

名家 | Columnist |

温州会否成为倒下的多米诺骨牌

汪涛 胡志鹏

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。

温州及其民间借贷问题

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。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。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。

温州民间借贷问题的跌宕并不新鲜。目前这一轮，是政府在2008-2009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。

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。投资者担心表外信贷资产质量特别差以及尽管银行贷款收紧，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。我们认为经过前两年的快速信贷扩张，截至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，截至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。

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。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，并主要集中在某些地区。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。

出台措施及其影响

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。

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开外，我们认为房地产市场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。（作者系瑞银证券经济学家）

PIIGS：深陷泥沼的欧洲五国

编者按：欧洲各国已经在债务危机中病入膏肓，该采取什么方法救治？保守疗法还是激进疗法，各方观点众说纷纭。这篇文章的目的是把欧洲五国的国家“体质”和将要到期的债务“脉络”清晰地展示出来，以期给市场和投资者带来前瞻性的信息。

袁冠群

欧债危机始于2008年12月，全球三大评级公司下调希腊主权评级。当时普遍观点认为希腊经济体系小，发生债务危机后影响不会扩大。但随后欧洲主权债务危机似瘟疫般蔓延开来，爱尔兰、葡萄牙相继陷入债务泥沼，接着危机开始从欧元区外围国家向核心国家延伸，意大利和西班牙也相继成为此次危机中倒掉的多米诺骨牌。

目前，欧洲“五猪”（PIIGS）的十年期国债利率和五年期CDS利差不断攀升，其中希腊的十年期国债利率一度高达24.48%，再融资成本巨大，同时也体现出市场对其偿还债务能力的怀疑。据我们分析，接下来的一年内，欧洲债务仍存在三个非常关键的债务集中到期的时间点，届时欧洲各国政府将面临新的融资难题。

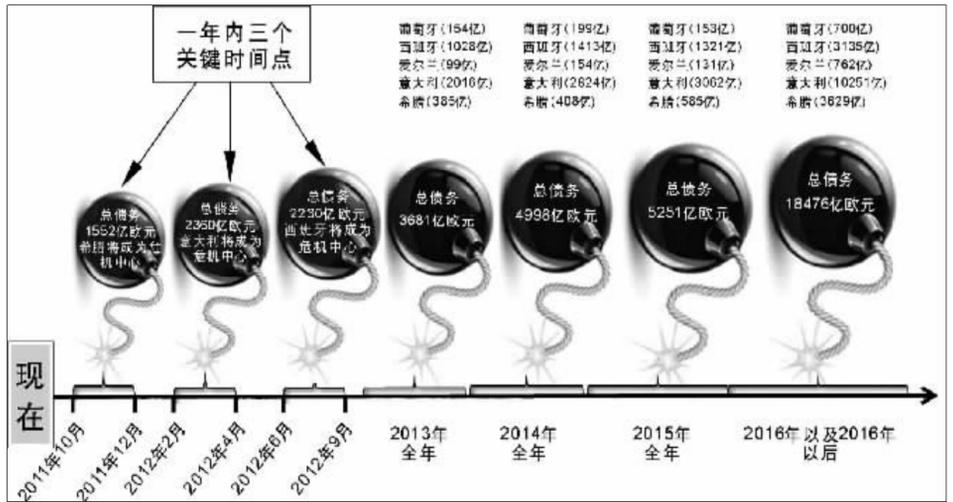
第一个债务集中到期的时间段是从今年10月份开始到年底的这连续的三个月，债务到期总金额为1552.0亿欧元。由于今年8月，欧洲央行（ECB）宣布大笔购买意大利、西班牙、葡萄牙、爱尔兰国债，而且此四国债务总额占年财政收入比例较小，预计四国应该不会渡过这一难关。反观希腊，由于此次债务占本国财政收入比例较高，且其偿债能力较弱，极有可能出现违约的情况。

第二个债务集中到期的时间段是从2012年2月开始的之后连续三个月。债务到期总金额为2360.3亿欧元。必须指出的是，如果欧洲央行继续大笔买入五国国债，2012年3

月开始将有大量的利息到期，债务到期数额将高于以上提到的数字，届时债务国会面临更大的偿债压力。此次的债务到期，无论是从债务数额、偿债能力还是时间紧迫性来看，意大利的债务压力都是最大的，很有可能需要再融资或者通过欧洲央行的援助来渡过难关。同时，希腊的债务情况和第一时间节点的相似，违约是大概率事件，若先前提幸逃脱，这次也在劫难逃了。

第三个债务集中到期的时间段是2012年6月开始的之后连续四个月。债务到期总金额为2230.5亿欧元。如果欧洲央行继续大量买入五国国债，此时的债务到期总量也会有较大幅度的增加。葡萄牙和西班牙将是此时间段的债务危机中偿债压力最大的两个国家。两国必须通过再融资或者接受欧洲央行的援助来渡过难关。

中长期来看，PIIGS债务数字仍十分巨大。欧洲各国能否摆脱债务困局，一方面要看各国财政紧缩政策的力度，但关键的是要看未来各国经济发展的前景。首先，未来各国财政收支状况仍然不容乐观。据IMF预测，未来五年，各国财政收入占财政支出比例均低于100%，处于入不敷出的状况。第二，欧元区经济前景仍不乐观。数据显示，欧洲经济从2011年初的高点开始，随后出现较大跌幅，法国和意大利的PMI指数均跌破了50这一重要关口。同时，欧元区工业信心指数近期也呈现出快速下



欧洲五国债务倒计时图

数据来源：Bloomberg，上海证券研究所

阴影。分行业来看：希腊、意大利、西班牙、葡萄牙这4个国家在地理、政治和经济制度上存在相当多的共性。服务业均占60%以上，其次依次是

工业和农业。爱尔兰工业和农业占比则明显高于此四国。未来，如果欧债危机升级，全球经济二次探底，一个国家的服务业将受到的影响最大，其次是工业，农业受影响最小。而服务

业中，旅游业首当其冲，五国中，西班牙、意大利、希腊等旅游业占比较大的国家其经济将受到非常大的冲击，相对而言爱尔兰的影响较小。（作者系上海证券分析师）

链接 | Link |

希腊与葡萄牙 一对难兄难弟

希腊按照GDP来算排名世界第27位。如果从债务占财政收入比例来看，希腊的债务问题在PIIGS五国中最为严重。短期——今年10月至12月，以及2012年3、5、8月希腊都有较大数额的债务到期，总额占希腊本国年财政收入的80%以上。希腊债务违约已成为大概率事件。经济方面，短期来看，希腊面临的重大问题是财政紧缩带来不断上升的失业率和社会不稳。政府从2010年2月开始连续实行了多轮的财政紧缩政策，以此减少开支，这直接导致社会气氛濒临崩溃：罢工游行此起彼伏；自杀和精神病患者人数大幅上升；失业率高企，这些直接影响到整体经济的稳定。长期来看，航运业和旅游业是希腊经济的支柱产业。但随着全球经济增速放缓，希腊未来的整体经济形势不容乐观。

葡萄牙是否会成为第二个希腊已越来越为人们所担心。葡萄牙按照GDP来算，排名世界43位。短期来看，今年剩余的债务将会因得到ECB救助而缓解，但2012年6月葡萄牙有较大额度的本金及利息到期，将占年财政收入的30%左右。从中长期来看，葡萄牙的债务规模主要集

中在近5年，而且规模较大。葡萄牙的整体经济以第三产业为主（占GDP的比例超过65%），其中最显著的份额主要来自对外贸易部门（欧元、葡萄酒、橄榄油等）。总体看来，葡萄牙的经济竞争力不强，对外贸易的依赖程度大。IMF预测，葡萄牙在接下来几年里的财政收支和经常项目结余都将处于负值。由于世界经济整体低迷，且葡萄牙自身经济竞争力较弱，所以葡萄牙在近几年的债务处理措施将十分关键，若处理不善，可能步希腊后尘。（袁冠群）

A股映射的中国逻辑：亢龙有悔 或跃在渊

邵宇

资本市场不仅仅是经济的晴雨表，它日益成为经济、金融、政治、地缘政治甚至国际政治的晴雨表。近期全球资本市场的跌宕起伏让我们感同身受欧洲、美国甚至中东的经济政治气候的冷暖，而中国资本市场近来差强人意的表现更是让人倍感沮丧，似乎中国A股市场总是跟跌不跟涨，而放缓的实体经济以及众多的危机后遗症的表现更是让人忧心忡忡。投资者不断追问，中国经济增长的黄金时代是不是高潮已过？

十月围城

过去的一周，欧洲出现了新转机，德国总理默克尔与法国总统萨科齐周日宣布就提振欧洲受困银行和恢复欧元区稳定的计划达成了广泛一致。这种转变实际上发生在IMF新任总裁拉加德讲了真话以后。

一直以来，特别是两波危机中，各国的政治人物和经济学家都学会了对自己国家的护短，例如美国人觉得欧洲实体经济和政治烂极了，各国协商拖拖拉拉，把个小小希腊问题搞成欧债危机甚至欧元危机，欧洲必须当机立断采取行动；欧洲则跳起来说，美国你们凭什么教训我，危机还不是你们先搞出来的，除了印刷货币和两党齟齬，经济还不是毫无起色。最致命的是，欧洲领导

人一直意图掩盖问题，例如奥巴马等一直说欧洲的银行怎么好，怎么没问题，拒不承认风险所在，还做了N次装模作样且毫无意义的压力测试——以不考虑主权债务的违约为前提。但评级机构和市场都不相信欧洲的这些鸵鸟行动，不断用手和用脚陆续投票，欧洲银行评级不断大面积下调，

全球银行股亦不断跳水。拉加德虽然是欧洲人，但她一上台，就不护短切中要害，不惜与欧洲同胞的脸面决裂，直言欧洲最大的风险来自银行体系，需要立即补充资本。这种大义灭亲的直面问题的勇气正是解决问题的正确的第一步。被惊醒的欧洲各国领导人对此做出了正面的反应。这个方向绝对正确，因为主权债务和商业银行体系之间存在明确的传导链条，欧洲银行业的资产方正是堆积了大量的高风险的欧洲各国主权债券，负债方则是大量的批发拆借，高度依赖银行间市场和欧洲美元市场上的批发融资，一旦整体资产质量被质疑，则货币市场上会迅速撤资作鸟兽散，雷曼的恐慌时刻就会再度出现。而要彻底解决主权债务，几乎是不可能完成的任务，因为主权债问题是囿于民粹和民族之间费时费力的无意义争论，政治精英的救援和民众的冷眼旁观从各自的角度看都是有道理的，何况要20多个国家的民众一致认可，这个难度非常大，如果真要各国进行全民公决，结果很有可能是多数人的暴政——拒绝救援。因此应当反向工程，先坚壁清野，做实后方，即先整固银行（补充资本和提供融资窗口），切断风险传导渠道，再考虑主权债才是正道。老欧洲应该还可以再撑一段时间。德法目前的强硬态度，不过是在给老欧洲买更多的时间，其实希腊在2013年的有序退出才是最好的方案，如同壮士断腕，这些在全球竞争中几乎肯定要掉队的经济体必须通过破产、贬低货币、出售资产的刮骨疗毒，才能重新启动经济增长，发展才是硬道理，别无它法。这也是目前所有发达经济体面临的同样问题，故别问丧钟为谁而鸣。

亢龙有悔

在全球经历危机第二波的过程中，中国的资本市场低迷还有自身的原因，表面上看目前经济周期位于低谷，通货膨胀洪峰刚过，还在高位盘旋；经济增速逐渐放缓，三驾马车都不给力，企业业绩下滑，盈利前景悲观，货币政策紧缩持续，流动性总量短缺和结构性短缺并存（今年其实就是流动性总量短缺和结构性短缺下的负债双熊）。其中大多是反危机后遗症——过度的信贷投放和膨胀过快的公共部门资产负债表，这导致了一方面融资平台杠杆过高，另一方面，投资效果差强人意，动车地铁事故频繁。这些短期扰动背后，民众都在问，经历了30年的狂飙，中国经济是不是应该冷静下来，特大动车事故究竟是信号的问题，还是速度的问题，还是都有问题，大家心里自有答案。降速过弯是必然的，在针对四个一线城市奥运会、世博会、亚运会、大运会的高潮过去后，我们甚至都不知道拿什么来为疲软的经济冲喜。世界杯？看来是不可能的任务了。

更多的问题正在一一暴露，温州“跑路”事件是中小企业传统困境和民间融资高利贷生态的典型样本，类似的情况可能会在浙江其他地区、山西、内蒙古、福建和广东部分地区继续蔓延。10日，资源税新政出台，此举将大幅提升中国的自然资源使用价格，尽管方向正确，成本推动会继续拉高通胀水平并维持一个较长的时期，供给冲击的消化历来费时长久，除非突破性技术出现。美国也趁火打劫，参议院允许美国政府对所谓“汇率被低估”的主要贸易伙伴征收惩罚性关税，再度逼人民币加速升值。这些来得很猛的暴风雨其实都是倒逼中国加速转型的契机，但现今中国做出帕累托改进的空间是越来越小。正是基于这些悲观的预期，资本市场

也由此一度沉吟至今。10月10日，汇金高调宣布在二级市场增持银行股，意在提振市场信心，但信心仅仅是必要条件，充分条件包括充沛的场外资金和吸引其入场的财富效应。看前者，尽管年底前资金总量未见乐观，但目前房产价格和实体投资的低迷，以及即将出现的高利贷庞氏骗局破灭，会驱赶资金重回主流配置；而后者需要主流资金参与者在排名诉求下的积极进攻。政策上看，针对银行业、中小企业，融资平台等方面的政策补丁仍然会层出不穷，同时看到货币供应量环比数据、PMI、CPI同比数据等的点滴改进会修正原来过于悲观的预期。我们认为，几者结合会产生适当拉动效应和一定反弹机会，尽管高度有限。但反弹真的出现后，仍建议保持冷静，重回调整过的大消费类的防御配置，在这个过程中静候地产和物价的调控到位和经济降温。我们预计年底前房价会有实质性调整，尽管现在地产商大多数还在屏牢。投资者质疑最大的其实归根到底仍是中国从1997年开始的发展模式——城市化-房地产（如基建）-地方融资平台-银行，如同一条绳上的蚂蚱，但如果仅仅是地产崩盘，不带倒融资平台和银行体系的话，那就是软着陆；如果带倒后两者那就是系统性风险的总爆发和硬着陆。其实汇金的增持更深计较在于，增援银行可以堵住中国的从地产到融资平台再到商业银行这条线上的可能的硬着陆路径，这与欧洲先整固银行，切断风险传导渠道，再考虑主权债（其实就相当中国的地方债）是异曲同工。只要银行有足够坚固的防火墙，再给地方一定资金配给，就不妨任由房价泡沫破裂，积累的刚性需求就会被再次释放出来，形成价跌量升的理想局面，这会极大地吸收剩余的流动性，从而降低需求拉动部分的通胀，逐渐把2008年放出的货币鼓包消化掉，使得经济返回正轨，紧缩

的货币政策也就自然退出，这也是一年来调控的真正目标和意图。

或跃在渊

没必要特别悲观。1997年金融危机时，对内，中国出台的大规模的高速公路等基础设施建设和房地产的商业化发轫拉动了内需；对外，宣布人民币不贬值（那其实就是升值），帮亚太新兴经济体挺过了一枪，使得人民币逐渐成为亚洲货币锚，并挤出了日本成为亚洲新雁行模式的领军者，那之后的中国制造风靡全球和迅速的城市化成就中国经济的黄金10年。

现在，依葫芦画瓢再来一次恐怕不行，需要变通，而当下的全球性大危机，正是变革的最佳时间窗口。中国及其民众在这场全球化游戏中，一直生存在于“hard”模式下，这使得我们筹码最多，弹性更大。我们深信中国增长的故事不会戛然而止，要做的是扬弃而不是抛弃GDP锦标赛，我们需要一个地方竞争的升级版。在减速过弯，以质量换速度的前提下，逐渐换装新的三驾马车发动机——以深度城市化的建设为抓手，解决困扰多时的城乡一体化和现代化巨型城市运营管理问题；以人民币国际化替换一般贸易出口，即在人民币国际化方向下，在巨额外汇储备的保驾护航下，向亚太和其他地区输入工程、服务、商品、资本和货币，向世界货币锚进发；以大消费和消费升级替换消费不足。在更新上的投资、出口、消费三驾马车的基础上重启系统，这将是一个中长期可持续的向上趋势。目前资本市场的困境不过是中国卡在新老经济和政治（政府换届）周期上最突出的体现。需要一些时间和耐心，我们预期中国经济会在明年夏季前重新回到增长轨道上来。（作者系东方证券首席策略师）