



社区文摘

入群、荐稿、爆料联系微信: ziguanjun05

版权信息:

来源: 公众号 (债
券球)

超低承销费的那些事

债券市场，承销商最核心的利益就是承销费了，一年到头，东奔西走，求爷爷、告奶奶，最终还是想把那承销费装入囊中。承销费高点，还能有点成就感，老婆孩子热炕头的既视感也会很强烈；承销费低呢？内心难免会响起一曲《北方的狼》，“凄厉的北风吹过，漫漫的黄沙掠过，我只有咬着冷冷的牙，报以两声长啸……”，相信大多同业会有此感受吧。

一、超低承销费的出现

早期的信用债市场，承销费都不算低，包括中票、短融、企业债和公司债，银行间的产品动不动年化 0.3%，企业债有指导价，公司债有些机构曾经会参照过保荐业务来收。那个时候，市场没有那么大，从业人员和机构没有那么多，竞争自然也没有那么激烈，岁月静好、收入无忧。

随着信用债市场的不断扩容，新品种不断出现，蛋糕越来越大，引起市场各家机构的重视，参与者增多，竞争自然激烈，有些热点项目的承销费甚至有点不堪入目。下面举几个例子说给各位看官听听，有的是亲身经历，有的是听同业所讲，比如：某省属企业，小 100 亿的公司债，承销费只有几十万，问题还不是一家分；某银行的金融债，大几十亿的金融债，某商报价 $(X+1, 0 \leq X \leq 8)$ ，是不是够严谨，哈哈）万元减一，X9999，是不是很吉利；某银行间产品，承销费一块钱，当然投标可能还要保证金，当然还有不要钱的；有些银行间产品表面的承销费不低，但是通过某些变通方式，返给发行人。。。

当然笔者要说，现阶段超低的承销费还是少数，大多还是比较合理的，最起码大多项目，承销机构扣除夯不啷当的费用之后，还能余下几个子，过日子自然不是问题。

二、哪些项目会出现超低承销费

竞争激烈的时候，价格自然就低。什么样的项目能够引发异常竞争，当然是涉及利益相关方最多的时候。从实务情况来看，正常具备如下两个条件时：（一）优质企业，正常是以省级以上平台公司和部分发达地区 AAA 级平台公司为代表，优质企业意味着项目成功有保障，意味着发行没困难，意味着风险可控，意味着事

成之后的承销排名有保障等等；（二）采用招投标方式遴选承销商，当然要求发行人制定的标书中最核心的指标是承销费，这个时候白菜价、跳楼价，甚至白睡倒贴等现象都可能出现。

三、银行为什么会选择超低承销费

辣么低的承销费，银行傻嘛？如果你的答案是傻，那你就是真的傻。从银行角度来说，参与类似项目发行可能带来的好处：（一）横向来看。1、存款，有存款就有收益，发行人意思一下，给点存款，所有费用都赚回来了；2、投资，承销费低没关系啊，如果能成功投资到标的债券也是很不错的，作为承销商要投资标的债券，自然会有点优势；3、其他业务合作，银行的产品五花八门，债券只是其中之一，这里亏点，别的地方随便补点，也就找回来了；（二）纵向来看。债券承销，不管官方是否给排名，作为喜欢排来排去的市场，总是会有排名，拿到项目、拿到规模自然意味着江湖地位和声誉的提升，进而在中低层级的市场竞争中会占有很大优势，要找回在个别项目的损失相对会容易很多。

四、券商为什么会选择超低承销费

和银行一样，券商也聪明的很，当然这里主要是指大券商，之所以选择超低承销费也是没有办法的办法，不过利益获取点相对银行就少很多，笔者能想到的主要有：（一）排名，现在别说每年、每个季度，甚至每个月都有承销排名的相关统计，排名高，自然和银行排名的意义一样，江湖地位也会水涨船高，对于业务发展自然是很有帮助的；（二）风险控制，大小券商资源禀赋的差异，最终意味着风险偏好的不同，大券商相对门槛会高点，绝对优质的项目自然也意味着势在必争的领域，采取低承销费获取项目自然会成为重要的手段之一；（三）挤压中小券商，大券商相对于中小券商激励机制会保守很多，有时候为了减缓竞争，采取低价策略也是比较理性的一种做法。实务中，曾经听说过，有的大券商成立专门团队做这种几乎不赚钱，甚至亏钱的项目，对此，笔者想说理解万岁。

五、价格为核心的招投标真的好吗？

一提到招标，就想到价格战，承销商内部正常会盘算一下，什么样的价格才能达到克敌制胜的目标。那些以承销费高低为中心招投标项目，招投标的结果就是价低者得，当然也可以理解为价高者得。此时，我们来合理假设一下，假如你是中标的承销商，你是否会投入百分百的精力，保质保量、认认真真的完成这个项目

呢？笔者以为：一方面，一点都不赚钱，对于个人与团队来说，如同鸡肋；另一方面，正常大的承销商项目比较多，必然有比较赚钱的，正常理性一点的人都不会把这样的项目作为重中之重，除非政治任务。缺乏积极性，最终可能导致的结果是：一方面，发行人的项目进展如同期望的那么快，或者说理论上可以更快，实际并不快；另一方面，没有积极性的项目，也可能意味着销售端乏力，最终销售工作可能主要靠发行人自己的努力，当然有些发行人还在为此沾沾自喜，有时候发到 3.5% 很低，有时候发到 2.5% 很低，发行人可曾想过，如果承销商充分发力，可能还可以降低几个 BP 吗？这些损失大概不是节省下来的承销费可以来衡量吧。超低承销费真心不是理性的招投标策略。

六、对发行人招投标的建议

笔者以为的招投标的目的是用合理的价格聘请符合期望的承销商，优质、高效完成项目执行、申报、获取批文，并以相对较优的价格完成发行。

承销费方面，笔者以为作为发行人来说，应当多从主承销商的角度想想，如果你是承销商，那么一点点钱，你会有足够动力干活吗？一旦动力不足，你的项目不就容易会出纰漏吗？因此，发行人自然应该制定比较合理的价格区间或者定价策略，保障承销商的利益，进而来保护自己的利益。

承销机构和团队方面。这才是招投标真正的核心所在，发行人最后选定的不管是机构，还是中小机构（在此插一句，大机构有品牌和专业优势，但是中小机构有人员优势，大机构一个人干好几个项目，但是中小机构可能几个人干一个项目，孰优孰劣不好说，在最终选定承销商的时候，过于看重大小其实并不合适），最终还是要具体的人来完成项目，因此，招投标的主要核心应当是如何选择合适的团队。当然这个东西很难量化，这就需发行人投入足够的精力，尽量保证参加评标人员的专业能力和水平，确保最终的结果符合自身的利益。

超低承销费肯定不正常，在监管对于投行业务要求越来越高的今天，合理的承销费既可以保障承销商的利益，也可以充分保障发行人的利益，希望市场愈发理性。