

# 不良资产证券化和批量转让分析及未来建议

欧阳睿 王姝琦 裴帅军 于会涛

**摘要：**国际成熟市场早在金融危机时期便开始采用不良资产证券化等模式处置商业银行不良资产，国内虽然发展较晚，但不良资产证券化及批量转让<sup>1</sup>两种方式相辅相成，成为目前商业银行处理不良资产的重要手段之一。然而，国内当前仍面临不良资产证券化发行主体相对有限、批量转让模式下资产包定价合理性有待提升等挑战。本文建议在有效需求背景下，可进一步扩大不良资产证券化试点范围；引入第三方专业机构提供更为合理、客观的现金流预测及估值，利于提高定价准确性；同时，持续拓宽不良资产投资人范围，共同推动不良资产证券化及批量转让市场健康发展。

## 一、研究背景

在国际金融危机背景下，全球成熟市场催生了多种不良资产处理方法，除传统处置模式外，不良资产证券化应运而生。其中，美国重组信托公司（RTC<sup>2</sup>）于1991年发行首单以房地产相关不良贷款为基础资产的不良资产支持证券，欧洲各国及日韩等国家陆续引入资产证券化模式作为不良资产的重要处置方式之一。国内商业银行借鉴国际经验，于2016年开始不良资产证券化试点工作，国内不良资产支持证券自此迎来一定发展。

近几年，在宏观经济复苏平稳缓慢、国内有效需求不足、企业和个人信用风险持续上升的背景下，商业银行等金融机构不良资产处置压力持续增加，带动不良资产证券化和批量转让模式处置不良资产规模大幅增加，2023年，两种方式处置不良资产的规模分别达2442.24亿元和1193.70亿元<sup>3</sup>，成为商业银行处理不良资产的重要手段。本研究基于国际经验，分析国内资产证券化和批量转让的不良资产处置模式，以期为行业发展提供参考建议。

## 二、不良资产处置的国际经验

美国是不良资产证券化产品最大发行国。上世纪80年代在“储贷危机”背景下，RTC通过公开拍卖与暗箱投标、股本合作、证券化、签订资产管理合同等手段，在5年左右的时间里集中处置4206亿美元不良资产。1991年，RTC通过资产证券化方式成功出售14亿美元的房地产相关不良贷款，开启资产证券化模

<sup>1</sup>银行业信贷资产登记流转中心（以下简称“银登中心”）的批量转让包括个人不良贷款批量转让业务、单户对公不良贷款转让业务和对公不良资产批量转让业务。本文内容所涉及的批量转让业务主要指个人不良贷款批量转让业务。

<sup>2</sup> RTC是FDIC下属的一个机构，专门负责接管与处置破产银行与储贷机构的不良资产。

<sup>3</sup> 资产证券化不良资产处置规模为基础资产的未偿本金余额合计，批量转让不良资产处置规模为实际成交资产包的未偿本息费余额合计。

式处置不良资产；近几年，VOLT 系列不良资产证券化成为美国市场上的一个典型例子，该系列由 Lone Star Funds 选择一系列不良贷款，包括住宅或商业房地产贷款，以及其他类型的不良债务，通过组合一个资产池发行证券，2014 年到 2020 年 6 月底，VOLT 系列共发行了 51 单不良资产支持证券。从发起机构看，存款保险公司（FDIC）与 RTC、商业银行和资产管理公司成为美国市场主流的不良资产支持证券发起机构。从估值机构看，估值及资产定价是不良资产处置重要环节，美国市场参与不良资产处置的估值机构包括国际三大评级机构、其他评级机构、专业资产评估公司、投资银行、咨询公司、第三方评估服务提供商等。

日韩及欧洲国家相继引入不良证券化手段。日本在 1991 年经济泡沫破裂后，商业银行不良贷款和其他坏账增至 80 多亿美元，在此背景下，日本政府成立整理回收机构（RCC），负责收购不良资产，并发行首单以不良住宅贷款为底层资产的不良资产支持证券；韩国通过成立韩国资产管理公司(KAMCO)集中处置不良资产，并发行证券化产品；意大利借鉴美国成功经验，在 1997—2003 年期间成功发行 32 单不良资产支持证券，发行额达 98.4 亿欧元，成为当时全球第二大不良资产证券化市场，并且在 2016 年建立政府担保机制“GACS”，对优先级证券进行担保。在不良资产证券化的处置作用下，意大利银行业不良率从 2015 年 17.1% 的高峰持续下降，到 2020 年 3 月银行业不良率已经下降至 6.9%。欧洲其他国家也逐渐开始探索不良资产证券化这一新兴领域。据统计，2015—2022 年期间，欧盟不良贷款交易总额约为 7900 亿欧元，而同期不良资产证券化交易约为 2050 亿欧元。

### 三、不良资产处置的国内实践

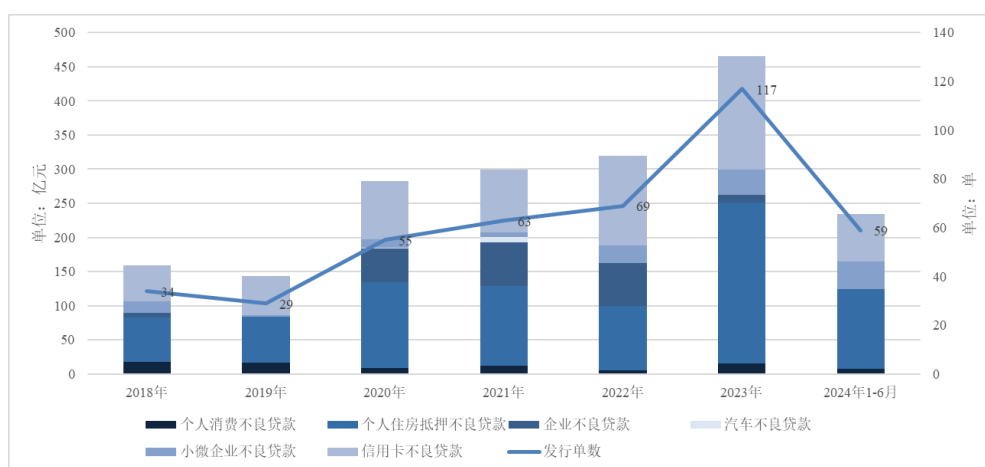
从国内不良资产处置历程看，20 世纪 90 年代，政府成立 AMC 以集中收购和处置不良资产；2012 年以后，经济结构调整和增速放缓导致不良贷款问题加剧，政府推出不良资产证券化和批量转让作为新的处置手段，之后受疫情冲击以及后疫情时期国内经济复苏缓慢影响，金融体系内不良资产规模持续增长，不良资产证券化和批量转让市场规模快速扩张，成为处置不良资产的重要方式之一。

#### 1、不良资产证券化及批量转让发展现状

国内不良资产证券化最早可追溯到 2003 年，中国信达与德意志银行合作开展了第一个不良资产证券化项目。2005—2008 年期间，国内开始资产证券化试

点工作，期间共发行四单不良资产支持证券。2016年2月，在银行业不良贷款余额及不良率持续“双升”背景下，监管明确重启不良资产证券化业务试点，并出台相关信息披露指引，国内不良资产证券化相关政策制度不断完善。2018—2023年，不良资产证券化发行市场增速较快，6年间发行单数及规模的年均复合增长率分别为35.39%、23.77%。发起机构主要为大型商业银行，基础资产涉及不良类的工商企业贷款、信用卡消费贷款、小微企业贷款、汽车贷款和个人住房按揭贷款等，其中以信用类不良贷款为主。

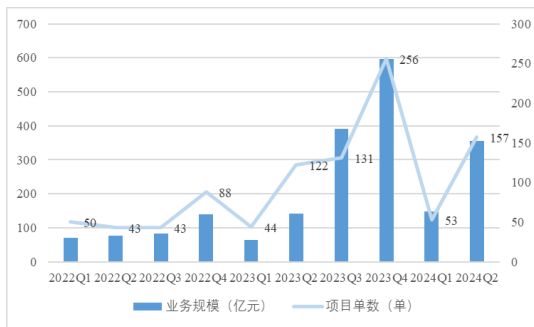
图表1 2018-2024年6月NPL产品发行总额及单数



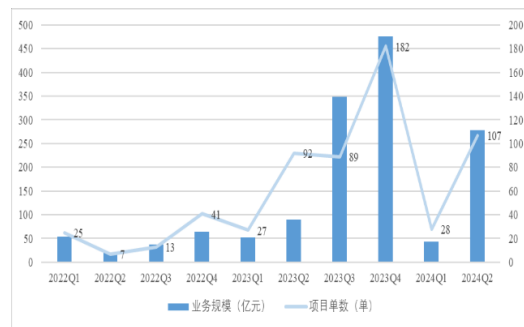
数据来源：wind

2021年，原中国银保监会办公厅发布了《关于开展不良贷款转让试点工作的通知》（银保监办便函〔2021〕26号），开始个人不良贷款批量转让试点，首批试点包括6家国有控股大型银行和12家全国性股份制银行；2022年底，第二批试点将范围扩大至国家开发银行、进出口银行、农业发展银行以及信托公司、消费金融公司、汽车金融公司、金融租赁公司及部分城市商业银行和农村中小银行机构。2023年，批量转让市场共成交553单项目，处置不良资产规模达1193.70亿元，同比分别增加1.47倍和2.23倍，其中，个人不良贷款批量转让业务共成交390单，成交规模达965.30亿元，同比分别增加3.53倍和4.49倍，个人不良贷款批量转让业务的重要性持续提升，市场规模快速增加。

图表2 2022-2024Q2 不良贷款转让总成交情况



图表3 个人不良贷款批量转让业务成交统计



数据来源：银登中心官网公开披露，联合资信整理

## 2、不良资产证券化与批量转让的特征

商业银行等金融机构通过资产证券化与批量转让均可实现不良资产出表，释放风险资本，优化表内资产结构，以降低经营风险。与此同时，两者在发起机构范围、资产组包特征以及催收管理等方面存在明显差异，二者互为补充，更好地满足了金融机构多元化的不良资产处置诉求。

**发起机构范围有所不同。**不良资产支持证券的发起机构需通过资质审批并获取额度，主要为大型商业银行；批量转让市场的出让方类型相对更加丰富，包括中小商业银行、消费金融公司、汽车金融公司和信托公司等多类机构，可以有效帮助不具备不良资产支持证券发行资质的金融机构拓宽处置渠道。

**资产组包各具特色。**不良资产支持证券的发起机构为提高处置效率，通常会以几千到几万笔不等的大规模资产包作为基础资产，一次性处置大量不良贷款，以实现规模效益，同时满足投资人对经济效益的要求；批量转让方式下资产转让方通常会根据投资机构的不同需求，进行定制化组包，提供地域相对集中、规模较小的资产包，以通过灵活多样的组包方式满足投资机构差异化的需求。

**催收管理差异明显。**在不良资产证券化项目中，发起机构通常作为贷款服务机构继续对资产包进行催收管理，发起机构具备信息优势和稳定的催收政策，此外，不良资产证券化项目中贷款服务机构超额奖励服务费的设置，也有利于提升回收效果。在批量转让方式下，出让方则以“卖断”的形式将不良资产包转让给受让方，由受让方全权承担后续的催收管理工作，受让方在与借款人协商还款等方面拥有更多的自主选择权，可采取本金减免、分期支付等更加灵活的催收政策。

## 四、不良资产证券化和批量转让的困境与解决措施

### 1、不良资产证券化发行主体相对有限，试点范围仍待扩大

目前，纳入国内不良资产证券化试点范围的金融机构仅有 20 余家，包括六大国有银行、大部分股份制商业银行和少量城商行以及农商行，众多中小银行不具备发行资格。在经济下行与信用环境恶化的双重压力下，这些中小银行正遭遇资产质量下滑及不良资产处置难度加大的挑战。随着不良资产比例的攀升，银行需相应提升拨备计提额度，这一举措虽旨在增强风险抵御能力，却也直接削减了银行的可用资本，进而可能对资本充足率构成压力，并削弱银行的运营效能与未来发展潜力。此外，拨备计提还占用了宝贵的银行资金，对于财务资源本就有限且资本补充渠道狭窄的中小银行而言，不良资产的增加无疑进一步加剧了其流动性紧张的状况。但中小银行目前仍以自主清收、债权转让和呆账核销等传统方式为主处置不良资产，处置渠道相对有限且处置效率较低，不能满足当前中小银行快速有效地管理和处置不良资产的需求。

为解决中小银行的不良资产处置问题，有必要扩大试点范围，将更多中小银行纳入。国内可以通过资本充足率、风险管理、信息披露、人才储备、业务流程和市场信誉等多个维度制定监管规定，确定银行是否具备发行不良资产支持证券的资质。同时，国内可参考国际成熟市场的监管要求，根据国内金融体系建设和商业银行经营的实际情况，出台具体的监管要求，将符合相关监管规定的中小银行纳入不良资产支持证券试点范围，为中小银行提供更有效的不良资产处置渠道。

## 2、批量转让模式下资产包定价合理性有待提升

不良资产证券化和批量转让模式的本质均是出售资产包，资产定价是关键。在资产转让过程中，资产出让方或资产受让方通常会聘请第三方估值机构对不良资产包未来现金流进行估计，并作为资产定价的依据。国内不良资产证券化自 2016 年至今，已经历 9 年多的发展，随着相关参与机构经验不断积累，信息披露不断完善及估值与资产定价的回溯检验，基础资产包估值合理性不断提升。从信用卡不良资产支持证券二级市场交易情况看<sup>4</sup>，2021 年至今，次级证券二级市场交易溢价率在不断降低，由 2021 年集中在 0%-20%之间降至 2024 年集中在 0%-10%之间，一定程度上体现了资产包估值合理性有所提升。

图表 4 信用卡不良贷款资产支持证券次级证券二级交易数据

溢价率	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—10 月
(-10%,0%]	2.09%	3.33%	0.38%	0.00%

<sup>4</sup> 计算时选取次级档本金尚未兑付的二级市场交易数据进行统计。

(0%,10%]	43.60%	61.39%	59.69%	83.92%
(10%,20%]	51.57%	35.27%	39.18%	16.08%
(20%,30%]	2.73%	0.00%	0.74%	0.00%

注：溢价率根据交易净价计算，交易金额计算占比，起息日作为年度划分

数据来源：wind

与不良资产证券化不同，批量转让自 2021 年开始，发展时间较短，资产转让过程中存在信息披露有限、信息不对称、数据积累不足等问题，同时，由于资产包通常地域集中、笔数少、不良龄偏高且以信用贷款为主等，估值波动性更大，不确定性更高，批量转让受让方对资产包进行合理定价难度较高。基于此，在批量转让过程中引入第三方估值机构，能够有效降低信息不对称等带来的交易成本，促进不良资产批量转让市场健康有序发展。

## 五、发展建议

### 1、不良资产证券化需求方有待进一步拓宽

不良资产证券化的发起机构主要为试点范围内的大型商业银行，众多中小银行及其他金融机构并不具备发行资质。中小银行资产以小微贷款、个人消费及经营贷款为主，这些客户群体受经济环境影响较大，受信用风险持续上升影响，不良资产增速较快，其自身风险化解能力相对较弱，不良资产处置渠道相对狭窄；持牌消费金融机构资产特征与中小银行类似，客群或更加下沉，同样面临不良资产快速增长及处置压力。未来，监管部门可根据国内金融系统建设和商业银行经营的实际情况，制定相对标准化的要求，将符合要求的金融机构纳入不良资产支持证券的试点范围。若中小银行及持牌消费金融机构获得不良资产证券化试点，将有利于其快速高效处理不良资产，减轻不良资产压力。

### 2、第三方机构估值的专业性，有利于定价准确性，提高不良资产交易活跃度

信息不对称是影响不良资产处置中买卖双方决策的主要因素，买卖双方对不良资产包了解程度的差异将导致其对资产包定价产生偏差，从而阻碍不良资产证券化和批量转让市场的发展。外部独立的第三方专业估值机构基于其数据储备及数据处理精细化、专业现金流分析能力等，可以为不良资产包提供更为客观准确的资产包分析及现金流预测，从而有效缓释信息不对称对资产定价的影响，定价准确性提升，将有利于提高不良资产交易的活跃度。

### 3、不良资产投资人范围有待进一步拓展

国内不良资产证券化产品中，优先级证券的投资人以商业银行为主。2024 年

1月1日起,《商业银行资本管理办法》(以下简称“资本新规”)正式实施,对不良资产支持证券的风险权重要求提高,特别是AAA<sub>sf</sub>级别的证券,风险权重从20%增加到至少100%,这也意味着投资AAA<sub>sf</sub>等级不良资产支持证券占用的风险资本上升了4倍,极大影响商业银行投资人持有成本。面临当前政策调整,拓宽公募基金等非银金融机构投资人范围是不良资产处置持续健康发展的必要环节,政策的执行将驱动更多非银投资人参与不良资产证券化,提升市场的流动性和活跃度。此外,2023年11月起实施的《非银金融机构行政许可事项实施办法》中进一步放宽了境外机构入股AMC的准入条件,或将吸引更多的境外资金进入国内不良资产处置市场。非银金融机构及境外投资机构的加入,将有利于不良资产处置市场长期稳定发展。