

# 我国是否会发生经济危机？提前备粮（六）

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](#)

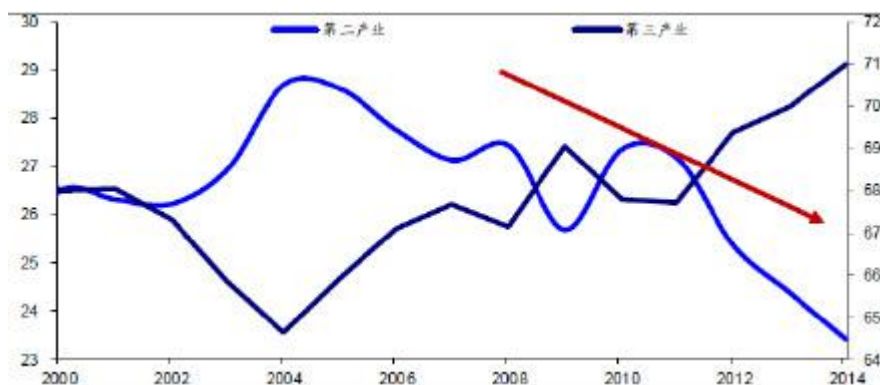
上一篇，我研究了金砖国家之一俄罗斯的经济危机，本篇来研究金砖另一个国家巴西的经济危机。

2002 年之后，巴西经济开始腾飞，2008 年时 GDP 逼近 1.7 万亿美元，位居世界第八，即便是席卷全球的次贷危机也没有终止巴西的增长势头，尽管在 2009 年遭遇了负增长，但随后迅速恢复。但是，2014 年后，经济却陷入了持续两年时间的衰退，货币大幅贬值，我来研究巴西的经济问题。

## 一、巴西经济过于依赖资源出口

巴西气候适宜、雨水充足，自然资源丰富，导致经济严重依赖农产品、矿产品等大宗商品，外贸出口也依赖大宗商品。在农产品方面，巴西的咖啡、蔗糖、大豆、肉类等出口量，常年稳居世界前两位；在矿产方面，巴西的铁矿石产量占到全球的 20%，仅次于澳大利亚；此外，近年来巴西不断发现大型油田，当前巴西产油量位居全球第 11 位，很多专家预计到 2020 年巴西将跻身世界前五。在外贸方面，大宗等初级产品占巴西出口总额比重高达 50%，其中铁矿石、大豆、原油、蔗糖、咖啡占比分别高达 15%、11%、8%、4%、3%。

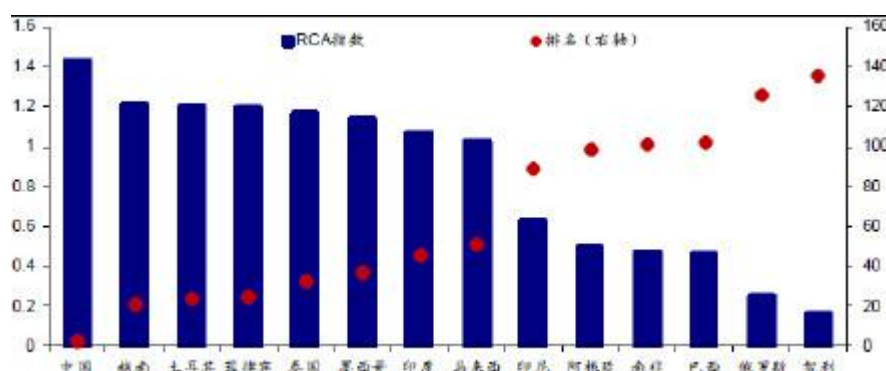
图：巴西出口商品中，初级产品占比过大



## 二、巴西制造业薄弱，服务业不发达，经济稳定性差

从全球来看，巴西制造业竞争力非常薄弱，巴西总人口接近 2 亿，15-64 岁的劳动年龄人口占比接近 70%，但制造业非常落后。根据 2014 年世界银行的统计，巴西制造业的显示性比较优势指数仅为 0.461，在被调查的 176 个国家中排名第 102 位，与资源型的南非、俄罗斯相接近，而中国、越南、土耳其、菲律宾、泰国、墨西哥、印度等排名都在前 50 名以内。

图：巴西制造业竞争力较弱，排名靠后

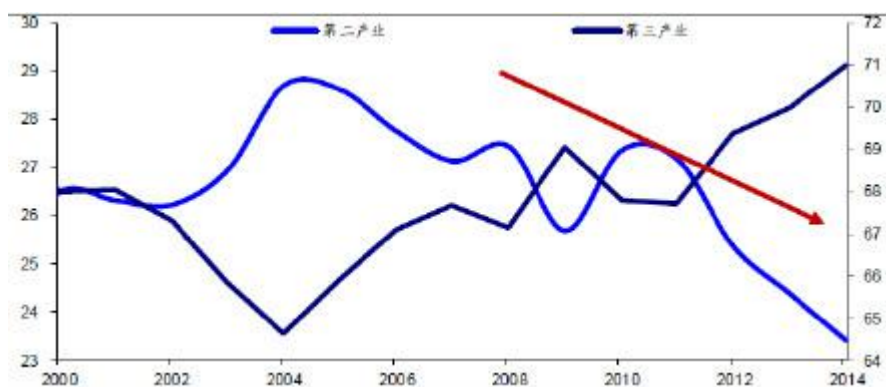


巴西工业化进程犯了“荷兰病”，工业化刚启动，中间因为资源价格大涨，工业化就被结束，服务业虽然占比很高，但比较低效，经济结构处于畸形之中。经济学中有一个专有名词叫“荷兰病”：20世纪50-60年代，已是工业产品主要出口国的荷兰发现了大量天然气，荷兰政府大力发展天然气行业，出口剧增，同时货币升值，劳动力成本上升，导致农业和制造业产品的国际竞争力大幅下滑，最终出现了经济危机。巴西具有类似过程，亚洲金融危机后，以中国为主的亚洲新兴经济体对大宗商品需求大幅上升，资源价格不断上涨，巴西农产品、铁矿石等大宗商品出口剧增，对外贸易逐渐从逆差转为巨额顺差，货币雷亚尔对美元从2002年3.63的低点升值至1.6，削弱了巴西制造业的出口竞争力。不仅如此，因为雷亚尔升值和外汇储备增多，巴西大量从国外进口制造业产品，进口比重从90年代初的56%上升到2015年的72%，进一步冲击了本土的制造业。

20世纪80年代前，巴西经历了一波短暂的工业化，但拉美债务危机后，巴西就确立了以大宗商品出口为导向的经济发展模式，工业在经济中的比重开始下滑，开始了去工业化，特别是新世纪以来，因为大宗商品的牛市，使巴西从大宗商品中获得了巨额利润，同时也因此大幅削弱了发展工业化的动力和工业品的竞争能力，导致巴西的工业基础比较落后。截至到2015年，巴西第二产业在经济中占比仅为23%，而服务业占比高达71%，远高于大多数新兴经济体，与欧、美、日等发达经济相接近。

但是与欧美日发达的服务业不同，巴西因为制造业太薄弱，导致服务业并没有站在一个高的起点上，导致服务业主要集中在低技术、低效率的部门，产出低。所以在大宗商品熊市来临时，制造业和服务业都难以形成替补，就会导致整体经济衰退。

图：巴西的第二产业和第三产业的比例



### 三、2011 年以来大宗商品价格回落，导致巴西热钱外流，货币雷亚尔开始出现显著贬值

2009 年伴随着全球特别是中国的经济刺激，大宗商品价格开始猛涨，也使以出口大宗商品为主的巴西，获得了外汇流入。2011 年中国货币政策开始出现收缩，大宗商品价格开始回落，从 2012 年至 2015 年，不仅 FDI 净流入大幅放缓，并且热钱流出下，政府对于外汇市场的干预，也迅速消耗了外汇储备，雷亚尔开始出现贬值，美元兑雷亚尔的汇率从 2011 年的高点 1.6558，贬值到 2013 年的低点 2.3891，贬值幅度达到 30%。

图：2011-2016 年，美元兑雷亚尔的汇率走势



### 四、美元步入牛市，加上中国经济下滑，2014 年大宗商品价格断崖式下跌，货币、经济遭遇重挫

早在 20 世纪 90 年代，巴西就确立了以大宗商品出口为导向的经济发展模式，这也就意味着国内的经济周期与大宗商品周期密切相关：在 2009-2010 年的大宗商品牛市中，大宗商品出口成为推动巴西经济增长的强力引擎。

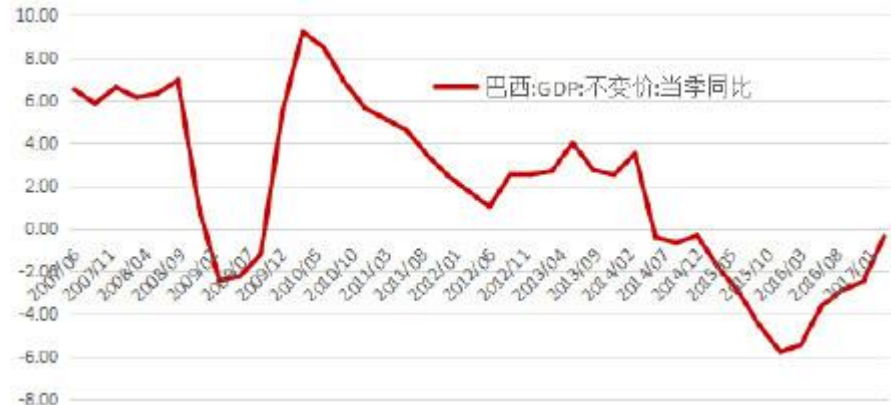
图：巴西经济与大宗商品价格密切相关

2014 年美国开始退出 QE，导致以美元标价的大宗商品步入大跌，包括原油、铁矿石等，同时中国经济步入新常态，经济增速不断下滑，全球经济也低迷，对大宗商品的需求降低，导致 2014 年开始大宗商品步入大跌之中，而依赖大宗商品的巴西，巴西雷尔大幅贬值，经济陷入萎缩之中。从 2014 年年中到 2015 年年底，巴西的主要出口商品原油、铁矿石、大豆、咖啡豆、肉类、糖等的价格已连续下跌 67%、58%、33%、27%、16%和 13%。大宗商品市场的不景气导致巴西的出口增速，从最高时的 40%以上，降低到 2015 年 11 月份的接近-40%，经济增长也陷入停滞，从 2014 年第二季度开始，巴西经济就处于萎缩之中，一直持续到 2016 年全年。

与此同时，从 2001 年起就处于高额贸易顺差状态的巴西，在 2014 年出现了贸易逆差，巴西的经常账户出现恶化，汇率的贬值压力随之加大，2014 年雷亚尔贬值 10%，2015 年雷亚尔最高贬值 30%，这两年贬值幅度达到 40%。世界三大评级机构穆迪、惠誉、标普都将巴西主权评级降至垃圾级，都加速了资金外逃。

图：巴西出口增速不断降低

图：2015-2016 年，巴西 GDP 一直负增长，不断萎缩



图：2011-2017 年，美元兑雷亚尔的汇率走势

五、为遏制通胀，同时抑制热钱外流，巴西央行不断加息，加重了经济危机

2008 年为了刺激经济，巴西实施宽松的货币政策，2011 年以后，巴西步入高通胀。2008 年受美国次债危机影响，巴西经济下滑，为了刺激经济，2008-2009 年巴西实施宽松的货币政策，M2 高速增长，维持在 20%以上，中间有 10 个月达到 30-40%之间，为后面的高通胀埋下伏笔。2011 年-2014 年，巴西通胀率分别为 6.50%、5.84%、5.91%和 6.41%，而 2015 年达 10.67%，是政府通胀管理目标 4.5%的两倍之多，而 2013、2014 年巴西 GDP 增速分别为 2.7%和 0.1%。

图：巴西物价 IPCA 同比和 M2 同比



为抑制高通胀，2013年3月至2014年4月，巴西政府连续9次加息，银行基准利率达到了11%，从2014年12月起巴西央行连续7次加息，使得基准利率达到14.25%的惊人高位，拖累投资和消费，而巴西本身就面临储蓄率低、实际利率偏高的困境，紧缩货币无疑对投资和消费都构成沉重的打击，巴西的固定投资增速从2014年第一季度的11.7%高峰，跌落至2015年第三季度的-7.3%，消费增速从2014年第三季度的12.7%，下滑至2015年第三季度的5.6%，2015年巴西GDP同比下降3.8%，2016年经济增速同比下降3.6%，巴西经济陷入“滞胀”，已经连续8个季度处于经济萎缩状态中，这是巴西有史以来持续时间最长的一次衰退，2015年年初，巴西失业率触及12.6%，2014-2015年巴西股市下跌30%。

## 六、从长期看，巴西国内弊端较大，国民福利过高，腐败问题严重，严重侵蚀经济

### 1、巴西的福利政策过高，导致政府财政赤字较大，养成了国民惰性

巴西属于新兴发展中国家，民众拿着发展中国家的工资，却享受着发达国家的待遇，使巴西财政赤字过大。巴西拥有全球最庞大的福利体系之一，全民免费医疗、从小学到大学的免费公立教育，以及高额救济金、养老金和退休金，以教育开支为例，巴西公共教育经费占GDP的比例达到5.3%，居发展中国家的前列，养老金占GDP的12%，远远大于经济发达、人口老龄化的日本，日本仅为7%左右。据世界经济合作与发展组织（OECD）发布的一份研究报告显示，巴西的教育支出占全部公共支出的比例高达17.2%，仅次于新西兰的18.4%和墨西哥的18.4%。

图：巴西的教育支出比重（2012年）

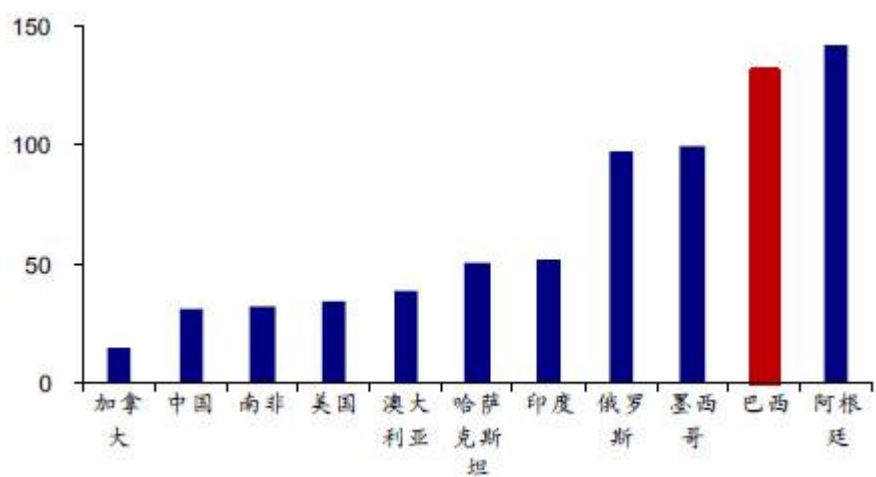
由于高福利具有刚性，经济上升时期并没有什么问题，但当经济不断萎缩时，高福利政策又无法取消，严重透支了巴西的国家财政，财政负担日益沉重。2015年巴西社会领域支出占政府总支出的67.3%，相当于国内生产总值的15.7%，而2002年这两个数据为59.9%和12.6%，其中仅养老金支出就占GDP的12%，都要高于人口老龄化严重、经济更发达的日本。随着巴西人口老龄化，养老金赤字正以每年10%的速度猛增。除此之外，高福利政策造成了国民的惰性，不愿意劳作，对于工业的发展是不利的，降低了劳动力市场的弹性，损害了经济自我修复的能力，压缩了逆周期政策的回旋空间。

### 2、巴西虽然是民主国家，但政府腐败严重，贪腐侵蚀经济，政府效率低下



巴西虽然是民选政府，但腐败问题严重，根据世界经济论坛的调查，在 144 个国家的清廉程度中，巴西排名第 130 位，公众对政府的信任程度排名第 140 位，政府决策透明度排名第 128 位。除了腐败之外，巴西政府面临的另一大问题是行政效率低下，根据世界经济论坛的调查，巴西法律体制解决纠纷效率的全球排名为第 107 位，政府效率排名为第 131 位，以巴西的跨境物流为例，根据媒体的报道，巴西消费者从境外网购商品竟然需要等待 1-2 个月才能收到货，其中商品在巴西海关就要停留 14-30 天左右，效率可见一斑。此外，巴西的税率机制也极其繁杂，给企业带来很大麻烦。

图：巴西政府效率排名



(7) 中国巴西对比：中国短期问题大，巴西长期问题大

巴西的工业基础薄弱，以农产品、铁矿石、原油等资源为支撑，发展经济，经济稳定性差，当这些资源价格下跌的时候，巴西的经济就会遭遇重挫，而且由于历史的原因，巴西犯了“荷兰病”，工业未结束就开始了去工业化，加上国民福利过高、财政赤字严重，政府腐败严重，都严重侵蚀到经济增长的潜力和发展，这些都是长期的问题，而且都不容易改变的问题。

与巴西相比，中国的工业体系相对完善，已经成为世界制造业大国，出口丰富多样，市场规模也比较庞大，财政状况也尚不错，赤字才不到 3%，还不严重，中国经济的稳定性相对好，能够避免陷入巴西当前的困境。相反，当大宗商品价格纷纷下跌的时候，依赖大宗商品进口的中国，反而会受益，对通胀有压制作用，这两年我国的通胀一直不高，都在 2%左右。

从外债来讲，巴西的外汇储备尚能够覆盖外债规模，外债/外汇储备大约为 87%左右，外债问题并不严重，已经不同上个世纪 90 年代巴西外债/外汇储备约为 500%左右了，这点好于俄罗斯，而且本次巴西的经济危机并非因为外汇引起。当然，我国的外债/外汇储备为 47%左右，更比较安全，主权危机比较难发生。

图：巴西外汇储备、外债和两者的比例关系

不过我国杠杆率远高于巴西，扣除掉金融部门的杠杠率，我国的总杠杠率为 237%，远高于巴西的 141%，其中分项中，我国居民杠杠率为 50.6%, 远高于巴西的 23%，企业杠杠率为 141%，远高于巴西的 44%，企业内部风险大。长期看，我国国企效率比较低，资产回报率低，落后产能、过剩产能较大，资产负债率高，一旦出现系列违约，就容易引发内部经济危机。

综合来讲，我国虽然外部风险小，主权债务安全，但是内部风险大，国内债务危机较为显著，所以我国的内部风险是很大的，需要化解内部杠杆，否则内部因素可能是危机的来源。

表：中国和巴西的杠杠率对比

	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
巴西	74.2	22.9	43.9	141