

而今迈步从头越

中国不良资产管理行业改革与发展白皮书: 转型篇

2021年8月





普华永道







卷首语

不良资产管理行业在过去二十多年为我国化解金融风险、维护金融稳定、盘活存量资金和推动国有金融企业改革做出了重要贡献。随着金融业进一步发展和扩大开放,以资产管理公司(AMC)为主的从业机构迎来了发展新机遇。

普华永道作为一家致力于本土化的国际专业服务机构,近年来持续关注不良资产管理行业。我们在深入观察行业发展现状与挑战、思考行业新一轮改革发展路径后,于2020年发布了《中国不良资产管理行业改革与发展的研究白皮书》。该白皮书将中国不良资产管理领域的痛点归纳为市场结构、交易环节和资产流转三方面,同时提出打破市场壁垒、建立交易平台和扩大交易范围的"三步走"改革发展蓝图,获得了业界的广泛认可。

在此基础上,结合过去一年对政策的理解及行业洞察,我们今年以转型为切入点,发布新一份《中国不良资产管理行业改革与发展白皮书:转型篇》。2021年是"十四五"开局之年,我国步入新发展阶段,虽然经济长期向好的基本面没有改变,但内外部环境依然严峻,面临的产业升级、绿色转型、防范化解重大风险和改善民生等任务也仍然艰巨。在此背景下,资产管理公司在聚焦主业化解风险的同时,如何更好地以经济效益、社会效益、治理效益和环境效益并重,通过转型实现高质量发展,是眼前重要和紧急的任务。

为了协助从业机构明确转型方向,本报告基于当前我国实体经济和金融领域面临的挑战与任务,提出三条赛道,分别是:助力低碳转型、化解房地产风险和参与个贷不良转让交易。希望这些建议能够为不良资产管理行业的发展提供有益参考。

雄关漫道真如铁,而今迈步从头越。转型之路难免遇到艰难险阻,普华永道愿意与从业者一起努力,让行业健康成长,成为我国经济发展不可或缺的力量。

美国

姜昆

普华永道中国金融业 审计市场主管合伙人 大小子

胡静

普华永道中国金融服务 合伙人

目录

综述	5
第一章 行业发展新常态	13
第一节 市场规模和交易情况	14
第二节 监管政策梳理	17
第三节 市场参与者变化	18
第四节 新发展阶段的挑战与机遇	20
第二章 大型资产管理公司业绩概览	23
第一节 经营表现	25
第二节 业务分析	28
第三章 行业转型专题探讨	34
专题一、助力绿色低碳转型	35
专题二、处置化解房地 <mark>产风</mark> 险	47
专题三、参与个贷不良转让交易	53
附录:中国资产管理公司名录	64

综述

市场规模和交易情况

2020年,受新冠疫情冲击,我国宏观经济金融环境面临严峻挑战,不良资产整体规模较2019年增加9,000亿元或21%,至5.21万亿元。

商业银行仍是不良资产的最大供方,不良贷款余额2.70万亿元,占比过半;非银机构不良资产主要来自信托项目、非标债权、P2P网贷和金融租赁款;企业则主要是应收账款和委托贷款。2020年,非银金融机构和非金融企业生成的不良资产增幅均快于商业银行。

表: 2020年末不良资产规模及同比增幅

来源	规模(万亿元)	同比增幅
商业银行	2.70	12.50%
非银金融机构	1.14	62.90%
非金融企业	1.37	14.20%
合计	5.21	21.20%

资料来源:中国银保监会、《中国金融不良资产市场调查报告2021》及普华永道研究

受疫情及经济不确定影响,2020年我国不良资产市场交易的活跃度有所下降,全年商业银行转出债权约3,428亿元,较2019年减少18.5%。

从交易区域看,华东地区规模最大;交易规模较大的省份有浙江、江苏、河南和山东。交易价格方面,2020年成交价格多在三到五折,但资产包区域分化较大,东部沿海地区价格较高,北部和中西部地区价格相对较低。总体上,中国不良资产市场的区域发展仍显著不平衡。

监管政策梳理

2020年以来,在防范化解金融风险的大背景下,一系列新监管政策出台,推动资产管理公司聚焦主业,创新不良资产处置手段。

面对新形势,资产管理公司积极响应号召,聚焦主业、化险"瘦身",部署新业务方向。个人不良贷款批量转让试点开始后,一些资产管理公司已组建团队,积极探索这个万亿级体量的市场。可以预见,未来个贷不良批量转让的交易会趋向健康有序发展,成为资产管理公司业务转型的重要方向之一。

市场参与者变化

2020年不良资产市场参与者格局与2019年基本相同,变 化主要表现为买方参与主体增加:

- 中国银河资产管理有限责任公司开业,第五家全国性 资产管理公司正式入局,地方资产管理公司增加1家至 58家。
- 外资机构继续活跃在长三角、珠三角等经济较发达地区,并加强与本土服务商的合作。
- 大量民营非持牌机构与各类资产管理公司及服务商等 合作,提升不良资产市场活跃度。
- 新规明确金融资产投资公司开展资产管理业务有关事项,为其开展债转股业务打通融资渠道。

新发展阶段的挑战与机遇

当前,我国经济步入高质量发展阶段,虽然经济长期向好的基本面没有改变,但内外部环境依然严峻,面临的产业升级、绿色转型、防范化解重大风险和改善民生等任务也仍然艰巨。在此背景下,我国不良资产管理行业步入新常态,体现出五个特征:

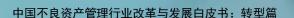
总量持续增加、来源多元化

交易架构复杂、处置周期拉长、价格分歧大

"强监管"趋向常态化

交易和处置的科技应用逐渐加深

处置手段、业务领域日益丰富



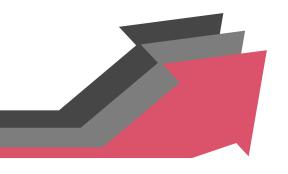
资产管理公司经营情况

大型资产管理公司是从事不良业务的头部企业。报告深入分析了中国信达、中国东方和中国长城三家大型资产管理公司2020年度的盈利表现、资产负债结构、资产质量,特别是不良业务开展情况。

2020年,三家大型资产管理公司面对复杂多变的内外部经济环境及新冠疫情巨大考验,持续聚焦主业本源,围绕化解金融风险和服务实体经济主线,稳步推进经营发展,业务经营平稳,资本保持合理充足,风险抵御能力持续增强,资产规模稳定,净利润略有回升。截至2020年末,三家公司总资产合计达到3.29万亿,较上年末增加1.3%;全年营业收入2,504亿,同比增加1.6%;净利润275亿,同比增加2.9%。

2020年,大型资产管理公司进入规模调整和"瘦身健体"阶段,继续有效推进多层级子公司剥离计划,不良主业规模在集团比重不断提升。例如,中国信达转让幸福人寿全部股份,中国东方全面清理和转让旗下小贷公司。

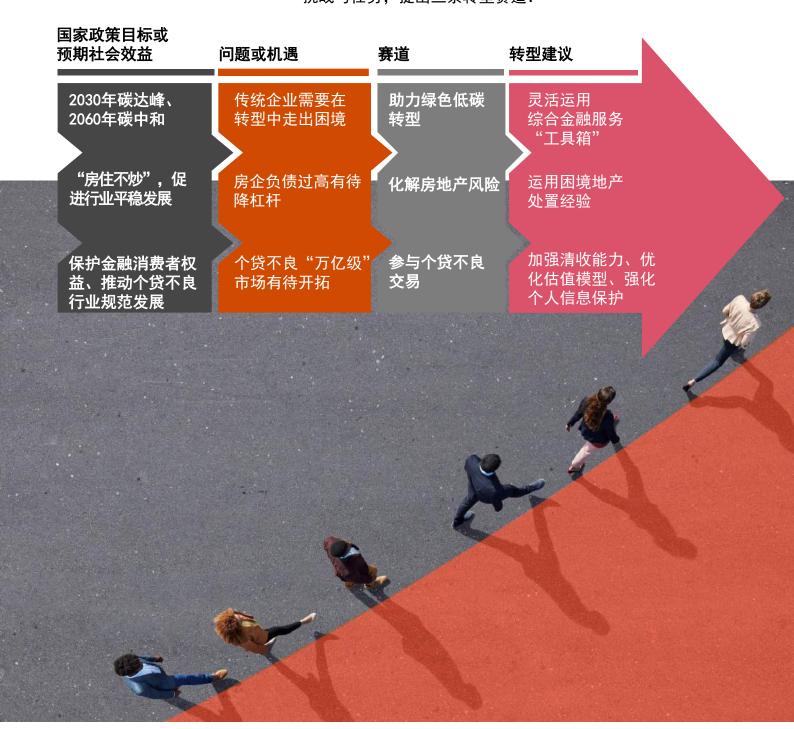




资产管理公司转型的三大赛道

鉴于行业步入新常态及未来发展面临的诸多挑战,资产管理公司在聚焦主业化解金融风险的同时,如何更好地平衡经济效益、社会效益、治理效益和环境效益,通过转型实现高质量发展,是眼前重要和紧急的任务。

转型征程路漫漫且充满不确定性,为协助从业机构明确方向,本报告基于当前我国实体经济和金融领域面临的挑战与任务,提出三条转型赛道:



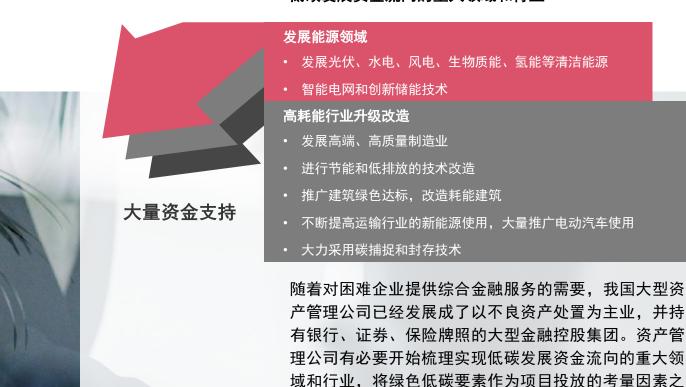
转型赛道之: 助力绿色低碳转型

我国制定了2030年前实现碳达峰和2060年前实现碳中和的重大战略决策。绿色低碳转型是一场经济社会大变革,生产、投资和消费的变化将影响几乎所有经济活动领域,这对不良资产管理行业来说,机遇远大于挑战。

根据相关预测,我国碳达峰碳中和所需的绿色投资资金将达到数百万亿元级别,预计为年均GDP增长贡献超过2%。可以预见,大量资金将流向可持续能源解决方案领域,以及用于对高能耗、高排放行业进行节能和低排的技术升级改造,使之完成低碳转型。

低碳发展资金流向的重大领域和行业

一,为低碳发展提供资金支持。



高耗能、高碳排放行业将催生更多不良资产

在绿色转型的系统性变革中,新能源和低碳产业将快速发展,而高耗能、高排放的企业和项目的经营将越来越困难并逐步退出,对其他众多行业和企业也将带来强烈冲击,这个过程势必催生更多不良资产。但预计本轮产生的不良,其化解方式与历史上传统企业的坏账处置有显著不同,并非简单的退出,而是淘汰与升级,退出与重组并存的形式。

我们建议,资产管理公司利用自身行业优势,灵活运用综合金融服务"工具箱",充分发挥产业重组、资产重组和债务重组等资源整合能力,引入产业资本和技术等投行化处置能力,助力企业完成升级改造、实现转型突破,为我国实现碳达峰碳中和贡献重要力量。

综合金融服务"工具箱"助力企业升级和转型

业务逐渐萎缩

产品被取代

经营成本大幅提升

融资困难流动性紧张





完成升级改造实现转型突破

资金支持 引入产业技术 资产重组 股权重组 债权重组 企业重整重构

正常清收 诉讼追偿 资产处置 资产置换 以物抵债 资产证券化 债转股…

转型赛道之: 处置化解房地产 风险

资产管理公司在"政策性阶段"处置国有商业银行剥离的不良贷款中,积累丰富的涉房涉地项目清收处置经验,逐渐培养出地产项目投资和处置的专业队伍。但在商业化转型的探索中,也存在频频陷入"影子银行"1误区的情况。

2020年,随着房地产调控持续收紧,房企去杠杆势在必行。加之疫情冲击,房企进入高风险发展阶段,破产和暴雷频出,客观上地产不良项目的市场供应大幅增加。若任其长期累积而未得到及时化解,甚至可能带来系统性金融风险。

过去实践表明,很多"困境地产项目"经过资产管理公司运作,仍具备较好的变现价值。资产管理公司在上一轮不良资产处置过程中,积累了丰富的资本运作及项目运营经验,通过整合资源、引进资金或资本运作等方式盘活资产,是处置化解房地产风险的理想方式。

近年来,监管机构对于资产管理公司参与房地产业务持高压态势,主要是因其参与"影子银行"业务且踩雷频繁。我们的建议是,对资产管理公司的房地产业务"有压有保",在压降变相融资的房地产"影子银行"业务的同时,充分发挥资产管理公司的功能优势,保留支持对真实困境地产的纾困。特别是涉及职工利益和民生安定的项目,积极探索困境地产创新处置方案,助力化解金融风险。

资产管理公司处置困境房地产项目的发展 历程

地产运营 经验积累 资产管理公司在"政策性阶段"被动介入国有商业银行剥离的不良贷款处置,积累了困境地产项目的处置经验

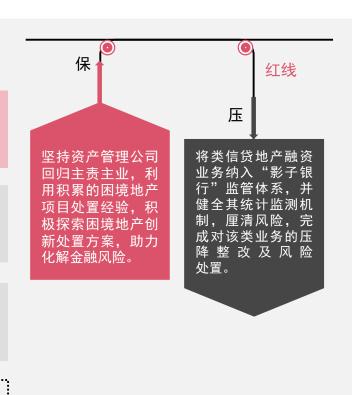
"影子银 行"诞生 资产管理公司在地产行业开始 主动投资,却陷入"影子银行" 误区

地产不良 涌现

房企端和融资端政策收紧, 地产不良涌现



转型调整



¹根据中国银保监会《中国影子银行报告》,影子银行是指常规银行体系以外各种金融中介业务,通常以非银行金融机构为载体,对金融资产的信用、流动性和期限等风险因素进行转换,扮演着"类银行"的角色。



转型赛道之:参与个贷不良转让交易

2020年,在试点范围内放开个人不良贷款的批量转让,向市场释放了不良资产交易的方向信号,个贷不良资产预期将成为新一轮市场蓝海。参照英美等国的个贷不良市场发展经验,不良资产行业参与者在该市场大有可为。

业内热切关注、积极参与这个体量达万亿级的新市场, 目前已经完成几个批次的个贷资产包挂牌、成交。然 而. 个贷不良转让尚存在诸多难点需要解决:

01 个贷资产催收和清收能力建设

个人信息保护要求 的落实

02

03 债权转让通知的 可行性操作

买卖双方对信用类个贷的 估值定价差异大

04

国际市场对个贷的转让及清收已经有比较成熟的经验,结合我国的法律法规、司法制度及监管规则,我们可以探索适合国内个贷批量转让市场的发展道路。

当前个贷催收市场处于"群雄割据"局面,暴力催收时有发生,有待规范。资产管理公司入局,无论是通过自建催收团队、收购催收公司还是与催收公司合作,均会对建立合规的个贷催收产业链条起到示范作用,推动行业规范发展。

在个贷业务发展中,需要引用数据分析并确保数据安全,同时进行相关的技术投入和专业人才培养,在起步阶段需要较高的

成本投入。建议针对资产管理公司建立自有催收机构提供专项政策性补贴,或定向免税政策,以引导专业个贷催收的"国家队"入场,规范行业发展。

除了催收问题,如何更好的在交易过程中保护涉及的个人信息,司法体制如何更加完善以促进催收和清收的进程等问题都需要监管部门及个贷市场从业者认真思考。为了更好地推动个贷不良市场发展,扩宽商业银行处置渠道,助力化解风险,本报告在推进法律法规司法解释完善、加强催收清理能力建设、优化个贷估值模型建设、严格个人信息保护四个方面提供了建议。

第一章 行业发展新常态



第一节 市场规模和交易情况

中国不良资产供给主要来自三个渠道:商业银行、非银金融机构和非金融企业。2020年,受新冠疫情冲击,我国宏观经济金融环境面临严峻挑战,不良资产的整体规模较2019年大幅增加。

商业银行仍是不良资产的最大来源。银保监会数据显示,截至2020年底,商业银行不良贷款余额为2.70万亿元。全年银行业通过清收、核销、转让等多种形式共处置不良资产约3.02万亿元,力度前所未有,金额也是历年最高。

本报告整理了六家大型商业银行和十家上市股份制银行的年报披露,这些银行的贷款准备金核销及转出规模超过1万亿元,相当于其当年不良贷款余额的66%。

表: 主要上市银行2020年贷款准备金核销及转出情况

	贷款准备金核销及转出	(亿元)	不良贷款余额	(亿元)
工商银行		1,203		2,940
建设银行		1,824		2,607
农业银行		1,755		2,371
中国银行		643		2,073
邮储银行		147		504
交通银行		538		977
招商银行		437		536
浦发银行		700		785
兴业银行		521		497
中信银行		691		735
民生银行		671		700
光大银行		563		417
平安银行		626		314
华夏银行		306		559
浙商银行		91		170
渤海银行		56		157
合计		10,772		16,342

资料来源:上市银行年报及普华永道研究



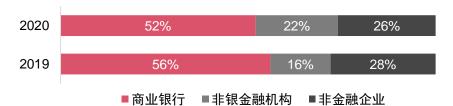
除了商业银行外,非银行金融机构的不良资产也在加速暴露。据估算²,截至2020年三季度末,非银金融机构的不良资产规模约为1.14万亿元,主要来自信托项目、非标债权、P2P网贷和金融租赁公司。

与此同时,经济下行环境也让实体企业经营压力增大, 偿债能力减弱,来自该部分的不良资产日益扩大。数据 表明³,截至2020年三季度末非金融企业的不良资产规模 约为1.37万亿元,来源主要是应收账款和委托贷款。

综上,2020年中国不良资产整体规模约5.21万亿元,较2019年增加9,000亿元或21%。值得注意的是,非银金融机构和非金融企业生成的不良资产增幅均快于商业银行。

分析不良资产的来源组成,商业银行生成不良的占比有 所下降,非银金融机构生成不良的占比明显上升。

图:不良资产来源占比变化



资料来源:《中国金融不良资产市场调查报告2021》及普华永道研究

表: 2020年不良资产规模及同比增长情况

来源	规模(万亿元)	同比增幅
商业银行	2.70	12.50%
非银金融机构	1.14	62.90%
非金融企业	1.37	14.20%
合计	5.21	21.20%

资料来源:银保监会、《中国金融不良资产市场调查报告2021》及普华永道研究

²来源为东方资产《中国金融不良资产市场调查报告2021》 ³来源同上



受疫情及经济不确定影响,2020年我国不良资产市场交易的活跃度有所下降。以不良资产最大的来源渠道——商业银行的情况为例,浙商资产的统计⁴显示,全年商业银行转出债权约3,428亿元,较2019年的4,208亿元减少18.5%。

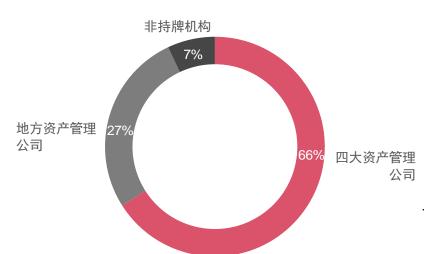
从商业银行债权的买卖情况来看,四大资产管理公司购入了其中的2,250亿元,占比最大;其次是地方资产管理公司,购入约933亿元;非持牌机构购入约245亿元。

从债权交易的区域看,华东地区规模最大,占比48.40%,其余依次是华中(15.00%)、西南(11.10%)、东北(9.50%)、华北(8.10%)和西北(1.50%)。债权交易规模较大的省份有浙江(575亿元)、江苏(412亿元)、河南(345亿元)和山东(300亿元)。

不良资产交易的价格方面,2020年与2019年变化不大。根据市场信息的统计,2020年成交价格整体在三到五折。不良资产包价格区域分化较大,东部沿海地区价格较高,北部和中西部地区资产包价格相对较低。

从成交量和价格可以看出,中国不良资产市场的区域发展仍呈现出显著不平衡。不良债权的成交主要集中在长三角、珠三角等东南沿海地区,这些地区经济发展速度较快,而且投资者较多,司法效率更高,市场更活跃;中西部地区的市场活跃程度相对较低,投资者也偏少。

图: 2020年银行出让债权的买方占比情况



资料来源: 浙商资产、普华永道研究

⁴来源为浙商资产《2020年不良 资产行业发展报告》

第二节 监管政策梳理

2020年以来,在防范化解金融风险的大背景下,监管机构针对不良资产管理行业推出 了一系列新的监管政策,推动资产管理公司聚焦主业,创新不良资产处置手段,积极 发挥维护金融稳定、盘活存量资金的重要作用。

表: 2020年以来不良资产行业相关政策发布情况

监管政策	发文机构	发文日期	内容概述
《关于推动银行业和保险 业高质量发展的指导意见》		2020年1月	要求健全和完善不良资产市场,鼓励做强主业,参与高风险中小机构的风险化解,支持拓展与企业结构调整相关的兼并重组、破产重整、夹层投资、过桥融资、阶段性持股等投行业务。
《关于金融资产投资公司 开展资产管理业务有关事 项的通知》	银保监会	2020年5月	从资金募集、投资运作、登记托管、信息披露与 报送等方面明确金融资产投资公司开展资产管理 业务的有关事项。
《关于开展银行业保险业市场乱象整治"回头看"工作的通知》(银保监发〔2020〕27号)	银保监会	2020年6月	发文强调要严格落实"六稳"和"六保"要求, 防止乱象反弹回潮,坚决打赢防范化解金融风险 攻坚战。对于金融资产管理公司,明确了在宏观 政策执行、公司治理、附属机构管理、资产质量 及业务经营方面的要求。
《关于国有金融机构聚焦 主业、压缩层级等相关事 项的通知》	财政部	2020年11月	要求国有金融机构围绕战略发展方向,突出主业,回归本业,规范各层级子公司管理,严格并表管理和穿透管理,规范关联交易。除金融投资运营公司外,包括国有金融机构本级在内,实质开展经营业务的法人层级原则上不得超过三级。
《关于新民间借贷司法解 释适用范围问题的批复》	最高法	2020年12月	明确由地方金融监管部门监管的小额贷款公司、融资担保公司、区域性股权市场、典当行、融资租赁公司、商业保理公司、地方资产管理公司等七类地方金融组织,属于经金融监管部门批准设立的金融机构;其因从事相关金融业务引发的纠纷,不适用新民间借贷司法解释。
《关于开展不良贷款转让 试点工作的通知》	银保监会	2021年1月	正式批准试点开展对公单户不良贷款转让和个人不良贷款批量转让,试点涉及六家大型银行和12家股份制银行,列入试点范围的个贷包括个人消费信用贷款、信用卡透支、个人经营信用贷款。该通知文件同时指定了银行业信贷资产登记流转中心作为试点的登记及交易平台。
《关于推进信托公司与专 业机构合作处置风险资产 的通知》	银保监会	2021年5月	明确信托业风险资产处置,可以与信托保障基金、全国AMC和地方AMC等专业机构合作,探索多种模式,以更加市场化的方式进行。信托业风险资产,包括信托公司固有不良资产和信托风险资产。

面对新形势,资产管理公司积极响应号召,聚焦主业、化险"瘦身"。根据2021年1月中央纪委国家监委网站以案促改工作启示,四大资产管理公司整合撤并56家子公司,其中境外八家,非金融子公司资产规模缩减1,884亿元。此外,华融将19家非金融子公司列入清理名单,并自行清理100多家附属机构;信达将旗下信达财险、幸福人寿股权出让;东方集中清理24家小额贷款公司;长城则将旗下长生人寿股权挂牌出售。

资产管理公司也积极回应监管鼓励的新业务方向。个人不良贷款批量转让试点开始后,一些资产管理公司已组建团队,众多中介机构、专业催收机构纷纷引颈以待。公开信息显示,资产管理公司已经完成多个批次的挂牌、成交,积极探索这个万亿级体量的市场。可以预见,未来个贷不良批量转让的交易会趋向健康有序发展,成为资产管理公司业务转型的重要方向。本报告第三章专题三对此进行了详细论述。

第三节 市场参与者变化

2020年不良资产市场规模有所增加,但参与者格局与2019年基本相同。其中,卖方(即不良资产提供者)包括商业银行、非银金融机构和非金融企业等三类机构,买方(即不良资产收购者)则由全国和地方性资产管理公司(AMC)、金融资产投资公司(AIC)、民营非持牌机构和外资机构等组成。

过去一年,不良资产市场参与者的变化主要 出现在买方,表现为参与主体有所增加。

第五家全国性资产管理公司落地。2020年 12月17日,银保监会批复同意中国银河资产管理有限责任公司开业,标志着第五家全国性资产管理公司正式入局。该公司注册资本100亿元,银河金控持股65%、中央汇金投资有限责任公司持股13.3%、南京紫金投资集团有限责任公司持股10%、北京金融街资本运营中心持股6%、中信证券股份有限公司持股5.7%。



图:不良资产买卖参与机构

卖方

- 商业银行
- 非银金融机构
- 非金融企业

不良资产



买方

- 五大资产管理公司
- 地方资产管理公司
- 金融资产投资公司
- 民营非持牌机构
- 外资机构



第四节 新发展阶段的挑战与机遇

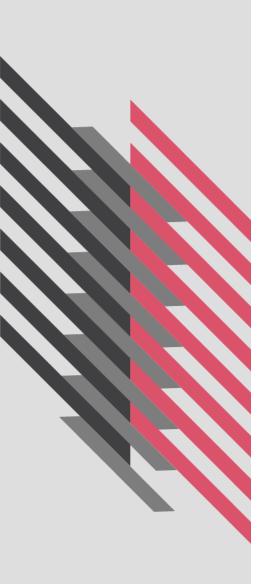
2020年是中国"十三五"收官和"十四五"开局之年。 2021年起,我国步入新发展阶段,虽然经济长期向好的 基本面没有改变,但内外部环境依然严峻。尤其新冠疫 情仍在全球蔓延,国内疫情也时而出现反弹,世界经济 复苏呈现出基础不稳固、不平衡的特点,我国面临的产 业升级、绿色转型、防范化解重大风险和改善民生等任 务也仍然艰巨。

在此背景下,我国不良资产管理行业也将进入新常态,在挑战中蕴含机遇。各大资产管理公司在回归主业的同时,应把握新趋势,寻找新赛道,通过转型新路径实现良性增长,助力实体经济高质量发展。

一、总量持续增加、来源多元化

随着我国步入新发展阶段,经济增长和产业结构迫切需要转型升级。然而,中短期内经济复苏不均衡、不稳固的局面,将使得一部分企业的流动性甚至偿付能力出现问题,信用风险陡增。预计不良资产的总量将持续增加,来源也将更加多元化。

除了商业银行、非银金融机构和非金融企业外,2020年 受疫情影响信用债市场风险事件频发,盈利能力较弱且 负债较高的国有企业、高评级企业债券"暴雷"现象开 始增多,违约主体所在行业也从"两高一剩"行业向更 多行业扩散。与此同时,地方政府融资平台在原有的流 动性和偿债压力下,又承担了疫情防控支援的应急贷款 任务,随着存量地方政府隐性债务逐渐进入偿还高峰 期,该领域的潜在不良资产也亟需化解与转型。



二、交易架构复杂、处置周期拉 长、价格分歧大

市场规模扩大和参与机构日渐丰富,给不良资产的交易和处置环节带来诸多挑战。

首先,为了保护和平衡各方利益,不良资产处置的交易架构设计日益复杂,例如通过特殊目的实体(SPV)架构开展投资,并嵌入各类收益保护机制和退出触发条款。其次,疫情下过去一年不良资产的效量,以时间明显拉长,也使得司法系统的效率受影响,导致不良资产处置速度明显放缓,执行存在一定困难。最后,宏观经济较高的不确定性,一方面让更多市场参与者选择观望,市场交易热情不足,也导致估值定价的难度加大。

以上挑战有些受新冠疫情等短期因素影响,例如处置周期和速度。在金融防风险的大环境下,资产管理公司加大处置力度,从而降低资金成本、缓解资本压力的需求迫切。随着经济逐渐走出疫情阴霾,不良资产的处置速度有望加快,处置周期也会缩短。至于交易架构复杂和价格分歧较大,则属于市场化过程中产生的问题,相信市场调节机制能达成最优解决方案。

三、"强监管"趋向常态化

近年来,在守住不发生系统性金融风险底 线的前提下,我国金融防风险工作不断深 入,不良资产行业面临的监管力度不断加 大。如本章第二节所述,近一年多新政策 密集出台,其中地方金融立法更是加速推 进,浙江、山东、上海和天津等多省市已 相继出台地方金融监督管理条例。中央和 地方监管协作,有助于引导不良资产市场 平稳、有序、健康发展。 预计"强监管"也将成为不良资产行业的新常态。资产管理公司需加速回归主业,在"瘦身"的同时提高主业发展质量,避免从风险处置者变为风险制造者。构建更科学有效的公司治理架构,构建合规经营的制度和文化,是资产管理公司未来发展不可或缺的一环。

四、交易和处置的科技应用逐渐加深

近年来,人工智能、大数据、区块链等金融科技迅猛发展,应用场景不断拓宽,在不良资产领域的应用也逐渐加深,促使行业数字化转型速度加快。

不良资产行业借助数字化平台打破信息壁垒,通过科技手段降低买卖双方的信息不对称,有效推动交易达成,降低撮合成本。此外,一些商业信息查询平台,通过大数据等技术手段,将分散的信息进行整合,一定程度上提升了尽职调查的效率。

疫情以来,多家资产管理公司采用线上资产信息发布、直播推介等方式进行不良资产处置,对传统的线下处置模式构成有益补充,"线上+线下"融合处置有利于进一步提升处置效率。

资产管理公司利用大数据和人工智能等先进技术,更加精准地进行债务人画像,有效地将外部数据与不良资产的特征关联,助力不良资产的估值定价、风险评估和催收。

五、处置手段、业务领域日益丰富

近年来,我国不良资产的处置手段日益丰富,处置模式由传统的催收、债务清偿逐渐向投行化运作转变。从过去的"三打"(打折、打包、打官司)变为"三重"(重组、重整、重构)模式。除此以外,债转股、资产证券化(ABS)等处置手段也取得较快发展。

中债资信数据⁵显示,2020全年共发行55 单不良资产证券化产品,较2019年同期 29单大幅增加;发行规模283亿元,同比 增长近一倍。不良资产证券化迎来爆发式 增长,全年该手段共助力15家金融机构处 置各类问题资产超过1,500亿元,成为不 良资产市场重要的资金来源渠道。

除了高增长,2020年不良资产证券化另一个亮点是发起机构更丰富。不仅商业银行,东方和华融两家资产管理公司也各发行了一单,是资产管理公司自2016年不良ABS重新启动后首次出现在该类产品发行阵容中。

另外,如本节上文所述,2020年受疫情影响信用债市场风险事件频发,违约主体向更多行业扩散,房地产即为信用风险上升的领域之一。2020年四季度,政策限制金融机构对房地产行业的融资集中度,房企去杠杆势在必行,预计房地产类不良资产的市场供应将大幅增加。资产管理公司此前以各种形式在房地产领域积累了丰富的资本运作及项目运营经验,培养了业份,可借此契机介入,在拓宽业务范围之余,助力房地产行业化解风险。本报告第三章专题二对此展开了详细分析。

2020年政策发生重大变化的另一个领域是绿色发展。中国承诺力争将二氧化碳排放在2030年前达到峰值(即"碳达峰"),在2060年前实现"碳中和"(两者简称为"3060目标"),这是一场经济社会发展方式的系统性变革,需要金融发挥重要的助推作用。资产管理公司不仅能为可持续能源解决方案提供资金支持,还可利用投行化运作经验,帮助碳产量,还可利用投行化运作经验,帮助碳产量,还可利用投行化运作经验,帮助碳产量,还可利用投行化运作经验,帮助或遗,助力落实环境、社会及治理(ESG)原则,为国家顺利实现绿色低碳转型做出贡献。详情可参见本报告第三章专题一。



资料来源:中债资信、普华永道研究

⁵来源为中债资信《2020年银行间信贷资产证券化市场运行报告》

第二章 大型资产管理公司业绩概览



本章重点分析了中国大型资产管理公司近年来的业绩情况。除特殊注明,所有信息均来自公开信息披露,涉及金额的货币单位为人民币(比例除外)。

截至本报告发布日,由于中国华融情况特殊且2020年度报告尚未披露,本章涉及2020年度损益的分析均不包括中国华融。为了便于说明四大资产管理公司整体规模情况,中国华融2020年末的部分资产类信息采用已公布的2020年半年数据替代,涉及部分均在文中做出解释说明。

如下2020年损益类数据 不包含中国华融情况, 为了便于分析整体规模 情况,中国华融2020年 末的资产类数据采用 2020年半年数据替代。



四大资产管理公司包括:

中国信达

中国华融

中国东方

中国长城

营业收入

2,504亿元

增加 40亿元 1

增幅 1.60%

净利润

275亿元

增加 8亿元

增幅 2.92%

不良资产经营及处置净收益

723亿元

34亿元 4

增幅 4.93%

总资产规模

50,179亿元

增加 671亿元

增幅 1.36%

不良资产规模

14,308亿元

增加 281亿元

占比总资产29%

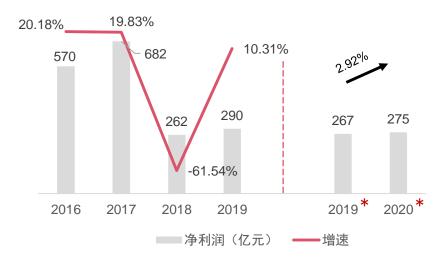
第一节 经营表现

1、经营业绩企稳,净利润略回升

2018年,受国内外经济金融环境、资本市场波动、回归主业转型,以及新金融工具准则实施等影响,不良资产管理行业经营业绩出现大幅下滑。2019年以来,大型资产管理公司提质增效,坚定走效益和质量优先的可持续发展道路,经营业绩逐渐企稳,净利润略有回升。

2020年,面对复杂多变的国内外经济形势及新冠疫情带来的巨大考验,资产管理公司坚持聚焦主业,发挥不良资产管理的独特功能优势,全力支持复工复产,稳步推进经营发展,实现了经营业绩小幅回升,利润保持合理区间。

近五年净利润变动趋势



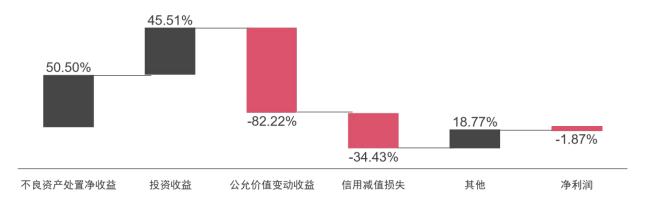
*左侧2016年至2019年数据为四大资产管理公司合并数据,右侧标星号的2019年和2020年数据为不含中国华融的三大资产管理公司数据。

对于2020年度净利润形成的各因素驱动情况,我们挑选具有代表性的信达和东方分析如下:

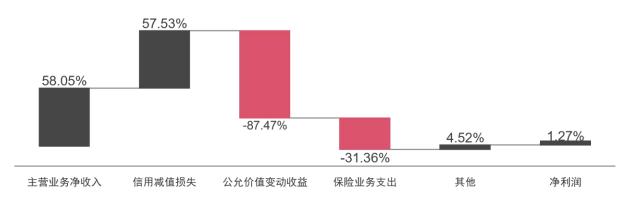
从行业整体看,主营业务净收入增长对净利润增长的贡献度均超过50%,但受疫情下二级市场处置速度放缓、周期延长,部分产品出现二次违约暴露等影响,行业金融资产估值大幅下行,公允价值估值对净利润增长产生明显抵消效应。

从单家情况看,随着资产风险暴露,信达预期信用损失持续增加,拖累整体业绩表现。而东方由于2020年资产质量相对稳定,且在2019年新金融工具准则实施时大幅增提预期信用减值准备,夯实资产质量,2020年度资产减值损失同比下降。

信达2020年净利润驱动因素分析



东方2020年净利润驱动因素分析

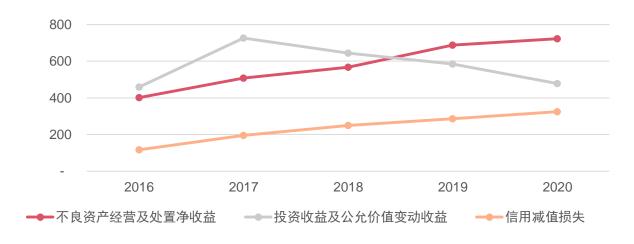


*净利润驱动因素分析,是将净利润变动分解至各主要利润构成项目变动归因的分析。具体计算方法为,将影响净利润形成的各主要因素两年变动金额,除以2019年度净利润,从而得出各因素对净利润变动的驱动比率。

2、业务逐渐回归本源,不良收益率略改善

近年来,三家大型资产管理公司不良资产经营及处置净收益持续上升,近五年年化平均增长率16%。从已公布年报的三家资产管理公司情况看,2020年度不良资产经营及处置净收益合计723亿元,同比2019年增加5%。

主要利润构成项目变化趋势(亿元)

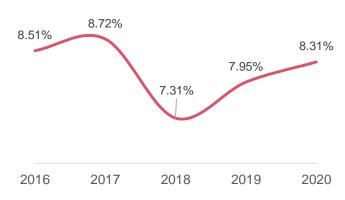


投资收益及公允价值变动收益自2017年后呈波动下降趋势,特别是近两年来,由于金融工具投资规模下降,以及处置类不良资产处置速度放缓、周期延长,部分产品出现二次违约暴露等影响,导致金融资产估值下行。

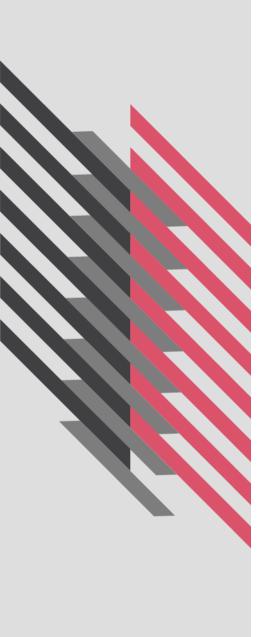
综合各家投资的行业分布,前三大行业为房地产业、制造业及租赁和商务服务业,近年来实体经济压力增大,房地产业暴雷频繁,信用减值损失逐年上升。

不良资产收益率,一定程度上反映 了重组类和处置类不良资产的运作 效率和整体收益水平。从近两年情 况看,不良资产收益率自2018年 谷底逐渐改善。

三家公司不良资产收益率变化趋势



*不良资产收益率为不良资产经营及处置净收入与不良资产平均规模的比率,不含相关资产估值损益或减值损失。



第二节 业务分析

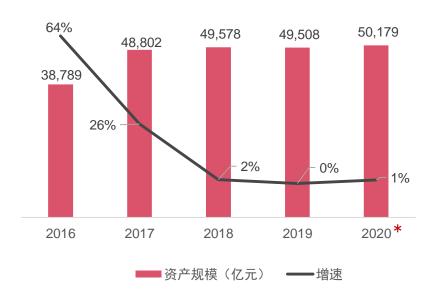
1、非主业持续剥离,业务层级化繁为简

2018年以来,大型资产管理公司进入资产规模调整和"瘦身健体"阶段,从多元扩张到回归不良资产管理主业,多层级子公司的剥离计划持续推进,资产规模整体呈稳定趋势。例如,中国信达签署协议转让幸福人寿全部股份于2020年获得批准,中国东方自2019年开始陆续转让旗下小贷公司,中国长城也在2021年4月挂牌转让旗下保险公司长生人寿。

2020年12月,财政部下发《关于国有金融机构聚焦主业、压缩层级等相关事项的通知》(财会〔2020〕111号),要求国有金融机构围绕战略发展方向,突出主业,回归本业,"清理门户",规范各层级子公司管理,严格并表管理和穿透管理,规范关联交易,加强商誉品牌管理等。

此外,监管引导行业资产结构调整,持续压降非标类、 非不良类金融投资业务。近5年来,不良资产规模*在集 团中的比重从2016年的21%上升至29%,而非不良金融 投资持续压降,从占比四成降低到三成。

四大资产管理公司资产规模

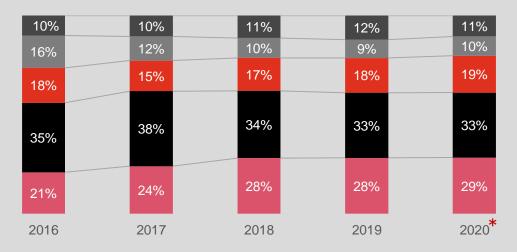


*为了便于说明四大资产管理公司规模情况,2020年中国华融数据采用已公布的2020半年数据替代。

*不良资产规模,按照年报收购重组类和收购经营类不良业务数据统计。

从不良资产经营及处置收益占母公司的营业收入比重看,信达及东方自2017年以来均呈现上涨趋势,2020年度不良业务收益占比分别达到84%及92%,由此可见回归主业成效显著。

四大资产管理公司资产结构变化



■不良资产 ■金融投资(非不良) ■发放贷款及垫款 ■银行存款及拆借 ■其他

*为了便于说明四大资产管理公司规模情况,2020年中国华融数据采用已公布的2020半年数据替代。不良资产规模,按照年报收购重组类和收购经营类不良业务数据统计。

注:由于四舍五入的问题,各部分加总可能不等于100%。

母公司不良收益占比



2、不良资产规模稳定,非不良业务多元化

受到政策引导,大型资产管理公司不良资产规模自2017 年起大幅增加,2019年、2020年规模趋于平稳。

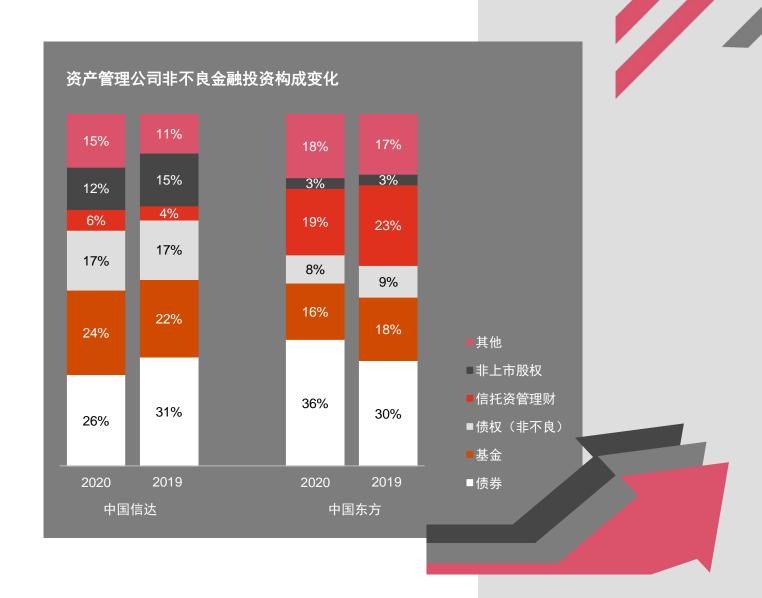
当前,资产处置需求已从商业银行端扩展到企业端,经营手段从早期"三打"(打折、打包、打官司)升级到"三重"(重组、重整、重构)等多元化措施。未来投行化处置能力是不良资产经营的核心竞争力,运用实业投行手段,在帮助债务企业获得重生的同时,化解不良债权,能够在更大程度上保障投资人的利益。



四大资产管理公司发挥金控类集团公司优势, 有重点地 发展能为拓展不良资产业务提供服务和支持的金融业 务,将剩余资金广泛投资于各类金融产品,各家公司投 向既有共性又具多元化, 主要实现流动性管理和资产 增值。

从信达和东方可以看出,由于流动性好,便于资金调 节,金融投资中的债券及基金规模普遍较高,2020年末 两者合计占比均达到50%或以上。

此外,信达对非上市股权投资较多(2020年末占比 12%),而东方对信托及资管计划投资较多(2020年末 占比19%)。





3、资本保持合理充足,风险抵御能力持续增强

近年来,大型资产管理公司持续通过发行优先股、永续债、二级资本债和内生增长补充资产。2020年末,三家公司资本充足率较年初平均增加1.44个百分点,达到16.56%(监管要求12.5%),仍保持较充足水平。

公司资本充足率

年度	中国信达	中国东方	中国长城	平均
2020年	17. 47	16. 83	15. 37	16. 56
2019年	16. 76	14. 22	14. 36	15. 11

资产质量方面,三家公司持续从严把控项目准入、提高抵质押水平,加快风险项目运作清收,拨备覆盖率稳步提升。根据市场公开信息,中国信达拨备覆盖率较上年提升17.3个百分点,达到217.3%(监管要求150%);东方资产债券募集书显示2020年6月末的拨备覆盖率达到320%。

拨备覆盖率

年度	中国信达	中国东方
2020年	217. 30%	319. 60%
2019年	200. 00%	430. 64%

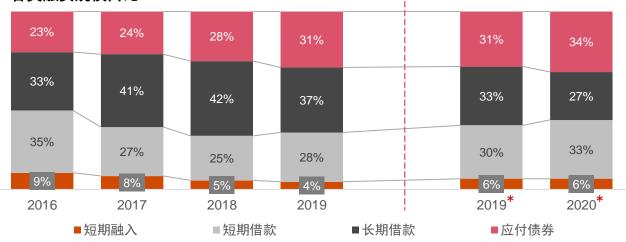
*中国长城无公开披露拨备覆盖率。中国东方319.60%是2020年6月30日数据,截止本报告发布日其尚未披露2020年12月31日拨备覆盖率数据。

资料来源:资产管理公司对外披露的年度报告及金融债券发行文件。

4、融资结构优化,多举措降低资金成本

近年来,四大资产管理公司持续减少银行长期借款,增加发行债券,体现出从间接融资 到直接融资转变的负债结构调整特征。 从当前负债结构看,四大资产管理公司的间接融资规模占比仍超六成。资产管理公司未来仍应继续利用债券发行具备的期限长和定价灵活优势,运用金融债、不良资产证券化(ABS)等手段,盘活不良资产,同时降低付息水平。

各类融资规模占比



*左侧2016年至2019年数据为四大资产管理公司合并数据,右侧标星号的2019年和2020年数据为不含中国华融的三大资产管理公司数据。

发行资本工具补充资本

截至2020年末,四大资产管理公司存续二级 资本债545亿元。

近期,资产管理公司开始发行永续资本工具,拓宽资本补充渠道,优化资本结构,提高风险抵御能力。2020年12月,中国东方发行非银金融机构首单无固定期限资本债100亿元;2021年3月,中国信达获批发行不超过220亿元无固定期限资本债。

此外,继2016年成功发行213亿元境外优先股后,中国信达2020年公告计划再发行不超过180亿元的境外优先股,以提升资本管理水平,支持不良资产收购及处置、债转股等不良资产业务。

不良资产证券化

不良资产证券化可以通过资本市场直接融资,更好地发现不良资产价值,降低融资水平。

当前,银行间不良资产ABS以及交易所非金ABS对底层资产均具有较高的规定要求。例如,银行间ABS的发行要求包括不能涉及地产行业贷款、不能涉及失信执行人等,交易所非金ABS明确限制通道类资产,对房地产类资产比例有所限制,单一客户集中度不超过15%等发行要求。

从资产端来说,目前存量不良资产普遍存在 房地产行业占比较高、非房地产行业资产质 量较差、失信人占比较高以及单户集中度较 高的现状,这些都可能影响资产入池,导致 ABS不能成功发行。因此,负债端的进一步 优化,也有赖于资产端的有序调整优化。

第三章 行业转型专题探讨





我国制定了2030年前实现碳达峰和2060年前实现碳中和的重大战略决策。碳达峰碳中和是一场经济社会发展方式的系统性变革,需要金融发挥重要的助推作用。根据相关预测,我国碳达峰碳中和所需的绿色投资资金将达到数百万亿元级别,预计为年均GDP增长贡献超过2%,这不仅需要政府资金引导,更重要的是包括金融体系在内的市场资金充分支持。

可以预见,大量资金会流向可持续能源解决方案领域,而碳密集型能源来源和生产工艺会被逐步淘汰。不良资产管理凭借行业优势,不仅能为可持续能源解决方案提供资金支持,还能够利用重组、重整和重构的投行化运作手段,帮助碳密集行业升级改造或实现转型突破,走绿色低碳的高质量发展之路。

未来,不良资产管理行业在引导和推动产业转型和绿色发展,助力落实环境、社会及治理(ESG)投资政策方面将大有可为。不良资产管理应当将绿色金融作为重要业务领域,为顺利实现绿色低碳的可持续发展贡献金融力量。

第一节 绿色低碳发展的时代背景

党的十八大以来,我国大力推进生态文明建设,强力推进污染治理,绿色发展成效明显,生态环境质量持续改善。2020年9月22日,习近平总书记在第七十五届联合国大会一般性辩论上宣布,为应对气候变化新的国家自主贡献和远期愿景,力争将二氧化碳排放在2030年前达到峰值,在2060年前实现碳中和,即"3060目标"。

2021年3月的《政府工作报告》指出,"十四五"期间要推动绿色发展,落实2030年应对气候变化国家自主贡献目标,加快发展方式绿色转型,单位国内生产总值能耗和二氧化碳排放分别降低13.5%和18%。在各地方政府制定的"十四五"规划中,绿色转型、低碳发展同样也成为了关键字,可见未来一段时间是实现碳达峰的关键时期。

碳达峰碳中和需要金融发挥重要的助推作用

碳达峰和碳中和并不是简单地以牺牲经济增长速度和人民生活水平的提升为代价进行减排控排,而是要在碳排放约束下实现经济发展与生态文明建设的平衡发展,其本质是更高质量地可持续发展。未来40年,经济发展将从不可持续的高度资源依赖型转变为技术创新型,绿色低碳转型发展将成为社会经济活动的重心,成为生产、投资和消费等决策的内在逻辑。这个过程中,需要金融发挥重要的助推作用。



2016年,人民银行等七部委印发的《关于构建绿色体系的指导意见》首次系统性地提出了绿色金融的定义、激励机制和绿色金融产品发展规划,以及风险监控措施,成为中国绿色金融发展的纲领性文件。《意见》提出,要利用绿色信贷、绿

色债券、绿色股票指数和相关产品、绿色发展基金、绿色保险、碳金融等金融工具和相关政策支持为绿色发展服务。此外,香港交易所已经明确表示,上市公司的董事会需要对ESG事宜监督负责,ESG风险管理要列入董事会的管治目标。

表: 近年来各机构发布的相关规范性文件

时间	发文机构	文件名
2015年	国务院	《生态文明体制改革总体方案》
2016年	人民银行等七部委	《关于构建绿色体系的指导意见》
2017年	人民银行等七部委	《落实〈关于构建绿色金融体系的指导意见〉的分工方案》
2018年	人民银行	《银行业存款类金融机构绿色信贷业绩评价方案(试行)》 《金融机构环境信息披露指南(试行)》
2019年	香港联交所	《环境、社会及管治(ESG)报告指引》修订
2020年	人民银行	关于印发《银行业存款类金融机构绿色金融业绩评价方案》 的通知(征求意见稿)
2020年	人民银行等五部委	《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》
2021年	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于构建现代环境治理体系的指导意见》
2021年	国务院	《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》
2021年	人民银行等	《绿色债券支持项目目录(2021年版)》

2021年2月,国务院发布《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》,明确了我国将建设绿色低碳循环发展体系和绿色低碳全链条,并对生产体系、流通体系、消费体系、基础设施绿色升级、技术创新、法律政策等方面进行了重点部署。文中提出的大力发展绿色金融,为开展碳金融工作指明了方向。

此外,为实现碳达峰、碳中和目标,人民银行初步确立了"三大功能""五大支柱"的绿色金融发展政策思路,以适应国家产业结构、能源结构、投资结构和人民生活方式等全方位的深刻变化。

三大功能

- 充分发挥金融支持绿色发展的资源配置
- 风险管理
- 市场定价

五大支柱

- 完善绿色金融标准体系
- 强化金融机构监管和信息披露要求
- 逐步完善激励约束机制
- 不断丰富绿色金融产品和市场体系
- 积极拓展绿色金融国际合作空间

第二节 不良资产管理在我国绿 色低碳转型中大有可为

绿色低碳转型是一场经济社会大变革,生产、投资和消费的变化将影响几乎所有经济活动领域,这对不良资产管理行业来说,机遇与挑战并存,机遇远大于挑战。不良资产管理公司通过积极参与绿色低碳发展带来的巨大投融资需求,凭借自身行业经验和优势利用重组等投行化手段助力企业升级转型,并有效防范转型带来的各类金融风险,能够为我国实现碳达峰碳中和贡献重要力量。

一、积极参与低碳投融资领域为低 碳发展提供资金支持

政策鼓励金融机构对实体经济低碳发展提 供金融支持

2020年10月,中国人民银行、发改委等 五部委联合发布的《关于促进应对气候变 化投融资的指导意见》(环气候 〔2020〕57号),明确鼓励金融机构对 重大气候项目提供有效的金融支持,鼓励 和引导民间投资与外资进入气候投融资领域。此外,中国人民银行行长易纲在 2021年度中国发展高层论坛中指出当前 面临的紧迫任务之一,是要以市场化方式 引导金融体系提供碳中和所需的巨量投 资。

我国碳排放的重点领域和行业

为了明晰金融资金支持的方向,有必要梳理我国低碳转型涉及的重点领域和行业。

统计数据显示,发达国家的碳排放主要存在于消费领域,而发展中国家则主要集中于生产环节。根据我国资源部统计,我国70%的碳是企业排放的,30%的碳是居民排放的。这就意味着,我国减少碳排放的关键是在生产领域,即大幅度降低国内生产总值的二氧化碳强度是我国中短期内发展低碳经济、减缓碳排放的核心任务。

根据国际能源署统计,火力发电与供热、交通运输、工业制造和建筑是我国企业二氧化碳排放的主要来源。根据世界资源研究所的统计,中国碳排放的主要来源包括发热供电42%、制造和建筑23%、工业生产9.7%、交通运输7.5%。

从中国生态环境部今年发布的《关于统筹和加强应对气候变化与生态环境保护相关工作的指导意见》,可以看出我国碳排放涉及的四大领域和七大行业。完成这四大领域和七大行业的绿色低碳转型,对我国按期实现碳达峰碳中和起着决定性作用。

碳排放的重点领域:

能源、工业、交通、建筑

碳排放的重点行业:

钢铁、建材、有色金属、化工、石化、 电力、煤炭



低碳发展资金流向的重大领域和行业

实现碳中和,意味着实现二氧化碳的净零排放,这不仅需要改变我国能源结构、大力发展清洁能,也要完成产能结构转型升级和调整高耗能产业。根据清华大学气候变化与可持续发展研究院估计,为了实现碳中和目标,非化石燃料在中国能源生产中的比例需要从目前的15%提高至2050年的85%以上。与此同时,电力在终端能源消耗中的占比需要从25%提高至68%。

在生产环节实现低碳排放,除了淘汰高碳产业的落后产能,加快新兴低碳的新能源技术的研发和运用外;还需要对高耗能、高排放行业进行节能和低排的技术升级改造,使之完成低碳转型。我国低碳转型过程将需要长期的、大量的资金支持。



大量资金支持

发展能源领域

- 发展光伏、水电、风电、生物质能、氢能等清洁能源
- 智能电网和创新储能技术

高耗能行业升级改造

- 发展高端制造、高质量制造业
- 进行节能和低排放的技术改造
- 推广建筑绿色达标, 改造耗能建筑
- 不断提高运输行业的新能源使用,大量推广电动汽车使用
- 大力采用碳捕捉和封存技术

将"绿色低碳要素"作为项目投放的考量因素之一

随着对困难企业提供综合金融服务的需要,我国大型资产管理公司已经发展成了包含以不良资产处置为主业,并持有银行、证券、保险牌照的大型金融控股集团。资产管理公司有必要开始梳理实现低碳发展资金流向的重大领域和行业,将"绿色低碳要素"作为项目投放的考量因素之一,为低碳发展提供资金支持。





二、利用重组等投行化手段助力企业实现低碳循环

高耗能、高碳排放行业将催生更多不良资产

中国要实现碳达峰碳中和,除了将百万亿资金投入新能源和低碳产业外,也将对其他众多行业和企业带来强烈冲击。在绿色转型的系统性变革中,新能源和低碳产业将获得快速发展,而高耗能、高排放的企业和项目的经营将会越来越困难,并逐步退出。

在这个过程中,将催生出来更多的不良资产需要化解, 例如:

业务 逐渐萎缩 我国"富煤贫油少气"的能源结构,使得煤炭在我国工业发展史上有着举足轻重的作用。为了实现碳中和,减煤控煤已是大势所趋,有研究机构指出,2050年煤炭占比要从现在能源消费占比的60%降至10%。未来,以煤炭为主的化石能源企业的融资和经营都可能面临巨大挑战,甚至频繁出现倒闭破产现象。

产品 被取代 实现碳达峰碳中和,将再次迎来供给侧改革,这既包括能源结构的调整,也包括产业结构的调整。交通行业是其中一个典型案例,燃油车将被电动车为主的新能源车完全替代,在这个过程中电动车行业、电能存储行业都将面临巨大发展,而燃油发动机或将逐渐退出历史舞台。

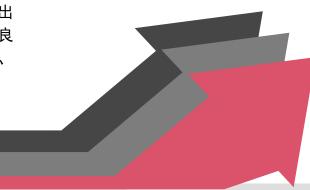
经营成本 大幅提升 在我国工业化和城市化发展进程中,不可避免对钢铁、建材、化工等仍具有巨大需求。而碳中和必然要求这些高能耗、高排放行业减少生产过程中的碳排放,这不仅需要企业投入更多的成本和技术来实现减排目的,还可能需要花费更多的成本来购买碳排放配额。这比将使得原本盈利困难的企业雪上加霜,若将成本成功转嫁,还将影响更多下游企业的经营。

融资困难 流动性紧张 金融统计数据显示,当前银行业向高污染、高耗能企业发放的贷款不良率远高于绿色低碳企业。在绿色低碳转型背景下,高污染、高耗能企业债权和股权融资都将面临巨大挑战,资金紧张将加剧企业经营困难,这部分企业将急需得到帮扶,以完成绿色转型。

综合金融服务"工具箱"助力企业升级和转型

预计本轮产生的不良, 其化解方式与历史上传统企业的 坏账处置有显著不同,并非简单的退出,而是淘汰与升 级,退出与重组并存的形式。在碳达峰碳中和战略部署 下,如何运用资金和技术帮助碳密集行业升级改造或实 现转型突破,减少企业倒闭,职工利益和社会安定得到 保障是重要课题。

由于不良债权往往案例复杂、涉及利益方众多、容易出 现信息不对称的情况,为了实现价值最大化,除了不良 资产管理公司外,往往还需要会计师、评估师、律师、 银行, 甚至券商、法院和税务局等众多机构参与。



机构	—————————————————————————————————————			
会计师	开展交易对象的尽职调查工作、担任财务及交易顾问、清算财务服务等			
评估师				
律师	交易设计和协议签署的法律支持、处置和破产讼诉支持等			
银行	作为债权人参与重组			
券商	债券、资产证券化等融资计划的发行和上市服务			
资产管理机构	收购债权,并作为"组织人"角色,综合金融服务"工具箱"助力企业升级和转型,具体见下页。			
法院和税务局等机关单位	诉讼审批和税务征缴等			

发展至今,不良资产管理公司以从早期直接清收或将底层资产分割拍卖处置的原始方式,发展为综合运用重组、重整、转股、置换、证券化等一体化处置方案,以最大程度的挖掘资产价值、实现资产价值。典型案例包括:

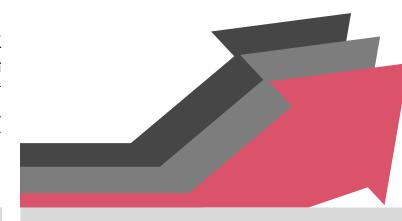
典型案例之上海超日破产重整+ 资金支持+资产重组

2014年,上海超日太阳能公司10亿元债券(11超日债)无法按期兑付,国内公募债市场的首例违约案爆发,债务人上海超日公司此时巨额亏损,处于半停工状态,股票也被交易所暂停上市面临退市风险。面对上海超日债务危机,资产管理公司综合采用"破产重整和资产重组"的方式进行产业整合,保护了6000多户债权人权益并帮助濒临破产的上市公司走出困境,重获生机。

第一步 通过破产重整解决上海超日公司的严重债务问题,资产管理公司牵头江苏协鑫等9家投资人通过债转股方式受让超日公司转增股份注入资金,并通过处置境内外资产和借款等方式筹集资金用于支付重整费用、清偿债务;

第二步 在重组方江苏协鑫的业务订单与 资金双重支持下恢复生产经营,快速达到 营业收入不低于1000万元、净利润净资产 均为正数的恢复上市基本要求;

第三步 注入优质资产,实现可持续盈利,资产管理公司为上海超日公司注入江苏协鑫集团旗下的高效能组件资产和运维资产,上海超日由生产制造型企业加快向服务运维商转型,填补了国内光伏市场大型运维服务集团的空白。



典型案例之中国铁物债务重组+ 债转股+重组上市

受钢贸行业出现的违约风险传导影响,中国铁路物资股份有限公司大宗商品贸易业务受到较大冲击,于2016年爆发首例央企私募债债务危机。资产管理公司通过债务重组、资产重组等综合化方案,以时间换空间的方式为企业获取了恢复时机,逐步化解了债务危机。

第一步 资产管理公司主动收购私募债,减少了债权人的数量,提高了沟通效率,在债务重组会议中推动"本金安全+部分还债+留债展期+利率优惠+转股选择权"为核心的债务重组方案,并通过积极处置闲置资产、强力清收清欠、增加经营积累等措施,落实偿债资金。

第二步 针对偿债资金缺口,资管管理公司不仅提供授信支持还协助中国铁物设计了"发股还债"的债转股模式获取专项偿债资金,并通过整合集团优质资产设立中铁物晟作为实施债转股的平台公司,有效降低集团资产负债率。

第三步 中国铁物集团经营重回正规,在顺利重返债券市场后积极推动债转股后续方案,通过与一汽夏利实施重大资产重组,化解了一汽夏利退市风险并实现了中国铁物集团借壳上市,为转股债权人提供退出通道。

综合金融服务"工具箱"助力企业升级和转型

不良资产管理公司始终以"化解金融风险,支持实体经济高质量发展转型"为使命,可利用自身行业优势灵活运用综合金融服务"工具箱",充分发挥产业重组、资产重组和债务重组等资源整合能力,引入产业资本和技术等投行化处置能力,助力企业完成升级改造、实现转型突破,走绿色低碳的高质量发展之路。



业务逐渐萎缩

产品被取代

经营成本大幅提升

融资困难流动性紧张



不良资产

综合服务

"工具箱"



完成升级改造

实现转型突破

资金支持 引入产业技术

资产重组 股权重组 债权重组 企业重整重构

正常清收 诉讼追偿 资产处置 资产置换 以物抵债 资产证券化 债转股…



三、研究绿色融资手段、探讨绿色金融工具发行

金融支持绿色低碳转型需要巨量资金,根据中国人民银行等多部委在2016年联合发布的《关于构建绿色金融体系的指导意见》,除了绿色信贷外,金融机构还可以通过绿色债券,绿色发展基金,通过政府和社会资本合作(PPP)模式动员社会资本支持地方绿色产业发展。

近年来,我国大中型商业银行综合运用绿色信贷、绿色债券、绿色租赁、绿色信托等金融工具,持续推动绿色金融建设。根据中国人民银行数据,2020年末,中国本外币绿色贷款余额约12万亿元(约合2万亿美元),存量规模居世界第一;绿色债券存量约8000亿元(约合1200亿美元),居世界第二,为支持绿色低碳转型发挥了积极作用。

我们建议,不良资产管理公司研究绿色融资手段,探讨绿色金融工具发行,为困难企业的绿色升级改造和转型注入新资源:

- 发行绿色金融债券
- 引入产业资本设立绿色发展基金
- 通过政府和社会资本合作(PPP)模式等

四、推动自身尽早实现碳中和

不良资产管理公司在自身运营中也产生碳排放,包括对电源、供热和供冷系统的使用,还包括置办固定资产、员工出差乘坐交通工具等产生的碳排放等。

相关研究表明,相对于高耗能企业,金融行业碳强度低,财务实力强,完全有能力在2030年甚至更早实现碳达峰和碳中和。例如,汇丰集团早在2015年宣告实现了碳中和,美国银行在2019年宣告实现了碳中和。

当前,良好的环境、社会责任和治理(ESG)已成为国际公认的企业行为准则。不良资产管理公司制定碳中和目标、实现碳中和,既是履行社会责任的体现,也可对社会低碳发展起到示范作用。我们建议,不良资产管理公司开始研究和制定实现自身碳中和的路径和时间表。



第三节 主动防范气候变化带来 的金融风险

转型风险,是指实体经济向绿色低碳转型过程中,由于政策、科技创新和市场供需变化,对某些企业或产业带来的风险,以及由此导致的金融风险。

不良资产及各类金融投资业务的估值和减 值都将受影响

在绿色低碳转型深化过程中,高耗能企业必须支付更多的成本购买碳配额,或进行低碳改造,这将进一步挤压盈利空间;被淘汰产业和项目可能出现不可控的成本上升、利润下降,最终亏损严重甚至倒闭。例如,煤电企业、煤电供热、水泥、钢铁和铝等冶炼制造企业、其上下游企业,以及受其影响的企业债务违约率可能大幅上升,这些风险最终会传到至金融机构,体现为债权或股权投资损失。

低碳转型可能使高碳排放或受其影响的资产价值下跌, 直接影响不良资产管理公司

及其旗下银行、证券、保险等子公司投资的不良资产及各类投资业务,并增加不良资产管理公司集团的信用风险、市场风险和流动性风险。

国外监管已经开始气候风险评估试点

2016年,金融稳定委员会(FSB)成立气候相关财务信息披露工作小组(TCFD),并于2017年发布气候风险情景分析报告,鼓励各机构利用情景分析法评估气候相关的风险和机遇,以及对业务带来的潜在影响。欧盟在2019年11月提出了金融机构必须披露可持续发展相关信息的要求,并于2021年开始实施。此外,许多欧洲金融机构已经披露了环境、社会和公司治理的相关信息,并披露了投资组合的碳足迹和机构自身运行的碳排放信息。

我国香港金管局2020年6月发布白皮书, 指出银行应当建立气候风险情景分析和压力测试的能力。



将"绿色低碳"要素作为企业估值和减值评估的重要驱动因子

在资本市场上,绿色低碳的可持续发展理念正在逐步被市场认可,并体现在企业市值中。未来,随着绿色低碳转型的推进,不同类型企业的"绿色低碳"要素或将作为企业估值和减值评估的重要驱动因子,进而影响金融机构的风险管理和经营业绩。

当前,我国多数不良资产管理机构尚未充分理解低碳转型带来的相关风险,以及相关分析模型和方法。我们建议,不良资产管理公司应当尽快开展气候与环境风险分析工作,持续增强金融体系管理气候风险变化的能力,积极应对转型带来的长期风险。

普华永道关于气候风险评估的建议

普华永道已开发了气候风险压力测试模型,全面考虑新型风险因子,分析不同情境下气候风险如何传导到财务指标。针对金融机构开展气候风险评估面临的诸多挑战,例如缺乏历史数据、风险敞口种类多等诸多问题,普华永道提出以下建议:



- 从梳理和统计其投资/放款组合的环境风险敞口和碳足迹信息开始,既能了解其面临的气候风险敞口,也能得知其支持实体经济减碳的贡献
- 扩展客户基础数据收集。开始 收集客户的碳排放相关数据和 升级改造方案,提升客户风险 评估体系



- 优先选择重点行业进行试点 评估。从重要性原则和高风 险原则挑选债权客户开展评 估工作,逐步提升评估能力
- 识别不同债权客户的相关风 险指标,并量化财务影响, 在这个过程中不断累积专业 经验和行业知识
- 逐渐将气候风险纳入评级和准入等风险评估和客户授权 体系,控制环境不友好客户的信用等级和准入,并全面 覆盖不良资产、债券和各类债权投资领域



专题二、处置化解房地产风险

- 资产管理公司之地产融资 "影子银行"的诞生
- 房企端和融资端政策收紧, 地产不良涌现
- 资产管理公司之地产行业转型: 洗尽铅华, 回归本源

第一节 资产管理公司地产融资"影子银行"的诞生

1. 四大资产管理公司-地产运营经验累积

1999年四大资产管理公司的成立是通过收购处置国有银行剥离的不良贷款,应对上世纪末的亚洲金融危机,防范和化解金融风险。2006年底,四大资产管理公司累计处置政策性不良资产1.21万亿元,基本完成了政策性不良处置的任务,后在商业化转型过程中资产管理公司又通过市场化手段收购了不少商业银行的不良资产。

银行早期的不良资产中,有很多抵质押物是土地、在建工程等地产项目,除了转让和出租以及其他金融化手段来处置,还需介入房地产的营运,四家资产管理公司在处置过程中逐渐培养了地产投资与开发的专业队伍,并逐渐成立独立的房地产平台。

在资产管理公司的不良资产处置过程中,曾经涌现出许多经典的资产盘活案例。其中不乏烂尾楼通过追加投资、重新引入战投、全面改造建设等方式成为地标性建筑的案例,如石家庄东购项目、上海瑞丰国际大厦项目等。资产管理公司在不良资产处置中经过大量艰苦努力,克服重重困难,使得房地产烂尾项目重新焕发活力,取得了良好的经济效益和社会效益。在这一过程中,资产管理公司也积累了大量房地产项目的运营及盘活的宝贵实践经验。近年来,北京CBD"地标级"烂尾楼中弘大厦、东城区信达中心商业综合体等项目的再获新生,也体现了资产管理公司在房地产项目盘活中的独特优势及重要作用。

同时,在上一轮的不良资产处置过程中,恰逢中国经济 高速增长,资产价格处于上升周期,房地产的升值也给 资产管理公司的处置带来较高的回报。



2. "非金不良"业务快速扩张,部 分业务化身"影子银行"

此后的商业化探索中,资产管理公司通过 多种渠道进入房地产项目中。2015年8月 财政部联合银监会下发《金融资产管理公司开展非金融机构不良资产业务管理小 法》,资产管理公司的业务范围拓展至非 金融类不良资产管理业务,可以为暂时组 现财务和经营困难的企业提供债务重组出 现财务和经营困难的企业提供债务重组上 转,其中亦包括房地产项目。得益于上中 轮不良资产处置的成功经验积累及房地产 行业刚刚经历的黄金发展期,房地产项目 由于其现金流明晰,回报率较高的特征, 受到资产管理公司的青睐,成为资产管理 公司"非金不良"业务的主力军。

在重组业务模式中,资产管理公司通过"债权重组和受让"的方式,向各类出现资金困难的房地产企业提供融资,帮助企业解困。

在业务经营中,经常出现问题企业和问题 资产判定不明确,因"不良"认定不审 慎,而出现违规收购企业之间不真实的不 良资产或正常资产,变相为企业提供融资 等问题。例如,资产管理公司通过受让正常经营的房地产开发商或其关联公司之间的往来款项或融资款项债权,并约定在一定期限后由房地产企业股东对债权进行回购。同时支付资金占用费。

究其实质,此类违规行为就是在金融监管部门加强"影子银行"监管、房地产开发商融资渠道受阻的背景下,由资产管理公司向房地产企业变相提供融资的类信贷业务,使得部分业务化身为"影子银行"。

2017年以前,大型资产管理公司的重组 类不良中房地产占比持续超过50%,监管 号召回归主业和限制房地产集中度的影响,及2016年和2019年银保监会先后发 布了《关于规范金融资产管理公司不良资 产收购业务的通知》和《关于开展"巩固 治乱象成果 促进合规建设"工作的通 知》,规范资产管理公司以收购非金融不 良资产名义变相提供融资的乱象的监管政 策影响,资产管理公司重组类不良资产中 房地产占比逐步下降。

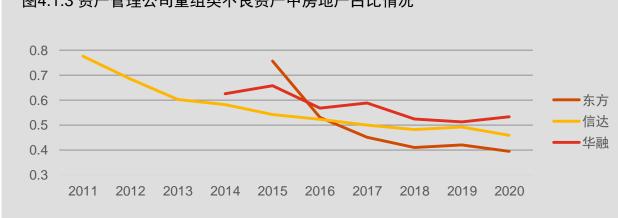


图4.1.3 资产管理公司重组类不良资产中房地产占比情况

资料来源:华融、信达、东方年度报告



第二节 房企端和融资端政策收紧, 地产 不良涌现

房地产宏观调控收紧,房企债务违约风险加大

2016年底的中央经济工作会议首次提出"房子是用来住的,不是用来炒的";2017年的十九大报告中,习近平提出坚持"房子是用来住的、不是用来炒的"定位;2020年住建部和央行在房企端设置了融资的"三条红线";2021年两会政府工作报告对于房地产提出四点要求,概况起来就是:房住不炒、三稳政策、保障刚需群体住房发展。

2020年,住建部和央行在房企端设置了融资的"三条红线"。同年12月,央行和银保监会发布了《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》,限制金融机构对房地产行业的融资的集中度。

房地产政策在房企端和金融端的持续收紧, 意味着房企 去杠杆势在必行。加之疫情冲击, 房企进入高风险发展 阶段, 破产和暴雷频出, 其中不乏大型地产集团。

同时,房企破产和暴雷频出,中小企业处于集中破产的困境,据人民法院公告网显示,2020年房企破产数量近500家。地产不良项目市场供应量大幅增加,若长期积累不予以及时化解,可能会造成金融风险的传导。

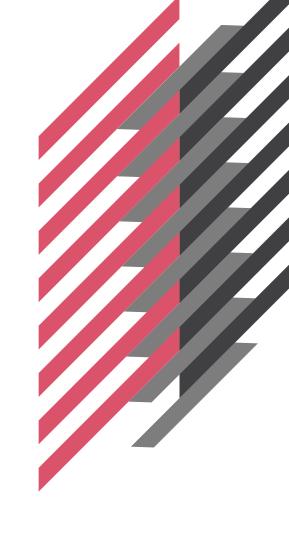




表4.2.1 大型房地产集团已出现风险暴露的情况

地产集团	风险因素	涉及金额			
泰禾集团	巨额债务违约	累计违约金额超400亿元			
泛海控股	2020年度大额预亏	30-40亿元			
天房发展	2020年度大额亏损	净亏损25.17亿元 由盈转亏			
华夏幸福	巨额债务逾期	本息669.9亿元			
三盛宏业集团	难向员工兑现公司理财、债务违约等, 2021年已申请破产重整	已到期未兑付的有息负债规模约 105亿元			
禹洲集团	2020年盈利大幅下降,信用评级下调	净利润暴跌94.25%,股价重挫逾 23%			
资料来源:房地产公司官网公告、互联网公开新闻整理					

第三节 资产管理公司之地产行业转型: 洗尽铅华, 回归本源

1. 按照监管要求,压降整改 "影子银行"业务

资产管理公司主动投资的"非金不良"房地产项目经历了快速扩张期,部分收购重组类的涉房项目实质上为变相融资的类信贷业务项目,资产管理公司在某种意义上充当了"影子银行"角色。

根据中国银保监会发布的《中国影子银行报告》,"影子银行"业务不断推高企业杠杆水平,助长脱实向虚、掩饰资产质量真实性。2017年2月,中央财经领导小组第十五次会议上,习总书记指出要坚决治理市场乱象,坚决打击违法行为。金融管理部门于2017年初开始对"影子银行"进行集中整治。

2019年银保监会先后发布了《关于规范 金融资产管理公司不良资产收购业务的通 知》和《关于开展"巩固治乱象成果 促 进合规建设"工作的通知》 , 规范资产 管理公司以收购非金融不良资产名义变相 提供融资的乱象。

就资产管理公司而言,此类业务没有使资产管理公司的资产经营核心能力得到真正锻炼,也未发挥资产管理公司在防范化解金融风险方面的独特作用。资产管理公司的类信贷地产融资业务亟需纳入"影子银行"监管体系,对其健全统计监测机制,厘清风险,完成对该类业务的压降整改及风险处置。

2. 地产不良—回归本源,发挥特长

受融资严监管、利润率下滑、债务期限不合理,处于集中偿债期的房地产企业资金链风险开始显现。很多地产不良项目往往是由于原实际控制人及管理层管理不善制人及管理层管理不错,以是重扩张或者资金挪用等情况导致,债权已形成不良,的变量经过运作,仍具备较项目也称为困境地产项目也称为困境地产项目也称为困境地产项目。对于此类困境地产项目,其处置及或对于战人操作配合度较低导致难以,实际控制人操作配合度较低导致难以推进,缺乏主导方导致难以吸引主流资金或实力房企参与纾困的痛点。

资产管理公司,尤其是四大资产管理公司 在上一轮的不良资产处置过程中,积累了 大量困境地产项目盘活的实践经验及资源 积累,在资源整合、资本运作、资金实力 方面具有丰富经验及天然优势。

近年来,监管机构对于资产管理公司参与房地产业务持"高压"态势,主要是由于其参与"影子银行"业务且踩雷频繁。我们的建议是,对资产管理公司的房地产第一个"看压有保",在压降变相融资的房地产"影子银行"业务的同时,充分发挥资产管理公司的功能优势,保留支持对真实困境地产的纾困。特别是涉及职工利益和民生安定的项目,积极探索困境地产创新处置方案,助力化解金融风险。



资产管理公司参与困境地产项目的方式

- 利用综合金融服务 "工具箱"对困境地产项目纾困: 房地产项目陷入困境,迫切需要外部力量帮助项目解 困复苏。资产管理公司可以有效利用不良资产生态圈 资源解决信息不对称,并综合运用重组、重整、转股、 置换、证券化等一体化方案,以最大程度的挖掘困境 地产项目价值、提升并实现资产价值,是资产管理公 司发挥自身优势化解金融风险的有效手段。
- 引入战投,合作处置地产不良: 困境地产项目的盘活 涉及资金支持及底层项目的操盘运作,资产管理公司 可以发挥主导作用,协调多方关系,引入战投进行合 作处置,真正为底层项目注入新的活力,实现自身收 益目标同时达成解救困境地产,化解房地产金融风险 的目的。
- 发行REITs,布局资产经营顺周期业务:发行REITs, 是将不具备流动性的房地产资产转变为流动性较强的 资产,提高资产周转效率,盘活存量,降低资金成本 的好方式。在目前REITs扩容整装待发的情势下,资 产管理公司探索REITs模式的可行性,能够为其依托 不良资产主业经营,对符合标准的不良资产以获取租 金等经营收益和资产增值为目标进行长期经营的经营 模式布局提供有力的支持。



专题三、参与个贷不良转让交易

- 监管新规试点初期和交易现状
- 个贷转让交易十大难点
- 国际经验
- 发展建议

第一节 监管新规试点初期和交易现状

银监会2012年出台的《金融企业不良资产批量转让管理办法》(以下简称《管理办法》)中明文规定,六类不良资产不得进行批量转让,包括向个人发放的购房贷款、购车贷款、教育助学贷款、信用卡透支、其他消费贷款等以个人为借款主体的各类贷款。

个贷不良资产不得批量转让的政策规定,使得商业银行只能依靠自身能力去化解风险。近年来,银行个贷业务增长迅猛,加之催收效率限制,银行个贷不良贷款余额也随之大幅攀升。为缓解商业银行不良贷款处置压力,拓宽不良处置渠道,经过行业多年呼吁,银保监会于2021年1月7日下发《关于开展不良贷款转让试点工作的通知》(银保监便函[2021]26号,以下简称《试点通知》),正式批准试点开展对公单户不良贷款转让和个人不良贷款批量转让。



《试点通知》主要内容的介绍

- 参与机构: 试点银行包括六家国有大型银行和十二家全国性股份制银行;收购机构包括五大金融资产管理公司(五大AMC)和符合条件的地方资产管理公司(地方AMC)、金融资产投资公司(AIC)。
- 试点的个人不良贷款类型:包括已经纳入不良分类的个人消费信用贷款、信用卡透支、个人经营信用贷款(注意:个人住房按揭贷款、个人消费抵(质)押贷款、个人经营性抵押贷款并不在试点范围)。
- 个人贷款清收要求:《试点通知》指出,资产管理公司对批量收购的个人贷款,只能采取自行清收、重组等手段自行处置,严禁委托有暴力催收、涉黑犯罪等违法行为记录的机构开展清收工作。
- **二次转让限制**:资产管理公司在个人贷款收购后不得再次对外转让。相较于对公贷款转让,禁止收购机构将个人贷款再次对外转让是一个非常大的差异,这将极大限制清收的途径。
- 地域性:《试点通知》提出"地方资产管理公司批量受让个人不良贷款不受地域限制",这也是不良资产管理行业一大突破。地方资产管理公司参与个贷不良批量转让业务的一级市场,可以在全国范围内进行。
- 交易平台:银行业信贷资产登记流转中心("银登中心")。

2021年以来,中国不良资产行业从业者纷纷开启对个贷批量转让市场的热切关注与积极参与,面对这一体量达万亿级的全新开放的市场,热情者称之为"蓝海"。截至目前,已有两批四家机构的个贷不良资产包成功在银登中心进行挂牌和交易。以下为试点以来的市场交易情况:

第一批 两家银行的四个资产包

2021年3月1日,试点以来的个贷不良资产包批量转让第一期启动,在银登中心开始挂牌竞价,包括四个个贷资产包,工行三个包,平安银行一个包。

资产包	户数	买家	资产包本金	购买价格	折扣率
工行1期个人消费类 不良贷款	41户	国厚资产	1,489.4万	360万	24%
工行2期个人信用卡 不良贷款	53户	广西广投资产	650.46万	210万	32%
工行3期个人信用卡 不良贷款	31户	广西广投资产	282.45万	140万	50%
平安银行个人经营类 不良贷款	20户	东方资产	618.66万	289万	47%

注:工行上述资产包起拍价均为0元,平安银行资产包起拍价100万元。

第二批 三家银行的三个资产包

2021年4月26日,交通银行的个人消费类贷款(北京地区)资产包在银登中心竞价成交。该资产包起拍价为0元。2021年5月28日,兴业银行西安分行的个人消费贷款资产包在银登中心竞价成交。2021年6月16日,平安银行上海分行的个人经营类贷款资产包竞价成交。

资产包	买家	资产包本金	购买价格	折扣率
交通银行北京分行个人 消费信用类不良贷款	北京资产	187万	约56万	30%
兴业银行西安分行个人 消费贷款	陕西金融资产	107.29万	40.4万	38%
平安银行上海分行个人 经营类贷款	广西广投资产	2,425.35万	248万	10%

信息来源:银登中心数据及网络公开报道

已成交和正在挂牌个贷资产包特点分析

上述已经成交的资产包(除了平安银行最新推出的接近100户的资产包),比较显著的特点包括:债权笔数较少,本金金额多数在一千万以内,并且绝大部分贷款已经诉讼获得判决,甚至大部分已经进入执行阶段同时还伴随查封资产线索等。这类资产包可以说是银行千挑万选之下拿出的诚意之作、亮点资产,省去了受让人重新起诉申请执行的费用和时间成本,解决了诉讼管辖的问题,应该说还是具有很大市场吸引力的。

当前,银行手中还有众多亟待解决的个人不良债权,大多数债权还没有进行过法律诉讼程序,或者并不存在查封资产,仅仅是最普通的债权类型。这些毫无亮点的资产才是未来买卖双方定价处置的关键,涉及到估值分析、回收分析、采取法律诉讼手段的管辖限制、通知限制等等事项,是个贷批量转让市场仍需解决的问题。

对已成功交易的理解

前述两批个贷不良资产包均有多名合格买家注册参与竞价,并且在多轮竞价的情况下成功交易。普华永道对相关交易的规律及其背后信息,总结如下:

- 参与机构:参与机构及成交机构以地方资产管理公司居多。试点文件放开了对地方资产管理公司的地域限制,使得地方资产管理公司与五大资产管理公司一样,都可以直接参与全国的个贷批量转让市场。有些地方资产管理公司正在积极组建专业团队,探索个贷行业知识,希望在这一领域可以成为行业领跑者。
- 成交价格:第一批及第二批个贷资产包,在银登中心均经过多轮竞价成交,最终成交价格最高达到了本金的五折。这些资产包的成交价格,在部分市场从业者看来有些"疯狂"。其实,对于成功竞得首批个贷资产包的资产管理公司而言,重点可能不是盈利,而是市场首单的声誉以及锻炼团队、宣传公司等理念及需求。
- 参考意义:第一批及第二批个贷资产包成交更多是一种里程碑式的纪念意义,对真正想从事个贷批量业务的机构来说,成交的价格并不具有参考意义。预计后续的挂牌资产包拍卖情况将不会再出现异常火爆的情况,而是逐渐趋向于体现资产包回收价值的真实交易价格。

第二节 个贷转让交易的难点

当前,个贷批量转让市场交易存在诸多难点尚待解决,比如买卖双方对信用类个贷的 估值定价不一致、债权转让通知的可行性操作、个人信息保护的监管严要求与债权转 让及清收过程中如何具体落实等等。

我们将个贷批量转让与对公债权批量转让的不同之处做了对比, 总结如下:

内容	对公批量转让	
转让定价	价值可预测性加强 • 基于第一还款来源抵质押物等的未来现金流折现,估值方法相对成熟	价值可预测性不强 • 贷款量大、分散且现金流稳定性差,可预测性不强
受让方意愿	普遍相对较强 • 对公不良贷款批量转让市场相对成熟全国性以及地方资产管理公司均有较强意愿参与不良资产市场	不确定(部分积极,部分观望) ,• 个人批量转让处于起步阶段,尽管 初期交易竞标较为活跃,但整体仍 处于观望与摸索试水阶段
债权转让有效 通知	相对容易	存在难度
个人信息保护	要求有限 • 对公批量转让一般仅涉及有限的个人 信息	要求极高 • 零售贷款涉及大量的个人信息,信 息安全与保密要求极为严苛
债权种类	无重大限制	个人消费信用贷款、信用卡透支 <i>、</i> 个人经营信用贷款
转让损失税前 扣除	相对确定 • 市场化转让产生的转让损失符合税前 扣除条件	尚未明确
转让流程	较为成熟 • 对公业务,银行及资产公司已经有近 20年经验,市场比较成熟	起步阶段 • 全流程尚在摸索阶段
法律和制度	相对完善 • 对公债权转让领域,已经有比较完善的法律法规司法解释或者惯例	尚未完善 • 市场的进一步规范化及完善还有待相关法律和司法解释的配套支持
再次处置	可二次转让 • 资产管理公司则可以继续在二级市场 进行转让,处置的方式广泛一些	不可转让 • 根据监管要求,金融资产管理公司或者金融资产投资公司收购个贷资产包之后,只能自行处置或委托专业催收机构,禁止对外转让
地域限制	属地限制 • 在一级市场,地方资产管理公司只能参与本省范围内的批量转让	不受限制 • 地方资产管理公司参与一级市场不受地域的限制

第三节 国际经验

自美国国会1977年通过《公平债务催收法》(FDCPA)后,在 1980年代末至1990年代初的储贷危机期间应运而生了买卖债权 行业。债权收购方通常是收购债权、进而催收债务的公司。储贷危机期间,许多吸收存款和提供住房抵押贷款的金融机构倒闭,它们的资产由联邦存款保险公司(FDIC)接管,而这些资产中就包括消费贷款。联邦存款保险公司(FDIC)后又将这些消费贷款出售给私人买家。21世纪初,信用卡债务的增加进一步刺激了债权收购行业的发展。

常见的债权收购按以下模式进行。当消费者首次逾期还款时,债权人会自行催收债务。这时债权人通常采用"软手段"催收,如向债务人发送电子邮件、信件或电话提醒债务已逾期。六个月后,债权人会将该笔债权计提坏账,即债权人从财务角度确认无法收回该笔债权。接下来债权人会将大量未回收的债权组成资产包出售。债权收购方将决定是否以及以什么价格购买资产包,债权收购方之间亦会形成竞争。债权人通常会遵循价高者得的原则,与出价最高的竞标者签订合同以完成债权转让。通常情况下,债权收购方的购买均价为4美分,即每美元债务支付4美分兑价。收购债权的买价之所以较低,是因为债权收购方不可能成功回收每笔债权,亦无法足额收回账面价值,且在催收债务的过程中会产生大量成本。同时,债权收购方也可以将买来的债权转售给其他债权收购方。[4]

美国的债务处置经历了几十年的发展,已经形成了较为全面、系统的法律规范体系。从联邦到各州的公平债务催收立法中,基本均有对个贷处置的规定,这些公平债务催收立法的内容大致包含:法律适用的债务类型(主要有个人债、商业债、侵权之债、税收之债等)、法律适用对象(主要有债权人、债权收购方、政府官员、催收机构、律师等)、许可要求、应遵守的行为规范和披露义务、法律所禁止的行为(如骚扰或虐待)和不允许的信息披露、法律责任、债务管理等。

英国的个人不良贷款市场的操作规则也与美国类似,对外转让个人不良贷款并没有单笔或者批量的限制,受让方的主体资质也无特定要求。转让方式采取拍卖或者双方协商一致的方式,完全由买卖双方来决定。买家或许有能力自行清收,也可能会委托外部的专业机构来清收。个贷不良债权的转让价格往往取决于个贷的质量、账龄、区域等因素。

[4] Rachel Deitch. An Argument for Regulating Debt Buyers Under the Fair Debt Collection Practices Act [J]. 25 Geo. J. Poverty Law & Pol'y 407 (2018).

第四节 发展建议

一、推进相关法律法规司法解释的完善

个贷批量转让交易中,作为受让方的资产管理公司需要关注的一些重点法律问题包括:债权转让通知如何有效送达、如何更有效率进行诉讼等。

1. 债权转让通知

根据《民法典》合同编的规定(第546条), "债权人转让债权,未通知债务人的,该转让对债务人不发生效力"(在2021年1月1日民法典生效之前,适用的是《合同法》的相关规定)。因此不良资产债权转让时,必须通知债务人(含保证人、抵押人等)。

为使得不良资产转让和处置工作更加便利地进行,最高人民法院发布过一系列司法解释文件,其中2001年4月发布的《最高人民法院关于审理涉及金融资产管理公司收购、管理、处置国有银行不良贷款形成的资产的案件适用法律若干问题的规定》对资产管理公司收购债权后参与诉讼的相关问题做出了规定。其中第六条规定,不良债权受让后,金融资产管理公司可以在全国或者省级有影响的报纸上发布债权转让公告或通知。自此以后,不良资产一级市场甚至二级市场,已经形成通过报纸公告进行债权转让的行业惯例(注意:前述司法解释在民法典实施后,根据《最高人民法院关于废止部分司法解释及相关规范性文件的决定》,在2021年1月1日已经废止)。

当前,个贷转让领域暂未有相关的司法解释对债权转让通知的形式做出规定。资产管理公司收购个贷资产包进行尽职调查时,必须对原贷款合同、信用卡开卡合同等材料进行充分审阅,了解银行与债务人约定的相关通知方式具体包括哪些途径,评估是否便于实施以及费用和效率如何等。

随着个贷资产包交易的增多,将有更多此领域的法律问题出现, 预计最高院会通过批复文件或者司法解释的方式,进行统一 规定。



2. 提高诉讼效率

在银行的存量不良个贷中,存在大量未起诉的债权,转让之后,资产管理公司就需要自行提起诉讼来确认权利。提起诉讼首先要确定诉讼管辖法院,主要看合同约定的争议解决条款,很多银行的合同中往往只约定了一个管辖法院(比如该银行的支行所在地),而当个贷资产包债权笔数众多并且来自不同银行支行或者分行的时候,就涉及到不同地区的法院管辖,资产管理公司需要聘请不同地区的律师或者专业催收公司开展诉讼。这样的诉讼方式相对分散,难以集中管理。

另外,个贷资产包具有金额小而债权多的特点,如果一笔一笔提起诉讼,胜诉后再一笔一笔提起执行,对资产管理公司而言,费用较高,花费精力很大,对接收案件的法院和法官来说,也存在业务量增多、司法效率无法提升的困难。

针对以上情况,未来可参照现有的"互联网法院"模式(互联网法院作为集中管辖互联网案件的基层人民法院,实行"网上案件网上审理"的新型审理机制,集中管辖所在市辖区内互联网案件),进行个贷类债权的批量立案、集中诉讼开庭,并且采取线上开庭审理的方式进行审判,充分压缩案件的时间线,债权人可以节省诉讼费用、差旅费用,法院也可以提高司法效率。

《人民法院在线诉讼规则》已于2021年5月18日由最高人民法院审判委员会第1838次会议通过,并将自2021年8月1日起施行。在线诉讼规则实施后,人民法院、当事人及其他诉讼参与人等可以依托电子诉讼平台,通过互联网或者专用网络在线完成立案、调解、证据交换、询问、庭审、送达等全部或者部分诉讼环节。在线诉讼活动与线下诉讼活动具有同等法律效力。可以预见,在线诉讼规则的实施将一定程度上节约诉讼回收成本并提高资产处置效率。

二、加强清收能力建设

银保监会试点文件要求,个贷资产包批量转让之后,资产管理公司不得二次转让。这就意味着,各家资产管理公司需要组建专业团队,进行个贷债权的回收管理,同时也可以委托专业的催收机构进行清收服务。此外,监管明确要求严禁委托有暴力催收行为、涉黑等违法行为的机构开展清收工作。

由资产管理公司组建自有催收团队、依法开展清收工作,可以在 缓解清收压力的同时,为确立合规的个贷催收产业链条起到示范 效应。在资产管理公司组建自有催收机构的过程中,离不开科学 催收方法的运用和政策的支持。

1.运用科学催收方法

批量转让个贷类型暂不包括有抵押的贷款,直接导致后续清收面 临较难发现回款线索的现象,催收时更加依赖债务人的历史还款 时间、借款原因等数据分析其还款意愿和还款能力。在通过数据 和算法分析为催收提供方向时,需格外注意个人信息的保护,避 免数据泄露、个人隐私被侵犯等问题发生。

2. 探索对组建自有催收机构的政策支持

资产管理公司成立自有催收机构势必产生大量额外成本,如人员投入、引用数据分析并确保数据安全时带来的技术投入等。为解决这个可预见的困境,建议针对资产管理公司建立自有催收机构提供专向政策性补贴或定向免税政策,以帮助资产公司自建专业团队,培养人才,在个贷估值、债务人信息保护、大数据支持等各方面大力发展。资产公司自建的催收和处置团队,在专业性、合法合规化方面令人期待,对个贷市场的良性发展必将是一大助力。

3. 加强与专业合规的催收机构合作

试点文件出台之前,银行自行清收个贷不良经常需要外部中介机构(比如律师事务所、清收公司等)协助。经过多年实践,市场上已经出现一批经验丰富的催收机构。

此外,过去几年,中国P2P网贷市场如雨后春笋般发展起来,这当中涉及众多个人债权,也出现很多爆雷平台和暴力催收的情况。2018年以来,监管机构召开多次会议并发布多个重磅文件,对P2P平台进行清理。在P2P网贷从火爆到消亡的过程中,尽管存在众多非法催收行为,但也不乏专业而合规的催收团队或催收机构起到重要作用。



据市场调研,部分优秀的催收机构不仅具备金融债权催收的经验,如为众多银行的个人债权或者P2P平台债权提供过催收服务,同时还具备互联网科技的专业知识和管理系统,如强大的网络搜索、数据整合以及贷后催收管理全体系,能够专业地判断何种阶段采取何种催收手段最为有效。同时,部分催收机构也具备个贷诉讼和申请执行实践经验,对个贷回收时间和回收数额具有专业的判断。

为了全面推进个贷批量转让交易,资产管理公司应加强与专业合规的催收机构合作,在拟收购银行资产包的尽调阶段引入催收机构,一起进行尽调和估值回收分析。在成功收购之后,继续委托相关催收机构进行后期管理。这样可以提高处置效率,专业团队尚不成熟或人手有限的资产管理公司将更为受益。

4. 对特殊情况债务人的特别考虑

通常情况下,受让个贷不良资产后,债权人会按程序尽快启动催收,以实现债权回收。催收程序包括但不限于启动司法程序确认债权,提出申请要求司法机关依法执行债务人的责任财产,并对消极履行、逃避执行或者抗拒执行的债务人申请限制高消费,高频率上门走访等进一步执行措施。

在现实业务中,既存在有能力但无意愿的消极还款人,也存在有意愿但无能力的债务人,还存在社会弱势群体债务人。这些弱势群体债务人,可能遇到突发疾病、洪水、火灾或严重车祸等灾难性事故,永久性或暂时性失去劳动能力,进而无力还款。资产管理公司在弱势群体债务人催收中,不应仅采用传统催收路径和方法,而应制定特别的政策和方案,彰显企业社会责任。例如,详细了解债务人的客观情况,与其协商新的偿债方案,通过债务延期、停止计息等措施帮助债务人度过难关。此外,资产管理公司可以定期统计真实弱势群体债务人的规模和金额影响,与不良资产转出方协商转让价格再调整方案,共同履行社会责任,体现企业社会温度。

三、优化个贷不良资产的估值模型 建设

估值是个贷资产包业务领域的难点,尤其 是成熟估值模型的构建,能够达到银行和 资产管理公司买卖双方认可的模型目前还 在市场探索阶段。信用类个人贷款与对公 贷款不同,没有底层资产的支持,都是纯 信用类贷款,最终的回收与债务人的自身 情况、贷款类型、逾期年限、法律诉讼和 执行状态等都息息相关。

面对数量众多的个人债权,在没有底层资产支持的情况下,资产管理公司很难做到一笔一笔全面的估值和分析。而银行作为卖方,掌握贷款历史数据,过去在发行个贷ABS方面也具有经验,甚至在多年管理过程中,内部有专业的贷后催收管理团队以及合作良好的催收公司。在越来越多的个贷转让交易过程中,如果能够及时从银行获取完整的个贷管理数据,将有利于资产管理公司更好地对个贷资产包进行估值回收分析。

在此过程中,一些专业机构(会计师事务 所、律师事务所)的服务也必不可少。据 普华永道了解,几家国有大型银行已经开 始准备聘用专业机构来协助进行大规模个 贷资产包的出包工作,这个过程包括个贷 资产质量的审阅、组包建议、估值模型的 设计完善以及协助资产包推介、挂牌、交 割等等。

个贷资产包批量转让试点已经启动近8个月,随着时间推进、交易量增多,我们相信个贷的估值模型在买卖双方及第三方专业机构的沟通协作中,必将越来越成熟和完善。

四、严格个贷转让过程中的个人信 息保护

银保监会试点文件中第十条提出"资产管理公司对批量收购的个人贷款,应依法依规获取原贷款合同约定的债务人相关的个人信息,并按照原合同的约定使用个人信息。同时,应采取必要措施保护个人信息,防止发生个人信息泄露或非法使用的情形"。

与个人信息保护相关的其他法律还有 2021年11月1日即将实施的全国人大常委 会发布的《中华人民共和国个人信息保护 法》,该法也对个人信息的处理规则和保 护做出了规定。

为更好的保护个人信息、符合监管要求,资产管理公司在收购个贷资产包时,从尽调阶段就应做好相关保密工作,比如要求潜在受让方签署保密协议,在尽调阶段就是可控范围,在尽调阶段或是可控范围,也应该多人员应是可控范围,也应该不使权交易后,签署债权的第三方中介机构,也应该署债权的,也应该明确转让方和受损的人信息等。资产公司在对外委托催收机构采取必要措施合理使用债务人信息,避免产生不良影响。



截至2021年5月,已获银保监会批复的持牌资产管理公司共63家,其中全国性资产管理公司5家,地方性资产管理公司58家,行业总注册资本超过四千亿元。具体名单如下(排名不分先后):

一、全国性资产管理公司

公司名称	成立日期	注册资本(万元)	主要股东/出资人
中国信达资产管理股份有限公司	1994-4-19	3,816,453	财政部
中国东方资产管理股份有限公司	1999-10-27	6,824,278	财政部
中国华融资产管理股份有限公司	1999-11-01	3,907,020	财政部
中国长城资产管理股份有限公司	1999-11-02	5,123,360	财政部
中国银河资产管理有限责任公司	2020-3-05	1,000,000	中国银河金融控股有限 责任公司

二、地方资产管理公司

省份	公司名称	成立日期	注册资本(万 元)	主要股东/出资人
上海	上海国有资产经营有限公司	1999-09-24	550,000	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	200,000	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	200,000	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	523,000	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	140,000	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	100,000	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	120,000	北京金融控股集团有限公司
吉林	吉林省盛融资产管理有限责 任公司	2020-11-18	100,000	吉林省吉盛资产管理有限责任公 司
贵州	贵州省资产管理股份有限公 司	2017-06-06	100,000	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)
四川	四川发展资产管理有限公司	2015-01-28	300,000	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	1,000,000	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

省份	公司名称	成立日期	注册资本(万元)	主要股东/出资人
天津	天津津融资产管理有限公司	2016-04-25	300,000	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	100,000	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	1,020,000	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	100,000	宁夏国有资产投资控股集团 有限公司
安徽	国厚资产管理股份有限公司	2014-04-29	263,437	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	400,000	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	3,663,911	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	300,000	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	1,000,000	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	313,000	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	300,000	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	300,000	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	300,000	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	436,986	广州越秀金融控股集团股份 有限公司

省份	公司名称	成立日期	注册资本(万元)	主要股东/出资人
广西	广西金控资产管理有限公司	2013-06-07	1,000,000	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	100,000	广西投资集团金融控股有限公司
江苏	江苏资产管理有限公司	2013-05-16	500,000	无锡市国联发展(集团)有限公司
江苏	苏州资产管理有限公司	2016-05-23	200,000	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	200,000	江西省金融控股集团有限公司
江西	江西瑞京金融资产管理有限公司	2018-01-31	150,000	中国银泰投资有限公司 赣州发展投资控股集团有限 责任公司
河南	中原资产管理有限公司	2015-08-31	500,000	河南省财政厅
河南	河南资产管理有限公司	2017-08-08	500,000	河南投资集团有限公司
辽宁	辽宁省国有资产经营有限公司	2006-03-23	100,000	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	100,000	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	500,000	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	150,000	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	450,851	陕西省人民政府国资委
青海	昆朋青海资产管理股份有限公司	2016-06-17	100,000	杭州汇通华源投资合伙企业 (有限合伙)

省份	公司名称	成立日期	注册资本(万元)	主要股东/出资人
黑龙江	黑龙江省嘉实龙昇金 融资产管理有限公司	2016-06-13	100,000	嘉实嘉业投资管理(天津)有限 公司
黑龙江	黑龙江国瑞金融资产 管理有限公司	2017-07-07	100,000	国投资产管理有限公司
湖南	湖南省财信资产管理 有限公司	2015-12-31	300,000	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	300,000	湖南湘江新区发展集团有限公司
河北	河北省资产管理有限 公司	2015-11-24	100,000	河北建设投资集团有限责任公司
新疆	新疆金投资产管理股 份有限公司	2017-08-29	100,000	申万宏源集团股份有限公司
浙江	浙江省浙商资产管理 有限公司	2013-08-06	601,800	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	300,000	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	100,000	宁波市金融控股有限公司
湖北	湖北省资产管理有限 公司	2015-02-16	300,000	湖北省宏泰国有资本投资运营集团 有限公司

省份	公司名称	成立日期	注册资本(万元)	主要股东/出资人
湖北	湖北天乾资产管理有 限公司	2016-12-12	272,179	武汉天盈投资集团有限公司
甘肃	甘肃资产管理有限 公司	2016-03-24	200,000	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	100,000	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	150,000	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	160,000	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	195,000	兴业国信资产管理有限公司
西藏	海德资产管理有限 公司	2016-07-04	472,127	海南海德实业股份有限公司
海南	海南联合资产管理 有限公司	2003-07-18	103,367	海南省政府国资委
海南	海南新创建资产管理 股份有限公司	2019-12-16	100,000	新创建资产管理(中国)有限公司 荟悦有限公司 逸威资本有限公司

参考文献: [1] 吴跃等. 中国金融不良资产市场调查报告(2021)[R].中国金融出版社,2021-04. [2] 浙江省浙商资产管理有限公司. 2020年中国不良资产行业研究报告 [3] 中债资信. 2020年银行间信贷资产证券化市场运行报告 [4] Rachel Deitch. An Argument for Regulating Debt Buyers Under the Fair Debt Collection Practices Act [J]. 25 Geo. J. Poverty Law & Pol'y 407 (2018). [5] 中国银保监会.中国影子银行报告(2020)《金融监管研究》2020年第11期. [6] 何德旭,李超. 如何化解房地产企业债务风险 [J].财经,2020,602(25).

- [7] 郑智等.[M].2020中国资产管理行业发展报告, 人民大学国家发展与战略研究院.
- [8] 中国人民银行金融稳定分析小组.[R]. 中国金融稳定报告(2020),21-28,96-98.
- [9] 陆序生.REITs的国际经验、国内实践与建议[J].区域金融研究,2019(08):14-20.
- [10] 中国人民银行金融稳定分析小组.[R]. 中国金融稳定报告(2018),120-126.
- [11] 魏伟,陈骁,张明.中国金融系统性风险:主要来源、防范路径与潜在影响[J].国际经济评 论,2018(03):125-150+7.
- [12] 叶新阶. 基于市场主体的中国房地产金融风险处置研究[D].中国社会科学院研究生院,2017.



联系我们

姜昆

普华永道中国金融业审计市场主管合伙人

电话: +86 (10) 6533 2342

邮箱: jillson.jiang@cn.pwc.com

胡静

普华永道中国金融服务合伙人

电话: +86 (10) 6533 5109

邮箱: jing.hu@cn.pwc.com

张红蕾

普华永道中国金融服务合伙人

电话: +86 (10) 6533 7883

邮箱: belinda.h.zhang@cn.pwc.com

陈进展

普华永道中国金融服务合伙人

电话: +86 (10) 6533 7837

邮箱: alfred.chen@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。 © 2021 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。