

■ 高端视野



● 中国目前经济复苏，也是依靠再次回到次贷危机爆发前的轨道，即必须先有外需扩张，才有国内生产增长空间。

● 化解资产泡沫危机，不从化解实体经济危机入手，就是“扬汤止沸”，越化解越严重。

● 判断中国是否有了持续稳定增长的基础，要看是否展开了以城市化为中心的结构大调整。

尽快实施以城市化为中心的结构大调整

□中国宏观经济学会秘书长 王建

今年二季度，中国经济增速提升到7.5%，与增长率相关的一系列指标，如PMI、PPI、M1对M2的比率等，也都显示经济回暖势头，这是令人高兴的事情。但我还是要指出，这种回暖并不具备可持续基础，因为造成回暖的主要动力是外需。虽然人们早已认识到依赖外需增长模式在今天已不可靠，虽然必须转向内需型增长的大调整方向早就被提出，但却没有被认真实施，所以真正意义的结构调整直到今天也没有发生，这就酝酿着很大风险。结构调整被不断推迟，还是跟三个模糊认识有关。

复苏依靠外需难持续

国家统计局刚发布的数据清楚表明，决定速度的主体产业——工业生产增速，6月比5月提升了0.4个百分点，而同期工业品出口交货值增速大幅提升至3.3个百分点。从出口看，一季度下降3.4%，但从4月份起就转为正增长，6月当月则大幅升至7.2%。相比投资却是从一季度的17.6%下行到上半年的17.3%，消费只是从一季度的12%略升至12.1%。

复苏依靠外需，就要看外需是否能成为持续复苏的依靠，而我认为完全没可能，因为外需的复苏是建立在美日欧货币泡沫所创造的虚假需求上面。对这个问题已经无需反论证，只要看到，直到去年底美国工业比危机前只增长了1.2%，日本还下降了18%，德国下降0.5%，但同期美国股市却涨了超过40%，日本超50%，欧洲股市也是大涨，就可知道，发达国家经济复苏是重归泡沫。而次贷危机爆发已经证明，是泡沫迟早会破，我认为泡沫破灭可能发生在明年这个时候。

无独有偶，中国目前经济复苏，也是依靠再次回到次贷危机爆发前的轨道，即还是必须先有外需扩张，才有国内生产增长空间。虽然人们早已认识到依赖外需的增长模式在今天已不可靠，虽然必须转向内需型增长的大调整方向早就被提出，但却没有被认真实施，所以真正意义的结构调整直到今天也没有发生。这就酝酿着很大的风险，即如果美国的金融市场危机再度来袭，中国经济再次陷入大衰退就会跟着出现。

三个模糊认识

结构调整被不断推迟，我认为还是跟以下三个模糊认识有关。

第一，认为经济下行具有合理性，是在向“长期内在增长率回归”，因为长期的“超常规”增长本来就不具备可持续性，因此所有关于“崩溃”、“危机”和“硬着陆”的说法都是杞人忧天。

这种认识的错误，首先是武断地否认了中国经济继续保持长期高增长的可能，认为其他国家没有出现过的事，在中国也不可能出现。但是这些观点是否也看到，9%以上的增长率在中国改革开放以来已经持续了30多年，早就打破了国外仅能保持十年的记录，而在过去这30多年中，中国又出现过多少世界上没有出现过的事？比如，世界各国最高的钢产量都没有超过2亿吨，中国现在却超8亿吨。

其次，凡是健康的经济增长都会具有合理的投资回报率，而这又是建立在合理的设备利用率水平上。美国战后近70年的时间里，设备利用率稳定在35%左右，经济增长率却在上世纪70年代完成工业化前后，经历了6%和3%这两个台阶。中国目前的情况是，在2011年经济展开下行态势以来，就始终伴随着设备利用率的不断走低，已从2007年的90%以上的高峰下滑到目前的接近70%，这是生产过剩的典型标志。生产过剩迫使经济增长率不断下行，而过剩持续严重，终将引发生产过剩危机。所以经济增长持续下滑趋势，不仅不具有合理性，还具有极大危险性，如果继续用这样似是而非的道理麻痹自己，只会延误调整时机。

当然我也不同意用“崩溃”、“硬着陆”这些说法来描述中国经济目前面临的问题。抛开有些人恶意唱衰中国的险恶用心不说，这些词汇都不是对目前中国经济矛盾的准确描述，所以还是用生产过剩危机来描述才更具有分析问题的价值。如果是用危机的观点分析，战后很多学者都同意，如果经济增长率从高峰下跌一半，并且设备利用率下跌到75%以下，就是爆发了危机。

当然我也不同意用“崩溃”、“硬着陆”这些说法来描述中国经济目前面临的问题。抛开有些人恶意唱衰中国的险恶用心不说，这些词汇都不是对目前中国经济矛盾的准确描述，所以还是用生产过剩危机来描述才更具有分析问题的价值。如果是用危机的观点分析，战后很多学者都同意，如果经济增长率从高峰下跌一半，并且设备利用率下跌到75%以下，就是爆发了危机。

必须看到，在次贷危机爆发后，中国与发达国家虽然同时陷入危机，但危机的性质是根本不同的。在发达国家是生产不足，而在中国却是生产过剩。发达国家之所以把救市措施高度集中于增发货币，是因为推动新全球化的因素至今仍存在，发达国家想走回“再工业化”的路子已无可能，因此

为是进入了危机。从2008年的经验看，在外因危机爆发时，中国经济增长率也会突然下降一半，比如从2008年的11.3%猛然下跌到2009年一季度的6.6%，所以也需要警惕，如果明年国际金融危机再度来袭，中国某个季度的增长率可能会突然跌到4%以下。

第二，认为资产泡沫的严重性大于实体经济，所以把防范风险的重点更多集中在地产和金融领域。去年以来房价开始下跌，目前已扩大到8成主要城市，即使在北上广这些一线城市，房屋销售也明显萎缩。在过去三年的经济下行中，只有房地产投资增长还明显高出投资平均增长率，是经济中唯一保持活力的领域，但是到目前阶段，这个最后支撑住增长的支柱，也慢慢倒了下来。由于高达几十万亿元的社会融资中，至少有6成以上是围绕房地产发生，房产泡沫破裂又会导致金融市场动荡，所以各方面对房地产泡沫破灭与金融市场危机的担心，目前相当高涨。

我想说的是，凡是世界上已经发生过的大的资产泡沫危机，在爆发之前无一例外都是出现了实体产业的生产过剩矛盾，因此都是实体产业的资本没有出路，才大规模向虚拟经济领域转移，才催生出资产泡沫。比如1929—1933年大危机，就是因为美国生产过剩日益严重，才催生了股市泡沫。日本1990年资产泡沫危机爆发前，是因为“广场协定”逼迫日元升值，日本产业资本继续出口没有钱赚，才涌向了地产和股市领域。美国次贷危机爆发前，则是出现了新全球化浪潮，中国这样的发展中国家加入世界贸易体系，使发达国家的实体经济失去竞争力，才大规模转向虚拟经济领域。在今天中国可以看得更清楚，是美国次贷危机爆发后，中断了中国外需，导致国内产能突然剩余，由此引起了产业资本向制造业之外的赚钱领域转移，或是去炒房，或是去炒社会融资等。所以看似资产泡沫危机，实则是实体产业危机，从这个角度说，要想化解资产泡沫危机，不从化解实体经济危机入手，就是“扬汤止沸”，越化解越严重。

必须看到，在次贷危机爆发后，中国与发达国家虽然同时陷入危机，但危机的性质是根本不同的。在发达国家是生产不足，而在中国却是生产过剩。发达国家之所以把救市措施高度集中于增发货币，是因为推动新全球化的因素至今仍存在，发达国家想走回“再工业化”的路子已无可能，因此

只能靠增发货币创造需求泡沫，增长也只能是需求的增长。正是因为这种虚拟经济相对于实体经济再度膨胀的趋势，才构成了发达国家必然是走向下一场危机的格局。但是中国不一样，中国存在着严重的二元结构，城市化严重滞后导致人口主体仍处在低收入、低消费阶段，这就给中国的实体经济增长保留了巨大的后续增长空间。所以，中国完全没必要像西方国家那样，主要依靠货币政策来解决目前的矛盾，而是应该尽快转入以城市化为主要方向的结构大调整。

第三，认为不能依靠消费拉动增长。反对增加消费的人认为，不能忘了投资是增长的源泉，这话当然没错，但还有一条理论叫经济发展必须按比例，如果投资过度而消费不足，就会有生产过剩危机。这条理论是否还记得？不说理论说实践，1978年中国改革开放之初曾进行过一场大调整，就是针对当时积累率过高的情况，提出了要压低积累，提高消费的基本任务。从1979—1981年，中国经历了三年投资原地踏步，即三年投资没有增长，积累率从1978年的36.5%，被压低到1981年的28.1%；社会消费则从1978年的1559亿元增加到1981年的2350亿元。用今天的口径来说，就是资本形成率从1978年的38.2%压低到1981年的32.5%，直到南巡讲话后的增长高潮中，资本形成率才超过了1978年的水平。在这长达14年对积累与消费比例调整中，中国的经济增长率平均高达9.4%。如果没有这种调整，又哪来经济高增长与人民群众对改革开放的真心拥护？所以，那种认为储蓄与投资比率只能升不能降的道理，在理论与现实中都是说不过去的。

储蓄率过高就要“压储蓄、上消费”，而继续“上投资”就会加重生产过剩，这是非常朴素的道理。当然提升消费比例并不是动员人们花光所有储蓄那么简单，而是通过推动城市化，创造出把农村低收入人口转变成城市高收入人口的条件。这是真正的结构调整，要进行这样的调整还是要靠投资，但这类投资不是用在扩大产能，而是用在实现农民工转变市民所必需的条件，如城市的居住条件、生活与教育医疗条件等，用过去的话说，就是要更多的搞一些非生产性建设。

总之，判断中国是否有了持续稳定增长的基础，还是要看是否展开了以城市化为中心的结构大调整，因为只有城市化才能救中国。

莫让约定购回戴上“短线交易”帽子

□山东证监局 刘常建 钱瑛

约定购回式证券交易业务与股票质押回购业务相比，由于受制于需办理标的证券过户、可融入资金总额有限、购回期限只允许1年以内等因素影响，近一个时期以来业务萎缩态势明显。但今年接连发生数起“意料之外”的事件，使这项业务未来正常开展仍备受市场瞩目。

例如，今年3月份湘鄂情(002306)、4月份苏州固锝(002079)、7月份烯碳新材(000511)皆通过临时公告或定期报告公告，发生了资金融入方（上述上市公司的控股股东或一致行动人，本文侧重指此类股东）在标的股票待购回期因另行减持了部分股票，导致期末办理购回交易势必违反股份买卖“窗口期”的禁令，于是便将标的股票全部交由资金融出方（证券公司）进行减持处置的事件。相关事件发生后，有媒体对资金融入方在待购回期间另减持股票的动机进行了质疑。但实际上，该等股东无论是忽略交易规则的“无意为之”，还是行“瞒天过海”伎俩刻意淡化自身原本打算减持股票的意图，都说明针对约定购回式业务涉及到的“短线交易”问题，应尽快给予相应的法律规制，并在制度设计上提早向投资者充分揭示风险。

应修改相关法律规定

《证券法》第四十七条规定的禁止“短线交易”相关方，包括上市公司的董、监、高及持股5%以上的股东。这类主体属于证券交易的法定内幕信息知情人，在公司中处于特殊地位，拥有其他投资者难以比拟的信息优势，其频繁买卖公司股票不仅影响股价波动，甚至可能引致股价动荡或操纵市场，损害中小投资者权益。本法条特别规定，在间隔六个月内通过股票买与卖获取的差额收入应当归公司所有。可见，就立法本意而言，主要就是立足防范上述相关方利用信息优势牟取“资本利得”。很容易看出，约定购回式证券交易业务的两端——初始交易（上述

相关方卖出股票）、购回交易（上述相关方买入股票），均与利用信息优势不当得利无关。因为在资金融入、融出方起初签订的“客户协议”中，即已约定了购回交易成交金额的计算公式——期末前者向后者支付“初始交易金额+资金利息成本”的价款；其中的“资金利息成本”能够锁定且与“信息优势”无关，前端“卖出手股票”所得也必然低于后端“买入股票”投入。因此，约定购回式证券交易作为一种资金融通行为，如与操作主体的其他买卖股票行为一并纳入“短线交易”的禁止性规定情形中，实际与《证券法》立法本意并不契合。

此外，约定购回式业务本身又具有特殊性。虽然交易双方需办理标的股票的过户，但仍是一笔合同项下的两次交易，属一种附条件的买卖行为。按照相关制度设计，初始交易与购回交易时，资金融入、融出方并未遵照公允价值给付完整对价，突出表现在：待购回期间内，资金融入方享受着标的股票产生的孳息及其他相关权益；标的股票对应的出席股东大会、提案、表决等股东或持有人权利，也交由资金融出方按资金融入方意思行使，因而不构成资金融入方实质性的持股变动。基于此，能否将这项业务的前后期，即初始交易与购回交易等同于《证券法》第四十七条所界定的卖出与买入股票行为，尚待商榷。实际上，近年法律界已有人士指出了《证券法》第四十七条不合理之处，特别是在“买入”、“卖出”行为界定及豁免上，相对模糊，缺乏明确、具体的规定。

事移则法异。约定购回式业务属近年证券市场一项创新业务，自然无法被2006年施行的《证券法》所预知。考虑到与立法精神吻合，以及该项业务“附条件买卖”、“非完整交易对价”的特殊性，建议在目前启动的新一轮《证券法》修订中，将约定购回式业务与《证券法》第四十七条所述“证券公司因包销购入售后剩余股票”情形一道，列为“短线交易”禁止性规定的例外情形。在新的《证券法》未颁布之前，则可以司法解释形式向社

会予以说明。这样，无论特殊情况下，资金融入方即使在股份待回购期内另行减持了股票，亦不影响期末正常购回，同时“瞒天过海”隐匿减持意图的伎俩也将不复存在。

需要注意的是，即便可将约定购回式业务从“短线交易”禁止性规定中剔除，由于牵涉标的股票的实质性过户，相关当事人仍应遵守相关信息披露规则，以及年度股份转让比例限制等规定。

风险提示不可缺

在约定购回式业务被法律接受作为“短线交易”禁止性规定的例外情形之前，结合市场上对本文提及的几起事件给出的质疑，当务之急是沪深交易所充实完善相关信息披露规范，用以指导上市公司准确披露资金融入方办理该项业务可能引发的后果。

在上市公司披露的资金融入方办理约定购回式业务的专门公告中，除交易所目前已指定的内容外，还应就如下情况作出特别说明：资金融入方已承诺不发生“短线交易”行为，不在标的股份购回到期日（若提前购回，以提前购回日计算）前六个月内实施卖出股票行为”。同时，要求上市公司单独发布《关于股东办理约定购回式证券交易的风险提示性公告》，在其中载明：(1)如因误操作在约定的购回到期日（若提前购回，以提前购回日计算）前六个月内实施了卖出股票行为，资金融入方：(a)愿意接受交易所处罚；(b)(供选择)条件允许的情况下，将通过办理延期购回标的股票来遵守股份买卖“窗口期”之规定；(c)为遵守股份买卖“窗口期”之规定，待购回股票将最终交由证券公司进行减持处置。(2)在误操作的情形下，期末资金融入方待购回的股票交由证券公司进行减持处置的情形，应视作股东被动减持本公司股份，请投资者注意投资风险。

无疑，未作上述风险提示的情形下，“失小非”借助该项业务制度设计方面的漏洞，变相减持股份，很可能损害到中小投资者的利益。相关案例发生后，包括交易所在内的监管

机构迄今未作出响应或采取相关监管举措，恐怕也是囿于当前在上述规则设计方面存在缺项。亡羊补牢犹未迟也，在“以信息披露为核心”的监管理念引领下，笔者认为，只要将与“短线交易”相关的可能存在的风险提前、充分向市场释放，市场便可主动消化并自发调节，也不会妨碍市场自治与市场创新。此种情况下，市场上针对有关股东在标的股票待购回期间减持股票而发出的质疑声，自然有望消弭。

监管需及时跟进

首先，交易所如能充完善前述相关信息披露规范，便可针对资金融入方的“误操作”实施必要的自律处分，如通报批评，甚至公开谴责。

其次，不能不警惕的是，除券商作为资金融出方外，有关投资型公司亦可充当资金融出方的角色，市场上实际也已出现上市公司股东与第三方机构开展的股份转让回购模式融资的证券交易活动。从而，约定购回式业务的范围不应限于证券交易所主导的约定购回式证券交易。而对于各类拓展了的“约定购回业务”，资金融入方也可能遭遇同样的“短线交易”问题。因此，前文所述的法律完善与风险提示，应一并适用于该类拓展了的“约定购回业务”。

再次，与市场质疑的股东通过“误操作”且淡化减持股票意图的效果相类似，作为资金融入方的股东如通过包括但不限于如下违约：(1)在待购回期间即宣告无法履行到期购回义务形成违约（如7月份中润资源）；(2)允诺或任凭资金融出方在待购回期间先行处置标的股票；(3)在期满不履行购回义务等情形，都通过“暗渡陈仓”达到了淡化股东减持股票利空、被动减持本公司股票的目的。今后，相信此举同样将为市场所诟病。就此情形，相信改进使用前文提到的面向投资者的风险提示程序，作为防范“监管套利”之举，仍不失监管针对性，并有助于保障投资者权益。

政策配套

是养老金并轨前提

□中国市场学会理事 张锐

按照人力资源和社会保障部日前给出的全民参保时间表，2014—2015年为全国部分地区启动试点阶段，2016—2017年将在全国全面实施。人社部的负责人同时表示，在两个阶段将统一部署和同步推进事业单位养老保险制度改革。看得出，针对事业单位养老保险问题，官方给出了比公众要长得多的时间预期，足见时下热议的事业单位养老保险“并轨”多么难。

机关和事业单位职工退休后，按照在职时的财政工资标准领取相应养老金；企业员工退休后按照单位和个人共缴的社会保障金额度领取养老金，这就是所谓的养老金“双轨制”。统计资料显示，目前全国共有1亿多退休职工，8000万人是企业职工，2000万人是党政机关和事业单位人员，企业退休职工领取的养老金平均每人每月2000元，机关和事业单位人员领取的养老金平均每人是4000元。“养老金‘双轨制’的不公平，其实并不完全体现在结果不公平上，更重要的是资金来源不公平，即机关和事业单位养老金完全由财政给付，而企业职工养老金的83%则由个人支付。

国家在6年前就迈开了事业单位养老保险“并轨”的步伐。按照国务院发布的《事业单位工作人员养老保险制度改革试点方案》，从2008年初开始，山西、上海、浙江、广东、重庆等5省市先期开展试点事业单位养老保险试点。然而，截至目前，除了广东迈开第一步之外，其他四省不是没有开始，就是进展甚微。虽然广东省事业单位职工与普通企业职工一样已按月缴纳养老保险费，但退休时待遇依旧按原有领取退休金的标准执行，即使员工按当地社保标准按月缴纳养老保险费，但依法应该由单位缴纳的部分，单位并没有缴纳。

当然，改革步伐没有停止。依据今年7月1日开始实施的《事业单位人事管理条例》作出的最新规定，事业单位及其工作人员依法参加社会保险，工作人员依法享受社会保险待遇，但问题是，目前我国现有事业单位111万多个，事业单位编制3153万人，根据“老人老办法、新人新办法”的方案，已经退休的职工按照原有模式领取退休金，新进职工进入社会保险，而大量的“中间人”则成为最大的难题。如果按照缴满社保15年才能在退休后领取相应养老金的话，绝大部分“中间人”之前并未缴纳社保，也就是不能达到缴满15年的要求，由此就产生了补齐社保的问题。

排除个人补缴的部分不说，仅单位所要补缴的20%部分的资金，无论是由财政补贴还是单位自筹，对二者来说都是一笔巨大的负担。经过测算，目前事业单位“中间人”所要补缴的社保资金至少达5万亿元。如果由政府兜底，就需要明确中央财政与地方财政各自担负的比例，而从目前来看，地方政府根本没有充分的支付能力，最终的负担可能都会转移到中央财政身上。如果由中央财政和事业单位共同负担，同样存在二者之间比例划分问题，而且一旦要求事业单位自筹资金，最终必然令其抬高服务费用。

除了养老金的补缴问题悬而未决外，事业单位职工目前最为担心的是，进入社保体系退休后的收入会急剧缩水。根据国务院《机关事业单位离退休人员计发离退休费等问题的实施办法》，事业单位工作人员退休后的退休费，按本人退休前岗位工资和薪级工资之和的一定比例计发。其中，工作年限满35年的，按90%计发；工作年限满30年不满35年的，按85%计发；工作年限满20年不满30年的，按80%计发。也就是说，事业单位工作人员退休后领取的养老金至少是在职时薪金额度的80%。然而，如果进入社保，情况就大不一样。

国际惯例显示，养老金替代率为60%—70%，方可维持退休前的基本生活水平。而据财政部科研所专家测算，《事业单位人事管理条例》中事业单位的退休待遇与企业养老保险几乎别无二致，养老金水平下降难以避免，养老金替代率可能从80%—90%下降到50%左右。如果真是这样，势必会引起事业单位员工的焦虑与恐慌，并波及相关社会群体对改革的质疑，并可能令改革夭折。

考虑到事业单位员工退休后社保收入有可能减少的事实，《事业单位人事管理条例》提出了“工资增长机制”，这就意味着财政将通过对事业单位员工逐步加薪的方式来抬高其所缴社保资金额度，进而增加退休后养老金的领取数量。除了缴纳社保金之外，事业单位职工在职业期间还可以参加职业年金，退休后与社保金一并进入养老金范畴，以此确保职工养老金不低于传统模式下的退休金。不过，职业年金由个人、企业还是财政来承担，目前还尚未定论。

进一步分析，即便是敲定了“社保金+职业年金”的养老金收入制度这一核心问题，并明确了资金的来源，但与员工在职业期间收入程度紧密相关的事业单位竞聘上岗、考核、培训、奖励、申诉、交流、退休、人事监管等单项配套规章也要建立和健全起来。另一方面，在国家政策缺位的情况下，一个城市要建立事业单位职业年金投资体制可能性不大。因此，职业年金作为一种基金的投资和运营，需要国家在立法层面予以支持，同时还需要一定的税收优惠政策相匹配，而只要这些与养老金相关的细则与政策不落地，事业单位养老金“并轨”就不得不往后拖延。