



远东资信信用评级方法  
Far East Credit Rating  
Rating Methodology

# 永续债信用评级方法

上海远东资信评估有限公司

二〇一六年十月



## 摘要

永续债是指没有明确到期日，或者到期期限非常长的债券。主要特征为永续债利息较高或者可调整；利息可递延且不构成违约；次级属性；可以无担保。

本文旨在帮助被评对象、投资者以及其他相关机构了解远东资信在评估永续债产品的信用状况过程中考虑的风险因素及评级思路。需要指出的是，本评级方法并未涵盖远东资信在评级时所考虑的所有因素，而是重点突出地反映受评产品普遍面临的关键信用风险因素的分析方法与思路。

远东资信对永续债信用评级，基本思路是首先判断发行人主体级别，在确定发行人主体评级基础上，远东资信以主体信用等级为基准综合考虑发行人的主体级别和发行条款等因素，确定永续债债项级别是否需将发行主体信用等级下调及下调幅度，一般发行条款反映出的股性越强，下调幅度则越大，相对于投资级发行人而言，投机级发行人无法支付利息和破产的风险更大，因此，投机级发行人的永续债债项调整幅度高于投资级发行人的调整幅度。如果单纯只是期限长但没有其他股性更强的条件时，则不会下调级别。远东资信主要考虑的评级要素为发行人主体评级要素以及有效到期期限、利息递延、次级属性等产品评级要素。



## 一、永续债评级产品定义

永续债是指没有明确到期日，或者到期期限非常长的债券。永续债属于混合资本工具，兼具股性和债性双重属性。对于发行人而言，永续债具有股性的特点可以较强地影响到对发行人的主体评级和债项评级。发行人因获得长期投资资本，权益资产得到充实，资产负债率下降，对一般负债的保障程度提高，但对永续债债项评级而言，由于更长的期限和更靠后的偿还顺序，很有可能导致投资者遭受的损失比普通债权人更大，从而加大了永续债信用风险。对于投资者而言，永续债票面利息较高、久期较长，有助于提高投资者的投资收益，也有利于投资者通过多种手段灵活调整投资组合。

根据财政部 2014 年下发的《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》，对于计入权益的金融工具需同时满足以下两个条件：

1、该金融工具应当不包括交付现金或其他金融资产给其他方，或在潜在不利条件下与其他方交换金融资产或金融负债的合同义务；

2、企业须用或可用自身权益工具结算该金融工具。如为非衍生工具，该金融工具应当不包括交付可变数量的自身权益工具进行结算的合同义务；如为衍生工具，企业只能通过以固定数量的自身权益工具交换固定金额的现金或其他金融资产结算该金融工具。

该规定还对永续债主要账务处理及财务报表列示做出规定，账务处理增加“应付债券——优先股、永续债（面值）”、“应付债券——优先股、永续债（利息调整）”及“其他权益工具——优先股、永续债”等科目。报表披露增加“其他权益工具”、“优先股”、“永续债”等项目。

可见，永续债如果要计入权益，则至少要包括名义期限是永久、利息可递延、无回售权等条款，且不能违背“固定换固定”原则。目前，国内发行的永续债大部分符合权益工具的确认标准，发行方一般将永续债列入“其他权益工具——优先股、永续债”的权益工具科目。

## 二、永续债产品基本特征

### （一）永续债无明确到期日或者期限非常长，发行方有赎回或者续期选择权

我国的永续债到期日条款设置主要有两种，一种是无约定到期日但有赎回选择权，一种为约定到期日但有延期选择权，两者实质一样。一般期限的表述分为 3+N，5+N 和超长期的如 10+N，20+N 等，一般以 5+N 为主，PPN 以 3+N 居多，超长期的主要集中在交通运输业。

### （二）永续债票面利息较高或者可调整



永续债在赎回期前利息固定，赎回期后，若发行方选择不赎回永续债，其利率会大幅跳升以弥补投资者的风险溢价。在我国一般每 5 个计息年度为一个重定价周期，利息步升幅度越大，发行人倾向于回购的可能性越高。投资级以上的企业发行永续债设置的利息调升条款，如果在赎回日利息增加达到一定幅度，如 100bp 以上，投资者会认为企业倾向于回购债券而不会以高成本去维持原有债券的存续。在实际操作中，利息调整主要分为两种：一种为票面年利率由基准利率加基本利差确定，如果发行人选择延长本期债券期限，则从第 2 个重定价周期开始，每个重定价周期适用的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差加 300bp，如“16 穗城 03”。部分债券利息会逐级递升，如“15 贵阳轨道永续期”第 21 至 25 个计息年度，采取当期基准利率+基本利差+500bp；第 26 至 30 个计息年度，为当期基准利率+基本利差+1000bp；从第 31 个计息年度开始的每个计息周期，为当期基准利率+基本利差+1500bp，另一种为如果发行人选择延长债券期限，则从第 2 个重定价周期起，票面利率调整为初始票面利率加上 300bp，并在本期债券存续期内保持不变，如“15 恒泰续”，以目前存续期的永续债发行条款而言，主要以第一种利息调升为主。

### （三）永续债利息可递延且不构成违约

永续债发行人可自主选择利息递延或者在满足一定强制条件后利息递延，包括可累积利息递延和非可累积利息递延两类，永续债利息递延一般不构成违约。国内永续债主要为选择性利息递延支付并且多为可累积利息递延，递延利息次数不受限制，利息递延并不会构成违约。部分永续债约定，若发生利息递延，则每递延支付一次，则债券基本利差从下一个计息年度起上调 300 个 bp，直到递延利息及孳息全部还清为止。此外，永续债条款规定了 1、向股东分红；2、除减少注册资本等强制付息事件以外部分债券附有的强制兑付条款，比如主体长期信用等级下调至 AA-及以下，则发行人需全额兑付本期债券。

### （四）永续债具有次级属性

永续债清偿顺序次级于普通债券但是优先于优先股和普通股。在我国，永续债发行条款规定，在发行人破产清算时，永续债债券持有人对本金和利息的享有等同于普通破产债权人的权利，永续债的次级属性较弱。

### （五）永续债发行可以无担保

鉴于永续债存在次级属性，可用于吸收损失，永续债发行可以无担保。

## 三、评级思路

鉴于永续债没有到期日或者到期期限长，在发行人破产清算时偿付顺序靠后的特点，永续债的信用评级主要考虑利息是否可以按时足额支付的风险，同时也要考虑发行人的赎回能力和破产风险，以及破产清算时永续债回收率的问题。



基于永续债定义和特征分析，永续债的信用风险大于发行人发行的普通无担保债券，因此，一般情况下永续债的信用等级低于发行人的主体级别及其发行的普通无担保债券信用等级。

远东资信对永续债信用评级时，基本思路是首先判断发行人主体评级，然后以主体信用等级为基准综合考量发行人的主体级别和发行条款等因素，确定永续债债项级别是否需将发行主体信用等级下调及下调幅度，发行条款包括有效期限、利息递延、次级属性等因素。

## 四、评级要素

### （一）永续债发行主体评级要素

远东资信对企业主体信用评级的核心是向投资者揭示被评对象的违约风险。远东资信采用宏观和微观相结合、定性和定量相结合的方法，在着重考察被评对象自身信用状况的考察基础上，同时考虑外部支持因素，由此判断被评对象未来的偿债能力和偿债意愿，并最终确定其信用等级。

在评级时，远东资信考察的一级评级要素包括：宏观环境、行业环境、企业运营、管理与战略、财务分析、外部支持因素。行业特征的不同决定了影响该行业内企业信用状况的因素不同，因此具体评级要素因被评对象所处的行业不同而有所区别。远东资信制定了针对不同行业的企业主体信用评级方法。总体考察要素如下：

#### 1、宏观环境

- 宏观及区域经济发展速度及稳定性

#### 2、行业环境

- 行业供需
- 行业竞争
- 行业政策

#### 3、战略与管理

- 治理结构及组织架构
- 管理制度及执行情况
- 人力资源状况
- 公司战略

#### 4、业务运营



- 公司各业务市场地位
  - 决定行业内企业竞争力的关键因素分析
  - 公司各业务板块协同效应
- 5、财务分析
- 会计信息质量
  - 资本结构
  - 资产质量
  - 盈利能力
  - 现金流分析
  - 财务弹性
- 6、或有事项
- 对外担保或未决诉讼等
- 7、外部支持分析
- 股东支持
  - 政府支持

## （二）永续债产品评级要素

在确定发行人主体评级基础上，远东资信以主体信用等级为基准综合考量发行人的主体级别和发行条款等因素，确定永续债债项级别是否需将发行主体信用等级下调及下调幅度，一般发行条款反映出的股性越强，下调幅度则越大，相对于投资级发行人而言，投机级发行人无法支付利息和破产的风险更大，因此，投机级发行人的永续债债项调整幅度高于投资级发行人的调整幅度。如果单纯只是期限长但没有其他股性更强的条件时，则不会下调级别。

1、有效期限：有效期限指永续债发行日至发行人选择赎回日期的期间。远东资信认为有效期限越长，则股性越强。在国内确定永续债的有效期限需要考虑（1）到期日条款设置，若到期期限超过5年，则股性较强。（2）若发行人到期不实行赎回权，则赎回日利息调升幅度，一般以100bp作为跳升阈值，利息跳升幅度越大，则发行人倾向于赎回的可能性越高，股性越弱，债性越强。（3）赎回后是否会发行新的融资工具并且具有惩罚条款。惩罚条款包括新融资工具利率需根据发行人当时的资质确定，或旧融资工具的利率为固定利率而新发行工具利率为浮动利率等，赎回旧融资工具后大概率会发行新工具且不具有惩罚条款，则股性较强。



2、利息递延：根据利息递延的触发机制差异，远东资信认为利息递延主要分为强制性利息递延和选择性利息递延。强制性利息递延指发行人陷入财务困境或者触发信用等级下降等事先约定的信用风险事件，为缓解发行人资金压力，而强制实行的利息递延。对强制性利息递延则需要判断其触发条件是否容易达到，越容易触发强制条款，则股性越强；选择性利息递延指发行人可以在任何时间自主选择利息递延。对于选择性利息递延，需要考虑利息递延时间的长短以及其他限制条件等。利息递延时间越长，则股性越强；其他限制条件指如若发行人递延利息则会产生孳息等限制条件也会使得发行人谨慎行使利息递延的权利，从而使得其股性较弱。根据利息递延是否可累积，利息递延可分为累积性利息递延和非累积性利息递延，鉴于累积性利息递延对发行人缓解现金流压力的作用较非累积性利息递延相对有限，因此累积性利息递延的股性弱于非累积利息递延的股性；

3、次级属性：次级属性指发行人若因破产、解散等原因进行清算时，清偿顺序在一般债权人之后，仅优先于优先股和普通股，其回收率相较普通债务会较低的属性。远东资信认为永续债清偿顺序越靠后，其次级属性越强，股性越强，目前我国永续债偿还顺序和普通债券等同，次级属性弱。

综合上述分析及实际可操作性等因素考量，远东资信对永续债的信用等级确定主要是依据发行人主体等级和发行条款差异，确定永续债债项级别。下调幅度一般视发行主体时投资级或投资级，及永续债的具体条款而定。