



中国东方
CHINA ORIENT



东方金诚
GOLDEN CREDIT RATING

中国东方资产管理股份有限公司
旗下信用服务机构

2024 东方信用研究

系列 3 金融与资产证券化篇

东方金诚信用风险展望系列报告

GOLDEN CREDIT RATING INTERNATIONAL CO., LTD

守正立信 持诚致远

关于我们

东方金诚国际信用评估有限公司（简称“东方金诚”）是中国主要的信用评级机构之一。公司成立于2005年，注册资本为1.25亿元人民币，控股股东为中国东方资产管理股份有限公司。总部位于北京，在全国主要城市建立了完善的信用服务网络，并组建了面向境外发行人与投资人的专业化国际服务团队。

公司业务资质完备，已完成向中国人民银行和中国证券监督管理委员会的备案，获得了国家发展和改革委员会、中国银行保险监督管理委员会及中国银行间市场交易商协会等债券市场全部监管部门和自律机构的认可。评级服务涵盖了地方政府、金融机构、非金融机构、结构融资等业务类型，可为境内外发行人在中国债券市场发行的所有债券品类开展评级、为境内外投资人参与中国债券市场提供服务。作为评级行业国有力量代表，东方金诚恪守公正之评级初心，以专业信用服务发挥信用价值；坚持担当之国企使命，以实际行动助力实体经济发展；秉持至诚之服务理念，与债券市场各方一同行稳致远。

编委会

编委会主任：崔磊

撰稿：王青 冯琳 瞿瑞 白雪 于丽峰 姚宇彤 徐嘉琦 唐晓琳
翟恬甜 卢宏亮 郑慧 贾圆圆 段莎 乔艳阳 葛新景 朱文雅
任志娟 王璐璐 刘鸣 蒋林益 汪欢 宋馨 薛梅 谷建伟
郭哲彪 侯艳华 何阳 李倩 王宏伟 张琳琳 李柯莹 杨雯
朱萍萍 魏洋 潘维妙 张文玲 贺佳 侯珏 周丽君 唐骊
刘梦楠 马芮 马霁竹 朱宁迪 朱超然 李慧 刘红娟 刘云甲
杨丹 高美琪 赵安然 戴修远 时恒艳 张若茜 高敬一 王静怡
刘亚宁 张伊君 王惠婷 卢宝泽 王佳琪 吴芳 纪炜 王子一
张绮微 江彤瑶 王超毅 白晨 张晨曦 庞文静 赵迪 王傲雪
张伟 侯颖 (以上排名不分先后 按撰写报告顺序排序)

审校：李晓峰 王嘉禹

编辑：何星 王蓓雪 牛晓峰

美编：何星

印制：闫骏 何星

编者按

东方金诚国际信用评估有限公司作为国有评级力量代表，坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想及党的二十大精神为指引，坚决贯彻落实中央经济工作会议和中央金融工作会议精神，锚定集团智库“定位”，充分发挥“三个服务”功能，努力践行“宏观意识、市场感觉、专业判断”研究标准，以国有评级机构之使命担当，不断深耕各相关领域研究，发挥并扩大宏观研究优势，强化深度研究输出，以专业信用服务发挥信用价值，为服务实体经济高质量发展建言献策。

近年来，东方金诚在中央电视台、新华社、四大证券报等各大主流媒体高频率输出专业研究成果，媒体关注度及报道频次均在业内遥遥领先。公司多篇专题研究报告获专业期刊刊载及权威媒体全文发表，市场认可度不断上升。除传统宏观研究外，东方金诚亦紧跟市场需求，在研究领域的深度和广度方面进一步发力，在科创债、科创票据、城投债、地方政府化债等热点领域的研究均有所突破。同时，公司还持续响应监管号召，积极承接多项大型监管课题研究。

该汇编精选了公司 2024 年宏观、行业和产品等展望研究共 56 篇，以供读者参考。唯望读者能够以此为桥梁，与我们共享并交流专业观点，并对我们的研究工作提出宝贵意见。

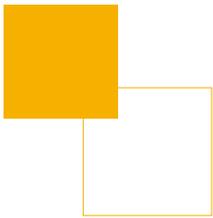


“

2024

东方金诚信用风险展望系列报告

金融与资产
证券化篇



目录 Contents



系列 3：金融与资产证券化篇

1	道阻且长 行则将至 ——商业银行 2024 年信用风险回顾和展望	006
2	资本新规下银行资本管理的挑战及应对策略	024
3	资本约束下保险资产配置研究 ——基于“偿二代”一期及二期规则的比较分析	036
4	信托行业风险项目处置和风控转型探讨	059
5	中国不良资产证券化的实践 2006-2023	067
6	企业 ABS 的 2024 年展望：适者生存，见规行矩者达	075
7	2024 年融资租赁资产证券化信用风险展望	088
8	2023 年城投资产证券化研究 - 城投化债新思路	093



/ 守 / 正 / 立 / 信 / / 持 / 诚 / 致 / 远 /
Golden Credit Rating International Co., Ltd

道阻且长 行则将至

——商业银行 2024 年信用风险回顾和展望

李倩 王宏伟 张琳琳

图 1：商业银行不良贷款率（%）

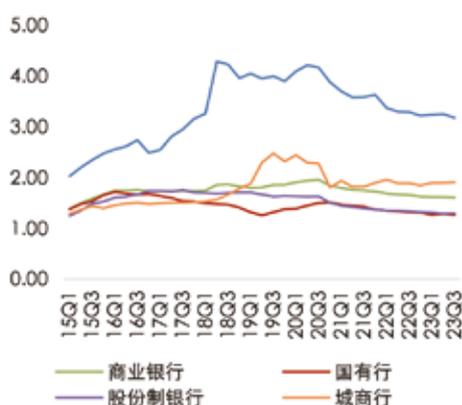
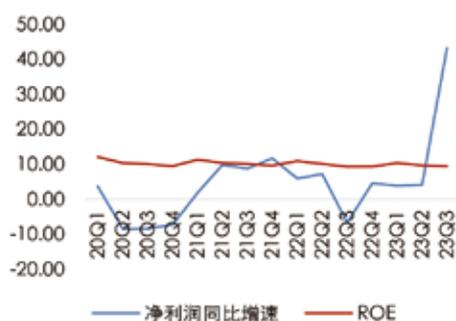


图 2：商业银行盈利能力（%）



主要观点

- 2024 年国内经济仍将以“稳中求进”为总基调，央行将继续实行“稳中偏松”的货币政策，降准降息可能性较高；信贷投放仍将保持积极，结构进一步向科技创新、先进制造、绿色转型、普惠小微、数字经济等领域倾斜。
- 在金融资产分类趋严、不良处置力度加大等背景下，商业银行资产质量将保持在可控范围内，但机构间将呈现较大的区域、结构分化；需关注过渡期内金融资产分类对商业银行信用风险管理、资本及盈利水平的长期影响，以及相关对公房地产贷款纾困后的最终还款表现等。
- 银行间市场流动性仍将保持合理充裕，但在季末、年末面临一定趋紧压力，仍需关注经营业绩较差且同业负债依赖度高、业务发展激进的中小银行。
- 受存款和按揭重定价、LPR 下行、部分地方债务降息展期等因素影响，预计银行资产端收益率仍将承压，在负债端相对刚性、减值计提压力不减等情况下，银行业净息差将继续筑底，整体利润增长空间相对有限。
- 在监管鼓励多渠道资本补充背景下，预计行业整体资本充足性将保持平稳，但中小银行资本充足性依然存在地域分化和类型分化的特征；2024 年《资本新规》将正式实施，引导银行回归信贷业务、提高服务实体经济力度，也对银行资本管理能力、体制机制建设及人员等多方面提出更高要求。

2023年以来，政府和监管部门陆续出台一揽子支持政策，鼓励银行业持续加大对实体经济的支持，并着力发展普惠小微、绿色等领域，推动行业经营规模增速加快。在宏观经济持续修复背景下，银行业资产质量稳步优化，不良资产处置力度维持高位，资产分类新规对银行业未来信用风险表现产生一定影响。同时，行业息差继续收窄，净利润增速趋缓，业务规模的快速扩张推升资本补充需求上升。

预计2024年国内经济仍将以“稳中求进”为总基调，央行将继续实行“稳中偏松”的货币政策，信贷投放仍将保持积极，结构进一步向科技创新、先进制造、绿色转型、普惠小微、数字经济等领域倾斜。在资产五级分类趋严、不良处置力度加大等背景下，商业银行资产质量将保持在可控范围内，需关注过渡期内金融资产分类新规对银行信用风险管理、资本及盈利水平的长期影响，以及关注相关对公房地产贷款纾困后的最终还款表现等。而在负债端相对刚性情况下，银行资产端收益率仍将承压，行业息差将继续筑底，利润增长空间相对有限。

《资本新规》的正式实施引导银行回归信贷业务、提高服务实体经济力度，也对银行资本管理能力、体制机制建设及人员等多方面提出更高要求，中小银行资本管理能力或将进一步分化。

一、宏观及监管环境

1、宏观环境

全球经济复苏动能减弱，国内需求不足背景下，货币政策维持稳健，市场流动性合理充裕

2023年前三季度，我国实现国内生产总值91.30万亿元，同比增长5.2%。分产业看，第一产业增加值5.64万亿元，同比增长4.0%；第二产业增加值35.37万亿元，同比增长4.4%；第三产业增加值50.30万亿元，同比增长6.0%。工业生产方面，前三季度全国规模以上工业增加值同比增长4.0%，比上半年加快0.2个百分点。同期，社会消费品零售总额34.21万亿元，同比增长6.8%。展望四季度，稳增长政策将持续发力显效，经济修复动能有望进一步转强。加之上年同期增速基数下沉，预计四季度GDP同比将达到5.5%，两年平均增速将保持在4.4%左右。预计全年GDP增速将达到5.3%。

社会融资方面，截至2023年11月末社会融资规模存量为376.39万亿元，同比增长9.4%。从结构看，11月末对实体经济发放的人民币贷款余额为234.37万亿元，同比增长10.7%，占同期社会融资规模存量的62.3%，同比高0.8个百分点；政府债券余额68.86万亿元，占比18.3%，同比高0.9个百分点；企业债券余额为31.48万亿元，同比下降0.4%，占比8.4%。

货币政策方面，2023年我国经济社会恢复常态化运行，在国际政治经济形式严峻，全球经济复苏动能减弱，国内需求不足背景下，我国加大宏观政策调控力度，实施精准有力的稳健货币政策，加强逆周期调节，国内市场保持合理充裕的流动性。央行在3月和9月实施两次全面降准，释放中长期资金超过1万亿元，在6月和8月实施两次降息，每月对到期的MLF进行超额续作，适时投放流动性支持。同时，央行运用支农支小再贷款、再贴现等结构性货币政策工具加大对三农、科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业等重点领域的支持。

2、监管环境

监管部门多次发文对商业银行风险防范、资本管理等提供指引及规范要求，行业监管力度持续加强

2023年，从加强金融监管，防范化解金融风险角度出发，中国人民银行、原中国银保监会、国家金融监督管理总局等机构围绕风险防范、资本管理等方面推出和修订各项管理办法，进一步完善监管政策制度体系，推动商业银行加强风险管理，提升资本管理水平，引导商业银行更好的服务实体经济。2023年2月原中国银保监会、人民银行发布《商业银行金融资产风险分类办法》，共6章48条，对贷款五级分类划分标准及重组贷款的认定及分类进行了明确及细化，将风险分类由贷款拓展至金融资产，对逾期天数、关注贷款、重组贷款认定进行明确，

以推动商业银行准确识别风险水平、做实资产风险分类，助力商业银行有效防范化解信用风险。2023 年 11 月 1 日，国家金融监督管理总局发布《商业银行资本管理办法》，从差异化资本监管体系、风险加权资产计量、资本监管规则、监督检查规定和信息披露等方面进行优化，以提升我国商业银行资本管理能力和风险计提的准确性，发挥资本对商业银行资源配置的导向作用，引导银行优化资产结构。

2024 年，加强监管仍将是我国金融工作的重点，预计监管部门将在中小银行改革化险、信贷指引、金融科技、绿色转型、治理体系建设等方面加强完善监管制度体系。

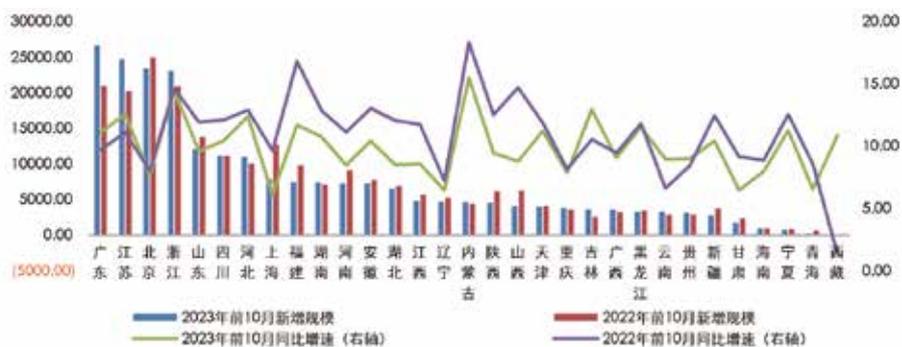
二、银行业运营

预计在政策持续加码下，居民投资及消费需求将边际改善，预计 2024 年存款增速将小幅回落，信贷增速平稳且结构持续优化

从负债端来看，2023 年居民对未来收支预期较弱，消费和购房意愿不足；投资市场波动，风险偏好持续收敛，防范性储蓄意愿较强，商业银行呈现被动负债的现象，存款增长态势不减且呈现明显的定期化趋势。根据《2023 年 11 月金融统计数据报告》，截至 2023 年 11 月末，M2 余额 291.2 万亿元，同比增长 10.0%；人民币存款余额 284.18 万亿元，同比增长 10.2%；人民币存款增加 25.65 万亿元，同比多增 1301 亿元。从存款结构来看，2023 年 11 月末，住户存款和企业存款余额分别为 135.02 万亿元和 78.45 万亿元，同比增长 14.95% 和 5.20%，居民消费放缓导致资金向企业回流不畅，企业存款增速有所下降。

不同区域金融机构存款新增情况存在较大差异。截至 2023 年 10 月末，北京、上海、江苏、浙江、广东及山东等经济较为发达地区金融机构存款占全国 31 个省（直辖市）金融机构存款总额的 50% 左右，且存款余额新增规模较大，其中北京、上海受央企总部外迁、股市波动等影响增速放缓。河北、内蒙古、吉林、江苏、浙江等地增速在 12% 以上，而青海、甘肃、辽宁等地增速在平均水平以下，且较上一年度有所回落，西藏因基数较小而增速波动较大。同时，各省（直辖市、自治区）存款增速差较 2022 年同期收窄。

图表 1：不同地区金融机构新增存款情况（前 10 月）（单位：亿元、%）

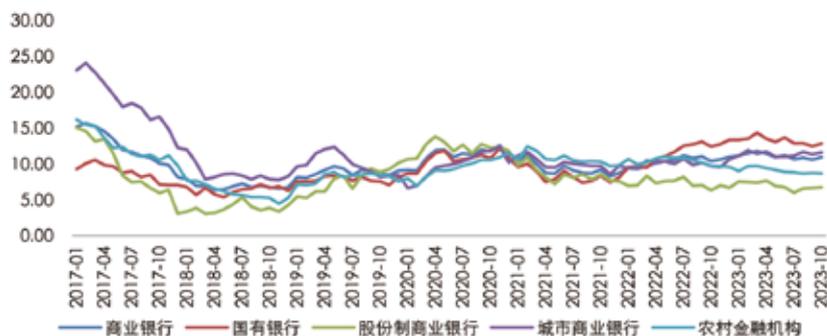


数据来源：wind，东方金诚整理

资产端来看，截至 2023 年 10 月末，我国商业银行总资产规模为 340.35 万亿元，同比增长 10.96%，增速较去年同期上升 0.53 个百分点，商业银行扩表继续提速主要系国有大行继续发挥信贷投放“头雁”作用，资产增速较快。同时，中小银行合并重组加速下，城市商业银行资产增速亦明显提升，而农村金融机构资产增速因大行市场下沉、业务转型有所回落。同期末，国有大行和城商行总资产规模增速分别为 12.88% 和 11.65%，增速较去年同期提升 0.43 个和 1.92 个百分点，农村金融机构总增速为 8.73%，较去年同期下降 1.08 个百分点。相较而言，股份制商业银行增速整体保持平稳，截至 2023 年 10 月末总资产同比增长 6.80%，增速较去年同期

提升 0.43 个百分点。

图表 2：商业银行总资产规模同比增速（单位：%）

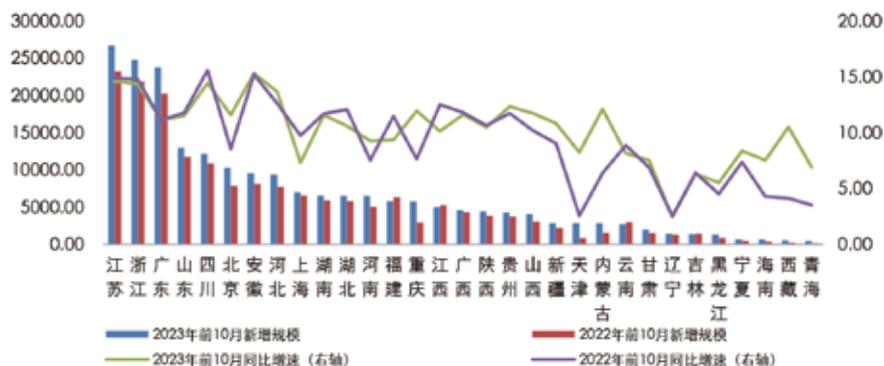


资料来源：Wind，东方金诚整理

2023 年，全球经济复苏动能减弱，国内需求不足背景下，我国加大宏观政策调控力度，实施精准有力的稳健货币政策，加强逆周期调节，综合运用多种货币政策工具，保证市场流动性充裕。央行采用降准、降息、优化住房信贷政策、增加支农支小再贷款额度等方式引导商业银行等金融机构加大实体经济支持力度，推动贷款利率下降。一系列政策工具的实施推高企业端贷款需求，对信贷增长形成重要支撑，但居民端对住房购买意愿下降导致中长期贷款新增规模下降。截至 2023 年 11 月末，金融机构人民币贷款余额 236.42 万亿元，同比增长 10.8%，增速较上年同期低 0.2 个百分点；较年初增加 21.58 万亿元，同比多增 1.55 万亿元。其中，企业贷款和居民户贷款分别同比新增 18.28 万亿元和 4.28 万亿元。从信贷结构来看，9 月末普惠小微贷款和制造业中长期贷款余额同比分别增长 24.10% 和 38.20%，明显高于贷款平均增速，信贷资金进一步流向重点领域。

在区域投放上，贷款投放仍向江浙、广东、山东、湖南、四川、安徽、河北等人口大省、经济强省集中，全年新增规模较大，主要系上述地区产业升级进程快，企业抵御风险能力强，居民消费需求恢复更快，资金需求增加。截至 2023 年 10 月，江苏、浙江、安徽、四川等地贷款同比增长率均达到 14% 以上。重庆、内蒙古、天津、河南、新疆、山西等地产业持续修复，贷款增速同比明显提升。西藏、青海、宁夏因人口数量和经济总量较小，贷款基数和新增规模较小，增速波动较大。而东北三省受人口流出、传统产业受环保政策限制、房地产市场景气度下行等原因，贷款增速仍在低位，其中辽宁省仅同比增长 2.46%。

图表 3：不同地区金融机构贷款新增规模及同比变化（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

2024 年，国内经济仍将以“稳中求进”为总基调，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，扩大国内需求、增强经济增长的内生动力将是工作重心之一，预计央行将继续实行“稳中偏松”的货币政策，降准降息可能性较高。而在稳楼市措施持续加码等背景下，房地产市场有望边际企稳回升，近两年出于风险防范等原因沉淀的存款将通过消费和投资方式分流，预计商业银行存款增速将回落 0.5 ~ 1 个百分点。同时中央经济工作会议指出，2024 年稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，预计贷款增速将保持平稳，结构进一步向科技创新、先进制造、绿色转型、普惠小微、数字经济等领域倾斜。

三、公司治理

中小银行改革化险持续推进，高风险银行占比整体下降，但村镇银行风险集中爆发，中小金融机构公司治理水平亟待提升

根据 2023 年二季度央行金融机构评级结果显示，4364 家参评机构中高风险金融机构数量依然呈现了下降趋势，评级红区即高风险机构合计 337 家，较 2019 年峰值时期压降近一半，总资产占参评机构总资产的 1.72%。从机构类型看，城商行有 11.5% 为高风险机构，农合机构（包括农村商业银行、农村合作银行、农村信用社）和村镇银行高风险银行数量分别为 191 家和 132 家。从区域来看，绝大多数省份存量风险已压降，区域金融生态持续优化，其中上海、浙江等 10 个省市辖内无高风险机构，有 13 个省市辖内高风险机构维持在个位数水平。

当前中小银行改革化险已经进入加速进程中。部分区域城商行通过合并重组整合为省级城商行，以提高抗风险能力；如四川银行、山西银行、辽沈银行以及中原银行等的合并组建。农信社体系来看，2022 年 4 月浙江农商联合银行开业，全国深化农信社改革“第一单”正式落地。2023 年以来辽宁农商行、河南农商联合银行、山西农商联合银行等多家联合银行挂牌成立，另有广西、海南、甘肃、新疆、四川等地都启动省联社改革，省联社改革按加速键。此外，村镇银行重组是推进其改革化险的重要一环。截至 2023 年 6 月末，全国村镇银行数量共计 1642 家，村镇银行中的高风险机构数量为 132 家，较年初增加 14 家，数量占全部高风险机构的 39.2%。2023 年 4 月，原中国银保监会下发《关于银行业保险业做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的通知》明确，要加快农村信用社改革化险，推动村镇银行结构性重组。据不完全统计，2023 年以来已经有多家村镇银行获准解散，涉及黑龙江巴彦融兴村镇银行、延寿融兴村镇银行、云南昭通昭阳富滇村镇银行、辽宁千山金泉村镇银行、重庆梁平澳新村镇银行、尧都惠都村镇银行、太原信都村镇银行、广西融水柳银村镇银行等。未来，在监管部门不断强化监管、加快风险处置的背景下，村镇银行整合改革仍将提速。

图表 4：中小银行改革化险进展

大型城农商行加快“抱团取暖”				
公告时间	地区	合并重组后	合并重组前	重组方式
2020.11	四川	四川银行	攀枝花银行、凉山州银行	吸收合并
2021.9	辽宁	辽沈银行	辽沈银行、营口沿海银行、辽阳银行	吸收合并
2021.6	四川	宜宾农商行	宜宾农商行、宜宾金江农商行	吸收合并
2021.4	山西	山西银行	大同银行、长治银行、晋城银行、晋中银行、阳泉银行	吸收合并
2022.5	河南	中原银行	洛阳银行、平顶山银行、焦作中旅银行	吸收合并
2023.11	新疆	新疆银行	新疆银行、库尔勒银行	吸收合并

农信社改革迈入实质性推进阶段					
公告时间	地区	改革后	改革前	进展	组建方式
2023.2	广西	广西农商联合银行	广西省联社	组建	联合银行模式
2022.4	浙江	浙江农商联合银行	浙江省联社	挂牌成立	联合银行模式
2023.5	海南	海南农商行	海南省联社	组建	组建统一法人农商行
2023.9	辽宁	辽宁农商行	辽宁省联社	挂牌成立	组建统一法人农商行
2023.11	河南	河南农商联合银行	河南省联社	挂牌成立	联合银行模式
2023.11	山西	山西农商联合银行	山西省联社	挂牌成立	联合银行模式
	甘肃	甘肃农商联合银行	甘肃省联社	组建	联合银行模式
	新疆	新疆农商联合银行	新疆省联社	组建	联合银行模式
	四川	四川省农商行	四川省联社	组建	组建统一法人农商行

资料来源：以上为不完全统计，东方金诚整理

值得关注的是，中小机构合并依然面临诸多问题，一是一系列配套政策的支持，包括货币政策、财税政策、监管政策等。二是整合后的机构依然面临如公司治理、风险资产化解等问题，整合后机构虽然体量、账面实体得以增强，但也带来了巨大的潜在风险，风险资产的有效化解成为重难点。三是重组模式的创新探索，目前市场上主要包括强弱合并和弱弱合并，市场化的强强合并较少。除并购重组外，引进战略投资者参股控股、联盟合作、平台搭建等其他结构调整方式使用也较少。

在监管政策趋严、中小银行深化改革重组等背景下，行业公司治理整体向好，ESG 管理转型为未来重要战略发展方向

ESG 体系建设已成为中国商业银行追求稳健可持续发展，实现经济效益、社会效益和生态效益有机融合目标的重要抓手，并已成为银行治理和管理工作的有机组成部分。2022 年 6 月原中国银保监会在发布《银行业保险业绿色金融指引》，首次明确了银行业 ESG 风险管理要求，并要求银行保险机构应当从战略高度推进绿色金融，加大对绿色、低碳、循环经济的支持，促进经济社会发展全面绿色转型。2022 年监管机构就商业银行业务经营、风险管控、关联交易、境外贷款、绿色金融等方面出台相关政策及指导意见，并于 2022 年 11 月发布《银行保险机构公司治理监管评估办法》，重点对评估对象、评估机制、评估指标、评估结果应用等方面进行了完善，积极推进行业公司治理体系建设。就商业银行而言，面对复杂的外部环境，ESG 从环境、社会和治理等角度解析，为银行提供了新的方法论和行动框架，ESG 政策环境逐步形成。

四、资产质量

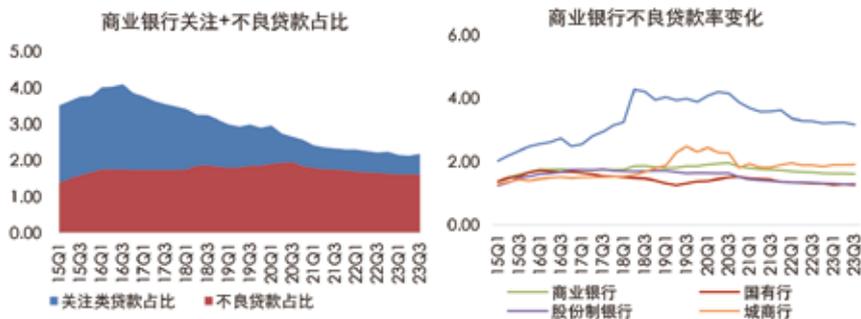
1、信贷资产质量

(1) 信贷资产质量稳步优化

商业银行资产质量稳步优化，不良资产处置力度维持高位，资产分类新规对银行业未来信用风险表现将产生一定影响

在宏观经济持续修复的大背景下，银行业资产质量稳步优化，叠加不良资产处置力度的提升，2023 年以来行业不良和关注类贷款占比呈现逐季小幅下降趋势。截至 2023 年 9 月末，商业银行不良贷款率较 2022 年末下降 2BP 至 1.61%，关注类贷款占比较 2022 年末下降 6BP 至 2.19%，处于历史低位。从各类型商业银行来看，农商行不良贷款率仍明显高于其他类型商业银行，年初不良贷款率有所反弹，而随着信贷规模的扩张以及年末不良资产的核销处置力度加大，三季度以来农商行不良贷款率下降，但仍需关注尾部机构信贷资产质量变化。

图表 5：商业银行资产质量变化情况（单位：%）

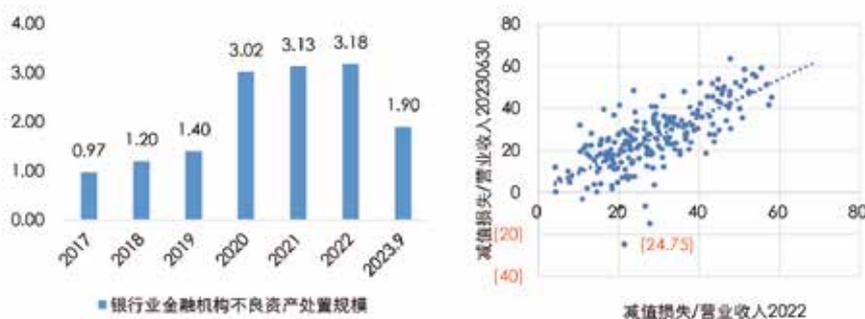


资料来源：国家金融监督管理总局，东方金诚整理

从不良贷款新增来看，随着国内经济有序复苏，叠加监管“防风险”要求下，银行业致力于不断提升自身风险管控能力、持续完善风险体系的完善性和前瞻性。考虑到 2023 年金融资产分类认定趋严、相关短期纾困政策陆续到期、部分行业政策变化等多因素影响，行业不良资产新增压力依然较大，需关注资产质量的稳定性。截至 2023 年三季度末，商业银行关注类贷款、不良贷款余额分别为 4.39 万亿元和 3.22 万亿元，较年初分别增长 6.81% 和 8.10%。

从风险资产化解来看：第一，2023 年以来金融领域防范化解风险各项工作有序推进，中小银行改革重组进程加快，推动风险资产亦将加速出清。第二，银行业金融机构依然延续大规模不良贷款处置，前三季度累计处置不良资产 1.90 万亿元，全年处置规模仍将维持高位，并鼓励 AMC 等专业机构介入银行不良资产处置，处置方式将更加多元化。第三，基于对不良资产的核销以及主动增强风险抵补能力的需求提升，商业银行依然延续较高的拨备计提力度来应对预期损失风险。在 260 家样本银行中，根据已披露 2023 年上半年数据的 205 家银行来看，其中约 43% 的银行拨备计提占当期营业收入的比重超过了 2022 年全年的占比，行业拨备计提需求较高。第四，行业不断健全防范化解风险长效机制，2023 年加大了对违法违规行为的惩处力度，前三季度共处罚银行保险机构 2978 家次，处罚责任人员 5512 人次，罚没合计 63 亿元。

图表 6：商业银行不良贷款处置及样本银行拨备计提情况（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

2023 年 7 月 1 日，《商业银行金融资产风险分类办法》（以下简称“《资产风险分类办法》”）正式实施，将风险分类由贷款拓展至金融资产，对贷款五级分类划分标准及重组贷款的认定及分类进行了明确及细化。考虑到在前期政策支持下，商业银行开展了一定规模的展期类贷款，部分并未划入重组贷款进行管理，在新规影响下未来银行重组类资产规模或将增加，同时要求将重组资产至少应归为关注类，对商业银行加强风险资产的

监测与管理提出更高的要求。此外，新规的实施将导致商业银行关注类及不良类贷款规模增长，加之同业及投资资产五级分类标准与贷款分类趋于一致，部分机构部分非信贷资产亦面临减值计提压力。新规给予了商业银行存量资产重新分类较长的过渡期，短期内对商业银行金融资产风险分类影响较为可控，但仍需关注实施后金融资产分类对商业银行信用风险管理、资产质量、资本及盈利水平的长期影响。

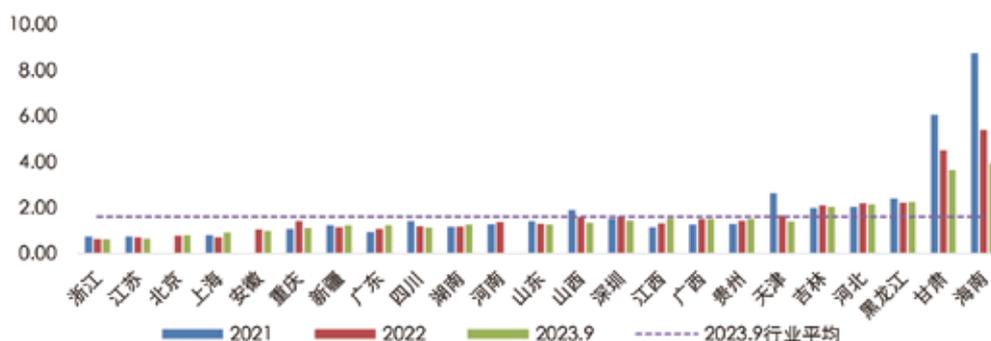
(2) 区域资产质量分化小幅收窄

商业银行资产质量区域分化小幅收窄，但东北、西部及部分中部省份中小银行依然面临较大不良新增压力

2023年以来，在风险资产加速处置等背景下，多个省份银行业不良贷款率都呈现出稳中有降态势，但部分区域不良率依然高企。具体来看，对于长三角、珠三角经济活力较好的地区，企业抗风险能力较强，区域银行资产质量相对较好，对区域经济恢复缓慢、行业政策变化等带来的负面影响有较大的缓冲能力。其中，浙江、江苏、北京和上海不良贷款率始终维持在1%以内。而对于经济活力弱、产业转型压力大的地区，例如东北、西部省份等，中小银行本身面临较大信用风险暴露，且区域经济恢复缓慢、行业政策变化、房地产行业信用风险传导等都将加大其资产质量下行压力。

截至2023年三季度末吉林、河北、黑龙江、甘肃及海南等地不良贷款率均超2%（部分地区未披露），均较2022年有不同程度的下降，但仍处于行业较高水平。其中甘肃、海南主要受区域信用环境、房地产行业风险传导不良贷款率高企，期末不良贷款率分别为3.64%和3.94%，已经分别较2022年末下降0.86个和1.45个百分点。

图表 7：不同地区银行不良贷款率分布情况（单位：%）



资料来源：银保监会，东方金诚整理

(3) 房地产领域扶持政策持续加码，存量风险仍需时间消化

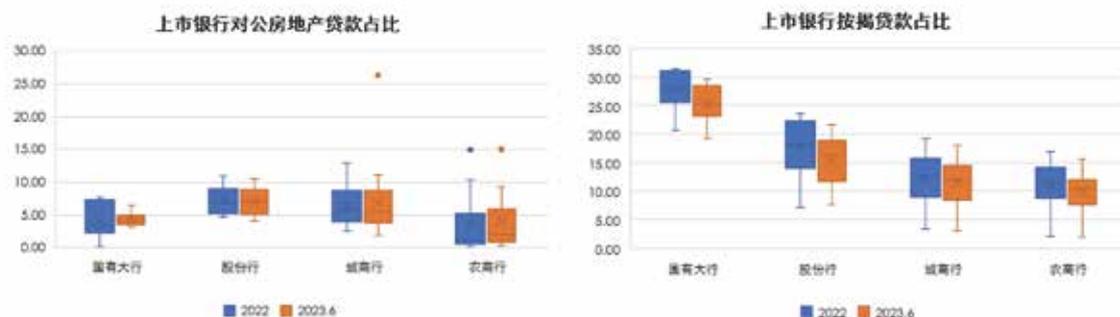
监管鼓励下，房地产行业信贷政策逐步放款，但存量涉房贷款占比较高的银行资产质量存在一定不确定性

房地产行业信用风险的上升及相关产业链风险传导亦对商业银行信贷政策、资产质量等产生一定负面影响。2023年以来，房地产市场整体呈现企稳态势，但部分房企长期积累的风险仍然需要一段时间才能逐步消化。为此，国家出台了一系列政策推动房地产业健康平稳发展，房地产相关领域融资环境已经逐步改善。2023年前三季度，商业银行累计发放房地产开发贷款2.4万亿元；截至2023年三季度末，房地产开发贷款展期余额同比增长183%，商业银行开立保函置换预售监管资金余额同比增长80%。

从房地产贷款集中度来看，根据上市银行2023年6月末房地产贷款数据，分类型来看，对公房地产贷款主要集中于股份制银行（占比4-10%）和城商行（占比1.9-26.4%），国有大行基本控制在5%左右。在2023

年信贷规模快速拓展以及房地产相关贷款政策收紧背景下，国有大行对公房地产占比明显收窄（交通银行占比 6.50%），农商行中位数较低，有 5 家占比超过 5%（其中上海农商行占比 15.04%、青岛农商行占比 9.32%）。个人按揭贷款，各类型银行集中度均处于较高水平，2023 年随着市场利率的下行，提前还款行为明显增加，导致行业按揭贷款规模整体收缩，其中国有大行按揭贷款占比最高在 19.02%-29.7% 之间。加总来看，国有大行房地产贷款的总敞口相对较大，均值在 30% 左右，较 2022 年下降约 5 个百分点。

图表 8：上市银行房地产贷款情况（单位：%）

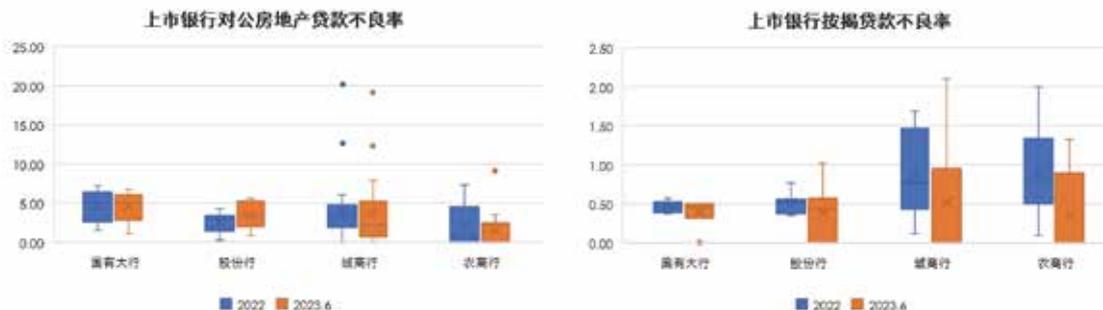


资料来源：Wind，东方金诚整理

从不良表现来看，按揭贷款分散程度较好，各类型银行不良贷款率均控制在 2.0% 以内，信用风险相对可控。而对公房地产贷款方面，国有大行、城商行的不良率均值较高，且 2023 年均有不同程度的上升（0.24%-19.13%，部分上市银行未披露），其中 15 家不良率超过了 5%（2022 年末 10 家）。其中贵州银行、晋商银行对公房地产不良率分别为 19.13% 和 12.29%。预计在房地产行业专项政策呵护下，短期相关涉房贷款资产质量将保持相对稳定，但长期来看贷款最终还款表现及资产质量不确定较大。

整体来看，监管多项纾困政策出台，房企融资环境已有改善，考虑到“稳经济、稳增长”等措施的持续施行，我们预计个人住房按揭贷款将更多流向有刚性购买需求的群体，整体资产质量也基本可控。而对公房地产贷款风险仍将受监管环境及行业风险暴露影响，部分对公房地产贷款占比较高的银行将面临一定资产质量管控压力，且最终还款表现存在较大不确定性。

图表 9：上市银行房地产贷款资产质量情况（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

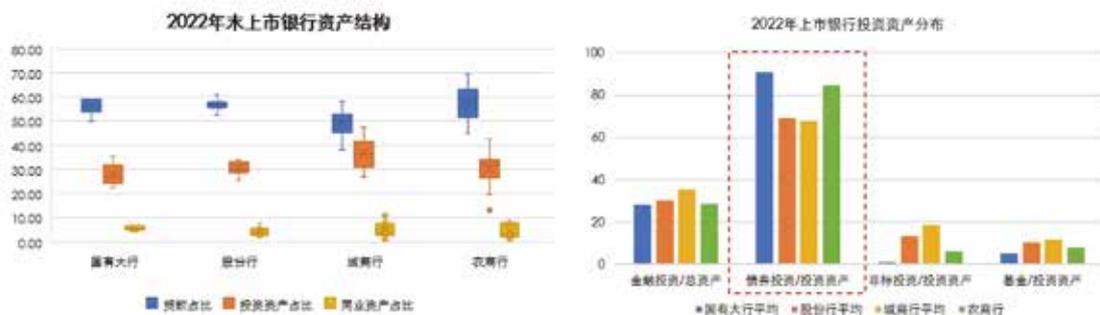
2、非信贷资产结构逐步优化，部分机构仍存一定减值压力

在监管引导、持续去杠杆等背景下，银行主动压降非标投资规模，新增投向均以标准化债券为主，债券投

资占比在 60%-90% 之间。从投资标的来看，上市银行目前债券投资占比很高，各类银行均在 60% 以上，而非标投资呈现了明显下滑的趋势。农商行投资相对审慎，且受到省联社风险管控和投资能力等限制，整体投资风格稳健。但也可以看到，部分城商行投资端历史包袱较重，早期通过投资非标将资金投向房地产以及其他工商类领域，随着相关风险的暴露，导致该类城商行的非标投资资产质量承压，存在一定减值计提缺口。

此外，随着商业银行非标资产的逐步压降、表外理财回表等持续推进，资金业务信用风险亦得到一定暴露，一定程度上加大了非信贷类资产的风险敞口。同时，考虑到随着《资产风险分类办法》的实施，非信贷资产的资产质量将在不良资产率等指标中体现。在资本市场波动、信用环境趋紧等背景下，商业银行非信贷资产质量的管控压力亦将有所上升。

图表 10：上市银行投资资产结构（单位：万亿元、%）



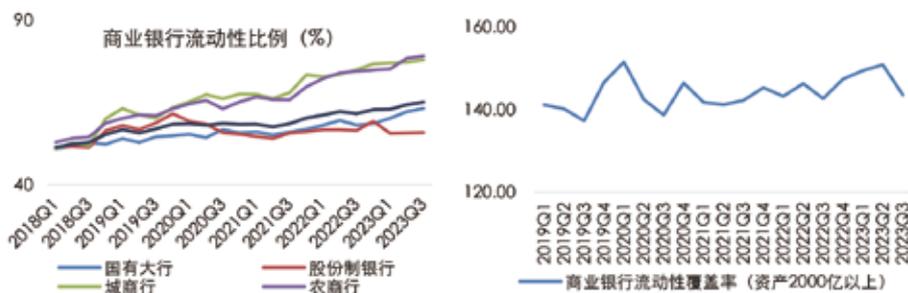
资料来源：Wind、各上市银行年度报告，东方金诚整理

五、流动性

伴随稳经济政策持续落地，稳健货币政策延续，银行业流动性整体保持充裕，但流动性内部分化仍较为明显

2023 年央行仍然以经济增长为主要目标，兼顾金融风险 and 外部平衡，分别于 3 月 17 日、9 月 14 日全面降准 0.25 个百分点，释放中长期流动性超万亿元，金融机构加权平均存款准备金率降至约 7.4%，银行体系流动性合理充裕，推动社会综合融资成本进一步下行。从数据表现来看，近年来商业银行资产负债结构进一步改善，带动流动性比例和流动性覆盖率保持相对平稳。截至 2023 年 9 月末，商业银行流动性比例和流动性覆盖率分别为 65.15% 和 143.54%，均显著高于监管下限要求，流动性整体充裕。其中 9 月末商业银行流动性覆盖率较年初呈现下降趋势，主要系季末市场流动性超常规收紧所致。

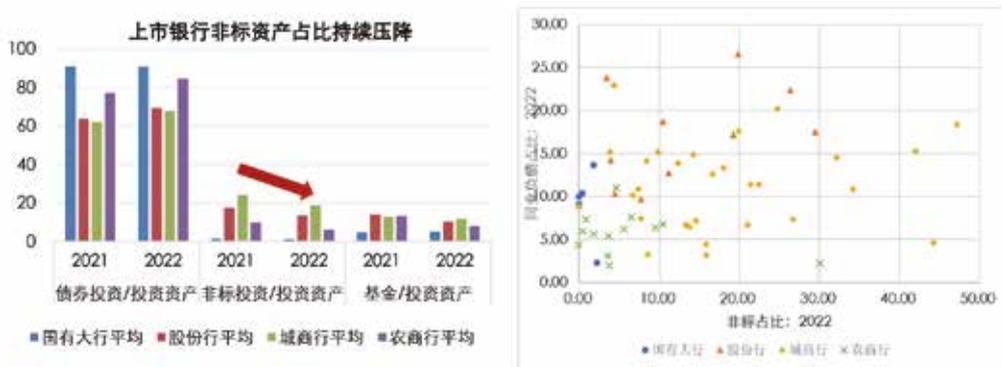
图表 11：商业银行流动性水平（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

商业银行流动性内部分化较为明显。从资产负债结构来看，上市银行中（同业负债 + 应付债券）/ 总负债超过 30% 的有 16 家，其中包含 6 家股份行和 10 家城商行；非标投资 / 投资资产超过 15% 的城商行数量为 20 家，包含 4 家股份行、15 家城商行和 1 家农商行；其中 5 家银行上述两个指标均超出阈值。整体来看，国有大行近年来非标投资占比持续压降，且市场认可度较高，融资环境较好，流动性充足。而由于部分股份行、城商行前期依托金融市场业务快速拓展，业务风格激进，对资本形成快速耗损，非标投资资产由于穿透性较差，削弱其经营业绩，导致市场认可度下降，整体流动性弱于国有大行及农商行。农商行整体客户基础扎实，存款稳定性较好，且省联社系统内的流动性互助机制能提供较强支持，流动性风险管理压力不大。

图表 12：上市银行非标资产及同业负债水平（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

六、盈利状况

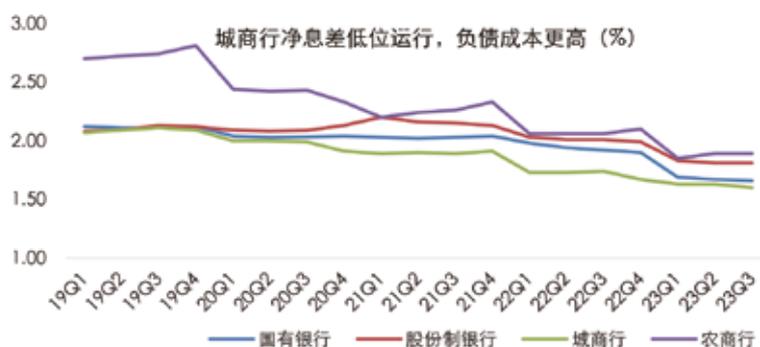
2023 年商业银行业净息差继续收窄，在贷款重定价、存量按揭利率调整、参与城投化债等背景下，预计净息差仍存在一定下行压力

2023 年以来在 LPR 连续下调、存量房贷利率调整、城投化债背景下，商业银行资产端收益率显著下行，净息差持续筑底。截至三季度末商业银行整体净息差为 1.73%，较去年同期下降 21BP，已下跌至自有统计数据以来的最低位。其中，国有银行、股份行、城商行、农商行净息差同比变动 -26BP、-20BP、-14BP 和 -17BP，国有银行息差下降幅度更为明显，主要因资产端收益率下降幅度更大。

负债端来看，2023 年央行继续发挥存款利率市场化调整机制作用，引导主要银行下调 1 年期及以上存款利率 10 ~ 25 个基点，缓解存款定期化长期化倾向。同时，商业银行继续对高成本结构性存款的实施量价管控，商业银行结构性存款规模继续下滑。整体来看，存款利率市场化、高成本结构性存款压降以及同业负债成本的下降，一定程度上能为银行息差改善提供一定支撑。

资产端来看，2023 年 LPR 在 6、8 月进行两次下调，1 年期 LPR 累计下调 20BP，5 年期 LPR 下调 10BP。预计 1 年期 LPR 下调影响将在年内陆续消化，5 年期 LPR 下调的影响将伴随着 2024 年初按揭贷款重定价集中体现，使明年一季度净息差承压。2023 年 8 月，银行业对约超过 22 万亿元存量房贷利率进行了下调，平均降幅 0.73 个百分点，预计影响将在四季度之后集中体现，且按揭贷款占比较高的全国性银行息差将承压。此外，城投化债或将带来资产收益率的下行，或对隐债资产占比较大的部分地方性银行造成较大的息差压力。根据人民银行发布《2023 年第三季度中国货币政策执行报告》，2023 年 9 月贷款加权平均利率为 4.14%，同比下降 0.20 个百分点，其中，企业贷款加权平均利率为 3.82%，同比下降 0.18 个百分点，处于有统计以来低位。

图表 13：商业银行净息差变化情况（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

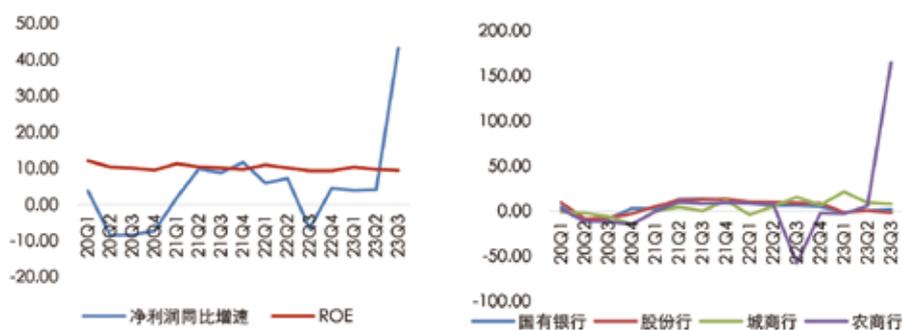
整体来看，2023 年银行业资产端收益下降幅度明显快于负债端，行业息差延续收窄趋势。受存款和按揭重定价、LPR 下行、部分地方债务降息展期等因素影响，预计 2024 年银行资产端收益率仍将承压。负债端，虽然存款挂牌利率的下调对缓解负债成本压力有一定作用，但居民储蓄意愿仍较强、投资需求未明显改善，存款定期化趋势仍可能持续一段时间，将对冲存款利率调整的积极影响。综上，预计 2024 年仍将呈现资产端收益率下行、负债端相对刚性的情况，银行业净息差将继续筑底。

商业银行净利润增速趋缓，受低基数效应影响，农商行盈利改善明显，股份行则受息差收窄拖累盈利表现弱化

2023 年前三季度，商业银行累计实现净利润 18616 亿元，同比增长 1.6%。从相对效益指标看，三季度商业银行平均资产利润率 0.74%，同比下降 0.01 个百分点，为 2014 年以来的最低值。分机构类型来看，2023 年前三季度，国有大行、股份制银行、城商行和农商行累计实现净利润分别为 9923 亿元、3953 亿元、2399 亿元和 2021 亿元，同比增长分别为 1.67%、-1.84%、8.19%、164.58%。其中股份行净利润为同比负增长，主要受息差收窄拖累利息收入所致。农商行净利润增幅波动很大，主要系农商行上年同期因资产质量压力较大而大幅计提拨备、叠加负债成本增长过快拖累净利润，拉低上年同期基数。

从样本银行的分组结果来看，受制于拨备计提压力，样本分组处在 V-VII 组的东北、西北、西南等区域的中小银行盈利表现整体弱于处在 II-IV 组的东部沿海发达省份的中小银行。从样本上市银行中 2022 年净利润表现来看，2022 年有 50 家银行净利润实现正增长，增幅在 1.08% 至 136.55% 之间；8 家银行净利润负增长，降幅在 -0.16% 至 -29.23% 之间，包含 3 家股份行、8 家城商行和 2 家农商行，同比降幅最大为九台农商行。

图表 14：商业银行净利润和不同银行净利润同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

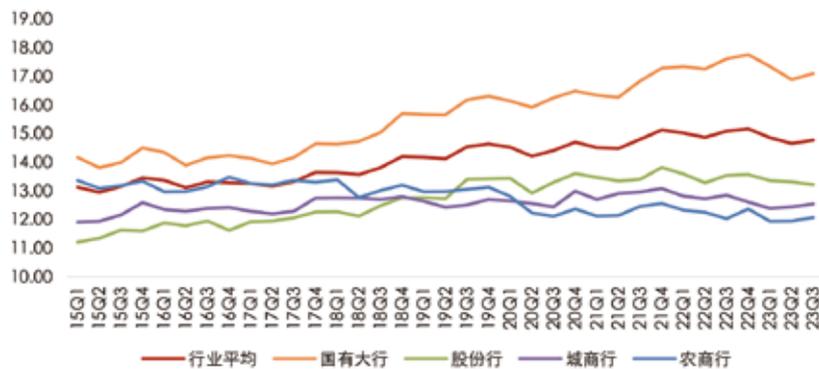
七、资本充足性

得益于资本补充债券发行、地方政府专项债落地等支持，商业银行资本充足性小幅改善，中小商业银行依旧面临较大资本补充压力

2023 年前两季度，商业银行资本充足率持续走低，二季度末资本充足率为近两年最低值，主要系银行净息差持续收窄，内源资本补充能力减弱。三季度以来随着资本补充债券发行提速，叠加地方政府大力发行专项债券支持中小银行资本补充，商业银行整体资本充足率有所回升。内部结构来看，国有大行因承担着“稳信贷”的作用，资本充足率下降更为明显，但资本补充渠道畅通、补充进度亦加速。城商行和农商行由于通过增资扩股补充资本金的难度相对较大，整体资本充足率低于国有银行和股份制银行，且受制于利润积累能力、资产质量的差异，农商行资本充足率整体延续下降趋势，资本补充压力较大。

值得关注的是，2023 年 11 月，国家金融监督管理总局发布《商业银行资本管理办法》（以下简称“《资本新规》”），进一步完善商业银行资本监管规则。《资本新规》构建了差异化资本监管体系，按照银行的规模和复杂化程度划分为三个档次，匹配不同的资本监管方案。《资本新规》将于 2024 年 1 月 1 日期正式实施，根据监管测算，《资本新规》实施后随着资本占用结构的变化，个别银行资本充足率将发生一定调整，但银行业整体资本充足性水平将保持平稳。

图表 15：商业银行资本充足性水平（单位：%）



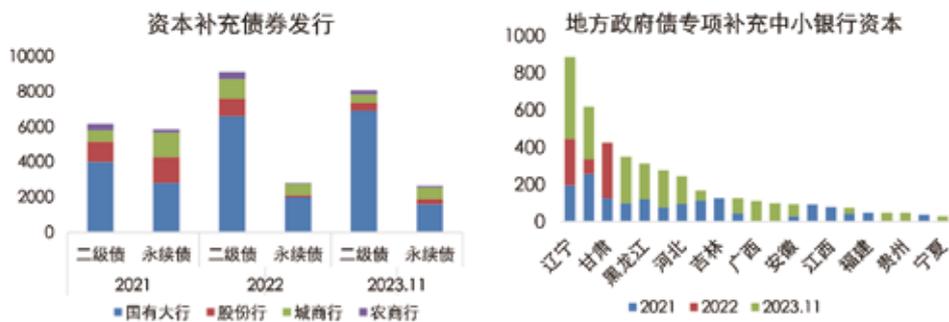
资料来源：Wind，东方金诚整理

资本补充债券发行方面，2023 年全国性银行积极发挥信贷引领作用，资本补充进度亦加快，且地方政府支持中小银行补充资本节奏明显提速。（1）2023 年 1-11 月商业银行二级资本债发行规模为 2022 年全年的 85.10%，其中国有大行发行量占比达 84.97%。2023 年 1-11 月永续债发行规模为 2022 年全年的 94.95%，其中国有大行、城商行发行量占比较高，分别为 59.88%、24.63%。11 月 27 日，金融稳定理事会（FSB）发布 2023 年全球系统重要性银行名单，由于 FSB 对全球系统重要性银行规定了外部总损失吸收能力（TLAC）要求¹，且当前五大国有银行在 TLAC 风险加权比率的达标上尚存在缺口，预计后续将进一步加大资本补充债券的发行力度。

（2）地方政府专项债补充方面，2023 年以来，中小银行专项债发行节奏明显提速。据不完全统计，2023 年累计发行额度达到 2083 亿元，相当于 2022 年全年的 3.3 倍。其中累计发行额度最多的省份为辽宁省（886 亿元）、河南省（619 亿元）和甘肃省（426 亿元）。

¹ 2022 年以前被认定的工农中建四大行需分别在 2025 年及 2028 年初阶段满足外部总损失吸收能力风险加权比率不低于 16% 及 18% 的要求；2022 年 1 月 1 日之后被认定的交通银行，应当自被认定之日起三年内即 2026 年末满足规定的外部总损失吸收能力要求。

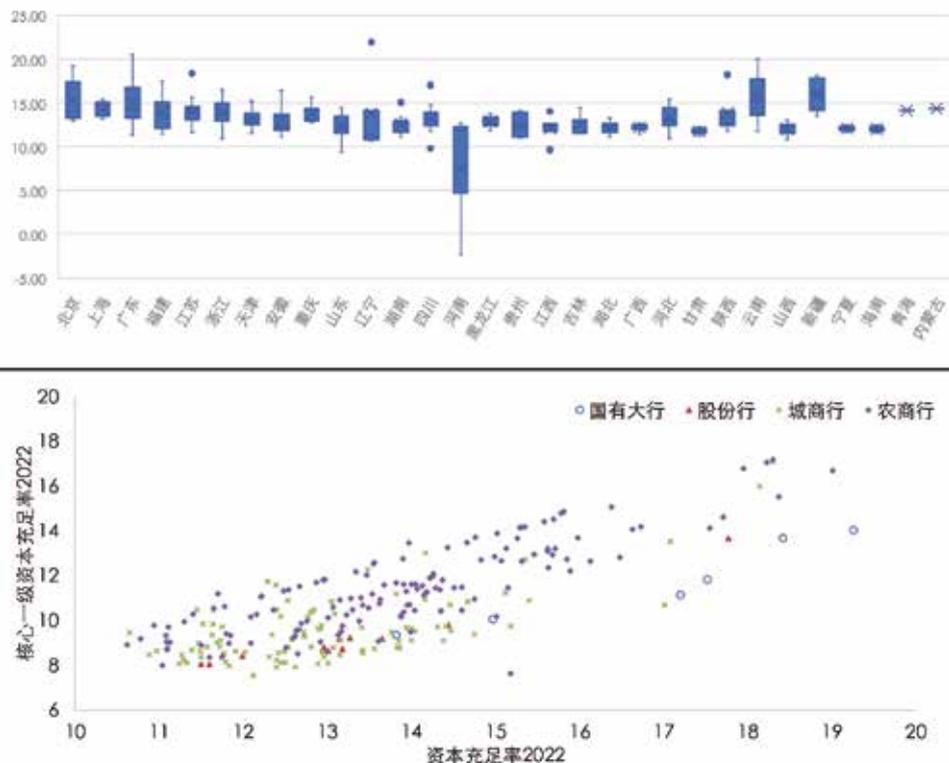
图表 16：商业银行资本补充情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，东方金诚整理

从中小银行内部的个体表现来看，中小银行资本充足性同时存在地域分化和类型分化的特征。从 260 家样本银行中的中小银行来看，样本银行中国有大行资本充足性高于行业平均，股份行处于行业平均水平，而城商行的资本补充压力超过农商行，农商行资本充足水平两级分化明显，部分资本补充渠道有限、资产质量恶化的中小银行面临更大资本补充压力。地域分化来看，辽宁、山东、四川、江西等东北、西南地区中小银行整体资本充足性的最小值以及中位值均处于较低水平，上述区域中小银行分组集中于 IV 组及以下，存在资本补充压力。

图表 17：截至 2022 年末样本中小银行资本充足性的地域分布及类型分布（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

八、样本银行信用风险分析

大型银行经营稳健，中小银行信用区域分化明显，东北、山西、山东、安徽等地区银行面临一定经营压力

本文通过对行业数据以及选取数据相对完整的 260 家商业银行样本，从经营规模与竞争力、资产质量、流动性与资本充足性以及盈利状况等方面，对样本银行信用表现进行排序。根据信用排序高低将样本银行划分为 I 到 VII 共 7 组，预计各组银行在 2024 年全年的信用表现如下：

(1) I 组：包括 5 家国有银行、2 家股份制银行、4 家城商行和 3 家农商行。I 类银行信用质量处于行业最高水平。具体来看，资产规模在万亿元以上，在我国银行业中处于前列，同时不良贷款率较低，且部分银行不良贷款率低于 1%。拨备覆盖率、流动性比例、资本充足性及盈利能力等在行业中处于较好水平。预计 2024 年，随着银行业进一步聚焦本源，这部分银行的渠道、品牌、资本及业务结构优势将进一步凸显，信用质量将继续巩固和强化。

(2) II 组：包括 1 家国有银行、8 家股份制银行、18 家城商行和 15 家农商行。II 类银行信用质量在银行业中处于较好水平。具体来看，资产规模基本在 2000 亿元以上，同时大部分银行资产质量、流动性比率、盈利能力和资本充足率均表现良好。另外，II 类城商行、农商行多位于直辖市、省会城市或计划单列市及发达省份地级市，区域环境整体较好。

由于经营所在地经济发达，预计 2024 年这类银行资产质量将维持行业前列，且具有较强的再融资能力，其资本实力将进一步提升。

(3) III 组：包括 2 家股份制银行、38 家城商行和 28 家农商行。共有 4 家银行由 II 类银行下降至 III 类银行，包括 1 家股份制银行和 3 家城商行。其中渤海银行因盈利能力和资本充足率下滑，重庆银行因流动性比例下滑，厦门国际银行因拨备覆盖率下滑，重庆三峡银行因拨备覆盖率和资本充足率下滑而下降组别。共有 12 家银行上迁至 III 类银行，包括 5 家城商行和 7 家农商行，主要因不良贷款率、拨备覆盖率、流动性比例及资本充足性等指标改善导致。

III 类银行信用质量总体处于行业中等偏上水平，和 II 类银行类似，III 类银行中城商行以省会城市和发达地区二线城市为主，农商行以发达地级市县为主。III 类银行资产质量、盈利能力和资本充足性水平高于行业平均水平，但也存在部分银行信用风险抵补能力、盈利能力等指标表现相对较弱，其中桂林银行和潍坊银行拨备覆盖率低于 100%，广州农商行、中原银行、郑州银行、吉林银行和潍坊银行净资产收益率低于 5%。

(4) IV - V 组：IV 组包括 31 家城商行和 46 家农商行，V 组包括 8 家城商行和 30 家农商行。两组银行共有 17 家银行分组上迁和 20 家分组下调。

上述两类别银行中城商行多位于三、四线城市，农商行多位于省会城市、江浙发达县域或其他省份地级市。这两类银行中较大比例城商行在资产质量及盈利能力等方面表现较为一般，13 家不良贷款率高于 2.5%，主要位于东北、西北、河北、云南等地。其中辽沈银行吸收合并营口沿海银行、辽阳银行于 2021 年合并重组，2022 年末不良率高达 4.67%，净资产收益率为负，曲靖银行和哈尔滨银行 2022 年净资产收益率低于 1%。纳入上述两组农商行个体差异较大、区域分化明显，大部分农商行由于所处经营区域经济活力好，其资产质量处于行业平均水平，资本充足性处于银行业平均水平。但也存在个别受疫情影响较大、产业升级缓慢地区银行农商行资产质量承压，约 17% 农商行不良贷款率高于 2.5%，22% 农商行核心资本充足率低于 10%，需关注尾部机构资产质量及资本补充情况。

由于所处区域人口外流、经济活力减弱、产业转型等，上述两组中部分银行资产质量及盈利能力预计短期内较难改善，内部将进一步分化，需持续关注未来资产质量、盈利能力以及资本充足性后续演变。

(5) VI - VII：VI 和 VII 组分别包括 12 家和 9 家农商行，其中 3 家分组上迁、4 家分组下调，这部分农商行多为东北、西北、湖北、湖南、安徽、山东等地，所处区县经济实力整体较弱，其资产质量承压，并累及盈利能力和资本充足性，导致信用状况下滑。资产规模较小，资产质量相对较差，风险抵补能力和盈利能力一般，大部分银行存在资本补充压力。其中，河南新增农商行 2022 年不良贷款率大幅上升至 13.18%，净利润和资本

充足率为负，面临很大的资本补充压力。吉林榆树农商行因盈利能力和资本充足率下滑被下调 2 个分组。预计 2024 年，在无外部支持的情况下，这部分农商行资产质量难以显著改善，信用质量将维持行业下游。

九、2024 年信用风险展望

预计 2024 年国内经济仍将以“稳中求进”为总基调，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，扩大国内需求、增强经济增长的内生动力将是工作重心之一，央行将继续实行“稳中偏松”的货币政策，降准降息可能性较高。而在稳楼市措施持续加码等背景下，房地产市场有望边际企稳回升，近两年出于风险防范等原因沉淀的存款将通过消费和投资方式分流，预计商业银行存款增速将回落 0.5 ~ 1 个百分点。同时中央经济工作会议指出，2024 年稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，预计贷款增速将保持平稳，结构进一步向科技创新、先进制造、绿色转型、普惠小微、数字经济等领域倾斜。

资产质量方面，在资产五级分类趋严、不良处置力度加大等背景下，商业银行资产质量将保持在可控范围内，但机构间将呈现较大的区域、结构分化：（1）部分中小银行公司治理及风险管控等方面存在缺陷，导致股权结构混乱、关联交易集中度管控不严、信贷管理不审慎等问题，公司治理水平有待进一步提升。（2）金融资产分类新规正式实施，短期内对商业银行金融资产风险分类影响较为可控，但仍需关注实施后金融资产分类对商业银行信用风险管理、资产质量、资本及盈利水平的长期影响。（3）地区本身经济基础薄弱，且主导产业恢复缓慢、区域内房地产行业及建筑业等领域风险暴露，仍需关注信贷行业集中度偏高以及涉房贷款的不良生成情况；部分对公房地产贷款占比较高的银行亦将面临一定资产质量管控压力，且最终还款表现存在较大不确定性。（4）部分风险抵补能力较弱，内源积累、外部补充资本渠道受限的中小银行，在风险资产处置、消化上存在较大难度，资产质量面临下迁压力。

流动性方面，2024 年市场流动性仍将保持合理充裕，但在季末、年末趋紧。预计 2024 年商业银行流动性风险可控，主要基于：（1）政府通过吸收合并、战略入股等方式对部分中小银行进行重组，维持金融系统稳定的态度明确；（2）央行持续注入流动性呵护市场情绪，但仍需关注经营业绩较差且同业负债依赖度高、业务发展激进的中小银行。

盈利方面，受存款和按揭重定价、LPR 下行、部分地方债务降息展期等因素影响，预计 2024 年银行资产端收益率仍将承压。虽然存款挂牌利率的下调对缓解负债成本压力有一定作用，但居民储蓄意愿仍较强烈、投资需求尚未明显好转，存款定期化趋势仍可能持续一段时间，预计将对冲存款利率调整的积极影响。因此，预计 2024 年仍将呈现资产端收益率下行、负债端则相对刚性的情况，银行业净息差将继续筑底。

资本充足性方面，2023 年《资本新规》的正式对外发布，并将于 2024 年 1 月 1 日正式实施。《资本新规》主要为引导银行回归信贷业务、提高服务实体经济力度，提高了风险的敏感性以及计量的细度和复杂程度，对银行资本管理能力、体制机制建设及人员等多方面提出更高要求，中小银行资本管理分化亦将进一步拉大。随着监管层面资本补充支持政策陆续推出，中小银行资本补充亦出现积极信号，更多中小银行加入到资本补充债券发行行列，且随着地方专项债陆续到位、兼并重组等进程加速，预计未来中小银行资本充足性将得到进一步夯实，但内部分化仍将延续。

附件一：2023 年监管部门关于货币政策的部分表态

日期	举措
8月17日	二季度中国货币政策执行报告：稳健的货币政策要精准有力，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，继续实施好存续工具，对结构性矛盾突出领域延续实施期限，持续加大对小微企业、科技创新、绿色发展等支持力度。
9月20日	经济形势和政策国务院政策例行吹风会：人民银行将继续精准有力实施好稳健的货币政策，加强逆周期调节和政策储备。综合运用多种政策工具，保持流动性合理充裕；发挥国有大行的支柱作用，增强信贷增长的稳定性。继续实施好存续的结构性工具，进一步落实好到期工具的延续和展期。引导实体经济融资成本稳中有降，推动银行积极调整存量房贷利率。
9月25日	货币政策委员会 2023 年第三季度例会：加大宏观政策调控力度，精准有力实施稳健的货币政策，搞好逆周期和跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能。加大已出台货币政策实施力度，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。
10月13日	2023 年三季度金融统计数据新闻发布会：人民银行将继续精准有力实施稳健的货币政策，充分发挥货币信贷的政策效能，支持实体经济实现质的有效提升和量的合理增长，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、促进经济良性循环。稳健的货币政策精准有力，增强信贷总量的稳定性和可持续性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义 GDP 增速相匹配。
11月3日	人民银行：保持货币信贷和融资总量增长合理、节奏平稳、效率提升，更多关注存量贷款的持续效用。引导更多金融资源用于科技创新、先进制造、绿色发展、中小微企业以及国家重大战略，加快培育新动能新优势。保持融资成本持续下降。加强货币与财政、产业、监管等政策协调配合，共同维护经济金融大局稳定。
12月8日	政治局会议：明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。
12月16日	中央经济工作会议：稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。

资料来源：公开资料，东方金诚整理

附件二：2023 年监管部门关于商业银行制度及管理办法发布情况

日期	监管政策
1月6日	原中国银保监会发布《固定资产贷款管理办法（征求意见稿）》《流动资金贷款管理办法（征求意见稿）》《个人贷款管理办法（征求意见稿）》《项目融资业务管理规定（征求意见稿）》。
1月9日	原中国银保监会发布《银行保险监管统计管理办法》，共 6 章 33 条，包括总则、监管统计管理机构、监管统计调查管理、银行保险机构监管统计管理、监管统计监督管理和附则。
2月10日	原中国银保监会、人民银行《商业银行金融资产风险分类办法》，共 6 章 48 条，包括总则、风险分类、重组资产风险分类、风险分类管理、监督管理和附则。办法要求要求商业银行遵循真实性、及时性、审慎性和独立性原则，对承担信用风险的全部表内外金融资产开展风险分类。
3月3日	原中国银保监会《中国银保监会办公厅关于进一步做好联合授信试点工作的通知》具体包括十二部分，从充分认识联合授信的重要意义、及时确定企业名单、异地机构积极加入联合授信、加强联合风险防控、压实牵头银行责任、强化履职问责、深化银企合作、进一步发挥自律组织作用、发挥与债委会的协同作用、做好与打击逃废债工作的衔接、加大政策宣传、规范信息报送等方面提出具体要求。
6月16日	人民银行、国家外汇管理局《关于提升银行办理资本项目跨境资金结算业务数字化服务水平通知（征求意见稿）》。
7月28日	国家金融监督管理总局就《银行保险机构操作风险管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，共 6 章 50 条及附录，主要内容包括明确风险治理和管理责任、规定风险管理基本要求、细化管理流程和管理工具、完善监督管理职责。
11月1日	国家金融监督管理总局发布《商业银行资本管理办法》由正文和 25 个附件组成，主要内容包括：一是构建差异化资本监管体系，使资本监管与银行规模和业务复杂程度相匹配，降低中小银行合规成本。二是全面修订风险加权资产计量规则，包括信用风险权重法和内部评级法、市场风险标准法和内部模型法以及操作风险标准法，提升资本计量的风险敏感性。三是要求银行制定有效的政策、流程、制度和措施，及时、充分地掌握客户风险变化，确保风险权重的适用性和审慎性。四是强化监督检查，优化压力测试，深化第二支柱应用，进一步提升监管有效性。五是提高信息披露标准，强化相关定性和定量信息披露，增强市场约束。

11月10日	国家金融监督管理总局发布《银行保险机构涉刑案件风险防控管理办法》，共5章40条，主要包括：一是明确涉刑案件风险防控的目标和基本原则。强调涉刑案件风险防控应遵循以下原则：预防为主、关口前移，全面覆盖、突出重点，法人主责、分级负责，联防联控、各司其职，属地监管、融入日常。二是突出法人主责。明确董（理）事会、监事会、高级管理层等在涉刑案件风险防控中的职责任务，进一步明晰牵头部门、内设部门、分支机构和内审部门的职责边界。三是明确银行保险机构涉刑案件风险防控主要任务。强调银行保险机构应建立健全涉刑案件风险防控重点制度，研判本机构涉刑案件风险防控重点领域，完善涉刑案件风险防控重点措施，加强信息化建设，并及时开展涉刑案件风险防控评估。四是明确监管部门相关职责分工，提出对银行保险机构涉刑案件风险防控采取非现场监管、现场检查、行政处罚等要求。
11月24日	国家金融监督管理总局修订发布《银行业金融机构国别风险管理办法》，共5章43条，修订内容包括：一是按照规范性文件管理相关要求，将“指引”调整为“办法”，名称相应修改为《银行业金融机构国别风险管理办法》。二是按照风险全面覆盖原则，进一步明确国别风险敞口计量口径。三是贯彻新会计准则要求，针对《指引》重复计提问题，将国别风险准备纳入所有者权益项下，作为一般准备的组成部分。四是完善国别风险准备计提范围和比例，将贷款承诺和财务担保纳入计提范围，同时适度下调计提比例。五是对银行业金融机构国别风险管理职责划分、国别风险转移相关限定性要求等内容进行了修改完善。

资料来源：公开资料，东方金诚整理

附件三：样本银行各组别财务情况（单位：亿元、%）

组别	分位	I	II	III	IV	V	VI	VII
资产规模	1/4	21361.37	2843.03	1371.71	458.74	291.36	277.52	225.54
	1/2	61234.83	5152.81	2256.55	719.97	374.15	317.11	279.74
	3/4	252022.13	16074.62	4362.08	1847.31	638.62	397.77	423.66
不良贷款率	1/4	0.94	0.90	0.98	0.86	1.52	1.97	2.54
	1/2	1.08	1.13	1.44	1.31	2.08	2.46	4.14
	3/4	1.30	1.45	1.87	2.18	2.63	3.18	4.48
拨备覆盖率	1/4	254.05	203.73	160.10	170.81	155.36	144.39	87.28
	1/2	334.36	289.55	209.05	277.32	181.95	153.99	115.98
	3/4	394.28	384.41	335.97	495.51	319.85	164.50	153.58
流动性比例	1/4	54.69	56.86	65.56	55.95	51.02	68.23	46.54
	1/2	64.33	70.14	75.71	68.53	69.59	84.02	59.43
	3/4	84.13	77.40	89.34	79.84	87.56	95.39	71.97
净资产收益率	1/4	10.47	9.09	6.41	5.29	4.79	2.02	1.41
	1/2	11.02	10.74	8.81	8.80	8.37	6.12	2.72
	3/4	12.75	11.88	11.00	11.79	10.81	8.34	9.67
资本充足率	1/4	14.34	13.14	12.40	12.31	12.17	11.09	9.65
	1/2	15.54	13.85	13.11	13.28	12.88	11.27	11.11
	3/4	17.44	14.46	14.40	14.29	14.36	12.38	12.09
核心一级资本充足率	1/4	9.74	9.10	8.81	8.99	9.51	8.87	8.63
	1/2	11.50	9.93	9.72	10.50	10.80	9.04	8.66
	3/4	13.07	11.54	11.57	11.76	11.82	10.34	9.19

资本新规下银行资本管理的挑战及应对策略

李倩 张琳琳

摘要：《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》基于国际监管架构和监管理念出台，标志着我国商业银行资本监管体系迎来差异化管理时代。在银行不断扩表背景下，本文通过对 139 家样本银行数据进行拆解、测算分析，认为《征求意见稿》的实施将有利于我国银行业提升自身风险管理精细化水平，有助于促进银行持续优化资产负债结构、进行差异化发展，引导银行业更好地服务实体经济和区域经济。资本新规不会显著增加我国银行业资本充足率压力，但银行个体间因业务结构差异资本占用变化有所区别，且将对银行资产配置产生影响，低资本占用资产配置将提升。

关键词：资本新规、差异化管理、《巴塞尔协议 III》、资本占用

一、资本新规“新”在何处

2023 年 2 月 18 日，中国银保监会、中国人民银行发布了《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》或“资本新规”），以“坚持风险为本、强调同质同类比较、保持监管资本总体稳定”为原则，完善了信用风险、市场风险和操作风险的风险评估要求，对风险加权资产计量规则等进行了重构。资本新规是对国内实行了 10 年的《商业银行资本管理办法（试行）》（以下简称为“《试行版》”）的调整和修订，也是对 2017 年 1 月《巴塞尔协议 III》的响应。资本新规与《试行版》相比，主要的变化主要有以下几个方面：

1、构建差异化资本监管体系

《征求意见稿》依据银行表内外资产余额和境外债权债务余额将不同商业银行划分为三个档次，匹配不同的资本监管方案。针对综合实力强、业务规模大、涉及经济主体广、系统性风险较高的大行采取较为严厉的监管措施，有利于稳定银行业整体风险水平。而对于综合实力偏弱、业务规模较小的银行，监管要求适当放松有利于降低其资本成本，提高经营效率。

图表 1：银行资本监管分档要求

银行分档	分档标准	计量方法
第一档银行	符合以下任一条件的商业银行： 1. 上年末并表口径调整后表内外资产余额 5000 亿元人民币（含）以上。 2. 上年末境外债权债务余额 300 亿元人民币（含）以上且占上年末并表口径调整后表内外资产余额的 10%（含）以上。	全面对标国际标准实施相对复杂的资本计量方法 信用风险：新权重法或新内评法 操作风险：新标准法
第二档银行	符合以下任一条件的商业银行： 1. 上年末并表口径调整后表内外资产余额 100 亿元人民币（含）以上，且不符合第一档商业银行条件。 2. 上年末并表口径调整后表内外资产余额小于 100 亿元人民币但境外债权债务余额大于 0。	信用风险：相比第一档银行有差异的权重法 操作风险：基本指标法（沿用现行规定）
第三档银行	上年末并表口径调整后表内外资产余额小于 100 亿元人民币且境外债权债务余额为 0 的商业银行。	信用风险：不同于一二档银行的一套全新规则 操作风险：基本指标法（沿用现行规定）

资料来源：银保监会，东方金诚整理

2、强化杠杆率底线，防范金融机构道德风险

为进一步降低金融机构“大而不能倒”的道德风险，《征求意见稿》强化了杠杆率的底线作用。一方面明确计算公式，另一方面要求银行杠杆率不低于 4%，相较于《巴塞尔协议 III》的国际要求 3% 更严格。对于系统性重要银行，则需要在一档银行最低杠杆率要求基础上，分档加成相应附加杠杆率。整体来看，《征求意见稿》对全球系统重要性银行提出了更高杠杆率要求，但对我国大部分商业银行杠杆率无显著影响。

图表 2：银行杠杆率要求

	《巴塞尔协议 III》	《商业银行杠杆率管理办法（修订）》
最低杠杆率要求	3%	4%
附加要求	与附加资本充足率要求相对应，2017 年版按照全球系统重要性银行五档分类，对应的附加杠杆率要求分别为 0.5%、0.75%、1.0%、1.25% 和 1.75%，属于全球系统重要性银行（G-SIBs）的银行需要满足一级资本的杠杆率缓冲，设定为较高损失吸收风险加权要求的 50%	系统重要性银行附加资本要求的 50%
杠杆率计算公式	杠杆率 = 资本衡量 / 风险敞口	杠杆率 = (一级资本 - 一级资本扣减项) / 调整后的表内外资产余额
资本衡量	一级资本（包括一级普通股和 / 或附加一级工具）	一级资本和一级资本扣减项
风险敞口 / 表内外资产余额	遵循总会计价值，包括表内风险（部包括表内衍生品和证券融资交易风险）、衍生品风险敞口、证券融资交易（SFT）风险敞口、表外项目	表内外资产余额 = 调整后表内资产余额（不包括表内衍生品和证券融资交易）+ 衍生产品资产余额 + 证券融资交易资产余额 + 调整后的表外项目余额 - 一级资本扣减项

资料来源：银保监会，东方金诚整理

3、细化权重法风险分类规则及权重

《征求意见稿》明确银行可采用权重法或内部评级法计量信用风险加权资产，对于在我国境内设立的商业银行，普遍适用权重法。资本新规重点修订了权重法下的计量规则，改革要点涉及公司贷款业务、零售业务、投资业务及表外业务的风险暴露划分、风险权重调整、信息披露等内容。

图表 3：《征求意见稿》信用风险权重法风险暴露分类标准



资料来源：银保监会，东方金诚整理

(1) 商业银行公司贷款业务：投资级公司和中小企业债权风险权重下调，房地产风险暴露设置更加细致

《征求意见稿》将公司风险暴露细分为一般公司贷款风险暴露和专业贷款风险暴露（详见图表 4）。一般公司贷款方面，资本新规下调了投资级公司和中小企业债权信用风险权重，在引导商业银行投好投小有一定促进作用。专业贷款来看，第一档银行细分专业贷款为项目融资贷款和非项目融资贷款，并按照运营前阶段、运营阶段进一步细分项目融资贷款；非项目融资贷款包括商品融资和物品融资贷款。资本新规上调了项目融资贷款风险暴露权重，因项目贷款的主体通常为城投公司，对城投业务占比较高的商业银行有一定资本削弱影响。

图表 4：一般公司贷款及专业贷款风险暴露信用风险权重

银行档位	《征求意见稿》			《巴塞尔协议III》		《试行版》		
	第一档	第二档	第三档	不区分	不区分			
投资级公司	75%	-	-	100%	100%			
中小企业	85%	85%	-	100%	100%			
小微企业	75%	75%	大额	85%	75%	75%	75%	
			小额	60%				
			异地	150%				
			其他	75%				
其他一般企业	100%	100%	异地	150%	100%	100%	100%	
			大额	120%				
			其他	100%				
专业贷款	物品融资	100%	按照一般公司风险暴露计量	-	-	-	优	70%
	商品融资	100%		-	-	-	良	90%
	运营前阶段项目融资	130%		-	-	130%	中	115%
				-	-		差	250%
	运营阶段项目融资	100%		-	-	优质项目：80%	其他项目：100%	违约

数据来源：银保监会，东方金诚整理

《征求意见稿》将房地产贷款风险暴露单独划为一类，并进一步细分为房地产开发贷款和房地产抵押贷款，分别计量风险加权资产。房地产开发贷款的审慎性对风险权重起到决定性作用，预计部分房地产客户资质较差的中小银行受开发贷款拖累资本影响较大。

图表 5：房地产贷款风险暴露信用风险权重¹

银行档位		《征求意见稿》			《巴塞尔协议III》	《试行版》
风险暴露		第一档	第二档	第三档	不区分	不区分
房地产开发贷款	符合审慎要求	100%	100%	-	100%	100%
	不符合审慎要求	150%	150%	-	100%	100%

数据来源：银保监会，东方金诚整理

同时，《征求意见稿》将房地产抵押贷款进一步细分为居住用房地产抵押贷款、商用房地产抵押贷款（详见图表 6）。对第一档银行，实质性依赖的判断需关注借款人名下房产信息及数量，贷款价值比（LTV）计量需关注抵押品价值评估的准确性。整体来看，还款来源不实质依赖房地产出售或者出租产生的现金流的，对应风险权重更低；LTV 越低，风险权重越低。

图表 6：居住用房地产、商用房地产风险暴露信用风险权重

银行档位	《征求意见稿》			《巴塞尔协议III》	《试行版》
	第一档	第二档	第三档	不区分	不区分
居住用房地产抵押贷款	还款是 / 否实质依赖于房地产所产生的现金流； 40% ~ 105%（依据 LTV 适用不同风险权重）	1. 个人住房抵押贷款：50%； 2. 若为对已抵押房产追加贷款，追加部分权重为 150%； 3. 其他按交易对手风险权重	1. 个人住房抵押贷款：50%； 2. 其他按交易对手的风险权重	还款是 / 否实质依赖于房地产所产生的现金流； 20% ~ 105%（依据 LTV 适用不同风险权重）	1. 个人住房抵押贷款：50%； 2. 对已抵押房产追加贷款的，追加部分：150%； 3. 其他按交易对手风险权重
商用房地产抵押贷款	还款是 / 否实质依赖于房地产所产生的现金流； 65% ~ 110%（依据 LTV 适用不同风险权重）	1. 按交易对手风险权重； 2. 对已抵押房产追加贷款的，追加部分：150%；	按交易对手风险权重	还款是 / 否实质依赖于房地产所产生的现金流； 60% ~ 110%（依据 LTV 适用不同风险权重）	按交易对手风险权重

数据来源：银保监会，东方金诚整理

（2）商业银行零售业务：符合标准的信用卡业务风险权重下调，其他零售业务风险暴露要求整体趋严

资本新规将商业银行零售个人风险暴露划分为监管零售个人风险暴露和其他个人风险暴露。对符合“监管零售”的合格交易者信用卡风险暴露权重由 75% 下调至 45%，符合“监管零售”的其他个人债权风险权重维持 75%，不符合“监管零售”²的其他个人债权风险权重由 75% 上调至 100%。值的关注的是，对合格交易者的认定需基于最近连续 12 个月有信贷余额的账单，第三档银行则需要符合“监管零售”的项目下划分大额客户和小额客户，以匹配相应权重。

图表 7：个人零售风险暴露信用风险权重

银行档位	《征求意见稿》			《巴塞尔协议III》	《试行版》
	第一档	第二档	第三档	不区分	不区分
符合“监管零售”的合格交易者信用卡个人循环风险暴露	45%	45%	大额客户：85% 小额客户：60%	75%	75%
其他监管零售个人风险暴露	75%	75%	其他：75%	75%	75%
其他个人风险暴露	100%	100%	100%	75%	75%

数据来源：银保监会，东方金诚整理

1 审慎性要求主要为：用于居住用房的开发建设、商业银行符合审慎审批标准、债项无逾期或展期，且满足项目资本金比例 $\geq 30\%$ （若为保障性开发住房，比例为 25%），若不满足项目资本金比例要求，满足“与债务人约定按照房产销售进度分期偿还本息且本金偿还比例超过 50%”，也可视为符合审慎性要求。
2 “监管零售”标准需同时满足：（1）商业银行对个人的风险暴露不超过 100 万元人民币；（2）商业银行对个人的风险暴露占本行信用风险暴露总额的比例不高于 0.5%。

(3) 商业银行投资业务：地方政府债和其他金融机构投资级权重下调，中长期商业银行普通债、次级债投资资本占用压力加大

图表 8：政府债券、次级债、股权投资风险暴露信用风险权重

投资品种	《征求意见稿》		《试行版》	《巴塞尔协议 III》	
政府债券	一般债券		10% ↓	20%	
	专项债券		20%	20%	
次级债	次级债及除股权以外的资本工具		150% ↑	100%	
	永续债		250%	250%	
股权投资	对金融机构股权投资		250%	250%	
	对工商企业股权投资	被动持有工商企业股权投资	400% ↑	250%	400% (2年内) 1250% (2年以上)
		市场化债转股持有的工商企业股权投资	250% (上市) 400% (非上市)	250% (上市) 400% (非上市)	250% (上市) 400% (非上市)
		因政策性原因并经国务院特别批准的对工商企业股权投资	250% (中央财政持股30%以上) 400%	400%	100%
		对工商企业其他股权投资	1250%	1250%	1250%

数据来源：银保监会，东方金诚整理

投资业务方面，《征求意见稿》将地方政府一般债券风险权重由 20% 下调至 10%，专项债券风险权重维持不变。对于商业银行债权，资本新规沿用了《巴塞尔协议 III》中对债权期限划分的规定（短期 3M，中长期 3M 以上），同时增加了标准信用等级 A+、A、B、C 的分类标签³，按照期限和银行分级匹配不同权重。对于其他金融机构投资，第一档银行参照公司风险权重划分为投资级（75%）和一般公司（100%）风险权重；第二档银行不区分投资级公司，均按照一般其他金融机构风险暴露风险权重 100% 计量。资本新规对商业银行次级债及被动持有的股权投资，分别上调风险权重 50%、150%。此外，资本新规对非标投资提出穿透计量要求，最高风险权重为 1250%⁴。整体来看，商业银行大类资产配置策略差异将使不同个体银行资本占用结构呈现分化，但优质投资标的将加大资本节省效果。

图表 9：商业银行普通债、其他金融机构风险暴露信用风险权重

风险暴露分类	标准信用评级结果	《征求意见稿》				《试行版》		《巴塞尔协议 III》	
		第一档		第二档		-	-	-	-
		原始期限 ≤ 3M/ 跨境货物贸易原始 期限 ≤ 6M	其他	原始期限 ≤ 3M/ 跨境货物贸易原始期限 ≤ 6M	其他	3M 以内	其他	3M 以内	其他
境内商业银行（不含次级债权）	A+	20%	30%	20%	40%	20%	25%	30%	/
	A	20%	40%					20%	40%
	B	50%	75%					50%	75%
	C	150%						150%	
其他金融机构（不含次级债权）	投资级	75%		100%		100%		采取对银行债权风险权重的确定标准	
	一般其他	100%							

数据来源：银保监会，东方金诚整理

3 A+、A、B、C 级银行的分类标准，核心一级资本充足率超过 14%、杠杆率超过 5% 划分为 A+ 级，A 级只需满足最低资本监管要求、缓冲资本要求。
4 原则上要求商业银行对非标投资进行穿透管理计算风险权重，无法采用穿透法可采取授权基础法，风险权重按照同类型最高的计算，对于嵌套的第三层及以上层级，仅可采用 1250% 的风险权重计量；对于无法采取穿透和授权基础法的采取杠杆调整，按照调整后平均风险权重上限不高于 1250% 计算。

4、明确内评法范围，优化参数设置

资本新规强化了底线监管，提升了合格抵押品的风险缓释和高级内评法银行潜在资本节省作用

对于内部评级法，资本新规主要修订了两方面：（1）限制高级内评法应用范围，要求商业银行不得对金融机构和符合特定要求的企业集团采用高级内评法；（2）对风险参数底线进行了修订。《征求意见稿》沿用了《巴塞尔协议III》的内部评级法计量框架：风险资产 = PD（违约率）* LGD（违约损失率）* EAD（违约风险暴露）。

LGD 参数方面，初级内评法下，合格抵押品覆盖的非零售风险暴露权重下调幅度高于无合格抵押品的非零售风险暴露；高级内评法下，《征求意见稿》明确了有抵押品覆盖的非零售风险暴露 LGD 下限。上述修订整体提升了合格抵押品在初级内评法银行的风险缓释效应，亦将使高级法银行在合格抵押品业务上获得较大的资本节省空间。PD 参数方面，《征求意见稿》相较《试行版》整体提高了 PD 底线值。

此外，《征求意见稿》规定商业银行需按照资本计量高级方法和其他方法平行计量资本充足率，并将实施高级内评法银行的资本底线由 80% 下调至 72.5%，预计使用高级方法的银行将节约 7.5% 的潜在资本占用。

图表 10：《征求意见稿》违约率（PD）和违约损失率（LGD）底线值变化

LGD 底线		初级内评法		高级内评法	
		《征求意见稿》	《试行版》	《征求意见稿》	《试行版》
无合格抵质押品的公司风险暴露		高级债权：40% 次级债权：75%	高级债权：45% 次级债权：75%	25%	未设置
无合格抵质押品的金融机构风险暴露		高级债权：45% 次级债权：75%		25%	未设置
提供合格抵质押品的公司风险暴露	金融质押品	对于高级债权和从属于净额结算主协议的回购交易，可以根据风险缓释效应调整违约损失率		不设置	未设置
	应收账款			10%	未设置
	商用房地产和居住用房地产			10%	未设置
	其他抵质押品			15%	未设置
PD 底线					
公司和金融机构风险暴露		0.05%	0.03%	0.05%	0.03%
一般循环零售风险暴露		0.1%	0.03%	0.1%	0.03%
其他零售风险暴露		0.05%	0.03%	0.05%	0.03%

数据来源：银保监会，东方金诚整理

5、市场风险及操作风险计量法的优化

新标准法下市场风险计量的资本要求提高，不同银行采用差异化计量方法，历史操作损失较低的银行预计受影响较小

《征求意见稿》基于公式“市场风险加权资产 = 市场风险资本要求 × 12.5”计算市场风险。市场风险资本计量方法包括标准法、内部模型法、简化标准法。标准法搭建了一套基于风险因子及敏感度指标计量市场风险资本的框架，银行需分别计量基于敏感度方法的资本要求、违约风险资本要求和剩余风险附加资本要求。内模法计量模型被重构，采用预期尾部损失（ES）方法替代风险价值（VaR）方法，捕捉市场波动的肥尾效应。简化标准法在标准法基础上，对各项风险资本乘以相应系数（1.2 ~ 3.5 之间）进行计量，资本计量要求较标准法更为严格。

《征求意见稿》考虑到我国商业银行的多样性，对操作风险实行差异化计量方法。针对二档、三档银行，保留《试行版》下适用的基本指标法，对一档银行则适用全新的新标准法。新标准法下，操作风险监管资本 = 业务指标部分（BIC）× 内部损失乘数（ILM），其中 BIC 需依据银行的业务指标（BI）乘以对应边际资本系数进行计算。ILM 主要受过去 10 年操作风险损失算数平均值的影响，其反映商业银行真实的操作风险损失水平，

需经过监管核准。

综合来看，资本新规对市场风险计量的影响取决于采取的计量方法，但对市场风险资本的要求整体提高。操作风险计量需由监管核定 ILM，历史操作损失较低的银行，平均 ILM 通常小于 1，预计对操作风险资本要求影响不大。

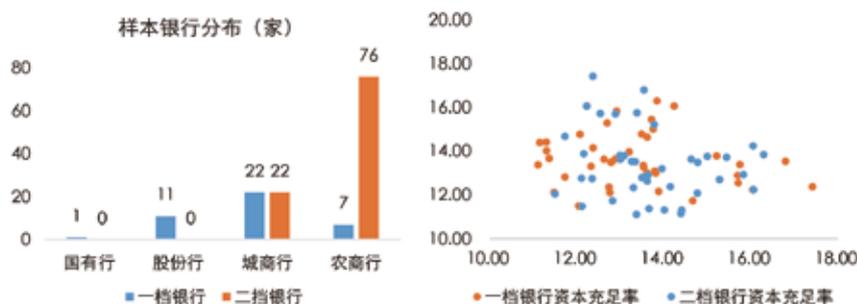
二、资本新规影响几何

1、样本银行描述及指标选取

为了更好的测算资本新规对商业银行的影响，本文选取 139 家银行⁵作为样本，根据《征求意见稿》的分档标准对样本进行档次划分，并按照样本银行大类资产配置（公司贷款、零售贷款、投资业务）测算资本新规实施后样本银行资本充足率的变化。由于工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、交通银行、招商银行 6 家银行适用内评法，测算时予以剔除。同时，考虑到第三档银行适用一套全新的信用风险计量方法，且在我国商业银行体系中，第三档银行表内外资产余额及信用风险暴露体量较小，预计新规实施对其资本充足率的影响较小，故本文不对三档银行进行测算。

本文选取的 139 家样本银行覆盖第一档银行 41 家、第二档银行 98 家；上市银行 51 家，非上市银行 88 家。其中，第一档银行包含 1 家国有行、11 家股份行、22 家城商行和 7 家农商行；第二档银行包含 22 家城商行和 76 家农商行。以下研究数据来源于上市公司年报、样本银行监管报表，数据时间节点为 2021 年末。

图表 11：样本银行分布及 2021 年末资本充足率（%）



数据来源：样本银行监管报表、上市公司年报，东方金诚整理

2、样本银行指标估计

139 家样本银行中，对于未公开披露表内外信用风险暴露的 59 家银行，本文根据已获取 1104 报表的 80 家样本银行指标均值进行估计⁶，具体估计比例参照图表 12。对于暂无法获得数据的指标，本文基于对投资级公司、房地产开发贷和合格交易者的严格认定及审慎原则，参照下述假设条件进行估计。其中，（1）由于投资级公司认定标准较为严格，根据商业银行对大、中、小、微客户分类标准，投资级公司仅包含在大型企业中，样本银行大型企业贷款占比 6.20%，假设其中投资级公司占比为 50%，则投资级公司贷款占公司贷款比例为 3.10%。（2）房地产开发贷款方面，由于审慎性要求较为严格，假设我国不符合审慎要求的房地产开发贷款占比为 65.00%。（3）对于零售信用卡业务，由于合格交易者的认定需基于最近连续 12 个月有信贷余额的账单，认定条件较为严格，假设 60% 信用卡业务符合对合格交易者的认定。

⁵ 不含 6 家内评法银行和三档银行。

⁶ 剔除数据缺失样本、极端值样本。

图表 12：样本银行风险暴露、贷款及投资余额比例估计

公司贷款业务		
投资级公司贷款余额 / 公司贷款余额		3.10%
中小企业贷款余额 / 公司贷款余额		19.24%
房地产开发贷款余额 / 公司贷款余额		11.26%
不符合审慎要求的房地产开发贷款余额 / 房地产开发贷款余额		65.00%
投资级金融机构债权 / 其他金融机构债权		10.00%
零售业务		
符合合格交易者标准的信用卡贷款余额 / 信用卡贷款余额		60%
居住用房地产抵押贷款分级占比	LTV ≤ 60%	42.89%
	60% < LTV ≤ 80%	53.62%
	80% < LTV ≤ 90%	0.09%
	90% < LTV ≤ 100%	0.09%
	无抵押	3.31%
投资业务		
专项债券 / 地方政府债券		56.62%
其他金融机构债权 / 银行及其他金融机构债权风险暴露		20.07%
3 个月以上商业银行债权风险暴露 / 商业银行债权风险暴露		71.37%
商业银行次级债权风险暴露 / 商业银行债权风险暴露		2.58%

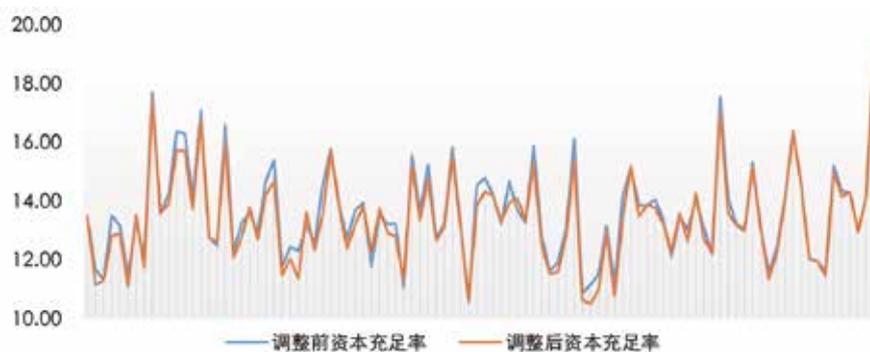
数据来源：样本银行监管报表、上市公司年报，东方金诚整理

3、商业银行资本占用测算与影响评估

资本新规实施体现差异化监管要求，样本银行测算后资本充足率总体平稳，个别银行因资产结构差异导致资本充足率上下波动

《征求意见稿》体现了差异化监管的要求，并匹配不同的资本监管方案。经过测算，资本新规实施后银行业资本充足水平总体稳定，个别银行因资产结构差异导致资本充足率小幅波动，同时将对银行大类资产配置产生一定影响。考虑商业银行公司业务、零售业务和投资业务，经测算，资本新规实施后样本银行将节省资本 1.74 万亿，样本银行整体资本充足率预计提升 0.003 个百分点至 14.01%。

图表 13：样本银行《征求意见稿》实施前后资本充足率情况 (%)



数据来源：样本银行监管报表、上市公司年报，东方金诚整理

(1) 公司贷款业务：权重的调整有利于中小微企业贷款规模较大的银行节约资本，而房地产开发贷款则对银行资本充足率形成拖累

针对公司贷款业务，本文选取对投资级公司债权、中小企业债权、房地产开发贷款进行测算。经过测算，样本银行公司贷款业务节约资本 777.7 亿元，整体提高资本充足率 0.06pct。其中，第一档银行、第二档银行分

别提升资本充足率 0.03pct、0.08pct；股份行、城商行、农商行分别提升 0.04pct、0.06pct、0.07pct。

投资级公司债权方面，权重下调 25%，第一档银行节约资本 2560.89 亿元，提升资本充足率 0.06pct。第二档银行不适用投资级公司分类，资本占用无变化。

对于中小企业债权，权重下调 15%，第一档银行共节约资本 8013.25 亿元，第二档银行共节约资本 947.35 亿元，提升资本充足率 0.18pct、0.18pct。

对不符合审慎要求的房地产开发贷款，权重上调 50%，分别增加第一档银行、第二档银行资本占用 9452.52 亿元、1291.27 亿元，拖累资本充足率 0.20pct、0.12pct。

(2) 零售业务：受益于业务的广泛覆盖及良好的客户资质，零售业务对股份行资本充足率提升效果最强

针对零售业务，本文选取住房按揭贷款、合格交易者信用卡循环额度进行测算。根据测算，零售贷款业务共节约资本 14628.14 亿元，提升资本充足率 0.08pct。其中，第一档银行、第二档银行分别提升资本充足率 0.03pct、0.20pct；股份行、城商行、农商行分别提升 0.33pct、0.10pct、0.04pct。

住房按揭贷款方面，基于对实质性依赖的判断和 LTV 分级确认权重，整体权重有不同幅度下降。第一档银行共节约资本 6948.25 亿元，提升资本充足率 0.11pct；第二档银行住房按揭贷款权重无调整。

信用卡业务方面，符合“监管零售”的合格交易者循环使用的信用卡额度共节约第一档银行资本 7573.81 亿元，节约第二档银行资本 106.08 亿元，分别提升资本充足率 0.09pct、0.03pct。

图表 14：样本银行公司和零售业务资本充足率影响测算

风险暴露	公司贷款业务			零售贷款业务	
	对投资级公司债权	对中小企业的债权	房地产开发贷款	住房按揭贷款	合格交易者循环使用的信用卡额度
《试行版》权重	100%	100%	100%	45%	75%
《征求意见稿》权重	75%	85%	150%	75%	45%
一档银行					
风险暴露合计	9513.68	45799.18	27686.91	94858.88	21901.76
风险加权资产净额变化	-2560.89	-8013.25	9452.52	-6948.25	-7573.81
对风险加权资产的影响 (%)	-0.003	-0.01	0.01	-0.01	-0.01
对资本充足率的影响 (%)	0.06	0.18	-0.20	0.11	0.09
二档银行					
风险暴露合计	-	6485.85	2688.75	-	353.59
风险加权资产净额变化	-	-947.35	1291.27	-	-106.08
对风险加权资产影响 (%)	-	-0.02	0.01	-	-0.002
对资本充足率影响 (%)		0.18	-0.12		0.03
股份行					
对资本充足率影响 (%)	0.05	0.17	-0.17	0.13	0.20
城商行					
对资本充足率影响 (%)	0.05	0.24	-0.20	0.09	0.05
农商行					
对资本充足率影响 (%)	0.08	0.15	-0.10	0.11	0.03

数据来源：样本银行监管报表、上市公司年报，东方金诚整理

(3) 投资业务：地方政府一般债券风险权重下调更利于全国性银行，中长期同业投资风险权重上调对资本占用拖累程度最大

针对商业银行投资业务，本文选取调整幅度较大的地方政府一般债权、对商业银行债权（3M 以上）、对商业银行次级债权进行测算。根据测算，投资业务共节约资本 1955.84 亿元，增加资本充足率 0.08pct。其中，第一档银行、第二档银行分别提升资本充足率 0.08pct、降低资本充足率 0.29pct；股份行、城商行、农商行分别提升 0.07pct、0.03pct，减少 0.04pct。

地方政府债方面，地方政府一般债券风险权重下调 10%，经测算，第一档银行共节约资本 6844.91 亿元，提高资本充足率 0.14pct；第二档银行共节约资本 357.76 亿元，缓释资本充足率 0.06pct；股份行、城商行、农商行分别提升 0.12pct、0.10pct 和 0.08pct。

金融机构投资方面（不含次级债投资），一般金融债（含同业存单）3M 以内风险权重不变，3M 以上风险权重由 25% 提升至 40%。经测算，第一档银行共增加资本占用 3977.42 亿元，拖累资本充足率 0.06pct；第二档银行拖累资本充足率 0.32pct。而农商行中长期同业投资占比较高，拖累资本充足率 0.37pct。

次级债方面，风险权重由 100% 上调至 150%。经过测算，第一档银行共增加资本占用 609.89 亿元，拖累资本充足率 0.01pct；第二档银行共拖累资本充足率 0.02pct。

图表 15：样本银行投资业务影响测算

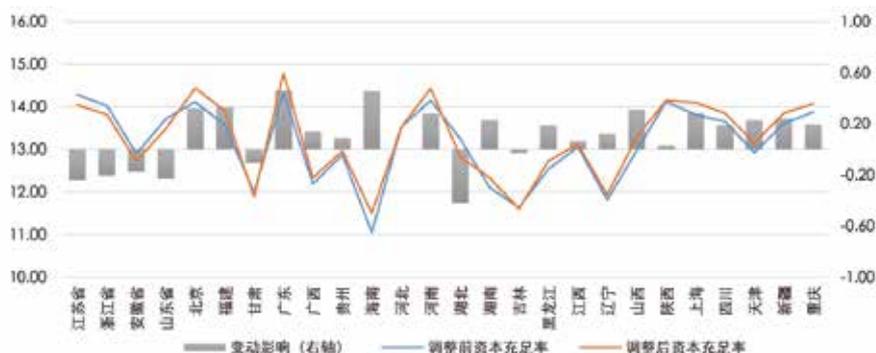
风险暴露	地方政府一般债券	3M 以上商业银行债	商业银行次级债
《试行版》权重	20%	25%	100%
《征求意见稿》权重	10%	40%	150%
一档银行			
风险暴露合计	61955.39	25713.49	1160.61
风险加权资产净额变化	-6844.91	3977.42	609.89
对风险加权资产的影响 (%)	-0.01	0.006	0.0009
对资本充足率的影响 (%)	0.14	-0.06	-0.01
二档银行			
风险暴露合计	3577.60	4089.38	92.23
风险加权资产净额变化	-357.76	613.41	46.11
对风险加权资产影响 (%)	-0.01	0.10	0.0007
对资本充足率影响 (%)	0.06	-0.32	-0.02
股份行			
对资本充足率影响 (%)	0.12	-0.05	-0.006
城商行			
对资本充足率影响 (%)	0.10	-0.06	-0.01
农商行			
对资本充足率影响 (%)	0.08	-0.37	-0.02

数据来源：样本银行监管报表、上市公司年报，东方金诚整理

分银行类型来看，经测算适用权重法的 1 家国有大行（邮储银行）资本充足率上升 0.23pct，其中住房按揭贷款权重调整对资本节约效果最强，其次为地方政府一般债券，分别提升资本充足率 0.36pct、0.18pct。股份行资本充足率整体提升 0.44pct，主要系零售业务占比较高，且客户资质良好，资本占用大幅减轻。城商行资本充足率整体提升 0.25pct，但不同银行资本充足率有增有减，主要系对中小企业债权和房地产开发贷款共同作用影响。其中，资本充足率下降银行主要来自甘肃、江西、山东等地区，因房地产开发贷款投放较多，对资本的挤占多于中小企业债权形成的资本节约。农商行资本充足率整体下降 0.04pct，主要系对中长期同业存单投资比例较高所致。

分区域来看，不同区域银行公司贷款业务、零售业务及投资业务结构存在一定差异。受益于覆盖面广泛的零售业务，经济发达地区银行资本节约效应更强，例如北京、上海、广东，资本充足率分别优化 0.32pct、0.46pct、0.28pct。商业银行债权投资占比较大的区域如浙江、安徽，分别削弱资本充足率 0.21pct、0.18pct。房地产开发贷款投放比例较高的区域例如江苏省、山东省，分别削弱资本充足率 0.24pct、0.23pct。

图表 16: 不同省（市）《征求意见稿》实施前后资本充足率情况（%）



数据来源：样本银行监管报表、上市公司年报，东方金诚整理

4、内评法银行资本水平变动幅度有限

根据国内 6 家实施内评法的银行的资本监管信息披露，6 家银行均对非零售及零售资产违约风险暴露分级估计 PD 和 LGD。其中，非零售违约风险暴露、个人住房抵押贷款风险暴露、合格循环零售违约风险暴露、其他零售风险暴露占比分别为 58.00%、27.60%、5.88%、8.51%。

综合来看，内评法的对风险参数的校正，整体有趋严态势。其中，非零售违约风险暴露占比最高，风险参数调整对风险资产的影响最大，PD 的上调和 LGD 的下调或将产生一定抵消效果。目前国内采用内评法的 6 家银行整体资本充足率较高，预计变动对资本充足率的影响较小。

图表 17: 内评法银行违约概率（PD）及违约损失率（LGD）情况

2021 年	非零售		个人住房抵押贷款		合格循环零售		其他零售		资本充足率
	PD 值 (最低值)	LGD (最低值)	PD (加权平均)	LGD (加权平均)	PD (加权平均)	LGD (加权平均)	PD (加权平均)	LGD (加权平均)	
工商银行	0.09	40.29	1.20	30.64	3.71	50.22	3.71	50.22	18.02%
建设银行	0.04	37.92	1.20	23.62	2.07	27.52	3.69	38.21	17.85%
中国银行	0.03	40.81	0.80	25.45	0.76	74.74	7.16	21.74	16.53%
农业银行	0.03	40.41	1.64	25.63	1.45	57.62	2.64	47.31	17.13%
交通银行	0.03	33.43	1.21	26.84	5.16	83.75	7.33	50.58	15.45%
招商银行	0.03	19.62	0.72	27.56	5.39	74.27	6.56	52.94	17.48%

数据来源：内评法银行资本充足率报告，东方金诚整理

三、结论及对策建议

基于上述测算，本文认为（1）资本新规的实施不会对我国商业银行资本充足率产生显著影响。资本新规框架下，各类风险暴露权重调整对风险加权资产影响有增有减，从样本测算结果看，银行资本充足率总体稳定。（2）资本新规对银行资产配置将产生一定影响。对地方政府一般债券、投资级公司债权、中小企业债权、信用卡和住房按揭贷款业务风险暴露较多的银行，资本补充压力相对较小，对中长期同业资产、次级债权风险暴露较多的银行，资本占用将显著上升。（3）对于内评法的六家银行，资本底线的调整利于降低其资本补充压力，但风险参数底线调整预计对资本充足率影响不大，值得关注的是对房地产风险暴露、金融机构债权风险暴露较多的银行，或将增加资本补充压力。

综上，本文提出以下建议：

1、强化房地产业务的全周期管理，细化授信指引及严格贷后管理

商业银行应当加强贷前审批和贷后管理，对于项目资本金比例过低、出现逾期或展期、非居住用的房地产开发贷款，以及抵押率较高的房产抵押贷款，应及时调整授信政策，确保不显著增加资本补充压力。此外，对于涉及房地产开发贷款或项目融资贷款占比较高的城投主体，由于其涉及业务类型和主体类型的细分，不同业务对资本充足水平的影响或存在差异。商业银行应当加强业务全周期管理，减轻房地产贷款风险计量调整对资本水平的冲击。

2、优化投资资产配置结构，实现资金收益和资本成本的平衡

考虑到地方政府一般债券、中长期金融债的风险计量调整或具有一定抵消效果，同时不同债券收益率存在较大差异。商业银行应充分关注投资业务风险敞口，灵活调整债券配置结构，配置低资本占用的利率债及短久期同业资产等，以在资金收益和资本占用上获得平衡。此外，对于投资范围受限的中小银行，应充分评估资本新规实施后对自身资本占用的影响程度，将资源更多向信贷资产倾斜，同时建立有效的资本补充机制，避免因资本计量差异对业务发展带来的影响。

3、加强客户精细化管理，推动差异化经营以提高竞争力

资本新规新增“投资级公司”和“中小企业”债权两类风险暴露，对提高资本充足水平具有促进作用。商业银行需加强客户识别能力，准确区分“优质客户”、加强客户精细化管理，以便在资本计量中赋予准确风险权重。同时，资本占用的差异化应当传导至经营模式及业务定价方面，降低优质企业的融资成本，提高银行竞争力。

4、持续提升风险管理与资本管理人员能力，夯实信息系统与数据治理基础

资本新规提出了更复杂的资本 / 风险计量要求，以及更为精细化的资本管理要求，对相关资本管理、风险管理等人员的专业能力提出更高要求。商业银行需持续加强专业团队队伍建设，建设 / 优化信息系统建设、强化数据治理。

参考文献：

- [1] 《巴塞尔协议 III》最终版的背景、变化及对中国银行业的影响，金融监管研究，2018 年 10 月。
- [2] 商业银行基本充足率扩充途径与机制研究，金融机构研究，2022 年 12 月。

资本约束下保险资产配置研究

——基于“偿二代”一期及二期规则的比较分析

李柯莹 杨雯

摘要：《保险公司偿付能力监管规则（II）》于 2021 年 12 月由中国银保监会发布，并于 2022 年一季度开始正式实施。二期规则提升了对保险投资资产最低资本的计提标准，对保险公司进一步考虑在资本约束下提升资本使用效率，优化资产配置，提出了更高的要求。

为了研究在偿付能力相关的资本约束下资产配置的优化问题，实现风险与收益的最优解，本文构建了马科维茨均值 - 方差模型，并基于二期规则具体变化，比较分析一期规则及二期规则下投资资产最低资本占用情况，构建偿付能力约束条件，研究在偿付能力约束、监管大类资产配置比例约束等条件下保险公司最优资产配置。模型结果显示，在风险偏好相同的情况下，添加偿付能力约束的投资组合，其收益率较低的低风险权重资产配置比例有所上升，且在偿二代二期规则下该趋势进一步凸显。本文选取保险行业代表性的公司作为案例研究对象，比较其偿二代一期规则及二期规则下资产配置的变化，研究其在监管导向下的资产配置趋势。本文建议，在偿二代二期规则下，保险公司应优化固定收益类资产配置，适度增配不动产，同时创新另类资产模式，减少因非基础资产无法穿透计量带来的资本损耗，实现资本约束下最优资产配置组合。

关键词：偿二代，偿付能力，二期规则，保险公司资产配置

第一章 引言

第一节 研究背景及意义

2003 年，我国在借鉴美国偿付能力监管体系和欧盟第一代偿付能力监管体系的基础上，颁布了《保险公司偿付能力额度管理及监管指标管理规定》。自此，我国保险行业进入“偿一代”监管时期。为应对保险行业快速发展，同时与国际保险监管准则趋同，2016 年 1 月，我国“偿二代”监管体系正式颁布实施。偿二代监管体系借鉴欧盟偿付能力监管规则（Solvency II），建立三支柱管理体系，将投资资产市场风险与信用风险的风险资本计量考虑在内。为进一步完善偿付能力监管体系，《保险公司偿付能力监管规则（II）》于 2021 年 12 月

正式发布，并于 2022 年一季度开始正式实施。二期规则提升了对保险投资资产风险资本计提要求，对保险公司进一步考虑在资本约束下提升资本使用效率，优化资产配置，提出更高的要求。

偿付能力水平下的资本约束对保险公司负债端经营及投资资产配置具有影响。偿二代二期监管规则对保险公司最低资本计量方法及水平提出了更加严格的要求。如何在满足偿付能力监管要求下进行最优资产配置，实现目标收益率，同时满足风险偏好水平，是保险公司关注的重点。基于上述背景，本文将对偿二代二期规则实施以来，偿付能力、监管大类资产配置比例等约束条件对保险公司资金运用趋势的影响进行研究。研究课题对于保险公司优化资源配置、提升资本使用效率具有较大意义。

第二节 研究内容及方法

本文从偿二代监管制度的发展入手，对偿二代监管规则特征进行分析，研究比较偿付能力监管二期规则较一期规则的变化，并与欧盟偿付能力监管规定进行比较分析。其次，本文分析我国保险资产配置的现状及存在问题。然后，课题研究基于二期规则具体变化，分析一期规则及二期规则下投资资产最低资本占用情况，探究二期规则对保险资金运用的资产配置导向。通过建立模型，探索在偿付能力约束、资产配置比例约束等条件下保险公司最优资产配置。紧接着，研究选取保险行业代表性的公司作为案例研究对象，比较其偿二代一期规则及二期规则下资产配置的变化，研究其在监管趋向下资产配置趋势。最后，在研究基础上，对二期规则下保险公司资产配置趋势进行总结归纳，对保险公司优化资产配置提出意见建议。

第三节 研究创新及不足

偿二代二期新规实施以来，关于二期新规下资产配置趋势的研究仍有待进一步充实。本研究对比了偿二代二期规则及一期规则对投资资产相关市场风险及信用风险最低资本计量的影响，利用模型探索偿付能力约束下最优的资产配置组合。模型选取马科维茨均值 - 方差模型，模型假定资产收益呈正态分布，但实际运用中资产收益率往往呈偏峰分布，模型构建有待进一步优化。且本研究只对静态下的资产配置最优组合进行了研究，未考虑保险公司经营中资产负债的动态变化。同时模型约束条件只考虑了资产端因素，未考虑保险经营成本等负债端因素。在未来进一步的研究中有待深入。

第二章 文献综述

第一节 保险资产配置研究综述

国外投资组合理论自 20 世纪 50 年代以来发展较快。1952 年，Markowitz 提出了研究预期收益率和风险之间平衡关系的现代组合理论，旨在通过构建有效的、前沿的投资组合来获得最好的选择。选择收益较高的投资组合，或者根据设定的风险程度，根据所确定的风险水平进行投资组合的配置。后经过历代学者优化与发展，成为投资组合的经典理论并在各项实践中加以运用。Lawrence (1968) 最早在保险投资领域的研究中引入了对寿险公司投资决策影响分析的 Markowitz 均值 - 方差模型。作为研究单一期限投资组合的理论依据，Markowitz 均值方差模型在研究保险资金长期资产配置方面存在一定的局限性，基于此，学者们研究了保险资产的多期限投资策略。Rudolf 和 Ziemba (1997)、Brennan 等 (1997) 提出战略资产配置的思想，构建跨期资产配置模型。考虑保险资产负债端资金特点，学者进一步将负债约束纳入保险资产配置的问题研究。M.Redington 在 1952 年对免疫理论在保险资产配置中的应用进行了分析，并提出了利用资产负债久期匹配来规避利率风险的观点。Brown (1995) 区分承保和投资两部分的资金来源，分别考虑保险资产优化配置研究中的资产端和负债端，

并分别考虑资产端与负债端的风险。Chiu 和 Wong（2012）根据均值方差模型，对保险公司资产负债管理问题进行了研究。

关于保险资产配置的研究，目前国内有比较多的文献是以组合最优化的方法为基础的。对于保险公司投资新政下的资产配置问题，段国圣在 2013 年进行了相关研究，指出保险公司在分析判断未来宏观经济和资本市场走势的基础上，应对不同的经济周期，做出相应调整。徐景峰等（2013）对寿险资产投资现值进行了法律法规层面的实证研究，并为寿险公司建立了资产配置模型。卞小娇等（2014）研究了寿险公司在不同风险偏好和投资限制下，基于动态多期投资模型，不同投资决策下的最优债券和股票的配置比例。2014 年李秀芳等以增加资产负债管理决策效果为目标，运用多目标规划方法和情景生成技术，构建了多阶段随机资产负债管理模型。王正文等（2016）从风险管理的角度研究保险集团的最佳投资与承保比例，建立了保险集团的最佳投资与承保比例模型。

第二节 偿付能力约束下保险资产配置研究综述

国外关于偿付能力约束下保险公司资产配置研究伴随 Solvency II 的开发与实施而不断发展。Amenc 等（2012）研究指出，在 Solvency II 框架内，保险公司应当采用核心 - 卫星资产配置策略，用专门的投资组合对冲负债的利率敏感性。Bragt、Steehouwer 和 Waalwijk（2010）研究发现，Solvency II 通过约束保险公司保持相应的偿付能力资本，降低了股票和房地产等风险资产配置，需要以降低收益预期为代价，此举会影响保险公司的长期经营。Rudschuck 等（2010）研究认为，如果孤立的考虑 Solvency II 新资本要求规则，可能导致保险公司风险资产敞口大幅减少。Braunet 等（2015）、Fischer 和 Schlutter（2015）同样指出，Solvency II 要求大幅抑制保险公司对于风险资产的配置需求，从而影响保险公司的长期风险与收益曲线。

关于资本约束下的保险资产配置研究，国内目前仍现存较少。段国圣（2012）通过建立引入偿付能力目标后的最优资产配置模型指出，增加偿付能力目标后，在每个收益水平下，高风险资产（包括权益资产和另类资产）的占比均有不同程度的下降。如果在资产配置时只考虑风险而不考虑偿付能力，可能造成对高风险资产的过度配置，最终影响偿付能力。王灵芝（2016）研究了偿付能力约束条件下的资产配置优化问题，将偿付能力充足率约束转化为最低资本占用的约束，采用风险和收益加权的目标函数法，得出保险公司最优资产配置组合。研究发现，偿二代使得资金的使用效率得到提升。但研究仅关注了存在偿付能力约束的条件下市场风险最低资本占用对资产配置策略的影响，未考虑信用风险最低资本占用的约束条件。李晶尹与成远（2018）对偿二代规则进行深入研究，并建构面板资料回归模型，得出变量债券类投资资产比例、权益类投资资产比例与偿付能力呈现负相关关系。以往关于保险资产最优配置主要研究了我国保险公司的资产配置如何实现风险、收益和流动性的平衡等问题，而关于偿二代规则对其影响的研究较少，尤其是偿二代二期规则变动的的影响。本研究在考虑偿二代资本约束的条件下，对偿二代二期规则及一期规则变化对资产配置的影响进行比较分析。研究将偿付能力约束转化为资本约束，同时考虑投资资产的市场风险和信用风险产生的最低资本占用，作为最优约束条件，求解最优资产配置组合，实现保险投资组合收益与风险的平衡。

第三章 我国保险资产配置现状及相关法规

第一节 我国保险资产配置现状

一、近年来保险资金运用规模快速增长，资产配置主要以债券、金融产品和银行存款为主

我国保险业可运用资金规模随着保险业的快速发展而增长。截至 2022 年末，我国保险资金可运用规模为

25.35 万亿元，近十年年均复合增长率达 14.03%。从大类资产配置来看，保险资金投向债券类资产比重近十年来维持在 40% 左右，投向银行存款比重由接近 30% 下降至 10% 左右。从变化趋势来看，投资于以银行存款和债券类为代表的极低风险资产的比重不断降低。相反随着保险资金其他投资渠道不断拓宽，以房地产、另类资产和境外资产为代表的其他类投资占比提升较快。

我国保险资金运用规模逐年提升，主要来源为保险资金。基于负债端资金来源特点，保险资产配置以安全性、稳健性、长期性为主。目前保险资产配置以债券、金融产品、银行存款为主。截至 2022 年底，债券类资产配置规模达 9.17 万亿元，占比 40.95%，同比增长 9.75%；金融产品（包含保险资管产品）的投资规模占比 22.22%，同比增长 13.18%；银行存款投资规模占比 14.43%，同比增长 14.46%。权益类资产方面，股票投资规模占比 6.84%，同比下降 0.82%；公募基金投资规模占比 4.50%，同比增长 6.86%。在债券配置上，保险机构主要选择国债和政府债进行配置，2022 年其配置规模合计占比近 60%。公募基金的配置则以债券型基金为主，混合型基金为辅。截至 2022 年底，公募基金配置中，债券型基金占比达 41.74%，混合型基金规模占比达 37.91%，股票型基金规模占比达 13.66%，货币型基金规模配置比例相对较小，仅为 6.63%，FOF 占比目前较低，但未来配置潜力较大。

二、2022 年保险资金运用机构综合收益率区间多在 2%~4% 之间，综合投资收益率略低于会计投资收益率

根据监管数据披露，2022 年保险业资金运用年化综合收益率为 1.83%，财务综合收益率 3.76%。从保险资金运用收益率来看，根据《保险资产管理业发展报告（2023）》，大部分机构的综合收益率和财务收益率在 2%~4% 之间。综合收益率方面，其中 12 家机构合计投资规模占行业总投资规模约 73%，其综合收益率区间在 2% 及以下，其中 1 家投资收益率在 0% 以下。会计投资收益率方面，14 家机构合计投资规模占行业总投资规模约 68%，会计投资收益率区间在 0~4% 之间。机构投资组合综合投资收益率略低于会计投资收益率。

第二节 我国保险资金运用相关法规

一、监管逐步放宽保险资金运用范围，进一步明确各类资产配置比例

我国对保险资金配置的监管逐步放开。2010 年《保险资金运用管理暂行办法》发布，对保险资金运用的形式进行了规定，主要包括存款、债券、股票、证券投资基金、不动产和其他资产。2012 年 7 月起，合计 13 项保险资金暂行办法陆续发布。总体来看，相关办法增加了保险资金可投资品种和范围，扩大了可投资区域。另外，部分风险资产的投资比重也有所上升。具体来看，除现有委托保险资产管理公司进行投资管理外，允许保险资金委托证券公司、基金公司开展投资管理业务；首次将投资上限无担保债券的比例上调至 50%；同时，保险资产可对国内商业银行的理财产品、不动产投资计划等金融产品进行配置；对投资优先股、全球存托凭证等境外资产进行了明确界定。

自 2012 年 13 项保险资金监管办法发布后，保险资金运用范围得到拓展，保险公司投资资产种类进一步拓宽。《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》（保监发〔2014〕13 号）将保险公司投资资产划分为流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产和其他金融资产等五大类资产，并对五大类资产的配置比例进行了规定。

2018 年原保监会公布《保险资金运用管理办法》（保监会令〔2018〕1 号）。办法对保险资金运用形式进一步规范，明确保险资金运用限于投资银行存款、债券、股票、证券投资基金，以及投资不动产、股权等。

为进一步深化“放管服”改革，增强市场活力，提升保险资金服务实体经济质效，银保监会发布《关于修改保险资金运用领域部分规范性文件的通知》（银保监发〔2021〕47 号），对现行保险资金运用领域规范性文

件进行了清理，并修改了部分规范性文件。通知进一步提升了对保险资金运用比例的监管要求，对不动产及其他金融资产投资比例限制进一步细化。

二、监管对保险公司权益类资产配置作出进一步规定，不同偿付能力充足率水平其权益类资产配置比例不同

监管 2020 年颁布的《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》（银保监办发〔2020〕63 号）对保险公司权益类资产配置作出进一步规定。综合偿付能力充足率以 50% 为一档，权益类资产配置比例以 5% 或 10% 为一档，分别对保险公司权益类资产配置比例进行划分。《通知》规定，如公司上季末综合偿付能力充足率低于 100%，则公司权益类资产投资余额不得超过上季末总资产的 10%。若公司综合偿付能力充足率在上季度末不低于 100% 但不高于 150%，则权益类资产投资余额占公司上季末总资产的比例不超过 20%。权益类资产配置比例不高于上季末总资产 25%，则对公司偿付能力充足率要求需超过 150%，但上限为 200% 以内。在综合偿付能力充足率在 200% 以上但不足 250% 的情况下，权益类资产投资余额不超过公司上季末总资产的 30%。若综合偿付能力充足率高于 250% 但低于 300%，则权益类资产配置比例不得超过 35%。若公司上季末综合偿付能力充足率超过 300% 但低于 350%，则权益类资产投资余额占上季度末总资产的比例不能超过 40%。若公司综合偿付能力充足率超过 350%，则权益类资产配置比例最高不超过上季末总资产比例的 45%。

对比监管对保险资产配置比例的其他规定，该规定进一步放宽了偿付能力较为充足的保险公司权益类资产配置比例，体现了偿付能力资本充足度对保险资产配置灵活性的支撑。

第四章 偿二代监管体系演化评述及国际比较

第一节 国际保险资本监管体系发展

一、欧偿一代的推出强调了偿付能力监管的重要性

1994 年，欧盟保险偿付能力监管进入“欧 I”时期，欧盟监管委员会成立了偿付能力 I 项目并正式启动，2002 年正式颁布了相关规范。规范提出，法定偿付能力限额要求是保险公司为确保风险发生时能够及时足额偿付，必须满足的资本储备要求。法定偿付能力要求是保险公司为确保偿付能力与业务规模相适应，根据保险公司的具体保费或赔款规模计算得出的保险公司必须具备的最低资本。欧盟《保险偿付能力监管准则 I》强调了偿付能力监管的重要性，指出保持一定的偿付能力对于保障保单持有人利益具有重要意义，以确保保险企业符合与风险相对应的资本充足性要求。在制定偿付能力计算规则时，欧盟保险偿付能力监管准则 I 并未考虑投资风险，仅对投资的种类和比例限制做出了相关规定，用于抵偿准备金。

二、欧偿二代确立了“三支柱”的监管体系

由于欧盟保险公司偿付能力监管准则 I 未充分考虑除保险业务规模等影响偿付能力之外的风险因素，使其无法充分反映保险公司所面临的各种风险，因为市场环境越来越复杂，不同产品种类的增加，风险因素也变得多样化。其局限性日益突出。《欧盟偿付能力监管准则 II》2003 年推出，2016 年正式实施。《欧盟偿付能力监管准则 II》借鉴了《银行巴塞尔协议》的监管框架，将信用风险、市场风险和经营风险纳入监管规则，并根据保险行业经营特点，将承保风险等因素考虑在内，确立了“三支柱”的监管体系，包括第一支柱“数量要求标准”，第二支柱“监管检查流程”以及第三支柱“监管报告与公开信息披露”。

第二节 我国保险偿付能力监管体系发展

一、偿二代一期规则建立了三支柱的保险偿付能力监管框架

我国 2003 年出台的《保险公司偿付能力限额管理和监管指标管理规定》借鉴了欧盟第一代偿付能力监管制度及美国偿付能力监管制度。偿一代制度在中国保险业开始推广。从 2003 年偿一代推行后，保险行业及保险市场发生了深刻的改变。为应对保险行业快速发展，同时与国际保险监管准则趋同，我国偿二代监管体系于 2016 年 1 月正式颁布实施。我国偿二代监管制度采用了三支柱管理方法，包括定量资本要求、定性监管要求和市场约束机制三大支柱。对保险公司经营各类风险所需的资本，主要采用定量监管的要求进行计量。1 号至 10 号监管规则对保险公司实际资本分类评估和计量方法、最低资本的构成和计量方法、偿付能力压力测试等做出了详细的规定。定性监管要求在第一支柱特定要求的基础上，对保险公司面临或潜在的经营、战略、声誉、流动性风险、综合风险评级 (IRR)、风险管理要求和评估 (SARMRA) 等难以资本化的风险进行定性评估，并对这些风险进行相应的管理。市场约束机制即通过定期的信息披露制度，使得保险公司能够更好地接受利益相关者、社会公众以及监管机构的监督。并且侧重于加强监管机构与保险公司之间的双向沟通，有助于从理论和实践层面对偿付能力监管制度进行进一步完善。

二、偿二代二期规则在一期规则基础上对三支柱管理体系进行进一步修订与完善

《保险公司偿付能力监管规则 (II)》于 2021 年 12 月正式发布，并于 2022 年一季度开始正式实施。二期规则对三支柱的偿付能力监管体系进行了修订和完善，是在一期规则基础上的继承和完善。此次修订内容覆盖了原有的 17 项规则，并新增了 7 号文“市场风险和信用风险穿透计量”、14 号文“资本规划”、20 号文“劳合社保险 (中国) 有限公司”三项规则。偿二代二期规则的修订意在防范和化解重大金融风险，引导保险业回归保障本源。二期规则从保险业务、资金运用、资产负债管理、资本管理等多个方面对监管细则进行修订。具体地说，二期规则对一支柱定量资本管理办法进行修订的幅度较大，对实际资本计量和最低资本计量进行了较大的改变，而二支柱定性监管和三支柱市场约束机制的规定主要在细节处进行了改进。

(一) 实际资本规则修订

实际资本方面，二期规则相较于一期规则的主要变化主要有以下几点。一方面是保险公司通过物权或项目公司方式持有的投资性房地产，认可价值由公允价值计量转以成本模式计量。第二个方面是明确保险公司应对所持有的长期股权投资进行充分评估，及时进行减值测试，足额计提资产减值。第三方面是保险公司应当根据保单剩余期限，区分 5 年、10 年、30 年划段，对保单未来盈余进行资本工具分级。第四方面是再保险合同根据合同期限，进行相应的资本工具分级。

(二) 最低资本穿透计量规则及风险因子调整

最低资本方面，二期规则相较于一期规则的主要变化主要有以下几点。2 号准则对量化风险中保险风险、市场风险和信用风险的相关系数矩阵进行重新校准，并对财产险公司和寿险公司进行了区分。保险风险方面，对多个风险因子进行校准，如死亡风险、退保风险以及疾病风险等。寿险方面，二期规则取消了死亡风险的超额累退机制，提高了年金产品、投连和万能产品的资本占用水平，同时对养老险产品给与一定的资本计提折扣。财产险方面，二期规则调整了车险的风险因子，转换了信用保险最低资本计量模式，并且对于部分险种如农业保险设定政策性业务占比系数，降低了其风险资本占用。

市场风险和信用风险方面，二期规则对保险资金的用途进行审慎监管。将保险公司投资资产区分基础资产和非基础资产，并且各公司需根据自身资产配置情况，建立非基础资产的穿透计量制度，以反映保险资金的杠杆水平，准确度量底层资产所面临的风险。二期规则对于多层嵌套也设定了相应的资本惩罚，即非基础资产每

多一层嵌套，结构每增加一级，风险因子提高 10%，也就是所需要最低资本越高。倘若非基础资产为无法穿透类别的，则对应的风险因子设定为 0.6，持有无法穿透的资产将带来极大的资本占用。同时市场风险的计量新增了集中度风险，主要有交易对手、大类资产和房地产集中度风险，防止风险敞口过于集中。

偿二代二期规则对部分资产的基础因子进行了校准。除了中小板、科创板、创业板股票基础因子略有下降，债券基金和货币市场基金维持不变外，其余的包括沪深主板股票、权益基金、投资性房地产和无法穿透资产的基础因子均有一定幅度地提升。非保险类或与保险主业无关的子公司，基础因子为 1，而保险类子公司及属于保险主业范围内的子公司基础因子仅为 0.35。定期存款、投资性房地产基础因子相对较低。基础因子越高，意味着该类资产的资本占用越多，相应的所需最低资本也就越高。因此，在二期规则监管要求和导向下，预计我国保险资产配置比例会呈现相应的变化。

（三）二支柱定性监管引入行业相对排名指标，并对风险综合评级评估等级进行细化

二支柱定性监管方面，二期规则将偿付能力风险管理要求与评估（SARMRA）分数引入相对分指标，赋值 50% 权重，并优化了公司治理方面的评估内容。二期规则细化了风险综合评级评估等级（IRR），将原先划分为 A、B、C、D 类保险公司中的 A 类保险公司和 B 类再细分为 AAA、AA、A、BBB、BB、B 类，旨在更加准确地评估难以资本化的风险。

第五章 基于偿付能力资本约束的保险资产配置趋势研究

偿二代监管体系将保险公司的各类风险用最低资本进行量化，以风险为导向，强调风险与收益的权衡。在资产配置中，偿付能力资本约束成为保险公司面临的突出问题。对不同的资产进行配置，需要的资本是不一样的，这就要求保险公司需要选择与负债比较匹配的资产配置结构，在做投资决策的时候，充分考虑资本的占用和偿付能力的充足性。因此，本文重点研究如何持续优化资产配置，在偿付能力风险最小和资本约束条件下实现风险和收益的最佳解决方案。

第一节 理论基础

本文研究偿二代二期规则下我国保险资产配置的优化问题。资产配置的核心问题是投资组合的预期收益与风险的取舍与权衡。研究选用马科维茨均值 - 方差模型，采用风险资产预期收益均值作为投资组合预期收益的测度，采用投资组合的方差来测度组合风险。

投资者的目标是追求收益更高、风险更低，而高收益往往与高风险相伴而生，二者并不是兼而有之。通过资产配置，构建投资组合，实现风险和收益的取舍，由此建立风险投资模型。

该模型运用统计学理论知识，用投资组合历史收益率的均值来表征预期收益率，用投资组合的历史收益率的波动情况度量风险的大小。模型基本假设包括，收益率服从统计学意义上的某种概率分布，投资组合可以分散投资风险，投资者符合经济学中的“理性人”假设，交易成本为零。

模型的数学表达式如下。假设对某类别投资资产的投资比例为 ω_i ，该类资产可能的收益为 r_i ，则投资组合的预期收益均值和方差为：

$$E(r_p) = \sum \omega_i \times E(r_i)$$
$$\sigma_p^2 = \sum_i \sum_j \omega_i \omega_j \text{cov}(r_i, r_j)$$

其中， $\text{cov}(r_i, r_j)$ 为任意两类资产的协方差， $\sum \omega_i = 1$

第二节 约束条件

一、偿付能力约束

监管对保险公司开展不同业务制定了不同的约束条件，要求其总体业务规模及资本实力要与其实际承担的风险相匹配。偿二代二期规则实施以来，对投资资产的风险资本计提要求进一步提升。研究在求解保险资产配置最优组合的同时加入偿付能力约束条件，探索偿二代二期规则的最低资本计量的风险因子变化对最优资产配置组合的影响。

$$\text{偿付能力充足率} = \frac{\text{实际资本}}{\text{最低资本}} = \frac{\text{认可资产} - \text{认可负债}}{\text{最低资本}}$$

根据《2018 中国保险业风险评估报告》，2017 年我国保险公司行业平均净资本率为 10%，假设所有资产均为投资资产，偿付能力充足率设定 150% 为临界值，则约束条件由偿付能力充足率 $\geq 150\%$ 转化为 $MC \leq 0.067$ 。

因本文主要研究投资资产配置问题，此处 MC 只考虑市场风险最低资本和信用风险最低资本，根据监管规则采用如下公式计算。

$$MC = \sqrt{MC_{\text{向量}} \times M_{\text{相关系数}} \times MC_{\text{向量}}^T}$$

MC 为保险公司可资本化风险整体的最低资本， $MC_{\text{向量}} = (MC_{\text{市场}}, MC_{\text{信用}})$ ， $M_{\text{相关系数}}$ 为市场风险与信用风险最低资本的相关系数。

二、大类资产配置比例约束

根据《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》（保监发[2014]13号），保险公司投资资产划分为可供选择投资标的的流动性资产、固定收益类资产、权益类资产和不动产等金融资产，并将保险公司投资资产按此标准进行分类管理。各投资类别比例有一定限制，具体为权益类资产配置比例以上季末总资产 30% 为限，不动产资产配置比例以上季末总资产 30% 为限，其他金融资产以上季末总资产 25% 为限，境外投资以上季末资产总额 15% 为限。

偿二代二期规则对保险公司直接持有及通过非基础资产间接持有的投资性房地产账面价值超过总资产比例 25% 的，计量房地产集中度风险最低资本。

本文将监管对投资资产大类的投资比例限制及不计量房地产集中度风险的最高配置比例作为模型的约束条件。

三、流动性水平约束

考虑保险公司日常经营需配置一定比例的流动性资产，以保证赔付、退保等资金要求，需配置一定比例的银行存款。本文设定，银行存款投资比例不低于 10%。

四、久期约束

财险公司与寿险公司由于保险资金来源特点的不同，负债端久期具有明显差异。财险公司保险产品多为 1 年期，负债端久期较短，寿险公司负债端久期较长，保险公司需实现资产与负债久期的匹配，模型对其分别进行考虑。

第三节 模型建立

本文以投资组合预期收益最大化及风险最小化建立目标函数，以偿付能力充足率约束、监管大类资产配置比例约束、流动性水平约束为约束条件，对保险最优投资组合进行求解。

目标函数： $\max f(x)=\lambda E(r_p)-(1-\lambda)\sigma_p^2$

目标函数是资产配置组合方差与收益率的函数，其中参数 λ 的取值和风险偏好有关，风险容忍度高 λ 取值越大，否则 λ 取值越小。

其中

$$E(r_p)=\sum\omega_i\times E(r_i)$$

$$\sigma_p^2=\sum_i\sum_j\omega_i\omega_j\text{cov}(r_i,r_j)$$

$$\sum\omega_i=1$$

约束条件：

$$MC \leq 0.067$$

$$\omega_1 \geq 10\%$$

$$\omega_5 + \omega_6 + \omega_8 \leq 30\%$$

$$\omega_7 \leq 25\%$$

$$\omega_8 \leq 15\%$$

第四节 参数设定

一、风险偏好假设

模型将风险与收益的权衡纳入考虑。此处风险偏好取值为 (0, 1]。

二、久期假设

综合考虑财险公司、寿险公司负债端久期及保险公司资产负债管理规定，模型设定财险公司负债久期为 1.5，寿险公司负债久期为 10。财险公司久期约束条件为资产久期与负债久期的差不超过 2，寿险公司久期约束条件为资产久期与负债久期差的绝对值不超过 5。

三、投资资产收益率假设

将投资资产分为银行存款 (ω_1)、国债 (ω_2)、企业债 (ω_3)、金融债 (ω_4)、股票 (ω_5)、证券投资基金 (ω_6)、不动产 (ω_7) 和境外资产 (ω_8) 八类。

(一) 银行存款

考虑保险公司需保留一定比例的高流动性资产，同时为兼顾收益，在日常实践中通常与银行签订协议，约定存款利率。考虑流动性与收益性的权衡，此处假定保险公司所持有银行存款利率采用人民银行一年期定期存款与三年期定期存款利率的加权平均。

(二) 国债

国债收益率采用十年期国债到期收益率，数据区间选择为 2012~2022。

(三) 企业债

本文采用中证企业债指数 (H11008.CSI) 来测算。

(四) 金融债

本文采用中证金融债指数 (H11007.CSI) 来测算。

(五) 股票

本文采用沪深 300 指数（000300.SH）来测算。

（六）证券投资基金

本文采用上证基金指数（000011.SH）来测算。上证基金指数的样本为上交所上市的证券投资基金。

（七）不动产

根据监管规定，保险资金可投资的不动产包括基础设施类、非基础设施类以及相应的金融衍生品。为简化模型结果，本文以百城住宅价格指数为基础计算不动产投资的历史收益率进行测算。

（八）境外资产

境外资产选用恒生指数作为样本来测算。

表 5-1 显示了各类投资资产历史收益率、均值及方差。

表 5-1 各类投资资产历史收益率、均值及方差

	银行存款利率	10 年国债	中证企业债	中证金融债	沪深 300	上证基金指数	房地产	恒生指数
2012	5.00%	3.46%	6.30%	2.08%	7.55%	9.15%	1.20%	22.91%
2013	4.25%	3.83%	1.51%	-1.81%	-7.65%	-1.04%	11.10%	2.87%
2014	4.25%	4.16%	10.18%	11.98%	51.66%	43.05%	-3.09%	1.28%
2015	4.00%	3.37%	9.86%	8.51%	5.58%	6.38%	4.37%	-7.30%
2016	2.75%	2.86%	2.90%	0.55%	-11.28%	-2.90%	18.86%	0.54%
2017	2.75%	3.58%	1.30%	-0.64%	21.78%	8.48%	7.00%	35.99%
2018	2.75%	3.62%	7.95%	9.89%	-25.31%	-11.59%	4.90%	-13.61%
2019	2.75%	3.18%	5.62%	4.94%	36.07%	16.83%	3.39%	9.07%
2020	2.75%	2.94%	3.58%	3.41%	27.21%	16.22%	4.23%	-3.40%
2021	2.75%	3.03%	5.11%	5.45%	-5.20%	1.41%	2.06%	-14.08%
2022	2.75%	2.77%	2.53%	3.25%	-21.63%	-14.61%	-0.03%	-15.46%
均值	3.34%	3.34%	5.17%	4.33%	7.16%	6.49%	4.91%	1.71%
方差	0.01%	0.00%	0.10%	0.19%	6.03%	2.49%	0.35%	2.57%

表 5-2 显示了各资产之间的协方差矩阵。

表 5-2 各类投资资产协方差矩阵

	1	2	3	4	5	6	7	8
1	1.00	0.6599	0.1184	-0.1034	0.2082	0.3658	-0.1596	0.3097
2	-	1.00	0.4093	0.3061	0.3752	0.5026	-0.2317	0.3232
3	-	-	1.00	0.9091	0.2886	0.4459	-0.5128	-0.2762
4	-	-	-	1.00	0.2387	0.3743	-0.5950	-0.4792
5	-	-	-	-	1.00	0.9528	-0.3813	0.4590
6	-	-	-	-	-	1.00	-0.4056	0.3393
7	-	-	-	-	-	-	1.00	0.1207
8	-	-	-	-	-	-	-	1.00

注：表中首行与首列数字 1-8 分别代表前述假设的八类投资资产，分别为银行存款、10 年期国债、中证企业债指数、沪深 300 指数、上证基金指数、房地产指数及恒生指数。

四、最低资本参数设定

（一）市场风险最低资本因子设定

根据偿二代监管规则，市场风险涵盖以下几大类风险，分别是利率风险、权益价格风险、房地产价格风险、

境外资产价格风险、汇率风险和集中度风险。

市场风险下各子类风险均采用综合因子法进行计量。各类资产的市场风险最低资本计算公式为：

$$MC_{\text{市场}} = EX \times RF$$

其中：

$MC_{\text{市场}}$ 为市场风险最低资本， EX 为风险暴露， RF 为风险因子， $RF = RF_0 \times (1 + K)$

RF_0 为基础因子；

K 为特征因子， $K = \sum_{i=1}^n k_i$ ， $K \in [-0.25, 0.25]$

根据偿二代监管规则，MC 市场风险计算公式如下所示：

$$MC_{\text{市场风险}} = \sqrt{MC_{\text{向量}} \times M_{\text{相关系数}} \times MC_{\text{向量}}^T}$$

$$MC_{\text{向量}} = (MC_{\text{利率}}, MC_{\text{权益价格}}, MC_{\text{房地产}}, MC_{\text{境外资产}}, MC_{\text{汇率}})$$

需区分利率风险、权益价格风险、房地产价格风险、境外资产价格风险、汇率风险等子类风险，分别对其进行假设及运算。

1. 利率风险

本研究通过综合因子法来计算利率风险最低资本。二期规则对 5 年以上长长期债券类资产提升了利率风险最低资本计量要求。借鉴之前学者的相关研究成果（廖朴，2021），企业债平均久期设定为 4.69，金融债平均久期设定为 6.09。国债采用 10 年期国债到期收益率进行测算，国债久期设定为 10。

则一期规则下利率风险最低资本为：

$$MC_{\text{利率风险}} = 0.08\omega_2 + 0.06\omega_3 + 0.07\omega_4$$

二期规则下利率风险最低资本为：

$$MC_{\text{利率风险}}^* = 0.11\omega_2 + 0.08\omega_3 + 0.09\omega_4$$

2. 权益价格风险

权益价格风险最低资本，本文基准使用沪深 300 指数，二期规则下基础因子 RF_0 为 0.31，特征因子 K 为 -0.05，从而风险因子经计算为 0.2945。

二期规则下沪深主板股基础因子 RF_0 上升为 0.35，特征因子 K 为 -0.05，从而风险因子经计算为 0.3325。

股票基金的权益价格风险暴露 EX 为其认可价值，对普通股票基金，一期规则下基础因子 $RF_0 = 0.25$ ，二期规则下上升为 0.28。

一期规则下权益价格风险最低资本为：

$$MC_{\text{权益价格风险}} = 0.29\omega_5 + 0.25\omega_6$$

二期新规下权益价格风险最低资本为：

$$MC_{\text{权益价格风险}}^* = 0.33\omega_5 + 0.28\omega_6$$

3. 房地产价格风险

一期规则下以物权形式持有的投资性房地产，以公允价值计量的基础因子 RF_0 赋值为 0.12，根据房地产市值变动设定特征系数 k_1 ，根据所有投资性房地产认可价值占保险公司总资产的比例设定特征系数 k_2 ，根据房地产所处位置设定特征系数 k_3 ，处于直辖市、省会城市和计划单列市的 k_3 为 0.03，处于境内其他地区的 k_3 设为 0.05，处于境外地区的 k_3 设为 0.06。

二期规则将以物权形式持有的投资性房地产，以公允价值计量的基础因子 RF_0 调整为 0.15，并取消了根据房地产市值变动设定的特征系数 k_1 和根据房地产认可价值占比设定的特征系数 k_2 ，将根据房地产所处位置设定特征系数 k_3 进行调整，处于直辖市、省会城市和计划单列市的 k_3 调整为 0，处于境内其他地区的 k_3 调整为 0.2。

考虑保险公司持有房地产规模较大，房地产价值变动幅度对特征因子影响较小，此处风险因子暂不考虑 k_1 影响。假设保险公司直接或通过非基础资产持有的房地产资产合计占比在 10% 以上，一期规则下 k_2 设为 0.2，假设保险公司持有的投资性房地产在直辖市、省会城市和计划单列市以及境内其他地区平均分布，则一期规则下 k_3 特征因子为 0.04，二期规则下该特征因子为 0.1。

一期规则下房地产价格风险最低资本为：

$$MC_{\text{房地产价格风险}} = 0.12 * (1 + 0.2 + 0.04) \omega_7 = 0.15 \omega_7$$

二期新规下房地产价格风险最低资本为：

$$MC^*_{\text{房地产价格风险}} = 0.15 * (1 + 0.1) \omega_7 = 0.17 \omega_7$$

4. 境外资产价格风险

由于本文采用恒生指数做基准，基础因子由一期规则下 0.30 上升至二期新规下 0.39。

一期规则下境外资产价格风险最低资本为：

$$MC_{\text{境外资产价格风险}} = 0.30 \omega_8$$

二期新规下境外资产价格风险最低资本为：

$$MC^*_{\text{境外资产价格风险}} = 0.39 \omega_8$$

5. 汇率风险

此处选用恒生指数，一期规则下基础因子为 0，二期规则下基础因子为 0.05。

一期规则下汇率风险最低资本为：

$$MC_{\text{汇率风险}} = 0$$

二期新规下汇率风险最低资本为：

$$MC^*_{\text{汇率风险}} = 0.05 \omega_8$$

假设保险公司资产配置均满足大类资产配置比例的监管规定，不计提集中度风险。

(二) 信用风险最低资本因子设定

1. 利差风险

如前文所述，借鉴之前学者的相关研究成果（廖朴，2021），企业债平均久期设定为 4.69，金融债平均久期设定为 6.09。外部评级方面，根据上市险企数据披露，投资的 AAA 级债券占比超 90%，此处假设 90% 为 AAA 级，10% 为 AA+ 级。表 5-3 显示了利差风险基础因子 RF_0 。

表 5-3 一期规则及二期新规下利差风险基础因子

	一期规则	二期新规
企业债	0.0495	0.0718
金融债	0.0516	0.0984

则一期规则下利差风险最低资本为：

$$MC_{\text{利差风险}} = 0.0495 \omega_3 + 0.0516 \omega_4$$

二期新规下利差风险最低资本为：

$$MC^*_{\text{利差风险}} = 0.0718 \omega_3 + 0.0984 \omega_4$$

2. 交易对手违约风险

沿用企业债、金融债的久期及外部评级假设，企业债、金融债的交易对手违约风险最低资本由一期规则下 “ $(0.015 * 90\% + 0.036 * 10\%) * (1 + 0.05) \omega_3 + (0.015 * 90\% + 0.036 * 10\%) * (1 + 0.1) \omega_4$ ” 变更至二期新规下

“(0.006*90%+0.015*10%) ω_3 + (0.006*90%+0.015*10%) ω_4 ”。对存放于国有大型商业银行、政策性银行的银行存款计提交易对手违约风险最低资本的风险因子由 0 上升至 0.005。

则一期规则下交易对手违约风险最低资本为：

$$MC_{\text{交易对手违约风险}} = 0.0180\omega_3 + 0.0188\omega_4$$

二期新规下交易对手违约风险最低资本为：

$$MC^*_{\text{交易对手违约风险}} = 0.005\omega_1 + 0.0069(\omega_3 + \omega_4)$$

(三) 最低资本计算

1. 市场风险最低资本计算

市场风险各子类风险一期规则下及二期规则下最低资本表达式如表 5-4 所示。

表 5-4 市场风险各子类风险最低资本表达式

子类风险	一期规则最低资本	二期新规最低资本
利率风险	$0.08\omega_2 + 0.06\omega_3 + 0.07\omega_4$	$0.11\omega_2 + 0.08\omega_3 + 0.09\omega_4$
权益价格风险	$0.29\omega_5 + 0.25\omega_6$	$0.33\omega_5 + 0.28\omega_6$
房地产风险	$0.15\omega_7$	$0.17\omega_7$
境外资产价格风险	$0.30\omega_8$	$0.39\omega_8$
汇率风险	0	$0.05\omega_8$

一期规则市场风险最低资本计算向量为：

$$MC_{\text{向量}} = (0.08\omega_2 + 0.06\omega_3 + 0.07\omega_4, 0.29\omega_5 + 0.25\omega_6, 0.15\omega_7, 0.30\omega_8, 0)$$

二期新规市场风险最低资本计算向量为：

$$MC^*_{\text{向量}} = (0.11\omega_2 + 0.08\omega_3 + 0.09\omega_4, 0.33\omega_5 + 0.28\omega_6, 0.17\omega_7, 0.39\omega_8, 0.05\omega_9)$$

2. 信用风险最低资本计算

一期规则下利差风险、交易对手违约风险最低资本为：

$$MC_{\text{利差风险}} = 0.0495\omega_3 + 0.0516\omega_4$$

$$MC_{\text{交易对手违约风险}} = 0.0180\omega_3 + 0.0188\omega_4$$

二期规则下利差风险、交易对手违约风险最低资本为：

$$MC^*_{\text{利差风险}} = 0.0718\omega_3 + 0.0984\omega_4$$

$$MC^*_{\text{交易对手违约风险}} = 0.005\omega_1 + 0.0069(\omega_3 + \omega_4)$$

根据偿二代相关规则，信用风险最低资本计算公式如下：

$$MC_{\text{信用风险}} = \sqrt{MC_{\text{利差}}^2 + 2\rho \times MC_{\text{利差}} \times MC_{\text{交易对手违约}} + MC_{\text{交易对手违约}}^2}$$

ρ 为 $MC_{\text{利差}}$ 和 $MC_{\text{交易对手违约}}$ 之间的相关系数， $\rho=0.25$ ，二期规则对其未作调整。

3. 市场风险、信用风险最低资本计算

根据偿二代二期监管规则，在仅考虑市场风险、信用风险的情况下，量化风险最低资本计算公式为：

$$MC_{\text{市场、信用风险}} = \sqrt{MC_{\text{向量}} \times M_{\text{相关系数}} \times MC^T_{\text{向量}}}$$

MC 为保险公司可资本化风险整体的最低资本， $MC_{\text{向量}} = (MC_{\text{市场}}, MC_{\text{信用}})$ ， $M_{\text{相关系数}}$ 为市场风险与信用风险最低资本的相关系数。

二期规则将市场风险最低资本与信用风险最低资本相关系数财产险公司由 0.25 向上调整至 0.27，人身险公司由 0.25 上调至 0.35。

一期规则下 $M_{\text{相关系数}}$ 如表 3-3 所示。

表 5-5 偿二代一期规则下市场风险与信用风险相关系数矩阵

相关系数	$MC_{\text{市场}}$	$MC_{\text{信用}}$
$MC_{\text{市场}}$	1	0.25
$MC_{\text{信用}}$	0.25	1

二期新规下 $M_{\text{相关系数}}$ 如表 3-4 所示

表 5-6 偿二代二期规则下财险公司市场风险与信用风险相关系数矩阵

相关系数	$MC_{\text{市场}}$	$MC_{\text{信用}}$
$MC_{\text{市场}}$	1	0.27
$MC_{\text{信用}}$	0.27	1

表 5-7 偿二代二期规则下寿险公司市场风险与信用风险相关系数矩阵

相关系数	$MC_{\text{市场}}$	$MC_{\text{信用}}$
$MC_{\text{市场}}$	1	0.35
$MC_{\text{信用}}$	0.35	1

第四节 模型结果及分析

一、模型求解值与保险资产实际配置情况比较

截至 2022 年末，根据监管披露数据，财险公司保险资金运用余额为 1.93 万亿元，其中银行存款余额 4167.04 亿元，占比 21.58%，债券余额 6491.74 亿元，占比 33.61%，股票余额 1271.84 亿元，占比 6.59%，证券投资基金余额 1590.84 亿元，占比 8.24%，长期股权投资余额 1246.91 亿元，占比 6.46%。同期末，寿险公司保险资金运用余额 22.56 万亿元，其中银行存款余额 2.23 万亿元，占比 9.89%，债券余额 9.41 万亿元，占比 41.65%，股票余额 1.76 万亿元，占比 7.80%，证券投资基金余额 1.21 亿元，占比 5.35%，长期股权投资余额 2.32 亿元，占比 10.27%。

从模型求解值来看，在风险中性的情况下，财险公司及寿险公司在偿二代一期规则约束下的模型求解值银行存款、债券及股票的配置比例与实际值较为接近，证券投资基金实际值比模型高，主要系模型假设证券投资基金均为权益型基金。偿二代二期规则约束下，相较一期规则，银行存款、国债等低风险权重配置比例有较大提升，信用债配置比例有较大幅度的下降。无偿付能力约束下，模型求解值中不动产配置比例较高，主要系不动产收益较高，且其收益与其他各类投资资产的协方差为负，具有逆周期的特点。添加偿付能力约束条件后，模型求解值中不动产配置比例仍较高，主要系模型仅考虑不动产作为基础资产进行配置，未考虑不动产作为债权投资计划等非基础资产进行配置。若保险资产配置底层资产为房地产的债权投资计划，最低资本需进行穿透计量，风险因子提高，资本消耗加大，则从资本约束条件考虑，不动产配置比例将有所下降。模型未考虑长期股权投资类型的投资资产，但实际中保险公司对长期股权投资进行适当配置，以获得长期收益。

无偿付能力约束且风险偏好中性的条件下，财险公司与寿险公司银行存款模型最优配置比例在 10%~14% 之间。但财险公司与寿险公司国债配置比例差异较大，主要系财险公司受负债端较短久期影响，对久期较长、风险权重较低的国债配置比例较低，寿险公司负债端久期较长，配置长久期国债有优势。添加偿付能力约束后，财险公司及寿险公司银行存款最优配置比例均有所上升，但财险公司上升更为明显。该影响在偿二代二期规则约束下表现的更为显著。

表 5-8 财险公司保险资产最优配置比例 (%)

无偿付能力约束										
风险偏好 资产类别	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1
银行存款	13.38	13.23	13.06	12.94	12.88	12.78	12.62	12.29	11.12	10.00
国债	1.73	1.74	1.75	1.77	1.76	1.73	1.68	1.58	1.03	-
企业债	11.28	11.35	11.43	11.56	11.78	12.13	12.70	13.84	17.42	60.00
金融债	19.02	18.95	18.86	18.74	18.58	18.37	18.01	17.29	15.43	-
股票	9.38	9.57	9.84	10.20	10.67	11.36	12.51	14.81	20.80	30.00
证券投资基金	5.22	5.33	5.50	5.66	5.83	6.08	6.51	7.37	9.20	-
不动产	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	-
境外资产	15.00	14.83	14.56	14.13	13.50	12.55	10.98	7.82	-	-
组合收益	4.29	4.31	4.33	4.36	4.40	4.45	4.54	4.73	5.20	5.50
偿二代一期规则约束										
风险偏好 资产类别	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1
银行存款	24.15	24.13	24.10	24.04	23.99	23.96	23.86	23.82	24.11	18.26
国债	1.19	1.19	1.19	1.10	0.99	0.99	0.65	0.25	-	-
企业债	13.13	13.22	13.33	13.49	13.73	14.01	14.66	15.85	19.18	57.65
金融债	19.48	19.39	19.29	19.22	19.11	18.85	18.63	18.07	15.92	-
股票	5.91	6.01	6.15	6.20	6.40	6.74	7.02	7.64	8.91	11.95
证券投资基金	2.75	2.77	2.80	2.94	2.98	3.04	3.24	3.46	3.84	-
不动产	24.07	24.09	24.10	24.19	24.29	24.33	24.59	24.86	24.86	12.14
境外资产	9.32	9.20	9.04	8.82	8.51	8.09	7.35	6.05	3.18	-
组合收益	4.11	4.12	4.13	4.14	4.16	4.19	4.23	4.30	4.45	4.89
偿二代二期规则约束										
风险偏好 资产类别	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1
银行存款	33.68	33.67	33.64	33.63	33.56	33.49	33.40	33.24	32.91	31.82
国债	4.77	4.73	4.70	4.66	4.65	4.63	4.58	4.51	4.48	-
企业债	13.55	13.61	13.75	13.87	14.17	14.50	15.05	16.19	19.54	42.85
金融债	15.05	15.04	14.96	14.88	14.65	14.39	13.98	13.11	10.43	-
股票	3.59	3.62	3.66	3.71	3.79	3.92	4.10	4.37	4.92	5.19
证券投资基金	2.50	2.51	2.52	2.54	2.56	2.61	2.67	2.81	3.13	3.60
不动产	22.43	22.46	22.47	22.52	22.54	22.57	22.63	22.73	22.88	16.54
境外资产	4.43	4.37	4.30	4.20	4.08	3.89	3.59	3.03	1.72	-
组合收益	3.95	3.96	3.96	3.97	3.98	3.99	4.01	4.05	4.15	4.43

表 5-9 寿险公司保险资产最优配置比例 (%)

无偿付能力约束										
风险偏好 资产类别	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1
银行存款	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
国债	15.18	15.19	15.21	15.23	15.29	15.38	15.52	15.82	16.35	32.36
企业债	10.94	11.00	11.07	11.16	11.26	11.40	11.64	12.11	13.00	2.64
金融债	21.82	21.76	21.68	21.57	21.40	21.14	20.72	19.87	18.32	-
股票	5.67	5.92	6.24	6.67	7.15	7.87	9.08	11.49	15.17	30.00
证券投资基金	0.16	0.16	0.16	0.16	0.35	0.64	1.13	2.10	2.17	-

不动产	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00
境外资产	11.23	10.98	10.65	10.22	9.56	8.57	6.91	3.61	-	-
组合收益	4.10	4.12	4.14	4.16	4.20	4.25	4.34	4.51	4.72	4.84
偿二代一期规则约束										
风险偏好 资产类别	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1
银行存款	12.71	12.66	12.60	12.53	12.45	12.36	12.28	12.27	12.87	10.00
国债	15.14	15.13	15.11	15.09	15.06	15.01	14.93	14.83	14.39	13.64
企业债	11.80	11.88	12.00	12.16	12.38	12.71	13.28	14.32	17.56	42.55
金融债	21.23	21.18	21.12	21.04	20.91	20.73	20.42	19.79	18.02	-
股票	5.15	5.31	5.50	5.74	6.07	6.53	7.21	7.70	8.81	8.80
证券投资基金	0.58	0.57	0.57	0.58	0.58	0.58	0.59	1.31	1.55	-
不动产	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00
境外资产	8.40	8.27	8.10	7.87	7.55	7.07	6.29	4.77	1.80	-
组合收益	4.13	4.14	4.15	4.17	4.19	4.22	4.27	4.35	4.48	4.76
偿二代二期规则约束										
风险偏好 资产类别	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1
银行存款	27.32	27.32	27.32	27.27	27.21	27.16	27.06	26.87	26.32	24.88
国债	23.57	23.57	23.57	23.59	23.61	23.62	23.67	23.78	24.17	26.35
企业债	8.51	8.51	8.51	8.76	8.98	9.25	9.72	10.68	13.53	20.52
金融债	11.15	11.15	11.15	10.92	10.69	10.42	9.95	8.98	6.04	-
股票	2.28	2.28	2.28	2.37	2.44	2.55	2.70	2.98	3.33	4.85
证券投资基金	1.05	1.05	1.05	1.05	1.06	1.07	1.10	1.15	1.65	2.02
不动产	23.85	23.85	23.85	23.87	23.89	23.92	23.94	23.99	24.09	21.38
境外资产	2.27	2.27	2.27	2.18	2.13	2.01	1.86	1.57	0.86	-
组合收益	3.84	3.84	3.84	3.85	3.85	3.86	3.88	3.90	3.97	4.09

二、偿付能力约束对保险资产配置趋势影响

在风险偏好逐步提升的情况下，无偿付能力约束的模型最优解显示，银行存款等较低收益资产配置比例逐渐下降，股票、权益性基金等高收益资产逐渐上升，投资组合收益率亦呈上升趋势。该趋势在添加偿付能力约束后未发生改变。但从投资组合收益率来看，在相同的风险偏好下，偿付能力约束降低了投资组合的整体收益率，且偿二代二期规则下该趋势进一步凸显。

在风险偏好相同的情况下，偿付能力约束明显提升了投资组合对银行存款、国债等低风险权重资产的配置比例，且偿二代二期规则下表现更为明显。在无偿付能力约束的情况下，财险资产配置模型随着风险偏好对收益率要求的提升，银行存款最高配置比例为 13%，最低配置比例为满足流动性约束条件的下限 10%。但添加了偿付能力约束后，在偿二代一期规则下，银行存款最高配置比例为 24%，最低配置比例为 18%。该趋势在偿二代二期规则下表现更为明显。在偿二代二期规则下，财险公司模型银行存款配置比例在 30% 以上，且随风险偏好变化而变化的趋势减弱。受财险及寿险保险资产负债端来源特点的影响，其资产配置比例亦有不同。财险负债端保险产品期限较短，负债端久期制约其长期资产配置，其国债配置比例较低，且为满足保险赔付的流动性需求，银行存款等流动性资产配置比例较高。寿险公司资产配置模型在添加偿付能力约束后，银行存款和长久期国债配置比例明显提升。

风险偏好相同的情况下，偿付能力约束提升了对固收类资产的配置比例。但相较于偿二代一期规则，二期

规则下低风险权重国债配置比例有所上升，信用债配置比例有所下降。相较一期规则资本约束，受偿二代二期规则下股票等权益类风险因子提升影响，配置股票等权益类资产资本消耗较多，偿二代二期规则下权益类资产配置比例有所下降。

总结来看，模型结果显示，偿付能力约束对不同风险偏好下投资组合大类资产的配置趋势无影响。无论是否添加偿付能力约束，随着投资组合风险偏好的提升，银行存款等较低收益资产的配置比例均逐渐下降，企业债、股票等较高收益资产其配置比例均逐渐提高。但在相同风险偏好下，添加偿付能力约束后，收益率较低的低风险权重资产的配置比例上升，收益率较高的资产受风险因子提升影响，资本消耗增加，在资本约束下配置比例有所降低。从投资组合收益率来看，在相同的风险偏好下，偿付能力约束降低了投资组合的整体收益率，且偿二代二期规则下该趋势进一步凸显。

第六章 偿二代二期规则下保险资产配置案例研究

本研究选取数据披露较为充分的 5 家 A 股上市险企作为案例公司，对其投资资产配置进行研究。因偿二代二期新规由 2022 年一季度开始实施，此处选取 2021 年末及 2022 年末案例公司投资资产配置情况进行比较分析。案例研究对象包括中国人民保险集团股份有限公司（以下称“人保集团”）、中国人寿保险股份有限公司（以下称“中国人寿”）、中国平安保险（集团）股份有限公司（以下称“平安集团”）、中国太平洋保险（集团）股份有限公司（以下称“太保集团”）、新华人寿保险股份有限公司（以下称“新华人寿”）。

一、案例公司概况

人保集团前身为中国人民保险公司，成立于 1949 年 10 月，于 2012 年 12 月在香港联交所主板上市，2018 年 11 月在上交所上市。人保集团为国内大型保险金融集团，其业务涵盖财产险、人身险、健康险、再保险、资产管理等。截至 2022 年末，公司注册资本 442.24 亿元，总资产 1.51 万亿元。截至 2022 年末，人保集团投资资产余额为 1.29 万亿元，2022 年总投资收益率 4.6%，较 2021 年下降 1.2 个百分点。

平安集团 1988 年于深圳蛇口诞生，2003 年正式成立为中国平安保险集团，并于 2004 年、2007 年分别在香港和内地上市。截至 2022 年末，平安集团总资产 11.14 万亿元，业务范围涵盖保险、银行、信托、证券、资产管理及融资租赁等板块。截至 2022 年末中国平安保险投资资产余额 4.37 万亿元，2022 年平安集团实现总投资收益率 2.5%，较 2021 年下降 1.1 个百分点。

太保集团是国内领先的综合性保险集团，公司业务板块包括人寿保险、财产保险、养老保险、健康保险、农业保险和资产管理等部分。截至 2022 年末，太保集团总资产 2.18 万亿元，投资资产余额 2.03 万亿元。2022 年太保集团实现总投资收益率 4.2%，较 2021 年下降 1.5 个百分点。

中国人寿成立于 2003 年 6 月 30 日，于 2003 年 12 月在境外上市，2007 年 1 月回归境内 A 股上市。截至 2022 年末，中国人寿注册资本 282.65 亿元，总资产 5.25 万亿元，总投资资产 5.06 万亿元。2022 年中国人寿总投资收益率 3.94%，较上年下降 1.04 个百分点。

新华人寿 1996 年 9 月于北京成立，为一家 2011 年在上交所和联交所同步上市的全国性大型寿险公司。截至 2022 年末，新华人寿总资产 1.26 万亿元，投资资产余额 1.20 万亿元。2022 年新华人寿实现总投资收益率 4.3%，较上年下降 1.6 个百分点。

二、偿二代二期规则下案例公司偿付能力变化

偿二代二期规则于 2022 年一季度开始实施，2022 年 12 月 31 日的偿付能力数据反映了偿二代二期规则变化对偿付能力充足率的影响，2021 年 12 月 31 日的偿付能力数据反映了偿二代一期规则下公司偿付能力充足率的情况。截至 2022 年末，保险行业偿付能力充足率为 196%，其中，财产险公司、人身险公司和再保险公司的

综合偿付能力充足率分别为 238%、186%、300%。保险公司偿付能力总体较为充裕，尤其是头部保险公司其偿付能力水平远高于监管要求。

受大类资产配置结构影响，2022 年人保集团偿付能力充足率有所下降。根据人保集团披露的 2022 年偿付能力报告显示，2022 年，人保集团核心偿付能力充足率为 189.7%，较 2021 年下降 74 个百分点，综合偿付能力充足率为 250.01%，较 2021 年下降 51 个百分点，主要是偿二代二期规则下，长期股权投资基础因子大幅提升以及需要计提集中度风险最低资本所致。

截至 2022 年末，平安集团综合偿付能力充足率为 217.6%，较上年末下降 15.90 个百分点。平安集团旗下平安寿险、平安养老险、平安健康险和平安财险子公司偿付能力充足率在二期新规实施下均有不同程度下降，但仍显著高于监管要求。

表 6-1 平安集团旗下核心保险子公司二期新规下偿付能力变化

公司	核心偿付能力充足率 (%)	综合偿付能力充足率 (%)
平安寿险	2022 年 12 月 31 日 (二期)	124.1
	2021 年 12 月 31 日 (一期)	226
	二期新规实施下变化	-101.9
平安养老	2022 年 12 月 31 日 (二期)	136.1
	2021 年 12 月 31 日 (一期)	194.3
	二期新规实施下变化	-58.2
平安健康	2022 年 12 月 31 日 (二期)	218.6
	2021 年 12 月 31 日 (一期)	205.4
	二期新规实施下变化	13.2
平安财险	2022 年 12 月 31 日 (二期)	177.6
	2021 年 12 月 31 日 (一期)	248.6
	二期新规实施下变化	-71

截至 2022 年末，太保集团综合偿付能力充足率 256%，较年初下降 10 个百分点，核心偿付能力充足率 177%，较年初下降 83 个百分点，主要受二期规则切换、股东分红、资本市场波动及业务发展等因素影响。受二期规则切换影响，太保集团旗下主要保险子公司太保产险、太保寿险和太平洋健康险偿付能力也有不同程度的下降，但仍高于监管要求。

截至 2022 年末，中国人寿的核心偿付能力充足率 143.59%，综合偿付能力充足率 206.78%，分别较 2021 年末下降 110 个百分点和 55 个百分点，主要系偿二代二期规则切换和投资资产配置影响。

截至 2022 年末，新华人寿核心偿付能力充足率为 140.53%，同比下降 102.82 个百分点，综合偿付能力充足率为 238.20%，同比下降 13.89 个百分点。主要系偿二代二期规则资本分级要求影响，实际资本及核心资本均有所降低所致。按照二期规则要求，计入核心资本的保单未来盈余不得超过核心资本 35%，超限部分确认为资本性负债。

三、案例公司资产配置趋势分析

(一) 人保集团债券投资比例与行业基本持平，集团偿付能力较为充足的背景下适度增配另类资产以提升收益

人保集团秉承保险资金长期投资、价值投资、审慎投资理念，建立了集团统一的战略资产配置模型，实现资产配置的动态优化。从人保集团年报披露的数据来看，人保集团的大类资产配置主要包括现金及现金等价物、定期存款、债券、股票基金等权益类资产以及其他资产。从大类资产配置比例来看，债券配置比例和保险行业基本持平，在 40% 左右，但权益型基金配置比例较行业偏高。另类资产配置方面，保险资金更偏向配置固收类

资产。

偿二代二期规则自 2022 年 1 季度开始实施，人保集团投资组合配置在偿二代二期规则实施下呈现出相应的调整特征。从偿二代二期规则下资产配置比例变化来看，截至 2022 年末，人保集团现金及银行存款、债券配置比例分别小幅提升 0.30、0.44 个百分点至 10.97%、40.18%。从债券配置结构来看，其中国债及政府债等利率债、企业债配置比例略有下降，金融债配置比例有所上升。同期末，人保集团股票及权益型基金配置比例均较上年末有所下降。鉴于人保集团较为充裕的偿付能力充足度，人保集团适度增配另类资产以提升投资收益，其中固收另类资产的资产配置比例较上年末提升 1.18 个百分点。外部评级方面，持仓信用债的债项或发行人 AAA 级占比达 99.6%，非标金融产品外部信用评级 AAA 级占比达 99.5%，并通过担保等增信措施等方法降低信用风险敞口。

表 6-2 2021~2022 年中国人保投资组合配置情况

投资资产	2022		2021		资产配置比例同比变化 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	
现金及银行存款	1,417.79	10.97	1,276.17	10.66	0.30
债券合计	5,323.50	41.18	4,876.19	40.74	0.44
其中：					
国债及政府债	1,837.28	14.21	1,832.52	15.31	-1.10
企业债	1,702.57	13.17	1,690.32	14.12	-0.95
金融债	1,783.65	13.80	1,353.35	11.31	2.49
股票	556.04	4.30	628.43	5.25	-0.95
权益型基金	1,203.10	9.31	1,152.76	9.63	-0.32
不动产	150.85	1.17	133.40	1.11	0.05
另类资产 - 固收	1,993.28	15.42	1,704.17	14.24	1.18
另类资产 - 权益	420.33	3.25	367.42	3.07	0.18
股权投资	1,463.08	11.32	1,356.63	11.33	-0.02
其他	400.00	3.09	474.03	3.96	-0.87
合计	12,927.97	100.00	11,969.20	100.00	

资料来源：人保集团年报

(二) 平安集团资产配置以固收类为主，偿二代二期下增配地方政府债及金融债，另类固收资产配置有所压降

平安集团的保险资金来源包括寿险及健康险业务、财产保险业务。从平安集团的保险资产投资组合大类资产配置比例来看，债券等固定收益类产品为主要配置对象，固定收益类产品占比在 60% 以上，其中债券投资比例占比在 50% 左右，主要为地方政府债，固收类另类资产配置比例在 10% 左右，股票及权益型基金配置比例较行业偏低。偿二代二期规则实施以来，平安集团债券投资比例进一步上升，截至 2022 年末，债券配置比例为 50.73%，较上年末提升 2.10 个百分点，其中国债及政府债等利率债配置比例同比上升 3.65 个百分点，企业债配置比例同比下降 0.11 个百分点，金融债配置比例同比上升 0.13 个百分点。另类资产方面，固收类另类资产配置比例有所下降，权益类另类资产配置比例略有上升，但仍处于较低水平。

表 6-3 2021~2022 年平安集团投资组合配置情况

投资资产	2022		2021		资产配置比例同比变化 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	
现金及银行存款	3,786.50	8.67	3,191.79	8.15	0.52
债券合计	22,160.95	50.73	19,043.66	48.63	2.10
其中：					
政府债	17,573.05	40.23	14,324.46	36.58	3.65

企业债	1,046.24	2.40	980.20	2.50	-0.11
金融债	3,897.78	8.92	3,445.46	8.80	0.13
股票	2,287.96	5.24	2,725.97	6.96	-1.72
权益型基金	1,469.88	3.36	912.63	2.33	1.03
不动产	1,179.85	2.70	1,006.47	2.57	0.13
另类资产 - 固收	4,427.93	10.14	4,601.47	11.75	-1.61
另类资产 - 权益	508.47	1.16	328.93	0.84	0.32
股权投资	3,150.83	7.21	2,687.33	6.86	0.35
其他	4,711.63	10.79	4,665.87	11.91	-1.13
合计	43,684.00	100.00	39,164.12	100.00	

资料来源：平安集团年报

（三）二期规则实施下太保集团债券投资比例有所上升，另类固收产品配置比例下降

从太保集团的保险资产投资组合大类资产配置比例来看，债券为主要的配置产品。权益类资产方面，股票配置比例略高于行业平均水平，权益型基金低于行业平均水平。另类资产方面，固收类另类资产配置比例较高。偿二代二期规则实施以来，太保集团债券投资比例有所上升，截至 2022 年末，债券配置比例为 40.27%，较上年末提升 2.11 个百分点，其中国债及政府债等利率债配置比例同比上升 5.88 个百分点，企业债配置比例同比下降 2.87 个百分点，金融债配置比例同比上升 1.04 个百分点。另类资产方面，固收类另类资产配置比例有所下降，但仍处于较高水平，权益类另类资产配置比例略有上升，但配置比例仍然较低。外部评级方面，太保集团持仓的企业债及金融债中，债项或发行人评级在 AAA 级以上占比 92.8%；持有的非公开市场融资工具具有外部信用评级的占比 99.6%，其中 AAA 级占比 96.8%。

表 6-4 2021~2022 年中国太保投资组合配置情况

投资资产	2022		2021		资产配置比例同比变化 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	
现金及银行存款	2,767.28	13.66	2,457.07	13.56	0.10
债券合计	8,158.92	40.27	6,913.69	38.15	2.11
其中：					
政府债	5,254.04	25.93	3,632.41	20.05	5.88
企业债	1,883.46	9.30	2,204.33	12.16	-2.87
金融债	991.58	4.89	1,075.37	5.93	-1.04
股票	1,821.82	8.99	1,543.55	8.52	0.47
权益型基金	507.10	2.50	462.18	2.55	-0.05
不动产	112.02	0.55	75.14	0.41	0.14
另类资产 - 固收	3,639.19	17.96	3,731.41	20.59	-2.63
另类资产 - 权益	72.59	0.36	24.70	0.14	0.22
股权投资	1,696.96	8.37	1,410.59	7.78	0.59
其他	1,486.95	7.34	1,502.36	8.29	-0.95
合计	20,262.83	100.00	18,120.69	100.00	

资料来源：太保集团年报

（四）中国人寿执行中长期战略资产配置规划，投资组合以固收类资产为主，二期规则下加大另类投资产品创新及配置以丰富超额收益来源

中国人寿为传统寿险公司，基于负债端寿险产品久期较长特征，在保险资产配置时执行中长期战略资产配置规划，稳定并拓宽投资收益。中国人寿保险投资组合以固定收益类产品为主，债券投资比例近 50%，高出行

业平均水平。偿二代二期规则下，中国人寿资产配置呈现相应的特征。截至 2022 年末，中国人寿债券投资比例 48.54%，较去年同期小幅上升 0.34 个百分点，其中政府债配置比例略有上升，企业债及金融债配置比例略有下降。中国人寿发挥负债端长久期资产配置特点，适度增配权益类产品。截至 2022 年末，中国人寿股票配置比例为 8.54%，同比提升 2.14 个百分点。同时积极发掘另类资产配置机会，适度增配另类权益类产品。外部评级方面，中国人寿持仓信用债中外评 AAA 级占比超过 98%，持仓债权型金融产品 AAA 级占比超 99%。

表 6-5 2021~2022 年中国人寿投资组合配置情况

投资资产	2022		2021		资产配置比例同比变化 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	
现金及银行存款	6,516.91	12.87	6,028.60	12.78	0.08
债券合计	24,584.37	48.54	22,734.23	48.20	0.34
其中:					0.00
政府债	17,541.52	34.63	15,885.17	33.68	0.95
企业债	5,191.10	10.25	5,031.97	10.67	-0.42
金融债	1,975.13	3.90	2,175.84	4.61	-0.71
股票	4,326.97	8.54	3,020.87	6.41	2.14
权益型基金	1,453.39	2.87	1,126.87	2.39	0.48
不动产	131.93	0.26	133.74	0.28	-0.02
另类资产 - 固收	4,550.26	8.98	4,437.84	9.41	-0.43
另类资产 - 权益	2,620.98	5.17	2,322.80	4.92	0.25
股权投资	2,611.79	5.16	2,579.53	5.47	-0.31
其他	3,853.20	7.61	4,779.63	10.13	-2.53
合计	50,649.80	100.00	47,164.11	100.00	

资料来源：中国人寿年报

(五) 新华人寿持续配置长久期利率债，拉长资产久期，在风险偏好范围内适度增配另类资产

从大类资产配置来看，新华人寿的主要配置资产主要为固收类资产。新华人寿发挥人身保险长久期资金来源优势，积极配置国债、地方政府债等利率债，拉长资产久期，增厚收益来源。偿二代二期规则下，截至 2022 年末，新华人寿债券投资比例为 40.05%，较上年末提升 1.57 个百分点，其中政府债占投资资产比重为 29.39%，较上年末提升 4.38 个百分点，企业债及金融债配置比例略有下降。权益类资产中，股票配置比例同比下降 1.64 个百分点。另类资产配置方面，新华人寿积极增配另类资产以增厚收益，另类固收资产与另类权益资产配置比例均有所增加。

表 6-6 2021~2022 年新华人寿投资组合配置情况

投资资产	2022		2021		资产配置比例同比变化 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	
现金及银行存款	2,451.33	20.38	1,839.99	16.99	3.38
债券合计	4,817.52	40.05	4,165.79	38.47	1.57
其中:					
政府债	3,535.12	29.39	2,708.15	25.01	4.38
企业债	450.72	3.75	450.48	4.16	-0.41
金融债	722.92	6.01	1,023.36	9.45	-3.44
股票	821.64	6.83	917.16	8.47	-1.64
权益型基金	871.31	7.24	753.06	6.95	0.29
不动产	95.53	0.79	91.61	0.85	-0.05
另类资产 - 固收	1,154.03	9.59	873.81	8.07	1.52

另类资产 - 权益	1,057.10	8.79	784.81	7.25	1.54
股权投资	58.20	0.48	54.52	0.50	-0.02
其他	703.42	5.85	1,347.28	12.44	-6.60
合计	12,030.08	100.00	10,828.03	100.00	

资料来源：新华人寿年报

四、结语

偿二代的推行与实施，不仅对保险公司偿付能力情况产生影响，也对保险资产配置提出更高的要求。在满足偿付能力充足率的监管要求前提下，保险公司积极调整投资策略，适应监管政策变化，保证收益的稳定性及长期性。偿二代二期规则下，案例研究中大部分保险公司资产配置呈现出与模型结果相一致的趋势，少部分偿付能力较为充足的保险公司资产配置变化受资本约束较小，但偿二代二期以来，各家保险公司保险资金投资组合收益率均有所下行。

上市保险公司因其历史较为稳健的投资策略及相较行业平均及监管要求较为充裕的偿付能力水平，在偿二代二期规则切换下，其资产配置策略未受较大的冲击，但仍显示出监管导向的趋势变化。具体体现在以下几点。

一是调整大类资产配置。通过整理分析五家 A 股上市保险公司的保险投资资产大类资产配置，可以发现，在偿二代二期规则实施以来，各家均增配了债券等固定收益类产品，部分降低了债权投资计划等非标产品投资比重，部分偿付能力较为充裕的保险公司适度增配另类固收资产以增厚收益。

二是积极改善投资资产信用结构。各险企在进行投资资产配置时，增加国债等利率债和金融债等信用等级较高的债券配置，尽量降低信用等级一般的债券持有比例，以严格控制信用风险，以规避信用风险事件，增强收益的稳定性。与此同时，各家保险公司在降低信用风险敞口方面，都采取了增信措施。

三是影响其资产投资策略。各上市保险公司的偿付能力充足率自偿二代规则实施以来均有不同程度的下降，但相比监管要求仍有较充裕的空间。偿二代二期规则提高了资本计量对投资资产市场风险和信用风险的要求，对保险公司资产配置产生了偿付能力约束方面的影响。保险公司的投资资产配置体现了资本导向的作用。偿二代二期规则下部分保险公司加大了能够获得超额回报的基础资产的配置，并在选择非基础资产进行增配时，选择能够降低资本消耗的金融产品进行配置。

第七章 偿二代下我国保险公司资产配置优化相关建议

一、适度拉长资产久期，提升信用管理能力，持续优化固定收益类资产配置

保险资金运用具有长期性和价值性的特点，同时对收益的确定性要求较高。鉴于保险资金运用的特点，固定收益类资产为保险资产配置的重要组成部分，在各大保险公司投资组合中占比较高。在优化资产配置过程中，寿险公司可进一步发挥其负债端长久期资金来源优势，适度增配长久期固收类资产。在宏观经济波动、信用违约频发的背景下，保险公司在投资信用债时，应充分挖掘主体信用资质，提升信用管理能力，获取利差收益。

债券类资产一直在保险公司的投资资产组合中占有较大的比重，因为保险资金的久期较长，需要考虑投资收益的安全性。但保险公司过度投资债券类资产将限制保险资金的投资收益率水平。受利率持续走低、信用违约事件频发等因素影响，保险公司需要对债券类资产的配置进行调整。偿二代二期规则对另类资产中基础设施债权投资计划提供了资本折扣，保险公司可在充分调研的基础上增加相关金融产品投资，以获取较高的收益水平。

二、关注权益市场调整机遇，灵活配置权益类资产

偿二代二期规则下，权益类资产风险因子普遍提升，在进行相应资产配置时增加了资本消耗。在进行大类

资产配置时，保险公司在权益类资产的配置上要慎之又慎，不能因小失大。在权益市场调整过程中，积极把握长期配置机会。灵活应对权益类资产结构调整，对具备投资价值、符合国家经济结构转型的个股进行重点关注。

三、发挥保险资金服务实体经济优势，充分发掘基础设施投资机会和海外不动产配置资源，挖掘不动产类资产的长期配置价值

相比其他资金，保险资金的长期性优势，较为匹配长期不动产类资产的配置。相较其他类型资产，偿二代下不动产的风险因子仍处于较低水平，保险公司可积极寻找优质的房地产标的，加大基础设施和不动产投资。同时，增加出海业务研判能力，挖掘海外不动产投资机会，创造超额收益。

四、创新另类资产模式，减少非基础资产无法穿透带来的资本损耗

偿二代二期规则新增了最低资本穿透计量规定，对于信托计划、保险资产管理产品、理财产品等非基础资产，如无法穿透计量，风险因子将较基础资产大幅提升，降低资本配置效率。保险公司在新增投资另类资产时，应对其交易结构进行充分分析，减少非基础资产无法穿透计量最低资本带来的效率损耗。

参考文献：

- [1] 黄锦怀. “偿二代二期”下我国寿险公司资产配置研究 [D]. 华东师范大学, 2022.
- [2] 廖朴, 黄嘉慧. 偿二代与资产负债匹配约束下寿险公司最优资产配置 [J]. 保险研究, 2021(04).
- [3] 唐磊. 偿二代二期规则下寿险公司最优资产配置 [J]. 中国物价, 2023(5).
- [4] 王婧. 资本约束下保险公司最优大类资产配置模型研究 [J]. 保险研究, 2019(5).
- [5] 王灵芝. “偿二代”体系下保险资产配置策略及效率评估 [J]. 保险研究, 2016(10).
- [6] 段国圣. 资本约束下的保险公司最优资产配置：模型及路径 [J]. 财贸经济, 2021(08).
- [7] 倪振豪. 监管新政下保险资产配置的实证研究——基于承保风险和 CvaR 的投资组合分析 [D]. 复旦大学, 2014.
- [8] 袁嘉欣. 偿二代对我国保险资金投资组合的影响研究——以新华保险为例 [D]. 对外经济贸易大学.
- [9] 罗胤. “偿二代”二期规则下的保险资金另类投资研究 [J]. 保险理论与实践, 2021(07).

信托行业风险项目处置和风控转型探讨

朱萍萍 魏洋

摘要：近年来，国内信托公司全面风险管理体系已逐步成形，但在严监管和转型压力、违约项目处置压力升级的形势下，信托公司风控流程设计和执行力不足的问题日益凸显。本文分析了国内信托公司风险管理的现状，以及面临的违约项目处置压力和主要处置措施，并从监管部门和信托公司两种角度对信托公司如何进行风控转型提出了建议。

关键词：信托公司风险管理体系 信托风险项目处置 信托公司风控转型

一、信托公司全面风险管理体系

经过多年发展，多数信托公司初步建立了全面风险管理体系，主流的风险管理模式基于传统业务，基本涵盖了风险控制全流程

近年来，随着监管逐步规范和行业转型深入，多数信托公司已经初步建立了全面风险管理体系。在全面风险管理体系中，信托公司董事会承担公司全面风险管理最终责任，下设的风险管理委员会履行全面风险管理职责；监事会承担风险管理的监督责任；高级管理层承担全面风险管理的实施责任。具体设计上，首先，从最高决策层开始明确风险管理体系定位，构建全面风险管理架构。其次细化风险管理架构，构建覆盖“稽核审计部门、风险管理部/法律合规部等中台部门、前台业务部门”的三道防线的风险管理架构体系，明确各个层级职责。最后构建业务流程和管理机制，实现事前、事中和事后全流程控制风险。

图表 1 信托公司全面风险管理体系架构



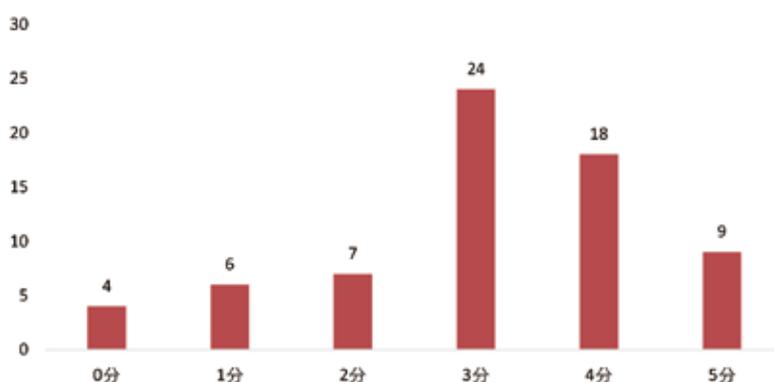
资料来源：中国信托业协会，东方金诚整理

从具体信托项目的风控流程来看，前期充分的尽职调查和风控设计是降低信托项目违约和损失概率的有效手段。前期尽调是信托项目事前风险管理的重要环节，是信托项目前期论证的重要步骤，以达到消除信托公司与交易对手信息不对称的目的。而为了提高信托项目的安全性，信托公司在进行信托产品设计时会采取一定的风控措施，包括抵押或质押、担保、强制执行公证、结构化设计、信托持股等。从目前市场违约案例来看，对于事前尽调和产品风控措施的设计是否充分与合规，很大程度上决定了信托公司事后风险处置的有效性和为投资人追回损失的能力。例如：前期尽调对交易对手的财务及债务信息了解不充分，对交易对手的经营水平和团队能力分析不充分，事中监管不到位导致融资方挪用信托资金都可能大大提高信托项目出现风险的概率。涉及司法诉讼环节时，如若存在抵押物权属不清晰、抵押流程不规范，抵押物估值出现瑕疵，担保方担保函无效（地方政府违规出具担保函等），可能导致信托公司败诉，投资人权益无法保证。

尽管信托行业整体全面风险管理体系已初步建立，但在严监管和违约项目量大幅上升的冲击下，多数信托公司暴露出体系建设的不完善，风控设计和执行仍然存在短板

从各家信托公司近年来全面风控管理体系建设情况和执行效果来看，由于受到银保监会和人民银行等机构监管，多数信托公司全面风险管理体系已初步建立，但从近些年监管处罚结果，以及信托公司固有资产和信托项目风险暴露情况来看，部分信托公司仍然存在董监高管理缺位、内部治理混乱、风险管理实际执行过程中流于形式等问题。全行业风险管理体系建设仍需要持续完善。我们从全面风险管理体系建设、董监高履职情况（是否有严重违法违纪行为）、监管处罚、风险项目（包括固有资产质量）、股东资质等五个方面对各家信托公司进行了评分，满分5分，其中全面风险管理体系建设健全的得1分，董监高近三年未出现严重违法违纪行为的得1分，近五年未受到监管处罚的得1分，风险项目数量近三年未超过5个或者固有资产不良率未超过10%的得1分，股东资质较强且未出现重大风险的得1分。

图表2 信托公司风险管理评价得分分布（单位：家）



数据来源：东方金诚整理

从单项指标得分来看，信托公司全面风险管理体系建设合计得分60分，大部分信托公司建立了内控制度和全面风险管理体系，少数出现重大风险导致破产重组或被接管的信托公司不得分，以民营信托为主；董监高履职情况合计得分48分，扣分的信托公司不仅包括前述出现重大风险的信托公司，也包括一些大型央企信托公司或地方财政控股的信托公司，例如平安信托、外贸信托、北京信托、中原信托、东莞信托、北方信托等；监管处罚和风险项目合计得分分别为25分和23分，主要由于近年来监管对信托公司加大了处罚力度，以及转型压力、经济下行和房地产市场风险暴露的形势下信托公司风险处置压力大幅增加，导致多数信托公司在上述两项均有扣

分；股东资质合计得分 53 分，扣分的信托公司主要为民营系信托以及实控人不明的信托公司。

从 68 家信托公司分数分布来看，多数信托公司得分集中在 3 分和 4 分，主要扣分原因在于监管处罚和风险项目（包括固有资产质量）两方面，表明了近年来监管力度加强以及市场环境变化下信托公司风险项目处置压力的增加，以及原先风控设计存在短板，执行力不足等问题。获得满分的信托公司以华润信托、上海信托、中海信托、华宝信托等龙头信托公司为主，均为央企或省级（直辖市）控股，内控和风险管理较为严格，整体经营风格保持稳健，近几年来没有发生过重大的风险事件。而得分在 2 分以下的信托公司主要为出现过重大风险事件的信托公司，包括新时代信托、四川信托、安信信托等已经破产或者面临重组的信托公司，以及民生信托、华融信托、华信信托等实控人出现重大风险的信托公司。

二、信托行业风险加速暴露

随着房地产市场风险爆发，信托行业风险化解面临严峻考验，实体经济疲软叠加部分地区财政压力亦导致工商和政信类项目风控压力上升

自资管新规 2018 年正式发布以来至 2022 年 1 月正式落地，信托行业经历了较大的震动，行业打破刚兑、去杠杆、去通道、去嵌套，主动管理转型面临着诸多挑战。而随着疫情爆发和房地产行业的震荡加剧，信托行业的转型之路愈加艰难。从信托业协会公布的数据来看，2018 年一季度至 2022 年一季度，行业受托资产规模整体呈下滑态势，其中以通道业务为主的事务管理类信托占比持续压降；而融资类信托规模在经历主动管理转型初期快速增长后，随着房地产行业下行和基建投资放缓开始逐步回落。2022 年 2 季度，在经济下行压力以及疫情冲击影响加剧的背景下，信托资产规模出现了意外的反弹。6 月末，信托资产规模为 21.11 万亿元，同比增速 2.28%，环比增速 4.70%。其中，融资类信托规模持续下降，投资类信托规模增加与资本市场在 2 季度后半段的回暖相关，事务管理类信托的大幅上升则主要来源于与海航破产重整等相关的资产服务信托。

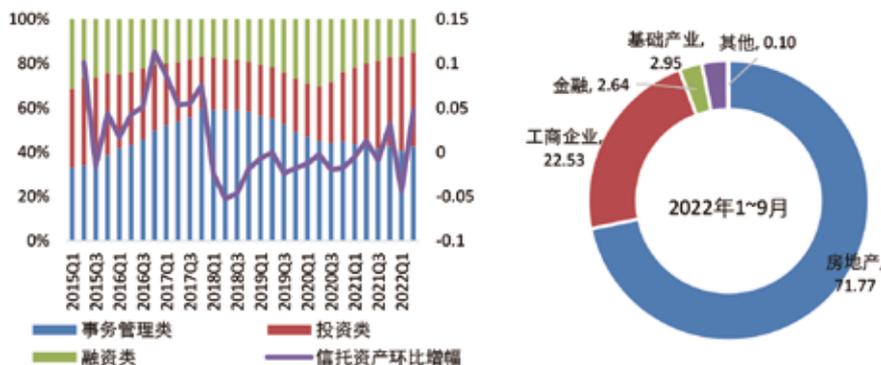
伴随外部信用环境恶化，内部转型压力上升，近年来信托项目风险加速暴露，风险资产规模和不良率均大幅增加。此外，部分民营信托由于内部治理混乱，关联交易风险集中爆发，导致行业整体风险水平加速上升。根据 2020 年 11 月 6 日央行发布的《中国金融稳定报告（2020）》显示，截至 2019 年末，信托公司承担风险管理责任的主动管理型信托资产风险率同比上升 1.75%，达到 3.04%。2021 年以来，由于实体经济和房地产行业信用风险持续暴露，信托行业风险化解压力仍然较大。根据 2021 年 4 月 16 日，中国东方资产管理股份有限公司发布的《中国金融不良资产市场调查报告（2021）》测算，信托资产实际风险率水平在 5% 以上。根据已经公布了 2021 年年报的 60 多家信托公司数据来看，13 家信托公司的不良率超过 10%，5 家超过 20%，资产质量下行压力较大。

从违约项目规模和数量来看，根据公开资料不完全统计，2021 年信托行业公开披露违约风险项目超过 280 个，涉及金额约 1500 亿元，其中房地产类信托违约项目涉及金额约 917 亿元，占比超过 60%。一直以来，房地产都是信托资金运用的重点方向，信托也是各大房地产公司重要的非标融资渠道。虽然从协会数据统计上来看，房地产信托占比规模整体下行，但是由于房地产信托融资方式和产品结构较为多样，信托资金实际流入房地产领域的规模和占比可能更高。在央行严控房地产企业三道红线，以及针对房企资金链监管下，房地产企业暴雷事件频发，从近年深陷债务危机的大型房地产集团涉及到的信托公司来看，行业头部信托机构都有着深度参与，包括中融信托、陕国投、中航信托、中建投信托等。

此外，由于经济下行以及地方财政吃紧，工商企业类项目和政信类风险也有所暴露，从 2022 年违约的工商企业类项目来看，主要涉及行业包括建材、水务、农业、实业投资、贸易、石化、旅游等，部分融资方为当地民营企业龙头，经营业务范围较广，对当地经济影响较大；而政信类项目融资方集中于贵州遵义、贵州黔南州、

贵州普定县、西安渭北、西宁经开区等经济欠发达地区实力较弱的城投公司。2022 年前三季度，市场公开披露的信托产品违约规模总计约 978.23 亿元，违约数量 152 个，其中房地产项目规模占比已上升至 70% 以上；其次是工商企业违约项目，规模占比超过 22%；基础产业类占比接近 3%。整体来看，信托行业风险管理和风险项目处置压力骤增，提高风险化解效率对于信托公司来说迫在眉睫。

图表 3 信托资产结构及增速和风险项目行业分布（单位：%）



数据来源：中国信托业协会，东方金诚整理

三、信托项目风险化解的主要措施

信托公司应对风险项目的处置措施主要包括信托计划延期、司法处置、债权转让、承债式收购等，处置方式较为灵活多样

1. 信托计划延期

一般在信托项目现金流出现紧张，无法按时兑付时，信托公司通常首先会考虑对信托计划进行延期，以时间换空间，大部分信托项目一般会在信托合同中约定 6 个月的处置期。近年来由于信托风险项目增多，尤其是新冠疫情期间，信托计划延期成为管理人首先考虑的化解方式，避免拖入司法诉讼等更加复杂的处置流程中。2022 年前三季度，至少 10 家上市公司公告其购买的信托产品出现展期或逾期。

在具体操作中，管理人应该及时履行延期兑付的信息披露义务，如果前期信托合同中未详细规定延期兑付事项，则是否延期应该征得投资人的同意，而信托计划文件未有事先约定的，应当召开受益人大会审议决定¹。

在新华信托与客户李洪伟的一起信托司法诉讼案件中，新华信托在未征得作为次级受益人的李洪伟的明确同意下，主动决定延期。重庆市高级人民法院在 2017 年一审民事判决中认为，在没有明确约定或者法律规定的情形下，不能将沉默推定为同意。本案中，在次级受益人对是否延期未作表态的情况下，新华信托公司应当再次征求次级受益人的意见，要求其明确态度，并说明后果，而不能径自推定为次级受益人同意延期。因此，新华信托公司的延期行为违反合同约定。

信托计划延期后，信托公司作为管理人，依旧需要做好投后管理。此外，一些信托公司会在信托计划延期的同时增加增信措施，例如追加共同还款人、保证人、抵押物等，提高对投资人的权益保护。

2. 担保条件的实现

信托公司作为受托人，在信托计划到期而融资方无法偿还借款或按协议约定支付回购款的情况下，可以先

¹ 根据《信托公司集合资金信托计划管理办法》第四十二条规定。

择处置抵质押物或者向保证人进行追偿。

2021年5月，重庆信托与恒大地产集团开展项目融资合作，恒大地产集团以无锡观澜府项目C地块提供抵押增信，土地使用权面积约为5.1万平方米。随着恒大地产集团风险暴露，无锡观澜府项目运营受到影响。2022年5月，重庆信托向五中院申请司法强制执行。重庆五中院在综合考虑工程续建等问题并与当地住建部门商议后决定：对土地使用按现状进行评估，对在建楼房进行单独评估，保障建设工程价款优先清偿。9月28日，重庆五中院对标的物进行首次公开拍卖，一拍流拍。11月5日，二拍启动。最终，无锡英和置业有限公司以5.08亿的价格竞得标的物。

由上述案例可以看出，抵押权明晰的项目在后期诉讼和处置中能够保障司法流程的顺利推进。此外，由于法院会对抵押物的现状进行重新评估，确定拍卖价格，因此管理人在信托项目后期管理中应该时刻关注抵押物状态，如果发生市场价值大幅下跌的情况，应该及时要求融资方追加增信措施，确保项目风险可控。

强制执行公证由于可直接要求法院强制执行，免去诉讼流程，因此对公证内容，格式要求较高，信托公司需要注意债权文书中关于给付内容是否明确且无异议，违约金约定是否明确且合法，申请执行证书的程序是否简单明确等问题。例如在吉林信托“汇融50号”违约案例中，吉林信托并未及时向法院申请执行事先设计的强制执行，而是选择进行司法程序，可能是公证书有瑕疵，或者在涉及多方抵押情况下，公证书没有其他司法程序更有效力。因此具有强制执行效力的债券文书公证书如果存在瑕疵，或者涉及多方债权人，其效力将大大减弱，最终可能迫使管理人放弃使用，转为诉讼。

3. 承债式收购

在信托项目中多见于房地产项目风险处置，由于多数房地产信托项目在设计时，信托资金是以股权的形式进入，信托公司作为管理人，一般代表投资人持有房地产开发项目公司49%或51%的股权。随着近年来房地产项目风险的集中爆发，部分信托公司开始选择以“承债式收购”的方式，实现对项目公司股权和管理权的全盘控制，将项目从出现风险的融资方资产中剥离出来。尤其是信托公司股东方具有项目开发背景的，采取此种方式处置风险项目具有一定优势。在近期恒大项目频繁出现风险后，光大信托、五矿信托均采取了债承式收购方式，收购了原恒大旗下项目公司股权，成为唯一股东，全盘接管项目运作。

2022年2月，恒大与光大信托签订协议，出售若干项目公司股权及债权。包括重庆黛宸房地产开发有限公司10%股权及2.79亿元债权、东莞市鸿钊房地产开发有限公司9.8712%股权及5亿元债权。光大信托的出售事项下将予出售股权及债权的总对价为10.3亿元。

此外，恒大出售予五矿信托的资产包括：佛山市顺德区盈沁房地产开发有限公司9.23%股权及2.4亿元债权、南沙恒睿及南沙恒昌（各自10.97%股权）及6.4亿元债权。五矿信托的出售事项下将予出售股权及债权的总对价为11亿元。

4. 债权转让

为化解信托业不良资产风险，推动信托业转型发展，银保监会于2021年5月下发《关于推进信托公司与专业机构合作处置风险资产的通知》，支持信托公司与中国信托业保障基金有限责任公司、金融资产管理公司和地方资产管理公司等专业机构合作处置信托公司固有不良资产和信托风险资产。

2022年11月，经融侨集团及武汉融侨置业与平安信托、中国东方资产湖北省分公司、湖北三峡华翔集团有限公司（原持有武汉融侨置业35%股权）协商后，就“平安信托安远9号集合资金信托计划”债务偿付事项达成一致安排。东方资产以9.8亿元对价取得平安信托对武汉融侨置业18.99亿元债权本金中的12亿元及相关权益/权利。剩余未转让6.99亿元债权本金由武汉融侨置业向平安信托偿付。

从上述东方资产收购“平安信托安远9号”债权案例来看，资产管理公司除了可以全部收购信托债权以外，

也可以选择部分收购。以 9.8 亿元收购 12 亿元债权的对价来看，平安信托损失率控制在 20% 以内。相对于资产管理收购银行不良资产，尤其是对中小银行较高的折价率来说，平安信托本次转让武汉融侨置业的对价相对较高，议价能力较强，这也体现了政策鼓励资产管理公司积极参与化解房地产企业信托债务风险，保持信托等资管产品融资稳定的导向。

各种处置方式实际执行效果差异较大，信托公司的前期风控措施、项目管理能力、股东实力等方面直接影响风险项目的处置效率

从处置效率来看，信托的处置方式、前期风控手段、融资方配合度、信托公司实力都会直接影响项目风险化解效果。具体来看，对于信托计划延期方式来说，一般延期在 6 个月至 1 年左右，对于融资方暂时出现现金流紧张，没有发生重大经营风险的项目来说是相对简单高效的处置方式。但是在实际运用中，延期被大多数信托公司作为采取其他处置手段之前的过度措施，融资方通常已经出现实质经营风险或深陷债务危机，迫使信托计划“一延再延”。尤其是涉及债权重组的项目，延期时间可能更长。例如，华夏幸福由于金融债务整体重组与中融信托协商，将原本应于 2021 年底到期的四个信托计划（债权本金合计 59.84 亿元）展期 5 年。在延期过程中，信托公司需要时刻关注融资方的信用风险，一旦确定无法按时收回债权，则需要及时确认债权的安全及担保条件，为后续进入司法处置程序做好准备。

对于通过实现担保条件的处置方式来说，不同类型的项目需要的处置时间差异较大：对于抵质押权利明确，债务人和担保方配合度较高的项目来说，信托公司可以直接避开诉讼流程，通过处置抵质押物或者要求担保方代偿等方式收回债权，或者通过强制执行公证直接申请法院强制执行，大大缩短处置周期，且债权损失概率较小；一旦需要通过司法途径解决，处置流程一般较长，如果出现融资方的债权人较多，抵质押物涉及多次抵押、流程存在瑕疵、权属不清晰、流拍，担保方配合度较低或代偿能力不足等情况时，投资人追回损失的过程可能较为漫长且面临的损失可能较大。

对于通过承债式收购方式处置风险项目的信托公司来说，由于需要项目完工后才能从监管账户取出预售资金补偿投资人损失，处置周期主要取决于项目的工程进度，具体影响主要有两个方面：一是融资方的前期施工进度，如果在项目初期作为管理人没有严格监管项目，可能会出现项目资金被地产集团提前抽走、工程款存在大量欠款，项目收支严重不平衡等情况；二是信托公司及其控股股东的项目开发经验和项目管理能力，而缺乏相关经验和能力的信托公司可能需要重新寻找其他开发商合作，在筛选、协商等过程中耗费较多时间，拖累项目处置进度。由于项目后续开发需要持续投入，资金回收也取决于项目的销售情况，因此信托公司在采取此种措施时，需要对于项目前期的开发进展，资金使用情况，后续开发成本，销售情况有较为详细的分析和预测，以保证信托投资人能够在项目结束后顺利回收投资。

对于债权转让的处置方式来说，处置难点主要在于寻找资产受让方，以及与受让方、融资方、投资人等多方确定最终转让方案和转让价格。不同实力的信托公司实现的处置效果可能不同，综合实力和股东背景较强信托公司在谈判过程中或具有一定的话语权和议价能力，能够促使谈判各方尽快达成一致，推动转让方案尽快落地，同时避免债权以过低的价格转让，损害投资人权益。

四、信托行业风控转型探讨

从以上对信托公司主要风控措施、风险处置方式和实务案例分析中可以看出，完善的内控和风险管理体系和全流程的风险监控对于信托风险项目的顺利化解至关重要。虽然经过多年发展，信托行业风险管控体系逐步成熟、完善，但传统内控体系和风控模式在实践过程中仍然存在不少问题，制约着风险管理水平的提高。

内控体系建设关乎信托公司的稳健经营，需要监管机构继续加强对信托公司股权结构、公司治理、

关联交易等方面的详细规范

股东和管理层的内控合规意识对信托公司经营的影响重大，信托公司内控管理疏失、关联交易风险控制薄弱严重影响公司经营稳定性。从之前民营信托风险集中爆发情况来看，股东若利用信托公司融资便利，违规开展大规模的关联交易将导致信托公司整体经营出现重大问题。同时，部分信托公司也出现过多次高管渎职甚至是违法犯罪行为。根据 2022 年银保监会出具的处罚决定，共有 7 家信托公司存在违反内控制度、内控制度不健全、全面风险管理失效等问题。

从 2020 年 3 月正式施行的《信托公司股权管理暂行办法》来看，监管提高了对于控股股东的要求，强化了管理交易管理规范以及监管部门对于信托公司股权的监管要求。2021 年 1 月，银保监会配套施行了《信托公司行政许可事项实施办法》，对相关高管任职资格条件作了优化调整，并对部分条款的表述进行了修改完善。上述规定落地以来，多家信托公司股权结构发生了调整，对一些资质较差的小股东进行了清退。但是经历过多年粗放式发展，部分信托公司合规经营意识不强，对风险把控能力不足。未来监管可以从信托公司股权集中度和董监高人员比例方面入手，避免实控人对信托公司形成“绝对控制”，对公司经营进行“强势干预”。其次，加强信托公司业务运营管理标准化，针对各种类型信托业务和固有业务，制定更加严格的业务标准和经营指标定期报送制度，对于资金流向尤其是涉及关联方业务的进行穿透披露，使得信托公司运作更加独立和规范。

信托公司风险管理体系存在对新业务适应不足、信息化建设落后、团队人员欠缺等问题，需要从公司内部补充完善、外部监管统一、产品评级等多方面推动其转型发展

1. 完善风控模块

随着监管环境和市场信用风险变化带动信托业务转型压力升级，传统风控模式在新形势下适应性不足，尤其房地产行业风险的集中爆发也凸显出信托公司行业和客户集中风险的管理存在欠缺。信托公司需要根据风险处置经验，调整传统业务的风控流程和指标设计。例如光大信托为了加强地产信用风险及其衍生风险管控，建立房企集团客户专人对接机制以实现常态化、规范化管控地产业务风险；开展存量地产债券分析，根据市场评级和内部研判按照违约、预警、安全维度对交易主体信用风险分级管理；同时针对存量项目中交易对手违约事件，采取多项措施化解风险，及时进行信息披露。此外不少信托公司也提高了传统融资项目准入标准，根据客户和区域情况进行分类，制定差异化的流程管控。

而随着信托业务转型需求越来越迫切，信托风险管理流程也需要根据业务的转型补充新的模块。尤其是对于经营传统非标业务为主的信托公司来说，标品信托和资产服务类信托的风险管理一直是风控体系中较为薄弱的环节。信托公司应该加强针对此类业务的投研能力。对于标品信托业务，可以通过外采或自研自建的方式建立模型和数据库，或与外部机构合作获取研究资源等，建立完善风险管理流程，预判市场风险，及时采取行动，从而控制产品价值波动。对于资产服务类信托业务，包括家族信托、涉众性资产管理信托、资产证券化信托等资产服务信托业务，由于业务流程较长且复杂程度较高，对法律合规和操作风险把控要求较高，需要信托公司在相关领域加强法律法规研究和风控流程设计。

例如中诚信托执行监管压降要求，持续压降融资类信托业务规模，同时推进标品信托业务发展，优化投研支持职能并初步构建了信用评级体系及信用债风险预警机制，优化标品信托运营管理职能，2022 年，中诚信托大力发展标品信托业务，截至 2022 年底标品信托规模达 1689.34 亿元，同比增长 556.51%。

2. 信息化建设

在风控流程管理方面，目前信托行业普遍存在的问题是风险管理重心滞后，事前与事中的管控手段较为薄弱。此外，信托公司在前后端风险管控也往往存在无法统一联动的问题，导致在项目后期的监控和处置时发现的风

险信息通常不能及时传递至项目尽调前端，无法有效指导项目准入环节的风险把控。因此，信托公司需要搭建信息平台、建设和完善数据库，进而完成信息化建设。从金融同业对比来看，在风险管理领域建设较为完善的银行、证券等行业对信息系统建设都高度重视。对于信托公司而言，目前风险管理的信息化建设还处于较为初级的阶段。信托公司可以先进行基础架构的整体搭建，再随着业务种类的不断丰富，逐步分期进行信息系统建设。整体架构搭建需要从底层数据、专项业务风险、风险管理平台等方面进行建设。例如平安信托依托“金融+科技”“金融+生态”的战略思路，加强标品业务风控能力建设，升级强化非标业务风险管理，借助人工智能、云计算和大数据等最新技术，整合内外部数据，利用专家和 AI 模型，持续开展智能风控管理平台的升级与建设，提升业务智能化风控水平。

在数据库建设方面，由于信托大部分投资于非标业务，因此数据的非标准化给数据仓库的构建带来了挑战。但由于信托数据整体规模较小且较为分散，信托公司可以采取“轻量化”的思路，按照从公司自身的业务及管理数据，到行业的数据，再到金融市场数据和宏观经济数据的顺序，先初步建立数据库，再逐步完善。此外，信托公司也可以加强与外部评级机构合作，通过对信托产品评级以及信托项目融资主体的评级跟踪，对产品的风险进行较为客观的排序和对比，进一步完善产品数据库，以便后期风险监测。从监管方面来说，由于数据孤岛问题长期存在于中国金融业，加大了资产管理产品信息收集和分析的难度。监管机构需要首先统一资产管理产品的报告制度，在此基础上建立整体统一的产品信息数据库，加强产品的统计信息共享，并及时揭示重大风险信息的事项。这将为包括信托公司在内的众多资产管理机构的数据库建设和运维提供极大的便利，促进行业数字化和信息化发展。

3. 团队建设

风控人员的配备不足也是多数信托公司在实际风险管理操作中面临的问题。由于之前部分信托公司重业务、轻风控，导致大部分信托公司项目评审人员的配置人数远小于前台业务人员，评审时效性较低。同时还存在评审人员专业能力不足、对具体项目缺乏深入的了解、尽调和分析，评审过程形式大于实质等问题。此外，随着业务逐步转型，标品业务和服务类信托产品的风控模式也较传统信托业务差别较大，信托公司也需要针对各项业务板块配备专业的风控团队。因此完成人员配置，尤其是对业务和风控人员加强专业培训，提高团队人员整体素质也是信托公司风控管理改进的重点。对于监管方来说，也可以适当加大对于信托公司评级体系中风控团队建设的考核比重，人员配备充足且团队专业性较高的信托公司可以予以加分，以便鼓励风控团队实力较强的信托公司获得更多业务开展机会。

参考文献：

- [1] 平安信托有限责任公司，2018 年信托业专题研究报告 [J], 中国信托业协会 .2018:63-110
- [2] 吴跃，中国金融不良资产市场调查报告（2021）[M], 中国金融出版社 .2021:147-159

中国不良资产证券化的实践 2006-2023

潘维妙

概述

不良资产证券化的历史至今已有 30 多年，最早出现于美国，并以美国、韩国和意大利最为突出。相较于其他不良资产处置的方式，不良资产证券化在分散风险、配置资源方面的功能更为突出。近年来，我国商业银行不良贷款余额持续攀升，商业银行面临较大的不良资产处置需求。随着不良资产证券化业务的成熟，资产证券化助力商业银行处置不良贷款的作用日益凸显。

国际经验借鉴

不良资产证券化最早出现于 19 世纪 80 年代的美国，并以美国、韩国和意大利最为突出

美国

不良资产证券化最早起源于美国重组信托公司（以下简称“RTC”）。

19 世纪 80 年代到 90 年代初，在经济下滑、房地产过热、利率市场化推进及银行业管制宽松的背景下，美国储贷机构爆发了两次大规模破产风潮。为应对储贷危机，美国联邦政府于 1989 年颁布了《金融机构改革、复兴与加强法案》，并专门成立 RTC 先后接管 747 家储贷机构，并允许其采用资产证券化方式处置不良资产。1991 年 6 月，RTC 成功运作了第一个不良资产证券化项目。

1911 年 6 月至 1994 年底，RTC 共通过资产证券化的方式共处置约 420 亿美元不良资产，占到全部不良资产处置规模的 11%，基础资产中以不良住房抵押贷款为主。RTC 在实践中首次引进了现金储备、专业抵押品管理机构等信用增级措施和方式，推动了美国不良资产证券化业务的发展，其成功经验成为许多国家效仿的典范。

美国通过完善法律体系、建立相关机构、规范运作模式，成功地运用了资产证券化在较短时间内处置了大量不良资产，使银行业顺利摆脱危机困境，稳定了经济和金融秩序，为美国上世纪 90 年代中后期的经济繁荣打下了良好的基础，也大大推动了全球不良资产证券化的发展。

意大利

不良资产证券化在欧洲的发展以意大利为代表。

上世纪 90 年代早期，意大利由于经济衰退、金融监管不力，银行体系不良贷款率于 1996 年高达 11.2%。借鉴美国经验，意大利在 1997 年推出了第一笔不良资产证券化交易。1999 年，针对资产证券化的设计、建立、运作、发行等进行专门规定的 130 号法律出台后，意大利资产证券化市场得到快速发展。130 号法律特别允许金融机构对不良资产证券化折扣损失可以分五年进行摊销，同时银行在贷款转让中产生的折扣损失可用来抵税，有力地促进了不良资产证券化业务迅速发展。1999 年至 2003 年，意大利共发行 32 笔不良资产证券化产品，发行规模超过 98 亿欧元，处置不良资产账面价值超过 300 亿欧元。

韩国

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。

1997 年亚洲金融危机席卷韩国，韩国银行业不良资产飙升，不良贷款率在 1999 年一度高达 13.6%。1997 年 8 月，韩国《金融机构不良资产有效处置和成立韩国资产管理公司法》，同时政府设立了韩国的政策性不良资产处置机构韩国资产管理公司（KAMKO）。KAMKO 于 1997 年 11 月开始正式运营，通过旗下不良贷款基金，以政策性方式收购和处置国内银行业的不良资产。经过 4 年的不良资产处置，韩国银行业不良贷款率在 2002 年下降至 2.4%，KAMKO 自 2002 年 11 月起转为商业化运营。

在 KAMKO 处置不良资产的过程中，资产证券化发挥了重要作用。按照账面价值计算，截至 2002 年 12 月，KAMKO 共处置 64.5 万亿韩元不良资产，其中通过资产证券化手段处置 8 万亿韩元，约占处置规模的 12%。此外，与美国的不良资产证券化不同，韩国不良资产证券化具有两大特点。其一，基础资产多为不良工商企业贷款，而非不良住房抵押贷款或不良商业房地产抵押贷款；其原因主要系韩国银行业不良贷款中，企业贷款占比近一半。其次，因韩国国内市场较小，KAMKO 在 2000 年设计出“境内境外双 SPV”、并以美元定价的专门针对境外投资者的不良资产证券化产品，引入境外资金的同时，加快了不良资产的处置和回售速度。

中国发展历程

我国不良资产证券化在发展过程中，经历了多个阶段，截至目前资产证券化已成为处置不良资产的重要手段

第一阶段（2005 年以前）

2003 年 1 月，德意志银行与中国信达签署了资产证券化和分包一揽子协议，涉及 20 个不良资产项目，不良债权余额 25.52 亿元人民币（其中本金 15.88 亿，应收利息 3.47 亿、催收利息 6.17 亿）。该项目由德意志银行主持在境外发行，是我国首笔不良资产境外证券化交易。

2003 年初，中国华融通过中信设立财产信托，发行了期限 3 年、价值 10 亿元的优先级受益权，基础资产为 132.5 亿元不良债权资产，同时委托大公资信和中诚信国际对该优先级受益权进行评级。在此案例中，还涉及了提前赎回和受益人大会机制，以保护受益权投资者的利益。

2004 年 4 月，工商银行宁波分行将账面价值 26.19 亿的不良债权受托予中诚信托，设立自益性财产信托，聘请了瑞士信贷第一波士顿作为项目财务顾问。经大公资信和中诚信国际对项目的分析，给予 A 级受益权 AAA 评级，叠加回购承诺后给予 B 级受益权 AAA 评级。

第二阶段（2005 年 -2008 年）

中国人民银行和银监会联合发布的《信贷资产证券化试点管理办法（试行）》（人民银行、银监会公告[2005]第 7 号）是我国正式启动信贷资产证券化试点工作的标志。中国人民银行、银监会等部门还先后发布了《资产支持证券信息披露规则》《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》等，初步建立了不良资产证券化发行的制度框架。中国信达、中国东方和建设银行先后在 2006 年和 2008 年共发行 4 单不良资产证券化产品，发行规模合计 134.2 亿元。该 4 个项目具有典型时点性质，从底层资产看，均为不良对公贷款，五级分类以可疑类为主，平均回收率约为 30%。

第三阶段（2016 年至今）

2008 年，全球金融危机爆发，国内信贷资产证券化试点业务全面停滞；直至 2016 年 4 月，中国银行间交易商协会发布《不良资产支持证券信息披露指引（实行）》，对不良资产证券化产品的发行、存续等作出明确规定，

暂停八年的不良资产证券化业务正式重启。不良资产证券化业务开启首轮试点，试点范围仅包括工商银行、农业银行、建设银行、中国银行、交通银行及招商银行等六家大型银行，试点采用额度上限控制，总规模为 500 亿元。

2017 年，不良资产证券化试点范围进一步扩大，加入了中信银行、光大银行和华夏银行等 12 家银行，第二轮试点发行额度仍为 500 亿元。

2019 年末，不良资产证券化试点范围再次扩大，新增试点机构包括四大资产管理公司、渣打银行、汉口银行、晋商银行等，试点总发行额度增加至 1000 亿元。

截至 2023 年末，不良资产证券试点机构已扩充至 40 家左右，主体类型更加多元。

市场情况

不良资产证券化产品逐渐被市场接受，发行规模逐年增加

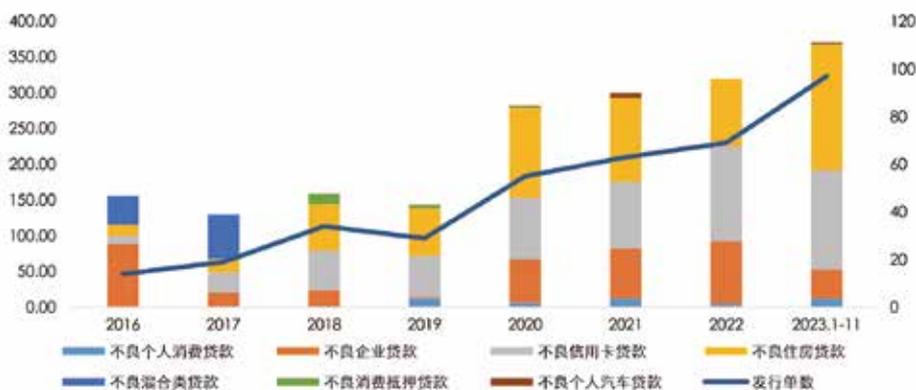
2016~2023 年 11 月，不良资产证券化产品发行数量快速增长，共发行 380 单，合计发行 1861.67 亿元；资产证券化转出方式在满足商业银行不良资产释放资本占用、降低不良率、盘活存量资产的同时，不良贷款 ABS 产品也逐渐被市场接受；

信用卡和住房抵押不良贷款为绝对主力

信用卡不良贷款作为商业银行个人消费不良贷款的主要组成部分，是商业银行不良贷款处置的重点，近年来，信用卡不良 ABS 发行规模逐年增加，且每年 6 月和 12 月，各银行为应对监管指标考核压力，是该类产品的发行高峰期。

2016~2023 年 11 月，不良信用卡与不良住房抵押贷款 ABS 发行规模分别为 490.19 亿元和 610.15 亿元，占 NPL 发行规模的 26.33% 和 32.77%，是不良资产证券化产品发行的绝对主力。

图表 1：不良贷款 ABS 发行规模和发行单数（单位：亿元、单）



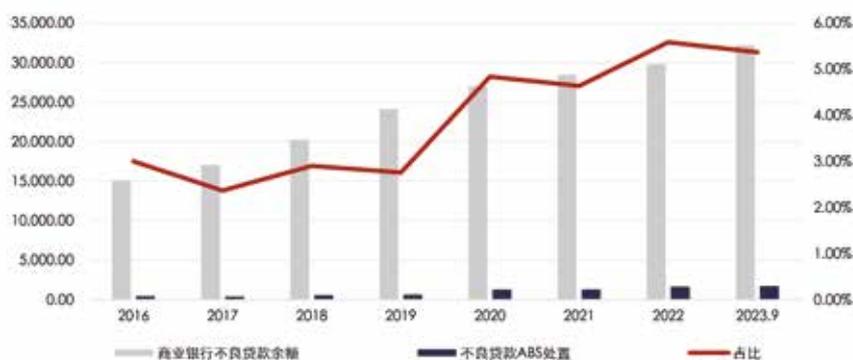
数据来源：iFinD，东方金诚整理。

资产证券化助力商业银行处置不良贷款的作用日益凸显

近年来，商业银行通过银行间公募资产证券化处置的不良贷款本金合计占不良贷款余额比重持续上升；

2022 年和 2023 年 1~9 月，商业银行通过发行不良贷款 ABS 处置不良贷款本金合计分别为 1666.61 亿元和 1731.65 亿元，占商业银行不良贷款余额的 5.59% 和 5.37%

图表 2：商业银行不良贷款余额和不良贷款 ABS（单位：亿元）



数据来源：iFinD，东方金诚整理。

不良资产证券化产品

从实践来看，不良资产证券化产品交易结构主要由以下步骤构成：

- 1) 银行、AMC 等作为原始权益人挑选不良资产，打包为基础资产池；
- 2) 原始权益人聘请第三方机构（包括律师事务所、会计师事务所、评级机构等）进行尽调、现金流预测、风险评估等工作，作为证券定价基础；
- 3) 受托人（信托公司）以基础资产池为信托资产，设立资产证券化信托（SPV），实现风险隔离；
- 4) 受托人聘请贷款服务机构负责不良资产的催收、诉讼等工作；
- 5) 受托人在银行间债券市场发行不良资产支持证券，募集资金支付予原始权益人；
- 6) 受托人继续管理基础资产池，以基础资产池回款作为不良资产支持证券持有人的本金及收益的兑付来源。必要时，受托人可要求原始权益人或第三方金融机构对证券进行增信或流动性支持等。

图表 3：不良资产证券化产品交易结构图



数据来源：iFinD、产品发行说明书，东方金诚整理。

不良资产支持证券的基础资产不同于其他资产证券化产品，具有特殊性

相较于正常贷款，不良资产支持证券的资产池现金流具有显著的不稳定性，不仅因为借款人已出现不同程

度的信用风险，存在还款与否、还款时点及还款金额的不确定性，同时担保品（如有）处置受制于外部环境回收时间及金额也存在不确定性。

入池资产的相关债务人均已出现不同程度违约，贷款分类为次级、可疑、损失类，贷款回收的金额及时间具有较大的不确定性；贷款服务机构的清收处置能力是贷款回收的关键因素，同时宏观、司法及区域环境均对基础资产处置具有重要影响。

司法环境的影响

对于不同类型债务人，法律环境的影响渠道存在显著不同

对于大规模企业来说，更容易受到当地律师咨询、法律宣传等法律文化法律氛围的影响，企业控制人更重视企业的守法合规经营，自觉还款意识较高；此外，大规模企业被列为黑名单影响大，业务受限和商业信誉造成的损失严重，会千方百计筹措资金尽量还款，以避免列为黑名单，即使在其它方式的还款能保证的情况下，银行对其贷款的回收所受影响较小。

反之，对于小规模企业或个人来说，法律环境主要通过法律执行渠道影响其贷款回收率；小规模企业或个人出现财务困难时，由于融资困难等因素，自主还款意愿较低，并且继续赖账成本低。

法律瑕疵对不良贷款抵押物回收金额及时间具有一定负面影响

（1）预告抵押登记：全国各地对于预告抵押登记在不良处置时的法律效力认定存在差异，部分地区预告抵押登记不能视同正式抵押，存在处置的瑕疵。此外，部分地区不支持预抵押享有优先受偿权，此时银行与其他普通债权人无异，即使处置抵押物也可能无法获得足额的偿付。个别城市存在未办理预抵押登记，仅办理合同备案即发放按揭贷款的情况。

（2）唯一住房：法律规定唯一住房满足一定条件可以执行，但实务中，法院对唯一住房执行非常谨慎，尤其是有老弱病残居住的唯一住房，抵押权实现仍存在较大难度。解决方式包括但不限于：（1）债权人和唯一住房所有权人私下达成和解，通过债务减免等方式协商解除抵押权；（2）法院拍卖执行唯一住房后，从拍卖成交价格中向所有权人扣划一定生活费，以作补偿。

（3）买卖不破租赁：若租赁在抵押办理前，处置抵押物不影响租赁合同的履行；若租赁在抵押后，租赁合同对抵押物买受人不具有法律效力，即法院应在去除租赁权后执行拍卖流程。但实务中，或存在债务人与第三方恶意串通沟通租赁关系，妨碍银行形式抵押权，对抵押资产回收金额和时间形成不利影响。

（4）轮候查封：根据最高人民法院司法解释规定，在押品执行过程中，应由首封法院处置查封财产，但在满足优先债权有效且已进入法院执行程序、押品自首封之日起超过 60 日且首封法院尚未发布拍卖公告或者进入变卖程序，优先债权法院可要求首封法院移送执行，突破了首封法院优先处置权的限制，因此非首封抵押资产对回收金额基本无影响，但可能延长回收时间。

受区域司法环境影响，江浙沪地区不良资产处置回收进度最快，东部沿海地区普遍快于内陆地区，东北、西北地区处置进度整体缓慢

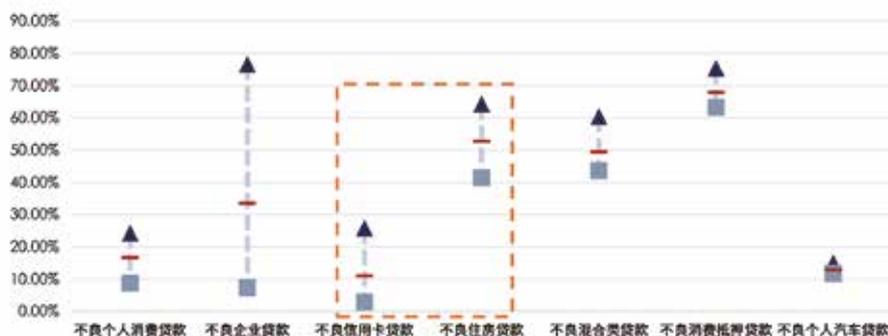
司法案件积压更少、法制更健全、市场化程度更高、债务人配合司法诉讼意愿较强的地区，更易实现不良债权的处置回收。从实际案件来看，江浙沪、附件等长三角发达地区处置环境优于内陆地区，回收变现时间较短；相比之下，东北、西北地区司法处置环境相对较复杂，诉讼流程较长，处置效率较低，整体不良余额下降较慢。

不良贷款回收表现

不良资产证券化产品折价率反映预期回收情况，清算产品实际回收率与预期成正比

不良资产证券化基础资产入池存在一定折价率，折价率可直接反映产品未来预期回收情况。从不同类型产品的入池资产折价率分布来看，抵押类产品入池资产折价率显著高于信用类。其中，不良信用卡与不良住房抵押贷款 ABS 因其发行数量及规模最大，可作为抵押类与信用类不良资产证券化产品代表。截至 2023 年末，不良信用卡 ABS 入池资产折价率分布于 2.87% ~ 25.85% 之间，不良住房贷款 ABS 入池资产折价率分布于 41.44% ~ 64.28%。此外，不良企业贷款中含不含部分抵押类及信用类贷款，入池资产折价率分布范围较广。

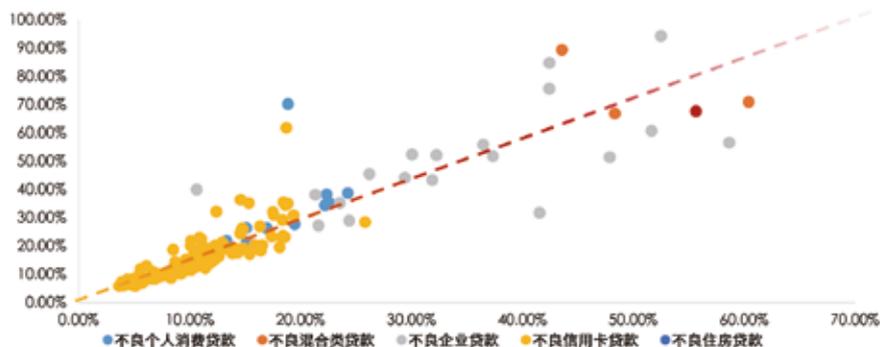
图表 4：不同资产入池资产折价率分布



数据来源：iFinD、产品发行说明书，东方金诚整理。

根据已清算产品实际回收率统计数据，不良资产证券化产品折价率与实际回收率成正比关系，折价率可基本体现产品预期回收情况，即折价率越高，预期回收表现越好。

图表 5：不同资产折价率与回收率分布（横轴：折价率，纵轴：回收率）



数据来源：iFinD、产品发行说明书、受托管理报告、清算报告，东方金诚整理。

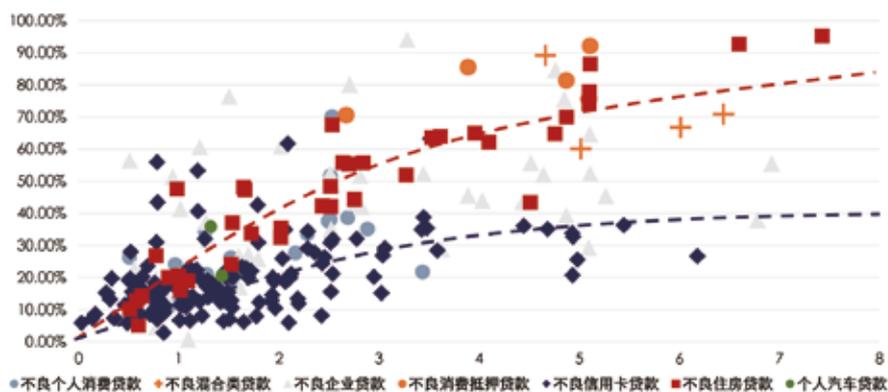
抵押物处置周期较长，存续时间及抵押物市场流动性对不良 ABS 产品回收率影响显著

抵押类不良 ABS 产品现金流回收依赖于抵押物处置，其存续时间普遍较长，回收率增速整体于第 3 年达到峰值，后略有趋缓，但仍保持一定增长。清算产品中，存续期超过 5 年的抵押类不良 ABS 产品，回收率可高达 90% 以上。此外，居住用房相较于商业用房，其市场流动性更好，故抵押类中不良住房贷款 ABS 产品回收率普遍高于不良企业贷款 ABS。

信用类不良 ABS 产品回收率增速随存续时间上升而趋缓明显

信用类不良 ABS 产品现金流回收主要集中于存续期前 3 年，回收率集分布于 10-30%，回收率增速随存续时间上升而明显趋缓。存续期超过 3 年的信用类不良 ABS 产品，回收率增速趋于 0。

图表 6：不同存续期产品回收率分布（单位：年）

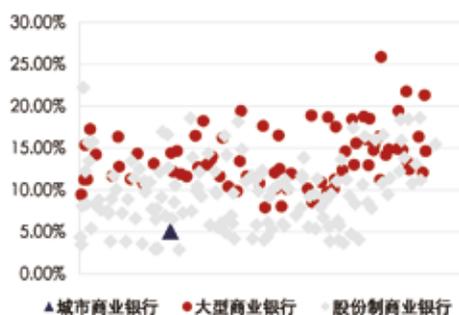


数据来源：iFinD、产品发行说明书、受托管理报告等，东方金诚整理。

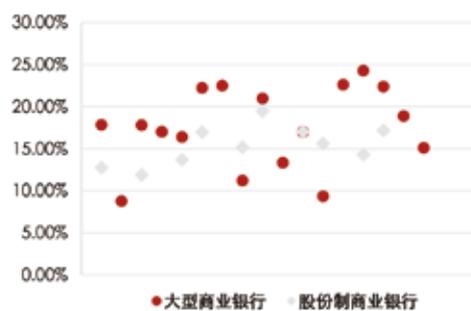
不同机构间不良资产证券化产品预期回收情况差异较大

从不同类型不良 ABS 产品入池资产折价率来看，不同机构间预期税收情况差异较大。对于信用类产品，大型商业银行规模体量较大，客户选择空间较大，要求较高，客户整体资质相对优质，信用类不良 ABS 产品预期回收率整体优于股份制商业银行及城市商业银行。不良住房贷款 ABS 产品方面，现金流回收主要依赖于抵押物居住用房的处置，大型商业银行与股份制商业银行差异不大。不良企业贷款 ABS 产品方面，发行机构还包括资产管理公司（AMC），因多产品同时涉及信用类及抵押类贷款，入池资产折价率因抵押物占比不同而有所差异；整体来看，股份制商业银行发行的不良企业贷款 ABS 产品预期回收率高于其他机构。

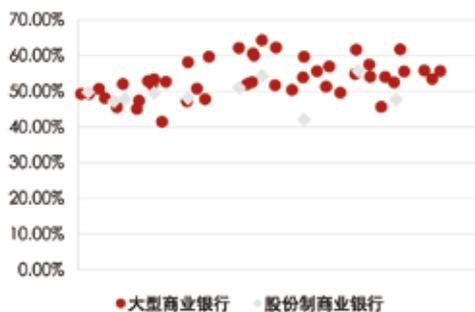
图表 7：不良信用卡 ABS 入池折价率分布



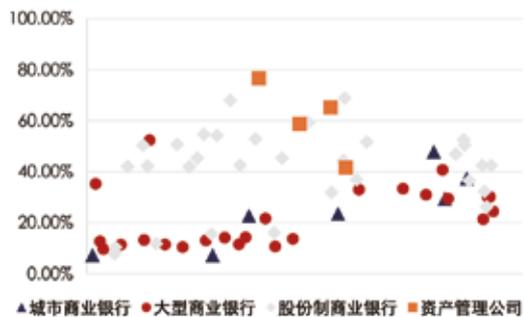
图表 8：不良个人消费贷款 ABS 入池折价率分布



图表 9：不良住房贷款 ABS 入池折价率分布



图表 10：不良企业贷款 ABS 入池折价率分布



数据来源：iFinD、产品发行说明书、受托管理报告等，东方金诚整理。

总结

2006 ~ 2023 年，不良资产证券化产品能较为快速地为商业银行释放更多的流动性，有利于商业银行盘活资产，减少资本占用，提高资本利用效率，已成为商业银行处置不良资产的重要手段；商业银行通过银行间公募资产证券化处置的不良贷款本金合计占不良贷款余额比重持续上升，处理不良贷款处置作用日益凸显。但同时，外部司法环境对于不良资产证券化产品基础资产的回收存在较大影响，目前尚有部分法律瑕疵对不良贷款抵押物回收金额及时间具有负面影响。清算产品表现来看，入池资产折价率可直观反映基础资产预期回收情况，抵押类产品折价率及回收率远高于信用类不良 ABS 产品，不同机构间产品也存在较大差异。

企业 ABS 的 2024 年展望： 适者生存，见规行矩者达

张文玲

摘要：企业 ABS 在我国经历了十年的发展，随着相关监管政策逐步协同，全面优化整合，已经较为成熟且规范。评级视角下企业 ABS 基础资产绝大部分属于债权类，原始权益人头部集中尾部分散，前三大基础资产占比近六成，本文对于企业 ABS 中大类基础资产核心增信方的信用风险变化进行解析，并对于央企无主体增信 ABS 产品、底层资产增信 ABS 产品、特定品种 ABS 等创新所可能带来的新信用风险特性进行阐述。本文提出了预计未来房地产、城投发行企业 ABS 仍较为有限，央国企应收账款 ABS、融资租赁 ABS 发行量大且主体集中度高，企业 ABS 的主体信仰在强化等相关展望。

关键词：企业 ABS 核心增信方 央国企应收账款 ABS 主体信仰

企业 ABS 是舶来品的国产化产物，随着监管政策不断优化整合，发起机构更加优质，基础资产信息披露更规范，但 2022 年以来发行放缓。企业 ABS 的基础资产、发行区域集中度高，融资租赁发行利率分散度高，企业 ABS 存量规模 2.12 万亿元，房贷车贷合计占比降至 31.20%。研究企业 ABS 的央企无主体增信等创新产品，可以了解企业 ABS 新的信用风险特性，为市场参与主体探索企业 ABS 未来发展趋势提供帮助。

一、企业 ABS 监管政策及增量存量结构情况

1、监管政策不断优化整合

(1) 企业 ABS 优质规范伴随发行放缓

随着监管政策不断优化调整，企业 ABS 的发行更加优质规范，主要体现在以下几个方面：首先，企业 ABS 的核心增信方资质更加优质。房地产公司大部分退出企业 ABS，城投受隐债影响发行受限，央国企发行应收账款 ABS 等规模逐步放大，弱资质主体发行困难；其次，基础资产信息披露更加规范。2022 年 12 月，上交所和深交所陆续发布指引，制定了发行准入标准、信息披露、分类审核业务规则，旨在强化市场内生约束，提高审核工作制度化、规范化和透明化，为市场主体提供稳定预期。再次，规范特定品种要求，拓宽参与主体范围。2022 年 12 月末，上交所和深交所公布的指引中，规范了 8 个特定品种资产支持证券的认定标准、信息披露和中介机构核查要求。2023 年 3 月，上交所和深交所都发布了保险资管开展资产证券化业务相关要求（试行），拓宽参与主体范围。

随着监管政策不断优化调整，2022 年以来企业 ABS 发行放缓。2020~2021 年为企业 ABS 发行最高峰，受交易所审核口径趋严、城投类企业整体债务率控制等因素影响，2022 年以来企业 ABS 发行放缓，2022 和 2023 年分别同比降低 26.12%、增长 1.12%。

(2) 十年修行（2014~2023 年）监管政策逐步协同，全面优化整合

快速增长期（2014~2017 年）：2014 年 12 月，中基协发布《资产证券化业务基础资产负面清单指引》，以地方政府为直接或间接债务人的基础资产，以及以地方融资平台为债务人的基础资产均被列入 ABS 负面清单。负面清单的出炉为机构开展 ABS 业务大致划清了边界。

信息披露规范期（2017~2019 年）：上交所、深交所和机构间报价系统三大资产支持证券挂牌交易场所陆续发布了 PPP、应收账款、融资租赁、基础设施类等挂牌条件确认指南、信息披露指南，有利于加快常规资产证券化项目的评审效率。

监管层面协同期（2019~2022 年）：上交所、深交所不断完善资产证券化项目的评审机制，《挂牌条件确认业务指引》的趋同反映了监管层面的协同，对挂牌条件确认申请资料的要求亦反映了监管思路的一致性，即加强资产证券化项目各中介机构的履职义务、严格资产证券化项目信息披露、最大化地保障投资者权益，进而从投资和融资角度双向推动资产证券化市场的发展。

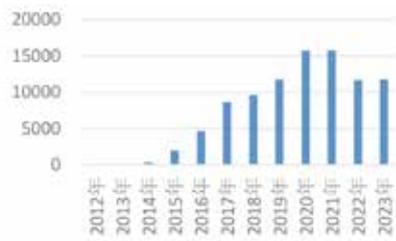
全面优化整合期（2022 年~至今）：2022 年 12 月 30 日，上交所、深交所分别发布了 4 项资产支持证券业务规则（《适用指引》第 1—4 号），内容涵盖发行准入标准、信息披露、分类审核和特定品种四个方面。业务规则对上交所、深交所现有资产支持证券相关规则进行了全面优化和整合，将促进企业 ABS 产品设计更规范化、信息披露更透明化。

2、企业 ABS 的新发行量与存量情况

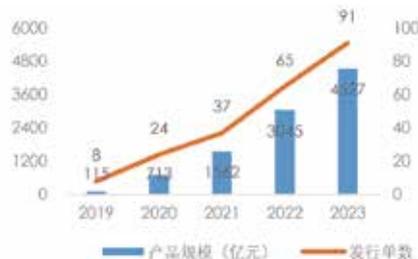
(1) 企业 ABS 的发行量方面，2022 年以来传统企业 ABS 缩量，保交所 ABS 新市场发行增速呈破竹之势

2019~2023 年，保交所 ABS 共发行 9962 亿元 /225 单，2023 年保交所 ABS 发行 4527 亿元 /91 单，同比分别增长 48.65%、40%，保交所 ABS 发行规模增速呈破竹之势。2023 年保交所 ABS 发行规模占 2023 年传统企业 ABS 的 38.38%，发行单数占比 7.19%。传统 ABS: 保交所 ABS 发行量 ≈ 5:2。预计 2024 年保交所 ABS 依然保持高速增长，对于传统企业 ABS 有一定的挤占效应。

图表 1：2012~2023 年企业 ABS 发行规模（单位：亿元）



图表 2：2019~2023 年保交所 ABS 产品发行情况



(2) 企业 ABS 发行结构方面，基础资产、发行区域高度集中，融资租赁发行利率分散度高

企业 ABS 以融资租赁 ABS、应收账款 ABS、供应链 ABS 等为主。2020~2023 年，融资租赁 ABS 在企业 ABS 中的占比逐步提升，分别为 10.34%、14.25%、21.46% 和 22.18%；应收账款 ABS 占比分别为 12.15%、16.76%、22.39% 和 24.69%；供应链 ABS 占比分别为 20.96%、17.73%、15.17% 和 11.72%。2012~2023 年，北京市、广东省、上海市、重庆市合计发行金额、发行单数占全国的比例分别为 68.30%、61.51%。融资租赁 ABS

的利率水平分散度相对较高。

图表 3：企业 ABS 的发行结构情况



数据来源：Wind、东方金诚整理

(3) 企业 ABS 存量规模与结构：企业 ABS 存量 2.12 万亿，房贷车贷合计占比降至 31.20%

截至 2023 年末，存量企业 ABS 占存量信用债 (不含利率债) 4.58%，是信用债市场的重要组成部分。截至 2023 年末，存量资产支持证券中，基础资产占比前 5 名分别为应收账款 ABS/ABN (14.85%)、个人住房抵押贷款 RMBS (13.15%)、CMBS/CMBN (12.30%)、租赁资产 ABS/ABN (9.70%)、未分类 ABS/ABN (9.14%)。RMBS、CMBS/CMBN 主要以个人住房和商业房地产为抵质押物；车贷 ABS 主要以汽车为抵质押物，三者合计占比 31.20%，安全性较高。近年来类 REITs (7.55%) 中基础设施增多。

图表 4：截至 2023 年末信用债存量规模情况



图表 5：截至 2023 年末存量资产支持证券基础资产占比 (单位：%)



数据来源：Wind、东方金诚整理

二、企业 ABS 评级方法及大类基础资产信用风险情况

1、企业 ABS 的评级方法及集中度情况

(1) 评级视角下企业 ABS 基础资产绝大部分属于债权类

企业 ABS 中属于债权类 ABS：应收账款 ABS、租赁资产 ABS、供应链账款 ABS、小额贷款 ABS、个人消费贷款 ABS、保理债权 ABS、特定非金款项 ABS、微小企业债权 ABS、棚改 / 保障房 ABS、信托受益权 ABS、委托贷款 ABS、住房公积金贷款 ABS、融资融券 ABS 等；属于未来经营收入类 ABS：基础设施收费 ABS；属于不动产类 ABS：商业房地产抵押贷款（即 CMBS）、类 REITs 不动产投资信托。还有一些产品介于债权类和未来经营收入类之间的，如 PPP 项目 ABS，假如基础资产现金流全部来源于政府付费、政府补贴等，则可以被划入债权类，假如基础资产现金流全部来源于使用者付费，则可以被划入未来经营收入类。

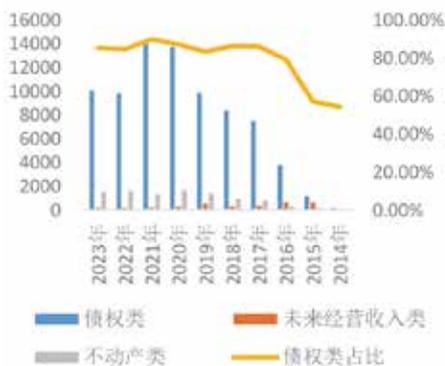
(2) 债权类 ABS 占比 85% 左右，由资产池信用质量和增信主体等综合判定风险水平

债权类资产证券化产品的评级方法，是基于资产池信用质量分析，通过量化模型分析入池资产整体违约率、回收率，再结合增信主体的信用质量，综合判断资产证券化产品的风险水平。2020~2023 年，债权类 ABS 在企业 ABS 中占比分别为 87.23%、89.94%、84.54%、85.43%。

图表 6：债权类 ABS 的评级要素



图表 7：2014-2023 年各类企业 ABS 的发行规模及占比（单位：亿元、%）



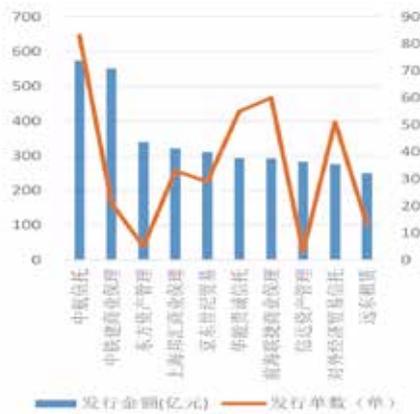
(3) 企业 ABS 集中度方面，原始权益人头部集中尾部分散；前三大基础资产占比近六成

企业 ABS 的发行概况：2023 年企业 ABS 总发行规模 1.06 万亿，发行单数 1145 个，涉及原始权益人 364 个。

企业 ABS 头部集中：前十大发起机构发行规模占比 22.21%；前二十大发起机构发行规模占比 37.98%。中航信托发行单数和发行规模均为最高，分别为 81 单、556.27 亿元。前十大发起机构发行单数均在 26 单以上，前二十大发起机构均在 11 单以上。尾部分散：236 个原始权益人发行单数仅为 1 单，59 个原始权益人发行单数为 2 单。尾部原始权益人涉及行业较多。

企业 ABS 的基础资产供给丰富，2023 年企业 ABS 共有 21 种基础资产，2023 年供应链 ABS 较 2022 年减少 387 亿元，小额贷款 ABS (7.96%) 减少 452 亿元，CMBS (7.18%) 减少 243 亿元。前十大基础资产合计占比 92.21%。2023 年企业 ABS 中千亿基础资产有三个，应收账款发行 2912 亿元 (24.69%)、租赁资产发行 2616 亿元 (22.18%)，供应链账款发行 1382 亿元 (11.72%)，合计占比 58.59%。

图表 8: 2023 年企业 ABS 发起机构前十大发行规模及单数 图表 9: 2023 年企业 ABS 基础资产发行金额 (单位: 亿元)



2、大类基础资产信用风险变化情况

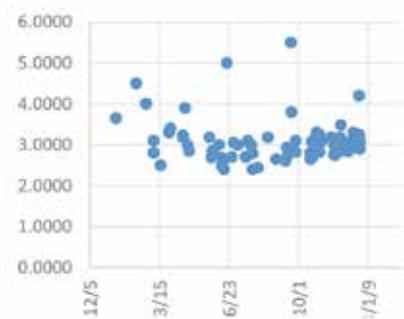
(1) 应收账款 ABS 可实现建筑央企降两金优化报表；头部储架发行，发行效率高，融资规模受限于审批增信额度

建筑央企发行应收账款 ABS 的业务背景基于国资委对国企的“两金”（存货、应收账款）压降工作有考核要求，《企业绩效评价标准值》要求两金占流动资产比重：9.7% 优秀、24.9% 良好、38.2% 平均、49.0% 较低、59.1% 较差。

应收账款 ABS 的发起人以建筑类央企和地方国企为主，以及部分电力企业及制造类企业。建筑施工类央企存量及每年新增的应收款项规模均较大，且面临着较为硬性的“降两金”要求；建筑央企核心主体信用水平优质，可为证券化产品提供有效的信用保障。

应收账款 ABS 产品绝大部分依赖主体增信，央企对“出表型”应收账款 ABS 需求旺盛。“真实出售、破产隔离”型 ABS 方面，银行间主要是信贷 CLO，而交易所市场主要有两类产品：出表型应收账款 ABS 和“真卖型”类 REITs。应收账款 ABS 出表需满足以下要求：A、次级证券不超过发行规模的 5%；B、发行人自持次级部分不超过 30%；C、不垫付，可采用流动性支持短期垫付并支付利息；D、不延迟，资金归集不超过 90 天，归集至专项计划账户；E、风险转移程度一般达到 90% 以上完全出表，低于 90% 根据会计师要求判断继续涉入程度。“真卖型”类 REITs 在产品设计中会弱化增信或降低次级持有规模，达到真实出售的目的。

图表 10: 2023 年企业应收账款 ABS 的 AAAsf 发行利率 (单位: %)



图表 11: 2023 年企业应收账款 ABS 头部增信机构 / 发起机构占比 70.59%



2023 年企业应收账款 ABS 头部增信机构 / 发起机构占比 70.59%。应收账款 ABS 头部发起机构发行效率高，融资规模受限于审批增信额度，截至 2023 年末，中国中铁担保总额为 1545.05 亿元，占净资产比例为 33.60%，其中担保总额含对子公司提供的差额补足承诺 918.48 亿元；截至 2023 年末，中国铁建及其全资及控股子公司提供担保余额合计为 986.50 亿元，占净资产的比例为 31.84%，中国铁建及其全资及控股子公司对子公司担保余额合计为 962.03 亿元，其中中国铁建对全资及控股子公司担保余额为 117.10 亿元。应收账款 ABS 头部发起机构储架发行方面，2023 年，中国铁建 2023 年应收款项系列资产支持专项计划储架发行金额为 300 亿元；中铁资本工鑫 24~35 期资产支持专项计划发行金额为 200.00 亿元，原始权益人为中铁资本有限公司；电建基金源和第 1~8 期资产支持专项计划注册额度 100 亿元，中国电建为增信方。

图表 12: 头部增信机构的企业 ABS 发行规模 (单位: 亿元)



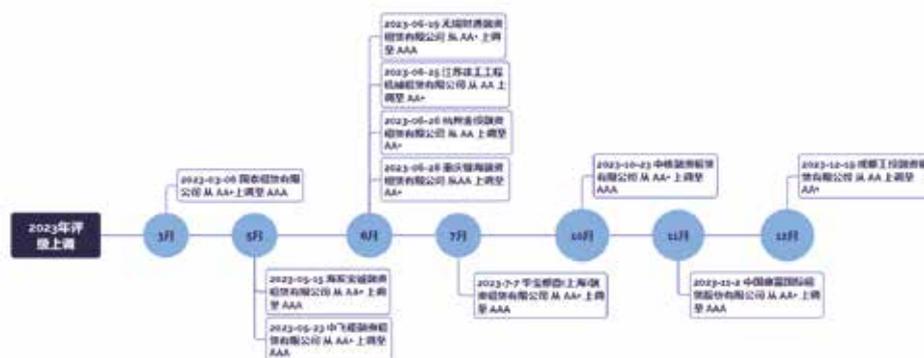
图表 13: 近年来两金 (存货 + 应收账款) / 流动资产占比情况



(2) 2023 年为融资租赁主体调升级别高峰期；资产支持证券是融资租赁公司主要直接融资渠道，2023 年与发行信用的融资租赁公司主体重合度 49.11%

2023 年有 7 个融资租赁主体调升为 AAA，上调理由：盈利能力强、资产质量较好、股东支持力度加大、增资等。2023 年有 4 个主体调升为 AA+，上调理由：业务结构优化、资本实力增强等。2023 年的调升主体中共有 4 家央企，6 家地方国有企业，1 家无实控人。股东产业背景强、自身经营好、股东增资成为重要的增级理由。

图表 14: 2023 年融资租赁主体级别调升情况



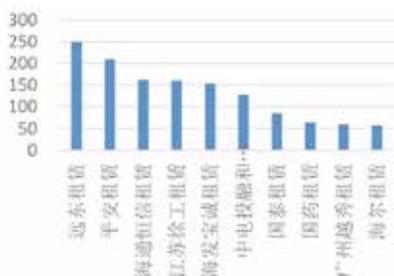
资产支持证券已经成为融资租赁公司主要直接融资渠道，2023 年资产支持证券在融资租赁的债券融资中发行规模占比 44.39%，发行单数占比 35.25%。

图表 15：2023 年融资租赁公司各类债券发行情况

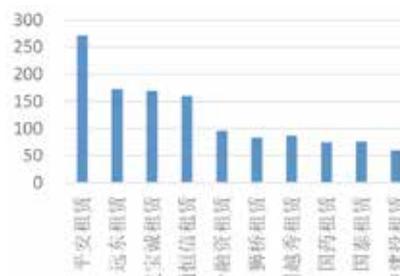
Wind 债券类型 (二级)	发行规模 (亿元)	规模占比 (%)	发行单数 (单)	单数占比 (%)
超短期融资债券	1717.50	29.14	245	35.25
定向工具	72.60	1.23	12	1.73
私募债	67.00	1.14	12	1.73
一般短期融资券	197.00	3.34	22	3.17
一般公司债	748.80	12.71	98	14.10
一般中期票据	474.64	8.05	61	8.78
资产支持证券	2615.78	44.39	245	35.25
合计	5893.32	100.00	695	100.00

2023 年融资租赁 ABS 前十大发起机构发行金额占比 50.99%，头部发起机构占比较高，且近几年头部发起机构的发行规模相对稳定且持续，2023 年与发行信用的融资租赁公司主体重合度 49.11%。

图表 16：2023 年融资租赁 ABS 前十大发起机构发行金额占比 50.99%



图表 17：2022 年融资租赁 ABS 发起机构前十大发行金额占比 49.98%



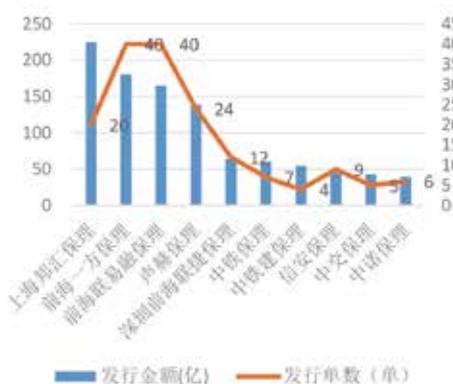
(3) 供应链 ABS 发行规模虽延续下降趋势但降幅明显收窄，核心增信方仍然以房地产、城投和建工等企业为主

随着房地产支持政策陆续出台，部分地产供应链 ABS 重启，叠加建筑企业供应链 ABS 发行活跃度上升，2023 年供应链 ABS 发行单数和发行规模虽延续下降趋势但降幅明显收窄。

图表 18：历年供应链 ABS 发行情况



图表 19：2023 年前十大发起机构占供应链 ABS 总发行规模的 73.64%



从核心增信方来看，供应链 ABS 的核心增信方仍然以房地产、城投和建工等企业为主，以京东等为代表的零售类企业发行规模有所上升；城投企业融资政策持续收紧，城投供应链 ABS 发行规模难以保持增长态势；随着央企相关的融资担保政策的出台，央企对融资担保规模逐渐收紧，无增信和部分增信的供应链 ABS 陆续亮相。2023 年供应链 ABS 前十大核心增信方供应链 ABS 发行规模占比下降至 62.25%。

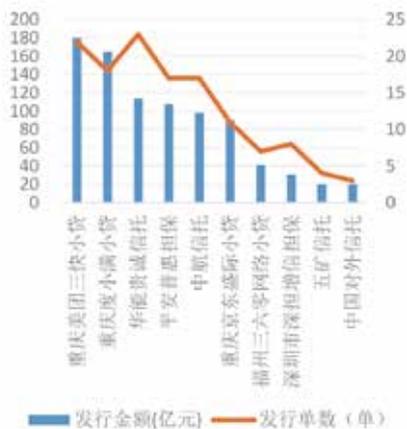
图表 20：2023 年供应链 ABS 前十大核心增信方发行占比情况

序号	核心增信方	发行规模（亿元）	发行单数（单）
1	未披露	363	58
2	北京京东世纪贸易有限公司	135	11
3	中国中铁股份有限公司	60	7
4	保利发展控股集团股份有限公司	59	7
5	中国交通建设股份有限公司	49	11
6	万科企业股份有限公司	48	9
7	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	40	6
8	中国铁建股份有限公司	40	3
9	济南城市建设集团有限公司	35	4
10	济南城市投资集团有限公司	30	3
-	2023 年供应链 ABS 总发行	1382	249
-	前十大核心增信方供应链 ABS 占比	62.25%	47.79%

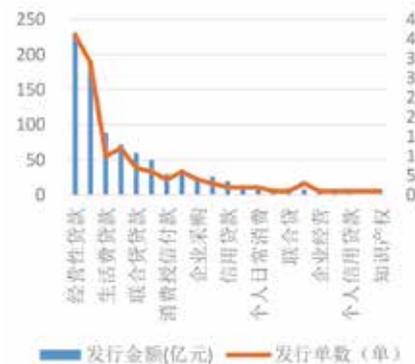
(4) 小额贷款 ABS& 个人消费贷款 ABS& 微小企业贷款 ABS：核心增信方高度交叉

2023 年小额贷款 ABS 发起机构 / 核心增信方前五大分别为重庆美团三快小额贷款有限公司、中航信托股份有限公司、重庆度小满小额贷款有限公司、华能贵诚信托有限公司、重庆京东盛际小额贷款有限公司，发行规模分别为 180 亿元、170 亿元、165 亿元、153 亿元、90 亿元。

图表 21：2023 年小额贷款 ABS 发起机构 / 核心增信方前五大发行金额占比 70.75%

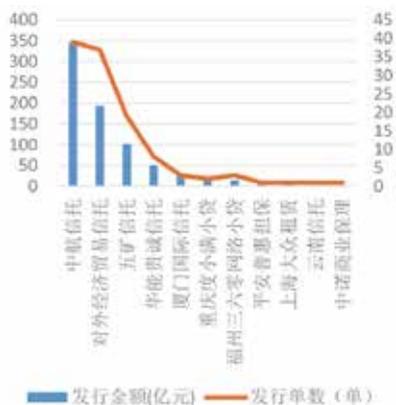


图表 22：2023 年小额贷款 ABS 基础资产细分中前五大用途发行金额占比 68.57%

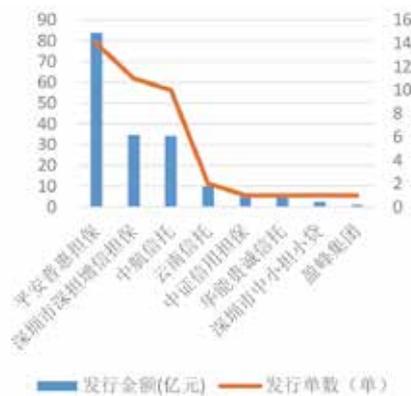


2023 年个人消费贷款 ABS 前五大发起机构 / 核心增信方发行金额占比 93.73%，虽发起机构大部分为信托公司，但是穿透底层资产来源，大部分来源于头部网贷平台。2023 年微小企业债权 ABS 前五大发起机构 / 核心增信方发行金额占比 95.21%，核心增信方中有部分担保机构，但穿透底层基础资产来看，也主要来源各类网贷平台，三类 ABS 的核心增信方体现出高度交叉的特性。

图表 23：2023 年个人消费贷款 ABS 前五大发起机构 / 核心增信方发行金额占比 93.73%



图表 24：2023 年微小企业债权 ABS 前五大发起机构 / 核心增信方发行金额占比 95.21%



三、央企无主体增信等创新 ABS 产品情况

1、央企无主体增信 ABS 产品

(1) 75 号文加强中央企业融资担保管理

2021 年 10 月，国资委发布 75 号文，旨在进一步规范和加强中央企业融资担保管理，有效防范企业相互融资担保引发债务风险交叉传导，推动中央企业提升抗风险能力。中央企业开始逐步缩减对资产支持证券的融资担保规模，同时也创新了中央企业对资产证券化产品的增信方式。根据 75 号文，对于中央企业而言，融资担保主要包括中央企业为纳入合并范围内的子企业和未纳入合并范围的参股企业借款和发行债券、基金产品、信托产品、资产管理计划等融资行为提供的各种形式担保，也包括出具有担保效力的共同借款合同、差额补足承诺、安慰承诺等支持性函件的隐性担保。75 号文要求央企完善融资担保管理制度：明确集团本部及各级子公司融资担保权限和限额、融资担保费率水平，落实管理部门和管理责任。截至 2023 年 11 月末，市场累计发行约 20 余单央企无主体增信资产证券化产品。

(2) 2022 年以来央企无主体增信 ABS 产品不断扩容，可能出现发行利率倒挂情况

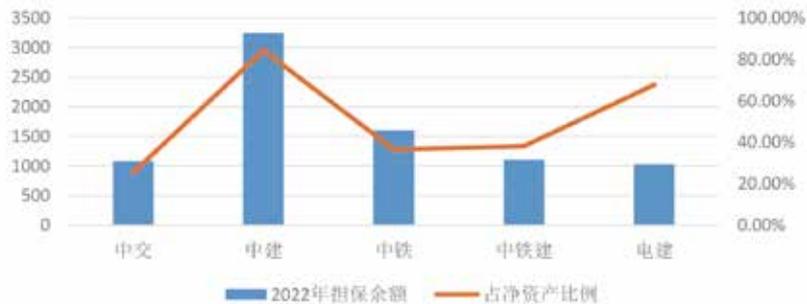
2022 年 9 月，中铁集团发行中铁资本工鑫 15 期 ABS（首单无主体增信应收账款 ABS），优先 A 级无主体增信，优先 B 级由中国中铁差补，优先 B 级利率低于优先 A 级，出现优先级利率倒挂的现象；2023 年中交集团发行了中国交建供应链金融 1 号第 7 期 ABS；中国能建发行了葛洲坝供应链第 2 期 ABS；中船集团发行了中信建设 - 上船公司 1 期 ABS（首单无主体增信 CMBS）。2022~2023 年，电建集团发行电建保理供应链金融 2022 年第 1 期 ABS（首单无主体增信供应链 ABS），中建集团发行了武汉杨泗港路桥 PPP-ABS（首单无主体增信卖断型 PPP-ABS），中建保理工程尾款保理债权 1 期 -ABS。

(3) 五大建筑央企增信额度约束增加无增信 ABS 产品的动机

75 号文主要针对央企，因此市场上仅有央企发行无增信产品，尚未成功复制在地方国企和一般企业。与市场同主体、同时期、同期限产品相比，央企无增信 ABS 发行价格明显偏高 30-100BP，市场认可度还需提升。中国中铁系列产品由于发行量较大，导致增信额度较为紧张，无增信 ABS 产品发行较早且较多。大部分通过结构化设计实现优先 A 级无增信，需要对优先 B 级及以下优先级证券出具差补，或者加入外部第三方担保；完全无增信产品是挑选了极优质资产入池，可复制性较低，央企发行无增信 ABS 是未来趋势。由于现阶段无增信产品

信用利差较高，反而具有较高的投资价值。75 号文明确要求中央企业将年度融资担保计划纳入预算管理体系。2021 年以后，五大建筑央企（均为上市公司）均会在年初或年中发布公告，公开披露经董事会批准的年度对外担保额度。

图表 25：2022 年部分央企担保余额及占净资产比例（单位：亿元、%）



2、底层资产增信 ABS 产品

底层资产增信 ABS 产品仅对底层资产增信，不对专项计划层面增信，主要包含以下几种类型。

(1) 底层合同差额补足

- A、对保理合同签补充协议的方式提供差额补足；
- B、对融资租赁合同签订补充协议的方式提供差额补足；

核心增信主体再为专项计划层面出具《转让通知书回执》等文件提供类似差额补足的描述；或者不再对专项计划层面提供任何增信。

(2) 不合规基础资产赎回

核心增信方仅对基础资产承担不合格基础资产赎回的义务，不对专项计划层面做任何增信。此类增信措施对于基础资产合规标准要求较为严格，如基础资产债务人均为国央企，且无历史逾期等情况。

(3) 对增资事件提供支持

核心增信方仅为项目公司履行运营保障机构增资事件安排提供支持。此类增信仅针对市场非常优质的头部国央企。

(4) 见索即付的付款保函

专项计划的资产池债务人均有银行出具见索即付的付款保函，不对专项计划提供其他增信。

3、特定品种 ABS

(1) 符合国家宏观战略和产业政策特定方向

2022 年 12 月 30 日，上交所、深交所分别发布特殊品种指引，重点支持：1、绿色（含碳中和、蓝色）资产支持证券；2、低碳转型资产支持证券；3、乡村振兴资产支持证券；4、“一带一路”资产支持证券；5、科技创新资产支持证券；6、住房租赁（含保障性租赁住房）资产支持证券；7、知识产权资产支持证券；8、规定的其他资产支持证券。

特定品种 ABS 的基础资产全部来源，或者转让基础资产取得资金全部用于该类产品：绿色 ABS（碳中和绿色 ABS、蓝色 ABS）；住房租赁 ABS（保障性租赁住房 ABS）。特定品种 ABS 的基础资产 70% 以上来源，或者

转让基础资产所得资金 70% 以上用于该类产品：低碳转型 ABS、乡村振兴 ABS、“一带一路”ABS、科技创新 ABS、知识产权 ABS。

(2) 可续发型资产支持证券

可续发型 ABS 的发行期限为短期，滚动发行是前后期资产支持证券持有人对于资产支持专项计划份额的转让。偿债来源为后一期资产支持证券募集资金、基础资产现金流回款、增信主体流动性支持，三大偿付来源可以单独或同时使用。前一期资产支持证券的本金偿付主要来源于后一期资产支持证券的募集资金，在后一期资产支持证券发行不成功时，将引发流动性风险。《指引 4 号》第一次在业务规则中指出了设置流动性支持措施的重要性。

可续发型 ABS 的基础资产：应收账款（含供应链）、租赁债权、小额贷款债权等既有债权类资产，具备权属清晰、现金流明确可预测的特点。原始权益人资质：证券期限短，基础资产存续期限长，存在期限错配情况，对其经营性稳定性要求较高。流动性支持机构通常承担基础资产回购义务，或承担应付证券本息的差额补足义务，应当具备流动性支持能力。

可续发型 ABS 发行规模可调整，如进行追加购买，续发金额可以大于、等于或者小于前一期资产支持证券的发行金额。对于扩大募集规模的情形，《指引 4 号》明确了以核准规模为限的要求。明确以续发募集资金或流动性支持资金作为偿付来源情况下，兑付资金划转至专项计划账户的时间至少应提前至兑付日的前两日，以保障前一期证券的按时分配。《指引 4 号》明确了续发结构设计中的续发条件、时间等七个要点进行详细披露的要求，同时提出对尽职调查和事先授权情况的披露。

四、创新 ABS 信用风险及企业 ABS 展望

1、央企应收账款 ABS 弱增信下的信用风险 & 主体信仰

央企应收账款 ABS 在弱增信下，账面应收账款、发票单据、银行流水、账户往往不能统一；资金统一管理下池内外资产实质上很难分辨等。央企应收账款 ABS 在弱增信下，是否可以被当成强主体债务闭眼投资？

国资委 75 号文之后，部分主体增信产品快速增多，多级分层，夹层级由主体进行兜底增信，最优先级无外部增信，仅通过优先劣后分层获得内部增信。无主体增信产品仅设置内部增信储备金、次级支撑等弱增信。实操中由于原始权益人资金池运作和基础资产、银行流水无法逐一对应，内部增信实质上是失效的。资产入池时未将债权债务、账户隔离、现金流逐笔清算进行重新安排，现金流无法做到明确管理。

对于部分主体增信和无主体增信的产品，无增信层仍然隐含主体信用，但隐含信用存在较大的不确定性。央企违约有较强外溢性，投资人只能相信央企不会让一个产品更优先级出现实际风险损失。“信则灵不信则不灵”，不信则交易结构有漏洞。

2、底层资产增信 ABS 产品信用风险

(1) 资金混同风险

底层资产增信 ABS 产品中，基础资产回款、保理资金 / 融资租赁资金、专项计划回款等存在资金混同风险，假设基础资产回款经过保理账户 / 融资租赁账户，可能存在截留或是损失的风险。

(2) 流动性风险

基础交易合同因不可抗力因素等发生合同变更，导致结算时间推迟、债务人延迟支付，或债务人发生偿付能力及意愿下降，未能履行支付的义务，基础资产的回款时间和回款金额均可能和预期不一致，使得基础资产回款与专项计划应付本息之间存在错配，使得本专项计划面临一定的流动性风险。

(3) 对核心增信方无法直接追偿风险

假设专项计划层面本息无法全额按时支付，计划管理人仅能对于保理债权 / 融资租赁债权进行追索，无法对于底层资产的核心增信方进行直接追偿，若因底层债权合同履行存在瑕疵无法全额追溯，则可能造成专项计划一定的损失。专项计划可通过设置《转让通知书回执》、债务人付款确认等条款缓释相关风险。

(4) 主体隐含增信不确定性更强风险

核心增信方仅对底层资产中的保理债权 / 融资租赁债权等提供增信，若因不可抗力、底层合同瑕疵等原因造成底层资产损失，计划管理人无法实现对于核心增信方的直接追偿。主体隐含增信不确定更强。

3、2022 年以来企业 ABS 降级事件 - 弱城投风险暴露 & 民营房企风险出清 & 现金流下降

(1) 弱城投风险暴露

2023 年 6 月，贵州省铜仁市公共交通有限责任公司受部分子公司股权划出，资产和权益规模明显下降，职能定位出现弱化，资金占用明显，短期偿债压力大，存在欠息记录等因素影响，主体级别从 AA 降至 AA-，随之华融铜交 2019-1 的债项级别由 AA_{sf} 降至 AA-_{sf}。

2022 年 6 月，遵义市投资 (集团) 有限责任公司受对外担保规模大幅增加，新增大额诉讼及被执行案件等因素影响，主体级别下调，遵投供水 2019-1 的专项计划监管账户出现被冻结情形，债项级别由 AAA_{sf} 降至 AA+_{sf}。

2022 年 1 月，云南省康旅控股集团有限公司受亏损规模同比扩大，下属子公司云南城投置业股份有限公司未来盈利及经营回款的改善仍有一定不确定性等因素影响，主体下调，恒浩云 2015-1 的债项级别由 AAA_{sf} 降至 AA+_{sf}。

(2) 民营房企风险逐步出清

2022 年 6 月，融侨集团股份有限公司面临债务逾期及诉讼仲裁，主体级别下调，融侨购房 2021-1 的债项级别由 AAA_{sf} 降至 AA+_{sf}。厦门中骏集团有限公司主体级别下调，厦门中骏 2021-2 的实际回收金额大幅下降，债项级别由 AAA_{sf} 降至 AA+_{sf}。泰禾集团股份有限公司主体下调，慕盛 1 号 2018-1 专项计划处于处置期，债项级别由 B_{sf} 降至 C_{sf}。

此外，还有武汉当代科技产业集团股份有限公司、阳光城集团股份有限公司、当代节能置业股份有限公司、中国奥园集团股份有限公司、世茂集团控股有限公司、禹洲集团控股有限公司等，随着主体不断降级，相应的资产证券化产品也随之降级，民营房企逐步退出企业 ABS 市场。

(3) 工商企业主体风险

2023 年 3 月，步步高商业连锁股份有限公司发行的“创融步步 2021”，原债项级别为 AAA_{sf}，下调“步步高 2”信用等级至 AA_{sf}，下调“步步高 3”信用等级至 AA-_{sf}。2022 年 6 月，苏宁易购集团股份有限公司发行的“建信云智 2019”，债项级别由 AA+_{sf} 降至 AA_{sf}，主体暴露风险；中铝国际工程股份有限公司发行的“中铝国际 2019”的债项级别由 AA+_{sf} 降至 AA_{sf}。2022 年 4 月，中国林业集团有限公司发行的“中林集团 2021”的债项级别由 AAA_{sf} 降至 AA+_{sf}，中国林业债务规模持续增长，经营性资金的占用对其经营活动净现金流产生负面影响。

(4) 基础资产现金流大幅下降

2023 年 6 月，贵阳高新产业投资 (集团) 有限公司发行的“华创 2019-1”的债项级别由 AA+_{sf} 降至 AA_{sf}，标的物业租金收入大幅低于预测值，标的物业未进行重新估值。2022 年 6 月，贺州公共交通有限公司发行的联储贺州 2019-1 的债项级别由 AA+_{sf} 降至 AA_{sf}，跟踪期内专项计划出现现金流未能足额归集并触发差额支付承诺机制和担保机制情况。

4、展望 - 企业 ABS 中的主体信仰在强化，基础资产处置难度不断提升

(1) 房地产发行企业 ABS 回暖后又有所收缩

据不完全统计，2023 年 5~9 月，万科股份发行供应链 ABS 共 18 单 /94.07 亿元，2023 年 10 月以来未有发行，近期万科出现“债务展期”传言，股债持续下跌。2023 年 1~12 月，保利控股 & 保利置业发行企业 ABS 产品 32 单 /248.48 亿元，基础资产以供应链 + 应收账款 ABS 为主，其余为 ABN 产品。2023 年 7 月，新城控股发行 CMBS 为 1 单 /13.16 亿元。2024 年 1 月，红星美凯龙发行 CMBS 为 1 单 /36.41 亿元。2023 年 1~9 月，绿城房地产集团发行应收账款 ABS 及供应链 ABS 共 4 单 /29.89 亿元，还有 2 单 ABN。2023 年 6~7 月，中国铁建房地产发行应收账款 ABS 为 2 单 /9.18 亿元。2023 年 6 月，建发房地产集团发行供应链 ABS 为 1 单 /7.79 亿元。2023 年 11 月，合生创展集团发行信托受益权 ABS 为 1 单 /6.35 亿元。

(2) 涉隐性债务城投 ABS 也只能借新还旧

根据国办发【2023】35 号文，对于债务融资，地方政府融资平台只能借新还旧且不包含利息。按照地方政府融资平台管理的国有企业：12 个化债重点省份仅能借新还旧、非化债重点省份在省级政府出具文件情况下可以新增。普通国有企业：可以新增，但是债务偿还自行负责。

涉隐债城投企业 ABS 仅能借新还旧：涉隐性债务城投发行应收账款 ABS、CMBS/ 类 REITs、收益权 ABS 仅能借新还旧，不能新增，且作为融资租赁 ABS 等底层资产也受限。

(3) 央企应收账款 ABS、融资租赁 ABS 发行量大且主体集中度高

对于央企应收账款 ABS，预计未来中国铁建、东方资产、中国中铁等发行应收账款 ABS 的头部增信机构 / 原始权益人占比依然保持在 70% 左右。

融资租赁 ABS 中 AA 级以下的融资租赁公司只能通过资产证券化产品融资，融资渠道单一且发债规模收缩。预计未来融资租赁 ABS 的前十大发起机构在融资租赁 ABS 发行总量中的占比依然维持在 50% 左右。

应收账款 ABS 和融资租赁 ABS 在 2023 年企业 ABS 中合计占比 46.87%，预计 2024 年发行规模占比依然在 50% 左右。头部发行主体占比依然较高。

(4) 企业 ABS 中的主体信仰在强化，基础资产处置难度不断提升

企业 ABS 发行主体与信用债发行主体重合度提升，无法独立发行信用债的主体，发行企业 ABS 更加困难。2014~2018 年，融资租赁 ABS、CMBS/ 类 REITs 等企业 ABS 中有较多无法单独发行信用债的弱资质主体通过较厚的次级支撑或是较高的估值打折实现信用增级。随着弱资质主体等风险暴露，投资者对于主体资质要求提升。

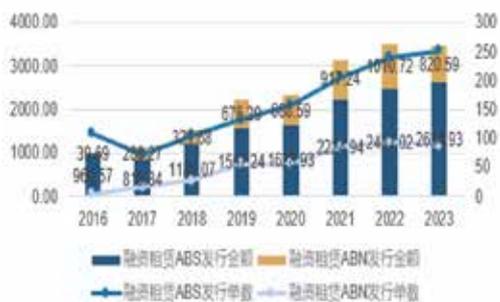
强主体弱增信项目数量有所增长，随着央企对外担保逐步规范，其发行企业 ABS 的弱增信需求不断上升。

周期环境下商业物业等基础资产处置难度急速上升，CMBS/ 类 REITs 等违约后处置难度大，投资人更加注重主体资质。大宗资产商办类物业交易也受到严重的冲击，以北京、上海两个核心城市的数据为例，大宗资产交易几乎腰斩。2023 年上半年，住宅法拍成交率仅为 35%，商办成交率不足 2 成。核心的问题在于终端买家减少。

2024 年融资租赁资产证券化信用风险展望

贺佳

融资租赁 ABS 发行情况（单位：亿元、单）



2016~2023 年融资租赁资产证券化产品行业分布（单位：%）



主要观点

- 监管环境以防范金融风险为主，引导行业回归本源，监管政策持续加强影响，融资租赁公司数量和业务总量同比大幅下降；
- 信用债和资产支持证券发行主体高度重合，融资租赁资产证券化产品发行金额及发行单数增速逐年放缓；
- 市场金融资源保持向融资租赁行业头部机构集中的趋势，融资租赁涉及的债务人所处行业中公共事业类为主；
- 融资租赁公司资产信用质量分化加剧，面临下行压力和盈利压力，进而影响资产证券化产品资产池信用质量承压和发行利率调整；
- 2024 年租赁资产质量持续承压，融资租赁资产证券化底层资产信用质量分化加剧，租赁公司面临转型压力。

监管环境以防范金融风险为主，引导行业回归本源，监管政策持续加强影响，融资租赁公司数量和业务总量同比大幅下降

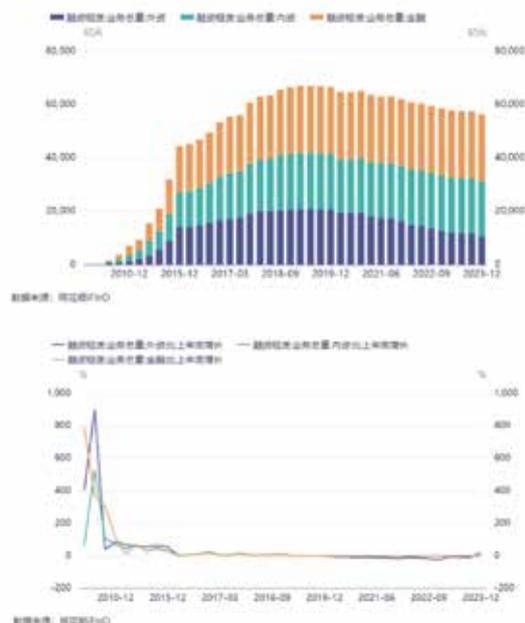
2023 以来，国家金融监督管理总局¹发布《关于加强金融租赁公司融资租赁业务合规监管有关问题的通知》，引导金融租赁公司立足主责主业，摒弃“类信贷”经营理念，强化租赁物管理，突出“融物”功能，加大对先进制造业、绿色产业、战略新兴领域等方面的支持力度，重视租赁物风险缓释作用。地方金融局的相关政策随后跟进，旨在规范地方金融组织及其活动，防范、化解与处置金融风险为主，监管引导行业回归本源的倾向更加清晰。未来融资租赁行业将继续强调以融资融物的经营模式开展业务，且严禁融资租赁公司开展涉地方政府隐性债务的业务，以回租业务为主的融资租赁公司或将面临较大压力。

受宏观经济复苏放缓以及监管环境持续加强的影响，近年来，融资租赁公司²数量增速持续放缓，业务规模呈收缩态势。截至 2023 年末，我国融资租赁公司 8846 家，较 2022 年末下降 10.09%；业务总量³为 56400 亿元，较 2022 年末下降 3.59%，融资租赁公司数量和业务总量下降幅度较上年有所增长。

图 1：2008~2023 年融资租赁企业发展情况（单位：家）



图 2：2008~2023 年融资租赁企业业务发展情况（单位：亿元）



数据来源：IFind，东方金诚整理

从融资租赁公司财务表现⁴上来看，大部分央企租赁子公司，信用资质相对稳定；中小型租赁公司资产质量压力和经营业绩压力仍在持续升高，平台退潮下分化加剧。预计短期内，融资租赁公司数量和业务规模仍保持双量齐降态势。

信用债和资产支持证券发行主体高度重合，融资租赁资产证券化产品发行金额及发行单数增速逐年放缓

自 2022 年起，融资租赁资产证券化产品成为市场上第一大发行规模的产品，其中高信用级别主体债券发行

1 原中国银保监会

2 含金融租赁和外商租赁。

3 融资租赁合同余额。

4 截至 2023 年 11 月末有存续公募信用债且披露 2023 年三季报的 46 家融资租赁公司作为样本公司以观察其财务表现情况，其中 AAA 样本主体 29 家、AA+ 样本主体 17 家、无 AA 样本主体。

规模占半壁江山，且信用债和资产支持证券发行主体高度重合。与此同时，融资租赁资产证券化产品发行金额和发行单数的增速逐年放缓。

图 3: 2018~2023 年资产证券化产品第一发行规模 (单位: 亿元)

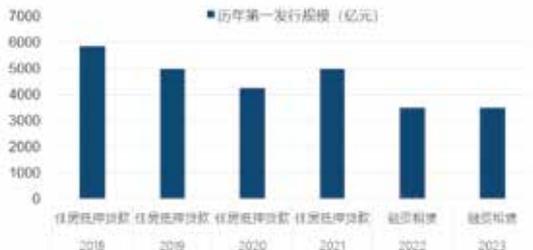


图 5: 2018~2023 融资租赁资产证券化发行情况 (单位: 亿元, 单)



图 4: 2023 年 1~11 月发债融资租赁公司主体级别分布情况 (单位: 家数, 亿元)

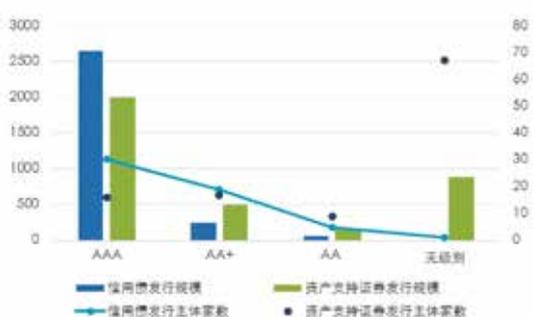


图 6: 2016~2023 年融资租赁资产证券化产品发行增速 (单位: %)



数据来源: IFind, 东方金诚整理

市场金融资源保持向融资租赁行业头部机构集中的趋势，融资租赁涉及的债务人所处行业中公共事业类为主

近年前十大原始权益人发行规模占发行总额的比例超过 50%，在经济缓慢复苏周期内，出于避险考虑，市场的金融资源向位于融资租赁行业头部的机构集中，这一趋势在短期内将继续。

从融资租赁资产证券化产品行业分布来看，其中融资租赁涉及的债务人所处行业中占比较高的行业包括卫生和社会工作、燃气及水生产和供应业、水利、环境和公共设施管理业等公共事业类。

图 7: 2016~2023 年融资租赁资产证券化产品前十大原始权益人发行情况 (单位: 亿元、单)

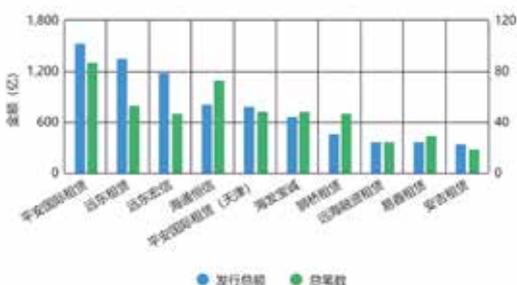


图 8: 2016~2023 年融资租赁资产证券化产品行业分布 (单位: %)



数据来源: CNABS, 东方金诚整理

融资租赁公司资产信用质量分化加剧，面临下行压力和盈利压力，进而影响资产证券化产品资产池信用质量承压和发行利率调整

从风险行业资产质量上来看，由于居民偿债压力总体上升，购车群体资质趋于下沉，汽车贬值风险对购车人还款意愿形成一定不利影响，近年来汽车类资产违约率有所升高，资产回收率承压。近年来新能源光伏行业产能过剩，竞争加剧导致组件价格持续下滑，未来或逼成本线，行业洗牌加剧，导致资产信用质量分化明显。国内旅游需求快速释放，旅游行业迎来全面修复，但宏观经济仍处于“弱复苏”状态及消费者信心指数的低位运行，虽然旅游企业逐渐回归常态化发展，但盈利恢复程度分化显著，整体偿债指标仍偏弱。

融资租赁由于其灵活性及缺乏有效监管等特点成为城投平台非标融资的重要力量，但融资租赁公司城投业务的新增及存量资产的质量受政策影响明显，2023年前三季度，租赁公司城投业务同比持续下降。从融资租赁公司城投客户情况来看，平台层级以区县级和市级为主，主体评级AA为主，客户资质相对下沉；区域分布以江苏省、浙江省、山东省、四川省和重庆市为主，以上地区全口径债务率依次居于债务红橙区域⁵，资产质量面临下行压力。随着一揽子化债方案的实施，城投敞口的信用风险可控，但是化债措施可能带来息差压力，影响融资租赁公司盈利，进而影响证券化产品的发行利率调整。

图 9：2023 年前三季度城投平台融资租赁金额分区域占比情况（单位：%）



图 11：2023 年前三季度租赁公司城投客户区域分布情况（单位：家）

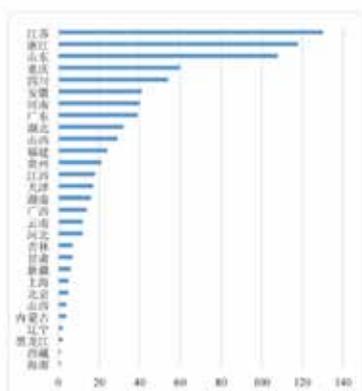


图 10：2023 年前三季度租赁公司城投客户主体级别分布情况

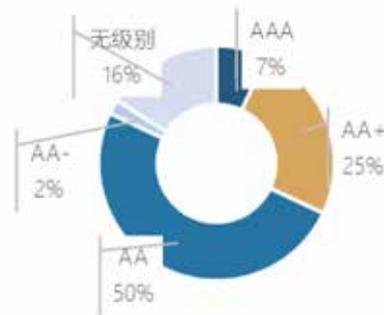


图 12：2022 年末全口径债务率



数据来源：IFind，企业预警通，东方金诚整理

⁵ 财政部根据债务率数据，将债务风险分为红（债务率 $\geq 300\%$ ）、橙（ $200\% \leq$ 债务率 $< 300\%$ ）、黄（ $120\% \leq$ 债务率 $< 200\%$ ）、绿（债务率 $< 120\%$ ）4 个等级，风险依次由高到低。

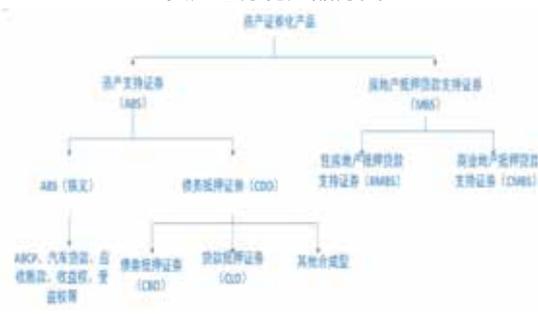
2024 年租赁资产质量持续承压，融资租赁资产证券化底层资产信用质量分化加剧，租赁公司面临转型压力

融资租赁公司城投业务具有一定规模且城投客户资质相对下沉，仍需警惕尾部区域城投信用风险的释放。融资租赁公司业务模式仍以具有信贷业务特征的售后回租为主，并且城投业务占据一定规模，存在违规新增隐债的风险和租赁物难以处置的问题。受房地产投资拖累效应加大，基建投资增速有所放缓，预计融资租赁资产证券化底层资产为基础设施行业的投放增量和增速均有所控制。同时，居民商品消费修复不及预期，房地产行业持续调整，工业品需求下降制约，全球经济减速导致外需收缩，工业企业出口订单下滑，预计制造业相关的融资租赁资产证券化底层资产信用质量分化加剧。“回归本源”的政策指导下，融资租赁公司面临转型压力，重点支持科技创新、实体经济和中小微企业发展，或将成为其重点投放新方向，有利于底层资产的形成。

2023 年城投资产证券化研究 - 城投化债新思路

侯珏

资产证券化产品分类



城投发展历程



主要观点

- ① 四类资产证券化产品中应收账款类发行规模及单数均遥遥领先，高信用等级发行独占鳌头，期限对于票面利率仅起锦上添花之效；
- ② 城投 2023 年发行信用债票面利率波动下降，AA+ 级为发行主力，信用等级及期限对票面利率定价充分
- ③ 2023 年末有存续债的城投在年内发行资产证券化产品的共 30 家，资产证券化产品规模占比较低，未来发展空间大
- ④ 鉴往知来：除城投 ABS 发行规模预测外，各模型其他影响因素与时间序列分析得到的结果区别较大。

何为城投？城投主要发行的资产证券化产品类型是？

前世：城投是市场和社会对“城市建设投融资公司”的简称，“地方政府融资平台”、“融资平台公司”才是官方正式的概念，2010年6月，国务院发布《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（以下简称“19号文”），首次正式定义城投平台。自2010年3季度以来，原银监会对城投平台实行“名单制”管理，该名单每季度更新，是监管的重要参考，影响到城投平台银行贷款、发行公开债等融资行为。2019年原银监会暂停统计该名单。

今生：最新的“城市建设企业”定义见于2023年10月，根据《发行上市审核规则适用指引第1号——申请文件及编制》中《附件7：城市建设企业公司债券信息披露及核查要求》对于“城市建设企业”的定义：城市建设企业是指主营业务主要为市政基础设施项目建设与运营、土地一级开发等业务的地方国有企业。本文研究城投的统计范围需满足以下任意一项：1、来源于政府收入或政府划入资产占总收入或总资产达50%以上；2、实际控制人为当地市国资委、国资管理中心等政府部门或政府派出机构；

资产证券化产品可做多重交叉分类，本文分类如下图1，而城投常见资产证券化产品本文分为四类，即：CMBS/类REITs、应收账款/供应链、收益权、信托受益权¹四类。

图 1：资产证券化产品分类



图 2：城投发展历程



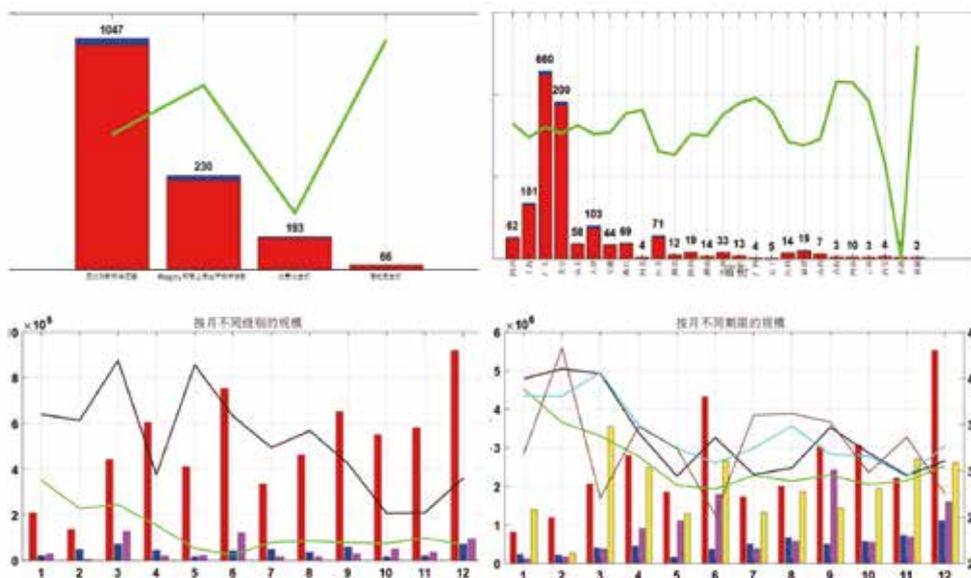
数据来源：公开资料，东方金诚整理

2023 年，四类资产证券化产品中应收账款类发行规模及单数均遥遥领先，高信用等级发行独占鳌头，期限对于票面利率仅起锦上添花之效

2023年发行的四类产品：CMBS/类REITs（102单）、应收账款（497单）、收费收益权（51单）、信托受益权（19单）。其中2023年城投发行ABS共37单，347.03亿元²。对于四类资产证券化产品中，应收账款类遥遥领先，以建筑类为主；分属地来看，具备广东金融为王，北京国央企压舱等属性；分信用等级看，高信用等级AAAsf独占鳌头，票面利率高不过4.00%；从期限看其对票面利率的影响，期限对于票面利率仅起锦上添花的作用。

1 此类型中部分包含信托受益权。
2 以上数据来源于IFind，东方金诚整理。

图 3：2023 年四类产品发行情况（单位：亿元、%）

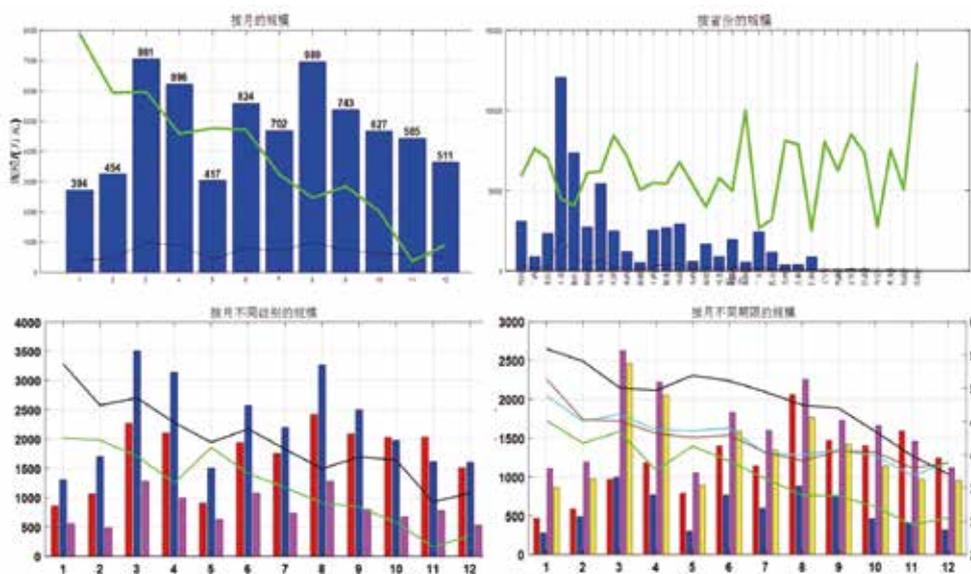


数据来源：IFind，东方金诚整理

城投 2023 年发行信用债票面利率波动下降情况，AA+ 级为发行主力，信用等级及期限对票面利率定价充分

2023 年城投债³ 发行总规模约 5.76 万亿，按月度来看，年内城投债发行的票面利率受供需关系及监管政策调整影响，呈波动下降态势；发行规模前四的省份分别为江苏、浙江、山东及四川，同比亦无较大变化；与资产证券化产品不同的是：其一，城投债发行债项信用等级主要集中于 AA+，其二，城投债票面利率对于信用等级及发行期限均已形成较为充分的定价。

图 4：2023 年城投债发行情况（单位：万元、%）



数据来源：IFind，东方金诚整理

3 仅包含公司债、企业债、短融、PPN、中票等。

2023 年末有存续债且年内发行资产证券化产品的城投共 30 家，资产证券化产品规模占比较低，未来发行空间大

2023 年末有存续债且年内发行资产证券化产品的城投共 30 家，其中 AAA 级 14 家、AA+ 级 13 家、AA 级 3 家，分布于 9 个省、市、自治区，资产证券化产品规模占城投信用债比例集中于 20% 及以下，未来城投资产证券化产品发行空间大，表一为列举的 10 家城投的简单数据。

表 1：有存续债的城投且年内发行资产证券化产品情况（单位：亿元、%）

信用等级	资产负债率	存量城投债规模	发行城投债规模	发行 ABS 总规模	比例
AAA	74.5	1399.9	520.00	29.85	5.74
AAA	55.4	948.8	425.00	39.32	9.25
AAA	66.7	441.8	150.00	12.00	8.00
AAA	71.1	387.0	128.00	16.01	12.51
AAA	61.2	356.8	90.00	15.75	17.50
AAA	73.3	379.0	190.80	10.51	5.51
AAA	53.6	195.1	112.30	2.81	2.50
AAA	64.3	157.5	24.00	6.51	27.13
AA+	66.2	196.8	74.90	13.75	18.36
AAA	53.6	157.6	73.78	3.00	4.07

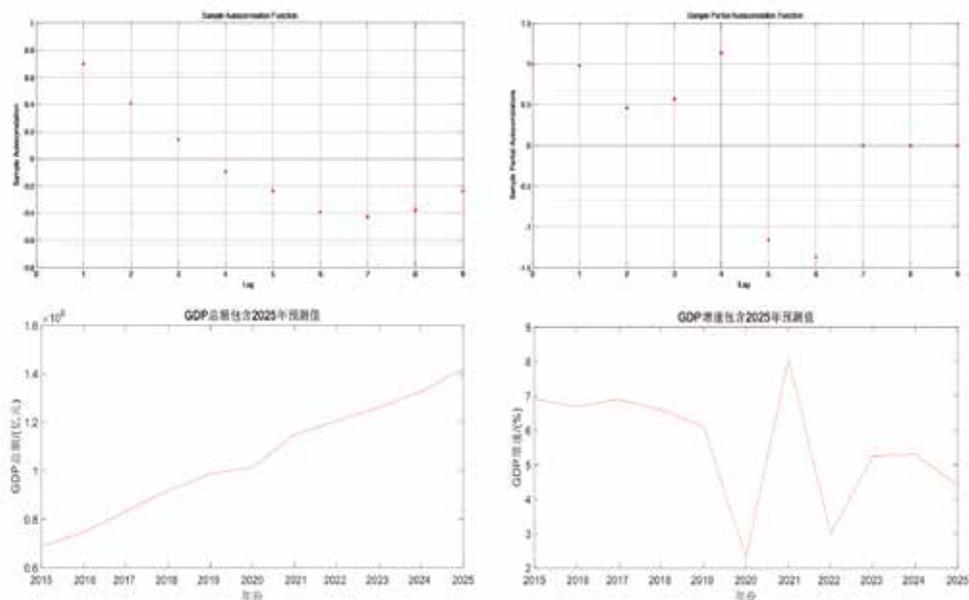
数据来源：IFind，东方金诚整理

鉴往知来：城投资产证券化发行预测

本文以最简单的 2 个自变量（GDP 总量、GDP 增速）、4 个因变量（城投 ABS 规模、城投 ABS 利率、ABS 发行规模、ABS 发行利率）进行四步骤解析：

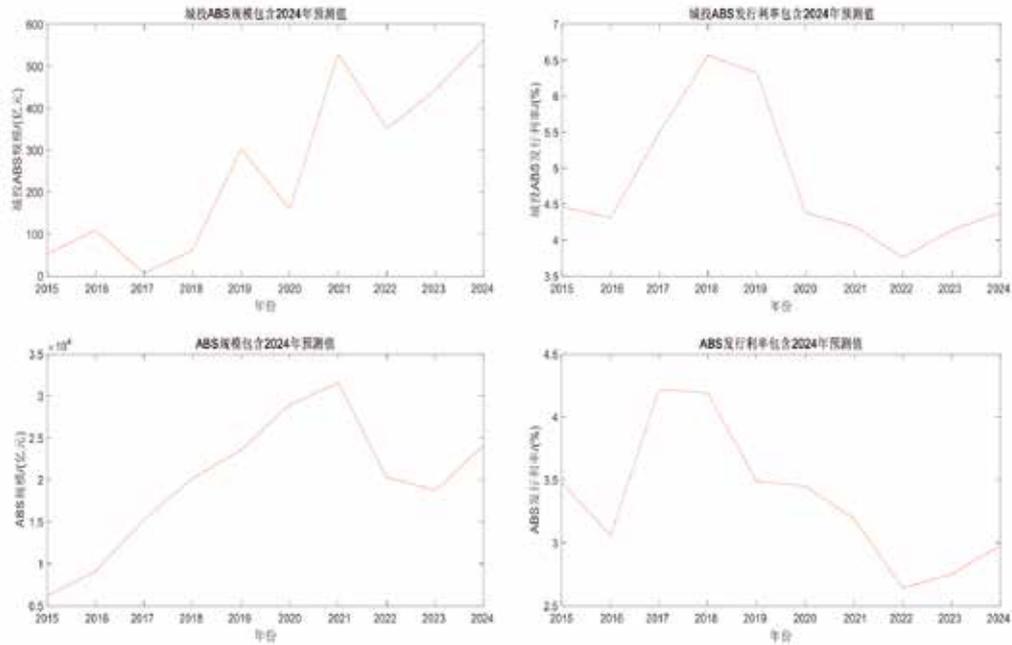
步骤一：时间序列分析 ---ARMA

图 5：GDP 时间序列分析特征及相关预测



(1) 待预测数据受自身趋势影响，以 GDP 总额为例：GDP 总额的 ACF 拖尾明显、PACF 截尾明显，故 GDP 总额采用 AR 模型进行拟合。

图 6：AR 模型下 -4 因变量相关预测（单位：万元、%）



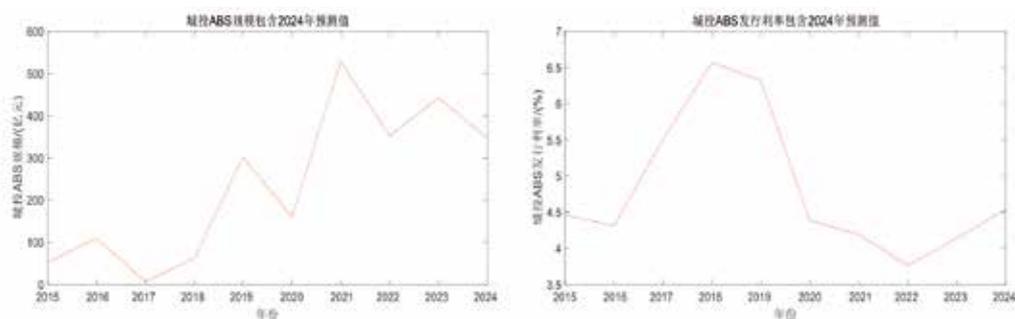
最终可得时间序列分析下预测的 2024 年的 ABS 发行情况为：

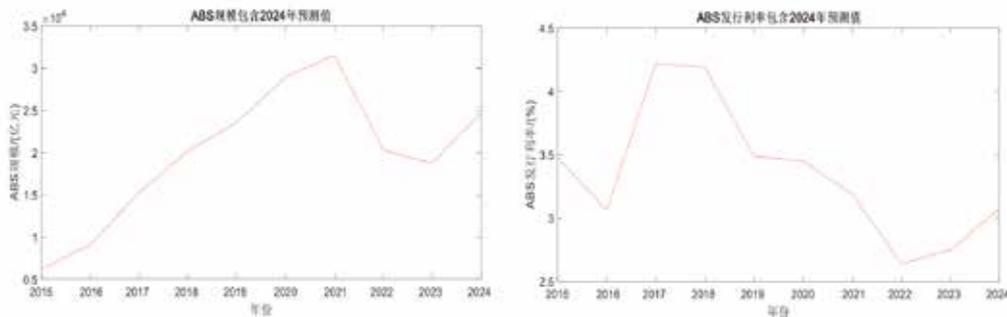
城投 ABS 发行规模	城投 ABS 发行利率	ABS 发行规模	ABS 发行利率
564.112657370946	4.37480398749397	24153.3208367250	2.97747370671831

步骤二：自变量可能对因变量有预测效用，故对下述配对分别进行最小二乘线性拟合，则可以根据当年的 GDP 总额和 GDP 增速估计其他 ABS 各值，并由相关系数当做比例系数求得最终 GDP 因素预测得到的其他 ABS 各值。

- (1) 城投 ABS 发行规模：与 GDP 总额和 GDP 增速的相关系数分别为 0.8046 和 -0.6922；
- (2) 城投 ABS 发行利率：与 GDP 总额和 GDP 增速的相关系数分别为 -0.3610 和 -0.2174；
- (3) ABS 发行规模：与 GDP 总额和 GDP 增速的相关系数分别为 0.7100 和 -0.4254；
- (4) ABS 发行利率：与 GDP 总额和 GDP 增速的相关系数分别为 -0.5408 和 0.2027；

图 7：以自变量对因变量进行相关预测





步骤二：最终可得自变量影响下对因变量的预测为：

城投 ABS 发行规模	城投 ABS 发行利率	ABS 发行规模	ABS 发行利率
347.064963246664	4.53874223110848	24702.8128879728	3.07508338472126

步骤三：待估计参数（因变量）互相之间的影响

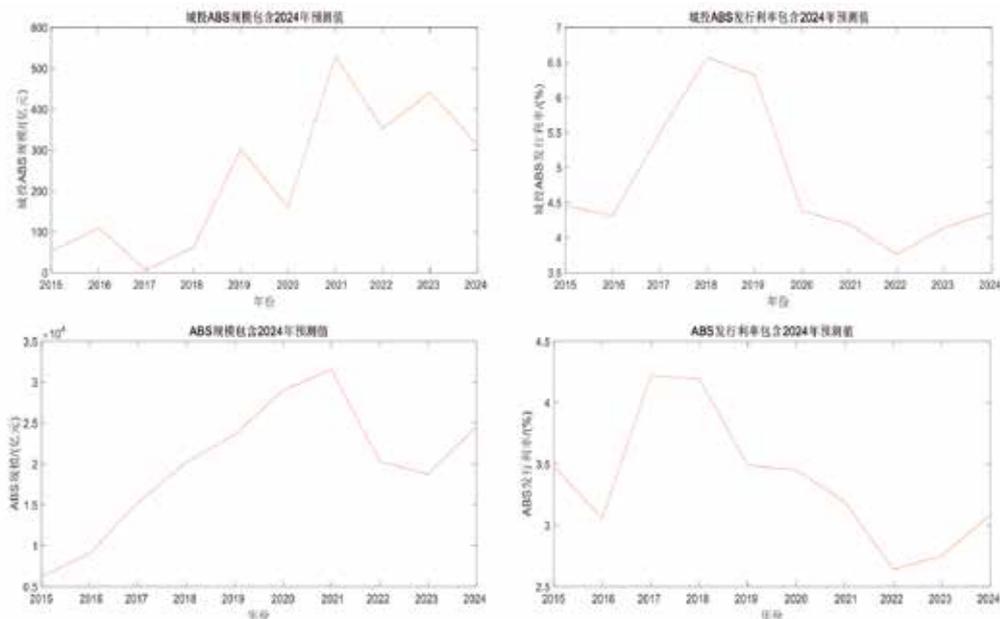
因变量之间可能存在：A、城投 ABS 发行规模；B、城投 ABS 发行利率；C、ABS 发行规模；D、ABS 发行利率

表 2：待估计参数（因变量）互相之间的影响

	A	B	C	D
A	1	-0.4171	0.6061	-0.6932
B	-0.4171	1	0.0367	0.7891
C	0.6061	0.0367	1	-0.0617
D	-0.6932	0.7891	-0.0617	1

由表 2 相关系数分析可知 B、C 和 C、D 的线性相关性非常弱，即城投 ABS 发行利率和 ABS 发行规模、ABS 发行规模和 ABS 发行利率的线性相关性非常弱，可以认为他们之间是无关序列。利用上两步骤预测得到的值当作初值，再通过全年份进行线性拟合，最终由其他因素相关系数进行比例融合：

图 8：以自变量对因变量进行相关预测



步骤三：ABS 发行情况 2024 年预测值

城投 ABS 发行规模	城投 ABS 发行利率	ABS 发行规模	ABS 发行利率
311.826768396443	4.36245220996392	24561.3332958600	3.08499818357369

步骤四：上述三个预测值分配权重以得到最终预测值

影响因素 / 预测参数	城投 ABS 发行规模	城投 ABS 发行利率	ABS 发行规模	ABS 发行利率
ARMA	564.11265	4.37480	24153.32083	2.97747
GDP 总额和增速	347.06496	4.53874	24702.81288	3.07508
待估计参数相互影响	311.82676	4.36245	24561.33329	3.08499
最终预测	407.66812	4.42533	24472.48900	3.04585

由上简单简单示例，可看出除了城投 ABS 发行规模预测，其他影响因素与时间序列分析得到的结果区别较大。在城投逐渐转型产投的现今，各项监管政策日益明朗化，资产证券化类产品以其独特的“主体 + 资产保证”的结构日益为市场所接受，不失为城投化债的一项新思路。

权利及免责声明

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方 / 发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

声明

本文是东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。

本文引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

本文的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

分支机构

东方金诚国际信用评估有限公司 上海分公司

Add: 上海市浦东新区世博大道1919号2号楼6层

Tele: 86-021-68818901

E-Mail: dfjcsh@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 广东市场部

Add: 广州市天河区花城大道667号美林基业大厦
604室

Tele: 13607811346

E-mail: xiongweijian-jc@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 深圳分公司

Add: 深圳市福田区沙头街道下沙社区滨河路
9289号下沙村京基滨河时代广场A座4302C

Tele.: 0755-82559527

E-mail: rsz@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 吉林分公司

Add: 长春市宽城区胜利大街498号
吴太商务中心703室

Tele: 0431-80602619

E-mail: rjl@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 辽宁分公司

Add: 大连市中山区中山路88号天安国际大厦
1701室

Tele: 86-0411-82556107

E-mail: rjl@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 山东分公司

Add: 青岛市市南区香港中路6号世贸中心
B座2204室

Tele: 86-0532-85919139

E-mail: rsd@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 甘肃分公司

Add: 甘肃省兰州城关区东岗西路621号长业金座22楼

Tele: 86-0931-8629267

E-mail: rgs@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 河南分公司

Add: 郑州市郑东新区商务外环路3号中华大厦
30楼3009室

Tele: 86-0371-53626506

E-mail: rhn@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 江苏分公司

Add: 南京市建邺区庐山路188号新地中心一期
28层2804

Tele.: 86-025-86200586

E-mail: dfjc-jsswzyz@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 安徽分公司

Add: 合肥市蜀山区怀宁路288号
置地广场C座4406、4407

Tele: 0551-65109930

E-mail: rah@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 湖北分公司

Add: 武汉市硚口区武胜路泰合广场2305室

Tele: 86-027- 85630360

E-mail: rhb@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 浙江分公司

Add: 杭州市富春路290号钱江国际时代广场
3号楼22层

Tele: 86-0571-87858232

E-mail: rzj@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 四川分公司

Add: 成都市高新区锦城大道666号奥克斯财富中心
C座12层9号

Tele: 86-028-86282550

E-mail: scdfjc@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 重庆分公司

Add: 重庆市渝北区红锦大道86号恒大中渝广场
3号楼9-1

Tele: 86-023-68089226

E-mail: rcq@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 江西分公司

Add: 南昌市红谷滩新区江报路69号唐宁街
B座14楼1402室

Tele: 86-18611922244

E-Mail: tianyuji@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 湖南市场部

Add: 湖南省长沙市开福区芙蓉中路1段593号
湖南国际金融大厦17层1716室

Tele: 13811850862

E-Mail: sunpu@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 福建分公司

Add: 福州市鼓楼区五四路71号国贸广场27层

Tele: 15652453688

E-mail: zhouzheyu@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 广西分公司

Add: 南宁市青秀区古城路39号香江花园4号
写字楼26层

Tele: 86-0771-2869962

E-mail: rgx@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 云南分公司

Add: 昆明市滇池度假区红塔东路198号海埂悦府
小区11栋商业楼

E-mail: yncw@coamc.com.cn

如有疏漏请于我们联系

☎ 86-10-62299800

✉ DFJCPX@coamc.com.cn

媒体关系

☎ 86-10-83439762

✉ lixiaofeng-dfjc@coamc.com.cn

守正立信 持诚致远



东方金诚国际信用评估有限公司

 北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

 86-10-62299800 (总机)

 86-10-62299803

 DFJCPX@coamc.com.cn