

金融不良资产市场新格局¹

随着我国经济发展进入新常态，金融不良资产市场面临新的发展环境，呈现出新的特点和趋势，出现新格局。资产公司正面临新的机遇和挑战。

一、金融不良资产市场面临新环境

近年来，随着经济增速放缓，各类金融风险逐步显现。

商业银行业不良贷款持续上升。截止 2014 年末，全国商业银行不良贷款率为 1.29%。商业银行真实风险远远高于账面风险。据调查，银行真实不良率可能在 2%以上，真实不良贷款余额 1 万多亿元。国外某投行估测数据更高，他们认为我国银行真实不良率在 3%-4%，真实不良贷款余额在 2 万亿元左右。

信托发展更是狂飙突进。截止今年 3 季度末，68 家信托公司资产规模达 13 万亿元，但风险已不容忽视。2014 年信托违约事件频发，不断抢人眼球。截止 2014 年 3 季度末，风险项目个数近 400 只，涉险金额 800 多亿元。最新成立的信托保障基金公司，就是对信托风险的应对。

其他金融风险也值得关注。债券市场原本是安全岛，现在中小企业私募债、平台私募债也成了新的风险源。全国 2000 多家 P2P 网贷平台，2014 年跑路的 100 多家，2015 年 1 月出问题的 60 多家。民间借贷风险接连发生。2014 年是河北邯郸，涉险资金超 100 亿元。前两年是温州、鄂尔多斯等地区。其余如融资性担保公司、小额贷款公司等不良率也不低。

非金融不良资产规模也很大。据统计，截至 2013 年末，仅规模以上工业企业应收账款规模就接近 10 万亿元，总的应收账款在 30 万亿元左右。

未来一段时间，金融不良资产市场正面临新的宏观环境。

国际大背景是世界经济总体复苏态势疲弱，出现“美强众弱”格局，世界经济仍处在国际金融危机后的深度调整期。美国经济一枝独秀，稳步复苏，不管是经济增速还是就业率，都已经恢复到金融危机前的水平。美联储退出量化宽松，预期进入加息周期，美元进入升值通道。欧洲经济尚未走出债务危机泥潭，增长依然疲弱。欧洲央行继续欧版量化宽松计划，利率已降为负值，欧元也将继续处于弱势。日本经济复苏乏力，安倍经济学对日本经济提振效果有限。日元汇率依旧处于震荡调整之中；此外，印度、巴西、南非等新兴市场经济体增速放缓，多数面临滞胀压力。俄罗斯经济下行压力大，遭受油价大跌和地缘政治冲击后，卢布汇率大幅贬值，经济濒临衰退，实际已经是金融危机。国际金融市场波动加大，国际大宗商品价格大幅波动，国际原油、铁矿石价格持续震荡走低，原油期货价格已经跌去近 50%；铁矿石期货价格跌去了近 30%。

国内大逻辑就是经济发展进入新常态。所谓新常态，就是发展出现战略拐点、战略大转折，通俗一点说就是换活法、换玩法。重点是五个方面：一是增长中枢下移，从高速增长转向中高速增长，持续 30 多年的高速增长恐难再现；经济增长的“锚”在哪里？有关专家对未来中国潜在经济增长率进行过预测。比如国内某高层智库专家预测 2016-2020 年中国潜在经济增长率为 6.2%，国内某研究机构预测为 5.7%-6.6%，国内某著名学府专家预测为 8.4%，我国某部委专家预测为 6.5%-6.8%，国外某知名投行专家预测为 6.5%。目前，经济还在探底过程中。二是要追求质量效应型集约增长，不再追求速度规模型粗放增长。目前资源、环境承载能力接近或者达到上限，必须推动低碳环保循环新发展方式。三是经济结构进入深度调整期，传统产业需要转型升级，新兴产业需要培育发展；四是发展动力主要靠创新和改革。创新成为发展新引擎，靠改革释放发展动力；五是进出口需要提质增效、需要推进高水平引进来和大规模走出去。我国 2014 年实际使用外资 1195.6 亿美元，对外直接投资 1160 亿美元。加上第三地融资再投资，达到 1400 亿美元左右。我国已经成为净资本输出国，已经连续

¹ 该文为金融不良资产市场课题研究阶段性成果，执笔人：罗伟忠。

几年位列全球第三大对外直投国。

二、金融不良资产市场新常态

随着中国经济发展进入新阶段，金融不良资产市场具有新的特点和趋势。

一是我国经济进入高风险期。这种判断的背后逻辑是：我国经济进入“三期叠加”阶段（经济增速换挡期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期），经济风险集中释放。在经济高速增长时，存量风险，可用快速发展的增量来化解。同时高速增长时市场扩容快，机会多，干什么都能赚钱，增量试错风险小。经济减速时，增量扩张慢，存量风险难以用增量来化解。同时市场机会减少，不再是干什么都能赚钱，增量试错风险放大。目前，我国银行不良率在世界上处于低水平。世界银行业不良率平均水平是4%左右；欧洲最高，达到7%左右；北美、拉丁美洲及加勒比地区在2%左右；东亚及太平洋地区在1.5%左右。预计我国到2015年末银行不良率将达到1.5%左右。预计未来一段时间，银行不良率将持续攀升并维持较高水平，其他金融风险也会增大。

二是资产价格进入调整震荡期。这是由“美国冲击+中国新常态”交互碰撞所决定的。美国作为世界头号经济强国，其经济霸权和金融霸权，深刻影响甚至左右其他国家的经济命运。美联储加息预期和美元进入升值通道对国际金融市场产生极大冲击，造成资产价格震荡和国际大宗商品价格波动。这轮“美国冲击”的逻辑是：美国货币政策转向，一是改变国际资产比价特别是美元资产和非美元资产比价，二是改变国际资金流向，三是改变国际商品比价，导致国际大宗商品价格波动。对他国产生两大影响：一是资产价格调整，二是物价波动。这种美国冲击，中国也难以幸免。

目前，国内经济增速放缓，物价持续走低，“滞缩”苗头显现。如果这种趋势发展下去，宏观政策上，财政政策会更积极，货币政策会更加宽松。这种“弱态经济+宽松政策”组合对资产价格的影响是复杂的。在国际金融危机爆发后，中美两国均进行了大规模的经济刺激。短期内，美国股市涨幅很大，楼市涨幅不明显；中国股市涨幅很小，但楼市涨幅很大。至于长期的政策效果，现在已经很明显了。2014年11月央行大幅降息，刺激股市飙涨，对楼市的刺激效果，目前看来还不是很明显。

这样一来，纵观国内国际，可以看到一幅中美经济反向绞力的图景：（美国：经济向上，政策向紧）+（中国：经济向下，政策趋松）。中美经济反向绞力必然导致资产价格调整震荡。以前那种资产价格长期泡沫化的背景不复存在。对资产公司来说，以前那样不良资产搁在那里不处置，都能随时间不断升值的历史恐难再现。

三是不良资产分布日趋行业性、区域性和个体性。在新常态下，结构调整进入阵痛期。大量产能过剩的传统产业、落后产能企业和项目，如果不顺应新常态，不进行技术、产品的更新升级，就很可能在这轮调整中被淘汰。过剩落后产能集中的传统行业、区域和企业将成为不良资产的重灾区。目前，浙江、江苏、广东、上海、福建、辽宁等东部沿海地区的不良贷款规模最高。煤炭等采掘业、钢铁、电解铝等冶金业、水泥、平板玻璃等建材业、传统化工业等传统产业，不良贷款最为严重；新兴产业如果投资过度也会成为不良资产重灾区，比如多晶硅等光伏产业。围绕这些高风险行业的商贸业也会受到拖累，难逃不良命运。预期未来一段时间，这些地区和行业仍然是不良贷款高发区。

四是我国金融业将迎来一轮洗牌期。新常态下，改革红利将得到释放，市场机制在资源配置中起决定性作用，一些行政障碍和利益藩篱将逐步清除。金融业凭借准入垄断和价格垄断，获取垄断利益，已经广受诟病。未来一段时间，我国金融机构将面临来自制度变革和市场竞争的多重压力。一是市场准入放开和新金融形态涌现，将使新对手不断增多。2014年，四家民营银行获批，五个省市获准设立地方资产管理公司。互联网金融、泛资产管理业务的快速崛起，对传统金融的冲击力，已经初步显现。二是利率市场化实质推进，市场利差收窄。金融机构盈利空间缩小。三是金融机构将是经济风险集中释放的主要承担者。预计未

来一段时间，风险金融机构会时有暴露，

五是全球将迎来区域性金融风险多发期。2008年爆发的国际金融危机，是“美国得病，全球吃药”。现在时势发生了很大逆转，“美国病好，全球病弱”。美国可不是“纸老虎”，他恢复元气了，可是要咬人的。现在美国又有能力、有条件施展其经济金融霸权，打压其他经济体，来巩固和强化其霸主地位。预期未来一段时期，美国将维持强势美元政策，使国际大宗商品价格处于低位震荡中。一些依赖出口这些大宗商品的经济体将遭受重创。比如委内瑞拉由于油价下跌，面临外债违约风险；欠中国500多亿，去哪弄美元还，只好又跑到中国再借200亿美元。美国进入加息周期，引起国际金融市场的震荡，对国际贸易和国际金融市场依存度高的经济体将受到冲击。在“美国冲击”下，一些比较脆弱的经济体可能因此而陷入危机，俄罗斯仅仅是开始。

三、金融不良资产市场新机遇

金融不良资产市场进入新常态。对于资产公司来说，更多是机会。

一是改制上市迎来机遇窗口。我国经济进入高风险期，打开了资产公司改制上市的机遇窗口。资产公司作为金融不良资产市场上的国家队，在经济高风险期实施改制上市，可谓适逢其时。这样就有概念、有题材、有业绩给国内外投资者“讲好故事”，从而得到投资者青睐，提高公司的市场估价。

随着《金融资产管理公司监管办法》落地实施，资产公司业务发展受资本充足率的刚性制约。资产公司通过改制上市，可以大幅提升资本实力，业务规模空间大大打开。这已经有资产公司成功实践。

二是不良资产业务机会。新常态下，不仅银行不良、其他金融不良还有非金融不良，业务机会都会增多，问题企业和危机项目不断出现。但不良资产经营面临资金成本、时间成本以及资产价格波动风险等多方面约束，采取传统方式简单处置，获利难度明显提高。需要创新处置方式，更多地采用重组办法，结合投融资手段，搞增值运作。因此，在金融不良资产市场发展新阶段，资产公司需提升自身业务能力和人员素质，在实践中培养自身的投行业务能力，打造一批投行高手。

三是产业重整业务机会。化解过剩产能是结构调整的重头戏。具体措施会搞“三个一批”：淘汰一批，转型升级一批，走出去一批。不少产业面向国内市场过剩，立足全球市场就不过剩。大家不再内部拼杀，整合起来到国际市场去竞争，南北车整合就是这样。因此我国将迎来一轮“兼并潮”。不管是淘汰、转型升级还是出海，传统产业的重整不仅有大量不良资产业务机会，更多并购重组和投融资业务机会。

与其他金融机构相比，资产公司在产业重整中有自身独特优势，可以主动积极一点，推动和服务产业重整。如果一家资产公司实力不够，可以联合多家资产公司一起来做。在产业重整中，需要将自身的金融优势和行业内领先企业的产业优势结合起来；将不良资产处置和投融资、并购重组等业务结合起来。资产公司的价值，不仅仅在于盈利和一般性的社会责任，更在于国家担当。为国家分忧解难，找到国家需要和自身盈利的结合点，这是资产公司的核心价值。

四是进入新业务领域的机会。资产公司的集团构架存在两个严重缺陷，一是缺少一个强大的中坚骨干，旗下平台大都小而不强，二是金融产业链不完整。在接下来的金融业洗牌中，可以寻求并购重组风险金融机构的机会，完善产业链，做强中坚产业。

五是探索国际业务机会。我国“资本出海”已是新常态。金融是为实体经济服务的。国内大的金融机构都在积极推进国际化。资产公司目前仅在香港设立平台。新常态需要全球思维。资产公司可以抓住全球区域性金融风险多发的机会，趁机到境外开展不良资产业务，比如俄罗斯出现企业破产倒闭潮；也可以为国内资本“出海”提供投融资以及并购重组业务，还可以到境外去收购金融机构，丰富产品线，扩大区域布局。资产公司自身也需要有全球眼

光，超越国内市场的局限，着眼全球市场来思考战略定位。

六是其业务机会。如果跳出不良资产范畴，其他业务机会更多。比如资产管理业务机会。一方面我国居民财富快速增长，对资产保值增值的需求越来越强烈；另一方面我国经济正处于结构调整和转型升级的关键期，化解过剩产能、推进新型城镇化、发展新兴产业等都需要大量的新增资本投入以及存量资本的盘活，资产管理业务市场增长的空间非常广阔。结构调整的另一头是培育发展新兴产业，资产公司可以从中寻求投融资机会。银行等金融机构有去杠杆、收缩资产业务的需求，资产公司可以填补空缺，拓展融资业务。发展直融是金融改革的方向，资产公司在直融业务方面有优势。近期正在推进的国企混合所有制改革、股票发行注册制改革、新三板等，会给资产公司带来大量并购重组以及投融资业务机会。一批新的国家发展战略落地实施，比如自贸区、“一带一路”、京津冀一体化等，都会给资产公司带来业务机会。还有基建投资合作机会。据有关报道，为稳增长，2014年底国家突击新批了10万亿基建投资，涉及项目400多个，2014年批准的总基建投资规模超40万亿。资金需求很强烈，资产公司可以择优与之合作。

资产公司也面临挑战，主要有：一是业务可持续性的挑战。如果下一阶段，我国经济进入“滞缩”通道，市场融资意愿会下降，加上央行货币宽松，整个社会资金供求结构会发生变化。资产公司近几年快速发展的融资业务可能会受影响。二是监管环境的挑战。随着《金融资产管理公司监管办法》等一批监管法规的实施，监管日趋理性，资产公司部分业务将受到规范管理。三是竞争结构的挑战。金融市场开放是新常态，各类金融市场竞争者日益增多。地方版资产管理公司在不良资产业务方面将对资产公司形成竞争。各类金融机构都在放开从事各类资产管理业务，也是资产公司的竞争者。互联网金融等新金融业态的出现，在资产管理和投融资业务等方面，也对资产公司形成挑战。四是市场环境的挑战。市场利差收窄，资产公司也会受影响。