

2018年2月长江商学院BCI数据点评

文/李伟

2018年2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59.5，与上月55.5相比有一定幅度的上升。本月BCI系列指数显示中国企业经营状况出现了较大范围的改善，除了销售和利润前瞻指数上升以外，融资环境指数和库存前瞻指数也有不同程度的改善，企业总成本前瞻指数也有所回落，这和上月度多项数据下滑形成了鲜明的对比。具体数据请参见数据报告。

针对本月的数据，笔者有两点评论：

第一，从2016年第四季度开始，样本企业的消费品价格前瞻指数一改2013年后低位徘徊的态势，上升到60左右。2017年末至今，该指数又有所上升，目前仍维持在67.8的高位。中间品价格前瞻指数则有一定幅度的下降，本月为51.8。由于这些指数都是前瞻指数，因此其本身就是样本企业对未来半年价格水平的预期。从这个角度来看，在消费品领域，中国还是存在一定的通胀压力的。中间品领域的价格变化目前还无法得到清晰的判断，因为在过去数年中，中间品价格前瞻指数曾长期低于50，直到2016年12月才反弹至50以上，此后该数值在50上下来回变化，并不稳定。

根据官方的数据，今年1月的CPI同比增速为1.5%，并不高，但环比增速为0.6%，这是自2017年1月以来的第二高数值。今年1月的PPI同比增速为4.3%，环比增速为0.3%，均处于下降通道中，这我们的数据有一定的相似之处。

我们认为通胀进一步回暖的风险不可低估，今年的货币政策似乎还是不宜过于放松，维持中性稳定会更有利于经济的运行和发展。

第二，近日美联储换帅，这会对未来美国货币政策会产生何种影响尚不清楚，但从目前的情形来看，美联储加息的趋势应该不会改变。尽管美联储的加息是渐进的，而且是在市场的预期之中，但随着联邦基金利率的上升，美元资产的回报率也会上升。假如中国的宏观经济政策允许人民币资产的相对回报率下滑，那么中国资金外流的压力就会加大。

假如想减轻这种资金外流的压力，那么中国有三个政策可选。一是中国跟随美国的步伐加息，让境内外的利差维持稳定，提高人民币资产的收益率，从而降低资金外流的压力。这就相当于跟着美联储收紧货币政策，当然美联储收紧货币政策是因为其决策层认为美国经济会保持稳固的增速。虽然进一步收紧货币政策在目前还比较适合中国经济的走势，但从长远的角度来看，中国经济和美国经济周期重叠不可能是大概率事件，货币政策走势上分道扬镳应该是常态。

二是对人民币汇率形成机制进行改革，让市场力量在其中发挥更大的作用。假如中国保持利率不变，同时让市场成为决定人民币汇率的主角，那么资金外流将导致人民币汇率迅速下跌。对于那些想外流但尚未外流的资金来说，人民币汇率的下跌会提高它们外流的成本，增大它们外流的风险，美元资产的相对回报率会下滑。而且人民币汇率下跌后存在超调的可能性，在这种情况下将人民币兑换为外币恐怕不是一个好的选择。从这个角度来说，市场化的人民币汇率本身可以成为资金跨境流动的“减压阀”。

三是加强资本管制。假如中国既不想加息，也不想让人民币汇率贬值，那么就只能加强资本管制。这里要说一下，中国长期以来一直实行资本管制，但中国实行的是单方向的资本管制，就是欢迎资金进来，但限制资金出去。在人民币升值的背景下，这实际上给外部流入的资金创造了一个套利的空间。在资金外流、人民币汇率面临贬值压力的情况下，这个做法尚无大碍，但一旦情势反转，人民币再次出现升值的压力，那么过去的问题又将重演。而且这些资金流入中国就是为了套利，进来的多，将来出去的也多，无形间扩大了境内外资金流动的规模，损害了中国经济环境的稳定。鉴于过去的经验教训，因此笔者认为假如中国要选择加强资本管制的政策来应对外部利率的提升，那么最好实行双方向管制，出去的要管，进来的也要管，而且都要严管。

实际上，中国的这三个政策选择还是在围绕着蒙代尔不可能三角转圈。蒙代尔不可能三角指的是一个经济体只能在自主的货币政策、固定汇率和资本自由流动这三个政策目标中选择两个，而无法同时实现这三个目标。放弃自主的货币政策就意味着货币政策无法对宏观经济进行反周期操作，经济过热时可能没法加息降温，经济衰退时又可能没法降息刺激经济增长。中国是全球第二大经济体，主要以内需为主，经济增长、通胀和促进就业等政策目标都需要用货币政策来调节，因此

无论从学理上出发，还是从实际经验来看，放弃自主的货币政策都不是一个明智的选择。而且从事实上来看，中国也的确保留了自主的货币政策，至少是部分的保留了，中国政府主要是针对国内经济状况在制定自己的货币政策。

在汇率方面，中国名义上实行的是有管理的浮动汇率，但从实际运作上来看，人民币是管理的多，浮动的少，更接近固定汇率一些。

在资本自由流动方面，如同前文所述，中国长期实行的是单方向管制。

虽然中国政府力图捍卫自主的货币政策，但由于汇率和资本管制政策的影响，中国的货币政策依然会受到其他经济体，尤其是美国，货币政策的影响，是一个不彻底的“自主”的货币政策。

从原理上说我们可以使用资本管制来解决这个问题，但国际经验证明资本管制的效率存在递减的现象，而且资本管制人为的增加了经济运行的成本，代价不小，因此并不适合长期使用。

从经济学原理和历史经验的角度来看，中国最好的政策选择是保留自主的货币政策和资本自由流动，让市场去决定人民币汇率，但实际情况较为复杂。2015年8月11日，中国央行宣布调整人民币对美元汇率的中间价报价机制，让市场在人民币汇率形成机制中发挥更大的作用。由于当时市场上存在人民币贬值压力，此举导致人民币兑美元汇率显著贬值，随后为了维持汇率稳定，中国央行又不得不抛售美元、买入人民币，这种做法导致中国的外汇储备快速下滑。为了避免外汇储备快速流失，中国央行只好重新加强资本管制。这次汇改普遍被认为是一次教训，是需要避免的情形，此后央行在汇率问题上亦是小心谨慎。鉴于这样的状况，笔者认为虽然人民币汇率形成机制市场化是一个最优选择，但短期内这方面可能进展不会很大。

既然让市场来调整汇率的办法短期内可能走不通，那么笔者认为随着美联储的加息，中国在未来

可能会出现这样一种政策组合，即一方面维持资本管制，另一方面允许国内利率上升。这不是一个好的选择，但在当下可能是一个现实且无奈的选择。

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 2 月 26 日