

# 我国是否会发生经济危机？提前备粮（二）

2017.6

作者——微博：期货\_操作手（新微博）

微信公众平台：京城操盘手；微信号：jingchengcaopanshou

因为一旦发生经济危机，经济凋零，大量企业倒闭、破产，大量人失业，房价也会大跌，国民突然间变得很贫困，不仅还不上房贷、银行拍卖房子，而且已经没有挣钱的渠道，生活没有了积蓄，吃饭都成了头等的问题，[经历过 98 年国企下岗的工人](#)，能体会到这种艰难绝望的生活。

所以，本篇我专门抽了不少时间，来研究我国经济危机的可能性，为了以防万一，防止出现经济危机时，我们流离失所、一无所有，甚至讨饭，我们需要提前做一些准备，准备好现金、备粮，以备到时的失业，虽然不一定发生，但提前储蓄，总比没有任何防备，要好的多得多。

## 我国是否会发生经济危机？提前备粮（二）

[我国的杠杆率，显著大于可比的发展中国家，而且结构非常不健康，风险大于发达国家，一旦某个导火线爆发，很容易引发金融危机，进而导致经济危机](#)

中国的负债则主要来自于企业部门，[占非金融部门负债总和比重超过 2/3](#)，市场上普遍认为：因为我国的政府杠杆率和居民杠杆率都大幅低于发达国家，四个部门中，只有非金融企业的杠杆率大幅高于其他国家，加上整个杠杆率是低于发达国家的，所以我国的杠杆率不高，属于中等水平，风险不大。

但是，[如果我们仔细去分析，就会发现我国的金融风险很大：](#)

### 1、发展中国家才是我国杠杆率可比的对象，发达国家由于各方面成熟，可比性不是很强

发达国家经过至少半个世纪的发展，[各方面的机制比较成熟，社会保障完善](#)，国民福利待遇高，居民失业或到了某个年龄后，国家发放保障收入，孩子也会享受国家照顾，使他们后顾之忧，就会敢于消费；发达国家的信用完善、信用消费成熟，金融发达，居民能够透支消费或提前消费。同时发达国家由于经济成熟，收益率比较低，[贷款利率也很低，才 1%多，还款压力比较小，这些都会导致发达国家的居民杠杆率高](#)。同时政府给予国民的福利高，财政支出比较大，所以政府杠杆率会比较高。另外，发达国家的杠杆率达到这个水平，是几十年来长期不断积累的结果，而不是这几年的结果，美国的居民部门杠杆率在 1960-1984 年基本稳定在 40%-50% 的水平，1985 年以后才出现新一轮的上升，[但是在居民杠杆率达到 70% 之前的半个世纪之中，发达国家是爆发过多次的经济危机的，并不是说我国杠杆率没有达到 70%，经济风险就小，发达国家在居民杠杆率达到 40% 左右的时候，是爆发过多次经济危机](#)。何况我国的杠杆率主要是在 2008 年之后攀升的结果，上升过快，风险没有得到时间的消化。

而我国是发展中国家，发展时间还短，金融消费还不发达，社会保障还不完善，居民是不敢于提前消费，后顾之忧比较大，居民杠杆率相对不高；同时由于保障措施还不完善，所以政府杠杆率并不高。

所以我们应该和同类型的发展中国家相比，我国杠杆率全面高于可比的发展中国家，其中居民杠杆率明显高于发展中国家，政府杠杆率是略高于发展中国家，企业杠杆率 166%则是远远高于发展中国家的 50%左右，全面所以整体的杠杆率 255%是远高于发展中国家的 118%，是发展中国家的两倍左右，风险是比较大的。

## 2、我国企业杠杆率不仅很高，而且偿还能力弱，极易触发金融风险

如果企业的杠杆率高，但是盈利能力强，随着时间的过去，杠杆率是可以快速下降的，但是我国非金融部门的杠杆率不仅很高，远高于发达国家和发展中国家，而且偿还能力弱，杠杆率不易下降，容易触发风险。

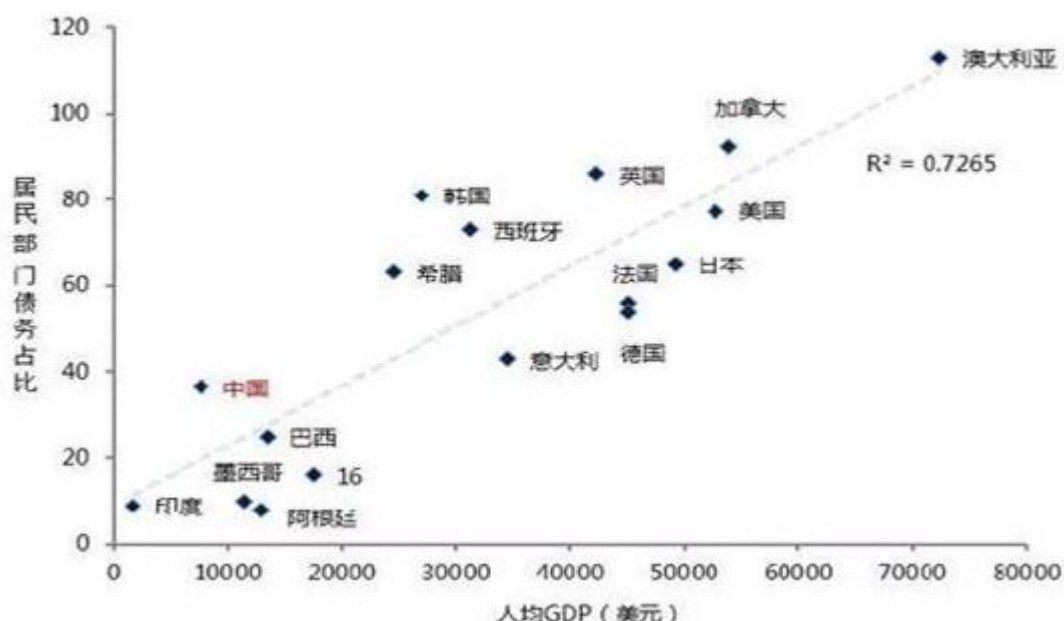
我国非金融部门——企业的杠杆率高，企业债务中，70%的债务为国有企业债务，2008年之后，我国进行 4 万亿的财政刺激和天量信贷，出于政治需要，银行过量放贷，国有企业盲目投资，推动了国有企业债务的迅速膨胀。2008 年后，中国推出了以“四万亿”为代表的财政刺激计划，资金重点投向基建领域，基建投资累计同比增速由 3.6%一度跃升至 50.8%。在基建投资的资金来源中，国家预算内资金仅占 10%，只发挥了引导和撬动作用，信贷资金才是“大干快上”的主要推手。2008-2009 年期间，伴随着财政发力，国有企业在与之相联系的通信、公用事业、交通运输、采掘、钢铁有色等行业都在快速加杠杆。国有企业和地方政府恰是加杠杆的两大载体，结果使企业部门和地方政府债务快速膨胀，是导致这一时期国企杠杆率快速上升的重要原因。截至 2015 年底，我国国有企业负债占整体非金融企业负债的比例在 70%左右，占 GDP 的比重高达 116.8%。

我国企业的杠杆率不仅很高，而且很不健康，重资产、产能过剩行业占比较大，投资回报率低，导致还债能力较弱，容易触发金融风险。2008 年金融危机后，4 万亿的财政刺激导致我国经济社会出现了严重的产能过剩，政府的隐性担保，使大量产能过剩企业僵而不死，过剩产能无法出清，实体经济杠杆率不断攀升，大量资金沉淀在低效部门。国企杠杆率高的直接原因，是因为国企主要集中在重资产、高杠杆、产能过剩的行业，分布于建筑装饰、采掘、公用事业、交通运输、钢铁、化工以及国防军工等七大行业，这些行业要么高度重资产（如化工、采掘、建筑装饰），要么具有高杠杆运营的性质（如公用事业、交通运输），要么是产能过剩的重灾区（如钢铁）。资本投入大举扩张之际，国企长期存在的经营低效问题愈发凸显，导致国企投资回报率进一步降低，国企的资产负债率也快速升高，截至 2015 年底，国企资产负债率高达 61.4%，而民企资产负债率为 51.2%。

## 3、我国居民的杠杆率虽然不算高，但是边际还款压力大，一旦房价转势，则易触发风险

我国居民的杠杆率为 40%左右，远低于发达国家，但大幅高于部分发展中国家。发达国家的居民杠杆率也不是一步到位的，而是经过了几十年的攀升，美居民部门的杠杆率在 1960-1984 年基本稳定在 40%-50%的水平，1985 年以后出现一轮快速攀升，目前处于 70%左右的水平。我国居民杠杆率已经达到美国在上个世纪六七十年的水平，而且是大幅高于部分发展中国家的，例如俄罗斯是 16%，印度是 9%，巴西是 25%，墨西哥是 10%，阿根廷是 8%。

图：不同国家的居民杠杆率水平（横轴是人均 GDP）



居民杠杆率是居民贷款总额/GDP 的数值，并不能有效代表居民的负债能力，可以用住户负债率（住户贷款/住户收入）来考察，虽然我国引以为豪的是高储蓄率，全国居民储蓄率接近 50%，住户负债率 50%，不算高，但有些城市的比例已经太高了，一线和部分二线城市的住户负债率已经超过了 100%，入不敷出。

	住户存款（亿元）	住户贷款（亿元）	住户负债率
全国	64.5万	35.23万	50%
深圳	10352	14949	144.2%
厦门	2246	3663	163.1%
合肥	3281	4014	122.3%
南京	6095	6534	107.2%

居民可支配收入才能真实衡量居民债务的偿付能力，按照偿还能力来看，以住户贷款除以可支配收入，我国居民的负债率是 107%，整体是入不敷出。

随着过去十年我国房地产的热潮，我国居民的贷款主要集中在房地产领域，我国房贷收入比接近美日，2016 年边际购房杠杆为 50%。根据海通证券的测量，以房贷/居民可支配收入，来准确衡量居民房贷负担，2015 年中国居民房贷收入比为 57%，2016 年房贷增速约为 30%，再创新高，而居民收入增速继续下行，预计为 8%-9%。据此估计，2016 年中国居民房贷收入比为 67%（其中公积金贡献约 12%），已和美日基本持平。如果按 25%的商业贷增速、15%的公积金贷款增速和 8%的居民可支配收入增速测算，则 2019 年中国居民房贷收入比将达到 100%左右，超过美国历史峰值。而美国房贷收入比在 2000 年之前基本稳定在 60%左右，从 2001 年开始持续飙升，2007 年达到 100%左右，此后见顶回落，2015 年为 70%。日

本房贷收入比从 80 年代起持续攀升，90 年代泡沫破灭后仍缓慢上升，2015 年为 68%左右。考虑公积金后，2016 年中国居民购房边际杠杆达 50%，与美国次贷危机前的最高值相当。

我国房地产的泡沫较大，一旦房价大势转跌，则国民财富会缩水，就容易触发经济风险和金融风险。不仅租金房价比是最低的，即房价与房租的比值是世界上最高的，就连房价的绝对值，也依然位于世界前列，全世界房价最贵的十大城市，除了香港外，深圳、上海和北京都位于前十，其中深圳房价位于世界第三，而我国的国民收入是远低于发达国家同级城市的水平，所以我国的房地产泡沫较大，如果房价大势转为跌势，则在居民资产中占一半以上的房地产会出现贬值，国民财富就会出现缩水，变相贫穷，就会减少其他领域的消费，同时面临因房价下跌而带来的银行追加保证金的情况，会使家庭开支变得异常紧张，也面临还房贷的风险。

#### 4、 企业是财富创造核心，我国企业杠杆率太高，导致杠杆率的结构很不健康，风险大

企业是创造财富、就业和经济增长的根基，政府的财政收入要靠企业纳税，居民的收入也主要靠企业的工资发放，如果企业运营困难甚至破产，则政府没有了税收收入，居民没有了工资收入，则居民和政府就马上面临了还款难题，容易触发金融风险。

虽然发达国家的居民杠杆率和政府杠杆率相对高，但企业部门的杠杆率比较低，企业运营正常，不断地创造利润和财富，政府和居民便可以获得稳定的收入，能够推动着经济生态向前运行。

但我国企业的杠杆率过高，投资回报率又低，产能过剩、资产过重、回报率低的行业又比较多，加上杠杆率过高，企业运营困难、还债压力甚大，一旦企业出现了系列性的破产，则政府的税收收入大幅下滑，居民面临着降薪或裁员，则工资收入迅速下降，那么政府和居民的还款压力很大，面临困难，容易牵连一系列的金融风险，多米诺骨牌效应，我国的金融风险是大于发达国家。

#### 5、 我国处于经济的转型期，经济不断下移，企业生存日趋艰难，经济生态圈风险大

如果企业的杠杆率过高，当前投资回报率低，但宏观经济不断从低谷中爬出，不断走向繁荣，经济步入新的高速增长，企业的收入和利润率都会不断地提高，然后偿还债务，企业的杠杆率是可以不断地下降，最后下降到一个合理的位置。

但是我国经济增速并非一个短周期的下滑，而是一个长周期的下移，和其他任何的发达国家一样，我国经济已经发展到一定的程度，高速增长的时代已经过去，未来长周期来看，我国经济增速的中枢可能是 5%左右，意味着最低的时候，可能跌破 5%，当前我国经济增速接近 7%，意味着还有下跌的空间和时间，还没结束。

我国经济进入“新常态”，经济增速、国内需求、收入等增速都处于下降通道，时间较长，我国企业难以较快地走出困境，企业的杠杆率短期内难以出现明显下降，企业较高的杠杆率，导致企业借新还旧比重较高、企业债务违约事件增多等问题，我国经济生态圈的风

险是显著大于发达国家的，一旦某个导火线，便会引燃金融危机，进而经济危机，掀起多米诺骨牌。