

中欧银行混合资本债在条款、定价和风险处置上有哪些异同？

2026 年 10 月 21 日

要点

- 中欧银行混合资本工具的差异主要体现在损失触发机制、减记或转股方式及损失吸收后本金能否恢复、票息计算基础和后续偿付安排等方面。相同的资本层级并不意味着合同安排完全一致，首个赎回日也不代表发行人必须偿还本金。
- 国内同一发行人的二级资本债与永续债的发行利差较为接近，欧洲市场的分层则更明显。欧洲市场投资人对于银行混合资本债要价更高以补偿不同资本层级对应的风险。
- 欧洲银行混合资本债减记案例更多。国内商业银行自包商银行二级资本债减记后无新增减记案例，市场信心加强，这也是推动国内混合资本债利差不断收敛的原因之一。
- 银行获得外部支持并不意味着混合资本债持有人必然受到保护。国外多项减记案例表明，维持银行业务与要求资本工具承担损失可以同时发生；市场对债券后续处置方式的预期也会影响其利差。

分析师

邹雪飞，CPA

北京

eric.zou@spgchinaratings.cn

栾小琛，CFA，FRM

北京

collins.luan@spgchinaratings.cn

背景介绍

银行混合资本工具的发展源于银行补充资本的需求及监管对银行损失吸收能力的要求。1988 年《巴塞尔资本协议》已允许符合条件的次级债和混合资本工具计入监管资本，为银行在普通股之外补充资本提供了制度基础。巴塞尔委员会对 2008 年全球金融危机的研究显示，部分资本工具存在损失吸收能力不足的问题；2008 年全球金融危机期间，部分银行在资本严重受损后依靠政府注资维持经营，但由于未进入破产或处置程序，其次级资本工具并未同步承担损失，部分本应由债券投资人吸收的损失实际上转由公共资金承担。此后，《巴塞尔协议 III》及配套规则强化了其他一级资本工具和二级资本工具的合格标准，要求相关工具在银行无法持续经营时能够通过减记或转股吸收损失，逐步形成现代银行混合资本工具的核心机制。中国混合资本债市场也沿着这一方向发展：2013 年《商业银行资本管理办法（试行）》实施后，天津滨海农村商业银行于同年 7 月 25 日发行国内首单二级资本债，规模为 15 亿元，并设置了触发特定事件后本金永久性全额减记的条款，推动银行资本补充工具由传统次级债向符合新资本标准的二级资本债过渡。2019 年 1 月，中国银行发行 400 亿元国内首单银行无固定期限资本债，进一步拓宽了其他一级资本补充渠道。

本次研究选择欧洲银行混合资本债作为比较对象，主要考虑其相关资本工具发展较早，积累了较长时间的实践。欧洲银行在次级债等混合资本工具方面已有多年发行经验，为观察不同市场环境下的风险定价提供了基础。同时，欧洲市场经历了资本工具损失吸收机制的实际运用及其引发的市场波动，

为分析债项条款、监管处置与投资人损失之间的关系提供了典型案例。中欧银行混合资本工具均以巴塞爾资本监管框架为基础，具有一定可比性；通过比较，可以进一步理解混合资本债相对普通金融债的风险特征，以及赎回预期和债权人保护预期如何影响利差。

Q1 中欧银行混合资本债存在哪些条款上的不同？

一、无固定期限资本债（永续债、AT1）

中欧银行永续债的资本属性相近，核心条款差异主要体现在本金损失的触发条件、损失吸收方式及付息限制。两者均具有无固定到期日、发行人可取消付息、利息不累积等特征，首个赎回日也不代表发行人必须偿还本金。

欧盟区银行的永续债须设置明确的资本比率触发点，国内永续债则不强制要求设置资本充足率触发阈值。欧盟要求 AT1 在核心一级资本充足率低于合同约定门槛时启动减记或转股，该门槛不得低于 5.125%（在实践中部分银行发行的 AT1 也会采用更高的触发阈值，如 7%）。国内会计分类为权益的永续债，则须设置“无法生存触发事件”，不强制要求设置具体的资本比率门槛。国内 2019 年规则修订前已发行的资本工具仍适用原合同，因此部分早期永续债保留了 5.125% 的触发条款，此后发行的永续债则通常不设置触发阈值。需要注意，欧盟 AT1 还受到法定减记或转股权力的约束，不能将资本比率尚未触及最低阈值理解为本金不会承担损失。

本金损失能否恢复，是两地减记条款的重要区别。国内减记型永续债的减记部分不可恢复；监管规则也允许资本工具采用转股方式吸收损失。欧盟 AT1 则可以约定永久减记、临时减记或转为普通股。对于临时减记工具，后续本金恢复通常受到盈利、可分配金额及发行人决定等条件约束，但并非银行经营改善后便自动恢复。因此，相同的减记比例并不一定对应相同的最终损失，仍需结合本金恢复机制或转股后的权益价值判断。

表 1.

国内与欧洲银行永续债的主要条款比较

比较事项	国内银行	欧洲银行
赎回安排	常见发行满 5 年后可赎回，此后在约定付息日设赎回权；须经监管认可。	首次赎回可在 5 年或更长时间后，后续赎回频率依合同而定；须经监管认可。
资本充足率触发条件	通常不设置具体的资本充足率减记触发阈值。部分早期永续债保留了 5.125% 的触发条款。	欧盟及英国要求设置核心一级资本充足率低于 5.125% 或合同约定更高比例的触发条件；瑞士适用本国规则。
无法生存触发机制	由监管部门认定：若不减记或转股，或不进行公共部门注资及同等支持，银行将无法生存。	欧盟、英国须结合合同与法定减记、转股权判断；瑞士设有本国的无法生存损失吸收安排。
减记或转股	监管允许减记或转股；采用减记条款的，被减记本金不可恢复；境内永续债常见永久减记安排。	欧盟合同触发可约定永久减记、临时减记或转股；法定减记为永久性；瑞士可约定转股或不可恢复的减记。
取消付息后的分红限制	可约定取消付息后限制普通股分红；付息须来自可分配项目。	欧盟禁止因 AT1 取消付息而要求同时取消普通股等分配的合同条款；付息仍受可分配项目及资本监管限制。
票息重置	常见每 5 年重置，按人民币国债收益率等约定基准加固定利差确定。	欧元工具可按约定期限的掉期利率加固定利差重置；其他币种及重置频率依合同确定。

注：欧洲以欧盟规则为主；市场常见安排并非统一监管要求。具体条款以募集说明书为准。
资料来源：标普信评。

二、二级资本债（Tier 2）

中欧二级资本债的基本属性较为接近，核心差异主要体现在损失吸收的实施机制，以及未赎回后的票息安排。两者通常均设有固定到期日，清偿顺序劣后于普通债务、优先于其他一级资本工具和普通股，正常情况下按照合同约定支付利息。

在损失吸收方面，国内债券通常由监管机构认定“无法生存触发事件”，欧盟则将二级资本债的减记和转股纳入法定银行处置框架。欧盟有关当局可依据《银行恢复与处置指令》，在法定条件满足时实施资本工具减记或转股，该权力既可单独行使，也可与其他处置措施结合使用。中欧均不以银行正式进入破产清算为前提，也均不存在适用于所有二级资本债的统一 AT1 式量化触发门槛（核心一级资本充足率降至 5.125%或 7%以下）。

对未在首个赎回日赎回的二级资本债，内地固定利率债券通常继续按原票面利率付息，欧洲含重置条款的债券则按约定基准重新确定利率。后续现金流的差异会影响银行的赎回意愿和债券价格。

表 2.

国内与欧洲银行二级资本债的主要条款比较

比较事项	国内银行	欧洲银行
期限及赎回	常见 10 年期、第 5 年末可赎回。	有 10 年期、第 5 年末可赎回，亦有更长期限安排；首次和后续可赎回日期依合同确定。
票面利率	常见固定利率；不赎回后继续按原票面利率付息。	既有固定利率，也有初始固定、此后按基准利率加固定利差重置的安排。
本金损失触发条件	必须约定无法生存触发事件（主要为监管认定），不统一设置 AT1 式量化触发门槛。	欧盟二级资本工具不统一设置 AT1 式量化触发门槛；法定减记、转股权仍可适用；英国、瑞士适用各自规则。
损失吸收方式	须含减记或转股条款；本金可全部或部分减记，减记部分不可恢复。	欧盟可依据法定权限减记或转股；不能将 AT1 的临时减记安排直接套用于二级资本工具。
损失承担顺序	AT1 全部吸收损失后，再启动二级资本工具吸收损失。	欧盟和英国的处置框架明确 AT1 先于二级资本工具承担损失；瑞士依其法律及合同安排判断。
到期前五年的监管资本减计	可计入二级资本的金额按 100%、80%、60%、40%、20%的比例逐年减计。	欧盟按最后五年期初账面金额和剩余天数逐日减计；计算方法与内地不同。

注：欧洲以欧盟规则为主；市场常见安排并非统一监管要求。具体条款以募集说明书为准。
资料来源：标普信评。

Q2 中欧银行混合资本债定价的主要差异是什么？

我们认为，中欧两地市场对资本工具附加风险的定价有显著不同。国内银行混合资本债的发行利差自 2024 年以来明显收窄，二级资本债与永续债的利差走势较为接近，部分时期相互交叠。欧洲银行债券的二级市场利差则呈现更清晰的资本层级差异，AT1 的风险补偿通常大幅高于二级资本债。

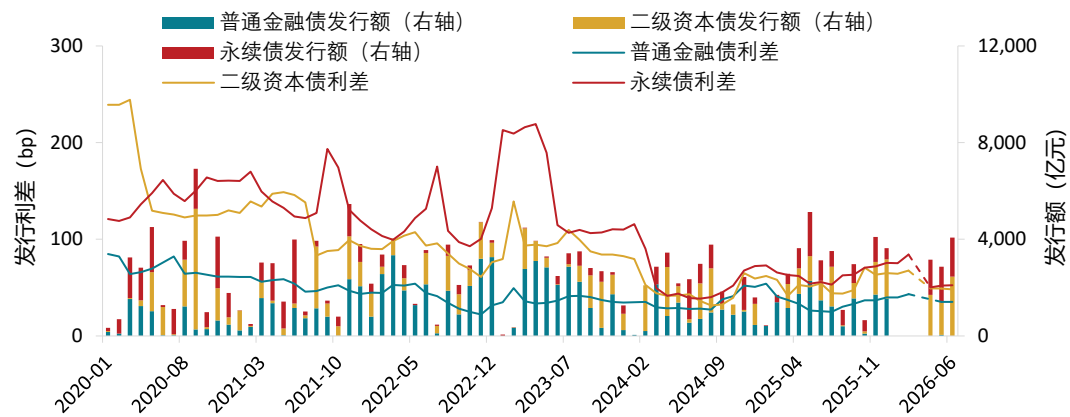
一、国内银行混合资本债定价

国内债券配置需求强劲，以及近几年银行资本债的持续兑付，是国内发行利差窄的重要背景。2024 年以来市场利率持续下行，部分机构为增厚收益增加债券配置或拉长投资久期。人民银行在 2024 年一季度货币政策执行报告中也提到银行、保险等机构配置需求集中释放。由于良好的历史兑付记录，国内债券投资人对银行债券信心较强。自包商银行 2020 年二级资本债减记事件后，国内多年未发生过资本债减记，由此也使得投资人对资本债减记的风险要价不断降低。但我们认为，历史履约记录不能替代对发行人信用质量及债项风险的判断，需持续关注混合资本工具损失吸收特性带来的潜在风险，特别是弱信用资质发行人的资本债的损失风险。

2024 年以来，国内银行混合资本债的发行利差明显收窄，但这一变化不能简单理解为银行信用风险同步下降。混合资本债的定价以无风险利率和资本成本为基础，还应补偿投资人承担的银行信用风险、债券流动性风险，以及次级受偿、不赎回和本金减记等债项风险。

图 1.

国内商业银行债券发行利差与发行规模

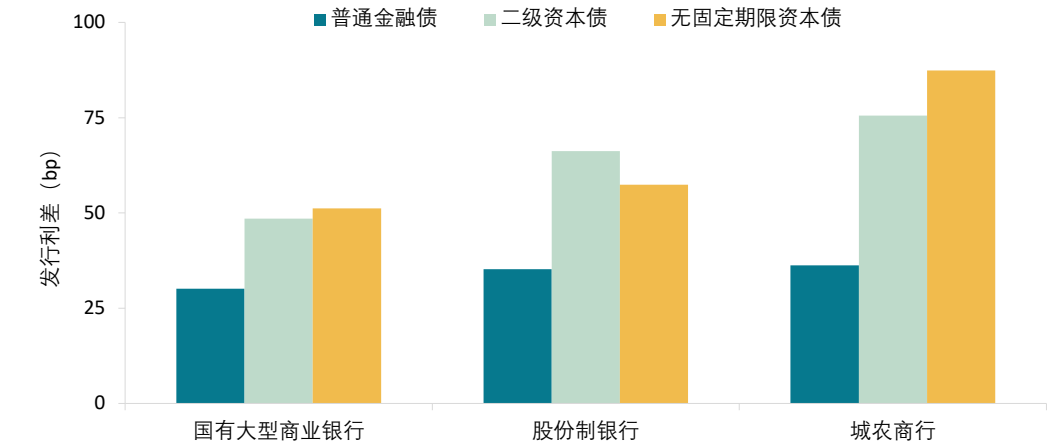


注：折线为当月及前两个月债券发行利差按发行金额加权的均值（左轴，bp）。虚线连接无有效利差的窗口，不代表实际观测值。
资料来源：iFinD，经标普信评收集及整理。

国内投资人对商业银行的永续债和二级资本债定价差异很小。我们筛选了 15 家在 2025 年同时发行有普通金融债、二级资本债以及无固定期限资本债的银行。从发行利差来看，国有大型商业银行的无固定期限资本债与二级资本债之间利差仅 2.66 个基点；股份制银行甚至出现利差倒挂，无固定期限资本债比二级资本债低 8.80 个基点（2025 年仅筛选出两家符合条件的股份制银行，样本较少，发行时点等因素可能对该发行利差分析产生影响）；城农商行的无固定期限资本债与二级资本债之间利差 11.78 个基点，略高于全国性商业银行，但依然显著低于欧洲的商业银行。虽然从债项条款来看，国内商业银行无固定期限资本债的偿付顺序劣后于二级资本债，但在市场实践中，截至目前，国内商业银行发行的所有无固定期限资本债均未发生过信用风险事件，且都在第一个赎回期完成了赎回，投资人对该类债券的偿付信心不断增强，导致定价利差持续收敛。

图 2.

2025 年国内商业银行各类债券发行利差对比



注：图中差异仍受具体发行时点、期限、发行时国债利率波动和发行人信用质量等多因素影响，不能直接视为纯资本层级溢价；以上数据仅包含在 2025 年同时有发行三类债券的银行，其中国有大型商业银行 4 家、股份制银行 2 家、城农商行 9 家（城商行 8 家、农商行 1 家）。
资料来源：iFinD，经标普信评收集及整理。

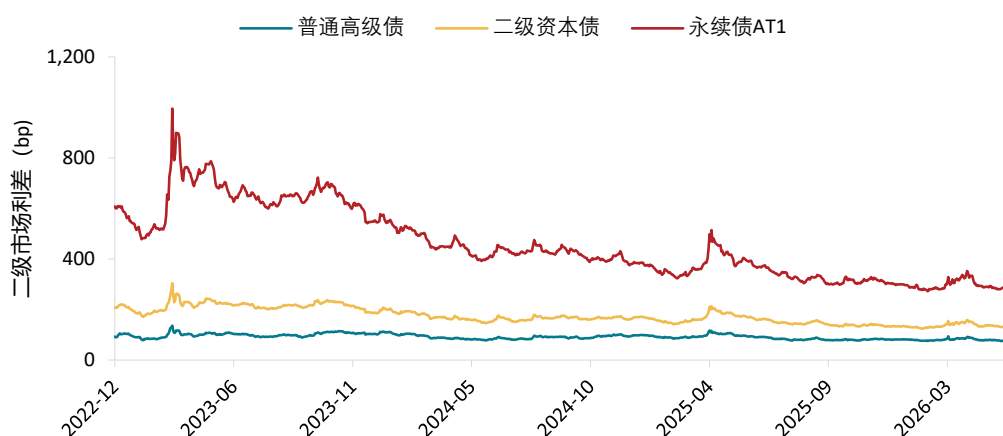
从发行人类型看，整体信用质量更好的全国性商业银行的资本债利差通常低于区域性商业银行。以 2025 年新发二级资本债为例，国有大型商业银行和股份制银行的平均发行利差分别约为 47 个和 63 个基点，城商行和农商行则分别约为 83 个和 88 个基点。我们认为，这一差异主要反映了投资人对发行人信用质量和资本补充能力的不同判断，债券发行规模及流动性也可能产生影响。全国性银行的业务和融资渠道通常更为多元，同时也拥有更好的信用质量，混合资本债更容易获得机构投资者配置；部分区域性银行的经营及风险暴露相对集中，投资人因而要求更高的风险补偿。

二、欧洲银行混合资本债定价

欧洲银行债券的定价通常体现出较清晰的债务层级差异。优先高级债、非优先高级债、二级资本债（Tier 2）和永续债（AT1）所需的风险补偿通常依次提高，其中永续债与二级资本债的差异尤为明显。这与永续债可能取消付息、减记或转股，以及不在首个赎回日赎回等条款有关。利差同时受到投资人的资本成本、发行人信用质量、流动性和监管处置预期影响。因此，不同资本层级的价格表现更加分化。

图 3.

欧洲银行欧元债券二级市场利差



注：该利差为欧元计价债券的二级市场资产掉期利差（ASW），单位为基点（bp）。

资料来源：EBA《风险评估报告》，经标普信评收集及整理。

欧洲银行的混合资本债利差，尤其是永续债利差，在 2023 年 3 月曾发生过大幅跳升。该跳升主要由瑞信 AT1 减记事件催化。瑞信事件说明，混合资本债利差还会随市场对处置制度和债权人损失的预期而变化。2023 年 3 月，瑞信 AT1 被全额减记，而 Tier 2 未被减记，股东仍获得约 30 亿瑞郎收购对价。随后其他欧洲银行债券的利差反应因地区和资本层级而异。相关案例及国际清算银行的估计结果将在本文 Q3 部分进一步讨论。

中国和欧洲两地资本债券间价差的不同，更值得结合债项条款和处置经验理解。图 1 中，国内发行样本中二级资本债与永续债的利差较为接近，全国性银行的工具间价差尤为有限，主要是投资人认为这些银行发行的混合资本工具的风险水平较为接近。欧洲市场经历了多次资本工具减记或转股等实际事件，投资人对不同债务层级的损失承担条件更为敏感。这可能是欧洲 AT1 体现较高额外风险补偿的原因之一，但仍须考虑债项样本、期限和市场环境的影响。

我们在表 3 以法国巴黎银行和中国银行为例，进一步展示同一发行人不同资本层级的定价差异。法国巴黎银行所选欧元高级优先债、二级资本债和 AT1 的发行利差分别为 80、155 和约 305 个基点，二级资本债较高级债高 75 个基点，AT1 较二级资本债高约 150 个基点；中国银行所选人民币普通金融债、二级资本债和永续债的测算发行利差分别为 15、37 和 41 个基点，相应价差为 22 和 4 个基点。所选样本中，法国巴黎银行的资本工具利差分层更明显，中国银行永续债相对二级资本债的额外补偿则较小。

表 3.

法国巴黎银行与中国银行不同类型债券的发行条款与利差比较

银行 / 币种 发行年份	高级债 / 普通金融债 票息、期限及发行利差	二级资本债（Tier 2） 票息、期限及发行利差	永续债（AT1） 票息、期限及发行利差
法国巴黎银行 欧元 2025 / 2026	2.88% / 5 年 起息日：2025-05-06 发行利差：80bp	3.78% / 10 年 7 个月 起息日：2025-06-19 发行利差：155bp	5.63% / 永续 起息日：2026-02-16 发行利差：305bp
中国银行 人民币 2025	1.65% / 3 年 起息日：2025-05-22 发行利差：15bp	1.93% / 10 年 起息日：2025-05-26 发行利差：37bp	1.97% / 永续 起息日：2025-07-24 发行利差：41bp

注：利差口径：法国巴黎银行为各自定价日相对欧元中间掉期利率的发行利差。中国银行以发行定价票息减当日同期限国债收益率测算，资本债按首赎期限匹配。样本币种、日期、期限和基准不同，不能直接据此量化中欧风险补偿差距。
资料来源：市场公开数据，经标普信评收集及整理。

Q3 近年来银行资本债损失案例有哪些？

一、欧洲银行的资本债减记案例

欧洲银行 AT1 和 Tier 2 等资本工具已经通过本金减记、转股后注销或转股后出售等方式承担损失。2017 年西班牙大众银行处置是新式 AT1 市场损失吸收的重要起点，同年意大利西雅那银行的转股安排则显示不同资本工具的折算比例和后续回收可能不同。2023 年的英国和瑞士案例进一步凸显了处置制度差异。我们认为，判断混合资本债减记或转股风险，需要同时考虑发行人的信用质量、债项条款和适用的处置制度。

AT1 和 Tier 2 通常均具有次级属性，但还须满足各自的监管资本要求，仅凭“次级债”的称谓不足以确定资本层级。巴塞尔委员会于 2011 年 1 月明确，其他一级资本工具和二级资本工具应当在银行无法持续经营时，通过合同或具有同等效果的法定机制减记或转为普通股；2013 年 1 月 1 日起发行并计入监管资本的工具须满足相关要求。在新式 AT1 市场的发展历程中，国际清算银行 2017 年 9 月季报将大众银行处置称为 AT1 首次实际转股事件，其转股所得股份随即被注销。

表 4.

欧洲银行 AT1 和 Tier 2 损失吸收的重要案例时间线

处置时间	银行	涉及资本工具	处置方式及投资人后果
2017-06-07	西班牙大众银行 Banco Popular	AT1 约 13.47 亿欧元 Tier 2 约 6.84 亿欧元	原普通股注销；AT1 转股后注销；Tier 2 转股，全部新股份以总价 1 欧元出售给桑坦德。
2017-08-01	意大利西雅那银行 MPS	AT1 及 Tier 2	在国家预防性资本补充前转股：AT1 按面值的 75%、Tier 2 按 100%折算；部分零售 Tier 2 投资人另有补偿安排。
2023-03-13	硅谷银行英国子公司 SVB UK	AT1 为 3.22 亿英镑 Tier 2 为 0.33 亿英镑	资本工具全额减记，股权以 1 英镑转给汇丰；资本工具均由美国母行持有。
2023-03-19	瑞士信贷 Credit Suisse	AT1 约 160 亿瑞郎	FINMA 下令全部减记；Tier 2 未减记，股东仍获收购对价；后续出现司法争议。

注：本表列示具有代表性的 AT1 和 Tier 2 损失吸收事件，并非全部案例清单。金额采用相关官方资料披露值或近似值，不代表投资人的买入成本或最终净损失。西雅那银行仅列 AT1 和 Tier 2 部分，不使用包含其他混合工具的合计金额。
资料来源：单一处置委员会、西雅那银行、英国央行及 FINMA 公开资料，经标普信评收集及整理。

（一）2017 西班牙年大众银行处置中的分层损失吸收

2017 年 6 月 7 日，西班牙大众银行因严重流动性压力被处置，成为新式 AT1 损失吸收的重要起点。欧洲央行此前认定该行已经或可能倒闭，单一处置委员会决定将其出售给桑坦德。具体顺序为：先注销原普通股；再将约 13.47 亿欧元 AT1 转为普通股，并立即注销这些股份；最后将约 6.84 亿欧元

Tier 2 转为新股，并将全部新股以总价 1 欧元出售给桑坦德。因此，AT1 持有人的权利归零，Tier 2 持有人虽获转股，转股所得权益也仅对应极低的整体出售对价，实际上也相当于全额损失。

大众银行案例的关键，不仅是资本工具出现损失，也在于损失由处置机关依照法定权限实施。资本工具并不需要等到合同约定的资本比率门槛自动触发后才承担损失；严重流动性危机也可能导致银行进入处置。该案保护了存款及银行核心业务，原股东、AT1 和 Tier 2 投资人则按层级承担损失，显示维护金融稳定与保护资本工具持有人是不同的政策目标。

首例 AT1 损失并未立即造成整个市场持续下跌。国际清算银行 2017 年 9 月季报指出，大众银行处置后，或有可转换资本工具市场没有出现明显的传染迹象，欧洲银行仍能够继续发行相关工具。我们认为，这与该银行在欧洲的影响力相对较小（在被处置前的资产规模约为 1,471 亿欧元），且处置顺序相对明确、损失集中于该行及业务及时转让有关。

（二）2017 年意大利西雅那银行转股中的回收差异

西雅那银行通过国家预防性资本补充前的强制转股分担损失。截至 2016 年末，西雅那银行总资产约为 1,530 亿欧元，当时是意大利主要商业银行之一。2016 年欧洲银行管理局（EBA）压力测试显示，在不利情景下，西雅那银行的完全实施口径（fully-loaded，即假设资本监管过渡期安排已经结束、巴塞尔 III 相关资本扣减等要求全部生效）普通股一级资本充足率将降至-2.44%。由于资本募集失败，西雅那银行于 2016 年末向政府申请实施预防性资本重组。

该银行因为使用了国家援助，按照欧盟国家救助法，国家注资之前必须让股东和次级资本工具投资者承担损失。根据发行人注册文件，2017 年 8 月 1 日，相关资本工具完成转股。其中，明确归类为 AT1 的债务工具按面值的 75%、Tier 2 按面值的 100%折算转为普通股；部分符合条件的零售 Tier 2 投资人另有补偿安排。不同折算比例体现了资本层级及处置安排的差异。即使按 100%面值折算，持有人获得的也已变为股权，后续回收仍取决于股票价值，不能据此认定其按面值收到现金或不存在损失。西雅那银行转股案例说明，即使银行没有进入正式处置程序，也未被监管机构认定为“已经或可能倒闭”，只要接受政府的预防性资本重组，AT1 和二级资本债仍可能被要求承担损失。

（三）2023 年英国与瑞士处置安排的差异

硅谷银行英国子公司先减记资本工具，再以 1 英镑转让给汇丰，股权及资本债均全额损失。2023 年 3 月 13 日，英国央行依法将其 3.22 亿英镑 AT1 及 0.33 亿英镑 Tier 2 强制减记，保护存款并维持服务连续。英国央行后续报告确认，原股东和全部监管资本工具持有人均为美国母行，其相关权益在处置后被消除。

瑞士信贷（瑞信）事件的特点是 AT1 被全部减记，Tier 2 未被减记，股东仍获得收购对价。2023 年 3 月 19 日，瑞士金融市场监管局（FINMA）下令将约 160 亿瑞郎 AT1 全部减记，以支持瑞士银行（瑞银）的收购安排。瑞士金融市场监管局判定，瑞信获得附带联邦担保的特别流动性支持，已触发 AT1 工具合同条款中的“生存能力事件”，并依据工具合同与瑞士紧急法令作出该决定。本次减记并非由资本充足率指标触及预设门槛而自动触发；AT1 与 Tier 2 资本工具在处置中遭遇差异化待遇，也是引发全球市场对银行资本工具重新定价的关键因素。

瑞信 AT1 的初始减记与后续司法回收需要分别判断。瑞士联邦行政法院于 2025 年 10 月公布部分裁决，撤销 FINMA 的减记命令；FINMA 随后宣布上诉，法院暂停其他相关案件，等待联邦最高法院裁决。该部分裁决尚未处理如何恢复权利的请求。因此，撤销命令不等于被减记债权已经恢复，也不能视为投资人已经获得赔付。

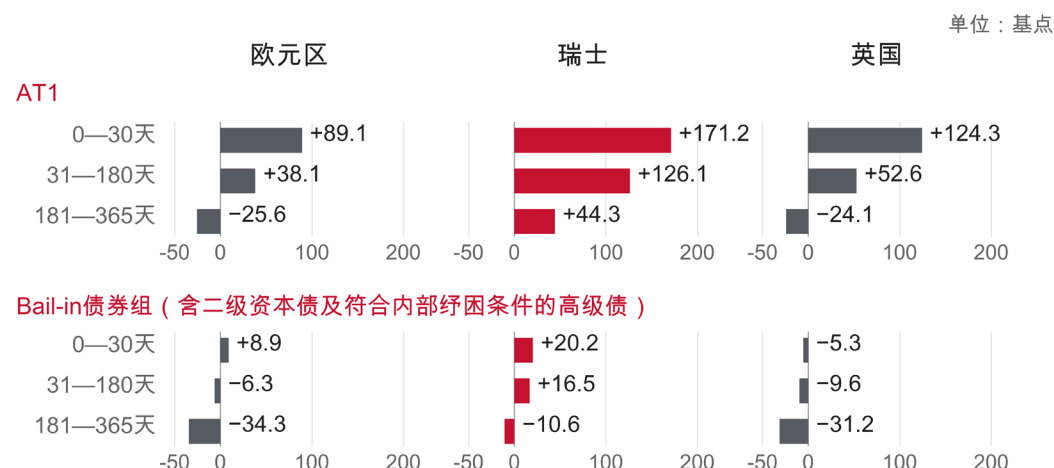
瑞士的处置结果不能直接套用于欧盟，这也导致瑞信事件后欧元区其他银行资本债利差快速收敛，而瑞士的银行资本债利差长期高于瑞信事件发生前。2023 年 3 月 20 日，欧洲央行银行监管部门、单一处置委员会和欧洲银行管理局共同重申，普通股首先吸收损失，充分承担损失后才轮到 AT1。这一表态有助于明确欧盟框架下的清偿顺序，也加快了随后债券估值修复。

（四）瑞信事件后的利差出现地区与层级分化

瑞信事件后的利差变化，体现了短期冲击与后续定价调整的差异。图 4 采用国际清算银行的估计结果，覆盖 22 个国家 94 家银行的 2,036 只债券，剔除瑞信自身债券，以事件前一年为参照，分别观察事件后 0—30 天、31—180 天和 181—365 天的变化。Bail-in 债券组包含 Tier 2 及符合内部纾困条件的高级债，并非纯二级资本债样本。图中数值是模型估计结果，不应理解为各时间段首末日的实际涨跌。

图 4.

瑞信事件后欧洲银行债券利差的估计变化



注：单位为基点。正值表示较事件前利差走阔，负值表示收窄。各窗口数值为模型估计结果。

资料来源：国际清算银行工作论文第 1356 号 The credibility of bail-in，经标普信评收集与整理。

瑞信 AT1 减记后的短期利差走阔较为一致，随后则呈现地区与债务层级分化。事件后 0—30 天，欧元区、英国及瑞士的 AT1 利差均走阔。到 181—365 天窗口，瑞士的 AT1 仍较事件前走阔，欧元区和英国则转为收窄；三地 Bail-in 债券组均收窄。高级债在该长期窗口的估计变化均不显著。

我们认为，Bail-in 债券组的利差持续收窄，可能反映市场对内部纾困措施实际执行的预期减弱。即使银行陷入严重困难，相关债权人也可能因其他处置方案而免于承担损失。评级较低银行的利差收窄幅度更大。这意味着，利差收窄未必源于银行自身信用质量改善，也可能与投资人对损失承担风险的重新评估有关。

二、国内商业银行资本债损失案例

除包商银行资本债减记事件外，截至本文发稿日，国内商业银行发行的混合资本债均未发生减记事件。包商银行处置中，其二级资本债全额减记，核心触发逻辑为“无法生存触发事件”，是国内首次落地资本工具损失吸收机制，为市场建立了本土案例基准。但在此之后，国内银行业风险处置更多采用兼并重组、地方政府及股东增资、流动性救助等方式缓释风险，尚未走到资本债减记这一处置环节。在国内监管框架下，资本工具的损失吸收条款在合同层面完备，市场则持续关注中小银行风险化解过程中资本工具的处置边界。

（一）包商银行二级资本债的全额减记

包商银行的风险源于长期积累的公司治理和资产质量问题。该行前身为 1998 年成立的包头市商业银行，2007 年更名为包商银行。人民银行《中国金融稳定报告（2021）》披露，“明天系”通过股权控制和多种交易形式占用该行资金逾 1,500 亿元，接近其资产规模的 30%，长期无法归还。2019 年 5 月 24 日，人民银行和原银保监会依法对其实施接管。后续清产核资显示，以接管日为基准，该行资不抵债金额达 2,200 亿元，已难以依靠盈利积累或常规资本补充恢复偿付能力。

处置安排将业务延续与历史损失承担分开处理。蒙商银行承接内蒙古自治区内的相关业务、资产和负债，徽商银行收购承接自治区外四家分行；未受保障债权和原股东权益留在包商银行，进入后续清算程序。存款保险基金和人民银行提供的资金支持，保障了个人存款和绝大多数机构债权，部分大额机构债权仍承担损失。

包商银行被减记债券发行于 2015 年，本金 65 亿元，票面利率 4.8%，期限 10 年，第 5 年末附发行人赎回权。2020 年 11 月，在该笔债券首个赎回日之前，有关部门已认定包商银行发生“无法生存触发事件”，发行人据此执行募集说明书约定的减记条款，最终 65 亿元本金全部减记，约 5.86 亿元累计应付未付利息不再支付，相关债权被注销，本息损失合计约 70.86 亿元。

图 5.

包商银行二级资本债减记过程



注：时间节点等距排列，不代表实际时间间隔。

资料来源：包商银行减记公告；金额换算及合计由本稿计算。此次减记依据为有关部门对无法生存触发事件的认定，并非资本充足率跌破某一统一数值门槛后自动触发。

减记发生在法院受理破产清算之前，体现了资本债依合同吸收损失的机制。包商银行于 2020 年 11 月 13 日执行减记，北京市第一中级人民法院于 11 月 23 日受理其破产清算申请，并于 2021 年 2 月 7 日宣告其破产。对该笔二级资本债而言，损失承担无须等到最终到期日或破产清算结束；直接触发依据是有关部门作出的无法生存认定及债项条款，并非资本充足率跌破某一统一数值门槛后自动减记。

包商银行案例也说明，政府支持的目的和覆盖范围，决定不同债权人的实际回收。收购承接和资金支持有助于保护储户、维持金融服务并防止风险外溢，资本工具仍可按约定承担损失。

财务信息的真实性和持续披露同样影响减记风险判断。该行 2015 年发行资本债时，披露的一级资本充足率为 10.36%、不良贷款率为 1.6%，这些早期指标并未充分揭示后来暴露的风险，随后该行未能披露 2017 年末财务信息。信息披露中断后，投资人更需要核实关联方资金占用、不良资产损失及资本补充的实际情况。

我们认为，虽然国内包商银行之后未发生过新的资本债减记事件，但不能据此推断银行资本债普遍具有刚性兑付保障。近年来也有部分弱信用资质的二级资本债发行主体持续延期披露财务信息，且部分债项利息支付逾期，需持续关注这些发行主体的资本债减记风险。包商银行的处置结果已证明，外部支持与资本债损失可以同时发生。比较中欧资本债时，应将发行人的信用质量、损失吸收条款和处置支持范围共同纳入分析，尤其关注资本缺口较大、信息披露不足、外部支持尚未落实的发行人。

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 2026 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。部分内容可能借助人工智能 (AI) 工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。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（包括但不限于收入损失、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。