”来维持它的秩序。这个系统的风险在于有人挑战这个世界霸权——比如今天的中国和俄罗斯。为了维护当今的世界秩序以及其相关的贸易安排和全球供应链网络，使得这个体系能够得以维持，这些挑战必须迅速和果断的应对，采取强力的手段将其压制，就如鲍威尔将军（后来的美国国务卿）在沙漠风暴行动时所表现出的那样。但，乌克兰和台湾地区不是当年的科威特，俄罗斯和中国更不是当年的伊拉克可比。壮志凌云 2 和壮志凌云 1 是完全不同的两部电影...

想象蒂姆·盖特纳（奥巴马时期美国财长）所说的应对金融危机或者攻击美国银行系统的卖空投资者时需要采取的手腕。今天的背景下，俄罗斯和中国基本上就是挑战美国主导的世界秩序的“卖空者”。引用当年盖特纳的话来说，我们需要采取“压倒性的雷霆手段——而不是零敲碎打的，类似于越南战争时期的做法；如果我们采取的这些压倒性的手段没能阻止（对银行的）挤兑，市场就不会对我们的承诺建立信心。所以我们要准备将‘天量的资金投入’，使得我们决心看起

来比整个市场的负债总额都要大”。鲍威尔将军在“沙漠风暴”行动中所体现出的实力，财政部长盖特纳在挽救美国银行体系时所展示出的决心，这都不禁让我将这些行动与今日美国商务部长吉娜·雷蒙多所采取的应对全球供应链的挑战所展示出来的姿态进行对比。

相比于展现出实力和决心，美国商务部展现出来的却是美国的脆弱。

正如雷蒙多部长最近所说，美国“从台湾地区购买了将近 70% 的先进芯片。其中包括大量的用于军事工业生产的芯片。而标枪导弹系统中就有大约 250 个这样的芯片。你们想继续从台湾的工厂获得这些关键芯片吗？这样的供应链毫无安全可言。我们需要国会以最快的速度通过芯片法案，让我们能够重新在美国的领土上生产这些芯片。”这些发言意味着雷蒙多部长的保尔森（布什时期财长）时刻：当时他在国会乞求快速通过 TARP 救助法案来支持美国的银行体系。

战争让你开始真正了解自己的能力的边界。你需要了解你生产能力的边界，战斗能力的边界，这也正是 1942 年西蒙·库兹涅茨被商务部委托制定美国国家数据来评估美国参与二战的真实能力。而今天，没有雷蒙多部长领导的商务部提供的详细数据和情报，国会也不会在此如此短的时间内通过价值 520 亿美元的芯片法案。但艰巨的工作还在后面。建立圆晶工厂需要数年的时间，只有等这些产能良好运转之下我们才能重新得到我们的“半导体主权”。

但问题在于，我们现在就立刻需要向“卖空者”展示我们的“压倒性的实力”，今天，马上，现在，而不是什么明天，几个月几年以后，未来。正是当下，一个强大的力量正在台湾海峡展现出“压倒性实力”，而那个展示实力者不是美国。

这正是为什么美国正试图通过技术禁运和制裁来“逆转时间”。就像新近的电影《信条》中描述的那样，“倒置时间”可以被用来塑造未来：美国正试图通过一次次的技术制裁来减缓中国的技术进步，从而重塑未来的实力平衡。放慢中国发展的脚步可以赢得一定的时间，时间将被用来建立本土的晶圆工厂，而这些工厂将可以在美国国境之内生产芯片用于捍卫美国霸权体系的导弹。

迄今为止，美国对中国科技制裁的名单正变得越来越长。最近的发展包括美国尝试禁止 ASML 公司向中国出售 DUV 光刻机，以及其他的芯片制造工艺和软件产品，以遏制中国和中资企业如中芯国际的半导体雄心。进一步的，美国还在考虑限制向中国存储芯片生产商出售芯片制造设备。另外拟议中的新的限制还包括“阻止韩国的三星电子和 SK 海力士公司向他们在中国的工厂运送新的技术工具，从而阻止这些工厂升级为可服务全球客户的大型工厂。”

这些瞄准韩国芯片制造商的新的压力是否会迫使首尔进一步考虑他们的“战略模糊”政策？我无法回答这样的问题。但，请确保您的通

胀预测公式有一个额外的虚拟变量。

我能够理解美国为何要采取“逆转时间”的策略。但人们必须明白，我们不能仅仅靠减缓对手的进度来取胜。我们还需要大规模的建设，而这正是为什么我们需要美国的产业政策：

作为投资者，你关心中俄对美国霸权的挑战带来的通胀后果。而通胀一旦飙升，政策利率也将随之升高，如果不这么做，就会产生金融抑制的问题。无论如何，如果你的公司专注于债券投资或者固定收益，你都将密切关注这些指标和动向。这个市场将是所谓“食利者”“安乐死”的市场。为了确保西方赢得这场经济战争，克服所谓“我们的大宗商品，你们的问题”，或者“我们后院的芯片，你们的问题”，或者“我们的海峡，你们的问题”——等等类似的困境，西方需要从“昨天”开始投资数万亿美元用于以下四种类型的项目：

1. 再武装（来维护现有的秩序）
2. 产业回归（来避免被封锁）
3. 建立库存，并投资于大宗商品生产
4. 重构能源电力网络

类似于巴塞尔 III 协议作为 08 年金融危机的标签，以上列出的四大项目是当前正在展开的全球化危机的标签。清单上的项目是不言自明的，

我们在新闻里每天都能读到类似的相关消息，比如：

- 关于再武装，德国计划花费 1000 亿欧元进行再武装；西方计划投资 7500 亿美元重建乌克兰；G7 的目标是筹资 6000 亿美元对抗中国的一带一路——欧亚大陆大棋局的一个核心正是关于一带一路和其所包括的项目的竞争。
- 关于制造业回流，雷蒙多部长将重点放在军用芯片和 520 亿美元芯片法案资助的三个新圆晶厂。欧洲也在忙于投资圆晶产能，以期待获得“工业主权”。依靠所谓的“友好国家”的产能同样是不可靠的。因为友好国家的产品同样必须通过海峡运送，而海峡可能被封锁。
- 关于再库存，欧盟天然气危机和能源短缺的状况无需赘述。欧盟急需重新建立大宗商品供应以维持工业活力以及冬季供暖。美国一样需要重建战略石油储备，因为我们的 SPR 将在今年 11 月前“耗尽”。印度已经指示其所有工业化的省份建立足以满足三年的住宅和工业需求的煤炭库存。欧洲和中国正在遭受历史性的干旱，乌克兰损失了今年的大部分小麦收成。能源和粮食的危机迫在眉睫，全球大宗商品的战略储备量将像 1997 年亚洲经济危机之后的外汇储备那样一飞冲天，这不仅涉及粮食和能源，也同样涉及一些工业品。
- 关于重建能源和电力网络，即使再俄乌战争爆发之后，美国政府的承诺依然坚定不移。能源转型是战前待办事项清单上唯一的重

大项目，并且从一开始就是一项艰巨的挑战。随着战争的开打，这个清单将变得越来越长，挑战也将变得越来越艰巨。

我认为，以上的四个主题将是未来五年内的产业政策的明确目标。G7 将在这些项目上花掉多少钱是一个悬而未决的问题，但鉴于全球秩序受到的挑战，他们可能会毫不吝啬。如果我们足够幸运，西方的政府真正能够由盖特纳这样的人或者采取盖特纳在应对金融危机时所采取的态度来管理这个“展示实力和决心”的时刻，那么对于投资者而言，相对应的投资策略将会是以下的一份清单：

1. 大宗商品密集
2. 资本密集
3. 利率不敏感
4. 东方不可投资

大宗商品密集将意味着通货膨胀将是一个西方世界执行以上清单时所面对的最为棘手的问题。重新武装，产业回归，再库存和重建能源网络，这些政策都需要消耗大量的商品，不仅用于生产消耗，还需要大量的战略储备和库存。这将会对西方严重投资不足的大宗商品行业造成一种剧烈的需求冲击，这也是过去十年专注于 ESG 政策的后遗症。投资不足意味着供应短缺，而地缘政治因素将导致资源民族主义，结果是更多的短缺和限制。投资者可以参见俄罗斯关于其资源的最新

立场以及墨西哥决定国有化其锂矿的决定。需求将激增，而供应则短缺，结果是价格可能会飙涨。这将很可能推动一个新的大宗商品超级周期，就像我们再 2001 年中国加入世贸之后所看见过的那样。上一个大宗商品超级周期的发生是在一个和平的单极霸权世界秩序的背景下，世界主要国家对未来的贸易环境都有着积极的预期。而今天的现状则截然不同。

资本密集则意味着政府和私营部门将不得不长期借款来进行投资。再武装和再库存都是政府政策的领域，产业回流和能源网络建设则可能涉及公私合营。私营公司将不得不通过发行债务和筹集股权来进行建设和生产，从船舶到战斗机，从工厂到大宗商品，乃至太阳能面板和风力涡轮机。

利率不敏感意味着无论美联储将利率提高到 3.5% 还是 7%，这个待办事项的清单都必须得到执行，而无论这个过程是多么的痛苦和艰难。因为我们的工业主权有赖于此。而从另一个角度来看，私募股权 (PE) 行业对利率极其敏感。一旦执行强力的产业政策，这将排挤私募股权。金融市场是一个数十年为一个周期的系统。私募股权经历了“低通胀”周期和全球化周期，并在金融危机之后享受了十年的低利率和印钞的好日子。**对于私募股权投资而言，这个繁荣的周期可以宣告结束了。**

东方不可投资，意味着对于某些东方的大国，循环滚动这些国家对

G7 国家的债券和其他资产的投资是完全不可行的。这不仅仅意味着俄罗斯的外汇储备所遭受的制裁将会警示这些国家的投资者可能的风险，更是因为，滚动数万亿美元的美国国债投资组合意味着你将为作为你的对手的西方世界的重新武装，再库存，产业回归等一系列有损你利益的行为努力提供资金。

我们现在又回到了我们全文开始的地方：戴尔·科普兰的贸易预期理论正是从这里来理解和思考世界的框架。我们，以及这个世界的运行方式，像过去那样继续运行下去是完全没有意义的，无论是从真实的（贸易/生产）的视角，还是从金融（外汇储备）的视角。这正是布雷顿森林 III 所注定要发生的原因。

这一切都已经在发生了。