

国内金融机构资本补充工具信用评级答疑

2023 年 3 月 30 日

资本补充工具通常兼有债权和股权的双重属性。标普信评的金融工具评级框架适用于工商企业和金融机构。但由于金融机构的资本充足水平受到严格监管，金融机构所发行的资本补充工具有其自身的信用特点。近年来，国内银行和其他金融机构发行的资本补充工具不断增加，投资者也愈发希望了解各类金融机构发行的各类资本补充工具的信用质量。本报告解答了投资者最关心的关于金融机构资本补充工具的 12 个常见问题。

目录

1. 资本补充工具的评级为何与高级债券不同？	2
2. 如何对国内金融机构发行的资本补充工具进行评级的？	2
3. 政府会在危机情况下对银行发行的资本补充工具提供支持吗？	3
4. 同一银行发行的高级无抵押债券、二级资本债和永续债的信用风险有何不同？	3
5. 在可预见的未来，银行资本补充工具是否存在重大损失风险？	5
6. 如何定义金融机构资本补充工具的违约？	9
7. 如何理解银行资本补充工具在可赎回日发行人选择不赎回？	10
8. 国内不同银行发行的不同种类债券的利差是否合理？	12
9. 如何评估金融租赁公司发行的资本补充工具？	13
10. 如何评估保险公司发行的资本补充工具的信用等级的？	14
11. 如何对国内券商资本补充工具进行评级的？	17
12. 如何确定其金融机构资本补充工具子级调整规则的？	19
附录 1：金融机构信用质量与其资本补充工具信用等级之间的可能关系	21
附录 2：相关方法论和研究	26

分析师

栾小琛, CFA, FRM

北京

Collins.Luan@spgchinaratings.cn

邹雪飞, CPA

北京

Eric.Zou@spgchinaratings.cn

杨建成, FRM

北京

Allen.Yang@spgchinaratings.cn

李迎, CFA, FRM

北京

Ying.Li@spgchinaratings.cn

1. 资本补充工具的评级为何与高级债券不同？

资本补充工具通常兼有债权和股权的双重属性。如果债务工具能够在不构成法律意义上的违约或被清算的条件下吸收损失，那么我们通常认为此类债务工具属于资本补充工具。吸收损失的形式有很多种，主要包括（1）票息取消/延付；（2）本金减记；或者（3）转换为普通股或其他资本补充工具等。

由于资本补充工具吸收损失的特性，我们认为其信用质量低于同一发行主体发行的高级无抵押债券，因此其评级应当与同一发行主体发行的高级无抵押债券的评级结果不同。

2. 如何对国内金融机构发行的资本补充工具进行评级的？

《标普信用评级（中国）— 评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素》是我们对于资本补充工具的评级方法，《解读标普信用评级（中国）评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素方法论》对评级方法进行了进一步的补充解释。下表是对我们评级方法的概括。

表1

我们对于金融机构资本补充工具的评级方法概述

步骤	下调子级数量
<p>第一步：确定子级调整的起点</p> <p>首先，我们需要明确一个进行子级调整的起点，以得出金融机构资本补充工具的等级。我们一般以发行主体的个体信用状况为起点。但若遇到以下情况时，我们会以发行主体的主体信用等级作为起点：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 金融机构的主体信用等级包含了集团支持，且我们预计其发行的资本补充工具也将及时获得集团支持，不会用于吸收损失； • 金融机构的主体信用等级包含了政府支持，且我们预计其发行的资本补充工具也将及时获得政府支持，不会用于吸收损失； • 金融机构的主体信用等级低于个体信用状况；或者 • 我们认为主体信用等级比个体信用状况更适宜作为起点的任何其它情况。 	
<p>第二步：标准调整</p>	<p>我们的子级调整从标准调整开始，分为下列的三个小步骤。</p> <p>一般总计不超过 3 个子级</p>
<p>第 2a 步：合同次级条款</p>	<p>如果在处置或清算时，资本补充工具的清偿顺序劣后于高级无抵押债券。子级调整不会因合同约定的次级程度不同而不同。举例来说，虽然银行永续债比二级资本债的清偿顺序更低，但因后偿风险进行的子级调整都只有 1 个子级。</p> <p>通常下调 1 个子级</p>
<p>第 2b 步：票息支付延迟或取消的风险</p>	<p>如果资本补充工具带有会导致票息支付延迟或取消的票息取消/延付条款。</p> <p>通常下调 1 个子级</p>

步骤	下调子级数量
第 2c 步：转换为普通股或本金减记的风险	<p>如果资本补充工具带有导致转换为普通股，或本金减记或者两者兼有的强制性或有资本条款。</p> <p>但如果减记或转股是在银行进入处置阶段，二级资本工具全部减记或者转为普通股后才可能发生，我们通常不再对于此类减记或转股条款进行额外的子级减扣。</p>
第三步：额外调整	<p>如果资本补充工具存在我们在第一步和第二步的调整中没有完全覆盖的损失吸收风险。当发行主体资本严重短缺，导致混合资本工具很可能会实际用于损失吸收时，通常会导致额外调整。</p> <p>监管部门对危机情况下资本补充工具吸收损失的特殊态度也会被考虑在内。</p>

资料来源：标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

3. 政府会在危机情况下对银行发行的资本补充工具提供支持吗？

我们认为大多数国内大中型银行在困难时都可能会获得一定的政府支持，但与这些银行的高级债券相比，资本补充工具可能获得的支持程度存在更大的不确定性。资本补充工具发行的最终目的就是在银行资本过低时用于吸收损失。我们对资本补充工具可能获得政府支持的分析主要包括以下因素：

- 资本补充工具的性质。一般而言，我们认为，与永续债相比，二级资本债更可能获得政府支持，这是因为永续债为一级资本，资本属性更强。
- 银行的所有权属性。我们通常认为，与民营银行的资本补充工具相比，与政府关系密切、为政府发挥重要作用的国有银行的资本补充工具更可能获得政府支持。
- 银行的系统重要性。我们认为，与规模较小的银行相比，系统重要性银行发行的资本补充工具更有可能获得政府支持。

当我们认为一家银行的特定资本补充工具可能无法获得政府支持时，我们一般会以其个体信用状况（假设无集团支持）为起点对资本补充工具进行子级调整；当我们认为一家银行的特定资本补充工具可能获得政府支持时，我们一般会以其主体信用等级（包含了政府支持）为起点进行子级调整。

我们认为，政府是有可能对银行资本补充工具提供一定支持的，但政府需在维持金融稳定和防范道德风险之间实现平衡，因此在提供该类支持时会有选择性的。

4. 同一银行发行的高级无抵押债券、二级资本债和永续债的信用风险有何不同？

银行高级无抵押债券和资本补充工具的风险差异取决于多项因素，主要包括获得政府/集团支持的可能性、损失吸收的特性以及我们对银行资本充足水平的预期。下表的假设案例展示了同一银行发行的不同债券的评级差异。

四大行发行的 TLAC 非资本债券并非资本混合债券，但其子级减扣规则也适用相关的方法论。

表2

商业银行资本补充工具可能的评级结果示例

可能的主体/ 债项评级结果		注释
个体信用状况	aa _{spc}	示例
政府支持	+2	示例
主体信用等级	AAA _{spc}	个体信用状况 + 政府支持
高级无抵押债券	AAA _{spc}	由于是高级债券，等同于主体信用等级
TLAC 非资本债券		
子级调整起点	主体信用等级 (AAA _{spc})	我们认为国有大行发行的 TLAC 非资本债券可能获得政府支持，我们以其主体信用等级作为债券子级调整的起点
子级调整	-1	从调整起点下调 1 个子级，以反映其次级条款。总损失吸收能力非资本债券的受偿顺序，劣后于《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》规定的除外负债，优先于各级别合格资本工具。 TLAC 非资本债券含有减记或转股条款。当全球系统重要性银行进入处置阶段，二级资本工具全部减记或者转为普通股后，人民银行、银保监会可以强制要求总损失吸收能力非资本债券以全部或部分方式进行减记或转为普通股。但是由于该减记或转股条款是在处置阶段才会实施，我们通常不会针对该类减记或转股条款进行子级下调。
债项信用等级	AA _{spc+}	
二级资本债		
子级调整起点	主体信用等级 (AAA _{spc})	如果我们认为该发行主体的特定债券可能获得政府支持，我们会以其主体信用等级作为子级调整的起点。如果我们认为该债券不会获得政府支持，则会以其个体信用状况作为子级调整的起点。
标准调整	-2	从起点下调 2 个子级，以反映：1) 次级条款，2) 本金减记/转换为普通股条款。募集说明书中不含票息取消条款，因此下调 2 个子级。
额外调整	无	我们认为该发行主体在可预见的未来具有充足的资本，因此标准调整已充分反映了该债券的信用质量，因此无额外调整。
债项信用等级	AA _{spc}	如果我们认为该债券在必要时不会获得政府支持，子级调整的起点将是个体信用状况 (aa _{spc})，则得出的债项信用等级将为 A _{spc+} 。

可能的主体/ 债项评级结果		注释
永续债		
子级调整起点	个体信用状况 (aa _{spc})	我们一般以个体信用状况作为永续债的起点，因为我们认为属于一级资本的此类债券可能不会获得政府支持。
标准调整	-3	从个体信用状况下调3个子级，以反映募集说明书中的以下条款：1) 次级条款，2) 债券本金减记/转换为普通股条款，3) 票息延付/取消条款。
额外调整	无	我们认为该发行主体在可预见的未来具有充足的资本，因此标准调整已充分反映了该债券的信用质量，因此无额外调整。
债项信用等级	A _{spc}	从个体信用状况下调3个子级，以反映如下因素：1) 次级条款，2) 债券本金减记/转换为普通股条款，3) 票息延付/取消条款，以及一级资本获得政府支持的可能性低。

注：子级调整示例基于当前市场已发行债券的条款。若任何债券有不同的条款，即便与本示例中债券的名称相同，子级调整结果通常也将不同。

资料来源：标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

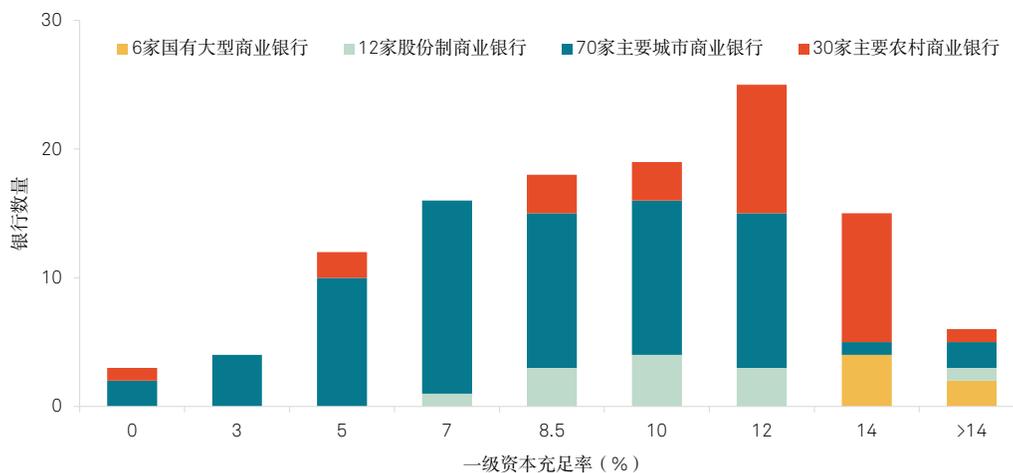
5. 在可预见的未来，银行资本补充工具是否存在重大损失风险？

银行资本补充工具是否会遭受重大损失取决于三个主要因素：（1）银行资本是否严重不足；（2）资本补充工具的条款设计，会在银行的哪种情景下吸收损失；（3）政府在化解银行风险时，是对资本补充工具给与政府支持，还是将其作为吸收损失的工具。

我们认为大多数国内银行资本是充足的。我们也注意到，在压力情景下，疫情下的小微企业延期贷款风险、房地产开发商风险和尾部城投风险会对部分中小银行的资本造成明显的负面影响。根据我们的初步评估，近年来资本韧性脆弱的中小银行有所增加，其资本补充工具用来吸收损失的可能性也增加。

图1

主要商业银行重度压力情景下的一级资本充足率分布



注：重度压力情景的主要假设包括：银行关注类贷款 100%迁徙到不良；二阶段贷款 100%迁徙到三阶段；银行展期贷款的 30%-50%迁徙到不良；以上不良贷款的损失率在 70-90%之间。房地产和建筑业贷款的 30%为不良，该部分坏账的损失率为 70%。[B_{spc}]序列城投当中 50%为不良，该部分坏账的损失率为 50%。

资料来源：标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有

瑞信 AT1 债券被减记事件说明，政府和监管对于高风险银行资本混合债是否发生损失有决定权。2023 年 3 月 19 日，为避免瑞信违约，瑞银宣布收购瑞信，瑞信的 AT1 债券被全部减记。由于国内永续债减记条款和欧洲 AT1 条款有相似之处，瑞信 AT1 事件提醒了国内投资人银行永续债的股权属性，以及政府和监管的态度对于资本混合债损失程度的重要性。我们认为，对于资本发生严重困难的国内高风险中小银行，其混合资本债的风险很大程度上取决于国内监管和政府的态度。

表3

中国银保监会关于国内商业银行资本工具吸收损失的部分重要规定

持续经营触发事件	指商业银行核心一级资本充足率降至 5.125%（或以下）。
无法生存触发事件	指以下两种情形中的较早发生者：1.银保监会认定若不进行减记或转股，该商业银行将无法生存。2.相关部门认定若不进行公共部门注资或提供同等效力的支持，该商业银行将无法生存。
包含减记条款的资本工具	当持续经营触发事件发生时，已设定该触发事件的其他一级资本工具的本金应立即按照合同约定进行减记。减记可采取全额减记或部分减记两种方式，并使商业银行的核心一级资本充足率恢复到触发点以上，减记部分不可恢复。
	当无法生存触发事件发生时，已设定该触发事件的其他一级资本工具和二级资本工具的本金应能够立即按合同约定进行全额减记，减记部分不可恢复。
包含转股条款的资本工具	当持续经营触发事件发生时，已设定该触发事件的其他一级资本工具的本金应立即按合同约定转为普通股。转股可采取全额转股或部分转股两种方式，并使商业银行的核心一级资本充足率恢复到触发点以上。
	当无法生存触发事件发生时，已设定该触发事件的其他一级资本工具和二级资本工具的本金应能够立即按合同约定全额转为普通股。
	商业银行发行含转股条款的资本工具，应事前获得必要的授权，确保触发事件发生时，商业银行能立即按合同约定发行相应数量的普通股。
不同级别资本工具损失吸收顺序	当同一触发事件发生时，应在其他一级资本工具全部减记或转股后，再启动二级资本工具减记或转股。
同级别资本工具损失吸收顺序	当同一触发事件发生时，所有同级别资本工具应同时启动减记或转股，并按各工具占该级别资本工具总额的比例减记或转股。

资料来源：《关于商业银行资本工具创新的指导意见（修订）》（2019年11月22日），中国银保监会。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图2

银行各类债券清偿和损失吸收顺序比较

清偿顺序	损失吸收	违约风险（累加关系）	获得政府特殊支持可能性
高级无抵押及其他高级债务	清算 (Liquidation)	发行人信用风险	一般情况下，与主体相同
TLAC非资本债务工具	处置 (Resolution)	次级	
二级资本工具（Tier 2）	非持续经营 (Gone concern)	触发无法生存假设 (PONV)	
其他一级资本工具（AT 1）	持续经营 (Going concern)	息票减记	无政府支持
核心一级资本（CET 1）			

资料来源：标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们一直在关注政府为困难银行的资本补充工具提供支持的方式，以便更好地判断政府支持此类工具的可能性。到目前为止，市场上出现过政府及时救助银行，银行资本补充工具未被减记的情况（比如恒丰银行和锦州银行），也出现过政府没有提供支持导致投资者全额损失的情况（比如包商银行）。

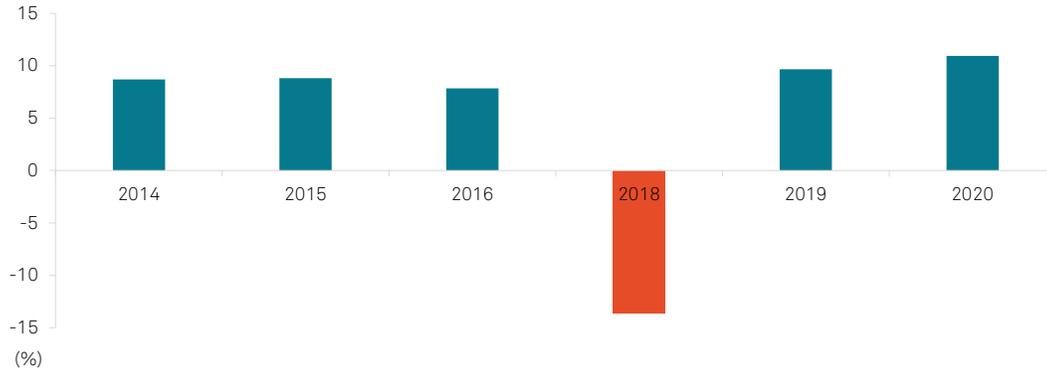
2020年11月13日，包商银行发布公告称，对已发行的65亿元二级资本债券本金实施全额减记，并对尚未支付的累积应付利息（总计约5.85亿元）不再支付。这是国内银行资本补充债券首次被全额减记。包商银行的这起事件证明了银行资本补充债券能够按照其合同约定真正发挥损失吸收的功能。

包商银行二级资本债券本金的全额减记是完全符合其合同条款约定的。根据国内二级资本债券的募集说明书，当监管机构认定银行发生“无法生存触发事件”时，此类债券本金可全额减记，任何尚未支付的累积应付利息亦将不再支付。鉴于包商银行的高级债权人在该行债务处置中已遭受了损失，此次资本补充债券的全额减记是符合我们的预期的。

政府对恒丰银行的救助避免了其二级资本债被减记。恒丰银行在2014年和2015年分别发行了80亿元和150亿元人民币的二级资本债券。截至2018年末，恒丰银行的不良贷款率为28.4%，其一级资本充足率为-13.65%。该行于2019年12月非公开发行1,000亿股普通股，其中中央汇金投资有限责任公司认购600亿股，山东省金融资产管理股份有限公司认购360亿股。注资后恒丰银行股东权益达到1,112.1亿元，较之前约增长10倍，资本充足率在2019年达到9.68%的正常水平。恒丰银行在2014年和2015年发行的二级资本债券在第五年后通过发行人行使提前赎回权全额偿还，并未发生减记。

图3

恒丰银行一级资本充足率



注：恒丰银行 2014 年和 2015 年二级资本债减记触发条款为：当触发事件发生时，发行人有权在无需获得债券持有人同意的情况下自触发事件发生日次日起不可撤销的对本期债券以及已发行的其他一级资本工具的本金进行全额减记，任何尚未支付的累积应付利息亦将不再支付。当债券本金被减记后，债券即被永久性注销，并在任何条件下不再被恢复。触发事件指以下两者中的较早者：（1）银监会认定若不进行减记发行人将无法生存；（2）相关部门认定若不进行公共部门注资或提供同等效力的支持发行人将无法生存。

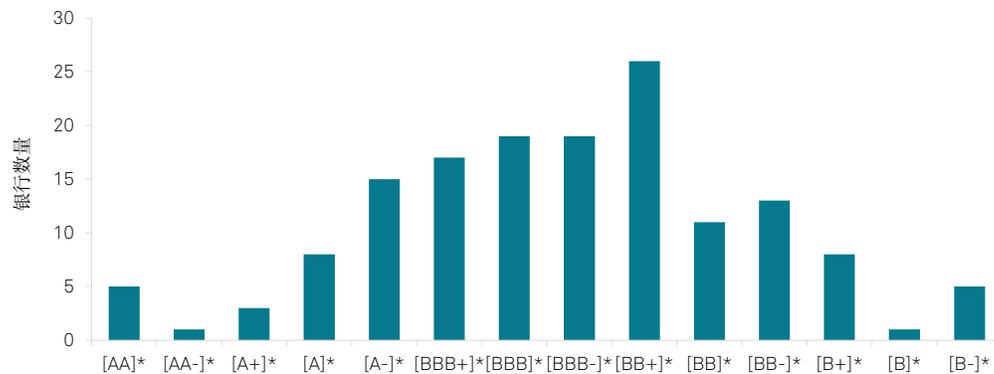
资料来源：银行公开信息，标普信评收集及整理。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

二级资本债具有较强的债权属性，我们目前认为其得到政府支持的可能性较大。根据我们的初步估计，目前市场上约 10% 的中小银行发行的二级资本债的潜在信用质量在[B_{spc}]序列。这些[B_{spc}]序列二级资本债的十年期到期日集中在 2025 年-2032 年，我们预计个别银行可能发生到期不兑付的情况。需要强调的是，二级资本债的五年期不赎回并不构成债券违约；但如果十年期限到期时不偿还，进行了减记或者转股，造成投资人损失，则构成了债券违约，但并不自动构成主体违约。

图4

150 家主要中资银行二级资本债潜在信用质量分布



注*：本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评级委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何机构或其债券最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

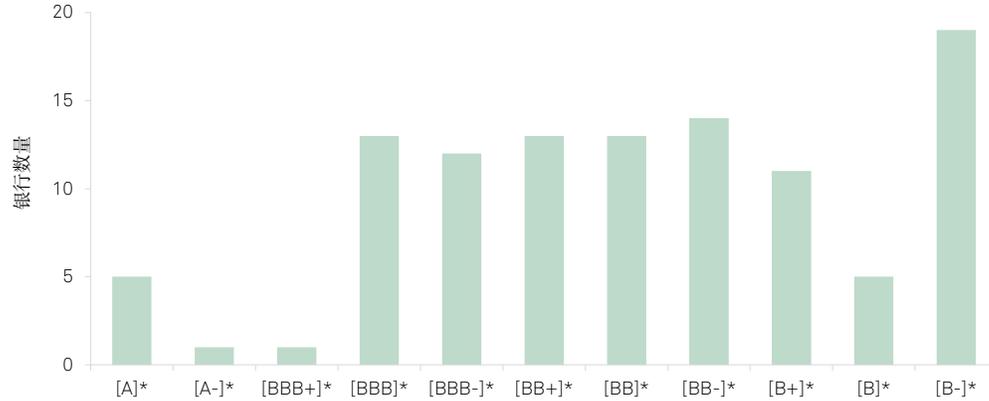
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

永续债由于股权属性很强，得到政府支持的不确定性大，所以信用质量偏低。根据我们的初步估计，目前市场上约 1/3 的中小银行发行的永续债的潜在信用质量在[B_{spc}]序列。[B_{spc}]序列永续债的赎回日

集中在 2025-2027 年，我们预计部分中小银行会选择在可赎回日不进行赎回。需要强调的是，永续债的股权属性高，银行不赎回并不构成债券违约，也不构成主体违约。

图5

100 家主要中资银行永续债潜在信用质量分布



注：本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何机构或其债券最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

6. 如何定义金融机构资本补充工具的违约？

二级资本债具有较强的债权属性。二级资本债的五年期不赎回并不构成债券违约；但如果十年期限到期时不足额偿还，或进行了减记或者转股，造成投资人损失，则构成了债券违约，但并不自动构成主体违约。

永续债的股权属性高，银行不赎回并不构成债券违约，也不构成主体违约。如果永续债的投资人因为派息取消或本金减记等原因遭到损失，则构成了债券违约，但并不自动构成主体违约。

表4

混合资本工具违约情况举例

混合资本工具可能出现的情况	混合资本工具是否构成“违约”	发行人是否构成“违约”
永久性吸收损失的情况，包括：		
- 派息被取消，且不累积	违约	由于混合资本工具的股权属性，如果发生债项违约，并不一定自动构成发行人主体违约
- 本金被减计	违约	
- 因满足触发条件，本金被转股	违约，除非投资人全数收回本金和利息	
- 发生危机重组	违约	
暂时性吸收损失的情况，包括：		

- 派息被递延，但可累积	违约，除非我们预计投资人能够全数收到被递延的利息
发行人在可赎回日选择不赎回	不构成债券或主体违约

资料来源：标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

7. 如何理解银行资本补充工具在可赎回日发行人选择不赎回？

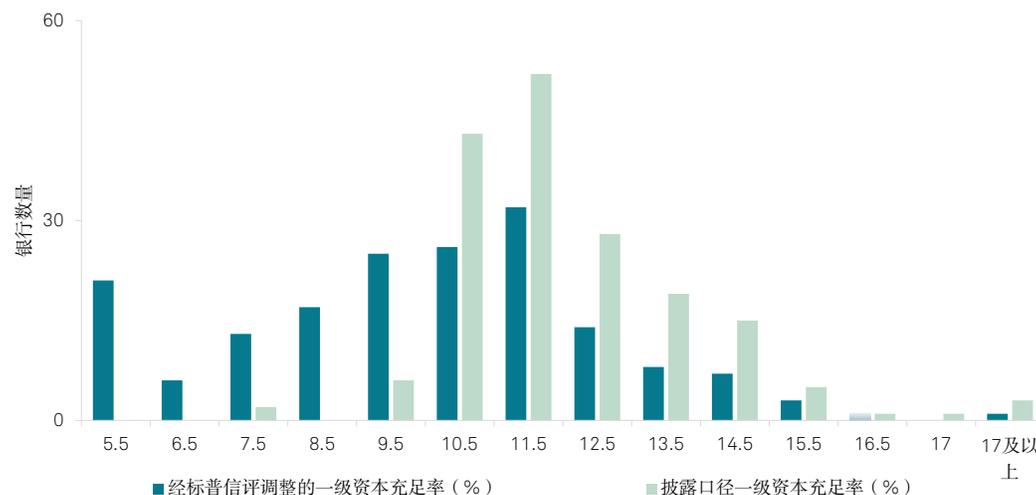
混合资本工具兼具债权和股权属性。在信用周期的下行阶段，混合资本债的股权属性会更加明显地显现出来；在信用周期的上行阶段，其债权属性往往会更加明显。我们预计未来几年国内不少中小银行会面临资本压力，在此背景下，混合资本债的股权属性会越来越明显地显现出来。股权属性显现的一种表现就是在可赎回日发行人选择不赎回。

我们预计未来两年部分中小银行的资本压力会加大。我们认为，较披露指标，轻度压力情景下的资本充足率能够更加全面地体现银行的资本韧性和资本实力。在我们进行了资本充足性压力测试的 175 家中资行当中，有 1/3 的银行可能存在不同程度的资本压力，主要为城农商行。我们预计这些银行发行的混合资本工具在未来几年会体现出明显的股权属性。

2022 年 12 月以来，两家在香港上市的中资银行分别在其二级资本债券是否行使赎回选择权问题上出现了决策反复，引起市场关注。2022 年 12 月 20 日，天津银行公告声明不行使 2018 年发行的二级资本债的赎回选择权；次日，该行又发布声明要行使赎回选择权。2023 年 1 月 5 日，九江银行公告声明该行对 2018 年发行的第一期二级资本债不行使赎回选择权；次日，该行又发布更正公告，表示要行使赎回选择权。两家银行最终的赎回决定都得到当地银保监局的同意。

图6

截至 2021 年末 175 家中资银行经标普信评调整的压力情景下一级资本充足率和披露口径一级资本充足率比较



注：压力情景主要假设包括：关注类贷款全部迁徙至不良类贷款，30%-50%的展期贷款成为坏账，坏账回收率为 30%。

资料来源：各银行公开信息，标普信评。

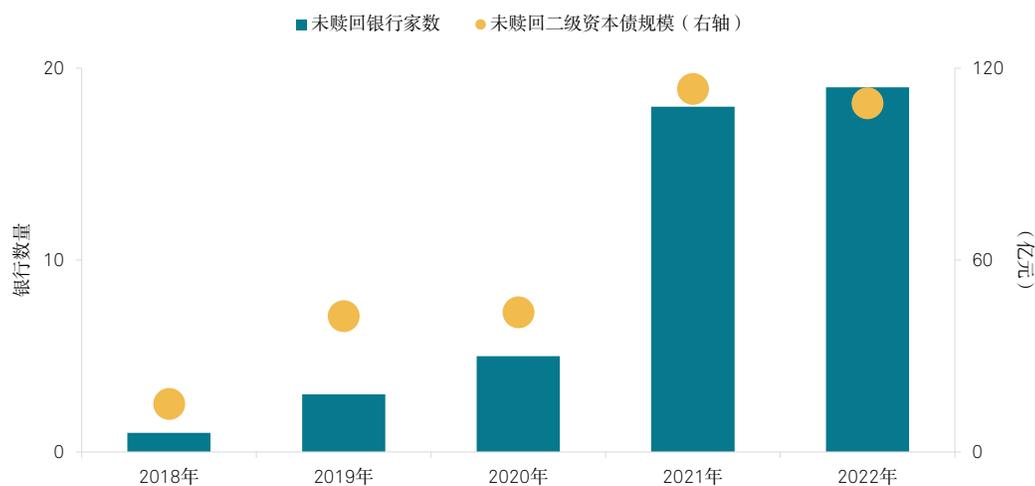
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在信用周期的上行阶段，大部分情况下，资本充足的银行会在五年时点选择赎回二级资本债，该阶段的二级资本债往往体现出更强的债权属性。我国城农商行于 2013 年开始发行二级资本债券，期限结构设计大多为 5+5 年，在发行五年后银行可选择赎回。

最近两年选择不赎回二级资本债券的中小银行迅速增加。第一个选择五年后不赎回其二级资本债券的是天津滨海农商行，该行在2018年选择不赎回其2013年发行的二级资本债券。2019年、2020年、2021年和2022年，分别有3家、5家、18家和19家银行选择二级资本债不赎回。

图7

截至2022年末五年可赎回期选择不赎回的银行数量以及涉及的二级资本债券规模



资料来源：Wind，经标普信评收集及整理。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

选择不赎回二级资本债的银行往往存在资本压力，大部分的资产质量指标和盈利指标弱于行业平均水平。我们发现，有5家选择在五年时点不赎回二级资本债的银行尚未披露2021年年报，可能已出现监管资本不足问题。截至2021年末，这些不赎回二级资本债的银行（不包括5家未披露年报的银行）的平均不良贷款率为3.1%，关注贷款占比为7.9%，分别高于1.7%和2.3%的行业平均水平；2021年这些银行的平均ROE仅为3.6%，远低于9.6%的行业平均水平。根据我们的信用质量测试结果，这42家不赎回二级资本债的银行的潜在主体信用质量往往处于行业中下水平，大约10%的潜在主体信用质量在[BBB_{spc}]序列，20%在[BB_{spc}]序列，70%在[B_{spc}]序列。由于政府对金融稳定的重视，我们认为这些银行发生大批量主体违约的可能性不大，但混合资本债的股权属性显现的可能性大。

天津银行和九江银行在二级资本债赎回问题上的决策反复体现了银行在赎回问题上面临的选择难题。我们认为，不赎回二级资本债对银行既有益处，也可能带来新的挑战。

混合资本工具股权属性的显现理论上有利于银行个体信用质量，为银行保留了更多的资本，有利于保护高级债权人利益。发行人不赎回混合资本工具的权利体现了发行人在资本管理和再融资时间/成本管理上的灵活性。从该种意义上讲，发行人行使对混合资本工具的权利（无论是不赎回，还是停止派息或者本金减记/转股）是有利于银行的个体信用质量的，因为混合资本工具能够继续补充银行资本和融资，为高级债权人继续提供保护。

但另一方面，混合资本工具股权属性的显现可能加剧银行的声誉风险，引发进一步的市场焦虑。如果混合资本工具不赎回引起市场对发行人的负面观点，发行人可能短期内无法发行新的资本工具，或者出现再融资困难，包括再融资成本显著提高，从而有可能对发行人的融资和流动性造成负面影响。截至目前，选择五年后不赎回二级资本债的银行中，仅有4家（宁波鄞州农村商业银行、临商银行、吉林九台农村商业银行、贵阳农村商业银行）在决定不赎回后还有新的混合资本工具发行出来。

部分不赎回二级资本债的银行在同业存单的发行方面也面临困难。在42家不赎回二级资本债的银行当中，19家银行（均为小型农村商业银行）2018年以来未发行过同业存单；在其余23家发行过同业存单的银行中，有10家银行在不赎回二级资本债后还继续发行同业存单，有13家再没有新的同

业存单发行出来。我们也注意到，能够继续发行同业存单的银行的融资成本在不赎回二级资本债后并没有上升。

我们认为，部分不赎回二级资本债的银行经历融资困难更多是因为银行自身信用质量弱，而不仅仅是因为二级资本债不赎回。但二级资本债不赎回的确可能进一步加剧银行的声誉风险，加剧投资人对银行资本充足性的担忧。我们也注意到，部分银行在不赎回二级资本债的同时也暂停了正常的对外财务信息披露。这种非常不透明的情况可能导致资本市场对银行偿债能力失去信心，引发流动性风险。

表5

选择不赎回混合资本工具对发行人带来的潜在影响举例

选择不赎回混合资本债的益处	选择不赎回混合资本债的潜在风险
发行人在资本管理上有更多的灵活性，为发行人保留更多的资本，提高了对高级债权人的保护。	商业银行在二级资本债到期前的最后五年可计入二级资本的债券金额按一定比例逐年减计，二级资本债发行的后五年会对资本补充效果逐年减弱。
发行人在再融资的时间和成本选择上有更多的灵活性。	目前国内市场利率呈下降趋势，从付息角度来看，在近两年选择赎回，再另外发行混合资本工具的话，再融资成本并不会显著上升。如果是市场利率快速上行的环境，选择不赎回则可能会节省再融资成本。
	最为重要的是，如果混合资本工具不赎回引起市场对发行人的负面观点，发行人可能短期内无法发行新的资本工具，或者造成再融资困难，包括再融资成本显著提高，有可能对银行的融资和流动性造成负面影响。

资料来源：标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

混合资本债已成为中国银行业资本的重要组成部分，其股权属性的显现有利于夯实银行资本，使得混合资本工具真正起到保护银行资本和高级债权人利益的目的。目前银行核心一级资本占商业银行总资本的70%，另外30%为其他一级资本和二级资本，主要是银行发行的永续债和二级资本债。

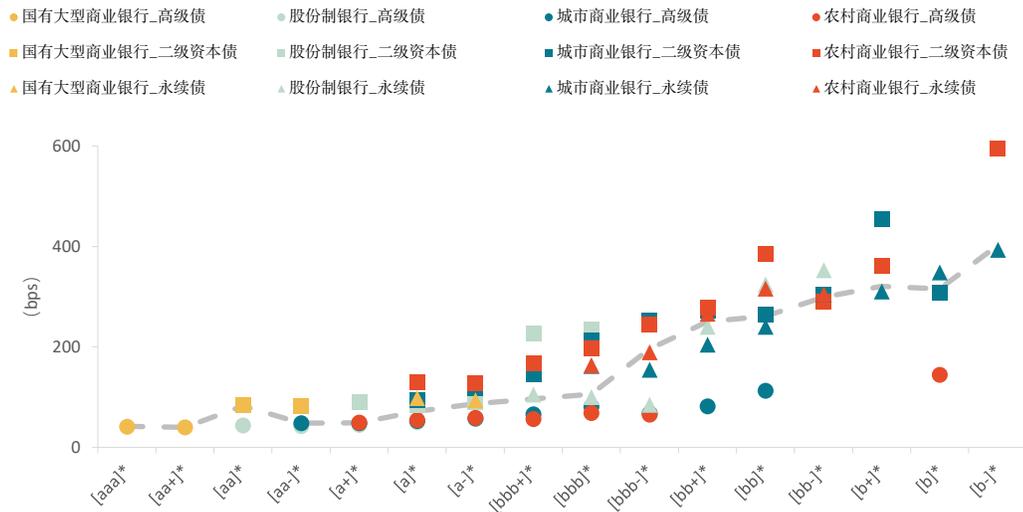
我们也意识到，如果市场对混合资本债的股权属性显现过度反应，引发市场恐慌，反而会影响银行的融资和流动性稳定。因此，为了充分发挥混合资本工具对银行资本的支持作用，未来几年投资人教育非常重要。投资人应充分认识混合资本工具不同于高级债的风险特征，在定价当中合理反映其股权属性带来的特殊风险。资本市场应充分认识到混合资本工具的违约并不意味着主体违约，银行主体和其资本混合工具的信用质量之间存在重大差异。

8. 国内不同银行发行的不同种类债券的利差是否合理？

总体来看，针对国内不同银行发行的不同类型的债券，我们的信用质量观点和市场利差是基本一致的。但是，同一个信用质量的，不同银行发行的不同种类债券的利差区别较大，反映了不同债券定价差异较大。同一信用质量债券的利差区别的原因包括：（1）银行主体信用质量的差别；（2）债券种类的区别；（3）其他非信用质量因素等。由于不同类型债券的资本消耗和流动性不同，投资人结构也有差异，非信用因素的影响较大。总体来看，国内债券定价对于资本补充工具损失吸收特征的考虑还是很明显的。

图8

剩余期限在 1 至 5 年之间的商业银行债务工具利差分布



注 1: 本报告中所呈现的潜在信用质量是我们根据公开信息, 通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业(有委托公开评级的发行人除外)进行访谈或其他任何形式的互动沟通, 也未通过标普信评的信用评级流程, 例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可且不应被表述为信用评级, 也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。

注 2: 债券利差数据是基于 2023 年 3 月 24 日债券市场存量债券的估值及无风险收益率计算得到。

资料来源: 标普信评。

版权©2023 标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

9. 如何评估金融租赁公司发行的资本补充工具?

金融租赁公司与银行一样也受到银保监会的监管, 因此他们的资本补充工具往往与银行的资本补充工具有相似的条款。到目前为止, 只有少数金融租赁公司发行了二级资本债券, 尚无一家发行过永续债。鉴于此, 我们的分析仅针对二级资本债券。银保监会要求租赁公司的母公司确保其租赁子公司的资本充足水平。因此, 我们通常的假设是, 如果租赁公司的主体信用等级包含集团支持, 则其资本补充工具也很可能获得集团支持。

表6

金融租赁公司资本补充工具可能的评级结果示例

可能的主体/ 债项评级结果		注释
个体信用状况	a _{spc}	示例
集团支持	+3	示例
主体信用等级	AA _{spc}	个体信用状况 + 集团支持
高级无抵押债券	AA _{spc}	由于是高级债券, 等同于主体信用等级
二级资本债券		

可能的主体/ 债项评级结果		注释
子级调整起点	主体信用等级 (AA _{spc})	如果我们认为该发行主体的特定债券可能获得集团支持，我们会以其主体信用等级作为子级调整的起点。银保监会要求租赁公司的母公司确保其租赁子公司的资本充足水平。因此，我们通常的假设是，如果租赁公司的主体信用等级包含集团支持，则其资本补充工具也很可能获得集团支持。
标准调整	-2	从起点下调 2 个子级，以反映如下因素：1) 次级条款，2) 本金减记/转换为普通股条款。募集说明书中不含票息取消条款，因此下调 2 个子级。
额外调整	无	我们认为该发行主体在可预见的未来具有充足的资本，所以标准调整已充分反映了该债券的信用质量，因此无额外调整。
债项信用等级	A _{spc} +	

注：子级调整示例基于当前市场已发行债券的条款。若任何资本补充工具有不同的条款，即便与我们示例中资本补充工具的名称相同，子级调整结果通常也将不同。

资料来源：标普信评。

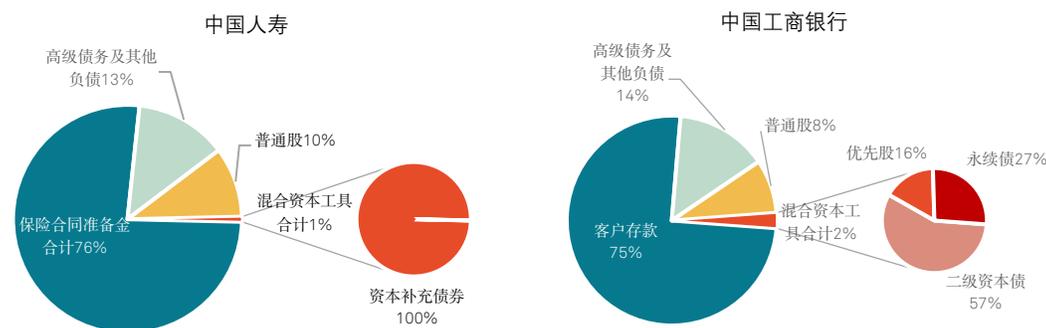
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

10. 如何评估保险公司发行的资本补充工具的信用等级的？

保险公司资本补充债券的类型在 2022 年下半年进一步丰富。在 2022 年 9 月之前，保险公司在国内市场通常发行资本补充债券。2022 年 8 月，人民银行和银保监会联合发布了《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知》，从 2022 年 9 月起实施，允许保险公司发行无固定期限资本债券（在本文中简称“保险公司永续债”）。

图9

2021 年末中国人寿及中国工商银行权益、负债及相关的资本补充工具占其总资产的比例构成



资料来源：各公司公开信息，标普信评收集整理。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为保险公司永续债的发行有利于保险公司增强资本实力。2022 年一季度起，保险公司开始实施偿付能力监管规则（II）。新的资本计量方式导致很多保险公司披露的核心偿付能力充足率数据显

著下降，保险公司夯实监管资本的压力提升。永续债的发行有利于保险公司在新的监管资本体系下保持充足的资本，因为保险公司永续债可以提高公司的核心偿付能力充足率，而之前发行的资本补充债券只能提高综合偿付能力充足率。

表7

保险公司偿付能力充足率监管要求及行业平均情况

	最低监管要求	2021年第四季度末	2022年第一季度末
		行业平均情况	行业平均情况
		偿二代一期	偿二代二期
核心偿付能力充足率	>=50%	219.7%	150%
综合偿付能力充足率	>=100%	232.1%	224.2%

注：2021年第四季度保险行业参照偿付能力监管规则（“偿二代一期”）计算偿付能力充足率，2022年第一季度保险行业参照偿付能力监管规则（II）（“偿二代二期”）计算偿付能力充足率。

资料来源：银保监会，标普信评收集并整理。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为保险公司永续债的股权属性显著高于其债权属性，在保险机构发生危机时，保险公司永续债得到政府支持的不确定性远大于机构主体和保险公司发行的资本补充债券。因此，我们在进行永续债评级时，会从保险公司的个体信用状况来进行永续债的子级减扣，暂时不会考虑政府支持因素。

保险公司永续债从条款上具有 1）次级条款（在破产清算时的受偿顺序列于保单持有人和一般债权人之后，先于核心一级资本）；2）债券本金减记/转换为普通股条款（当触发事件发生时，应该实施减记或转股）；3）票息取消条款（支付利息后偿付能力充足率不达标的，当期利息支付义务应当取消）三个特征，会导致永续债在公司个体信用状况的基础上通常会下调三个子级。举例来说，如果一家保险公司的个体信用状况为 aa_{spc+} ，其发行的永续债的信用等级通常在 A_{spc+} 。

表8

保险公司资本补充工具可能的评级结果示例

	可能的主体/债项评级结果	注释
个体信用状况	aa_{spc+}	示例
政府支持	+1	示例
主体信用等级	AAA_{spc}	个体信用状况 + 政府支持
资本补充债券		
子级调整起点	主体信用等级 (AAA_{spc})	我们认为政府的支持将延伸到保险公司的资本补充债，因此我们以主体信用等级为债项评级的起点。如果我们认为某公司的资本补充债无法获得政府支持，我们将以个体信用状况作为评级调整的起点。

可能的主体/ 债项评级结果		注释
标准调整	-1	根据募集说明书，保险公司资本补充债券带有次顺位条款，但没有本金减记/转换为普通股条款或票息取消/延付条款。因此，我们下调1个子级以反映次顺位条款。
额外调整	无调整	如果我们认为标准调整没有完全反映损失风险，那么我们可能会在此基础上进行额外调整。但鉴于该示例中保险公司拥有很强的资本实力，我们认为在本示例中不需要额外调整。
债项信用等级	AA _{spc+}	由于资本补充工具的次顺位条款，债项信用等级为AA _{spc+} ，比主体信用等级低1个子级，该等级也反映了我们认为该债项能够获得政府支持。
永续债		
子级调整起点	个体信用状况 (aa _{spc+})	我们一般以个体信用状况作为永续债的起点，因为我们认为，属于保险公司核心二级资本的永续债得到政府支持的不确定性大。
标准调整	-3	从个体信用状况下调3个子级，以反映债券以下条款：1) 次级条款，2) 债券本金减记/转换为普通股条款，3) 票息延付/取消条款。
额外调整	无调整	我们认为该发行主体在可预见的未来具有充足的资本，因此标准调整已充分反映了该债券的信用质量，因此无额外调整。
债项信用等级	A _{spc+}	从个体信用状况下调3个子级，以反映如下因素：1) 次级条款，2) 债券本金减记/转换为普通股条款，3) 票息延付/取消条款，以及该类债券获得政府支持的不确定性大。

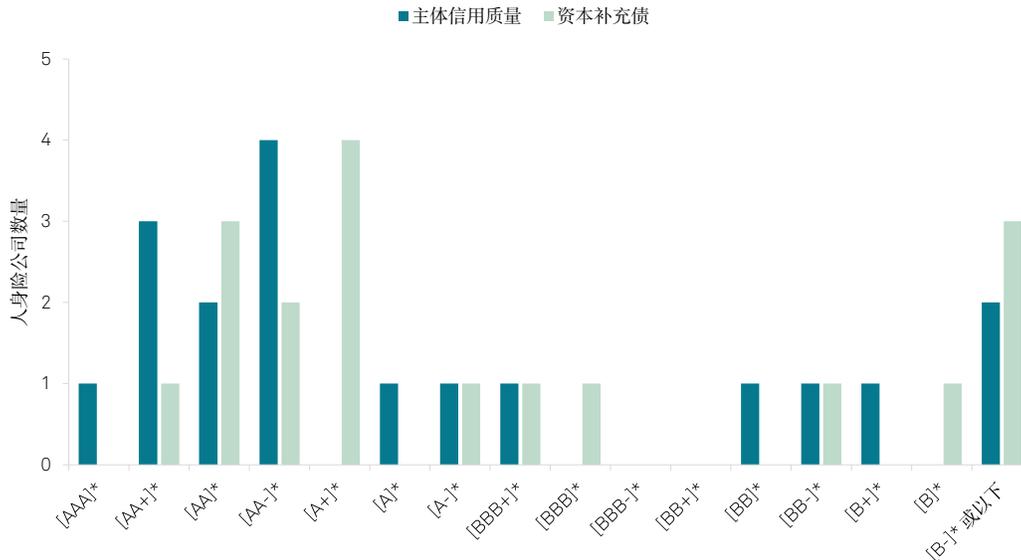
注：子级调整示例基于当前市场已发行债券的条款。若任何资本补充工具有不同的条款，即便与我们示例中资本补充工具的名称相同，子级调整结果通常也将不同。

资料来源：标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图10

经测试的人身保险公司的潜在主体信用质量与其发行的资本补充债券潜在信用质量分布



注*：本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何机构或其债券最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

对于保险控股公司发行债券，我们还考虑控股公司特有的因素，尤其是相对于经营性实体的结构性次级因素。对于保险控股公司，我们可能下调子级以反映控股公司层面的结构性次级，从而影响控股公司发行的资本补充工具的信用等级。如果需了解更多详情，请参阅我们的分析研究报告《国内主要保险集团维持着良好信用质量 | 国内保险集团信用质量研究》。

11. 如何对国内券商资本补充工具进行评级的？

券商的监管机构是证监会，银行的监管机构是银保监会，因此券商的资本补充工具相比银行往往有不同的条款。券商通常发行次级债券（计入表内债务）和永续次级债（计入表内权益）。以下假设示例展示了我们是如何对券商资本补充工具进行评级的。

表9

券商资本补充工具评级示例

	可能的主体/债项评级结果	注释
个体信用状况	a _{spc}	示例
政府支持	+2	示例
主体信用等级	AA _{spc-}	个体信用状况 + 政府支持

高级无抵押债券	AA _{spc-}	由于是高级债券，债券信用等级等同于主体信用等级。
次级债券		
子级调整起点	主体信用等级 (AA _{spc-})	如果我们认为券商次级债券可能获得外部支持，则以主体信用等级作为调整起点；如果我们认为券商次级债券不会获得外部支持，则以个体信用状况作为起点。
标准调整	-1	从主体信用等级下调 1 个子级以反映次级条款。募集说明书中不带有本金减记/转换为普通股条款或票息延付条款，因此仅调整 1 个子级。
额外调整	无	我们认为该券商具有充足的资本，因此标准调整已充分反映了该债券的信用质量，因此无额外调整。
债项信用等级	A _{spc+}	从主体信用等级下调 1 个子级以反映次级条款。如果我们认为该资本补充工具不会得到政府支持，其信用等级将为 A _{spc-} 。
永续次级债		
子级调整起点	个体信用状况 (a _{spc})	我们认为股权属性较高的券商永续次级债不会得到政府支持，因此以个体信用状况作为起点。
标准调整	-2	从个体信用状况下调两个子级以反映如下条款：1) 次级条款，2) 票息延付条款。募集说明书中没有本金减记/转换为普通股条款，因此仅调整 2 个子级。
额外调整	无	我们认为该券商具有充足的资本，因此标准调整已充分反映了该债券的信用质量，因此无额外调整。
债项信用等级	BBB _{spc+}	从个体信用状况下调 2 个子级以反映如下因素：1) 募集说明书中的次级条款，2) 票息延付条款，以及因股权属性较高不太可能得到政府支持的因素。

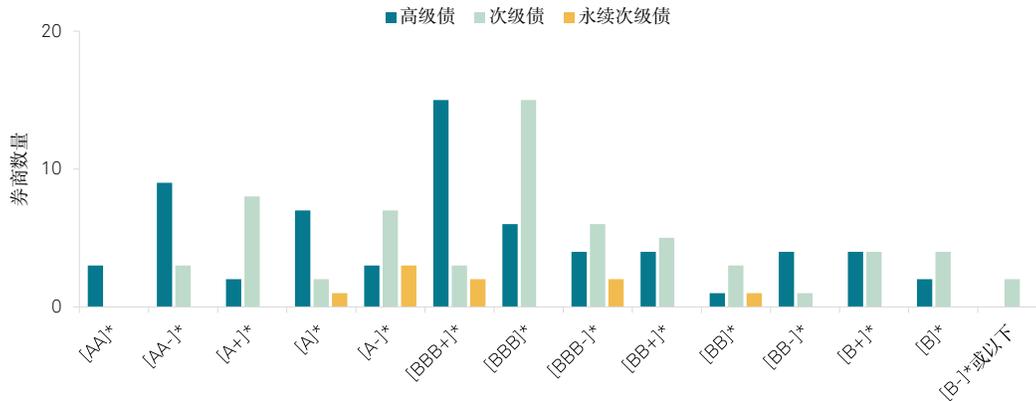
注：子级调整示例基于当前市场已发行债券的条款。若任何资本补充工具有不同的条款，即便与我们示例中资本补充工具的名称相同，子级调整结果通常也将不同。

资料来源：标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图11

我们测试的国内主要券商发行的各类债券潜在信用质量分布



注 1*：本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何机构或其债券最终评级结果的表示。

注 2：截至 2021 年 5 月 7 日，我们测试的 100 家券商中有 63 家发行了次级债券，有 9 家发行了永续债。

资料来源：标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

12. 如何确定其金融机构资本补充工具子级调整规则的？

标普信评的债务工具评级框架适用于工商企业和金融机构。然而，由于金融机构资本充足水平受到严格监管，其发行的资本补充工具有其自身特点。因此，我们的资本补充工具子级调整规则既反映我们的评级框架，也反映金融机构资本补充工具自身的特性。

我们分析金融机构主体信用等级及其资本补充工具的评级框架与标普全球评级的评级方法类似，但我们分析资本补充工具的方法比标普全球评级简单，这主要是因为银保监会和证监会的严格监管下，国内金融机构发行的资本补充工具在条款设计上更为简单，同一金融子行业的不同发行主体的资本补充工具条款通常较为一致。

阅读须知

本报告中的分析是根据标普信评的方法论进行的。标普信评的方法论和分析方式仅适用于中国，并有别于标普全球评级所采用的方法论和分析方式。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用了公开信息，并且是根据标普信评的评级方法论，以及我们对于中国金融机构以及各个机构的了解进行的。在此次分析中，我们将我们的方法论对于公开信息进行分析，进而得到了关于金融机构信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点都只是以公开信息为基础，未有与任何机构进行任何互动式评级活动。但是，如果我们已与特定机构在评级活动中发生互动，我们通过评级工作从特定机构那里获得的信息和观点也可能被纳入本次分析结果中。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为任何机构或其债券的最终评级结果的表示。本报告中表达的观点是我们通过分析对潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

在此次案头分析过程中，我们对涉及的每家机构进行了分析，在本报告中按照机构的类型以组合层面呈现了我们的分析结果。我们根据我们方法论中最相关的指标，在本报告中的各个章节中呈现整个市场以及市场中不同类型的机构的数据和表现。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们与作为分析对象的大部分机构并未进行访谈或其他任何形式的互动沟通（我们已公开发布评级结果的机构除外）。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑机构获得母公司及集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

本报告不构成评级行动。

附录 1：金融机构信用质量与其资本补充工具信用等级之间的可能关系

表1

银行和金融租赁公司二级资本债信用等级与其发行人主体信用等级间的可能关系

主体信用等级	可能的等级	关键假设
AAA _{spc}	AA _{spc}	
AA _{spc+}	AA _{spc-}	
AA _{spc}	A _{spc+}	
AA _{spc-}	A _{spc}	1. 子级调整结果是基于二级资本债的条款，通过标准调整得出的，相关条款包括：1) 次级条款，2) 本金减记/转换为普通股条款。募集说明书中不含票息取消条款，因此下调 2 个子级。
A _{spc+}	A _{spc-}	
A _{spc}	BBB _{spc+}	2. 子级调整结果仅代表我们对混合资本债可能评级结果的估计，我们的假设是银行拥有充足的资本，其资本补充工具不存在任何即将出现的本金减记/转换为普通股的风险。因此，无需进一步的子级调整。
A _{spc-}	BBB _{spc}	
BBB _{spc+}	BBB _{spc-}	
BBB _{spc}	BB _{spc+}	
BBB _{spc-}	BB _{spc}	
BB _{spc+}	BB _{spc-} 或者更低	1. 子级调整结果部分是基于二级资本债券条款，通过标准调整得出的，相关条款包括：1) 次级条款，2) 本金减记/转换为普通股条款，这些条款导致下调 2 个子级。二级资本债没有票息取消条款。
BB _{spc}	B _{spc+} 或者更低	
BB _{spc-}	B _{spc} 或者更低	2. 若一家机构存在显著的资本短缺风险，我们可能在标准调整的基础上进一步下调子级，以反映迫切出现的本金减记/转换为普通股的风险。因此，对于评级较低的机构，我们进行进一步子级调整的可能性高。

注：本表中的子级调整结果假设主体信用等级包含政府/集团支持子级调整的机构的资本补充债券可能得到政府/集团支持。如果我们认为一家机构的优先券有政府/集团支持，但次级债券没有，实际的子级调整结果可能低于本表所示结果。

资料来源：标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表2

银行永续债信用等级与其发行人个体信用质量间的可能关系

个体信用状况	可能的等级	关键假设
aa _{spc}	A _{spc}	
aa _{spc-}	A _{spc-}	1. 子级调整结果是基于永续债的条款，通过标准调整得出的，相关条款包括：1) 次级条款，2) 本金减记/转换为普通股条款，3) 票息取消条款，这些条款导致下调 3 个子级。
a _{spc+}	BBB _{spc+}	

a _{spc}	BBB _{spc}	2. 子级调整结果仅代表我们对永续债可能的等级结果的估计, 我们假设银行拥有充足的资本, 其永续债不存在任何迫切的票息取消或本金减记/转换为普通股的风险。因此, 子级调整结果不包括额外调整。
a _{spc} ⁻	BBB _{spc} ⁻	
bbb _{spc} ⁺	BB _{spc} ⁺	
bbb _{spc}	BB _{spc}	
bbb _{spc} ⁻	BB _{spc} ⁻	
bb _{spc} ⁺	B _{spc} ⁺ 或者更低	1. 子级调整结果部分基于永续债的条款, 通过标准调整得出的, 相关条款包括: 1) 次级条款, 2) 本金减记/转换为普通股条款, 3) 票息取消条款, 这些条款导致下调3个子级。
bb _{spc}	B _{spc} 或者更低	2. 如果一家机构存在显著的资本短缺风险, 我们可能在标准调整的基础上进一步下调子级, 以反映迫切的票息取消或本金减记/转换为普通股的风险。因此, 对于个体信用状况较低的机构, 进行额外调整的可能性高。
bb _{spc} ⁻	B _{spc} ⁻ 或者更低	

注: 本表中的子级调整结果假设银行永续债可能不会得到外部支持。如果我们认为银行永续债可能得到政府/集团支持, 实际的子级调整结果可能高于本表所示结果。

资料来源: 标普信评。

版权©2023 标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

表3

保险公司资本补充债信用等级与其发行人主体信用等级间的可能关系

主体信用等级	可能的等级	关键假设
AAA _{spc}	AA _{spc} ⁺	
AA _{spc} ⁺	AA _{spc}	
AA _{spc}	AA _{spc} ⁻	
AA _{spc} ⁻	A _{spc} ⁺	1. 子级调整结果是基于保险公司发行的资本补充债券的条款, 通过标准调整得出的, 相关条款包括: 1) 次顺位条款, 该条款导致下调1个子级。保险公司发行的资本补充债券不带有票息取消/延付条款和本金减记/转换为普通股条款。
A _{spc} ⁺	A _{spc}	
A _{spc}	A _{spc} ⁻	2. 子级调整结果仅代表我们对该资本补充工具可能评级结果的估计, 我们的假设是保险公司拥有足够的资本和可控的财务风险, 而且其债券不存在任何迫切的损失风险。因此, 无需进一步的子级调整。
A _{spc} ⁻	BBB _{spc} ⁺	
BBB _{spc} ⁺	BBB _{spc}	
BBB _{spc}	BBB _{spc} ⁻	
BBB _{spc} ⁻	BB _{spc} ⁺	
BB _{spc} ⁺	BB _{spc} 或者更低	1. 子级调整结果部分是基于资本补充债的条款, 通过标准调整得出的, 相关条款包括: 1) 次顺位条款, 该条款导致下调1个子级。资本补充债券不带有票息取消/延付和本金减记/转换为普通股条款。
BB _{spc}	BB _{spc} ⁻ 或者更低	

主体信用等级	可能的等级	关键假设
BB _{spc} ⁻	B _{spc} ⁺ 或者更低	2. 若一家保险公司存在显著的资本短缺风险，我们可能在标准调整的基础上进一步下调子级，以反映迫切的损失风险。因此，若保险公司因资本水平较低和存在风险管理挑战导致其信用等级较低时，进行进一步子级调整的可能性高。

注：本表中的子级调整假设保险公司的资本补充债券可能得到政府/集团支持。如果我们认为一家保险公司的高级债可以获得政府/集团支持，但次级债无法获得支持，实际的子级调整结果则可能低于本表所示结果。

资料来源：标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表4

保险公司永续债信用等级与其发行人主体信用等级间的可能关系

个体信用状况	可能的等级	关键假设
aaa _{spc}	AA _{spc} ⁻	
aa _{spc} ⁺	A _{spc} ⁺	
aa _{spc}	A _{spc}	
aa _{spc} ⁻	A _{spc} ⁻	
a _{spc} ⁺	BBB _{spc} ⁺	1. 子级调整结果是基于保险公司永续债的条款，通过标准调整得出的，相关条款包括：1) 次级条款，2) 本金减记/转换为普通股条款，3) 票息取消条款，这3个条款导致下调3个子级。
a _{spc}	BBB _{spc}	2. 子级调整结果仅代表我们对永续债可能的等级结果的估计，我们假设保险公司拥有充足的资本，其永续债不存在任何迫切的票息取消或本金减记/转换为普通股的风险。因此，子级调整结果不包括额外调整。
a _{spc} ⁻	BBB _{spc} ⁻	
bbb _{spc} ⁺	BB _{spc} ⁺	
bbb _{spc}	BB _{spc}	
bbb _{spc} ⁻	BB _{spc} ⁻	
bb _{spc} ⁺	B _{spc} ⁺ 或者更低	1. 子级调整结果部分基于永续债的条款，通过标准调整得出的，相关条款包括：1) 次级条款，2) 本金减记/转换为普通股条款，3) 票息取消条款，这些条款导致下调3个子级。
bb _{spc}	B _{spc} 或者更低	2. 若一家保险公司存在显著的资本短缺风险，我们可能在标准调整的基础上进一步下调子级，以反映迫切的损失风险。因此，若保险公司因资本水平较低和存在风险管理挑战导致其信用等级较低时，进行进一步子级调整的可能性高。
bb _{spc} ⁻	B _{spc} ⁻ 或者更低	

注：本表中的子级调整结果假设保险公司永续债可能不会得到政府支持。如果我们认为保险公司永续债可能得到政府支持，实际的子级调整结果可能高于本表所示结果。

资料来源：标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表5

券商次级债信用等级与其发行人主体信用等级间的可能关系

主体信用等级	可能的等级	关键假设
AA _{spc}	AA _{spc} ⁻	
AA _{spc} ⁻	A _{spc} ⁺	
A _{spc} ⁺	A _{spc}	
A _{spc}	A _{spc} ⁻	1. 子级调整结果是基于券商次级债的条款，通过标准调整得出的，相关条款包括次级条款，该条款导致下调 1 个子级。券商次级债券不带有票息延付条款或本金减记/转换为普通股条款。
A _{spc} ⁻	BBB _{spc} ⁺	2. 子级调整结果仅代表我们对券商次级债可能等级结果的估计，我们假设券商拥有充足的资本，因此其债券不存在任何迫切的损失风险，因此无额外调整。
BBB _{spc} ⁺	BBB _{spc}	
BBB _{spc}	BBB _{spc} ⁻	
BBB _{spc} ⁻	BB _{spc} ⁺	
BB _{spc} ⁺	BB _{spc} 或者更低	1. 子级调整结果部分是基于券商次级债的条款，通过标准调整得出的，相关条款包括次级条款，该条款导致下调 1 个子级。券商次级债券不带有票息延付和本金减记/转换为普通股条款。
BB _{spc}	BB _{spc} ⁻ 或者更低	2. 若券商存在严重的资本短缺情况，我们可能在标准调整的基础上进一步下调子级，以反映迫切的损失风险。因此，如果券商由于资本和风险管理方面的挑战导致其主体信用等级较低，我们进行额外调整的可能性高。
BB _{spc} ⁻	B _{spc} ⁺ 或者更低	

注：本表中的子级调整结果假设券商次级债券可能得到政府/集团支持。如果我们认为一家券商的高级债券有政府/集团支持，但次级债券没有，实际的子级调整结果可能低于本表所示结果。

资料来源：标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表6

券商永续次级债信用等级与其发行人个体信用状况间的可能关系

个体信用状况	可能的等级	关键假设
aa _{spc}	A _{spc} ⁺	
aa _{spc} ⁻	A _{spc}	
a _{spc} ⁺	A _{spc} ⁻	1. 子级调整结果是基于永续次级债的条款，通过标准调整得出的，相关条款包括：1) 次级条款，2) 票息延付条款，这些条款导致下调 2 个子级。永续次级债一般不带有本金减记/转换为普通股条款。
a _{spc}	BBB _{spc} ⁺	2. 子级调整结果仅代表我们对永续次级债可能评级结果的估计，我们的假设是券商拥有充足的资本，因此其永续次级债不存在任何迫切的损失风险。因此，子级调整结果不包括额外调整。
a _{spc} ⁻	BBB _{spc}	
bbb _{spc} ⁺	BBB _{spc} ⁻	
bbb _{spc}	BB _{spc} ⁺	
bbb _{spc} ⁻	BB _{spc}	

个体信用状况	可能的等级	关键假设
bb _{spc+}	BB _{spc-} 或者更低	1. 子级调整结果部分是基于券商永续次级债的条款，通过标准调整得出的，相关条款包括：1) 次级条款，2) 票息延付条款，这些条款导致下调2个子级。券商永续次级债一般不带有本金减记/转换为普通股条款。 2. 若券商存在严重的资本短缺情况，我们可能在标准调整的基础上进一步下调子级，以反映可能很快出现的损失风险。因此，对于个体信用状况较低的券商，我们进行额外调整的可能性高。
bb _{spc}	B _{spc+} 或者更低	
bb _{spc-}	B _{spc} 或者更低	

注：本表中的子级调整结果假设券商永续次级债可能不会得到政府/集团支持。如果我们认为券商永续次级债可能得到集团支持，实际的子级调整结果可能高于本表显示的结果。

资料来源：标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

附录 2：相关方法论和研究

相关方法论和评论

- [标普信用评级（中国）— 金融机构评级方法论](#)
- [解读标普信用评级（中国）金融机构评级方法论](#)
- [标普信用评级（中国）— 评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素](#)
- [解读标普信用评级（中国）评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素方法论](#)

相关行业研究

- [银行资本补充债券的风险特征迥异于金融债券](#)
- [包商银行二级资本债全额减记凸显资本补充工具的损失吸收功能](#)
- [中小银行二级资本债五年不赎回情况显著增加，二级资本债风险增大](#)

欢迎关注标普信评微信公众号：



版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资建议的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。