

信用债券投资与传统信贷投放的价格比较与决策分析

■ 牛春娟

(宁夏银行股份有限公司, 宁夏 银川, 750001)

一、引言

近年来,受货币市场相对宽松的流动性影响,以债券市场为代表的直接融资成本不断下降,大部分企业发债成本明显低于同期限贷款基准利率水平,少数优质发债企业成本甚至下探至2.5%。观察近十年信用债券发行价格与贷款基准利率可以发现,贷款真实融资成本仍明显高于债券市场发行利率。在我国金融市场中,贷款利率市场化发展滞后使得贷款利率粘滞现象相对明显,而债券融资成本已完全参考市场化利率进行波动,与货币市场价格保持高度的一致性。

信用债券是债券的一种,是指政府之外的主体发行的、约定了确定的本息偿付现金流的债券。具体包括企业债、公司债、短期融资券、中期票据、分离交易可转债、资产支持证券、次级债等。伴随着金融市场的不断完善,商业银行资产配置能力逐渐增强,对于信用债券的投资需求更加迫切,作为大多数商业银行资产项目中占比最大的两类产品,信贷投放与信用债券投资的价格比较、资产构成、决策分析成为了一项重要的资产配置研究任务。

二、社会融资规模中贷款投放与信用债券投资的比较

(一)两者在社会融资规模中的存量情况

截至2019年12月末,社会融资规模存量达到219.6万亿元,其中,人民币贷款规模为147万亿元,占比68%,仍是我国企业最主要的融资方式;企业债券规模为22.81万亿元,占比10.39%,仅次于人民币贷款存量规模,是企业融资第二大来源;而非金融企业境内股票融资存量仅为7.26万亿元,占比3.31%。

(二)两者在社会融资规模中按年同比增速情况

观察2010至2019年近十年社会融资规模按年同比增速情况,其中,人民币贷款存量增速基本保持平稳,每年同比增速维持在16%-20%之间,仅于2009年受4万亿投资影响,人民币贷款存量增速突破20%达到31.3%。企业债券融资增速与货币市场流动性与金融监管力度高度相关,其中,企业债券融资增速在2009年达到86.2%,而在2017年,受各类监管政策密集出台影响,企业债券融资增速仅为3.86%。

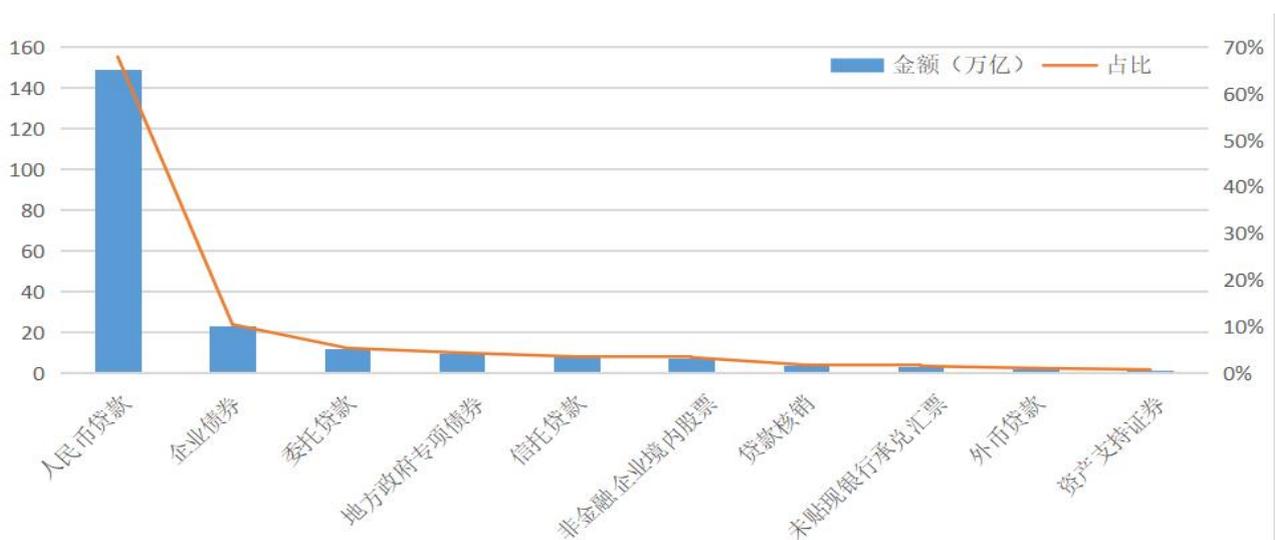


图1 社会融资规模存量结构

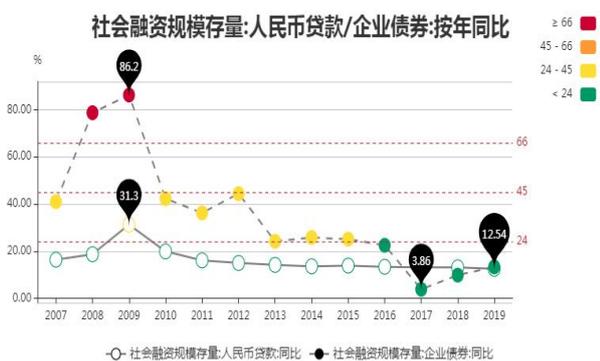


图2 社会融资规模存量增速情况



图3 贷款价格与债券发行价格比较

三、债券发行与贷款成本孰高孰低

在进行融资成本比较时，普遍将债券发行利率与贷款基准利率作为比较对象。贷款基准利率按照期限不同有所区分，而银行间债券发行主要品种按期限长短可分为1年以内的短期融资券、5年以内的中期票据和5年以上的长期限中票，因此，不同品种债券发行利率可以与对应期限贷款利率进行比较，以分析信用债券投资与传统信贷投放的价格走势。

(一) 两者不同时期的融资成本变化趋势

以上图为例，将1年期贷款基准利率与1年期中期票据发行利率作为样本进行比较，追踪2010年3月至2020年3月全市场发行价格后，可将变化趋势归纳为以下三个阶段：第一阶段，2014年前，债券市场未出现违约事件，基本处于刚性兑付阶段，此时的债券整体发行利率低于贷款基准利率；第二阶段，2014年首支“11超日债”出现实质违约行为，拉开了中国债券市场违约的大幕。2014至2016年间AAA、AA+中高评级债券发行利率基本低于贷款基准利率，AA低等级债券发行价格以贷款基准利率为中心上下波动，但受2013年“钱荒”的影响，货币市场流动性骤然紧张，债券发行利率创历史新高，贷款利率出现倒挂的现象，AAA、AA+、AA评级债券发行利率分别高达7.3%、8.8%、9.9%；第三阶段，2017年至今，受评级机构虚假陈述、AAA高等级债券违约行为等因素影响，市场对评定等级认可度下降、个券发行利率出现明显分化；同时2017年被称为“史上最严”金融监管年，债券市场利率再次出现倒挂现象，而伴随着新一轮货币市场自由度的提高，在2020年3月时，1年期AAA评级债券发行利率创历史最低，仅为2.5%。

由此可见，第一，信用债券发行利率市场化程度更高，与货币市场利率呈正相关，且受宏观货币

市场流动性冲击影响更大，而信贷投放利率基本在货币政策调控的范围内保持不变；第二，伴随着债券市场的不断发展成熟，从“刚兑”到市场化运作机制的逐渐建立，债券发行利率对发行主体的信用资质更加敏感，市场价格已形成对主体信用评级、市场风险事件、监管制度等因素的动态反馈机制。

(二) 两者在价格方面的总体特征

统计2010年至2020年3月间，银行间市场中短融、中票两类品种发行总量共1.43万只，其中，低于发行当日贷款基准利率的有9820只，占比69%；短融、中票累计发行金额为19万亿元，低于发行当日贷款基准利率的有15.14万亿元，占比80%。从统计数据来看，大部分情况下内，70%以上的短融、中票发行利率低于贷款基准利率。总体而言，债券发行价格长期低于贷款基准利率，体现出直接融资在成本节约上的优势。目前债券市场仍处于快速发展阶段，贷款也在经历定价基准由管制利率向市场化价格迁徙的过程，短期内两种融资成本的波动性出现差异难以避免，但长期来看，受货币市场调控、定价内生机制趋同、金融服务实体经济政策等因素影响，两者变化趋势将与市场化价格保持一致。

四、不同融资方式的决策分析

(一) 企业在不同融资方式下的决策分析

企业融资决策主要围绕资金使用需求与财务成本控制。首先，融资需求决定期限与价格。融资成本是决定贷款和债券规模增减的重要因素，在债券融资成本显著低于贷款基准利率的时期，相当一部分企业的发债资金用途是偿还银行贷款，实现了贷款与债券的替代。但在长周期下，企业并不把贷款和债券看作相互替代的融资渠道，而更多将二者视作一种“互补”的关系，相比而言，融资成本对企业的影响是暂时的、可消化的，因此，企业会选择“鱼

与熊掌兼得”，尽量保持贷款和债券两种融资方式的可得性，利用债券稳定长期债务，利用贷款周转短期需求。

其次，融资确定性存在明显差异。对符合发债条件的企业而言，贷款相比债券是一种更具确定性的融资方式，可提前获知贷款是否通过审批、贷款价格在基准利率基础上是否上浮等信息；在向商业银行申请贷款获得批准后，企业拥有批贷不提款的权利，企业可以选择暂时不用款，在需要进行提款，也可选择向多家银行申请授信和贷款，在其中几家银行提款。总体而言，企业使用贷款融资，在融资成本和资金使用的确定性上都有相对更高的把握。债券融资中，企业融资受市场环境影响较大，在市场价格波动较大的时期，企业发行成本抬升，甚至出现发行失败的可能性增加，债券融资具备更多不可控因素。

最后，隐性成本差异。贷款的隐性成本表现为抵押品和附加费用等。目前国内商业银行发放贷款仍以抵、质押贷款为主，企业需要在贷款时持有足值的抵、质押物，因此，企业需要额外持有贷款所需的抵押品，并且在贷款发放时转移其担保物权。此外，部分银行为降低贷款的信用风险，要求企业在贷款发放后保持账户内现金在一定比例范围内（例如贷款额的10%），实质上抬高了企业的融资成本。债券发行的隐性成本主要包括信息披露费用和发行失败的外部隐形负担。企业需要在发行债券前聘请中介机构准备申报材料，同时，在债券发行成功后，企业应在存续期内持续向市场投资者进行信息披露，这不仅产生了信息整理发布的操作成本，还存在将企业经营负面信息公开并放大的可能，对企业融资及正常经营造成不利影响。

（二）商业银行不同投放方式中的决策分析

第一，资产属性的比较。对于商业银行而言，传统信贷因小而分散的特征更具零售属性，信贷资产的规模更稳定，风险分散度更高，价格波动较小，业务连续性较好，商业银行具有自主定价权。而债券资产因规模发展速度较快，更具批发属性，其规模稳定性差，价格与货币市场高度相关，对资产投资的择时与投机要求较高，但债券资产属于标准化资产，可用于二级买卖和质押融资，具备较高的市场流动性。

第二，基于资本节约与税收优惠来看，债券投资与贷款投放风险资本占比均为100%，且在所得税、增值税及附加等方面均适用相同税率。

（三）发债企业与贷款企业的特征比较

第一，发债企业法人治理结构和经营管理体系健全、财务报表规范、运行情况良好，符合发行债券的基本条件和中介机构的评审规则；

第二，发债企业议价谈判能力较强，对货币政策更为敏感，会依靠债券灵活的市场利率，在贷款与发行债券间进行灵活选择，降低财务成本；

第三，发债企业须按发行制度要求披露年报，信息更公开、透明，但出现信用事件后，负面信息发酵速度快、再融资压力会激增；

第四，发债企业发行债券标的规模较大，单笔发债规模至少在5亿元以上，单个金融机构往往难以提供如此大规模的信贷投放；

第五，企业发行债券期限相对较长，可为企业提供较稳定的长期可用现金流，除项目贷款外，其他贷款方式的现金流回收期限更长，贷款期限难以满足企业的需求，因此，发行债券更符合企业资金使用需求；

第六，发行债券用途较为灵活，可为偿还贷款补充流动资金，同时，债券发行后资金使用处于弱监管状态，企业有充分的自主权。

五、总结

无论是以债券为代表的直接融资，还是以贷款为代表的间接融资，都是实体经济融资的渠道，长期而言，二者的变动方向趋于一致。随着人口红利减退、国内经济增长回落成为新常态，实体经济回报率将长期处于下行趋势，带动金融市场融资利率水平回归至合理区间内。在此过程中，基于债券市场较高的价格灵敏度和市场化的定价机制，直接融资市场利率水平将更快回归理性区间，直接融资的优势也会得到更为充分的反映，在引导金融服务实体经济本源中发挥更大、更为直接的作用。

【作者简介】牛春娟（1981—），女，宁夏中卫人，本科，经济师，宁夏银行股份有限公司，研究方向为货币市场与金融政策研究。