

银行业一级资本工具发行成本有望下行

——《关于商业银行资本工具创新的指导意见（修订）》点评

行业动态

买入（维持）

分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）

010-58452066

wangyf@ebsecn.com

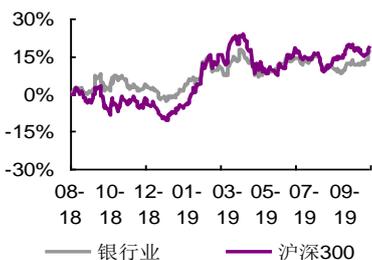
联系人

董文欣

010-56513030

dongwx@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

国内系统重要性银行（D-SIBs）认定标准细化——《系统重要性银行评估办法（征求意见稿）》点评

..... 2019-11-27

- ◆ 11月22日，中国银保监会印发了《关于商业银行资本工具创新的指导意见（修订）》的通知【银保监发〔2019〕42号】（以下简称《指导意见》）。《指导意见》借鉴《第三版巴塞尔协议》和国际通行做法，调整了资本工具触发事件名称，将强制减记（或转股）触发事件分为“持续经营触发事件”和“无法生存触发事件”。
- ◆ 《指导意见》降低了权益类一级资本工具触发条件，与二级资本工具触发条件相同，规定“会计分类为权益的其他一级资本工具须设定无法生存触发事件；会计分类为负债的其他一级资本工具，须同时设定无法生存触发事件和持续经营触发事件。”，即对于一级资本工具来说，如果分类为权益，则核心一级资本充足率降至5.125%（或以下）不再作为触发条件；而对于分类为负债的一级资本工具，则面临较严格的触发标准，5.125%标准仍然有效。
- ◆ 当前在市场上已发行的“优先股”和“无固定期限资本债券”中，按照财政部发布的相关会计处理规则，均被发行人归类为“权益类”。这也意味着，今后银行再发行“权益类”一级资本工具时，其触发事件标准将与二级资本工具相同，此举可以降低这类一级资本工具的发行难度，并同步降低发行成本，一级资本工具发行主体资质未来有望进一步下沉。
- ◆ 本次《指导意见》对资本工具中减记/转股条款的操作方式规定为：（1）明确含减记条款的资本工具减记后不可恢复。（2）对“持续经营触发事件”而言，其他一级资本工具可以全额或部分减记/转股；而对于“无法生存触发事件”而言，一级资本工具和二级资本工具需全额减记/转股。（3）规定若对因减记导致的资本工具投资者损失进行补偿，应在公共部门注资前采取普通股的形式支付。（4）规定资本工具损失吸收顺序，所有同级别资本工具应同时吸收损失，不同级别资本工具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。
- ◆ 《指导意见》将带动一级资本工具定价向二级资本工具收敛，此举有助于提升银行一级资本补充能力。对于相对优质的上市银行来说，一级资本工具成本扣除税收因素后，将于二级资本工具更为接近；而对于中等规模的商业银行（债项评级AA+）来说，一级资本工具的融资成本降幅可能相对更大，这也为“永续债”发行主体下沉创造了条件。这对于过去非市场化发行占比较大的资本工具来说，可以视为资本补充的利好政策。截至2019年3季度末，商业银行核心一级资本充足率为10.85%、一级资本充足率为11.84%、资本充足率为14.54%，一级资本工具占比0.99个百分点，较年初0.57%提升0.42个百分点，未来仍有提升空间。
- ◆ 从更长时间轴观察，我国银行业资本结构将进一步优化，资本工具占比将进一步上行。从国际对比看，我国银行业普通股股权一直以来占资本比重较高，资本工具运用不足，未来政策在推动资本工具补充资本，推动参与国际竞争，平衡综合杠杆率水平方面，将发挥更多作用。

1、《指导意见》降低了“权益类”一级资本工具触发事件

11月22日，中国银保监会关于印发了《关于商业银行资本工具创新的指导意见（修订）》的通知【银保监发〔2019〕42号】（以下简称《指导意见》）。《指导意见》对旧文件《关于商业银行资本工具创新的指导意见》（银监发〔2012〕56号）进行了修订，在以下方面进行了完善：（1）借鉴《第三版巴塞尔协议》和国际通行做法，调整了资本工具触发事件名称及其他一级资本工具触发条件相关要求；（2）进一步明确了各类资本工具的损失吸收顺序，维护了不同层级资本工具损失吸收能力的差异性；（3）完善了商业银行资本工具发行的基本原则和工作机制，针对当前实际情况提出相关要求。对此，我们看法如下：

1.1、将强制减记（或转股）触发事件分为“持续经营触发事件”和“无法生存触发事件”

“持续经营触发事件”定义为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。

1.2、降低了权益类一级资本工具触发条件，与二级资本工具触发条件相同，降低权益类一级资本工具的发行难度

在《商业银行资本管理办法（试行）》和2012版《关于商业银行资本工具创新的指导意见》中，一级资本工具触发事件包括：（1）当其他一级资本工具触发事件发生时，即核心一级资本充足率降至5.125%（或以下）；（2）当二级资本工具触发事件发生时，其中二级资本工具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。

本次《指导意见》对此修订为：“会计分类为权益的其他一级资本工具须设定无法生存触发事件；会计分类为负债的其他一级资本工具，须同时设定无法生存触发事件和持续经营触发事件。”，即对于一级资本工具来说，如果分类为权益，则核心一级资本充足率降至5.125%（或以下）不再作为触发条件；而对于分类为负债的一级资本工具，则面临较严格的触发标准，5.125%标准仍然有效。

根据《第三版巴塞尔协议》，Basel委员会在2017年9月的问题解答文件（Basel III definition of capital – Frequently asked questions）里，对记为负债的其它一级资本工具的减记或转股的触发事件明确要求为商业银行核心一级资本充足率降至5.125%（或以下）；而对记为权益的没有明确提及，允许由监管当局认定标准。今年年初，Basel委员会发布的《CAP10合格资本定义（草案）》也有相关表述。本次《指导意见》较我国原标准有所放松符合国际通行规则。

当前在市场上已发行的“优先股”和“无固定期限资本债券”中，按照财政部发布的相关会计处理规则，均被发行人归类为“权益类”。但在实际操作中投资人是否按照对等原则进行会计记账存在不确定性。这也意味着，今后银行再发行“权益类”一级资本工具时，其触发事件标准将与二级资本工具相同，此举可以降低这类一级资本工具的发行难度，并同步降低发行成本，一级资本工具发行主体资质未来有望进一步下沉。同时，降低“触发标准”在一定程度上也增强了对投资人的保护，以保证当被投资银行核心一级资本充足率低于 5.125% 时，投资人持有的一级资本工具不被强制减记或转股。

表 1:《指导意见》与《商业银行资本管理办法（试行）》表述比较

	原标准		新标准		
	二级资本工具	一级资本工具	二级资本工具	一级资本工具	
				权益型	负债型
持续经营损失吸收	无	核心一级资本充足率降至 5.125%	无	非必须	核心一级资本充足率降至 5.125%
无法继续经营时损失吸收	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				
减记/转股触发事件	不可生存事件：当二级资本工具触发事件发生时	1. 持续经营事件：当其他一级资本工具触发事件发生时，即核心一级资本充足率降至 5.125%（或以下） 2. 不可生存事件：当二级资本工具触发事件发生时	无法生存触发事件	无法生存触发事件	“持续经营触发事件”或“无法生存触发事件”

资料来源：《关于商业银行资本工具创新的指导意见（修订）》，《商业银行资本管理办法（试行）》，光大证券研究所

1.3、对减记/转股方式进行了规范，明确了资本工具损失吸收顺序

本次《指导意见》对资本工具中减记/转股条款的操作方式进行了较为明确的解答，而在原《商业银行资本管理办法（试行）》和 2012 版《关于商业银行资本工具创新的指导意见》中，对于减记和转股的操作流程相对模糊。本次《指导意见》更新的具体内容为：（1）明确含减记条款的资本工具减记后不可恢复。（2）将原来使用一级资本工具、二级资本工具减记/转股的分类方式更新为按照“持续经营触发事件”和“无法生存触发事件”，规定对“持续经营触发事件”而言，其他一级资本工具可以全额或部分减记/转股；而对于“无法生存触发事件”而言，一级资本工具和二级资本工具需全额减记/转股。（3）规定若对因减记导致的资本工具投资者损失进行补偿，应在公共部门注资前采取普通股的形式支付。（4）规定资本工具损失吸收顺序，所有同级别资本工具应同时吸收损失，不同级别资本工具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。

表 2:《指导意见》与《商业银行资本管理办法(试行)》表述比较

	原标准	新标准	
	触发事件发生时	可持续经营触发事件发生时	无法生存触发事件发生时
减记	<p>1. 当其他一级资本工具触发事件发生时, 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。</p> <p>2. 当二级资本工具触发事件发生时, 其他一级资本工具和二级资本工具的本金应立即按合同约定进行全额减记。</p> <p>3. 若对因减记导致的资本工具投资者损失进行补偿, 应采取普通股的形式立即支付。</p>	<p>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。</p> <p>若对因减记导致的资本工具投资者损失进行补偿, 应在公共部门注资前采取普通股的形式立即支付。</p>	<p>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。</p>
转股	<p>1. 当二级资本工具触发事件发生时, 其他一级资本工具和二级资本工具的本金应立即按合同约定全额转为普通股。</p> <p>2. 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。</p>	<p>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。</p>	<p>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。</p>
损失吸收顺序	无明确规定	<p>1. 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。</p> <p>2. 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。</p>	

资料来源:《关于商业银行资本工具创新的指导意见(修订)》,《商业银行资本管理办法(试行)》, 光大证券研究所

1.4、增添了政策性银行参照执行, 为政策性银行发行资本工具打开空间

《商业银行资本管理办法(试行)》和 2012 版《关于商业银行资本工具创新的指导意见》均没有提及政策性银行发行资本工具问题。本次《指导意见》明确了政策性银行参照执行, 将为政策性银行发行资本工具打开空间, 预计不久政策性银行将发行一二级资本工具充实资本。但另一方面也应注意到, 政策性银行发行资本工具的内在必要性逻辑和发行定价水平均值得探讨。政策性银行作为全资国有金融机构、享受准主权级信用、经营目的不以盈利最大化为目标, 完全可以通过发行成本更低的普通金融债券来满足放贷需求。其无论是发行一级资本工具还是二级资本工具, 只是以更高的资金成本提升了名义资本充足率水平, 能够改善国内系统重要性银行(D-SIBs)评估约束。但这些资本工具几乎没有可能被强制转股或强制减记, 多元化的投资者结构用以分散风险的意义也十分有限。政策性银行发行资本工具, 同样带来的问

题是，这些资本工具作为“无风险”的产品，定价水平恐怕只会受到投资者范围相比传统政金债缩小的约束。

1.5、待确认的事项

《指导意见》虽然明确了此前尚未明晰的资本工具触发事件、吸收损失等事项，但我们认为仍有问题需要进一步明确：**第一是**《指导意见》中提及“若对因减记导致的资本工具投资者损失进行补偿，应在公共部门注资前采取普通股的形式立即支付”，文件中“若...补偿，应在”是否表示为强制性？如果为强制性，那么作为对于资本工具投资者的补偿，以何种对价进行转换普通股？以及这种转换是否需要相应授权需要未来政策明确。**第二是**虽然政策明确了发生触发事件后，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。但是在实践中应该如何把握相应尺度也需要规范，比如在“无法生存触发事件”下，纵使一二级资本工具同时转换，预计也无法使问题银行恢复可持续经营能力，如此情况下模糊的损失吸收顺序无法使一二级资本工具做出区别。对于部分已发行“永续债”的机构来说，该要求也与当时发行募集条款有矛盾之处，也需要监管部门对存量合同做出进一步解释。

2、一级资本工具发行定价有望将向二级资本工具收敛

在“权益型”一级资本工具触发事件设定为与二级资本工具相同之后，今后市场发行的“优先股”和“永续债”一级资本工具和二级资本工具影响定价的条款，大体还在以下几个方面存在差异：

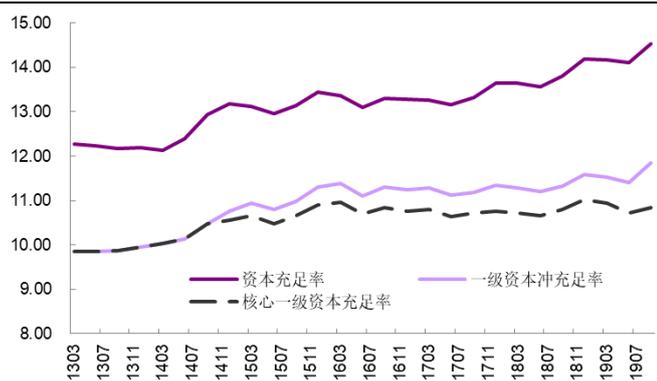
- **受偿顺序：**二级资本债券受偿顺序先于“优先股”和“永续债”。虽然本次《指导意见》也规定了在面临“无法生存触发事件”时，一级资本工具先行减记/转股。但是实际情况是，当银行无法生存时，即使一级资本工具和二级资本工具同时减记/转股，可能仍难以保证其恢复生存能力，均不可避免的会涉及公共资金救助。因此受偿顺序对定价影响不大。
- **分配条款：**二级资本工具发放固定利息，不含赎回激励；而一级资本工具则是非强制、非累积型。近期市场上有南粤、临商银行在二级资本工具到期前5年选择不予赎回，也有锦州银行暂停支付境外优先股股息。当二级资本工具赎回意愿减弱或者一级资本工具暂停分红派息时，将造成银行商业信用的巨大折扣，二级资本工具在多大程度上将坠入“触发条件”，变得和一级资本工具等效，似乎变成了一个能够用多长时间换取经营改善空间的话题。因此，我们倾向于认为分配条款会对一二级资本工具定价产生影响，但利差确定是个难点。对于中低信用等级的商业银行来说，理论溢价水平可能是阶跃上行的。
- **税收因素：**当前二级资本工具发行人可税前列支，而投资二级资本工具需利息收入需缴纳所得税；优先股股息支出发行人属于税后分配，但“永续债”发行人则可以选择税前抵扣，由投资人缴税，这点上与二级资本工具相仿。从这点上讲一级资本工具永续债节税效果较优先股更好，发行成本也更低。

综合以上分析，再结合今年以来资本工具的发行情况，我们认为《指导意见》对权益类一级资本工具放松 5.125% 约束标准之后，能够降低一级资本工具的发行难度，节约发行成本，由此带动一级资本工具定价向二级资本工具收敛，此举有助于提升银行一级资本补充能力。特别是对于相对优质的上市银行来说，一级资本工具成本扣除税收因素（需考虑“优先股”和“永续债”税收差异）后，将与二级资本工具更为接近；而对于中等规模商业银行（债项评级 AA+）来说，一级资本工具的融资成本降幅可能相对更大，这也为“永续债”发行主体下沉创造了条件。这对于过去非市场化发行占比较大的资本工具来说，可以视为资本补充的利好政策。截至 2019 年 3 季度末，商业银行核心一级资本充足率为 10.85%、一级资本充足率为 11.84%、资本充足率为 14.54%，一级资本工具占比 0.99 个百分点，较年初 0.57% 提升 0.42 个百分点，未来仍有提升空间。

从更长时间轴观察，我国银行业资本结构将进一步优化，资本工具占比将进一步上行。从国际对比看，我国银行业普通股股权一直以来占资本比重较高，资本工具运用不足，未来政策在推动资本工具补充资本，推动参与国际竞争，平衡综合杠杆率水平方面，将发挥更多作用。

图 1：商业银行资本充足率变化

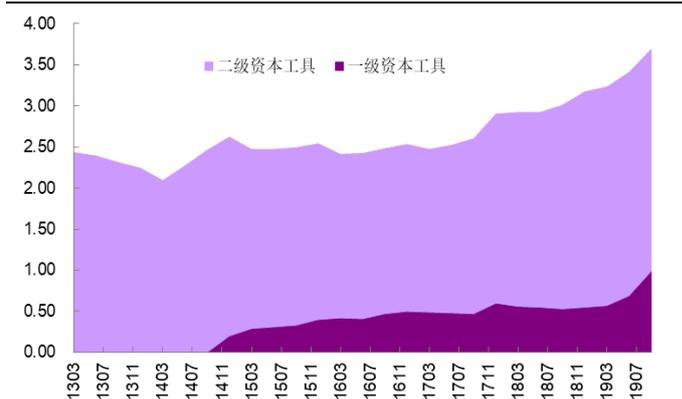
单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

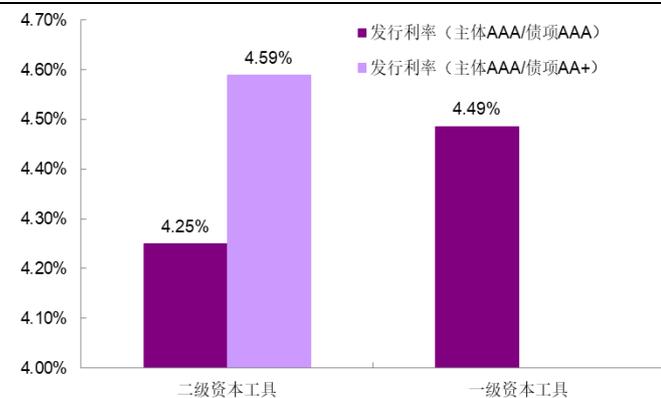
图 2：一级资本工具和二级资本工具占比情况

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

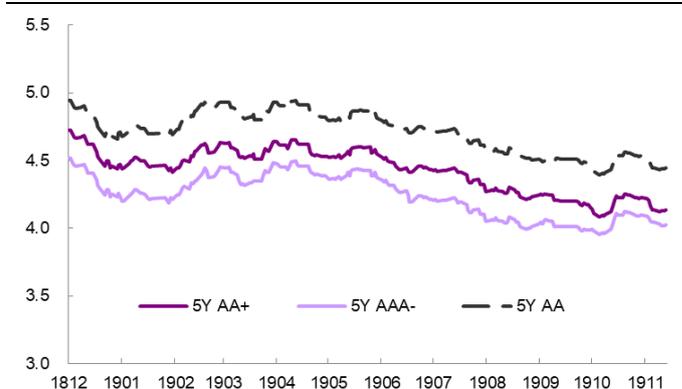
图 3：今年以来各类资本工具发行成本



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：5Y 期二级资本工具估值走势

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

风险提示：经济下行压力超预期加大，银行资本补充速度不及预期。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼