

## 不良资产证券化：发展现状、问题与建议 Securitization of Non-performing Assets: Development Status, Problems and Recommendations

杨迪川<sup>1\*</sup>  
Di-Chuang Yang

### 摘要

2016 年我国重启不良资产证券化以来，不良资产证券化虽然总体有所发展，但是发展速度仍然比较缓慢。本文首先回顾 2016-2019 年我国不良资产证券化的发展现状，之后探讨我国不良资产证券化发展缓慢的症结所在，最后提出发展不良资产证券化的政策建议。

**关键词：**不良资产证券化、交易结构、信用增级

### Abstract

Since China's resumption of non-performing asset securitization in 2016, although there is overall development for non-performing asset securitization, the pace of development is still relatively slow. The development status of China's non-performing asset securitization in 2016-2019 is reviewed first, followed by discussion of the crux of slow development and the proposed policies for the development.

**Keywords:** Non-performing Asset-backed Securitization, Transaction Structure, Credit Enhancement

### 1. 引言

不良资产证券化（Non-performing Asset-backed Securitization，NABS）是商业银行处理不良资产的重要手段，它最早诞生在美国，在韩国、意大利等国家也有很大的规模。虽然很多国家都有不良资产证券化，但是他们发展不良资产证券化的现实情况和发展历程各有不同，因此其他国家不良资产证券化的经验很难被我国复制。

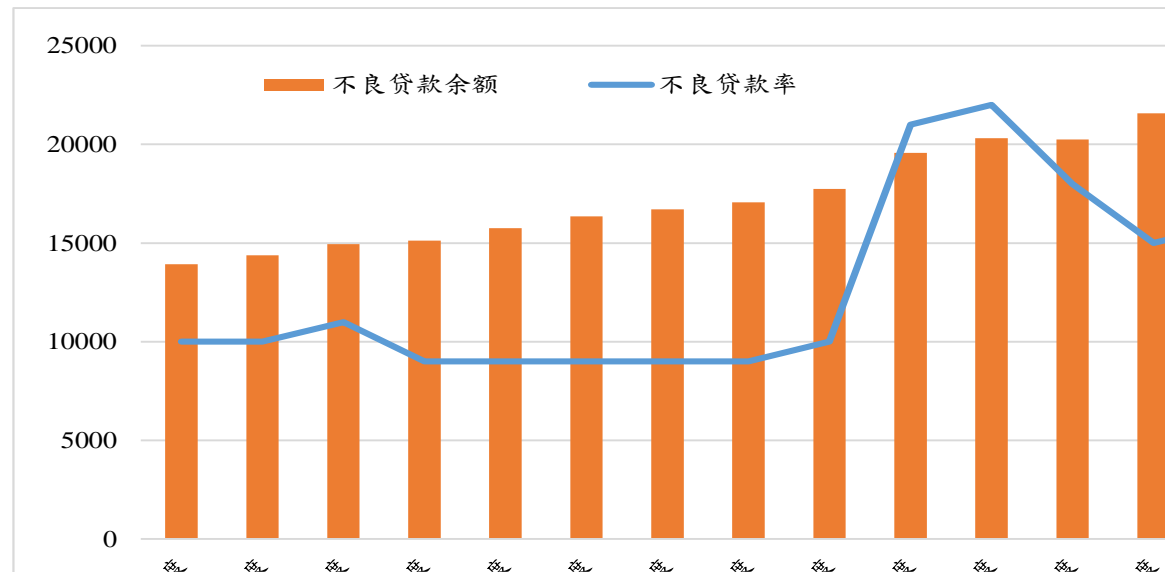
自 2011 年我国经济进入下行周期以来，我国商业银行的不良贷款总额持续上升，截至 2019 年三季度，我国商业银行的不良贷款总额达到了 23,672 亿元，商业银行的总体不良贷款率上升到 1.86%（图 1）<sup>2</sup>，这些不良贷款成为了我国商业银行沉重的负担，因此商业银行急需通过各种渠道化解不良资产，盘活银行的资金，而不良资产证券化就是一种非常重要的化解银行不良资产的方法。

我国的资产证券化从 2005 年开始试点，不良资产证券化就是其中的重点，但是由于 2007 年全球金融海啸，我国监管机构担心资产证券化的风险传染作用，因此停止了不良资产证券化的试点。随着这些年我国经济进入下行期，银行不良贷款的不断

<sup>1</sup> 厦门大学嘉庚学院国际商务学院副教授 511482777@qq.com\*通讯作者

<sup>2</sup> 中国银行保险监督管理委员会

增加，商业银行急需拓宽不良贷款的处置渠道，因此 2016 年我国监管机构又重新批准五大有国有银行和招商银行开始不良资产证券化试点，试点发行额度为 500 亿元，预计处理 2000 亿元的不良资产。2017 年 4 月不良资产证券化的试点银行进一步扩容，12 家股份制和大型城商行被纳入试点中。



资料来源：中国银保监会官网

图 1. 2016-2019 年我国商业银行不良贷款情况

从不良资产证券化的不断扩容可看出监管机构对不良资产证券化寄予厚望，希望不良资产证券化可以帮助商业银行等金融机构大规模处理不良资产。本文首先回顾我国 2016-2019 年不良资产证券化的发展情况，之后探讨一下我国不良资产证券化的发展问题，最后提出政策建议。

## 2. 2016-2019 年不良信贷资产证券化市场概况

从表 1 可以看出，自从 2016 年不良资产证券化重启以来，截止 2019 年底我国共发行了 96 笔不良资产证券化产品，总发行金额为 588.02 亿元。从四年的发展来看，不良资产证券化发展比较缓慢，2019 年的发行笔数和发行金额相较于 2018 年还有所下降。

表 1. 我国不良资产证券化发行情况

	2016	2017	2018	2019	总计
发行笔数（笔）	14	19	34	29	96
发行数量（亿）	156.1	129.61	158.81	143.5	588.02

资料来源：cn-abs

### 2.1 基础资产

我国的不良资产证券化的交易结构与信贷资产证券化非常相似。在每一笔信贷资产证券化中，资产池通常只包含一类资产。不良资产证券化也把不良资产根据贷款的对象和性质分为企业不良贷款、小微企业不良贷款、信用卡不良贷款等多个种类，

每一种分类发行。

表 2 是 2016 年以来不同的不良资产的证券化的情况。其中企业不良贷款证券化发行了 11 笔，总发行额为 100.02 亿元；小微企业不良贷款证券化发行了 3 笔，总发行额为 15 亿元；信用卡不良贷款证券化发行了 47 笔，总发行额为 139.32 亿元；一般消费不良贷款证券化 11 笔，总发行额为 42.87 亿元；住房抵押不良贷款证券化 13 笔，总发行额为 162.89 亿元；其他不良贷款证券化发行了 11 笔，总发行额为 127.92 亿元。

总体来看，在这四年当中零售型不良资产证券化（包含信用卡不良贷款、一般消费不良贷款、住房抵押不良贷款等）总体发展较好，发行的规模在这四年中不断增加，但是大型企业的不良贷款资产证券化，从 2016 年以来逐步下降，到了 2019 年已经基本没有发行。究其原因，主要是零售型资产通常是标准化的资产，并且每一笔贷款的数额小，因此在整个资产池中的占比很小，这非常符合不良资产证券化基础资产的要求，计算还款的未来现金流比较容易；而企业贷款每一笔数额很大，通常一个资产池只有几十笔企业贷款，这就导致不良贷款的未来现金流不确定性很高。这也就是为什么通常信贷资产证券化是每个季度甚至每个月付息，而不良资产证券化是半年付息一次。

表 2. 我国各类不良资产证券化发行情况（单位：亿元）

行标签	2016	2017	2018	2019	总计
企业贷款	79.82	13.95	6.25	-	100.02
小微贷款	9.3	5.7	-	-	15
信用卡消费贷款	7.07	27.67	51.95	52.63	139.32
一般消费贷款	3.51	-	18.07	21.29	42.87
住房抵押贷款	15.6	19.36	60.96	66.97	162.89
其他	40.8	62.93	21.58	2.61	127.92
总计	156.1	129.61	158.81	143.5	588.02

资料来源：cn-abs

## 2.2 基础资产质量

我国商业银行不良贷款可分为次级、疑问和损失三类。虽然它们都是不良资产，但是不同不良资产的风险不一，有些不良贷款有抵押的不良资产，那么这些不良贷款能否收回主要看担保人的还款意愿；还有一些贷款是有抵押的不良贷款，那这些不良贷款能否回收主要看抵押物的质量和变现能力。

从表 3 可以看出，不同不良资产证券化的基础资产，三种不良贷款的比例也不一样。例如信用卡不良贷款证券化中，基础资产主要是损失类贷款，占比达到 58.66%，这主要是由于信用卡贷款是信用贷款，一旦违约，银行很难收回；而房地产抵押不良贷款证券化中，基础资产主要是住房抵押贷款，这类贷款由于有住房作为抵押品，随着这些年房价的上涨，大部分的住房都有升值，因此房地产抵押不良贷款证券化的基础资产主要是次级和可疑类贷款。正是由于这些不同，导致不同基础资产的资产证券化的银行资金回收率也不一样，例如房地产抵押不良贷款证券化的回收率可以达到 61.76%，而信用卡不良贷款资产证券化的回收率只有 11.53%。

表 3. 我国各类资产证券化基础资产质量情况

行标签	次级类	可疑类	损失类	回收率
企业不良贷款	69.13%	26.16%	4.70%	39.39%
住房抵押不良贷款	46.60%	43.62%	13.89%	61.76%
一般消费贷款	54.34%	41.37%	4.29%	31.34%
小微不良贷款	50.39%	37.81%	11.80%	39.47%
信用卡不良贷款	15.90%	26.22%	58.66%	11.53%
其它不良贷款	19.27%	76.63%	4.10%	46.45%
总计	36.24%	33.57%	31.15%	28.63%

资料来源：公开资料整理

### 2.3 信用增级

不良资产证券化的信用增级分为内、外部信用增级。在内部信用增级中，通常会采用优先次级分层，但是与信贷资产证券化的优先次级分层不同，信贷资产证券化通常会把证券分为优先级、中间级和次级证券甚至更多，而且即使是优先级证券还分为不同的到期期限，次级证券占比不到 10%；然而不良资产证券化发行的证券只分为优先级和次级，并且次级证券占比 25%左右。

在外部信用增级方面，主要的外部信用增级方式有两种：一种是采用次级投资者作为流动性支持机构。这种增信方式一般要求次级证券的投资者有丰富的不良资产投资经验，因此在交易中通常聘请这些机构作为资产服务顾问，保障他们在交易全程有参与权和决定权。例如在“和萃 2016 年第一期资产支持证券”就有私募基金作为资产服务顾问。

另一种就是直接聘请第三方机构作为流动性支持机构，一般流动性支持机构都有 AAA 的评级。这种方法可以避免次级证券和优先级证券投资者之间发生潜在的利益冲突，给优先级证券的兑付带来不利影响；但是这种方式的缺点是一般成本较高，且此类增信机构一般不参与资产证券化交易的基础资产尽职调查等其他过程。例如 2016 年公元第三期不良资产证券化和 2017 年建鑫第一期不良资产证券化，都是聘请中证信用增进股份有限公司作为流动性支持机构。

### 2.4 交易结构

我国不良资产证券化的交易结构与信贷资产证券化基本相同，都是将不良资产先根据贷款性质的不同进行分类打包，之后出售给特殊目的载体，由他们将资产分层后出售资产支持证券的过程（图 2）。这一点上文已经提及，此处不再赘述。

## 3. 不良资产证券化的问题

虽然我国的监管机构对不良资产证券化寄予厚望，希望不良资产证券化能帮助商业银行拓宽不良资产处置的渠道，但是从这四年不良资产证券化的发展来看，发展速度还是比较缓慢。2016 年监管机构给了 500 亿元的不良资产证券化发行额度，但直到 2019 年额度才全部用完。究其原因，主要问题如下：

### 3.1 符合不良资产证券化的基础资产较少

商业银行为了规避监管机构对银行贷款额度、贷款行业以及贷款对象等要求，通常会把一些不合规、高风险的贷款，通过银信合作或者银证合作等方式转化为资产管

理计划。自从 2011 年，我国经济进入下行期，这些转化为资管计划或者信托计划的贷款成为了风险聚集区，出现了大量的不良贷款。银行虽然希望将这些不良贷款证券化出售，但是由于目前我国不良资产证券化还处于试点阶段，对资产的要求较高，这类非标资产很难通过监管机构审核。这也是为什么近些年不良资产证券化主要以零售型不良贷款为主，而企业不良资产证券化却在逐步萎缩的原因。

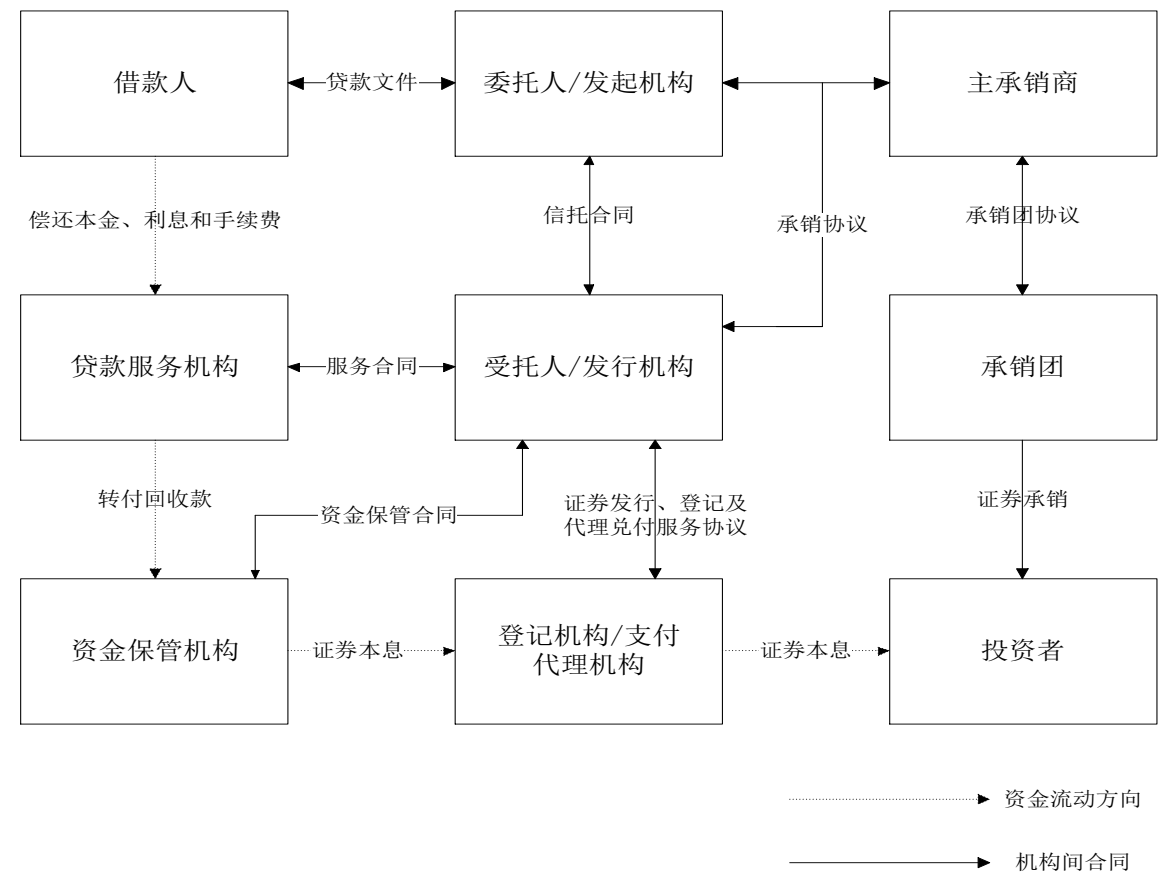


图 2. 我国不良资产证券化交易结构简图

3.2 不良资产证券化折扣率和效率过低

不良资产证券化也是一种资产出售的方式，但是与直接将不良资产转让给国有资产管理公司或者私募秃鹫基金不同，不良资产证券化的转让对象是债券投资者。从理论上来说，资产证券化是在公开的债券市场出售，由于不良资产证券化将这些流动性很差的不良资产转化小面值的、具有较好流动性的债券，改善了不良资产的流动性，因此不良资产证券化的转让价格应该高于将不良资产直接转让给资产管理公司。但是从目前已发行的 96 笔不良资产证券化的统计来看，不良资产证券化的折扣率平均只有 28.63%，而银行将不良资产转让给资产管理公司或者私募基金却有 30-40%；此外，不良资产证券化每发行一笔大约需要半年的时间，发行效率不高也是阻碍不良资产证券化发展的原因。

3.3 不良资产证券化成本较高

当前我国的不良资产证券化的成本普遍较高，这主要是由于不良资产证券化还处于起步阶段，在 16 家试点银行当中，大部分全国性股份制银行和城商行只是探索

性的发行了一笔资产证券化，不良资产证券化还没有成为银行处理不良的常态化渠道，也就无法形成规模效应。

### 3.4 次级投资者较少

当前我国的重启不良资产证券化时间较短，作为一个新的证券产品，市场对不良资产证券化的认识不足，在没有足够信息的情况下，普通投资者不敢轻易投资不良资产证券化。不良资产证券化的次级证券占比较大，而普通金融机构不能投资，只有资产管理公司和专门投资不良资产的私募秃鹫基金愿意投资，找不到次级投资者也成为我国不良资产证券化发展缓慢的原因。

## 4. 不良资产证券化的发展建议

### 4.1 积极扩大不良资产证券化的试点范围

从2016年不良资产证券化试点重启开始，监管机构只允许6家银行开展不良资产证券化业务，虽然2017年有增加了12家银行，但是总体还是较小，试点机构类型也比较单一。近期市场有传闻2019年不良资产证券化的试点机构将再次扩容，这对不良资产证券化市场是一个好消息；但是即使这样，不良资产证券化的试点机构也非常有限。在目前不良资产持续增长缓慢的情况下，应该尽快对大部分银行、资产管理公司、外资银行等金融机构开放不良资产证券化业务，利用国内外不同金融机构的经验，集思广益发展我国不良资产证券化。

### 4.2 培养与次级证券的投资市场，增加不良资产证券化的流动性

当前我国不良资产证券化次级证券的投资者较少，这既有证券发行结构的问题，也有参与机构不足的问题。从证券的发行结构来看，目前我国已发行的96笔不良资产证券化都是只发行优先级和次级证券，发行的证券种类很少；而国外的不良资产证券化都会根据期限和风险的不同，发行出几种，甚至十几种不同的证券，这样不同证券就可以匹配不同风险需求的投资者。另外从参与机构来说，我国次级证券市场的主要参与者就是资产管理公司；从国外的经验来看，次级证券的投资者非常多样，既包括私募基金，也有证券公司和投资银行等，因此我国也应该鼓励其他金融机构参与不良资产证券化。

### 4.3 加强信息披露，使不良资产证券化更加透明

根据不良资产的不同，我国的不良资产证券化可以分为很多种类，但是所有的不良资产证券化的信息披露都是根据《不良资产支持证券信息披露指引》进行，不同的不良资产的风险特点也完全不同，因此目前的信息披露指引过于笼统；应该根据不良资产证券化基础资产的特点，细化每一种不良资产的证券化的信息披露指引，通过信息披露的完善和透明也会吸引更多的投资者。

## 参考文献

1. 彭惠（2004）。不良资产证券化的交易结构分析。金融研究，4，23-36。
2. 李海洪（2009）。我国不良资产证券化交易结构优化探析。经济问题，8，91-93。
3. 杨迪川（2016）。不良资产证券化试点重启：机理、案例与改进思路。南方金融，10，9-16。
4. 张守川、刘世伟、丁岩（2017）。银行不良资产证券化探索。中国金融，2，21-23。

5. 高蓓、张明(2018)。不良资产处置与不良资产证券化—国际经验及中国前景,国际经济评论,1,124-142+7。
6. 王亮亮(2018)。我国不良资产证券化的对外比较、纵向比较及模式探索。金融理论与实践,7,19-23。
7. 林华(2014)。金融新格局—资产证券化的突破与创新。北京:中信出版社。

收稿时间:2020-02-17  
责任编辑、校对:张颖、罗仲哲