



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2006年第7期(总第119期)

2006年3月10日

发展中期票据，填补公司债务市场空白

中国社会科学院金融所 殷剑峰

英国帝国理工大学 李彦

就目前我们对债券市场的理解来看，显然过于狭义。事实上，如果不考虑银行贷款，公司债务市场应该包括三个组成部分：商业票据（commercial paper）（对应于我们的短期融资券）、中期票据（medium-term note, MTN）、公司债券（corporate bond）（对应于我们的企业债）。长期以来，为了减少企业对银行贷款的过度依赖、发展直接融资，我们只将目光集中于公司债券这个层面。2005年我们以短期融资券的形式填补了商业票据这个空白点，但这毕竟只是货

币市场中的短期直接融资工具。

现在，我们应该考虑将另一个空白点——中期票据补上。与公司债务市场的其他组成部分相比，中期票据不仅是非金融企业重要的融资工具，更是金融中介机构为客户量身定制金融产品的主要载体。

一、中期票据的起源和发展

中期票据是一种经监管当局一次注册批准后、在注册期限内连续发行的公募形式的债务证券，它的最大特点在于发行人和投资者可以自由协商确定有关发行条款（如利率、期限以及是否同其他资产价格或者指数挂钩等）。同公司债券一样，早期的中期票据都是无担保、无抵押的纯粹信用证券，但目前各种结构金融产品（包括传统的资产支撑证券）的发行也采取中期票据形式。中期票据的历史要比公司债券短得多——从其出现迄今，也就 30 余年历史。但是，无论是在发达国家，还是在新兴经济体中，中期票据的地位已经不亚于公司债券。

1. 中期票据的起源

早期关于中期票据与商业票据、公司债券的关系，主要是从证券期限的角度来界定的：一般来说，商业票据的期限在 1 年以内（美国是 270 天 以内），中期票据的期限在 1 年到 10 年之间，公司债券则在 10 年以上。

以期限来区分各类债务工具同中期票据的起源有着密切的关系。在 20 世纪 70 年代以前的美国公司债务市场，除了银行贷款以外，只有商业票据和公司债券两种证券。1972 年，为弥补商业票据融资和公司债券融资之间的缺口，通用汽车承兑公司首次发行了期限不超过 5 年的债务工具。由于其期限介于商业票据和公司债券之间，因而被形象地称作“中期票据”。

在 20 世纪 70 年代，中期票据市场的发展并不顺利，其主要原因在于（Crabbe 等，1993）：第一，以公募形式发行、且发行证券的期限超过 270 天就必须在美国证监会注册，高昂的注册成本使得中期票

据只能转向私募债券市场；第二，没有二级交易市场，缺乏流动性。

第一个障碍在 1982 年得到解决。按照美国证监会公布的 415 规则、即货架注册规则 (shelf registration)，发行人可以对未来两年内拟发行证券向证监会申请一次性注册，在这两年时间里，发行人可以自由选择发行时间，并且可以根据当时的市场情况自由决定每次的发行利率、期限等条款。在货架注册规则下，中期票据的发行人可以将发行成本在规定的的时间和金额内进行摊销，从而极大地节省了每次的发行成本。

第二个障碍自 1981 年美林公司开始为中期票据做市之后也得到了解决。事实上，在中期票据的发展历程中，获得二级市场的流动性并不是最关键的。我们随后会看到，中期票据区别于公司债券的最大特点就在于它是为投资人、筹资人量身定制的，因而对流动性的要求自然要远远小于标准化的公司债券。

2. 中期票据市场的崛起

从 20 世纪 80 年代开始，中期票据市场迅速发展，并在 90 年代初达到顶峰。在美国投资级别的公司债务证券余额¹中，中期票据的比重从 1983 年的 18% 直线上升到 1990 年的 42% (Crabbe 等, 1993)。90 年代迄今，美国中期票据在投资级别公司债务证券余额中的份额一直稳定在 15% 至 25% 之间，在全部公司债务证券余额（包括垃圾债）中的份额稳定在 10% 到 20% 之间。随着中期票据市场的发展，目前美国公司债务市场已经形成了商业票据、中期票据和公司债券三足鼎立的态势。2004 年，商业票据、中期票据和公司债券（包括资产支撑证券 (ABS) 和外国在美发行的债券）的余额分别为 14026 亿、6394 亿和 70061 亿美元。

欧洲的中期票据市场起步较晚，最早的中期票据出现于 1986 年，但其发展速度丝毫不逊色。欧洲的中期票据余额在 1990 年尚不足 100

¹由于中期票据发行人以投资级别为主，因此，衡量其相对规模的指标应该是其占投资级别公司债务证券的份额。

亿美元，到 1993 年即达到 680 亿美元。此后，在结构票据（参见以下内容）的推动下，欧洲中期票据市场继续高速发展。据估计，在欧洲中期票据的发行中，大约有 30% 到 40% 属于结构票据，而 1999 年仅仅是交易所交易的结构票据就已经达到 645 亿美元（Das, 2001），更不用说规模大得多的场外市场了。

在新兴经济体、例如马来西亚，中期票据也已经成为公司债务市场的重要组成部分。2004 年，在马来西亚公司债务市场中，中期票据的比重高达 26%（Muhammad bin Ibrahim 和 Adrian Wong, 2005）。中期票据之所以能够在短短的 30 余年时间里就迅速崛起，其根源就在于它拥有公司债券所没有的优点：灵活性。

二、中期票据区别于公司债券的本质特征及其经济价值

1. 中期票据区别于公司债券的本质特征：灵活性

如果说在早期用期限来区分中期票据、商业票据和公司债券尚属合理的话，那么，随着中期票据市场的发展，这种区分已经不可能了。因为中期票据的发行期限涵盖了一年（在美国是 270 天、即商业票据的期限）至 30 年的范畴，甚至出现了长达百年的中期票据。用货架注册规则来区分中期票据和公司债券也不尽合理，因为公司债券也可以采取这种发行方式。中期票据与公司债券最本质的区别在于灵活性（flexibility），这体现在以下几个方面：

第一，发行规模极其灵活。无论是否采取货架注册规则，公司债券通常都是一次性、大规模的足额发行。与此相比，中期票据通常采取的是多次、小额的发行，具体发行时间和每次发行的规模依据当时市场的情况。换言之，公司债券的发行是离散的，而中期票据的发行是连续的。

第二，发行条款（如期限、定价及是否包涵衍生品合约等）极其灵活。为了适应大规模的一次性发行，公司债券的契约条款是标准化的，简单明了。例如，无论采取何种发行招标方式，公司债券的期限

和价格都是整体性的，同一批发行的公司债券在期限和价格上基本没有差异。公司债券条款中即使包涵衍生品合约，也是极其简单的，如可转换债券、可赎回债券。中期票据则不然，不仅同一次注册下的中期票据可以有不同的期限和定价，而且，中期票据的本金和/或利息支付可以盯住其他金融资产、非金融资产的价格或者价格指数。依据中期票据本息所盯住的资产类别，可以将之分为利率联接票据（interest-linked note）、股权联接票据（equity-linked note）、货币联接票据（currency-linked note）、商品联接票据（commodity-linked note）、保险联接票据（insurance-linked note）等等。这些种类繁多的中期票据常常会明确或者隐含地包涵一种或几种复杂的衍生品，这样的中期票据被称作结构票据（structured note）。

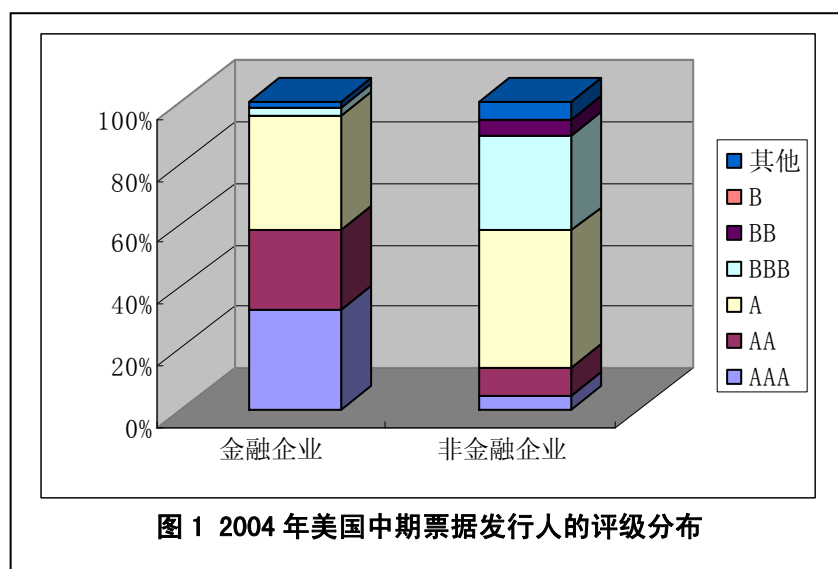
第三，发行方式极其灵活。为了保证顺利发行，公司债券一般都是由投资银行进行承销。中期票据的发行方式则非常多样化。早期主要是靠投资银行尽力推销（best-efforts），或者发行人自行销售。目前，有些中期票据的发行也开始采取承销方式，但与公司债券最大的不同在于所谓的“反向调查”（reverse inquiry）方式：投资银行先去征求潜在的投资人对发行价格、期限等条款的意见，然后再依据这些潜在投资人的意见发行相应的中期票据。与重视筹资人的传统金融活动不同，这种以投资人需求而非筹资人需求作为起点的发行方式代表了一种新的金融服务理念，它是中期票据市场在 90 年代中、后期高速发展的关键之处。

2. 中期票据的经济价值：量体裁衣式的设计

中期票据最早的功能在于从期限上弥补商业票据和公司债券的空挡。随着这个市场的发展，中期票据在灵活性方面的经济价值日益体现出来：与公司债券相比，中期票据能够为筹资者和投资者提供量体裁衣式的设计。

从筹资者的角度看，可以根据市场行情适时选择中期票据发行的

期限、利率和规模，从而不仅节省了财务成本，而且也极大地便利了资产负债表的管理。在美国市场中，中期票据的这种好处对于财务公司非常重要，因为财务公司的资产方主要是汽车信贷、设备租赁、循环信贷（信用卡贷款）等，这些资产在期限和利率方面容易随经济景气和市场供求环境发生波动。对于这些易变资产，发行期限、利率相对固定的公司债券会导致企业负债方难以与资产方相匹配。为了解决这个问题，在 20 世纪 90 年代以前，财务公司主要依靠发行商业票据来匹配易变资产，而商业票据的缺陷也很明显：期限太短、发行方式单一。自 90 年代初开始，中期票据开始替代商业票据：1993 年财务公司发行的商业票据余额和中期票据余额分别为 1491 亿和 785 亿美元；到 2004 年，商业票据余额微微上升至 1639 亿美元，而中期票据则翻了 4 倍多，达到 3018 亿美元。目前，财务公司已经稳定地成为中期票据市场最大的发行人，其发行余额占全部中期票据余额的比重基本维持在 40% 到 50% 左右。



除了财务公司这种金融企业之外，中期票据也是非金融企业的重要融资工具。但是，在这个市场进行融资的非金融企业同公司债券市场存在着一定的差异。

从发行企业的评级看，中期票据和公司债券的发行人都是以投资级（穆迪评级公司的 BBB 级及以上级别）为主，但是，发行中期票据的非金融企业的评级显著偏低。例如（参见图 1），在

2004 年发行中期票据的非金融企业中，各档次评级占全部中期票据余额的比重为：AAA 级 4%、AA 级 9%、A 级 45%、BBB 级 31%、BB 级 5%、其他 6%，而同期金融企业的评级分布为：AAA 级 33%、AA 级 26%、A 级 37%、BBB 级 2%、BB 级 0.5%、其他 2%。由非金融企业的这种评级分布可以推测，如果说公司债券主要是针对大型、优质企业，那么，中期票据则更加适合中型企业。对此，一个理论上的解释是（Guedes 和 Opler, 1996）：大型优质企业可以便利地通过短期商业票据和长期公司债券融资，但是，对于资质稍差的企业来说，既不愿意发行短期的商业票据，也没有能力发行长期的公司债券。就前者而言，这是因为这些企业经营风险较大，短期融资可能会导致无效率的清偿；就后者而言，这同投资者不接受这些企业有关。

用期限来解释企业的融资行为固然合理，但这显然没有抓住问题的本质。中期票据的灵活性赋予融资者一个极大的好处：细分客户，从而扩大潜在投资者群体。例如，在一个中期票据发行计划中，企业可以针对流动性偏好较强的客户发行期限较短的票据，同时针对中长期投资者发行期限较长的票据。这种通过细分客户、扩大投资者群体的功能非公司债券可为，这也正是许多企业偏好发行中期债券的主要原因。例如，美国学者（Crabbe 和 Turner, 1995）的实证分析表明，同一家企业发行的期限相同的公司债券和中期票据具有相同的发行利率——这表明中期票据在发行成本上并不比公司债券优越，而企业之所以会同时发行公司债券和中期票据，其理由只能在于后者拥有前者所没有的灵活性。

无论如何，中期票据能够对筹资企业产生如此大的吸引力，归根到底还是在于它能够为客户提供量体裁衣式的金融工具，而这种功能通过投资银行的“反向调查”得到了极大的发挥，并形成了一种新的金融活动形式——“结构金融”（Structured Finance）。

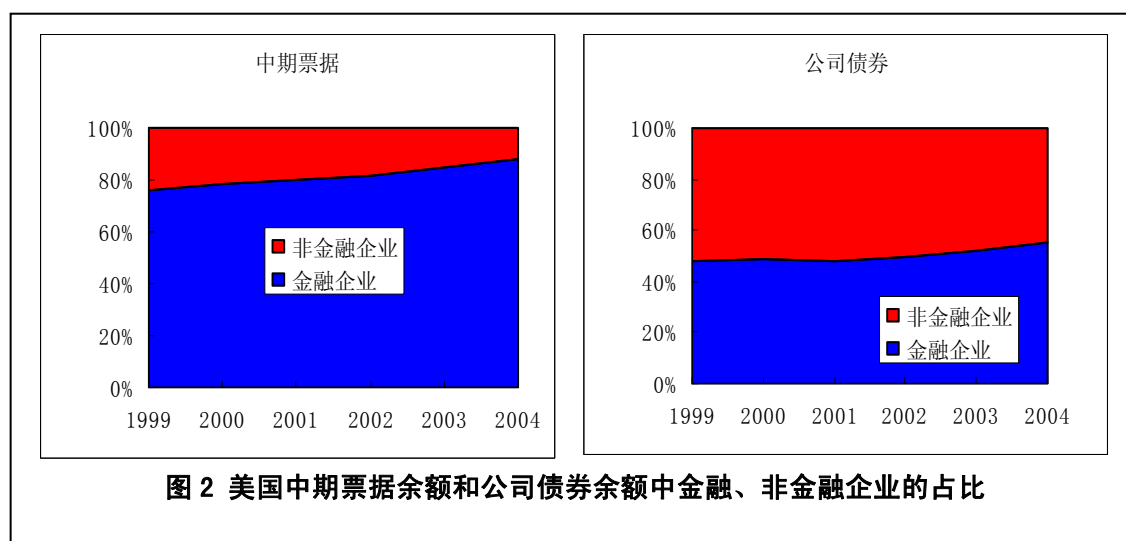
在传统的资本市场中，投资银行及其他金融中介机构所扮演的角

色是被动和消极的，它们的主要职责就是向投资者推销企业发行的标准化的证券。结构金融活动则不同：投资银行先去了解投资者在期限、收益和风险等方面的偏好，然后将各种资产（银行贷款、股票、债券、实物资产等）集合成原始资产（池），再利用衍生品对资产的风险和收益特征进行重新构造，最终形成符合投资者要求的新的证券——结构票据。显然，在活动的整个流程中，投资银行的角色是积极和主动的。

结构金融的产生和发展是 90 年代后期中期票据市场发展的主要动力，它不仅便利了企业的筹资活动，更关键的是，它为投资者提供了各种形式的量体裁衣式的投资工具。例如，当投资者预期未来货币市场利率将持续下跌、利率期限结构可能变得更加陡峭的时候，投资银行可以为他们设计一个反转浮动利率票据（inverse floating rate note）。再例如，当投资者对股票价格预期具有严重分歧的时候，即一部分投资者认为未来股价会上涨，而另一部分则认为至少不会上涨那么多，投资银行可以针对看涨的投资者发行牛市票据，而针对看跌的投资者发行熊市票据。

由于中期票据是量身定制金融产品的重要载体，也是金融企业进行资产负债表管理的重要工具，这就必然意味着，在这个市场中，金融中介机构所扮演的角色要比非金融企业重要得多。换言之，尽管非金融企业也依靠中期票据市场获得适当的融资，但是，推动中期票据市场发展的主要力量来自于金融部门。以美国市场为例，（参见图 2），在 1993 年，非金融部门发行的中期票据余额占全部中期票据余额的比重尚有 40% 左右，1999 年下降到 20% 强，到 2004 年降至 20% 以下。与中期票据相比，公司债券显然是非金融部门从事长期的债务融资的主要渠道，因此，非金融部门发行的公司债券余额占全部公司债券余额的比重一直稳定在 50% 左右。如果从中期票据的年度发行量来看，非金融部门的占比就更小了。1995 年非金融部门发行量占全

部中期票据发行量的比重只有 20%，到 2004 年，该比重更是下降至微不足道的 4% 左右。



三、结论：发展中期票据，填补我国公司债务市场的空白

从以上分析可知，尽管中期票据与商业票据、公司债券存在着一定的竞争性，但是，中期票据的灵活性使得它更多的是填补了其他两类债务工具所没有的金融功能。由于这个原因，中期票据就同商业票据、公司债券一起构成了公司债务市场稳定发展的三根支柱。

与欧美国家、新兴经济体三足鼎立的公司债务市场相比，我国的公司债务市场不仅处于发展的初级阶段，而且，也缺了一条腿——中期票据。截至今年 2 月份，已发行的短期融资券达到 1900 余亿元，未清偿企业债券余额为 2291 亿元，规模远低于银行贷款；从期限上看，1 年及以下的证券（短期融资券）占比为 46%，10 年及以上的证券占比为 44%，1 至 10 年的中期证券仅有 10%；从发行方式看，短期融资券是贴现发行，企业债主要是简单的付息债券，基本谈不上金融创新；从发行人来看，完全是非金融企业一统天下，缺乏金融机构发行的以投资理财为目的的债务证券。

总而言之，国外的经验和我国当前的状况都表明，应该尽快发展中期票据，以填补我国公司债务市场的空白。中期票据市场的建立和

发展不仅将为我国的非金融企业提供新的直接融资渠道，而且，也将为金融企业管理资产负债表、拓展理财产品市场提供极大的便利。鉴于中期票据的主要投资者群体是机构投资者，因此，应该以银行间市场为主。从人民银行有关短期融资券的管理办法看，短期融资券的发行已经具有货架注册规则的基本架构，只需要在发行期限、注册有效期和发行人等方面另行明确规定即可。

参考文献(略)

本刊启示

为提高发行效率和质量，本刊将于 2006 年发行电子版。如您需要电子版刊物，请将您的姓名、单位和电子信箱地址发至：ifb@cass.org.cn，我们将按期及时给您发送刊物。同时，将不再给您寄送纸质刊物。

谢谢合作！

《金融论坛》编辑部

主 办：中国社会科学院金融研究所

主 编：李 扬

副 主 编：王国刚

联 系 人：刘戈平

电 话：010-85195338

电子信箱：ifb@cass.org.cn