

重视意大利主权债务风险

张莱楠

随着意大利国内政坛的持续动荡，意大利债务危机再次成为全球的聚焦点。11月7日，意大利主权信用违约互换（CDS）息差大幅扩至522个基点，再创历史新高。在担忧情绪扩散下，西班牙、法国、比利时5年期国债CDS息差都在急剧扩大，这意味着债务病毒正继续向没有抗体的核心国侵入， “失而不能倒”的意大利将是下一个被施救的对象。

当前，意大利的经济和债务形势越来越严峻。作为全球第八大经济体，欧洲第三大经济体，意大利经济复苏乏力，二季度经季调国内生产总值（GDP）季比增长0.3%，年比增长0.8%。欧盟预计，今年全年意大利GDP将增长1.4%，而鉴于意大利目前采取的紧缩措施，意大利经济在2012年和2013年很可能均无法实现增长。与此同时，该国的债务规模和债务负担却继续攀升，截至2010年底，意大利公共债务占GDP的比例高达119.0%，在欧元区位列第二，仅次于希腊的142.8%，而意大利的债务总额高达1.9万亿欧元，相当于其他四国的总和。

费了九牛二虎之力，希腊、意大利等国的债务危机却为何愈演愈烈？事实上，除了欧元区制度性缺陷以及政治不利外，更主要的是 “金融加速器”正在

通过资产价格渠道加强主权债务和经济波动之间的恶性反馈作用：主权债务已经让欧洲各国实体经济严重受损，经济萎缩又导致政府和私人部门资产负债表的进一步恶化，各国被迫启动 “去杠杆化”进程； “去杠杆化”效应将使各部门的资产负债表进一步收缩，市场流动性下降导致投资信心不足，资本溢价风险放大导致借贷能力大幅下降，并通过投资乘数使经济加剧下滑。而为遏制经济复苏放缓，欧元区国家加强对危机的干预又导致财政赤字和国债规模的不断扩大，于是就形成了 “债务危机——资产负债表恶化——去金融风险——流动性枯竭——信贷全面紧缩——经济萧条——债务危机加剧”这样一个恶性循环，这是欧债危机不但没有丝毫进展，反而越演越烈的根本原因。

由于债务危机与 “金融加速器”机制相互作用，欧元区国家靠市场进行融资的渠道并不畅通，今年二季度以来，欧洲债务国家以及欧洲银行业的CDS溢价持续上涨。CDS溢价上升意味着更大的风险补偿和更高的债务融资成本。欧债危机发展到今天最大的问题是不太可能从正常渠道进行大规模融资，意大利亦是如此。自7月份以来，意大利10年期国债利率始终维持在6%左右的高位，几乎是同期德国国债利率的3倍，而11月7日，意大利10年期国债收益率一度触及欧元区问世以来新高6.67%，仅稍低

于希腊在获得欧洲央行和IMF援助前达到的7%水平。

负债成本过高使得意大利发行新债更加困难。意大利下次出售国债是11月14日，意大利必须在11月筹措305亿欧元，在12月再筹集225亿欧元，意大利等待救援正在倒计时。德国联邦银行和意大利央行的数据显示：意大利的银行的债权人尤其是私人债权人担心他们的钱财得不到保障，因而将其资本从意大利抽离，投入到比较安全的德国。但这也导致这些财政脆弱的欧元国家的银行对央行财政支持的依赖更强了。

而当前，越发令人担忧的是，即便马上通过杠杆化式EFSF的救助规模达到1万亿欧元，但对于背负1.9万亿欧元巨额债务的意大利而言，也是 “杯水车薪”。意大利作为继日本和美国之后的世界第三大债券市场，其债券市场引起的危机必将影响整个大局。根据彭博社数据，截至2011年9月17日，意大利未清偿债务本金总规模为1.58万亿欧元，未清偿本息总规模为2.18万亿欧元。其中，法国、德国银行业持有意大利风险敞口分别达到4102亿和1649亿美元，市场普遍担心，风险难以制止向银行业体系侵袭。

救助意大利已经不可避免，到最后恐怕只有欧洲央行的债券购买计划（SMP）能够防止意大利债券收益率继续爬升，不过这将对欧洲央行极大的挑战。德拉吉上任以来除了意外降息之外，就是购买欧元区政府债券规模翻倍至95.2亿欧元，并

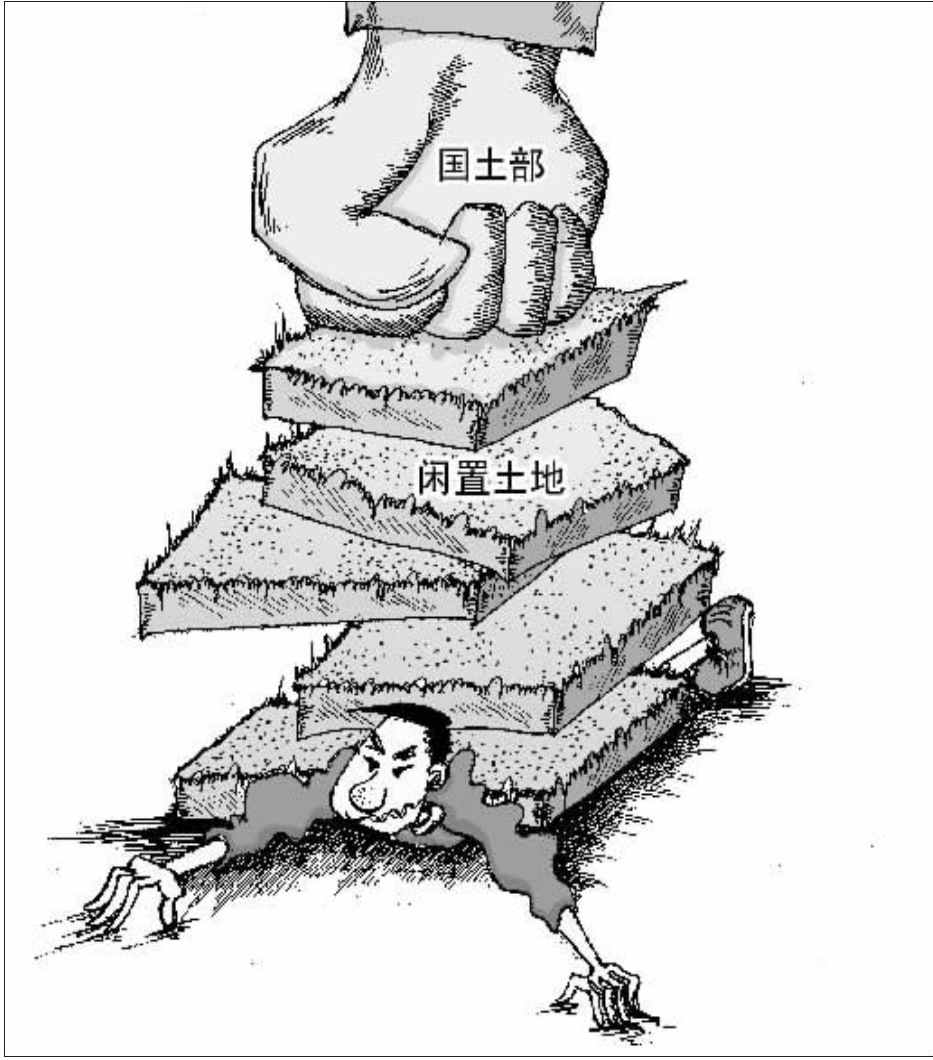
将欧洲央行债券购买总量提高至1830亿欧元。面对加速下行的经济风险以及日益严峻的债务形势，欧洲央行的政策立场正在悄然改变。德拉吉美式的行事作风，很可能让欧洲央行效仿美国救助金融危机的做法，包括改变几十年来欧洲央行不能在二级市场直接购买主权债券的铁律，再加上高盛的经历让德拉吉深谙金融市场杠杆操作之道，欧洲央行在未来会更加大胆。

根据欧洲央行的数据，截至今年三季度末，欧洲中央银行的资产负债表总规模达到了2.28万亿欧元。一旦欧洲金融形势出现恶化的话，欧洲央行的政策立场可能出现软化，通过调整资产方的方式来实现量化宽松，比如包括收紧债券回购政策、取消流动性最强的一系列金融工具以及开发重估价账户，或是通过量化宽松提供额外帮助，直接或间接为欧洲的银行体系提供流动性。

然而，即便是退到最后，欧洲央行通过政策冒险去购买债券，也依然是拖延战略，因为这并不能真正削减债务。意大利债务问题正在成为欧债危机演进的决定性力量，明年意大利有巨额债务到期， “失而不能倒”的系统性风险还将继续上演。

（作者为国家信息中心经济预测部副研究员）

焦点评论



闲置土地难清理，就因监管有问题。饥饿营销涨房价，大肆囤积玩土地。心急火燎老百姓，气定神闲众房企。违法获利当整肃，制度补漏要给力。

暴利2000%的假酒何以能存在

刘鹏

今年9月在公安部的统一部署指挥下，浙江、天津等12个省、自治区、直辖市公安机关，同时展开抓捕行动。各地公安机关现场查获 “茅台”、“五粮液”等十多个知名品牌假酒1.4万瓶，另外查获的假酒制作材料可以制造市值将超过30亿元的假酒。专家指出，假酒的利润率最高可以达到2000%。

依据马克思对资本追逐利润的描述：“如果有100%的利润，资本会铤而走险；如果有200%的利润，资本会藐视法律；如果有300%的利润，那么资本便会践踏世间一切”。2000%早已超出了马克思对一切暴利的描述，在这样的暴利面前，一切传统的认识都会崩溃。目前这种单纯依靠法律，依靠执法者进行一场场运动式执法，已经很难遏制假酒的存在。

一是暴利让制假者失去了理性，一方面不惜触犯法律威严，另一方面又对制假手段大加改进。为了制造假茅台，造假者甚至将高毒性农药敌敌畏用作原料，并且称：“加入这种农药的假酒，在口味上更逼近真茅台”。如此触目惊心的制假行为，加上 “真瓶装假酒”、“高仿真包装”、足以以假乱真的 “勾兑调试”，让相关部门 “鉴定假酒比真酒都难”，普通购买者更是云里雾里。

二是执法的无法常态化，惩罚的相对过低，无疑壮了造假者的胆。本来造假者为了利润已经不惜一切，一些执法

部门时松时紧、统一行动的运动式执法弊端更让他们钻了空子，捞一把就跑，让假酒成为 “小作坊大买卖”、“低成本高利润”的代名词。

三是市场需求和中国传统酒文化的影响。假酒特别是名牌假酒的大量存在，在一定程度上受到了中国酒文化的影响。无论是 “一醉解千愁”、“吟朝有酒今朝醉”的文人式放纵，还是 “无酒不成席”的普通老百姓传统思想，亦或者是 “交情深、一口闷；交情浅，舔一舔”的交友标准，还是 “尊敬领导酒先行”的人际关系含义，其中无不包含着长期以来形成的酒文化。至于喝下肚子的名贵酒，到底是真酒还是假酒，只要不喝出生命健康危险，恐怕少有消费者或送礼者去较真。

在2010年1-11月，全国白酒产量为791.6万吨的情况下，在中国人 “每年喝酒喝掉一个西湖”的形象比喻中，我们又换来了什么样的喝酒结果呢？比如酒精中毒，2011年春节期间，仅北京，就发生酒精中毒事件353人次；比如，就严肃法律亦难以遏制的酒后驾车；比如酒壮色胆，频频发生的官员猥亵女童，奸污下属，调戏娱乐场所服务人员事件等。

假酒已经不单纯是一个违法现象，它与暴利驱使、执法真空甚至中国传统酒文化均有关系。打假酒，需要加大执法力度，加重违法惩处，但消除假酒的暴利空间、市场需求，改变国人的酒文化认知，恐怕才是根本。

挟摊子以令政府”严重破坏市场机制

4万亿救市计划推出后，铁道部门分得1.5万亿的大蛋糕，但是，从此之后其财务负担也随之变得沉重。数据显示，京沪高铁2010年3月已爆出缺乏资金，欲上市融资的消息。此后，铁路缺钱的新闻层出不穷。2010年7月26日，民生银行发布的《2010年中国交通运输业发展报告》透露，由于债务融资比例越来越大，2009年铁道部门支付的利息已经达到400亿元以上，预计未来有可能超过1000亿元。快速增长的债务融资规模使得铁道部的资产负债率逐年上升，2009年的负债合计预计超过1万亿元，资产负债率为55%以上，预计2012年有可能超过70%。

7·23甬温线特大铁路交通事故，使得市场对铁道部的信心受到冲击，再加上时任银监会主席刘明康对铁路贷款风险三番五次的警示，铁道债发行陷入低潮。7月21日，铁道部发行一年期的

200亿元高信用等级短融意外流标；8月8日，铁道部在银行间债券市场发行的200亿元90天期超短期融资券收益率持续飙升，显著高于二级市场；8月18日，为应对大量债务即将到期的局面，铁道部再发150亿元90天期超短期融资券，融资成本依然高昂。在融资困难的同时，铁道部还必须应对庞大的应付账款，据Wind资讯统计，截至8月31日，在高铁概念相关的37家企业中，目前已有28家高铁概念上市公司发布半年报，占比近八成。这些公司应收账款总额从去年底的319.76亿元增至如今的511.91亿元，半年内大增了60.09%。

铁道部资金链几近断裂的困境最终逼得中央不得不出手。一系列支持政策出台，铁道债才重获市场认可。虽然有这些紧急措施，但媒体仍然爆出铁路停工万余公里的消息。中国工程院院士王

梦恕称，全国铁路项目停工、缓建的占80%甚至90%以上，里程总数达1万多公里，其中约有一半是列车运行时速在200公里以上的高铁线路，而 “缺钱”是停工的主要原因。

由高铁大跃进引起的铁道部财务问题发人深思。若按市场化运行，铁道部改制成中国铁路股份有限公司，光是流动性紧张就足以让它破产N遍。但如今这个庞然大物却成了大而不能倒的典范，逼得政府不断推出扶持政策为其输血续命，最近更传出再向国家求援8000亿的消息，虽然之后就被否认，但空穴来风，未必无因。铁道部这个案例，再次证实了人们的批评：在中国，谁有本事将摊子铺大了，谁就是战略产业，在关键问题上，不是按照经济规律办事，而是按照江湖规矩办事。

环顾中国经济发展的过程，按江湖规矩办事的例子不胜枚举， “共和国长

子”们表现得尤为恶劣。除铁道部外，国家电网利用垄断地位沿产业链扩张，最近更将手伸向新能源汽车，石油巨头打造庞大的金融王国，业务资质涵盖几乎全部金融领域等，都是这种按江湖规矩办事的典范——以最快的速度把摊子铺大，然后捞规模以令政府，大而不能倒。

这种大而不能倒，谁铺得大谁就是支柱产业的江湖规矩，产生了严重的逆向选择。那些拥有垄断地位的 “长子”们纷纷抛弃市场规则行事，对改革开放30年来好不容易形成的脆弱的市场机制构成了严重的挑战。

可以说，这种江湖规矩已成为中国经济运行的毒瘤，若继续放任自流，无异于埋下一个又一个炸弹，最终将使政府不得不疲于奔命，四处救火。一个铁道部已经让政府及市场狼狈不堪，如果是十个铁道部呢？后果真不堪设想。（正文由安邦咨询供稿）

■经济时评 | Hot Topic |

大众应理性接受 房价只涨不跌神话破灭

张达

在楼市深度博弈的关键时期，市场各方言论嘈杂，其中不乏调控 “松绑”传言和 “救市”呼声，理由是眼下房地产业遭遇生存困境，市场持续萎缩下去，恐怕会影响经济运行和社会稳定。温总理本月6日的表态，再次给对调控政策抱有幻想的人们泼了冷水。

调控措施决不可有丝毫动摇，我们的目标是要使房价回归到合理的价格。”这已经是温总理近期第三次强调调控不会放松了。不放松的理由在于，与以往相比当前楼市现状有三点显著不同：

首先，从企业资金状况看，不可否认，当前的确有部分中小房企出现资金问题，甚至面临倒闭的危险。但是，这些企业中，有相当部分是前两年从实体经济转行过来的新从业者。而大部分企业的情况是，经营困难确实存在，但风险还在可控范围之内，并没有达到2008年那么惨的程度，一些大型房企甚至过得还不错。尽管目前房企本年资金同比增幅明显下降，但是经过前两年的高速增长，相当一部分企业积累了一定的资金，足以支撑其项目继续运作。与此同时，尽管信贷持续收紧，房企融资受困，但前三季度房企本年资金同比增长22.7%，融资环境明显好于2008年。

其次，从宏观经济环境看，尽管当前同样面临经济增长增速下滑和通胀高企的局面，但经济增速下滑幅度没有2008年那样快，通胀也不会像2008年那样严重。受楼市调控影响，全国房地产开发投资增速回落，但前三季度依然同比增长32%，住宅投资仍增长了35.2%，远高于24.9%的固定资产投资增长，这其中，保障房投资的加速拉动作用不小。以北京为例，前三季度，北京完成政策性住房投资同比增长2.3倍，占房地产开发投资的比重为23.4%，同比提高15.6

赎买式”杭州车改 偏离改革正道

刘义昆

浙江省杭州市在2009年开始了公车改革，经过两年多，市政府公车数量从1200辆缩减到400辆左右，而对于此次车改的质疑集中于 “车贴”。有市民指出，公车消费本来就有浪费，现在发放定额车贴实际上是将一些浪费合法化，公车变成了特权，特权又被 “赎买”成了私产。

对杭州公车改革有赞有弹。赞许者认为，此举有可能为公车改革找到一条新的道路。否定者质疑：“是不是对享受公车特权的一种赎买？是不是给干部变相发放工资外的福利？”——我更加关注肯定者的观点。在我看来，改革必须要有 “阵痛”，一团和气的车改不会产生实际效果。

公车治理之所以难，问题出在特权福利。杭州发放 “车贴”的政策则是对这种福利的承认。这种公车改革的模式，其实质是一种 “赎买”模式。既然官员已经将公车出行当成了一种福利，通过高价诱惑当然能赎买回来。遗憾的是，特权福利的并非只有公车消费一种，我们看到，公款吃喝、公款旅游、

个百分点；新开工面积同比增长4.7倍。

更重要的是，本轮宏观调控的重点就是要调结构，要改变过去单一靠房地产开发拉动经济的不可持续局面，要让房地产更大程度地回归到其使用价值属性，而非投资价值甚至投机价值，从而达到一个新的平衡。为了达到这一目的，中央在出台了一系列调控政策后，不得已又采取了限购这种行政色彩浓的手段，显然是一种倒逼机制，体现了调控的坚定决心，在此调整过程中的阵痛是必须忍受的。

第三，从市场发展情况看，尽管目前商品住宅成交量持续萎缩，但保障房成交的持续增长也带动了整体成交量的稳定增长。前三季度，全国商品房销售同比增长12.9%，其中，住宅销售仍增长12.1%，而在2008年楼市下行时，同期的商品住宅成交量已经同比下降16%左右。与此同时，当前的房价也没有像2008年那样明显快速下降，总体还处于僵持阶段，只是近一个月来开始松动，但与民众的可接受程度仍相差甚远。

温总理此次明确表示 “要下调房价，使调整后的房价民众能够接受”。可见，当前的调控效果虽然初步显现，但仍未达到调控预期，房价仍有一定的下跌空间。

由此看来，在房地产调控政策有理由坚决不放松的情况下，开发商最好的选择就是顺势而为、“以价换量”，毕竟现在的市场环境是供给相对充裕而需求有限。近期，龙湖等房企正是采取了灵活的销售策略，通过 “抢收”促销在波动的市场中抢占先机，提前实现了全年销售业绩增长。

尽管目前一些地方的降价楼盘引发了老业主的 “维权”闹事甚至退房，有些项目还做出 “无理由退房”或 “补差价退房”承诺，但这些行为可以理解却不能支持，应该让消费者清醒地意识到，房价只涨不跌的神话已经破灭，如果住宅产品没有质量问题，就应该承受价格波动风险，不能助长其投资心理，必须遵守契约精神。

公款抽烟乃至公款按摩，也已经被一些地方及其官员当成了福利。只要官员手中享有特权，他便能不断地制造福利：政府购买的福利越多，官员制造的福利也会越多——特权福利永远也 “赎买”不完，而改革则陷入了不断赎买的怪圈。

网友调侃：“一个人的贪污，叫犯罪。一群人的贪污，叫津贴”。是的，杭州式车改虽然在一定时间段内能减少行政支出，但在车贴发放成为既定现实后，恐怕很难阻止公车费用的反弹。需要指出的是，赎买式的车改不仅难以解决根本问题，同样也难解公众的监督之渴。公车治理之所以难，问题出在公众监督难——要治理违规公车，要进行公车改革，都必须有社会介入、群众监督，否则不仅很难发现问题，就算发现了问题也很难得到彻底的治理。

解决公车私用问题，最根本的靠两条：一是公开透明，要让任何一项行政性支出都进入预算，而且公开让群众知道，接受群众监督；第二条就是民主监督。在没有实现公众对官员和公共事务的知情权、参与权、监督权的前提下，靠 “赎买”不是正道，通过权力制约剥离官员们的特权福利，才是根本解决之道。