

版本号：V3.0.202004

永续债信用评级方法



 **联合资信评估有限公司**
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

2020年8月

永续债信用评级方法

一、修订说明

根据联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）有关制度规定，为适应永续债市场发展变化，完善永续债评级体系，本次对永续债信用评级方法进行了调整和修订。

此次修订的《永续债信用评级方法（版本号：V3.0.202004）》（以下简称“本方法”）是以联合资信 2015 年《非金融企业永续债评级要点》为主体进行修订的，已经联合资信评级技术委员会审议通过，于 2020 年 8 月 7 日起执行。

本次修订的主要内容包括：增加适用业务类别、评级对象定义、评级框架、评级方法局限性、关键性假设，并进一步细化永续债评级要素及相关评价标准等，以便更为充分地揭示永续债风险。联合资信关于永续债的整体评级逻辑与此前评级方法基本保持一致，故本次修订不会对联合资信现有永续债级别产生重大影响。

二、适用业务类别

本方法适用于中国大陆地区金融及非金融企业发行的永续债信用评级。有关企业的主体方法，参见相关行业企业评级方法。

联合资信认为，信用评级是指专业的评级机构对各类主体所负各种债务能否如约还本付息的能力和可信任程度的综合评估，是对债务偿还风险的综合评价，并用简单明了的符号表示。

信用评级可分为主体评级和债项评级两大类。主体评级是对多边机构（国际机构）、国家主权、地方政府、金融企业、非金融企业等各类经济主体的评级，是对其偿还债务可能性的评价，或者说是对其违约可能性的评价。债项评级是对上述各类经济主体发行的固定收益类证券以及资产支持证券等结构化融资工具的评级，主要包括：政府债券（外国政府债券、地方政府债券）、金融债券（普通金融债、次级债、二级资本债、无固定期限资本补充债券、优先股）、非金融企业债券

（短期融资券、中期票据、企业债、公司债等）、资产支持证券（信贷资产支持证券、企业资产支持票据、资产支持计划等）、其他固定收益类产品等。债项评级是对债务违约可能性及损失严重程度的评价。

对于企业主体发行债券的评级，联合资信一般以发行主体评级为基础，根据有关债券条款等来研究决定债券的信用等级。债券有关条款的具体分析内容包括：评估债券发行后对发行主体的影响；债券募集资金的用途及其效益；考察盈利、现金流、资产等对债券的保障程度；评估债券担保、限制条款等（如有）；关注债券的清偿顺序、本金和利息延期支付的条款设计及风险等。

三、永续债定义

永续债，包括金融企业和非金融企业（即发行人）在中国银行间债券市场注册发行的“无固定期限，赎回前长期存续”的债券，以及由国家发改委审核发行或在交易所市场注册发行的具有“续期选择权”的债券。

四、永续债评级的关键假设、核心要素和评级框架

联合资信认为，永续债一般具有以下信用风险特征：

长久期性：永续债无固定到期日，对利率风险和发行人信用风险敏感度高。

兼具债性和股性：永续债持有者除发行人破产清算等原因外，一般不能要求发行人偿还本金，而只能定期获取利息。部分永续债设置利息可以递延支付条款，在满足一定条件下可以计入财务报表中的权益科目；部分永续债清偿顺序在优先债权之后。考虑到永续债投资者通常只有在发行人面临解散或破产清算时才能要求清偿，部分永续债在清偿顺序上还劣后于普通优先类债务，投资者面临损失风险高于普通优先类债务。

特殊条款可导致投资者面临的损失或风险增加：部分永续债设置发行人可单方面取消利息支付、递延支付、递延支付的利息不可累计、本金减记、永续债券可转为股权或其他证券工具的条款。这些条款的触发通常是在发行人信用品质发生恶化情况下，导致投资者面临的损失或风险增加。另外，由于永续债通常设置发行人

赎回权，投资者可能面临期限不确定风险；当发行人行使赎回权时，投资者可能面临再投资风险。

债项评级是对债务违约可能性及损失严重程度的评价。对于无担保永续债，永续债的偿还保障来自于发行人。发行人对永续债的偿还能力主要受两方面因素影响：一是发行人的整体偿债能力；二是永续债偿付保障与普通优先无担保债务的差异程度。发行人的整体偿债能力等同于对发行人的主体评级，主要取决于其在未来时期是否能够获得足以偿还到期债务的现金流量，与发行人经营和财务等信用状况相关。永续债偿付保障与普通优先无担保债务的差异程度则取决于永续债的股性强弱。对于设置担保的永续债，永续债的偿还能力还受到担保措施的影响。

发行人主体信用状况方面，发行人主体信用等级越高，整体偿债能力越强，发行人产生现金流对债务的保障能力越强，永续债的基础信用等级越高。此外，发行人的主体信用状况也会对永续债的股性产生影响，不同信用状况发行人对于相同条款的永续债，可能采取不同的利息支付和赎回策略。永续债发行人主体信用等级的评估，参考联合资信对应行业企业评级方法。

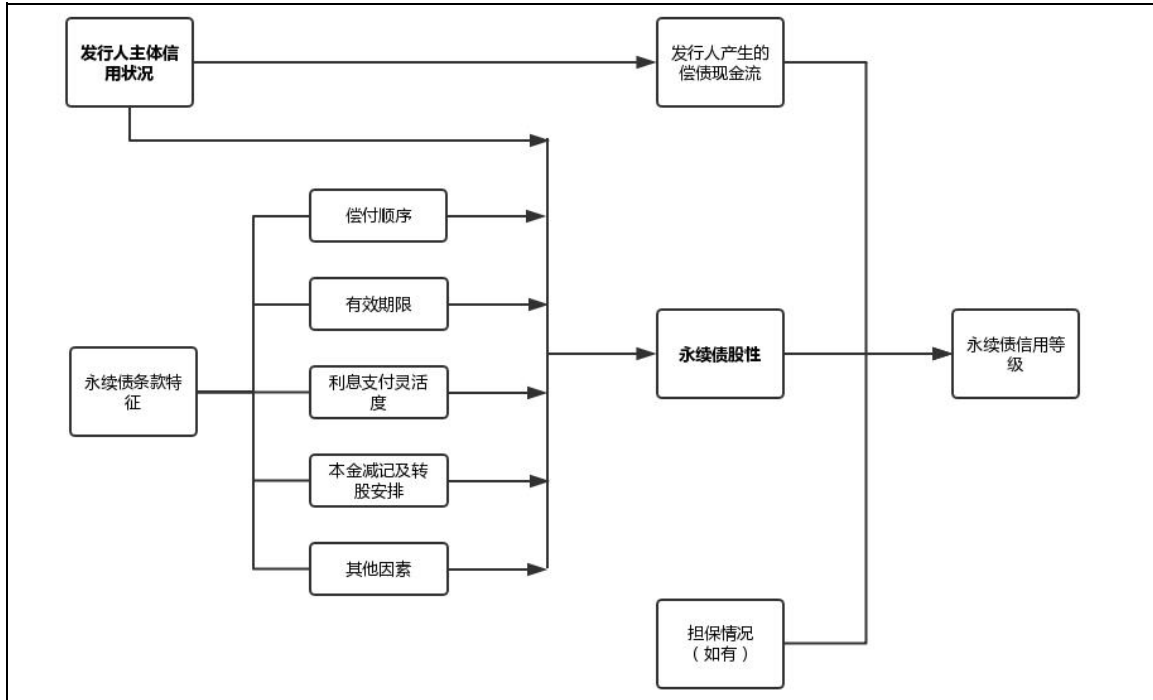
股性方面，由于永续债的信用风险特征导致其投资者可能面临额外损失，其条款设置越接近普通股，永续债的信用等级下调幅度越大，即股性越强、债性越弱，信用等级在主体信用等级基础上的下调幅度越大。反之，其条款设置越接近普通优先债务，永续债的信用等级越接近主体信用等级，即债性越强、股性越弱，信用等级在主体信用等级基础上的下调幅度越小。联合资信将永续债股性分为强、中、弱三档。对于永续债股性的判断，联合资信将通过分析偿付顺序、有效期限、利息支付灵活度、本金减记与转股安排等因素来判断。清偿顺序越接近普通优先类债务、赎回日越近、不赎回设置票息步升幅度越大、利息支付灵活度越低、本金减记和转股安排越难以触发，股性越弱。

另外，若永续债设置了担保条款，联合资信根据担保方主体信用状况或抵质押物变现价值以及担保协议约定对永续债的实际保障情况，判断担保能力和有效性，得出担保措施对永续债的偿还保障能力。

值得注意的是，联合资信对永续债股性的初始判断是基于发行人的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，并假设发行人所处的宏观经济环境、

金融市场环境、行业竞争以及法律监管等外部环境不会出现意外的重要变化。当发行人主体信用状况发生变化和外部环境发生重大变化时，永续债的股性可能随之变化。例如发行人主体信用品质恶化时，永续债的股性可能增加。

图 1 永续债评级框架



五、评级方法局限性

联合资信对发行人和永续债的判断是以其历史状况、现状以及目前政策导向为基础，但是发行人和永续债的发展、政策的变化及影响债务偿还能力的内外部因素是动态变化的，这些影响因素的未来状况可能与过去、现在有着较大的不同，因此本评级方法对受评主体信用风险的评估不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险。

同时，方法中的考核重点，尤其是指标因素的选择是在随着永续债市场发展和变化而有所调整和修正的，联合资信将定期或不定期审查本评级方法，适时进行修订。本评级方法中的评级要素是基于历史及目前已经或计划发行永续债特征的总结，在后续实际评级作业中还会综合考虑其他因素。

本评级方法中永续债股性的判断标准系综合过往评级经验以及对各股性程度永续债违约率和损失率预判得出，仅作为评级作业的指引参考，实际评级作业中永续债最终评级结果由联合资信信用评级委员会（以下简称“信评委会”）评定。

六、永续债评级的主要要素

联合资信对永续债的评级要素主要包括发行人信用状况、永续债的偿付顺序、有效期限、利息支付灵活度、本金减记和转股条款以及永续债的担保情况等。

表 1 联合资信永续债评级要素及细分指标

评级要素		细分评级要素指标
发行人信用状况		宏观和区域风险、行业风险、企业基础素质、企业管理、经营分析、未来发展、资产质量、盈利能力、资本结构、现金流量、偿债能力
永续债条款特征	偿付顺序	永续债在破产清算时清偿顺序
	有效期限	是否设置了可能缩短永续债实际期限的条款，相关条款的行权日、行权条件、票息步升幅度，发行人信用状况和历史赎回/续期表现
	利息支付灵活度	是否设置了利息递延/取消支付或通过发行普通股等证券工具偿付利息的条款，递延利息是否累计、递延利息期限、强制付息事件及事件历史发生情况、递延利息票息跳升情况
	本金减记和转股条款	本金减记和转股条款触发条件，本金减记比例，转股期限和价格等转股动机影响因素
	其他因素	永续债违约触发事件约定、投资者保护机制、投资者情况等
担保情况		担保方信用状况和担保协议在代偿触发条件和代偿范围等方面的约定

（一）发行人主体信用状况

发行人主体信用分析是永续债评级的基础。发行人产生的现金流是永续债最主要的偿债资金来源。在没有担保措施的情况下，永续债信用等级是在发行人主体信用等级基础上根据股性程度下调一定子级得出的。

永续债股性的判定会受到发行人主体信用状况的影响。在相同永续债条款下，高信用等级的发行人再融资能力更强、成本更低，更不倾向于利用利息递延支付、不行使赎回权等永续债条款去减少短期内的现金支出，因为会直接或间接增加整体财务成本¹。而低信用等级的发行人则可能出于缓解流动性压力同时又不触发违约的原因，选择递延支付利息和不赎回永续债。随着主体信用状况变化，发行人采取的

¹ 票息的步升条款可直接增加财务成本，间接增加财务成本通常是由于利息递延支付、不行使赎回权是一种财务压力信号，会导致发行人其他融资成本升高或难度加大。

利息支付和赎回策略也可能会发生变化，从而使得永续债的股性程度也会发生变化。

对于永续债发行人主体信用的分析，主要涉及宏观和区域风险、行业风险、企业基础素质、企业管理、经营分析、未来发展、资产质量、盈利能力、资本结构、现金流量、偿债能力等内容，具体分析方法参考联合资信各行业企业评级方法。

（二）永续债条款特征

1. 偿付顺序

永续债在破产清算时的清偿顺序越劣后于其他债务，越接近普通股，股性越强。

2. 有效期限

永续债没有明确的到期时间或者发行人具有续期选择权，理论上可长期存续。但如果永续债设置了发行人延期选择权、赎回权或者投资者回售权，赎回权、回售权的行使以及续期选择权的不行使都会使永续债不“永续”。永续债的实际有效期限越长，发行人才能在需要的时候利用永续债来减少债务本息偿付导致的现金支出，股性才越强。对期限结构评级要素的分析主要有两个方面：

1) 行权日和行权条件设置

永续债首个赎回日、回售日、续期选择权时点设置越远的，股性越强。发行人行使续期权受到限制越少、触发续期条件越容易达成，行使赎回权限制越多、触发赎回条件越严格，永续债股性越强。投资者行使回售权受到限制越多、触发条件越严格，永续债股性越强。对于设置投资者选择回售权且回售权行使限制较少的永续债，联合资信认为其股性弱。投资者回售意愿主要受到不回售后的永续债票面利率、市场收益率和对发行人违约风险的预期等影响。当发行人出现财务困境时，投资者倾向于行使回售权来减少损失，故该类永续债债性强。

2) 赎回/续期意愿

发行人不赎回永续债或选择延续债券有效期的意愿越强，则永续债股性越强。发行人赎回或者续期意愿可通过票息调整情况、发行人历史表现和信用状况来判

断。如果发行人不选择赎回或选择续期后，永续债的票面利率将显著提升，大幅高于发行人再融资成本，则发行人选择赎回或者不续期的可能性高，永续债的股性弱。发行人信用状况越不佳，甚至出现流动性极端紧张、再融资困难情况，发行人选择不赎回或者续期的可能性越高，永续债股性越强。发行人在近期对其他永续债的赎回或续期权利行使表现，也可以作为对永续债赎回或续期意愿的判断依据。

3. 利息支付灵活程度

部分永续债设置了发行人利息递延/取消支付选择权，或者可通过发行普通股等证券工具偿付利息。该类永续债，相对于约定利息须按期强制支付的永续债来讲，其股性更强，因为发行人可以更灵活地安排利息支付，投资者可收到的利息面临更大不确定性，并造成利息少付。对于可递延/取消支付利息或者可用其他证券工具偿付利息的永续债券，其利息支付的灵活程度还会受到以下几个因素影响：

1) 递延利息是否累计

递延利息累计是指发行人递延的利息在递延期间按照当期票面利率或约定利率累计计息。永续债递延利息不累计对于发行人来说财务成本更低，投资人损失更高，股性更强。

2) 递延利息是否受到限制

递延利息的限制条件包括设置利息可递延期限、强制付息事件、递延利息则票息步升的条款等。利息可递延期限越长，永续债股性越强。强制付息事件越不容易触发，股性越强。强制付息事件通常包括在永续债付息前一定时间之内，发生分红、减资、偿付其他证券等。强制付息事件对发行人递延利息的限制程度可通过发行人过往持续分红和偿付证券的历史来判断。如果设置了发行人递延利息票息大幅步升，则发行人递延利息的意愿也会减弱，永续债的股性也会减弱。

4. 本金减记和转股条款

本金减记条款是指在满足一定监管要求或发行人触发约定事件条件下，永续债的本金可被一次性全额或部分减记。减记条款越容易被触发，本金可被减记的可能性越大，股性越强。本金可被减记的比例越高，股性越强。

转股条款是指在满足一定监管要求或发行人触发约定事件条件下，永续债债券

持有人可以按约定条件将永续债转换为发行人的股票。转股条件越容易被触发，转股动机越强，永续债股性越强。

5. 其他因素

其他因素包括其他可能影响永续债发行人利用永续债吸收损失减少现金支出的因素。例如，如果永续债设置了投资者保护机制，如交叉违约、加速到期条款等，永续债的股性会被削弱。如果永续债的投资者仅由政府或发行人实际控制人及其一致行动人构成，政府或实际控制人对发行人的长期支持意愿显著且没有转让债权意向，那么永续债的股性可能会增强。

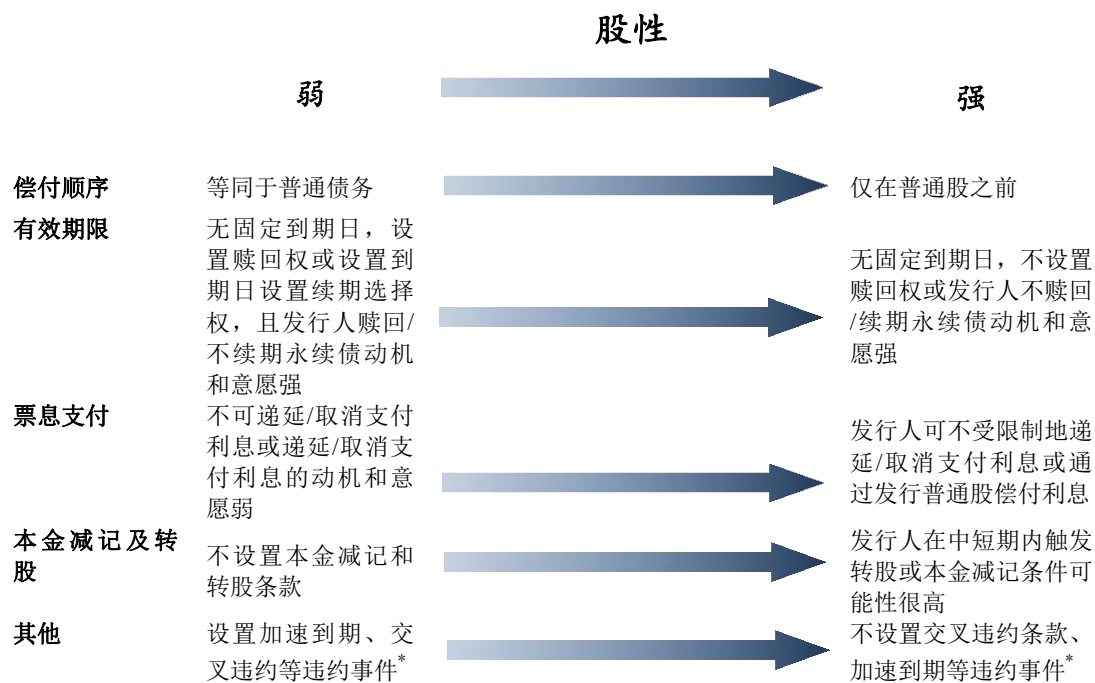
（三）担保情况

永续债如果设置了担保措施，应分析：①第三方或抵质押物所提供特定现金流对永续债的保障能力；②担保协议是否约定了担保代偿的触发条件以及最终担保代偿范围是否包括了全部的永续债券本金、利息（含所有已经递延的利息及所有利息孳息）。对于担保代偿触发相对不受限且担保代偿范围全面的永续债，永续债担保措施的信用增进程度可参考普通担保债务信用评级方法确定。担保代偿触发受限或担保代偿范围不全面的，永续债的信用评级以由信评委会根据具体担保协议的约定进行评定。

七、永续债股性判断和信用等级评定

根据以上评级要素分析，联合资信对永续债股性的判断主要从偿付顺序、有效期限、票息支付、本金减记/转股条款以及其他事项条件方面展开，各因素股性由弱到强判断参考下图。综合各因素股性特征，联合资信将永续债属性分为强、中和弱三档。

图 2 各评级要素股性强弱情况



*除解散、破产清算以及发布赎回、不递延公告后未能赎回本金或支付利息以外

对无担保的永续债，联合资信根据永续债的股性判定结果和次级属性等特征，在发行人主体信用等级基础上下调一定子级。

对设置了担保的永续债评级，信用等级的判定可参考本信用方法“六、永续债评级的主要要素——（三）担保情况”部分。

附件

永续债信用等级设置及其含义

1、永续债信用等级设置及其含义

联合资信永续债信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。信用等级设置及含义详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

2、评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变