

疫情影响下，资产管理公司业务机会与坏账压力并存

国内不良资产管理行业信用质量研究

2020 年 8 月 3 日

要点

- 新冠疫情给资产管理公司的资产质量和盈利性造成压力，但也带来了更多的不良资产收购业务机会。
- 我们预计资产管理公司将维持相对稳定的杠杆水平，但随着信用成本的进一步上升，盈利能力将面临压力。
- 考虑到资产管理公司是清理中国金融体系不良资产的重要渠道之一，我们预计政府对资产管理公司的支持将维持稳定。

分析师

李迎, CFA, FRM

北京

+86-10-6516-6061

Ying.Li@spgchinaratings.cn

栾小琛, CFA, FRM

北京

+86-10-6516-6069

Collins.Luan@spgchinaratings.cn

邹雪飞, CPA

北京

+86-10-6516-6070

Eric.Zou@spgchinaratings.cn

目录

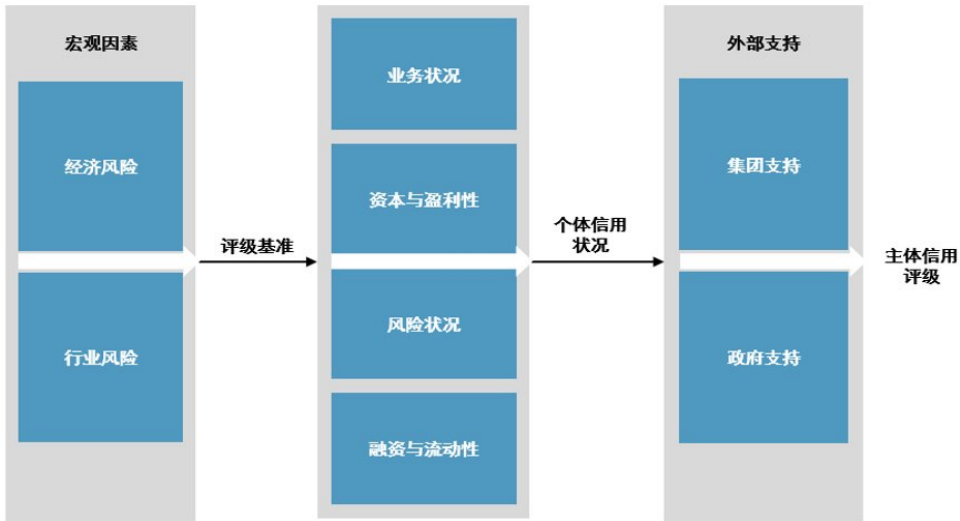
概况	1
业务状况	3
资本与盈利性	4
风险状况	7
融资与流动性	9
政府支持	10
附录：相关评级方法及研究	11

概况

本次案头分析是基于标普信评金融机构方法论进行的。为了确定一家金融机构的个体信用质量，我们首先会评估一家机构的评级基准作为评级的起点，然后根据机构的自身特点在评级基准的基础上进行调整。我们通常会将非银金融公司评级基准确定为“bb+”，但是对于受中国银行保险监督管理委员会（“银保监会”）监管的持牌金融公司，考虑到健全的监管环境和银行间市场的准入许可，我们通常会将其评级基准从“bb+”调整到“bbb-”。在得到评级基准后，我们将根据金融公司自身的业务状况、资本与盈利性、风险状况和融资与流动性这四个方面对评级基准进行调整，从而得出其个体信用状况（SACP）。最后我们会通过分析非银金融公司可能获得的外部支持，包括集团或政府的支持，在 SACP 的基础上做出调整，从而得出主体信用评级（ICR）。

图 1

标普信评金融机构评级方法框架



通常情况下，对于一般非银金融公司，我们将其评级基准设定为“bb+”，但对于受银保监会监管的持牌金融公司，我们通常会将其评级基准调整到“bbb-”。

注：实际评级过程中，在分析受评主体的个体特征后，我们还会将其信用质量做一个整体的评估，并与同业进行对比分析，以此判断是否需要对级别做出补充调整，从而得出最终的个体信用状况。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

上世纪 90 年代末，中央政府为化解大型国有商业银行的不良资产，成立了四大资产管理公司以接管四大行的历史坏账，分别为中国华融资产管理股份有限公司（“华融”）、中国信达资产管理股份有限公司（“信达”）、中国东方资产管理股份有限公司（“东方”）以及中国长城资产管理股份有限公司（“长城”）。

在完成政策性任务之后，不良资产管理逐步发展成为受银保监会监管的金融子行业。2006 年前后，四大资产管理公司基本完成从五大行承接的不良资产的处置工作，进入商业化转型的新阶段。

过去 10 年中，不良资产管理市场的参与者数量大幅增加。随着地方银行坏账的增加，银保监会开始向各省发放金融资产管理公司牌照，到目前为止已颁发地方金融资产管理公司牌照约 56 个。2020 年 3 月，中国银河资产管理有限责任公司成为四大资产管理公司之外的第五家全国性资产管理公司。另外，我们预计未来会有更多外国公司进入不良资产管理市场。

银保监会在 2014 年发布《金融资产管理公司监管办法》，加强了这一领域的监管，并鼓励资产管理公司专注于不良资产管理核心业务。

由于资产管理公司受到银保监会的监管，并且可以进入银行间市场融资，我们一般认为它们的平均个体信用状况比无银保监会监管的金融公司要好。因此，相比其他金融公司“bb+”的评级基准，我们

通常将资产管理公司的评级基准设定为“bbb-”。我们预计，由于新冠疫情造成的经济冲击，资产管理公司的资产质量和盈利性将面临压力。但是，不良资产管理业务的逆周期特性以及来自政府的大力支持可能会减轻疫情冲击。

资产管理公司未来 12 个月信用质量展望

分析因素	展望	主要信用观点
业务状况	稳定	我们认为四大资产管理公司得益于其牌照优势，业务状况将保持优势地位。 尽管越来越多的市场参与者进入不良资产管理领域，我们认为整个市场有足够的业务机会容纳新的参与者。 新冠疫情很可能导致金融体系不良资产增加，提高市场对于不良资产管理服务的需求。
资本与盈利性	稳定但面临下行压力	考虑到不良资产的高风险特性，我们认为四大资产管理公司的杠杆水平较高。 由于监管的资本管理，我们预计四大资产管理公司的杠杆水平将维持相对稳定。 由于新冠疫情可能会推高信用成本，同时导致子公司盈利减少，四大资产管理公司的盈利能力将承受压力。
风险状况	稳定但面临下行压力	考虑到不良资产业务的特性，我们通常会认为资产管理公司的风险状况会弱于银行和其他受强监管的一般金融公司。 新冠疫情使资产管理公司的资产质量承压。 四大资产管理公司有较大的房地产业敞口，但我们预计国内房地产市场在疫情期间将维持稳定。
融资与流动性	稳定	我们通常认为，四大资产管理公司的融资和流动性水平会与其他受强监管的金融公司相似。 由于目前整个金融系统流动性充沛，我们预计四大资产管理公司在新冠疫情期间将维持稳定的流动性。
个体信用质量	稳定但面临下行压力	新冠疫情使四大资产管理公司资产质量承压，同时金融体系坏账的增加也带来了更多的业务机遇。
政府支持	稳定	我们认为，在新冠疫情后的经济恢复阶段，中央政府有强烈的意愿维持金融稳定。 虽然政府目前拥有更多的机构和方式来减轻银行的坏账压力，资产管理公司仍然是清理不良资产的重要渠道之一。
主体信用质量	稳定	由于政府的大力支持，四大资产管理公司的潜在主体信用质量在疫情期间将维持稳定。

业务状况

通常情况下，我们通过在具有相似评级基准的金融公司之间进行同业比较来判断一家金融公司的业务稳定性。除业务稳定性之外，我们也会考察业务多样性以及管理和治理等其他因素。

由于四大资产管理公司在国内不良资产管理领域拥有很强的市场地位，并且拥有多元化的业务结构，我们认为其业务状况远优于国内一般金融公司的平均水平。

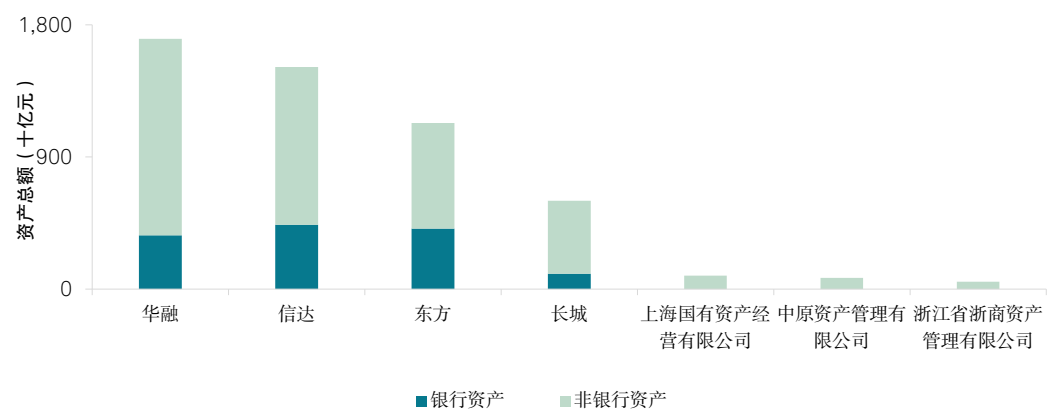
新冠疫情带来的经济不确定性很可能会增加金融体系对不良资产管理服务的需求。截至 2020 年 3 月末，中国银行业不良贷款 2.61 万亿元，较 2019 年末增长 8.23%。预计疫情还可能导致未来两年坏

账进一步增加。因此，虽然有更多的市场参与者进入该市场，我们认为四大资产管理公司将继续保持稳定的业务增长势头。

四大资产管理公司的资产规模远大于国内金融公司的平均水平，一部分原因是过去十多年来各类子公司的的发展。我们预计，未来在监管部门引导资产管理公司回归不良资产管理本源业务的背景下，资产管理公司将减少对业务多元化的投入。

图 2

截至 2019 年末总资产规模



四大资产管理公司的资产规模远大于区域性资产管理公司，因为它们不仅拥有庞大的不良资产管理业务，同时还拥有银行等各类金融机构子公司。

注：四大资产管理公司均拥有商业银行子公司。
资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

四大资产管理公司的主要子公司构成

华融	银行、租赁公司、信托公司、证券公司、期货公司、基金公司、房地产公司等
信达	银行、租赁公司、信托公司、证券公司、期货公司、房地产公司等
东方	银行、保险公司、信托公司、证券公司、评级机构等
长城	银行、保险公司、租赁公司、信托公司、证券公司等

资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

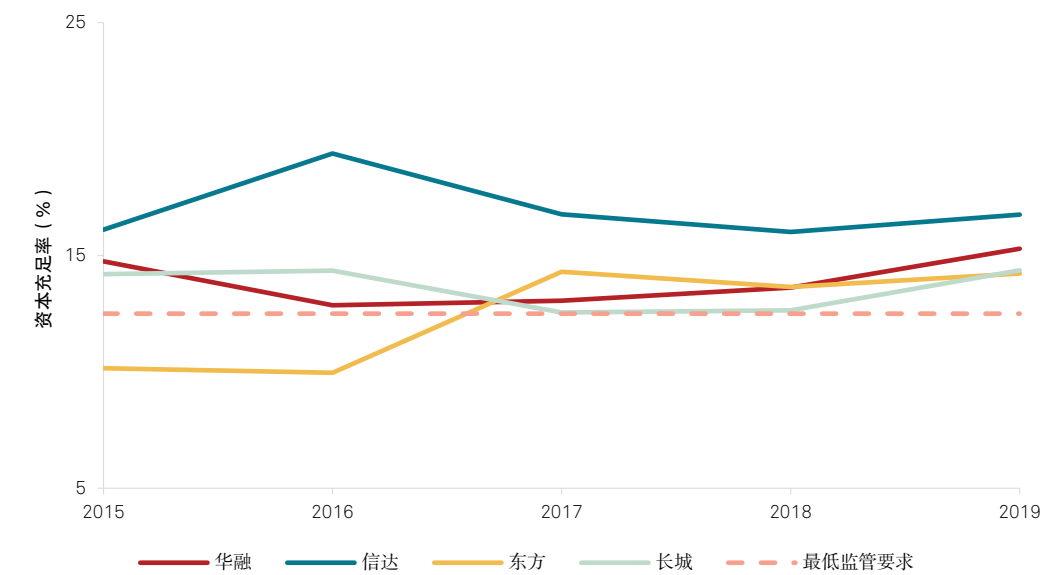
资本与盈利性

我们对资本和盈利性的分析主要是分析金融公司吸收损失的能力，即公司在保持持续经营的情况下能够为优先债权人提供的保护。除了评估资本的监管指标以外，我们还考虑杠杆水平（债务/权益）、资本质量以及盈利性吸收亏损的能力。

2017 年，银保监会发布了《金融资产投资公司资本管理办法（试行）》，对资产管理公司提出了具体的资本充足率要求，即最低监管资本充足率要求为 12.5%，一级资本充足率的最低要求为 10%，资本充足率要求达标的最后期限是 2020 年底。我们预计四大资产管理公司将能够满足监管资本的最低要求。

图 3

披露口径监管资本充足率（母公司口径）



监管机构对资本充足率的要求对资产管理公司的总体杠杆率水平进行了限制。

注：金融资产管理公司需在 2020 年底前满足 12.50% 的最低资本充足率要求。

资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，监管资本框架达到了两个目的，一是限制资产管理公司的总体杠杆水平，二是引导资产管理公司专注于不良资产管理的核心业务。在资产管理公司的资本监管框架中，不良资产管理业务涉及的各项风险权重显著低于银行资本监管框架标准法下工商企业贷款的平均风险权重（100%）。对不良资产设定更低的风险权重将引导资产管理公司将更多的资产配置于核心业务。

金融资产管理公司监管资本框架下的风险权重规定

资产类型	风险权重
批量收购金融不良资产形成的债权	50%
其他形式收购金融不良资产形成的债权	75%
其他对一般企（事）业单位和个人的债权	150%
因政策性原因形成的对工商企业的股权投资	100%
围绕不良资产开展的追加投资	150%
市场化债转股	150%

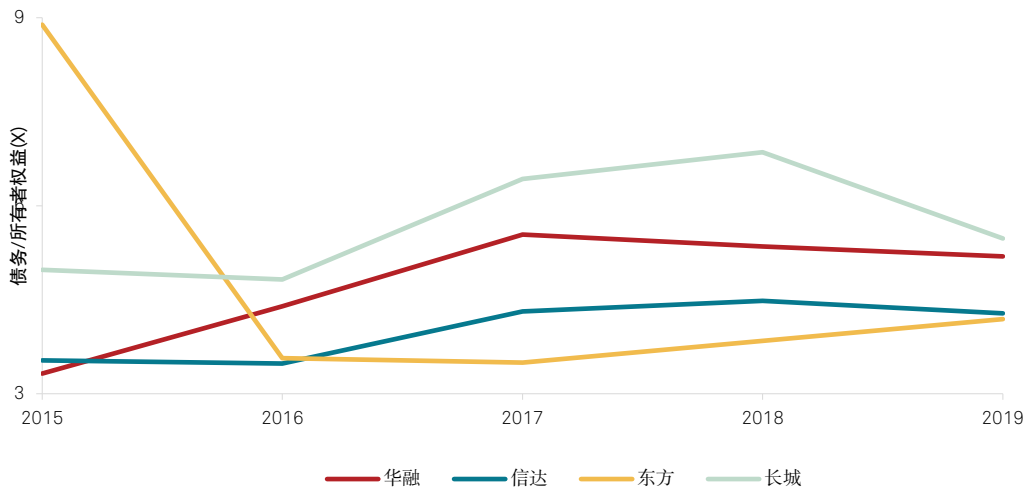
资料来源：银保监会，标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

由于不良资产普遍具有高风险的内在特性，我们通常通过简单的杠杆率指标（债务/所有者权益倍数），而不是经风险调整的资本充足率，来评估资产管理公司的损失吸收能力。我们认为，考虑到不良资产的高风险特性，四大资产管理公司目前的杠杆水平存在一定的脆弱性。但鉴于监管部门的资本管理要求，我们预计它们的总体杠杆率将保持稳定。

图 4

债务/所有者权益（母公司口径）

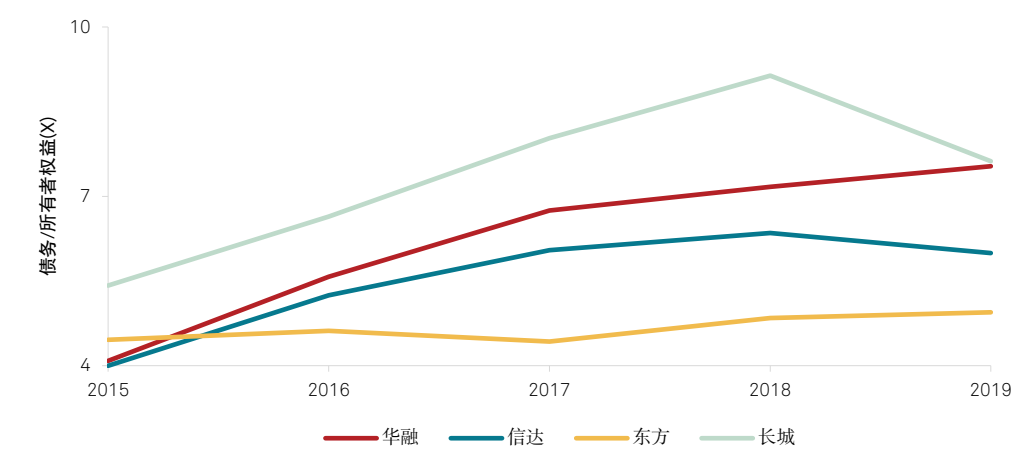


我们预计四大资产管理公司的杠杆率水平将基本维持稳定。

资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 5

债务/所有者权益（合并口径，但不含银行子公司）



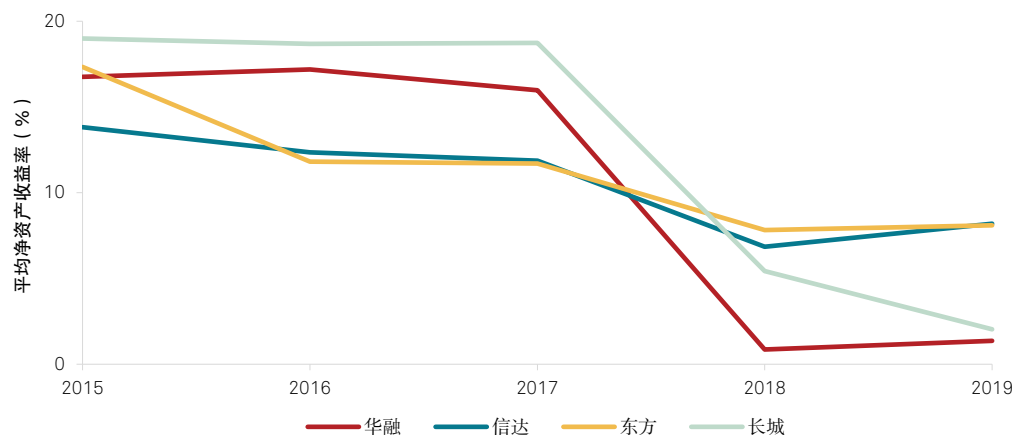
通过对合并和母公司口径的杠杆率的比较发现，四大资产管理公司的非核心业务杠杆率水平高于不良资产管理业务。

资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

近年来，由于信用成本攀升，部分资产管理公司的盈利能力受到影响，我们预计，在新冠疫情影响下，盈利水平将继续面临压力，从而导致资本内生能力下降。除资本内生能力以外，资本金注入也是资产管理公司提高资本实力的重要手段。

图 6

平均净资产回报率



2018年以来信用成本的攀升导致部分资产管理公司的盈利水平大幅下降。

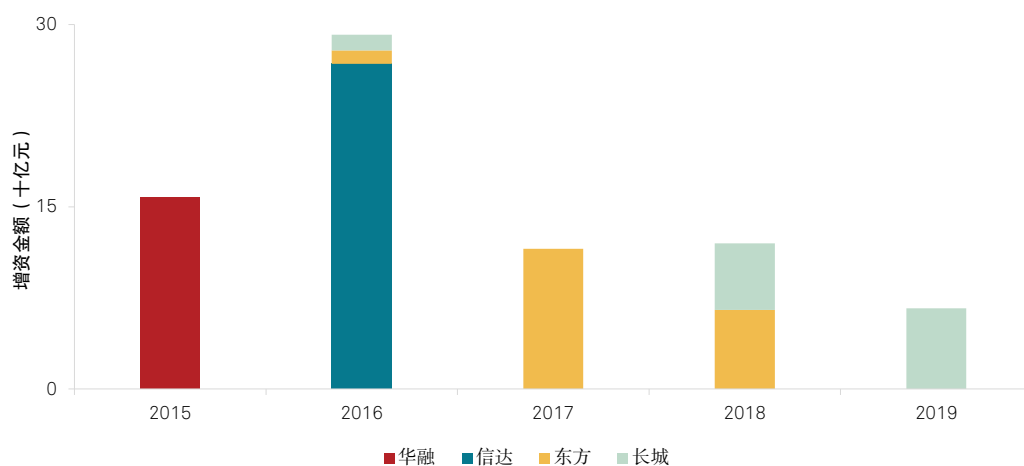
注：平均净资产回报率 = 净利润 / [(期初净资产 + 期末净资产) / 2] * 100%。

资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 7

增资情况



除资本内生能力以外，资本金注入也是资产管理公司提高资本实力的重要手段。

注：增资包括在港交所公开上市募集资金（华融及信达）以及由控股股东或其他战略投资者直接注资（东方及长城）。

资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

监管机构正在引导地方资产管理公司降低其杠杆率。2019年7月，银保监会发布《中国银保监会办公厅关于加强地方资产管理公司监督管理工作的通知》，要求地方资产管理公司“积极有效降低杠杆率，谨慎选择融资渠道，未经批准不得向社会公众发行债务性融资工具。”

风险状况

风险状况分析旨在完善对金融公司各类实际和特定风险的评估，涵盖了在资本与盈利性评估中尚未涉及的风险。我们首先分析一家金融公司的信贷准入标准，将其与中国银行业的平均信贷审批标准进行

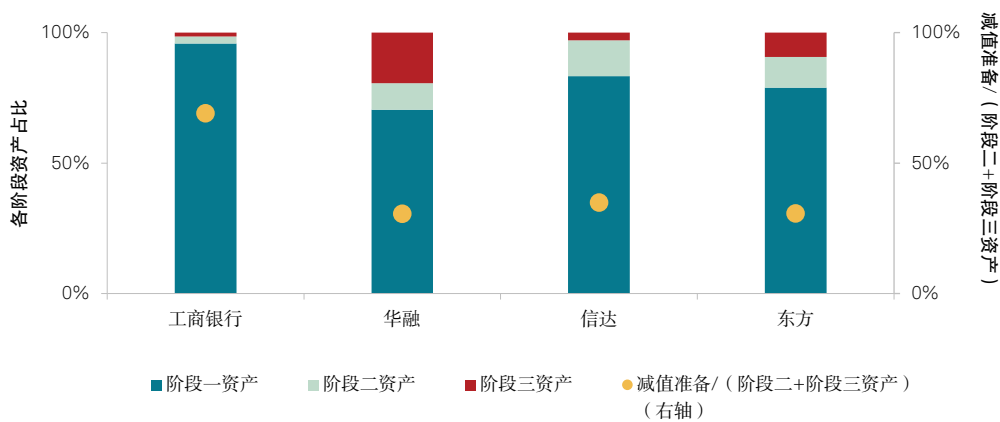
对比，得出初步的风险状况评估。除信贷准入标准这一主要衡量指标之外，我们还会评估其他五个方面，包括（1）历史损失情况，（2）资本/杠杆分析中未涵盖的风险，（3）风险偏好，（4）复杂性，以及（5）多样性。

我们认为资产管理公司的风险状况通常会弱于银行业和其他受到强监管的金融公司的平均水平，这主要是由不良资产收购业务的内在风险特性造成的。不良资产的还款主体通常会存在一定的财务困难。

近年来，自身坏账压力已导致部分资产管理公司信用成本高企。我们预计，由于新冠疫情给实力较弱的借款人带来更大压力，2020 年资产管理公司的拨备成本很可能会更高。此外，部分资产质量的变化可能反映在公允价值的变化上，而不是拨备上，导致外界难以评估资产质量变化的全貌。

图 8

截至 2019 年末资产三阶段划分以及准备金覆盖情况



由于不良资产收购业务的内在高风险特性，资产管理公司的资产质量往往会弱于银行业的平均水平。

注 1：根据 IFRS 9 准则规定，阶段一资产是指自初始确认后信用风险未显著增加的金融工具。阶段二资产是指自初始确认起信用风险显著增加，但尚无客观减值证据的金融工具。阶段三资产是指在资产负债表日存在客观减值证据的金融工具。

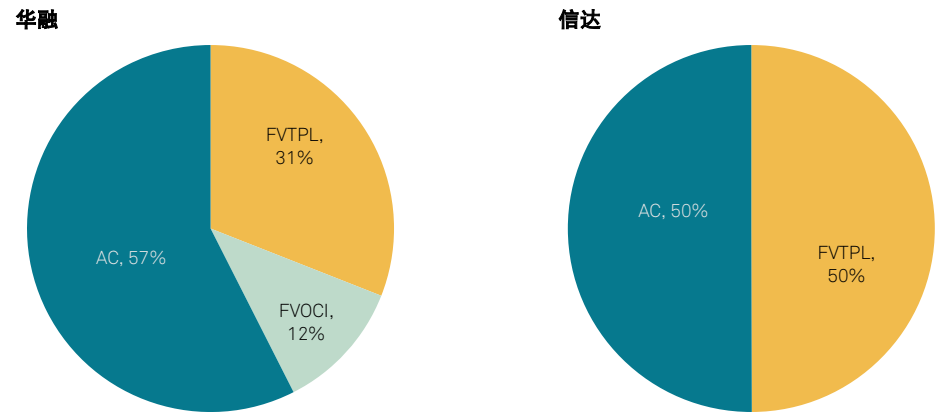
注 2：本图中进行比较的资产组合具体涉及资产解释如下：工商银行的资产组合是其以摊余成本计量的发放贷款及垫款以及以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的发放贷款及垫款；华融和东方的资产组合是各自债权投资资产组合；信达的资产组合是其债权投资中的不良资产投资组合。

资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 9

截至 2019 年末不良资产会计科目分类



部分资产质量的变化可能反映在公允价值的变化上，而不是反映在拨备上，导致外界较难评估资产质量变化的全貌。

注 1：AC – 以摊余成本计量的金融资产；FVOCI – 以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产；FVTPL – 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。

注 2：AC 资产的资产质量反映在减值上，另两类资产（FVOCI 以及 FVTPL）的资产质量变化主要反映在公允价值的变动上。

资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

国内受强监管的金融公司大多都是规模较小、业务较为单一的专业性公司。相比之下，四大资产管理公司通过不同的子公司开展了多样化的业务，风险状况更为复杂。

2019 年以来，监管部门也加强了对地方资产管理公司的风险监管。根据 2019 年 7 月颁布的《中国银保监会办公厅关于加强地方资产管理公司监督管理工作的通知》，地方资产管理公司“不得以任何形式帮助金融企业虚假出表掩盖不良资产，不得以收购不良资产名义为企业或项目提供融资”。

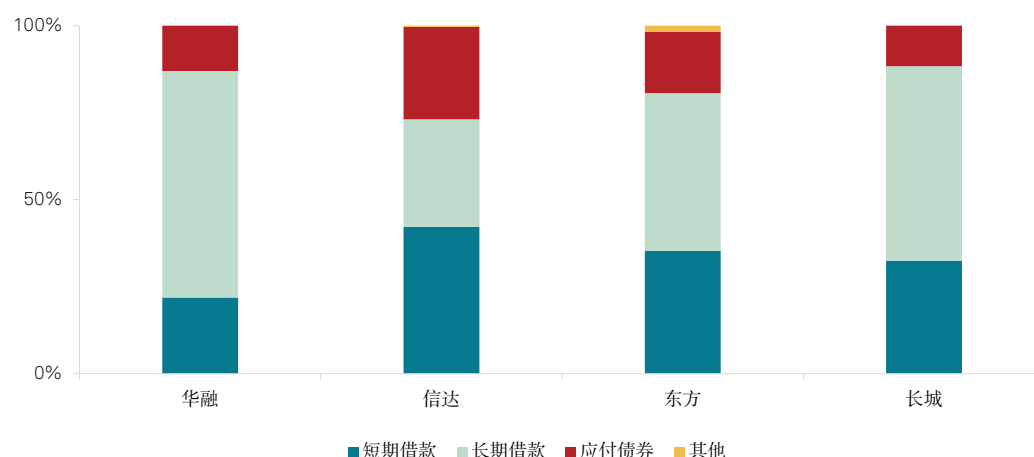
融资与流动性

我们对融资与流动性的分析着眼于金融公司通过有效融资支持业务发展的能力，并考虑金融公司在正常情景和压力情景下的流动性管理压力。

我们认为，正常情况下四大资产管理公司的融资和流动性水平与其他受到强监管的金融公司的平均水平是一致的。虽然四大资产管理公司旗下均有银行子公司，但由于对银行关联交易受到严格监管，资产管理公司不良资产管理业务的融资主要依赖于批发资金。

图 10

截至 2019 年末债务结构（母公司口径）



资产管理公司不良资产管理业务的融资主要依赖于批发资金。

注：其他债务包括向中央银行借款、同业和其他金融机构存放款项以及交易性金融负债等。

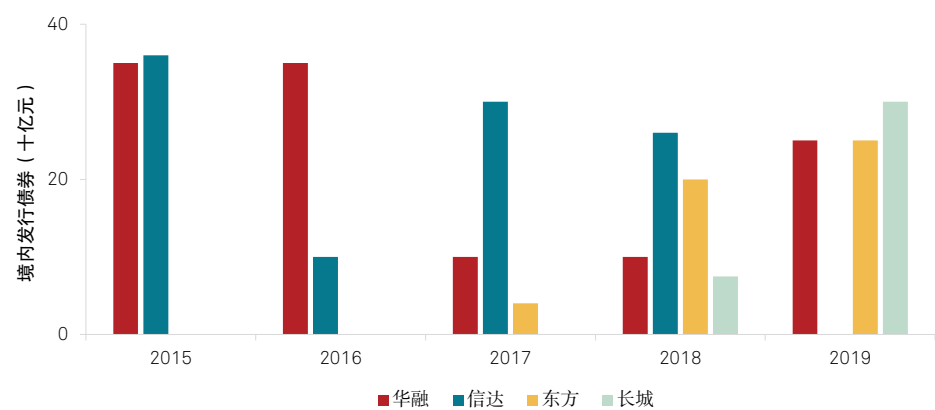
资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

鉴于四大资产管理公司是具有一定政策性作用的财政部控股的国有企业，在正常市场环境下，它们通常能够获得稳定的银行信贷额度和资本市场融资。但考虑到不良资产流动性差和对高杠杆的使用，我们预计，如果整个金融系统流动性发生紧张，资产管理公司的流动性亦将面临压力。然而，由于新冠疫情期间金融市场流动性充足，我们预计 2020 年四大资产管理公司将维持稳定的流动性。

图 11

国内债券发行情况



债券发行是四大资产管理公司的重要融资途径。

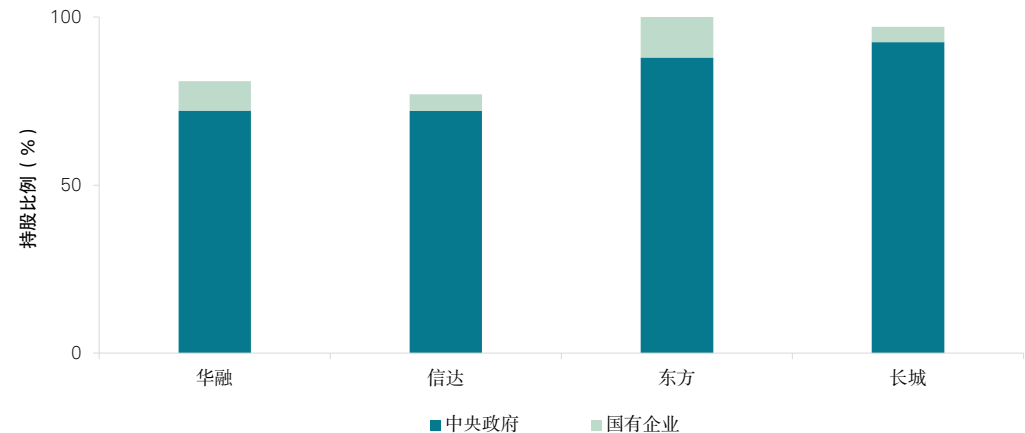
资料来源：Wind，标普信评收集及整理。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

政府支持

考虑到政府控股的资产管理公司的所有权结构和政策性作用，我们认为资产管理公司得到政府支持的可能性高，四大资产管理公司对中央政府的重要性为高。

图 12

截至 2019 年末股权结构



虽然过去 10 年来四大资产管理公司的股权投资者结构有一定的多元化，但控股股东依然是中央政府。

资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

根据政府和监管要求，资产管理公司主要从事收购金融机构不良资产业务，具有政策性作用。资产管理公司还通过对银行的股权投资来帮助稳定金融机构。例如，2019 年信达和长城都对锦州银行进行了注资。此外，资产管理公司也会根据政府或监管安排承担接管人或清算人的角色，接管陷入困境的个别金融机构。

虽然政府目前拥有更多的机构和工具来减轻银行的坏账压力，但资产管理公司仍然是化解不良资产的主要渠道之一。近年来，国内成立了一批银行系金融资产投资公司，从事银行债权的债转股业务，从而减少银行坏账并降低高负债企业杠杆率。另外，不良资产证券化也是减少银行不良贷款的一个渠道。尽管有这些新机构和新渠道的存在，我们预计资产管理公司在化解金融体系不良资产方面的重要性仍然保持稳定，尤其是考虑到疫情这一特殊时期，金融机构资产质量压力加剧，需要更多的渠道来消化不良资产。

本报告不构成评级行动。

附录：相关评级方法及研究

评级方法：

- 标普信用评级（中国）-金融机构评级方法论。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2020 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不适地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。