

我国是否会发生经济危机？提前备粮（三）

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

一、我国杠杠率过高，易发生金融危机；杠杠率上升过快，满足“5-30”魔咒，已达到危机阶段

综上两篇来看，[我国的整体杠杠率不仅远高于发展中国家](#)，而且分项指标也明显高于发展中国家，[整体杠杠率也高于发达国家](#)，虽然政府杠杠率和居民杠杠率显著低于发达国家，但是经济体的核心——企业的杠杠率太高，而且这些企业产能过剩严重、投资回报率低，加上我国经济步入“新常态”，经济下行是一个长期的过程，企业并不容易降低杠杠率，甚至在经济困境之下，企业的收入较低，杠杠率还可能攀升，直接影响到政府收入和居民收入，[经济生态圈的风险较大](#)。另外，虽然我国居民杠杠率显著低于发达国家，但是我国居民财富过于集中在房地产领域，一旦房价大势转跌，国民财富必然缩水，同时当前居民的边际还款压力大，贷款与可支配收入的比值较高，入不敷出，风险很大。

[杠杠率过高，投资回报率低，容易导致债务方的付息偿债压力过大，而无法维持，从而出现违约、破产清算或重组的情况；当较多企业出现违约问题，大面积的违约和清算将引发大规模廉价抛售、资产价格下跌，抵押物贬值，负反馈下，会掀起多米诺骨牌效应，导致失业率上升、企业纷纷破产等一系列连锁反应，从而引发金融危机，会加速，进而引发经济危机。](#)

[杠杠率较高，如果杠杠率稳定的话，风险不一定高，但是如果上升快，风险就很大，我国杠杠率上升过快，已经满足“5-30 规则”，容易诱发金融危机，世界多国已多次验证。](#)“5-30 规则”指的是在 5 年的时间内，以银行部门提供的国内信贷规模与一国 GDP 之比（下称 DCG 比率）为代表的杠杠水平，当其增长幅度超过 30 个百分点，该国就会迎来一轮金融危机。日本的银行信贷额占 GDP 的比率，即[日本的 DCG 率](#)，从 1985 年的 205.9% 上升至 1989 年的 237.4%，1989 年 12 月股市见顶，经济进入“失去的十年”时期；[欧盟在 2006 年—2010 年期间，DCG 比率上升了 26 个百分点，从 134% 升至 160%；美国在互联网股泡沫期间，DCG 比率上升了 36 个百分点，从 1995 年的 173% 增至 1999 年的 209%，2001 年泡沫破灭；2003—2007 年期间，美国的 DCG 比率上升了 30 个百分点，从 2003 年的 214% 提高至 2007 年的 244%，引发了美国次债危机；泰国和马来西亚经济在 1993—1997 年落入“5-30”魔咒，导致了 97—98 年的东南亚金融危机。](#)

中国当前的杠杠率水平 DCG，早已经满足“5-30”魔咒，2012 年 DCG 就为 155%，远高于印度、菲律宾、印度尼西亚等发展中国家，比 2008 年的 121% 上升了 155%，上升 30 多个百分点。回顾过去 30 年，20 世纪 90 年代中国也曾出现类似的杠杠率走高现象，结果导致了国内整个银行业深陷资不抵债的困境，银行坏账率达到 30% 左右，国家不得不成立四大资产管理公司，剥离四大银行的不良资产。

二、为了化解金融危机，过去两年我国政府试图延期债务期限，借新还旧

无论是我国杠杆率的绝对值，还是杠杠率的上升速度，都是世界领先的，风险巨大，我国政府面临：不等危机出现，未雨绸缪，主动去杠杠；推延政策，延期债务，拖延危机到来的时间，或者希望未来的经济增速能消耗掉危机。

过去几年，针对企业杠杠率过高的问题，国内金融风险巨大，我国政府所采取的措施：

2015 年国家吹响楼市，号召全国去地产库存，鼓励居民贷款购房，目的是让企业杠杠率转移到居民杠杠率上，降低企业杠杠率。可事后来看，不仅房价涨势凶猛、楼市泡沫吹的太大，居民杠杠率上升，但企业杠杠率依然没有降下来，反而上升了。这个道路行不通，房价纷纷翻倍，于是 2016 年下半年国家开始调控楼市，收紧楼市政策。

地方债务巨大，面临违约风险，为了防止金融危机的爆发，政府实施债务置换，借新债换旧债，向后拖延债务偿还，不断向后延期，类似于“拆东墙补西墙”、“庞氏骗局”。2015 年地方政府债务规模预计在 20 万亿左右，地方政府在 2008 年“四万亿”的刺激下，纷纷大规模投资，结果重复建设、纷纷过剩，地方政府亏空严重，虽然我国政府的杠杠率不算太高，但是地方政府的杠杠率太高，部分市县的杠杠率超过 100%，达到欧盟的危机水平，地方政府根本无力还债，如果还不上，就会出现金融危机。所以 2015 年我国提出了地方债务置换，发新债还旧债，2015 年置换 3.2 万亿元，占 2015 年到期政府债务的 54%，2016 年全年，我国地方债置换高达近 5 万亿。

企业债务巨大，杠杠率太高，面临违约风险，为了防止金融危机的爆发，政府实施以债券股，将债务转化为股权，实际上，债转股是一种时间上“错期”的一个安排，类似于将债务延期。2015 年 6 月，标准普尔发布的中国企业债务的研究报告显示，中国企业债务规模达到 14.2 万亿美元，占全球企业债务的 30%，超过美国的 13 万亿美元，成为全球企业债务规模最高的国家，其中四大产能过剩产业，煤炭、钢铁、有色和水泥，存量有息负债达 5.4 万亿，钢铁企业平均资产负债率在 70%左右，上市钢企八一钢铁出现了负债率达 100%的情况，2015 年山西省五大煤炭集团负债率达 81.79%。从杠杠率的角度上看，2016 年三季度末，中国非金融企业部门杠杠率高达 166.2%，不仅高于金砖国家均值 49.1%和新兴经济体 100%，也远超美、欧、日等发达经济体均值 90.1%。过去几年，国内已经爆发了企业债务违约事件，为了防止债务违约的蔓延，降低企业杠杠率，2016 年我国实施债转股，部分企业债务转为股权，银行对企业的债权转化为股权。债转股，可以避免债权人——企业破产，提高企业的持续经营能力，降低银行的债务不良率。不过在实操过程中，地方政府可能会出于维护社会稳定以及地区经济增长的角度，推动部分已经实质性破产、但并未纳入银行不良的公司，进行债务加速重组，特别是如果有行政、权力力量参与寻租，情况更为糟糕；另外，债转股后，虽然存在企业死而复生、银行能够获取高转股回报的可能性，但同时也面临企业最终走向破产清算的可能，使银行最终损失可能更大，银行体系的稳定在任何一个国家都是核心地位，如果由于不够谨慎的债转股导致银行体系的危机，那将会发生系统性的金融风险，储蓄居民受损失巨大。实际上，债转股是一种时间上“错期”的一个安排，类似于将债务延期。

为了降低过剩行业的杠杠率，2016 年我国实施供给侧改革，“去产能”成为了重要任务，对这些行业限产，促进了资源价格的大涨，增大了过剩行业中企业的利润，进而试图

降低杠杆率，但是产量是降下来了，产能却被被保住了，同时导致了价格的飞涨，没有达成目的。我国煤炭、钢铁、水泥、玻璃、造纸、建材等行业过剩，经营困难，企业负债率高，企业杠杠率高，为了去产能，2015年12月，中央经济工作会议提出“三去一降一补”，分别是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务，2016年我国开始对这些行业限产，导致2016年这些资源价格飞涨，涨幅在1-4倍，并且出现缺货，企业的利润出现了好转。但是，政府的行为实质上并非去产能，而是限制生产，产能还在那里，并未减少，只是让企业减少生产，一旦价格飞涨，利润可图，企业自然会加大生产，产量又会上来。去产能的话，只有让部分企业倒闭破产，才能供给出清，产能减少，否则的话，不能叫去产能，应该叫做临时去产量。国家限制产量，资源价格大涨，临时拯救了这些过剩行业中的企业，有能力继续生产，但恰好保住了产能，无法实现“去产能”的目的，反而使资源价格大涨，让民众买单，以此降低企业杠杠率，越来越受到社会的诟病。

三、政府只是拖延金融危机的到来时间，不仅难化解，而且未来会更大

为了防止金融危机的发生，我国采取了上述措施，包括债务置换、债转股、供给侧改革等等，总体上是拖延债务的到期时间，以求希望随着经济的新一轮繁荣，企业利润的好转，这些债务能够自动得到化解，企业杠杠率大幅下降。但是我国经济步入“新常态”，经济下行是一个长期的过程，并非是短期行为，这些债务是难以在未来化解的，杠杠率还可能继续上升，债务越积越大，虽然借新还旧，但是这些债务早晚都要还，该违约的将来还是违约，而且违约量会越积越大。

同时，政府的这些措施却容易扭曲资源配置，阻碍经济的转型。这些无法偿还债务的企业，很可能是过剩性产业、低效率企业，本来是该淘汰的，但在政府和银行的利益偏袒下，这些企业不破产，苟延残喘，去产能会被拖延，颠覆了正常经济的“优胜劣汰”规则，资金、资源无法流向高效率企业、新兴产业。

回顾欧洲、美国和日本历史上的去杠杆进程，欧洲和美国的方式较为市场化，央行和政府都有所为，有所不为，该倒闭的就倒闭，该破产的就破产，使得市场迅速出清，恢复金融机构为经济“输血”的功能。但日本政府的干预较多，去杠杆不够果断，政府也是希望经济日后回升，采取拖延、甚至掩盖金融机构的坏账问题，90年代早期日本仅有少数金融机构倒闭，使得风险在金融机构之间、金融机构与实体经济之间传染、蔓延，市场无法迅速出清，经济难以复苏，日本经济失去了十年。

我国治国理政的总原则的底线，是稳增长和不发生系统性金融危机，既要稳增长，又要保就业，投资增速很难下降，所以我们无法采纳美国式的迅速市场出清模式，而是不断拖延债务偿还期限，将资金、资源倾斜过剩行业、低效率企业，资源配置扭曲，企业杠杠率的下降难度就很大，容易陷入日本90年代的困境，企业债务过重而且长时间无法恢复元气。

如果从2两米的高度上，摔下来，会摔个腿疼、腰疼；如果从5米的高度上，摔下来，会摔个残疾；10米的高度上，就会摔死。我们政府不愿意从两米的高度上摔下，也不愿意从4米的高度上摔下来，利用强大的行政权力，拖延债务期限，危机确实可以往后延，但是越积越大，到时候就会从5米甚至更高的高度上摔下了。

