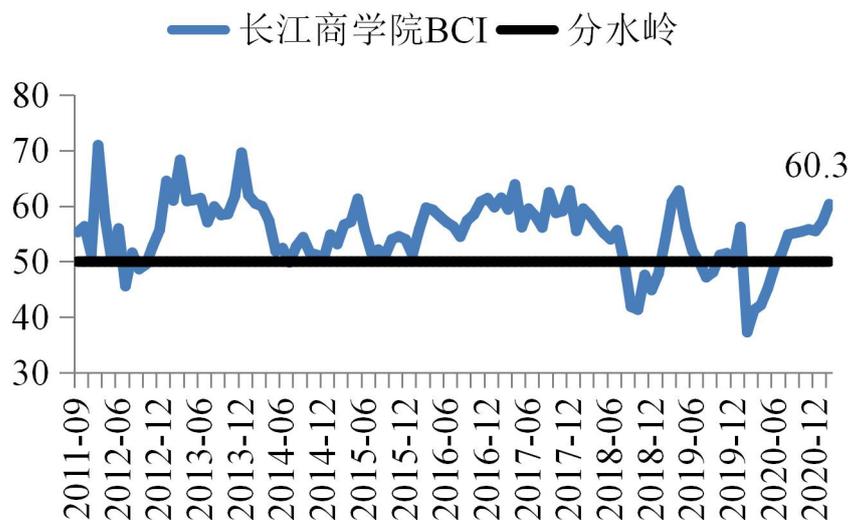


# 2021年2月长江商学院BCI数据点评

文/李伟

2021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）出现了小幅的上升，本月数值为60.3，而上月为57.2（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。

本月的BCI数据点评笔者想来谈一个热门问题，即全球流动性泛滥下的中国经济。众所周知，目前全球经济步履蹒跚，无论是美欧，还是日韩，经济状况都非常令人堪忧。但中国的状况却相对较好，2020年第1季度中国GDP增速曾跌至负的6.8%，这是多年未有的局面，这表明疫情对中国经济造成了巨大的冲击。然而，中国政府再次发挥了集中力量办大事的特点，以近乎壮士断腕的决心，不惜让经济停车，终于控制住了疫情的发展。随后，大力度的经济刺激政策跟上，经济迅速触底反弹，到2020年第4季度时，GDP增速已回升至6.5%，全年GDP增速达2.3%。或许在2020年，中国将成为全球唯一的一个正增长的大经济体。

现在中国面临一个非常极端的环境，就是全球流动性泛滥。由于疫情等因素的作用，现在全球的主要经济体，美国、欧洲和日本等，都在使用超常规宽松的货币政策和财政政策。尤其是货币政策，其宽松程度可以说没有最宽松，只有更宽松。央行的货币政策非常宽松，本意是刺激投资，加快经济发展，但货币政策是个总量政策，在金融全球化的今天，它不可能精准决定货币的走向。换句话说，欧美日等国的央行可以决定其管辖的经济体中有多少货币或短期利率的高低，但因为这些国家没有实施资本管控，它们的央行无法决定本国货币最终会流到什么地方去。于是，股市、汇市、大宗商品、比特币，凡是可以为货币带来足够回报的地方，就挤满了大量的货币，资产价格一路攀升。

这样的事情我们过去就曾看到过。在 21 世纪初期，当时还是格林斯潘主政美联储，格老领衔下的美联储将利率降到了 1% 的历史低位，并维持了一年多的时间。在低利率的助推下，美国的房地产市场欣欣向荣。与此同时，大量房地产资产经过金融创新后提高了流动性，进入了金融市场。等伯南克就任美联储主席后，受通胀等因素的影响，美联储开始了加息进程。没想到的是，加息很快刺破了美国的房地产泡沫，房价开始下跌。房价的下跌导致所有以此为基础资产的金融产品的价值萎缩，持有这类资产的投资者开始受到巨额损失。一开始是贝尔斯登公司被摩根大通公司收购，然后是雷曼兄弟公司的破产和美林被收购，最后是高盛和摩根士丹利受到严重冲击。这场危机日后被评为 1930 年代大萧条之后美国所经历过的最严重的金融危机。

在反思 2008 年的金融危机时，大家纷纷表示格老长时间的低利率政策是一个重要的祸首。但假如我们看看今天的货币政策，那就真是小巫见大巫了，光一个量化宽松（QE）就能让先人惊叹于现在各发达国家央行决策者的创造力。

这些极度宽松的宏观政策本来是为了刺激本国的经济增长而实施的，但因为大部分发达国家在制度上允许资本跨境自由流动，国际资本是不受国界限制的。哪里的回报高，它们就会向哪里去聚集。毫无疑问，中国是资本流向的一个大国，原因有三：

第一、中国的利率高于发达国家。在目前的境况下，发达国家的利率极低，国债的利率经常处于负利率的地位，而中国的利率依然是一个正数，这无疑加大了两边的利差，使得国际游资有更大的动力流入中国。

第二、在资本流入的情况下，人民币的汇率也处于上升的通道中，这增大了人民币资产对海外游资的吸引力。

第三、在目前的全球经济格局下，中国在未来 5 年可能都将保持一个相对较高的经济增速，这为资本提供了不错的回报率，所以这也是国际资本选择中国的一大理由。

综上所述，在一个流动性泛滥的世界中，中国经济正受到严峻的考验。从宏观上来说，中国至少在两个维度上承受着挑战。首先，目前中国经济增速偏快，有过热的风险，这点 BCI 也有反映。在这样的情况下，假如外资涌入，必定会进一步加大经济过热的风险。为了对抗这种风险，央行有可能需要继续维持较高的利率，甚至提高利率。但维持或扩大原本已存在的境内外息差，这又会为外资持续流入提供动力。假如央行还希望维持人民币汇率的相对稳定，中国将有可能陷入如下正反馈：经济过热——加息或维持高息——吸引外资——经济更加过热。届时，维持宏观经济的稳定就必须采取非常规政策。

其次，假如中国宏观经济决策层在外资大规模流入时顺应市场压力，让人民币升值，此举本身就具有一定的宏观紧缩效应：人民币升值会对出口产生负面影响，而对进口起到促进作用，从而削减净出口和国内就业的增长率。另外，当人民币升值后，外资购买中国资产的成本就会上升，投资中国的回报率也因此会下降。这对缓解外资流入也能起到一定的作用。

去年后期经济强劲反弹，其中出口助力不少，现在外资流入给人民币带来了升值的压力，假如我们允许人民币升值，那么这会减小外资流入的压力，但却会打击出口和经济增长；假如

我们不允许人民币升值，那么这又会刺激外资流入的动力，因为这会升高外资对人民币升值的预期。总之，目前的局面给人民币带来了一种进退维谷的境地，没有什么轻松的选择。

另外，在微观上目前我们也面临一些挑战，举例来说，现在一些中国企业看重海外美元债的低利率，于是大举借低息美元债，但这些企业的经营活动都是以人民币结算的。换句话说，这些企业在资产端是人民币，在负债端是美元，这就构成了资产负债表上的货币错配。当资金流入、本币升值的时候，这种操作是有利可图的，但当资金流出、本币贬值的时候，企业的资产负债表就会受到很大的冲击，甚至因此爆发金融危机。这样的例子在国际金融史上比比皆是，例如 1997 年的亚洲金融危机。

现在国际资本青睐中国，愿意来中国，但这些资本很多是短期资本，其流动并不稳定。中国不可能永远处于这么一种吸引外资的地位上，况且中国经济也有一系列的结构性问题。要是哪一天真的情况发生了改变，那么中国经济就会彻底的暴露在金融危机的风险之下，所以要维护一国的金融稳定与安全，就一定要限制这种货币错配的行为。

以上就是对本月 BCI 数据的点评，具体数据请参看数据报告，谢谢。

（作者系长江商学院副院长、经济学教授。2021 年 2 月 22 日。）