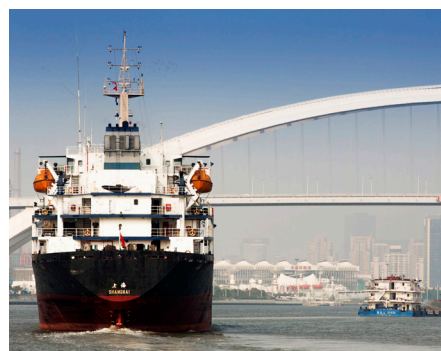


# 中国的不良贷款正在快速增长 —投资机会的出现?



## 摘要

2015年,中国经济的焦点在于“新常态”下经济的减速增长和波动的股票市场。中国人民银行(“人行”)——即中国的央行,出人意料地决定将人民币兑美元汇率下调至三年来最低水平。市场普遍认为这是中国政府力图支撑国内经济的信号。目前中国经济增速低于7%,为2008年全球经济危机以来最低水平。人行的举动在国际市场上引发动荡,并可能为美联储在2015年9月没有如市场预期增加利率的原因之一。

然而抛开货币贬值和中国股市的波动不谈,市场对于中国金融业资产质量的关注和猜测已经伴随着不良贷款水平的上升持续了一段时间,并不断增加。

在本期行业通讯中,我们将浏览中国最新的不良贷款数据,探寻近期国有银行不良贷款水平上升的原因,及其对潜在不良贷款投资者的意义。



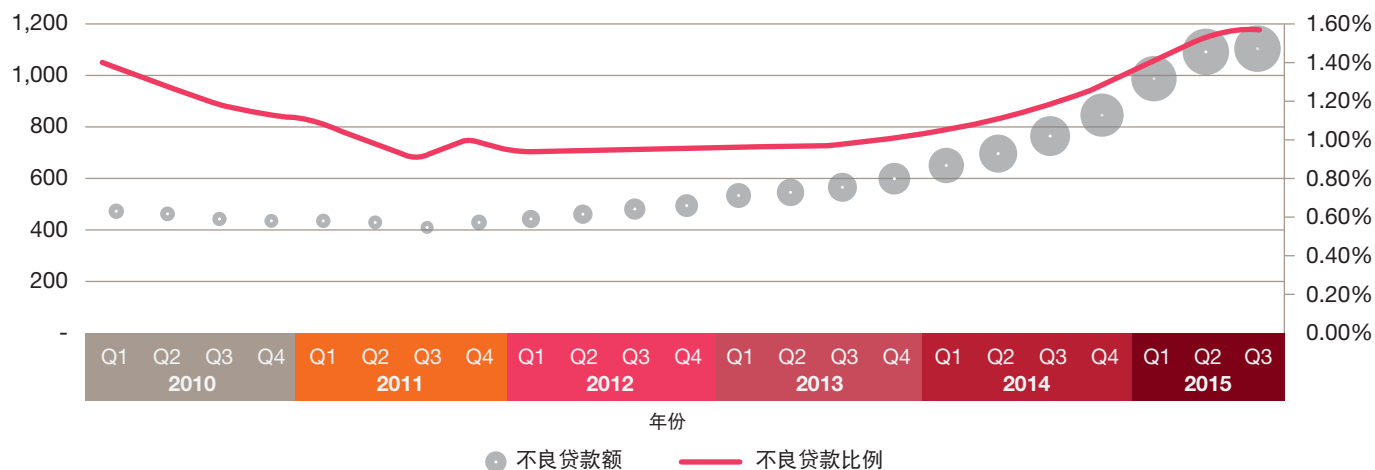


## 中国目前的不良贷款情况如何？

很显然，中国不良贷款正在增加。中国银行业监督管理委员会（“银监会”）的数据显示，2015年9月末，中国商业银行板块不良贷款总额和不良贷款比例（定义为不良贷款总额占贷款总额的比例）连续16个季度稳步增

加，分别达到11,860亿元人民币和1.59%（见下图）。据报，仅2015年首9个月增加的不良贷款额（3,430亿元人民币）就已经超过了2014年全年的增额（2,510亿元人民币）。银行能将不良贷款比例控制在1%或以下的日子已一去不返。

图表 – 中国商业银行不良贷款额和不良贷款比例



数据来源：银监会统计报告

## 中国不良贷款现状的成因

总括来说，五年来空前的借贷热潮和逐渐放缓的经济增长直接导致了中国银行不良贷款的增加。随着2009年刺激经济计划的效果渐渐消散，工业产能过剩、高杠杆、经济增长减速和内需疲软意味着许多中国企业正陷入现金流匮乏的困境，难以偿还贷款，导致不良贷款快速增加。

### (1) 2009年四万亿元人民币的刺激经济财政计划

在全球金融危机之后，一个由政府主导的宽松的信贷环境和国家推出的四万亿元人民币刺激经济计划，给经济注入了一剂强心针。受房地产贷款和

影子银行驱动，中国的债务量迅速增加。截止2014年6月，中国的债务总额与国内生产总值（“GDP”）比例达到了282%。尽管目前看来情况还可控，但是该比例已经高于许多发达国家，例如澳大利亚，美国和德国（分别为274%，269%和258%）。杠杆的增加给中国企业在保持现金流增长以供还债带来了额外的压力。

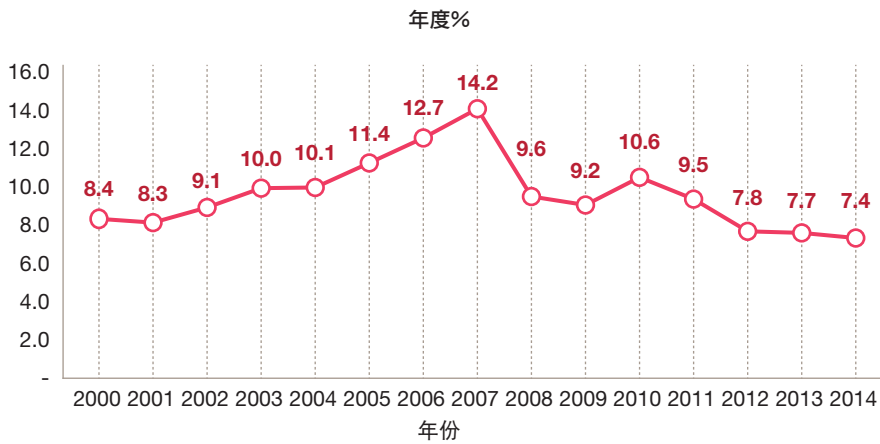
### (2) 中国在许多领域面临着产能过剩

投资的扩张导致了許多资本密集型行业产能过剩，包括钢铁、水泥、太阳能、造船、重型机械和采矿业。由于市场需求减少且银行停止自动展期贷款，许多不良贷款均集中发生于这些行业。

### (3) 中国经济增长放缓

众所周知，随着经济日趋成熟，中国经济已进入增速较慢的阶段。2014年，中国GDP年增长率为7.4%，轻微低于其7.5%的目标，为14年以来最低（见下图）。中国2015年GDP增长目标约为7%，然而近期的刺激政策（包括调低利率和准备金率以刺激增长）可能会减缓中央降低金融杠杆的步伐。

图表 - 中国GDP增长率

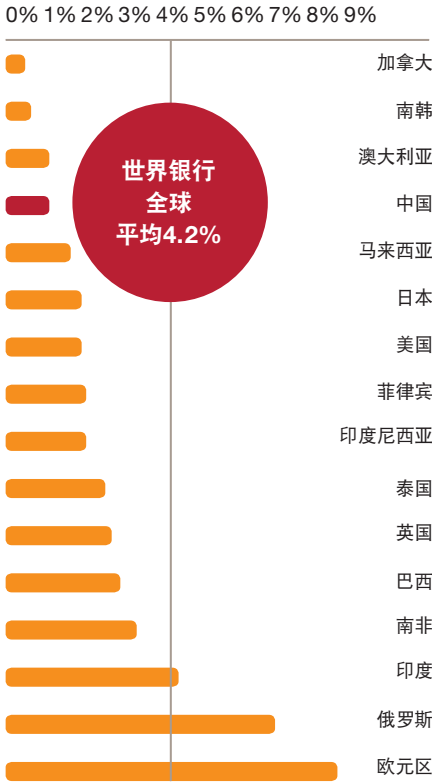


数据来源: 世界银行

中国的不良贷款率与其他国家相比如何?

中国公布的不良贷款率1.59%处于国际较低水平(见下图)。但是这与中国对不良贷款的划分以及其在信贷周期中与其他国家所处的相对位置不同不无关系。

图表 - 中国的不良贷款比例在国际上仍属低位(数据截至2019年12月31日)



数据来源: 世界银行

中国有其独特的划分不良贷款的方法。假设有一家名为“深圳贸易”的公司陷入困境。由于全球商品价格下跌,该公司的订单减少,现金存量低,并且有一笔1亿元人民币的贷款逾期90天未还。但贷款银行持有该公司总部办公大楼的抵押权,且考虑到该黄金地段的房产市场价值远高于贷款额,银行有信心不会遭受任何损失。

世界上大部分其他地区的银行普遍会在贷款逾期90天就将深圳贸易的贷款

划归为不良贷款。但在中国,由于贷款银行预期不会蒙受损失(前提为出售办公楼的收入能够完全偿付贷款),银行不会对该笔贷款作任何拨备,也不会将其划分为不良贷款。

与西方银行不同的是,当判断一笔贷款是否为不良时,中国允许银行考虑企业违约时是否会产生损失。因此,若银行没有预期损失,即便深圳贸易出现明显迹象指公司已经陷入财务危机,其贷款也不会被确认为不良。

图表 - 不良贷款划分和拨备规则差异概括

	西方银行标准	中国
成为不良贷款:	<ul style="list-style-type: none"><li>贷款逾期超过90天</li><li>贷款逾期在90天内,但是有其他警示信号</li><li>债务人不违约的情况下仍有损失</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>借款人无法偿还贷款并且有预期损失(考虑抵押品价值的情况下)</li><li>当银行预期到损失时,逾期超过3个月的贷款“通常”成为不良贷款</li></ul>
不良贷款拨备最低要求:	<ul style="list-style-type: none"><li>无最低要求</li><li>根据银行估计的违约条件下的预期损失计提拨备</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>投资组合的拨备必须不少于不良贷款总额的150%和不少于贷款总额的2.5%</li></ul>

资料来源: 银监会规则

## 中国不良贷款水平是否被低估？

依据银监会的标准，中国公布的不良贷款率为1.59%。但若采用西方银行业的标准，该比例是否还能准确反映中国的不良贷款的“真实”水平呢？在当前的经济形势以及政府对银行在控制账面不良贷款率而施加的压力下，这个问题值得深究。

## “进入‘新常态’以后，不良贷款率达到2%-3%是正常的。”

— 五大行CRO, 2015年1月

在中国，尽管银行不会将上例中深圳贸易的贷款划分为不良贷款，但是可能会将其归类为“关注”级别（银行术语，用于形容“需要密切关注且尽力避免其变为不良的贷款”）。其他在此级别中包括逾期1到90天的贷款（更为复杂的是，逾期1到90天的贷款也有可能在某些情况下被划分为不良贷款）。

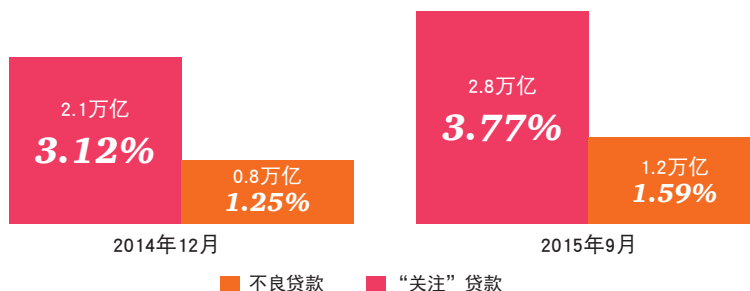
虽然不是所有“关注”级别的贷款都将演变为不良贷款，但是中国此类贷款体量巨大且呈增长态势（见下表）。因此，如果采用西方银行业的标准，3%-5%也许更能反映出中国实际的不良贷款水平<sup>1</sup>。

## 中国的不良贷款形势将如何发展？

由于银行业改革措施已于15年前实施，中国的不良贷款将无可避免地上升到前所未有的水平。考虑到很大部分的贷款均涉及国有银行和国有企业，中国政府有能力控制贷款违约的速度，不良贷款具体将会达至什么水平还不得而知。因此，我们认为银行业发生金融危机的风险很低。

图表 – 不良贷款和“关注”贷款在上升

万亿人民币（占贷款总额%）



数据来源：银监会数据，PwC分析

然而，政府干预不良贷款的副作用在于金融系统目前未有着手处理现有的不良贷款——许多不良贷款并没有通过商业化的模式进行操作。因此，政府需要作出改革来达致长期可持续的解决方案。

在未来的12到18个月中，我们预计中国的不良贷款水平仍将继续上升。但上升速度取决于：

- 银行在多大程度上采取“展期和掩饰”的策略，尤其是对于发放给国有企业和地方政府的贷款；
- 银行以何种速度处置或变卖不良贷款给四大国有资产管理公司或地方资产管理公司（“资产管理公司”）<sup>2</sup>或者其他金融业界（不良贷款率仅与银行业有关，因此变卖给资产管理公司、关联方、信托等能减少账面余额）；
- 进一步货币（和法规）方面的刺激政策以减轻企业和个人的还贷压力；

- 中央或省政府直接针对面临困难的国企和地方政府发放的财政资助；
- 贷款总额逐年增长会稀释不良贷款比例（我们预期存贷款比例下降将会促进贷款增加）<sup>3</sup>；以及
- 总体经济状况。

1. 虽然这更能反映不良贷款的真实水平，但是我们认为银监会因为希望银行业循序渐进且稳定地解决不良贷款问题，便修改现行会计政策以迫使银行达致该水平不良贷款率的可能性不大。

2. 本通讯最后将提供目前在中国运营的资产管理公司列表。

3. 与本世纪初的情况不同的是，我们不认为中国目前能通过自身的经济增长消除不良贷款的问题。在本世纪初，中国的GDP和贷款额都处于低水平。但经过几年GDP的双位数增长，以及更为快速的贷款增长后，巨额的新贷款能够消化相对较低的不良贷款水平，使得银行一度能够安然度过不良贷款的影响（尽管账面仍有历史不良贷款，强健的经济发展只产生少量的新增不良贷款）。今天，在贷款总额达到73万亿人民币的时候——几乎与美国等量——中国将承受巨大的压力。一方面，自然增长已然不再——经济增长正在放缓。另一方面，即使中央下令国内银行继续放贷，新增贷款仍将提供给那些已经无力偿还现有贷款的公司，从而导致问题恶化。





## 房地产在其中扮演怎样的角色？

关于中国的银行资产质量的报道大多聚焦于房地产市场与不良贷款的固有关系，这点其实也适用于任何银行系统。

无可否认，房地产对中国不良贷款水平有着举足轻重的影响。据中国东方资产管理公司2014年不良贷款市场研究报告估计，如果房地产价格下跌30%，中国的银行将无法承受相关损失。虽然二线城市的商业地产和总体工业地产价格自2013年起下跌超过30%，但这给银行资产负债表带来的影响取决于每笔贷款的贷款与估值比率。

尽管近期月度数据显示房价可能已触底，但是持续下跌的风险仍不容忽视。总体来说，即便中小城市还存在供给过剩，考虑到（我们预期）政府对该行业的持续支持，中国房产市场大幅下行的风险仍然较小。

虽然房地产市场还没有出现阴霾，但是银行一旦打算提前实行抵押房产赎回权，其收益往往会受到负面影响。这是因为在拍卖中银行难以收回与账面“市场价值”接近的金额（该金额用于计算银行内部的拨备）。因此，一处账面价值1亿元人民币的工业房地产可能只能拍得5千万元人民币的价格，而银行则需要另行在账面上冲减5千万。不良贷款的购买方在计算出价时会考虑这个因素，以至于银行无论自行回收还是变卖贷款均难免有所损失。

## “国际市场上，银行已在剥离资产并愿意把握交易机会。中国的银行还没有意识到这一点，但他们终会意识到。政策压力导致他们难有自主决定”

— 外资银行 特殊资产管理部负责人，2015年11月

## 中国能否给境外投资者营造活跃的不良贷款市场？

简答：现在没有，但是在1到2年内有可能。原因如下：

银行承受着处置不良贷款的巨大压力。为了维护境内外市场对中国的信心，政府给商业银行施加极大的压力控制不良贷款。不良贷款水平上升会减少盈利并造成资本方面的限制（因为拨备侵蚀着银行的资本）。保持利润增长的竞争性压力使得银行既要卸下不良贷款负担又要避免损失，而这谈何容易。

不良贷款转让是从报表剔除问题贷款的最快方式，但如今受交易中的额外损失所限，银行出让不良贷款的量还没有达到理想水平。目前，国内银行可以向四大资产管理公司或地方资产管理公司打包出售不良贷款。得益于雄厚的资本实力和资金流动性，四大资产管理公司是当前最为活跃的买家，但现在银行难以按满意的价格将不良贷款出售给资产管理公司。这是因为资产管理公司现在的收购更加商业化（出价低于银行账面价值），与15年前不同。

依前例，若深圳贸易的贷款抵押不是位于黄金地段的房产，而是一座价值4千万元人民币的三线城市废弃工厂，那么银行就会把贷款划分为不良贷款。该贷款会被冲减继而被打包进一项不良资产投资组合，并按规定计提60%的拨备（假设银行不愿也没有资金等待法院执行程序）<sup>4</sup>。

参与竞价的资产管理公司会考虑处置抵押品得到的较低价格，并提出一个约为账面余额20%的价格（2千万元人民币），借以获利。这就表示深圳贸易的贷款银行若要出售这笔贷款，必须进一步承受20%的损失。

鉴于深圳贸易的贷款银行已经确认的拨备额度（即不少于不良贷款额的150%），这个程度的损失还是可以承受的。然而，如果银行的资本金水平还能够支持他们继续放贷，银行可能就不情愿这样做，反而倾向于继续持有这笔贷款，以期冀未来厂房价值还有回升的可能性。

由于资产管理公司也想将自身收益最大化，许多银行的不良贷款转让都以失败告终（有消息显示超过一半的转让计划都是由于双方谈不妥价格而失败的）。

境外投资者的投资展望短期内还不甚明朗。大部分境外投资者在第一轮不良贷款时期就退出了（2001-2008年）。原因是多方面的，包括缺乏稳定的供应，以及普遍认为境外投资者在国内的司法系统无法享有公平待遇。我们意识到很多境外投资者正在探索中国的不良贷款市场而且跃跃欲试。那么现在是时候重新进入这个市场了吗？

<sup>4</sup> 60%是1亿元人民币贷款与预期厂房回收额4千万元人民币之间的差额。本例中60%的坏账计提与规定最低准备金的150%之间的差异，将被当作贷款储备金留在银行。

目前看来,国内资产管理公司还不大可能向境外买家展示他们的优质不良贷款包。原因何在?因为境外投资者是国内资产管理公司最不愿意考虑的买家。如果出售给境外投资者的资产包在未来收获了很高回报,资产管理公司将面临很大的政治压力(因为他们会被质疑贱卖国有资产)。目前,资产管理公司更愿意将他们不打算持有的贷款出售给国资背景的机构例如省级资产管理公司或者地方政府。这样做可以让资产管理公司赚取盈利的同时,也保证贷款“肥水不流外人田”。剩余的一些不良贷款也大多在国内流转,接盘的多为与资产管理公司有关系的地方商人团体。这些地方投资者能达成境外投资者求之不得的理想交易。

然而境外投资者不应止步不前。虽然短期内好项目少且风险大,但是仍然有银行向我们表示希望出售其持有的5至10个贷款项目。只要外国投资者能以不俗的价格投得这样的资产包(这是不容易的事),便可将其作为良好的培育土壤,为未来更大规模和更优质的机会做好准备。另一种方式是与资产管理公司建立合资企业,共同收购和处理不良贷款。资产管理公司总是需要资本购买资产包,并欢迎这种合作方式。等到市场重新活跃起来,那些在市场上已经建立起坚实合作关系且有近期交易记录的境外投资者,更有机会发掘并接触到优质的资产包。

不过需要指出的是,虽然不良贷款投资市场活跃起来后境外投资者可以参与其中,但是大部分资产包还是会由国内买家接盘。与15年前不同,现在的国内投资者拥有足够的资金实力,而且比境外买家更了解将会面对的情况。同时,国内买家对内部收益率的顾忌更小,在议价时更有优势。此外,国内买家对尽职调查和交易结构的要求较低,相比境外投资者更好应付。最后,出售给国内机构需要的审批也较少。

鉴于上述因素,我们认为,与第一轮不良贷款周期不同,下一轮不良贷款周期将由国内投资者主导。

中期内,我们预计对境外投资者而言,投资环境将有所改善。预计未来12到18个月内,银行需要释放资本用于发放新的贷款,因此势必要出售更多的不良贷款给资产管理公司,进而大量增加资产管理公司的库存。

不良贷款存量增加随之将给资产管理公司带来快速处置的压力(因为不良贷款的回收处置拖延越久,收益便越低),这会导致出售量增长。虽然资产管理公司仍会将大部分资产包出售给与政府有关的买家,但是过量的供应将足以令资产管理公司重拾当年(2001-2008)通过传统方式拍卖的旧路,即邀请中外投资者共同参与竞拍。此外,即使资产外流的顾虑依然存在,但单是大量的供应和资产管理公司的回收压力就足以以为境外买家提供一个比现在更有利的市场环境。

## 我们如何协助不良贷款投资者?

普华永道的投资咨询团队拥有非常丰富的经验,在您投资和回收不良贷款的过程中保驾护航。我们的团队从2001年起就从事不良贷款业务,为超过40宗贷款包交易及设立其相关投资结构提供咨询服务。我们广泛和深入的经验确保我们能在贷款估值和回收方面提供独到的见解,从而在组合或单笔贷款的评估和议价过程中都能助您一臂之力。

我们团队的服务面向不良贷款的买卖双方。我们可以排解和/或缩小买卖双方期望值的落差以保证交易过程顺利进行。同时,我们可以协助您接触我们在银行或资产管理公司的联系人,以帮助您就相关的信贷情况进行尽职调查(帮您了解其价值)并就清收提供建议,务求将您的投资收益最大化。

## 联系方式

有关更多信息,请联系我们的中国不良贷款专家:

### 区兆邦

合伙人  
+852 2289 2299  
t.osborn@hk.pwc.com

### 苏文俊

合伙人  
+852 2289 2577  
christopher.mc.so@hk.pwc.com

### 庄日杰

合伙人  
+86 (21) 2323 3650  
victor.yk.jong@cn.pwc.com

### James Dilley

高级经理  
+852 2289 2497  
james.ha.dilley@hk.pwc.com

## 附件1: 在中国运营的资产管理公司

### 四大资产管理公司:

名称	范围
中国东方资产管理公司	全国
中国华融资产管理公司	全国
中国长城资产管理公司	全国
中国信达资产管理公司	全国

### 地方资产管理公司:

银监会批准 (可直接从银行购买资产)

名称	范围
安徽国厚金融资产管理有限公司	安徽
江苏省资产管理公司	江苏
浙江省浙商资产管理有限公司	浙江
上海国有资产经营有限公司	上海
广东粤财资产管理有限公司	广东
北京市国通资产管理有限责任公司	北京
重庆渝富资产经营管理集团有限公司	重庆
辽宁省国有资产经营有限公司	辽宁
天津津融投资服务集团有限公司	天津
福建省闽投融资资产管理有限公司	福建
山东省金融资产管理股份有限公司	山东
湖北资产管理有限公司	湖北
宁夏顺亿资产管理有限公司	宁夏
吉林金融资产管理有限公司	吉林
广西金控资产管理有限公司	广西

运营中, 但是银监会未批准: (只能从其他资产管理公司购买资产)

名称	范围
辽宁联合资产管理有限公司	辽宁
山西农信资产管理股份有限公司	山西
山东国投资产管理有限公司	山东
河南省中小企业资产管理有限公司	河南
安徽省国有资产运营有限公司	安徽
安徽省科技产业投资有限公司	安徽
浙江省发展资产经营有限公司	浙江
四川富润企业重组投资有限责任公司	四川
陕西省国有资产经营有限公司	陕西
江西省省属国有企业资产经营(控股)有限公司	江西
广西国威资产经营有限公司	广西
西藏自治区国有资产经营公司	西藏
新疆新业国有资产经营(集团)有限责任公司	新疆
海南联合资产管理公司	海南