

土耳其金融危机爆发，中国会爆发么？

2018.8

作者----微博：期货_操作手

微信公众平台：京城操盘手；微信号：jingchengcaopanshou

6月下旬开始，一直写文章，让大家赶紧换美元，当时人民币汇率在 6.55 附近，如今最高点达到 6.95 了。由于该篇文章已经被微信公众删除了，所以只能在博客看原文了：请参考 6 月下旬写的：[《人民币大幅贬值、弃汇，如何配置资产》](#)

从 5 月底写文提示 A 股破位，撤离，中间不断写文提示 A 股的风险，如今 A 股跌跌不休，一路下跌。

请参照 5 月底写的：[《美国继续打贸易战，中国如何破局》](#)

今年以来，截止到 2018 年 8 月中旬，相对美元，土耳其的货币里拉已贬值 50% 左右，自 2010 年至今，累计贬值幅度已经高达 77%，金融危机爆发。

我们回顾土耳其经济发展的原因：

一、过去 15 年，土耳其经济的高速发展，依靠的是：大印钞、大基建和房地产，导致通胀率一直在 8% 之上；中国也是类似，一样的味道。

埃尔多安自 2003 年掌权以来修改宪法，为了获得连续多次的连任，必须保持经济的高速发展，于是他用了三板斧：大印钞、大基建和房地产。

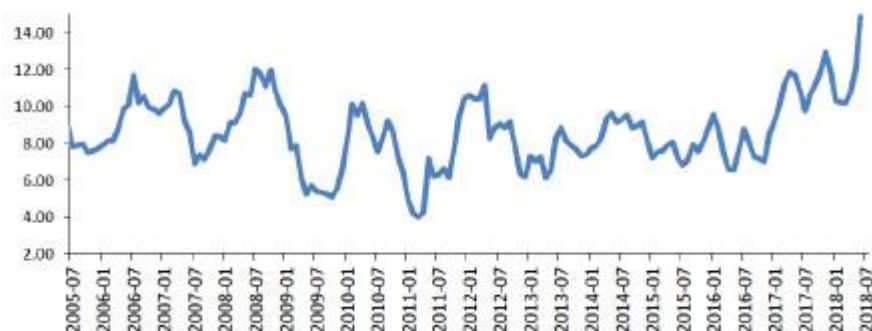
首先看，大印钞，高通胀：2010-13 年土耳其基础货币供给同比增速基本维持于 30% 以上，M2 同比持续维持在 10%-25% 之间，均值 16.3%。从 2005 年以来，土耳其的 CPI

每年整体在 6% 之上，2012 年以来整体在 8% 之上，2018 后迅速攀升，年 7 月 CPI 增速高达 16%，远超过土耳其央行 5% 的通胀目标。中国的 CPI 看起来不高，是因为中国的 CPI 结构中，没有房价这个变量，而国外的 CPI 结构中，房价是最重要的变量，占比 60% 的权重，按照我国的房价增速看，统一 CPI 的变量和权重，过去十年我国的 CPI 也在 8% 以上。

图：土耳其 M2 与基础货币同比（%）



土耳其:CPI:同比



其次，土耳其扩大政府开支，集中上马了很多基建工程，还放宽了外资进入门槛，吸引很多投机资本流入，将经济炒热，制造出了漂亮的经济增长数据，财政赤字和经常项目赤字都上升到了一个较高的水平。中国也是如此，今年经济不行，又开始大搞基建。

最后，土耳其大力开发房地产，作为土耳其的支柱产业之一，房地产长期占 GDP 的 9% 左右，不断推动房价大涨，过去五年，土耳其房价指数累计上涨了 93%，2011 年至 2015

年，房价同比上涨最高达到 19%，此后，虽然增速放缓，但至今房价上涨速度仍超过 10%。

今年以来购房需求降低，销售冷清。中国房价也是一样，过去十年能翻 10 倍-20 倍。

图：土耳其的房价上涨速度



二、过去十多年，土耳其经济高速发展，但由于扭曲的刺激措施，带来了大量的后遗症，导致债务率高，外债过高，金融脆弱

2002 年至今，土耳其实际 GDP 增速平均达到 5.9%，2010 年至今平均更是达到 6.9%，2018 年 1 季度仍高达 7.4%，但扭曲了经济发展的路径，带来了一系列的后遗症：

1、土耳其的债务率高于其他新兴发展中国家，但远远低于中国，与中国比，土耳其简直小菜一碟

2008 年金融危机爆发以来，土耳其的总债务率（扣掉金融机构的债务）逐年上升，从 2008 年年初的 86%，提高到 2017 年末的 113.3%，十年共上升了 27.6 个百分点，其中：非金融企业部门债务率，上升且增速较快，从 2008 年，33.5%到 2017 年 67.5%，共

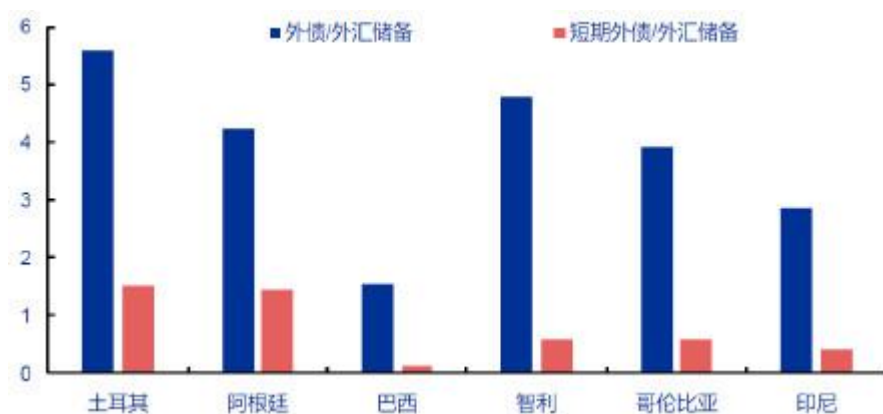
上升了 34 个百分点；家庭部门债务率逐年上升，但增速较缓和，2017 年年末仅为 17.4%，10 年仅上升 5.8 个百分点；广义政府部门债务率逐步下降，2017 年为 28.4%，10 年共下降 12.4 个百分点。总的来说，非金融部门债务率一直保持在较高的水平。

与中国的债务率相比，土耳其真是小菜一碟：2017 年中国的总债务率为 260%，远远超过土耳其的 113%，比 2008 年的杠杆率 160% 左右，上升 100 个百分点，远远超过土耳其十年上升的 27 个百分点，无论是杠杆率的绝对值，还是上升速度，都是远远超过土耳其，其中各分享的杠杆率在绝对值和上升速度上，都远超土耳其，细看：2017 年末，中国的非金融企业部门杠杆率是 156.9%，远高于同期土耳其的 67.5%；政府部门杠杆率为 36.2%，大幅高于土耳其的 28.4%；2017 年末居民杠杆率为 49.0%，远高于土耳其的 17.4%。中国的债务率，都是大幅高于可比的发展中国家，而且上升的速度是绝对的世界第一。

2、土耳其的债务中以美元计价的外债占比太高，美元升值背景下，偿还的债务大幅增加；而且外汇储备太低，无法覆盖债务，容易诱发金融危机；与之相比，中国表现较好

今年第一季度，土耳其的外债总额达到了 4666 亿美元，占 GDP8510 亿美元的 60% 左右，是发展中经济体中最高的之一；而外汇储备仅为 841 亿美元，外债总量规模高达外汇储备的 5.4 倍，外汇储备的还外债能力也是最弱的，根本无法偿还外债。土耳其由于出口衰退，长期保持较高水平的经常账户逆差，令土耳其不得不高度开放资本账户，以持续获得外资流入，平衡外汇账户。目前，外汇储备对外债覆盖能力最差的国家是土耳其、印尼、马来西亚、巴西。

图：18 年 1 季度，土耳其外债偿付能力与部分其他新兴经济体的对比



根据 IMF 的报告，由于土耳其 90% 以上的外债以外币计价，这使得它对里拉的贬值非常敏感，在美元指数走强时期，本币面临贬值压力，将导致土耳其国内以本币计价的偿债总额大规模攀升，从而促使偿债出现危机，进而加速本币贬值，步入恶性循环。这也是相当一部分新兴市场国家目前深陷经济泥淖的原因，也是上个世纪 80 年代拉美危机和 97 年东南亚危机的原因。

截至 2017 年 12 月末，我国全口径（含本外币）的外债余额为 1.7 万亿美元，外债余额/GDP 的比值 14%，远低于土耳其，外债储备有 3.2 万亿美元，外债余额/外债储备的数值为 50% 左右，都好于其他发展中国家，所以我国目前尚不容易由美元不断升值，而导致金融危机。

3、美国对土耳其的贸易制裁升级，直接导致土耳其金融危机的爆发；对比，美国开始对中国实施贸易战，扼杀中国科技产业

近两年美国政府基于多方面因素考虑，对土耳其实行经济制裁，令本已严重承压的土耳其经济雪上加霜，进一步加剧银行坏账率，今年 8 月 10 日贸易制裁升级，对进口自土耳其的钢铝产品加征关税，税率提高一倍，铝关税调整为 20%，钢铁关税调整为 50%。

土耳其是全球第八大钢铁生产国，也是美进口钢材数量的第六位，受此消息的冲击，本就疲弱的土耳其里拉闻讯暴跌，创历史新低，为本已脆弱不堪的土耳其国际金融状况，压上了最后一根稻草。土耳其金融领域面临巨大的偿债能力，经济衰退不可避免。

三、中国与土耳其很像，债务率要比土耳其严重，唯一不同的是外债不严重，中国如果爆发金融危机，应该是国内引发：经济衰退导致债务链断裂，进而引发金融危机

土耳其这些年的经济奇迹，更多的是依赖债务和积极财政政策所带动，土耳其总统埃尔多安推行了一系列扭曲的经济政策：放宽信贷发放，刺激个人消费，货币放水，大搞基建和房地产。产生了一系列的经济后遗症，透支了未来的发展。

中国与土耳其的情况很类似，其实是五十步笑百步，由于前十年的货币放水和搞基建，房地产泡沫化，带来了一系列的后遗症：债务率高位企稳，上升过快，资产泡沫较大，具备金融危机爆发的条件。今年下半年又开始货币放水，搞基建，都是不断拖延金融危机的时间，会不断扭曲市场的配置。

十年来，我国经济增速持续下滑，2014 年出现断崖跳水，2018 年再次出现断崖跳水，投资和消费的增速都创了二十年的新低，当前经济处于快速衰退。2018 年 1-7 月固定资产投资累计同比 5.5%，创 2000 年以来新低，比 1-6 月份下降 0.5 个百分点，大幅下滑，7 月当月投资同比仅 3.0%，较 6 月大幅回落 2.7 个百分点，创了三十年新低，分项看，地产、制造业回暖，基建投资持续回落。

图：投资增速快速下滑，消费增速持续下滑



美国开始对中国实施贸易战，还不断升级，不仅直接对我国的出口产业形成打压，而且将会加快国内产业向国外的转移，造成国内产业的衰退，不仅未来出口增速面临太大的压力，整个经济可能面临加速衰退。

由于我国的外债不严重，所以直接导致我国金融危机的因素，和其他新兴国家不同，不是美元的持续升值，而是国内经济的持续衰退，会导致实业日趋困难，部分企业无法及时偿还其他企业的贷款，会引发债务链的断裂，进而掀起连锁反应，引爆金融危机。仅国内债务问题而言，我国具备爆发金融危机的内在条件，而且今年违约率大爆发，比去年增加 50%，400 多家 P2P 接连出事，许多民众都已经深陷 P2P 的债务违约中，我周边就有好几个，可以看出危机的严重性，这些都是金融危机爆发的前兆。我国的 A 股熊市还远未离去。