

问渠那得清如许，为有源头活水来

中国不良资产管理行业改革与发展的研究白皮书

2020年6月

pwc 普华永道



目录

综述 4

第一章 中国不良资产管理行业的发展现状 13

第一节 市场规模 14
第二节 监管政策 15
第三节 市场参与者 16
第四节 行业面临的挑战与机遇 20

第二章 不良资产管理的海外经验分享 24

第一节 系统性风险需要行政干预 25
第二节 增强流动性有利于不良资产处置 26
第三节 法律层面的障碍需要破除 27
第四节 传统资管机构曲线参与 28
第五节 买卖双方直接交易 29

第三章 中国不良资产管理行业改革与发展路线图 30

第一节 法律环境 33
第二节 监管环境 36
第三节 合作环境 37
第四节 财税政策 39
第五节 改革与发展的影响 39

第四章 中国不良资产管理行业的未来 41

附录: 地方资产管理公司名单（2018年底前已获银保监会批复） 44

综述

从四大资产管理公司（AMC）设立算起，中国不良资产管理行业已经走过了21个春夏秋冬。在此过程中，行业大致经历了政策性业务、商业化转型和全面商业化三个阶段发展；参与主体也日渐丰富，从四大资产管理公司逐渐扩展到地方金融资产管理公司、民营资产管理公司和外国投资机构等。这些机构在化解金融风险、维护金融体系稳定、盘活存量资金、推动银行和国企改革等方面发挥了举足轻重的作用。

2020年以来，突如其来的新冠疫情，给中国及世界经济带来了巨大的冲击。国际货币基金组织（IMF）预计，2020年全球经济将萎缩3.0%（中国GDP增速将大幅放缓至1.2%），出现上世纪30年代“大萧条”以来最严重的经济衰退[1]。

为了减轻疫情的影响，中国人民银行、银保监会、证监会、外汇局等机构果断行动，实施全面降准和定向降准、降低公开市场操作利率、提供流动性支持、设立专项再贷款、降低中期信贷便利（MLF）利率等确保金融供给；鼓励银行为受疫情影响较大的地区、行业和企业提供差异化优惠的金融服务，在信贷政策上予以适当倾；同时，多个地方银保监局还放宽允许银行放宽部分企业不良贷款的认定。在一系列措施的作用下，2020年一季度国内经济生产总值（GDP）虽然仍出现6.8%的负增长，自三月份起各行各业已稳步走上复工复产之路，经济数据出现了明显的反弹。



1 来源于国际货币基金组织《世界经济展望》报告，2020年4月

尽管如此，中国经济全年的表现依然存在较多不确定性。何时见底回升，很大程度上取决于疫情的发展，例如会否有第二波爆发，以及海外疫情何时趋稳。因此，未来一段时间实体经济仍面临了较大的压力，商业银行的不良贷款可能会出现新一轮暴露潮，给不良资产管理行业带来更多的发展空间之余，也给行业的改革与发展提供了土壤。

2018年以来，中国金融业迎来了新一轮扩大开放，包括不良资产管理在内的多个金融细分领域，市场准入逐渐放开，投资壁垒陆续破除。除了越来越多的地方不良资产管理从业者，第五家全国性金融资产管理公司应运而生，更多的外资机构也将参与其中。不良资产管理行业的改革与发展如火如荼，但力度和步伐可以更大些。新冠疫情可成为一个契机。

一方面，疫情下企业经营受到了巨大冲击，银行不良贷款、非银金融机构和非金融企业的不良资产上升，不良资产管理从业者的参与，可发挥自身优势，盘活不良资产，帮助企业重整、重组，走出困境。另一方面，如疫情在未来好转，一旦经济出现反弹，这些不良资产很可能迅速扭转困境，为投资者提供较好回报。



普华永道在疫情爆发之前，已对中国不良资产行业的发展现状、面临的挑战和新一轮改革与发展路径作了深入研究。在此过程中，我们也参考了海外具有代表性的市场在过去几个经济周期处理不良资产的经验，总结出一些对中国有借鉴意义的案例。

从行业的角度，普华永道将中国不良资产管理领域共同的痛点，归纳为市场结构、交易环节和资产流转等三方面。

市场结构

一、二级市场间存在显性及隐形壁垒

交易环节

信息不对称、定价欠市场化、交易成本较高

资产流转

潜在不良资产未盘活，影响资金使用效率



针对这些痛点，普华永道建议改革与发展分三步走，路线图如下:



第一步：打破一、二级市场壁垒

当前不良资产市场存在的一大壁垒是一、二级市场制度。一级市场较高的准入门槛导致很多市场参与者只能参与二级市场，不利于增加市场活跃度，而且会催生通道类业务的发生。

因此，建议取消一、二级市场之间的壁垒，允许各类市场参与者与银行等不良资产出让方直接交易。此外，借金融市场全面对外开放的春风，不良资产市场也应加大对内、对外开放的力度，积极吸引更多市场参与者，增加市场活跃度。

在2020年1月15日已经签署的中美第一阶段经贸协议中，中美对不良资产领域内的合作达成共识。根据协议要求，中方将允许美国金融机构申请资产管理公司牌照，从省级牌照开始。中国在发放新的全国性资产管理公司牌照时，对中美金融机构一视同仁。

打破壁垒是为了引入更多投资者参与不良资产市场，比如外资和民间资本。当然，由于不良资产交易具有高风险、高收益的特性，而且估值相对复杂，因此应主要引入私募股权基金、信托等机构投资者。



第二步: 建立交易平台

不良资产市场经过21年的发展，交易各方信息不对称的情况已经有了相当程度的改善，一些不良资产的信息已经发布在各地的金融交易所或第三方数据平台上。然而，信息公开、透明的程度仍有待提升。



首先，这些交易所或是第三方平台上挂牌的不良资产只是整个不良资产市场的一部分，覆盖面不够。其次，部分交易所或平台存在地域上的局限性。再次，不同的交易所和平台之间在披露标准、流程、收费等方面参差不齐。最后，这些交易平台由于规模有限，往往存在成交量太小的问题。

普华永道建议由监管部门牵头、整合现有交易所和交易平台的资源，引导并鼓励组建全国性的不良资产交易平台，所有公开交易的不良资产信息均应在该平台登记备案，并向社会公众开放查询。同时，应统一信息披露方式、内容、频率等要求，并确保信息披露的真实性、准确性、完整性和及时性。

交易平台中应该包含不良资产的所有关键信息，主要包括参与机构、不良资产信息、交易、债务人等。

披露事项	具体内容
参与机构	名单、不良业务管理办法及操作流程、业务概况和主要财务数据、不良业务经验介绍、中介机构简介
不良资产信息	资产规模和期限、抵押物信息（包括类型、抵押率、分布、评估、预计回收率、预计回收时间等）、法院判决信息、中介尽职调查及估值程序和方法、后续信息披露安排、风险提示及披露、法律和税务分析
交易	转让记录和价格、各方权利与义务、交易条款设置、触发条件及解决机制、交易费用、中介机构收费
债务人	基本情况、评级、还款来源、还款历史数据及违约记录

此外，该交易平台还应建立询价、双边报价、竞价撮合等交易机制，引入第三方机构提供法律、鉴证、估值等服务，并通过做市、承销等制度安排来完善流动性，推动不良资产交易的正规化、透明化、标准化，吸引更多市场参与者，增强服务实体经济的能力。

2 来源于中美双方在美国华盛顿签署的《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》，2020年1月

第三步: 扩大交易范围

传统的不良资产交易标的，包括银行和非银不良债权以及企业不良债权。建立起全国性不良资产交易平台并引入更多类型的投资者，将为扩大交易范围创造有利条件。

普华永道建议未来不良资产市场能够扩大交易标的范围，纳入广义的不良资产，比如新金融工具准则预期信用减值（ECL）模型下第二阶段的贷款、各类非标债权、违约债权、不良资产证券化产品和P2P网贷的存续债权等。

此外，企业并购、重组过程中产生的不良资产也可以考虑纳入进来。以房地产行业为例，2019年融资环境显著恶化，高杠杆模式难以为继。根据新浪乐居依据人民法院公告网的数据进行的统计，2019年全国共有377家房地产企业发布破产文书[3]。这些房地产企业在破产重整过程中产生的不良资产可以考虑纳入不良资产交易平台。

广义不良的流转，可帮助银行更加合理地配置信贷资源，防止资源沉淀，同时为不良资产寻找更多出口，为新增信贷腾挪空间；而不良资产出表，也有助于分散银行体系整体的风险。



3 来源于新浪乐居《377家破产企业，房地产行业未到危机时》，2020年1月13日

改革与发展的目的: 打造各方共赢的市场

普华永道提出的不良资产改革与发展路线图，不仅能够极大地提升不良资产市场的流动性，促进不良资产的流转，也方便风险偏好适当的投资者参与，缓解实体企业面临的逼债压力，使企业、投资者、商业银行和资产管理公司等各方都从中受益。

商业银行:

如果存在高效的不良资产交易市场，能够以合理价格转让不良债权对银行来说很有吸引力。此外，如果能够实现广义不良贷款的流转，将有助于银行更加合理地配置信贷资源，降低银行发放贷款的后顾之忧，更好地支持实体经济。不良债权通过流转离开银行体系后，也有力于降低金融体系整体的风险。

在预期信用损失模型下，处于第二阶段的贷款规模较大。截至2019年底，仅以上市的大型商业银行和股份制商业银行计，二阶段贷款规模合计2.55万亿元。当前上市银行股票整体估值较低，其中很重要的因素在于投资者对银行资产质量的担忧。如果能够通过不良资产市场将二阶段贷款流转起来，将信贷风险转移到银行体系以外，那么对于银行股整体估值的修复也将产生非常正面的影响。



资产管理公司和其他投资者:

更多类型投资者进入一级市场，不仅将带来更多资金、让市场更具竞争性，也将为不良资产探索出一条创新的处置路径。

公开透明的投资环境对于投资者来说至关重要。通过建立统一的交易平台，对交易标的关键信息进行登记备案，推动不良资产交易的公开化、透明化。这有助于降低投资者的尽职调查成本，推动交易的达成。而投资者的积极参与也会提高市场的流动性，推动不良资产市场进一步向前发展。

企业:

不良债权的债务人，往往无法再从银行获得融资，通过上市、发债等方式从资本市场融资的可能性也极低。通过在不良资产市场进行交易，将短期限的债权变成长期限的债权甚至股权，也就是重组、重整等手段，才可能真正帮助企业渡过难关，恢复生命力。而盲目地抽贷断贷，只会加速企业走向破产。

问题企业在这个过程中，能获得更加稳定的负债或是降低财务杠杆，从而在生产、经营上多下功夫，结合技术引入和产业升级，早日恢复造血能力。支持实体经济、助力产业升级和结构性改革也是资产管理公司回归主业的初衷。

改革与发展的愿景：更好地服务实体经济

站在更高的着眼点上，不良资产管理行业改革与发展深层次的意义，在于鼓励不良资产处置的模式创新，服务中国经济的供给侧结构性改革，促进产业升级。尤其是在后疫情时代，这种作用就显得更为关键。同时又要平衡创新和风险，在要素与机制上确保市场的可持续性与活力。

中国不良资产管理行业的健康发展，离不开一个开放的市场环境。只有更丰富的处置渠道、源源不断的新参与者涌入，才能盘活不良资产这个池子，让实体经济的资金循环更畅通，早日走出疫情的阴霾。



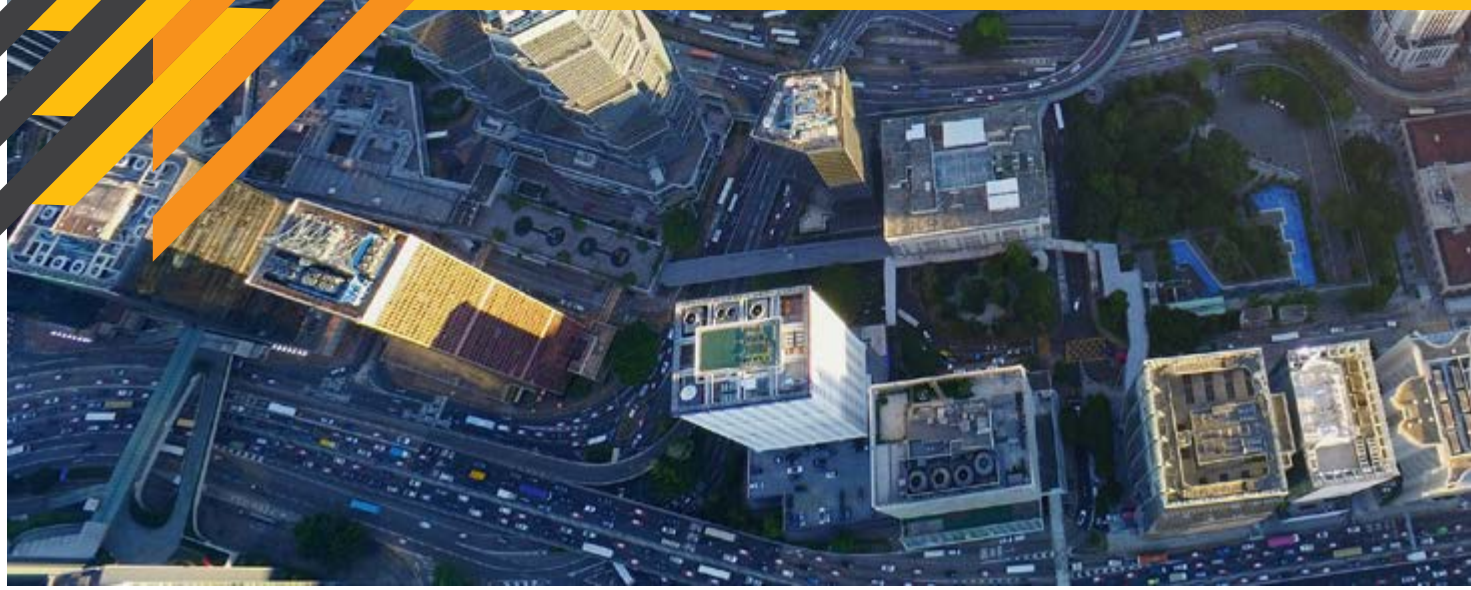
第一章
中国不良资产管理行业的发展现状



上世纪90年代，中国的商业银行和国有企业大多尚未建立现代企业制度，内部风险控制较为薄弱，导致银行业累积了一定规模的不良贷款。1997年亚洲金融危机后，相当数量的国有企业面临较大的财务或经营压力，商业银行的不良资产因此显著增加。

为了化解危机，国务院决定借鉴国际上“好银行”和“坏银行”模式，和美国重组信托公司（RTC）的运作方式，于1999年设立了华融、长城、东方和信达四大资产管理公司，分别对口接收、管理和处置来自工商银行、农业银行、中国银行和建设银行及国家开发银行的不良贷款，我国的不良资产管理行业由此应运而生。

回顾过去21年的发展历程，四大资产管理公司在化解金融风险、维护金融体系稳定、推动国有银行和国有企业改革发展过程中发挥了重要作用。不良资产管理行业的也大致经历了三个阶段发展，即政策性业务阶段、商业化转型阶段和全面商业化阶段。参与主体从四大资产管理公司逐渐扩展到地方金融资产管理公司、民营资产管理公司、外国投资机构等。



第一节 市场规模

根据浙商资产的统计数据，2018年、2019年商业银行每年处置的不良贷款在2万亿元左右[4]。2019年商业银行转出的债权规模约为4,200亿元。普华永道根据2019年年报统计了六家大型商业银行及九家股份制商业银行的核销及转出数据如下（单位：亿元）：

机构	核销及转出准备金额	不良余额
工商银行	977	2,402
建设银行	1,876	2,125
农业银行	514	1,872
中国银行	850	1,782
邮储银行	114	428
交通银行	418	780
招商银行	322	523
兴业银行	365	530
浦发银行	680	814
中信银行	607	661
民生银行	509	544
光大银行	404	422
平安银行	477	382
华夏银行	358	342
浙商银行	47	141

资料来源：各家银行披露的年报、普华永道研究

2019年商业银行
转出的债权规模约为

4,200亿元

此外，市场交易的还有非银金融机构的不良贷款和非金融企业的不良资产，规模也很大。这两年由于债券暴雷频繁，违约债券也成了不良资产市场的一大供应，目前的违约债券规模在3,000亿元上下。

中债资信的数据显示，2019年银行间债券市场不良资产证券化发行规模为143.49亿元，较2018年的158.81亿元减少约10%；其中信用类产品69.02亿元，抵押类产品74.47亿元。基础资产全部为信用卡和个人住房抵押贷款，对公不良占比降至0。发起机构全部为银行，其中工商银行发行约59亿元，建设银行发行约为51亿元，两家瓜分了近80%的份额。

2019年底，媒体报道监管部门允许融资平台公司债权人将到期债务转让给金融资产管理公司，金融资产管理公司将继承原债务合同中的还款承诺、还款来源和还款方式等权益。而根据中金的研究，截至2018年底，地方融资平台的有息负债超过30万亿人民币[5]。

4 来源于浙商资产研究院《2019年不良资产行业研究年度报告》，2020年4月
5 来源于21世纪经济报道《监管允许AMC收购融资平台到期债务》，2019年12月5月

第二节 监管政策

不良资产管理行业的主要监管机构是银保监会和财政部，此外还有中国人民银行、国家外汇管理局、国家审计署、国家税务总局等机构。

与不良资产管理行业相关的监管政策梳理如下:

发布时间	政策名称	发文机构	内容概述
1998年	《贷款风险分类指导原则（试行）》	人民银行	按照风险程度将贷款进行五级分类
2000年	《金融资产管理公司条例》	国务院	纲领性文件，确立资产管理公司的法律地位
2004年	《国家外汇管理局关于金融资产管理公司利用外资处置不良资产有关外汇管理问题的通知》	国家外汇管理局	规范金融资产管理公司利用外资处置不良资产的外汇管理
2005年	《不良金融资产处置尽职指引》	银监会、财政部	规范不良金融资产处置行为，明确尽职要求
2008年	《金融资产管理公司资产处置管理办法（修订）》	财政部	规范资产处置管理工作程序和资产处置行为，防范处置风险
2008年	《金融资产管理公司资产处置公告管理办法（修订）》	财政部、银监会	规范资产处置行为，增强资产处置透明度，防范道德风险
2011年	《金融资产管理公司并表监管指引（试行）》	银监会	规范和加强金融资产管理公司并表监管，防范金融风险
2012年	《金融企业不良资产批量转让管理办法》	财政部、银监会	盘活金融企业不良资产，促进金融支持经济发展
2013年	《外债登记管理办法》	国家外汇管理局	对外转让不良资产需按规定获得批准，并到外汇局备案
2014年	《金融资产管理公司监管办法》	银监会、财政部、人民银行、证监会、保监会	加强金融资产管理公司监管，规范其经营行为
2016年	《关于规范金融资产管理公司不良资产收购业务的通知》	银监会	规范不良资产收购业务，促进合规经营
2016年	《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》	银监会	支持地方资产管理公司发展，允许省级政府增设一家地方资产管理公司
2016年	《关于市场化银行债权转股权的指导意见》	国务院	以市场化方式开展银行债转股，降低企业杠杆率
2017年	《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》	财政部	将金融工具变为三分类，使用预期损失法计提资产减值损失
2017年	《金融资产管理公司资本管理办法（试行）》	银监会	加强金融资产管理公司资本监管，引导资产管理公司聚焦不良主业
2018年	《金融资产投资公司管理办法（试行）》	银保监会	规范银行债转股业务行为
2019年	《关于加强地方资产管理公司监督管理工作的通知》	银保监会	加强地方资产管理公司监管

资料来源：上述各监管机构，普华永道整理

根据国家发改委、外汇管理局的规定，境外投资者买入不良债权、形成境内企业对外负债后，需纳入外债管理，需要在发改委、外汇管理局备案。

从2017年起，在金融业整体回归本源的大背景下，监管机构也在通过政策引导不良资产管理公司聚焦不良资产主业，规范多元化经营。

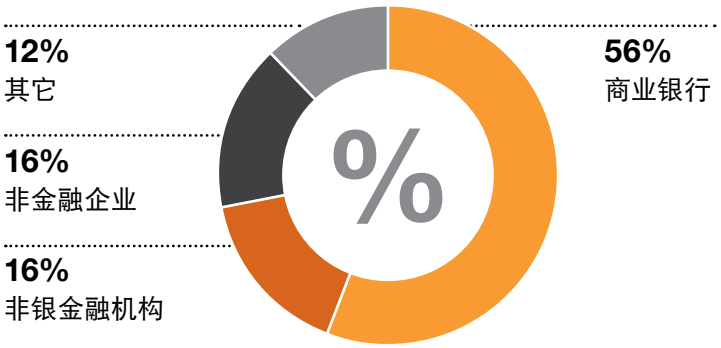
第三节 市场参与者

不良资产市场主要由卖方、买方和中介机构组成。卖方是不良资产的提供方，包括银行、非银金融机构和非金融企业。买方是不良资产的购买方，包括四大资产管理公司（第五家全国性资产管理公司银河资产已经落地，本文仍沿用四大资产管理公司的体系）、地方资产管理公司、银行系金融资产投资公司、民营非持牌机构、基金和外资等。中介机构是买方和卖方之间的桥梁，协助双方达成交易，并提供尽职调查、资产评估、财务报告等各种服务，主要包括律师事务所、会计师事务所、评估机构和交易所。



不良资产来源

来源	规模（万亿元）	占比
商业银行	2.40	56%
非银金融机构	0.70	16%
非金融企业	0.70	16%
其它	0.50	12%
合计	**4.30**	**100%**



资料来源：中国银保监会及东方资产管理公司发布的《中国金融不良资产市场调查报告（2020）》，由普华永道整理

不良资产的卖方

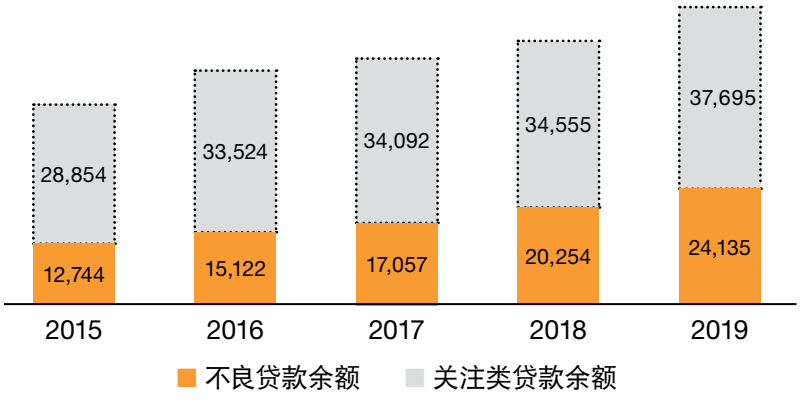
1. 商业银行

银行表内信贷资产实施五级分类，分为正常、关注、次级、可疑、损失，其中次级、可疑、损失三类划为不良贷款。而关注类贷款中的一部分未来如果情况出现恶化，也有可能成为不良贷款。

过去五年（2015-2019年），商业银行不良贷款余额持续攀升。截至2019年末，不良贷款余额在2.4万亿元左右，关注类贷款余额超过3.7万亿元。

截至2019年末，不良贷款余额在2.4万亿元左右，关注类贷款余额超过3.7万亿元。

图1: 商业银行不良贷款余额和关注类贷款余额（单位: 亿元）



资料来源：银保监会、普华永道研究

综合工行、农行、中行、建行四家国有商业银行近五年的数据进行测算，关注类贷款迁徙率（关注类贷款转化为不良贷款的比例）整体在20%左右。

2. 非银金融机构

非银金融机构的不良资产主要由信托、财务公司等机构开展的类信贷业务形成，包括信托贷款、委托贷款、承兑汇票、P2P等。

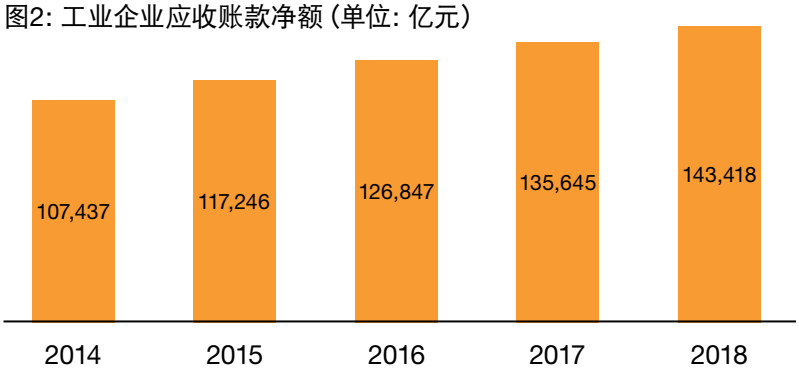
根据东方资产管理公司的估算，信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑票据、非标债权、融资租赁、P2P等非金融机构不良资产潜在供给总量约为7,000亿元[6]。

3. 非金融企业

非金融企业的不良资产主要以应收账款为主，包括逾期和预期可能发生违约的应收款。截至2018年底，工业企业应收账款净额为14.34万亿元，呈现逐年递增的趋势。

根据东方资产管理公司的估算，非金融企业不良资产潜在供给总量约为7,000亿元[7]。

图2: 工业企业应收账款净额（单位: 亿元）



资料来源：国家统计局、普华永道研究

6 来源于东方资产管理公司《中国金融不良资产市场调查报告（2020）》

7 来源于东方资产管理公司《中国金融不良资产市场调查报告（2020）》

不良资产的买方

1. 四大资产管理公司

四大资产管理公司分别为中国华融资产管理股份有限公司（以下简称华融）、中国信达资产管理股份有限公司（以下简称信达）、中国东方资产管理股份有限公司（以下简称东方）、中国长城资产管理股份有限公司（以下简称长城），成立于1999年，成立之初对口承接工、农、中、建四大行的不良资产，此后逐步发展壮大，成为中国不良资产市场的中坚力量。

2020年3月，银保监会批复建投中信资产管理有限责任公司转型为金融资产管理公司并更名为中国银河资产管理有限责任公司，第五家全国性资产管理公司正式落地。

从2014年到2018年，四大资产管理公司资产规模均实现20%以上的年复合增长率。

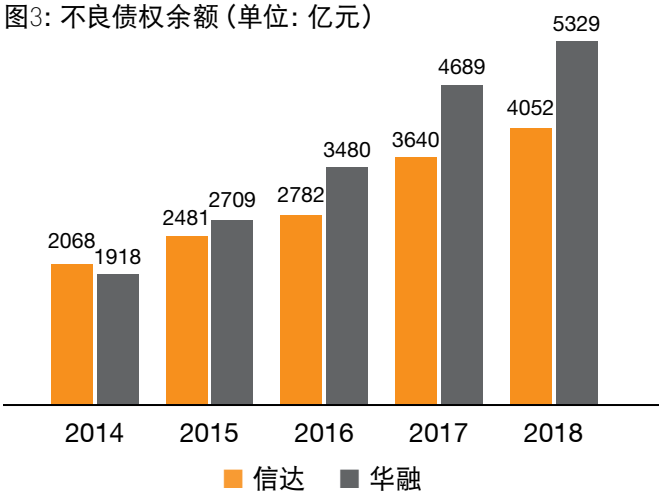
四大资产管理公司资产规模（单位：亿元）

资产管理公司	2014	2015	2016	2017	2018	年复合增长率
华融	6,005.21	8,665.46	14,119.69	18,702.60	17,100.87	30%
信达	5,444.27	7,139.75	11,744.81	13,869.38	4,957.59	29%
东方	3,174.67	4,113.70	8,055.21	9,803.06	0,867.55	36%
长城	2,714.49	3,556.78	4,868.99	6,395.40	6,693.01	25%

资料来源：公司年报、普华永道研究

其中华融和信达作为上市公司，数据披露更为详尽。数据显示，两家公司的不良债权余额均稳步上行，年复合增长率分别为29%和18%。

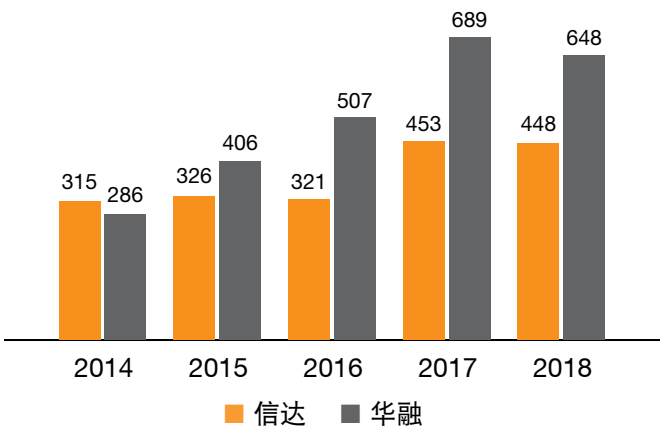
图3：不良债权余额（单位：亿元）



资料来源：公司年报、普华永道研究

华融和信达的不良分部营业收入持续增长，年复合增长率分别为23%和9%。

图4：不良分部营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司年报、普华永道研究

2. 地方资产管理公司

为了弥补四大资产管理公司在部分区域处置效率、处置成本高的不足，监管机构2012年开始允许设立地方资产管理公司。截至2019年底，获得银保监会批复开展不良资产业务的地方资产管理公司共有56家（名单见附录），总资产规模在6,000亿元上下。

地方资产管理公司与当地政府关系紧密，熟悉当地情况，拥有各方面的资源，能够高效地收购和处置不良资产。与四大资产管理公司相比，地方资产管理公司在资金实力、融资渠道、专业化程度等方面仍存在劣势。

3. 银行系金融资产投资公司（AIC）

为推动市场化、法治化实施银行债转股，银保监会发布《金融资产投资公司管理办法（试行）》，随后银行系金融资产投资公司相继获批成立并开业。这些公司为非银金融机构，由境内商业银行作为主要股东发起设立，允许其他符合条件的投资者入股，主要的工作就是实施债转股。目前已经获批开业的五家银行系金融资产投资公司都由发起银行100%控股。此外，平安银行、兴业银行、广州农商行和浦发银行也宣布将设立金融资产投资公司。

银行系金融资产投资公司概况

公司名称	注册资本（亿元）	成立时间
建信金融资产投资有限公司	120	2017年7月
工银金融资产投资有限公司	120	2017年9月
农银金融资产投资有限公司	100	2017年8月
中银金融资产投资有限公司	100	2017年11月
交银金融资产投资有限公司	100	2017年12月

资料来源：Wind、普华永道整理

4. 外资机构

在中国入世之初，外资就开始参与中国不良资产市场，最初以投行为主。2008年全球金融危机爆发后，外资对本土市场自顾不暇，在中国市场的参与度有所降低。到2015年中国不良率开始攀升，外资对中国市场的兴趣再度上升，除了投行，也出现了一些知名对冲基金的身影。当前中国不良市场上主要的外资参与者包括：高盛、橡树资本、龙星基金、黑石、贝恩等。

外资作为不良资产的买方，从资产管理公司购买不良资产包，进行处置后获利。外资往往以离岸形式进行操作，对5亿至10亿元规模的资产包较为感兴趣，主要参与长三角、珠三角等东南沿海地区的不良资产市场。2020年1月。中美第一阶段经贸协议签署，美国金融服务商获准申请省级资产管理公司牌照。

5. 国内民营投资者

国内也有很多投资者活跃在不良资产领域，包括非持牌的资产管理公司、私募股权投资公司等。这些投资者在增强市场活跃度以及不良资产的处置等方面也作出了重大贡献。

普华永道发现许多房地产企业积极参与不良资产市场，主要集中在房地产项目，发挥类似于产业投资者的角色，凭借其对项目的深入理解和雄厚的资金实力介入房地产类不良资产的交易。

第四节 行业面临的挑战与机遇

过去21年里不良资产行业取得了长足发展，然而一些挑战仍然显而易见，有待进一步改善。

1. 流动性有待提升

近年来，不良资产市场发展迅速，参与者数量增加，市场更加活跃。然而，市场整体流动性仍有待提升。东方资产管理公司发布的《2020中国金融不良资产市场调查报告》显示，40%的资产管理公司认为市场不活跃是2019年不良资产处置面临的主要挑战。

2. 信息不对称

由于缺乏详尽的信息披露规则，不良资产市场存在较为严重的信息不对称问题。这会增加尽职调查的成本，不利于买卖双方达成交易。

对于习惯在公开透明的市场中进行交易的外资来说更加难以适应，不利于外资进一步参与中国不良资产市场。

3. 资金层面存在掣肘

不良资产买方中，四大资产管理公司拥有雄厚的资金实力和便捷的融资渠道。然而大多数地方资产管理公司和二级市场参与者往往存在资金瓶颈，提升资本和拓宽融资渠道迫在眉睫。

外资由于自身资金实力较强，而且有相对成熟的融资方式和渠道，因此在资金方面拥有一定的优势。

4. 法治环境、司法效率仍待提升

近年来，中国法治环境持续改善，司法制度越发成熟，法官专业性也不断提高。然而与不良资产相关的部分法律法规尚待完善，在判决、执行层面也有进一步提升的空间。

在不良资产处置过程中，时间是计算内部投资收益率（IRR）的关键变量，因此司法效率对投资人的信心和投资决策都会产生重大影响。以普华永道接触的部分外资机构为例，它们往往对一线城市、长三角、珠三角等地方法院更有信心，而对于其他地区的司法环境或者司法效率则了解有限。

5. 市场准入壁垒有待消除

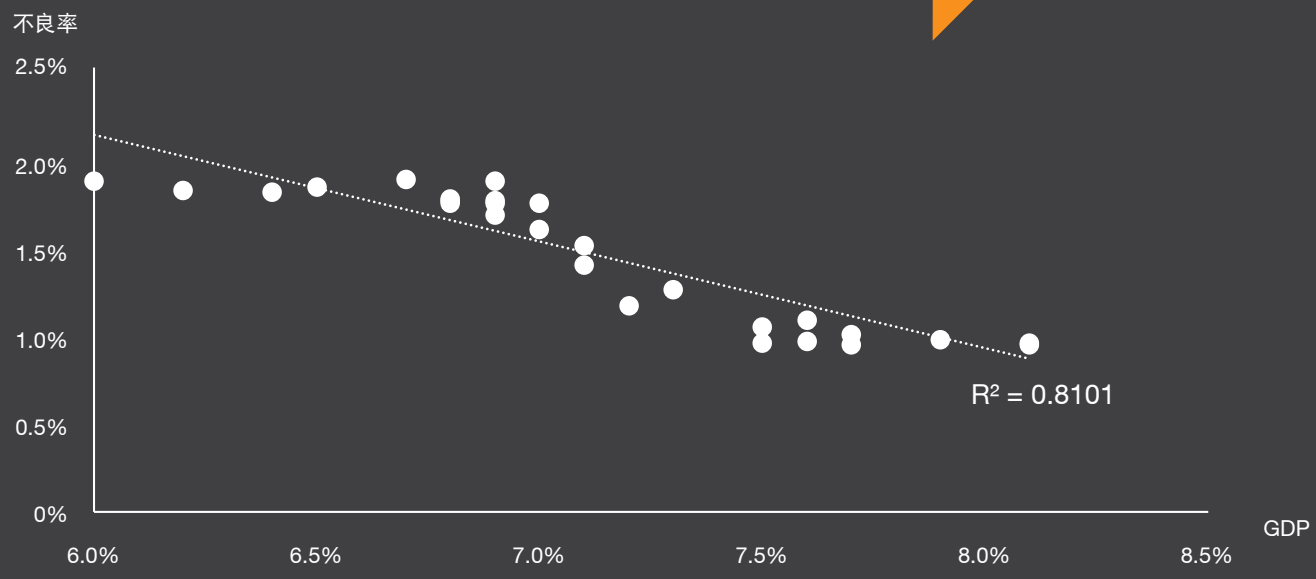
根据当前不良资产市场的监管规定，三户及以上不良资产组成的资产包转让就涉及牌照，只能发生在银行与四大资产管理公司和地方资产管理公司之间。在这样的准入壁垒下，即使投资者与银行就某些资产或项目达成交易意愿，也需要通过资产管理公司的“通道”完成。这种通道类业务其实并不利于市场的良性发展，也有悖于抑制通道业务的监管要求。

随着中国经济全面步入新常态，经济结构的调整和产业的转型升级都给不良资产行业带来新的机遇。

1. 经济面临下行压力，资产形势不容乐观

商业银行不良贷款率与经济增长存在较强的相关性。在严峻的内外部形势下，经济面临下行压力，银行信贷资产形势不容乐观。

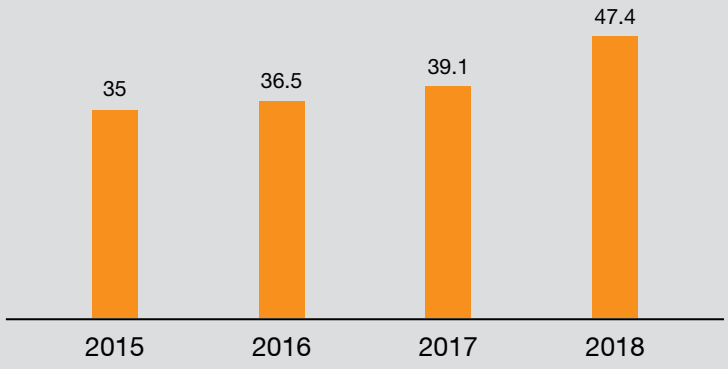
图5: GDP与商业银行不良率（2012-2019年季度数据）



资料来源：国家统计局、银保监会、普华永道研究

在经济下行期中，企业应收账款形成不良资产的压力也比较大。可以观测到的数据是工业企业应收账款平均回收期逐年增加。

图6：工业企业应收账款平均回收期（单位：天）



资料来源：国家统计局、普华永道研究

2. 商业银行不良认定驱严，不良转让力度较大

为促进商业银行准确识别信用风险，真实反映资产质量，监管机构要求商业银行严格认定不良资产。2019年4月底，银保监会发布《商业银行金融资产风险分类暂行办法（征求意见稿）》，提出逾期90天以上的债权归为不良等要求。在强监管的情况下潜在不良可能加速暴露，尤其是中小银行。

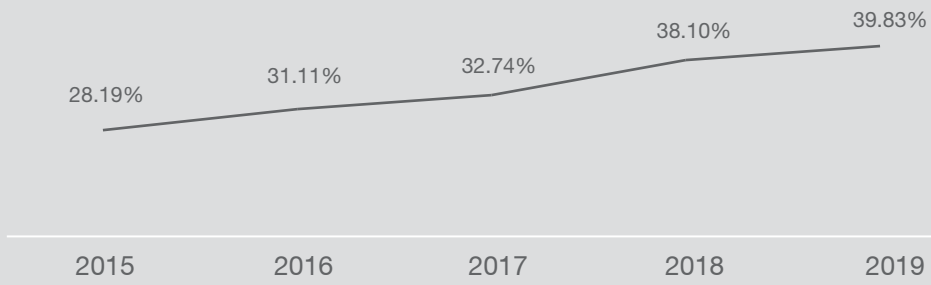
据不完全统计，2019年商业银行批量转让给资产管理公司的不良贷款本金超过4,000亿元，接近不良贷款余额的20%[8]。

8 来源于东方资产管理公司《中国金融不良资产市场调查报告（2020）》

3. 不良资产处置有助于防范化解风险，有利于得到政策层面的支持

不良贷款是银行业的沉重包袱。持续增加的不良贷款余额，导致银行需要计提更多的贷款损失准备，侵蚀银行利润，不利于银行支持实体经济。截至2019年末，商业银行贷款损失准备总额接近4.5万亿元。而从上市银行公布的数据来看，资产减值损失占拨备前利润的比例也逐年上升，目前已经接近40%，对商业银行的利润构成拖累。

图7: 上市银行资产减值损失占拨备前利润百分比



资料来源：上市银行年报、普华永道研究

不良的累积在经济形势不好的时候容易引发系统性风险，对银行业构成冲击。站在监管的角度，通过政策引导不良资产的化解有助于夯实银行业的经营基础，降低系统性风险，促进经济长期稳定发展。

4. 供给侧改革加快出清

在当前的经济形势下，国家既重视“六稳”与“六保”，也强调经济结构调整，积极推进供给侧改革。从过去几年的经验看，无效供给、僵尸企业将逐步退出，这个过程中将不可避免地形成不良资产，成为不良资产市场的潜在供给。

一个成熟的不良资产市场，对于供给侧改革的推进有重大作用：既能够消除改革的后顾之忧，又可以通过释放沉淀资源矫正要素配置扭曲，扩大有效供给。

第二章
不良资产管理的海外经验分享



发达国家经历过多个完整的经济周期。从上世纪90年代的美国储蓄贷款危机、亚洲金融风暴，到本世纪的全球金融危机、欧洲债务危机，它们处置不良资产问题的方法与经验，对中国不良资产管理行业的发展或有一定的借鉴意义。

第一节 系统性风险需要行政干预

发达国家市场总体上鼓励市场化处置不良资产。理论上，随着经济增长和信贷扩张，不良率会自行下降。然而，在经济周期等因素的影响下，不良资产的形成有些时候是系统性的。当问题达到系统性层面的时候，孤立的市场化解决方案难以奏效，此时就需要行政干预，在国家层面通过协调一致的行动化解不良资产问题。

这些协调一致的行动往往由政府牵头，有时会涉及向银行系统注资，甚至是直接购买不良资产（比如2008年金融危机期间的美国政府）。

案例1:
全球73个不良率明显下降案例的实证分析

研究表明，对于系统性的不良率上升，试图等待市场自行修复是不明智的（Balgova et al., 2016）。对全球73个不良率明显下降的案例进行研究后发现，在其中60多个案例中，不良率的下降中有至少60%的贡献来自于不良额的减少，也就是主动压降不良的成果。

作者指出，虽然通过经济增长、信贷扩张让不良率自行下降是最为理想的，然而在实践中，“不作为”的代价很高。虽然行政干预可能在短期有一定的负面影响，但中长期看仍是明智之举。

中国正在向中等发达国家迈进，难以再延续过去高速的经济增长。而且中国宏观杠杆率已经接近250%，进一步上升的空间有限。这些都决定了当不良率出现系统性上升的时候，行政干预将是必要的。



第二节 增强流动性有利于不良资产处置

发达国家通常鼓励不同类型的机构参与不良资产市场，进而增强市场流动性，提高市场活跃度。除了金融资本外，产业资本的作用也很重要，尤其是在并购、重组等领域。

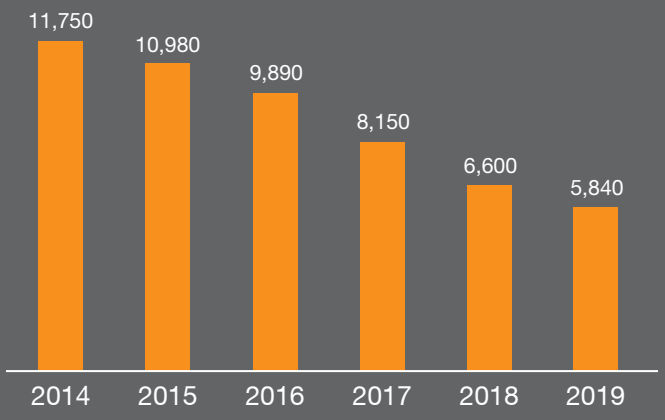
以欧洲不良资产市场为例，不良资产买家中，除了欧洲当地的资本，还有很多是美国专门从事不良资产业务的基金，比如Cerberus、龙星等，而且占据相当大的市场份额。

在欧洲，外资与本地机构联手的情况也很普遍。外资拥有资金优势，而本地机构更加熟悉情况，包括法律、税收等方面的政策，在不良资产的处置中发挥着极其重要的作用。因此外资往往会选择与本地机构合作，或者直接收购本地机构，进而更好地参与不良资产市场。

案例2: 欧债危机后外资在不良资产市场中的作用

债务危机爆发后，欧洲成为不良资产的重要供给来源之一。过去几年，欧洲银行业不良资产化解取得显著成果，化解不良贷款约6,000亿欧元。

图8: 欧洲银行业不良贷款额（单位: 亿欧元）



资料来源：国家统计局、银保监会、普华永道研究

Debtwire发布的数据显示，2018年欧洲不良资产成交量约为2,000亿欧元（约合1.6万亿元人民币）。排名第一的买家为美国公司Cerberus，成交额接近300亿欧元，市场份额接近15%。前十大买家中，四家为美国公司，其余六家为欧洲公司。外资在欧洲不良资产市场中发挥了重要作用。

第三节 法律层面的障碍需要破除

由于不良资产的处置很大一部分要通过法律渠道解决，法律层面的障碍不利于不良资产的发展。从市场参与者的角度，法律层面是否存在障碍也是影响投资决策的重要方面，只有健全、高效的法律环境才能吸引更多的参与者。

欧洲银行管理局2016年的报告显示，法律层面的障碍可能是欧洲债务危机旷日持久的原因之一。报告指出，完善不良资产处置中的法律程序有助于提升处置效率，更频繁地使用庭外重组也是一条出路。

案例3:
全球各地的企业破产处置流程

2001年，日本建立庭外处置的整体流程，进而让庭外处置更加容易执行。2002年，日本修改企业重组法，不再要求债务重组前必须召开三次相关人员会议，从而简化破产流程。

2005年，美国在破产法中增加与中小企业相关的新内容，包括标准化格式、简化流程和不要求债权人委员会等，从而简化与中小企业的破产流程。

西班牙和希腊先后在2013年和2014年立法，建立新的庭外处置程序，推动不良资产的处置。

第四节 传统资管机构曲线参与

不良资产在海外主要归为另类资产，传统的资管机构通常难以直接参与。然而不良资产具有高风险、高回报的特性，又与传统资产相关性较低，是较为理想的分散化投资工具之一。因此传统资管机构通常会曲线参与不良资产市场。

案例4：资管机构参与不良资产投资的模式

一是FOF模式，即传统资管机构投资专业的不良资产基金，由后者实际参与不良资产市场。这样做的好处是一定程度上规避风险和传统资管机构在专业度方面的劣势。比如知名不良资产基金管理公司橡树资本，其投资者涵盖企业养老金、保险公司、主权财富基金、家族办公室、捐赠基金等。

二是购买优先级较高的证券化产品。专业的不良资产处置机构将不良资产进行证券化以后，根据现金流、偿付顺序等进行分级，优先级较高的产品能够获得较高的评级，进而符合传统资管机构的购买标准。通过购买高优先级产品，传统资管机构既能够参与不良资产市场，又能够很大程度上控制风险。

第五节 买卖双方直接交易

海外不良资产市场的交易与我国现行的一、二级市场模式有较大差别。海外市场往往淡化牌照的概念，银行与不良资产买方可以直接交易，并不需要持牌的资产管理公司参与。

当然，不同的模式各有利弊。银行与不良资产买方直接交易更为市场化，然而对于买方的专业性要求很高，否则双方难以对资产包的价格达成共识。我国的资产管理公司除了进行不良资产的买卖，也会运营一些不良资产，并非是纯粹的中介角色。

海外一些国家也存在资产管理公司，但更像我国四大资产管理公司刚刚成立时候的样子，通常由公共资金支持，承担化解不良资产的行政使命。

案例5:
全球各地的不良资产处置

20世纪80年代的储蓄和贷款危机（S&L Crisis）期间，美国成立重组信托公司（RTC），从储蓄和贷款机构那里直接购买不良资产。RTC依赖公共资金，通过拍卖、大规模出售、资产证券化、债转股等方式化解不良资产。从1989年成立到1995年，共处置4026亿美元的不良资产。

瑞典1993年成立国有企业Securum，处置国有银行Nordbanken的不良资产。Securum成立之初即接收了Nordbanken贷款的20%，到1996年，98%的资产处置完成，Securum也于1997年退出了历史舞台。

韩国KAMCO成立于1962年，通过政府担保债券获得融资。1997年亚洲金融危机爆发后，KAMCO的规模得以扩大，并在危机期间购买了面值900亿美元的不良资产，占韩国金融业总资产的9%。

西班牙资产管理公司SAREB成立于2012年，承担处置不良资产的公共责任。然而该公司股权中55%为民间所有，其余45%为公共救助基金所有。SAREB购买了1,000多亿欧元的银行不良资产。

第三章
中国不良资产管理行业改革与发展路线图



不良资产市场的改革与发展涉及市场、法律、监管等方面的因素，只有破除各方面的障碍，才能更好地推进行业的发展。结合不良资产管理行业的发展历史和现状，普华永道提出不良资产改革与发展的三步路线图。



第一步：打破壁垒，引入投资者

当前不良资产市场存在的一大壁垒是一二级市场制度。根据监管规定，三户及以上不良资产组成的资产包转让就涉及牌照，只能发生在银行与四大资产管理公司和地方资产管理公司之间，也就是俗称的一级市场。对于单户资产，虽然没有明文规定，然而实际操作中仍主要发生在银行与持牌资产管理公司之间。即使投资者与银行就某些资产或项目达成交易意愿，也往往需要通过资产管理公司的“通道”完成。这种通道类业务其实并不利于市场的良性发展，也有悖于抑制通道业务的监管要求。

因此，建议取消一、二级市场之间的壁垒，允许各类市场参与者与银行等不良资产出让方直接交易。与此同时，由于不良资产存在一定的特殊性，往往会折价交易，为了防止寻租现象的出现，需大力提倡公开、透明的交易方式，包括招投标、公示、登记备案等途径。

在2020年1月15日已经签署的中美第一阶段经贸协议中，中美对不良资产领域内的合作达成共识。根据协议要求，中方将允许美国金融机构申请资产管理公司牌照，从省级牌照开始。中国在发放新的全国性资产管理公司牌照时，对中美金融机构一视同仁。

打破壁垒是为了引入更多投资者参与不良资产市场，比如外资和民间资本。当然，由于不良资产交易具有高风险、高收益的特性，而且估值相对复杂，因此应主要引入私募股权基金、信托等机构投资者。

第二步：建立交易平台

不良资产市场经过21年的发展，交易各方信息不对称的情况已经有了相当程度的改善，一些不良资产的信息已经发布在各地的金融交易所或第三方数据平台上。然而，信息公开、透明的程度仍有待提升。

根据普华永道的了解，目前与不良资产相关的信息、交易平台主要有各类金融、资产、产权交易所和拍卖平台等。这些交易平台交易的产品或为不良债权，或为不良资产的抵押物，或是兼而有之。现有交易平台对降低信息不对称、推进交易发挥了积极作用，然而局限性仍然存在。

首先，这些交易所或是第三方平台上挂牌的不良资产只是整个不良资产市场的一部分，覆盖面不够。其次，部分交易所或平台存在地域上的局限性。再次，不同的交易所和平台之间在披露标准、流程、收费等方面参差不齐。最后，这些交易平台由于规模有限，往往存在成交量太小的问题。

普华永道建议由监管部门牵头、整合现有交易所和交易平台的资源，引导并鼓励组建全国性的不良资产交易平台，所有公开交易的不良资产信息均应在该平台登记备案，并向社会公众开放查询。同时，应统一信息披露方式、内容、频率等要求，并确保信息披露的真实性、准确性、完整性和及时性。

交易平台中应该包含不良资产的所有关键信息，主要包括参与机构、不良资产信息、交易、债务人等。

披露事项	具体内容
参与机构	名单、不良业务管理办法及操作流程、业务概况和主要财务数据、不良业务经验介绍、中介机构简介
不良资产信息	资产规模和期限、抵押物信息（包括类型、抵押率、分布、评估、预计回收率、预计回收时间等）、法院判决信息、中介尽职调查及估值程序和方法、后续信息披露安排、风险提示及披露、法律和税务分析
交易	转让记录和价格、各方权利与义务、交易条款设置、触发条件及解决机制、交易费用、中介机构收费
债务人	基本情况、评级、还款来源、还款历史数据及违约记录

此外，该交易平台还应建立询价、双边报价、竞价撮合等交易机制，引入第三方机构提供法律、鉴证、估值等服务，并通过做市、承销等制度安排来完善流动性，推动不良资产交易的正规化、透明化、标准化，吸引更多市场参与者，增强服务实体经济的能力。

案例6：银行理财产品的登记备案平台

中国理财网是经原中国银监会统一建立的全国银行业理财产品信息披露网站，由中央国债登记结算有限责任公司设计、开发、运营、维护和管理。该网站对银行理财产品的申报、发行、募集、存续、交易和终止整个生命周期的所有关键信息进行登记，涵盖700多家银行自2011年以来发行的理财产品的相关信息。该网站为投资者提供全方位的信息服务，并定期发布数据分析报告。

第三步： 扩大交易范围

传统的不良资产交易标的，包括银行和非银不良债权以及企业不良债权。建立起全国性不良资产交易平台并引入更多类型的投资者，将为扩大交易范围创造有利条件。

以银行为例，截至2019年底，商业银行不良贷款合计2.4万亿元左右，而关注类贷款则超过3.7万亿元。对于银行来说，除了希望通过不良资产市场转出不良贷款，其实也希望划分为第二阶段的贷款（即信用风险显著增加）能够流转，从而更高效地利用信贷资源。

因此，普华永道建议建议未来不良资产市场能够扩大交易标的范围，纳入广义的不良资产，比如新金融工具准则预期信用减值（ECL）模型下第二阶段的贷款、各类非标债权、违约债权、不良资产证券化产品和P2P网贷存续债权等。

此外，企业并购、重组过程中产生的不良资产也可以考虑纳入进来。以房地产行业为例，2019年融资环境显著恶化，高杠杆模式难以为继。根据新浪乐居依据人民法院公告网的数据进行的统计，2019年全国共有377家房地产企业发布破产文书。这些房地产企业在破产重整过程中产生的不良资产可以考虑纳入不良资产交易平台。

广义不良的流转，可帮助银行更加合理地配置信贷资源，防止资源沉淀，同时为不良资产寻找更多出口，为新增信贷腾挪空间；而不良资产出表，也有助于分散银行体系整体的风险。

下文将从不良资产管理行的法律环境、监管环境、合作环境和财税政策等四方面，详细探讨改革与发展的一些难点。

第一节 法律环境

近年来，中国法治环境持续改善，司法制度日渐成熟，法官专业性也不断提高。然而，当前不良资产市场仍然存在一些法律层面的制约因素：

1. 法律法规对抵押权优先受偿的实现数额约定不明确

司法实践中，金融机构在办理抵押登记时，登记机关往往只同意登记一个（即在他项权证中记载）债权数额，且该数额一般要求登记为本金金额，而对于利息、罚息、复利、违约金、费用等均无法进行明确登记。

而在实现抵押权的诉讼过程中，很多法院依据《担保法解释》第61条“抵押物登记记载内容与抵押合同约定不一致，以登记记载的内容为准”之规定，认为抵押登记时只记载了本金金额，即便抵押合同中约定利息、罚息、复利、违约金、费用等也属于抵押担保的范围，最终也只以抵押登记的金额作为抵押权人优先受偿的具体范围。

另有一些法院则会同时依据抵押登记以及抵押合同的约定，来确认抵押权优先受偿范围应该包括利息、罚息、违约金等等当事人之间约定的费用。

这一问题造成实务中不同省份、不同法院会出现针对抵押权优先受偿范围不同的判决。有些判决限定了抵押登记数额为优先受偿范围，则会发生在抵押物足值的情况下，债权人的权利被大大限制住。

对于不良资产债权转让交易而言，如果买卖双方对抵押权受偿范围认定不同，交易价格往往会有较大差异，很难达成一致意见，可能会阻碍债权的成交。

2. 关于集体性质土地流转的限制

2019年8月26日，十三届全国人大常委会第十二次会议表决通过了关于修改《土地管理法》的决定。新《土地管理法》将于2020年1月1日起施行。集体经营性土地入市是这次《土地管理法》修改的最大亮点，是对现行土地管理制度的一个重大突破。

现行《土地管理法》对集体土地流转的限制很大，在不良资产交易中，如果底层抵押物存在集体性质土地，买家（投资人）往往会质疑集体土地是否可以流转、拍卖处置，资产管理公司难以正面回复，甚至部分资产管理公司人员也认为集体土地抵押物无法流转。（例外：江苏省对集体建设用地流转有特殊政策，集体建设用地抵押物已经有多起成功拍卖处置的案例）

3. 优先权法院及首封法院的移送执行问题

最高人民法院关于首先查封法院与优先债权执行法院处分查封财产有关问题的批复2016年已经发布，但是现实操作中，有些省市法院严格按照批复的规定来执行，但也有些法院以不同原因来操作，使得优先权法院无法真正获得抵押物的处置权。在不良资产交易中，对于大型物业抵押物，如果该债权不是首封，则有些投资人会有担心，不利于债权的交易处置。

4. 司法效率问题

在不良资产债权处置过程中，有些法官在启动执行程序，进入评估拍卖过程中，因为各种原因，迟迟不推进抵押物的拍卖，或者是在破产财产处置后或者执行中抵押物处置完毕后，需要至少几个月才能完成分配方案，使得投资人的最终分配受偿时间大大拉长，影响投资人继续投资的信心或者对司法效率产生质疑。



5. 不良资产处置过程中，债权人以物抵债的问题

在不良资产包实际回收处置中，抵押物在破产或执行程序中经过两次拍卖失败/变卖失败后，法官会询问债权人是否愿意接受以物抵债。绝大多数资产管理公司及社会投资人并不会接受，少数产业投资人或是有房地产经营资质或背景的投资人会接受以物抵债，甚至目前已经有极个别外资投资人接受了以物抵债。

这种情况往往是抵押物暂时不具备流通性，但其资产本身是有价值的，持有两三年，市场好转后，投资人再转让抵押物的物权，来获取投资回报。大部分投资人不能/不敢接受以物抵债，原因大概是1）外资没有国内实体来接受资产；2）以物抵债涉及到税收问题，尤其大型商业地产，涉及土地增值税金额较大；3）投资人对抵押物未来的市场流通性没有信心。

上面第一个问题，外资可以在国内设立项目公司，比较容易解决；第三个问题，中国经济持续发展的时代，三年期间处置资产，并不是很困难的事情；第二个问题，才是困住大多数投资人的主要原因。以物抵债的时候需要缴税，后期真正卖掉抵押物物权的时候，还需要缴纳税款，而具体的缴纳数额，有时候无法提前准确计算出来，这使得很多投资人不敢贸然做出决定。

如果针对不良资产处置过程中的债权人以物抵债操作，税务部门可以有税务咨询或者税收优惠等政策，将鼓励投资人在时机合适的时候敢于接受以物抵债，这同时也可以帮助法院提高结案率。



第二节 监管环境

2012年，财政部、银监会联合发布《金融企业不良资产批量转让管理办法》（以下简称《办法》）。《办法》指出，批量转让是指金融企业对一定规模的不良资产（10户/项以上）进行组包，定向转让给资产管理公司的行为。

2017年4月25日，银监会办公厅下发《关于公布云南省、湖南省、湖北省、福建省、山东省、广西壮族自治区、天津市地方资产管理公司名单的通知》，共计七家地方资产管理公司获准参与金融机构的不良资产批量转让工作。该《通知》指出："批量转让是指金融企业对3户及以上不良资产进行组包，定向转让给资产管理公司的行为。"此通知出台后限制了不良资产转让给社会投资者的自由度，原因是仅3户就需要报批，并且3户就属于批量转让，只能从银行转让给资产公司。

对于批量转让的限制，基本杜绝了社会投资者参与不良资产一级市场的可能性，即使遇到合适的资产包或者项目，社会投资者也需要找资产公司做通道，从银行接收资产包，并且需要支付相应通道费，涉及主体多，需要进行的谈判协商时间也较长。

除了批量转让，对于银行手中的单体项目，尽管没有明确的法律限制，但实际操作中，银行往往也不会直接跟社会投资者协议转让债权，一般还是需要通过资产管理公司做通道进行两次转让操作。

比如一些一线城市的单体房地产项目，投资人的利润本就有限，如果这个过程还需要通道，必然增加成本，成交的可能性就会降低。大型物业项目交易金额大，真正可以接盘的买家是比较少的。而这些有资金规模的买家，对利润的要求并不低，这样的两手转让，会不利于交易的时间推进以及最终的成功。如果政策可以放开，单体项目明确可以由银行直接转让给社会投资人，会节省时间及中间环节的费用。

国家外汇管理局2017年开始在深圳前海金融资产交易所开展不良资产跨境转让试点，2018年试点扩大到广东金融资产交易中心。试点简化了跨境不良资产转让的流程，有利于外资参与中国不良资产市场。2019年10月底的国务院常务会议上再次提到开展银行不良债权和贸易融资等跨境转让试点，或许预示着不良资产市场对外的进一步开放。

第三节 合作环境

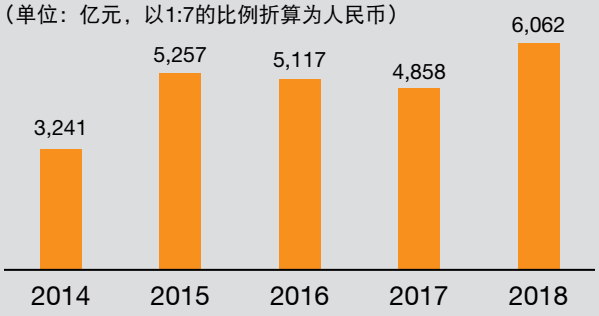
外资和国内资本的一些特性决定了它们与不良资产市场现有的参与者存在较大的合作空间。

1. 海外专业投资人拥有大量资金

另类资产研究机构Preqin的数据显示，截至2018年，全球专注于不良资产投资的基金拥有超过866亿美元（约合6,000亿元人民币）的现金可进行投资，而前文提到中国不良资产潜在供给大约有4万亿元[9]。

图9: 不良资产基金所拥有的现金

（单位：亿元，以1:7的比例折算为人民币）



*注：2018年数据为截至6月底

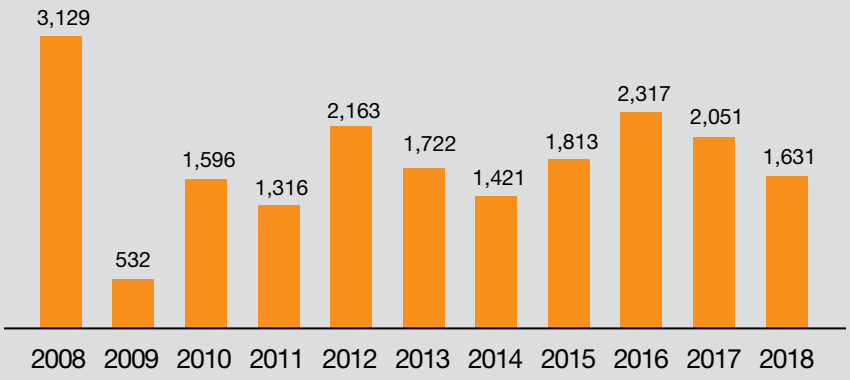
资料来源：Preqin、普华永道研究

然而规模如此巨大的资金却面临无处可投的问题。根据彭博社报道，橡树资本首席执行官Jay Wintrob曾在2019年5月的一个会议上表示，美国不良资产投资机会非常有限[10]。从不良资产基金筹资的规模也可看出端倪，近两年筹资规模出现较为明显的下降。



图10: 不良资产基金筹资规模

（单位：亿元，以1:7的比例折算为人民币）



资料来源：Preqin、普华永道研究

中国作为全球第二大经济体和增长贡献最大的国家，是全球资本不可忽视的市场。在金融市场领域，MSCI已经在逐步增加A股在全球指数中的纳入因子，中国债券也已被正式纳入彭博巴克莱债券指数。外资渴望进一步参与中国市场，当然不良资产市场也包括在内。

一面是外资持有大量现金无处可投，还要担忧资金成本问题，一面是中国不良资产市场缺乏资金，双方可谓一拍即合。

9 来源于Preqin报告DISTRESSED DEBT: WAITING FOR THE BOOM

10 来源于彭博社报道Distressed Debt Traders Have Tons of Cash and Nothing to Buy，2019年7月19日

2. 产业资本在债转股或重组中能发挥很大作用

监管主体倡导通过债转股、重组等方式来解决不良债权，希望对遇到困境但仍有存活希望的企业施予援手，既可以解决债权问题，又可以帮助企业纾困，获得一定期限去发展，解决问题并实现盈利，最终多方共赢。

而针对这类项目，银行/资产公司作为债权人，可以与国内外的一些产业投资人合作，共同运作债转股或重组项目。产业资本往往对行业和项目本身有更深的认识，能够前瞻性地引导企业通过产业升级等方式走出困境，这种专业性往往高于银行和资产管理公司。

3. 内外资有很强的互补性

目前境外机构参与中国不良资产市场的常见形式有：1）与国内第三方服务机构合作；2）全资收购国内现有的业务成熟的服务商；3）设立国内专门服务机构/子公司。

对于外资来说，与国内机构合作往往是最佳选择，因为这样有助于解决几大难题：1）缺少直接获得资产包信息的渠道；2）对国内不良资产市场缺少深入了解；3）不熟悉中国的法律法规；4）对投资过程中涉及的税收问题缺少了解。

而外资拥有雄厚的资金，善于对项目进行估值，在运营、风控等方面也拥有较多经验，这些都能与内资形成较强的互补性。

4. 合作机制尚待理顺

随着市场参与者的增多，各方合作的机制仍尚待理顺，公司治理结构有待进一步完善。比如吉林省金融资产管理有限公司（简称吉林资产）资金被大股东挪用，实际并未从事不良资产业务，最终被法院判决公司解散，令业界哗然。

案例7：地方AMC解散第一案

吉林资产成立于2015年，是吉林省唯一一家地方AMC，由吉林省金融控股集团（简称吉林金控）与宏运集团发起设立，注册资本10亿元，后者占股80%。吉林资产成立后不久，宏运集团便将9.65亿元资金外借给其实际控制的关联公司，这导致吉林资产无充足资金从事不良资产主营业务。

吉林金控向法院称，吉林资产治理结构不健全，管理制度不完善，自成立起从未开展不良资产业务。法院对吉林金控的诉讼请求予以支持，判决解散吉林资产。一、二审法院作出判决后，吉林资产和宏运集团向最高人民法院申请再审，最终被驳回。

第四节 财税政策

财政部、国家税务总局针对金融资产管理公司发布过一些特殊的财税政策，主要包括财税[2001]10号、国税发[2002]94号、财税[2003]21号、财税[2013]56号等，规定四大资产管理公司在收购、承接、处置不良资产过程中可以享受部分增值税、营业税、契税、印花税等税种的减免。

通过税收减免等财税政策来配合对外开放、吸引新的市场参与者，是引导不良资产市场发展的重要途径。对于市场参与者，尤其是外资，切实了解相关的财税政策至关重要，这对交易、资金的安排、收益率的计算等方面都有影响。

第五节 改革与发展的影响

普华永道提出的不良资产改革与发展路线图，能够极大地提升不良资产市场的流动性，促进不良资产的流转，方便风险偏好适当的投资者参与，缓解实体企业面临的逼债压力，使债务企业、投资者、银行等各方都从中受益。

改革与发展对不良资产市场会产生深远的影响

引入更多资金，增强市场流动性

- 开放可以促进更多市场参与者进入，从而为市场引入增量资金，促使成交更加活跃，增强市场流动性。

增加竞争，提升市场效率

- 通过引入外资和国内社会资本，增加不良资产市场的竞争，打造更加市场化的环境，提升市场效率。

提升估值能力，创新不良处置方式

- 外资在估值方面更为擅长，在业务中学习、借鉴其估值模型和方法有助于国内市场参与者的自我提升。
- 外资结合其全球经验，能够给国内不良资产市场带来创新的处置方式。

产业资本注重长远发展

- 国内外的产业资本在参与困境企业并购重组的过程中会将眼光放得更为长远，通过技术进步、产业升级等方式帮助企业走出困境，分享企业成长带来的丰厚收益。





对于不良资产市场的参与者来说，改革与发展的意义也非常重大。

1. 债务人

不良债权的债务人，往往无法再从银行获得融资，通过上市、发债等方式从资本市场融资的可能性也极低，因此自救的希望极其渺茫。通过在不良资产市场进行交易，将短期限的债权变成长期限的债权甚至股权，也就是重组、重整等手段，才可能真正帮助企业渡过难关，恢复生命力。而盲目地抽贷断贷，只会加速企业走向灭亡。

问题企业在这个过程中，能够获得更加稳定的负债或是降低财务杠杆，从而在生产、经营上多下功夫，结合技术引入和产业升级，早日恢复造血能力。支持实体经济、助力产业升级和结构性改革也是资产管理公司回归主业的初衷。

2. 投资者

公开透明的投资环境对于投资者来说至关重要。不良资产存在高风险、高收益的特征，又与传统资产相关性较低，对于投资者来说很有吸引力。在海外，参与不良资产的投资者类型很广泛，包括对冲基金、私募基金、资产管理公司等。一旦投资者参与国内不良资产市场的壁垒得以消除，信托、私募基金、产业基金等国内投资者也会愿意积极参与不良资产的交易。

通过建立统一的交易平台，对交易标的关键信息进行登记备案，推动不良资产交易的公开化、透明化。这有助于降低投资者的尽职调查成本，推动交易的达成。而投资者的积极参与也会提高市场的流动性，推动不良资产市场进一步向前发展。

3. 银行

对于银行来说，清收等处置不良债权的方式并不是最理想的。如果存在高效的不良资产交易市场，能够以合理价格转让不良债权对银行来说很有吸引力。此外，如果能够实现广义不良贷款的流转，将有助于银行更加合理地配置信贷资源，降低银行发放贷款的后顾之忧，更好地支持实体经济。不良债权通过流转离开银行体系后，也有力于降低金融体系整体的风险。

基于银行目前使用的预期信用损失模型，处于第二阶段的贷款（也就是银行认为信用风险显著增加的贷款）规模较大。以上市银行为例，截至2019年底，工、农、中、建、交、邮储六大行二阶段贷款规模合计1.77万亿元，九家上市股份制银行二阶段贷款规模合计0.78万亿元。

众所周知，当前上市银行股票整体估值较低，其中很重要的因素在于投资者对银行资产质量的担忧。如果能够通过不良资产市场将二阶段贷款流转起来，将信贷风险转移到银行体系以外，那么对于银行股整体估值的修复也将产生非常正面的影响。

第四章
中国不良资产管理行业的未来



2020年以来，突如其来的新冠疫情，给中国及世界经济带来了巨大的冲击。国际货币基金组织（IMF）预计，2020年全球经济将萎缩3.0%（中国GDP增速将大幅放缓至1.2%），出现上世纪30年代“大萧条”以来最严重的经济衰退。

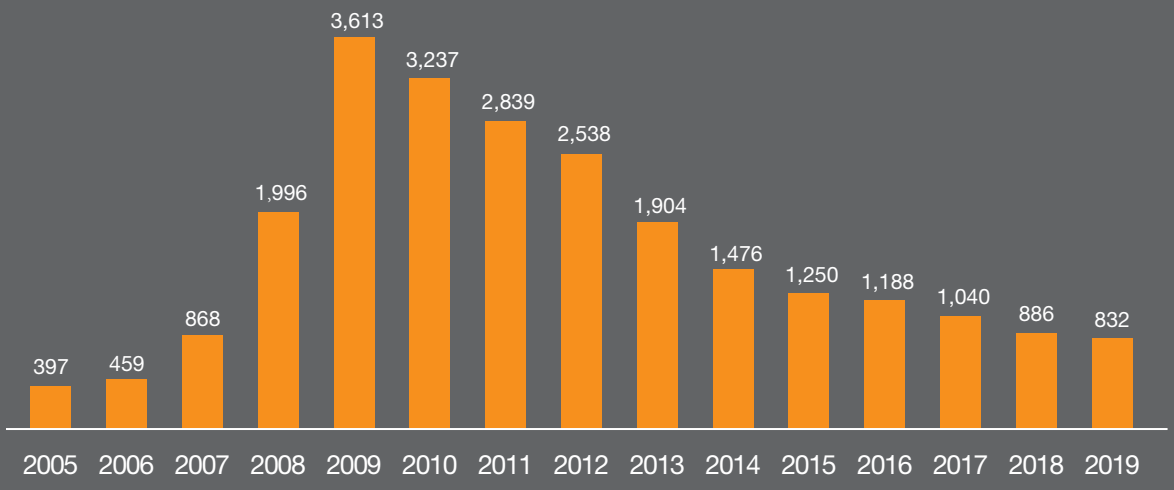
为了减轻疫情的影响，中国人民银行、银保监会、证监会、外汇局等机构果断行动，实施全面降准和定向降准、降低公开市场操作利率、提供流动性支持、设立专项再贷款、降低中期信贷便利（MLF）利率等确保金融供给；鼓励银行为受疫情影响较大的地区、行业和企业提供差异化优惠的金融服务，在信贷政策上予以适当倾；同时，多个地方银保监局还放宽允许银行放宽部分企业不良贷款的认定。在一系列措施的作用下，2020年一季度国内经济生产总值（GDP）虽然仍出现6.8%的负增长，自三月份起各行各业已稳步走上复工复产之路，经济数据出现了明显的反弹。

尽管如此，中国经济全年的表现依然存在较多不确定性。政府工作报告中首次未明确提出全年经济增长目标，而是集中精力抓“六稳”（稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期）和“六保”（保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转）。经济复苏的步伐，很大程度上仍取决于疫情的发展。因此，未来一段时间实体经济仍面临了较大的压力，商业银行的不良贷款可能会出现新一轮暴露潮。

案例8:
受到冲击后商业银行不良贷款额变化

回顾2008年次贷危机，处于风暴中心的美国商业银行不良贷款额从2007年的不足900亿美元上升至3,600亿美元以上，涨幅超过300%。

图11: 美国商业银行不良贷款额（单位: 亿美元）



资料来源：美联储、普华永道研究

2010年开始的欧洲债务危机中，欧洲银行业不良贷款额也出现了明显上行。

中国经济在上述两次海外危机中并未受到直接冲击，2003年的非典疫情与当前的新冠疫情有一定的相似之处，但当时中国刚刚入世不久，全球化红利为经济提供强力支撑，非典疫情对经济的拖累只持续了一两个季度，影响相对有限。而当时也处在政策性压降不良贷款的时期，不良额处在快速下行的过程中。

普华永道预计，这一轮不良资产暴露潮，给不良资产管理行业带来更多的发展空间之余，也给行业的改革与发展提供了土壤。2018年以来，中国金融业迎来了新一轮扩大开放，包括不良资产管理在内的多个金融细分领域，市场准入逐渐放开，投资壁垒陆续破除。除了越来越多的地方资产管理公司，第五家全国性金融资产管理公司应运而生，更多的外资机构也将参与其中。不良资产管理行业的改革与发展如火如荼，但力度和步伐可以更大些。新冠疫情可成为一个契机，甚至是催化剂。

一方面，疫情下企业经营受到了巨大冲击，银行不良贷款、非银金融机构和非金融企业的不良资产上升，不良资产管理从业者的参与，可发挥自身优势，盘活不良资产，帮助企业重整、重组，走出困境。另一方面，如疫情在未来好转，经济出现反弹，这些不良资产很可能迅速摆脱困境，为投资者提供较好回报。

新冠疫情对中国的短期冲击已经在经济数据中体现出来，而长期影响仍有待观察。中国已逐步走上复工复产之路，而海外疫情仍存在较大不确定性，对中国经济的影响不容小觑，银行业、非银金融和非金融企业的不良贷款均面临上行压力。而不良资产的潜在供应较大，则给不良资产管理行业提供了更多改革与发展的空间。

展望未来，随着中国的法治、监管及合作等环境持续改善，不良资产管理行业有望更健康发展。因此，行业应把握机遇以改革促发展，引入更多市场参与者，让市场更加活跃，不良资产处置的效率更高；资产管理公司则应在政策引导下更加聚焦主业，积极创新处置手段，真正帮助企业渡过难关，发挥化解风险的重要作用。



附录：

地方资产管理公司名单（2019年底前已获银保监会批复）

省份	公司名称	成立日期	注册资本	主要股东/出资人
上海	上海国有资产经营有限公司	1999-09-24	5,500,000,000	上海国际集团有限公司
上海	上海睿银盛嘉资产管理有限公司	2015-06-10	2,000,000,000	上海市嘉定区国有资产经营（集团）有限公司
云南	云南省资产管理有限公司	2016-12-19	2,000,000,000	云南省投资控股集团有限公司
内蒙古	内蒙古金融资产管理有限公司	2015-08-07	5,230,000,000	内蒙古自治区阿拉善盟财政局
内蒙古	内蒙古庆源绿色金融资产管理有限公司	2017-12-26	1,400,000,000	乌海市君正科技产业有限责任公司 颐宁商业保理（上海）有限公司 内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司
北京	北京市国通资产管理有限责任公司	2005-02-02	1,000,000,000	北京市国有资产经营有限责任公司
北京	北京资产管理有限公司	2019-11-07	1,200,000,000	北京金融控股集团有限公司
吉林	吉林省金融资产管理有限公司	2015-02-28	1,000,000,000	宏运集团有限公司
四川	四川发展资产管理有限公司	2015-01-28	3,000,000,000	四川金融控股集团有限公司
四川	成都益航资产管理有限公司	2018-07-26	10,000,000,000	中航资本控股股份有限公司 成都交子金融控股集团有限公司 杭州众城川商投资合伙企业（有限合伙） 成都鼎立资产经营管理有限公司 泸州老窖集团有限责任公司 中国长城资产管理股份有限公司
天津	天津津融资产管理有限公司	2016-04-25	3,000,000,000	天津津融投资服务集团有限公司
天津	天津滨海正信资产管理有限公司	2016-11-24	1,000,000,000	天津正信集团有限公司
宁夏	宁夏顺亿资产管理有限公司	2015-04-22	10,200,000,000	宁波梅山保税港区六鑫木股权投资合伙企业
宁夏	宁夏金融资产管理有限公司	2017-08-25	1,000,000,000	宁夏国有资产投资控股集团有限公司
安徽	国厚金融资产管理股份有限公司	2014-04-29	2,634,366,925	安徽博雅投资有限公司
安徽	安徽省中安金融资产管理股份有限公司	2017-06-26	4,000,000,000	安徽省投资集团控股有限公司
山东	山东省金融资产管理股份有限公司	2014-12-31	36,639,108,327	山东省鲁信投资控股集团有限公司
山东	青岛市资产管理有限责任公司	2015-09-21	3,000,000,000	青岛国际投资有限公司
山东	泰合资产管理有限公司	2017-01-24	10,000,000,000	中国民生投资股份有限公司
山西	华融晋商资产管理股份有限公司	2016-02-04	3,130,000,000	北京华融晋商投资中心（有限合伙）
山西	晋阳资产管理股份有限公司	2017-03-30	3,000,000,000	晋商信用增进投资股份有限公司
广东	广东粤财资产管理有限公司	2006-09-14	3,000,000,000	广东粤财投资控股有限公司
广东	深圳市招商平安资产管理有限责任公司	2017-03-10	3,000,000,000	深圳市招融投资控股有限公司
广东	广州资产管理有限公司	2017-04-24	4,369,863,000	广州越秀金融控股集团股份有限公司
广西	广西金控资产管理有限公司	2013-06-07	10,000,000,000	广西金融投资集团有限公司
广西	广西广投资产管理有限公司	2016-10-21	1,000,000,000	广西投资集团金融控股有限公司
新疆	新疆金投资产管理股份有限公司	2017-08-29	1,000,000,000	申万宏源集团股份有限公司
江苏	江苏资产管理有限公司	2013-05-16	5,000,000,000	无锡市国联发展（集团）有限公司

省份	公司名称	成立日期	注册资本	主要股东/出资人
江苏	苏州资产管理有限公司	2016-05-23	2,000,000,000	苏州市人民政府国资委
江西	江西省金融资产管理股份有限公司	2016-02-29	2,000,000,000	江西省金融控股集团有限公司
河北	河北省资产管理有限公司	2015-11-24	1,000,000,000	河北建设投资集团有限责任公司
河南	中原资产管理有限公司	2015-08-31	5,000,000,000	河南省财政厅
河南	河南资产管理有限公司	2017-08-08	5,000,000,000	河南投资集团有限公司
浙江	浙江省浙商资产管理有限公司	2013-08-06	6,018,000,000	浙江省国际贸易集团有限公司
浙江	光大金瓯资产管理有限公司	2015-12-29	3,000,000,000	中国光大集团股份公司
浙江	宁波金融资产管理股份有限公司	2017-02-16	1,000,000,000	宁波市金融控股有限公司
海南	海南联合资产管理有限公司	2003-07-18	1,033,672,354	海南省政府国资委
湖北	湖北省资产管理有限公司	2015-02-16	3,000,000,000	湖北省宏泰国有资本投资运营集团有限公司
湖北	湖北天乾资产管理有限公司	2016-12-12	2,721,793,333	武汉天盈投资集团有限公司
湖南	湖南省资产管理有限公司	2015-12-31	3,000,000,000	湖南财信金融控股集团有限公司
湖南	长沙湘江资产管理有限公司	2019-09-06	3,000,000,000	湖南湘江新区发展集团有限公司
甘肃	甘肃资产管理有限公司	2016-03-24	2,000,000,000	甘肃省国有资产投资集团有限公司
甘肃	甘肃长达金融资产管理股份有限公司	2017-08-25	1,000,000,000	甘肃盛达集团股份有限公司 甘肃金融控股集团有限公司 中国长城资产管理股份有限公司
福建	福建省闽投资产管理有限公司	2008-11-10	1,500,000,000	福建省福投投资有限责任公司
福建	厦门资产管理有限公司	2015-12-28	1,600,000,000	厦门金圆金控股份有限公司
福建	兴业资产管理有限公司	2017-02-20	1,950,000,000	兴业国信资产管理有限公司
西藏	海 资产管理有限公司	2016-07-04	4,721,270,000	海南海德实业股份有限公司
贵州	贵州省资产管理股份有限公司	2017-06-06	1,000,000,000	贵州金融控股集团有限责任公司（贵州贵民投资集团有限责任公司）
辽宁	辽宁省国有资产经营有限公司	2006-03-23	1,000,000,000	辽宁省国资委
辽宁	辽宁富安金融资产管理有限公司	2017-05-09	1,000,000,000	瀚华金控股份有限公司
重庆	重庆渝康资产经营管理有限公司	2016-06-21	5,000,000,000	重庆市城市建设投资（集团）有限公司 重庆市地产集团有限公司 重庆市水务资产经营有限公司 重庆渝富控股集团有限公司
重庆	重庆富城资产管理有限公司	2017-03-28	1,500,000,000	麦启投资（上海）有限公司 重庆协信科技有限公司
陕西	陕西金融资产管理股份有限公司	2016-08-16	4,508,513,600	陕西省人民政府国资委
青海	华融昆仑青海资产管理股份有限公司	2016-06-17	1,000,000,000	杭州汇通华源投资合伙企业（有限合伙）
黑龙江	黑龙江省嘉实龙 金融资产管理有限公司	2016-06-13	1,000,000,000	嘉实嘉业投资管理（天津）有限公司
黑龙江	黑龙江国投穗甬资产管理有限公司	2017-07-07	1,000,000,000	国投资产管理有限公司

资料来源：银保监会、媒体报道、公司官网、普华永道整理



参考文献:

《不良资产证券化专题: 2019年银行间信贷ABS市场运行报告》, 中债资信

《European NPLs – FY18》, Debtwire

《中国金融不良资产市场调查报告 (2020) 》, 中国东方资产管理股份有限公司

《中国地方资产管理行业白皮书 (2018) 》, 普益标准

《2020年不良资产行业研究年度报告》, 浙江省浙商资产管理有限公司

《The economic impact of reducing non-performing loans》,
欧洲复兴开发银行 (European Bank for Reconstruction and Development, EBRD)

《Resolution of non-performing loans – policy options》,
国际清算银行 (Bank for In-ternational Settlements, BIS)



联系我们

姜昆
普华永道中国金融业市场主管合伙人
电话: +86 (10) 6533 2342
邮箱: jillson.jiang@cn.pwc.com

刘振宇
普华永道中国咨询服务合伙人
电话: +86 (10) 6533 2208
邮箱: chen.lau@cn.pwc.com

王晓斌
普华永道中国咨询服务合伙人
电话: +86 (10) 6533 7476
邮箱: jett.x.wang@cn.pwc.com

www.pwccn.com

本文仅为提供一般性信息之目的，不应用于替代专业咨询者提供的咨询意见。

© 2020 普华永道。 版权所有。普华永道系指普华永道网络及/或普华永道网络中各自独立的成员机构。
详情请进入www.pwc.com/structure。PMS-001615