



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

特殊资产行业运行

曾 刚

栾 稀

2021 年 11 月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、特殊资产行业运行等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

市场需求下滑，行业可能迎来供给放量期

摘要

2021年三季度，特殊资产交易指数为327.7，环比小幅下跌3%、同比增速达5%，特殊资产在线交易指数明显回升。从结构上看，资产金融拍卖成交额同比和环比均明显上升，成交量和成交价均有所上升。2021年三季度，资产金融拍卖成交额同比小幅提升，环比略有下降。资产金融拍卖总成交额为166.94亿元，同比增加12.30%，环比下降9.98%。成交价格降幅远高于成交数量增幅。资产金融拍卖成交量为1542件，环比上升0.78%，同比上升1.72%；平均成交价为1082.65万元，环比下降10.68%，同比上升10.40%。从交易总量上看，依然是存量项目较多的省份交易量排名前列，但头部省份的成交份额下降，成交量向东部和中部地区集中，市场发展更加区域均衡。供给方面，主要省份存量标的大幅上升，特殊资产供给增加幅度较大。成交率方面，高成交率（超过50%）省份数量上升，同时低成交率（低于20%）的省份数量也在上升。债权类资产的拍卖成交率略有下降。债权资产标的数最高的山东省，其三季度成交率仅为28%，较二季度（32%）进一步下降。

三季度，债权资产成交折扣率上升。2021年三季度，债权资产平均成交折扣率为67%，较上季度略有上升。2021年，债权资产成交折扣率较此前整体抬升，基本稳定在65%左右，较2020年提升了10个百分点以上。三分之二的债权资产成交折扣率高于50%，溢价成交的比例稳定在2%附近。

三季度，特殊资产供给增加速度快于需求，成交价格下降。供给约束会推动经济的滞胀格局，关注中小企业债务风险和房地产债务风险带来的特殊资产行业扩容机会。

本报告负责人：曾刚

本报告执笔人：

● 曾刚

国家金融与发展实验室
副主任

● 栾稀

国家金融与发展实验室
特殊资产研究中心研究
员

【NIFD季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

中国宏观金融

地方区域财政

宏观杠杆率

中国财政运行

中国金融监管

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

特殊资产行业运行

目 录

一、特殊资产行业运行环境.....	1
(一) 经济景气指数下滑	1
(二) 特殊资产行业发展新进展	2
二、特殊资产在线交易指数.....	3
三、金融资产.....	4
(一) 整体成交情况	4
(二) 各省市成交情况	5
(三) 各类资产金融拍卖成交情况	8
(四) 溢价率和平均折价率	15
(五) 债权资产成交折扣率	16
四、总结.....	18

一、特殊资产行业运行环境

（一）经济景气指数下滑

2021年三季度，我国国内生产总值（GDP）为290964亿元，按不变价格计算，同比增长4.9%；两年平均增长4.9%。前三季度，我国国内生产总值（GDP）为823131亿元，按可比价格计算，同比增长9.8%，两年平均增长5.2%，比上年两年平均增速回落0.1个百分点。三季度，我国经济增速继续呈现放缓迹象。

2021年10月，制造业PMI为49.2%（环比-0.4%），非制造业PMI为52.4%（环比-0.8%），综合PMI为50.8%（环比-0.9%）。制造业PMI已经跌至荣枯线（50%）以下，下行幅度超出市场预期。除新出口订单有所回升（46.6%）外，制造业PMI指数生产、新订单、在手订单、产成品库存等多个分项指标均明显回落。

当前中国经济景气程度的下滑主要有供需两方面的原因。从生产角度来看，电力供应紧张可能是导致生产回落的主要原因。9月，中国工业增加值同比增速下滑至3.1%；8月、9月，仍在夏季，中国发电量当月同比仅0.2%、4.9%；10月PMI生产指数环比继续下降1.1个百分点至48.4%。从需求角度来看，10月新订单指数环比下行0.5个百分点至48.8%，已连续三个月位于收缩区间。近期国内需求走弱的主要原因有以下两点：一是国内本土疫情再度反弹，尤其部分东部省份疫情呈散点式反弹，服务消费需求再次被抑制；二是限电限产、原材料价格上涨、地产行业债务风险事件，使得企业、居民、外资的短期观望情绪上升，对于相关需求也有一定抑制。

供给约束抬升上游原料价格，加大工业价格和利润的分化，公用事业和中下游制造业成本压力加大。因供需缺口扩大，近期部分工业原材料价格大幅上涨，上下游工业品PPI同比“剪刀差”扩大。其中，采掘工业PPI同比增速达到49.4%，而中游设备制造类行业PPI增速不到2%，下游生活资料PPI增速仅为0.4%。根据中金公司的估算，多数工业行业当前的价格涨幅没有完全抵消成本上涨，上游原材料快速上涨挤压了中下游制造业利润。由于各行业对冲成本压力的能力不同，利润分化加大，采矿业和上游制造业利润增速较高，而中下游制造业和公用事业利润相对偏弱。从成本角度来看，截至8月份，采矿业的营收成本率为66%，是

2012年以来同期最低值，成本压力较小；制造业平均的营收成本率为84.4%，处于近年来同期的低位；而公用事业的营收成本率达92%，为近10年来同期最高值。从盈利角度来看，8月当月采矿业、制造业、公用事业营收利润率分别为20.6%、6.0%、3.0%，公用事业营收利润率为近10年来同期最低。

展望未来半年，供给约束仍将持续，并可能强化经济的滞胀风险。目前主要的供给约束来自于疫情和极端天气导致的供应链短缺、劳动力供给短缺以及碳中和带来的长期影响。上游工业品可能将继续维持高位，叠加投资、出口等主要需求的边际放缓，中下游工业企业利润承压，中小企业债务压力将进一步上升。此外，恒大、花样年等多家房地产企业接连爆发债务风险事件，房地产企业成为风险高发区，房企粉饰财务报告的“财技”也透支了金融机构的信任，其再融资面临困境，只能依靠经营性现金流和股东自觉连带责任偿还债务。同时，恒大等头部房企的债务事件发酵使得居民对房地产市场的预期也偏悲观，销售收入持续下滑。在这种情况下，房企只能也更愿意选择债务违约、等待重组。未来可能还有更多的房地产企业爆发债务风险事件，房地产行业也将迎来并购重组、资产处置的时机。

（二）特殊资产行业发展新进展

1. 金融特殊资产供给持续增加

截至2021年三季度末，银行业境内不良贷款余额3.6万亿元，不良贷款率1.87%，与二季度（1.86%）基本持平，同期银行业拨备覆盖率192.4%，资本充足率14.8%，整体信用风险可控。不过，部分行业（特别是房地产业）的风险有所加快，从部分披露房地产行业不良的上市银行数据可以看到，与2020年末相比，多数银行房地产相关贷款不良余额上升较快。尽管各家银行房地产贷款整体的不良率仍低于全行平均水平，但仍需对相关风险保持关注。债券违约方面，2021年三季度共有25只债券新发生违约，违约时的债券余额合计228.8亿元，涉及的违约主体共有9家，其中3家为首次违约主体。第三季度新增违约债券只数和规模较上一季度均有所上升，分行业来看，房地产行业发行人占比较高。

2. 多家信托介入不良资产处置

监管部门积极探索非银行金融机构的风险处置问题，2021年5月11日，银保监会下发《关于推进信托公司与专业机构合作处置风险资产的通知》，同意信

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。

2021年，中信信托、平安信托、建信信托等多个头部信托公司均纷纷试水不良资产处置。主要模式为不良资产证券化、破产重整融资、项目流动性纾困、不良资产包投资、司法拍卖配资等。信托公司也开始开展与资产管理公司的深度合作。继中国信达与中国信托业保障基金签署战略合作协议之后，10月20日，平安信托与东方资产深圳分公司签署战略合作协议。双方就特殊资产领域投资、风险资产处置等相关业务达成战略合作意向，未来将开启全方位、多领域、深层次的合作。

3. 多家银行个人贷款不良资产包转让

2021年1月，中国银保监会印发《关于开展不良贷款转让试点工作的通知》，正式开展单户对公不良贷款出售和个人不良贷款批量转让试点，受到了市场的广泛关注。3月1日，中国工商银行、平安银行在银登中心，以公开竞价方式成功开展首批单户对公不良贷款、个人不良贷款转让试点业务，不良贷款转让试点正式破冰。截至2021年10月，工商银行、交通银行、平安银行、浦发银行、兴业银行、光大银行、平安银行等多家银行都成功借此处理不良贷款资产包。

二、特殊资产在线交易指数

本文根据线上交易拍卖平台单季度的成交金额和成交数量等数据形成了特殊资产交易指数。基期为2018年一季度，将此时的特殊资产交易总指数设为100。

2021年三季度，特殊资产交易指数为327.7，环比小幅下跌3%、同比增速达5%，特殊资产在线交易指数总体平稳，增长趋势放缓。从指数构成上看，2021年三季度，特殊资产在线交易成交量略有上升，成交额和成交价有所下滑。在成交量上升的情况下，三季度成交额和成交价下滑可能的原因有以下两点。一是新增资产供给的单位体量下降，单位资产规模（评估价）下降。二是因经济下行压力凸显，部分机构对中国经济的不确定性增强、观望情绪上升，特殊资产的需求略有下滑。



图1 特殊资产在线交易指数

三、金融资产

(一) 整体成交情况

资产金融拍卖成交额同比小幅提升，环比略有下降。2021年三季度，资产金融拍卖总成交额为166.94亿元，同比增加12.30%，环比下降9.98%。三季度，资产金融拍卖成交额的下降源于成交价格降幅远高于成交数量增幅；资产金融拍卖成交量为1542件，环比上升0.78%，同比上升1.72%；平均成交价为1082.65万元，环比下降10.68%，同比上升10.40%。不过与2020年疫情期间相比，2021年三季度资产金融拍卖平均成交价较去年同期仍略有上升。

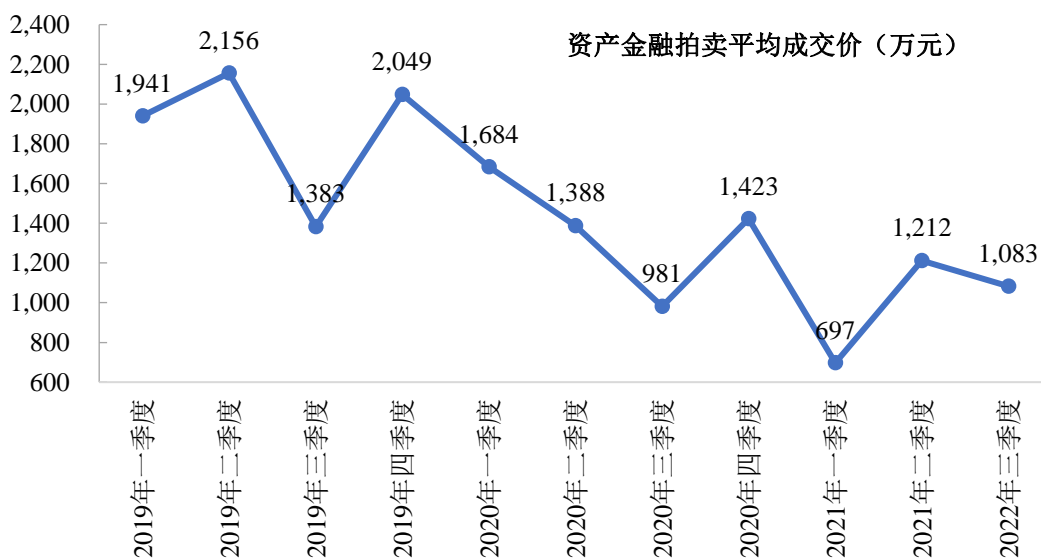


图2 特殊资产金融拍卖平均成交价

（二）各省市成交情况

根据 2021 年第三季度线上平台资产金融拍卖交易情况，从交易总量上看，依然是存量项目较多的省份交易量排名前列，但头部省份的成交份额下降，成交量向东部和中部地区集中。四川省、山东省、浙江省的交易量排名全国前三位。2021 年三季度，四川省、山东省、浙江省的资产金融拍卖成交数量分别占全国总交易量的 14.97%、12.91%、9.46%，三个省的交易量之和占全国总交易量的 37.34%，成交量头部省份的成交份额呈持续下滑趋势。成交量排名全国前十七省市依次为四川、山东、浙江、广东、江苏、广西、辽宁、河北、福建、河南、上海、江西、安徽、北京、湖北、重庆、云南，上述省市的成交量之和占全国总成交量的 80.08%，且均为中东部地区。

从增量上看，2021 年三季度，主要省份成交量涨跌互现。成交数量位于前列的省份中，除了浙江省和广东省分别环比下降 1.95%、39.13%以外，四川省环比上升 148.96%，江苏省环比上升 71.11%。西藏三季度无成交业务。总体来看，大部分省份成交量环比上升，但也有部分省份成交量环比下降。其中，青海、山西、天津降幅最大，分别为 80.00%、69.23%和 57.89%。

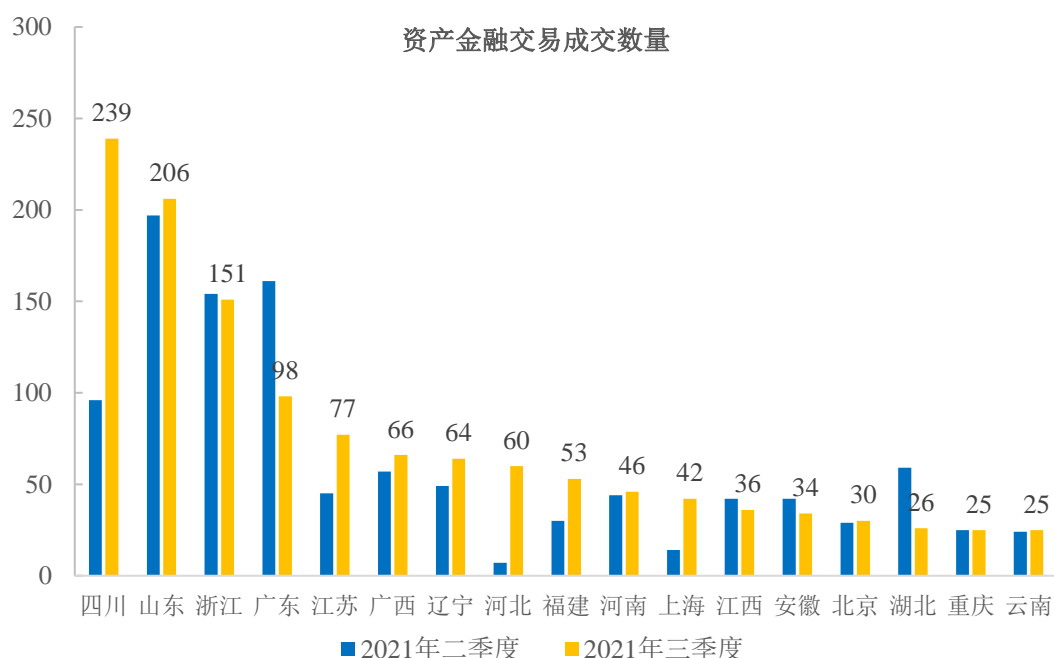


图 3 各主要省市资产金融拍卖成交情况

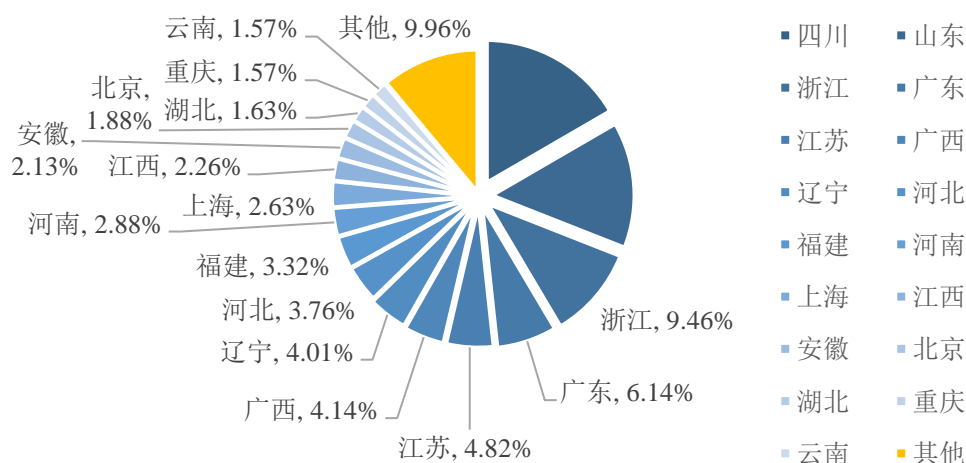


图4 各主要省市资产金融拍卖成交量分布

主要省份存量标的大幅上升，特殊资产供给增加幅度较大。2021年三季度，辽宁、四川、广东、山东、广西的资产金融拍卖存量标的数量排在全国前五位，数量分别为1770件、1407件、1044件、887件、664件，占全国总量的占比分别为16.68%、13.26%、9.84%、8.36%、6.26%。主要省份特殊资产存量数量均有不同幅度的上涨。增长幅度前五名的省份依次是吉林、辽宁、上海、河北、福建，增长率分别为1240%、451.4%、303.9%、242%、146.9%。资产存量数量排名前列的主要省份中，辽宁省、四川省、广东省、江西省、福建省的特殊资产存量数量当季环比涨幅均超过100%；山东省、陕西省特殊资产存量数量环比涨幅分别达45.65%、25.60%；浙江省、广西省的特殊资产存量数量涨幅偏低，分别为7%、2.95%，江苏、河南、内蒙古的特殊资产存量数量也略有上升。但黑龙江、贵州、天津等地的特殊资产存量数量略有下降。

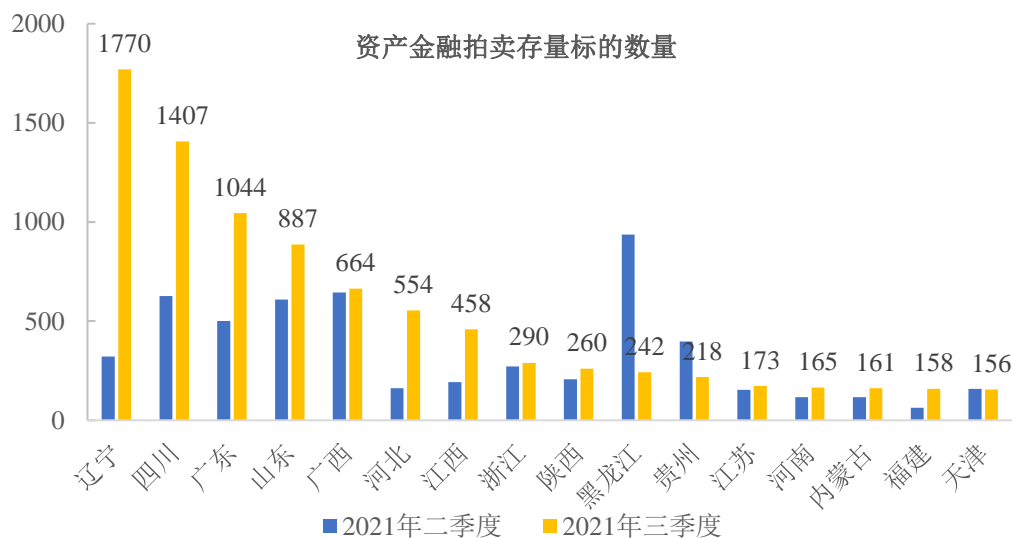


图5 各主要省市资产金融拍卖标的量

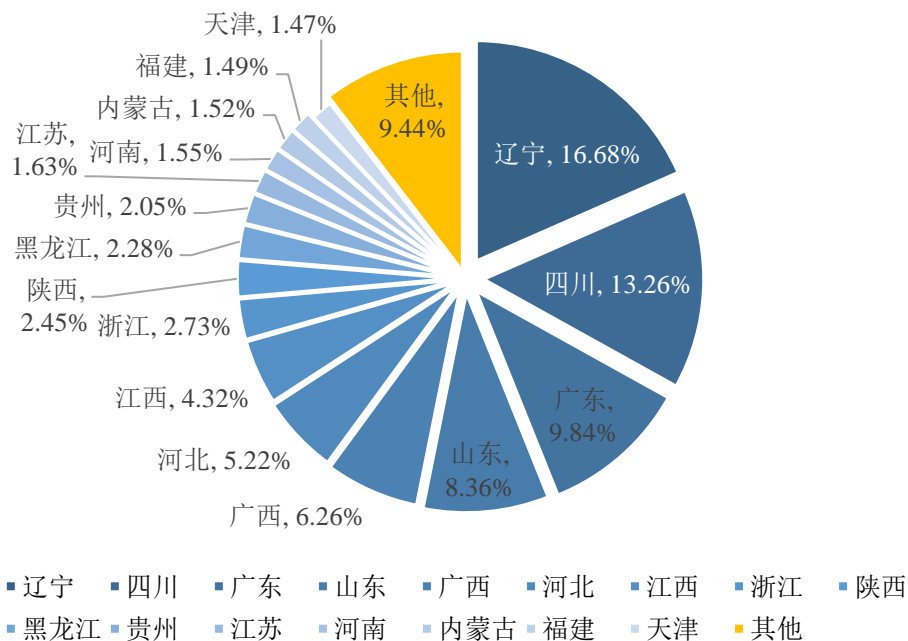


图 6 各主要省市资产金融拍卖标的分布

2021 年三季度，高成交率省份数量上升，成交率超 20% 的省份数量下降。从区域分布上看，2021 年三季度，共 6 个省份的成交率超过了 50%，依次是青海（100%）、湖南（60%）、新疆（53%）、安徽（53%）、北京（53%）、浙江（52%），高成交率的省份数量上升（二季度为 4 个），但同时上海、福建、河南等地区的成交率较二季度下降。全国共 16 个省市的成交率超过了 20%，成交率超过 20% 的省份数量略有下降（二季度为 19 个），绝大部分省份的成交率在 20% 以下。

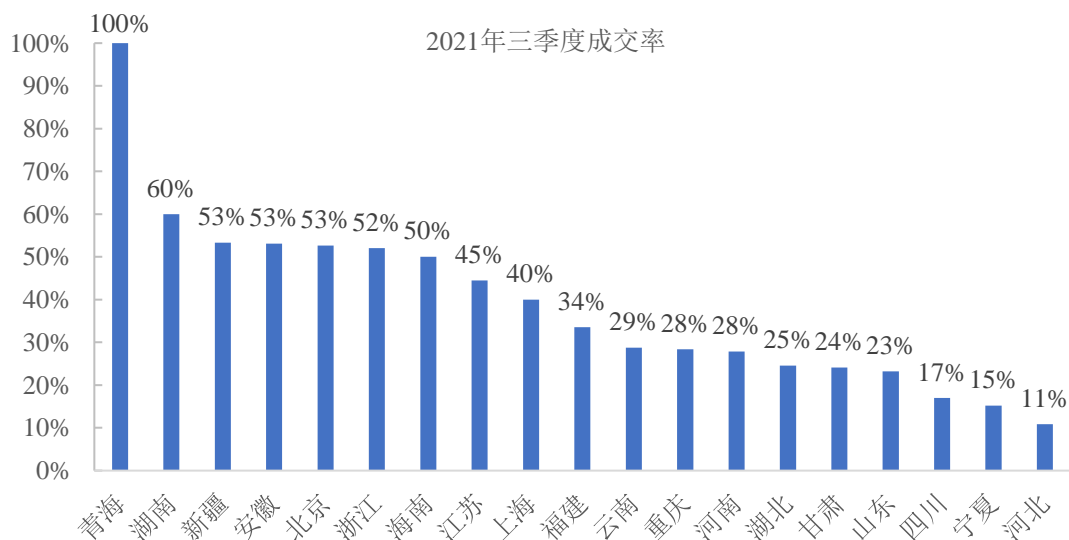


图 7 各主要省市资产金融拍卖成交率

（三）各类资产金融拍卖成交情况

各类资产的标的数量和成交数量均较 2021 年二季度增加。从标的数量看，2021 年三季度，债权资产和商业用房依然是最主要的资产金融拍卖标的资产；债权资产的标的数量为 2475 件，商业用房的标的数量为 4915 件。纵向比较，债权资产和商业用房的标的量均较 2021 年二季度分别上升 13.69%、69.90%。此外，除住宅用房标的量为 1350 件，其他资产种类（如工业用房、机动车等）在三季度的标的数量均不足 500 件，均较 2021 年二季度明显上升。从成交数量上看，债权类资产的成交量最高，其他资产的成交量均不高。2021 年三季度，债权资产共交易 763 笔，约为 2021 年二季度成交量（795 笔）的 95.97%。

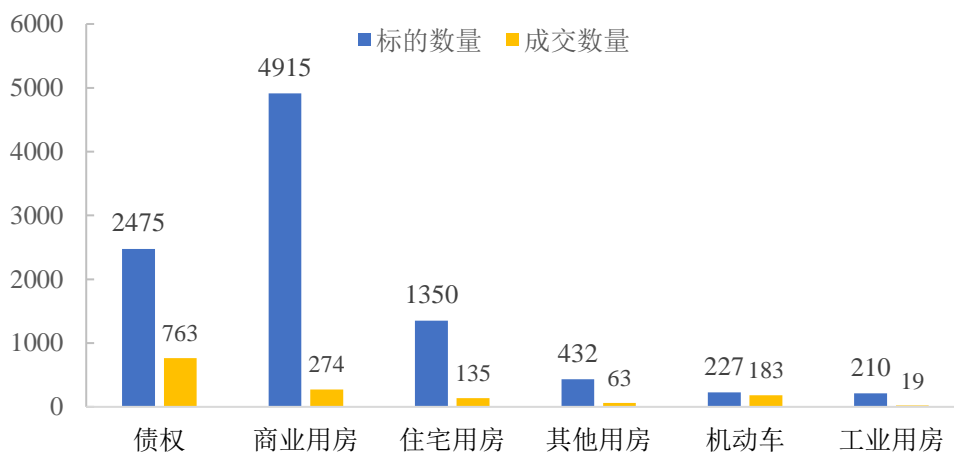


图 8 主要资产种类资产金融拍卖情况

1. 债权资产

三季度多数省份债权资产交易量和标的量均提高。横向比较，债权资产拍卖依然主要集中在山东、浙江、河北、江苏、广东等东部地区，这五个省份的交易总量和标的总量约占全国总量的 54%和 64%。其中，2021 年三季度，债权资产交易前五名山东、浙江、河北、江苏、广东的债权资产交易量为 185 笔、83 笔、59 笔、43 笔、42 笔；债权资产标的数量前五名山东、河北、浙江、四川、河南债权资产标的数量分别为 671 件、534 件、149 件、116 件、113 件。

但纵向比较，主要省份资产金融类债权资产的交易数量多有上升，标的数量涨跌互现。多数省份的债权资产交易数量上升。2021 年三季度，山东环比上升 15%，河北环比上升 883%，江苏环比上升 39%，广东环比下降 47%。主要省份中，仅浙江、广东的债权资产交易数量明显下降。债权资产的标的数量方面，山

东环比上升 34%，河北环比上升 234%，四川环比上升 93%，河南环比上升 71%，而浙江、天津、广东、湖北的债权资产标的数量环比明显下降。三季度，浙江、广东省作为债权资产交易的数量大省，其资产交易数量和标的数量均出现了下降。

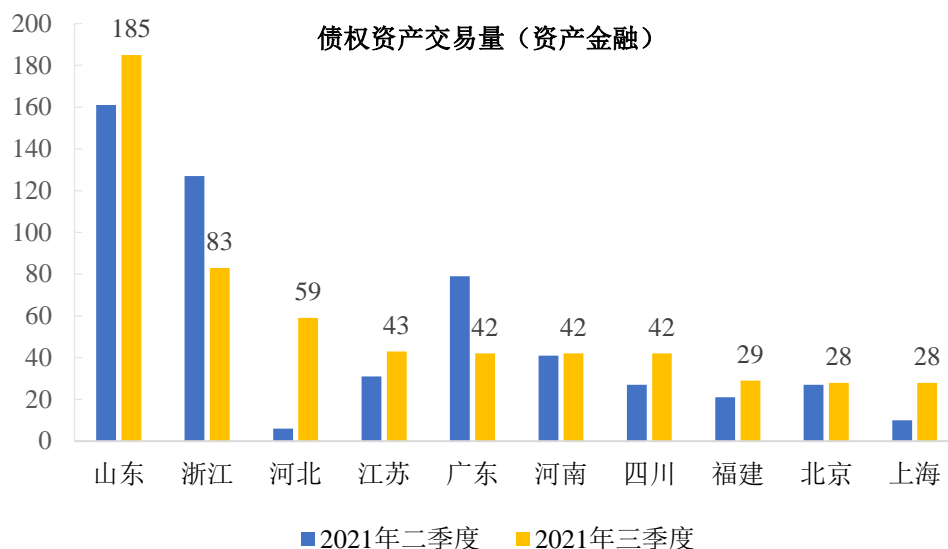


图 9 主要省份债权资产交易量（资产金融）

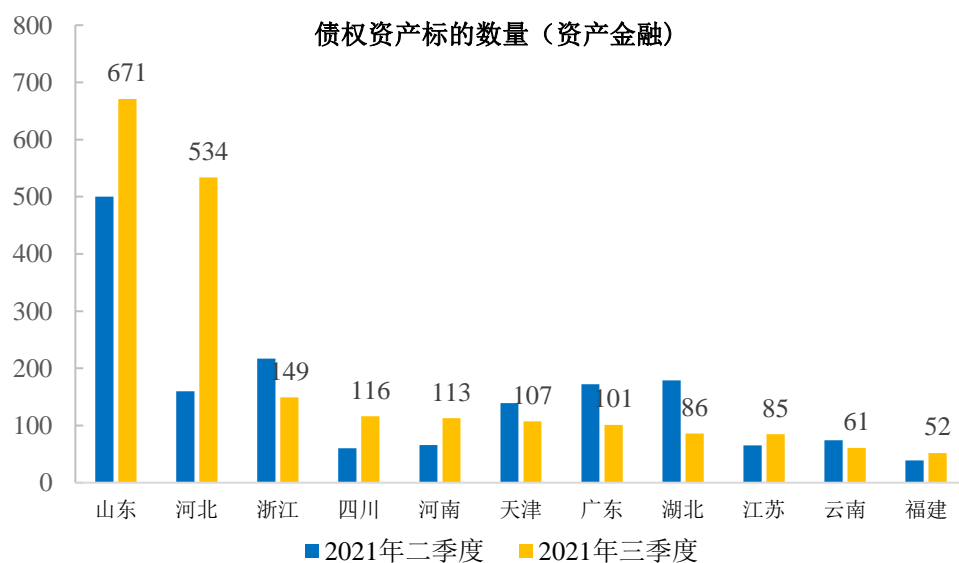


图 10 主要省份债权资产标的量（资产金融）

从成交率上看，债权类资产的拍卖成交率略有下降。2021 年三季度，共有 5 个省份的债权资产成交率超过 60%，这一数量较 2021 年二季度（有 7 个省份成交率超过 60%）有所下降。其中，三季度成交率位居全国之首的青海省为 100%，较 2021 年二季度（63%）明显提高，但其标的数量仅为 1 件；而债权资产标的数最高的山东省，其三季度成交率仅为 28%，较二季度（32%）进一步下降。

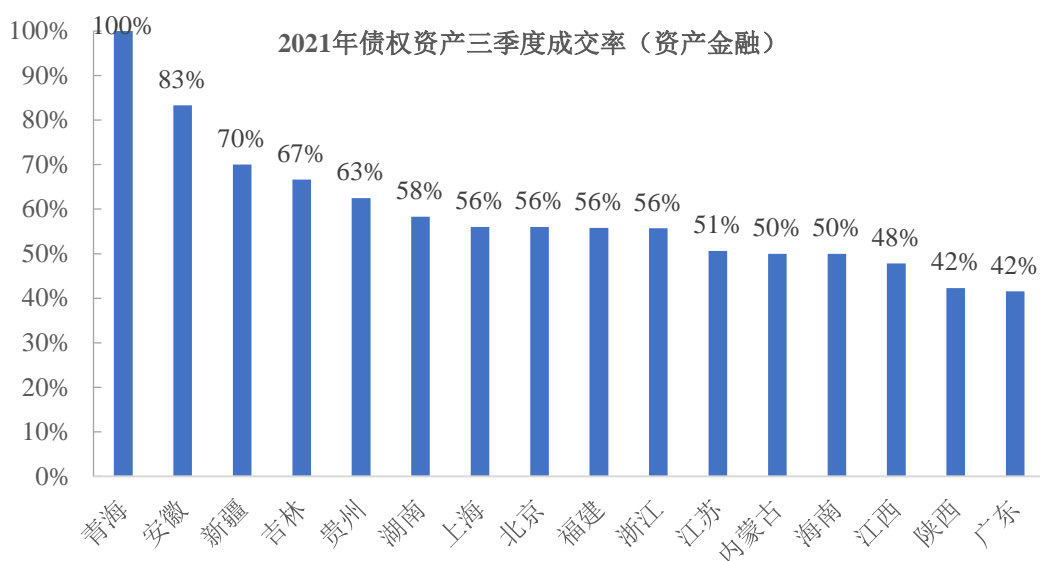


图 11 主要省份债权资产成交率

2. 住宅用房

三季度资产金融拍卖住宅用房标的存量和成交量的总量均较二季度明显上升，但不同省份成交率差异较大，整体成交率依然偏低。2021年三季度，辽宁省的成交量位列榜首，其标的量也排在第一。辽宁省当季用于资产金融拍卖的住宅用房标的数量为522套，成交量为30套。对于大部分省份，由于其住宅用房标的量较少，因此各省份的成交率可参考分析的价值并不高。2021年三季度，住宅用房（资产金融类）成交率最高的北京市和湖南省的成交率均达100%，但二者的标的数量都仅有1套。而标的量最多的辽宁省，其在2021年三季度的成交率仅6%。

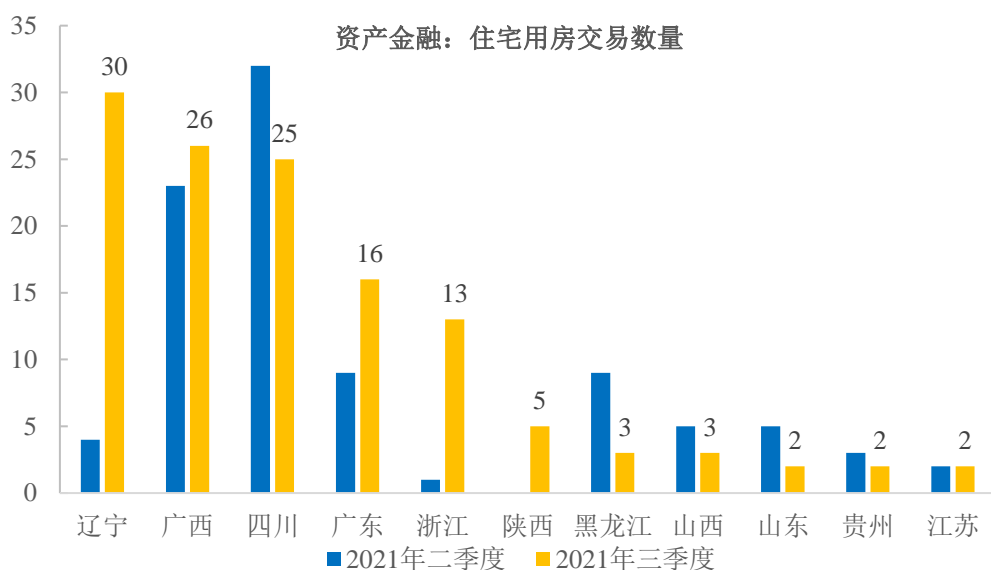


图 12 主要省份住宅用房交易量（资产金融）

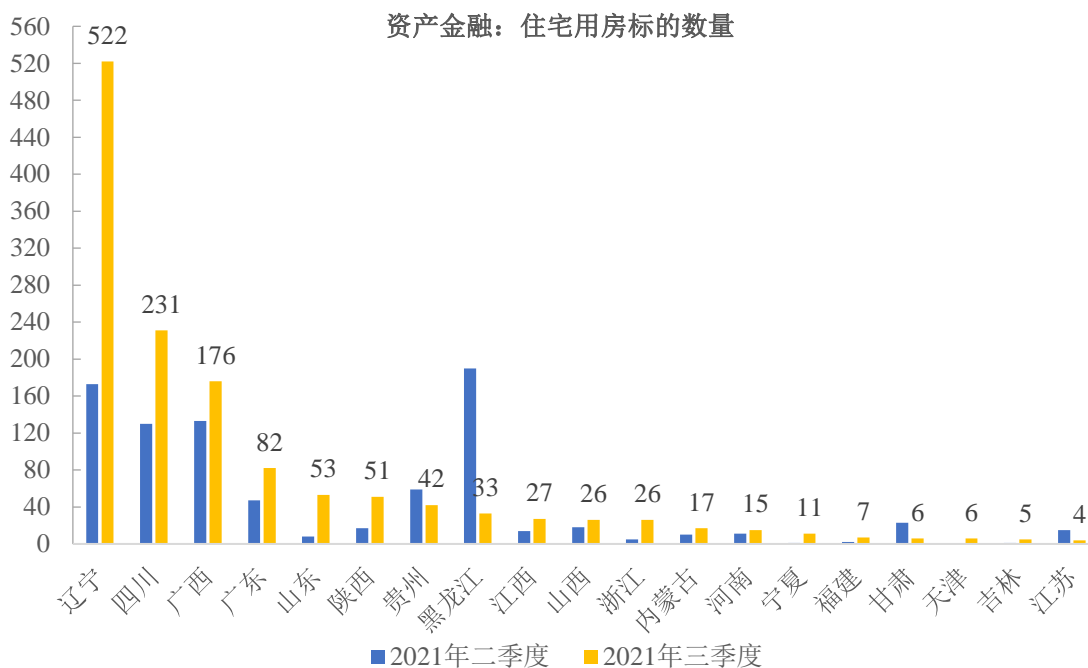


图 13 主要省份住宅用房标的数量（资产金融）

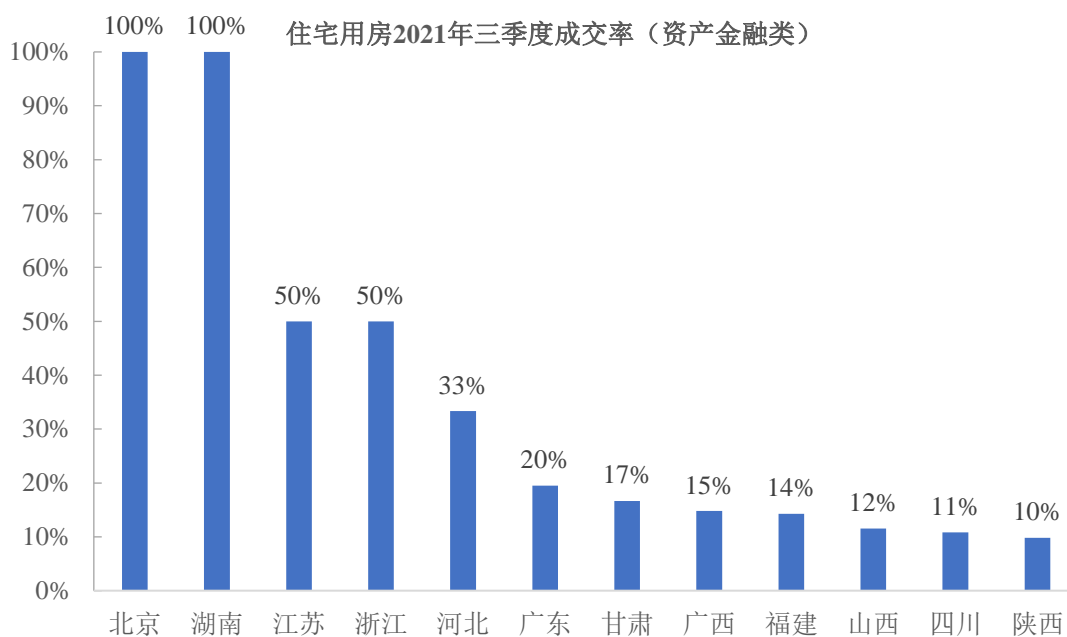


图 14 主要省份住宅用房（资产金融类）成交率

3. 商业用房

资产金融拍卖中，商业用房标的存量和成交量均有上升，其中主要省份增加量较大。成交量方面，2021年三季度，成交量排名前五位的依次是四川省、江苏省、广西壮族自治区、辽宁省、广东省，多数省份三季度商业用房成交数量不足 15 套。标的量方面，2021年三季度，辽宁省、广东省、四川省、广西壮族自治区、江西省的标的数量较多，其中辽宁省商业用房的标的数量超过 1000 套，相对上季度

增长幅度巨大，是所有省份中标的数量最高的，成交量也较之前有所增长。纵向来看，大部分主要省份的商业用房标的存量相对增加，而贵州、黑龙江等地的商业用房标的存量有所下降；从成交量上看，大部分省份商业用房成交量均有上升。

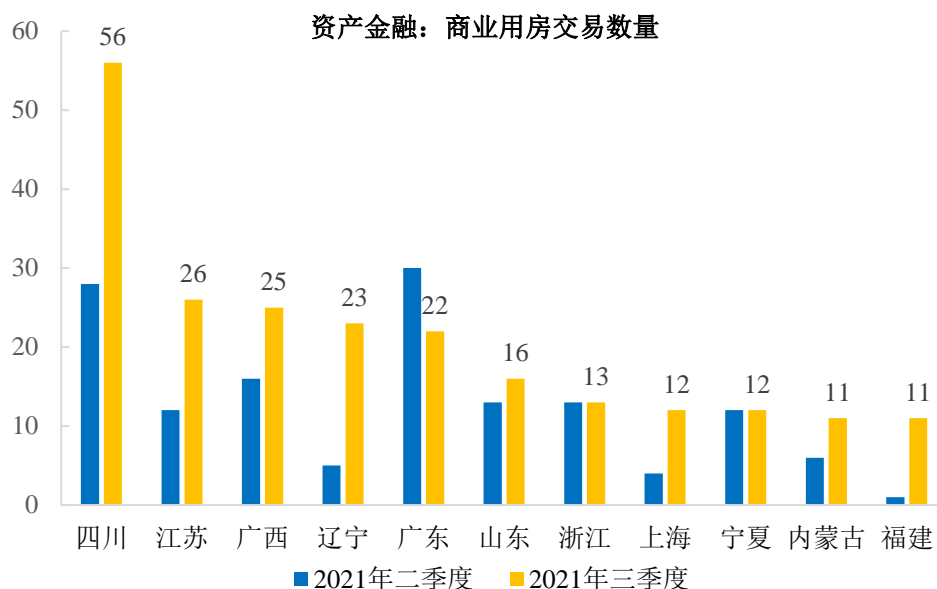


图 15 主要省份商业用房交易量（资产金融）

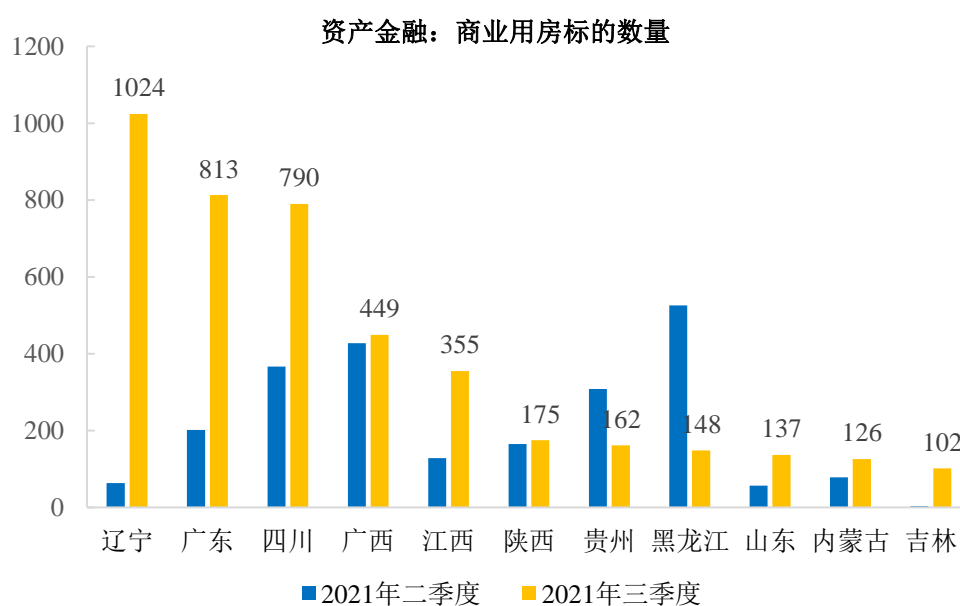


图 16 主要省份商业用房标的数量（资产金融）

2021 年三季度，仅有 12 个省份商业用房的成交率超过了 10%，其中成交率最高的是江苏省（35%），但其标的数量较低。而标的量最高的辽宁省，其成交率不足 5%。受经济下行压力较大以及商业用房本身存在一定的交易限制影响，商业用房的成交率一直偏低。

商业用房三季度成交率（资产金融）

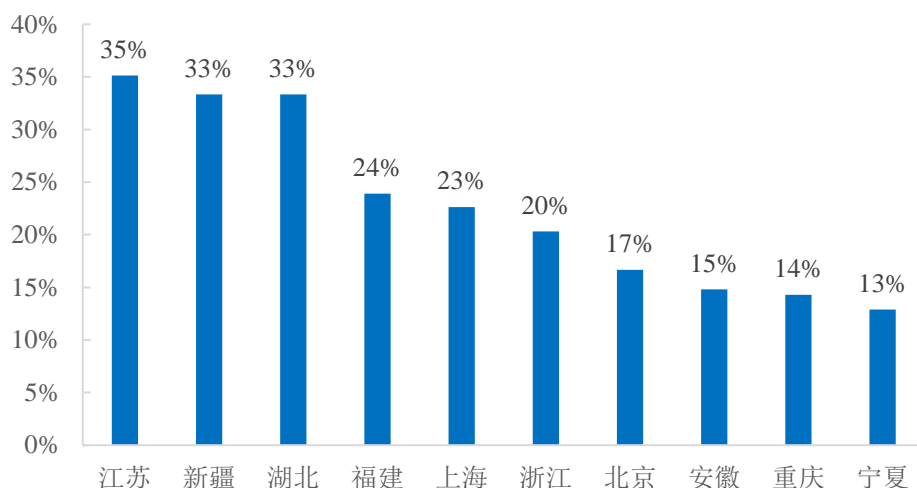


图 17 主要省份商业用房成交率（资产金融）

4. 机动车

2021 年三季度，四川省机动车成交量与标的量均为最高。上海市、云南省、江苏省等 8 个省的机动车成交率超过 90%，有 16 个省份的机动车成交率超过 50%，其中，四川省（三季度机动车拍卖成交量与标的量最高的省份）的成交率为 93%。机动车交易的成交量和标的量较 2021 年二季度总量依然较低，但增速较快。环比来看，2021 年三季度，机动车成交量较二季度上升 63%，标的量较二季度上升 42%。

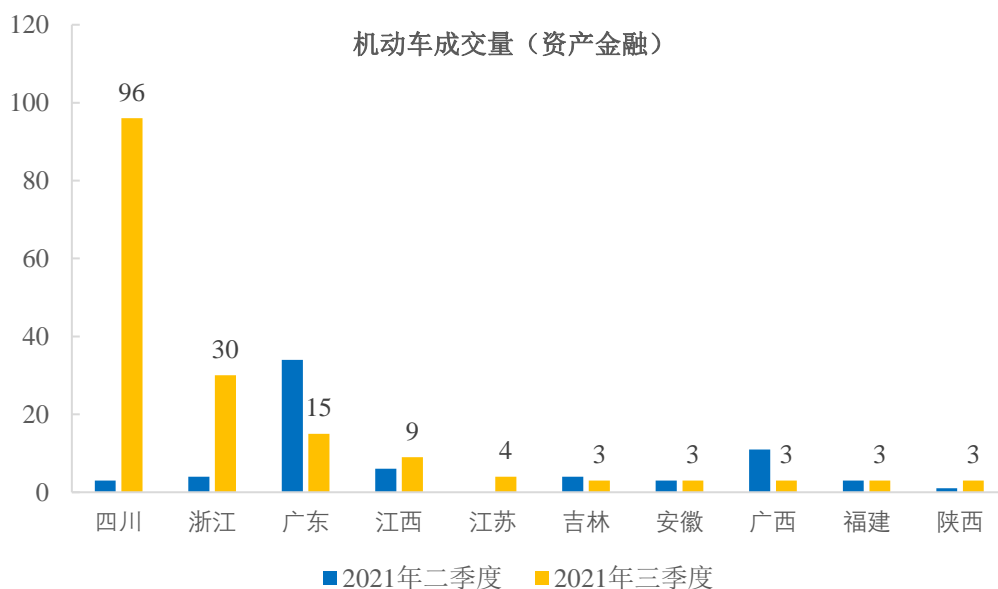


图 18 主要省份机动车（资产金融类）成交量

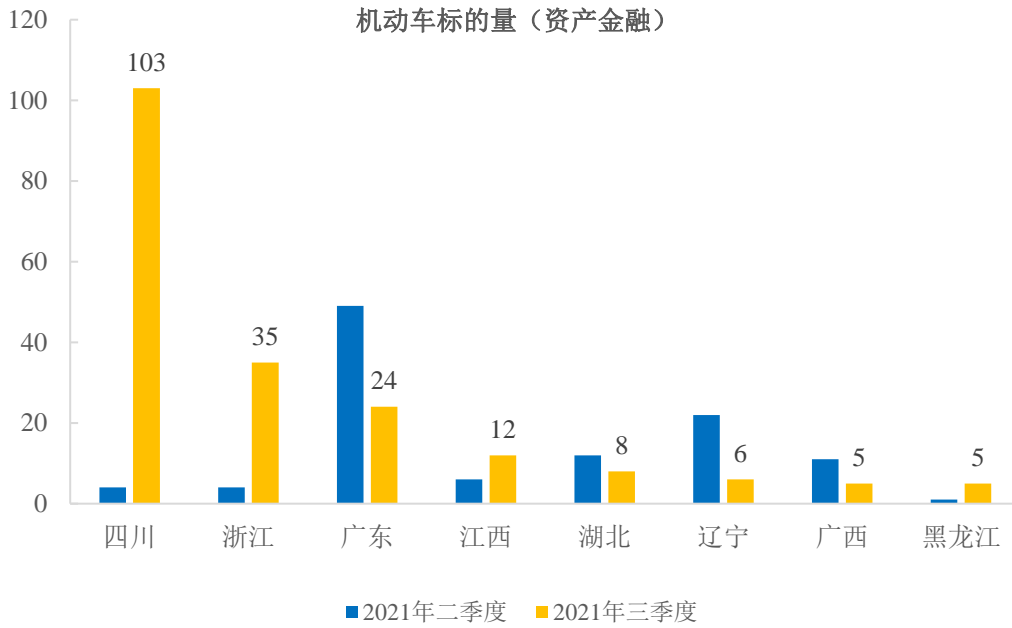


图 19 主要省份机动车（资产金融类）标的量

5. 工业用房

由于当前用于资产金融拍卖的工业用房交易量和标的量均较低，进一步分析价值有限，因此仅将工业用房交易量、标的量和成交率的数据列出，不做详细分析。

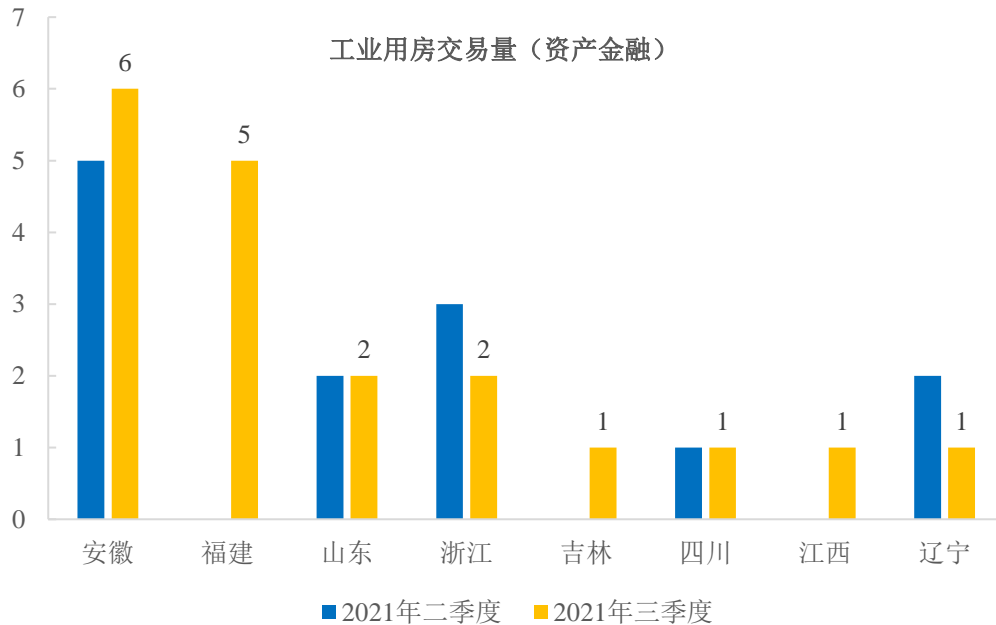


图 20 主要省份工业用房（资产金融类）交易量

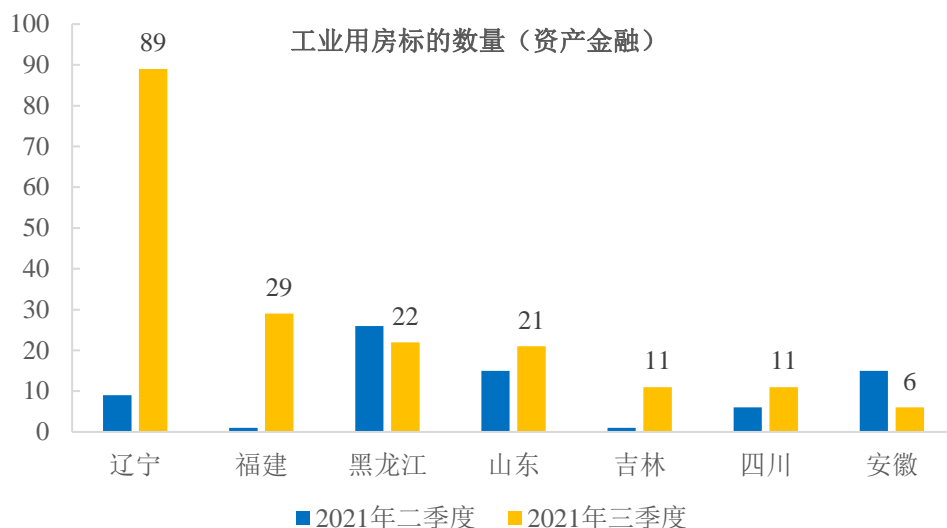


图 21 主要省份工业用房（资产金融类）标的量

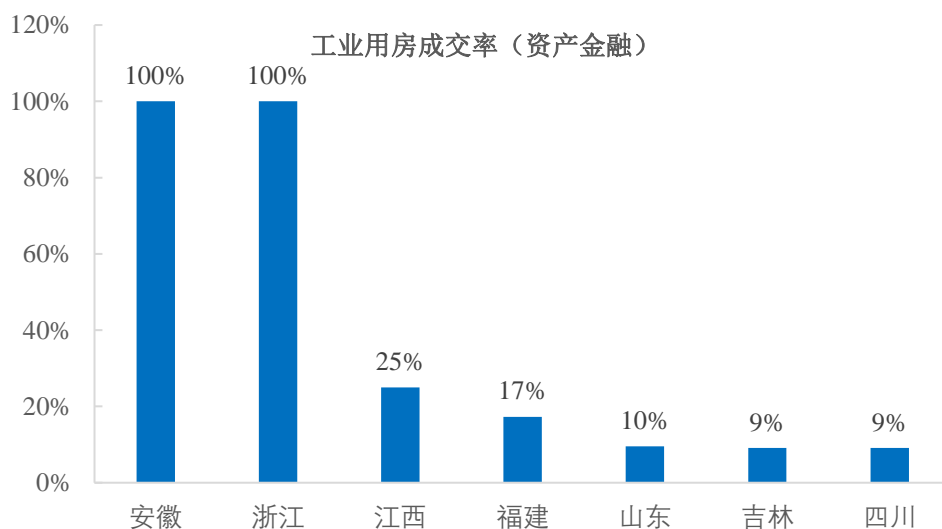


图 22 主要省份工业用房（资产金融类）成交率

（四）溢价率和平均折价率

2021年三季度，机动车、商业用房、债权、住宅用房、工业用房交易的平均溢价率分别为 89%、26%、17%、14%、14%。除商业用房平均溢价率较上一季度有明显的上升，而机动车平均溢价率明显下降，其他资产平均溢价率较为稳定。横向比较看，机动车溢价率明显较高，房产类的平均溢价率较低。

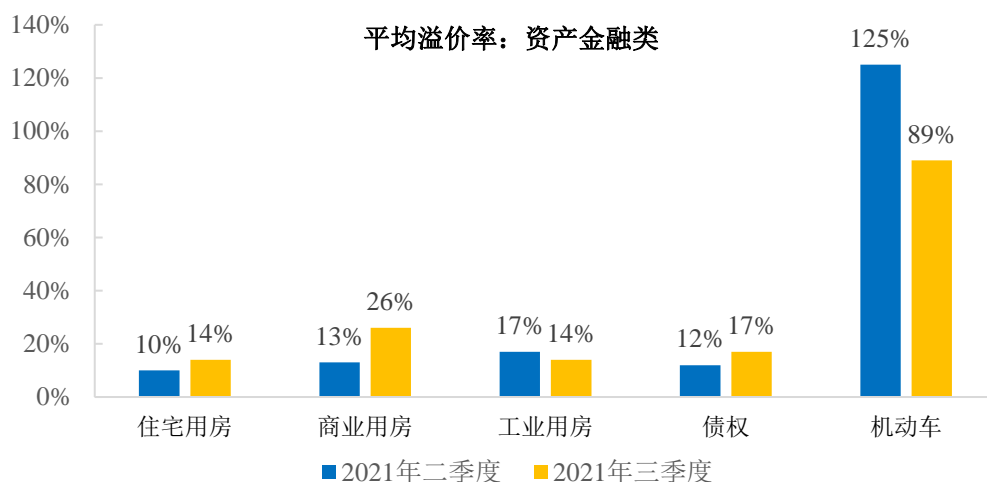


图 23 主要资产（资产金融类）溢价率

在成交价/评估价方面，2021年三季度，住宅用房、商业用房、债权和机动车的平均成交价比估值分别为 77%、64%、53%、176%。其中，机动车依然维持溢价成交、平均成交价明显高于估值的情况，而房产与债权的平均成交价均明显低于估值。与上一季度相比较，房产类和债权的成交价/估值明显低于上季度，机动车的成交价/估值高于上季度。这可能与房地产市场出现债务风险事件有关，市场对中国未来的房地产市场发展判断趋于悲观。

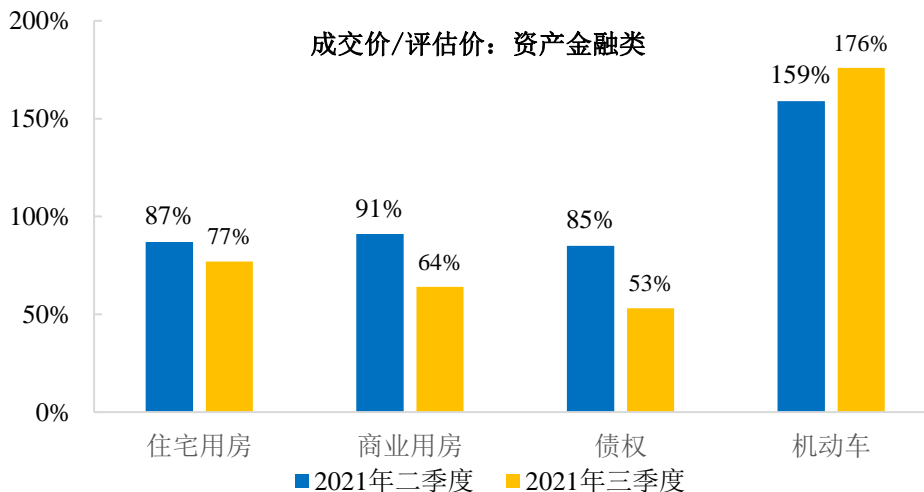


图 24 主要资产（资产金融类）成交价/评估价

（五）债权资产成交折扣率

本报告用“成交价/本息和”衡量债权资产成交折扣率，反映了债权资产成交价与原有债权价值的偏离。在计算过程中，为避免特殊值对债权资产成交平均折扣率的干扰，本文剔除了个别折扣率极低（小于千分之一）的特殊值。

三季度，债权资产成交折扣率上升。2021 年三季度，债权资产平均成交折扣率为 67%，较上季度略有上升。从趋势上看，债权资产平均成交折扣率有所回升，接近历史最高值。2021 年，债权资产成交折扣率较此前整体抬升，基本稳定在 65%左右、较 2020 年提升了 10 个百分点以上。

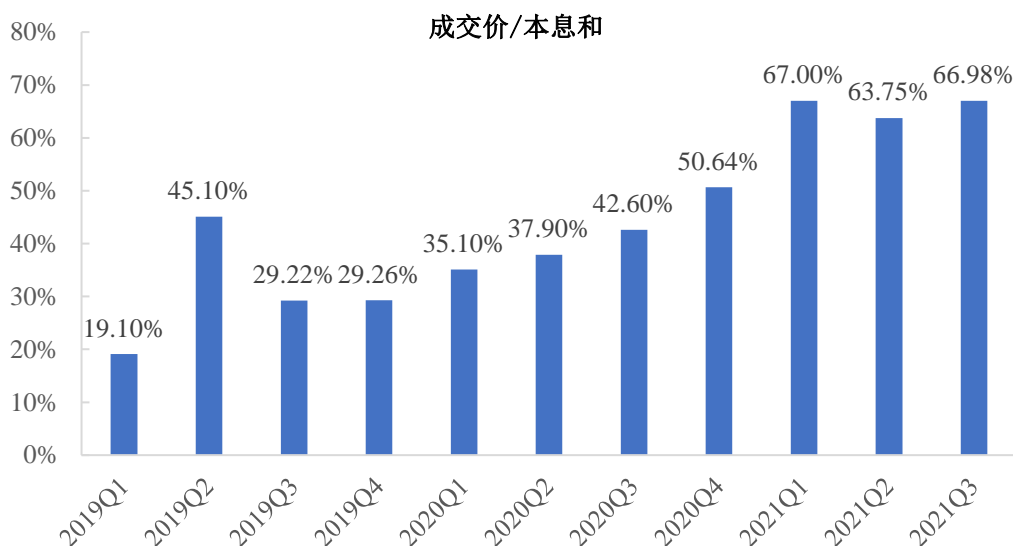


图 25 债权资产（金融资产）拍卖的成交折扣率

三分之二的债权资产成交折扣率高于 50%，溢价成交的比例稳定在 2%附近。2021 年三季度，34%的债权资产成交折扣率低于 50%，三分之二的债权资产以高于 50%的折价成交，高折价成交的债权资产比例上升。溢价成交的比例稳定在低位，2%的债权资产在三季度获得溢价成交，连续两个季度低于历史均值 5%~6%。

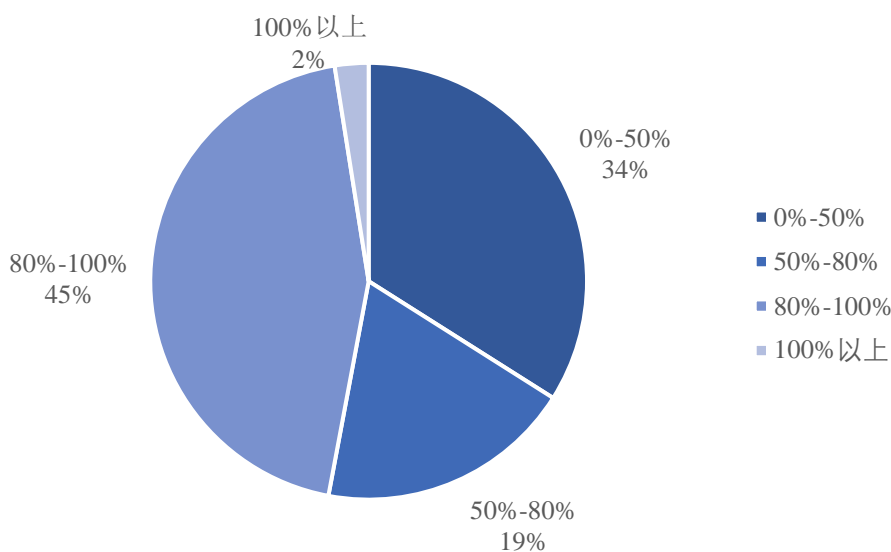


图 26 2021 年三季度债权资产（金融资产）成交折扣率分布

四、总结

2021年三季度，特殊资产交易指数为327.7，环比小幅下跌3%、同比增速达5%，特殊资产在线交易指数明显回升。从结构上看，资产金融拍卖成交额同比和环比均明显上升，成交量和成交价均有所上升。2021年三季度，资产金融拍卖成交额同比小幅提升，环比略有下降。资产金融拍卖总成交额为166.94亿元，同比增加12.30%，环比下降9.98%。成交价格降幅远高于成交数量增幅。资产金融拍卖成交量为1542件，环比上升0.78%，同比上升1.72%；平均成交价为1082.65万元，环比下降10.68%，同比上升10.40%。从交易总量上看，依然是存量项目较多的省份交易量排名前列，但头部省份的成交份额下降，成交量向东部和中部地区集中，市场发展更加区域均衡。供给方面，主要省份存量标的大幅上升，特殊资产供给增加幅度较大。成交率方面，高成交率（超过50%）省份数量上升，同时低成交率（低于20%）的省份数量也在上升。债权类资产的拍卖成交率略有下降。债权资产标的数最高的山东省，其三季度成交率仅为28%，较二季度（32%）进一步下降。

三季度，债权资产成交折扣率上升。2021年三季度，债权资产平均成交折扣率为67%，较上季度略有上升。2021年，债权资产成交折扣率较此前整体抬升，基本稳定在65%左右、较2020年提升了10个百分点以上。三分之二的债权资产成交折扣率高于50%，溢价成交的比例稳定在2%附近。

三季度，特殊资产供给增加速度快于需求，成交价格下降。供给约束会推动经济的滞胀格局，关注中小企业债务风险和房地产债务风险带来的特殊资产行业扩容机会。受经济增长预期、政策预期不确定等多重因素影响，特殊资产的行业需求暂时面临下滑，但中长期看，中国经济基本面良好、韧性足、回旋余地大，信托、外资已纷纷布局特殊资产行业，未来资产需求还将提振。

版权公告：【NIFD季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。