

不良资产处置与不良资产证券化： 国际经验及中国前景^{*}

高 蓓 张 明

中国经济增速趋势性下降、企业部门去杠杆及房地产市场下行将造成银行体系不良贷款飙升。考虑债务产生背景、银行经营环境以及政府债务负担等因素，当前不良资产处置方式无法重复历史老路，依靠市场力量处置不良资产是必然选择。历史上很多国家在依靠市场力量处置不良资产时，资产证券化都在其中扮演着重要角色。目前中国发展不良资产证券化的时机已经成熟，市场发展潜力巨大。未来随着各项制度的完善，不良资产证券化必将迎来快速发展阶段。

关键词：不良资产处置 不良资产证券化 银行体系不良贷款

受经济潜在增速下降、新旧产业转型的影响，生产者经营困难；同时，政府税收减少、债务增加，加之美联储进入加息通道，导致中国国内金融风险大幅上升。主要表现为商业银行不良贷款率和不良贷款余额自2012年持续19个季度双双上升。不良资产的出现和累积，不仅导致商业银行的经营风险上升，利润水平下降，而且影响银行对实体经济的支持，以及中国金融系统稳定性。

因此，有效处置不良资产问题，无论是对中国金融业的稳定，还是对中国经济的长远发展都具有重要意义。回顾中国经济在21世纪初期能取得快速发展、金融业能迎来稳定发展的黄金十年，都与20世纪末期中国对银行不良资产

高蓓系西安交通大学经济与金融学院讲师；张明系中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员。

^{*} 作者感谢匿名评审人对本文完善所提出的修改建议，当然文责作者自负。

及时处置密切相关。2016年初召开的国务院常务会议明确“支持银行加快不良贷款处置”，但考虑到商业银行不良资产的产生背景、银行经营环境以及中国政府债务负担都与20世纪末期完全不同，不良资产处置难以重复历史老路，而如何有效处置不良资产是当前中国政府面临的一大挑战。

对此，人民银行等八部委联合发文，提出审慎“开展不良资产证券化试点”的意见，并首批试点工行、建行、中行、农行、交行和招行。与此同时，银行间市场交易商协会发布《不良贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》，为进一步推动不良资产证券化业务的高效、有序发展奠定基础。不良资产证券化作为当前金融改革的一项重要举措，在有效化解金融风险的同时，有助于降低杠杆率，盘活存量资产。2017年不良资产证券化试点范围进一步扩大，但离全面实施仍有一定距离。例如，不良资产证券化的特殊性决定了其可能存在的风险，此外，法规和监管的不健全也将制约不良资产证券化的大力推进。

不良资产处置的国际经验

他山之石可以攻玉。为了找到中国处置不良资产的有效途径，本部分梳理了不良资产处置国际经验，通过分析历史上主要国家如何成功处置不良资产，发现资产证券化在以美、韩为代表的基于市场规则的不良资产处置中作用巨大。

（一）不良资产处置方式的分类

从国际上对商业银行不良资产处置的经验来看，不良资产处置的分类方法有多种。按照处置主体的不同，可以分为银行自主处置模式、托管集中治理模式和坏账直接剥离模式。银行自主处置模式包括两类，一类为商业银行减计资产或增加坏账准备金，对不良资产进行核销，最终所产生的损失由银行自己承担；另一类是在银行内部设立正常信贷部门之外的坏账处理部门，专门负责处理本银行内部的不良资产，即在银行内部区分“好银行和坏银行”。托管集中治理模式，即成立专门的机构托管银行，由此机构对所有银行产生的不良资产进行集中处置，即在银行外部区分“好银行和坏银行”。实践中托管集中治理模式是比较常见的模式，例如“好/坏银行模式”、“资产重组信托公司（RTC）模式”和“共同收购机构（CCPC）模式”，三者的区别主要在于托管机构成立方式的不同。例如“好/坏银行模式”成立的托管机构主要由原来的好银行进行控股，“RTC模式”主要由政府控股，“CCPC模式”由所有银行共同控股。坏账直接剥离模式即直

接将银行的所有坏账剥离并转移给国家，其中最典型的是智利在解决1975—1985年银行危机中的做法。

按照不良资产处置中资金流向的不同，可以分为流量法模式和存量法模式。流量法模式即中央银行对不良资产处置提供流动性支持，例如允许银行通过高利差，由其他借款人或贷款人承担不良资产处置损失，但这种做法只在金融市场压抑，且实行利率管制的国家可行。存量法模式指对银行不良资产存量进行处置，以提高银行资产质量，满足银行资本充足率要求，包括对不良资产剥离并进行处置、由政府或社会资本注资等。一般来说，存量法模式在实践中应用更为广泛。

按照不良资产处置中市场化程度的不同，可以分为依靠市场的处置模式和依靠政府的处置模式。依靠市场处置模式指不良资产处置主要按照市场规则进行，不良资产处置损失由银行自行承担，例如不良资产竞拍、资产证券化等。依靠政府处置模式指政府在不良资产处置中占据主导地位，不良资产处置损失很大程度上由政府承担，例如中国在2000年处置银行政策性不良资产时，政府承担了主要损失。一般来说，依靠市场处置模式适应于市场化程度比较高，且银行商业化程度高的国家；依靠政府处置模式适应于市场化程度比较低，银行商业化程度低，且与政府关系密切的国家，或者在发生重大危机等特殊情况时期。

但在实际不良资产处置时，处置方式并没有进行如上所述的明确划分，往往是不同分类的混合。例如不良资产的银行自主处置模式有些是流量法模式，有些是存量法模式；而存量法模式中有些是依靠市场处置，有些是依靠政府处置。因此，在梳理国际上不良资产主要处置方式后，还需要具体研究较为常用的、有代表性的几种不良资产处置方式。

（二）国际上不良资产处置的主要模式

国际上认为不良资产处置比较成功，且有代表性的国家有美国、韩国和波兰，这三个国家分别采用了不同的处置模式。^[1]其中，美国为“RTC模式”，韩国为“资产管理公司模式”，波兰为“国有企业与银行重组模式”。

1. 美国“RTC模式”

美国为了解决1980年代中后期出现的储贷机构信用危机问题，建立联邦存款保险公司（FDIC）救助面临倒闭的会员银行，之后在1989年成立重组信托公司（RTC），初期附属于FDIC，1991年开始独立，在运营6年成功完成不良资产

[1] 张汉飞、张汉鹏：“国外解决银行不良资产成功经验对我国的启示”，《经济问题探索》，2005年第7期，第110~112页。

处置后，于1995年底自行关闭。凭借法律规定的强化、行动的果断和成熟的资本市场运作，美国不良资产很快得到控制。

具体运作过程如下：首先，美国国会于1989年向RTC注资500亿美元，使其接管所有储贷机构的不良资产，即将储贷机构的好资产与坏资产进行分离；其次，RTC将所有接管的不良资产进行集中处理。为了将不良资产以最高回报进行处置，RTC采取了包括公开拍卖、暗盘竞标、资产管理合同、证券化和合伙经营等在内的多种资产处理手段。在短短几年时间内，RTC成功处置了4026亿美元资产，为美国1990年代的经济的发展奠定了基础。^[1]

2. 韩国“资产管理公司模式”

韩国为了处理国有韩国发展银行（KDB）的不良贷款，于1992年成立资产管理公司（KAMCO），1996年将不良贷款处理范围扩大到其他金融机构。亚洲金融危机爆发后，为了处理危机中产生的大量不良贷款，KAMCO在1997年再次进行重组，重组后韩国政府、KDB和其他金融机构各持股38%、31%和31%，使KAMCO成为韩国不良资产处置的重要机构。KAMCO对有担保的不良贷款按面值的3/4购买，无担保的不良贷款按面值的1/4购买，沉淀不良贷款按面值的3%购买。不良资产处置主要包括两种手段，第一种是进行两次大规模拍卖，并大力鼓励外资进入；第二种是资产证券化，其为韩国不良资产处置的重要手段。据统计，1/3韩国不良资产是通过资产证券化进行处置的。^[2]

3. 波兰“国有企业与银行重组模式”

波兰是转轨国家不良资产处置的代表。受波兰经济体制转轨影响，企业债务问题日益严重，贷款多数转化为银行不良资产；而且由于转轨过程中，约束机制的软化和风险监管体系的缺乏，加剧了银行资产负债表的恶化。为了进一步有力推动波兰银行改革和企业改革，波兰各界对银行不良资产处理达成共识，决定对波兰银行实行“重组计划”。

“重组计划”的具体措施包括：首先，由政府向控股50%以上的银行提供财政注资，作为之后债务重组的基础；然后，采取包括调解协议、司法程序以及债转股在内的多种途径处置银行不良资产，实施“重组计划”；同时还组建了工业

[1] Federal Deposit Insurance Corporation, *Managing the Crisis: The FDIC and RTC Experience 1980-1994*, Washington, 1998.

[2] Thomas B., “The Korean Banking System Six Years After the Crisis”, *Financial Institutions and Market*, Mimeo, Jan, 2004.

发展局，专门处理不良贷款。“重组计划”简化了债务人和债权人之间的矛盾，波兰政府在其中发挥了积极的主导作用。

通过比较上述三种不良资产处置模式，可以发现，三种模式既有一定共性，但又有各自特点，不同国家对不良资产处置模式的选择与国家之间经济金融发展水平的差异密切相关。

首先，三种模式均为存量处置模式，核心都是将不良资产进行剥离，并折价销售，同时成立了专门处理不良资产的机构。在处置过程中，政府和市场均发挥了作用，而且在不良资产处置初期，政府发挥作用较大。例如，美国成立重组信托公司，韩国成立资产管理公司，波兰对银行提供财政注资。

其次，美国、韩国和波兰由于市场化程度不同，市场在其中发挥作用不同。其中，美国市场化程度最高，韩国居中，波兰最低，因此市场在其中的作用也依次减弱。但总体来说，三者不良资产处置的效果都非常显著，为之后国家的经济发展奠定了基础。因此并没有任何一种“放之天下而皆准”的模式，必须根据不同国家的不同情况选择适合的模式。

再次，韩国在不良资产处置中引入外资也是其成功的一个原因。韩国与日本在亚洲金融危机后都产生了大量不良资产，而且也都采用不良资产剥离后集中处理的方式进行处置，但不同的是，韩国由于引入了外资，在不良资产定价和处置中学习先进经验，最终取得了成功；相反，日本在外资引入中较为保守，但自身市场发展水平又无法保证其对不良资产合理定价，而且在不良资产剥离中有所隐瞒，导致其不良资产处置效果比韩国较差。因此，及时、果断且不隐瞒的态度是成功处置不良资产的关键。

最后，美国和韩国在不良资产处置中都进行了金融创新，大量利用证券化对不良资产进行处置。这也是资产证券化之后在这些地方发展比较快速的原因。

（三）不良资产处置中的资产证券化

作为20世纪最重要的金融创新之一，资产证券化在以美国和韩国为代表的基于市场原则的不良资产处置中发挥了重大作用，是最重要的不良资产处置手段之一。不良资产证券化，顾名思义，即资产所有者通过组合打包，将资产池中流动性较差的部分以证券化的方式使其在金融市场上流动，从而提高资产流动性。

不良资产证券化最早起源于美国RTC公司推出的“N”系列计划。这一计划对与房地产相关的不良贷款进行了总计14亿美元的证券化，加快了不良资产处置进度，同时也推动了美国住房抵押贷款证券化的发展。目前美国是资产证券化

的最大发行国，发行额占全球一半以上。^[1]

不良资产证券化在欧洲的发展以意大利为代表。意大利受1990年代早期经济衰退和监管不严影响，银行系统积累了大量不良贷款，为解决不良贷款问题，意大利大力推动资产证券化，并通过证券法，于1997年发行了第一笔不良资产证券化，之后相继发行了30多笔不良资产证券化。

不良资产证券化在亚洲的发展主要在1997年亚洲金融危机之后。为了处理金融系统大量不良资产，日本、韩国开始修订或重新制定资产证券化相关法律，资产证券化由此在这两个国家得到快速发展。随后，2002年印度制定《金融资产证券化与重组法案》，同年中国台湾发布了《金融资产证券化法》，促使不良资产证券化在印度、中国台湾和马来西亚也出现较快发展^[2]。

具体来说，不良资产证券化的作用如下。第一，提高资产处置效率。一般来说，证券化过程需要参与者充分竞争，通过竞争在降低道德风险的同时，可以依赖市场力量实现资产回收价值最大化。第二，降低不良资产处置成本。通过证券化实现不良资产变现与其他不良资产处置方式相比，交易成本较低，同时变现速度较快。第三，促进资产流动性。资产证券化能够彻底改善商业银行不良资产状况，在提高银行经营业绩的同时，降低银行由于资产负债期限结构不匹配带来的各种风险。第四，不良资产证券化将不良债权转化为可流通的有价证券，将潜在风险分担给愿意承担的投资者，在降低银行风险、改善资产负债结构的同时，拓宽了银行融资渠道，丰富了市场投资品种。

资产证券化能够在不良资产处置中发挥作用与政府的支持密切相关。首先，对美国 and 韩国来说，不良资产处置初期的载体或由政府注资成立，如RTC，或由政府参股成立，如KAMCO。但无论哪种方式，政府对不良资产证券化都给予了积极支持。其中韩国政府允许KAMCO以政府信用发行债券，并利用发债资金购买银行不良资产，政府在提供信用担保的同时承担部分债券利息。其次，不良资产证券化的大力发展得益于政府对法律环境的保障。例如美国颁布的《金融机构改革、复兴和实施法案》及之后的相关法案，为不良资产证券化在美国的发展铺平了道路，而RTC的成立也完全基于此法案。韩国在成立KAMCO处理不良资产的同时，快速颁布了《资产证券化法案》，这个法案除了规定证券化的资产、特

[1] 宾融：“美国不良资产证券化的基本模式”，《经济学动态》，2001年第10期，第87~89页。

[2] Jacob, G. and E. M. Remolona, “Securitization in Asia and the Pacific: Implications for Liquidity and Credit Risks”, *BIS Quarterly Review*, June, 2006.

别载体及发起人外，还特别规范了不良资产证券化行为，为不良资产证券化在韩国的发展提供了有力依据，同时促进了韩国资产证券化的快速发展。第三，对新兴市场国家韩国来说，不良资产证券化的成功与政府鼓励外资进入有关。由于韩国国内机构投资者缺乏足够的资金和技术支持，为了成功处置不良资产，政府放松对外资进入的管制，鼓励其积极参与不良资产证券化，如韩国的大部分不良资产证券化都是针对欧美投资者发行，外资的参与使得韩国不良资产问题得到快速有效处理。总之，政府在不良资产证券化初期发挥了主导作用，之后随着立法和市场环境的改善，基于市场规则的不良资产证券化活动成为市场主体。

中国不良资产处置的道路选择

本部分通过对比当前商业银行不良贷款处置与2000年前后的不同，认为由于不良资产产生背景、银行经营环境以及政府债务负担的不同，当前不良资产处置难以重复历史老路。相对来说，不良资产证券化将更为可行和有效。

（一）不良资产处置难以重复历史

回顾中国金融发展历程，最主要的一次不良资产处置是在2000年前后。^[1]考虑到当时中国金融市场发展状况，以及不良贷款产生的原因，处置不良资产的主要做法是国家成立资产管理公司，由其对所剥离不良资产进行处置，处置方式主要为债转股。^[2]在此之前，中央政府于1994年对国有商业银行政策性业务与商业性业务进行了分离；并在1998年发行特别国债2700亿元，对国有商业银行进行注资。虽然这些措施并没有实质性减少银行快速增加的不良贷款，但却为之后成立资产管理公司，进行资产剥离奠定了基础。

1999年信达、东方、长城和华融四家资产管理公司成立，分别接收和处置从工商银行、农业银行、中国银行和建设银行等银行剥离出的不良资产。不良资产剥离和处置可以分为三个阶段：银行政策性剥离，资产管理公司政策性接收，按照“两率”承包经营阶段；银行政策性剥离，资产管理公司商业化接收，自负盈亏阶段；银行商业化剥离，资产管理公司商业化购买，自负盈亏阶段。

[1] 周兆生：“中国国有商业银行不良资产的处置问题研究”，《世界经济》，2004年第7期，第17~23页。

[2] 方星海：“如何处置中国商业银行的不良资产”，《国际经济评论》，1999年第3~4期，第31~32页。

其中在第一、二阶段，银行主要进行政策性剥离，针对的是商业银行承担政策性功能所产生的呆坏账。但不同的是，在第一阶段（1999—2000年），银行按账面值剥离不良资产，资产管理公司按账面值接收，并根据资产回收率和现金回收率等考核指标进行承包经营，最终损失由国家承担。在这一阶段，四家资产管理公司累计从四大国有银行接收14322亿政策性不良资产。在第二阶段（2004—2005年），银行按账面值或账面值的一半剥离不良资产，资产管理公司按市场规则接收，最终损失（或盈利）由资产管理公司承担。在这一阶段，四大国有银行共计剥离7791亿元政策性可疑类不良资产。

第三阶段（2005年之后）的不良资产剥离是考虑国有银行改制、重组和上市需要的主动行为。这一阶段的不良资产剥离主要是商业化剥离，针对的是商业银行自身经营过程中所产生的呆坏账。资产管理公司对银行所剥离的商业性不良资产按市场规则购买，最终损失由银行自行承担。在这一阶段，四家资产管理公司进行的不良贷款交易累计约1008亿元。截至2009年，四家资产管理公司累计接收、收购和受托管理的不良资产达34038亿元^[1]。

表1 资产管理公司不良资产处置阶段汇总

	第一阶段	第二阶段	第三阶段
时间	1999—2000年	2004—2005年	2005年之后
坏账性质	承担政策性功能产生的坏账		自身经营中产生的坏账
处置目的	处置不良资产		配合国有银行改制、重组和上市
剥离性质	政策性剥离		商业化剥离
接收方式	政策性接收	商业化接收	商业化购买
接收价格	账面价值	账面值的一半	商业化原则
损失承担	国家承担	资产管理公司自负盈亏	
接收规模	14322亿	7791亿	1008亿

资料来源：作者根据《中国金融年鉴》整理。

此外，为了配合国有银行改制、重组和上市的需要，2004年中国政府向五家

[1] 张敏、沈洪涛：“中国处置银行系统不良资产的状况和经营”，《中国金融》，2010年第3期，第44~45页。

国有银行共计注资 450 亿美元。

由于各种原因，我们无法准确获得政府本次不良资产处置成本的相关数据。但通过初步估算可以得知^[1]，在不计算资产管理公司运营成本的前提下，20 世纪末期不良资产处置直接成本约为 34615 亿元。与标普 2003 年对中国不良资产处置 5000 亿美元的成本估算基本相符。

表 2 资产管理公司不良资产处置情况

项目	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年第一季度
累计处置(亿元)	5093.7	6750.4	8397.5	8663.4
其中:现金回收	994.1	1370.0	1766.0	1805.6
阶段处置进度(%)	41.1	54	66.7	68.61
资产回收率(%)	27.8	25.5	24.6	24.2
现金回收率(%)	19.5	20.3	21	20.84

资料来源：作者根据《中国金融年鉴》整理。

虽然中国在早期不良资产处置中付出了巨额成本，但总体仍然是利大于弊。首先，因为政府审时度势，及时彻底地处置了大量不良资产，中国银行业不良贷款率从 2001 年开始稳步下降，资产质量大为改善，并在成功股改上市后，盈利能力增强，股权增值，为国家贡献了大量税收，促进了国有企业的进一步改革；^[2]其次，在不良资产成功剥离后，银行长期保持经营稳定性，即使在 2008 年全球金融危机中，依然保持了强劲的扩张能力和盈利能力，保障了国民经济的平稳增长。^[3]事实证明，组建资产管理公司，实施政策性不良资产剥离，并对其进行债转股处置，是符合中国国情和当时正确的做法。

[1] 首先，政府两次分别对银行注资 2700 亿元和 450 亿美元，按照 2004 年人民币兑美元平均汇率 8.7 计算，两次合计注资 6615 (2700+450*8.7) 亿元。其次，估算不良资产处置成本，假设截至 2009 年资产管理公司接收的 34038 亿元不良资产，有 14000 亿元无法处置，其他 20000 亿元不良资产按照表 2 中所列，以不超过 30% 的资产回收率进行了处理，那么国家、资产管理公司和银行为此付出的成本估算为 28000[14000+20000*(1-30%)] 亿元。即不良资产处置直接成本为 34615 (6615+28000) 亿元。

[2] 王一江、田国强：“不良资产处理、股份制改造与外资战略”，《经济研究》，2004 年第 11 期，第 28~36 页。

[3] 彭玉榴：“政府注资国有商业银行的有效性分析”，《管理世界》，2010 年第 5 期，第 169~171 页。

在2000年初不良资产处置完成后十年，中国银行业再次面临不良贷款上升问题。而正确及时处理不良贷款问题，无论对中国经济的再次快速发展，还是银行业的长期可持续发展都至关重要。目前，中国信贷增速远高于经济增速，但经济增速不升反降，同时信贷成本持续高企。张军认为，这主要是因为2008年政府4万亿财政刺激计划导致信贷过快增长，信贷质量下降，虽然在中国高储蓄率支撑下，信贷链条依然能够运转，但信贷效率低下，大量资金被用来偿还债务，占用了可以真正用来投资的部分，同时也推高了信贷成本。^[1]如果这种隐性不良贷款问题无法得到彻底解决，那么长久下去，即使银行愿意为债务人提供新增贷款，不断增长的债务和利息负担也会越来越压抑企业的投资意愿和创新能力，阻碍中国经济健康可持续发展；而过高的债务本身也不利于银行长期稳定。因此，处理包括隐性不良贷款在内的不良资产对当前中国来说重要且迫切。

那么如何处理当前银行不良资产问题便是摆在中国决策者面前的一道难题，是否可以沿用之前的不良资产处置模式？在得到任何结论前，我们首先对前后两次银行不良资产做一比较。通过比较可以发现，两者在很多方面都大不相同。

首先，债务产生背景不同。之前不良贷款产生于计划经济盛行时期，银行在很大程度上作为政府财政的补充，为企业发展提供了资金，但也产生了大量政策性不良贷款；同时，由于银行本身产权结构不明晰，内控制度形同虚设，诱发银行逆向选择，导致不良贷款产生。相比之下，当前银行市场化运作，银行对企业的贷款与财政基本无关，因此，不存在政策性不良贷款问题，而更多是经济周期和结构性调整的结果。

其次，银行经营环境发生巨大变化。目前，包括交通银行在内的五家主要商业银行已经实现成功上市，完全按照市场规则运营。虽然国家在其中占有大量股份，但银行与政府的关系与之前相比完全不同。而且当前国内一直讨论国有企业的进一步改革问题，因此，在这种大背景下，不可能按照之前的模式处理当前银行不良贷款。

最后，也是最重要的一点，政府债务负担相比之前较高。按照估算，不良资产直接处置成本为34615亿元，占到了2000年全国财政收入的25.8%，直接导致各级政府总债务占GDP比重从1997年开始大幅上升（参见图1），但考虑到1990

[1] 张军：“中国经济的‘非常态’”，网易财经，2015年3月18日，[http://money.163.com/15/0318/14/AL0FOQAT00253B0H.html#from=relevant#xwwzy_35_bottomnewskwd\[2017-05-21\]](http://money.163.com/15/0318/14/AL0FOQAT00253B0H.html#from=relevant#xwwzy_35_bottomnewskwd[2017-05-21])。

年至2007年中国经济保持了年均10.2%的高速增长，且各级政府总债务占GDP比重处于相对较低水平，因此高额不良资产处置成本仍可接受。2008年金融危机后，GDP增速出现明显下降，与此同时，各级政府总债务占GDP比重快速上升，2010年各级政府总债务占GDP比重接近1997年的三倍，虽然之后有所下降，但仍然处于较高水平，加之其他一些隐性债务，当前政府债务负担非常沉重。因此，从政府层面来看，不可能采取之前的不良资产处置手段。

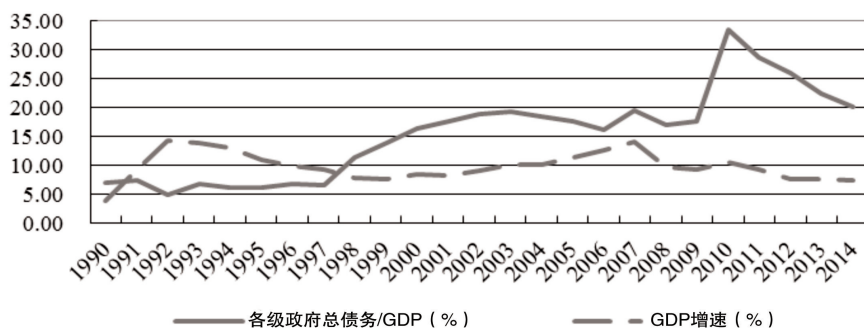


图1 中国各级政府总债务占GDP比重与GDP增速

数据来源：Wind数据库。

（二）不良资产证券化是正确选择

基于对当前形势的分析，我们认为中国未来不良资产处置必定是对存量资产依靠市场规则进行处置，例如，债转股模式和不良资产证券化模式。

对银行来说，以市场为导向的债转股虽然可以作为不良资产处置的一个可选途径，但并没有绝对优势。第一，资本消耗明显。《商业银行资本管理办法》规定，商业银行被动持有的对工商企业股权投资在法律规定处分期限内（两年）的风险权重为400%，之后将升至1250%，对商业银行资本消耗巨大。第二，对商业银行价值提升有限。对中国银行业来说，其核心竞争力在于风险管理，而非产业整合，因此，在现有制度框架下，债转股很难使银行从一般债权人转化为战略投资者。第三，股权退出机制存在挑战。债转股是否可以拯救债务人，对此没有确切答案，而两年后，银行所持股权如何转让，也是未知数。第四，债转股实际操作中有可能产生逆向选择和道德风险。目前，对债转股对象的选择没有明确标准，有可能导致在某些极端情况下出现腐败，或仅选择国有企业。因此，债转股与其他不良资产处置方式相比，并没有绝对优势。

而相对来说，不良资产证券化模式与其他不良资产处置方式相比，优势较为

显著。第一，不良资产证券化能高效处置银行不良资产。不良资产作为存量资产的一部分，在消耗银行资本的同时，也不利于银行资产结构的调整。不良资产证券化一次性将不良资产大规模出表，能直观降低银行的不良贷款率，改善银行的资本充足率和拨备覆盖率，腾挪被不良资产占用的准备金和授信空间，显著优化财务数据，降低经营成本。

第二，不良资产证券化处置手段丰富。与资产管理公司处置不良资产相比，银行作为贷款的发放机构，对贷款人及不良资产本身更为了解，因此在制定清收方案时能更好地贴合实际情况。而且由于银行集中掌握着金融资源，具有较强的社会活动能力，能够协调到有利于自身的资源，从而提高资产处置的效率和回收水平。

第三，不良资产证券化能够满足众多投资需求。资产证券化作为标准化的投资工具，拉近了银行信贷市场与资本市场之间的关系，在保障银行信贷流动性的同时，增加投资工具，扩大投资渠道。此外，不良资产证券化的分级功能及高流动性，可以满足多数投资者的不同需求。

第四，不良资产证券化处置成本低，潜在收益高。与其他不良资产处置方式相比，不良资产证券化处置成本固定，当处置金额较大时，处置成本会显著降低。而其超额服务费的设计机制，保留了发起机构对超出预期回收金额之外的剩余价值进行分配的权利，从而增加了发起机构的发行动力和尽职意愿。

第五，不良资产证券化的公开发行数据为不良资产处置提供了数据，积累了经验。按照现行规则要求，不良资产证券化不仅需要在发行时进行信息披露，而且在证券存续期内，应持续披露不良贷款的处置状况。这种全面信息披露机制为未来不良资产处置中信用评级和价值评估的准确进行提供了可能。因此，利用资产证券化模式处置不良资产是当下较好选择。

（三）中国推进不良资产证券化的可行性

早在2000年前后，已有学者提出利用资产证券化处置商业银行不良资产。如周小川通过分析资产证券化在不良资产处置中的国际经验，提出中国可学习这些经验处置银行不良资产；^[1]谢平对如何进行商业银行不良资产证券化进行了具体分析^[2]；李小鹏分析了资产证券化在资产管理公司不良资产处置中的作用及具

[1] 周小川：《重建与再生——化解银行不良资产的国际经验》，中国金融出版社，1999年。

[2] 谢平：“怎样使商业银行的不良资产证券化”，《国际经济评论》，1999年第3-4期，第29-30页。

体模式选择^[1]。但由于当时中国资本市场发展的不成熟以及银行不良资产的特殊产生根源，不良资产证券化没有实现。^[2]

这些分析在当时来看，具有一定合理性和前瞻性，即使在十多年后的今天来看，仍然十分适宜。目前，考虑中国资本市场发展更为成熟、银行实现商业化运营、投资者得到培育以及政府对资产证券化的支持，提出利用资产证券化处置不良资产具有较强可行性。

中国资本市场发展逐渐成熟。经过改革开放后近20年的发展，中国多层次资本市场已经初具规模，包括主板市场、中小板和创业板市场、新三板市场和地方股权交易市场，资本市场总市值超过50万亿元，与GDP规模相当，在全球资本市场中的地位不断提高，甚至产生了一定外溢性。中国资本市场发展日益成熟，为不良资产证券化创造了基本条件。

银行实现商业化运营。伴随资本市场的发展，四大商业银行在经过十多年的改革后，于2006年、2007年成功实现整体上市，完成商业化转制。至此，商业银行的运营完全基于市场规则，不再承担政府提款机职能，而相应地，商业银行的不良贷款完全与经济发展和自身运营相关。因此，本次不良资产处置只能基于市场规则，利用资产证券化实现。

投资者得到培育。伴随着中国资本市场的发展，成长了一批个人和机构投资者，这些投资者经过资本市场多年的历练，已经具有了一定的风险防范意识，以及成熟的投资理念，因此对不良资产证券化也更为容易接受。未来不良资产证券化的发行将使得投资品种更为丰富，在低利率时期提供高收益产品，而且由于不良资产证券化能够实现分层，从而为不同投资者提供相应的投资选择。

政府对资产证券化发展的支持。2012年资产证券化在沉寂了五年时间后重新启动，得到了政府的大力支持，例如将资产证券化的发行由审批制改为备案制，不断扩大资产证券化试点规模，使得资产证券化在2014年出现爆炸式增长，3310亿元的发行规模远超2005年至2013年总和。^[3]因此，政府的政策支持是不良资产证券化推行的重要保障。

[1] 李小鹏：“资产证券化与金融资产管理”，《中国金融》，2002年第7期，第40~41页。

[2] 何德旭：“银行不良资产证券化：若干判断与分析”，《财贸经济》，2000年第8期，第34~43页。

[3] 张明、邹晓梅、高蓓：“中国的资产证券化实践：发展现状与前景展望”，《上海金融》，2013年第11期，第31~36页。

国际上成熟的不良资产证券化经验。放眼全球，包括美国、意大利、韩国等在内，历史上成功的不良资产处置均离不开资产证券化的身影。而无论是美国的“RTC模式”，还是韩国的“资产管理公司模式”，资产证券化都是不良资产处置的重要工具。未来，这些成熟的经验必将为我所用，以帮助中国更好地处置即将到来的大量不良资产。

中国不良资产证券化的现状及前景

为了遏制商业银行持续不良双升，2016年初，央行联合各部委重启不良资产证券化，并在2016年成功发行14单。与此同时，不良资产证券化的发行效果显著，仅半年时间，商业银行不良贷款比例下降了0.2个百分点。2017年不良资产证券化试点范围进一步扩大，但距离全面推进仍然有一段距离，需要解决各种潜在风险和问题。

（一）不良资产证券化的潜在风险及面临的问题

通常来说，作为不良资产处置的重要工具，不良资产证券化的目的是为了分散风险，以避免危机的爆发。但实际上，不良资产证券化是将单个银行的风险转化和分散为整个金融市场风险，相应债务工具转变为衍生产品工具，与实体经济的关联性下降。如果在不良资产证券化发行过程中出现监管缺位或过度证券化，反而可能导致资产价格的泡沫和失真，继而引发更大系统性风险的爆发，例如美国2008年次贷危机。^[1]

此外，除不良资产证券化自身可能带来的潜在风险外，中国不良资产证券化处于初期试点阶段，仍然在各种问题上面临一系列挑战，这些问题如果处理不好，也会导致风险的产生。

第一，机制不完善影响不良资产证券化估值的准确性。准确估值是不良资产证券化成功的前提和关键，但目前，由于相关机制的不完善很难做到对其准确估值。其一，信息披露机制不完善。信息透明是准确定价的基础，在现有信息披露机制下，风险无法被充分揭示，多数投资者因恐惧风险谨慎参与，导致市场参与者较少，定价不准确。其二，缺乏统一交易市场。目前，资产证券化市场被人为割裂，而且交易规模较小，二级市场发展的不完善必定会影响一级市场的准确定

[1] Mascia B. and B. Bruno, “Credit Risk Transfer in U.S. Commercial Banks: What Changed During the 2007–2009 Crisis”, *Journal of Banking and Finance*, 36(12): 3260–3272, 2012.

价。其三，无外部独立估值机构。不良资产证券化的定价完全基于不良资产可回收现金流的多少，但实际上，不良资产可回收现金流受多重因素影响，需要专业机构估值。其四，利率市场化改革不彻底。收益率数据是对不良资产证券化进行估值的基础，但由于中国利率市场化改革尚未彻底完成，国债发行规模较小，因此尚未建立完整的收益率曲线。

第二，不良资产证券化产品流动性较低。目前，中国不良资产证券化产品重启发行，但规模有限，流动性较低，无法为一级市场的发行提供定价帮助。造成这种局面的原因在于：其一，不良资产证券化产品的持有者单一，多为大金融机构，且产品规模较小，品种较少，因此，投资者多互持产品，且持有到期。其二，不良资产证券化产品主要在银行间市场发行，参与主体受金融市场分业经营分业监管制度限制，只能有有限的投资者购买。其三，不良资产证券化产品投资需要较高专业知识和操作经验，但目前多数金融机构人才积累不足，尤其是中小银行，限制了其深入参与。

第三，投资者群体及市场成熟度有待进一步提高。不良资产证券化产品一般被分为优先级和次级，通常优先级债券由于收益有保障，受到包括银行、基金和券商等金融机构的欢迎，而相对来说，次级债券由于存在高风险，要求投资者能够理性评估风险和收益，对其风险承受能力和投资能力均有较高要求。但目前由于缺乏成熟的投资群体，多数次级债券主要以打包方式转让给各家资产管理公司，限制了不良资产证券化的规模扩张。此外，未来最值得关注的是投资者对风险的认识程度，如果投资者对不良资产证券化的潜在风险没有充分认识，很可能在风险爆发时向不良资产证券化发行银行进行索赔，导致风险不能真正出表，以及可能存在的刚性兑付问题，反而加剧风险。

第四，法律机制的不完善影响不良资产证券化的大力推进。不良资产证券化过程涉及众多交易主体，交易结构复杂，需要完善的法律法规体系来保证其运作，否则很容易将局部风险演化为系统性风险。其一，特别目标载体（SPV）设立存在法律障碍。目前公司型SPV的设立很难满足中国法律对股份公司在注册资本等方面的要求，与不良资产证券化成本低、效益高的特点完全违背，需要从法律制度建设方面彻底改变。其二，信托受益权的法律地位需要进一步明确。不良资产证券化依赖信托制度而存在，但中国目前的法律对信托收益权证是否属于有价证券并没有明确立法，其资金募集方式类似于私募，在购买和营销中都受到限制。其三，不良资产证券化抵押权登记变更问题也导致不良资产证券化存在一定

法律风险和瑕疵。

（二）中国推进不良资产证券化的策略及主体选择

未来，不良资产证券化将成为中国不良资产处置的重要工具，但考虑到所面临的各种问题，在不良资产证券化产品设计中应采取相应策略，为不良资产证券化的全面推进奠定基础。

第一，不良资产证券化发展需要以保障金融体系的安全为前提，应将风险隔离（或风险分散）作为基本原则。即保证处置后的银行不良资产与银行正常资产之间风险隔离，贷款人被证券化的资产与其他资产之间的风险隔离，以及不良资产发起人和持有人之间的风险隔离。目前中国普遍采用的通过资管计划或信托计划进行隔离的做法缺乏法律支持，可能将风险留在发起人银行中，但却没有相应资本支持。因此，为了保证风险被真实有效隔离，需要成立独立的SPV。

第二，为了真正实现发行主体和持有主体的风险隔离，应推动投资者结构多元化。目前，中国现有证券化产品主要为信贷资产证券化，其基础资产均为优质资产，风险较低，加之其主要在银行间市场交易，发行者和投资者均为银行，因此超过一半的证券化产品仍然保留在银行内部，被不同银行交叉持有。未来，如果不良资产证券化产品仍然以这种模式销售，将失去风险隔离（或风险分散）的初衷。因此，随着资产证券化市场的深入发展，以及不良资产证券化的开展，应允许包括券商、基金、保险等在内的更多投资者进入，实现持有主体多元化，甚至可模仿韩国做法，引入外国投资者持有不良资产。

第三，对不良资产证券化而言，风险分散的关键是合理定价。只有合理的价格才能使得风险在买卖双方间达到平衡，否则或因投资者缺乏购买兴趣，或因银行没有进行资产证券化的动力，最终都无法实现不良资产证券化风险分散的目的。目前，不良资产证券化定价的基本思路是在相同评级、相同期限的银行间中短期票据的利率基础上增加包括流动性补偿和风险补偿在内的利差补偿，体现了高风险高收益原则。定价方式分为银行聘请独立评级机构开展调查、SPV聘请第三方独立机构开展调查、潜在购买者投标竞价三种，三种定价方式虽各有利弊，但都依赖金融中介服务机构。因此，对不良资产证券化进行合理定价，除了需要培育国内金融中介机构外，还可考虑引入国外相应金融中介结构。

第四，避免不良资产证券化风险传染的最重要举措是信息披露透明。受美国次贷危机影响，国内投资者对不良资产证券化投资较为谨慎，而实际上，次级贷款证券化与不良资产证券化存在较大差异，例如，定价方式和交易结构的不同。

但两者最根本的差异在于信息披露程度的不同，其中，次级贷款证券化隐瞒了基础资产的真实情况，没有进行充分的信息披露，使得定价按照一般资产证券化的定价方式进行，明显存在价格高估和风险低估；相反，不良资产证券化明确告诉投资者基础资产为不良资产，定价方式也不同于一般资产证券化，风险与收益相匹配。因此，信息的足够透明，将有助于投资者更好地理解所投标的，消除对不良资产的误解和风险恐惧，避免更大的风险积聚。

最后，关于发行主体，商业银行和资产管理公司均可成为不良资产证券化的发起人。在2005年至2008年中国首次资产证券化试点期间，发行了四单不良资产证券化产品^[1]，其中三单的发起人为资产管理公司，一单的发起人为商业银行。商业银行作为不良贷款的实际持有人，有优先选择是否作为不良资产证券化发起人的权利，但在已发行四单中仅选择了一单作为发起人，说明商业银行和资产管理公司作为发起人各有利弊。

目前来看，商业银行虽然可将不良资产打包处置给资产管理公司，但同时也必须向资产管理公司让渡一部分利益。另一方面，商业银行自己对不良资产进行证券化，需要具有相关能力和技术的人力投入，而这可能不是所有银行都具备的，尤其对中小银行来说，当不良资产规模没有足够大时，由自己作为发起人的成本会比较高。因此，对大银行来说，可以选择自己作为不良资产证券化的发起人，也可以将不良资产打包处置给资产管理公司；但对中小银行而言，将不良资产打包处置给资产管理公司或者其他大银行将是最优选择。

结论与政策建议

本文首先梳理了不良资产处置的国际经验，包括不良资产处置方式分类、不良资产处置模式以及不良资产处置与资产证券化的关系；其次，与2000年银行不良资产处置进行比较后，提出本次不良资产处置不可重复历史，应选择不良资产证券化方式；最后，对中国推进不良资产证券化的现状及前景进行分析，认为当前推进不良资产证券化仍面临诸多问题和风险，但可通过合理的策略选择进行应对。

[1] 包括东方资产管理公司所发行的“东元2006-1重整资产支持证券”、信达资产管理公司所发行的“信元2006-1重整资产支持证券”和“信元2008-1重整资产证券化信托”、建设银行所发行的“建元2008-1重整资产证券化信托”。

通过上述分析，本文得到以下结论：第一，资产证券化是依靠市场力量处置不良资产的主要工具；第二，经济下行期中国银行业不良资产快速增加，及时处置不良资产对金融稳定 and 经济发展至关重要；第三，当前中国不良资产处置不可重复历史老路，应推行资产证券化方式；第四，中国当前推进不良资产证券化应基于风险分散原则，发行主体可以是商业银行和资产管理公司，持有主体应该多元化。

目前，资产证券化在中国尚处于起步阶段，市场发展潜力巨大，但由于法律、监管等方面的缺陷，发展受到一定制约。不良资产证券化作为一种特殊的资产证券化模式，与一般资产证券化除了基础资产性质和定价方式不同外，其他方面没有区别。因此，制约一般资产证券化的问题对不良资产证券化同样存在，而不良资产证券化的特殊性决定了其在实践过程中将更为复杂。2016年5月27日，招商银行和中国银行同时发布不良资产证券化产品的最终发行文件，标志着不良资产证券化在时隔八年后正式重启。未来，为了进一步推进资产证券化在中国银行不良资产处置中发挥重要作用，我们提出以下政策建议。

第一，合理定价是资产证券化市场发展的前提。常言道“没有卖不出去的产品，只有定价不合理的产品”，这句话对资产证券化产品同样适用，只要具有合理的价格，便可以找到相匹配的投资者，因此合理的定价是资产证券化流通的关键。资产证券化产品合理定价需要拥有充分的披露信息、基准收益率曲线、历史违约数据以及适合本土的定价技术，但这些因素在当前中国均较为欠缺，未来应有针对性地采取相应措施，如加快利率市场化及配套改革，以完善收益率曲线；打破刚性兑付，允许违约出现；建立专业的外部独立估值机构，甚至可吸引外国金融中介机构进入；最后，加强信息披露可借鉴国际债券市场电子化交易平台的经验，为所有投资者提供更多的包括数据信息、交易分析与管理等在内的服务，同时对虚假信息的提供者实行无限期追责的严厉惩罚。

第二，提高产品流动性是资产证券化市场发展的根本。资产证券化产品根据发行主体的不同，分为信贷资产证券化、企业资产证券化和资产支持票据，三种产品被人为分割在银行间市场、深交所和上交所三个市场交易。市场之间无法流动，加之资产证券化产品本身存量较小，导致资产证券化流动性较低。对此，短期可借鉴企业债做法，允许资产证券化产品进行跨市场发行，长期可统一资产证券化交易平台。此外，可从一级市场扩容和多样化投资者结构着手。当前虽然资产证券化市场发展迅速，但与其他产品相比，市场规模仍然较小，对此可从便利

化发行程序以及降低发行成本等方面着手，鼓励企业通过发行资产证券化产品融资，尤其对于不良资产问题严重的金融机构，资产证券化更是较好选择。最后，针对投资者多为大金融机构的现状，需要考虑如何降低资产证券化市场进入门槛，引导包括外国投资者在内的更多投资者进入，并通过回购、做市商以及第三方流动性支持等制度安排提高二级市场流动性。

第三，有效监管是资产证券化市场健康发展的保障。不良资产证券化的基本原则是风险分散，但实际上，从美国次贷危机的爆发可以看出，资产证券化市场如果没有强有力的监管护航，甚至可能集聚风险。资产证券化产品将资本市场和货币市场相结合，业务链条较长，涉及到多个监管部门。但目前国内无相匹配的监管模式，多头监管容易造成监管过度或者监管缺失，因此未来短期内需要在一行三会间建立针对资产证券化的有效监管协调机制，长期可选择建立统一监管模式。此外，在资产证券化的监管中，应时刻防范风险，包括加强信息披露，尤其是与基础资产有关的信息，这一点对不良资产证券化更为重要；对投资者进行风险识别教育，强化行业自律行为；加强对具有系统重要性的金融机构监管，以及避免外部评级机构评级中的利益冲突。

第四，政府出台相关政策是资产证券化发展的关键。美、韩不良资产能够成功处置，与政府适时颁布了资产证券化相关法案密切相关，这些法案除了对资产证券化进行规范外，对不良资产证券化行为更有专门提及，为不良资产证券化的发展提供了依据。而在中国，除了缺乏专门的法律规范外，甚至现行立法中存在一些阻碍证券化发展的规定，例如，房地产质押权的集体转让及证券化产品重复征税等问题。因此，未来除了需要对阻碍证券化发展的规定进行改革外，应对资产证券化行为进行专项立法，包括明确信托受益权的法律地位，规范不良资产证券化行为等。■