

# 如何给全球经济的方程组求解

欧元区不仅要解决主权债务问题，更重要的是要解决欧元区体制的内在缺陷，提高欧元区管理和危机处理的效率。美国要解决的首先是经济复苏问题，是有就业的经济复苏，这样才有利于财政状况的改善，同时要处理好经济复苏和主权债务之间的关系。新兴市场经济国家受主权债务危机国家的冲击较大，必须采取有效措施管理资本流入和通货膨胀预期，加强和发达国家的宏观经济政策协调。

## 陆前进

最近欧元区主权债务危机似乎又有进一步扩散的趋势，向意大利和西班牙蔓延，两国债券融资利率大幅度攀升。而在大洋两岸的美国，8月5日标准普尔下调了美国主权债务信用评级，美国的主权债务问题有进一步加剧的趋势。随着美欧主权债务的不断升级，新兴市场经济国家宏观调控面临前所未有的困境，全球经济复苏面临更大的不确定性，如何解决这些难题一直是人们关心的重要问题。

## 欧元区面临体制缺陷难题

欧洲主权债务危机是否有解，这一直困扰着人们。欧元区的建立本身就面临体制上的缺陷，统一的货币政策和分散的财政政策。就当时而言，统一的欧元需要统一的货币政策，分散的财政政策有助于各国灵活调整应对各国经济可能出现的困境，但是现在恰恰是分散的财政政策导致了有关国家债务问题，而且还面临如何解决这一问题的困境。目前欧猪五国财政赤字和债务水平高企，严重威胁着欧元区的稳定和安全，每次在援助债务困境国家的问题上，欧元区

主要国家更多地考虑自身的利益，往往都是在欧元区可能面临更大金融市场动荡下才达成协议，而且被援助国家还必须采取更为严厉的财政紧缩措施恢复财政状况。

债务危机的国家面临债务困境、援助和紧缩措施之间的协调矛盾，一旦出现债务困境，这些国家就需要欧盟和国际货币基金组织（IMF）提供援助，受援国必须采取紧缩措施恢复财政状况，这里面临的问题是如何合理平衡援助和紧缩政策之间的关系，既要有利于经济恢复，又要有利于遏制财政赤字的大幅度上升，或者实现这两者之间的跨期平衡。

欧元区体制上的缺陷需要欧元区统一财政政策，但如果没有财政政策，各国面临失业或国际收支不平衡时，也就无能为力了，没有政策工具可用了，是否统一财政政策，是欧元区将来需要协调的重要问题。解决欧洲债权债务问题，不仅仅是援助和财政紧缩的问题，深层次的问题是欧元区内在体制的缺陷，需要改革欧元区内在的运行机制，包括统一的财政政策和公共援助稳定机制的完善。尽管欧元区已经着手解决这些问题，但可能仍然有很长的道路要走。

## 美国主权债务问题难以求解

美国的主权债务问题难以求解。美国主权信用评级下调主要是由于美国高赤字和高债务水平所引发的，标准普尔认为虽然美国政府就债务上限上调达成一致，但美国国会和政府最近达成的财政紧缩协议不足以稳定政府的中期债务状况，美国财政状况有进一步恶化的风险。2007年美国次贷危机爆发，为了进一步促进经济增长，美国政府还采取扩大支出、减税等一系列财政政策刺激经济。这些措施增加了美国的财政赤字，债务水平和财政负担明显上升。2010年9月30日，美国政府债务总额为13.56万亿美元，占国内生产总值（GDP）的比例上升到92.7%，财政赤字比例为8.9%。此次美国主权债务评级下调、金融市场动荡是美国主权债务风险提前释放，警示美国主权债务的潜在威胁，警告美国政府必须采取切实有效措施解决主权债务问题，恢复健康的财政状况，否则将来可能会面临更严重的问题。

从美国经济的变化来看，第一轮经济刺激政策不但没有有效地刺激经济（经济恢复低于预期），反而导致债务水平和财政赤字高企，干扰了经济复苏的步伐，甚至还可能导致经济下滑。现在两种矛盾交织在一起，经济复苏缓慢和主权债务问题相互渗透，一个矛盾解决得不好，就会影响另一个问题的解决，这是美国目前面临的最大困境。

## 新兴经济体面临调控困局

后危机时代新兴市场经济国家率先复苏，和发达国家经济复苏的步伐不一致，面对的经济形势也不一样，现在新

兴市场经济国家面临本国货币升值和通货膨胀的压力，已经开始转向加息。美国主权债务信用评级下调，主要发达国家继续采取过度宽松的宏观经济政策，新兴市场经济国家货币升值，面临热钱流入的风险，发达国家和新兴市场经济国家宏观经济协调面临更大的障碍。

主要发达国家的低利率政策是一种“以邻为壑”的宏观经济政策，其他国家面临宏观调控的困境，本国货币升值的压力增加，一些国家开始干预外汇市场，阻止本国货币升值。发达国家竞争性的货币宽松促使了其他国家竞争性的货币干预，货币战的风险在上升。去年，哥伦比亚央行、巴西财政部、新加坡央行、俄罗斯央行和印度央行都对外汇市场进行过干预。今年8月3日，瑞士央行通过降息和增加瑞士法郎的流动性供给等一系列措施来干预汇市。后危机时代的宏观经济政策各自为政，各国都希望维持本国货币的竞争优势，刺激本国经济的复苏和增长，发达国家和新兴市场经济国家宏观经济政策的协调矛盾更加突出。

总之，笔者认为欧元区不仅要解决主权债务问题，更重要的是解决欧元区体制的内在缺陷，稳定投资者的信心，提高欧元区管理和危机处理的效率。美国要解决的首先是经济复苏问题，是有就业的经济复苏，这样才有利于财政状况的改善，同时要处理好经济复苏和主权债务之间的关系。新兴市场经济国家受主权债务危机国家的冲击较大，必须采取有效措施管理资本流入和通货膨胀预期，加强和发达国家的宏观经济政策协调。

（作者系复旦大学国际金融系副教授）



越不缺钱越有钱，这种局面要改变。中小企业饥渴久，三农问题老大难。住房保障盼投入，信贷投放应着眼。雪中送炭惠民生，政府方能称青天。

# 航班30分钟内起飞”谁能做主

## 冯海宁

据报道，中国民航局近期已经发出了《航班延误整治专题会议纪要》及《关于进一步做好航班延误时旅客医疗服务工作的通知》，其中明确表示延误两小时以上的航班要优先放行，关闭舱门的航班在30分钟内起飞。

尽管今年高铁事故连连，但高铁在某些方面的贡献却不能忽视，譬如，对民航业形成竞争压力，迫使民航业提高服务水平。就拿京沪高铁来说，开通之后迫使民航局提出17条措施改善服务。如今，民航局又要求航班关闭舱门后30分钟内须起飞以减少航班延误带来的不利影响，再次证实了市场竞争的力量无穷。

在我看来，航班是否在关闭舱门后30分钟起飞，关键不取决于民航局的这一规定，而是取决于规定之外的各种因素：除了天气因素外，还有企业因素。航班是否按规定时间起飞，离不开民航公司和飞行员的 support，如果民航公司管理不善，或者飞行员闹情绪，飞机是不可能按规定时间起飞的。比如，2008年东航云南分公司航班集体返航，就是由于飞行员罢工。此外，还有权力因素。

航班按时起飞的前提是空管部门能否平等对待权利和权力，不给某些特权方便。例如，“让领导先飞”必然影响到其他航班按时起飞。据报道，今年5月8日下午，海航执飞宁波至北京HU7197次航班，原本计划18时起飞，因天气原因受到空中管制而未能准时起飞，而本应后起飞的航班却因一位“重量级领导”的登机而未按“先来后到”的原则提前起飞了。这样的例子或许不在少数。

关闭舱门后在30分钟内起飞的航班才算是正常起飞，否则就是违规，就该处罚。然而，在涉及航班延误的补偿标准上均缺乏具体明确的规定。无疑，现有法律法规对航班延误很难做到有效惩罚。尤其让人不能理解的是，我们的规定不是在进步，而似乎是在退步。2004年制定的《民航航班正常统计办法》曾规定：舱门关闭15分钟内起飞才算正点，如今的规定是舱门关闭30分钟内起飞，乘客等待的时间不仅没有缩短反而还延长了，这只能说明民航监管退步了。

我以为，如果能打破垄断让民航业充分竞争，相信这种来自于市场的力量将给民航业形成竞争压力，倒逼民航业提高航班正点率。

# 中国版“401K计划”需要健康的制度基础作保障

## 傅子恒

近日，有关中国应尽快制订、实施“中国版401K计划”的建议，引发市场广泛的关注。

有媒体指出，证监会研究中心近日提出，我国应借鉴美国“401K计划”，加快养老金体系建设，推动与实现养老金和资本市场良性互动。

该消息也在近日的股市激起涟漪，有舆论指出，股市近日的反弹即是社保基金“托市”所带动。作为资本市场国家级的“正规军”与“生力部队”，社保基金对宏观大局与股市方向性走向的精准把握有目共睹，其入市与退出被认为是市场见底与见顶的信号，而且这种阶段性行情的级别至少属于“次中级”以上的，因此，社保基金近期的入市也就有着底部明确的导向。

而坊间提出的中国版401K计划，使市场燃起的是对社保基金入市建立长效机制的新期待，这一期待含义更为丰富，其意义远非行情波段见底所

能涵盖。

让我们先看看什么是美国“401K计划”。

美国401K计划也称401K条款，这一计划始于20世纪80年代初，因美国1978年《国内税收收入法案》中第401条K项条款规定而得名，是一种由雇员、雇主共同缴费建立起来的完全基金式的养老保险制度。作为一种非强制性的养老金计划，该计划资金可以投资于股票、基金、年金保险、债券、专项定期存款等金融产品，美国20世纪80年代至本世纪初期成熟稳定的经济与资本市场环境，使得美国养老体系完全依托于本国资本市场的成长而建立起来，而20多年美国资本市场也得益于本国的长期资金来源不断的资金流入长期走牛，二者实现了良性互动。

显然，401K计划实现了社保基金的保值增值目标，社保基金积极入市也带来了资本市场的长期繁荣。这给A股市场健康稳定以及经济社会发展之间良性互动提供了启示。

一个类似的环境条件是，随着我国经济社会发展以及人们社会保障水平的持续提高，中国社保基金中远期将有一个明朗的、飞速发展的阶段，庞大的资本规模需要寻找可靠、稳健的投资途径，同样处在飞速发展过程中的A股市场也就成了一个便捷的目标。

但是，社保基金与资本市场在我国实现良性互动需要前提，这也是美国“401K计划”所明确启示而A股市场尚存不足的地方。最重要方面是：中国经济能否保持持续、稳定、健康的成长，上市公司的持续经营、盈利能力与内部治理是否具有长期可靠的保障，这应该是我们关注的重点。毕竟只有上市公司具有长期投资价值，入市资金才能实现长期的投资回报；而反观中国证券市场中社保资金既往的投资效益的取得，其基本的盈利模式还是“波段操作”，即通过低买高卖获取差价实现收益，鲜有持有某一股票组合进行长期投资取得丰厚盈利的、令人印象深刻的案例。这是中国股市设立20年、社保基

金入市10年A股市场的一个悖论。这一悖论凸显的证券市场制度层面的问题，人们所常常提到的有上市公司存在“重圈钱，轻回报”问题，股利分派方式不够成熟稳定，上市公司信息披露在规范、透明方面存在问题使人们难以进行稳定的投资预期，以及市场监管体系建设与具体执行方面存在不足，等等。这些市场问题与深层次的经济体制问题相互纠结，使得A股市场在运行秩序与监管方面一直不尽如人意。而只要这些问题不解决，期待中国版401计划依靠社保基金推升股市长久上涨，只能说本是末倒置。在这一条件下，社保基金入市充其量只能是壮大了资金规模而已，其对市场的稳定作用，仍只能是通过阶段性操作获取资本利得差价，而难以获取来自上市公司分红方面的持久收益实现长期增值的目标。这正是市场目前所担心的地方。当然，市场提出这些问题，也是希望能够在这方面进行改进。从这一角度来说，市场的担心也正是期待所在。

■元来如此 | Xiao Guoyuan's Column |

## 两面讨好的房地产政策



## 肖国元

日前，《房地产开发企业资质管理规定（修订征求意见稿）》公开征求意见。该《意见稿》最引人注目的规定是关于开发商捂盘惜售、哄抬房价的具体处罚标准。《意见稿》规定，房地产开发企业囤积土地、擅自变更容积率、捂盘惜售、哄抬房价，经有关行政主管部门查实，可处以1万元以上3万元以下的罚款。

《意见稿》一公布，舆论就对这个处罚规定表示非常不满，认为处罚太轻，其中以马光远博士的观点最具代表性。马先生以“哄抬房价，罚酒三杯”为题，发表了长篇评论，将该规定定性为“貌似处罚、实为奖励”，并呼吁加重处罚。

值得思考的是，特马先生这样的立场与观点的大有人在，社会主流观点似乎都是这么看的：如果加重处罚，提高违法违规成本，而不是轻描淡写，不痛不痒，一定能达到效果，房地产市场就不会像现在这样像匹脱缰的野马。

不过，一个简单的道理告诉我们：奖罚分明要建立在合情合理的基础上。如果缺乏这样的前提，再重的处罚也会雷声大雨点小以致无济于事。原因在于：其一，无端重罚，于情于理于法都说不过去，让执法者无从下手；其二，不合事理的处罚规则本身一定存有漏洞，容易让人抓到把柄，更容易让人钻空子。

以《房地产开发企业资质管理规定》中的处罚规则为例，意见稿规定，房地产开发企业囤积土地，擅自变更容积率，捂盘惜售，哄抬房价，经有关部门查实，可处以1万元以上3万元以下的罚款。乍一看，对于富得流油的开发商与暴利累累的房地产企业而言，1到3万元的处罚当然是不起眼的，再加个千倍也不算多。可问题在于上述处罚条件中，有些模棱两可，界定困难，比如囤积土地；有些貌似违规犯戒，实则无关痛痒，比如捂盘惜售；有些甚至是无中生有，比如哄抬房价。这样一来，惩戒对象似是而非，政策界限模糊，拿捏的空间大，最终会使得政策执行的效果大打折扣。

比如囤积土地，从近几年房地产价格飙升的趋势里，我们看到了地价飞涨，看到了一些企业因为土地而赚钱的事实。因此，打击囤地，好像打中了“七寸”。

但大量的事实表明，一方面，房地产商故意囤地，依赖卖地赚钱的现象并不多见。大多数土地没有及时得以开发，是由于存在一些客观原因，而其中的主要原因在于土地供应方——政府，而不是房地产开发商。另一方面，表面上，这些年来房地产市场火爆，为开发商赚钱提供了大好机会。房地产商要风有风，要雨有雨，处处得心应手。但对于激烈的市场竞争，他们从不敢怠慢，也不敢有“稳坐钓鱼台”的侥幸心理。在竞争激烈、瞬息万变的市场中，开发商唯一可以做的，就是加大开发力度，加速资金周转，以便

充分利用现有的市场机会。因此，囤地不是一个好选择，不是开发商的意图所在，不可能成为常态的盈利模式。有了这样的前提，打击囤地几乎就变成了“隔山打牛”。这样的政策因缺乏普遍的针对性而显得虚无缥缈，自然也就难有用武之地了。

再以捂盘惜售、哄抬房价为例。房价飙升，开发商不仅赚得盆满钵满，还经常耍点小花招。这给市场印象深刻，成为打击的由头。但是，这样的小花招对房价的作用微乎其微，甚至根本不起作用，不过是价格上涨的具象化表现形式而已。房地产销售有一个自然过程，不是简单的“一手交钱、一手交货”的小商品买卖。对于大型小区而言，分期开发、分批次销售是业内常态。因此，如何定义捂盘惜售，从技术上讲，是一个非常困难的问题，不容易有一个客观准确的认定标准。再者，房地产商充分利用有利时机，抓住市场需求旺盛的机会而适当调控销售节奏以获取更多利润，也是合情合理的。理论上，捂盘不售要承担卖不出去与而后价格下跌的风险。而哄抬价格也要承担一系列相应的不利后果，包括信誉损失等。本来是风险与收益自动平衡的事，我们只看到了对开发商有利的一面。因此，打击捂盘惜售与哄抬价格这样偏向性的政策缺乏客观稳固的根基。

再以今年5月1日起实施的《商品房销售明码标价规定》为例。商品买卖明码实价，是基本规则，也是达成买卖的重要前提。对于房地产而言，由于本身的特殊性，诸如楼层、朝向、面积大小等，每套房的具体价格差别很大。因此，开发商一般只标明起步价、楼层加价规则、朝向系数等，没必要标出每一套的具体价格。而其他包含在房价内的税费，国家都有明确的规定，开发商不可能从中做手脚。至于这些之外的价格小浮动，大体上不过是促销优惠的小手段而已，旨在激励销售员的积极性以催促客户尽快成交。因此，完整来看，房地产交易过程中的价格决定有一个较一般商品要复杂得多的过程。如果每套房在交易前要标明具体价格，只不过是让开发商将定价工作前移，对于房屋价格高低本身并不会有什么实质性影响。退一步说，如果开发商想玩猫腻，作为一般消费者，你也难以识别其中的陷阱，看不出道道来。因此，表面上要求严格，可谓严刑峻法，实质上只是些花花草草，这样的政策执行起来问题一大堆。正因为这样，处罚只能挠痒痒。据媒体报道，6月24日，有关部门对8个城市50多个在售楼盘进行明码标价情况检查。其后，对12家开发商开出罚单，总罚款360万元，平均每家30万元。这笔总罚款不够在一线城市买一套地段好的房子。

因此，有效的政策一定是合情合理的政策，一定有一个遵循经济规律与市场逻辑的基础。如果没有这样的基础，那么即使政策再严厉，也会徒有其名而流于形式。在这样的条件下，鼓吹重罚，实际上就是鼓励为达目的而不择手段的非法行政与粗暴行政，乃至作奸犯科。这样的处罚也许可以震慑开发商，但这样的整肃在不远的将来一定会以另一种方式在别的地方泛滥。

正是由于一些政策非常表面，不得要领，并没有给重罚以足够的底气，所以，政府只好两面讨好：不能不罚，也不能重罚。

## 联系我们

本版文章如无特别申明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话给0755-83501640；发电邮至ppll18@126.com。