

2010：中国金融不良资产市场 调 查 报 告

中国东方资产管理公司研发中心

2010年6月

《2010：中国金融不良资产市场调查报告》课题组

组 长：张子艾

副组长：陈景耀

协调人：丁鹏

成员：秦斌、罗伟忠、谢晶晶、张敏娜（经营处置审查部）、马静（总裁办公室）、吕鑫（资产经营部）、尹晶洁（实习博士生）、刘佳（实习研究生）

前 言

2010年，中国经济复苏基础日益牢固，快速增长的势头日趋明显。在继续实施积极财政政策和宽松货币政策的基调下，房地产调控政策的密集出台增加了宏观经济的不确定性因素；国内经济结构调整步骤加快，股市、房地产等主要市场将震荡和调整；世界经济整体向好的同时，危机频现；2010年的中国经济和政策充满复杂性。

《2010：中国金融不良资产市场调查报告》课题组对金融不良资产市场的四类参与主体——商业银行、资产管理公司、投资者和中介机构共计199位有效受访者的问卷调查，得出以下主要结论。

四类主体基本一致的判断是：2010年，商业银行不良贷款规模会有所增加，但是，经济快速增长和宽松货币政策的持续，会稀释其风险压力，不良资产一级市场供给将大幅萎缩；资产管理公司处置不良资产规模亦将减少，二级市场投资机会减少，投资者的投资行为更趋谨慎；不良资产价格整体走势基本稳定，预期收益率将有所下降；外部法律环境将保持稳定，外资投资审批将更趋严格。

分市场主体来看，多数商业银行受访者认为，2009年巨量信贷会导致不良贷款生成的概率增大，由此导致的新增不良贷款会在2012年后集中出现，主要集中于基础设施建设贷款；2010年银行不良贷款率将略微降低；房地产开发贷款以及中小企业与民营企业信贷风险最高；银行账面风险低估了实际风险，股份制银行比国有银行更为严重，低估风险的信贷资产主要集中关注类；少数的受访者所在单位有推出不良资产包计划，但资产包的数量和金额减少，预期价格趋涨。多数资产管理公司受访者认为，2010年资产管理公司推出资产包规模将下降，处置节奏趋于放缓；对商业银行投放不良贷款预期降低，对参与不良贷款收购持谨慎态度。多数投资者受访者认为，金融危机后，投资者投资能力逐步恢复，投资意愿增强；不良资产市场存在机会，将积极参与收购不良资产；但对合理价格保持谨慎并希望通过不良资产业务获得其他金融服务。多数中介机构受访者看来，不良资产业务是其收入和利润的重要来源，但比重不是最大；2010年的不良资产业务机会趋于谨慎乐观，不良资产业务收入预期减少。

随着经济进入增长周期，持续实施宽松货币政策，流动性过剩短期内难以改变；美国为重振贸易和实体经济，会较长时间维持弱势美元和低利率政策，未来数年全球将进入新一轮泡沫时期。我国商业银行盈利和拨备充足，融资渠道畅通；企业盈利持续改善，房地产调控难以对银行形成实际风险压力。2010年，不良贷款市场难有趋势性、规模性机会，但结构性机会依然存在。根据我国不良贷款滞后信贷增长2-3年的规律，我们判断，2009年以来的巨量贷款可能会导致不良贷款在2年后出现反弹，其中政府平台公司的信贷风险尤为值得

关注。新一轮增长周期会持续 3-5 年，当经济衰退的拐点出现，新一轮泡沫破裂时，大规模不良贷款可能出现。

中国是一个发展中的大国，将在很长一段时期内保持足够的发展动力和空间。由于周期性、结构性、体制性等因素导致的不良贷款会时常出现，间或膨胀；但是快速发展的经济和金融很容易将其稀释和吸纳。不良资产市场机会间现，把握机会极需耐心和慧眼。作为金融市场不可或缺的重要组成部分，我国的金融不良资产市场将在波动中发展，其市场环境的优化尚有待政府和公众的理解和支持。

资产管理公司正处于商业化转型的关键时期，各类受访者对资产公司转型也给予了深切的关注、理解和支持。各类受访者认为，资产管理公司未来可向金融控股集团方向发展；在保持和发挥不良资产领域专业优势的同时，应积极拓展新商业化业务，新业务拓展能力是决定转型成败的最重要因素；在转型过程中，将面临经营机制、人员结构以及业务范围不适应商业化发展的挑战，但转型前景光明！为此，自身的改革进取和政策的支持不可或缺。

期待本报告的推出，能为我国金融不良资产市场的完善和发展做出一点贡献，能为商业银行、资产管理公司、投资者和中介机构等市场参与者提供一点参考，能为金融监管工作提供一点启示。

真诚希望本报告的读者多提宝贵意见，以便来年我们做得更好！

中国东方资产管理公司总裁 **张子艾**

二〇一〇年六月

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.....	2
三、问卷审核.....	2
四、数据分析方法.....	2
第一部分 金融不良资产市场的总体判断	4
一、对宏观经济和宏观政策的判断.....	4
(一) 宏观经济走势判断.....	4
(二) 主要市场走势判断.....	8
二、对不良资产市场的判断.....	9
(一) 不良资产市场整体判断.....	9
(二) 宏观调控的影响.....	13
(三) 不良资产市场主体的策略变化.....	15
三、法律政策环境对不良资产市场的影响.....	18
(一) 信用环境判断.....	18
(二) 司法环境判断.....	18
(三) 政策变化判断.....	19
四、小结.....	21
第二部分 商业银行观点	22
一、受访者所在商业银行概况.....	22
二、不良贷款状况与变化趋势.....	22
三、不良贷款处置方式选择.....	33
四、不良资产供给趋势.....	40
五、小结.....	43
第三部分 资产管理公司观点	45
一、受访资产管理公司概况.....	45

二、作为供给方的业务前景.....	46
三、作为需求方的业务前景.....	49
四、资产管理公司转型问题.....	53
(一) 针对四类受访者的资产管理公司转型问题.....	53
(二) 针对资产公司受访者的资产管理公司转型问题.....	56
五、小结.....	58
第四部分 投资者观点	59
一、受访投资者概况.....	59
二、投资预期.....	61
三、投资分布.....	64
四、交易偏好.....	68
五、处置偏好.....	74
六、小结.....	76
第五部分：中介机构观点	77
一、受访者所在中介机构概况.....	77
二、中介机构服务不良资产市场情况.....	78
三、中介机构不良资产市场业务前景.....	84
四、中介机构对不良资产业务及资产管理公司的判断.....	86
五、小结.....	89
第六部分 受访者观点：与上年的比较	91
一、不良资产市场环境比较.....	91
二、商业银行观点比较.....	93
三、资产管理公司观点比较.....	98
四、投资人观点比较.....	102
五、中介机构观点比较.....	105
六、小结.....	108
第七部分 2010 中国金融不良资产市场趋势分析	109

一、宏观经济与不良贷款形成.....	109
(一) 我国当前宏观经济现状分析.....	109
(二) 我国宏观经济政策.....	113
(三) 我国不良资产现状以及其与宏观经济的关系.....	115
二、企业.....	116
(一) 工业企业的经济效益.....	117
(二) 工业企业经济效益的分化.....	118
(三) 工业企业的经济效益与不良贷款率的关系.....	118
(四) 房地产与不良贷款率的关系.....	119
三、商业银行.....	119
(一) 银行业运营状况分析.....	119
(二) 银行业信贷的现状.....	123
四、不良贷款市场：趋势、规模、时点分析.....	129
五、小结.....	130

研究方法

本研究延续了前两年的做法，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，可以较为系统地收集不良资产市场参与者对不良资产市场的看法和判断，了解各类市场主体在我国金融不良资产市场中的参与情况以及他们对2010年市场发展态势的预期；通过问卷分析和数据挖掘，探寻中国不良资产市场的运行规律及形成这种规律的原因。

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四类主要参与者，即商业银行、投资者、资产管理公司和中介机构。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供给者。投资者主要包括各类投资银行、投资公司和基金公司、地方国资公司及其它企业，它们是不良资产市场的主要需求者。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，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。中介机构则包括律师事务所、评估师事务所、会计师事务所、拍卖公司以及不良资产处置服务商等，它们为不良资产市场交易提供各种服务。

本次调查根据四类受访者的不同作用和角色设计了四类问卷，每类问卷分为三个部分，其中第一部分和第三部分内容共同部分，第二部分针对四类问询对象分别设计。具体内容是：

第一部分主要调查宏观经济的总体走势，后危机时期经济复苏以及扩张性财政货币政策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22个问题、94个选项。具体从三个方面了解受访者的看法：一是对中国宏观经济的整体发展形势与主要市场做一个整体判断，含7个问题、33个选项；二是对后危机时期，宏观经济政策走向以及对不良资产市场的影响进行预测，含11个问题、48个选项；三是对2010年不良资产市场的经营环境进行评价，含4个问题、13个选项。

第二部分内容为针对不同受访者的专题部分，四类问卷各不相同。针对商业银行受访者的问卷内容主要涉及受访者所在银行基本情况、银行不良资产状况及成因、银行不良资产处置方式偏好及拟处置不良资产情况和交易偏好等，总计23个问题、96个选项。针对投资者的问卷内容主要涉及受访者所在单位情况、已开展和预期开展投资情况、对不良资产市场的预期和态度、偏好的交易方式等，含33个问题、136个选项。针对资产管理公司的问卷内容主要涉及不良资产处置业务开展情况和预期、不良资产收购业务开展情况和预期以及对资产管理公司转型的思考等，含30个问题、115个选项。针对中介机构的问卷内容主要涉及受访者所在单位情况、从事中介业务情况和不良资产市场情况等，含21个问题、86个选项。

第三部分主要调查对四家资产管理公司的转型和发展前景等方面的看法，含 6 个问题、28 个选项，并设了一个开放式征求建议栏，便于受访者对问卷调查研究以及本公司改革发展等方面自由填写自己的建议。

剔除 3 个同时出现于两类问卷专题部分的问题的重复计算，四类问卷合计 132 个不同的问题，542 个不同选项，每个问题下的选项从 2-8 个不等，选题方式全部为单选。与上年相比，问题数量增加 10 个，选项增加 51 个，适度减少了公共部分问题，增加了专题部分问题，提高了问题的针对性，同时对各问题及选项进行了优化。

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。本研究中将资产管理公司、中介机构、商业银行和投资者（包括境外和境内投资者）分别作为一个组，共四个组。样本抽选在每一个层内独立进行，每个层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 2010 年 4 月 23 日至 4 月 29 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 199 份，其中商业银行 50 份、投资者 46 份、资产管理公司 36 份、中介机构 67 份。回收的四类有效问卷数量在统计学上属于大样本，具有较强的可信度与统计分析意义。

四、数据分析方法

本研究报告采用分析软件 SPSS 和 EXCEL 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、列联表分析、比较分析以及其他计量分析方法。

定量分析方面：一是描述性统计分析，即对于研究中感兴趣的问题所对应的变量进行基本的统计分析，包括频数分析、比例分析等。二是列联表分析，主要分析受访者对两个不同问题看法之间是否存在相关性。三是计量分析，本报告建立了各主要宏观经济变量和企业绩效指标与不良贷款率以及不良贷款余额间的相关性系数表。四是比较分析，主要是将 2010 年与 2009 年受访者对同一个问题的看法进行比较，以及各类受访者对同一问题看法的比较。

定性分析方面：主要包括两个层次的分析，一是研究结果本身就是定性数据的描述，如

中国宏观经济的特点和发展变化规律的直观经验感觉和总体判断；二是建立在严格定量分析基础上的定性分析，如通过问卷统计出各种观点所占比例的变化情况，依据这一结果进行判断分析。

第一部分 金融不良资产市场的总体判断

全球金融危机使中国经济受到严重冲击。为应对金融危机，中国实行了积极的财政政策和适度宽松的货币政策，全面实施并不断完善应对国际金融危机的一揽子计划，在世界率先实现经济回升向好，经济复苏的基础日益牢固，市场信心增强。2010年的发展环境虽然有可能好于2009年，但是中国经济仍然面临着极其复杂的形势。在这种情况下中国金融不良资产市场将遭遇怎样的外部宏观环境，将因此受到哪些影响，作为市场主体的商业银行、投资者、资产公司将会采取哪些策略，司法环境、政策变化等外在因素又会怎样影响不良资产市场，这些都是不良资产市场参与者密切关注的问题。

本部分涉及的调查问卷面向商业银行、投资人、资产公司和中介机构四类受访者，回收有效问卷199份。下面将在对调查问卷统计分析的基础上，探讨上述重要问题，并对2010年中国金融不良资产市场作出总体判断。

一、对宏观经济和宏观政策的判断

（一）宏观经济走势判断

1. 经济增长率：8%–9%

全部问卷统计结果显示，40.0%的受访者认为2010年中国经济增长率为8%–9%，37.5%的受访者认为增长率为9%–10%，12.0%的受访者认为增长率为10%以上，10.5%的受访者认为增长率为8%以下。

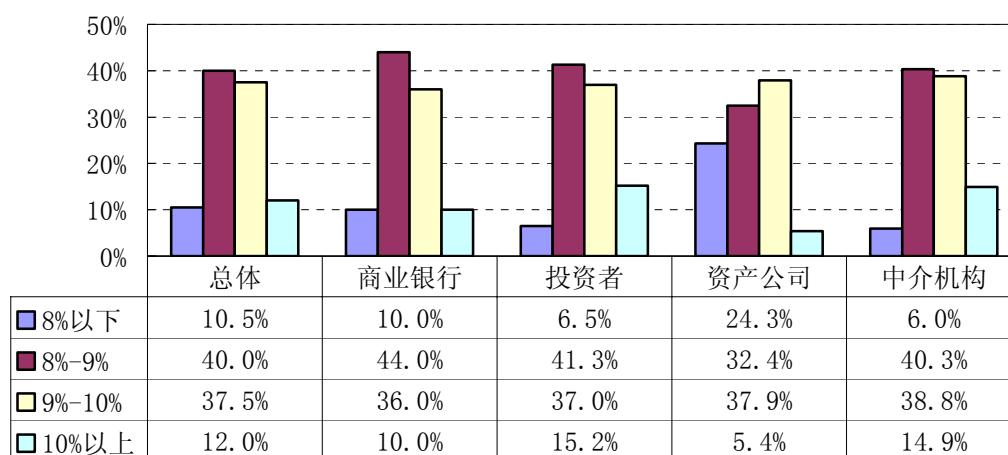


图 1-1 受访者对 2010 年中国经济增长率的判断

2010年积极的财政政策和适度宽松的货币政策刺激效应的充分释放和4万亿投资等的惯性作用，为中国宏观经济的高位增长提供了有力保障。但是中国经济面临的形势极为复杂，全球经济复苏形势并不稳定，主要经济体都面临着增长矛盾，贸易保护主义抬头，全球贸易

竞争加剧，中国外贸顺差减少，甚至出现逆差；经济内生动力不足，前期信贷高增长带来的流动性过剩造成一定的资产泡沫，市场的通胀预期较强，医疗、住房等突出问题亟待解决。努力处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系，着力保障和改善民生，有望实现 8% 的经济增长目标。

2. 居民消费价格实际涨幅：3%-5%

全部问卷统计结果显示，37.0% 的受访者认为 2010 年居民消费价格实际涨幅将达到 4%-5%，36.0% 的受访者认为将达到 3%-4%，两者基本持平，17.0% 的受访者认为将达到 5% 以上，9.0% 的受访者认为 2%-3%，只有 1.0% 的受访者认为 2% 以下。除中介机构外，其他三类受访者的看法基本一致。

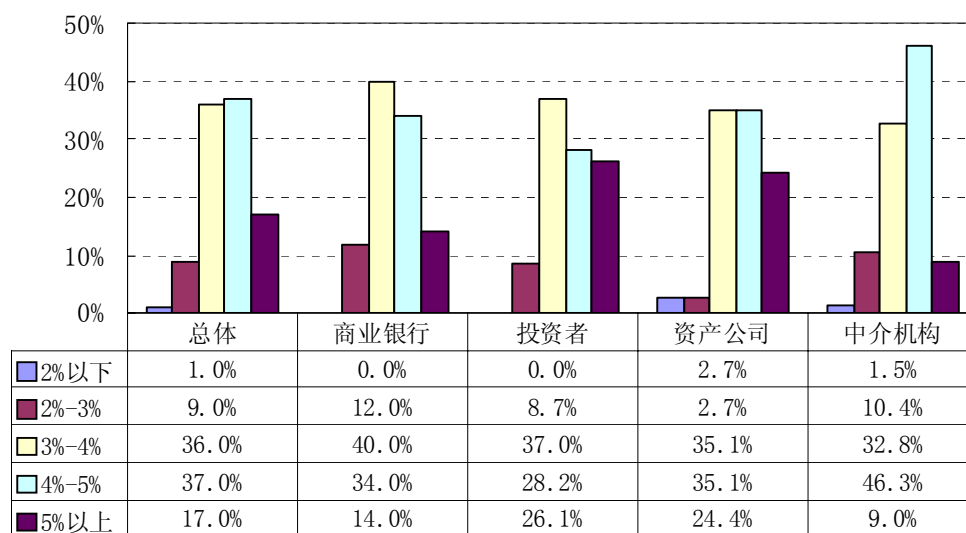


图 1-2 受访者对居民消费价格实际涨幅的判断

2010 年居民消费价格上涨存在众多客观因素。受国际市场大宗商品价格上涨的推动，我国资源品价格和农产品价格开始升温；2009 年货币供应量和信贷增长过快，过多的流动性最终将推动物价上涨；水电气等垄断行业的涨价预期，以及局部地区自然灾害导致的食物、蔬菜等生活必需品价格上涨，加剧了通货膨胀压力。同时，居民消费需求具有诸多增长因素。随着经济回暖，城乡居民收入有望在 2009 年稳步增长的基础上继续提高，居民消费结构正处于升级换代时期，社会保障制度的不断完善和收入分配制度的深化改革大大增强了居民消费信心。但是由于我国除垄断行业外，多数行业市场竞争激烈，社会产品普遍供过于求，加之经济仍处于恢复期，价格难以大幅上涨，不会出现较高的通货膨胀压力，居民消费价格实际涨幅有望维持在 3%-5% 的水平。

3. 信贷投放实际执行结果：7.5-8.5 万亿元

全部问卷统计结果显示，44.5% 的受访者认为 2010 年信贷投放实际执行结果将达到

7.5-8.5 万亿, 25.5%的受访者认为将达到 6.5-7.5 万亿, 19.5%的受访者认为将达到 8.5-9.5 万亿, 7.5%的受访者认为将达到 9.5 万亿以上, 只有 3%的受访者认为在 6.5 万亿以下。四类受访者的判断基本一致。

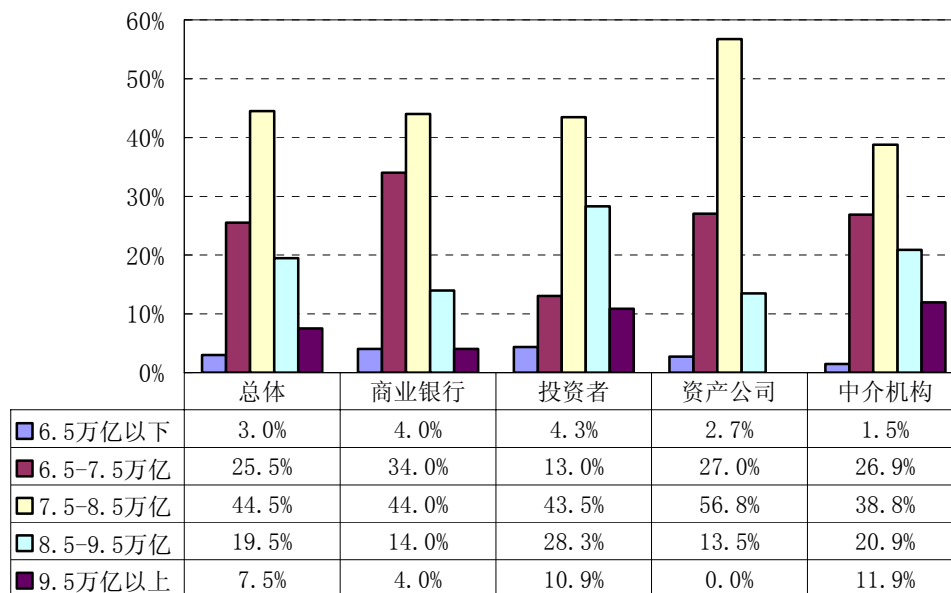


图 1-3 受访者对 2010 年我国信贷投放实际执行结果的判断

在适度宽松的货币政策之下, 2009 年天量信贷投放成为推动中国经济走出危机、恢复增长的“头号功臣”, 同时信贷投放的风险也开始暴露出来。2010 年的信贷投放既要满足经济社会发展的合理资金需求, 又要有利于管理好通胀预期、提高金融支持经济发展的可持续性。可以预计, 2010 年的信贷投放实际执行结果在 7.5 万亿元左右, 但是考虑到 2009 年有 1-2 万亿元的银行信贷并没有进入到实体经济中, 事实上这批资金供给会加大 2010 年的信贷充裕程度, 总体来看, 两年的整体信贷规模有望基本持平。

4. 加息时间：第三季度

全部问卷统计结果显示, 54.0%的受访者认为加息将出现在第三季度, 28.5%的受访者认为将出现在第二季度, 14.0%的受访者认为将出现在第四季度, 3.5%的受访者认为年内不会加息, 其中没有投资者认为年内不会加息。四类受访者对加息时间的判断基本一致。

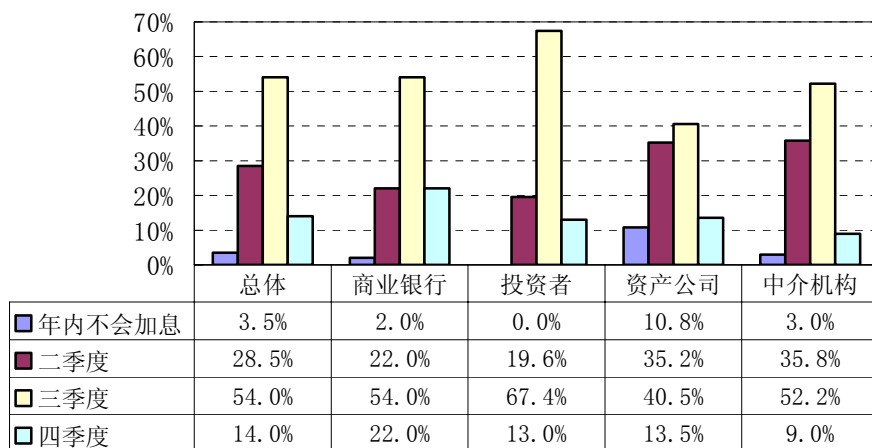


图 1-4 受访者对 2010 年我国加息时间的判断

在优化信贷结构、有保有控、均衡放贷的政策指导下，信贷调控效果明显，加上公开市场大幅货币回笼，经济过热风险基本消除。但是考虑到物价在未来仍将持续上行，因而存在基于管理通胀预期而加息的可能。首次加息有望在居民消费价格涨幅达到 3% 时发生，这一时间预计在 2010 年第三季度出现。

第二部分 商业银行观点

商业银行是金融不良资产供给的主要源头，商业银行向市场投放不良贷款的时点、规模、方式及价格影响不良资产一级市场的发展，也间接影响不良资产二级市场的活跃程度。

一、受访者所在商业银行概况

本次问卷调查回收商业银行受访者有效答卷 50 份，主要来自五大国有银行及股份制银行的不良贷款管理部门，分别占比 48%和 44%，少数来自城市商业银行和农村商业银行，分别占比 6%和 2%（见图 2-1）。与 2009 年相比，2010 年商业银行受访者来源结构总体没有大的变化，但是比较遗憾的是没有外资银行的回收问卷。

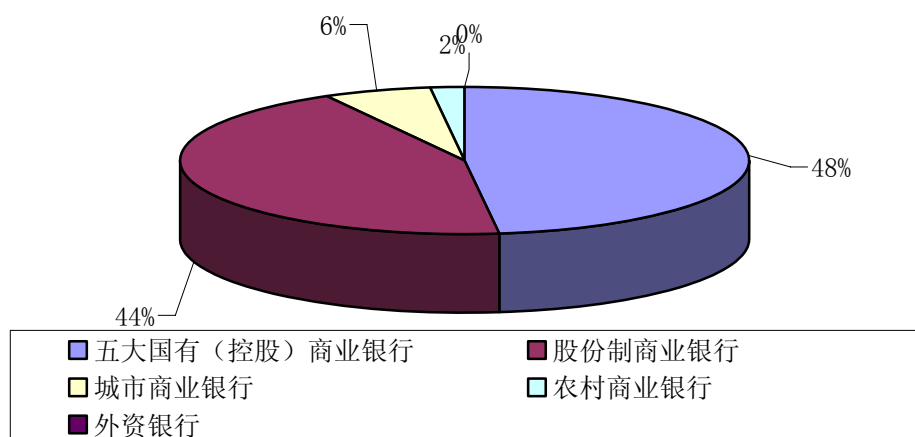


图 2-1 商业银行受访者所在银行类型

二、不良贷款状况与变化趋势

1、新增信贷生成的不良贷款概率将会提高，主要在 2012 年后集中出现，基础设施建设贷款出现不良贷款的可能性最大。

2009 年商业银行新增近 9.6 万亿信贷，与之前正常年份的新增信贷相比，生成不良贷款的概率将会如何变化？据调查，过半数商业银行受访者（占 64%）认为生成不良贷款的概率会提高，16%的商业银行受访者认为生成不良贷款的概率会大幅提高，两者相加占 80%；另外有 16%的受访者认为与上年相当，只有 4%的受访者认为会降低，没有人认为会大幅降低（见图 2-2）。

绝大多数受访者认为新增信贷生成的不良贷款会集中出现，仅有 2%的受访者认为不会集中出现。但在何时集中出现的问题上有一定分歧，认为新增信贷生成的不良贷款将在 2012 年和 2013 年或以后的商业银行受访者各占 42%，只有 14%的受访者认为新增信贷生成的不良

贷款将在 2011 年集中出现（见图 2-3）。这表明绝大多数受访者（占 84%）认为新增信贷生成不良贷款有至少三年的滞后期。

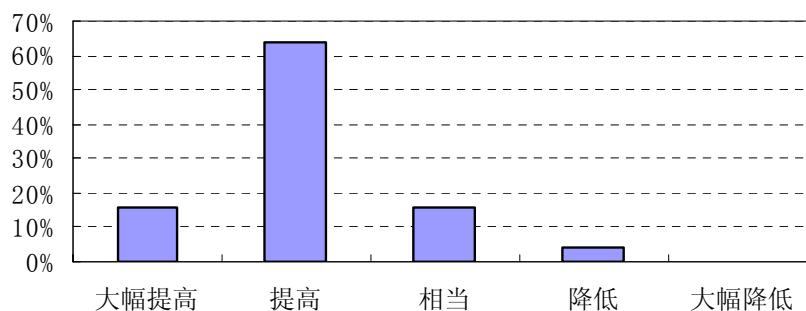


图 2-2 2010 年新增不良贷款预期变化情况

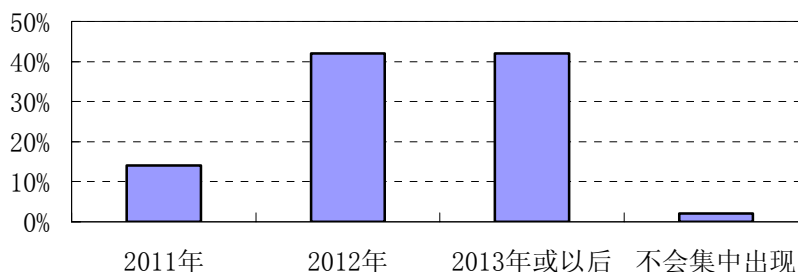


图 2-3 新增不良贷款预期集中出现时期

那么新增信贷生成的不良贷款主要会集中在那类贷款呢？46%的受访者认为会集中在基础设施建设贷款，24%的受访者认为会集中在房地产开发贷款，认为会集中在个人住房等消费贷款和外向型企业贷款的受访者分别占比 16%和 14%（见图 2-4）。这一判断也与 2009 年新增信贷流向有关，2009 年新增信贷大部分流向基础设施建设。2009 年是实施四万亿投资计划和经济刺激计划主要年份，在 2009 年，中央和地方政府实施了大规模的固定资产投资计划，其中地方政府又充当了投资主角，据测算，地方政府投资占政府投资的 90%。地方政府为筹集中央项目的地方配套资金、以及地方项目的资金缺口，短时间内组建了诸如城市建设投资公司、城市开发投资公司等大量政府融资平台，通过政府平台公司向银行大规模贷款，这些平台公司高杠杆运行，运营和管理难以有效规范，所运营的项目多数自身收益难以覆盖贷款本息，依靠政府财政收入或土地增值收益来偿还，风险较高。

另外大约 1/6 流向房地产开发行业。由于 2009 年以来，我国房地产价格大幅飙升，出现泡沫化迹象，政府为抑制房价过快上涨，采取了一系列的调控措施，加大了商业银行对房地产开发贷款的忧虑。

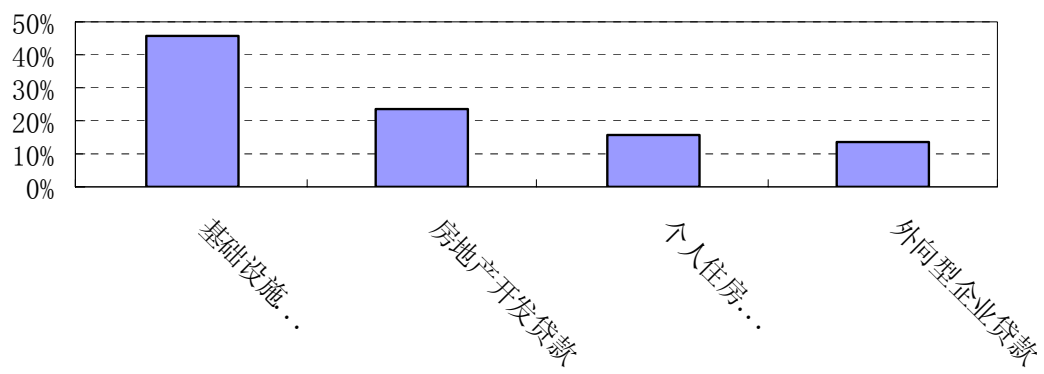


图 2-4 预期新增不良贷款主要集中类型

第三部分 资产管理公司观点

2009年，金融危机席卷全球，中国经济也经历了严峻考验，由于外需陷入冰点，内需也增长乏力，宏观经济由2008年的局部过热迅速陷入衰退。为了拉动经济增长，增加内需，政府采取了扩张性的财政政策，加大政府支出，增加基础建设投资，同时实行了极度宽松的货币政策，信贷投放达到了前所未有的水平。在各种政策的刺激下，中国经济迅速走出阴霾，实现了“V”字型反转，同年国内生产总值增长超过了8%。过度的刺激政策在帮助经济迅速回暖的同时也带来了“副作用”，过度的货币投放、各种融资平台的不规范融资、经济结构的不合理堆积了大量风险，并且催生了资产价格领域的泡沫，导致资产价格飙升。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2009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

本次调查中，回收资产管理公司办事处受访人有效问卷37份，来自4家公司，分布在全国的23个省市，具有较好的代表性（见图3-1）。

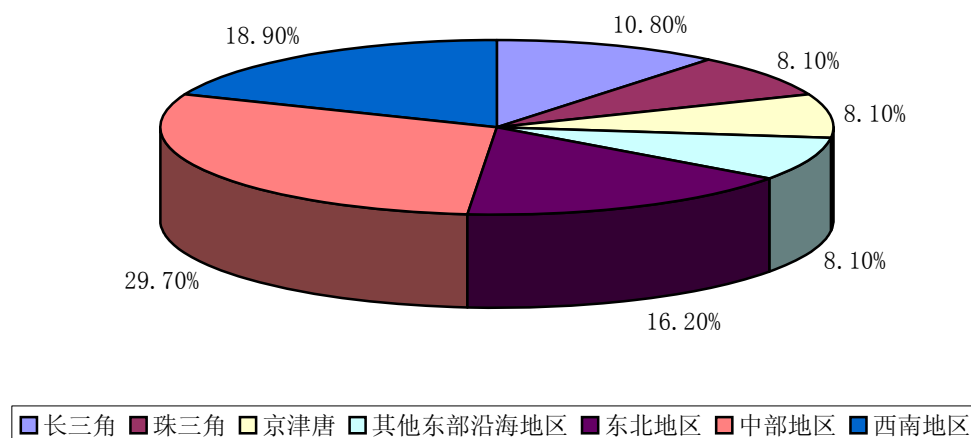


图 3-1 受访办事处地区分布

从受访办事处的规模分布看，人员数量在30（含）人以下的办事处占10.8%，人员数量在30-60人（含）的办事处占64.9%，人员数量在60-100人（含）的办事处占18.9%，人员数量在100人以上的办事处占5.4%（见图3-2）。

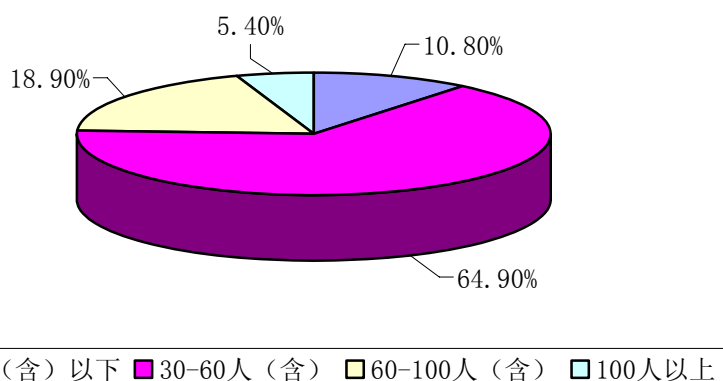


图 3-2 受访办事处规模分布

二、作为供给方的业务前景

1、资产管理公司 2010 年处置策略：适当加快处置但有分歧

问卷显示, 48.6%的受访者认为将适当加快处置, 13.5%的受访者认为将保持去年的水平, 37.8%的受访者认为将放缓处置节奏。

从地区分布上看, 珠三角、京津唐、其他东部沿海地区的受访者认为放缓处置节奏的占大多数; 中部地区的受访者偏向于选择适当加快处置, 认为适当加快处置的占大多数; 长三角、东北地区、西南地区对处置策略的判断显示出一定的分歧; 京津唐地区受访者认为放缓处置节奏的占多数 (见表 3-1)。

表 3-1 不同地区资产公司受访者处置策略

	适当加快处置	保持去年水平	放缓处置节奏
长三角	25%	50%	25%
珠三角	33.3%	0	66.7%
京津唐	33.3%	0	66.7%
其他东部沿海地区	33.3%	0	66.7%
东北地区	33.3%	16.7%	50%
中部地区	72.7%	18.2%	9.1%
西南地区	57.1%	0	42.9%

总体来看, 资产管理公司受访者对 2010 年的处置策略出现了一定的分歧。2010 年宏观经济形势发展向好, 特别是 2009 实行的积极财政政策和极度宽松的货币政策, 在推动经济发展的同时, 也在资产领域堆积了一定的泡沫, 推动资产价格的大幅上扬, 为不良资产的处置提供了较好的机遇。为此, 在经济相对发达的长三角、京津唐、其他东部沿海地区的资产管理公司办事处倾向于放缓处置节奏, 以更好的挖掘资产的潜在价值; 而处于经济发展相对落后的地区的办事处, 由于对市场前景的判断不明朗, 在处置策略上仍然存在一定的分歧。

2、给定债权本身的保障条件下，影响不良资产处置业务开展的因素：市场活跃程度>司法环境>企业经营状况>地方政府态度

在不良资产处置业务开展过程中，有诸多因素通过各种方式对处置回收率产生影响。其中，债权本身的保障条件无疑是最具决定性的因素。在给定债权本身的保障条件下我们列举了企业经营状况、地方政府态度、司法环境、市场活跃程度等四项因素作为选项。问卷统计显示，市场活跃程度是四个选项中的首要因素，司法环境与重要性大于企业经营状况，而地方政府态度则是最不重要的因素（见表 3-2）。

表 3-2 影响不良资产处置的因素

	市场活跃程度	司法环境	企业经营状况	地方政府的态度
频度	18	10	7	2
占比	48.6%	27%	18.9%	5.4%

从影响因素的地区分布上看（见表 3-3），八个地区仍表现出明显的差异。总体上看，市场因素的影响较为重要，长三角地区、珠三角地区、东北地区、中部地区、西南地区受访者认为市场、企业、司法环境的因素的重要性较为均衡，表明这几个地区的处置方式较为多样，各种渠道均能发挥作用；京津唐地区对市场的依赖达到 100%；其他东部沿海地区的处置更倚重当地的司法环境。

表 3-3 不同地区影响不良资产处置因素差异

	企业经营状况	地方政府态度	司法环境	市场活跃程度
长三角	0	25%	50%	25%
珠三角	33.3%	0	33.3%	33.3%
京津唐	0	0	0	100%
其他东部沿海地区	0	0	66.7%	33.3%
东北地区	33.3%	0	16.7%	50%
中部地区	27.3%	9.1%	18.2%	45.5%
西南地区	18.9%	5.4%	27%	48.6%

注：个别地区样本数目较小，为比较方便，按地区分布列出各选项的占比。

3、影响不良资产成功出售的因素排序：市场营销力度>尽职调查与方案合理性>处置程序的“三公”保障水平>信息披露的有效性

资产质量和相关价格因素无疑是能否成功出售不良资产最重要的因素，抛开这两项因素之外，表 3-4 反映了其他一些影响资产处置的重要因素。市场营销力度优先于尽职调查与方案合理性，也表明市场活跃程度对资产处置的重要性。同时，处置程序“三公”水平、信息披露有效性等关系投资者切身利益的方面依然排在较为次要的位置，与 2009 年调查结果不同的是，对“处置程序的三公保障水平”重要性的认识大大提高，一定程度上反映了市场运

作模式更加趋于规范。

表 3-4 影响不良资产出售成功率的重要因素

	市场营销力度	尽职调查与方案的合理性	处置程序的“三公”保障水平	信息披露的有效性
频度	25	6	4	2
占比	67.6%	16.2%	10.8%	5.4%

第四部分 投资者观点

本报告中投资者是指除四家国有资产管理公司外，在不良资产二级市场上投资收购不良资产的投资者，是不良资产二级市场主要的需求方。

一、受访投资者概况

1、受访投资者以投资公司及投资银行为主，企业性质主要为民营和国有/国有控股

本次调查回收有效答卷 46 份。受访投资者分为四大类，分别为：投资银行、投资基金/公司、地方国资公司及实业企业。调查结果按占比顺序显示依次为投资基金/公司，地方国资公司、投资银行、实业企业，其中以投资公司及投资银行等投资类企业为主，约为 54%，达到投资者一半以上比例，这反映了目前不良资产二级市场的投资主体呈多样化，但参与者仍以投资基金等金融机构为主（见图 4-1）。

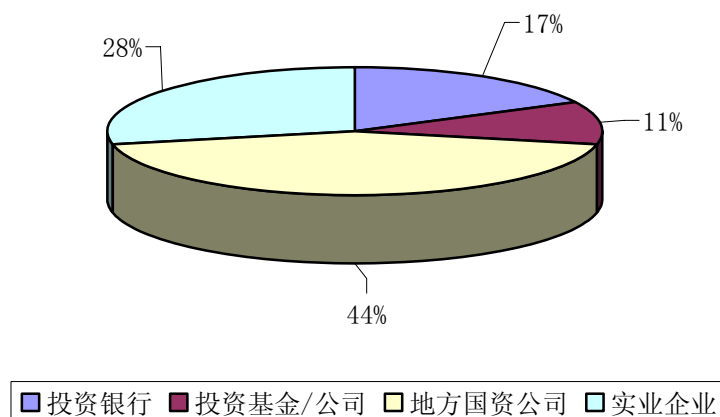


图 4-1 受访投资者类型

受访投资者按经济性质划分为三类，即国有/国有控股、民营和外资。调查结果显示，投资者以民营和国有/国有控股为主，占投资者的 83%，外资仅占 17%（见图 4-2）。

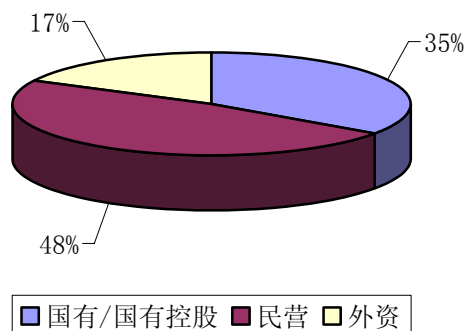


图 4-2 投资者经济性质

2、受访投资者经营不良资产规模多数超过 1 亿元，人员规模多数不超过 50 人，绝大多数从业年限较长

对于投资者经营不良资产规模主要从以下两个方面来考量，一是经营管理资产规模，二是投资者在中国从事不良资产业务人员数量。调查结果显示，超过 72% 的投资者管理资产超过 1 亿元，其中超过 5 亿元的占 52%（见图 4-3）。就从业人员数量看，约有 89% 的投资者其从事不良资产人员在 50 人以内，仅有 11% 的投资者其不良资产从业人员超过 50 人（见图 4-4）。

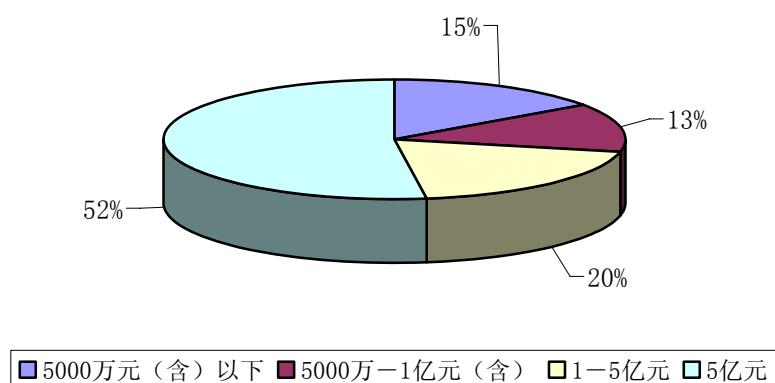


图 4-3 投资者经营管理资产规模

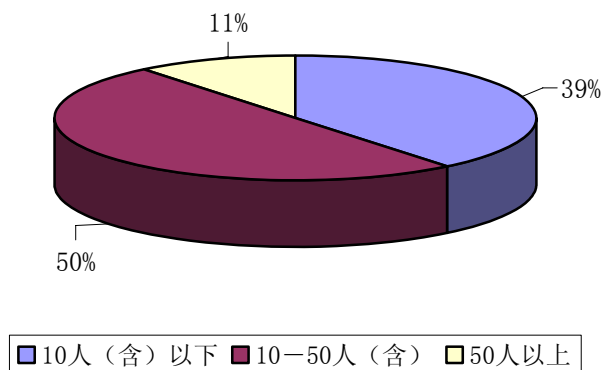


图 4-4 投资者参与不良资产业务人员数量

从企业类型看，投资基金/公司和地方国资公司从业不良资产业务的人员数量较多（见图 4-5），多数在 10 人以上，其中 1/4 的投资基金公司从业人员超过 50 人。从上述结果看，投资基金/公司参与不良资产市场的数量以及其在该领域的从业人数都在不良资产市场占有重要地位。

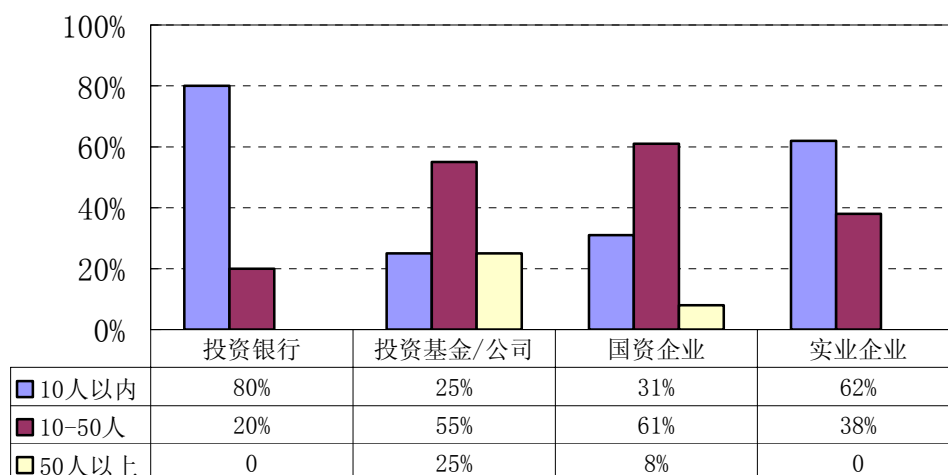


图 4-5 不同类型投资者从事不良资产业务人员数量分布

从投资者参与不良资产市场的经验看，有 41% 的投资者参与不良资产业务已超过 5 年，46% 的投资者具有 3-5 年的从业经验（见图 4-6），从投资者从业年限看，大多数投资者在不良资产市场领域具有较长时间的从业经验。

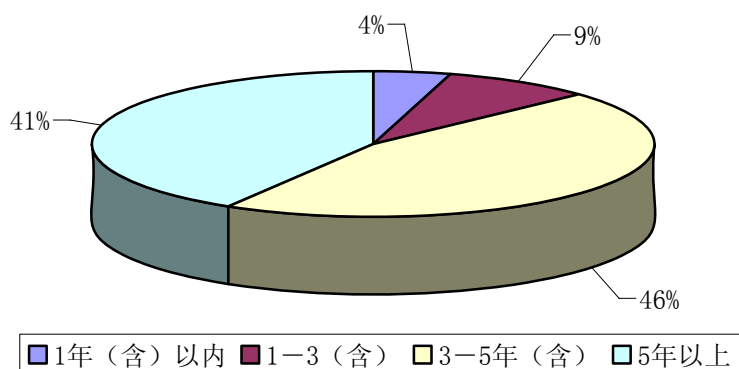


图 4-6 投资者参与不良资产业务年限

二、投资预期

1、目前不良资产市场交易不活跃的主要因素是政策、司法环境不佳，投资环境与市场预期是影响投资规模的主要因素

本次问卷就投资者对近期中国不良资产的投资机会及投资预期等进行了调查，结果显示，投资者认为目前造成不良资产市场交易不活跃的主要原因是政策、司法环境不佳，占 57%，其他依次为资产质量差、利润空间小，交易模式单一，具体见图 4-7。

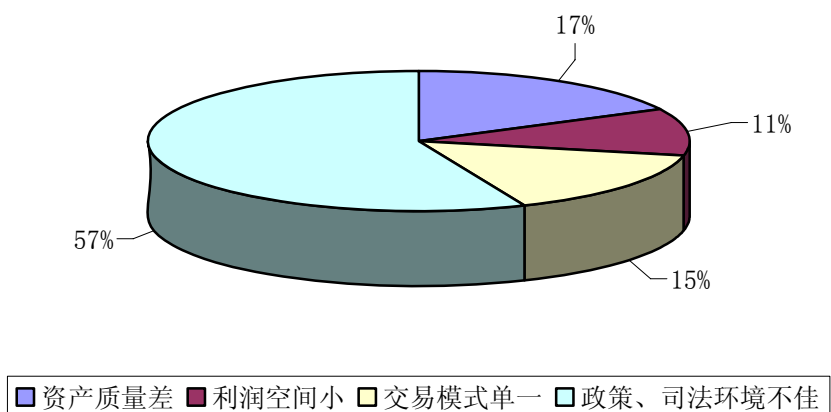


图 4-7 目前不良资产市场交易清淡的原因

就对不良资产投资规模的变化而言，投资环境和对不良资产市场的预期是影响投资者调整投资规模的主要因素，两项合计占 76%，另外有投资者认为宏观经济政策变化及自身资金规模也是影响其投资不良规模的主要原因（见图 4-8）。

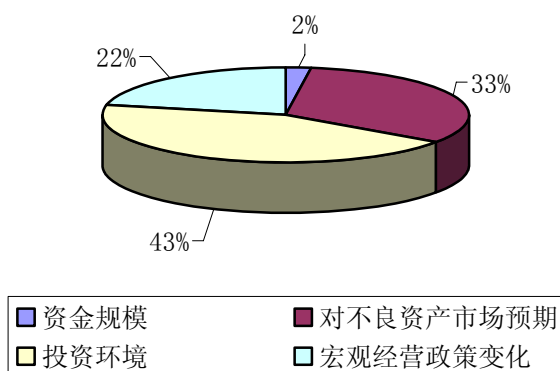


图 4-8 不良资产投资规模变化的原因

第五部分：中介机构观点

律师、会计师、评估、拍卖等中介服务机构在资产管理公司收购、管理和处置不良资产的过程中提供专业服务，已经成为不良资产市场上的主要参与者之一。中介机构对中国不良资产市场的看法和理解，为我们对不良资产市场进行研判和了解提供了一个更为“独立、清晰”的视角。

一、受访者所在中介机构概况

关于中介机构的调查主要针对律师事务所、会计师事务所、评估事务所、拍卖公司。目前在不良资产市场上，有部分会计师事务所和评估事务所的业务互有交叉，但其主业性质并未改变，因此此次调查的对象仍然按照其所在机构的属性划分。根据回收问卷统计结果，本次回收中介机构问卷 67 份，上述四类机构所占比例分别为：律师事务所 38.81%，会计师事务所 11.94%，评估事务所 37.31%，拍卖公司 11.94%（见图 5-1）。

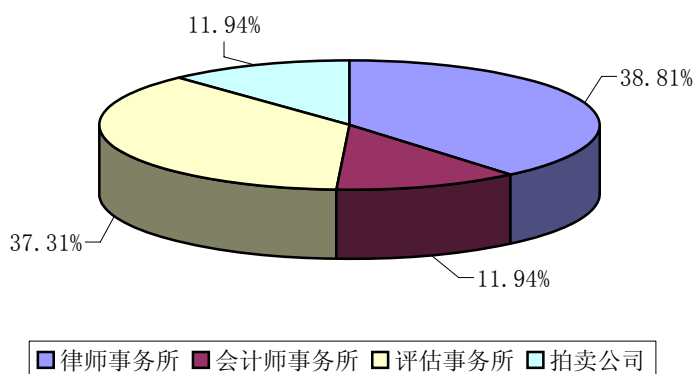


图 5-1 各类受访中介机构所占比例

关于是否拥有专门从事不良资产业务的团队及团队规模，统计结果显示：绝大多数受访中介机构都有专门从事不良资产业务的团队，占比 92.5%，没有专门团队的占 7.5%；从团队规模来看，专门团队的人数基本在 5 人以上，其中 5 人（含）-10 人的占 45.9%，10 人及以上的占 27.87%，而 5 人以下的占比 26.23%。从中介机构类型来看，律师事务所和拍卖公司的团队规模较小，多数在 10 人以下，而会计师事务所和评估事务所的团队规模稍大，这也是由其业务性质所决定（见图 5-2）。

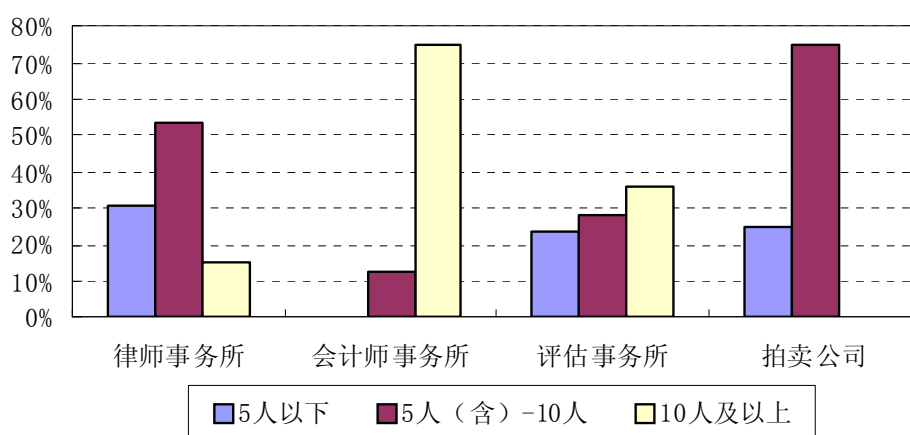


图 5-2 中介机构专门从事不良资产业务团队的规模分类统计

二、中介机构服务不良资产市场情况

1、中介机构为不良资产市场主要提供资产评估、诉讼追偿、拍卖和咨询顾问等服务

根据问卷统计结果，中介机构为资产管理公司不良资产业务提供的主要中介服务有资产评估、诉讼追偿、拍卖和咨询顾问，分别占受访机构的 34.99%、20.90%、10.45%和 10.45%，而这四类中介服务也分别对应了四类中介机构的业务特点；提供审计、债权转让和批量委托服务的相对较少。从中介机构类别来看，由业务性质决定，律师事务所提供的中介服务种类较多，主要有诉讼追偿、债权转让、批量委托、尽调估值和咨询顾问等五种；评估事务所除提供资产评估业务外，还有部分提供债权转让、尽调估值和批量委托服务；会计师事务所主要提供咨询顾问、审计和资产评估服务；而拍卖公司主要集中在拍卖服务上。值得注意的是，除评估事务所外，会计师事务所和拍卖公司也为不良资产业务提供资产评估服务，调查显示，会计师事务所提供资产评估服务的占到四分之一（见图 5-3）。这里需要说明的是，对于这道题在答案设置中，2010 年的问卷新增加了资产评估和咨询顾问选项，因此会计师事务所和拍卖公司也有选择资产评估业务的。拍卖公司的评估业务实际上不能算是资产评估，多数都是对于拍品的鉴定和估值，所以选择资产评估服务略有牵强。而会计师事务所提供部分资产评估服务，是由于早期会计师事务所兼营评估业务，但根据财政部令【2005】22 号《资产评估机构审批管理办法》，按规定，兼营的资产评估资格和资产评估业务要从会计师事务所分立。会计师事务所提供的评估服务可能多是由于其事务所中的评估业务还未完全分离出去，或者分立后的机构可能还存在一套人马两块牌子的问题。

2、中介机构与资产管理公司其他业务的合作

除了不良资产业务外，中介机构与资产管理公司在其他金融业务领域也有广泛的合作。根据调查统计结果，中介机构在金融租赁和信用评级业务上合作较多，分别占到 34.38%和

32.81%，证券业务（18.75%）、信托业务（12.5%）次之，保险业务开展最少（1.56%）（见图 5-4）。这与资产管理公司开展的业务有关，目前，各家资产管理公司都分别持有各类金融业务牌照，证券、租赁、评级、信托等业务发展势头强劲。

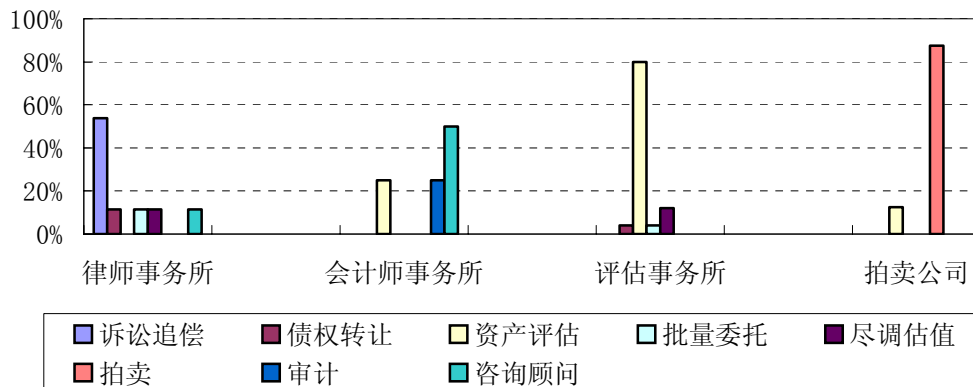


图 5-3 各类中介机构为资产管理公司不良资产业务提供的服务类型

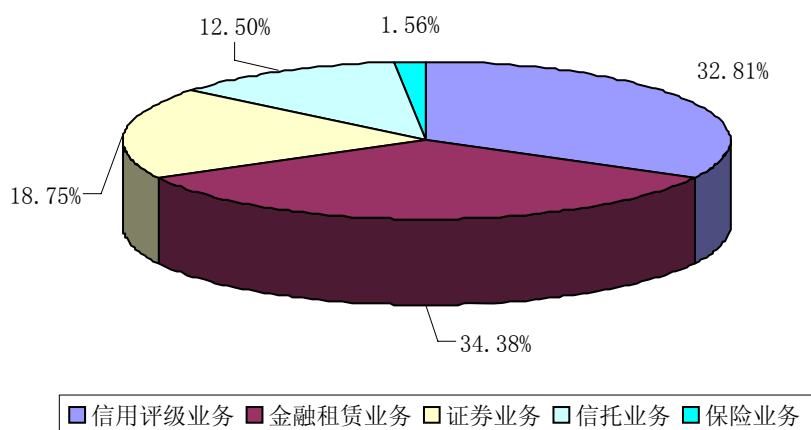


表 5-4 中介机构与资产管理公司合作的其他业务

从机构类型来看，不同类型中介机构与资产管理公司合作的其他业务略有区别，但多数仍然是集中于金融租赁业务和信用评级业务（见表 5-1），对表 5-1 做列联分析，得到 Cramer's V 系数为 0.262，系数对应的 P 值为 0.357，远大于显著性水平，说明中介机构的类别与其他业务合作的类型没有明显的相关性，即不同类型中介机构的受访者对与资产管理公司合作的其他业务类型的看法没有明显差别。

表 5-1 不同中介机构与资产管理公司合作的其他业务

	信用评级业务	金融租赁业务	证券业务	信托业务	保险业务
律师事务所	15.4%	38.5%	23.1%	19.2%	3.8%
会计师事务所	57.1%	0	28.6%	14.3%	0
评估事务所	39.1%	39.1%	17.4%	4.3%	0
拍卖公司	50%	37.5%	0	12.5%	0

第六部分 受访者观点：与上年的比较

通过对 2010 年和 2009 年两次问卷调查中相同或类似问题的受访者观点进行比较，我们可以从中揭示出中国金融不良资产市场的一些新变化。

一、不良资产市场环境比较

在 2009 年和 2010 年的问卷中，我们调查了商业银行、投资者、资产公司和中介机构四类受访者对国家整体经济形势、不良资产市场发展以及法律政策环境的判断和预测。比较 2009 年和 2010 年宏观经济对不良资产市场的影响，主要有以下两个方面的变化。

1. 四家资产公司处置不良资产的规模：2009 年观点分歧较大，而 2010 年趋向于减少

问卷统计显示，受访者对 2009 年四家资产公司处置不良资产规模的判断分歧较大，33.0%的受访者认为规模将增加，30.0%的受访者认为规模将与上年相当，37.0%的受访者认为规模将减少。而在受访者对 2010 年资产公司处置不良资产规模的判断中，46.5%的受访者认为规模将减少（含大幅减少），30.5%的受访者认为将增加（含大幅增加），23.0%的受访者认为规模将与上年相当。

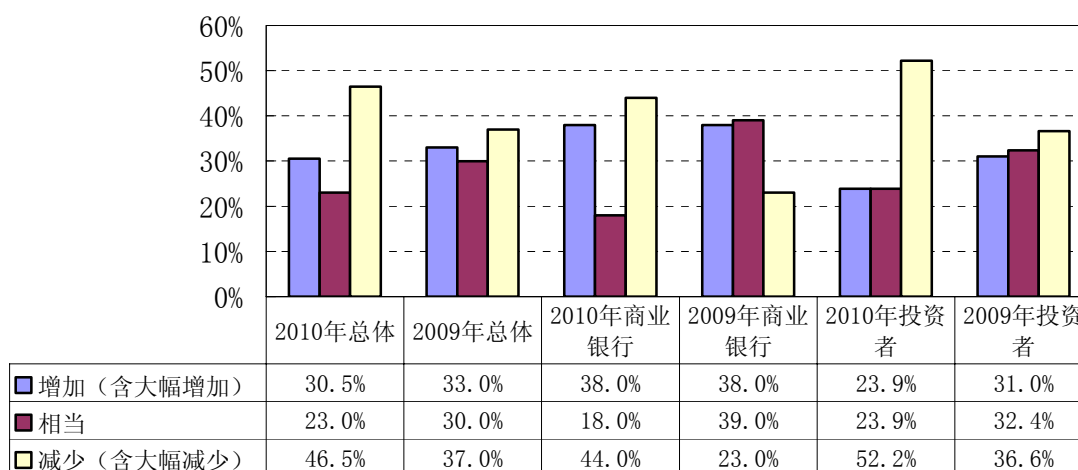


图 6-1 2009 年和 2010 年资产公司处置不良资产规模的比较

两次调查问卷中，资产公司和中介机构 2010 年的观点与各自在 2009 年的观点基本一致，而商业银行和投资者受访者的判断和总体受访者的判断基本一致。在 2009 年问卷中，商业银行和投资者受访者中认为资产公司处置不良资产的规模将增加的分别占到 38.0% 和 31.0%，认为规模与上年相当的分别占到 39.0% 和 32.4%，认为规模减少的分别占 23.0% 和 36.6%。在 2010 年问卷中，商业银行和投资者受访者中认为资产公司处置不良资产的规模将增加的分别占到 38.0% 和 23.9%，认为规模与上年相当的分别占到 18.0% 和 23.9%，认为

规模减少的分别占 44.0%和 52.2%。

2009 年受金融危机影响，中国经济面临着较多不确定性因素，一部分受访者认为商业银行可能会加大推出不良贷款的力度，促进资产管理公司增大不良资产的处置规模；另一部分受访者认为，经济环境恶化，不良资产的价格走低，将迫使资产管理公司减小不良资产的处置规模。正反两方面因素的权衡，使得商业银行、投资人和中介机构三类受访者的观点组内分歧较大。为应对金融危机的冲击，国家采取了刺激经济的一揽子计划，中国经济率先回升向好。由于不良资产额和不良资产率持续双降，商业银行推出不良资产没有紧迫性，一级市场供不应求；由于资产泡沫等因素的影响，投资者预期收益率下跌，购买意愿下降；加之存量不良资产越来越少，2010 年四家资产公司处置不良资产的规模将减少。

2. 2010 年不良资产二级市场的投资机会：2009 年增加，而 2010 年减少

多数受访者（48.9%）认为 2009 年不良资产二级市场的投资机会将增加，20.9%的受访者认为与 2008 年相当，30.2%的受访者认为会减少。而多数受访者（43.0%）认为 2010 年不良资产二级市场的投资机会将减少 36.0%的受访者认为将增加（含大幅增加），21.0%的受访者认为与 2009 相当。

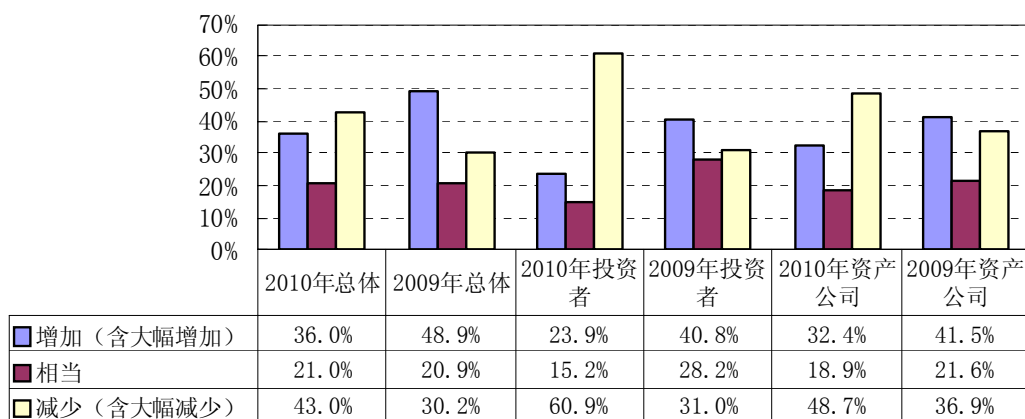


图 6-2 不良资产二级市场投资机会的比较

两次调查问卷中，投资者和资产公司受访者的判断和总体受访者的判断基本一致。在 2009 年问卷中，投资者和资产公司受访者中认为不良资产二级市场投资机会将增加的组内占比分别为 40.8%和 41.5%，认为机会与 2008 年相当的组内占比分别为 28.2%和 21.6%，认为机会减少的组内占比分别为 31.0%和 36.9%。2010 年问卷中，投资者和资产公司受访者中认为不良资产二级市场投资机会将增加的组内占比分别为 23.9%和 32.4%，认为机会与 2009 年相当的组内占比分别为 15.2%和 18.9%，认为机会减少的组内占比分别为 60.9%和 48.7%。

2010 年虽然中国经济回升向好的基础进一步巩固，但是由于不良资产一级市场供不应求，前期天量信贷增大资产泡沫，以及资产公司存量不良资产减少等原因，共同导致了不良

资产二级市场投资机会减少。

第七部分 2010 中国金融不良资产市场趋势分析

从宏观经济运行来看，不良资产包含金融类不良资产和企业类不良资产。目前我国不良资产市场交易的标的主要是银行不良贷款。不良资产在不良资产市场中通常经过以下过程：企业违约、银行确认不良、银行处置、剥离给资产管理公司或者其他投资人、资产管理公司处置或转让给投资人、投资人相互转让和处置。所以不良资产市场可分为三个层次：

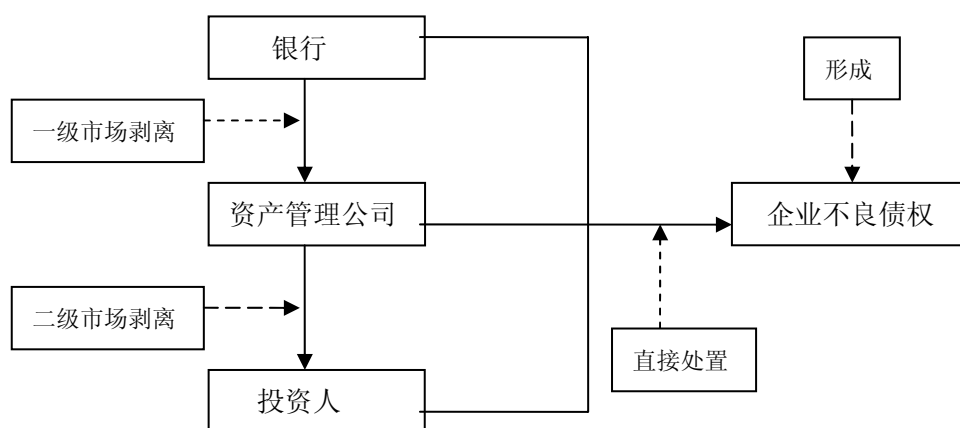


图 7-1 我国不良资产市场主体间的关系

综上所述，不良资产市场主要由四个主体构成：企业、银行、资产管理公司和其他投资人。本部分试图从这四个主体的角度进行分析，力图预测后危机时代在全球经济逐渐回暖后的 2010 年，随着国内宏观经济走势和政策的变化，中国金融不良资产市场的可能变化趋势。

一、宏观经济与不良贷款形成

（一）我国当前宏观经济现状分析

名义 GDP 增长率和实际 GDP 的增长率是反映宏观经济形势最重要的指标。通常名义 GDP 增长率的波动幅度大于实际 GDP 的增长率的波动幅度，两者之差即为 GDP 缩减指数，该指数被作为测度通胀率的指标。

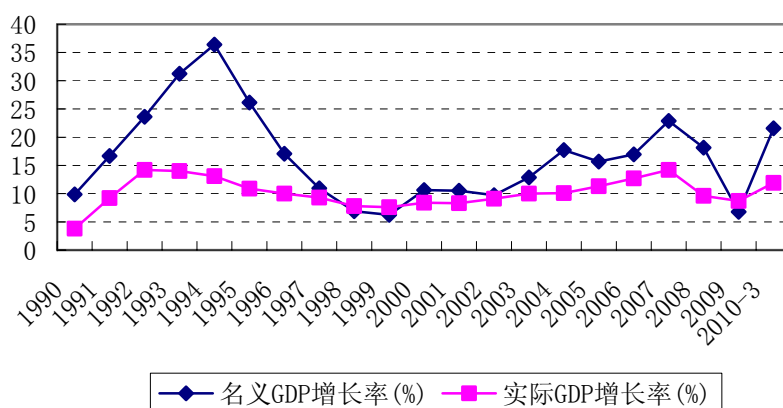


图 7-2 中国名义和实际 GDP 增长率

数据来源：wind 资讯。

从图 7-2 可以看出，20 世纪 90 年代以来，我国经济共经历了两次衰退。其中，08 年以后在全球经济危机的影响下，中国经济增速放缓进入下行区间，2009 年中国名义 GDP 和实际 GDP 增长率降到波谷，分别为 6.78% 和 8.7%。2010 年初经济开始复苏，3 月份季度数据表明中国名义 GDP 和实际 GDP 增长率分别攀升到 21.56% 和 11.9%，而这一时期货币和信贷增长也发生了相应的波动。

如图 7-3 所示，在 07 年经济放缓以后，外汇占款持续走低，从 07 年 3 月的 40.86% 下降到 2010 年 3 月的 16.20%；08 年 9 月后，央行连续下调准备金率和存贷款利率，金融机构的存款和贷款增长率持续上升分别由 17.35% 和 14.78% 上涨到 25.72% 和 27.11%；而进入 2010 年，由于经济逐步复苏，为紧缩信贷收缩流动性以控制通胀，央行 5 个月内三次提高准备金率，金融机构存贷款增长率明显下降，2010 年 3 月金融机构的存款和贷款增长率仅为 22.09% 和 21.81%。

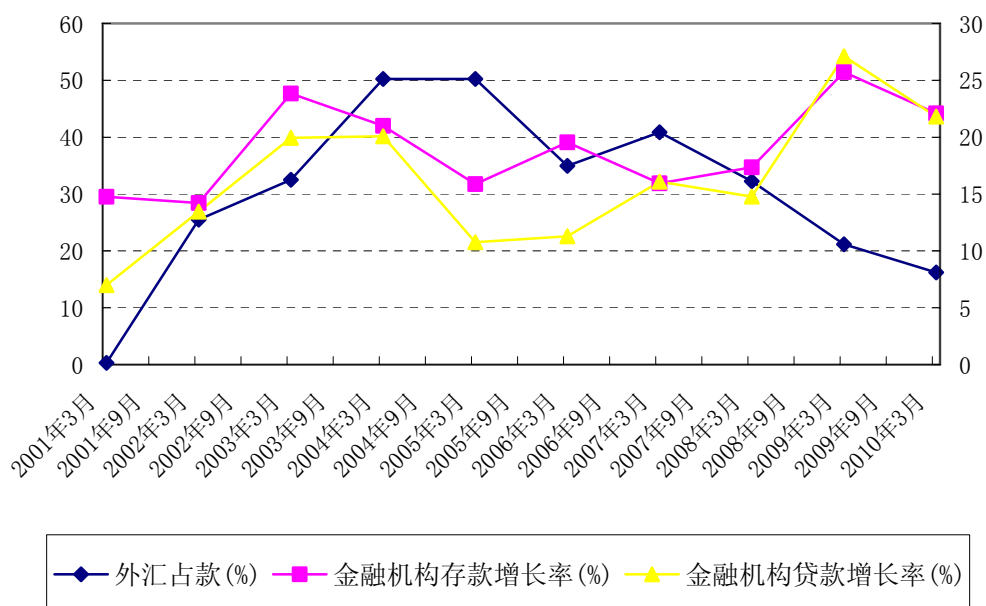


图 7-3 货币和信贷的月同比增长率

数据来源：wind 资讯。

信贷的快速增长造成了通胀的加剧，08年7月以来反映通胀率的重要指标居民消费价格指数CPI和工业品出厂价格指数PPI出现较大的波动（见图7-4）。09年7月CPI和PPI双双降至波谷，之后迅速反弹。2010年初，CPI价格仍然持续上涨，4月份最近数据显示中国CPI同比上涨2.8%，引起了社会各界对通胀的重点关注。这也是央行2010年在5个月内连续三次上调准备金率的原因。

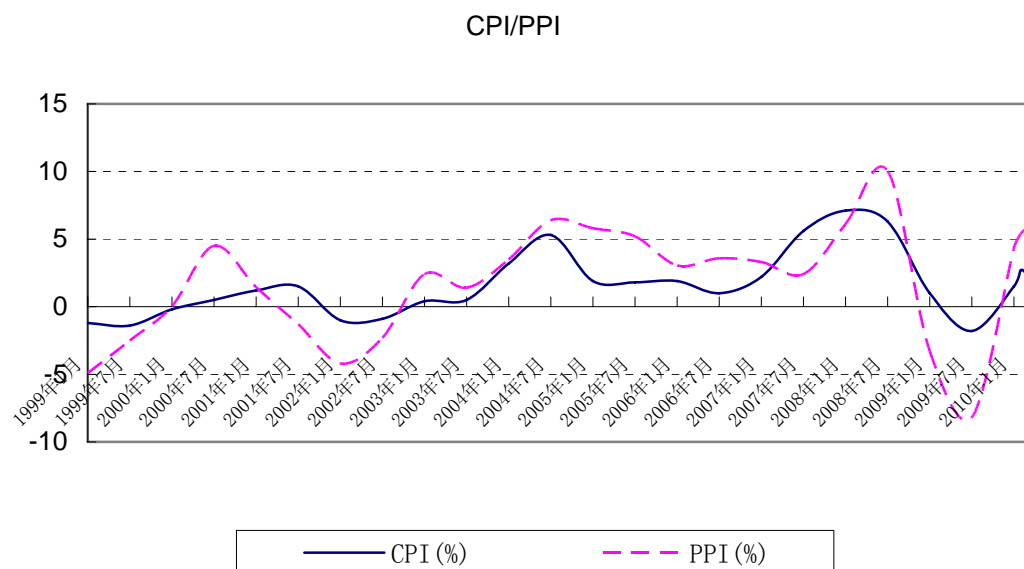


图 7-4 中国 CPI 和 PPI 增长率

数据来源：wind 资讯。

图 7-5 显示，04 年以来我国外汇储备一直呈现上升趋势，贸易基本呈现顺差，但是由于国际金融危机的影响我国出口下滑严重，2010 年 3 月贸易首次出现逆差，为-72.36 亿美元，虽然 4 月份上升到 16.81 亿美元，有所增加，但是总体说来出口对经济增长的拉动作用明显减少。

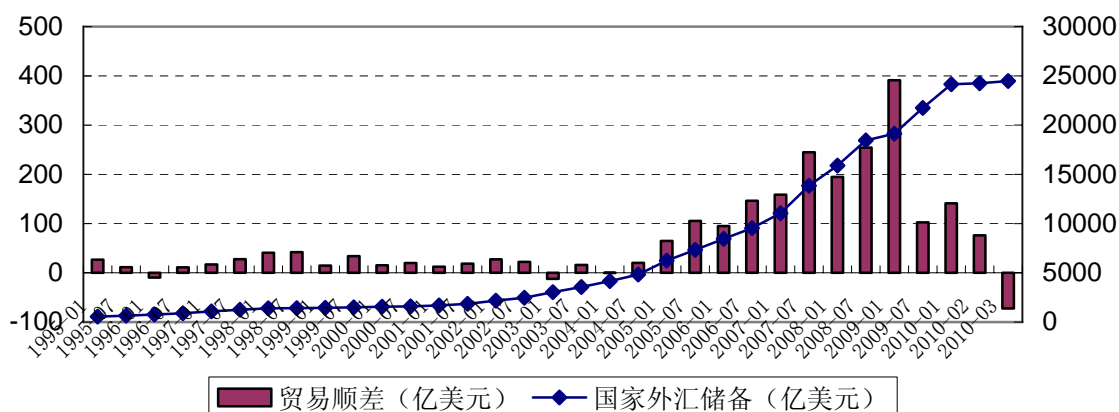
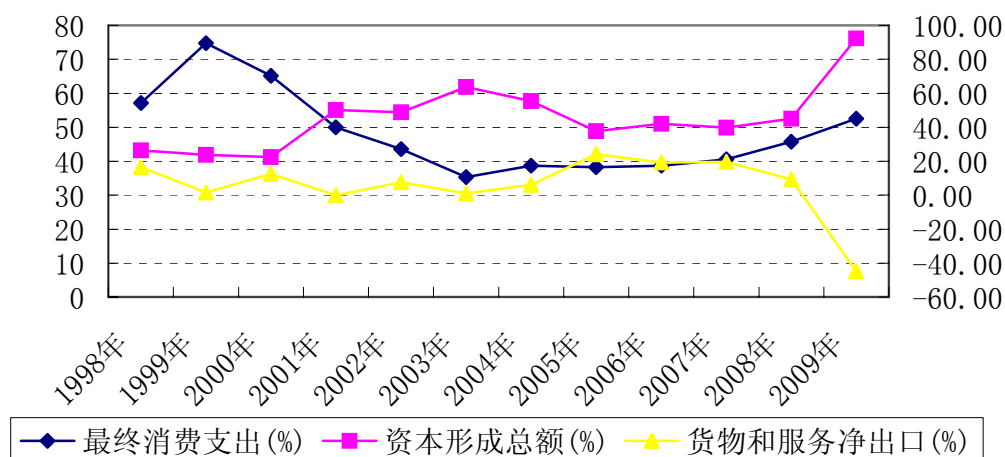


图 7-5 中国贸易顺差与外汇储备

数据来源：wind 资讯。

图 7-6 是消费、投资和净出口三大需求对经济增长的贡献率，反映了 98 到 09 年间三驾马车对经济增长的拉动效应。从图中可以明显看出，2008 年全球经济危机以来，由于出口下滑，净出口对经济增长的贡献率骤降，09 年为 -44.80%。这一时期投资超过消费成为拉动经济增长的主要动力，08 年后快速上升到 92.30%；而消费对经济增长的贡献率在 2009 年只有 52.5%。投资对经济增长的贡献率的激增主要得益于四万亿经济刺激方案等措施的实施，但显然已没有太大的上升空间。现阶段我国经济增长的主要动力还是投资，要想在全球经济危机和国内出口整体下滑的形势下保持经济平稳快速的增长，就必须大力发挥消费对经济增长的拉动效应。



数据来源：wind 资讯。

表 7-1 2008 和 2009 年分省市经济增长率变化 单位：%

	北京市	天津市	河北省	山西省	河南省	辽宁省
2008	-3.80	1.13	-2.39	-5.33	-2.19	-1.22
2009	1.00	0	-0.09	-2.59	-1.25	0
	吉林省	黑龙江省	上海市	江苏省	宁夏回族自治区	
2008	-0.09	-0.18	-4.02	-2.26	-0.44	
2009	-2.33	-0.63	-1.37	0.09	-0.53	
	安徽省	福建省	江西省	山东省	内蒙古自治区	
2008	-1.05	-1.91	-0.35	-1.92	-1.59	
2009	0.18	-0.89	0.44	-0.18	-0.26	
	湖北省	湖南省	广东省	海南省	广西壮族自治区	
2008	-0.96	-1.48	-4.01	-4.36	-1.99	
2009	-0.18	0.71	-0.54	1.73	0.98	
	重庆市	四川省	贵州省	云南省	西藏自治区	
2008	-1.12	-4.12	-3.08	-1.33	-3.42	
2009	0.52	4.57	0.91	0.99	2.09	
	陕西省	甘肃省	青海省	浙江省	新疆维吾尔自治区	
2008	0.87	-1.96	0.18	-4.01	-1.07	
2009	-1.73	-0.09	-2.30	-1.09	-2.61	

数据来源：wind 资讯。

2009年分省市GDP增速排序，前十位分别是：内蒙古自治区、天津市、重庆市、四川省、广西壮族自治区、湖南省、陕西省、吉林省、湖北省。除了天津市外，其余九个省市都属于中西部地区，而在07和08年分省市GDP增速排序前十的省市中，中西部地区只占6席。可见，09年中西部地区经济发展速度赶超东部，这可能与经济危机中，东部地区受影响更大有关，但这更与近年来我国大力度扶持中西部省市的政策分不开。就增长率的变化而言，08年全球经济危机爆发，有28个省市的GDP增速变缓，仅天津市、陕西省和青海省增速加快。09年由于国家的四万亿投资刺激和地方的扶持计划经济开始复苏，GDP增速变缓的省市降至一半。

表 7-2 分产业经济增长率变化 单位：%

指标	GDP	第一产业	第二产业	工业	建筑业	第三产业
2005	1.09	-1.03	0.90	0.09	4.16	2
2006	1.26	-0.19	1.16	1.16	0.98	1.69
2007	1.33	-1.24	1.50	1.77	-0.79	1.67
2008	-4.03	1.64	-4.52	-4.70	-5.05	-4.83
2009	-0.82	-1.14	-0.36	-1.10	10.36	-1.36

数据来源: Wind 资讯

表 7-2 是 2005-2009 年分产业经济增长率变化。2008 年，GDP 增幅大幅下降 4 个百分点，第二、三产业增幅也都分别下降了 4.52 和 4.83 个百分点，但是第一产业增幅不降反升，说明金融危机对农业的影响不明显。09 年 GDP 增幅下降幅度减少至 0.82 个百分点，表明我国经济开始复苏，建筑业增幅达到 10.36 个百分点，这与四万亿投资政策刺激密不可分。

综上所述，08 年受国际金融危机影响，我国经济增速明显放缓，09 年经济开始复苏。金融危机对我国国际贸易形成严重重击，出口大幅下滑，依靠 09 年国家四万亿的投资政策经济有所复苏。09 年中国主要依靠投资拉动经济增长，在全球经济不景气的大环境背景下，中国经济要保持稳定增长还应大力发挥内需作用，以消费拉动经济增长，调整产业结构，改变经济增长方式。

声 明

一、本报告是课题组通过对四类不良资产市场主体（商业银行、资产管理公司、投资者、中介机构）进行问卷调查，在了解各不良资产市场主体的市场参与情况及对不良资产现状和未来预期的看法的基础上，结合宏观经济环境、政策环境和法制环境，对 2010 年我国不良资产市场所作的预测。

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。