

中国需要有应对欧元区解体的预案

经济“稳中求进”需倚重市场机制

欧元区“财政联盟”作用被夸大。欧债危机本质并非债务危机，而是单一货币实践的危机。今天欧元区边缘国家暴露出的严重财政危机，正是竞争力差异无法得到有效调节的症状。中国必要时要做好相关压力测试，中国的金融机构要尽量克制去欧洲抄底的冲动。外储投资欧洲要慎之又慎。

对中国的进出口、宏观经济和金融市场会产生什么样的冲击，需要做具体的评估。要针对各种可能的情景，设计好货币政策和财政政策预案。

在国内、外复杂严峻的环境下，明年实现国民经济“稳中求进”的难度较大，政府经济调控面临较多不利因素；国际方面，中国经济必须面对国际环境的巨大不确定性，但外部风险难控。为有效化解风险和克服各项困难，还需要更多地倚重市场机制进行经济调控。

黄小鹏

12月9日，欧盟峰会通过“财政联盟”的初步协议，上周，欧洲央行又实施了总额为5000亿欧元的长期再融资操作(LTRO)以向市场注入流动性，同时，欧央行对直接购买债券的强硬态度也有所软化，这一切似乎大大增强了欧债危机即将得到解决的信心。特别是在国内，分析更倾向于认为局面将会得到有力扭转，然而，这很可能是过度乐观了。在笔者看来，所谓的“财政联盟”无助于解决欧元区内在的冲突，从中长期看，欧元仍然存在一定的解体风险，中国政府和金融机构有必要有一个应对这一局面的预案。

区边缘国家暴露出的严重财政危机，正是竞争力差异无法得到有效调节的症状。竞争力和财政困难，前者为因后者为果。但是，德法等国开出的药方和1998年东南亚危机期间国际货币基金组织(IMF)给印尼等国开出的药方如出一辙，都是以紧缩为主，但它对希腊、意大利造成的伤害更甚于当年的东南亚诸国。

当年，IMF强行要求受援国提高利率、紧缩财政，令东南亚诸国付出巨大代价。IMF也遭到了受援国和一些持凯恩斯主义者的猛烈批评。2008年危机爆发后IMF的态度发生了180度的转变，不再以紧缩作为提供援助的前提，其总裁和首席经济学家甚至公开支持全球采取刺激性财政政策。不幸的是，德法此次正在重复IMF当年的思路。

将此次“财政联盟”视为欧债危机的终极解决方案，明显是错误的。强迫受援国紧缩财政，可能会让其失去最后一个政策工具，令其有陷入紧缩循环的危险。事实也证明，通过限制非危机时间的赤字，并不能让其产生对危机的足够抵抗力，在2008年危机爆发之前，多个国家的财政指标就完全符合欧洲稳定公约的标准。

一般来说，区域不平衡有3个解决办法：一是通过资源特别是劳动力的充分流动来平衡；二是通过改变货币的相对

在美国或中国这样的单一货币经济体系中，一旦某个地区的经济状况与总体货币政策产生冲突时，财政平衡系统将会自动发挥作用。这个系统包括两方面，一是税收，困难地区将减少对联邦(或中央)的税收贡献；二是补助会通过失业保险、财政转移等方式到达这些地区。这一切都是自动而且无偿的。拒绝无偿援助，并强迫受援国勒紧裤带来恢复市场的信心，顶多只能收到暂时且轻微效果，一旦这些国家的债务可持续性问题的继续受到市场的强烈质疑，而成员国也不愿再承受紧缩的痛苦，局面就可能发生逆转。

总之，欧洲如果不引进真正的美国式的财政统一，而沿着此次峰会所谓“财政联盟”思路往下走，欧元区迟早会出现某种形式的解体，因为只有这样才能使受困国从货币枷锁中解脱出来。

中国应做到有备无患

随着危机的不断深化，越来越多的成员国政府和金融机构洞察到了这场危机的实质，也看到了建立一个无偿的中央财政转移系统的可能性微乎其微。公开谈论欧元区解体不再视为离经叛道，甚至不少金融机构已经在毫不避讳地测算欧元区解体之后的各种具体情景。

当然，欧元在近期解体的概率可能不到30%，但从中长期看却是一个不得不面对的真实危险。对中国来说，很有必要有一个应对欧元区解体的预案，具体来说，有如下方面需要注意：

第一，必要时进行相关的压力测试。欧元区以何种方式解体、是有序可控还是无序失控，解体会对国际经济环境及

其次，中国的金融机构要尽量克制去欧洲抄底的冲动。目前欧洲很多国家的资产很便宜，特别是一些金融机构急需救援，提供的条件比较诱人。国内一些金融机构很可能出于“走出去”、趁机占领国际市场、买便宜货抄底等冲动，贸然进行投资。对于一般的周期性金融危机，低吸资产，抓住机会拓展业务平台显然是正确的，但欧洲眼下的危机并非传统的周期性金融危机。一旦欧元区出现解体，投资者将面临市场、信用、汇率等多重风险，特别是如果投资边缘国家，一旦货币脱钩，汇率风险将极其巨大。

第三，外储投资欧洲要慎之又慎。就目前而言，中国金融机构对欧洲市场的风险暴露并不大，潜在的风险集中在官方外汇储备这一块。中国3.2万亿美元外储有大小比重是欧元资产。尽管可能南方边缘国家的资产不多，但如果欧元解体，仍然会造成巨大损失。据一家外资产行的评估，如果欧元解体，除德国货币可能相对目前欧元水平有轻微升值，其它各国货币都会大幅贬值，部分国家贬值幅度在50%以上。因此，原则上中国的外储不能再配置到欧元区南方边缘国，一旦极端事件发生，减记和贬值将会使这部分投资损失惨重，甚至是血本无归。

当然，面对欧洲的危机，中国也不能袖手旁观，中国可以考虑参加全球性的救援行动，但前提是不碰无担保的边缘国主权债券，也不碰那些国家的其它资产，只有类似于欧元主权联合债券那样的救援行动才值得考虑。

刘峰

中央经济工作会议指出，2012年经济社会工作的总基调是“稳中求进”，要继续处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者关系，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。对于处于发展改革重要关头的中国，这无疑指出了正确方向和明确目标。然而，在国内、外复杂严峻的环境下，明年实现国民经济“稳中求进”的难度较大，政府经济调控面临较多不利因素；国际方面，中国经济必须面对国际环境的巨大不确定性，但外部风险难控。

国际环境不确定性较多

首先是政治因素。一是2012年是美国、法国、俄罗斯和希腊的大选之年，选举活动可能会干扰相关国家经济政策的制定和执行，增加国际间政策协调的难度，并对未来的政策方向产生较大的不确定性。二是在后金正日时代，朝鲜政权能否顺利交接，东北亚局势在中短期是否能保持稳定，多方博弈的变数很大。三是中东形势极为敏感，叙利亚、伊朗局势向何处发展难以预料，这成为国际石油市场和全球经济的重大风险源。

其次是经济因素。一是欧债危机前景不明。欧洲主权债务在明年一季度大量集中到期，其中利益层级复杂且多国协调难度大，互相仍在试图挤压对方的利益空间，一季度将是欧洲进而全球金融市场的危险期。二是美国11月失业率数据降至8.6%和新房开工数环比大涨9.3%，预示美国经济复苏向好，但赤字方案都将直接决定明年全球经济增长。在当前的临界点上市场相当敏感，极易产生剧烈波动。欧米作为中国最重要的资本来源和最大的贸易伙伴，其经济前景难料自然会扰乱外贸依存度仍达53%的中国经济。

国内政策拿捏难度大

国内方面。在今年紧缩调控的基础上，明年要为“十二五”规划落地和经济增长开疆拓土，松紧之间政策衔接和协调的难度不小。首先，在前景不明的情况下，经济政策前瞻不易。一是2011年四季度通胀水平加速下行，为经济刺激政策释放了少许空间，但是明年在国内投资需求拉动和国际大宗商品价格推动下，不能排除通胀卷土重来的可能性。二是内外需求下行，目前也不能排除国内经济增长出现着陆的风险，这将使得调控政策力度不好掌握。三是贸易顺差收窄和资本流出加速，其原因包括外国经济下滑和金融市场动荡的因素，若国际环境突变，也将对国际收支产生较大反向影响。其次，货币政策空间狭小。一是明年通胀水平或可下降，但估计仍在3%以上，货币量化宽松的空间有限，而且海外普遍的持续低利率环境也在挤压中国利率调整空间。二是始自2008年的货币宽松后果余热未消，资产泡沫和银行业信贷风

“财政联盟”作用被夸大

许多人认为“单一货币+独立财政”架构是此次欧债危机发生的根本原因，因此，当严格约束成员国赤字比率与债务比率，并控制其预算审批权的初步协议通过后，人们自然认为事情取得了实质性的突破。

然而，这很可能是一个危险的误解。欧债危机本质并非债务危机，而是单一货币实践的危机。迄今为止，人们并未找到主权不统一情况下实行单一货币所造成的竞争力差异调节办法，今天欧元

■ 舆情时评 | First Response |

密织法网打击内幕交易

宋一欣

12月1日，中国证监会主席郭树清公开表示，中国证监会对内幕交易和证券期货犯罪始终保持零容忍的态度。12月27日，中国证监会副主席桂敏杰表示，专门解决内幕交易调查认定和举证责任难题的司法解释即将出台，定会界定内幕交易行为，如内幕知情人及亲属等人的交易活动与内幕信息有关、基本吻合、高度吻合，都可能被认定为涉嫌内幕交易。据中国上市公司舆情中心的监测，监管当局打击内幕交易的系列举措和表态，获得舆论好评。

打击内幕交易，现行已有一批相关的法律法规、司法解释。在司法实践过程中，内幕交易的查处也遇到一些难题。新的司法解释若能推出，应能有助于更好地打击内幕交易，规范市场秩序。

所谓内幕交易，是指内幕信息的知情人员或者非法获取内幕信息的人员，在涉及证券的发行、交易或者其他对证券的价格有重大影响的信息尚未公开前，买入或者卖出该证券，或者泄露该信息，已获取利益或减少损失的行为。

认定内幕信息的标准有二，一是为公司证券的市场价格有重大影响的信息，重大性原则必须根据信息公开后对从市场的实际反应中判断是否存在对价格的重大影

响或导致对该股票投资价值的合理重估；二是尚未公开的信息，非公开性是构成内幕信息的基本条件，内幕信息被披露到市场消化是需要时间的，此后的信息才算公开，届时，信息知情人再从事有关证券交易将不再视为内幕交易，而这个时候一般定为24小时。《证券法》第67条、第75条罗列了内幕信息范围。

《证券法》第76条则对短线交易及其归入权、内幕交易的民事责任作了规定。短线交易是指上市公司董事、监事、高级管理人员及持有上市公司股份百分之五以上的股东，在法定期间内(一般为六个月)对公司上市股票买进后再行卖出或卖出后再行买入的行为。如果这种买进后再行卖出或卖出后再行买入的行为产生利益，所得利益归公司所有，即公司享有归入权。

对于打击内幕交易这一证券市场违法顽症，除了加大查处力度、完整举证规则外，还应当建立举报奖励制度、受损投资者的民事赔偿诉讼制度、涉及短线交易归入权的股东代表诉讼制度，另外，还应当建立包括虚假陈述、内幕交易、操纵股价民事赔偿为主的投资者保护基金制度，使打击内幕交易与保障投资者权益有机地结合起来。

(作者为上海新望闻达律师事务所副主任、中国上市公司舆情中心特邀观察员)



经济发展创奇迹，土地增值很给力。政府卖地享盛宴，商家建楼获暴利。农民补偿被漠视，财富分配遭非议。既有模式要改革，提高农民获益比。

任山戴/漫画 孙勇/诗

加大追责力度是查处内幕交易案的关键

皮海洲

12月27日，中国监察部、公安部、证监会三部委联合召开新闻发布会。监察部副部长姚增科通报了监察部查处党员领导干部内幕交易案件工作情况，并通报了包括肖时庆内幕交易案、李启红内幕交易案在内的4起典型案例。

内幕交易是中国股市的一大毒瘤，三部委专门就内幕交易案的查处情况召开这样一次高级别的新闻发布会，充分体现了监管部门对打击内幕交易案的高度重视。而且在这次新闻发布会上，证监会副主席桂敏杰表示，下一步证监会将继续把打击内幕交易行为作为证券市场监管执法的重点，并具体从五方面着手打击内幕交易行为，这进一步体现了证监会打击内幕交易的决心。

打击内幕交易行为，给投资者一个“三公”的投资环境，这是投资者希望看

到的，也是中国股市走向健康发展的必由之路。实际上，近些年来监管部门也为此做了大量的工作。根据桂敏杰介绍，2008年以来，证监会共获取内幕交易线索426件，其中，共立案调查内幕交易案件153起。除移送公安机关追究涉内幕交易案件涉及的58名当事人作出行政处罚，对4名当事人予以市场禁入。此外，根据这次新闻发布会上的消息，自2004年以来，公安部直接侦办和地方公安机关查处的内幕交易、泄露内幕信息大案要案总计50起，涉案金额超过45亿元，查实非法获利高达22亿余元，抓获犯罪嫌疑人90余名，挽回经济损失12亿元。

应该说，在打击内幕交易问题上，监管部门乃至公安机关、司法部都是做了大量工作的。但为什么如今的A股市场仍然充满了内幕交易行为，甚至内幕交易行为越打击越多呢？究其原因，除了内幕交易“非法获利巨大，获利速

度快”之外，还有非常重要的一点就是，对内幕交易的追责力度不够，除少数个案外，大多数案件的查处都是“鞭子高高举起轻轻落下”。如首例基金经理“老鼠仓”入刑案的“韩刚案”，虽然在上交所炒作得沸沸扬扬，但最后仅仅只是判处有期徒刑一年。鉴于韩刚在案件侦办期间羁押期甚至超过一年，因此该案宣判之日，就是韩刚刑满释放之时。这种对内幕交易案的“纵柔判罚”无异于是对内幕交易者的纵容。因此，要有效打击内幕交易行为，就必须加大对内幕交易行为的追责力度。

首先是在证券执法过程中，要体现出从重处罚的原则。在当前中国股市各种违法违规行为不断涌现的情况下，证券执法有必要选择“重典”执法。比如，在选择1-5倍罚款的执行力度时，或者在选择5年以下的有期徒刑时，应避免

下限，而多采取中、上限。而在证券执法这个问题上，有必要组建专业的证券法庭，以便统一执法标准与执法力度，同时避免地方保护主义等各种不良因素对证券执法的影响。像昆明官渡区人民法院对绿大地欺诈骗上市案的判决，充满了地方保护主义嫌疑，这种判决绝对不应该在证券法庭上出现。

其次就是要完善《证券法》与《刑法》，从立法的高度加大对包括内幕交易在内的证券违法行为的惩处力度。可以说，目前《证券法》对内幕交易行为的惩处明显偏轻。如“没有违法所得或者违法所得不足三万元的，处以三万元以上六十万元以下的罚款。单位从事内幕交易的，还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款”，这样的规定对于内幕交易者来说只是挠痒痒。

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；发电子邮件至pp118@126.com。