



您的位置：首页 - 文章选登

坚持短期融资券的市场化定价机制(时文朝；8月2日)

文章作者：时文朝

当前，企业对发行短期融资券的积极性很高，在已发行短期融资券企业的示范效应带动下，不少企业已经着手开展相关准备工作。以货币市场基金为代表的机构投资者，对短期融资券表现出极大的投资热情，在一、二级市场上购买意愿强烈。商业银行、证券公司等金融机构对承销短期融资券工作非常积极，有的金融机构还专设了承销短期融资券的部门。总体来看，短期融资券市场供求两旺、运转顺畅，呈现健康发展态势。但由于短期融资券市场刚刚形成，诸多方面还需要观察和完善，人们对短期融资券市场寄予期待的同时，也有一些疑虑。有些疑虑是市场发展初期必然存在的，有些疑虑是需要商榷和说明的。比如近期有关人士对短期融资券的利率形成机制提出了质疑，认为目前发行的若干1年期融资券参考利率都在2.9%左右，发行利率暂时的趋同，可能存在行政干预或价格管制。所以，就短期融资券的定价机制问题进行一些说明和讨论是非常必要的。

一、短期融资券发行利率市场化的核心是利率形成机制的市场化

利率市场化的核心是利率形成机制的市场化，也就是短期融资券的发行利率由发行人与承销机构协商确定，在没有行政干预条件下的自主协商就是最重要的市场化机制。

已发行短期融资券的7家企业都选择了簿记建档方式发行短期融资券。簿记建档是国际上比较成熟的证券发行方式，上世纪90年代以来逐渐成为公司债券和商业票据（CP）的主流发行方式。簿记建档作为一种系统化、市场化的发行定价方式，其具体流程首先由簿记建档人（也就是主承销商）进行预路演，根据反馈信息并参照市场状况，簿记建档人和发行人共同确定申购价格区间；然后进行路演，与投资人进行一对一的沟通；最后开始簿记建档工作，由权威的公证机关全程监督。簿记建档人将每一个价位上的累计申购金额录入电子系统，形成价格需求曲线，并与发行人最终确定发行价格。

由此可见，簿记建档方式形成价格的每一个步骤都是发行人和主承销商在充分考虑市场供求状况后协商确定的，在关键程序上还引入了公证监督机制。而且，在是否采用簿记建档方式发行融资券的初始选择上，发行人有充分的自主权。因此，选择簿记建档方式是市场主体自由选择的结果，簿记建档方式的利率形成机制理应是市场化的定价机制。通过市场化的定价机制协商确定的利率既可能是差异化的，也可能是趋同的，但都属于市场化的利率。

二、利率水平的合理性应该从市场主体的行为来判断

目前，我国实际上存在管制利率和市场利率双轨并行的局面。在管制利率和市场利率双轨并行的情况下，简单地讲短期融资券市场应以某个利率为基准是不符合市场化原则的。既然目前的利率水平是通过市场化方式形成的，本身就是市场供求关系的反映，而且仅就目前发行的几只1年期融资券作出推论，显然依据不够充分。

一些人士认为，短期融资券的定价参照系应该是中央银行票据。这种观点需要讨论。因为中央银行票据不是成熟市场国家的短期国债。这种国债因发行计划公开、规模相对稳定，其价格基本取决于供求关系，因而可以形成无风险的收益率曲线。这一曲线便是相关产品的定价参照系。但中央银行票据作为货币政策操作工具，主要体现的是货币政策调控意图，其发行利率波动是由货币政策操作的目的和策略决定的。如果简单地认为短期融资券发行利率应该同步同幅度地随中央银行票据利率波动，就会对企业融资成本产生不确定影响，不利于企业形成稳定的预期。由于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，其定价目前也缺少一个稳定的参照系。短期融资券作为可以直接替代短期贷款的工具，其定价应该说与短期贷款的关系更为密切。统计分析显示，市场经济国家的相关金融产品的定价也不总是以国债为固定参照物的。

短期融资券作为企业短期融资工具，其发行利率至少要参考三种主要的利率：企业贷款利率、银行承兑汇票的贴现利率、中央银行票据发行利率。银行承兑汇票贴现利率目前在2.9%-3.1%之间，短期融资券发行利率大幅度低于该水平并不合理。作为企业融资主渠道的银行贷款，已经与短期融资券发行利率形成了2个百分点以上的利差，如果该利差进一步拉大，将对贷款利率体系带来很大的压力。

从目前主承销银行的内部定价机制来看，短期融资券的价格是商业银行内部风险转移定价的一种形式，部分银行将一年期贷款利率、贴现及央行票据的利率进行加权平均，平均值即是商业银行某种资产转移到短期融资券资产的风险转移定价目标区间，这个区间大体也在3%左右。所以，短期融资券目前的利率水平应该说具有其合理性。

三、坚持市场化方向，进一步完善短期融资券的定价机制

管理层一再重申，短期融资券市场是开放式、市场化的。从产品设计到目前的备案操作都是按照这一要求进行的。作为管理部门，人民银行不但未就短期融资券的发行利率问题进行过“窗口指导”，反而对市场发展初期可能出现的垄断问题给予了充分关注，多次警示不要搞价格联盟和无序竞争。目前短期融资券的发行利率是通过市场化机制形成，不存在行政干预或价格管制。对市场的调查情况显示，发行人、投资人、承销机构等市场参与者绝大部分对目前的利率水平表示认可，并有维持该利率水平基本稳定的意愿。管理部门应该充分尊重市场意愿，既不干预目前利率水平的趋同，也不干预今后可能出现的利率水平分化，坚持短期融资券的市场化定价机制，始终让市场解决价格问题。

现阶段，由于货币市场资金供应充分，可投资品种相对不足，短期融资券作为一个新品种在市场上受到热烈追捧。在基金收益率排名机制和商业银行资金运用压力等多因素影响下，短期融资券二级市场收益率相对较低，形成了一定的一、二级市场价差。这种价差是阶段性的，随着短期融资券市场规模扩张和新债券品种不断出现，市场供求将趋于平衡。各发行人、承销机构和投资人都在进行相应的部门配置和人员培训，建立专门的业务系统和信息系统。合理的发行溢价有利于吸引承销机构和投资人进行人才储备和技术储备，可以对今后短期融资券市场的健康发展产生积极影响。反之，如果在市场发展初期就以短期利益为目标，盲目地大幅度降低短期融资券发行利率，会使短期融资券对投资人的吸引力一次性耗尽，影响投资人对该市场的关注和投入，不利于短期融资券市场的可持续发展。这也恰恰是主承销商和发行人

在协商确定利率过程中考虑的因素之一。

短期融资券定价的市场环境也将逐步完善。从发行主体来看，由于短期融资券发行目前实行承销制，能否发行是由发行主体和承销商协商的。承销商从自身的利益出发，优先考虑资质好、发行规模大的企业无可厚非，但随着发行进程的深入，市场终究会开拓到中小企业。从承销商来看，符合条件的城市商业银行、证券公司等机构会逐步成为承销商或主承销商，承销商队伍将逐步扩大，结构将进一步完善，合理竞争的局面将逐渐形成。

总之，在探讨短期融资券发行利率形成机制和合理利率水平的问题时，不能脱离目前的市场环境和市场发展阶段。市场参与者应该自觉维护当前市场健康发展的良好态势，从市场可持续发展和市场主体培育的角度权衡当前利益和长远利益的关系。只有市场持续快速健康发展，才能使包括发行人、投资人、承销商、中介机构在内的市场参与者获益。

文章出处：《金融时报》

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

转载务经授权并请刊出本网站名

IFB
中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB
IFB外商投资中心

IFB
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