

UBS Investment Research

宏观要点

温州是中国第一张倒下的多米诺骨牌吗？

汪涛

特约首席经济学家
wang.tao@ubs.com

2011年10月11日

www.ubssecurities.com

胡志鹏

经济学家

S1460511010008

harrison.hu@ubssecurities.com

+86-105-832 8847

过去两周，全球各家财经新闻媒体都在报道温州民间借贷陷入困境的消息。所有投资者都在询问中国民间借贷的情况并对中国的整个金融体系感到担忧。单凭新闻报道和评论家议论，似乎中国正在陷入一个与欧洲主权债务和美国次贷危机不相上下的巨大债务危机。温州的问题到底有多大？中国民间借贷的情况到底有多严重？

温州及其民间借贷问题

近几周，围绕温州中小企业和民间借贷陷入困境的报道充斥了各个新闻媒体。温州是中国沿海浙江省的一个地级市，以富于活力的民营经济、活跃的民间资本市场、在各地房地产市场的投机性投资以及对各类最流行的资产的投资而著称。温州GDP占全国总量不到1%，但据称拥有超过40万家企业（多数为小型企业），这些企业高度依赖民间借贷市场融资。据国内媒体《金融时报》报道，中国人民银行最近的一项调查显示，温州近90%的家庭和60%的企业都参与民间借贷市场。根据人民银行温州市中心支行的官方预测，截至2011年6月底，温州民间借贷规模已达到银行信贷总量的20%，即1100亿元左右，比一年前的800亿元有较大增长。但许多人认为（我们也同意这一观点）这个数字低估了实际的民间借贷规模。人民银行于2004年的相同调查显示当时温州民间借贷规模已达420亿元。有人估计温州的民间借贷规模可能与正规银行信贷规模不相上下。如果真是这样，那么民间借贷总额将达5000亿元左右。

当然，温州民间借贷问题的跌宕并不新鲜。目前这一轮，是政府在2008-09年的大规模信贷扩张之后、于2010年开始收紧信贷之时，非正规贷款（包括银行的表外信贷和民间借贷）开始快速增长。而官方存贷款利率相对于通胀和实体经济的投资回报率而言的非常低，也促成了上述情况的发生。民间借贷年利率，从直接贷款的20%左右到通过中介贷款的逾40%不等，对投资者来说极具吸引力，但作为企业的可持续融资成本来说过高。实际上，中国人民银行温州中心支行估计，2011年仅有35%的民间借贷流入实体经济产业，较2004年逾90%的比例大为下降。其余的贷款或是进入房地产行业，或是在非正规的金融中介之间流转。

由于实体经济放缓、房地产市场降温，且正规银行贷款持续收紧，一些企业可能无法履行债务。今年4月份以来，据媒体报道有90多名企业老板因无法偿还债务而出逃，仅在9月份就有20多个。围绕这些案件的媒体炒作，进一步激发了已然对银行资产质量和房地产市场放缓产生了担忧的投资者的焦虑情绪。有关民间借贷信息的缺乏更是让问题显得更严重。

从全局看民间借贷

中国民间借贷市场规模有多大？由于人们对非正规借贷的界定不同，各种估测值差别巨大。直到前不久，市场最为担心的是银行业的表外信贷——信托贷款、委托贷款、商业票据以及其他所谓的“社会融资”形式。评论家和媒体称之为“影子”银行体系。投资者担心（i）表外信贷资产质量特别差；以及（ii）尽管银行贷款收紧，但其他形式的“社会融资”仍快速上升，影响到货币紧缩和通胀控制的效果。

正如我们在之前报告（参见2011年8月2日《中国信贷扩张的危险》和2011年9月26日《信托问题》）中所提到的，我们认为经过前两年的快速信贷扩张，截止2011年二季度，表外信贷余额约为12万亿元，而信托资产总额则约为3.7万亿元（只有部分信托资产包括在上述表外信贷中）。相对地，截止2011年8月份，银行本外币贷款余额为55.7万亿元（其中人民币贷款余额为52.4万亿元）。

这些仍然是“正规”贷款——合法、并通过正规金融体系产生。真正的“非正规”贷款是我们前文所述的民间借贷活动。两个重要的民间借贷类型包括（i）利率相对较低（近几个月大约为18-20%）的企业间信用；（ii）通过非正规中介机构的成本较高的融资（央行估计其平均利率为40%左右，一些非官方估计认为成本更高）。

我们认为，官方估计的民间借贷规模仅占温州银行贷款余额20%这一数字很可能被低估。央行之前的研究表明，在以民营企业为主且民间借贷活跃的地区，一个正常年份中的民间借贷可占正规企业贷款总额的1/3，当银行贷款收紧时，该比例可升至50%或更高。由于我们正在经历银行的信贷紧缩，且温州可以说拥有最活跃的民间借贷市场，如果说温州实际的民间借贷规模有官方估计的两倍甚至更大，我们认为也不足为奇。

中国当然还有其他民营企业和民间借贷活跃的地区，但中国其他地区并不都像温州。没人知道中国民间借贷市场的真实规模，但如果借鉴一些历史估算，那至少应有2万亿，甚至可能会占到GDP的10%——4万亿。

我们认为相较于银行业信贷规模，民间借贷规模其实相对较小，并主要集中于某些地区。我们预计温州民间借贷危机对经济和金融系统的直接影响应十分有限。

金融传导的风险

一个更重要的问题是民间借贷事件将在何种程度上影响正规银行体系，甚至，问题是否会从一个地区蔓延到另一个地区，正规和非正规债权人的恐慌和不信任是否会导致信贷资金在某些地区的冻结或撤出。

我们认为，民间借贷可通过三种渠道影响银行业以及整个实体经济。首先，银行业对民间借贷有直接的风险敞口——部分民间借贷的资金间接来自银行信贷资金。比如，央行估计温州民间借贷资金中有10%来自银行信贷资金。其次，当一家企业由于民间借贷而倒闭，那它也无法偿还正规债权人及其供应商的债务。第三，债权人

（正规或非正规）对债务人的担忧和不信任，可能导致其冻结新的信贷资金，甚至抽资。流动性的挤压可能引发本来健全的企业发生大范围破产。

到9月底，我们认为后两种风险在温州已经开始显著上升。而且，这已开始令其他地区民间借贷的贷款人感到担忧。我们认为，这就是为什么温州和中央政府在过去10天采取各种措施试图防止问题蔓延的原因。

采取了哪些措施？

9月29日，温州政府派出25个工作组入驻全市所有银行，协助银行企业机构做好银企融资对接，并协助银行机构了解贷款企业情况。这些工作组的一项主要任务是与银行合作防止信贷资金撤出从而对流动性造成挤压并引发一连串的破产。

温家宝总理于10月3日和4日视察温州，陪同前往的包括央行、银监会、发改委和财政部的领导。据报道，温总理要求相关部门在一个月内把局势稳定下来，并承诺增加银行贷款并减轻中小企业税负，以及“可以再研究一下”创建温州金融综合改革试验区的提案。

据国内媒体报道，温州已向央行申请金融稳定再贷款，帮助当地银行业向信贷体系注入流动性。但该报道并未获得央行证实。不过据报道，温州各商业银行已向总部申请增加信贷额度。

继温总理视察之后，浙江省已发动各级政府“推动解决”小企业的融资困难，这应该包括在当地政府的积极参与下，重组一些企业的债务并解决一些企业的融资。

观点总结

我们认为民间借贷的规模相对较小，对银行业和经济直接影响的担忧被夸大了。我们认为更大的风险是正规及非正规贷款市场中信贷资金的撤出和蔓延效应。

由于温州政府与中央有关部门、银行以及当地企业已协同合作来稳定实体经济中的信贷，我们认为围绕民间借贷问题的恐慌和假想的最坏情况可能已经结束。在银行提供流动性和政府的帮助下，未来几个月温州可能将出现企业与债务重组。

关于其他地区民间借贷的问题，如浙江其他地区、山西、内蒙古、福建和广东部分地区可能会继续涌现。除投资者避险情绪上升外，我们认为房地产市场的降温以及出口的疲弱将为主要因素。很多散户投资者（家庭和企业）将会受影响，但对银行业的影响较小。

随着出口增速大幅下跌以及经济放缓，我们认为很多中小企业会面临更大困难，不管有没有参加民间借贷。尽管银行对中小企业的风险敞口有限，我们预计明年银行不良贷款会增加。当然，诚如我们之前的报告（请参见2011年10月10日《中国：前景、政策应对及风险》）所述，银行业拥有一些额外的缓冲拨备，并且市场可以说已经将资产质量恶化的情况定价。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。 瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

全球声明

本报告由瑞银证券有限责任公司 (瑞银集团的关联机构) 编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。在某些国家，UBS AG 也称UBS SA。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放。本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表，不构成广告，在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关瑞银证券、其子公司及关联机构的信息外，瑞银没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺投资者一定获利，也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险，投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。过去的表现并不一定能作为未来表现的参考。任何投资或报酬的价值皆有可能下跌和上涨，而您有可能无法全额取回已投资的金额。本报告所含的任何意见，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因采用不同假设和标准而与瑞银其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域，部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层（不包括投行部）全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行收入而定，但是 分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者，并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险，而且可能由于利率变化和其他市场因素而出现巨大的波动。过去的表现并不一定能预示未来的结果。外汇汇率可能对本报告所提及证券或相关工具的价值、价格或收入带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题，客户应联系其当地的销售代表。瑞银或其关联机构以及瑞银或其关联机构的董事、员工或代理人均不对由于使用本报告全部或部分内容而遭受的损失或损害负责。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银集团，其关联或下属机构（不包括瑞银证券有限责任公司（美国）及/或瑞银资本市场公司）担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者（按照英国对此类术语的解释）时，此类信息在本研究报告中另行披露，但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。瑞银集团及其关联机构和员工可能对此处提及的金融工具或衍生工具进行长仓或沽空,作自营交易,和买卖。

本报告中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他工具的估值，亦不代表任何交易可以或曾可以在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值，以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本报告由作为瑞银集团分支机构的 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户，且仅提供给此类人员。本报告中所含信息不适用于私人客户，且私人客户也不应以此为依据。UBS Limited 受金融服务管理局(FSA)监管。瑞银研究报告符合 FSA 所有关于披露之要求和法例，并于适用时在研究报告中显示。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A.的分析师参与本报告的编制，本报告也将被视同由 UBS Securities France S.A.编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Menkul Degerler AS 代表 UBS Limited 编制。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本报告的编制，本报告也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**UBS South Africa (Pty) Limited（注册号：1955/011140/07）是 JSE 有限公司 南非期货交易所和南非债券交易所的成员。瑞银南非有限公司是经授权的金融服务提供商。具体地址、邮编和董事名单可直接索取或参见 <http://www.ubs.co.za>。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc.分发，UBS Securities Canada Inc.是 UBS AG 的分支机构，加拿大主要证券交易所和加拿大投资者保护基金的成员。若需要，可提供财务状况的陈述和董事及高管成员名单。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd.[mica (p) 039/11/2009 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或报告衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd.，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问，或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此报告之接收方声明并保证其为依据證券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Ltd 仅向机构投资者分发。当本报告由 UBS Securities Japan Ltd 编制，则 UBS Securities Japan 为本报告的作者，出版人及发布人。**澳大利亚：**由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）仅分发给按照 2001 年颁布的公司法 s761G 定义的机构客户。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。投资顾问及投资经纪人之披露文件可免费以书面形式向 PO Box45, Auckland, NZ 索取。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本报告可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本报告获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F,2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本报告中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本报告。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2011版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

