

2023 年中国地方资产管理行业信用风险展望

联合资信评估股份有限公司 金融评级二部 陈鸿儒 梁兰琼 卢芮欣

主要观点：

- 2022 年 1—11 月，债券市场上发债的地方 AMC 家数增加 1 家，发债规模总体有所上升，发行成本整体小幅下行，发债主体 AAA 级别地方 AMC 家数占比较高；信用风险方面，共有 1 家地方 AMC 发生评级调整，为展望正面调整。
- 监管政策方面，2022 年以来，全国统一的行业监管办法仍未正式出台，但在新冠疫情持续冲击下，政策再次鼓励和引导 AMC 公司发挥化解风险等职能支持实体经济。
- 市场运行方面，2022 年以来，受新冠疫情反复影响，我国经济修复继续放缓，不良资产规模持续攀升，房地产行业风险加剧，为资产管理公司创造了较大业务空间。2022 年未有新增地方 AMC，行业主体相对稳定；行业不良资产处置方式进一步丰富，但房地产项目处置对地方 AMC 风险处置能力提出更高要求。
- 行业整体仍呈规模扩张趋势，样本企业的资产总额、所有者权益、营业总收益和净利润规模均有增长，且盈利指标同比有所上升，但资产总额增速明显放缓，杠杆水平有所回落。
- 未来，地方 AMC 仍保持属地经营定位，业务发展依赖区域环境，其中区域经济金融环境将发挥重要作用；房地产行业发展情况仍是影响 AMC 行业发展的重要因素；预计行业仍有牌照扩容的可能，但行业资产规模增速可能放缓；在地方 AMC 和四大 AMC 全面回归主业的趋势下，行业内部竞争加剧，对地方 AMC 的专业化能力等提出更高要求，行业“马太效应”将持续增强。

行业展望：

稳定

一、地方资产管理公司 2022 年信用风险回顾

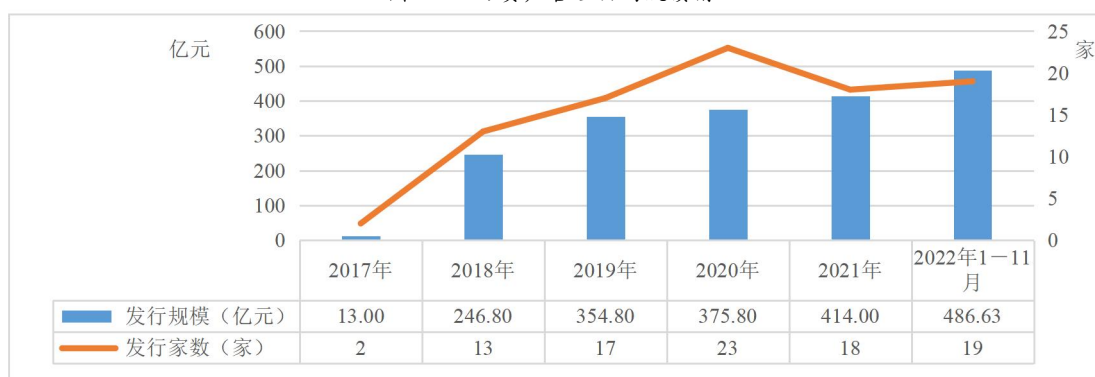
1. 信用风险回顾

2022 年 1—11 月，债券市场上发债的地方 AMC 家数较上年全年增加 1 家，发债规模总体上升，发债主体仍以 AAA 级别为主，发行成本整体小幅下行。

从地方资产管理公司（以下可简称“地方 AMC”）发债情况来看，根据 Wind 数据，本文统计了 2017 年以来债券市场上地方 AMC 发行债券和债务融资工具情况。

发债规模方面，经历了 2017 年的债券市场初步亮相和 2018—2019 年的快速增加，2020—2021 年，地方 AMC 发行债券规模增速下降。2022 年 1—11 月，地方 AMC 发行债券规模合计 486.63 亿元，较上年全年规模增长 17.54%，其中，AAA 级别¹（以发行时级别为准，下同）地方 AMC 发行债券合计 413.23 亿元，占行业总发行量的比重为 84.92%，AA+级别地方 AMC 发行债券合计 67.40 亿元、占比 13.85%，AA 级别地方 AMC 发行债券合计 6.00 亿元、占比 1.23%，AA+及 AA 级别合计发行占比为 15.08%，较上年全年占比下降 4.49%，非 AAA 级别主体发行难度有所增加；担保方面，共有 2 家公司发债有担保方，累计担保发行的债券 16.00 亿元，占行业总发行量的比重为 3.29%。此外，2022 年 1—11 月，深圳市招商平安资产管理有限责任公司和浙江省浙商资产管理股份有限公司分别发行了企业资产支持证券产品，发行利率分别为 3.80%和 4.00%，发行金额合计为 15.00 亿元。

图 1 地方资产管理公司发债情况



注：不含资产证券化产品

资料来源：Wind，联合资信整理

发行期限方面，因不良资产业务周期一般较长，地方 AMC 发债期限普遍偏长期，主要为 3~5 年期。但近年来，部分地方 AMC 开始发行期限在 1 年或 1 年以内的短期债券品种来缓解流动性压力，2020 年以来发行短期品种的地方 AMC 逐年增加，票面利率区间整体下行。

表 1 地方资产管理公司 2020 年以来短期品种发行情况

年份	发行短期品种的地方 AMC 数量	发行利率区间
2020 年	7 家	2.20%~5.00%
2021 年	8 家	2.50%~4.30%
2022 年 1—11 月	9 家	1.72%~4.99%

资料来源：Wind，联合资信整理

1. 同一公司当年内如有评级在不同机构间不一致的情况，按当年评级较低的级别统计。

发行主体方面，2021 年，共有 18 家地方 AMC 发行债券，较上年减少 5 家，减少的发债主体主要系其自身出现信用风险事件，公开市场再融资能力下降，或发债主体自身信用资质较弱，公开信用认可度较低等所致；2022 年 1—11 月，共有 19 家地方 AMC 发行债券，较上年增加 1 家。整体 2022 年债券发行市场，未新增地方 AMC 主体，均为已有公开市场级别的发债企业。

从行业评级情况来看，截至 2022 年 11 月末，市场上有公开主体级别的地方 AMC 共 29 家，其中，16 家主体信用级别为 AAA，8 家主体信用级别 AA⁺，2 家主体信用级别 AA，以及 3 家主体存在信用级别差异（系苏州资产管理有限公司，以下简称“苏州资产”，AA⁺上海新世纪/AAA 中证鹏元；湖南省财信资产管理有限公司，以下简称“财信资产”，AA⁺联合资信/AAA 中证鹏元；河北省资产管理有限公司，以下简称“河北省资管”，AAA 大公/AA⁺中诚信），整体 AAA 级别的主体家数占有级别主体的比重达 58.62%。按照 59 家地方 AMC 测算，行业整体评级率为 49.15%，随着地方 AMC 规模扩大及业务发展，融资需求会进一步增长，未来参与评级和资本市场融资的地方 AMC 或将继续扩容。

2022 年以来，依据公开资料，共有 1 家地方资产管理公司发生评级调整情况，为展望调整，行业整体信用水平保持稳定。

根据 Wind 统计，2022 年以来，地方 AMC 主体共有 1 家发生展望调整（不含不同评级机构级别差异的情况，仅讨论同一评级机构对同一受评主体的级别、展望调整），无主体级别/展望下调情形。2022 年 6 月，四川发展资产管理有限公司（以下简称“四川发展”）展望被调整为正面，主要原因为四川发展业务发展稳定，营业收入逐年增加，并于 2022 年 6 月获得增资 20 亿元，注册资本达到 50 亿元。

表 2 地方资产管理公司 2022 年以来评级调整情况

公司名称	调整时间	调整情况	调整后级别	调整后展望	前次级别	前次展望	评级机构
四川发展资产管理有限公司	2022/06/29	展望上调	AA ⁺	正面	AA ⁺	稳定	中诚信

资料来源：Wind，联合资信整理

2. 行业监管环境

2019 年以来，行业监管趋严，引导不良资产管理公司回归本源和主业，但全国统一的行业监管办法仍未正式出台；2022 年以来，在新冠疫情持续冲击下，政策再次鼓励和引导 AMC 公司发挥化解风险等职能支持实体经济。

2019 年以来，行业监管政策有所趋严。2019 年 7 月的银保监会 153 号文至今仍是目前行业最高监管文件。2021 年 8 月，银保监会就《地方资产管理公司监督管理暂行办法》征求意见结束；2021 年 12 月 31 日，中国人民银行就《地方金融监督管理条例（草案征求意见稿）》（以下简称《条例草案》）公开征求意见。上述《征求意见稿》及《条例草案》作为全国统一的政策框架，未来若正式出台，地方 AMC 行业将告别各自为政、法律定位不明、业务混乱的现状，将有利于行业规范、健康发展；同时，对部分地方 AMC 企业来说，短期可能面临业务转型压力。

在新冠疫情持续冲击经济的背景下，AMC 公司化解风险的职能再次获得政策的重视和支持。2022 年 5 月，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》（国办发〔2022〕19 号），该《意见》指出应支持金融资产管理公司等通过

不良资产处置收购、市场化债转股及实质性重组等方式盘活低效资产；通过发行债券方式等，为符合条件的相关公司盘活存量资产提供长期资金支持。2022年6月，银保监会发布《关于引导金融资产管理公司聚焦主业积极参与中小金融机构改革化险的指导意见》，该《意见》放宽了金融AMC的作业范围，并给予了AMC行业一系列的政策支持。

3. 行业运营环境

2022年以来，受疫情反复影响，我国经济修复继续放缓，国内不良资产规模进一步增长，为资产管理公司创造了较大业务空间。2022年全国范围内无新增地方AMC；行业不良资产处置方式逐渐丰富，但房地产项目处置对地方AMC风险处置能力提出更高要求。

不良资产市场供给方面，近年不良资产规模持续增加，为行业创造了较大业务空间。随着近年国内宏观经济低位运行和结构调整优化，国内商业银行不良贷款规模持续攀升，风险化解需求不断增加。银保监会数据显示，2019—2021年末，我国商业银行不良贷款余额较上年末增速分别为19.16%、11.93%和5.39%，不良贷款率分别为1.86%、1.84%和1.73%；截至2021年末，我国商业银行不良贷款余额升至2.85万亿元。2022年以来，受国际地缘政治事件和国内新冠肺炎疫情持续蔓延的影响，国内经济下行压力加大，截至2022年9月末，商业银行不良贷款余额为2.99万亿元，较上年末进一步增长4.91%。近年来非金融机构应收账款规模大幅攀升，回收周期延长，逐步沉淀形成的坏账对其资产处置及债务重组的需求日益高涨。国家统计局数据显示，2019—2021年末，我国工业企业应收账款净额较上年末增速分别为6.99%、7.16%和12.68%；截至2022年10月末，工业企业应收账款净额21.88万亿元，较上年末增长15.95%。

市场参与主体方面，截至2022年11月末，全国共59家地方AMC，较2021年末末有新增。目前，浙江、山东、福建、广东、辽宁因包含计划单列市各有3家地方AMC企业；其余省级行政区中，除吉林、陕西、河北、贵州、云南、青海、新疆、西藏只有一家地方AMC企业外，其余省份均已设立两家地方AMC企业，整体地方AMC以具有国有控股背景的主体为主，具有民营控股背景和混合制主体较少。此外，贵州正在筹建全省第二家地方AMC，在不良资产供给量持续增加的背景下，地方AMC机构数量或将进一步扩容。

根据《中国地方资产管理行业白皮书（2021）》，2021年地方AMC的不良资产来源仍然主要为制造业、批发零售业及房地产业。一方面，随着房地产行业政策调整和房企频频暴雷，前期开展不良资产以房地产为主业的地方AMC，未来处置不良资产包盈利必将有所影响。另一方面，央行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，延续了监管鼓励及支持地方AMC参与房地产风险处置的态度；2022年以来，已有多家地方AMC在开展房地产不良资产处置及风险化解方面有所行动，助力“保交付”“稳民生”；地方AMC参与房地产风险处置为其提供一定的业务资源，但考虑到房地产项目相关债权债务关系较复杂，受民生、地方财政、区域经济等多方面因素影响，不同项目之间具有不可复制性，以及困境房企或项目的回收周期及收益存在较大不确定性，这对地方AMC不良资产处置能力亦提出了更高要求。

不良资产处置方面，在经济下行期，特别是疫情以来，此前不良资产清收或转让的简单处置模式已不适应市场的变化，随着宏观经济形势的不确定性增大，不良资产处置手段、渠道、方式均面临升级压力。随着监管要求回归主业，近年地方AMC处置不良资产的专业能力整体有所增强，处置方式逐渐丰富，除传统的本息清收、诉讼、破产清偿、债务重组、

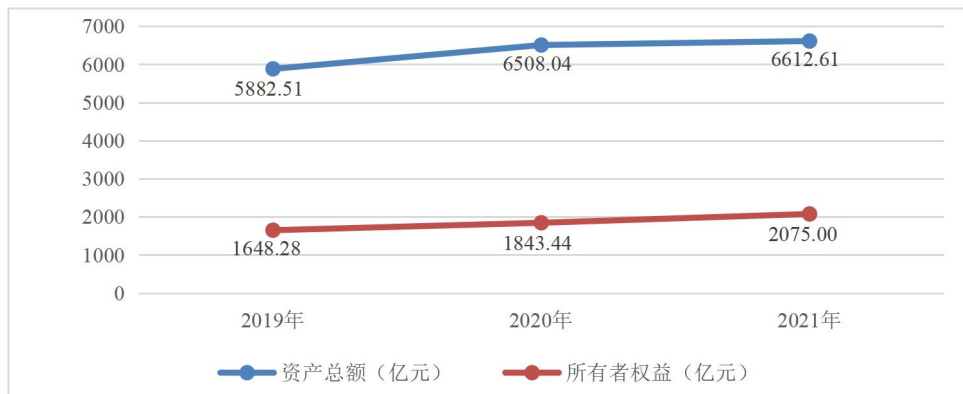
资产转让等方式外，企业重组、破产重整等项目逐渐增多；但破产重整等方式处置过程较为复杂，往往需要与司法机关及律师事务所等专业机构合作，目前担任破产重整管理人的中介机构仍以律师事务所为主，除个别几家地方 AMC 取得了破产管理人资质外，大多数地方 AMC 对此参与度仍较低。而对于民营地方 AMC 而言，因其在资金端和上游供给端的比较优势偏弱，因此民营地方 AMC 大多从打造特色化的专业处置能力方面走差异化竞争路线，一方面不断对处置模式进行创新，通过产融结合基金、不良资产证券化、市场化债转股等方式参与运作，发现由于信息不对称而暂时被低估价值的资产，并嫁接资本市场，提升其内在价值，另一方面打造具备法律、金融、房地产、资本运作和丰富企业管理经验的专业化团队，以此形成差异化竞争。

截至 2021 年末，行业资产总额和所有者权益合计整体仍呈扩张趋势，但资产总额增速有所放缓；净资产规模稳定增长，但 AA+ 级别主体规模较 AAA 级别主体仍有显著差距。

以下样本主要选取公开市场发债的地方 AMC 企业，样本个数 26 家，占全国 59 家 AMC 的 44.07%，样本主体主要以东南沿海省份的地方 AMC 为主，同时样本剔除了上海国有资产经营有限公司和辽宁省国有资产经营有限公司（以上两家为综合性国有资产经营公司，被政府授权可经营资产管理公司业务，资产管理公司业务在该两家企业中占比不大，整体数据和其他地方资产管理公司可比性较差）。

从样本企业资产、净资产规模来看，行业整体仍呈扩张趋势。2019—2021 年末，样本企业资产总额、所有者权益合计数均持续增长，但 2021 年资产总额增速明显放缓。截至 2021 年末，样本企业资产总额合计 6612.61 亿元，较上年末小幅增长 1.61%，所有者权益合计 2075.00 亿元，较上年末增长 12.56%。

图 2 26 家地方 AMC 样本企业的资产、所有者权益规模



资料来源：Wind、公开资料，联合资信整理

分级别来看，资产方面，AA+级别样本企业资产规模有所下降，主要系江西省金融资产管理股份有限公司因合并范围发生变化、资产规模大幅下降以及华融晋商资产管理有限公司（以下简称“华融晋商”）²回归主业资产规模收缩所致；而 AAA/AA+级别样本企业资产规模增幅较大，主要系苏州资产和财信资产业务发展较快所致，其他级别则变动均不明显。净资产方面，各级别样本企业净资产均保持增长，其中 AA+级别增速明显低于其他级别，且 AA+级别样本规模指标距 AAA 级别样本仍有明显差距。

2 2020 年，华融晋商经营出现恶化导致利润发生大额亏损；2021 年，华融晋商回归主业导致资产规模大幅缩减。

表 3 截至 2021 年末 26 家地方 AMC 样本企业的资产、所有者权益规模-不同级别对比 单位：亿元、%

项目	样本主体级别	样本数量	整体增速	最大值	最小值	中位数
资产总额	AAA	14	2.16	1192.47	95.60	263.05
	AA ⁺	8	-11.39	180.49	30.39	130.50
	AAA/AA ⁺	3	32.05	274.74	87.66	129.43
	AA	1	-4.62	114.87	114.87	114.87
所有者权益	AAA	14	13.07	482.72	42.17	79.43
	AA ⁺	8	7.08	52.71	11.38	36.42
	AAA/AA ⁺	3	16.03	79.56	37.00	37.34
	AA	1	19.62	43.68	43.68	43.68

注：AA⁺/AAA 系评级主体（苏州资产、财信资产和河北省资管）市场级别存在差异

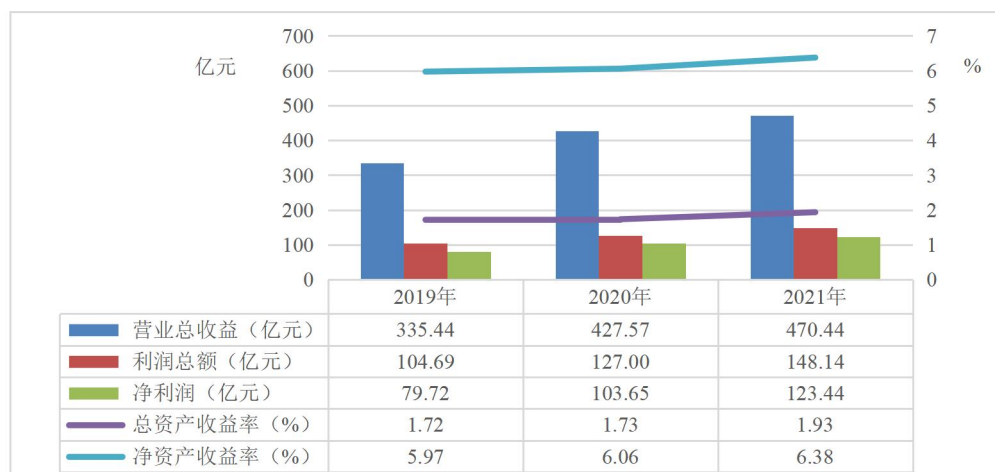
资料来源：Wind、公开资料，联合资信整理

2021 年，行业营业总收益和利润规模均同比增长，盈利指标随之上升；高级别主体的盈利效率指标表现普遍不及低级别样本。

从盈利情况³来看，2019—2021 年，样本企业营业总收益⁴规模、利润总额以及净利润规模的合计数均呈持续增长趋势。值得指出的是，地方资产管理公司对不良资产业务的收入确认方式存在差异，目前普遍有全额法和净额法 2 种，导致收入指标差异可能较大，可比性不强，但利润指标的可比性较好。

从盈利指标来看，2019—2021 年，样本企业收益率指标（剔除华融晋商后）持续上升。2020 年，样本企业总资产收益率和净资产收益率同比均变动不大；2021 年，样本企业总资产收益率和净资产收益率分别上升 0.20 个百分点和 0.32 个百分点。

图 3 25 家地方 AMC 样本企业的盈利情况



注：样本已剔除华融晋商

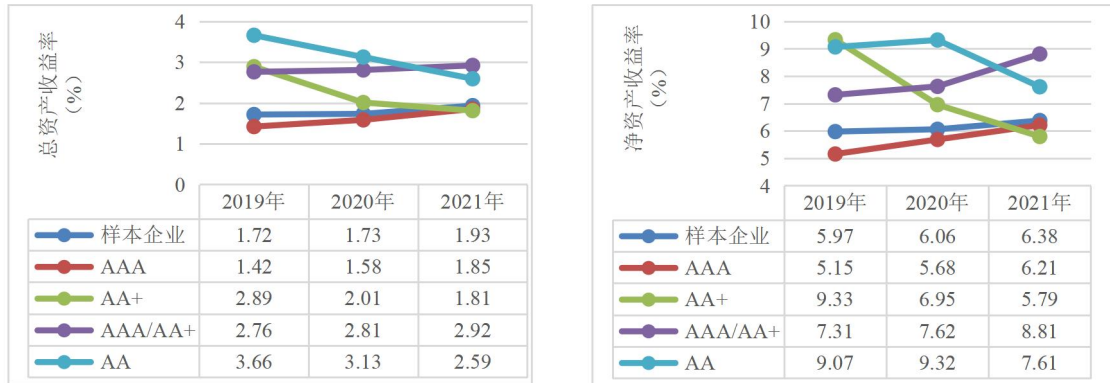
资料来源：Wind、公开资料，联合资信整理

分级别来看，2019—2021 年，AAA 和 AAA/AA⁺级别样本总资产收益率持续上升，AA⁺和 AA 级别样本总资产收益率则逐年下降；净资产收益率变动趋势有所分化，AA 级别样本的净资产收益率指标波动下降，AA⁺级别样本逐年下滑，AAA 和 AAA/AA⁺级别样本表现均持续向好。同时，盈利指标表现在不同级别之间呈现出明显的负相关关系，级别越高的主体收益率指标往往越低，高级别的地方 AMC 因资产、资本金规模较大，盈利效率指标表现普遍不及较低级别样本。

3 因华融晋商 2020—2021 年盈利波动大，对样本整体盈利情况影响较大，因此联合资信对样本的盈利能力分析均剔除华融晋商

4 营业总收益=营业收入+投资收益+公允价值变动收益+汇兑收益+净敞口套期收益+资产处置收益+其他收益

图 4、图 5 25 家地方 AMC 样本企业的盈利能力指标-不同级别对比



注：1. AA+/AAA 系评级主体（苏州资产、财信资产和河北省资管）市场级别存在差异；

2. AA 级别仅有一家主体；

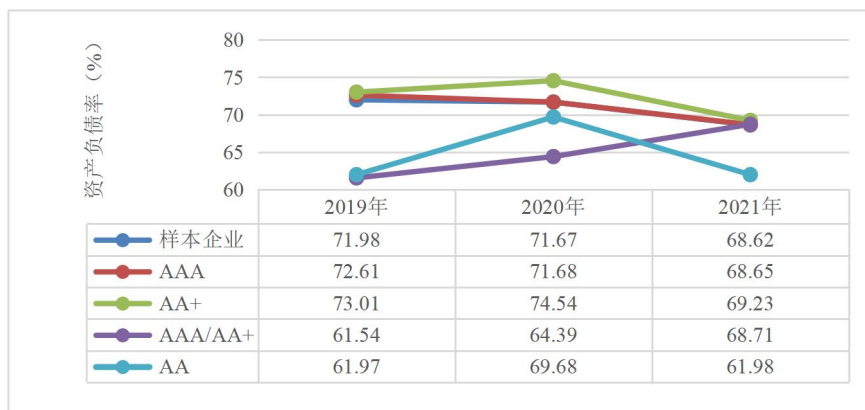
3. 样本已剔除华融晋商

资料来源：Wind、公开资料，联合资信整理

截至 2021 年末，行业整体杠杆水平较上年末有所下降；高级别主体的杠杆水平整体高于低级别主体。

从杠杆指标看，2019—2021 年末，样本企业杠杆水平先稳后降。截至 2021 年末，样本企业平均资产负债率为 68.62%，较上年末小幅下降。分级别来看，除 AAA/AA+ 级别样本杠杆水平有所上升外，其他级别样本的杠杆水平均有不同程度下降。整体上，杠杆指标表现在不同级别之间呈现出较为明显的正相关关系，高级别主体的杠杆水平整体高于低级别主体，这种现象主要源于地方 AMC 一般被银行等金融机构视为非金融企业，较金融企业可获得的融资在规模、成本、便利性等方面均有一定差距，因此融资瓶颈一直是地方资产管理公司行业性的普遍难题；而 AA+ 及以上的高级别主体大多具有国有控股背景，更易获得银行等授信机构的认可和资本市场的融资渠道，其具有的融资便利使高级别主体更容易实现加杠杆的需求。AA 级别样本为一家民营资产管理公司，2020 年主要通过信托融资、发行债券等方式补充资金，实现了杠杆的提升；2021 年随着部分债务逐步到期，杠杆水平有所回落。

图 6 26 家地方 AMC 样本企业的杠杆水平



注：1. AA+/AAA 系评级主体（苏州资产、财信资产和河北省资管）市场级别存在差异；

2. AA 级别仅有一家主体；

3. 样本包含华融晋商

资料来源：Wind、公开资料，联合资信整理

二、地方资产管理公司 2023 年信用风险展望

未来，行业监管有望统一，利好行业发展；地方 AMC 仍保持属地经营定位，业务发展受区域环境和房地产行业影响较大。

长期以来，地方 AMC 行业缺乏统一的、精准的制度框架，顶层设计亟待补位。考虑到资金来源、资金成本、处置方式等方面的差异，需要更精准的政策来规范和加强地方 AMC 的业务发展，在监管法规、处罚机制等方面也应对全国性 AMC、地方 AMC 一视同仁地制定统一规则。未来，若全国统一的《地方资产管理公司监督管理暂行办法》正式落地，以及地方金融监管部门职责逐渐明晰，地方 AMC 行业将进一步得到规范，监管效率亦将有所提升。

《地方资产管理公司监督管理暂行办法》（征求意见稿）对地方 AMC 仍要求属地经营的定位，《条例草案》亦提出原则上不得跨省展业的要求。在展业区域受到限制后，地方 AMC 的区域属性将进一步增强，地方 AMC 之间的区域差异性将更为明显。不同地区的经济发展、法制环境及配套机制、市场化程度、市场参与主体多寡、金融机构数量和规模大小等将对地方 AMC 业务发展产生不同影响，其中区域经济金融环境的影响尤为明显。

此外，2021 年以来随着房地产行业风险不断释放，房地产领域积累了一定不良资产，一方面为地方 AMC 提供了一定的业务来源，地方 AMC 加速推进房地产行业风险化解工作；另一方面，房地产是地方 AMC 的重要业务领域和不良债权的主要抵押资产，房地产行业仍处于下行周期且尚未见底，波及范围广，风险化解难度大，地方 AMC 参与化解房地产行业风险的实际效果仍存在较大不确定性，同时，地方 AMC 整体资产质量和回收效果也将受到房地产行业的重要影响。

预计未来行业仍有牌照扩容的可能，但行业资产规模增速可能放缓，盈利水平有望维持稳定。

2022 年，全国范围内未有新增地方 AMC，但目前仍存在部分省份仅设有 1 家持牌地方 AMC，未来仍有牌照扩容的可能性，但空间有限。2021 年以来，国内整体宏观环境缓慢修复，部分行业受经济结构和政策调整带来的负面影响较大，资产质量也随之下行，因此未来地方 AMC 化解金融风险需求凸显，行业发展仍具有较大空间。但 2019 年金融去杠杆后，部分金融机构处置大规模不良资产包有所减少，目前整体金融机构处置不良资产包金额较小，2021 年地方 AMC 资产规模增速有所放缓，并且随着地方 AMC 对先前收购不良资产包的不断处置与清收，行业资产规模增速或将进一步放缓。

在地方 AMC 和四大 AMC 全面回归主业的趋势下，行业内部竞争加剧，对地方 AMC 的专业化能力等提出更高要求，行业“马太效应”将持续增强。

随着外部环境变化及回归主业的监管要求，对地方 AMC 开展专业化并购、重组重整等专业能力要求提升。目前，部分地方 AMC 企业的投资业务和类信贷业务仍占比较高，不良资产中房地产类资产占比较高，且部分企业在经济下行期间爆发了一定的信用风险事件，从而加大了业务结构转型的压力。鉴于目前区域经济发展不协调、法制环境及配套建设不均衡、专业人才供给存在一定差异等因素，未来地方 AMC 发展仍将继续分化，“强者恒强”的局面持续显现，市场竞争将进一步加剧。同时，逐步回归和专注主业发展，也将促进行业专业化程度的不断提升。

此外，四大 AMC 在之前的市场化改革中，已获取了诸多金融牌照并纷纷转型为金控企业、业务亦涉及房地产及海外业务；但在 2019 年行业回归主业的监管要求下，四大 AMC 也开始逐步瘦身化险，陆续清理了部分非主业子公司。2021 年初，四大 AMC 之一的中国华融资产管理股份有限公司（以下简称“中国华融”）因前期的激进扩张等问题爆发了重大危机，

监管机构要求金融资产管理公司逐步退出非主业；截至2022年11月末，中国华融已处置消费金融、信托、银行等多张非主业牌照，非主业“瘦身”正有序进行。四大AMC的业务重心回归，将加大行业内部竞争；地方AMC在四大AMC的竞争压力下，同时也面临主业开展不达标或将被取消业务资质的压力，如何在竞争中建立核心竞争力、寻求差异化发展及更好地服务当地，对地方AMC企业提出了更高的要求。