



您的位置：首页 - 最新观点

殷剑峰：短期融资券的鲑鱼效应(9月26日)

文章作者：

在中国金融体系以银行、尤其是国有银行为主导的大背景下，债券市场自然也脱离不了银行主导的特征。从债券的发行看，以银行信用为背景的金融债券发行量仅次于基于政府信用背景的央行票据和国债。从两类债券市场，即银行间市场和交易所市场的份额看，前者显然要比后者重要得多。就银行间一级市场的认购额看，银行显然是最重要的债券投资者。

在银行间的二级市场中，银行依然是最重要的交易主体，只不过同一级市场相比略有变化。

2005年，中国债券市场的一个重要改革就是推出了真正基于企业信用的短期融资券，从而打破了国家信用和银行信用在债券发行中的垄断地位。从我国企业的短期融资需求和居民的短期投资需求看，短期融资券具有巨大的发展潜力：一方面，考虑发行成本后的一年期短期融资券的融资成本至多在3%左右，远远低于6个月和1年期的贷款利率(分别为5.22%和5.58%)；另一方面，居民在税前的活期存款收益率仅为0.72%，也远远低于短期融资券的收益率。考虑到高达10万亿左右的企业短期贷款和高达4万亿左右的居民活期存款，短期融资券在供求两方面都具有巨大的市场潜力。

首先，短期融资券的推出意味着利率市场化进入了一个新阶段，将为存、贷款利率的彻底市场化和金融结构转向以直接融资为主铺平道路。从国外商业票据的发展历程可以看到，非金融企业和非银行金融机构发行的商业票据不仅成为货币市场的主打品种，而且，通过货币市场基金，商业票据还成为居民进行短期金融投资的主要选择。事实上，美国利率市场化进程之所以在1980年代初之后有了飞速发展，其中的一个关键因素就在于商业票据、货币市场基金的相互促进效应，这导致优质企业主要依靠货币市场进行直接融资，从而对商业银行的业务经营模式产生了巨大的挑战：一方面，居民的短期资金越来越多地直接流向货币市场；另一方面，优质企业的流动性资金需求也越来越多地依靠在货币市场发行商业票据。这种居民储蓄资金和企业融资需求离开银行的过程——“脱媒”——促进了美国存、贷款利率的市场化和金融体系的结构性调整。显然，我国债券市场的发展乃至利率市场化进程和金融结构的调整也需要经历这个过程。

其次，短期融资券的推出对于理顺货币政策的利率传导渠道非常必要。可以看到，在我国的金融市场体系中，银行间市场因其涵盖了众多金融、非金融机构，业已成为利率决定的主导性市场。但是，央行的货币政策操作依然难以有效影响到实体经济。这里的一个关键原因就在于，央行的操作必须首先能够影响到众多金融机构的行为、尤其是银行类机构的贷款行为，而在间接融资体制下，银行对存款和贷款业务的垄断显然使得央行多少有些力不从心。短期融资券的出现以及未来的发展将有助于改变这种只能“隔山镇虎”的被动局面，因为央行对货币市场利率的调控将能够立刻影响到企业的短期融资行为以及居民的短期投资行为。

再次，从《短期融资券管理办法》看，短期融资券的发行实行了完全的市场化运作，这是我国债券市场摆脱长期的行政性干预的开端。例如，《办法》第十六条规定，央行自受理合格的备案材料之日起20个工作日，就需要向申请企业下达备案通知书，并核定企业发行的最高余额；根据第十二条、十四条和第十八条规定，短期融资券实行余额管理，只要融资券余额不超过企业净资产的40%，企业在获准发行后即可自行选择发行日期、发行规模和发行价格，每次发行仅需提前5个工作日备案即可。

最后，短期融资券的推出对于长期受到行政干预掣肘的企业债，也具有刺激作用。可以看到，截至今年8月，企业债的发行量已经达到450亿元左右，比2003年全年的发行量还要高。而且，企业债的审批速度也大大加快，与往年相比要耗时一年左右相比，目下仅需两个月左右。

然而，在短期融资券的实际运作中，依然表现出银行垄断的迹象。可以看到，在已发行的20余只、总额达500余亿元的企业短期融资券中，主承销商基本上都是商业银行，认购也基本被商业银行所垄断。对于当前这种状况很好理解：短期融资券的发行夺取了商业银行的优质客户，因而需要从承销等非利息业务上予以补偿，而且，发展非利息业务也是商业银行的发展方向。不过，无论如何，竞争始终是改革得以进行的推动力，也是改革的目的。

文章出处：《21世纪经济报道》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所