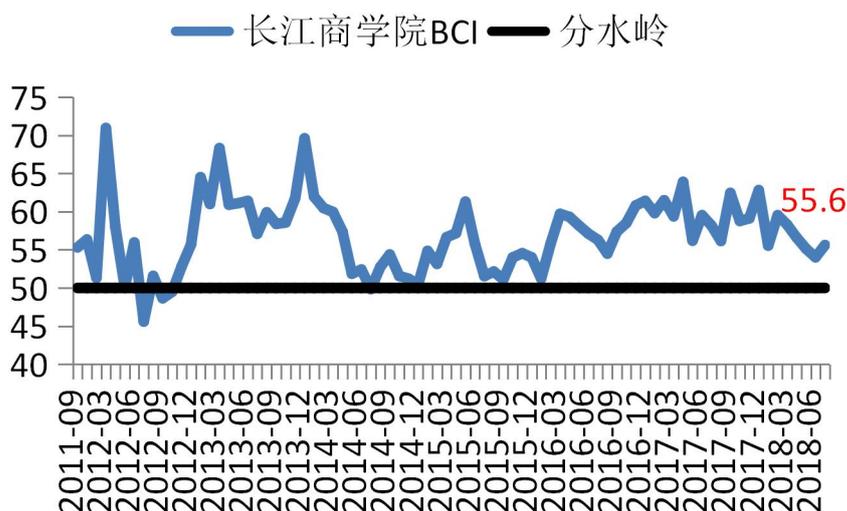


## 2018年7月长江商学院BCI数据点评

文/李伟

2018年7月的“长江商学院中国企业经营状况指数”（CKGSB Business Conditions Index，下称BCI）为55.6，与上月的54.0相比有小幅反弹（图表1）。

图表 1

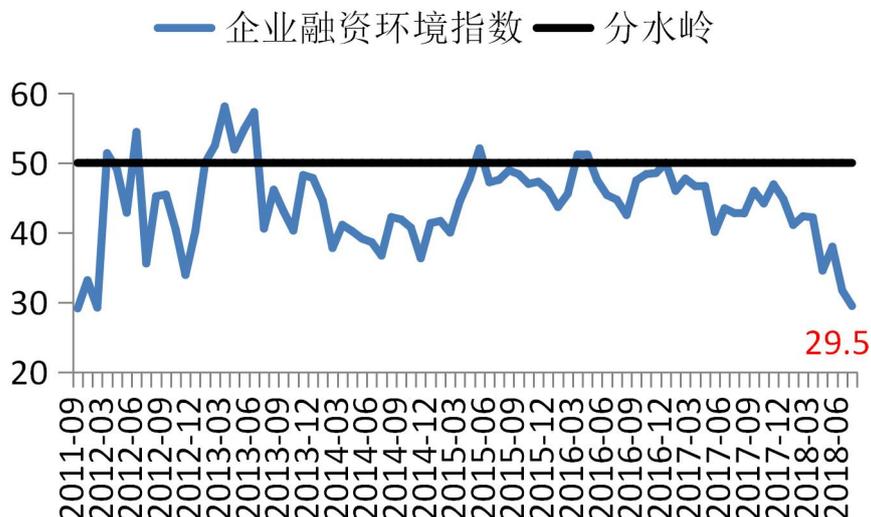


资料来源：长江商学院案例研究中心与中国经济和可持续发展研究中心。

除了BCI之外，本月有些指数继续维持了以往的态势，例如成本端的指数，但也有一些指数发生了较为明显的变化，例如消费品前瞻指数从上月的64.8升至本月的71.4，其中具体的数据请参阅本月的BCI数据报告。

本月我们还是要来关注一下企业融资环境指数，因为该指数在上个月大幅跌至31.7的基础上继续下跌，已经离历史最低点仅有一步之遥了（图表2）。

图表 2



资料来源：长江商学院案例研究中心与中国经济和可持续发展研究中心。

本月的融资环境指数是 29.5，这是自调查开始以来第三低的数值，前两位分别是 29.1（2011 年 9 月）和 29.2（2011 年 12 月）。在我们近 7 年的调查中，该指数仅有三次低于 30，本月的数值离历史最低值仅有 0.4 了。

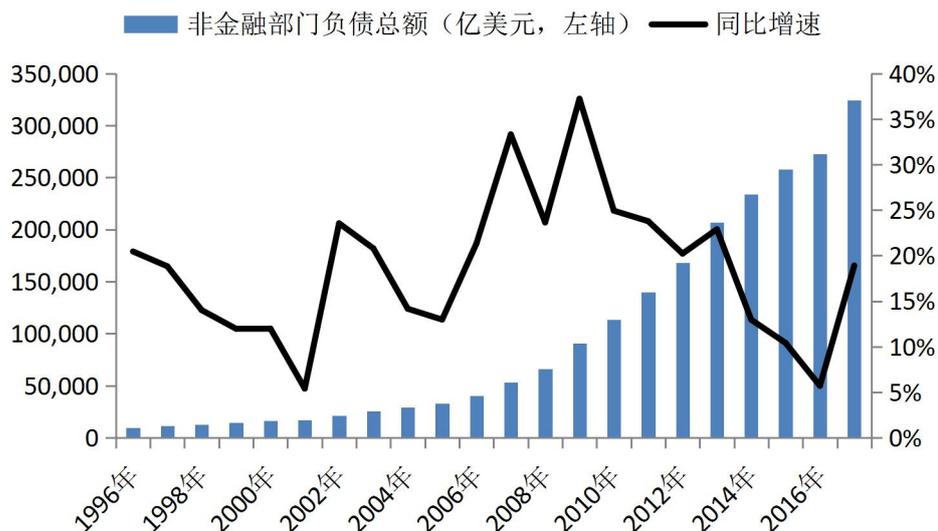
BCI 调查的样本企业全部是长江商学院的校友企业，这些企业以民营中小企业为主。这些企业的融资环境指数长期不佳，但像目前这样的恶化状况，在我们的调研历史上也是罕见的。民营中小企业在资金市场中长期处于弱势地位，这在经济界是存有相当大共识的一个观点，问题是这些企业的融资问题为什么会在近期持续恶化呢？

在笔者看来，出现上述现象的原因在于国内金融大环境的变化。具体来说，目前的情况在很大程度上是去杠杆政策的结果。先说一句，杠杆只是一个中性的词语，没有好坏可分，而且现代经济从本质上来说就是一个信用经济，其发展是离不开杠杆的作用的。换句话说，有没有杠杆并不是衡量一个国家经济金融体系是否健康的标准。

谈及中国的杠杆率问题，一个不可避免的话题就是 2008 年的国际金融危机和随后的“四万亿”经济刺激计划。“四万亿”经济刺激计划带来的一个最大的结果就是信贷的大幅增长，根据 Wind 的数据，2008 年中国金融机构新增贷款总额约为 4.2 万亿元人民币，而 2009 年这一指标飙升至约 9.6 万亿元人民币，此后该指标有所回落，但 2015 年再度暴涨至约 12 万亿元人民币。也就是说，以“四万亿”经济刺激计划为分界线，中国的信贷供应量发生了很大的变化。这种变化带来

了一个明显的结果，就是中国的杠杆率开始快速攀升（图表 3）。

图表 3



\*非金融部门包括非金融企业、政府和居民三个组成部分。

资料来源：国际清算银行。

即使是从国际比较的角度来看，中国杠杆率的增速也是令人瞩目的。图表 4 显示的各种经济体非金融部门负债总额占国内生产总值（Gross Domestic Product, 简称 GDP）的比例以及其上升速度。很明显，中国非金融部门负债总额占 GDP 的比例不是最高的，但其上升速度是最快的。

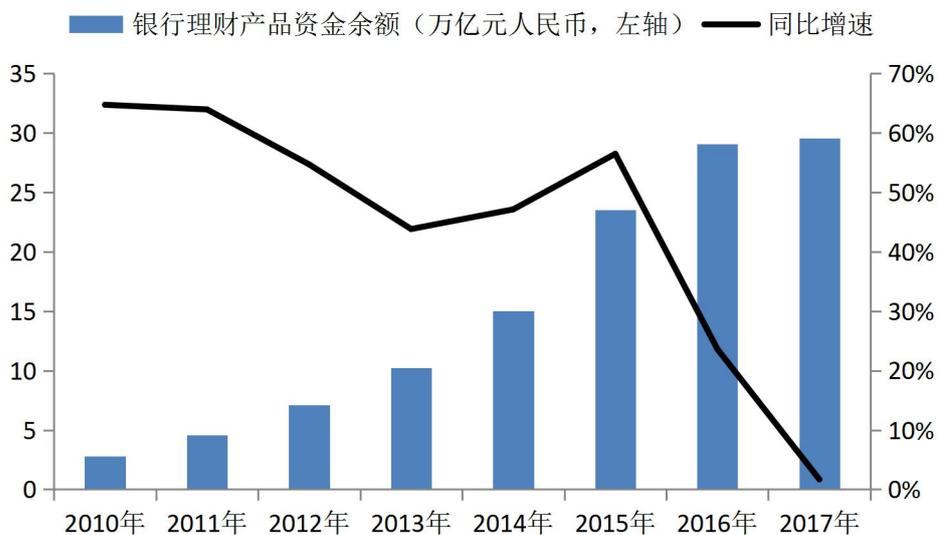
图表 4



资料来源：国际清算银行。

杠杆率快速上升也得益于中国的影子银行在过去数年中的发展迅速，以银行理财产品资金余额为例，2010年其仅为2.8万亿元人民币，到了2017年，其已升至近30万亿元人民币（图表5）。

图表 5



资料来源：Wind。

笔者对影子银行的评价向来是一分为二，从积极的方面说，影子银行为众多中小企业提供了一个现实的融资途径，缓解了它们融资难、成本高的难题，在一定程度上推动了中国的金融改革；从消极的方面说，影子银行处于监管薄弱之地，存在刚性兑付、资金池运作不透明等一系列问题。在近几年控制金融风险的大环境下，金融监管当局对影子银行的容忍度逐步降低，从2017年开始，银监会等金融监管部门更是开始了强烈的金融整顿行动。这些行动的效果立竿见影，影子银行的规模迅速降低，例如新增人民币贷款在新增社会融资规模总量中的占比在2002年高达91.9%，此后该指标不断下跌，2013年时仅为51.35%，但2017年该指标已反弹至71.2%。

从目前的情况来看，金融监管当局整顿的决心和力度很可能将持续很长一段时间，而且有些政策会逐步规范化、法律化，例如资产管理行业的新规就在紧锣密鼓的制定中。可以预见的是，资产管理行业新规的出台即使不能结束影子银行的野蛮生长，至少也会给其套上一个簪头，结束过去那种监管“灯下黑”的局面。

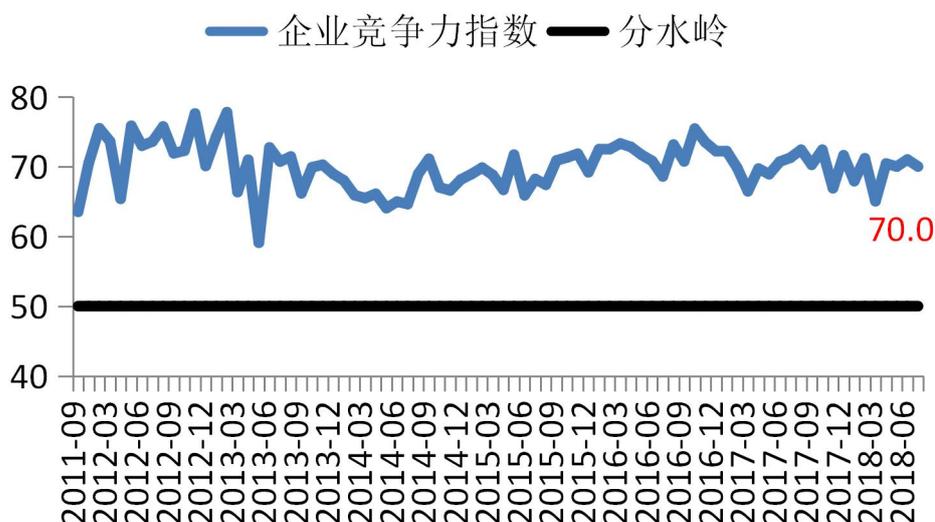
在过去数年中，各家机构都对中国的杠杆率状况做出过估算，具体的数字互不相同，但大体的趋势是一致的，即杠杆率在快速上升，中国的金融系统正在累积风险，企业违约的事件也开始逐步增加。中国政府高度重视金融风险问题，因此采取了多种手段来控制风险。时至今日，已有多家机构的研究表明，中国的杠杆率开始趋于稳定。

在控制金融风险的问题上，笔者完全赞同政府的态度，金融是现代经济的核心，它的效率在很大程度上决定着整个经济的效率。同时，金融也时刻与风险相伴，稍有不慎就会星火燎原。2008年，全球金融最发达的国家美国发生了严重的金融危机，华尔街的5大投行瞬间消失了3家，剩下的两家实际上是靠美联储的救济才活下来的（其代价是转变为商业银行，从这个角度来说，5大投行都消失了）。1997年金融危机横扫亚洲诸国，泰国的高速发展从此戛然而止，印尼爆发了社会动乱，韩国的人均GDP在危机的打击下下滑了40%。新中国没有发生过上述这些形式的金融危机，但在1990年代，中国的四大商业银行也曾出现过巨额的不良资产，以至于当时有观点认为中国的四大商业银行在“技术上已破产”。

我们对金融采取一个谨慎的态度是有道理的，但凡事不可过于偏颇。我们不能因为金融业有风险，就采取一些因噎废食的举措，在倒洗澡水的时候把澡盆里面的孩子一起倒掉。实际上，金融业的本质功能就是经营风险，而非规避风险，以银行为例，储户的存款可以随时提取，但放给企业的贷款却无法随时抽回，这就意味着银行的资产负债表始终存在期限错配的风险。但我们不是因为有这个风险就不给企业放贷了，或者干脆就不办银行了，而是需要用一系列方法来控制在经营过程中可能出现的偿付风险和流动性风险，让高效的企业获得资金，生产出更多的商品和服务，同时让储户和银行自身受益，最终各方达成多赢。

金融监管当局重视杠杆率过高的问题值得肯定，但现在的做法也有一个风险，即其可能产生事与愿违的结果。为什么这样说？很简单，我们长江商学院 BCI 调查中有一个指标是衡量企业素质的，企业高于 50 的分水岭就意味着其效率高于所在行业的平均水平。指数越高，其在该行业中就越优秀，本月的数据如下：

图表 6



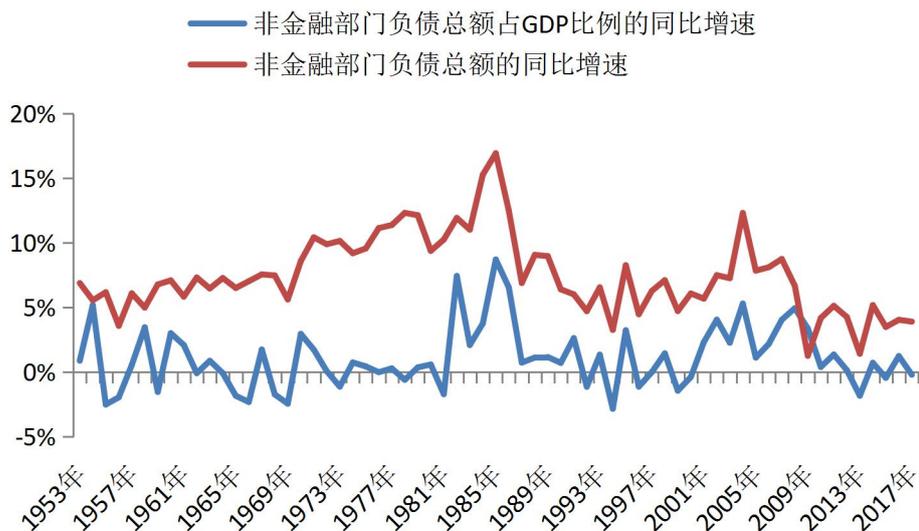
资料来源：长江商学院案例研究中心与中国经济和可持续发展研究中心。

很明显，这是一群优秀的企业，但 BCI 调查告诉我们的就是这群优秀的企业在融资上很困难。从经济增长的角度来说，一个国家的经济增长无非来自几个部分，即劳动力、资本和土地等，但还有一个组成部分叫做全要素生产率（Total Factor Productivity，简称 TFP）。TFP 是一个衡量生产效率的指标，它包含但不限于技术进步、组织创新、专业化和生产创新等因素。换句话说，凡是劳动力、资本和土地等生产要素所无法解释的经济增长，都可以归功于 TFP。经济学的研究发现，一国经济持续良性的发展，一定是依托于 TFP 的发展。也就是说，劳动力、资本和土地等生产要素经常是有限的，依靠增加这些生产要素的投入来获得的经济增长是难以持久的，只有 TFP 增长才能让一国在投入有限的情况下，不断的提高产出。

要提高 TFP，一个最直接的办法就是把资源分配给那些效率更高的企业，例如金融机构把资金分配给高效的企业。我们现在的做法虽然控制了债务总额的增长，但由于金融改革的滞后，中小企业目前在资金市场上处于弱势地位，一旦收紧银根，它们很容易成为第一批受害者。这样一来，金融监管当局虽然控制了总的杠杆率，但代价是资金错配恶化——效率高的企业更难获得融资。高效企业融资环境的恶化必将影响其发展，最终有损于整个经济发展。

我们需要注意，杠杆率是由债务总额和 GDP 共同构成的，GDP 受到损害是不利于去杠杆的，这方面美国的历史经验或可有所参考：

图表 7



资料来源：国际清算银行。

图表 7 显示，美国非金融部门负债总额的同比增速是长期明显高于非金融部门负债总额占 GDP 比例的同比增速的。在计算上，非金融部门负债总额同比增速 ÷ GDP 同比增速 = 非金融部门负债总额占 GDP 比例的同比增速，因此图表 7 意味着在此期间美国 GDP 的同比增速保持在一个相当高的水平上。

实际上，中国政府很清楚去杠杆措施可能“伤及无辜”，并最终捞得一个南辕北辙的政策效果，因此在去杠杆的同时，政府在近期也接连出台政策解决中小企业融资上的困难，例如 2018 年 6 月 24 日，中国人民银行官网发布新闻称从 2018 年 7 月 5 日起下调国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点。其中，邮政储蓄银行和城市商业银行、非县域农商行等中小银行应将降准资金主要用于小微企业贷款，着力缓解小微企业融资难融资贵问题。

行文至此，笔者要插一句话。目前在解决中小企业融资困难的问题上有两种办法，一是像过去那样，给影子银行一个宽松一点的环境，让这个系统去为中小企业服务；二是加强对影子银行的监管，限制其作用，同时通过使用有针对性的政策、甚至行政命令去缓解中小企业的融资难问题。笔者的问题是，假如综合考虑风险和收益等因素，那么哪个办法对解决上述痼疾更适合呢？

综上所述，笔者认为从大局上来说去杠杆是必要的，但在去杠杆的同时，更重要的是进行金融和财政等方面的改革，让各项措施相辅相成，解决一些结构上的老难题，至少要有所缓解。一些效率低的企业要去杠杆，一些效率高的企业反而要加杠杆，不能简单的将降低总杠杆率作为政策目标，不然的话我们可能会重复过去的问题——总量问题的缓解是以结构问题的恶化作为代价而实现的。最后市场中是劣币驱逐良币，良好的政策愿望与其结果相去甚远、甚至背道而驰，徒留一声叹息。

以上就是笔者对本月 BCI 的短评，如有其他疑问，请联系我们，联系方式刊登在本月数据报告的末尾，谢谢。

作者系长江商学院经济学教授

BCI 项目领导人

2018 年 7 月 24 日