



# 金融资产管理公司多元化经营风险暴露 主业回归成趋势

## 分析师

文广垠 010-67413318  
金融部 分析师  
wenguangyin@dagongcredit.com

周立干 010-67413461  
金融部 分析师  
zhouligan@dagongcredit.com

董秋含 010-67413425  
金融部 分析师  
dongqiuhan@dagongcredit.com

赵子媛 010-67413401  
金融部 分析师  
zhaoziyuan@dagongcredit.com

## 客户服务

电话：010-67413300  
客服：4008-84-4008  
Email: research@dagongcredit.com

近年来，全国性金融资产管理公司（以下简称“AMC”）的多元化经营风险引起监管机构和行业的高度重视。在不良资产管理主业经营中，四大 AMC 面临资金和定价两大难题，存在较为明显的期限错配，增加了其流动性风险。同时，我国四大 AMC 具有综合性金融集团的特征，四大 AMC 除不良资产管理主业外其他业务产生的收入已经成为其利润的重要组成部分，但主要源于金融投资业务的多元化经营风险也可能侵蚀集团经营业绩。随着多元化经营风险暴露，行业监管趋严，四大 AMC 聚焦主业、回归本源的思路愈加清晰。随着房企风险不断暴露，未来四大 AMC 将开启房企风险化解新使命。

- **四大 AMC 面临资金和定价两大难题：**作为不良资产市场的主力军，四大 AMC 引领不良资产市场走向，但长周期且低成本资金的匮乏及不良资产本身的特性使其面临资金和定价两大难题；
- **四大 AMC 存在较为明显的期限错配风险：**四大 AMC 不良债权资产中收购重组类业务占比处于较高水平，负债端期限较短，其主业资产回收周期与资金端债务偿还期限存在较为明显的错配，经济下行时对其再融资能力提出了一定的挑战；
- **四大 AMC 业务多元化所面临的风险更多源于其开展的金融投资业务：**四大 AMC 业务多元化所面临的风险更多源于其开展的金融投资业务，投资风险将使集团面临较大的资产减值计提压力，并对资本形成消耗；而承做金融投资业务的子公司层级往往较为分散，集团对子公司的管理难度加大，同时金融投资子公司会涉及集团内关联交易或资金拆借等，进一步加剧金融投资风险在集团内传染。
- **四大 AMC 将开启房企风险化解新使命、加快问题房企市场出清步伐：**随着“房住不炒”的政策延续实施和房地产贷款集中度整改规范，房地产行业经营将继续面临严峻态势，目前多家房企已出现实质性违约，在聚焦主业、回归本源的背景下，四大 AMC 将开启房企风险化解新使命、加快问题房企市场出清步伐。

2022 年 3 月 28 日

全国性金融资产管理公司从开展政策性不良资产处置业务逐步向商业化转型，并发展成为以不良资产管理为主业的综合性金融集团；近年来，随着多元化经营风险暴露，行业监管趋严，聚焦主业、回归本源的思路愈加清晰。

1999年，为了妥善处置国有商业银行和国家开发银行在亚洲金融危机中形成的不良资产，中国华融资产管理股份有限公司（以下简称“中国华融”）、中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“中国信达”）、中国东方资产管理股份有限公司（以下简称“中国东方资产”）和中国长城资产管理股份有限公司（以下简称“中国长城资产”）应运而生。在政策性不良资产处置任务基本完成后，四大AMC开始探索商业化转型。2012年10月，原中国银行业监督管理委员会向四大AMC下发《金融资产管理公司收购非金融机构不良资产管理办法（征求意见稿）》，四大AMC正式开展非金融企业不良业务，并逐步向综合性金融集团转型。目前，四大AMC已转型为广泛涉足银行、保险、券商、信托、房地产开发等领域的综合性金融集团。2020年3月，中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）下发《中国银保监会关于建投中信资产管理有限责任公司转型为金融资产管理公司的批复》，中国银河资产管理有限责任公司（以下简称“中国银河资管”）成为第五家全国性AMC，但由于中国银河资管成立时间较短，与其他四大AMC缺乏历史可比性，因此不纳入本文研究范围。

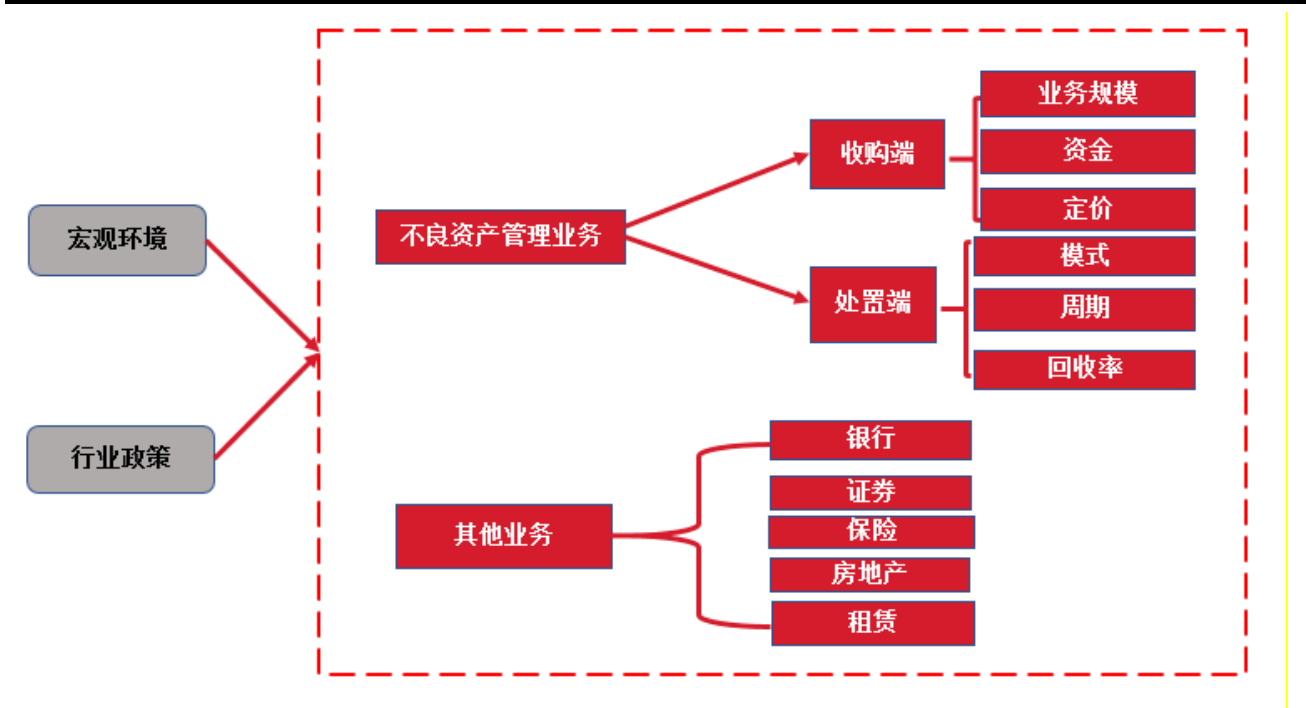


图1 AMC向综合性金融集团转型下的业务框架

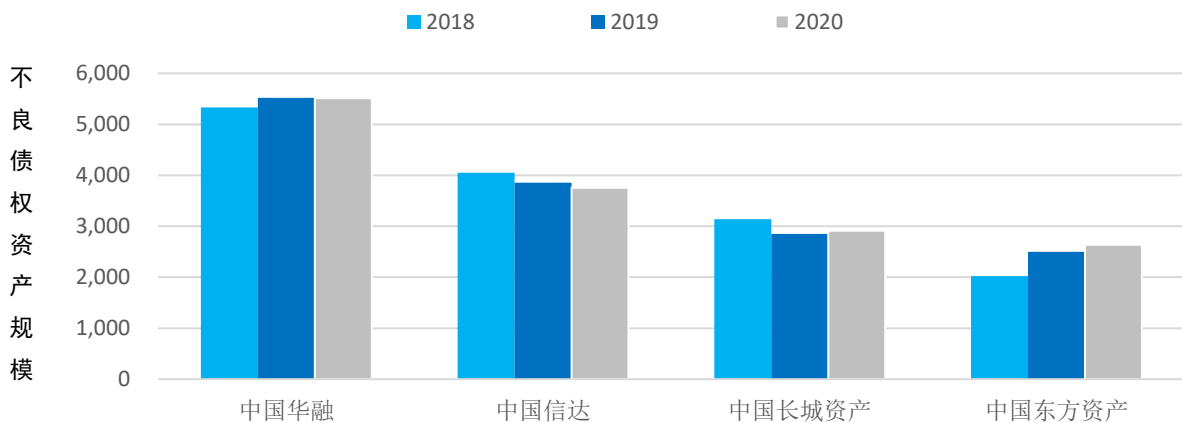
数据来源：大公国际整理

2020年以来，面对突如其来的新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）和复杂多变的国内外环境，我国经济面临较大的挑战。在宏观经济下行背景下，企业经营风险加剧，我国阶段性凸显的债务问题致使不良资产管理行业持续扩容，逐步形成以全国性AMC和地方资产管理公司（以下简称“地方AMC”）为参与主体的市场格局。受益于政策的推动以及不良资产持续增加的客观

现实，我国不良资产管理行业得到快速发展。但在经济下行期，不良资产包价值进一步下行、处置难度加大，对不良资产的估值定价和处置回收产生一定不利影响，从而引发不良资产管理公司的经营风险。近年来，四大 AMC 的多元化经营风险引起监管机构和行业的高度重视。2022 年 1 月，银保监会发布《银行保险机构关联交易管理办法》，规定金融资产管理公司非金融子公司负债依存度不得超过 30%，引导 AMC 回归主业。2022 年 2 月，银保监会主席郭树清就“金融资产管理公司如何聚焦主业，积极参与中小金融机构改革化险”召开座谈会。可见，AMC 聚焦主业、回归本源的思路愈加清晰。

**作为不良资产市场的主力军，四大 AMC 引领不良资产市场走向，但长周期且低成本资金的匮乏及不良资产本身的特性使其面临资金和定价两大难题。**

我国不良资产市场持续扩容，日益多元化的参与主体使得竞争趋于激烈，但四大 AMC 凭借较大的资本规模、丰富的市场实践经验和强大的政策运用能力等维持着不良资产一级市场主要批发商和二级市场主要资产处置供给方的地位。从不良债权资产收购规模来看，在政策性不良资产处置阶段，四大 AMC 收购的不良资产规模没有明显差异，截至 2004 年 6 月，中国信达、中国华融、中国长城资产和中国东方资产收购的不良资产规模分别为 3,962 亿元、4,128 亿元、3,459 亿元和 2,773 亿元。经过商业化转型和多元化业务拓展，四大 AMC 市场化业务迅猛发展，其中中国华融不良资产管理主业扩容尤为明显，2018 年以来中国华融不良债权资产规模稳居四大 AMC 首位且远超其他三家 AMC。



**图 2 2018~2020 年末四大 AMC 不良债权资产规模情况（单位：亿元）**

注：此图为集团本部口径数据

数据来源：Wind，大公国际整理

从不良债权资产收购来源看，2018 年以来有公开数据的三家 AMC 的金融机构类不良债权资产占比波动上升。具体而言，除中国华融主要收购非金融机构类不良债权资产外其他两家 AMC 收购的金融机构类和非金融机构类不良债权资产占比较为均衡。

**表 1 2018~2020 年末四大 AMC 金融机构类不良债权资产占比情况（单位：%）**

公司名称	2020 年末	2019 年末	2018 年末
中国东方资产	54.10	54.42	42.90
中国信达	51.31	49.88	47.75
中国华融	35.20	31.30	31.90
中国长城资产	未对外披露		

注：此表为集团本部口径

数据来源：Wind、大公国际整理

不良资产管理行业是资金密集型行业，不良资产包的收购需要大量资金，四大 AMC 往往借助杠杆开展业务，从 2018~2020 年末四大 AMC 资产负债率指标可见，其债务负担普遍较重，尤其是中国华融 2020 年末资产负债率高达 96.96%，较重的债务负担在外部环境不利变动或内部经营不善时会使其面临较大的财务风险。与此同时，不良资产管理业务具有明显的逆周期性，部分不良资产需要在经济周期的低点收购、高点处置才能获得最佳收益，因此不良资产收购需要可长期使用的低成本资金，而资本市场中长周期且低成本资金供给匮乏无法满足四大 AMC 这一资金需求。四大 AMC 作为金融机构虽然可以通过同业拆借获取低成本资金，但同业拆借资金是短期流动性资金，与其需要跨周期经营的业务存在期限错配风险。

**表 2 2018~2020 年末四大 AMC 资产负债率情况（单位：%）**

公司名称	2020 年末	2019 年末	2018 年末
中国华融	96.96	84.71	85.00
中国长城资产	85.27	85.04	87.54
中国信达	82.89	81.33	82.07
中国东方资产	78.79	81.55	79.81

数据来源：Wind、大公国际整理

定价是交易的前提，但由于不良资产回收不确定性较大且定价效率低，因此其估值存在较大的难度。虽然四大 AMC 成立时间长、经验和人才优势突出，但不良资产回收受宏观经济周期、底层资产质量、债务人属性等多重因素影响，回收具有较大的不确定性，四大 AMC 在不良资产估值中面临诸多难题。此外，不良资产往往是周期性、阶段性产生，不良资产市场供需情况变化较大，不良资产定价效率低。

四大 AMC 不良债权资产中收购重组类业务占比处于较高水平，负债端期限较短，其主业资产回收周期与资金端债务偿还期限存在较为明显的错配，经济下行时对其再融资能力提出了一定的挑战。

随着不良资产市场广度和深度的推进，四大 AMC 处置不良资产的方式逐步向盘活不良资产的方式转型发展，通过不良资产重组、市场化债转股、不良资产证券化以及“互联网+不良资产”等创新型方式处置不良资产包，以期满足交易多方利益诉求。但对比传统的处置方式如现

金催收、抵押物处置和二次转让等方式，此类创新型处置方式周期较长，长期的资金挤占了公司的可用资金，尤其在当下疫情冲击叠加经济下行期企业经营状况短期难以改善，增加了四大 AMC 的流动性风险。

按照经营模式划分，四大 AMC 不良债权资产业务分为收购处置类和收购重组类业务，其中收购处置类业务主要通过不良资产包的二次转让和诉讼追偿以及以物抵债等方式实现增值收益，处置周期约为 12~36 个月；收购重组类业务主要通过债务重组、资产整合或企业重组等手段获取重组收入，由于不确定性因素较多其处置周期较收购处置类业务周期普遍较长，承担的处置风险较大。从不良债权资产业务结构来看，2018~2020 年末四大 AMC 收购重组类业务占比处于较高水平，处于 40%~70% 区间，其中中国华融收购重组类业务占比始终处于高位。

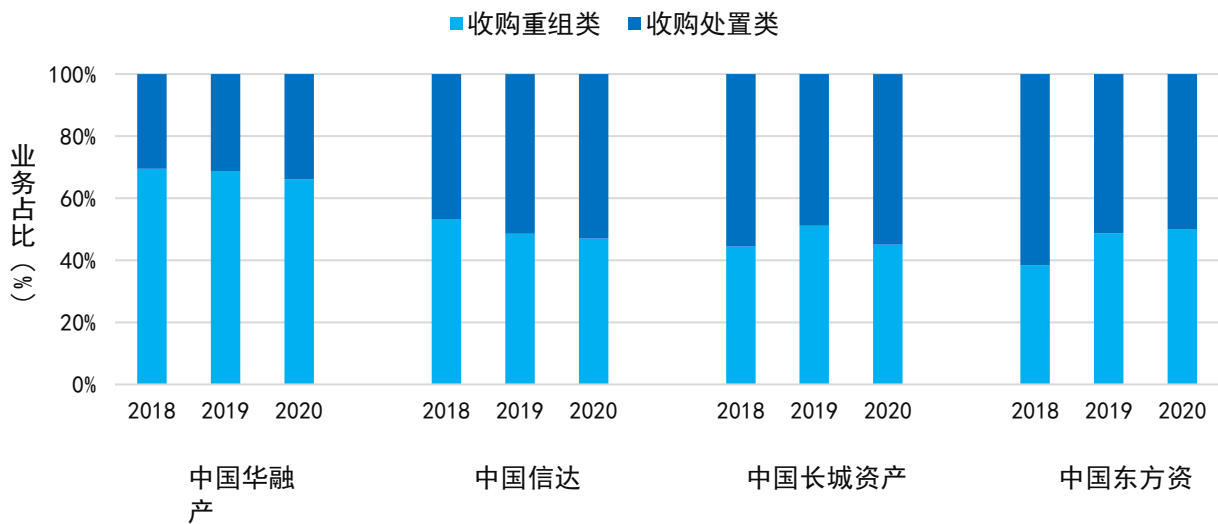


图 3 2018~2020 年末四大 AMC 不良债权资产业务结构情况 (单位: %)

数据来源: Wind, 大公国际整理

不良债权资产处置效率方面，2017~2019 年末，四大 AMC 不良债权资产平均现金回收率约为 50.00%，其中中国长城资产约为 57.55%，中国华融约为 52.35%，中国信达约为 45.28%，中国东方资产约为 42.33%，其处置效率仍有一定的提升空间。

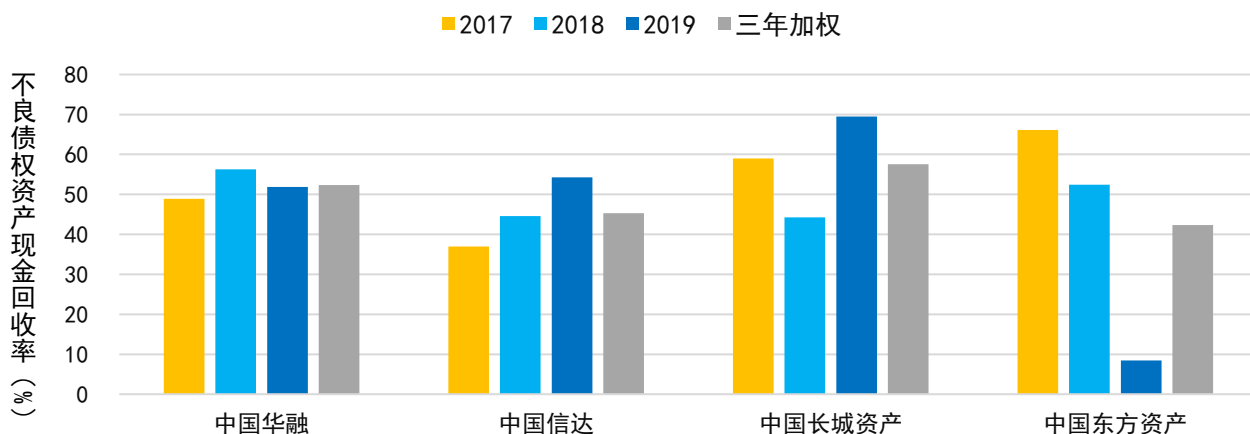


图4 2017~2019年末四大AMC不良债权资产现金回收情况 (单位: %)

数据来源: Wind, 大公国际整理

从不良债权资产处置端周期来看,四大AMC不良债权资产的平均处置周期约为3年,具体来看,2020年末中国华融不良债权资产处置周期约为2.88年,中国信达约为2.97年,中国东方资产约为2.44年。融资渠道方面,四大AMC主要通过资本市场发行金融债券和二级资本债券以及资产支持证券,银行借款等方式获取资金,其中银行借款以短期借款为主。负债端期限方面,2020年末四大AMC负债端规模约65%在一年以内,具体来看,2020年末中国华融负债端期限约为2.31年,中国东方资产约为2.14年,中国长城资产约为2.09年,中国信达约为1.91年,负债端期限普遍较短。总体来看,对比四大AMC不良债权处置周期与其负债端期限,其主业资产回收周期与资金端债务偿还期限存在较为明显的错配,经济下行期对其再融资能力提出了一定的挑战。

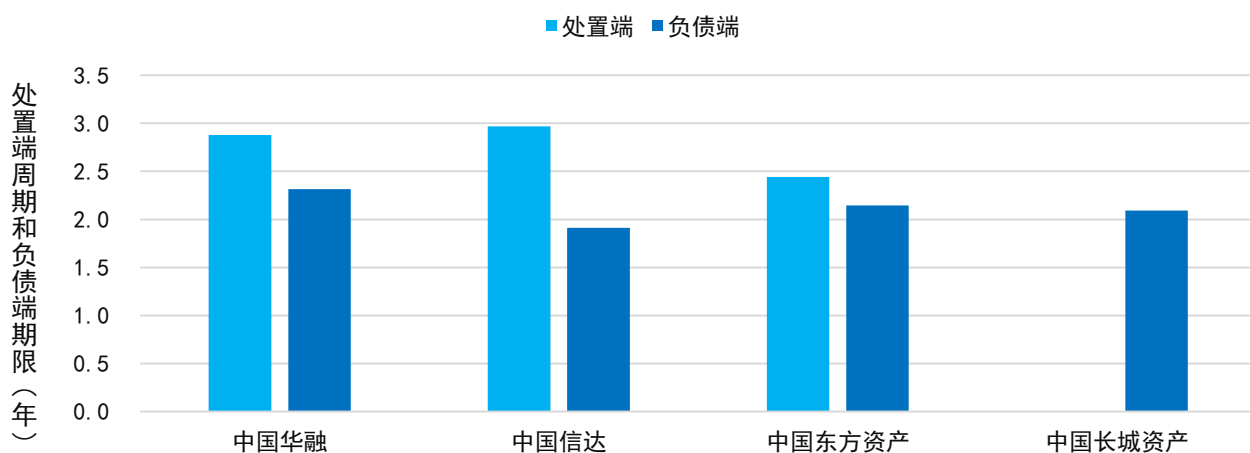


图5 截至2020年末四大AMC不良债权资产处置端周期和负债端期限情况 (单位: 年)

注: 受限于数据可得性, 未统计中国长城资产不良债权资产处置端周期

数据来源: Wind, 大公国际整理

四大 AMC 业务多元化所面临的风险更多源于其开展的金融投资业务，投资风险将使集团面临较大的资产减值计提压力，并对资本形成消耗；而承做金融投资业务的子公司层级往往较为分散，集团对子公司的管理难度加大，同时金融投资子公司会涉及集团内关联交易或资金拆借等，进一步加剧金融投资风险在集团内传染。

四大 AMC 政策性不良资产处置任务基本完成后开始完善子公司建设，布局多元化金融业务，逐渐成长为跨市场、跨行业、跨区域的综合性金融集团。目前，四大 AMC 已拥有银行、保险、证券、金融租赁、信托等多家金融牌照，同时涉足投资、地产等领域，除不良资产管理主业外其他业务产生的收入已经成为四大 AMC 利润的重要组成部分。以中国信达为例，2018~2020 年，中国信达包括银行、证券、信托等金融服务业务的收益逐年增长，对集团利润的贡献度已与其传统不良资产经营业务相当。

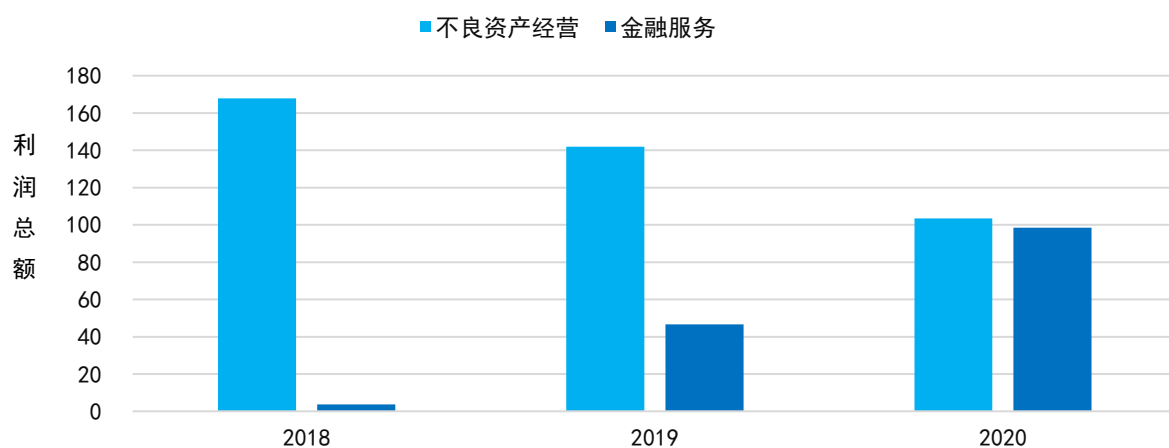


图 6 2018~2020 年中国信达分部分盈利情况 (单位: 亿元)

数据来源: 中国信达 2018~2020 年审计报告

从金融服务的行业来看，银行、保险行业持续处于严监管环境，监管机构不断推进防范化解金融风险的制度建设，整顿金融秩序，强化银行保险机构治理水平，加强对股东行为的规范。控股股东与银行、保险子公司关联交易受到关联度的制约，同时与相关子公司之间的资金调度存在障碍。银行、保险子公司经营相对独立，与控股股东本部经营风险形成一定程度的隔离。

四大 AMC 业务多元化发展所面临的风险更多源于其金融投资业务。金融投资业务主要通过设立金融投资公司开展，其性质属于非金融企业，但以货币作为经营资产，从事影子银行业务，资金来源主要为借款，并在资产端通过各类债务工具进行资金投放。借助于集团提供保证担保或流动性支持函等，金融投资子公司能够获得金融机构授信。如果金融投资子公司的债权资产能够安全回收现金，就能够对偿债形成保障，并获得利润；反之，就会面临较大的资产减值计提压力，同时集团也要承担连带资金损失的风险，并对资本形成消耗。与此同时，开展金融投资业务的子公司层级往往较为分散，且参股的资本结构也较为复杂，同时投资业务在境内境外均有涉及，使得集团对子公司的管理难度加大，其资金投放容易出现违法、不合规或利益输送的情况。此外，金融投资子公司由于投资或流动性管理需要，会涉及集团内的关联交易业务或

资金拆借等，进一步加剧金融投资风险在集团内传染。

以中国华融为例，2018~2020 年期间，中国华融包括信托及其他资产管理业务、财务性投资、国际业务等资产管理和投资板块持续亏损。其中 2020 年，受疫情冲击和市场负面舆情等多重因素叠加影响，子公司金融投资业务风险进一步暴露，底层风险资产加速劣变，中国华融加大计提减值损失和确认公允价值损失，致使资产管理和投资业务出现大额亏损，同时加剧集团亏损。

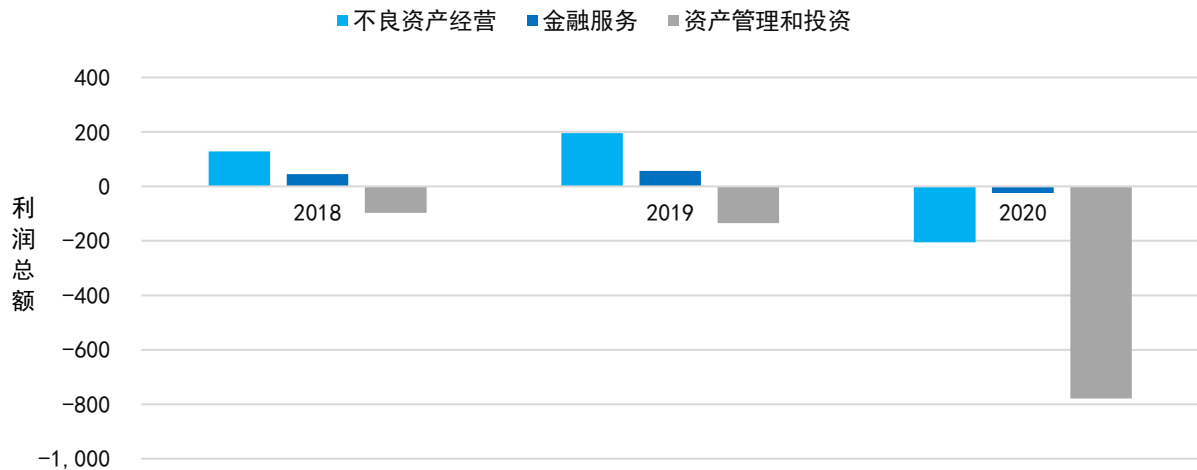


图 7 2018~2020 年中国华融分部分盈利情况（单位：亿元）

数据来源：中国华融 2018~2020 年审计报告

在聚焦主业、回归本源的背景下，四大 AMC 将开启房企风险化解新使命、加快问题房企市场出清步伐。

随着“房住不炒”的政策延续实施和房地产贷款集中度整改规范，房地产行业经营将继续面临严峻态势，目前多家房企已出现实质性违约，预计未来房地产及密切相关行业会成为不良资产的主要供给来源。2022 年 2~3 月，中国东方资产和中国长城资产分别获批发行人民币 100 亿元的金融债券，相关募集资金主要用于重点房地产企业优质项目的风险化解及处置。未来四大 AMC 将开启房企风险化解的新使命，促进房地产行业风险化解和问题房地产企业市场出清的步伐加速。

## 报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。