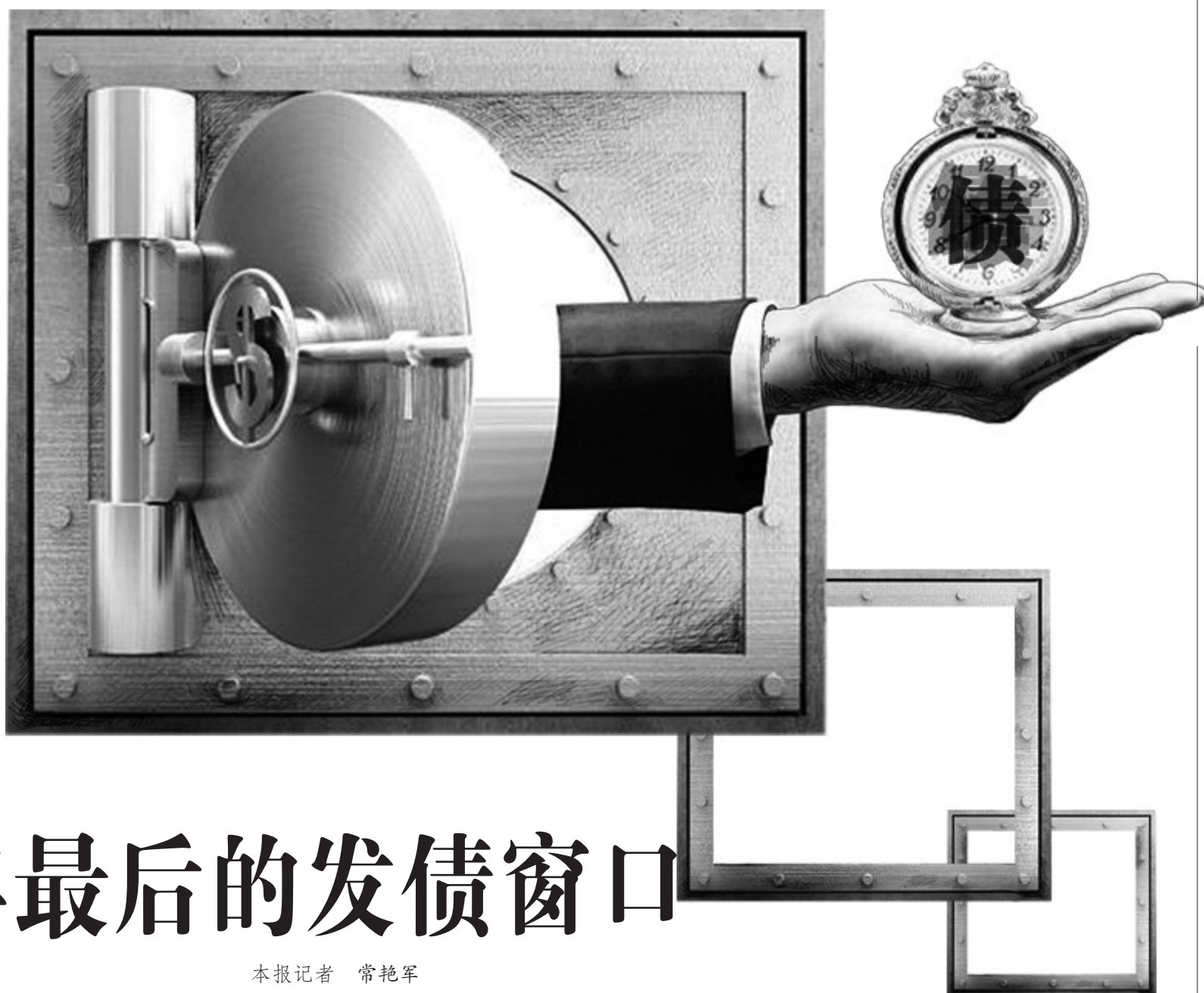


流动性偏紧、发行成本上升、需求端也表现不足，种种原因导致信用债发行主体推迟发行。一般而言，信用债最好的发行时间是一季度，在今年剩下的时间里，还有合适的机会吗？



今年最后的发债窗口

本报记者 常艳军

中国债券信息网日前的公告显示，北京市基础设施投资有限公司拟将原定于2013年三季度发行的20亿元中期票据（第二期）推迟至2014年上半年发行。有机构统计，从6月份开始，不断有券推迟发行，主要为中票和短融，其中6月份推迟发行18只券，规模合计117.4亿元。在今年剩下的时间里，对于发债企业来说，还有没有合适的发债时机？如果有，会在何时？

★前高后低的发行量

“今年前三季度信用债发行规模呈现出了‘前高后低’的趋势。”中债资信分析师张帆表示，一至三季度信用类债券净发行额分别为7787.1亿元、5000.6亿元以及3262.6亿元，而去年同期净发行额分别为4086.81亿元、4369.31亿元、7512.13亿元，为环比上升趋势，与今年相比有所不同。

为何会有如此不同？“发行量下降有政策的影响，发改委下发分类审批和债券自查文件后企业债发行量大幅下降。”中诚信国际研究部分析师李诗说。

5月16日，国家发改委发布对企业债券发行申请部分企业进行专项检查工作的通知。该通知表示，各申请发债企业、主承销商、会计师事务所和信用评级公司等中介机构应严格按照通知要求认真做好自

查，发改委在自查基础上按比例进行抽查。抽查范围包括《国家发展改革委办公厅关于进一步改进企业债券发行审核工作的通知》划分的“从严审核类”和“适当控制规模和节奏类”发债申请企业和相关的主承销商、会计师事务所和信用评级公司。

与此同时，市场资金由松变紧。“6月后资金面长期处于偏紧的状态，企业融资成本提高，因此一部分发行人调降了发行规模或取消了原有发行计划，信用债供给量开始减少。”张帆说。

三季度以来信用债发行利率持续走高。数据显示，7年期AA+级企业债发行利率从1月的6.48%提高至10月的6.97%；5年期AA+中期票据从1月的5.62%上升至10月的6.25%；AA+短期融资券

从1月的4.61%提高至10月的5.68%。

好买基金研究中心卢杨说，信用债的发行利率更多基于市场的定价，比如供需、资金面等，不同信用评级企业发债利率也不同，未来两个月除了信用债的供给可能缩小外，其他不会有明显变化。“今年，信用债受利率市场之外的因素影响较大，因为市场环境发生了变化，比如金融去杠杆、6月份的流动性紧张等。”

除了企业发行成本提高导致信用债发行人发债意愿下降，宏观经济转好也抬高了投资者的预期收益，信用债需求端也较弱。

“信用债利率虽有上行，但目前相对于利率债利率优势不大，表现为需求不足。”一位债券人士表示。

宽松，在由宽松向中性转变的时候，市场认为流动性是偏紧的。从外部资金看，比如QE等的延迟退出，外汇占款有可能会回升。“目前看，央行正常情况下不会大额释放流动性，除非在一些节点比如季末等，但都会是临时性的。”

今年以来，伴随利率市场化进程加快以及6月份流动性紧张的冲击，银行也高度重视流动性，纷纷采取措施以应对。比如，提高备付、压缩资产负债久期缺口、调整资产配置类型和收益等。

“银行在加强审慎运营的同时，直接导致了微观层面流动性易紧不易松。”上述债券人士说。

从欧美等发达国家在利率市场化进程初期的表现看，债券利率多数呈现上扬的趋势。

“对于我国而言，未来几年企

业的融资成本会上升，企业之间的分化也会加大，不过若政策面对中小企业有利，则会有很大不同。”卢杨说。

债券人士认为，现在各方可能也都在等11月份之后，随着利率市场化的推进，利率可能出现的变化。

在10月25日央行宣布贷款基准利率（LPR）集中报价和发布机制正式运行，贷款基准利率行情也同步上线并每日更新，当日，首期1年期贷款基准利率为5.71%。截至11月4日，该利率在5.72%。

“年内发行利率大幅下行的可能较小，发行人对较高的融资成本要有足够的准备。”李诗表示，从投资者的需求看，配置需求通常在上半年已经得到满足，年底对债券的需求不大。

★机会在12月？

一般而言，信用债最好的发行时间是一季度，因为大型银行投资账户的配置时间是一、二季度。但除了一季度，在当前的背景下，年内是否还有合适的机会？

“近一时期利率债供给比较集中，加上可能会推出的一些利率市场化举措，在这两个因素的影响下预计12月份利率重新定价后，信用债利率相对利率债可能会有一定的吸引力。”上述债券人士认为，从现在到12月份信用债很有可能有一波向上的行情，12月份到年底如果信用债利率比较高，投资者可能会买账。“年内很多信用债的发行体都在推迟发行，对于发债企业来说如果今年还有所期盼的话，12月底可能会略好一点儿。”

不过，卢杨认为，对于发债企业来说，年内已经没有好的发债时机了，因为发债成本已经很高。不过，李诗也提醒发行人可以适当关注货币市场的资金情况，如果资金状况有所好转，或对债券的发行有益。

对于企业来说，除非是不需要融资，如果需要融资，且发债利率没有超过贷款利率，企业或许还是倾向于发债。

央行已公布了一年期LPR，目前在5.72%的水平。“这个利率是最优质企业的一年期贷款利率的参照，不同信用评级的企业发债利率不同。过去银行对企业的评级并没有像公开市场分那么细，只是按照贷款的基准利率浮动。而且到年底，银行的贷款额度也所剩不多。”该债券人士说，下一步贷款利率和债券发行利率会越来越同步，银行在发放贷款和债券投资方面也会同步，在贷款和债券之间套利的空间可能越来越小。所以对发行人来说，也不要等待所谓更好的时机了。

目前，金融市场都在落实“用好增量、盘活存量”的要求。如果是一个经营很好、利润增长很快的企业，能够承受较高的融资成本，就去融资；如果不是，不仅贷款贷不到，可能债券也发不了。卢杨说，目前看，银行的贷款利率与企业债发行利率已经相差不多。对于企业来说，不一定能够获得银行的贷款，而发债的成本则在上升。

“原来可能贷款贷不了，还可以发债，现在是贷款和债券的利率都在上行，到达一定边界，有些企业就只能选择不融资，但由于之前的还本付息压力，其中有企业就可能经营不下去而破产。对于发债企业来说，自身有需求，但也要有能力去承担不断升高的发债成本。”上述债券人士表示。

“8月下旬发改委下发了支持棚户区改造相关企业发债的文件，预计四季度相关概念的企业债发行量会有所上升。”李诗说。

新东西，老毛病

郭辉铭

百度金融中心和华夏基金联合推出的“百发”，在产品宣传页上注有“保本保收益”等字样。但随即，相关负责人表示金融监管要求投资性理财产品不能保本保收益，“百发”亦不例外。证监会也表示，“百发”不符合相关法律法规要求，下一步将对该业务合规性予以核查。“百发”的波折经历表明，随着互联网金融产品创新步伐的加快，金融监管正面临着新的考验。

与阿里“余额宝”类似，“百发”也是借着互联网金融快速发展的东风推出的理财产品。目前“余额宝”依然保持火爆态势，而“百发”能否维持8%的高收益率已经成为争论的焦点。目前来看，“百发”自身在产品发行和管理方面存在明显劣势：

一是缺乏稳定的客户群体，渠道价值相对较弱。截至9月底，“余额宝”开户用户超过1600万，投资的增利宝基金规模超过556亿元，成为单只规模最大的基金。“余额宝”之所以能在短期内迅速扩容，很大程度上是因为淘宝网用户众多、“支付宝”作为第三方支付工具市场影响力巨大。但是，目前“百发”尚未形成个人用户规模，而且在支付领域应用有限。因此，即便“百发”通过促销可在短期内吸引较多客户，但未来能否带来持续、活跃的用户仍是未知数，这使得“百发”的渠道价值相对较弱。

二是缺乏数据积累，资金沉淀规模不可预期。上市以来，“余额宝”收益率保持在4.75%以上水平且相对稳定，究其原因，“余额宝”可以通过数据分析准确计算投资资金的沉淀规模，进而利用期限错配等方式提高投资收益率水平。但是，“百发”由于缺乏足够的数据库，难以估算资金沉淀规模，从而加大了产品的现金管理难度，不利于提升投资收益率水平。

不管是“百发”还是“余额宝”，互联网金融产品的特征是这些产品创新的一种具体表现形式，从而呈现出了一些共有的特性。

第一，社会影响巨大。互联网平台用户众多，且拥有极强的媒体关注度和社会号召力，金融产品利用互联网平台宣传的速度更快、范围更广，从而产生庞大的潜在客户群体。而且，发展初期互联网企业倾向于向客户让利迅速扩大市场规模，一经推出就能产生巨大的社会影响。

第二，创新过程一波三折。如前所述，“百发”面世不久，证监会就宣布将对相关业务合规性予以核查。无独有偶，“余额宝”在成立之初也因包括部分基金支付结算账户没有备案，违反了相关规定，被证监会予以核查。究其原因，一方面，互联网企业刚开始涉足金融领域，并不熟悉金融监管要求；另一方面，机构监管相对滞后于互联网金融产品创新，尚未公布清晰明了、切实可行的指引规则。

第三，未来发展前景光明。互联网金融产品通常都是网上直销，无需借助银行柜台等外部渠道营销，具有成本低、效率高的天然优势。未来，互联网企业还可以充分利用大数据挖掘技术，提升投资收益率，还可根据用户习惯为其提供个性化的资产配置。

允许符合条件的互联网企业参与金融业务，不仅有利于强化互联网金融领域竞争，还有助于推动传统金融行业加速转型升级，但另一方面，产品风险提示不足或误导性宣传可能损害广大投资者利益，潜在风险亦不容忽视。

由于互联网企业不属于严格意义上的金融机构范畴，同时，未来还可能出现跨市场、交叉性的互联网金融产品，单一的机构监管很可能出现交叉监管或监管真空。因此，完善监管协调机制，强化功能监管，对互联网金融产品创新形成监管合力应尽快提上议程。

在互联网领域，“烧钱”现象并不罕见，但这并不适合于互联网金融产品，必须防止恶性价格竞争。例如，“百发”作为一款货币基金式的理财产品，正常情况下根本无法实现8%的收益率，因此，百度金融公司更像是“赔本赚吆喝”。这也是证监会核查“百发”业务合规性的重要原因之一。

其实，不管是传统的还是创新型的互联网金融产品，监管部门都应要求其营销宣传严格遵守政策法规，充分揭示风险，确保投资者的知情权。此外，监管部门还应强化纠纷处理机制，尤其是重视金融消费者的投诉意见，重视保护投资者的合法权益。