



# 永续类债务融资工具的市场定价逻辑与趋势

## Trends and Market Pricing on Perpetual Debt Financing Instruments

张佳梦 江之韵 李虹佳

**摘 要：**永续债<sup>①</sup>存在发行期可控、发行条款可调等多方面的优势，又因其兼具债权和权益属性，可以让高负债企业在保证资本结构合理的前提下实现融资目标。在国家降杠杆政策的背景下，我国的永续债发行规模快速增长。目前国内学者对永续债的研究还停留在会计属性、基础条款的解读上，本文力求探究永续债市场定价的影响因素并推算其趋势，一是初步分析永续债市场定价的影响因素，二是逐一量化分析永续债主要影响因素对于定价的影响，三是通过永续债条款设计及未行权动因分析为永续债的信用风险判断提供更多视角。

**关键词：**永续债定价 利差因素分析 风险判断

**Abstract:** Perpetual debt has unique advantages such as a controllable issuance period with adjustable issuance terms. As it has the attributes of both debt and equity, it allows highly indebted enterprises to achieve their financing goals while maintaining a reasonable capital structure. With the support of a national policy that encourages the reduction of leverage throughout the economy, the scale of perpetual debt in China has been growing rapidly. This paper aims to explore the factors affecting the market pricing of perpetual bonds and in turn make projections about future trends. It looks at the factors influencing pricing and makes a quantitative analysis of the main contributors. It also provides fresh perspectives on the credit risks of perpetual bonds through the design of bond terms.

**Keywords:** Pricing of Perpetual Bonds, Spread Factor Analysis, Risk Judgment

作者单位：国信证券股份有限公司固定收益第二事业部。本文为2021年“NAFMII 研究计划”获奖课题成果。

① 本文永续债指非金融企业永续债，包括含永续条款的银行间市场交易商协会的永续票据（含一般中期票据和定向工具）、发改委可续期企业债券及交易所可续期公司债券（含一般公司债和私募债）。操作定义为，Wind 函数条件“是否永续债”的值为“是”，且“Wind 债券二级分类”条件中属于“一般企业债”、“一般中期票据”、“定向工具”、“一般公司债”和“私募债”之一的已发行债券。



## 我国永续债政策趋于完善市场快速发展

### 永续债相关政策逐步清晰

#### 会计处理方式越发明确

2014年，财政部在《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》和《企业会计准则第37号——金融工具列报》金融工具准则和其他企业会计准则基础上印发了《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》（财会〔2014〕13号），初步解决了永续债是计入负债还是权益的争议，并对永续债的会计处理进行了明确。之后，《〈企业会计准则第37号——金融工具列报〉应用指南》在条款方面明确了金融工具初始确认时认股或债的原则性要求，故对永续债部分具体条款设计有了较为明确的会计指导。但由于会计准则的要求较为纲领化，企业和中介机构对永续债的分类、清偿顺序等条款处理上仍带有很大的主观性，使得永续债这一工具在降杠杆强监管的背景下，股债认定上仍存在较大会计政策调整的风险，不利于市场发展。

2019年1月，财政部印发了《永续债相关会计处理的规定》（财会〔2019〕2号，以下简称“《会计处理规定》”），将企

业会计准则相关规定及相关应用指南内容予以整合细化，明确永续债相关会计处理。《会计处理规定》与金融工具准则共同构成永续债的会计处理规范。金融工具准则<sup>①</sup>目前处于新老并行阶段的末期，发行方不论其执行新旧金融工具准则，永续债会计处理依据《会计处理规定》。执行旧金融工具准则的持有方对永续债会计分类通常与发行方一致。执行新金融工具准则的持有方根据新金融工具准则判断永续债会计分类。随着2019年新规出台，我国永续债会计准则在涉及股债认定的会计要求已较为明确且严格，使得会计初始确认能真实公允地反映永续债的经济实质和条款设置的差异性，提高了永续债会计确认的一致性，加强财务报表会计信息可比性。

#### 税务处理方式有据可依

2013年永续债出现后，税务处理理论上参照2013年税务总局发布的《关于企业混合性投资业务企业所得税处理问题的公告》。根据该公告，对于混合性投资业务而言，只有同时满足5个条件，投资企业和被投资企业才能将永续债利息作为债券利息收支进行税务处理，前者利息收入计算缴纳所得税，后者利息支出在税前扣除。理论上发行方支付的永续债利息不应该税

① 2018年1月1日起分阶段实施《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》（财会〔2017〕7号）、《企业会计准则第23号——金融资产转移》（财会〔2017〕8号）、《企业会计准则第24号——套期会计》（财会〔2017〕9号）、《企业会计准则第37号——金融工具列报》（财会〔2017〕14号），以上四项简称新金融工具准则。



前扣除。但实践中，发行方基本都把永续债的利息支出税前抵扣，投资方也按照利息收入纳税，理论与实务存在分歧。

2019年4月，财政部和税务总局发布《关于永续债企业所得税政策问题的公告》，详细规定了永续债相关税务处理，税前抵扣有据可依。根据永续债利息作为权益性投资收益还是债权投资收益来界定发行人和投资方的税收处理；税务处理方式由发行方决定，持有方必须与发行方的税务处理协调一致，从而保证税收中性。

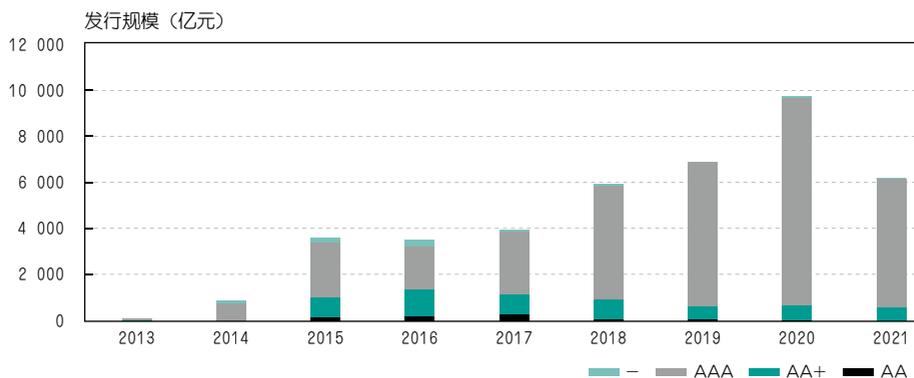
### 永续债市场发行扩容，主体集中于高评级央、国企

2013年以来，非金融企业永续债发行增长较快，发行规模从2013年的33亿元增长到2020年的9 604.8亿元，发行只数也从2只增长到702只。2021年以来，受永续债规模管控及会计计量趋严等因素影响，发

行规模和只数均较2020年有所下降，2021年全年发行总规模6 202.4亿元，发行只数532只。

发行人主体评级上，从2013年永续债开始发行至今，由于债券市场经历了信用违约从无到有、从少到多的过程，信用分化成为一个重要的趋势，高评级主体在永续债发行中优势地位加强。2014—2016年，主体信用等级为AAA企业的永续债发行规模呈下降趋势。2017—2020年，AAA企业的永续债重新成为永续债市场的主要增量，占比也从2016年的50%左右，上升至2019—2021年的90%左右。主体信用等级为AA+及以下企业的永续债发行规模自2016年达到峰值后呈下降态势。

企业属性上，2014—2016年，央企主体的永续债发行规模从71%左右迅速下降至22%附近，同期地方国企主体的发行



数据来源：Wind。（数据截至2021年末，其中主体评级为Wind“发行时主体评级”函数值）

图1 非金融企业永续债发行概况及评级分布



规模占比从29%上升至近70%，并且出现了公众企业和民企主体发行，对应了一轮债市牛市中的信用扩张，以及城投的融资扩张。以2016年为转折，至2020年的几年间，央企主体发行规模占比重新攀升至60%以上，地方国企占比收缩至40%以内，民企在2018年后几乎退出永续债市场。2021年，伴随着地方国企发行规模占比重新扩张至60%附近，央企占比收缩至40%以内，其他性质的主体依然罕见发行。与此相关，城投债<sup>①</sup>占比上，城投永续债的规模占比经历了2014—2016年的快速提升，2016年峰值达到超40%。随后，到2020年逐渐下降到15%附近。背后折射的是以2016年10月国发88号文为标志，中央开始处理地方债务风险，城投债进入新

一轮紧缩周期。2017年50号文、87号文陆续颁布，紧接着2018年194号文、23号文出台，政策组合拳连续出击，市场投资人对于可投资永续债的发行主体资质要求持续提升，AA+城投公司发行永续债的难度加大。

地区分布上，发行人注册地为北京的永续债发行规模历年皆为最大，规模占比在2016—2020年呈明显上升趋势，与北京地区央企、大型国企密集相关。规模排名第二梯队的为广东、山东、陕西。第三梯队为湖北、福建、山西、四川、上海。2016—2020年，天津、重庆、湖南、江西等地区发行规模占比整体有下降趋势。

期限分布上，3+N替代5+N成为主流，首个赎回日期整体呈短期化趋势。



① 城投债的口径有多种，本文的操作定义统一使用Wind“是否城投债”口径。



自2013年起，3+N期限占比呈上升趋势并为当前主力，在近两年规模占比近70%。5+N期限占比和绝对规模整体呈下降趋势。首个赎回权行使日在5年以上的期限占比极少，基本在2%以内。此外，2+N期限在2017年后呈上升趋势，1+N的可续期公司债也在2020年发行较多。其动因一方面与国内企业信用下行的大环境息息相关，另一方面也与后疫情时代整体债市处于底部震荡的资本市场环境有关，产品期限溢价增大。

在特殊条款方面，2018年次级条款首次出现在非金融企业永续债条款中，首次发行规模为5亿元。其后，此类永续债发行规模迅速提升，到2020年已经达到3 165亿元。2020年至今，此类债券发行规模在非金融企业永续债中占比达30%以上。其增长始于2019年，主要是2019年《会计处理规定》出台后，会计师对于永续债认股标准逐步从严所导致的。

## 永续债市场定价的影响因素分析

国内对于永续债定价开展量化分析的既往研究中，永续债定价分析模型涉及针对赎回权定价分析的二叉树模型（无须考虑资产价格服从何种分布均可适用）、对数正态模型、正态平均折返模型（即Hull-White模型），而利差分析的对标系涉及：

同期限同评级同品种普通债券估值利差、以7天回购利率作为基准即期收益率等。但在永续债一级发行实务中，主承销商和投资人定价时，最常用的参照标准主要两种：一是选择同主体发行的、同品种、到期日与永续债首个行权日期最接近的债券估值作为定价基准在其上考虑流动性溢价；二是会选择可比主体的可比要素的永续债估值作为定价依据确定询价区间。

本文在对标券的选取上，参考了一级发行实务，选取了“同主体发行的、同品种、到期日与标的永续债首个行权日相差不超过270天的非永续债券”作为对标券。本文研究的永续债利差，指的是标的券（永续债）发行票面与对标券（非永续债）的二级估值之间的利差，排除了主体间信用利差、跨市场利差和大部分期限利差。样本选取的规则方面，在截至2021年10月21日前发行的、非金融企业的永续债中（包含交易商协会的永续票据、发改委可续期企业债券及交易所可续期公司债券，不包括无固定期限债券等金融债券），本文进行数据匹配，筛选出有对标券的样本共789只。

值得注意的是，由于样本选取以“存在对标券”为标准，这一标准导致样本相对于总体<sup>①</sup>存在一定程度偏离。首先，时间分布上，样本的发行时间开始于2016

① 指前文定义的“非金融企业永续债”。



年，晚于总体的2013年，主要原因为2016年前信用债发行总体较少，能找到符合标准的对标券的可能性低。其次，发行主体评级分布上，样本的AA+及以下评级的发行总规模占比相较总体偏低，样本的信用资质整体上略高于总体。例如，2016年总体这一比例在43%附近，而样本只有31%；除了2018年<sup>①</sup>，其余年份（2017、2019、2020）样本中这一比例都在10%以内，而总体则呈现逐年递减的趋势，直到2019年后才下降至10%以内。可能的解释是信用资质更高的主体，一般融资更顺畅，债券发行更频繁，其发行的永续债找到对标券的概率更大。

#### 永续债利差随债券市场行情波动

对永续债利差进行时间分布分析的主要目的是观察不同债市行情下永续债的利差变化。从时间分布上，由于样本在2018年下半年以来较为充足、连续且有代表性，本文的分析从该时间点开始。自2018年7月始，样本的永续债利差集中在30~90bps区间内，在40~50bps附近最为集中，利差的10日移动平均值主要在50~100bps区间内。

在2019年2月到5月初，市场利率整体呈现上行态势的市场环境下，永续债利差走阔，10日移动平均值突破100bps的高

位。2019年5月初，永续债利差的10日移动平均值接近120bps，并在5月6日开始向下收敛。在此期间市场主要的期限利差和信用利差呈现一定背离，期限利差走低20bps左右，而3年期AAA中票和国开的利差保持在50bps附近的较高水平。此时永续债利差的高位，可能更多与市场整体利率上行，信用利差整体较高相关，而与期限利差的相关性较弱。

2019年11月5日，央行下调MLF利率5bps，这一操作相当于央行向市场释放不会收紧货币的信号，市场利率开始走低，永续债利差10日移动平均值达到峰值110bps并开始走低。永续债利差收缩和市场利率下行同步，但和市场的期限利差、信用利差走势有所背离。

2020年2月下旬至5月初，由于新冠肺炎疫情暴发，2月下旬正值春节后市场对基本面预期悲观，加上货币政策保证流动性充裕，中短端利率快速下行，长端利率虽有所下行但幅度低于中短端，期限利差走扩，市场呈现熊陡行情。此时，利率债收益率向下的幅度大于信用债，3年期的AAA中票和国开债的利差达到18年下半年来高点，超过60bps，市场信用利差走扩。永续债利差持续走扩，10日移动平均值在4月底达到130bps左右的高位。

<sup>①</sup> 2018年是一个例外，样本的这一比例达到了30%，而总体只有28%，主要由于样本中AA评级规模占比提高到了14%附近，远高于总体中这一比例3%。



2021年7月9日，央行宣布降准。此前在6月下旬到七月初，债市利率已经开始下行，永续债利差的平均水平也维持在50bps左右的低位。降准后，永续债的利差略走扩的趋势和期限利差走扩的趋势大致同向，但与信用债和利率债的利差收窄略有背离。

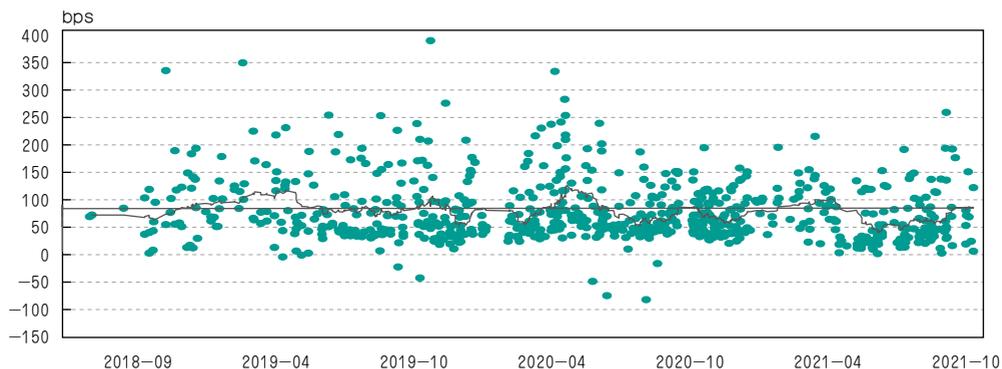
从永续债利差2018年下半年以来的趋势可以发现，债券市场的重要事件会造成永续债利差的边际变化，但变化的方向需要结合具体情况分析，不能一概而论。例如，在债券牛市时，永续债利差未必收窄，而是可能因为期限利差、信用债和利率债利差走扩而走阔。在某些时期，信用利差和期限利差走势出现背离，如受到信用事件冲击时，信用利差走阔但期限利差

可能不变甚至收窄，此时，永续债的利差可能主要受到期限利差影响。

### AAA主体评级的永续债平均利差较低

主体评级方面，永续债利差的样本均值为80.4bps，标准差为54.9。其中，AAA主体（发行时评级，下同）的永续债利差均值为73.4bps，标准差49.3。AA+主体的永续债利差均值为136.6bps，标准差65.8。AA+主体的永续债利差均值和标准差都高于AAA主体。

由于部分永续债以担保方式发行，债项评级可能高于主体评级。以债项评级分析，可以发现永续债利差的统计结果和主体评级分析类似，债项评级为AA+的永续债利差均值和标准差都高于AAA评级。债项评级为AAA（发行时评级，下



数据来源: Wind。“对标券”定义: 与标的券(非金融企业永续债)相同主体发行的、同债券分类品种、到期日与标的券的首个行权日相差不超过270天的非永续债券。在截至2021年10月21日发行的非金融企业永续债中,进行数据匹配,筛选出存在对标券的样本共789只。

图3 标的券与对标券利差



表 1 不同主体评级的永续债利差

发行时主体评级	利差平均值 (bps)	利差标准差	债券只数
AAA	73.4	49.3	699
AA+	135.6	65.8	88
AA	88.2	0.3	2
总计	80.4	54.9	789

表 2 不同债项评级的永续债利差

发行时债项评级	利差平均值 (bps)	利差标准差	债券只数
AAA	74.1	48.7	684
AA+	132.0	64.8	77
无债项评级	92.9	86.0	28
总计	80.4	54.9	789

数据来源: Wind。“发行时主体评级”、“发行时债项评级”皆为 Wind 函数手段。

同)的永续债利差均值为74.1bps,标准差48.7。债项评级为AA+的永续债利差均值为132bps,标准差64.8。无债项评级的样本有28只,主要因某些债券品种不强制要求债项评级而产生,可能对应不同主体评级,故不作单独分析。

债项评级AAA的永续债,无论在平均利差还是利差的离散程度方面都要低于低评级的永续债,平均利差低60bps左右。原因可能是高评级的永续债流动性高于低评级,永续债品种的流动性利差较低。

### 企业性质/区域是永续债品种利差的重要影响因素

本文首先根据永续债发行人的企业性质,将其划分为中央国企、地方国企、

民营企业(民营企业样本较少,样本为5只可比券,主要是新城控股、特变电工和吉利控股三家企业,这也从侧面说明民营企业发行永续债的难度较大)、公众企业(样本14个,主要包括平安租赁、平安不动产、海通恒信租赁、同方国信)等四类企业。然后,分别确定这4类发行人的永续债品种利差中枢;最后,根据不同的企业性质及区域因素,探究永续债品种溢价的企业性质及区域影响因素。

从2016年至2021年10月底,合计789个样本,4类不同行政级别发行人的品种利差中枢由低到高依次为:中央国企、民营企业(样本较少仅含5只样本券)、地方国企、公众企业。

民营企业品种利差均值小于地方国企,主要是因为特别优质的民营企业才能发行永续债,包括吉利控股、特变电工及新城控股,导致民营企业样本品种利差低;民营企业囿于样本较少导致标准差较大,剔除个别样本民营企业标准差较小,也就说明了发行永续债的民营企业资质相对稳定,利差也相对较小。

同时,中央国企品种利差的标准差及均值显著低于地方国企,也就表明企业性质对永续债品种利差影响较大。

本文在企业性质的基础上,继续研究地方国企行政等级对品种利差的影响。将地方国企的453个样本再细分为地方国企产业债、省及省会城投债、地级市城投



债、区县及县级市城投债。

由上可以看出，省及省会城投债利差最小，其次是地方产业债（下表中的地方国有企业），主要是因为地方产业债主要以省级平台为主，再次是区县城投债比市级城投债利差还小，主要还是因为区县级城投债主要集中于江浙地区，由于较好的地域经济导致其利差小于市级城投债，且其标准差较小，说明发行永续债的区县级平台资质整体较好、利差波动较小，而市级城投债标准

差最大，主要是地域因素影响，其标准差也最大，表面市级平台资质差异较大对永续债品种利差影响较大。

区域经济是影响城投债品种利差的重要因素之一，总体上看中西部及东北区域永续债品种利差较大。

在上文的基础上，本文选取两个关键指标：一般预算收入及地区债务率进行统计，一般预算收入代表了地区财政实力，地区债务率代表了地区债务负担。地区债务率我们采用2020年债务总额/一般公共预算收入代表，其中债务总额包含政府债务及发债城投有息债务。

从城投债务率的角度来看，债务率越高的区域永续债品种利差越大，其中地区债务率为0~500%的平均品种利差为87.94bps，标准差也最小为49.82；债务率为500%~1000%区域的平均品种利差为91.73bps，标准差为53.97；债务率为1000%~1500%区域的平均品种利差为110.77bps，标准差为61.17；债务率为1500%~2000%区域的平均品种利差193.74bps，标准差为126.11；债务率为2000%~2500%区域的平均品种利差137.76bps。由此，可以得出结论，城投永续债品种利差与地方债务率正相关，地方债务率越高，债务负担越重，其永续债品种利差越大。从区域一般预算收入总体上来看，呈现地区财政实力越强，永续债品种利差越小的结论。

表 3 不同企业性质的永续债利差

企业性质	利差平均值 (bps)	利差标准差	债券只数
中央国企	56.95	31.58	317
地方国企	95.90	61.81	453
公众企业	107.30	29.56	14
民营企业	89.26	84.68	5
总计	80.41	54.91	789

数据来源：企业性质，是指在上文 789 个样本中，依据 Wind- 债券数据库 - 企业性质字段进行分类统计而得。

表 4 地方国企不同行政等级债券的永续债利差

行政等级	利差平均值 (bps)	利差标准差	债券只数
省及省会 (单列市)	85.59	58.36	106
地方产业债	94.13	64.25	267
地级市	121.43	62.05	44
区县及县级市	108.18	41.15	36
总计	95.90	61.81	453

数据来源：行政等级，是指在上文地方国企 453 个样本中，依据 Wind- 债券数据库 - 城投行政级别字段进行分类统计而得。



## 永续债的条款设计及未行权券特征分析

### 现行政策下永续债条款设计分析

对于同一主体，永续债相比普通信用债的成本更高，因此，发行人发行永续的动机主要在于计入权益，改善财务指标。在条款设计上，需经过会计师对于永续债条款满足计入权益的会计确认，因此会计师也是永续债发行中一个较为重要的中介机构。实务中，会计师事务所主要基于《会计处理规定》、《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》（以下简称第22号准则）、《企业会计准则第37号——金融工具列报》（以下简称“《第37号准则》”）等相关企业会计准则规定，以及市场实践案例的对比分析，认定是否可以计入权益主要考量还本付息是否具有实质性强制以及利率跳升次数和幅度是否超标准。

表5 城投企业样本中区域债务率及永续债品种利差

城投债务率	利差平均值 (bps)	利差标准差	债券只数
0~500%	87.94	49.82	40
500%~1 000%	91.73	53.97	87
1 000%~1 500%	110.77	61.17	55
1 500%~2 000%	193.74	126.11	3
2 000%~2 500%	137.76	—	1
总计	98.44	58.20	186

数据来源：城投债务率，来源于广发固收2019—2020年全国发债省市县区经济、财政和债务数据库中，（地方政府债务余额+城投有息债务）/一般公共预算收入计算而得。

### 关于付息是否有实质性强制的判断因素

参照财政部《会计处理规定》《第37号准则》的相关规定，主要从到期日、清偿顺序、关于利率跳升和间接义务及关于强制付息条款的设置这四个方面进行论证。

#### (1) 到期日

常见永续债券的期限条款一般设定为： $X+N$ 年，其中 $X=1、2、3$ 或 $5$ ，同时在 $X$ 年末设有赎回条款。根据《会计处理规定》中“二、关于永续债发行方会计分类应当考虑的因素”中“（一）关于到期日”的相关论述来看，认股的永续债需满足“初始期限不是发行方清算日且发行方能自主决定是否赎回永续债”的情形，而在赎回权条款设置上，需要明确发行人可以无条件自主决定不行使赎回权，从而表明发行人无交付现金或者其他金融资产履行合同义务。

#### (2) 清偿顺序

常见永续债券的偿付顺序条款设定为：“本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务”和“本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于发行人普通债务”（即次级条款）两类。根据《会计处理规定》中“二、关于永续债发行方会计分类应当考虑的因素”中的“（二）关于清偿顺序”的相关论述来看，如设置次级条款，通常表明发行方没有交付现金



或其他金融资产的合同义务。如未设置次级条款，则需审慎考虑。因此在这一条款上，不同的发行人信用资质以及不同会计师事务所的内部认定尺度上，会出现较大差异。从实践案例看，从2020年1月1日至2021年6月10日已发行且计入权益的442只交易商协会永续债券<sup>①</sup>中，有105只设定了次级条款，占比23.76%，其余337只债券的清偿顺序均等同于发行方其他债券。

### (3) 关于利率跳升和间接义务

常见永续债券的票面利率跃升方式条款设定为：“如发行人选择不赎回本期永续定向债务融资工具，则从第X+1个计息年度开始，每X年票面利率可调整为当期基准利率加上初始利差再加上Y个bps，融资期内最多跳升m次，累计不超过mYbps。”。根据《会计处理规定》中“二、关于永续债发行方会计分类应当考虑的因素”中的“（三）关于利率跳升和间接义务”的相关论述来看，永续债券的跳升次数、最高票息限制（即“封顶”）且封顶利率是否超过同期限同行业同类型工具的平均利率水平，是判断是否构成间接义务的关键：若利率跳升较低，则不构成间接义务，即归为股权；若利率跳升较高，则构成间接义务，即归为债。

由于《会计处理规定》、企业会计准

则中并未量化利率跳升次数及幅度，因此选取已计入权益的永续债券的条款实例来进行对比分析具备一定的参考意义。仍以上文提及的442只交易商协会永续债券作为分析样本，200bps的跳升幅度是市场的最低水平，在市场442只样本仅有2只债券为跳升200bps，占比0.45%。从跳升次数来看，市场上已发债券样本中，425只为不设定跳升次数上限，占比96.15%。因此，通过对比市场已发行永续债券的条跨中跳升频率及跳升幅度的设置，可以作为是否超过市场的平均标准的判断依据，进而判断是否构成间接义务。一般信用资质较优的主体，跳升频率及调升幅度设置较为宽松，资质越弱，达到会计师计入权益标准的条款设置就会越严格。

### (4) 关于强制付息条款的设置

常见永续债券的强制付息条款的触发条件一般是分红或者减少注册资本。尽管设置了强制付息条款，根据《会计处理规定》，永续债合同应不包括交付现金或其他金融资产给其他单位的合同义务或发行人可无条件地避免以交付现金或其他金融资产来履行合同义务的，可以计入权益。因此，由于分红和减少注册资本属于发行人有自主选择权事项，发行人可无条件地避免以交付现金或其他金融资产来履行合

<sup>①</sup> 之所以选取交易商协会案例，是由于交易商协会在其发布的《非金融企业债务融资工具注册文件表格体系（2020版）》中对于永续债务工具的标准条款给了一个较为具体的框架，条款标准化更高，可比性更强。



同义务。因此，即使存在强制付息条款的情况下，永续债券参照财政部《会计处理规定》的条件，也符合计入权益的要求。

综上分析，我们认为在次级条款设置及利率条款设置方面，针对不同信用资质的企业，会计师是有一定灵活判断空间的，对于同一会计师事务所或者专业水平及市场声誉处于同一梯队的会计事务所而言，上述条款设置的越严格，也反映出了会计师对于企业经营风险的一种看法。

### 行权成本及公司财务状况对永续债是否未行权至关重要

本节主要从永续债条款、是否发生负面、债券估值以及发行人财务指标以及几个维度探寻永续债未行权的原因，进而为

投资人的风险防范及债券定价得出一些有参考意义的观点。

截至 2021 年末，共有 42 只永续债到期未赎回。从产业分类来看，其中城投债 10 只，除天津保障房及首创集团外，其余均为交通运输业，主要包括地铁、高速等城投类企业；剩余 32 只到期未赎回永续债均为产业类。

从永续债条款来看，19 只债券在第二个重定价周期均设置 300bps 的利率跳升条款，5 只债券在第三个重定价周期均设置 300bps 的利率跳升条款，剩余 18 只债券未设置利率调升或调升周期较长基本不可能触发。从数据中可以看出，触发了利率调升机制的样本，均发生了信用风险事件，也就是说若发行人存在潜在的财务紧张情形，即使永续债条款设置了利率调升机制，发行人依然会选择赎回其永续债，通过承担更高的成本来降低当下的债务兑付压力。

从债券估值来看，我们通过行权日估价收益率及行权日后一个月票面利率比较来观察发行人永续债到期不赎回的动机，我们以行权日估价收益率 - 行权日后一个月票面利率为差值进行统计，若差值为负值表明估价收益率低于票面，发行人到期赎回的动力增加；若差值为正值，表明估价收益率高于票面，发行人到期赎回的

表 6 2020 年 1 月 1 日—2021 年 6 月 10 日永续中期票据利率跃升机制设置汇总

跃升次数	跃升幅度	发行只数
1次	300 bps	7
2次	300 bps	10
N次	200 bps <sup>①</sup>	2
N次	400 bps	2
N次	270 bps	1
N次	280 bps	1
N次	300 bps	419
样本总数：442只		

数据来源：依据 Wind-债券数据库-债券期限字段中，筛选出债券期限中包含永续条款的中期票据，再依据特殊条款中利率跃升机制进行统计汇总。

① 首次跃升 200bps，累计跃升不超过 300bps。



动力减弱。统计结果如下，总体上来看，估价收益率均高于行权日后一个月票面利率。这也表明了估值及票面成本是影响发行人不赎回的主要因素。

由上我们可以得出，第一个重定价周期到期未赎回的原因主要包括：第一，永续债条款未设置利率调升机制，而是采用中枢更低的Shibor+利率进行重定价，导致发行人续期融资成本明显低于再融资成本，因此发行人基本没有赎回动机。第二，永续债条款设置了利率调升机制，但是由于发行人出现风险事件或者是由于公司情况恶化，导致发行人被迫选择到期不赎回。

从发行人财务指标来看，42只样本其流动性指标总体上属于下降趋势；总体资产负债率水平较高，资产负债率指标压降压力较大；其次，盈利能力方面，ROE波动较大，个别企业ROE处于较低水平。

综合上述分析，我们得出的两点结论如下：从行权收益上看，若预计行权后票面利率小于或仅略高于当前到期收益率，则发行人有较强的延期动机。这种情况，如果发行人盈利能力较弱，且资产负债率高企，投资者需警惕延期风险，长期来看，延期之后若指标无实质改善，违约风险也相应较大。从发行人按时付息的能力、意愿和条件来看，若某只永续债的市场隐含评级较低、票面

利率较高，且满足递延付息条件，则递延付息的可能性往往较大，建议投资者适当规避。

## 结论

在国家降杠杆政策持续推进以及金融市场融资方式创新的大背景下，永续债成为短期内实现“降杠杆”的有效且成本可控的资本工具，由此推动我国的永续债市场规模实现了快速增长。财政部发布永续债会计新规后，很多永续债可能无法再认定为权益，且近年来永续债本息递延支付的事件频发，针对这样的变化，永续债市场定价也受到一定影响。如何对永续债进行恰当的风险定价，如何识别永续债的信用风险在信用下行的市场环境下，也成为越来越被关注的课题之一。本文结合永续债在我国的发展沿革和市场表现，初步分析永续债市场定价的影响因素，并从存量永续债的利差定量分析入手，量化分析永续债主要影响因素对于定价的影响，总结永续债市场定价逻辑，并通过永续债条款设计及未行权动因分析探讨试图为市场在识别永续债的信用风险判断上提供更多元化的视角。

基于分析，本文认为，在摒除跨市场利差和大部分期限利差后，影响信用债风险定价的核心因素包括市场基本面及投资人预期、发行主体信用等级及企业性质、区域风险等因素，从风险识别的角度，在



有效市场下, 永续债的信用利差反映了市场给出的这个企业的风险定价, 风险溢价越高, 说明企业风险越高。与此同时, 由于选择发行永续债的企业一般都是出于降杠杆的管理需求, 因此决定了永续债发行群体的共同特征是高负债率, 因此, 从风险识别的角度, 持续关注企业的债务指标也很重要, 如果债务负担重, 且盈利能力弱的企业, 为了还本付息同时维持生产, 未来债务持续上升的可能性很大, 那么在控制杠杆率的压力下, 如果未来市场波动导致新发难度加大, 未来续期的概率更大。

此外, 本文通过结合财政部相关规定分析了永续债计入权益的条款设计逻辑, 并认为在次级条款及利率跳升机制的设计上, 可以一定程度从会计师事务所的角度

给出对这个企业的风险判断, 由于年审会计师对于企业真实的财务状况可以获得比市场更多的非公开有效信息, 因此对于判断永续债的信用风险是可参考的角度。从大多数案例来看, 越优质的企业, 会计师认股的条款设计越宽松, 债务压力越大的企业, 条款设计更严格才能满足会计师入权益的要求。

而从未行权永续债动因分析中, 我们得出的结论是预计行权票面和发行人永续债券估值越逼近, 发行人延期的动机即越强烈, 而一般延期后的债券中, 除了个别是由于早期利率跳升条款设置过于宽松导致之外, 更多可以认为是发行人违约风险上升的一个有效信号。<sup>[N]</sup>

学术编辑: 卢超群

参考文献:

- [1]程昊,何睿,高璐.永续债投资价值分析[J].债券,2019(02):82-86.
- [2]吕品,丘远航.永续债定价分析与风险研判[J].债券,2019(06):25-30.
- [3]齐岳,董文祺,秦阳.建设多元化融资体系下永续债利率研究--基于中国银行股份有限公司银行永续债的分析[J].2021(2020-2):24-29.
- [4]沈玮玮.上市银行永续债定价研究[D].浙江大学,2020.DOI:10.27461/d.cnki.gzjdx.2020.001970.
- [5]王凯,聂晓曦.永续债赎回权定价研究——基于发行人续期行为的实证分析[J].债券,2019(10):8.
- [6]王乐乐,边保军.约化框架下带有信用风险的永久可转债定价[J].同济大学学报(自然科学版),2010,38(6):935-940.
- [7]王晓林,杨招军.基于效用的永久性可转换债券定价[J].管理科学,2013,26(3):8.
- [8]谢婉丽.永续债的定价分析与投资启示[J].财富时代,2019(11):1.
- [9]熊素琛.我国永续债投资价值研究[D].西南财经大学,2019.DOI:10.27412/d.cnki.gxncu.2019.000807.
- [10]余溪.次级条款和税收条款对永续债发行定价的影响研究[J].2021(2020-12):76-81.
- [11]Bian L L,Bao-jun.The pricing of perpetual convertible bond with credit risk[J].高校应用数学学报:英文版(B辑),2010(3):14.