

长江商学院中国企业经营状况指数

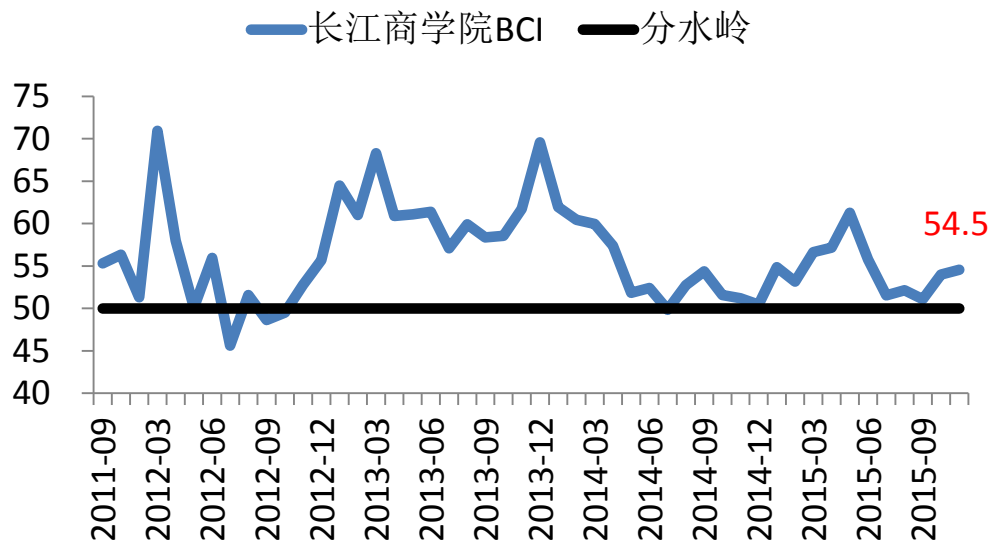
2015年11月

2015年11月23日

案例研究中心与中国经济和可持续发展研究中心

“长江商学院中国企业经营状况指数”（Business Conditions Index，下称BCI），2015年11月的数据为54.5，上月为54.0，出现小幅上升，但数据还在50的分水岭附近（图表1）。在2015年5月，BCI曾达61.3，但此后指数迅速下跌，7、8、9三个月仅略高于50，这显示样本企业，主要是长江商学院的学员和校友企业，对未来半年的企业运行预期，由较为乐观开始逐渐降温。虽然本月出现一定的反弹，但指数尚未升至55以上，而且这一趋势能否保持尚需观察，因此我们对短期的宏观经济走势维持谨慎的乐观。

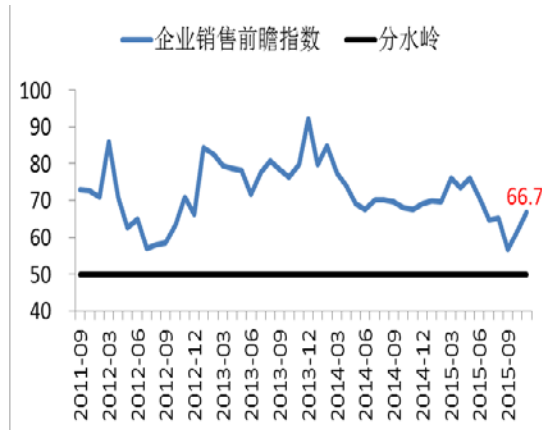
图表 1



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。

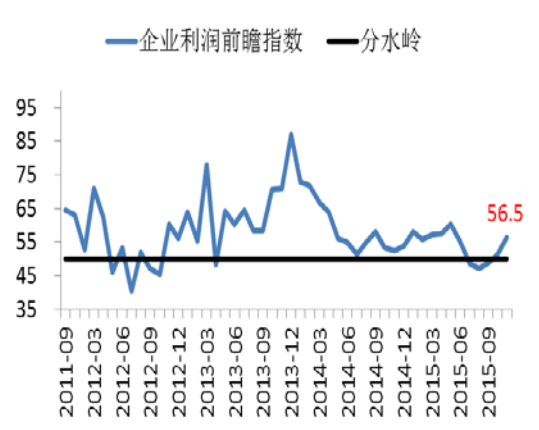
长江商学院 BCI 是由 4 个分指数以算术平均的方式构成，这 4 个分指数分别为企业销售前瞻指数、企业利润前瞻指数、企业融资环境指数和企业库存前瞻指数。这 4 个分指数中有 3 个为前瞻指数，只有融资环境指数衡量的是当下的状况，下面我们来看 11 月这四个分指数的表现：

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。

图表 3

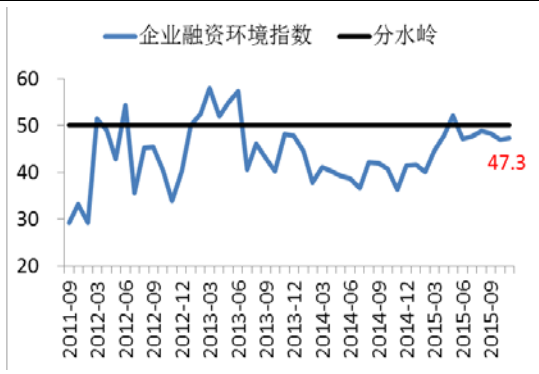


资料来源：长江商学院案例研究中心与中国经济和可持续发展研究中心。

在四个分指数中，本月是三升一降。企业销售前瞻指数本月出现上升，从上月的 61.6 升至本月的 66.7。

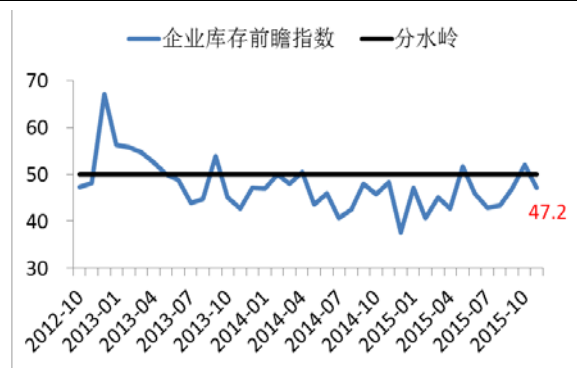
利润前瞻指数有所上升，从上月的 51.4 升至本月的 56.5，继续向上攀爬。从图表 3 可知，在我们四年多的调查中，利润前瞻指数低于 50 的时间是不多的，但之前数月出现了快速下滑，5 月是 60.3，但 7、8、9 三个月都低于 50。10 月回到了 50 以上，本月已超过 55，这表明企业对未来盈利的预期在逐渐好转。

图表 4



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。

图表 5



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。

企业融资环境指数有小幅上升，由上月的 47.0 升至本月的 47.3，不过仍在 50 以下。从图表 4 中我们可以看到，企业融资环境指数长期处于 50 以下，甚至出现过低于 30 的情况，这表明样本企业的融资环境不佳，长期存在融资难、成本高的问题。需要说明的是，由于参与 BCI 参与调查的企业主要是聚焦于内需的民营中小企业，因此该指数反映了这些企业的融资状况。

中央政府很清楚目前民营中小企业的融资状况，因此采取了一系列的措施去降低社会融资成本。自 2012 年 2 月 18 日以来，人民银行已 7 次下调法定存款准备金率（大型存款类金融机构）。自 2012 年 6 月 8 日以来，人民银行已 8 次下调基准利率（一年期定期存款利率），目前该利率仅有 1.5%，是有数据以来的最低值。除此以外，央行还多次给那些支持小微企业

和农业生产的金融机构定向降低法定存款准备金率。从这些政策可以看出，中央政府对解决民营中小企业的融资问题可谓是煞费苦心。

中央政府花费了大量心思来降低民营中小企业的融资成本，希望扶植它们的发展，但我们的指数却表明政策的效果并不理想。一方面是对民营中小企业的货币宽松，另一方面是融资环境依然不佳，从这种对比中我们可以看出，民营中小企业融资方面的问题是结构性的。比如在 GDP 增速下滑的情况下，民营中小企业相对于国有企业来说，违约的可能性会更大。这种更高的违约风险本来应该通过银行对风险的定价来解决，例如给民营中小企业的贷款利率高于给国有企业的。但央行通过利率管制的方式为银行保留了一定的利差，这种利差是银行主要的盈利来源。银行出于盈利和规避风险的考虑，自然愿意将资金更多的贷给国有企业，因为中石油会不还钱吗？

与此同时，这还造成了另外一个问题，就是银行的盈利与规模密切相关，因为规模越大，利差所产生的利润就越多，结果“垒大户”成了一种理性的选择。在这样的情况下，银行不愿意、也没必要去给民营中小企业的贷款进行风险定价。这样一来，民营中小企业要么是拿不到贷款，只好转向成本更高的资金市场，例如信托贷款，要么就是提供足够的抵押品给银行，把银行当成当铺。因此，正如我们指数所反映的那样，中央政府降低融资成本的政策对改善民营中小企业融资环境的效果非常有限。

换句话说，民营中小企业在融资上的结构性问题是很难用总量政策去解决的。解铃还须系铃人，解决中小企业融资难的问题最终还是要靠相关方面的体制改革才行，例如通过金融改革发展直接融资市场，让信用高的大企业直接从资本市场上融资，削弱银行“垒大户”的环境，迫使银行去开发之前不去、或不愿注意的中小企业客户。

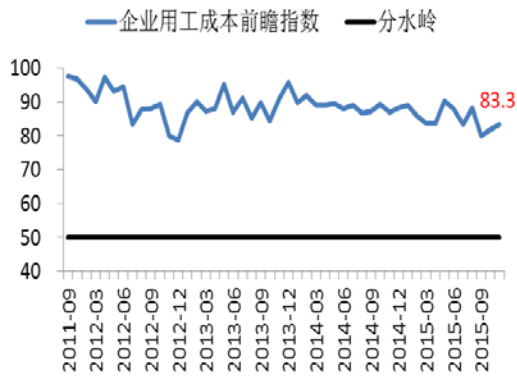
不过令人欣喜的是，央行在 10 月 23 日宣布降息降准的同时，也宣布“对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限”。央行同时表示，目前金融机构的资产方已完全实现市场化定价，负债方的市场化定价程度也已达到 90% 以上。人民银行仅对活期存款和一年以内（含一年）定期存款利率保留基准利率 1.5 倍的上限管理，“距离放开利率管制只有一步之遥”。

我们认为，假如利率市场化改革可以不断深入，政策性利差将会逐渐消失，银行原有的盈利模式将难以为继。届时出于利润等方面的考虑，银行将主动或被动的去学习如何对贷款风险进行定价，然后运用这一能力给予民营中小企业相应利率的贷款。可以想象的是，未来民营中小企业银行贷款的利率仍会高于国有企业的，但其肯定会低于信托贷款等民间融资方式的资金成本。对民营中小企业来说，这是真正的减负。

企业库存前瞻指数本月有所下降，从 52.0 降至 47.2。在 2015 年 5 月，该指数曾短暂的升至 51.7，迈过了分水岭，但此后迅速下跌，上月再次迈过 50 的分水岭，本月又跌破 50。最近数月企业库存前瞻指数表现不稳，在分水岭上下徘徊。该指数未来会如何演变，我们保持观望的态度。不过有一点非常确定，就是从历史数据来看，样本企业的库存状况不容乐观。

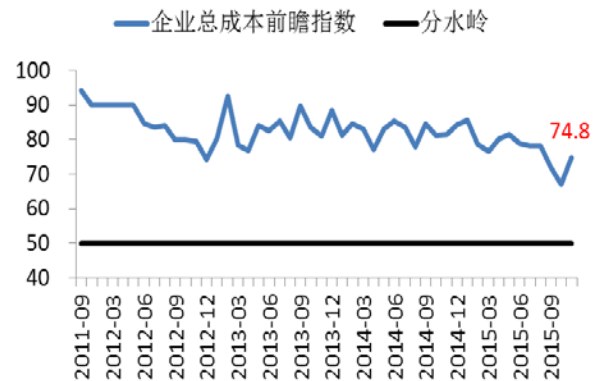
除了长江商学院 BCI 之外，我们还在问卷中询问了企业对成本、价格、投资和招工情况的预期，并由此形成了以下与长江商学院 BCI 并列的指数。我们先来看成本端的指数：

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。

图表 7



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。

企业用工成本前瞻指数从上月的 81.7 升至本月的 83.3，企业总成本前瞻指数由 66.9 反弹至 74.8。企业用工成本前瞻指数不用说太多，其长期维持在高位，这显示中国的劳动力成本上升是结构性的，而非周期性的。

上月总成本前瞻指数曾首次降到 70 以下，这引起了我们的关注。因为企业的用工成本依然高企，那么总成本的下滑只能是非用工成本下滑导致的。我们当时认为导致这种变化的原因可能有两种解释，一是产能过剩的状况出现了急剧恶化，上下游产品大幅降价导致企业总成本的下降，二是企业为了过冬而开始收缩战线，用各种方式降低成本。由于样本企业仍然保持了扩张的态势（这一点后文会谈），因此我们认为第一种解释可能更为合理。现在总成本前瞻指数出现了明显反弹，今后数月的趋势值得我们注意。假如该指数重新回到高位，那么 10 月的数字可能只是一个例外，假如再次降到 70 以下，而且持续数月，那么这可能意味着产能过剩的程度正在加深。

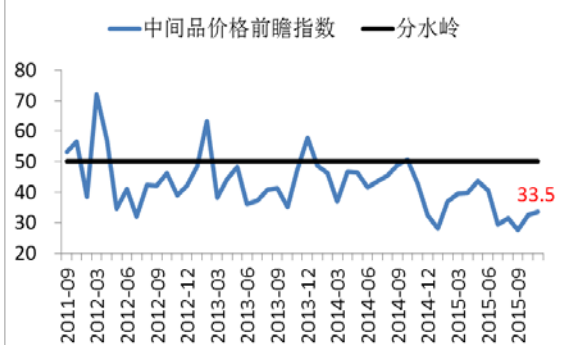
下面来看价格端的情况。消费品价格前瞻指数本月出现反弹，由上月的 41.4 升至本月的 46.0。中间品价格前瞻指数在极低的位置上继续徘徊，由 32.4 变为 33.5。自 2014 年 1 月以来，价格端的指数低迷不振，消费品价格前瞻指数相对较好，大多数时候还是位于 50 以上，但目前的状况也有明显恶化，而且趋势不明。中间品价格前瞻指数一直表现糟糕，仅有一次位于 50 以上（2014 年 10 月，50.5），数据中甚至还有三次低于 30，2015 年 1 月的 28.1、7 月的 29.5 和 9 月的 27.7。

图表 8



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。

图表 9



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。

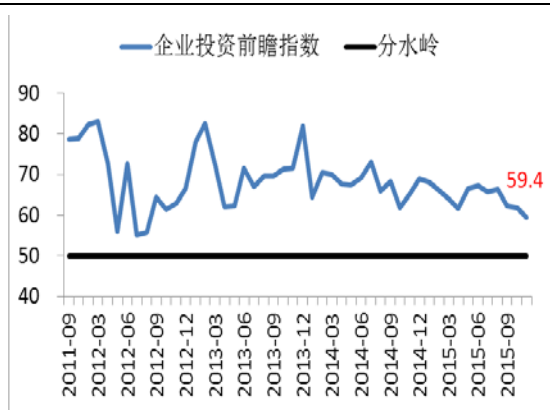
从我们的数据来看，企业现在成本高企，价格低迷，这意味着企业无法通过加价的方式将成本压力转向消费者或生产下游，因此企业在销售尚可的状况下出现了利润表现不佳的情形（虽然近两个月利润出现反弹，但与 2013 年到 2014 年上半年的情形相比，目前还是在低位徘徊）。与前文相呼应的是，我们认为这种情况恰恰反映了中国经济目前所面临的结构性问题之一——产能过剩。产能过剩并不是说中国人的生活已经非常富裕了，不需要生产那么多的商品和服务了。恰恰相反，作为一个中等收入国家，中国的内部需求是惊人的，还有无数的地方需要投资，比如医疗、教育和养老。现在的产能过剩是资源错配的结果，即将太多的资源投向了一些投资回报率和社会需求低的产业，例如钢铁业。产能过剩意味着我们需要对中国经济进行结构性改革，让市场引导资源流出那些产能过剩的行业，然后将这些节约出来的宝贵资源配置到产能不足的行业中去。这种改革在短期内很可能导致经济增速下滑，失业率上升，也会导致既得利益集团的利益受损，因此阻力会较大，但对于中国经济的长远发展来说，这是无可回避的一步。

与产能过剩相连的债务总额的高速增长。实际上，这是一个硬币的两面，一些低效的产业无法通过经营来获得足够的利润和现金流，因此为了维护这些产业的生存和发展，甚至是扩大规模，债务的滚动和膨胀就是一条捷径。但随着债务不断的上升，经济体所承受的压力会日益上升，当债务压力持续增加时，爆发债务危机、经济危机和社会危机的可能性就会增加。因此，现在我们就需要对债务的状况进行监测，但从现有的数据来看，中国的债务状况并不乐观。

根据中国社会科学院的研究，从 1996 年到 2014 年，中国债务总额占 GDP 的比例出现了大幅上升，由 113% 升至 235.7%。其中非金融企业的占比最高，2014 年非金融企业债务总额占 GDP 的比例为 123.1%。

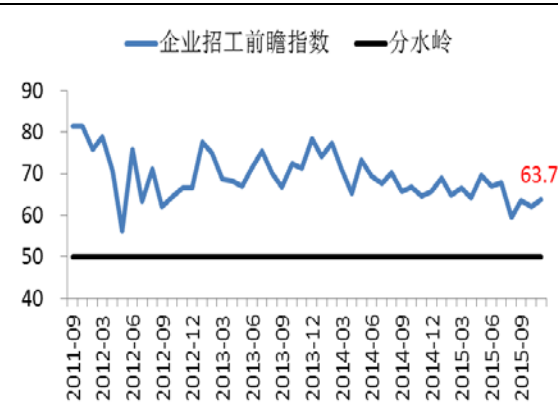
看成本端和价格端的指数，投资和招工前瞻指数将是下一个需要讨论的主题。投资前瞻指数本月出现下滑，从 61.7 降至 59.4，招工前瞻指数上升，从 62.1 升至 63.7。这两个指数颇为有趣，自我们 2011 年 9 月开启本项目以来，很多项目都有较大的起伏，比如企业利润前瞻指数、企业库存前瞻指数，甚至包括 BCI，但有一些项目一直较为稳定，例如成本端的指数和我们这两个指数——企业投资前瞻指数和企业招工前瞻指数。

图表 10



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。

图表 11



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。

企业投资前瞻指数和企业招工前瞻指数长期处于 50 以上，而且指数还相当高。以投资前瞻指数为例，从 2011 年 9 月开始，该指数仅有 4 次处于 50 到 60 之间，其余皆处于 60 以上，

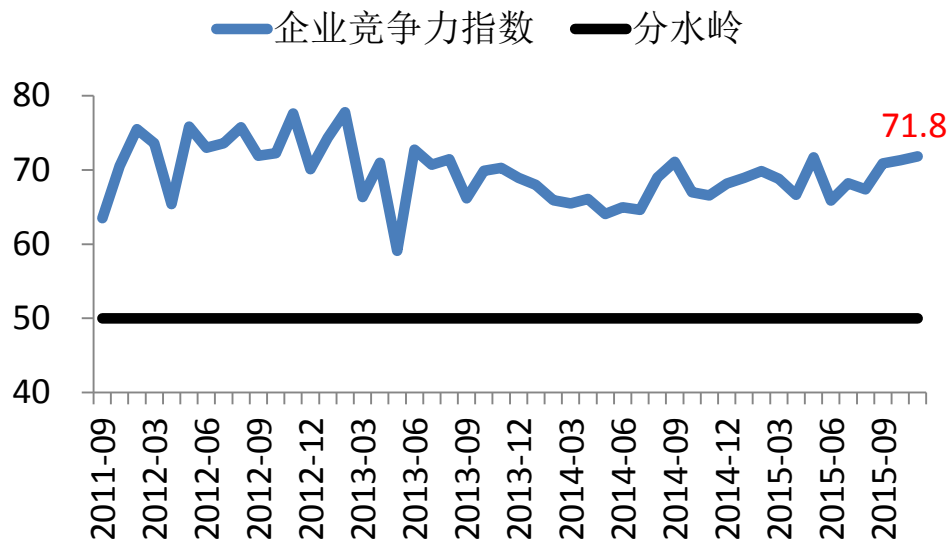
还有 4 次位于 80 以上。至于企业招工前瞻指数，其只有两次位于 50 到 60 之间，其余皆处于 60 以上，还有两次位于 80 以上。

上面已经说过，企业销售尚可，成本端压力大，融资环境长时间不佳，价格也较为疲软，利润表现并不理想。但有趣的是，在这样的情况下，企业依然在扩张，不断投资，不断招人。企业一方面对短期的经营预期不好，另一方面又在扩张，企业为何会做出这种逆周期决策呢？

也许对素质良好的企业来说，逆境正好是扩张的好机会。但也有另外一种可能，就是对企业来说，“扩张才是硬道理”，比如房地产，在政府的政策利好下，该行业目前已开始复苏，估计钢铁、玻璃和水泥等相关产业的状况也会有所好转。每当经济下行时，政府就会重拾老路，2009 年和最近的这段时间就属于这种情况。对企业来说，在下行时期收缩很可能就意味着在随之而来的扩张时期踏空，从这点来说，企业的逆周期操作就讲得通了，但这种状况对整个经济意味着什么呢？

最后，需要说明的是，我们在问卷中设计了一个关于企业竞争力的问题，就是问企业在其所在行业中处于什么地位，是在平均水平以上还是以下，或者持平。根据这个问题的答案，我们制作了企业竞争力指数，该指数越高，企业在行业中的地位就越高。问卷搜集的答案表明（11 月的数据为 71.8）大多数样本企业在其行业中都属于佼佼者。这也就是说，我们的样本企业是一群相对优秀的民营中小企业。反过来说，目前整个中国企业界的状况应该比我们样本企业的状况差。

图表 12



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。

附注：

1、调查介绍

2011年6月，长江商学院开始筹备制作“中国企业经营状况指数”。该项目计划通过问卷调查的方式来搜集企业运营的一手数据，并进而制作出一系列反映中国宏观经济整体运行态势的指数，其调查对象为长江商学院来自企业的学员。

2011年7月开始，在李伟教授的指导下，案例研究中心与中国经济和可持续发展研究中心开始了前期的问卷制作和测试等工作。2011年9月，第1次问卷调查顺利展开，此后至2015年11月，案例研究中心与中国经济和可持续发展研究中心在学员中进行了48轮问卷调查（在项目早期，有3个月未进行问卷调研）。截至目前，案例研究中心与中国经济和可持续发展研究中心总共公布了43次数据调研结果，其时间跨度为2012年的5月至2015年11月。

2、指标解释

本报告所涉指数均为扩散指数，而且其中绝大部分为前瞻指数，因此具有较强的预测作用。指数以50为分界点，50以上代表改善或变好，50以下代表恶化或变差，这与PMI指数的标准相同。

在问卷中我们会询问企业的产品是面向消费者还是生产者，同时会询问企业其主要产品的价格在未来6个月的变化趋势。综合这两个问题的答案，我们可以统计出消费品和中间品价格在未来的变化趋势，前者的价格变化趋势指数就是消费品价格前瞻指数，后者的价格变化趋势指数就是中间品价格前瞻指数。

在问卷中我们会询问企业在所涉行业中的状况，即受访企业与所在行业的整体状况相比，是更好、更差，还是差不多，然后根据作答计算出企业竞争力指数。该指数越高，代表样本企业超过行业整体状况的比例越高。

3、计算方法

在调查中，我们询问所有调查对象（抽样总体），他们企业的某一经营状况指标（例如销售额）在未来6个月与去年同期相比，是“改善”（变好），“不变”（相同）或“恶化”（变差）。根据回收的数据，我们计算出“变好”“相同”或“变差”回答的百分比。然后对每个问题分别计算扩散指数，即回答“上升”（变好）的百分比加上“不变”（相同）百分比的一半。

在所有指数中，长江商学院BCI是最重要的指数，该指数来源于销售、利润、融资环境和库存这4个分指数的算术平均值。由于调查分指数的构成有过多次调整，因此前后数据口径有所不同，不能简单比较。不过该指数的具体计算方式始终保持一致，即先计算每份问卷的企业经营状况指数，然后再计算该轮所有问卷的企业经营状况指数，计算方法均为算术平均。



关于长江商学院

长江商学院是由李嘉诚（海外）基金会捐资创办并获得国家正式批准，拥有独立法人资格的非营利性教育机构，为国际管理教育协会（AACSB）和欧洲管理发展基金会（EFMD）成员，是国务院学位委员会批准的工商管理硕士授予单位（含EMBA和MBA），其目标是在十年内进入世界十强商学院之列。长江商学院成立以来，一直以“为中国企业培养一批具有世界水平的企业家”为己任，并致力于创建全球新一代商学院。

长江商学院的诞生，旨在把握中国经济持续快速增长的大好机遇，通过“取势、明道、优术”的战略选择和“中西贯通”的办学理念，为中国打造一个享誉全球的世界级商学院。长江商学院是中国第一所也是唯一一所实行“教授治校”的商学院，体制上的灵活创新有力地促进了学院战略目标的顺利实现。目前长江商学院拥有的数十位专属教授学者，他们绝大多数都曾执教于等欧、美和亚洲的世界著名商学院，长江教授通国际、通中国、通理论、通实践，在教学和学术研究方面卓有建树，享誉国际。

声明

本报告资料均来源于公开信息及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的实地调研。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认为这些资料的来源可靠，但不保证其准确性和完整性。本报告所刊载的资料仅反映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在报告发布日的判断，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可在无通知的情况下对报告做出更改。本报告不构成任何投资建议或私人咨询建议，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亦不对因使用该报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断，收件人亦应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其个人状况。

经济研究团队

李伟 Wei Li

长江商学院经济学教授

案例研究中心与中国经济和可持续发展研究中心主任

+86 10 8518 8858 ext.8104

wli@ckgsb.edu.cn

谷重庆 Chongqing Gu

长江商学院案例研究中心高级研究员

+86 10 8537 8466

cqgu@ckgsb.edu.cn

刘晓婷 Xiaoting Liu

长江商学院案例研究中心研究员

+86 10 8537 8461

xtliu@ckgsb.edu.cn