

2017 年非金融企业永续债券 发行市场分析

2018.04.24



联合资信评估有限公司

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 17 层 100022 电话 010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

2017 年非金融企业永续债券发行市场分析

联合资信 工商企业二部

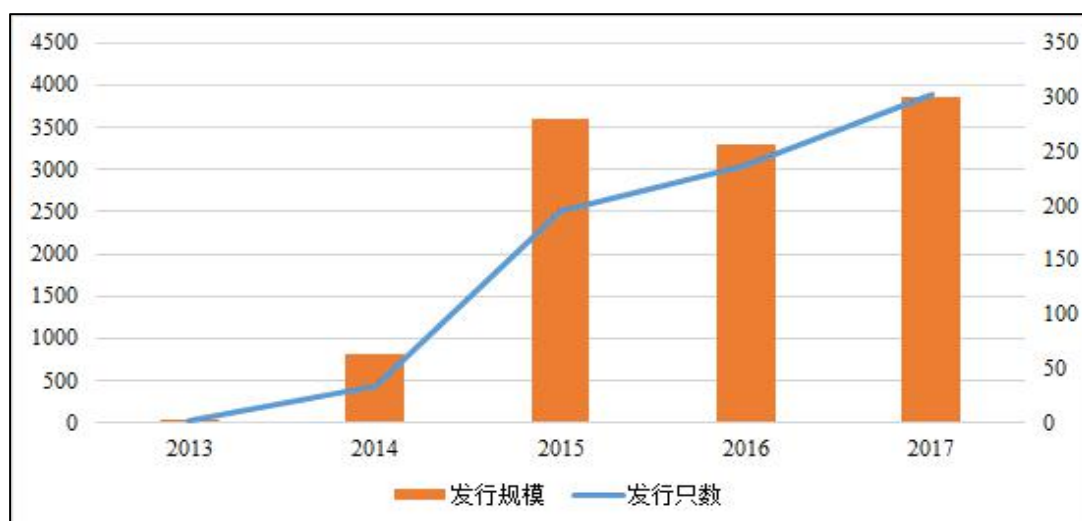
2017 年，中国债市永续债券发行规模大幅增长，一级市场永续债券配置需求偏中短期化，设置累进重置利率和交叉违约条款的永续债券发行占比显著增加，显示出投资者对永续债“股性”风险的规避。随债市利率走高和设置交叉违约条款增多，永续债券与普通债券发行利差有所缩窄；首例永续债“不赎回”提示投资者关注永续条款设置。

一、非金融企业永续债券发行概况

2017 年永续债券发行规模增速大幅上升，交易所永续债券发行占比显著增加

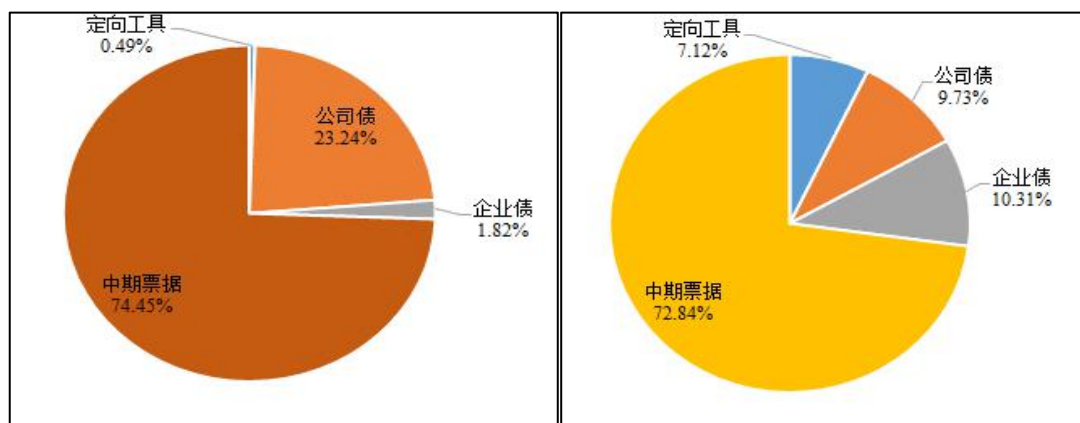
2017 年，银行间和交易所市场共发行非金融永续债券 303 只，较 2016 年的 237 只增加 66 只；银行间和交易所永续债券发行规模共计 3851.50 亿元，较 2016 年的 3313.58 亿元同比增长 16.23%，发行规模增速由负转正，较 2016 年提高了 25.89 个百分点。

图 1 中国债券市场永续债券发行情况



资料来源：联合资信 COS 系统

图 2 2017 年各品种永续债发行规模占比 图 3 2016 年各品种永续债发行规模占比



资料来源：联合资信 COS 系统

资料来源：联合资信 COS 系统

从发行品种看，银行间市场仍是永续债券发行的主要渠道，同时交易所市场永续债券发行规模呈迅速增长态势。2017 年新发永续债券中，公司债的发行数量 52 只，发行规模 894.90 亿元，较 2016 年分别大幅增长 333.33%和 179.59%；中期票据发行数量 242 只，发行规模 2867.60 亿元，分别较 2016 年增长 24.74%和 19.71%；企业债和定向融资工具的发行数量和规模均有所下降，占比较小。从发行方式看，2017 年公募和私募方式发行数量分别为 294 只和 9 只，发行规模分别占比 97.51%和 2.49%，公募发行规模占比较 2016 年增加 5.23 个百分点。

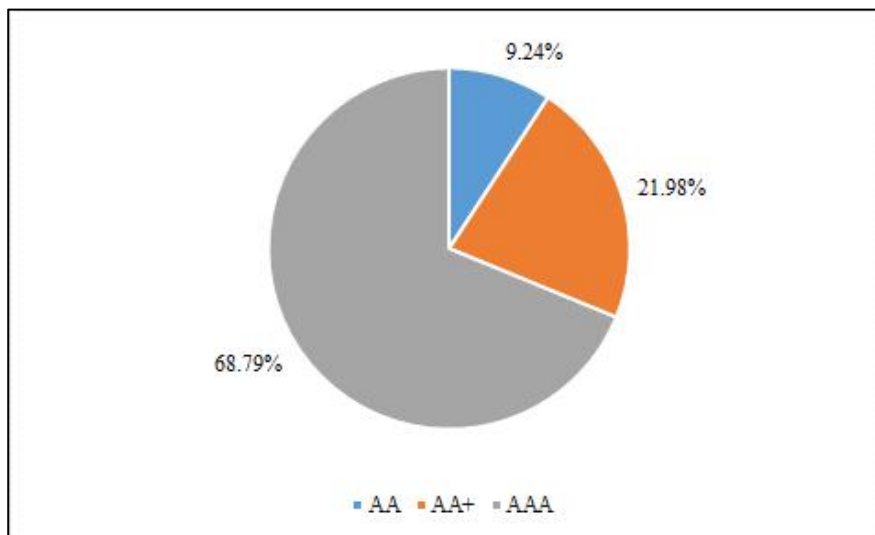
二、非金融企业永续债券级别分布情况

新发永续债券发行人信用等级仍集中在高信用等级，AA 级发行人多为首发永续债券

2017 年，银行间和交易所市场永续债券的发行人¹主体信用等级仍集中在 AA⁺和 AAA，但 AA 级别发行人发行永续债券规模和占比均有所增加，AA⁺级别发行人发行永续债券规模和占比则有所下降。其中，AAA 级别企业发行规模最大，发行主体 88 家，发行数量共 154 只，发行规模达 2649.30 亿元（占 68.79%），同比增长 39.73%；AA⁺级别企业发行人 82 家，共发行 94 只，发行规模达 846.50 亿元（占 21.98%），同比下降 25.65%；AA 级别企业发行人 43 家，共发行 55 只，发行规模 355.70 亿元（占 9.24%），同比增长 40.04%。AA 级别企业发行规模增长主要来自首次发行永续债券的发行人，2017 年发行永续债券的 43 家 AA 级别发行人中 39 家为首次发行永续债券，AA 级别发行人续发永续债规模小。而 AA⁺级别发行人永续债券发行规模下降或与债券市场发行成本显著升高，AA⁺发行人利率敏感度更高有关。

¹ 以下均指非金融企业

图 4 2017 年各信用等级发行人永续债发行规模占比



资料来源：联合资信 COS 系统

截至 2017 年底，存续永续债券 763 只，债券余额 11455.88 亿元；按照债券发行规模统计，AAA 主体发行总额占 70.16%，AA+ 主体占 23.95%，AA 主体占 4.96%，AA- 及以下主体占 0.79%，未有评级主体占 0.13%。8 家 AA- 以下发行主体除蚌埠玻璃主体级别未有调整以外，均由 AA 及以上等级下调至该等级。有债项评级的永续债券中，722 只债项级别与发行人主体信用等级一致，13 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。

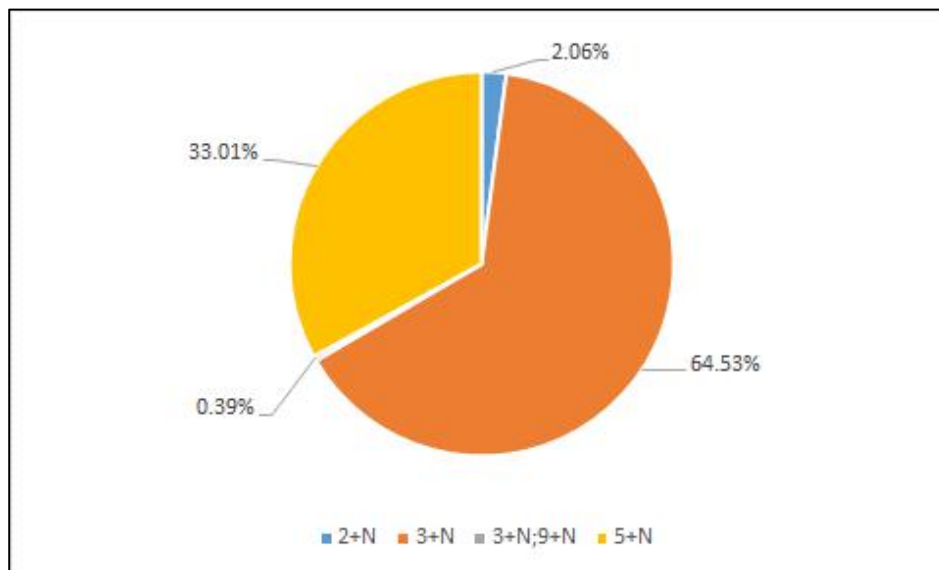
三、非金融企业永续债券主要条款设置情况

永续债券配置需求偏中短期化，设置累进重置利率和交叉违约条款的永续债券发行占比显著增加

从永续债券偿付顺序的设置来看，2017 年新发永续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）。

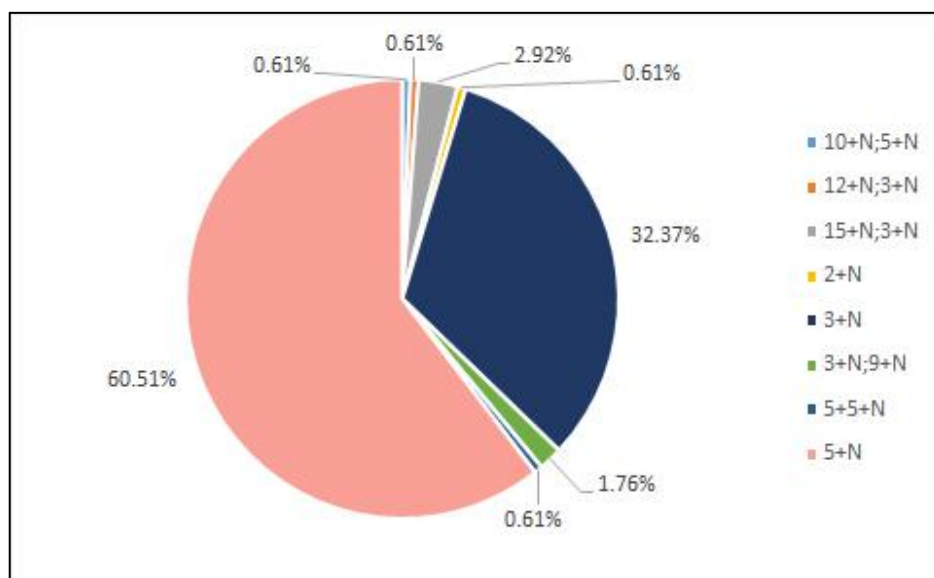
从永续债券重置利率条款设置来看，2017 年新发永续债券中，设置 3 年为一个定价周期（3+N）的发行规模占 64.53%，5 年为一个定价周期（5+N）的占 33.01%，2 年为一个定价周期（2+N）的占 2.06%。3+N 和 5+N 类的标准化产品占比上升趋势明显。另外，2017 年新发永续债券中 3+N 期限占比较 2016 年的 32.37% 上升约 32.16 个百分点，显示了一级市场投资者投资期限偏好的中短期化，这与债市一级市场整体配置需求一致。

图 5 2017 年各期限永续债发行规模占比



资料来源：联合资信 COS 系统

图 6 2016 年各期限永续债发行规模占比



资料来源：联合资信 COS 系统

在 299 只已披露发行条款设置情况的 2017 年新发永续债券中，每次重置票面利率上调基点²固定且不累进增加的有 245 只，以 300bp 为主（共 217 只），上调基点为 500bp 的 21 只，400bp 的 2 只，200bp 的 1 只，600bp 的 4 只；每次重置利率上调累进增加的永续债券 53 只，

² 国内永续债券或永续期债券在发行人选择不赎回永续债券或延期兑付永续期债券时，通常会设置票面利率重置条款，部分发行人约定重置票面利率=当期基准利率+初始利差+上调基点，其中初始利差为初始票面利率与初始基准利率之间的差值，上调基点由发行人在募集说明书中约定。

占比显著增多，其中上调基点为重置次数*300bp 的 20 只，上调基点为重置次数*200bp 的 1 只，重置票面利率为前一期票面利率+300bp 的 22 只，重置票面利率为前一期票面利率+500bp 的 3 只，5 只永续债券重置利率设置分阶段上调基点（前期上调基点为 100bp~300bp，后期上调基点为 200bp~600bp 不等），2 只永续债券除设置了上调基点为重置次数*300bp 外，还设置了票面利率不超过 18% 的上限；另外还有 1 只永续债券的上调基点设置为“前 3 个计息年度票面利率与利率调整日前 5 期中国银行间市场交易商协会发布的中国银行间市场待偿期为 10 年信用评级等级相同的非金融企业债务融资工具定价估值的算术平均值之差”与 300bp 孰高。累进的重置利率会大幅提升永续债券发行人选择不赎回永续债券后的融资成本，一定程度上制约了永续债券发行人的选择不赎回永续债券意愿，此类永续债券发行占比增加显示出投资者对未来大概率将被赎回类永续债券的配置偏好。

在 299 只已披露发行条款设置情况的 2017 年新发永续债券中，297 只永续债券设置了递延支付利息条款³，同时基本都设置了减少注册资本和分红、上缴利润或国有资本收益类的强制付息事件，极少数设置了重大固定资产或权益投资类、兑付劣后证券工具、支付存续债务本金或利息等强制付息事件。共有 36 只永续债券设置了发生递延利息支付调升票面利率或调升递延利息累计计息利率的条款，除 1 只永续债券调升 500bp 以外均调升 300bp。

值得注意的是，在 2016 年 9 月交易商协会发布《投资者保护范例》后，设置交叉违约条款的永续债券也有所增加，2017 年发行的永续债券中 42 只设置了交叉违约⁴条款。国内债券市场的交叉违约条款的触发情形通常包括发行人或发行人合并范围内子公司未能清偿到期应付（或宽限期到期后应付（如有））的其他债务融资工具、公司债、企业债、境外债券或金融机构贷款的本金或利息（或未清偿利息本金单独或累计的总金额达到或超过一定金额）；当交叉违约条款被触发时，永续债券的持有人会议有权决定（无条件或有条件）豁免违约、或采取追加担保等增信措施、或将永续债券回售给发行人或其他约定方。由于永续债券具有一定“股性”，在没有交叉违约条款设置下，当发行人发生其他债务偿付风险时，永续债券持有者除在发行人破产清偿等情况下，一般不能要求发行人偿还本金，而只能定期获取利息，部分债券设置利息可以递延支付，待永续债券真正违约时，其他债务债权人可能已将发行人的财产权执行完毕，永续债券的债权可能无法实现；设置交叉违约条款后，永续债券的投资者也可以及时采取措施，避免在向发行人行使追索权时较其他债权人处于不利的地位。

³ 递延支付利息指发行人可自行选择当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成发行人的违约事件，每笔递

延利息在递延期间应按照当期票面利率累计计息。

⁴ 交叉违约的基本含义是：如果本合同项下的债务人在其他贷款合同项下出现违约，则也视为对本合同的违约。

总体看，2017 年新发行永续债券可赎回期限偏中短期化，设置累进重置利率和交叉违约条款永续债券的增多，显示出投资者对永续债券“股性”风险的规避。

四、非金融企业永续债券发行利差分析

2017 年永续中票与普通中票的发行利率差异较 2016 年有所缩窄

本报告选取数量较多、发行进入成熟期（即 2015~2017 年）的 3+N 年期和 5+N 年期⁵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 1 和表 2）。

2017 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 44.32bp 和 37.43bp；3+N 年期 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 65.44bp 和 67.09bp。整体看，2017 年永续中票与普通中票的发行利率差异较 2016 年有所下降，一方面来源于 2017 年债市发行利率较高，永续中票按期赎回意愿较强，另一方面，设置交叉违约条款永续中票增多，也一定程度上降低了永续债券的信用风险溢价。

表 1 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	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年
利率差异均值	82.75bp	90.11bp	44.32bp	82.30bp	69.78bp	37.43bp
T 值	7.59	5.64	5.39	7.44	8.70	3.44
对应检验值(置信度 99%)	2.45	2.45	2.45	2.53	2.44	2.41

⁵ 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。

表 2 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	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年
利率差异均值	131.15bp	119.26bp	65.44bp	101.19bp	91.63bp	67.09bp
T 值	8.28	5.08	6.60	3.20	4.61	4.75
对应检验值(置信度 99%)	2.55	2.49	2.45	2.65	2.49	2.45

注：样本为 2015~2017 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）。

资料来源：联合资信整理

五、非金融企业永续债券赎回权行使和利息递延情况

“15 森工集 MTN001” 敲响永续债券风险警钟

截至 2017 年底，银行间市场和交易所市场永续债券发行人均选择在首个可赎回日赎回永续债券，且均按期支付了永续债券利息。但值得关注的是，2018 年 1 月 29 日，中国吉林森林工业集团有限责任公司（以下简称“吉林森工”）发布公告称，将对存续的“15 森工集 MTN001”进行利率重置并放弃行使赎回权；根据吉林森工后续公告，“15 森工集 MTN001”票面利率由 7.1%提高至 10.55%。“15 森工集 MTN001”的债项信用等级（A⁺）虽仍与主体信用等级一致，但其投资者在企业信用资质弱化的情况下，仅能通过二级市场交易退出投资，面临信用风险、净价亏损和后续市场利率风险，上调基点 300bp 对于这些风险的覆盖有很大的不确定性，相对普通债务或面临更大的信用风险。

整体来看，2017 年永续债券发行规模扭转 2016 年的下降趋势大幅增长，新发永续债券发行人信用等级仍集中在高信用等级，一级市场对新发行永续债券的配置需求偏中短期化，永续债券设置累进重置利率和交叉违约的增多，显示出投资者对永续债券“股性”风险的意识有所增强。

未来，发行人和投资者在发行、投资永续债券时应着重关注重置利率调整幅度、强制付息事件和递延支付利息是否有罚则，这些条款关系着发行人未来赎回永续债券本金和支付永续债券利息的意愿，以及在发生不赎回和递延支付利息时发行人的融资成本和投资者风险溢价。2018 年，2015~2016 年发行的永续债券将大规模进入首次可赎回期，联合资信建议永续债券投资者高度关注发行人信用资质较弱永续债券的潜在风险。