

# 建立熔断机制正当时

## “苏万合作” 重塑商业地产模式

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

近期，中国最大商业地产运营商万达集团和中国最大零售商苏宁云商集团的合作（简称“苏万合作”），成为媒体和业内关注焦点。事实上，在房企向“轻资产”转型以及“互联网+”热得发烫的时代，相关领域内大腕儿之间的合作，早已不是什么大新闻了。比如，万达联合互联网“老大”腾讯和百度打造电商“飞凡网”，再比如万科与万达联姻的“万万合作”，还有苏宁与阿里之间的战略投资等。但是，商业地产商和零售商的高端合作，这还是第一次。

对于此次“苏万合作”，双方的掌门人——王健林和张近东均以“协同互补”和“互利共赢”来称赞合作前景。在万达“轻资产”转型新四大支柱（商业、金融、文化和电子商务）中，商业排在第一位。作为全国商业地产航母（今年底将成为全球最大），手握2500万平米商业面积，万达广场2015年的客流量将达到20亿人次、2020年将达到100亿人次，做强商业经营再正常不过了。

尽管贵为商业地产的航母，但万达的核心竞争力并非是商业经营，而是“跑马圈地”。根据王健林的《万达哲学》所描述，万达模式的核心是，在一二线城市次中心和三四线城市中心超低价拿地，通过“订单商业”来实现满铺开业，打造城市“新中心”，从而提高区域物业销售溢价，最终实现“以养养租”。总结一句，万达的核心竞争力是通过短期内完善区域配套，让一块不毛之地变得有价值，这与商业地产经营能力是两回事。

在告别“跑马圈地”进入商业地产运营时，万达一方面要提高存量商业物业面积的运营水平，即让100多个万达广场、2500万平米商业面积“旺起来”；另一方面要应对互联网的冲击，积极向线上商业（O2O）转型。先看前者，显然，“订单商业”下为销售物业（包括住宅和出售的商铺）做“卖点”的百货、KTV，以及看重增值而非经营的商家，在存量和商业过剩时代都是低效的商业，需要彻底改造，甚至是腾笼换鸟。

今年，万达闪电式关掉百货、KTV，就是为了剔除低效商业。同时，受互联网冲击最大的就是商业零售业，如何提升线下体验是零售商存活和发展的唯一途径。在这方面，苏宁做得最好。从线下电器销售起家的苏宁，目前是拥有1637家实体店，涵盖家电、3C、母婴、百货、超市、服装等全渠道、全品类的全国最大零售商。苏宁在全国292个城市，以及港澳和日本建立了包括苏宁广场、生活广场、连锁门店在内的163家线下多层次的消费体验中心。此外，万达广场引入苏宁，除了提高商铺经营能力外，学习苏宁如何满足消费者线下体验需求也是重点。

再看应对互联网冲击，线下体验做好了，向线上转型水到渠成。苏宁的线上平台——苏宁易购就是这样成长起来的。目前，苏宁易购位居国内电商平台第三名。2015年上半年，苏宁线上平台商品交易额达181.67亿元，同比增长105%。但是，互联网讲究先入为主（掌握流量入口）和规模效应（流量为王）。一般规律是，先入为主后固化消费习惯并逐步壮大消费群体，通过互联网传播效应和商品丰富度形成流量的规模效应，最终成为行业龙头。无论是线上龙头（天猫、京东、唯品会），还是由线下成功延伸到线上的零售商（苏宁、国美），都是若干年前在这一规律下成为龙头的。

万达已经错过了“头啖汤”，要挤入线上并成为商业龙头太难了。万达拥有线下最大流量入口，但万达广场无其量是消费者线下选择的重点，而消费者若线上消费的话，更便利、种类更丰富和性价比更高的渠道太多。此外，万达整合流量入口也很难，因为在转型压力下，其他商业地产企业（如大悦城、世贸广场、万象城等）也在这么做。更甚者，被寄予厚望的万达电商——飞凡网，连万达旗下的万达院线APP也整合不了，因为后者属于上市公司高估值的核心资产。

因此，万达只能牺牲掉自己的商业消费流量，助推苏宁不断扩大和巩固线上商业龙头的地位。同时，在错位发展的前提下，万达其余三大支柱可以分享苏宁整合后的线下和线上流量，比如在理财网和众筹、在线旅游、院线、电子商务等。在个性化、差异化和体验式的消费时代，线下和线上是皮和毛的关系，线下消费流量最大化整合后，将与其线上消费形成良性循环，这也是挖掘消费者其他需求的基础，也将助推万达壮大其他三大支柱。

对于苏宁来说，在互联网时代，掌握更多线下流量入口，不断扩大流量规模，是竞争胜出的“法宝”。若按照原计划，苏宁只能依赖旗下地产企业——苏宁置业不断建设苏宁广场和生活广场，或者开连锁门店。但是，在商业地产供应过剩后，新上商业地产项目对流量贡献越来越小，而在别的商业中心开店却面临租金企高、蚕食薄利的问题。但在万达广场开店，不仅租金成本低，还可以吸收万达广场海量的线下消费流量，这是苏宁整合线下流量，并实现线下和线上协同发展的捷径。

万达与苏宁合作，第一次如此清晰地厘清了商业地产企业与零售企业的关系。即在商业地产存量运营时代，商业地产企业的核心竞争力并不是销售商铺、提高商铺售价，也不是宜线上消费，而是要做好招商和配套，并以适宜的租金为零售商提供服务。而零售商不需要自建商业地产，而是在做好线下消费和体验的同时，最大程度地利用和整合线下流量，更好地发展线上商业，最终提高消费者的福利水平，最终实现二者的共赢。

刻之后自我强化的去杠杆或资产负债表紧缩。

熔断机制本质上就是通过制度的设定将市场短期暂停交易的模式，比如，个股涨跌停制度亦是熔断机制的一种方式。在金融危机应对和救援中，熔断机制是打破资产价格下跌螺旋的利器。市场下跌一般是内因、外因和内外因组合的结果，内因一般是因为估值的调整；外因一般是外部环境的重大变化，比如政策调整、特殊事件和国际冲突等。以内因触发的市场下跌为例，一般会是一个相对缓慢的下跌过程，但是当内因遭遇偶然性的外部冲击之时，可能引发股票市场的非理性下跌。在缺乏熔断机制的条件下，就会像出现千股跌停一样，市场下跌的性质发生重大改变，从一场估值调整转变为一场流动性危机。当市场遭遇流动性危机之时，估值体系就会崩溃，股票市场供求机制将失灵。为此，熔断机制的核心职能在于防范股票市场自我强化的流动性危机。

值得注意的是，股票市场的流动性危机可能引发广义的流动性危机。在市场走向极端的过程中，一旦交易机制丧失，那么估值体系就会失灵，需求就会被遏制。在这个过程中，很多机构投资者和个人投资者实际上并不缺少资金头寸，只是由于估值体系被破坏，无法进行理性的估值，即会是一种隔岸观火的局势。缺乏新的资金进入，股票市场的流动性危机将愈演愈烈，可能导致短期利率的变化，并逐步传染至银行部门和银行间市场。在这个危急关头，政府救援以及广义上的流动性注入或无上限的流动性承诺将会是关键因素，这个时间点如果缺乏最后贷款人，将会使得股票市场的狭义流动性危机转变为整个金融体系的广义流动性危机直至系统性危机。为此，熔断机制亦是一种风险阻隔机制，防止股票市场风险向其他金融领域以至整个金融体系传染的有效机制。

的单日跌幅亦相对有限。2008年9月29日，美国众议院否决了7000亿美元救助方案之时，美国股市遭遇了1987年后的最大单日跌幅，幅度为7%。2013年2月后，新的熔断机制实施，7%是第一个熔断机制的触发阈值。2015年8月24日，美国三大股指期货熔断机制被触发之后，虽然三大股指大幅低开，但未触发整个现货市场的熔断机制，市场整体保持相对稳定，没有出现系统性的恐慌和暴跌。

### 遏制非理性下跌

前期，A股市场经历了少有的大幅波动行情，甚至出现了诸多的非理性下跌的状况。从理论角度看，股票市场在泡沫化过程中，会产生一种投机陶醉感，而这种投机陶醉感使得市场走向非理性繁荣，市场的估值严重超乎正常水平，市场流动性更是异常活跃，即产生了以流动性自我强化的估值泡沫。在繁荣的尾声，这种投机陶醉感使市场正在逐步累积崩溃的动能，内部人的多空转换或外部的政策冲击开启了股票市场的明斯基时刻。明斯基时刻并非是一个时点，而是一个令人煎熬的过程，金融市场内生的不稳定性终究将会是一场泡沫的破灭甚至系统性的危机，因为市场将会形成一个自我强化的下跌螺旋。

明斯基时刻的终结取决于三个因素：一是资产价格足够低，以至于有投资者愿意买入。但是，这个时点往往是一个超调的过程，100倍的PE到50倍的PE，或者100倍的PE到20倍的PE，哪个是“足够”？没有人能够在重大风险之前保持理性的回答。二是政府关闭市场或者市场暂停交易。这个政策的好处是将市场冻结起来，让投资者有足够的时间思考，让市场有足够的时间恢复内在的供求机制。三是政府强力救援，注入无限流动性，这个政策目的就是打破明斯基时

在全砖国家中位列第三，总体可控。

从宏观政策来看，宽松仍是主旋律。美国经济虽然稳步复苏，但美联储对加息依然犹豫不决，尤其是近期全球市场波动已使其加息预期延后。欧央行年初推出的量宽政策虽取得了一定成效，但欧元区经济下滑风险依然存在，预计未来将继续保持宽松货币环境，同时也将推进财政整顿计划，大力削减结构性赤字。日本继续推行大规模量化政策，但通胀率并无显著改善，此外为应对巨额政府债务还推出了缩减赤字和增加税收等财政措施。新兴市场货币政策出现分化，印度、俄罗斯等国为应对经济下行压力选择降息，而巴西、南非等国为抑制通胀选择加息。

### 对我国经济的启示

第一，面对错综复杂的国际环境，应特别关注国内外风险叠加带来的冲击，及时研判、有效应对。一是要关注美联储加息可能引发的全球金融市场波动与资本流动。二是要关注主要发达国家面临的经济复苏基础不牢固风险，主要影响我国的外需，进而拖累我国的出口复苏。三是要警惕陷入衰退危机的新兴经济体通过贸易和对外投资项目渠道传导至国内的经济风险。

第二，应积极优化投资与消费的经济结构，加大内需对促进经济增长的贡献。我国现有投资主要以粗放式的要素投入为主，未来应当以优化投资结构为主，如通过增加科研经费投入以提高投入产出效率，通过金融改革拓宽中小企业尤其是创新型企业的融资渠道等。未来应当进行收入分配制度改革，并通过转移支付缩小收入差距，健全社会保障体系。

第三，我国居民消费端与工业生产端价格背离严重，应积极化解工业领域的通缩风险。与新兴市场普遍面临滞胀问题而发达国家面临通缩问题

分钟，触发第三级熔断指标时当日交易暂停。2010年5月18日，美国证券交易委员会试行了个股熔断机制，即标普500指数中的任何一只股票如果在5分钟内跌幅达到10%，该股在所有交易所内必须暂停交易5分钟。该制度在2010年9月13日开始正式实行，其后个股熔断机制拓展至罗素1000指数的个股以及特定的金融产品，比如单个市场的股指期货亦适用个股熔断机制。该机制有效期至2012年1月31日。

目前美国熔断机制是2012年改革的结果。此前的熔断机制主要以控制非理性下跌为主，而2012年改革的目标已经从防止非理性下跌拓展至限制非理性上涨。2012年5月31日，美国证券交易委员会推出了涨跌限制（Limit Up-Limit Down）替代了个股熔断机制，以更好地防止股市暴涨暴跌，即在15秒内个股或相关指数产品价格涨跌幅超过5%、10%和20%，将暂停该股交易5分钟。涨跌限制分两个阶段实施：第一个阶段是2013年4月8日实行，覆盖标普500和罗素1000成分股；第二阶段是2013年10月8日，覆盖全国股票市场体系所有证券。2015年8月24日，美股三大股指期货开盘即下跌超5%，触发了熔断机制，被暂停交易。更为重要的是，2012年改革还对全市场体系的熔断机制做了修订，改变以道琼斯工业指数为指标，设定标普500指数为新的参考指标，以标普500指数上一个交易日收盘数为基准，三级阈值可以触发整个市场的熔断机制——7%（一级）、13%（二级）和20%（三级），这个机制在2013年2月4日实施。

熔断机制作为市场稳定的基础机制，在美国股票市场稳定上发挥了重大作用。1988年10月开设熔断机制之后，美国股票市场至今未曾出现过1987年单日跌幅超过20%的情况。在大萧条以来最严重的国际金融危机期间，股票市场

## 如何应对全球经济二重分化

兴经济体普遍面临高通胀问题，巴西的通胀问题尤为严重，6月份CPI同比增长率高达8.9%，仍在趋势性上升。

从汇率来看，美元加息与中国经济走势成为全球“风向标”。受美元加息预期影响，欧元、日元及部分“金砖国家”货币均出现不同程度贬值。“金砖国家”中卢布升值，雷亚尔、兰特和卢比均贬值。

从利率水平来看，发达国家低位小幅回升，新兴市场国家保持高位。发达国家因长期实施量化宽松政策，其国债收益率普遍偏低，但随着美联储加息预期渐强，上半年主要发达国家的长期国债收益率出现不同程度上升，尤其在5月份之后上升趋势更加显著。新兴市场由于通胀水平较高，且资本回报率高于发达国家，其国债收益率也普遍偏高。

从财政状况来看，中国、印度、德国实现盈余。2015年上半年，主要发达国家中出现财政盈余的只有德国，为盈余8亿欧元，美、日、英的财政表现均为赤字。大多数新兴市场国家上半年的财政赤字扩大，“金砖国家”中巴西、南非和俄罗斯出现赤字，其中俄罗斯与巴西的财政恶化状况加剧，印度和中国实现盈余。上半年我国财政出现2312亿元的盈余，占GDP比重为0.78%，财政状况较为稳健，但也说明积极的财政政策有待加码。

从政府债务来看，我国债务率仍显著低于发达国家。发达国家的政府债务水平普遍偏高，截至今年一季度末政府债务率最高的发达国家是日本（210.73%），最低的是德国（74.4%），美、法、英分别为102.99%、97.5%和88.5%。“金砖国家”中债务率最高的是印度，一季度末为174.82%，最低的是巴西，二季度末为35.25%。截至上半年我国政府债务余额占GDP比重为69.72%，尽管近年来政府债务上升速度较快，但横向看债务率低于各发达国家，

## 天然气价格改革渐行渐近

度可能还需要考虑其他因素。

然而，比天然气价格调整更为重要的是天然气体制和价格改革。过去几十年，天然气行业为支持经济增长，满足需求是首要发展目标，行业的主要矛盾是供给能力不足，因此天然气行业发展重在规模扩张。随着近期经济增长放缓，天然气供给已经由不足转为相对过剩，因此提高效率逐渐成为行业的首要发展目标。通过天然气市场化体制和价格改革，可以推动有效竞争，提高行业效率。

经历了过去10年的高速增长，天然气需求增速今年大幅放缓。统计数据显示，国内天然气需求增速今年上半年仅为3.5%，5月份甚至出现负增长。由于天然气价格与石油价格挂钩，在目前低油价的背景下，改革不会导致天然气价格上涨。天然气供应宽松和价格疲弱是天然气体制和价格改革的有利条件。从另一角度看，目前天然气消费占一次能源结构比重只有6%左右，因此尽快进行天然气改革可以减少改革的整体影响和阻力。比如说，居民用气价格常常是价格改革最困难的一环，目前居民用气量少，对调价的敏感度也相对小，而今后大城市居民将采取天然气供暖，天然气消费支出占居民收入比例可能大幅度提高，现在进行天然气价格改革，会比未来改革更容易些。

中国2007年成为天然气净进口国后，目前对外依存度已经超过30%，可以预见天然气对外依

存度还将提高。虽然目前天然气门站价格经过调整和并轨，但由于没有有效传导到终端市场，还不能反映资源的稀缺性而且缺乏价格竞争，不能及时传导市场价格信号和进行资源配置。因此，除了解决进口天然气与国内天然气气价倒挂问题，进一步改革天然气价格机制，是提高天然气使用效率和保障天然气行业可持续发展的重要保障。

体制改革也是天然气市场化改革和提高行业效率的一个重要方面。与电力行业改革的思路一致，油气管网独立运行，逐步放开上游勘探开发、生产和更有效的下游油气销售的市场竞争应该是改革的基本方向。体制改革包括成立独立的管道公司，放开LNG（液化天然气）进口和接收站建设，推进全产业链合资合作，鼓励社会资本进入上下游生产销售领域等，政府的功能由全产业链管理减少为仅对自然垄断的管网监管。

天然气价格改革更为复杂。非居民用气价格改革相对容易，应进一步改革将使市场化的门站价格与终端用户价格进行市场化联动，即推动终端气价传导机制，逐步放开非居民用气价格（主要是商业和工业的终端用户价格），采用市场定价。

涉及居民用气价格改革则比较困难。民用天然气价格改革的主要目标是减少无目标补贴和交叉补贴。从供应成本角度看，居民用气价格应该高于工业气价，而长期以来居民用气价格低于工业

## 中国社科院金融所 郑联盛

9月7日，上交所、深交所和中金所发布公告称，在保留现有个股涨跌幅制度前提下，引入指数熔断机制，即当沪深300指数日内涨跌幅达到一定阈值时，沪深两市上市的全部股票、可转债、可分离债、股票期权等相关品种暂停交易，中金所的所有股指期货合约暂停交易，暂停交易时间结束后，视情况交易或直接收盘。9月6日，中国证监会刚刚表示将研究制定指数熔断机制方案。从资本市场稳定的角度和前期A股市场非理性下跌的应对出发，熔断机制推出正当时。

### 美国的经验

上世纪80年代初期美国股市缔造了新一轮繁荣，泡沫化程度日益凸显。在1985年广场协议和1987年卢浮宫协议后，全球利率水平趋势上升，1987年10月中旬美国股市已经山雨欲来风满楼。1987年10月18日《纽约时报》关于美国财政部公开倡导美元贬值的新闻，进一步触发了风险。10月19日，道琼斯指数创下美国股市历史上的最大单日跌幅22.6%。

为了防止类似事件再度发生，在股灾一周年之际，美国商品期货交易委员会和美国证券交易委员批准了纽约股票交易所和芝加哥商品交易所的熔断机制。熔断机制是1987年美国股票市场危机应对和反思后的制度创新，是一种金融稳定新机制。

熔断机制是美国资本市场重要的基础设施之一。1988年建立起来的股票市场熔断机制以道琼斯工业指数为指标，分为10%、20%和30%三级，即偏离上一个交易日道琼斯工业指数收盘价10%、20%和30%为三个触发阈值。触发第一级和第二级熔断指标时，整个市场交易将暂停15

## 二重分化加剧

□民生银行研究院 黄剑辉 应习文 刘浩

2015年全球主要国家经济增长分化加剧，美欧等发达经济体温和复苏，日本停滞不前，而大部分新兴市场国家则面临较为严峻的经济下行压力。这种发达经济体与新兴经济体复苏步伐不一致的局面加剧了世界经济不平衡，我国经济发展的外部环境将面临更大复杂性。

### 二重分化加剧

从经济增速来看，各国经济增长表现为二重分化。第一重是发达经济体与新兴经济体的分化。欧美发达经济体普遍稳步增长，如美、英、法、德上半年GDP分别同比增长2.8%、2.8%、1.0%和1.4%，日本则出现了0.1%的同比下降。相比之下，多数新兴经济体增长放缓，巴西、俄罗斯甚至陷入衰退。第二重是新兴经济体内部的分化。“金砖国家”中印度与中国经济增长较快，上半年分别同比增长7.3%和7.0%；巴西与俄罗斯或将陷入长期衰退，上半年GDP分别同比下降-2.1%和-3.6%；南非经济增长放缓，上半年同比增长1.6%。

从增长动力来看，新兴经济体的经济增长更依赖投资。2015年上半年我国投资对GDP增长的贡献率达到35.7%，无论与发达国家还是与其他“金砖国家”相比都是最高的。一季度印度的投资对GDP的贡献率也达到30.2%，其他“金砖国家”投资对经济的拉动作用均在20%左右。而发达经济体则更看重消费，美、英、法、德、日的一季度消费对经济增长的拉动贡献率均在75%-85%的区间内。

从通胀水平来看，发达国家与新兴市场面临“冰火两重天”。发达国家通胀率虽缓慢上升，但仍远低于2%的目标水平，6月末主要发达国家的CPI同比增幅均在0-0.5%的区间内，部分国家仍处于通缩状态，尤其日本在4月CPI大幅回落。新

□厦门大学能源经济创新中心主任 林伯强

新一轮天然气价格调整和行业改革渐行渐近。2014年下半年以来国际油价持续下跌，与油价相联动，国际天然气价格大幅度下跌，东亚气价下跌近50%。国内天然气由于定价机制相对滞后，并没有做出及时调整，因此降低了天然气经济性，导致天然气替代出现，抑制了天然气需求。当然，定价机制的相对滞后只是最近天然气消费增速大幅下降的原因之一，主要原因应该还是经济下行的压力对需要的影响。

根据现行的天然气价格调整机制，天然气价格需要调整。2013年国家发改委发布的《国家发展改革委委员会关于调整天然气价格的通知》，确定了天然气价格调整机制，将天然气价格管理由出厂环节调节转移至门站环节，通过将管道天然气价格与替代能源（燃料油和液化石油气）价格挂钩，实行政府指导最高限价价格管理、“存量气+增量气”的门站价调整方案。今年4月增量气和存量气的门站价格经过调整和并轨，使得非居民用气与替代能源的价格挂钩机制基本理顺。

从近一年进口燃料油和液化石油气价格走势来看，液化石油气价格跌幅达41%，燃料油价格跌幅达23%。有机机构根据国家发改委提出的市场净回值公式计算，预计此次国内天然气价格需要下调32%-35%，约每立方米0.7元，但是最终调价幅