

## 研究报告

2019 年第 12 期

2019.01.28

执笔：赵幼力

youli.zhao@icbc.com.cn

## 永续债及时雨能否灌溉资本饥渴的土壤？

## ——永续债的发行和央行票据互换工具

## 对商业银行资本金的影响

- 关键词：永续债 央行票据互换工具 资本充足
- 要点：1 月 24 日晚间，人民银行宣布创设央行票据互换工具（CBS），公开市场业务一级交易商可以使用持有的合格银行发行的永续债从中国人民银行换入央行票据。CBS 的创设既是商业银行发行永续债补充资本保驾护航，更关系到“保增长大局”。永续债的发行条款对投资人非常苛刻，这样才能满足一级资本的要求，具备吸收风险的能力，但对于债券流动性的影响是致命的，需要央行和银保监会的双重背书。央票和永续债之间的互换既不创造货币也不转移票债的所有权，所以不是中国版 QE。需要补充资本的商业银行应该牢牢抓住央行和银保监会保驾护航的有利时间窗口，抓紧发行永续债。然而，商业银行用表内资金购买永续债资本消耗很大，对于资本匮乏的银行并不合算。所以永续债的购买还得银行自营之外的资金来购买，比如保险、券商、资管和实业的资金。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

1月24日晚间，人民银行宣布创设央行票据互换工具（CBS），公开市场业务一级交易商可以使用持有的合格银行发行的永续债从中国人民银行换入央行票据。当晚，银保监会亦紧随央行宣布松绑险资，允许保险机构投资符合条件的银行二级资本债券和永续债。两大监管机构携手护航，打消了投资者此前关于永续债的部分担忧，为后续开始的商业银行发行永续债补充资本金铺平了道路。1月25日，中国商业银行历史上第一单永续债——中国银行永续债，在银行间债券市场成功发行。

## 一、中国银行试水永续债的背景

### （一）源起资管新规，事关增长大局

#### 1. 虽然商业银行资本充足水平良好，但补充压力很大。

2018年三季度末，中国商业银行的核心资本充足率10.8%，一级资本充足率11.33%，资本充足率水平13.81%，均高于监管要求。

但是，商业银行资本充足率具有一定的水分。这几年大量融资表面上在表外进行，但行刚性兑付之实，躲避了资本金的监管。2018年4月资管新规颁布，要求在过渡期结束之后，假表外、真刚兑的融资全部回表，从而给商业银行补充



资本带来了严峻的挑战。在商业银行利润增速放缓、股票市场不景气和资本工具匮乏的背景下，内源性和外源性资本补充双双受限，商业银行的资本补充工作停滞不前。

## 2. 商业银行资本补充不仅是商业银行自身的事情，更关系到“保增长大局”。

不能补充资本，意味着应该回表的表外融资不能回表。所以截止目前，商业银行在过渡期内到期的不符合资管新规的表外融资自然终止，不再续作；在过渡期内没有到期的表外融资通过发行老产品延续，在过渡期结束后要么回表，消耗资本金；要不申请监管豁免。所以商业银行补充资本的大限是资管新规的过渡期结束——2020 年底。

而在过渡期内，商业银行表外融资不能顺利回表在宏观上的表现是，表外融资大幅萎缩带来的社会融资的坍塌。2018 年全年表外融资减少 2.93 万亿元，比上年多减 6.5 万亿元，新增社融规模同比少增 3.14 万亿元。

在商业银行普遍拧紧融资的总闸口时，由于中国特色的“所有制歧视”，抑或俗称的“柿子还拣软的捏”，民营企业融资首先受到信用收缩的冲击，并成为 2018 年民营企业经营危机的导火线。

所以央行在 1 月 24 日晚发布《中国人民银行有关负责

人就创设央行票据互换工具答记者问》（下文简称《答记者问》）中这样说道：“支持银行发行永续债补充资本，是为加大金融对实体经济的支持力度创造有利条件，也有利于疏通货币政策传导机制，防范和化解金融风险，缓解小微企业、民营企业融资难问题。”

一言以蔽之，支持银行发行永续债，是为了服务于“宽信用”的。

### 3. 商业银行资本结构“厚此薄彼”，需要增加新的品种

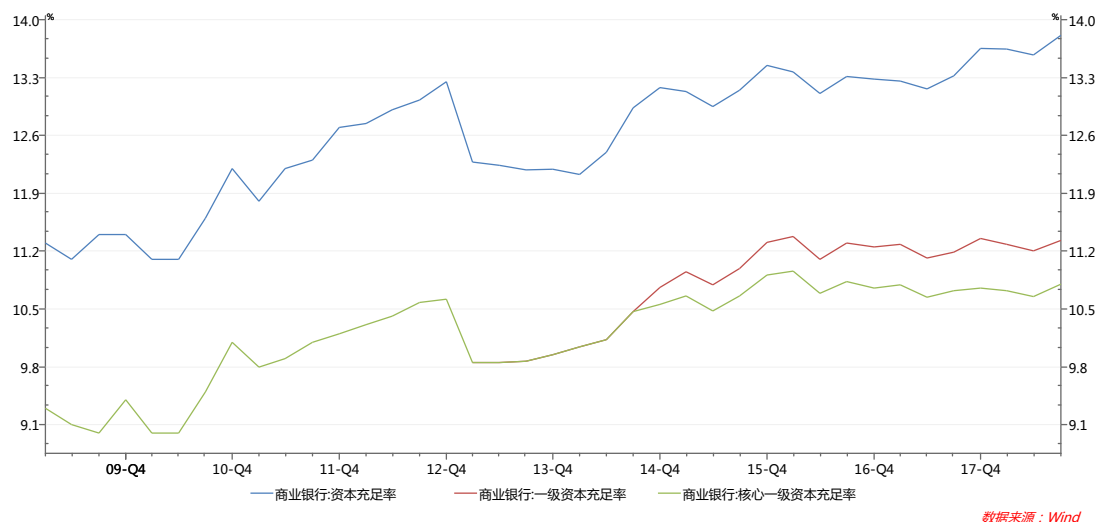
资本管理办法是要求核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率均应达到监管部门最低要求。因此提高资本充足率除了核心资本充足率必须达标外，还需要想方设法提高其他资本工具。

现有常见的资本工具主要是补充核心一级资本的，包括上市银行在资本市场定增、配股、IPO等，其他一级资本补充工具仅为优先股。优先股只能是上市银行才能发行补充，而且审批流程长，发行数量甚少。

所以，从资本结构来看，我国商业银行资本金结构不尽合理，核心一级资本占一级资本比重过大（见下图），其他一级资本金较薄，补充工具较为匮乏。正因为如此，2018年12月25日，金融稳定发展委员会办公室召开专题会议，



研究多渠道支持商业银行补充资本有关问题，推动尽快启动永续债发行。



永续债是一种没有明确到期日，或者说期限非常长的债券，被视为“债券中的股票”，是一种混合型债权工具。虽说在银行业没有先例，但永续债在国内非银行业却已经历了多年发展。与优先股相比，永续债有以下几个优势：一是发行主体包括非上市商业银行，解决我国众多中小非上市银行其他一级资本补充工具缺乏的问题。二是发行审批更为简便。三是损失吸收方式不需要转股。不会导致银行股权结构变更、控制权分散风险。四是优先股主要在交易所发行，而永续债以银行间市场为主。当前股市不景气，难以满足大额优先股的发行需求。

## 二、中行首单永续债条款解析

根据《中国银行股份有限公司 2019 年无固定期限资本债券（第一期）募集说明书》，本期债券面向全国银行间债券市场机构投资者发行，条款对于投资者而言较为苛刻。

### **（一）制定苛刻的发行条款以满足一级资本的要求**

#### **1. 严格的赎回条款，打消投资人赎回预期。**

“自发行之日起 5 年后，发行人有权于每年付息日全部或部分赎回本期债券。但是，发行人须在得到银保监会批准并满足下述条件的前提下行使赎回权：

（1）使用同等或更高质量的资本工具替换被赎回的本期债券，并且只有在收入能力具备可持续性的条件下才能实施资本工具的替换；或

（2）行使赎回权后的资本水平仍明显高于银保监会规定的监管资本要求。”

如此严格的赎回条款主要是为了符合资本管理办法附件 1 关于一级资本的要求，即不能让投资者形成赎回预期，具备损失吸收能力。

#### **2. 清偿顺序靠后，与优先股同顺位受偿。**

“本期债券本金的清偿顺序在存款人、一般债权人和次级债务之后，股东持有的股份之前；本期债券与发行人其他偿还顺序相同的其他一级资本工具同顺位受偿。”





### 3. 无需债券持有人同意的减记条款。

“当其他一级资本工具触发事件发生时，即发行人核心一级资本充足率降至 5.125%（或以下），发行人有权在报银保监会并获同意、但无需获得债券持有人同意的情况下，将届时已发行且存续的本期债券按照票面总金额全部或部分减记，促使发行人核心一级资本充足率恢复到 5.125%以上。当债券本金被减记后，债券即将被永久性注销，并在任何条件下不再被恢复。”

### 4. 不含利率跳升机制及其他赎回激励。

“本期债券采用分阶段调整的票面利率，自发行缴款截止日起每 5 年为一个票面利率调整期，在一个票面利率调整期内以约定的相同票面利率支付利息。发行时的票面利率通过簿记建档、集中配售的方式确定。本期债券不含利率跳升机制及其他赎回激励。”

### 5. 发行人取消派息，不构成违约。

“发行人有权部分或全部取消本期债券的派息，且不构成违约事件。发行人可以自由支配取消派息的收益用于偿付其他到期债务。取消本期债券派息除构成对发行人普通股的收益分配限制以外，不构成对发行人的其他限制。”而且，从一级资本要求来看，非累计利息是基本要求，也就是说一

旦取消利息，后续也不会再弥补回来。

## （二）永续债流动性缺乏需要监管部门保驾护航

众所周知，二级资本债虽然也属于债券品种，但流动性不好，市场交投清淡，很多银行持有至到期。

与二级资本债相比，永续债股性更强，不仅无固定到期期限，不能有明确赎回预期和安排，而且在偿还顺序上也与优先股相同。永续债没有利率跳升机制，不支付利息不构成违约，一旦取消利息支付后续也不会弥补。运气不好的话，还会被减持，减持也不构成违约。

这样的安排为了使得永续债能够满足一级资本的要求，具备吸收风险的能力，但对于债券流动性的影响是致命的，如果没有央行和银保监会的背书，这样的债券是很难发行出去的。

所以，央行在创设央行票据互换工具的公告中（以下简称《公告》）开宗明义指出，这是为了“提高银行永续债的流动性”，让投资者更愿意买。当天晚上，银保监会又加班加点出台文件，放行保险资金购买永续债，这是对永续债的双重保险。

在央行和银保监会的保驾护航下，1月25日，中国银行成功发行400亿元无固定期限资本债券，全场认购倍数超过





2 倍，票面利率为 4.50%，较本期债券基准利率（前 5 日五年期国债收益率均值）高出 157bp。本次债券吸引了境内外的 140 余家投资者参与认购，涵盖商业银行、保险公司、证券公司、财务公司、证券投资基金、理财产品等境内债券市场主要投资人，以及境外央行、保险公司和资产管理公司等境外金融机构。

### 三、CBS 的设计及对货币政策的影响

在《答记者问》中，央行介绍了如何开展央行票据互换操作。“央行票据互换操作采用固定费率数量招标方式，面向公开市场业务一级交易商进行公开招标。中国人民银行从中标机构换入合格银行发行的永续债，同时向其换出等额央行票据。到期时，中国人民银行与一级交易商互相换回债券。银行永续债的利息仍归一级交易商所有。央行票据互换操作的期限原则上不超过 3 年，互换的央行票据不可用于现券买卖、买断式回购等交易，但可用于抵押，包括作为机构参与央行货币政策操作的抵押品。央行票据期限与互换期限相同，即在互换到期时央行票据也相应到期。”从中可以看出以下几点：

#### （一）央行提高永续债流动性的安排

一是主体评级不低于 AA 级的银行永续债纳入央行中期

借贷便利(MLF)、定向中期借贷便利(TMLF)、常备借贷便利(SLF)和再贷款的合格担保品范围(见公告)。永续债自身可以作为抵押品从央行获得流动性。

二是一级交易商银行可以以持有的银行永续债向央行换入央票，央票不得卖出，不仅可以作为金融机构之间相互融资的抵押物，也可以作为抵押物向央行融资。

央票的信用和永续债不可同日而语，此举将大大提升永续债的流动性。互换仅限于一级市场交易商，一级交易商基本囊括了国内主要的大中型银行。这一工具的创设使得商业银行永续债对于一级交易商的价值远远大于其他机构。

## **(二) CBS 对央行资产负债表的影响**

在人民币升值期间，央行发行了大量央票回收人民币，对冲被动投放的外汇占款。然而在跨境资金形势逆转之后，央行投放货币的渠道受限，更无发行央票的必要性。随着央票的自然到期，央行投放人民币，逐步回收央票。截止 2017 年 7 月，央票余额归零，央票不再出现在央行的资产负债表中。

而此次，央行再次创造出央行票据与一级交易商的永续债进行互换，资产端新增一笔对其他存款性公司债权，从负债端角度新增一笔发行债券。属于典型的资产负债表扩张。



然而，此次互换是银行以永续债为抵押，向央行“融入”了一张央票。该互换动作为“以券换券”，不涉及基础货币吞吐，对银行体系流动性的影响是中性的，属于无货币供应变化的资产负债表扩张。

### （三）CBS 不是中国版 QE

QE 又叫量化宽松，主要指各国央行通过公开市场购买政府债券、银行金融资产等，直接投放基础货币的做法。这里的关键是“购买”。而我国迄今为止都没有真正意义上的 QE，因为无论是 MLF、SLF 还是过去的 PSL，提供基础货币的方式都为质押方式，交易商向央行提供国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券作为合格质押品，央行投放货币。这些票债的所有权并不转移。

此次央行票据互换也是一样。互换期间，虽然央行持有永续债，但永续债利息仍然归换出的一级交易商，到期换回按照等量原则，而不是按照市场公允价格。参照企业会计准则，这种情况下资产是不能出表的，于是永续债还是趴在银行表上。央行也不会入表，对于永续债没有所有权，不是购买资产，不符合 QE 的定义。

## 四、永续债发行对商业银行的影响

对于发行银行来说，永续债可以有效补充一级资本。永

续债的发行条款苛刻，对发行人的保护比较充分，具有较好的风险吸收能力。而且可以在资金充沛的银行间市场发行，较优先股发行难度降低。虽然永续债可以置换成央票，但是置换的央票只能抵押，不能买卖，不能买断式回购，和普通的央票相比，在功能上有缺陷。所以投资者的投资热情还能持续多久不可预期。需要补充资本的商业银行应该牢牢抓住央行和银保监会保驾护航的有利时间窗口，抓紧发行永续债。

对于购买永续债的银行而言，分表内和表外两种情况。

先说表外资金。银行理财资金能否投资银行永续债要看银行永续债是被认定为权益类资产还是债券。如果算是权益类资产，则根据资管新规的要求，商业银行理财产品直接或间接投资于非标准化权益类资产的，非标准化权益类资产的终止日不得晚于封闭式理财产品的到期日或者开放式理财产品的最近一次开放日。但永续债是没有终止日概念，因此无法作到期限匹配，也就无法投资。如果是把永续债看作债券投资，因为永续债属于标准化债权，所以不需要期限匹配，银行理财产品都可以投资。从监管支持银行永续债发行的态度来看，应该是会支持和鼓励银行理财投资永续债的。

再说银行表内资金。表内资金可以投资永续债，但如前



所述，互换过程永续债不出表，所以仍然需要计提风险资本。

根据《商业银行资本管理办法（试行）》第三十四条：商业银行对未并表金融机构的小额少数资本投资，合计超出本银行核心一级资本净额 10% 的部分，应从各级监管资本中对应扣除。

翻译一下就是：银行买了其他银行的永续债，超过本行核心一级资本 10% 的部分，要相应扣除本行的其他一级资本，而 10% 以内部分则要按风险权重计提资本。因此，简单归纳为：10% 以上部分，只是把本行的资本让渡给对方银行使用，10% 以下部分则要计提资本，资本消耗理论上应该在 100% 与 250% 之间，因为永续债的风险高于次级债（权重 100%），低于普通股（权重 250%）。

商业银行用表内资金购买永续债资本消耗很大，对于资本匮乏的银行并不合算，对于整个银行业而言，如果 A 银行表内资金购买 B 银行永续债，不过是资本金之间的互换，不增加整个行业的资本总额，也起不到扩张信用的效果。

所以永续债的购买还得银行自营之外的资金来购买，比如保险、券商、资管和实业的资金。