

短期融资券市场 理论与实务

时文朝等 编著



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

《短期融资券市场理论与实务》

编委会主任：穆怀朋

编委会副主任：时文朝

编委会成员：穆怀朋 沈炳熙 时文朝

曹子娟 周荣芳 袁沁敌

王 蔚

《短期融资券市场理论与实务》

编著：时文朝 周荣芳 袁沁敬

序 言

短期融资券市场的建立是中国金融市场建设历程中的一件大事，它对改变我国社会融资结构、完善宏观调控传导机制的作用将逐步显现。短期融资券市场作为货币市场的子市场，为企业短期融资提供了便利，企业长期直接融资仍然离不开债券市场的发展。中国债券市场发展了20多年，作为中国债券市场主体的场外债券市场持续快速发展了8年多。面对金融改革的新形势、新任务，如何谋划中国债券市场改革发展的蓝图，是人民银行一个时期以来充分关注的重要课题。

在中国债券市场的改革和发展问题上如何落实科学发展观呢？无外乎三个议题：一是如何科学地判断中国债券市场所处的历史方位；二是如何科学地分析中国债券市场发展面临的挑战；三是如何科学规划、统筹安排推动中国债券发展的各项工作。

一、关于中国债券市场所处历史方位的问题

中国债券市场处于什么样的发展阶段，中国债券市场应该向什么方向发展？有的观点认为，中国债券市场还很落后，还很“初级”，债券市场运行的市场化程度还很低；有的观点认为，中国债券市场存在严重的分割，还没有建立统一互联的债券市场体系；当然，也有观点认为，中国债券市场发展很快，已经比较完善，市场功能发挥得很好。应该说，上述各种观点都从某个局部描绘了中国债券市场发展的状况。

我认为，评价中国债券市场所处发展阶段可以概括为两句话：第一句，中国债券市场的发展已经取得了显著的成绩；第二句，中国债券市场的发展还远远不够。

中国的债券市场从上世纪80年代初起步，经过20多年的发

展,从无到有、从小到大、从行政摊派发行到市场化发行、从没有二级市场交易到有多样化的交易方式和交易品种,先后经历了以柜台市场为主、以交易所市场为主和以场外债券市场为主三个发展阶段。目前,已经形成了以场外市场(也就是银行间债券市场)为主、场内市场为辅的发展格局。特别是1997年银行间债券市场建立以来,在中国人民银行的推动、引导和监督管理下,银行间债券市场持续快速健康发展,对支持国家宏观调控和金融业改革、完善市场体系、发挥市场功能、维护金融稳定起到了重要作用。

客观地说,中国债券市场发展的成绩是主要的、显著的。在看到中国债券市场建设取得显著成绩的同时,我们也要对债券市场的现状保持清醒的认识。总体而言,我国债券市场的发展相对滞后,还不能适应经济金融发展的需要,债券市场发展过程中也面临着这样和那样的困难。当然,中国债券市场现存的问题是发展中的问题、是阶段性的问题,只有通过加快发展的办法才能很好地解决。

当前,保持经济可持续发展、完善宏观调控体系和深化金融业改革,又对中国债券市场发展提出了新的任务。如何抓住有利时机,选准改革突破口,科学规划、统筹安排,切实推动中国债券市场发展,不仅是一个关系金融市场自身发展的问题,而且是一个关系到完善我国宏观调控体系和中国金融业深化改革的重大问题。债券市场的发展方向应该取决于国民经济发展、金融业整体改革和发展的需要。

二、中国债券市场发展面临的挑战

当前,中国处于重要战略机遇期,要抓住发展的机遇,也必然要应对各种挑战。概括来说,金融领域改革面临的挑战主要包括四个方面:

一是货币供应量持续高增长的挑战。改革开放以来,中国的M2增长率持续高于GDP增长率与通货膨胀率之和,M2/GDP的比例2004年末达到了185%,是全球最高的。中国M2/GDP比例过高,虽然从转轨的实际国情来观察有一定的合理性,但也表明了以间接融资为主模式的低效率。这种状况对宏观调控和微观经济发展

带来诸多挑战，固定资产投资过快增长、银行不良贷款累积、中小企业融资等问题都与现有融资结构不协调有联系。

二是金融体制改革的挑战。2005年，国有商业银行股份制改革试点工作稳步推进，农村信用社改革试点工作进展顺利，但是总体来看，我国的金融体制改革，特别是国有银行改革仍处于攻坚阶段。从全球范围来看，金融体系的改革比其他领域的改革具有更大的艰巨性，不管是休克疗法还是渐进式改革，都要培育过去计划经济体制下所没有的、与金融机构发展相应的法规体系、政策环境和市场环境。

三是金融市场发展不均衡的挑战。中国金融市场发展面临的主要挑战是发展不均衡的挑战，这可以概括为两个“不均衡”：一是金融市场各子市场发展不均衡，这种发展不均衡的格局使发育程度低、市场规模小的金融子市场的需求，转移到市场规模相对较大的金融子市场中实现，形成跨市场的风险转移，既不利于新兴市场的发展，也不利于既有市场的完善；二是金融市场产品、参与者、中介机构和市场规则体系发展不均衡，在推进产品创新中必须顾及现有市场环境的约束。要解决这两个“不均衡”，仅针对个别问题采取局部性的改革措施是不够的，有的时候甚至会带来新的问题。

四是储蓄难以顺畅转化为投资的挑战。一方面，近几年我国家庭住户部门的储蓄性金融资产增长迅速，对可投资的金融工具的创新提出了迫切要求，但苦于投资工具不多，大量储蓄类资产集中于银行体系，使金融系统的可用资金十分充裕，货币市场资金大量聚集；另一方面，企业的资金需求非常旺盛，虽然企业愿意以较高成本融资，需求仍得不到满足。储蓄向投资的转化出现了“梗阻”。

上述四个方面的挑战在现实中错综关联，在具体领域有不同表现。在中国债券市场领域，这些体制性、机制性因素就表现为各种各样的制约市场发展的困难和问题。

比如，由于破产法律制度对债权人保护不足，客观上制约了非政府债券市场的发展，导致政府债券市场与非政府债券市场发展不平衡。再比如，由于金融改革相对滞后，在债券市场部分领域仍然

存在过度管制，过度管制压抑了专业化中介服务机构的生长空间，专业化中介机构的不成熟，反过来又遏制了市场化产品创新的发展，依靠市场力量推动金融产品创新始终存在很大的阻力和掣肘。还比如，由于我们目前的融资结构还是以间接融资为主，金融资源绝大部分聚集在商业银行系统，这种特殊的金融结构，决定了中国债券市场的竞争不够充分，特定的阶段还有很强的垄断性，市场功能的正常发挥会受到干扰。

当然，制约中国债券市场发展的具体困难和问题还有很多，但是上述三个问题是带有根本性的、体制机制因素。从这里着手理清思路、解决问题，才能够正本清源、事半功倍。

三、科学规划、统筹安排，切实推进中国债券市场发展

长期以来，人民银行始终在研究推进中国债券市场的发展方略，也做了一些卓有成效的工作，但是市场发展对我们的工作提出了更高的要求，面对新情况、新问题的确要有新思路、新方法。切实推进中国债券市场发展中比较紧要的几项工作是：

首先，要确立超常发展中国债券市场的观念。所谓“超常发展”，就是超越常规，快速发展。为什么要强调超越常规、快速发展呢？因为我国还处于经济转型过程中，经济转型过程的一个突出特点是，人们的思想意识和政策取向容易反复，经济金融运行的状况也会发生变化。从这个意义上讲，加快发展的有利时机的持续性是难以测定的，可以说是时不我待。这就要求我们在促进发展的问题上要有紧迫感，要进一步解放思想，大胆实践，改变制约发展的各种体制和机制因素。总之，超常发展绝不是拔苗助长，而是在坚持市场化取向的原则上，依据现实环境和条件，选准突破口、强力推动，尽可能地使债券市场快速迈上一个新台阶。

超常发展的观念越深入人心，市场管理层和市场参与者在超常发展的问题上共识越多，就越有利于维护债券市场加快发展的环境，债券市场加快发展的局面也将为之一新。

第二，要科学规划中国债券市场的发展。市场的发展不能搞计划，但是市场的发展一定要有规划。市场发展规划至少应该包括三

个层次内容：首先是债券市场发展的总体目标，其次是依据总体发展目标制订的战略发展阶段安排，第三是落实各阶段发展目标的切实工作措施。从现状来观察，中国债券市场在统筹规划、协调发展领域还有许多工作要做。应该说，管理层对中国债券市场发展的总体目标有广泛共识。在总体目标一致的前提下，有利于债券市场发展的事情，我们就要大力支持、敢于突破；制约债券市场发展的因素，我们就应该坚决扫除。如果按照这个原则来调整政策和理念，就能够形成推动中国债券市场快速发展的合力。

第三，要以产品创新为突破口带动债券市场整体发展。中国债券市场发展面临“两个不均衡”：一是债券市场各子市场发展不均衡；二是债券市场产品、参与者、中介机构和市场规则体系发展不均衡。要解决这“两个不均衡”，仅采取局部性的改革措施是不够的，可能还会带来新的问题。最有效的办法就是适应市场发展的规律，按照市场要素发展的内在逻辑，来确定工作的逻辑次序。

市场参与者、金融产品和市场运行规则，这三个既相互联系，又相互制约的市场要素之间的矛盾运动是债券市场发展的原动力。但是，市场三要素的发展不可能“齐步走”，在特定的阶段，某方面要素的发展必然要快于其他要素，并且带动其他要素的发展。中国债券市场的发展现状表明，产品创新是推进我国债券市场整体发展的重要突破口。通过加快金融产品创新步伐，带动市场规则体系完善，促使参与者市场化程度提高。

2005年以来，人民银行在银行间债券市场高密度地推出了一系列新的金融创新，这里既有企业短期融资券、金融债券、资产抵押证券等基础产品的创新，也有债券远期交易等深化市场功能的创新，还有商业银行设立基金管理公司、发展货币市场基金等以培育合格机构投资者为目标的制度创新。总体来看，这些创新举措收到了预期的政策效果，银行间债券市场的规则体系进一步完善，参与者的市场化程度明显提高。

近期债券市场的创新举措还只是一个开端，与中国债券市场发展的长远目标相比，产品创新的工作还很艰巨。比如，企业短期融

资券的推出获得了市场的普遍好评，也形成了企业、承销机构、中介机构多方共赢的局面，但是从发展企业直接融资、改善社会融资结构、改善全社会融资成本、提高企业竞争力等诸多要求来看，仅有这个品种还是远远不够的，企业长期直接融资离不开公司债券市场的发展。

第四，要在改善金融生态方面下功夫。市场创新、市场发展的源动力在于市场参与者，管理部门主导推动金融创新只是现阶段促进市场超常发展的阶段性举措。在金融创新问题上既不可能一蹴而就，也不可能一劳永逸。要解决金融创新的持续动力问题，将政府主导型的金融创新逐步引导到市场主导型的金融创新，就必须在改善金融生态方面开展深入细致的工作，做出艰苦的努力。

如何通过《破产法》、《公司法》、《物权法》等法律的修改和制订，进一步强化债权人保护机制，对债务人形成真正有威胁的压力；如何通过政府改革，让政府从对债券发行申请人的实质判断中摆脱出来，将应该由市场决定的事情完全交给市场；如何通过完善会计准则、信息披露规范来增强债券市场的透明度，进一步强化市场约束和激励机制；如何在债券市场对外开放中掌握主动权，既引入竞争、又防范跨市场风险；如何通过发展合格机构投资者群体，提高债券市场的竞争性，充分发挥市场竞争的作用。这一系列问题都需要在改革和发展的实践中不断探索。

可以说，改善金融生态对债券市场发展具有基础性意义，改善金融生态的工作需要不断研究和实践。

短期融资券作为金融产品创新的一个案例，其实践有利于今后中国金融市场进一步的改革和发展。《短期融资券市场理论与实践》一书的出版，是对该项改革创新工作的阶段性总结，也可以为今后的产品创新提供一个借鉴和参照。

刘士余

2005年10月

前 言

当前，我国金融改革进入攻坚阶段，金融业的发展处于重要战略机遇期。面对金融改革和发展的新形势、新挑战，必须要有突破性的思路和超常规的措施。在科学判断中国金融市场所处历史方位，深入分析金融市场发展面临的挑战基础上，如何通过科学规划、统筹安排，积极推动金融市场持续快速健康发展，并以此促进经济金融整体改革、保持国民经济持续发展，是有关方面，特别是管理层一段时间以来着力研究的重要课题。

从2004年10月开始，人民银行在多年跟踪研究的基础上，重点研究了金融市场发展与企业直接融资问题，提出了一系列改革设想和工作思路。通过研究发达国家金融市场的金融产品，研究国内改革开放以来金融市场发展的经验教训，研究当前宏观金融形势和金融制度环境，提出了以企业短期融资券作为拓宽企业直接融资渠道的突破口，以产品创新带动金融市场整体建设的思路。经过调查研究和论证，《短期融资券管理办法》逐步完善，其中吸收了学术界、企业界、金融界、法律界众多专家的意见。《短期融资券管理办法》的起草过程体现了科学决策、民主决策的要求，实现了管理部门与市场参与者的充分沟通和良好协作。

2005年5月末，《短期融资券管理办法》出台，首批短期融资券成功发行，引起了市场的极大关注和强烈反应。各界对于在银行间债券市场引入短期融资券的改革普遍给予高度评价，认为这是我国企业直接融资方式的重大突破和金融市场建设的重要举措，其影响将远远超过货币市场建设的范畴。几个月来，短期融资券市场呈现蓬勃发展的良好势头，初步形成了企业、金融机构、中介服务机构多方共赢的良好局面，这证明短期融资券作为新的金融产品是适

合市场发展需要的，以短期融资券作为扩大直接融资改革突破口的基本思路是正确的。

与任何新兴金融市场一样，短期融资券市场也需要市场管理者和市场参与者的共同培育和维护。在短期融资券市场起步阶段，我们就组织力量进行政策宣传、加强政策引导，积极促进市场良性发展。随着短期融资券市场不断扩大，市场参与者对于短期融资券的政策问题、理论问题、操作问题有了进一步的认识和实践，也对短期融资券的理论和实务提出了新的问题。

为此，我们编著了《短期融资券市场理论与实务》一书，将目前关于短期融资券的研究论文、规章制度和实际案例汇编起来。全书共分三篇：“理论篇”汇集了国内学者和专家关于短期融资券的理论文章和国外关于融资性商业本票市场的基础性研究成果；“制度篇”汇编了企业短期融资券和证券公司短期融资券的相关规章制度和业务操作规范；“实务篇”摘编了部分企业发行短期融资券的申请材料，这些申请材料都是同类文件中遴选出来的，格式比较规范、内容比较齐全的文件，可作为主承销商和发行人制作短期融资券发行材料的参考。

本书理论性和实务性相结合，是我国第一部有关短期融资券方面的专著，相信可以作为研究中国货币市场的重要资料文献。

时文朝

2005年10月

目 录

序言	刘士余
----------	-----

第一篇 理论篇

坚持市场化改革方向, 推动货币市场超常发展	(3)
关于企业短期融资券的几个问题	(13)
坚持短期融资券的市场化定价机制	(25)
从建立具有宽度和厚度金融体系的战略	
高度看短期融资券市场	(31)
美国票据市场发展及对中国的借鉴作用	(35)
美国商业票据市场简介	(61)
韩国企业债市场研究及对中国债券市场发展的意义	(83)
欧洲商业票据市场简介	(123)
印度商业票据市场简介	(137)
借鉴国际商业票据市场发展我国企业短期融资券市场	(143)
探索以创新产品完善金融市场要素建设之路	(149)
提高贷款风险定价能力是商业银行适应企业	
融资方式变革的必然选择	(155)

第二篇 制度篇

短期融资券管理办法	(165)
短期融资券承销规程	(173)
短期融资券信息披露规程	(181)
短期融资券交易规程	(185)
短期融资券托管结算操作细则	(187)
企业发行短期融资券申请文件目录 (参考细目)	(193)
企业发行短期融资券申报材料内容与格式 (参考标准) ...	(197)
证券公司短期融资券管理办法	(201)
证券公司短期融资券交易操作规程	(209)
证券公司短期融资券信息披露操作规程	(211)
证券公司短期融资券发行结算操作细则	(215)

第三篇 实务篇

华能国际电力股份有限公司申请发行 2005 年

企业短期融资券的请示	(229)
华能国际电力股份有限公司申请发行融资券的推荐函	(233)
中国光大银行关于神华集团有限责任公司	
2005 年度短期融资券发行尽职调查报告	(263)
国航股份短期融资券偿债计划及保障措施专项报告	(289)
神华集团有限责任公司关于支付 2005 年度	
短期融资券本息的现金流分析报告	(295)
2005 年中国铝业股份有限公司短期融资券募集说明书	(303)
中国五矿集团公司 2005 年度第一期融资券募集说明书	(337)

附 录

附录一	中国人民银行有关负责人就《短期融资券 管理办法》答记者问	(383)
附录二	关于企业短期融资券的媒体反映	(389)
附录三	关于证券公司短期融资券的媒体反映	(397)

第一篇 理论篇

坚持市场化改革方向， 推动货币市场超常发展

时文朝

1998年以来，在人民银行的推动、引导和监督管理下，中国货币市场持续快速健康发展，对支持国家宏观调控和金融业改革、完善市场体系、发挥市场功能、维护金融稳定起到了重要作用。在看到货币市场建设取得显著成绩的同时，我们也要对我国金融市场的现状保持清醒的认识。总体而言，我国金融市场发展滞后，还不能适应经济金融发展的需要，货币市场的状况也大体如此。当前，保持经济可持续发展、完善宏观调控体系和深化金融业改革的新形势，又对货币市场发展提出了新的任务。如何抓住有利时机，选准改革突破口，实现我国货币市场的超常规发展，不仅是一个关系金融市场自身发展的问题，而且是一个关系到完善我国宏观调控体系和中国金融业深化改革的重大问题。

一、中国货币市场发展的现状

按照国际通行的标准，货币市场指期限在一年以内的短期金融工具的发行和交易市场。货币市场实际上是一个机构投资人之间的大额资金批发交易市场。目前，我国的货币市场是以银行间市场（这个概念既不够科学也不够规范，往往被人们理解为银行与银行之间的资金交易市场，这是一个严重的误解，其实，银行间市场是一个宽泛的场外询价市场概念）为主体的。它主要包括同业拆借市场、债券回购市场、短期国债和政策性金融债市场、中央银行票据市场、银行承兑汇票市场等多个子市场。近年来，在人民银行积极推动下，以银行间市场为主体的货币市场建设取得了显著成效，其发展呈以下特点：