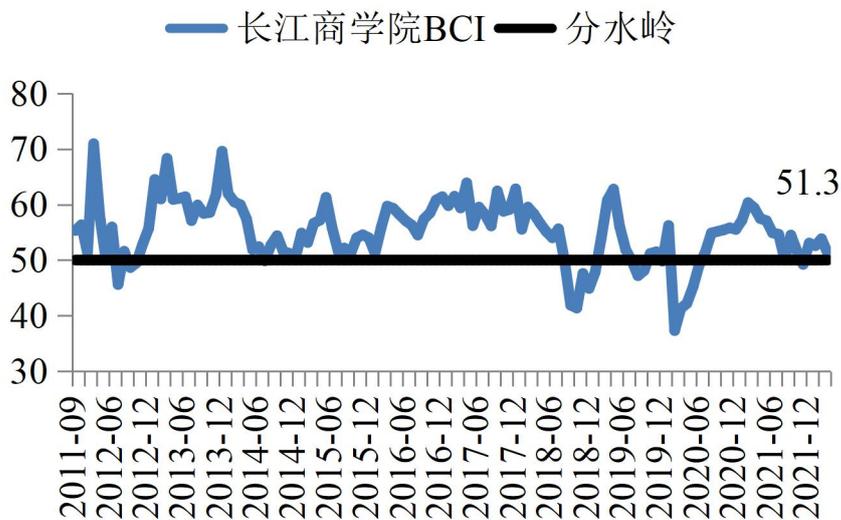


2022年3月长江商学院BCI数据点评

文/李伟

2022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）出现了小幅下滑，本月数值为51.3，而上月为53.8（图表1）。BCI目前仍在50的分水岭之上，这表明受调查企业的状况依然较为乐观。

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以及相关指数变化不大，因此笔者将就债务美元化谈一些个人看法。债务美元化指的是企业的资产负债表上，资产端主要是以本币计价的资产，而负债端主要是以外币（主要是美元）计价的负债。这是一种货币错配，而错配就意味着风险。我们不是因为存在风险就不允许出现债务美元化，相反，风险需要的是良好的管控。

现在我们面临的一个明显的风险就是美联储的加息。最近，美联储加息0.25%，这是数年以来的第一次加息。鉴于美国目前严重的通胀形势，我们判断美联储在可预期的未来将会持续的收紧货币政策。以往的经验表明，当美国加息的时候，美元资产的回报率上升，资本容易从其他国家流向美国，其他国家的货币会面临更大的贬值压力。1994年墨西哥金融危机的一大诱因就是美联储的加息行动。

货币贬值并非毫无益处，比如说贬值的货币可以让本国的出口商品价格更低，有利于其获取更大的市场份额，从而带动出口和经济增长。但对一国经济来说，本币贬值和债务美元化组合在一起的时候，却往往是一对致命的搭档。其背后的逻辑在于对企业的资产负债表来说，债务美元化意味着企业存在汇率风险，尤其是对那些销售收入以本币计价的企业来说。对大

多数企业来说，当本币贬值的时候，企业的资产没有什么变化，但负债却增加了，以本币结算的利息支出也增加了，而且企业的很多资产都是不易变现的长期资产，例如机器设备等。这样一来，企业就等于说是债务额和财务成本大增，最终，很多企业会被沉重的债务负担压垮。当一国出现大量这样破产的企业的时候，其经济就很容易陷入困境。

除此以外，还有一种更危险的组合，即固定汇率与债务美元化。固定汇率相当于政府给企业提供了一个免费的保险，使得借贷双方免遭汇率变化的风险，这会助长企业借入美元的积极性，尤其是当美元贷款利率较低的时候。历史上曾经发生过多起固定汇率与债务美元化共同导致货币危机的例子，例如 1994 年的墨西哥金融危机、1997 年的韩国金融危机和 2001 年的阿根廷金融危机，在这些金融危机发生之前，这些国家都实行的是或松或紧的固定汇率政策，尤其是阿根廷，将比索与美元直接绑定在 1:1，实行了货币局制度，这是一种非常严格的固定汇率制度。

为什么固定汇率与债务美元化是一种危险的组合呢？其原因在于当一国经济出问题的时候，政府维持固定汇率的资源会出现捉襟见肘的麻烦。当市场意识到这点的时候，就会有投机力量来袭击这种货币，它们通常采取的方法就是卖空这种货币。要想继续维持该汇率水平，被袭击国的央行一般有三种选择，一是动用外汇储备买入本币，二是提高利率，三是实行资本管制。第一种方法的弱点在于外汇储备是有限的，一个国家不可能为了一时之需而长期持有大量的外汇储备，这么做的机会成本是很高的；第二种方法的问题在于利率的升高会打击本国企业的运转，因为会增加它们需要支付的利息，这种伤敌八百、自损一千的打法，很多国家都是尽力避免的；第三种方法的问题在于其打破了政策的连续性，给投资者带来了不确定性，而且资本管制本身会扭曲市场，造成福利的净损失。随着时间的流逝，人们会找到资本管制越来越多的漏洞，规避资本管制的方法也会越来越多，所以资本管制虽然不是全无益处，但也并非上佳之选。

这里插一句，固定汇率与债务美元化对大多数企业来说都是一种危险的组合，但对少部分企业则不然，其中最典型的就是出口企业。现在出口企业大部分都是以美元来结算收入，当本币贬值的时候，企业的资产和负债会发生同向变化，因此可以在很大程度上对冲汇率带来的风险。

中国在过去曾实行过很长时间的固定汇率制度，现在汇率也没有完全放开。虽然中国有巨额的净出口，去年达 4.36 万亿元人民币，只要这一趋势得以维持，那么从结构上说，人民币应该是升值的。但现在国内的资产价格已经相当高了，一旦资本自由流动有所松动，大量资金可能流出中国，去他国购买资产，因此在短期来看，人民币可能存在明显的贬值压力。一旦人民币发生明显的贬值，那些债务美元化的中国企业就会马上遭殃。假如你还不信，可以去问问恒大这样在香港发行了大量美元债的公司。

总之，现在美国进入了加息的周期，中国的资产价格又这么高，国内有很多企业（尤其是房地产开发商）都在境外借了美元债，人民币一旦发生大幅度的贬值，这些企业的资产负债表会马上恶化。本来国内的经济就受到了新冠疫情的影响，要是债务美元化再导致大量企业破产，那对中国经济来说，真可谓是雪上加霜了。

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。2022 年 3 月 24 日。）