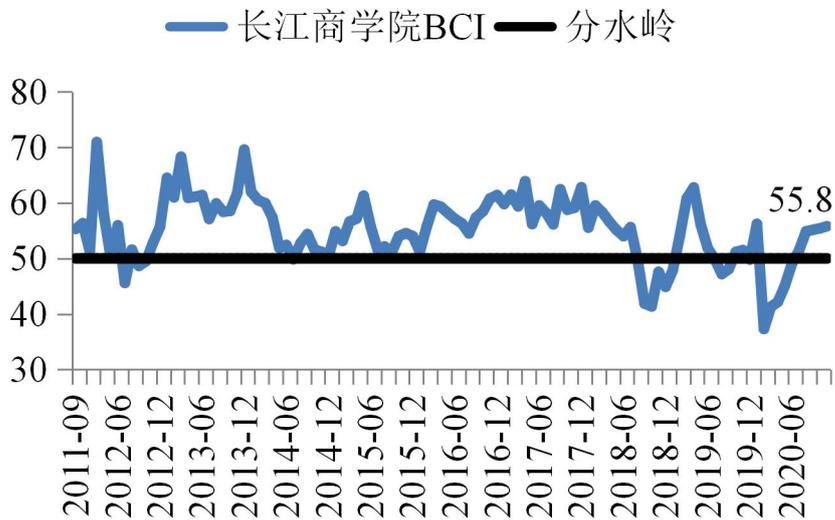


# 2020年11月长江商学院BCI数据点评

文/李伟

2020年11月的“长江商学院中国企业经营状况指数”（CKGSB Business Conditions Index，下称BCI）迎来了微幅的上涨，本月数值为55.8，而上月为55.4（图表1）。值得注意的是，目前BCI已位于50的分水岭之上，这说明政府救经济的政策在民营经济中效果显著。假如未来不出现大的意外，今年余下的时间内，中国经济有一个相对较好的表现还是一个大概率的事件。

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。

本月的数据总体变化不大，但仍有一些亮点，其中最明显的就是大多数分指数都出现了或多或少的上扬。例如，用工成本前瞻指数和总成本前瞻指数本月都涨至了80以上，再次回到了较高的水平上；消费品价格前瞻指数由47.2涨至52.1，中间品价格前瞻指数则由50.4涨至了58.8。中间品价格前瞻指数明显领先于消费品价格前瞻指数，这在我们的调查中是非常罕见的现象；投资前瞻指数由65.0涨至67.4，招工前瞻指数由67.6涨至69.3，这说明受访企业大部分都在扩张，中国经济正在满负荷运转。

除了以上的内容之外，本月笔者想谈一下直接融资的问题。本月25日，国务院副总理刘鹤在《人民日报》撰文指出，坚持以服务实体经济为方向，对金融体系进行结构性调整，大力提高直接融资比重。这是非常重要的一个信号，预示着未来金融改革的大方向，那么为什么我们要提高直接融资的比重呢？笔者猜想很大程度上这是为了将银行赶向中小企业市场。

为什么这么说呢？因为在直接融资市场，主要是债市和股市，谁最有资格去融资呢？是大企

业。大企业实力雄厚，信誉度高，容易拿到高评级，因此在融资的时候成本也会较低。由于没有了银行融资中间的利差以及手续费，大企业在直接融资市场的融资成本一般是低于在间接融资市场的融资成本的。换句话说，发股票、发债券比找银行贷款来的划算。

当大企业普遍选择直接融资市场去融资后，银行必须寻找新的客户，这时候中小企业就进入了银行的视野之中。相对大企业而言，中小企业实力弱小，透明度低，不容易拿到高评级，因此在直接融资市场上的融资成本会比较高。由于存在这样的特点，因此中小企业找银行也就顺理成章了。银行每天都会接触大量的中小企业，它们不但会看这些企业的老三表（资产负债表、利润表和现金流量表），还会看它们的新三表（水费单、电费单和海关报表），这在一定程度上克服了信息不对称的问题。

那么银行现在这方面做得怎么样呢？很遗憾，情况不太乐观。

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 2 显示的是受访企业的融资环境指数，指数越高，企业的融资环境越好，指数越低，融资环境越差。本月该指数仅为 50.6，刚刚踩在分水岭上，而且更需要注意的是，该指数自调查伊始以来，大部分时候都在 50 以下，最低时候曾跌破 30，是个不折不扣的老大难。指数表现的这么差，实际上就是说受访企业在融资上长期存在融资难、成本高的问题。换句话说，我们的金融机构主要是在为大企业服务，中小企业目前仍难以获得金融机构的支持，市场机制不健全。

我们除了要提高直接融资比例的问题外，还有一个重要问题需要解决，就是打破大企业，尤其是国企的刚性兑付的问题。2020 年 11 月 10 日，河南国企永城煤电控股集团有限公司（简称永煤集团）10 亿元超短融“20 永煤 SCP003”到期未能兑付，构成实质性违约。由于市场在此之前没有任何预期与准备，因此此次违约极大的震动了市场。由于永煤集团规模大，又是地方国企的代表性企业，因此市场风险很快沿多个路径开始传导。

实际上，永煤集团的违约并非完全毫无征兆，但为什么投资者会忽略这些风险呢？其中最重要的原因就是永煤集团系河南重要国企，投资者认为地方政府会出手相救。

在债券违约后，豫能化与永煤集团的主体评级均由 AAA 降至 BB，市场高度关注后续事态的发展。在经过了激烈的博弈之后，在地方政府的干预下，11 月 24 日傍晚，“20 永煤 SCP003”的主承销商光大银行在上海清算所发布公告称，“20 永煤 SCP003”持有人会议两项议案均获通过，持有人 100%同意永煤集团先行兑付 50%本金，剩余本金展期 270 天，展期期间利率保持不变，到期一次性还本付息，并豁免“20 永煤 SCP003”违约。永煤集团的债务危机暂且告一段落。

债务危机暂缓了，但背后的问题并未获得完全的解决，这就是刚性兑付的问题。刚性兑付这个概念最初来源于信托行业，其是指信托产品到期后，信托公司必须分配给投资者本金以及收益的要求。当信托计划出现不能如期兑付或兑付困难时，信托公司需要兜底处理。

实际上中国并没有任何一项法律条文要求信托公司进行刚性兑付。这一不成文的行业习惯是中国金融市场宽松，资本机构为争夺资金的结果。

后来，刚性兑付又蔓延至其他行业，比如银行理财产品。在债券市场上，投资者要求债券发行人背后的控制人兜底的行为，实际上也可以看作是一种刚性兑付的情形。当存在刚性兑付的预期时，投资者就容易低估投资产品的风险，而当出问题，怀疑一切的观点又可能出现，从而导致市场出现大规模的价值重估。

由于存在刚性兑付，国企和民企就不在同一条起跑线上，市场经济的作用就会被束缚，民企融资环境差也就很难获得实质性的改变，而国企的改革增效也会被迟滞。因此要彻底改善民企，尤其是中小民企的融资环境，那么打破国企的刚性兑付就会是重要的一环。

综上所述，无论是提高直融比例，还是打破国企的刚性兑付，都是要理顺市场机制，让风险与收益对应起来，让最合适的人去做最合适的事情。只有这样，我们才能在最大程度上克服金融市场的两个顽疾——道德风险与逆向选择。

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。2020 年 11 月 29 日。）