



2016年2月10日

34万亿美元的实验：中国的银行系统和世界上最大的宏观失衡

所有,

在过去的十年中, 我们一直在努力识别全球金融系统, 政府和公司的异常情况。去年我们一直在积极研究中国, 认为中国银行系统信贷快速扩张将导致信贷严重亏损, 需要对中资银行进行资本重组, 并对人民币造成重大压力。这一结果将对世界各国和市场产生许多近期和长期影响。换句话说, 中国发生的事情不会留在中国。

通过继续依赖信贷的永久扩张, 中国人能够以某种方式成功避免任何比经济温和放缓更严重的事情的坚定信念提醒我们, 2006年美国房价永远不会下降。与美国银行系统在应对全球金融危机 (“GFC”) 方面的情况类似, 中国的银行系统越来越多地追求过度杠杆, 监管套利和不负责任的风险承担。最近, 我们与华尔街各公司, 顾问和其他受人尊敬的中国专家进行了多次讨论, 他们几乎都认为中国将在没有重新调整经济状况的情况下实现这一目标。我们通过这些讨论得出的结论是, 许多人在没有完全理解中国银行体系的规模和个别银行资产构成的情况下得出结论。更重要的是, 银行系统损失 - 可能超过次贷危机期间美国银行业损失的400% - 开始加速。

我们的研究表明, 如果不对其许多银行进行重组并使其货币大幅贬值, 中国就没有金融手段继续存在。经济和市场经历周期是正常的, 近期经济衰退可以纠正当前的经济失衡, 并不能从根本上改变中国的长期增长前景和向服务经济转型。然而, 中国的信贷已达到近期限制, 中国的银行系统将经历一个对世界其他地区产生深远影响的损失周期。我们目睹的是重新设定世界上最大的宏观失衡。

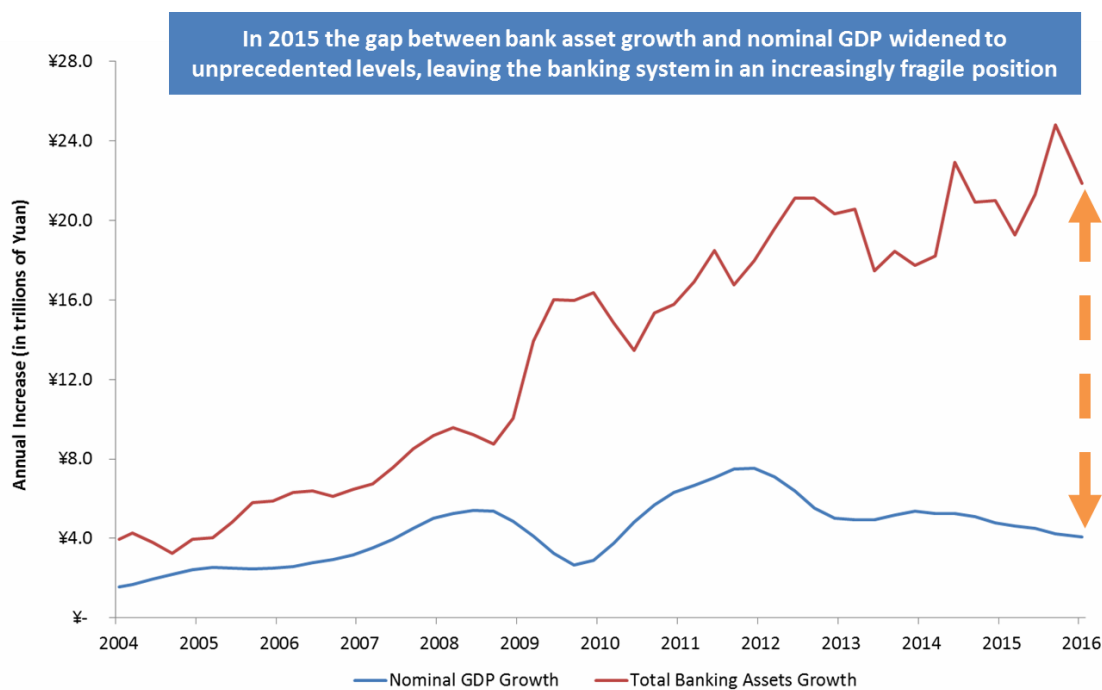
那我们怎么到这里来的? 自2004年以来, 中国的实际有效汇率已升值60%。这种升值的大部分发生在过去几年, 因为欧洲央行和日本央行都积极针对较弱的汇率, 分别刺激欧洲和日本的大型出口部门。虽然市场似乎只专注于中国的汇率与美元汇率, 但这种固定方式忽略了许多其他制造业经济体和货币, 包括日本, 欧洲,

俄罗斯和几个东南亚国家在中国的代价下获得了巨大的价格优势。如果中国要实现其实际有效汇率的必要追回，人民币将需要贬值贸易加权一篮子货币而不仅仅是美元。实际上，需要乘以所需的美元贬值才能获得必要的结果。

随着人民币在过去十年的升值，中国实施了大规模的基础设施支出计划，以便在面对这些不利因素时维持政治决定的GDP增长目标。这一政策行动创造了一个扭曲的激励制度（更不用说资本的严重错配），通过超越这些目标将地方官员晋升到更高职位，而不考虑他们支持的项目的投资回报。2005年，出口和投资分别占中国GDP的34%和42%。到2014年，出口下降到23%，投资增长到46%。这种投资增长的资金来自中国银行系统的快速信贷扩张，从2006年的3万亿美元增长到2015年的34万亿美元。

如今，中国的银行体系无法再支持如此大规模的增长，人民币强势有效地削弱了中国出口经济的竞争力。人民币大幅贬值有必要重新获得出口竞争力；然而，到目前为止，中国当局一直在反对这一点，花费约1万亿美元来捍卫其货币。持续的资本外流以及应对银行业亏损的新兴需求最终将迫使中国改变策略并允许（或实现）贬值，这种贬值可以像许多国家在过去八年中所做的那样重置经济增长。

中国：银行资产增长与GDP的分歧



资料来源：CEIC，中国国家统计局和中国银行业监督管理委员会。

中国目前的情况提醒我们爱尔兰和西班牙，其中建筑，房地产和基础设施投资活动在经济活动中占不成比例，政府

收入和银行贷款。这些行业的周期性下滑将对中国经济产生深远的影响，就像在西班牙一样。事实上，中国住宅房地产投资占国内生产总值的比例在2013年达到顶峰，是全球历史上第二高的，仅次于2006年的西班牙，比2005年的美国峰值高出60%。¹

“考虑过去的四分之一世纪：日本的信贷繁荣在1990年后崩溃；亚洲新兴经济体的信贷繁荣在1997年崩溃；北大西洋经济体的信贷繁荣在2007年后崩溃；最后在中国。每个人都被视为繁荣的新时代，陷入危机和危机后的萎靡不振。”

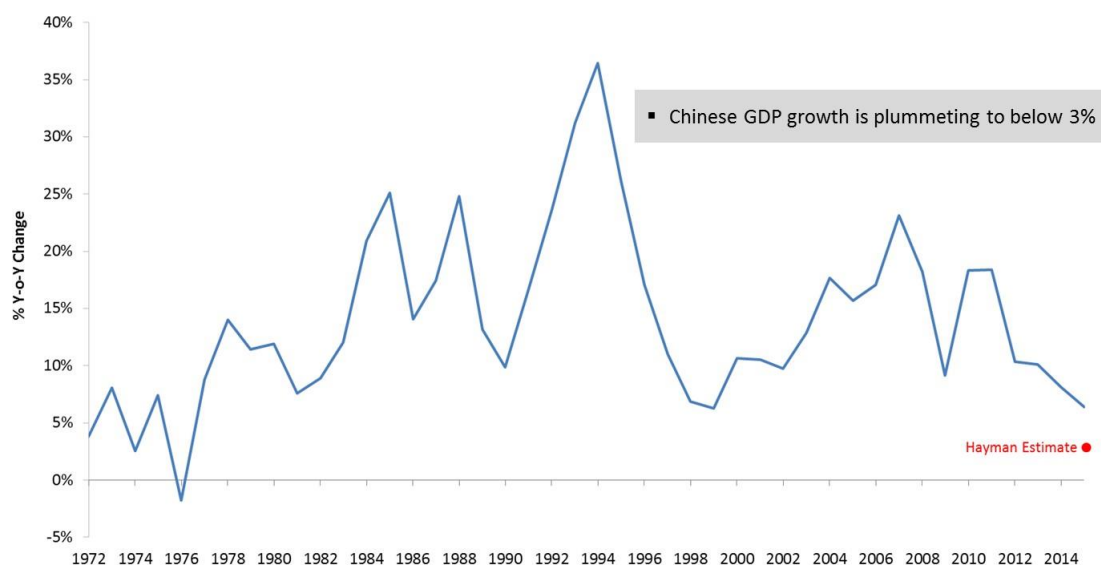
— 金融时报的马丁沃尔夫

中国的硬着陆

无论如何分析现有数据，中国经济已经开始经历硬着陆。考虑到中国国家统计局报告称，中国的移民人口（定义为离开家乡在中国其他地方寻求就业或教育的中国人）在2015年减少了570万人。这是30年来首次报告减少。这种突然的逆向迁移值得注意，因为它标志着中国工人的城市劳动力机会减缓，并可能破坏中国城市化进程，这一过程几十年来一直是中国经济增长的关键支柱之一。以下图表说明了中国硬着陆的其他证据。

在过去的40年里，中国并没有看到这么糟糕……但耶伦并没有看到中国的“重大衰退”……

中国名义GDP增长 - 同比变化

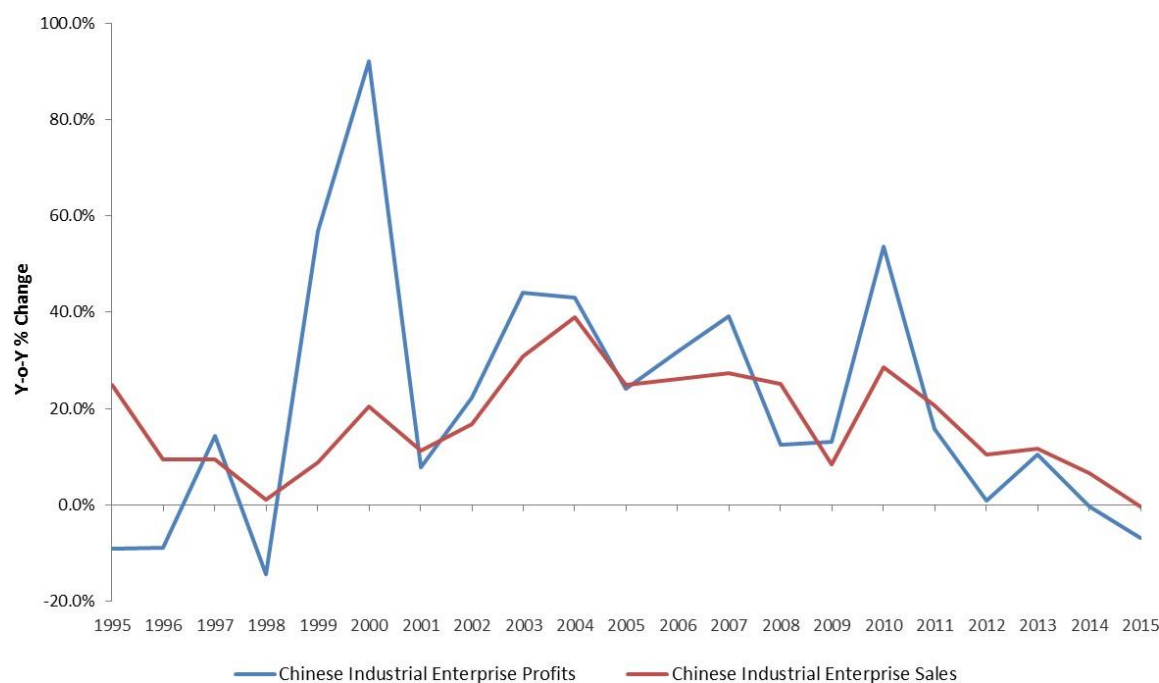


资料来源：CEIC和中国国家统计局。

¹国际货币基金组织第15/84号工作文件，<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1584.pdf>.

中国工业销售和利润均在2015年下降，销售额在30多年来首次下降.....

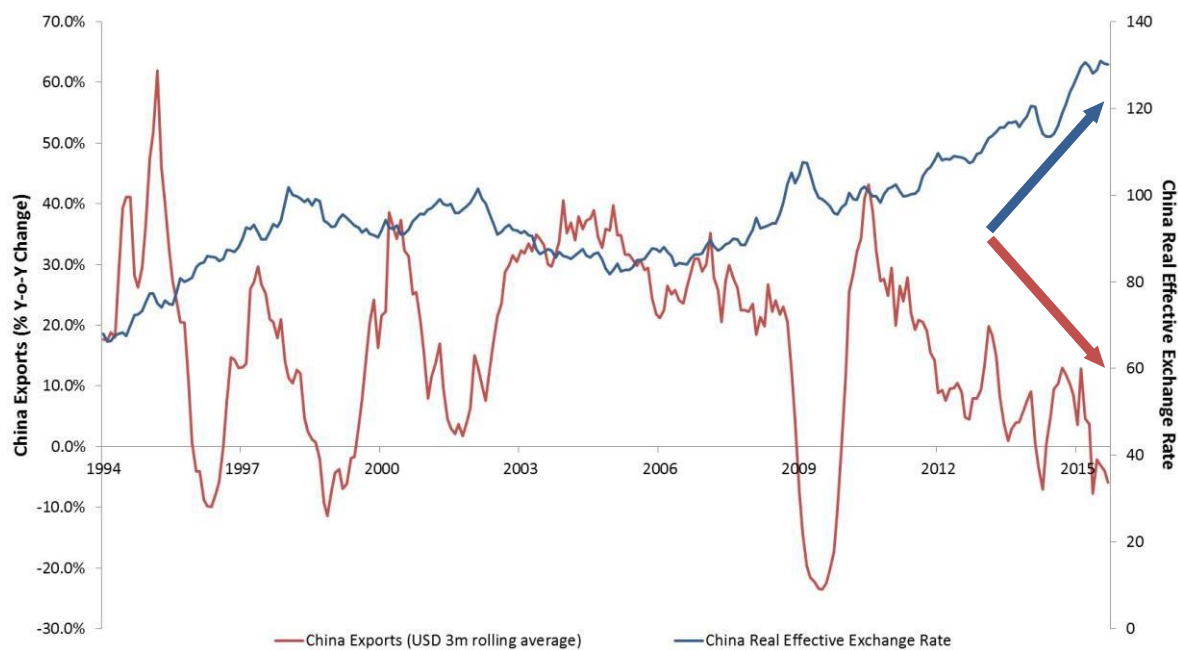
中国：工业企业销售额和利润 - 同比变化



资料来源：CEIC。

由于中国实际有效汇率高，中国出口正在减少.....

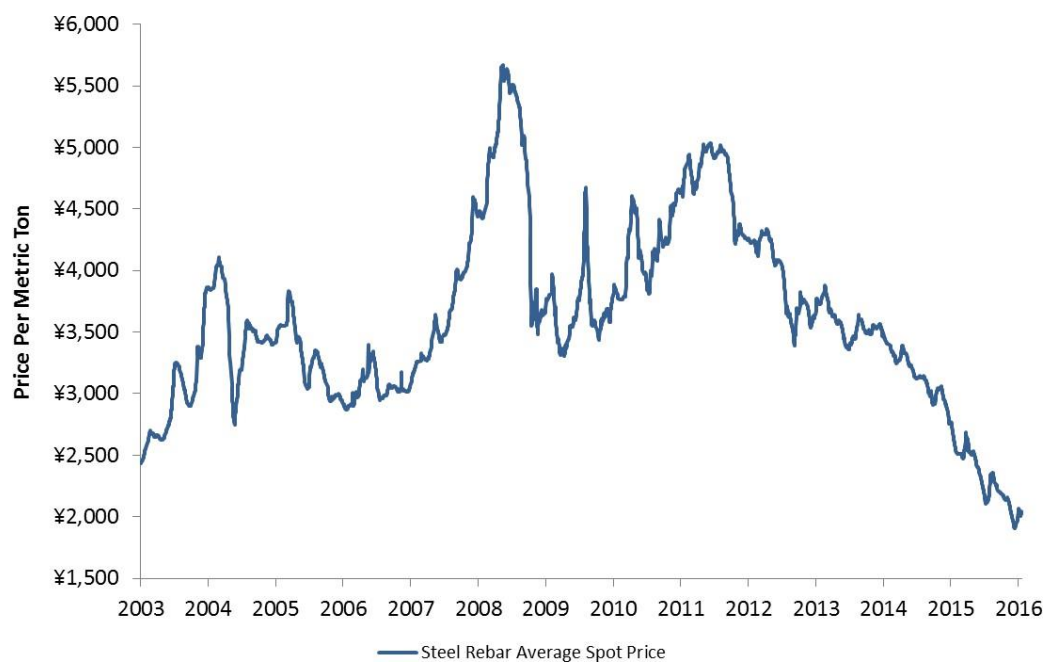
中国：出口同比变化与实际有效汇率之比



资料来源：CEIC和国际清算银行。2010年基准年= 100。

中国钢铁价格从2011年到2016年下降了60%.....

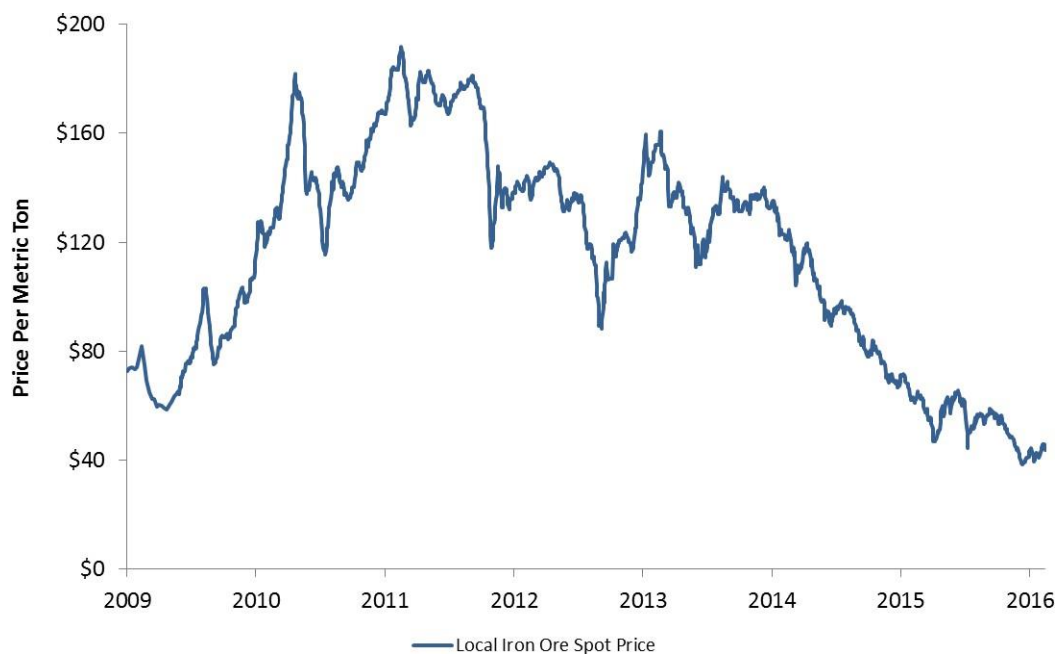
中国：螺纹钢价格 - 平均值



资料来源：Bloomberg。

中国铁矿石价格下跌76%.....

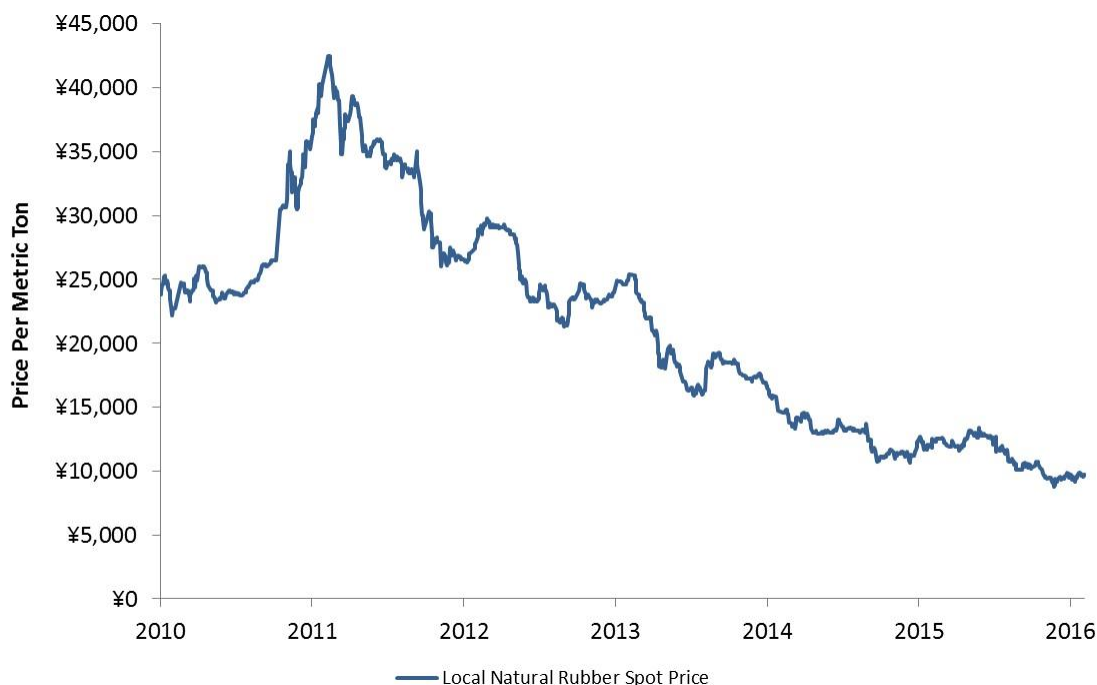
中国：铁矿石价格



资料来源：Bloomberg。

中国橡胶价格下跌了78%.....

中国：天然橡胶价格



资料来源：Bloomberg，上海龙中信息。

世界历史上最大的银行系统实验

中国允许（并鼓励）其银行体系发展成为庞大的34万亿美元巨头（占中国GDP的340%）。有关背景信息，请考虑美国银行系统在2007 - 2009年的全球金融危机中的用途。在资产负债表上，美国银行系统拥有约1万亿美元的股权和16.5万亿美元的银行系统资产（占美国GDP的100%）。如果包括非银行和资产负债表外资产，它将再增加12.5万亿美元，以达到GDP的175%左右。美国银行在整个GFC中损失了大约6500亿美元的股权。如果中国的银行系统损失10%的资产，我们认为中资银行将损失大约3.5万亿美元的股权。从历史上看，中国在不良贷款周期中损失了超过10%的资产（国际清算银行估计，1998-2001周期中国银行系统损失超过GDP的30%）。² 我们预计这个周期的损失会超过之前的周期。请记住，今天中国30%的GDP接近3.6万亿美元。想想美联储必须创造多少量化宽松（QE）才能吸引6500亿美元的普通和优先股进入美国银行，并防止日本式的通缩破灭。美联储不得不将其资产负债表扩大约4.5万亿美元。

中国央行有多大幅度扩大资产负债表以弥补3.5万亿美元的银行资本损失？这会对人民币产生什么影响？中国的信誉会怎样？

²国际清算银行，“分享中国银行重组法案”。

<https://www.bis.org/repofficepubl/apresearch0605ma.pdf>

这种情况发生时增长和更广泛的亚洲信贷增长如果说美国联邦储备银行的经验可以作为中国可能发生事情的代理，我们认为中国可能需要印上超过10万亿美元的人民币，才能对其银行系统进行资本重组。人民币贬值是较大银行体系问题的产物。在损失周期达到顶峰时，我们认为人民币兑美元汇率将贬值超过30%。

我们必须认识到中国是一个新兴市场。出于各种显而易见的原因，新兴市场银行系统绝不应该比发达市场银行系统更多或更大。当我们意识到，即使在最大的银行，也不会根据偿还能力向借款人提供贷款，中国的制度更加危险。相反，贷款决策是由国家做出的政治决定。从历史上看，繁荣和萧条通常是由快速的信贷扩张和收缩所驱动的。在过去十年中，信贷从未像中国那样增长得更快或更快。仅在过去10年中，中国的银行系统就从不到3万亿美元增长到超过34.5万亿美元的资产。历史上没有任何信用体系尝试过这种增长率。没有先例。

“没有办法避免信贷扩张带来的经济繁荣的最终崩溃。另一种选择只是危机是否应该由于自愿放弃进一步的信贷扩张，或者后来作为所涉货币体系的最终和全面灾难而更早到来。”

— 路德维希·冯·米塞斯

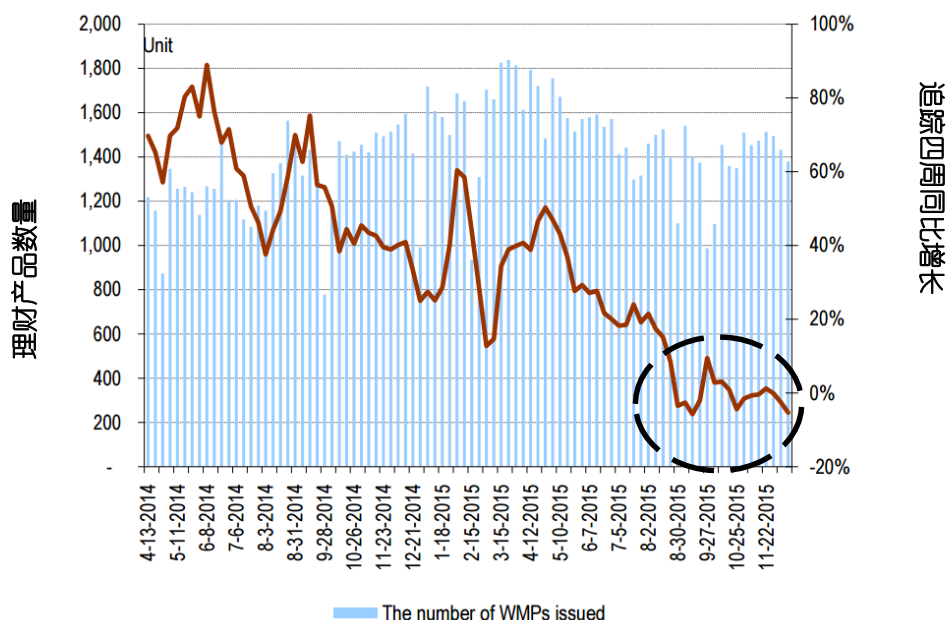
黑暗之心：中国影子银行体系中的第一个压力迹象

禁止性银行业监管与银行业爆炸性增长相结合，激励中资银行寻求解决规则的方法。虽然最公开的解决方法是使用财富管理产品（WMPs） - 旨在规避存款利率上限和贷存比限制 - 最阴险的是使用信托受益权（TBR）。

首先是理财产品。中资银行只允许出借75%的存款，以抑制贷款增长并维持健康的资产负债表。理财产品基本上是银行储蓄计划/货币市场基金，由于通过购买公司债券作为其投资的一部分而增加的风险，其收益率高于传统存款。理财产品已被用于规避存款借贷限制，因为它们被视为非合并资产和负债，同时为银行产生费用和利差收入。理财产品向投资者提供的利率远高于平均存款，但随着市场现在的了解，它们充满了直接的信贷风险。最初，投资者购买中国银行发行的这些理财产品，假设他们有银行担保。由于理财产品已经开始失败（意味着相关的WMP资产不能再涵盖理财产品的保证利息和本金支付），许多发行银行 - 但不是全部 - 都选择坚持让投资者全体投资的承诺。作为隐性信用担保人的过程的一部分，WMP被带回到银行的资产负债表（从非合并到合并）。标准普尔上周就理财产品发表评论：“我们认为，越来越依赖理财产品来管理监管资本比率可能会破坏银行的真实资本化，因为大多数资产负债表外的理财产品只是作为一种便利的资金工具而不是通道

卸载信用风险。³ 我们开始看到这种情况发生在中国的银行资产负债表上。此外，随着信贷状况恶化和信贷业绩迅速恶化，理财产品的净发行量正在萎缩至负值区域。

中国：银行发行的财富管理产品（WMPs）的增长转为负面



资料来源：WIND数据库和美国银行美林全球研究部。

现在，TBRs。当贷款接近未付款状态时，中资银行通常会将其推向资产负债表外。如果没有明确如何做到的细微差别，基本前提是不良贷款转移到“信托公司”，而银行仍然是“担保人”（即银行保留所有信用风险）。作为交换，银行将“资产”记录为信托受益人收据或TBR。

这对中资银行意味着什么？有一个糟糕的答案和一个更糟糕的答案。糟糕的答案是，中国的银行资本 - 股权缓冲 - 被大大夸大了。TBR需要更少的资金（在资产负债表贷款时只有2.5c而非资产负债表贷款11c）（任何人都在想Fannie和Freddie？）。调整报告的银行资本比率可以将合理的8-9%核心一级资本比率（CT1）改为资本不足的5-6%。

现在，更糟糕的消息。TBR是中国银行体系中最大的定时炸弹之一，因为它们被用来掩盖贷款损失。下表说明了整个中国银行系统中普遍存在的TBR。人们可以就这些贷款的可收回性做出许多假设，但我们的理由是该系统已经充满了巨大的损失。特别注意每个银行账簿上TBR与贷款比率的列。

³标准普尔，“中国的银行面临经济放缓和政府政策面临的风险上升。”

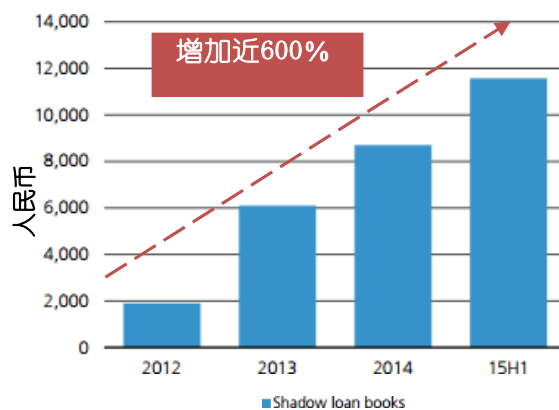
银行	资产 (Bn RMB)	贷款 (人民币 币)	TBR (人民币 元)	TBR / 贷 款	报告的 不良贷 款	逾期未减值贷 款	评论
恒丰银行	848.6	238.9	369.3	154.6%	0.94%	2.37%	大华银行拥有14%
渤海银行	667.1	242.2	261.2	107.8%	1.33%	0.29%	渣打拥有20%
厦门银行	119.1	26.2	32.5	124.0%	1.00%	1.56%	新生拥有10%
厦门国际银行	348.9	111.4	101.5	91.1%	0.46%	3.59%	-
锦州银行	250.7	88.8	76.8	86.5%	0.99%	1.14%	-
南京银行	573.2	174.7	137.9	78.9%	0.94%	0.56%	-
兴业银行	4,406.4	1,593.2	1,138.1	71.4%	1.10%	1.16%	大于50% 葡萄牙 银行系统

资料来源：瑞银和SNL Financial。截至2014财年年底的资产负债表数据。

理财产品，TBR和8000多家信用担保公司构成了中国影子银行体系的主体。仅在过去3年中，该系统就增长了600%。这是第一个出现信贷问题的地方，远离监管机构的目光。

什么是朋友中2万亿美元的隐藏损失？

影子借书增长（2012年 - 2015年上半年）



资料来源：瑞银。

标准普尔以强势语言称重

1月28日，标准普尔公司撰写了一份关于中国银行系统的报告，大多数市场参与者都错过或忽视了这一报告。这份题为“中国银行面临经济衰退和政府政策不断上升的风险”的报告指出，中国银行系统的指标正在迅速恶化，这支持了我们对没有人关注的情况的看法。一家打算继续与中国做生意的评级机构正在用这种强烈的语言来引起对这些问题的关注，这一事实凸显了中国许多银行的不稳定局面。一些摘录说明了一切.....

“我们预计今年中国银行将采取更多负面评级行动。”

“2016年银行资产质量的恶化可能会加速。信贷危机已从私营公司主导的一些细分市场扩散 - 如批发和零售

贸易，出口导向的轻工业，造船业和煤炭开采 - 广泛的制造业，大公司是常见的。”

因此，即使中国经济正在放缓，银行损失正在增加，中国也不会有大量的储备？

危机外汇储备水平 - 中国脱离了金钱

关于目前据报中国持有的3.2万亿美元外汇储备（这个数字不久前为4.0万亿美元，目前每月下降1000亿美元）的争论很多。我们在讨论中国外汇储备水平时收到的回应充满了敬意：“世界上没有任何一个国家通过与世界其他地区实现如此巨额的贸易顺差，实现了4万亿美元的外汇储备。”虽然如此，但这一分析失败了构建更大局势的适当背景。当东道国拥有庞大的工业基础，庞大的货币供应量（M2）和大型进出口业务时，需要一定数量的液体储备来运行该国的日常运营（想想工作）首都）。多年来，国际货币基金组织对用于计算这种“储备充足性”指标的公式进行了微调。⁴ 最佳计算方法如下：

最低外汇储备=出口的10%+短期外汇债务的30%+ M2的10%+其他负债的15%对于中国，公式如下：

$10\% * 2.2T + 30\% * \$ 680B + 10\% * (RMB 139.3T / 6.6) + 15\% * \$ 1.0T = 2.7$ 万亿美元所需最低准备金

那些将中国外汇储备规模作为担保范围的人似乎缺乏对中国保留头寸的构成和流动性的真正理解。在下表中，我们对中国的官方外汇储备头寸进行解构，同时对中国对其主权财富基金（CIC）的投资流动性做出自己的假设：

官方储备（截至2016年1月31日）：	\$3.2 Tn
海曼调整：	
减：中国投资公司（CIC）	(700亿美元)
减：政策性银行注入	
国家开发银行（CDB）	(30亿美元)
中国进出口银行（Exim）	(30亿美元)
中国农业发展银行（ADBC）	(10亿美元)
减：亚洲基础设施投资银行（AIIB）初始资本承诺	(250亿美元)
减：代理银行开立人民币短期远期合约	(200美元 - 300亿美元)
调整后的官方储备（海曼估计）：	~\$ 2.1 - \$ 2.2 Tn

⁴国际货币基金组织，“评估储备充足率”。<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf>.

中国的流动性储备头寸已经低于最低储备充足率的临界水平。换句话说，中国目前正处于安全运营其金融体系所需的储备水平之外。中国有多年储备可以焚烧的观点被误导了。今天中国完全反对，这是政府对其储备水平或硬着陆的任何评论过于敏感的主要原因之一。中国在其官方媒体上对乔治·索罗斯在达沃斯的评论的公开反应，对于一个处于大幅贬值悬崖的国家来说具有特色。值得注意的是中国经济形势的现实与当前投资者的信念体系之间的不一致。随着经济增长大幅放缓，银行信贷增长急剧加速，使银行系统容易遭受巨额亏损。

接下来发生什么？ - 系好安全带

中国的麻烦比市场参与者认为的要大得多。每个人（包括中国公民）都知道有些事情是错的，但很少有人能够准确地指出它是什么。迄今为止的叙述一直侧重于问题的症状（即资本外流和低商品价格）而不是问题本身。我们认为问题的中心是中国的银行系统及其即将到来的损失。一旦分析师，政治家和投资者都意识到即将到来的损失的庞大规模以及它们与当前储备水平的比较，所有重点都将转向银行体系。

显而易见，中国经济正在放缓，贷款损失正在增加，首要问题是中国解决当前形势的政策选择是什么？我们认为，失业率飙升，银行业亏损加剧/信贷紧缩，老式银行挤兑，或者更可能是对这些事件中的一个或所有事件的恐惧，将迫使中国当局采取果断行动。中国当时的政策选择仅限于：

1. 将利率降至零，让银行“扩大并假装”不良贷款 - 较低的利率将迫使更多的海外资本对储备和货币施加下行压力。
2. 利用储备对其银行进行资本重组 - 这将重置银行业，但消除了中国建立的有限储备缓冲，并对该货币施加了下行压力。
3. 打印资金以对其银行进行资本重组 - 这将重置银行业，但中国人民银行资产负债表的扩张将导致对该货币的下行压力。
4. 促进经济复苏的财政刺激措施 - 这将有助于实体经济的一些选定部门，但代价是国内利率上升（如果没有与中国的QE一起完成）。2009年的财政刺激计划主要通过银行业实施，因此类似的计划需要适当资本化的银行业。此外，中国投资的任何增加都会减少中国的贸易顺差，并最终给人民币带来压力。

政策制定者应对中国挑战的剧本可能会结合上述几项措施，但最终大幅贬值将成为应对措施的核心。这将使中国经济重新获得过去几年失去的竞争力。

中国官员将意识到，有意义的贬值正是中国需要帮助纠正随着时间推移而产生的不平衡。以日本，俄罗斯，巴西，墨西哥和欧洲为例，这些国家（或欧洲的货币联盟）允许其货币贬值以纠正其经济中的不平衡。这引出了政府是否打算进行全面货币战争的问题。我们认为，这已经开始了。人们只需看看日本央行行长黑田东彦在上个月达沃斯会议期间对中国人所说的话。他告诉他们实施更严格的资本管制，以阻止热钱流出中国并稳定其货币。就在一周后，他将日本央行推迟到负利率，并在一夜之间将人民币贬值2%。中央银行家厌恶一件事，它恰好是免费的建议。

一旦中国意识到它必须拯救其银行（中国只有一个新建立的存款保险制度，覆盖范围有限且预先筹资很少，这可能使银行挤兑问题很严重），它将会这样做。中国政府有能力并愿意采取必要措施防止银行系统崩溃。中国将拯救银行，人民币将成为正常化的阀门。如果陷入类似的情况，任何政府都会这样做。中国应该停止听黑田，拉加德，斯蒂格利茨和卢，并开始考虑如何从银行系统即将发生的灾难中解脱出来。

请记住，当伯南克说它被“遏制”时，他认为次贷危机是错误的，拉加德和萨科齐在说投机者是希腊问题的原因时完全错了，现在他们说中国的问题是由于关于其外汇政策的简单“沟通问题”。中国面临的问题没有先例。它们如此之大，以至于它将需要中国政府的每一盎司承诺来纠正这种不平衡。所有这一切都发生时，风险资产将不会成为现实。

一旦我们在去年年中得出这个结论，我们决定清算我们的大部分风险资产，并为在中国信贷和货币重置的漫长道路上可能发生的各种事件做好准备。未来18个月将充满假装，风险集会和猜测。在中国出现大幅贬值之前，它无法应对有助于推动其崛起的信贷积累，但短期内可能会令其失败。

此致



J. Kyle Bass 执
行合伙人

所列资料并不构成出售要约，招揽或推荐或购买任何证券，投资产品或投资顾问服务的要约。此类要约只能通过交付保密的私募备忘录或其他类似材料向合格投资者提供，其中包含与此类投资相关的重要条款的描述。此处表达的信息和观点仅供参考。不得复制，分发或用于任何其他目的。