

从“不付息”看次级债资本属性与信用风险差异

近期长春发展农村商业银行股份有限公司宣布暂缓支付二级资本债利息，与此前同样未能及时支付二级资本债利息的延边农村商业银行股份有限公司一致，该行当前处于省内农信系统相关改革工作中。

商业银行发行的二级资本债在条款设计上具有损失吸收功能，除发生触发事件时可以减记之外，还规定了清偿顺序在存款人和一般债权人之后，股权资本、其他一级资本工具和混合资本债券之前；分红或派息必须来自于可分配项目；债券的派息需遵守监管现时有效规定等多个方面。上述一系列条款要求为长春发展农商银行及延边农商银行在风险化解中暂缓支付利息提供依据，相关实践也反映出该类债务工具在风险化解过程中的资本属性。此外资本新规实施后发行的二级资本债在条款上发生一定变化，但惠誉博华认为该变化不会使同类新老债券面临风险产生差异。

从境外其他地区案例观察，特定债务工具的风险评估亦需要结合其偿付顺序地位进行，拥有充足的深度次级债务作为缓冲可降低损失程度。

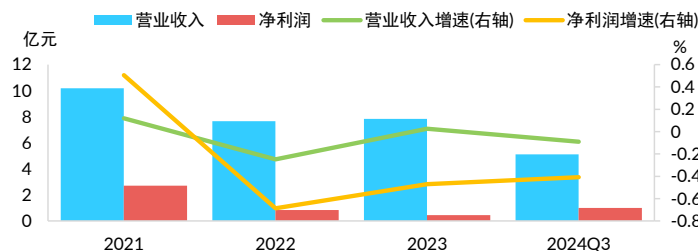
根据惠誉博华评级标准，次级债券评级基点选择和调整幅度与高级债券存在显著差异，以充分反映相关债券的不偿付（违约）风险和损失严重性，能够为投资者理解、识别和定价这类风险提供有价值的参考框架与必要的预警作用。

惠誉博华

长春发展农商银行暂缓支付二级资本债利息

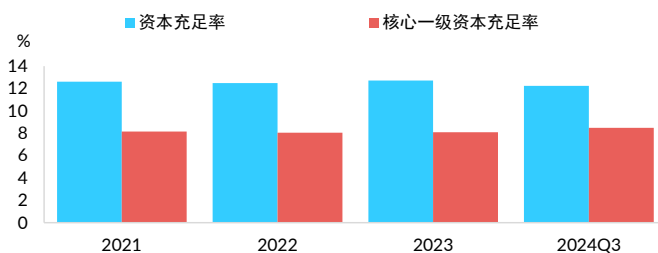
2026年3月长春发展农村商业银行股份有限公司（“长春发展农商银行”）宣布暂缓支付“长春发展农村商业银行股份有限公司2021年二级资本债券”利息，此外该行还宣布不行使债券的提前赎回权。该笔债券发行规模6亿元，期限10年，发行人在第5年末拥有提前赎回权。对于此次暂缓支付债券利息，长春发展农商银行在公告中表示是由于其正在按照有关安排推进改革化险工作。近年来中小银行机构风险化解持续进行，对部分弱资质区域机构的重组步伐不断加快，吉林省农信系统相关改革工作也在积极推进。2025年9月国家金融监督管理总局吉林监管分局发布公告，同意长春发展农商银行部分分支机构变更至中国农业银行名下，整合工作持续进行。受到农信系统改革工作影响，长春发展农商银行已发布公告延迟披露年报及经营信息，最后公布的信息显示，该行2024年第三季度末的核心一级资本充足率为8.49%，较监管要求水平存在一定缓冲，但营业收入的收缩对净利润增长造成较大压力，其净利润在2022至2024年第三季度期间持续大幅收缩，期间平均同比下降幅度约52%。

长春发展农商银行收入及利润



数据来源：Wind，银行信息披露，惠誉博华

长春发展农商银行资本水平



数据来源：Wind，银行信息披露，惠誉博华

延边农村商业银行股份有限公司（“延边农商银行”）的情况与长春发展农商银行存在诸多相似，两家机构同处于吉林省农信系统改革工作范围之内。该行此前发行多笔二级资本债券，其中“2017年延边农村商业银行股份有限公司二级资本债券（第一期）”已于2025年8月发布付息公告，但“2017年延边农村商业银行股份有限公司二级资本债券（第二期）”与“2017年延边农村商业银行股份有限公司二级资本债券（第三期）”2025年至今尚未发布付息公告。2025年10月国家金融监督管理总局吉林监管分局公告，同意延边农商银行下属部分分支机构变更至中国农业银行名下，该行与长春发展农商银行一样面临整合。根据最后一期披露的财务数据，延边农商银行近年收入及利润面临较大

分析师

李运桥, CFA
+ 86 10 5663 3821
yunqiao.li@fitchbohua.com

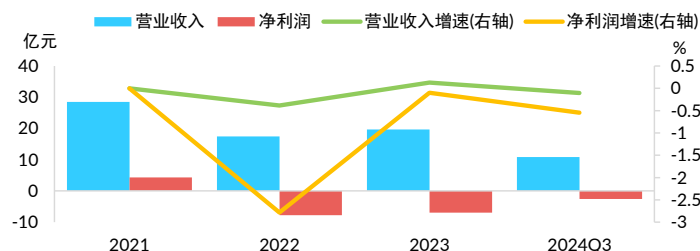
彭立, FRM
+ 86 10 5663 3823
li.peng@fitchbohua.com

媒体联系人

李林
+86 10 5957 0964
jack.li@thefitchgroup.com

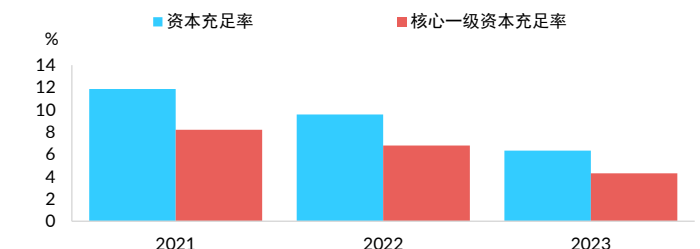
压力，2022至2024年前三季度处于持续亏损状态，且2023年末合并口径核心一级资本充足率已降至4.29%，低于监管要求水平。

延边农商银行收入及利润



数据来源: Wind, 银行信息披露, 惠誉博华

延边农商银行资本水平



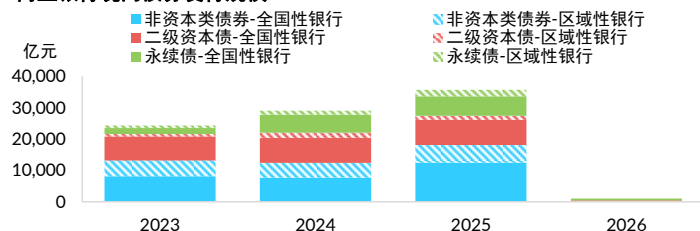
数据来源: Wind, 银行信息披露, 惠誉博华

对比观察长春发展农商银行与延边农商银行存在许多共性，二者未能按时支付二级资本债利息皆与被纳入农信系统改革工作范围有关，但除此之外两家机构经营压力已逐步显现，营业收入及利润皆面临负增长，长期盈利能力受到挑战。

区域性银行在资本工具发行中占比较小

近年受到息差收窄、利润增速放缓的影响，诸多商业银行通过外源性补充稳定资本水平。2025及2024年商业银行二级资本债务发行规模均超过9,000亿元，同期永续债发行规模亦保持快速增长，但发行主体方面均以全国性银行（国有银行、股份制银行）为主导，期间区域性银行资本工具平均发行规模约为全国性银行的23%。

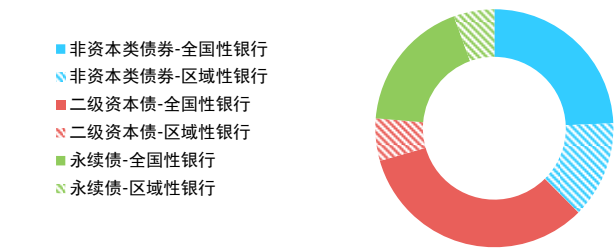
商业银行境内债券发行规模



注: 2026年数据截至4月10日
数据来源: Wind, 惠誉博华

从2026年4月初存续债券的分布亦可观察到全国性银行主导的现象。各类资本工具及非资本类债务的分布上，全国性银行存续规模皆远超区域性银行。政策层面近年不断强调中小银行的风险化解与防范，但就公开市场长期债务工具方面而言，具有存续债券的区域性银行多为同类机构中资质较优的主体，弱资质机构实际债券规模占比较小有限。

2026年4月初存续债券规模分布



数据来源: Wind, 惠誉博华

资本工具存在损失吸收功能，发行主体经营承压下资本属性增强

商业银行发行的二级资本债具有损失吸收功能，包括存在减记和转股的条款，此外其受偿顺序亦排在存款人和一般债权人之后。此前国家金融监督管理总局发布的《商业银行资本管理办法》在相关方面做出了要求。上述这一损失吸收功能使得二级资本债较普通金融债等高级债务资本属性更强，而部分弱资质中小银行机构在经营承压时，亦放大了这一特征，使其面临更高风险。除二级资本债之外，部分商业银行亦发行永续债或优先股等其他一级资本工具，该类债务偿付顺序在二级资本债之后，更具有资本属性，若该类债务工具同时存在，可以为二级资本债提供风险吸收。但另一方面，弱资质机构通常发行资本属性更高的债务工具难度更大，从当前存量债券情况观察，永续债发行主体更加集中于资质较好的机构。

监管机构关于资本工具需具备特征的要求 (节选)	
二级资本工具	其他一级资本工具
1. 发行且实缴的。	1. 发行且实缴的。
2. 受偿顺序排在存款人和一般债权人之后。	2. 受偿顺序排在存款人、一般债权人和次级债务之后。
3. 原始期限不低于5年，并且不得含有利率跳升机制及其他赎回激励。	3. 没有到期日，并且不得含有利率跳升机制及其他赎回激励。
4. 自发行之日起，至少5年后方可由发行银行赎回，但发行银行不得形成赎回权将被行使的预期，且行使赎回权前须经国家金融监督管理总局或其派出机构认可。	4. 自发行之日起，至少5年后方可由发行银行赎回，但发行银行不得形成赎回权将被行使的预期，且行使赎回权前须经国家金融监督管理总局或其派出机构认可。
5. 发行银行赎回二级资本工具，应符合以下要求： a. 使用同等或更高质量的资本工具替换被赎回的工具，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。 b. 或者，行使赎回权后的资本水平仍明显高于国家金融监督管理总局规定的监管资本要求。	5. 发行银行赎回其他一级资本工具，应符合以下要求： a. 使用同等或更高质量的资本工具替换被赎回的工具，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。 b. 或者，行使赎回权后的资本水平仍明显高于国家金融监督管理总局规定的监管资本要求。
6. 二级资本工具须设定无法生存触发事件。	6. 按照相关会计准则，若该工具被列为权益，须至少设定无法生存触发事件；若该工具被列为负债，须同时设定持续经营触发事件和无法生存触发事件。
7. 必须含有减记或转股的条款，当触发事件发生时，该资本工具能立即减记或者转为普通股。	7. 必须含有减记或转股的条款，当触发事件发生时，该资本工具能立即减记或者转为普通股。
8. 当触发事件发生时，设置了同一触发事件的所有二级资本工具都应同时按各工具占该级别资本工具总额的比例吸收损失。	8. 当触发事件发生时，设置了同一触发事件的其他一级资本工具都应同时按各工具占该级别资本工具总额的比例吸收损失。
9. 除非商业银行进入破产清算程序，否则投资者无权要求加快偿付未来到期债务（本金或利息）。	9. 所有其他一级资本工具全部吸收损失后，再启动二级资本工具吸收损失。
10. 派息不得与发行银行自身的评级挂钩，也不得随着评级变化而调整。	10. 分红或派息必须来自于可分配项目，且分红或派息不得与发行银行自身的评级挂钩，也不得随着评级变化而调整。
	11. 资本工具发生本金偿付前，发行银行须经国家金融监督管理总局或其派出机构认可，并且不得假设或形成本金偿付将得到国家金融监督管理总局或其派出机构认可的市场预期。
	12. 任何情况下发行银行都有权取消资本工具的分红或派息，且不构成违约事件。发行银行可以自由支配取消的收益用于偿付其他到期债务。取消分红或派息除构成对普通股的收益分配限制以外，不得构成对发行银行的其他限制。

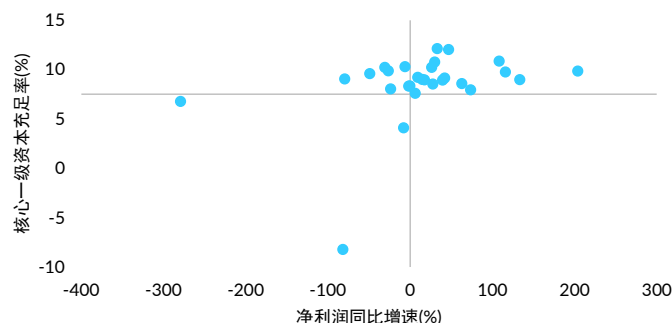
数据来源: 国家金融监督管理总局, 惠誉博华

部分资本工具由于发行时间相对较早，其发行时所适用的监管规定与当下最新要求存在一定差异，因此亦需关注其发行文件中相关条款的表述。例如“长春发展农村商业银行股份有限公司 2021 年二级资本债券”及“2017 年延边农村商业银行股份有限公司二级资本债券（第二期）”均在发行文件中明确其清偿顺序“在发行人存款人和一般债权人之后，股权资本、其他一级资本工具和混合资本债券之前”。债务付息方面，相关募集文件中亦规定“分红或派息必须来自于可分配项目，且分红或派息不与发行人自身评级挂钩……债券的派息将遵守监管当局现时有效的监管规定。除发生触发事件外，本期债券的本金和利息不可递延支付或取消支付”。在此前包商银行风险处置过程中，监管机构认定触发事件已发生，而使得二级资本债全额减记并不再支付未支付利息，触发事件的发生需同时予以公告，而就目前而言尚未见到长春发展农商行或延边农商行发布相关触发事件的公告，因此就当前时点观察本次事件的情况并不相同。目前两家银行处于吉林省内农信系统改革工作范围之内，因此若暂缓支付利息存在监管部门有关规定的支持，或者已获得监管部门认可，实际上符合募集文件的表述。

此外，募集文件中规定“分红或派息必须来自于可分配项目”，虽然监管要求以及募集文件并未对这一规定进行详细阐述，但在巴塞尔框架下的类似实践通常是指银行资本项目中存在利润留存等可分配部分，且满足最低资本要求等其他监管或法律规定。若两家银行在重组合并中，由于资产处于梳理过程，或已划转至他行名下，或受到托管，导致资本构成发生变化或难以清晰确定，亦存在不满足上述派息前提条件导致派息受限，利息无法计入的可能。值得注意的是，以上“派息必须来自于可分配项目”的表述，随着监管规定的变化，在《商业银行资本管理办法》实施后新发行的二级债券募集文件中不再出现。惠誉博华认为，从技术层面虽然该表述的消失使得新发行的二级资本工具与同类旧债务产生一定变化，但当前银行风险化解的路径并不完全依赖该条款的存在，因此造成新老二级资本债务区别对待的可能较为有限，后续长春发展农商行及延边农商行风险化解路径对未来同类事件依然存在借鉴作用。

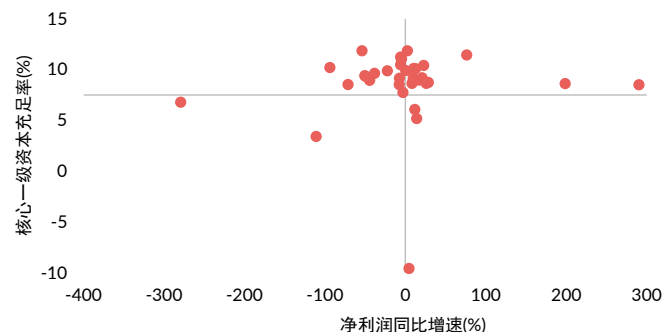
《商业银行资本管理办法》规定，二级资本工具在距到期日前最后 5 年，可计入二级资本的金额应按 100%、80%、60%、40%、20% 的比例逐年减计。通常二级资本债设置在到期前 5 年可由发行人赎回的条款，部分发行机构此时会选择将债券赎回，并通过发行新债进行替换，以避免可计入的二级资本金额缩减影响。但近期亦存在部分机构选择不行使提前赎回权。虽然监管要求中规定，发行银行不得形成赎回权将被行使的预期，但在债券认购过程中类似判断实际存在于部分投资人之中。从目前存续债券的情况来看，未行使提前赎回权的二级资本债皆由区域性银行发行，其中部分机构近期经营状况出现较大恶化。从净利润增速及核心一级资本充足率两个维度观察，较多存量二级资本债发行机构未行使提前赎回权的当年利润已出现收缩，且同期核心一级资本水平逼近监管底线，个别实际已低于监管要求。若观察可获得的最新一期财务数据情况，亦可发现上述机构中出现更多主体利润处于负增长或接近零增长状态，但资本水平较未行使提前赎回权当年变化差异不大。整体而言发行主体选择不行使赎回权与其经营状况应存在一定关联，但由于利润及资本指标披露时间存在滞后性，对历史情况回顾大于前瞻预测作用。因此对发行机构是否会行使提前赎回权的判断亦需要结合其他经营信息综合分析。

未行使二级资本债赎回机构当年资本及利润增速情况



数据来源：Wind，银行披露报告，惠誉博华

未行使二级资本债赎回机构最新资本及利润增速情况

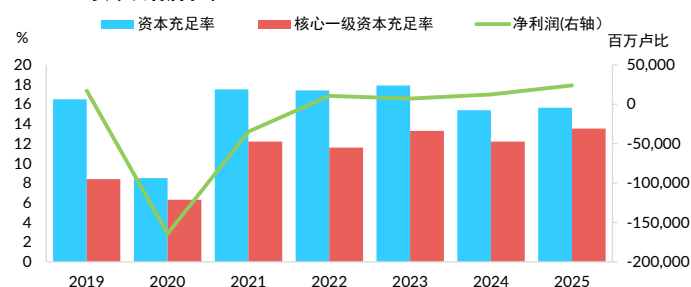


数据来源：Wind，银行披露报告，惠誉博华

海外案例显示更次级债务的存在可提供额外损失保护

通过观察过往案例有助于理解二级资本工具所面临的潜在风险。除此前包商银行风险处置事件中，二级资本债遭遇全额减记之外（详见：[包商银行二级资本债全额减记影响解析及惠誉博华对商业银行债务工具评级的调整办法](#)），境内机构相关案例较为有限，但部分境外案例或具备一定参考价值。此前印度的 Yes Bank 在 2020 年由于风险暴露，资本水平未能满足监管要求，印度央行拒绝该行支付其二级资本债的票息。但后续在经历重组之后，该行资本水平得到修复，二级资本债票息支付也恢复正常。但值得注意的是，在重组过程中该行其他一级资本工具遭到减记。

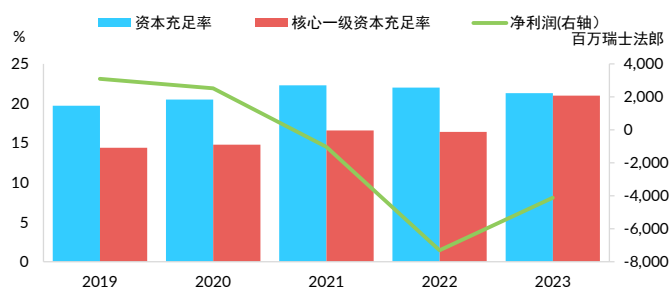
Yes Bank 资本及利润水平



数据来源：Fitch Ratings PRO，惠誉博华

此外在瑞士银行合并瑞士信贷的过程中，原由瑞士信贷发行的其他一级资本工具亦遭到减记，但二级资本债由瑞士银行承接。更加次级的其他一级资本工具的存在，客观上为二级资本工具提供了风险缓冲。虽然目前投资机构就瑞士监管部门对瑞士信贷其他一级资本工具进行减记合理性的诉讼并未最终完结，但争议更多集中于普通股投资人及其他一级资本工具投资人间的损失分配问题。

瑞士信贷资本及利润水平



数据来源：Fitch Ratings PRO, 惠誉博华

在以上两个案例中，其他一级资本工具的存在客观上为二级资本工具提供了损失吸收功能，使得相关投资人损失降至最小。因此对于特定债务工具的风险评估亦需要结合其偿付顺序地位进行，拥有充足更加次级的债务作为缓冲可降低损失程度。此外两案例中二级资本债务在风险化解后恢复付息或由新主体承接，长春发展农商银行或延边农商银行在完成处置后，二级资本债亦存在由新机构承接的可能。但该可能性或与其资产状况及前期经营情况存在关联。

惠誉博华次级债券债项评级概述

根据惠誉博华最新发布的银行评级标准，我们认为商业银行发行的次级债券（如二级资本债券）以及深度次级债券（如无固定期限资本债券）等资本工具在不偿付风险和损失严重性方面与高级无担保债券（如金融债券）存在显著差异，因此通常情况下相关次级债券的债项评级基点和调整幅度与高级无担保债券不同。

高级无担保债券的评级基点为银行的长期主体评级（同时考虑生存力评级及外部支持评级），最终债项评级等同于评级基点（评级调整为 0）；通常情况下二级资本债券的评级基点为生存力评级（不考虑外部支持），仅有极少数系统重要性很高的银行会在次级债券中考虑外部支持，债项评级通常低于评级基点 1 个子级；对于无固定期限资本债券，由于其深度次级的属性，评级基点为生存力评级，且综合不偿付和损失严重性风险，债项评级通常低于评级基点 2 个以上子级（详见：惠誉博华银行评级标准）。

对近期二级资本债不付息案例以及中外次级债损失吸收机制的观察与分析显示，惠誉博华商业银行次级债券的评级框架具备逻辑上的合理性与方法论上的透明度。它能够充分反映次级债券在潜在利息支付弹性、偿付顺序及资本属性等方面与高级债券的信用风险差异，可为投资者理解、识别和定价这类风险提供有价值的参考框架与必要的预警作用。

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息或实地调研资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。