

证券研究报告—动态报告/经济快评

宏观经济

会议纪要

2011年10月26日

“温州民间金融最新情况演变”电话会议纪要

证券分析师：周炳林 0755-82130638 zhoublin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120066

证券分析师：崔嵘 021-60933159 cuirong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120057

事项：

温州出现较严重的民间借贷偿付问题，影响深远，我们邀请专家介绍最新形势，评估后续演变情景。

评论：

国信宏观组：我们今天的主题是温州民间金融最新情况演变。我们邀请到的嘉宾是中债信用增进投资股份公司风险管理部副总经理丁家煊先生，他刚刚亲自去温州调研了一段时间，而且他们公司对这方面非常关注，对温州非常熟悉。温州民间信贷风波爆发以来，全社会很关注，很多客户也在密切留意事件的发展，我们今天特地请丁总过来给我们做一个实地考察后的介绍，现在有请丁总。

丁家煊：大家好，我是丁家煊，今天非常高兴可以跟大家分享我对温州民间信贷的调研情况。首先，相信大家对温州这次事件都有一定的了解，第一部分我还是想跟大家介绍一下事件的背景，包括我看到的温州当地经济生态的情况；第二是温州这个事件的影响程度以及目前状况的判断；第三，我想跟大家探讨一下温州最近出现的金融风波的原因，包括很多中小企业、企业主还有很多民间金融人事出现跑路，甚至跳楼情况的原因分析；第四，我想跟大家分享一下后续温州当地情况会怎么走，现在应该说这个事情受到了政府的关注之后，也采取了一定的措施，后续会怎么走，我想大家很关注。

■ 温州民间金融背景及当地经济生态

(1) 转型的压力

首先温州这地方应该说是非常特殊的一个地方，大家知道当地经济、尤其是民营经济是非常发达的，温州人敢闯敢拼这种性格大家也有一定的耳闻。所以过去几十年应该说，温州经济发展给温州民间积累了很大的财富，同时温州经济又非常有自己的特点，当地还是以民营企业为主，这些民营企业在完成了一些原始积累以后，这几年来发展处在一个风口浪尖上。一方面，原有的发展模式碰到了一些的瓶颈，很多企业做大做强到一定程度以后，发现自己的产业面临很多方面的问题，包括汇率，劳动力成本，市场各方面的影响。再后来，很多企业倾向于往别的行业去投资，包括像房地产，甚至煤矿等其他一些矿业权益里面去投资，有这种倾向。

(2) 银行贷款以短期为主，转贷间隙有周转需求

再一个从当地的融资情况来讲，也是一个非常特殊的情况。温州这个地方比较偏僻，离政治、经济中心比较远。所以当地的金融在这种情况下，结构上特征会非常明显。比如说当地民营经济非常发达，所以它当地银行非常多，现

在银行有 20 多家，这种规模在地级市里面是非常少见的。但是这里面它又存在一些结构性的因素，其正式融资就是完全集中于银行贷款。这些银行贷款，由于都是些中小企业，所以它完全是以短期贷款为主，短贷在还旧贷借信贷的间隙，会对民间融资有周转的需求，实际上也是为今年发生的事情埋下了伏笔。

这里面还有一个更重要的因素，它不但是以短期贷款为主，实际上还有一些边缘性因素。首先，很多民营企业因为没有办法得到中长期的融资，相当多的民营企业拿短期贷款去做长期的一些项目，同时它是依靠着当地比较发达的民间借贷的支持周转，流动性有很大的一块是通过民间借贷来过桥、来滚动。

（3）前期当地银行做了很多表外的融资业务

另一个特点，它的银行贷款实际上分成两块：一块是表内业务，通过传统的银行贷款来走；另一块是原来所说的表外的业务，也就是说它通过银行给它做票据的承兑，后来再贴现。为什么说它是表外呢？因为原来在我们银行体系里面有一个小小的漏洞，许多的金融机构把票据发到农信社的账上，农信社通过一些比较灰色的操作手法，把这个规模就挪到表外去了。这也是当地融资的一个因素。应该说从这个都可以看出当地经济特点：投资相对来说比较激进，同时融资也比较发达这么一个背景情况。从今年开始，陆续出现了一些中小企业倒闭，甚至是有人跳楼、有人跑路的情况，开始还是比较零星的，中秋前后到了一个比较集中爆发的情况。之后是在大概十月份的时候，温家宝总理去了温州当地，包括其他一些政府领导也去当地关注这个事情。

（4）存在传染性：银行与民间融资有关系，90 多跑路老板之间有关系

由于涉及到民间融资，包括传统的银行贷款也是涉及到这种企业之间存在大量的相互担保等情况，所以本身这个事情就很容易有传染性。一个企业出现问题，一个企业往往同时有民间融资跟银行贷款，相互之间传染，一笔银行贷款还不上，可能就是整个民间融资的链条，本身民间融资上面也有一个链条，不仅仅是一对一的，实际上是有一个长长的链条，有很多的层次，这样子就导致这个事件爆发力特别强，市场影响也比较大，最后媒体也非常关注这个事情。到现在，他们粗略统计，应该有八九十人出现了跑路，或者甚至说跳楼这种比较极端的事件，90 多跑路老板之间是有关系的。

■ 原因分析

（1）直接导因：收紧表外信贷

从原因上来分析，刚才我讲的背景里面说这种当地融资方式、还有企业做事情的方式，本身相对风险就高一些，尤其是流动性的风险会高一些，这就为流动性危机埋下了一些伏笔。之后，应该说在七月份有一个比较重要的事件导致了这种情况出现了比较大程度的一个恶化。什么原因呢？很多企业通过很多银行把票据做成了表外的业务，实际上这本身应该说是一个违规的行为。从七月开始，银监会加大了对这个事情调查力度，导致很多企业、很多的银行没办法再像原来的方式那么做了，实际上就是说这有一个比较突然的影响。这样子导致很多企业、很多银行原来的表外信贷必须给它挪回到表内里面。所以大家会看到银行的整个贷款规模，给当地民营企业的贷款规模是在增长的，但是实际上，因为表外转表内的过程中，很多这种贷款是被压缩掉了。这就导致，整个银行是对民营企业经济系统来讲是一个突然性地抽水行为，马上导致很多企业资金链马上紧绷，甚至崩断的情况。这是一个比较直接的原因。

（2）中型企业拓展房地产业务遭遇限购调控

再一个就是说，在这些崩断的情况里面，企业有自己的特点，这次出现资金链崩断的情况，比较集中的是出现在一些中型企业里面。怎么定义这些中型企业呢？大概它的贷款余额能有 1 个亿的水平，这个应该说是民营企业里面还

是一个相对比较大的规模。这些企业原来它的融资能力都比较强，投资能力、欲望也比较强。由于在原来传统业务、起家的业务上出现了一些瓶颈以后，它有这种投资到非主营业务的冲动，尤其是，据我了解影响比较大的是投资到房地产里面。相当多的企业投资到其他全国一些二、三线城市房地产开发里面，这个规模也是比较大的，导致整个资金链比较紧张。

如果说从统计来看，大概有一半以上的中小企业资金链紧张，是因为刚才我说的银行票据政策上面的一些调整，这里面又有相当一部分是受制于房地产的这种流动性紧张，因为房地产调控、尤其是现在限购等等，虽然说房地产有商品价值，但是流动性瞬间失去了。这也是一个比较重要的原因。

（3）小部分涉及企业主赌博等个人问题

再一个从当地来讲，有一点我自己不是特别能够接受，但是他们当地人比较强调的一点就是说有相当一部分的企业主，他可能涉及到一些自己个人的一些问题，包括像参与赌博这些。由于涉及的单宗金额在民间来讲相对比较大，所以这个在社会上的影响会比较大。但总体上个人问题的比重不是很大。

■ 目前的状况

（1）并非完全不理性：超高利率只适用超短期融资

还有一个我也在考虑，在这里面民间的信贷起了一个怎么样的作用？应该说，这里面相当多的钱是来自民间，不完全是来自银行系统。这些民间的钱他很多钱经过这种私人的渠道或担保机构的渠道，最终大部分还是进入到房地产里面，这样导致整个链条出了些问题。之前，之前有很多媒体强调说，当地的民间融资，尤其是通过这种中介来做的民间融资如何发达，面如何广，性质如何恶劣，从我自己判断来讲，可能问题没有像说的那么严重。这里面的确有相当一部分人在从事这个业务，包括这种非正规的担保或者说非正规的投融资中介，但是这里面呢，我了解就是说绝大部分人还是相当理性地在做事，不管是从资金出借方，还是资金借入方都还是比较理性的做事情。所以从成本也可以看出来，据我了解，他们的民间融资成本还是在 2 分左右，实际上 2-3 分之间，很少出现像媒体上说的这种 5 分、6 分、1 毛月利的情况。可能在这方面有一些误读。

这些企业的模式，包括当地担保公司的盈利模式就是说，他把民间的钱起来给企业在转贷时候做一个过桥，这里面涉及的时间会比较短，一般大概在一周两周这个情况。两周期间，如果算绝对收益率的话，应该说是比较高的，算成年化了也是比较高的，但是不能以这个来衡量说整个民间借贷的融资成本。因为，七天就能拿到 1%、2% 换成年化非常可观，甚至能到 100% 多，但是这个因为不管是借出人还是借入人他都清楚，本身就不是一个可持续的状况，不可能天天就拿这个去滚，也不可能说我天天就有这样的生意去放贷。所以绝大部分的生意，期限长一些的融资像 2 分甚至 3 分这样一个成本比较普遍，我自己觉得不是一个不可持续的东西。对一些民营企业，尤其是比较小的民营企业，那么他自己效率也比较高，从税收啊各方面也交的不是那么足，他实际上可能能够承受这种 2 分到 3 分的利率。这是我对当地民间信贷的一个看法，当然就是说，这里面媒体所说的这种比较极端的所谓这种炒钱的情况，就是说钱来钱往，而且都是这种极不透明，然后高利贷这种情况应该是有，而且尤其是在当地机场所在的永强那边，还有这个龙湾区那边，相对来说是比较集中，有这种事件。

（2）银行有自己的安全边界：借贷抵押、担保更足

温州金融问题这个在民间比较有爆发力，但如果站在银行系统或者说站在整个宏观系统角度说，我自己判断是，不是特别大的一个事件。如果从银行的角度说呢，就是说，这些人虽然出现了一些这种倒闭的一个事件，但是由于银行在之前做还都有一些这种包括抵押啊、担保，很大程度上还是存在。对银行来讲，在这个事件里面会受一

些损失，而且尤其是处理起来，包括政府介入的很多个案需要处理，需要花比较长的时间，但是这个事情对整体银行资产负债表来讲，影响还是比较有限的。比如像温州这地方长期它的不良率都比较低，那么它的拨备这些也都比较充足，银行它自己还是有很大的安全边界。

（3）政府的措施一定程度缓和了恐慌情绪

之后，也就是这段时间，大家也都看到政府、各方面也都采取了一些措施，来稳住现在的这个情况，包括一些跑路的企业家他也回来了。我的看法是说现在的情况相对来说比较稳定，这种恐慌情绪很大程度上缓解了。

这里面有几个因素：一个是政府在这里还是起到了一个沟通协调的作用，主要是派部门对每一个银行都驻点，通过驻点的人来进行沟通协调，这样能统一银行的行动，不会出现银行抢着去收贷类似挤兑的情况。

第二是现在政府打击利用暴力讨债，这对受影响的人也是提供了一些保护，民间的情况，气氛还是有所缓和；再一个是现在出了问题以后，大家对民间融资的心态也有些变化，很多当时民间借贷实际上是利滚利的性质，现在大家首先追求的是把自己的本金拿回来，对整个事件的看法上也有些转变，大家更多地抱着解决问题的心态，现在政府态度也是说，我只保护银行贷款四倍以内的利率，之外的基本上大家不能太较真了。所以，相对来说，情况还是有所缓解，没有出现前一段一天好几个人、十来个人、几十人出现跑路这种情况，零星跑路可能还是会有一些。

（4）温州只是典型

温州这两个字我觉得是比较有新闻价值的两个字，所以他出现这种情况大家十分关注，实际上这种民间融资在浙江其他一些地方，包括像台州、湖州、嘉兴，或多或少也都有，可能跑路的也不少，也几十号人这样子。但是可能相对来讲，影响没有那么大。那么如果从温州的状况来讲，实际上就是说因为现在媒体各方面也都比较发达，比较重大的事项实际上都已经见报了，大家基本上都知道了。那么我刚才讲的 90 个人实际上就是说，在这里面因为这些人并不是相互独立的，就是说可能一个人出了事情以后，他会通过相互担保还有这种上下游的关系，包括民间融资的这种关系他会影响到很多人，所以就是说，这个 90 个人里面，并不是说相互独立的 90 个人，实际上是分成好几个群，每个群里面有若干个人这样子，出现了这样一个状况。

■ 后续评估

（1）票据利率还很高，抽水的影响在继续

后续的情况刚才我分析下来应该也提到过，票据这个事情，实际上反映出银行对他的抽水还是比较严重的。这种情况应该讲目前采取的措施里面有涉及这方面的东西，但是包括国务院常务会出的一些政策，应该说对这个问题还是有针对性的，但是它的直接效果不是非常的明显。所以这个从我们市场上有一个数据也可以看出来，比如说现在票据贴现的利率还持续在 10% 以上的这种高位，因为票据期限非常短，而且它还是银行信用，所以说出现这种两位数的水平，而且大大高于贷款包括这种银行一年期贷款利率本身是不正常的一个现象。这种现象也没有说这一两周有所缓和，说明这个问题对中小企业的的影响还是比较大的，就是说他仍然持续性的在对他造成影响。

（2）房地产市场流动性也没有好转

然后从房地产来看呢，这边的情况也是持续的，房地产市场流动性也没有出现什么好转。所以这个如果持续下去，虽然说现在的影响并没有说像之前那么严重，或者说那种恐慌的程度，但是说在这种既成的政策背景下，包括宏观调控背景下，我自己觉得时间继续拖下去的话可能还是会有一部分企业会出现资金链崩断的状况。后续如果这个事情出现出来，包括现在别的地区，像江苏啊、福建等，包括鄂尔多斯等这些问题出来，慢慢出来以后，我觉得实际

上对现在的宏观调控政策也是有一定的压力，但是包括从再贷款没实施这些事情的看，我想目前这个事情本身未对宏观调控大局有非常大的影响，但是这种压力是在积累的过程中。

■ 问答环节：

国信宏观组：丁总先讲到这里，有问题我们接着问。我这里先补充几句，我们国信宏观近期邀请大家做一个温州民间融资的调查，我们也正在积极联系银行业、当地的一些企业跟主管部门，三大部门，到时候的话应该说这一周会通知大家，希望大家能够积极参与。

问：从全国看，一些研究表明，整体上民间融资额大概有 3 万多亿，温州民间融资会有多大？

丁家煊：温州当地民间融资的比重还没有非常权威的统计，可能需要一些经验判断。当地的信贷大概在六七千亿这个水平，有统计说当地的民间财富会有 3 万亿，应该说当地的民间财富是比较多的，我自己估计温州一两千亿的民间信贷还是有可能的，民间信贷本身跟正规的银行信贷有时并不是相互排斥的关系，它有时候相互补充，有时候银行融资需要去周转时候，民间融资就补上，或者说一些高风险的事情，就是民间融资来做。

问：资金私底下借贷基本上到期日都春节，在这种整体的环境下面，春节是一个还款的高峰期，会不会形成挤兑？波及面还会不会增加？

丁家煊：这跟传统民间习俗有一定的关联，有相当一部分贷款，这种民间的借贷是在年底来结算，农历的年底来结算。但实际上这个事情出现以后，它已经提前爆发出来了，我自己理解就是提前爆发出来，民间的这种借贷它并不是说非常严格的说，我到期日之前我就不能够去追，之前出现了一些的这些追债等等，我想跟这个也都有一些关系，因为很多的民间借贷本身就是说是一个期限比较灵活的，并不像我们正规的融资里面这么严格，所以说他之前应该说已经有一个比较集中的爆发吧，现在出现了一个相对比较稳定的状况以后，后面我自己判断就是说，如果出现问题，它会相对比较平稳的出现。至于像过年的这种意义，的确是一个比较重要的因素，但我自己个人觉得不一定如想象中。

我是想强调一点就是，不同的人、不同的机构对它的敏感程度、紧张程度感受不一样。在民间这种压力比较大的情况还是持续存在的，但是银行来说的话并不是特别担心这个事，因为他自己本身还有比较大的安全边界。他相对来讲觉得银行问题不是特别大。

问：温州出现了这些问题之后？民间实际的借贷利率会不会往下走？

丁家煊：民间利率本身就是说利息相对比较高，否则他就不会叫民间利率，如果说我有一些闲钱，去做民间借贷，如果是 10%，其实是没有意义的。它如果低于 20%，意义也不是很大，10%我宁可去做一些银行理财，比较稳当，民间没有接近 15~20%以上没有吸引力。

问：温州这个事情后面有什么比较好的解决措施？

民间融资这个问题，责任在哪里？责任是说：本身企业投机性特别强、风险过高、冒了太多的险，现在需要受到惩罚、承担这个后果。这个应该说是除了当地民间融资人之外比较一致的看法。毕竟这些人过去几年、过去十几年，在长期宽松的货币环境还有经济高速发展中，他们屡试不爽。目前很难做针对性的措施去帮助他，或者说本身应不应该去救他们都是存在一个疑问的东西。

还有一个就是政府通过隔离企业的方法，保护好的企业，让坏的企业倒掉能否解决这个事情？

丁家煊：它不是像你所说的隔离，它实际上是你出了事情以后它就对你进行重组。因为很多企业，比如像信泰，就是那个眼镜大王，它毕竟还是有很多资产在那里的，就是说他涉及的金额，包括民间贷款金额啊、银行贷款的金额比较大，一说几个亿啊、几十个亿这样子，但实际上它自己还是有很多资产的，你国外要做一个重组，包括像雷曼兄弟啊，要做重组的话都不知道要做多少年，要打很多官司，但政府现在强制介入之后，中国相对来说简单、高效，大家坐下来一起谈就比较好办一些。这里面现在的一个方式就是说，你出了问题以后我实际上就给你重组掉，那么有些如果本身并不是资不抵债，出现了一些这种流动性风险的，基本上就是资产通过转让权益，包括变卖等等还钱。对于亏空的那种，最后就是银行你有抵押的，该处理的处理；没有抵押受的损失的可能会多一些，通过这种方式给他处理掉。

你说的这种隔离，我觉得政府现在采取的行动也没办法超越法律关系界限。比如我们原来有担保，那你该承担一些责任，就得承担责任。隔离只是说，我有承担一个互保，比如说我一个企业，我出事了，但是我存在五个担保人，政府出面协调就是说每个人该承担多少，不会出现就是说你几个担保人出现这种比较混乱的情况。

问：对银行具体有多大冲击？如果没有货币政策的宽松，政府是否也只是缓解局面，变相让银行承担损失？

丁家煊：本身从银行来讲，贷款之前，尤其是这种民营企业贷款，它还是有一个隔离墙在保护，比如说它都要求有抵押、担保等等，因此对它们的影响比较有限。从现在来讲，初步一个经验判断，所有银行加起来损失金额一共也就1、2个亿这样子，这个实际上是非常小的。因为当地的实际上它的常量贷款规模有几千亿这样子。有些企业他把钱从银行借出来以后再拿去做高利贷，当地的银行朋友还是说，首先我借给你贷款，本身就要求你抵押或者是质押等等。你有房子或者说流动资产存货等等，你抵押在我这里，你如果自己要去冒这个险，你自己就必须去承担这个后果。第二，这种模式据我了解，有，但是不多。有存在这种转去息差的冲动，但不是很多，总量上不是很多。

你说的银行冲击，我觉得不明显。首先就是说，政府现在起的作用是要要求银行统一来行动，共同来做，不要说做个体理性，但是群体非理性的这样一些事情。第二，本身银行也是我想强调一点是，地方政府对它的影响还是有限。如果说地方做伤害银行的事，实际上这个银行它的上级部门，温州银行的上级部门，它不会允许这个事情发生的，实际上。这也是现在中国宏观调控的一个特点。为什么说现在中国宏观调控比较依赖货币政策，因为货币政策是唯一中央比较有效的一个东西。因为比方说财政政策，实际上很多财政政策的手段是控制在地方政府手里，包括像土地财政等控制在地方政府手里，那个环节是比较难处理的。这也是为什么现在货币政策压力非常大，大家对它的看法、议论非常多，但它还是要坚持的一个原因。所以我想这里面，伤害银行，银行来买单，应该说不存在这种政策导向和机制。

问：在您认识的温州老板里面去澳门或者国外赌博的人多不多？这次事件爆发以后，会不会减少他们出去赌博的次数？

丁家煊：从整个面上讲，的确像这种赌博的情况它影响比较恶劣，因为比如说有些老板他自己比较有钱，做实业的，他是很容易得到这种民间借贷，利息又比较高。比如说你去澳门，基本上去个三四次，基本上就over了。我是没有直接接触到这样的人，也没有说有太多的这个信息。

问：本地人他们怎么看待这个问题？

丁：本地人他们讲，温州可能当地财富比较多，所以赌博集团也盯上他们，一些人基本上去个几次，实际上一辈子也就毁了，但是案例不是很多。

问：高利贷小额贷款机构过去控制风险的主要手段是什么？是不是还是靠抵押或者担保？他们是否还有一些能帮人

们讨债的机构？为什么这次就出现这么多坏账？坏账比较多的话，是不是以后整个领域的盈利模式会有一些变化？

丁家煊：高利贷本身是一个古老的行业，几十年来也出现过几次比较大的波折。可能跟你说的情况不太一样，本身民间借贷还真不是靠抵押这些，更多靠的是个人间的信用。比如说我看这个人做人、做生意实在不实在，个人的判断。像抵押这些可能还真不是很看重这个东西。如果有比较多有比较好的抵押物就不会去找个人做了。这里面更多的靠的还是个人的信用在里面，这也应该说是当地的一些特点吧

问：房地产如果普遍下跌 20~30%，会不会从流动性问题转变为大规模的资不抵债问题？房地产升降对民间融资有什么样的影响？

丁家煊：我自己个人觉得，目前最重要的因素可能还是流动性，价格可能在其次。他们本身去做房地产生意、投一个房地产项目，实际上还是有一定的利润空间在里面，所以它价格可能顶多只是一些损失而已，不会有非常大的问题。

反而是我们现在碰到的这种房地产流动性出了问题，卖不动了，这个可能是一个更大的问题。当然价格因素会转化成资不抵债这种情况这这也是一个可能的模式。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。