

混合资本工具信用评级方法研究

联合信用评级有限公司

混合资本工具是介于普通优先级债务与普通股之间的全部资本工具的统称，主要包括次级债、永续债、优先股等产品¹。混合资本工具通常兼具债务和股权两种特性，但由于具体条款设置的不同，有的混合资本工具股性强一些，有的则债性强一些，因此对混合资本工具股性强弱的判断则成为对混合资本工具的评级关键要素。其中，所谓的股性，是指与普通股相似的特征，主要包括较长的到期日（或者无到期日）、对持续支付不强制要求、破产时受偿权低于债权等等。

关于混合资本工具股性强弱对信用等级的影响，主要可从发行主体本身信用水平和混合资本工具债项信用等级两个方面来考虑。股性强的混合资本工具，可以增强发行主体的资本实力，可能提高其主体信用等级；同时较强的股性代表该混合资本工具期限更长、收益递延分配或更靠后的偿还顺序，不利于其债项的信用等级。因此，我们会首先综合考虑混合资本工具满足上述三个条件的程度和数量来判断其股性强弱，将发行规模中相应的股权和债权调整至发行人评级时的各项财务指标的计算中去，以此作为对发行人主体信用水平是否发生变动的判断依据，之后再根据混合资本工具自身股性强弱判断其在发行主体级别的基础上是否下调以及下调幅度，最终得到混合资本工具发行后主体信用等级和混合资本工具的信用等级。

一、混合资本工具评级要素

对混合资本工具的股性强弱判断标准是混合资本工具的评级关键要素，我们认为主要的判断标准包括到期日（或者无到期日）、持续支付要求和清偿顺序。

（1）到期日（无到期日）

通常情况下，随着期限的增长，混合资本工具的股性也随之增长。在其余条款满足相应要求的前提下，我们结合发行主体的评级和发行期限综合判断该混合资本工具的股性。具体而言，主体评级在 **BBB** 以上（含）的发行主体发行的剩余期限在 20 年以上的混合资本工具偏向于股性；主体评级在 **BBB** 以下的发行主体发行的剩余期限在 10 年以上的混合资本工具偏向于股性。

¹ 本文暂不对可转债产品加以讨论。

在考虑剩余期限影响时，我们会考虑某些特殊条款对混合资本工具期限的影响。在赎回权方面，一是赎回日期的设置，如果第一个赎回日设置在 5 年内，我们认为发行主体有较强的动机行使该赎回权，给予其弱股性。二是利率跳升机制，如果设置了一定期限后的利率跳升机制，且跳升幅度较大，我们认为企业有充足的动机赎回，给予其弱股性。三是赎回后是否需新发一个工具以及是否具有惩罚性，如果发行主体有较大可能发行新的、股性不低于旧混合资本工具的工具以替代旧有混合资本工具，我们认为旧混合资本工具在该赎回日极有可能执行赎回条款，给予其弱股性。

在混合资本工具的可转换属性方面，我们将其严格区分为选择性可转换和强制性可转换。对于选择性可转换来说，我们会将混合资本工具视同为债务，除非相关混合资本工具有其他条款特征能够促使其转换为股份。而对于强制性可转换而言，转换时间设置得越早，我们认为股性越强。通常情况下，我们会按 100% 股权、50% 股权和 50% 债务、100% 债务三个档次将混合资本工具计入发行人所有者权益中去，并综合考量其对发行人主体信用水平的影响。

（2）持续支付要求

出于避免发行人名誉受损及资本市场负面反应的考虑，我们认为企业管理层并不愿意降低或取消任何融资的利息或股息；而且相对于降低或取消普通股分红，管理层更不愿意延迟或取消支付混合资本工具的利息或股利。只有在确实面临财务困境或者约定的强制递延条件出现时，混合资本工具利息、股息才会被实际递延。根据递延支付的触发条件，可将持续支付要求划分为选择性递延和强制性递延。对于选择性递延，我们给予其弱股性；而对于强制性递延，我们给予其强股性。而股性的强弱主要取决于递延支付的年限、条款限制、递延支付部分是否可累计以及其他惩罚措施设计。

（3）清偿顺序

在清偿顺序方面，如果混合资本工具具有较强的次级属性，在发行主体破产时受偿顺序在一般债务之后，我们则可以认为其具有较强的股性。具体来说，混合资本工具在发行人资本结构中的实际偿付顺序以及发行人现金流出能否覆盖票息是确定其次级属性重要判断依据，并将该混合资本工具发行规模中股权份额与债务份额的比例上限设定为 50%，当达到划分到股权类证券这个上限时，则给予其强股性。

二、混合资本工具评级思路

混合资本工具具有债务和股权双重特性，我们认为区别发行人和高级无担保债券的从属关系是决定混合资本工具评级与高级无担保债券评级差别的主要思

路。在企业破产清算时，次级债券的清偿顺序在高级无担保债券之后、优先股的清偿顺序在所有债券之后、普通股之前，其回收率低于次级债券，因此一般情况下次级债券的评级应低于高级无担保债券评级，优先股的评级应低于次级债券评级。对于永续债的评级，则应根据是否具有次级属性再加以判断。若没有次级属性，则永续债的评级应等同于高级无担保债券评级；若有次级属性，则永续债的评级应等同于次级债券评级。此外，我们还会评价混合资本工具递延支付等具体条款，并结合发行人信用状况的不同，在主体评级基础上下调不同档数。

对于混合资本工具的评级思路具体可以归纳为：首先，在确定次级属性导致的下调档数时，需要考虑混合资本工具在实际求偿顺序和面临的损失方面是否存在实质弱于高级无担保债券的可能，如果确定排在高级无担保债券之后，则需下调 1 档；如果和高级无担保债券并没有明确差异，则不需下调。其次，在确定递延支付导致的下调档数时，需要考虑发行主体的信用等级，如果主体信用等级为投资级的，则只需下调 1 档；如果主体信用等级为投机级，则需下调 2 档。最后，将次级属性和递延支付分别下调的档数合计，得出混合资本工具债项评级。在实际操作中，我们还将对每个混合资本工具条款逐一分析其股性强弱，如股性较弱，下调档数相应减少，反之增加。

表 1 混合资本工具评级下调档数情况表

	投资级		投机级	
	选择性递延	强制性递延	选择性递延	强制性递延
无次级属性	0	0	0	0
有次级属性	1	1	1	1
无递延支付	0	0	0	0
有递延支付	1	1	2+	3+
合计	0~2	0~2	0~3+	0~4+

注：本评级方法适用于次级债、永续债、优先股等产品。

三、国际评级公司混合资本工具信用评级方法比较分析

从国际评级公司的评级方法来看，评级公司会综合考虑混合资本工具满足上述三个条件的程度和数量来判断其股性强弱，并将其分档。标普和惠誉大致将混合资本工具的股性分为强、中、弱三档，而穆迪则将其细化为 A~E 五档（对应 0~100%，每 25% 算一档，A 为 0% 股性，E 为 100% 股性）。

(1) 对股性强弱的判断标准类似，但刻度不一。国际评级公司对混合资本工具的股性强弱判断标准主要包括到期日、持续支付要求和清偿顺序。其中，关于到期日，标普认为，主体评级在 BBB 以上的发行主体发行的剩余期限在 20

年以上的混合资本工具，可以达到“中等股性”或更高；惠誉认为，如果相关债券采用递增方式增加票息，那么当累积增幅达到或超过 1%时将被视为有效到期日，并且将有效期限为 5 年作为判定混合资本工具属于股权性或债权性的最低期限标准；穆迪认为，对于到期日在 30 年以内的混合资本债即 100% 债性，到期日在 30 年到 60 年之间的可认定为具有一定的股性，到期日在 60 年以上的具有较强的股性，只有完全不设置到期日的才能被认定为 100% 股性。

关于持续支付要求，标普和惠誉认为，如果企业财务状况在 5 年后还没有改善，那么未来有改善的概率是很小的，甚至可能丧失偿还能力，可递延支付年限越长、该混合资本工具的股性越强；穆迪认为，除非企业接近于全面违约，否则一般不会倾向于选择取消支付混合资本债的股息或利息，因此，就吸收损失和保持公司流动性的作用方面，累积或非累积的工具差异不大。

关于清偿顺序，标普认为，次级属性并非股性认定的充分条件，如果缺乏其他股性确认条件，也只会被认定为“类债务”；惠誉认为，当股权类证券和债券类证券的发行规模比例达到 30% 以上时，就可确定其为强股性证券；穆迪认为，次级债权只能获得不到 40% 的股性，优先股对应 60%~80% 的股性，只有普通股才对应 100% 的股性。

(2) 对降级与否的判断依据类似，但幅度不一。

标普在确定次级属性导致的下调档数时，需要考虑发行主体的信用等级，如果主体信用等级为投资级的，只下调 1 档，主体等级为投机级的下调 2 档。在考虑递延条款导致的下调档数时，标普选择性递延单独下调 1 档，强制性递延单独下调 2 档。将次级属性和递延支付分别下调的档数合计，即可得出混合资本工具债项评级。在实际操作中，标普还对每个混合资本工具条款逐一分析其股性强弱，如股性较弱，下调档数相应减少，反之增加。

表 2 标普混合资本债债项评级下调档数情况

	投资级		投机级	
	选择性递延	强制性递延	选择性递延	强制性递延
次级属性	1	1	2	2
递延	1	2	1	2
合计	2	3	3	4

资料来源：标普、联合评级整理

惠誉对于混合资本工具评级的主要原则是研究其条款及发行人资质决定的回收率，可能在主体评级基础上下调 1~3 档，甚至更多。

表 3 惠誉混合资本债项评级下调档数情况

	高于 B+		低于 B+ (含)	
	选择性递延	强制性递延	选择性递延	强制性递延
无次级属性	0	0	0	0
有次级属性	1	2	2	3
递延	1	2	1	2
回收率	0	0	+1	+1
小计 1	1	2	+2	+3
小计 2	2	4	+4	+6

资料来源：惠誉、联合评级整理

穆迪会对混合资本债的三个因素进行分析，即优先股/次级债、利率是否可累积、到期日长短，在此基础上考虑利率调升幅度及其他附加条件，从而得出其股性比例，进而决定下调幅度。

表 4 穆迪对股性强弱的判断应用

类别		#1	#2	#3	#4	#5	#6	#7	#8	#9	#10	#11	#12
取消支付	弱强制性		X										
	有限制的选择性			X							X		
	选择性	X			X	X		X	X			X	
	高强制性						X			X			X
是否累积	累积	X	X	X	X	X	X	X		X			
	不累积								X		X	X	X
次级属性	次级债	X	X	X	X	X	X						
	优先股							X	X	X	X	X	X
到期日	小于 30 年	X											
	30~59 年				X				X				
	大于等于 60 年		X	X		X	X	X		X	X	X	X
	无到期日												
股性特征结论		A	B	B	B	B	B	C	C	C	C	C	D

资料来源：穆迪、联合评级整理

四、国内混合资本工具评级实践探讨

从国外发达市场上看，已发行的混合资本工具通常期限可能很长，但不会明确注明，往往通过设置赎回日期、利率调升机制、重置资本契约等办法间接加以判断。同时，会约定如果未能在约定期限支付利息并不构成违约，往往通过选择性递延和强制性递延的细化条款（含累计和非累积等）等作为判断依据。此外，还会在清算顺序上明确注明优先和劣后，这是评级机构通过破产回收率作为直接评价因素的重要原因。相比国外成熟且丰富的条款设计，国内混合资本工具的相

关条款则呈现出“形式统一、条款相似”的特点。以永续债为例，截至 2016 年 4 月 13 日，国内交易所市场非金融企业共计公开发行 10 只永续期公司（企业）债券（含“16 海航集团永续期债 01”等 1 只债项尚未完成发行），利率确定方式均为基准利率+基本利差，特殊条款包括延期支付与调整票面利率等，但由于没有次级属性，因而发行时的债项评级等同于同一主体的高级无担保债券评级。交易所市场已发行的永续债（非金融企业）相关条款设计情况如下表所示：

表 5 交易所市场已发行的永续债（非金融企业）相关条款情况表

序号	债券全称	利率确定方式	特殊条款	发行时 债项评级	发行时 主体评级
1	2014 年第一期北京首都创业集团有限公司永续期公司债券	<p>（一）在本期债券存续的前 4 个重定价周期（第 1 个计息年度至第 12 个计息年度）内，票面利率由基准利率加上基本利差确定。</p> <p>基准利率在每个重定价周期确定一次。首期基准利率为发行公告日前 750 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率（Shibor）的算术平均数（四舍五入保留两位小数），其后每个重定价周期的当期基准利率为在该重定价周期起息日前 750 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率的算术平均数（四舍五入保留两位小数）。</p> <p>基本利差上限为 3.69%，首次发行票面利率由发行人和主承销商在发行时根据簿记建档结果确定，并报国家有关主管部门备案。</p> <p>（二）如果发行人选择延长本期债券期限，则在第 5 个重定价周期（第 13 个计息年度至第 15 个计息年度）内的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 300 个基点；从第 6 个重定价周期开始，每个重定价周期适用的票面利率为当期基准利率加上基本利差再加上 600 个基点。</p>	延期，调整票面利率	AAA	AAA
2	2015 年中国电力投资集团公司永续期企业债券	<p>（一）在本期债券存续的前 4 个重定价周期（第 1 个计息年度至第 12 个计息年度）内，票面利率由基准利率加上基本利差确定。</p> <p>基准利率在每个重定价周期确定一次。首期基准利率为发行公告日前 750 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率（Shibor）的算术平均数（四舍五入保留两位小数），其后每个重定价周期的当期基准利率为在该重定价周期起息日前 750 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率的算术平均数（四舍五入保留两位小数）。</p> <p>本次债券基本利差及首次发行票面利率将根据簿记建档结果确定，在公告前报国家发改委和中国人民银行备案。</p>	延期，调整票面利率	AAA	AAA

		<p>(二) 如果发行人选择延长本次债券期限, 则从第 5 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再加上 300 个基点。</p>			
3	2014 年第二期北京首都创业集团有限公司永续期公司债券	<p>(一) 在本期债券存续的前 4 个重定价周期(第 1 个计息年度至第 12 个计息年度)内, 票面利率由基准利率加上基本利差确定。</p> <p>基准利率在每个重定价周期确定一次。首期基准利率为发行公告日前 750 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率(Shibor)的算术平均数(四舍五入保留两位小数), 其后每个重定价周期的当期基准利率为在该重定价周期起息日前 750 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率的算术平均数(四舍五入保留两位小数)。</p> <p>基本利差上限为 3.69%, 首次发行票面利率由发行人和主承销商在发行时根据簿记建档结果确定, 并报国家有关主管部门备案。</p> <p>(二) 如果发行人选择延长本期债券期限, 则从第 5 个重定价周期(第 13 个计息年度至第 15 个计息年度)内的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 300 个基点; 从第 6 个重定价周期开始, 每个重定价周期适用的票面利率为当期基准利率加上基本利差再加上 600 个基点。</p>	延期, 调整票面利率	AAA	AAA
4	2016 年第一期广州地铁集团有限公司永续期公司债券	<p>(一) 本期债券采用浮动利率形式, 单利按年计息。在本期债券存续的前 5 个重定价周期(第 1 个计息年度至第 15 个计息年度)内, 票面利率由基准利率加上基本利差确定。</p> <p>基准利率在每个重定价周期确定一次。首期基准利率为发行公告日前 750 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率(Shibor(1W))的算术平均数(四舍五入保留两位小数), 其后每个重定价周期的当期基准利率为在该重定价周期起息日前 750 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率的算术平均数(四舍五入保留两位小数)。</p> <p>首次发行票面利率由发行人和主承销商在发行时根据簿记建档结果确定, 并报国家有关主管部门备案。</p>	延期, 调整票面利率	AAA	AAA

		<p>(二) 如果发行人选择延长本期债券期限, 则在第 5 个重定价周期 (第 13 个计息年度至第 15 个计息年度) 内的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 300 个基点; 从第 6 个重定价周期开始, 每个重定价周期适用的票面利率为当期基准利率加上基本利差再加上 600 个基点。</p>			
5	2016 年第一期海航集团有限公司永续期公司债券	<p>(一) 本期债券采用浮动利率形式, 单利按年计息。在本期债券存续的前 3 个重定价周期 (第 1 个计息年度至第 9 个计息年度) 内, 票面利率由基准利率加上基本利差确定。</p> <p>基准利率在每个重定价周期确定一次。首期基准利率为发行公告日前 750 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率 (Shibor (1W)) 的算术平均数 (四舍五入保留两位小数), 其后每个重定价周期的当期基准利率为在该重定价周期起息日前 750 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率的算术平均数 (四舍五入保留两位小数)。</p> <p>首次发行票面利率由发行人和主承销商在发行时根据簿记建档结果确定, 并报国家有关主管部门备案。</p> <p>(二) 如果发行人选择延长本期债券期限, 则在第 4 个重定价周期 (第 10 个计息年度至第 12 个计息年度) 内的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 300 个基点; 从第 5 个重定价周期开始, 每个重定价周期适用的票面利率为当期基准利率加上基本利差再加上 600 个基点。</p>	延期, 调整票面利率	AA+	AA+
6	2013 年武汉地铁集团有限公司永续期公司债券	<p>(一) 本期债券采用浮动利率形式, 单利按年计息。票面年利率由基准利率加上基本利差确定。</p> <p>基准利率每 5 年确定一次。首次基准利率为发行公告日前 1250 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率 (Shibor) 的算术平均数 (四舍五入保留两位小数), 其后每 5 年的基准利率为在该 5 年计息周期起息日前 1250 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率的算术平均数 (四舍五入保留两位小数)。</p> <p>首次发行票面利率由发行人和主承销商在发行时根据簿记建档结果确</p>	延期, 调整票面利率	AA+	AA+

		<p>定，并报国家有关主管部门备案。</p> <p>(二) 如果发行人选择延长本期债券期限，则在第 5 个重定价周期(第 13 个计息年度至第 15 个计息年度)内的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 300 个基点；从第 6 个重定价周期开始，每个重定价周期适用的票面利率为当期基准利率加上基本利差再加上 600 个基点。</p>			
7	浙江省交通投资集团有限公司 2016 年可续期公司债券(第一期)	<p>本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。</p> <p>初始基准利率为初始基准利率为簿记建档日前 250 个工作日中国债券信息网站(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到 0.01%)；后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个工作日中国债券信息网站(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到 0.01%)。</p> <p>初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。</p>	延期，调整票面利率，赎回	AAA	AAA
8	2015 年温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司可续期公司债券(品种一)	<p>(一) 本期债券采用浮动利率形式，单利按年计息，不计复利。票面年利率由基准利率加上基本利差确定。</p> <p>基准利率每 5 年确定一次。首次基准利率为发行公告日前 1250 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率(Shibor)的算术平均数(四舍五入保留两位小数)，其后每 5 年的基准利率为在该 5 年计息周期起息日前 1250 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率的算术平均数(四舍五入保留两位小数)。</p> <p>基本利差由发行人和联席主承销商在发行时根据簿记建档结果确定，并报国家有关主管部门备案。</p>	调整票面利率，延期	AA	AA

		<p>(二) 若发行人选择延长本期债券品种一的期限, 则从第 21 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 300 个基点, 在第 21 个计息年度至第 25 个计息年度内保持不变; 从第 26 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 500 个基点, 在第 26 个计息年度至第 30 个计息年度内保持不变; 从第 31 个计息年度开始, 每个计息周期适用的票面利率为当期基准利率加上基本利差再加上 1,000 个基点。</p>			
9	2014 年第二期北京市基础设施投资有限公司可续期公司债券	<p>(一) 本期债券采用浮动利率形式, 单利按年计息, 每个重定价周期末重定一次。首个重定价周期票面年利率由初始基准利率加上基本利差确定, 在首个重定价周期内固定不变。</p> <p>初始基准利率为本期债券发行公告日前 1250 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率 (Shibor) 的算术平均数 (四舍五入保留两位小数), 一周上海银行间同业拆放利率由全国银行间同业拆借中心在上海银行间同业拆放利率网上公布。</p> <p>基本利差由发行人和主承销商在发行时根据簿记建档结果确定, 基本利差确定后在债券存续期内保持不变。首个重定价周期票面年利率在发行前报国家有关主管部门备案。</p> <p>(二) 若发行人在首个重定价周期末选择将本期债券期限延续 5 年, 则本期债券第二个重定价周期票面年利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 150 个基点 (每个基点为 0.01%), 在该重定价周期内固定不变。若发行人在第二个重定价周期末或以后的任一个重定价周期末选择将本期债券期限延续 5 年, 则本期债券第三个重定价周期或以后的任一个重定价周期票面年利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 200 个基点 (每个基点为 0.01%), 在该重定价周期内固定不变。当期基准利率为在该重定价周期起息日前 1250 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率的算术平均数 (四舍五入保留两位小数)。初始基准利率为本期债券发行公告日前 1250 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率 (Shibor) 的算术平均数 (四舍五</p>	延期, 调整票面利率	AAA	AAA

		入保留两位小数)。			
10	2014 年第一期北京市基础设施投资有限公司可续期公司债券	<p>(一) 本期债券采用浮动利率形式, 单利按年计息, 每个重定价周期末重定一次。首个重定价周期票面年利率由初始基准利率加上基本利差确定, 在首个重定价周期内固定不变。</p> <p>初始基准利率为本期债券发行公告日前 1250 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率 (Shibor) 的算术平均数 (四舍五入保留两位小数), 一周上海银行间同业拆放利率由全国银行间同业拆借中心在上海银行间同业拆放利率网上公布。</p> <p>基本利差由发行人和主承销商在发行时根据簿记建档结果确定, 基本利差确定后在债券存续期内保持不变。首个重定价周期票面年利率在发行前报国家有关主管部门备案。</p> <p>(二) 若发行人在首个重定价周期末选择将本期债券期限延续 5 年, 则本期债券第二个重定价周期票面年利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 150 个基点 (每个基点为 0.01%), 在该重定价周期内固定不变。若发行人在第二个重定价周期末或以后的任一个重定价周期末选择将本期债券期限延续 5 年, 则本期债券第三个重定价周期或以后的任一个重定价周期票面年利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 200 个基点 (每个基点为 0.01%), 在该重定价周期内固定不变。当期基准利率为在该重定价周期起息日前 1250 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率的算术平均数 (四舍五入保留两位小数)。初始基准利率为本期债券发行公告日前 1250 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率 (Shibor) 的算术平均数 (四舍五入保留两位小数)。</p>	调整票面利率, 延期	AAA	AAA

同理，以优先股为例，截至 2016 年 4 月 13 日底，国内交易所市场非金融企业共计非公开发行 12 只优先股（含 5 只尚未完成发行），股息率确定方式以存续期内固定股息率或附单次跳息安排的固定股息率为主，其他条款包括选择性递延、非累积、可参与或不可参与可分配利润、发行人可赎回、投资者不可回售等，由于有次级属性，清偿顺序排在支付清算费用、职工的工资、社会保险费用和法定补偿金，缴纳所欠税款，清偿公司债务之后，且存在利息支付的选择性递延，因而发行时的优先股评级较同一主体高级无担保债券评级下调两个级别。交易所市场已发行的优先股（非金融企业）相关条款设计情况如下表所示：

表 6 交易所市场已发行的优先股（非金融企业）相关条款情况表

序号	股票简称	主要条款		发行时 优先股评级	发行时 主体评级
		股息率确定方式	其他		
1	中建优 1	本次发行的优先股采用附单次跳息安排的固定股息率。 首期发行的优先股，第 1~5 个计息年度的票面股息率通过询价方式确定为 5.80%，并保持不变。 自第 6 个计息年度起，如果公司不行使全部赎回权，每股股息率在第 1~5 个计息年度股息率基础上增加 2 个百分点，第 6 个计息年度股息率调整之后保持不变。	选择性递延、股息非累积；发行人可赎回、投资者不可回售；次级属性。	AA	AAA
2	中交优 1	本次发行的优先股采用附单次跳息安排的固定股息率。 首期发行的优先股，第 1~5 个计息年度的票面股息率通过询价方式确定为 5.10%。第二期发行的优先股，第 1~5 个计息年度的票面股息率通过询价方式确定为 4.70%。 自第 6 个计息年度起，如果不行使全部赎回权，每股股息率在第 1~5 个计息年度股息率基础上增加 200bp，第 6 个计息年度股息率调整之后保持不变。	选择性递延、股息非累积；发行人可赎回、投资者不可回售；次级属性。	AA	AAA
3	中交优 2	本次发行的优先股采用附单次跳息安排的固定股息率。 首期发行的优先股，第 1~5 个计息年度的票面股息率通过询价方式确定为 5.00%，并保持不变。 自第 6 个计息年度起，如果不行使全部赎回权，每股股息率在第 1~5 个计息年度股息率基础上增加 200bp，第 6 个计息年度股息率调整之后保持不变。	选择性递延、股息非累积；发行人可赎回、投资者不可回售；次级属性。	无	无

5	中原优 1	本次发行的优先股采用固定票面股息率。股东大会授权董事会结合发行时的国家政策、市场状况、公司具体情况以及投资者要求等因素，通过询价方式或监管机构认可的其他方式确定票面股息率，且票面股息率不得高于公司本次发行前最近两个会计年度的年均加权平均净资产收益率。	不累积、可参与、发行人可赎回、投资者不可回售、不可转换；次级属性。	无	无
6	晨鸣优 01	本次发行的优先股采用附单次跳息安排的固定股息率。 首期发行的优先股，第 1~5 个计息年度的票面股息率通过询价方式确定为 4.36%，并保持不变。 自第 6 个计息年度起，如果公司不行使全部赎回权，每股股息率在第 1~5 个计息年度股息率基础上增加 2 个百分点，第 6 个计息年度股息率调整之后保持不变。	选择性递延、股息非累积、可参与；发行人可赎回、投资者不可回售；次级属性。	无	无
7	康美优 1	本次优先股采取固定股息率，票面股息率为 7.50%，在存续期内不变。	非积累、非参与、不设回售条款、不可转换；次级属性。	AA-	AA+

通过上述对永续债和优先股等混合资本工具的评级实践分析可知，我国交易所市场所发行的永续债重定价周期期限较短，大多数分布于 3~5 年之间，也不存在次级属性，股性弱，除了可续期以外，与高级无担保债券的区别并不大，国内评级机构在对其进行评级时和同一主体高级无担保债券评级保持一致。而国内发行的优先股，由于有次级属性且存在利息支付的选择性递延，国内评级机构在对其进行评级时较同一主体高级无担保债券评级下调两个级别。

五、总结

在制定混合资本工具评级方法时，既有出于方法完备性的考虑，更多的结合国内评级实践和监管要求，即永续债级别与主体级别一致、优先股级别一般低于主体级别两个等级，以及“优先股的信用等级，原则上应当低于最近普通债项至少两个等级或者次级债项至少一个等级（两者同时存在的，遵循孰低原则）。”²总体看，我们对于混合资本工具的评级关键在于该工具的股性的强弱判断，在股性强弱判断的基础上，结合发行主体本身的信用等级综合决定该工具的债项评级。

² 参见《中国保监会关于保险资金投资优先股有关事项的通知》保监发[2014]80 号