

2018年3月长江商学院BCI数据点评

文/李伟

2018年3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58.3，与上月59.5相比有微幅下滑。本月的BCI系列指数出现了一些有趣的变化，最主要的有两点，一是价格前瞻指数明显上升，二是投资和招工前瞻指数都出现了下滑。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，最近价格前瞻指数的上升需要注意。查看BCI的历史数据我们会发现，从2016年下半年开始，消费者价格前瞻指数出现了逐步上行的趋势。2015年到2016年上半年期间，消费者价格前瞻指数曾出现过多次低于50的情形，但本月的数据已达77.3，明显是一个高位了。

中间品价格前瞻指数的上升要晚于消费者价格前瞻指数，大约晚了一年时间，但其后该指标也出现了逐步上升的态势。中间品价格前瞻指数的上升势头要低于消费者价格前瞻指数，但需要指出的是，在我们6年多的调查中，中间品价格前瞻指数大部分时间都是低于50的，目前该指标已跨过了50的分水岭，本月达到了57.1。

与此同时，中国在工业领域存在较为严重的产能过剩，这会对中间品价格前瞻指数的上升构成强大的下行压力。考虑到这个因素，那么近期以来中间品价格前瞻指数的变化显然是无法忽视的。

根据我们的问题设置，价格前瞻指数询问的都是样本企业对未来半年产品价格的预期，因此其在天然上就是物价水平上的先行指标。现在的情形是这样，那么其真正发力可能就会是半年后。

我们的数据是这样，那么官方的数据如何呢？根据Wind的数据，2018年2月的消费者价格指数（简称CPI）同比增速为2.9%，远高于1月的1.5%。但今年的春节是在2月，春节期间很多商品的物价会出现短暂的明显上升，比如食品，因此拿2月和1月的数字相比并不完全合理。然而，我们注意到，2.9%的同比增速是自2013年11月（CPI同比增长3%）以来的最高增速。从2014年到2017年，这中间有4个春节，但所在月份的CPI同比增速都不如今年2月。我们认为这可能意味着近期的通胀已在出现一些新的变化。

2018年2月的生产者价格指数（简称PPI）同比增速为3.7%。表面上PPI高于CPI，但从趋势上来说，目前PPI似乎处于下行通道中，仅仅在几个月前的2017年10月，PPI还位于6.9%的高位。但考虑到PPI在过去数年曾长期是个负数，因此目前的3.7%也是一个不小的数字。

从涉及的领域上来说，CPI与消费者价格前瞻指数更接近，而PPI与中间品价格前瞻指数更接近。综合来看，中国经济可能会在短期内会出现通胀上升的格局。从这个角度来说，中国可能需要未雨绸缪，提高利率，而且现在这么做也有一个优势，就是美联储正在加息。由于目前人民币依然与美元有着较紧密的联系，因此美联储加息就会给中国央行施加一定的加息压力（具体论述可以参见笔者上月的BCI数据点评）。假如我们顺势而为，争取主动，或许是一个较好的选择。

第二点是关于中美贸易战的问题。估计本月国际经济领域最大的新闻应该是特朗普政府向中国发起贸易战了。特朗普政府一宣布制裁措施，中国就予以反制，多国股市应声而落。但实际上从数据上说，中国目前对出口的依赖较几年前相比已大幅下降了。根据世界银行的数据，中国经常账户顺差占GDP的比例，在约10年前曾达到过一个相当大的数字。例如2006年、2007年和2008年，该指标分别为8.4%、9.9%和9.1%。此后该指标逐步下滑，到2016年时，其已仅为1.8%了。

反过来说，中国对美虽有大量顺差，但中国对很多经济体都是逆差，其中一个很重要的原因是中国在国际生产链上经常扮演着最后一环的角色。例如苹果手机有很多供应商，韩国的三星就为其生产屏幕，这些供应商的产品出口到中国，最后在中国组装为苹果手机，再发向全球，也包括美国。表面上看，中国通过向美输出苹果手机而产生了大量顺差，但实际上中国仅仅在这一过程中赚了一点辛苦钱，大部分的顺差实际上是其他一些国家对美的顺差。

不过目前中国已是全球第一大出口国，出口不但为中国带来了经济增长，也解决了大量的就业，因此假如贸易战恶化下滑，其对中国经济最终的影响也存在一定的不确定性。但对此我们也可以换个角度来想想这个问题。中国出口这么多，拥有经常账户顺差，到底好不好？

这里要解释两个概念：第一，国际收支平衡：经常项目顺差 = 净资本流出；第二，净资本流出 = 非官方净资本流出 + 官方净资本流出。虽然中国的非官方净资本流出过去长期是一个负数，只是在近期才成为正数，但官方净资本流出一直是一个正数。换句话说，长期以来中国公司和个人接受的外资投资大于他们的对外投资。但中国的官方，主要就是中国央行，是一个越来越大的境外投资者。中国越来越大的对外投资主要是央行大规模购买外国国债而形成的巨额外汇储备。

从1994年到2017年，中国每年都是经常账户顺差，总额超过3万亿美元。我们出口商品和服务，换取外汇，再用这些外汇去对外投资，仅美国国债就持有11682亿美元（美国国债数据时间点为

2018年1月), 这在所有外国投资者中排名第一, 而所有的外国投资者共持有 62604 亿美元, 中国在其中的占比高达 18.7%。

中国的经济增速快, 资本回报率高, 理应是一个净资本流入国, 在国际收支上就应该表现为经常账户的逆差。发达国家经济增速慢, 资本回报率低, 应该是净资本流出国, 在国际收支上就应该表现为经常账户的顺差。结果现在的局面正好相反, 出现这种情况的原因我们暂且不论, 但至少这是明显不合理的。中国人均 GDP 现在还很落后于发达国家, 我们借钱给他们, 而且只是收到了很低的利息 (国债等金融产品安全、流动性好, 但收益非常低), 穷人借钱给富人, 而且利息也低, 哪有这个道理? 因此实际上即使特朗普政府不对中国发起贸易战, 中国从自身的利益出发, 也应该采取措施改变目前的局面, 至少要逐步缩减经常账户顺差的规模, 即使出现逆差, 甚至是较长时间的逆差, 也没有什么值得担忧的。

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3月27日