

CP 和 CP 市场

潘 渭 河

在国际货币市场上,有各种融资工具,但就规模和影响而言,最重要的当数 CP。CP (Commerical Paper),中文译名“商业票据”。它的存在历史,可以追溯到美国殖民地时期,从 70 年代以来,在国际金融市场各种发展浪潮中,CP 的发展势头首屈一指。首先是在数量上,就美国而言,70 年代末为 800 多亿美元,首次超出银行的短期融资;80 年代末达到 3600 多亿美元;90 年代初,达到了 5000 多

亿美元的水平。其次是在市场规模上,形成了一个世界性的 CP 市场,它包括了美国 CP 市场,欧洲 CP 市场,各国的国内 CP 市场。最后,是与一系列金融创新技术相结合,形成了新的 CP 品种,如 ABCP(资产保证的商业票据)和以 CP 为对象的 Basic Swaps(基本互换)。本文将对 CP 发展过程中的一些基本问题展开评述,并简要介绍 CP 市场发展的基本情况。

一、CP 的 含 义

商业票据,是国际货币市场上重要的融资工具,我国出版的国际金融的书籍中,是作为一致认识而给予介绍的。但是,作为货币市场融资工具的商业票据,究竟是什么?存在着模糊概念,一些有影响的国际金融书籍,把与商业票据相对应的英文原名写作“Commercial Bills”。Commercial Bills 作为 Commerical Paper 的前身,在 18 世纪初作为为贸易服务的金融工具而出现。Bills 是一种双名票据,写有货物的出售方与买方的名字,其面值决定于交易货物的价值。Bills 是作为货物的购买方和出售方之间的短期信用工具而存在的,是一种商业本票。Commercial Paper 则是一种单名票据,出现于美国独立战争以后,仅作为一种独立的融资工具而存在,它虽然名为商业票据,其实与商业贸易并不直接相干,是一种独立于贸易过程之外的金融工具。

目前国内出版的国际金融书籍,一般都

把商业票据定义为由大工商企业、银行控股公司发行的中短期债务工具,期限不超过 270 天。这个概念并未反映 CP 的主要特征。在理解 CP 的概念时,首先必须注意,CP 是一种未担保的债务工具,存在着信用风险,因而投资者对 CP 发行者的信用要求极高,所以信誉卓著的大公司占据了 CP 市场的主导地位,但是这不能理解为只有大公司才能发行 CP,由中小公司发行的 CP 在市场上亦占有相当地位。其次,在某些 CP 项目中,最终获得资金的企业并不对 CP 的发行负责。最后,在期限上,CP 市场以 30 天至 60 天的为主,但是超过 270 天也有。作为一种独立存在的融资工具,在发达的市场经济条件下,一般都有其存在的法律规范。根据美国 Securities Act of 1933 的证券登记规则,存在以下情形的,可免于美国证监会(SEC)的登记手续。第 3(a)(3)条款规定,如果 Paper 的期限小于

270天,所筹得的资金仅限于作为营运资金可以免于登记。第3(a)(2)条款规定,由银行发行或担保的Paper,可免于登记。其期限可大于270天,所筹得的资金也不限于营运资金之用。第4(2)条款规定,以私募方式发

行的Paper,可免于登记。期限可大于270天,所筹得的资金也不限于营运资金之用。这三项免于SEC登记手续的规定,形成了CP运营的法律规范。我们可以这样说,CP是一种免于SEC登记手续的中短期的债务工具。

二、CP 市场

1. 美国 CP 市场

美国CP市场是世界上规模最大、存在历史最悠久的CP市场。它的运作方式,可以被看作是CP市场的运作规范。SEC和联邦储备银行是市场的主要监管者,主要的信用评估机构S&P和Moody在市场的运行中发挥了重要作用。它们为市场提供了操作规则和运营秩序。

联邦储备银行通过纽约分行,搜集和公布市场价格行情,给发行者和投资者提供交易的市场指标。CP市场的主要指标名为Federal Reserve Composite Rate (“Fed Composite”)它定义为获得双A级的公司所发行的CP利率。联邦储备银行从交易商手中搜集数据,经统计处理后予以公布。美元CP的价格受Fed Composite的强烈影响。信用等级较低的公司,有第三者作担保的金融机构,它们发行的CP,其价格可在Fed Composite的基础上上下浮动。

70年代的市场危机之后,投资者对发行者的信用质量提出了很高的要求,信用评级机构在CP市场的地位相应地得到了显著的提高。信用评级机构向投资者提供了对CP发行者信用质量和流动性状况的第三者的判断。发行者的流动状况取决于银行的信用支持是否足够复盖CP发行日至到期日之间CP发行者的所有短期债务。银行对CP项目的信用支持有各种形式,最常见的有“back—stop”。“back—stop facility”的主要功能是银行

保证在市场发生普遍危机时,对CP投资者的有秩序支付。但是“back—stop”并不对发行者的个别信用质量负责,如果发行者的个别信用质量发生了不利变化时,投资者不能依赖于“back—stop”的信用支持。对于美国CP市场上的外国发行者,由于时差关系而不能保证在到期日的CP支付时,“back—stop”也提供信用支持。

在美国CP市场上,90%以上的CP都有很高的信用等级,信用等级较低或无信用等级的CP,由于期限较短收益率较高也存在着很大的市场需求。为了与欧洲争夺金融市场,SEC开辟了信用等级较低的CP的二级市场,并将其限制在一定的规模范围内,从放和收两个方面都采取了相应的法规措施。1990年采用的144(A)规则,提高了根据第4(2)项条款发行的CP的流动性,允许私募方式发行的CP出售给“QIBS”(“合格的机构购买者”),“QIBS”定义为至少管理着10亿美元资金的机构。144(A)规则的采用,使得过去不愿意购买根据第4(2)项条款发行的CP的投资者现在也愿意购买私募方式发行的CP。144(A)规则建立了美国信用等级较低的CP的二级市场。与此同时,SEC又采取措施,于1991年4月,通过对Investment Company Act of 1940第2a—7规则的修改条例,规定货币互助基金的总资产中,低于2级信用(包括2级信用)的CP不能大于5%,对于任何一个发行者的2级信用的CP不能大于1%。由于货币互助基金是CP市场的最大投资者,第2a—7的修改规则实际上限制了低信用等

级 CP 的发行规模。根据 90 年代初的统计,在美国 5200 多亿美元的 CP 发行总量中,2 级信用的 CP 约占 400 亿至 700 亿美元。

美国 CP 市场的巨大发展是与自身的市场优势分不开的。对于筹资者而言,美国 CP 市场提供了有足够竞争力的美元资金,其成本低于商业银行的优惠利率;就数量上而言,美国 CP 市场足以满足任何筹资者对营运资本的需求,一个 CP 发行者在几天内即可筹集到 10 亿至 20 亿美元资金。对于投资者而言,CP 在期限和数量上的足够灵活性,使得投资者对 CP 的购买能与其现金流量相对称。CP 的浮动利率形式能够向投资者提供以 30 天的 Fed Composite 为基础的收益。投资者也可购买期限较长、信用等级较低、有衍生结构交易的 CP 以获得高收益。美国 CP 市场的发展,给机构投资者提供了十分广阔的用武之地。80 年代发展起来的货币市场互助基金,其管理的资金约 5000 亿美元,占 CP 市场的 34%,是 CP 市场的主要基础。银行信托部门是 CP 的另一大买主,13 个月以下短期证券的 20% 在其管理之下。90 年代以来,非美国的投资者对美元 CP 的购买也在增加,约占美国 CP 市场的 10%。美国 CP 市场良好的筹资、投资的运行机制,使其成为世界上效率最高的货币市场。

2. 欧洲 CP 市场

1985 年,在欧洲货币市场上,第一次出现了按照美国模式发行的 CP,在短短的 6 年时间内,其发行量达到了 1000 多亿美元的规模,充分表现出欧洲 CP(以下简称 ECP)市场是一个富有增长潜力的市场。

与美国 CP 市场相比,ECP 市场的主要特点在于它的币种齐全。约 70% 左右的 ECP 是以美元作面值的。而其中的 40% 左右又与即期、远期外汇交易,货币互换交易相结合,将美元兑换为其他主要的欧洲货币。从筹资者的角度看,通过这种交易程序,可以获

得成本低于 Libor 的资金。外汇市场上是否存在有利可图的可与 ECP 业务相结合的外汇业务,是制约 ECP 市场发展的一个关键因素。在 ECP 市场的投资者的组成中,中央银行、政府机构占 21%,商业银行、金融机构占 11%,信托投资机构占 43%,公司占 25%。从投资者的角度看,ECP 市场的重要功能在于,投资者通过投资 ECP 市场,使其投资组合多样化。

ECP 市场已经度过了初创期,进入了成熟期。ECP 市场进入成熟期的第一个表现是,发行 ECP 所需要的文件已经标准化,主要文件(经纪商协议,发行和支付代理协议)已经为市场参与者一致接受。这意味着能够在较短的时间内(4~6 周)完成发行 ECP 所需的手续,并且费用较以往有较大的节省。ECP 市场进入成熟期的第二个表现是取得国际信用评级机构顶级信用评定的企业发行的 CP 占有了市场主导地位,改变了 ECP 市场初创期,投资者主要以企业知名度为标准进行投资的状况。

作为一个世界性的货币市场,ECP 市场的主要缺陷在于,资金供应相对匮乏。筹资者无法在任何所需要的时间,以合理的价格水平获得所需要的资金。ECP 市场主要是一个投资者的买方市场。出现这种情形的第一个原因在于,作为 ECP 市场的主要活动范围欧洲,存在着一个与 ECP 市场并行的各国国内 CP 市场。在欧洲,最大的国内 CP 市场是法国国内 CP 市场,其发行量达到 330 亿美元,为 ECP 市场的 1/3 强。除法国以外,其他欧洲国家的国内 CP 市场规模都很小,居第二位的英国国内 CP 市场,发行量仅 90 亿美元。然而众多的国内 CP 市场的存在,从总体上减少了 ECP 市场的资金来源,使其难以与美国 CP 市场相竞争。对于 ECP 市场与欧洲国内 CP 市场的统一问题,存在着不同意见,许多没有经过国际信用评级机构评级的公司,在当地市场上有较大的知名度,需要在

当地的 CP 市场上取得资金供应,这是欧洲国内 CP 市场得以存在的主要原因。随着欧洲统一货币的实行,必将对 ECP 市场与欧洲国内 CP 市场的统一产生重大的影响。造成 ECP 市场资金供应相对匮乏的第二个原因,是欧洲商业银行为保住企业营运资金的

供应中银行信贷的市场份额,不愿像美国商业银行那样,给予 CP 项目以银行信用的支持,从而对投资者的投资选择产生了影响。

ECP 市场的另一个缺陷是,金融创新的 CP 品种难以在 ECP 市场上得到生存和发展。

三、CP 和金融创新

CP 是一种历史悠久的金融工具,80 年代以来,能够适应市场条件的变化,不断地推出新的品种,这是 CP 市场保持持续发展的重要原因。尽管在 CP 市场上,信誉卓著的大企业占据了市场主导地位,CP 金融创新的一个重要方向,就是扩大进入 CP 市场的企业群体范围。

1. ABCP

80 年代以来,银行的金融服务注重于提高信贷质量,保持适当的准备金比例,减少信贷风险,因而愈来愈多的偿债能力有限的企业被逐出了银行信贷的范围。同时,企业在 CP 市场上直接筹资,由于需要银行的信用支持,其费用节节上升,抬高了筹资成本。正是在这种情况下,1984 年美国推出了第一个 ABCP 项目以来,很快受到了市场欢迎,目前,ABCP 已经占有 CP 市场的 1/10 强。

“ABCP”,它的英语全称是“Asset-backed CP”,即企业以各种资产作为 CP 发行的信用保证。企业资产的形式是十分广泛的,但是在实践中,60% 以上的 ABCP 都以企业的应收帐款作为 CP 的信用保证资产。ABCP 的种类繁多,其普遍的运作程序简述如下:由一个发起 ABCP 项目的牵头公司设立一个法人组织,牵头公司可以是工商企业、金融机构,实践中 80% 以上的牵头公司都是商业银行。该法人组织 (SPC) 的任务是购买企业的应收帐款,同时向社会发行 CP,以筹集购买应收帐款的资金。值得注意的是,在 ABCP 项目

的运作中,最终取得资金的企业并不对 CP 的发行和支付负责,SPC 对 ABCP 项目运作的全过程负责并进行相应的管理,参加 SPC 的公司,除了牵头公司以外,还包括其他管理和经营 ABCP 的工商企业和金融机构。在 ABCP 的发行过程中,需要有金融机构的支持。这种支持通常有两种形式,流动性便利和信用便利。当应收帐款的收款时间与 ABCP 的到期日不一致时,或者 CP 市场总的行情出现呆滞时,流动性便利向 SPC 提供信用支持,但是如果 SPC 收购的应收帐款发生不能收回的风险时,流动性便利不提供信用支持。信用便利对 ABCP 发行总量的 20% 提供 100% 的信用保证。

ABCP 的交易结构,有利于参加市场的各方。对于牵头的商业银行而言,ABCP 项目等同于向企业提供现金贷款,但是 ABCP 项目是作为表外业务,对银行的准备金比例不发生影响。对于企业而言,由于有金融机构收购应收帐款,提高了企业应收帐款的市场价位。同时,企业摆脱了一部分暂时呆滞的应收帐款的困扰,注入了现金,显然有助于改善企业的资产负债状况,提高了企业的经营能力。对于 ABCP 项目的投资者而言,由于所投资的 CP 以应收帐款作信用保证,在一定的程度上降低了投资风险。信用评级机构对于以应收帐款作信用保证的 CP 项目,一般都评为顶级信用,并不要求有商业银行的 100% 的信用支持。而对于非 ABCP 的普通 CP 来说,商业银行 100% 的信用支持,是顶级

信用 CP 的必要条件。

ABCP 作为短期融资工具,极具灵活性,80 年代初在美国出现以后,很快地形成了市场规模。但是迄今为止,在 ECP 市场上仍然很少见。就 ABCP 项目的发行和经营过程而言,面临着四个方面的风险:信用风险、经营风险、财务风险和结构风险。信用风险由银行的信用支持提供保证,经营风险和财务风险依赖于对项目的有效管理,而结构风险可进一步分为法律结构、税收结构和管理体制结构。在一个法律分治、财税标准有很大差异的欧洲市场上,设计出一种能够满足各国标准,同时又使经销商有利可图的交易结构,其难度之大,显然令经销商望而却步。

2. Basic Swaps

国内目前介绍的利率互换交易,都将其定义为固定利率和浮动利率的互换。随着 CP 市场的发展,产生了一种新型的利率互换交易,即“Basic Swaps”,它定义为二种浮动利率 Libor 和 CP 的互换。这表明,在 Libor 反映了银行同业间拆放市场的风险和收益的同时,CP 作为企业短期债务市场的行情标志已经得到公认。二种不同市场利率指数的互换,可以分散企业债务所面临的市场风险。Basic Swaps 也包括同一浮动利率指数的不同期限的互换,如 1 个月和 6 个月的 Libor 互换;不同货币利率指数的互换,如 6 个月的马克 Libor 和 1 个月的美元 CP 的互换。

对于没有机会进入美国 CP 市场的企

业,这些企业可能是因为缺少信用评级机构的等级,也可能是因为偏重于长期债务筹资,Basic Swaps 为其开辟了一条途径,可将以 Libor 为利率指数的债务,如银行浮动利率贷款、浮动利率票据,转换为以双 A 等级的公司发行的 CP 为指数的债务。由于 Libor 是一个变数,Basic Swaps 规定 Libor 为某一特定时期第 1 天的 Libor,如 3 个月期的 Libor 即 3 个月第 1 天的 Libor;CP 则定义为每个月的日平均数。设 3 个月的 Libor 为 3.50%,1 个月的 CP 为 3.46%,互换业务的 market 价格为 6 个基点。某一持有 Libor + 1% 浮动利率债务的企业,向经纪商支付 1 个月的 CP + 市场价格,经纪商向其支付 3 个月的 Libor。对企业而言,互换前的债务总成本为 $3.50\% + 1\% = 4.50\%$,互换后的债务总成本为 $3.46\% + 0.06\% + 1\% = 4.52\%$,则企业对互换将支付净成本 0.02%。如果市场行情发生变化,Libor 变为 5.00%,CP 变为 4.60%,对企业而言,互换前的债务总成本为 $5.00\% + 1.00\% = 6.00\%$;互换后的债务总成本为 $4.60\% + 0.06\% + 1\% = 5.66\%$,企业从互换中获得净收益为 0.34%。由此可知,从互换的损益关系度量,企业在互换中可能支出净成本,也可能获得净收益;企业的损益关系取决于 Libor 和 CP 的差价。从分散风险的角度考察,在上例中,Libor 从 3.50% 变为 5.00%,变化幅度为 1.50%,而企业从净支出 0.02% 变为净收益 0.34%,变化幅度为 0.36%,以此度量,通过互换,企业债务的总风险确实降低了。

四、几点启示

当前我国的国有企业正进行着实现资产重组、优化资产组合的重大改革,如何在新的市场经济条件下,重新塑造国有商业银行和国有企业之间的银企关系,是规范社会主义市场经济运行秩序的一个重大课题。美国 CP 市场上国家、商业银行、企业、投资者的相

互关系,给我们的启示是十分有益的。美国企业十分重视自身的商业信誉,这是因为在 CP 市场上,企业的商业信誉就是企业的资金成本优势。建设有中国特色的 CP 市场,在国家的监管下,在国有银行的信用支持下,开辟企业营运资金直接融资的货币市场,是我