



上海金融与发展实验室
SHANGHAI INSTITUTION FOR FINANCE & DEVELOPMENT

金融与发展要报

「2021 年第 4 期」

上海金融与发展实验室编

2021 年 02 月 05 日

▶ 编者按：2021年我国银行业要处置的不良贷款会高达3.4亿元，这严重影响着我国双循环新发展格局的形成。因此，需要建立国家级特殊机会投资母基金，从国家层面提供金融工具和金融服务助力经济发展。上海要发挥国际金融中心作用，将特殊资产管理纳入其全球资管中心的建设中。对此，本文提出了五个方面的政策建议和六条具体的有效措施。

领创国家级特殊机会投资母基金，助力上海全球金融资管中心建设

陈阳¹

一、我国特殊资产规模和特点

根据中国银保监会和上海金融与发展实验室的数据分析，2020年前三季度，银行业处置不良贷款1.7万亿元，同比多处置3414亿元；预计2021年将进一步加大对不良贷款处置力度，全年预计银行业要处置3.4万亿元。一方面，不良资产影响金融资源向实体经济体的顺畅匹配，并累积经济金融体系的系统性风险；另一方面，从“没有不良的资产，只有放错地方的资产”角度而言，“特殊资产可能成为中国规模最大的一种资产。”

特殊机会投资行业基本上源于1990年美国高收益债券危机，并在2001年互联网泡沫及2008年全球金融危机等中进一步成长壮大，特殊机会投资成为逆周期的投资方向。这其中，一方面蕴藏着巨大的困境资产收购、资产重组、物业改造、运营提升、价值增值的空间；另一方面由于资产处于特殊状态，使得特殊资产具有处置产业链较长、处置过程环节复杂的特性。从历史数据和较长周期来看，这类投资机会的投资回报整体较为丰厚且收益稳定。领域内头部机构的投资组合通常包括：企业困境债务、困境企业股权、困境房地产、银行不良贷款、高收益债券等资产。投资人通常主要包括：主权财富基金、各类保险资金（如企业年金、养老金等）、家族办公室、大学捐赠基金，以及私人银行服务的高净值客群等。

二、建立国家级特殊机会投资母基金的必要性和有效性

首先金融业形成的万亿级以上的不良资产，已经影响到整个国家新发展格局的有效形成，从这个意义上讲，国家级的事情应该是有国家级的金融工具和金融服务予以支撑。因为母基金本身就具有特定地战略性、引导性和高阶性，所以通过设

¹上海金融与发展实验室特聘高级研究员，远洋资本副总经理、董事总经理

立国家级特殊机会母基金，有助于实现以下三个方面的特定功能：一是实现由政府公共政策性引导资金等支撑的国家意志与战略目标；二是带动多层次跨周期资本进入特殊机会投资行业，进一步提升市场化程度；三是实现与保险资金，资管、理财新规等合格投资人更好地衔接，不断完善我国大类资产管理与配置市场的格局。同时，从价值认可的角度看，还要鼓励长期资金、高净值合格投资人参与特殊资产投资：例如在数字经济的推动下，面对合格投资人进行特殊资产的标准化，能够进一步促进交易市场发展。在中国致力于推动非居民越来越多地购买并持有人民币定价的资产让更多的特殊资产以人民币为价格标的来定价，吸引更多的境外投资者来购买并持有此类人民币定值资产，也是推动人民币国际化的有力举措。在这方面，上海显然大有可为。

三、促进上海成为全球资管中心的政策建议和有效措施

（一）政策建议

在2020年，上海已经基本建成了与我国经济实力以及人民币国际地位整体相适应的国际金融中心。按照上海市金融监管和发展目标，计划从现在到2025年力争把上海建设成为资管要素集聚度高、国际化水平强、科技应用领先、生态体系完备的综合性、开放型资产管理中心，成为亚洲金融资产管理的枢纽，跻身全球金融资产管理中心城市前列。特殊资产管理必然将是全球资产管理中心建设的重要领域。近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《建设高标准市场体系行动方案》，为特殊机会投资的资源供给提供了更多实践支撑的可能。对此我们有这样一些初步思考和建议：

首先，在2009年国务院发布《推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》基础上，2019年8月国务院正式印发上海自贸试验区临港片区方案。其中，在跨境统筹服务，对标国际公认竞争力最强的自贸园区，还有以风险防控为底线，加大开放经营风险压力测试等方面，都做了一些比较好的制度创新安排。从国内情况来看，特殊机会投资领域生态圈日益健全，专业

机构不断迭代升级，有效吸引全球一流机构、构建特殊机会投资生态环境，在上海形成全球特殊机构跨境投融资中心，当然目前还有一些诸如备案流程复杂、登记程序重复、信贷资产转让规范化流程和债权转让法律形式等问题有待解决。

其二，适时设立国家引导特殊机会投资“母基金”。籍以连接包括特殊机会投资政策性等成规模、跨周期资金，以及特殊机会领域优秀的国内外资产管理人，进一步完善顶层设计和推进制度创新，在战略实现、属性需求、安全配置、专业化运作及构筑投资生态等方面具有较高的契合性。保险资金在这个管理方面的作法将有所借鉴：截至2020年9月末，保险资金共投向了46个管理人发起设立的87只母基金，认缴2900亿元，投资余额超过2000亿元。

其三，进一步鼓励面向国内外的市场化募资。在全球各主要经济体开启低利率和负利率时代背景下，2020年11月18日，中国财政部售出了价值7.5亿欧元、收益率为-0.15%的以欧元计价五年期债券；此次发售吸引了180亿欧元的认购，投标倍数为4.5倍；2026年11月到期的中国0.125%欧元债券的收益率徘徊在0.09%附近，创历史新低。为特殊机会投资以市场化方式，在全球市场募资提供了宝贵的时间窗口期。

其四，推进特殊机会投资及其资产证券化。根据2021年1月7日银保监会发布的《关于开展不良贷款转让试点工作的通知》，通过合理配置特殊机会投资标的资产，使其具备稳定的现金流，提高信用，以其为标的资产发行证券，在金融市场进行流通销售，从而实现对目标资产的快速处置、有效降低不良率，减少资本占用。同时，针对特定资产鼓励采取以 REITs等方式退出。

其五，进一步推出若干金融科技赋能支持政策。特殊资产具有非标准化、高风险性等特性，信息不对称的问题在特殊资产领域更加突出。借助金融科技在降低金融业信息不对称等方面有更大作为：一是金融科技提升特殊资产信息采集、挖掘和分析能力，在风险精准评估基础之上实现产品精准定价，提供“价值发现”的技术功能；二是通过互联网平台等形式，金融科技嵌入特殊资产处置的链条，扩大投资人群体，实现投资人精准匹配，进而提升特殊资产处置效率、拓展市场需求空间，

提供“市场发现”的技术功能。

(二) 有效措施

2021年，预计全国不良资产数量攀升，并成为影响双循环淤点、堵点情况下，我们针对相关建议有效落地等，提出以下六条：

第一，由政府及监管部门组织牵头，汇集专业投融资机构和体系成员、国家级高端金融智库、中国特殊资产50人论坛核心成员等，组建“国家级特殊资产投资任务联合工作组”，从完善政策研究和顶层设计着手，规划组建“上海全球资管中心高质量发展特殊机会投资母基金”；

第二，进一步畅通跨周期长期资金入市渠道，促进市场功能和政府作用更好地结合与发力，营造全国领先的一流特殊资产交易环境；

第三，研究并支持设立特定机构，主导发行具有国家主权级别的低（负）利率特殊资产投资创新金融工具，出台政策支持在上海设立人民币国际特殊资产投资基金；

第四，支持符合条件的特殊机会投资机构在上海设立特殊资产交易金融科技公司，探索开展适合科技创新性企业个性化特殊资产投融资服务；

第五，支持特殊资产投资金融工具跨境投融资管理便利化措施落地，继续支持上海吸引全球一流专业机构落户展业、兴业；

第六，出台实施细则进一步支持特殊资产投资金融工具，在上海开展特殊机会跨境投资业务试点，成为亚洲资产管理的枢纽，跻身全球资产管理中心城市前列。

领导如有批示，请告知。

联系地址：上海市黄浦区南车站路 564 号 7 楼

联系人：杨斌

联系电话：021-3330 2077 / 13761339183