

版本号：V4. 1. 202512

# 混合资本工具信用评级方法



2025 年 12 月

## 混合资本工具信用评级方法

### 一、制定说明

根据联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关制度规定，为适应债券市场变化，完善债券评级体系，制定了《混合资本工具信用评级方法（版本号：V4.1.202512）》（以下简称“本方法”）。本方法已经联合资信评级技术委员会审议通过，自2026年1月1日起施行。

### 二、适用范围

混合资本工具是指介于普通优先级债务与普通股之间的各类资本工具的统称，包括但不限于次级债券、二级资本债券、资本补充债券、永续债券、优先股等产品<sup>1</sup>，本方法适用于中国大陆地区金融及非金融企业发行的混合资本工具信用评级。

### 三、混合资本工具评级框架和核心要素

混合资本工具通常兼具债性和股性两种特性，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，因此对于混合资本工具股性强弱的判断是混合资本工具评级的核心要素。联合资信对混合资本工具的评级框架主要包括发行主体信用状况、混合资本工具偿付顺序、到期日（无到期日）、持续支付要求、减记和转股条款、特殊条款以及增信措施等。

发行主体信用分析是混合资本工具评级的基础。发行主体长期信用等级主要取决于其未来获得的现金流量及其对债务的保障能力，以及发行主体的偿债意愿，与发行主体经营风险和财务风险等信用状况相关。此外，需要关注的是，混合资本工具的发行或对发行主体长期信用水平有重要影响，比如股性强的混合资本工具，可以增强发行主体的资本实力，对其信用水平具有正面影响，因此在混合资本工具评

---

<sup>1</sup> 本评级方法不含可转债产品

级时，考虑对发行人主体信用状况进行必要的重新评估。发行主体长期信用分析可参照联合资信对应行业企业的评级方法。

对于混合资本工具股性强弱判断是混合资本工具评级的核心要素，主要包括混合资本工具偿付顺序、到期日（无到期日）、持续支付要求、减记和转股条款等。一般来说，混合资本工具属性越接近普通股，即股性越强、债性越弱，其级别在主体信用等级基础上下调的幅度越大；反之则越小。同时，发行主体信用水平越高，其发行的混合资本工具信用级别在主体级别基础上下调幅度越小，反之则越大。

表 1 联合资信混合资本工具评级框架及核心评级要素指标

评级框架		细分评级要素指标
发行主体信用状况		宏观和区域风险、行业风险、企业基础素质、经营分析、风险管理、未来发展、资产质量、盈利能力、资本结构/水平、现金流量、偿债能力等
评级核心要素	偿付顺序	发行主体破产清算或其他特定情况下的受偿顺序
	到期日（无到期日）	考虑某些特殊条款对于混合资本工具期限的影响，比如赎回日期、利率跳升机制、续发机制以及历史表现
	持续支付要求	利息递延/取消支付，递延支付的年限、条款限制、递延支付部分是否可以累计以及其他惩罚措施设计
	减记和转股条款	减记和转股条款触发条件、减记比例、转股强制性以及期限设置
	特殊条款	结构性特征或特殊条款等，是否会削弱混合资本工具的损失吸收能力或限制发行主体的财务灵活性
增信措施		增信触发条件以及约定等

### （一）偿付顺序

偿付顺序是指发行主体破产清算或其他特定情况下债务偿还的先后顺序。一般来讲，优先无担保债券为普通债权，其偿还顺序在次级债券、二级资本债券、永续债券、优先股等之前，具体偿付顺序需结合相关条款规定。在清偿顺序方面，如果混合资本工具具有较强的次级属性，在发行主体破产清算时的受偿顺序在一般债务之后，则可以认为其具有较强的股性；受偿顺序越劣后于其他债务，越接近普通股，股性越强。具体来说，混合资本工具在发行主体资本结构中的实际偿付顺序以及违约损失率是确定其次级属性重要判断依据。

## （二）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。在考虑剩余期限影响时，要考虑某些特殊条款对于混合资本工具期限的影响。首先在赎回权方面，一是赎回日期的设置，如果第一个赎回日设置在5年内，则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，则认为发行主体有充足的动机赎回，给予其弱股性。三是赎回后是否需新发混合资本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混合资本工具以替代旧有混合资本工具，则认为旧混合资本工具在该赎回日很有可能执行赎回条款，给予其弱股性。此外，发行主体在近期对混合资本工具的赎回或者续期权利行使表现，也可作为判断其到期日的考量因素。

## （三）持续支付要求

持续支付要求通常指发行条款中明确规定的、在债券存续期内必须按时、足额向持有人支付利息（或本息）的义务，不得随意递延或取消。出于避免发行主体名誉受损及资本市场负面反应的考虑，企业管理层并不愿意降低或取消任何融资和利息或股息，只有在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，考虑给予其弱股性；对于强制性递延，则考虑给予其强股性。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以累计以及其他惩罚措施设计。

## （四）减记和转股条款

本金减记条款是指在满足一定监管要求或发行主体触发约定事件条件下，混合资本工具的本金可被一次性全额或部分减记。减记条款越容易被触发，本金可被减记的可能性越大，股性越强；本金可被减记的比例越高，股性越高。

转股条款是指在满足一定监管要求或发行主体触发约定事件条件下，混合资本工具持有人可以按约定条件将混合资本工具转换成发行主体的股票。转股条款包括选择性可转换和强制性可转换。对于选择性可转换来说，会考虑将混合资本工具视为债务，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，则认为股性越强。

此外，联合资信亦会评估混合资本工具的结构特征或特殊条款，若其将削弱混合资本工具的损失吸收能力或限制发行主体的财务灵活性，则会考虑给予其弱股性。

综上分析，混合资本工具具有债性和股性双重特性，在企业破产清算时，次级债券的清偿顺序在优先无担保债券之后；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，同时混合资本工具违约损失率亦是确定其次级属性重要判断依据。此外，联合资信结合混合资本工具到期日、递延支付、减记以及转股和其他特殊条款等具体情况，并参考发行主体信用状况的不同，在主体信用水平基础上进行子级调整。在评级实践中，金融机构为满足监管机构对于合格资本工具的标准，其发行的混合资本工具具有较强次级属性，且不得设置利率跳升机制及其他赎回激励或可强制转换为普通股。因此，金融机构部分混合资本工具的权益属性通常高于非金融机构。对于永续债券，可参考联合资信有关评级方法。

关于增信措施的具体影响，可参考联合资信有关评级方法。

#### 四、评级方法局限性

本评级方法假设企业所处的宏观经济环境、整体金融市场环境、行业竞争以及混合资本工具的法律监管等外部环境不会出现意外的重要变化，不会出现不可抗力因素（如自然灾害、战争等）。评级信息来源于受评主体和监管认定的专业机构，假设其所提供的信息合法、真实、完整，不存在重大误导性陈述。

混合资本工具是以发债主体的长期信用等级为基础进行的评级。联合资信对发债主体长期信用等级的评估是与其历史运营状况和现状为基础，但是发债主体未来发展状况及影响其偿债能力的因素是动态变化的，上述影响因素的未来状况可能与过去、现在有较大不同，因此对发债主体信用风险的评估不能保证完全准确地预测

其未来实际的违约风险；其次，对发债主体评级所使用的数据来源于发债主体和监管部门认定的专业机构所提供的信息，因此其真实性、完整性和可靠性将影响评级结果；另外，对发债主体评级可能无法覆盖影响其信用风险的全部因素，如跨行业的系统性风险和影响发债主体偿债能力的特殊事件等。上述影响发债主体长期信用等级因素也相应影响债项信用风险的评估结果。

本方法会随着相关法律、法规或其他规范性文件不断演进而有所调整和修正，联合资信将定期或不定期审查本方法，适时修订。