商业票据一级市场中的经销商中介

作者:Max Gross, Yi Li, and Ashley Wang2

**1.简介**

商业票据（CP）市场是高评级金融和非金融公司的重要短期资金来源，其未偿资产超过1万亿美元。2008年的全球金融危机和2020年3月的新冠肺炎危机都表明了CP市场的脆弱性，在这两次危机中，CP市场都陷入停滞，只有在美联储以几种流动性工具的形式进行干预后才恢复。3因此，重要的是要了解CP市场的交易动态，这可能有助于了解主要市场参与者的风险偏好，包括商业票据发行人、投资者和一级交易商，尤其是在市场压力时期。

在本项目中，我们专注于CP的一级市场交易，该交易占总CP交易的90%以上。CP的一级市场有两种分销渠道：直接发行，发行人直接向投资者出售；经销商中介，发行人向经销商出售，经销商向投资者出售。因此，我们确定了三种类型的交易：发行人向投资者直接配售（类型1）、经销商向发行人购买（类型3）和经销商向投资者出售（类型2）。这些类型如下图所示。

我们发现了三组主要的结果，每一组都是从一组市场参与者的角度呈现的。

从CP投资者的角度来看，我们发现，在涉及评级最高的金融发行人的交易中，投资者从交易商中间的CP获得的收益率高于直接放置的CP。平均差异从隔夜桶的1个基点（bp）到30天到期桶的约3个基点，在COVID危机期间，这种差异进一步扩大。4这些模式可能是由金融CP发行人之间的异质性驱动的：那些能够从CP投资者那里获得直接资金的人往往更值得信贷，而且联系更好的金融机构，因此，投资者要求这些发行人的收益率更低。事实上，一旦我们控制了发行人的固定效应，我们发现对于给定的发行人，投资者从直接发行中获得的收益率往往比从交易商中间的CP交易中获得的高出约2个基点（见表1的第一行）。这一发现表明，对于选择直接发行其CP的特定发行人，投资者在节省的中介成本中占有很大份额。

**表1：不同交易类型的CP收益差价（针对特定发行人）**

从CP发行人的角度来看，我们发现，在涉及评级最高的金融发行人的交易中，交易商中间发行的融资成本高于直接配售的融资成本，隔夜CP的融资成本平均约为2个基点，30天CP的融资费用平均约为6个基点。在危机时期，通过两种分销渠道的收益率之间的差价显著扩大。这些再次与发行人特征的异质性相一致：那些能够获得直接配售渠道的发行人可能更具信誉，关系更好，因此融资成本更低。一旦我们控制了发行人的固定效应，我们就不会发现特定发行人通过两种分销渠道的融资成本存在显著差异（见表1第二行）。这一发现进一步证实，对于一个特定的CP发行人，投资者几乎可以从消除交易商收取的中介成本中获得所有好处。

从交易商的角度来看，我们记录了交易商从投资者和CP发行人之间的中介中获得的强劲收入的证据，根据CP发行的信用评级和到期日，从1到6个基点不等。我们发现，交易商通过为很少或没有直接配售渠道的CP发行人（如非金融和资产支持的CP发行者）提供中介服务获得更高的利差。相比之下，交易商通过对评级较高的金融发行人进行中介服务获得更低的利差，这些金融发行人往往能够直接配售，因此可能拥有更强的议价能力。对于涉及同一发行人的交易，交易商从投资者处获得的收益与向发行人收取的收益之间的平均利差为2个基点（表1第三行）。

**2.数据和背景**

我们使用DTCC的交易级CP数据和标准普尔和穆迪投资者服务公司2018年7月至2028年8月期间的发行人信用评级数据进行分析2.5

大多数直接发行集中在金融发行人之间，他们平均占所有直接CP发行的80%左右。对于其他类别的CP发行人来说，绝大多数发行都是由交易商中介的，尤其是非金融发行人，他们在过去三年中的直接发行微不足道。

CP发行人在直接发行和经销商中介发行之间的选择差异很大。2013年至2022年期间，前50名金融CP发行人（以发行总量计）中，13名直接发行量超过60%，而9名直接发行数量不足10%。虽然这些前50名发行人中绝大多数都有外国母公司，但美国本土发行人更有可能使用直接配售。

**3.汇总统计：比较不同交易类型的CP收益率**

我们着手调查不同CP分销渠道的平均融资成本是否存在显著差异。我们从单变量分析开始，为不同交易类型的CP收益率提供汇总统计。6我们关注三个时间段：2018年7月至2022年8月（全样本）、回购高峰（2019年9月16日至20日）和新冠肺炎危机（2020年3月1日至4月10日）。

3.1投资者视角

投资者可以直接从发行人或经销商处购买CP。我们关注评级最高的金融CP，并比较CP投资者通过这两种购买渠道获得的平均收益率。对于涉及评级最高的金融发行人的交易，投资者平均而言，交易商中介CP（类型2）比直接放置CP（类型1）赚得更多，30天到期期限（3.3个基点）的这一差异大于隔夜期限（0.8个基点）（表2）。在危机时期，这一收益率差异大幅扩大。例如，在新冠肺炎危机期间，这一数字上升到近7个基点。对这些观察结果的潜在解释是，直接接触CP投资者的发行人往往更值得信贷，而且关系更好的金融机构和投资者平均要求较低的收益率。

**表2:AA金融机构的平均1类-2类利差**

3.2发行人观点

发行人可以直接向投资者发行CP，也可以让交易商参与交易。我们再次关注评级最高的金融CP，并比较CP发行人通过这两个渠道支付的平均成本。下表3展示了直接发行（类型1）和经销商中介发行（类型3）对发行人的成本差异。平均而言，评级最高的金融CP发行人通过交易商（类型3）支付的费用比通过直接配售的CP（类型1）支付的多，隔夜发行和30天发行的差异平均分别为1.8和6个基点。在危机时期，这两个分销渠道的收益率之间的利差也大幅扩大。

**表3:AA金融机构的平均类型3-类型1利差**

3.3经销商视角

最后，类型3（发行人对交易商）和类型2（交易商对投资者）CP交易收益率之间的差异代表了交易商从中间交易中获得的收入。表4显示，在不同的CP类别中，经销商在整个样本期内从初级CP市场的中介中获得了统计上显著的利差。对于隔夜CP，平均息差范围为最高评级的金融CP约1个基点至A2/P2非金融CP约6个基点，对于30天CP，平均价差范围为2.7至5.8个基点。

**表4：按CP类别划分的3类-2类平均价差**

非金融和资产支持的CP发行的中间商收入较高，尤其是评级较低的非金融CP，这可能是因为评级较低发行人与投资者的直接接触较少。对于评级最高的金融发行人来说，交易商的利差更为压缩，这可能是因为这些发行人与投资者的直接接触使他们拥有更大的议价能力。在危机时期，交易商的中介利差依然强劲。

**4.具有发行人固定效应的回归分析**

摘要统计数据概述了不同交易类型的CP定价。然而，收益率差异可能由不同的发行人特征（包括信用评级、融资金额、进入CP市场的容易程度等）驱动，这些发行人特征也可以决定发行人在发行CP时是选择直接配售还是交易商中介。

为了分析不同交易类型的CP定价，同时控制发行人特征的影响，我们利用了这样一个事实，即一些发行人既有直接配售交易也有交易商中介交易，并比较了同一发行人在给定月份的不同交易类型收益率。7通过这样做，我们有效地消除了发行人特征对CP定价的影响。重要的是，我们还控制可能影响其定价的各种CP特征，包括CP类型、发行金额和到期时间。该分析的样本从2018年7月至2022年8月，仅包括在给定月份通过两种渠道（直接和中间渠道）分销CP的CP发行人的观察结果。

表5给出了从投资者角度来看的回归结果，如果观察结果代表直接向投资者发行，则虚拟变量Direct\_issue等于1，如果由交易商中介，则为0。它表明，对于给定的发行人，投资者从直接发行中获得更高的收益率（约2个基点）——这是我们在表1第一行中预测的结果。这一发现表明，当发行人直接发行其CP时，投资者从避免中介成本中获得了很大一部分节省。

**表5：从投资者角度**

表6报告了CP发行方的结果。它表明，对于直接发行和通过交易商发行，给定发行人的融资成本没有显著差异（另见表1第二行）。这一发现进一步证实，对于一个特定的CP发行人，其投资者几乎可以从消除交易商收取的中介成本中获得所有利益。

**表6：从发行人角度**

表7侧重于经销商的角度，如果观察结果代表经销商（从CP发行人）购买，则虚拟变量Dealer\_buy等于1，如果经销商（向投资者）出售，则虚拟值为0。它表明，交易商通过发行人和投资者之间的中介，实现了强劲的利差（约2个基点，如表1第三行所示）。

**表7：从经销商角度**

**5.结论**

在本说明中，我们研究了初级市场中的CP交易，其中CP交易商扮演着主要的中介角色。CP发行人在获得投资者直接资金方面存在很大差异，而获得资金较少的发行人更依赖于交易商发行CP，并支付更高的中介成本。我们的研究结果表明，CP市场存在着实质性的交易摩擦，表现为不同分销渠道和不同市场参与者之间的显著收益差。这些摩擦对其他短期融资市场可能很重要，在这些市场中，一级交易占主导地位，交易商中介也至关重要。

**原文链接:**<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/dealer-intermediation-in-the-primary-market-of-commercial-paper-20221007.html>