

如何看待短期融资券信用级别“A-1”现象

联合资信评估有限公司 邵立强 朱海峰

在人民银行《信用评级管理指导意见》（银发〔2006〕95号）发布实施之前，发行的短期融资券包括“A-1+”和“A-1”两个信用级别。在此意见发布实施后，各家评级机构均按意见要求调整了自身的信用等级符号体系，取消了“A-1+”。之后市场上发行的短期融资券信用级别均为“A-1”。

一、市场上发行的短期融资券信用级别均为“A-1”的原因

1、市场选择的结果

从保险机构、货币市场基金和各大银行等银行间市场机构投资者对短期融资券的投资需求来看，保险机构只能投资一定信用级别以上的融资券产品；银行、货币基金出于对资产安全考虑，大多注重短期信用产品的流动性管理，专注于优质融资券的选择。对短期融资券流动性的偏好和投资限制，使得机构投资者对于那些收益较高、风险较大、流动性欠缺的融资券投资谨慎。因此，从目前情况看，“A-2”及以下信用级别的短期融资券将不会得到机构投资者的青睐。受市场投资者需求的影响，主承销商在短期内还不会推出信用等级为“A-2”的短期融资券产品。

2、发行人的质量

受发行总额度的限制，并非所有具有融资需求的企业法人都能使用短期融资券这一直接融资渠道。此外，主承销银行为了控制风险，在选择发行人时相对谨慎，内部控制程序上较为严格，如有些银行要求所承销的短融企业主体长期信用等级不得低于AA。因此，目前发行短期融资券的企业绝大部分属于资产质量相对优良、经营状况良好、现金流正常、有一定盈利能力的大型企

业，其发行的短期融资券达到“A-1”的水平属于正常情况。

3、“A-1”以下级别的均未发行

信用评级机构完成信用评级后，一些信用状况相对较差，预计市场需求不乐观的部分潜在发行人主动放弃或推迟了发行计划。

评级公司完成评级并出具“A-1”以下级别的情况客观上是存在的，但由于上述原因，企业不得不放弃发行计划，因此这些级别未能得以公开。在联合资信评估有限公司短期融资券评级客户中，截至2007年3月底，累计完成了120期短期融资券的信用评级，其中“A-1+”级22期（已发行20期），“A-1”级94期（已发行64期）、A-2级4期（均未发行）。

由于被评为“A-2”的短期融资券尚未发行，也就造成了已发行的短期融资券信用级别均为“A-1”现象。因此市场上只存在“A-1”、信用级别无差异现象是客观环境造成的，据此得出结论认为信用评级过高或信用评级机构未发挥应有作用并不完全客观。一定意义上讲，由于市场客观环境的作用，使得评级机构客观上充当了短融市场“看门人”的角色。

二、短期融资券级别对应企业主体长期级别范围广

短期融资券信用等级的设置采用6级制，符号表示为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。其中“A-1”级表示还本付息能力最强、安全性最高的融资券，对应企业主体长期信用等级的范围也最广，按照联合资信长期信用级别之间的对应关系，最高至“AAA”，最低至“A-”，因此短期融资券信用级别为“A-1”时的发行主体信用状况并不一致，存在信用风险差别。增加对

企业主体长期信用等级的公告要求，使得不同信用水平的发债主体得以明显的区分，信用风险差别得到直接体现，基本可以满足市场对所有A-1短期融资券的信用风险溢价要求。

目前对应主体信用级别在“A-”，债项级别为“A-1”的短期融资券，其发行成本已大大高于主体信用级别在“AAA”，债项级别同为“A-1”的短期融资券。通过引入主体信用级别，已经较好解决了不同信用等级企业在债项信用级别上的趋同现象。

三、几点建议

1、参考国际惯例，恢复“A-1+”做为独立信用级别

目前的“A-1”短期信用级别对应的长期信用级别范围太广，因此，单纯从短期信用级别区分企业的短期信用风险存在一定缺陷，建议恢复“A-1+”的级别标识。从国际评级公司短期信用等级的符号定义看，“A-1+”是一个独立级别，对应着较宽范围的长期信用等级，“A-1+”并不是对“A-1”的上调修正。

2、尝试核准“A-2”级别的短期融资券发行

从长短期级别的对应关系来看，联合资信“A-2”对应的主体长期信用为“BBB”至“A”，位于长期投资级别以上，在短期信用风险级别中，“A-2”级别仍属于投资级债券。从资本市场的发展来看，不同信用风险水平的企业，投资者对其发行的固定收益类证券所要求的风险溢价是不同的，监管部门可尝试核准部分“A-2”级别的短期融资券发行，并促请适当放宽机构投资者对短期债券的投资级别上限限制，以促进资本市场的发展，满足不同风险偏好投资者的需求。