

利润最大化与企业责任不冲突

□克劳斯·施瓦布

虽然这场数十年来最严重金融危机的影响已经逐渐消褪，但关于全球经济基本面的争论还远未结束。事实上，关于公司应该把利润还是公共利益放在第一位的议题，正掀起新一轮讨论热潮。

米尔顿·弗里德曼是盈利导向型企业管理方法的主要倡导者，他有一个著名观点：企业该做的经营就是经营好企业自身。”事实上，从这个角度来看，利润最大化和公共利益之间并不存在矛盾，追求利润本身就是一个对社会有益的目标。

而我所坚持的观点与此对立，其概念基础则构建于哈佛大学经济学家迈克尔·波特的共享价值创造理论之上。实际上，我撰写的系列文章都推崇将利益相关者概念应作为当下理解企业社会责任管理的框架。

理论的争辩可能会无限期地延续下去。但对企业管理的实际操作而言，这种观念的两极分化并不是特别有用。如果管理者必须在满足

股东期望和满足自身社会 and 道德责任之间做出选择，那公司很有可能会崩溃。

与此相反，成功的管理者认识到企业既是经济实体又是社会实体，因此没有任何一个利益相关者可以被忽视。正如我四十多年前所写，一个公司“就像一个器官……依赖于几条动脉”，如果希望实现自身的生存和成长，就必须维持所有这些血管的健康。

这听起来简单，但有时当公司股东需求与员工、客户或者当地社区的利益相冲突时，则会变得棘手。但好消息则是在任何这样的冲突中，存在着一个明确的、统一的目标——确保公司长期兴旺发展。这首先要公司盈利，但盈利不仅限于盈利本身，而且是要帮助管理者确定最有效利用资源和评估公司竞争力和生命力的工具。因此相比于仅仅支付股息，公司应该使用利润来支撑自身的长期生存能力。

盈利能力、增长和风险防范，对巩固一个公司的长期兴旺发展态势至关重要。但是如果说这三个因素构成了公司的“硬实力”，那公司还

需要“软实力”：以实现公司的社会责任来赢得公众的信任和接受。只有当一个公司获得了公众的信心——它的“经营许可”，那它的管理者才可以为所有利益相关者创造长期价值，包括股东。

简而言之，真正的冲突不是利润最大化和社会责任之间的矛盾，而是短线和长线思维之间的抉择。在某种意义上这是一个更容易解决的冲突。毕竟一个目光短浅的操作手法不仅削弱了公司的前景，还会威胁到整个经济。事实上，2008年把全球金融体系推向崩溃边缘的危机，在很大程度上正是源自于经理人们为了实现自身奖金分红的最大化，而不负责任地奋力推高股东的短期利益。

为了使公司的运营能满足所有利益相关者的长远利益，企业决策必须考虑一个公司生存的四个先决条件：盈利能力、增长、风险防范以及公众的信任。鉴于满足这些先决条件中的一个往往会增加其他三者的成本，就需要对这个系统需进行不断调整和妥协。

我们曾遇到这样的情形，企业面对满足股

东期望压力，要支持盈利能力和增长，却面临承担过度风险和失去公众信心。如今企业需要通过满足所有的利益相关者的合法期望来努力减少风险和建立信任，包括减少它们的活动对环境的负面影响和创造高质量的就业机会。

企业社会责任不仅限于公司如何做生意，企业应该使用他们的核心竞争力来解决当今最紧迫的社会问题。幸运的是，越来越多的企业具备社会责任感。通过与政府、国际组织、公民社会合作，企业开始协助处理如社会融合这类的重大挑战，创建必要的体系为最急需帮助的人提供教育和医疗资源。这些公司正在微观和宏观层面上实施利益相关者的概念，回应员工、客户、社区的要求，从而强化它们自身的品牌。通过这些手段，这些公司有力的回应了自身应当在社会中扮演何种角色的问题。更重要的是，它们也向其他企业展示了推动公共利益的事业是值得的。（克劳斯·施瓦布是世界经济论坛创始人兼执行主席， 本文版权属于 Project Syndicate）

卢布急贬背后隐现美元外溢效应

□招商证券首席宏观分析师 谢亚轩

俄罗斯卢布近期出现明显贬值和巨幅震荡。2014年12月16日，卢布兑美元汇率一度跌至1美元兑换80卢布的水平。12月17日，在俄罗斯央行动用2亿美元外汇储备干预、财政部承诺拿出70亿美元支持及其他一些配套措施的作用下，卢布兑美元汇率反弹超过9%，但与年初1美元兑32.66卢布的水平相比，已经贬值超过84.1%。

对于本轮俄罗斯卢布贬值的原因，市场上目前的讨论比较集中在两个方面：欧美经济制裁和石油价格的下跌。的确，2014年3月以来，西方国家对俄实施的制裁措施，一定程度上限制了俄罗斯的石油和产品出口，也使部分俄罗斯企业在获取国外资金方面受到限制。俄罗斯经常项目顺差规模从今年第一季度的267.5亿美元下降到第三季度的114.0亿美元。原油及其制品的价格对俄罗斯的出口和财政收入乃至经济增长至关重要，原油价格的大幅下挫对俄罗斯经济和卢布汇率负面影响巨大。国际原油现货价格从2014年6月高点 的10美元/桶左右下跌到目前低点的55美元/桶，跌幅超过48%。据俄罗斯央行日前的估计，如果油价在接下来的平均年处于60美元，2015年俄罗斯GDP将负增长4.7%。2013年油气相关收入占俄罗斯政府全部财政收入的52%，2014年上半年也占到48%，原油价格的下行将降低俄政府财政收入的增长速度，加剧财政失衡的风险。

笔者认为，造成俄罗斯卢布贬值的深层原因更为值得重视，这就是美联储货币政策变化带来的外溢效应。何其相似，2014年2月，国内农历新年期间，以阿根廷为首，土耳其、巴西和印尼等多个新兴经济体出现国际资本外流，汇率贬值，股债双杀，多国央行为了应对危局被迫加息。当时俄罗斯卢布也由1月初的32.66最多贬值到3月中旬的36.66，贬值12.2%。笔者指出，美联储退出QE是本轮新兴市场动荡的幕后推手。2014年8月以来，市场预期美联储将完全退出量化宽松货币政策，美元指数从低点的81.31一路上升到12月5日89.35的高点，三个月上升9.89%。在此期间，包含多个国家汇率的新兴市场货币指数从8月初的



86.80，下降到12月上旬的78.88，下跌9.12%。同时，招商宏观团队构建的“招商亚洲新兴市场资金流向指标”（衡量亚洲多个新兴经济体资本市场国际资金的流入和流出状况）从8月的86.2，下降到11月的39.5，下跌54.2%，显示出多个新兴经济体国际资本外流。以上信息再次表明，包括俄罗斯在内的多个新兴经济体同时出现国际资本外流、汇率贬值和资本市场大幅震荡的时候，绝不完全是某一个国家国内自身问题所导致的。只是“魔鬼会抓住跑得最慢的人”，每次都会有一个或几个新兴经济体的市场波动最为激烈，这一次恰恰是俄罗斯。

俄罗斯卢布贬值会进一步演化为经济危机吗？俄罗斯会不会重蹈1998年危机的覆辙？笔者

认为这种可能性目前看不大。招商证券宏观团队在《1998年俄罗斯债务危机的前因后果及其启示》专题报告中指出，1998年俄罗斯金融危机的国际背景是美国货币政策处于收紧的后期，美元和全球利率居高不下。当时俄罗斯国内的主要问题有四个：一是休克疗法导致的全面经济衰退，二是中央和地方政府财务状况恶化，三是短期国际资本占比过高，四是经济和出口过度依赖能源。当前俄罗斯经济仍比较严重依赖能源市场和能源价格，但国内经济增长情况好于当初，IMF预计2014年俄府财务状况有望增长0.2%。当前，俄政府外债与GDP之比由2001年高位时的184.9%下降到2014年9月末的9.3%，相对安全。

俄爆发新一轮债务危机可能性不大

□中国建设银行总行 韩会师

近期卢布剧烈波动，根据路透数据，12月16日美元兑卢布最高触及79.91，随后在俄罗斯央行大举加息6.5个百分点和财政部抛售70亿美元的强力干预下，美元兑卢布17日回落至60附近。尽管卢布大幅反弹，但按照17日收盘价计算，卢布兑美元全年贬值幅度仍达到45%，已是名副其实的货币危机。

笔者认为，短期内俄罗斯金融市场的动荡难以平息，主要原因有四：一是国际油价短期内大幅反弹的希望不大。俄罗斯出口75%为石油和天然气，能源贡献了约50%的政府预算收入，因此能源价格与卢布汇率相关性极高。2008年7月至2009年1月，国际原油价格暴跌，同期卢布对美元跌幅约34%。俄罗斯联邦储备银行数据显示，油价达到104美元/桶，俄罗斯财政才能维持平衡，而油价维持在110美元/桶上方，才能对俄罗斯增长做出正的贡献。

高油价是俄罗斯维持政府财政平衡与经济增长的必要条件，但该条件被满足的希望相当渺茫。在欧洲经济疲弱、新兴市场经济体整体疲软的大环境下，国际原油市场需求端难有起色，此时只有供给下降才能有效提高油价。但为打压美国页岩油企业，控制国际原油定价权，沙特拒绝减产，这使得其他原油出口国难减产谁吃亏，充裕的供给对应疲弱的需求，原油价格持续低迷顺理成章。美国页岩油成本多集中在每桶60-80美元，由于页岩油开采特性，

一旦油井启动中途很难压井减产，所以沙特压低油价的目的主要在于降低未来的新增页岩油投资。市场普遍预计，明年下半年如果页岩油新增投资萎缩，随着页岩油老井的自然减产，原油市场供给格局才会发生明显变化，在那之前油价可能很难大幅反弹。

二是俄罗斯的投资环境短期内难以有效改善。12月11日美国国会通过一项新制裁法案，对俄天然气工业股份公司、俄国防产品出口公司等大型企业施加新的制裁措施，若国际形势短期内得不到缓解，俄罗斯投资环境很难迅速改善，资金外逃压力将持续存在。

三是俄罗斯政府干预市场的实力不够雄厚。截至11月末，俄罗斯外汇储备余额绝对规模不小，但据相关估计其中包括价值450亿美元的黄金和1720亿美元的主权财富基金，流动性强的外汇资产相对较少，这可能就是12月17日之前俄罗斯干预卢布的力度始终较小的重要原因。16日加息后，俄罗斯央行第一副行长什维佐夫在接受国际文传电讯社访问时表示，俄罗斯金融市场的形势可以与2008年最艰难的时期相提并论，俄罗斯央行还会采取更多措施以稳定俄罗斯市场。

四是国际原油价格大跌是卢布大跌的主要原因，加息和市场干预对这些深层次矛盾作用不大，同时急剧上升的利率水平将严重恶化俄罗斯实体经济运行环境，更加不利于稳定投资者信心。

尽管俄罗斯短期内风险警报难以消除，但卢

布危机难以导致1998年的政府债务违约重演。一方面，俄罗斯外债负担并不十分沉重。根据IMF数据，截至今年二季度末，俄罗斯外债余额约7312亿美元，其中短期外债余额863亿美元。至三季度末俄罗斯外债总额降至6784亿美元，虽然目前没有精确的三季度短期外债数据，但俄罗斯外债总额的下滑应主要由短期外债的偿还所致，据此可合理估算，三季度末俄罗斯的短期外债总额可能已经降至500亿美元以下。虽然6784亿美元的总外债水平相对于俄罗斯4000多亿美元的 国际储备规模并不算小，但与1998年外债超出储备10倍以上的情況不可同日而语，而且目前俄罗斯较少的短期外债也很难导致违约发生。

另一方面，俄罗斯官方外债负担较轻。根据IMF数据，截至2014年二季度末，俄罗斯政府和中央银行外债总额约732亿美元，其中政府外债571亿美元，中央银行外债161亿美元。政府和中央银行的短期外债余额为77亿美元。至少未来12个月内，俄罗斯官方债务出现违约的可能性很小。目前1年期CDS市场显示，投资者预计俄罗斯1年内出现违约的概率为7%，5年内出现债务违约的概率为28%。可以看出，国际投资者对于俄罗斯政府短期内发生违约的预期相对较弱。

对于卢布危机后市的发展，有三个问题值得关注。一是卢布贬值将冲击我国对俄出口。2013年，中俄贸易额达到892亿美元，中国成为俄罗斯最大贸易伙伴国。机电产品是我国对俄出口的主体，受卢布贬值影响较大。例如，我国目前有十几个汽车品牌在俄罗斯销售，其中吉

利、力帆、长城、奇瑞销量较高，卢布大幅贬值必然对其销售收入造成负面影响。此外，中国对俄罗斯的工程技术服务在当地均以卢布结算，卢布贬值导致换算后企业利润大幅缩水。有报道称中石油由于海外工程人员工资收入缩水，已开始考虑撤回部分人员。但总体来看，对俄贸易占我国对外贸易总额仅约2%，对我国的外贸整体形势不会产生根本性影响，但具体公司的个别风险值得关注。

二是警惕俄罗斯危机向新兴市场扩散。俄罗斯货币危机的爆发为新兴市场经济体敲响警钟。美联储货币政策的转向与美元的强势可能在2015年持续诱发新兴市场资本外逃，新兴市场爆发新的货币危机可能性较高。作为国际收支保持顺差、外汇储备相对较多的大国，俄罗斯对于资本外逃和市场投机的抵御能力尚如此脆弱，其他国际收支状况价差，且外汇储备较为薄弱的国家可能步俄罗斯后尘，如委内瑞拉、乌克兰、阿根廷等国。

三是低油价可能加剧全球通缩压力。原油价格低迷是俄罗斯陷入危机的主要原因，虽然俄罗斯卢布贬值在俄罗斯诱发了通胀风险，但在全球范围内，若油价长期低迷很可能导致通缩压力增大，进而加大全球经济复苏的不确定性。

总体来看，虽然卢布危机以及俄罗斯金融市场动荡短期内难以平息，但俄罗斯爆发新一轮债务危机的可能性不高。我国对俄出口企业会遭受一定冲击，但不会对我国外贸总体格局造成根本影响。

房地产“白银时代”始于2011年

□上海易居房地产研究院副院长 杨红旭

房地产市场“白银时代”、“白银十年”等类似说法，近期频频被提起，成为2014年度房地产业界、乃至经济界的流行词。事实上，经过2009-2014年的楼市演变历程，现在更有条件根据行业数据，确定性地划分房地产市场“黄金时代”和“白银时代”的时间节点，同时把两个时代的特征做些总结。

其一，看量。回顾全国商品房成交量，1999年是中国房地产业的重要节点，当年国家出台了著名的房改文件“23号文”，从而解放了房地产业的生产力和市场需求。之前经历了1992-1993年商品房屋成交面积的高增长，最高增幅是1993年56%，主因是海南楼市泡沫。1993年6月调控后，海南泡沫破灭，其后全国商品房成交量增幅大幅回落。1998年开始，商品房成交重新步入高增长通道，直至2007年年度增幅皆在10%以上，十年当中有七个年份超过20%。在国际金融危机的冲击下，2008年全国楼市低迷，出现约15%的负增长。而政策强刺激之下，2009年大增44%。值得关注的是，2010年开始，商品房成交量增幅回落至20%以下，其中2011年、2012年低于10%，2014年估计为负增长。从这一指标分析，2010年便是全国房屋成交量的分水岭，之前十年左右属于高增长，其后步入中低增长。

其二，看价。回顾全国商品房价格走势，同样是1992-1993年异常火热，同比增幅近30%，这同样与海南楼市泡沫有关，其后房价涨幅回落，市场降温。1998年之后，全国商品房成交量先行步入快车道，而直至2003年，房价都在5%以内涨幅区间徘徊。2004年开始，全国房价才步入快车道，迈上10%以上的高增长平台，直至2009年出现23%的历史较大涨幅，其中只有2008年出现约2%的小幅下跌。值得关注的是，从2010年开始，房价涨幅下了一个台阶，直至2013年皆保持7%上下的中速上涨，2014年则基本持平。这就意味着，1998年房改之后，行业与项目暴利时期主要集中于2004-2009年，全行业的“好日子”自2010年尤其2011年就已结束，只剩下结构性牛市。

其三，看供求。国家统计局发布商品房待售面积，指代已竣工但未售出的房屋，虽然不含预售房源，但观察其历史变化数据，可知全国库存压力变化。回顾过去20年，除了2004年和2007年库存量曾出现小幅下滑外，整体趋势保持增长。比如1995年库存面积为5870万平方米，而2010年则高达21567万平方米。截至2014年9月份，进一步攀升至57148万平方米。值得关注的是2011年之后商品房库存持续快增，即便是市场回暖的2012-2013年，全国库存上涨势头也没减弱，说明在一线和部分二线城市楼市繁荣的同时，很多三四线城市依然显著供大于求，没有出现实质性回暖，全国市场分化趋于加剧。

进一步以待售面积除以当年的商品房销售面积，可以大致得出一个去化周期。从1995年以来的大趋势看，总体走出了一个大“U”形。1996-1997年去化周期见顶，当时商品房积压严重，房价下跌，峰值出现在1996年，为0.79年（或换算为9.5个月）；随着全国市场复苏并快增，去化周期持续下滑，谷值出现在2007年为0.17年；其后去化周期步入上行通道，至今年前9月底，已攀升至0.48年，基本回到2002年的水平。这说明全国去化周期正在远离底部，这将制约房价上涨空间。

其四，看利润。房地产行业、企业、项目利润率的变化总体与房价变化相一致。从总体观察，全国房地产开发企业的营业利润率从2000年1.6%持续递增至2010年的14.2%，而从2011年开始调头向下，2011年和2012年分别为13%和11.8%。2013年和2014年的相关数据尚未看到，预计还会继续下滑。因此，2010年就是房地产“黄金十年”的最后一年，至今暴利时代已经离去。当然，即便是当前的“白银时代”，房地产开发行业的总体利润率仍高于其他多数行业。比如，2011年房地产开发企业营业利润率为13%，而全国大中型工业企业营业利润率只有7.8%。从招保万金的净利润率来看，已由2010年的约18%左右，降至2014年的12%左右。

其五，看投资。房地产开发投资金额与增速既反映了房地产业与经济的量化关系，也说明了开发商投资、建设、经营的态度。进入本世纪以来，全国房地产开发投资保持较高增速，2001-2011年期间，除了2008年受国际金融危机冲击只有16%，其他年份皆超20%，其中2003年、2007年和2010年略超30%。反映出这一期间，开发商投资热情高涨，房地产成为拉动经济增长的核心引擎和支柱产业。但是从2012年开始，这一指标连续三年都在20%以下中速增长区间徘徊，2014年只有12%左右，再创十几年新低。相比房屋成交量与成交价，房地产开发投资存在一定的滞后性，因此也可以认为2011年投资增速就已开始发生变化，进入“白银十年”的节奏。

与房地产行业与市场相关的，还有诸多其他指标，比如房屋新开工、竣工等，但综合上述五个核心指标可以发现，1998年房改之后中国房地产市场渐渐步入高增长时期，也就是所谓的“黄金时代”。其中2004-2010年，剔除2008年，共计六年时间，是“黄金时代”当中的“白银时段”和“暴利时段”。总体而言，从2011年开始，诸多指标开始降速，行业告别高增长，步入中增长阶段，即“白银时代”。根据城镇化人口、经济、住房饱和度等指标，笔者预计房地产“白银时代”会由2011年开始持续至2020-2025年。这一期间，全国楼市不太可能暴发危机与崩盘，但行业成色明显减退。