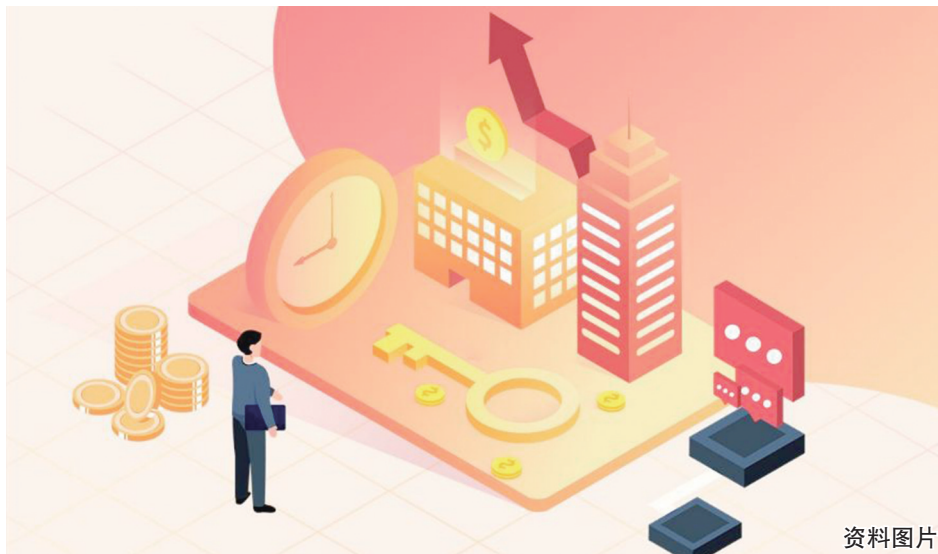


银行债券承销的低价痼疾

一则自律调查公示，再度让债券承销“地板价”暴露在阳光下。交易商协会日前表示，在广发银行2025—2026年度二级资本债券项目中，中国银河证券、广发证券、兴业银行、国泰海通证券、中信建投证券、中信证券6家主承销商中标承销费引发市场关注，交易商协会对相关机构展开自律调查。而当市场扒出部分承销机构中标承销费仅700元的数字后，更加引发哗然，有业内人士直呼“罕见”。债券承销为何会出现“跌破底价”的奇观？规模竞争与合规底线又该如何找到平衡？



资料图片

三位数报价确实罕见

“三位数的报价确实罕见，这样的行为并非个例，而是整个行业低价竞争趋势的集中体现。”谈及近日银行二级资本债承销项目中部分机构的极低报价时，在券商投行工作超五年的李阳（化名）发出这样的感慨。

6月16日，广发银行就2025—2026年度二级资本债券发行服务机构（主承销商）选聘采购项目进行竞争性磋商采购。根据计划，广发银行拟通过采购选定最高不超6家中选供应商，由这些机构在2025—2026年间为该行提供二级资本债券承销服务。

7月10日，中选结果公布，中国银河证券、广发证券、兴业银行、国泰海通证券、中信建投证券、中信证券6家机构入围，成为主承销商。然而，令人咋舌的是，这6家机构的承销服务费总额仅为63448元，并提供税率6%的增值税专用发票。进一步深挖，北京商报记者从行业内获取的另一份公告显示，中国银河证券、兴业银行中选含税预估服务费仅为700元。

这一“地板价”瞬间在业内炸开了锅，引发一片哗然。在债券承销过程中，招投标是一种极为常见的业务获取方式。以一家银行计划发行30亿元债券为例，通常会邀请3家或更多机构参与投标。最终，这些机构会按照各自承销比例来分配承销任务。

一般而言，银行上一次发债的情况，往往会成为本次承销比例分配的重要参考。比如，若上一次发债由两家机构共同完成，且没有特殊情况，那么本次大概率也会按50:50的比例进行分配，以确保整个流程的合规性与透明度。在这种招投标机制下，机构之间的竞争变得愈发激烈，为了获取更高的承销比例，一些机构不惜采取低价策略，试图抢占标的。

李阳告诉北京商报记者，根据他过往经手的项目的经验，每单债券项目收入原则上不会低于100万元。但近年来低价竞争加剧，部分项目实

际承销收入已远低于这一标准。

从一些案例中能清晰地看到低价竞争态势的严峻。2020年4月，海南省发展控股有限公司选聘中期票据主承销商，中信证券与兴业银行中选，承销费率低至十万分之三。随后，中国银行间市场交易商协会对两家机构予以警告并责令限期整改。

2020年11月，江西银行无固定期限资本债券发行主承销商采购项目，海通证券等4家中标，采购代理机构代理费总计1.5万元；2021年2月，嘉兴银行无固定期限资本债券承销服务项目，中金公司以1万元报价成为成交候选人。而本事件其中一名当事人——广发银行也曾于2022年卷入类似事件，当年9月，广发银行公示了260亿元金融债的6家中选主承销商，分别是中信证券、国泰君安证券、广发证券、光大证券、中银国际证券和招商银行广州分行，承销费率在0.000046%—0.0002%。

谁导演了债券承销“地板价”

在金融市场的众多业务板块中，债券承销长期以来占据着重要地位，它为企业融资和经济发展提供了关键支持。在债券承销市场，一般的承销费率会根据债券类型、发行规模、市场环境等因素有所不同，但通常会保持在一个相对合理的区间。然而，近年来，债券承销领域却频频出现跌破底线的低价竞争现象，以银行债券承销最盛。

北京商报记者从业内了解到，目前，大型国有银行、股份制银行发行金融债、二级资本债时，承销费率可低至万分之八以下。

有知情人士提到，国有大行、股份制银行承销费之所以低，是因为这类银行债券通常属于优质资产。“对规模较大的银行而言，发债流程相对简单，募集说明书主要引用年报数据，尽调手段无需过于复杂，也不需要太多人力成本。”李阳称。相比之下，一些小型地方城农商行的项目，费用基本上都在百万以上。债券承销机构在规模导向的驱动下，为了争夺市场份额，不惜

以低价换取业务量。同时，部分银行在选择承销商时，可能过度关注价格因素，而忽视了承销商的服务质量和专业能力，这也在一定程度上促使承销机构为了中标而不断压低价格。

中国（香港）金融衍生品投资研究院院长王红英指出，近年来，券商在债券承销费方面的竞争激烈，导致成交价格跌至“地板价”，这与整个市场内卷式的竞争格局密切相关。目前，投行在行业内的排名主要依赖于承销规模，而非盈利能力，因此即便承销费用极低甚至亏损，券商也愿意通过抢占市场份额来维持或提升自身排名，从而彰显其市场地位。虽然在承销环节难以盈利，但获得优质债券发行项目有助于与发行人建立长期合作关系，进而通过后续的资产管理、财务顾问等多元化业务获取更多收益。

王红英强调，另一方面，随着近年来经济下行压力加大，包括部分中小银行在内的以往优质客户群体比例下降，能够发行AAA级及以上高信用等级债券的企业数量也在减少。这种“粥少僧多”的局面加剧了债券承销机构之间的恶性竞争，使得低价承销成为不得已的选择。

市场需要“清醒的博弈”

债券承销行业的低价竞争，带来的负面影响是多方面的。从机构自身角度来看，过低的承销费用使得机构难以投入足够的资源进行项目的尽职调查、风险评估等关键环节。这就可能导致在承销过程中，对债券发行主体的风险判断出现偏差，为后续的债券违约埋下隐患。

“由于恶性竞争的存在，整个债券市场的成交费用大幅下降，收入结构严重失衡，导致费率水平出现‘崩塌’。”在王红英看来，这直接削弱了市场服务的价值基础，进而对债券发行流程造成了重大冲击。例如，在费用过低的情况下，信用评级、价值评估等工作难以正常开展，在风控环节也容易滋生敷衍了事的工作作风，从而影响债券整体的质量，也会严重误导投资者的投资决策和投资方式。

从行业整体来看，低价竞争破坏了正常的市场定价机制，使得行业内的竞争不再基于专业能力与服务质量，而是简单粗暴地围绕价格展开。

乱象之下，监管层已出手。近日，交易商协会发布《关于加强银行间债券市场发行承销规范的通知》提出，发行人、承销机构（包括主承销商和承销商）应按照市场化原则开展发行承销，公平对待所有投资者，不得事先约定债券发行利率，不得以“返费”等手段扭曲市场价格，不得以代持、互持等方式谋取不正当利益。

如何破解困局？产业经济研究人士王剑辉强调，承销机构应加强尽职调查和风险评估的专业性和深度，确保对债券发行主体的风险有准确的判断。遵守监管要求，避免任何形式的不正当竞争行为。

监管层面还需重拳，王红英直言，为了提升整个债券市场发行的整体质量，更好地保护投资者的合法权益，有必要出台一些防止“内卷式”竞争的监管规定。例如，可以通过核算相关成本，制定债券发行的最低费率标准。同时，对于发行方而言，选择承销商时不应仅仅以发行费率作为中标的主要依据，而应综合考量投行的整体信用水平、服务质量以及专业能力等因素，推动竞标机制的优化与完善。只有从监管机构、中介机构（投行）以及债券发行主体等多方共同出发，进行全面的成本核算，确保发行费用的合理性和适度性，才能有效保障债券发行的质量，最终实现对债券投资者权益的保护。

李阳观察到，当前债券承销行业正迎来两大明显变化，监管的尺子越收越紧，合规要求不断升级，财务顾问协议、隐形利益输送等行为的审查越来越严；监管也对一些低价中标项目，加强监督评估，倒逼承销机构必须绷紧内控弦，既要守住成本底线，又得踩稳合规红线。

“或许这场洗牌，恰恰是行业回归理性的开始。”李阳感慨，“当价格不再是唯一标尺，专业价值才能真正沉淀。” 来源：北京商报