

资管·视界

浙商资产金融评论

2014年11月刊 总第7期



金融资管监管办法明年起施行

后危机时期的浙江银行业

长城资产的超日布局

简介

INTRODUCTION

资管 视界

《资管视界：浙商资产金融评论》是由浙江省浙商资产管理有限公司与浙商资产管理研究院联合主办的一份聚焦中国经济运行风险，精耕金融综合服务、不良资产整体解决方案等相关内容的专业性期刊。本刊旨在通过对宏观经济环境的观察、最新金融政策的解读、行业动态的追踪以及典型案例的透析，为资产经营者的战略决策和创新管理提供可靠、详实、有价值的信息支持与参考。

浙商资产管理有限公司隶属于浙江省国际贸易集团，是国内首家获批金融不良资产批量处置资格并实质运营的地方资产管理公司。

浙商资产管理研究院是浙商资产管理有限公司下属研究智库，专注于金融机构不良资产经营管理与处置开发的研究，拥有一支稳定的产学结合、专业复合的研究咨询队伍，为浙商资产在不良资产的估值、购买、处置、重组、融资等各环节提供决策支持和信息服务。

资管视界：浙商资产金融评论

11月刊（2014年11月）

——主办单位——

浙江省浙商资产管理有限公司
浙商资产管理研究院

——合作单位——

浙江般若理财服务中心有限公司
浙江汇源投资管理有限公司
台州市台信投资管理有限公司
绍兴市协通实业发展有限公司
上海金昊投资管理有限公司
金华通和置业有限公司

——研究团队——

巫景飞 院长
wujingfei@kinghing.com
匡东海 院长助理
kuangdonghai@kinghing.com
翟峰 研究员
zhaifeng@kinghing.com
梅琼 研究员
meiqiong@kinghing.com
戴苗 研究员
daimiao@kinghing.com
冯美云 研究员
fengmeiyun@kinghing.com
马雨棋 研究助理
myqdwan@gmail.com

——联系方式——

地址：上海市浦东新区民生路1518号金鹰大厦A座1001B
电话：021-68583630
网址：<http://www.zsamri.com>
邮箱：zsamri@kinghing.com
微信号：zsamri_1

编者按

本刊聚焦中国经济运行风险，精耕金融综合服务、不良资产整体解决方案等相关内容的专业性期刊。本刊旨在通过对宏观经济环境的观察、最新金融政策的解读、行业动态的追踪以及典型案例的透析，为资产经营者的战略决策和创新管理提供可靠、详实、有价值的信息支持与参考。

本刊以情报汇编为主，适当附于分析评论，还会不定期地选择行业中的热点话题进行深度研究。主要栏目有：宏观视角、政策导读、专家视点、新闻速递、浙商资产之窗、浙商资产专栏、案例透析、数据风向标等，涉及资产管理，不良资产收购、处置，金融综合服务等多个领域。

如您对本刊有任何意见或建议，请您给我们致电或来信，谢谢！



02 宏观视角

- 02 中国经济增速换挡有望于明年基本完成
- 04 不良贷款持续攀升 监管层定向放行地方“坏账银行”

06 政策导读

- 06 五部委联合发文 金融资管监管办法明年起施行
- 08 存款保险制度三大猜想
- 10 存量债务何处去、城镇化资金哪里来

14 行业资讯

- 14 静待破晓——后危机时期的浙江银行业
- 22 中国华融国际化再提速
- 24 金谷信托再现风控漏洞，抵押资产连续流拍
- 26 长城资产的超日布局
- 27 如何防范与化解联保联贷风险

31 数据风向标

- 31 10月CPI保持低位，PPI继续下跌，通缩压力明显
- 32 11月制造业PMI降至八个月低点 扩张动能进一步放缓
- 33 M1M2剪刀差继续扩大，资金活化程度进一步下降
- 34 10月存款季节性减少，或不利于融资成本的降低
- 34 10月贷款新增规模较小或由于需求依然疲弱
- 35 社会融资规模下调，非信贷融资处低位
- 36 三季度商业银行不良贷款“双升”
- 38 10月份浙江工业经济增速超全国平均水平，工业企业利润增长9%
- 39 浙江工业企业应收账款增速持续回落

40 悦读时光

中国经济增速换挡 有望于明年基本完成



玉 际金融危机发生后，中国经济发展的国内外环境发生了深刻变化，中国经济开始由高增长转入中高增长，与此同时，也进入转型升级和全面深化改革的攻坚时期。目前看，增速换挡有望在 2015 年基本完成，以此为标志，中国经济将进入加快完善体制机制，加快转变经济发展方式，全面适应经济新常态的新时期。

经济增速回调有望触底。进入 2014 年以后，经济增速进一步下降。一季度 GDP 增长率 7.4%，较上年四季度回落 0.3 个百分点。在定向调控措施的作用下，二季度经济增长回稳，GDP 增长率略升到 7.5%。但三季度又回落到 7.3%。分析经济下行的原因，主要是房地产行业的调整以及由此导致的房地产投资增速持续下降。市场需求对短期经济增长具有决定作用，2015 年，消费、出口、投资需求的增长态势预计趋稳，据此可以判断经济增速回调基本触底，全年经济增长率预计略高于 7%。

综合看，2015 年世界经济仍呈继续恢复态势。尽管存在持续宽松货币政策对世界经济特别新兴经济体经济负面作用加大、地缘政治紧张局势升级、金融市场可能迎来调整等风险因素，但预计 2015 年国际市场保持平稳的可能性最大，我国出口的外部环境大体稳定。从我国出口企业状况看，也在进入竞争力由降转稳的过程。2008 年以后，我国出口企业成本持续提高，依靠低成本支持的竞争力持续减弱，是导致出口增速下降的另一个重要原因。近年来出口企业努力在研发能力、品牌竞争力、成本管理和职工队伍素质等方面形成的新的竞争

力，并逐渐取代低成本支持的竞争力，出口企业竞争力开始进入由降到稳的时期。综合以上分析，可以判断我国出口增速的下降过程大体结束，2015 年出口增速预计为 7% 左右。

消费将保持平稳增长。近年来保就业的政策效果比较明显，就业形势比较好。在服务业发展势头比较好，小微企业发展比较多等因素支持下，特别是以保就业为底线的稳增长政策支持下，预计 2015 年就业形势仍会较好。就业增加和政府保障基本民生政策的落实，预计会继续支持城乡居民收入平稳增长，进而支持消费平稳增长。此外房地产和汽车市场调整，有望在 2015 年趋于平缓，其对消费的负面影响预计会减弱。综合这些情况，预计 2015 年消费实际增长率为 10.5% 左右。

投资增长将大体趋稳，2015 年投资增长率预计为 16% 左右。首先房地产投资增速回落态势有望结束。目前房地产开发企业主要集中在大城市，而其首要困难是卖房难。应该认识到，大城市买房需求不振是短期现象。因为一线和比较发达的二线城市人口规模大，而且还在增加，居住性买房需求数量很大而且在继续增长。大城市出现卖房难，主要是下跌预期引起的持币待购心态。由于居住性需求与投机投资性需求不同，只可等待而不会消失；此外随着收入增长和房价趋降，房价收入比会降低，居民买房能力会提高。这些都意味着大城市房地产市场走冷的同时，买房需求正在不断蓄积之中。

大城市对房价回落的预期，根本上是由大城市房价走低态势决定。这些年来大城市土地

资源日益紧张，土地价格上涨较多，房地产开发成本持续提高。这表明大城市房地产企业让利销售的空间有限。由于在大城市发展的房地产企业一般具有较强实力，承受销售困难的能力一般也较高，因此大城市房价预计不会持续下降。随着时间推移，大城市房价回落的预期必然会发生改变。与此同时，2014年下半年开始，城市政府针对各自房地产市场的不同问题，分类施策，纷纷取消限购，调整相关调控措施；9月30日，央行、银监会发布通知，对房贷政策作出调整，放宽首套房贷的优惠范围，给予商业银行更大自主调节范围；近日又实行了非对称性降息的政策，对买房需求形成进一步支持。这表明市场与政府政策的作用正在结合起来发挥作用。在这些因素作用下，10月份开始大城市房地产市场已经开始回暖，据此判断，一二线城市由预期抑制的居住性买房需求，将会在2014年四季度开始逐步加快释放，房地产企业卖房难的困难会得到不断缓解。

另一方面，大城市政府也应该高度重视房地产企业拿地难的问题，以及由此对房地产业发展造成的制约。应该与新型城镇化的要求紧密结合，在完善城市规划布局、加强基础设施特别是地下基础设施建设、增加住房建设供地等方面下工夫。增加大城市住房建设供地和土地利用效率。在销售形势好转和住房建设供地增加的支持下，房地产业的转型升级活动就可能转为比较温和的模式，房地产投资就会出现由落到稳的变化。

其次，目前政府主导的基础设施投资已经大体形成一个可持续的模式：包括通过优化财政支出结构增加基础设施投资资金；发挥财政资金四两拨千斤的作用，积极引导民间投资参与基础设施建设；选择好基础设施投资项目，与区域经济协调发展和新型城镇化目标结合，在跨区域重大基础设施、城市地下基础设施以及环保和信息基础设施建设方面加大力度；保持合理的增长水平等。尽管当前一些地方政府出现债务到期、土地财政弱化等困难，但考虑到我国财政赤字率较低、政府债务规模仍在风险线以内、政府债务都对应一定的资产等因素，财政资金和银行资金都还有回旋运作空间。因此，基础设施投资增速预计可以保持在20%以上。

在房地产和基础设施投资带动下，制造业

投资预计也会由落到稳。综合分析，预计2015年投资增长率为16%左右。从市场需求分析看，2015年经济增长率可以达到略高于7%的水平。上述分析表明，出口、消费和投资等市场需求已经大体趋稳，因此经济增长回调过程，预计将大体在2015年结束。

经济增速换挡的基本完成，意味着中国经济发展已经比较平稳地进入了新常态。应该看到，经济增速换挡，客观上是由于经济发展的环境和条件发生了深刻改变，集中反映在市场需求约束增强和成本水平提高。这些变化正在推动中国经济从一个做得快、做得多向做得好、做得优、做得省、做得清洁这样一个新模式转变。

从企业来看，面对的市场竞争比过去激烈了，要取得订单比过去变得不容易了，成本压力和控制污染的压力不断加大了，企业必须努力从过去“有没有”的标准转向现在“好不好”、“省不省”、“环保不环保”的新标准，必须从低水平、低成本扩张，转向质量效益型增长。这表明我国经济的方方面面，必须要通过转型升级和全面深化改革，全面适应经济发展的新常态。

这也成为中国经济发展一个非常关键的新时期，其根本任务是解决长期积累的发展不平衡、不协调、不可持续的深层次矛盾。通过转变发展方式、全面深化改革，形成适应经济新常态的体制机制和发展模式。

从微观方面看，是产品和服务的安全度和性价比明显提高；从结构方面看，是供需结构、区域布局结构、内外结构、收入分配结构合理均衡；从宏观方面看，是发展空间可持续拓展、资源环境约束明显缓解、产品、服务、资金通过市场交换顺畅有效益地循环；从经济发展流量与存量的关系看，是形成的各类固定资产、基础设施、不动产的品质明显提高，系统配套性、布局合理性、耐久性和可传承性明显增强。从资源配置方面看，是通过统一开放、竞争有序的市场环境，实现各类要素资源的集约高效配置；从环境方面看，是形成有利于环境保护和可持续发展的生产和生活模式。

综合看，这是中国经济从量的扩张到质的提升的重大转变，是全面建成小康社会和实现现代化的一个新的阶梯。📈

不良贷款持续攀升 监管层定向放行地方“坏账银行”



金融机构坏账处置又添新成员。11月24日，第二批地方版资产管理公司(AMC)五家试点牌照出炉。新成立的五省市地方版资产管理公司分别是北京市国通资产管理有限责任公司(以下简称“北京国通”)、天津津融投资服务集团有限公司(以下简称“天津津融”)、重庆渝富集团、福建省闽投资资产管理有限责任公司(以下简称“福建闽投”)以及辽宁省国有资产经营有限公司(以下简称“辽宁国资”)。

第一批五家地方版AMC试点分别为江苏、浙江、安徽、广东和上海，加上此次新增加的五家，地方版AMC试点在全国已有十家。《中国经营报(博客, 微博)》记者注意到，相比第一批试点，此次地方版AMC试点兼顾中西部和

东部地区。

有着地方版“坏账银行”之称的地方版AMC比四大AMC更具有针对性。在多家上市银行三季度报中可以看到，从区域上看，不良贷款集中爆发地从长三角蔓延至华北地区和珠三角，这与第二批地方版AMC试点范围相符合。从银监会2013年年报数据来看，北京、天津、重庆、福建、辽宁五地的不良贷款余额规模在全国分别位列第8、第14、第24、第6、第7，此次批准设立试点的省份依然是饱受不良资产困扰的地区。

监管层频提不良核销

从今年以来，监管层频繁提及商业银行不良贷款核销。7月中旬，银监会副主席阎庆民、

银监会主席尚福林曾分别表示，银行业要加快不良贷款核销的进程，加大不良贷款核销的力度。时隔仅 40 天，银监会副主席王兆星在 9 月 2 日刊发的署名文章中表示，“随着更多不良贷款的暴露，商业银行也应当加快不良贷款核销工作，尽量避免高拨备与高不良并存，账销案存，轻装前行。”

事实上，早在 2012 年 2 月财政部和银监会出台《金融企业不良资产批量转让管理办法》规定，地方资产管理公司购入的不良资产应采取债务重组的方式进行处置，不得对外转让。2013 年，财政部联合银监会下发《金融企业呆账核销管理办法（2013 年修订版）》（以下简称《办法》）。在《办法》中大幅放宽了不良贷款的追索期限、贷款额度等核销条件，明确各省可成立地区性的资产管理公司，负责收购处置当地的金融机构产生的不良贷款。

监管层今年亦多次提到不良贷款核销与商业银行资产质量持续恶化相关。根据银监会发布的 2014 年三季度监管统计数据显示，前三季度我国商业银行累计实现净利润 12645 亿元。同时，商业银行不良贷款余额 7669 亿元，较上季末增加 725 亿元；不良贷款率 1.16%，较上季末上升 0.09 个百分点，同时也创下了四年来的最高水平。

商业银行不良贷款率自今年一季度开始冲破 1%，在过去几个季度中不良贷款余额持续攀升。值得注意的是，2014 年三季度末，商业银行正常贷款余额 65.1 万亿元，其中正常类贷款余额 63.3 万亿元，关注类贷款余额 1.8 万亿元，关注类贷款余额占正常贷款总余额 2.8%。交通银行金融研究中心此前预计“受关注类贷款上升的滞后因素影响，商业银行不良贷款增长也将至少维持 6~9 个月。考虑到商业银行盈利状况仍相对较好，而年末考核的因素也有助于推动商业银行继续加大对不良贷款的处置和核销力度，四季度商业银行不良贷款继续加速增长的可能性不大，预计年末不良率将小幅上行到 1.2% 左右”。

据查阅 16 家上市银行三季报发现，16 家上市银行中仅有光大银行的不良率下降，宁波银行的不良率与中期持平。其余大部分上市银行的不良率都有上升，其中，中信银行、招商银行、民生银行的不良率上升较快。

而中国银河国际研报显示，商业银行的不良贷款增速超过了贷款、存款和利润的增长步伐。有专家指出，从数据分析来看，近期国内银行业不良贷款规模继续攀升并不意外，上升的增速则取决于多个变量，比如国内经济增速放缓、房地产价格回调、中小企业和小微企业的经营情况未出现明显改善等。

拓宽银行不良处置渠道

目前商业银行在贷款到期后会做延期处理，还会采取将贷款在交易所挂牌转让，或者寻求资产管理公司、投行等机构进行处置。“银行会通过多种方式公开处理不良资产，通过资产管理公司进行处置只是渠道之一，银行出现坏账后，首先行内会延期处理并追讨，随后会通过担保公司赔付或者是抵押物拍卖等方式处置，在这个过程中可能会通过专业的资产管理公司对不良资产进行集中处理。”东北某城商行人士表示。

包括此次银监会批复的五家地方 AMC 试点在内的十家试点公司，在过去已经运营多年。在银监会批复之前，已经有过不良资产处置经验，其中北京国通、辽宁国资和重庆渝富成立时间近十年。事实上，包括第一批地方 AMC 在内，都是在获得地方政府授权经营后，在银监会备案获得金融牌照。据记者了解，地方版 AMC 在获得牌照后，最大不同在于可以直接购买银行等金融机构的不良资产包，而在此之前只能通过二级市场获得资产处置。

事实上，多位业内人士都表示，地方版 AMC 再次扩容，是地方银行不良资产持续攀升的结果，未来将盘活地方金融机构不良资产，政府将获得新的融资能力。海通证券研报显示，地方资产管理公司获牌可以加速银行不良资产处置速度，缓解机构不良资产处置的价格压力，进而缓解本地区银行资产压力，提升地方银行对本省信贷供给。

有公开数据显示，今年上半年银行业核销坏账 1001 亿元，核销率较年初提升近 15%。随着经济下行，房地产、钢贸企业走低，包括银行在内的地方金融机构不良资产持续加大，地方政府急需增加处置金融机构不良资产的专业机构，降低地方金融风险，释放金融机构的信贷能力。☞

五部委联合发文 金融资管监管办法明年起施行

随着我国金融资产管理行业的发展，对行业的监管标准也在不断提高。11月28日，银监会、财政部、央行、证监会、保监会五部委联合印发的《金融资产管理公司监管办法》（以下简称《办法》）公布，《办法》自2015年1月1日起施行。此前，监管部门已经分两批批准浙江、江苏、北京、天津等10个省市成立地方资产管理公司（AMC），打破了传统的四大金融资产管理公司既有的竞争格局。

资本充足要求提高

《办法》由银监会等五部委联合发布，是我国金融资产管理行业最全面的一个监管办法。《办法》在并表监管的基础之上，进一步提高了对金融资产集团母公司的资本要求，即金融资产集团母公司及附属金融类法人机构应当分别满足各自监管机构的单一资本监管要求。其中，集团母公司资本充足率不得低于12.5%。

目前，浙江、江苏、安徽、广东、上海、北京、天津、重庆、福建、辽宁等10个省市已获批成立地方资产管理公司，打破了传统的四大金融资产管理公司既有的竞争格局，同时也使得金融资管市场大扩容。数据显示，今年上半年银行业核销坏账达1001亿元，核销率较年初提高了近15个百分点，处置回收不良贷款922亿元。此外，银监会数据显示，2014年三季度末，商业银行不良贷款余额与不良贷款继续上升。银行的不良资产规模上升，也形成了对金融资产管理公司的潜在业务需求。

新成立的地方版AMC尽管在规模方面不及老牌四大公司，在经营范围和方式上也有诸多限制，但发展势头表现抢眼。据江苏金融监管部门近期披露的数据显示，2013年5月成立的全国首家地方版AMC江苏资产管理有限公司，一年来累计化解不良资产高达127.47亿元，运

用资金89.4亿元，涉及债务企业719家。“包括四大AMC在内，生意很好。”一位商业银行人士对记者表示，正因为业务发展快，行业需要更多的规范，才能保证未来的健康发展。从长远来看，金融资产管理公司是整个金融生态中的重要一环，更需要提高风险意识。

设置达标缓冲时间段

《办法》要求，金融资产管理集团补充资本计量方法为，将母公司和附属金融类法人机构的合格资本按持股比例全部相加，从中减去附属法人机构之间及各附属法人机构对其母公司的持股额和经审核无法转移的资本额。然后，将扣除内部持股和无法转移资本后的集团合格资本与母公司及其对附属金融类法人机构按持股比例计算的资本监管要求之和进行比较，以确定集团的资本是否充足。

《办法》附则提到，资产公司可分阶段落实本办法中风险计量及压力测试、数据管理及信息系统建设有关规定，但已改制资产公司至少应在2020年底前达标，未改制资产公司至少应在改制后7年内达标，资产公司应制定分步实施规划。

目前，四大金融资产管理公司中，信达资产已经完成股改并在香港上市；华融资产已经完成股改；东方资产今年初曾表示，预计今年完成改制工作；长城资产也提出了“股改、引战、上市”的目标。从信达资产披露的2014年中期业绩来看，其资本充足率为18.4%，较2013年12月底下降了3.2个百分点，但距离12.5%的监管要求尚有较大余地。

《办法》还要求金融资产管理公司集团母公司要定期对面临的主要集中度风险进行压力测试，识别可能对集团经营带来不利影响的潜在因素，并根据压力测试结果采取相应的处置

措施。

多元化经营需控制风险

多元化经营，无疑为 AMC 带来巨大的机会，以四大 AMC 中率先上市的中国信达为例，2013 年它的净利润达到 90.3 亿元，其他 3 家的业务类型与中国信达相似，盈利也都很可观。但多元化经营是一把“双刃剑”，尽管可以产生协同效应，降低成本、提高效益，但也有可能因内部交易不当，导致系统传导性风险、利益冲突和转移风险、资本过度杠杆化风险、协同管理风险等多元化风险，使得管理经营更为复杂和难以监管。

由于 AMC 的多元化经营多是通过全资或绝对控股实现，股权的单一化导致决策权的集中，有与小股东、债务人以及客户的利益产生冲突的可能性。频繁的内部交易对 AMC 各单位的经营业绩存在重大影响，则可能成为利益冲突和利益转移的诱因。此外，资本金过度杠杆化风险。一是资本金的重复计算。二是授信、担保以及或有负债方面，AMC 母体通常还承担为集团内其他经营单位统一获取授信、增信或导致或有负债的救助性承诺，以及集团内部在业务协同中也可能导致产品链上风险的聚集和积累，因信用杠杆率过度化导致支付危机。

这些风险在此次新规中都有定性或定量的监管措施。同时，这次监管新规，对 AMC 自身的风险防范也是很好的引导：一是公司治理制衡。可以通过股权多元化，实现对 AMC 母公司的有效制衡，通过高效的产权结构形成对关联交易的决策制衡。二是以制度“防火墙”制约 AMC 母公司的不当关联交易，有效阻隔风险的传递和扩散。三是完善信息管理。多元化经营客观上要求 AMC 具有强有力的沟通协调功能，同时杜绝经营层借助信息不对称产生“内部人控制”。四是做好系统化风险控制。内部控制层面上实现不相容职务分离、权责利匹配、审计稽核，还应从集团层面对所有业务要素的全面收集、持续监测、整体评估分析和预警，增强风险抵御能力。

中国央行降息遏制不良资产风险

目前，只有为数不多的中国小银行按照央行授权的较高上限设定存款利率。监管者和银行高管警告称，不良贷款将越来越多，金融业

利润受到挤压。11 月 21 日，中国人民银行将一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点，同时仅将一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点，即不再像以往一样等量下调存贷款利率，从而对银行业的利差空间形成压力。

此外，中国央行将存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.1 倍调整为 1.2 倍。通过调高这一上限，央行希望中国各银行展开吸引资金的竞争，作为其实现存款利率全面放开计划的一部分——央行行长周小川曾表示，存款利率全面放开可能在 2016 年初发生。然而，据官方报道，只有少数规模较小的银行，如南京银行和宁波银行选择在新的 20% 上浮上限设定其存款利率。大中型银行将存款利率保持在高于央行基准 9% 至 10% 的水平，反映出他们对利差减小的担忧。

中国最大银行掌门人周末在北京一个行业论坛上警告称，央行此举将“挤压银行利差空间。”中国工商银行董事长姜建清补充说，“利差的持续收窄将是长期趋势。”分析师们表示，央行此次降息（这是 2012 年以来的第一次）不仅是为了重振不断放缓的经济（上个季度的经济增速是 5 年来最慢的），也是为了减轻企业的债务负担，避免不良贷款积累。

“（降息）反映了政府对短期经济增长前景的关切，也反映了政府正竭尽全力降低企业部门的融资成本，”摩根大通 (JPMorgan) 首席中国经济学家朱海斌在一份研究报告中写道。周末，中国银行业监督管理委员会 (CBRC) 的一位高级官员警告称，银行报告的不良贷款只是“冰山一角”。银监会国有重点金融机构监事会主席于学军表示，为了使中国免受全球金融危机的影响，除了政府在 2008 年授权的 4 万亿元人民币的刺激方案外，中国各银行增加了超过 10 万亿元人民币的放贷。

“大量的贷款在当时那样一种情况下很不审慎地投放出去，今天就变成了大量的不良资产，或者潜在的不良资产。”于学军表示。此外，工行宣布，它已获得监管部门批准，将发行 350 亿元人民币的优先股。中国各银行日趋发行类似于债券的支付固定股息的优先股，以提高他们的资本比率。向现有股东筹集额外资金不是一个选择，因为国家规定，如果一家银行股票的市净率不到 1，该行就不得增发股票。🚫

存款保险制度三大猜想

待解费率如何定？基金谁监管？宝宝们怎么办？



历经 21 年，我国存款保险制度终于在 11 月 30 日晚落地。当晚 17 时许，《存款保险条例（征求意见稿）》（下称征求意见稿）正式公开征求意见。征求意见稿指出，存款保险制度将覆盖吸收存款的银行业金融机构，最高偿付额为 50 万元人民币，能够为 99.5% 以上的存款人（包括各类企业）提供 100% 的全额保护。存款保险制度的建立，如同给中小储户系上了一条安全带，成为我国金融改里程中的重要一步。而在大的框架公布之后，市场的关注点投向制度的具体落实。

猜想一

保险费率怎么定？

存款风险有制度兜底了，那保费是不是得自己出，恐怕是中小储户普遍关心的问题之一。征求意见稿明确，存款保险制度推出后，存款人无需交纳保费，资金来源主要是金融机构按规定交纳的保费，且覆盖境内所有存款类金融机构。由于保费交纳关系到经营成本，费率究竟该如何设定是相关金融机构比较关心的问题。

根据征求意见稿，存款保险费率由基准费

率和风险差别费率构成。费率标准由存款保险基金管理机构根据经济金融发展状况、存款结构情况以及存款保险基金的累积水平等因素制定和调整。通俗一点讲，也就是由一个基础费率和一个以金融机构风险为主要衡量指标的差别费率共同构成。

差别如何设计将直接关系到金融机构成本，以及监管机构对于银行风险的认定。举个例子来讲，一旦某个银行被披露出差别费率较高，可能会被储户认定为存款风险较大，或许会引起该银行的存款兑付和流失。这么一想，不难理解缘何差别费率的设计，会成为存保制度落地过程中的难点，监管机构又会对其保持慎之又慎的态度。

理解了高风险银行费率高，低风险银行费率低这一点后，再将视角投向费率的总体水平。目前市场普遍认为，考虑到商业银行的缴费压力，存款保险制度起步阶段的整体费率或许会普遍较低。据媒体报道，某股份行高层在接受采访时认为，如果银行经营稳健，可能费率仅有千分之零点零几，相对于银行的存款体量来说，起步阶段的保费缴纳对银行流动性和利润的影响不会太大。

央行在征求意见发布当日也强调，存款保

险制度建立后，只是小比例地向金融机构收取保费，费率水平远低于绝大多数国家存款保险制度起步时的水平和现行水平，对金融机构的财务影响很小。

猜想二

存保基金归谁监管？

存款保险基金的来源和费率明确后，由谁负责监管则是另一个亟待明确的焦点。依据征求意见稿，存款保险基金管理机构将由国务院决定，其主要职能包括制定和调整存款保险费率标准，报国务院批准；确定各投保机构的适用费率；管理和运用存款保险基金等。

由征求意见稿列举的上述职能来看，该机构的监管只能不言自明，这同时也引发了市场的猜想。一部分人认为，存款保险基金应托管于银监会，因为后者主要职能就是统一监管银行等存款类金融机构，保护存款人的合法权益。另有一种声音认为，由于存款保险制度的建立一直由央行主动和推进，存款保险基金可能会先置于央行的管理之下。

然而，市场上最为主流的猜想还是成立一个独立的具有监管功能的存款保险基金管理机构。其类似于管理社会保障基金的社保基金理事会，将脱离于央行、银监会，三者之间侧重点各有不同，将形成互相制衡、监督的效果。事实上，仔细阅读征求意见稿的规定，“该机构参加金融监管协调机制，并与中国人民银行、银行业监督管理机构等金融管理部门、机构建立信息共享机制”，不难看出成立独立的监管机构或将成为最终的选择。



此外，“管理和运用存款保险基金”，作为该管理机构的主要职能之一，必将在未来的制度建设中成为舆论关注的焦点。“养老金入市”、“社保基金投资”等话题广受关注，不难想象，存款保险基金未来必然面对如何升值、如何管理的大考。如此看来，存款保险基金管理机构确实“任重而道远”。

猜想三

“宝宝们”会不会纳入？

在银行保险制度落地的同时，储户们可能会猜测，已达到一定规模的余额宝等理财产品是不是也会纳入保险范围之内？这种猜想似乎有一些道理，余额宝等理财产品通过吸收或变相吸收存款的方式，将规模越做越大，甚至一度引起银行“被吸储”的担忧。随着“宝宝们”越来越被大众所熟识，很多投资者已将余额宝当做“第二个银行”，这类产品已涉及千家万户的类储蓄业务。

有专家呼吁，对于宝宝类产品目前监管措施不尽完善，也没有相应的资金保险制度，为保障小额投资人的权益，应该通过建立与存款保险类似的制度给风险兜底。但从此次征求意见稿来看，被纳入保险范围的金融类机构主要是指“境内设立的商业银行、农村合作银行、农村信用合作社等吸收存款的银行业金融机构”，余额宝等互联网类型的宝宝产品并不在其列。

从长远来看，余额宝作为货币基金的一种，与银行的合作属于资金托管类业务，似乎也不会被纳入存款保险范围之内。不过，储户大可不必失望。换个角度想，这次存保制度的“显性化”，要传达给广大储户的一个关键思想就是——银行不是永不破产的。

今年以来，银行理财、信托产品无法按期兑付的问题频频曝出，最终往往需要政府“隐性兜底”，“刚性兑付”的潜规则似乎难以打破。伴随着存款保险制度的建立，不禁让人猜测，银行都可能存在经营风险，需要完善存款保险等基础性制度，那么不能排除今后各类理财产品的刚性兑付也将逐步打破。而对于中小投资者或者存款人而言，也应该明白的是，收益背后必然隐藏着风险。🌀

存量债务何处去、城镇化资金哪里来

——引入 PPP 模式是缓解地方政府债务风险的现实选择



PPP（公共私营合作制）模式是近期的一个热门话题。其起因是中国政府正拟对大规模的地方性债务进行清理规范，同时城镇化加剧公共产品和服务供需矛盾，导致基础设施建设的资金需求和政府资金规模之间的缺口问题在将来很长一段时间难以解决，故开辟新的融资渠道且控制政府债务风险是当前地方政府应对该问题的主要诉求，PPP 模式是目前能满足地方政府该诉求的主要选项之一，但 PPP 能实现多大规模仍有很多现实的问题需要解决。

力推 PPP 模式的政策背景 及其对缓解地方政府债务风险的意义

2014 年 10 月 2 日，国务院发布《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发 43 号文），其主旨是为了规范地方政府的融资行为，对债务规模实现有效控制，以化解地方政府债务风险。近年地方政府通过下属各类平台公司进行大规模的融资，大多数平台公司是兼具融资、市场化项目经营、准经营性项目运营功能的混合体，这种混合体形式将地方政府的偿债责任延伸放大。按照国发 43 号文，将会按照“权、责、利”相一致的原则，对这种混合体进行剥离，以实现债务偿还责任“市场的归市场，政府的归政府”，其中对于准经营性项目，“推广使用政府与社会资本合作模式。鼓励社会资本通过特许经营等方式，参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营。政府通过特许经营权、合理定价、财政补贴等事先公开的收益约定规则，使投资者有长

期稳定收益。”

此前，财政部为贯彻落实党的十八届三中全会关于“允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营”精神，拓宽城镇化建设融资渠道，促进政府职能加快转变，完善财政投入及管理方式，尽快形成有利于促进政府和社会资本合作模式发展的制度体系，于 2014 年 9 月 23 日发布《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》（财金[2014]76 号），对推广 PPP 模式的意义、制度设计和政策安排、政府财政管理职能、强化组织和能力建设等方面进行了阐述，为推动 PPP 模式的发展提供了框架性方向。

2014 年 10 月 22 日，北京召开的第 21 届亚太经合组织（APEC）财长会议，认为 PPP 提供了一个新的、有别于传统政府采购模式发展基础设施的可行模式，成功的 PPP 项目可有效扩大公共基础设施供给，提高公共服务的质量和资金使用率，并通过分担风险和责任，最大限度地利用私营部门的资金和技术。鉴于基础设施建设的资金需求和 APEC 各经济体有限的政府资金规模之间存在巨大缺口，呼吁各方采取进一步措施，包括通过自身的政策改革，吸引长期融资并撬动民间资本来填补这一缺口，其中包括公私合作（PPP）模式。

2014 年 10 月 23 日财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），提出“对适宜开展政府与社会资本合作（PPP）模式的项目，要大力推广 PPP 模式，达到既鼓励社会资本参与提供公共产品和公共服务并获取合理回报，又减轻政

府公共财政举债压力、腾出更多资金用于重点民生项目建设的目的。”

国务院总理李克强在 10 月 24 日主持召开的国务院常务会议上，提出“要大力创新融资方式，积极推广政府与社会资本合作（PPP）模式，使社会投资和政府投资相辅相成。优化政府投资方向，通过投资补助、基金注资、担保补贴、贷款贴息等，优先支持引入社会资本的项目。”

由于准经营性项目的外部经济性、内部收益率差、投资规模大、投资风险较大等特点，成立合作公司是现阶段 PPP 模式的主要形式之一。通过引入 PPP 模式，特别是在成立合资公司的形式下，在现阶段对缓解地方政府债务风险可以起到以下作用：一是降低政府债务率，因为引入社会资本相当于引入股权投资，将增加政府资产负债表的权益规模，客观上起到降低政府债务率的效果。

现阶段部分地区债务负担较重，对其发展带来不利影响。根据审计署 2013 年 12 月 30 日发布的《全国政府性债务审计结果》，截至 2013 年 6 月底，地方政府负有偿还责任的债务 108859.17 亿元，负有担保责任的债务 26655.77 亿元，可能承担一定救助责任的债务 43393.72 亿元。截至 2012 年底，有 3 个省级、99 个市级、195 个县级、3465 个乡镇政府负有偿还责任债务的债务率高于 100%；二是政府仅按约定规则依法承担特许经营权、合理定价、财政补贴等相关责任，以出资额对合作公司承担有限责任，减轻政府的连带责任。截至 2013 年 6 月底，地方政府或有债务规模 70049.49 亿元，占债务总额的 39.14%，或有债务总体较高；三是降低地方政府债务偿还流动性风险，目前地方政府债务期限与偿还能力错配以及偿债资金来源过于依赖土地出让金是造成流动性风险的主因，而 PPP 模式引入长期稳定权益资金，可以在一定程度上缓解地方债务偿还流动性风险。

目前地方政府债务偿还期限较为集中，以 2013 年 6 月底地方政府性债务余额未来偿债年度看，2013 年 7 月至 12 月、2014 年到期需偿还的政府负有偿还责任债务分别占 22.92% 和 21.89%，2015 年、2016 年和 2017 年到期需偿还的分别占 17.06%、11.58% 和 7.79%，

2018 年及以后到期需偿还的占 18.76%。同时地方政府性债务对土地出让收入的依赖程度较高。截至 2012 年底，11 个省级、316 个市级、1396 个县级政府承诺以土地出让收入偿还的债务余额 34865.24 亿元，占省市县三级政府负有偿还责任债务余额 93642.66 亿元的 37.23%。四将降低地方政府的资金成本。

从目前看，地方政府通过平台融资的成本一般高于同期银行的贷款，降低融资成本也有利于缓解地方政府的利息支付压力。截至 2013 年底 6 月底，地方通过信托融资 14252.33 亿元，融资租赁融资 2318.94 亿元，占整个融资规模的 9.26%，其融资成本大多在 10% 以上；五是约束地方政府的投资行为，目前政府投资资金使用效率低下，投资规模超预算现象明显也是放大地方政府债务风险的一个重要因素，通过引入社会资本，凭借社会投资者先进的经营理念、技术经验和管理模式以及雄厚的资本、成本控制优势，可以达到控制投资规模，提高资金使用效率，实现项目收益最大化的目的。从英国的实践看，其采用 PPP 模式起到了良好效果：80% 的工程项目按规定工期完成，20% 未按期完成的，拖延时间最长不超过 4 个月，而常规招标项目按期完成的只有 30%；同时 80% 的工程耗资均在预算之内，20% 超过预算的是因为政府提出调整工程方案，而按一般传统招标方式工程耗资在预算之内的只能达到 25%；六是撬动社会存量资金，为化解存量债务风险和解决城镇化建设资金缺口开辟新的资金渠道。财政部副部长王保安 2014 年 3 月份表示，预计 2020 年城镇化率达到 60%，由此带来的投资需求约为 42 万亿元人民币。

另外财政部财预〔2014〕351 号文，明确在对地方政府负有偿还责任的存量债务进行甄别时，通过 PPP 模式转化为企业债务的，不纳入政府债务。这反映了中央政府借道 PPP、政府债务市场化方式解决思路。因此根据中央政府控制地方政府债务风险的精神，社会资本在目前存量债务的清理过程中，社会资本将发挥积极作用，在城镇化过程中也将是主要资金来源。

PPP 模式及选择分析

广义 PPP 可以分为外包、特许经营和私有化三大类，其中：外包类是指 PPP 项目一般是

由政府投资，私人部门承包项目设计、建造、经营、维护中的一项或几项职能，并通过政府付费实现收益。在外包类 PPP 项目中，私人部门承担的风险相对较小。从投资资金的来源看，主要来自政府，专业的公司只是提供专业的服务。这种模式主要解决的是政府专业技术方面的欠缺，有利于提高建设效率以及运营水平，其提供资金支持的方式主要是建造过程中的短期资金垫付，总体对解决政府投资资金不足帮助不大。

私有化类：PPP 项目由私人部门负责项目的全部投资，在政府的监管下，通过向用户收费收回投资实现利润。由于私有化类 PPP 项目的所有权永久归私人拥有，并且不具备有限追索的特性，因此私人部门在这类 PPP 项目中承担的风险最大。这种模式对解决政府投资资金不足的帮助最大，但由于私人承担风险较大且符合此类盈利要求的项目有限，故该模式的发展规模有限。

特许经营类：项目需要私人参与投资，并通过一定的合作机制与公共部门分担项目风险、共享项目收益。根据项目的实际收益情况，公共部门可能会向特许经营公司收取一定的特许经营费或给予一定的补偿。在这种模式下，有几种选择：一是股权、产权转让：政府将国有独资或国有控股的企业的一部分产权/股权转让给私人机构，建立和形成多元投资和有效公司治理结构，同时政府授予新合资公司特许权，许可其在一定范围和期限内经营特定业务。这种模式下实现了政府投资的退出，有利于政府将获取资金投向新的项目，但对解决项目前期资金帮助小，同时由于社会投资者未参与项目前期，投资控制难以实现，项目后续运营效果缺乏保障基础；二是成立合作公司：政府方以企业的资产与民营机构（通常以现金方式出资）共同组建合资公司，负责原国有独资企业的运营。同样，政府将授予新合资公司特许权，许可其在一定范围和期限内经营特定业务。这种模式对解决目前政府项目前期投资资金缺口帮助较大，但私人投资承担风险较大。现阶段成立合资公司是 PPP 模式的主要形式之一。

推进 PPP 模式存在的问题及建议

中国在 20 世纪 80 年代就开始在基础设施领域以 PPP 模式引入外商投资，2008 年 4 万亿计划后也以 PPP 模式引入了国内社会资本进

入地铁、铁路及公路等领域，但规模不大。目前制约 PPP 模式发展的主要问题是：一是投资者利益保障问题，包括收益水平、稳定性及获取，相关退出机制等；二是 PPP 合作公司本身发展受限，外部融资阻碍较大；三是政府职能定位问题，政府集项目决策、实施、监督等职能于一体，容易产生错位与越位问题，对 PPP 模式顺利推进带来不确定性风险；四是相关配套政策不完善，包括法律法规及制度、专门的管理机构、监督机制等；五是目前实体经济整体景气度较低，其融资本身面临困难，如何激活社会闲置资金，引导其参与 PPP 模式也是一个重要的问题。针对存在的问题，提出如下建议：

1 切实保障社会投资的利益，激发社会投资者的积极性。

如何激发社会投资者的积极性，引导社会资金的参与是决定 PPP 模式规模的主要因素。社会投资者的利益如何保障和得以实现的途径是关键所在。一般而言，引入 PPP 模式的项目一般具有投资回收周期长、投资规模大、经营成果对政府定价以及补贴等方面依赖性大等特征，且项目往往处于投资期其运营效果存在不确定性和风险；另外在合作过程中，社会投资者处于相对弱势地位，收益的保障以及获取很大程度上取决于政府声誉，这对社会投资者的资金安全性、流动性、收益性带来较大不确定性。因此引入“优先股”的概念或者可以在一定程度上减少投资者的担忧。具体设计上：

（1）赋予社会投资者对合作公司重大决策和经营管理的监督权，目前的优先股设计中，优先股一般来说对公司的经营没有参与权，通过让社会投资者代表成为独立董事或监事会成员，可以让合作公司的经营运作透明化，有助于降低经营风险，提升经营效益，以切实保证社会投资者的利益；

（2）在赎回权方面，可以在考虑项目回收周期的基础上确定赎回周期，社会投资者同时具有回售选择权，这一方面可以保证项目的顺利竣工以及正常运营，另一方面也可以在一定程度上降低社会投资者的资金流动性和安全性风险；

（3）在收益率方面，基准利率以同期社会平均收益率水平为基准，若合作公司的总资本收益率高于或低于同期社会平均收益率水平，

收益率可以在基准基础上适当调整，但最低的收率应有相应的保证，这一方面保证了社会投资者长期较为稳定的收益水平并将其收益与合作公司的收益紧密联系，有利于促进社会资本、政府资本收益最大化，另一方面取消一般优先股设计中的票息步升，有利于控制融资成本；

(4) 在清偿顺序方面，社会投资者的本金及利息在破产清算时的清偿顺序低于公司其他待偿还债务融资工具，但高于其他股东，这一方面有利于合作公司拓展融资渠道，通过银行贷款、企业债、项目收益债券、资产证券化等市场化方式举债，另一方面也有利于保障社会投资者的利益；

2. 建立畅通的退出机制，解决投资者的后顾之忧。

引入PPP模式的项目一般具有投资回收期长、投资规模大的特点，设立完善的退出机制也是吸引社会投资者的重要一环，除上述第一点提到的退出机制外，可以设立全国性的PPP股权交易市场，也可以考虑通过上市的方式实现股权退出。

3. 设立区域性的风险保障基金，为PPP合资公司发展提供便利。

建议财政拿出一定规模资金，设立专门的风险保障基金，为PPP合资公司发展提供支持。一是投资者保障功能。如政府对合作公司未按约定规则依法承担特许经营权、合理定价、财政补贴等相关责任，导致投资者受损，可以要求该基金进行一定程度的赔偿；二是为合资公司的融资提供便利。合资公司项目投资规模大，全部投资资金完全由政府和社会投资者筹集不现实；同时由于项目特性以及缺乏增信措施，通过银行贷款、企业债、项目收益债券、资产证券化等市场化方式举债接受度也有限；另外政府对其不承担偿债责任也决定了政府不会为其融资提供隐形或显现担保。可供选择是通过风险保障基金提供担保，为其打通多种融资渠道，通过风险保障基金的撬动也将政府信用风险控制一定范围内。

4. 增强运作过程的透明度，实现政府、社会投资者、消费者或服务使用者和公众在内的各利益相关者的利益均衡。

PPP模式涉及政府、社会投资者、消费者

或服务使用者和公众在内的各利益相关者等各方，实现各方利益均衡是PPP模式顺利推进的基础。在社会投资者的选择上，建议采取透明、竞争的招标程序，选择最优的社会投资者，为选出最物有所值的项目方案奠定基础；制订标准化的PPP合同。项目合同是管理公私伙伴关系，并说明在整个项目生命周期内如何分配并降低风险的法律文件。合同中应列出公共部门和私营部门各自的作用和责任、服务义务、项目的收入来源、关键绩效指标、合同监督机制、争端解决机制和终止条款等内容。鉴于PPP合同的长期性，合同应预留适当的灵活性以使其能够适应不断变化的环境；设立PPP中心强化对合资公司的监督，可以在行业部门，或财政部等综合部门设立PPP中心。监督PPP项目的开展，管理与私营部门的长期合同，协调各机构工作，对项目定价、财政补贴决策过程及依据进行公示并监督实施，开展公众对服务满意度调查等。

5. 引入相关中介机构，发挥其智力支持作用和监督功能。

地方政府委托相关中介机构，就投资者的选择，合作公司及相关条款的设计，提供咨询、技术服务，提高选择合适投资者的效率，推进PPP模式高效运行；对项目和合资公司进行风险评价，解决“信息不对称”问题，降低社会投资者信息收集、分析成本；对地方政府对相关条款履约能力和意愿进行评价，引导社会资金流入地方政府诚信良好区域；对社会投资者的专业能力和资金实力进行评价，确保地方政府选择到合适投资者；在合作公司运行过程中，对项目开展情况、各方的履约情况出具年度监督报告，确保其顺利推进。



静待破晓

——后危机时期的浙江银行业

1、资产质量仍是银行业的核心变量

近 2-3 年，浙江一直是全国银行业不良资产的重要来源，这首先是因为 2011 年发端于温州的中小企业流动性危机（后文简称“危机”）及其后续发酵，其次还有经济增速下行等因素。经验上看，浙江由于民营企业活跃，市场化程度很高，经济周期领先于全国，有很高的研究价值。我们长期跟踪浙江区域的经济基本面情况，并结合公开披露的各类区域报告，力图抓准后危机时代的发展脉络，对经济周期、银行业周期做出相对领先的判断。

银行股 2014 年中报数据显示，银行业加大对不良资产的核销处路力度后，不良率未大幅上升。截止 6 月末，全国银行业不良率为 1.08%，浙江省不良率为 1.96%（7 月为 2.10%）。但从不良生成情况来看，并不乐观，还原核销金额后，不良生成速度已高于往年。

从业绩公布后的股价表现来看，优异的业绩并未对股价形成明显的提振（中报披露日的相对收益极为有限），也反映出市场仍然担忧银行股未来资产质量。因此资产质量仍然是银行业的核心变量，也是事关银行业基本面何时出现拐点的關鍵。

2、危机的根源是信贷过度投放

2.1、危机背景：高度市场化的浙江经济

浙江经济中民营经济占比较高，成为区域经济最为典型的特征。这一特征有其历史原因，主要是建国后浙江作为海防前线，大中型工业或重工业布局较少，多为中小型国企。而在 90

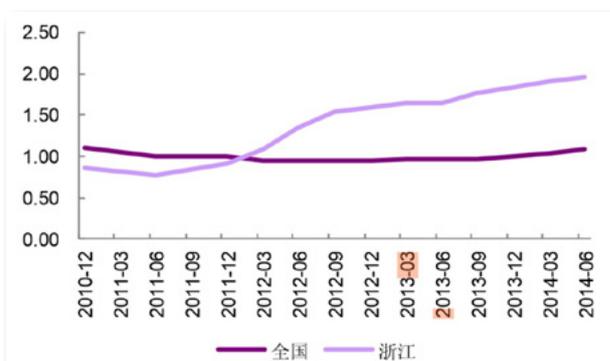


图 1：上半年全国、浙江银行业不良率均上升
资料来源：WIND、浙江银监局（单位：%）

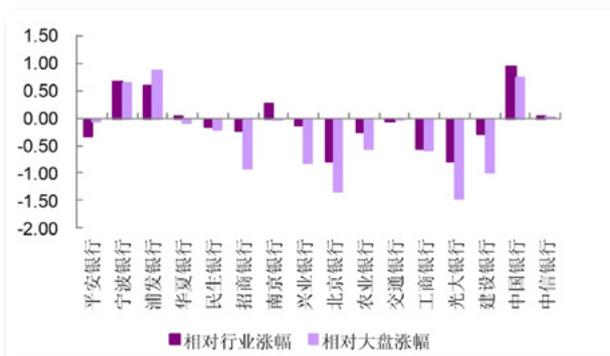


图 2：银行中报披露日的相对收益极为有限
资料来源：WIND（单位：个百分点）

年代初国企改革中，根据“抓大放小”原则，大多浙江国企属于被“放”的一类，因此执行了较为彻底的私有化，最终形成民营经济占比大的局面。从工业增加值数据来看，浙江小微企业占比明显高于全国（危机后占比有所下降），私营企业占比也高于全国。

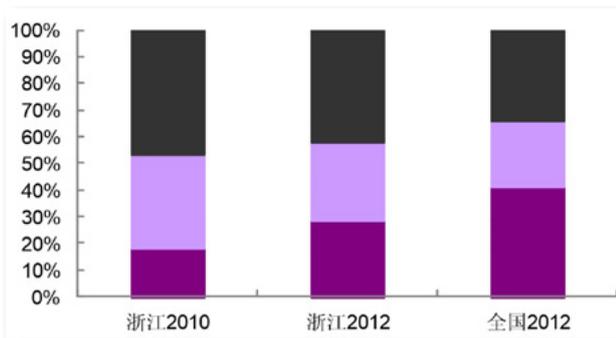


图 3: 浙江工业中小微企业占比明显较高
资料来源: 浙江年鉴、全国年鉴

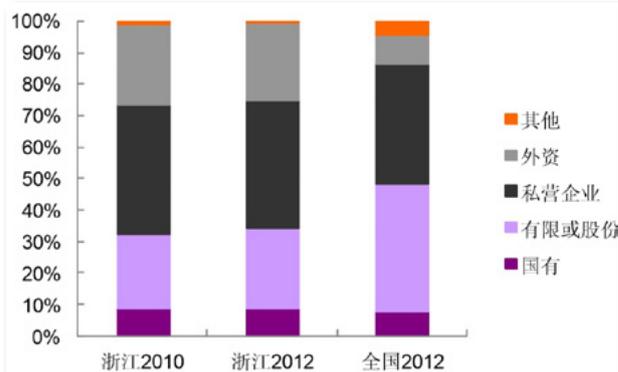


图 4: 浙江工业中私营企业占比较高
资料来源: 浙江年鉴、全国年鉴

民营经济的优势是高活跃度和高市场化，民居收入较高，藏富于民。但也有其劣势，诸如：政府缺位，公共设施（基建、医疗、教育等）投资不足；零散的民营企业形成块状经济（缺乏完整的产业链），大型、骨干企业较少，应对风险能力弱，技术层次偏低。这些劣势在此次危机中表现得尤其显著，其根本原因是产业缺乏科学的整体布局，“看得见的手”未发挥其应有的作用，市场失灵。

2.2、危机根源：任何信贷危机都那么似曾相识

发端于温州的小型危机，和历史上的信贷危机没有本质不同，即使在浙江也不是首次发生，2004年宏观调控有过类似的局面。其实，古今中外任何信贷危机都是那么似曾相识，都可以分为吹起泡沫和刺破泡沫两个阶段。

信贷过度投放便是吹起泡沫的阶段。过度

投放主要有两个根源：（1）2008-2009年政府出台“4万亿”大规模刺激经济，天量信贷投放，大量资金流向了包括浙江在内的经济发达地区（银行传统上偏好长三角地区）。但是，一方面，浙江实体经济根本吸收不了这么多资金，另一方面，长期负利率致使资产收益（房地产、矿产等）高过实体收益，因此资金毫无悬念地流向省内外的房地产等领域，出现资产泡沫化、产业空心化两个现象。同时，省内银行业过度竞争，为了完成信贷投放任务，银行不得不向原先达不到贷款标准的小企业发放贷款，原先应用于农户领域的互保联保等方式被照搬到小企业贷款上，这危机后的风险传染埋下了伏笔。（2）此前外汇占款是主要货币投放方式，这会导致货币投放区域失衡，偏向外贸地区，比如浙江。

而后是泡沫崩溃阶段。这往往伴随着房价的大幅下跌，资产下行螺旋启动，资产缩水导致抵押能力不足，因而信贷加速收缩。

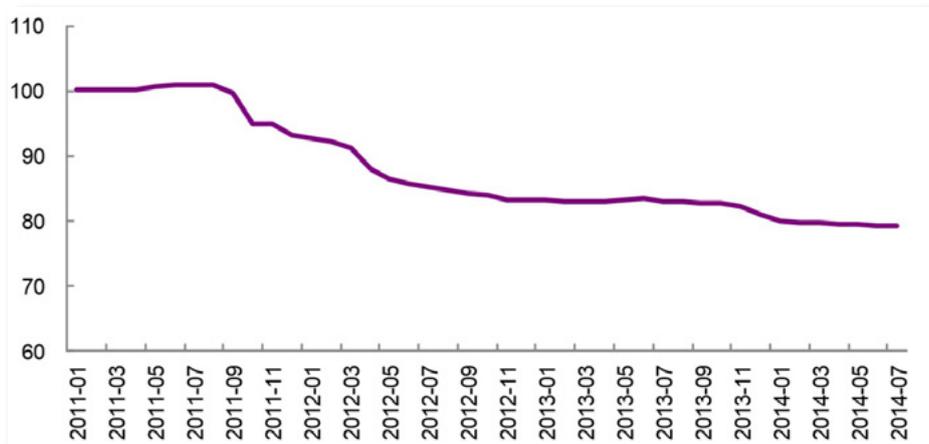


图 5: 温州房价下跌启动资产下行螺旋
资料来源: WIND (新建住宅价格指数, 以 2010 年为基数 100)

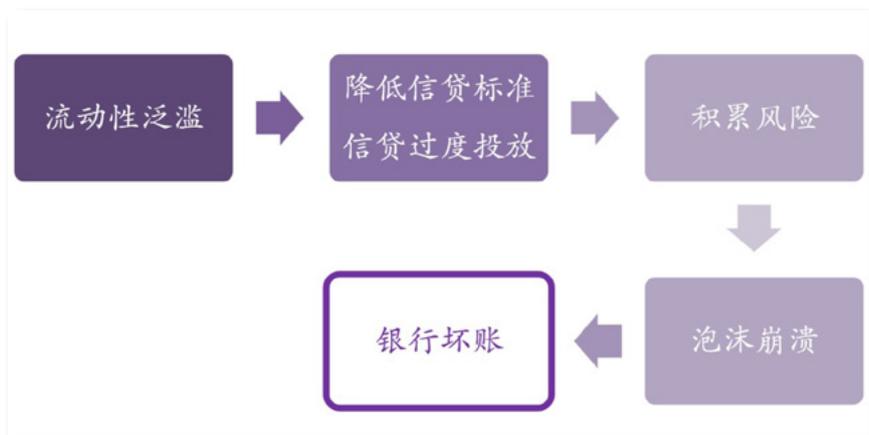


图 6: 任何信贷危机都是相似的
资料来源: 光大证券研究所

在此，我们甚至可以借鉴国际收支上的流动性失衡分析方法。首先，全球流动性泛滥且失衡，资金会流向发达国家。发达国家流动性过宽后，银行不得不降低信贷标准，发放次贷，积累风险。最后泡沫崩溃，银行遭受不良资产损失。

3、危机的两个阶段

3.1、危机爆发时的剧烈去杠杆阶段

2010-2011 年我国开始宏观调控，温州最先于 2011 年下半年爆发中小企业流动性危机，大量企业因资金链断裂而倒闭，银行不良贷款迅速增加。危机初期是剧烈去杠杆阶段，主要发生在温州，而信贷短期化、民间借贷过桥是危机扩大的重要原因。因此，温州危机有时也被称为“民间借贷危机”。

按照危机前的通行做法，浙江地区的银行业倾向发放短期借款（短期借款容易审批），而借款人拿到资金用于长期投资（房地产、矿产等），存在期限错配。短期贷款到期时，借款人往往先通过民间借贷筹措资金偿还贷款，然后待贷款重新批下来后偿还民间借贷。宏观调控后，银行信贷收缩，新的贷款无法获得审批，于是借款人对民间借贷违约。民间借贷的过桥，无意中将债务的“有限责任”转换为“无限责任”（银行借贷是有限责任，但民间借贷是无限责任），因而发生企业主逃亡、自杀等事件，

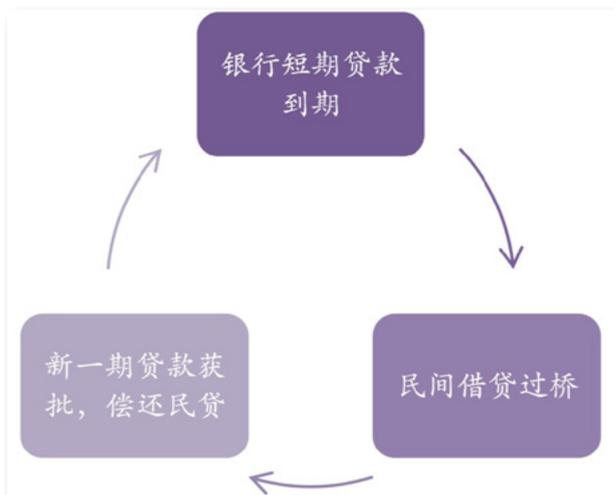


图 7: 以民贷过桥的短贷长投，
将债务“有限责任”转换为“无限责任”
资料来源: 光大证券研究所

影响较为恶劣。

因为民间借贷地理边界较小，因此影响范围相对有限，大致就是局限于温州地区。并且，受波及的企业多为过度信贷、过度投机的企业，杠杆适度且专注于主业的“乖”企业不会受什么影响（因此，遴选信贷客户较严格的银行，也受涉及较少）。因此，我们看到这一阶段，温州不良率快速上升，但全省不良率升幅较小，而全国不良率则继续下降。

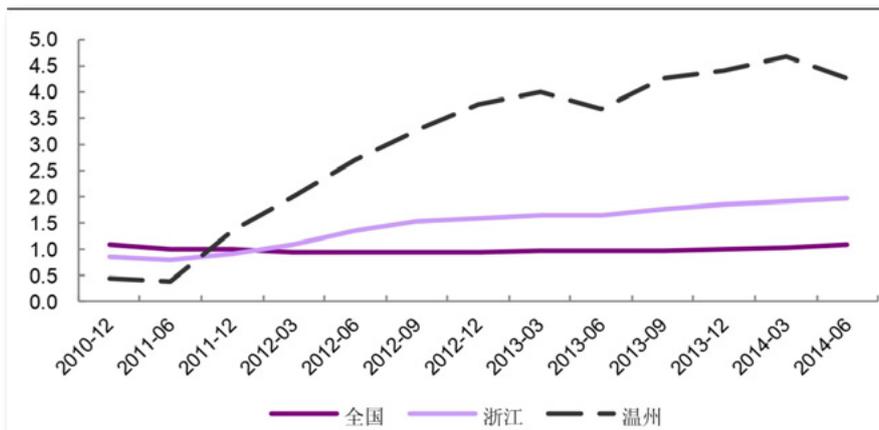


图 8: 危机爆发后温州不良率快速上升, 全省不良率升幅较小
资料来源: 中国银监会、浙江银监局、媒体报道

3.2、危机后的持续发酵阶段

3.2.1、“三期叠加”之痛

2011 年温州危机为起点, 浙江经济和金融进入了后危机时代, 也就是持续发酵阶段。2012 年底至 2013 年上半年, 由于货币条件宽松, 经济基本面出现过短暂好转, 但事后被证明这一宽松是非标失控导致的, 央行于 2013 年 6 月出手干预货币市场止住非标泛滥势头后, 货币条件重回稳中偏紧。

此时, 三期叠加的负面开始显现。三期叠加在浙江表现得尤为明显。首先, 增长速度进入换挡期, 而浙江 GDP 增速下降的幅度快过全国。浙江由于市场化程度更高, 历史上 GDP 增速本身波动比全国更大, 因此在本轮 GDP 增速换挡期中, 浙江 GDP 增速下行幅度也高过全国。外贸形势也类似, 浙江 2011-2013 年进出口总

额增幅均低于全国, 2013 年底才重新高过全国 (有统计口径调整因素)。

其次, 结构调整面临阵痛期, 浙江原有的低端制造业中有很 大比例面临调整风险。产业低端是危机重要的内因, 部分落后产能在 2008 年危机中被淘汰, 但有些在大规模刺激后存活至今。其中, 有些产能是为全球市场配备的, 海外需求的下降也会使产能呈现过剩。

另外, 我们还在调研中发现, 有些已经完成升级的企业在本轮危机中表现较好, 产销没受什么影响, 也反过来说明了结构调整的必要性。目前省政府借经济下行之机推行“五水共治”、“三改一拆”、“四换三名”等结构调整政策。前期刺激政策消化期。如前所述, 前期刺激造成浙江过度信贷, 并进而导致泡沫及破裂, 目前仍在消化过程中。



图 9: 浙江 GDP 波动水平高于全国
资料来源: WIND (单位: %)

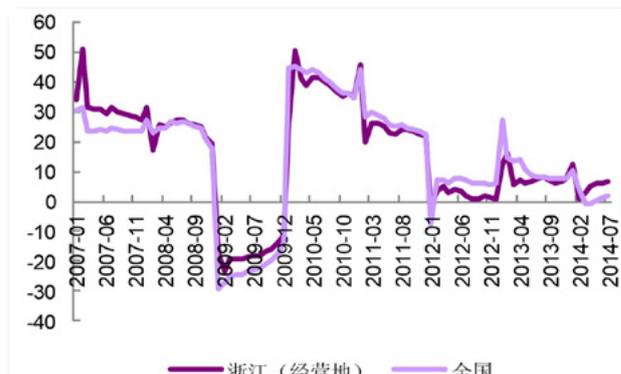


图 10: 近年浙江进出口增速持续低于全国
资料来源: WIND (单位: %)

3.2.2、互保联保风险仍在消化之中

2011年温州危机直接造成的不良贷款毕竟有限，并且发生危机的企业也多为过度投机的企业，许多经营风格稳健的银行是规避这类企业的，因此给银行带来的不良资产也有限。但风险在危机后持续漫延，影响更为巨大。互保联保是浙江中小企业风险漫延的主要途径，也是导致银行业资产质量持续暴露的主要原因。互保联保最初应用于农户领域，收效较好，其主要原理是借助参保借款人间的信息高度对称。在我国信贷过度投放的时期，一方面银行需要完成信贷投放任务，另一方面企业刚好也有融资需求（他们融资用于生产，或用来投资于房地产等），但许多小企业达不到银行的信贷标准，因此引进了互保联保（因信贷竞争激烈而不得不放低信贷标准，这和美国次贷同理）。但许多小企业的互保联保纯粹是为达到借款目的而临时拼凑而成，相互之间信贷对称程度并不高，甚至存在欺诈行为，其收效远不如农户。

但风险不可能被消灭，只可能被转移。因此，互保联保的原理是由多家企业共同承担风险，银行承担的风险下降，因而能够实现信贷投放（但圈中其他企业增加了风险，其他企业的其他授信银行也增加了风险）。互保联保的本质，是将企业“有限责任”的边界扩大（这一点和温州的“民间借贷危机”原理相近，都是把原先的有限责任边界打破）。原本一家企业经营失败，自行倒闭即可（清算后债权人会承受一

定损失）。但引进互保联保后，圈内全部企业共同承担责任，债权人承受的风险变小，风险转移至圈内其他企业。

互保联保占比极高。中国金融四十人青年论坛在其发表的研究成果《联保互保引发的风险》（2014年6月）中收集了部分调研数据，包括：温州辖内涉保企业数据占比为67.8%（人民银行杭州中心支行）、浙江联保互保模式占企业总融资的比例有可能高达60%-70%（某非官方估算）、浙江企业联保互保融资占企业融资比例为40%（温州市龙湾区人民法院课题组）。因此，虽无准确数据，但我们可大致接受互保联保占比60-70%这一判断。

对于互保联保本身，目前研究已经较多，市场关心其有无良好的解决方案，某些政府也协调银行、企业，要求银行不对自身经营良好但却被互保联保链传染风险的企业抽贷，甚至有些政府以资金援助。但我们依然认为这基本上是无解的，只能通过类似于有毒资产出清这样的被动方式，等待风险逐渐暴露干净。

3.3、政府投资：危机后的托底之举

和海外其他信贷危机后的经验一样，浙江也实施了政府干预来挽救危机所带来的经济颓势，主要方式是政府投资。历史上，浙江基建水平与其经济发展水平并不相称，因此，增加投资弥补“历史欠账”是必要的。2011年后，

浙江固定资产投资增速加快，一度超过全国。

而温州趋势更为明显。全市在4万亿大规模刺激时期，基建技改投资同比增速缓慢提升，进入2011年后增速却大幅跳升至100%以上，2011-2013年全年增速分别为62%、66%、32%。温州的投资高增长和2010年新一届市领导上任有关，投资主要投向为基础设施、围垦、拓展城市空间等。政府投资短期内能够对经济增长形成一定支撑，而且浙江或温州基建不足已经对经济发展、社会生活等构成制约，增加投资也有利于经济长远发展。

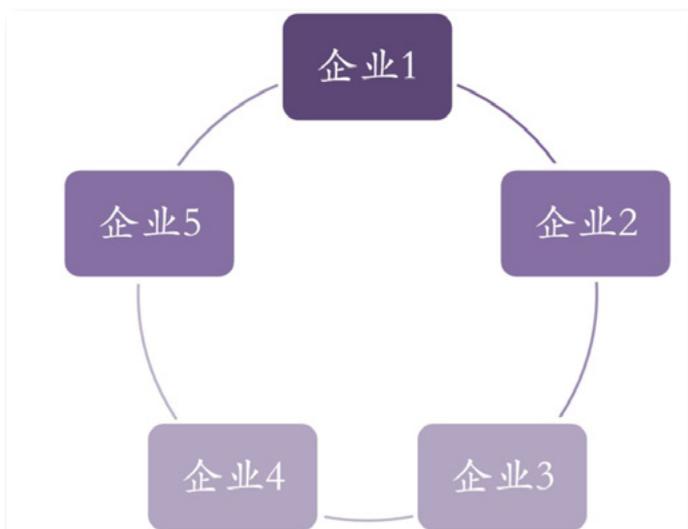


图 11：互保联保打破“有限责任”边界，导致风险漫延
资料来源：光大证券研究所

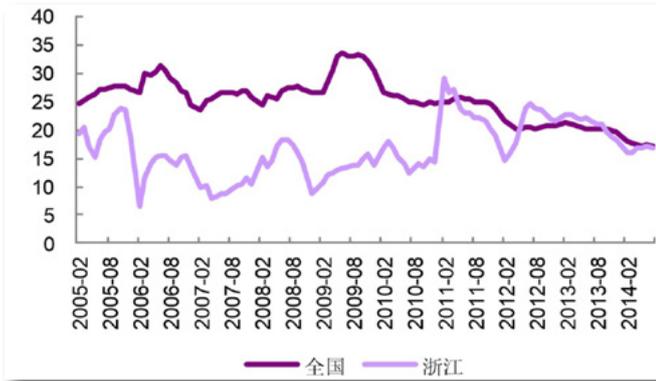


图 12: 浙江固定资产投资在 2011 年后加快
资料来源: WIND

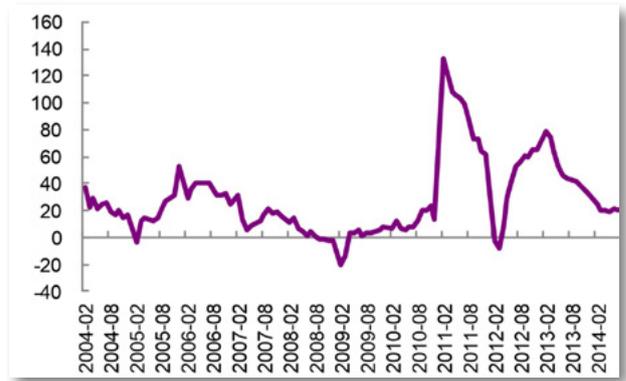


图 13: 温州基建技改投资在 2011 年后加快
资料来源: WIND

为筹集所需资金，温州政府整合了若干投资公司（即融资平台），开始多方融资。反映在温州的银行信贷结构上，我们能看到，2012 年底开始中长期贷款增速止跌回升（而短期贷款增速是继续下降），主要是由融资平台贡献。再从信贷增量结构上看，2013 年开始，信贷增量中几乎全是中长期贷款。中长期贷款多由政府背景的融资平台获取，而中小企业的短期贷

款余额甚至是下降的。

但另一方面，浙江经济产业过于落后、零散无序发展等问题仍然无法得以解决，落后、过剩的产能仍然有待出清。各级政府没有强力干预企业债务问题，出清过程仍在继续。因此，银行业不良率上升的趋势仍会持续。

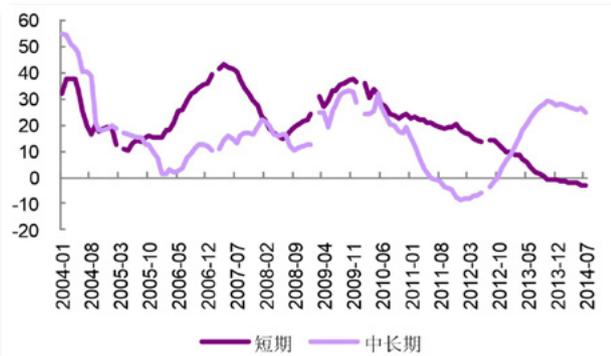


图 14: 温州 2013 年后中长期贷款增速止跌
资料来源: WIND (单位: %)

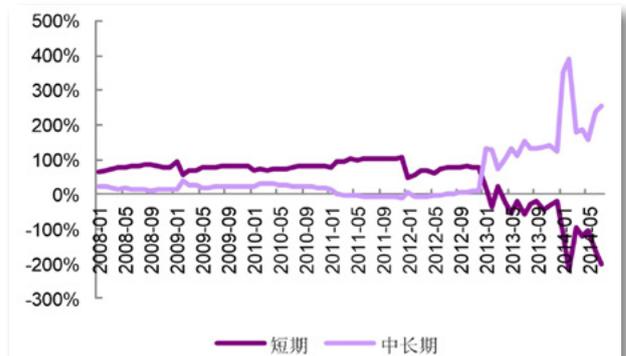


图 15: 温州 2013 年起信贷增量中主要是长期贷款
资料来源: WIND (当年月度累计值的占比)

4、银行业的寒冬

4.1、利润下滑、不良上升

浙江曾经是银行业乐土，历史省内银行业 ROA 水平较高，比如 2009-2011 年三年分别为 2.30%、2.40%、2.56%，显著高于全国，因此全国性银行曾将资产大比例配给于浙江。

但危机后，从所公布的全省银行业数据来看，情况不容乐观。我们并不掌握全省银行业的资产负债表，但通过公开披露的部分数据，能够大致掌握银行业概况。

首先，危机后浙江银行业资产规模增速并

未明显下滑，继续稳步增长。然而同时，银行业利润却在危机受到重大影响，2012-2013 年

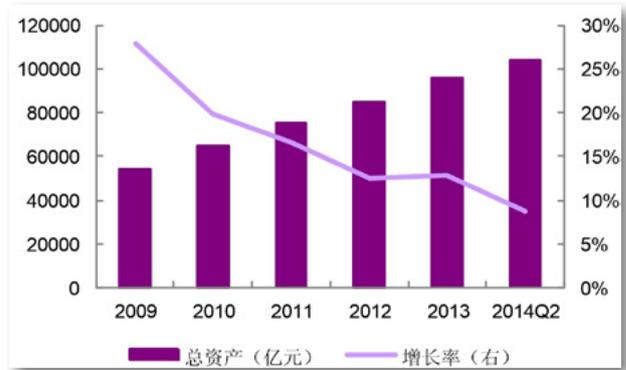


图 16: 危机后浙江银行业资产规模仍稳步增长
资料来源: 浙江省银监局、中国人民银行杭州中支

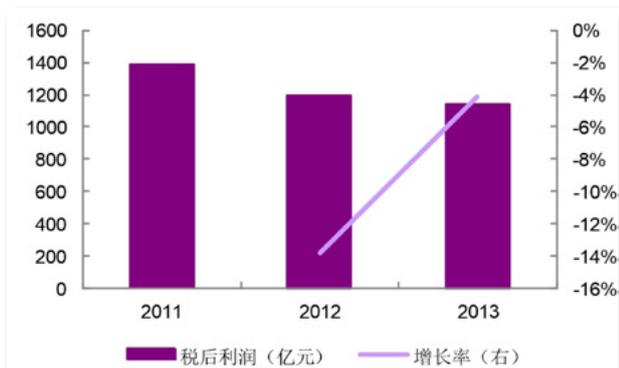


图 17: 危机后浙江银行业税后利润下滑
资料来源: 浙江省银监局、中国人民银行杭州中支

两年, 全省银行业税后利润均为下滑, 2012 年甚至下滑 13.8%。毫无疑问, 既然资产规模未大幅下滑, 净息差等也未收缩, 那么只能是不良资产在侵蚀利润。

浙江银行业不良率快速增长, 倍受关注。根据浙江银监局披露的数据, 全省银行业不良率在 2014 年 6 月末已达 1.96%, 再据媒体报道, 7 月已升至 2.1%, 大幅超过全国水平。而处于危机中心的温州, 不良率升幅更为明显。

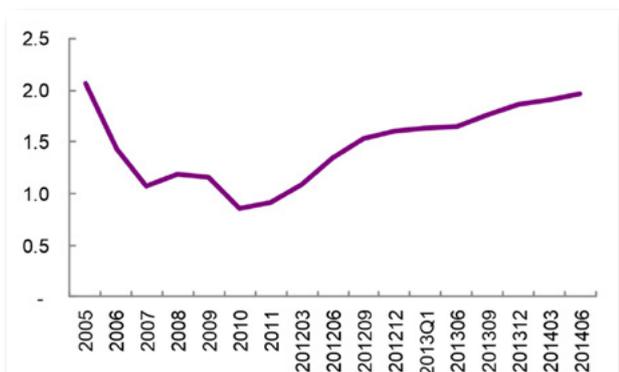


图 18: 危机后浙江银行业不良率持续上升
资料来源: 浙江省银监局 (单位: %)

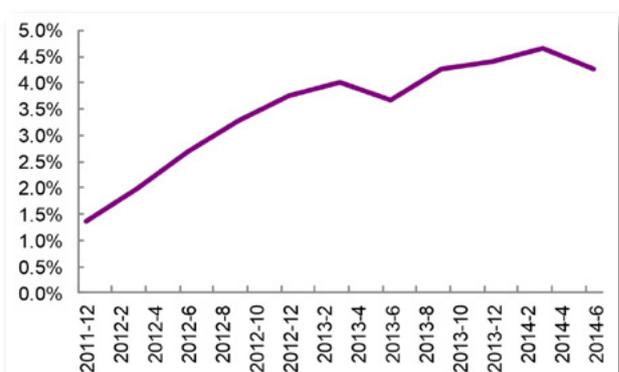


图 19: 危机后温州银行业不良率快速上升
资料来源: 媒体报道

4.2、信贷处于主动或被动收缩

和任何信贷危机后一样, 风险暴露的结果便是银行信贷投放萎缩。我们观察浙江新增信贷量占全国的比重 (单季增量占比), 2009 年一度达到 16%, 而目前仅 5% 左右, 收缩极为明显。而从浙江信贷结构上看, 危机后浙江信贷余额中短期贷款的占比显著提高, 这意味着银行风险偏好下降, 贷款投放短期化。而前文已述, 短期贷款是流动性风险的重要根源 (企业投资项目都是长期的, 要么短贷长投, 中间找民间借贷过桥, 这要冒银行续贷无法批下来的风险; 要么就是暂停长期投资项目, 从而加

剧经济收缩)。因此贷款短期化无益于经济复苏。中长期贷款占比在 2013 年后有所改观, 但主要是政府背景贷款。

坏账高企、信贷收缩, 这两点几乎是任何信贷危机之后不可避免的现象。浙江由于其经济的高度市场化, 先于全国爆发了危机, 给全国经济也做出险提示。银行“惜贷”局面的金融学原理, 是其信贷利率无法覆盖资金成本和风险溢价, 惜贷的打破要靠资金成本下降, 更需要风险溢价下降。从这一角度而言, 惜贷是经济风险的结果 (反过来又加剧风险), 其改善只能有待风险陆续释放干净。

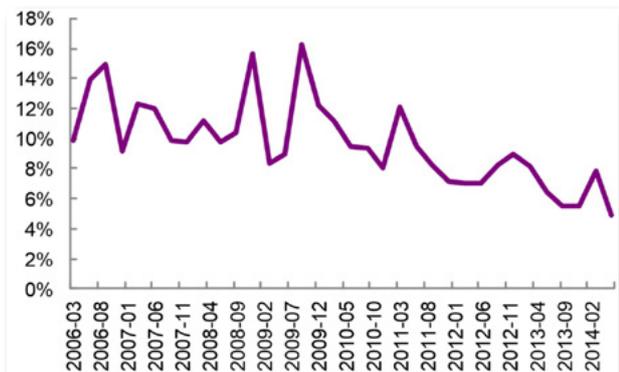


图 20: 浙江信贷增量占全国比例持续下降
资料来源: WIND (单季增量占比)

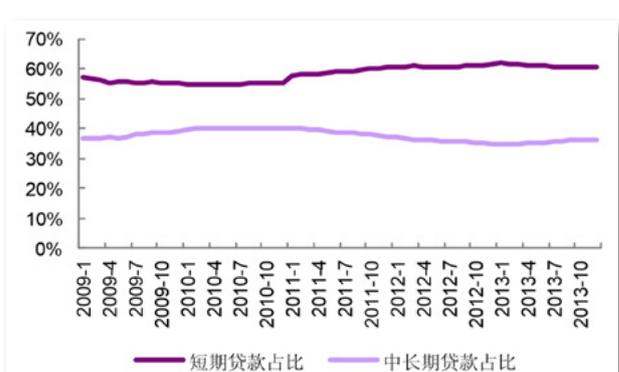


图 21: 危机后浙江贷款短期化加剧
资料来源: 中国人民银行杭州中支

5、隐含不良率终将被证伪

银行惜贷一定程度上是经济状况的结果。局面的改观一般需要两个条件，一是有毒资产的出清，二是宏观经济状况改善，这样才会迎来新一轮信贷投放和经济增长。我们假设经济将在目前所谓的新常态持续一段时期，短期内的机会仍然来自不良资产的逐渐出清。

根据我们一贯的行业逻辑，银行股估值在资产质量等负面因素压制下，长期处于低位。现有估值隐含了较高的预期不良率，可能达5-6%左右。所谓的不良资产出清，其实是对这个隐含不良率的证伪或证实过程。如果不良充分暴露后仍然达离5%仍有较大差异，那么便是对其的证伪，用以支持银行业估值回升的结论。所谓的充分暴露，既要考虑既有不良，也要考虑未来2-3年内将继续暴露出来的不良。

比较来看，目前温州不良率为不到5%，全省不良率2%以上，全国则超过1%。下一个问题便是，浙江不良水平继续上升，会到达怎样的峰值。根据2014年上半年经验数据，关

注类贷款与不良类相近，假设全部向下迁移为不良，则温州不良率接近10%，按此估算，将抬高全国不良6BP，影响较小。再按同样方法，假设浙江不良率从目前的2%左右升至6%（考虑了占比约3%以上的关注类贷款），则将抬高全国不良率约50BP。因此，在极端恶劣的假设下，全国不良率依然不必过度担忧。

再者，目前温州不良率升速已经放缓。即使按2013年下半年至2014年4月这10个月左右（这是流动性形势相对严峻的时期，也剔除了6月这种大核销的月度）的升速，将不良率时间序列往前推，36个月后不良率才会到达8%。而若升速放缓，那么意味着未来不良率将低于这一水平，更远未到达10%。

而国内大多地区不具备暴发类似浙江危机的条件（中小企业不密集、信贷也未过度投放），因此全国不良水平应该不会超过浙江水平，更不可能到达温州水平。随着不良继续暴露，我们认为市价隐含不良率5%终究会被证伪，估值存在修复机会。

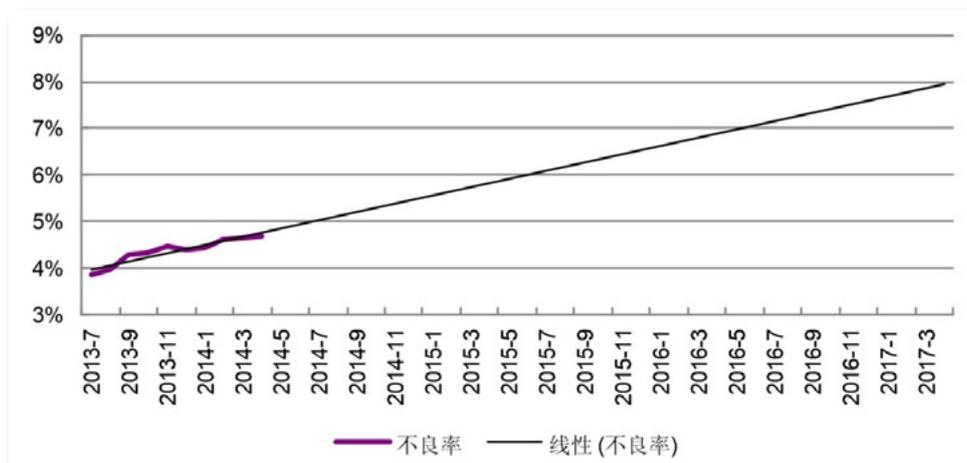


图 22：温州不良率在现有增速下很难达到 10%
资料来源：媒体报道，光大证券研究所

中国华融国际化 再提速



近日，中国华融资产管理股份有限公司（以下简称“中国华融”）国际化布局与战略性转型发展再结硕果。2014年9月26日，中国华融第三十三家分公司落户上海自贸试验区，成为中国四大金融资产管理公司在上海自贸区设立的首家分支机构；9月28日，华融前海财富管理股份有限公司在深圳揭牌开业。

相继成立的两家机构，与2013年4月先期在香港成立的华融（香港）国际控股有限公司一道，成为中国华融国际化战略的三个重要支点，标志着中国华融提速国际化战略性转型取得新的重大历史性突破。

成功在港首发 15 亿美元境外债， 全球投资者踊跃认购

今年7月9日，中国华融在香港成功发行15亿美元境外债券。这是中国华融首次发行境外债，是金融资产管理公司境外发行美元债券最大规模之一和中资金融机构境外发行美元债券最大规模之一。

此前，中国华融董事长赖小民等公司领导率队分别赴香港、新加坡、伦敦，与境外金融市场近百家机构投资者广泛沟通交流，路演见面，向投资者讲述中国华融的改革发展历程，阐述发展战略规划，详尽回答投资者关于中国

华融改革转型、经营模式、财务状况和发展趋势的有关问题。债券发行受到国际投资者的充分肯定和踊跃认购，订单金额超过128亿美元，超额认购达到8.5倍。

对中国华融而言，这次境外发债是公司积极有效拓展国际资本市场融资的一次有益尝试，对于中国华融创新融资渠道、降低融资成本，改善流动性，打通国际资本市场具有重要意义，有助于中国华融进一步增强市场竞争力，加快推进引战上市和国际化发展步伐。

设立首家境外平台子公司 打造国际化战略桥头堡

中国华融国际化战略的桥头堡放在了香港。2013年4月18日，经国家有关部门批准，中国华融首家境外平台公司—华融（香港）国际控股有限公司在香港正式成立。成立华融（香港）国际控股有限公司，是中国华融实施“走出去”战略的重大举措，也是中国华融依托内地、开拓香港市场的重要策略。

按照华融的定位，华融（香港）国际将紧紧依托大股东优势，依托香港国际金融中心和国际航运中心区位优势，依托内地蓬勃发展的经济形势，充分发挥中国华融国际化战略“窗口、基地、纽带、桥梁和新的增长极”的积极作用，担负起中国华融国际化战略“大市场、大平台、大熔炉、大舞台和大学校”的使命，争取早日在香港“立足、扎根、开花、结果”。

迅速布局上海自贸区， 拓展国际化业务创新新领地

“建立中国（上海）自由贸易试验区，是党中央、国务院作出的重大决策，是深入贯彻党的十八大精神，在新形势下继续深化推进改革开放的重大举措。”赖小民说，“早在2013年上海自贸区设立之初，中国华融就以高度的政治责任心和敏锐的市场化意识，积极行动，迅速推进，第一时间向监管部门报告，作出了在上海自贸区设立分支机构的重要决定。”

经中国银监会批准，2014年9月26日，中国华融资产管理股份有限公司上海自贸试验区分公司正式揭牌开业。这是中国华融的第三十三家分支机构，是中国华融成立15年来新设的首家分公司，也是我国金融资产管理公司

在上海自贸区设立的第一家分支机构。

据介绍，上海自贸区分公司的成立，是中国华融坚持“听党的话，跟政府走，按市场规律办事”经营理念，积极响应党中央国务院全面深化改革、扩大对内对外开放、打造中国经济升级版号召的重要举措；是中国华融遵循“资源共享、优势互补、风险共担、利益均沾、互惠双赢、合作发展”宗旨，落实与上海市政府全面战略合作协议的重要成果；也是中国华融主动融入自贸区、服务自贸区、支持自贸区发展，并依托自贸区优势，以创新引领公司国际化战略转型迈出的重要一步，在业内起到了很好的引领示范和辐射带动作用。

顺应国家战略落户深圳前海， 探索财富管理业务试验田

深圳前海毗邻香港特区，区位优势独特，尽享国务院批复的金融、财税、法制、人才等政策优势，被国家定位为“粤港现代服务业创新合作示范区”。为了进一步推进金融业务创新发展，充分利用中央对深圳前海特殊政策，发挥中国华融多牌照综合金融服务优势，在深圳市政府和深圳前海管理局的支持下，中国华融和深圳市政府决定抓住国家对前海战略性开发这一契机，充分利用特区各项政策优势，进一步加强双方合作，发挥各自优势，联合组建华融前海财富管理公司。

2014年9月28日，华融前海财富管理股份有限公司在深圳揭牌开业。华融前海财富管理股份有限公司的成立，是中国华融扩大业务布局、延伸业务链条、扩大业务范围的重大具体举措，是中国华融把财富管理业务作为创新发展试验田的重要决定。未来，中国华融将依托华融（香港）国际和华融前海财富管理公司平台，协同深圳、广东、海南等地区分支机构，共同打造中国华融“华南沿海创新业务走廊带”。

赖小民指出，在迎来公司成立15周年、股份公司成立2周年、整体上市工作已经全面启动的重要时期，中国华融将统筹利用好国际国内两个市场、两种资源，提速国际化经营战略，大力拓展全球投融资业务，打通境外资金引入渠道，为中国华融推进创新驱动发展战略、加快上市和战略性转型发展发挥应有的重要作用。📍

金谷信托再现风控漏洞 抵押资产连续流拍

中国金谷国际信托有限责任公司（以下简称“金谷信托”）发行的“金谷—黄山江滨大厦度假酒店特定资产收益权集合资金信托计划”（以下简称“金谷—江滨计划”）本该于2012年7月14日到期清盘，但2年多时间过去了，金谷信托还深陷该集合计划的“困局”中，至今还在处置抵押资产黄山江滨大厦的在建工程。

银监会规定，信托公司发放贷款的房地产开发项目开发商或其控股股东必须具备二级资质。但《中国经营报》记者发现，上述信托计划的借款方注册资本只有800万元，远未达到二级资质开发商注册资本不低于2000万元的要求。金谷信托向没有二级资质的借款方发放贷款，或为该信托计划违约提前埋下了“地雷”。

抵押资产连续流拍

2011年7月15日，金谷信托发起的“金谷—江滨计划”成立，募集资金规模1亿元，用于投资受让黄山市江滨大厦度假有限公司（以下简称“江滨公司”）土地及在建工程收益权，信托期限12个月。

该信托计划风险控制措施主要有，江滨公司将公司名下的“新江壹品”产权式酒店1幢、2幢（黄房预售许可证第2010099号、第2010100号）在建工程及土地为收益补足义务设定抵押担保，并办理强制执行公证和抵押登记；江滨公司股东为对受托人的收益补足义务提供80%的股权质押担保；资金使用方销售款80%可存入信托计划专户。

据记者了解，该项目土地使用权面积为11847.73平方米，用途为商服用地，总建筑面积为37423.07平方米，项目建成后为一栋高级

酒店。金谷信托 2013 年度报告显示，该公司根据具有强制执行效力的公证债权文书，以江滨公司、张兴明、石立岩、薛宽宏、马宝根为被申请人，向人民法院申请了强制执行，申请强制执行的标的金额为人民币 1.5 亿元。

今年 7 月 15 日，北京大田国际拍卖有限公司发布拍卖公告，该公司将于 2014 年 8 月 5 日 14 时对金谷 - 江滨计划借款方的抵押资产，即位于屯溪区黄口旅游度假区江滨大厦 1 幢、2 幢国有土地使用权及项下的所有在建工程进行公开拍卖。但此次拍卖因无人报名而流拍。

10 月 24 日，北京大田国际拍卖有限公司发布第 2 次拍卖公告，该公司于 2014 年 11 月 18 日对上述标的进行公开拍卖。11 月 27 日，北京产权交易所诉讼资产网络交易平台的工作人员告诉记者，第 2 次拍卖也流拍了。

借款方资质不合规

业内人士介绍，根据银监会 2010 年 2 月下发的《关于加强信托公司房地产信托业务监管有关问题的通知》，地产信托的发行要满足“432”的标准，即四证（《国有土地使用证》、《建设用地规划许可证》、《建设工程规划许可证》和《建设工程开工许可证》）齐全，房地产企业有 30% 的自有资金，同时必须是二级资质以上。

而根据工商登记资料显示，江滨公司注册资本只有 800 万元，远未达到二级资质开发商注册资本不低于 2000 万元的要求。浙江一位信托业内人士对记者表示，在实际操作中，信托公司风控第一位关注的是抵押物的质量，对开发商资质的要求是放在第二位的。

金谷信托向没有二级资质的借款方发放贷款，或为金谷 - 江滨计划违约埋下了“地雷”。事实上，该项目信托计划还未到期就起了波折。2011 年 8 月 12 日，黄山市房管局向江滨公司发出关于暂停江滨大厦项目销售的通知称，“你公司‘江滨大厦’项目在建工程已在我局办理抵押手续。鉴于你公司的开发经营行为存在一定问题，经我局研究，决定暂停你公司的商品房预售及网签登记工作。接通知后如违规继续预售由你公司承担全部责任。”而金谷信托在金谷 - 江滨计划管理报告（2012 年 4 月 1 日至

6 月 30 日）中却称，“本报告期内，义务方黄山市江滨大厦度假有限公司及担保人无损害投资人、受益人利益的情况发生。”

处置难题

据购买了黄山市江滨大厦的业主向安徽省长信箱反映称，黄山市房管局是 2010 年 8 月份给该项目颁发的预售许可证，在此后的 10 个月时间内开发商陆续售出了 67 套房子，而黄山市房管局却于 2011 年 6 月 28 日在没有进行充分监管和未告知已购房业主的情况下，违规为开发商办理了将该项目所有在建工程及土地（包括已经售出的 67 套房屋）全部抵押给“金谷信托”手续，为开发商获得了 1 亿元的融资。其后开发商又继续销售了 62 套房子，售房总数达 129 套，由于这些房屋已被抵押，购房户至今无法办理合同备案，且由于开发商将售房款和融资款挪作他用，致使该项目资金链断裂，房屋既无法交付也无钱退款。

黄山市住房和城乡建设委员会对此回复称，2013 年 8 月 26 日上午，金谷信托代理律师与江滨公司项目负责人在房产局的牵头下进行协商，对江滨公司的债权、债务进行全面梳理。金谷信托代理律师表示原则上同意在收回江滨公司的债权、债务的同时，通过第三方接盘或是项目清算等方式来解决购房户的问题。

黄山市委市政府信访局江滨大厦项目问题协调会纪要显示：2013 年 8 月 29 日，各方就有关事宜达成如下共识，由于江滨公司已经没有能力继续建设、经营江滨大厦项目，江滨公司原法定代表人涉嫌诈骗已在安徽泾县被刑事立案，江滨大厦项目继续搁置下去将会成为烂尾楼、危房，所以，应在解决好购房户问题、确保稳定的前提下，尽快把项目整体处置变现，尽最大努力保证购房户的购房款本金、金谷信托的实际支出资金、南京环强建筑安装工程有限公司的人员工资和材料款，如有结余则继续依法进行处置。

黄山市公安局对江滨公司及其股东涉嫌犯罪的行为进行立案侦查，全力追缴股东挪用资金和公司流失的其他资金，减少债权人损失。“金谷 - 江滨计划”到期后，参与集合计划的投资者权益是否兑付？目前，该计划抵押物资产处置有何进展？目前仍时未获得任何回应。☹

长城资产的 超日布局



中国长城资产管理公司

CHINA GREAT WALL ASSET MANAGEMENT CORPORATION

1 1月30日晚，保利协鑫能源公司宣布，有条件分两个独立批次出售旗下的硅片生产业务，总代价为人民币80亿元现金（约101.03亿港元）。在此番交易中，长城资产管理公司的资本运作已然浮上水面。而协鑫内部人士透露，此前有媒体报道的中民投公司并未参与其中。

经济观察网此前曾独家披露这一计划。未来，这部分资产将会在合适的时机，被购买方注入ST超日公司，因此，保利协鑫这一举动被视作正在提速超日公司的重整。并且，也不排除未来会向保利协鑫的董事局主席朱共山个人售出。值得注意的是，在此番的交易中，与协鑫一起重整ST超日的长城资产管理公司已经浮上水面，将在接下来的重整过程中发挥重要作用。（详见经济观察网11月11日《协鑫硅片注入超日计划提速 长城资产资本运作或将浮上水面》）。

经济观察网曾披露，这样向第三方售出，再注入超日的动作，意在硅片资产债务重组，将会有个轻负债的硅片资产注入超日公司壳中——保利协鑫将以此净负债从146.5%下跌至交割后的38.8%。从购买的资产方来看——江苏协鑫能源有限公司将作为关连公司，购买部分含高佳硅片的生产设施资产，价值为21亿元人民币。江苏协鑫是保利协鑫的母公司协鑫集团在国内设立的投资平台。

另一部分资产即含有六座硅片生产设施，

将会售予上海淼昌投资管理中心与上海中民银孚投资管理有限公司，总现金代价为人民币59亿元——这两家公司为基金公司，由三名股东拥有，分别为中民银孚、民生加银及中国长城资产管理公司。从这部分购买方来看，中民银孚为北京华山投资管理中和新沃股权投资基金管理共同拥有；民生加银由民生加银基金管理、民生置业和亚洲金融合作联盟三家拥有；中国长城资产管理公司为两家基金公司的两名有限合伙人之一，在购买的这部分资产里将会出资25%，即14.75亿元。

在达成协议的三个营业日内，两部分买家将分别支付独立保证金，共计4亿元人民币。此计划尚待相关程序批准。交易完成后，保利协鑫将专注于多晶硅业务，被定位为化工型公司，而硅片资产将作为制造型业务待合适时机注入ST超日，这样的调整意在优化债务，以在资本市场获得更好估值。

保利协鑫权威人士告诉经济观察网，虽然同为多晶硅业务和硅片业务的行业龙头公司，但很明显，多晶硅业务要比硅片业务的赢利能力高出很多。今年上半年，保利协鑫旗下多晶硅业务毛利率为25.6%，硅片业务的毛利率为16.1%。11月28日，保利协鑫公告称，明年底将完成2.5万吨硅烷流化床法多晶硅项目规模化生产，届时，公司将形成年产近10万吨多晶硅的专业能力。 

如何防范与化解 联保联贷风险

众多研究认为，“联保联贷”模式改变了传统商业银行信贷机制，能缓解信息不对称问题，其诞生的初衷主要是为解决中小企业担保不足、信息不对称的问题，但如果这种企业间的联保联贷纯粹为了得到银行贷款，则在经济增速放缓、内外部需求趋弱从而导致企业经营困难、盈利能力下降的情况下，容易引发因单一企业资金链断裂影响到整个联保小组的状况，一旦这种现象过于集中还可能影响地区的金融稳定。

联保联贷的操作模式

“联保”通常指由N个借款主体签署联保协议组成联保小组（也称为联保体），小组内所有组员均承诺当组内某一个成员不履行还款责任时，N-1个组员中任意一个组员均愿意替该成员履行偿债责任。通常，基于“联保”方式的信贷业务也被称为“联保联贷”或“联保贷款”。与联保相比，“互保”通常仅发生在两个借款主体之间，而“连保”通常至少由三个主体（两两签署保证合同）首尾连接形成线型、连环的保证与被保证关系。“联保”模式项下成员之间保证关系更复杂一些，对单个借款主体违约风险的防控作用也更明显。

对于实力相对较弱的小微企业来说，成功的联保小组能在一定程度上提高参与各方的风险掌控能力，不仅可以自动对借款人进行筛选，帮助银行挑选出有真实借款需求、还款能力强、信用良好的客户，甚至以点连线、以线盖面（即以一个客户的突破，吸引大量客户），从而便利零贷业务批量拓展，也可以监督借款人行为，



震慑潜在违约行为，督促和保证借款人按时履约。

联保联贷业务总体运行状况

从业务类型来看，联保联贷业务主体是中小企业，通常单笔贷款在200万-1000万元之间，且该模式并非商业银行小微企业贷款的主流模式，因此虽然联保联贷业务增长较快，但绝对规模仍相对较小，初步估计直接表现为联保联贷的贷款总规模约占行业小微企业贷款的5%左右，但通过各种形式与联保联贷企业形成一定资金往来的小微企业数量则可能相对较高。

从行业结构来看，联保联贷业务显示出一定的集中性特征。其中，以批发为主的商贸行业最为集中，这类企业本身很少有资产可以用于抵押，而其聚集的专业批发市场则为组成联保小组进行商圈融资提供了便利，估计批发行业在联保联贷中占比约50%左右；劳动密集型的制造业流动资金需求也较大，同时依托于开发区或工业园区的支持，开展联保联贷也较为便利，是另一个此类业务比较集中的行业；而其他行业的小微企业，受到各方条件的限制，联保联贷的应用并不十分广泛。

从区域分布情况看，东部和南部中小企业聚集度较高的地区，如江苏、浙江、福建等，

联保联贷业务操作模式较为成熟，业务总量相对较大。而在中西部的一些省份由于小企业的融资难度相对较高，更多企业倾向于通过联保联贷提高融资成功率，因此虽然总量较小，但在贷款中的占比较高。

正视联保联贷业务的风险

目前，商业银行联保联贷仍主要集中在小微贷款领域，且风险有一定集中暴露的趋势，虽然联保联贷贷款总量有限，对银行业整体来说风险还处于相对可控状态，但其中的一些风险问题仍应引起充分的重视。

部分地区和部分行“联保联贷”业务占比较高。在浙江、江苏等沿海地区，传统私人借贷市场较为发达，担保形式较为多样，联保联贷模式发展较快，部分小微企业集中地区的业务量已经较高。同时，有些商业银行的基层经营机构对自身风险管控能力盲目乐观，仍借助“联保联贷”模式撬动所谓优质客户和交叉销售，导致该类业务规模没有得到有效地控制。未来这些地区和机构联保联贷继续发生风险的可能性较大。

部分联保小组借款人已陆续出现经营困难。受到经济增速放缓和外部需求减弱的双重影响，在“联保联贷”业务较为集中的沿海地区，一些外向型的小微企业已出现经营情况恶化甚至停业、还款能力丧失等现象，相关信贷资产质量出现下行，并形成风险在联保圈内较快蔓延的趋势。在此情况下，部分企业为解资金的燃眉之急，通过虚构交易背景以及伪造贷款资料虚增资产骗取银行贷款的现象也开始趋于严重，未来此类贷款资产质量下降压力较大。

部分联保小组借款人存在过度授信以及涉及民间借贷的问题。有些联保小组借款人同时获得一家机构给予的个人短期经营性贷款、个人循环贷款（经营性用途）和小企业贷款，甚至多个银行机构给予高额授信或高额对外担保的现象，存在多头授信、过度授信风险隐患。而从贷款的使用和资金流向情况看，有的借款人挪用贷款资金用于对外拆借，在归还过程中则通过非银行融资机构拆借资金用于还贷。虽无实际数据支持，但预计这类现象在联保联贷业务中较为普遍，一旦发生资金链问题商业银行将无法切实掌控这类借款人的风险。

钢贸领域的违规联保联贷有被复制到煤炭等行业的迹象。与钢贸行业相类似，在资金密集型的大宗商品流通领域，如煤炭贸易，联保联贷也是企业通常采用的融资手段。大宗商品贸易企业一般自有资产规模较小而现金流较为充裕，融资手段也相对较多，且很大程度上存在业务过度多元化的问题，涉足房地产开发和民间借贷的现象较为普遍。一旦贸易流通主业受到大宗商品价格波动的影响，资金链紧张的问题极易出现，并会影响到一批副业的融资，可能对银行业的资产质量稳定造成巨大的隐患。

联保联贷结构复杂，牵涉面较广。目前，联保联贷往往涉及一个地区的几十家企业，形成一系列担保链和担保圈，一家企业也会参与其中的多个担保链，其担保关系错综复杂。高度的信息不对称导致担保链风险不断积聚，同时也加大了各金融机构以及监管部门对联保风险的识别和控制难度。

总体来说，联保联贷业务涉及客户的面虽然比较广，但规模还较为有限，且去年以来商业银行已采取了一定的管理措施，整体风险相对可控。然而，近年来联保联贷业务仍有一定的发展和扩张，同时担保结构趋于复杂，联保小组之间开始出现交叉，一旦风险管理不力，则可能成为钢贸贷款之后的又一重要风险形式。

风险从何而来？

联保联贷的主要客户群体为抗风险能力相对较差的小微企业和个人经营性贷款客户。这类客户对宏观经济环境变化更为敏感，在融资难、融资贵的问题仍没有根本改善的情况下，这类企业因经营资金紧张而难以为继的现象时有发生。这种特殊的客户结构本身就蕴含了相对较高的信用风险，这也是造成近期联保联贷发生风险的主要原因之一。除信用风险外，联保联贷这种担保模式本身的一些缺陷也会加快风险形成和累积的进程。

首先，信用信息缺失和非市场化组合模式可能使联保联贷的内部约束机制失效。从国外较为成功的操作模式看，联保小组一般由具有相同风险偏好的群体组成，小组成员应准确掌握自己和其他成员的风险和信用状况，通过将分辨借款人潜在风险高低的责任交给联保小组成员自己，让他们自己去识别风险并相互监督

履行合约，从而形成风险偏好较为一致且稳定有效的风险约束机制，在一定程度上缓解“逆向选择”和“道德风险”。而在我国由于个人和小微企业客户信用体系仍有待健全，信用状况信息难以取得，因此很难形成传统意义上具有风险约束力的联保小组。即使形成联保小组，仅仅是为了取得银行信贷而组合在一起，联保小组的监督作用并不十分明显。

实践中，由于有部分联保小组是由市场、行业协会或是贷款经营单位暗示或明示撮合形成的，小组成员间更多通过与牵头方的联系增加融资的便利，而无法有效进行互相监督，使联保小组失效的可能性大大增加。还有一些联保小组由同一家族成员或在亲戚间组成，这种联保状态将使“联保联贷”模式的社会约束效应减弱，即使出现违约现象也达不到在小组范围内的震慑作用。

其次，联保联贷放大了区域金融风险。中小企业发展对区域内经济资源、经济政策等有着较大的依赖性，且根据联保的管理要求，贷前需要互相熟悉、贷后需要互相监督，因此通常联保小组成员多集中于同一区域、同一行业，甚至同一个商圈中。一旦出现地区经济环境、行业政策、环保政策等重大变化的情况，整个区域或集群内企业的生存和发展均会受到重大影响，很容易形成一荣俱荣、一损俱损的局面。

“联保联贷”模式下，联保小组成员基本都是银行的借款人，替其他借款人偿还债务后，企业自身的资金状况势必趋紧，甚至影响正常经营，整个联保小组的还款能力也将会受到影响。因此，大量本可以通过自身经营调整降低地区和行业性风险影响程度、甚至可以逆势实现发展的企业，会因联保联贷而受到波及，一旦各联贷小组成员有交叉的现象，则风险扩散的速度将更快，集体违约的概率也将大大增加。

同时，信息传染加大了联保小组的风险程度。在联保联贷的业务模式下，当联保小组中某一家企业出现财务困境，会导致担保链上其他担保企业风险信息暴露，这些信息会促使供应商、银行等债权人为规避风险而采取加速收款、抽贷、压贷等手段，虽然对单个债权人来说这些手段可以一定程度上降低风险敞口，但这种做法直接影响担保链上正常企业的资金流

转和业务经营，并酿成正常企业资金风险，从而推动了单个企业风险快速向小组内其他企业的蔓延。从实际操作的情况看，这种由信息传染引发风险所产生的后果更为严重。

最后，部分“联保联贷”本身就存在欺诈风险。“联保联贷”模式有效运行的最关键前提假设是联保小组成员不存在合谋骗贷的企图。但一旦某个区域或行业的企业出现整体性的资金链紧张状况，则组员间相互监督机制将完全失效，通过联保联贷合谋骗贷的可能性就会大幅提升。

合谋骗贷的情况下，贷前阶段联保小组成员以“互相之间隐瞒”、“集体向银行隐瞒信息”或以联保作为给担保公司的反担保并由担保公司提供担保等形式达到骗取贷款的目的，并最终形成信贷资金“多户申贷、一人用款”的状况。

这类联保小组的成员参加小组的目的纯粹是为在人数上满足组建联保小组的要求，帮助最终用款人获得信贷资金，因此一般不对贷款使用情况进行监督，也不向商业银行进行信息反馈。而在贷款归还的阶段，一旦小组有成员违约，其余成员大多不愿意承担连带还款责任，或是小组成员集体串谋拒不还款等，最终形成贷款无法归还的风险。

如何防范和化解联保联贷业务风险

防范和化解联保联贷业务风险必须要从内外部同时入手。首先，应多管齐下，改善小微企业生存和融资环境。维持宏观经济平稳增长态势，保持信贷合理增长。若经济增速继续放缓，则产能过剩和中小企业经营困难的问题将进一步加大，联保联贷业务风险可能在更大范围内暴露。在风险隔离机制尚不健全的情况下，这种风险暴露极易引起担保链上的连锁反应，导致商业银行不良资产快速增加。而将经济增速保持在7.5%左右的平稳状态，有利于中小企业经营环境的改善和就业水平稳定，更为重要的是，在合理的经济增速下可以实现稳定的信贷增长。将银行信贷增长维持在13%-14%的合理区间，既能避免投放不足而形成的地方政府融资平台和房地产行业等大规模融资对实体经济企业贷款需求的挤出效应，在一定程度上缓解小企业融资难题，也能为下一步调整联保联贷业务模式和结构提供充足的空间，有助于

联保联贷风险的化解。

完善跨区域、整合型的社会信用体系，形成透明、良好的信用环境。对企业的相关财税、海关、工商、社保、公用事业缴费、融资担保等信息进行整合完善，使联保成员和授信银行可以全方位、全流程掌握企业历史信用信息和生产经营变化情况，从根本上解决借款方、担保方和商业银行三者之间信息不对称的问题，减少由信息不对称引发的风险。

加强社会性担保机构及贷款保险体系建设。政府部门应以服务实体经济为目标，通过财政出资等方式设立更多专业融资担保机构，对符合条件的中小企业开展融资担保业务，切实解决中小企业融资担保问题。同时，要继续建立和完善贷款保险制度体系。通过专业担保机构以及贷款保险等方式，有效降低企业通过互保、联保获取融资的比例。

加大金融体系产品和制度创新的力度，降低中小企业信贷和非信贷融资成本。在非银行领域，既要扩大小企业的股权融资的渠道，建立多层次的股权融资体系，也要创新发行体制，加大小企业类债权的发行规模。同时要加大对各类小型金融机构的扶植力度，发展以小企业为主要服务对象的地方性金融体系。以财政贴息、政府采购等模式，加大对小企业担保费率和融资利率的补贴力度，合理降低小企业融资成本。在此基础上，要继续从供给和需求两个层面，加大力度引导中小企业从正规渠道获取融资，从而对民间融资高企的利率起到一定的遏制作用。

其次，要强化商业银行风险管理，规范联保联贷业务要求。要对欺诈风险始终保持高压态势，坚守贸易（交易）背景真实、服务实体经济的底线。商业银行要充分利用征信系统关联交易查询、工商登记信息、贷后监控系统等系统信息支撑，深入调查借款人、担保人（如有）与交易（贸易）对手之间关联关系、资金流向特征，深入甄别交易（贸易）背景真实性，加大欺诈风险查防力度。对存在借款主体身份虚假、交易（贸易）背景虚假或申贷意愿虚假的贷款实行“一票否决”。

要坚持“第一还款来源为核心、第二还款来源为补充”的风险管理理念。在业务拓展过程中，坚决摒弃“有担保则贷款就无风险”、“保

证人越多贷款越安全”的错误思想。在充分把握第一还款来源的基础上，以风险定价为原则，合理地进行贷款定价安排，同时加强抵质押等担保措施，最大限度减少风险敞口，确保信贷资产安全。

要对联保联贷业务实行统一的管理。商业银行的总行应明确联保联贷的业务规范和风险管理指引，既要对联保联贷模式下的行业准入和业务准入提出明确的要求，也要注重业务过程中的操作风险管理，避免分行各自为战的情况。在联保业务的准入上，应明确联保贷款的借款人身份、借款意愿、担保意愿均真实，一个联保小组也一般应由同一商圈、园区或供应链，主营业务范围相似的3-4名成员组成，确保成员之间的风险状况相互了解，商业银行风险可控。

最后，防控风险，有序规范联保联贷业务。要加强重点地区的监管和治理。从全国范围来看，联保联贷业务运行尚处于可控范围，风险暴露主要集中在沿海的一些重点地区，要对这些地区的业务进行重点的风险排查和治理，同时强化综合性的风险防范措施和要求，优化当地金融生态环境。

指导银行合理调整联保联贷业务政策。一方面，要积极规范联保联贷业务，强化业务风险的管控，加大力度压缩操作不规范、风险程度较高的存量业务规模。另一方面，监管机构应引导商业银行合理推进业务规范的进程，不能一味抽贷，而是要从隔断风险入手，在信息透明的基础上调整贷款业务保证模式，可以尝试对优质中小企业发放信用贷款。

对不同的联保联贷业务需求采取区别对待的差异化化管理。要明确联保联贷业务支持的重点是小企业融资需求。对类似于钢贸领域业务模式的其他大宗商品贸易和物流企业的贷款需求，要进一步加强业务管理，控制规模的增长；而对制造业和服务业等与实体经济发展联系密切的行业，则应继续加大支持的力度，在风险可控的前提下仍可以继续尝试规范化的联保联贷业务。小企业融资市场是充满生机活力、大有可为的市场，商业银行既要正视联保联贷产生的风险，也要进一步发展适合小企业的产品和服务方式，促进小企业的健康发展。☞

数据 风向标

本栏目旨在通过跟踪国内重要宏观经济、中观行业、浙江经济数据来部分反映市场最新经济变化，为读者投资决策提供参考依据。本栏目选择的数据有：消费者价格指数（CPI）、工业生产者价格指数（PPI）、中国物流与采购联合会官方PMI、货币供应量（M0，M1，M2）、社会融资规模、商业银行不良贷款、浙江地区工业增速及应收账款增速数据。

10月CPI保持低位，PPI继续下跌，通缩压力明显

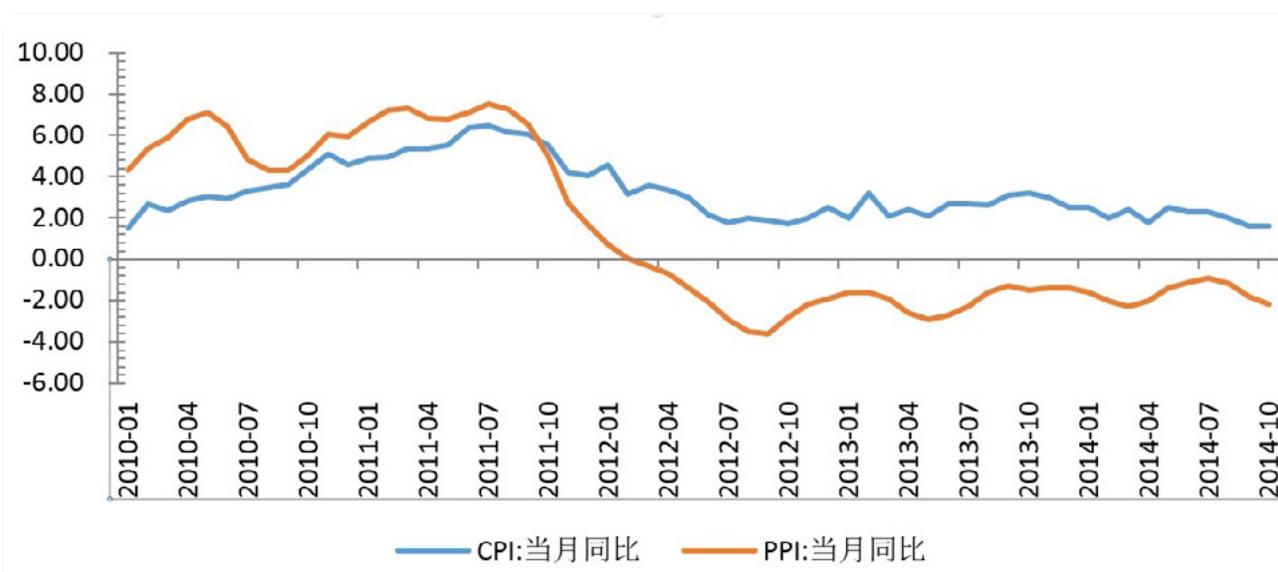


图 23：CPI、PPI 走势图
数据来源：同花顺 IFIND，浙商资产管理研究院整理

1) CPI 通胀压力保持低位

国家统计局 11 月 10 日公布，2014 年 10 月份全国居民消费价格指数（CPI）同比上升 1.6%，较上月微跌 0.03 个百分点。其中，食品价格上升 2.5%，非食品价格上升 1.2%。从环比情况看，CPI 总体环比持平。其中，食品价格环比回落 -0.2%，非食品价格环比回升 0.2%。

2) PPI 继续下跌，通缩压力明显。

10 月 PPI 同比增速进一步下滑至 -2.2%，跌幅较前月略有收窄。自 2012 年 3 月开始，PPI 已经连续同比负增长 32 个月，从生产资料价格来看，我国早已陷入通货紧缩的态势。而随着 10 月 CPI 继续保持低位，可以看出通缩的压力已经向 CPI 蔓延。同时，与 PPI 走势高度重合的 PMI 的购进价格指数也呈现出跌幅扩大的趋势，这些指标的走势均反映出当前国内经济增长的下行压力依然严峻。

11月制造业PMI降至八个月低点 扩张动能进一步放缓

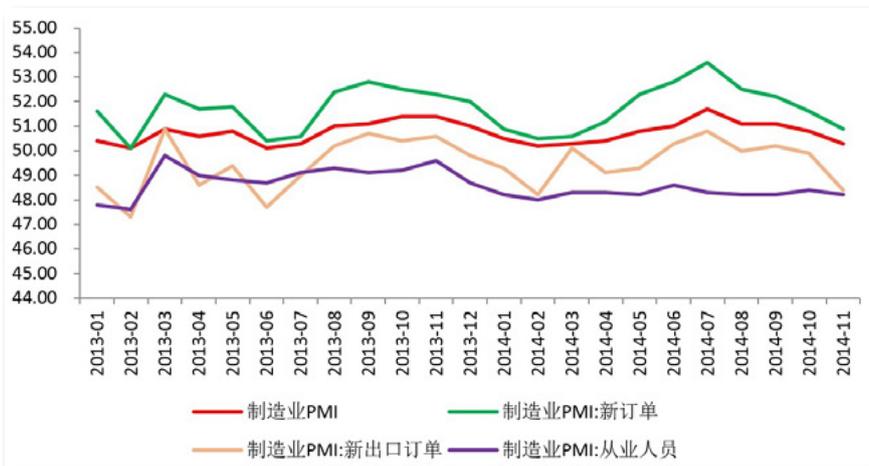


图 24: PMI 各分项走势图
数据来源: 同花顺 IFIND, 浙商资产管理研究院整理

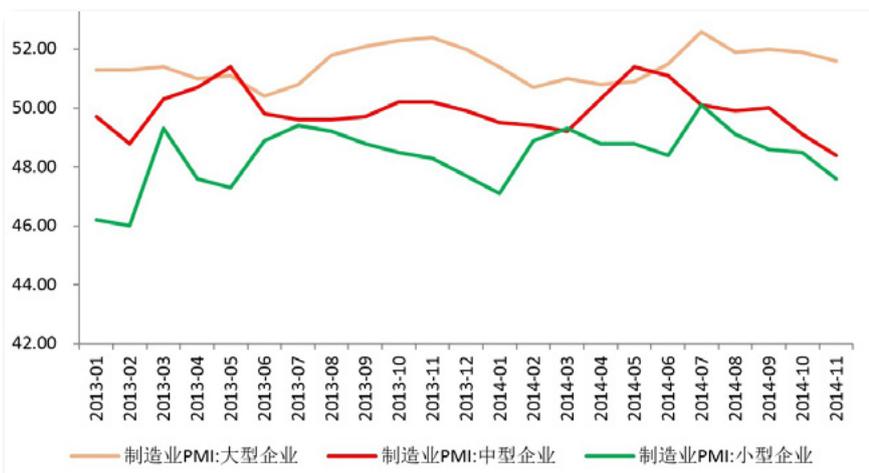


图 25: 各类型企业 PMI 走势图
数据来源: 同花顺 IFIND, 浙商资产管理研究院整理

受生产和新出口订单等纷纷回落影响, 11月官方制造业PMI降至八个月低点, 尤其小型企业PMI持续处在萎缩区域。这表明制造业扩张动能进一步放缓, 经济下行压力不减。

中国国家统计局和物流与采购联合会(CFLP)周一联合公布, 中国宏观经济先行指标——11月官方制造业采购经理人指数(PMI) CNPMIB=ECI降至50.3, 为今年3月以来最低水准。其中, 生产指数回落至52.5, 创七个月最低水准; 从业人员指数至少在过去一年中一直处在50下方的萎缩区域, 11月降至48.2; 当月新出口订单指数降至48.4的九个月低位, 且是连续第二个月处在50下方。

PMI最近两月连续回落, 降至去年同期水平以下, 与一季度平均值基本相当, 反映出当前经济运行仍有下行压力。新订单指数回落, 反映市场需求仍然偏弱, 与投资增速持续回落是一致的; 出口订单指数明显回落, 预示未来出口增速将有所降低; 产成品库存、采购量、

原材料库存等指数回落, 反映企业去库存活动仍在进行中, 也是购进价格指数回落的重要原因。

综合看, 今年以来投资增速回落引起的经济增速回调, 以及去库存活动增加等, 目前仍在发展中, 10月份投资增速降幅明显收窄, 稳增长各项政策效果日益显现, 预计经济增速下行态势将趋于平稳。统计局新闻稿显示, 11月大型企业PMI为51.6, 比上月回落0.3个百分点, 继续位于临界点之上; 中、小型企业PMI分别为48.4和47.6, 比上月下降0.7和0.9个百分点, 仍处于临界点以下, 是本月PMI回落的主要因素之一。

M1M2 剪刀差继续扩大，资金活化程度进一步下降

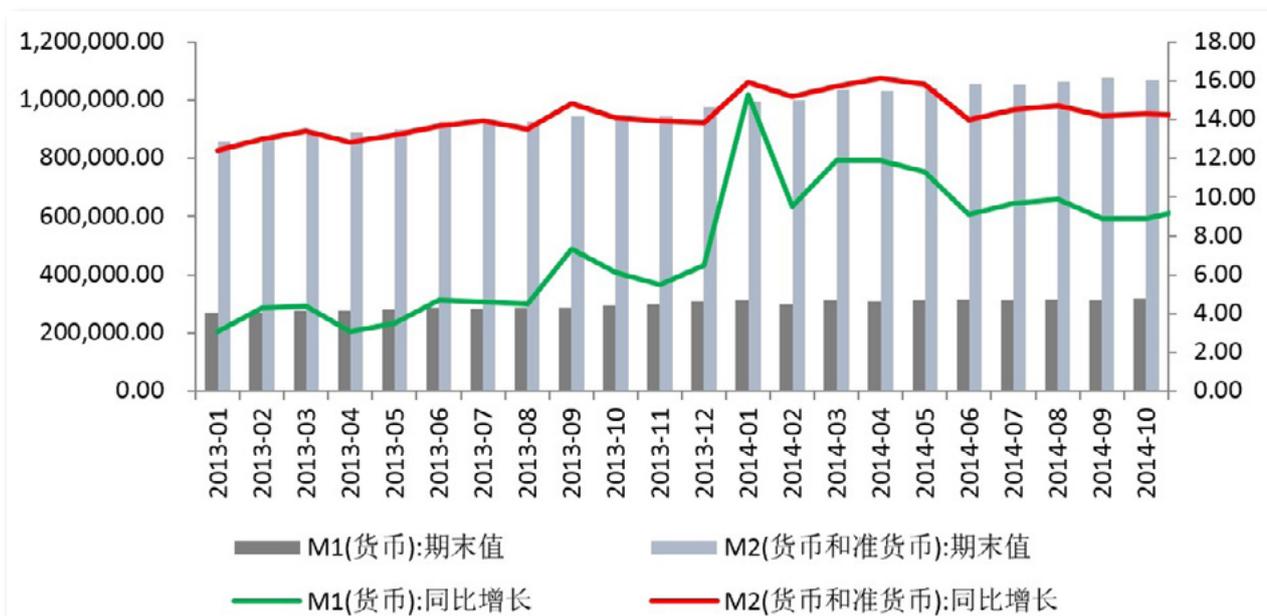


图 26：M1、M2 期末值及同比增长图
数据来源：同花顺 IFIND，浙商资产管理研究院整理

10 月末，广义货币 (M2) 余额 119.92 万亿，同比增长 12.6%，分别较上月和去年同期低 0.3 和 1.7 个百分点，近 7 个月来最低点；M1 余额同比增 3.2%，较上月放慢 1.6 个百分点，降幅更大，M2M1 之间的剪刀差继续扩大。主要是由于经济出清，总需求放缓，资金活化程度进一步下降。

M2 增速持续下行的主要原因是：第一，经济增长整体放缓，物价水平低位运行，货币总需求下降；第二，新常态下政府更强调经济结构的调整，房地产市场的调整和过剩产能去化导致金融机构传统的资金融出渠道受阻，而新的渠道尚未出现，货币在金融系统内部堆积，货币的派生效应减弱；第三，经济弱势增长的大环境下，融资成本压力使得企业的盈利水平较低，其加杠杆的意愿不强，也降低了货币需求。

10月存款季节性减少，或不利于融资成本的降低。

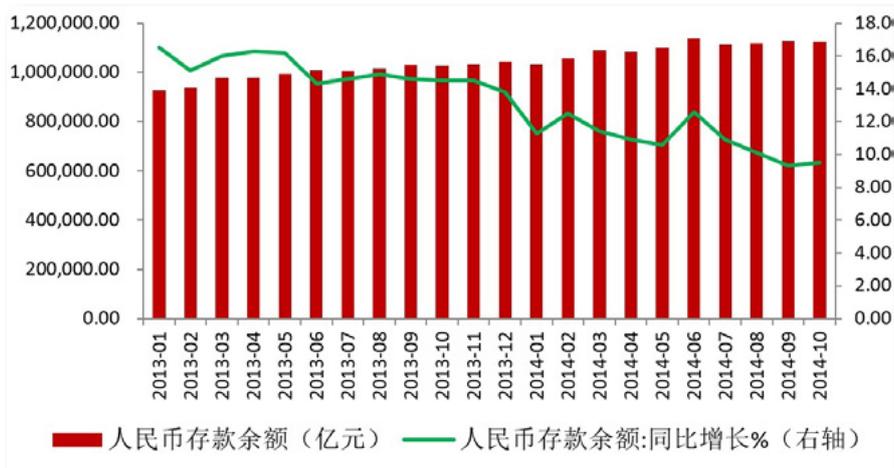


图 27: 金融机构人民币存款余额及同比增长图
数据来源: 同花顺 IFIND, 浙商资产管理研究院整理

10月人民币存款季节性减少 1866 亿元，同比减少 2161 亿元，环比减少 1.11 万亿。其中，居民存款减少 5395 亿元，理财产品和货币基金分流作用显现；企业存款减少 4482 亿元，同比降幅进一步扩大。10月末，金融机构人民币存款余额同比增长 9.5%，增速比上月末提高 0.2 个百分点。

实施存款偏离度考核的第二个月，存款降幅小幅上升，新政对纠正存款异常波动的效果显著。然而存款的进一步萎缩也限制了常规信贷的供给，或不利于融资成本的降低。

10月贷款新增规模较小或由于需求依然疲弱

表 1: 2014 年 6-10 月份人民币贷款情况一览表

	2014/6/30	2014/7/31	2014/8/31	2014/9/30	2014/10/31
人民币贷款	10845	3852	7025	8572	5483
住户	3575	2062	2729	3009	1585
短期	1585	259	839	1290	390
中长期	1991	1803	1890	1707	1195
非金融企业及其他部门	7266	1773	4290	5537	3890
短期贷款	3542	-2356	-690	1646	179
中长期贷款	2687	2082	2408	2810	2232
票据融资	783	1726	2367	858	1171

10月新增贷款规模 5483 亿元略低于此前市场预期的 6500 亿，主要是企业短期新增出现较大幅度的回落，10月新增短期企业贷款 179 亿元，较上月 1646 亿元新增规模下降 1467 亿元，我们推测较弱的短期企业贷款显示了相对疲弱的企业周转信贷需求，经济活力相对较差。票据增加 1171 亿元，表明银行用票据占用信贷规模，融资需求较弱，与短期企业贷款增量下降显示同一信号。

社会融资规模下调，非信贷融资处低位



图 28: 金融机构人民币存款余额及同比增长图
数据来源: 同花顺 IFIND, 浙商资产管理研究院整理

10月社会融资规模为6627亿元，比上月少4728亿元，比去年同期少2018亿元，显著低于市场预期。从分项结构来看，数据趋于全面恶化。新增外币贷款连续第四个月负增长；委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票等合计减少1251亿元，表外业务持续低迷；企业债券融资持续升温，较上月增加903亿元，占当月社融规模的36.47%。在经济弱势复苏的周期内，监管的加强以及银行风险偏好下降进一步推动了表外业务的收缩。同时，10月表内融资也低于全年均值，社会融资规模总体表现不佳，实体经济内生动力偏弱。

表 2: 社会融资规模构成细项表

	2014/6/30	2014/7/31	2014/8/31	2014/9/30	2014/10/31
社会融资总量 (单位: 亿元)	19673	2737	9577	11355	6627
金融机构本外币贷款	11150	3683	6824	8066	4767
新增人民币贷款	10793	3852	7025	8572	5483
外币贷款	357	-169	-201	-506	-716
表外融资	5261	-3096	120	-126	-1251
新增委托贷款	2616	1219	1751	1610	1377
新增信托贷款	1200	-158	-515	-326	-215
新增未贴现银行承兑汇票	1445	-4157	-1116	-1410	-2413
直接融资	2780	1767	2151	2950	2696
企业债券融资	2626	1435	1934	2338	2417
非金融企业境内股票融资	154	332	217	612	279
其他类融资	482	383	482	465	415

数据来源: 中国人民银行, 浙商资产管理研究院整理

三季度商业银行不良贷款“双升”

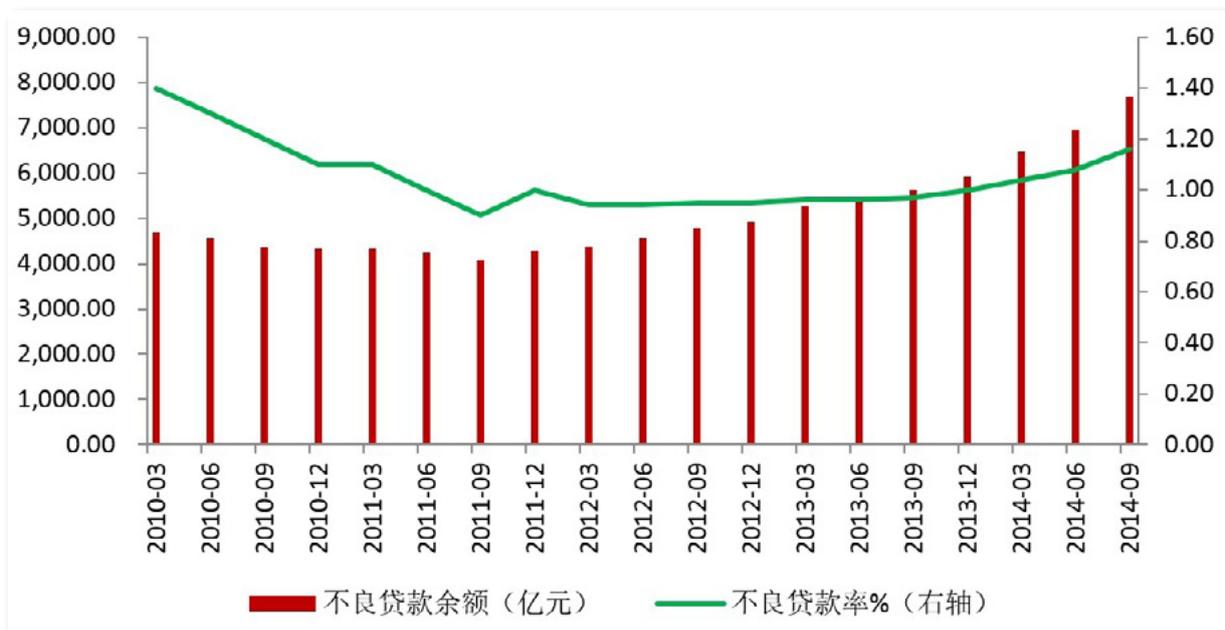


图 29: 商业银行不良贷款及不良贷款率
数据来源: 同花顺 IFIND, 浙商资产管理研究院整理

中国银监会发布 2014 年三季度监管统计数据。三季度，我国银行业资产和负债规模稳步增长。2014 年三季度末，商业银行不良贷款余额 7669 亿元，较上季末增加 725 亿元；商业银行不良贷款率 1.16%，较上季末上升 0.09 个百分点。这是不良贷款率从 2012 年 3 月至今连续第十个季度上升。其中，股份商业银行的不良比例上升速度最快，从第二季度的 1.00% 上升至第三季度的 1.09%；国有商业银行其次，从 1.05% 上升至 1.12%。

1) 单季不良贷款和关注类贷款增长创近年新高

前三季度，银行业金融机构不良贷款余额增长 1749 亿元，其中三季度不良贷款增幅为 725 亿元；不良贷款率也出现较快上升，三季度末不良率继续比 6 月末升高 8 个基点至 1.16%。虽然商业银行持续加大了不良贷款核销和处置的力度，但不良余额增长仍超过前两个季度，创近年来的新高。在不良贷款较快增长的同时，三季度关注类贷款增长 1961 亿元，增幅也开始明显扩大，关注类贷款占比较 6 月末上升 24 个基点至 2.79%。关注类贷款的变动趋势显示商业银行贷款组合存在一定的潜在

风险，未来资产质量仍有进一步下行的压力。

2) 企业资产质量波动仍是不良贷款增长的主要原因

今年以来，小微企业为代表的企业贷款风险是造成商业银行资产质量持续下滑的主因，三季度这些风险所涉及的范围仍有一定程度的扩大。一方面，不良贷款增长较快的地区逐渐增加。从相关统计数据看，上半年外向型经济比重较大和民营经济较为发达的长三角和珠三角地区不良贷款增长最快，而三季度以来，其他沿海省份的不良贷款增长也开始加快。另一方面，不良贷款涉及行业有所增加，企业规模也出现大型化的趋势。除了“两高一剩”、制造业和进出口行业外，资源、贸易和物流等行业的不良贷款也有增加趋势。随着前期一些大型企业过度多元化投资造成的资金问题不断显现，以及小微企业风险通过担保和产业链传导等方式向上游企业扩散，中型和大型企业经营风险逐渐累积，大额不良贷款事件时有发生。得益于政府融资平台和房地产贷款质量的稳定，总体来看商业银行的风险特征并未出现趋势性变化，资产质量仍处于可控状态。

表 3：商业银行不良贷款余额分项表

	2014/6/30	2014/7/31	2014/8/31	2014/9/30	2014/10/31
社会融资总量（单位：亿元）	19673	2737	9577	11355	6627
金融机构本外币贷款	11150	3683	6824	8066	4767
新增人民币贷款	10793	3852	7025	8572	5483
外币贷款	357	-169	-201	-506	-716
表外融资	5261	-3096	120	-126	-1251
新增委托贷款	2616	1219	1751	1610	1377
新增信托贷款	1200	-158	-515	-326	-215
新增未贴现银行承兑汇票	1445	-4157	-1116	-1410	-2413
直接融资	2780	1767	2151	2950	2696
企业债券融资	2626	1435	1934	2338	2417
非金融企业境内股票融资	154	332	217	612	279
其他类融资	482	383	482	465	415

表 4：商业银行不良贷款率分项表

	2014/6/30	2014/7/31	2014/8/31	2014/9/30	2014/10/31
社会融资总量（单位：亿元）	19673	2737	9577	11355	6627
金融机构本外币贷款	11150	3683	6824	8066	4767
新增人民币贷款	10793	3852	7025	8572	5483
外币贷款	357	-169	-201	-506	-716
表外融资	5261	-3096	120	-126	-1251
新增委托贷款	2616	1219	1751	1610	1377
新增信托贷款	1200	-158	-515	-326	-215
新增未贴现银行承兑汇票	1445	-4157	-1116	-1410	-2413
直接融资	2780	1767	2151	2950	2696
企业债券融资	2626	1435	1934	2338	2417
非金融企业境内股票融资	154	332	217	612	279
其他类融资	482	383	482	465	415

数据来源：同花顺 IFIND，浙商资产管理研究院整理

10月份浙江工业经济增速超全国平均水平， 工业企业利润增长9%



图 30: 规模以上工业增加值及增加值同比
数据来源: 同花顺 IFIND, 浙商资产管理研究院整理



图 31: 规模以上工业企业利润总额累计同比
数据来源: 同花顺 IFIND, 浙商资产管理研究院整理

10月份,浙江规模以上工业增加值同比增长8.0%,增速比全国平均水平高0.3个百分点,是今年以来首次超过全国平均水平。工业增加值增速在全国各省市中位居第19位,比上月提升一位。分地区看10月份31个省市中,11个省市工业增加值增速比上月有所提高,1个省持平,19个省市比上月有所回落。其中,浙江工业增加值增速比上月提高0.6个百分点,江苏、山东、福建、广东、上海分别比上月回落0.9、0.7、0.7、0.3和0.3个百分点。

1-10月,浙江规模以上工业企业利润总额2765亿元,同比增长9%,增幅比1-9月回落0.8个百分点,总体保持稳中趋缓态势。

部分主要行业利润保持较快增长。1-10月,全省38个行业大类中,有27个行业利润增长。其中,医药、汽车、非金属矿物制品、电气机械、通信设备和电力业利润同比分别增长25.8%、15.3%、30%、19.9%、20.6%和10.1%,该六个行业合计新增利润162亿元,拉动全省利润增长6.4个百分点。

浙江工业企业应收账款增速持续回落

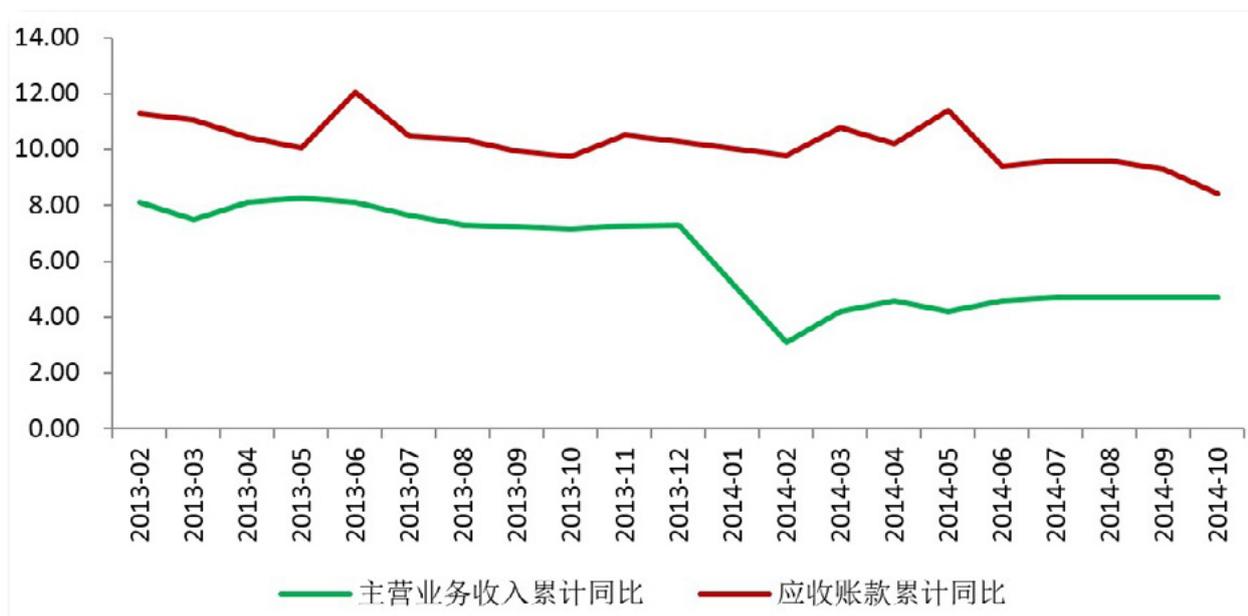


图 32: 规模以上工业企业应收账款与主营业务收入累计同比
数据来源: 同花顺 IFIND, 浙商资产管理研究院整理

10月末,浙江规模以上工业企业应收账款9504亿元,同比增长8.4%,增幅由3月末的10.8%、6月末的9.4%、9月末的9.3%持续回落,为今年以来最低。10月末,浙江应收账款增幅高于主营业务收入3.7个百分点,差距由3月末的6.6个百分点、6月末的4.8个百分点、9月末的4.6个百分点逐步缩小。应收账款回落,一定程度上反映企业资金利用效率提高,资金紧张压力有所缓解。

《21 世纪资本论》



内容简介

希尔顿 (Hilton)、汉堡王 (Burger King)、玩具翻斗乐 (Toys "R" Us)、唐恩都乐餐厅 (Dunkin' Donuts)、J.Crew 这些世界知名大公司有何共同特点？他们均由私募股权资本所拥有、控制并运营。最近 20 年，私募股权行业野蛮生长，部分基金抓住机遇，脱颖而出，成为资本巨鳄。《私募帝国》将带领我们到这些私募股权公司的幕后去探究：那些身价亿万发起人，有着雄心壮志的投行家，为人所津津乐道的创建及发展历程，探究万亿私募股权公司资本运作内幕，揭秘华尔街角落里的投行家如何成长为资本巨擎。

书评

《21 世纪资本论》的伟大之处就在于，它告诉世人：我们不仅已经踏上了收入水平回归 19 世纪的道路，而且还正在向“世袭资本主义”回归。在“世袭资本主义”时代，经济制高点不是掌握在有才华的个人手中，而是被家族王朝所主宰。

——保罗·克鲁格曼 诺贝尔经济学奖获得者

《21 世纪资本论》一书具有许多优点。它对当今人们最为关心的经济问题之一进行了清晰而透彻的分析，对不断加剧的经济不平等问题提供了一种简明的解释。皮凯蒂认为，财富增长速度通常超过经济增长速度。此外，由于财富越多，积蓄与投资机会就越大，财富自然倾向于集中，而抵御趋势的经济势力并不多。因此，没有经济的异常迅速增长，没有 1914~1945 年令人厌恶的两次世界大战，经济不平等应该会加剧。

——《经济学人》

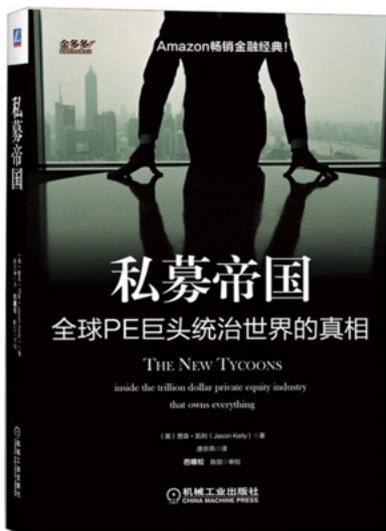
42 岁的皮凯蒂凭借新书《二十一世纪资本论》一鸣惊人，至少在经济学界是这样的。他的书抨击了人们之前对高级资本主义的仁慈的假设，预测在工业化国家财富会越来越不平等，这将对公正和公平的民主价值观产生深刻而恶劣的影响。

——《纽约时报》

皮凯蒂的书表明，美国梦正日益成为一种神话。他指出，过去几十年里，美国确实比欧洲更为平等。而如今美国的财富分配则比世界上几乎所有其他地方都更不平等。此外，在美国累积财富产生的回报太高了，越来越多富翁手中的财富是通过继承得来，而不是亲手创造出来的。皮凯蒂就像当代的托克维尔一般，迫使美国人直面他们的社会存在的矛盾。

——英国《金融时报》

《私募帝国》



内容简介

法国经济学家、巴黎经济学院教授托马斯·皮凯蒂对过去 300 年来欧美国家的财富收入做了详尽探究，通过大量的历史数据分析，旨在证明近几十年来，不平等现象已经扩大，很快会变得更加严重。

他认为，我们正在倒退回“承袭制资本主义”的年代。在这样的制度下，经济的制高点不仅由财富决定，还由继承的财富决定，因而出身要比后天的努力和才能更重要。

皮凯蒂指出，最富有的那批人不是因为劳动创造了财富，只是因为他们本来就富有。一句话：人生而不平等。由于资本回报率倾向于高于经济增长率，贫富不均是资本主义固有的东西，所以要彻底铲除经济中的这种不平等现象，就需要在全球范围内对富人征收累进税来保护民主社会。

书评

如果从金融角度来观察美国企业发展和经济转型的历史，私募股权基金的作用有目共睹，“同企业一起成长”已成为新一代私募股权基金的经营理念。如何促进企业转型升级，目前是摆在中国经济面前的一项重要课题，发展一个生机勃勃的私募股权基金行业，应当成为其中的重要内容。本书作者贾森·凯利深入金融市场一线与全球优秀的私募股权投资家分享他们的创业历程、投资经验和对未来的思考，对于当前正处于调整期的中国私募股权行业来说，提供了一个新的角度，有积极的参考价值。

——巴曙松 国务院发展研究中心金融研究所研究员，中国银行业协会首席经济学家

贾森的著作揭开了蒙在私募股权行业头上的面纱。由于他获得了前所未有的授权，得以近距离与行业大佬采访交谈，因此这本书具有专业人士和普通读者均能够欣赏的深度内容。当人们对此行业欲一窥究竟时，这本书均有解答，对于在我们生活中重要的这一行业和其全球化的影响力，这是一本简明扼要且分析透彻的极好作品。

——保罗·斯卡耶 (Paul Schaye) 纽约投资公司 Chestnut Hill Partners 的董事总经理

贾森·凯利提供了一个观察私募股权行业变革的绝佳视角，记录了它从几十年前的一个相对冷僻的行业发展成在如今美国经济的主要推手。对于任何想了解行业大亨本身，以及他们那些孕育出这个数万亿美金行业之重要决策的读者来说，这都是一本不可多得的必读之书。《私募帝国》是一本从头到尾既生动又翔实的好书。

——詹姆斯 R. 巴斯 (James R. Barth)，美国联邦住房贷款银行委员会首席经济学家

《资管视界：浙商资产金融评论》 征文启事

为了更好地服务于公司发展，丰富刊物内容，同时也为公司员工提供一个分享观念和展示自我的平台，本刊特面向浙商资产全体员工公开征集稿件，具体内容如下：

一、征稿对象：

浙商资产管理有限公司全体员工。

二、征稿期限：

本征稿启事长期有效，即日开始征稿，可随时投稿。

三、征稿内容：

可针对本刊中各个栏目来稿，包括但不限于如下内容：

1、政策解读：相关最新政策解读以及对浙商资产业务结构调整、自身业务处置等影响分析；

2、案例分析：浙商资产的不良资产处置、融资模式、资本运作等案例分析、模式解读；标杆企业成功之道、相关业务创新处置、法律实务等案例评述、解读；

3、浙商资产之窗：针对公司发展的热点问题提出对策和建议，针对公司战略、经营管理问题、业务创新处置展开思考和评论等；

4、悦读时光：书籍以资管经济类为主，主题不限，内容包括简介、书评、读后感等。

四、稿件要求：

1、稿件要求选题新颖、积极健康、表述鲜明、资料真实、内容实用；

2、稿件字数不限，以 1000—2000 字为宜；

3、来稿一律采用 word 形式，格式不限，以电子邮件方式投稿，邮件主题采用“投稿 + 文章名 + 作者”的形式；

4、来稿附作者简介和联系方式，以便核实相关信息。

五、奖励办法：

来稿一经采用，将给予一定奖励，具体内容如下：

1、所有来稿一经采纳，将支付一定金额的稿酬；2、以投稿作品的数量和质量作为评选标准，于每年年终举办颁奖仪式向获奖作者颁发荣誉证书和奖金。

投稿邮箱：zhaifeng@kinghing.com

联系人：翟峰

此外，如果大家对《资管视界：浙商资产金融评论》的发展及栏目建设有好的建议或意见，欢迎提出。欢迎大家踊跃投稿！

学以致用 · 行以博学



浙商资产管理研究院
Zhesang Bright Asset Management Research Institute

地址：上海市浦东新区民生路1518号金鹰大厦A座1001B
电话：021—68583630
网址：<http://www.zsamri.com>

