

心怀高远、脚踏实地—— 地方资产管理公司的 出奇制胜之道

2017年7月

倪以理
黄河
袁伟
刘文

2017年7月

心怀高远、脚踏实地— 地方资产管理公司的出 奇制胜之道

倪以理
黄河
袁伟
刘文

目录

摘要	1
第一章: 中国不良资产行业的机遇与挑战	2
1.1 不良资产市场高速增长	2
1.2 不良资产行业竞争加剧	4
第二章: 地方资产管理公司的发展与困境	5
2.1 地方资产管理发展转入快车道	5
2.2 地方资产管理面临困境	5
第三章: 他山之石, 可以攻玉	9
3.1 地方资产管理的先行案例	9
3.1.1 重庆渝富资产经营管理集团有限公司	9
3.1.2 安徽国厚金融资产管理有限公司	9
3.1.3 其他先行案例	10
3.2 国际领先不良资产管理公司的先进经验	10
3.2.1 橡树资本	11
3.2.2 阿波罗全球管理公司	11
3.2.3 孤星基金	12
3.2.4 对地方资产管理的启示	13
第四章: 打造地方资产管理制胜之道	14
4.1 明确整体战略定位	14
4.2 明确主要业务战略	14
4.2.1 不良业务	14
4.2.2 投资业务	15
4.2.3 金融服务	15
4.3 完善中后台支撑体系	15
结语	16

摘要

近年来，我国不良资产规模持续上升，让资产管理公司获得了广阔的市场空间。不良资产的累积有两方面原因：其一，中国宏观经济增速放缓，实体经济持续累积了巨大的偿债压力，导致金融机构的逾期及不良信贷风险日趋严重，因此传统金融机构持有的不良资产规模持续增加，预计2020年将达到约4.8万亿元人民币；其二，非金融企业应收账款规模持续上升，回收周期不断延长，对于资产及债务重组的需求日益高涨，因此其不良资产规模也飞速扩张，2020年可能纳入资产管理公司业务范围的不良资产预计将达到约0.8万亿元。

在巨大的市场机遇面前，不良资产行业的竞争也日趋激烈，原来的“四大资管”寡头市场正在逐步分化为“4+2+N+银行系”的多元化格局。其中，“2”代表现行监管政策规定每省最多可设两家地方资产管理公司（以下简称“地方AMC”），也是本文研究的重点；“N”则指各地的未持牌资产管理公司，主要承接四大AMC和地方AMC处置效率较低的小规模¹不良资产组包。

监管部门放开地方AMC牌照，意在鼓励其参与不良资产收购与处置业务，成为地方金融的稳定器，防范和化解区域性金融风险。地方AMC在快速发展的同时，也面临各种问题，包括战略定位不明确、关键业务能力有待提升、激励机制不够成熟、关键职能和流程不够完善等等。例如，不少地方AMC成立伊始便开启多元化尝试，业务缺乏焦点、能力尚有欠缺。又如，在开展投资业务时存在着从项目挖掘到关键投资条款设计等关键环节能力不足、投资决策流程不够透明、风控体系存在隐患等问题。如果不能及时找到出路和答案，近则威胁到企业本身的生存发展，远则阻碍其战略使命的实现。

面对上述挑战，各地方AMC纷纷寻找突围之道，国内市场上已出现了一批有特色的优秀机构，例如重庆渝富，它致力于成为以股权投资为重点和特色的专业化投资机构，借此与四大AMC形成差异化发展路线，在扶持本地企业的同时获取财务收益，实现双赢。同时，放眼全球，国际上也活跃着一批以处置企业不良资产起家的多元化另类投资机构，例如橡树资本、阿波罗全球管理公司、孤星基金等。虽然中外资产市场的发展程度迥异、金融产品也各有特色，但总结这些国际投资机构发展历程中的战略选择、关键成功因素和能力建设路径，无疑可为中国地方AMC的发展提供借鉴。

面对复杂多变的内外部环境，地方AMC应把握国家政策导向和地方经济环境，根据宏观大势和自身禀赋，明确整体战略方向。我们认为，地方AMC面临的战略选项可归纳为四种：一，聚焦不良业务；二，找到盈利性更好、自身更为擅长的“X业务”，打造“不良+X”双轮驱动模式；三，打造“不良+X+金融服务”的一体两翼型多元化资产管理集团；四，布局全牌照金融集团。这四个战略选项当中，第一项相对容易，但盈利性欠佳、受经济周期性波动大；第二项和第三项盈利性良好、稳定性较好，但对业务能力要求较高，而且第三项中的“金融服务”需要牌照资源，不易获取；第四项规模大、盈利性良好、抵御经济周期能力强，但对牌照、资源、人才的需求都非常高，因此难度也最大。综合考虑之后，我们认为大多数地方AMC应在第二项和第三项中进行选择。并且，在确定大方向战略之后，还应细化各板块的业务战略，同时配套实施相应的组织架构和管控手段，才能打造制胜之道，在竞争中脱颖而出。

¹ 110户以下。

第一章：中国不良资产行业的机遇与挑战

在经济结构转型和供给侧改革的大背景下，快速成长的中国不良资产行业同时面临着机遇与挑战。目前市场上的主要参与者可分为五大类，除了银行内部的资产保全部门²、银行为推进本行债转股业务而成立的资产管理子公司（未来可能开展市场化运作，即承接非本行的其他不良资产业务）两类之外，按对接不良资产的规模大小来区分，还包括主要处置全国性大块不良资产的四大资产管理公司³（“四大AMC”）、主要处置区域性不良资产的地方资产管理公司（“地方AMC”），以及各地承接小规模⁴不良资产组包的未持牌资产管理公司。其中，地方AMC作为经济新常态下充分整合地方资源、应对不良资产区域化和零散化趋势的重要抓手，将是本文的研究重点。

1.1 不良资产市场高速增长

在“三期叠加”的环境下，不良资产在中期仍会持续增长，这为地方AMC的发展创造了广阔的市场空间。一方面，传统金融机构持有的不良资产规模正在持续上升，预计2020年将达到约4.8万亿元。这主要是因为中国经济已同时步入增长换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期，“三期叠加”效应逐步显现，实体经济持续累积了巨大的偿债压力，导致金融机构的逾期及不良信贷风险日趋严重，银行业整体呈现不良“双升”的局面。另一方面，非金融机构的不良资产规模也在飞速扩张，预计2020年可为资产管理公司提供约0.8万亿元的市场。在我国经济结构调整的过程中，非金融企业的应收账款规模将持续上升，回收周期不断延长，对于资产及债务重组的需求也将大规模增长。

宏观经济增速放缓成为不良资产规模扩大的核心驱动因素

近年来，中国经济发展进入了新常态，包括GDP增速在内的多项经济数据指标进入下行通道，显示出中国宏观经济正面临着严峻挑战，不良资产规模迅速攀升。

银行业的逾期与不良贷款未来大概率继续增长

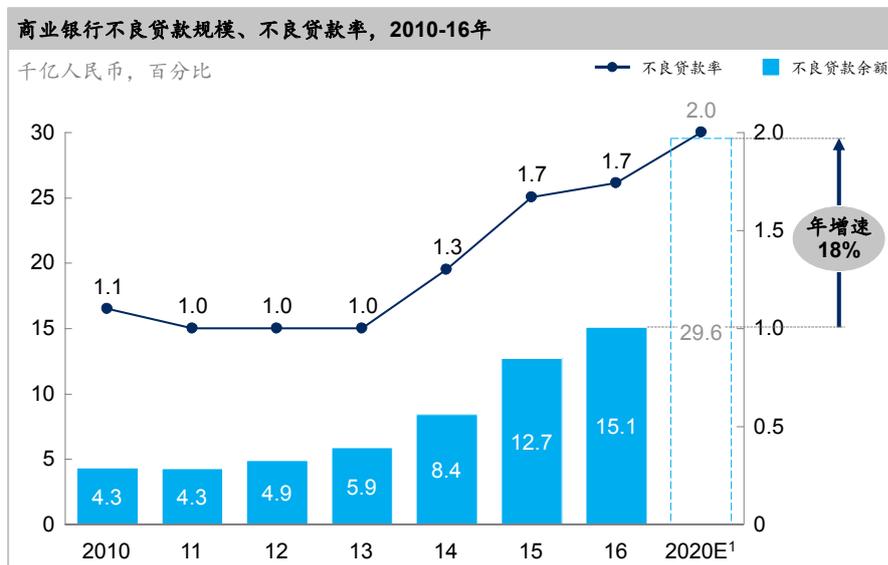
截至2016年第四季度，商业银行不良贷款余额达15122亿元，较上年末增加2378亿元，连续21个季度反弹；不良贷款率达1.74%，较上年末上升0.04个百分点，连续15个季度上升。虽然第四季度有所企稳，在经济情势持续下行的大环境下，金融机构过去几年内积极发放的贷款中势必将有更多问题贷款浮出水面，不良资产规模与不良率将继续升高，预计2020年不良贷款将达到约3万亿元。

2 又名不良资产管理中心、授信管理中心、特殊资产管理事业部等，不同银行对该部门的称谓有所不同。

3 即长城、信达、华融、东方四大资产管理公司。

4 10户以下。

图1. 银行业的不良贷款规模、不良贷款率大幅攀升

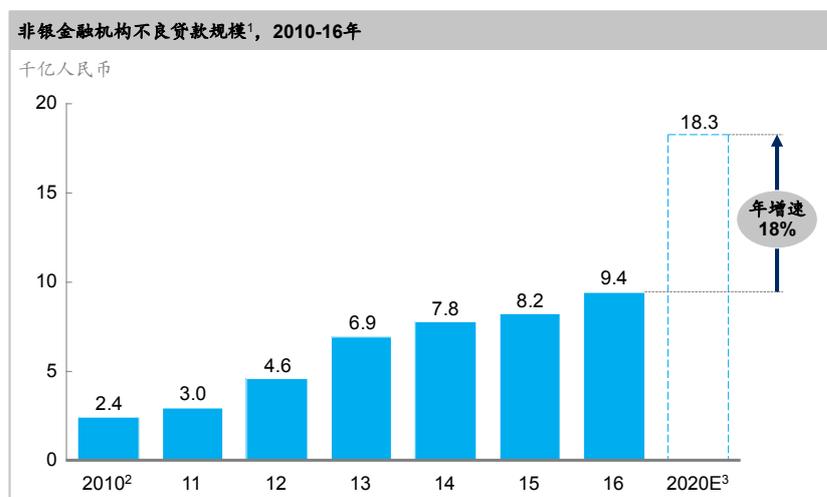


¹ 2010-16年商业银行业贷款总额平均年增长为14%，据此增速估计2020年商业银行业贷款总额数值；假设2020年不良贷款率增加至2.0%
资料来源：银保监会；麦肯锡分析

非银金融机构的潜在不良资产浮出水面

非银金融近年也迎来了蓬勃发展的时期，但由于其业务“高风险、高收益”的特性很突出，加之风控方面相对薄弱，因而面临的不良资产风险更甚于商业银行。举例而言，截至2016年第一季度，信托风险项目达到了527个，比上一季度增加14%；风险项目规模达到1110亿元，创下2014年以来的新高。又如网络贷款余额持续攀升的同时，问题平台的数量也在不断增加，截至2016年第一季度已累计超过3000家，互联网金融企业等类金融机构已经走到行业洗牌的十字路口，很可能集中爆发风险事件。预计2020年非银不良贷款规模将达到约1.8万亿元。

图2. 非银金融机构的潜在不良资产浮出水面

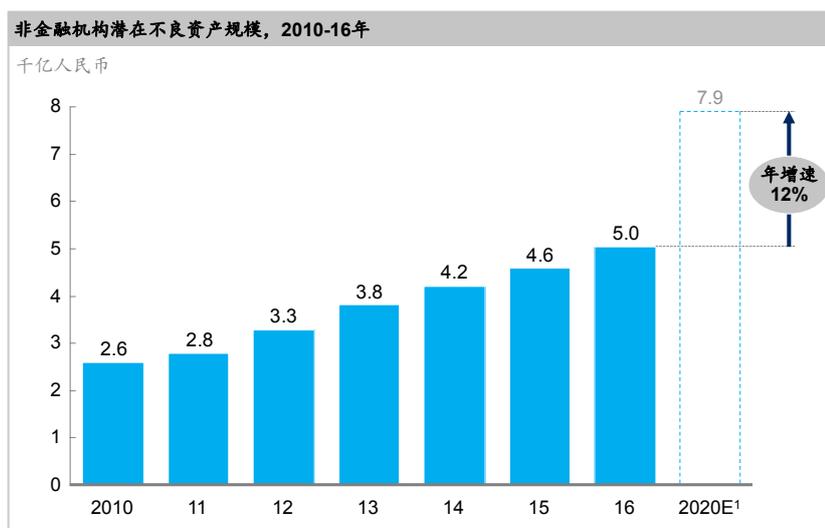


¹ 与商业银行相比，非银贷款业务高风险高收益的特性更为突出，加之非银金融机构在风控把控方面相对薄弱，推测其问题资产比例应远高于商业银行不良贷款率，因此将不良率估为10%左右（可类比美国高收益债的违约情况，其在经济危机之后1-2年的不良率高达10-14%）
² 2010年部分非银金融机构《财务报告》、消费金融公司、汽车金融公司的贷款规模，按照2011-16年平均年增速倒推估计得到
³ 2020年非银金融机构不良资产规模，对标商业银行不良贷款规模2016-20年平均年增速（18%）估计得到
资料来源：PBOC；CBRC；信托业协会；文献检索；麦肯锡分析

非金融企业的应收账款迅速增加

随着经济增速放缓,企业盈利水平下降,部分企业面临着负债率偏高、应收账款周转率偏低的困境。截至2016年底,规模以上工业企业应收账款总额已达12.6万亿元。据统计局已公布数据和相关券商及财经报告估计,各行业应收账款不良率为2~9%,若按4%计算,则2016年非金融机构的不良资产规模为约0.5万亿元,预计2020年将达到约0.8万亿元。

图3. 宏观经济下行导致非金融机构类不良资产规模攀升



¹ 2010-16年规模以上工业企业应收账款平均年增长为12%, 据此增速估计2020年规模以上工业企业应收账款数值; 假设2020年不良率为4.0%
资料来源: 国家统计局; 麦肯锡分析

1.2 不良资产行业竞争加剧

不良资产行业格局走向多元化

不良资产行业正由原来的“四大AMC”垄断的局面,逐步演变为“4+2+N+银行系”的多元化格局。其中,“2”代表两家地方AMC(监管部门放宽“一个省可设立一家地方AMC”的限制,允许符合条件的省级政府再增设一家地方AMC);“N”指各地未持牌资产管理公司,主要承接四大AMC和地方AMC处置效率较低的小规模⁵不良资产组包;“银行系”则指目前工农中建四大有商业银行拟设立各个资管子公司,目前专司本行债转股相关业务,但未来也可能开展市场化运作。不良资产行业生态系统日趋丰富。

不良资产处置难度增加、收益率降低

近年来不良资产处置难度增大、收益率降低的背后有两个主要原因:(1) 资产质量下降: 行业和债权关系更为复杂,因此处置难度比过去更大,处置周期也可能拉长;(2) 银行供给市场化: 银行对不良资产的处置由原来的政策性行为转为市场化行为,因此更倾向于持有相对优质的不良资产等待经济上行。

⁵ 10户以下。

第二章：地方资产管理公司的发展与困境

在地方性不良资产供给增加和国家政策利好的双重刺激之下，地方AMC的发展已驶入快车道，业务规模不断扩大。但由于地方AMC成立时间较短，仍处于发展起步阶段，普遍面临着战略定位不明确、关键业务能力有待提升、激励机制不够成熟、关键职能和流程不够完善等挑战，急需寻找契合自身特点的发展路径，以有效化解地方金融风险，在助力我国经济增速换挡的同时，实现企业自身的可持续发展。

2.1 地方资产管理发展转入快车道

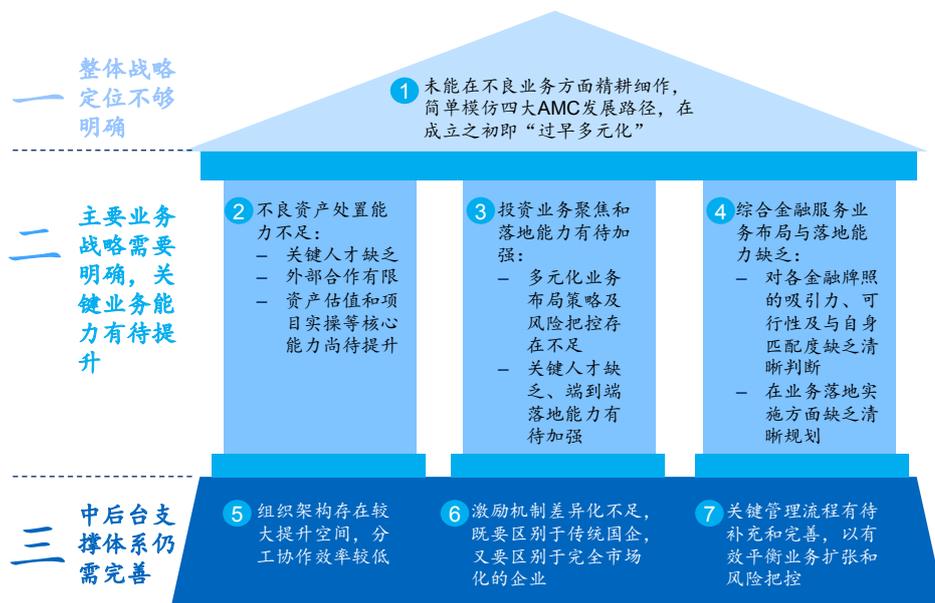
地方AMC的发展历程可分为两个阶段：1999~2008年为探索先行阶段，上海、重庆、广东等6省为推动地方经济改革，先后成立了国有全资的地方AMC；2012年至今为蓬勃发展阶段，2012年，财政部联合银监会发布《金融企业不良资产批量转让管理办法》，明确每个省/直辖市可以成立或授权一家地方金融资产管理公司参与本省/直辖市的不良资产收购与处置。2013年，银监会发布《关于地方资产管理公司开展金融企业不良资产批量收购处置业务资质认可条件等有关问题的通知》，明确鼓励设立地方AMC，并鼓励民营企业参股。该通知规定，地方AMC的准入门槛为注册资本10亿元，业务范围限于以重组方式参与本省/直辖市的批量不良资产处置，且不得以转让方式处置。在财政部和银监会的大力支持下，各省纷纷设立或授权省级地方AMC。2016年10月，银监会发布《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》，允许各省增设一家AMC，同时也放开了不良资产转让主体的地域限制。随后监管部门开始陆续批复各省设立第二家地方AMC的申请，到2016年11月，已有上海睿银盛嘉、浙江光大金瓯和江苏苏州资管等多家地方AMC获批。截至2017年3月，省级地方AMC已扩容至35家。

2.2 地方资产管理面临困境

虽然地方AMC目前正处于高速发展时期，但从长远来看，地方AMC仍然需要进一步明确未来发展方向，以更好地达成战略使命、实现长足发展。设立地方AMC的初衷在于让其参与不良资产收购与处置业务，成为地方金融的稳定器，防范和化解区域性金融风险。虽然这股“新生力量”的成长速度值得称道，但作为高速发展的新企业，地方AMC仍然躲不开“成长的阵痛”，普遍面临着诸如战略不够清晰、业务扩张和风险难以平衡等等问题。具体来看，地方AMC常见的挑战包括：整体战略定位不明确、不良资产处置能力不足、投资业务聚焦和落地能力有待加强、综合金融服务业务布局与落地缺乏清晰规划、组织架构不能适应业务发展、激励机制差异化不足、关键管理流程有待完善。如果这些挑战得不到妥善应对，近则威胁到企业自身的生存发展，远则无法实现其肩负的战略使命。

6 10户以下。

图4. 地方AMC面临的关键挑战



资料来源: 麦肯锡分析

整体战略定位不明确

许多地方AMC复制信达和华融的发展经验, 也从成立之初就追求较为成熟的大型企业才应考虑的业务多元化, 希望打造板块间协同效应, 迅速扩展整体业务规模。一份关于十家地方AMC 2015年业务收入构成的问卷调查⁷显示, 平均而言, 不良资产业务约占地方AMC全年业务收入的62%; 资产管理和投资业务约占22%; 其他业务收入约占15%。

然而, 部分地方AMC在自身战略定位、发展路径和聚焦方向尚不清晰的情况下“过早多元化”, 导致公司上下在各板块发展定位、业务推进及资源分配方面无法达成一致, 有盲目发展之弊, 由此造成不良主业缺乏竞争力、其他业态的持续发展动力不足。究其原因在于许多地方AMC未能在不良业务方面精耕细作, 过于依赖通道类业务, 而忽视了债务清收和重组等核心能力的培养。2016年3月, 银监会发布《关于规范金融资产管理公司不良资产收购业务的通知》, 强调资管公司收购银行业金融机构不良资产时需通过评估或估值程序进行市场公允定价, 实现资产和风险的真实、完全转移。这对AMC开展不良通道类业务作出了限制。然而, 许多地方AMC尚未认识到该政策的长远影响力, 仍在通过各种更为隐蔽的方式大量开展通道类业务, 长远来看将影响其资产处置核心能力和差异化竞争优势的打造, 不利于公司自身的可持续发展和政府赋予战略使命的实现。

不良资产处置能力不足

四大AMC已运营了18年, 积累了丰富的不良资产处置经验, 相比之下, 地方AMC的资产估值和项目实操等核心能力仍然有待提升。目前, 多数地方AMC仍然缺少具有完整业务操作经验的中高层管理人员和具有银行信贷背景的中层与风控团队(涉及到行业研究、财务分析和现场走访经验等专业能力), 而且大多尚未与外部专业能力(如重点行业的资深专家、估值机构、法律顾问等)达成有效合作, 导致业务落地困难、执行力不足, 因而在估值定价和项目实操方面难以与四大AMC实现差异化竞争。

⁷ 资料来源: 中国地方资产管理行业白皮书(2016); 调查对象包括北京国通、辽宁资管、广东粤财、福建闽投、江苏资管、广西资管、安徽国厚、山东资管、川发资管、湖北资管、内蒙资管。

以真实买断类业务为例，在资产包竞拍时，大部分地方AMC仍存在资产包估值定价能力不足、与银行间关系网络及资产处置渠道有待完善、团队激励机制不够明确等问题；在协议收购时，则存在着主动接触地方不良企业挖掘信息的积极性不足、复杂不良业务处置、重组或转包渠道不够健全等种种问题。就非金业务（即非金融机构的不良业务）而言，在开展企业附重组条件类业务时，许多地方AMC的企业融资需求信息网络有待扩展、风险识别把控体系有待加强、融资能力和资金成本有待改善；在开展政府融资类业务时，则面临着地方债务风控体系差异化不足、融资能力和资金成本有待改善等诸多挑战。

投资业务聚焦和落地能力有待加强

为更好地履行盘活存量资产、化解地方金融风险的责任，地方AMC需要从社会资源最优配置的角度整合多种渠道和手段，以提升不良资产处置效率。同时，由于多元化业务模式也是提高公司综合收益、打造市场竞争力的关键，因此绝大多数地方AMC都在不良业务的基础上拓展了多项相关业务，但许多地方AMC在多元化业务板块选择及定位、核心优势建设、风险识别及把控等方面仍存在不足。

以私募股权投资业务为例，该业务潜在收益较高，吸引了安徽国厚金融资产管理有限公司、重庆渝康资产经营管理有限公司等多家地方AMC的涉足。其中，渝康公司在打造专业股权投资能力上走在了地方AMC的前列。但许多地方AMC在开展类似业务时仍然缺乏股权投资关键人才，存在着缺乏熟悉股权投资业务的专业人员、投资战略焦点不明确、投资决策流程不够科学、从项目挖掘到关键投资条款设计等关键环节能力不足、资金流动性管理不够充分、风控体系存在隐患等种种问题。

综合金融服务业务布局与落地缺乏清晰规划

有信达和华融等四大AMC的成功发展经验在先，许多地方AMC纷纷效仿，积极布局金融牌照、开展多元化金融服务业务，但大部分地方AMC在具体的牌照布局与落地实施上仍缺乏清晰规划。

一方面，大部分地方AMC对各金融牌照的吸引力（如细分市场规模及收益率、未来发展趋势、融融协同效应等）、可行性（如注册资本要求、牌照申请难度、并购/经营复杂性等），以及牌照与自身发展特点的匹配度等问题缺乏清晰的认识与判断，无法回答“拿什么牌照”、“怎么拿牌照”的问题。

另一方面，即便在牌照布局策略上取得了共识，大部分地方AMC在业务落地实施方面仍然缺乏清晰规划，无法回答“拿到牌照后怎么做”的问题。例如，许多地方AMC虽然已经获得了融资租赁牌照，但在实际业务中仍普遍面临投资项目缺乏重点、资金端存在瓶颈、组织架构及激励机制与业务定位不匹配等诸多挑战。

组织架构存在较大提升空间

地方AMC成立时间较短，组织架构设计尚不成熟，普遍存在着业务边际划分不清、关键中后台职能有待加强等问题，导致各业务/部门分工协作效率较低。例如一些地方AMC虽然设有投行部，但没有清晰界定其具体业务范围和业务边界，从而影响了板块间协同效应的发挥；还有一些地方AMC在资金的流动性管理、风控等关键中后台职能上配备不足，缺乏管理风险的完善机制，不利于实现长期稳定的发展。

激励机制差异化不足

四大AMC是以国有独资企业的“身份”成立的，而对地方AMC而言，从顶层设计阶段就决定了它的股权结构不限于国有独资。《中国银监会关于地方资产管理公司开展金融企业不良资产批量收购处置业务资质认可条件等有关问题的通知》明确鼓励民间资本入股地方AMC，而且目前对于外资入股也没有限制性规定，因此大多数地方AMC的股权结构呈现出多元化特征，包括国有全资、国有控股、民营控股和混合所有制等多种类型。

在多元化股权结构下，地方AMC的激励机制既要区别于传统国企，又要区别于完全市场化的企业，而且由于地方AMC往往拥有多条业务线，所以机制究竟如何设计变成了一个愈发复杂的问题。目前，地方AMC普遍存在各业务/部门考核指标导向不够明确、与业态特征契合度不足的现象，同时薪酬体系与绩效不能有效挂钩，导致员工积极性不足，业务效率有待提升。

关键管理流程有待补充和完善

地方AMC成立时间较短，正处于快速成长阶段，而银监会允许各省增设一家AMC的政策更增大了其业务扩张压力；同时，地方AMC体量较小，抗风险能力相对较弱。因此，建立一套能够有效平衡效率、成本和风险的管理流程对地方AMC的发展至关重要。

不过，整体战略和激励机制不够明晰也会导致管理流程方面的欠缺。地方AMC普遍存在着决策标准与过程不够清晰透明、统一审核与规划有待加强、不同业务管理流程不够细化等问题。

同时，在业务多元化发展的过程中，许多地方AMC也面临着重大事项决策授权机制不够完善（如经营层与董事会间的授权分工尚不明确）、母子公司管控模式不够清晰等挑战，而且随着业务不断扩展，这些问题的影响将日益凸显。

第三章：他山之石，可以攻玉

面对上述挑战，许多领先的地方AMC开始积极思考并结合自身特点进行有益的探索，目前已经积累了一些可资借鉴的经验。

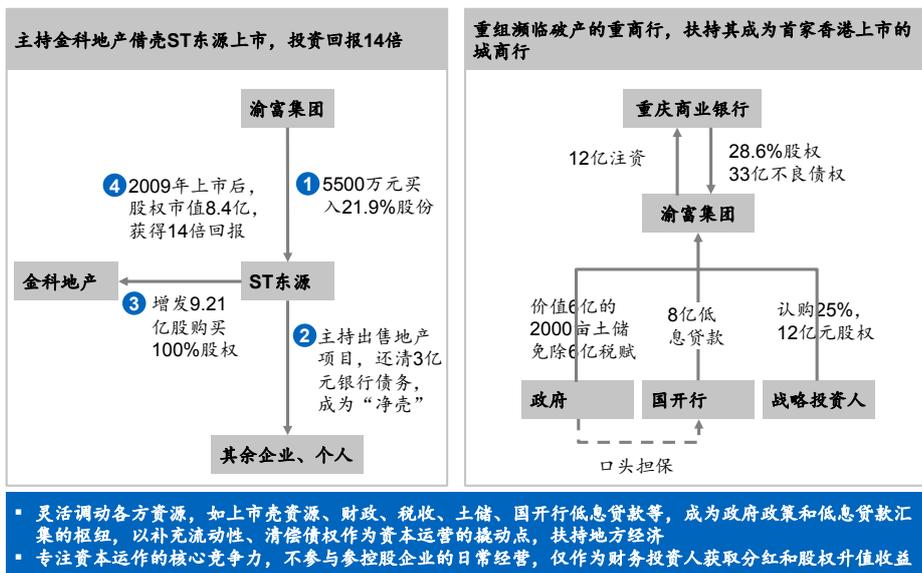
3.1 地方资产管理的先行案例

3.1.1 重庆渝富资产经营管理集团有限公司

渝富集团明确了“不良+股权投资”的战略定位，于2016年6月参与出资成立重庆渝康公司，以剥离不良资产和债务重组功能，进一步转型为专注于股权投资的国有资本运营公司。渝富集团在开展投资业务时，依托政府引导，与当地政府的产业发展和招商引资战略紧密对接，将多年积累的资产处置经验充分应用于基金项目的管理之中，以更好地扶持省内主导产业，成功引入龙头企业并建立产业集群。举例来说，由渝富集团管理的政府战略引导基金在政府重点扶持的汽车电子行业成功吸引了美国万代、京东方等一大批知名企业入驻。

渝富集团还致力于打造股权投资能力，与四大AMC形成了差异化发展路线，在发展地方经济和获得财务回报之间取得了平衡。渝富集团现已参、控股约55家企业，其中包括西南证券、重庆银行等多家上市公司。

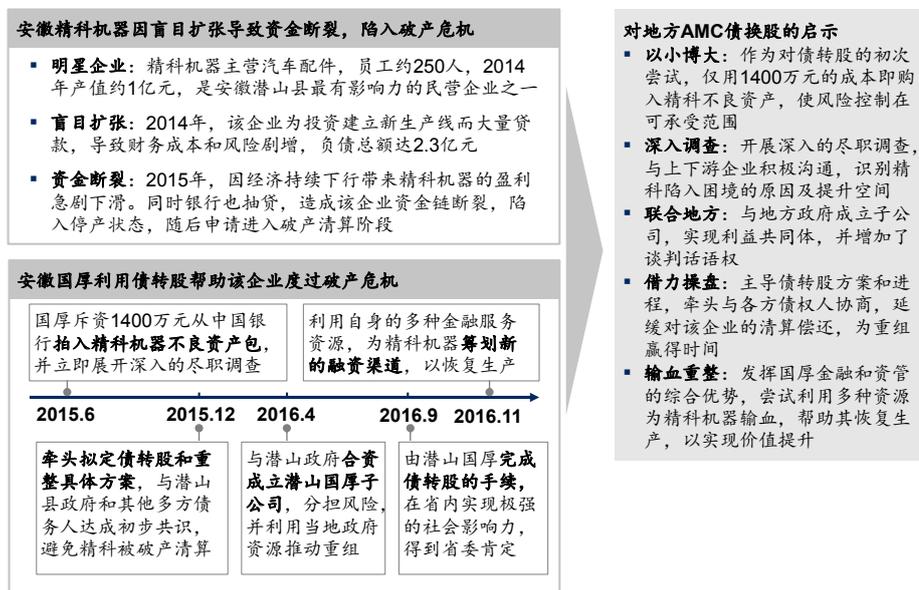
图5. 渝富集团利用地方政府资源，以重组上市、借壳上市等手段盘活地方企业，同时获得财务收益，实现双赢



3.1.2 安徽国厚金融资产管理有限公司

作为介入“债转股”业务的初次尝试，安徽国厚以较低成本向濒临破产的安徽精科机器购入了不良资产，首先深入开展了尽职调查，以确定破产原因和提升空间，随后主导了整个债转股方案的拟定和实施，并联合地方政府以增加与各方债权人谈判的话语权，同时利用自身金融和资管等多种资源为精科机器输血，最终帮助其度过破产危机，不但恢复了生产，而且实现了价值提升。

图6. 安徽国厚首单债转股案例：借力操盘，以小博大，打造亮点工程



3.1.3 其他先行案例⁸

江苏资产管理有限公司

江苏资产与由地方政府职能部门组成的清算管理人密切合作，对陷入破产困境的无锡尚德太阳能电力有限公司进行深入调研，在与债权人达成一致的情况下让企业得以继续经营；同时，江苏资产也在筛选和引入高端战略投资者，并设计了巧妙的方案以迅速推进尚德太阳能的破产重整。

中原资产管理公司

中原资产大力发展另类资产投资能力，积极配置了蓝筹的定增，实现和本省重点产业的有效对接，助力实体经济发展、降低企业杠杆率。同时，在2017年股市大波动的情况下，仍然实现了超过10%的浮盈。

3.2 国际领先不良资产管理公司的先进经验

各国在经济发展周期中一旦经历经济衰退和信贷紧缩，就会出现企业偿还困难、银行不良资产累积的现象，进而引发债务危机，此时政策性和商业性不良资产管理公司就会应运而生。根据机构的不同性质，可将全球领先的不良资产管理公司分为三大类：

一、政府成立的政策性不良资产处置机构。如20世纪80年代美国政府为解决储贷危机（S&L Crisis）而专门成立的重组信托公司（Resolution Trust Corporation, RTC）、20世纪90年代亚洲金融危机背景下为进行债务重组而成立的日本整理回收机构（Resolution and Collection Corporation, RCC）、韩国资产管理公司（Korea Asset Management Corporation, KAMCO）、马来西亚资产管理公司（Danaharta）等。不同的是，美国重组信托公司在信贷危机化解、商业银行不良率降至健康水平后即停止运作，而亚洲国家则普遍将其作为常设机构，继续执行不良贷款收购职能。

⁸ 资料来源：中国地方资产管理行业白皮书（2016）。

二、大型投资机构的不良资产投资部门，如高盛集团、摩根大通等。摩根大通的不良资产投资部门在经济上行期间难以维持业务增长，最终剥离业务。高盛集团则持续发展，成为最早参与中国不良资产处置的外资机构之一。

三、以不良资产为起点和核心业务的多元化投资机构，如美国的橡树资本 (Oaktree Capital)、阿波罗全球管理公司 (Apollo Global Management)、孤星基金 (Lone Star Funds) 等。这些机构最初以处置美国企业不良资产而起家，随后灵活调整战略定位，以不良业务为核心，实行有侧重点的全球化、多元化发展，最终形成了债权与股权投资相结合的商业模式。

上述三类机构中的多元化投资机构对地方AMC最具借鉴意义，值得特别关注。下文将以最著名的三家美国另类投资基金为例进行具体分析，以归纳可供地方AMC参考的发展路径和战略选择经验。

3.2.1 橡树资本

不良资产投资者以债权为主要投资标的，专注于困境企业的高收益债券、垃圾债、夹层融资和有限债等；投资逻辑基于基本面，寻找估值偏低企业的套利机会；采用快进快出的投资方法，不参与投资企业的经营，一旦价格回归基本面便立即卖出。

橡树资本的发展可分为三个阶段：(1) 1988-1995年，美国爆发信贷危机，基本面尚可的低价资产大量涌现。橡树资本致力于美国企业不良资产的收购、重组和出售，利用市场恐慌和信用危机，深入研究公司基本面，抓住市场错误定价的机会，买入并持有具有高安全边际的资产，获取了高额收益；

(2) 1995-2011年，信贷危机结束，金融及实业高度繁荣、不良业务收益率降低。此时橡树资本开始推动业务和地域多元化的“走出去”战略，实现风险对冲，获得了跨周期的稳定回报。橡树资本一方面涉足公司债券、股票、房地产和PE/VC投资等高增长业务领域；另一方面进军欧洲、亚洲等高增长市场，在全球范围内寻找潜力显著的业务进行投资。在此期间，橡树资本与各个行业和市场的领先者积极展开战略合作，快速建立了强大的投资能力（如1996年与专注能源行业私募股权投资的GFI合作、2011年与专注二级市场投资的Vanguard合作等）；(3) 2011年至今，全球化大规模资产配置趋势对资金端提出了更高的要求，橡树资本致力于通过全球化、大规模、多元化的投资与资产管理实现更高回报。2012年4月12日，橡树资本在纽交所上市，由此获得了大量低成本资金来源，为进一步扩张奠定了基础。

橡树资本及时调整自身战略定位，由“美国不良资产处置机构”转变为“全球另类投资基金”，并通过外生方式建立专业投资能力，稳步推进多元化，实现了约23%⁹的跨周期超高投资回报。目前橡树资本已成为全球不良资产最大买家之一，截至2016年底，其不良资产方向的配置规模高达260亿美元，占资产总规模的27%。

3.2.2 阿波罗全球管理公司

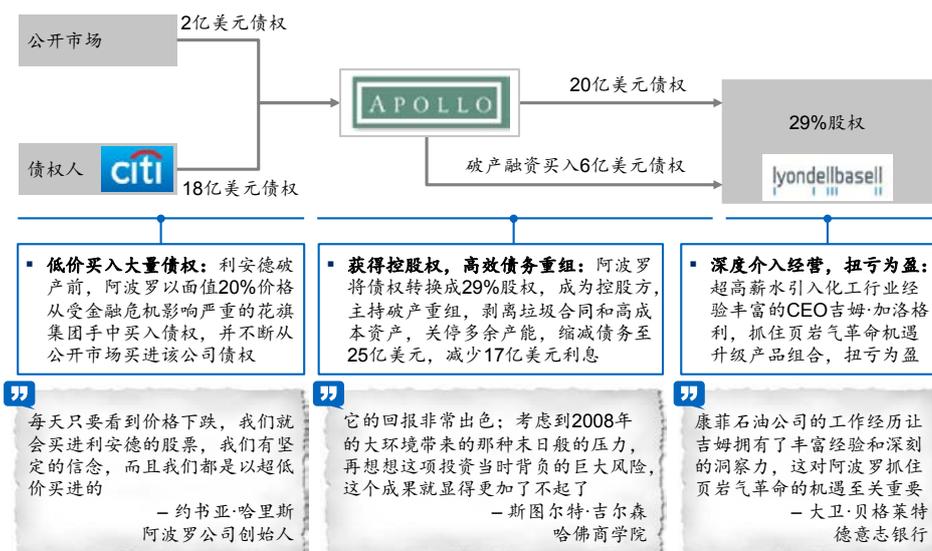
纵观全球市场，不良资产主动管理者一般采用“股权+债权”的投资模式，同时成为标的公司的控股方和较大债权人。这类机构作为沟通债权人和股权人的桥梁，控制债务重组高效有序进行，并通过派驻CEO进行主动管理。

阿波罗是以不良资产投资为主营业务的私募基金的典范。从1990年成立至今历经多个经济周期，取得了高达40%的年化收益率。阿波罗的资产管理规模在过去十年中增长了15倍，截至2016年底已达到1920亿美元，不良资产投资项目超过250个，投资额超过130亿美元，平均EV/EBITDA乘数为5.5倍。阿波罗擅长采用“股权+债权”模式成为实际控制人，在深入了解各方利益诉求的基础上设计重组方

9 毛内部收益率，橡树资本2015年公司年报。

案，从而以最高效率完成破产重组。同时，阿波罗也在化工、能源、科技、媒体和通信行业深耕多年，积累了深厚的行业经验和人脉，还建立了CEO池，为深度介入标的公司经营管理而积极储备人才，借此实现对不良资产的主动管理。

图7. 阿波罗采用“股权+债权”模式投资运营的利安德巴塞尔公司，通过高效剥离重组、深度介入经营而扭亏为盈，获得5倍投资回报



资料来源：公司年报；麦肯锡分析

3.2.3 孤星基金

不良资产机会主义投资者擅长追随全球市场信贷危机、快速转移业务地理重心，并聘用熟悉当地情况的专业人士以快速建立当地政策理解能力和投资能力，以此进行机会主义投资，获取超额利润。

孤星基金成立于1995年，如今资产管理规模已达700亿美元，年化收益率约为30%。孤星基金成立初期的业务主要是与美国政府机构共同处置金融机构不良资产（如与美国联邦存款保险公司、重组信托公司合作处置了约1300起银行坏账资产），借此建立了市场信誉，掘得了第一桶金。1998~2004年，在日本房地产泡沫以及东南亚金融危机的背景下，孤星基金趁势在日本、韩国、印度尼西亚和台湾等亚洲市场进行大规模投资。然而由于投资策略过于激进、投机色彩过浓，孤星基金受到日本央行、韩国检察机关等监管机构的警告甚至诉讼，被迫退出多项交易。欧债危机爆发后，孤星基金在2012年以7.75亿美元的成本取得了因房贷违约而几近破产的德国房地产公司TLG的控股权，在三年内处理了TLG的大部分资产并利用德国税法漏洞¹⁰大笔获利。2014年TLG上市，孤星基金成功退出，获利超过50亿美元。

10 即房地产转让税隔离结构，德国税法规定，房地产转让税征收条件为“收购房地产/房地产公司股权达95%及以上”。据此，孤星基金将TLG6%的股权交由合作方代持，利用隔离结构避税。

3.2.4 对地方资产管理的启示

以上三家美国另类投资基金的发展历史和成功经验对地方AMC具有深刻启示：

在战略定位上，橡树资本在信贷危机大环境下以不良业务起家，后期再由“美国不良资产处置机构”成功转型“全球另类投资基金”的发展经验足资借鉴。地方AMC也应把握内外部环境变化及自身特点，明确短、中、长期发展模式。具体而言，地方AMC在成立初期可聚焦不良业务；随着业务的发展，则可以选择继续打造以不良业务为主体的特殊资产投资与运营集团，或开辟其他业务，例如结合债权、股权工具开展私募股权投资等另类投资业务，实现“不良+其他业务”的发展模式；另外，综合考虑自身能力、市场机会和政策因素后，地方AMC还可选择布局金融牌照，择机进入证券、保险、信托等核心金融服务领域。地方AMC应在成熟运营已有业务的基础上，正确把握宏观经济形势，积极探索转型机遇，快速调整战略定位。

在能力打造上，首先，作为不良资产主动管理者，阿波罗的成功有赖于专业的投资经验和深厚的行业积累。鉴于此，地方AMC也应引入和培养优质人才，在深入钻研核心业务与行业情况的基础上打造核心竞争力，以获取超额回报；其次，地方AMC可借鉴橡树资本与各行业、各市场领先者建立战略合作关系、稳步采取多元化发展路径的成功经验，积极寻找外生的能力建设和提升机会，为快速战略转型和多元化发展打造专业化、高水平的资本运作能力；最后，如果要效仿孤星基金聘请曾参与本土政策制定人士、从而迅速理解当地市场、捕捉政策机遇的做法，地方AMC也应深化与各地市的合作关系，同时着手引进熟悉当地市场与政策的人才助力政策研究和风险控制，以提高不良资产处置业务的本土化程度和运作效率。

第四章：打造地方资产管理制胜之道

复杂多变的内外部环境让漫漫前路充满机遇与挑战，地方AMC需要把握国家策略导向和地方发展实际，结合自身DNA，确定整体战略层面以及各主要业务层面的发展定位和具体举措，才能打造制胜之道，从日益激烈的竞争中脱颖而出。

4.1 明确整体战略定位

从业务聚焦程度来看，地方AMC一般面临着四个战略选项：一、聚焦不良业务；二、找到盈利性更好、自身更为擅长的“X业务”，打造“不良+X”型投资集团；三、打造“不良+X+金融服务”的多元化资产管理集团；四、布局金控集团。上述选项的业务规模、成长性、盈利性、稳定性各不相同，各地方AMC自身禀赋的匹配程度和弥补差距的难度也相差甚远。具体而言，第一项相对容易，但盈利性欠佳、受经济周期性波动的影响较大；第二项和第三项盈利性良好、稳定性较好，但对业务能力要求较高，而且第三项中的“金融服务”需要牌照资源，不易获取；第四项规模大、盈利性良好、抵御经济周期能力强，但对牌照、资源、人才的需求都非常高，因此难度也最大。

故此，各地方AMC应结合自身业务特点和发展实际，灵活选择合适的战略选项。原则上我们建议大部分地方AMC从第二项和第三项中进行选择，具体来说，地方AMC在成立初期应首先做好不良业务，之后可以结合自身发展特点和业务协同效应，寻找并打造能够提升盈利性和稳定性的“X”业务，形成“不良+X”的发展模式。未来则可积极布局主流金融牌照，打造多元化金融资产管理集团。

以不良业务为主业的参考典范包括“十二五”期间的华融和处于发展早中期的橡树资本，不过虽然规模可以做大，而且短期成长性良好，但长期发展堪忧，盈利性也欠佳。短期来看，不良资产板块仍是地方AMC的首要收入来源，而其中的非金业务更是主要支柱。非金业务（非金融企业的次贷业务）是绝大多数AMC的主要收入来源之一。以信达为例，其不良资产板块约占总收入的50%左右，非金业务则占到不良板块收入的60%左右；考虑到地方AMC的金融及投资板块普遍相对较弱，其非金业务的占比可能更高。据不完全统计，某些省级AMC非金业务占不良板块收入的比例甚至可能高达70~80%。

在进一步做大做强不良资产板块的同时，地方AMC应根据自身特点尽快确定盈利性更高的“X”业务，形成“不良+X”的发展模式。例如以不良资产处置为切入点获取优质客户和资产来源、识别重点项目机遇、开展私募股权投资业务。而“不良+股权投资”的模式在国际上可以参考发展中期的橡树资本，在国内可以参考渝富集团。

长期而言，地方AMC可选择性借鉴“十三五”期间华融和信达的发展经验，在做实“不良+X”的基础上向多元化综合金融资产管理公司转型，而转型成功的关键在于核心金融服务布局。金融牌照在国内属于稀缺资源，能否获取牌照在很大程度上取决于监管机构的态度和地方政策导向的变化，因此不确定性很高，申请周期也可能较长，地方AMC应尽早布局，及时捕捉机遇。另一方面，各类金融牌照对于各地方AMC发展的重要性各有不同，需要综合考虑各牌照的吸引力（如细分市场规模及收益率、未来发展趋势、融融协同效应等）、可行性（如注册资本要求、牌照申请难度、并购/经营复杂性等），以及牌照与自身发展特点的匹配度，并结合地方政策情况制定清晰的牌照布局策略。

4.2 明确主要业务战略

4.2.1 不良业务

第一、加强模式创新，探讨差异化的业务设计：借鉴领先AMC的先进经验，抽调核心人员，根据监管政策的变化持续调整和创新业务模式设计，打造差异化竞争优势。

第二、充分利用地方资源，与省级城商行建立总对总关系：各省第一家地方AMC可在高层管理人员主导下与各城商行尽快签订总对总协议，以确立先发优势。

第三、深耕细作本地市场，积极寻找增值投资机遇：与地方银行对公业务建立深层次合作，积极获取不良信息，并在设有地方子公司的地区主动收集关注类贷款企业的信息并进行尽职调查，充分发挥当地政府的资源和协作优势，积极收购和处置当地龙头企业的不良资产、寻找相对优质企业的增值投资机遇。同时，可建立省内不良资产社会投资人和无牌照AMC库，按照其背景和处置历史严格筛选合作方，构建资产转让渠道，通过拆包和转包形式快速实现资金回笼。

第四、挖掘地方需求，主动营销：深入了解地方龙头企业的资金现状和融资需求，针对重点企业进行主动营销。同时提升风险评估和把控体系，根据各行业/地区的债务风险状况进行差异化分类。

4.2.2 投资业务

第一、地方AMC开展投资业务时不应以盈利为唯一目标，而应积极与地方产业战略挂钩，发挥政策引导作用和市场带动作用，为当地主导产业的发展提供支持。因此，地方AMC在选定投资行业和投资主题之时，应充分考虑当地产业体系的发展状况，聚焦地方重点扶持的新兴行业及成长行业，并依托政府引导，及时了解和跟进省内招商引资政策动向。

重庆渝富是专注于投资业务的代表性企业之一，早期借力华融等领先“外脑”快速建立了能力，边干边学，逐步由LP（即有限合伙人/出资人）过渡到GP（即普通合伙人/基金管理人），发展成为初具规模的市场化资本投资运营公司。截至2016年底，渝富共设基金17支，且旗下大部分基金都拥有储备项目或已有项目落地。如2010年成立的鑫根基金迄今已投资了不少于10个涉及上市公司或新三板挂牌公司的项目；又如2016年3月，西证渝富基金以2.2亿元受让重庆新华传媒4.9%的股权，旨在助推其上市进程；同年12月，该基金注资重庆百立丰科技，助其顺利完成A轮融资。

同时，重庆渝富密切对接政府产业战略的实施落地，引入和扶持龙头企业，投出了一些“明星项目”，推动了地方主导产业的发展。例如渝富旗下与重庆政府合作设立的重庆战略引导基金，以汽车电子行业为核心，一方面大力支持当地龙头企业重庆京东方和重庆惠科金渝光电的液晶面板8.5代线项目，借此扩大产能；另一方面引入美国万代半导体公司，合作建设了重庆万国半导体12英寸功率半导体芯片制造及封装测试生产基地。截至2015年底，该战略引导基金已投资项目8个，投资额100亿元，带动项目总投资415亿元。

第二、在基金模式上，地方AMC应根据产业基金的主题灵活选择LP（即有限合伙人/出资人）或GP（即普通合伙人/基金管理人），与外部创投领域的领先GP（即普通合伙人/基金管理人）建立合作，边干边学，逐渐积累基金实操经验。如能成功借助外脑，跟投国内外领先GP（即普通合伙人/基金管理人）完成一两个明星项目，那么将显著提升地方AMC的股权投资业务在当地乃至全国的知名度，为业务的进一步扩张奠定坚实基础。

4.2.3 金融服务

地方AMC在开展金融服务业务时，应特别注重业务间的融融协同、产融协同效应，围绕产业链形成业务互通，打出“组合拳”。例如，开展不良业务时可积极寻找融资租赁/金融租赁的切入机会；银行业务则可为不良业务提供资产，并为其他金融业态提供资金来源和客户资源。

4.3 完善中后台支撑体系

明确公司整体战略和业务策略之后，地方AMC还应确保组织架构和激励机制符合战略导向。例如，在考核指标上充分考虑业态特征、平衡长期战略目标和短期回报率；在激励机制上与业绩进一步挂钩；在关键流程上通盘考虑发展速度和风险控制，尤其要关注投资决策流程和风险控制。

结语

综上所述，目前地方AMC的发展同时面临着机遇与挑战：一方面，在供给增加和政策利好的大背景下，不良资产市场高速增长，加之地方政府的支持和政策红利，AMC成立历史虽短，但已经获得了长足发展；另一方面，不良资产市场竞争越发激烈，“4+2+N+银行系”的多元化竞争格局初现，地方AMC纷纷面临“成长中的阵痛”，亟待找到符合自身业务特点的发展路径。

要打造地方AMC的制胜之道，如下举措至关重要：

第一，明确整体战略定位。我们认为地方AMC可打造“不良+X”的发展模式，着眼长效、积极拓展布局，最终转型为“不良+X+金融服务”的多元化综合金融资产管理集团。

第二，明确主要业务战略。例如，不良业务可充分利用地方资源与省级城商行建立总对总关系，并在发掘不良业务过程中积极寻找增值投资机遇。又如，投资业务可借力外脑快速建立投资能力，并通过“明星项目”支持地方经济、获得更多资源。

第三，完善中后台支撑体系。地方AMC成立时间虽短，但业务发展迅速，组织架构和支撑体系掣肘业务发展需求的情况时有发生。因此，在厘清战略之后，往往还需要重新梳理组织架构、调整考核指标、补充关键岗位、完善关键管理流程，使之能够符合战略导向、平衡业务扩张和风险把控，为业务发展提供有力保障。

短期来看，不良资产处置牌照仍然属于稀缺资源，行业将保持较高的进入门槛，因此不良资产业务仍将是地方AMC的首要收入来源，地方AMC应通过与四大AMC的差异化定位打开市场；长期来看，不良资产行业竞争格局和业务结构的多元化将进一步深化，参与不良资产收购与经营的民间及机构投资者将显著增加，因此地方AMC应结合自身业务特点、市场机遇和政策动态，在打造“不良+X”型投资集团或打造“不良+X+金融服务”的多元化资产管理集团这两个战略选项之中灵活选择。此外，地方AMC的内部管理水平也将对其竞争力以及行业格局产生重要影响，例如中后台管控体系的精细化程度、金融服务及产品组合的本土化程度、信息共享及资产处置的效率等。地方AMC应把握机遇、把控风险，打造差异化竞争优势，以实现持续发展。

作者



倪以理

全球资深董事合伙人
Joseph_Luc_Ngai@Mckinsey.com



黄河

全球董事合伙人
Richard_Huang@Mckinsey.com



袁伟

全球副董事合伙人
David_Yuan@McKinsey.com



刘文

项目经理
Wendy_Liu@Mckinsey.com

致谢：郑宇、童心怡、罗晶心、施懿菁、田克、李瑞航、李帅、陆麒。

