

中国增加消费谈何容易

戴维·皮林

1月份发生了一件怪事：自行车王国中国的汽车销量，超过了汽车王国美国。换算成年销量，当月美国轻型汽车销量跌破 1000 万辆，而中国为 1070 万辆。对于那些指望中国消费者拯救世界的人来说，这无疑是他们一直在等待的消息。遗憾的是，不能单从表面上来看这些数字。对中国消费者也是如此——至少就眼下来说。

事实上，中美计算汽车销量的方式不一样。而且，中国的数字受到了春节的暂时推动。尽管如此，在日渐黯淡的景象中，中国仍然是一个亮点。其它行业也在指着这个“中央王国”：中国是全球最大的电视机、手机、钢铁及水泥市场。日本化妆品公司资生堂在中国销售额的增幅一直在 30%以上。苏格兰首席大臣亚历克斯·萨尔蒙德前不久在中国进行从清洁能源到威士忌的销售之旅，他透露说，在苏格兰的大学中，用现金消费的中国学生比美国学生多。

19 世纪的英国人会想，如果每个中

国人都把衬衣下摆加长一英尺，那么英国的纺织厂就会整年运转不停；到了 21 世纪，西方人希望的是，中国人将加入购买西方轿车和保险产品的行列。但他们有这个能力吗？

这件事的前景不容易看分明。按照某些标准来衡量，中国消费者实际上已经变得相对不那么重要了。在上世纪 80 年代，中国家庭消费占国内生产总值(GDP)的比重平均略高于 50%。该比例在上世纪 90 年代降到了 46%，2005 年达到 38%，现在大约为 35%。相比之下，2007 年美国家庭消费占 GDP 的比例为 72%（现在我们知道，这一水平不可维系）。

里昂证券中国策略师安迪·罗斯曼表示，大家不用对这种对比感到忧心。他说，正如上世纪 50 年代的日本一样，如今中国 GDP 当中的很大一部分来自投资。在日本，这种情况到 60 年代消费者开始购买冰箱和洗衣机时才开始改变。较贫穷国家的消费率往往高于中国和较富裕国家，

中国人会将大部分收入用在生存上，而在富裕国家，可自由支配的开支已经比较固定。

摩根士丹利新兴市场策略师乔纳森·加纳也持这种观点。在 2005 出版的《中国消费者崛起》(The Rise of the Chinese Consumer)一书中，他预测，到 2014 年，中国消费将从 2004 年为全球消费的 9%和占世界消费的 3%，分别上升到美国的 37%和世界的 10.5%。他预测，到那时，中国消费者将取代美国消费者，成为“全球经济增长的引擎”。他如今表示，他的预测仍会应验。华盛顿彼得森研究所的尼古拉斯·拉迪的看法更为谨慎。他称赞中国政府试图纠正经济过度依赖于资本投资和外部需求的失衡状态。但迄今为止，这种努力没有什么效果。2008 年投资占 GDP 的比例可能高达 43.5%。

几个因素阻碍着中国消费者的脚步。首先，多年来，人们眼看着“铁饭碗”破裂，昔日免费的医疗教育体系也告瓦解。如

今，政府承诺要重建社会保障体系，并在逐步地予以落实。但要到多年之后，人们才会相信政府会照顾他们，并减少自己的预防性储蓄。

其次，大多数中国人都是研究机构龙洲经讯所称的“催生者”，他们购买衣食的基本消费，对于跨国公司或全球需求来说没什么意义。只有大约 1.5 亿人属于“消费的中国”，尽管这个数字到 2015 年将翻倍至 3 亿人。这部分人的家庭收入中值大约为 6000 美元，而美国为 4.5 万美元。一辆北京汽车车主的消费，与一辆波士顿汽车车主是不能相提并论的。

最后，中国近年的消费繁荣建立在收入不断增长的基础之上，而后者有赖于强劲的外部需求。中国经济增长率应会维持在 7%到 8%，但两位数增长的岁月可能已经结束。因此，中国家庭消费非但不会加速增长，实际上可能会放缓。事实究竟如何，有待以后验证。

（作者系英国《金融时报》亚洲版主编）

老龄化风险超过金融危机

克里斯·库克

未来十年总是艰难的。在许多国家，由于退休开始向中年人口大军招手，政府一直面临着成本高昂的人口结构转型。如今的经济危机只会使前景更加黯淡。

一旦经济走出衰退，各国将需致力于缩小不断扩大的财政赤字，同时避免导致产出进一步萎缩。他们还需为膨胀的国债付息。国际货币基金组织(IMF)估计，从 2007 年至 2014 年，20 国集团(G20)中工业化国家的平均国债负债率(国债与国内生产总值(GDP)之比)将上升至近 25%。这是一项沉重的负担。但到 2050 年，这场危机的成本最多只会有人口老龄化带来的财政成本的 5%。

从财政部的角度来看，情况确实不妙。从其他方面看，人类寿命延长很难说是坏事。因工业事故或疾病而早逝的人有所减少。如果他们能活到晚年，退休者依靠养老金生活的日子也更为长久。然而，出生率普遍很低，导致照料老

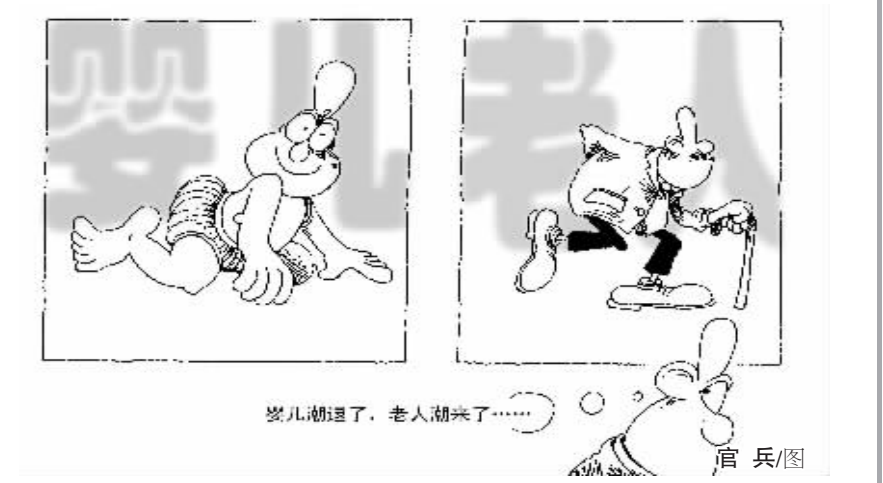
人的子女减少，纳税供养老年人的劳动人口下降。

许多国家的官员在谈到老龄化时，往往避而不谈问题的紧迫性。他们谈得更多的是 40 年内老龄化对世界的影响，而非 10 年内问题的严重性。然而，人口现象可能会在短期内对社会造成重大影响。

二战结束后，许多发达国家迎来了一波出生高峰期，俗称“婴儿潮”。那时出生的人到现在正好工作了一辈子，他们正大批退出劳动市场，开始申领养老金，这让人们的感受突然前所未有地敏锐起来。

例如在英国，政府预计，到 2017—2018 年，老龄化每年带来的额外成本将达到 GDP 的 1.6%。增加的相关开支，据英国《金融时报》估算，相当于为国债负债率上升 37%偿付利息。而金融危机和经济衰退预计将使国债负债率上升 29 个百分点。

在法德美等国，经过长期的相对平静后，人口成本在未来十年将突然恶化。据联合国(UN)估计，在发达经济体，适龄劳动人口与 65 岁以上人口的比



率，未来 10 年的降幅将与过去 30 年一样。仅仅在未来 10 年，劳动人口与养老金领取者的比率将从 4.3 降至 3.4。

一些国家已经在这条路上走得更远。欧洲还要过 20 年才会达到日本如今的人口老龄化程度。其它东亚国家正纷纷争取在国民老到不能工作之前变得富有。韩国现状良好，适龄劳动人口与养老金领取者的比例为六比一。但由于出生率大幅下滑，到 2050 年，韩国将

成为地球上人口最老的国家之一。

大幅抵消和减轻老龄化问题对社会来说是有可能的，即便对个人而言并不总是如此。许多国家正在修改劳动法，延长国民的工作年限。然而，最新一轮公共债务的暴增——其扩大的规模恐怕还是不够——将加剧老龄化的影响，而老龄化一向都是代价高昂的。总之，未来十年内，老龄化问题将使纳税人的日子相当艰难。

股市将引领经济复苏

艾伦·格林斯潘

目前，全球经济决策者正面临自上世纪 30 年代以来最令人生畏的挑战。市场上有相当多人担心，这一系列空前的刺激计划以及利用主权信贷对银行进行资本重组的努力将无法成功。因此，相对于这一令人沮丧的结果，考虑一下其它措施是有益的。

在过去 200 年里，全球资本主义遭遇过类似的危机，而且迄今为止总是能够复苏，并实现更高水平的物质繁荣。如果我们让目前已内置于多数经济体的市场机制和自动稳定机制，在没有任何其它帮助的情况下发挥作用，而不是通过大规模政府政策努力去遏制危机的爆发，那么我们今天的世界会变成什么样子呢？设想与现实相反的情形，至少是很有问题的。但有一些耐人寻味的可能性给人带来安慰：即使其它一切都会失，全球经济也不会走向多年的停滞或更糟。

复苏的种子

在一种可信的情形下，在过去一年半财富空前蒸发的背后，埋藏着复苏的种子。全球股市肯定已接近一个转折点。即便股市相当温和的复苏，它也很可能产生巨大且正面的经济后果。

在 2007 年 8 月危机爆发前的几个月时间里，危机完全局限在金融领域。全球非金融领域的资产负债表和现金流都处于良好状态。但 2007 年秋，危机开始从金融业

蔓延。全球股市在 2007 年 10 月底触顶后逐渐下跌，历时近一年，直到雷曼破产。当时全球公开交易的公司股票亏损达 16 万亿美元。在雷曼破产后的 10 周内，亏损增加逾一倍，这导致全球累计亏损高达近 35 万亿美元，股市市值蒸发逾一半，企业实际杠杆比率也提高一倍。再加上数万亿美元住宅股本损失以及未上市公司和非公司企业的亏损，股本亏损总额很可能远远超过 40 万亿美元，占去年全球国内生产总值(GDP)的三分之二，令人震惊。上述总亏损对于全球金融体系的瘫痪至关重要，因为股本为所有企业和按揭债务及其衍生品提供根本支持。这些资产是推动全球金融中介的抵押品，其过程将引导一国储蓄流向各种生产性投资，从而促进增长。

我认为，以全球合并资产负债表的形式考虑全球经济的股本是有帮助的。所有债务（公共和私人债务）和衍生品互相抵偿，按市价计算的知识和物质资产位于资产负债表左侧，股本的市值位于右侧。股本价值的变动，导致资产负债表两侧出现等量变动。债务和衍生品最好被视为一个整体，反映金融中介的规模或杠杆倍数。

恢复放贷就是最大“刺激”

从结构来看，全球合并股本也是所有单个公司、其它企业、家庭以及政府独立但可累加的股本的总和。在某一时间，全

球股价将触底反弹。全球私营部门股本增加，往往会提升几乎所有企业实体的资本净值（以市价计算）。在牛市，绝大多数股票会上涨。新创造的股本往往被用来在全球企业之间套利。在目前的环境下，新股本将开启被冻结的市场，并在全球向所有企业（特别是银行）提供资本金。在解决了银行资本净值短缺的问题后，股本增加将支撑比目前数额更大的银行放贷，提高抵押品《债务以及股本》的市值，还可能重启奄奄一息的债务市场。简而言之，流动性应再次出现，偿付能力的担忧应消退。让全球放贷恢复正常，其刺激效果可能不亚于我所知道的任何财政刺激方案。

普遍的资本利得，将增加资产负债表上的股本，但除了增强流动性和减少破产以外，它们本身不会令经济活动升温。但资本利得实际上为企业实体带来购买力，这一事实能促进经济活动。打个比方，多数汽车经销商想必会接受股票作为购车款，只要自己的麻烦得到恰当补偿。在更普遍的意义上，我们会在所谓的财富效应中看到这一过程：资本利得的创造，促进支出和 GDP，而资本损失则会减少支出。

太多时候，我们从“纸面”利润和亏损的角度来看待股价的波动，似乎这些利润和亏损与现实没有关联。但过去 18 个月，这些“纸面权利”价值的蒸发，对全球经济活动产生了深远的通缩影响。几十年来，金

融中介的失灵曾让许多经济体步履蹒跚，最为引人注目的是上世纪 90 年代时的日本。家庭财富对个人消费支出的效应有据可查，但从统计上看，股价对私人资本投资也有十分重大的影响。这些分析表明，近期全球经济活动的减缓，很大程度上可与股本价值下跌直接或间接联系起来。

经济恶化不可能持续下去

按任何一种历史标准来衡量，目前全球股价肯定相当低廉，即便在最近股价上扬之后也是如此。但历史也同样告诉我们，在股价明确回归至比较正常的水平之前，可能会继续大幅下跌。不可否认的是，自 20 世纪初以来不曾经历的恐慌正抑制着目前的股价。但历史告诉我们，恐慌在何种程度及多长时间能够瘫痪市场参与者，都是有限度的。经济恶化的速度不可能无止境的持续下去。

随着恐慌程度的减退，股市市值将回升，即使我们仅仅收复 35 万亿美元全球股市亏损的一半失地，新创造的股本价值数量及其可支持的额外债务，也将是银行融资的重要来源。就像几乎所有人都开始意识到的那样，恢复某种可行程度的金融中介是复苏关键。如果无法做到这点，财政刺激带来的任何积极影响都将大打折扣。

（本文作者系美联储前主席，引自 www.ftchinese.com）

完善上市公司独立董事制度的建议

上海交通大学 陈建新

独董制度存在的问题

我国设立独立董事制度的初衷是为了改善目前上市公司中内部人控制普遍存在，大股东侵犯中小股东权益现象严重的现状，弥补监事会的监管不力，强化对董事会和经营层内部的监督，就近年推广的实践情况来看，有较好的情况，但同时也显示出以下一些问题：

首先，由于产生方式、经济利益等众多牵连，独立董事的独立性很难保证。目前，上市公司的独立董事基本上是由大股东推荐产生的，或是与董事会中的某一个高级管理人员关系良好，为尽朋友之义而到上市公司来担任董事，这种所谓的“人情董事”从一开始就没有切断与大股东、内部董事的关联，独立性大打折扣，难以发挥出独立董事制度应有的作用。

其次，由于不少“人情董事”考虑到朋友的关系，或是“挂名董事”，并未实际进行过独立董事的工作，因此不可能要求这些独立董事针对董事会提出独立意见，充其量只不过是对于内部董事的附和。另外，独立董事获取信息的渠道狭窄，对中小股东的心声知之甚少，难以在需要维护中小股东的关键场合发表有意义的独立意见，谈不上切实维护中小股东利益。

独董制度实施效果不好的原因

提名、选举制度欠合理。《指导意见》规定：“上市公司董事会、监事会单独或合并持有上市公司已发行股份 1%以上的股东可以提出独立董事候选人，并经股东大会选举决定。”在目前我国上市公司“一股独大”问题得不到改善的情况下，这条规定明显不合理。一方面，中小股东单独或联合持有公司 1%股份的可能性不高，提名权对于这些股东来说几乎是空话。退一步讲，即使能够联合到 1%的股份，对于发起的中小股东而言，个人的付出可能换来的并非 100%回报，这会严重影响到中小股东推选独立董事候选人的积极性。另一方面，我国上市公司董事会、监事会很大程度上是控股股东的“代表人”，由此提出的候选人基本上也是出于控股股东的意志，那么，独立董事从一开始就没有做到独立，以后的监督就更难独立了。另外，股东大会采用的直接表决制即“一股一票”使独立董事的产生更容易被大股东控制，受其左右。

经济利益尚不完全独立。《指导意见》规定：“上市公司应当给予独立董事适当津贴。津贴的标准应当由董事会制订预案，股东大会审议通过。”在我国普遍存在大股东操纵公司的情况下，董事会和股东大会的决议相当程度上是代表大股东的意志，将独立董事的报酬交由股东大会决定，必然会造成其经济利益难以与大股东的意志脱离，从而进一步影响其独立性 & 保护中小股东利益作用的发挥。

缺少责任机制和义务约束。《指导意见》赋予了独立董事比较广泛的职权，但除了原则规定独立董事对上市公司及全体股东负有诚信和勤勉义务外，未就具体义务与责任作出明确规定。而且由于独立董事的工作内容和保护重点与内部董事不同，不能简单适用《公司法》有关后者义务责任的规定。由此产生的立法上关于独立董事义务与责任的空白，一方面造成独立董事为避免与内部董事、经理产生直接冲突而怠于行使监督权；另一方面也为其提供了滥用监督权的空间。

完善独董制度的几点建议

我国采用在股东大会下同时设董事会与监事会的二元制公司治理结构，但独立董事制度的引入对这一结构产生了冲击。由于二者在职能方面存在一定的相似性，因此，必须就彼此的权力分配和职责定位作出准确界定，才能避免出现双方相互推诿，多人监管等于无人监管的局面。

笔者建议确立“独立董事与监事会分工明确、适当重合、相互监督”的原则。分工明确，即独立董事主要针对董事会内部重大决策过程的公正性与科学性进行监督，包括资产重组、产权并购、关联交易等；监事会则负责决策执行中的监督以及对公司财务的检查。独立董事本质上是董事会内部的监控机构，具有事前监督、内部监督与决策过程监督紧密结合的特点；监事会则是在董事会之外，与董事会并行的公司监督机构，体现日常监督、事后监督、外部监督的特点，这样的分工正好适应了各自的特点，可以充分发挥其功能。

适当重合：《指导意见》赋予了独立董事聘请审计机构和咨询机构、对重大关联交易审核权等重要权利，为独立董事对重大事项进行监督提供了充分的法律支持。在关联交易和财务会计报表方面实行双重监督。关联交易和财会报表虚假是损害市场健康发展的重要因素，受到世界各国的严格监管。我国的情况也不容乐观，全国上市公司中存在关联交易较多，对此必须加大监管力度。笔者建议，关联交易由独立董事和监事会双重把关，鉴于独立董事在监督关联交易方面具有一定优势，所以以独立董事为主、监事会为辅；财会报表则可以采取先由独立董事监督，再由监事会对独立董事的监督报告进行复审式监督的方法。由于检查公司财务是监事会的主要职责，所以以监事会为主，独立董事为辅。

相互监督，可以解决独立董事监督内部董事，却无人监督独立董事的问题。监事会有权监督董事会，独立董事本质上是董事会的一员，当然也应受到监事会的监督，尽到忠实、勤勉的义务；另一方面，独立董事也可以就监事的人选和薪酬向股东大会发表独立意见。

关于提高“懂事性”的建议

首先加强责任机制。《指导意见》未规定独立董事没有履行义务时应当承担的法律责任，立法缺位容易产生独立董事漠视现象。笔者认为，对于独立董事因缺乏诚信勤勉，没有适当履行义务而对公司或股东造成损害时，应承担连带赔偿责任。如独立董事对关联交易负有审核的职责，若其没有适当履行义务，而签字同意的关联交易恰对公司、股东不利或者造成损失时，应要求其承担相应的连带赔偿责任。独立董事不能以不知情或不作为为由推托责任。如果个人认为自己已经尽到诚信与勤勉义务，必须由其举证证明，以此促使独立董事更为切实地履行职责。其次加强独立董事的信息获取的权利。要保证独立董事所发表的意见真正实质上独立，就必须拓宽信息来源，独立董事掌握的信息不能仅仅是经理人员所提供的，还应当通过与中小股东进行充分的沟通取得，可以设立联系信箱，加强交流，或让独立董事在股东大会上接受中小股东的质询。相信随着我国市场经济的发展，法制的进一步健全及配套措施的完善，更为成熟的独立董事制度必会在我国出现。