2017:
中国金融不良资产
市场调查报告

中国东方资产管理股份有限公司
CHINA ORIENT ASSET MANAGEMENT CO.,LTD.

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**5+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、每月汇总**500+**份当月重磅报告

（增值服务）

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。

《2017：中国金融不良资产市场调查报告》课题组

组　　长：吴　跃

协 调 人：秦　斌

执笔人员：罗伟忠、谢莉莉、吕鑫（业务管理一部），
陈松威、李思维（博士后）

前　　言

今年是中国东方连续第十年发布《中国金融不良资产市场调查报告》。十年，这是一种坚持，也是一种责任，更是我们坚守不良资产主业的担当！

不良资产问题社会关注度高。不良资产市场决定了处置的效率，不良贷款规模影响着银行业的稳健经营，不良贷款比率关系到国家的金融安全。因而，上至国家领导、下至普通百姓，对不良资产问题都比较敏感。

就不良资产市场而言，经过近二十年的发展，我国已经形成了四大国有控股资产管理公司为先导、地方资产管理公司快速发展、民营不良资产经营机构大量涌现的新形势。四大国有控股资产管理公司凭借专业经验、全牌照协同、完善的网络和雄厚的资本实力，在不良资产市场占据主导地位；地方资产管理公司依托当地政府资源，在特定区域、特定客户的业务拓展方面拥有优势，成为不良资产市场的重要竞争者；民营不良资产经营机构（含外资），因其业务范围的局限性，目前主要充当资金提供者、收购合作方和处置服务商等角色，但数量众多，是不良资产市场不可或缺的组成部分。

为盘活金融业不良资产，增强抵御风险能力，主管、监管部门于2012年允许各省级人民政府设立一家资产管理公司；去年十月，监管部门放宽限制，允许确有意愿的省级人民政府增设一家地方资产管理公司。更加充分的竞争、更加专业的经营机构和更加开放的准入，造就了更有效率的不良资产市场。近几年，伴随不良资产市场规模的持续攀升，各类投资者争相进入，纷纷参股地方资产管理公司或与其开展战略合作。如中国东方就相继参股了安徽国厚金融资产管理有限公司和宁波金融资产管理股份有限公司，并与苏州资产管理有限公司签订了战略合作协议。以此为基础，我们积极推进与地方政府在金融不良资产业务、资产经营管理、产业投资并购、基金合作平台、综合金融业务等多领域开展全方位、深层次的合作；积极参与地方重大工程、技改项目和战略性新兴产业的创新发展，以实际行动服务和支持实体经济的发展，助推地方经济转型升级。

就不良贷款规模而言，目前我国银行业存量不良贷款规模依然较大，未来变动趋势取决于宏观经济环境与政策的变化。当前，全球经济逐步复苏，主要发达国家复苏总体延续，部分新兴经济体仍面临挑战；我国经济金融运行总体平稳，主要经济指标呈现出持续稳中向好的态势，但面临的形势错综复杂，短期内经济趋稳的力量和下行的压力并存；国际金融市场风险隐患依然存在，一些国家的货币政策和财政政策调整形成的风险外溢效应，有可能对我国金融安全形成外部冲击，引发不良贷款规模在中短期内出现反弹。

政策方面，货币政策在经过多年的量化宽松之后，目前全球已经到达了本次周期的尾部，其政策局限性也正被越来越多的人所认同。今年以来，我国进入金融周期下半场，信贷扩张增速趋势性下行、利率中枢有上行趋势，我国银行业或许将面临不再宽松的货币环境。若货币政策转向，银行业信贷资产质量将受到不利影响，关注类贷款向不良贷款迁徙的比率在经历短暂平静期后可能再次抬头。从银行业角度看，由于业绩增速下滑，迫于利润考核和问责机制的约束，银行业倾向于以时间换空间，通过风险缓释手段，平滑不良贷款规模的增长。两者作用相抵，不良贷款总体规模应可控制在能够接受的水平。

就不良率而言，经过近几年的温和上升，目前稳定在 1.7% 左右，虽不是国际最优水平，但仍处于世界较低水平，2017 年第一季度该指标低于世界平均水平 2.16 个百分点，仅高于北美地区 0.71 个百分点，表明我国金融风险处于可控范围。考虑到一季度我国经济运行稳中向好，预计金融行业“去杠杆”政策应不会很快终止，“去产能”、“去库存”等结构性改革仍将向纵深推进，这在一定程度上助推银行业不良贷款率的上升。但“去杠杆”的同时也改善了企业的资产负债结构，降低了企业的信用违约概率，从而引导银行业不良贷款率走低。两者作用相抵，我国银行业总体不良贷款率预计不会出现大幅波动。

从不良率波动趋势看，去年下半年开始有企稳迹象，似乎“触顶”并“稳中趋降”。一是不良贷款率、不良贷款净生成率下降；二是逾期率与不良贷款率之间出现负剪刀差，不良贷款迁徙率下降；三是关注类贷款余额及占比“双降”，不良率似乎到了调头向下的拐点。然而，实证研究发现，不良率仍存在进一步攀升的隐忧：一是基准利率增速若提高，不良贷款率增速会相应提升；二是人民币汇率增速若提高，不良率

增速也将提升；三是银行拨备覆盖率增速若下降，不良贷款率将提高；四是城镇化率增速若降低，不良贷款率也将提高。上述四个指标作用方向不尽相同，但近期总体推升不良率的可能性依然存在。此外，“一行三会”近期出台了一系列监管政策，穿透非银等信用中介，银行业须依据实际风险敞口还原真实的资本充足率，增加了资本消耗，使得银行业资本充足率变得不再那么富余。信贷扩张的空间因而受到制约，通过做大分母稀释不良率的路径已经越走越窄。综合看，我国银行业不良贷款率当下见顶并出现向下拐点的概率并不很高，不排除阶段性下探之后，中期仍将稳中有升。

总之，不良资产市场、不良贷款规模和不良贷款率，关系到国家的金融安全。在国际国内经济下行压力因素综合影响下，我国金融发展面临着不少风险和挑战。我们宁可要把形势估计得严峻一些，把困难考虑得充分一些，把措施准备得周全一些。正如习近平总书记在主持中共中央政治局第四十次集体学习时强调的那样，“对存在的金融风险点，我们一定要胸中有数，增强风险防范意识，未雨绸缪，密切监测，准确预判，有效防范，不忽视一个风险，不放过一个隐患”。

中国东方生而肩负防范和化解金融风险的责任。我们将牢记使命，不忘初心，坚守不良资产主业，充分运用旗下银行、证券、保险、信托、租赁、评级等多种金融工具，为防范和化解金融风险，维护国家金融安全再立新功！

吴 跃

中国东方资产管理股份有限公司董事长

二〇一七年七月

目　录

研究方法 1

一、受访者情况和问卷内容 1
二、抽样方法、调查时间和问询形式 1
三、问卷审核 2
四、分析方法 2

第一部分　宏观形势整体判断 3

一、对宏观经济形势与政策的判断 3
二、对不良资产市场形势的判断 12
三、对不良资产处置环境的判断 21
四、小结 23

第二部分　商业银行观点 25

一、宏观经济与政策对银行信贷质量的影响 25
二、商业银行面临的主要风险 30
三、银行不良贷款供应规模、资产类别和预期价格 40
四、银行处置不良资产的方式与手段 47
五、小结 52

第三部分　资产管理公司观点 54

一、受访资产管理公司概况 54
二、作为供给方的业务前景 56

三、作为需求方的市场状况 65
四、资产管理公司业务方向的思考 71
五、对资产管理公司整体发展的思考 76
六、地方资产管理公司 80
七、小结 84

第四部分　不良资产市场趋势预测 87

一、宏观经济金融形势分析 87
二、我国商业银行不良贷款现状 93
三、商业银行不良贷款影响因素研究 100
四、我国商业银行不良贷款趋势预测 107
五、不良率之辩：见顶还是筑底 113
六、小 结 115

第五部分　本轮债转股：现状与未来 117

一、本轮债转股的提出 117
二、债转股的实施情况 122
三、债转股的模式 128
四、债转股面临的困境 132
五、政策建议 136
六、小结 139

声　明 141

研究方法

本项研究延续了上年的做法，主要采取了问卷抽样调查和数据分析的实证研究方法，在此基础上作了定性分析。通过抽样调查，收集了不良资产市场主要参与者商业银行和资产公司对 2017 年金融不良资产市场的看法和判断；通过数据挖掘和实证分析，探寻中国不良资产市场的运行规律。

一、受访者情况和问卷内容

本次调查的对象为中国不良资产市场的主要供给方和一级市场需求方，即商业银行、资产管理公司。商业银行包括国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行以及外资银行，它们是中国不良资产一级市场的主要供给者。资产管理公司则包括华融、长城、东方和信达四家金融资产管理公司，以及地方资产管理公司，它们是中国不良资产一级市场的主要需求者，也是不良资产二级市场的供给者之一。

本次调查根据两类受访者的不同作用和角色设计了两类问卷，每类问卷分为两个部分。

第一部分是共同部分，主要调查宏观经济的总体走势以及宏观调控政策措施对不良资产市场的影响、不良资产市场总体趋势和不良资产市场的经营环境，总计 26 个问题。第二部分内容为针对不同受访者的专题部分。商业银行专题部分主要涉及新增信贷的风险预测、2017 年商业银行信贷情况以及信贷风险情况预测、不良资产市场情况等，总计 39 个问题。资产管理公司专题部分主要涉及 2017 年不良资产收购业务、处置业务的预期以及对资产管理公司转型的思考等，含 45 个问题。每个问题下的选项从 3~7 个不等，选题方式全部为单选。

二、抽样方法、调查时间和问询形式

本次调查依然采用非随机抽样的方法进行方案设计。此调查属于非随机抽样中的独立控制的配额抽样。配额抽样是将总体中的所有单位按照一定的标志分为若干个组，然后在每个组中利用便利抽样的方法选取样本单位。本研究

中将商业银行、资产管理公司分别作为一个组。样本抽选在每一个组内独立进行，每个组中采用随机抽样的方法抽取样本。在选取样本时也考虑到地域因素，尽量使样本可以均匀地分布在不同的区域。

本次调查时间集中于 2017 年 4 月 21 日至 5 月 5 日。采用的调查形式是将问卷通过电子邮件的形式发送给受访者，受访者填写后在规定的时间内回复。

三、问卷审核

问卷回收后，我们对每份问卷进行了审核，对有漏填、错填及未按要求填写的问卷，及时与受访者联系，由其修改完整后寄回；不符合要求而又无法修改完整的答卷，做废卷处理，不予采用。最终得到有效问卷 221 份，其中商业银行 111 份、资产管理公司 110 份。回收的两类有效问卷数量在统计学上均属于大样本，具有较强的可信度与统计分析意义。

四、分析方法

本研究报告采用分析软件 SPSS、MATLAB、Eviews、EXCEL 和 STATA 进行数据处理和作图，将定量研究和定性研究相结合，具体方法有描述性统计分析、比较分析以及其他计量分析方法。

第一部分 宏观形势整体判断

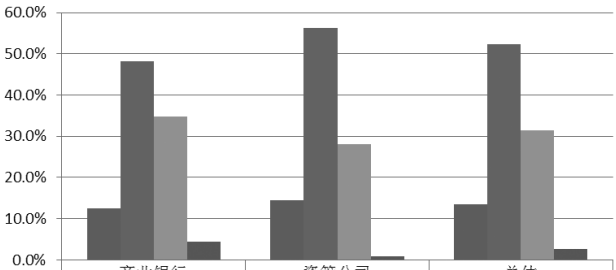
本部分针对宏观经济形势与政策、不良资产处置形势、不良资产处置环境等进行分析，以反映商业银行和资产管理公司两类受访者对 2017 年经济的思考和判断。

一、对宏观经济形势与政策的判断

（一）经济增长率：预期6.5%～6.7%

全部调查统计结果显示，52.3% 的受访者认为 2017 年中国经济增长率会处于 6.5% ～ 6.7% 之间，31.5% 的受访者认为增长率在 6.7% ～ 7% 之间，13.5% 的受访者认为增长率会低于 6.5%，2.7% 的受访者认为增长率在 7% 以上。商业银行受访者更为乐观，认为增长率在 6.7% ～ 7%、7% 以上的分别占 34.8% 和 4.5%，资管公司受访者中持有上述判断的只占 28.2% 和 0.9%。

图 1-1 受访者对 2017 年我国经济增长率的判断



	商业银行	资管公司	总体
A6.5%以下	12.5%	14.5%	13.5%
B6.5%-6.7%	48.2%	56.4%	52.3%
C6.7%-7%	34.8%	28.2%	31.5%
D7%以上	4.5%	0.9%	2.7%

从 2017 年第一季度数据看，GDP 同比增长 6.9%，创下 2015 年 9 月以来的最大涨幅。其中第三产业仍是经济增长的主要动力，贡献率高达 61.8%，拉动经济增长 4.3 个百分点；第二产业、第一产业的贡献率为 36.1% 和 2.1%，分别拉动了 2.5、0.1 个百分点。这一增长态势得益于“三驾马车”的全力拉动，

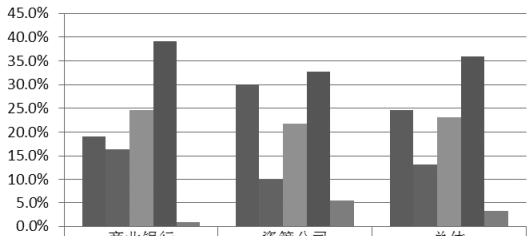
一是消费的作用增强，随着居民收入增长，国内消费结构转型升级步伐加快，一些新的消费模式涌现并带动了新动能的成长；二是企业信心增强，尤其是工业企业，生产投资不断加快；三是剔除价格因素后的出口贡献转负为正，货物和服务贸易净出口的贡献率达到 4.2%。对于未来三个季度，在一系列稳增长政策合力下，积极因素仍会持续，但一些制约因素也不容忽视。例如房地产投资受调控政策影响，可能会出现冲高回落；出口也可能因中美之间的新一轮贸易谈判面临一定程度的不确定性。

总体看，我们预计 2017 年 GDP 同比增长 6.5% ～ 6.8% 之间，能够实现年度 6.5% 的预期经济增长目标，同时，GDP 增长会呈现出“前高后低”态势。

（二）主要宏观经济风险：企业债务风险

全部调查统计结果显示，35.9% 的受访者认为企业债务风险是 2017 年主要宏观经济风险，24.5% 的受访者认为产业结构失衡、23.2% 的受访者认为房地产市场风险、13.2% 的受访者认为地方政府性债务是主要经济风险，只有 3.2% 的受访者认为全球经济波动是影响国内经济的主要风险。其中，来自资管公司的受访者更重视企业债务风险和产业结构失衡（30%），来自商业银行的受访者则强调企业债务风险和房地产市场风险（24.5%）的外部冲击。

图 1-2 受访者对 2017 年我国主要宏观经济风险的判断



	商业银行	资管公司	总体
A产业结构失衡	19.1%	30.0%	24.5%
B地方政府性债务风险	16.4%	10.0%	13.2%
C房地产市场	24.5%	21.8%	23.2%
D企业债务风险	39.1%	32.7%	35.9%
E全球经济波动	0.9%	5.5%	3.2%

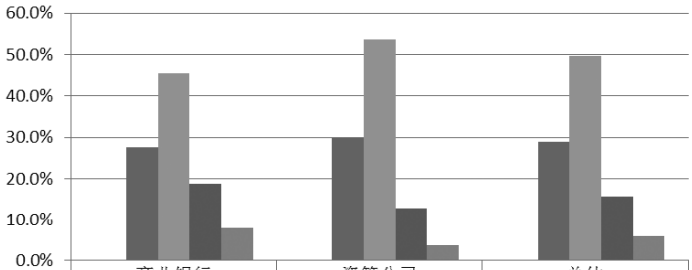
目前，债务问题已经成为国内经济运行的主要风险因素，表现之一企业债务规模较大，且融资成本较高；之二债务违约日趋频繁，在流动性偏紧趋势下，打破刚性兑付已经成为债券市场的共识，信用债违约事件将会陆续出现；

之三去产能力度不断加大，除了煤炭、钢铁、水泥，汽车、石墨烯等行业的落后产能也被纳入去产能行列，大量僵尸企业有待退出，短期冲击明显。总体看，2017 年我国企业债务风险仍将处于可控状态，但需要被密切关注，尤其在债务偿还能力和负面冲击抵御能力方面。

（三）预期居民消费价格涨幅：2.0%～2.5%

全部调查统计结果显示，49.5% 的受访者认为 2017 年我国居民消费价格涨幅处于 2.0% ～ 2.5% 之间，28.8% 的受访者认为处于 1.5% ～ 2.0%，15.8% 的受访者认为处于 2.5% ～ 3.0%，5.9% 的受访者认为居民消费价格涨幅会突破 3.0%，没有受访者认为涨幅会低于 1.5%。从群体差异看，26.8% 的商业银行受访者认为居民消费价格涨幅会超过 2.5%，而持有同样判断的资管公司受访者只占 16.3%。

图 1-3 受访者对 2017 年居民消费价格涨幅的判断



	商业银行	资管公司	总体
A1.5%以下	0.0%	0.0%	0.0%
B1.5%-2.0%	27.7%	30.0%	28.8%
C2.0%-2.5%	45.5%	53.6%	49.5%
D2.5%-3.0%	18.8%	12.7%	15.8%
E3%以上	8.0%	3.6%	5.9%

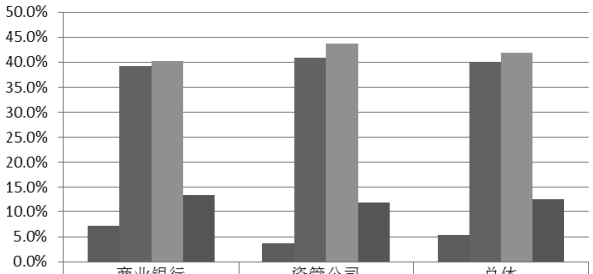
2017 年一季度全国居民消费价格总水平同比上涨 1.4%，其中 3 月份同比上涨 0.9%，环比下降 0.3%，扣除食品和能源的核心 CPI 同比增长 2%，物价水平保持平稳态势。食品尤其是鲜菜和猪肉的价格跌幅扩大是影响 CPI 环比下降的主要原因，房租价格回落也是 CPI 维持低位的重要原因。预计年内菜价、猪肉价格跌幅会逐步收窄，但对 CPI 的拉升作用比较有限；房租价格在密集的房地产调控政策下，也难有较大涨幅，房租之外的劳动服务类价格会延续上涨态势。综合考虑上述因素，预计全年 CPI 将同比增长 2.5% 左右。

（四）新增人民币贷款：13～15万亿元

全部调查统计结果显示，41.9% 的受访者认为 2017 年新增人民币贷款规模为 13 ～ 15 万亿元，40.1% 的受访者认为新增规模处于 11 ～ 13 万亿元之间，12.6% 的受访者认为新增规模会超过 15 万亿元，5.4% 的受访者认为新增规模会低于 11 万亿元。从不同群体看，商业银行受访者与资管公司受访者的总体判断比较类似。

2017 年 1 ～ 3 月新增人民币贷款分别为 2.03 万亿元、1.17 万亿元、1.02 万亿元，除 2 月份外，均未达到预期值，一季度新增人民币贷款 4.22 万亿元，同比少增加了 8.4%。2017 年 M2 全年目标设定为 12%，人民银行会继续保持稳健中性的货币政策，在整体流动性稳健的情况下，大幅调整利率或存款准备金率的可能性较小，预计 2017 年新增人民币贷款规模处于 13 ～ 15 万亿元之间，并有望再创历史新高。

图 1-4 受访者对 2017 年新增人民币贷款规模的判断

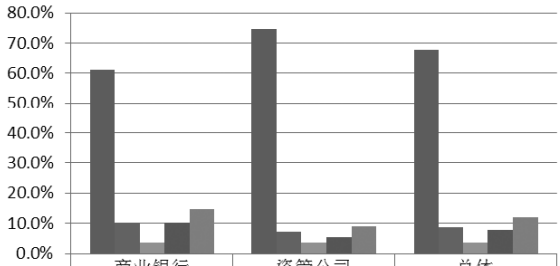


	商业银行	资管公司	总体
A11万亿以下	7.1%	3.6%	5.4%
B11万亿-13万亿	39.3%	40.9%	40.1%
C13万亿-15万亿	40.2%	43.6%	41.9%
D15万亿以上	13.4%	11.8%	12.6%

（五）供给侧结构性改革成败的决定性因素：产业结构优化升级

全部调查统计数据显示，67.9% 的受访者认为产业结构优化升级是 2017 年供给侧结构性改革效果的决定性因素，11.9% 的受访者认为收入结构及消费观念转变是决定因素，8.7% 的受访者认为决定因素是科技创新，7.8% 的受访者认为融资渠道多元化是决定因素，还有 3.7% 的受访者认为新型城镇化将是决定供给侧结构性改革的关键因素。

图 1-5 受访者对 2017 年供给侧结构性改革成败决定因素的判断



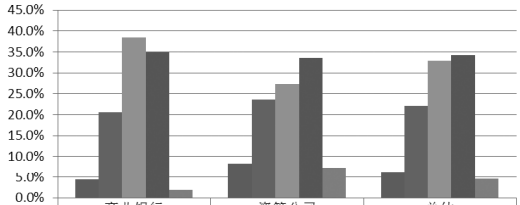
	商业银行	资管公司	总体
A产业结构优化升级	61.1%	74.5%	67.9%
B科技创新	10.2%	7.3%	8.7%
C新型城镇化	3.7%	3.6%	3.7%
D融资渠道多元化	10.2%	5.5%	7.8%
E收入结构及消费观念转变	14.8%	9.1%	11.9%

供给端不适应需求结构的变化是供给侧结构性改革的缘起，例如无效和低端供给过多、有效和中高端供给不足等，其反映的是我国产业结构已经滞后于经济形势的发展，一方面传统产业尤其是第二产业“大而不强”，处于价值链的低端，产品结构也不合理，技术含量低、附加值小的产能相对过剩；另一方面第三产业尤其是现代服务业发展滞后，养老、医疗、环保等领域的供给严重不足。因此，供给侧结构性改革的重中之重是优化产业结构，推动传统产业转型升级和技术改造，同时培育信息技术、高端装备、新能源、生物医药、智能制造和机器人等新兴产业，使旧、新增长点形成强大的合力。

（六）预期年内调整准备金率的次数：或提高一次

全部调查统计数据显示，34.2% 的受访者认为年内人民银行会提高存款准备金率一次，32.9% 的受访者认为准备金率会维持不变，22.1% 的受访者认为人民银行会降低准备金率一次，6.3% 的受访者认为会降低准备金率两次以上，还有 4.5% 的受访者认为央行会提高两次以上准备金率。两类机构受访者的总体判断差异较大，其中商业银行受访者更倾向于认为准备金率会维持不变（38.4%），或者提高一次（34.8%）；资管公司受访者的判断比较分散，认为提高一次、维持不变、降低一次的占比分别为 33.6%、27.3% 和 23.6%。

图 1- 6 受访者对 2017 年调整准备金率次数的判断



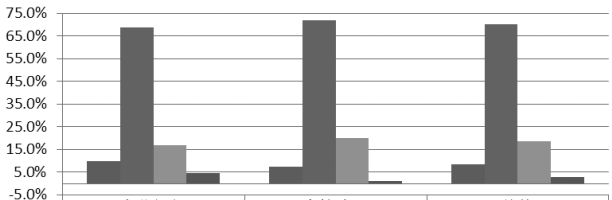
	商业银行	资管公司	总体
A降准2次以上	4.5%	8.2%	6.3%
B降准1次	20.5%	23.6%	22.1%
C维持不变	38.4%	27.3%	32.9%
D提高1次	34.8%	33.6%	34.2%
E提高2次以上	1.8%	7.3%	4.5%

2016 年，央行实施一次全面降准，并进一步完善平均法考核存款准备金。截至 2016 年末，大型存款类金融机构准备金率维持在 16.5%，中小型存款类金融机构准备金率维持在 13%。进入 2017 年，央行对全面降准的使用依然比较谨慎，更多地通过 SLF、MLF、逆回购等公开市场政策工具调节流动性，目前公开市场操作投放基础货币的规模逐渐下降，央行开启了实质意义上的“缩表”，预计 2017 年至多会提高 1 次准备金率。

（七）预期固定资产投资增幅：7%～9%

全部调查统计数据显示，70.3% 的受访者认为 2017 年固定资产投资增幅会处于 7% ～ 9%，18.5% 的受访者认为会处于 9% ～ 12%，8.6% 的受访者认为增幅会低于 7%，还有 2.7% 的受访者认为增幅会超过 12%。两类受访者的总体判断比较一致，但商业银行受访者中持有乐观、悲观态度的比重更大，分别为 4.5%、9.8%，高于资管公司受访者的 0.9% 和 7.3%。

图 1-7 受访者对 2017 年固定资产投资增幅的判断



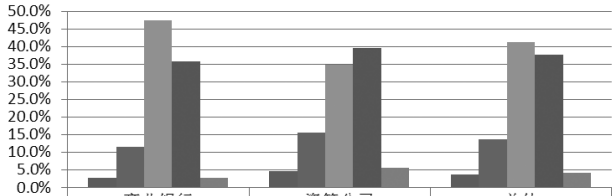
	商业银行	资管公司	总体
A7%以下	9.8%	7.3%	8.6%
B7%-9%	68.8%	71.8%	70.3%
C9%-12%	17.0%	20.0%	18.5%
D12%以上	4.5%	0.9%	2.7%

2016 年我国固定资产投资增长 8.1%，同比下降了 1.9 个百分点，创 1999 年以来新低。进入 2017 年，许多省份启动新一轮重大项目投资计划，涵盖轨道交通、电信基础设施、民用航空、重大水利等基建投资，新开工项目快速增长，投资资金供给也将略有好转，民间投资在经历 2016 年放缓之后，也将呈现出积极性改善，加之新的投资热点不断涌现，预计年内固定资产投资将平稳增长，增长率在 8.5% 左右。

（八）预期年内调整利率次数：维持不变，但加息预期增强

全部调查统计数据显示，41.2% 的受访者认为 2017 年人民银行不会调整利率，37.6% 的受访者认为会提高一次，13.6% 的受访者认为会降低一次，4.1% 的受访者认为会提高两次以上，还有 3.6% 的受访者认为会降低两次以上。两类机构受访者的总体判断存在明显差异，其中资管公司受访者更倾向于央行会提高一次利率（39.4%），之后是维持不变（34.9%），商业银行受访者则相反，认为提高一次、维持不变的占比分别为 35.7%、47.3%。

图 1-8 受访者对 2017 年调整利率次数的判断



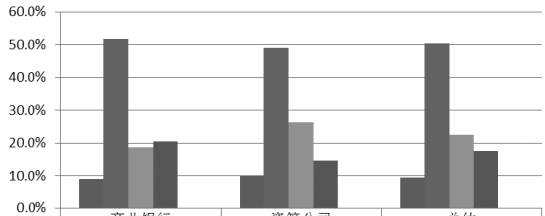
	商业银行	资管公司	总体
A降低2次以上	2.7%	4.6%	3.6%
B降低1次	11.6%	15.6%	13.6%
C维持不变	47.3%	34.9%	41.2%
D提高1次	35.7%	39.4%	37.6%
E提高2次以上	2.7%	5.5%	4.1%

自 2015 年 10 月至今，人民银行一直未调整存、贷款基准利率，一年期存、贷款基准利率分别为 1.5% 和 4.35%，若考虑通货膨胀因素，实际利率水平处于较低水平。2017 年央行保持稳健中性的货币政策，对调整利率的态度会比较谨慎。但长期维持的低利率环境，不仅会加大经济滞胀的风险，也不利于去杠杆、以及产业结构优化升级，因此，随着实体经济趋稳，小幅加息预期将不断增强。

（九）人民币兑美元汇率走势：预期贬值0～5%

全部调查统计数据显示，50.5% 的受访者认为 2017 年人民币兑美元汇率会贬值 0 ～ 5%，22.5% 的受访者认为会基本不变，17.6% 的受访者认为会升值 0 ～ 5%，9.5% 的受访者认为会贬值 5% 以上，没有受访者认为人民币兑美元汇率会升值 5% 以上。两类机构受访者的总体判断比较一致，但商业银行受访者中看涨人民币的人更多（20.5%），高于资管公司的 14.5%。

图 1-9 受访者对 2017 年人民币兑美元汇率走势的判断



	商业银行	资管公司	总体
A贬值5%以上	8.9%	10.0%	9.5%
B贬值0-5%	51.8%	49.1%	50.5%
C基本不变	18.8%	26.4%	22.5%
D升值0-5%	20.5%	14.5%	17.6%
E升值5%以上	0.0%	0.0%	0.0%

2016 年末人民币对美元中间价相对年初贬值 6.83%，而美元指数却只升值了 4%，这意味着，在“收盘价 + 篮子货币”汇率形成机制下，人民币汇率与美元指数关系并未形成对称的变动关系。随着美国经济逐渐复苏，美元也将会重新成为强势货币，但受全球需求不振影响，美联储可能不会快速加息，但美元将趋势性上涨，人民币存在贬值预期，但预计贬值幅度不大，在 0 ～ 5% 之间。

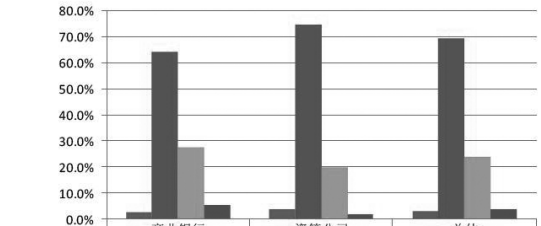
（十）上证综指：3000～3500点

全部调查统计数据显示，69.4% 的受访者认为 2017 年上证综指会处于 3000 ～ 3500 点之间，23.9% 的受访者认为会处于 3500 ～ 4000 点，3.6% 的受访者认为会超过 4000 点，还有 3.2% 的受访者认为会低于 3000 点。两类受访者对这一问题的总体判断比较一致。

2016 年末我国上证综指收于 3103.64 点，累计下跌 12.3%。进入 2017 年，股票价格波动依然较大，但在新三板、IPO 改革、打击资本市场乱象等一系列政策合力下，市场普遍对 A 股行情持乐观态度。但资本市场改革仍未完成，法制建设也不会一蹴而就，A 股市场将会呈现波动上涨行情，预计年内上证综

指将于 3000 ～ 3500 点之间波动。

图 1-10 受访者对 2017 年上证综指的判断

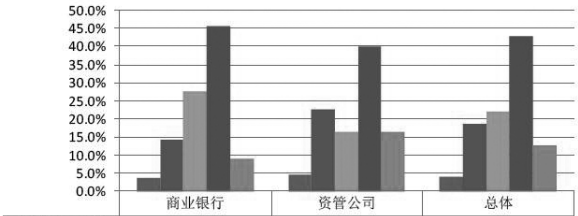


	商业银行	资管公司	总体
A3000点以下	2.7%	3.6%	3.2%
B3000-3500点	64.3%	74.5%	69.4%
C3500-4000点	27.7%	20.0%	23.9%
D4000点以上	5.4%	1.8%	3.6%

（十一）我国一二线城市房价（新建住宅商品房）走势：上涨 0～10%

全部调查统计数据显示，42.8% 的受访者认为 2017 年我国一二线城市房价将会上涨 0 ～ 10%，22.1% 的受访者认为会基本不变，18.5% 的受访者认为会下降 0 ～ 10%，12.6% 的受访者认为会上涨 10% 以上，还有 4.1% 的受访者认为会下跌 10% 以上。两类受访者的总体判断差别不大，但商业银行受访者中认为下跌的比重较小（17.9%），低于资管公司的 27.2%。

图 1-11 受访者对 2017 年一二线城市房价走势的判断



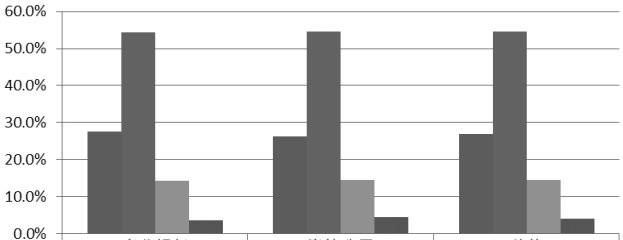
	商业银行	资管公司	总体
A下跌10%以上	3.6%	4.5%	4.1%
B下跌0-10%	14.3%	22.7%	18.5%
C基本不变	27.7%	16.4%	22.1%
D上涨0-10%	45.5%	40.0%	42.8%
E上涨10%以上	8.9%	16.4%	12.6%

房地产去库存是 2017 年中央重点推进工作之一，但同时，北京、上海等城市自“317”开始也启动了新一轮住房调控政策，包括限贷限购、增加土地供应等，央行宽松货币政策也逐渐接近尾声，在此背景下，房地产价格上涨幅度将可能会收窄。按照国家统计局数据，3 月份 15 个一线和热点二线城市新建商品住宅价格同比涨幅全部回落。目前银行已经大幅度提高住房抵押贷款利率，随着房地产调控政策的有序落实，调控效果也将逐渐显现，预计年内一二线城市房价涨幅处于 0 ～ 10%。

（十二）美联储加息次数：预期2次

全部调查统计数据显示，54.5% 的受访者认为 2017 年美联储会加息 2 次，27% 的受访者认为会加息 1 次，14.4% 的受访者认为会加息 3 次，还有 4.1% 的受访者认为会加息 3 次以上。两类机构受访者的总体判断比较一致。

图 1-12 受访者对 2017 年美联储加息次数的判断



	商业银行	资管公司	总体
A1次	27.7%	26.4%	27.0%
B2次	54.5%	54.5%	54.5%
C3次	14.3%	14.5%	14.4%
D3次以上	3.6%	4.5%	4.1%

按照美联储 2016 年 12 月会议，预计 2017 年将会有 3 次加息，3 月，美联储将基准联邦基金利率目标区间调高 0.25 个百分点，至 0.75%-1% 区间；6 月，美联储又提高 0.25 个百分点，至 1%-1.25%，并预计会在经济表现符合预期时继续上调利率。美联储已经实行货币政策正常化，从目前通货膨胀走势、就业和失业率数据、制造业复苏情况看，除了 6 月加息外，美联储年内再加息 1 次的可能性较大。

二、对不良资产市场形势的判断

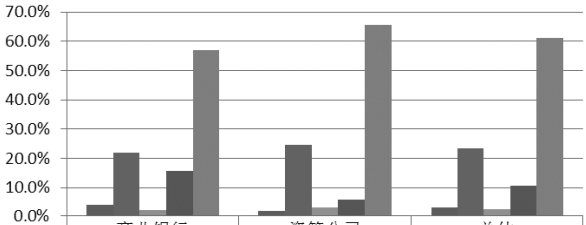
（一）本轮不良资产迅速增长的主要原因：企业骗贷行为

全部调查统计数据显示，61.2% 的受访者认为企业骗贷行为是本轮不良资

产迅速增长的主要原因，23.3% 的受访者认为经济结构调整是主要原因，10.5% 的受访者认为金融机构风险控制薄弱是主要原因，2.7% 的受访者认为行政干预是主要原因，还有 2.3% 的受访者认为银行过度竞争是主要原因。两类机构受访者的总体判断比较一致。

此轮不良资产周期主要由市场因素造成，既有国际经济复苏缓慢、国内经济“三期叠加”等宏观因素，也包括金融机构经营政策、风险偏好等微观因素，但归根结底，源于企业等债务人的违约行为。这一判断与 2016 年调查问卷结果差异较大，彼时 83.2% 的受访者认为经济结构调整是造成不良资产规模快速增加的主要原因，只有 1% 的受访者认为企业骗贷行为是主要原因。从宏观因素到微观视角的转变，反映了受访者对惩治失信行为的关切和期待。

图 1-13 受访者对本轮不良资产迅速增长主要原因的判断

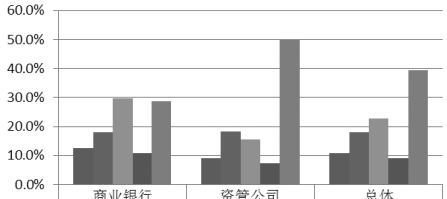


	商业银行	资管公司	总体
A行政干预	3.7%	1.8%	2.7%
B经济结构调整	22.0%	24.5%	23.3%
C银行过度竞争	1.8%	2.7%	2.3%
D金融机构风控薄弱	15.6%	5.5%	10.5%
E企业骗贷行为	56.9%	65.5%	61.2%

（二）预期银行业不良贷款走势：双升

全部调查统计数据显示，39.4% 的受访者认为 2017 年银行业不良贷款余额、不良贷款率“双升”，22.6% 的受访者认为会基本持平，18.1% 的受访者认为不良贷款余额会上升、不良贷款率会下降，10.9% 的受访者认为会“双降”，还有 9% 的受访者认为不良贷款余额会下降、不良贷款率会上升。两类机构受访者的总体判断差异明显，其中 50% 的资管公司受访者认为不良贷款会双升，而商业银行受访者中持有相同观点的人只占 28.8%，他们更倾向于认为不良贷款会“基本持平”（29.7%）。

图 1-14 受访者对 2017 年银行业不良贷款走势的判断



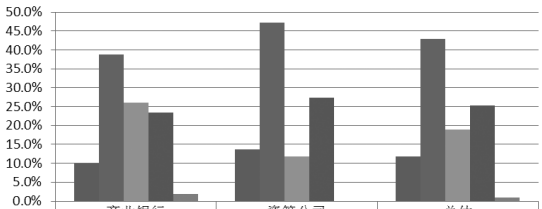
	商业银行	资管公司	总体
A双降	12.6%	9.1%	10.9%
B不良额上升、不良率下降	18.0%	18.2%	18.1%
C基本持平	29.7%	15.5%	22.6%
D不良额下降、不良率上升	10.8%	7.3%	9.0%
E双升	28.8%	50.0%	39.4%

2017 年一季度不良贷款余额 15795 亿元，较年初增加 673 亿元；不良贷款率为 1.74%，与年初持平。这反映出商业银行信用风险压力有所减小，但考虑到不良贷款增量仍然较大，并且贷款规模快速增长也是稀释不良贷款率的重要因素，短期内不良贷款增长局面仍难以扭转，预计 2017 年不良贷款余额、不良贷款率均会进一步上升。

（三）未来3～5年银行业不良资产走势：缓慢上升

全部调查统计数据显示，43% 的受访者认为未来 3 ～ 5 年银行业不良资产会缓慢上升，25.3% 的受访者认为会缓慢下降，19% 的受访者认为会基本稳定，11.8% 的受访者认为会加速上升，还有 0.9% 的受访者认为会加速下降。其中，资管公司受访者更为悲观，认为缓慢上升和加速上升的占比合计达 60.9%，认为加速下降的为零。

图 1-15 受访者对未来 3-5 年银行业不良资产走势的判断



	商业银行	资管公司	总体
A加速上升	9.9%	13.6%	11.8%
B缓慢上升	38.7%	47.3%	43.0%
C基本稳定	26.1%	11.8%	19.0%
D缓慢下降	23.4%	27.3%	25.3%
E加速下降	1.8%	0.0%	0.9%

2017 年一季度，商业银行关注类贷款占比为 3.77%，环比下降了 0.1 个百

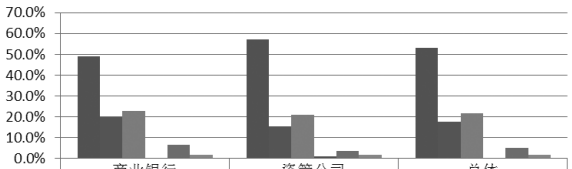
分点，但仍处于较高位置。按照 2016 年上市银行数据，关注类贷款的迁徙率高达 34.94%，表明关注类转为不良贷款的速度有所加快，这也使商业银行面临较大的潜在风险压力。与此同时，商业银行处置和核销不良资产的能力也受到诸多制约，尽管不良资产证券化、债转股、地方资产管理公司扩容等拓宽了不良资产处置渠道，但具体效果显现仍需时日，且在“L 型”经济走势下，不良资产处置难度较大。预计未来 3 ～ 5 年银行业不良资产会缓慢上升。

（四）银行不良贷款的主要来源：制造业

全部调查统计数据显示，53.2% 的受访者认为 2017 年银行不良贷款主要来源于制造业，21.8% 的受访者认为来自于房地产行业，17.6% 的受访者认为主要来源是批发零售业，5.1% 的受访者认为来源于采矿业，1.9% 的受访者认为来源于建筑业，还有 0.5% 的受访者认为来源是农林牧渔业。两类机构受访者的判断比较一致。

制造行业是银行信贷的主要流向，但由于总体产能过剩、缺乏创新，也成为银行信用风险的主要来源。根据分行业披露不良贷款率的 10 家上市银行数据，2016 年制造业的不良贷款约 3000 亿元，批发零售业不良贷款约 2300 亿元。目前产业结构调整不断深化，产能过剩行业的信用风险将逐步显现，而信息技术等也将不断冲击制造业、批发零售业等传统行业，我们预计制造业仍将是 2017 年不良贷款的主要来源。

图 1-16 受访者对 2017 年银行不良贷款主要来源的判断

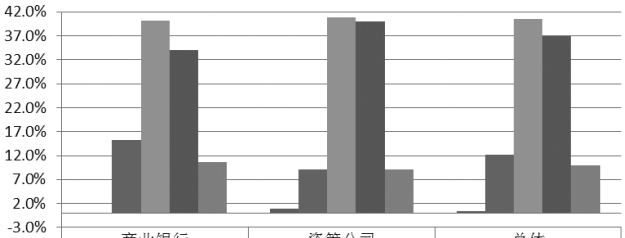


	商业银行	资管公司	总体
A制造业	49.1%	57.3%	53.2%
B批发零售业	19.8%	15.5%	17.6%
C房地产行业	22.6%	20.9%	21.8%
D农林牧渔业	0.0%	0.9%	0.5%
E采矿业	6.6%	3.6%	5.1%
F建筑业	1.9%	1.8%	1.9%

（五）2017年导致银行贷款损失超出其承受能力的房价下跌幅度：20%～30%

全部调查统计数据显示，40.5% 的受访者认为 2017 年房价下跌 20% ～ 30% 便会导致贷款损失超出银行承受能力，36.9% 的受访者认为房价下跌 30% ～ 40% 会使银行面临类似困境，12.2% 的受访者认为房价下跌 10% ～ 20% 便会出现上述情况，9.9% 的受访者认为房价下跌 40% 以上才会冲击银行损失承受能力，还有 0.5% 的受访者认为房价下跌不超过 10% 就会导致银行贷款损失超出承受能力。两类机构受访者的总体判断较为类似。

图 1-17 受访者对 2017 年导致银行贷款损失超出其承受能力的房价下跌幅度的判断



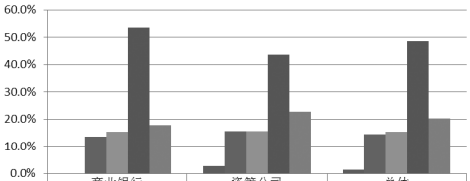
	商业银行	资管公司	总体
A10%以下	0.0%	0.9%	0.5%
B10%-20%	15.2%	9.1%	12.2%
C20%-30%	40.2%	40.9%	40.5%
D30%-40%	33.9%	40.0%	36.9%
E40%以上	10.7%	9.1%	9.9%

在 2016 年新增贷款中，约 45% 为房地产抵押贷款，由于大多数购房者都已支付 30% ～ 50%、甚至 70% 的首付资金，在不出现系统性经济金融风险的情况下，购房者终止还款的可能性都比较低，因而房地产抵押贷款的风险相对可控。随着“317”新政效果逐渐显现，银行开始调整一二线城市的房地产贷款规模，我们预计房价下跌幅度达到 20% ～ 30% 时，银行贷款损失将首次超出其承受能力，这与 2016 年的判断一致。

（六）2017年商业银行不良贷款处置规模：小幅增加

全部调查统计数据显示，48.6% 的受访者认为 2017 年商业银行不良贷款处置规模会小幅增加，20.3% 的受访者认为会大幅增加，15.3% 的受访者认为会基本持平，14.4% 的受访者认为会小幅减少，还有 1.4% 的受访者认为会大幅减少。两类机构受访者的总体判断比较一致，但资管公司受访者的分化更为明显，2.7% 认为会大幅减少，同时 22.7% 认为会大幅增加，而商业银行受访者持有这两类观点的占比只有 0 和 17.9%。

图 1-18 受访者对 2017 年商业银行不良资产处置规模的判断



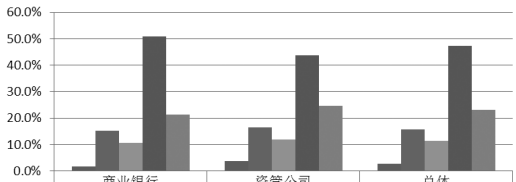
	商业银行	资管公司	总体
A大幅减少	0.0%	2.7%	1.4%
B小幅减少	13.4%	15.5%	14.4%
C持平	15.2%	15.5%	15.3%
D小幅增加	53.6%	43.6%	48.6%
E大幅增加	17.9%	22.7%	20.3%

2017 年一季度银行不良贷款环比增加 673 亿元，同比少增加 504 亿元，反映了商业银行在处置不良贷款方面的努力和成果。但囿于较大的不良贷款存量、以及缓慢增长的潜在不良贷款，商业银行仍面临着严峻的不良贷款形势。2016 年债转股工具被重新启用，五家大型商业银行先后成立专业子公司实施债转股，到了 2017 年，一些股份制银行也进入这一市场。无论从不良资产处置意愿还是处置工具看，商业银行处置不良贷款的规模都将小幅增加。

（七）2017年四家资产管理公司收购不良资产规模：小幅增加

全部调查统计数据显示，47.3% 的受访者认为 2017 年四家资产管理公司收购不良资产的规模会小幅增加，23% 的受访者认为会大幅增加，15.8% 的受访者认为会小幅减少，11.3% 的受访者认为会基本持平，还有 2.7% 的受访者认为会大幅减少。两类机构受访者的总体判断较为一致，但资管公司受访者的分化更为明显，20% 认为会小幅减少或大幅减少，同时 24.5% 认为会大幅增加，商业银行受访者持有上述判断的占比分别为 17% 和 21.4%。

图 1-19 受访者对 2017 年四家资产管理公司收购不良资产规模情况的判断



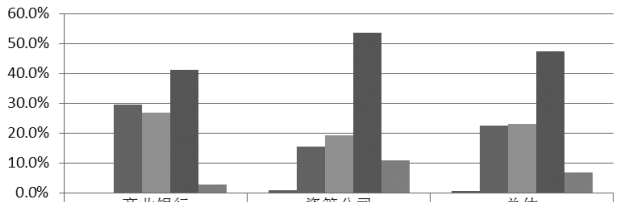
	商业银行	资管公司	总体
A大幅减少	1.8%	3.6%	2.7%
B小幅减少	15.2%	16.4%	15.8%
C持平	10.7%	11.8%	11.3%
D小幅增加	50.9%	43.6%	47.3%
E大幅增加	21.4%	24.5%	23.0%

2016 年，我国银行业卖出不良资产包 5130 亿元，四大资产管理公司占据了其中 90% 的份额。进入 2017 年，不良资产规模将持续攀升，受经营范围限制，银行处置不良资产的方式比较有限，尽管地方资产管理公司已经大幅扩容，但四家资产管理公司仍拥有绝对优势。四大 AMC 确立了增强“主业”的发展方向，预计今年处置不良资产的规模将小幅上升。

（八）2017年不良资产价格走势：小幅上涨

全部调查统计数据显示，47.3% 的受访者认为 2017 年不良资产价格会小幅上涨，23% 的受访者认为会基本持平，22.5% 的受访者认为会小幅下跌，6.8% 的受访者认为会大幅上涨，还有 0.5% 的受访者认为会大幅下跌。两类机构受访者的总体判断较为类似，但资管公司受访者的意见更为一致，53.6% 认为不良资产价格会小幅上涨，商业银行受访者持有该观点的只有 41.1%；同时，认为小幅下降、基本持平的商业银行受访者占比分别达 29.5%、26.8%。

图 1-20 受访者对 2017 年不良资产价格走势的判断



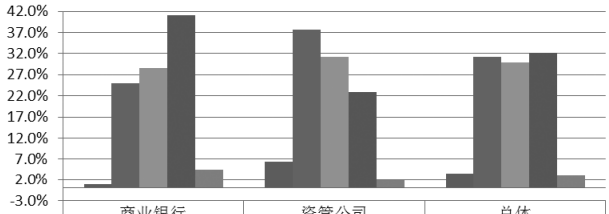
	商业银行	资管公司	总体
A大幅下跌	0.0%	0.9%	0.5%
B小幅下跌	29.5%	15.5%	22.5%
C持平	26.8%	19.1%	23.0%
D小幅上涨	41.1%	53.6%	47.3%
E大幅上涨	2.7%	10.9%	6.8%

不良资产定价方法有很多种，包括账面价值法、市场定价法、协商定价法等，与上一轮不良资产周期不同，此轮不良资产处置中的定价方法更加市场化。从供给方面看，随着“三期叠加”、供给侧结构性改革深化等，不良资产存量及增长幅度依然较大，但商业银行自身的处置能力有所提升，存在一定的“惜售”心理。从需求方面看，我国形成了以四家资产管理公司为主、地方资产管理公司为辅，民营资产管理公司、投行、私募基金、产业基金等多方参与的格局，市场竞争程度明显提高。总体看，2017 年不良资产价格将会小幅上涨。

（九）2017年不良资产处置的预期收益率：小幅上涨

全部调查统计数据显示，32.1% 的受访者认为 2017 年不良资产处置的预期收益率会小幅上涨，31.2% 的受访者认为会小幅下跌，29.9% 的受访者认为会基本持平，3.6% 的受访者认为会大幅下跌，还有 3.2% 的受访者认为会大幅上涨。两类机构受访者的判断存在明显差异，其中，资管公司受访者倾向于认为预期收益率会小幅下跌（37.6%）或持平（31.2%），而商业银行受访者更多地认为会小幅上涨（41.1%）或持平（28.6%）。

图 1-21 受访者对 2017 年不良资产处置收益率的判断



	商业银行	资管公司	总体
A大幅下跌	0.9%	6.4%	3.6%
B小幅下跌	25.0%	37.6%	31.2%
C持平	28.6%	31.2%	29.9%
D小幅上涨	41.1%	22.9%	32.1%
E大幅上涨	4.5%	1.8%	3.2%

在此轮不良资产周期中，商业银行的处置能力和意愿有了显著提高，在不良资产定价中的话语权也有一定提升，不良资产处置的预期收益率小幅看涨；不良资产处置市场的竞争程度不断提高，资管公司获取不良资产包的成本有所提升，囿于宏观经济形势，不良资产的处置难度也有所加大，能够获取的收益率小幅下跌。总体看，国内不良资产处置市场仍有较大的发展空间，预计 2017 不良资产处置的预期收益率会小幅上涨。

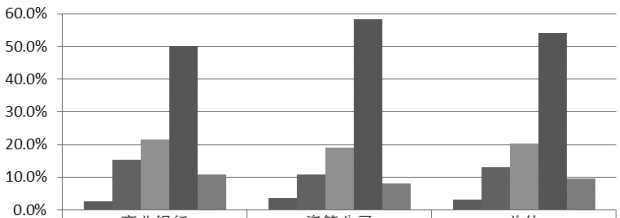
（十）2017年不良资产二级市场的投资机会：小幅增加

全部调研统计数据显示，54.1% 的受访者认为 2017 年不良资产二级市场的投资机会将小幅增加，20.3% 的受访者认为投资机会基本持平，13.1% 的受访者认为会小幅减少，9.5% 的受访者认为会大幅增加，还有 3.2% 的受访者认为会大幅减少。两类机构受访者的总体判断基本一致，对 2017 年不良资产处置都表现出谨慎乐观态度。

基于前文分析，2017 年不良贷款余额、不良贷款率仍将会“双升”，不良资产处置规模小幅提高，不良资产价格及不良资产处置的预期收益率也将小

幅增加。因此，我们预计 2017 年不良资产二级市场的投资机会也将小幅增加。

图 1-22 受访者对 2017 年不良资产二级市场投资机会的判断

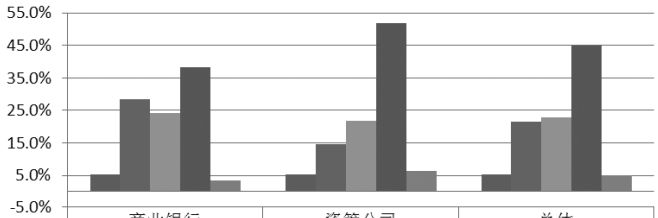


	商业银行	资管公司	总体
A大幅减少	2.7%	3.6%	3.2%
B小幅减少	15.2%	10.9%	13.1%
C持平	21.4%	19.1%	20.3%
D小幅增加	50.0%	58.2%	54.1%
E大幅增加	10.7%	8.2%	9.5%

（十一）2017年不良资产市场投资者：趋于活跃

全部调查统计数据显示，45% 的受访者认为 2017 年不良资产市场投资者将趋于活跃，23% 的受访者认为投资者意愿一般，21.6% 的受访者认为会相对谨慎，5.4% 的受访者认为会非常谨慎，5% 的受访者认为会非常活跃。两类机构受访者的总体判断较为类似，但资管公司受访者更为乐观，51.8% 认为投资者会趋于活跃，6.4% 认为会非常活跃，而商业银行受访者中持有这一观点的占比分别为 38.4% 和 3.6%。

图 1-23 受访者对 2017 年不良资产市场投资者行为的判断



	商业银行	资管公司	总体
A非常谨慎	5.4%	5.5%	5.4%
B相对谨慎	28.6%	14.5%	21.6%
C一般	24.1%	21.8%	23.0%
D趋于活跃	38.4%	51.8%	45.0%
E非常活跃	3.6%	6.4%	5.0%

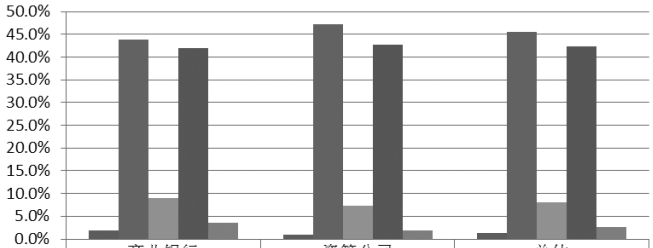
随着信息技术的快速发展，参与主体也与时俱进、通过“互联网 +”处置不良资产，这既丰富了可供投资者选择的金融产品，也使不良资产投资者群体更加多元化。随着二级市场投资机会的增加，市场投资者作为“逐利者”的投资行为也将趋于活跃。

三、对不良资产处置环境的判断

（一）2017年信用环境对不良资产处置的影响：偏负面

全部调查统计数据显示，45.5% 的受访者认为 2017 年信用环境对不良资产处置的影响偏向负面，42.3% 的受访者认为会偏向正面，8.1% 的受访者认为对不良资产处置没有影响，2.7% 的受访者认为影响会非常正面，还有 1.4% 的受访者认为影响会非常负面。两类机构受访者的总体判断较为一致，持有偏负面态度的受访者占比略高于持有偏正面态度的受访者占比，但均高于 40%，反映了市场对信用环境的态度分化较大。

图 1-24 受访者就 2017 年信用环境对不良资产处置影响的判断



	商业银行	资管公司	总体
A非常负面	1.8%	0.9%	1.4%
B偏负面	43.8%	47.3%	45.5%
C没有影响	8.9%	7.3%	8.1%
D偏正面	42.0%	42.7%	42.3%
E非常正面	3.6%	1.8%	2.7%

与 2016 年数据相比，受访者对信用环境的总体预期有所好转但仍然相对悲观，认为信用环境对不良资产处置影响偏负面的占比从 59.9% 下降到 45.5%，偏正面的占比从 25.9% 上升至 42.3%。这反映了我国社会信用体系建设取得了显著成就，但由于是系统性工程，优化信用环境、防范信用缺失等无法在短期内完成，对不良资产处置的影响也将经历一个缓慢的转变过程，我们预

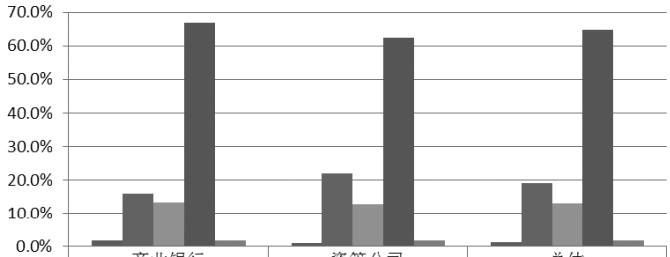
计 2017 年区域信用环境的影响仍将是偏负面。

（二）2017年法律环境对不良资产处置的影响：略显有利

全部调查统计数据显示，64.7% 的受访者认为 2017 年法律环境对不良资产处置略显有利，19% 的受访者认为会略显不利，13.1% 的受访者认为对不良资产处置没有影响，1.8% 的受访者认为会非常有利，还有 1.4% 的受访者认为会非常不利。两类机构受访者的总体判断比较一致，反映了市场对健全法律环境的乐观态度。

近年来，政府围绕不良资产处置出台多项文件，丰富了不良资产处置规章制度体系。2016 年 10 月，国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，启动市场化债转股工作；2017 年 5 月，银监会、国土资源部联合发布《关于金融资产管理公司等机构业务经营中不动产抵押权登记若干问题的通知》，对不良资产业务中面临的抵押权登记难题、降低不良资产业务交易成本、提高风险防范和安全保障能力具有积极的促进作用。日趋完善的法律环境将有助于不良资产处置。

图 1-25 受访者就 2017 年法律环境对不良资产处置影响的判断

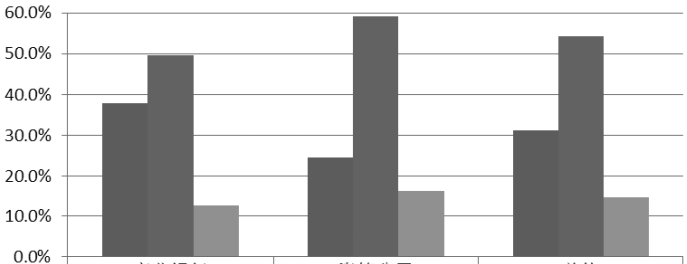


	商业银行	资管公司	总体
A非常不利	1.8%	0.9%	1.4%
B略显不利	16.1%	22.0%	19.0%
C没有影响	13.4%	12.8%	13.1%
D略显有利	67.0%	62.4%	64.7%
E非常有利	1.8%	1.8%	1.8%

（三）2017年地方政府在不良资产处置中的作用：保持稳定

全部调查统计数据显示，54.3% 的受访者认为 2017 年地方政府在不良资产处置中的作用会保持稳定，31.2% 的受访者认为作用会显著加强，14.5% 的受访者认为作用会明显减弱。两类机构受访者的总体判断比较一致。

图 1-26 受访者就 2017 年地方政府对不良资产处置作用的判断



	商业银行	资管公司	总体
A显著加强	37.8%	24.5%	31.2%
B保持稳定	49.5%	59.1%	54.3%
C明显减弱	12.6%	16.4%	14.5%

地方政府对不良资产处置的影响包括三个方面，一是地方融资平台、地方国企的信用风险影响不良资产规模；二是地方政府行政干预会阻碍不良资产处置；三是成立地方资产管理公司，协调、推动乃至购买不良资产包。预计地方政府对不良资产处置的影响将保持稳定。

四、小结

基于对调查问卷的统计数据，本文分析了商业银行和资产管理公司对 2017 年宏观经济、金融不良资产市场的理解和研判，从中可以形成如下结论。

从宏观经济形势与政策来看：预期 2017 年我国 GDP 增长速度为 6.5% ～ 6.8% 之间，并呈现出“前高后低”态势；预期居民消费价格涨幅在 2.5% 左右；企业债务风险目前处于可控状态，但将成为宏观经济中的主要风险；新增人民币贷款规模将达 13 ～ 15 万亿元，并有望再创历史新高；产业结构优化升级将是决定供给侧结构性改革成败的关键因素；预期 2017 年人民银行最多会提高一次存款准备金率，并可能维持存贷款基准利率不变；固定资产投资将平稳增长，增幅在 8.5% 左右；预期人民币兑美元汇率将贬值 0 ～ 5%，上证综指将在 3000 ～ 3500 点之间波动；随着“317”房地产调控效果逐渐显现，预期一二线城市房价将会上涨 0 ～ 10%；美联储已经实行货币政策正常化，预期年内将会再次加息 1 次。

从不良资产市场形势来看：预期 2017 年不良贷款余额、不良贷款率会进一步“双升”，未来 3 ～ 5 年银行业不良资产也会缓慢上升；企业骗贷行为将

成为不良资产迅速增长的主要原因，制造业将成为银行不良贷款的主要来源；当大中城市房价下跌 20% ～ 30% 时，银行贷款损失将超出其承受能力；面对严峻的不良贷款形势，商业银行处置不良贷款的规模将会小幅增加，四家资产管理公司收购不良资产的规模也将小幅增加；预期 2017 年不良资产处置价格、处置预期收益率将会小幅上涨，不良资产二级市场的投资机会将小幅增加，不良资产市场投资者也将趋于活跃。

从不良资产处置环境来看：优化信用环境、防范信用缺失将经历一个缓慢的转变过程，预期 2017 年信用环境对不良资产处置的影响仍将是偏负面；近年政府出台多项不良资产处置相关文件，法律环境的逐步完善将对不良资产处置略微有利；预期地方政府对不良资产处置的影响将保持稳定。

第二部分 商业银行观点

2017 年，金融系统去杠杆、防风险力度加大。监管部门要求金融回归本位，服务实体经济，从而采取了一系列政策措施。金融体系产品衍生链条收短，跨界运行通道收窄，针对金融机构的监管力度增大，监管检查以及违规处罚更为严格。银行业不良资产“两率”指标已达历史新高，银行业风险后续会缓释降解还是暴露跳升？监管部门有关政策措施会对银行业风险产生怎样的实质效果？货币政策走向不确定性以及松紧程度会对银行业风险产生多大影响呢？宏观新形势、金融新环境下银行业风险也面临许多新疑问新问题。各方对此特别关注。本部分主要是通过问卷调查，从银行角度来了解 2017 年不良资产市场以及银行风险等有关情况。

本次问卷调查征集到有效商业银行受访者 111 名，其中 54 名来自五大国有商业银行，29 名来自股份制银行，18 名来自城商行，来自农商行的 8 名，来自外资银行的 2 名。他们主要任职于银行风险管理、资产保全等部门，了解银行信贷资产实际风险状况。他们的预期和判断能较好地反映银行业资产质量以及不良资产市场的真实状况。

一、宏观经济与政策对银行信贷质量的影响

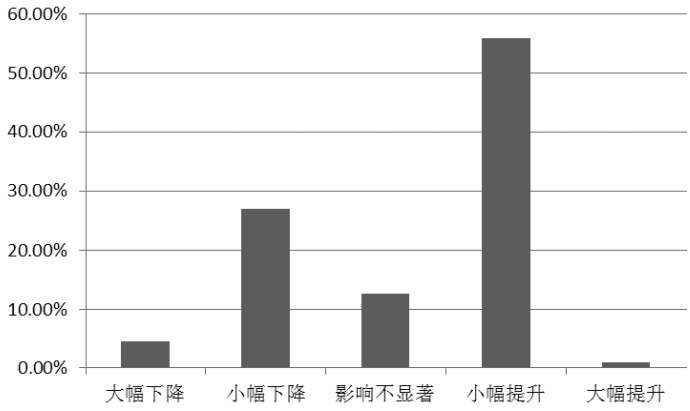
（一）宏观经济稳定在L型底部运行，会导致银行信贷资产质量小幅提升

调查结果显示（见图 2-1），有 55.86% 的受访者认为，宏观经济能稳定在 L 型底部运行，商业银行信贷资产质量将“小幅提升”；也有 27% 的受访者认为会“小幅下降”，认为“影响不显著”、“大幅下降”或“大幅提升”的受访者占比较少，分别为 12.61%、4.5% 和 0.9%。从调查结果看，宏观经济稳健运行对银行资产质量的提升是有利的，对银行风险防控是有利的，但是这种作用有限，不宜过于夸大。

从实际来看，近几年来，宏观经济保持平稳运行，但是银行不良贷款余额和不良率持续攀升，主要是“三期”风险叠加滞后释放的结果，也是供给侧结构性改革深入推进、经济结构深度调整风险释放的反映。存量的风险暴露随

着时间的推移会逐步释放，但增量风险又不断暴露。近几年宏观稳定，主要得益于宏观政策的支撑。稳增长被置于宏观政策目标首位，不管是财政政策还是货币政策实际采取很大的扩张性。随着国际环境的变化特别是美国政策的调整、美联储政策的转向，我国现行宏观政策能否、是否继续前行，存在很大不确定性。宏观经济走向也同样面临不确定性，官方以及主流判断，我国宏观经济稳中趋好、可持续，具有周期性特征；也有观点认为，宏观经济已经处于繁荣的顶点，宏观经济是向上、向稳还是向下，存在不确定。如果继续向上、向稳，银行信贷风险在存量释放、增量减缓的情况下，整体质量会逐步好转。

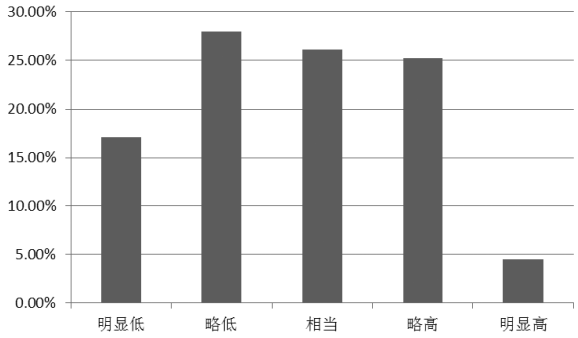
图 2-1 我国宏观经济稳定在 L 型底部运行对商业银行信贷资产质量的影响



（二）本轮基建投资的信贷风险与银行平均信贷风险相比偏低，但分歧明显

调查结果显示（见图 2-2），对于本轮基建投资的信贷风险与银行平均信贷风险相比较，认为“略低”和“明显低”的受访者分别占 27.93% 和 17.12%，合计占 45.05%；认为“相当”的受访者占 25.23%；认为“略高”和“明显高”的受访者分别占 25.23% 和 4.5%，两者合计占 29.73%。从调查结果看，受访者相对多数认为这轮基建投资的信贷质量风险要低于银行平均信贷风险，对基建投资效益持正面态度；但是，几个主要选项的受访者占比比较均衡，说明受访者对这轮基建投资的信贷风险看法不集中，分歧比较大。

图 2-2 本轮基建投资的信贷风险与银行平均信贷风险比较

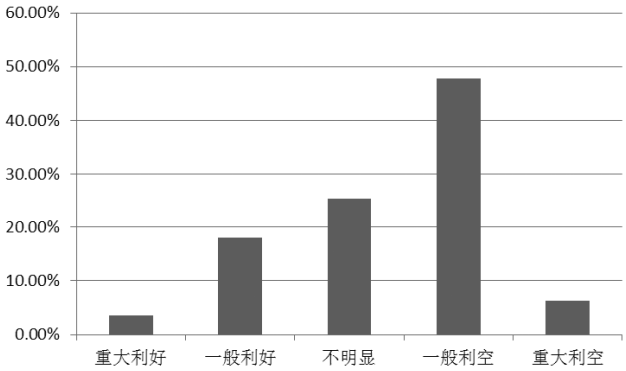


近几年，为稳增长，政府制定实施了规模庞大的基建投资计划。首先是将地方平台债务置换成政府债券，降低地方平台的负债率，恢复扩张地方平台的继续投资能力。其次是采取向民资开放公共领域吸引民资进入，并大力推广 PPP 模式，放大政府资金对社会资本的杠杆撬动率。我国经济发展水平区域差异大，公共投资不足和不均衡同时存在，公共投资空间依然很大。模式机制的创新，可能改善基建投资的效益。

（三）货币政策转向会对银行信贷资产质量产生不利影响

针对“货币政策转向会对银行资产质量的影响”这个问题，调查结果显示，有 47.75% 的受访者选择“一般利空”，选择在“重大利空”的受访者占 6.31%，两者合计占 54.06%；选择“不明显”的受访者占 25.23%；选择“一般利好”或“重大利好”的受访者分别占 18.02% 和 3.6%，两者合计占 21.62%（见图 2-3）。

图 2-3 货币政策转向对银行信贷质量的影响



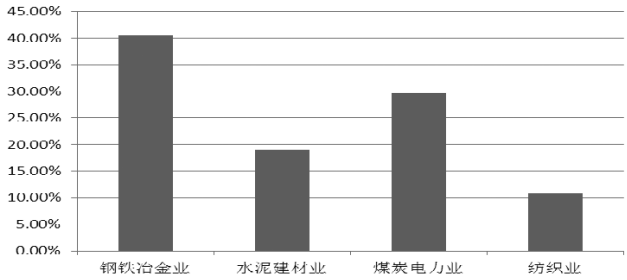
一般而言，货币紧缩导致资金成本上行和流动性紧缩，容易引发金融风险。历史上多次大的金融危机都是利率上升到一定高度时爆发的。实际上，货币政策转向对银行信贷资产质量的影响是复杂的。货币缩紧，导致利率上行，微观上金融机构提高借贷门槛和成本，对新增信贷质量提升理应有利；但在宏观上以及对存量信贷资产质量则不一定如此。自从 2008 年金融危机以来，世界范围内实施宽松货币政策，流动性泛滥，我国也不例外。随着美国经济稳健复苏，美联储货币政策已经转向，进入利率上行通道。一旦我国货币政策也相应缩紧，宏观经济平稳向好可否具有持续性，尚不确定。近期货币政策刚有点退出宽松的举措，股市马上下行，市场钱荒苗头出现，央行不得已加大货币投放，货币政策方向摇摆不定。

（四）2017年化解过剩产能过程中，银行信贷风险将集中在钢铁冶金行业

调查结果显示，40.54% 的受访者认为，2017 年化解产能过程中，银行信贷风险将集中在钢铁冶金行业，认为会集中在煤炭电力行业、水泥建材行业和纺织行业的受访者分别为 29.73%、18.92% 和 10.81%（见图 2-4）。

2017 年，去产能依旧是我国经济工作的重点之一。我国产能过剩涉及 10 来个行业，其中煤炭钢铁是去产能重点。自从 2015 年启动去产能工作以来，由于市场回暖带来的短期利好、以及利益各方难以忍痛割爱，去产能积极性不高，实际去产能进度与预期目标尚有差距。随着政策执行力度加大和各方认识的提高，去产能会深入推进。一批僵尸企业和过剩产能会退出市场，相应的银行信贷风险隐患会暴露。

图 2-4　2017 年化解产能过程中银行信贷风险将集中哪个行业

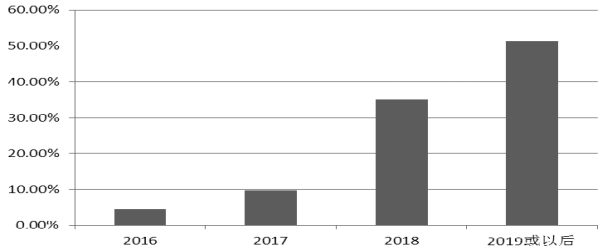


（五）我国银行不良贷款率见顶的时间在2019年或以后

调查显示，有 51.35% 的受访者认为，我国银行不良贷款率见顶的时间在 2019 年或以后，认为在 2018 年的受访者占 35.14%，认为在 2017 年的受访者占 9.91%，只有 4.5% 的受访者认为在 2016 年（见图 2-5）。

近几年来，我国银行不良贷款余额和不良贷款率一直持续缓慢上升，至于何时出现转向拐点取决于诸多因素：一是宏观经济稳中向好可否持续；二是货币政策转向是否能确定，力度和节奏如何；三是供给侧结构性改革深入推进的力度和节奏如何；四是金融风险化解的措施和力度如何。

图 2-5 我国银行不良贷款见顶的时间

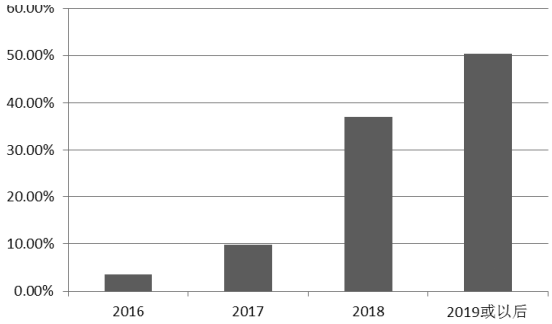


（六）银行关注类贷款规模增长见顶的时间是2019年或以后

调查显示，针对银行关注类贷款见顶的时间这个问题，有 50.45% 的受访者认为是 2019 年或以后，认为是 2018 年的受访者占 36.94%，而认为是 2017 年或 2016 年的受访者分别占 9.91% 和 3.6%（见图 2-6）。

关注类贷款规模大幅增加，可视为银行潜在风险增大的一个重要指标，因为关注类贷款继续恶化就迁徙为不良贷款。受访者对关注类贷款规模见顶的时间看法与不良贷款率见顶的时间看法类似，主要原因是其影响因素与不良贷款率的影响因素类似。

图 2-6 关注类贷款规模见顶的时间

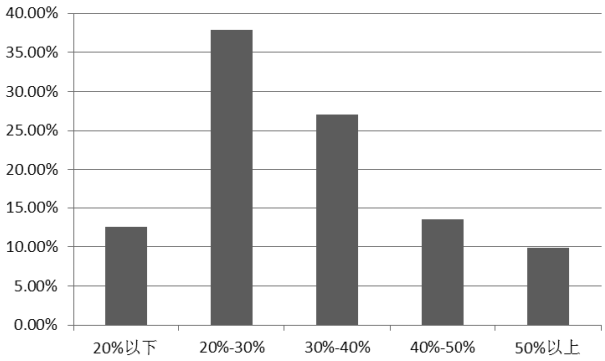


（七）银行关注类贷款转变为不良贷款的比例大致在“20%–30%”

调查显示，有 37.84% 的受访者认为，我国银行关注类贷款中有“20%-30%”比例会转变为不良贷款，认为转变为不良贷款比例是“30%-40%”的受访者占 27.03%，认为转变为不良贷款比例是“40%-50%”的受访者占 13.51%，认为转变为不良贷款比例是“20% 以下”或“50% 以上”的受访者分别占 12.61% 和 9.91%（见图 2-7）。

截至 2017 年一季度，我国商业银行关注类贷款规模为 34000 多亿。如果转变为不良贷款的比例为“20%-30%”，那么未来一段时间，不良贷款新增规模接近 7 千亿 -1 万亿元，也是相当可观的数字。

图 2–7 关注类贷款中转变为不良贷款的比例



二、商业银行面临的主要风险

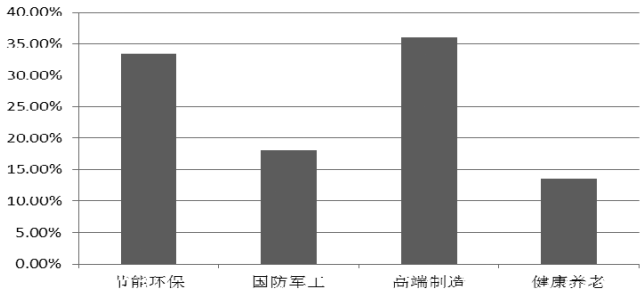
（一）2017年银行信贷增长最快的行业预计为高端制造业

调查结果显示，有 36.04% 的受访者认为，2017 年商业银行信贷增长最快的行业是高端制造业，认为是“节能环保业”的受访者占 33.33%，分别有 18.02% 和 13.56% 的受访者认为是“国防军工产业”和“健康养老产业”（见图 2-8）。

近年金融管理部门采取积极措施，引导金融回归本位、支持实体经济发展。我国经济正经历一轮大的结构调整，高端制造业、节能环保产业、国防军工业以及健康养老产业等是关系到国家经济竞争力、国家安全和民生福祉的关键领域，应当成为金融支持的重要领域。尤其高端制造业，一直是引领产业升级和

奠定国家经济竞争力的关键领域，是政策鼓励和市场推动的主要领域，银行贷款更多投向这些领域，是银行追求自身利益和支持实体经济的最佳结合。

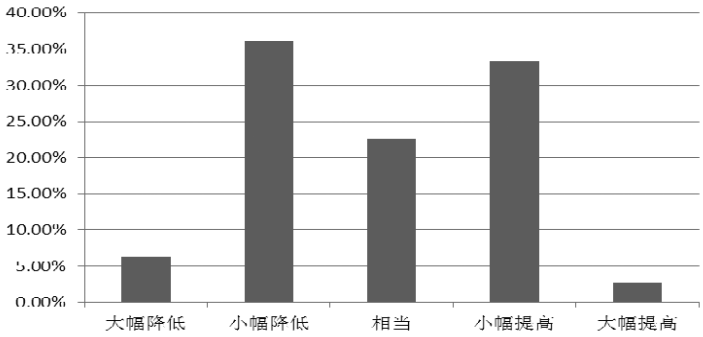
图 2-8　2017 年银行贷款增长最快的行业



（二）与上年比，2017年商业银行新增信贷的风险程度略偏好，但分歧明显

调查结果显示，分别有 36.04% 和 6.31% 的受访者认为，与上年相比，2017 年银行新增信贷的风险程度会“小幅下降”和“大幅下降”；选择“相当”的受访者占 22.52%；而选择“小幅提高”和“大幅提高”的受访者分别占 33.33% 和 2.7%（见图 2-9）。

图 2-9 与上年比，2017 年商业银行新增信贷的风险程度



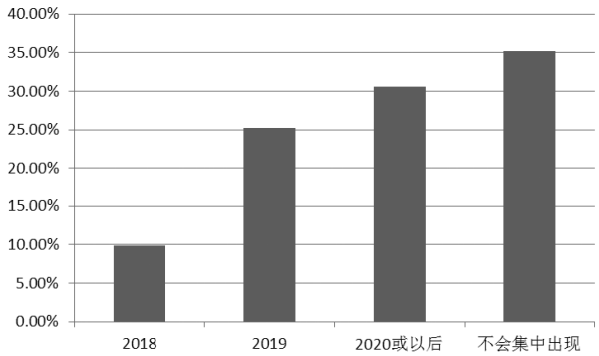
整体来看，受访者对 2017 年新增信贷的风险程度判断呈现明显的分歧，只是认为偏好的受访者比认为偏坏的受访者略多一点。主要原因有三：一是 2017 年，整个金融体系将去杠杆、防风险作为一项重要工作来抓，各监管部

门加大金融立法执法整治力度，整个金融业风险意识提高，银行放贷更为谨慎；二是 2016 年房地产政策主要是去库存，银行对房地产业的放贷超宽松，而 2017 年房地产政策由放转收，多地出台房地产调控政策，房地产信贷政策大幅收紧；三是 2016 年货币政策还是维持宽松状态，2017 年货币政策有转向偏紧的意向。

（三）2017年商业银行新增信贷估计不会集中出现不良贷款

调查结果显示，有 35.14% 的受访者认为，2017 年商业银行新增信贷不会集中出现不良贷款；有 30.63% 的受访者认为，2017 年商业银行新增信贷集中出现不良贷款的时间是 2020 年及以后，认为集中出现不良的时间是 2019 年的受访者占 25.23%，认为集中出现不良的时间是 2018 年的受访者占 9.91%（见图 2-10）。可见，受访者对 2017 年银行新增信贷的质量看法偏乐观。

图 2-10　2017 年商业银行新增信贷集中出现不良贷款的时间



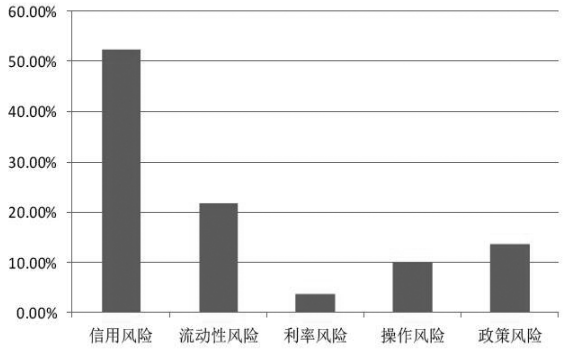
（四）2017年商业银行的最主要风险点在于信用风险

调查结果显示，对于 2017 年商业银行最主要的风险点，较多受访者选择“信用风险”，占 52.25%；其次是“流动性风险”，占 21.62%；选择“政策风险”、“操作风险”和“利率风险”的受访者分别占 13.51%、9.91% 和 3.60%（见图 2-11）。

实际上，商业银行都会遭遇上述五类风险，只是年份不同、程度各异。2017 年，商业银行面临的信用风险估计更为突出。主要原因在于：一是供给侧结构性改革进入攻坚阶段，过剩产能退出力度会加大，节奏会加快，僵尸企业退出市场更多进入实操，原来掩盖的信用风险就会加快加大暴露；二是金融去杆杆防风险力度加大，金融去杠杆最直接的效果是银根收紧，原来很多效益

较差、资金链绷紧的企业将面临“失血”，从而出现资金链断裂而引发信用风险。去杠杆防风险实质效果是暴露潜在风险，以短痛换长痛，以小痛换大痛。在货币政策转向预期下，流动性风险也不容忽视。进入 4-5 月份以来，很多银行揽储压力增大，导致市场存款利率飙升，这是银行流动性趋紧的信号。少数银行由于内部管理不善，导致“飞单”等案件时有发生，监管部门加大执法检查力度，将暴露更多不当或者违规操作，2017 年商业银行的操作风险将会很博眼球。

图 2-11　2017 年商业银行最主要的风险点



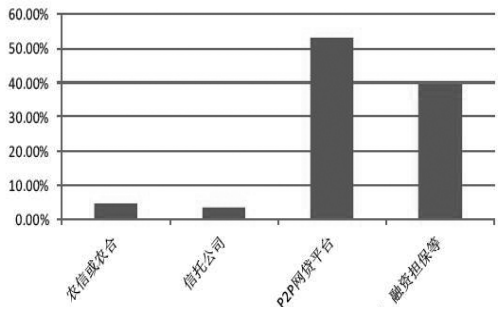
（五）2017年金融机构或平台中最有可能出现风险的是P2P网贷平台

针对“2017 年最有可能出现风险的金融机构或平台”，调查结果显示，受访者比较集中于“P2P 网贷平台”和“小额贷款、融资性担保公司等新型金融机构”，占比分别为 53.15% 和 39.64%；选择“农信社或农村合作银行”以及“信托公司”的受访者较少，分别占比 4.5% 和 3.6%（见图 2-12）。

互联网金融作为一种新型金融业态，发展迅猛，但问题也频发。据有关统计，截至 5 月末，全国 P2P 网贷的贷款余额已达 14241.50 亿元，创历史新高；纳入中国 P2P 网贷指数统计的正常经营 P2P 网贷平台为 2349 家，全国主动关闭、提现困难、失联跑路问题平台等累计 2694 家，亦创下新高。另外，中国 P2P 网贷风险预警系统的风险池预警平台为 4370 家，占全国 P2P 网贷平台 6772 家的 64.53%。随着准入门槛提高、监管加强以及业态发展更为理性，以 P2P 网贷为代表的互联网金融业态会逐步进入发展成熟期，其风险程度也会逐步降低，趋于常态。小额贷款公司、融资性担保公司等新型金融机构也具有与互联网金融类似的发展逻辑。信托公司近些年来业务规模发展很快，但不良率一直控制在较低水平。农信社和农村合作

银行在一些地区实际潜在风险很高，但是有地方政府背书兜底处置，风险更趋于隐性。

图 2-12　2017 年最有可能出现风险的金融机构或平台

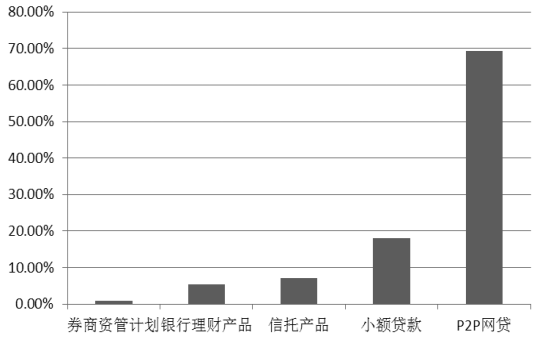


（六）2017年风险最高的金融产品是P2P网贷

针对“2017 年风险最高的金融产品”，调查结果显示，有 69.37% 的受访者选择“P2P 网贷”，选择“小额贷款”的受访者占 18.02%，而选择“信托产品”、“银行理财产品”和“券商资管计划”的受访者均较少，占比分别为 7.21%、5.41% 和 0.9%（见图 2-13）。

金融产品风险程度既与产品发行管理机构有关，也与其风险收益模式有关。“P2P 网贷”和“小额贷款”，其发行管理机构属于风险居高的机构平台，其风险收益模式也是属于高收益高风险业务模式。而“信托产品”、“银行理财产品”和“券商资管计划”等三类产品，不仅其发行管理机构属于稳健经营监管严格持牌金融机构，其产品业务模式也是收益和风险均为适度匹配。

图 2-13　2017 年风险最高的金融产品

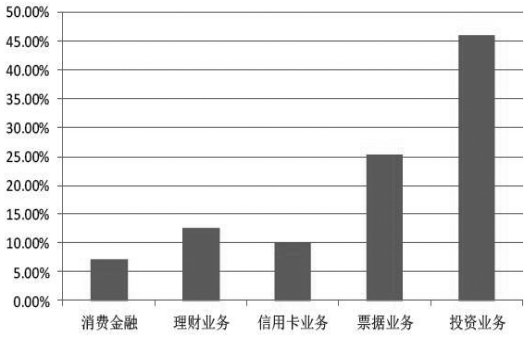


（七）2017年商业银行除传统存贷款业务外风险最高的业务是投资业务

调查结果显示，有 45.95% 的受访者认为，2017 年商业银行除传统存贷款业务外风险最高的业务是投资业务，有 25.23% 的受访者则认为是票据业务，而认为是理财业务、信用卡业务或消费金融业务的受访者较少，占比分别为 12.61%、9.91% 或 7.21%（见图 2-14）。

近年来，商业银行一直面临着金融脱媒以及盈利压力增大的困境。为了缓解利润压力，商业银行加大了对收益与风险较高投资业务的偏好，但在投资业务方面的经营能力经验以及风控管理能力等方面又相对不足，使得商业银行投资业务风险相对最高。票据业务其实是商业银行的一项传统业务，但由于票据业务操作管理难度较大，存在一些风控漏洞。在外部欺诈造假以及内部利益勾结等多因素推动下，票据业务风险案件多发，涉案金额较大，社会影响面广，不仅一些中小银行，甚至国有大行也时有卷入。

图 2-14　2017 年商业银行除传统存贷款业务外风险最高的业务



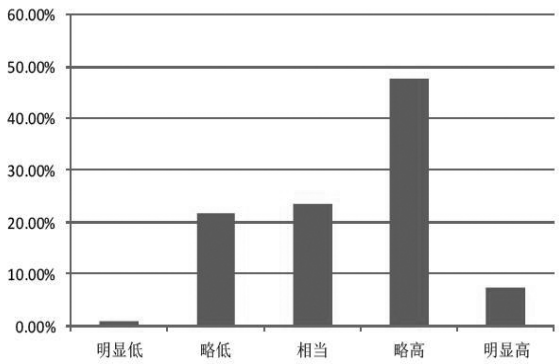
（八）本轮房地产开发贷款风险与银行平均信贷风险相比偏高

自 2015 年 3 月到 2016 年 9 月，我国启动新一轮房地产去库存，银行房地产信贷政策大幅放宽，导致银行信贷资金大量进入房地产行业，开发贷也大幅增加。由于房价出现飙涨，2016 年 9 月开始房地产政策出现逆转，放转收，调控力度空前。针对“这轮房地产开发贷款风险与银行平均信贷风险比较”，调查结果显示，有 47.75% 和 7.21% 的受访者认为“略高”和“明显高”，合计占比 54.96%；认为“相当”的受访者占 23.42%；而认为“略低”或“明显低”

的受访者分别占 21.62% 和 0.9%，合计为 22.52%（见图 2-15）。

受访者对这轮房地产开发贷款风险的担忧，源于两个方面。一是房地产开发贷款放开时过松，银行为了响应去库存政策而降低放贷标准、加大了放贷规模；二是房地产开发贷款收缩时过紧，基于去库存政策刺激下房价飙涨的现实、以及对房地产泡沫的恐惧，本轮房地产政策切换节奏之快、本轮房地产调控力度之大频率之高历史罕见。市场对房地产后市分歧和担忧前所未有，与之相应，银行对已发放的房地产贷款风险担忧加大，对后续的房地产开发放款明显谨慎。

图 2-15 这轮房地产开发贷款风险与银行平均信贷风险比较



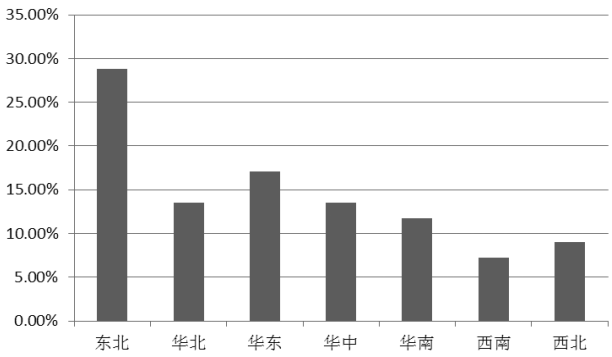
（九）2017年银行不良贷款暴露更为集中的地区是东北地区

近年来，我国银行不良贷款风险持续爆发，从江浙、广东、山东、福建等沿海发达地区，逐步向东北、内蒙、陕西等中西部地区蔓延。针对“2017年银行不良贷款暴露更为集中的地区”，有 28.83% 的受访者选择“东北地区”，居第一梯队；有 17.12% 的受访者选择“华东地区”，居第二梯队；选择“华北地区”、“华中地区”或“华南地区”的受访者占比分别为 13.51%、13.51% 和 11.71%，居第三梯队；选择“西北地区”、“西南地区”的受访者占比分别为 9.01% 和 7.21%，居第四梯队（见图 2-16）。

比较明显的是，受访者对东北地区银行不良贷款暴露风险的担忧大大高于其他地区。主要源于三个方面：一是东北经济增长失速远甚于全国其他地区，并且短期内扭转的概率较小；二是东北地区是传统制造业、国有企业、重化工业交叉聚集区，面临去产能、供给侧结构性改革的压力也甚于全国其他地

区，而去产能与供给侧结构性改革在金融领域最直接的后果就是银行信贷风险暴露；三是出于风险回避，金融机构对东北地区投融资保持更高谨慎，东北地区面临资金流入失速的恶性循环。华东地区的银行不良贷款最先暴露，处置也最早最快，但该地区经济与融资均最为活跃，风险偏好高，银行不良贷款暴露不断或是常态。

图 2-16　2017 年银行不良贷款暴露更为集中的地区



（十）受访者所在地区如果达成煤炭去产能目标，会导致本地区银行不良率因地各异，多数变化不明显；有的会提高，有的会下降；总的来说，消极的多于积极的

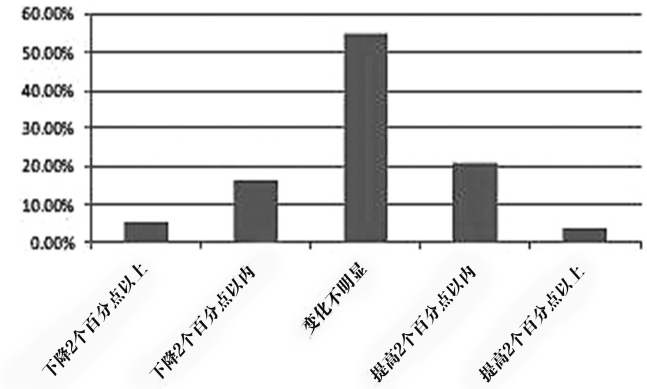
调查结果显示，针对“受访者所在地区如果达成煤炭去产能目标，会导致本地区银行不良率的变化”，有 54.95% 的受访者认为变化不明显；认为“提高 2 个百分点以内”或“提高 2 个百分点以上”的受访者分别占 20.72% 和 3.60%；认为“下降 2 个百分点以内”或“下降 2 个百分点以上”的受访者分别占 16.22% 和 5.41%（见图 2-17）。

受访者所在地区如果达成煤炭去产能目标，对本地区银行不良率的影响大小，取决于几个因素：一是煤炭在本地区经济中的地位。我国煤炭资源分布与配置很不均衡，有些煤炭资源丰富的地方去产能任务很重，有些煤炭资源丰富但是资源配置较优的地方去产能任务不重，还有些地区煤炭资源量很少，去不去产能无关痛痒。二是煤炭去产能对本地区银行不良率影响也较复杂。煤炭去产能可能使过剩煤炭领域的资产变为无用资产，银行信贷资产会相应成为不良，提高本地区银行不良率。这是煤炭去产能对地区银行信贷风险消极作用的

一面，但在一些地区，煤炭去产能可能对银行信贷质量存在积极意义。比如，煤炭行业既存在产能过剩，又存在较严重的内部竞争，整个煤炭行业信贷资产质量不高，风险很大，经过去产能，市场环境大大改善，使得本地区煤炭行业盈利状况大为改观，资产质量提高，银行不良率反而会下降，以小部分损失换取整体的改善。

因此，多数地区的煤炭去产能会导致本地区银行不良率变化不明显，主要原因是我国多数地区煤炭资源量分布较小，去产能对银行不良率影响甚微。相对较多煤炭资源分布较多的地区，煤炭去产能对本地区银行信贷质量有消极作用。相对较少地区，煤炭去产能对本地区银行信贷质量有积极意义。

图 2-17 受访者所在地区如果达成煤炭去产能目标，会导致本地区银行不良率的变化



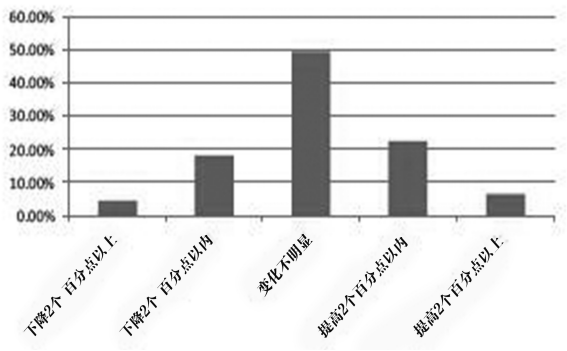
（十一）受访者所在地区如果达成钢铁业去产能目标，会导致本地区银行不良率因地各异，多数变化不明显；有的会提高，有的会下降；总的来说，消极的多于积极的

针对“受访者所在地区如果达成钢铁去产能目标，会导致本地区银行不良率的变化”，调查结果显示，有 49.55% 的受访者认为变化不明显；认为“提高 2 个百分点以内”或“提高 2 个百分点以上”的受访者各占 22.52%、6.31%；认为“下降 2 个百分点以内”或“下降 2 个百分点以上”的受访者各占 18.02%、4.5%（见图 2-18）。

钢铁去产能对受访者所在地区银行信贷质量的影响，类似于煤炭去产能对受访者所在地区银行信贷质量的影响。不同的是，钢铁产业地区分布结构以

及配置结构与煤炭行业不同，从而导致钢铁去产能对受访者所在地区银行信贷质量影响程度不同。

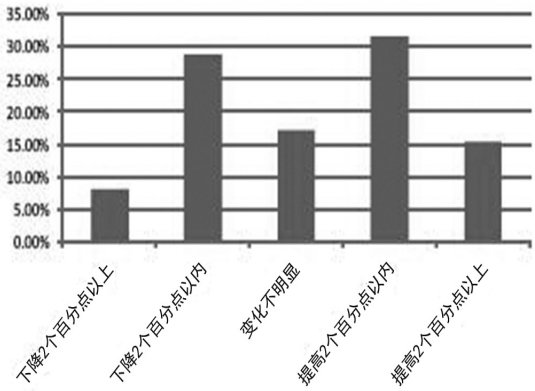
图 2-18 受访者所在地区如果达成钢铁去产能目标，会导致本地区银行不良率的变化



（十二）受访者所在地区如果僵尸企业完全退出市场，会导致本地区银行不良率因地各异，有的会提高，有的会下降，总的来说，消极的多于积极的；少数变化不明显

针对“受访者所在地区如果僵尸企业完全退出市场，会导致本地区银行不良率的变化”，调查结果显示，认为会导致银行不良率“提高 2 个百分点以内”和“提高 2 个百分点以上”的受访者各占 31.53% 和 15.32%，合计为 46.85%；认为会“下降 2 个百分点以内”和“下降 2 个百分点以上”的受访者各占 28.83% 和 8.11%，合计为 36.94%；认为“变化不明显”的受访者占 17.12%（见图 2-19）。

图 2-19 受访者所在地区如果僵尸企业完全退出市场，会导致本地区银行不良率的变化



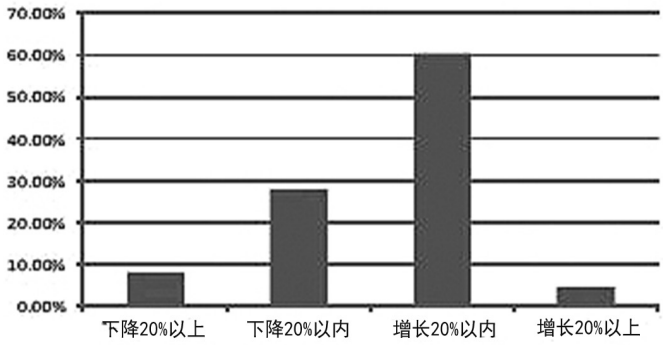
僵尸企业退出市场，对地区银行不良率的影响，类似于煤炭、钢铁去产能对地区银行不良率的影响。在一些地区，僵尸企业中就包含煤炭、钢铁去产能企业，在更多地区，僵尸企业则分布于各行业。不同的是，僵尸企业的地区分布更为广泛，经济质量非常好，僵尸企业极少的地区相对较少，因此，僵尸企业退出市场会导致这些地区银行不良率“变化不明显”。

三、银行不良贷款供应规模、资产类别和预期价格

（一）受访者所在地区的银行类金融机构2017年新增信贷规模与上年比增长20%以内

调查结果显示，有 60.36％的受访者认为，其所在地区银行类金融机构 2017 年新增信贷规模与上年相比“增长 20% 以内”，认为“增长 20% 以上”的受访者占 4.5%；认为“下降 20% 以内”的受访者占 27.93%，还有 8.11% 的受访者认为“下降 20% 以上”（见图 2-20）。

图 2-20 受访者所在地区银行类金融机构新增贷款规模与上年相比



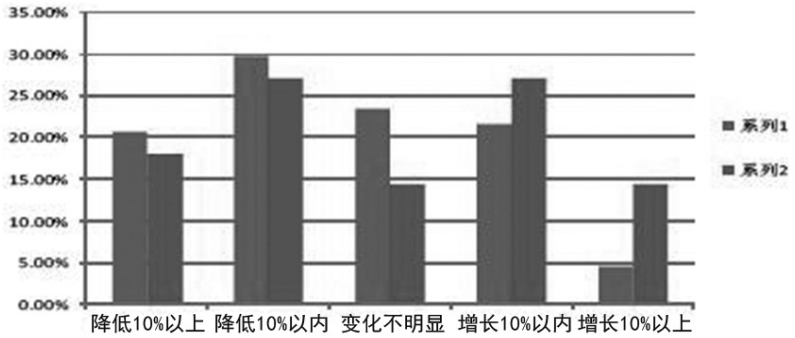
在受访者所在地区，多数银行类金融机构 2017 年新增信贷规模都保持一个合理增速，反映其经营稳健，也有利于减少对不良贷款生成以及不良率提高的不利影响。少数银行类金融机构 2017 年新增信贷规模增速下降，反映其经营处于收缩状态，可能推动其不良贷款的快速生成以及不良率的提高。

（二）2017年银行新增房地产开发贷款规模、新增个人住房按揭贷款规模与上年相比均将下降

调查结果显示，针对“2017 年商业银行新增房地产开发贷款规模与上年相比”问题，有 29.73% 的受访者认为“降低 10% 以内”，认为“降低 10% 以上”的受访者占 20.72%，合计为 50.45%；认为“变化不明显”的受访者占 23.42%；而认为“增长 10% 以内”和“增长 10% 以上”的受访者各占 21.62% 和 4.5%，合计为 26.12%（见图 2-21 系列 1）。

调查结果还显示，针对“2017 年商业银行新增个人住房按揭贷款规模与上年相比”问题，有 27.03% 的受访者认为会“降低 10% 以内”，认为会“降低 10% 以上”的受访者占 18.02%，合计为 45.05%；认为“变化不明显”的受访者占 14.41%；认为会“增长 10% 以内”和“增长 10% 以上”的受访者各占 27.03% 和 14.41%，合计为 41.44%（见图 2-21 系列 2）。

图 2-21　2017 年商业银行新增开发贷款规模与上年相比（系列 1）、按揭贷款规模与上年相比（系列 2）



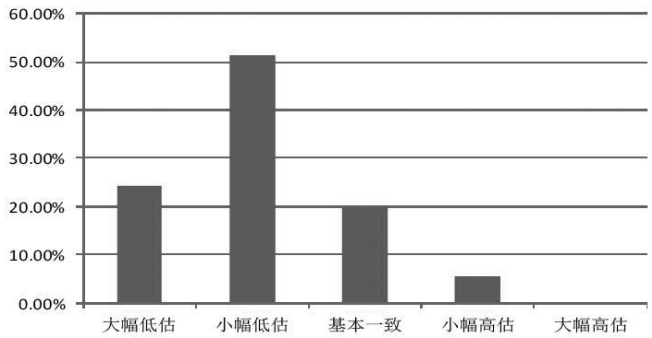
为遏制房地产泡沫快速膨胀，自从 2016 年 9 月启动新一轮房地产调控以来，调控措施不断升级加码。政策上严限严堵各类资金流入房地产行业，市场则对房地产泡沫充满担忧，对资金投入房地产市场更为谨慎。2017 年商业银行大幅收紧了对房地产开发贷款和个人住房按揭贷款的信贷投放。相比而言，商业银行对开发贷款收缩力度大于按揭贷款，说明商业银行对房地产开发持更为谨慎态度。

（三）2017年商业银行账面不良贷款率与其实际风险相比普遍低估

针对“2017 年商业银行账面不良贷款率与其所面临的实际信贷风险相比”问题，调查结果显示，有 51.35% 的受访者选择“小幅低估”，有 24.32%

的受访者选择“大幅低估”，合计为75.67%；认为“基本一致”的受访者占19.82%；而认为“小幅高估”的受访者只占5.41%，没有受访者认为会“大幅高估”（见图2-22）。

图2-22　2017年商业银行账面不良贷款率与其实际风险相比



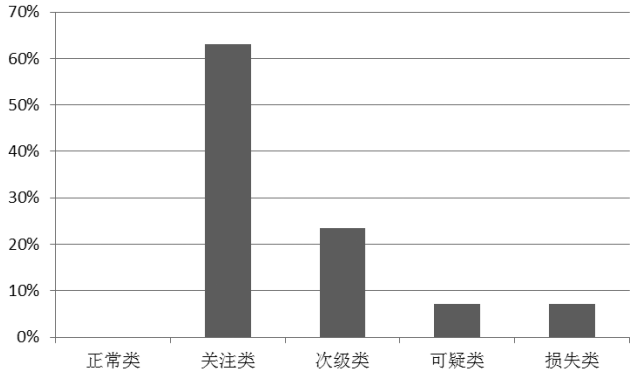
商业银行账面风险低估实际风险，有其一贯性。但在2017年，低估程度或许会更严重一点。一是银行关注类资产暴涨，意味着更多不良贷款被隐藏起来，关注类资产大量增加其中极有可能就包含大量该暴露而没暴露的不良贷款；二是银行历史上隐藏的巨量不良贷款中有些已经不得不暴露，面临很大的不良贷款压力，低估实际风险的可能性更大；三是2017年银行监管部门监管执法处罚追责力度加大，银行高管及有关人员为免责躲过这轮监管执法，会想方设法掩盖或减缓不良贷款的暴露。

（四）2017年，按五级分类账面风险与实际风险偏差最大的是关注类

针对“2017年银行五级分类中哪类贷款的账面风险与实际风险偏差最大”的问题，调查结果显示，选择“关注类”的受访者占63.06%，选择“次级类”的受访者占23.42%，选择“可疑类”和“损失类”的受访者都各占7.21%，没有受访者选择“正常类”（见图2-23）。

关注类、次级类贷款水分依然最多，但不同之处在于，2017年关注类贷款的水分更为集中，这说明银行潜在风险压力在加大，在监管趋严、货币趋紧的情况下，这些掩饰的风险最容易暴露。

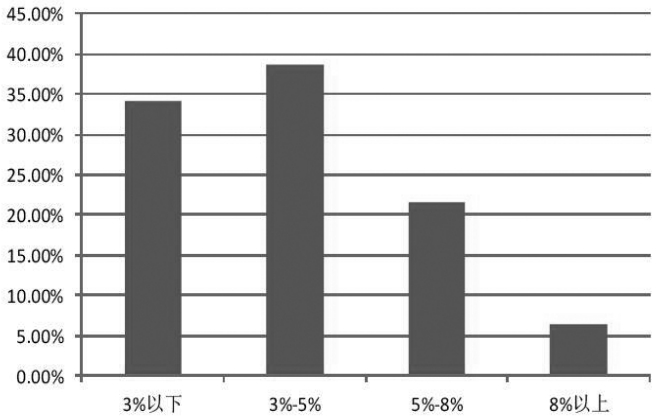
图 2- 23　2017 年五级分类中账面风险与实际风险偏差最大的贷款类型



（五）受访者所在地区银行类金融机构实际不良率可能达到3%-5%及以上

调查结果显示，针对“2017 年受访者所在地区银行类金融机构实际不良贷款率可能达到”问题，选择“3% 以下”的受访者占 34.23%，选择“3%-5%”的受访者占 38.74%，选择“5%-8%”的受访者占 21.62%，只有 4.5% 的受访者选择“8% 以上”（见图 2-24）。

图 2- 24　2017 年受访者所在地区银行类金融机构的实际不良贷款率



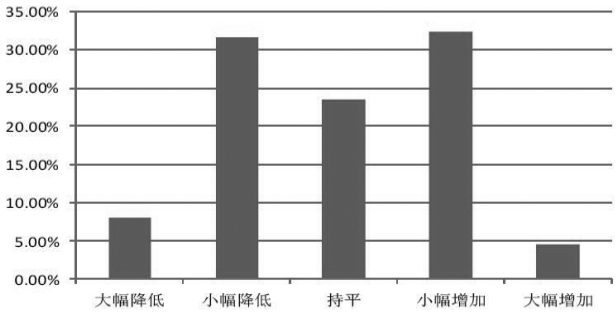
从调查结果来看，一是受访者所在地区银行实际不良贷款率普遍高于官方统计数据，相当部分地区实际银行不良率是官方统计数据的 2-3 倍，意味着我国银行体系实际风险远远大于表面风险，需对银行系统性金融风险保持警觉;

二是个别地区实际银行不良率很高，处于高风险状态，需对区域性金融风险采取预加防范。

（六）与上年比受访者所在单位2017年新增不良贷款规模变化是明显分化

针对“与上年相比，2017年受访者所在单位新增不良贷款规模变化”问题，调查结果显示，认为会“小幅降低”和“大幅降低”的受访者各占31.53%和8.11%，合计为39.64%；认为会“持平”的受访者占23.42%；认为会“小幅增加”和“大幅增加”的受访者各占32.43%和4.5%，合计为36.93%（见图2-25）。

图2-25 与上年比2017年受访者所在单位新增不良贷款规模



不论是政策、市场，还是监管、改革，全都指向2017年将是银行风险暴露年。但具体到各家银行，估计会出现比较明显的分化现象。一些审慎稳健经营坚持的好、风险处置较好的银行，新增不良贷款规模压力可能会小些。而一些冲资产规模比较激进、风控较宽松的银行，则可能面临较大的新增不良贷款规模压力。

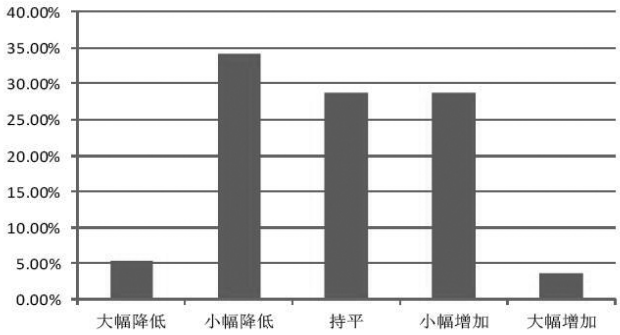
（七）与上年比受访者所在单位2017年不良贷款率将下降

调查结果显示，有34.23%的受访者认为，与上年比2017年其所在单位不良贷款率将“小幅降低”，而认为将“大幅降低”的受访者占5.41%，合计为39.64%；认为“持平”的受访者占28.83%；认为会“小幅增加”和“大幅增加”的受访者各占28.83%和3.6%，合计为32.43%（见图2-26）。

受访者所在单位跨年度不良率的变化，不仅取决于分子，包含不良贷款存量，新增不良贷款量以及不良贷款处置速度；还取决于分母，就是资产规模增加量。2017年，银行资产规模增加速度预计多数会放缓，不良贷款暴露会加大。

受访者对 2017 年本单位不良贷款率持乐观态度者多，估计其不良贷款处置力度会足够加大。

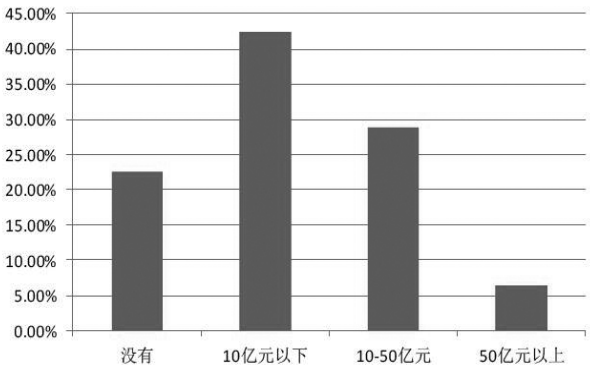
图 2-26 与上年比 2017 年受访者所在单位不良贷款率



（八）2017年受访者所在单位向市场推出不良资产包本金规模较多为10-50亿元

调查结果显示，有 42.34% 的受访者认为，2017 年其所在单位向市场推出不良资产包本金规模为“10 亿元以下”，认为推向市场资产包本金规模为“10-50 亿元”的受访者占 28.83%，认为在“50 亿元以上”的受访者占 6.31%，也有 22.53% 的受访者所在单位没有资产包推出（见图 2-27）。

图 2-27 2017 年受访者所在单位向市场推出不良资产包本金规模



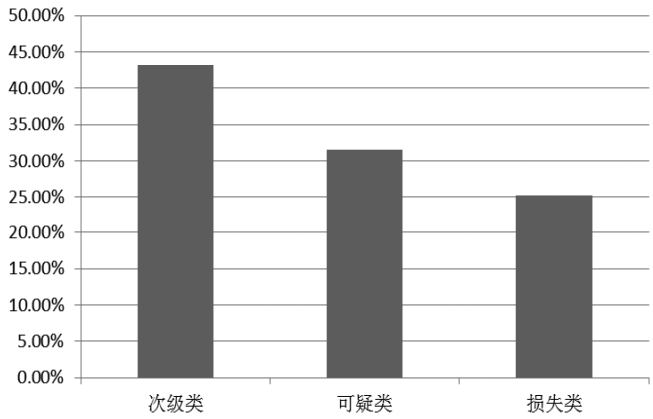
毋容置疑，我国银行不良贷款现实规模和潜在规模都很大，并在不断走高；但是银行不良贷款规模并不代表不良资产市场规模，原因在于，银行有自身处

置不良贷款的机构和通道，并非一定得推向市场。近年来，我国不良资产市场潜在空间很大，但是实际市场交易并没有想象的那么活跃。其主要原因，一是我国资产价格并非处于上升通道，资产价格下行压力大、不确定性增大，不良资产交易风险增大，市场避险情绪趋浓；二是银行近些年盈利压力增大，不良资产规模增加，对不良资产回收率预期提高，自行清收的意愿更强；三是市场复杂性不确定性增大，不良资产买卖双方价格分歧增大，达成合意价格的概率下降。

（九）2017年受访者所在单位向市场推出不良资产以次级类为主

调查结果显示，有 43.24% 的受访者认为，2017 年其所在单位向市场推出不良资产以次级类为主，认为以可疑类为主的受访者占 31.53%，认为以损失类为主的受访者占 25.23%（见图 2-28）。可见，2017 年不良资产市场上包含了各类不良资产，其中，次级类可能更多一点。当然，银行多数不会简单按不良资产类别组包，而是混合组包，将各类不良资产混合在一起向市场转让。

图 2-28　2017 年受访者所在单位向市场推出不良资产类型

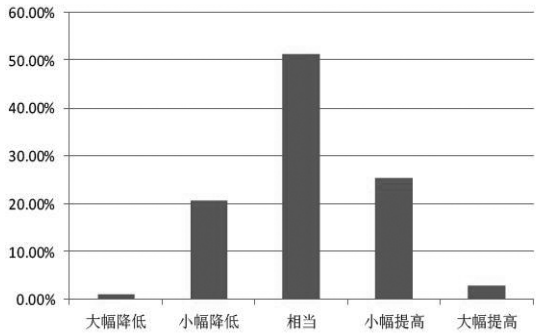


（十）2017年受访者所在单位向市场推出不良资产包的价格预期与上年同类资产价格相比稳中有升

调查结果显示，有 51.35% 的受访者认为，2017 年其所在单位推出不良资产包的预期价格与上年同类资产价格相比“相当”；认为会“小幅提高”和“大幅提高”的受访者分别占 25.23% 和 2.7%，合计为 27.93%；认为会“小幅降低”和“大幅降低”的受访者分别占 20.72% 和 0.9%，合计为 21.62%（见图 2-29）。

可见，受访者对其所在单位推出不良资产包的预期价格与上年比，多数趋稳定；看高的略多于看低的，分歧明显，间接反映市场复杂。

图 2-29　2017 年受访者所在单位向市场推出不良资产包的预期价格与上年同类资产价格相比

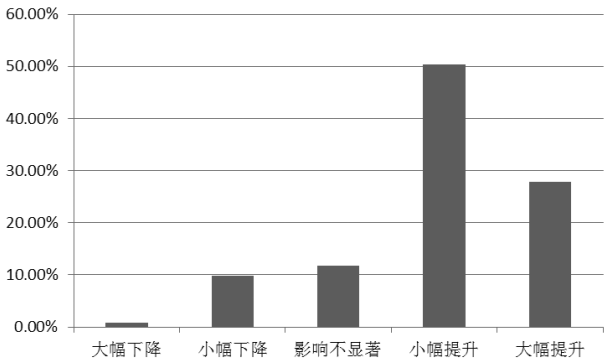


四、银行处置不良资产的方式与手段

（一）商业银行表外业务纳入风险资产计算和资本计提导致银行处置不良资产压力小幅提升

针对“商业银行表外资产纳入风险资产计算及资本计提范围后，给银行处置不良资产带来的压力”进行了调查。结果显示，认为“小幅提升”和“大幅提升”的受访者分别占 50.45% 和 27.93%；认为“影响不明显”的受访者占 11.71%；而认为“小幅下降”和“大幅下降”的受访者分别占 9.91% 和 0.9%（见图 2-30）。

图 2-30 表外业务纳入风险资产计算和资本计提后给银行处置不良资产带来的压力

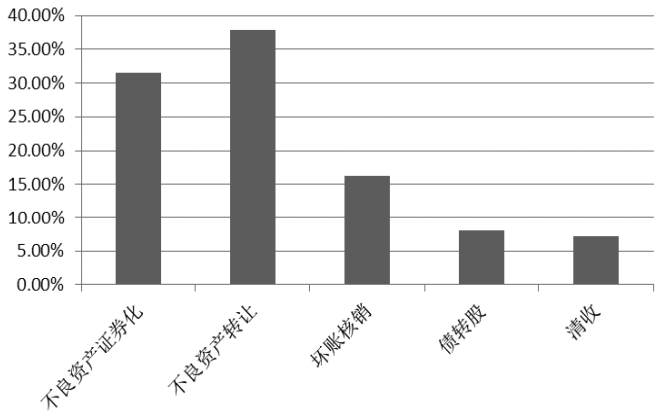


为强化风险监管，促进银行业回归主业，监管部门将原来属于表外业务的理财、通道等业务纳入风险资产计算以及资本计提范围，对银行不良资产处置压力影响比较复杂。一是风险资产规模扩大，相当于计算银行不良率的分母扩大，而这些表外业务给银行带来的真实风险比较小，对银行不良率上行压力的缓解有积极作用；二是表外业务纳入资本计提范围后，大量表外业务占用资本，银行资产规模扩张受到挤占，可能面临资本不足压力，此时银行要么补充资本，要么降低资产规模、少贷多存，而处置不良资产则是降低资产规模的途径之一。

（二）2017年商业银行降低不良率最有效的措施是转让不良资产

调查结果显示，有 37.84% 的受访者认为不良资产转让是 2017 年银行降低不良率最有效的措施，有 31.52% 的受访者认为最有效的措施是不良资产转让，而认为坏账核销是最有效措施的受访者占 16.22%，认为债转股和清收是最有效措施的受访者分别占 8.11% 和 7.21%（见图 2-31）。

图 2-31　2017 年降低银行不良率最有效的措施

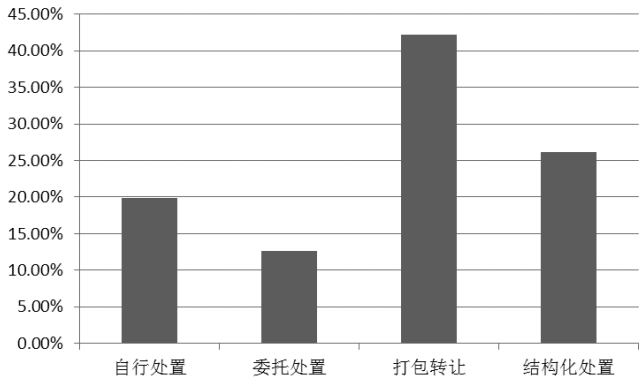


银行降低不良率，单从技术角度而言，可以做大不良率的分母即资产规模，但是资产规模受资本充足率的制约；实际上降低不良率主要就是做小分子即不良资产规模，重点是处置不良资产。对于 2017 年银行降低不良率最有效的措施，受访者给予不良资产转让和不良资产证券化更高期望。坏账核销从账面上会造成银行直接损失，清收受人手限制，不被受访者看好，而市场化债转股也不被受访者看好。

（三）2017年商业银行处置不良资产最有可能的选择方式是打包转让

调查结果显示，针对“2017 年商业银行处置不良资产最有可能的选择方式”，42.23% 的受访者认为是打包转让，选择“结构化处置”的受访者占 26.13%，选择“自行处置”或“委托处置”的受访者分别占 19.82% 和 12.61%（见图 2-32）。

图 2-32　2017 年银行处置不良贷款最可能的选择方式



银行处置不良资产要综合考虑成本收益，既要追求最大化的处置回收率，也要兼顾处置成本的要求，控制好财务、人工乃至时间成本等。银行现阶段普遍既面临利润压力，又面临不良资产压力，需要在回收率、成本、时间上做取舍。不良资产要快速处置出表，打包转让是最优选项，但得放弃一点回收率。在当前资产价格面临下行压力下，投资者购买谨慎，不良资产市场交易不甚活跃。商业银行打包转让不良资产希望容易取得成功的话，需要适当降低处置价格预期，给不良资产接受方合理的风险补偿。结构化处置可能实现较好回收，但时间拉长，交易成本较高。自行处置回收率可能更高些，但需要占用银行更多人工，处置时间拉长，占用资本和流动性。

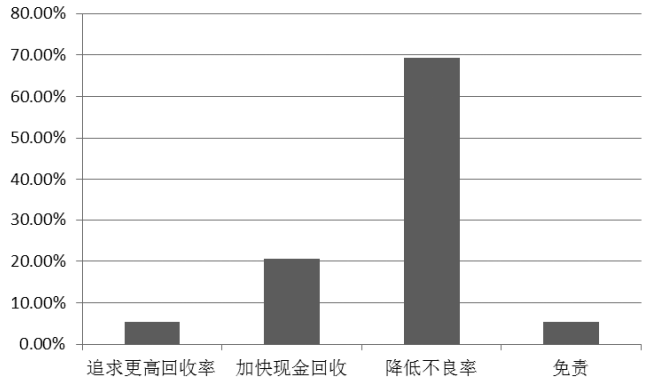
（四）2017年商业银行处置不良资产的主要动机是降低不良率

调查结果显示，2017 年，对于受访者所在单位处置不良贷款的主要动机，有 69.37% 的受访者选择 “降低不良贷款率”，选择“加快现金回收”的受访者占 20.72%，而选择“追求更高回收率”和“免责”的受访者均占 5.41%（见图 2-33）。

2017 年，银行面临的不良贷款暴露从而处置的压力可能高于上年，银行

处置不良资产更多出于快速处置，降低不良率。

图 2-33　2017 年受访者所在单位处置不良贷款的主要动机

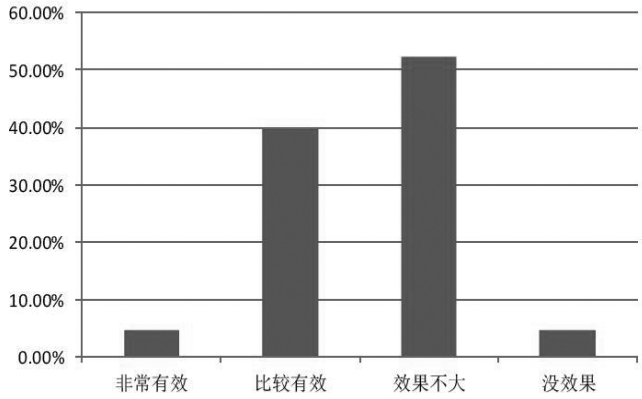


（五）新一轮债转股对化解银行不良贷款压力的作用效果不大

针对“新一轮债转股对化解银行不良压力的作用”问题，有 52.25% 的受访者选择“效果不大”，选择“比较有效”的受访者占 39.64%，选择“非常有效”或“没效果”的受访者均占 4.5%（见图 2-34）。

可见，受访者对新一轮债转股对化解银行不良的作用效果，保持审慎乐观。一是市场化债转股是新鲜事物，其作用效果没有现实体现出来，更多体现在政策预期中。二是审慎是绝大多数金融从业人士的职业习惯。

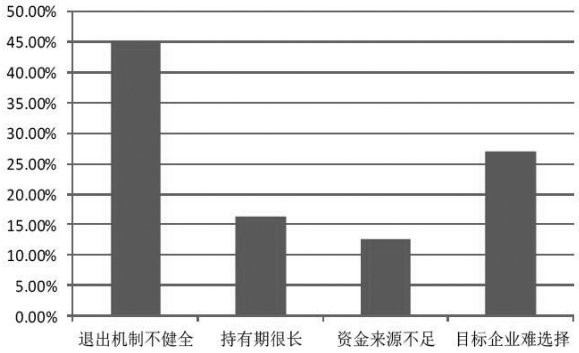
图 2-34 新一轮债转股对化解银行不良压力的作用



（六）新一轮债转股最大的制约因素是退出机制不健全

针对“新一轮债转股最大制约因素”问题，有 45.05% 的受访者选择“退出机制不健全”，选择“目标企业难选择”的受访者占 27.03%，选择“持有期长”或“资金来源不足”的受访者分别占 16.22% 和 12.61%%（见图 2-35）。

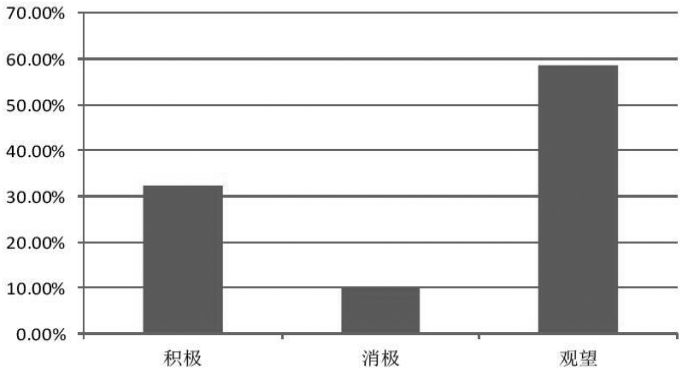
图 2-35 新一轮债转股最大的制约因素



（七）受访者所在单位对新一轮债转股的态度是观望为主

针对“受访者所在单位对新一轮债转股的态度”问题，有 58.56% 的受访者选择“观望”，选择“积极”的受访者占 32.43%，选择“消极”的受访者占 9.91%（见图 2-36）。

图 2-36 受访者所在单位对新一轮债转股的态度



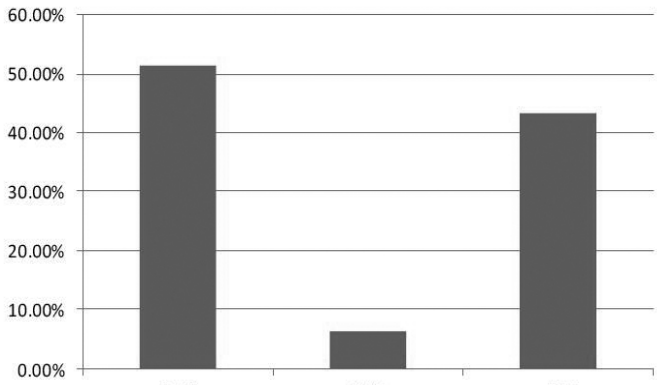
银行对新一轮债转股的态度，观望的较多。一是银行出于谨慎保守传统，都希望别的银行先行探路，之后再行动；二是对新一轮债转股前景和风险把握不透，难以决断。持积极态度的也不少，说明还是有不少银行敢于探索，看好新一轮债转股。

（八）符合债转股条件的债务企业对新一轮债转股态度积极

针对“符合债转股条件的债务企业对新一轮债转股的态度”问题，有51.35%的受访者选择“积极”，选择“观望”的受访者占43.24%，选择“消极”的受访者占6.31%（见图2-37）。

相比银行，债务企业对债转股更为积极，两者态度上的明显差异源于地位和利益风险的不同。新一轮债转股采取市场化方式，每个参与者处于平等地位。债务企业在债转股中，一是利益来的更为现实直接，一实行债转股，立马降低负债，减少利息支出，财务账面状况立即改善；二是债务企业挟债自重反而在债转股中处于更主动的地位，获得更多更好的转股条件。

图2-37 符合债转股条件的债务企业对新一轮债转股的态度



五、小结

本次调查对象对来自各类银行的风险管理或资产保全部门，有效受访者数量111名。受访者不管数量上还是业务经验上都确保了调查结果的可信度。

宏观经济和政策对银行资产质量影响很大。据调查，如果宏观经济稳定在L型底部运行，会导致银行信贷资产质量小幅提升。为稳增长，我国近年进

行数量庞大的基建投资，本轮基建投资的信贷风险与银行平均信贷风险比整体偏低。我国货币政策经过长时间的宽松，已经到了转向阶段，货币政策转向会对银行信贷资产质量产生不利影响。在 2017 年化解过剩产能过程中，银行信贷风险将集中在钢铁冶金行业。我国银行业不良率上升态势还会持续，其见顶的时间在 2019 年或以后，银行关注类贷款规模增长也是如此，关注类贷款迁徙率大致在“20%-30%”。

2017 年，银行主要风险源或风险点多样化。据调查， 2017 年商业银行新增信贷的风险程度略为偏好，估计不会集中出现不良贷款；从风险点看，信用风险是银行主要风险，此外 P2P 网贷平台及 P2P 网贷、商业银行投资业务风险最高；从地区看，东北地区会成为不良贷款暴露更为集中的地区；从行业看，本轮房地产开发贷款风险与银行平均信贷风险相比偏高。2017 年中央加大了煤炭钢铁去产能和僵尸企业退出市场的执行力度，这对各地区银行不良率的影响因地各异，总的来说，消极多于积极。

2017 年，不良资产市场也出现一些新变化。据调查，由于货币政策转向预期以及受房地产调控影响，虽然受访者所在地区的银行类金融机构 2017 年新增信贷规模保持合理增速，但是新增房地产开发贷款规模、新增个人住房按揭贷款规模与上年比均将下降。而商业银行真实风险与账面风险偏差增大，关注类偏差最大，银行风险普遍低估；多数受访者所在地区实际不良率可能达到 3%-5% 及以上。与上年比，受访者所在单位 2017 年新增不良贷款规模变化出现明显分化，好的不良资产规模明显下降，差的则明显增多；但不良贷款率则会下降。2017 年银行不良资产处置力度会加大，受访者所在单位向市场推出不良资产包本金规模较多为 10~50 亿元，以次级类为主，价格预期与上年同类资产价格相比稳中趋升。

2017 年，商业银行在不良资产处置上会采取多种措施，特别是监管部门加大了对银行监管力度。据调查，其中商业银行表外业务纳入风险资产计算和资本计提会导致银行处置不良资产压力增大。2017 年商业银行降低不良率最有效的措施是出售不良资产，商业银行处置不良资产最有可能的选择方式是打包转让，主要动机还是降低不良率。市场化债转股是商业银行解决不良资产压力的一剂新药。但据调查，新一轮债转股对化解银行不良贷款压力的作用效果不大，其面临的最大制约因素是退出机制不健全。银行和债务企业对债转股的态度明显不同，银行以观望为主，企业则态度积极。

第三部分 资产管理公司观点

2010 年以来，全球经济在经历了国际金融危机之后陷入了长期的缓慢增长状态。发达国家经济复苏态势较为缓慢，失业率居高不下，世界需求疲软；新兴经济体受外部经济环境和周期性因素的影响，经济增长幅度大幅衰退。中国作为世界第二大经济体，同样受到世界经济下滑的冲击，进入了产业结构调整和淘汰落后产能的长期经济换档过程中，经济从高速增长进入了中高速增长的新常态。

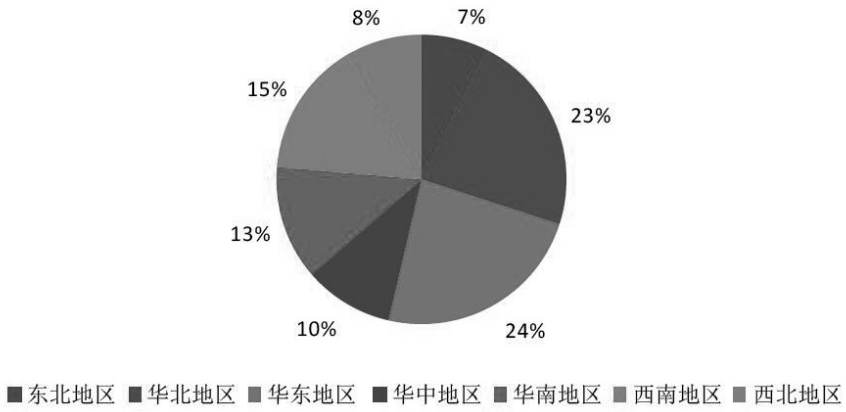
2017 年中国面对的经济形势总体更加复杂，一方面随着世界经济复苏外部需求有所改善，另一方面国内经济下行压力仍然较大，结构性矛盾比较突出。从长期看，国内宏观经济趋稳力量和下行力量同时存在，以两高一剩为代表的部分传统行业结构调整仍未结束，部分行业存在严重的产能过剩，新的经济增长动能尚未形成给经济增长带来较大压力和不确定性；而以环保、高科技、现代服务业等为代表的新经济发展迅猛，为中国经济中长期的增长打下了良好的基础。

目前我国经济总体虽然开始呈现企稳态势，但在很长一段时间内由于产能过剩、经济结构调整、地方政府债务等风险、虚拟经济与实体经济出现背离，企业债务杠杆风险较高等因素的存在，给经济增长带来了较大的不确定性。国内经济需要通过去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板的供给侧结构性改革提升实体经济回报率，增强经济内生动力，恢复经济活力。在这样复杂的形势背景下，资产管理公司的问卷情况为我们判断 2017 年不良资产市场的发展提供了一些重要线索。

一、受访资产管理公司概况

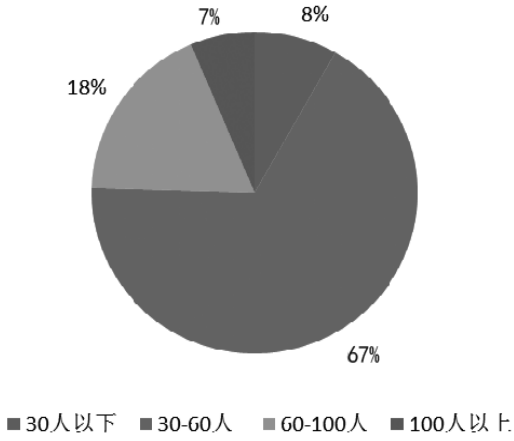
2017 年 4 月，我们向资产管理公司经营单位受访人发出问卷进行调查，共回收有效问卷 110 份，受访人主要来自分布在全国各地四大资产管理公司的省级分公司或地方资产管理公司，具有较好的代表性（见图 3-1）。

图 3-1 受访经营单位地区分布



从受访单位(指四大资产管理公司省级分公司或地方资产管理公司,下同)的规模分布看，接近七成的受访经营单位人员数量在 30-60 人之间，人员数量在 30 人以下的经营单位占 8%，人员数量在 60-100 人的经营单位占 18%，受访人员数量在 100 人以上的经营单位占比 7%（见图 3-2）。

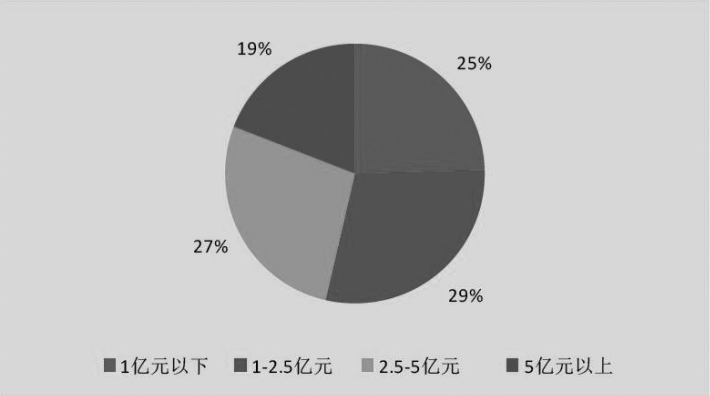
图 3-2 受访经营单位规模分布



从管理资产规模看，受访单位人均管理资产总规模呈现出两头增加，中间减少的特征。不良资产管理规模超过 2.5 亿元的受访单位明显有所增长，占比接近一半；管理资产规模在 1 亿元以下的与以往相比也有所增加，占比

25%，管理规模在 1-2.5 亿元区间的受访单位与以往相比有所下降，占比 29%（见图 3-3）。

图 3-3 人均管理资产规模



二、作为供给方的业务前景

（一）资产管理公司2017年处置速度放缓、难度加大：

问卷显示，20% 的受访者单位相比 2016 年加快了不良资产的处置速度，40.9% 的受访者单位不良资产处置速度保持与去年相近的水平，39.1% 的受访者单位与 2016 年相比放缓了处置节奏。

整体上来看，80% 的受访者单位不良资产处置速度与 2016 年基本相当或者有所减缓，从地区分布上看，只有华东地区、华南地区和西南地区少部分受访单位适当加快了处置进度。从原因上分析，部分地区的资产管理公司在过去几年里在不良资产收购方面比较积极，但是由于宏观经济增速减缓，资产价格长期处于下行周期，存量不良资产带来的资金和流动性压力不断增大，部分经济发达地区的资产管理公司希望能够加快不良资产的处置进度，而经济发展较慢的地区受经济环境影响处置进度仍然较慢（见图 3-4）。

为此，在经济相对发达的华北地区、华东沿海地区的资产管理公司经营单位倾向于一定程度上加快处置节奏，以降低前几年大批量收购不良资产带来的资金和成本方面的压力，而处于经济发展相对落后的地区的资产管理公司经营单位，由于受整体市场环境的影响，在处置进度上仍然较慢（见图 3-5）。

图 3-4 2017 年资产管理公司不良资产处置速度

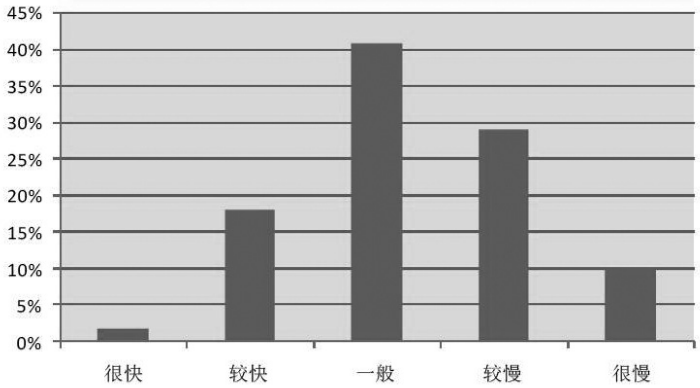
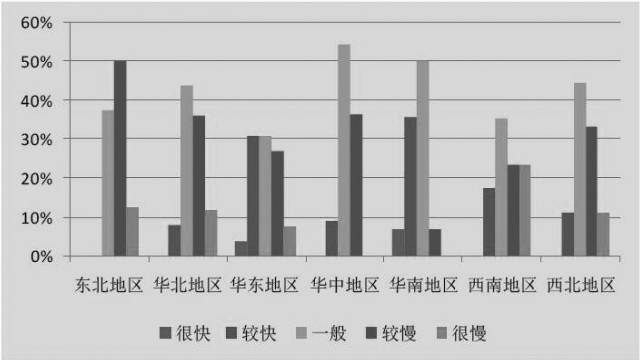


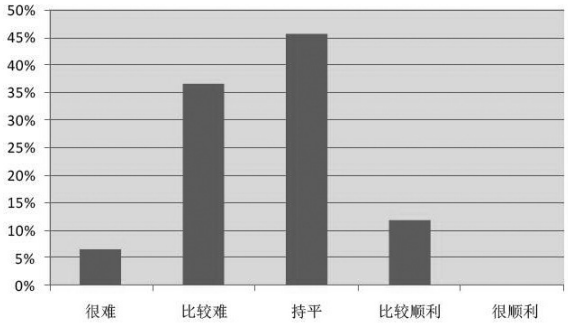
图 3-5 2017 年分地区资产管理公司处置速度



（二）对2017年不良资产处置难度的判断：

45.5% 的受访者认为 2017 年不良资产处置难度与去年持平，累计 42.8% 的受访者认为处置难度会高于去年，11.8% 的受访者认为处置难度会低于去年。总体来看，资产管理公司受访者单位 2017 年不良资产的处置难度与去年基本一致。2017 年我国宏观经济仍然面临较大的下行压力，国内需求增长缓慢，外部需求依然乏力。部分制造业行业产能过剩情况严重，经济结构面临调整，资产价格仍将在一段较长时期内处于下行通道,不良资产的处置面临一定困难，需要资产管理公司调整处置思路，寻找更好地处置时机和思路（见图 3-6）。

图 3-6 2017 年资产管理公司不良资产处置难度

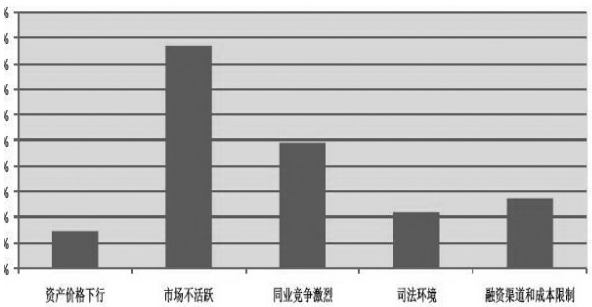


（三）2017年不良资产处置面临的主要挑战：不良资产市场不活跃

43.6% 的受访者认为不良资产市场不活跃是 2017 年不良资产处置面临的主要挑战，24.5% 的受访者认为同业竞争激烈是最主要的挑战，13.6% 和 10.9% 的受访者分别选择了融资渠道和融资成本限制的因素，还有 7.3% 的受访者选择了资产价格下行的因素（见图 3-7）。

随着国内经济增速放缓，经济结构调整导致金融机构的不良贷款余额和不良贷款率不断攀升，而受整体宏观经济的影响，资产价格仍处于下行周期，不良资产一级市场和二级市场的投资者经过近几年的积极收购后，需求端的消化能力趋于饱和；目前国内经济增速虽然逐渐企稳，但是产业结构的调整和经济增长方式的转变将是一个较长期的过程，在这个过程中部分行业的产能过剩导致的资产价格的下行客观上降低了不良资产的处置效率，引起不良资产市场主体资金成本、流动性压力不断加大，不良资产市场的活跃度下降，给不良资产的传统处置方式带来了较大的挑战。

图 3-7 2017 年不良资产处置面临的主要挑战

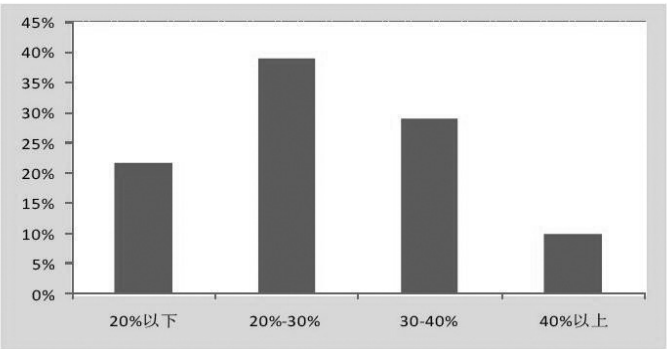


（四）不良资产处置的平均回收率

调查结果显示，39.1% 的受访者单位不良资产处置的平均回收率约为 20%-30%，29.1% 的受访者单位不良资产处置的平均回收率约为 29.1%，平均回收率在 40% 以上的受访者单位仅占 10%，还有 21.8% 的受访者单位平均回收率在 20% 以下（见图 3-8）。

不良资产处置的回收率通常与不良资产竞标的价格、不良资产所在的区域、资产的质量等因素密切相关，因此不同地区、不良资产处置经验差异、清收能力不同的受访者单位在平均回收率方面存在一定的差距。根据调查结果，仅有 10% 的受访者单位不良资产平均回收率在 40% 以上。从不良资产平均回收率判断，近几年不良资产一级市场以高价收购的不良资产包，在目前资产价格下行的市场情况下，将给激进的投资者带来较大的资金成本压力。由于实体经济投资回报率的持续下降，资本市场上优良的资产配置品种比较稀缺，大量投资主体涌入不良资产市场淘金，但是由于在不良资产市场经验和专业化方面有所欠缺，往往误导一些投资者对不良资产真实价值出现高估，导致市场的非理性繁荣。

图 3-8 2017 年不良资产处置的平均回收率



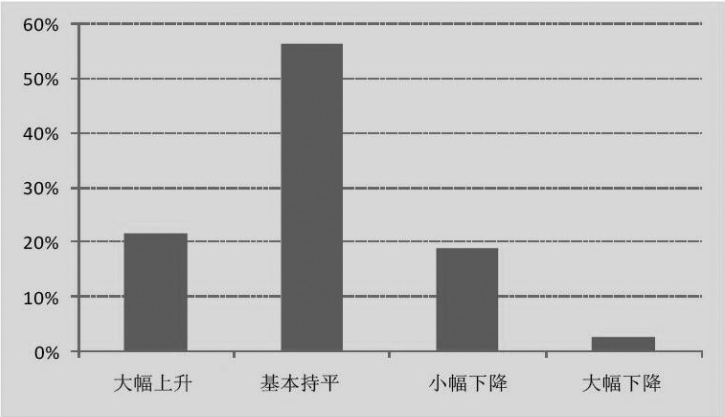
（五）预计所在地区金融机构推出不良资产的规模与去年基本持平

问卷显示，56.4% 的受访者预计所在地区金融机构推出不良资产的规模与 2016 年基本持平，预计将大幅上升的投资者占比 21.8%，预计小幅下降的投资者占比 19.1%，预计大幅下降的受访者仅占 2.7%（见图 3-9）。

分地区来看，东北、西北和西南地区的受访者中有约 1/3 的受访者认为所在地区金融机构推出不良资产规模会有所上升，华东和华中地区的受访者认为

与去年相比基本持平。华东、华中地区经济比较发达，产业结构的调整相对较早，因此不良资产的爆发较早，但目前存量仍然较大，随着经济结构调整的推进和国内经济的企稳，不良贷款的余额逐渐趋稳，因此这些地区的受访者判断不良资产规模与去年基本持平；而东北、华北和西南地区的经济发展速度和产业调整相对滞后，不良资产仍将在未来一段时间内处于上升势头。

图 3-9 2017 年金融机构推出不良资产的规模

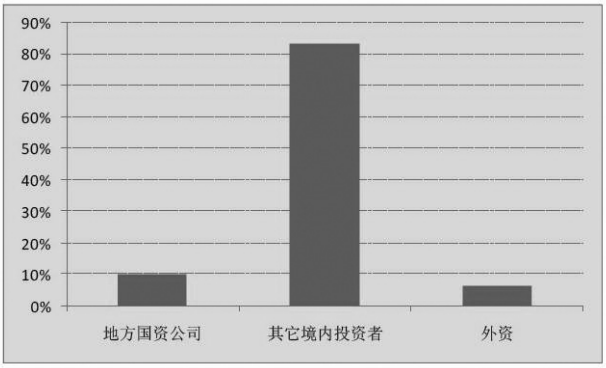


（六）资产管理公司公开出售不良资产最主要的买家是其他境内投资者

调查问卷显示，受访者普遍认为公开出售不良资产的最主要买家是其他境内投资者。83.6% 的受访者所在单位公开出售不良资产最主要的买家是境内投资者，选择地方国资公司的受访者占比 10%，仅有 6.4% 的受访者选择外国投资者（见图 3-10）。

目前的不良资产市场吸引了众多投资者的注意，不良资产市场的投资主体趋于更加多元化。不仅有金融行业的投资人，还有来自地方政府平台、商业服务业、房地产和计算机，甚至还有水利环境、文化娱乐等行业的投资者，表明境内不良资产投资者较为活跃，表现出较高的投资意愿，地方国资公司在买方市场的份额下降较为明显；境外金融机构投资者虽然对不良资产市场的投资意愿有所增强，但在不良资产的买方市场仍然扮演较轻的角色。

图 3-10 资产管理公司公开出售不良资产最主要的买家



（七）对境内投资者参与不良资产市场态度的判断

问卷显示，认为境内投资者和境外投资者会更加积极的受访者分别累计占比 44.6%、29.6%，认为与去年收购意愿相似的受访者占比分别为 20%、34%，认为会更加谨慎的受访者分别累计占比 35.4%、36.1%，相对于前几年不良资产市场的火爆，不良资产市场投资趋于更加理性（见图 3-11、3-12）。

当前国际经济复苏缓慢，国内经济增速放缓，银行业资产质量下行压力不断加大，不良贷款余额大幅攀升。从 2012 年本轮不良资产开始持续暴露以来，不良资产市场参与主体经过近几年的大规模收购，出现了一定程度的饱和。随着我国经济结构进入调整期，资源错配导致资产价格下行，客观上降低了不良资产的处置效率。相比于前几年的大规模的积极收购，不良资产市场的热度有所降温，投资者的态度开始趋于谨慎。

图 3-11 对境内投资者参与不良资产市场态度的判断

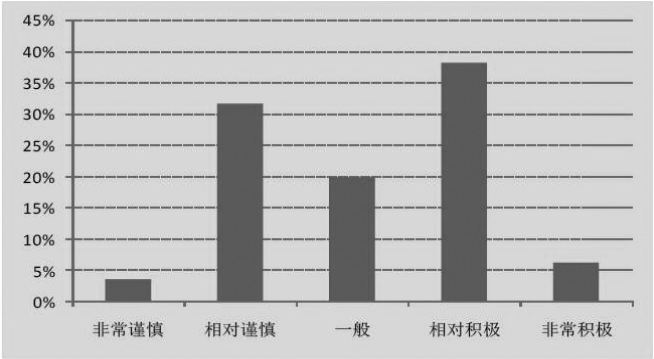
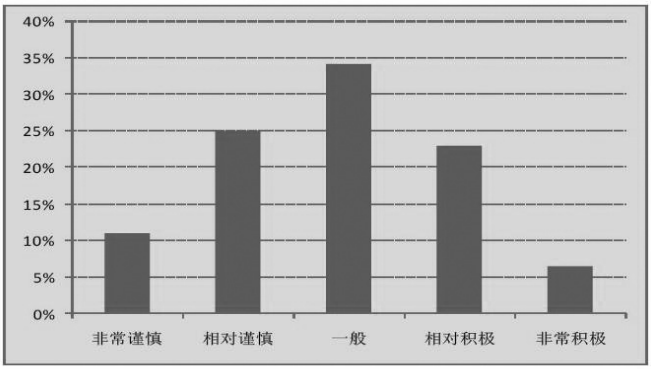


图 3-12 对境外投资者参与不良资产市场态度的判断

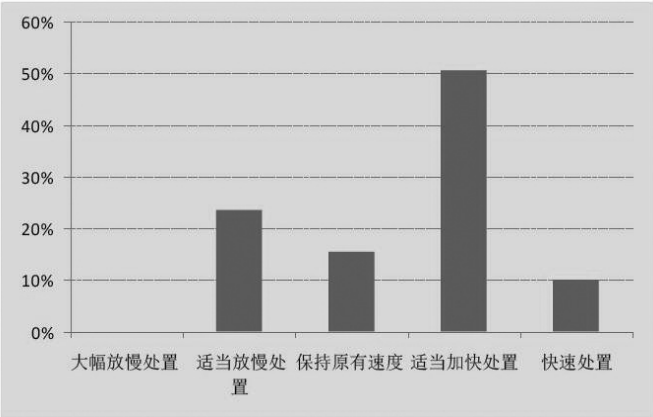


（八）四大资产管理公司2017年应采取的处置策略：适当加快处置

在当前市场环境下，从四大资产管理公司的角度判断，60.9% 的受访者认为应当加快处置，认为应当保持原有处置速度的受访者占比 15.5%，有 23.6% 的受访者选择了适当放慢处置，没有受访者认为应大幅放慢处置（见图 3-13）。

如前文所述，经济结构的失衡和产业结构的调整使得资产价格在较长一段时期内处于下行通道，给传统的不良资产处置方式带来了较大困难，前几年较大规模的收购不良资产给资产管理公司带来了较大的流动性和资金成本压力，多数资产管理公司更倾向于适当加快不良资产的处置进度。

图 3-13 四大资产管理公司 2017 年应采取的处置策略



（九）投资者购买不良资产的预期收益率：相对较高，短期内预期稳定

从调查情况看，投资者对购买不良资产的预期收益率普遍较高，选择 15-20% 和 20% 以上的受访者分别占比 28.2% 和 37.3%，选择 10-15% 的受访者占比 30%，4.5% 的受访者选择 10% 以下（见图 3-14）。

与 2016 年相比，受访者购买不良资产的预期收益率基本保持稳定，34.5% 的受访者认为投资者的预期收益率与去年持平，30.9% 的受访者认为将小幅上升，30.9% 的受访者认为将小幅下降，认为将大幅下降上升或下降的受访者较少（见图 3-15）。

当前国内金融市场优质投资品种稀缺，大量的资金急于寻找新的投资热点。在这种市场环境下，不良资产的集中爆发吸引了众多投资主体的关注，特别是许多新型的投资主体也开始积极参与不良资产市场的投资，但这些新型投资者通常对不良资产市场缺乏充足的了解，对不良资产的价值缺乏专业化的判断，他们对购买不良资产的预期收益率期望较高。

图 3-14 投资者购买不良资产的预期收益率

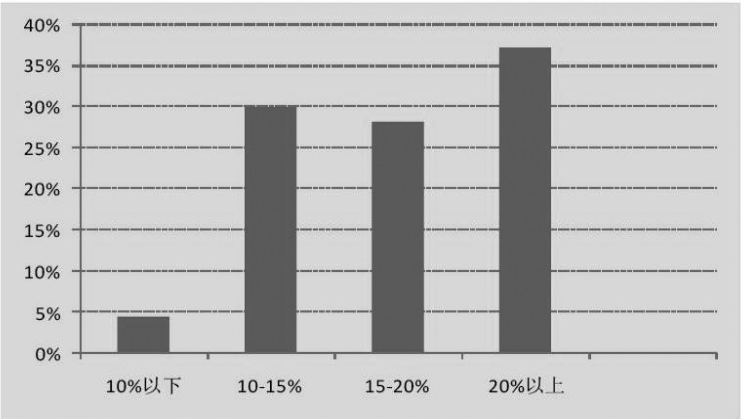
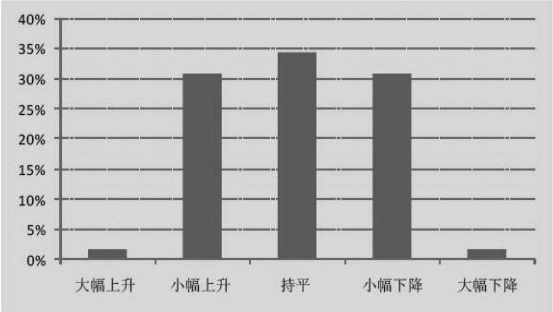


图 3-15 与 2016 年相比投资者 2017 年对购买不良资产的预期收益率

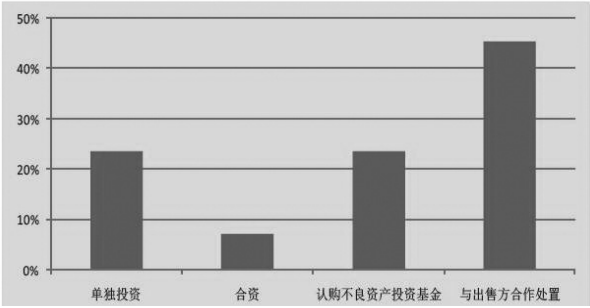


（十）不良资产市场投资主体倾向的投资方式：与出售方合作处置

调查结果显示，越来越多的不良资产二级市场投资主体倾向于与不良资产出售方合作进行处置。累计 76.4% 的受访者选择了各种不同投资主体倾向的合作方式，其中选择与出售方合作处置的受访者占比 45.5%，选择认购不良资产投资基金方式的受访者占比 23.6%，选择合资方式的受访者占比 7.3%，选择单独投资的受访者占比 23.6%。如前文所述，目前的不良资产市场投资主体更加趋于多元化，大量新型的投资者由于普遍缺乏不良资产定价和处置方面的专业化知识和经验储备，在投资不良资产时更希望与具备上述能力的专业化机构合作投资，但在具体合作方式的选择上，不同类型的投资者倾向于不同的方式。

通常具备一定处置经验和能力的投资主体倾向于与出售方合作处置，以弥补在资金和金融牌照等方面的不足；对不良资产市场了解程度不深，缺乏相关处置经验的投资者更倾向于选择认购不良资产投资基金或合资的模式；具备较为丰富的不良资产处置经验，并且在某些特定领域具备较强优势的投资者会选择单独投资的方式（见图 3-16）。

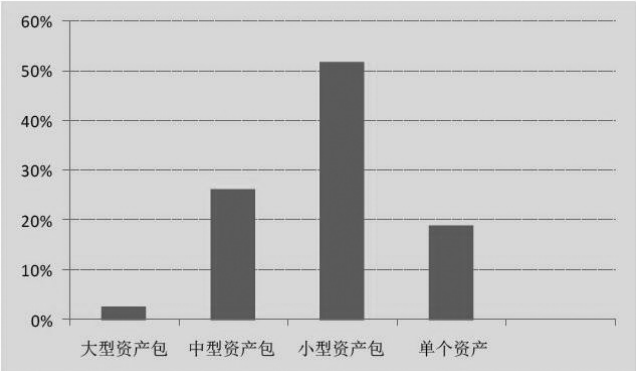
图 3-16 不良资产市场投资主体倾向的投资方式



（十一）资产包规模：中小型不良资产包更受投资者青睐

与之前调查结果相似，中小规模的资产包更受投资者欢迎。51.8% 的受访者选择小型资产包，26.4% 的受访者选择中型资产包，19.1% 的受访者选择单项资产，只有 2.7% 的受访者选择了大型资产包。中小型资产包，处置周期较短，对投资主体的资金和流动性压力较小，有利于分散风险，通常更受投资者偏爱；单项资产通常属于高风险、高收益类型的投资产品，适合风险偏好较高且在一定领域具有专业优势的投资者，在面临一定亏损风险的同时博取高额收益；大型资产包由于准入门槛较高，且通常处置周期较长，对投资者的资金实力、处置能力、价值判断要求较高，选择大型资产包的投资者较少（见图 3-17）。

图 3-17 投资者青睐的资产包规模

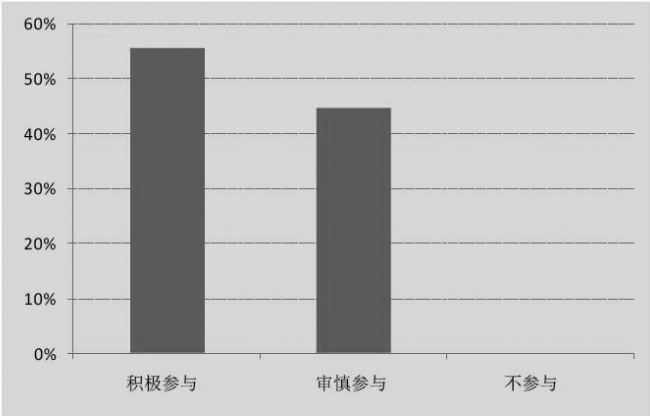


三、作为需求方的市场状况

（一）受访者所在资产管理公司对收购不良资产的意愿

随着不良资产市场投资主体的更加多元化，不良资产市场的竞争不断增强，以四大国有资产管理公司为代表的各类资产管理公司市场开拓意识也在不断增强，各级资产管理公司均在努力夯实在不良资产市场中的地位，不断强化购买资产的能力，围绕银行加大市场开拓力度，提高不良资产的购买能力，主动挖掘和培养业务机会。调查显示，在过去的一年里资产管理公司对参与收购不良资产的意愿比较积极。表示积极参与的受访者占比 55.5%，表示将审慎参与的受访者占比 44.5%（见图 3-18）。

图 3-18 资产管理公司对收购不良贷款的态度



（二）对2017年银行大规模集中转让可能性的判断

36.4% 的受访者认为 2017 年银行大规模集中转让的可能性一般，认为可能性比较大的受访者占比 24.5%，认为比较小的受访者占比 30%，认为可能性很大或很小的受访者较少（见图 3-19 3-21）。当前，银行不良资产处置的压力仍然较大，不良资产余额一直处于高位，但商业银行由于受拨备、利润压力等因素影响，且银行内部问责机制更为严厉，对不良资产直接剥离的意愿较低。商业银行更倾向于通过采用创新的交易模式，以时间换空间的方式，缓释不良资产规模快速上升的压力。受访者判断 2017 年不良资产大规模集中转让的可能性依然较小。

49.1% 的不良资产一线受访者认为银行仍然在不良资产一级市场掌握主动权，当地不良资产一级市场仍处于卖方市场，31.8% 的受访者认为市场大致均衡，19.1% 的受访者认为处于买方市场（见图 3-20）。

尽管商业银行随着不良资产余额和不良资产率的上升有较强的意愿积极处置不良资产，但是由于通过坏账拨备来核销不良资产会加大财务成本，影响银行盈利水平。随着不良资产市场处置方式的更加多样化，近年来银行在卖断方式之外，也在不断寻求创新不良资产的处置方式，如收益权的转让、与资产管理公司或其他社会投资人合作成立专门的产品合作处置不良资产、本金打折重组等方式，以规避银行单纯卖断在利润损失和绩效考核方面的弊端。

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**5+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、每月汇总**500+**份当月重磅报告

（增值服务）

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。

图 3-19 2017 年银行大规模集中转让可能性

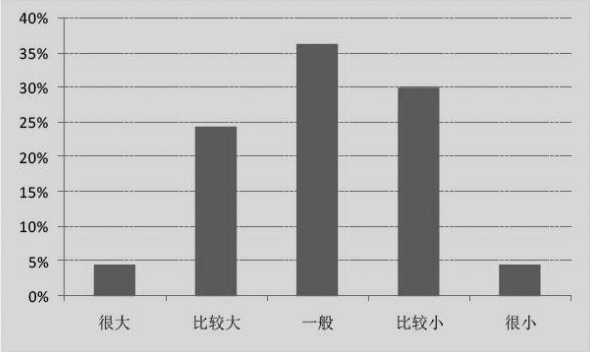


图 3-20 对当地不良资产一级市场的判断

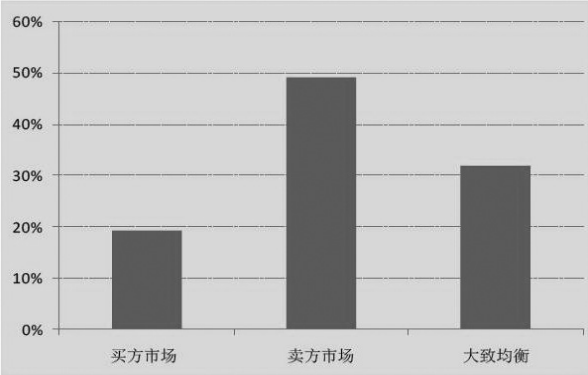
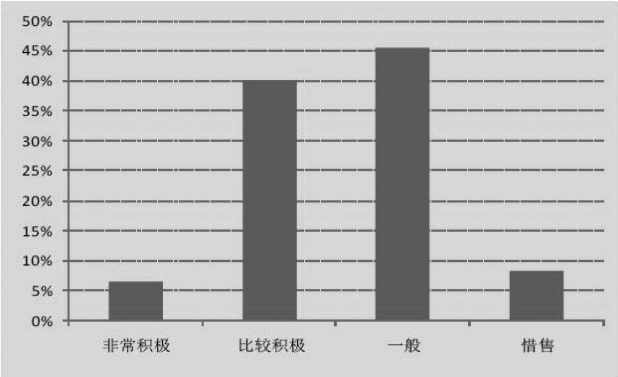


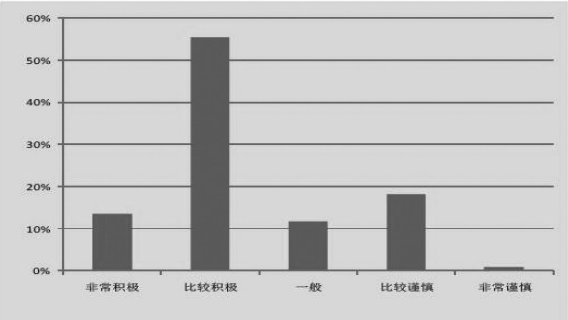
图 3-21 受访者当地金融机构出售不良资产的意愿



（三）资产管理公司对收购不良资产的态度：非常积极

13.6% 的受访者认为资产管理公司收购不良资产的态度非常积极，55.5% 的受访者认为比较积极，认为资产管理公司态度收购态度一般和比较谨慎的受访者累计占比约为 30%（见图 3-22）。不良资产处置与收购作为资产管理公司的主业，是资产管理公司区别于其他金融机构的独有的特色和竞争优势。从调查情况来看，资产管理公司对收购不良资产的态度整体上还是比较积极的。特别是在今年监管环境趋严，资产管理公司从合规性的角度收缩了其他类业务的规模，将更多的精力投入到不良资产的收购与处置业务中来，对收购不良资产的态度相对更加积极。

图 3-22 资产管理公司对收购不良资产的态度



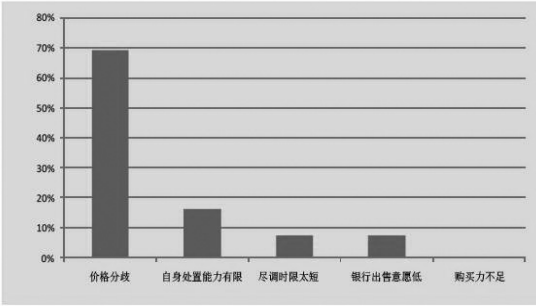
（四）影响资产管理公司成功收购银行不良资产的最主要障碍：价格分歧

问卷显示，69.1% 的受访者认为影响资产管理公司成功收购银行不良资产的最主要的障碍是双方对价格的分歧，16.4% 的受访者认为最主要的障碍是自身处置能力，认为银行出售意愿低、尽调时限太短、购买力不足的受访者相对较少（见图 3-23）。

银行业的不良资产从 2012 年开始进入上升通道，迫于不良贷款率不断升高的压力，银行出售不良资产的潜在意愿较强，但受拨备、利润压力等因素影响，对不良资产定价期望值较高。而相对于上万亿规模的不良资产市场，经过前几年的大规模收购，资产管理公司限于资本金、人员规模、流动性要求等因素的限制，承接能力趋于一定程度上饱和，不良资产的收购处置是资本和劳动力双重密集型行业，大量资产包收购后自身的处置能力对资产管理公司来说也

是一个需要面对的重要的挑战。资产管理公司依据多年不良资产的处置经验，在资产价格的下行周期，对不良资产的价值判断更加谨慎。在实际操作中，双方站在不同的角度，对不良资产的价值判断存在较大分歧，这也成为资产管理公司成功收购不良资产的最主要障碍。

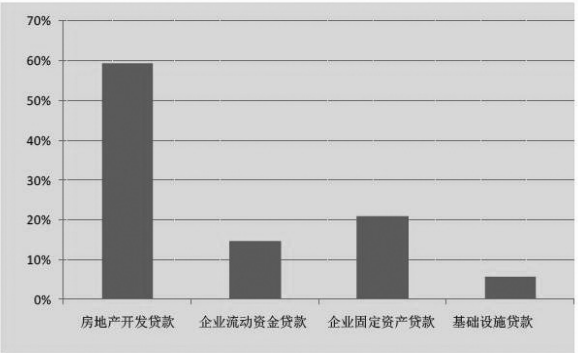
图 3-23 影响资产管理公司成功收购银行不良资产的最主要障碍



（五）在当前市场下，资产管理公司偏好收购的不良资产类别是房地产开发贷款

调查结果显示，尽管目前房地产市场正处于严格的调控中，市场未来走势具有较大的不确定性，但资产管理公司仍然更偏好收购房地产开发贷款。房地产开发贷款由于通常具备较充足的抵押率，整体收益风险比较可控，同时对于一些具有区位优势的项目，未来还存在一定增值运作的空间，因此依然被59.1%的受访者认为是资产管理公司最为青睐的收购类别（见图 3-24）。

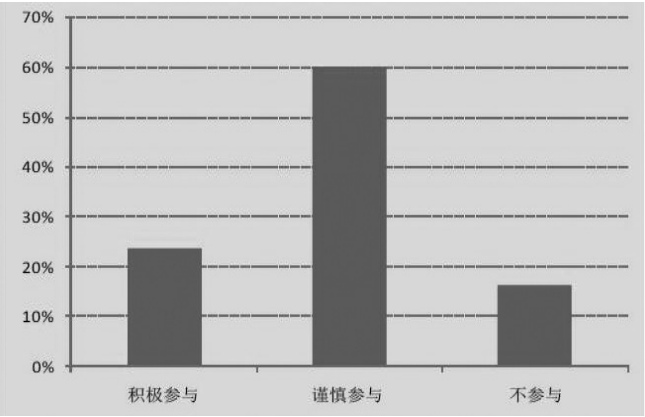
图 3-24 资产管理公司偏好收购的不良资产类别



（六）资产管理公司对购买银行发行的不良资产证券化产品态度是：谨慎参与

60% 的受访者表示自己所在单位将谨慎的参与购买银行发行的不良资产证券化产品，23.6% 表示将积极参与，16.4% 的受访者认为不会参与（见图 3-25）。目前不良资产证券化一级市场发起机构主要是银行，整体规模偏小，且多为较为优质的资产；二级市场交易不活跃、缺乏流动性，主要在银行间市场进行交易。由于资产支持证券优先级产品的名义收益率较低；次级类产品虽然名义收益率相对较高，但对被监管金融机构经济资本的消耗过高，相对资本回报率偏低，因此对投资者吸引力不高。

图 3-25 资产管理公司对购买银行发行的不良资产证券化产品态度



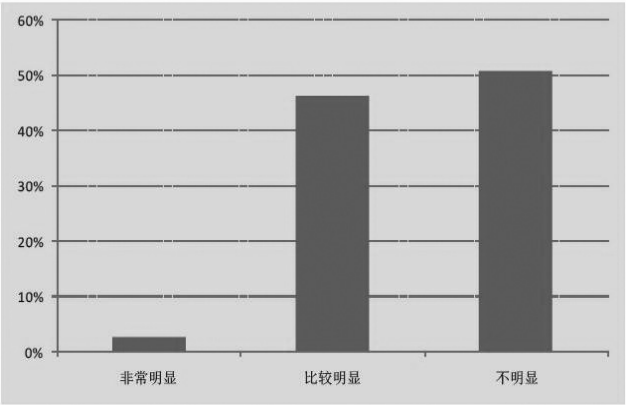
（七）不良资产证券化对银行不良资产处置的效果：一般

受访者对通过不良资产证券化方式处置银行不良资产的效果持中性的态度，认为证券化对银行不良资产处置有明显效果的受访者仅占比 2.7%，认为效果比较明显的受访者占比46.4%，认为不明显的受访者占比50.9%（见图3-26）。

不良资产证券化拓宽了商业银行处置不良资产的方式和手段，适合大规模的处置，有利于商业银行在短时间内快速降低不良贷款率和提升当期资产质量。但是不良资产证券化对于基础资产的同质性要求较高，在目前的试点阶段，银行出于声誉风险的考虑，对入池资产的选择更加谨慎，银行尤其是中小银行挑选符合要求的基础资产的难度较大。银行作为发起机构，通常会继续作为不良资产处置服务商，后续仍需要投入大量的人力、物力对资产池内资产进行处

置回收。此外，不良资产证券化产品受较高的税务成本、账务处理、产品发行周期较长、资产支持证券流动性较差等一系列因素的影响，加大了银行开展不良资产证券化业务的难度。

图 3-26 不良资产证券化对银行不良资产处置的效果



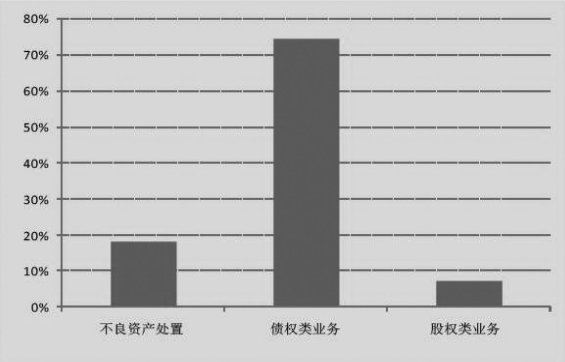
四、资产管理公司业务方向的思考

（一）2016年资产管理公司主要的利润来源：债权类业务

调查结果与 2015 年相似，74.5% 的受访者单位 2016 年主要的利润来源是债权类业务，不良资产处置业务作为主要利润来源的受访者单位仅占 18.2%，股权类业务作为主要利润来源的受访者单位占比 7.3%（见图 3-27）。

在利润导向的考核机制下，资产管理公司放松了在不良资产主业方面的投入，更加偏爱效益好、现金流稳定的固定收益类投资项目。资产管理公司未来应更多地利用在不良资产市场资本、政策、处置经验和能力等方面的优势，提升协同能力和资源整合能力，围绕银行加大市场开拓力度，加大培育市场中下游的服务商、投资者，在不良资产业务模式创新升级、扩展产品种类和服务内容、实现不良资产运营的轻资产化等方面进一步，提高产品创新能力，加强下游分销能力，围绕不良资产生物链上下游提供各种产品、服务，扩展产品种类和服务内容，降低自身收购处置不良资产所耗费的大量资金和人力，将不良资产处置的利润来源转化为多样化的利润来源。

图 3-27 2016 年资产管理公司主要的利润来源

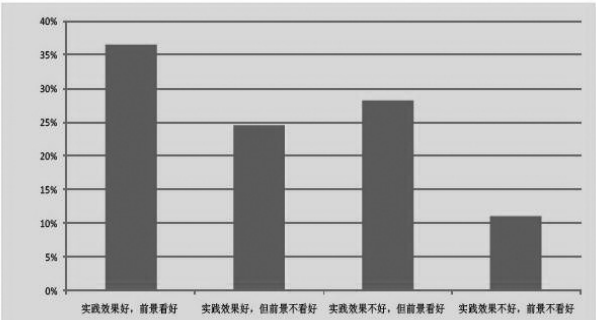


（二）非金融不良资产的实践效果与未来前景：受访者整体态度积极

非金不良业务是四大国有资产管理公司近年来开展的一项较新的业务品种，在实践中累计 60.9% 受访者认为实践效果较好，其中有 36.4% 的受访者认为这项业务的未来前景不错，而 24.5% 的受访者对其发展前景存有疑虑。39.1% 的受访者表示在非金融不良资产业务方面实践效果不好，其中 28.2% 的受访者仍然看好该项业务的前景，10.9% 的受访者对该项业务持消极态度（见图 3-28）。

随着经济增速的放缓和供给侧改革的深入，部分产能过剩和资源错配的行业风险持续暴露，实体经济中的不良资产和低效资产规模巨大，资产管理公司在非金融不良领域也进行了积极的参与和探索，通过收购企业存量资产中由于短期流动性困难产生的不良应收账款进行重组，改善企业资产负债结构，化解实体企业的经营风险。

图 3-28 非金融不良资产实践效果与前景



（三）非金不良业务的风险与回报预期：风险显著高于金融不良资产业务，回报整体略高于金融不良资产业务

受访者普遍认为非金不良业务风险比金融不良业务偏高，累计占比70.9%，认为持平的受访者18.2%，仅有8.2%的受访者认为非金不良业务风险略低于金融不良业务（见图3-29）。

根据收益与风险相匹配的原则，受访者普遍认为更高的风险对应于更高的收益，占比65.5%，认为持平的19.1%，认为略低的占比10.9%（见图3-30）。

由于非金不良债权的非规范性及非金融机构债权产生原因的复杂多样性，非金债权在标的债权的合法有效性、真实准确性、可转让性以及债权稳定性方面与金融不良债权相比具有先天的不足，因此非金不良业务与金融不良资产业务相比通常具有更高的风险。

图3-29 非金融不良资产业务风险

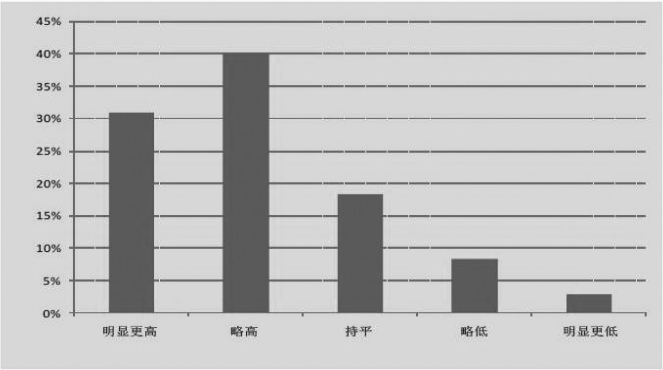
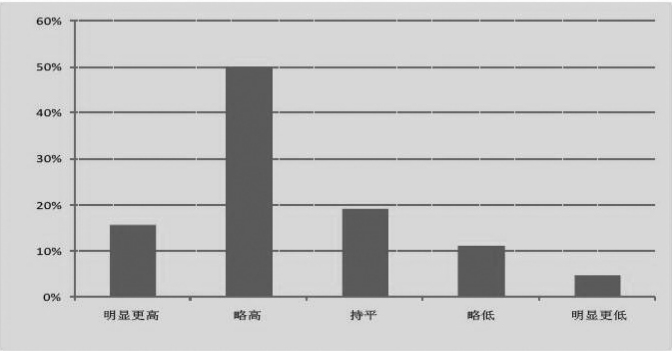


图3-30 非金融不良资产预期回报

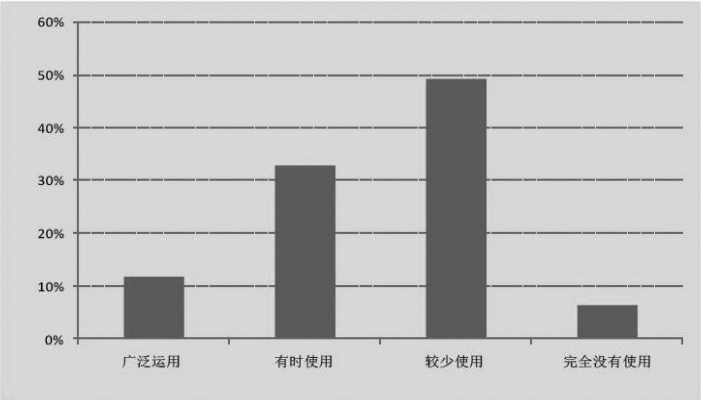


（四）当地不良资产收购与处置过程中借助互联网平台程度

表示在不良资产收购与处置实践中较少使用的受访者占比 49.1%，完全没有使用的受访者占比 6.4%，有时使用的受访者占比 32.7%，广泛运用的受访者仅占比 11.8%（见图 3-31）。

近年来，金融信息化和互联网化以及金融大数据理念和技术的发展推动了借助互联网平台的不良资产处置模式的创新。但是目前大多数资产管理公司借助互联网平台还仅限于较为初级的信息发布阶段。

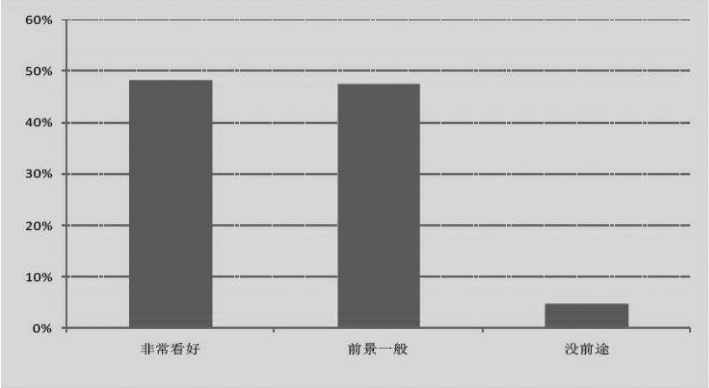
图 3-31 不良资产收购与处置结合互联网平台的程度



（五）对于不良资产收购及处置与互联网平台结合的效果：受访者观点分歧显著

超过半数的受访者比较看淡互联网平台在不良资产收购与处置方面的前景，但也有 48.2% 的受访者对前景非常看好（见图 3-32）。不良资产市场的投资不仅需要较高的资金实力，还需要相应的金融知识、专业的定价手段、丰富的处置经验等，特别是不良资产收购与处置是一项非标准化业务，项目差异性较大，难以形成统一的业务模式，尤其是线下工作量较大，使得单纯依靠互联网平台进行不良资产的收购与处置存在很大的难度。

图 3-32 不良资产收购及处置与互联网平台结合的效果

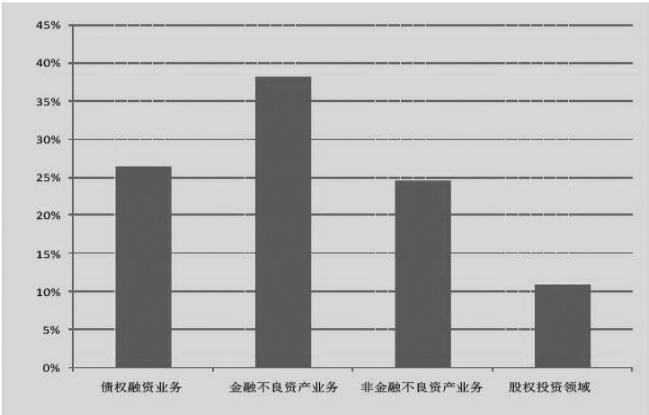


（六）2017年四大资产管理公司在当地业务机会的领域：不良资产相关业务比例显著提高

38.2% 的受访者认为 2017 年四大资产管理公司在当地业务机会更多的在于金融不良资产业务，认为债权融资业务和非金融不良资产业务存在重要机会的受访者分别占比 26.4% 和 24.5%；而选择股权业务的受访者只占 10.9%（见图 3-33）。

今年党中央、国务院高度重视防控金融风险，监管部门根据中央要求把解决资金脱实向虚，化解金融风险摆在重要位置，以解决突出问题为导向，大力整治金融乱象。在今年金融监管环境大幅趋紧的市场环境下，资产管理公司开始更加注重合规经营，回归不良资产主业的愿望和动力更加强烈。

图 3-33 2017 年四大资产管理公司在当地业务机会的领域

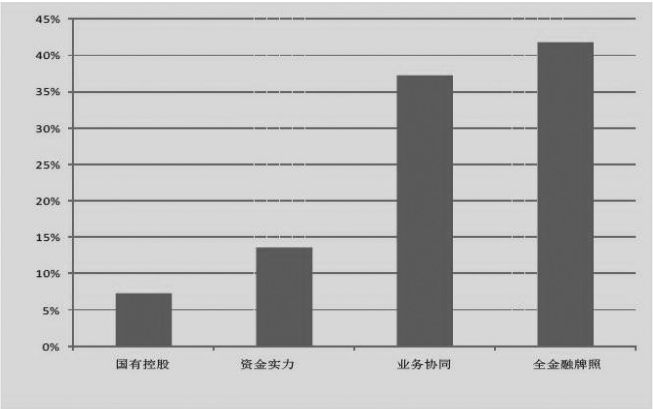


五、对资产管理公司整体发展的思考

（一）四大资产管理公司向综合性金融服务集团转型后的核心优势：全金融牌照和业务协同

从调查结果看，受访者普遍认为转型综合性金融服务集团后的核心优势将更多体现在多元化金融功能的融合与协同发展，分别占比 41.8% 和 37.3%；认为核心优势是资金实力和国有控股的受访者占比较低，分别为 13.6% 和 7.3%（见图 3-34）。目前，四大资产管理公司向综合性金融服务集团转型后，都在通过重组、收购补齐主要金融牌照，不断拓展业务范围，增强全能化的金融服务功能。通过多板块，全牌照的业务协同为客户提供一站式的金融服务是多元化、综合性金融功能的突出特征。

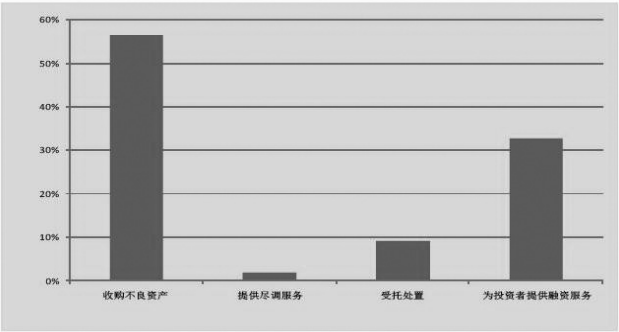
图 3-34 四大资产管理公司向综合性金融服务集团转型后的核心优势



（二）未来四大资产管理公司在不良资产市场上应承担的主要角色是：收购不良资产

56.4% 的受访者认为未来四大资产管理公司在不良资产市场上仍然应该以收购不良资产为主，选择为不良资产投资者提供相关融资服务的受访者占比 32.7%（见图 3-35）。四大国有资产管理公司在不良资产市场仍然处于主导地位，随着更多市场主体的参与，国有资产管理公司开拓意识不断提高，资产管理公司利用在不良资产市场资本、政策、处置经验和能力等方面的优势，提升协同能力和资源整合能力，努力夯实自己在不良资产市场中的地位，成为市场中最具有话语权的核心企业。

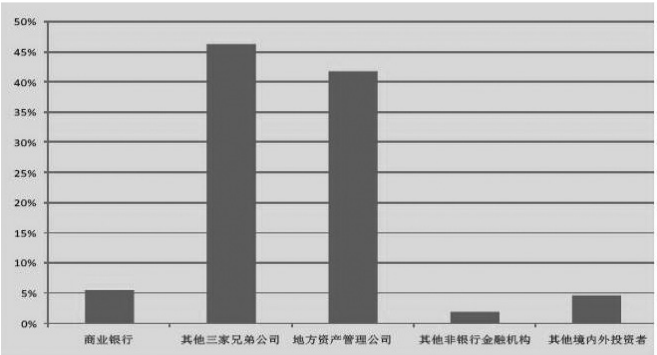
图 3-35 未来四大资产管理公司在不良资产市场上应承担的主要角色



（三）未来四大资产管理公司在不良资产市场上的主要竞争者：兄弟资产管理公司和地方资产管理公司

46.4% 的受访者认为未来四大资产管理公司在不良资产市场上的主要竞争者是其他三家兄弟资产管理公司；41.8% 的受访者认为主要竞争者是地方资产管理公司。可见地方资产管理公司在在处置行政区域内的不良资产往往具有更多优势，给四大资产管理公司带来一定竞争压力（见图 3-36）。由于不良资产形成的历史背景和政策等方面的因素，国有资产管理公司在不良资产市场仍然处于主导地位。随着不良资产市场主体的多元化、交易方式的多样化、交易标的差别化，不良资产市场参与主体逐渐形成了以 4 家国有金融资产管理公司为主、地方资产管理公司为辅，不良资产处置服务中介机构、民营专业化资产管理公司、投资银行、私募基金、产业基金等多种市场主体共同参与竞争的市场化格局。投资银行、私募基金等市场化程度较高的金融机构和民营机构，直接或间接进入不良资产市场的现象日益增多。

图 3-36 未来四大资产管理公司在不良资产市场上的主要竞争者

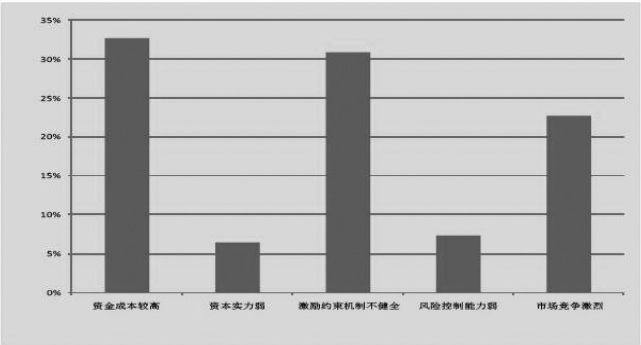


（四）四大资产管理公司现阶段面临的主要发展瓶颈：资金成本高和激励约束机制不健全是主要因素

其中 32.7% 的受访者认为四大资产管理公司现阶段发展面临的主要瓶颈是资金成本较高，30.9% 的受访者认为是激励约束机制不健全，22.7% 的受访者认为是市场竞争激烈，认为资本实力弱和风险控制能力弱的受访者相对较少（见图 3-37）。

与上一轮政策性剥离由央行提供中长期低息再贷款相比，目前资产管理公司已经转变为商业化经营公司，公司资金来源主要为中短期市场融资，缺乏与不良资产处置相匹配的中长期低成本资金。在经济下行周期，不良资产处置效率下降，处置周期变长，资金成本和流动性压力增大；此外，与目前市场上各类不良资产投资主体相比，四大资产管理公司作为国家金融稳定器在人员激励机制方面存在较大差别。越来越多的投资者的进入进一步加剧了不良资产市场的竞争，也给四大资产管理公司的发展带来了一定的压力。

图 3-37 四大资产管理公司现阶段面临的主要发展瓶颈

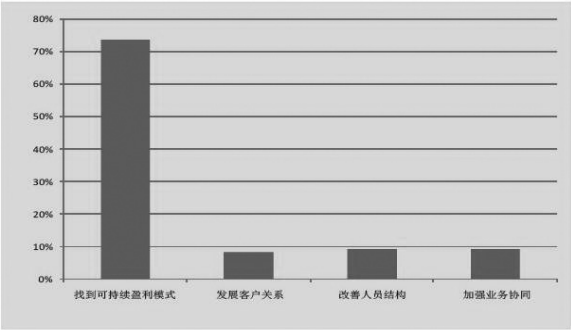


（五）四大资产管理公司分公司需要解决的当务之急：找到可持续盈利模式

73.6% 的受访者认为四大资产管理公司急需解决的问题是找到可持续盈利模式，此外，拓展客户来源、改善人员结构、加强业务协同也是资产管理公司需完善提高的重要方面（见图 3-38）。随着我国经济增速放缓，经济结构调整的进一步深入，资产价格将在较长一段时间内处于下行通道。资产管理公司传统的债权

转让、抵押物变现等处置方式将面临较大挑战，而过度依赖于目前房地产行业，投资集中度过高的业务模式也不可持续。如何回归不良资产主业，提高不良资产运作层次，找到可持续盈利模式是目前资产管理公司需要解决的当务之急。

图 3-38 四大资产管理公司分公司急需解决的问题

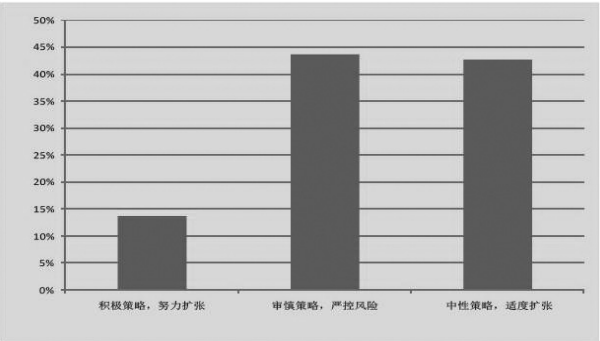


（六）2017年四大资产管理公司应采取的发展策略：中性策略，审慎为主

43.6% 的受访者认为 2017 年四大资产管理公司应采取审慎策略，严控风险，42.7% 的受访者认为应采取中性策略，适度扩张，13.6% 的受访者主张采取积极策略，努力扩张（见图 3-39）。

货币信贷的过度扩张加剧了金融与实体经济的背离，引发了资金的脱实向虚，进一步扭曲了实体经济结构，导致金融风险有所积聚。为防控金融风险，“一行三会”采取相应措施，不断强化金融监管。在今年严格的监管环境下，受访者普遍认为应该采取审慎为主的中性发展策略。

图 3-39 四大资产管理公司应采取的发展策略



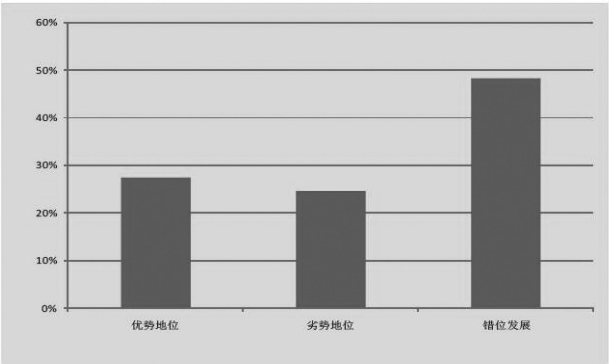
六、地方资产管理公司

（一）目前地方资产管理公司在与四大资产管理公司之间的竞争关系：错位发展

48.2% 的受访者认为地方资产管理公司与四大资产管理公司的竞争处于错位发展，27.3% 的受访者认为处于优势地位，24.5% 的受访者认为处于劣势地位（见图 3-40）。

四大国有金融资产管理公司业务范围更加广泛，业务开展更为市场化，在金融机构资源、专业信息、客户资源和不良资产处置经验更有优势；而地方资产管理公司在开拓地方行政区域内的不良资产方面具有一定优势。双方如果能在不良资产处置技术与经验、人才培养、产品创新、业务模式加强交流和沟通，将地方 AMC 的区域资源优势与四大资产管理公司全金融牌照的业务体系相结合，降低地方经济金融差异化发展下宏观经济周期对地方资产管理公司业务的影响，建立稳定的业务品种和持续的业务经营模式，创造符合地方特色的盈利模式，对双方来讲将是一种双赢的局面。

图 3-40 地方资产管理公司在与四大资产管理公司之间的竞争关系

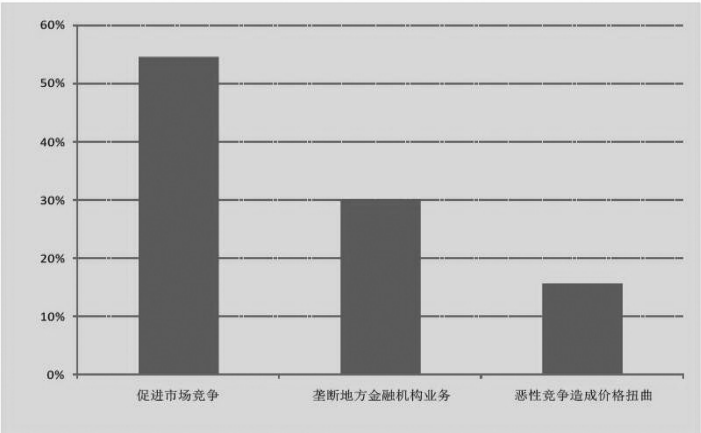


（二）地方资产管理公司对不良资产行业最主要的影响：促进市场竞争

54.5% 的受访者表示地方资产管理公司对不良资产行业最主要的影响是促进市场竞争；30% 的受访者认为地方资产管理公司垄断了地方金融机构的业务，15.5% 的受访者表示最主要的影响是恶性竞争造成了价格扭曲（见图 3-41）。

地方资产管理公司的加入使不良资产市场的参与主体更加多元化，提高了不良资产市场的竞争强度，有利于不良资产市场的进一步健全和发展、成熟和完善。同时，地方金融机构与地方资产管理公司通常关系比较密切，同时考虑到地方资产管理公司与地方政府的关系和对地方经济状况和本地债务企业的经营情况更加熟悉，在处置不良资产时有时会更加青睐地方资产管理公司。

图 3-41 地方资产管理公司对不良资产行业最主要的影响

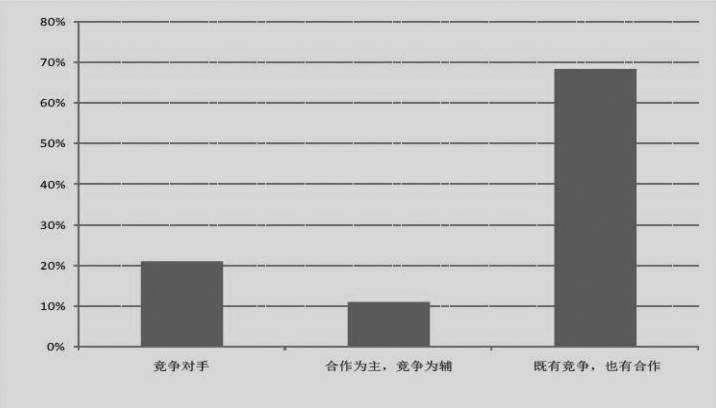


（三）未来四大资产管理公司与地方资产管理公司主要的关系：既有竞争，也有合作

68.2% 的受访者认为未来四大资产管理公司与地方资产管理公司既有竞争，也有合作；认为合作为主，竞争为辅的受访者占比 10.9%，20.9% 的受访者认为双方互为竞争对手（见图 3-42）。

地方资产管理公司的加入使不良资产市场的参与主体更加多元化，提高了不良资产市场的竞争强度，有利于不良资产市场的进一步健全和发展、成熟和完善。与四大资产管理公司相比，地方资产管理公司成立时间较短，仍然处于初期发展阶段，在资本实力、团队建设、不良资产处置技术与经验、产品创新、风险把控等方面与四大资产管理公司仍有明显差距。四大资产管理公司与地方资产管理公司之间在业务上存在着较强的互补关系，四大国有金融资产管理公司业务范围更加广泛，业务开展更为市场化，而地方 AMC 在开拓地方行政区域内的不良资产方面具有一定优势。

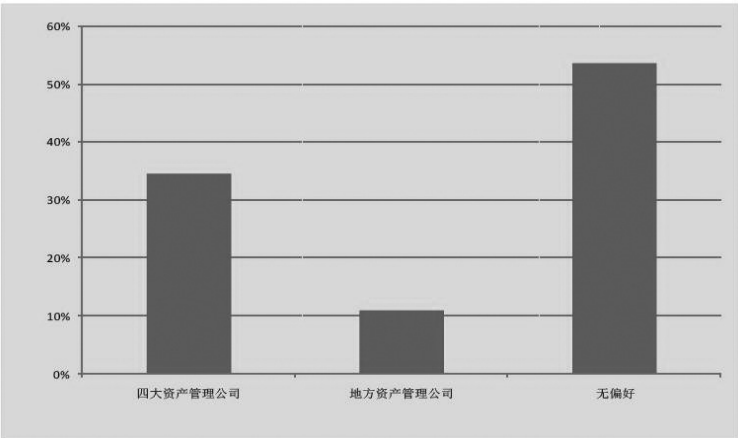
图 3-42 四大资产管理公司与地方资产管理公司主要的关系



（四）当地银行在处置不良资产时首选出售对象：无明显偏好

从调查问卷结果来看，53.6% 的受访者选择无偏好，34.5% 的受访者选择了四大资产管理公司，10.9% 的投资者选择了地方资产管理公司（见图 3-43）。实践中银行在处置不良资产时市场化程度较高，四大资产管理公司在政策、资源等方面的优势正在不断缩小，银行在选择出售不良资产是并无明显的偏好对象。

图 3-43 银行在处置不良资产时首选出售对象

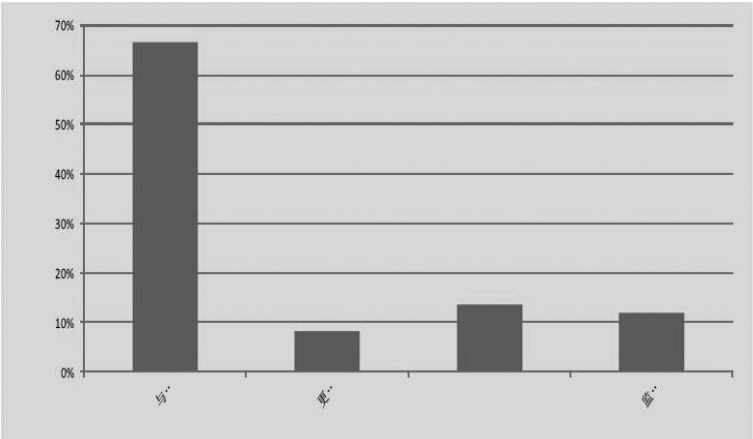


（五）地方资产管理公司在与四大资产管理公司竞争当地业务方面最主要的优势是：与地方政府、地方银行关系更紧密，业务来源有优势

66.4% 的受访者认为地方资产管理公司在竞争当地业务方面最主要的优势体现在与地方政府、地方银行关系更紧密；认为决策环节少，效率高的受访者占比 13.6%；认为监管环境宽松的受访者占比 11.8%；认为更了解地方状况，有处置优势的受访者占比 8.2%（见图 3-44）。

地方资产管理公司的加入使不良资产市场的参与主体更加多元化，提高了不良资产市场的竞争强度，有利于不良资产市场的进一步健全和发展、成熟和完善。同时，地方政府与地方资产管理公司通常关系比较密切，对其业务支持力度较大，往往在资金、政策等方面给予支持，地方资产管理公司对地方经济状况和本地债务企业的经营情况更加熟悉，在处置行政区域内的不良资产具备较多的便利条件，往往具有更多优势。

图 3-44 地方资产管理公司主要的优势



（六）地方资产管理公司在与四大资产管理公司竞争当地业务方面最主要的劣势是：资金和经验

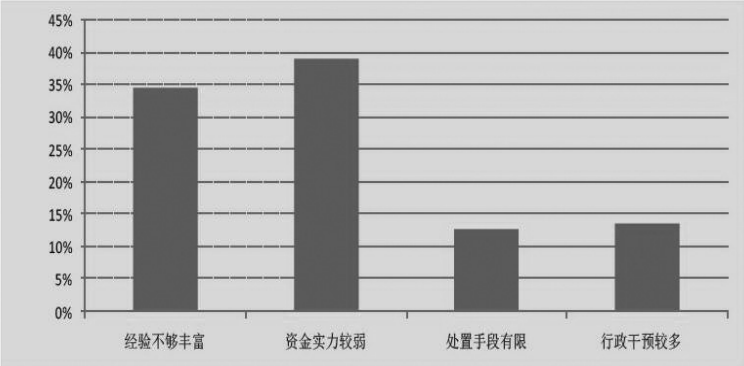
39.1% 的受访者认为与四大资产管理公司相比地方资产管理公司最主要的劣势是资金实力较弱，34.5% 的受访者认为经验不够丰富，认为行政干预较多的受访者占比 13.6%，认为处置手段有限的受访者占比 12.7%（见图 3-45）。

与四大资产管理公司相比，地方资产管理公司成立时间较短，仍然处于初期发展阶段，在资本实力、团队建设、不良资产处置技术与经验、产品创新、风险把控等方面与四大资产管理公司仍有明显差距。

团队建设、处置技术与经验方面，四大国有资产管理公司通过多年的金融不良资产处置业务中培养了一支专业化运作程度高、掌握投行业务和资产处置业务复合知识结构的专业队伍，形成了一定规模的金融机构资源、专业信息、客户资源和丰富的业务经验，形成了具有自主创新能力、适应我国不良资产处置市场的核心技术。在不良资产处置的专业优势方面，地方资产管理公司仍有明显差距。

资本规模方面，地方资产管理公司资本规模较小，缺乏金融牌照，不具备从银行间市场直接进行融资的便利。风险把控方面，地方资产管理公司在管理经验和风险控制的方法、经验和手段等方面实力有所欠缺，在当前的竞争中不具备竞争优势。

图 3-45 地方资产管理公司主要的劣势



七、小结

2017 年全球经济仍处于缓慢复苏之中，持续的全球性通货紧缩风险已经有所缓解，发达经济体开始出现向好的趋势，但是国内经济仍然面临巨大的困难和不确定性，经济趋稳的力量和下行压力并存。尽管从中长期来看国内经济仍然具备较强的经济增长潜力，但是短期内仍面临较大下行压力。实体经济资本回报率下降、虚拟经济与实体经济相背离、债务及金融风险升高、产业结构调整需要一个长期的过程、新的经济增长动力尚未形成等一系列因素带来的风险，给短期内中国经济的增长带来了较大的不确定性。

作为不良资产市场重要的供给方，为了进一步盘活存量资产，降低流动性和资金成本压力，资产管理公司 2017 年更加倾向于加快不良资产的处置速度，但目前国内的经济环境和资产价格下行等因素，给传统的不良资产处置方式带来了一定的困难，导致处置效率普遍下降。目前不良资产二级市场的投资主体仍然是境内投资者，投资者对不良资产的预期收益率普遍在 15% 以上，与其他类资产配置方式相比较高，在当前金融市场优质投资品种相对缺乏的情况下，不良资产市场吸引了更多投资者的关注，但不良资产处置周转速度下降也促使不良资产市场的投资者与往年相比趋于谨慎，投资相对更加理性。不良资产市场投资者由于受资金规模、处置经验、处置能力等一系列因素的影响，更倾向于与不良资产出售方合作进行处置，中小型资产包通常更受投资者喜爱。

作为国内不良资产市场的重要需求方，2017 年资产管理公司对不良资产的收购仍然持比较积极的态度。目前国内商业银行存量不良资产的规模依然很大，银行出售不良资产的潜在意愿较强，但是由于利润考核的压力和问责机制的影响，大规模集中转让的可能性比较小，银行更倾向于采用以时间换空间的风险缓释的方式处置不良资产。在不良资产收购过程中价格分歧仍然是资产管理公司成功收购不良资产的最主要的障碍，在收购资产的类型当中，由于房地产开发贷款通常抵押物价值比较充足，且存在一定的增值运作的想象空间，是资产管理公司最偏好收购的不良资产类别。不良资产证券化作为一种创新的不良资产处置方式可以帮助银行较快地大批量的降低不良资产规模，但是由于入池资产池的遴选存在一定难度，当前发行成本偏高，后续处置仍然消耗银行大量人力、物力等一系列因素的影响，受访者对通过不良资产证券化的方式大规模处置银行不良资产的效果持较为中性的观点。目前不良资产证券化产品优先级份额收益率较低，次级份额的主要投资者为四大国有资产管理公司，但由于次级份额对资产管理公司经济资本的消耗过高，限制了资产管理公司投资的积极性，目前只是审慎参与不良资产证券化次级份额的投资。

从调查情况来看，2016 年资产管理公司的主要利润来源仍然是固定收益类的债权类业务，不良资产处置贡献的利润较少。在积极参与金融不良资产收购处置之外，在实体经济的非金融不良资产方面，资产管理公司也进行了积极的参与和探索。由于非金融不良资产债权在债权的稳定性、真实性等方面与金融债权相比存在先天的不足，非金不良业务的风险通常明显高于金融不良业务，同时收益也相对略高。在互联网金融方面，大部分资产管理公司目前通过互联

网收购和处置不良资产仍处在比较初级的信息发布阶段，国有资产管理公司已经开始积极探索搭建更加专业化、功能化的互联网不良资产处置平台，进一步促进不良资产的处置效率。然而由于不良资产相关业务的非标准化的特性，大量基础工作需要通过线下完成，另外对投资者的专业化水平、资金实力等方面准入门槛较高，资产管理公司受访者对不良资产收购与处置与互联网平台结合的效果持谨慎乐观的看法。

当前不良资产市场的投资主体更加多元化，进一步促进了不良资产市场的竞争。四大资产管理公司积极提高自身竞争能力，努力夯实自己在不良资产市场中的核心地位，受访者普遍认为四大资产管理公司向综合性金融服务集团转型后的核心优势是全金融牌照和业务协同，四大资产管理公司未来应该在不良资产一级市场担当批发商的角色，收购、批发不良资产并为不良资产二级市场投资主体提供相关服务。受访者认为四大资产管理公司 2017 年应采取中性策略，严控风险，适度扩张，四大资产管理公司的分公司当务之急仍然是打造可持续的盈利模式,发展的主要瓶颈是资金成本较高和激励约束机制不够健全，未来四大资产管理公司在不良资产市场上的主要竞争者是其他三家兄弟公司和地方资产管理公司。

地方资产管理公司的加入进一步促进了不良资产市场的竞争，与四大资产管理公司相比，地方资产管理公司成立时间较短，在资金规模、融资能力、处置经验、风险控制等一系列方面仍存在较大差距，但是在区域内的不良资产收购方面，由于与地方政府和地方金融机构关系比较紧密，具有一定地域优势。从调查情况来看，目前地方资产管理公司与四大资产管理公司在不良资产市场既有竞争，也有合作，处置错位发展之中。整体上金融机构在出售不良资产时市场化程度较高，并无明显的偏好对象，但在处置某些与地方政府相关的不良资产时，地方资产管理公司具备一定优势。

第四部分 不良资产市场趋势预测

一、宏观经济金融形势分析

2016 年以来，不确定性一直是全球宏观经济形势的突出特征，英国公投脱欧、特朗普当选美国总统、巴西总统罗塞夫被弹劾等“黑天鹅”事件层出不穷，叠加欧洲难民危机、地缘政治、人口老龄化等负面因素，全球经济复苏步履维艰，并呈现出明显的分化态势。根据 IMF 数据，2016 年末全球 GDP 实际增长率为 3.11%，其中发达经济体实际增速为 1.69%，新兴及发展中经济体的实际增速为 4.13%，与 2015 年相比，分别下降了 0.24 个百分点、0.46 个百分点和 0.12 个百分点。2017 年，全球经济复苏力度将依然疲弱，且更加不均衡，表现在发达经济体内部、新兴及发展中经济体内部，其实质是各国在经济结构调整深度和速度上的差异。作为对全球经济增长贡献率超过 30% 的国家，中国的经济形势牵一发而动全身，随着供给侧结构性改革的不断深化，稳中有进的发展态势将改善全球经济增长预期。

（一）国际经济金融形势

2016 年，发达经济体占全球 GDP 的比重降至 41.89%，创下自 1989 年以来的新低，作为发达经济体的“三极”，美国、欧元区、日本的经济表现乏善可陈，实际增速只有 1.62%、1.8% 和 1%，分别同比减少了 0.98 个百分点、0.2 个百分点、0.1 个百分点，反映出发达经济体经济复苏的基础并不牢固。新兴及发展中经济体在全球经济中的地位与日俱增,但在发达经济体政策外溢效应、大宗商品市场衰退、经济杠杆化等影响下，经济金融脆弱性上升、增长速度出现回落，并在内部延续分化态势。

1、美国经济复苏稳健

回顾 2016 年，美国宏观经济呈现出两方面特征，一是经济实际增长速度回落，没有达到预期；二是经济增长动能逐渐走强，驱动因素有所增加。从外在表现看，私人消费支出迅速加快，约占经济总量 70% 的个人消费开支 12 月份环比增长 0.5%；制造业扩张速度也创下两年以来的新高，12 月份制造业采购经理指数（PMI）升至 54.7%，意味着制造业已逐渐走出美元升值、油价走低等带来的负面影响；就业市场整体比较稳定，非农部门新增就业岗位 15.6

万个，失业率微升 0.1 个百分点至 4.7%；住宅市场也持续向好，12 月份新屋开工数环比上升 11.3%，高于预期值 8.9%，表明房地产市场基础依旧稳固。但在外贸方面，囿于全球经济疲软及美元走强，2016 年赤字升至 5023 亿美元，创下四年以来的新高。

展望 2017 年，美国经济将继续平稳复苏。原因在于，其一，美国经济的内生增长动力依然稳健，作为提升经济发展的根本源泉，技术创新、人力资本在外部冲击频发的 2016 年并未受到太多影响；其二，美国家庭和企业的资产负债表得到一定修复，消费和企业投资的意愿和能力显著上升；其三，特朗普“制造业回归”战略，有望稳步推动制造业快速发展；其四，特朗普扩大财政刺激、增加基础设施投资等政策主张将强化市场预期，加速经济恢复进程；其五，美元霸主地位进一步凸显，随着美联储加息、并逐步“缩表”，美国市场的吸引力明显上升，大量国际资本回流。但在经济稳定复苏这一大势下，仍存在一些因素制约复苏力度。例如贸易保护主义、政府债务负担沉重、人口老龄化、劳动生产率下滑等。按照 IMF 的预测，2017 年美国 GDP 增速有望提升 0.62 个百分点至 2.2%。

2、欧洲经济前景黯淡

回顾 2016 年，欧洲逐渐走出各种危机，但经济形势并无明显改善。从经济数据看，欧盟 28 国 GDP 增长速度为 1.9%，下降了 0.33 个百分点，其中第四季度增长 0.6%，增速下滑了 1.9%；欧元区 19 国同比增长 1.8%，增速降低 0.23 个百分点。总体看，欧洲经济面对债务危机、银行业危机等表现出一定韧性，呈现复苏态势。但欧洲内部各国增长并不均衡，其中，德国增幅达 1.9%，创下 2011 年以来的新高；希腊、意大利等受到债务危机或银行业危机影响，经济恢复步履维艰。欧盟消费支出同比增长 2% 以上，是 GDP 增长的主要动力；通货膨胀率达到 1.1%，环比增加了 0.5 个百分点；欧盟固定性资产投资增速下滑明显，对外贸易增速回落。12 月份欧元区制造业 PMI 达到 54.9，创下 2011 年 4 月以来新高，其中德国达到 55.6，这一向上远离荣枯分界线的表现有助于 GDP 加速增长。

展望 2017 年，尽管经济基本面逐渐改善，但政治不确定性引发的一系列变化可能重塑欧洲格局，经济前景黯淡。英国脱欧将正式开启一体化倒退的进程，并引起一系列示范效应，欧洲的区域分裂势力、民粹主义、保护主义、孤岛主义等迅速崛起，同时，欧洲内部的区域合作、政策协同和利益协调也走向

衰弱，统一市场监管与各国利益之间的冲突也将逐渐显性化。对外贸易在保护主义思潮下也将更加疲软，加之欧元整体处于弱势状态，贸易总量可能继续萎缩。欧洲的通货膨胀现象逐渐显现，距离 2% 的目标越来越近，但受能源和食品价格下跌影响，通胀率短期略微回落，年内欧洲央行将可能继续维持超宽松货币政策。预计欧洲将维持经济复苏态势，但政治经济格局重构下的风险也不容忽视。按照 IMF 的预测，2017 年欧元区经济增长率将会下降至 1.4%。

3、日本经济低增长常态化

回顾 2016 年，日本经济增长乏力，整顿财政、物价上涨都没有达到预期，消费税率推迟上调等政策也愈发不明朗，“安倍经济学”面临拐点。从经济数据看，GDP 增长率回落至 1%；私人消费支出止跌回升，小幅增长 0.4%；公共投资下降幅度扩大，同比降低了 3%；对外贸易增速创下 2014 年来新低，其中商品和服务出口同比增长了 1.2%，比 2015 年降低了 1.7 个百分点，进口同比减少了 2.3%；固定资本形成总额增速提高，从 2015 年的 0.1% 上升至 0.9%；年度贸易顺差达 4.07 万亿日元，为 2011 年以来首次，其中出口同比下降 7.4%，进口同比下降 15.9%；不含生鲜食品价格的核心消费价格指数同比下降 0.3%，为 4 年来首次回落；失业率为 3.1%，为 1994 年以来的最低水平；工业生产已出现回暖迹象，12 月份的工矿业生产指数环比上升 0.5%，为 2015 年 1 月以来首次。

展望 2017 年，日本经济将进一步放缓，并呈现常态化的低速增长。原因在于，其一，货币政策的效果不断下降，2013 年日本开始实施超宽松货币政策，至 2017 年 5 月底，央行资产负债规模达到 500.8 万亿日元，占国内生产总值的 90% 以上，持有国债规模已经超过市场总体的 42%，继续大量购买国债将更加困难，也破坏了市场的定价功能，同时，央行第五次推迟 2% 通胀目标实现时间也反映货币政策的困境；其二，债务高筑制约财政刺激工具，2016 年末包括国债、借款及政府短期证券在内的日本政府债务余额为 1066.42 万亿日元，再次刷新历史最高值，对经济的拉动效果仍待观察，却也“负有巨额公债，没有可能持续”；其三，结构改革困难重重，提高劳动生产率并非坦途，劳动人口唯一上涨的服务业面临着附加值低、劳动生产率低的困境。按照 IMF 预测，年内日本经济增速将减至 0.56%。

4、新兴及发展中经济体复苏缓慢

回顾 2016 年，新兴及发展中经济体受外部环境波动、大宗商品价格走低

等影响，经济复苏乏力。从经济数据看，新兴及发展中经济体 GDP 增速降至 4.13%，其中，独联体国家止跌回升，增速为 0.35%；新兴及发展中亚洲地区依然为主要增长动力，GDP 增幅为 6.38%，同比下降 0.36 个百分点；新兴及发展中欧洲地区经济增速为 3.02%，比 2015 年降低了 1.7 个百分点；拉丁美洲和加勒比海地区经济下滑，幅度达到 0.98%；中东北非地区的经济增长加快，幅度从 2015 年的 2.55% 升至 3.8%；撒哈拉以南非洲地区同比增长 1.4%，幅度下降 1.96 个百分点。CPI 增速为 4.37%，同比下降了 0.34 个百分点，通货膨胀压力仍然较大。尽管新兴及发展中经济体仍占据 FDI 流入量前十经济体中的一半，但吸收 FDI 规模比 2015 年减少了 20%，占全球 FDI 流量的比重降低至 43%。

展望 2017 年，随着制造业回暖、大宗商品价格趋稳，新兴及发展中经济体将进一步复苏，但外部挑战愈发严峻，经济复苏将会比较缓和。其一，受贸易保护主义、全球外需疲弱等影响，新兴及发展中经济体通过出口拉动增长的空间比较有限；其二，随着美联储加息，美元汇率将不断走强，经济体将面临本币贬值和资本外流双重压力，外债较高的国家将面临爆发危机的风险；其三，大宗商品价格在低位盘整，大宗商品出口国将继续承受出口增速较低的压力；其四，特朗普经济政策如“制造业回归”、减税、基础设施建设等的不确定性会对新兴经济体的实体经济和金融体系产生冲击；其五，新兴及发展中经济体普遍面临较大的债务压力，尤其是私人部门债务和公共债务，未来违约风险将大幅提升；其六，由于人口老龄化、全要素生产率增长放缓、投资不足等，劳动生产率增长缓慢也将成为制约新兴经济体发展的因素。按照 IMF 的预测，年内新兴及发展中经济体 GDP 增速将达到 4.5%。

（二）国内经济金融形势

平稳增长是 2016 年我国宏观经济的总体特征，在国际环境复杂、增长动能不足、资产泡沫放大等负面因素下，四个季度的 GDP 增长率均保持在 6.7%，尽管这一数值创下七年来新低，但仍使我国成为全球主要经济体中增长最快的国家。从需求端看，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献率分别为 64.6%、42.2%、-6.8%，其中，消费升级类商品销售增长较快，社会消费品零售总额达 33.2 万亿元，同比实际增长 9.6%，其中网上零售额 5.16 万亿元，同比增长 26.2%；固定资产投资稳中有升，不含农户的投资规模达 59.7 万亿元，同比实际增长 8.8%，其中国有投资 21.3 万亿元，增长 18.7%，民间投资 36.5 万亿，增长 3.2%；进口扭负为正、出口降幅收窄，全

年进出口总额 22.3 万亿元，同比下降 0.9%，幅度减小了 0.61 个百分点。从供给端看，供给侧结构性改革取得显著成效，煤炭钢铁行业完成全年去产能任务，产成品存货增速放缓、商品房库存持续下降，企业资产负债率及成本均下降明显，生态环境等短板领域投资也显著快于全部投资；产业结构持续转型升级，第三产业增加值占 GDP 比重提高 1.4 个百分点至 51.6%。

进入 2017 年，我国将面临更多的不确定性，经济下行压力将比较大，但是机遇与风险并存，一些积极因素有望确保稳中有进的增长态势，例如民间投资回暖、新开工项目加快增长、最终消费率稳定提高等，政府部门也将加快推进供给侧结构性改革，并通过金融监管、宏观调控政策等发力，推动经济稳中有进。

1、深化供给侧结构性改革

经济向好、隐忧仍在，2017 年将是供给侧结构性改革的深化之年。其一，根据新问题、新情况深入推进“三去一降一补”，扩大去产能领域、并以处置僵尸企业为着力点，市场化、法制化化解过剩产能；因城施策解决三四线城市房地产库存，通过推进市场化债转股、加大股权融资力度等引导企业合理去杠杆，并通过减税降费来推动企业将成本增效益；既补发展上的短板，也补制度上短板。其二，引导资金“脱虚入实”，大力振兴实体经济，严格金融监管，打击监管套利和空转套利；实施创新驱动发展战略，既采用新技术、新业态改造提升传统产业，又大力推动战略性新兴产业；既要化解低质过剩产能，又要发扬工匠精神、扩大优质供给。其三，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，多措并举推动房地产市场平稳健康发展，既要抑制房地产市场泡沫，又要防止出现大起大落，建立完善符合市场规律的住房长效机制。其四，以混合所有制改革为契机，推动国有企业改革，加快形成健全的公司法人治理结构、高效的市场化经营机制，同时加强产权保护制度，培养企业家精神、释放企业活力。通过深化供给侧结构性改革，解决以往改革中的定位不清、体制不顺、措施不到位等问题，为 2017 年经济平稳增长创造良好的发展环境。

2、金融业监管趋严

2017 年，以治理资管乱象为着力点，金融行业迎来新一轮强监管。其背景在于，随着资管业务的迅速发展，大量资金通过多层嵌套、资金池业务模式、叠加杠杆等方式涌入房地产行业、股市、产能过剩行业、大宗商品、地方政府融资平台等，制约政府宏观调控效果，影响经济结构转型升级及供给侧结构性

改革进程，并引致地方政府债务增长过快，推高地方财政风险。这些现象的实质为资金空转、“脱实入虚”，究其原因，在于监管“寡”与“不均”并存，一方面监管缺失、监管滞后乃至监管缺位，另一方面监管标准不统一引致监管套利。为防范风险，“一行三会”开始加强监管，其中，银监会先后出台《关于银行业风险防控工作的指导意见》等多项文件，明确银行业防控风险的十大重点领域，并要求银行自查“三套利”、“四不当”行为。保监会参考上述文件，发布《关于进一步加强保险监管 维护保险业稳定健康发展的通知》等，从强化监管力度、补齐监管短板、坚持底线思维、创新体制机制等角度规范保险市场。证监会首次提及全面禁止通道业务、不得让渡管理责任，督促资管机构“去通道化”、提升主动管理能力。人民银行则于 2017 年一季度首次将银行表外理财增速纳入广义信贷增速考核，作为宏观审慎管理评估体系的重要组成部分，以达到去杠杆、挤泡沫、缓释风险的目标。通过加强监管，有效引导资金服务实体经济。

3、宏观调控政策微调

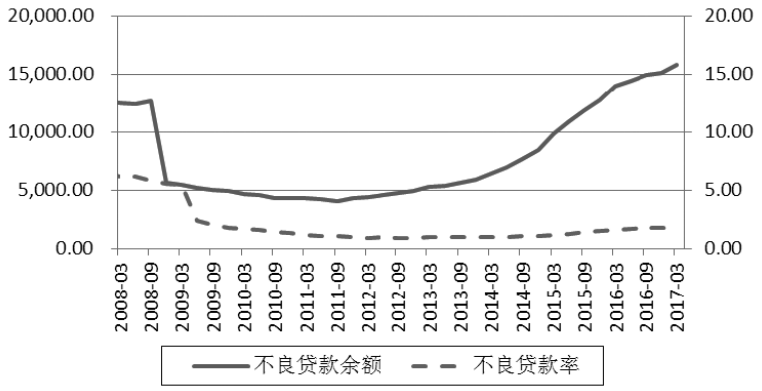
2017 年宏观政策将继续采取“稳健中性货币政策、积极财政政策”的组合，在这一总基调下，人民银行将会优化货币政策工具搭配，财政政策也将更加受到重视。货币政策将重点关注两个方面，一是流动性松紧适度，在为经济增长提供资金的同时避免“脱实入虚”引致资产价格泡沫；二是进一步完善人民币汇率形成机制，适度扩大波动区间。但在房地产市场调控、人民币贬值预期、美联储加息次数增加、资本流出等背景下，货币政策受到的制约不断增多，面对复杂的国内外经济环境，人民银行将更多地通过公开市场操作、常备借贷便利、中期借贷工具等来调节流动性、稳定市场预期，保持较大程度的灵活与适度。财政政策主要措施将从刺激中长期投资逐渐转向减税降费、刺激居民消费，在人民币贬值压力与防风险并存状态下，将更加受到重视。一方面，继续推进“营改增”、结构性减税计划，并减少涉企收费项目；另一方面扩大基础设施建设投资规模，拓宽融资来源；同时，进一步完善中央与地方转移支付体制，提高资金使用效率，并深入推进财税体制改革。通过优化宏观调控政策工具，为经济转型升级、供给侧结构性改革等创造良好的金融环境。

二、我国商业银行不良贷款现状

（一）国内总体情况与国际比较

1、国内总体情况

图 4-1 中国商业银行不良贷款总体变化趋势



数据来源：Wind 资讯

截至 2017 年第一季度，中国商业银行不良贷款规模约 1.58 万亿元，不良贷款率为 1.74%。如图 4-1 所示，虽然不良贷款规模依旧保持稳步上升的趋势，但不良贷款率近一年来稳定在 1.7% 左右，总体趋势稳定。随着供给侧结构性改革步入深水区，在宏观经济下行压力和金融行业“去杠杆”政策影响的双重作用下，中短期内不良贷款率不会发生剧烈变化。“去产能”“去库存”等结构性调整促使行业企业转型发展，由此产生的风险或或导致商业银行不良率进一步上升；但“去杠杆”政策降低企业债务风险，有效遏制信用风险，或促使商业银行不良率的下滑。在这两种相反方向的作用机制下，不良贷款率不会出现剧烈上升或下滑的情况。

观察商业银行总体不良贷款规模和不良贷款率的历史走势，除 2008 年底因农行剥离处置不良资产 8157 亿元（可疑类贷款 2173 亿元、损失类 5494 亿元、非信贷资产 489 亿元），导致不良贷款指标断崖式下跌，近十年不良贷款规模呈平稳上升趋势，不良贷款率相对稳定。

表 4- 1 正常及关注类贷款情况

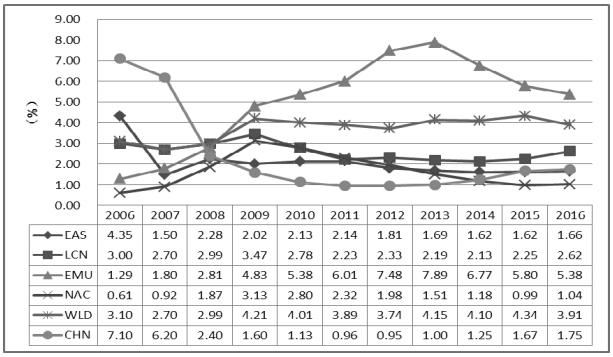
时　间	正常类贷款（亿元）	正常类贷款占比（%）	关注类贷款（亿元）	关注类贷款占比（%）
2015-03	669789.00	95.08	24826.00	3.52
2015-06	690695.00	94.87	26465.00	3.64
2015-09	705664.00	94.64	28130.00	3.77
2015-12	719756.00	94.54	28854.00	3.79
2016-03	751471.00	94.25	31953.00	4.01
2016-06	775293.00	94.22	33196.00	4.03
2016-09	798731.00	94.14	34770.00	4.10
2016-12	818231.00	94.39	33524.00	3.87
2017-03	858300.00	94.49	34214.00	3.77

数据来源：Wind 资讯

如表 4-1 所示，关注类贷款持续上升，但 2016 年第四季度开始，关注类贷款上升趋势得到遏制，至 2017 年第一季度该指标已降至 2015 年第三季度水平；同期正常类贷款比重开始上升，意味着贷款总体结构呈现良好发展势头。随着金融“去杠杆”政策作用效果的逐步显现，短期内商业银行不良贷款余额和不良贷款率上行压力减弱。

2、国际比较

图 4-2 全球各地区的不良贷款率



	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EAS	4.35	1.50	2.28	2.02	2.13	2.14	1.81	1.69	1.62	1.62	1.66
LCN	3.00	2.70	2.99	3.47	2.78	2.23	2.33	2.19	2.13	2.25	2.62
EMU	1.29	1.80	2.81	4.83	5.38	6.01	7.48	7.89	6.77	5.80	5.38
NAC	0.61	0.92	1.87	3.13	2.80	2.32	1.98	1.51	1.18	0.99	1.04
WLD	3.10	2.70	2.99	4.21	4.01	3.89	3.74	4.15	4.10	4.34	3.91
CHN	7.10	6.20	2.40	1.60	1.13	0.96	0.95	1.00	1.25	1.67	1.75

其中，EAS 代表东亚及太平洋地区；LCN 代表拉丁美洲及加勒比地区；EMU 代表欧盟；NAC 代表北美；WLD 代表世界；CHN 代表中国。

数据来源：世界银行

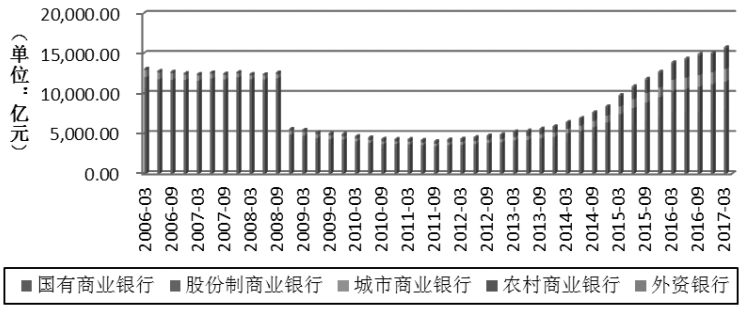
图 4-2 显示，中国的商业银行不良贷款经过大规模剥离后，不良贷款率显著降低，随着银行风控能力提升、经营状况改善以及经济稳定增长，不良贷款率控制在 2% 以内。2012 年后，中国不良贷款率小幅抬头，截至 2016 年底达 1.75%，与东亚及太平洋地区不良率水平基本持平。在本报告关注的国际地区中，北美地区近十年不良贷款率的最高点是 2009 年的 3.13%，之后持续下降，近两年降至 1% 左右低位，截至 2016 年底其不良贷款率为 1.04%。东亚及太平洋地区的不良贷款率几乎是一路下降，截至 2016 年底不良贷款率为 1.66%。欧盟 2006 年不良贷款率仅为 1.29%，此后逐年上升，2009 年起一直居于所关注地区的首位，受欧债危机影响，欧洲不良贷款率增幅迅猛；直到 2013 年其不良贷款率开始逐步下行，截至 2016 年底不良贷款率降至 5.38%。拉丁美洲及加勒比地区不良贷款率近年来稳定在 3% 以内，截至 2016 年为 2.62%，不良贷款形势优于世界平水平，低于东亚太平洋和北美地区。

纵观以上地区，中国的不良贷款率在 2009-2013 年连续五年居于所关注地区的最低位，但随着中国不良贷款率小幅攀升，以及东亚太平洋及北美地区不良贷款率的下降，从指标上观察，中国不良贷款形势已非国际最优水平。但中国商业银行不良贷款率依然保持在较低水平，相关金融风险在可控范围。

（二）分机构情况

按照商业银行的机构性质，将其分为国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行和外资银行五大类，本报告分别对五类银行的不良贷款余额和不良贷款率的变化趋势进行分析。

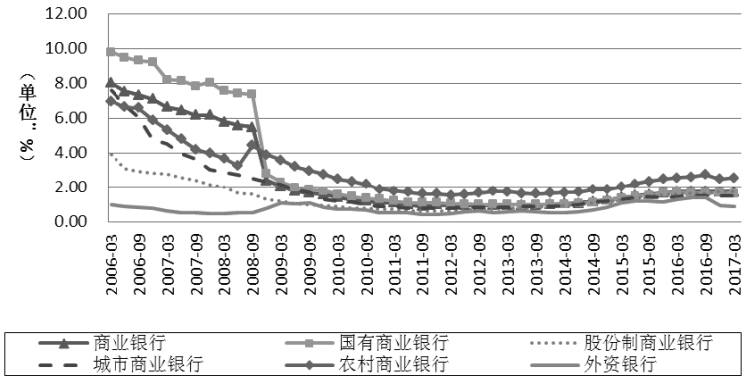
图 4-3 商业银行分机构不良贷款余额



数据来源：Wind 资讯

图 4-3 显示商业银行分机构不良贷款余额及趋势。从不良贷款余额的绝对数看，国有商业银行不良贷款规模最大，其规模走势与总体规模走势趋于一致，近年来呈持续攀升态势。截至 2017 年一季度，国有商业银行不良贷款规模达 7898 亿元，其中农业银行、工商银行、建设银行和中国银行不良贷款规模均超过 1500 亿元。不良资产余额的分机构占比显示，虽然五类商业银行的不良贷款余额规模排序基本稳定，但近年来国有商业银行不良贷款规模占比略有下滑。截止 2017 年第一季度，国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行不良贷款和外资银行的余额占总的不良贷款余额的比重分别为 50.02%、22.76%、10.18%、16.4% 和 0.64%。国有商业银行不良贷款规模占比下降，股份制商业银行和城市商业银行不良贷款规模占比增加，体现了国有商业银行对不良资产的有效管控，以及股份制商业银行、城市商业银行不良贷款规模扩充速度的增加。

图 4- 4 商业银行分机构不良贷款率



数据来源：Wind 资讯

图 4-4 显示商业银行分机构的不良贷款率变化趋势。如图所示，近期各类机构不良贷款率基本保持稳定。从不良率走势纵向看，国有商业银行不良率与商业银行整体不良率走势趋于一致。在经历三次大规模剥离后，国有商业银行不良率明显下降，2013 年起又有小幅攀升，至 2017 年第一季度，不良贷款率维持在 1.74%。股份制商业银行和城市商业银行不良贷款率走势近三年来也趋近商业银行整体走势，其中，股份制商业银行 2017 年第一季度的不良贷款率为 1.74%，城市商业银行 2017 年第一季度的不良贷款率为 1.5%。农村商业银行不良贷款率自 2013 年第三季度开始从 1.62% 快速攀升到 2016 年第三季度的

2.74%，随后出现下滑和反弹，截至 2017 年第一季度，其不良贷款率为 2.55%。外资银行不良率近期下滑明显，截至 2017 年第一季度，其不良贷款率为 0.89%。横向看，2017 年第一季度不良率最高的是农村商业银行，最低的是外资银行。整体看，农村商业银行不良率在五类机构中持续居于高位，而外资银行不良率持续处于最低位。通过不良率横向结构的发展可以看出：一方面要注意农村商业银行的不良风险；另一方面，外资银行不良率持续低于国内银行不良率，虽然与国内相关体制机制、银行经营方式有关，但在新常态下国内银行应理性对标，在提高自身风险管控能力的同时，理性看待不良率水平。

（三）地区分布

表 4- 2 2015 年三大行在各地区不良贷款分布排序

排序	地区	不良贷款余额（亿元）	地区	不良贷款率（%）
1	长江三角洲	1,302.40	珠江三角洲	2.12
2	西部地区	1,210.61	长江三角洲	2.07
3	环渤海地区	935.51	西部地区	2.03
4	珠江三角洲	898.31	环渤海地区	1.77
5	中部地区	714.08	东北地区	1.61
6	东北地区	265.32	中部地区	1.56

数据来源：根据中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行 2016 年报数据计算

表 4- 3 2016 年三大行在各地区不良贷款分布排序

排序	地区	不良贷款余额（亿元）	地区	不良贷款余额增幅（%）	地区	不良贷款率（%）
1	西部地区	1,431.04	东北地区	32.2	西部地区	2.23
2	环渤海地区	1,160.24	环渤海地区	24	环渤海地区	2.07
3	长江三角洲	1,123.35	中部地区	19.6	东北地区	2.01
4	珠江三角洲	958.69	西部地区	18.2	珠江三角洲	1.93
5	中部地区	854.23	珠江三角洲	6.7	长江三角洲	1.68
6	东北地区	351.37	长江三角洲	-13.7	中部地区	1.67

数据来源：根据中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行 2016 年报数据计算

几大国有商业银行的不良贷款分布大致反映了我国不良贷款分布情况，表 4-2、表 4-3 分别是 2015 年、2016 年三大国有商业银行在全国各地区不良贷款总的分布排序。

如以上两表所示，从不良资产余额绝对数看，近两年不良贷款排名靠前的是西部地区、环渤海地区和长三角地区，2016 年这三个地区的不良贷款余额分别为 1431.04 亿元、1160.24 亿元、1123.35 亿元。一般来说，贷款总额的较多的地区不良贷款余额相应较多。西部地区包括省份众多，投资累积总额大，所以不良贷款余额靠前；长三角、环渤海和珠三角地区区域面积不大，但经济发达能吸引大量投资，相应的不良贷款余额也较多；中部地区贷款水平和区域范围比较平均，所以不良贷款余额低于以上地区；东北地区投资偏弱，贷款总额少，相应不良贷款余额也偏少。

不良贷款余额的增速反映了在经济机构调整过程中各地区转型难度和程度。虽然随着贷款总额的逐年增长，大部分地区的不良贷款余额仍然增加，但长三角地区率先展现经济活力，2016 年不良贷款余额出现了下降，体现了其行业企业调整结构、摆脱困境的成果。东北地区不良贷款余额增幅第一、环渤海地区第二、中部地区第三，反映重点发展工业的地区，其结构调整的阵痛更大，在产业结构调整中暴露的风险更多。

从不良贷款率来看，长三角、珠三角地区不良率明显下降，而西部地区、环渤海地区、东北地区显著上升。这反映了债务风险自沿海地区向内陆传导，而越往内陆，其抗风险能力越低的特征。

（四）行业分布

表 4- 4 2015 年三大行在各行业不良贷款分布排序

排序	行业	不良贷款余额（亿元）	行业	不良贷款率（%）
1	制造业	1975.16	批发和零售业	11.39
2	批发和零售业	1479.47	制造业	6.83
3	房地产业	210.73	采矿业	3.17
4	采矿业	206.13	建筑业	2.39
5	建筑业	154.09	房地产业	2.00

排序	行业	不良贷款余额（亿元）	行业	不良贷款率（%）
6	交通运输、仓储和邮政业	123.99	租赁和商务服务业	0.76
7	租赁和商务服务业	111.18	交通运输、仓储和邮政业	0.45
8	电力、热力、燃气及水生产和供应业	63.71	电力、热力、燃气及水生产和供应业	0.40
9	水利、环境和公共设施管理业	13.18	水利、环境和公共设施管理业	0.14

数据来源：根据中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行 2016 年报数据计算

表 4- 5 2016 年三大行在各行业不良贷款分布排序

排序	行业	不良贷款余额（亿元）	行业	不良贷款余额增幅（%）	行业	不良贷款率（%）
1	制造业	2075.27	水利、环境和公共设施管理业	98.33	批发和零售业	12.91
2	批发和零售业	1581.85	采矿业	39.43	制造业	7.46
3	房地产业	291.05	房地产业	38.12	采矿业	4.55
4	采矿业	287.4	租赁和商务服务业	19.57	房地产业	3.04
5	建筑业	176.28	建筑业	14.40	建筑业	2.88
6	租赁和商务服务业	132.94	批发和零售业	6.92	租赁和商务服务业	0.79
7	交通运输、仓储和邮政业	129.43	制造业	5.07	交通运输、仓储和邮政业	0.44
8	电力、热力、燃气及水生产和供应业	47.33	交通运输、仓储和邮政业	4.39	电力、热力、燃气及水生产和供应业	0.28
9	水利、环境和公共设施管理业	26.14	电力、热力、燃气及水生产和供应业	-25.71	水利、环境和公共设施管理业	0.25

数据来源：根据中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行 2016 年报数据计算

表 4-4、表 4-5 分别是 2015 年、2016 年三大国有商业银行在各行业不良贷款总的分布排序。以上两表显示我国行业不良贷款余额排序基本稳定，不良贷款规模前五的行业是制造业、批发和零售业、房地产业、采矿业、建筑业，

2016 年三大行租赁和商务服务业的不良贷款规模超过了交通运输、仓储和邮政业。其中，制造业和批发零售业规模为千亿级，而电力、热力、燃气及水生产和供应业以及水利、环境和公共设施管理业不良贷款余额仅几十亿，不良贷款余额的行业分布极不均匀，体现了我国不良贷款现状不是全局性问题，而是集中在几个重点行业。

表 4-5 展示了 2016 年不良贷款余额增速，规模最大的制造业和批发零售业增速平稳，分别为 5.07% 和 6.92%。由于不良贷款规模最小的水利、环境和公共设施管理业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业增长基数也小，因此表现出剧烈的增幅变动，二者增速分别为 98.33% 和 -25.71%。采矿业和房地产业的不良贷款余额增速较高，采矿业不良贷款余额增速的提高反映了“去产能”对煤炭、钢铁行业企业影响；而房地产行业不良贷款余额增速的提高是伴随着该行业贷款总量的提高，体现了 2016 年房地产市场的规模扩充。

近两年不良贷款率的排序变化不大，不良贷款率最高的是批发零售业、制造业和采矿业，2016 年三者不良贷款率分别为 12.91%、7.46% 和 4.55%；房地产业不良贷款率超过建筑业，房地产业为 3.04%，建筑业为 2.88%；其余行业不良贷款率低于 1%。2016 年，不良贷款率高于 1% 的行业均保持了指标上升，体现了这些行业不良贷款形势较 2015 年严峻。

我国产能过剩行业主要集中在制造业和采矿业。由于劳动力等生产要素成本提高，在出口增速放缓以及国内经济下行等市场因素挤压下，我国制造业面临竞争优势逐步下降以及市场空间扩张有限的双重压力。产能过剩与盈利下降并存的困境，在短期内难以有效化解。而且国内一系列“去产能”政策措施的实施限制了煤炭等采矿行业的规模扩充，加大了部分企业经营困境。受美联储加息和美元走强的影响，国际大宗商品价格持续走低，矿业企业和大宗商品贸易企业首当其冲，如煤炭钢铁企业、煤炭贸易企业、石油及矿产品贸易企业、粮油贸易企业等。受电子商务冲击，以及宏观不景气影响，一般消费品的批发零售等贸易企业也面临经营困难。近两年房地产行业依然发展迅速，累积了一定的债务风险。

三、商业银行不良贷款影响因素研究

（一）文献综述

随着我国银行业资产规模逐年增加，资产质量风险也相应累积，截至

2017 年第一季度，不良贷款规模达到 1.58 万亿元，不良贷款率达 1.74%。不良贷款的持续累积或造成银行资本充足率的下降，给银行发展带来瓶颈，并且严重制约实体经济的发展。为了更好地把握不良资产的形成机制和发展变化，从根本上控制或减少不良贷款，有必要找出影响商业银行不良贷款的主要因素。影响我国不良贷款的因素是多方面的，既有宏观经济形势的原因，又有银行自身的原因，还有企业经营情况等原因，国内外学者近年来对此进行了一系列研究探索。

国外对于商业银行不良贷款问题的研究起步较早，而且研究的范围较广。Minsky P. Hyman（1995）认为，当经济发展形势较好时，借款人往往为追逐利润，扩大再生产规模，导致银行贷款增多，即银行负债过多；当经济发展状况低落时，借款人没有足够的资金去偿还债务，从而造成商业银行不良贷款增加。这从源头上证实了商业银行不良贷款的来源和其根本的影响因素。Vicente 和 Jesus（2002）用 1984-1997 年西班牙银行的相关数据进行不良贷款成因分析，较为全面地验证了前期的各种假设理论。Simon H. Kwan （2003）对亚洲七国 8 年的银行运作绩效分析后，得出了银行运行成本和不良贷款率的密切关系。Leigh Drake 等人（2003）的研究深入分析了日本银行业的效率与其不良贷款率之间的关系。

近些年，国内也有不少学者对商业银行不良贷款率的影响因素展开研究。谢冰（2009）指出即便有了金融资产管理公司对国有控股商业银行不良贷款的接管，商业银行的不良贷款总额一直居高不下，这已然成为我国商业银行改革创新发展道路上最大的绊脚石。他通过收集 2004 年到 2009 年的相关季度数据，运用主成分回归分析等方法建立模型，从实证上分析了社会消费品零售总额、进出口总额等宏观经济因素对商业银行不良贷款的影响和贡献率。程铭（2010）认为，银行不良贷款是产生银行体系脆弱性的重要原因，不良贷款率的高低对商业银行乃至整个社会经济都有重要影响。他以不良贷款为主线，利用不良贷款对我国银行体系脆弱性影响的理论分析与实证研究，从宏观、微观两方面分析了不良贷款成因，并将导致商业银行不良贷款的主要原因归为商业银行的监督管理机制问题和借款人的逃债动机。梁秋霞（2012）提出不良贷款的形成除了受一国特有的政治制度的影响以外，更主要的是受到了宏观经济发展和银行自身行为等影响。

以往的研究成果显示，宏观经济形势、银行管理方式、企业经营情况是

影响我国商业银行不良贷款水平的主要方面。本报告将综合相关文献里分析不良贷款率所选取的变量指标，量化分析判断影响商业银行不良贷款率的具体指标，刻画这些影响因素对不良贷款率的作用机制。

（二）变量数据的选取

依据以往的研究成果，本报告选用中国银行业不良贷款指标、宏观经济指标、银行债务管理相关指标、企业经营发展相关指标的季度数据，先后利用随机森林和多元回归方法对不良贷款率形成机制进行分析。

商业银行不良贷款率 Y 为被解释变量指标。拟选解释变量指标根据已有文献的指标选取先例，综合考虑宏观经济形势、银行、企业因素以及样本可得性和完整性，选取指标见下表：

表 4-6 商业银行不良贷款率分析拟选解释变量指标

拟选指标								
宏观经济形势			企业			银行		
指标名称	所选数据	变量名	指标名称	所选数据	变量名	指标名称	所选数据	变量名
GDP 累计同比增速	季度	X1	工业企业资产负债率	季末	X15	银行资产负债率（总负债 / 总资产）	季末	X19
M2 增长率	季末	X2	PMI	季末	X16	贷款 / 总负债	季末	X20
固定资产投资完成额同比增速	季度	X3	企业景气指数	季度	X17	商业银行拨备覆盖率	季度	X21
社会消费品零售总额累计同比	季末	X4	企业家信心指数	季度	X18			
进出口金额累计同比	季末	X5						
公共财政支出累计同比	季末	X6						
CPI 当月同比	季末	X7						

宏观经济形势			企业			银行		
CGPI 当月同比	季末	X8						
RPI 当月同比	季末	X9						
城镇人口占总人口比重	季度	X10						
国房景气指数	季末	X11						
美元兑人民币平均汇率	季末	X12						
短期贷款利率 :6 个月至 1 年 (含)	季末	X13						
上证综合指数	季末	X14						

实证分析中指标数据来源于 wind 资讯、国研网宏观经济数据库，选取时间跨度为 2007 年 3 月至 2017 年 3 月的季度或季末数据。为考虑解释变量对被解释变量的滞后影响，本报告对各拟选解释变量均加入四个滞后项变量，即其滞后一季度、半年、三季度和一年的变量。如 X1 的前一季度滞后变量为 X1a，半年滞后变量为 X1b，三季度滞后变量为 X1c，一年滞后变量为 X1d，以此类推，共 105 个拟选解释变量，41 个样本。

拟选变量数大于样本数，为剔除对 Y 无影响或影响极小的变量，报告使用 R 软件随机森林包提取变量重要性，作为变量筛选依据。变量重要性如下图所示：

图 4-5 随机森林重要性分析结果

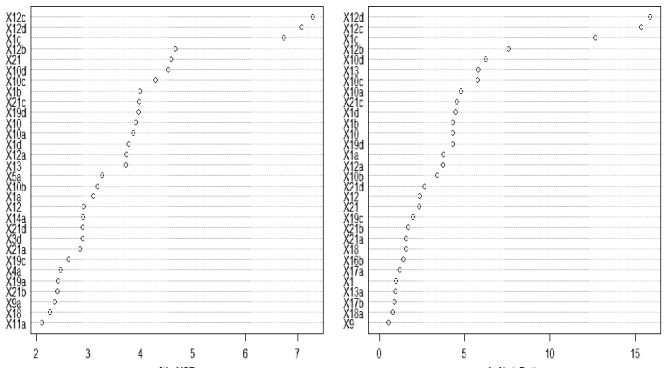


图 4-5 左侧为相对重要性图，变量的 lncMSE 越高，表示该变量对被解释变量的重要性越强；右侧为节点纯度图，变量的 lncNodePurity 越高，标志着该变量对被解释变量的影响越大。图中均自上而下列出了相对重要性和节点纯度两种指标最高的前 30 个变量，观察图标可发现，重要性指标最高和滞后项变量最多的解释变量有：X1 系列（X1b，X1c，X1d）；X10 系列（X10，X10a，X10c，X10d）；X12 系列（X12，X12b，X12c，X12d）；X21 系列（X21，X21c）；X13；X19d。即 GDP 累计同比增速、城镇人口占总人口比重、美元兑人民币平均汇率、商业银行拨备覆盖率、6 个月至 1 年 (含) 短期贷款利率以及银行资产负债率这六大指标对商业银行不良率的影响较大。

由此可见，经济增速、城镇化水平、汇率、贷款基准利率、银行资产负债率以及银行拨备率是近年来影响商业银行不良贷款率的主要因素。

（三）回归模型实证分析

1、描述性统计

上节通过随机森林初步筛选出了对商业银行不良贷款率具有显著影响的解释变量。本节选择由经随机森林筛选的指标：GDP 累计同比增速、城镇人口占总人口比重、美元兑人民币平均汇率、6 个月至 1 年 (含) 短期贷款利率、银行资产负债率、商业银行拨备覆盖率作为商业银行不良贷款率的解释变量。被解释变量和解释变量的数据统计属性如下表所示：

表 4-7 解释变量的描述性统计结果

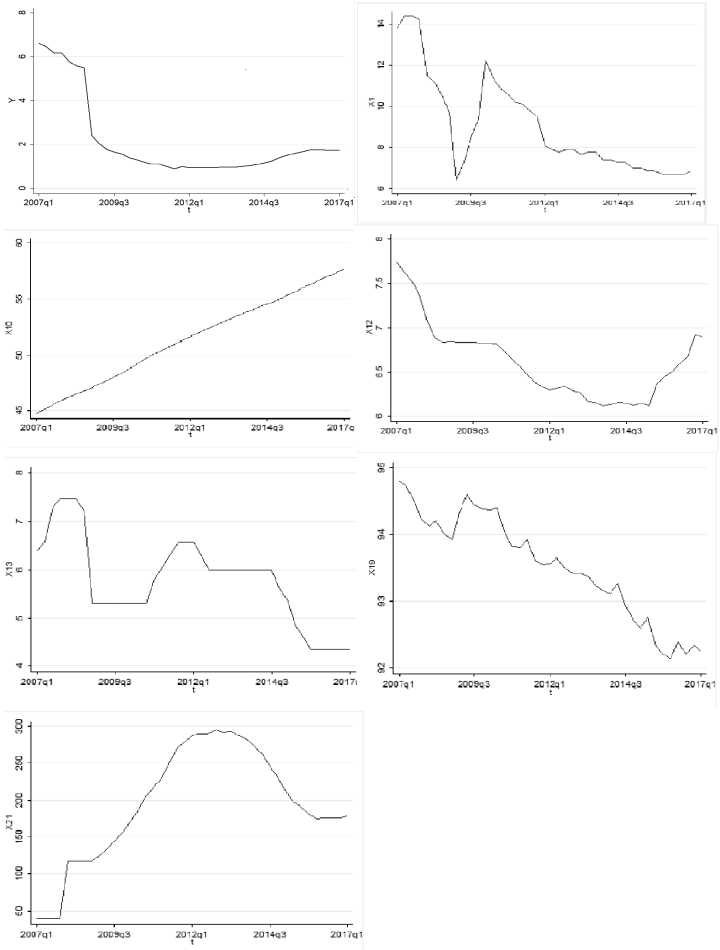
变量名	变量说明	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
Y	商业银行不良贷款率 (%)	41	2.14	1.81	0.90	6.63
X1	GDP 年内累计值比上年同期增 (%)	41	9.02	2.33	6.4	14.4
X10	城镇人口占总人口比重（%）	41	51.37	3.82	44.73	54.66
X12	美元兑人民币平均汇率（元）	41	6.62	0.42	6.12	7.74
X13	银行贷款基准利率 (%)	41	5.78	0.90	4.35	7.47
X19	总负债 / 总资产 (%)	41	93.52	0.78	92.13	94.81
X21	商业银行拨备覆盖率 (%)	41	194.83	76.63	39.2	295.51

表 4-7 描述了各变量的取值情况。过去十一年间，不良贷款率均值为 2.14%；GDP 平均增长率为 9.02%；城镇化人口比重已提升至 54.66%；平均汇率为 6.62%；贷款基准利率平均为 5.38%；银行资产负债率均值为 93.52%；2008 年不良贷款大幅剥离时，在政策要求下银行拨备覆盖率大幅提升，从 30% 多增至近 300%，近年又调整到 170% 附近。

为掌握各变量随时间变化的发展趋势，先绘制各变量的时序图 4-6。

如图 4-6 所示，X1,X12,X13,X21 这些变量随时间发展没有表现出明显线性趋势，而 Y 和 X19 随时间推进表现为明显向下趋势，X10 随时间推进呈现出明显向上趋势，且各变量从长期来看无平稳趋势。

图 4-6 各变量时序图



2、模型设定

本研究先不考虑滞后因素，拟构建以下初始模型：

$$Y=\alpha_0+\alpha_1X1+\alpha_2X10+\alpha_3X12+\alpha_4X13+\alpha_5X19+\alpha_6X21+\varepsilon \quad (1)$$

并根据数据情况进行差分和添加变量滞后项。

根据上节时序图可初步判定变量数据不平稳，因此进行单位根检验进行确认，结果如下：

表 4-8 ADF 检验结果

变量	(c, t, n)	ADF 值	P	变量（差分）	(c, t, n)	ADF 值	P
Y	(c,t,0)	-1.584	0.799	d.Y	(0,0,3)	-2.250	0.025**
X1	(c,0,0)	-1.982	0.293	d.X1	(0,0,0)	-5.190	0.000***
X10	(c,t,0)	-2.546	0.306	d.X10	(c,0,0)	-2.586	0.096*
X12	(c,0,0)	-0.114	0.993	d.X12	(0,0,1)	-2.183	0.030**
X13	(c,0,2)	-2.057	0.263	d.X13	(0,0,0)	-4.646	0.000***
X19	(c,t,3)	-2.495	0.329	d.X19	(0,0,3)	-1.982	0.045*
X21	(c,0,1)	-3.301	0.177	d.X21	(0,0,0)	-4.252	0.000***

注：c 为截距项，由时序图判断；t 为趋势项，由时序图判断；n 为滞后项，由 eviews 单位根检验程序判断

单位根检验结果显示各变量均在 10% 水平上显著，均为一阶单整。以方程（1）进行分析会产生伪回归问题，需要进行协整检验构建协整方程。对式（1）回归得到残差 e，并对 e 进行 ADF 检验，得到 ADF 值 -3.571，P 值 0.001，

通过单位根检验，说明变量间存在协整关系，可构建 ECM 模型进行回归。

3、回归结果分析

构建 ECM 模型，ecm 项为式（1）回归得到的残差 e 回归结果如下：

$$\begin{aligned} \mathrm{d}.Y = {} & 0.624 + \underset{(0.36)}{0.021\mathrm{d}.X1} - \underset{(-1.54)}{1.99\mathrm{d}.X10} + \underset{(1.48)}{0.89\mathrm{d}.X12} + \\ & \underset{(7.9)}{1.144\mathrm{d}.X13} - \underset{(-0.91)}{0.256\mathrm{d}.X19} - \underset{(-2.45)}{0.01\mathrm{d}.X21} - \underset{(-2.71)}{0.376ecm_{t-1}} \\ & R^2 = 0.7078 \quad Adj\text{-}R^2 = 0.6439 \quad F = 11.08 \quad P(prob > F) = 0.000 \end{aligned} \tag{2}$$

回归结果显示，GDP 增速、汇率增速及贷款基准利率增速的提高会促使商业银行不良贷款率提升。这说明：（1）粗放式地发展 GDP，而不注重结构调整，会造成不良率的提升；（2）人民币汇率的飙升可能增加贸易出口行业困难，影响相关企业经营活动，造成不良率提升；（3）基准利率的快速提高会影响行业企业生产成本和融资成本，增加还债压力，造成不良率上升。

结果也显示，城镇化水平增速、银行资产负债率增速以及拨备覆盖率增速的提高，会抑制不良贷款率的提升。本报告认为：（1）城镇化水平的提高利于多数行业企业的集聚发展，有利于提升产业机构和企业活力，促进其偿还债务的能力；（2）银行资产负债率和拨备覆盖率的提高会促使银行加强自身的风险管理工作，优化贷款审核与监控等流程，从而有效控制不良贷款率。

（四）研究结论

本部分研究证实，经济增速、城镇化水平、汇率、贷款基准利率、银行资产负债率以及银行拨备率是近年来影响商业银行不良贷款率的主要因素。其中，GDP 增速、汇率增速及贷款基准利率增速的提升对商业银行不良贷款率增速有积极影响，会促使其提升；城镇化水平增速、银行资产负债率增速以及拨备覆盖率增速的提高则会降低了不良贷款率。

四、我国商业银行不良贷款趋势预测

（一）不良贷款余额和不良贷款率的整体预测

1、不良贷款余额预测

本部分采用指数平滑法、AMIRA、GM（1,1）以及组合预测等四种模型

对不良贷款余额或不良贷款率进行刻画。为了精确地预测现有经济环境下我国不良贷款余额的变化趋势，在数据选取上，考虑到三次大规模剥离不良资产前后数据不稳定，本报告所使用的样本期选取在 2008 年第四季度之后。各模型预测结果如表 4-9 所示。

表 4-9 不良资产规模整体预测结果　　单位：亿元

	季度	实际值	指数平滑模型	ARIMA(1,1,1)	GM（1,1）	组合预测模型
拟合值	2008Q4	5602.55	5602.55	—	5602.55	—
	2009Q1	5495.40	5582.69	—	2386.18	—
	2009Q2	5181.30	5430.06	5408.97	2523.55	5602.55
	2009Q3	5045.10	4967.15	5376.48	2668.82	5495.40
	2009Q4	4973.30	4816.83	5393.78	2822.45	5273.41
	2010Q1	4701.20	4843.70	5457.02	2984.93	4855.42
	2010Q2	4549.10	4531.79	5562.67	3156.76	4725.87
	2010Q3	4354.20	4357.35	5707.48	3338.48	4760.60
	2010Q4	4336.00	4164.62	5888.41	3530.67	4486.68
	2011Q1	4333.00	4235.01	6102.69	3733.91	4340.48
	2011Q2	4229.00	4320.77	6347.76	3948.86	4179.18
	2011Q3	4078.00	4190.52	6621.24	4176.18	4260.62
	2011Q4	4279.00	3960.71	6920.94	4416.59	4357.69
	2012Q1	4382.00	4302.78	7244.85	4670.84	4258.34
	2012Q2	4564.00	4517.09	7591.11	4939.72	4069.24
	2012Q3	4788.00	4740.96	7957.98	5224.08	4405.65
	2012Q4	4929.00	4999.79	8343.89	5524.81	4626.43
	2013Q1	5265.00	5114.26	8747.36	5842.85	4857.39
	2013Q2	5395.00	5513.22	9167.06	6179.20	5121.81
	2013Q3	5636.00	5614.80	9601.72	6534.92	5255.36
	2013Q4	5921.00	5840.83	10050.19	6911.11	5651.04
	2014Q1	6461.00	6172.26	10511.42	7308.95	5775.64

	季度	实际值	指数平滑模型	ARIMA(1,1,1)	GM（1,1）	组合预测模型
拟合值	2014Q2	6944.00	6880.33	10984.42	7729.70	6015.75
	2014Q3	7669.00	7460.03	11468.28	8174.67	6353.93
	2014Q4	8426.00	8307.91	11962.16	8645.26	7038.76
	2015Q1	9825.00	9172.41	12465.30	9142.93	7607.52
	2015Q2	10919.00	10937.39	12976.99	9669.26	8423.62
	2015Q3	11863.00	12165.40	13496.56	10225.88	9256.59
	2015Q4	12744.00	12947.81	14023.40	10814.55	10916.45
	2016Q1	13921.00	13656.09	14556.97	11437.10	12085.99
	2016Q2	14373.00	14926.26	15096.73	12095.49	12849.03
	2016Q3	14939.00	15148.31	15642.22	12791.78	13546.04
	2016Q4	15122.00	15483.53	16192.98	13528.16	14759.93
	2017Q1	15795.00	15432.12	16748.63	14306.92	15015.42
预测值	2017Q2	—	16214.63	17308.77	15130.52	16161.27
	2017Q3	—	16714.11	17873.07	16001.52	16680.26
	2017Q4	—	17213.58	18441.20	16922.67	17201.86
	2018Q1	—	17713.06	19012.87	17896.85	17726.22
MSE	—	—	50823.87	56506.09	2009805.86	45280.27

对表 4-9 说明如下：

（1）指数平滑法

指数平滑法能够自动追踪数据的变化，对序列中所含短期趋势的估计不断调整，所以，该方法对于中短期经济发展趋势预测有较好效果。本部分对布朗二次指数平滑法、Holter-Winter 非季节模型等四种指数平滑模型的预测效果进行比较后，运用进行预测，选取 Holter-Winter 非季节模型。

（2）ARIMA

ARIMA 预测方法揭示了时间序列过去与现在、将来与现在的相互关系，由于不良贷款余额是存量概念，当期余额受上期余额影响，所以本报告选取其

自身滞后一期变量进行分析。由于原始样本是非平稳序列（含有趋势和截距），原始样本的一阶差分是平稳序列，而非平稳序列出现伪回归的可能性比较大，所以本报告采用一阶差分进行分析，所采用模型为 ARIMA（1,1,1），并进行动态预测。

（3）GM（1,1）

由商业银行不良贷款因素影响分析可知，不良贷款余额受多方面因素影响，一些潜在影响无法精确计算，而灰色系统模型能较好地对这一特性进行刻画。本部分用灰色理论中一阶单变量微分方程的模型即 GM(1,1) 模型对不良贷款余额进行预测分析，所得不良贷款余额的时间响应序列为：

$$Y^{(1)}(t+1)=41451e^{0.056t}-35849 \quad (3)$$

（4）组合预测模型

对指数平滑模型、ARIMA 模型和 GM（1,1）模型进行组合，将三种模型预测的残差利用加权平均法求权重，得出结果如下：

$$\hat{y}=0.9164\mathrm{y}_1+0.0317y_2+0.0498\mathrm{y}_3 \quad (4)$$

其中 $\hat{y}_1$ 为指数平滑模型的预测值，$\hat{y}_2$ 为 ARIMA 模型的预测值，$\hat{y}_3$ 为 GM（1,1）模型的预测值。

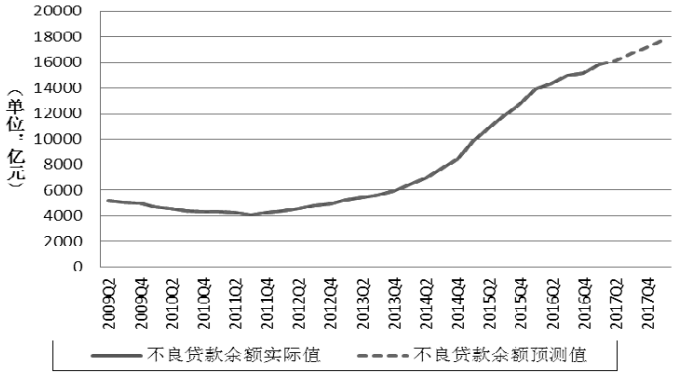
（5）预测结果评价

本报告对以上四种模型的预测结果进行评价。均方误差（MSE），是将各个模型所得样本内预测值与实际值做比较,如果模型的预测值越接近实际值,则 MSE 的计算结果越小，即 MSE 最小的方法最优。MSE 计算方法为：

$$MSE=\frac{1}{n}\sum(y-\hat{y})^2 \quad (5)$$

各模型 MSE 计算结果如表 4-11 所示。从 MSE 的计算结果可以看出，组合预测法在所考虑的样本范围内 MSE 值最小，相比其他预测方法而言，组合预测法有较高的预测精度，因此将其预测结果作为最终的预测结果。由此，可得出不良贷款余额的变化趋势图，即图 4-7。

图 4-7 不良贷款余额及其预测



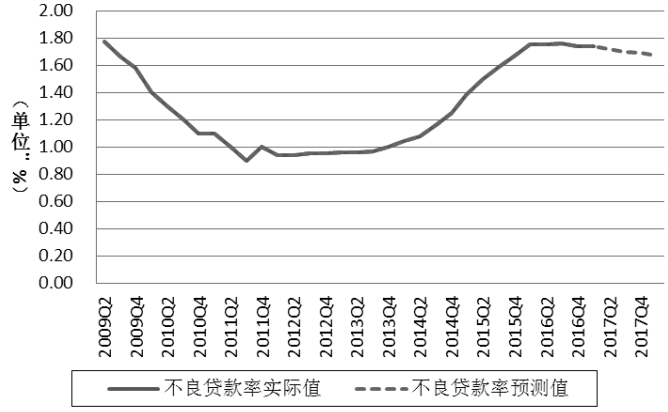
2、不良贷款率预测

采用指数平滑法得出 2017 年商业银行不良贷款率的预测结果，不良贷款率预测结果如表 4-10 所示，不良贷款率变化趋势如图 4-8 所示。

表 4- 10 不良贷款率预测结果

	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
不良贷款率	1.72%	1.70%	1.69%	1.67%

图 4-8 不良贷款率及其预测



（二）地区不良贷款余额趋势预测

采用插值预测法得出 2017 年我国各地区的不良贷款的预测值，预测结果如表 4-11 所示。

表 4-11 2017 年各地区不良贷款预测值

地区	不良贷款余额（亿元）	不良贷款率（%）
长江三角洲	944.66	1.33
珠江三角洲	1019.07	1.79
环渤海地区	1384.97	2.34
中部地区	994.38	1.76
西部地区	1651.47	2.39
东北地区	437.22	2.37

预计未来我国不良贷款区域发展趋势是不良贷款风险自东向西传导，且中部地区抗风险能力强于西部地区，不良率从东高西低逐步转为东西高、中部低的“凹”形结构。

（三）行业不良贷款余额趋势预测

利用插值预测法得出 2017 年不良贷款重点行业的预测值，预测结果如表 4-12 所示。

表 4-12 2017 年不良贷款重点行业的预测值

行业	不良贷款余额（亿元）	不良贷款率（%）
制造业	2175.38	8.14
批发和零售业	1684.23	14.64
房地产业	371.37	4.32
采矿业	368.67	6.02
建筑业	198.47	3.43

本报告预测了不贷款规模最大的五个行业，预测结果显示产能过剩行业和国内工业企业的不良资产压力依然较大，建筑业不良贷款率增速慢于房地产

不良贷款率增速，房地产业债务风险需要引起关注。

五、不良率之辩：见顶还是筑底

2016 年第四季度，商业银行不良贷款率环比下降 0.02 个百分点至 1.74%，结束“19 个季度连升”，一些观点认为我国银行业不良贷款将“触顶”并“稳中趋降”，主要依据有三点：一是不良贷款率、不良贷款净生成率下降，例如工行实现“双降”；二是逾期率与不良贷款率之间出现负剪刀差，意味着贷款迁徙率下降；三是关注类贷款余额及占比“双降”，2016 年四季度分别降至 3.35 万亿元、3.87%，环比降幅 3.6% 和 0.23 个百分点。从这些宏观数据看，不良贷款形势确实有所好转。对于商业银行不良贷款率的走势变化，一些市场人士认为，目前我国宏观经济增长趋稳，商业银行也保持了对不良贷款的处置力度，不良贷款率将“触顶”并稳中趋降，迎来拐点。

本报告通过实证分析归纳出几点不良贷款率的影响因素对不良贷款率的作用机制：

（1）基准利率增速提高，不良贷款率增速提升。

（2）人民币汇率增速的提高，不良贷款率增速提升。

（3）银行拨备覆盖率增速提高，不良贷款率降低。

（4）城镇化增速提高，不良贷款率降低。

此外，银行主观因素和国内客观条件也能影响不良贷款率的发展，包括：

（1）银行存在对不良贷款的掩盖倾向，增加了不良率陡增的风险。

（2）中国商业银行不良贷款率低于国际平均水平，具有一定的上升空间。

根据以上机制，本报告对我国商业银行不良贷款率进行预判，认为：我国银行业不良贷款率走势见顶并出现拐点的概率较小，目前不良贷款率只是阶段性下探，中短期不良贷款率走势将较为平稳，长期走势为合理上升。具体预判依据如下：

第一，中短期内存在多种因素的影响角力，不良贷款率将小幅波动、总体平稳。人民币汇率和基准利率增速的提升利于不良率走高，城镇化增速和拨备覆盖率增速提高会促使不良率降低。目前美联储危机模式终结，超宽松货币政策逐渐接近尾声，尽管“缩表”路径及时间尚不明确，但其仍将是未来一段时期的大概率事件。受此影响，美元兑人民币汇率会有上升压力，我国也可能渐进地收紧货币政策，促使利率上升，加重部分企业的经营成本和债务风险，

推动不良率上行。但与此同时，我国城镇化仍在加速，开发新区遍地开花，行业集聚能力和企业经营水平不断提升，其抗风险能力相应加强，减少了不良贷款的来源。商业银行拨备覆盖率继续稳定在高位，银监会 2017 年 4 月 10 日发布的《关于银行业风险防控工作的指导意见》也敦促商业银行加强对信用风险管控的力度，这些因素均对不良率上升造成负面影响。在多方影响因素博弈作用下，不良贷款率短期内难以发生剧烈波动，中短期内将小幅波动、基本稳定。

第二，中长期贷款质量问题仍然存在。从不良贷款结构分析，银行不良贷款包括次级、可疑和损失三类，2016 年，次级类贷款占比在一季度达到峰值 0.82% 之后，便逐季下降，至四季度为 0.7%；可疑类及损失类贷款占比则一直处于上升态势，至四季度已经分别达到 0.77% 和 0.28%，均同比增长 0.08 个百分点。不良贷款结构的这一变化意味着，银行业加大了不良贷款处置力度，并以银行利润消化次级类贷款，加之商业银行在季末都会加大不良贷款的核销力度，故而短期数据改善并不意味着银行业已经摆脱困境。

从不良贷款率生成机制分析，不良贷款率通常是经济运行的滞后指标，从借款主体角度看，无力偿还贷款本息滞后于流动性恶化，在经济下行阶段，借款主体收入开始下滑但仍能偿付贷款本息，随着经济不断恶化，才会逐渐无法偿付贷款本息。从银行角度讲，账面不良贷款滞后于真实资产质量变化，在不良贷款产生初期，银行能够通过协商、重组、展期、出表等方式掩盖不良，并通过清收等规避信贷风险，直至问题恶化到难以操纵，才会将不良贷款反映在报表上。这意味着，短期不良贷款率的稳定或降低，或存在机构人为因素影响，如结合情况逐步释放存量不良贷款等，但这并不能改变因宏微观经济形势造成的不良贷款实际发展趋势。

第三，从长期来看不良贷款率具有上升空间。首先，我国不良贷款率仍处于国际较低水平：2009 年至 2013 年我国商业银行不良贷款率处于 1% 左右，接近世界范围内最低水平；随着我国经济步入新常态，不良贷款率小幅走高，但仍处于世界较低水平，2017 年第一季度该指标低于世界平均水平 2.16 个百分点，仅高于北美地区 0.71 个百分点。数据显示我国不良贷款率偏低，随着经济结构调整的深化，不良贷款率出现一定的上升仍处于正常范围。

然后，促使不良资产上升的市场因素在中长期内难以显著改善。我国经济处于并将长期处于“L 型”增长态势，自主创新能力弱、产能过剩、杠杆率高的企业仍将面临较大的负面冲击，而健全的不良资产处置体系也尚未形成，

随着供给侧结构性改革的深化，不良资产供给将会进一步提高，单纯依靠市场化工具或政策性工具均无法有效应对。按照银监会《关于银行业风险防控工作的指导意见》，信用风险仍将是我国银行业风险防控的重点领域。

总之，不良贷款率环比下降反映了城镇化内需拉动和银行业改善资产质量的努力和效果；在中短期内由于各类因素博弈，不良贷款率将保持小幅波动、总体稳定的态势。展望中长期趋势，受国家宏观经济增速放缓，及不良资产处置体系构建的相对滞后的影响，我国商业银行不良贷款率在国际较低水平上仍有合理的上升空间。

六、小结

从宏观经济金融形势看，全球经济复苏缓慢并继续呈现较大分化。在发达经济体中，美国经济复苏稳健，加息、“缩表”等从预期转为现实的速度加；欧洲经济在政治经济格局重构、贸易保护主义等背景下的复苏前景较为黯淡；日本经济也将进一步放缓，并呈现常态化的低速增长；新兴及发展中经济体将进一步复苏，但外部挑战愈发严峻，经济复苏将会比较缓和。我国也将面临更多的不确定性，经济下行压力将比较大，但在民间投资回暖、最终消费率提高等市场因素，以及加快推进供给侧结构性改革、严格金融监管、微调宏观调控政策等政策因素推动下，宏观经济可能延续“稳中有升”的增长态势。

随着宏观经济低位运行和结构调整的深化，我国商业银行不良资产余额持续上升，但不良率增速已出现企稳迹象，截至 2017 年第一季度，不良贷款规模达到 1.58 万亿元，不良贷款率达 1.74%。就世界范围看，我国不良贷款率偏低，且从 2016 年开始出现企稳趋势。分机构看，近期我国各类银行机构的不良贷款余额的绝对数在不断增加，但不良贷款率基本稳定。农村商业银行不良贷款率在五类机构中最高，截至 2017 年第一季度为 2.55%，外资银行不良率则处于最低，同期为 0.89%。

不良贷款的变化受宏观经济形势、银行自身管控以及企业经营状况等因素影响。本报告以 2007 年第一季度到 2017 年第一季度为样本观测期，提取数据对不良贷款率的影响因素进行了筛选分析，结果显示 GDP 增速、汇率增速、城镇化水平增速、贷款基准利率增速、银行资产负债率增速以及拨备覆盖率增速对商业银行不良贷款率有明显影响。

其中，GDP 增速、汇率增速及贷款基准利率增速的提高会促使商业银行

不良贷款率提升，说明：（1）粗放式的发展 GDP，而不注重结构调整，会造成不良率的提升；（2）美元兑人民币汇率的快速提升可能加速贸易出口行业困难，影响相关企业经营活动，造成不良率提升；（3）基准利率的快速提高会影响行业企业生产成本和融资成本，增加还债压力，造成不良率上升。

城镇化水平增速、银行资产负债率增速以及拨备覆盖率增速的提高，会抑制不良贷款率的提升。本报告认为：（1）城镇化水平的提高利于多数行业企业的集聚发展，有利于提升产业机构和企业活力，促进其偿还债务的能力；(2)银行资产负债率和拨备覆盖率的提高会促使银行加强自身的风险管理工作，优化贷款审核与监控等流程，从而有效控制不良贷款率。

根据时间序列模型预测，2017 年年末不良贷款余额和不良贷款率约为 1.7 万亿元和 1.7%，预期商业银行在中短期内不良贷款将处于较为稳定状态。

第五部分 本轮债转股：现状与未来

在不良资产不断攀升的大环境下，不良资产处置压力巨大，创新不良资产处置方式成为业界讨论的热点。2016 年国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发 [2016]54 号）及其附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，正式提出市场化、法制化债转股。根据 54 号文，本轮债转股既可以转不良类贷款，也可以转正常类、关注类贷款。前者直接处置已变成不良的贷款，降低商业银行不良率；后者从不良资产迁徙的角度，解决可能变成不良贷款的、目前账面仍显示正常的贷款，化解潜在不良压力。可见，本轮债转股从静态和动态两个方面分别解决存量和削弱增量不良资产，因此本报告将本轮债转股作为专题进行讨论。

一、本轮债转股的提出

（一）政策背景

近年来，我国企业杠杆率高企，企业债务负担不断地加重。随着我国经济进入新常态，经济下行压力较大，一些企业经营困难加剧，债务风险不断上升。作为供给侧结构性改革五大任务之一的“去杠杆”，主要内容是降低企业杠杆率。当前资金脱实向虚，在金融体系内空转，金融风险不断积聚，实体经济空心化比较严重。银行存量不良资产压力巨大，且关注类贷款余额不断上升，潜在不良的压力更大。随着金融创新和金融产品层出不穷，银行息差收窄，需要寻求新的利润增长点。在这些因素的共同刺激和影响下，债转股众望所归，重新被启动。

本轮债转股方案的提出经过了比较充分的前期准备。2016 年上半年，国务院提出供给侧改革要落到实处，在“三去一降一补”政策目标下，国家发展改革委、财政部、人民银行、银监会会同国资委等有关部门在大型商业银行进行市场化、法制化债转股试点，积极盘活不良资产，再辟解决不良资产新路径。2016 年 3 月，中农工建交五大行成立债转股项目组，研究推进债转股，并各选取三家企业进行债转股试点。2016 年年中国务院又召开会议，希望各大行能提出切实的做法，趟出一条可行的路。该次会议明确了债转股由债权银行、企

业、市场主体承担的市场化、法制化原则，而非国家兜底。2016 年 9 月 22 日，《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发 [2016]54 号）及其附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》发布，债转股正式被重启。

关于本轮债转股的文件汇总如表 5-1 所示。

表 5-1 本轮债转股的文件汇总表

序号	日期	文件名称	发文单位	发文字号
1	2016 年 2 月 25 日	关于 2016 年进一步提升银行业服务实体经济质效工作的意见	银监会办公厅	银监办发 [2016]35 号
2	2016 年 7 月 6 日	关于做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知	银监会办公厅	银监办便函〔2016〕1196 号
3	2016 年 9 月 22 日	国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见	国务院	国发〔2016〕54 号
4	2016 年 10 月 18 日	国务院办公厅关于同意建立积极稳妥降低企业杠杆率工作部际联席会议制度的函	国务院办公厅	国办函〔2016〕84 号
5	2016 年 12 月 1 日	关于钢铁煤炭行业化解过剩产能金融债权债务问题的若干意见	中国银监会、发展改革委、工业和信息化部	银监发〔2016〕51 号
6	2016 年 12 月 19 日	关于印发《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》的通知	国家发改委办公厅	发改办财金 [2016]2735 号
7	2016 年 12 月 30 日	关于做好市场化银行债权转股权相关工作的通知	国家发改委、人民银行、财政部、银监会	发改财金 [2016]2792 号
8	2017 年 2 月 24 日	关于就《银行新设债转股实施机构管理办法（试行）》征求意见的函	银监会办公厅	银监办便函〔2017〕282 号
9	2017 年 4 月 7 日	中国银监会关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见	银监会	银监发 [2017]4 号

1、《关于 2016 年进一步提升银行业服务实体经济质效工作的意见》初步

提到债委会、市场化原则、上市等关键词，债转股政策雏形初露，正在酝酿中。

2、《关于做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知》进一步提出债务重组、银企共赢等政策导向。

3、《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及其附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，可视作关于本轮债转股的里程碑式文件，被业内称为“54 号文”，标志着债转股正式被重启。

4、《国务院办公厅关于同意建立积极稳妥降低企业杠杆率工作部际联席会议制度的函》及其附件《附件：积极稳妥降低企业杠杆率工作部际联席会议制度》，为协调债转股过程中出现的部际问题，提供了一条可行途径。

5、《关于钢铁煤炭行业化解过剩产能金融债权债务问题的若干意见》提及银行新设实施机构、市场化法治化原则、产业基金和股权投资基金投资钢铁煤炭骨干企业、创新合作处置模式等。

6、《关于印发〈市场化银行债权转股权专项债券发行指引〉的通知》及其附件《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》，为债转股募集资金提供了新的渠道，但与一般金融债券发行规定基本一样，并无特别政策待遇。

7、《关于做好市场化银行债权转股权相关工作的通知》对 54 号文的延伸和进一步明确，提出设置债转股企业黑白名单。

8、《关于就〈银行新设债转股实施机构管理办法（试行）〉征求意见的函》对新设实施机构管理办法征求意见。

9、《中国银监会关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》重申积极稳妥开展市场化债转股及相关原则。

从与债转股相关文件的内容和发布可以看出，债转股相关政策的提出是一个不断完善的过程，整个“债转股”的进程是摸着石头过河，没有现成的、固定的模式可选，是一个不断地发现问题、解决问题的过程。因此，创新空间很大，可尝试的方法很多，可探讨的问题也很多。鉴于目前债转股机制不健全，相关配套政策措施仍在不断完善中，我们拟在对当前债转股情况分析的基础上，建言献策，促进债转股稳妥有序推进。

（二）两轮债转股的异同

与 99 年债转股相比，新一轮债转股的突出特点是强调市场化、法治化，政府前端不搞拉郎配，中端不出资，后端不兜底。具体说来，两轮债转股的差异体现在以下几个方面。

表 5-2 两轮债转股异同

	99 年债转股	本轮债转股
目的	支持国企改革脱困	降杠杆、降成本、化解不良等多重目标
原则	政策性	市场化、法治化
实施主体	AMC	银行成立的实施主体、AMC 及其他金融机构
债转股对象	国有企业	国有企业、民营企业
标的债权	不良类	扩展至正常类、关注类
资金来源	国家出资	市场化募集

1、目的

20 世纪末，大批国企账面亏损，存在巨额潜亏，为之提供贷款的国有大行面临技术性破产。在这种情况下，1999 年党中央、国务院决定对部分国有企业实施债转股，目标主要有：一是盘活商业银行不良资产，加快不良资产的回收，增加资产流动性，防范和化解金融风险；二是实现债权转股权的国有大中企业转亏为盈；三是促进企业转换经营机制，加快建立现代企业制度；四是促进技术进步和产品升级，增强企业竞争力，提高经济增长质量和效益。

本轮债转股的目的主要有四个：一是降低企业杠杆率，减轻企业债务负担，增强企业资本实力，防范和化解企业债务风险；二是降低银行不良压力；三是引导资金脱虚向实，支持实体经济发展；四是为银行混业经营开个口子。

2、原则

99 年债转股主要是政策性债转股，享受国家特殊优惠政策，虽然也有一部分商业性债转股，但总体是围绕国家产业政策，进行政策性债转股。本轮债转股的原则是市场化、法治化，“由银行、实施机构和企业根据国家政策导向自主协商确定债转股对象、转股股权以及转股价格和条件，实施机构市场化筹集所需资金，并多渠道、多方式实施股权市场化退出，”即对债转股企业的选择市场化，资金供给市场化，定价市场化，投后管理市场化，退出市场化，各级政府及部门不干预债转股市场参与主体具体事务。这是本轮债转股最突出的特点之一。

3、实施主体

99 年债转股实施主体是四大金融资产管理公司，本轮债转股的实施主体是银行所属机构或设立的符合规定的新机构，也可以是金融资产管理公司、保

险资产管理机构、国有资本投资运营公司等多种类型实施机构。目前债转股唱主角的主要是中农工建四大行成立的实施机构。截至 2017 年 6 月 5 日，银监会已先后批复建行成立建信金融资产投资有限公司、农行成立农银金融资产投资有限公司、工行成立工银金融资产投资有限公司筹建工作、中行成立中银金融资产投资有限公司，根据批复，自批复之日起 6 个月内完成筹建工作。

4、债转股对象

99 年债转股的对象仅限于国有企业，而且政策性债转股的转股企业范围由原国家经贸委推荐确定，即 580 家债转股企业名单。本轮债转股转股企业的范围并不仅限于国有企业,由各相关市场主体依据国家政策导向自主协商确定。对转股对象，明确了正面清单和负面清单，即“三个鼓励”、“四个禁止”。具体说来，鼓励面向发展前景良好但遇到暂时困难的优质企业开展市场化债转股，包括：因行业周期性波动导致困难但仍有望逆转的企业；因高负债而财务负担过重的成长型企业，特别是战略性新兴产业领域的成长型企业；高负债居于产能过剩行业前列的关键性企业以及关系国家安全的战略性企业。禁止将下列情形的企业作为市场化债转股对象: 禁止失去生存发展前景、扭亏无望的“僵尸企业”债转股；禁止有恶意逃废债行为的严重失信企业债转股；禁止有可能导致过剩产能扩张和增加库存的企业债转股；禁止债权债务复杂且不明晰的企业债转股。

5、标的债权

99 年债转股的标的债权是四大商业银行的不良资产，即上述 580 家企业涉及的 4050 亿债转股金额。本轮债转股的标的债权范围更大，扩展至正常类、关注类，而不仅局限于不良资产，转股金额未进行原则性限定。

6、资金来源

99 年债转股资金由国家出资，资金来源主要有三个方面。一是财政部对四家 AMC 各注入 100 亿的资本金；二是人民银行向四家 AMC 提供的 5700 亿再贷款；三是 AMC 向对口银行和国家开发银行发行的利率为 2.25% 的 8200 亿金融债券。本轮债转股鼓励银行撬动社会资本，采用市场化方式募集资金，资金来源可以是银行理财、保险资金、年金、基本养老保险基金、产业基金、私募股权投资基金等，政府不出资。

二、债转股的实施情况

本部分所讨论债转股项目为本轮债转股项目，即特指 2016 年国务院“54 号文”发布以来，根据该文件精神指导所进行的市场化、法治化债转股。在此界定下，一些企业比如中钢、熔盛重工、舜天船舶等进行的债务重组中涉及债转股的项目不在本报高讨论范围内。

（一）签约情况

1、总体情况

据公开信息的不完全统计，截至 2017 年 6 月 9 日，本轮债转股共签约 56 个项目，涉及 45 家企业，签约规模 7095 亿元，单个签约规模为 100 亿左右为主。甘肃公航旅签约五个债转股项目，陕煤化集团签约三个，平煤神马集团、河南能源化工、陕西能源、阳煤集团、中国建材分别签约两个债转股项目。

已签约债转股企业，是上市公司或下属企业有上市公司的企业个数占比达 82.14%，其余未有上市平台公司的也多数有上市预期，这为最后的债转股股权退出做铺垫。债转股企业一般是大型企业。在签约项目中，总资产超千亿的企业占比为 67.86%，员工人数过万的企业占比为 73.21%。

2、转股企业性质

图 5-1 债转股签约主体性质分布（按规模）（亿元）

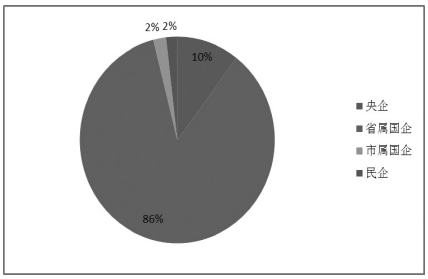
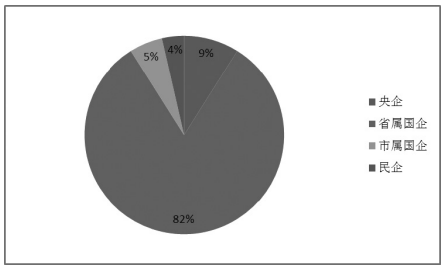


图 5-2 债转股签约主体性质分布（按数量）（个）



目前实施债转股的企业以国有企业为主。其中，省属企业最多，央企排在其次，市属企业最少。从规模上看，国有企业债转股签约规模为 6965 亿元，占总的债转股签约规模的比重高达 98%，如图 5-1 所示。从数量上看，国企债转股项目个数为 54 个，占总的债转股签约项目个数的比重为 96%，如图 5-2 所示。

3、地区分布

图 5-3 债转股签约主体地区分布（按规模）（亿元）

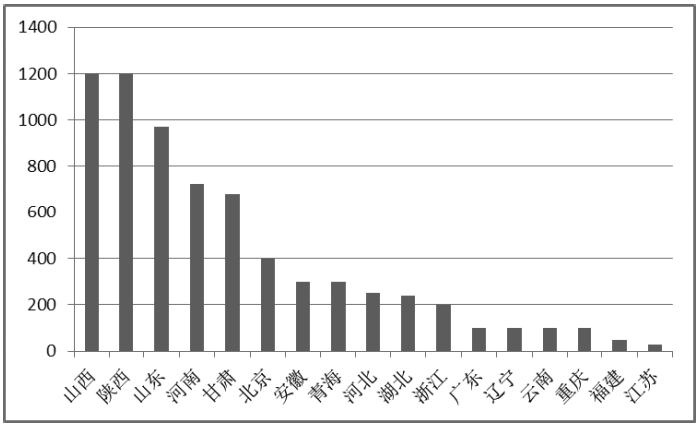
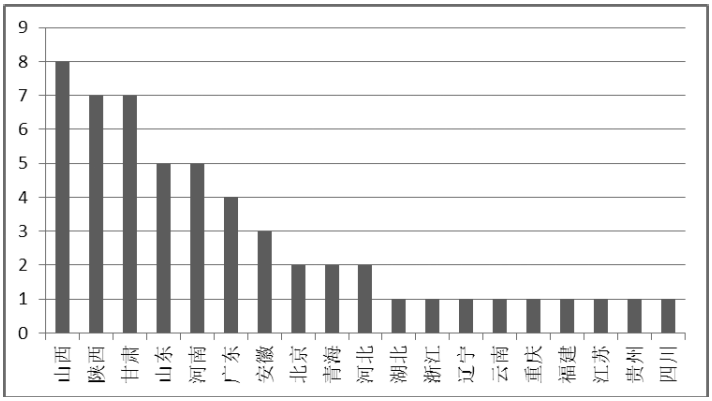


图 5-4 债转股签约主体地区分布（按数量）（个）



由 5-3、5-4 两图可以看出，目前债转股已全国铺开，山西、陕西等煤炭、

钢铁行业居多的省份对债转股较为积极，签约项目较多，规模较大。其中山西签约项目有 8 个，陕西签约项目有 7 个，签约规模均为 1200 亿元，分别占总的债转股签约规模的 33.83%。山东、河南、甘肃的债转股签约规模排在其次，分别为 970 亿元、725 亿元和 680 亿元，占总的债转股签约规模的比重分别为 13.67%、10.22% 和 9.58%。该三省的签约个数也紧跟山西、陕西之后。按签约个数多少依次排序，甘肃、山东、河南三省的签约项目个数分别为 7 个、5 个、5 个。其中甘肃债转股项目的行业有交通运输、有色金属、钢铁行业，山东签约的债转股项目集中在钢铁、煤炭、有色金属、交通运输行业，河南债转股的项目有煤炭和钢铁两个行业。

4、行业分布

图 5-5 债转股签约主体行业分布（按规模）（亿元）

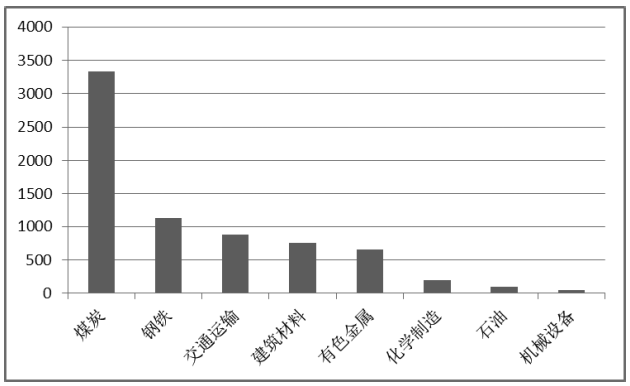
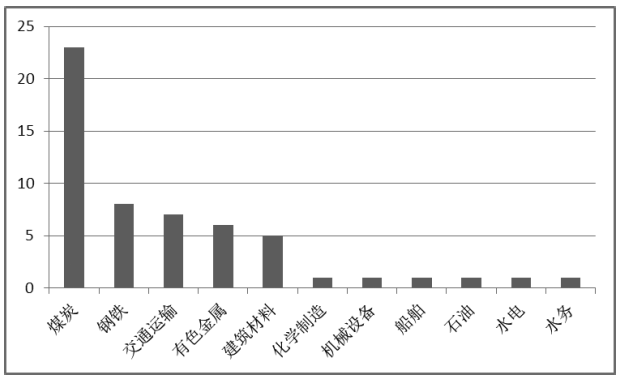


图 5-6 债转股签约主体行业分布（按数量）（个）



债转股签约行业，主要集中在煤炭、钢铁行业，尤其煤炭行业，比重最大，签约规模为 3335 亿元，占总的签约债转股规模达 47%（如图 5-5 所示），签约项目个数为 23 个，占总的债转股签约个数比重达 41.07%（如图 5-6 所示）。钢铁行业签约规模为 1130 亿元，占总的签约规模的 15.93%，签约项目个数有 8 个，占总的债转股签约个数的比重为 14.29%。交通运输、建筑材料、有色金属的签约规模排在其后，分别为 880 亿元、750 亿元、650 亿元，占总的签约规摸比重分别为 12.40%、10.57%、9.16%。这三个行业签约项目个数也较多，交通运输、有色金属、建筑材料的签约个数分别为 7 个、6 个和 5 个。

5、签约银行分布

图 5-7 债转股签约银行分布（按规模）（亿元）

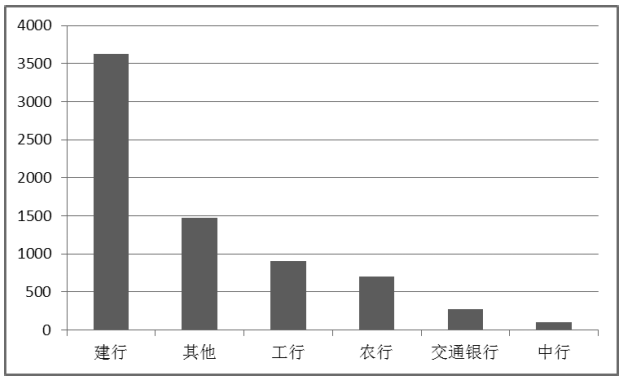
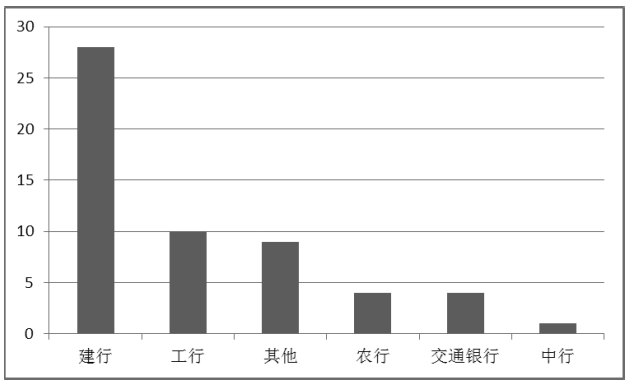


图 5-8 债转股签约银行分布（按数量）（个）



由图 5-7、5-8 可见，在本轮债转股签约项目中，无论在签约规模还是签约项目个数上，建行都独占鳌头，最为积极，工行排在其次。

表 5-3 “其他”实施主体情况表

序号	转股企业	实施主体	金额（亿元）
1	鞍钢集团	兴业银行	100
2	甘肃公航旅	浦发银行	100
3	河南能源化工	中行、工行、交行	350
4	晋能集团	中信银行	200
5	泸天化	农行、中行	未披露
6	平煤神马集团	兴业国际信托	25
7	陕煤化集团	中国人寿	100
8	陕煤化集团	陕西金资、北京银行	400
9	浙江省建设投资集团	工行、建行	200

注：多家银行合作实施债转股的项目，由于公开资料未披露合作的实施主体对签约金额各自负责的比例，故将该类项目一并归为“其他”类别。

总体来说，目前签约债转股实施企业最积极的银行是建行，签约主体主要是国有企业，除五大行外，城商行、金融资产管理公司等金融机构也陆续加入。签约行业集中在煤炭、钢铁等重资产行业，地区主要分布在山西、陕西、甘肃、山东、河南等省份。已签约的债转股的企业通常拥有优质资产，下属企业有上市公司或有上市预期，具有较强的融资能力，一般为行业或地方龙头企业，盈利能力较强，但杠杆率高、短期债务压力较大。

（二）项目落地情况

表 5-4 本轮债转股落地项目情况

序号	转股企业	企业性质	有无上市公司	实施银行	金额（元）	落地（亿元）	行业	所在省份
1	武钢集团	央企	有	建行	240	120	钢铁	湖北
2	云锡集团	民企	有	建行	100	50	有色金属	云南

序号	转股企业	企业性质	有无上市公司	实施银行	金额（元）	落地（亿元）	行业	所在省份
3	山东能源	省属国企	有	建行	210	94.5	煤炭	山东
4	山西焦煤	省属国企	有	建行	250	20	煤炭	山西
5	焦煤集团	省属国企	有	建行	250	150	煤炭	山西
6	太钢集团	省属国企	有	工行	100	40	钢铁	山西
7	陕煤化集团	省属国企	有	陕西金资、北京银行	400	100	煤炭	陕西
8	南钢集团	民企	有	建行	30	30	钢铁	江苏
9	陕煤化集团	省属国企	有	中国人寿	100	100	煤炭	陕西
10	甘肃公航旅	省属国企	无	浦发银行	100	30	交通运输	甘肃

注：根据公开资料整理，时间截至 2017 年 6 月 9 日。

已成功落地的项目有 10 个，涉及金额金额 734.5 亿元，为签约规模的 11%，其中有 9 个项目是有上市公司的。实施主体有 6 家是建行，金额为 464.5 亿元，占目前债转股落地金额的 63%。

图 5-9 债转股落地主体行业分布（按规模）（亿元）

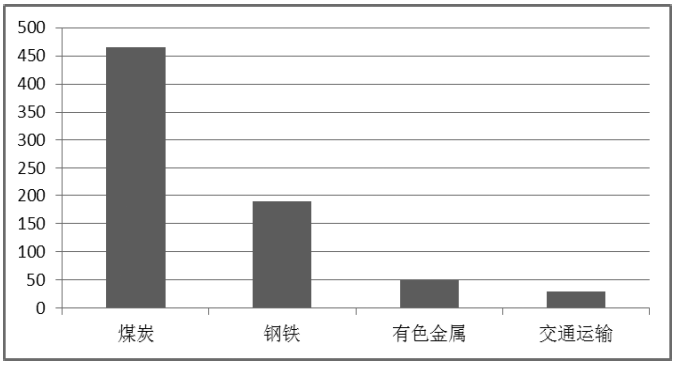


图 5-10 债转股落地主体行业分布（按数量）（个）

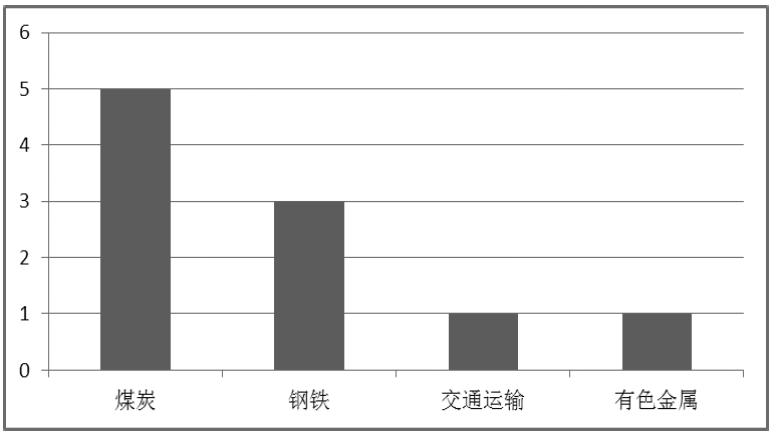
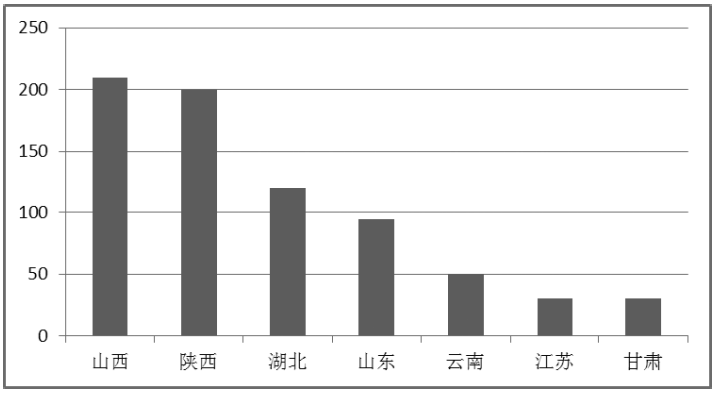


图 5-11 债转股落地主体地区分布（按规模）（亿元）



从图 5-9、5-10 可以看出，煤炭和钢铁行业债转股项目落地不论是规模还是数量占比重较大，从地区上看，如图 5-11 所示，山西和陕西两省份债转股项目落地较快。

三、债转股的模式

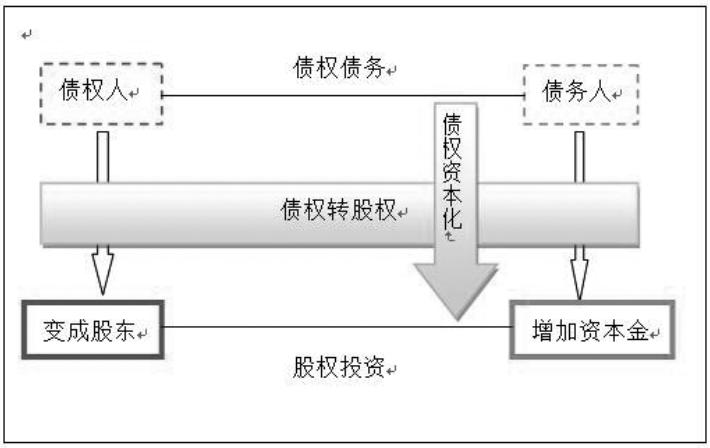
（一）一般模式

债转股是债务重组的一种方式。债务重组是债务人发生财务困难，难以偿还借款，债权人和债务人达成协议或经法院裁定，对债务进行重整的事项。

可见债转股不是新鲜事物，在 99 年债转股以及本轮债转股实施之前，债转股就一直存在，只不过在此之前没有被赋予特殊的条件、背景和意义。99 年债转股与本轮债转股都是特定背景下进行的债权转股权。债转股，顾名思义，即“债权转股权”，债务人将债务转为资本，同时债权人将债权转为股权，我们称这种模式为债转股的一般模式，如图 5-12 所示。

在一般模式下，债转股是企业面临危机时采取的非常规手段，它可以是单独进行的债转股，也可以是债务重组“套餐”中的一项。对于转股后的股权，原债权人可能是暂时持有，择机退出，也有可能为了达成战略目标，长期持有。比如熔盛重工、舜天船舶、渤钢集团、中国一重、中钢等债转股。

图 5-12 债转股的一般模式交易结构图

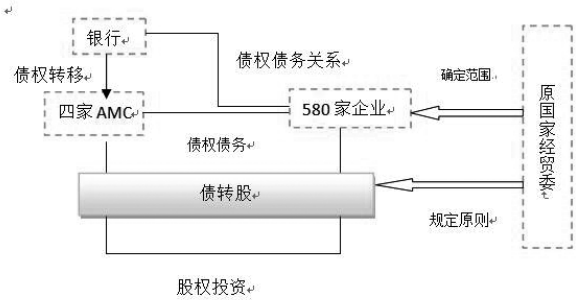


（二）99年债转股模式

99 年债转股是仅限于金融资产管理公司与为数不多的大型国有企业之间发生的债权转股权，即通常所谓的政策性债转股。交易模式如图 5-13 所示，四家金融资产管理公司根据原国家经贸委推荐的名单，选择企业，按照国家经贸委、人民银行于 1999 年 7 月 30 日发布的《关于实施债权转股权若干问题的意见》，国家经贸委、财政部、人民银行于 1999 年 11 月 23 日发布的《企业债转股方案审核规定》及国家经贸委于 2000 年 11 月 6 日发布的《关于债转股企业规范操作和强化管理的通知》等相关规定，将其中的债权或受托银行的债权转为出资。金融资产管理公司持股的目的不是战略性长期持有，而是作为阶

段性股东，择机推出，实现收益，但退出时点并无明确限制。退出时资产管理公司可以对外转让，也可以由转股企业回购；有条件的转股企业也可以选择上市，然后资产管理公司持有的转股股权就可以从二级市场实现退出。

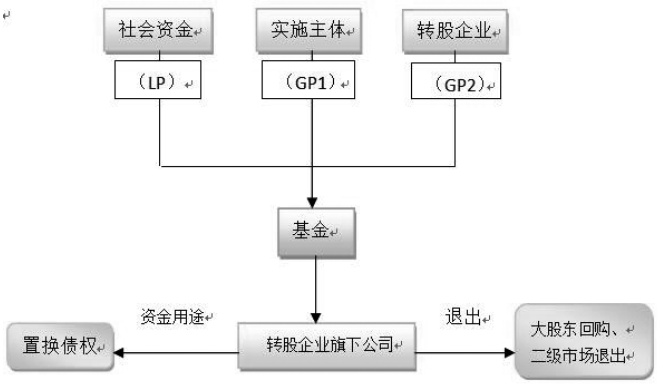
图 5-13　99 年政策性债转股交易结构图



（三）本轮债转股模式

本轮债转股最大的特点是强调市场化、法治化。没有既定的模式，只要能达到预期效果、解决实际问题，都可以采用。本轮债转股并不是企业面临资金链断裂、危机式的债转股，而是债转股各方主体根据自己实际情况，做出的对债权人、债务人、实施主体更优化的债务处置策略，更多是通过协商达到双方共赢的结果。少了政策性约束，由市场说了算，因此，本轮债转股呈现出更丰富多彩的模式和特点。

图 5-14 基金模式交易结构图



按处置债权和转股的先后顺序，大体可以分为先股后债和先债后股两种模式。先股后债是先入股后还债，先债后股是先承接债权再将债权转为股权。先股后债模式下比较有代表性的是基金模式，即由银行实施主体、转股企业、社会资金成立基金，然后以基金形式入股企业，置换出企业债权。目前银行实施债转股大部分采用的基金模式，本报告着重对该模式进行探讨。

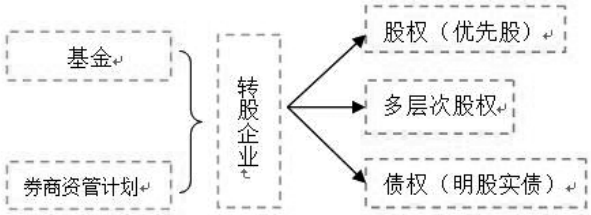
基金模式备受市场青睐原因有两个。第一，先股后债这种巧妙设计，避免了对债权打折，同时减少了道德风险、操作风险等。因为一旦涉及债权打折，就面临债权估值，打折力度就很难谈拢。打折力度太大，存在利益输送的风险，银行具体经办人员也没有动力；打折力度太小，企业转股积极性受挫，而且谈判涉及债权、股权等利益相关者较多，交易成本提升，且很难达成一致意见，造成交易很难实现。所以银行有选择地置换正常或关注类债权，这样可以以账面价值 1：1 的比例转为股权，从而规避债转股定价难题。第二，本轮市场化债转股市场化募集资金也需要基金这种形式进行。此外，不同的债转股项目，风险、回报都不相同，需要通过基金方式进行隔离。

基金模式交易结构如图 5-14 所示，基金可以是单 GP，也可以双 GP，也可以是双 LP，LP 资金也可以做优先、劣后分层，优先级对接的资金一般是银行理财等安全性要求较高的资金，劣后一般由银行实施主体认购。

从以上分析可以看出，基金是提供债转股资金募集和投资活动的一个载体，一个手段和工具。因此，除基金外，实施主体也可以通过券商资管计划等产品或其它载体进行交易。

本轮债转股实施主体转股后也不是长期战略性持有，持有的目的是通过退出实现超额收益。但与 99 年债转股不同的是，本轮债转股对退出时点有明确的限制，一般不超过 5 年，也有项目采取“5+N”模式，即 5 年后可以选择退出，也可以选择继续持有一些年份。本轮市场化债转股，退出获得超额收益是银行的最终目的，而且基于银行对所投资金安全的要求，一般有大股东回购或对赌协议。在募、投、管、退四个环节中，最终的股权退出是最关键一环，退出时点、退出方式决定了前面所有的交易结构安排、资金来源等内容。目前债转股的退出方式分为四种：大股东回购、上市、并购重组和第三方转让。其中上市有 IPO 和借壳两种方式。

图 5-15 本轮债转股交易结构图



如图 5-15 所示，资金投入到转股企业后，大致有三种投资方式。一种是真实股权投资，多数采用优先股形式。在股权投资模式下，银行除了争做积极股东争取一票否决权、派驻董事、监事等权利以保障自身股东权益外，一般会有对赌协议，对转股企业的业绩、杠杆率、上市预期等做出要求。另一种是债权投资，即“明股实债”，这是目前本轮债转股备受争议的焦点之一，我们后面会做详细讨论。还有一种是介于股权和债权之间的、多层次股权形式的投资。

总体说来，本轮债转股并无固定模式，每个企业情况各不相同，应“一企一策”，根据企业具体情况，量身定做相应方案。

四、债转股面临的困境

（一）面临的困难

我们从募、投、管、退四个环节分析债转股面临的困难。

1、资金募集难

一方面，资金来源受限。本轮债转股和 99 年债转股的资金来源不同，本轮债转股鼓励银行撬动社会资金，而非财政出资。目前债转股的资金主要来自银行理财资金和市场化募集两个方面。银行理财资金要求的安全性较高，在目前没有打破刚兑情况下，银行出于理财资金安全考虑，通常由大股东回购进行兜底。债转股后，企业债务杠杆降下来了，但没有解决企业的转型升级问题，银行、企业风险并未实质化解。银行的理财产品到期后要偿付本息，而股权退出周期不确定、回报不确定，从而加剧了银行资金的错配。而对于社会资金，由于回报率要求较高，参与的规模十分有限。

另一方面，加速消耗银行资本。《商业银行资本管理办法》第六十八条规定，对于银行被动持有股权的资本占用，两年内风险权重为 400%，两年后

是 1250%。虽然设立专门的实施机构，是独立的市场主体，表面上实现与银行实现风险隔离，但是目前实施企业新的管理办法未出台之前，仍是穿透式纳入银行并表管理，大大占用银行资本金，且银行也承担除市场承担之外的那部分风险。银行债转股落地金额越大，其资本消耗越大，资本考核时压力就越大，从而影响银行的积极性。

2、目标企业选择难

理想情况下，债转股企业应为发展前景好、但暂时财务有困难的企业，特别是一些处于周期性行业或者财务负担过重、需要资金进行转型升级的企业。债转股后，企业财务压力缓解，有能力引进先进技术设备进行转型升级，从而恢复活力。现实中，这类企业数量有限，前景难以甄别。银行若选择不慎，债转股后企业未能如期脱困，银行可能要承受更大的风险。

另外，转股企业积极性不高。纳入债转股范围的大多是央企、大型国企和地方龙头企业，因其拥有类政府信用，能够从银行获得低于市场成本的优惠利率贷款。债转股后，由于股东增多、股权稀释，企业受到的制约增加、话语权下降，自然转股动力受影响。

3、持有期间管理难

持有期间收益难以确认。债转股后，企业经营状况存在不确定性，业绩波动是常态。分红或高或低、或有或无，未必能达到甚至超过银行的预期收益率，股权投资能否实现溢价要在最终退出时才能确认。银行以基金方式转股后，收取的管理费费率很低，只能满足平时运行的费用，持有期间面临收益测算和利润考核的难题。

4、退出难

银行债转股，目的不是长期持有，待企业盈利情况好转，退出实现超额投资收益才是目的。所以退出环节是债转股项目最关键的一环，退出方式决定了前面资金来源、交易结构的安排等内容。市场化债转股要求退出也要市场化。对于债转股后实现上市的股权，退出不存问题，难的是非上市债转股股权的退出，毕竟我国多层次产权交易市场还不健全。

（二）存在的问题

本轮债转股在面临诸多困难的情况下，也饱受非议，主要有以下几个方面。

1．明股实债

前文已提及，出于资金安全性考虑，本轮债转股项目采取的基本都是“明

股实债”模式，这是该轮债转股备受争议的焦点之一。因为债转股目的之一是降杠杆，但明股实债这种模式却恰恰相反是加杠杆，这样做并未真正解决企业杠杆率高、债务风险大的问题。基于此，有人认为债转股是隐匿而非化解风险，扮演的是自欺欺人的魔术师角色。

2、可能成为最后接盘人

对于债转股企业而言，如果部分金融企业的债权进行债转股，其它银行和金融企业不进行债转股，则实施债转股的银行可能会成为最后接盘人。比如，A 企业有五大行、城商行和外资行等金融机构的的借款。五大行对 A 企业进行债转股，城商行、外资银行对 A 企业不进行债转股，那么，五大行对 A 企业进行债转股的资金有可能对城商行和外资行的债权进行置换，城商行和外资行顺利退出。如果对 A 企业进行债转股的业绩和收益未达预期甚至 A 企业财务状况恶化，基本收益都难保证，五大行相当于为城商行和外资行撤退打掩护，成为最后接盘人。

3、转股银行权益难保障

其一，企业从银行借钱一般是有抵押品的，且抵押品价值高于借款金额。债转股前，如果企业经营不善甚至破产，有抵押的债权本来是优先受偿的，进行债转股后，银行押品就要解押，这样一旦企业经营不善，作为股东的银行，其清偿顺序排在所有债权人之后，自身权益没办法保障。其二，银行进行债转股时，一般要求对企业派驻董事、监事了解企业生产经营状况，争取一票否决权以保障自身权益。但是这“一票否决权”很难谈拢，因为从前面转股企业性质可以看出，一般是大型国企、地方龙头企业，很难让其做出这么大的让步。

4、能否真正市场化

虽然本轮债转股最大的亮点和特点是市场化、法治化，但是对于国企、地方龙头企业进行债转股，必然会与地方政府产生联系，尤其是对国企债转股时还要与国资委签订协议，很难要求地方政府完全不进行干预，因此很难实现真正意义上的市场化。如果不是真正意义上的市场化，又与 99 年政策性债转股雷同，无异于“新瓶装旧酒”。在这种情况下，由于该轮债转股主要由银行实施，这样做等于变相鼓励地方政府逃废银行债务，不但不利于银行不良资产风险的化解，更是对当前信用体系带来巨大挑战。

5、对银行专业技术的挑战

冰冻三尺非一日之寒，企业面临困境是长时间积累的，仅仅依靠债转股

难以解决。债转股后，企业资金结构改善，但这只是治标不治本，若想从根本上使企业脱困，必须改善经营模式、促进企业转型升级。作为专注某一领域的企业，都无法解决自身困境，对银行更是不小的挑战。

由于本轮债转股存在以上客观困难，以及饱受市场争议，有些银行和企业对债转股态度并不积极，导致债转股项目落地缓慢，目前落地规模仅为签约规模的 10% 左右。

（三）客观评价债转股

评价债转股是否成功，不能用片面的眼光看待，不能因为个别可能存在的问题就进行否定。比如，明股实债，这只是整个交易结构安排中的一个点，不能用这一个点就去否定整个交易的安排。大体说来，债转股成不成功，可以用“猫论”进行评价，即不管黑猫白猫，逮住耗子就是好猫，也就是用目标导向来评价债转股。

首先，债转股有利于解决当前企业面临的杠杆高企的问题。短期看，债转股后企业负债降低了，企业付息压力明显下降，提升了企业的效益，对支持实体经济发展起到了立竿见影的效果。长期看，金融机构实施主体从市场、客户、产业链等更宏观的角度考虑企业发展，帮助企业对接优质资源，参与转股企业经营决策，提升企业整体治理水平，促进企业转型升级，从根本上解决企业债务问题。

其次，随着银行息差的收窄和中间业务利润的平均化，银行业也面临转型发展，需要寻找新的业务模式。债转股为银行混业发展开了一个口子，为银行获取丰厚股权增值溢价收益提供了可能。商业银行换成了投行的角色，为未来银行向综合金融控股集团方向的全面转型和全面经营打下基础，打开了银行价值增长空间，实现了与转股企业共成长。

再次，从政府角度看，债转股的企业基本都是行业龙头、实体经济。债转股后，银行积极参与公司治理，在业务范围上规定转股企业只做主业，不得涉及房地产，对已有的房地产项目出清，使资金进入到实体企业，支持实体经济发展，符合国家战略要求。另外，虽然目前转股的债权多是正常类、关注类贷款，而非直接转股不良资产，但其中有些债权虽暂未划入不良资产，但实质已是不良资产，也有些即将变为不良资产。随着经济下行压力加大，陆续会产生新的不良资产。从不良资产迁徙角度，从源头上化解潜在不良资产，也不失为化解不良资产压力的一种可行方式。

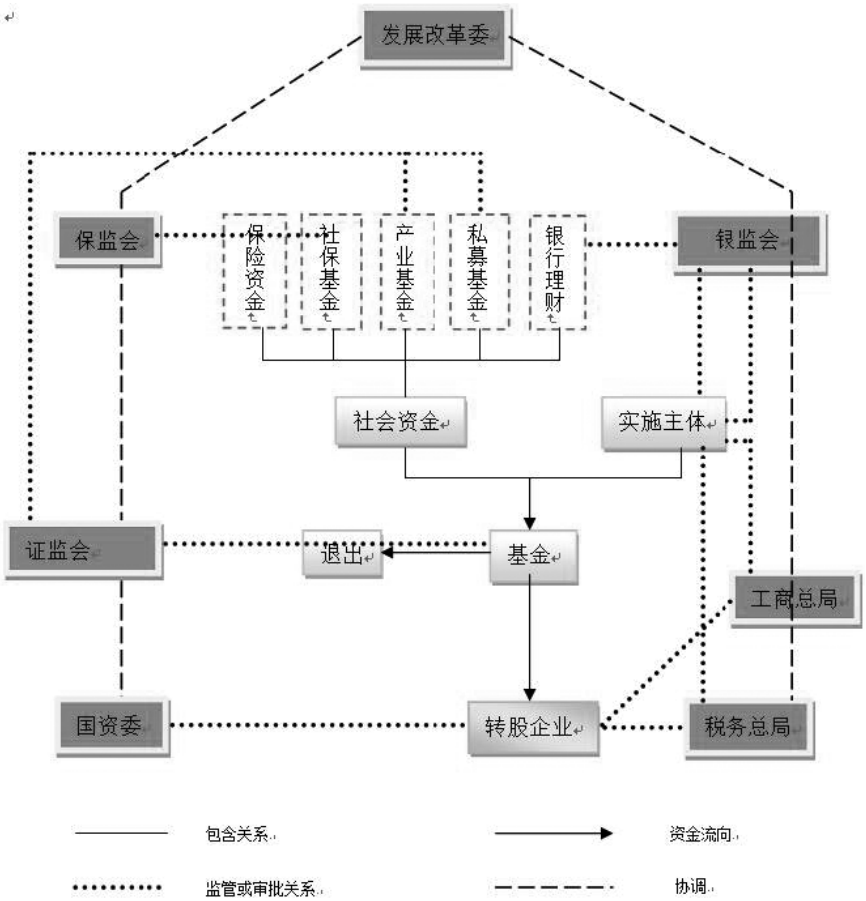
综上，虽然债转股存在诸多困难和问题，但总体看，债转股对解决当前问题是卓有成效、利大于弊，所以我们要积极寻求突破困境的解决方案，完善激励和监督机制，促进债转股积极稳妥推进，并尽可能减少不利后果。

五、政策建议

本报告从债转股相关方入手，设计促进各方积极进行本轮债转股的激励机制，实现各方利益共赢，激发债转股各相关方的积极性，并建议出台相关政策和监管细则，推动债转股稳妥有序进行。

（一）债转股相关方

图 5-16 债转股相关方结构图



本轮债转股相关方大体分为实施主体、债转股企业、政府部门三类。如图 5-16 所示，本轮债转股由国家发改委牵头，人民银行、财政部外、银监会、证监会、保监会、税务总局、工商总局、地方政府等部门配合。在资金募集阶段，社会资本的来源有保险资金、社保基金、产业基金、私募基金、银行理财等，其中保险资金、社保资金归保监会监管；对于银行成立的实施主体由银监会制定相应的实施和管理细则并进行监管；转股企业如果为国企归国资委对口管理；基金运营和备案由证监会管理；转股股权退出时如果选取上市方式在二级市场转让，上市进程也归证监会管理；在债转股过程中涉及的税费处理需要税务总局出台可能的优惠政策进行协调；如果债权直接转成股本出资时的规定需要工商总局进行相应认定等。

（二）激励机制方面建议

1、实施主体

银行等金融机构是债转股的实施机构，在整个债转股过程中起主导作用。对于实施机构，可以从三个方面进行激励。其一，加快项目审批效率，促进项目尽快落地。其二，银行总行对分支行进行授权管理。因为债转股项目中省属国企占比很大，这些项目一般由地方分支行进行洽谈和实施，他们更了解项目具体情况，对分支行放开授权，能显著提高债转股项目落地效果和效率。其三，在银行业绩考核时，对实施债转股积极且效果好的银行提供优惠政策，从政策上进行引导，比如在 MPA 考核中加入相应指标；又如，对正常类贷款债转股的股权投资占用的银行资本的风险权重两年的标准延至五年，这样既达到降低银行资本考核压力，也避免对《商业银行法》的修订。其四，对实施企业给予一定税收优惠。在债转股过程中，每一笔交易的完成都要交税，影响实施主体积极性，可以在增值税、所得税、印花税及契税等方面适用优惠税率或税收豁免，激发实施主体积极性。

2、转股企业

对于转股企业，政府可以在促进企业改组改制、减轻企业债务负担上等方面给予一定的政策优惠。对符合条件的债转股企业给予企业所得税、增值税、土地流转税、印花税、契税等税收优惠政策支持，激发企业债转股的积极性，比如在会计处理上对由于债转股产生相关税费进行税前扣除。

3、政府部门

在本轮债转股中，虽然政府也在积极努力推进，但由于涉及部门众多，

受监管真空和链条脱节掣肘，各方的积极性并未得到充分发挥。政府可以设计部际联动机制，促进各政府部门之间加强协调，密切工作联系，加强信息沟通。另外对政府部门也可以从政绩业绩考核方面进行引导，加大相应部门对债转股工作的支持与配合力度。

4、不同主体之间利益共享

除以上激励措施外，政府还可以建立实现不同主体之间收益共享的机制。比如证监会可以对退出方式选择上市的企业开放绿色通道，符合上市条件的，优先进行；债转股企业享受到上市政策优惠后，对债转股企业股权进行减持时，超额收益的 20% 分给社保，实现收益让渡。通过类似的制度设计和机制安排，激发债转股各相关方的积极性。

（三）政策保障措施建议

除完善相关激励机制外，还需出台相关政策保障债转股有序稳妥推进，促进本轮债转股顺利落地实施。

第一，成立政府引导基金，引导社会资金积极投资债转股项目。建议政府通过人民银行再贷款或发行本轮债转股专项债券募集成立政府引导资金。该引导资金规模可以很小，最主要的目的是起政策导向作用，而非经济风险的承担作用。政府资金参与债转股项目，在示范效应下，会吸引社会资金会积极跟投，解决债转股资金募集难问题。

第二，建立债转股企业股权交易市场，丰富债转股股权退出方式。债转股企业为上市公司的，债转股股权可以在二级市场退出。债转股企业为非上市公司的，可以通过证券交易所上市或大股东回购等渠道实现转让退出，也可以利用并购、区域性股权交易市场实现退出。除此之外，还可以建立债转股企业股权交易市场，专门进行债转股股权的交易，为债转股股权退出提供新的、更直接的路径，解决债转股股权退出难问题，消除进行债转股的后顾之忧，提升实施主体债转股积极性。

第三，培育合理的投资文化，有序打破刚兑，解决债转股募集资金难题。本轮债转股鼓励银行撬动社会资本，采取市场化方式募集资金。目前市场并未真正打破刚兑。保本理财投资、信托、基金等收益较高，应当承担较高的风险，但由于当前投资环境中，刚性兑付并未真正打破，造成高收益低风险的局面。在这样的投资文化驱使下，虽然预期收益较高的债转股股权投资应承担较高风险，但市场在要求收益较高的同时，并不愿意承担相应风险，同样要求有兜底，

否则就不愿投资债转股企业。建议有序打破刚兑，使风险和收益真正匹配起来，高风险匹配高收益投资，低风险与低收益项目相匹配，培育合理的投资文化，从根源上解决债转股企业融资难问题。

第四，设立债转股企业白名单，解决目标企业选择难问题。54 号文只从原则上明确了正面清单和负面清单，标准难以把握。由于受地方政府业绩、企业逆向选择等因素影响，列黑名单难以实行，并且即使列出黑名单，也是一些无足轻重的企业，对债转股选择目标企业参考意义不大。所以建议地方政府列出债转股企业白名单，锁定债转股企业范围，从白名单中选择目标企业进行债转股，避免为僵尸企业输血。

第五，加快各项配套政策落地落实。54 号文出台之后，除国家发改委出台了《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》，其它部委对债转股都还未出台相应配套支持政策、监管指引，导致债转股在实操过程中难以进行，项目实际落地缓慢。建议财政部、国资委、银监会、证监会、税务总局等相关部委加快落实相关政策，并密切跟踪、关注这些政策的执行情况，针对实施过程中出现的新情况、新问题，及时调整相关政策，完善相关配套。建议组建债转股巡视组，规范政府行为，避免地方政府政策性干预债转股市场化，变相进行“拉郎配”，确保债转股在市场化、法制化的轨道上平稳有序推进。

六、小结

随着中国经济进入下行周期，企业债务压力不断加大，银行不良风险不断上升。在“三去一降一补”政策目标下，债转股众望所归，重新被启动。债转股相关政策的提出是一个不断完善的过程，目前债转股机制不健全，相关配套政策措施仍在不断完善中。与 99 年债转股相比，本轮债转股的目的、原则、实施主体、债转股对象、标的债权、资金来源等方面均有所不同。本轮债转股的突出特点是强调市场化、法治化，政府前端不搞拉郎配，中端不出资，后端不兜底。

据不完全统计，截至 2017 年 6 月 9 日，本轮债转股共签约 56 个项目，涉及 45 家，签约规模 7095 亿元。已签约债转股企业中，是上市公司或下属企业有上市公司的企业个数占比达 82.14%。债转股企业一般是大型企业。在签约项目中，总资产超千亿的企业占比为 67.86%，员工人数过万的企业占比为 73.21%。国企债转股项目个数占总的债转股签约项目个数的比重为 96%，签约

规模占比高达 98%。山西、陕西等煤炭、钢铁行业居多的省份对债转股较为积极，签约项目较多，规模较大。从债转股签约行业看，主要集中在煤炭、钢铁行业，尤其煤炭行业，比重最大，签约规模为 3335 亿元，占总的签约债转股规模达 47%，项目个数为 23 个，占总的债转股签约个数比重达 41.07%。在本轮债转股签约项目中，建行最为积极。除五大行外，兴业银行、浦发银行、中信银行、北京银行等股份制银行以及兴业国际信托、中国人寿、地方资产管理公司陕西金资等金融机构也加入债转股行列。煤炭和钢铁行业债转股项目落地不论是规模还是数量上所占比重较大，山西和陕西债转股项目落地较快。

债转股是债务重组的一种方式。除债转股一般模式外，99 年政策性债转股与市场化市场化法治化债转股分别体现出政策性和市场化法治化的特点，基金模式是本轮债转股最常用的模式。本轮债转股面临资金募集难、目标企业选择难、持有期间管理难、退出难等困难，并且受明股实债、可能被迫接盘、转股银行权益难保障、能否真正市场化、对银行专业技术的挑战等质疑，这些也是债转股项目缓慢的重要原因。

本报告认为本轮债转股对解决企业债务负担、杠杆率高企、银行不良压力大等问题是卓有成效的，但目前债转股项目落地缓慢，需要积极寻求突破困境的解决方案。本报告从债转股的实施主体、债转股企业、政府部门三类相关方入手，设计促进各方积极进行本轮债转股的激励机制，并建议出台相关政策保障，推动债转股稳妥有序进行。

声 明

一、本报告是课题组通过对不良资产市场主要供给方（商业银行)以及一级市场主要需求方(资产管理公司)进行问卷调查，在了解不良资产市场主体的市场参与情况及对不良资产未来预期的基础上，结合宏观经济环境、政策环境和法制环境，对 2017 年我国不良资产市场所作的观察和分析。

二、本报告的结论仅代表课题组研究人员的观点，不构成对单位或个人的经营决策建议，中国东方资产管理股份有限公司不对本报告内容或因使用本报告的内容而招致的损失承担任何责任。

三、本报告所引用的信息数据来自公开披露的信息与问卷调查所获得的信息，课题组不对数据和信息的准确性或完整性负责。

四、本报告版权归中国东方资产管理股份有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或者引用。

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**5+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、每月汇总**500+**份当月重磅报告

（增值服务）

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。