

2016.03.27

不良贷款资产证券化：非标转标

——不良资产管理行业系列之三

	邱冠华（分析师）	赵欣茹（研究助理）	张宇（研究助理）
	021-38676912	021-38677369	021-38674875
	qiuguanhua@gtjas.com	zhaoxinru@gtjas.com	zhangyu015777@gtjas.com
证书编号	S0880511010038	S0880114080038	S0880115080189

本报告导读：

不良资产证券化的实质是非标转标的过程，银行借此除了能够实现不良加速处置之目的，还可以分享处置超额收益。但目前市场环境不成熟，利好程度有限。

摘要：

- 事件：3月24日，银行间协会公布《不良贷款资产支持证券信息披露指引（征求意见稿）》，面向有关单位征求意见。

● 点评：

1、不良ABS的内在逻辑：非标转标，用私有信息换取流动性

银行信贷原本是基于私有信息的融资行为。实施ABS后，要将其掌握的私有信息披露，以便投资者判断投资价值，最终形成相对标准化的证券，出售给投资者，从而实现现金回流。

不良ABS基础资产的非标准化程度极高，未来现金流更难预期。因此，交易商协会出台了本指引，对信息详细作出详细规定，以便投资者获取信息并定价。

2、不良ABS的外部条件：市场环境不成熟，影响发起人积极性

- 1) ABS二级市场交易不活跃，导致价格发现功能失效。
- 2) 银行刚性兑付难破，ABS难以将真实风险转出，易沦为会计出表工具。
- 3) 合适的潜在投资者有限，尤其是次级产品的投资者。
- 4) 不良贷款估值方法不成熟，影响投资者参与积极性。

3、发起人的内在动力：能够分享处置收益

不良ABS和转让AMC均是银行不良资产转让方式，最大的差异在于能否分享处置收益。若银行对资产处置的预期收益率较高，将倾向选择不不良ABS；若小于，则选择卖的给AMC。

此外，与转让给AMC相比，不良ABS除具备折价率较高这点优势外，劣势主要有：①刚性兑付预期下难以将风险实质性出表；②对释放资本作用有限；③需公开部分客户信息，影响发行积极性；④交易结构复杂，参与方众多，需要相互磨合协商，前期费时费力。

4、结论：市场外部条件尚不成熟，利好程度有限

不良ABS对银行构成利好，目前仍处于不良ABS试点阶段，市场外部条件尚不成熟，利好程度有限。对银行的利好主要体现在：

- 1) 使银行不良处置渠道丰富，利于处置回收水平提升。
- 2) 为避免核心客户信息外泄，承销一般在商业银行投行部门之间交互完成，这一方面为银行提供新的业务增长点，另一方面有助于培养银行在综合金融中的专业能力。

● 投资建议：维持行业中性评级

预计2016年银行资产质量仍面临较大压力，维持银行板块中性评级。个股推荐民生银行（最大预期差）、中国银行和建设银行（高分红）。

风险提示：经济下行背景下，资产质量超预期恶化。

评级：

中性

上次评级：

中性

细分行业评级

相关报告

商业银行：《移动支付的银行账户保卫战》	2016.03.21
商业银行：《刷卡手续费下调，卡产业模式生变》	2016.03.18
商业银行：《不良资产管理行业生态趋于完善》	2016.03.17
商业银行：《甲之砒霜，乙之蜜糖》	2016.02.25
商业银行：《供给侧改革做主角，宽松预期降温》	2016.02.14

目 录

1. 基本情况：非标转标，盘活存量.....	3
1.1. 内在逻辑：用私有信息换取流动性.....	3
1.2. 信息披露：投资者定价的核心依据.....	4
1.3. 海外案例：处置不良的手段之一.....	4
2. 外部条件：市场尚不成熟.....	4
3. 内部动力：分享处置收益.....	5
4. 研究结论：利好商业银行.....	6
5. 附录：不良 ABS 历史案例.....	7

1. 基本情况：非标转标，盘活存量

1.1. 内在逻辑：用私有信息换取流动性

不良贷款资产贷款证券化（下文简称“不良 ABS”）原理与信贷资产证券化相同，均是将非标准化的信贷资产转化成标准化、可在公开市场流通的证券化产品。在间接金融下，银行通过尽调等信息生产工作获取信息，并依赖这些信息风险定价，发放贷款获得收益。这些信息是银行的私有资产，具有商业价值。实施 ABS 后，银行需将其掌握的私有信息披露，投资者用公开的信息定价，最终形成相对标准化的证券。银行则借此实现资金回流，盘活存量。因此，证券化过程的本质是用信息换取流动性。

信贷资产证券化也是一种流动性管理的工具。随着金融市场化改革的推进，利率和流动性波动加大，银行实施信贷资产证券化的动力越来越强，因为 ABS 是盘活存量、解决资产负债不匹配的少数手段之一。

银行在利率市场化阶段使用 ABS 的动机要大于利率管制时代。

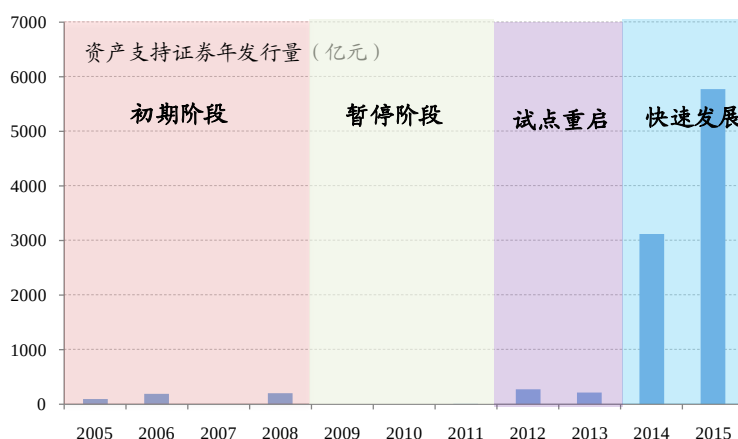
①利率管制时代，存贷利差相对固定，存款余额相对稳定，银行发放贷款后，只需一直持有赚取红利，将贷款利息收入让渡的动力很小。

②在利率市场化阶段，会出现两种情况：

- 利率风险：假设存款利率上升使利差收缩，银行希望将低息贷款置换成高息贷款，保持盈利空间；
- 流动性风险：如果存款或其他负债出现流失，银行可短期用同业拆借补充缺口，然后使用 ABS 将部分贷款转出收回现金，偿还同业负债，使资产结构重新匹配负债的变化。

在 2005 年启动试点后，信贷资产证券化规模并没有什么起色。从 2014 年起，规模迅速攀升，一方面是 ABS 业务转常规，另一方面也是因为我国金融市场化水平持续提高，银行动机增强。

图 1：2014 年起，ABS 发行规模迅速攀升



数据来源：国泰君安证券研究

短期内，我国整体环境仍是资产荒，因此银行用优质资产实施 ABS 的意愿仍低，而不良 ABS 却有较大空间。

1.2. 信息披露：投资者定价的核心依据

不良 ABS 的特殊之处在于基础资产现金流高度不稳定，证券定价难度更大，因此对信息披露要求更多。3 月 24 日公布的《不良贷款资产支持证券信息披露指引（征求意见稿）》在立足现有信息披露框架的基础上，针对不良 ABS 业务特点，增加了以下信息披露要点：

- 证券化相关机构不良贷款历史经验及数据，尤其是发起机构、贷款服务机构、资产池实际处置机构等；
- 基础资产价值评估相关的尽职调查、资产估值程序及回收预测依据等，主要用于为投资者提供基础的估值依据；
- 不良贷款基础资产的信息，包括入池资产抵（质）押物特征、回收率预测及现金流回收预测等信息。

1.3. 海外案例：处置不良的手段之一

海外已有银行不良 ABS 的一些案例，美国、日本、韩国均在信贷危机中使用过不良 ABS 来处置不良资产，推动信贷市场恢复正常。

两次储蓄信贷机构破产潮时，美国于 1989 年成立重组信托公司，专门接管和处理储蓄信贷机构的不良资产。5 年间共处理资产的账面价值达 4580 亿美元，发行了 20 多项规模超过 140 亿美元的不良资产支持证券。

1997 年亚洲金融危机期间，日本在不良贷款证券化中引入政府条件式信用增强模式，即当特殊目的机构无法从担保品获得足够的现金流时，政府补足给投资者，用以增强投资者信心。

韩国不良贷款证券化源于 1997 年亚洲金融危机导致的韩国银行危机。韩国政府设立了一家处理金融机构不良资产的专营机构——韩国资产管理公司（KAMCO）。据不完全统计，通过资产证券化方式处置的不良资产面值约 8 万亿韩元（对应发行证券 4 万亿韩元），占总处置资产的 12.7%。

2. 外部条件：市场尚不成熟

目前是不良 ABS 的试点阶段，外部市场条件尚不成熟。因此，我国实行了先管制后发展的路径，发展初期采取限制发行额度、审批制等手段。政府指导下的渐进式发展方针在防范风险上有其优越性。

不良 ABS 外部条件不成熟主要体现在四个方面。

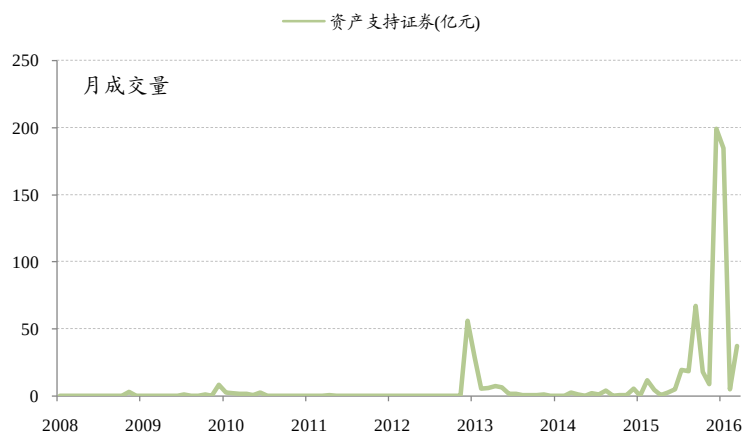
第一，二级市场的功能是价格发现，银行间市场 ABS 交易不活跃，导致定价困难。相比银行间中期票据上万亿的月均成交量，银行信贷资产支持证券在银行间债券市场上每月仅有不到数十亿亿元的成交额。主要

原因有二：

① 沪深交易所和银行间债券市场相互割裂，商业银行作为 ABS 主要投资者只能在银行间市场交易，资产支持证券被银行间市场垄断，个人投资者和大多数非金融企业较难参与。

② 资产支持证券能在银行间市场可以质押回购，但在交易所市场仍不允许，一旦持有后变现能力差。

图 2：ABS 市场交易活跃度不高



数据来源：国泰君安证券研究

第二，合适的潜在投资者有限，尤其是次级产品的投资者。不良 ABS 的交易主要集中在银行间市场，大部分产品在商业银行间相互持有，一旦基础资产出现大规模违约，最终承担损失的仍然是银行体系。

第三，市场仍有刚性兑付的预期，银行风险仍难实质性出表，易沦为会计出表工具。目前国内资产管理行业仍有较强的刚性兑付倾向，银行不得不替投资者承受可能的潜在损失。

第四，不良贷款估值方法不成熟。影响不良贷款处置回收的因素较多且复杂，导致预测的回收现金金额和回收时间存在很大的不确定性，给估值造成很大困难。

3. 内部动力：分享处置收益

不良 ABS 和转让给 AMC 均是银行转出不良贷款、降低不良率、盘活存量的渠道，两者优劣势各有不同（详情如表 1 所示）。

表 1：不良 ABS 与转让给 AMC 优劣比较

项目	不良 ABS	转让 AMC	比较
折扣率	较高（以建元 2008-1 为例，折价率 25% ¹ ）	较低（现阶段一般 2 折左右）	优势

¹ 以建设银行 2008 年发行的不良 ABS 为例，不良贷款的未偿本金和利息总计为 113 亿，而内部估算的产品期限内可回收资产价值大约 38 亿，优先和次级规模共计 28 亿。

风险	刚兑下真实风险仍留在银行，难以实质出表	风险出表	劣势
收益	可获得持有的次级部分对应的超额收益	无法享受处置收益	优势
对资本影响	持有的劣后部分依然占用资本	资产完全出表，不占用资本	劣势
对拨备影响	消耗拨备	消耗拨备	相似
信息	需公开信息，会损失一部分客户信息优势，影响积极性	信息需提供给 AMC	相似
交易复杂度	交易结构复杂，参与方众多，影响银行积极性	交易过程简单	劣势

数据来源：国泰君安证券研究

不良 ABS 和转让 AMC 最大的差异在于是否分享处置收益。因此，若预期处置收益率较高，银行为缓解表内资产质量压力，将选择不良资产证券化；否则，则倾向选择转出给 AMC。

值得注意的是，由于银行需要自持部分次级，预计不良 ABS 对银行释放资本的效果有限。假设优先、次级档证券规模比重分别为 70%、30%，风险权重分别为 20%、1250%²。①若发行人按照释放资本最多的方式，持有优先、次级的比重为 3.5%、1.5%³，可释放资本 80.55% (100%-20%*3.5%-1250%*1.5%)；②若发行人自持的 5%全部为次级，可释放资本 37.5%；③若发行人自持全部的 8%，且全部为次级，则无法释放资本。

4. 研究结论：利好商业银行

总体来讲，不良 ABS 对银行属于利好。但现阶段仍处于试点阶段，市场外部条件尚不成熟，利好程度有限。

- 使银行不良处置渠道丰富，利于处置回收水平提升。
- 为避免核心客户信息外泄，承销一般在商业银行投行部门之间交互完成，这一方面为银行提供新的业务增长点，另一方面有助于培养银行在综合金融中的专业能力。

未来随着市场逐步扩容，交投活跃后，不良 ABS 定价功能可发挥实际作用，不良 ABS 将成为银行盘活存量的有效手段。

外部条件改善的方面注意包括：

扩大发行者范围：相关产品发行数量的逐渐增多和市场规模的不断扩大将提高产品接受度。

培育合适机构投资者：这对于提高市场的活跃度和流动性、分散风险将起到良好效果。从欧美市场来看，这些机构投资者也正是对资产支持证券最主要的和最稳定的投资者。

规范法律制度，实现真正风险隔离：风险隔离标准有法可依、监管框架更加明晰。

扩容市场：打破银行间债券市场和交易所债券市场的壁垒，建立统一、高效的全国性债券市场。

²债券资产，B+及以下包括未评级债券的风险权重为 1250%，而 AAA 级到 AA-级的风险权重仅为 20%。

³ 监管规定，信贷资产证券化发起机构需保留不低于 5%的基础资产信用风险，持有最低档次资产支持证券的比例不得低于该档次资产支持证券发行规模的 5%。

5. 附录：不良 ABS 历史案例

表 2：不良贷款证券化历史案例

	建元 2008-1	信元 2006-1
发行规模	优先级 21.5 亿元；次级 6.15 亿元	优先级发行规模为 30 亿元；次级 18 亿元
发行场所	全国银行间债券市场	全国银行间债券市场
发起机构	建设银行	信达公司
受托机构	中诚信托	中诚信托
资金保管机构	工商银行	民生银行
承销机构	中金公司	中金公司
信用评级机构	联合资信	中诚信国际
基础资产	1. 资产池：为建行所持有的不良贷款资产。截至“交易基准日”（2007 年 6 月 20 日），“资产池”的“未偿本金余额”为 9,550,435,243 元（95.5 亿元），所欠利息余额为 1,799,394,563 元（17.99 亿元），本息合计为 11,349,829,806 元（113.5 亿元）。“资产池”共涉及“借款人”565 户，“贷款合同”1,000 笔。“借款人”分布于建行 10 个一级分行所辖地区，涉及 17 个行业。	1. 资产池：信达公司于 2004 年 6 月经公开竞标，从“中国银行”收购的不良贷款（可疑类）中的企业贷款部分。截至“交易基准日”（2004 年 5 月 31 日），“资产池”共涉及 3,111 户“借款人”，7,619 笔贷款，全体贷款的“未偿本金余额”为人民币 21,037,289,482 元（210.37 亿元），利息余额为 10,390,799,469 元（103.9 亿元），本息合计为 31,428,088,951 元（314.28 亿元）。“借款人”分布在广东省 20 个地区，涉及制造、批发和零售，房地产等 20 个行业。
优先级	信用评级 AAA 级，发行规模 21.5 亿元	信用评级 AAA 级，发行规模 30 亿元
次级	不评级，发行规模 6.15 亿元	不评级，发行规模 18 亿元
定价利率	优先级：6.08% 次级：无利率	优先级：3.8% 次级：无利率
期限	5 年	5 年

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 3: 上市银行盈利预测及估值表

	净利润增速		EPS (元)		BVPS (元)		市盈率 PE		市净率 PB		评级	目标价	涨幅空间	收盘价
	15 年 E	16 年 E	15 年	16 年	15 年	16 年	15 年	16 年	15 年	16 年		(元)		(元)
兴业银行	7.5%	7.0%	2.66	2.85	16.37	18.61	5.82	5.44	0.94	0.83	增持	21.15	37%	15.47
民生银行	3.6%	5.4%	1.26	1.33	8.19	9.38	7.19	6.82	1.11	0.97	增持	12.34	36%	9.09
平安银行	15.3%	13.8%	1.60	1.82	11.34	12.99	6.64	5.83	0.93	0.82	增持	17.09	61%	10.59
招商银行	6.0%	7.0%	2.35	2.51	14.28	16.09	6.86	6.41	1.13	1.00	增持	23.55	46%	16.13
中信银行	1.1%	1.4%	0.84	0.85	6.49	7.13	7.11	7.01	0.92	0.84	谨慎增持	7.12	19%	5.98
光大银行	5.0%	6.0%	0.65	0.69	4.77	5.27	5.70	5.37	0.78	0.70	谨慎增持	5.49	48%	3.70
股份制	6.1%	6.5%					6.48	6.07	0.98	0.87				
工商银行	1.0%	1.0%	0.78	0.79	4.87	5.39	5.48	5.42	0.88	0.79	谨慎增持	5.72	34%	4.28
农业银行	0.8%	0.5%	0.56	0.56	3.70	4.07	5.67	5.65	0.85	0.78	谨慎增持	3.62	15%	3.16
中国银行	0.8%	0.4%	0.58	0.58	4.41	4.80	5.79	5.76	0.76	0.70	谨慎增持	5.08	51%	3.36
建设银行	1.0%	0.8%	0.92	0.93	5.61	6.23	5.26	5.22	0.86	0.78	谨慎增持	6.30	30%	4.84
国有行	0.9%	0.7%					5.67	5.63	0.83	0.75				
北京银行	8.4%	9.1%	1.34	1.46	8.81	10.04	7.54	6.91	1.14	1.00	增持	12.63	25%	10.08
南京银行	22.9%	19.8%	2.05	2.45	13.67	15.61	7.73	6.45	1.16	1.01	增持	23.88	51%	15.82
宁波银行	8.4%	11.7%	1.56	1.75	10.04	11.40	8.62	7.72	1.34	1.18	增持	18.69	39%	13.49
城商行	11.4%	12.1%					7.96	7.03	1.21	1.07				
上市行	2.4%	2.4%					6.51	6.11	0.98	0.87				

数据来源: wind, 国泰君安研究。注: 收盘价以 2016 年 3 月 25 日为准。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		