

银行业风险上行须高度警惕

□中国社科院金融所银行研究室主任 曾刚

最近几周中，上市银行2013年财务数据陆续披露，经营业绩虽继续稳定增长，但隐忧不少。总体上看，随着经济结构调整的深入和利率市场化进程加速，2014年银行业面临的不确定性明显增大，信用风险、流动性风险以及利率风险都会有一定上升，需要予以高度重视。

资产负债结构变化明显

2013年，商业银行（包括国有大型银行、股份制银行、城商行、农商行和外资银行，下同）整体资产规模增长13.61%，比上年同期有所回落。资产组合中，贷款同比增长14.62%，占资产总额的50%。从贷款结构看，2013年商业银行的新增贷款投向变化明显，个人贷款大幅上升，占新增贷款比重超过30%，较2012年上升了10个百分点，是信贷投放最多的领域。而传统的信贷投放重点，如制造业和批发零售业，新增贷款占比则大幅下降。上述变化与银行应对经济结构调整和传统行业风险上升而做出的调整有关。

负债方面，商业银行负债规模达到103.82万亿元，比2012年增加13.07万亿元，同比增长13.38%。其中，各项存款余额为89.64万亿元，比2012年增加10.52万亿元，同比增长13.29%，占总负债的比重为81%。上市银行由于面临的竞争更为激烈，以及受监管部门规范相关业务的影响，负债增长放缓的趋势更加明显。已公布年报的上市银行负债同比增长仅为6.29%，较上年同期下跌8.54个百分点，其中，大型国有银行、股份制银行分别为4.16%和12.98%。上市银行存款增长9.76%，其中，大型国有银行、股份制银行分别为8.53%和14.31%。综合起来看，银行业的存款竞争日趋激烈，而大型国有银行的资金分流压力尤其突出。

净利差明显收窄

2013年，商业银行全年累计实现净利润1.42万亿元，同比增长14.5%，增速较2012年下降4.5个百分点；平均资产利润率1.27%，同比下降0.01个百分点；平均资本利润率19.17%，同比下降0.68个百分点。

2013年，商业银行全年累计实现净利息收入2.8万亿元，同比增长11.3%。受利率市场化加速的



CFP图片

影响，银行业净利差明显收窄，在这种情况下，净利息收入的上升主要受生息资产规模扩张的推动。从可获得数据的银行来看，中型银行净利差缩小比较明显，其中，降幅最大的银行达到了50个基点，还有几家银行则在30%以上。国有大型银行则相对稳定，工商银行只缩减了9个基点，建设银行和农业银行均为2个基点，而中国银行的净利差还有略有扩大，或与其海外业务的增长有关。

为应对利差收窄的影响，商业银行积极拓展新业务领域，非利息收入保持了较快增长，这在一定程度弥补了利差上的损失。2013年，全部商业银行非利息收入7568亿元，同比增长20.7%。上市银行非利息收入较上年增长22%，其中大型国有银行为14%，股份制银行则到了48%。从非利息收入构成来看，“大资管业务”是增收的主要来源，主要包括负债端的理财产品、代理和托管业务等。在资产端则主要是咨询顾问、信用承诺等投资银行业务。

风险暴露持续上升

2013年末，商业银行不良贷款余额为5921亿元，全年新增993亿元；不良贷款率为1%，比上一年末上升0.05个百分点。上市银行中，农业银行、交通银行和中信银行不良率相对较高，分别为1.22%、1.05%、1.03%，其余银行则均在1%以下，上市银行整体不良率约为0.93%，处于风险可控水平，但较2012年的资产质量还是略有下降。

与不良率相比，不良贷款余额变化反映的问题则较为严重。从2011年开始，商业银行的不良贷款余额开始出现上升，并在2012年下半年之后，开始进入加速上升状态。上市银行中，有几家银行的不良贷款余额增长几乎翻番，其他也大都在20%以上。进入2014年之后，资产质量恶化的趋势仍未得到扭转，局部行业、局部地区的风险暴露仍在继续上升中。

分行业看，周期性行业不良率相对较高，批发零售业、制造业仍是不良贷款主要集中的行业，占全部不良贷款的比重接近60%。制造业中，机械、金属加工、纺织及服装等均是需要关注的领域。而社会关注度一直较高的房地产业，不良率低于平均水平并相对稳定，短期内不会成为主要风险来源。

从上市银行的情况看，各银行资本充足率普遍下滑。部分股份制银行的资本充足率已接近监管红线。随着新监管办法的实施，未来五年资本达标要求逐年提高，估计银行融资压力将愈发突出，依赖规模扩张来维持利润增长的模式已难以维继。从宏观上看，资本约束趋紧，对银行的信贷投放能力也将形成越来越强的限制。

到2013年底，商业银行贷款损失准备金余额为1.67万亿元，拨备覆盖率为282.7%，比2012年末下降12.81个百分点。上市银行中，多数银行的拨备覆盖率仍维持在较高水平。但从变化趋势看，除农业银行以外，其余银行2013年的拨备覆盖率均有下降。拨贷比方面，2013年末，商

业银行的拨贷比为2.83%，比2012年上升0.01个百分点。上市银行2013年的拨备计提力度也明显加大，平均水平从2.45%上升到2.49%。

适度稳增长防风险

综合来看，银行业经营的不确定性正在逐步加大。目前银行现有风险化解能力较强，还不至于形成系统性冲击，但仍应对局部风险的发展与演化保持高度警惕。预计在2014年中，银行业运行将有如下几个特征。

首先，受监管强化、资本约束以及外部需求变化的影响，银行业规模扩张和信贷增长速度将继续放缓。

其次，受利率市场化加速的影响，银行净利差会继续收窄，盈利能力将受到较大挑战。比较而言，中型银行（主要是股份制银行和部分城商行）由于其客户利率敏感性较高，短期受到的冲击或会更大。

第三，银行业转型将加速。为提高效率，资产出表将是商业银行资产端创新的重点，由此投资银行、资产管理以及资产证券化等业务都将是银行转型发展的重要方向。部分银行的综合化经营也会继续深入发展。

第四，银行业内部分化加剧。经营管理能力突出、竞争力强的银行仍有较大发展空间，但一些银行尤其是局部地区的中小银行，受制于管理能力以及区域性信用风险上升，不排除有少数机构出现经营困难的情况，需要高度关注。

第五，银行业整体风险上升，需密切关注。信用风险方面，受经济结构调整和过剩产能消化的影响，今年一、二季度的风险暴露仍将上升，主要还是集中在周期性行业和局部地区。此外，在利率市场化加速的背景下，银行的流动性风险和利率风险都明显上升。尽管类似2013年“钱荒”的剧烈波动不大可能再次出现，但在货币政策保持稳健的情况下，2014年银行的流动性也不会特别宽松，会存在一定的压力。

面对不确定性的增强，宏观政策需要在调结构与防风险之间取得刀锋上的平衡。部分行业、局部地区，甚至部分金融机构出现某种程度的风险，是市场化机制发挥效力的途径。因此，应允许适度的金融风险暴露，以逐步化解经济周期中的正常损失以及前期过度信贷产生的问题。不过，在此过程中，也要严防风险升级，在这个意义上讲，适时、适度的稳增长措施，对防止金融风险扩散和稳定市场预期至关重要。

下半年或成全球金融动荡窗口期

□中国国际经济交流中心副研究员 张茉楠

鉴于美联储全球“中央银行”的地位，美联储货币政策周期性变化以及发达经济体货币政策分化，会影响全球金融周期的变化，全球资产价格、资本流向以及主要汇率将受到极大影响。美元走强和利率大幅上升或将进一步引起新一轮全球金融动荡，2014年下半年将是重要的风险时间窗口。

美联储退出量化宽松具备了现实基础。最新数据显示，今年一季度月均新增非农就业达到18.2万人，虽然低于去年四季度的20.2万人，但考虑到冬季的极端天气，这一结果显示了美国就业市场的稳健。美国失业率维持在6.7%，劳动参与率由去年底的62.8%回升至63.2%，反映经济势头好转使得越来越多的人重返劳动力大军。

另一方面，量化宽松政策导致美联储资产负债表急剧扩张，由金融危机之前的8000多亿美元飙升至当前的4万亿美元，扩张了4倍左右，继续长期保持量化宽松势必为未来埋下新的风险隐患，因此美联储在今年结束量化宽松几乎是一个大概率事件。

相比之下，“G3”中的另外两大经济体——欧盟和日本则可能因为未来的低通胀及经济增长滞缓，重新开启新一轮的量化宽松政策。欧盟最新公布数据显示，3月份同比通胀率仅为0.5%，PPI则连续五个月负增长，欧洲仍未摆脱通缩阴影。再加上经济复苏乏力，加大了欧洲中央银行实施非传统QE政策的可能性，比如新一轮LTRO（长期再融资计划）、SMP（证券购买计划），甚至不排除将隔夜存款利率降至零以下，实施负利率。

同样面临复苏停滞的日本，也可能于下半年推出大规模量化宽松。为了缓解债务和赤字压力，日本政府终于提升了消费税。当前，日本政府债务率高达247%，总债务率更是升至惊人的400%，国债规模首次突破1000万亿日元大关，超过了德国、法国和英国的总和。2014年日本政府债务还本付息占经常项目财政支出将近1/4，经常性支出的1/2靠发行国债。债务风险濒临危机边缘，不得不靠增加税收弥补赤字。

本轮日本经济回暖与消费支出上升有很大关系。2013年日本GDP增长率为1.6%。就总需求构成来看，居民消费贡献了其中的12个百分点，是最重要的增长动力。为了进一步增加财政收入，日本政府计划在明年10月将消费税由8%进一步提高到10%，这势必对刚刚复苏的消费支出造成新的打击。事实上，安倍经济学以来，日本宏观经济的储蓄率下降、固定资产投资增速疲弱，这些都可能使潜在增速水平在中长期出现恶化。在这样的前景下，启动新一轮的量化宽松政策将是日本央行政策清单的重要选项之一。去年，日本央行曾许下货币基数在2014年末翻一番的承诺，因此很有可能在明年进一步将每月购债规模扩大30%—40%。

日本激进的货币和刺激通胀政策很可能颠覆日本国债和外汇市场的稳定性。一旦通货膨胀升至2%以上的目标水平，市场投资者可能将资产配置组合向风险资产转移，抛售国债等安全资产。

2014年日本债务融资总额需求在发达国家中最高。随着美联储启动政策退出引发全球长期债券收益率上升，以及日本增收消费税后的日本通胀率抬头，国债民间需求下降势必推升日本的债务负担，加大主权债务融资风险。

因此，全球经济金融将出现新的局势和结构性特点，全球经济复苏进程将在长期内呈现不稳定与不平衡的特征，国际金融市场剧烈动荡已成常态化，发达国家货币政策的差异性将会助推美元走强。特别是参考美国货币政策周期与美元周期的关系，美元强势周期可能会持续4—5年左右，美元在相当长时期内还是全球追逐的安全资产。

由此，全球金融风险定价与资本结构将在未来两三年之内进行较大调整，其背后的根本动因就是美联储将逐渐退出宽松货币政策，由此引起全球利率以及资本流动的改变。近期，美联储愈发透露出在2015年启动加息的政策信号，美联储政策调整将逐步抬高改变全球利率水平与结构。由于美国国债市场是全球最大也是最活跃的债券市场，各类投资者包括共同基金、银行、保险公司、养老基金、外国政府及个人投资者等，都会配置美国国债。美国国债一向被视为全球无风险债券，其收益率为无风险利率，因此成为全球金融市场的资产价格风险标和定价基础。

当前十年期美债收益率已经突破3%的水平。今年以来，随着全球债券利率的上升（美国十年期国债收益率将带动发达国家以及新兴经济体债券利率的上升），美国、英国、澳大利亚和新西兰等国10年期国债收益率均上涨了超过100个基点，美元走强和利率大幅上升很可能会引起新一轮的全球金融动荡，2014年下半年将是一个重要的风险时间窗口。

新三板走出流动性困境为期不远

□刘纪鹏 冯娜

新三板扩容以来，交易不活跃问题饱受市场诟病。笔者认为，新三板流动性差只是其扩容初期的特有现象，现在断定其流动性不足还为时过早。随着市场规模的快速扩张，新三板将迎来一系列制度改进，流动性难题破解为时不远。

当前新三板交易不活跃问题，其原因有三：第一，目前新三板转让交易制度只有协议转让方式，大大限制了其流动性。这种方式成交效率低下，交易频率很低，不如纳斯达克的做市商制度和创业板的集合竞价制度。做市商制度可以进一步发现交易价格、促进交易。而集合竞价机制的引入将会有开盘价和收盘价形成开盘价和收盘价，并增加协议转让时段系统自动匹配成交功能。新三板因处于扩容初期，新的交易制度尚未落实，使得市场的定价功能没有得到充分发挥，交易量自然受限。

第二，当前新三板准入制度的限制。新三板

扩容初期，为保持市场的平稳性，将个人投资者准入门槛提升至500万元，与机构投资者相同。这一准入门槛令大部分中小投资者望而生畏，大大减少了参与新三板市场的投资人数量。

第三，新三板企业股权集中度过高。据统计，新三板600多家企业平均每家股东只有22个，其中最少的甚至只有2个。造成这种现象的原因，一方面是新三板企业上市前没有IPO，股权分散度没有形成。另一方面，由于很多公司都是改制以后直接挂牌，而按照《公司法》，改制以后发起人在一年之内股份不能转让。在这种情况下，很多企业挂牌之后没有可转让的股份。

要正确认识新三板流动性问题，必须认识当前的新三板市场。该市场已经是国务院批准的全国性股份转让系统，并正以超常的速度扩张。新三板挂牌企业不受3年利润持续增长的局限，也是PE、VC寻找并购、组合的最佳场所，当前私募股权投资基金的快速发展将会促使股份转让需求增加。

新三板市场未来获得IPO发行权是大势所

趋。新三板发展初期是按定向募集资金，因为当前新三板挂牌企业没有盈利限制、行业限制和股东限制，若是让这样的企业再公开发行募集资金，风险将会很大。但在未来两三年内，随着三板市场成熟，可以预见新三板企业IPO必然出现。未来有两种发展趋势：一种是新三板挂牌企业通过绿色通道到沪深交易所升级转板；另一种是像纳斯达克一样，在新三板内部按挂牌企业的规模与质量形成精选市场、一般市场和初级市场。

新三板规模的快速扩张将加快三板市场流动性障碍破除，因而不可按三板今天的缺乏流动性来判断三板的明天。随着三种交易模式的出现，加上每手从30000元降到1000元、转让解禁时间陆续到来、交易障碍开始消除、投资门槛降低，以及股权分散度开始形成，可以预见未来新三板的流动性会越来越好，将成为PE和VC寻求并购重组的最佳场所。（刘纪鹏系中国政法大学资本研究中心主任、博士生导师；冯娜系财政部财政科学研究所硕士研究生）

资本市场不应成为“柠檬市场”

□北京金融衍生品研究院 刘宇 邢兆鹏

10年前出台的资本市场“国九条”，为资本市场发展提供了巨大的政策红利，资本市场发展随之步入快车道，A股由此掀起一波大牛市。十年后，尽管A股指数重回原点，但资本市场容量已经今非昔比，上市公司数量、市值、债券托管等都有巨大增幅，然而与实体经济需求相比，资本市场服务功能仍有待加强。前段时间国务院常务会议通过了促进资本市场健康发展的六条纲领性意见，提出“让资本市场担负起促进实体经济发展的重任”，要实现这样的定位，笔者认为，资本市场应重点布局三方面，既要提升资本市场的“市场化”，也要丰富资本市场内涵，还要拓展资本市场外延。

以规则体系推进市场化

资本市场交易的不是有形商品，本质上交易的是对未来的预期，证券价格是反映市场参与者预期的载体，预期形成价格，并引导经济金融资源的合理配置。如果市场参与者不能自由表达对未来的预期，资本市场就难以发挥资源配置的基础性功能。

然而迄今为止，资本市场仍存在大量行政干预，市场参与者的交易意志往往被行政干预所扭曲，导致价格不能准确反映出预期。例如，包括股票和债券在内的各类证券发行都要进行核准，新股定价存在市盈率限制，对企业债券发行利率实施40%的利率浮动上限，还有各种创新类业务的严格审批等。因此，资本市场布局必须要紧紧把握市场化改革方向，有效提升资本市场的“市场化”程度。

2001年诺贝尔经济学奖获得者阿克罗夫提出“柠檬市场”概念，以二手车市场的例子解释了在信息不对称情况下，市场可能会因为“劣币驱逐良币”而走向消亡。但在实际的市场中，健全的交易规则体系可以很好地解决信息不对称问题，约束

买卖双方的投机行为，例如担保制度、追偿制度、评估制度等，规则体系又因为监管执法者的存在而产生实际的效力，从而使市场得以持续存在。

“柠檬市场”的例子表明，规则体系是市场的核心，决定了市场参与者交易行为和交易模式，对市场效率、市场功能和资源配置的结果具有最深刻的影响。在某些情况下，没有合理的规则体系，市场甚至会无法存在。而监管执法实际上是规则体系的派生，有了规则体系，缺乏监管执法者也不行，监管执法者对不遵守市场规则体系的参与者进行惩罚，树立规则权威和良好的市场纪律，才能维护市场有效运行。

规则体系的完善和监管执法的转型是推进市场化的重要途径，关键是要建立具有正确激励的资本市场各项规则体系，在此基础上加强监管执法的包容性和匹配性。例如，在新股发行制度改革中，把战略投资者与一般机构投资者进行隔离，网下询价环节仅限于战略投资者，配合发行主体分红承诺，承销商收取固定服务费，可以改变一级市场参与各方对高价发行的一致利益指向，将使监管机构摆脱对现有制度不断“打补丁”的困境，转而把资源投向对信息披露一致性、完整性、可理解性的监管上。这样的规则体系没有对市场参与者的选择进行直接干预，而是使预期得以自由表达，同时也会推动监管执法的转型。

丰富资本市场层次

从全球金融发展历程看，资本市场可以分为证券一级发行市场、二级交易市场以及三级风险管理市场。发行市场实现了投资、融资和交易工具的静态定价，交易市场实现了交易工具的动态定价和优化配置，而风险管理市场则实现了交易工具风险的控制、分割、转移和再分配。这三个层次有机协调，构成一个不可分割、相伴共生的统一整体。

长期以来对资本市场的认识都局限在证券的

发行、交易市场上。大家谈到的多层次资本市场也往往是指场内主板、中小板和创业板，场外新三板、区域性股权交易市场和券商柜台市场组成的多层次股权融资体系。近来也提出了多层次债券市场、多层次期货市场等概念，但总体上对资本市场完整内涵的认识还不够深刻，尤其对资本市场风险管理功能重要性的认识还不够。

风险管理市场之所以必不可少，一是其有利于提升基础资产市场的流动性和深度，从而为基础资产市场的投资者进行资产配置、资产转换、风险管理提供便利，促进金融市场资源配置功能的发挥。

二是其能够助推我国利率和汇率市场化改革进程。如果缺乏金融期货期权等有效的风险管理工具，包括商业银行在内的各类市场主体都无法有效管理利率、汇率风险敞口，这不仅对金融机构稳健经营构成挑战，也会牵制利率和汇率市场化改革进程。

三是其有利于推动我国经济创新驱动。金融期货期权是各类金融创新的重要催化剂和基础构件，发展金融期货期权等衍生品，有利于推动整个金融行业开展有效创新，拓展和释放金融服务实体经济的空间和能量，促进我国实现创新驱动的国家发展战略。

据我们测算，市场利率每上升1个百分点，我国国债市值就损失2300亿元，其中商业银行承担一半；而今年一季度人民币汇率累计贬值超过3%，则会导致进口企业增加了90亿美元的成本。在利率、汇率市场化改革加速推进的背景下，忽略金融期货期权等资本市场风险管理工具建设，将会使资本市场发展结构失衡、重心不稳，服务实体经济的能力大打折扣。

推动资本市场大一统

除了要丰富资本市场内涵外，还应大力推进资本市场扩界，推动建立大一统的资本市场。从上世纪

80年代发展商品经济开始，我们就认识到了市场分割的危害。而我国的资本市场却一直处于事实上的分割状态，导致资本市场具有多重价格，资源配置效率受损。

国际上，资本市场范围涵盖所有类型的证券及合约，所有基于金融资产的权利义务约定几乎都可以说是资本市场的一部分，既包括股票、债券、期货、期权，也包括各类资产证券化的产品。但我国的现实情况是，唯有股票市场算是完整涵盖在了资本市场范畴内。

例如，债券是非常典型的证券品种，债券市场应该是资本市场的核心市场之一，然而我国债券市场监管、发行、交易都存在严重的割裂，既有证监会主管的公司债券，也有发改委主管的企业债券，还有央行主管的金融债券与非金融企业债务融资工具等品种。由于发行、交易和结算的不同，又形成了交易所和银行间两个集中的债券市场。

两个市场内部投资者结构固化，导致市场深度受限，券种流动性较差，难以形成有效的债券收益率曲线。监管套利现象严重，发债主体存在逆向选择，信用债券的风险也在累积。

此外，货币市场、信托市场、票据市场都存在大量符合定义的证券品种。这些证券品种的发行、交易规则和监管标准各不相同，同样既不利于形成有深度的统一市场，也不利于风险的识别和预防。

因此，推动资本市场大一统，首先要在法律层面上明确证券的定义和管辖权，通过新《证券法》为建立统一的资本市场提供法律基础，同时加快推进市场监管方式的转变。机构监管必然与市场分割、条块分割联系在一起，只有在功能监管的基础上，把符合证券定义的所有资本市场品种纳入统一的规则体系中，才能最终形成一个大资本市场，才能形成更加准确的价格体系，也才能实现资源的最优配置。</