

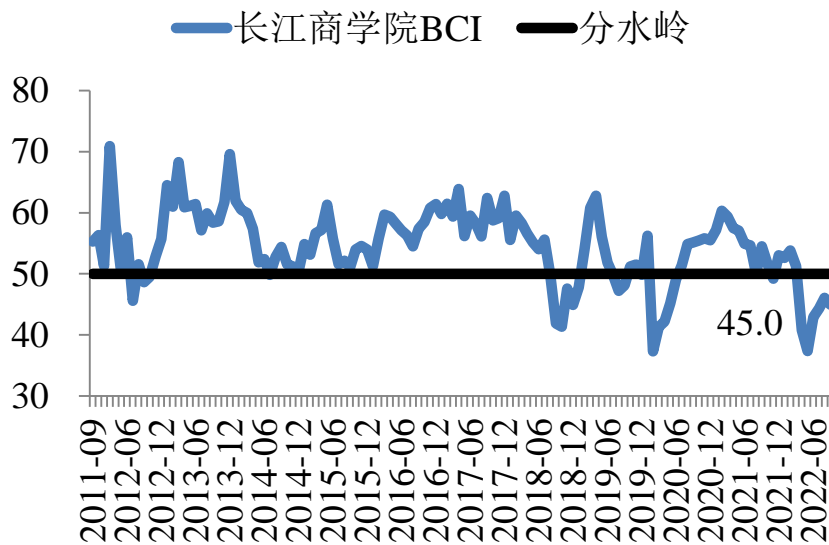
2022年9月长江商学院BCI数据点评

文/李伟

现在的中国经济是真的有些疲软了。

2022年9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45.0，上月为46.1（图表1）。本月的BCI比上月有小幅下滑，虽然下滑的幅度很小，但我们在图中可以明显看出，之前连续三个月的反弹趋势就此终结了。

图表 1



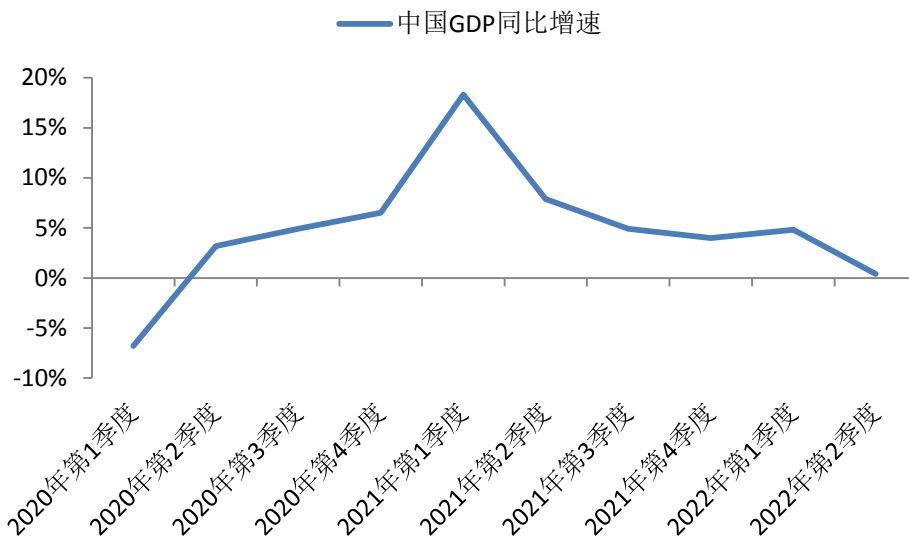
资料来源：长江商学院案例研究中心与经济大数据研究中心。

在我们长达 11 年的调查之中，BCI 的最低点是 2020 年 2 月的 37.31，当时出现这一低值的原因显然是突发的新冠疫情，但此后 BCI 连续上升了 9 个月，2020 年 12 月 BCI 有小幅下滑，但很快就重新开始上升，并于 2022 年 2 月达到了阶段性的高点——60.3。可以说，BCI 在当时走出了漂亮的 V 型反弹。

此后 BCI 有所起伏，但绝大部分时候都位于 50 的分水岭之上，直至 2022 年 4 月，当时的 BCI 仅为 40.8，而在 2022 年 3 月，BCI 尚为 51.3。在 2022 年 5 月，BCI 出现了历史第二低的数值——37.34。随后 BCI 连续 3 个月出现上升，但指数始终在 50 以下，本月的数据更是逆转了这种上升的势头。可以说，此轮 BCI 的反弹完全是一次弱势的反弹，这与 2020 年的那轮强势反弹有着很大的不同。目前来看，BCI 后续发展的不确定性还非常高。

从政府的数据来看，我们也发现了相似的情形。

图表 2



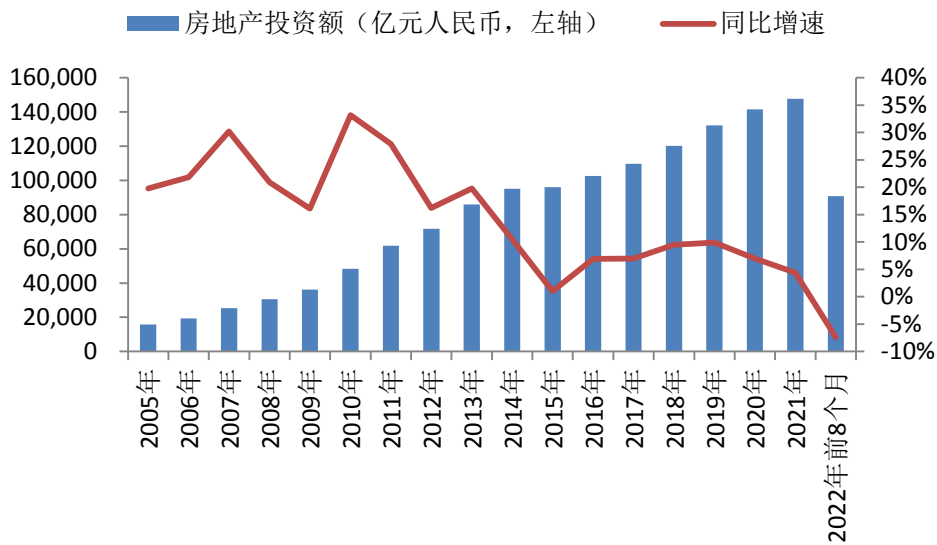
资料来源：公开资料。

从图表 2 可以清晰的看到，最近两年半的时间，中国的季度 GDP 同比增速呈现出一种典型的倒 V 型结构，2020 年由于新冠疫情的影响，GDP 出现了多年不见的负增长，但这一局面随着疫情得到控制很快就发生了改变。GDP 季度同比增速随后不断上升，直至 2021 年第 1 季度出现了 18.3% 的增长高峰，当然，这个高峰的出现很重要的一个原因在于 2020 年第 1 季度的负增长。

然而，自 2021 年第 1 季度的高峰之后，GDP 增速开始不断下滑，到 2022 年第 2 季度时，该指标已仅为 0.4%。观察两年半以来的数据可以发现，中国经济的起伏与新冠疫情的起伏有很大的关系，2020 年第 1 季度的负增长自不必说，2022 年第 2 季度的低迷则与新冠病毒变体奥密克戎的来袭密切相关。

除了新冠疫情之外，在最近的经济增速下滑中，房地产的因素也是不可忽视的，这方面的数据非常多，我们挑两个重要的来说：

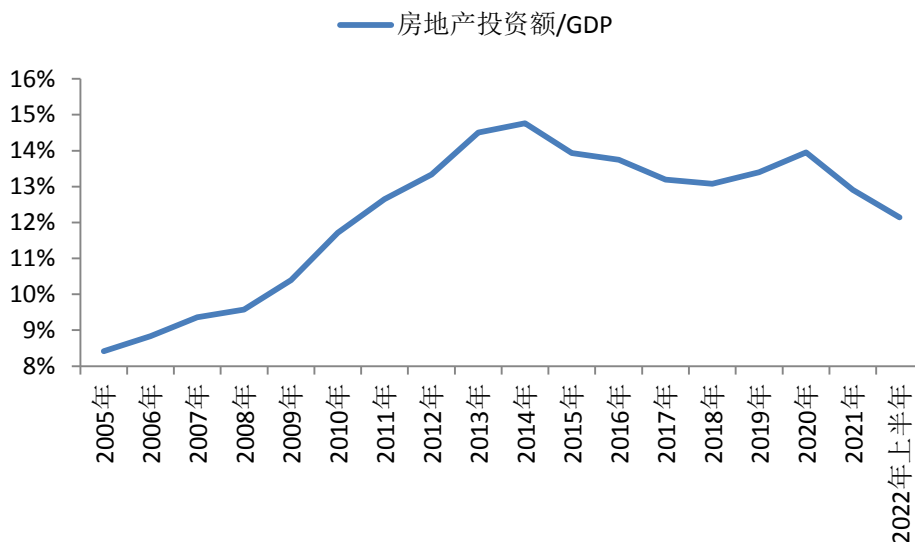
图表 3



* 2022 年前 8 个月的数据的比较对象是 2021 年前 8 个月的数据。

资料来源：CEIC。

图表 4



资料来源：CEIC、公开资料。

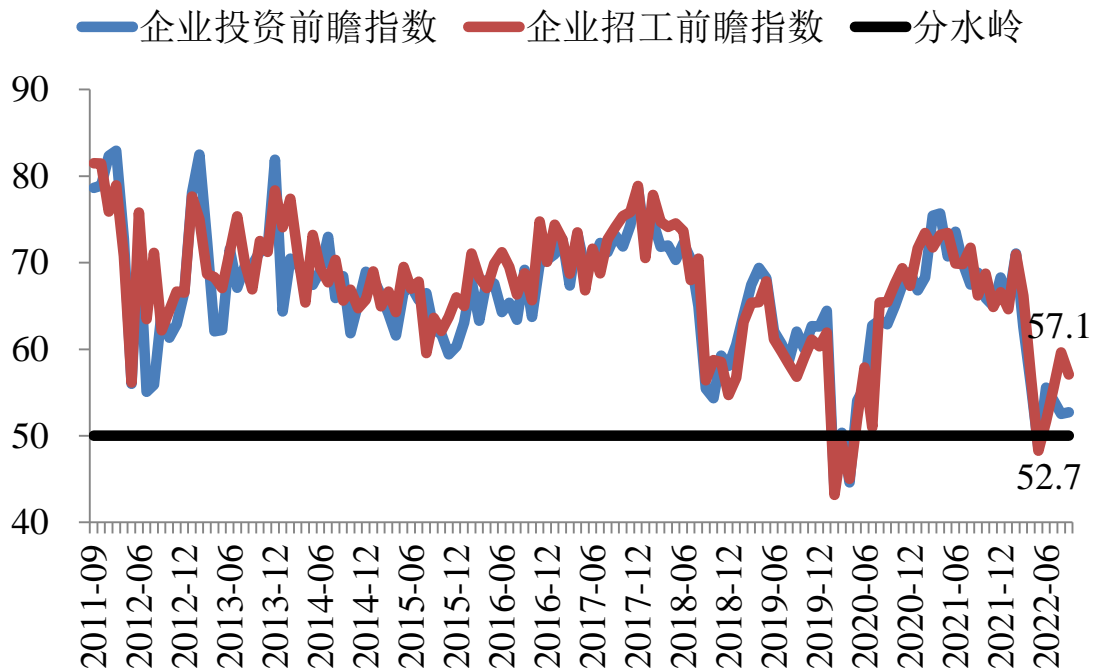
图表 3 表明自 2005 年以来，房地产投资额一直在增长，但 2022 年前 8 个月的数据改变了这种趋势。2022 年前 8 个月，房地产投资额的同比增速为负的 7.4%。从 2015 年开始，房地产投资额的同比增速呈现出一种倒 U 型的结构。

图表 4 表明了房地产在中国经济中所占的地位。然而，世界银行认为，假如将房地产的上下游产业都算上，例如钢铁业，那么广义上的房地产业占中国 GDP 的比例将高达 30%，所以说房地产是中国经济真正的支柱性产业。

众所周知，中国是一个以投资为驱动的经济体，当投资乏力时，整个经济都会疲软，而这将

传染到就业上，我们的数据就清晰的表明了这一点：

图表 5



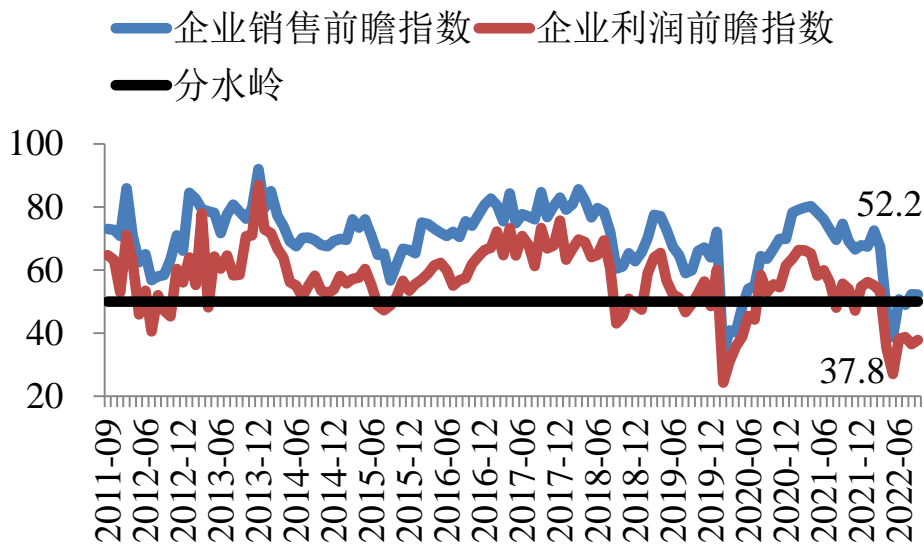
* 数据截至 2022 年 9 月。

资料来源：长江商学院案例研究中心与经济大数据研究中心。

从图表 5 中可以看到，企业投资前瞻指数和企业招工前瞻指数几乎是重合的，这应该不用再说什么了吧！当企业投资的欲望强烈时，其招工规模也会扩大，经济则会蓬勃向上，反之亦然。企业投资前瞻指数和企业招工前瞻指数曾长期维持在高位，虽然最近的数据即使不是历史最低点，但也相当低迷。

那么企业为什么会打破以往的常规，不愿投资，也不愿招工了呢？或许我们可以从企业的销售状况和利润状况上窥见一斑。图表 6 是我们调查得来的企业销售前瞻指数和企业利润前瞻指数，从这张图我们可以看到，尽管它不像企业投资前瞻指数和企业招工前瞻指数那样，处于几乎完全重合的地步，但它们的走势也是高度相似的，只不过无论是涨是跌，企业销售前瞻指数都会比企业利润前瞻指数高出一点。进一步说，企业的第一指标是销售额，第二指标是利润额，这两个指标不但关乎着企业的规模和现金流等指标，更是企业运作的根本，关乎着企业的命脉。

图表 6



* 数据截至 2022 年 9 月。

资料来源：长江商学院案例研究中心与经济大数据研究中心。

企业的运行状况不佳，自然会连累政府的运营状况，这方面一个最典型的例子就是土地出让收入。根据财政部的数据，2022 年上半年，国有土地使用权出让收入为 23,622 亿元，比上年同期下降 31.4%。土地出让收入属于政府性基金收入，这项收入全部归地方政府所有，目前土地出让收入已经占到了政府性基金收入的约 90%，可以说，政府性基金收入就约等于土地出让收入。

值得注意的是，由于许多民营开发商受困于资金链紧张，例如恒大集团，因此其在拿地的问题上不像过去那么积极，这导致土地市场出现了价格下行的压力。为了托市，一些地方政府要求本地国企，尤其是城投公司，出面以高于市价的水平拿地。但这样的土地一旦开发就会亏本，因此地方政府也不催着这些国企缴纳土地出让金，这些国企也将土地放着不开发。考虑到这一点，目前 31.4% 的跌幅很可能是低估的。

那么地方政府为什么要托市呢？第一，托市可以稳住地价，有利于之后的卖地，这就是土地财政，但这只是一部分的原因，而且是较小的一部分，真正的重要原因在于土地金融；第二，土地金融是什么？它和地方政府有什么关系呢？土地财政主要指的是地方政府通过卖地来获得收入，但地方政府真正的着眼点是拿土地作为抵押品去金融市场上融资。以银行贷款为例，地方政府和许多地方国企在向银行借款时，大部分都是以土地来做抵押品的。那么这里就涉及一个问题，即抵押品的估值。估值高，能融到的钱就多，估值低，能融到的钱就少。土地财政给地方政府带来了收入，更重要的是带来了土地的估值，这也是为什么地方政府都希望地价越高越好的最重要的原因。

地方政府通过土地金融获得了大量的资金，然后用这些资金来进行修建基础设施等活动，再吸引投资，这有力的推动了中国的城市化和工业化，但这么做的弊端也很明显，比如地方政府倾向于抬高房价，这引发了一系列的社会问题，但这还不是最重要的，最重要的是中国经济的增长有快有慢，随着中国经济的体量越来越大，其增速必然会逐渐下滑，而且中国已经渡过了城市化和工业化的巅峰时期，这会导致整个市场对土地的需求慢慢减少。现在土地的

估值还可以撑住，但从长期来看，土地估值的下滑是不可避免的，那么多的融资都是以土地为抵押品，当这些抵押品缩水的时候，金融机构显然是无法独善其身的。当金融机构被拖进这个游戏的时候，整个经济的风险也会跟随而来。

那么下一步应该怎么办？我们常说危机，这个词非常好，因为危险的时候往往也是存在机遇的时候。改革开放的历史就证明了这一点，假如 1978 年中国的决策者不是认识到了中国和世界的差距，那么他们也不会坚定不移的走上改革开放的道路。过去地方政府依靠土地财政和土地金融一直都过得不错，很难有改革的动力。现在土地出让收入变少了，改革的动力自然也变大了。

下一步是改革的方向在哪里？笔者认为中国的地方政府必须从依靠土地过活转变为依靠房产税过活。房产税在短期内可能会对房价产生向下的压力，这是地方政府不愿意看到的，但房产税是一种长效的财政收入来源，其波动性会小于土地出让收入。从这一点出发，克服暂时的阵痛，去推行房产税将是很有必要的。

更重要的是，房产税将会改变地方政府的行为模式。长期以来，中国的地方政府都不欢迎人口的流入，尤其是所谓的低端人口的流入，因为地方政府需要为新的市民提供公共服务，公共服务是需要花钱的。这里要插一句，很多人都说地方政府不想提供公共服务的原因是分税制改革之后地方政府财权与事权不统一，支出大而收入少，因此没有多余的钱去搞公共服务。但笔者认为这种观点有失偏颇，首先，中央政府虽然拿走了税收的大头，但其中相当的一部分又以转移支付的方式返还给了地方政府；其次，和地方政府官员有过接触的人都会知道，在地方官员的议事日程表上，寻找投资，加速本地经济发展始终都处于优先的地位，它们为什么会不把提供公共服务作为自己的优先任务呢？这就像之前所说的，公共服务是需要花钱的，中国的官员考核机制中重要的一条就是地方经济的发展，更多的投资就意味着更快的经济增长，在这样的局面下，投资成为了优先选项，公共服务则被有意无意的忽略了。

笔者认为房产税可以改变地方政府的激励机制。现在地方政府的税收主要来自生产环节，因此加大投资就成为了当然之选，提供公共服务自然需要靠后，但推行房产税之后，本地的居民越多，地方政府可以从房产税中获得的收入也就越多，而吸引外地居民流入的一个好办法就是提供更好的公共服务。另外，由于人是可以流动的，而且对公共服务的偏好是不同的，因此房产税的开征不但会把地方政府的行事目标转移到提供公共服务上来，而且还会促使各地根据本地的条件来提供多样化的公共服务。

不过有一点还是需要强调，房产税在短期内很可能让房价下滑，这会引发房地产相关抵押品的价值重估，无论是居民的按揭贷款，还是开发商的金融贷款，亦或是地方政府的土地贷款，这种重估可能会造成一种估值危机，以银行为代表的金融机构可能会深陷其中，受到较大的冲击。但反过来说，这是中国经济早晚都需要面对的一道坎，即使不推出房产税，将来很可能也还是会发生估值危机，所以如何才能既推出房产税这样的长效机制，又能守住不发生金融危机的底线，这种情形就对决策者的智慧提出了严峻的考验。

总之就是一句话，房产税将使得人从负担变为各地争抢的香饽饽。另外，在经济下行的压力下，中央屡次重申地方政府要过紧日子，将资金用在刀刃上，要保基本民生，这种想法是非常好的，但还是没解决地方政府的激励机制问题，而房产税将在很大程度上解决这个问题。

无论从哪个角度来说，目前的中国经济都处于一个十字路口，假如我们可以像 1978 年那样积极拥抱变革，发奋图强，那么中国经济必定能百尺竿头更进一步，并走上高质量发展的康庄大道。

以上就是笔者对本月 BCI 数据和近期宏观经济形势的点评，BCI 以及相关指数的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，2022 年 9 月 28 日）