

中信证券研究部



杨帆
首席政策分析师
S1010515100001



于翔
政策分析师
S1010519110003



联系人：刘春彤

核心观点

政府工作报告明确提出发行 1 万亿的抗疫特别国债。我们预计主要投向为基建加码，全年基建增速或达 14%，其他投向包括支持中小银行永续债发行和加强公共卫生体系建设等。

- 政府工作报告明确提出发行 1 万亿的抗疫特别国债。特别国债的发行可助力做好“六保”工作。一季度经济冲击明显，预计二季度经济将继续承压。特别国债的发行将凸显政策力度，提振信心，助力“六保”工作。
- 发行方式上预计与普通国债一样，主要向商业银行等发行，“财政赤字货币化”既不可行也无必要。在发行方式上，预计未来特别国债将与普通国债统筹发行，主要面向商业银行等。在程序上，预计将在人大常委会审议后加速落地。在期限上，预计以 10 年期为主。在管理和偿还上，预计纳入政府性基金预算管理，利息由中央承担，本金则由央地共担。
- 投向上预计以基建加码为主，以支持中小银行永续债发行和加强公共卫生体系建设等为辅，该猜想与政府工作报告中的表述相符。特别国债可投向地方的基建项目，有助于扩大有效投资做好“六保”工作。中小银行基本为地方性银行，补充资本金有助于化解风险并提升信贷能力。而疫情防控常态化下仍需加大公共卫生体系投入。
- 预计主要投向：基建加码以托底经济
 - 基建仍为逆周期的主力军，特别国债扩充了基建的资金来源，有助于进一步做好“六保”工作。基建投资的可控性更强，乘数更稳定，或是逆周期主力军，有助于进一步做好“六保”工作。特别国债可扩充基建的资金来源，传统基建仍为基本盘，新基建为新亮点。
 - 特别国债与专项债共同发力，预计全年基建增速约为 14%。假设 3.75 万亿的专项债中有 50% 用于基建，在此基础上，保守估计特别国债至少可带动基建增长 5000 亿，则预计全年基建投资增速约为 14%。
- 预计其他投向：支持中小银行永续债发行，并完善公共卫生体系
 - 经济承压背景下，银行体系或面临考验，特别是中小银行需要以永续债等方式扩大资本金补充渠道。近年来中小银行风险事件时有发生，叠加本次疫情冲击，银行体系或面临考验。参考央行压力测试结果，大型银行与中小银行在重度冲击下同样存在无法满足资本充足率要求的情况。但大型银行资本金补充渠道明显强于中小银行。
 - 对于大型银行和优质中型银行，可通过推进永续债市场建设的市场化手段辅助其永续债发行。而对于其他中小银行，或需要特别国债支持其发行。目前成功发行永续债的银行主要是大型银行和优质的中型银行。其永续债发行认购较为热烈，因此可通过 CBS 等方式促进永续债市场发展。而对于其他中小银行，尽管发行条件不构成硬性约束，但存在基础资产质量以及市场参与的软性制约，因此上述市场化的思路难以适用，或需要以特别国债来支持其永续债发行。在具体方式上，或可将特别国债募集的资金，通过社保基金和保险机构等，部分用来认购中小银行发行的永续债。
 - 此外，特别国债部分资金或用于完善公共卫生体系，凸显“抗疫”特征。政府工作报告明确指出，部分资金将用于疫苗和药物研发、防疫救治设施和应急物资保障等。这在疫情防控常态化下具有重要意义。
- 风险因素：疫情超预期风险，经济增速下行风险，政策不及预期风险。

目录

抗疫特别国债即将发行，积极财政助力“六保”工作	1
特别国债助力“六保”工作，或主要向商业银行等发行	1
“抗疫”内涵广泛，投向上预计以基建加码为主，以支持中小银行永续债发行和公共卫生体系建设为辅	2
预计主要投向：基建再度加码，扩大有效投资	3
基建仍是逆周期主力军，老基建为基本盘，新基建为新亮点	3
特别国债与专项债共同发力，预计全年基建增速约为 14%	4
预计其他投向：支持中小银行永续债发行，并完善公共卫生体系	5
经济承压背景下，银行体系或面临考验	5
支持大型和优质中型银行永续债发行的思路：推进永续债市场建设	7
支持其他中小型银行永续债发行的思路：以特别国债支持发行认购	9
完善公共卫生体系，凸显“抗疫”特征	11
风险因素	12

插图目录

图 1：一季度经济负增长.....	1
图 2：消费、投资和外贸均受到较大影响	1
图 3：三大需求对 GDP 当季同比的拉动.....	3
图 4：基建投资成主力.....	3
图 5：基建投资是逆周期调节重要抓手，预计基建投资将快速回升.....	4
图 6：宏观情景压力测试整体平均情况	6
图 7：宏观情景压力测试分布情况	6
图 8：整体信贷风险敏感性压力测试结果	7
图 9：重点领域的敏感性压力测试结果（重度冲击结果）	7
图 10：2018 年以来银行发行永续债、优先股和可转债规模统计	7
图 11：各类银行的资产利润率.....	9
图 12：各类银行的不良贷款率.....	9
图 13：各类银行的资本充足率.....	10
图 14：各类银行的拨备覆盖率.....	10
图 15：各类型银行的新增人民币贷款规模	11

表格目录

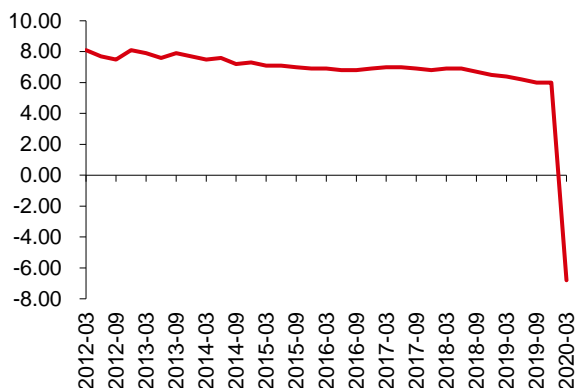
表 1：权威媒体或中央部委对于新基建的定义	4
表 2：近期部分中小银行风险事件以及解决方法.....	5
表 3：近期强调补充银行资本金的政策表述	5
表 4：2019 年央行银行业压力测试情景设计：宏观情景压力测试.....	6
表 5：2019 年央行银行业压力测试情景设计：敏感性压力测试	6
表 6：曾发行永续债、优先股和可转债的银行在 2019 年的排名	8
表 7：央行支持银行永续债发行的 CBS 操作	9
表 8：现行商业银行发行永续债的条件	9
表 9：现行对商业银行发行永续债构成制约的软性约束.....	10

■ 抗疫特别国债即将发行，积极财政助力“六保”工作

特别国债助力“六保”工作，或主要向商业银行等发行

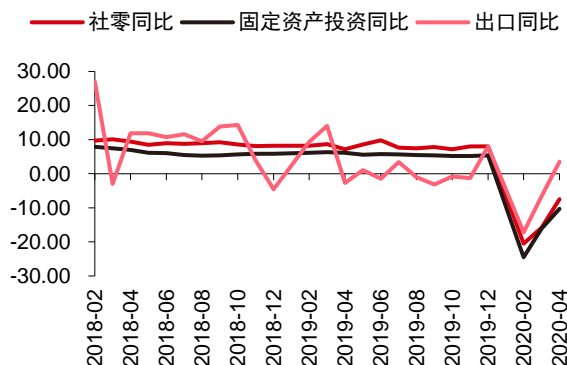
一季度经济冲击明显，预计二季度经济将继续承压。疫情的剧烈冲击与经济逐步恢复，是主导一季度经济运行的核心因素，消费、投资和外贸活动均受到较大冲击。随着3月中旬以来海外疫情迅速恶化，预计对全球供应链和外贸的扰动，将使二季度经济继续承压。4月17日召开的政治局会议指出，当前经济发展面临的挑战前所未有，需要政策兜住底线。

图 1：一季度经济负增长（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：消费、投资和外贸均受到较大影响（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

5月22日，2020年政府工作报告明确要发行1万亿的抗疫特别国债。特别国债的发行将凸显政策力度，提振信心，助力做好“六保”工作。3月27日的政治局会议已明确提出发行抗疫特别国债，5月22日的政府工作报告则明确了1万亿的发行数额。特别国债针对特定用途，不计入赤字。这些优势或使其成为财政发力稳定经济的关键手段，凸显政策力度，提振信心，助力做好“六保”工作，即“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”。

在发行方式上，本次特别国债或与普通国债一样，主要向商业银行等发行，“财政赤字货币化”既不可行也无必要。5月22日，全国政协委员、中国社科院副院长高培勇在接受采访时表示，特别国债会和普通国债一样正常发行，主要面向商业银行等。预计未来特别国债将与普通国债统筹发行，保持现行的政府债券发行体制，“财政赤字货币化”既不可行也无必要。可行性上，现行中国人民银行法第29条规定“中国人民银行不得对政府财政透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债券”。必要性上，根据中国人民银行发布金融市场运行情况报告，2019年共发行国债4.0万亿、地方政府债券4.4万亿，故1万亿规模的特别国债对现行的发行体制以及债券市场而言是可承受的。

在发行程序上，或在全国人大常委会审议通过后发行。在经济压力较大以及复工复产基本完成的背景下，预计将加速审议并发行。1998年国务院提交的特别国债发行议案于1998年2月的第八届全国人大常委会第三十次会议审议通过；2007年国务院提交的特别国债发行议案于2007年6月的第十届全国人民代表大会常务委员会第二十八次会议审议

通过。从议案通过到发行分别用时 6 个月和 2 个月。当前对政策落地的需要迫切，且复工复产基本完成资金运用有的放矢，预计本次特别国债将加速审议并发行。

在期限与管理方式上，特别国债或以 10 年期为主，纳入政府性基金预算管理，利息由中央偿还，本金则由央地共担。在发行期限上，财政预算报告明确特别国债以 10 年期为主。在管理与偿还方式上，预算报告明确利息由中央财政全额负担，本金由中央财政偿还 3000 亿，地方财政偿还 7000 亿，收支纳入政府性基金预算管理。

“抗疫”内涵广泛，投向上预计以基建加码为主，以支持中小银行永续债发行和公共卫生体系建设为辅

特别国债须有特别用途。我国曾两次发行特别国债，分别用于补充四大行资本金和成立中投公司。历史首次特别国债发行为 1998 年，用于补充四大行资本金，化解不良资产。中国人民银行于 1995 年加入国际清算银行，但受亚洲金融危机等诸多因素影响，我国四大国有商业银行资本充足率当时尚不满足《巴塞尔协议》中 8% 的监管要求，不良资产规模庞大，系统性风险累积。1998 年中央政府向四大国有银行定向发行 2700 亿期限为 30 年的特别国债，用于补充其资本金，使资本充足率显著提高。历史第二次特别国债发行为 2007 年，用于购买外汇，成立中投公司，与应对突发事件的负面冲击略有不同。加入 WTO 以来，我国长期国际收支双顺差的局面导致外汇储备远超进口支付和偿还外债的需要。为优化外汇投资管理，财政部发行 15500 亿特别国债，向央行购买约 2000 亿美元的外汇，并作为成立中投公司的资本金，从而避免央行购汇导致的基础货币大量投放问题，减轻了央行的流动性对冲压力。此外，2007 年发行的部分特别国债到期后，财政部进行了续发。

在本次特别国债的投向上，预计将以基建为主，以支持中小银行永续债发行和加强公共卫生体系建设等为辅。我们预计，本次特别国债或主要用于基建加码，在赤字率提高、专项债扩容且排除棚改和土储的基础上，进一步加强基建对稳定经济的作用，助力做好“六保”工作。还可创新特别国债的使用方式，将部分特别国债用于支持中小银行的永续债发行，化解中小银行的潜在风险，提高中小银行的信贷投放能力和投放意愿，并通过乘数作用进一步放大特别国债的政策效果。此外，2020 年政府工作报告也指出，“用好抗疫特别国债，加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入，增加防疫救治医疗设施，增加移动实验室，强化应急物资保障，强化基层卫生防疫”。

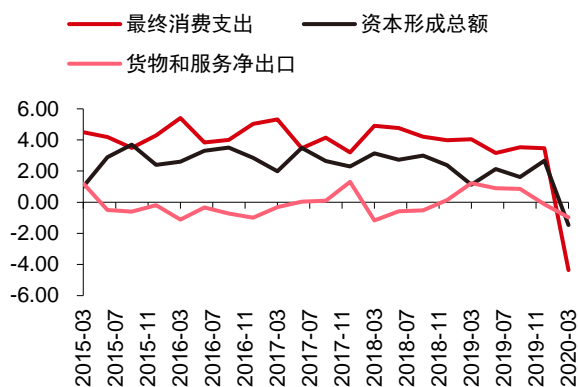
我们认为上述投向猜想，与政府工作报告中的有关表述相符。政府工作报告指出，1 万亿的赤字扩张与 1 万亿的特别国债“全部转给地方，建立特殊转移支付机制，资金直达市县基层、直接惠企利民，主要用于保就业、保基本民生、保市场主体，包括支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资等”。以上投向猜想符合政府工作报告中的表述。一方面，特别国债可投向地方的基建项目，中小银行基本为地方性银行，符合“全部转给地方”的要求。另一方面，基建项目有助于扩大有效需求、助力“六保”工作，支持中小银行也有助于防范化解风险、提升其信贷能力，符合“主要用于保就业、保基本民生、保市场主体”的要求。而由于特别国债纳入政府性基金预算管理，需要有项目现金流对应，故“支持减税降费、减租降息、扩大消费”的表述或指 1 万亿赤字扩张，而不是特别国债。

■ 预计主要投向：基建再度加码，扩大有效投资

基建仍是逆周期主力军，老基建为基本盘，新基建为新亮点

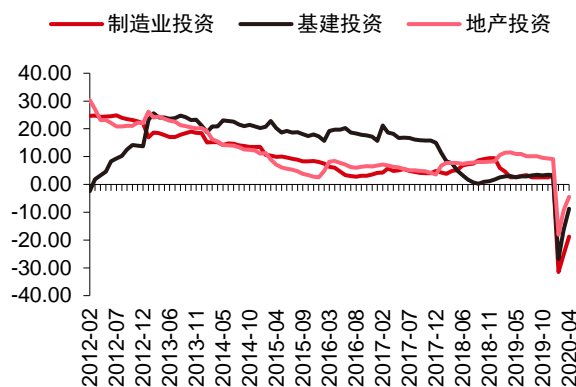
基建仍为逆周期调节与经济托底的主力军，特别国债扩充了基建的资金来源，有助于进一步托底经济、推进复工和稳定就业。消费的变化偏长期，且会受到收入预期与就业形势的拖累，预计疫情前 7%-8% 的增长中枢难以突破。而出口在近年来对经济增长的拉动逐步下降，且二季度外需压力较大。因此在传统的“三驾马车”中，投资在当下对经济托底的意义重大。在三大投资分项中，制造业投资具有顺周期性质，滞后于利润变化，改善速度较慢。尽管当前融资环境宽松，纾困政策频出，但企业融资的目的或是缓解现金流困难，而非进一步加杠杆进行投资。而房地产投资在“房住不炒”的大基调下也难有大幅增长。因此，基建投资在短期上的可控性更强，乘数更稳定，或将成为逆周期调节与经济托底的主力军，基建加码有助于进一步做好“六保”工作。而特别国债的发行，若主要用于基建，则进一步扩充了基建的资金来源。

图 3：三大需求对 GDP 当季同比的拉动（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：基建投资构成主力（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

基建投资中，新基建虽为增速更快的结构性亮点，但与传统基建相比体量相对较小。因此传统基建仍是逆周期调控的基本盘。新基建此前曾引起各方热烈讨论，并引用 2019 年 3 月在 CCTV-4 上的新闻，将新基建界定为“5G 基建、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网”，但是该分类与经济统计口径不符。2020 年 4 月 20 日发改委新闻发布会上，指出新基建包含信息基础设施、融合基础设施、创新基础设施三类，或可视为权威定义。尽管新建为结构性亮点和未来发展方向，但现阶段在规模上无法与传统基建相比，传统基建仍是逆周期调控的基本盘。新基建中在 2020 年投资规模最大的或为 5G 建设，根据中国移动、中国电信、中国联通和中国铁塔 2019 年年报披露的 2020 年资本开支计划，5G 建设将合计投入约 1973 亿元。这与 2017 年约 17.3 万亿美元的基建投资总规模相比仍然很小。

表 1：权威媒体或中央部委对于新基建的定义

时间和来源	新基建定义
2019 年 3 月 1 日，CCTV-4 关于新基建的新闻	5G 基建、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网
2020 年 4 月 20 日，发改委新闻发布会指出新基建范畴	<p>新型基础设施是以新发展理念为引领，以技术创新为驱动，以信息网络为基础，面向高质量发展需要，提供数字转型、智能升级、融合创新等服务的基础设施体系。具体有三个方面：</p> <p>（1）信息基础设施。主要是指基于新一代信息技术演化生成的基础设施，比如，以 5G、物联网、工业互联网、卫星互联网为代表的通信网络基础设施，以人工智能、云计算、区块链等为代表的新技术基础设施，以数据中心、智能计算中心为代表的算力基础设施等；</p> <p>（2）融合基础设施。主要是指深度应用互联网、大数据、人工智能等技术，支撑传统基础设施转型升级，进而形成的融合基础设施，比如，智能交通基础设施、智慧能源基础设施等；</p> <p>（3）创新基础设施。主要是指支撑科学研究、技术开发、产品研制的具有公益属性的基础设施，比如，重大科技基础设施、科教基础设施、产业技术创新基础设施等</p>

资料来源：CCTV，新华网，中信证券研究部

特别国债与专项债共同发力，预计全年基建增速约为 14%

保守假设特别国债可带动基建增长 5000 亿，在多项政策共同推动下，预计全年基建投资可扩大至 20.92 万亿，对应增速约 14%。推动基建增长的因素包含以下两方面。（1）2020 年政府工作报告提出专项债规模扩张至 3.75 万亿，我们假设其中 50%用于基建，则基建用专项债规模可达 1.88 万亿，相较于 2019 年的 4000 亿（2019 年专项债规模 2.15 万亿，我们测算，用于基建项目的比重为 15%-20%），扩张了 1.48 万亿。设其他条件不变，专项债带动的广义撬动倍数保守估计为 1.5 倍，则专项债的增长可带动 2.22 万亿的基建投资增长。（2）在此基础上，保守估计特别国债至少可带动基建增长 5000 亿，则 2020 年基建投资总规模比 2019 年扩大了 2.72 万亿。由于 2019 年基建投资规模约为 18.2 万亿，则 2020 年 2.72 万亿的增长对应约 14%的增速。

图 5：基建投资是逆周期调节重要抓手，预计基建投资将快速回升



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：预计全年基建投资累计同比可达 14%，黑色线为在 2020 年末达到 14% 的中信证券研究部预测的线性插值，实际节奏或有起伏

■ 预计其他投向：支持中小银行永续债发行，并完善公共卫生体系

经济承压背景下，银行体系或面临考验

近年来中小银行风险事件时有发生，政策也鼓励银行多渠道补充资本金，特别是中小银行。叠加本次疫情冲击，银行体系或面临考验。政府工作报告明确提出推动中小银行补充资本和完善治理。近年来伴随着经济增速下行与地方财政压力增大，叠加部分中小银行在公司治理与内控机制上的不规范，中小银行风险事件时有发生，例如锦州银行、甘肃银行等。为此，2019 年以来鼓励银行多渠道补充资本金的政策表述与文件较为密集，特别是鼓励中小银行补充资本金。叠加疫情冲击，银行体系的压力或进一步增大。2020 年政府工作报告明确提出推动中小银行补充资本和完善治理。

表 2：近期部分中小银行风险事件以及解决方法

时间	风险事件	处置结果
2019 年 5 月	安永辞任 锦州银行 核数师，并提请管理层及审计委员会注意审计中存在未完成事项。之后锦州银行披露 2018 年年报亏损 46 亿元，2019 年中报亏损 10 亿元	随着工商银行子公司工银投资、中国信达子公司信达投资、中国长城资产三家机构战略入股和新管理团队的加入，锦州银行风险局面迅速得到控制，同业信心开始出现逐步恢复态势
2020 年 4 月	甘肃银行 2019 年年报显示资产质量下滑，计提信用减值损失增加，净利润同比下降 85.1%，随后出现股价暴跌与质押平仓	目前拟认购甘肃银行内资股的主要股东认购方共有四家，均为甘肃省国资委下属企业。这四家公司分别为甘肃省国有资产投资集团有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、酒泉钢铁(集团)有限责任公司以及金川集团股份有限公司

资料来源：人民银行，银保监会，新华网，中信证券研究部

表 3：近期强调补充银行资本金的政策表述

时间	政策表述
2019 年 2 月	国务院政策例行吹风会上，人民银行表示支持商业银行通过永续债补充资本金
2019 年 3 月	银保监会副主席周亮表示，银保监会也鼓励银行保险机构多渠道补充资本
2019 年 7 月	中国银保监会，中国证监会发布《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见》，促进中小银行多渠道补充资本
2019 年 11 月	国务院金融委第九次会议指出，当前要重点支持中小银行多渠道补充资本，优化资本结构，增强服务实体经济和抵御风险的能力
2019 年 11 月	人民银行在三季度货币政策执行报告中提出，完善银行补充资本的市场环境和配套政策，推动银行通过发行永续债等方式多渠道补充资本，重点支持中小银行补充资本，优化资本结构
2019 年 11 月	国务院金融委第十次会议指出，要多渠道增强商业银行特别是中小银行资本实力，完善防范、化解和处置风险的长效机制，保持金融体系稳健运行，维护经济社会大局稳定
2020 年 2 月	国务院联防联控机制新闻发布会上，人民银行副行长刘国强表示，要引导金融机构加大对小微企业信贷支持力度，鼓励银行开展多种方式补充资本，探索创新银行补资本的工具
2020 年 2 月	国务院常务会议决定，支持商业银行多渠道补充资本金，提高永续债发行审批效率，降低优先股、可转债等准入门槛，允许符合条件的银行同时发行多种资本补充工具
2020 年 3 月	人民银行副行长陈雨露在国新办发布会上表示，加大中小银行补充资本、发行金融债券的支持，目的是进一步提升中小企业信贷意愿和能力
2020 年 4 月	银保监会副主席周亮在新闻发布会上表示，在银行资本补充方面，今年还会继续拓宽渠道，比如发行各种资本补充债券、优先股、普通股等，加大银行内源性资本补充
2020 年 5 月	2020 年政府工作报告提出推动中小银行补充资本和完善治理

资料来源：人民银行，银保监会，新华网，中信证券研究部

央行此前对银行体系压力测试中的重度冲击情景可能部分发生，也明确显示出银行体系的潜在风险。人民银行发布的《2019 中国金融稳定报告》显示，人民银行对全国 1171

家银行进行了压力测试。测试分为宏观情景压力测试和敏感性压力测试。对 30 家大中型银行同时进行两项测试，对其他银行只进行敏感性测试。

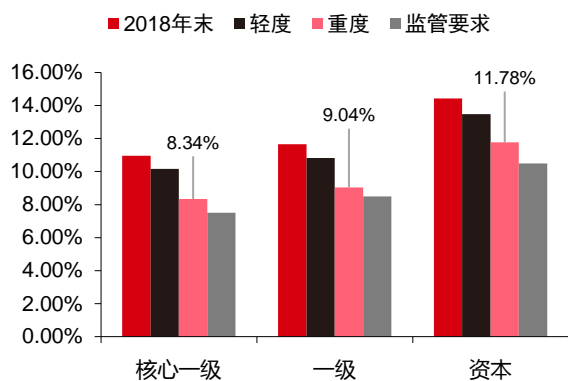
宏观情景压力测试表明，重度冲击下，30 家大中型银行中近半数无法满足资本充足率监管标准。目前的监管标准为：核心一级资本充足率不低于 7.5%，一级资本充足率不低于 8.5%，资本充足率不低于 10.5%。压力测试结果显示，信用风险是 30 家参试银行的主要风险来源。在重度冲击下，30 家参试银行全部损失的约 80%来自信用风险，其中关键因素是压力情景下贷款质量恶化，不良贷款率上升。而市场风险对 30 家参试银行影响有限。重度冲击情境中 GDP 同比增速下降至 4.15%。但需要注意的是，重度冲击是一个多种因素的综合情景假设，GDP 增速只是其中的一个指标，且未考虑政策的纾困托底。与当下现实情况对比，重度冲击情景仅为可能部分发生。

表 4：2019 年央行银行业压力测试情景设计：宏观情景压力测试

测试类型	风险类别	压力情景
信用风险	贷款等	轻度：GDP 同比增速下降至 5.30%； 重度：GDP 同比增速下降至 4.15%
市场风险	银行账户利率风险	轻度冲击为付息负债利率上升 65 个基点，贷款利率上升 39 个基点，其他生息资产利率上升 65 个基点；重度冲击为付息负债利率上升 167 个基点，贷款利率上升 100 个基点，其他生息资产利率上升 167 个基点
	债权投资风险	轻度冲击为短期利率上升 65 个基点，长期利率上升 83 个基点；重度冲击为短期利率上升 167 个基点，长期利率上升 215 个基点
	汇率风险	轻度冲击为人民币贬值 3.17%；重度冲击为人民币贬值 4.23%

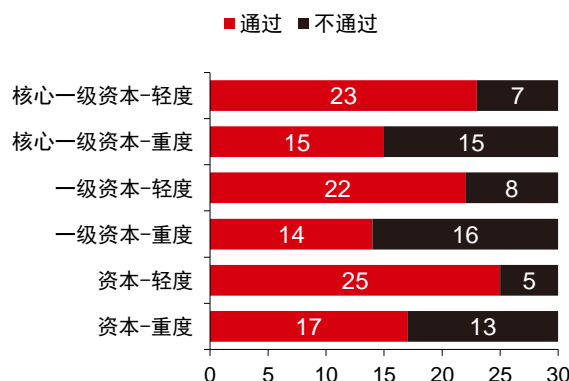
资料来源：人民银行《2019 中国金融稳定报告》，中信证券研究部

图 6：宏观情景压力测试整体平均情况（%）



资料来源：人民银行《2019 中国金融稳定报告》，中信证券研究部

图 7：宏观情景压力测试分布情况（家）



资料来源：人民银行《2019 中国金融稳定报告》，中信证券研究部

而针对所有银行的敏感性压力测试结果显示，部分重点领域风险值得关注。敏感性测试中区分了银行常见的多种业务类型。结果显示，客户集中度、地方政府债务、房地产贷款、表外业务等领域风险值得关注。而对于最主要的信贷风险，若重度冲击情景发生，参试银行在平均意义上不能满足 10.5% 的资本充足率要求。而中度和轻度冲击下在平均意义上可满足资本充足率要求。

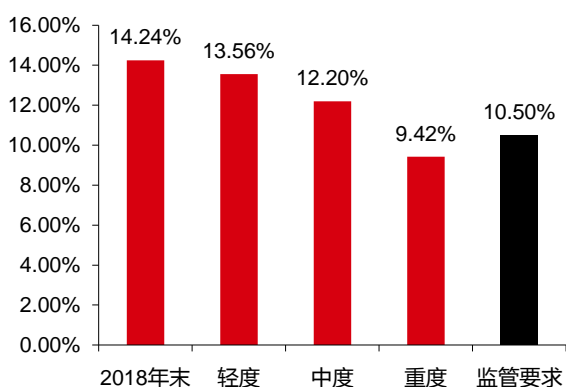
表 5：2019 年央行银行业压力测试情景设计：敏感性压力测试

风险类型	压力情景
各项贷款风险	轻度冲击为不良贷款率上升 100%；中度冲击为不良贷款率上升 300%；重度冲击为不良贷款率上升 700%

风险类型	压力情景
房地产贷款风险	轻度冲击为房地产开发贷款 b 和购房贷款 c 不良率均增加 5 个百分点；中度冲击为房地产开发贷款和购房贷款不良率分别增加 10 个和 7 个百分点；重度冲击为房地产开发贷款和购房贷款不良率分别增加 15 个和 10 个百分点
地方政府债务风险	轻度冲击为不良资产率增加 5 个百分点；中度冲击为不良资产率增加 10 个百分点；重度冲击为不良资产率增加 15 个百分点
客户集中度风险	轻度冲击为最大 1 家集团客户违约，违约损失率 60%；中度冲击为最大 3 家集团客户违约，违约损失率 60%；重度冲击为最大 5 家集团客户违约，违约损失率 60%
表外业务信用风险	轻度冲击为发生垫款的表外业务敞口余额占比 5%；中度冲击为发生垫款的表外业务敞口余额占比 10%；重度冲击为发生垫款的表外业务敞口余额占比 15%
投资损失风险	冲击一为非政策性金融债券收益率曲线上移 400 个基点；冲击二为非金融企业债券收益率曲线上移 400 个基点；冲击三为非债券类投资账面余额损失 10%

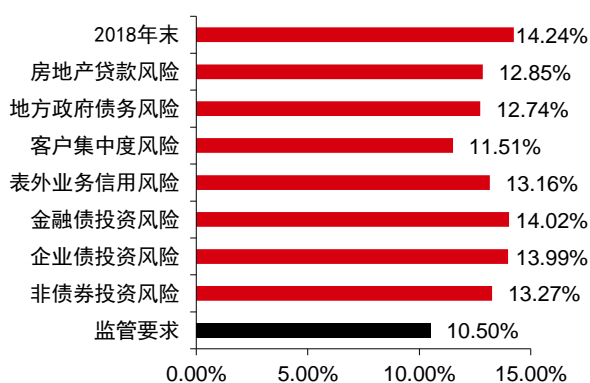
资料来源：人民银行《2019 中国金融稳定报告》，中信证券研究部

图 8：整体信贷风险敏感性压力测试结果（%）



资料来源：人民银行《2019 中国金融稳定报告》，中信证券研究部

图 9：重点领域的敏感性压力测试结果（重度冲击结果，%）



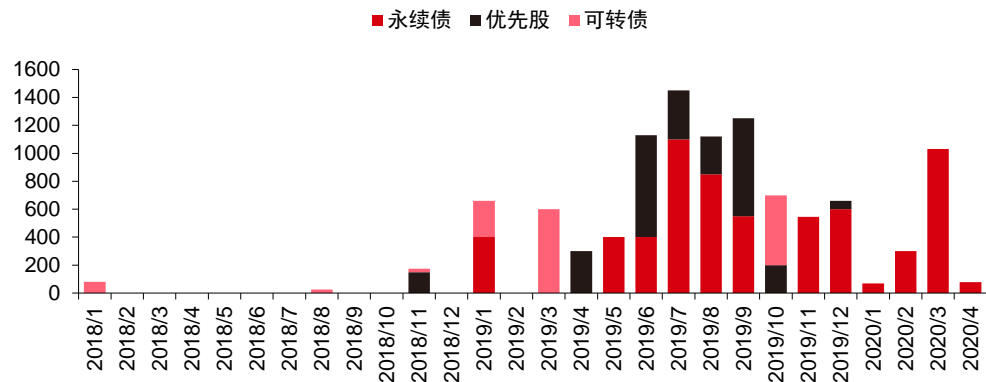
资料来源：人民银行《2019 中国金融稳定报告》，中信证券研究部

支持大型和优质中型银行永续债发行的思路：推进永续债市场建设

从央行的压力测试结果来看，大型银行与中小银行在重度冲击下同样存在无法满足资本充足率要求的情况。但大型银行资本金补充渠道明显强于中小银行。压力测试结果显示，大型银行与中小银行在抵御风险能力上的本质差异，或并非当下状况，而是进一步补充资本金的能力，中小银行的资本金补充能力明显偏弱。根据银保监会的数据，截止 2019 年共有国有大型商业银行 6 家、股份制商业银行 12 家、城市商业银行 134 家、民营银行 17 家、农村合作银行 30 家、农村商业银行 1423 家、村镇银行 1622 家。我们梳理了这些银行发行永续债、优先股和可转债的情况。尽管 2019 年来各类工具发行量明显增大，但能够发行的银行大多数位列《2019 年中国银行业 100 强榜单》中的前 30 位。而排名 30 位后的银行较少。这在一定程度上反映了大型银行与中小银行在资本金补充能力上的差距。

从发行认购情况看，大型银行和优质中型银行的永续债发行认购较为热烈，具备市场化运作的条件。此类银行的永续债认购中，险资、券商、基金、信托等机构都有参与意愿，特别是基础资产质量较高的永续债与险资长久期的需要非常匹配。而对于基础资产质量相对较差的中小银行而言，市场化的发行认购或存在困难，这在一定程度上可能是中小银行少有永续债发行的重要原因之一。

图 10：2018 年以来银行发行永续债、优先股和可转债规模统计（亿元）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 6: 曾发行永续债、优先股和可转债的银行在 2019 年的排名

永续债	排名	优先股	排名	可转债	排名
工商银行	1	工商银行	1	工商银行	1
建设银行	2	建设银行	2	中国银行	4
农业银行	3	农业银行	3	招商银行	6
农业银行	3	农业银行	3	浦发银行	8
中国银行	4	中国银行	4	民生银行	10
交通银行	5	交通银行	5	中信银行	11
浦发银行	8	招商银行	6	光大银行	12
邮储银行	9	兴业银行	7	平安银行	13
民生银行	10	浦发银行	8	江苏银行	18
中信银行	11	民生银行	10	宁波银行	22
平安银行	13	中信银行	11	江阴银行	>30
平安银行	13	光大银行	12	张家港行	>30
华夏银行	14	平安银行	13	无锡银行	>30
广发银行	16	华夏银行	14	常熟银行	>30
江苏银行	18	北京银行	15	苏州农商行	>30
徽商银行	24	上海银行	17		
渤海银行	26	江苏银行	18		
杭州银行	29	南京银行	21		
深圳农商行	>30	南京银行	21		
威海农商行	>30	宁波银行	22		
台州银行	>30	杭州银行	29		
华融湘江银行	>30	长沙银行	>30		
泸州银行	>30	贵阳银行	>30		
桂林银行	>30				

资料来源: 银行业协会, 中信证券研究部。注: 该排名引自中国银行业协会发布的《2019 年中国银行业 100 强榜单》。该榜单的排名依据是 2018 年年报中的核心一级资本净额。排名大于 30 名的或可视为中小银行

因此, 对于大型银行以及优质的中型银行而言, 通过 CBS 等方式促进永续债市场发展, 即可起到支持其永续债发行的作用。鉴于此类优质银行的永续债可以实现市场化的发行认购与交易, 故在政策思路, 以市场化手段推动永续债市场的发展即可实现较好的效果。央行于 2019 年开始发行央行票据互换工具 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人民银行换入央行票据，从而提升永续债市场的流动性。截止 2019 年 4 月，央行 CBS 已发行 11 期，期限多为 3 个月，总金额达到 530 亿元。

表 7：央行支持银行永续债发行的 CBS 操作

代码	名称	发行总额(亿元)	期限(月)	发行日期	交易状态
1901001S.IB	19 央票 01 换	15.0	12	2019-02-20	已到期
1901002S.IB	19 央票 02 换	25.0	12	2019-06-27	未到期
1901003S.IB	19 央票 03 换	50.0	3	2019-08-09	已到期
1901004S.IB	19 央票 04 换	50.0	3	2019-09-11	已到期
1901005S.IB	19 央票 05 换	60.0	3	2019-10-17	已到期
1901006S.IB	19 央票 06 换	60.0	3	2019-11-27	已到期
1901007S.IB	19 央票 07 换	60.0	3	2019-12-24	已到期
2001001S.IB	20 央票 01 换	60.0	3	2020-01-20	已到期
2001002S.IB	20 央票 02 换	50.0	3	2020-02-28	未到期
2001003S.IB	20 央票 03 换	50.0	3	2020-03-25	未到期
2001004S.IB	20 央票 04 换	50.0	3	2020-04-21	未到期

资料来源：Wind，中信证券研究部。注：状态截止至 2020 年 4 月 25 日

支持其他中小型银行永续债发行的思路：以特别国债支持发行认购

现行的银行永续债发行条件，并未对中小银行构成硬性制约。根据 2017 年的《中国银监会中资商业银行行政许可事项实施办法》以及 2018 年的《中国人民银行公告[2018]第 3 号》，现行的银行永续债发行条件以原则性规定为主，如良好的公司治理、符合监管标准、风险分类结果真实、偿债能力良好、符合政策导向等。因此，可以认为现行的银行永续债发行条件并未对中小银行构成硬性制约。

表 8：现行商业银行发行永续债的条件

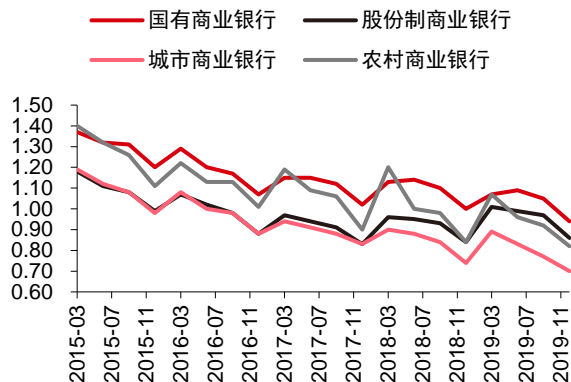
条件类型	来源	具体内容
硬性条件	《中国银监会中资商业银行行政许可事项实施办法（2017 年 7 月修订）》	中资商业银行募集次级定期债务、发行次级债券、混合资本债、金融债及依法须经银监会许可的其他债务、资本补充工具，应当符合以下条件： （一）具有良好的公司治理结构； （二）主要审慎监管指标符合监管要求； （三）贷款风险分类结果真实准确； （四）拨备覆盖率达达标，贷款损失准备计提充足； （五）银监会规章规定的其他审慎性条件
	《中国人民银行公告[2018]第 3 号》	银行业金融机构发行资本补充债券，应满足以下条件： （一）具有完善的公司治理机制； （二）偿债能力良好，且成立满三年； （三）经营文件，资产结构符合行业特征，以服务实体经济为导向，遵守国家产业政策和信贷政策； （四）满足宏观审慎管理要求，且主要金融监管指标符合监管部门的有关规定

资料来源：人民银行、银保监会、中信证券研究部

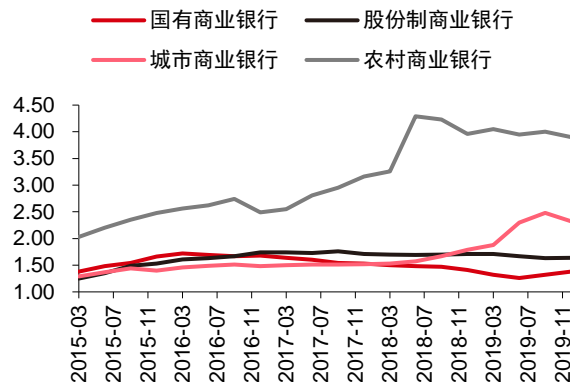
中小银行发行永续债的首要制约，是相对较差的基础资产质量，导致市场认购意愿不足。从资产利润率、不良贷款率、资本充足率、拨备覆盖率等常见指标来看，国有大型银行、股份制银行、城市商行、农商行在平均意义上从优到差的递进次序非常明显。因此，中小银行若发行永续债，其市场认可度可能相对较低，市场化的发行认购或存在困难。

图 11：各类银行的资产利润率（%）

图 12：各类银行的不良贷款率（%）



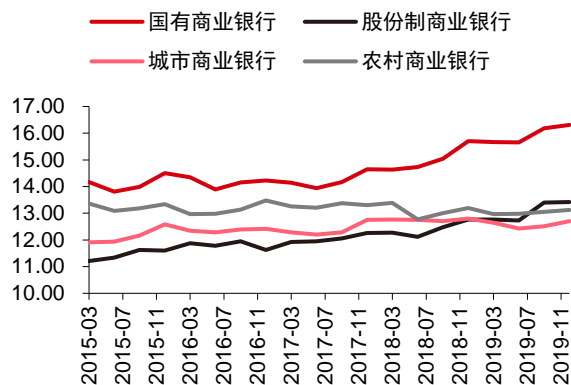
资料来源: Wind, 中信证券研究部



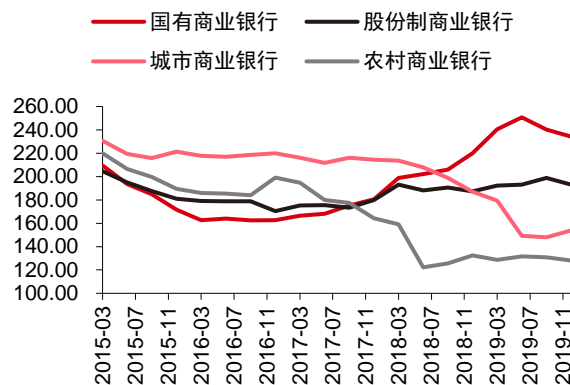
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 13: 各类银行的资本充足率 (%)

图 14: 各类银行的拨备覆盖率 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部



资料来源: Wind, 中信证券研究部

此外，中小银行发行永续债，还存在市场流动性与参与者上的软性约束。银行永续债市场的规模小于传统的债券品种市场。对此类资产而言，市场流动性至关重要。根据 2019 年的《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》和《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》，央行 CBS 以及保险机构能够参与的永续债存在一定的质量限制，如不良贷款率要求、资产规模要求、评级要求、最近三年累计不亏损等。

表 9: 现行对商业银行发行永续债构成制约的软性约束

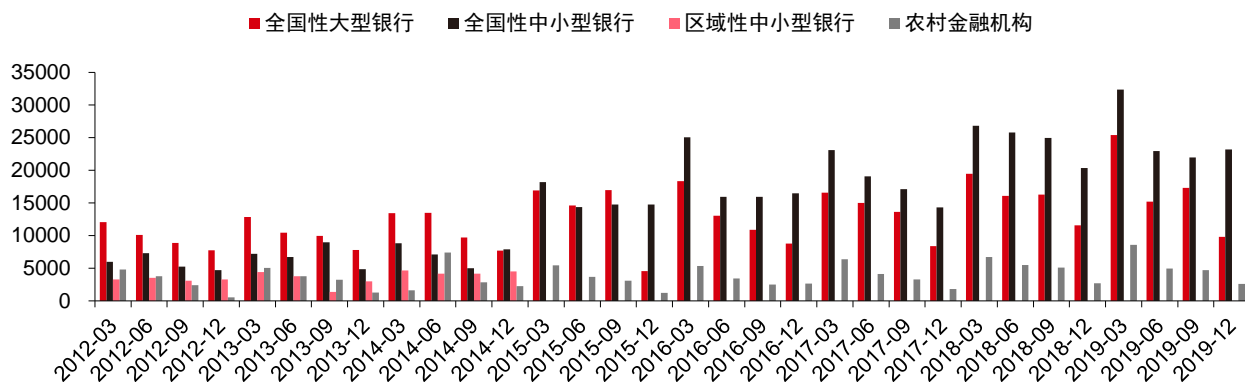
条件类型	来源	具体内容
软性约束	《中国人民银行有关负责人就创设央行票据互换工具答记者问（2019 年 1 月）》	目前，央行票据互换操作可接受满足下列条件的银行发行的永续债： （一）最新季度末的资本充足率不低于 8%； （二）最新季度末以逾期 90 天贷款计算的不良贷款率不高于 5%； （三）最近三年累计不亏损； （四）最新季度末资产规模不低于 2000 亿元； （五）补充资本后能够加大对实体经济的支持力度
	《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》，银保监会〔2019〕7 号	保险资金投资的商业银行二级资本债券和无固定期限资本债券，其发行人应当符合下列条件： （一）公司治理完善，经营稳健； （二）最新经审计的总资产不低于 10000 亿元人民币，净资产不低于 500 亿元人民币； （三）核心一级资本充足率不低于 8%，一级资本充足率不低于 9%，资本充足率不低于 11%； （四）国内信用评级机构评定的 AAA 级或者相当于 AAA 级的长期信用评级

资料来源: 人民银行、银保监会、中信证券研究部

因此，CBS 等市场化的思路或难以支持中小银行的永续债发行，或需要以特别国债来支持其永续债发行。如前文所述，对于优质银行永续债而言，可通过 CBS 等市场化手段支持永续债市场建设。但这一思路或难以适用于中小银行。因此，我们认为以特别国债来支持其永续债发行或是良好的解决途径。在具体方式上，或可将特别国债募集资金，通过社保基金和保险机构等，部分认购中小银行发行的永续债。

支持中小银行的永续债发行，可起到防范化解风险和增强信贷能力的作用，并以乘数效应扩大特别国债的政策效果。以特别国债支持中小银行的永续债发行可起到两方面的突出作用。一方面，中小银行资本实力的扩充有助于防范化解重大风险，避免银行体系风险对实体经济恢复的拖累。另一方面，从历史上各类型银行的新增人民币贷款规模来看，中小型银行占有重要地位，中小银行资本实力的扩充有助于提升其信贷能力。若在获得特别国债支持中规定贷款增速或普惠金融等条件（若有），还可进一步激励其信贷投放意愿。

图 15：各类型银行的新增人民币贷款规模（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：区域性中小银行数据在 2015 年后不再公布

此外，永续债属于一级资本。而对中小银行的普通股等核心一级资本补充，或由地方政府或地方国企主导。从资本金划分上看，永续债属于一级资本，而普通股属于核心一级资本，层级相对更高。但是，我们认为对中小银行核心一级资本的补充，或由地方政府或地方国企主导。一方面，部分中小银行在股权结构上有较为复杂的历史问题，由地方解决或更为合适。另一方面，与永续债相比，普通股持有者需履行股东权利，由地方参与或更为恰当。例如近期的甘肃银行风险事件，目前拟认购甘肃银行内资股的共有四家，均为甘肃省国资委下属企业。这四家公司分别为甘肃省国有资产投资集团有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、酒泉钢铁(集团)有限责任公司以及金川集团股份有限公司。

完善公共卫生体系，凸显“抗疫”特征

特别国债的部分资金或用于疫情防控常态化与公共卫生体系补短板下的资金支出，以进一步凸显抗疫特别国债的“抗疫”属性。2020 年政府工作报告指出，“用好抗疫特别国债，加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入，增加防疫救治医疗设施，增加移动实验室，强化应急物资保障，强化基层卫生防疫”。因此，我们预计部分特别国债将从上述各方面完善公共卫生体系，从而凸显抗疫特别国债的“抗疫”属性。一方面，从当前形势看，国内仍有偶发性病例出现，海外疫情仍存在不确定性，5 月 14 日政治局会议进一步研究部署

了常态化疫情防控的措施，因此未来仍有防疫的资金需求，也需加速攻克疫苗与特效药等抗疫武器。另一方面，着眼未来，2月14日深改委会议指出，本次疫情暴露出短板和不足，要“完善重大疫情防控体制机制，健全国家公共卫生应急管理体系”，故未来仍需加大投入，进一步完善公共卫生体系。

■ 风险因素

疫情超预期风险，经济增速下行风险，政策不及预期风险。

■ 相关研究

- 政策沙盘：政府工作报告点评：扩内需促改革，加力“六保”“六稳” (2020-05-22)
- 疫情的危与机（十六）：两会前瞻之失业率目标或不变，“保就业”分两步走 (2020-05-21)
- 疫情的危与机（十五）：两会前瞻之赤字率再度上调探讨 (2020-05-12)
- 疫情的危与机（十四）：两会前瞻之企业经营承压，更多纾困性金融政策或将出台 (2020-05-08)
- 疫情的危与机（十三）：两会前瞻 (2020-05-08)
- 政策沙盘 20200418：政治局会议看点：兜住底线，顺势而为 (2020-04-20)
- 疫情的危与机（十二）：消费券能刺激消费回补吗？ (2020-03-31)
- 政策沙盘 20200329：政治局会议看点：政策工具明确，宏观调节加码 (2020-03-29)
- 疫情的危与机（十一）：赤字的控制工具与空间猜想 (2020-03-21)
- 疫情的危与机（十）：特别时期或有特别国债，财政更积极，基建再加码 (2020-03-19)
- 疫情的危与机（九）：消费刺激思路渐明，预计以供给为主需求为辅 (2020-03-13)
- 疫情的危与机（八）：大数据深度：复工究竟进行到哪儿了 (2020-03-06)
- 疫情的危与机（七）：从稳增长要求和资金空间看基建投资 (2020-03-03)
- 疫情的危与机（六）：社保减免为企业减负 6,500 亿，增值税减免亦可期 (2020-02-23)
- 疫情的危与机（五）：职业培训：稳就业重要一环，发展迎千亿东风 (2020-02-23)
- 疫情的危与机（四）：复工的立体解读：从多政策到大数据 (2020-02-19)
- 疫情的危与机（三）：疫情已现积极变化，保复工战术与逆周期思路明确 (2020-02-13)
- 疫情的危与机（二）：延迟复工冲击二产，人员流动与医学观察可作先验 (2020-02-09)
- 疫情的危与机（一）：控制疫情后纾困托底或为政策重点，货币要快财政要准 (2020-02-01)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA (UK) 分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会) 分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA (UK) 或 CLSA Europe BV 发布。CLSA (UK) 由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA (UK) 与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。