



防范债务危机：2021 困境资产如何解困突围



2020 年，中国经济运行走出一条“V”型复苏曲线，在这引人注目的反弹和全球流动性充盈的背后，复苏的不平衡仍值得关注。受疫情冲击，大大小小的企业出现业绩亏损，陷入经营困境。整个市场分化加剧，价值正加速从大批敏捷度较低的企业流向行业头部企业。

随着信贷政策趋于收紧，以及经济迈向“软着陆”，企业的流动性压力亟须纾解。在此背景下，不良债务投资人加紧收购打折资产，以期通过重振业务获得最大收益。同时债权人正努力化解风险，以防范潜在的财务危机。

2021 如何处置困境资产，避免爆发债务危机？本文为专注于中国市场的投资人和债权人提供了一揽子建议，从识别困境资产的五个关键问题到保持流动性的七个步骤，再到重振困境资产的五大考量，全方位指导各利益相关方抓住潜在机会，实施有效方案，优化投资组合的整体效益。

市场分化导致长尾企业陷入困境

据预测，中国将是全球唯一实现正增长的主要经济体，但这并不意味着所有企业都在增长[1]。事实上，普通企业的发展空间已经收窄，行业两极分化明显。虽然某些行业的整体表现不错，但也是个别以国内市场为主的大企业所拉动的。

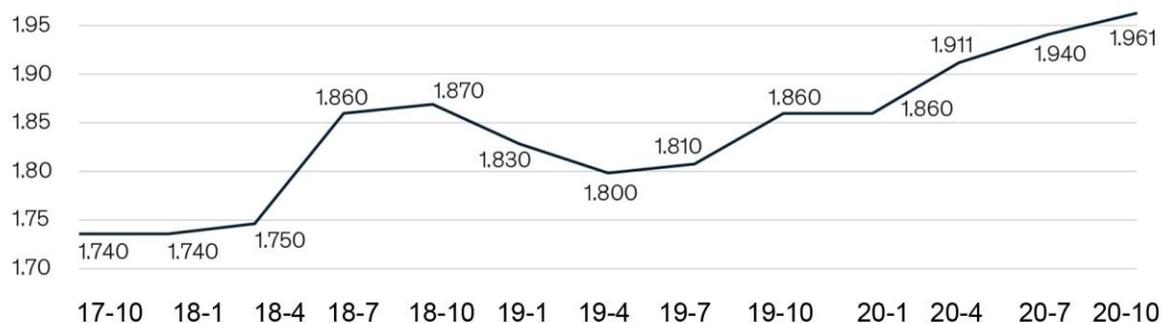
以中国日新月异的消费品行业为例，几千家企业中，排名前 22 位的企业相较于去年新增了 8200 万消费者，主要原因是人们对“能够快速适

应市场变化”的商家信心倍增[2]。电商“双 11”创下了 1172 亿美元的销售额新高，但也有很多企业步履维艰。

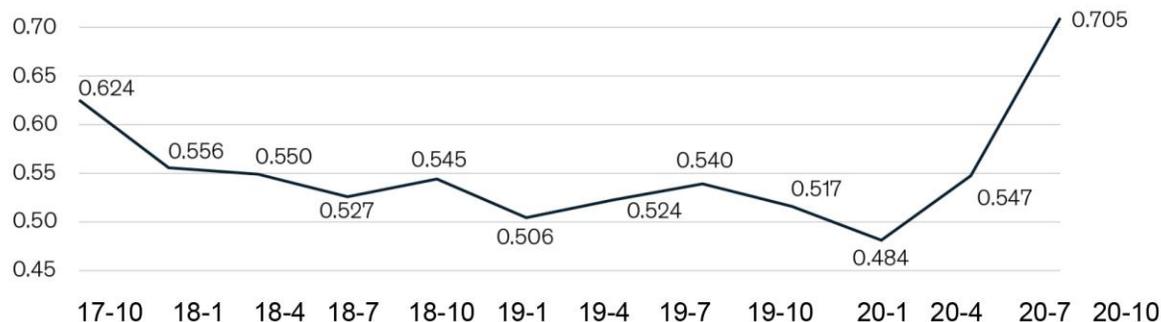
总体债务水平和不良贷款（NPL）的快速攀升间接反映了企业面临的困境。在非金融企业的推动下，中国的债务与 GDP 之比创下新高[3]。为了应对疫情，餐饮业和酒店业的中小企业纷纷增加了债务。标普全球（S&P Global）的数据表明，不良资产率（包括不良贷款和关注类贷款）将从 2019 年的 4.8% 升至 2020 年的 7.3%。考虑到上述情况，商业银行于 2020 年需要处置的不良贷款规模预计将高达 3.4 万亿元人民币，而 2019 年为 2.3 万亿[4]。

图1 中国不良贷款率呈上升趋势，中国香港地区的不良贷款率疫情暴发后快速攀升

中国不良贷款率



中国香港特区不良贷款率



截至2020年6月，中国累积的未偿不良贷款余额约5300亿美元，其中至少1172亿美元的债务根据法律规定需进行债务重组委托¹，占亚太地区总额的62.4%。

虽然中国总体不良贷款增幅不大，但这很可能是在政府补助之下产生的滞后效应。未来数月的不确定性或成为对众多企业流动性问题的考验。

1. 咨询委托数额和债务数额不包含无公开记录的债务。因此，实际数额可能更高。数额包含法庭监管下的重组和法庭外的重组

McKinsey
& Company

资料来源：CEIC数据库、Debtwire

图1显示，进入2020年，中国的不良贷款率开始迅速攀升。其中，小微企业承受巨大压力：中国银保监会的数据表明，小微企业不良贷款率

于 2020 年 8 月达到 2.99%，高出各项贷款不良率 0.88 个百分点。在香港地区，长期受益于中国大陆资金、旅游及奢侈品零售的行业始终未能复苏，原因是跨境旅行限制未能放松，以及香港对内地游客的吸引力下滑。

指导意见显示，央行将继续推行稳健的货币政策。由于 2020 年下半年信贷发放放缓，中国的不良贷款率或将进一步攀升。中国银保监会第三季度的数据显示，商业银行为降低不良贷款率升高的风险，正采取日益严格的贷款审批程序。房地产企业融资政策进一步收紧，而房地产业影响着众多相关行业的发展。监管部门设置了债务指标，想要获得贷款融资的开发商必须达标。若三项指标均踩红线，该房地产企业便不得再融资[5]。据悉，“三条红线”融资新规将于 2021 年全面实施。这样一来，即使是头部房企，若不迅速削减债务，也很可能陷入财务困境。

因此，债务重组的需求会越来越多，债权人也在竭尽全力将损失降至最低。面对另类信贷需求的激增，不良债务投资者已经开始在中国寻找大幅打折资产的投资机会。

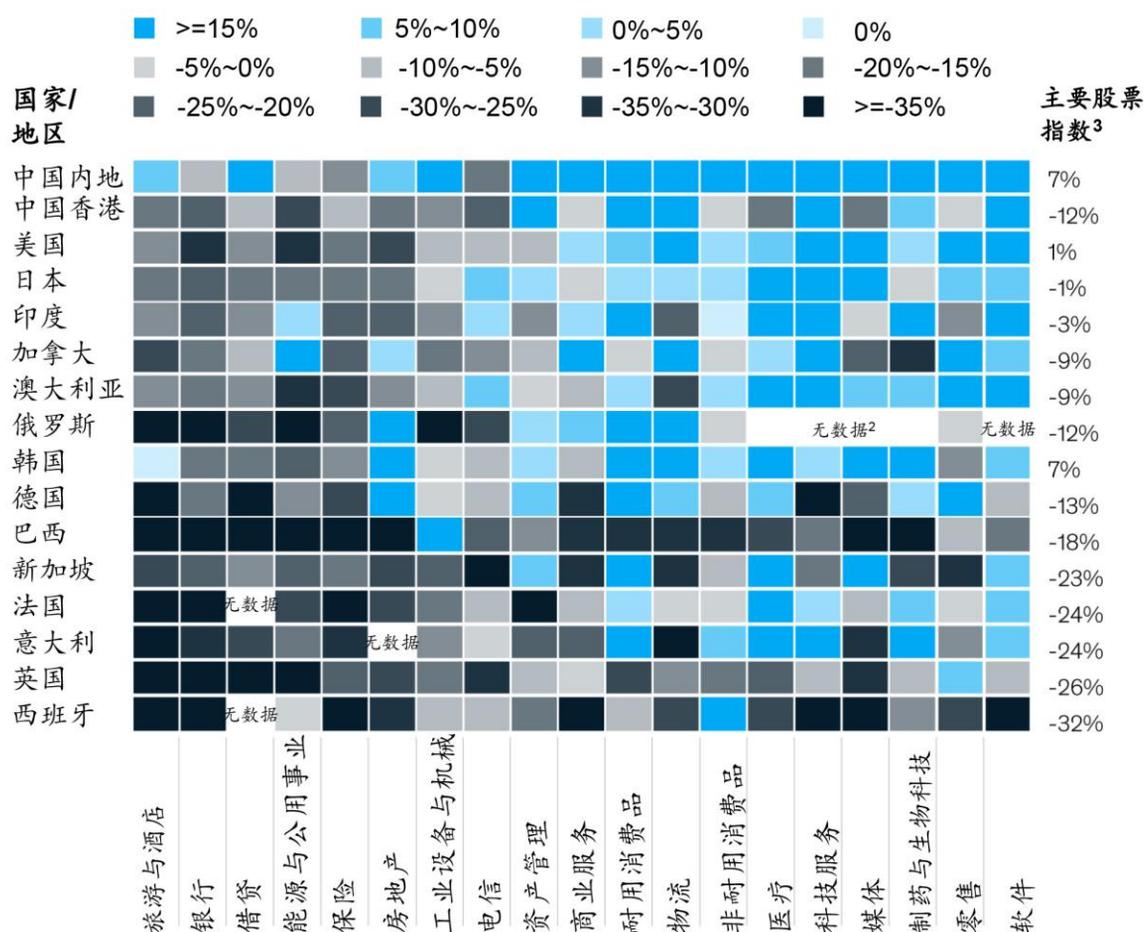
股市高涨背后的真实财务状况

图 2 显示了主要行业市值截至 2020 年 10 月的变化。从这些数据可以看出，市场对中国经济及其他主要经济体的看法不尽相同。即便将中国散户（占国内证券交易所股票交易的大头）对股市的“过度热情”考虑在内，A 股和 H 股在市场情绪上仍存在显著差异。

图2 市值下滑因地而异

各行业企业总市值变化, %¹

2020年10月28日(疫情后)与2019年12月31日(疫情前)比较



1. 数据集涵盖各国各行业收入>1亿美元的上市公司

2. 对应的国家在对应的行业内不存在收入>1亿美元的上市公司

3. 各国主要股票指数数据来自彭博社

McKinsey
& Company

资料来源: S&P Capital IQ; 彭博社; 麦肯锡分析

从图 2 不难看出, 对身处困境的上市公司而言, 评估其真实的财务和资产负债表状况并不容易。精确的公司业绩数据通常难以获得或验证, 使得评估不良债务的风险和潜在回报更为困难, 即便在计划重组之前也是如

此。专注于中国的投资者在评估现有资产的风险，或是寻找潜在重组机会时，应牢记上次全球金融危机的五条教训：

识别困境资产的五个关键问题

企业领导层应尽早识别困境资产，迅速采取行动，否则，企业资产的财务状况可能会无法逆转地恶化。

我们为投资者提供了一份问题清单，通过思考以下 5 个问题，可以判断企业的某项资产是否出现了陷入困境的苗头：

只要有一个问题的回答是肯定的，就必须立刻开展流动性压力测试，并着手制定正式的振兴资产方案。

保持流动性的七个步骤

发生流动性危机时，时间远比利润宝贵。若无时间，企业就无法喘息，也没法根据业务环境的变化来调整自身状况。不幸的是，时间是奢侈品。债权人陆续给出最终还款期限，使得企业对营运资金的需求可能成倍增加。图 3 的结论表明，对多个流动性“跑道”情景进行早期建模有助于投资者

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33898

