

债券代持和利益输送风波继续发酵波及债市

## 抛压沉重买盘消失 低等级高票息信用债成弃儿

编者按:近期债市的监管风暴引发保险等机构的赎回,同时,为了符合监管要求,此前放大杠杆操作的基金也不得不卖出债券,降低杠杆,因此,抛压较重。因为保险公司不能持有违规基金公司旗下基金,这意味着它们将赎回问题公司的基金份额,为应对赎回,相关基金也只能抛售债券品种,这对目前的债市,无疑是个考验。

证券时报记者 杜志鑫

现在卖,卖给谁?没人接盘!”深圳一家合资基金公司的固定收益总监昨日向证券时报记者表示,债市是一前一后,债市风向一转变,就很难卖出。”

随着债券代持和利益输送风波继续发酵,不少债券基金经理和固定收益总监,对于目前低等级、高收益的信用债表示担忧。

### 城投债、信用债调头向下

昨日沪深交易所企债指数放量下跌,其中,沪市企债指数下跌0.04%,创出去年8月以来最大单日跌幅,成交量从10亿元至20亿元放大至34.9亿元,深市企债指数下跌0.05%,成交量放大至29亿元。

部分城投债和信用债一改前期强劲上涨走势,调头向下。其中,09滇投债下跌1.45%,12营口债下跌1.39%,10高铁债下跌0.98%,11汉中债下跌0.77%,12蓉新城债下跌0.73%。

平时这些城投债、企业债单日上涨和下跌幅度也就在0.1%、0.2%,成交量也在几十万元左右,昨日城投债和信用债的异动,无疑在平静的湖面上掀起了一波巨浪。

除了交易所城投债和信用债在下跌外,银行间市场的利率债和城投债及其他信用债抛压都很重。

中央结算公司昨日发布的银行间债券市场日评显示,信用产品收益率整体上行态势迅猛,意味着债券价格下跌较多。具体来看,在中低等级信用

债中,11五洲MTN1以及13杭经开MTN1等券的成交变动带动中短期票据AA曲线3.5年期上行5BP至4.76%和5.27%的水平。

对于昨日债市的抛压,深圳一家基金公司的债券基金经理反映,低等级信用债抛压尤其大,从盘面来看,昨天全是卖盘,几无买盘。”

除了债券基金,券商等机构也在卖券。另一位资深债券基金经理表示,昨日卖盘还有券商,券商卖出券种可能是券商自有品种,也可能是别的机构委托券商卖出。

深圳一家中小基金公司总经理也表示担忧,因为低等级信用债的问题是较少流动性,大家都要卖,可能无人接盘。

### 赎回和降杠杆引发卖盘

业内人士认为,近期债市的监管风暴将引发保险等机构的赎回,同时,为了符合监管要求,此前放大杠杆操作的基金也不得不卖出债券,降低杠杆,因此,抛压较重。

深圳一家基金公司固定收益总监表示,代持在业界较为普遍,比较激进的基金经理为了提高收益,进行放大杠杆操作,让券商及丙类账户代持收益比较高的信用债和城投债,现在,债券基金经理就不得不卖出券种,以满足监管要求。其中,信用评级较低和票息收益比较高的城投债和信用债受影响较大。

另外,保险公司不能持有违规基金公司旗下基金,这意味着它们将赎回问题公司的基金份额,为应对赎回,相关基金也只能抛售债券品种,这对目前的债市,无疑是个考验。

也将相应受损。

### 重新梳理投资流程

深圳一家基金公司固定收益部高管介绍,目前债券基金之所以发生种种违规问题,主要还是因为债券投资流程不完善。

该人士透露,有些中小基金公司,为了控制成本,固定收益部人手不够,有的债券基金经理既做基金经理,又做债券交易员,很容易出问题。

在面临诱惑时,不能只依靠债券基金经理和交易员的道德水准,更需要制度的制约。在流程设计方面,首先,在债券询价环节,基金公司参与询价的交易员要多处询价;其次,基金经理和交易员需按照公允价值进行交易,每笔债券交易的价格都不能过度偏离公允价值。

不过,也有基金公司固定收益总监表示,银行间市场主要是一前一后交易,在债券市场进行买卖,价格难免有高低,20个BP应该是合理和允许的范围。

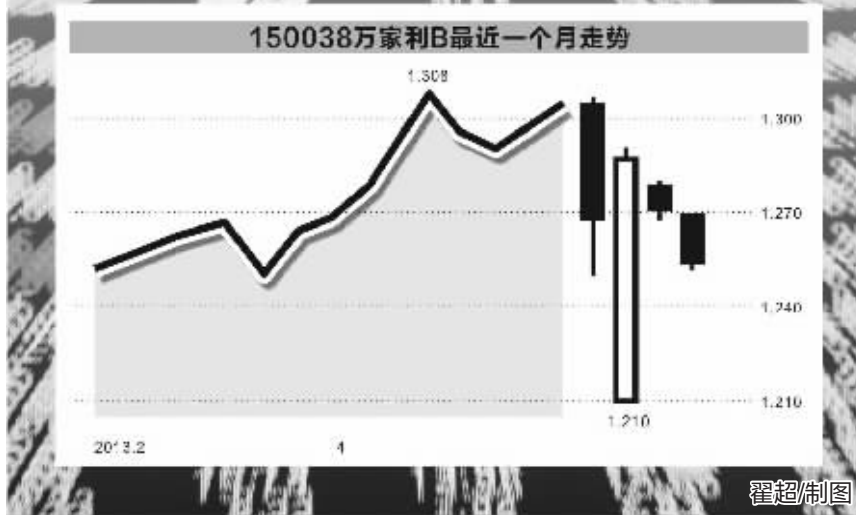
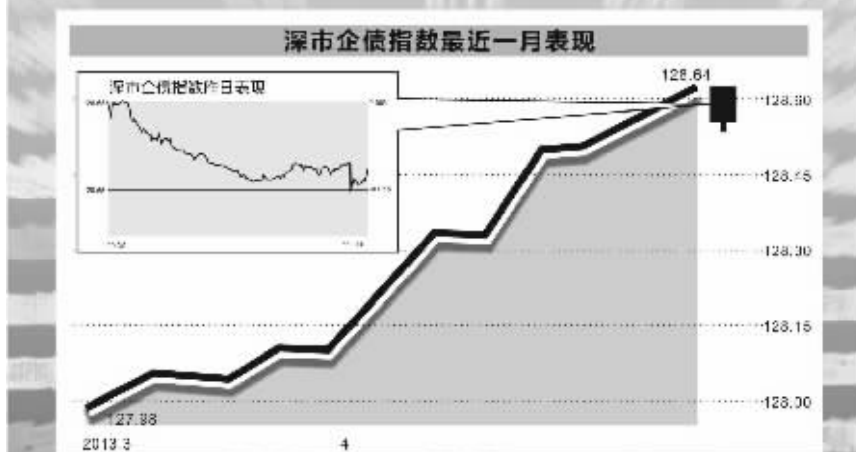
上述基金公司高管还表示,银行间市场的债券交易,不像股票在交易所,每笔交易都有交易记录,这种一对一的交易制度,要查处违规相对困难,银行间市场也可采取建立交易记录等监管措施,一旦发现违规,就重点打击和处罚。

另有分析人士指出,与海外债券市场相比,国内债券市场在衍生品市场建设上比较弱。在债券的实际投资中,对代持、融券等交易存在实际需求,国内债券市场需要进一步加快建设利率互换、远期交易等债券衍生品市场。

### 数字利益链

银行间市场的企业债、中票和短融,共有**2756**只新债发行。采用簿记建档方式的共计**1866**只,募资额累计**26604.96**亿元。

从行业潜规则来说,3年期以下品种平均浮点**30bp**(基点),3年期以上则浮点**150bp**。去年一年**2.66**万亿发行量中,至少有**250**亿元进入个人腰包。



### 基金观点

## 企债发行可学国债进行招投标

在目前企业债发行体制下,有门路的机构往往可以拿到好券,而有的基金想买此类券种,却买不到,由此引发商业银行、券商以及基金等机构和丙类账户出现利益输送的问题。

目前国债、利率债、央票以及部分3A企业债是通过招投标制度进行发行,而目前大多数企业债的发行方式却并不公开也不透明,往往是承销商说了算,由此引发相关机构和个人进行利益寻租。

## 交易避税漏洞应堵住

目前基金持有债券利息税是按照20%的标准进行征收,而券商、银行或其他机构持有的债券,是按照企业所得税进行征收。为了避税,债券基金往往找券商、银行以及其他机构进行交易避税。

据深圳基金基金经理表示,如果债券基金对持有的债券品种不避税,在会计处理上,就要付20%的债券利息税,债券支付的利息收入只有80%能计入基金资

产;但如果基金进行交易避税,债券基金对其持有的债券在债券付息日前一天或前两天,卖给券商、银行或其他机构,那么基金就不用付20%的利息税。基金经理如果不避税,业绩肯定不如那些进行避税处理的债券基金。

业内人士建议,国家相关部门可进行债券利息税征收制度改革,让所有参与债券交易的机构都按照同一标准纳税。(杜志鑫)

## 杠杆债基连跌四天 最多累计跌5.51%

证券时报记者 杨磊

受债券市场多位大佬级人物被调查影响,市场反应灵敏的杠杆债券基金本周以来先于债市出现下跌。Wind统计显示,本周前四个交易日,多达7只杠杆债基的跌幅超过3%,其中,中欧鼎利B以5.51%跌幅领先。

据悉,4月15日受万家添利分级基金经理被调查传闻的影响,万家利B当日价格大跌2.84%。第二天相关传闻被证实后,万家利B低开5%左右后,大幅走高,全天上涨1.58%。但随后两个交易日,该基金继续出现下跌,分别下跌1.32%和1.34%,四天合计下跌幅度达到3.91%。

尽管其他杠杆债券基金经理并没有被查,但部分产品的阶段下跌幅度甚至超过万家利B。中欧鼎利B、增利B、景丰B和浦银增B的累计下跌幅度超过4%,分别为5.51%、4.53%、4.33%和4.02%。此外,聚利B、利鑫B也出现比较大的阶段下跌幅度,四天分别下跌累计3.77%和3.3%。

值得注意的是,昨日是今年以来杠杆债基下跌最厉害的一天,聚利B

和裕祥B分别下跌2.72%和2.69%,添利B和增利B的下跌幅度也接近2%。

业内专家分析,昨日和最近四天杠杆债券基金下跌的主要原因在于,杠杆债券基金普遍投资中低信用等级债券比例比较高,中低信用等级债券受到监管层打击债券代持等方面的影响而出现下跌,特别是昨日的下跌比较大,从而导致了杠杆债基价格出现较大幅度下跌。

证券简称	本周前四个交易日涨跌幅	昨日涨跌幅
鼎利B	-5.51%	0.00%
增利B	-4.53%	-1.89%
景丰B	-4.33%	-1.38%
浦银增B	-4.02%	-1.42%
万家利B	-3.91%	-1.34%
利鑫B	-3.77%	-2.72%
利鑫B	-3.30%	-1.38%
添利B	-2.87%	-1.96%
回报B	-2.73%	-0.24%
裕祥B	-2.69%	-2.69%
天鑫B	-2.57%	-1.48%

杨磊/制表 翟超/制图

### 记者观察 | Observation |

## 簿记建档成窝案元凶 完善制度加强监管势在必行

证券时报记者 朱凯

随着债市监管风暴不断升级,越来越多的业内人士对我国债券市场健康发展提出改善建议,其中就包括对现有债券发行招标方式的改革。有观点认为,信用债券的簿记建档发行方式,寻租空间巨大。从技术条件上看,完全可以改为公开招标方式。

### 变了味的国际惯例

据了解,我国现阶段的债券发行,根据品种、规模等不同,一般会采用公开招标和簿记建档两种方式。简单地讲,前者是面对所有合格投资者,根据利率区间进行公开招标,透明程度更高,但易于出现流标等情况;后者是以主承销商为桥梁,在债券发行人与投资人之间进行询价和询价。一般可以实现足额发行,但招标过程和结果不公开,极易滋生寻租及利益输送。

证券时报记者对十余家银行、券商、基金、保险等金融机构进行的电话采访结果显示,多数人士均认为簿记建档方式存在较大的灰色空间,加之我国相关法律不健全,近年来频频曝光的涉债经济案件,源头皆在于此。

据不完全统计,美国市场债券发行超过90%是采用簿记建档方式,香港市场不仅覆盖面广,更将信息披露“简化”为寥寥数语的电子通知。但不可否认,上述市场均鲜有与此相关的腐败案例。

不少专业人士坦言,美国式、荷兰式等所谓公开招标方式,其实更适用于发行规模大、流动性强的利率品种,如国债、金融债等。国际市场中融资占比更高的企业债等信用品种,多数均为簿记建档发行,在我国,制度监管漏洞令这一国际惯例变了味。

### 窝案元凶

Wind资讯统计显示,不包括国债、金融债、央票等利率品种,仅银行间市场的企业债、中票和短融中,过去一年共有2756只新债发行。采用簿记建档方式的共计1866只,占比67.71%,计划募资额累计26604.96亿元,占当年该类别债券募资总额的68.08%。

这些数字背后,其实是疯狂的巨

额灰色利益链条。一位不愿具名的机构投资者表示,从行业潜规则来说,3年期以下品种平均浮点30bp(基点),3年期以上则浮点150bp。如果按平均浮点计算,去年一年2.66万亿发行量中,至少有250亿元进入个人腰包。据介绍,这还不包括二级市场直接“让点”所产生的利益交换。

“行情好的时候,一、二级市场之间的人为利差可达1至2个百分点,意味着10亿元新发额度中有1000万至2000万元灰色利润,瞬间就分散到各利益群体手中。”

华北一家中型券商资管部门负责人表示,有人轻而易举能拿到券,有人却完全挤不进去,要做到公平,只有选择公开招标方式,麻烦也没办法。

### 格局或难以撼动

羊毛出在羊身上。前述统计结果显示,发债企业1年之内进行融资,就要为市场灰色链条牺牲数百亿元的无谓成本。

毫不夸张地说,中央力推“营改增”试点,希望为企业节省不必要的税负支出成果,至少四分之一将被这些灰色链条吞噬。据媒体估算,2013年“营改增”减税额将上升到1200亿元,去年尚不及这一规模。

不过受访人士也认为,单纯去改革新债发行方式,并不能从根本上解决愈演愈烈的债市痼疾。这还得归罪于我国当前特定的市场环境和社会环境。

东方证券固定收益部执行董事孙志鹏向证券时报记者表示,簿记建档方式的核心在于承销商的润滑作用,总体上利大于弊。为保证债券顺利发行,不仅企业债、中票、短融等品种需要承销商的积极介入,甚至连采用公开招标方式发行的国债和金融债,目前都是既有承销团参与。孙志鹏认为,承销机构可以保证发行的正常运转,可以将市场需求反馈给发行人,并减少流标等现象出现。“一、二级市场正常的息差允许存在,20至30bp左右较为合适。”他告诉证券时报记者。

一家国有银行总行承销部负责人表示,与其他品类不同,债券发行、投资和交易的特点在于规模大和利润薄。随着直接融资规模的持续上升,全部采用公开招标方式,将增加机构的人员及时间成本,效率可能反而得不到提高。他认为,关键在于制度监管的完善。