

# 我们的信用风险分担交易投资方法

## 我们承担损失，同时也得到回报

### 简介

Pensioenfonds Zorg en Welzijn(‘PFZW’)投资于银行向其客户提供的贷款。其重点和方法是相对独特的。贷款仍保留在银行的资产负债表上，PFZW 承担选定贷款组合的部分损失，而不是全部损失。通过这些称为信用风险分担 (CRS) 的交易，PFZW 分担了银行承担的作为其核心和成功贷款活动的一部分的信用风险。PFZW 已授予 PGGM 将其 2.5% 的资产投资于 CRS 交易的独家授权，并提供了一套详细的指南，以确保良好的风险分散、精心的尽职调查以及稳健的结构化投资。本文更详细地阐述了 CRS 交易中信用风险的性质、PGGM 战略的重点和理念，以及 PGGM 认为对构建稳健交易至关重要的特征。

### 信用风险的性质

信用风险是贷款无法完全偿还的风险。这是信贷世界中的‘自然’现象。不是所有的信贷损失都能及时避免，也不是那些密切监控客户的银行能够及时避免。CRS 交易通常承担多样化贷款组合损失的前 5% 至 10%，这通常称为‘信用保护’。在大多数情况下，这些贷款是给公司的，从大公司到小公司，这样的投资组合中有数百笔，有时是数千笔贷款，分布在不同的行业和国家。由于预计会发生信贷损失，因此对各种经济环境下可能发生的损失额度进行良好评估至关重要。信贷损失发生时，不仅 PFZW 会受到冲击，银行也总是会同时遭受损失。至少 20% 的利益一致是我们所有交易

的组成部分。任何超过 CRS 交易金额的损失都将由银行承担。所以，CRS 交易的损失永远不会超过投资额。

风险分担组合中的贷款不会转移，而是保留在银行的资产负债表上，并继续由银行提供服务。相反，信贷风险是通过双边合同分担的，在这种合同中，银行同意支付息票，以换取 PFZW 承担风险分担投资组合中的损失，其最高金额等于投资金额。这张息票需要足以应对信贷损失，并为 PFZW 带来诱人的回报。PFZW 收到的息票与贷款利率无关。PGGM 根据在不同经济环境下所承担的风险和预期面临的损失来决定息票。

1. 这些交易也被称为‘资产负债表证券化’或‘资本减免交易’

## PGGM 的 CRS 战略重点

PGGM 信贷风险分担战略的重点很明确。我们只分担健康的信贷风险，这是银行核心贷款活动的一部分。我们的合作银行在贷款市场上有着非常强大的地位。这样的银行通常是国内市场的领头羊，在相关贷款市场拥有丰富的经验。更多关于‘我们的理念’的侧重点。我们的主要信念是真正风险分担的重要性和价值：PFZW 作为 CRS 交易的投资者所经历的任何损失都应与其在银行在其贷款账簿中所遭受的损失同时发生。第一笔投资可以追溯到 2006 年，此后每年都会增加新的投资。目前 CRS 交易的投资金额超过 €50 亿，参考贷款组合约 €700 亿。这些年来，我们一直在向银行支付信贷损失，因为这是有意识承担风险的重要部分。值得注意的是，我们所支付的损失完全在预期范围内，这为 PFZW 带来了诱人的回报。我们已经成为全球范围内证券化市场领域经验最为丰富的资产管理公司之一，对于独家、专门的客户 PFZW 而言，我们是极为独特的。

信贷风险分担授权是 PGGM 私人市场平台的一部分。该战略在 PFZW 的资产组合中有自己的战略配置，这使 PFZW 成为少数将信用风险分担交易作为独立战略的投资者之一。策略是买入并持有；我们不在市场上出售我们的交易。

## 我们的理念

对于 PFZW 而言，资产类别是一种有吸引力的方式，可以增加在公共市场上找不到的独特信贷风险，这种投资形式可以在各种经济情景下提供强劲的回报。此外，通过参与 CRS 交易，PGGM 和 PFZW 有助于银行部门以合理的方式管理和分散其信用风险敞口，从而降低系统风险，建立更加可持续的金融体系——这是 PFZW 和 PGGM 负责任投资理念的支柱之一。

对于作为资产管理公司的 PGGM 而言，关注以下几点非常重要：

- **仅在顶级市场参与者的核心活动中分担风险：**核心活动为银行提供了存在的理由，最有可能得到充分关注，以确保持续的高质量和成功的风险管理。

- **成为重视利益一致的可靠风险分担合作伙伴：**利益一致可以确保贷款持续发放，并以审慎的方式管理风险。
- **在不同的银行、国家和贷款类型之间实现多样化：**与世界各地不同的主要银行合作，共同分担不同类型贷款(如循环信贷安排和贸易融资产品)和银行不同客户群体(如当地小公司和大型国际企业)的信用风险。

此外，在我们的投资过程中，了解交易的所有风险内容非常重要。其中包括贷款类型、合同条款、银行发放贷款的方式及如何管理信用风险、贷款业务对银行的重要性的战略，以及银行在整个经济周期中取得的信贷损失业绩。

## CRS 组合交易中的基本特征

我们的目标是通过关注公共市场上无法获得的风险敞口，在特定的银行群体和各种信用风险、地区和行业中实现投资多元化。我们目前有超过 20 笔未结交易，由十多个风险分担合作伙伴执行，涉及 80 多个不同国家和 20 多个不同部门以及各种类型的信用风险。

在构建 CRS 投资时，我们严格遵循以下原则：

- **最低回报门槛和最大风险预算：**每项潜在投资都是根据 PFZW 为 CRS 投资组合设定的长期最低回报门槛和最大风险预算进行评估的。
- **不同经济情景下的弹性回报：**每笔交易的评估都基于其在正常、轻微压力和非常压力经济环境下的表现能力。我们称之为‘基本情况’、‘逆风’和‘压力’情景。在基本情况下，一笔交易需要产生足以承受维持信贷损失的回报，而在正常的信贷周期中，信贷损失是可以预测的。在逆风和压力的情况下，我们会对损失是基本情况几倍的情景中的交易表现进行评估，以反映经济衰退和危机。

- **分散投资以降低集中投资的风险：**每笔交易通常都涉及非常精细和分散的贷款组合，从而降低投资组合中的集中投资风险，并降低大量贷款头寸违约对回报产生巨大负面影响的风险。
- **保留，以确保利益一致：**我们要求风险共担银行保留交易中涉及的每笔贷款的至少 20%（而不是单独对冲）。我们认为 20% 的水平有助于确保银行持续关注每一笔贷款头寸。我们重视‘共患难的感受’。如果百分比比较低，我们认为银行潜在的信贷损失很容易被前期承销费和贷款早期收到的利息抵消。
- **摘樱桃的方式是行不通的：**CRS 交易中的贷款只能由银行以非自由裁量的方式选择，并且应该是银行整体贷款账簿的良好反应。
- **最新信用评级：**我们要求银行在借款人进入风险分担投资组合之前确保信用评级是最新的。此外，借款人在被纳入投资组合之前，不能接受降级审查或被列入信用观察名单。

- **独立验证：**验证代理是独立的第三方，它检查银行是否遵守了交易的商定条款，包括任何损失索赔的有效性和利益一致的实际存在。

在本文的第 4 页和第 5 页，我们讨论了一个 CRS 交易的假设性例子，它进一步揭示了在构建此类交易时如何应用这些原则。

## 结论

通过参与信用风险分担交易，PFZW 分担了银行在向其核心客户(无论是大客户还是小客户)提供贷款的正常业务过程中的部分信贷损失。在整个经济周期中，贷款并不总是能够偿还，这是贷款业务中很自然的事。因此，作为投资者，我们预计会出现亏损。我们为评估各种经济环境下我们可能预期的损失额度而进行的分析构成了投资决策的关键部分。在分析和构建这些交易时，我们必须遵循过去 11 年我们作为资产类别投资者所制定的战略、理念和原则，这一点非常重要。这是保护对交易和相关风险的透彻理解并争取持续强劲业绩的最佳方式。

## 历史表现

无论是在成立之初还是过去五年里，CRS 授权实现了每年约 10% 至 12% 的平均回报率。因此，该投资组合在整个信贷周期中，包括在全球金融危机期间，表现出了很好的弹性。因此，我们的投资组合产生的回报远远超过了基本情况下的回报预期。CRS 授权的长期回报远远高于于回报目标，并在 PFZW 设定的风险参数范围内。

这适用于根据‘权责’发生制和公允价值计算的业绩。用‘权责’发生制估价时，我们会考虑收到的息票、已实现的信贷损失和我们认为短期内可能发生的信贷损失。基于公允市场价值的估值反映了投资在到期前出售或平仓可能获得的价值。虽然从买入持有的角度来看，按权责发生制衡量业绩是一种明智的方法，但出于财务报告的目的，PFZW 需要根据公允价值在资产负债表上报告 CRS 交易。我们交易的独特性质意味着很难观察到市场价值。为了分配公允价值，PFZW 使用由 PGM 专门为此目的开发并独立验证的估价模型。直到最近，该模型只考虑了可观察到的信用利差和相关参数。该模型没有考虑到信用风险分担交易缺乏流动性，需要大量工作和时间来为银行构建和释放资本。随着过去三年信贷息差进一步收紧，这一点变得更加明显。信贷利差的大幅收窄导致 CRS 投资组合中的许多交易的公允价值远远高于交易开始时的购买价。鉴于这种情况持续了三年，它促使决定重新评估估价方法，并在估价中考虑到这些其他因素。根据改进的方法，CRS 组合的公允价值大幅下降，这解释了 PFZW 报告的 2017 年末价值下降的原因。然而，请注意，这一变化并没有影响已实现的平均历史回报，也没有影响 CRS 投资组合的预期回报。此外，公允市场价值的下降并不反映投资组合中信贷质量的显著变化。

## 信用风险分担交易示例

这是 PFZW 可以参与的风险分担交易的简化示例。在本例中，投资者分享了由 ABC 银行发起的欧洲经济区大型企业多样化定期贷款组合前 10% 的损失。这些贷款不会转移，并将继续保留在 ABC 银行的资产负债表上。此外，ABC 银行保留投资组合中每笔贷款至少 20% 的未对冲头寸，以确保利益一致。

在本例中，我们假设投资组合由 300 笔贷款组成，总贷款敞口为 €24 亿(20% 的风险，即 €6 亿，由 ABC 银行保留)。最大的贷款敞口是 1%，或 €2,400 万欧元，这意味着 PFZW 在假设没有任何复苏的情况下，对任何一家公司违约最多只能损失 €2,400 万欧元。PFZW 的损失总计不会超过初始投资，即 €2.4 亿。假设 ABC 银行平均能够收回拖欠贷款的 50% (‘回收率’)。这意味着大约 20% 的投资组合必须违约才能失去全部投资(假设这是一项 4 年期交易，每年 5%)。这相当于 60 家平均规模的公司，这个比率是非常高的。

交易概述	
交易对方银行	ABC 银行
贷款组合的规模	€ 30 亿
风险保留	每笔贷款的 20%
保留后的投资组合规模	€ 24 亿
货币	欧元
份额类型	首次损失
份额大小	0% - 10%
投资规模	€ 2.4 亿
交易期限	4 年

初始时的基础投资组合	
贷款类型	大额定期贷款公司
地理环境	欧洲 15 个国家经济区域
公司数量	300
平均信用评级贷款	BBB-
最低允许的信用评级	B+
平均回收率	50%
每个公司的最大规模(保留后)	1% (€ 2,400 万) <BB 的 0.5%(€ 1,200 万)
平均贷款期限	4 年

5 个最大部门	
商业服务	10.0%
零售业	9.5%
消费者服务	9.2%
电信服务	8.5%
卫生保健	8.0%

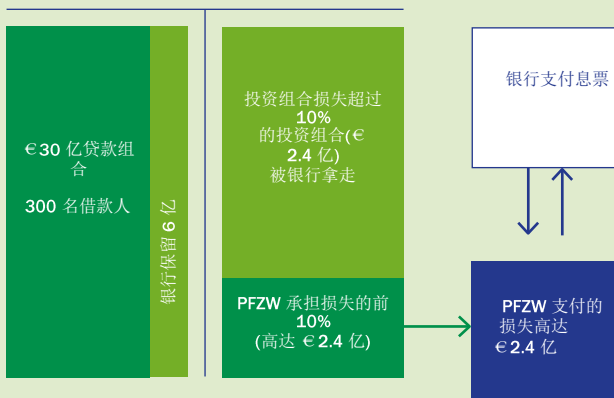
5 个最大的国家	
德国	15.0%
法国	12.5%
荷兰	12.0%
英国	10.0%
瑞士	9.0%

## 示意图概述

下图给出了风险分担交易示例的示意图。通过其投资，PFZW 为银行投资组合中的第一笔 €2.4 亿损失提供信贷保护。除了 €6 亿的留存额外，超过这一数额的损失由银行承担。

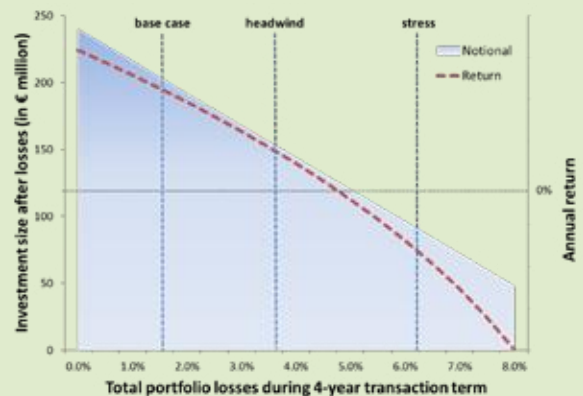
作为提供保护的回报，PFZW 会收到与交易中分担的信用风险的性质和金额相称的息票。息票金额根据未偿名义投资计算(针对已经发生的信贷损失进行调整)。

在交易结束时(在这种情况下是 4 年后)，投资的本金在减去信贷损失后，将返还给投资者。



## 退货和损失概况

PGGM 通过评估不同情景下的预期损失率来评估交易的吸引力，在不同情况下，‘基本情况’反映正常的信贷周期，‘逆风’代表经济下滑，‘压力’代表危机情景。下图通过显示几种亏损情景下的投资额(左轴)和年回报率(右轴)，说明了本示例交易的风险和亏损情况。随着时间的推移，损失发生并支付给银行，最初 €2.4 亿的金額会减少，而银行会向投资者支付一张息票。在 4 年期满后，根据发生的情况，返还给投资者的金額少于 €2.4 亿。在本例中，如果发生基本情况下的损失，支付给银行的总损失金額约为 €4,000 万或投资组合的 1.5%，在此情况下，返还给投资者的金額为 €2 亿。在压力情况下，损失总额可能达到 €1.4 亿，这意味着还有 €1 亿要返还给投资者，这就会导致负回报。请注意，这仅为说明之用。



### PGGM

Corporate Communicatie  
Noordweg Noord 150  
邮政信箱 117 号, 3700 AC  
Zeist T +31 (0)30 277 99 11  
[www.pggm.nl](http://www.pggm.nl)



Voor een waardevolle toekomst