

在信用周期下行阶段，国内银行混合资本债显现出更加明显的股权属性

混合资本债股权属性的显现有利于银行个体信用质量

2023 年 1 月 12 日

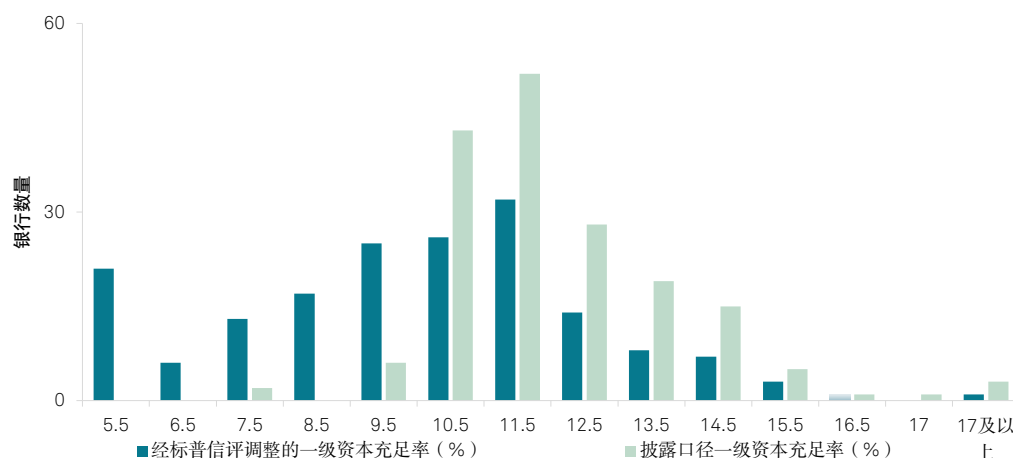
混合资本工具兼具债权和股权属性。在信用周期的下行阶段，混合资本债的股权属性会更加明显地显现出来；在信用周期的上行阶段，其债权属性往往会更加明显。我们预计未来几年国内不少中小银行会面临资本压力，在此背景下，混合资本债的股权属性会越来越明显地显现出来。股权属性显现的一种表现就是在可赎回日发行人选择不赎回。

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1

截至 2021 年末 175 家主要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。

分析师

李迎，CFA，FRM

北京

ying.li@spgchinaratings.cn

栾小琛，CFA，FRM

北京

collins.luan@spgchinaratings.cn

杨建成，FRM

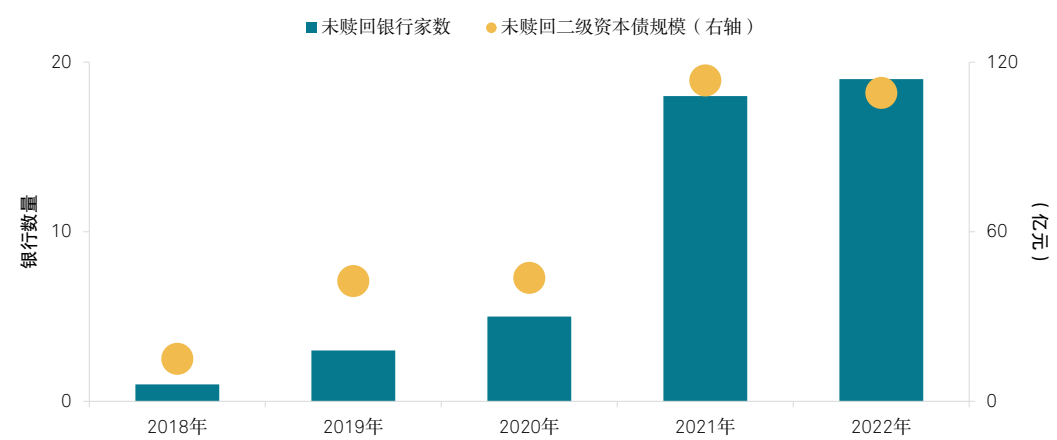
北京

allen.yang@spgchinaratings.cn

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2
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在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很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1

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。

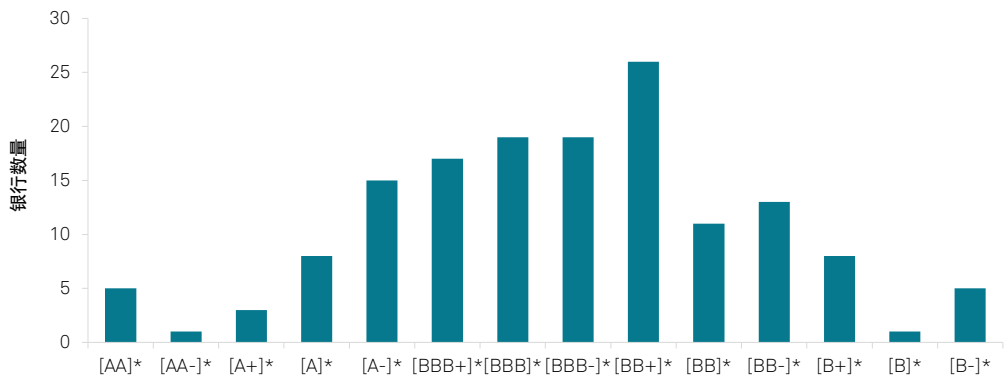
资料来源：标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

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3

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。

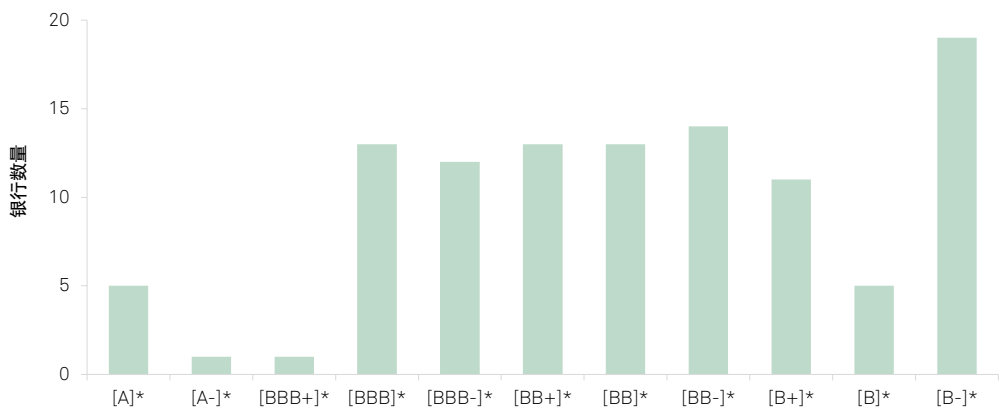
资料来源：标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有

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 年-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4

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

表2

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：		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
- 派息被取消，且不累积	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

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（详见标普信评《国内金融机构资本补充工具信用评级答疑》）。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2023 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

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，以及其董事、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就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决策的建议，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。