

# 标准普尔债务融资工具评级研究总结

鞠海龙 / 文

2005 年以来，国内的信用债市场快速发展，短期融资券、中期票据、公司债各种债务融资工具规模越来越大，本文通过对标准普尔《公司信用分析基础》的学习以及《标准普尔信用评级准则(2006)》等相关资料的研究，对标准普尔债务融资工具的评级等内容进行总结性介绍，本文的架构第一部分为一些基础知识的介绍，后面三部分以问题的形式对标准普尔债务融资工具的评级进行总结介绍，以供参考。

## 一、债务融资工具评级涉及的基本概念介绍

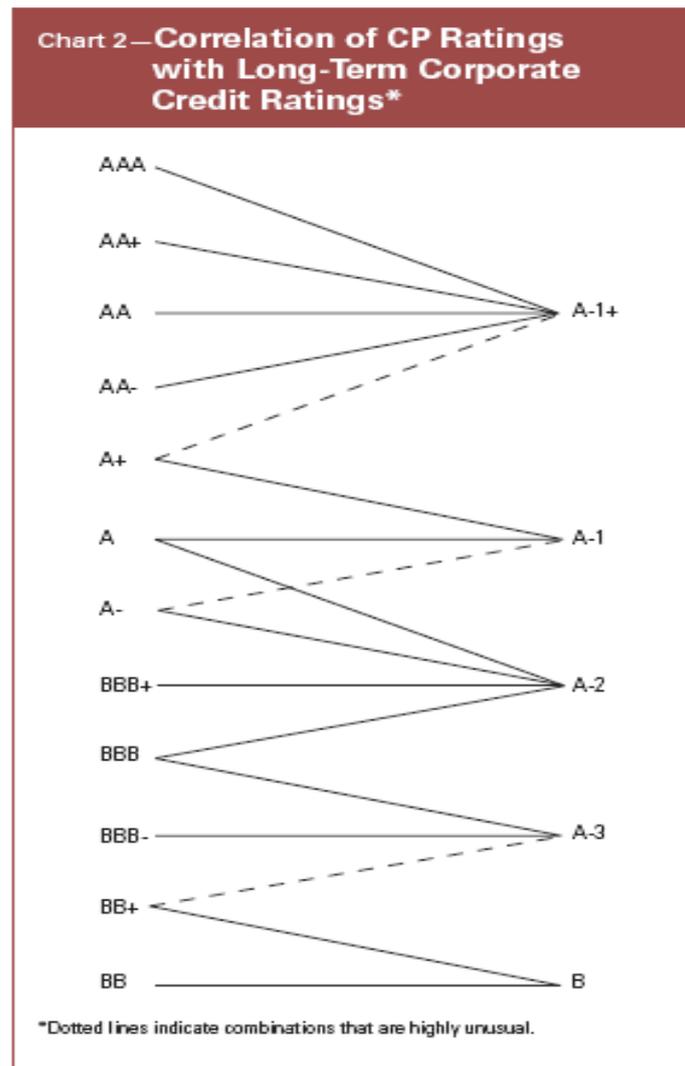
公司在利用债务工具融资时，有多种选择，债券或贷款都是可选择的融资工具，而期限上又可以分为长期或短期，发行方式也可以采用公开发行业或私募发行，增级措施可以采取担保、抵押、无增级等不同手段等等。

我们常见的债务融资工具主要包括贷款和债券，常见的贷款类型有双边贷款、银团贷款等；而常见的债券包括短期融资券和中期票据等普通债券，也包括具有股票和债券双重特征的可转换债券，以及混合债务工具等。此外，还有其他的融资工具可以利用，包括融资租赁、保理、资产证券化等。

由于债务融资工具的评级需要考量债务的属性结构，从破产法角度看，在企业破产时，根据清偿顺序的不同，按照优先级从高到低排列大致分为：有特权的债权人、优先级债权人、次级债权人、股东。其中次级债权人的次级属性主要形成方式包括契约型次级属性和结构型次级属性，前者是指在契约中对债务排序进行明确定义，阐明在资不抵债的情况下，这类债务在受偿等级上低于其他高级债务；后者通常由同一集团内部各种实体的负债的存在而产生，在集团整体宣布无力偿付而破产时，集团及子公司的各类债权人之间会形成次级属性特征。

这里还要介绍一下标准普尔的长短期债券评级的对应问题，标准普尔的长期债项级别符号：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C、D (SD)。其中 BBB 级及以上级别区间为投资级；BB 级至 C 级区间为投机级。D 表示已经违约 (SD 代表选择性违约)。从“AA”到“CCC”等级都可以被加上加减号，以显示在主等级中的相对地位。短期债项级别符号：A-1 (含 A-1+)、A-2、A-3、B、C、D。其中 A-3 级及以上级别区间为投资级；B 级至 C 级区间为投机级。D 表示已经违约。标普正在拓展 B-1、B-2、B-3。其对应关系如图表 1 所示：

图表 1 标准普尔长短期级别对应关系



从图表 1 可知，要想让商业票据短期信用等级达到“A-1+”水平，公司的长期信用等级就必须至少等于“A+”级。而徘徊在“A”级下边缘的信用等级很有可能会使其商业票据被评定为“A-2”级，而在“A”级中处于比较上层位置的信用等级，其商业票据相应地会得到“A-1”级。

## 二、债项评级与发行人的主体评级是什么关系？

从标准普尔的评级标准来看，债项评级依然最关注的是违约率，债项评级是基于主体评级基础上的评级；在考虑违约率的基础上，会考虑挽回率对特定债务的影响，债项评级的结果可以在主体级别的基础上上调和下调。对债项评级而言，偿付的及时性依然是首要要素，因此其级别是基于主体评级的。债项评级是由违约风险和挽回预期所构成。债项级别是在主体级别的基础上参考挽回率情况进行调整（如图表 2 所示）。

图表 2 挽回评级和主体评级调整关系（以投机级为例）

挽回评级	挽回描述	挽回率（%）	级别调整
1+	最高的挽回预期，完全挽回	100	+3
1	很高的挽回预期	90-100	+2
2	显著的挽回预期	70-90	+1
3	有意义的挽回预期	50-70	0
4	平均的挽回预期	30-50	0
5	轻微的挽回预期	10-30	(1)
6	可忽略的挽回预期	0-10	(2)

注：标普挽回率评级，用于标明挽回能力的预期情况，符号也区别于一般的级别符号，使用 1+~6 的标准来衡量挽回能力。

### 三、什么情况下债项评级会高于或低于主体评级，有没有具体的可执行标准？

根据标准普尔的评级标准，债项评级的级别是高于还是低于主体评级，即债项级别上调或下调是以挽回率为基本依据，严格意义上讲，具体的衡量标准以 50% 挽回率为参照，债务工具预期挽回率显著高于 50% 的，债项级别应高于主体级别；债务工具预期挽回率显著低于 50% 的，债项级别则应低于主体级别。

级别上调或下调的幅度又根据主体级别不同区分为投资级和投机级两类。违约概率小的，调整幅度小，一般债项级别在主体级别基础上上调或下调的幅度在一个小级别之内（如 A 上调至 A+）；违约概率大的，调整幅度大，一般债项级别在主体级别基础上上调或下调的幅度在两个小级别之内（如 A- 上调至 A+），少数可能上调三个小级别；

具体来看，债项级别在主体级别基础上下调的主要内容包括：

从标准普尔公布的信用评级准则（2006）来看，在实际的评级过程中，对于次级债务，其采用优先债务占可用资产的百分比作为参数，当该参数达到某个阈值水平时，该类债务被认定为处境不利债务，其债项级别将比公司主体级别下调一至两个级别。而阈值的设定又区别为投资级主体和投机级主体，投资级主体的阈值设定为 20%，既若公司的优先级债务达到或超过总资产的 20% 时，则该公司的次级债务工具的债项级别一般要在主体级别的基础上下调一级。对投机级主体而言，则会设定两个阈值，分别为 15% 和 30%，当优先级债务达到或超过总资产的 15% 而未超过 30% 时，则次级债务工具的级别需要下调一个级别，若优先债务达到

或超过总资产的 30% 时，则次级债务工具的级别需要下调两个级别。具体举例可参见图表 3 和图表 4。

图表 3 投资级级别调整示例

公司主体信用等级：A	
资产：100 万美元	优先债务：30 万美元
	次优级债务：10 万美元
	权益：60 万美元
次优级债务的债项级别要比公司主体级别“A”低一个等级（A-），因为优先债务占总资产的比值（30/100）大于 20%	

图表 4 投机级级别调整示例

公司主体信用等级：BB+	
资产：100 万美元	优先债务：35 万美元
	次优级债务：20 万美元
	权益：45 万美元
次优级债务的债项级别要比公司主体级别“BB+”低两个等级（BB-），因为优先债务占总资产的比值（35/100）大于 30%	

而债项级别在主体级别基础上上调的主要内容包包括：

对于短期信用等级，债务偿付的及时性是最重要的考虑因素，因此短期信用等级不会因挽回率的提高而进行调整。对于长期债务，针对投机级债务工具，当该债务工具表现出明显优于平均挽回率的预期，便可能会进行级别的上调。如果分析表明有极大可能性获得全额挽回时，两到三个评级的上调也是很有可能的。针对投资级债务工具，调级操作通常不会如此大幅度，其需要有很大的增级措施来达到比发行人主体等级高一到两个微调的信用等级。上调评级的基本标准参见图表 5。

图表 5 债项等级上调的基本标准

公司评级	资产价值 / 担保债务	等级高于公司等级
A 及以上	2.0	1
BBB	2.0	2
	1.5	1
B 和 BB	2.0	3
	1.5	2
	1.0	1

投资级的公司，违约可能性很小，因此挽回率在投资级企业中不是一个关注的焦点，相应的级别调整幅度很小。

#### 四、国内的债券评级实务中是否也存在这种债项级别上调或下调的情况？

从国内目前的评级实务中看，在不考虑外部增信的情况下，对非金融企业债务融资工具而言，目前国内的债项级别也是基于主体级别进行调整的。这种调整更多的是向上调整，比如以资产抵押情况下，债项级别高于主体级别，但调整的幅度与标普准则有所区别。在非金融企业债务融资工具评级中，尚未发现债项级别低于主体级别的情况。在不考虑市场竞争因素的情况下，仅从理论上讲，标普准则中向下调整是有其合理性的。

以 2011 年 9 月某公司发行的中期票据为例，这家公司截至 2010 年末的资产总额为 182 亿元，而期末银行借款中抵押质押类借款余额为 76 亿元，主体级别评定为 AA。若根据标普的调级标准，该笔中期票据无任何增级措施，因此其在清偿顺序上要低于抵押类的优先级债务，且其期末的优先类债务与资产总额的比例为  $(76/182) = 41.76\%$ ，是大于调级的阈值 20% 的，因此根据标普的标准，本期中票的级别应该为 AA- 级，而目前市场上本期中票的级别等同于主体级别 AA。

从 WIND 数据库上的导出数据看，目前市场上长期债券的级别分布中，也不存在债项级别低于主体级别的情况。即国内目前的信用评级市场，并未考虑债务清偿中次级债务的劣势地位引致的级别下调情况。

抽取近两年发行的企业债，挑选采取抵押、质押等内部增级方式增级的债券。（图表 6 为摘取的部分案例）发现：级别调整以上调一级为主，占比超过 60%。存在上调两级、甚至三级的情况，但占比少。

图表 6 国内债项等级上调的部分案例

名称	债券信用评级	主体信用评级
10 黄山债	AA	A+
10 蚌埠城投债	AA	AA-
10 巢湖债	AA	AA-
10 阜阳债	AA+	AA-
10 华靖债	AA+	AA-
11 临汾债	AA+	AA
11 武国资债	AA+	AA
11 永川惠通债	AA+	AA
10 长城投	AAA	AA+