



您的位置：首页 - 文章选登

借鉴成熟市场经验确立融资券定价机制(张铮；8月10日)

文章作者：张铮

国外市场商业票据定价基准

企业短期融资券作为货币市场短期信用产品，在国外成熟市场上亦称为商业票据，发行期限一般不超过270天，其定价通常以同期限的同业拆借利率或短期国债收益率为基准，加上合理的信用利差、流动性利差。

商业票据的收益率与短期国债、同业拆借利率（LIBOR）之间的利差反映了商业票据的信用风险溢价和流动性差价。由于同业拆借在到期前不能变现，而商业票据可以交易，故商业票据在流动性上优于同业拆借。短期国债在信用和流动性上明显优于商业票据。

从单个发行主体来看，目前，在美国货币市场上，最优信誉发行主体的商业票据收益率6个月期较同期限LIBOR低16BP；一些较低信用等级的一般通过信用增级或提供其他抵押的方式发行商业票据，发行利率也相对较高，但该类发行人比例较小。

同时，国外商业票据市场的发行人为了使发行的商业票据获得很高的信用评级，一般以未使用的银行信贷额度作为还款担保。由于获得银行信贷额度需要交纳承诺费，因此国外商业票据发行成本除了利息成本、发行费用外，还有承诺费。银行担保的存在使得商业票据的信用利差大幅降低，但承诺费的交纳也加大了商业票据的发行成本。

目前我国的短期融资券发行都是以企业信用为基础的无担保债券，因而在信用利差上远较国外高。但如果将国外发行体为发行商业票据而向银行交纳的信贷额度承诺费作为信用利差考虑进来的话，则国内融资券和国外商业票据在信用利差方面的差异将变得很小。

我国企业短期融资定价基准探讨

在目前我国货币市场发展状况下，同业拆借利率、7天回购利率以及央行票据利率均不足以作为短期融资券的定价基准。

在我国货币市场上，同业拆借业务各期限品种成交量较小、利率波动较大，不足以形成具有公信力的、作为定价基准的基准利率。7天回购利率作为我国当前货币市场上发展相对比较成熟并具有代表性的利率，交易量大、相对稳定，许多浮息债券选择其作为定价基准之一，其投资者主要是在债券市场上大量套做的机构，作为基准利率仍有一定局限性。并且，我国企业短期融资券的发行期限一般在3个月以上，尤以1年期品种数量最大，期限利差不易估量，不足以成为短期融资券的定价参考。另外一个货币市场短期品种就是中央银行票据，由于央行票据作为货币政策的操作工具，主要体现的是货币政策调控意图，受货币政策操作的目的和策略影响，其发行利率波动较大，且我国目前管制利率和市场利率双轨并行，因此，简单地以央行票据利率作为基准利率其定价机制是不妥的。尤其是近一年来，央行票据的发行变动频繁，收益水平波动较大，如果以央行票据利率作为短期融资券基准利率，则短期融资券发行利率会随中央银行票据利率大幅波动，这将对企业融资成本产生不确定影响，不利于企业形成稳定的成本预期。

在我国利率双轨制条件下，以银行短期贷款、银行承兑汇票、商业承兑汇票的综合加权利率作为定价基准更符合我国目前市场环境。

目前，我国货币市场尚未形成一个完整稳定的短期收益率曲线，短期融资券作为有信用风险的短期产品，其定价缺少一个稳定的参照系。在我国目前管制利率与市场利率并行的情况下，短期融资券作为我国企业直接融资的第一个市场化工具，其发行利率更受企业其他同类融资工具，如贴现和贷款利率的影响。从我国目前市场环境看，其发行利率应该参考银行短期贷款利率、银行承兑汇票贴现利率、商业承兑汇票贴现利率这三种利率。

企业的短期融资产品中，按照信用风险的大小来排序，依次是银行承兑汇票、短期融资券、商业承兑汇票和银行短期贷款。短期融资券不需要提供任何担保，类似于商业承兑汇票和银行贷款，体现的是企业信用。短期融资券发行规模相对较大，同时可以在银行间市场流通，流动性好于商业承兑汇票，但其信用级别要低于体现银行信用的银行承兑汇票。因此，短期融资券的收益率应介于相同或相近期限银行承兑汇票直贴利率和商业承兑汇票直贴利率之间，同时具体收益率水平还应综合考虑发行主体的信用等级、发行规模等。

以期限6个月为例，目前以上几种产品的融资价格分别为：在市场化程度较高的票据市场上，银行承兑汇票再贴利率为3.24%，商业承兑汇票直贴利率约为3.5%，银行6个月贷款优惠利率为4.7%（人民银行6个月期贷款基准利率5.22%下浮10%）。所以，6个月期的短期融资券的参考收益率应该在3.24%至3.5%。

从首批短期融资券发行价格来看，定价综合考虑了企业短期贷款利率、银行承兑汇票的贴现利率、中央银行票据发行利率的结果。同时，短期融资券以银行短期贷款、银行承兑汇票、商业承兑汇票的综合加权作为定价基准有利于市场的培育。对承销机构来说，在目前“余额包销”发行方式下，若短期融资券的发行价格波动较大，将给承销机构造成较大的包销风险，不利于短期融资券市场的培育和健康发展。

现有短期融资券收益水平与商业银行内部资金上存利率基本相当。

商业银行作为风险的经营体，具有严密的内部风险管理机制和内部资金转移体系。目前，主要的国内商业银行对于内部资金的上存利率，采取的是将1年期贷款利率、贴现及央行票据的利率进行加权平均，该利率较好地弥补了商业银行的筹资成本，是商业银行内部的无风险利率，该利率也基本反映了社会低风险资产的合理价格。目前1年期内部资金的上存利率大致在3%左右，与目前市场上短期融资券的参考收益水平基本相当，这也从一个侧面佐证了目前短期融资券的定价是有效的、稳健的、合理的。

二级市场收益率与发行利率相差不大

企业短期融资券在一级市场受到热烈追捧的同时，二级市场的交易并不十分活跃。以国外成熟市场商业票据发展经验看，虽然商业票据是其货币市场最大的构成部分，但其二级市场交易也不活跃，大部分商业票据的投资机构多采取持有到期的投资策略，由此商业票据的二级市场收益率代表性较差，这与国内的情况也是相似的。

目前，我国货币市场资金面较为宽裕，在众金融机构资金运用压力下，短期融资券二级市场收益率波动剧烈，但短期内个别品种的少量交易不足以成为短期融资券一、二级市场收益率悬殊的依据。统计结果显示：首批发行的7只短期融资券，自5月30日上市交易以来，加权平均收益率与最初发行参考收益率波动不大，“05五矿CP02”加权平均收益率甚至远高于其最初发行收益率。以首批发行规模最大的“05华能

电CP01”为例，累计成交量25.44亿元，日均成交量1.6亿元，加权平均收益率为2.80%，考虑到随着剩余期限的缩短收益率下降因素，其与最初发行参考收益率相差并不多。

因此，如果仅仅以二级市场中的少量低收益率区间成交作为评判短期融资券定价合理与否，则明显是不恰当的。

文章出处：《金融时报》

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

转载请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