

■ 全球新观察

欧洲实现自救关键在德国

□乔治·索罗斯

在上周的罗马会议上，欧元区四大经济体领导人就迈向银行联盟和温和刺激方案以补充欧元区新“财政契约”的步骤达成一致。然而，这些步骤还不足够解决当前欧元区困境。

德国总统默克尔拒绝了所有旨在纾解西班牙和意大利风险溢价过高现状的方案。这或导致即将到来的欧盟峰会以失败告终，并很可能引起致命后果。因为欧元区其他国家将无法建立起足够强大的防火墙以避免希腊退出欧元区带来的冲击。

即便能够避免致命灾难，债权国和债务国之间的分歧也可能会加剧。“外国国”将失去重塑竞争力的机会，因为游戏规则对它们不利。这也许符合德国的私利，但会让欧洲远离数十年来启发人民想像力、建立欧洲一体化开放社会的努力。这会让德国成为欧元区中心，而“外国国”将永远低人一等。

默克尔指出，动用欧洲央行来解决欧元区国家财政问题是不符合规则的。此话不假，欧洲央行行长德拉吉的说法也大致相同。事实上，即将到来的峰会忽视了一项重要日程——建立欧洲财政机关(European Fiscal Authority,EFA)。EFA可以与欧洲央行合作，做欧洲央行本身无法做到的事情。

特别是，EFA可以成立一个



新华社图片

债务削减基金(Debt Reduction Fund)，这是一个由默克尔经济顾问委员会提出并得到德国各党派支持的欧洲偿债协议(European Debt Redemption Pact)改进版。为了让意大利和西班牙实施各自的结构性改革，作为交换，债务削减基金将收购并持有两国存量债券的大部分。购买资金可以通过发行欧洲债券(European Treasury bill，即成员国共同承担的各

种义务)筹集，而廉价融资将帮助受助国走出困境。

欧洲债券将获得零风险评级，成为欧洲央行回购操作最高质量抵押品。当前，银行系统急切需要无风险资产。目前银行在欧洲央行存有或持有着超过7000亿欧元的剩余流动性，每年只能获得0.25%的利息。这保证了利率在1%或以下的欧洲债券已经有了现成的大规模市场。

如若参与国事后没能遵守承诺，EFA可以课以罚款或其他惩罚措施，程度依违反承诺的严重度而定。如此一来，强制执行就不会沦为永远不会触发的“核打击”，这将有效地防止道德风险。比如，意大利新政府将发现，想撇清现任政府所做出的承诺是十分困难的。大约一半的意大利债务将通过欧洲债券实现融资，这相当于削减了意大利债券的平均期限，新政府将更加

欧元区建立统一财政联盟势在必行

□木梓彬

面对欧债危机，欧元区核心国坚守经济利益不肯相让，高负债国坚守财政预算主权抱守残缺。而欧盟决策者是在是否对高负债国施救时，更是表现得优柔寡断，导致欧债危机爆发两年多来持续发酵且愈演愈烈。早在欧元区建立统一的财政联盟，尽快改变“三个和尚没水吃”的局面，或许是解决欧债危机的最佳途径。

美国：一个和尚挑水吃

相对于2008年次贷危机爆发后的美国，欧元区表现得泥泥带水、互相推诿。次贷危机爆发后，美联储连续、大幅度地下调联邦基准利率，降低再贴现率，将常规货币政策手段用到了极致。与此同时，美联储对存款类金融机构实施了创新融资机制(TAF)、对投资银行为主的一级证券交易商实施了创新融券机制(TSLF)、并启用了一级交易商信贷工具(PD-CF)、货币市场共同基金流动性工具(AMLF)、商业票据融资工具(CPFF)等多种非常规措施。通过对金融机构进行直接或间接的救助，增加市场的流动性供给，扩大国内信贷规模，尽可能地在较短时间内恢复市场信心。此外，美联储宣布暂时上调与欧洲央行、英格兰银行、瑞士银行和日本银行的美元互换额度至无上限，并与欧洲央行、英国央行、加拿大央行、瑞典央行和瑞士国家银行等联合宣布降息，在国际金融组织

间积极斡旋，展开大规模的联合救援行动。美国财政部也出台了一系列非常规政策，包括实施1500亿美元的一揽子财政刺激计划；与美联储联手援助并接管美国最大的住房抵押贷款机构房利美和房地美；时任美国总统布什批准《2008年紧急经济稳定法案》，授权美国财政部建立有史以来最大规模的7000亿美元的受损资产处置计划(TARP)，允许美国联邦储蓄保险公司对公众存款进行担保；美国国会还通过了7890亿美元的2009年财政刺激计划。这一系列举措都为了解决一个问题：美国政府向世人宣布，美国财政部和美联储是金融危机的最后贷款人。此举对恢复市场信心起到了极大的安抚作用。与此同时，为维护美国金融市场稳定，保护消费者利益，美国政府推出了有史以来最大规模的金融监管体制改革，分别合并了储蓄机构监管署(OTS)和货币监理署(OCC)、以及美国证券管理委员会(SEC)与商品期货交易委员会(CFTC)，建立了全新的金融监管体系。尽管今天美国经济正在这样那样的诸多问题，但面对2008年的金融危机，美国政府“一个和尚挑水吃”，在货币政策、财政政策、监管政策多种措施共同努力下的作用下，直接避免了一场可能出现的经济大萧条。

欧盟：三个和尚没水吃

此次欧债危机，欧元区17个成员国拥有17种不同的政府利益，

潜在17种不同的应对举措，尤其是高负债国与核心国之间，由于没有共同利益的契合，很难就缓解债务危机达成共识。欧盟决策者出手任何一项救助措施，都表现得拖泥带水、互相推诿，解救政府债务危机和银行业融资危机，均找不到美国政府应对2008年金融危机时美国财政部和美联储那样的最后贷款人。从目前情况看，除国际货币基金组织(IMF)外，缓解欧债危机的“救急”资金只能来自欧洲金融稳定基金(EFSF)及欧洲稳定机制(ESM)，但要从根本上彻底解决欧债危机，推进欧洲经济一体化进程，建立统一的财政联盟，仍然远远不够。

任何一份试图成立更紧密财政联盟的路线图，都可能要求成员国政府在预算问题上让渡更多的国家主权，以至要求多个成员国修改宪法甚至进行全民公投。此外，欧盟成员国还须在财政联盟基本一致的框架下签订新的盟约，审批新的财政法律。如此看来，全面实施财政联盟的各项主张，可能需要经过数年、甚至更长时间的煎熬。而目前的情况是，银行业危机和主权债务危机交错紧迫，须只争朝夕。

建立更深层次财政联盟

那么，作为建立财政联盟这个宏伟计划的一部分，先行推出欧元区金融市场联盟，即发行欧元区共同债券或建立欧盟存款保险制度，可能较欧元区整体结构性改革更容易实施。但问题是，如

果涉及银行债务“分摊”，必定会引发各利益方的争议。例如，近期法国奥朗德政府将国民退休年龄降低至60岁，而荷兰政府却在紧缩财政举措下把退休年龄提高至67岁，各成员国社会保障体系的

不统一，将阻碍那些降低福利标准的国家参与欧元区共同债券或欧盟存款保险制度，更不可能指望他们推动建立欧元区银行业联盟。如果统一协调各成员国的社会保障体系，将对各成员国的主权产生深远影响。这种在技术上相对完善的缓解欧债危机举措，必须有更深层次的财政联盟为基础。况且，即使成立了欧元区金融市场联盟，在英国不加入的情况下，一些大型金融机构为逃避欧元区更严格的监管法规，不排除把资金转移到英国的可能，资本外逃将使欧元区承受更大打击。

直到目前为止，欧盟也没有就建立一个紧密的财政经济联盟达成一致意见。就当前欧盟成员国的经济实力来说，德国最有能力扮演拯救欧债危机的角色，但默克尔考虑德国的经济利益和德国民众的反对情绪，拒绝这样做，并且尽可能地避免在欧元区经济失衡中可能承担的责任，致使眼下欧元区实体经济日益衰退，德国经济状况依然向好，高负债国与核心国的国债收益率之差日益加大。

另一个可以担当拯救欧债危机角色的是欧洲央行，但由于受各方势力左右缺乏解决危机的魄

积极地响应EFA施加其他措施，以防止被EFA惩罚。

在经过适当时期后，这些债务国将参与合理设计、不会影响增长的债务削减计划。这将拉开建立完整政治联盟和引入欧元债券的序幕。将这一方案转变为政治宣言为时未晚，这一宣言旨在给出兼具长期政治联盟目标和财政及银行联盟路线图。在该宣言的指引下，欧元区财政援助基金，即欧洲稳定机制(ESM)可以立刻接管欧洲央行所持有的希腊债券；欧洲央行可以开始买入西班牙和意大利债券；而意大利和西班牙可以实施满足偿债基金条件所要求的结构性改革。这一日程将立刻让金融市场舒一口气。同样重要的是，它还能改变欧洲的社会动态，从负向转变为正向。

然而，当前这一目标的主要障碍在于德国政客死抓“设门模式”不动摇。默克尔坚持认为政治联盟应该先于完全的财政和银行联盟。这既不现实，也不合理。三大联盟必须齐头并进、逐步实现。如果德国联邦议院代表德国选民丢了头，那么就不会有阻碍EFA成立的条约或宪法性条款，否则当初ESM也就不会成立。如果欧洲其他国家在这一方案下联合起来，而德国联邦议院一言否决，那么必须由德国承担所有金融和社会后果。

(乔治·索罗斯是索罗斯基金会和开放社会研究所主席，本文来自Project Syndicate)

力，其自身也没有解决危机的紧迫感。欧洲央行行长德拉吉近期曾表示，我不认为用货币政策来弥补其他机构过失的做法是正确的。”

目前欧元区17个成员国中，已有希腊、西班牙、意大利、芬兰正式向EFSF申请援金，如果加上可能于近期提出援助的塞浦路斯，将有超过四分之一的成员国政府或银行陷入危机而不能自拔。随着危机向纵深进展，欧盟目前已分裂为债权国和债务国两大阵营，由于经济状况的差异，彼此之间的利益冲突表现得不可调和。此外，欧元区政治势力和社会局势也在朝着分裂的方向发展，由此导致市场剧烈动荡，已与欧元设立的初衷——“维护更强的稳定性”大相径庭，欧盟的存续性已经开始受到市场的质疑。

眼下当务之急，欧盟决策者应提供足够的危机管理工具解决短期问题，制定出明确的长期危机解决方案，同时缓解银行业危机和主权债务危机。与此同时，尽可能地欧元区整体利益下，核心国“让渡”部分经济利益，抑制该区域内竞争力日益分化的趋势；高负债国“让渡”部分主权，签订“城下之盟”，减轻重债国日益增加的融资成本。毕竟，保持欧元区的完整是所有成员国的利益所在，也是整个欧洲利益所在，让各方利益百川归海，并努力朝着财政经济联盟的方向迈进，是欧洲经济一体化进程中承前启后的关键一步。

于世界其他各国。中国国民收入和生活水平得以显著提高，中国在国际经济体系中地位提升，直接间接都可以归功于工业化进步。依靠制造业而不是天赐资源财富取得发展，对中国就业、收入分配、社会治安、廉政等指标贡献良多。然而，中国制造业的长足发展也伴随着一系列不容忽视的问题，如成本上升、传统制造业竞争力削弱、新兴产业发展遭遇强烈狙击等。“世界工厂”向何处去？中国制造业面临的究竟是何种挑战？中国制造业能否积极应对挑战，开辟新天地？中国经济能否由此实现螺旋上升，步入可持续发展新轨道？这些问题都值得细细研讨，在保持中国制造业优势的基础上实现转型升级。

■ 记者观察

地产调控压虚火更要治病根

□本报实习记者 曹水水

近期，关于房地产调控的博弈愈加纠结，无论是买卖双方还是民间或官方，各利益主体的声音不绝于耳。我们认为，地产泡沫不仅表现为畸形的高价，更是过去二十年经济增长和货币投放模式的集中体现。更值得思考的是，两年来的限购令，固然压住了地产虚火，但也暴露出不少问题。放在经济结构调整的大背景下，加快建立地产调控的长效机制刻不容缓，需要“组方”。

年初以来，房地产市场持续回暖。5月，全国住宅销售面积同比增速为-9.05%，相比2月份的一15.98%，降幅连续3个月收窄，一些城市销售面积同比甚至实现正增长。截至今年5月，全国住宅成交均价为5482元/平方米，而2011年住宅成交均价仅为5011元/平方米。无论是成交量还是成交价，都表明房地产市场明显回暖。首先，中央与地方博弈加剧。据不完全统计，自2011年下半年以来，包括芜湖、扬州、上海、中山、佛山等多个城市出台了楼市微调政策，试图在一定程度上为调控松绑；其次，房贷作为相对优质的资产，受到银行青睐，反映在利率上，一般贷款加权利率从去年四季度的7.8%上升到今年一季度的7.97%，而个人住房贷款加权利率却从7.62%下降到7.43%；最后，市场参与者预期房地产调控将放松，这与过去“十年九调控”、房价易涨难跌密切相关，社会普遍形成了经济下滑、调控放松、房价再暴涨的惯性预期。

在经济进一步放缓的背景下，市场开始争论是否还需要地产调控。我们认为，应坚持房地产调控决不动摇。从租金回报率来看，北京、上海二手住宅的租金年回报率不到2.5%，远低于一年期定期存款利率；从房价收入比来看，2011年全国房价收入比在7.5倍左右，一线城市则要更高，北京接近19倍。限购的确对抑制房价上涨起到了一定的作用，同时也暴露出了不少问题。第一，地方政府严重依赖土地财政，2011年地方

本级财政收入为5.24万亿元，同期国有土地使用权出让金高达3.32万亿元，限购削弱了地方财政。截至今年5月，土地购置面积和购置费累计同比分别比2011年同期下降47.3个百分点和15.1个百分点；第二，限购对销量的杀伤力严重影响了房地产投资，由于占全社会投资总额的两成，截至今年5月，房地产投资增速拖累投资增速3.2个百分点，引起人们对经济下滑的巨大担忧；第三，限购确实也容易将脏水和孩子一起倒掉，一旦放松容易引起价格报复性反弹。

相比限购，对存量房征收房产税更为合理。首先，房产税作为一种财产税，能有效提高房产持有成本，使房地产失去投资属性，大幅降低空置率，优化资源配置，而限购只针对购房行为，不触及空置房；其次，房产税作为经济手段，有利于保持调控政策长期性和稳定性，同时也能增加地方政府财政收入，提高地方政府积极性；最后，房产税能区分高、中、低不同收入群体的住房需求，使调控变得更加细化、准确。

但仅靠房产税就一定解决房地产问题吗？答案或许是否定的。说到底，中国的房地产问题是过去二十年经济增长和货币投放模式的集中体现，并诞生了以土地等资源品为抵押、以高杠杆的房地产投资带动信用扩张和货币乘数的经济增长模式。发展至此，财税制度、货币投放方式、经济增长方式中的种种积弊盘根错节归结其中。地产调控，仅是调控表象，更深层次的问题，要靠背后的更大范围和更深层次的改革来解决，包括财税体制改革和转变经济增长方式。在财税体制改革方面，需要理顺中央与地方的财税关系，使事权与财权相匹配，并配合“生地财政”体制改革，使地方政府摆脱对“生地财政”的依赖。在转变经济增长方式方面，必须改变依赖投资拉动经济的增长方式，真正将资金投入科技创新中去，推动经济走上内生增长、创新驱动的轨道。

完善人民币对日元直接交易细节

□对外经贸大学 张岸元

人民币对日元直接交易，涉及大量技术细节。尽管管理当局披露的相关细节有限，但仍值得探讨。

一是关于美元的中介地位和作用。外汇市场三角套利的基本原理，决定了即便实行直接交易做市商询价制度，日元和人民币定价也绕不过美元。做市商只能是根据人民币和日元分别对美元的汇率，间接套算出相互间的汇率进行报价，否则外汇市场将出现无风险套利机会，海量资金将迅速覆盖这一价格差。人民币对日元直接交易的短期意义，仅仅在于节省了两次美元买卖的价格差，避免了买卖期间的汇率风险。美元的中介地位依旧。只有到未来某一时刻，人民币和日元的直接交易规模，与两币分别对美元的交易规模接近，才可能出现逆转——美元反过来以人民币或日元作为潜在锚，提供人民币或日元套算出对其他货币的汇率。

二是关于东京上海两个市场的价格决定关系。两个市场同时就同一商品开展同类交易，必然面临彼此价格参照、价格决定问题。目前尚不清楚中日双方管理当局对交易细节有无新的安排。按照现有制度，难免会出现这样的场景：由于时差，东京外汇市场早上11时开盘；东京的交易者根据前日人民币对美元汇率以及美元对日元汇率套算出当日人民币对日元汇率。上海外汇交易中心开盘后，上海的做市商将主要基于东京价格给出上海价格，而后由外汇中心加总得出中间价。当然，上海外汇交易中心收盘时间晚于东京，也可以说第二天东京是根据前天上海收盘价报出的价格。究竟是谁影响谁、谁决定谁，待积累一定量交易数据后，可以通过格兰杰因果关系检验等计量经济学方法检验。

真正的麻烦出在两地同时开始交易期间。6月1日交易第一天，上海外汇市场人民币对日元成交价格最高达8.2018，偏离中国外汇交易

中心对外公布的当日人民币兑日元中间价8.0686达1.65%。可以预见，当出现人民币对美元贬值(升值)、日元对美元升值(贬值)局面时，东京市场对日元必然对人民币显著升值(贬值)。此时，如果管理当局依然对非美元货币汇率按照上下3%波动幅度的管理，两地同时必然出现两个不同的价格，这一价格差只能通过第二天上海重新报出新的中间价来消除。

三是关于跨境资金和其他离岸中心人民币流动。近年来，人民币外流、离岸中心发展的主要驱动力是人民币升值。升值预期淡化后，境外人民币何去何从而面临新的挑战。东京上海的外汇交易将为人民币国际化提供新的投机性驱动。预计东京的人民币交易热络起来之后，经常项目人民币结算等渠道流出的人民币、香港的人民币资金将汇集东京，形成可观的流动性规模，从上海东京间每日可能出现的价格差中获利。我国对国际贸易长期高额逆差，双方中间产品贸易占比高，对贸易真实性实施管控的难度相当大。此类交易规模的扩大，最终必将倒逼我国外汇管理当局放松人民币对日元浮动幅度限制。

四是管理当局干预外汇市场行为的协调。短期看，3%涨跌幅限制的存在，意味着我国外汇管理当局会常态化地干预外汇市场，我国外汇储备中将出现相当规模的日元资产；而日本财务省(日本外汇储备操作的决策者)则没有大量持有人民币流动性用于干预外汇市场的必要，其持有人民币资产完全出于资产组合的需要。长期看，如果直接交易市场规模足够大，市场交易异常，全球第一、第二外汇储备大国必须在外汇市场干预方面增强协调，共同应对。

人民币与日元直接交易之初，一切都脆弱，如风中之烛。我国管理层需从此前人民币对马来西亚林吉特、俄罗斯卢布直接交易案例中吸取足够的经验和教训，加强中日管理层、外汇市场、做市商之间的沟通与协调，设想各种可能性，提前完善细节。