退出欧元应成为意大利选项

陈东海

9月20日，国际三大评级机构标准普尔公司将意大利长、短期主权信用评级分别由A+和A-1+下调至A和A-1，前景均为负面。在标普的评级等级表里，评级A的等级为“投资级”的第六等，再向下两级便将沦落为“投机级”。

这次标普下调意大利评级，是意大利债务问题往纵深发展的一个重要信号，之前意大利债务问题已经被分析家认为“大到救不了”。现在另外两家评级机构暂时按兵不动，穆迪16日表示会用约1个月的时间重新评估，以决定是否下调意大利评级，但是目前穆迪对意大利长期主权债务前景展望为负面；惠誉对意大利的长期主权信用评级为AA-，都属于不佳的状态。

意大利的债务问题需要从两个方面来看，一方面是债务负担比例，一个是赤字比例。截至2010年，意大利的公共债务占GDP的比例是119%，低于希腊2010年底的142.8%，但是比希腊在2009年年底债务危机爆发时的115%的比例要高。美国失去3A评级时的债务比例是在100%附近，法国和德国在2010年底分别是81.7%和83.2%，日本在2010年底是230%。所以意大利债务风险确实很高，评级机构下调其经济绝对事出有因，不是什么“阴谋”。

但是意大利的赤字水平在欧元区和欧盟范围内，只是处于中等偏下水平。2010年底，意大利的赤字率是4.6%，比欧盟条约规定的3%高出不少，但在“笨猪五国”（PIIGS）中，爱尔兰是32.4%、希腊是10.5%、西班牙和葡萄牙分别是9.2%、9.1%。欧元区平均赤字比例是6%，欧盟中比意大利赤字低的只有爱沙尼亚（0.1%）、卢森堡（1.7%）、芬兰（2.5%）、德国（3.3%）、马尔它（3.6%）、比利时（4.1%）。意大利的赤字水平应该是在爆发风险的临界水平，如果其债务比例低的话，这个赤字水平不至于立即爆发危机，但是意大利的债务比例已经远超90%的公认红线，所以意大利爆发债务危机就是自然的了。

由于意大利的公共债务负担达到1.9万亿欧元，债务规模比希腊、西班牙、葡萄牙和爱尔兰四国债务之和还要大，所以一旦发生深度危机，欧盟和国际货币基金组织将救不起。那么意大利债务危机无法依靠外界救援，只有依靠自救，然而其自救之路，会走得顺畅吗？

目前包括意大利在内各国应对危机第一步，都是消减开支紧缩财政。这只能起到止血的效果，不能起到造血的作用。解决赤字和债务比例过高的问题，至少要做到收支平衡或者是财政有所节余、经济正常增长，这二者至少要具备其中一个。前一个一般除了消减开支和紧缩财政外，还需要加税等等。这样做一般会危及经济成长，招致社会大规模的抗议，虽然路子方向对，但是空间比较小，各国在现有政治环境下难以做到。

所以解决意大利的债务问题，还需要借助其经济增长才行。如果意大利经济可以维持发达国家中正常的增速，那么只要财政收支略有节余，其债务负担不再累积，那么自然债务比例就会逐步降低，从而摆脱危机。但是，意大利的经济增长却是发达国家中比较慢的。最近10年来，除了2006年第四季度和2001年第一、第二季度以外，意大利的经济增速年率都没有超过2%。2010年，意大利GDP增速为1.3%，落后于欧盟国家1.8%的平均增长水平。2010年意大利经济能够低速增长，原因在于没有实施经济紧缩措施。2011年第一季度意大利经济年率增速为1%、第二季度年率增速为0.82%，所以面临全球经济增长中枢下移以及面临二次衰退的威胁，意大利的经济增长前景更暗淡。

所以，靠财政措施和经济增长，意大利的问题都难以解决。那么，意大利未来的经济潜力和政治状况也难以支撑意大利再维持这么高的债务比例。意大利这么多年来经济之所以很低迷，原因也在于在全球化的冲击下，意大利作为非常开放的经济体，其制造业在高昂的欧元汇率下，纷纷被打垮。那么，只要欧元不垮，或者是意大利不退出欧元区，意大利的经济潜力就比较悲观。

从政治层面来说，意大利二战以后政坛波动较频繁。现任总理是几十年来少有的经选举上台的长期执政者。但是最近关于他的传说不少，也不利于其执政届满。同时政坛不和的传闻也存在。意大利推出有力的改革举措，也不太乐观。

所以，意大利最多只能达到消减部分赤字的目的，距离收支平衡和财政略有节余的目标还很远，而其经济增长也不容乐观。那么，笔者认为，也许再度离开欧元区，正如1992年退出欧洲货币机制那样，是意大利经济起死回生和解决债务问题的主要途径。届时重新起用里拉，汇率回到合适的水平，制造业重新焕发活力，同时改革过度的福利制度，自然就可以解决债务问题，同时经济也可较快发展。

（作者单位：东航国际金融公司）

食品安全的经济学

王瑞霞

国内食品安全问题可谓一浪接一浪。近来，先是“蒸功夫”包子因涉嫌使用血脖肉、肉味香精被曝光，后是警方破获特大地沟油案，证实万吨地沟油流入市场。闻听这两则新闻，恐怕不少消费者在心惊肉跳、口诛笔伐之余，亦会痛下决心往后自己在家蒸包子炒菜做饭，省得在外就餐花钱遭暗算。

实际上，为应对食品安全危机，家庭主妇中此前已开始流行购买酸奶机、面包机，现在看来，她们还得再练练蒸包子的功夫。

主妇们回归厨房，家庭减少购买食品、外出就餐的机会，家家户户，积少成多，必然会对整体消费产生负面影响。虽然主妇们自制食品需要购买原材料、小家电，但就像酸奶机、面包机的广告所说，如果你自制食品达到一定的量，成本肯定要低于外购商品，毕竟这里面省却了人工成本、租金成本，也就是说总体算下来，你的消费支出肯定是减少了。

金融危机后，英美等国家的主妇们为了节省开支开始自己养鸡、种菜、做饭，但这与中国家庭主妇回归厨房截然不同，前者属于过度消费后的纠偏，而后者则尽显正常消费下的无奈。

食品安全问题目前从民生层面探讨得比较多，但其对消费增长潜力的影响也不容忽视。与发达国家不同，食品支出至今在我国城乡居民的生活中仍然占有相当大的比重。有关资料显示，美国自1980年以来的恩格尔系数平均为16.45%，日本1990年以来平均为24.12%，而2010年中国的恩格尔系数达到39.76%。可见，如果食品安全问题得不到有效的改观，国民的消费潜力将被抑制，扩大消费市场也将遇到阻力。

除主妇们回归厨房外，还有一个消费现象值得关注，那就是为吃到安全放心的食品，越来越多经济实力强的消费群体倾向于购买国外替代品，如洋奶粉、洋水果等等，这些进口食品虽然价格昂贵，但因为给人相对安全的感觉而受到青睐。笔者最近在一家日资商场看到，其所售新西兰产猕猴桃，短短1个多月间3次提价，由每个4.9元、5.9元，直跳到6.9元，但每次总见一些人用眼扫一下价签就往购物篮里放。可见，对于质优价高的食品国内已形成一定的购买力，而随着国民收入的提高，这方面的消费潜力势必上升并有可能释放出来。问题的关键在于国内食品生产厂商能否提供同类优质的产品并赢得消费者的信任，国内的食品安全认证能否进一步规范并得到消费者的认可。

扩大内需是未来我国经济良性发展的战略选择，而其中扩大消费更是重中之重，因为大规模投资拉动经济增长的弊端日益显现。我国扩大消费的方向是努力提高现代服务业的比重，然而从现实情况来看，由于金融、医疗、电讯等服务业在我国仍具有垄断性，加之服务业的价格总体偏低，因此在全社会消费结构中，商品消费的比重短期来看难以大幅下降。而食品消费在商品消费中的占比虽然趋势是下行的，但未来相当长的一段时间也将占有举足轻重的地位。从上述逻辑推理中我们可以看出，把食品安全提升到拉动消费、促进经济增长的高度来考量并不为过。

焦点评论

大宗商品齐跳水，黄金表现也颓废。
欧美债务窟窿大，全球市场情绪悲。
二次探底成悬剑，联袂解困有机会。
印钞不能治顽症，勤俭节约应回归。

ICLONG/漫画
孙勇/诗

环保的成本和网络的力量

中国上市公司舆情中心

“人类已经无法阻挡茅台涨价了”。这一句由“海底捞体”发展而来的网友调侃，上周在媒体报道、微博和网友跟帖中，被多次引用。声称是成本上涨了，高端白酒节前再度提价，售价一路飞升远离普通人而去。眼看过去还勉强能够得着的商品，日趋“奢侈品”化，人们难免有抱怨。产品涨价，公司利润增加，对投资者是利好，只是公众和媒体那边，舆论压力不小，发改委也被迫出面来约谈企业。新华社连续发文，批评高端白酒背后的公款消费，批评企业联袂涨价不利管理通胀预期，奉劝白酒企业“好自为之”，莫吃“罚酒”。舆论压力之下，白酒企业涨价趋势或许难以阻挡，但涨价的节奏，可能是该缓一缓了。

白酒涨价，五粮液等几家都有份，以近期舆情来看，相关文章标题中则是茅台的被提及度最高。这并不意外，作为行业龙头，人们的关注和要求的标准会更高一些。比如家电龙头企业海尔集团，上周被媒体报道与某地区的经销商之间有数万元的款项纠纷。这么小金额的事件，居然在当天登上了几大主要门户网站财经频道的首页显著位置，也引发了一些网友参与讨论。越大的公司，利益相关方越多，难免会有摩擦冲突，见诸网络媒体也是常事，这需要公司及时察觉，迅速合理地回应。处理得不好，小事也可能成大事。

纽交所上市公司晶科能源上周一召开新闻发布会，承认其海宁工厂存在含氟物质泄露，并向公众致歉。之后晶科能源专门开了官方微博，第一条微博就是向村民和公众道歉，并表示将通过微博公布相关信息，请公众监督。不少网友表示，公司终于能够正面回应，比起遮遮掩掩的“康菲”们强太多了，不过，光有道歉的姿态并不够，需要公司拿出实际有效的整改行动。而许多媒体则将关注点投向整个光伏产业，晶科能源这里出了问题，其他的光伏企业情况又如何？快速扩产的同时，环保跟上了吗？要是行业景气逆转，会否出更多的问题？

除了晶科能源，上周还有几家上市公司也爆出污染问题，有电池厂的污染被居民投诉，也有橡胶厂的污染遭受处罚。从各类“污染门”事件舆情的角度来说，常见的路径是，周边社区的居民出现健康问题难以忍受，开始在网络上密集发帖投诉，在社区组织维权活动，最终吸引媒体介入展开报道，引发全国性关注，企业遭受舆论压力，监管当局介入。这类舆情事件，在可预见的一段时间内，还会屡有发生。

许多企业或多或少有些污染问题，而在环保方面的投入往往并不够，并且因为其他企业也如此而更加心安理得。随着公民意识的觉醒以及网络传播力量的增强，过去在环保方面有欠账的企业，与周边社区的矛盾可能会更容易爆发。对于这种趋势，企业、地方政府以及二级市场的投资者，都要有所预期。增加环保投入也好、厂区搬迁也好，虽然看似要增加不少成本，但归根结底，这只是把本应由企业承担的成本由外部转回企业内部罢了。要是继续罔顾环保问题，企业至少也得承担品牌、声誉大幅损坏的隐性成本，同样不合算。

网络传播力增强，上市公司的信息披露可能也有必要再提速。上周一，中煤能源H股和A股股价出现较大下跌，其H股周一上午盘中临时停牌，周一中午A股亦随之停牌。当天公司发布公告，前一周末公司大股东下属煤矿发生重大人员伤亡事故，公司及公司大股东在山西省内多座煤矿停产整顿。按照有关监管规则，此类重大信息，上市公司应及时披露，至于“及时”所指之时限，则通常指事项发生后两个工作日之内。应该说，中煤能源此次的公告举措，按照现行信息披露规则来说，已是颇为迅速。不过，如果考虑到如今网络环境下舆情传播的速度，考虑到信息获取的公平性，未来上市公司在遇有对股价可能产生重大影响事件时，公司亦应密切监测外部网络和媒体上的相关信息，如果外界已在流传，公司则应更快地采取行动，或赶紧公告，或先申请停牌，以保证更公平的信息获取。

（执笔：彭松）

一周财经撷札记

■鹏眼 Huang Xiaopeng's Column

M2修修补补事小 政策框架调整事大

黄小鹏

央行不久前透露，正在研究覆盖范围更广的货币统计M2+。央行指出，目前广义货币M2统计比实际状况有所低估，研究统计M2+是为了更加充分地反映金融市场的最新发展。

1990年代中后期中国货币政策基本框架搭建起来后，完善细节的努力一定在进行，这种努力在今年更加明显，年初正式公布了社会融资总量统计，推出M2+可视为一个新的努力。这一努力的直接诱因来自最新M2统计数据，8月份M2同比增速降到13.5%，这不仅已落到目标之内，而且创下2004年10月以来的新低，如果单纯地以这个指标来看，当前的货币紧缩已经过度了。为了避免误导，央行主动提醒当前M2的失真。

事实上，最近两年来金融市场脱媒现象日益明显，非存款金融机构的地位越来越重要，其资产负债变动对流动性的影响已无法忽视，原有M2与投资、经济增长和物价之间的关系变得更加不稳定，即货币供应量数据失真程度加剧。从统计上加以完善，纳入一些新的金融工具（如其他金融性公司存款、住房公积金存款、委托存款、银行理财资金、外汇存款等），构造一个更宽口径的M2+，有助于降低信息失真问题，不能说这种修补性的工作毫无用处。但对决策者来说，比修补统计指标更重要的是：在经济结构和金融市场已发生深刻变化的情况下，重新思考现行货币政策大框架上的缺陷，加快创造条件放弃以数量化中介目标，转向更多地运用利率手段进行调控。

环顾全球，几乎所有国家都抛弃了数量中介目标，中国是现今硕果仅存的仍以货币供应量、信贷量指标作为货币和信贷政策中介目标的国家。

以美国为例，1970年代之前其货币操作受凯恩斯主义影响，主要目标是压低国债利率，到了1970年代，弗里德曼的货币数量论在滞胀的环境下渐成主流，1979年保罗·沃尔克成为美联储主席之后，制定了严格的货币数量目标，并以此成功控制住失控的物价。

虽然有如此辉煌成就，但货币数量论在实际操作中其实非常短命，只维持了短短几年时间。原因在于，货币供应量目标被引入后货币流通速度就很快且大幅度偏离原有趋势，1987年美联储不得不宣布放弃M1目标，1993年格林斯潘宣布不再将包括M2在内的货币总量作为货币政策目标，货币数量目标彻底退出舞台。时至今日，虽然美联储仍然公布货币供应量统计，但其信息价值已几乎为零，绝大多数时候，金融市场对这一数据根本不予理会。

据香港经济学家张五常透露，弗里德曼在晚年曾私下对货币数量论的失效感到十分困惑。其实，这一切都是时代的变化造成的。弗里德曼通过其学术杰作《美国货币史》从统计上无可辩驳地论证了现代货币数量论的成立，在该书所研究的时期段内，美国货币量的定义是确定的，货币乘数和货币流通速度也是相对稳定的。然而，随着金融创新一日千里，加上美元被境外大量持有，货币供应量的内涵和外延变得越来越模糊，哪些项目应该纳入货币供应量统计，本身就成了一个大问题，而在物价波动加大的情况下，货币乘数和货币流通速度又随之变得起伏不定。货币数量论在操作上被抛弃，乃不可避免的趋势。

数量和价格两者之间只能选择一个作为目标。以价格为目标则意味着放弃对数量的控制，以数量为目标就必须任由利率波动，否则市场就是不均衡的、扭曲的。1979年沃尔克铁腕治通胀中，之所以选择货币数量为目标主要是为了减少政治阻力。直接提高利率在政治上很难行得通，当时弗里德曼的现代货币数量论已藉《美国货币史》一书而打开市场，在原操作思路已臭名昭著的情况下，人们愿意接受一次通过压缩货币数量（同时放开利率）来制服恶性通胀的试验。

其实，货币数量论在全球范围内都很短命，现如今已几乎没什么国家仍是货币供应量为中介目标。但这并不是说，货币因素对实体经济和物价不再有决定性影响。只不过，在金融创新突飞猛进和货币国际化的环境下，“货币供应量”已经不再是“货币因素”的恰当代表物，货币供求是否适当，最终会体现在价格上，大多数国家在放弃货币量目标后都转向了直接监控和调节货币的价格——利率。

中国央行在过往一直锚定货币供应量，操作中除了要面对货币乘数、货币流通速度不稳定这些传统难题，更需要考虑货币化进程这一中国特有的因素。例如，大家都承认近年来货币发行过多，但像有些人那样以M2/GDP比率过高来衡量超发的程度，方法论上显然也是错误的。那么，多少货币量才是合适的呢？回答是：无法确定。将一个本身就无法确定、无法合理计算的变量作为中介目标，如同在水流和风向都极为复杂的汪洋大海上以一个失灵的指南针来为船舶导航。事实上，央行每年初确定M1、M2的目标，并非基于可靠理论和模型预测，更多是靠经验和感觉行事。

在当前创新和脱媒加速的情况下，货币的界限日益模糊，货币量指针会变得更加不可靠。哪些金融工具可以像货币那样媒介交易、媒介投资，其便利程度如何，根本难以准确界定和衡量，这些问题都是根本性的，非改善统计能解决。并且创新无时不在进行，修补工作将陷入驴拉磨的困境。此外，人民币国际化步伐加快也让货币量界定更加困难，未来中国居民将会持有更多的外币，外国居民也将持有更多的人民币，这些资产瞬息万变，哪些会影响到商品交易和贸易投资，哪些又不会，实在是难以捉摸。

综上所述，央行不应再将精力放在完善原有框架上，而应该顺应时势及时对政策框架进行实质性的改革。从长远看，理性选择是放弃数量目标，转向直接盯住通胀，同时更灵活运用利率等工具。

当然，货币操作不是在真空中进行，完善的金融市场和理性的微观主体是转向价格工具的前提。地方政府财政软约束、国有企业行为扭曲和金融市场不完善，的确妨碍了货币政策新框架的建立。但是，我们同时要看到，货币政策不只是被动受上述因素影响，它还具有反作用。例如，货币政策更加利率导向之后，国企的扭曲行为会得到矫正，地方政府的软约束可能会硬化，金融市场也只有在利率更加市场化的环境下才能成熟起来。如果像现在这样，既宣布一个不太靠谱的数量目标，又不停地以行政手段来实现这个目标，其结果只会是市场日益分割，微观主体行为日益扭曲，效率损失惊人。

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。