



兴泰控股
XING TAI HOLDINGS

金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2019 年第 07 总第 677 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2206 室

2019 年 01 月 25 日 星期五

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



宏观经济	2
2018 年全国财政收入超过 18 万亿支出破 22 万亿.....	2
2018 年我国“一带一路”贸易额增长 16%.....	2
四部门出台创投基金个税细则 可选择按 20% 税率缴税.....	2
欧元区 1 月制造业 PMI 初值创逾四年新低.....	2
日本央行大幅下调 2019 财年通胀预期.....	3
货币市场	3
央行决定创设央行票据互换工具.....	3
支持小微、补充节前流动性 央行首次动用 TMLF 工具.....	3
欧洲央行维持三大利率不变.....	4
监管动态	4
银保监会前移跨境合规风险管控关口.....	4
金融行业	4
科创板实施方案获批 着力支持关键核心技术创新.....	4
发行热度不减 同业存单助力中小银行降成本.....	5
券商境外展业遇难题：股权架构不超三层 难剥离风险.....	5
国企改革	5
肖亚庆：鼓励外企和民企积极参与国资国企改革.....	5
热门企业	6
华为发布业界首款 5G 基站芯片：天罡芯片.....	6
字节跳动确认收购锤子科技部分专利使用权.....	6
滴滴公布 2019 年缓解春节打车难三大举措.....	6
投资关注	6
基金配置债券规模创历史新高.....	6
余额宝平台开放以来总规模首降.....	7
地方创新	7
中共中央国务院发文 多措并举指路雄安新区.....	7
北京、安徽首次迈入 GDP “3 万亿俱乐部”.....	7
安徽首家独角兽企业诞生.....	7
深度分析	8
央行对银行永续债的“无尽深爱”逻辑.....	8

宏观经济

2018 年全国财政收入超过 18 万亿支出破 22 万亿

1 月 23 日, 财政部发布了我国 2018 年全年的财政收支运行数据。数据显示, 收入和支出运行情况良好。从收入来看, 1-12 月累计, 全国一般公共预算收入 183352 亿元, 同比增长 6.2%。从支出来看, 1-12 月累计, 全国一般公共预算支出 220906 亿元, 同比增长 8.7%。

2018 年我国“一带一路”贸易额增长 16%

商务部 24 日数据显示, 2018 年中国与“一带一路”沿线国家货物贸易进出口总额达到 1.3 万亿美元, 同比增长 16.3%, 高于同期中国外贸增速 3.7 个百分点, 占外贸总值的 27.4%。其中, 中国对沿线国家出口 7047.3 亿美元, 同比增长 10.9%; 自沿线国家进口 5630.7 亿美元, 同比增长 23.9%。另外, 双向投资潜力进一步释放。中国企业对沿线国家非金融类直接投资达到 156.4 亿美元, 同比增长 8.9%, 占同期总额的 13%。在沿线国家对外承包工程完成营业额 893.3 亿美元, 同比增长 4.4%, 占同期总额的 52%。沿线国家对华直接投资 60.8 亿美元, 同比增长 11.9%。

四部门出台创投基金个税细则 可选择按 20% 税率缴税

1 月 24 日财政部、国家税务总局、国家发改委、证监会发布《关于创业投资企业个人合伙人所得税政策问题的通知》。明确创投企业可以选择按单一投资基金核算或者按创投企业年度所得整体核算两种方式之一, 对其个人合伙人来源于创投企业的所得计算个人所得税应纳税额。创投企业选择按单一投资基金核算的, 其个人合伙人从该基金应分得的股权转让所得和股息红利所得, 按照 20% 税率计算缴纳个人所得税。创投企业选择按年度所得整体核算的, 其个人合伙人应从创投企业取得的所得, 按照“经营所得”项目、5%-35% 的超额累进税率计算缴纳个人所得税。

欧元区 1 月制造业 PMI 初值创逾四年新低

欧元区 1 月制造业 PMI 初值 50.5, 为 2014 年 11 月以来最低, 预期 51.4, 前值 51.4。欧元区 1 月服务业 PMI 初值 50.8, 为 2013 年 8 月以来最低, 预期 51.5, 前值 51.2。欧元区 1 月综合 PMI 初值 50.7, 为 2013 年 7 月以来最低, 预期 51.4, 前值 51.1。欧元区

1 月综合 PMI 新业务分项指数为 49.3, 为 2013 年 6 月以来最低。而德国 1 月制造业 PMI 初值 49.9, 为四年来首度跌破荣枯线。

日本央行大幅下调 2019 财年通胀预期

日本央行 23 日在结束为期两天的金融政策决策会议后宣布, 维持目前的超宽松货币政策不变, 并将 2019 财年通胀预期从去年 10 月预测的 1.4% 下调至 0.9%。日本央行当天决定, 将短期利率维持在负 0.1% 的水平, 并继续购买长期国债, 使长期利率维持在零左右。日本央行大幅下调 2019 财年通胀预期, 并将 2020 财年通胀预期从 1.5% 下调至 1.4%。日本央行表示将继续维持货币宽松, 并致力于实现 2% 的通胀目标。

货币市场

央行决定创设央行票据互换工具

为提高银行永续债(含无固定期限资本债券)的流动性, 支持银行发行永续债补充资本, 中国人民银行决定创设央行票据互换工具(Central Bank Bills Swap, 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。同时, 将主体评级不低于 AA 级的银行永续债纳入中国人民银行中期借贷便利(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。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: 一是最新季度末的资本充足率不低于 8%; 二是最新季度末以逾期 90 天贷款计算的不良贷款率不高于 5%; 三是最近三年累计不亏损; 四是最新季度末资产规模不低于 2000 亿元; 五是补充资本后能够加大对实体经济的支持力度。

支持小微、补充节前流动性 央行首次动用 TMLF 工具

1 月 23 日, 央行开展 2019 年一季度定向中期借贷便利(TMLF)操作 2575 亿元, 这是该工具创设一个多月后的首次使用。2018 年 12 月, 为加大对小微、民企的金融支持力度, 央行决定创设 TMLF, 资金可使用三年, 操作利率比 MLF 优惠 15 个基点, 目前为 3.15%。TMLF 的作用并不仅仅在于量, 其相对低的利率也有助于银行支持小



微、民企，实现结构性目的。

欧洲央行维持三大利率不变

1月24日，欧洲央行公布1月政策利率会议决议，维持三大利率不变。欧洲央行主要再融资利率 0%，预期 0%，前值 0%；欧洲央行边际贷款利率 0.25%，预期 0.25%，前值 0.25%；欧洲央行存款便利利率 -0.4%，预期 -0.4%，前值 -0.4%。欧洲央行表示，至少到2019年夏天前不会调整利率政策。第一次加息后，将继续实施QE到期债券再投资。只要有必要，将对到期债券进行再投资。只要符合达成通胀需求，将继续维持利率不变。

监管动态

银保监会前移跨境合规风险管控关口

中国银保监会22日发布《关于加强中资商业银行境外机构合规管理长效机制建设的指导意见》，要求在境外设有经营性机构的中资商业银行进一步优化集团合规管理体系，健全跨境合规管理机制，提高跨境合规管理有效性，实现境外机构安全稳健运行。《指导意见》从六方面做出了细化要求，即健全合规责任机制、优化合规管控机制、改进合规履职机制、强化合规保障机制、加强监管沟通机制、完善跨境监管机制。

金融行业

科创板实施方案获批 着力支持关键核心技术创新

1月23日，中央全面深化改革委员会第六次会议审议通过《在上海证券交易所设立科创板并试点注册制总体实施方案》、《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》。会议指出，在上海证券交易所设立科创板并试点注册制是实施创新驱动发展战略、深化资本市场改革的重要举措。要增强资本市场对科技创新企业的包容性，着力支持关键核心技术创新，提高服务实体经济能力。要稳步试点注册制，

统筹推进发行、上市、信息披露、交易、退市等基础制度改革，建立健全以信息披露为中心的发行上市制度。

发行热度不减 同业存单助力中小银行降成本

截至 1 月 24 日，超过 280 家银行发布 2019 年度同业存单发行计划，发行规模未现大幅收缩。在一季度同业存单将被纳入 MPA（宏观审慎评估）考核的背景下，专家表示，同业存单期限结构料出现优化调整，3 个月以上期限的规模占比或增大。对中小银行而言，同业存单仍是重要的流动性补充渠道。未来银行负债管理要在夯实存款的基础上，充分利用市场化同业资金，尽可能降低融资成本。

券商境外展业遇难题：股权架构不超三层 难剥离风险

近期，券商境外子公司的牌照申请几近停滞。据悉，去年 9 月颁布的券商基金境外机构新规已经产生实质性影响，虽然要求自新规 36 个月内完成整改，但实际上，在整改完成之前，券商新的业务牌照申请就被迫暂停。新规规定，境外子公司可设立孙公司开展业务，但孙公司不得再设立机构，即股权架构设置不超过三层，而目前大多数券商境外子公司都普遍设置了四层股权架构。此外，境外子公司的业务开展也将严格与净资产挂钩监管，因此 2018 年券商为境外子公司增资、担保的不计其数。

国企改革

肖亚庆：鼓励外企和民企积极参与国资国企改革

近日，国务院国资委与世界经济论坛在瑞士达沃斯联合举办中外企业交流会，国资委主任肖亚庆在会中表示，2019 年国资委将重点抓好确保中央企业经济平稳运行、推动中央企业持续深化改革、不断完善国有资产监管、鼓励中央企业高质量对外开放合作等四方面工作，鼓励外国企业和民营企业积极参与国资国企改革，实现互利共赢、融合发展。

热门企业

华为发布业界首款 5G 基站芯片：天罡芯片

1 月 24 日，华为在京召开 5G 发布会。华为常务董事、运营 BG 总裁丁耘在主题演讲时宣布，华为推出业界首款面向 5G 的芯片——天罡芯片。丁耘称，天罡芯片拥有超高集成度和超强算力，性能比以往芯片增强约 2.5 倍，尺寸和功耗双双下降，且供应的频谱可达 200M，并且可以让市面上存在的 90% 的基站在不更改供电的情况下直接升级 5G，并将基站重量减少一半。华为高管还在会上表示，该公司已出货超过 25000 个 5G 基站。

字节跳动确认收购锤子科技部分专利使用权

1 月 22 日，字节跳动官方证实，收购了锤子科技部分专利使用权，将探索教育领域相关业务，并称有锤子员工入职公司，这是正常的人才流动。锤子科技也对记者证实了上述消息。对于具体的收购价格、收购份额、收购原因，以及未来会否全盘接收等问题。字节跳动以涉及保密条款为由，并未进行回应。1 月 2 日，双方传出收购传闻。当时，字节跳动回应称，有收购锤子科技部分专利使用权的计划，将用于探索教育领域相关硬件。

滴滴公布 2019 年缓解春节打车难三大举措

为缓解春节期间打车供需失衡问题，1 月 24 日，滴滴出行公布三项举措，包括为全国 282 个城市的乘客提供“春节出行指南”、“春节司机服务费”拓展至 268 城，以及“同时呼叫”功能推广至 120 城。在安全保障方面，滴滴成立春节安全工作指挥部，并已于 1 月 22 日部署春运安全保障计划。滴滴提醒广大乘客与司机，春节出行安全第一。整个春节期间，平台将严厉打击私自加价、超员乘车等违反平台规则的行为。

投资关注

基金配置债券规模创历史新高

基金 2018 年四季报显示, 2018 年债券类资产的配置比例创下历史新高。在股市维持弱势震荡的背景下, 债券基金表现亮眼, 逾 60 只债券基金 (不同份额分开计算) 收益率超过 10%。截至 2018 年底, 债券类资产占基金总资产比例从 2018 年三季度 45% 的历史高位进一步攀升至 49%, 这一比例已经超过 2006 年, 创历史新高。抓住利率债走牛的时机加仓长端利率债或成为增厚收益的秘笈。

余额宝平台开放以来总规模首降

余额宝平台自 2018 年 5 月开放以来, 已经引入了 13 只货基, 加上天弘余额宝, 目前该平台共有 14 只货基。虽然天弘余额宝的规模在这些货基进驻之后出现了下降, 但是余额宝整个平台的货基规模仍在不断“狂奔”。不过从最新披露的基金四季报来看, 余额宝平台总规模约为 19211.85 亿份, 而 2018 年三季度末的总规模为 19285.03 亿份, 减少了约 73 亿份, 规模增长首次出现下滑。

地方创新

中共中央国务院发文 多措并举指路雄安新区

中共中央、国务院发布的《关于支持河北雄安新区全面深化改革和扩大开放的指导意见》, 涉及金融机构、个人住房、企业上市、并购重组、公积金制度改革等多方面做了政策安排。在金融支持雄安新区方面, 有多项关键内容, 比如优先支持符合条件的雄安新区企业发行上市、并购重组、股权转让、债券发行、资产证券化。加大对雄安的直接融资力度, 单独核定雄安新区债券额度, 支持发行 10 年期及以上的雄安新区建设一般债和专项债。此外, 还提出优先支持符合条件的雄安新区企业发行上市。

北京、安徽首次迈入 GDP “3 万亿俱乐部”

最新公布的数据显示, 北京 2018 年 GDP 达到 30320 亿元, 同比增长 6.6%; 安徽 2018 年 GDP 为 30006.8 亿元, 同比增长 8.02%。北京和安徽 GDP 均为首次突破 3 万亿大关, 正式成为“3 万亿俱乐部”成员。

安徽首家独角兽企业诞生

1 月 22 日, 长城战略咨询与合肥高新区管委会联合发布《合肥高新区 2018 年度高成长企业发展报告》, 科大国盾量子技术股份有限公司获评独角兽企业, 实现安徽历史上零的突破。据了解, 独角兽企业形成的创新往往是颠覆性的, 从而带动产业变革, 对产业生态的改变是巨大的。科大国盾作为量子通信领域的独角兽企业, 对于合肥量子产业的发展无疑具有巨大的推动作用。

深度分析

央行对银行永续债的“无尽深爱”逻辑

文/邓海清 (华尔街见闻研究院院长兼首席经济学家)

文章来源: 华尔街见闻 2019 年 01 月 25 日

摘要: 央票互换工具解决的是永续债的流动性问题, 而不应当是风险占用的问题。中国现阶段的问题是从“高速度”到“高质量”, 而市场依然用过去“高速度”模式下的强刺激思维去看待政府此轮稳增长。

中国银行于 1 月 25 日发行 2019 年第一期无固定期限资本债券, 这意味着我国首单商业银行永续债即将落地。就在发行前夜的 1 月 24 日晚, 央行发布公告, 决定创设央行票据互换工具 (Central Bank Bills Swap, 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。同时, 将主体评级不低于 AA 级的银行永续债纳入中国人民银行中期借贷便利 (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。

支持银行永续债发行以及央行创设票据互换工具的目的是什么?

2018 年以来, 银行面临的资本补充压力持续增大。受资本充足率的限制, 银行信贷扩张受到制约, 影响了宽信用的效果。12 月 25 日, 金融委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。

中国人民银行货币政策司司长孙国峰近期撰文表示, 银行信贷供给仍存在的三大约束: 一是资本不足构成实质性约束, 二是部分银行信贷投放面临流动性约束, 三是利率传导不畅也对银行信贷需求形成约束。针对第一个约束, 孙国峰表示“若不及时补充银行资本, 将制约其下一阶段合理的信贷投放。对此, 人民银行正会同有关部门以永续债为突破口, 加快推进银行发行永续债补充资本。”

永续债是银行补充其他一级资本的重要渠道 (银行的资本可分为核心一级资本、其他一级资本和二级资本三类)。因此, 支持银行发行永续债, 是为了服务于“宽信用”的。央行创设票据互换工具的直接目的是增加持有银行永续债的金融机构的优质

抵押品,提高银行永续债的市场流动性,增强市场认购银行永续债的意愿,从而支持银行发行永续债补充资本,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。

票据互换工具的操作模式是什么?

根据《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》,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。在互换交易到期前,一级交易商可申请提前换回银行永续债,经中国人民银行同意后提前终止交易。

央票重出江湖,是不是货币政策紧缩的信号?

央行当初创设央票这一工具的初衷是为了回收通过外汇占款释放的过剩流动性。因此市场一听说央行又要祭出央票大杀器,未免骇然变色,以为货币政策开始了由宽松向紧缩的大转折。

其实不然,在 CBS 操作模式下,由于央行票据互换操作是“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。因此,通过此工具发出的央票不会从市场回收流动性。

用于互换的银行永续债需要满足哪些要求?

用于互换的银行永续债需要满足以下要求:一是最新季度末的资本充足率不低于 8%;二是最新季度末以逾期 90 天贷款计算的不良贷款率不高于 5%;三是最近三年累计不亏损;四是最新季度末资产规模不低于 2000 亿元;五是补充资本后能够加大对实体经济的支持力度。

互换之后一级交易商能否将永续债出表?央行是不是在变相 QE?

根据操作流程,一级交易商到期后需向央行支付“固定费率”,且会拿回永续债,同时享有互换期间的永续债的利息。因此,从逻辑上讲,对于一级交易商来说,永续债的风险和收益依然属于自己,在进行互换操作时应该是不能出表的,依然要计提风险资本。

举例来说,A 银行购买了 B 银行发行的永续债,然后用永续债从央行那里换回央票,在 A 银行的资产负债表上,资产仍是永续债,央票是从央行那里“借”的,到期后是要还给央行的,类似于是一个“远期回购”的概念,因此央票是 A 银行的负债。

我们不能将此处的互换与市场上常见的“收益互换”概念等同起来。市场上平时说的收益互换是将资产的风险、收益及现金流都转移到了对手方,但央行票据互换工具更类似于债券市场上的“债券借贷”业务,永续债充当了抵押品的功能。

换个角度来看,如果 A 银行可以出表,就意味着央行要入表,在实际操作意义上等同于央行买入了商业银行的永续债,这种行为和近日市场热议的“央行购买国债实行 QE”殊途同归,只不过此处买入的是永续债,比买国债更激进。

市场上有机构认为,一级交易商换入央票后,就可以出表,不用计提风险资本,这是不现实的。一级交易商不能出表,央行也不会通过这种方式变相进行 QE。

通过该工具,解决的是永续债的流动性问题。如果没有互换工具,当 A 银行使用购买的银行永续债向 C 银行质押融资时,C 银行需要对借给 A 银行的资金计提风险资本(借给银行同业按 20%或 25%的权重计提)。当 A 银行将永续债互换成央票后,使用央票向 C 银行质押融资时,风险资本计提权重就降为 0%,也就是不占用风险资本了。因此,互换工具解决了使用永续债向同业质押融资时,接受质押的一方的风险资本占用问题,提高了永续债的可接受度和流动性,但 A 银行依然要计提风险资本。

扩大合格担保品范围是否等于 QE?

有机构认为,央行票据互换工具扩大了各种粉(MLF、SLF 等)和再贷款的合格担保品范围,所以可以用央票做抵押从央行那里借出更多的钱。需要说明的是,未来银行可以用永续债换央票的规模是央行说了算的,同时各种粉的规模也都是央行说了算。

在以前的时候,银行一般用国债等作为担保品从央行借钱,现在可以用永续债互换得来的央票作为担保品了,但是只要央行给银行的 MLF 等工具的额度没有提升,基础货币投放就没有增加。

还是那句话,这一工具对银行体系流动性的影响是中性的,没有增加基础货币投放的规模。考虑一种极端的情况:如果银行原来的合格担保品不足了,那么这一工具为银行提供了新的担保品,可以增加央行的基础货币投放。但需要注意,央行会给银行互换多少央票以及央行会给银行多少 MLF 等的额度的决定权和主动权都在央行,央行是可以控制得住的。

央行票据互换工具的定位是什么?

我们认为,央行票据互换工具应该是一个过渡型的工具。从实际操作的角度,央行应该不会将所有符合要求的银行永续债全部互换成央票。

央行的目的在于促使市场形成一种预期,让市场相信符合条件的银行永续债都可以互换成央票,相信银行永续债的流动性很好,从而鼓励投资者认购和交易。

一旦该预期形成,永续债的流动性不成问题,那么央行票据互换工具便可逐步“隐退”了。

哪些机构可以购买银行永续债?

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(国家法律、法规禁止购买者除外)。

首先,证监会系统内的公募基金、券商自营和资管产品、私募基金可以投资永续债,没有监管方面的障碍。事实上,在券商资管多年的实际投资中,永续债一直被当作一个标准化的债券品种进行对待(当然,资管产品能否投资永续债要看其合同约定的投资范围中是否包括了永续债)。

第二,银保监会 24 日晚紧跟央行的脚步也发文表示,为支持商业银行进一步充实资本,优化资本结构,扩大信贷投放空间,增强服务实体经济和风险抵御能力,丰富保险资金配置,银保监会将允许保险机构投资符合条件的银行二级资本债券和无固定期限资本债券。

第三,银行表内资金可以投资永续债,但需要计提风险资本。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债权类资产的,非标准化债权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的概念的,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。

各银行永续债发行规模如何确定?

根据《中国银保监会关于中国银行发行无固定期限资本债券的批复(银保监复[2019]71号)》,此次中国银行发行永续债的规模为不超过 400 亿元。

由此自然产生一个问题,今后各银行发行永续债的规模和上限由谁决定?什么样的规模是合适的规模?比如说,是否可以采用逆周期调节的办法,先预设一个银行资本的合理增速(如名义 GDP 增速),如果当年银行的资本增速未能达到该水平,则差额部分通过发行永续债补充?

如果永续债发行规模不受限制,可能会有引发新一轮全面加杠杆的问题,导致 2014-2016 年金融乱象重演。

银行永续债对信贷空间提升效果如何?

公开市场业务一级交易商基本囊括了国内主要的大中型银行。对于一级交易商来说,可以通过互换的操作将符合条件的风险资产变为无风险资产,资产的流动性和用途大大增加。因此,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。在银行互持的模式下,永续债可以增加(或者说释放)的风险资本规模是多大呢?

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。第三十五条:商业银行对未并表金融机构的大额少数资本投资中,核心一级资本投资合计超出本行核心一级资本净额 10%的部分应从本银行核心一级资本中扣除;其它一级资本投资和二级资本投资应从相应层级资本中全额扣除。

翻译成大白话就是:如果一个银行购买其他银行的永续债资产规模超过了本行核心一级资本净额的 10%,那么该银行每多买一块钱其他银行的永续债(这会给其他银行增加一块钱的其他一级资本),自己的其他一级资本就要扣除一块钱。总体算下来,如果一个银行购买其他银行的永续债规模超过了本行核心一级资本净额的 10%,接下

来再买就会在补充他行资本的同时扣减自己的资本，是舍己为人的活雷锋行为，却不能继续增加各银行合计的其他一级资本。

显然没有哪个银行会做这样的傻事。因此，满打满算，我们假设每个银行都拿出相当于本行核心一级资本净额的 10% 的资金（假设全市场核心一级资本净额总计为 A 元，10% 也就是 0.1A 元）去购买其他银行的永续债。根据规定，买入方需要计提风险资本，计提的权重不超过 250%（简单而言，银行对未扣除的金融机构股权风险暴露的风险权重为 250%，对工商企业股权风险暴露的风险权重为 1250%。由于银行永续债可比的是金融机构股权，因此我们按照 250% 计算。全市场总计 $0.1A \times 250\% = 0.25A$ ）。

对于其他银行而言，其他一级资本增加了 0.1A 元，在保持一级资本充足率不变的情况下，可以增加风险资本 $= 0.1A / 0.1133 = 0.8826A$ 元（2018 年 3 季度，商业银行总体的一级资本充足率为 11.33%）。

最终全市场释放出来的风险资本 $= 0.8826A - 0.25A = 0.6326A$ 元。

2018 年 3 季度，商业银行总体的一级核心资本充足率为 10.80%，那么可以倒推出原来全市场的风险资本总额为 $A / 0.1080 = 9.2593A$ 元。

假设没有其他机构购买永续债，仅通过全市场所有银行互持永续债的方式，全市场的风险资本最多可增加 6.8% ($0.6326A / 9.2593A$)，即 100% 风险权重占用的资产扩张规模可以相比当前增加 6.8%。

当然，上述计算相当粗糙，简化了很多因素，但基本原理便是如此，通过发行银行永续债，商业银行的资本压力得到了缓解，宽信用得到一定的提升，但实际我们可以看到幅度有限。

如果永续债的购买主体为非银行机构，则前述的银行核心资本 10% 的购买上限将不存在，对于银行风险资本扩张空间才能真的打开，通过互持方式反而扩张受限。

但仍然需要注意，不可能所有银行都能发无限规模的永续债，永续债规模必然会受到一定的指标约束，我们认为这一指标可以与逆周期调节相结合，但是不可能成为银行无序加杠杆的起点。

对实体经济影响如何？

永续债对于“宽信用”显然是利好，但是是否有了永续债，宽信用就一定成功，经济就一定起来了？我们认为恐怕不是。

永续债解决的是银行资本的问题，那么银行资本是否是 2018 年银行难宽信用的主要因素？我们认为不是。从 2018 年三季度银行报表来看，银行资本充足率考核普遍达标，银行资本约束是问题但不是关键问题。

从更为宏观的角度，我们认为此轮经济下滑以及信用扩张难的根源，在于中国经济转型升级，不重走老路。我们认为有两重含义：

第一重含义，从加杠杆主体看，不重走地方政府隐性债务、房地产、居民加杠杆的老路。这就意味着，实际上此轮基本没有加杠杆主体，只有政府显性债务和企业。政府显性债务加杠杆的部分能够抵消政府隐性债务减弱本身就是一个问题，因为当前政府隐性负债是纳入官员考核体系的。而企业层面，除非发生行政手段干预市场行为，否则“好企业不缺钱，差企业不敢放”的局面难以解决。



第二重含义，从加杠杆方式看，不重走影子银行、监管松绑的老路。2008 年开始的加杠杆方式一再翻新，包括地方政府隐性债务、影子银行、民间借贷等等，经历一次次无序加杠杆之后，政府终于在 2016-2018 年建立了以 MPA、大资管新规为主的监管体系，这是政府在应对债务风险的巨大进步，我们不认为当前的经济下行就让政府失去定力，全面放松监管，重走无序债务扩张的老路。那样的结果只会是暂时掩盖问题，风险进一步累积和扩大，无助于中国经济长期健康发展。

我们认为，中国现阶段的问题是要从“高速度”到“高质量”，政府对于这一问题应当还是有清醒的认识，而市场依然是用过去的“高速度”模式下的强刺激思维去看待政府此轮稳增长，我们认为是有问题的。

经济增长速度下降不是坏事，接受中国经济增长中枢下降，把重心放在经济结构调整、提高经济质量上面，是政府和市场应该关注的问题。一个从全球来看，中高速增长+高质量的经济，才是真正的好事。

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，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。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。