

不良贷款余额料温和增长

□信达资产金融风险研究中心 许瀚文

2016年以来,商业银行通过加大处置力度持续释放存量不良资产风险,通过加强内部风险控制舒缓增量不良资产压力,双管齐下使得不良贷款较快增长态势出现改善迹象。

但市场对不良贷款的估算和预测仍存较大分歧,概括而言,国外机构普遍认为我国不良资产风险形势十分严峻;国内机构普遍认为风险仍在可控范围之内。笔者认为,在经济L型走势以及信贷增速较快的大背景下,不良贷款余额仍将保持温和增长态势,但不良率的变化方向仍有待进一步观察,不排除未来不良率企稳甚至出现小幅下降的几率,可从存量和增量两个角度观察。一方面,取决于存量不良资产风险的释放和化解情况,是否可能出现“捂不住”的情况,带动不良率进一步攀升;另一方面,取决于新增贷款增速及银行风控水平。初步判断经济下行期银行风险防范意识增强,相比四万亿时期大规模信贷投放,新增不良资产增速可能得到一定程度抑制。趋势上可能需要重点关注以下几个问题:

一是不良贷款的低估问题。不同机构运用多种方法对真实坏账率进行了估算。笔者认为,客观审慎而言,如果不考虑表外腾挪等因素,“不良+关注”可反映表内贷款的潜在风险状况。2016年上半年,A股2863家非金融类上市公司有354家属于问题上市公司,其长、短期借款合计7867亿元,占所有上市公司长、短期借款比例约9.79%,意味着上市公司贷款的潜在坏账率可能接近10%。

二是银行的风险转换问题。市场推算不良率与公开数据背离的原因主要是银行通过置换、腾挪等多种手段使风险被暂时掩盖或者转换。银行通过展期、借新还旧等方式延迟风险暴露时点,以及通过同业往来、应收账款等表内非标资产,规避不良贷款的计算规则。此外,更常见的做法



是将不良资产移至表外,由理财资金直接或间接接盘。例如,银行与信托公司合作,通过表外的理财资金池向债务企业融资,用以偿还银行表内的不良贷款;将不良资产打包形式上剥离到SPV,由银行理财资金直接回购,或者由银行授信给客户购买,以此实现不良资产出表。上述做法只是将表内信用风险转换成表外的兑付风险,在刚兑背景下,银行面临的整体风险敞口并没有下降,反而可能因为不良资产没有及时出清和真正化解,埋下更大的风险隐患。

三是中小银行的风险暴露问题。相对而言,中小银行风险防控能力较低,业务、产品、区域的集中度较高,更容易受到不利外部环境的冲击。目前,部分中小银行陷入困境的概率明显增加。

四是风险的区域分化问题。虽然银行不良资产整体增速趋缓,但区域分化可能进一步明显。一方面,此前风险暴露相对较早的长三角地区的

不良贷款可能趋稳,浙江、上海等地甚至有望率先结束增长周期。另一方面,部分中西部省市的风险暴露形势仍然严峻。风险的区域分化可能与产业结构和市场环境等因素有关。从产业布局看,经济下行周期,产业链一般从下游行业开始衰退,批发零售、外贸等相对发达的东南沿海地区,率先承受不良贷款增长压力。而随着经营压力向中游和上游行业传导,风险逐渐向重工业、采矿业等集中的内陆地区蔓延。从市场环境看,江浙地区民营经济发达、信用环境相对较好,市场风险出清速度较快。但在国有经济集中、市场经济环境相对较差的中西部地区,风险出清的过程可能相对缓慢。预计东部地区不良资产企稳概率较大,甚至不排除缓慢下降;中西部地区的风险出清可能要耗费5年以上的空间,而且很大程度上依赖于供给侧结构性改革进程。

五是不良资产处置方式更加丰富多元。在

我国新一轮的不良资产增长周期中,银行传统的处置方式主要包括自主清收、贷款升级、以物抵债、批量转让等,其中,打包转让给持牌的资产管理公司逐渐成为处置主渠道。例如,2015年,五大行批量转让出不良贷款合计2381亿元,较2013年和2014年分别增长5.1倍和1倍;占比达44.3%,较2013年和2014年分别提高27.5和10.5个百分点。在传统方式之外,还大力推进处置方式和渠道创新。

在证券化方面,2016年年初确定了工行、建行、中行、农行、交行和招行6家银行参与首批不良资产证券化试点。5月,中行和招行分别发行“中誉一期”以及“和萃一期”,标志着时隔8年后不良资产证券化正式重启。随后,其余银行陆续试水。目前,首批试点6家银行共发行了9只产品,合计规模95.2亿元,对应不良资产本息332.4亿元,折价率28.6%。

在收益权转让方面,2016年9月初,江苏银行通过银行业信贷资产登记流转中心开展首单不良资产收益权,随后九江银行开展了第二单落地项目。由此可见,大型银行倾向于探索不良ABS等标准化程度更高的产品,而中小银行囿于政策等限制,试水收益权转让的可能性更大。

在债转股方面,国务院发布《关于市场化银行债权转股权的指导意见》,标志着新一轮“债转股”拉开序幕。目前,广东、云南、重庆、福建、山东等地的债转股项目陆续落地,涉及规模近千亿元。运作方式基本上采取了银行与地方国资运营平台等实施机构合作,设立基金的形式开展。同时,新的债转股实施机构可能陆续成立。工、农、中、建、交五大银行拟各成立专门经营债转股的投资子公司,交叉实施债转股。其中,农行已注资100亿元成立农银资产管理公司;工行已注资120亿元成立工银资产管理公司;长城资产管理公司也与招商银行、民生银行拟组建合资的债转股子公司。预计市场化债转股或将成为未来不良资产处置的重要手段。

破除行业垄断 有利降低企业成本负担

□复旦大学中国经济研究中心主任 张军

企业的税负到底有多高?是否越来越高?此题因为过于复杂,不容易给出直截了当的答案。笼统地讲,如果以GDP中政府的财政收入占比来衡量总税负,中国的这个数字大约在30%。根据IMF制定的《政府财政统计手册》,2015年中国的总税负为29.1%,比世界平均水平低10个百分点。这里的政府财政收入不包括国有土地使用权出让收入,但包括国有资本经营预算收入和社会保险基金的收入。如果包括政府的土地出让收入,但相应剔除补偿性成本,也就是只考虑土地出让的净收入,总税负增加大约1个百分点。

另外一种衡量总体税负的方式是仅仅计算税收入和社会保障缴款之和占GDP的比重。以这个口径计算,中国2012—2015年的平均税负为23.4%,比OECD国家低大约12个百分点。当然,如果仅看税收收入占GDP的比重,中国现在只有18%左右,而且过去这些年还逐年下降。相比之下,2013年发达国家的税收收入约为GDP的26%,发展中国家约为20%。

不过,世界银行最近发布的报告称,中国企业的平均总税率达到68%,位居世界第12位。不太清楚世界银行估计的这个平均总税率到底包含什么以及是如何测算而得。但即使撇开世界银行的估计,依然很有必要简单分析一下为什么企业家感受到的税负高于计算的总税负水平呢?

笔者认为,主要的原因来自两个方面,第一个原因是,与大多数发达经济体相比,中国的税赋主要由生产者承担,作为消费者的家庭承担比重出奇的小。另一个原因是,企业和投资者感受到的负担其实还包括了纳税之外的负担。这些非税的负担不仅是指为获得资源、土地和融资而支付的实际价格,也包括了政府向企业收取的附加费。

可能由于长期实行计划经济的原因,中国至今还是一个主要依靠对生产者征税的国家。政府向企业征收的主要是所得税和增值税,虽然《中华人民共和国所得税法》规定的企业所得税的税率为25%,但它同时也规定了满足各项税收优惠的条件。例如,对那些政府重点扶持的高新技术企业,所得税率可以减至15%。而对那些符合条件的小型微利企业,通常是指20%的税率征收所得税的。所以,笔者估计企业所得税税率的中位数大概为20%。

中国目前的生产者增值税率一般为17%,还有13%、11%和6%的低档税率,有些条件下最低也可以仅为3%。与那些实行增值税的国家相比,中国的增值税率与它们相差无几。但与日本、韩国、新加坡等相比,平均而言该税率明显偏高。而且因为增值税对生产者在生产环节征收,无论盈利与否都要缴纳,不仅使企业在生产环节增加了税收,而且在经济不景气时感受到的税负更大,这跟美国在最终销售环节征收销售税就不同。根据国家税务总局税收科学研究所所长李万甫的说法,中国企业事实上承担了90%以上的各种税费,个人承担的各类税费占比不足10%。相比较而言,西方国家个人所得税和社会保险税(费)占比较高,企业直接负担的税费显得并不高。

除了缴纳所得税、增值税之外,中国的不少企业至少还要缴纳约13%的附加费,这包括7%的城市维护建设费、5%的教育附加费和1%的防洪费。需要指出的是,对企业而言,向地方政府缴纳的费是不能转嫁到消费者头上的,而且是从利润中支付。根据TCL董事长李东生披露,这几年中国制造业的平均利润率已经不足2%。城建、教育附加费等制造业附加税占销售收入的比例接近0.5%,约占到平均利润的四分之一,这让本来利润较低的制造业企业压力更大。

到底中国企业的税负有多重?笔者收集了两家企业,格力电器和康力电梯的有关数据,而这些数据是北京的一家报纸的记者整理出来的。

根据格力电器公布的2015年社会责任报告,2015年公司共缴纳各种税金148.16亿元,当年的营收总额为1005.64亿元,净利润为125.32亿元,税金占到了格力营业收入的14.7%,相当于净利润的1.18倍。而康力电梯的年报披露,2015年公司上缴国家的各项税费为3.36亿元,这一数字相当于该公司当年营收总额32.7亿元的10.27%,为4.88亿元净利润总额的68.8%。

不清楚的是,它们是否具有广泛的代表性。中国地方政府对所在地的企业常常还有税收返还、退税、税收的减免等优惠政策,这使得企业税负在不同地区、不同行业和不同企业之间非常不同。所以,在企业层面上,不仅估计税负是一件相当复杂的工作,而且估算平均税赋也意义不大。

即使这样,中国走向更加简单、直接和透明的税收制度很有必要。这意味着中国需要把国家的总体税负率与企业感受到的税负调整到一致的方向。在经济下行压力依然增大的情况下,为了稳定经济增长,中国考虑结构性地降税和大幅度减少对企业的收费是正确的,而且中国确有降税减负的空间。但除此之外,更重要的是,很多企业特别是私人企业因为不公平的机会,比国有企业支付了更高的代价去获得土地和融资等,增加了企业的成本。而且因为在一些上游基础产业(电力、通讯、能源等)仍为国有企业所垄断,其营运效率低造成下游竞争性制造业承担着过高的成本,这正是一些企业所抱怨的真正成本负担。

美元区间震荡将带来人民币双向波动机会

□国开证券研究部 王鹏

2016年2月份,我国汇改做了进一步调整。在人民币中间价以上一日收盘价为下一日开盘价外加日波幅2%的基础上,增加了参考一篮子货币的定价变量,从而使得人民币中间价由市场供求和国际市场波动共同决定的定价机制更加市场化和透明化。2016年,美元指数上涨4.29%,美元兑人民币中间价上涨6.97%,中间价的涨幅大于美元指数上涨幅度。反映到非美货币的中间价上,2016年日元中间价涨9.67%,欧元中间价涨2.11%,而英镑中间价下跌10.74%,除了英镑之外,欧元和日元,尤其是日元均出现了对人民币的大幅上涨,相应地,人民币实际有效汇率也大幅下降,目前已接近2014年9月美联储量化宽松退出时的水平。

推出参考一篮子货币定价变量主要是想打破人民币贬值预期的单边化。这一制度的初衷在于随着国际外汇市场的大幅波动,人民币双向波动的预期就会越强。在双向波动预期下,对赌人民币单边走势的动力会下降,从而有助于促使结售汇市场中长期逐渐趋于平衡。

这种定价机制也存在一定弊端,即当美元波动与境内结售汇格局出现同向共振时,人民币对美元巨幅波动的风险将大为提高。例如,当资本外流加剧时,境内结售汇市场产生逆差,美元兑人民币即期汇率上升,这会导致美元兑人

民币收盘价持续高企,从而对央行美元兑人民币中间价施加拉升作用,这时如果正好处在美元升值的上升通道中,由于对非美货币保持稳定的定价原则,参考一篮子货币规则导致的非美国货币的贬值也会带动人民币贬值。

2016年,在人民币汇率中间价改革实施后,人民币兑美元非对称贬值,但不能简单地用2016年的情形来推断2017年的人民币贬值情况。原因有以下几点:

一是上述定价机制在我国资本外流压力且美元指数加速上升两个条件共振下,可以造成人民币的非对称性贬值。但如果未来某个阶段美元指数加速下跌叠加资本流入增加,则由该定价机制可能引起人民币的加速升值。

二是2017年美元可能经历前高后低的区间走势。观察美元指数,经历了2014年9月至2015年3月的加速上升之后(从84上升至100),美元指数进入了持续近两年的区间震荡阶段,目前在美国通胀预期影响下,又进入加速上行阶段,从技术上分析,美元指数的高点上限在115附近,因此,一旦通过半年左右的趋势性上行之后,美元又会进入寻找中枢的区间震荡阶段。在区间震荡中,美元指数的下行也会为人民币双向波动带来机会。

三是日元贬值快触及安倍宽松政策的贬值

高点,即125日元/美元。日元今年上半年在日本央行量化宽松低于市场预期的背景下,承受了巨大的升值压力,美元兑日元最低至98附近,目前美元兑日元已贬值至117附近。虽然市场目前对2017年日本进一步量化宽松有预期,但进一步财政扩张政策受到政治约束,具有较大不确定性。预计2017年后半年,美元指数走弱阶段,日元升值压力又会显现,如果人民币即期汇率上升幅度较大,则夜间美元指数的走弱,日元的走强将会强化人民币升值幅度。

四是虽然政治事件持续发酵扰动欧元令欧元承压,但预计在明年上半年欧元向下寻底之后于下半年走出反弹走势,这也是参考一篮子定价机制下对人民币升值有利的环境假设之一。

从参考一篮子货币的中间价定价机制角度出发,笔者预计,在2017年上半年,央行对人民币贬值预期或更加主动出手保证在美元加速上升时期,使人民币贬值预期处于可控范围内,避免过度超调,且我国的国际有效汇率已经处于美联储退出宽松时期的位置,汇率对实体经济的影响也回复到2013年的水平。而预计在美元下半年走弱趋势中,参考一篮子货币定价机制也会使隔夜走强的欧元、日元加速人民币对美元的升值幅度。由此,2017年人民币与美元指数将可能一改2016年的非对称贬值状况。

多措并举加强金融消费者保护

□中国社科院金融所研究员 杨涛

当前,加强金融消费者保护已经成为国家金融改革战略重点,也是现代化金融市场制度建设的重要部分。但是,在实践中还有需进一步厘清的问题,都直接影响到这项工作的效率与效果。

笔者认为,需要真正明确金融消费者的概念与内涵。随着现代金融的深度与广度不断提升,金融在经济社会中的影响力也不断加大,各类经济主体都难以离开金融活动的影响。需要看到,金融消费者与传统消费的概念截然不同,因为金融产业链、金融产品与服务具有截然不同的特征,这就需要把金融消费行为及主体,与传统消费区别开来。

从机构分业视角转向产品功能视角。随着信息技术和金融技术的变革,现代金融业已经变得边界模糊。过去的金融消费者保护往往基于机构视角,如分银行、证券、保险、信托,但可能损害消费者的风险往往产生于监管交叉地带。今后需逐渐转向产品视角,结合资金配置(投资、融资)、支付清算、风险管理、信息管理等金融功能,来探究其中的消费者保护重点。为了更好地适应这种跨业监管与保护,也可促使金融消费者保护机构实现独立和强化。

不能忽视金融消费者权益的间接非金融活动。除了直接的金融产品和服务之外,还有大量的经济鉴证类中介组织、非金融组织的活动,可能会对消费者利益产生深远影响。例如,美国“多德-弗兰克法案”要求所有评级机构每

年必须向SEC汇报其执行信用等级的政策、程序和方法,并通过年度审核,就是为了避免信用评级产生误导。再如,在我国尤其需重视金融产品销售中的媒体、第三方机构责任。在大数据时代,也有大量信息“噪音”和“垃圾”,面向消费者的金融信息甄别成为重中之重,也需要不断完善金融信息基础设施和制度,避免从信息不对称转变为信息过剩的扭曲传递。

金融消费权益的内涵需要进行精准定位。在政策与实践中,金融消费者权益的边界还比较模糊,需进行更加详细的描述,并且明确法律层面的权益保护范畴。例如,公众所关注的基本权益,一是资金安全,这也是重中之重;二是信息安全,大数据时代需要更加重视个体信息隐私保护,用法律形式来明确信息采集的原则与界限,明确禁止滥用“大数据”搜集非必要信息、侵犯公民隐私的行为。在采集和查询个人信息获取授权的基础上,还需探索如何更好地保障消费者的知情权和异议权。三是合约利益保障,防止金融服务提供者利用合约漏洞侵害消费者利益。如此等等,都需要跳出传统模糊思维,进行精准定位。

应注意复杂金融活动中的金融消费权益保护次序。金融创新使得金融产品及供求关系变得更加复杂,尤其是在结构化金融产品之中,还需要对权益归属和特点进行细化。同时,应明确金融消费者保护的“主体责任”。要避免消费者保护“雾里看花”,就需构建多层次的保护机制。如自2010年开始,美国总统奥巴马每年举办一次顶级金融监管机构研讨会,讨论后金融危机时期消费者保护和金融稳定规则的执行情

况。具体看,一是立法保护,明确法律与制度原则,尽快制定专门的“金融消费者保护法”。二是监管保护,明确金融机构和准金融组织的行业约束机制,并从中央与地方层面同步着手。三是行政保护,对于金融消费者的有效诉求,建立高效的处理机制。四是司法保护,对于金融活动的违法违规要有关惩罚,对于争议要及时处理。五是自律保护,充分发挥各类行业协会、民间自律组织的补充约束作用。六是社会保护,通过加强消费者专业知识宣传教育,使得后者不再总是金融专业性方面的“弱势”群体。

完善金融消费者保护的现实模式。金融消费者保护也要构建动态化的流程机制,一是做好事先预防,最大限度地避免各类大小风险事件的爆发。二是事中监督,根据不同金融业务的特点,通过传统的制度控制、现场检查,加上新技术的有效应用,可以更好地进行金融服务“质量监督控制”,后者是充分运用大数据、云计算、区块链等新技术来实现金融消费的透明和保障,如支付宝建设的备付金透明监管平台,就有助于监管部门及时观测资金流向。三是事后保护。一旦在金融消费中出了问题,那么有及时、充足、贴心的服务支持,能够使得消费者受损的利益在最大限度上被挽回。

高度重视开放条件下金融消费者保护的挑战。未来我国金融市场的“双向开放”将不断推进,其中跨境金融活动变得更加难以监管,这里不仅需重视风险监管协调,也要考虑金融消费者权益保护的协调。其重点有多方面,一是消费者“走出去”面向境外机构,或者是“走出去”的本

土机构;二是消费者面向“引进来”的外资机构;三是境外消费者面向境内机构可能产生的跨境纠纷协调。诸如此类,都表明国际化背景下的消费者保护变得更加复杂,也需要与其他经济体之间建立持续的金融消费者保护协调机制。

金融消费者保护与打破“刚性兑付”并重。在我国金融消费者保护应逐渐成为金融法律制度建设与监管规则完善的核心切入点,同时也需要注意几方面问题和避免走极端。一是需协调消费者利益保护与打破刚性保障的关系,因为“刚性兑付”也成为影响市场机制有效性、造成价格扭曲的关键,权衡好二者并不容易。二是需甄别支付消费者合法利益与恶意串谋的不同,因为也有某些消费者与部分利益主体一起,共同利用消费者权益来谋取非法利益。三是也需要保护金融服务提供者的合法利益,不能以保护消费者的名义,对金融组织施加各类行政干预。

金融消费者保护的最终目标是共享金融而非利益对立。现代金融的发展更加强调如何服务于罗伯特·希勒心目中的“美好社会”,金融消费者保护也是为了金融体系中相对弱势的群体。但长远来看,这都是为了构建共享、共赢的金融发展模式,打造新型金融生态体系,实现金融创新与发展的“帕累托最优”。在不断“做大金融产业蛋糕”中,使经济主体更好地享受金融发展成果。对此,一是建设性的思路,努力为金融和金融消费者之间搭建互信共赢的持续机制;二是除了微观层面,还需避免宏观层面的系统性风险、危机与政策失误,对于金融消费者权益带来负面影响。