今年以来债权承销达5.43万亿

发债火热遭遇违约常态化

□本报记者 王蕊

今年以来，市场上债权承销金额达5.43万亿元，同比增长达23.45%，成为投行“严冬”中的一抹亮色。值得注意的是，随着债券市场不断成熟，信用债违约趋于常态化，年内信用债违约创下新高，多家券商投行因承销债券违约收到监管警示函。

分析人士指出，今年信用债违约同比大增，固然与宏观环境关系密切，但也与承销商、受托管理人等中介机构未能尽职有关。因此，近年来监管不断加强对于债券发行承销的风险管控，要求券商投行在尽职调查、信息披露、持续督导等方面严格风控、尽职尽责。

债权承销规模今年增长超23%

2018年临近岁末，在这个业内公认的投行寒冬里，随着市场调整和IPO审核趋严，券商股权承销业绩一片惨淡。与此同时，在二级市场债牛行情与规避风险的双重因素影响下，债券承销成为投行发力创收的新目标。

据Wind数据统计，截至2018年12月24日，今年以来券商股权承销总金额为1.15万亿元，相比于去年全年的1.72万亿元，同比减少33.11%。而在同一时间区间，市场上104家券商共发行13812只产品，债权承销总金额突破5.43万亿元；相比2017年全年的债权承销数量仅为7881只，债权承销总金额共计4.40万亿元，同比分别增加75.26%和23.45%。

华南某券商高管向中国证券报记者表示，随着IPO排队项目的加速审核，股市持续调整，今年股权承销项目已难以延续2017年的盛景。叠加2018年资产证券化项目不断创新扩容，券商投行部门普遍将工作重心转向债权承销。

不过，有中小券商机构业务部人员透露，今年的债权承销并非如想象中那么好做。一方面，市场上“僧多粥少”，中小券商承揽能力相对于头部投行来说较弱，很难获取到质地较好、规模较大的项目；另一方面，随着今年经济环境的变化，债券违约的事件并不罕见，中小券商迫于竞争压力不得不降低风险偏好，同时也更担心出现信用风险。

事实上，债权承销金额再创新高的同时，市场集中度也在不断提升。Wind数据显示，截至目前，年内债券承销金额前十的券商承销金额之和占据市场总承销额的62.15%（去年全年，这一数字仅为58.03%）。其中，排名前三的中信证券、中信建投和招商证券债权承销金额分别为7085.86亿元、5925.04亿元和4020.96亿元，市场份额占比分别为13.05%、10.92%和7.41%，几乎占据了全市场份额的三分之一。

债券违约承销商频受警示

随着债券发行的火热进行，债券违约事件也开始逐渐抬头。据中国证券报记者的不完全统计，2018年以来已有5家券商先后因承销债券违约而收到监管机构的警示函。

东海证券是2018年首家因作为公司债受托管理人未能履职而被监管警示的券商。1月16日，辽宁证监局公告称，东海证券是丹东港于2016年10月27日发行的5.6亿元公司债券的受托管理机构，但在债券存续期内，东海证券没有持续有效督促发行人履行信息披露义务，没有持续有效关注发行人的资信状况，没有对相关情况进行持续有效跟踪和监督，未能勤勉尽责地履行受托管理责任。

亿阳集团的连环债券违约则将大通证券、华泰联合证券、中山证券三家券商拖下了水。2018年5月15日，黑龙江证监局连发4张警示函指出，亿阳集团债券主承销商大通证券、华泰联合证券、中山证券等因对公司尽职调查不全面等，被采取出具警示函措施的决定。

今年7月12日，上海证监局发布警示函称，德邦证券作为“15五洋债”、“15五洋02”两期公司债券的主承销商及受托管理人，在债券存续过程中未能勤勉尽责地履行受托管理责任，未及时向市场发布临时受托管理事务报告。2016年7月至今，德邦证券因五洋建设案被先后3次出示警示函。

中国债券论坛首席经济学家彭兴韵指出，除市场环境因素和企业自身因素外，债券承销商失职，没有对发行企业的实际情况进行深入了解、没有积极跟进债券的存续情况、没有对投资者进行及时的信息披露，同样可能增加信用债违约的风险。例如“13中森债”、“12津天联”发行前财务数据疑似造假，“14中恒02”评级存疑等案例，均与债券承销商未能尽职有着密切的关系。

防风险机构任重道远

Wind数据显示，截至12月24日，2018年内共有117只信用债发生违约，违约总金额为1156.11亿元。而从历史数据来看，2014年至2017年的4年间，违约信用债数量共计122只，违约总金额为859.85亿元。这显示我国的信用债违约正趋于常态化。

中国社会科学院国家金融与发展实验室日前发布的一份报告指出，对于新兴的中国债券市场而言，信用债违约固然有其负面的影响，但也有积极的一面。适度的违约有利于打破债券市场上刚性兑付的惯有思维模式，促进债券市场回归风险定价，优化资源配置效率。

“债券违约并不可怕，关键在于违约后是否可以得到及时处置、违约主体是否对违约付出必要的代价、债权人利益是否因违约得到必要的保护。”国家金融与发展实验室研究员韩梦彬表示，通过对债券市场上的部分债券违约处置的案例研究中不难看出，目前与违约债券处置相关的法规法规制度，对违约债券处置过程中的不同主体尚未形成较有效的约束机制，客观上纵容了发行人、中介机构的违法违规行为。

彭兴韵认为，债券承销商和托管人应加强尽职调查、信息披露、持续督导，并充分发挥中介机构的专业优势，积极参与违约债券处置方案的设计和执行。例如，在债券违约后，承销商可以通过协助违约债券实现再次流转交易，受托管理人可以召集债券持有人会议，履行受托管理职责，处理债券持有人与发行人之间的协商、诉讼事务，并进行及时的信息披露等。

他指出，当前我国的受托管理人制度在职能上与受托管理人的作用有所重叠，且受托管理人多由主承销商担任，但主承销商与发行人的利益关系更为密切，而与债券持有人存在潜在的利益冲突，并不适合担任受托管理人，未来应在相关领域进一步完善制度。

有券商投行透露，近年来，监管层正在不断加强对于债券发行和承销的监管力度，促使承销商、受托管理人、担保机构等中介机构认真履行自身职责，要求评级机构坚持自身独立性，督导发行人及时准确地进行信息披露，保证投资人的合法权益。

险企纾困性举牌持续进行

□本报记者 程竹

多家险企积极纾困上市公司，据中国证券报记者统计，目前已有四家险企纾困性“举牌”。业内人士指出，未来险资可能更青睐那些稳健行业的高股息蓝筹股，以及流动性好的低市盈率、高成长性个股。

四家险企纾困性“举牌”

10月14日，特华投资与华安保险签订了股份转让协议，转让其所持有的精达股份无限售流通股1.76亿股。转让后，特华投资持股从21.80%降至12.80%，原本持股0.99%的华安保险，持股升至9.99%，成为精达股份第二大股东。

11月30日，通威股份公告称，中国人寿资产管理有限公司首只专项产品“国寿资产-凤凰系列专项产品”通过大宗交易的方式购买通威股份7397.63万股，加上已持有的约3.09%股份，国寿资产通过受托管理资金累计购买公司股份达到5%，成为该公司第二大股东。

12月5日，海航凯撒旅游集团股份有限公司（简称“凯撒旅游”）公告称，华夏人寿保险股份有限公司（简称“华夏人寿”）将从凯撒旅游的3家股东拟受让共5%的股份，跃居其第四大股东。

12月14日至19日，华夏人寿再度增持同洲电子，其合计持股比例重新达到10%。同洲电子称，华夏人寿保险股份有限公司-分红-个险分红（简称“华夏分红险”）通过集中竞价交易方式累计增持公司股份628.8万股股份，占公司股份总数的0.84%。本次权益变动完成后，华夏分红险与华夏人寿保险股份有限公司-万能保险产品（简称“华夏万能险”）合计持有公司股份数量为7459.6万股，持股比例为10%。

截至目前，已有国寿、人保、泰康、新华、太平、阳光、太保、华泰、中再等9家保险资管公司在中保登公司完成专项产品的登记，合计目标规模1060亿元。另有其他保险资管公司也在积极筹划专项产品的设立事宜。分析人士预计，长线资金的陆续进场，股权质押问题将得到一定缓解。

倾向战略性投资

业内人士称，2018年险资的纾困性“举牌”和前两年的操作有一定区别，当前更倾向于加大财务性和战略性投资优质上市公司力度，而非谋求公司控制权。

国寿资产相关人士指出，本次中国人寿大比例入股通威股份体现了保险资金长期投资、价值投资的理念。当前A股市场在复杂的内外部环境下正处于关键时刻，保险资金的积极入市对提升投资者信心，维护市场稳定也将发挥重要作用。

“通过投资通威股份，国寿资产将采取积极友善的财务投资人策略，一方面协助企业优化治理结构，提高运营效率；另一方面充分发挥自身优势，协调中国人寿系统内外资源，与通威股份在综合金融服务领域开展深度协作，积极探索以股权、债权等多种方式支持优质民营企业的融资需求。”上述相关人士补充道。

“鉴于精达股份大股东股权质押比例高达约83%，在控股股东地位不发生变更的情况下，通过引入华安保险，寻求战略合作的纾困方式，解除了部分高比例质押，化解精达股份股票质押平仓风险。”一位险企人士表示。

华夏保险称，不排除未来12个月内在合法合规且不违背相关规则和承诺的前提下，选择合适的时机增持凯撒旅游股份。

渤海信托：全链条精准发力 护航民营经济

□本报记者 郭梦迪

“我们一直在不断扩大对民营经济的融资覆盖面。2018年迄今为止，公司已成立融资类信托规模总计836亿元，其中向民营企业融资651亿元。”渤海信托有关负责人日前表示，渤海信托向民营企业融资的信托项目中，涵盖了农林牧渔业、采掘业、制造业、建筑业、计算机服务和软件业、批发和零售业等诸多行业，为民营经济提供大量资金支持和多样化的金融服务。

全链条助力实体经济

对处于不同生命周期的民企而言，所需要的金融服务不尽相同。而信托公司恰好发挥综合经营优势满足企业全生命周期的需求，灵活运用资金信托业务或者财产权信托业务，为民营企业提供一揽子、一站式金融服务。

上述渤海信托负责人表示，信托公司既可以使用贷款、股权、债权、并购等方式缓解民营企业融资难、融资贵的问题，也可以通过ABS、供应链金融、产业基金等创新型手段为民企提供资金支持。具体看来，在股权投资方面，渤海信托通过股权投资管理子公司参与民营企业股权投资，为优秀民营企业的发展提供资金支持，同时也为投资者创造良好的投资机会。渤海信托将摆脱单一融资业务模式作为重要转型方向，探索推进投融资并举业务，将医疗健康、新能源汽车、城市智能停车基础设施为主要投研方向。

对于成长期的民营企业，渤海信托运用供应链金融的特点，探索出一条可复制可推广的成功路径。在开展供应链金融服务的同时，渤海信托也与供应链科技企业开展合作。如对江苏新能源汽车企业的支持。汽车整车组装需要采购大量的零配件，汽车厂商的供应链链条非常长，需要大额流动资金。渤海信托运用自身品牌和渠道优势，通过市场募集资金，对江苏这家汽车供应链科技企业给予资金支持，最终用于整车厂采购新能源车型的锂电池、电机、电控等设备。这些举措也是渤海信托对绿色金融的有效探索。

民营企业的主要融资渠道除了信贷、股票市场外，便是债券市场，处于成熟期的企业对于这类市场的需求尤盛。为此，渤海信托充分发挥多层次市场运作的优势，通过引进专业人员、开发债券业务系统等方式，大力拓展债券业务，积极参与债券市场一级投标和二级交易。2018年，渤海信托债券累计交易额超过100亿元，投资债券项目超过200只，投资品种涵盖企业债、公司债、短期融资券、中期票据、资产支持证券、PPN以及可转债等债券品种，有力支持了多元民营实体经济的发展。

更精准、更专业支持民企

当前，民营企业融资难、融资贵的问题再次凸显。渤海信托前述负责人建议，如果金融机构内部能建立和完善一系列与服务民营企业相配套的机制体制，包括激励约束机制、风险管控机制、尽职免责和容错纠错机制以及科学设置相应的业绩考核权重，最终形成对民营企业“敢贷、能贷、愿贷”的信贷文化，则能在很大程度上提升金融机构服务民企的主动积极性。

分析人士认为，信托业支持民营经济要区别对待、有扶有控，重点支持符合供给侧结构改革方向、公司治理结构良好、风险控制能力较强、市场需求前景广阔的民营企业。

事实上，一部分民营企业对市场上的金融工具缺乏深入了解，金融机构也无法全面掌握企业的真实资金需求，信息不对称的情况较为突出。对此，渤海信托前述负责人建议，可由相关部门牵头搭建一个高效优质的投融资服务平台，帮助民营企业构建融资理念，拓宽融资渠道，对接金融需求，更高效务实地推动民营经济发展。

“公司在支持民营企业的过程中有能力也有责任提供更精准、更专业的金融服务。”渤海信托有关负责人表示，今后，公司将更加深入研究民营企业融资需求，加强与民营企业深度沟通与合作，提升信托服务的精准性，通过提供投贷联动、股权投资、并购基金等多种综合金融解决方案，满足多元化金融服务需求，努力成为民营经济持续发展的重要推动力量。

长江证券：明年可关注国企改革主线

□本报记者 徐昭

长江证券资深策略分析师包承超12月24日接受中国证券报记者采访时表示，今年下半年国企资本运作活跃度明显提升，其中地方国企资本运作规模和频次的上升尤其迅速。无论是从政策推进还是落地数据来看，国企改革均已步入深水区。在政策大力支持国企通过兼并重组、资本结构调整等多种形式来盘活存量资产、降低杠杆率的环境下，国企改革的加速推进或成为2019年资本市场值得关注的主线之一。

国企资本运作加速推进

包承超称，通过对2013年以来本轮国企改革期间全部上市公司共完成的14478笔（涉及国企的4,158笔，占比28.7%）资本运作交易进行详细梳理，可以发现，当前国企资本运作交易正在加速落地，并愈发活跃；股权类交易是国企调整资本结构或资产结构的首要方式，且比例在不断上升，其中地方国企尤甚；2018年下半年实物/无形资产类交易占比明显上升，这或许是对新政密集出台的快速响应。

包承超认为，需要重视资本运作次数与价值量的差异。过去数年，上市国企资本运作次数并没有显著上升，在2018年仅有小幅改观，占比为23.9%，较上年提升0.4个百分点。而资本运作交易价值方面，国企占比自2015年开始抬升，2018年占比40.2%。其交易价值占比大幅高于其次数占比，说明平均国企资本运作的交易体量要大幅高于民营企业，“大块头”有“大手笔”。

包承超发现，今年二季度以来，无论是交易频次还是交易价值，国企占比均有非常明显的提升。11月国企合计频次占比较4月份提高9.5%，其中地方国企提高了11.9%，贡献了绝大部分增量。这或许与今年5月份出台的《上市公司国有股权监督管理办法》部分下放了地方国企股权运作权限以及后续国企降杠杆、“双百行动”等政策指引密不可分。

包承超表示，国企整体资本运作的活跃度较高，或许说明国企改革实质上已步入改革深水区，并正在发挥积极的正向作用。

国企股权类交易占比较高

包承超介绍，国企整体股权类资产交易占比较高，且呈上升趋势。2018年，国企股权交易频次占比高达90.3%，较去年提升1.3个百分点。另外，下半年以来，实物或无形资产类的交易活跃度显著提升。截至目前，四季度实物或无形资产类交易频次占比较一季度提升3.4个百分点。这些交易主要包括闲置土地使用权的转让、闲置厂房或建筑物等固定资产的转让、亏损采矿权的转让、产能指标转让、项目收益权转让等。

包承超指出，国企中消费类和周期类行业较为活跃。2018年同比增长较多或占比权重较大的一级行业主要包括公用事业、军工、电子、化工、交运、电气设备、房地产、汽车、食品饮料和商贸等一共10个行业。具体细分到二级行业，则主要包括电力、船舶、光学光电子、电源设备、化学制品、航运、高速公路、港口、电气自动化、房地产开发、汽车整车、饮料制造和一般零售等一共13个行业，其2018年股权交易占比达3315.7亿元，占全部行业的73.1%。

包承超表示，这些行业具有较多共同点：一是较为符合近年来的政策导向，其所涉“双百行动”公司较多；二是行业国企资产负债率偏高；三是行业集中度较低。从逻辑上分析，符合后两个特点的行业降杠杆的意愿或许更强，提升集中度带来的边际收益更大。

中信证券拟收购广州证券

□本报记者 郭梦迪

12月24日，中信证券股份有限公司（简称“中信证券”）公告称，公司正在筹划关于公司发行股份购买资产事项，拟发行股份收购广州证券股份有限公司（简称“广州证券”）100%股权，交易对方为广州越秀金融控股集团股份有限公司及其全资子公司广州越秀金融控股集团有限公司（简称“越秀金控”）。公司将按照《上市公司重大资产重组管理办法》及其他有关规定，拟组织独立财务顾问、法律顾问、审计机构和评估机构等相关中介机构开展财务顾问、法律、审计和评估等各项工作。公司将根据后续进展情况及时履行相应程序，并进行信息披露。

同时，越秀金控亦发布公告称，基于优势互补、共同发展的原则，公司与中信证券于2018年12月24日签署了《意向性合作协议》，中信证券拟通过发行股份购买资产的方式合并重组公司全资子公司广州证券。本次交易的标的资产为广州证券100%股权。但为完成本次交易为目的，双方将对广州证券部分下属资产是否纳入最终合并重组范围等具体细节进一步协商，并在双方签署的交易协议中进行约定。

中信证券指出，由于本次交易涉及沪深两家上市公司、两家证券公司之间的资产重组，且交易对方触发重大资产出售，构成重大无先例事项，经申请，公司股票自2018年12月25日开市时起停牌，力争在不超过5个交易日的时间内复牌。

注册制试点挑战承销能力

投行同质化竞争料缓解

□本报实习记者 罗晗

目前，科创板正在筹备中，科创板将率先试点注册制，为券商投行业务带来挑战。业内人士表示，注册制更考验券商承销能力，承销定价能力较弱的内地券商可能从香港或者海外引入团队。注册制产生的市场化定价要求，也会改变当前券商竞争情况，尤其是会缓解同质化竞争问题。

投行或调用港股团队

分析人士指出，注册制下，投行的业务重点将发生变化。在现行的审核制下，承揽、承做、承销这几块业务中，投行更注重承揽；而注册制下，承做和承销将变成业务重点。

一位业内人士表示，注册制更考验券商承销能力，内地券商的承销定价压力会增大。内地券商投行团队目前承销定价能力相对较弱，较大概率从香港或者海外引入团队。

目前，多家内地券商拥有港股IPO团队，并已积累了实战经验。据中国证券报记者不完全统计，今年年初截至12月24日，共有204家企业在港交所上市。其中，72家企业由内地券商香港子公司参与保荐。这72家中又有39家为内地券商香港子公司独家保荐。获得保荐业务的券商主要有中信证券、中金公司、中信建投、招商证券、光大证券等。

除了港股市场，被认为拥有典型注册制的美股市场也有中国券商的身影。1药网、云米、趣头条、华米科技等赴美IPO的中国企业的主承销商中，也出现了中金公司、招商证券、华兴资本等机构子公司的名字。

此外，注册制要求投行更加重视内控体系。“注册制下，失去了监管机构的背书，中介机构和发行人自身需要承担更大的责任。因此，科创板更要加强法制建设，重视中介机构的内控体系，加强行业协会的自律机制和引导功能，提高从业人员的专业水平和执业操守，严格保证每一家上市企业的信息真实性。”瑞银证券表示。

有望减轻同质化竞争

业内人士指出，注册制产生的市场化定价要求会改变当前券商竞争情况，减轻同质化竞争问题。瑞银证券表示，国内券商目前普遍面临着同质化竞争的问题，越来越低的收费水平，也将不少国内券商卷入了靠低价刷量的恶性竞争中。

此前，一则IPO中标结果公告也暴露了当前承销低价竞争的问题。10月24日，上海农商银行官网发布的《上海农商银行A股IPO项目保荐机构（主承销商）项目评标结果公示》显示，上海农商行A股IPO项目中标单位为国泰君安、海通证券和中信证券，保荐费分别为16万元、5万元和30万元，合计只有51万元；而承销费率分别为0.45%、0.05%和0.28%。海通证券的承销费率竟低至万分之五。

“在市场化定价制度下，投行的定价能力和销售能力对于降低企业的融资成本至关重要。”瑞银证券表示，市场化定价制度要求券商能够从多个维度对公司价值进行判断和展现，这也倒逼券商以自身能力和技术实力出发争取客户，促进券商行业回归本质、健康发展。

波士顿咨询预计，中国证券行业的竞争格局将向集中、分化的方向发展，少数几家券商可能成为中国版的高盛，而大部分券商将需要选择特色化发展的道路，否则，可能被领先者兼并甚至走向消亡。