

永续债券市场研究报告

2017 年 6 月 7 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱: lianhe@lhratings.com

街 2 号 PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

永续债券市场研究报告

作者：联合资信 工商企业二部

一、永续债券概述

（一）永续债券定义

永续债券，又称无期债券，是指没有明确的到期时间或者期限非常长（一般超过 30 年）的债券。永续债券一般设定一个计价周期，在一个计价周期内该债券的利率锁定为一固定水平或与约定基准利率保持固定利差，发行人按该利率水平向投资者支付利息，在债券存续期内的约定时点，发行人有权选择是否将债券赎回。

（二）永续债券的特征

永续债券的主要特征表现为以下三个方面：(1)长久期性，对利率风险敏感度高。(2)附赎回及利率调整条款，多数永续债设有定期可赎回机制，并伴随未赎回后利率调整条款。调整条款通常有两种形式，其一是将固定利率调整为浮动利率，依据 LIBOR 等（各国家和地区有所不同）市场基准利率变动；其二是将票面利率设置为累进利率，票息利率逐渐升高。(3)永续债具有一定“股性”，永续债券持有者除公司破产等原因外，一般不能要求公司偿还本金，而只能定期获取利息，部分债券设置利息可以递延支付，在满足一定条件下在财务报表中可以计入权益，国际上大部分永续债券清偿顺序在一般债券之后。

由于永续债券具有一定的“股性”，经相关部门批准后中国永续债券募集资金可以作为募投项目的资本金，可有效补充项目资本来源。另外，发行人也通过发行永续债券来达到提升权益规模、改善财务报表、满足特定监管要求的目的。

（三）中国永续债券特征

目前中国被认为具有永续债券特点的债券品种主要有，一为发改委审批的“永续期企业债券”；二为证券交易所核准发行的“永续期公司债券”；三为银行

间市场交易商协会注册的“长期限含权中期票据”，也被称为“永续中期票据”（以下简称“永续中票”）。

1、赎回日设置

国内永续债券中，交易商协会注册的大多数永续中期票据的期限通常为“无约定到期日但在债券存续期间附有赎回选择权，即除非发行人依照发行条款的约定赎回债券，否则将长期存续”；少数永续中票和可续期债券（包括企业债券和公司债券）描述为“有约定到期日但赋予发行人延期选择权”。无约定到期日和持续可续期的两种表述，在实质上是相同的。

国内永续债券首个赎回日，通常为发行后 3 或 5 年，之后每年或每 3/5 年可选择赎回一次。

2、票面利率重置

若发行人不行使赎回权，银行间市场永续债券通常设定每 3 年或 5 年重置一次票面利率，以初始发行时票面利率与初始基准利率之间的差值为初始利差，如果发行人不行使赎回权，则票面利率调整为当期基准利率（通常为中债银行间固定利率国债收益率）加上初始利差和上调基点，上调基点又可分为固定基点（200bp~500bp 不等）或递进基点（上调基点每个周期上升 200~500bp）。交易所市场永续债券重置利率条款设置通常将债券的存续期分成几个阶段，前期上调基点较低，后期上调基点随期限延长而增加；另外，基准利率更多采用 Shibor。国内债券市场大多数永续债券上调基点为 300bp，而按照目前市场定价，300bp 高于 AAA 企业和 AA⁺企业、AA⁺企业和 AA 企业的 3 年期和 5 年期债券利差，故市场预期发行人选择赎回的可能性大，实际有效期限接近普通债务融资工具。

3、递延支付利息

国内永续债券发行人一般在每个利息支付日前可以自行选择将全部或部分当期利息和按照条款已经递延的利息及其孳息推迟至下一利息支付日支付。递延支付没有递延时间以及次数的限制。每笔递延利息在递延期间应按照当期票面利率累计计息。在极端情况下，发行人可以无限期推迟利息支付，无需在任

何利息支付日支付利息（包括任何递延利息及孳息）；在此条款约定下，除非发生强制付息事件，利息递延不应被视为违约行为。部分永续债券设置了关于递延支付利息的罚则，即若发行人选择递延支付利息，则自下一计息年度起，永续债券的票面利率将在上一计息年度基础上再上调约定基点（一般为300bp），直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕。

另外，中国永续债券一般都设置了强制付息事件和利息递延支付下的限制事项，主要为向（普通股）股东分红、减少注册资本等，也有对重大固定资产投资、重大资本投入、兑付其他融资工具和证券工具的限制。

4、清偿顺序

国内发行的永续债券清偿顺序基本上均设置为等同于发行人所有其他待偿还债务融资工具。而国际上多数永续债券的清偿顺序一般为次级债务，优先于普通股与优先股，劣后于普通债务。这是中国永续债券与国际上永续债券的重大区别。因此，中国永续债券的股权属性可能会大大减弱，债的属性更强。

5、信用等级

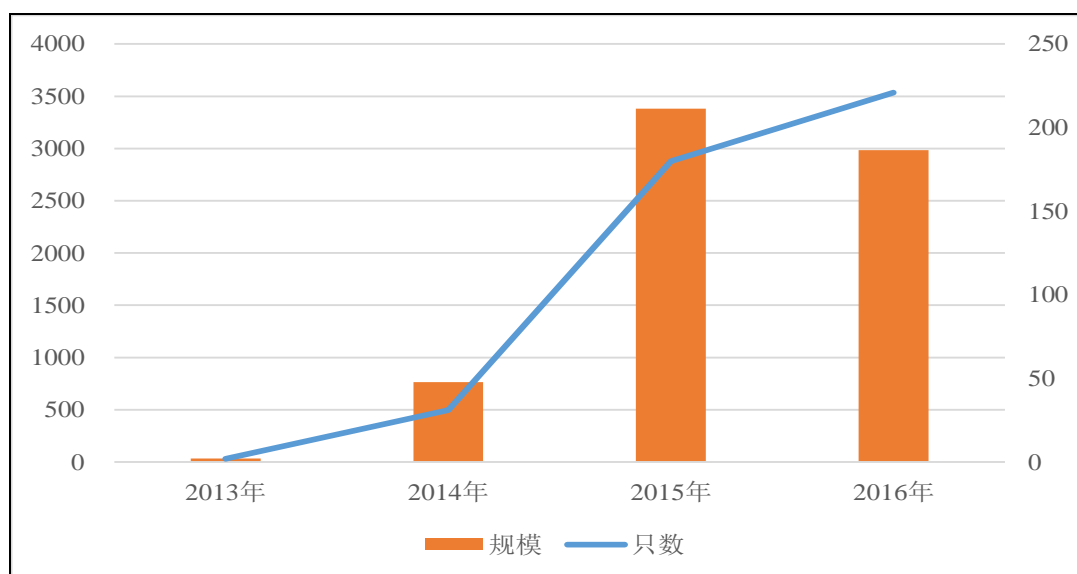
目前国内永续债券发行时的信用等级与发行人的主体信用等级基本相同（有第三方担保的与担保方主体信用等级基本相同）；个别永续债券信用等级在发行人（或担保方）主体信用等级下调时，与主体信用等级出现差异。

二、中国非金融企业永续债券市场运行情况

1、中国非金融企业永续债券市场概况

自2013年10月28日中国首单永续债券“13 武汉地铁永续期债”发行以来，中国永续债券市场发展迅速，截至2017年2月底，公开市场发行的非金融企业永续债券共443只，总规模7297.98亿元，涉及发行人271家。2014~2016年，公开市场发行的非金融企业永续债分别为31只、180只和221只，发行规模分别为766.00亿元、3382.00亿元和2983.58亿元。

图 1 中国公开市场永续债券发行情况



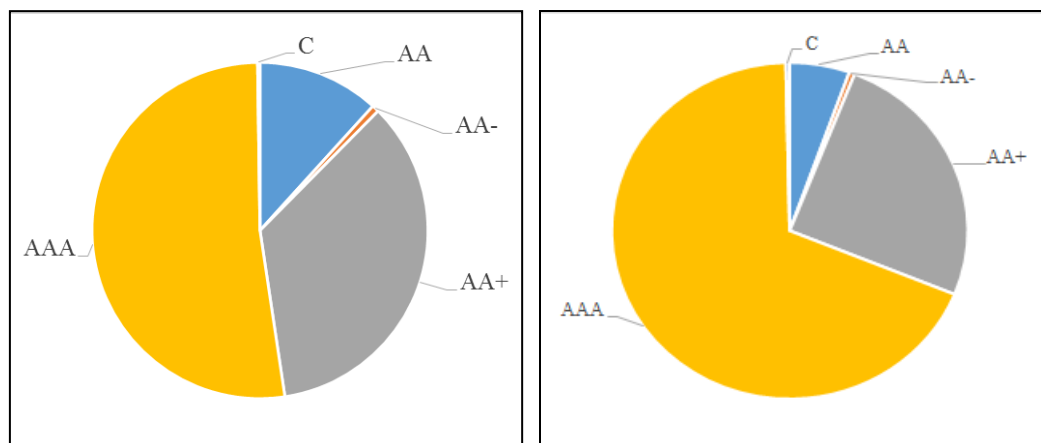
资料来源：联合资信整理

2、中国非金融企业永续债券分布

按照债券发行人数量统计，AAA 主体发行人占 52.14%，AA+主体占 35.21%，AA 主体占 11.74%。按照债券发行规模统计，AAA 主体发行总额占 68.48%，AA+主体占 25.23%，AA 主体占 5.45%。由此可见，高级别主体较低级别主体发行永续债只数更多、且单位债券发行规模更大。另外，有 4 只永续债券发行人主体级别已经从 AA 及以上级别调降，其中 3 家发行人调降为 AA-级，1 家为 C 级。437 只永续债券债项级别与发行人主体信用等级一致，5 只永续债券因高级别第三方担保债项级别高于主体级别，1 只永续债券债项级别低于主体级别。

从品种来看，443 只永续债券中，中期票据 409 只，企业债 24 只，公司债 10 只，银行间债券市场是永续债券发行的主要阵地。

图 2 永续债券信用等级分布
(按发行人数量) (按发行规模)



资料来源：联合资信整理

3、中国非金融企业永续债券主要条款

从永续债券偿付顺序的设置来看，除“13 武汉地铁永续期债”未明确约定破产清算中的偿还顺序外，其余债券均明确约定永续债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人所有其他待偿还债务融资工具（或负债）。

从永续债券重置利率条款设置来看，设置 3 年为一个定价周期的占 32.51%，5 年为一个定价周期的占 66.60%，定价周期为 2、6、7 年的均各有 1 只永续债。永续中票重置利率上调基点以 300bp 为主，占 92.94%；上调基点为 500bp 的 13 只（其中 AAA 主体 3 只、AA+主体 6 只、AA 主体 4 只），400bp 的 6 只，200bp 的 5 只，100bp 的 1 只，另有 3 只永续中票重置利率设置分阶段上调基点，前 1~6 年上调基点基本为零，后期上调基点 200bp~600bp 不等；永续中票中 22 只设置了递进利率，即上调基点在每个定价周期期末递进增加。企业债和公司债上调基点也以 300bp 为主，占 53.57%；其他均设置分阶段上调基点：在债券的前 2~3 个定价周期利率水平较低，一般为基准利率+基本利差，不上调基点；之后一个定价周期债券的票面利率会在基准利率和基本利差之和基础上再上调 200bp~500bp；若 3~4 个定价周期之后仍不赎回，则上调基点会上升到 600bp 甚至更高。

表 1 部分条款设置特殊的永续债券

债券简称	赎回权设置 (年)	利差设置	发行人主体级别	债项级别
16 陕高 01	5+5N	每 5 年重置利率, 基本利差: 1-10 年基本利差; 11 年以后 300bp	AA+	AA+
16 武铁 01	3+3N	每 3 年重置利率, 基本利差: 1-9 年基本利差; 10-12 年 200bp; 13 年以后 400bp	AAA	AAA
16 葛洲 Y1	3+3N	每 3 年重置利率, 基本利差: 4-6 年 200bp; 7 年以后 400bp	AAA	AAA
16 鄂交投可续期 01	5+5N	每 5 年重置利率, 基本利差: 1-5 年基准利率+基本利差; 6-10 年 100bp; 11 年以后 200bp	AAA	AAA
16 洪轨可续期债 01	3+3N	每 3 年重置利率, 基本利差: 1-12 年基准利率; 13-15 年 300bp, 16 年后 600bp	AA+	AA+
16 武汉地铁 MTN001	10+N	每 5 年重置利率, 基本利差: 1-10 年初始利差; 11 年以后 200bp	AAA	AAA
16 日照港集 MTN001	3+3N	每 3 年重置利率, 基本利差: 1-6 年基准利率; 7-9 年 300bp; 10 年以后 600bp	AA+	AA+
16 穗铁 01	3+3N	每 3 年重置利率, 基本利差: 前 15 年保持基准利率+基本利差; 16-18 年 300bp; 19 年后 600bp	AAA	AAA
15 贵阳轨道可续期债	5+5N	每 5 年重置利率, 基本利差: 前 20 年基准利率+基本利差; 21-25 年 500bp; 26-30 年 1000bp; 31 年以后 1500bp	AA+	AA+
15 陕煤化 MTN002	5+N	每 5 年重置利率, 基本利差: 100	AAA	AAA
14 京投 02	5+5N	每 5 年重置利率, 基本利差: 第二个 5 年: 150bp; 第三个及以后: 200bp	AAA	AAA
14 京投可续债 01	5+5N	每 5 年重置利率, 基本利差: 第二个 5 年: 150bp; 第三个及以后: 200bp	AAA	AAA

资料来源: 联合资信整理

注: 赎回权设置中“a+bN 年”意义为从第 a 年开始具有赎回权, 每 b 年可行使一次赎回权。

从永续债券递延支付利息条款设置来看, 443 只永续债券中 7 只永续债未设置利息可递延支付条款, 其余设有递延支付利息条款的 436 只永续债券均设置了分红、上缴利润或国有资本收益类的强制付息事件, 13 只永续债券设置了重大固定资产或权益投资类的强制付息事件, 9 只设置了付息前 12 月若有对其他债务融资工具本息偿付则强制付息, 另有 31 只设置兑付劣后证券工具的强制付息事件。共有 38 只永续债券设置了发生递延利息支付调升票面利率的条款, 除 1 只永续中票调升 500bp 以外均调升 300bp。

三、非金融企业永续债券发行利差分析

本报告选取数量较多、发行进入成熟期（即 2015 年和 2016 年）的 3+N 年期和 5+N 年期¹高级别（即债项 AAA 和 AA⁺ 级别）永续中票作为样本，将样本永续中票票面利率均值与同期发行的相应债项级别 3 年期、5 年期中期票据票面利率利差进行 t 检验后可以发现，永续中票与普通中票的发行利率差异显著大于 0（检验结果见表 2 和表 3）。

2015~2016 年，5+N 年期 AAA 和 AA⁺ 永续中票与 5 年期相应级别的普通中票发行利率差异均值分别为 86.37bp 和 74.42bp；3+N 期 AAA 和 AA⁺ 永续中票与 3 年期相应级别的普通中票发行利率差异均值分别为 124.24bp 和 94.99bp。整体看，永续中票级别越高、赎回开始期限越短与普通中票的发行利率差异越高。

表 2 5+N 年期永续中票与 5 年期普通中票发行利率差异情况

类别	AAA			AA+		
	2015 年	2016 年	2015~2016 年	2015 年	2016 年	2015~2016 年
利率差异均值	82.75bp	90.11bp	86.37bp	82.30bp	69.78bp	74.42bp
T 值	7.59	5.64	9.12	7.44	8.70	11.57
对应检验值 (置信度 99%)	2.45	2.45	2.38	2.53	2.44	2.40

表 3 3+N 年期永续中票与 3 年期普通中票发行利率差异情况

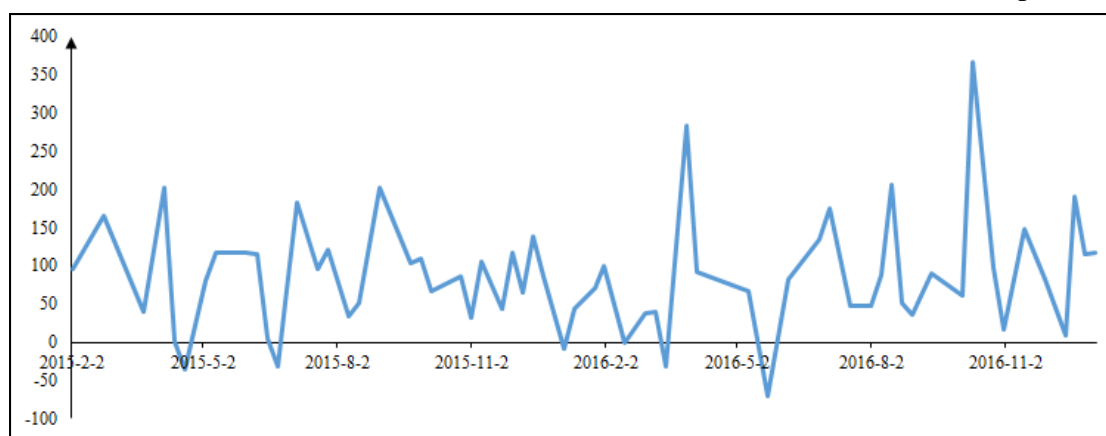
类别	AAA			AA+		
	2015 年	2016 年	2015~2016 年	2015 年	2016 年	2015~2016 年
利率差异均值	131.15bp	119.26bp	124.24bp	101.19bp	91.63bp	94.99bp
T 值	8.28	5.08	8.34	3.20	4.61	5.75
对应检验值 (置信度 99%)	2.55	2.49	2.41	2.65	2.49	2.43

资料来源：联合资信整理

注：样本为 2015 年和 2016 年发行的永续中票和普通不含权中票，通过计算 2015~2016 年每周各类别永续中票和普通中票的发行利率算数平均值，得出每周各类别中票利率差异均值系列数据并进行单侧 t 检验。（由于样本数量较为有限，部分永续中票发行周末有相应类别普通中票发行，以相邻周发行利率取加权均值作为当周该类别普通中票发行利率）。

¹ 3+N 年期和 5+N 年期分别指发行人在该中期票据发行届满 3 年和 5 年可以开始行使赎回权，根据中票发行条款设置不同，各中票发行人可行使赎回权频率有所不同，一般为每年或每个定价周期行使一次。

图3 AAA级5+N年期永续中票与5年期普通中票发行利差（单位：bp）



资料来源：联合资信整理

从上述统计结果来看，投资者在永续中票定价上仍考虑了永续中票的条款设置特点。笔者认为，永续中票与普通中票的发行利率差异主要来源于期限因素和信用风险因素两方面：其一，永续中票发行人可以自由选择赎回时点，虽然市场上对永续中票的赎回预期较强，永续中票仍存在期限上的不确定因素，定价时有一定风险溢价；其二，永续中票发行人可以选择递延支付利息和长期不赎回而不构成违约，相对普通中票信用风险较高；另外，相当一部分发行人发行永续债券的目的就是调整债务结构，该类发行人往往本身杠杆水平就较高，信用风险在相应级别中处于较高水平，对应风险溢价较高。

基于目前国内永续债券“债性”较强，笔者建议发行人在通过永续债券调整资本结构的同时应关注到其较高的财务成本，把控实质债务规模。

四、非金融企业永续债券风险关注点

由于永续债券具有股权和债权的双重特性，因此区别永续债券和普通债务融资工具与发行人的从属深度，是决定永续债券评级与普通债务融资工具评级差别的主要思路，也是投资者应该关注的风险点。总的来说，永续债券的“债性”越强，其风险或评级越接近主体信用等级。作为债项评级的一种，非金融企业永续债券评级的主要方法是在主体评级的基础上，根据永续债券的清偿顺序、赎回可能性、递延利息支付可能性等来判断与普通债务融资工具的接近程

度。一般来说，如果接近程度高，永续债券评级与发行人主体评级相同，反之则债项级别低于主体级别。

围绕偿付顺序、赎回可能性、递延利息支付可能性，永续债券评级的主要评级要素包括偿付顺序、赎回及利率调整条款、递延支付利息条款（含强制付息事件、递延支付利息罚则约定）三个主要评级要素。另外，不同信用等级的发行人、担保人也对应不同程度的违约率，因此也是永续债券评级需要考量的要素。在跟踪评级的过程中，发行人的实际付息和赎回情况也关系到永续债券的级别调整。

(1) 偿付顺序

永续债券的清偿顺序若劣后于普通债务工具，其特征更接近次级债务和优先股，当发行人破产清算时，其回收率很大可能低于普通债务工具，其股权属性更大；反之，永续债券的清偿顺序若等同于普通债务工具，其债权属性越强。股权属性更大，意味着违约损失率更高。

(2) 赎回及利率调整条款

发行人设置开始赎回期越长（尤其是 15 年以上），其股权属性越大。

发行人设置重置利率上调基点越高，其选择不赎回的融资成本越高，选择赎回的可能性越大，其债权属性越强。如果上调基点设置为递进基点，则票面利率将不断上升，选择赎回的可能性较固定基点更大。

实际操作中，可以通过比较上调基点与各级别信用债间历史利差再结合现行市场利率波动情况来判断上调票面利率对发行人融资成本的影响，进而粗略判断发行人赎回可能性。影响其赎回可能性的因素还有当时融资的环境和企业的状况等。目前银行间市场通行的 300bp 上调基点，显著高于 AAA 和 AA⁺以及 AA⁺和 AA 中期票据的发行利差，如果重置票面利率调整幅度较大，选择赎回的可能性大；但未来市场利率可能出现较大波动，利率水平的上升和不同级别间发行利差缩窄都可能导致企业赎回意愿的变动。

(3) 递延支付利息条款

若永续债券不设置递延利息支付条款，利息支付特征更接近于普通债务工具，债权属性更大，投资者利息出现损失的可能性与普通债券差别就较小。若

永续债券设置了可以无限期延期支付利息，则需通过强制付息事件和递延支付利息是否有罚则来判断发行人递延支付利息可能性。

若强制付息事件对发行人约束力较强，永续债券的债权属性越强。比如，永续债券条款约定发行人若付息日前 12 月内向股东分红，不得递延支付利息，而发行人过往有良好的盈利能力、连续的分红历史和意愿、发布了分红承诺，分红的可能性大，不能递延支付利息的可能性也越大；类似的强制付息事件还包括国有企业上缴国有资本收益、向出资人上缴利润等。分析此类条款时，应注意强制付息事件对应的对象，是全部合并范围还是仅发行人本部，以及对分红类型、对象的明确定义。再比如，永续债券条款约定发行人在债券计息年度内支付存续债务本金或利息，不得递延支付利息，此时若发行人有持续的融资和债务偿还历史，未来也有一定的融资需求，不能递延支付利息的可能性大。

若发生递延支付利息时，永续债券票面利率或递延的利息要跳升较大幅度计提，其递延支付利息可能性较小。

(4) 发行人信用等级

相比低信用等级发行人，高信用等级发行人通常融资渠道更为畅通、融资成本更低、流动性周转压力更小、对再融资成本敏感性较高，不赎回永续债券的融资成本显著高于赎回发行新融资工具，选择赎回和按期支付利息可能性更大。

(5) 债券存续期发行人主体信用等级或展望变化、赎回权行使和递延利息情况

永续债券发行以后，若发行人的主体信用等级或展望向下调整，意味着公司盈利、资金或资产质量情况发生了恶化，若发行人出现融资渠道收窄、资金链紧张的情况，即使财务成本升高也很有可能选择不赎回永续债券和递延支付利息，此时永续债券的“股性”增强，应视严重程度将永续债券债项级别下调。

在永续债券的存续期，若发行人选择不赎回永续债券或者递延支付利息，应视永续债券已存续期以及已递延支付利息次数和规模情况，对永续债券债项级别进行下调。

(6) 永续债券与担保的关系

永续债券中有第三方提供保证担保的，应首先核实担保条款是否严谨，明确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）。担保条款完善的，则永续债券债项的初始评级与担保方主体评级可相同（如担保方级别高于发行人级别）；后续若有不赎回、递延支付利息的情况，应视（5）中情况下调级别；担保条款不完善的，担保增信效果可能就比较有限。