

行业评论：

发行短期融资券有助于证券公司拓宽融资渠道

评级业务部

张文彬

电话：010-88090132

邮件：zhangwenbin@chinaratings.com.cn

第30期（总第58期） 2012年06月

中债资信评估有限责任公司是国内首家采用投资人付费业务模式的新型信用评级公司。中债资信将采用“为投资人服务、由投资人付费”的营运模式，并按照独立、客观、公正的原则为投资人提供债券再评级、双评级等服务。

公司网站：www.chinaratings.com.cn

电 话：010-88090001

地 址：北京市西城区金融大街 28
号院盈泰中心 2 号楼 6 层

观点简述：

招商证券于5月31日招标发行40亿元人民币短期融资券，期限91天。这是2005年首批证券公司短期融资券发行以后首支发行的短券。

2005年，根据《证券公司短期融资券管理办法》和《关于证券公司发行短期融资券相关问题的通知》等政策文件，招商证券、国泰君安、海通证券、中信证券和广发证券五家公司均各发行了一支期限为91天的短期融资券，五家公司发行总额29亿元。但由于市场环境变化等原因，证券公司短期融资券随后未再发行。

重启短期融资券的发行是监管层近期一系列支持证券公司创新发展的举措之一。作为一种重要的短期融资工具，短期融资券拓宽了国内证券公司的融资渠道，改变了国内证券公司单一依赖股权融资的现状。同时，发行短期融资券为证券公司拓展创新业务提供了重要的资金支持，有助于证券公司盈利的提升。

招商证券于 2012 年 5 月 31 日成功招标发行 40 亿元人民币短期融资券，期限 91 天。本期债券为招商证券 2012 年发行的第一期短期融资券，募集资金将用于补充招商证券流动资金。

此前，根据《中国人民银行关于招商证券股份有限公司发行短期融资券的通知》（银发【2012】126 号），招商证券待偿还短期融资券的最高余额核定为 86 亿元，有效期为一年。在有效期内，招商证券可自主发行短期融资券。

此次发行是 2005 年以后证券公司首次发行短期融资券，受到投资人追捧，发行利率较低

为支持国内证券公司创新发展，监管部门近期重启了暂停近 7 年之久的证券公司短期融资券的发行。除去招商证券以外，中信证券、华泰证券等国内综合实力较强的证券公司也提出了各自的短期融资券发行方案。

招商证券发行的本期短期融资券受到投资人追捧，债券发行利率较低。本期债券认购倍数达 3.92 倍，债券中标利率为 3.20%，位于此前公布的 3.10%~4.10% 的利率区间的下端。与 2012 年发行的几笔期限接近的超短期融资券相比，本期短期融资券的发行利率处于较低水平（表 1）。

表 1：本期短期融资券与 2012 年发行的几笔超短期融资券对比情况

| 序号 | 企业名称 | 主体信用等级 | 评级机构 | 发行日 | 金额 (亿元) | 期限 | 发行利率 |
|----|------------|--------|-------|----------|------------|------|-------|
| 1 | 招商证券 | AAA | 上海新世纪 | 5 月 31 日 | 40 | 91 天 | 3.20% |
| 2 | 中国电力投资集团公司 | AAA | 中诚信国际 | 5 月 22 日 | 60 | 90 天 | 3.60% |
| 3 | 中国大唐集团公司 | AAA | 大公国际 | 5 月 11 日 | 50 | 90 天 | 4.09% |
| 4 | 国家电网公司 | AAA | 联合资信 | 2 月 9 日 | 50 | 90 天 | 4.10% |
| 5 | 国家电网公司 | AAA | 联合资信 | 1 月 12 日 | 30 | 90 天 | 4.20% |

资料来源：中债资信收集整理

经过三年综合治理和随后几年的规范发展，目前国内多数证券公司已经能够满足发行短期融资券的基本条件

经过 2004~2007 年的综合治理和随后几年的规范发展，国内证券公司的规范运营程度大幅提升。对照证券公司发行短期融资券的基本条件来看，截至目前已经有 76 家证券公司成为全国银行间同业拆借市场会员；按照监管要求，国内证券公司从 2006 年起披露年度财务报告；由于实行了第三方存管制度，挪用客户结算资金的现象得到根本解决；监管部门通过实施以风险管理能力为基础的分类监管，促进了证券公司内控和风险管理水平的提升。因此，目前多数证券公司已经能够满足发行短期融资券的基本条件。

表 2：证券公司发行短期融资券的基本条件

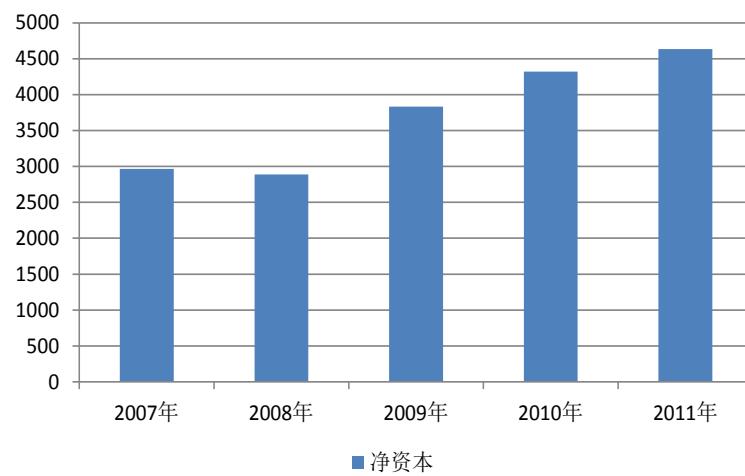
| 序号 | 条款 |
|----|--|
| 1 | 取得全国银行间同业拆借市场成员资格一年以上 |
| 2 | 发行人至少已在全国银行间同业拆借市场上按统一的规范要求披露详细财务信息达一年，且近一年无信息披露违规记录 |
| 3 | 客户交易结算资金存管符合证监会的规定，最近一年未挪用客户交易结算资金 |
| 4 | 内控制度健全，受托业务和自营业务严格分离管理，有中台对业务的前后台进行监督和操作风险控制，近两年内未发生重大违法违规经营 |
| 5 | 采用市值法对资产负债进行估值，能用合理的方法对股票风险进行估价 |
| 6 | 中国人民银行和证监会规定的其他条件 |

资料来源：《证券公司短期融资券管理办法》

2008 年至今国内证券公司净资本逐年增长，短期融资券融资空间大

截至 2011 年末，国内 109 家证券公司的净资产达到 4,634.02 亿元(图 1)。根据《证券公司短期融资券管理办法》规定，证券公司待偿还短期融资券余额不超过净资产的 60%。参照 60% 的上限，国内证券公司发行短期融资券的空间可达 2,780.41 亿元。考虑到国内证券公司净资产逐年增长的趋势，未来短期融资券的融资空间有望进一步扩大。

图 1：2007~2011 年国内证券公司净资产情况（单位：亿元）



资料来源：中国证券业协会，中债资信收集整理

发行短期融资券有助于拓宽证券公司融资渠道，满足其短期流动资金需求，推动创新业务拓展

证券公司资金来源比较单一。证券公司的短期资金主要依赖卖出回购金融资产，短期借款和拆入资金较少。截至 2011 年末，18 家上市证券公司中仅三家有短期借款，余额仅有 34.26 亿元。证券公司的长期资金主要依赖股权融资，长期借款和债券融资较少。截至 2011 年末，18 家上市证券公司中仅有一家有长期借款，余额仅有 1.35 亿元；有应付债券的也仅中信证券一家，余额为 15 亿元。

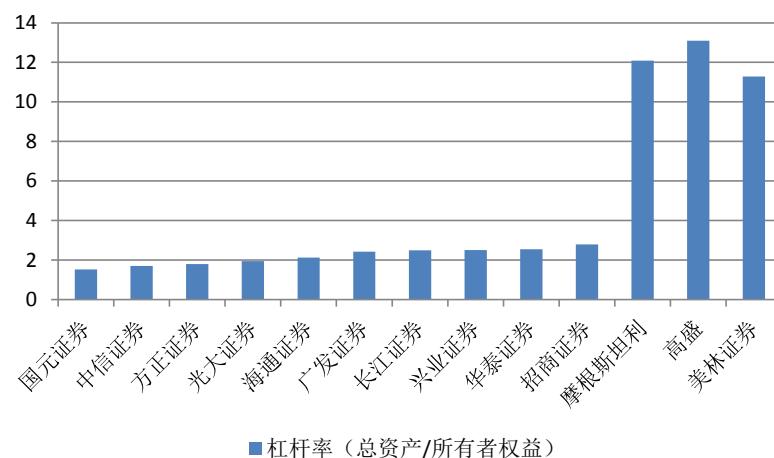
发行短期融资券为证券公司提供了一种低成本的融资方式。由于短期融资券的发行实行余额管理，证券公司在限额之内可以根据经营的实际需要，灵活确定每期的发行金额，这种灵活性使得短期融资券成为一种很好的短期融资工具。并且短期融资券已经成为国内发行量较大、流动性较好的债券品种之一，融资成本一般低于同期限银行借贷利率。

2011年以来，在监管部门的推动下，证券公司大力拓展融资融券、资产管理、直投等创新业务。2012年，监管部门支持证券公司创新的意图进一步明确，多项措施将陆续出台。未来，随着证券公司从事的创新业务种类和金额逐渐增加，对资金的需求也随之加大。目前，过于依赖股权融资的单一资金来源模式使证券公司在拓展新业务时面临一定的资金压力，因此，证券公司亟需拓展短期融资券等债权融资渠道。

短期融资券的发行有助于提升证券公司杠杆率，增强其盈利能力

由于监管层对证券公司实行严格的净资本和杠杆率约束，且证券公司债权融资较少，使得证券业整体的杠杆率较低。截至2011年末，国内证券业的平均杠杆率仅为2.5倍。而国际投行尽管次贷危机后进行了去杠杆化操作，其杠杆率仍远高于国内证券公司(见图2)。发行短期融资券将直接提升证券公司的杠杆率，提高证券公司资金的使用效率，有助于净资产收益率的提升。

图2：2011年国内主要上市证券公司和国外投行杠杆率对比（单位：倍）



资料来源：中债资信收集整理

免责声明：本报告系根据公开信息做出的独立判断。对于该等公开信息，本公司不保障其真实性和准确性。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见不构成任何机构或个人作出证券买卖价或询价的依据。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不承担任何法律责任。本报告版权归中债资信评估有限责任公司所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。