

短融管理办法迎修订，券商迎来利好！

2021年03月07日

增持（维持）

事件：3月5日，央行发布《证券公司短期融资券管理办法（修订征求意见稿）》（下称《办法》），并向社会公开征求意见。

投资要点

- 自2004年央行出台《办法》后时隔近17年首次修订，拓宽券商融资渠道。《证券公司短期融资券管理办法》是为进一步发展货币市场，拓宽证券公司融资渠道而制定的文件。此次《办法》修订征求意见稿仅22条（2004年版41条），在进一步优化相关规定、提出要求的的同时，对一些规则进行了简化。1) **放宽审批要求，强化事中事后管理**：本次《办法》取消了发行备案，发行程序简化、便利度提升。修订稿规定，对发行短期融资券的证券公司只需每年首只发行前，向央行报告年度流动性管理方案和发行计划，具备备案条件（此前央行需逐笔批准，具有行政化管理的特点）。2) **明确短融定义，增加券商负债管理工具**：此次征求意见稿的修改明确了短融的定义（1年以内的还本付息的债券），将短融发行期限从原来的最长不超过91天延长至不超过1年期，解决此前缺乏1年以内的负债管理工具不断续发的问题，便利性增强。3) **降低短融发行门槛，提升券商流动性风险管理能力**：此次征求意见稿规定取消拥有全国银行间同业拆借市场成员资格1年以上等条件，大大降低券商发行门槛，在发行条件上进一步规范券商流动性风险管控的能力，要求证券公司近1年内流动性覆盖率持续高于行业平均水平。
- **短期融资券作为券商的“补血利器”与信用评级改革，推动货币市场平稳健康发展**。1) 于证券公司，短期融资券具备发行门槛低、周期短、快速补充运营资金等特点，其灵活性使得其成为券商补充流动性的重要融资渠道。2020年我们证券市场共发行295只短期融资债券（同比+68%），发行金额达7983亿元（同比+78%），平均发行票面利率达2.44%，创2016年以来的新低（2016年平均利率达2.82%）。2) 2020年，券商已通过发行证券公司债、短期融资券、可转债合计募资16802亿元，其中发行短期融资券融资额占比将近过半（达到48%），是券商重要的融资工具。3) 2020年多只高等级国企债券相继违约，导致市场不再过分依赖债券评级，监管层也在努力弱化市场对外部评级的依赖，降低监管规则对评级结果的机械使用。《办法》取消了对证券公司发行短融的评级，转向市场驱动，符合注册制背景下的改革思路。
- **短融新规将进一步拓宽券商融资渠道，引导券商健康发展，有利于券商推动业务提升**。1) 短融会成为券商短期流动性管理的重要工具，通过流动性充裕的银行间市场发行短融，有利于符合发行条件的券商可灵活选择发行期限（近1年的流动性覆盖率优于行业平均水平），截至2020年H1，上市券商平均流动性覆盖率达336%（2019：337%），2019年末行业平均流动性风险覆盖率为255%。2) 与2004年政策相比，融资额度延续此前管理办法。《办法》明确，短期融资券和其他短期负债工具（1年以内的收益凭证和公募短债等）余额之和不超过净资产的60%，延续此前待偿还短期融资券余额不超过净资产的60%。3) 从发行成本利率看，券商发行短融融资成本（2020：2.44%）略低于同期限的商业银行同业存单AAA级（均2.55%）和AA+级（均2.76%），且低于同期限证券公司债（均3.17%），较非标准化融资成本有显著下降，获得短融批复的券商，有望借助于同业拆借市场投资机构多、交易体量大的优势，在一定程度缓解当前融资成本过快上行的压力，改善其盈利性指标。
- **投资建议**：本次征求意见稿降低证券公司短期融资门槛并延长期限，取消了强制评级要求，有利于推动证券市场良性发展。建议关注最具成长性的零售证券龙头**东方财富**，综合实力突出的龙头券商**中信证券**、**华泰证券**、**招商证券**，具备高成长性中型券商**兴业证券**。
- **风险提示**：1) 二级市场成交量大幅下行；2) 政策监管实施不及预期；3) 金融监管政策趋紧。

证券分析师 胡翔
执业证号：S0600516110001
021-60199793
hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽
执业证号：S0600520090004
zhujieyu@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

- 1、《非银金融：财富管理专题报告二——权益市场黄金时代，关注产业链投资机会》2021-01-26
- 2、《非银金融：注册制提高直融比例，龙头券商成最大赢家》2021-01-12
- 3、《证券行业政策点评：退市新规出台，促进上市公司质量优化》2020-12-15

表 1：短融新规要点梳理

发文时间	2004年10月18日	2021年3月5日
证监会文件名称	《证券公司短期融资券管理办法》	《证券公司短期融资券管理办法》 (修订征求意见稿)
概况	本办法所称证券公司短期融资券(以下简称“短期融资券”)是指证券公司以短期融资为目的,在银行间债券市场发行的,约定在 一定期限内 还本付息的金融债券。	本办法所称证券公司短期融资券(以下简称“短期融资券”)是指证券公司在银行间市场发行的、 期限为1年以内的还本付息的债券 。
发行	第九条 申请发行短期融资券的证券公司,应当符合以下基本条件,并经证监会审查认可: (一)取得全国银行间同业拆借市场成员资格1年以上; (二)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1年,且近1年无信息披露违规记录; (三)客户交易结算资金存管符合证监会的规定,最近1年末挪用客户交易结算资金; (四)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; (五)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; (六)中国人民银行和证监会规定的其他条件。 第十条 经证监会认可具有发行短期融资券资格的证券公司,拟在银行间债券市场发行短期融资券应向中国人民银行提交备案材料,中国人民银行自收到符合要求的备案材料之日起10个工作日内,以备案通知书的形式确认收到备案材料并核定证券公司发行短期融资券的最高余额。 第十一条 拟发行短期融资券的证券公司应当聘请资信评级机构进行信用评级。 第十二条 发行短期融资券的证券公司应当按照有关规定,制定相关的业务规则,建立、健全相应的风险管理和内部控制制度。 第十三条 证券公司发行短期融资券实行余额管理,待偿还短期融资券余额不超过净资产的60%。在此范围内,证券公司自主确定每期短期融资券的发行规模,中国人民银行根据证监会提供的证券公司净资产情况,每半年调整1次发行人的待偿还短期融资券余额上限,并将该余额上限情况向全国银行间债券市场公布。 中国人民银行有权根据市场情况和发行人的情况,对证券公司待偿还短期融资券余额与该证券公司净资产的比例上限进行调整。 第十四条 短期融资券的期限最长不得超过91天。发行短期融资券的证券公司可在上述最长期限内自主确定短期融资券的期限。 中国人民银行有权根据市场发展情况对短期融资券的期限上限进行调整。 第二十条 证券公司不得将发行短期融资券募集资金用于以下用途: (一)固定资产投资和营业网点建设; (二)股票二级市场投资; (三)为客户证券交易提供融资; (四)长期股权投资; (五)中国人民银行禁止的其他用途。	第五条 证券公司发行短期融资券应当具备以下条件: (一)具有较强的流动性管理能力,流动性风险管理体系健全、能够有效识别、计量、监测和控制流动性风险,能以合理的成本及时满足流动性需求; (二)资产负债结构合理,期限错配、交易对于集中度、债券质押比例等适度,近2年内风险控制指标持续符合监管要求; (三)近1年内流动性覆盖率持续高于行业平均水平; (四)取得证监会发行短期融资券资格的认可; (五)近2年内未因重大违法违规行为受到行政处罚; (六)中国人民银行要求的其他条件。 第十条 证券公司应在每季度结束10个工作日内,向中国人民银行报送短期融资券相关信息和数据。中国人民银行每半年根据证券公司净资产、其他短期负债工具余额变动,动态调整短期融资券余额上限,并向市场公布。 第六条 短期融资券实行余额管理,短期融资券与其他短期融资工具待偿还余额之和不超过净资产的60%。 第七条 短期融资券的期限最长不超过1年,证券公司自主确定每期短期融资券的期限。 第八条 中国人民银行对证券公司发行短期融资券实施宏观管理,可根据货币市场流动性和金融市场运行情况,调整证券公司短期融资券的余额上限和最长期限。 第九条 证券公司发行短期融资券,应当于每年首次发行前,向中国人民银行报告年度流动性管理方案和发行计划。 第十条 证券公司应在每季度结束10个工作日内,向中国人民银行报送短期融资券相关信息和数据。中国人民银行每半年根据证券公司净资产、其他短期负债工具余额变动,动态调整短期融资券余额上限,并向市场公布。 第十九条 证券公司不得将短期融资券资金用于以下用途: (一)固定资产投资和营业网点建设; (二)股票二级市场投资; (三)为客户证券交易提供融资; (四)长期股权投资; (五)中国人民银行禁止的其他用途。
发行登记	第二十一条 短期融资券可以按照《全国银行间债券市场债券交易管理办法》的规定,在全国银行间债券市场进行交易。短期融资券于债权债务登记日的次一工作日即可流通转让。短期融资券的交易必须通过同业拆借中心的电子交易系统进行。 第二十二条 短期融资券采用簿记方式在中央结算公司进行登记、托管和结算。 第二十三条 发行人应依照发行公告的约定,按期兑付短期融资券本息,不得擅自变更兑付日期。 第二十四条 短期融资券到期日前3个工作日为截止过户日。发行人应于短期融资券到期日(遇节假日顺延)将待兑付短期融资券本息100%全额划入中央结算公司指定的资金账户,由中央结算公司向短期融资券投资人支付本息。 第二十五条 如果发行人未能按期向中央结算公司指定账户全额划付短期融资券本息,中央结算公司应在短期融资券到期日终,通过中国货币网和中国债券信息网及时向投资人公告发行人的违约事实。	第十一条 短期融资券 第十二条 中国人民银行认可的金融市场基础设施机构为短期融资券提供交易、登记、存管、结算和信息服务。 第十三条 全国银行间市场金融基础设施按月向中国人民银行报告短期融资券发行、交易、登记、存管、结算、兑付、信息披露等情况。
信息披露	第二十六条 发行短期融资券的证券公司,有向银行间债券市场披露信息的义务。 第二十七条 发行短期融资券的证券公司的董事会或主要负责人应当保证所披露的信息真实、准确、完整,并承担相应的法律责任。 第二十八条 发行短期融资券的证券公司,必须通过同业拆借中心的电子信息系统定期披露以下信息: (一)每年1月20日以前,披露上年末的资产负债表、净资产计算表、上年度的利润表及利润分配表; (二)每年7月20日以前,披露当年6月30日的资产负债表、净资产计算表、当年1-6月的利润表和利润分配表; (三)每年4月30日以前,披露经具有从事证券期货相关业务资格的会计师事务所及其会计师事务所的年度财务报表和审计报告,包括审计意见全文、经审计的资产负债表、净资产计算表、利润表及利润分配表和会计报表附注。 第二十九条 发行人出现下列情形之一时,应当及时予以公告: (一)预计到期难以偿付利息或本金; (二)减资、合并、分立、解散及申请破产; (三)股权变更; (四)中国人民银行规定应该公告的其他情形。 第三十条 已经成为上市公司的证券公司可以豁免定期披露本办法第二十八条第(一)、(二)项内容。	第十四条 证券公司发行短期融资券,应当遵循诚实守信原则向投资者披露信息,保证所披露的信息真实、准确、完整、及时,不得有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。 第十五条 发行人应当于每期短期融资券发行前和发行后披露该期短期融资券的发行要素和发行情况公告。 第十六条 发行短期融资券的证券公司应于每年8月31日前披露中期报告、4月30日前披露经审计的年度报告。已公开披露定期报告的上市公司可豁免披露。 第十七条 短期融资券存续期内,发生任何影响证券公司债务偿还能力的重大事件的,发行人应当及时向投资者披露,并向中国人民银行报告。 第十八条 中国人民银行对已发行短期融资券的证券公司进行持续的事中事后监测管理,可要求证券公司补充报送特定信息及数据。
监督管理	第三十一条 中国人民银行有权随时对证券公司短期融资券的发行、交易和募集资金的使用等情况进行动态检查。 第三十二条 发行人有下列行为之一的,中国人民银行可按照低于发行人原待偿还短期融资券余额上限50%的比例,重新核定该发行人的待偿还短期融资券余额上限: (一)未按期全额兑付短期融资券本息的; (二)13年内累计2次未按期披露信息的。 第三十三条 发行人有下列行为之一的,中国人民银行可暂停该发行人在全国银行间债券市场发行短期融资券6个月: (一)待偿还短期融资券余额超过中国人民银行核定的上限的; (二)将短期融资券募集资金用于禁止性用途的; (三)6个月内累计发生2次未按期全额兑付短期融资券本息的; (四)13年内累计3次未按期披露信息的。 第三十四条 发行人有下列行为之一的,中国人民银行可禁止该发行人在全国银行间债券市场发行短期融资券: (一)被取消同业拆借市场成员资格的; (二)披露虚假信息; (三)证监会认定该公司不符合本办法第九条第(三)、(四)、(五)、(六)项规定中任意一项的; (四)违法违规经营受到证监会及其他主管部门罚款以上(含罚款)行政处罚的; (五)主要财务指标中有2项以上(含2项)未达到证监会监管要求的; (六)1年内累计3次未按期全额兑付短期融资券本息的; (七)13年内累计3次以上(不含3次)未按期披露信息的。 第三十五条 中央结算公司应于每个交易日,及时向市场披露上一交易日日终持有短期融资券的数量超过该期短期融资券总托管量20%的投资人名单和持有比例。 第三十六条 同业拆借中心负责短期融资券交易的日常监测,中央结算公司负责短期融资券结算的日常监测。同业拆借中心和中央结算公司发现异常交易和结算情况应及时向中国人民银行报告。 第三十七条 同业拆借中心和中央结算公司应依据本办法制定相应的短期融资券交易、结算和信息披露规则。 第三十八条 短期融资券交易中的其他违反本办法规定的行为,按照《全国银行间债券市场债券交易管理办法》的有关规定处罚。 第三十九条 对发行人披露虚假信息负有直接责任的董事、高级管理人员和其他直接责任人员,按照《中国人民银行法》第四十六条处罚。	第二十条 证券公司出现以下行为之一的,由中国人民银行按照《中华人民共和国中国人民银行法》有关规定予以处罚: (一)不符合本办法规定的条件擅自发行短期融资券; (二)未按规定披露信息或报送文件; (三)以不正当手段操作市场价格,误导投资者; (四)募集资金用于禁止性用途; (五)其他违反本办法的行为。

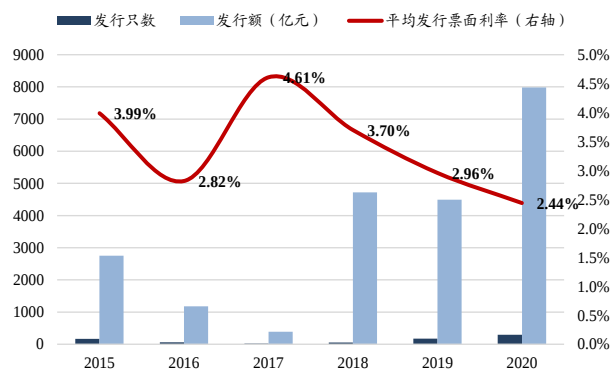
数据来源:证监会,东吴证券研究所

图 1: 券商流动资产覆盖率梳理 (对应 2021 年 3 月 5 日收盘价)

代码	券商	股价	总市值 (亿元)	净资产 (亿元)	PB (2020Q3)	流动性覆盖率			
						2020H1	2019	2018	2017
601696	中银证券	18.76	521	150	3.48	2507%	250%	248%	391%
601236	红塔证券	14.49	526	139	3.78	989%	810%	1409%	0%
601162	天风证券	5.33	355	181	1.97	714%	372%	862%	779%
601456	国联证券	14.92	303	105	2.89	596%	253%	927%	257%
601377	兴业证券	8.67	581	369	1.58	527%	357%	969%	780%
600837	海通证券	12.12	1,375	1,544	0.89	446%	311%	478%	189%
300309	东方财富	2.79	25	2	10.67	389%	382%	331%	175%
002797	第一创业	8.30	349	137	2.55	377%	291%	162%	193%
000728	国元证券	8.07	352	252	1.40	325%	235%	167%	399%
601211	国泰君安	16.47	1,365	1,352	1.01	315%	258%	373%	365%
601555	东吴证券	8.68	337	276	1.22	298%	264%	311%	265%
600109	国金证券	13.04	394	221	1.79	294%	238%	158%	219%
601990	南京证券	10.85	400	114	3.51	277%	460%	519%	742%
002926	华西证券	10.37	272	209	1.30	263%	248%	322%	470%
000776	广发证券	16.01	1,105	962	1.15	261%	322%	405%	156%
601881	中国银河	10.74	838	744	1.13	256%	308%	312%	172%
600958	东方证券	9.75	625	605	1.03	248%	295%	290%	248%
601995	中金公司	55.12	1,888	566	3.33	241%	252%	438%	355%
601108	财通证券	11.88	426	223	1.92	239%	225%	843%	246%
601198	东兴证券	12.26	338	209	1.61	237%	917%	207%	240%
600999	招商证券	21.74	1,732	1,067	1.62	237%	223%	277%	392%
601688	华泰证券	17.26	1,436	1,271	1.13	235%	461%	648%	619%
601788	光大证券	17.07	708	525	1.35	233%	223%	895%	233%
002500	山西证券	7.54	271	168	1.61	229%	228%	181%	335%
601901	方正证券	8.62	710	399	1.78	216%	222%	479%	346%
000686	东北证券	9.01	211	163	1.29	216%	250%	178%	146%
601066	中信建投	37.32	2,530	617	4.10	215%	252%	525%	174%
600909	华安证券	6.86	248	143	1.74	212%	409%	407%	516%
000166	申万宏源	4.82	1,132	873	1.30	208%	259%	334%	205%
600369	西南证券	4.80	319	248	1.29	201%	239%	368%	469%
000750	国海证券	4.72	257	187	1.38	190%	196%	191%	303%
601878	浙商证券	13.29	480	188	2.56	172%	324%	283%	872%
002939	长城证券	11.45	355	178	2.00	170%	331%	668%	270%
601375	中原证券	4.69	177	134	1.32	170%	196%	732%	794%
002736	国信证券	12.08	1,161	794	1.46	160%	230%	301%	724%
002673	西部证券	9.25	413	184	2.25	156%	397%	318%	738%
600918	中泰证券	14.23	992	330	3.01	156%	181%	473%	185%
000783	长江证券	7.33	405	289	1.40	155%	267%	331%	692%
601099	太平洋	3.36	229	105	2.19	147%	442%	309%	449%
002945	华林证券	12.60	340	58	5.84	142%	1203%	370%	1237%
600030	中信证券	25.05	2,980	1,797	1.66	135%	151%	248%	290%

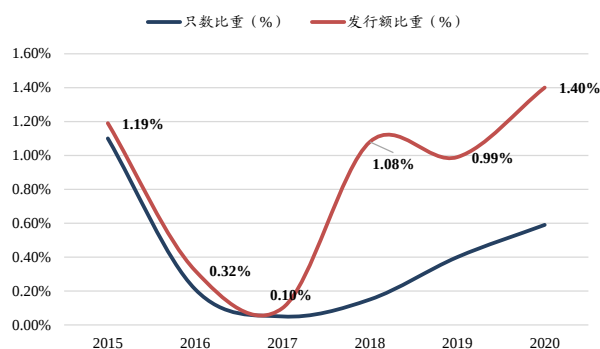
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2020 年券商短融平均票面利率达 2.44%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 券商短融发行只数占比和规模占比逐年提高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>