

银行业不良贷款风险总体可控

□中国民生银行首席研究员 温彬

今年以来，经济下行压力逐步增大，银行不良贷款也随之持续“双升”，市场开始担忧中国银行业资产质量会进一步恶化。笔者认为，当前银行业不良贷款反弹主要受经济周期变化和经济结构转型的双重影响，鉴于中国经济仍将保持中高速增长，商业银行资本和拨备充足，通过多种手段防范新增不良贷款、化解存量不良贷款，商业银行信用风险总体可控。

信贷资产质量面临双重压力

根据银监会公布的数据，2015年三季度末，商业银行不良贷款余额11863亿元，较上年末增加3437亿元；商业银行不良贷款率1.59%，较上年末上升0.34个百分点；关注类贷款28130亿元，较上年末增加7145亿元，关注类贷款占比3.77%，较上年末增加0.66个百分点。

自2003年底国有商业银行股份制改革以来，中国银行业进入了新一轮的快速发展时期。得益于中国经济的快速增长和商业银行管理水平的提升，中国银行业不良贷款额和不良贷款率持续“双降”，截至2011年三季度末，商业银行不良贷款余额4078亿元、不良贷款率0.9%，创历史新低。之后，开始逐步反弹，这既有周期性原因也有结构性原因，银行资产质量面临双重压力。

从周期性看，银行属于强周期性行业，其经营状况与经济周期密切相关，资产质量也往往呈现出随经济波动而波动的特征。2008年爆发全球金融危机，在危机初期，美国银行业不良贷款率一度攀升至5%。2011年一季度我国GDP同比增长10.2%，之后开始进入个位数增长，经济下行压力不断加大，

银行不良贷款出现“双升”。目前，总资产排名全球20强银行平均不良贷款率在3.5%左右，我国银行业的不良贷款率尚保持在较低水平。

从结构性看，中国经济进入新常态，经济转为中高速增长，增长动力从要素驱动转向创新驱动。在经济增长方式和经济结构调整的过程中，产能过剩行业面临持续去产能的压力，PPI已连续44个月负增长，盈利状况不断恶化甚至亏损，不良贷款反弹压力更大。

风险总体可控

信贷资产质量在周期性和结构性因素双重压力下，银行信用风险开始呈现从中小客户向大客户、从商贸行业向制造业、从东部向中西部扩散的特征。预计未来几个季度不良贷款额和不良贷款率还将有所上升，但总体可控。

首先，我国经济还将保持中高速增长。国务院总理李克强在今年初所做的《政府工作报告》中指出：“我国发展仍处于可以大有作为的重要战略机遇期，有巨大的潜力、韧性和回旋余地。新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化持续推进，发展基础日益雄厚，改革红利正在释放，宏观调控积累了丰富经验。”目前我国经济增长中遇到了一些困难和结构性问题，只要我们坚持改革开放，推动“大众创业、万众创新”，中国经济向好趋势不会改变，这是我国银行业得以稳定健康的基础和保证。

其次，加强和改善宏观调控有利于防范系统性风险发生。近年来，中央政府创新宏观调控方式，增强金融对实体经济的支持力度，确保经济金融安全运行。财政部门通过针对性的减税、增支等手段鼓励企业和居民

扩大投资和消费；央行运用货币政策工具，加大对“三农”、小微企业等领域定向支持力度；银监会会调整信贷政策提高银行服务实体经济经济的能力，发挥政策性银行的作用，增加对经济薄弱领域的支持；发展多层次资本市场降低企业和地方政府杠杆率。上述举措有效防范和化解了区域性和系统性金融风险的发生。

最后，银行资本和拨备充足增强了抗风险能力。随着银行融资渠道的多元化和资本补充工具的创新，银行平均资本充足率始终保持在较高水平。2015年三季度末，商业银行加权平均资本充足率为13.15%，较上季末提高0.2个百分点，远高于新资本协议对系统重要性银行提出的11.5%的资本要求。同时，按照监管部门要求，银行加强贷款损失准备金计提，以应对经济下行风险。2015年三季度末，商业银行贷款损失准备余额为22634亿元，较上季末增加973亿元；拨备覆盖率为190.79%，较上季末下降7.59个百分点，仍高于拨备覆盖率150%的监管要求。

多措并举防范和化解风险

尽管银行不良贷款风险总体可控，各家银行仍需高度重视。存、贷款利率上限管制取消后，我国进入了后利率市场化时代，再加上互联网金融快速发展带来的冲击，商业银行经营环境日趋复杂困难，更需要严控不良贷款，严守风险底线，维护金融体系安全稳定。

首先，控制新增贷款发生不良。用好增量贷款对提高银行盈利水平、促进经济结构转型具有重要意义。这就要求银行必须以“十三五”规划为指导，积极发展普惠金融和绿色金融，重点支持战略性新兴产业、服务业等有发展前景的领域，通过信贷“新供

给”支持“新产业”发展，实现金融和实体经济的互促共生。

其次，抑制存量贷款增加不良。一是密切关注存量贷款中“正常类”和“关注类”的逾期贷款和预警贷款，加强客户排查，并根据其具体情况有选择性地采取加快清收、加强担保、信贷救援等多种措施，避免其质量下滑；二是强化贷后管理，监控好信贷资金使用，防止客户因从事股票、大宗商品交易等出现市场风险，引发信用违约；三是加强债权银行间的沟通协调，对行业重要客户，要避免因个别银行“抽贷”引起资金链断裂，导致信用风险事件发生。

再次，创新不良贷款处置手段。随着我国金融法律体系日臻完善，处置和化解不良贷款的手段和方式越来越多元化。从银行内部看，在传统的现金清收、诉讼催收、以物抵债、核销等手段外，积极探索利用投行手段创新化解不良贷款，它不同于注重当前现金回收的传统模式，不是简单的收贷、押品处置，而是发挥财务顾问作用，分析企业面临困难是临时性还是长期性，深入挖掘企业潜在投资价值，寻找合适的投资者，推动企业兼并、收购和重组，帮助企业走出困境，持续改善经营管理。这种方式不仅解决了企业困难，有力地支持实体经济发展，而且有效地化解银行不良贷款，提升回收价值、丰富市场化的处置渠道，是一个双赢的选择。

最后，活跃不良贷款市场交易。一方面，在现有的四大国有资产管理和十多家地方资产管理公司的基础上，鼓励包括股份制银行在内的各种资本发起设立资产管理公司，提高不良贷款交易效率和市场化定价水平；另一方面，重启不良贷款资产证券化，增加投资者范围，真正实现银行信贷风险的隔离和分散，降低银行机构的系统性风险。

股权众筹可引入保险机制

□中央财经大学 张苏 郎可

股权众筹是一种新型互联网金融模式。初创、成长期公司可借此出售原始股份，公开、直接募集资金；普通投资者可借此持有股权资本，获取未来收益。股权众筹准入门槛低，有利于中小型项目开展融资活动，有利于鼓励大众创业、万众创新；能为高科技项目筹集资金，有助于将科研创新成果投入生产，成功将高科技对接实体经济；能为投资者，特别是中小型投资机构控制风险、实施多元化投资创造机会。

如今股权众筹平台主要集中在美、英、澳、法，发展势头良好，大型平台数量逐年增加，融资规模不断扩大。目前，通过股权众筹融资的公司大部分为具有创造力的高科技、互联网公司。以具体项目为例，线上家庭空余空间分享平台Vrumi通过众筹平台Seedrs将20%的股权出售给200余位投资者，获近百万英镑的现金收益，及时填补了现金流，为公司成长壮大融资到必要资金。

针对股权众筹的蓬勃发展，很多国家已出台相关政策，来规范、稳定市场。目前，美国已出台Regulation A+法案，法案规定所有投资者认证后均可参与股权众筹投资，认证标准为年收入20万美元以上或拥有价值100万美元的净资产。此外，股权众筹平台也为融资项目找寻政策优惠，如Seedrs为项目寻求税收优惠，减少项目融资成本。

在中国，股权众筹作为新型大众金融融资模式，能够将大众的创业创新思维引入实体经济，解决中小企业、初创企业融资难、融资成本高的问题。目前我国企业融资多借第三方金融机构进行间接融资，金融机构偏好低风险的大型、成熟型企业，初创型、中小型企业难以借此低成本融资。股权众筹作为直接融资模式，可以紧密联系投融资双方，不仅为投资者创造更多投资机会，更能为饱受融资难题困扰的企业带来必要资金，使资金快速有效地合理配置。同时，通过出售股权来融资能够进一步降低企业的财务压力，为企业进一步发展扫平障碍。

诚然，股权众筹作为重要的普惠金融融资模式，并不能自身规避诸多风险。筹资人、投资人、众筹平台以及外部市场环境都有可能引起风险。

第一，筹资者可能不诚信，或者出现判断失误，或者无法保障项目的知识产权，等等。即使监管相对严格的A股市场，上市公司都可能伪造票据、虚构交易、披露虚假报告，误导投资者，股权众筹平台监管还在探索中，其平台不担保融资项目的可靠性，筹资者更可能欺骗投资者。项目发起人可能借发起项目设置骗局，在融资过程中设置虚假领投人或者买通明星领投人为不实信息做信用背书，诱骗更多投资人。筹资人可能模糊披露资金运用方式、周转情况，不如约向投资人支付收益。另外，通过股权众筹推广项目时，融资企业在融资过程中将详细展示公司细节，可能泄露公司核心商业秘密。

第二，投资者可能缺乏经验，错误投资。投资者多为散户，不具备机构的专业知识、经验和资源，更可能错判项目价值，盲目跟风、非理性投资，或不能充分意识到项目风险。

第三，股权众筹平台可能不诚信，比如不制定清晰的投资规则、回报方式，最后引发纠纷。比如，热门股权众筹项目可能超募。这时后入投资者不愿错过良机，希望通过超募进行投资，在超募前就进行投资的投资者不愿稀释股权，若股权众筹平台未能提前制定规则，纠纷就会发生。股权众筹平台还可能与融资企业勾结，形成关联交易。再者，股权众筹平台定价机制不甚完善，投融资双方以及整个资本市场都可能面临融资公司价值错估的风险。互联网黑客攻击也是一个风险。比如导致用户个人信息泄露，平台数据、分析算法被恶意篡改，等等。

第四，外部规章制度不完善。目前我国相关规章制度尚未完善，投融资双方都可能面临政策风险。

针对上述股权众筹面临的风险，可以引入保险降低风险。《私募股权融资管理办法（试行）》规定股权众筹平台不得对外提供担保，保险公司可以与股权众筹平台合作，为平台使用的安全性与项目偿付的成熟度担保，防止投资者由于平台不诚信而受损，同时提升平台信誉度，扩大平台规模。保险公司也可与投资者、融资者单独合作，保障股权众筹平台消费者权益。

保险公司可以多元化设计险种，针对性保障股权众筹平台用户的权益。其一，保险公司可以为个别股权众筹项目、行业量身定制险种，防止筹资者诈骗给投资者带来损失。其二，保险公司可以混合多个股权众筹项目、多种行业制定险种，对冲非系统性风险。保险公司发出如何混合项目、行业的信号，可以修正投融资双方对宏观市场与行业风险类型的判断和认知，弥补投融资者自身认知的不足和局限。其三，可以针对股权众筹项目知识产权设计险种，譬如保护众筹项目的专利或者版权，防止股权众筹企业还未完成融资，其创意就被其他财力雄厚的公司抄袭并快速投入实践。其四，可基于对股权众筹项目的风险评估，制定不同偿付级别或分阶段调整保费的保险。由此，保险公司可以间接对项目、行业评级，督促融资项目保持已有优势，向投融资双方传递项目风险大小、行业变化的信号。

出售险种后，保险公司可以将收取到的保险金投资于股权众筹项目，为日益扩大的众筹市场注入资金。在注入资金时，保险公司可充当领投人角色，吸引投资，避免股权众筹平台存在的领投人信用风险。

保险公司为保证出售险种和保险金投资的收益率，应凭专业实力，开展全面、动态的研究与监督，从而进一步完善股权众筹平台。首先，在险种设计和保险金投资前，保险公司将对相关项目、行业进行尽职调查，初步排除风险过大，甚至涉嫌诈骗的项目。其次，保险售出、保险金开始投资股权众筹后，保险公司将进行实时监管，对融资公司的财务状况、资金使用计划、红利支付情况进行实时监督，并做适当的信息披露，从而减小信息不对称带来的风险。最后，当一轮险种出售和投资结束后，保险公司将获得经验积累，并运用于下一轮险种设计、投资活动中，逐步优化项目，使股权众筹趋于成熟，削弱非系统性风险。

通过保险公司的全面介入，可以形成保险业与股权众筹的生态圈，有效防范风险。在股权众筹和保险的生态圈中，应平衡好效益分配问题。利益相关双方应依据不同合作模式进行利益分配。若保险公司与股权众筹平台直接合作，可根据保险公司担保的风险程度，以及为众筹平台提升的边际收益，按照一定比例从众筹平台收取的佣金中提成。若保险公司单独与投融资者进行合作，应按照公司计算的险种费用对购买保险的股权众筹平台用户收取保费，而众筹机构则利用平台推广保险，为用户降低风险，以扩大平台规模，获得更大收益，不参与保费利益分配。

楼市“去库存”将贯穿2016年

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

日前召开的中央财经领导小组第十一次会议提出，化解房地产库存，促进房地产业持续发展。缘何这次提及“化解房地产库存”，并将其与房地产业能否持续发展挂钩？如何评估楼市当前的库存及其对楼市和经济的影响？

微观上，库存是一个企业管理的概念，是指企业为销售而准备的原材料、中间品以及产成品，即所谓“库存管理”。按生产流程，库存分为原材料、中间品（半成品）和产成品三个类别的库存；宏观层上，企业库存行为是判断行业或宏观经济周期的指标，即所谓“库存周期”。如经济复苏、需求改善，但生产还没有完全恢复，就带来库存的被动消耗，称为产出上行、库存下降的“被动去库存”阶段；经济由复苏转为繁荣，称为产出上升、库存上升的“主动补库存”阶段。

因此，楼市“去库存”，应该是行业“库存周期”的概念。并且，由于楼市库存去化到何种程度，关联到上游原材料和制造业（水泥、钢铁、建材等）、关联到下游消费品行业（家具建材、家电家纺、装饰装潢等）的库存行为，进而影响到经济扩张或收缩的动

能，因而备受各界关注。

楼市“去库存”首次提出，是在2014年7月11日住建部城乡建设工作会议上，新任部长陈政高就完善房地产政策提出了三点落实意见，排在首位的就是“千方百计去库存”。从那时起，“去库存”就取代“调房价”，成为楼市的新主题。可以说，近一年多来，为了“去库存”，采取了很多措施，比如退出包括限购在内的行政干预、降低税费、提高杠杆，再比如打通商品房和保障房通道、公积金异地流动、停止土地供应、发展新房租赁等。

事实上，今年以来楼市“去库存”效果是不错的。全国楼市销售面积增幅从1-2月份下滑16.9%逆转到1-10月份增长7.2%，预计全年销售规模有望探到2013年13.1亿平方米的历史最高。50个重点城市楼市库存消化周期，已从上半年的15个月回落到目前的11.4个月，一线城市库存消化周期甚至为7-9个月。进入四季度，开发商在这些区域已经从“去库存”全面转向了“补库存”，土地市场明显回升。

CREIS数据显示，10月监测的37个主要城市的成交量环比上升17.7%，库存则下降了1.8%，而三、四线城市库存严重。究其原因，首先，三、四线城市人口产业集聚能力不

足，楼市有效需求跟不上；其次，三、四线城市政府财力有限，“土地换配套”是区域开发的主要形式，土地房屋联合开发的“一二联动”模式很普遍，超级大盘比比皆是，很多项目要开发数年，甚至十几年。

因此，即便重点城市楼市持续回暖，并带动全国楼市销售量回升，但销售与库存“两张皮”始终存在。今年以来，库存仅在5月短暂减少，后续一直增加。10月底，全国商品房待售面积比9月底增加2122万平方米，远大于7-9月均仅100万平方米左右的增幅。另外，商品住房库存结束连续两个月减少态势，10月大增1180万平方米。库存大幅攀升，重灾区在三四线城市，而“金九银十”推盘增加、前期政策激励效应递减是主要原因。

另外，从库存概念看，除了常说的待售库存，即产成品库存外，还包括在建库存（半成品）和已批未建库存（原材料）。前者是显性库存，规模不大，业内匡算的消化周期多在24个月左右；后两者是隐性库存，规模非常大。中证证券估计，按规划建筑面积，目前已批未建库存70.9亿平方米、在建库存55.3亿平方米、待售库存6.6亿平方米，全国整体库存达到132.8亿平方米。若按2013年13亿平方米的历史最高销售计算，即便未来不

增加土地供应，也要10年才能消化完。

当前，尽管资金面全面好转，但开发商新开工和拿地积极性并不高，库存制约是首要原因。三、四线城市开发投资、新开工和库存分别占全国的45%、60%和70%，所以就不难理解缘何今年以来楼市“先行指标”（新开工、拿地、开发投资）始终疲软，这也是今年以来固定资产投资增速持续回落的原因。尽管楼市库存成本比较低，但关键是，若三、四线城市库存不能消化，全国楼市开发投资、上下游置业产能过剩，进而全社会固定资产投资疲软的格局就无法化解。

因此，去库存仍将贯穿2016年。在政策上，针对既有政策边际效应减退，新一轮政策呼之欲出，如首套房贷款首付和交易税负降低、推进公积金异地流转、保障房（包括棚改）供给全面货币化、国家住房银行、资产证券化等。另外，以加速新型城镇化为契机，以户籍改革和传统产业转移为抓手，大力夯实实体经济，可能成为政策重点，意在让“需求跟着人走、人跟着就业走、就业跟着产业走”，实现外来人口在城镇化成本较低的三、四线城市“扎根”、让产业在三、四线城市集聚，从而实现“楼市、人口、产业”发展的顺循环。

信息披露制度已走在通往注册制的大路上

□银河证券博士后科研工作站 张金松

证监会新闻发言人张晓军日前表示，近期将对主板（含中小板）和创业板上市公司年度报告信息披露内容与格式准则进行合并并修订，突出决策有用性，一方面确立以投资者需求为导向的理念，另一方面构建分层次统一的信息披露框架，同时还兼顾公司信息披露成本和商业秘密的现实因素。笔者认为，这一举措推进了我国上市公司信息披露制度的完善，有助于尽早建立起符合注册制要求的信息披露规则，将注册制改革推向深入。

注册制是国际上最流行的股票发行制度，它以信息披露为中心，强调事中事后监管。此次证监会将主要从信息披露目标、信息披露导向、信息披露的广度与深度、信息披露的成本效益四个方面对上市公司年报披露准则进行修订，充分体现了注册制的实质，我国上市公司信息披露制度已经走在通往注册制的大路上。

会计目标主要包括受托责任观与决策有用观这两种理论，比较流行的是决策有用观。决策有用观认为，会计是向主要信息使用者提供有用的会计信息供其决策，强调会计信息的相关性与有用性，会计报告应尽量全面提供对决策有用的信息。对于会计信息的有用性，实证会计研究的鼻祖Ball和Brown（1968）作出了卓越贡献，他们通过实证研究方法，证明了会计利润与股价的正相关性，即财务报告信息为市场投资者所使用，会计信息是有价值的。信息披露的目标就是决策有用，因此，证监会突出强调修改年报披露准则的决策有用性是有其深刻的

理论基础的。我国上市公司年报信息披露内容与格式准则采用了决策有用观，对外提供的会计信息一定是相关的和有用的，即对投资者决策相关，对投资者决策有用，只有相关了，才能有用，如果不相关，那么就肯定无用。采用决策有用观就带来两个问题：一是谁是信息使用者；二是信息使用者需要使用何种决策信息？

第一个问题实际上讲的是信息披露的导向或出发点或立足点。信息披露的出发点不同必然导致信息披露制度的差异，找准信息披露的出发点至关重要。FASB（美国会计准则委员会）认为，财务报告的主要使用者是作为资本提供者对资本做出决定的目前以及潜在的权益投资者、贷款人以及其他债权人等，即会计信息的主要使用者包括股东、债权人等投资者。因此，信息披露要以投资者需求为导向，注重投资者尤其是中小投资者利益保护。此次修订年报准则则要突出重点内容，实现信息“有用”。凡是投资者决策重要的信息都要前置，内容上要重点突出，层次上要分明；凡是投资者不关心或者以前年度披露过的冗余信息，都要增加索引，大幅简化或删除。笔者认为，信息披露制度的完善一定是要基于投资者利益保护角度，尤其是股权集中于控股股东的国内资本市场更应如此，更要突出对中小股东利益的保护。

第二个问题实际上讲的是信息披露的边界问题。上市公司的信息浩如烟海，并非所有信息对投资者都是有用的，只需要披露有用的信息即可，无用的信息不需进行披露，且不同的投资者关注的信息重点也是不同的。设计合理的信息披露制度能够最大限

度给投资者提供决策有用的信息，既包括财务信息，又包括非财务信息；既包括历史信息，又包括未来信息；既有强制披露的信息，又有自愿披露的信息。证监会构建分层次统一的信息披露框架就是要试图解决信息披露的边界问题，此乃首次，也是此次年报披露准则修改一大亮点。具体而言，信息披露分为三个层次，即法定最低的信息披露要求、“不披露即解释”的豁免披露规定与鼓励公司自愿性和前瞻性信息披露。法定最低的信息披露要求为信息披露的监管红线，不可逾越，所有主板（含中小板）与创业板上市公司必须满足该要求，没有任何回旋的余地。

“不披露即解释”的豁免披露规定是基于商业秘密的豁免披露，是为了更好地维护上市公司商业利益，可以看作法定信息披露豁免。鼓励公司自愿性和前瞻性信息披露属于信息披露的最高要求，准则给予上市公司在满足最低信息披露的基础上进行选择性信息披露的权利，最大限度披露对投资者决策有用的信息，扩大了信息披露的广度。

笔者认为，分层次的信息披露框架是一种较好的信息披露制度设计，但其有效执行令人担忧，尤其是自愿性信息披露。一般而言，上市公司总是倾向于最小限度地披露信息，不能披露就不披露，能少披露就少披露，该披露的不披露。大多上市公司信息披露尚处于第一层次，短时间内难以达到第三层次，自愿性信息披露的要求还有很长的路要走。

此次年报披露准则修订还有一点，即引入退市公司专项披露机制，增加了主动退市、重大违法强制退市、公司相关主体股份限制减持、退市整理期的披露要求，并按照

重要性原则，分别在年报正文、年报摘要和退市情况专项披露报告中予以体现。退市公司与上市公司的差异就决定了应采用不同的信息披露机制，引入专门的退市公司信息披露机制，是信息披露制度针对不同的披露对象采取的差异化策略，是对信息披露的细化与深化，有助于提高退市公司信息披露质量，进一步完善信息披露制度。

会计信息的提供讲求成本效益原则，即会计信息的效益应当超过其成本，否则就不应该提供该项信息。市场经济中，上市公司作为“理性经济人”，其对外披露信息的前提条件是效益大于成本，这是非常现实的问题。正是基于上市公司信息披露成本的考虑，证监会引入“不披露即解释”的商业秘密豁免披露规定，它认为过度的信息披露可能会泄露公司商业秘密，损害公司商业利益和投资者利益。笔者认为，商业秘密豁免披露规定可在一定程度上降低信息披露成本，避免过度的信息披露，但豁免披露的范围界定可能是一难题，其执行效果有待实践进行检验。

信息披露制度是一项长期系统工程，需要在推进注册制改革进程中不断优化升级。一方面充分借鉴国际先进经验，另一方面密切结合中国资本市场的实际。信息披露制度设计仅是信息披露制度这枚货币的一面，设计再好的信息披露制度，如果得不到有效执行，那么制度也是无用的。因此，除了设计合理的信息披露制度，还要保证这些信息披露制度得到有效执行。在注册制改革推进过程中，要深入探索建立和完善保证信息披露制度