



链滴

Winter is Coming

作者: [royburns](#)

原文链接: <https://ld246.com/article/1484926726285>

来源网站: [链滴](#)

许可协议: [署名-相同方式共享 4.0 国际 \(CC BY-SA 4.0\)](#)

<p> 转载请注明来自 Murph、璇 的微博 </p>

<p>这几天正在看一本书，Morgan Stanley 的首席宏观策略分析师 Ruchir Sharma 的 The Rise and Fall of Nations 《国家的崛起与衰落》。虽然看名字很像是一本历史书，但是它的内容其实是 Ruchir Sharma 总结了十条他用来判断一个国家未来五年经济是会变好还是会变差的标准。书已经看了一大，我可以说不说如果用这十条逻辑来判断中国未来五年的经济发展趋势，那么在一大半的标准中，中国的分都会是负的。怪不得在接受采访的时候 Ruchir Sharma 说中国经济就像一个乒乓球在一个向下的级台阶上滚动，每下一个台阶，就会反弹一下，然后就再下一个台阶，然后再反弹一下。而每一次反，都需要更大规模的刺激（前面我发过微博提到“恐怖的逆回购”）。刺激一下，就反弹一下，但一时间过后还是免不了下另一个台阶。</p>

<p> “To me, the China economy is like a ping-pong ball falling down a steep staircase, bouncing upward temporarily when credit stimulus is added before continuing its relentless downward path.” </p>

<p>如果要写《中国经济 2017》的话，我应该就会用这十条逻辑来向大家展示中国经济的现状到底什么样儿的，未来大概会如何演变。如果用一句话来总结的话，就是 winter is coming。不过我已等不到写文章的那一天了，先让我们来简短的看一下其中的一条吧——债务之吻 (the kiss of debt) </p>

<p>通过对 1600 年至今的经济数据进行分析，Ruchir Sharma 和他的团队给出了这样一条结论：如果一个国家私人债务占 GDP 的比在五年之内增加了超过 40% 的话，那么这个国家在接下来的五年中会有很大的可能性陷入危机。当然，五年和 40% 这两个数据是不必太在意的，因为经济学不是科学但我们应该可以这样说：对一个国家来说，如果私人债务占 GDP 的比增长速度太快的话，那么危机能就在眼前。</p>

<p>让我们来举两个例子：</p>

<p>日本</p>

<p>日私人债务占 GDP 的比 (Private debt to GDP Ratio)，World Bank 数据。</p>

<p></p>

<p>如图，日本私人债务占 GDP 的比 (Private debt to GDP Ratio) 从 1980 年的 130% 快速的上到了 1990 年的 190% 以上，超过了 40% 的警戒线，在这个过程中当然也伴随着严重的房地产和股泡沫，随后 1990 年泡沫崩溃，日本经济也陷入了长期的停滞。</p>

<p>美国</p>

<p>美私人债务占 GDP 的比 (Private debt to GDP Ratio)，World Bank 数据。</p>

<p></p>

<p>我们都知道，最近美国历史上有过两次大泡沫，2000 年互联网泡沫和 2007 年房地产泡沫。在们之前发生了什么？私人债务占 GDP 的比增长超过了 40%！而且单从这个数据来看的话，美国次贷机后的经济复苏确实是真正的经济复苏，因为债务在下降。虽然美国的国债在增加，但是根据 Ruchir Sharma 以及 OECD 的研究，国债增长跟经济发展的关系不大（除了对欧元区国家来说，因为它们不印钞）。</p>

<p>中国</p>

<p>中私人债务占 GDP 的比 (Private debt to GDP Ratio)，World Bank 数据。</p>

<p></p>

<p>Okay，是不是很可怕？中国从 08 年之后债务增长的速度在和平时期是前所未有的。而且这还只 2015 年的数据，2016 年因为中国房地产的火爆，这个数据应该又猛增了很多。因为这个数据是一一度的，所以目前我们还不知道 2016 年的数据是多少，我猜最少也应该在 160% 以上。</p>

<p>让我们再把历史上发生过危机的国家放到一张图里看一下：</p>

<p>私非金融部门负债占 GDP 的比，Private non-financial sector credits to GDP ratio.</p>

<p></p>

<p>如图，这个数据和刚才那个数据有一些不同，不过差别不是很大，这是《经济学人》根据国际清

银行的数据在 2016 年 3 月制成的一张图。大家可以看下，日本在私人非金融部门负债占 GDP 的比过 200% 的时候爆发了 1990 年平成泡沫；西班牙在超过 200% 的时候房地产泡沫崩盘；美国在达到 70% 的时候就爆发了次贷危机。而中国在 2008 年“四万亿”之后，这个数据，就像我前面说的，在以平时时期前所未有的速度上涨。Again，因为 2016 年房地产的火爆，等 2017 年新的数据出来它应该又向上冲了不少，很可能已经创出了人类史上的新高了。</p>

<p>当然，因为是中国，所以肯定有人会说没问题，债务危机不可能爆发，因为政府会救的！是的，是美国政府不会救吗？日本政府不会救吗？要知道日本都已经 QE 了十几年了。美国和日本都在危机向自己的银行注过资，美国虽然让雷曼兄弟这样的投资银行倒闭了，但是救花旗这样的商业银行花 300 亿美元可是眼睛都没眨一下。（喔，by the way，如果在国内大家买什么理财产品这种影子银行发的产品时一定要千万小心，因为发生危机时政府可是不会救影子银行的，政府不是万能的，它只会去那些最重要的金融机构。）任何一个国家都会救，但是会救不代表危机不会爆发，因为债权人不是傻。当越来越多的人感到害怕的时候，他们就会把钱从房地产市场里拿出来去换美元，从中国经济体系拿出来去换美元，因为大家都清楚，树不能涨到天上去。</p>

<p>而且如果细看的话，其实中国经济的问题更多，因为它还有结构性问题。这个结构型问题就是中能借到钱的很多都是一些没有效率的僵尸国企。如图：</p>

<p></p>

<p>中国私人企业投资年增长率</p>

<p></p>

<p>这张图叫做中国私人企业投资的年增长率，如图，到 2016 年已经是负增长。这什么意思呢？就说因为中国企业的负债率太高了，所以银行在发放贷款的时候只敢贷款给国企和地方政府，因为这两违约的可能性不是很大（虽然其实中央政府已经多次强调该违约还是要违约，而且确实已经有地方政违约的情况出现），这就导致私人企业能够获得的贷款越来越少，从而让它们的投资能力严重下滑。前我在文章中写到过，要想让生产力增长，第一步就应该是投资去购买机器设备，或者投资搞科技研。一个国家跟生产力的增长最相关的东西就是它的投资增速了，而中国私营企业的投资增速已经达到负值。又由于国企的效率太低，所以结果是中国虽然加了这么多债务，但是经济的增速却在大幅下滑如图：</p>

<p>国的“僵尸”借债</p>

<p></p>

<p>这张图已经在我博客中出现过好多次了。黄色的是中国 GDP 的增速，蓝色的是债务。很明显，2011 年以后两者出现了明显分道扬镳的现象。我必须强调的是，这在和平时期的历史上可能也是第一！因为当债务增加的时候一般都是经济发展火爆的时候，你可以联想一下上面的日本和美国的那两张，它们加债务的时候可都是 GDP 大幅增长的时候。而中国不是！中国的 GDP 增速在快速的下滑！明经济中的投资都流向了一些没有效率的东西——如房地产！说的专业一点的话，有一个数据是衡量经济效率的，叫做全要素生产率——TFP（total factor productivity），2015 年中国的 TFP 已经是“负 1.3%”了！作为一个发展中国家，这是不可想象的……因为对中国来说，我们可以把美国的最新科技拿来就用，生产率的增速理应超过美国才对呀！如图，2015 年，TFP 比中国低的就只有拉丁美、俄罗斯和中东这些已经处于严重危机中的国家：</p>

<p>全要素生产率增长率</p>

<p></p>

<p>好了，这就是为什么我在之前的微博中总是说中国的债务已经在天上上的原因。我觉得现在的中国真的非常非常像 1990 年的日本，为此过去的一个月我基本上一一直在研究日本，读了很多报告，把以看过的关于日本经济的书也重温了一些，结论 中国经济给我的感觉真的是 winter is coming ~</p>

<p></p>

<p></p>

<p>P.S.</p>

<p>《世界经济 2017》和《中国经济 2017》写什么都已经想好了，但是实在是有点忙，短期内大是写不了了，不好意思呀……有了微博之后变懒了，不想写长文了，喜欢写短文了……</p>