

## GLOBAL CHINA INITIATIVE



Ying Qian

波士顿大学全球发展政策中心客座高级研究员。2020年从亚洲开发银行 (ADB) 退休。钱鹰在亚行工作超过 25 年，曾在中亚、南亚、东南亚和东亚的国家和地区工作。在之前的职位上 (曾任公共管理、金融部门和区域合作处处长)，钱鹰和他的同事在金融部门发展、贸易便利化、贸易和投资以及公共部门改革等领域实施了区域合作计划和项目。钱鹰曾任职于世界银行和美国运通公司，拥有杜克大学经济学博士学位和中国人民大学经济信息管理学士学位。

# 评估资产管理公司在全球债务纾困中的潜能

## 发展融资机构的作用

Ying Qian

### 摘要

资产管理公司 (AMCs) 历来普遍作为国家层面不良债权处置策略和实践的一部分，但其同样可应用于次区域、区域和全球层面。借鉴其以往业务可知，资产管理公司可以成为金融市场基础设施的基本组成部分，为纾解当前的主权和非主权债务困境发挥重要作用。发展融资机构，包括国内、双边和多边开发银行以及世界银行，有能力、有财力率先垂范，直接参与资产管理公司业务，培育资产管理公司市场发展。

**关键词:** 资产管理公司；不良债权处置；发展融资机构；世界银行；多边开发银行

### 引言

近年来，新冠肺炎疫情持续冲击，全球经济增速趋缓，新兴经济体巨额债务积聚，工业国家通货膨胀、货币紧缩，受以上多方因素叠加影响，新兴经济体的债务脆弱性进一步加剧。许多新兴市场和发展中经济体在继续偿还主权债务方面面临严峻挑战。截至2023年，超过60个国家被国际货币基金组织 (IMF) 和联合国开发计划署 (UNDP) 认定为已处于或临近严重的债务困境 (国际货币基金组织，2023)。尽管债权人和国际社会不断努力，但要系统、有效地解决新兴经济体的债务困境和不良贷款难题，仍然存在重大挑战。

面对系统性危机，如往常一样采取逐个国家、逐个案例处理的策略并不可行。如类布雷迪债券重组这类提案需要债权人与债务人相互协调——即便不是全部，也至少



需要大部分（钱，2021）。债务换气候等互换有赖于政策和能力建设方面的具体技术援助，也有赖于赠款支持，其实施需要一定时间（路透社，2022）。对于以国有资产为抵押的债务再融资这类方案而言，技术挑战依然存在。

资产管理公司历来普遍作为国家层面不良债权处置策略和实践的一部分，但其同样可应用于次区域、区域和全球层面。资产管理公司可以是私人所有，但通常是政府设立的实体，旨在将不良贷款从银行的资产负债表中剥离，以保持金融体系平稳运行（惠誉评级，2023）。鉴于跨境贷款的使用日益广泛，次区域、区域和全球层面在不良债权处置的策略、政策和监管框架方面的合作至关重要。除了提供融资和技术支持以外，次区域、区域和全球层面的资产管理公司还可以作为变革的推动者，帮助国家资产管理公司采纳行之有效的原则和最佳实践。更重要的是，次区域、区域和全球层面的资产管理公司正适于应对伴随着金融危机的负外部性。随着区域国家之间的金融联系加深，金融危机更有可能在国家之间蔓延。为应对这类负外部性，不良贷款处置需要区域性和全球性的策略、框架和业务能力。多边开发银行（MDBs）提供分析、咨询和业务支持，但一般并不直接介入。

为寻求创新方案，摆脱长期以来的债务困境，本篇工作报告探讨了资产管理公司的建立在多大程度上可以作为应对当前困境的可行方案。资产管理公司可以作为多边开发银行直接参与债务减免行动的工具。其它次区域和国家机构的额外参与有助于为不良债权处置建立多层级的市场基础设施。

本篇工作报告回顾了新兴经济体主权债务困境的历史源流和近期发展，对关键问题进行分析，对得到及时处置的案例展开讨论，聚焦从资产管理公司以往业务中借鉴的经验，并全面思考资产管理公司在当前主权债务纾困中可发挥的潜能。在关键问题分析部分，本篇工作报告将主权债务困境相关问题分为缓解和适应两个方面。缓解债务困境固然不可或缺，但无法阻止未来形成债务危机。本篇工作报告旨在以往鉴来，提出资产管理公司主要可以在适应债务困境方面发挥关键作用，同时也有助于缓解债务困境。

## 不良债权处置

### 迄今积累的经验——规模小、时效慢？

尽管国际社会一再呼吁为新兴经济体的主权债务采取行动，并展开了大量分析，危机的阴影依然不断迫近。随着越来越多的国家深陷债务危机，对于全球南方国家，2023年或将成为极具破坏性的一年。多个国家，如黎巴嫩、斯里兰卡、俄罗斯、苏里南、赞比亚和加纳，已处于债务违约状态，还有几十个国家亟需债务减免，以避免经济崩溃以及贫困人口急剧上升（Rodrik，2023）。非洲面临着潜在的严重主权债务难题。目前，有22个低收入非洲国家已处于债务困境或处于债务困境的高风险之中。艰难的国际环境或将促使这一数字进一步增长（Bradlow，2022）。

债务人和债权人都在呼吁领导力量。国际货币基金组织、世界银行、其它多边开发银行和联合国专门机构都为此作出努力，例如增加国际货币基金组织特别提款权（SDRs）配额以及设立和实施多种基金，如减贫与增长信托（PRGT）以及韧性与可持续性信托（RST）。然而，其中多项举措似乎都只是临时性质。



与此同时，债务国也担心一旦与国际货币基金组织和多边开发银行进入某些债务重组计划，其信用评级和再融资能力将受到影响。无论是对于美国和七国集团成员国这样的传统债权国，还是对于中国这样新兴但重要的债权国，要承担完全的领导责任可能都并不容易。当前向一些陷入债务困境国家开放的国际债务减免提案主要是二十国集团的债务处理共同框架。但目前只有三个国家的债务得到处理，并且没有一个国家在签署后逾18个月完成债务重组。2022年2月举行的二十国集团财长和央行行长会议未能就低收入国家债务重组达成最终结论，进一步凸显了共同框架存在的困难（《南华早报》，2022）。

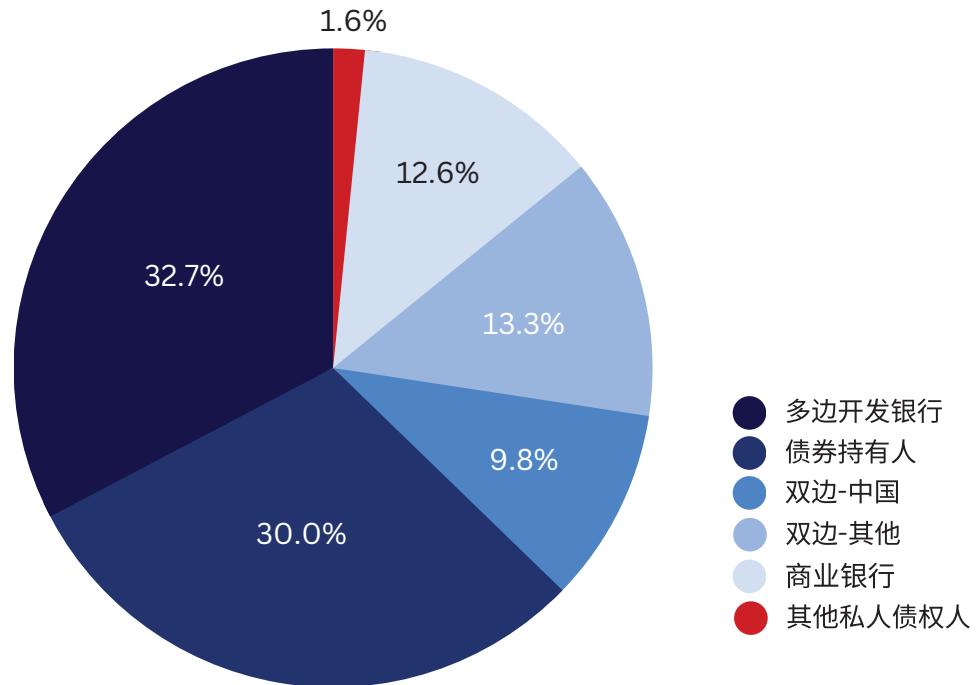
在被纳入全球新兴市场债券指数的发展中经济体主权债券中，现有超过三分之一与美国国债之间的利差超过10个百分点，导致它们被明确拒于国际资本市场门外。此外，现有26个国家的债务被三大主要评级机构中的至少一家认定为“具有重大风险、高度投机或处于违约状态”，相比2020年初的10个国家有所上升。但这并不出乎意料，从历史上看，债务减免总是规模小、时效慢，偿付能力问题常被误认作流动性问题，导致债务危机延宕扩散，造成严重的经济后果（Jensen，2022）。

世界银行首席经济学家呼吁立即革新相关体系以应对不可持续债务（《金融时报》，2023），因为在赞比亚、斯里兰卡和加纳等案例中，应对日益积累的债务的举措进展过于迟缓。赞比亚在债务违约将近两年后才获得国际货币基金组织的贷款。这位首席经济学家警告称，从问题出现到解决之间的漫长等待期可能会带来严重后果。

新兴市场今日的债务危机有别于20世纪。过去危机所涉及的银行如今已被数以千计的债券持有人所取代。政府也越来越多地转向国内机构作为融资来源。在加纳和斯里兰卡，大约一半的政府债务由国内贷款人所持有。在其它陷入困境的债务国，如埃及和巴基斯坦，这一比例则要大得多。任何债务违约风险都将引起国内银行系统紊乱。私人债权人，包括代表债券持有人的资产管理公司在内，希望尽早参与债务解决谈判。如何让商业债权人参与债务减免进程，以使债务国能够继续进入外国资本市场，这将成为一项挑战（Wheatley，2022）。图1显示，私人部门债权人，即商业银行、债券持有人和其他私人债权人，所占份额已大幅增加，到2021年，在49个非洲国家外债总额中占近一半。多边开发银行持有的外债数额位居第二，接近三分之一，中国持有份额不到10%。



图1：49个非洲国家的债务分布（2021年）



来源：王燕，波士顿大学全球发展政策研究中心，（即将出版），2023年。

加快处置不良债权的一大障碍在于如何确保私人债权人参与，平等处理私人债权人持有的债务，并推动“新的”官方债权人参与重组进程。有关主权债务的合约条款、构成及金额缺乏清晰定义，透明度不足，也使得可持续性评估和重组选择变得复杂。

然而，在债权人之间迅速形成统一策略并不太可能，因为他们对于何为最佳回收策略持不同观点。部分人偏好减记，部分人偏好重组。鉴于包括私人债权人在内的债权人组成越来越广泛，难免会出现拒不合作以及参与不良贷款掠夺性交易的人。此外，并非所有主权债务都是一样的。有些是用于一般责任债务/债券类别下的经常性支出，而有些是用于项目贷款或收入债券类别下的资本支出/固定投资。这些贷款和债券的可收回性以及期望的收回或重组策略显然不同。统一性要求或许对债权人和债务人而言都不是最佳选择。

对不良主权债务采取统一策略的期望或许是基于资金可替代这一观点。但许多因素使得来自这些贷款的资金存在差异，如融资来源、主权贷款条款和条件、宽限期、还款来源和现金流情况。债务危机发生前，资金可的一般假设将对审慎的财政管理和公共基础设施发展造成损害，因为借款国政府容易把原用于经常性支出的短期贷款改为资助长期固定投资，具有期限错配和利率错配的风险。债务危机发生后，采取统一的解决措施，如通过财政紧缩换减记，最终可能导致仍具可行性的固定投资项目的贷款被取消，并且长期无法进入国际金融市场。

此外，国内信贷市场、金融行业稳定性、财政和货币政策以及公共和主权债务这些因素的相互作用将影响主权债务重组的有效性。一些国家，如蒙古（《银行家》

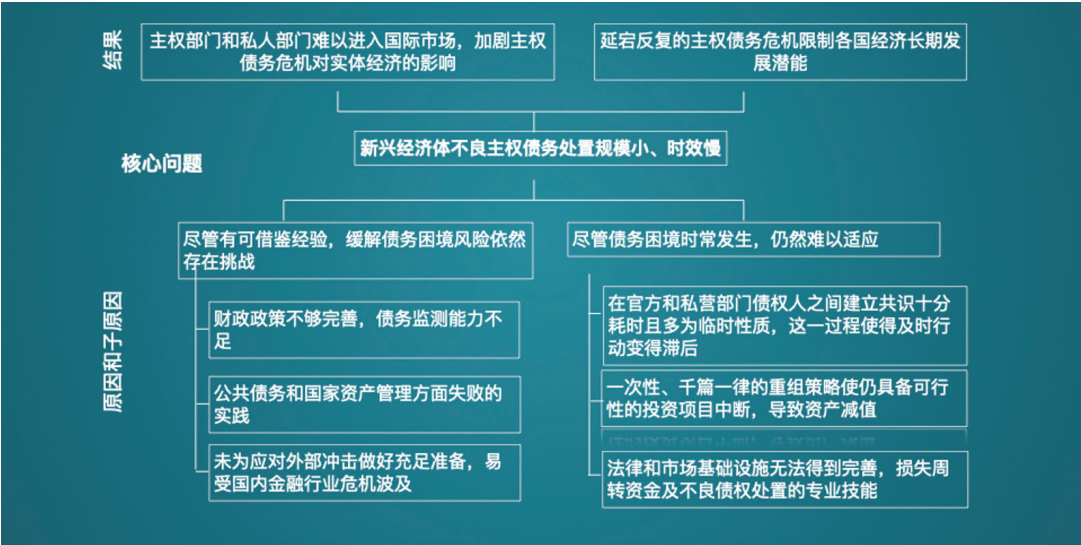


， 2016），在繁荣—萧条经济周期之间一直反复重新谈判不良主权债务，而在公共财政管理和金融市场发展方面没有明显提升。

缓解与适应

图2展示了问题树分析的结果，该分析旨在确定新兴经济体不良债权处置规模小、时效慢这一核心问题的原因和次级原因。核心问题始终得不到解决，导致主权部门和私人部门难以进入国际市场，加剧了主权债务危机对实体经济的影响。延宕反复的主权债务危机限制了各国经济长期发展潜能。

图2：问题树—不良债权处置



来源：作者制作。

问题树侧重关注许多新兴经济体在缓解债务困境风险方面所面临的挑战。尽管从财政政策不够完善和债务监测能力不足中吸取了教训，公共债务和国有资产管理方面失败的实践仍使局面进一步恶化，同时，各经济体未为应对外部冲击做好充足准备。许多经济体受繁荣—萧条周期影响，也易受到国内金融行业危机波及。政府倾向于向国内金融行业提供各种形式的担保，在知情或不知情的情况下增加政府的隐性或然负债。事实上，从政治和社会的角度来看，公共部门的违约极少发生或发生地不够及时，至少在事后追溯的意义上来说是如此，这是因为政治家们更愿“冒险以扭转局面”（Panizza，2009）。

尽管主权债务困境时有发生，但许多新兴经济体及其债权人在陷入困境时都无法适应。如前文所述，在官方和私人部门债权人之间达成共识的过程十分耗时且多为临时性质，往往会拖延及时的行动。一次性、千篇一律的重组策略往往会中断具备可行性的投资项目，导致资产减值、法律和市场基础设施无法完善以及周转资金的损失。此外，国家、区域、次区域和全球层面专业技能的缺位意味着许多处置措施尚未成熟，新兴经济体及其债权人极有可能会重历债务困境。

证据显示，以往的债务重组计划几乎无法阻挡债务负担迅速重现。例如，重债穷国（HIPC）计划于1996年首次启动。在1990年代末，所有重债穷国的公共及公共担保外债超过400%。到2010年代初，这些国家的公共及公共担保外债大幅下降，占出口



和主要收入的约65%，但到2020年代，该比例又上升到了200%以上（Jensen，2022）。

新兴经济体经济增长和债务管理的繁荣—萧条周期表明，不良债权处置不应简单地以处置当前不良债权、然后回归常态为目标。国际货币基金组织的债务可持续性分析（DSA）是一个实用的监测框架，但并不直接实施与可持续债务及经济增长相关的政策和行动。像资产管理公司这类专门机构持续的日常运营或可通过与可持续债务管理的激励措施相兼容的行动改善现状。

在适应方面，资产管理公司策略，有时也被称为“好银行/坏银行”策略，广泛应用于早期多轮国家、区域和全球性金融危机，其中最瞩目的当属1990年代末的亚洲金融危机。部分资产管理公司在金融危机后成功转型为非银行金融机构或企业集团。许多国家曾遵照好银行/坏银行方法，采用资产管理公司策略。美国的重组信托公司（RTC）即是最成功的案例之一。许多在亚洲金融危机期间成立的资产管理公司证明这种商业模式行之有效，因为其为公共和私人部门的债务处置提供了即时、量身定制的方案，避免造成显著下行影响的冗长拖延，为摆脱债务困境创造了更良好的条件。

部分资产管理公司后来转型为常规的金融中介机构，除不良债权处置这一核心能力以外，还提供一系列更广泛的服务。作为金融部门资产管理公司细分市场发展的一部分，资产管理公司也有助于推动完善支持性立法和市场基础设施发展——新兴经济体在这些方面存在巨大空缺或是完全匮乏。这部分包括破产法及相关执行程序，如破产接管、非诉讼止赎和评估规定，以及不良贷款交易和交换市场。

### 国际货币基金组织、世界银行和多边开发银行的领导力量

世界期盼国际货币基金组织和多边开发银行为新一轮的结构性债务减免展现领导力量。这种领导力量不应仅仅表现为政策建议、计划限制条件、来自特别提款权的新增配额和新的信托基金，这些通常规模小、时效慢、十分耗时且多为临时性质。国际货币基金组织和多边开发银行应带头参与债务减免，推动市场发展，巩固相关体系，采纳创新、系统性策略。其中，创新、系统性策略应旨在更好地缓解未来债务困境以及推动适应常见于发展中国家的繁荣—萧条周期。

市场上不良债权处置的另一大障碍在于多边机构对其自身不良贷款的态度，尤其是世界银行。多边开发银行在债务总额中合计占最大份额（图1）。也许是出于章程要求，也许是希望维持尽可能高的3A信用评级，多边机构始终拒绝对自身贷款组合进行减记。

资产管理公司策略可以为国际货币基金组织和多边开发银行提供一个独特的角度，让它们系统参与不良债权处置和资产管理业务，包括它们向成员国提供的贷款，而无需引起敏感问题或引发有关以下方面的艰难讨论：其应具备的财务审慎性、信用评级或修改章程的必要性。多边开发银行可以自行设立资产管理公司附属机构，例如，在世界银行集团内部设立与国际复兴开发银行（IBRD）、国际开发协会（IDA）、国际金融公司（IFC）和多边投资担保机构（MIGA）平级的资产管理公司。多边开发银行可以通过其资产管理公司附属机构为债务困境国家提供贷款减记，从而为市场设立可供效仿的有效债务处置基准，展示最佳实践，并通过金融、政策和技术支持协助区域和国家层面的资产管理公司实行类似处置。



危机中蕴藏着机遇。国际货币基金组织和多边开发银行所展现的领导力量还应帮助债务困境国家走上可持续、绿色和气候友好的发展路径。各个层面的资产管理公司可以通过债务重组帮助债务困境国家拥抱可持续、绿色和碳中性的发展议程。现有的债务换气候、债务换自然的互换类似于资产管理公司策略。为某项交易设立的特殊目的实体（SPV）可以视为一家资产管理公司——收购不良债权，提供再融资，继续偿还债务，并与债务人合作以加强其政策、管理和业务运营，从而能够成功开展自然保护和气候变化业务，顺利度过危机并变得更加强大。

相比特殊目的实体的单笔交易模式，资产管理公司可以从更长远的眼光出发，在特定债务国采取更广泛的全部门或全国性策略。通过提供不同贷款和股权覆盖资本支出和运营资本，资产管理公司还可以代表债务公司提供更系统的融资方案。更重要的是，资产管理公司长期参与气候变化和绿色可持续发展，可以和债务国建立有效系统以管理结果、衡量实际影响，从而提升其项目的信用等级。

### 资产管理公司经验

资产管理公司策略，有时也被称为“好银行/坏银行”策略，广泛应用于早期多轮区域和全球性金融危机，其中最瞩目的包括1990年代末的亚洲金融危机，以及2000年代末的全球金融危机。许多资产管理公司根据特殊法律条款在国家层面设立，通过将不良贷款按面值或一定折扣转移给资产管理公司、同时银行注销净损失的形式，帮助国有商业银行和私营金融机构改善资产负债表。相应地，资产管理公司通过管理不良贷款生成收入。公共部门的资产管理公司是由政府或金融部门监管机构设立的实体，旨在将不良贷款从银行资产负债表中剥离，以维护国家金融体系平稳运行。大多数资产管理公司的目的是清理遗留资产，但也存在一些资产管理公司与私人债务购买者竞争，甚至在证券交易所上市。

### 案例研究

1997年亚洲金融危机后，中国成立公共部门资产管理公司，对银行进行资本重组；2009年金融危机后，欧元区（西班牙、爱尔兰、比利时、德国和意大利）也成立了公共部门资产管理公司，以限制风险，防止利用跨境纳税人的钱来救助银行。在政府的明确担保或隐性支持下，资产管理公司进入资本市场。在欧元区，在资产管理公司介入之前，负担由问题银行的股东和次级债务持有人共同承担。

自1990年代末亚洲金融危机以来，资产管理公司在该地区不良贷款处置中始终占据重要地位。作为改善金融体系资产质量的工具，资产管理公司通常持有并管理从信贷机构的资产负债表中剥离的不良资产。大多数资产管理公司以不良资产回收价值最大化为目标，而有些资产管理公司仅仅作不良资产的仓储，很少出现清收活动（亚洲开发银行，2022）。

韩国资产管理公司（KAMCO）是其中一个成功案例。1997年亚洲金融危机期间，在多年依赖外国短期借款实现快速信贷增长之后，韩国金融机构面临着高水平的不良贷款和流动性危机。政府下令，从1997年11月开始，KAMCO需在五年期限内购买无法生存的银行的不良贷款。到2002年11月，该机构已经以39.8万亿韩元的价格收购



了总面值为110.2万亿韩元（882亿美元）的不良贷款。KAMCO采用创新的资产处置方法，对其收购的大部分不良贷款进行回收并创造盈余。KAMCO在2013年清算基金时，已经收回48.1万亿韩元，即440亿美元。KAMCO采纳了多种处置方法，包括向国内和国际市场发行资产支持证券（ABS）、国际拍卖以及与韩国和全球合作伙伴创立合资企业（Ungersboeck, 2020）。

中国国有商业银行在21世纪初的救助是另一个成功案例。当时救助被不良贷款压垮的银行需要花费约6560亿美元，这一数额相当于2004年中国GDP的40%以上。四家规模最大的国有商业银行主导着国内银行业，在银行业总资产中占近70%（见表1）。21世纪初处置不良贷款的需求推动了雄心勃勃的银行业改革，第一步就是在1999年成立四大国有资产管理公司，分别接管和处置四大银行中其中一家的的问题资产。这四家资产管理公司所依据的法律依据是2000年国务院颁布的行政令，即颁布于其成立之后（Fung, 2002）。1999年，中国政府为四家资产管理公司各提供12亿美元实收资本，四家国有商业银行向各自的资产管理公司转移了1700亿美元等值人民币的不良贷款。购买不良贷款的1.4万亿人民币由以下方面出资：中国的中央银行——中国人民银行，以及约为5600亿人民币的贷款和发行的8400亿人民币资产管理公司债券。

**表1：中国四家资产管理公司和四大银行：不良贷款转移（1999-2000，十亿人民币/十亿美元）**

| 资产管理公司     | 匹配银行   | 转移资产             | 未偿银行贷款所占比例<br>(%1998年底) |
|------------|--------|------------------|-------------------------|
| 中国东方资产管理公司 | 中国银行   | RMB 267.4/\$32.6 | 20.4%                   |
| 中国长城资产管理公司 | 中国农业银行 | RMB 345.8/\$42.2 | 24.6%                   |
| 中国信达资产管理公司 | 中国建设银行 | RMB 373.0/\$45.5 | 21.7%                   |
| 中国华融资产管理公司 | 中国工商银行 | RMB 407.7/\$49.7 | 17.9%                   |
| 总计         |        | RMB 1393.9/\$170 | 20.7%                   |

来源：Ma和Fung, 2002。

**说明：**在计算中国建设银行的贷款比例时，本表格考虑到转移给信达的1000亿人民币/122亿美元资产来自中国国家开发银行，而不是来自四大行。根据信达所述，转移的不良贷款实际账面价值达3950亿人民币/482亿美元，而不是3730亿人民币。这一差异可能源于在政策分拆的基础上进行了非政策性转移。

资产管理公司的主要目标是通过处置和收回资产来最大限度地回收不良贷款。资产管理公司被赋予特殊的法律权力，可以按低于账面价值的价格注销和处置资产。到2003年底，资产管理公司已经处置41%以上的不良贷款，平均回收了20%的账面价值。通过将不良贷款转移给资产管理公司，商业银行摆脱不良贷款负担。资产管理公司采用批量销售、证券和债转股的方式来处置不良贷款（Sprayregen, 2004）。



在日本，2003年成立的日本产业再生公司（IRCJ）有效发挥了资产管理公司的作用。当公司被判定为仍然可以生存、但利益冲突致使公司和债权人无法就恢复计划达成一致时，资产管理公司帮助背负过多债务的公司进行重组。由政府担保的贷款出资，日本产业再生公司向债务人的银行购买贷款债务，并与银行和债务公司合作，共同制定重组计划（经济合作与发展组织，2004）。

亚洲金融危机以来，泰国采取了多方面措施处置不良贷款，其中泰国资产管理公司（TAMC）和私人资产管理公司发挥了重要作用。印尼银行重组机构（IBRA）于1998年1月根据总统令成立，作为资产管理公司和银行重组机构对存款担保进行有效管理，并对被中央银行宣布为资产状况不稳固的银行进行干预和重组。

亚洲金融危机期间，马来西亚同样经历了经济动荡。为应对危机，政府成立国家资产管理公司Danaharta、资本重组机构Danamodal以及债务重组机构——公司债务重组委员会（CDRC）。Danaharta作为一项预先措施工具，旨在处置银行业体系快速增长的不良贷款（Cerruti，2016）。Danaharta的任务是将不良贷款从金融体系剥离，并最大限度地回收。《Danaharta法案》赋予该机构特殊的法律权力，以便更高效地处置不良贷款。Danaharta从政府获得资金，发行由政府担保的零息债券，换取按市场价值计算的资产。为激励金融机构出售不良贷款，Danaharta推出一个激励和惩罚架构，其中包括了利润分享协议。Danaharta采用多种方法处置收购资产，以借款方是否具备生存能力作为判断依据。在整个运营期间，Danaharta投资组合的不良贷款面值共计524.2亿马来西亚林吉特（RM）或58.4亿美元，回收303.5亿林吉特（33.8亿美元，58%）（Dreyer，2021）。

在欧洲，全球金融危机期间，爱尔兰（2010）、西班牙（2012）和斯洛文尼亚（2013）都成立了资产管理公司。这些系统性资产管理公司具有一项共同特点，即其创建都有政府的大力参与——提供资本金、促进融资以及通过资产管理公司的设计和运营法规（Fell，2017）。爱尔兰国家资产管理机构（NAMA）成立于2009年，负责从信贷机构收购并迅速处置减值资产（Cerruti，2016）。西班牙银行重组资产管理公司（SAREB）在2012年成立时受到政府和金融部门反对。该公司的目标包括收购、管理和处置从信贷机构转移的资产。SAREB是银行重组综合战略的一大支柱，其运营期限视市场条件决定。

在非洲，尼日利亚资产管理公司（AMCON）于2010年成立，此前，尼日利亚的金融机构自2006年以来长期处于资金困境。AMCON虽然实现了其剥离不良贷款、稳定银行体系的预期目标，但资金不充足，可能为符合条件的资产支付了过高的价钱。

## 需要思索的问题

资产管理公司策略具有以下优势：（i）处置迅速；（ii）在不良贷款和相关抵押品的市场价格出现暂时低迷时，为跨期价差提供“桥梁”；（iii）推动政策、法律和监管改革；以及（iv）作为特殊金融机构，专门面向不良贷款处置和不良资产管理。这一策略有助于应对风险规避趋势加剧、市场流动性枯竭所导致的价差（Fell，2017）。

在不良贷款和相关抵押品的市场价格出现暂时低迷时，相应将产生跨期价差，从而出现“桥梁”需求契机。当风险规避趋势加剧、市场流动性枯竭时，市场价格会出现低迷，但最终将随着经济状况好转而回升。弥补跨期价差通过以下方式实现：将显著份额的不良贷款（通常属于商业房地产等特定资产类别）从银行资产负债表中剥离，在特定期限内进行处置，最大限度提升其回收价值。资产管理公司向银行



支付的转移价格通常按照长期价值设定，以此避免处置不良贷款流入低流动性市场——在低流动性市场中，外部投资者所要求的风险溢价通常较高——导致减价销售。如果多家银行同时处置不良贷款，将尤其有利于保护银行不受减价销售状况影响。资产管理公司可以在其中扮演重要的协调角色。

处置不良贷款的速度、维持公司生存能力和贷款价值最大化之间存在着微妙的平衡。首先，多种资源（包括资本、资金、管理注意力和人力资源）受缚于不产生收入的资产，可向生产性企业提供的新贷款相应缩减。其次，高存量的不良贷款通常表明其具有潜在的偿付能力和债务过剩问题，对企业部门造成影响。此外，不及时处置不良贷款致使过度负债、最终无法生存的公司继续生存会对有生存能力的公司产生人为、不健康的竞争。与此同时，还需谨慎避免过快处置不良贷款，以免产生减价销售状况，对银行资本水平造成过度压力。此外，部分公司或许在结构调整、重组之后仍能继续生存，如过早清算将导致破坏其经济价值。因此，总体而言，找到最佳的不良贷款处置速度尤为关键，而最佳速度因具体国家、资产类别而有异（Fell, 2017）。

全面的不良贷款处置策略不可或缺。不良贷款问题无法通过单一的政策措施得到解决。要提升银行对不良贷款问题的管理，为求稳妥，有力的监督指导必不可少，同时还应辅之以提升债务回收的结构性改革，以及促进不良贷款市场发展的辅助措施。只有当银行采用各种可能的不良贷款处置工具，同时尽可能降低清算不良贷款带来的负面影响时，不良贷款问题才能得到解决。

然而，资产管理公司并非万能之计，部分国家就有一些不尽如人意的经历。要使资产管理公司发挥作用，有赖于稳固有利、各方认可且受到政治支持的框架。资产管理公司和银行实现高效处置包含以下多方面先决条件：强有力的信贷文化，以健全贷款包销和资料；通过征信局共享借款人信用信息；有效的银行监管和监督，以确保银行资本充足；明确债权人权利和破产制度的法律框架；稳固的法律和司法框架；发达的资本市场以及财政和宏观经济稳定。无数资产管理公司的经验清楚地表明了在国内政治层面达成共识以及获得公众支持的重要性。当1990年代末亚洲金融危机爆发时，政界和公众对使用并迅速回收公共基金以稳定金融体系达成了广泛共识。有效的资产处置需要双管齐下，并行推进加强金融部门和企业部门的改革计划。表2显示了从以往资产管理公司经验中借鉴的一些成功因素。

### 需要思索的问题

资产管理公司策略具有以下优势：（i）处置迅速；（ii）在不良贷款和相关抵押品的市场价格出现暂时低迷时，为跨期价差提供“桥梁”；（iii）推动政策、法律和监管改革；以及（iv）作为特殊金融机构，专门面向不良贷款处置和不良资产管理。这一策略有助于应对风险规避趋势加剧、市场流动性枯竭所导致的价差（Fell, 2017）。

在不良贷款和相关抵押品的市场价格出现暂时低迷时，相应将产生跨期价差，从而出现“桥梁”需求契机。当风险规避趋势加剧、市场流动性枯竭时，市场价格会出现低迷，但最终将随着经济状况好转而回升。弥补跨期价差通过以下方式实现：将显著份额的不良贷款（通常属于商业房地产等特定资产类别）从银行资产负债表中剥离，在特定期限内进行处置，最大限度提升其回收价值。资产管理公司向银行支付的转移价格通常按照长期价值设定，以此避免处置不良贷款流入低流动性市场——在低流动性市场中，外部投资者所要求的风险溢价通常较高——导致减价销



售。如果多家银行同时处置不良贷款，将尤其有利于保护银行不受减价销售状况影响。资产管理公司可以在其中扮演重要的协调角色。

处置不良贷款的速度、维持公司生存能力和贷款价值最大化之间存在着微妙的平衡。首先，多种资源（包括资本、资金、管理注意力和人力资源）受缚于不产生收入的资产，可向生产性企业提供的新贷款相应缩减。其次，高存量的不良贷款通常表明其具有潜在的偿付能力和债务过剩问题，对企业部门造成影响。此外，不及时处置不良贷款致使过度负债、最终无法生存的公司继续生存会对有生存能力的公司产生人为、不健康的竞争。与此同时，还需谨慎避免过快处置不良贷款，以免产生减价销售状况，对银行资本水平造成过度压力。此外，部分公司或许在结构调整、重组之后仍能继续生存，如过早清算将导致破坏其经济价值。因此，总体而言，找到最佳的不良贷款处置速度尤为关键，而最佳速度因具体国家、资产类别而有异（Fell, 2017）。

全面的不良贷款处置策略不可或缺。不良贷款问题无法通过单一的政策措施得到解决。要提升银行对不良贷款问题的管理，为求稳妥，有力的监督指导必不可少，同时还应辅之以提升债务回收的结构性改革，以及促进不良贷款市场发展的辅助措施。只有当银行采用各种可能的不良贷款处置工具，同时尽可能降低清算不良贷款带来的负面影响时，不良贷款问题才能得到解决。

然而，资产管理公司并非万能之计，部分国家就有一些不尽如人意的经历。要使资产管理公司发挥作用，有赖于稳固有利、各方认可且受到政治支持的框架。资产管理公司和银行实现高效处置包含以下多方面先决条件：强有力的信贷文化，以健全贷款包销和资料；通过征信局共享借款人信用信息；有效的银行监管和监督，以确保银行资本充足；明确债权人权利和破产制度的法律框架；稳固的法律和司法框架；发达的资本市场以及财政和宏观经济稳定。无数资产管理公司的经验清楚地表明了在国内政治层面达成共识以及获得公众支持的重要性。当1990年代末亚洲金融危机爆发时，政界和公众对使用并迅速回收公共基金以稳定金融体系达成了广泛共识。有效的资产处置需要双管齐下，并行推进加强金融部门和企业部门的改革计划。表2显示了从以往资产管理公司经验中借鉴的一些成功因素。



表2：资产管理公司成功因素

| 问题      | 实践                                                                                                                                                                                                                                                                           | 例子                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|---------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 先决条件    | <p>在策略方面达成共识并具有强烈政治意愿，愿意接受损失</p> <p>全面协调的改革计划以加强金融部门监管和监督，提升银行内部的风险管理和处置实践，推进企业重组和法律监管改革，从而消除重组障碍</p> <p>足够数量的减值资产</p> <p>机构独立性和公共问责制的优良传统</p> <p>有关银行处置、债务回收和债权人权利的健全法律框架</p>                                                                                               | <p>RTC, KAMCO, NAMA：政治共识</p> <p>瑞典资产管理公司Securum：愿意接受损失</p> <p>Securum和Danaharta：恢复金融稳定性的综合解决方案的一部分</p> <p>爱尔兰：加强金融监管，改革破产制度</p> <p>SAREB：在全面评估银行业体系资产后成立</p> <p>Danaharta：确定合格贷款的门槛，以将显著比例的不良贷款从银行业体系中剥离（70%）。</p> <p>瑞典：对国有企业负责任的所有权历史。</p> <p>RTC：受益于 FDIC 银行处置方法，稳固的债务回收框架</p> <p>韩国：采纳政策和法律改革促进企业重组，成立KAMCO</p>                                      |
| 法律和机构框架 | <p>重点明确，任务范围狭窄，具有完成任务的必要权力</p> <p>特殊权力的使用在时间和范围上均受到限制，受到加强监督以限制权力滥用</p> <p>商业重点明显，反映在以下方面：董事会成员大多来自私营部门，首席执行官（CEO）具有突出的私营部门资产管理经验，工作人员具有合适的市场技能</p> <p>高治理水平，经常性报告，包括年度财务报表</p> <p>在收到资产销售收入前，有预先提供的足够资金以支付运营费用</p>                                                          | <p>反例：IBRA，任务范围过于宽泛</p> <p>Danaharta：监督委员会对特殊权力的使用</p> <p>Danaharta（董事会成员来自私营部门或是国际专家）；以及NAMA和SAREB</p> <p>SDIF：制度强化计划</p> <p>Danaharta, SDIF, KAMCO, NAMA, SAREB：经常性公开报告</p> <p>反例：RTC，资金滞后阻碍了回收工作</p>                                                                                                                                                  |
| 运营问题    | <p>在具有估价经验的独立第三方协助下，通过透明、基于市场的尽职调查程序，确定基于市场价值的转移价格</p> <p>通过提高透明度和报告标准、采用固定的日落期和/或限定收购资产期限及其能发行的债权数量，确保恰当的保障机制</p> <p>尽可能考虑使用私人承包商，并由资产管理公司进行适当监督</p> <p>制定战略性计划和详细的业务计划，经常审查，必要时制定纠正行动计划</p> <p>确保有力的内部控制和高度透明，减少可能的资金滥用</p> <p>迅速推进资产处置</p> <p>详细记录资产管理公司历史，并在永久性网站上公布</p> | <p>NAMA和SAREB：根据其透明的方法，利用独立第三方专家进行估价</p> <p>SAREB：限定可发行的债券；RTC, IBRA和SAREB：日落条款</p> <p>KAMCO：限定资产购买期限</p> <p>RTC和Danaharta：广泛外包</p> <p>反例：IBRA，将重组工作外包给银行的做法失败</p> <p>NAMA：多项业务计划，可在线查询</p> <p>RTC：经历最初的失败后，加强内部控制</p> <p>Securum, RTC, KAMCO和Danaharta：迅速推进资产处置</p> <p>KAMCO：采用国际专业做法，通过合资企业创建不良资产市场</p> <p>RTC, KAMCO, Danaharta, IBRA和SDIF：详细记录经验</p> |

来源：Cerruti, 2016.

说明：AMC = 资产管理公司；FDIC = 联邦存款保险公司；IBRA = 印尼银行重组机构（印尼）；KAMCO = 韩国资产管理公司（韩国）；NAMA = 国家资产管理机构（爱尔兰）；RTC = 重组信托公司（美国）；SAREB = 西班牙银行重组资产管理公司（西班牙）；SDIF = 储蓄存款保险基金（土耳其）。



金融部门的改革工作传统上侧重于提升审慎监管和监督、重组银行和完善债权人的权利。一些国家的经验清楚地表明，通过以下多措并举的计划可以加快企业重组进程：提高企业部门透明度，完善企业治理，推进并购，建立不良资产市场，以及促进国内股票和债券资本市场发展。

然而，在大多数不良债权处置的情境中，成功和失败的因素相互交织，资产管理公司因此可以作为变革的推动者。资产管理公司不仅在创建不良资产市场方面发挥着重要作用，还承担着多方面的角色，包括推动国内金融市场发展，支持法律和市场基础设施建设。这些新措施的法律基础已经建立，并且还引入了税收优惠，以提供具有税收中立性的工具。资产管理公司应独立、透明地运营，并不一定要按照之前的市场协议收回债务。为资产管理公司提供有利的不良债权处置环境的相关措施包括引入法律和监管框架以加强银行监管，引入和修订破产相关的立法，着手进行司法改革以提高法院债务执行程序的效率，以及引入庭外企业重组机制（亚洲开发银行, 2021）。

例如，在马来西亚的例子中，Danaharta被授予特殊权力，以便加快管理不良贷款，国家土地法也相应进行了修改，以展现这一权力。爱尔兰国家政策管理机构是另一个绝佳案例。这一机构促使国内房地产市场专业化发展，制定了高度透明的程序 and 大规模一揽子交易，以吸引更多的专业投资者，如私募股权集团。为推动快速处置不良贷款，韩国政府推出了多种不良贷款处置措施，即资产支持证券和企业重组工具。

资产管理公司的运营显然有助于发展不良贷款市场生态系统，为这一市场中的服务机构创造商机，如债务服务机构、资产评估公司、信用评级机构、律师和经纪人。多方不良贷款投资者，包括国内私人资产管理公司、私募股权基金和外国投资者，现身参与资产管理公司的不良贷款市场，并且采用了不同的不良贷款处置工具。西班牙银行重组资产管理公司与商业银行之间的初始服务协议并不成功，因为商业银行并没有受到激励。因此，西班牙银行重组资产管理公司为巩固服务协议推出竞争流程，四家专业服务机构获得五到七年的合同，其中包括详细的关键绩效指标（KPI）（Cerruti, 2016）。这些国家创建的不良贷款市场和生态系统不仅促进了金融发展，还能帮助国家在金融市场动荡时期避免大规模积累不良贷款。不同于其它亚洲国家，印尼、马来西亚、韩国和泰国在2008年全球金融危机期间及之后没有经历不良贷款比例飙升（亚洲开发银行，2021）。

法律和制度框架从总体上框定了资产管理公司的任务范围、权力、责任、资金和寿命，因此至关重要。法律阐述也有助于当局和公众对资产管理公司的作用形成共识。至于法律实体的选择，取决于国家法律体系，在大多数普通法司法管辖区，由于资产管理公司被赋予特殊权力，法律实体的首选是根据资产管理公司法律成立的法定机构。所需特殊权力取决于在债务收回、破产、债权人权利以及资产管理和证券化方面的现有规定。对于司法系统因滞后、效率低下而受到阻碍的国家，法定机构也是首选。具体的立法保护资产管理公司免受法律方面的挑战干扰，法院无法推翻它们做出的债务处置决策。对于止赎和破产程序薄弱的国家，资产管理公司相关的立法程序也可能带来在破产法、破产法庭和非诉讼止赎程序方面的法律改革。

应对资产管理公司的总资本水平进行适当调整，确保股权层足够弥补资产管理公司的意外资产损失，从而处置资产的大部分风险和回报不会归之于政府。资产管理公司的资金结构应尽量减少成本和流动性风险。这可以通过发行政府担保的高级债券



实现，这些债券可以实行实物支付，用于从银行购买不良贷款。应建立适当的控制措施，以确保资产管理公司按计划赎回优先债务，而不是建立现金储备或将资源转用于其它利益（Fell, 2017）。

作为建立不良资产市场工作的一部分，资产管理公司也受益于健全的治理、道德和透明度框架。健全的治理不仅需要资产管理公司相关的法律规定，也需要日常实践。有关董事会结构、主要管理人员、相关经验和利益申报以及潜在的利益冲突等方面的决定至关重要。高透明度要求和外部监督同样有助于加强治理。根据资产管理公司的运营范围，资金选择也有所不同。资产购买型资产管理公司可以选择发行政府担保的债券来换取不良贷款，这种债券应该是可贴现的，以便为银行提供流动性，重新启动信贷中介服务（Cerruti, 2016）。

不良贷款处置有赖于运营良好的二级市场，让面临高存量不良贷款的金融机构参与不良贷款组合销售或证券化，从而清理其资产负债表。鉴于公共资产管理公司是银行不良贷款的重要买家，它们也可以推动发展不良贷款二级市场和独立贷款服务行业。近年来，许多亚洲国家，特别是中国、泰国、韩国、印尼和哈萨克斯坦，已经开始致力于开发不良贷款在线交易平台，以进一步完善现有金融市场基础设施。在线平台的基本功能包括捆绑规模较小的不良贷款组合、数据共享和数据高度标准化、详细的贷款文件和每一份支持文件的电子（虚拟）数据室、估价和尽职调查等信贷服务以及房地产和抵押品评估。在线平台有助于解决信息不对称问题，加强债权人的协调，扩大投资者的基础。这可以推动建立更完善、流动性更高、定价机制更优化的不良贷款市场（亚洲开发银行, 2022）。

### 资产管理公司作为常规金融市场基础设施的一部分

亚洲有许多资产管理公司在成功执行最初任务后转型为常规非银行金融机构，提供一系列广泛的金融市场中介服务。

中国四大资产管理公司——信达、华融、中国东方和长城——在法规规定的十年处置不良贷款运营期限后，全部成功继续运营，并转型为在香港证券交易所上市的正式金融企业集团。它们在处置不良贷款的过程中发展了多家附属机构，如股权投资和信托基金、风险投资公司、房地产评估和管理公司，甚至还包括酒店和购物中心、融资租赁公司以及证券公司。2010年代中国经济进入爆炸性增长时期，对各种金融和管理服务的需求激增，这些附属机构适逢其时。与此同时，不良贷款处置政策也从先前的政府救助策略转变为多举并措的市场化策略。政府开始采取新措施创造并改善不良贷款的市场环境。更多省级和地方资产管理公司相继成立。截至2018年10月，已有174家资产管理公司（其中包括53家地方资产管理公司）投入运营，作为连接银行和不良贷款市场的渠道。金融机构向资产管理公司转移的不良贷款从按账面价值收购改为拍卖，资产管理公司从而可以按市场价格而非账面价值收购不良贷款。然而，经过多年向更广泛的金融服务领域多元化发展之后，中国政府需要大型国有资产管理公司将其优先事项重新定位于不良贷款。银行业监管机构颁布法规，承诺加强对资产管理公司的监督，并引领它们更加侧重将不良贷款作为核心业务。大幅增加的不良贷款收购额总计数百亿美元，2018年增长率超过50%（McMahon, 2018）。

不同于其它成立于亚洲金融危机期间的许多资产管理公司，韩国资产管理公司KAMCO没有设定日落期，其不良贷款组合的回收相对缓慢。到2013年，KAMCO实现



回收122.70%的不良贷款收购金额，即收购不良贷款面值的43.18%。此外，KAMCO所采用的处置方法为不良债权市场开创了先河，在2008年全球金融危机中发挥了关键性作用。KAMCO的处置经验表明，集中化的资产管理公司在创造和推广不良资产的市场方面发挥着重要作用（亚洲开发银行，2021）。

越南也将其不良贷款处置基础设施从临时性质转型为常规设施。债务和资产交易公司以及越南资产管理公司是银行业第一批主要的公共资产管理公司，现在又有约20家私人资产管理公司投入运营。越南政府2015年开始采取市场化策略来处置不良贷款，包括允许资产管理公司以市场价格购买不良贷款、推动向外国投资者出售不良贷款以及激活不良贷款二级市场。

资产管理公司在承担不良贷款处置之外，还主动或无意地成为了国有资产的管理公司，其中部分国有资产来自处置过程，因为需要将一些不良贷款转换为股票，部分国有资产来自公司在经营风险投资和投资基金的正常业务过程。作为这一过程的一部分，资产管理公司可以帮助政府改善国有资产管理。改善国有资产管理十分有必要（Wang和Lin, 2022），资产管理公司可以从其独特的角度做出贡献。

除了国家层面的资产管理公司，还有一些区域和全球性的专项基金直接收购不良贷款或通过国家资产管理公司运营。国际金融公司的不良资产回收计划（DARP）就是其中一个例子。不良资产回收计划是一个全球性平台，旨在支持在新兴经济体建立强大的不良资产市场。该平台有两个运营方面，一是建立整个市场所需的基本服务基础设施，一是部署资本，包括从第三方投资者调动的资本，通过收购和处置不良资产来刺激市场发展。该平台在地域上涵盖拉丁美洲、东欧、亚洲和非洲。不良资产回收计划已在全球拨款82亿美元，包括从投资者那里调动的53亿美元，帮助银行摆脱超过400亿美元的不良贷款，同时帮助超过2000万债务人处置债务。不良资产回收计划在2007年最开始作为一项危机应对举措，而如今，与一些国家资产管理公司类似，该平台已发展为规划性、战略性策略，在新兴经济体中建立了强大的不良资产市场（国际金融公司，2022）。

不良资产回收计划与Nimble之间的合作是关于该计划的一项案例。Nimble是一家在南非、博茨瓦纳和纳米比亚运营的区域性不良贷款投资者和服务商。Nimble需要新的资本金来拓展业务，扩大服务中心团队，获得有竞争力的长期融资，以便从多家银行和撒哈拉以南非洲国家收购多样化的不良贷款组合，实现可持续增长。不良资产回收计划向Nimble提供投资并成为股东，通过不良贷款平台提供长期融资以有效收购投资组合，将其纳入本计划平台内横跨新兴经济体的独特全球投资者和服务商网络，从而帮助Nimble获取行业内与全球不良资产相关的专业知识和最佳收回实践。不难理解，不良资产回收计划中许多客户是聚焦国家、区域或次区域市场的私营部门实体。但它们的经验同样适用于公共部门和主权债务市场。

近年来，在不良贷款处置和资产管理公司运营中采纳ESG（环境、社会和公司治理）理念和策略逐渐成为一项重要议程。其中一个角度来自不良贷款融资方面，这一方面对ESG的兴趣与日俱增，证券化市场在各种产品中迅速发展，例如，相关抵押品对住房基础设施和环境产生积极影响，并且符合节能和节水标准。越来越多的交易参考国际资本市场协会的绿色、社会和可持续理念或是联合国2030年可持续发展目标（SDGs）。投资者也更加密切地关注“可持续性”。随着利益攸关方和投资者识别到越来越多的ESG相关风险、关注衡量ESG风险和压降风险敞口的方法，ESG在某些方面正在成为风险管理过程的一部分。



高ESG标准对于金融机构的声誉和经营许可越来越关键。银行在其贷款行为对以下方面的影响面临着越来越多的公众监督：人权、社会凝聚力、性别平等、碳排放、生物多样性和其它ESG相关议题。缺乏考虑ESG将对银行声誉造成损害，而完善的ESG战略可以产生新的收入来源。不良贷款和ESG的结合是一个相对较新的议题，但传统的不良资产投资者正开始思考在所有资产类别中应用ESG战略，因为如果应用得当，不良贷款很大一部分可以转变为履约贷款。例如，为借款人提供债务减免、允许借款人与不良贷款买方进行合作，将不良贷款转化为具有良好ESG资质的资产，这一举措具有社会效益。房地产资产正是相关示例。在当前经济环境下，将房地产资产转变成带有太阳能电池板和其它绿色特征的节能绿色建筑，可以作为对冲通货膨胀的优良工具（Petersen, 2022）。

## 资产管理公司对当前不良债权的作用

### 资产管理公司对比现行和提议策略

作为金融市场中介机构和服务供应商，资产管理公司的经验可以应用于当前的不良债权处置和国有资产管理，尤其是那些通过区域性开发银行、世界银行和其它多边开发银行设立或与它们相关联的国家、区域、次区域和全球层面的资产管理公司，此外，资产管理公司还可以为追求绿色、低碳、可持续和具有包容性的新发展议程作出贡献。

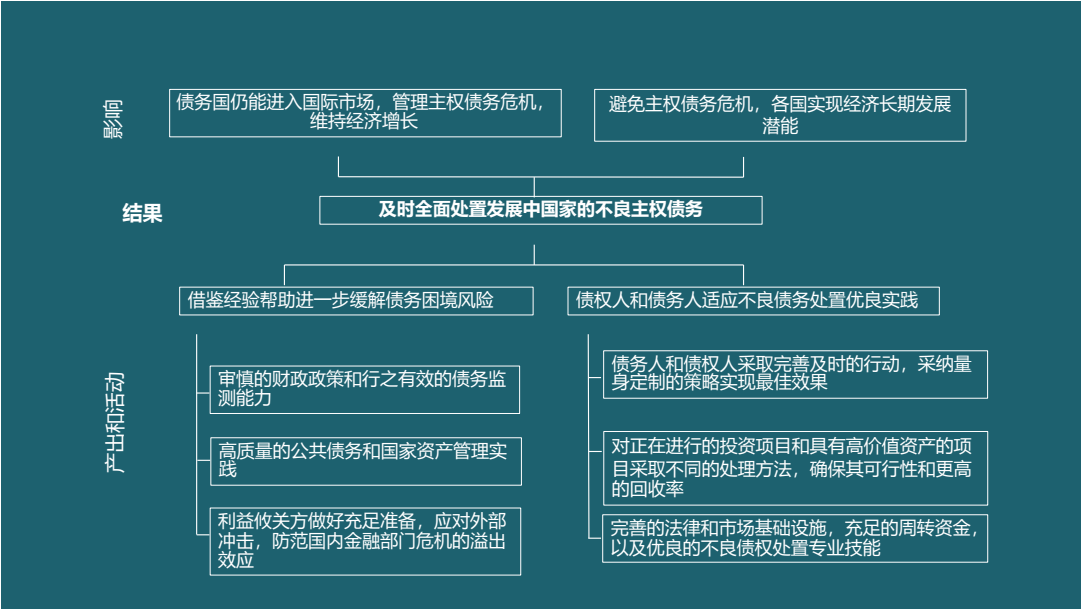
根据前文的问题树，将问题与计划或策略的预期结果联系起来，可以推断出目标树。必须得到能够解决核心问题的产出和活动的支持。

对于处置主权债务困境而言，理想的结果或目标是及时、全面地处置发展中国家的不良主权债务。这样的结果应该包括（i）使债务国仍然可以进入国际市场，管理主权债务危机，维持经济增长；以及（ii）避免主权债务危机，使各国实现经济长期发展潜能。这些目标可以从缓解方面得到支持：（i）借鉴以往不良主权债务处置的经验，帮助加强缓解措施，如确保审慎的财政政策和行之有效的债务监测能力；（ii）施行高质量的公共债务和国有资产管理实践；以及（iii）确保所有利益攸关方做好充足准备，应对外部冲击，防范国内金融部门危机的溢出效应。这当中许多措施需要持续、长期的努力，以改善公共行政和治理。当然，国际货币基金组织和世界银行等国际发展伙伴也可以提供帮助，改善债务可持续性分析，帮助各国更好缓解外部冲击的风险。

在适应方面，推动债权人和债务人适应不良债权处置的优良实践可以为目标提供支持，具体包括（i）债权人和债务人采取完善、及时的行动，采纳量身定制的策略实现最佳效果；（ii）对投资项目或具有高价值资产的项目采取不同的处理方法，以确保其可行性和更高的回收率；以及（iii）完善的法律和市场基础设施、充足的周转资金和优良的不良债权处置专业技能。作为金融和运营中介，资产管理公司与债务人、债权人等市场参与者紧密合作，以创造符合客户需求的、量身定制的解决方案，因而具有比较优势，可以在以上所有领域发挥重要作用。



图3：目标树



来源：作者制作。

相比一些常见的临时性质、“一次性”的不良主权债务处置策略，资产管理公司策略，尤其是区域和全球层面的，具有许多优势，具体包括（i）利用跨期价差的“桥梁”契机，这是因为主权债务危机很大一部分源于初级商品价格的波动及相应在国家层面导致的繁荣—萧条经济发展周期；（ii）采用量身定制的策略满足债权人和债务人的具体需求，而不是让他们浪费宝贵的时间等待统一行动；（iii）为债务人财务状况和经济的恢复提供持续乃至长期的援助；（iv）为国家和地区的不良债权处置制定总体的政策和法律框架，建设相关市场基础设施；（v）提升资产管理公司正在帮助的国有企业的ESG标准和实践；以及（vi）协助债务国公共部门拥抱绿色发展和气候变化议程。

“冰淇淋”理论认为，如果不良贷款未能得到及时处置，其价值会迅速枯竭。与此相反，新兴经济体由于经历频繁的繁荣—萧条周期，其不良贷款价值反而常有大幅波动。如果资产管理公司持有资产的时间较长，时间有时会站在它们这边。同时，由于低收入国家往往缺乏与破产相关的法律框架和服务，如破产管理，资产管理公司提供的服务还为这些国家金融市场的日常运营填补了一项重要空白。此外，由于世界正面临着越来越多的气候变化挑战，资产管理公司可以充当变革积极推动者的角色，引入绿色、低碳和气候友好型的项目再融资和实施策略作为其日常运营的一部分。新兴经济体在实施与增长模式相关的新任务方面的能力不足，资产管理公司有助于填补这一差距。

资产管理公司策略不仅限于处置公共主权债务，同样可适用于私人债权人持有的公共部门债务和私营部门债务。由于经济发展存在繁荣—萧条周期，加上外部冲击和经济管理不善，主权债务危机通常作为整个债务困境的一部分而存在。有时，不可持续公共债务的积压也可能是政府使用公共资源支持陷入困境的私人信贷市场所致。

资产管理公司历来普遍作为国家层面不良债权处置策略和实践的一部分，但其同样可应用于次区域、区域和全球层面。鉴于跨境贷款的使用日益广泛，次区域、区



域和全球层面在不良债权处置的策略、政策和监管框架方面的合作至关重要。必要时，次区域、区域和全球层面的资产管理公司可以成为某个或某些国家处置不良主权债务的中坚力量。这一策略可以避免长时间的等待——这可能会损害债务人的经济，导致贷款和资产减值，增加债务人进入国际金融市场的难度。次区域、区域和全球层面的资产管理公司还可以作为变革的推动者，帮助国家资产管理公司采纳行之有效的原则和最佳实践，同时提供融资和技术支持。

次区域、区域和全球层面的资产管理公司可以与国家层面的资产管理公司合作发展不良贷款服务基础设施——在新兴市场，相关的服务基础设施往往十分稀缺，活跃的参与者数量有限，处置方法也往往与国际最佳实践存在差距。它们可以共同调动和部署次区域、区域和全球资本，收购和处置不良资产。不良资产这一资产类别除了能够提供富有吸引力的回报潜力以外，其反周期的性质使其与金融市场上通常交易的流动性较强的资产相关性较弱，从而作为一种“替代性投资”为投资者提供重要的多元化利益。

此外，更重要的是，次区域、区域和全球层面的资产管理公司正适于应对伴随着金融危机的负外部性。随着区域国家之间的金融联系加深，金融危机更有可能在国家之间蔓延。为应对这类负外部性，不良贷款处置需要区域性的策略与框架。不良贷款处置的区域性框架因此可以作为区域公共产品。相比全球投资者，区域投资者在区域内的不良贷款方面可能具有信息优势，因此，如果不良贷款市场的区域性框架发展完善，不良贷款的处置也就能以更有利的条件进行。

### 发展融资机构的作用

多边组织，尤其是非洲开发银行、亚洲开发银行和世界银行等区域性多边组织和多边开发银行，可以发挥主导作用，将资产管理公司纳入其内部部门或设立相关附属机构。通过这些资产管理部和附属机构，多边开发银行一方面可以展示其作为债权人如何处置自身的问题贷款，另一方面可以为国际社会不良债权处置工作贡献更果断的领导力量。多边开发银行通常享有“超国家”的地位，相比单个成员国具有更为有利的信用评级和法律保护，其资产管理部或独立业务部门可以善加利用其在运营和资金方面的优势。

多边开发银行应参与区域工作，创建不良贷款市场和不良贷款处置的区域性框架。它们应与国际金融机构一起向成员经济体提供技术援助和计划贷款，以促进金融稳定。此外，多边开发银行还可以作为汇集区域内知识和经验的联络点。国际公共资产管理公司论坛也可以通过分享其成员资产管理公司的知识和专业技能，为建立不良贷款处置框架的工作作出贡献。

一些区域集团，如东部和南部非洲共同市场（COMESA）、西非国家经济共同体（ECOWAS）和南亚区域合作联盟（SAARC）也可以成为次区域和区域层面的资产管理公司的创始平台。一些次区域和区域集团本身设有融资机构，如东部和南部非洲共同市场设有贸易与开发银行，对它们而言，建立专门面向其成员国的资产管理公司并不困难。成员国较少的次区域和区域集团一般在集团内部的经济政策协调方面拥有更紧密的联系。例如，南亚区域合作联盟的中央银行行长和财政秘书网络（SAARCFINANCE）已经成为集团内部国家间宏观经济政策对话平台。

作为双边发展融资机构（DFI）在国外运营的国家级机构，如日本国际协力银行（JBIC）、中国国家开发银行和中国进出口银行，也可以参与其本国的公共资产管理



公司或是建立自己的资产管理公司，以处置借款国的主权或非主权不良贷款。中国国家开发银行过去曾与中国信达资产管理公司合作处置其自身的不良贷款。在国外注册的金融机构从事资产管理业务可能存在法律限制，为此，国家层面的发展融资机构也可以投资于东道国的资产管理公司或与之合作，处置东道国的非主权不良贷款。

表3显示了资产管理公司在次区域、区域、国家和全球层面的分层结构，以及它们应如何从整体上与配套市场基础设施合作，推动不良贷款处置和资产管理。

**表3：多层面的资产管理公司体系设置**

| 资产管理公司   | 体系设置和配套市场基础设施                                            | 不良贷款处置和资产管理服务                                                                                 |
|----------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 双边发展融资机构 | 捐助国的国有资产管理公司，专门从事不良贷款处置，由双边发展融资机构持有或与其有关联                | 直接收购和处置东道国的不良贷款，包括不良主权债务；直接投资或间接支持国家层面的资产管理公司处置其自身不良贷款，使东道国的资产管理公司更加强大                        |
| 次区域和区域层面 | 由次区域和区域集团或次区域和区域开发银行公有和赞助，如非洲开发银行，专门面向该区域的公有和私有专业投资工具    | 直接收购和处置不良贷款，包括不良主权债务，通过金融和技术援助服务为国家层面的资产管理公司提供间接支持，包括设立良好实践的基准市场，引导价格发现机制，尤其关于主权债务减记方面        |
| 全球层面     | 由全球金融集团或发展融资机构（如世界银行等多边开发银行）公有和赞助，公有和私有的专业投资工具，如不良资产回收计划 | 直接收购和处置不良贷款，包括不良主权债务，通过金融和技术援助服务为国家、区域和次区域层面的资产管理公司提供间接支持，包括设立良好实践原则和基准，在全球范围内领导关于不良债权处置的政策对话 |

来源：作者制作。

说明：ESG = 环境、社会和公司治理

前文所述关于多层面资产管理公司的策略与一些新提案不谋而合。例如，脆弱经济体债务（DOVE）基金提议，基金收益可以用于购买陷入困境的非洲主权债务国发行的债券，并承诺根据基金原则对债务国进行重组。这些原则旨在推动对所有利益攸关方都透明、公平的债务重组，通过这一重组过程，在债务国形成促进当地经济、财政、社会和环境可持续和具有包容性发展的协定（Bradlow, 2022）。事实上，区域、次区域和全球的资产管理公司可以根据DOVE基金提出的原则，从国际市场融资并购买非洲主权债务国的债券。

另一项提案将“借款人俱乐部”这一微金融概念应用于宏观层面，以通过集体抵押使国家级债务更加便宜、更容易获得资金。借款人俱乐部将非洲和其它面临主权债务困境的国家视为与低收入人群类似，后者联合从格莱珉银行获得贷款，并作为一个团体申请资金，他们用彼此的发展前景以及向彼此和公民所负的责任作为抵押（Ryder, 2022）。次区域、区域或全球层面的资产管理公司立足于多边开发银行或次区域和区域合作平台的法律结构，其本质是信用合作社。这一与借款人俱乐部的相似性提供了有利条款和条件，同时组织成员国共同提供集体智慧。



## 资产管理公司的体系潜能

出于当前市场状况考量，为更好发挥资产管理公司策略的优势必须避免过去的错误。无法建立共识、缺少政策承诺、不合时宜的激励措施、薄弱的法律和市场基础设施都是值得思索的问题。需要引入与激励措施相适应的政策、法律及监管框架，并开发适宜的市场基础设施。国家、次区域、区域和全球层面的多层面资产管理公司结构提供了绝佳的契机来缓解与资产管理公司相关的潜在风险和问题，尤其是公有资产管理公司，并为新兴经济体的不良债权处置管理过程创造良好的市场条件。

当个别公共和私营部门债务出现困境迹象时，债务国的国家资产管理公司可以预先采取纠正措施，从而有望防止系统性危机和公共资源消耗以致主权债务陷入困境。在银行业危机来临时，国家资产管理公司可以整合不良债权，同时推动国内金融机构尽可能正常运营，并专业地进行不良贷款处置、提供资产管理服务。除了直接收购和重组主权债务以及支持国家资产管理公司之外，次区域、区域和全球层面的资产管理公司，特别是由多边开发银行赞助的资产管理公司，可以向国家资产管理公司提供估价方面的技术支持。过去几十年里，许多资产管理公司的金融部门专家在支持和参与资产管理公司不良债权处置的直接运营和研究方面拥有第一手经验。这些知识和经验，尤其关于什么该做、什么不该做的知识和经验，可以应用于许多受债务困扰的国家。

还可以成立一个全球层面的资产管理公司，例如作为世界银行集团内的一个新的业务部门/附属机构或组织。这个资产管理公司将能够从世界范围内借鉴最佳实践和经验，并在受债务困扰的低收入国家实施一致的计划。包括二十国集团在内的许多方面曾要求国际货币基金组织和世界银行为低收入国家的债务处置提供更强有力的领导力量，这个资产管理公司可以作为对以上要求最为有效的回应。世界银行可以将各种现行计划和基金纳入这一资产管理公司，并利用其优先债权人地位进行融资。

表4简单计算了三家多边开发银行，即非洲开发银行、亚洲开发银行和世界银行及其附属机构，如果决定提供资产管理公司服务，可以从其现有的权益头寸中撬动多少资金来参与不良债权处置。根据软贷款窗口是否可以作为资本杠杆，资金范围介于3150亿美元至7900亿美元之间，或大致3000亿美元至8000亿美元之间。但就非洲大陆而言，非洲开发银行自身的资金范围相对较小，介于200亿美元至800亿美元之间，将需要世界银行的支持。由于区域和全球层面的资产管理公司业务大多是中介业务，如在低层面资产管理公司进行投融资，不良贷款层面的乘数效应因此高得多。此外，由于这类融资很大一部分可以证券化或出售给市场上其他投资者，对自有资本的收费不会很高。事实上，二十国集团关于2022年多边开发银行资本充足率框架的专家小组认为，其股东可以做出必要的决定并开始实施一系列改革，以便多边开发银行可以开始增加其在未来12至24个月内的贷款能力。预期增加规模较大，中期内可能达几千亿美元（二十国集团，2022）。



表4：部分多边开发银行的金融账户（2021年）

|               | 股本账户                                                            | 未偿贷款和资产                      | 信用评级 <sup>1</sup>                          | 资产管理公司的潜能                                                                                                           |
|---------------|-----------------------------------------------------------------|------------------------------|--------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 非洲开发银行        | 截至2021年12月31日，股本为87亿美元；ADF (African Development Fund) -15为89亿美元 | 未偿贷款为201亿美元，其他资产为162亿美元      | 评级机构再次确认对非洲开发银行优先和次级债务的AAA和AA+评级，2022年展望稳定 | 如果资本与资产比率从25%左右降低到15%，非洲开发银行可以预定约200亿美元不良贷款业务，如果ADF按AsDF (Asian Development Fund) 的模式资本化，非洲开发银行可以进一步参与800亿美元的不良贷款业务 |
| 亚洲开发银行        | 股本总额为528亿美元 <sup>2</sup>                                        | 未偿贷款为1372亿美元，其他资产为1450亿美元    | AAA，2022年                                  | 如果资本与资产比率从20%左右降低到15%，亚洲开发银行可以预定约700亿美元不良贷款业务                                                                       |
| 世界银行（2022年6月） | 整合可用股本为2684亿美元                                                  | 总资产为6440亿美元                  | AAA，2022年3月，标准普尔                           | 如果资本与资产比率从40%左右降低到20%，世界银行可以预定约7000亿美元不良贷款业务（假设国际开发协会的股本得到利用）                                                       |
|               | 国际复兴开发银行：可用股本为553亿美元                                            | 未偿贷款净额为2271亿美元，投资组合为904.5亿美元 |                                            | 如果资本与资产比率从约17.5%降低到15%，国际复兴开发银行可以增加约500亿美元不良贷款业务                                                                    |
|               | 国际开发协会：可用股本为1786亿美元                                             | 未偿贷款净额为1745亿美元，投资组合为455亿美元   |                                            |                                                                                                                     |
|               | 国际金融公司：总股本为328亿美元                                               | 未偿贷款净额276亿美元，投资和其它资产为759亿美元  |                                            | 如果资本与资产比率从30%左右降低到15%，国际金融公司可以额外预定1150亿美元不良贷款业务                                                                     |
|               | 多边投资担保机构：股本总额为15亿美元                                             | 总资产为29.5亿美元                  |                                            | 没有增加股本的特别需求，但可以提供信贷产品支持资产管理公司发行的证券                                                                                  |

<sup>1</sup>标准普尔，穆迪，惠誉评级，日本信用评级机构，2022。<sup>2</sup>包含来自2017年1月1日从ADF资产转移的一次性收入。



来源：非洲开发银行，2021；亚洲开发银行，2021，世界银行，2021。

从结构上看，这三家多边开发银行都非常熟悉金融市场发展，尤其是不良资产和不良贷款处置问题。它们在以下方面均具有丰富经验：财政和货币政策以及运营相关问题，还有更广泛层面的宏观经济、法律和监管、治理、金融管理、国家资产管理、各个工业和社会部门、区域和次区域合作、气候变化和绿色增长相关问题。具有多领域知识和业务能力的多边开发银行在进入资产管理公司运营方面具有独特的优势。这些多边开发银行也包含私营部门业务，或是作为独立实体，如世界银行集团的国际金融公司，或是完全整合在同一资产负债表中，如非洲开发银行和亚洲开发银行。私营部门业务部门的工作人员熟悉非主权业务，可以在需要资产管理公司参与时引导商业交易。

非洲开发银行设有金融行业发展部，由负责私营部门、基础设施和工业化的副主席主管。他们可以成为启动资产管理公司相关业务的支柱。他们将与来自非主权业务（NSO）和私营部门支持、相关硬行业（如运输、能源、城市、工业发展和信息通信技术）和软行业（农业、农村发展、水和卫生、性别、教育、公共卫生、人类发展等）以及国家办事处的同事在与资产管理公司相关的各项业务展开合作，包括各种具体国家、具体交易和具体行业相关问题。

亚洲开发银行的组织架构相对分散，每个次区域，包括东亚、东南亚、南亚、中亚和太平洋地区，都有特定的金融行业部门，这一部门还涵盖财政、公共财政管理和治理问题。组织架构中心设有金融行业小组，为整个银行提供知识和跨领域支持。有趣的是，这一金融行业小组也是国际公共资产管理公司论坛的秘书处，亚洲和其它地区的资产管理公司通过这一小组定期会面，交流信息和分享最佳实践。与非洲开发银行类似，亚洲开发银行也设有独立的私营部门业务部门，以及专注于非主权业务和公私合营咨询服务的公私合营（PPP）办公室。因此，金融行业小组可以带头协调其它业务部门和国家办事处，制定策略和计划，为亚行建立资产管理公司业务。

世界银行的组织架构更为精密，其国际复兴开发银行和国际开发协会共享组织和工作人员，类似于非洲开发银行和亚洲开发银行面向世界银行的主权业务。同时，国际金融公司和多边投资担保机构有独立的组织和工作人员。在国际复兴开发银行和国际开发协会内部，世界银行按区域进行组织，包括东部和南部非洲、西部和中部非洲、东亚和太平洋地区、南亚、欧洲和中亚、拉丁美洲和加勒比地区以及中东和北非。与亚行类似，每个区域都有专注金融行业业务的专门部门。同时，组织架构中心设有全球实践和主题部门，作为金融、竞争力、创新和治理等各个行业和主题领域的卓越中心。同时，国际金融公司也设有专门的金融机构小组。所有这些金融行业相关的业务部门，加上世界银行的国家团队和其它行业和主题领域的工作人员，共同构成了资产管理公司业务的稳固基础。全球金融实践部的领导人可以主动开始建立授权业务部门，该部门可以完全纳入国际复兴开发银行或国际开发协会内部，也可以作为独立部门，类似于世界银行集团内部面向资产管理公司业务的国际金融公司。

截至2022年11月30日，根据最新公布数据，有10个国家处于债务困境，27个国家处于高风险，25个国家处于中度风险，只有7个国家处于债务困境的低风险。在非洲，目前有22个国家已处于债务困境或处于债务困境的高风险（国际货币基金组织，2023）。如果把1.4万亿美元作为全球新兴经济体的未偿债务总额（图1），这



里讨论的三家多边开发银行如决定建立资产管理公司，独立工作或者互相合作、或其它公私部门的资产管理公司和类似金融机构展开合作，将能够处置大部分不良债权（高达8000亿美元）。

## 资产管理公司运营

资产管理公司自然不是万能之计，但从以往借鉴的经验来看，可以在不良债权处置、借款人恢复和资产管理的市场方面发挥重要作用。对于许多国家而言——尤其是那些体系薄弱、经济结构脆弱的新兴经济体，债务困境是一种常态而非例外，为此，资产管理公司应该在与不良债权缓解和市场基础设施有关的活动中找准自身定位。各项缓解措施和适应措施也应当成为常态而非例外——其中缓解措施包括审慎的财政政策和债务可持续性分析、法律框架和市场基础设施，适应措施包括资产管理公司。国家、区域、次区域和全球层面的资产管理公司可以相互合作，取长补短。

如前所述，适宜的先决条件、完善的法律和制度框架对资产管理公司的成功至关重要。在实际运营中，确保资产管理公司正常运营并为评估资产管理公司的绩效奠定坚实的基础有赖于明确、易理解、清晰的职责范围（TOR）。对于国家层面的资产管理公司而言，其职责范围样本应包含以下内容：

在系统性银行业危机期间，迅速处置银行业体系的大量不良贷款。

处置银行资产负债表因长期增长乏力而积累的遗留不良贷款。

以长期经济价值而不是当前市场价格从银行购买不良贷款，使银行在不必承担巨额损失的情况下将不良贷款从资产负债表中剥离。

确保银行在困难时期具有充足的流动性。

提高资产管理公司业务模式的效率，如债务回收、债务出售、债转股以及和借款人和项目赞助人分步处置债务。

参与债务人的企业重组，通过保护就业和加强债务人的竞争地位，解决因缺乏融资、需求降低或显著的市场波动而产生的困难。

吸引、招聘和培养人才，使不良资产的管理、处置和出售更富成效。

以合理成本获取从银行转移的不良资产的全部价值，尽量减少纳税人的负担。

建立适当的治理架构，保护资产管理公司不受政治影响。

与法律和监管机构合作，为债务执行创建有利的法律和司法环境，推动迅速处置不良贷款。

帮助建立不良贷款信息和验证标准，从而减少信息不对称。

通过创造不良贷款市场服务需求以及支持市场基础设施和生态系统发展而帮助培育不良贷款市场。



在有估价经验的独立第三方协助下，通过透明的、以市场为基础的尽职调查程序，确定基于市场价值的转移价格。

通过提高透明度和报告标准，确保适当的保障机制。

制定战略性计划和详细的业务计划，经常审查，必要时制定纠正行动计划。

确保有力的内部控制和高度透明，减少可能的资金滥用。

设定周期性运营目标，进行全面评估，并根据评估结果调整策略和运营。

寻找机会在不良贷款处置过程中引入应对气候变化和绿色增长的融资方式。

对于区域和全球层面的资产管理公司，除了国家层面资产管理公司的职责范围明细，其职责范围样本还应包含以下内容：

收集有关不良贷款处置的最佳实践，与国家层面资产管理公司以及同行分享知识，为各类资产和困境情境设立业务参数和绩效指标的基准，并协助国家和区域层面资产管理公司提升能力。

组织和参与次区域、区域和全球的决策和协调论坛，通过召集所有相关的公共和私营部门利益攸关方，包括活跃在新兴经济体的跨境银行，来维护新兴经济体的金融稳定。

鉴于跨境贷款的使用日益广泛，与区域和次区域金融行业机构合作制定区域和次区域层面的不良债权处置策略、政策和监管框架。

与合作伙伴一起发展次区域、区域和全球市场基础设施，与次区域、区域和全球的不良贷款投资者建立联系。所发展的市场基础设施应为不同国家的区域金融机构所持有的不良贷款提供有效的处置方案。

与国家层面资产管理公司展开合作，在新兴市场发展不良贷款服务基础设施——在新兴市场，相关的服务基础设施往往十分稀缺，活跃的参与者数量有限，处置方法也往往与国际最佳实践存在差距。

向国家层面资产管理公司投资或提供批发融资以支持其运营，并建立协调、多层面的资产管理公司市场基础设施。

调动和部署次区域、区域和全球资本，直接或通过国家层面资产管理公司收购和处置不良资产。

在国家和区域层面扩大不良债权业务的融资来源和渠道，可能包括注入资金、利用国际货币基金组织特别提款权配额、发行资产管理公司债券、发行由不良贷款未来回收收益支持的资产支持证券、其它为满足长期和短期资金需求的赠款和贷款，以及其它特殊计划，如与气候变化有关的项目。



寻找合适机会，在不良贷款收购、融资和处置、债务人恢复和资产管理案例的整个周期中采用创新的气候变化和绿色增长举措，如债务换自然。

## 前景展望

大多数国家的政府目前正在逐步解除疫情防范措施，新冠疫情催生的问题资产浪潮可能会围困银行，涌入亚太地区的资本市场（毕马威，2022）。未来一年内，不良贷款率极有可能呈指数级增长，连锁效应将影响主权债务及邻国债务，为此，银行应密切监测其资产组合。

无论从产出还是增长势头方面来看，大多数国家都尚未实现全面的经济复苏。复苏的步伐将继续缓慢而不均衡。美国、中国和欧洲之间的贸易紧张局势为石油和天然气、航空和旅游相关行业中负债累累的公司以及全球供应链上下游都带来了压力（毕马威，2022）。未来几年内，大多数国家的国内金融市场整体不良资产比率和不良主权债务可能会上升。随着次区域、区域和全球层面的公私资产管理公司预计将具备不良贷款的融资、管理和处置方面的专业知识（毕马威，2022），现有和即将成立的国家公共资产管理公司可以负责不良贷款处置，并避免金融机构大规模倒闭（世界银行，2020）。

## 结论

资产管理公司可以为当前的不良债权处置任务提供一种替代策略。它们可以作为有效的金融中介，为普遍缺乏相关问题处理能力的新兴经济体提供有效服务。此外，资产管理公司可以在国家、次区域、区域和全球层面提供基于市场的解决方案，借助专业人才的专业知识实施亟需的最佳实践。资产管理公司还可以作为连接渠道，推动新兴经济体拥抱全新的经济发展模式，为绿色和气候发展目标作出贡献。

面对系统性危机，如往常一样采取逐个国家、逐个案例处理的策略并不可行。尽管债权人和国际社会持续付出努力，新兴经济体主权债务危机的阴影依然不断迫近。债务人和债权人都在呼吁领导力量。通过清楚地认识到当前市场状况的转变并进而研究不同的策略，国际货币基金组织、世界银行、其它多边开发银行和联合国专门机构可以展现其强大的领导力量。市场状况的转变，如全新的主权债务人组成、私人债权人比例的提升，致使债权人之间更难达成统一立场。此外，鉴于繁荣—萧条周期的普遍存在以及各国之间更加紧密的经济联系，国内信贷市场危机与主权债务之间的相互作用也在增加，国家之间的溢出效应也有所放大。

主权债务危机可以从缓解和适应两个方面进行分析。未来的危机无法避免。通过制定不良债权处置政策、创造有利的法律环境、完善市场基础设施、发展专门机构、动员多方参与者并充分利用金融资源，资产管理公司可以在适应和缓解方面发挥重要作用。资产管理公司还可以帮助管理国有资产，帮助各行业积极拥抱气候变化和可持续增长议程。

资产管理公司在以往不同国家的金融危机中发挥了关键作用，其中有许多经验值得今日借鉴。尽管不全是成功经验，但资产管理公司取得成功需要特定的先决条件和关键因素这一观点已成为共识，研究人员将在这一方面继续开展研究和分析。



关于不良主权债务的缓解，其理想世界将是在国家、区域、次区域和全球层面建立多层面的资产管理公司架构，在这一架构中，所有层面的资产管理公司共同合作，相互支持。在区域和全球层面，多边开发银行和世界银行可以发挥巨大作用，如果它们能考虑在业务范围内增设资产管理公司业务，从而充分利用其专业知识、运营效率和资金资源，在所有债权人和参与者中发挥适当的领导作用。从财务角度来看，非洲开发银行、亚洲开发银行和世界银行可以利用现有资金资源，在资产负债表上增加高达8000亿美元的不良贷款处置组合。这一数字在超过1.4万亿美元的发展中国家主权债务总额中已经占据相当大的比例。

## REFERENCES

ADB, “Nonperforming Loans in Asia and Europe—Causes, Impacts, and Resolution Strategies,” December 2021.

ADB, “Road Map for Developing an Online Platform to Trade Nonperforming Loans in Asia and the Pacific,” October 2022.

Africa CEO Forum, “Pumping life into African nonperforming loan market,” <https://www.theafricaceoforum.com/en/ressources/pumping-life-into-african-nonperforming-loan-market/>, 17 Feb 2021, accessed on 2 October 2022.

African Development Bank (AfDB), <https://www.afdb.org/en/about/corporate-information>, accessed on 24 December 2022.

Baudino, Patrizia and Hyuncheol Yun, Financial Stability Institute (FSI) of the Bank for International Settlements (BIS), FSI Insights on policy implementation No 3, “Resolution of Non-Performing Loans – Policy Options”, October 2017.

Bhandary, Rishikesh Ram, Sara Jane Ahmed, “Why Multilateral Development Banks Must Step Up on Debt Relief”, [https://oecd-development-matters.org/2022/10/13/why-multilateral-development-banks-must-step-up-on-debt-relief/?utm\\_content=224674834&utm\\_medium=social&utm\\_source=twitter&hss\\_channel=tw-905477617775771654&s=09](https://oecd-development-matters.org/2022/10/13/why-multilateral-development-banks-must-step-up-on-debt-relief/?utm_content=224674834&utm_medium=social&utm_source=twitter&hss_channel=tw-905477617775771654&s=09), accessed on 18 October 2022.

Boston University Global Development Policy Center, Vulnerable Twenty (V20) Group of Finance Ministers, “V20 Debt Review: An Account of Debt in the Vulnerable Group of Twenty”, 2022.

Bradlow, Daniel, “A Proposal for a New Approach to Restructuring African Eurobonds: The DOVE Fund and Principles”, Southviews NO. 242, 4 November 2022.

Cerruti, Caroline and Ruth Neyens, “Public Asset Management Companies – A Toolkit”, A World Bank Study, 2016.

Cerruti, Caroline, “Public Asset Management Companies, power point presentation,” The World Bank Group, May 2018.

Emok, Franc, “Non-Performing Loans: Addressing Legal and Regulatory Impediments”, EBRD, Law in Transition, 2016.

Committee on the Global Financial System (CGFS) Papers No 60, Bank for International Settlements, “Structural Changes in Banking after the Crisis,” January 2018.



Dreyer, Mallory (2021) "Malaysia: Pengurusan Danaharta Nasional Berhad," Journal of Financial Crises: Vol. 3 : Iss. 2, 450-484. Available at: <https://elischolar.library.yale.edu/journal-of-financial-crises/vol3/iss2/22>, 2021.

Elliott, Larry, "Time may be running out': global debt crisis reaches critical point", Mimeo, 13 October 2022.

European Banking Coordination "Vienna" Initiative, Working Group on NPLs in Central, Eastern and Southeastern Europe, March 2012.

European Investment Bank, "Banking in sub-Saharan Africa - Challenges and Opportunities", January 2013.

European Parliament, Briefing: "Thematic digest: Non-performing loans and asset management companies, Directorate-General for Internal Policies, PE 659.631, March 2021.

European Parliament, Directorate-General for Internal Policies, Economic Governance Support Unit, Thematic Digest: Non-Performing Loans and Asset Management Companies.

Fell, John, Maciej Grodzicki, Reiner Martin, and Edward O'Brien, "A Role for Systemic Asset Management Companies in Solving Europe's Non-Performing Loan Problems," European Economy, January 2017.

Financial Times, "World Bank chief economist calls for overhaul of government bailouts", Jonathan Wheatley in London DECEMBER 21 2022, <https://www.ft.com/content/044b7e7d-84c7-4b9d-90e9-8b2449ae36f5>, accessed on 5 March 2023.

Fitch Ratings, "Asset Management Companies: Between Distressed Finances and Government Support", <https://www.fitchratings.com/research/non-bank-financial-institutions/asset-management-companies-between-distressed-finances-government-support-23-05-2022>, accessed on 5 March 2023.

Fitch Ratings, "Zambia's Creditor Committee Agreement Eases Path Out of Default", 10 August, 2022, <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/zambias-creditor-committee-agreement-eases-path-out-of-default-10-08-2022>, accessed on 18 October 2022.

Fitch, "Asset Management Companies: Between Distressed Finances and Government Support", Special Report 23 May, 2022 <https://www.fitchratings.com/research/non-bank-financial-institutions/asset-management-companies-between-distressed-finances-government-support-23-05-2022>

Fung, Ben, Jason George, Stefan Hohl and Guonan Ma, "Public Asset Management Companies In East Asia – Case Studies", BIS, FSI papers 03.

G20, Boosting MDBs' investing capacity – An Independent Review of Multilateral Development Banks' Capital Adequacy Frameworks", 2022.

Grünewald, Seraina N. & Marije L. Louisse Read, "How asset management companies can help tackle the NPL crisis – A State aid perspective within the resolution framework," European Banking Institute (EBI) Working Paper Series, 2022 – no. 109, March 1, 2022.

Grünewald, Seraina N., & Marije L. Louisse Read, "How Asset Management Companies Can Help Tackle the NPL Crisis – a State Aid Perspective within the Resolution Framework," EBI Working Paper Series, 2022 – No.109, the European Banking Institute, 1 March 2022.

He, Dong, "The Role of KAMCO in Resolving Nonperforming Loans in the Republic of Korea", IMF Working Paper, WP/04/172, September 2004.

<https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/11/Debt-Relief-Under-the-Heavily-Indebted-Poor-Countries-Initiative>, Accessed on 20 October 2022.



IFC, “DARP—Creating Distressed Assets Markets – Lessons Learned Since The Global Financial Crisis and Opportunities For Investors in Emerging Markets Today”, 2019.

IFC, “Distressed Assets Recovery Program (DARP) – Overview”, March 2022.

IFC, “Distressed Assets Recovery Program (DARP),” March 2022.

IMF, “Debt Relief Under the Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative”, March 23, 2021.

IMF, “Global Financial Stability Report: Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks – the Asset Management Industry and Financial Stability”, April 2015.

IMF, “List of LIC DSAs for PRGT-Eligible Countries as of February 28, 2023” .<https://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/dsalist.pdf>, accessed on 5 March 2023.

IMF, “Resolving Nonperforming Loans in Sub-Saharan Africa in the Aftermath of the COVID-19 Crisis”, The Departmental Paper Series, African Department, DP/2021/014.

Ingves. Stefan, Steven A. Seelig, and Dong He “Issues in the Establishment of Asset Management Companies,” IMF Policy Discussion Paper, Monetary and Financial Systems Department, May 2004

Isa, Fatima & Isa Rehanet, “Resolving the Non-Performing Loans in the Nigerian Banking Industry: An Asset Management Corporation Approach”, African Scholar Journal of Mgt. Science and Entrepreneurship, VOL. 20 NO. 7, ISSN: 2276-0732, March 2021.

Jensen, Lars, “Avoiding ‘Too Little Too Late’ on International Debt Relief”, Development Futures Series Working Papers, October 2022, UNDP Global Policy Network.

Klingebiel, Daniela, “The Use of Asset Management Companies in the Resolution of Banking Crises: Cross-Country Experience”, World Bank Policy Research Working Papers, 21 June 2013 -<https://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/1813-9450-2284>.

KPMG International, “Non-performing loans in ASPAC – Is the region prepared for what lies ahead?” October 2021.

Lee, Junkyu, and Peter Rosenkranz, “Chapter 3: Nonperforming Loans in Asia: Determinants and Macro-financial Linkage - Emerging Market Finance: New Challenges and Opportunities”, International Finance Review, by Emerald Publishing Limited, 2020.

Lee, Junkyu, Cyn-Young Park, Daekeun Park, and Peter Rosenkranz, “Strategies for Developing Asia’s Non-performing Loan Markets and Resolution Mechanisms”, 2021.

Matsumoto, Riki. “Ghana Non-P Ghana Non-Performing Asset Reco forming Asset Recovery Trust (NPART),” Yale Program on Financial Stability, Journal of Financial Crises. 2021, Vol. 3 : Iss. 2, 176-200. Available at: <https://elischolar.library.yale.edu/journal-of-financial-crises/vol3/iss2/7>.

Mckinsey&Company, “Aiming High and Strongly Footed – The Surprising Way To Win for Local Asset Managers, July 2017.

McMahon, Dinny, “The Big Four AMCs: Changing Priorities – and Rankings – In a New Era”, MacroPolo (in-house think tank of the Paulson Institute), September 2018.

Ministry of Finance, the China Banking Regulatory Commission, “Circular on Regulating the Work of Asset Appraisal in the Non-Performing Assets Disposal in Asset Management Companies”, June 15,2005.

OECD, “Maximizing Value of Non-Performing Assets - Proceedings from the Third Forum for Asian Insolvency Reform” November 2003.



Ohuocha, Chijioke, “Nigerian Bank Suitors Seek Clarity on Bad Loans”, Reuters, <https://www.reuters.com/article/nigeria-banks/nigerian-bank-suitors-seek-clarity-on-bad-loans-idUSLDE66S1GO20100803>, August 3, 2010, Accessed on 30 September 2022.

Palma, S. (2016, March 10). Can Mongolia break out of its boom and bust cycle? The Banker. Retrieved April 4, 2023, from <https://www.thebanker.com/World/Asia-Pacific/Mongolia/Can-Mongolia-break-out-of-its-boom-and-bust-cycle>.

Panizza, Ugo, Federico Sturzenegger, and Jeromin Zettelmeyer, “The Economics and Law of Sovereign Debt and Default”, Journal of Economic Literature 2009, 47:3, 651–698.

Petersen, Andrew and Anna Nolan, “Non-performing Loans Through the ESG Looking Glass: Applying ESG Considerations to the Creation of a New Type of Investment Opportunity for Creative Investors” Alston & Bird, 2022.

Plekhanov, Alexander and Marta Skrzypińska, “Cross-Border Spillovers from Reducing Non-Performing Loans”, European Bank for Reconstruction and Development, Working Paper No. 265, January 2022.

Price Waterhouse, White Paper on Reform and Development of China’s Non-performing Asset Management Industry: Transformation, August 2021.

Qian, Ying, “Brady Bonds and the Potential for Debt Restructuring in the Post-Pandemic Era”, Global China Initiative Working Paper 018, Boston University Global Development Policy Center, September 2021.

Rodrik, Dani, Reza Baqir, and Ishac Diwan, “Rescuing Economic Growth in Highly Indebted Developing Countries”, Project Syndicate, <https://www.project-syndicate.org/commentary/realizing-new-growth-opportunities-in-developing-countries-by-dani-rodrik-et-al-2023-01?>, Jan 11, 2023.

Ryder, Hannah, “African debt isn’t the problem – the global financial system is”, African Business, <https://african.business/2020/11/finance-services/african-debt-isnt-the-problem-the-global-financial-system-is/>, Accessed on 22 December 2022.

Shalal, Andrea, “IMF struggling over long-awaited ‘green debt swap’ push as COP26 nears”, Reuters, <https://www.reuters.com/business/sustainable-business/imf-struggling-over-long-awaited-green-debt-swap-push-cop26-nears-2021-10-29/>, October 29, 2021.

South China Morning Post, Why is China being blamed for the stalled G20 debt relief plan for distressed countries? <https://finance.yahoo.com/news/why-china-being-blamed-stalled-093000617.html>, February 27, 2022.

Sprayregen, James H.M., P.C., Jonathan P. Friedland, Nicole S. Miller And Chuan Li, “Non-performing loans in China: a potential win-win opportunity for foreign investors and China’s economy”, Global Restructuring & Insolvency Review 2004 FW 39, [www.financierworldwide.com](http://www.financierworldwide.com).

Terada-Hagiwara, Akiko and Gloria Pasadilla, “Experience of Asian Asset Management Companies: Do They Increase Moral Hazard? — Evidence from Thailand”, Asian Development Bank, ERD Working Paper No. 55, September 2004.

Ungersboeck, Pascal, “Korea Asset Management Corporation (KAMCO): Resolution of Nonperforming Loans in South Korea”, Preliminary Yale Program on Financial Stability Discussion Draft, March 2020

Wang, Yan and Yinyin Xu, “Debt Restructuring in Africa,” Boston University Global Development Policy Center, forthcoming in 2023.

Wang, Yan, Yinyin Xu. “Debt Restructuring in Africa – Building Public Assets and Addressing Bottlenecks for Low Carbon Economic Transformation,” Boston University Global Development Policy Center Global China Initiative Working Paper 020, March 2022.



Wheatley, Jonathan, "World Bank Chief Economist Calls for Overhaul of Government Bailouts" Financial Times, 21 December 2022.

Woo, David, "Two Approaches to Resolving Nonperforming Assets During Financial Crises", IMF Working Paper, WP/OO/33, Monetary and Exchange Affairs Department.

Working Group on NPLs in Central, Eastern and Southeastern Europe, "European Banking Coordination "Vienna" Initiative," March 2012.

World Bank's Finance, Competitiveness and Innovation (FCI) Global Practice, "COVID-19 and Non-Performing Loan Resolution in the Europe and Central Asia region", Policy Note - December 2020, [www.worldbank.org/finsac](http://www.worldbank.org/finsac).

