

# 我国是否会发生经济危机？提前备粮（五）

2017.7

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

---

如果一直研究中国国内的危机情况，会使我们的视野狭小，看不清全貌，坐井观天，我们需要纵向对比几个类似国家俄罗斯、巴西，这些国家已经在 2014 年陷入经济危机之中，我们和这些国家对比，对比类似的地方和不同的地方，以更能完全地看清我国的危机情况。

---

美国持续的货币收紧政策，导致一些发展中国家的货币大幅贬值，热钱外流，这些国家在 2014 年就开始出现了经济危机：2015 年，巴西雷亚尔兑美元汇率就贬值了 40%，通胀率超过 10%，巴西陷入自 20 世纪 30 年代以来最长衰退；阿根廷比索兑换美元的汇率贬值了近 34.6%；拉美地区最大的石油出口国委内瑞拉陷入恶性通胀，失业人数越来越多、基本生活用品短缺，经济正在崩溃，出现了美元债务违约。俄罗斯的货币也大幅贬值，2015 年俄罗斯通胀率达到近 13%，俄罗斯也深陷危机之中。

但我国作为新兴国家的代表，受到的冲击有限，为了研究美国持续收紧的货币政策，能否对我国的未来产生大的影响，我们需要先了解中国和其他新兴国家的不同点和共同点，来寻找其中的逻辑线条。本篇我们就先看俄罗斯的危机缘由。

## （1）俄罗斯的经济结构单一，依赖能源出口；农产品消费依赖进口。

俄罗斯的经济结构过于单一，经济严重依赖能源，能源出口占到七成。俄罗斯有着丰富的石油和天然气资源，开采业占到 GDP 的 10% 左右，算上与能源相关的制造业、服务业，俄罗斯 GDP 的三分之一依赖能源行业，俄罗斯出口的产品中，超过 70% 是能源产品。

俄罗斯轻工业和农业相对落后，轻工业品、食品和农产品对进口的依赖程度较高，一旦俄罗斯卢布大幅贬值的话，必然会使俄罗斯民众的消费品的进口价格大幅增加，从而直接推高了他们的通胀。

## （2）美国退出 QE，美元步入牛市，叠加供需过剩，原油价格大跌，俄经济大滑

很多机构认为，2014 年 7 月份后原油价格的大跌，是导致俄罗斯经济危机的根本原因，这个并没有错，但是什么原因导致了原油价格的大跌呢？当时的世界经济并没有突然间就刹车，但是 2014 年后半年，原油价格却能从 100 美元下跌到 50 美元，下跌高达 50% 左右。

复盘当时的原油大跌时间点，恰好和当时美元步入牛市的时间点很吻合，2014 年 7 月份后，在美国要退出 QE 的预期背景下，美国的货币政策出现拐点，从此前多年的货币

宽松政策，转变为逐步收紧的货币政策，是一个大的历史拐点，美元也步入了大牛市，一直到 2014 年底、2015 年年初，美元指数从 80，涨到 100，涨幅 25%左右。而**原油是以美元为标价的，当美元大幅升值的情况下，以美元作为标价的原油价格，自然就会出现大跌，从时间点上看，原油价格也恰好在 2017 年 7 月份步入了大跌**，第一阶段大跌，一直跌到 2014 年底、2015 年初，价格从 100 美元跌到 50 美元。

图：2014 年下半年，美元和原油的走势



当然，美元步入牛市，只能解释 2014 年原油大跌的一半原因，因为美元上涨 25%，而原油却大跌 50%，幅度远超美元，另一半的原因就是原油的供需，在 2014 年除了美国之外，全球经济恢复的幅度实际都略低于预期，尤其欧洲和中国下半年经济增速的放缓，导致了对大宗商品需求量的下降，2014 年全球的大多数大宗商品价格下半年都出现了一定程度的回落，同时美国页岩油技术的进步和页岩油产量的增长。

按照美元价值计算，2014 年俄罗斯原油和天然气的出口变为负增长，2015 年俄罗斯原油出口额下降 42%，天然气下降 23.5%，**从 2014 年下半年开始，俄罗斯的商品出口增速就已经负增长，2015 年出口增速下滑高达 31%**，出口下滑一直持续到 2016 年 10 月。

图：俄罗斯出口增速（%，按照美元值计算）

2014 年开始，美国和欧盟对俄罗斯实行严格制裁，对俄罗斯经济雪上加霜。自 2014 年 3 月起，因为在乌克兰问题上的分歧，欧美等西方国家开始对俄罗斯实施一系列制裁措施，制裁措施涉及金融、军事、能源等诸多领域，包括限制对俄罗斯能源行业特定的物品与技术出口。

内外交困，**俄罗斯经济增速大幅下滑，2014 年俄罗斯经济增速仅为 0.7%，2015 年 GDP 增速由正转负，经济萎缩 3.75%，创 10 年以来最差表现。**

图：俄罗斯 GDP 增速（%）

**（3）美元大幅升值，以及俄罗斯经济困难，导致卢布大幅贬值，加重金融危机**

美元大幅升值，叠加俄罗斯经济大幅下滑，热钱外流，卢布大幅贬值。由于 2014 年 7 月份后，美元大幅升值，推动卢布贬值，但是这只能解释一部分原因，因为 2014 年下半年美元只是升值了 25% 左右，而是卢布却贬值了 41%。另一个大的原因是原油价格的大跌，导致以能源为主的俄罗斯，出口大幅下滑，俄罗斯经常项目和资本项目均转差，其中贸易顺差从 2014 年高点时的每月 200 多亿美元，一路下滑到 2016 年 2 月份的不足 100 亿美元，经济陷入困难，更加刺激了热钱的外流，卢布进一步大幅贬值，贬值幅度远远大于美元的升值幅度。

在 2014 年为了稳定卢布汇率，俄罗斯央行曾经大举干预汇率，俄罗斯中央银行自 2014 年 3 月起，动用 1000 多亿美元外汇储备，外储大幅减少，而俄罗斯的外债还有 5000 亿美元，使市场担心俄罗斯偿还不起外债，会爆发像上个世纪八九十年拉美债务危机，于是更加激发热钱外逃，加速贬值。俄罗斯的外储干预，导致外储下降太快，于是 2014 年 11 月发布紧急声明，宣布取消外汇篮子走廊上下浮动限制，允许卢布自由浮动，其后卢布兑美元在三个月内迅速大贬超 50%。2015 年美元升值幅度比较小，但是卢布却继续贬值了 18%。

图：俄罗斯外汇储备和资本流出情况（百万美元）

图：美元兑俄罗斯卢布走势



（4）卢布大幅贬值，引来高通胀，导致连续加息，加重经济危机，股市暴跌 俄罗斯的消费品依赖进口，自 2014 年以来卢布大幅贬值，直接导致俄罗斯的进口成本和价格大幅度提高，带来了输入性通胀。俄罗斯货物进口同比增速从 2010 年接近 60% 的高点，直线下滑至 2015 年 -41% 的低点，2015 年延续下跌，增速为 -20% 左右。

俄罗斯物资奇缺，开始出现通胀，2015 年通胀率高达 12.9%。卢布在 2014 年底的两个月内，直接从 40 贬值到接近 60，短期触底反弹后，又从 50 贬值到 70 以上，与此同时俄罗斯 CPI 同比一度接近 17%，2015 年全年通胀率达到 12.9%。

俄罗斯央行为了控制通胀和稳定汇率，大幅提高基准利率。一方面，受卢布贬值、欧美制裁等因素影响，俄罗斯 CPI 同比从 2014 年底开始不断攀升，2015 年 3 月达到 17% 的高点，和央行 4% 的通胀目标相去甚远；另一方面，为了稳定卢布汇率，俄罗斯央行的外汇储备从接近 5000 亿美元直线下降到 3000 多亿美元，而到了 2015 年末，俄罗斯尚有 5000 多亿美元的外债，所以必须要用提高利率的手段来稳定汇率。俄罗斯央行于 2014 年底的 2 个月时间

里，直接将基准利率从 8% 提高到 17% 的水平，后来随着通胀不断回落，俄罗斯央行虽下调基准利率。

图：俄罗斯通胀和基准利率走势（%）



在俄罗斯面临各种危机的情况下，2014 年下半年俄罗斯股市暴跌了 42%，2015 年股市先上升，后下跌。

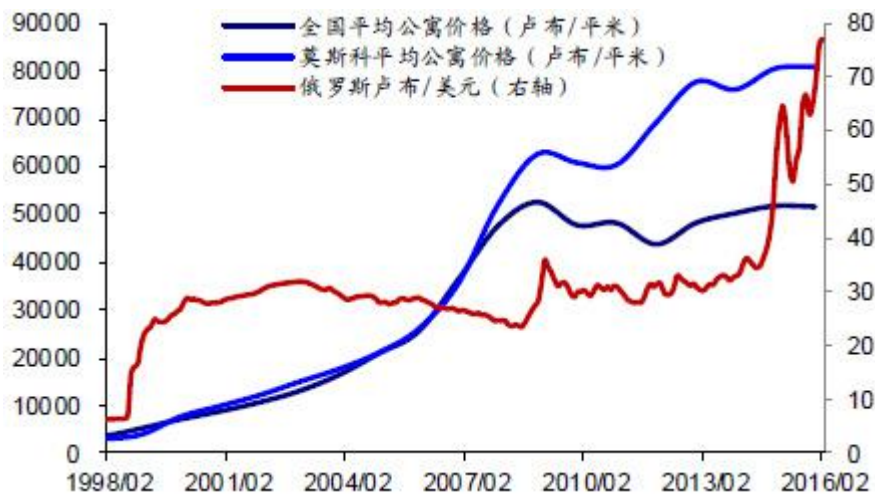
图：俄罗斯股市的走势

（5）俄罗斯“弃汇保楼”，卢布大幅贬值，以卢布计算，俄罗斯房价并未下跌

2008 年之前，俄罗斯货币严重超发，M2 和名义 GDP 增速之间的差距最高达 40 个百分点，过剩的流动性导致楼市大涨，2004-2008 年俄罗斯全国平均公寓价格上涨了 222%，莫斯科上涨了 258%，期间卢布对美元汇率升值了 14%，资产价格存在高估的风险。俄罗斯选择了让汇率贬值，2008-2009 年卢布对美元贬值幅度高达 34%，2014 年经济形势恶化后，卢布再次对美元大幅贬值。以卢布计算，俄罗斯房价经历了暴涨后，在 2015 年经济下行的情况下保持基本稳定，没有出现日本 90 年代初和美国 2008 年那样的崩盘现象。

俄罗斯模式是“弃汇保楼”，最大程度上维稳了以本币计价的国内楼市价格，但汇率上经受了大幅贬值，但是以美元计价的资产价格，俄罗斯房价是出现大幅下跌的。

图：俄罗斯汇率和房地产价格走势



#### (5) 中俄对比：中国外部风险小，但内部风险大

从经济结构来看，俄罗斯经济结构单一，过于依赖两种资源，就容易受到资源价格的影响，经济的波动大，风险大，一旦资源价格大跌，则就会爆发经济危机。与之相反，我国不依赖资源出口，反而是资源的进口国，资源价格大跌，对我国是有益的；而且我国是世界制造业大国，经济结构多样，出口品种种类多，比较丰富，不容易受制于人。另外，我国的轻工业发达，农业也能自给自足，不依赖进口，粮食连年增产，如果我国的货币出现大幅贬值的话，则和居民生活密切相关的生活物资价格，所受的影响会比较小，不容易出现恶劣通胀。

从外债来讲，俄罗斯的外汇储备无法覆盖外债规模，当货币出现贬值时，市场就会担心偿还不了外债，会爆发债务危机，会直接刺激和加速热钱外流，导致货币加速贬值，产生负反馈，会恶劣方向发展，爆发金融危机。

从国际上看，发展中国家爆发金融危机的直接导火线，大部分都是资金外逃、货币贬值，原因是这些发展中国家的外汇储备远无法覆盖外债规模，一旦有风吹草动，就会引发市场恐慌，产生抛售本币，加速贬值，产生负反馈。97年泰国的外债/外汇储备为427%，98年俄罗斯的外债/外汇储备为2415%，2002年阿根廷的数值为1493%，2010年希腊的数值为8773%，2014年年中俄罗斯的外债/外汇储备差不多是100%左右，这些都无一例外爆发了金融危机。

而我国的外汇储备目前完全可以覆盖掉外债，外债/外汇储备为47%左右，虽然热钱大幅外流后，我国的外汇储备尚有3万亿美元，截止2016年末，我国的外债总额为1.4万亿美元，能够有能力偿还外债，还不会无法偿还外债的程度，市场的恐慌心理会小很多。除此之外，我国有强大的行政手段，政府管控外汇，外汇不能自由流动，可以不让个人或机构兑换外汇，所以2017年采用外汇新规后，外汇流出得到抑制，外汇和汇率都出现平稳。所以我国暂不用担心外债引发的危机。

不过我国杠杆率远高于俄罗斯，扣除掉金融部门的杠杆率，我国的总杠杆率为237%，远高于俄罗斯的86%，其中分项中，我国政府部门的杠杆率为46%，远高于俄罗斯政府部门

杠杠率 16%，我国居民杠杠率为 50.6%, 远高于俄罗斯的 16%，企业杠杠率为 141%，远高于俄罗斯的 53%。这意味着我国虽然外部风险小，但是内部风险大，而且地产泡沫风险要大于俄罗斯，过去十年我国房价翻了十倍左右，远大于俄罗斯的两倍左右，所以我国的内部风险是很大的，需要化解内部杠杠，否则内部因素可能是危机的来源。

表：2016 年末，中俄杠杠率对比

	政府部门杠杠	居民部门杠杠	非金融企业杠杠	总杠杠率
中国	46	50.6	141	237.6
俄罗斯	16	16.1	53.7	86