

银行

证券研究报告
2018年10月21日

四大行财政注资往事

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

廖志明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517070001

liaozhiming@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《银行-行业点评:9月金融数据点评:信用难宽,纳入专项债的社融压力仍存》 2018-10-18
- 2 《银行-行业专题研究:市场利率下行,净息差走向何方?》 2018-10-17
- 3 《银行-行业专题研究:LendingClub 陨落启示录》 2018-10-16

90年代初的过度信贷和粗放投资,结果是国企杠杆率高企、产能过剩严重、大面积亏损。94年开始银根收缩,经济下行直至98年通缩,累积问题加速转化为银行的坏账,测算98、99年国有商业银行不良率达35%、39%,且不良高发势头仍在加剧;若还原99年剥离因素,2000年不良率在55%。

98年注资,平均资本充足率达到4.6%;99年剥离,2000年不良率降至29.2%

彼时四大行资本薄弱,无法抵御去产能时期的不良生成节奏,到期不能收回的贷款越积越多,潜在挤兑风险有所升高。当务之急是采取措施,以财政注资把资本充足率打起来,以稳定市场预期。1998的注资,犹如“救火”。

财政部向四大行发行30年期的2700亿元特别国债,募得资金以资本金的形式再注回银行。成立四大AMC,按账面价值收购四大行及国开行的1.39万亿不良,对价包括AMC发行的8200亿元的10年期金融债(后延期十年),同时,将5739亿元央行再贷款自有关银行划转至对应AMC。

03年注资及剥离后,四大行资本充足率陆续到8%以上,不良率到5%附近

2700亿注资的目标是四大行的平均资本充足率到8%,但事实上仅达到4.6%,到2003年又下降到4.28%;而按新的国际审慎标准,实际是-2.29%。此外,坏账仍在持续生成,难言见顶;2001年中行不良率28%、建行19%。不解决不良问题,资本充足率就上不去。

2003年起,汇金先后向四大行共注资790亿美元。2003年底工中建三家一次性核销1719亿(农行未披露),但力度有限。2004年,工中建三家共剥离不良0.8万亿,对价为10年期专项央票(后均到期兑付)。2005年,以“共管基金”模式,工农两家共剥离不良1.06万亿,对价是“应收财政部款项”,以所得税、股东收入、处置所得逐年抵扣(工行2010Q1还清,农行1H18剩2909亿)。同期,四大行共发行次级债1850亿,补充附属资本。

今天上市银行有资本担忧么?

上市银行压力测试显示,即使当前逾期贷款翻倍并转为不良,以拨备和全年利润去消化,仅8家行的资本会受影响,使资本充足率低至5.78%。特别地,四大行的资本充足率将不会受到影响,继续保持高于10%。事实上,18年四大行一级资本已经是全球四强,政策性注资和剥离的艰苦岁月一去不返。

投资建议:损失吸收能力今非昔比,政策性注资一去不返

上市行损失吸收能力足以应对极端状况,银行板块经营稳健。TLAC要求下大行资本实力相对更强,建行、农行拨备对逾期贷款覆盖相对更好。

风险提示:外部环境不确定性上升;经济超预期下行导致不良高发。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2018-10-19	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
000001.SZ	平安银行	10.76	买入	1.35	1.48	1.80	2.09	7.97	7.27	5.98	5.15
601288.SH	农业银行	3.79	买入	0.59	0.60	0.68	0.76	6.42	6.32	5.57	4.99
601009.SH	南京银行	7.25	增持	1.14	1.36	1.67	2.07	6.36	5.33	4.34	3.50
601166.SH	兴业银行	15.47	买入	2.75	2.98	3.50	4.03	5.63	5.19	4.42	3.84
601818.SH	光大银行	3.92	买入	0.60	0.65	0.71	0.81	6.53	6.03	5.52	4.84

资料来源:天风证券研究所,注:PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 从“技术性破产”到全球“四强”	4
1.1. 从国家专业银行到全国性上市银行	4
1.2. 1998 年注资：力挽狂澜于既倒	5
1.3. 2003 年注资：启动四大行股改	7
2. 注资模式详解：(2 次)注资、(3 波)剥离、核销、次级债	8
2.1. 两次注资，挽救资本充足率	8
2.1.1. 四大行财务重组相关部门和机构关系梳理	8
2.1.2. 1998 年注资：财政部定向发行 2700 亿元特别国债	9
2.1.3. 2003 年注资：汇金以 790 亿美元外储注资四大行	10
2.2. 三次不良剥离，转移损失并优化不良率	10
2.2.1. 1999 年剥离：1.39 万亿/对价为 AMC 金融债+再贷款划转	10
2.2.2. 2004 年剥离：0.8 万亿/对价主要为专项央票	11
2.2.3. 2005 年剥离：1.06 万亿/共管基金/税收、股利、处置所得抵扣	12
2.3. “清算式”核销：集合降准、注资、全年利润之力	13
2.4. 政策性发行次级债，补充附属资本	14
3. 注资和不良剥离的效果如何？	14
3.1. 1998 年注资：98 年资本充足率达 4.6%，2000 年不良率降至 29.2%	14
3.2. 2003 年注资：四大行资本充足率陆续到 8% 以上，不良率到 5% 附近	15
4. 今天的上市银行有资本担忧么？	16
4.1. 压力测试：资产质量恶化时，上市银行资本受损较小	16
4.2. TLAC 规则使四大行总损失吸收能力增强	17
5. 投资建议：损失吸收能力今非昔比，政策性注资一去不返	17
6. 风险提示	17

图表目录

图 1：2018 年英国《银行家》全球 1000 家银行排名，四大行列前四强	5
图 2：90 年代初过度信贷到 93 年达到顶峰，此后持续收紧 98 年达到底部	5
图 3：111 个产成品的产能利用率分布区间（1995 年）	6
图 4：亏损国有企业的亏损额及国有银行不良率（亿元。%）	6
图 5：90 年代初经济过热，95-98 年逐步转为通缩	6
图 6：与四大行财务重组相关的部门与机构关系图	9
图 7：特别国债以及汇金注资模式示意图	10
图 8：第一波不良资产政策性剥离：1.39 万亿/对价为 AMC 金融债+再贷款划转	11
图 9：第二波不良资产政策性剥离：0.8 万亿/对价主要为专项央票	12
图 10：第三波不良资产政策性剥离：1.06 万亿/共管基金/所得税、股利、处置收入抵扣	12
图 11：农行企业所得税及对财政部分红情况（亿元）	13
图 12：工行企业所得税及对财政部分红情况（亿元）	13

图 13: 2008 年以前四大行拨备力度无法抵御不良生成	14
图 14: 1994-2005 年国有商业银行账面不良贷款及不良率	15
图 15: 工商银行 2005 年资本充足率达标, 不良率 4.69%	15
图 16: 农业银行 2008 年资本充足率达标, 不良率 4.32%	15
图 17: 中国银行 2004 年资本充足率达标, 不良率 5.12%	16
图 18: 建设银行 2004 年资本充足率达标、不良率 4.32%	16
表 1: 四大行财务重组历程	4
表 2: 《巴塞尔协议》(1988) 要求银行资本充足率不低于 8%	7
表 3: 四大行财务重组期间核销力度 (亿元)	13
表 4: 四大行财务重组次级债发行情况	14
表 5: 若逾期贷款翻倍并转为不良, 上市银行资本影响测算	16

1. 从“技术性破产”到全球“四强”

1.1. 从国家专业银行到全国性上市银行

1) 央行统一管理阶段（1984 年以前）

改革开放前，我国是“大一统”的银行体制。央行负责组织和调节货币流通，统一经营各项信贷业务。1979 年 10 月 4 日，在中共省、市、自治区委员会第一书记座谈会上，邓小平指出：必须把银行真正办成银行。邓公这句话，拉开了商业银行改革的序幕。

2) 国家专业银行阶段（1984-1994 年）

1979 年恢复中国农业银行；同年 3 月，中国银行成为国家指定的外汇专业银行；1984 年，从人民银行分设出中国工商银行，负责工商信贷和储蓄业务；中国人民建设银行则行使代理财政职能和政策性贷款职能。至此，四家国家专业银行与央行构成我国“二元银行体制”。

3) 国有独资商业银行阶段（1994-2003 年）

1994 年，四家国家专业银行中剥离出的政策性业务，独立成三家政策行；1995 年，《商业银行法》施行，对商业银行的规范上升到法律高度。在此期间，四家国有独资商业银行直属财政部。1997 年，第一次全国金融工作会议召开，并陆续出台了一系列改革措施：财务重组、改善内部管理、强化外部监管。由此四大行“财务重组”的计划徐徐展开。该阶段完成了财政部以 2700 亿元特别国债注资，以及 1999-2000 年的第一波不良政策性剥离。

表 1: 四大行财务重组历程

阶段	行为排序	行动
第一波 财务重组 1999-2000	第一次注资	财政部向四大行定向发行 2700 亿元特别国债 ：中行 425 亿、建行 492 亿、工行 850 亿、农行 933 亿。
	第一波剥离	四大行和国开行共 剥离 1.39 万亿不良 ：工行 4077 亿、农行 3458 亿、中行 2674 亿、建行 2500 亿、国开行 1000 亿。
	第二次注资	汇金以外汇储备向四大行 注资共 760 亿美元 ：中行 225 亿、建行 225 亿、工行 150 亿、农行 190 亿。
第二波 财务重组 (股改目的) 2003-2008	一次性核销	2003 年底，工中建三家共 核销 1719 亿不良 ：工行 511 亿、中行 639 亿、建行 569 亿。
	第二波剥离	工中建三家共 剥离 0.8 万亿不良 ：工行 4590 亿元、中行 1485 亿元、建行 1289 亿元
	发行次级债	股改期间，四大行共 发行次级债 1850 亿元 ：工行 350 亿元、农行 500 亿元、中行 600 亿元、建行 400 亿元。
	第三波剥离	工农两家共 剥离 1.06 万亿不良 ：工行 24690 亿、农行 8157 亿。

资料来源：四大行招股说明书，天风证券研究所

4) 股份制改革阶段（2003-2008 年）

2002 年 2 月，第二次全国金融工作会议召开，中央以更大的决心推进四大行改革，建立了“三步走”的改革思路：降低不良资产、实行股份制、上市。2003-2008 年，经过汇金注资、一次性核销、两波不良剥离、发行次级债，四家行的资本充足率和账面不良水平大大优化，股改顺利推进。股改完成后，其定性由“国有独资商业银行”变成“国有大型（股份制）商业银行”，主要股东为财政部和中央汇金。

5) 全面商业化经营阶段（2009 至今）

伴随着股改完成，四大行形式上已经是股份制的现代化企业，进入全面商业化的经营阶段。其经营的政策性色彩也渐渐褪去，抵御风险的能力早已加倍强化，已不可同日而语，各项经营管理指标也逐步与国际接轨，成为受国际认可的大银行。2018 年 7 月，英国《银行家》杂志发布 2018 年全球银行 1000 强排名榜单，我国四大行分列前四名（按一级资本）。

图 1：2018 年英国《银行家》全球 1000 家银行排名，四大行列前四强

Top 1000 World Banks 2018: Top 5 by Tier 1: Global

TOP1000 ranking ▲	Bank Name ◆	Country ◆	World Region ◆	Tier 1 Capital \$m ◆
1	ICBC	China	Asia-Pacific	324,126
2	China Construction Bank	China	Asia-Pacific	272,215
3	Bank of China	China	Asia-Pacific	224,438
4	Agricultural Bank of China	China	Asia-Pacific	218,104
5	JP Morgan Chase & Co	US	North America	208,644

资料来源：《The Banker》，天风证券研究所

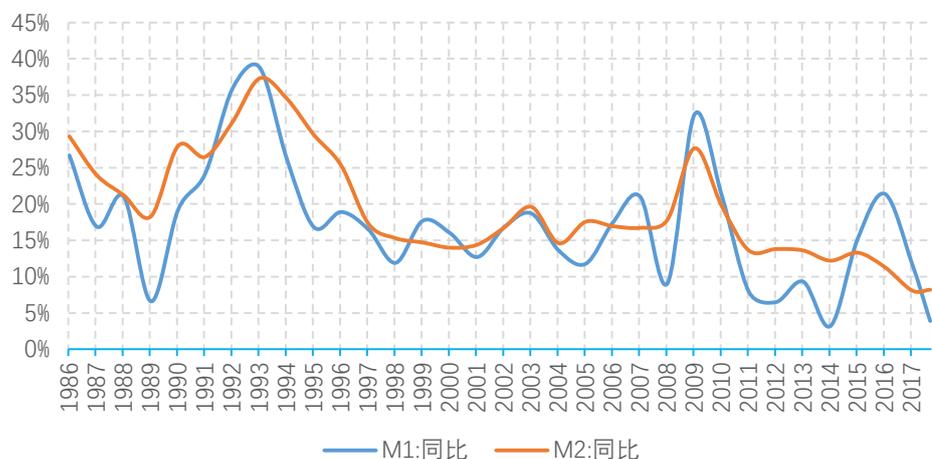
1.2. 1998 年注资：力挽狂澜于既倒

去产能时期不良发生节奏加快，国有商业银行 1998 年底不良率达 35%，且仍有攀升之势；仅凭四大行当时薄弱的资本或已不足以消化。亚洲金融危机无形间也助长悲观预期，使四大行潜在挤兑风险有所放大。当务之急是采取措施，以财政注资把资本充足率打起来，以稳定市场预期。所以这第一次注资，犹如“救火”。1998 年 8 月，财政部向原四大行发行了 2700 亿元的 30 年期特别国债，募得资金以资本金的形式再注回银行。

1) 产能过剩带来的不良高发

信贷驱动的经济在银根收缩时大幅下滑。1985-1994 年，虽然名义上已经实现“拨改贷”，但银行信贷资源离效率分配还是很远，这从 90 年代初信贷过度扩张可见一斑。过度信贷下，90-93 年经济特征体现为信贷驱动下的经济过热，95-99 年体现为银根收紧下的经济下滑，甚至陷入通缩。M1 和 M2 增速在 1993 年达到顶峰，高达 35% 以上；此后持续收紧，1998 年达到周期底部。相应的，GDP 增速从 1990 年的不到 5%，攀升为 1992-1993 年的接近 15%；CPI 的反应则更为惊人，从 1990 年的不到 5%，攀升至 1993 年的 25% 以上。可以看出这是一轮主要由过度信贷驱动的经济增长，因此当银根从 1994 年开始收缩，GDP 增速就持续下滑，到 1998 年仅为 7.8%。

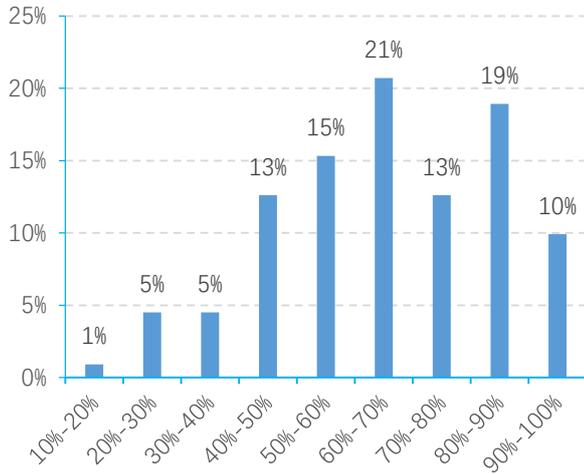
图 2：90 年代初过度信贷到 93 年达到顶峰，此后持续收紧 98 年达到底部



资料来源：WIND，天风证券研究所

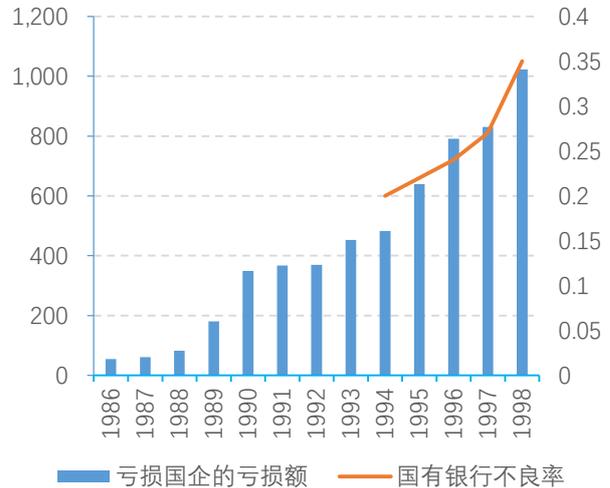
高负债叠加去产能，国企大面积亏损，银行坏账迅速堆积。1995 年国家统计局公布了产能利用率，111 个品类中，有 79 个的产能利用率在 80%以下。1997 年末国有独立核算工业企业总负债规模约达 5 万亿，资产负债率高达 66%。其中，流动负债达 3.4 万亿，流动负债占比达 68%。95 年开始，亏损国企的亏损金额显著扩大，98 年达 1023 亿，同比多亏 22%。1994 至 1997 年，国有商业银行不良率虽呈现上升态势，但幅度有限，每年约 2%。1998 年去产能开始后，不良贷款率上升幅度明显加大。剔除政策性剥离的因素，并向前回溯贷款五级分类标准，2000 年国有商业银行不良率水平可能达到 55%的历史高位。

图 3：111 个产成品的产能利用率分布区间（1995 年）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

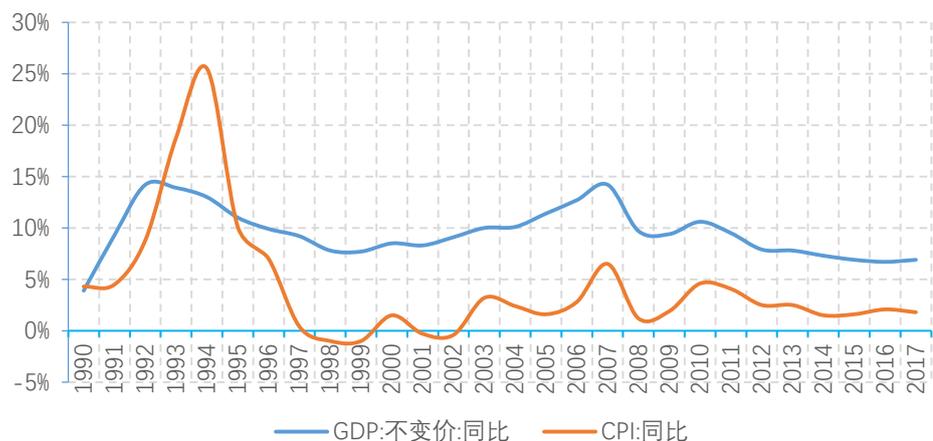
图 4：亏损国有企业的亏损额及国有银行不良率（亿元、%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

“技术性破产”的事实使潜在的挤兑风险大大提升。近一半的资产成为不良而冻结在账上，回款困难，可应对储户存款提取的资金吃紧，对四大行流动性的担忧也会增加储户恐慌性提取存款的动机。正在发生的亚洲金融危机，也会强化储户对银行破产的担忧，潜在挤兑风险正在悄然放大。Nicholas Hope 和胡祖六在合著的论文中提到了这种脆弱性，指出“如果以严格的标准衡量，中国的国有商业银行实质上已经技术性破产（technically bankrupt）”。

图 5：90 年代初经济过热，95-98 年逐步转为通缩



资料来源：WIND，天风证券研究所

2) 1997 年亚洲金融危机放大潜在挤兑风险

危机导致大批企业、金融机构破产和倒闭。正在发生的亚洲金融危机，一方面强化了民众对我国大型银行也可能破产的担忧，进而增加了潜在的挤兑风险，另一方面也构成对我国金融监管的警示，尽管我们比亚洲国家强在外汇储备基础好，经济发展没有过分依赖外债，

但 1998 年国有商业银行的不良贷款增加了 7200 亿，接近 94-97 三年的总和，与国企大面积亏损、经济下行陷入通缩相互交叠，风险也着实不小。这共同促成了金融监管机构改革国有独资银行以增强其实力的决心。

3) 《巴塞尔协议》要求银行资本充足率不得低于 8%

1988 年 7 月出台的《巴塞尔协议》明确银行的资本充足率不低于 8%，中国银行业需要按国际标准规范。再加上当时正在进行的 WTO 谈判，如果“入世”成功，需要在许多领域在适度放开外资进入，包括银行业在内，急需建立起国际标准的监管体系，并对国内银行和外资银行以国际通行的标准施以监管。此时在财务重组的基础上建立起基于现代化企业制度的商业银行，就是迫在眉睫的事情了。当务之急，是要停止损失，增加资本金。

表 2:《巴塞尔协议》(1988)要求银行资本充足率不低于 8%

时间	事件	主要内容
1975 年 2 月	10 国集团成立巴塞尔委员会	西方十国集团、瑞士、卢森堡共 12 个国家的央行行长共同倡议组建。
1975 年 9 月	《对外国银行机构监督的原则》	第一份《巴塞尔协议》，处理跨国银行的母国和东道国监管问题。
1983 年 5 月	《对银行的国外机构的监督原则》	第二份《巴塞尔协议》，对上述第一份文件的修订
1988 年 7 月	《关于统一资本计量与资本标准的国际协议》	第三份《巴塞尔协议》，对跨国银行适用统一的资本充足率标准，消除国际银行间的不平等竞争。明确规定银行的 资本充足率不得低于 8% 。《协议》并不认可“商誉”作为银行资本金的合法组成部分。
1999 年 6 月	《新的资本充足率框架》(征求意见稿)	以此取代 1988 年版《巴塞尔协议》，正是文稿将于 2000 年底前定稿。对资本充足率的最低要求仍然是《新框架》的基础，除此之外加入了监管约束和市场约束，从而构成了银行监管的 三大支柱 。

资料来源：巴塞尔委员会，天风证券研究所

1999 年 11 月，中央第一次全国金融工作会议召开，会议集中讨论了中共中央、国务院起草的《关于深化金融改革，整顿金融秩序，防范和化解金融风险的通知》(以下简称《通知》)。1997 年 12 月 6 日，中共中央、国务院联合下发《通知》，提出 15 条措施，戴相龙将其归纳为五个方面：改革人民银行管理体制、完善金融系统党的领导体制、加快国有银行和中国人民保险(集团)公司商业化改革步伐、坚决改变金融企业混业经营、健全现代金融监管体系。

此后，《通知》的重要事项陆续得到贯彻落实。国有商业银行方面，1998 年 3 月，全国人大常委会审议同意，通过发行特别国债为国有商业银行充实 2700 亿元资本金。从 1999 年 4 月开始，中国人民银行先后批准设立信达、华融、长城、东方资产管理公司，分别接收从 4 家国家商业银行和国家开发银行剥离出来的不良贷款共计 13939 亿元。**以壮士断腕的决心，第一波国有独资银行财务重组计划正式开启。**

1.3. 2003 年注资：启动四大行股改

2000 年以后，还原政策性剥离因素，原四大行的不良生成速度依然很高。另外，第一次注资并没有一劳永逸地解决四大行资本薄弱的问题。招股说明书披露，2003、2004 年工行是资本赤字，2007 年农行是资本赤字。同时，WTO 过渡期行将结束，外资银行受到的限制会进一步打开，国内银行也将面临更为激烈的竞争环境。在此背景下，2003-2008 年，中央汇金以外汇储备累计为原四大行共注资 790 亿美元。

1) 第一次注资低估了实际需要，按新标准的 2003 年资本充足率为-2.29%

在中国金融学会 2005 学术年会上，原银监会副主席唐双宁称，在确定第一次注资金额时，理论上计算以 2700 亿注资后，四家银行平均资本充足率应该达到 8%，但事实上按当时标准仅达到 4.6%，到 2003 年又下降到 4.28%，按新的国际审慎标准，实际是 -2.29%。低估的原因有三：一是，以 1997 年 6 月末的风险资产数为基础，按照 1994-1996 各年下半年资产平均增速推算的 RWA，以此作为测算资本缺口的依据；不良贷款及资本总额则以 1997 年 6 月末的数字代替。实际执行情况是，1997 年末四家银行风险资产和不良贷款均有所上升，资本却有所收缩。二是，从 1998 年开始报送统一法人的并表数据，又使不良和 RWA 都增大。三是，采用新的国际审慎标准，需要扣除全部贷款损失，分母 RWA 增大而分子扣减项也变大，导致 2003 年资本充足率实际为负。

2) 对国有银行的治理结构的改革探索。

汇金的职责是，“对国有重点金融企业进行股权投资，以出资额为限代表国家依法对国有重点金融企业行使出资人权利和履行出资人义务，实现国有金融资产保值增值。”在汇金控股下，四大行面临的是一个多部门监管的格局：央行行使金融稳定监管职能，银监会行使行政和资本监管职能，财政部行使财务监管职能，而汇金行使股东监管职能。股改前，原四大行归财政部直属；股改后，四方各司其职，相互制衡，权责分明，形成更为完善的治理结构。

3) 加入 WTO 的 5 年过渡期内，商业银行需要变强。

我国 WTO 协议承诺，正式加入 WTO 后，将逐步放开对外资银行的限制。加入后 5 年内，取消所有现存的对外资行的所有权、经营和设立形式的非审慎性措施。2006 年 12 月 11 日，过渡期结束后，面对来自外资银行的全面竞争，国有大行需要具备相当的实力。因此，过渡期内，必须使国有大行的各项经营管理指标与国际接轨，并股改上市，使之与国际大行站在同一竞争水平上。

第二次全国金融工作会议，中央决心推动国有独资银行股份制改革。

2002 年中央第二次全国金融工作会议后，以一次注资、两波不良剥离、一次性核销的方式，实现了降低不良资产的目标；汇金注资，与财政部构成互为犄角的主要股东，并引入战略投资者，成功实现股改；2010 年之前，四大行陆续实现 A+H 股上市。

2. 注资模式详解：(2 次)注资、(3 波)剥离、核销、次级债

2.1. 两次注资，挽救资本充足率

2.1.1. 四大行财务重组相关部门和机构关系梳理

要理解注资的本质，有必要理清各部门和机构之间的关系。财政部、央行是国务院直属的平级部门，他们之间互不隶属，但职能范围都与金融领域高度相关。四大行的财务重组的历程就是在这两个部门以及金融资产管理公司（AMC）、中央汇金等机构的共同运作下完成的。

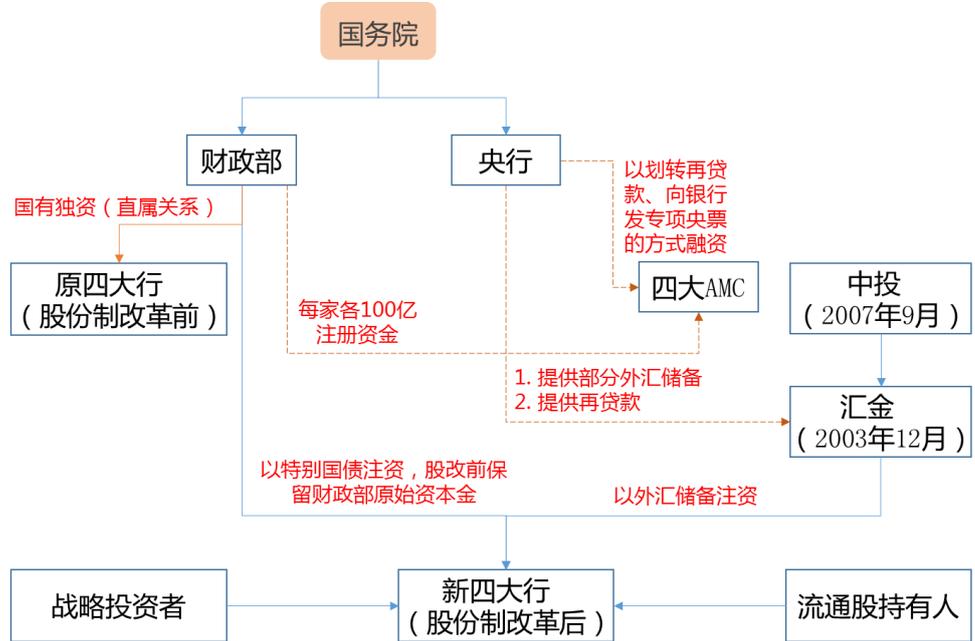
财政部体系。股改前，四大行是直属财政部的国有独资机构，其名称上并未带上“股份有限公司”字样，因此其定位处于财政部下辖机构和现代公司之间，这也是 90 年代四大行的贷款投放倾向于地方政府和国企原因所在。原四大行名义上放出去的贷款，本质上还是没有完全摆脱财政拨款的性质。财政部还负责为央企注资，四大 AMC 成立时，财政部各拨款 100 亿元作为其注册资本。

央行体系。《中国人民银行法》规定，经营国家外汇储备属于央行职能，2003 年汇金成立，并提供部分外汇储备，以便其对试点银行注资，属于央行的行为。此外，央行还为四大 AMC 和汇金等提供再贷款，作为其运营资金。

AMC、中投、中央汇金。1999 年，为剥离四大行的不良资产，金融资产管理公司（AMC）成立，注册资本为 100 亿元，由财政部核拨。中央汇金于 2003 年 12 月成立，职能是代表

国家依法行使对国有商业银行等重点金融企业出资人的权利和义务，成立伊始，即以外汇储备向两家试点银行（中行和建行）各注资 225 亿美元。2007 年 9 月，财政部发行特别国债，从央行购买中央汇金的全部股权，并将上述股权作为出资的一部分，注入中投公司。中央汇金的重要股东职责由国务院行使。此后我国大部分重要金融企业都是同时有财政部和汇金的注资。

图 6：与四大行财务重组相关的部门与机构关系图



资料来源：中国政府网，各部门或机构官网，天风证券研究所整理

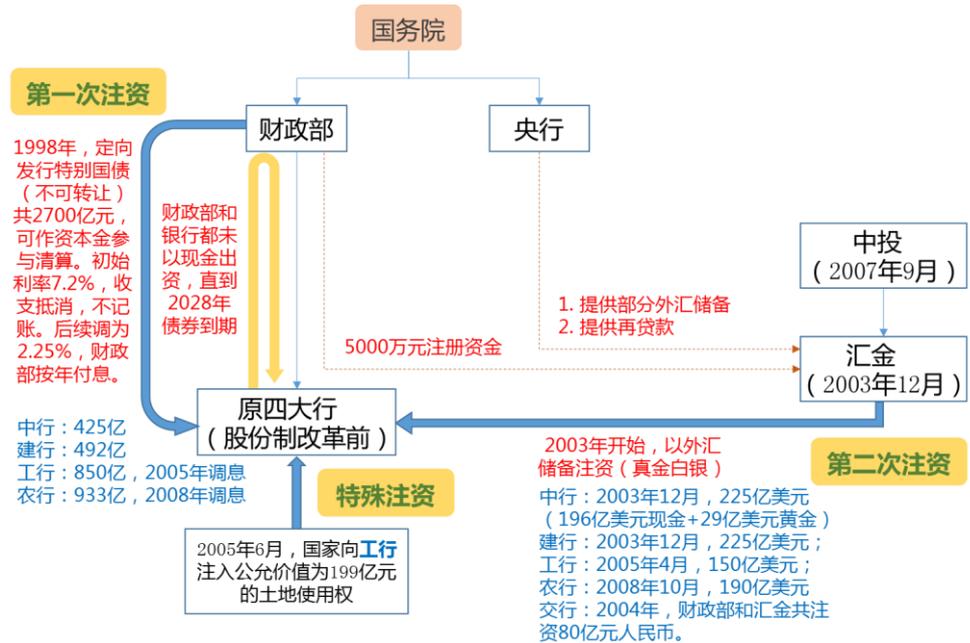
2.1.2. 1998 年注资：财政部定向发行 2700 亿元特别国债

据四大行招股说明书，1998 年财政部向原四大行定向发行 2700 亿元特别国债，其中中行 425 亿、建行 492 亿、工行 850 亿、农行 933 亿，“所筹集资金全部用于补充资本金”，期限 30 年（2028 年到期），初始利率为 7.2%。

特别国债有三个“特别之处”，一是，在没有资金往来的情况下，财政部账上多了一笔负债，银行所有者权益账上多了一笔资本金。名义上看，应该是财政部向银行定向发行债券，银行付款，财政部再拿这笔资金给回银行，作为其增资的拨款。但实际上，财政部直接以一笔国债，交换了对银行的权益。国债乃主权性质，按照《巴塞尔协议》，可以参与清算，因此可以计入资本。**二是，特别国债一开始不需要财政部付息。**根据招股说明书，因四家银行每年需向财政部缴纳款项，债券利息收入实际上与部分缴纳支出相互抵消，所以这笔资金往来即不计收入，也不计支出。国有独资阶段，原四大行 100%归财政部管，条款设计上相对随意；而在股份制改革后，陆续都改成财政部按年付息了（利率 2.25%）。当财政部按年付息时，特别国债才更像是债券了。**三是，特别国债不可转让。**这意味着，在没有特殊安排下，该国债可以用于清算或者到期兑付，而不能用于正常经营下吸收损失。

特别国债既没有新增货币投放，也没有消耗当期财政资金。债券发行一般都会创造信用，A 向 B 发行一笔债券，A 得到对价的资金，B 得到债券，将债券转让或质出，又能恢复原来的资金。关键的条款在于“不可转让”，这样设计，银行得到这笔债券，无法用于除到期兑付和清算外的场合，封锁了信用创造的可能。到目前为止，我国特别国债发行了两次，第二次也是向国有独资银行定向发行，总额 1.55 万亿，用于购买 2000 亿美元外汇，用作中投的资本金。其中，2007 年第一期的 6000 亿的十年期特别国债在 2017 年全部得到续作，因此，不排除这一批 2700 亿的特别国债到期续作的可能性。

图 7：特别国债以及汇金注资模式示意图



资料来源：四大行招股说明书，天风证券研究所

2.1.3. 2003 年注资：汇金以 790 亿美元外储注资四大行

第二次注资是国有独资银行股份制改革的起点。本次是真金白银的注资，原四大行共获得外汇资产 790 亿美元，占到当期外汇储备总量的 19%。2003 年 12 月，中行和建行因效益较好而作为试点，各获得 225 亿美元注资，2005 年 4 月，工行获得 150 亿美元注资，2008 年 10 月，农行获得 190 亿美元注资。汇金以外汇注资，可作为核心资本，此举目的，一为提高银行资本充足率，以迎接 WTO 带来的外资银行竞争，二为转换成风险准备，用于 2003 年底的“清算式”核销。

工行除此之外还得到一笔国家以土地使用权作价的出资。一共是 10994 宗土地使用权，2005 年 6 月 30 日公允价值为 199 亿元。资本扣除项包括商誉、商业银行对未并表金融机构的资本投资、商业银行对非自用不动产和企业的资本投资，但不包括土地使用权，因此土地使用权注资也能提高资本充足率。

2.2. 三次不良剥离，转移损失并优化不良率

2.2.1. 1999 年剥离：1.39 万亿/对价为 AMC 金融债+再贷款划转

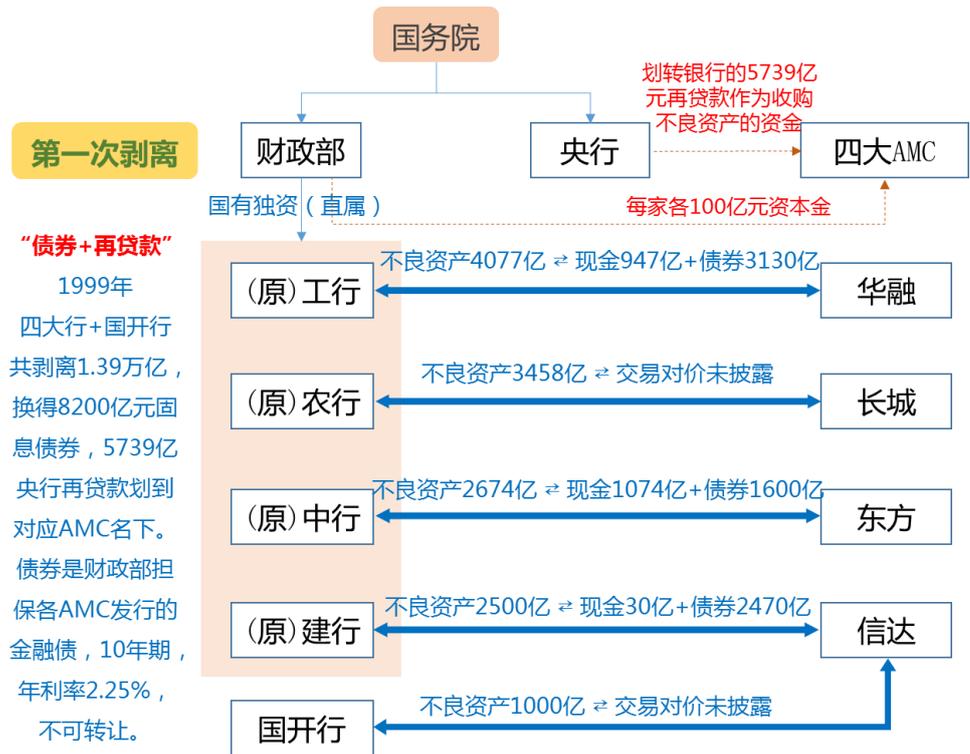
第一波剥离是救火性质的。2002 年以前的商业银行不良率，监管并没有系统披露。据《国有商业银行账面不良贷款、调整因素和严重程度：1994-2004》中的测算：1998 年商业银行不良率为 35%，1999 年为 39%。正因为核心存款占比高且保持稳定，才没有发生大规模挤兑，这背后是民众对国家声誉的稳定预期。但是，97 亚洲金融危机正在发生，可能加剧储户对我国银行的担忧。与此同时，去产能和国企改革双重压力下的坏账，仍在持续累积，储户挤兑风险有所放大。

主要目的为转移损失、改善资本充足率。第一波剥离，均按照不良资产账面价值支付对价。银行的 1.39 万亿不良资产按账面价值换得对价，对价包括四大 AMC 向对应银行定向发行的 8200 亿元债券（十年期，股息 2.25%）；以及，央行将向银行借出的 5739 亿元再贷款，划转到其对应的 AMC 名下，作为对银行负债的抵减。金融债置换不良资产，使资本充足率的分母加权风险资产减少；不良资产出表，使不良率大幅改善；5739 亿元的再贷款压力

解除，这部分资金可用于确认利润，或者从内部补充资本。

本质上是央行以 5739 亿再贷款、四大 AMC 以 8200 亿债券，共同承担损失。这波剥离的资产普遍质量较差，原价出售就等于银行向外转移损失。财政部金融司副司长孙晓霞“2006 昆明国际评估论坛”上公布，截至 2006 年 6 月末，四大 AMC 累计已处置 1999 年接收的不良资产 11,692 亿元，现金回收率达到 16%。后续追踪来看，这一批金融债普遍延期。比如 2009 年建设银行宣布持有信达的 2470 亿债券延期十年；随后中国银行业跟进延期债券 10 年，利率维持年息 2.25% 不变，财政部继续对债券的本息偿付提供支持。尽管这批金融债延期了，但因其背后是财政部的隐性担保，有主权信用的支撑，仍然可认为是足值的。

图 8：第一波不良资产政策性剥离：1.39 万亿/对价为 AMC 金融债+再贷款划转



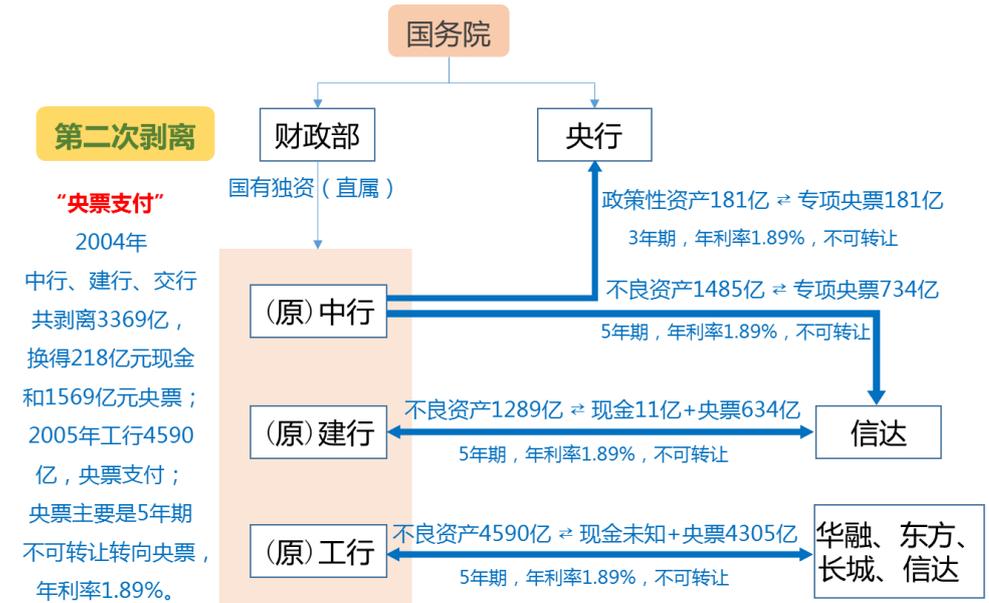
资料来源：四大行招股说明书，天风证券研究所

2.2.2. 2004 年剥离：0.8 万亿/对价主要为专项央票

第二波剥离主要是为了国有银行股份制改革。为了符合上市条件，增加对国内外战略投资者的吸引力，有必要通过不良剥离迅速改善资产质量。这一波不良贷款大部分产生于 2000 年以后，2002 年，贷款五级分类标准的推行、《银行贷款损失准备计提指引》的发布、银监会的成立，都大大提高了银行信贷业务的规范性和监管力度。这个时期的不良生成没有 90 年代那么快，不良资产中有相当一部分是次级类和可疑类，具备相当的回收价值，并且已经按照 50% 的比例计提过拨备了，相对来说，本次剥离已经比较接近市场化转让了。

本次剥离对价主要为专项央票。第二波剥离，中行、建行按账面价值的 50% 出售，工行按账面价值出售。据中行招股说明书披露，2014 年 6 月，原中行向信达出售账面价值为 1485.40 亿元的不良贷款（扣除贷款减值准备后账面净值为 734.30 亿元），对价即定为央行发行的本金为 734.30 的五年期专项央票。据建行招股说明书披露，原建行向信达出售的账面价值 1289 亿元不良贷款，得到 644.5 亿元出售款项，当日即按面值认购五年期央行专项央票。若是纯市场化交易，银行和 AMC 直接交易即可，央行的介入，是为了收回银行因剥离不良而获得的流动性，避免额外信用创造。后续年报显示，中行 734 亿元专项央票已于 2009 年全额收回，建行 634 亿元专项央票已于 2009 年全额收回，工行 4305 亿元专项央票已于 2010 年全额收回。

图 9：第二波不良资产政策性剥离：0.8 万亿/对价主要为专项央票

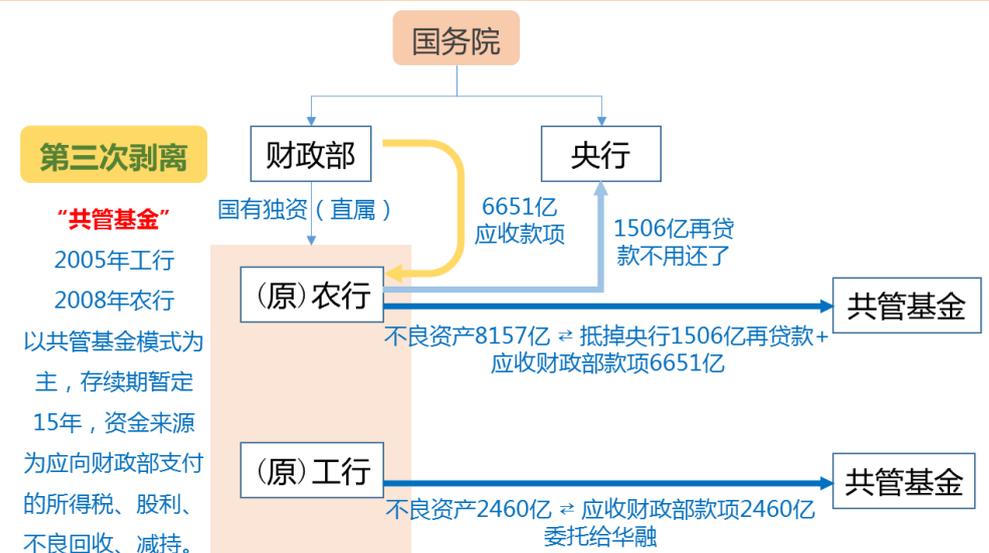


资料来源：四大行招股说明书，天风证券研究所

2.2.3. 2005 年剥离：1.06 万亿/共管基金/税收、股利、处置所得抵扣

第三波剥离是国有银行股份制改革的下半场。2005 年，工行在剥离 2460 亿不良资产时探索出一种新模式，“共管基金”模式。即，不再采用不良资产包转让给 AMC，当时即支付对价的方式，而是直接转让给财政部，获得一笔“应收财政部款项”，并成立一个以清收该不良资产包为主要目的基金，称为“共管基金”，存续期 15 年。不良资产包或者委托给 AMC 代为清收，或者由原银行代为清收。该基金的收入来源包括：应该向财政部支付的所得税、股利、不良清收化解收入、股票减持所得。用这个基金，去充抵应收财政部款项。本质上，是财政部拿未来应从银行收取的税、股利甚至股票价值，来弥补银行当下的坏账损失，其实是相当于对银行的减税和补贴。

图 10：第三波不良资产政策性剥离：1.06 万亿/共管基金/所得税、股利、处置收入抵扣

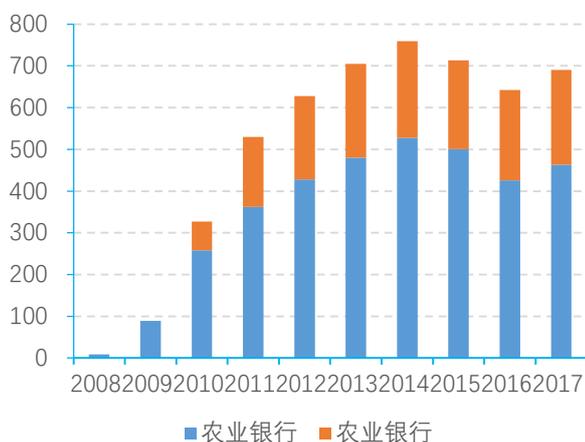


资料来源：四大行招股说明书，天风证券研究所

应收财政部款项，农行的 1H18 还剩 2909 亿，工行的已于 2010Q1 还清。第三次剥离的特点是，财政部以无追索权的方式购买该等不良资产，作为对价，银行得到一笔“应收财政部款项”。该笔款项，财政部将以对该银行的应收企业所得税、股利、减持收入以及清

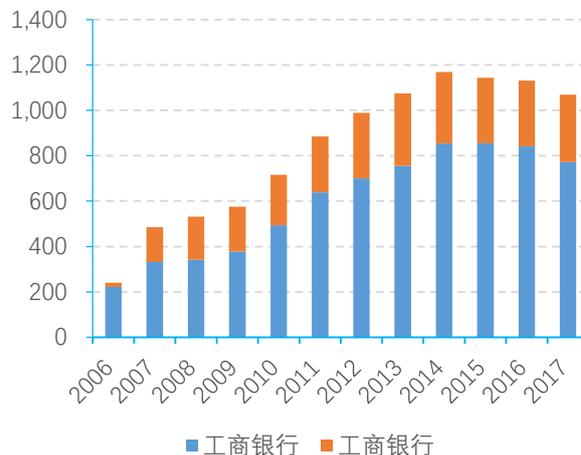
收所得，逐年偿还。我们能够得到的是企业所得税和分红数据，农行对财政部的分红比例按 2017 年的 39% 计算，工行按 2017 年的 34.6% 计算，暂不考虑清收化解不良资产、股份减持所得（其金额也很可观）。结论是，工行在 2006-2010 年期间，仅所得税和分红两项，累计已达 2549 亿，财政部已足以还清 2460 亿的款项；农行在 2008-2017 年期间，仅所得税和分红两项，累计已达 5093 亿，距离 6651 亿元还差 1558 亿元。事实上，工行 2010 年年报显示，其应收财政部款项已于 2010 年一季度偿还完毕；农行 1H18 中报显示，其应收财政部款项还剩 2909 亿元。

图 11：农行企业所得税及对财政部分红情况（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 12：工行企业所得税及对财政部分红情况（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

2.3. “清算式”核销：集合降准、注资、全年利润之力

两次强力降准，各降 5 个点和 2 个点，用以吸收损失、防止挤兑。1998 年 3 月 21 日起，存款准备金率下降 5%，由之前的 13% 下降到 8%。1999 年 11 月 21 日起，存款准备金率下降 2%，即由之前的 8% 下降到 6%。强力降准对银行业的考虑主要在于，一是去产能末期，不良率攀升，回款困难，防止储户因为担忧而纷纷挤提存款，二是必要的时候，允许银行以释放出的准备金核销不良资产。

2003 年底对试点银行做“清算式”核销，但力度仍然有限。根据财务重组安排，原建行以截至 2003 年底的全部资本金和储备（包括截至 2003 年 12 月 31 日止年度的全部净利润，但不包括汇金的注资），弥补了截至 2003 年底的累计亏损。累计亏损主要来自于为不良贷款计提减值准备，而这是完成一次性核销操作的必要条件。根据国务院的批准，原建行于 2003 年底核销了 569 亿元不良贷款。与之类似，中行也将注资前的所有者权益余额转入未分配利润，用以弥补计提减值准备产生的亏损。中行当年核销金额为 639 亿元。2003 年，原工行核销了 511 亿元。因农行上市较晚，故招股书中未披露 2003 年的情况。比起 2004 年第二波政策性剥离（建行 1485 亿元、中行 1289 亿元、工行 4590 亿元）的体量来说，这一波“清算式”核销，力量还是相对较弱。

表 3：四大行财务重组期间核销力度（亿元）

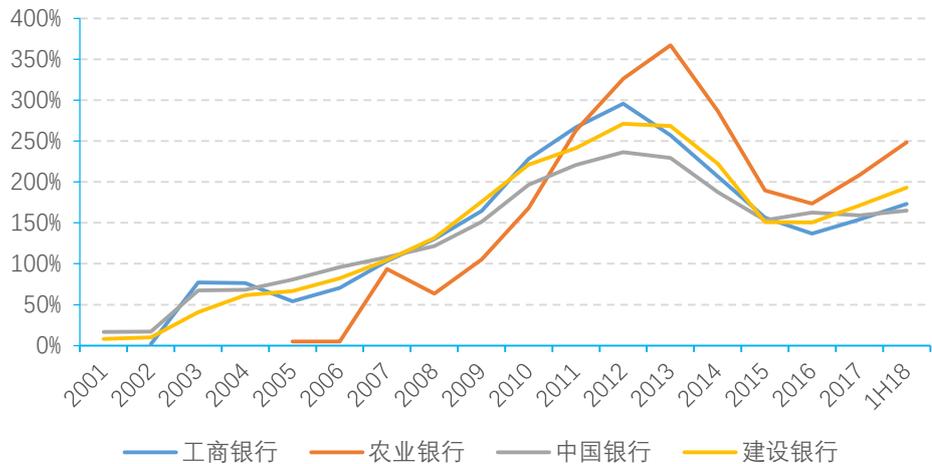
银行	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
工商银行	267	511	275	68	111	82	124
农业银行	-	-	-	-	32	0	10
中国银行	-	639	95	49	37	68	56
建设银行	-	569	35	31	33	64	66

资料来源：四大行招股说明书及年报，天风证券研究所

2008 年以前，四大行拨备不足以消化账面不良，故而需要政策性剥离。除 2003 年那次集合降准、注资、全年利润之力的“清算式”核销力度较大之外，其余年份的核销力度大多

都在数十亿，他们体现的是从利润中自然内生的拨备力量。比起数千亿的账面不良，仅凭内生自主核销是远远不够的。这也是第二波和第三波不良资产政策性剥离的必要性所在。

图 13：2008 年以前四大行拨备力度无法抵御不良生成



资料来源：WIND，天风证券研究所

2.4. 政策性发行次级债，补充附属资本

根据《巴塞尔协议》，次级债具备在危机时吸收损失的能力，可计入附属资本。为符合《巴塞尔协议》对资本充足率的要求，除了通过注资来补充核心资本之外，发行次级债来补充附属资本也是有效的方式。在股改期间，四大行共发行了 1850 亿元次级债。

表 4：四大行财务重组次级债发行情况

银行	发行时间	金额	品种
建设银行	2004 年下半年	400 亿元	未披露
中国银行	2004-2005 年	600 亿元	未披露
工商银行	2005 年	350 亿元	分为 10 年期和 15 年期两个品种
农业银行	2009 年 5 月	500 亿元	分为 5+5 固息、5+5 浮息、10+5 固息三个品种
总计		1850 亿元	

资料来源：四大行招股说明书，天风证券研究所

3. 注资和不良剥离的效果如何？

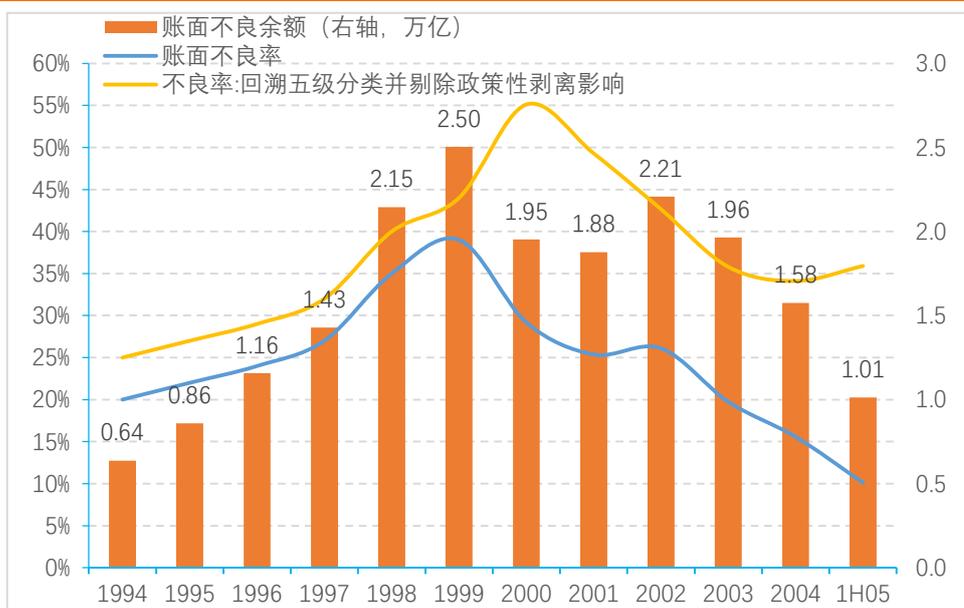
3.1. 1998 年注资：98 年资本充足率达 4.6%，2000 年不良率降至 29.2%

数据处理的解释。1995 年《商业银行法》施行，到 2003 年银监会开始定期披露的商业银行不良数据，这中间近十年的时间，缺乏统一口径数据。本报告基于领导人公开讲话中披露的零散数据，并参考原银监会施华强的论文《国有商业银行账面不良贷款、调整因素和严重程度：1994-2004》(2005 年发表于《金融研究》)，合理还原了不良率的大致走势。为统一口径，2002 年之前的四级分类相比于之后的五级分类对不良率的误差，我们估计为 5%。

第一波注资及剥离，98 年底四大行平均资本充足率达到 4.6%；不良率下行 9.2 pct.到 2000 年底的 29.2%，压力仍较大。还原政策性剥离因素后发现，2000 年的不良率上升了 11 个百分点，与 1998 年不良率 8 个百分点的上升做比较，发现不良生成节奏仍在加快。这种

加快的不良生成节奏，部分对冲了 1999 年不良剥离的作用，使得不良率仍然居高不下，这就为后续的第二波和第三波不良政策性剥离埋下了伏笔。

图 14：1994-2005 年国有商业银行账面不良贷款及不良率



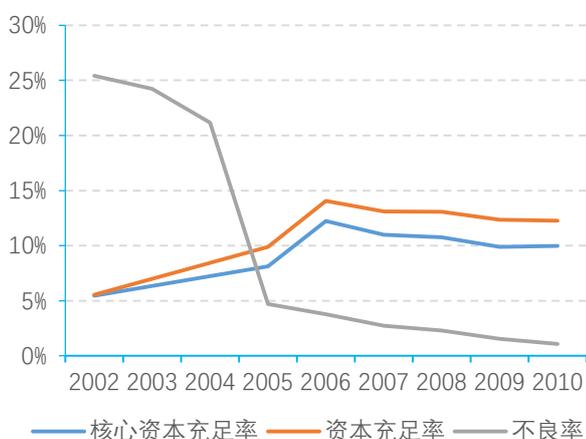
资料来源：中国知网，四大行招股说明书，天风证券研究所

3.2. 2003 年注资：四大行资本充足率陆续到 8% 以上，不良率到 5% 附近

经过注资、剥离和次级债发行，四大行在 2008 年底之前陆续达标。2002 年，新成立的银监会要求商业银行核心资本充足率达到 4%，资本充足率达到 8%。经过汇金的注资，第二波、第三波不良资产政策性剥离，次级债的发行，四家行陆续达标。

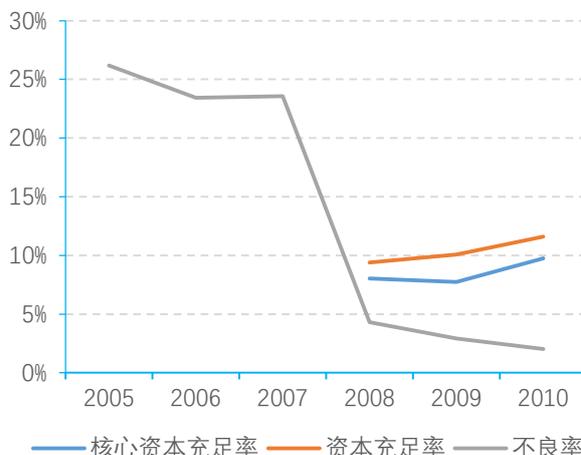
建行在 2004 年底达标，资本充足率 11.32%，不良率从 2001 年的 19.21% 降至 2004 年的 3.92%；中行在 2002 年底资本充足率达 8.15%，核心资本充足率 7.85% 就已经达标，不良率从 2001 年的 27.51% 降至 2004 年的 5.12%；工行在 2005 年底达标，资本充足率 9.89%，不良率从 2002 年的 25.41% 降至 2005 年的 4.69%；农行在 2008 年底达标，资本充足率 9.41%，不良率从 2005 年的 26.17% 降至 2008 年的 4.32%。

图 15：工商银行 2005 年资本充足率达标，不良率 4.69%



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 16：农业银行 2008 年资本充足率达标，不良率 4.32%

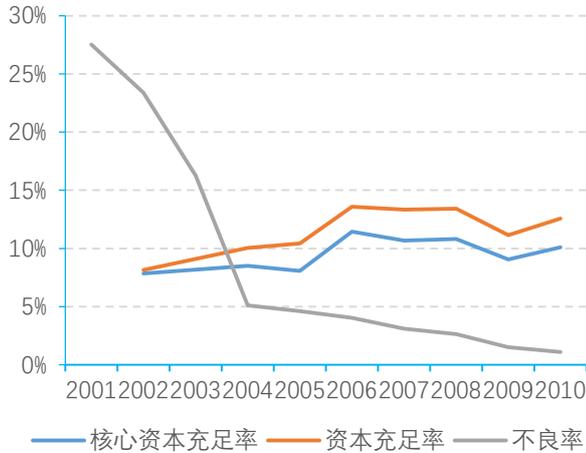


资料来源：WIND，天风证券研究所

原四大行成功完成股份制改革，均于 2010 年底顺利上市。建行于 2005 年 10 月 27 日在香港上市，并于 2007 年 9 月 25 日在上海上市；中行于 2006 年 6 月 1 日在香港上市，2006

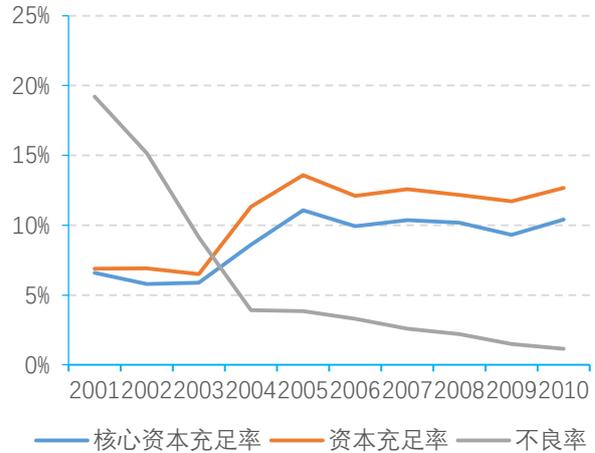
年7月5日在上海上市；工行于2006年10月27日在上海、香港同时挂牌，完成A+H股上市；农行于2010年7月15日在上海、香港同时挂牌，完成A+H股上市。

图 17：中国银行 2004 年资本充足率达标，不良率 5.12%



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 18：建设银行 2004 年资本充足率达标、不良率 4.32%



资料来源：WIND，天风证券研究所

4. 今天的上市银行有资本担忧么？

4.1. 压力测试：资产质量恶化时，上市银行资本受损较小

上市银行覆盖损失的能力较强，极端情况下资本受损较小。考虑一种资产质量恶化的极端情况：当前逾期贷款翻倍，并全部转为不良。为了消化掉这些不良，核心一级资本充足率受影响程度多大呢？我们以 1H18 的数据为测算依据，假设先拿拨备吸收，再以当年净利润吸收（以 2017 年净利润替代），之后再以核心一级资本吸收。结论是，28 家上市银行中，仅 8 家的资本会受到影响，其中 5 家的核心一级资本充足率会因此而降到 8% 以下，变得不再符合监管标准。但是，下降较多的华夏银行，在我们的测算里也仅仅是降到 5.78% 的水平，还远远达不到当年四大行面临的风险暴露的程度。特别地，四大行中，建行、农行仅 1H18 存量拨备就能覆盖全部假设的不良贷款，工行、中行再算上年净利润，覆盖损失也是绰绰有余，使核心一级资本充足率保持高于 10% 的水平不变。因此，政策性注资和剥离料已成为历史。

表 5：若逾期贷款翻倍并转为不良，上市银行资本影响测算

类别	银行	(逾期翻倍转不良后)不良率	侵蚀资本(拨备+利润不能覆盖)	核心一级资本充足率影响	扣减后核心一级资本充足率
大行	农业银行	3.66%	-	-	11.19%
大行	交通银行	3.83%	-	-	10.63%
大行	工商银行	3.61%	-	-	12.33%
大行	建设银行	2.85%	-	-	13.08%
大行	中国银行	3.56%	-	-	10.99%
股份行	平安银行	6.38%	-403	-1.78%	6.56%
股份行	浦发银行	5.49%	-280	-0.67%	8.96%
股份行	华夏银行	8.89%	-736	-3.78%	5.78%
股份行	民生银行	6.32%	-563	-1.24%	7.40%
股份行	招商银行	3.28%	-	-	11.61%
股份行	兴业银行	4.24%	-	-	8.94%
股份行	光大银行	4.57%	-124	-0.40%	8.45%

股份行	中信银行	5.43%	-487	-1.10%	7.43%
城商行	宁波银行	1.67%	-	-	8.87%
城商行	郑州银行	9.36%	-43	-1.31%	6.50%
城商行	江苏银行	3.09%	-	-	8.61%
城商行	杭州银行	3.82%	-	-	8.26%
城商行	南京银行	2.58%	-	-	8.44%
城商行	北京银行	4.15%	-	-	8.65%
城商行	上海银行	2.95%	-	-	10.07%
城商行	长沙银行	2.92%	-	-	9.06%
城商行	成都银行	5.30%	-	-	10.71%
城商行	贵阳银行	7.91%	-14	-0.46%	9.08%
农商行	江阴银行	5.64%	-	-	13.61%
农商行	张家港行	2.71%	-	-	11.76%
农商行	无锡银行		-	-	10.64%
农商行	常熟银行		-	-	9.72%
农商行	吴江银行	4.13%	-	-	11.09%

资料来源：WIND，天风证券研究所

4.2. TLAC 规则使四大行总损失吸收能力增强

TLAC 助力提升四大行总损失吸收能力，艰苦岁月一去不复返。作为 G-SIBs（全球系统重要性银行），我国的四大行除了要满足银监会、Basel III 的资本要求外，还需要在 2022 年之前，逐步满足 TLAC 的要求。综合来看，TLAC 进一步抬高了对四大行的资本要求，TLAC 要求可粗略看作是 Basel III 要求的 2 倍。静态测算，TLAC 标准下，四大行至少共需补充 1.44 万亿资本。在资本增厚的过程中，四大行的总损失吸收能力也会得到实质性的提升，过去资本告急的艰苦岁月，已经一去不复返了。

5. 投资建议：损失吸收能力今非昔比，政策性注资一去不返

上市银行极端压力测试显示，即使当前逾期贷款翻倍并转为不良，以拨备和全年利润消化掉它们，仅 8 家行的资本会受影响，使资本充足率低至 5.78%。特别地，四大行的资本充足率将不会受到影响，继续维持在高于 10% 的水平，政策性注资和剥离料已成为历史。

上市银行损失吸收能力足以应对极端状况，银行板块经营稳健，经济下行压力之下也无需过分担忧。TLAC 相对收益要求下大行资本实力相对更强，建行、农行拨备对逾期贷款覆盖相对更好。

6. 风险提示

外部环境不确定性上升；经济超预期下行导致不良高发。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com