资管·视界

浙商资产金融评论

2014年12月刊　总第8期

华融如何创新不良资产经营管理模式

浙江地区上市公司应收账款质量对比分析

法律解读：破产清算、重整、和解的关系

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
12 月刊（2014 年 12 月）

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！

——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

目录

CONTENTS

资管视界

02 宏观视角

02 2014 中国经济五大变化

05 商业银行不良率升至 1.31% 利率呈收窄趋势

06 政策导读

06 国发 43 号文解读：加强地方政府性债务管理

11 行业资讯

11 银行业“新常态”下的五大特征

13 淘宝正在打造网络版 AMC 平台？

15 受压资产：“秃鹫”的投资盛宴

18 解密银行资产管理部

22 华融如何创新不良资产经营管理模式

25 资产证券化基础资产负面清单解读

27 研究院专栏

27 浙江地区上市公司应收账款质量对比分析

33 法律解读：破产清算、重整、和解的关系

37 浙商资产之窗

37 浙商资产与上海赛领资本签署长期战略协议

38 数据风向标

38 CPI 同比升 1.4% 创五年新低 经济困境凸显

38 汇丰 PMI 初值跌破枯荣线 内需疲弱

39 货币供应增长持续放缓

39 新增人民币存款回升 居民存款不断流失

39 贷款规模较高 票据融资“冲量”

40 表外融资仍被困 社会融资规模有限回升

40 房地产市场继续调整

42 悦读时光

2014 中国经济五大变化

2014 年，在这一全面深化改革元年，中国经济发生了诸多重要改变：告别高速增长，“新常态”成为中国经济发展的大逻辑；不再“大水漫灌”，定向调控成为宏观政策的新思路；加速告别“唯 GDP 论”，就业和收入成为更看重的指标；啃掉诸多“硬骨头”，多项经济改革迎来新的顶层设计。

值得注意的是，今年中国经济总量还有望首次突破 10 万亿美元大关，并可能首次成为资本净输出国。这一年，中国经济在下行压力。

告别高速增长新常态成经济发展大逻辑

今年一季度 GDP 同比增长 7.4%，二季度同比增长 7.5%，三季度同比增长 7.3%。2014 年，中国经济告别了高速增长，迎来了“中高速增长”的新常态。新常态，这是 2014 年最火热的经济关键词，也是 2014 年中国经济最大的收获。虽然“诞生”仅 7 个月，但已经成为治国理政的新理念，成为中国经济发展的大逻辑。今年 5 月，中共中央总书记习近平在河南考察时首次提及“新常态”，“我国发展仍处于重要战略机遇期，要增强信心，从当前我国经济发展的阶段性特征出发，适应新常态，保持战略上的平常心态。”

11 月，习近平在亚太经合组织（APEC）工商领导人峰会上首次系统阐述了新常态。在习近平看来，新常态有几个主要特点：速度——“从高速增长转为中高速增长”，结构——“经济结构不断优化升级”，动力——“从要素驱动、投资驱动转向创新驱动”。进入 12 月，中央经济工作会议首次从消费需求、投资需求、出口和国际收支、资源环境约束等角度，全面阐释了“新常态”的九大特征。在这次会上，“认识新常态，适应新常态，引领新常态”，被确立为当前和今后一个时期中国经济发展的大逻辑。

“经济发展进入新常态，正从高速增长转向中高速增长，经济发展方式正从规模速度型粗放增长转向质量效率型集约增长，经济结构正从增量扩能为主转向调整存量、做优增量并存的深度调整，经济发展动力正从传统增长点转向新的增长点。”这一系列对中国经济形势精准而清晰的新判断和新概括，将大大增强当前和未来宏观政策的科学性。

中国人民大学财政金融学院副院长赵锡军表示，新常态是对中国经济规律和阶段性特点的客观认识。在新常态下，原来那种依靠规模扩张，依靠低劳动力成本、低土地成本、低环境成本来发展的模式难以为继，未来经济发展必须更加注重提质增效，更加注重结构调整和创新驱动，而过去那种“经济下滑就赶紧刺激”的做法也会摒弃。

不再全面刺激，定向调控成宏观新思路

这一年，中国经济不仅收获了新常态，也收获了新的宏观调控思路和方式——定向调控。国务院总理李克强今年首次提出并多次强调实施“定向调控”。今年6月6日，李克强主持召开部分省市经济工作座谈会，强调要精准发力、定向调控。

此后6月10日，李克强在两院院士大会作经济形势报告时指出，“要在坚持区间调控中更加注重定向调控。”7月15日，在经济形势专家座谈会上，李克强再次指出，注重实施定向调控，在调控上不搞“大水漫灌”，而是有针对性地实施“喷灌”“滴灌”。9月9日，李克强同出席达沃斯论坛的中外企业家和媒体代表交流时说，要在保持定力的同时有所作为，坚持区间调控，实施定向调控，实际上这也是结构性调控。

定向调控也成为今年国务院常务会议出现的高频词。6月11日、7月23日、8月27日召开的国务院常务会议，均强调了定向调控，并部署了一系列针对性措施。在定向调控思路的指导下，中国告别了“撒胡椒面”做法，不再推出全面的强刺激，而是瞄准突出问题确定调控“靶点”，根据不同时期、地区和行业的实际情况出台针对性措施。

今年来，国务院先后针对小微企业、棚户区改造、三农、水利设施、铁路、外贸等经济运行薄弱环节出台了定向微刺激政策，推出了80个重点项目引导民间资金参与，还推出了“七个重大工程包”，并且实施了两次“定向降准”和一次非对称降息，以支持“三农”和小微企业发展，直接降低企业融资成本。国家统计局中国经济景气监测中心副主任潘建成认为，实施定向调控，不启动强刺激，既能防止留下后遗症，又有利于让市场在资源配置中起决定性作用。北京大学常务副校长刘伟指出，随着定向调控的铺开，中国宏观调控将更具针对性，可实现“标本兼治”。

告别唯GDP论，更看重就业和收入指标

今年，在中央屡次强调“不简单以GDP论英雄”的背景下，中国多个省份对市、县（区）的考核进行了调整，很多县市取消或弱化了GDP考核。在告别“唯GDP论”的道路上，中国呈现加速态势。7月份，山西省公布了修订后的县域经济考核评价办法，取消了国定贫困县GDP和GDP增长速度指标，36个县因此卸掉了“GDP政绩考核”；8月份，福建省取消了34个县（市）的GDP考核，实行农业优先和生态保护优先的绩效考评方式。10月份，贵州省公布《贵州省市县经济发展综合测评办法》，对10个国

家扶贫开发工作重点县取消GDP考核指标，重点对居民收入增长等方面发展状况进行测评。此外，宁夏、河北、浙江、陕西也对部分市、县（区）的考核进行了调整，降低或取消了GDP考核。

值得注意的是，中共十八届三中全会和今年3月公布的《国家新型城镇化规划（2014－2020年）》均明确提出，对限制开发区域和生态脆弱的国家扶贫开发工作重点县取消地区生产总值考核。中央财经领导小组办公室副主任杨伟民曾公开表示，这意味着全国将有一半左右的县和县级市取消GDP考核。

在淡化GDP考核的同时，民生尤其就业、收入情况成为政府更看重的经济指标。今年来，李克强在多个场合强调，只要实现比较充分的就业，居民收入继续增长，质量效益不断提高，经济增长比7.5%高一点、低一点都是可以的。在10月份的国务院部门主要负责人会议上，李克强表示，“外界总有种误解，觉得7.5%是个底线 。但我早就说过，所谓 7.5%左右 ，就是高一点、低一点都可以，关键在于就业有没有增加，收入有没有增长。”

数据显示，今年前三季度城镇新增就业1082万人，提前完成全年就业目标；三季度末城镇登记失业率为4.07%，保持在4.6%的控制目标以内；全国居民人均可支配收入实际增长8.2%，跑赢了GDP增速。值得一提的是，今年中国还首次要求公布调查失业率。李克强在7月30日的国务院常务会议上要求，统计部门要依法适时发布大城市调查失业率数据。目前，中国官方一般只公布登记失业率数据，

但调查失业率比登记失业率更准确。在专家看来，这凸显了政府更加重视民生、保就业的“新常态”思维，宏观经济决策将更加“心中有数”。

重点领域取得突破，经济改革迎新设计

作为全面深化改革的重点，今年经济体制改革“多箭齐发”，取得若干重大突破，多项重点领域迎来新的顶层设计。不动产统一登记方面，国务院12月22日公布《不动产登记暂行条例》，自明年3月1日起正式施行。在外界看来，不动产统一登记除了有助于保护个人财产权，维护交易安全，客观上还将对反腐败、征收房产税等产生一定的作用。

户籍改革方面，国务院7月30日公布《关于进一步推进户籍制度改革的意见》，明确取消农业和非农业户口区分，标志着中国实行了半个多世纪的“农业”和“非农业”二元户籍管理模式将逐渐退出历史舞台。此外，《居住证管理办法（征求意见稿）》12月4日公开征求意见，首次明确了居住证的权利范围，中国“居住证时代”渐近。

新型城镇化方面，今年3月公布的《国家新型城镇化规划（2014－2020年）》明确了新型城镇化的目标和路径，为未来中国推进城镇化提供了“施工图”。养老制度改革方面，今年2月，国务院印发《关于建立统一的城乡居民基本养老保险制度的意见》，新型农村社会养老保险和城镇居民社会养老保险合并，这将大大促进人口流动和城乡一体化发展。

国务院6月发布《事业单位人事管理条例》，规定事业单位及其工作人员依法参加社会保险，工作人员依法享受社会保险待遇，养老金并轨政策迈出关键一步。金融改革方面，《存款保险条例（征求意见稿）》12月征求意见，规定中国将建立存款保险制度，存款保险实行限额偿付，最高偿付限额为人民币50万元。这将为保护存款人利益，防范金融风险提供重要保障。

有望首成资本净输出国

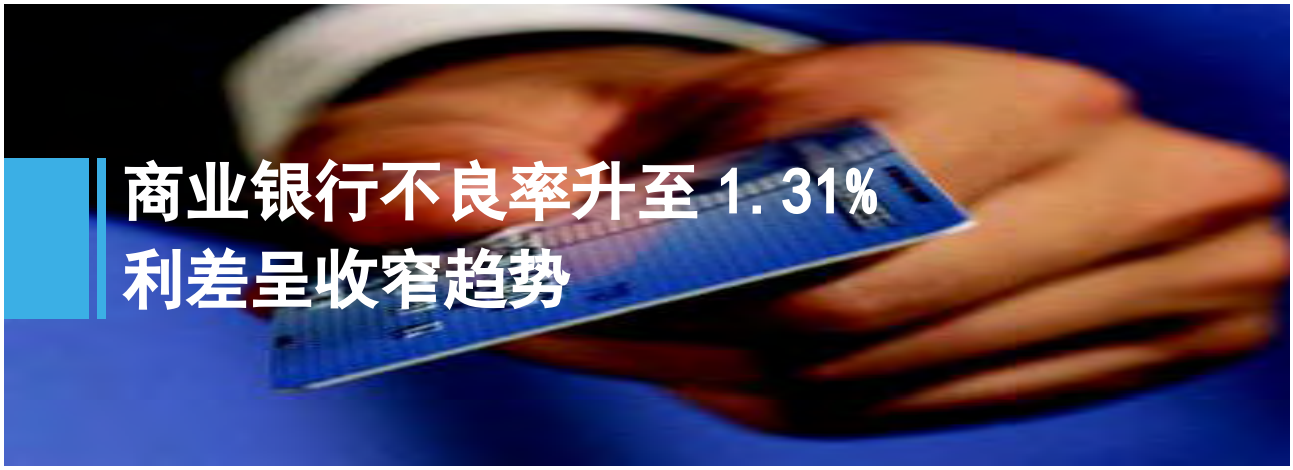
在经济体制改革不断推进的同时，中国经济在体量上也悄然发生着变化。今年中国经济有望实现两个首次：首次突破10万亿美元大关，首次成为资本净输出国。

国家统计局最新公布的数据显示，2013年国内生产总值为588019亿元，今年前三季度GDP增长7.4%，如果按照今年全年GDP增长7%计算，今年GDP总量将达到629180亿元，约合10.1万亿美元（按1:6.2汇率计算）。

这意味着2014年中国经济总量极有可能首次突破10万亿美元大关，将与美国一起成全球仅有的两个超越10万亿美元规模级别的经济体。此外，中国今年对外投资总量可能超过利用外资的水平。也就是说，中国今年有可能首次成为资本净输出国。

商务部数据显示，今年前11月中国累计实现对外投资898亿美元，同比增长11.9%。同期，中国实际使用外资金额1062.4亿美元，同比增长0.7%。商务部新闻发言人沈丹阳表示，全年对外投资和利用外资应处于比较接近的水平，“不排除对外投资总量超过利用外资的可能性”。

商务部研究院对外贸易研究部副主任金柏松对中新网记者表示，中国经济规模和对外投资迈过重要节点固然可喜，但中国人均GDP与发达国家依然相距甚远，经济和投资的质量、效益和结构也都存在很大差距，从这个角度来讲，这些数字变化虽然亮眼，但缺少质的飞跃，中国在经济提质增效、调整结构方面仍需作出更多努力。



商业银行不良率升至1.31% 利差呈收窄趋势

近日，银监会召开2015年全国银行业监督管理工作电视电话会议。银监会认为，2014年，银行业改革开放取得重点突破。民间资本进入银行业取得新突破，首批5家民营银行完成批筹，其中1家已批准开业；新设14家民营控股的非银行金融机构，新增108家民间资本占主导地位的村镇银行。银行业务治理体系4项改革进展顺利，各主要商业银行均已建立同业业务专营部门，453家银行建立了理财业务事业部，设立了信托业保障基金及管理机构。

2014年，小微和涉农贷款继续实现“两个不低于”。据银监会数据，全国49个金融机构空白乡镇、2308个城镇社区和318个小微企业集中地区增设了银行网点，50多万个行政村实现了基础金融服务全覆盖。

至于钢贸等重点领域的风险，银监会指出，重点领域风险得到缓释，较好地守住了不发生系统性区域性风险的底线。钢贸、煤贸、铜贸和担保圈、担保链等业务风险逐步缓释，信托、理财、影子银行和过剩产能风险得到控制，矿产资源集散地、房地产风险集中区、违法金融集结带等区域性风险得到遏制。

不过，国内商业银行的不良贷款率依然维持升势。今年前三季度，国内商业银行的不良贷款率为1.16%，而截至11月底，商业银行不良贷款率已经升至1.31%。此外，银监会数据还显示，截至11月底，商业银行资本回报率和资产回报率分别为19.78%和1.35%；成本收入比下降到28.87%，同比降低1.34个百分点；拨备覆盖率保持在229.7%的较高水平；资本充足率提高到12.93%，同比增加0.75个百分点。

至于在经济新常态下国内商业银行发展的特征，银监会要求各银行业金融机构充分认识银行业新常态的五大特征，积极应对新常态下的风险挑战，系统研究新常态下的市场机遇，促进新常态下银行业的新发展。一是充分认识贷款增速回稳的趋势，加快调整发展战略。由“讲增速”向“讲转速”转变，由“讲数量”向“讲质量”转变，由“讲占比”向“讲战略”转变。二是充分认识存贷利差收窄的趋势，积极转变盈利模式。研究向管理要效益，向定价要效益，向风控要效益，向服务要效益。三是充分认识社会融资方式转变的趋势，大力提升创新驱动能力。要探索利用信息技术加强业务创新，加强非信贷和表外业务创新，加强负债业务创新，加强信贷业务创新。四是充分认识不良贷款反弹的趋势，切实防范化解风险隐患。及时核销不良、积极盘活不良、争取重组不良、探索转化不良。五是充分认识“宽进严管”的趋势，强化守法合规经营。强化合规意识、风险主体意识和责任意识。

此外，会议提出，2015年银行业工作总的指导思想是，坚持稳中求进的工作总基调，坚持以提高发展质量和效益为中心，坚持主动适应经济发展新常态，全面推进银行业改革开放，全面推动金融法治建设，全面强化金融风险管理，全面提升服务实体经济能力。

至于全面深化银行业改革开放，银监会指出，支持民间资本多渠道进入各类银行机构。扩大民营银行试点范围，加快出台民营银行发展指导意见，完善民营银行持续监管框架；扩大消费金融公司试点范围，广泛吸收符合条件的民间资本参与；扩大村镇银行民资股比范围，支持民间资本参与发起设立村镇银行，提高民间资本占比；扩大民间资本参与机构重组范围。推进银行业金融机构混合所有制改革，拓宽民间资本进入银行业的渠道。积极推动银行业务管理架构改革，提高银行专营化水平。深化事业部制改革，促进“部门银行”向“流程银行”转变；推进专营部门改革，实现业务合理集成，缩短经营链条，缩小管理半径；探索部分业务板块和条线子公司制改革。

国发 43 号文解读
加强地方政府性债务管理

10 月 2 日，国务院出台《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《意见》），即国发 43 号文。该《意见》引起社会各界广泛关注，这不仅关乎地方政府举债偿债问题，还将影响到上万家地方政府融资平台的发展和命运问题。

一、文件内容

《意见》共有七个部分，可以划分为总体要求、地方政府性债务管理机制和存量债务处理三个重要方面。

首先，本《意见》的指导思想是建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制，有效发挥地方政府规范举债的积极作用，切实防范化解财政金融风险，促进国民经济持续健康发展。其中最核心的内容是建立规范的债务管理机制，而发挥积极作用、防范化解风险和促进健康发展则是其目的所在。要达到上述目的，需要坚持的基本原则是“疏堵结合、分清责任、规范管理、防范风险、稳步推进”二十字方针。

其次，对于如何加强地方政府性债务的管理，《意见》也给出了一整套的解决方案，分别是加快建立规范的地方政府举债融资机制、对地方政府债务实行规模控制和预算管理、控制和化解地方政府性债务风险和完善配套制度等四个方面。

通过明确举债主体、规范举债方式、严格举债程序等措施，解决好“怎么借”的问题；通过控制举债规模、限定债务用途、纳入预算管理等措施，解决好“怎么用”的问题；通过划清偿债责任、建立风险预警、完善应急处置等措施，解决好“怎么还”的问题。此外，完善配套制度则从完善债务报告和公开制度、建立考核问责机制和强化债权人约束等三个方面，为建立规范的地方政府举债机制提供保障措施。

最后，为确保改革平稳过渡，《意见》明确提出妥善处理存量债务，既要确保在建项目后续融资，又要切实防范风险，并就相关的组织领导工作进行了必要的补充。如果说，建立规范的地方政府举债机制是长效制度，那么消化存量债务，则是解决当前棘手的问题。《意见》还对妥善处理存量债务提出了明确措施：在清理甄别地方政府性债务的基础上，一是对地方政府及其部门举借的债务，以及企事业单位举借的债务中属于政府应当偿还的部分，纳入预算管理。二是对企事业单位债务中不属于政府应当偿还的部分，要遵循市场规则处理，减少行政干预。

二、要点分析

（一）一个机制约束政府负债

《意见》提出建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制，对之前粗放式的政府债务扩张进行约束。

“借”明确了地方政府债务的举借主体和形式。只有经国务院批准，省（自治区、直辖市）一级的政府才可适度举借债务，市县一级政府举债需要通

过省级政府代为举借，政府债务不能通过企事业单位等举借。其次，地方政府举债采取政府债券方式，通过发行一般债券和专项债券解决公益性事业发展的资金问题，此种形式已经非常接近美国市政债。

“用”严格限定了资金用途，并将债务分门别类纳入全口径预算管理。地方政府举借的债务，只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出。政府债务要纳入全口径预算管理，硬化预算约束，建立起对违规使用政府性债务资金的惩罚机制。

“还”主要明确了地方政府性债务的偿债主体和应急机制。明确地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央政府实行不救助原则。在应急机制方面，在地方政府通过变现资源、压缩开支等多渠道筹措资金仍难以自行偿还债务的情况下，明确提出了地方政府要及时上报，本级和上级政府要启动债务风险应急处置预案和责任追究机制，切实化解债务风险，并追究相关人员责任。这种安排，可在一定程度上防范地方政府债务规模盲目扩张。

（二）两个思路解决债务问题

根据截止到 2013 年 6 月底的政府性债务审计结果，我国中央政府债务占 GDP 的比重约 20%，而地方政府债务占比则达到 32% 左右，合计政府负债率约为 52%，考虑到 2013 年 6 月后的增量债务，当前我国政府负债率正在逼近 60% 的国际安全警戒线。而地方政府还债的高峰恰恰就是 2013 年到 2015 年。另一方面，在当前新型城镇化的背景下，预计到 2020 年，城镇化建设资金缺口达到 42 万亿，仍然需要举借大量政府债务。

如何处理存量债务的问题，《意见》给出一个很好的解决办法，就是“置换”。拿什么“置换”什么？如何“置换”？由于之前的《预算法》不允许地方政府举债，导致地方政府债务多是间接持有，以融资平台的银行贷款、城投债等形式出现，利率较高，并且正面临偿债高峰。目前，地方政府债务中需要被“置换”的，就是这些亟待偿还的各类债务，尤其是银行贷款。

要“置换”这些债务，在目前的情况下，一个选择是在现有地方政府举债机制下借新债还旧债。当地方政府具有了发行债券的权力以后，就可以直接发行债券，这属于直接融资，利息较低而且期限更长。

“置换”旧债，对于地方政府来说有两个好处。

第一，降低地方政府融资成本。以低息债务置换高息债务，减轻利息负担。地方政府债券是以地方政府信誉担保的资产，理论上说其风险仅高于国债，但远远低于企业债券。因此，其利率一般也比较低。所以，用地方政府债券置换银行贷款有助于降低地方政府的融资成本。第二，减轻地方政府短期还款压力，解决了今明两年还款高峰的问题。以长期债务置换短期债务，拉长还款期限，减轻目前的短期还款压力。地方政府发行债券时，可以根据其预期收支情况确定债券的期限结构，这就使其可以用期限较长的地方政府债券置换期限较短的其他债务，减轻每年的还款压力。《意见》里明确指出，“对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务，各地区可申请发行地方政府债券置换，以降低利息负担，优化期限结构，腾出更多资金用于重点项目建设。”

新的建设资金来源问题，《意见》将公益性事业划分为有收益和没有收益两种情况，通过赋予地方政府发债权解决这一问题，没有收益的由地方政府发行一般债券融资，通过一般公共预算收入偿还；有收益的发行专项债券融资，以对应的政府性基金或专项收入偿还。其次，推广使用政府和社会资本合作模式，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，解决新的建设资金来源。

（三）三条界限划分责权主体

《意见》明确划分了中央与地方、地方与平台、政府与市场之间责权利主体间的界限。首先，实现

中央政府与地方政府的切割。《意见》中明确指出，中央政府不对地方政府债务进行兜底，把中央政府从地方政府债务中隔离开来，避免了地方政府债务危机逼迫中央政府兜底从而转化为国家债务危机的可能性。第二，实现地方政府和融资平台的切割。明确政府债务不得通过企业举借，企业债务不得推给政府偿还，切实做到谁借谁换、风险自担。剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务。第三，处理好政府与市场之间的关系。使市场在资源配置中起决定性作用，利用市场体系，使资金更好地在部门间、地区间、经济单位间流动，得到有效配置。

三、融资平台公司未来何去何从

在城市发展的大背景下，作为特定时期中国特色的产物，融资平台公司自上世纪 90 年代组建以来，作为政府推进城市建设、改进民生的重要手段，做出了巨大的历史贡献。然而我们清晰地看到平台公司在不断发展壮大的同时，也存在着一定的争议，尤其在经历 2009 年的爆发式增长后，规模虚增、负债高、盈利差等问题凸显，潜在的风险也越来越大。近几年的政策走向已趋近明朗，平台公司的路在哪里，做如下解读。

（一）融资平台存量债务处理

《意见》要求“剥离融资平台公司的政府融资职能，融资平台公司不得新增政府性债务”，平台公司的“代政府融资”职能将不可持续，意味着融资平台政府融资功能将被逐步剥离，这是中央对地方政府融资行为规范管理的持续，未来融资平台公司将会进行渐进式地调整、改造。

1、政府性债务的剥离。对平台公司的既有债务进行分类，按“谁受益、谁承担”的原则，由平台公司举债，实际投向公益性项目的债务，应由地方政府承担直接偿债责任，按《意见》要求，可依靠省政府代市县级政府发行债券进行置换；由平台公司举债，投向供水供气、垃圾处理等可以吸引社会资本参与的准经营性项目的债务，可将债务和资产打包，由地方政府或平台公司作为主体进行 PPP 社会化运作，引入社会资本，化解债务风险；对于由平台公司自身运营和发展，及与公共服务无关的市场行为而形成的债务，由平台公司自行偿还，政府不承担兜底责任。

2、增强自身融资能力。《意见》明确“政府债务不得通过企业举借，企业债务不得推给政府偿还”，一直以来银行等资金机构看重的融资平台“政府背景”将逐渐失去价值，政府背书、政府信用等将逐渐失去效用，未来平台公司将作为一般性企业，其融资能力将取决于有效资产、未来盈利能力等。例如江西省 2014 年 9 月出台的《江西省政府性债务管理暂行办法》中明确“对融资平台公司债务，政府仅以出资额为限承担有限责任”，说明平台公司债务将不再视作“无风险”。

（二）平台公司的发展转型

平台公司是特殊时期的特有产物，具有生命周期。随着城市建设高峰的过去，某些平台在完成了某个领域的投资建设任务后就应该历史性地退出舞台，要么关闭要么转业成为经营实体。而从改革成本和改革稳定性的角度来看，推动平台公司转型是更佳方案。未来平台公司将会去平台化运营，作为一般性的竞争性和地方性国有企业存在，平台公司应在尽量短的时间内实现实体化、市场化和规范化转变，参与市场化竞争。

1、宜涉足的领域

一是产业引导和国有资产管理，即按照地方政府产业布局要求，积极引导政府投资的方向，履行

政府投资导向的职能，同时在公用事业、轨道交通、广告经营、能源开发、地产置业以及文化旅游、环保产业、金融服务等方面充分运作，规范企业经营，确保国有资产的保值增值。

二是城市运营管理，即运用市场手段，对包括城市基础设施（如道路、桥梁等）、城市资源性资产（主要是城市土地）和城市无形资产（如广场、道路冠名权）在内的城市资产开展的多种形式的经营管理活动，以提供公共产品或公共服务为目标，充分经营和利用城市基础设施，发挥融资平台公司公共产品提供者和公共服务提供者的作用；

三是城市金融服务，城市的持续健康发展离不开银行、金融机构的支持，平台公司作为地方性国有企业应着力打造金融板块，可参股银行与银行联姻，亦可涉足小额贷款、金融租赁、产业投资基金、担保公司等多种金融业态，金融板块将成为一些融资平台公司未来的经济增长极，不仅能为其盈利能力注入新动力，还能带动地方经济的发展。

2、未来的发展路径分析

虽然融资平台公司目前还无法做到完全撤出公益性的基础设施建设领域，但他们发展的脚步正在逐步远离单纯的政府性融资平台公司。在业务发展方面，平台公司应坚持以基础设施建设为核心，向多元化、跨区域化发展，进一步夯实业务能力，并购和整合将成为平台公司发展的常态，生存下来的平台公司将以新形象和新境界展现在人们面前。

（1）跨区域发展方向

在融资平台公司的初步发展阶段，公司的发展主要是在本地完成。而进入转型阶段之后，有能力的融资平台公司开始实施横向扩张战略。如通过整合城区近郊及各县的各类中小水务公司、房地产公司等，实现规模经济；利用企业在基础设施建设过程中所形成的如工程管理等各种专用知识、技术，对区域外的基础设施建设提供工程代建、工程项目管理等业务。

（2）多元化发展方向

目前融资平台公司都在尝试战略转型，一方面随着其所在城市的发展，继续从事基础设施建设和土地一级开发业务；另一方面积极投资实体产业，进行多元化发展。大多数融资平台公司的转型选择依然围绕土地开发相关产业链，进行土地一级二级联动开发。条件成熟时，融资平台公司可凭借地方政府独特的资源、机遇，大胆进行非相关多元化的拓展，向产业投资、资产管理、金融控股、城市运营、城市旅游等多元化业务转型，不断发展壮大平台经营性业务板块，增强平台自我造血能力，形成新的利润增长点，通过经营收益反哺公益性项目，减轻地方政府的财政压力。

（3）纵向整合方向

依托融资平台公司既有的专业能力，积极在供水、污水、垃圾处理、燃气等产业培育立足本地、面向市政公用产业化龙头企业，形成较大规模的集投资建设、运行管理、技术创新产业为一体的集团，带动整个市政公用产业向集团化、集约化、产业化方向健康发展，大型产业化龙头企业对市县的行业性公司兼并重组等将为常态。

（三）平台公司的能力培养

1、理清与政府的关系

融资平台公司应厘清与地方政府的关系，根据市场规则，明确平台公司的服务提供商和地方政府的服务购买者关系，同时在债务和平台公司运作方面，对平台公司进行定位。

（1）债务方面

按照国务院及人民银行、银监会的要求，金融机构对融资平台公司项目逐个开展重新评审和风险排查，梳理落实贷款项目审批、项目资本金、还款来源和抵押担保情况，地方政府在此背景下应针对融资平台公司的实际情况，采取有效措施，督导融资平台公司做到已发放贷款与具体项目挂钩，落实项目资本金，为融资平台公司减轻债务包袱。

（2）做实资本

政策伊始，地方政府应尽快为融资平台公司注入有效可变现资产、特许经营权、税收返还等以增加公司现金流覆盖程度，做实资本金，为融资平台公司市场化运作提供资金基础，实现既有债务与地方财政彻底剥离，也为地方政府职能转型提供保障。

（3）资产整合与平台重构

对融资平台公司进行规范和重组，按未来公司的发展定位，对于与业务不相关的公益性资产、享受政策支持的项目等进行剥离，为平台公司减轻运作包袱；同时，根据业务发展需要，通过对区域内国有资产和资源的重组和整合，将城市资源和国有

资产集中进行归集，全力打造综合性城建融资实业型平台公司，做大业务规模，培养专业能力。在此之上此外，积极探索区域投融资平台的协同发展，尝试区县平台整合和跨地市区域的平台整合。

2、规范企业运营

（1）建立健全的法人治理机构

融资平台公司需构建产权清晰、权责统一、自主经营、自负盈亏、科学管理的法人治理结构，要推动融资平台公司由事业法人向公司制法人转型，真正确立其市场主体地位，实现完全市场化运作。

（2）优化内部管理，做实管理基础

充分考虑融资平台公司未来的职能定位、业务板块等，设置合理的组织架构及授权体系，并清晰部门职能、岗位职责分工等，做实平台公司的内部管理架构，提高运营效率。同时，针对集团化运营的融资平台公司，应结合平台的职能定位、业务发展规划等，对下属参控子公司进行系统梳理并分类，针对性地设计管控模式，充分激活各子公司的发展动力。

（3）强化人力资源团队建设

做好人力资源发展规划，多渠道市场化吸引人才，实现各方面人才在管理思想、经验及发展潜力的合理搭配，形成既具有管理能力、又具有发展动力的人才团队。注重人才梯队的培养，确保引进的人才符合公司未来发展的要求。

（4）推进平台公司的改制

建立产权机制，通过管理层持股、技术入股、职工持股等手段，推动企业股权多元化和股份制改革，激发内在活力。

四、总结与前瞻

党的十八届三中全会提出要建立规范合理的中央和地方政府债务管理及风险预警机制，2014 年《政府工作报告》也提出了加强地方政府性债务管理的相关要求。5 月 20 日，国务院转批国家发改委《关于 2014 年深化经济体制改革重点任务意见的通知》（国发 18 号文），提出剥离融资平台公司的政府融资职能。6 月 30 日中央政治局会议审议通过了《深化财税体制改革总体方案》，提出了规范地方政府性债务管理的总体要求。8 月 31 日全国人大常委会审议通过的《预算法》修正案增加了允许地方政府

规范举债的规定。10 月 2 日，国务院印发《关于加强地方政府性债务管理的意见》，全面部署加强地方政府性债务管理。10 月 8 日，国务院印发《关于深化预算管理制度改革的决定》（国发 45 号文），根据新修订的预算法部署进一步深化预算管理制度改革的具体措施。

一切事物都是时代的产物，在 1994 年分税制改革和中国城镇化建设的大背景下，地方政府融资平台应运而生，对我国城市建设做出了不可磨灭的贡献。然而时移世易，所谓“成也萧何，败也萧何”，在原有财政体系下异军突起的融资平台公司，在未来财政体系的变革下，将面临更加严峻的考验。

虽然前行的道路还需要摸索，但方向已然确定。我们预测，在今年底或明年初，国家将出台政策，全面放开省级地方政府债券的自发自还。此外，国发 45 号文的出台有着非常强烈的信号指向，因为预算管理制度改革是财税体制改革的重头戏，我们认为财税体制改革将在今明两年取得决定性进展，并将在 2016 年基本完成，而对于地方政府性债务的规范管理和融资平台的职能调整，也将配合着调整到位。

当融资平台债 = 地方政府债 = 中央政府债的逻辑链条被斩断，地方政府融资平台将失去地方政府的信用背书和土地财政的支撑，独自面对市场的竞争。当然，这个转变不是一蹴而就，可能需要数年甚至更长的时间去改变。对于政府融资平台而言，在适应国家政策调整的基础上，未雨绸缪，早做谋划，为未来成功转型打基础，这是当务之急。

银行业“新常态”下的五大特征

岁末临近，在银监会 12 月 23 日召开的 2015 年全国银行业监督管理工作会议上，对 2014 年的总结是“重改革、化风险、惠实体”，而展望新的一年，主要的目标是“提质效、控风险、促改革、推法治”，言简意赅。

银监会主席尚福林在会上还详细分析了银行业“新常态”下出现的五大新特征，分别是贷款增速回稳、存贷利差收窄、社会融资方式转变、不良贷款反弹、“宽进严管”。为此，他要求银行业积极应对新常态下的风险挑战，系统研究新常态下的市场机遇，促进新常态下银行业的新发展。

最新披露的数据显示，截至 11 月底，商业银行不良贷款率 1.31%，较三季度末的不良贷款率 1.16% 上升 0.15 个百分点。在严峻的风险形势下，2015 年的工作重点中银监会也重申了“控风险”。

对于区域性银行的流动性风险，尚福林还提到，“加强流动性互助和政策协调，建立区域内中小银行流动性互助基金，强化大型银行和中小银行之间的资金协作，构建同业互助机制，共同维护市场稳定”。

此外，银监会还表示，要扩大民营银行试点范围；扩大消费金融公司试点范围；扩大村镇银行民资股比范围；扩大民间资本参与机构重组范围。推进银行业金融机构混合所有制改革，拓宽民间资本进入银行业的渠道。

“新常态”下五大特征

尚福林主席在会上的讲话主题便是《主动适应新常态全面推进银行业改革开放和金融法治建设》。他表示，新常态下，银行业首先要充分认识贷款增速回稳的趋势，加快调整发展战略。由“讲增速”向“讲转速”转变，由“讲数量”向“讲质量”转变，由“讲占比”向“讲战略”转变。

其次，要充分认识存贷利差收窄的趋势，积极转变盈利模式。研究向管理要效益，向定价要效益，向风控要效益，向服务要效益。

三是充分认识社会融资方式转变的趋势，大力提升创新驱动能力。要探索利用信息技术加强业务创新，加强非信贷和表外业务创新，加强负债业务创新，加强信贷业务创新。

四是充分认识不良贷款反弹的趋势，切实防范化解风险隐患。及时核销不良、积极盘活不良、争取重组不良、探索转化不良。

银监会表示，2014 年重点领域风险得到缓释，

较好地守住了不发生系统性区域性风险的底线。钢贸、煤贸、铜贸和担保圈、担保链等业务风险逐步缓释，信托、理财、影子银行和过剩产能风险得到控制，矿产资源集散地、房地产风险集中区、违法金融集结带等区域性风险得到遏制。

“新常态”之五是要充分认识“宽进严管”的趋势，强化守法合规经营。强化合规意识、风险主体意识和责任意识。

2015 年的四大任务

对于明年的工作任务，尚福林表示，银行业要牢牢把握国际经济合作深化和国民经济转型升级的战略机遇，为实体经济提供针对性强、附加值高的金融服务。

要提升金融服务质量和效益，尚福林要求银行业首先要积极支持国家战略实施；其次是进行产业结构调整，积极发现和培育新增长点；第三要大力推进普惠金融发展；四是努力推动降低社会融资成本。

尚福林还表示，将建立产品登记系统，重点探索信托产品、理财产品、金融租赁产品登记等系统建设。其次，还要建立资产流转系统，推动信贷资产证券化常规化发展。

由于银行业不良率的持续上升，2015 年的关键词中，监管部门重申了“控风险”。在防控风险方面，银监会要求，完善差别化授信，避免一刀切式的抽贷，造成企业资金链断裂。注重地方政府、司法、公安、

协会联动，形成合力。对押品价值波动风险，要加强监测预警研判、压力测试、押品管理和集中度管理。

对于流动性风险，尚福林表示，“要做好监测和压力测试，确保流动性管理全面涵盖各类表内外业务。丰富流动性管理工具。加强流动性互助和政策协调，建立区域内中小银行流动性互助基金，强化大型银行和中小银行之间的资金协作，构建同业互助机制，共同维护市场稳定”。银监会还将建立流动性互助系统，满足中小金融机构的流动性调剂需求。

此外，银监会还表示，要扩大民营银行试点范围，加快出台民营银行发展指导意见，完善民营银行持续监管框架。2014 年，在民间资本进入银行业方面也取得了新突破，首批 5 家民营银行完成批筹，其中微众银行已批准开业。

尚福林称，明年将推进银行业金融机构混合所有制改革，拓宽民间资本进入银行业的渠道。积极推动银行业务管理架构改革，提高银行专营化水平。数据显示，2014 年新设 14 家民营控股的非银行金融机构，新增 108 家民间资本占主导地位的村镇银行。

尚福林还提及，要深化事业部制改革，促进“部门银行”向“流程银行”转变；推进专营部门改革，实现业务合理集成，缩短经营链条，缩小管理半径；探索部分业务板块和条线子公司体制改革。

淘宝正在打造网络版 AMC 平台？

互联网渠道不断向传统金融机构的各个业务链条渗透，这一次，深入到银行的大后方——不良资产处置环节。

淘宝网在 11 月下旬正式上线资产处置平台，通过线上公开竞价的方式转让和处置资产。

据悉，招商银行总行指定的首批广州分行、佛山分行，中信银行杭州分行、兴业银行杭州分行已经成为淘宝资产处置平台的入驻机构，其中招行已经在 12 月 12 日淘宝资产处置平台的“双十二秋季拍卖会”中，成功处置首批不良资产抵押物。

“中信银行、兴业银行其他分行也将在 12 月下旬陆续入驻淘宝资产处置平台。”淘宝网相关人士表示。

目前，银行通过淘宝资产处置平台所涉资产仅限于不良资产抵押物或不良资产相关主体的所有物品，包括房产、土地、汽车等实物资产，知识产权等部分无形资产。而不良资产等金融资产的直接转让和处置“还在探讨中”，尚未正式涉入。

招行“拍出”4 笔资产

据了解，与淘宝资产处置平台合作由招行总行零售信贷部负责，首批指定佛山分行和广州分行参与。

招行本次参与竞价拍卖的共有 4 笔资产，均为房产；分别是位于佛山市顺德区的一个咖啡店商铺，172 平方米，6 折 505 万起拍；位于佛山禅城区的一处房产，面积 143 平方米，120 万起拍；位于佛山禅城区 183.5 平方米的房产，280 万起拍；位于广州从化温泉镇 368 平方米的独栋别墅，290 万起拍。

“主要是协助客户处置资产，用于偿还贷款，资产的所有权是客户的，不是招行的。”招商银行零售信贷部人士表示，“客户贷款出现逾期或坏账，没有足够的资金偿还贷款，那么就要处置资产。可以是出现坏账贷款对应的抵押资产，也可以客户其他未抵押给银行的资产，银行代为处置。”

事实上，通过淘宝资产处置平台竞价转让的资产，与招行没有必然关系。招行协助客户处置，但要求资产处置、变现后，资金必须用于偿还前期已产生的逾期贷款或不良贷款。招行根据不良贷款的信息，汇总有上述需求的客户及资产，以银行的名义，与淘宝资产处置平台合作。

“需求点就是，客户想通过变卖房产来偿还债务。以前是通过线下的中介挂牌，但效率很低。”上述招行零售信贷部人士表示，“下一步，我们还将根据客户买房的需求，展开进一步的线上业务创新。”

在传统的线下处置方式中，交易的时间和资金成本都过高，效率较低。比如线下非公开或内部交易中，存在资产被低估，被低值拍卖，甚至覆盖不了相应的银行贷款。同时，传统的处置方式由银行之外的第三方主导，银行往往处于信息不对称的被动地位。

“通过淘宝拍卖会这个平台吸引买家，符合公开、公正、公平和诚实信用的市场交易规则，也能体现市场化原则。”淘宝网相关负责人表示，“由于在淘宝拍卖抵押物，会得到更多人的关注，银行也更愿意把资产放到这个平台，以吸引更多的买家。”

拆解网拍处置链

淘宝网早在 2012 年就上线“淘宝拍卖会”业务，把线下的竞价拍卖流程引入线上，此前已与法院及相关拍卖行合作上线司法拍卖平台和珍品拍卖平台。资产处置平台最早在今年 8 月开始试运营，进行系统研发，后于 11 月正式上线。

按照目前的定位，淘宝资产处置平台的入驻机构主要包括海关、城管、产权交易所、公共资源交易中心、国土资源局等泛政府类的资产处置单位，和商业银行、资产管理公司、专利技术公司等具有政府、国有资产背景的企业或机构，并要求入驻机构具有一年以上的资产处置经验。

正式上线后，天津金融资产交易所成为淘宝资产处置平台的首个入驻和合作机构。天津金融资产交易所总经理丁化美曾表示，此次金融交易所与淘宝的合作，实现了金融交易所的海量资产与淘宝网的海量客户有机结合，起码达成了两方面的对接。

将金融交易所的金融服务经验与淘宝的互联网技术有机结合；将金融交易所专业化的服务与淘宝生态链以支付系统为核心的服务体系有机结合。

据悉 ，淘宝资产处置平台目前已有 12 个机构入驻，除了上述银行分支机构和金融资产交易所外，还包括政府类的玉溪市公共资源交易中心、常州市灯光建设管理办公室。拍卖机构中，浙江阳光拍卖公司、江苏中信联合拍卖有限公司，以及北京冲盈投资管理有限公司、重庆土林投资管理有限公司、浙江伍一技术股份有限公司等。

而包括司法拍卖平台和珍品拍卖平台在内，整个淘宝拍卖会目前已有 560 家法院，2000 家机构和个人卖家入驻。

“许多机构有大量资产处置需求，同时淘宝网和支付宝也有海量的客户基础，拥有上亿的活跃用户。淘宝网作为第三方交易平台，提供技术支持和平台服务，并通过计算机程序设定，让竞买人在该平台上开展独立竞价。”上述淘宝网人士称。

探路网版 AMC ？

从前述网拍的流程可见，招行与淘宝资产处置平台的合作模式中，资产仅限于房产等实物，由淘宝海量用户作为竞价人与招行客户作为房产所有权的受让人直接交易，而招行仅是协助交易的角色。那么，银行拥有所有权的不良资产能否直接通过淘宝资产处置平台直接交易呢？

“这里涉及两个资质的问题，一个是淘宝是否具有拍卖准入资质，另一个是淘宝资产处置平台是否具有不良金融资产处置的资质。”一位浙江地区中级人民法院金融庭庭长向 21 世纪经济报道记者表示。“根据我国相关法律法规，拍卖涉及公开、公平竞价的问题，政府部门是有资质管理的，必须取得拍卖行的许可证才能开展拍卖活动，否则就会对国家行业管理产生冲击。”

上述淘宝网人士则表示，淘宝资产处置平台并不是直接拍卖，而是一个线上资产竞价的中介机构，“淘宝仅提供技术支持和平台服务”。

而在不良资产处置业务上，按照我国此前的金融机构定位，上世纪 90 年代末和本世纪初，为了配合国有银行改制，设立了长城资产、信达资产、华融资产、东方资产四大资产管理公司。由这些机构承接收购国有银行不良贷款，并进行后续处置。但随着银行不良贷款的增加，今年以来，在江苏、浙江、广东等地方，出现了一批有民资参与的地方版资产管理公司，参与承接地方不良贷款的处置业务。

“目前竞价的资产主要还是实物资产和知识产权这些无形资产，还没有第一单不良金融资产竞价拍卖。”上述淘宝网人士表示，“淘宝是根据客户的需求，希望业务是多元化的。下一步也将探讨不良资产的竞价的可行性，包括监管合规，但此举目前还没定论。”

“金融机构的业务最大问题就是准入门槛。就不良资产转让而言，这不是一个法律问题，而是行政管理问题。”上述法院金融庭庭长表示，在资质管理上，从法律上讲，分为效率性禁止规范和管理性禁止规范。管理性禁止规范往往是滞后于市场的，有些对社会发展有益的新经济模式虽然与行政管理规范冲突，但却是合理的，那就需要通过改革、实践去突破。

“金融改革，放宽行政限制，发挥市场的作用，这也是国家鼓励先行先试的改革方向。以前没有第三方支付机构，央行 2011 年才给支付宝发第一批牌照，支付宝此前也是在探路。

受压资产“秃鹫”的投资盛宴

从试水 19 世纪跌价 9 成的英国铁路股，到上世纪 80 年代“垃圾债券大王”迈克尔·米尔肯的发扬光大，受压资产投资策略逐步形成。这一策略往往通过购买受压公司的债权，获得其控制权，并通过重组使其重生而获利。

在对冲基金界，有些基金经理更关注金融市场的“阴暗面”，即陷入财务困境、处于违约或破产状态的公司所发行的证券。投资于这些证券的策略就是受压资产投资策略，这类投资人有时也被称为“秃鹫”。

试水英国铁路股

受压资产投资源于 19 世纪的英国铁路行业。工业革命后，英国掀起了铁路投资热潮。至 1845 年 11 月，英国计划建造铁路达 1200 条，预计成本为 5 亿英镑，超过了当时英国的国民总收入。同时，铁路公司累计负债 6 亿英镑。

1847 年 10 月，这股风潮戛然而止，铁路行业全面崩溃。铁路股股价暴跌 9 成，数家银行倒闭，连英格兰银行的储备余额也仅为几百万英镑。冒着巨大的风险，少数投资者以极低的价格购买了铁路公司的股份，并积极展开重组，最终大赚一笔。他们可以看成是最早的受压资产投资者。

盛极一时的垃圾债投资

20 世纪 80 年代，垃圾债券市场的产生和膨胀，为今天美国发达的受压资产投资奠定了基础。“垃圾债券之王”迈克尔·米尔肯曾斥资数百亿美元资金购买 1000 多家发行人的债券，在垃圾债券市场的改革中扮演了关键角色。1981 年，米尔肯成为发行债券进行杠杆收购和敌意收购的第一人。米尔肯统治着垃圾债券市场，而他所在的德崇证券则成为 20 世纪 80 年代华尔街最成功的公司。

垃圾债券市场大发展也产生了副作用，其中之一便是许多不值一救的公司都获得了融资，得以死里逃生。20 世纪 90 年代初，德崇证券在受到刑事起诉并经历了 SEC 提起的集体民事诉讼之后崩盘破产，垃圾债券立即被指为导致储蓄机构和银行蒙受巨额损失的元凶。联邦监管者迫使机构投资者减持垃圾债券。数量空前的垃圾债券发行方因此陷入困境，如 LTC、美国东方航空、德士古、美国大陆航空、联合商店、美国联合百货、灰狗、泛美航空等。许多机构投资者被迫抛售证券。而这些被抛售的资产则再次吸引了“秃鹫”，他们开始以前所未有的超低价格收购受压证券并对其发行人进行改组。

从此，一个针对受压资产级别的高度专业化市场正式形成。但受压资产市场的确切规模难以测算，主要原因在于：第一，何谓受压资产并没有全球认同的定义；第二，缺乏透明度，无法获得私募债务或银行贷款的数据。一般认为，受压资产策略的主要标的是不良债权，位于非投资级（评级为“BB”级以下）证券的底端，风险最大，潜在的回报也最大。一个广泛认同的标准是：只要到期收益率高于可比

基础国债 1000 个基点以上的所有债务工具，都被称为不良债权。

受压资产投资的新变化

很多受压资产对冲基金成立于 20 世纪 90 年代初，如 Bay Harbour、Varde、Appaloosa、Murray、King Street、艾威基金、橡树资本等。随着时间的推移，大多数对冲基金的策略都发生了一定程度的改变。例如，现在橡树资本等基金的策略更接近高收益债券投资；而 King Street 等公司，则更像事件驱动型的对冲基金，利用股权市场上的各种事件性机会进行投资。

其中，最著名的是管理 150 亿美元资产的对冲基金 Appaloosa。其创始人大卫·泰珀是 2009 年收入最高的对冲基金经理人，通过购买受压金融股获利 70 亿美元。2012 年，他又通过投资苹果获利 22 亿美元，再次成为年度收入最高的对冲基金经理人。

亚洲的受压资产投资始于 1997 年亚洲金融危机之后。当时，随着债务违约率和公司破产率的上升，受压资产证券供应激增。ADM Capital、Argyle Street Management、Asian Debt Fund、Harmony 等机构旗下的受压资产投资管理公司应运而生，并有些专投债券的资产管理公司，如 Ashmore 也转身受压资产投资。然而，这些公司大多都在 2008 年的全球金融危机中陷入困境，其中一些公司甚至破产倒闭。幸存者则纷纷使用私募股权形式或封闭式基金工具绕过流动性管理问题。

策略要点

受压资产投资策略有一些有别于其他对冲基金策略的要点，详述如下。

求偿顺序差异非常重要。当一家公司进入破产程序，股权投资人和债权投资人的求偿顺序不同。一般情况下，股权投资者的求偿顺序位于最底层，其股权投资额基本上血本无归，而公司的控制权也将从股东转移给债权人。所以，受压资产策略通常在重组过程中或进入重组程序之前买入不良债权。

需关注违约率和回收率。受压资产投策略的活跃程度与违约率关系密切。20 世纪 90 年代因违约率下降而导致这一活跃程度有所降低。而在 21 世纪初互联网泡沫破灭之后，违约率再次高企。2001-2002 年间，随着一系列备受关注的破产案陆续发生，如世界通信公司（史上最大公司破产案）、安然（导致全球最大的审计公司之一安达信倒闭）、康塞可、环球电讯、凯马特等，受压证券的供应量激增。随后，美联储开始推行宽松政策以重振美国经济，违约率再次下滑。2008 年，多家银行倒闭，最终雷曼兄弟破产，这一事件撼动了全球金融系统。全球金融危机造成银行业之间大量合并，多家超大银行被国有化，受压策略又开始活跃。

如果说违约率决定着受压证券的供应量，那么回收率则是这类投资人关注的重点。和信用型对冲基金一样，受压资产基金也主要投资于债券。不同的是，前者根据收益率和信用利差进行交易，而后者以绝对价格进行交易，因为大多数陷入财务困境的公司已经处于违约甚至破产状态，受压资产基金往往会重点关注回收率，即在违约情况下债权持有人最终能收回多少债务。

流动性较低。由于受压证券的发行人通常是问题公司，大部分机构和个人投资者避而远之，所以受压证券通常严重缺乏流动性，该市场也通常没有正规的竞价机制，主要的交易方式为点对点出售。买方通常对破产重组过程了如指掌，具备对此类资产进行估值的专业技能。

风险管理方式独特。由于受压资产往往缺乏流动性，受压资产对冲基金控制风险最好的武器，就是对受压公司的深度调研以及拥有扭转企业逆境的运营经验，这尤其适应积极型基金。而消极型投资人则可通过一定程度的分散投资来降低风险，有些经理人可能也会使用指数看跌期权，货币和商品看跌期权等高流动性金融工具，来对冲市场风险。由于这个市场无法通过融券来做空受压资产，所以无法通过长短仓组合来降低风险。这种投资策略的一大风险就是，当市场危机发生时，受压公司的资本融资来源可能被切断，这可能不利于重组。另一方面，如果流动性充裕，可供经理人操作的受压证券供应量就会减少。因此，长期而言，纯粹的受压资产对冲基金难度很大。

获利来源有别其他策略。受压资产对冲基金的获利来源主要是：第一，投资者面临沽售压力或机构投资者出于监管原因而被迫出售某受压证券，导致该证券价格暴跌，因而产生具有吸引力的折扣；第二，通过重组，原来的受压公司获得新生，价值暴增，给对冲基金获得暴利的机会，如果受压公司业务停止运营，也可能会出售某项极具价值的业务，对冲基金业可以通过购买这些业务而获利。

适用破产法第 11 章还是第 7 章？美国《破产法》奠定了受压资产投资的框架，目前是破产重组领域最为先进的法律框架，因此，在全球受压资产投资

领域，美国扮演着主要角色。根据美国《破产法》，受压公司要么进入第 11 章的破产重组程序，要么进入第 7 章的破产清算。大部分公司还是进入了破产重组程序，此时，针对受压公司的审判、债权回收、止赎、收回财产等活动暂停，公司业务在破产法庭的严密监督下继续运营，以确保债权人利益。债权人则成立债权人委员会，与受压公司（董事会和股东会）就重组方案进行谈判。重组一旦成功，受压公司将重新盈利。而对于走进破产清算程序的受压公司，美国破产法通常按照以下受偿顺序进行分配：管理费、法定优先求偿权（如税收、租金、客户定金、欠薪等）、有担保债权、无担保债权、股东持有的股份。

区分经济困境和财务困境。值得注意的是，在对受压资产进行估值时，可能存在着估值陷阱，投资人必须识别该受压公司是陷入经济困境，还是面临短期债务偿还的压力？如果是前者，其持续经营业务的净现值应低于公司资产拆开出售的总价值。在这种情况下，最好的选择是进行破产清算，受压公司的价值取决于其资产的售价。

如果受压公司是由于财务困境形成，其业务仍具经济可行性，资产可能正处于高价值使用阶段，公司也仅仅是短期内无法偿债，处于资不抵债的状态，面临至少短期内无法偿债的局面。此时，破产清算并非最佳选择，更好的

方法是将业务出售给受压公司的债权人（，由债权人重整其业务，重整过程可以通过正式的破产法庭程序，也可庭外完成。

两种投资方式

受压资产对冲基金的投资方式大致可以分为两类：积极或消极。前者的特点是机会主义交易，即对冲基金并不寻求控制受压公司或参与其重组，而是当受压资产的价格低于预期公平价值时，购买受压资产，等到价格回归至公平价值时再出售获利。基于对流动性的要求，消极型对冲基金一般青睐发行规模大的债券，且发行人处于重组后期，此时流动性更强，便于交易。这种投资方式的价值原理可能涉及下列因素：市场未分析的资本结构复杂性、收入周期性表现、债券发行者回购预期等。

对赛维债券的投资属于消极投资方式。赛维是一家中国的硅片生产商，其经营得到政府补贴和信贷支持。2011 年 6 月发行的债券规模为 17 亿元，未经过评级，其价格在发行不久后便暴跌，随着政府支持力度强弱的种种猜测而上下浮动。这为一些对冲基金提供了交易机会：根据对政府支持力度的预期，判断债券价格的走势，进而做出买入或卖出的交易决定。不过，交易赛维债券的对冲基金并不参与到公司运营当中，也不希求获得对赛维的控制权，对其进行重组，进而获利。

相反，受压资产的积极投资则是投资人深度参与受压公司的运营之中，投资年期通常比消极投资方式更长，甚至可能持续数年。因而，采取积极投资方式的对冲基金往往会选择更为集中的投资组合，以便集中精力处理这些投资项目。通常的操作手法是：购买受压公司的大额未偿还债务，以便将其转化为有投票权的股份，从而取得“控制权”，进行重组。

拥有“控制权”并不意味着一定要获得 51% 的投票权，只要在任何一个求偿级别中获得阻止重组计划通过的筹码就足以扮演“掠夺者”的角色，从而有望获得折让。这个筹码往往小于 51% 的投票权，根据美国《破产法》第 11 章的规定，在进行重组时，各个求偿级别必须分别投票通过一项重组计划，投票比例必须在价值上达到 2/3 多数或在数量上达到一半。也就是说，在价值上超过 1/3 或者数量上 1/2 的债权或股权投资人，就能够阻止重组方案的通过。

投资凯马特则是积极投资方式交易的典型案例。2002 年 1 月，美国第二大折扣零售商凯马特依据美国《破产法》第 11 章申请破产保护。此时，凯马特拥有 2114 家门店、27.5 万名员工以及 170 亿美元的资产，年销售额将近 400 亿美元，此案成为了美国零售业最大的破产案，轰动一时。在破产保护前，凯马特有 10 亿美元左右的银行债务、23 亿美元的债券、8 亿美元的优先股、一些不值钱的普通股以及 40 亿美元的应付账款。对冲基金 ESL（由 Edward S Lampert 管理）购买了凯马特的 20 亿美元债权，成为其控制人，并进行重组：关闭 600 家门店，裁员数千人，解决物流问题以及有问题的会计行为。2003 年 5 月，凯马特结束法庭破产保护。ESL 将其购买的债权转化为普通股，成为凯马特的控股股东，并向其他债权持有人支付了现金。此后，凯马特 110 亿美元鲸吞西尔斯，成为美国第三大日用百货零售商。ESL 获利颇丰。

从某种程度上说，受压资产的积极投资与私募股权投资十分相似，二者投资年限都较长，且深度参与公司运营。不同点在于后者一般不会经过破产法庭。从这个角度来看，受压资产对冲基金，尤其是积极型基金，可被视为高流动性的对冲基金与私募股权基金的混合体。阿波罗投资公司瑟伯罗斯资本管理公司、Long Pine 等基金都是这种类型。

解密
银行资产管理部

2013 年以来，银监会的监管导向开始鼓励商业银行的理财业务由银行总行设立事业部，实行归口管理、统一设计产品、独立核算、集中控制风险的体制。而一些银行早已开始行动，资产管理事业部的体制已经初步建立起来。

可以说，我国商业银行成立资产管理部是银行理财业务（包括对一般个人客户、高净值客户，以及对公客户的理财业务）发展到一定阶段的必然结果。而剖析商业银行资产管理部 how to run（如何运作）的细节也有利于我们更好的认识这个“十年十万亿”的行业背后的成长逻辑。

一、为何做理财？银行转型的战略需要

市场上一直有声音认为，我国商业银行开展理财业务是为了监管套利，为了规避贷款规模管理、在存贷比的限制之外多放贷款。但事实上，这些监管手段与银行经营产生矛盾大约是在 2010 年以后。在 2010 年之前，贷款规模管理还没有纳入监管部门的窗口指导指标，而银行理财业务的起源却要远早于这个时点。

这就不得不追述，银行做理财的真正初衷。以工商银行为例，银行理财业务是备战首次公开发行（IPO）时获得的财富。工商银行 2006 年 10 月 27 日 A+H 股上市，创下当时全球规模最大的 IPO 纪录。

在此之前的 2005 年下半年开始，笔者授命牵头工商银行与高盛在资金交易领域的战略合作，目标是学习和借鉴其资产定价技术、风险管理方面的先进经验，同时还有一个非常重要的任务是，寻找其业务模式、产品创新方面可能给工行带来的启示。

当时的主要考虑是希望通过改善业务结构在上市时实现较优的发行定价。因为依照当时工行的情况——利差收入将近 90%，中间业务收入不到 10%；而国际大银行的中间业务收入占比都非常大，一般在 40-50%，有的甚至达到 60%——以工行的盈利结构，很难在市场上，特别是全球投资者当中卖个好价钱。

经过与高盛的长期深入合作，工行初步看中了高盛的两个业务：一是全球金融市场业务（Global Market），高盛的业务结构中，全球金融市场业务这块，包括投资和交易收入——主要是交易收入，占到 50-60% 的比重；另一个就是资产管理，高盛很早就成立了资产管理公司，资管业务也是全球领先。

在大量的思考和研究之后，工行有关领导提出，工商银行也要大力发展金融市场和资产管理业务，特别是着重发展资产管理业务。从国际同业来看，很多大型银行的资产管理规模与表内业务规模的比例几乎是 1：1，有的甚至更大。也就是说，资产管理业务的潜在规模是足以支撑银行经营转型的。

理由很简单：工行这么大的体量，如果要业务转型，靠投行、清算、银行卡等传统业务，很难支撑——当时利差收入就有上千亿，从增加中间业务收入的角度说，必须要找到具有巨大业务基础的收入来源，才能有效提高中间业务收入占比，而资产管理业务正切中要害。

2005 年末，工行就将资产管理作为战略转型的重要业务写入行里的规划方案。应该说，在股改任务很重的背景下，行领导还能把资产管理业务纳入战略转型发展纲要，是非常有前瞻性眼光的战略决策。

工商银行 2006 年年报显示（工商银行 2006 年年度报告（A 股），第 65 页）：2006 年在个人理

财业务的带动下，工行的个人中间业务快速增长，实现个人手续费净收入94.89亿元，比上年增长58.3%。建立较为丰富的本外币理财产品线，以满足客户对币种、期限结构、收益率及风险等级的不同要求。

这些产品和服务包括："稳得利"——一种以优质信用人民币债券的投资收入作担保的低风险人民币投资产品，分为信托贷款类、债券投资类和新股申购类；"珠联币合"——一种人民币与外币衍生产品相连接的组合投资产品；"利添利"——一种将客户活期存款与货币市场、短债等低风险基金相联接的账户理财业务；"汇财通"——一种与汇率、利率、商品价格指数和信用指数挂钩的外币理财产品。

此外，本行提供名为"汇市通"的外汇交易产品，以及"金行家"黄金交易产品。本行为首家正式向境内居民推出代客境外理财服务的中国商业银行。2006 年本行发行的各类本外币个人理财产品合计754.9 亿元，与上年相比增长 2.98 倍。

正是因为工行对资产管理研究比较早，才能获得先发优势。比如，一开始就在制度建设、组织体系等方面，参照国际领先金融机构的成熟经验，把资产管理作为单独的业务模块提出来，在投入上，包括人才、IT 系统建设等方面，很早就下了很多功夫。正如那句最简单最朴素的道理"想清楚了再做"。商业银行开展资产管理业务也是如此，从一开始就要想明白自己的定位和发展方向，才不至于走弯路。

这也就引申出商业银行开展理财业务的第一个关键点：从总行层面，要对理财业务的投资管理构建起完整的框架，包括投资理念、风控逻辑等，这个"纲"在开展业务的过程中必须一直坚守。

二、银行理财的投资管理框架

银行理财部门不同于其他资产管理机构的一大特点是：它借鉴了资产负债表管理和资产管理的双重优势。脱胎于银行母体，理财对资产负债表管理天然的熟稔。而且，实事求是的说，资产负债表管理是一种很先进的管理方式——平衡匹配、动态调整。具体来说，银行理财的投资管理有如下特点：

（一）以负债定投资。银行表内业务是叫以存定贷，资产管理领域是以负债定投资，可以有效避免过度投资，过高杠杆，保持稳健经营，也就是8号文所要求的一一对应。

（二）以成本倒逼组合收益。通俗的说，在银行贷款管理过程中，每年会确定一个利差目标值，即净利息收益率（NIM），根据这个利差目标，要求每一笔贷款（或资金运用）都要大于存款成本与利差目标之和，贷款利率结构都是要根据NIM来确定的。延伸到理财的配置也是这样，以理财产品的预期收益率倒逼投资品收益，投资组合的加权收益率必须大于理财成本。

（三）大类资产配置为主，市场交易为辅。大类资产配置是资产管理领域的核心理念，对于投资结果的左右犹如"男怕入错行，女怕嫁错郎"一般重要。在操作中，根据大类资产配置的原则，资产管理部门一般会依照要给客户的收益目标，结合自身对市场的判断，在风险可控的基础上建立一个大的产品组合，这个产品组合配置好了以后基本上就定了。

市场交易为辅是说如果市场上有明显的交易机会，可以兑现浮盈或者止损，我们也会去捕捉。这是借鉴了国际资产管理行业的动态管理模式——套利交易的动态组合模式。

市场上也有观点认为，银行资产管理部未来的一个方向是要提高交易能力，从交易中获得绝对回报，改变银行一贯的买入并持有到期的被动投资风格。但笔者坚持交易为辅这一观点的一个考虑是：交易是风险很大的业务，做错或者做反都有可能导

致亏损。对于银行而言，最要命的地方是，交易本身对交易员的要求很高，而银行没有相应的激励约束机制——交易员如果赔了就可能受处分影响薪资，但挣了却一般跟他没什么关系。

所以银行的交易一般是集体决策，由投资委员会在每个市场阶段做出买入或卖出的方向性策略决策，交易员和投资经理在一定范围额度内可以有交易决策。这既是风控的要求，也是现有激励机制下对个人的保护。如果现有激励机制不发生改变，银行资产管理部门的“交易量”是很难起来的。

三、商业银行资产管理部的解剖图

目前监管层要求将资产管理部独立，究竟资产管理部应该如何运作呢？我们就从两张图来分析，一张是组织架构图，一张是业务流程图。

（一）组织架构图。从全行层面看，最高一级是总行资产管理委员会（必须有行领导参加），它负责资产管理基本制度的建立、投资政策的制定，以及全行资产管理统一事务的协调。

在它下面就是资产管理的执行部门，从全行的框架上看可以分为前台、中台和后台三个部分。前台是销售部门；中台包括合规管理、信用审批、风险管理以及产品研发和投资管理；后台包括会计和托管核算，负责对理财产品进行资金清算和会计核算。

在资产管理部，即产品研发和投资管理部门，也分前中后台。资产管理部的前台是市场营销和按市场划分的各个投资管理部门，比如固定收益部、资本市场部等。这里的市场营销部更多是营销的协调部门，与全行的销售部门对接，使客户需求与产品设计更加吻合。

中台则负责运营管理和系统开发。运营管理负责把风控和合规部门要求的参数落实到业务流程中，系统开发更侧重于底层 IT 系统的开发维护。资产管理部的后台对应的是理财业务的台账管理，包括对理财业务的数据分析，资产的台账记录等等。

（二）业务流程图。银行理财投资的本质是组合投资管理。因此，如果要模拟一只理财产品的研发路径，必须首先明确产品的基本要素，比如期限、预期收益率，大类资产配置总的原则和分布比例（比如信托、贷款、债券、货币市场工具、现金类资产的配置比例等），这些一开始在产品说明书上都要约定，也是指导后续投资的依据。

产品方案确定后，就可以向客户募集资金，并由投资决策委员会来决定具体的投资组合及投资政策。投资决策委员会是资产管理部门内的最高决策委员会。之后，募集到的资金就会进入产品投资的封闭期，可能需要在七天或半个月之内完成全部资金的配置，类似公募基金的建仓。投资组合建立完毕，宣告着这只产品的大类资产配置完成。

产品创设阶段结束，进入存续期管理。这是一个动态调整的过程，主要包括两方面内容：一方面是市场套利机会的把握。通过捕捉市场机会，做套利交易，提前变现资产增加客户收益。另一方面是产品之间的交易。因为存续期内，产品可能需要调整投资组合，特别是项目融资类的资产要想调整组合的话，往往只能通过本行内的产品之间交易来实现。但交易的前提一定是要按照既定的产品说明书的约定，按照公允价格进行交易。可见，在大类资产配置的过程中，也是允许个别资产主动调整的，前提是按照市场化原则，进行公允价格交易。

存续期的管理体现的是大类资产配置为主，市场交易为辅的原则，在大类资产配置的基础上，抓住套利机会，实现主动管理。在产品结束前的一个星期，我们可能会进行“模拟核算”，算出通过这只产品客户实现了多少收益，银行挣多少钱。待产品终止时，再把产品真实的核算结果交给投资部门，交易的安排要由投资部门和后台部门去完成。

这次银监会要求实施理财事业部制改革，是个很好的契机，可以倒逼银行管理层深入思考，银行

开展理财业务根本目标是为了什么，到底要用什么思路做。仍然单纯依照资产负债表扩张的逻辑去搞理财，那就是要再造一个银行的影子，肯定没有出路；只有按照资产管理业务的客观规律，实行大类资产配置基础上的主动管理，才是可持续的、风险可控的、可以真正实现商业银行转型的理财业务发展方向。

四、形成共识，回归资产管理本源

银行理财业务高速成长，已经走过十多年的历史，当前正走到一个十字路口，下一步向何处去，亟待形成行业共识。我们认为，正确的方向是回归大资管，即按照资产管理行业的客观规律，来规范资产管理产品的研发和投资管理过程。

对照行业现状，理财业务有三个方面需要进行改革。一是将预期收益型产品改造成真正的预期收益型。现在的预期收益型产品很难打破刚性兑付，因为银行和投资者之间的风险收益承担责任不明确。银行给投资者固定收益，而银行自己除了赚取管理费、手续费，还赚取了给投资者约定之外的超额利润。这就类似于在搞表外的存贷利差业务，理财资金的募集成了以银行自身作为信用主体的主动举债活动，理财投资者同储户一样，当然有权要求保本保收益。

而真正的预期收益型产品，是将预期收益作为收益的参考基准或参考范围，绝对不是一个必须达到的目标。这是 benchmark（基准）和 must（必须达到）的区别。而且这个预期收益的计算，是以市值评估为基础的收益计算，就像货币市场基金一样，每天都要进行估值、计算并公布年化收益。

在国际上，理财产品也分为两种，一种是净值型，一种是预期收益型。特别是在欧洲一些国家，预期收益型产品比较流行。但其预期收益型产品，正像上文提及的，是围绕业绩基准波动的预期收益，其收益的估值完全按照市值法进行，这应当是我们预期收益型理财产品改造的方向。

二是要提高净值型产品的比重。净值型产品可以像公募基金一样每日公布净值，投资者根据净值选择申购赎回。这其间最关键的是定价机制。银行做净值型产品最大的困难是非标投资品的估值依据。如果银行非标投资品有一个统一的交易平台，形成完整的收益率曲线，那定价问题就迎刃而解。一开始可能交易不活跃，曲线是虚的，但仍可以是评估定价的基准；未来活跃的、流动性充分的市场环境下，净值型产品将有很大的发展空间。

三是收费模式要改变成管理费模式。无论是净值型还是预期收益型，在收益的分配上，银行一定要按照管理费的模式来收，而不是利差的模式。事实上，对银行来说，用管理费模式取代利差模式也依然可以有超额利润赚。比如通过产品书和投资者约定基本管理费 + 业绩管理费的模式。

如果产品达到预期收益，银行只收取基本管理费；如果超过预期收益，则在基本管理费的基础上加收业绩管理费。同时也可以约定，管理费总额最多不超过超额业绩的 20%。这样既可以激励管理人为投资者尽可能多的获取收益，也可以保证投资者分享大部分投资所得，这是符合资产管理业务规律的产品设计思路。

2013 年 10 月首批理财管理计划试点时，就有银行的理财管理计划采取了这样的费用约定方式，比如产品说明书中写“当产品单月的收益率年化达到 N 以上时（N= 一年期人民币存款利率 +1.75%），超过 N 的部分管理人将按照 20% 的比例提取浮动管理费。”总之，形成共识，回归资管本源，银行理财一定会迎来更美好的明天。

华融如何创新不良资产经营管理模式

近年来，四大金融资产管理公司在陆续完成政策性不良资产处置使命后，进一步加快了市场化改革转型的力度。作为中国最大的资产管理公司，中国华融资产管理股份有限公司（下称“中国华融”）依托不良资产经营管理主业优势，多元化布局平台子公司，实现了超常规　　跨越式发展，完成了从“不良资产处置机构”到“金融控股集团”的巨变。当前，面临中国经济发展的新常态，中国华融积极从不良资产经营管理领域寻找新动力，努力实现打造一流资产管理公司的“华融梦”。

积极适应经济新常态

从国内经济趋势看，中国进入了“合理区间稳增长＋结构调整”的“新常态”，呈现出“经济增速换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期”三期叠加的特征。新常态不仅“新”在经济增速的主动下调，更核心的是“新”在“摆脱过去规模扩张的外延式发展方式，为可持续发展和内涵式增长留下空间”。同时，中国经济也面临“系统性＋区域性”的风险压力，存在部分行业产能过剩，房地产市场调整预期加大，企业债务杠杆较高等风险。

经济决定金融，中国经济新常态必然催生中国金融业的新常态。当前，中国金融业的新常态呈现“一增、一降、一紧、一窄、一严、一冒泡”六个显著特征。“一增”，金融业风险增大，不良率上升，据银监会最新数据，2014 年第三季度末我国商业银行不良贷款率 1.16%，较上季末上升 0.09 个百分点；“一降”，受互联网金融、资管市场快速壮大影响，银行业存款类负债业务增速显著下降；“一紧”，商业银行在“一增一降”双重压力下收缩资产业务，金融市场流动性显著趋紧；“一窄”，利率市场化加速和流动性压力推升资金成本，实体企业盈利普遍下降，利差空间进一步收窄；“一严”，十八届四中全会推进依法治国、依法行政，金融监管将强化，监管要求将更高、更严；“一冒泡”，宏观经济下行背景下各领域集聚的风险在集中“冒泡”。

不良资产业务作为资产管理公司的核心业务，具有逆经济周期和滞后性的特点。每次经济调整都会产生大量不良资产，并在随后几年逐步释放。在中国经济结构转型升级、改革力度进一步加大的大背景下，产能过剩行业面临深度调整的压力，产业链提升、产业结构调整及产业布局优化为不良资产市场提供了广阔的发展空间，是中国华融拓展不良资产经营管理业务的重要发展机遇期，为中国华融形成独特的逆周期经营竞争优势创造了有利条件。主要表现在：

一是银行业的不良贷款率和不良贷款余额持续上升，非银行金融机构的资产总体规模的快速扩张也将带动不良资产规模上升，不良资产市场供给总量进一步增大。二是商业银行对外处置不良资产意愿增强，为中国华融收购不良资产提供了稳定且充足的资产来源和难得的市场机会。

三是企业对于资产及债务重组的需求显著上升，开展债务重组、资产整合、问题企业重组、行业兼并重组的业务机会增多，为中国华融实施逆周期救助型金融带来机遇。四是大量信托计划的集中兑付需求及地方政府债务清理的逐步深入，为不良资产收购市场创造了新的业务空间。

尽管不良资产市场的充足供给为中国华融开展不良资产经营管理业务提供了重要的战略机遇和广阔的新空间，但我们也清醒地认识到，新形势下仍面临着诸多挑战。

一是整体风险管控能力有待不断增强。首先，不良资产本身就是风险资产，作为经营风险资产的非银行金融机构，资产管理公司母体中本身就带着风险。在这个过程中，资产公司既要帮别人处置和化解风险，更要注重自身风险防范，避免“引火烧身”。其次，面对内外部严峻的经济金融形势，潜在的政策风险、信用风险、行业风险、法律风险等不容忽视。面对不同地区、不同客户分化现象愈发突出及交易对手日益复杂等新常态、新情况，中国华融必须打好风险防范的阻击战，把风险挡在门外。

二是市场竞争日益激烈，资产管理公司综合金融服务能力有待进一步提升。从整个金融行业来看，资金成本上升、利差空间收窄，金融同业业务竞争加剧，差异化、特色化经营需求更加凸显；从资产管理行业来看，随着各省陆续成立地方资产管理公司，不良资产市场竞争者数量将继续增多。同时，不良资产类型的日益多样化及客户需求的多元化对资产公司不良资产经营管理和处置手段提出了更高的要求。

三是监管政策日趋完善，监管要求更加严格，对各项业务开展和管理运行提出更高要求，对集团公司治理、业务协同、全面风险管理、风险隔离的要求进一步提高，对公司的内部管理、业务开展合规性提出了新要求。

四是专业人才有待进一步培养。随着公司业务的快速增长和国内金融市场的发展变化，中国华融正处于公开上市、战略转型的关键阶段，对人才专业知识能力的要求越来越高，相关专业背景的创新型、复合型、国际化人才数量仍显不足。

坚持创新驱动发展

在当前中国经济发展新常态下，中国华融必须清醒地认识到我们还处于“起步爬坡过坎”的市场化转型初级阶段，前面的路还很长、困难还很多、

问题还不少，积极应对、主动适应，从改革、创新和战略转型中寻找新动力，不断提升在不良资产经营管理领域中的核心竞争力，做大做强资产管理主业，助推中国华融实现“成功上市、业务稳健发展、风险管控到位”的新发展。

开拓“轻资产”型资产管理业务

与成熟规范的国内外现代金融企业相比，中国华融的发展方式还比较粗放，速度和规模的外延式扩张惯性仍然较大。中国经济已经进入中高速增长的新常态，中国华融也要主动适应“发展速度从稳”的新常态，改变简单以发展速度论英雄的思维，更加注重发展的质量和效益，以全面资产负债管理统筹资源配置，以经济资本管理引导转方式、调结构，促进资产管理业务由规模和利润导向下的粗放式增长，向以风险调整后的资本回报率 RAROC 和经济增加值 EVA 为核心的内涵式增长转型，由规模速度型向质量效益型进行战略性转型。

未来我们将从以下两方面拓展“轻资产”型资产管理业务。 一是借鉴国外先进资产管理公司的经验，由中国华融经营管理不良资产向为社会投资者经营管理不良资产的转型，成为真正的“资产管理服务商”。充分发挥不良资产收购处置的传统专业能力、专业牌照和专业手段，以及 15 年积累的专门处置风险、经营风险形成超越对手的风险认知与管控能力，通过设立不良资产收购基金、开发不良资

产私募证券化产品等创新业务，扩大经营管理的不良资产规模。

二是拓展具有自身特色的“财富管理”业务。一方面，充分发挥“一体两翼”的协同优势，整合旗下银行、信托、证券、华融国际、华融财富等平台公司的理财业务，储备丰富的投资者和项目资源，在集团内部建立资金池、客户池；整合 33 家分支机构的渠道优势，按照客户行业、产业链、资产类型等建立起多维度的不良资产池、不良项目池，依托不良资产收购基金、不良资产私募证券化产品等创新业务手段，引导金融资本、产业资本、社会财富与实体企业实现有效对接，融通资金供给和资金需求两端。另一方面，将发挥受托处置不良资产、托管德隆、重组湘江银行等的经验优势和品牌优势，接受金融债权、央企国企资产、政府平台贷款、政府一般性资产、军队特殊资产等委托，管理各类金融和非金融资产，提供托管计划、资产重组、资产转让、收购兼并、财务顾问、法律咨询等专业化服务。

提供逆周期救助型金融服务

紧紧把握当前金融和非金融不良资产规模和不良率双升的时间窗口，按照中央“盘活存量、优化增量”的要求，积极参与化解产能过剩、推动产业结构调整和经济转型升级，提供逆周期救助性金融服务。

一是加大收购银行等金融机构不良资产包业务的营销方式、收购方式和组织机制的创新力度，积极探索混合收购、结构化收购和围绕建立资产池目标进行策略性收购，进一步提升定价能力，在做大持有和管理不良资产规模的同时，为金融机构解围。顺应业务逆经济周期的特点，采取相机经营策略，发挥不良资产的价值判断、资产经营和管理的专业优势，在经济低谷期，以收购不良资产为主，加强资产管理，并利用多种业务平台持续经营，择机沉淀有价值的资产；在经济复苏和繁荣阶段择机出售，以时间换空间，通过经营风险获得回报。

二是按照本息清收一批、诉讼追偿一批、债务重组一批、公开转让一批、委托处置一批、申请执行一批、以物抵债一批、经营沉淀一批的资产分类经营和处置的思路，将传统不良资产处置手段与债务重组、资产重组、并购重组、资产证券化等手段及多元化平台功能的运用有机结合，利用多元化的方式逐步实现“资产经营—价值提升—处置退出—实现收益”的资产处置路径。

三是参与国家化解产能过剩，以资产管理为平台，以危机资产、危机项目、危机企业、危机机构的管理为切入点，通过收购债权、整合资产、整合股权来整合项目、整合企业。激活生产要素的社会价值，使闲置、停滞资产产生经营效益，为政府解难、为企业解困、为债权人解围，进而推动产业重组和经济转型升级。同时，在交易结构上大胆创新，由相对简单的债务重组模式向上下游、同行业资产重组转型，向“结构化投资 + 管理”的长线经营转型，创新沉淀实物资产和股债结合的长线做法，在“以时间换空间”基础上延伸服务链、价值链，实现债权和股权的资产沉淀、资产盘活、新资金注入后的价值提升和创造，以增量盘存量、化不良为优良，实现资产增值。

不断优化综合金融服务手段

金融资产管理公司所在的资产管理行业已经进入“大资管时代”，市场更加开放、主体更加多元、竞争更加激烈，资产管理业务界限日益模糊，一款金融产品涉及的金融企业类型将更加多元，利率市场化又将进一步加大市场竞争强度。

与此同时，互联网金融高速发展，又警示传统金融机构一定要为客户创新服务、为客户提供便利、为客户提升体验、为客户让渡利润。中国华融将在继续发挥“一主多元、交叉销售、综合协同打组合拳”的业务模式优势下，通过联合不同金融企业、集团内各业务平台，实现体系内外、多种金融单位、多种业务手段融合。努力挖掘客户需求，并围绕客户需求设计“存量 + 增量”“债权 + 股权”“收购 + 经营”“实际出资 + 信用增级”“自主资金 + 结构化融资”等综合金融服务产品，逐步由做项目向做客户转变，形成以资产管理业务为核心的，覆盖企业客户全生命周期、覆盖上下游和同行业的综合金融链式服务。

中国华融资产管理公司
CHINA HUARONG ASSET MANAGEMENT CORPORATION

资产证券化基础资产负面清单解读

本月 15 日，基金业协会出台了《证券化业务基础资产负面清单指引》（征求意见稿）、《资产证券化基础资产负面清单》、《资产证券化业务风险控制指引》（征求意见稿）等系列文件，对资产证券化基础资产选择、风险控制等方面进行了详细规定。这标志着证券公司与基金公司子公司开展企业资产证券化业务行将进入常态化过程。下面，笔者结合资产证券化的理论与实践情况，采取原文与解读对照的形式对基金业协会出台的《资产证券化基础资产负面清单》进行解读，供大家参考。

原文：一、以地方政府为直接或间接债务人的基础资产。但地方政府按照事先公开的收益约定规则，在政府与社会资本合作模式（PPP）下应当支付或承担的财政补贴除外。

解读：按照本条规定，除了项目企业采取 PPP 模式形成的基础资产可以设计成资产证券化产品以外，其他“以地方政府为直接或间接债务人的基础资产”就不能再做成资产证券化产品了。PPP 模式下项目收入来源主要有三种：一种是政府授予项目业主特许经营权方式，社会资本业主将项目建成并负责运营，运营收入来源主要为使用者付费形式，运营期满后移交政府；一种是社会资本项目业主负责将项目建成并运营，运营收入来源为政府付费购买；另一种是社会资本项目业主的收入来源为使用者购买与政府财政补贴结合形式。上述采用 PPP 模式建成后收入来源现金流稳定持续可靠，采特许经营权方式建成运营的项目收入属于项目业主资产收益类的基础资产；而运营收入依靠政府付费购买或者政府财政补贴方式形成的基础资产属于项目公司的债权类资产，均可以做成资产证券化产品。

“以地方政府为直接或间接债务人的基础资产”是指以下情形：一是政府融资平台公司或下属子公司项目收入来源直接依靠地方政府财政资金支付，即项目（公司）是债权人，地方政府是该项目（公司）的债务人。根据国务院关于清理整顿、分类管理各级政府投融资平台的指示精神，此类平台形成的债权类基础资产不能通过发行资产证券化产品形式筹集资金，如政府投融资平台公司采用 BT 模式建成后，其合作相对方形成的债权类基础资产，政府就是直接债务人；另一类主要是指地方政府为政府融资平台公司担保或者承诺为其债务兜底而形成的或然负债，此时政府就是间接债务人，若地方政府融资平台的合作相对方以其对地方政府融资平台的债权为基础资产发行资产证券化产品则属于本负面清单管理之列。

原文：二、以地方融资平台公司为债务人的基础资产。本条所指的地方融资平台公司是指根据国务院相关文件规定，由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体。

解读：“以地方融资平台公司为债务人的基础资产”是指与地方融资平台的合作方为债权人，地方融资平台为债务人而形成的债权类基础资产。此类基础资产的原始权益人是民间社会资本法人，其以对地方融资平台的债权为基础资产发行资产证券化产品。因此类政府融资平台属于国务院相关文件中清理整顿、分类管理范围，其最终地位取决于融资平台公司业务范围是公益性还是自营性，若属于公益性（如政府保障房建设等），政府最终为平台

公司的债务兜底，此类基础资产就可以发行资产证券化产品；而自营性平台公司则在经营上自负盈亏，其在和社会资本合作过程中形成的债务是自营债务，政府不存在为此类融资平台公司财政支付和财政补贴责任，由于未来现金流不稳定持续，故不能发行资产证券化产品。

原文：三、矿产资源开采收益权、土地出让收益权等产生现金流的能力具有较大不确定性的资产。

解读：矿产资源开采收益权更多属于项目资产收益权，其收益受制于国际国内两个市场的波动影响，现金流收益不稳定；土地出让收益同样受房地产市场波动影响太大，现金流收益不确定，也不是资产证券化的适格基础资产。这两类基础资产现金流还均缺乏可预测性，受外在市场环境影响太大。不过，上述资产虽不好实施资产证券化，却可以进行准资产证券化——采取集合资金信托计划的方式融资。

原文：四、有下列情形之一的与不动产相关的基础资产：1、因空置等原因不能产生稳定现金流的不动产租金债权；2、待开发或在建占比超过 10% 的基础设施、商业物业、居民住宅等不动产或相关不动产收益权。当地政府证明已列入国家保障房计划并已开工建设的项目除外。

解读：这是指不动产证券化（Reits）。一般认为，不动产证券化的基础资产最恰当的是已经建成的商业地产与工业园区出租人出租不动产使用权而产生的租金债权；至于在建的不动产一般认为不是恰当的证券化的基础资产，因此该条款才规定将“待开发或在建占比超过 10% 的基础设施、商业物业、居民住宅等不动产或相关不动产收益权”列入负面清单。而将国家建设的保障房纳入准许证券化的基础资产范围，笔者的理解仍然是基础资产现金流的稳定性、可持续性与可预测性。一般在建商业地产与工业地产的资金来源不外乎由开发商的少部分自有资金、银行贷款与地产的销售收入三类资金组成，而若通过不动产证券化募集资金用于项目建设，其还款来源不外乎是房地产项目的销售收入，但房地产销售受市场因素与政府宏观调控影响较大，政府保障房由于在建设期间资金来源有保障，建成后销售收入受市场影响较小，现金流稳定持续，故被排除在负面清单之外。

原文：五、不能直接产生现金流、仅依托处置资产才能产生现金流的基础资产。如提单、仓单、产权证书等具有物权属性的权利凭证。

解读：提单、仓单与产权证书等之类的权利凭证，一般认为属于准物权，本身不能产生现金流，需处置后才能有收益，且只能一次性而不能分割处置，不是资产证券化的适格基础资产。

原文：六、法律界定及业务形态属于不同类型且缺乏相关性的资产组合，如基础资产中包含企业应收账款、高速公路收费权等两种或两种以上不同类型资产。

解读： 根据《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》第三条 “本规定所称基础资产，是指符合法律法规，权属明确，可以产生独立、可预测的现金流且可特定化的财产权利或者财产。基础资产可以是单项财产权利或者财产，也可以是多项财产权利或者财产构成的资产组合。”至于基础资产能否是不同类型且缺乏相关性的财产权利或者财产构成的资产组合，规定中无相应明确条款。试想：某原始权益人企业既有应收账款类债权资产，又有收益权类的资产，若将其两类业务不同，法律权属相异的基础资产打包在一起发行证券化产品，则至少会出现以下问题——一是违反基础资产的法律权属明确原则。权属明确的含义只能指基础资产归属于一种权属，而不能够是债权与资产收益权两种权属的混合。二是资产池现金流的归集风险增大。基础资产产生的现金流统一归集到专项计划托管账户中，若该账户中既归集有债权类资金，又归集有收益权类资金，则两类资金会发生混同，对账户监管不利，容易引发财务与法律风险。三是信用增级措施触发条件与操作流程不同，债权类资产经营现金流更多受到个别债务人自身经营情况的影响，收益权类资产经营现金流更多受到外部市场环境影响，二者并不兼容。将“法律界定及业务形态属于不同类型且缺乏相关性的资产组合”的基础资产纳入负面清单是正确的选择。

原文：八、最终投资标的为上述资产的信托计划受益权等基础资产。

解读：将上述已纳入负面清单基础资产转化为信托受益权等基础资产，再将该信托受益权作为基础资产进行证券化，则属于基础资产的再证券化，是更加抽象的远离原始基础资产的资产证券化衍生产品，当属禁止之列。当然，如果是以未纳入负面清单基础资产转化为信托受益权等基础资产，再将该信托受益权证券化自然是允许的。

浙江地区上市公司应收账款质量对比分析

本文以浙江地区上市公司的应收账款为研究对象，用一系列财务指标描述应收账款的质量，从应收账款规模、应收账款回收速度和应收账款变化趋势三个角度分析浙江地区上市公司近两年来应收账款的质量，并对应收账款的质量现状分行业比较，探讨影响企业应收账款质量的因素及改善企业应收账款质量的方法。

截至 2014 年 6 月末，浙江省共有沪深 A 股上市公司 260 家，营业收入为 4,159.39 亿元，浙江省 GDP 为 17978.20 亿元，营业收入占 GDP 23.14%，利润总额 447.48 亿元。浙江省规模以上企业 2014 年上半年利润总额累计为 1554.6 亿元，上市公司利润占比 28.78%，上市公司对浙江省的经济贡献可见一斑。而应收账款作为企业风险较高的流动性资产，其数额越大、坏账损失的可能性就越高，应收账款资金占用多少、占用时间的长短即应收账款质量的好坏直接影响到企业的经济效益。因此对应收账款质量的研究非常必要。

近年浙江地区 A 股上市公司应收账款统计

1、应收账款逾期大量增加，正成为下一个不良的爆发点

截至 2013 年 12 月末，浙江省共有沪深 A 股上市公司 259 家，应收账款合计 1333.43 亿元，同比增长 15.17%。坏账准备 105.87 亿元，坏账准备率达到 7.94%。

上市公司应收账款按账龄进行分类，截止到今

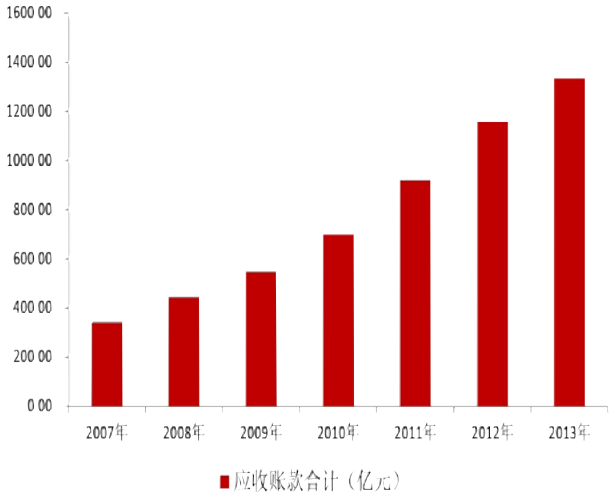


图 1：浙江地区沪深上市公司应收账款规模

数据来源：上市公司年报，浙商研究院整理

年上半年，一年以内应收账款合计 1028.41 亿元，占比 75.65%；1-2 年应收账款合计 143.08 亿元，占比 10.52%；2-3 年应收账款合计 41.85 亿元，占比 3.08%；3 年以上应收账款合计 32.33 亿元，占比 2.38%。

从应收账款的逾期时间来讲，美国企业的应收账款回收期平均为 45 天（30 天的放账销售条款），而中国企业的应收账款回收期平均为 125 天。

据美国商法联盟商账追收部各会员的综合经验调查数据显示，当逾期时间为一个月时，追账成功率为 93.8%，当逾期半年时，成功率急降到 57.8%，而当逾期两年左右时，成功率只能达到 13.5%。按照此推论，浙江上市公司 2 年以上应收账款合计 74.18

亿元，最多收回 10 亿元，坏账率将达到 6.24 %，远高于 2013 年浙江地区商业银行不良贷款率 1.98%。

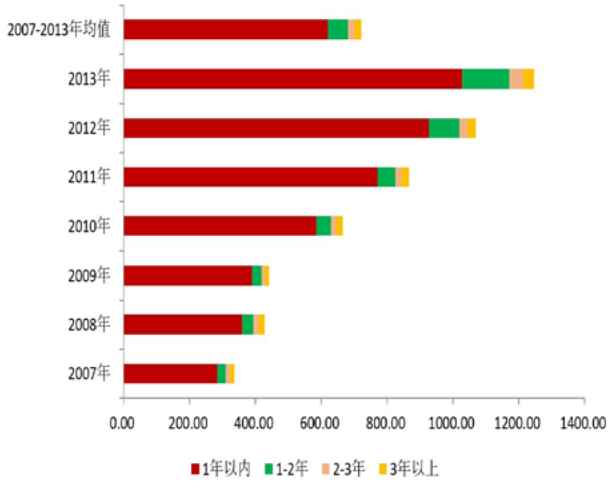


图 2：浙江地区沪深上市公司应收账款各分项数据
来源：同花顺 IFind，浙商研究院整理

表 1：2007 年以来浙江地区上市公司级上市公司应收账款情况

	上市公司数（个）	应收账款合计（亿元）	坏账准备（亿元）	坏账准备率
2007年	167	342.72	23.67	6.91%
2008年	222	445.28	31.65	7.11%
2009年	244	547.18	39.86	7.28%
2010年	251	700.83	49.69	7.09%
2011年	259	919.98	62.63	6.81%
2012年	257	1157.83	83.54	7.22%
2013年	259	1333.43	105.87	7.94%

数据来源：同花顺 IFind，浙商研究院整理

表 2：2007 以来浙江地区上市公司应收账款按账龄分各分项及占比

单位（亿元）	1年以内	占比	1-2年	占比	2-3年	占比	3年以上	占比
2007年	285.07	83.18%	24.51	7.15%	12.39	3.62%	13.02	3.80%
2008年	359.50	80.74%	34.16	7.67%	15.00	3.37%	20.02	4.50%
2009年	388.74	71.03%	59.29	5.36%	10.11	1.85%	12.99	2.37%
2010年	581.57	83.12%	45.56	6.52%	16.13	2.30%	18.92	2.63%
2011年	771.19	83.84%	53.36	5.86%	18.84	2.05%	22.56	2.39%
2012年	927.86	78.51%	91.72	7.76%	24.46	2.07%	24.66	2.09%
2013年	1028.41	75.65%	143.08	10.52%	41.85	3.08%	82.33	2.58%
2007-2013年均值	620.91	78.89%	60.24	7.21%	20.01	2.65%	20.64	2.88%

数据来源：同花顺 IFind，浙商研究院整理

同期浙江省规模以上企业应收账款达到8790.34亿元，按照上市公司一年以上应收账款占比 24.35%计算，规上企业一年以上应收账款应达到 2140.72亿元，差不多是 2013 年浙江省商业银行不良贷款余额（1035.7 亿元）的两倍。这还仅仅是浙江地区的规模以上企业。

从表 2 可以看到，上市公司一年以上应收账款比重高达 24.35%。按照国际通行的做法，将一年以上的应收账款视为坏账，应当折算为现值来计量，一年以上应收账款应视为不良资产予以冲销。如果国内企业按照这一标准严格执行，那么企业将会有 1/4 的应收账款转为当期费用，企业的利润总额将会进一步缩减应收账款的 3/4，流动资产会降低 1/4。上市公司应收账款正成为下一个不良的爆发点，企业的逾期应收账款大量增加，特别是账龄在三年以上的，收回的可能性极小或者长期未发生变动，损失可能性极大的应收账款，已成为应收账款中的不良资产。

2、应收账款增速只有去年一半，企业收入质量得到改善

我们以 2007 年浙江地区沪深 A 股 167 家上市公司为样本，分析这 167 家上市公司 7 年来应收账款/营业收入增速，以及应收账款占流动资产的比重变化及趋势。

2008 年-2013 年应收账款平均增速维持在 16.7%，而营业收入平均增速为 13.85%，落后于前者 2.85 个百分点，营业收入的增长速度落后于应收账款的增长速度，应收账款/营业收入平均比重在 13.27%，从 2012 年以来比例有所上升，这说明近几年应收账款的风险有所提高，资金变现能力有所下降。但从应收账款/流动资产的占比来看，近几年的平均水平在 14.54%，比重变化基本不大，2012 年和 2013 年略有上升，表明上市公司流动资产中应收账款的比重相对增加。以上指标均表明应收账款给上市公司的经营和发展带来的潜在风险越来越大，应收账款处理不善，很容易造成企业利润虚增和现金流量的不足，而且也易引起企业资金链的断裂。

2013 年浙江地区沪深 A 股上市公司应收账款 859.21 亿元，营业收入 5827.14 亿元，流动资产 5912.39 亿元，应收账款/营业收入为 14.74%，2013 全年应收账款增速为 12.95%，增速只有 2012 年的一半，同时营业收入的增速为 15.41%，是 2012 年营业收入增速的 3 倍，说明企业收入质量得到改善。

截至本文撰稿之日，2014 年还没经历一个完整

的会计期间，对于企业应收账款的统计及收入质量的判断还为时过早，但是将 2014 年上半年的应收账款的数据跟去年同期作比较，应收账款同比增长 6.27%，收入质量同比增长 7.97%，流动资产增速 8.85%，可以看出，营业收入和流动资产的增速略微高于应收账款，预计 2014 年企业收入质量（应收账款／营业收入、应收账款／流动资产）将继续维持改善态势。

表 3：2007 以来浙江上市公司收入质量各分项

	应收账款（亿元）	营业收入（亿元）	流动资产（亿元）	应收账款/营业收入	应收账款/流动资产
2007年	342.72	2714.62	2009.65	12.63%	17.05%
2008年	370.18	3027.43	2310.41	12.23%	16.02%
2009年	426.08	3179.93	2894.28	13.40%	14.72%
2010年	492.47	4049.79	4005.65	12.16%	12.29%
2011年	611.11	4825.41	4869.84	12.66%	12.55%
2012年	760.72	5049.28	5210.08	15.07%	14.60%
2013年	859.21	5827.14	5912.39	14.74%	14.53%
2013年6月	864.26	2699.77	5651.52	32.01%	15.29%
2014年6月	918.42	2914.93	6151.79	31.51%	14.93%

数据来源：同花顺 IFind，浙商研究院整理

表 4：2007 以来浙江地区上市公司收入质量各分项增速变化

	应收账款增速	营业收入增速	流动资产增速	（应收账款/营业收入）增速	（应收账款/流动资产）增速
2007年	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
2008年	8.01%	11.52%	14.97%	-3.15%	-6.05%
2009年	15.10%	5.04%	25.27%	9.58%	-8.12%
2010年	15.58%	27.35%	38.41%	-9.24%	-16.49%
2011年	24.09%	19.15%	21.57%	4.15%	2.08%
2012年	24.18%	4.64%	6.99%	18.96%	16.35%
2013年	12.95%	15.41%	13.48%	-2.13%	-0.47%

数据来源：同花顺 IFind，浙商研究院整理

3、平均应收账款周转率有所下降，企业资金周转缓慢。

2013 年浙江上市公司应收账款平均周转率为 43.86 次，为 2009 年以来的最低。其中 59 家企业的应收账款的账期维持在 1-3 个月之间，比 2012 年有所减少，而 3 个月以上账期的企业有 59 家，相较于 2012 年增加 7 家。从趋势来看，应收账款平均周转率在 1-5（应收账款周转天数 3 个月—1 年）之间的企业数正逐步上涨，企业账款周期越来越长。

总体来说，应收账款周转率越大，表明上市公司收款速度也越快，平均账期就越短，坏账损失率就会降低，资产流动将增大，企业偿债能力就变强，相对应的应收账款的周转天数则越短。如果应收账款周转天数越长，说明企业清理拖欠应收账款的管理效率太低，同时加大了流动资产变成呆坏账的概率，引起企业资产流动性和变现率不断变差，降低了企业正常运作的能力。

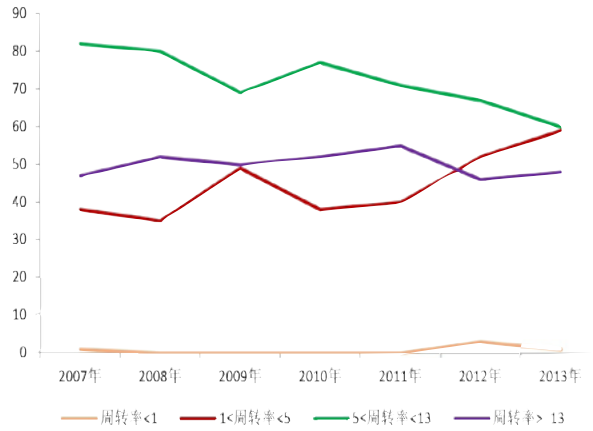


图 3：2007 以来浙江上市公司应收账款周转率趋势

数据来源：同花顺 IFind，浙商研究院整理

表 5：2007 以来浙江上市公司应收账款周转率详情

周转率	周转天数	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
周转率<1	天数>360	1	1	0	1	2	3	1
1≤周转率<5	90<周转率≤360	38	35	49	38	40	52	59
5≤周转率<13	30<周转率≤90	81	79	68	76	70	66	59
周转率>=13	天数≤30	47	52	50	52	55	46	48
2007-2013周转率均值		57.02	43.54	58.47	73.36	45.78	61.33	43.86

数据来源：同花顺 IFind，浙商研究院整理

近年来上市公司应收账款的行业分布

根据 2010 年证监会新的行业分类标准，2013 年浙江地区上市公司应收账款主要集中在制造业、批发和零售以及房地产和建筑业。其中制造业应收账款合计 580.59 亿元，占比 67.57%。其中以机械、设备、仪表制造占比最高为 39.60%；石油、化学、塑胶、塑料应收账款合计 61.3 亿元，占比 10.56%；医药、生物制品，应收账款合计 58.49 亿元，占比 10.07%。批发和零售业应收账款为 90.03 亿元，占比 10.48%，房地产和建筑业应收账款为 122.87 亿元，占比 14.3%。

由于行业各有特性，不同行业间应收账款周转率的平均值存在着较大差异。

表 6：2007 以来浙江上市公司应收账行业分布

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2013年占比
制造业	230.41	243.05	294.90	351.56	441.61	504.39	580.39	67.57%
机械、设备、仪表制造业	72.78	76.51	98.73	118.62	161.85	191.78	229.92	39.60%
电子	32.32	25.78	26.32	32.25	39.27	43.67	57.87	9.97%
医药、生物制品	26.76	27.92	35.96	36.02	40.25	50.64	58.49	10.07%
金属、非金属制造	24.27	26.12	33.69	37.24	43.35	48.48	52.68	9.07%
石油、化学、塑胶、塑料	20.43	23.55	26.36	34.73	48.06	51.42	61.30	10.56%
纺织、服装、皮毛	16.70	19.69	18.38	21.98	30.21	30.57	28.41	4.89%
造纸、印刷	7.46	7.93	9.09	11.74	10.30	10.87	12.05	2.08%
木材、家具	4.57	5.38	3.94	5.29	7.93	8.55	6.83	1.18%
食品饮料	2.23	2.14	1.98	1.83	2.30	2.35	2.17	0.37%
其他制造业	22.89	28.02	40.55	51.86	58.07	66.05	70.88	12.21%
批发和零售	27.75	30.35	37.43	44.99	60.88	72.06	90.03	10.48%
房地产和建筑业	57.53	66.32	65.66	62.44	68.85	128.10	122.87	14.30%

数据来源：同花顺 IFind，浙商研究院整理

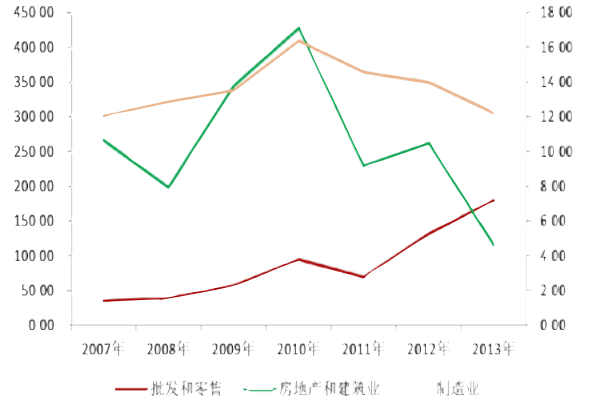


图 4：2007 以来浙江地区上市公司应收账款行业趋势变化

数据来源：同花顺 IFind，浙商研究院整理

表 7：2007 以来浙江上市公司各行业应收账周转率

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
制造业	12.05	12.87	13.53	16.36	14.58	13.97	12.21
木材、家具	5.89	5.96	5.38	5.17	5.14	4.45	4.34
金属、非金属制造	6.29	6.68	6.21	6.63	6.77	6.33	5.71
其他制造业	9.59	8.99	6.79	7.01	6.89	6.71	6.25
食品饮料	6.51	6.65	6.35	6.47	7.05	6.86	6.64
纺织、服装、皮毛	6.17	5.38	6.00	6.88	6.34	7.96	6.87
医药、生物制品	7.84	7.56	8.41	11.78	12.69	10.93	12.30
电子	14.27	17.40	17.11	17.75	15.02	13.31	14.00
石油、化学、塑胶、塑料	23.82	22.12	27.25	43.54	19.78	16.29	17.38
机械、设备、仪表制造业	11.02	12.56	11.67	15.99	16.72	16.05	18.45
造纸、印刷	36.74	44.21	48.39	52.20	70.04	72.62	52.04
批发和零售	35.94	39.30	57.55	95.12	69.44	132.46	179.57
房地产和建筑业	265.94	198.17	344.79	427.92	229.58	262.11	115.77

数据来源：同花顺 IFind，浙商研究院整理

制造业应收账款周转率平均值为 12.21 次，账期平均为 30 天左右。其中木材、家具制造业的应收账款周转率最低，平均为 4.34 次，在制造业中周转相对较快的是造纸和印刷企业，周转天数都在 7 天左右。相比较而言，批发和零售类的上市公司整体的周转水平则要快得多，该行业上市公司应收账款周转天数平均值仅为 2 天。而房地产和建筑业的平均应收账款周转天数仅为 3 天，可谓是各行业中翘楚，这一方面与该类公司多现款销售有关。

在应收账款的比较中，我们主要关注行业变化趋势情况。从 2007 年到 2013 年，批发和零售行业的应收账款周转率正不断升高，表明该行业应收账款的收款速度正越来越快，未来应收账款损失的可能性越小。而制造业和房地产业的应收账款周转率则越来越小。实际上，受近年来金融危机及目前国内经济结构调整的影响，在这一期间不少制造企业和房地产企业的收入和利润都出现了下滑，而应收账款周转率的降低更进一步削弱了它们盈利的质量。

总体来说，长期保持较高的资产周转率是一个企业管理有效的标志，这种管理将一个成长性公司和那些只是在经历周期性或季节性反弹的公司区分开来。因此，在周转率的考察上，我们应该给予那些长期保持较高周转率的企业更高的评价。

长三角地区上市公司应收账款对比分析

浙江地区上市公司应收账款总体规模小于江苏、上海。把浙江 A 股上市公司的应收账款放到江浙沪长三角地区来看，截止到 2013 年 12 月，浙江地区 A 股上市公司最多，但是其应收账款规模确实最小的。江苏省 A 股上市公司应收账款合计为 1587.52 亿元，而上海应收账款合计 2190.35 亿元，是浙江上市公司的 1.65 倍。但是浙江地区一年以上的应收账款的占比却是最高的，占比为 22.87%。 而对于坏账准备，上海上市公司提取的比例仅为 4.99%，要低于其他其两个省市。

从应收账款增速角度看，浙江地区 A 股上市公司表现最佳。2012 年上海 A 股上市公司应收账款合计为 1889.18 亿元，2013 年同比增加 15.94%；2012 年江苏省上市公司应收账款合计为 1299.71 亿元，2013 年同比增加 22.14%，远高于浙江应收账款增速 15.17%。从应收账款的增速 / 营业收入的增速来看，浙江的 上市公司表现也是最佳的，2013 年浙江 A 股上市公司营业收入同比增加 14.4%，与应收账款同期增速基本持平，而上海营业收入的增速只有 10.94%, 江苏营业收入增速仅有 9.2%，收入增速还不到应收账款增速的一半。值得注意的是，2013 年上海 A 股上市公司应收账款 / 营业收入只有 8.92%，远小于浙江的 22.88%，和江苏的 19.35%，说明上海 A 股上市公司的应收账款的回收要好于浙江和江苏。

从应收账款周转率角度看 2013 年浙江 A 股上市公司应收账款平均周转率为 43.86 次，而 2013 年上海 A 股上市公司应收账款平均周转率为 56.83 次，要好于浙江上市公司的表现。而江苏应收账款的平均周转率为 22.48 次，也就是说江苏上市公司应收账款的周转天数差不多是浙江上市公司的两倍。

在一定程度上，应收账款周转率的实质是增加销售收入和应收账款资金积压问题的权衡。较低的应收账款周转率可能是由于过长的赊账期限、购买者无力支付或者是收款力度不够所致；较高的周转率可能意味着，严格的赊销政策或者不愿意或不能扩展赊销。

影响企业应收账款质量的因素

2008 年以来，全球经济形势发生深刻变化，不确定、不稳定因素增多，企业经营情况恶化，很容易造成买方失信，造成一部分应收账款无法收回成为坏账，赊销增长过快，出现大量逾期没有收回的应收账款，从而影响企业资产流动性和短期偿债能力。企业应收账款如果数额过大，并且账龄过长，势必会降低企业的财务弹性和资产的流动性，一旦出现大量的债务到期而买方无力支付的情况，就极有可能引发企业的财务危机，严重的甚至会导致企业的破产。

表 8：2013 年浙江、江苏、上海应收账款账龄比较

2013年	浙江	江苏	上海
上市公司数	259	247	196
应收账款总额(亿元)	1333.43	1587.52	2190.35
1年以内（亿元）	1028.41	1250.95	1768.71
占比	77.13%	78.80%	80.75%
1年以上（亿元）	305.01	306.01	307.01
占比	22.87%	19.28%	14.02%
1-2年	143.08	167.32	152.36
占比	10.73%	10.54%	6.96%
2-3年	41.85	60.48	71.90
占比	3.14%	3.81%	3.28%
3年以上	32.33	47.42	128.49
占比	2.42%	2.99%	5.87%
坏账准备（亿元）	105.87	126.52	109.24
坏账准备率	7.94%	7.97%	4.99%

数据来源：同花顺 IFind，浙商研究院整理

每家企业作为资金链上的一环，一旦一家企业因下游企业应收账款大量逾期出现经营问题，无法支付其上游企业的应收账款，很快会造成整个资金链上下游的财务困难，使企业账户上“应收而未收款”与“应付而未付款”的额度大幅度上升，即“三角债”现象。由于拖欠，大多数企业都面临收不到毛收入的问题，致使经济效益好的企业因缺乏资金而难以扩展生产；巨额的未清偿的债务拖款使企业或不能进一步向银行申请贷款，或难以申请到信贷；越来越多的企业会陷入债务死扣之中，每一个企业既不愿意偿债，它的债权也无法得到清偿。此外，“三角债”还会造成经济信息的混乱：由于拖欠，流动资金更显不足，在短期信用拆借市场与投资市场上，资金价格则易受黑市操纵；由于经济效益好的企业也面临被拖欠的问题，其利润也就难以实现。结果，本来比较清晰的效益好的企业与效益差的企业之间的界限就会变得模糊不清，就整个经济而言，会反映成亏损面进一步扩大。

其次，长期以来很多企业都只注重销售管理，对应收账款的管理重视不够，商业信用意识单薄，在没有对客户资信进行深入调查和评估的情况下，向客户提供一定的赊销，虽然短期内会增加企业的销售量，但长此以往企业的流动资金会大量被客户拖欠，从而降低企业资金的运营效率。应收账款能否及时收回，要取决于欠款方的信用和偿付能力等各种因素，具有很大的不确定性。因此，不良的信用管理也给企业带来一系列的风险。

提高企业应收账款质量的方法

1、选择恰当的坏账会计政策

企业应定期对应收账款进行全面检查，预计各项应收账款可能发生的坏账，对于没有把握的能够收回的应当计提坏账准备。

就执行情况看，企业也存在以下问题：（1）坏账准备金不能抵御坏账风险，且差距很大。由于部分项目收款情况良好，应收账款余额下降，计提的坏账准备基数减少，但企业实际的坏账风险并未减少，浙江 A 股上市公司 1 年以上的超龄应收账款近 7 年的平均余额在 170.43 亿元，而按余额百分比计提的坏账准备平均额为 59.11 亿元，不能全部覆盖（2）应收账款资产不实。按会计理论“资产是能够给企业未来带来收益的”，企业的应收账款中能估计到很难收回的，应加大坏账准备的计提；对有确凿证据表明确实无法收回的应收账款应全额计提坏账准备，相应减少企业的“资产”。而许多企业现行的会计坏账会计政策没有“加大”或“全额”计提坏账准备的会计处理。使企业的应收账款资产中有不能给企业带来收益的不良资产即超龄滞呆的应收账款。

因此，应重新估计应收账款的坏账风险，改变现行的坏账会计政策，选择账龄分析法计提坏账准备，在确定坏账准备的计提比例时，应当根据企业以往的经验、债务单位的实际财务状况和现金流量情况，以及其他相关的信息合理地作出估计。这样

就能保证坏账准备金与坏账风险基本相当；保证企业在资产负债表上如实恰当地披露应收账款。

2、规范对应收账款客户的管理

由于应收账款是建立在商业信用上的营销手段，可以说只有建立在强有力的信用管理的基础上，应收账款管理才能得到真正的效用。不良的信用管理会带给企业极大的风险，诸如客户拖欠，客户坏账的风险。信用交易是普遍存在的交易形式，拖欠是普遍存在的现象，然而很多企业对拖欠风险的危害性认识不够。

所以应该（1）规范企业信用销售成本的计算方法：其总成本＝坏账成本＋机会成本＋信用管理成本；（2）制定企业信用销售的条件：其中包括现金折扣、折扣期限和信用期限。收账政策是指信用条件被违反时，企业采取的收账策略。企业如果采用较积极的收账政策，可能会减少应收账款的成本，减少坏账损失，但要增加收账成本。（3）对客户进行资信评估：通过建立客户信用档案数据库，实行客户资料统一管理。建立客户资信评估可以从以下三个步骤进行：获取客户的有关信息；分析这些信息以确定信用者的信用可靠程度；根据信用政策来确定是否应该提供赊销以及赊销的最高额度。当企业开始重视信用管理时，应用账款逾期率及坏账率将会大幅下降，企业效益明显回升。

3、建立应收账款核算和管理制度

(1) 设置应收账款明细分类账。在总分类账的基础上按信用客户的名称设置明细分类账， 来记载与各信用客户的业务来往情况。(2) 定期与信用客户核对账目。定期核对账目的目的在于避免记账的错误与遗漏，避免收账人员收款后不及时报账而挪用企业资金，依据核对清楚的账款进行催收工作。(3) 应收账款账龄分析。一般来讲，逾期拖欠时间较长，账款催收的难度越大，成为坏账的可能性越高。因此，进行账龄分析，是提高应收账款收现效率的重要环节。 (4) 建立完善的应收账款催收机制。对非恶意的客户继续保持业务往来，对不良客户采取包括法律在内的一切手段，将应收账款的损失降到最低；如果客户仅仅处于暂时的付款困难，可以适当延长信用期。

4、逾期应收账款的处理

对于逾期账款，除了可以继续向司法部门提出诉讼申请执行以外，还可以采用以下几种方式提高其应用效率：

(1) 债务重组。债务重组是指债权人按照其于债务人达成的协议或法院的裁决同意债务人修改债务条件的事项。债务重组的主要方法有： ①以低于债务账面价值的现金清偿； ②以非现金资产清偿；③债务转为资本，债务人将债务转为资本，同时债权人将债权转为股权； ④修改其他条件，是指除以上述三种方法以外的其他方式进行债务重组。

(2) 利用应收账款进行融资。①出售应收账款。出售应收账款包括不附追索权的出售和附追索权的出售。附追索权的出售在应收账款到期无法从债务人处收回时，银行等金融机构有权向出售应收账款的企业追偿，所以，附追索权的出售实质上就是以应收账款为质押取得借款。②将应收账款进行证券化融资。应收账款证券化（ABCP ）是发债人以各种应收账款、分期付款等资产为抵押，发行的一种商业票据。ABCP 有着不同于其他证券化的特征。首先，它往往以循环的方式进行，进入证券化程序后可以循环融资。拥有大量应收款项的企业，可以不断利用这种方式进行滚动融资；其次，ABCP 的资产池既可按单一模式进行，也可以把不同公司的应收款纳入其中，使规模偏小的公司得以参与这个市场，解决了中小公司的融资问题。

法律解读：破产清算、重整、和解的关系

破产清算、重整以及和解制度均是我国新破产法规定的破产程序，共同构成现代企业破产制度的三大基石。破产清算、重整、以及和解制度同为处理破产案件的程序，在启动主体、启动条件、利益主体、审批程序、强制力、法律目标等方面存在诸多差异，同时，三者之间又可以相互转化，且三者均需要借助法院的司法权，通过法定程序来解决相应的法律问题。在本文中，我们将借助于超日重组案件对破产清算、重整以及和解三者的关系进行解读。

一、破产清算、重整、和解三者的区别

1、三者的调整内容和规范重点有所区别

（1）破产清算制度是通过宣告债务人破产后，由破产管理人对破产财产进行清算、评估、处理，并按照规定的程序和分配规则对破产财产进行分配，最终使债务人不复存在的一套制度。破产清算制度往往适用于那些无法通过重整或和解而继续生存下去的公司。

（2）破产和解制度着眼于通过债权人与债务人的协商，减免债务数额及延缓债务履行期限，使债务人摆脱了经济困难、避免破产，从而维护社会正常交易秩序，兼顾当事人个体利益与社会利益。

（3）企业重整制度则着眼于积极预防破产，充分调动各方利害关系人的积极性，共同拯救陷于经营困境的企业，从根本上恢复债务人的生产经营能力，维持企业正常的生产经营秩序，实现企业价值的更生再造。其在性质上，重整制度具有债务清理和企业拯救的双重目的，而后者是主要方面。

（4）在超日案件中，选用的是重整制度，而非破产清算，即是希望通过重整实现企业复兴而最终实现债权人的权利。从《上海超日太阳能科技股份有限公司重整计划》（以下简称《超日重整计划》）公布的数据来看，超日全部资产为 4.8 亿，而全部负债高达约 60 亿，负债是资产的约 12 倍。如果采用破产清算程序，那么普通债权受偿率仅约为 3.95%，而这尚是在超日全部资产均能快速按评估值变现的

超日资产负债情况

	单位：万元
资产总额	47,612.27
负债总额	595,580.04
（一）已获法院裁定确认的债权	432,452.29
--有财产担保债权	66,084.42
--税款债权	2,191.88
--普通债权	364,175.99
（二）初步确认的债权	90,860.71
--建筑工程优先债权	7,345.55
--税款债权	3,181.68
--普通债权	80,333.47
（三）职工债权	3,900
（四）预计债权	68,367.04
--未申报的有财产担保债权（11 超日债）	46,756.04
--已申报但尚未获得管理人审查确认的普通债权	20,611
--未申报的普通债权	1,000

情形下，否则债权人的实际受偿率将更低。虽然超日属于产能过剩的光伏行业企业，但新能源行业具有较好的发展前景，且企业本身也经过了较长时期的积累，因而具有很好的成长性。采用重整方式，引入新的投资方，不仅使得超日本身避免了清算关闭的境地，使企业的营运价值得以保留，譬如超日重组后仍然保持了在交易所上市的资格。同时，债权人得到了比债务人破产清算分配的情况下更为有利的清偿结果。以债权中受偿率最低的普通债权为例，超日重整后，每家普通债权人 20 万元以下部分（含 20 万元）的债权全额受偿；普通债权超过 20 万元部分按照 20% 的比例受偿。可以看出债权人在重整条件下，受偿比例得到了较大的提升。

2、三者的适用条件不同

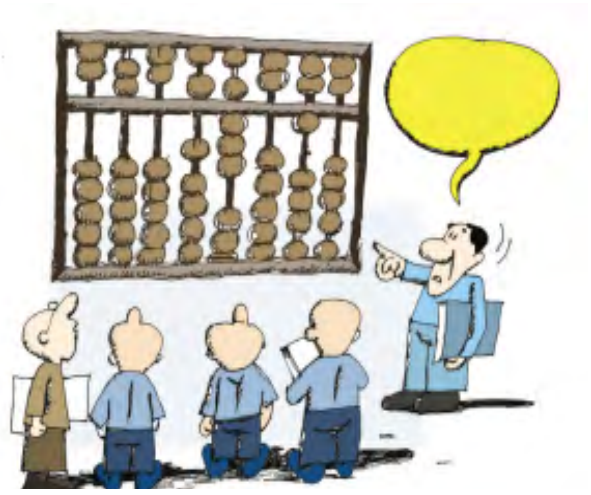
（1）能够启动破产清算程序必须是债务人出现了破产原因。破产原因有两种：一是债务人不能清偿到期债务，且资产不足以清偿全部债务，而无论该等债务是否到期；二是债务人不能清偿到期债务，且明显缺乏清偿能力。只要满足上述情形之一的，即可被认定为出现了破产原因。破产原因并不论债务人是否经营盈亏，只问能否偿还债务，譬如本身经营并不亏损，但却因不适当地承担了担保责任而被宣告破产。

（2）对破产和解来说，程序启动的条件与破产清算程序启动的条件是一致的，亦即出现了破产原因。

（3）相对来说，破产重整程序开始的条件较破产清算、和解程序更为宽松，不仅在破产原因已经发生时可以申请重整，在债务企业有明显丧失清偿能力可能时，即有发生破产原因可能的，债权人也可以申请重整。

（4）超日重整条件。早在 2014 年 3 月 4 日，超日发行的“11 超日债”因其无力偿还 8980 万债息（3 月 5 日是打款日），宣布违约，亦成为我国债市第一个违约案例，因此超日已经不能清偿到期债务，实际上此时其亦已明显丧失清偿能力；而根据《超日重整计划》，超日全部资产总额为 47,612.27 万元（以 2014 年 6 月 26 日为评估基准日），全部负债总额为 595,580.04 万元，超日已经处于明显资不抵债的情况。故，超日已经具备了不能清偿到期债务，且资产不足以清偿全部债务或者明显丧失清偿能力的破产原因了。

3、三者的申请人范围不同



（1）破产清算申请人可以是债务人和债权人。此外，对于企业已解散但未清算或者未清算完毕，且资产不足以清偿债务的，依法负有清算责任的人应当向法院申请破产清算；金融机构具有破产原因的，国务院相应的金融监督管理机构亦可以提出破产清算。

（2）破产和解申请人仅限于债务人。也就是说，当债务人不能清偿到期债务而具备破产原因时，债权人依法有权向法院申请宣告债务人破产，而不能提起破产和解，至于债务人为了避免被宣告破产，可以向债权人提出破产和解的请求。

（3）破产重整制度的申请人则较为广泛。按照新破产法的规定，重整程序的申请人分为两种情况：一是破产案件受理前的初始重整申请，可以由债务人或者债权人提出；二是破产案件受理后，破产宣告前的后续重整申请，初始申请为债权人申请债务人破产清算的，债务人或者持有债务人注册资本 1/10 以上的出资人可以提出。值得说明的是，法律并没有明确“注册资本 1/10 以上”是指单一持有还是合计持有，通常学界认为应当理解为是合计持有。此外，金融机构具有破产原因或者有发生破产原因可能的，国务院相应的金融监督管理机构亦可以提出破产重整。

（4）在超日重整案件中，提出重组申请的就是超日债权人之一的毅华公司，属于由债权人提出的破产重整。

4、三者所适用的法律措施不尽相同

（1）破产清算制度只是通过法律程序对债务人财产进行清算，并将可分配财产在有关权利人（主要是债权人）间实现较为公平的清偿，因而没有更多的措施可以采用。

（2）破产和解制度是通过债权人与面临被宣告破产的债务人之间就减免债务、债务的迟延履行等方面达成和解协议的方式实现的，可以采取的措施也较为单调，主要靠债权人的让步，给债务人以喘息的机会从而获得清偿手段。

（3）企业重整制度的适用目标是企业摆脱经营困境，维持其正常经营秩序。为此，重整制度的措施较为丰富，只要法律没有明确限制或者禁止的，原则上都可以实施，如可采取延期偿还或减免债务的方式，还可采取无偿转让股份，核减或增加公司注册资本，将债权转化为股份，向特定对象定向发行新股或公司债券，转让营业、资产等方法；此外还有重整方式的多样灵活性，如当各个表决组不能一致以法定多数通过重整计划时，那么管理人可根据企业具体情况，决定将重整计划提交法院强制批准。

（4)在超日重组中，就采用了多样化的措施。如：

①资本公积转增股本，由超日资本公积中的股本溢价部分转增 168,000 万股；

②无偿转让股份，超日全体出资人无偿让渡上述 168,000 万股转增股份给新的投资人；

③债务减免，对于普通债权，超过 20 万元部分按照 20% 的比例受偿。

二、破产清算、重整、和解三者的转换

1、破产清算程序向重整程序的转换

破产法第 70 条第 2 款规定，“债权人申请对债务人进行破产清算的，在人民法院受理破产申请后、宣告债务人破产前，债务人或者出资额占债务人注册资本十分之一以上的出资人，可以向人民法院申请重整”。参考《最高人民法院关于企业破产法司法解释理解与适用》，此转化应满足以下构成要件：

（1）请求权人仅限于债务人以及出资额占债务人注册资本十分之一以上的出资人，债权人、管理人不得请求转换。上文提过，上述“注册资本十分之一”应理解为合计持有。此外，出资人即股东应不包括优先股股东，因其无表决权。

（2）转换请求的提出应在宣告债务人破产前。

（3）破产清算程序向重整程序转换的主要条件是债务人必须具备重整能力，即债务人具有重整价值和再建希望。

2、重整程序向破产清算程序的转换

破产法第 78 条规定，在重整期间，债务人具以下情形之一，经管理人或者利害关系人请求，人民法院应当裁定终止重整程序，并宣告债务人破产：债务人的经营状况和财产状况继续恶化，缺乏挽救的可能性；债务人有欺诈、恶意减少债务人财产或者其他显著不利于债权人的行为；由于债务人的行为致使管理人无法执行职务。

破产法第 79 条规定，债务人或者管理人未按期提出重整计划草案的，人民法院应当裁定终止重整程序，并宣告债务人破产。

破产法第 88 条规定，重整计划草案未获通过且没有获得法院的强行批准，或者已经通过的重整计划未获得法院的批准，人民法院应当裁定终止重整程序，并宣告债务人破产。

破产法第 93 条规定，债务人不能执行或者不执行重整计划，人民法院经管理人或者利害关系人请求，应当裁定终止重整计划的执行，并宣告债务人破产。

此转化的规则如下：

（1）重整程序向破产清算程序转换的请求权人原则上是管理人或者利害关系人，在特定情况下法院可裁定终止重整程序，宣告债务人破产（破产法第 88 条、第 93 条）。

（2）转换的时间应视债务人具有的不同法定事

由而定，分别为重整期间（破产法第 78 条）、法院裁定重整之日起 6 个月或延期三个月内（破产法第 79 条）、法院收到重整计划草案之日起 30 日（破产法第 88 条）、重整计划执行期间。

（3）出现重整程序向破产清算程序转换的法定转换事由。

（4）转换的效果：债权人在重整计划中作出的债权调整的承诺失去效力。债权人因执行重整计划所受的清偿仍然有效，债权未受清偿的部分作为破产债权。

3、破产清算程序向和解程序的转换

破产法第 95 条规定，债务人可以在人民法院受理破产申请后、宣告债务人破产宣告前，向人民法院申请和解。据此，该转换的基本规则是：

（1）转换的请求权人为债务人，债权人、管理人不具有申请和解的权利；

（2） 转换的时间应在法院宣告债务人破产之前。基于破产程序的不可逆性，破产宣告后，债务人不得再提出和解申请；

（3)转换的条件是债务人应提出和解协议草案，和解申请经法院审查符合破产法的规定。

4、和解程序向破产清算程序的转换

破产法第 99 条规定，和解协议草案经债权人会议表决未获得通过，或者已经债权人会议通过的和解协议未获得人民法院认可的，人民法院应当裁定终止和解程序，并宣告债务人破产。

破产法第 103 条规定，因债务人的欺诈或者其他违法行为而成立的和解协议，人民法院应当裁定无效，并宣告债务人破产。

破产法第 104 条规定，债务人不能执行或者不执行和解协议的，人民法院经和解债权人请求，应当裁定终止和解协议的执行，并宣告债务人破产。

据此，该转换规则为：

（1）有权转换程序的主体是法院，在债务人不能或者不执行和解协议时，请求转换的主体为和解债权人；

（2）转换的时间应债务人的不同情形而定，既可以是和解协议草案未获通过或者未获法院批准时，也可以是和解协议生效后、和解协议执行期间；

（3）转换的法定事由，破产法作了明确规定。

（4） 转换效果：和解债权人在和解协议中作出的债权调整的承诺失去效力；债权人因执行和解协议计划所受的清偿仍然有效，债权未受偿的部分作为破产债权，前述已受偿的债权人只有其他同顺位债权人同自己所受的清偿达到同一比例时，才能继续接受分配；为和解协议的执行提供担保的继续有效。

5、和解程序与重整程序之间的相互转换

和解程序与重整程序之间能否转换，对于此问题，我国破产法未作出明确规定，理论界和实务界存在不同的观点：一种观点认为，鉴于破产和解程序和重整程序均属于再建性程序，两者具有基本相同的功能，一旦选择就不能再进行转换；另一种观点认为，我国破产法没有明确禁止这两类程序间的相互转换，也不存在相互之间转换的障碍，因此，该两类程序可以相互转换。

6、超日重组可能发生的转换

目前，超日重组的方案已经获得了通过，重整程序开始。在后续的执行过程中，仍然可能发生重整向清算的转化的事由，即便这种可能性已经变得微乎其微。

浙商资产与上海赛领资本签署长期战略协议

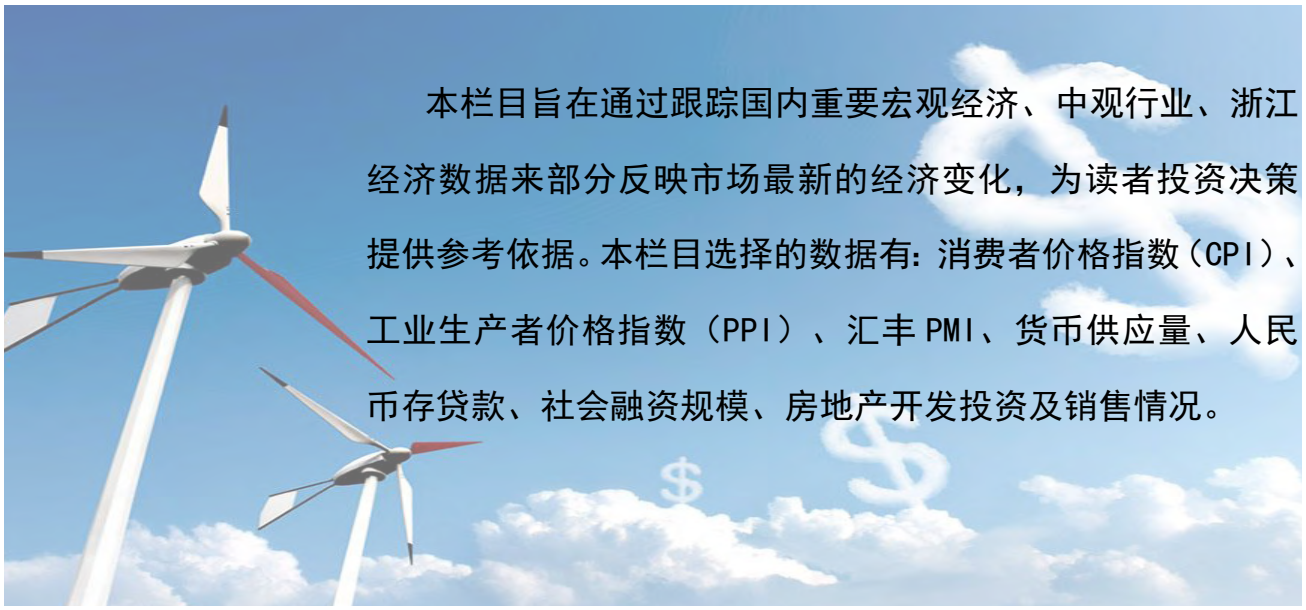
12 月 25 日，浙江省浙商资产管理有限公司正式与上海赛领资本管理有限公司签署全面战略合作协议。浙商资产徐德良董事长与上海赛领资本刘剑总裁分别代表双方签署协议。根据双方签署的战略合作协议，浙商资产与上海赛领资本将基于各自战略定位，充分发挥双方的资源优势和专业能力，在不良资产管理、产业投资、国企改革、海外并购等方面的开展深度合作。近期，浙商资产将与上海赛领资本合作共建研究院，建立密切的信息交流与共享机制，推动双方在资产管理和资本运作上的密切合作，并为双方的业务开展与业务创新提供智库支持。

上海赛领资本刘总表示，与浙商资产建立战略合作关系将有效促进双方强强联合、优势互补。浙商资产作为浙江省的地方 AMC，与其合作是上海赛领资本落地浙江发展的第一步。

浙商资产徐董表示，上海赛领资本是浙商资产极为重要的战略合作伙伴，浙商资产将依托上海赛领强大的股东群和雄厚的资本金，在企业并购重组的业务上有进一步的作为。随着新一轮国资改革重新启动，浙商资产期望在国资改革方面与上海赛领资本携手，共同推动浙江企业的重组整合，帮助产业结构调整。

浙江省浙商资产管理有限公司是浙江省内唯一经省政府批准设立的专业从事省内金融机构不良资产处置业务以及相关的资产运营和管理的地方金融资产管理公司。经营范围包括：参与省内金融企业不良资产的批量转让业务（凭浙江省人民政府文件经营），资产管理，资产投资及资产管理相关的重组、兼并、投资管理咨询服务，企业管理、财务咨询及服务。目前注册资本 15.18 亿元，属于国有全资企业，由省属大型企业浙江省国际贸易集团有限公司控股，另一股东为浙江省国有资本运营公司，是浙江省推动国企改革与国资监管机制创新的重要主体。

上海赛领资本管理有限公司为上海赛领股权投资基金合伙企业（有限合伙）的管理人。上海赛领股权投资基金合伙企业（有限合伙）是赛领国际投资基金（上海）有限公司发起设立的专注于境内资本市场股权投资、价值创造的投贷基金，是拟设立的各境内专项子基金的主要发起人和投资人。赛领国际投资基金（上海）有限公司，是根据国家战略部署，在中国人民银行、中央有关部委以及上海市政府的大力支持下，以助推中国企业海外并购为目的，发起设立的目前国内最大的人民币国际投贷基金。



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的经济变化，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）、汇丰 PMI、货币供应量、人民币存贷款、社会融资规模、房地产开发投资及销售情况。

CPI 同比升 1.4% 创五年新低 经济困境凸显

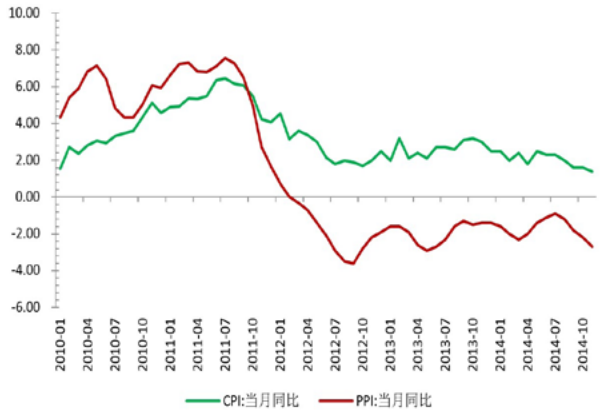


图 1 ：CPI、PPI 走势图

数据来源：同花顺 IFIND，浙商资产管理研究院整理

中国国家统计局 12 月 10 日公布的数据显示，国内消费物价升幅在 11 月份进一步放缓，消费物价指数（CPI）升幅在当月降至了 1.4% 的低位，创自 2009 年 11 月以来整整五年新低，并连续第三个月低于 2%。11 月 CPI 同比涨幅回落主因是新涨价因素的明显下滑，而食品价格下跌超预期和国际油价下滑是关键，实际经济增速对潜在增速偏离加大仍将在长周期上施压通胀。短期受国内宽松环境影响，通胀水平或见底，明年一季度通胀整体或回升但高度有限，此给货币政策留下充足空间。供需边际弱改善难以在价格上得以体现，工业通缩难有改善。

同时，中国生产者价格指数（PPI）则在 11 月份 2.7% 的同比降幅，已连续 33 个月陷于负区间，原因是国内外需求水平不振，对企业定价能力构成重创。此前，市场分析人士曾预计中国的 CPI 和 PPI 变动表现在 11 月将与 10 月持平，分别在 +1.6% 和 -2.4%，而当前通胀数据意外进一步走低的状况则进一步凸显了经济背景的弱势。

汇丰 PMI 初值跌破枯荣线 内需疲弱

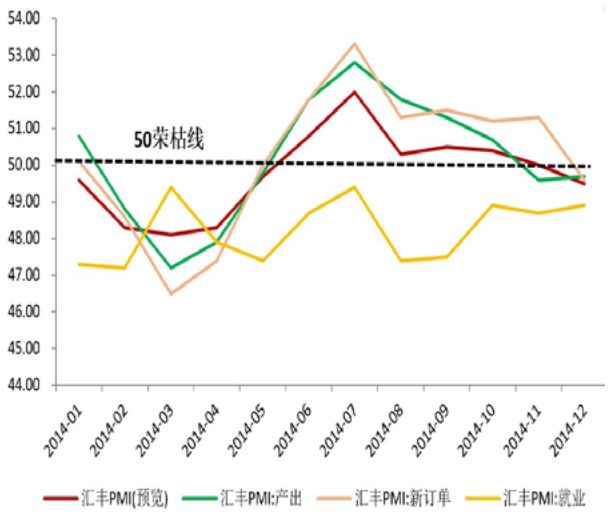


图 2 ： PMI 各分项走势图

数据来源：同花顺 IFIND，浙商资产管理研究院整理

1）PMI 指数再次回落至枯荣线下。12 月汇丰 PMI 初值为 49.5，为 6 月份以来再次跌落至枯荣线下。产出指数为 49.7，虽较前值略升 0.1，但连续两个月维持在收缩区域。从汇丰 PMI 指数看，经济偏弱的状态还没有改变，生产仍在收缩。

2）需求继续收缩，就业并未更差。12 月新订单指数 49.6 环比回落 1.7，是继 5 月份后首次跌破枯荣线，新出口订单指数上升，意味着内需的收缩加剧而外需相对温和。价格指数继续下跌，显示通缩压力继续加大。就业指数 48.9 环比升 0.2，说明就业并未随经济下行而变得更差。

3）经济羸弱的状态延续。近期一些列的宏观数据均显示经济羸弱的状态仍在延续，需求与供给均在收缩，通缩的风险加大。但是当前政策重心已经转向稳增长，通过 10 月中旬来的基建加码和 11 月以来的降息和增加贷款规模，经济下行已有底线。如经济进一步走弱，相信会继续有稳增长政策对冲。因此，经济短期尽管上行依然乏力，但并无失速的风险，不会对市场产生较大影响。

货币供应增长持续放缓

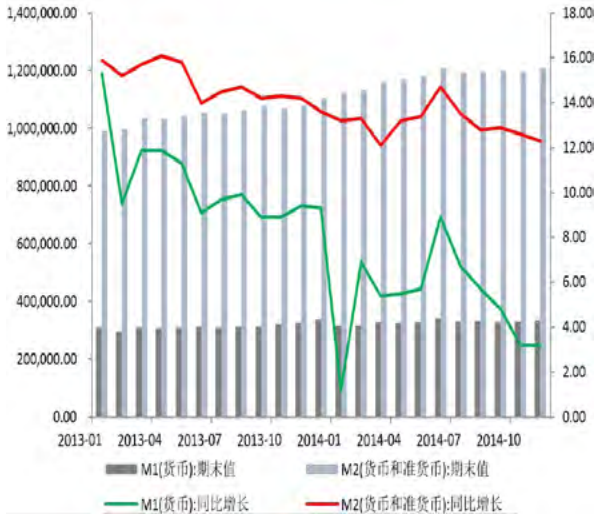


图 3：M1、M2 期末值及同比增长图
数据来源：同花顺 IFIND，浙商资产管理研究院整理

11 月末 M2 余额 120.86 万亿元，同比增长 12.3%，增速分别比上月末和去年同期低 0.3 个和 1.9 个百分点（如果余额直接计算，增速将不足 12%）。M1 余额 33.51 万亿元，同比增长 3.2%，增速与上月持平，比去年同期降低 6.2 个百分点。在 11 月新增信贷和社融规模双双超预期的背景下，M2 同比增速却持续下行，一方面说明大量货币未进入实体经济，而是流入了资本市场，货币的派生效应减弱；另一方面说明在经济复苏疲弱的情况下，银行惜贷和实体经济谨慎加杠杆依然是市场的主导情绪。

新增人民币存款回升 民存款不断流失

11 月人民币存款增加 6711 亿元，同比多增 1239 亿元，环比多增 8577 亿。其中，居民存款增加 649 亿元，同比少增 291 亿元，居民存款不断流失的局面未见改善；企业存款增加 4352 亿元，同比多增 475 亿元，或是为年末流动性做准备；财政存款增加 229 亿元，同比多增 664 亿元，源于 11 月财政收入维持高增长而财政支出相对滞后。11 月末，金融机构人民币存款余额同比增长 9.6%，增速比上月提高 0.1 个百分点。

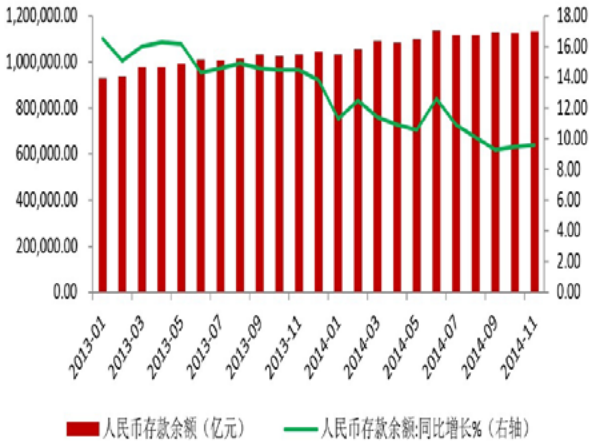


图 4：金融机构人民币存款余额及同比增长图
数据来源：同花顺 IFIND，浙商资产管理研究院整理

贷款规模较高 票据融资“冲量”

表 1：2014 年 6-10 月份人民币贷款情况一览表（单位：亿元）

	2014/6/30	2014/7/31	2014/8/31	2014/9/30	2014/10/31	2014/11/30
人民币贷款	10845	3852	7025	8572	5493	8527
住户	3575	2062	2729	3009	1585	2486
短期	1585	259	839	1290	390	656
中长期	1991	1803	1890	1707	1195	1830
非金融企业及其他部门	7266	1773	4290	5537	3890	6035
短期贷款	3542	-2356	-690	1646	179	534
中长期贷款	2687	2082	2408	2810	2232	2879
票据融资	783	1720	2867	858	1171	2424

数据来源：同花顺 IFIND，浙商资产管理研究院整理

11 月信贷明显超预期，票据融资环比大增。11 月新增信贷为 8527 亿，明显超出市场预期。其中居民中长期贷款和企业中长期贷款环比合计上升了 1000 亿左右，其余的超预期增量来自短期贷款及票据融资。票据融资环比大增至 2424 亿，创 2009 年 3 月份以来新高。若剔除掉票据融资趋势性上升的影响，则新增信贷回升有限。

值得注意的是票据融资“冲量”上升，中长期贷款小幅上升在逻辑上容易理解，一则是房地产销售环比回升带动居民按揭需求；二则是发改委前期审批了大量基建项目，带动了企业中长期贷款需求。但票据融资的突然环比大幅上升缺乏逻辑解释，很可能是年末“冲量”。对银行来说，在信贷需求低迷的环境下，票据是比较现实的冲贷的手段。按照今年的放贷节奏，如果 11 月和 12 月为正常的 7000

亿和 5000 亿，则全年为 9.4 万亿左右。在稳定可以实现 9.4 万亿的情况还突然出现票据冲量，不排除是政策适度提高了全年信贷目标。

表外融资仍被困 社会融资规模有限回升

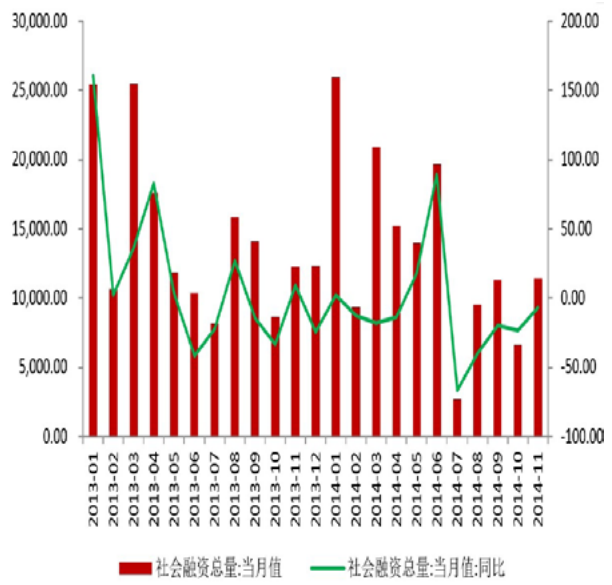


图 5：金融机构人民币存款余额及同比增长图
数据来源：同花顺 IFIND，浙商资产管理研究院整理

11 月新增社会融资规模 1.15 万亿，环比上月增加 4836 亿，但比去年同期减少 806 亿元。从分项来看，贷款增速明显提高，企业债融资的同比增速持平，没有延续此前快速上升的势头，表外融资同比增速仍然有 2 个百分点的下滑，信托和汇票的下降是主要原因。

1）影子银行融资（委托和信托贷款）进一步放缓，因不良贷款周期持续导致银行趋避风险， 以及针对同业非标资产的监管持续收紧；2） 新增企业短期贷款进一步同比下降 7.6%，银行承兑汇票下降 670 亿元，表明内需(尤其是中小企业贷款需求)疲弱。为将资产负债表去风险，银行贴现票据贷款（风险较低）同比增长了 52%；3）反映房贷情况的零售中长期贷款同比增速从 10 月份的 17.3% 降至 17.1%，表明房贷政策虽然放松，但房贷额度依然偏紧，利率仍然偏高。

社会融资规模回升有限。主要原因显然是政策在表外融资上的态度比较坚决，信托、未贴现承兑汇票都继续负增长；委托贷款在继续趋势性减少。由表外向表内转化、由宽融资向宽信用过渡仍是政策的主要导向。

表 2 ：社会融资规模构成细项表（单位：亿元）

	2014/6/30	2014/7/31	2014/8/31	2014/9/30	2014/10/31	2014/11/30
社会融资总量	19673	2737	9577	11355	6627	11453
金融机构本外币贷款	11150	3683	6824	8066	4767	8501
新增人民币贷款	10793	3852	7025	8572	5483	8527
外币贷款	357	-169	-201	-506	-716	-26
表外融资	5261	-3096	120	-126	-1251	284
新增委托贷款	2616	1219	1751	1610	1377	1270
新增信托贷款	1200	-158	-515	-326	-215	-314
新增未贴现银行承兑汇票	1445	-4157	-1116	-1410	-2413	-672
直接融资	2780	1767	2151	2950	2696	2205
企业债券融资	2626	1435	1934	2838	2417	1826
非金融企业境内股票融资	154	332	217	612	279	379
其他类融资	482	383	482	465	415	473

数据来源：中国人民银行，浙商资产管理研究院整理

房地产市场继续调整

1）房地产开发投资进一步放缓

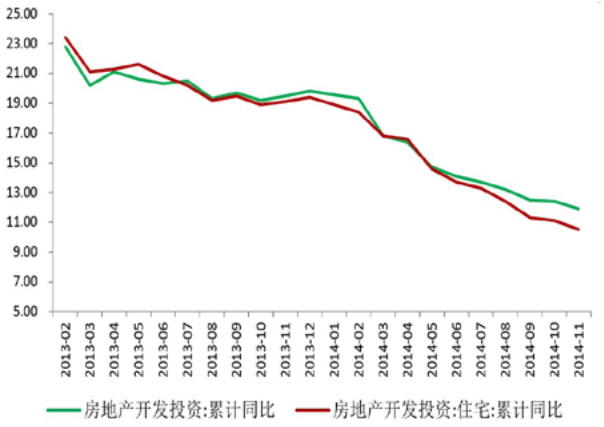


图 6：房地产开发投资累计同比
数据来源：同花顺 IFIND，浙商资产管理研究院整理

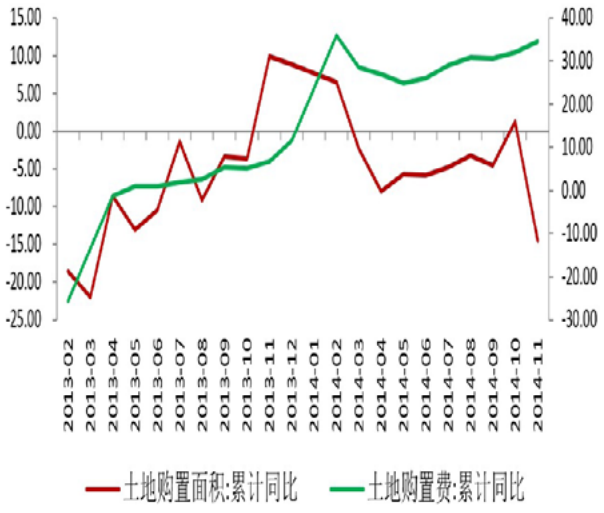


图 7：房地产开发土地购置情况
数据来源：同花顺 IFIND，浙商资产管理研究院整理

2014 年 1-11 月份，全国房地产开发投资 86601 亿元，同比名义增长 11.9%，增速比 1-10 月份回落 0.5 个百分点。其中，住宅投资 58676 亿元，增长 10.5%，增速回落 0.6 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 67.8%。

1-11 月份，东部地区房地产开发投资 48238 亿元，同比增长 12.0%，增速比 1-10 月份回落 0.4 个百分点；中部地区投资 18650 亿元，增长 9.2%，增速回落 1.8 个百分点；西部地区投资 19713 亿元，增长 14.2%，增速提高 0.2 个百分点。

1-11 月份，房地产开发企业土地购置面积 29736 万平方米，同比下降 14.5%，1-10 月份为增长 1.2%；土地成交价款 8657 亿元，下降 0.1%，1-10 月份为增长 20.4%。

2）11 月商品房单月销售面积和销售额创今年各月新高

1-11 月份，商品房销售面积 101717 万平方米，同比下降 8.2%，降幅比 1-10 月份扩大 0.4 个百分点。其中，住宅销售面积下降 10.0%，办公楼销售面积下降 9.2%，商业营业用房销售面积增长 7.1%。商品房销售额 64481 亿元，下降 7.8%，降幅比 1-10 月份收窄 0.1 个百分点。其中，住宅销售额下降 9.7%，办公楼销售额下降 20.9%，商业营业用房销售额增长 7.2%。

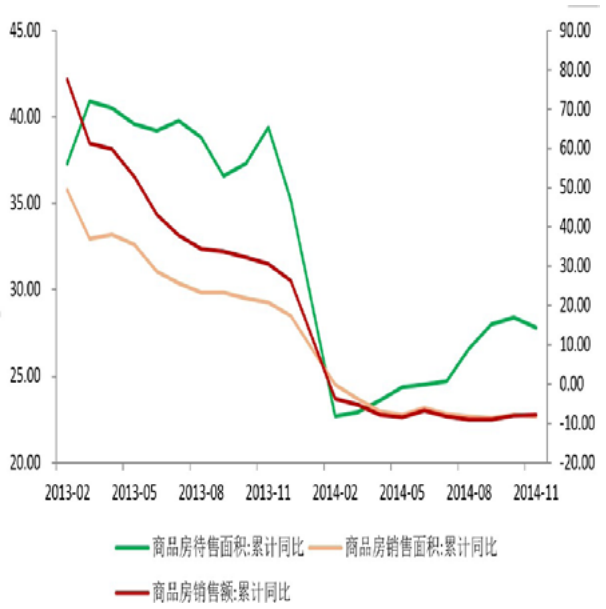


图 8：商品房销售情况

数据来源：同花顺 IFIND，浙商资产管理研究院整理

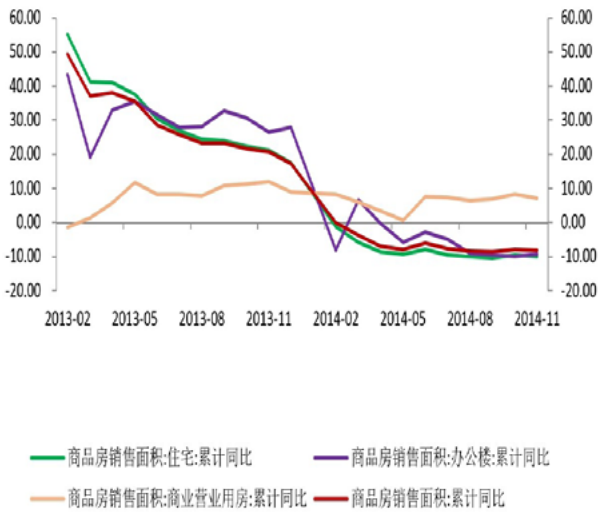


图 9：商品房分类销售情况

数据来源：同花顺 IFIND，浙商资产管理研究院整理

11 月份，商品房销售面积 13223 万平方米，比 10 月份增加 1861 万平方米；商品房销售额 8096 亿元，比 10 月份增加 938 亿元。单月销售面积和销售额创今年各月新高。11 月末，商品房待售面积 59795 万平方米，比 10 月末增加 1556 万平方米。其中，住宅待售面积增加 1046 万平方米，办公楼待售面积增加 87 万平方米，商业营业用房待售面积增加 203 万平方米。

《大而不倒》

内容简介

《大而不倒》通过一幕幕生动的场景描述，向读者客观而详尽地展现了金融危机发生之后美国主要监管机构和投行的众生相。在这部作品中，你可以看到雷曼是如何一步步地自断生路，监管机构是如何在“政治正确”的牵绊下做出选择，各大投行又是如何在人人自危的环境下力求自保。前所未有的访谈，不曾公开的华尔街决策内幕，揭示了美国经济萧条如何发展成全球金融危机，再现了从银行到政府再到整个美国身处金融危机第一现场的反应。

书评

他山之石，可以攻玉。美国针对大而不倒问题所进行的一系列金融改革举措，不仅会深刻影响美国的金融市场格局和监管体系发展，同时也必然会影响到全球金融监管的走向。从中国金融市场的情况看，如何防范中国金融市场中的大而不倒问题，同样成为一个值得深入研究的重要课题。

从大而不倒的内在逻辑看，一旦对一家金融机构实施了救助，那么救助规模更大的机构也就自然成为选择，于是政府在无形中鼓励了数量更多、层次更深的风险经营行为，因为金融机构不仅可以据此获得巨额收益，而且通过自身规模的扩大，可以博取更多获得救助的筹码；另一方面，政府的救助行为将给普通大众带来强烈的信号，这种隐性担保极可能刺激针对这些机构或相关金融产品的投资，危机再次出现时，政府所面临的救助压力也将更大，否则预期的覆灭往往会带来更为严重的损害。

全文结尾处的这段罗斯福讲话是全篇的高度概括：“当一个强者跌倒或者一个实干家做得不够完美时，只会在一旁指手画脚的批评家，算不了什么。荣耀属于那个真正站到竞技场上的人，他的脸上满是灰尘和汗血，尽管一次次地失败，却仍然顽强地奋斗，因为世界上根本不存在没有失败和缺陷的成就。他明白热情和奉献的意义，并完全投身于有价值的事业中。最后，若是成功了，他能享受胜利的喜悦；就算失败了，至少他会因曾经全力以赴而无怨无悔。所以他永远不会与那些冷漠胆小、不知何谓成功和失败的灵魂为伍。”

《第 4 消费时代》

内容简介

作者三浦展将日本自二战后的社会分为四个阶段，从消费的角度，即贴近普通大众，又具现实意义。当眼看日本就要步入“第四消费社会”时，我，一个中国人，内心焦虑得不行。在中国，学者、专家、政府公务员、普通老百姓，各大门户网站、新闻媒体还在关注中国在世界的经济排名，和 GDP 的数字时，日本人民已经意识到所谓的“经济大国化”不过就是欧美化，无论成为怎样的“经济大国”，日本人仍然无法发自内心地为此而感到高兴。恐怕这个想法从 20 世纪 60 年代起就已经存在了，它产生的原因，是由于日本人意识到经济的发展是以破坏和牺牲了日本过去的美好为代价的。这足以表明，日本人的整体国民意识又一次领先中国了。

书评

有这样一个社会，人们不再追求“经济飞速发展”和“效益最大化”，而是享受简约的生活方式；不再终日奔波、蜗居在大都市，而是重新发现地方的特色和自然的力量；不再努力工作拼命挣钱、苦心钻研如何升迁，而是为了帮助他人、共享快乐、获得内心的平和与幸福。在这个社会，环保节约成为一种文化，人与人间的交往自然而温暖。这就是第四消费社会，告别了“购物使人幸福”的时代，人们开始追问“除了物质之外，什么才能让人感到真正的幸福”。

日本经历第三消费社会，逐渐成熟，尤其“3•11 大地震”，让日本民众幡然醒悟，已经被摧毁的物质，即便恢复原貌又有什么意义？物质已经不足以让人感到幸福。在灾难中成长的日本，又一次领先跨入了第四消费时代。

对于日本人来说，环保节约不仅仅是一个科学上的问题，更是文化上的问题。进而还引申到为日本传统的生活方式而自豪这一点上。并且，人们意识到，简约的生活方式，才是取代“经济大国”成为今后日本新的目标。

新时代的消费理念，已经从崇尚时尚、奢侈品，经历注重质量和舒适度，进而过渡到回归内心的满足感、平和的心态、地方的传统特色、人与人之间的纽带上来。本书不仅是高层管理者收集信息的最好资料，更是迷茫的 80 后，新生代的 90 后，上班挣钱下班 shopping 的食色男女，最有品位的消费指南。

《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！

《资管视界：浙商资产金融评论》编辑部

学以致用·行以博学

浙商资产管理研究院
Zheshang Bright Assest 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