

# 短融市场十年砺剑 创新发展倍道兼行

联合资信评估有限公司 李丹 聂逆

2014年以来，超短期融资券（以下简称“超短融”）单月发行量不断突破历史记录，3月份发行规模达到历史最高值1267亿元，4月份达到历史次高。近日有消息透露，为适应市场发展需要和投资者需求，近期非金融企业债务融资工具市场有望迎来创新，其中超短融市场也将迎来第三次扩容，近期有望引入更多的发行人，有利于加快企业的融资便利度。超短融的快速发展，对短融市场的扩容具有明显的促进作用。近日，国务院公布了“新国九条”，要求积极、规范地发展债券市场，提高直接融资比重，我国债券市场将迎来新一轮重大发展和改革。借着“新国九条”的东风，我国短融市场创新发展的步伐应进一步加快。

自人民银行于2005年推出企业短期融资券（以下简称“短融”）以来，我国短融市场已经历近十年的发展。在此期间，短融市场不断创新，市场规模不断扩大，对于我国债券市场、货币市场乃至金融市场的快速发展做出了巨大的贡献。短融市场近十年的发展可谓“健步如飞”，2006年时短融市场发行规模仅为2912.5亿元，至2013年已扩大至15859.8亿元，增长近4.5倍，发行企业家数由2006年的185家增加至2013年的709家。2010年至2012年三年间，短融市场发行规模每年都以超过40%的速度增长。2012年6月，银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）允许公开市场评级在AA级（含）以上的发行人，不区分企业性质，允许其短融、中期票据发行额度互不占用，即AA级及以上信用等级企业发行短融的额度单独以不超过其净资产40%的额度计算，之后短融发行期数和规模大幅增加。2010年12月，交易商协会推出了企业超短融，在试点阶段，其发行主体受到严格限定，仅为极少数大型央企。2012年6月交易商协会将超短融发行主体扩充至一般中央AAA级企业及其一级AAA级核心子公司，2013年10月将发行主体进一步扩大到主体评级达到AAA级并且中债资信评估公司再评级不低于AA+级的所有企业。经过两次扩容后，2013年共有66家企业发行超短融216期，发行规模共计7535亿元，分别较上年同比增长37.5%、72.8%和29.4%；与同期所发短融相比，超短融发行企业家数、发行期数和发行规模大致分别为短融的1/10、1/4和1/2。

借鉴国外经验、结合我国实际按照“新国九条”的精神，我国短融市场应积极研究探索新的发展改革举措：

首先，加快短融市场融合，进一步促进短融市场向深度和广度发展。

目前短融市场实际上被划分为一般的短融和超短融两个子市场。短融与超短融在产品期限、发行人条件、发行程序、发行规模以及资金用途等方面有所不同，但实际上二者都属于短期债务融资工具，与国外的商业票据属于同一类产品，因此在功能定位上有所重复。发展超短融的目的是为了让一些信用质量优良、发行经验丰富的企业可以简化发行程序，发行更短期的债务融资工具，以解决我国短期直接债务融资工具发展相对滞后、期限结构不够丰富、企业短期特别是超短期债务融资需求不能得到很好的满足等问题，同时也可以改善货币市场工具相对缺乏、收益率曲线不完整、投资者的多元化投资需求得不到满足的状况。然而目前

能够发行超短融的发行人数量仍较少，大多数企业还是只能通过发行短融进行短期融资。超短融的市场规模快速增长，说明市场对超短融具有很大的需求，而且我国短融市场经过近十年的发展，已经日趋成熟，因此现阶段可以考虑将超短融和短融进行融合，不再将其割裂，这有助于市场向深度和广度发展。

其次，简化短融市场发程序，放宽发行人信用等级限制。

与短融相比，超短融具有周期更短、期限更灵活、注册与发程序更为简便的特点，真正实现了票据发行的便利，有效提高了发行人的短期资金流动性。因此，应该将超短融发行优势逐步推广至整个短融市场，短融市场不应以发行人信用等级作为限制条件，应鼓励更多的发行人进入市场自由选择发行。短融注册和发程序应主要关注发行人的发行记录和信息披露，对于首次注册的发行人应继续坚持严格的信息披露要求和发程序，而对于已注册、多次发行且信息披露充分、发行记录良好的发行人，应该尽量简化其注册发程序。发行人和债券的信用等级应仅作为风险揭示和预警的工具，减少其市场准入门槛方面的作用，这也有助于减少对评级的过度依赖。

第三，进一步丰富产品设计，放松规模限制，以满足不同发行主体和投资主体的需要。目前我国短融市场产品期限一般为1年，超短融大多为6个月和9个月（证券公司短融为3个月）。借鉴美国的发展经验，我国非金融企业短融期限结构应进一步丰富，少至1天、多至1年的各类期限均可涉及。由于短融承载着短期票据的功能，是解决企业流动资金不足的直接债务融资工具，目前我国证券法中对公司累计发行债券规模不超过净资产40%的规定是针对一年期以上的公司债，在法律层面并没有对短融发行规模有所限制，因此可不针对短融的发行规模进行限制或者应逐步放松限制。总之，未来短融市场的发展应该考虑如何真正发挥短融的产品优势，满足不同发行主体和投资主体的需要，努力将短融市场打造成为企业短期债务融资的主渠道。

第四，提高短融市场的法律规范效力。目前，短融的相关法律文件与制度规则，主要来自人民银行和交易商协会颁布的相关行政法规和自律规则。因此，应在重新修订《证券法》时增补对短融的相关条款，以更好地规范短融市场，为短融市场发展提供坚实的法律基础。

第五，加强风险区分，完善信用评级及信用等级设置。短融的期限较短，信用风险相对可控，但信用风险不能忽视，信用风险实际上更易暴露。目前我国短融市场上的债项评级一般都为A-1级，短融的信用风险区分度不够；对于超短融，现有规则实际上不要求债项评级。因此，投资者只能通过主体信用等级区分短融和超短融的信用风险程度。随着短融市场的不断扩大、产品种类的丰富，市场需要加强风险提示，应该完善短融信用等级设置，可借鉴国际经验，增加现有短融信用等级的类别，即增加A-1<sup>+</sup>级；对现有的超短融也应要求其披露债项的信用等级，或者说所有的短融都应有主体和债项评级。