

# 永续债信用评级方法

(2019 年版)

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇一九年四月

## 目 录

一、永续债信用评级的定义和适用范围.....	1
二、永续债的信用风险特征.....	1
三、永续债评级分析框架.....	2
四、永续债权益属性信用评级要素.....	3
（一）信用评级要素.....	3
（二）权益属性评分.....	4
五、永续债信用评级模型和信用等级评定.....	5
六、永续债信用评级等级符号及含义.....	5

## 一、永续债信用评级的定义和适用范围

永续债是发行人在债券市场注册发行的无固定到期日的债券，是兼具债权和股权属性的债务融资工具。永续债清偿顺序通常排在普通无担保债务之后、所发行的股份（包含普通股和优先股）之前，也有部分非金融企业发行的永续债条款设置为和普通债券清偿顺序一致。

东方金诚的永续债信用评级是指对发行人发行的永续债在存续期内的违约概率和预期违约损失率的综合评估，并用信用等级予以标识其偿付保障程度的活动。

本评级方法是对东方金诚各类非金融企业和金融机构评级方法的补充，适用于银行、非银金融机构以及非金融企业发行的永续债。

## 二、永续债的信用风险特征

永续债是具有资本属性的债务工具，兼有债权和股权属性，债券发行条款设计往往具有较为复杂的结构化安排。永续债结构化安排与其权益属性认定息息相关，同时也决定了其信用风险大小。

### 1、永续债无固定到期期限，易受外部因素影响

永续债没有固定到期日，导致发行人的偿付能力受外部因素影响较大，投资者面临的信用风险上升。

### 2、永续债兼具权益属性和债权属性，使其受保障程度弱于普通债券

永续债是一种既具有权益属性又具有债权特征的混合证券。其中，商业银行等金融机构发行的永续债主要为了补充资本，其清偿顺序在所有普通无担保债券之后、所发行的股份之前，且一般不得设置利率跳升机制或设有利息跳升上限。部分非金融企业发行永续债为了计入权益工具，也设计了清偿顺序劣后于普通债券和其他债务之后以及利率跳升约束机制。因此，永续债通常带有次级属性，当发行人破产清算时，投资者面临的可能损失高于普通债券。

### 3、永续债设有多项特殊发行条款，触发时可能给投资人带来损失

部分永续债设置有利息取消支付、递延支付、不可累计等条款，当发行人经营状况恶化导致触发条件发生时，投资者将面临一定损失。

### 4、永续债存在减记/转股条款，可能导致投资人出现损失

永续债设置了减记或转股条款，即当发生触发事件时，发行人可以在未获得投资者同意的前提下，对永续债的本金和（或）利息进行部分或全部减记、或者转为普通股，上述条款

的触发可能导致投资人出现损失。

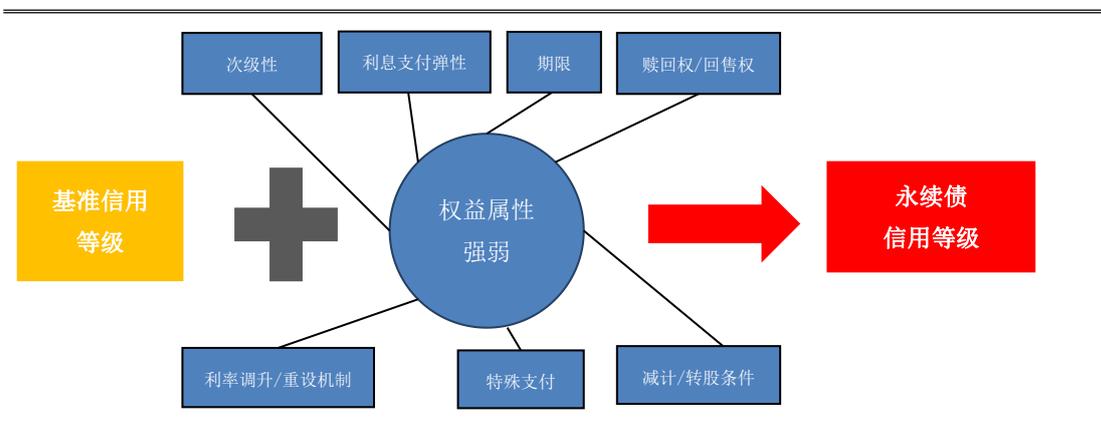
5、发行人具有赎回主动权，投资人面临再投资风险

永续债赎回主动权掌握在发行人手中，且一般无投资者回售权，发行人行使赎回权，可能导致投资人面临再投资风险。

### 三、永续债评级分析框架

结合信用风险特征，东方金诚认为永续债的信用质量主要取决于永续债权益属性和主体信用质量两个维度。一方面，永续债权益属性决定了其获得的偿付保障程度相对于同一发行人普通无担保债务的差异程度。权益属性越强，在破产清算偿付顺序中与普通股越接近，受到的偿付保障与普通无担保债务差异越大，因而同等条件下其能获得的信用等级与同一发行人普通无担保债务的信用等级相差也会越大。另一方面，主体信用质量越高的发行人，永续债结构化安排中影响权益属性判定的条款被触发的可能性相对较小，该类条款所导致的相对于普通无担保债务的偿付保障差异对永续债信用的影响也会相对越小；反之，主体信用质量越低的发行人，永续债条款导致的偿付保障差异对永续债信用等级影响也越大。

图 1：永续债信用评级分析框架



基于上述判断，东方金诚使用主体信用质量和永续债权益属性两维判断矩阵构建永续债评级模型。其中，主体信用质量依据发行人的性质适用东方金诚非金融企业类信用评级方法或者金融机构类信用评级方法确定信用等级，永续债权益属性主要分析永续债条款及触发机制来确定权益属性强弱；最后利用两维判断矩阵判断永续债权益属性对永续债信用的具体影响。

在评级实践中，银行和证券公司等非银金融机构为满足巴塞尔协议III对于合格资本认定工具的标准，其发行的永续债均具有较强次级属性，且不得设置利率跳升机制及其他赎回激

励。因此，金融机构永续债权益属性通常强于非金融企业。

## 四、永续债权益属性信用评级要素

### （一）信用评级要素

永续债权益属性强弱主要受次级性/偿付顺序、利息支付弹性、期限及赎回/回售安排、利率调整机制、减计和转股条款等结构化安排影响。本评级方法对永续债的结构化安排及具体条款进行分析，判断其对永续债权益属性的影响大小。

#### 1、次级性/偿付顺序

永续债本金和利息的偿付顺序排在股东持有的所有类别股份之前，劣后于无担保优先债务融资工具，次级性越强，权益属性越强。

#### 2、利息支付弹性

永续债利息支付包括不可延迟支付和可延迟支付。不可延迟支付要求发行人在任何情况下均需向投资人支付利息，不可延迟支付条款减弱了永续债的权益属性；可延迟支付是指发行人在面临财务困境时，或基于事先约定的信用触发事件（包括基于发行人经营和财务状况以及监管要求）延迟支付利息。可延迟支付条款中可延期的时间越长表明永续债越接近普通股，权益属性也越强。强制的延迟支付条款对永续债权益属性影响的关键在于触发事件被触发的可能性高低。同时，延迟支付发生时利息是否累计对永续债权益属性也有一定影响，不累积支付的永续债权益属性更强。

#### 3、期限及赎回/回售安排

永续债没有确定的期限，但通常将永续债的发行日到发行人约定的赎回日之间的期限确定为永续债的有效存续期限，并根据赎回日之前永续债利率的跳升情况进行调整。发行人在某些特定情况下可以赎回未到期发行在外的永续债，赎回时间点越远且市场再融资成本越高，永续债被赎回的可能性越小，其有效存续期越长，权益属性越强。

永续债可能存在回售条款，即投资人在满足特定条件时可要求发行人回购发行在外的永续债，回售时间点越远且市场利率越低，投资人行使回售权的动力越小，永续债有效存续期越长，权益属性越强。

#### 4、利率调整机制

如永续债存在利率调整机制，即发行人必须在某个时点以后、或满足一定条件后调整永

续债的票面利率。利率调整机制直接关系到发行人的融资成本，该机制结合赎回条款后对发行人再融资以替换/赎回已发行永续债的激励程度越低、永续债的有效存续期越长，则其权益属性越强。

#### 5、减记和转股安排

基于监管要求或者发行条款约定，永续债可能具有本金减记或者转股机制。即当满足一定的监管要求或者发行人的经营和财务状况触发特定条件时，永续债的本金可能被一次性地全额或部分减记，或者根据触发条款和约定的价格将永续债转换为发行人普通股。本金减记条件越容易触发，权益属性越强；转股条件主要有两类：一是转股的触发条件；二是转股的价格。转股条件越容易触发、转股价格越容易触及，则永续债的权益属性越强。

#### 6、其他条款

永续债的其他条款包括特定支付机制等，如永续债利息延期支付时或发生本金减记时，发行人可以或必须另外发行普通股/其他混合资本工具来满足支付被延期付息永续债利息的要求，或者弥补债权人因本金减记遭受的损失等。特定支付机制对投资人保护越弱，永续债权益属性越强。

## （二）权益属性评分

根据永续债的结构化安排，对影响权益属性的条款进行具体分析，按照影响力从弱到强分为五档，分别赋值“1”、“2”、“3”、“4”、“5”，计算平均得分。

**表 1：永续债权益属性评分指标和权重**

指标	权重	评分依据
偿付顺序	35%	偿付顺序接近普通债务为 1，接近普通股为 5
利息支付弹性	15%	利息支付不可延期为 1，可延期不可累积为 5
期限及赎回/回售安排	15%	明确赎回且到期时间短于 5 年为 1，无明确赎回期限或回售安排为 5
利息调整机制	15%	设有利息调整机制且调升幅度很大为 1，无调整机制为 5
减记/转股安排	20%	不存在减记/转股安排为 1，减记/转股条件容易触发且不可恢复为 5

平均得分小于 1、1（含）~2、2（含）~3、3（含）~4、4（含）以上，永续债权益属性评价结果分别为“弱”、“较弱”、“中等”、“较强”、“很强”。

## 五、永续债信用评级模型和信用等级评定

永续债信用评级模型的核心为两维判断矩阵。该矩阵中，主体级别越高，权益属性越弱，级别调整幅度越小，随着主体级别的下降、权益属性的增强，调整幅度逐步增加。永续债相对于主体信用级别的具体调整幅度和永续债信用等级由信用评级委员会参考两维判断矩阵投票决定。

表 2：永续债级别调整幅度评价矩阵

权益属性 主体级别	弱	较弱	中等	较强	很强
AAA	0 个小级别	0 个小级别	0 个小级别	0~1 个小级别	1~2 个小级别
AA+	0 个小级别	0 个小级别	0~1 个小级别	1~2 个小级别	2~4 个小级别
AA	0 个小级别	0~1 个小级别	0~2 个小级别	2~3 个小级别	2~4 个小级别
AA-	0 个小级别	0~1 个小级别	1~2 个小级别	2~4 个小级别	3~4 个小级别
A+	0~1 个小级别	1~2 个小级别	1~3 个小级别	3~4 个小级别	3~5 个小级别
A	0~1 个小级别	1~2 个小级别	2~4 个小级别	3~5 个小级别	4~5 个小级别
A-及以下	0~1 个小级别	1~3 个小级别	2~4 个小级别	3~5 个小级别	≥5 个小级别

## 六、永续债信用评级等级符号及含义

永续债的信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。各等级的含义如下表所示：

表 2：永续债信用等级符号及含义

等级符号	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，有较高违约风险
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

除 AAA 级和 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。