

中国投资 - 2019

Q  
SPOTLIGHT  
Savills Research

# 中国不良贷款市场

savills  
第一太平戴维斯





# 前言

2009 年全球金融危机过后，中国一直维持较为宽松的信贷环境，在不断发展的过程中，许多企业负债率也日益上升。中国整体债务水平与美国、英国接近（非金融行业负债与国民生产总值之比目前约为 260%），然而整体负债率在过去 10 年的增长速度却远高于这两个国家——国家债务占国内生产总值的比重较 2007 年上升超过 110 个百分点，同期英国和美国的上升幅度仅为 20-45 个百分点。

考虑到负债水平持续上升会给整体经济带来系统性风险，政府采取了包括限制非正规渠道借贷、打压影子银行、提高金融市场透明度和监管、限制地方政府举债等一系列措施，以限制负债增长。但是，市场可融资额减少加之贸易战的影响导致国民经济的结构性放缓加剧，继而对企业现金流和利润造成进一步冲击。

在此环境下，开发商及其他类型企业面临着很大债务偿还压力。破产、债券违约以及不良贷款等情况在这几年屡屡发生。由于不动产相比其他资产类别更易估值及保值，大部分的贷款都是以房地产作为抵押物。越来越多的债券违约及与之相伴的不良贷款发生给了投资者以低于市场价格获得房地产的机会。

**JAMES MACDONALD**

第一太平戴维斯中国市场研究部主管



# 中国不良贷款市场规模

根据中国人民银行数据，截至 2019 年 9 月全国融资总额达人民币 219 万亿元，同比上升 10%，其中人民币贷款占 68.2%（人民币 149 万亿元）。中国商业银行通常将贷款分为正常类贷款、关注类贷款、次级类贷款、可疑类贷款以及损失类贷款五类，其中次级类贷款、可疑类贷款以及损失类贷款均被认作为不良贷款。

根据中国银行保险监督管理委员会的数据，截至 2019 年 9 月中国商业银行不良贷款余额约人民币 2.37 万亿元（2018 年末不良贷款余额为人民币 2 万亿元），及关注类贷款余额为人民币 3.8 万亿元（2018 年末关注类贷款余额为人民币 3.4 万亿元）。中国商业银行不良贷款率在 0.83%（外资银行水平）到 4.00%（农村商业银行水平）之间。另外，国家审计署数据显示，截至 2018 年末全国有 12 家商业银行的不良贷款率超过 20%，个别商业银行不良贷款率超过 40%。

贷款类别	定义
正常类贷款	借款人能够履行合同，没有足够理由怀疑本息不能按时足额偿还的贷款。
关注类贷款	尽管借款人目前有能力偿还债务本息，但存在一些潜在不利因素，继续发展下去将可能影响债务的偿还。
次级类贷款	借款人的还款能力出现明显问题，完全依靠其正常经营收入无法足额偿还债务本息，即使执行担保，也可能造成一定损失。该类贷款的本息损失预计一般不超过60%。
可疑类贷款	借款人无法足额偿还债务本息，即使执行担保，也肯定会造成较大损失。该类贷款的本息损失预计一般不超过90%。
损失类贷款	在采取所有可能的措施或一切必要的法律程序之后，本息仍无法收回，或只能收回极少部分。该类贷款的本息损失预计一般在90%以上。

来源 中国人民银行，第一太平戴维斯研究部

图 1：商业银行各类贷款余额，2014 至 Q3/2019

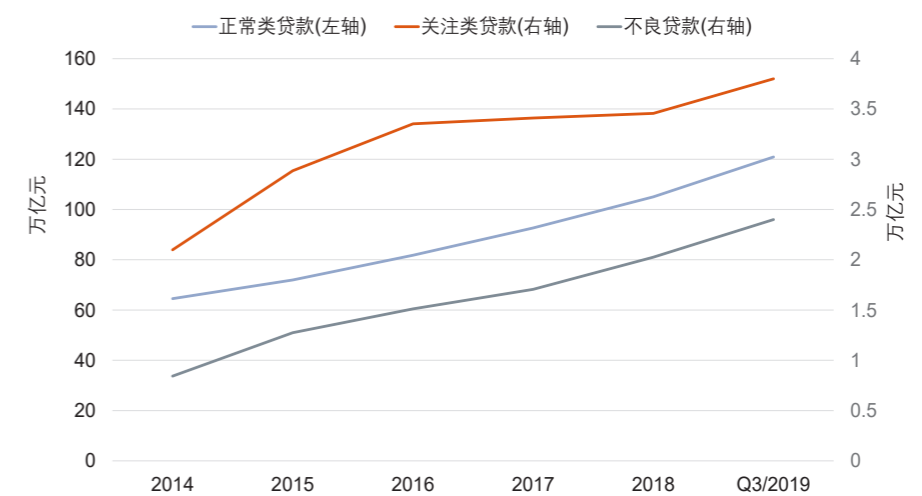


图 2：各类银行不良贷款率，2014 至 Q3/2019

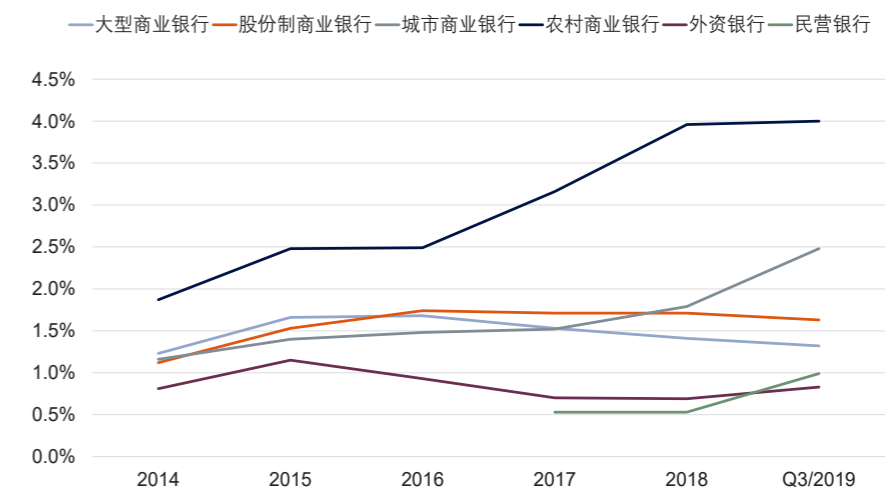
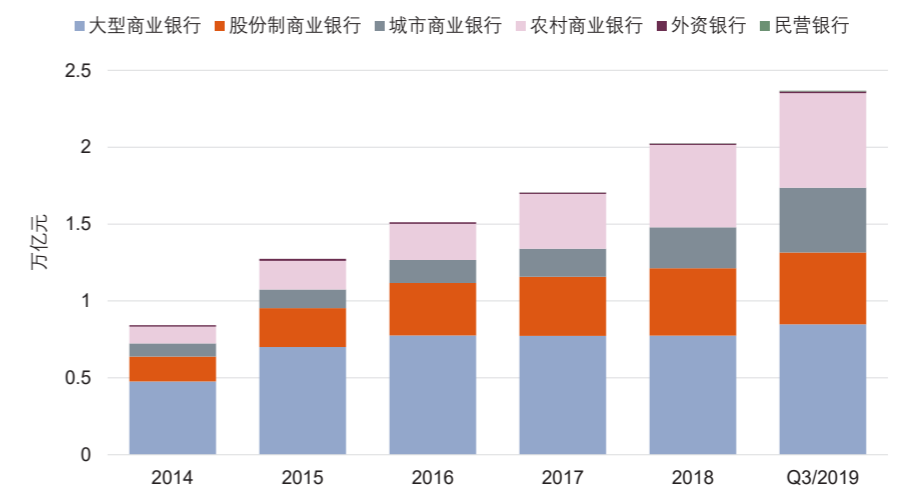


图 3：各类银行不良贷款额，2014 至 Q3/2019



来源 中国银行保险监督管理委员会，第一太平戴维斯研究部

# 中国不良贷款市场发展

## 四大国有资产管理公司出现

中国不良贷款市场在过去二十年经历了多个发展阶段。1997年亚洲金融危机之后出现了第一个不良贷款处置高潮，在这期间政府成立了四个国有资产管理公司来收购各金融机构持有的不良贷款，后者的不良贷款率超过20%。尽管当时个别国际投资者对中国不良贷款市场表现出投资兴趣，但由于当时中国相关法制系统尚不成熟，货币监管仍为严格，同时部分地方法院禁止国际投资者参与中国债务重组事宜，因此国际投资者在这个阶段的参与度极为有限。

## 地方资产管理公司加入竞争

最近一个不良贷款处置高潮出现在2015年。这期间相关法律制度发展得更为成熟，同时成长起了一批地方资产管理公司——为了支持在线拍卖流程、场外交易和证券化项目销售等业务的发展，国家成立了50至60家地方资产管理公司。在某些省份，由于地方资产管理公司在当地有更多的关系，他们在向当地商业银行收购不良贷款时表现得更为积极。2016年，政府进一步放宽了对地方资产管理公司的监管，通常情况下允许他们向外省公司出售所收购的不良贷款。

## 国际不良贷款投资者进入市场

2017年6月，深圳根据《国家外汇管理局关于深圳市分局开展辖区内银行不良贷款跨境转让试点业务有关事项的批

复》开始推行不良贷款试点业务。2018年5月，国家外汇管理局对深圳试点的不良贷款跨境转让业务进行了一系列优化。深圳前海金融资产交易所获准通过跨境债权转让试点平台，开展不良资产对外业务，旨在简化、加速国际投资者收购程序，降低交易成本。该平台为不良贷款交易包括支付、处置、公证、申报、税收支付等环节带来了便捷。

## 提高不良贷款认定标准

根据中国商业银行过去的认定标准，逾期90天的贷款若在未来存在收回可能，则归属于“关注类贷款”范围。国际社会一直认为中国不良贷款的认定标准低估了整个市场中的不良贷款水平——中国实际不良贷款率应在20%左右。然而，从2018年开始，中国开始采用更为严格的不良贷款评定标准，要求银行对不良贷款进行更准确的划分。

2018年2月，政府要求各银行将逾期超过90天的贷款降级为不良贷款。中国银行保险监督管理委员会要求各城市及农村银行在2019年年末前按该标准重新对贷款进行归类，部分银行的限期更早。另外在2019年，一些地方鼓励其地方银行将逾期超过60天的贷款分类为不良贷款。预计以股份制商业银行、城市商业银行以及农村商业银行受到的冲击最为明显（目前中国有超过1,300家农村商业银行以及约134家城市商业银行）。2018年下半年起，许多小型农村商业银行的不良贷款率出现大幅上升。

表 2：四大国有资产管理公司

资产管理公司	主要对应国有商业银行
中国信达资产管理公司	中国建设银行及中国开发银行
中国长城资产管理公司	中国农业银行
中国华融资产管理公司	中国工商银行
中国东方资产管理公司	中国银行

来源 第一太平戴维斯研究部



# 不良贷款市场交易情况

中国不良贷款市场在近几年迅速发展，市场上出现大量可售不良贷款资产包，其中70%左右有房地产抵押。部分投资者会直接从银行收购资产包，但大多数是从资产管理公司手中进行收购，通常买家可以与资产管理公司协商自由“组合”不良贷款资产包内容。资产包中均为商业贷款，且借款人以私营中小企业为主。

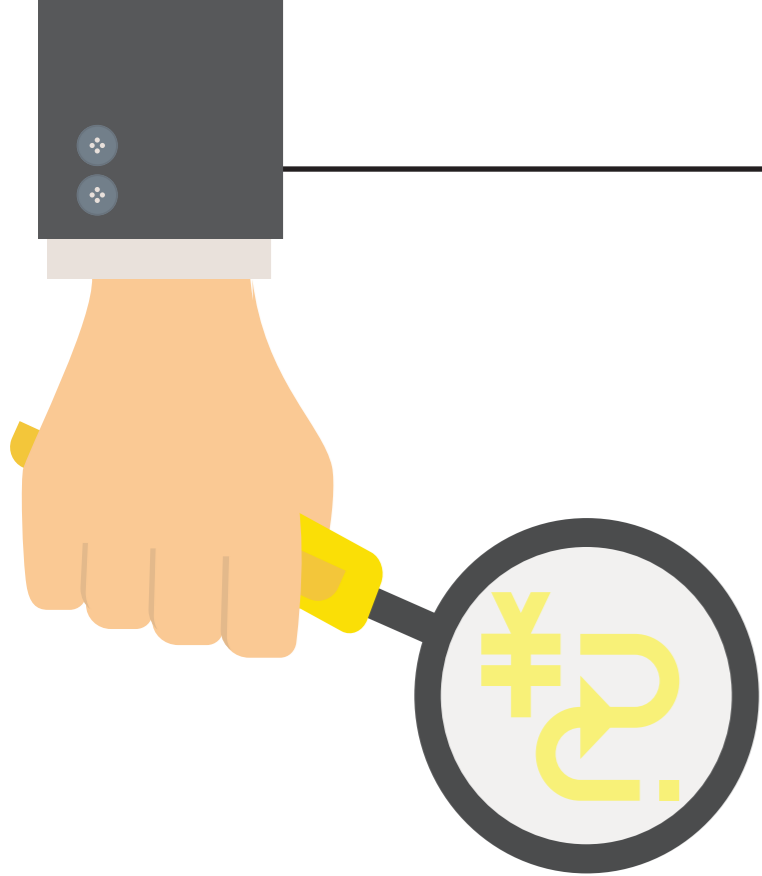
随着不良贷款交易透明度提升，同时市场进一步向国际投资者开放，许多国际不良贷款买家将视线投向中国市场。深圳前海金融资产交易所数据显示，2018年境外收购中国不良贷款资产包总额约为人民币300亿元，约为2017年的3倍。表现活跃的国际投资者包括橡树资本、孤星资本、高盛、贝恩、太盟投资和CarVal，除不良贷款资产包以外，对单项债权投资的兴趣也有所增加。

投资者收购不良贷款资产包后，主要通过强制执行出售抵押品或出售债权来收回款项，视不动产的流动性和地理位置不同，一般可以实现1.25-1.40倍的资本回报。一部分投资者会选择单项债权投资或者将债权转抵押物所有权，通过重新定位物业来提高租金和入驻率从而创造额外价值，这样做有望实现高达2.0倍的资本回报。然而，风险系数相对也更高。除追加投入、各类交易税费以外，资产的长期持有会压低内部收益率（IRR），也有可能面临市场价格下跌的风险。

表 3：2015年至2018年间国际投资者资产包收购数量

投资者	2015年至2018年间不良贷款资产包收购数量
橡树资本	6
孤星资本	5
高盛	5
太盟投资	4
贝恩资本	3
CarVal	2
黑石	1
LVF Capital	1

来源 普华永道，第一太平戴维斯研究部



# 直接债权融资市场

## 价格下降

近几年由于市场供求关系变化，不良贷款的价格也出现了较大波动。2014年到2016年间，资产管理公司从商业银行收购不良贷款资产包的价格通常是账面价值的30%左右。2016年到2017年，由于经济形势改善，同时地方资产管理公司加入竞争，不良贷款资产包的价格上升到了账面价值的50%左右，个别情况甚至高达账面价值的80%。然而，随着不良贷款数量继续上升，加之资产管理公司融资受阻、资产包周转速度变慢，不良贷款资产包的收购趋于理性，价格从2018年开始出现下降。此外，监管层于2017年年末发布新规，对四大资产管理公司的资本充足率作出严格要求，导致资产管理公司在完成不良贷款转让或者资本募集之前不得不减少收购。

中国华融资产管理公司2018年资产收购总额为人民币1,994亿元（2017年总收购金额为人民币4,080亿元）。几大资产管理公司收购不良贷款的兴趣下降，而商业银行仍在积极清理资产负债表。许多银行给出更多的折扣，以售出账面不良贷款。

过去，许多国内不良贷款投资者多借助杠杆来完成资产包的收购，但如今资金获取难度显著增加。同时，资产包价格的下降也影响了周转速度。如果投资者未能及时出售资产包，将会面临严重的资金周转问题甚至亏损。

## 境外投资者与中国不良贷款

国际投资者对不良贷款投资有更多经验。他们关注的不良贷款资产包规模一般在1亿美元左右，相比之下国内投资者更多关注2,000-3,000万美元之间的资产包。另外，国际买家通常要求资产包不加杠杆收益率达到12%-15%，加50%-60%杠杆的情况下要求达到17%-22%。

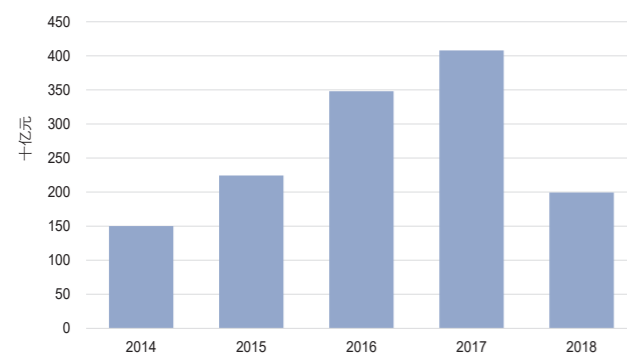
与融资受阻的国内投资者相比，目前国际投资者手上资金更为充足，因而能够获得更多的投资机会。国际投资者的投资策略也更为多元、应对灵活。国内外不良贷款买家都希望资产包能实现快速周转，从而减少风险并提高收益；亦有一些国际买家会在看好资产升值潜力的情况下，选择延长持有时间。

尽管中国大型开发商可能仍能通过银行、股权融资或者发行债券等方式获得贷款，但是大部分中国开发商都面临融资受阻的问题，特别是过去依靠影子银行获得资金的小型开发商。国际私募债权投资者纷纷看准这个机会，希望能够为有足够抵押保证或者信誉保证的开发商们提供急需的资金。对这些境外投资者来说，中国私募债权投资回报率可以达到15%-19%左右，具有一定的吸引力，同时也能为他们实现跨地域、跨币种的多元配置。根据普华永道的数据，2018年国际投资者募集了超过90亿美元针对中国债权市场的私募债权基金，达到史上最高水平。2019年上半年又已募集约60亿美元的基金。

有些投资者例如汇贯南丰也开始向中小型开发商提供贷款，这些开发商的资产通常位于二、三线城市。也有例如凯德置地最新的中国房地产贷款基金（CREDO 1 China），该基金在2019年2月完成首期5.56亿美元的募集，相当于基金目标规模（7.5亿美元）的70%，将用于投资聚焦中国一、二线城市房地产市场的美元夹层债。投资范围涵盖写字楼、购物中心、住宅以及产业地产等多元类别优质资产的借贷和债权。

经济降杠杆会是一个长久方针，而调整经营战略也将是中国企业的长久之策，例如出售非核心资产或者减少新开发项目等。若总体融资需求减少，留给国际投资者的较高回报率窗口也将较为有限。

图4：华融历年收购不良贷款额，2014至2018



来源 中国华融资产管理公司财务报表，第一太平戴维斯研究部

表4：中国私募债权投资策略

策略	投资机会	离岸/在岸	预计净内部收益率值
直接或夹层债权融资	向中国内地房地产企业提供离岸融资	离岸	15%左右，如果借款人在焦虑状态可能收益率会更高
	向中国内地房地产企业提供在岸人民币融资	在岸	15%-19%之间（在岸，毛收益率），如果借款人在焦虑状态可能收益率会更高
特殊机会	与中国内地投资公司成立合伙企业或联营企业	取决于合作伙伴的公司架构	通常这一策略是为了获得其他债权机会
	参与投资中国内地特殊机会/高收益债券	在岸	基金预计收益率超过25%
不良债权	单项债权投资（房地产作抵押）	在岸	基金预计收益率超过20%
	不良贷款资产包	离岸	15%+

来源 普华永道，第一太平戴维斯研究部

# 挑战

在中国, 投资者很难找到一个由一、二线城市资产支持, 且风险系数与价格水平匹配合理的不良贷款资产包。国际投资者更有经验并更为谨慎, 他们通常会结合风险综合考量中国市场的回报率, 并将其与国际市场回报率进行比较。如果在国际市场能够获得15%以上的内部收益率, 他们会要求在中国市场实现更高的收益, 而能满足其要求的投资机会少之又少。另外, 很多交易的挑选和推进需要依靠投资者与当地的关系, 这对于“人生地不熟”的国际投资者是额外的挑战。

如上文所述, 中国商业贷款多由不动产作为抵押, 比例或达70%-90%, 所以不良贷款资产包的价值主要取决于底层不动产。目前, 中国商业地产市场相比很多国家而言投机性更强, 很多交易的收益率都低于借款成本, 投资者主要寄希望于资产不断升值来实现预期内部收益率。

在流动性较差的低线城市, 很难通过收益率来获得准确估值, 且估值结果也通常与可比项目的价格相差很多。如果参考可比项目的售价进行估值, 一旦投资者投资兴趣下降, 会导致估值虚高。另一方面, 一、二线城市的资产估值往往与市场基本面挂钩。而鉴于目前经济增速减缓, 商业地产租赁需求受到抑制, 同时新增供应不断入市, 使得市场基本面趋于疲软。这些情况会打击投资者积极性, 做决策时也更为保守。

即使近期的政策导向在于不断开放不良贷款市场, 但整体仍然受政府高度监管, 市场政策方面的不确定性也令投资者有所顾虑。同时, 不良贷款资产证券化等其他处置渠道也给投资者带来一些新的选择, 尽管目前规模尚属小众。

中国市场固然存在一定的挑战, 但是中国不良贷款市场规模庞大, 且存在增长潜力, 全球投资者很难对之视而不见。同时, 中国的市场状况、政策规范以及竞争格局有可能会快速调整, 投资者需要未雨绸缪, 及时把握住机会。



## 市场研究部

**James Macdonald**  
高级董事 - 中国区  
+8621 6391 6688  
james.macdonald@savills.com.cn

**Cloudy Li**  
助理经理 - 上海  
+8621 6391 6688  
cloudy.li@savills.com.cn

**Chester Zhang**  
董事 - 华东区  
+8621 6391 6688  
chester.zhang@savills.com.cn

**Vincent Li**  
助理董事 - 华北区  
+8610 5925 2044  
vincentx.li@savills.com.cn

**Carlby Xie**  
董事 - 华南区  
+8620 3665 4874  
carlby.xie@savills.com.cn

**Sophy Pan**  
高级经理 - 华西区  
+8628 6737 3737  
sophy.pan@savills.com.cn

## 中央管理部

**Robert McKellar**  
中国首席执行官  
+8621 6391 6688  
rmckellar@savills.asia

**Siu Wing Chu**  
董事长 - 华东区  
+8621 6391 6688  
siuwing.chu@savills.com.cn

**Anthony McQuade**  
董事长 - 华北区  
+8610 5925 2002  
anthony.mcquade@savills.com.cn

**Woody Lam**  
董事长 - 华南区  
+8620 3665 4777  
woody.lam@savills.com.cn

**Eric Wo**  
董事长 - 华西区  
+8628 6737 3688  
eric.wo@savills.com.cn

## 投资部

**Nick Guan**  
副主管 - 上海  
+8621 6391 6688  
nick.guan@savills.com.cn

**Simon Ha**  
董事 - 上海  
+8621 6391 6688  
simon.ha@savills.com.cn

**Jack Zhang**  
董事 - 上海  
+8621 6391 6688  
jack.zhang@savills.com.cn

**Spring Cao**  
高级董事 - 北京  
+8610 5925 2048  
spring.cao@savills.com.cn

**Ray Wu**  
主管 - 深圳  
+86755 8436 7008  
ray.wu@savills.com.cn

**Suzie Qing**  
董事 - 成都  
+8628 6737 3737  
suzie.qing@savills.com.cn

## 估价部

**James Woo**  
高级董事 - 北京  
+8610 5925 2212  
james.woo@savills.com.cn

**Frank Jiang**  
高级董事 - 上海  
+8621 6391 6688  
frank.jiang@savills.com.cn

**Yik Tsui**  
董事 - 广州  
+8620 3665 4988  
yik.tsui@savills.com.cn

**William Zhang**  
助理董事 - 成都  
+8628 6737 3737  
william.zhang@savills.com.cn

第一太平戴维斯是一家在伦敦股票交易所上市的全球领先房地产服务提供商。公司于1855年创立, 具有悠久的历史传承以及无可匹敌的增长态势。第一太平戴维斯是行业引领者而非跟随者, 在全球设有逾600多家分公司与联营机构, 广泛分布于美洲、欧洲、亚太、非洲和中东地区。本报告仅作一般信息用途。未经事先许可, 任何人不得对其相关内容或全部内容进行出版、复制或引用。同时本报告亦不构成任何合同、计划书、协议或其他文档的依据。第一太平戴维斯已尽全力确保报告内容的准确性, 但对于该报告的使用而导致直接或间接的相关损失不承担任何责任。本报告版权所有, 未经第一太平戴维斯研究部书面许可, 不得以任何形式对该报告的部分或全部内容进行复制。

上海环贸广场二期25层  
陕西南路288号  
上海  
中国

[savills.com.cn](http://savills.com.cn)

