

# 目录

本期导读.....	2
人民币逆转单边贬值预期 外储再次进入上行通道 .....	2
超 2000 亿可转债“在路上” 发债积极性有待进一步挖掘.....	2
宏观政策.....	3
人民币逆转单边贬值预期 外储再次进入上行通道 .....	3
减持新规传导银行 降低质押率成共识.....	5
IPO 发行节奏再调整：A 股 3100 点拉锯战下车者拒绝“被收购” .....	9
房企融资成本平均上升 2-3 个点 2019 年债务偿还压力最大.....	13
监管政策.....	17
证监会：稳妥处置退市等高风险公司.....	17
完善减持制度目的在于促进上市公司专注主业.....	19
保险资管.....	20
保监会整治车险“拼费用” .....	20
行业新闻.....	23
超 2000 亿可转债“在路上” 发债积极性有待进一步挖掘.....	23
A 股并购 2.0 时代：PE+上市公司+银证信盛行 .....	26
6 月同业存单发行或再现量价齐升“负债荒”现象延续.....	31
产品情况.....	34
信托产品.....	34
资管产品.....	34
银行理财.....	34

## 本期导读

### 人民币逆转单边贬值预期 外储再次进入上行通道

6 月 7 日下午，中国人民银行（下称“央行”）公布的数据显示，5 月末以美元计价外汇储备余额 30535.67 亿美元，环比上升 240.34 亿美元，这是中国外汇储备自 2014 年 6 月以来，首次连续四个月环比上升。

### 超 2000 亿可转债“在路上” 发债积极性有待进一步挖掘

#### 可转债升温

受再融资监管强化和减持新规的影响，可转债市场正在成为市场新的热点，虽然今年上半年只有 5 只可转债发行，但是已有 34 家上市公司董事会发布可转债预案，规模超千亿，市场预期未来还会继续扩容。

可交换债市场规模近年也快速增长，但市场对于部分可交换债是否受减持新规的约束仍存在争议。

## 宏观政策

### 人民币逆转单边贬值预期 外储再次进入上行通道

6月7日下午，中国人民银行（下称“央行”）公布的数据显示，5月末以美元计价外汇储备余额 30535.67 亿美元，环比上升 240.34 亿美元，这是中国外汇储备自 2014 年 6 月以来，首次连续四个月环比上升。

不过，以 SDR 计值的外储余额则出现了下降。数据显示，5 月末 SDR 计值的外储为 22058.24SDR，环比微跌 38.63SDR，已经连续三个月下跌。

“美元计价的外汇储备上升，主要是受估值效应和中国经济向好预期下的人民币兑美元汇率企稳回升；SDR 计值外储的下降，则可能是非美货币升值，美元贬值且美元资产规模较大所致。”民生银行首席研究员温彬表示，“此外，5 月份人民币汇率中间价形成机制中纳入逆周期因子，当月人民币兑美元升值幅度超过 1%，人民币贬值预期逆转或将使结售汇由逆差转为顺差，形成外汇储备增加。”

多位分析师认为，未来一定时期内中国的外汇储备将继续小幅度增加，人民币兑美元汇率也将保持稳定。

#### 企业、居民购汇意愿减弱

Wind 数据显示，人民币兑美元中间价从 2017 年 1 月 3 日的 6.9498 上升到 6 月 7 日的 6.7858，累计升值 2.4%。美元指数则从年初的 102.4 下跌到 6 月 7 日开盘的 96.5。相比 2016 年，2017 年至今的人民币兑美元汇率波动更大，但总体在升值。

此外，结合结售汇等数据情况，可以看出中国的跨境资本流动和外汇供求关系都在趋于稳定。根据外汇管理局数据计算，从今年1月到4月，售汇率平均为67.8%，较去年下降6个百分点；结汇率平均为61.9%，较去年提高1.5个百分点，结售汇逆差也在大幅度减少。

“中国的外汇供求市场上主要有两类投资者，一种是机构类投资者，他们看待外汇较为理性，一类是‘大妈’型投资者，有个人也有企业，他们看待外汇主要是跟风，追涨杀跌。”中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任张明表示。

香港一位外汇交易员表示：“随着人民币汇率逐步企稳与中国监管部门严查资本流出，对人民币中间价引入‘逆周期’因子，目前市场上看空人民币的声音在今年来说是越来越小了。但从长期的、理性的角度来看，美元加息、结售汇保持逆差、中国对外贸易顺差缩小，人民币贬值的因素仍然存在。”

招商证券首席宏观分析师谢亚轩表示，长期的波动提升了市场对人民币汇率波动的耐受性，加强对个人购汇与企业对外投资信息的真实性审核，也对私人购汇有一定影响，有利于稳定对人民币的预期。

## 外储连续四月上升

从央行公布的数据看，外汇储备余额自2014年6月达到3.99万亿美元的高点后，就持续进入下行通道，2015、2016年外汇储备下降额度分别为5216.56亿美元和3198.44亿美元。

但从2017年开始，中国的外汇储备降幅明显缩小，并开始出现缓慢上升。5月末的外汇储备余额较1月末的历史低点，已经增加了553.63亿美元。

从今年历次的外汇管理局新闻发言人答记者问来看，2017年中国外汇储备持续增加的主要原因，一是跨境资本流动的逐渐平衡与其带来的外汇供求的基本平衡，人民币单边贬值预期降低，使央行可以减少利用外汇储备来稳定汇率；二是美元指数在3月到达顶点后持续下行，使非美元货币相对美元总体升值。

“虽然6月可能还有美联储加息的预期，但从今年的监管思路和结售汇变化来看，预计今年外汇储备、人民币汇率都会呈现较为稳定的趋势，人民币汇率破7概率很低。”张明说。

不过，也有分析人士认为，中国过于庞大的外汇储备收益率太低，容易导致经济错配问题，适当降低一些外汇储备配置并不一定是坏事。

“受高额的外汇储备影响，中国海外资产庞大但结构畸形，不对称的对外资产负债结构使我国净收益常年为负，对外投资回报率较低。对外直接投资增加，外储规模适当减少，并不是坏事。”谢亚轩说。

北师大金融研究中心主任钟伟在第十一届中国企业国际融资洽谈会之 NFI 分论坛上进行主旨演讲时表示，中国外汇储备收益率较低，实体经济趋稳支撑人民币稳定后，不需要如此多的外汇储备。

## 减持新规传导银行 降低质押率成共识

5月末，证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》一石激起千层浪，快进快出的股市一二级市场套利行为被遏制，但同时在定增过程中积蓄的“银行理财”、保险资金如何脱身，都被市场关注。

虽然减持新规对上述资金参与定增存量业务影响有限，但更多的为套利而来的定增，将难以再得到金融机构配资，银行、保险资金今后选择参与定增的逻辑在变化，更多的“白马”股，业绩稳定蓝筹股将获得青睐。

某城商行支行行长坦言，对银行而言，定增配资业务，尽管表面上看重的是第一还款来源，而不是质押股票的第二还款来源，但实际上，给上市公司定增配资的业务，主要依托的就是减持退出。

“股市和银行资金之间依然存在比较强的隔绝性，但上市公司大股东减持受阻，对银行的传导效应必然逐渐显现。而究竟是直接融资受限引发间接融资放大，还是直接融资受限对投资的限制导致间接融资缩小，还难断言。”华南某农商行行长表示。

5月25日，证监会发布关于《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（下称“《新规》”），业内人士指出，《新规》对银行的影响主要体现在股权质押和定增配资业务上。

### 银行股权质押或有利好

《新规》中，股票质押和可交换债券转股均被纳入范畴，意味着在股东还款出现问题时，银行或券商变现难度加大，而银行直接操作股权质押对股票市值变化是很敏感的，在质押物流动性受限情况下，银行如何落实操作、是否需要重新定价是业内讨论焦点。

某券商营业部负责人表示，目前总部还未下发新的股票质押业务指引，但确实在研究具体调整措施，目前有以下讨论思路：针对存量业务，要求客户追加保证金，或增加其他增信措施。针对新业务，可能下调质押率，筛选上市公司等方式，提高上市公司融资门槛。

东部某城商行公司业务部人士表示，大股东减持新规能稳定上市公司，防止大资金“玩家”不合规套利，市场股价将会更稳定，对于银行风险来说是降低的，这个层面看长期将有利于银行股质业务开展。

该人士还指出，相较股份行和大银行，中小银行做股权质押并不具备价格优势，定价看目前没有统一水准，都是个票个议，质押率折中价约在 55 折，相较去年牛市已经是很低的水平了。新规后，虽然银行还未出台具体指引，但股权质押很可能会面临重新估值，只是不会全部重新估值，毕竟许多股票质押率已经很低了。

而某国有大行北京分行公司金融业务部总经理则表示，新规有助稳定股价，这点对银行风控有利。但目前商业银行股权质押本就比券商门槛高，除了质押率较低外，还设有各类平仓线、警戒线，并设辅助担保方式。一旦出现个股大幅波动，银行会要求贷款人补股票或还款加息，所以对于个股波动，银行的抗风险能力是较高的。银行真正担心的是去年股市波动时连续、大面积的跌停，银行无法处置手中的股票。这也是银行股权质押业务缩量的最主要原因。

张明表示，对于股权质押融资，银行在 2016 年股市震动后已经缩减规模，其所在银行 2016 年来一笔股权质押都没有做。同业状况看，股权质押还是在大行和股份行开展较多，地区性金融机构据了解开展业务很少。主要原因在于股价波动需要专门的价格监测系统监测，一旦出现异动可以及时进行风险预警处理。这对中小银行来说执行成本高、难度大，许多并不愿涉足。

从 wind 数据看，大行、股份制银行和多家城商、农商行均有业务开展。从交易笔数上看，浦发银行、民生银行、中信银行、工商银行等位居前列，中小银行参与较少。2017 年至今银行的股权质押交易 515 次，质押股票参考市值总额 2125 亿元。相较 2016 年股权质押规模的迅速增长，2017 年业务已有明显收

缩，对比 2016 年同期，银行股权质押交易次数减少 145 次，参考市值缩减约 476 亿元。而从股权质押业务总量上看，银行股权质押交易次数约占各类机构股权质押融资总次数的 1/10，而从质押股票参考市值上看，2017 年来，位列前 4 的券商已经覆盖银行总额。

人大货币研究所研究员熊园表示，银行风格相对稳健，股权质押量本身也较小，影响还是可控的。

### 单票定增配资将缩量

熊园表示，虽然股权质押的直接影响较小，但减持定增受阻对银行的间接影响不容小觑。

某城商行支行行长坦言，对银行而言，定增配资业务，尽管表面上看重的是第一还款来源，而不是质押股票的第二还款来源，但实际上，给上市公司定增配资的业务，主要依托的就是减持退出。

某券商业务人士表示，在定增市场火爆时候，投资者许多是寻求银行配资的，银行杠杆可以加很高。正常劣后资金和优先资金比例在 1:2-1:3，去年还有一家股份行有定增配资不需要劣后资金的产品，一度竞争非常激烈。而现在去杠杆要求下，一般也就做到 1:1 左右了。

“一般来说银行的资金是很难直接进入二级市场的，但是借道基金或者券商等资管产品进入，之前是没有明确禁止的，因此不少基金、券商通过专户或者子公司的形式替银行理财产品做通道，由于产品都是穿着‘马甲’所以很难看出银行理财产品介入定增的规模和数量。不过此前管理层已经对机构的定增产品规模、定增产品数量进行了摸底，估计一是想摸清整体的情况；第二则是考虑到

对基金、券商的影响，视情况给定增一个解决方案。”华南一家大型基金公司的负责人表示。

据同花顺统计，去年6月3日以来，参与定增至今仍没有解禁的个股为663只，规模高达1.5万亿。截至6月2日收盘，收盘价跌穿定增价的个股为333只，占比超过半数。

“参与的规模不好估计，但是粗略测算近千亿的规模是可能的。现在这批产品都会涉及退出时间变长的情况，如何解决这个问题，一般有两种途径：一是和客户协商，延长产品期限；二是发新产品，扩充资金池，用新进资金兑付老产品。”上述华南基金公司的负责人表示。

对于银行接下来的应对，前述城商行支行行长表示：“对于银行来讲，就存量而言，主要是要和客户协商，追加增信或者提前还息或多还息。增量业务，从我个人角度，基本是不会做了，还是要回归到融资主体的现金流究竟能不能覆盖融资，而不再是依靠减持退出。”

该行长还表示，减持新规的推出，意味着银行更加不会介入单票定增配资。银行更愿意选择私募打包几家公司的资产池进行配资，以分散风险，单独给一家上市公司大股东配资的风险太大。

## **IPO 发行节奏再调整：A股3100点拉锯战下车者拒绝“被收购”**

6月5日，上证指数在此前一个交易日临近收盘突然大涨突破3100点之后，再度失守。当日，建设银行（601939.SH）、农业银行（601288.SH）、工商银行（601398.SH）等银行权重股出现了3%以上的跌幅。

此前的6月2日晚，证监会发布了今年以来第20批IPO批文：核准4家企业的首发申请，筹资总额不超过15亿元。不管是核发家数还是筹资总额，均是今年内低点。

在IPO批文数量与筹资额双降的同时，IPO通过率也不断降低，被否者和终止者数目大量增加，未来如何再度登陆资本市场考验着企业自身以及相关券商。

不过，据业内并购人士透露，虽然一些企业已经在IPO征程上折戟，但仍然不愿意被上市公司收购。

### 节奏放缓

IPO作为资本市场的大热点，一举一动备受关注。每周五IPO批文的数量和融资规模，成为市场了解监管政策尤其是IPO政策的窗口，尤其是在近期市场调整时期。

据统计，3月31日至5月19日，IPO批文的节奏保持着平均每周一批（周五发）、每批10家的节奏，平均单批融资额超过50亿元。直到5月26日，证监会核发了今年第19批的IPO批文，共批准7家企业的首发申请，筹资总额不超过23亿元，明显少于此前单批50亿元的平均融资量；6月2日这两项指标继续骤降，核发了4家企业的首发申请，筹资总额不超过15亿元。

对此，上海证券发布研报指出，这基本可以确立监管层对IPO发行做出改变的事实，意味着IPO发行节奏出现了调整，监管层有意平稳市场，提振投资者信心，根据市场可承受力和市场发展情况来调整新股发行速度。

“目前这个阶段暂停 IPO 有点不可能，可能的状态是暂缓一段时间，预计不会太久。”6月5日，深圳某中小券商投行委员会委员表示，IPO 是影响二级市场投资者心理的重要因素，调整有利于信心的恢复。

对此，武汉科技大学金融证券研究所所长董登新指出，只要不暂停一级市场，IPO 节奏其实是可以调整的。

值得注意的是，在 IPO 批文调缓以及减持新规的作用下，A 股仍然低迷不振。6月5日，上证指数再度跌破 3100 点，全天跌幅达 0.45%，工程机械、家用电器、建筑、银行等板块跌幅居前。

“这是熊市的典型特征。在熊市时，出什么消息市场都会往负面的方向解读，哪怕是明显的利好，大家也表现得信心缺失，市场冲高一下就回落；而在牛市时即使是利空因素短期跌一下后期照样回转。”北京某大型私募投资总监表示，趋势不是一下子就能扭转，而是通过多种因素的叠加逐步扭转。

“市场表现再次证明。二级市场走势主要取决于宏观经济基本面，与 IPO 节奏并无太直接的关联。事实上，IPO 可以激活人气，创造需求。”董登新认为，产能过剩、房地产泡沫、金融杠杆化、企业脱实向虚等，是目前经济面临的大难题。

上海证券指出，从历史上看，IPO 数量与市场趋势并不构成必然的负相关性，目前市场的弱市除了与 IPO 节奏与大股东减持，更多受到宏观流动性与经济预期的中期压制。

“市场处于弱市难起的主要原因是缺钱、缺估值合理的标的。A 股的估值仍然较高，成长股很难找到。另外，即便有钱，也会流向估值洼地。跟港股比，A 股的吸引力并不大。这些跟 IPO 发行和减持新规关系不大。”添敖资产投资总

监邓宇峰表示，另外流动性也在收紧，比如（个别）一年半的杠杆类产品，不到一年半银行就准备收回优先资金。

## IPO 通过率下降

值得注意的是，在 IPO 批文数量与筹资额双降的同时，IPO 通过率也不断降低。上周证监会发审委合计审核了 15 家企业的首发申请，其中 11 家获得通过，1 家取消审核，3 家企业被否，通过率仅为 73.33%，比前一周的通过率 78.57%再度下降，比今年以来的通过率更是低了不少。Wind 数据显示，今年以来发审委共审核 238 家次，通过率为 84%，而 2015 年和 2016 年 IPO 通过率均超 90%。

在证监会的抽查压力下，终止的首发申请企业也越来越多。仅 6 月 1 日，就有上海林果实业股份有限公司、江苏东强股份有限公司（下称东强股份）等 5 家企业终止首发申请，今年以来终止首发申请的企业已达 45 家，超过了被否的 29 家。

“主动撤回首发申请的企业数量快达到排队企业的 10%了，有的不用等到现场检查，一被抽中即撤。”上述投委会委员称。

比如证监会官网 4 月 28 日披露首发企业信息披露质量抽查抽签情况显示，东强股份被抽到现场检查，距离仅一个月的时间，其首发申请便终止了。

通过率的降低也意味着从 IPO 的战车上下车者越来越多，未来如何再度登陆资本市场考验着企业自身以及相关券商。“从券商角度讲，IPO 发行节奏放缓，券商就要调整申报进度，不会大跃进了，业绩踩线的拟上市公司该考虑被上市公司收购了。”上述投委会委员称。

不过，事实上今年以来被否或终止的首发申请企业还未有出现被上市公司收购的案例，反倒是上市公司的并购标的频频转去 IPO 而不愿被收购。

“今年初，有一家企业被否了，我就找过去想给他们做并购，结果他们不愿意，还想等半年过后再重新申请 IPO。这家企业被监管层指出的问题其实很难整改，没想到还是不愿意被收购。”上海某中型券商并购部负责人透露，前段时间 IPO 节奏较快，其中蕴藏的利益又非常大，因此很多公司轻易不愿被上市公司收购。

## 房企融资成本平均上升 2-3 个点 2019 年债务偿还压力最大

目前常规融资渠道仍然可以操作，但对于用途监管非常严格。比如是否用于土地融资等。但短短半年时间内，融资成本上涨非常明显，不少融资渠道成本已经在 8 个点以上。

“短短半年间，房地产融资环境就变得非常严峻。”一家知名房企融资负责人表示，在货币收紧大趋势下，房企各个融资渠道都受到限制，融资成本相比以前也上升了 2-3 个点。

克而瑞研究中心 6 月 5 日发布的数据显示：5 月，108 家房企新增融资额为 579.69 亿元，同比下跌 45.3%。融资结构中，银行贷款环比下降 29.67%；受债市波动影响，房企的票据、债券发行额缩量明显，环比下降 49.9%；同期海外发债额为零。

在楼市调控和去杠杆的背景下，发债难、资金成本高，已成为摆在房企面前的大问题。苏宁金融研究院高级研究员赵卿认为，从目前房地产企业的融资

渠道看，主要是银行、信托、各类资管计划、发行债券以及股权融资。各类金融机构对房地产企业融资是“既爱又怕”。鉴于房企融资利率高，有利可图，很多金融机构会想尽办法给房企输血；但房地产行业风险不断积累，资金链断裂、房价下跌或政策风险，都有可能造成房地产企业难以还本付息。从监管看，对各类金融机构投向房地产的资金也是严控态势。

## 融资收紧

房地产融资自今年以来就一直处于严查收紧环境。

据公开消息，近期银监会在例行检查时向各地银监局下发《2017年信托公司现场检查要点》，房地产信托业务被列为检查要点之一。涉及房地产信托业务的检查要点包括：一、是否通过股债结合、合伙制企业投资、应收账款收益权等模式，变相向房地产开发企业融资规避监管要求，或协助其他机构违规开展房地产信托业务。二、“股+债”项目中是否存在不真实的股权或债权，是否存在房地产企业以股东借款充当劣后受益人的情况，是否以归还股东借款名义变相发放流动资金贷款。

而在去年三季度经济金融形势分析会以及2017年4月银监会风险防范指导意见中均提及关于房地产信托的监管。因此，尽管此次《要点》仅用于指导具体检查项目，并非发布监管政策，但也侧面反映了监管层对于清理违规杠杆配资的持续关注。

上述融资人士就感受到房企融资环境的严峻。该人士称，“目前常规融资渠道仍然可以操作，但对于用途监管非常严格。比如，是否用于土地融资等。其他渠道比如私人理财等也有向房地产方向投放，但短短半年时间内，融资成本上涨非常明显。不少融资渠道成本已经在8个点以上。”

该人士表示，尽管融资成本上涨，但预售门槛监管提高背景下，房企销售环境遭遇困境，这使得现金流状况受到拷问。因为，仍然有房企选择“先把钱拿到”来“续命”。

另一家大型房企负责人表示，“受监管因素影响，因银行、保险等资金对房地产开始谨慎，今年上半年计划表上的融资额目前一笔都没有到位。而这已经严重影响公司未来拓展计划。”

克而瑞监测显示，与房企的其他主流融资方式融资额持续萎缩不同，5 月重点房企借信托渠道共筹得资金 114.90 亿元，增量明显。这也与监管层对房企银行贷款、公司发债渠道不断收紧有关。如本月首开股份借中信信托、泰康信托融得 36 亿元，阳光城通过中航、中信等信托获得 25 亿元，还有华夏幸福获华能信托 15 亿元增资等。

同策咨询研究部数据显示，5 月所有已披露的融资成本均高于同期银行贷款利率。荣盛发展的 2017 年第二期中期票据 10 亿美元 3 年期成本 6.8%，华夏幸福 2017 年第一期中期票据 19 亿元 5 年期年利率为 5.8%。在公司债方面，龙光地产在海外发行 6 年期 4.5 亿美元优先票据年利率为 5.25%。在其他债权融资方式中，华夏幸福 2017 年第二期超短期融资券，借款 270 天，融资额度 10 亿元，借款利率 5.07%；华夏幸福与华能贵诚信托设立“永续债投资单一信托计划”，起始利率 6%；龙光地产发行 3.5 亿美元永续债，起始利率 7%。

## 债务压力

受此影响，房企融资渠道也有所变化。

同策咨询研究部数据显示，2017 年 5 月份监测的 40 家上市房企实现的股权融资总额折合人民币 125.92 亿元，股权融资占总融资金额比重为 20.82%，相

比4月份的78.08亿元增长了61.29%。监测显示，融资渠道与4月相比有所增加，境内银行贷款仍是金额占比最大的融资方式，境内股权再融资的金额占比提升至第二位，其它债权融资退居第三。中期票据、信托贷款、海外银行贷款、公司债、委托贷款、海外配股融资依次位列其后。

同策咨询研究部研究员李想认为，由于公司债渠道收紧，房企融资环境发生变化，除了寻找创新的债权融资方式外，新兴的股权再融资方式也受到房企追捧。

尽管房企可以增加“输血”渠道。但整体看，房企现金流压力仍然遭遇拷问。据Wind统计，107家上市房地产企业2015-2016年这两年的新增有息债务规模高达8520亿元，而2010-2014年五年间的新增有息债务总和为8200亿元。显而易见，2015-2016年有息债务规模扩张非常快。同时，负债率也不断攀升，并达到历史高值。从上市房地产企业的**数据看**，整体资产负债率从2010年的70%左右升至2017年3月末的78.52%，净负债率从2010年的63%升至2017年3月末的132%

天风证券分析师孙彬彬认为，从境内房地产企业债务债券到期期限分布来看，2019年债务到期偿还的压力最大，债务到期偿还高达1258.58亿元，2018年和2020年境内房地产企业偿债压力也不小。2016年四季度至今，中资房地产企业新发离岸债由于发行期限多为3年期或5年期，到期主要集中在2020年和2022年。

孙彬彬认为，按照目前形势，房地产海外融资也有所降温，房地产企业债务融资情况不容乐观。境内和境外双重挤压，房地产企业需要加快去库存节奏，同时回归主要向银行贷款的融资方式，以获得流动资金支持，保证资金周转。前期由于火热的房地产销售情况，短期内房地产企业的资金压力不会太

大，但随着房地产销售降温的效果逐渐显现，叠加房地产融资困难，中长期来看，房地产企业的资金压力会逐步显现。总体而言，债务集中到期量大，前期经营比较激进和资质较差的民营企业面临的压力较大。

## 监管政策

### 证监会：稳妥处置退市等高风险公司

中上协副会长李小雪透露，目前协会正在配合证监会开展《上市公司治理准则》的修订工作。

今年上市公司监管重点做好五方面工作，包括规范重组、股份减持、送转股等行为，不断完善信息披露、退市、持股行权等市场基础制度，稳妥处置退市等高风险公司等。这是在日前由证监会上市公司监管部与中国上市公司协会联合举办的 2017 年第 3 期上市公司董事长、总经理研修班上传递出来的消息。

中国上市公司协会副会长李小雪在开班致辞时表示，2016 年中国资本市场的股票融资规模大幅增加，对实体经济特别是供给侧结构性改革的支持力度加大。随着中国经济的稳健发展，金融市场的改革深化，中国上市公司的数量会越来越多，质量会越来越高，经济影响力也会越来越大。

“经过多年努力，我国上市公司治理水平明显提高，但治理问题依然普遍存在。目前，协会正在配合证监会开展《上市公司治理准则》的修订工作。”李小雪透露。

证监会上市部副主任毛寒松介绍了 2017 年上市公司监管的总体思路。他说，2017 年上市公司监管将继续坚持“依法全面从严监管”的理念不动摇，提高

上市公司质量，保护投资者合法权益，在稳和进两方面，重点做好五方面工作：一是牵头组织中国上市公司协会修订《上市公司治理准则》等文件，以提高上市公司的治理水平；二是要规范重组、股份减持、送转股等行为，坚决打击坑害中小投资者，破坏“三公”市场秩序的违法违规行为；三是充分发挥交易所一线监管职能，不断完善信息披露、退市、持股行权等市场基础制度，进一步提高市场的有效性；四是深入开展上市公司全面风险排查、防范和监测工作，稳妥处置退市等高风险公司；五是更好发挥并购重组在资源配置上的作用，服务供给侧结构性改革，支持实体经济发展。

他同时对上市公司提出三点希望：一是希望上市公司能与监管部门、上市公司协会携手，共同促进股票市场健康稳定发展；二是希望在座的企业家要做楷模，通过提高全体股东利益和上市公司的价值，获得自身价值的提升；三是希望大家坚决杜绝侵害投资者的违法违规行为的的发生，坚决守住不增加市场系统性风险的底线。

此外，毛寒松还为本次研修班做了主题为“上市公司监管与风险防范”的授课，围绕上市公司在财务状况、并购重组等整体概况，上市公司信息披露监管、并购重组监管、公司治理监管等监管概况，以及面临的退市、破产、控制权之争、壳风险及防范等内容进行了精彩的讲解。

培训班上，证监会发行监管部副主任李筱强就近期再融资政策的新变化、新特点、新趋势进行了解读；证监会行政处罚委副主任巩海滨以近期发生的鲜言系列案例、欣泰电气违法信息披露案、徐翔操纵案、海润光伏内幕交易案为切入点进行了授课，警示上市公司要深刻理解证监会“依法从严全面”监管原则，坚决杜绝违法违规行为。

## 完善减持制度目的在于促进上市公司专注主业

### 证监会召开贯彻实施减持制度规则专题视频培训会

与此同时，该举措还将完善上市公司治理，提高上市公司质量，引导长期、价值投资，更好地促进资本形成，服务实体经济，防止“脱实向虚”，保护广大中小投资者合法权益。

2017年6月4日，证监会召开贯彻实施减持制度规则专题视频培训会。

证监会党委委员、副主席姜洋，党委委员、主席助理黄炜出席并讲话。证监会机关各部门、各派出机构以及系统单位处级以上干部参加了培训会议。

根据证监会关于出台重大政策规定后要对系统干部进行培训的制度安排，为便于全系统干部更好地理解、把握和适用相关减持制度规则，保障做好完善相关减持制度规则的贯彻实施工作，证监会召开专题视频培训会议，由相关部门负责同志介绍完善减持制度的总体情况，就《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》修订的具体内容进行解读。上海、深圳证券交易所相关负责同志还就证券交易所相关规则的具体内容进行解读。

减持制度是证券市场重大的长期性、关键性基础制度。这次对减持制度作进一步完善，根本目的在于促进上市公司专注主业，完善上市公司治理，提高上市公司质量，引导长期、价值投资，更好地促进资本形成，服务实体经济，防止“脱实向虚”，保护广大中小投资者合法权益。

会议要求系统各部门、各单位要高度重视，组织安排好本部门、本单位干部职工对制度规则的学习，准确理解制度规则的精神实质和主要内容，主动积极履行好监管工作职责，切实保障减持制度各项政策要求的贯彻实施。

5月27日，证监会发布了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（证监会公告〔2017〕9号），上海、深圳证券交易所也出台了完善减持制度的专门规则。

据悉，此次修订主要内容包括“进一步强调和重申上市公司股东应当严格遵守相关法律制度规定的股份锁定期要求，切实履行其就限制股份减持所作出的相关承诺，鼓励和倡导投资者形成长期投资、价值投资的理念”“完善大宗交易制度，按照大宗交易受让方应当遵循出让方所受到的股份转让限制的基本原则，明确有关股东通过大宗交易减持股份时，出让方、受让方的减持数量和持股期限要求，从而堵塞通过大宗交易‘过桥减持’的制度漏洞”等十个方面。

## 保险资管

### 保监会整治车险“拼费用”

6月8日，保监会于近日下发了一份《关于整治机动车辆保险市场乱象的通知（征求意见稿）》（下称“《通知》”），其内容直击车险市场饱受诟病的“拼费用”问题，为二次费改保驾护航之意跃然纸上。

在商车费改后，车险市场发生了一系列积极变化，如车险产品投保面积扩大和保障限额提升，保险公司风险管控意识和定价能力提升等，但是“拼费用、抢份额”的现象屡禁不止。

这是因为 NCD 系数（无赔款优待系数）等引进，使得车险赔付率降低，一些保险公司在成本管控、分摊上的优势放大，具有更大空间投向前端费用，因此为了追求市场份额或者业务，从而进行费用比拼，导致费用率持续上升，费用率与赔付率倒挂，成本率居高不下。

在二次费改临近之际，上述问题必须得到有效整治。“在赔付减少的情况下提高费用投入，属于正常经营行为，但是如果长此以往则将破坏车险市场发展价值，不利于二次费改进行。保监会此次针对反映集中的公司和问题，采取了零容忍、施高压、严查处、强追责的态度和行动。”一位财险公司负责人说道。

### 三大突出问题

目前，一些保险公司“拼费用”手段千变万化，存在以下三种比较突出的问题。

首先，部分保险公司与某些汽车服务商签订所谓战略合作协议时，承诺高额手续费，业务如果低于固定赔付率需要收取风险控制收益，如有盈利还要拿出一定比例定向购买与其相关的信托产品。

对于其中“业务如果低于固定赔付率需要收取风险控制收益”，某财险公司业务人士解释称，“如果赔付率优于约定合同预期，节省的费用则将补贴给汽车服务商。例如，双方约定成本率 100%以内合同有效，如果赔付率是 60%，费用率则是 40%，如果市场好转，赔付率变成 40%，费用率则是 60%，属于包干型合同，因此保险公司不会主动加强风险管控的意识。”

其次，部分保险公司没有完全按照规定报批和使用车险条款费率，如通过口头约定、特别约定、补充协议、批单和退保条款等，变相修改或拆分车险产品的责任范围、保险期限、权利义务和费率水平等。

值得注意的是，此前，中国保险行业协会发布《关于“按天买车险”等消费行为的风险提示》，其表示对各会员公司向监管机关报批的车险产品进行了排查，未发现此类产品，提醒消费者在购买保险时，提高风险意识，保护自身合法权益。

此外，在某些第三方平台上，不同的保险公司在不同时间时点，不停地在搞优惠赠礼，如变相进行返还或赠送现金、预付卡、保险产品、购物券、实物、积分抵扣等方式，给予或者承诺给予消费者保险合同约定以外的利益。

## 保监会精准除病灶

对于上述问题，保监会已经高度警惕，并在前述《通知》中明令禁止。《通知》针对恶性竞争、虚列费用、数据造假、违规赠礼，乃至与不具备相应资质的机构开展合作的问题逐一进行明确禁止，并拟规定，违规者将从严从重处罚。

例如，《通知》列出 18 个“不得”，如不得忽视内控合规和风险管控，盲目拼规模、抢份额；不得脱离公司发展基础和市场承受能力，向分支机构下达不切实际的保费增长任务；不得偏离精算定价基础，以低于成本的价格销售车险产品，开展不正当竞争；不得以直接业务虚挂中介业务等方式套取手续费；不得以虚列“会议费”、“宣传费”、“广告费”、“咨询费”、“服务费”等方式套取费用等。

一位财险公司高层人士表示，“保监会此次态度坚决，已经不点名提醒几家保险公司，为车险市场划定红线，触碰不得，否则将会受到重罚。事实上，商车费改，尤其是二次费改后，预计车险单均保费将进一步下降，消费者获得利好，同时促使保险进一步提升定价能力、运营效率、理赔服务等各项核心能力。”

不过，该人士坦言，“市场费用的理性回归需要一定时间周期，二次费改前后，预计市场费用不会产生明显下降，将会平稳运行。”

## 行业新闻

# 超 2000 亿可转债“在路上” 发债积极性有待进一步挖掘

### 可转债升温

受再融资监管强化和减持新规的影响，可转债市场正在成为市场新的热点，虽然今年上半年只有 5 只可转债发行，但是已有 34 家上市公司董事会发布可转债预案，规模超千亿，市场预期未来还会继续扩容。

可交换债市场规模近年也快速增长，但市场对于部分可交换债是否受减持新规的约束仍存在争议。

谈及今年上半年可转债规模不及市场预期，上海一家小型券商投行人士分析，监管层的审核较为严格，审核要点主要包括募投项目、现金分红、利润下滑等情况。

6 月 8 日久其转债迎来网上发行，而在六天前——6 月 2 日模塑科技可转债启动网上网下申购；此前，6 月 1 日总规模达到 70 亿元的国泰君安可转债获证监会核准发行批文。

从今年上半年可转债发行情况来看，新业务开展仍然面临掣肘，比如多收入微利下投行积极性不高，监管层审核标准不降，上市公司接受新的融资工具需要时间等。

但较往年来看，随着定增政策的收紧，可转债市场在 2017 年将迎来扩容。根据 wind 统计，今年以来计划发行的规模已经超过千亿级别。这个以往不受重视的融资工具将逐渐成为上市公司当下阶段再融资的首选。

## 上半年量少审核严

尽管 2 月 17 日定增新规出台后，“可转债”成为监管层鼓励上市公司的再融资方式，然而梳理今年以来成功发行的可转债情况，仅有 5 只发行，规模最大的为光大转债，募集资金达 300 亿元。

另外两只则在 6 月初发行，模塑转债在 6 月 2 日启动网上申购，发行规模 8.14 亿，票面利率 0.5%，由中信建投证券担任主承销商；另一只久其转债计划在 6 月 8 日网上发行，发行规模 7.8 亿，票面利率 0.3%，由红塔证券承销。两只可转债的信用等级均为 AA。

谈及今年上半年可转债规模不及市场预期，上海一家小型券商投行人士分析，监管层的审核较为严格，审核要点主要包括募投项目、现金分红、利润下滑等情况。

比如在募投项目上的审核要求，与定增一样，监管层要求上市公司披露募投项目具体投资数额安排明细，投资数额的测算依据和测算过程，包括了各项投资构成是否属于资本性支出。要说明本次融资的合理性及必要性，以及是否属于频繁融资、过度融资情形。

在审核方面，目前可转债走的是证监会绿色通道审核。今年围绕可转债的发审会仅有 5 次，最近一次在 6 月 6 日，林洋能源（601222.SH）、新时达（002527.SZ）的可转债项目均通过。

在发批文情况来看，今年以来成功发行的 5 只可转债，从“过会”到“拿批文”大约经历 3 个月左右时间。然而比如 2016 年 12 月通过发审会的国泰君安，在 2017 年 6 月 2 日才获得批文，经历了半年时长，募资规模 70 亿。而宁波银行在去年 5 月过会，至今尚未获得批文。

投中资本推测称，融资收紧的倾向从去年起至今一直在通过证监会的窗口指导进行实践。可转债本质上依然属于再融资，即使企业因为新规放弃定增选择可转债的方式融资，仍然可能被批文所限制。

另一方面，投行的积极性亦是重要的原因。多名投行人士反馈，可转债业务处于“微利”。“只要是发债的项目，费率都不会收得太高，大概 1%左右。同时发行规模并不大，普遍在 10 亿左右。”上海一家大型券商投行人士 6 月 7 日表示。

前述上海小型券商投行人士亦表示，“根据我们在业内了解的情况，承销费率不超过 2%。这就要看各家投行如何权衡成本与收益来决定是否要重点发展。”

### 预案井喷

尽管上半年“可转债”规模仅有 326.51 亿，但“后备力量”正迅速崛起。

根据 wind 统计，今年以来共有 34 家上市公司董事会发布可转债预案，合计发行规模达到 1254.2 亿元；另有 48 家预案已经通过股东大会，合计发行 1086.79 亿元。

其中，民生银行（600016.SH）、海南航空（600221.SH）、宝钢股份（600019.SH）、中国石油（601857.SH）计划发行规模超过百亿，分别为 500 亿、150 亿、150 亿、100 亿。

有券商人士表示上半年“可转债”业务尚在推广，因此规模上升未能出现“立竿见影”的效果，等到市场培育后，可转债具有较大的发展潜力。

北京一家大型券商投行人士 6 月 7 日表示，“上半年是一个政策适应的过渡阶段。”他解释称，上市公司起初对“可转债”并不了解；定增收紧后，券商向上市公司推广“可转债”融资工具需要一个过程，上市公司需要“接受和教育”的时间。

“我们在年初已经注意到不少投行在抢占可转债市场，各家券商先从客户当中进行排查，挑选符合条件的并重点追踪他们的需求。”前述上海大型券商人士表示。该人士认为，随着投行布局，下半年将迎来可转债的扩容高峰期。

华中的一家券商投行人士 6 月 7 日谈到，可转债“不赚钱”是预期内的，但只要把规模做大，仍然是投行的赢利点。“对于大券商而言，上市公司资源比较多，相应的融资需求也比较复杂，其中有的上市公司因定增新规而没法融资，但同时有强烈的融资欲望，这就有业务机会，可转债是短期替代方式。”

## A 股并购 2.0 时代：PE+上市公司+银证信盛行

### 并购生态蜕变

并购重组新规发布大半年后，证监会副主席姜洋再度表态将继续深化并购重组的市场化改革。他表示，证监会这几年取消简化并购重组行政审批，目前 90% 的上市公司并购重组项目已经无需证监会审批。据不完全统计，今年以来有超过 100 家的上市公司发布公告透露终止此前筹划的并购重组事项，反映了监管趋严的现状。而在上市公司端，上市公司参与设立的并购基金模式也迎来了新一阶的进化，主流方式是带着项目找资金，同时券商、银行、信托、产业资本等主力资金频频入局。摒弃以往并购基金频频遭遇募资难、优质项目难找

等难题而沦为“空壳”的状态，从概念炒作回归理性，让并购重组回归有利于公司经营的方向，而非单纯的市值管理。

以往设立的并购基金频频遭遇募资难、优质项目难找等难题而沦为“空壳”，进化后的并购基金 2.0 则多以带着项目找资金为主流，券商、银行、信托、产业资本等主力资金频频入局。

6月6日，证监会官网发布了证监会副主席姜洋在中投论坛 2017 暨“一带一路”与跨境投资 CEO 峰会上的演讲内容，姜洋称将继续深化并购重组的市场化改革，下一步将加大虚假披露、内幕交易等违法行为的查处力度，维护市场秩序，净化市场环境。

事实上，在重组新规以及并购重组遭严管的背景下，A股并购已跨入 2.0 时代，由此上市公司参与设立的并购基金模式也迎来了新一阶的进化。据统计，5月份以来，就有 19 家上市公司发布了并购基金的相关公告。

值得注意的是，跟 2011 年由硅谷天堂初创的“PE+上市公司”模式相比，进化后的并购基金架构更加复杂、参与方更加多样。以往设立的并购基金频频遭遇募资难、优质项目难找等难题而沦为“空壳”，进化后的并购基金 2.0 则多以带着项目找资金为主流，券商、银行、信托、产业资本等主力资金频频入局。

在业内投行人士看来，这种模式有现金收购的完整逻辑，比如投资资产便宜、有成长性，收购能使得公司产业链延长、规模加宽，或者多元化加粗等，而不是单纯的市值管理。

并购基金 2.0 详解

由硅谷天堂与大康农业（002505.SZ）2011年合作创立的“PE+上市公司”模式曾经风靡 A 股，不过这类模式因募集资金难、退出难、项目难找等问题以及由其滋生的内幕交易、市值管理、概念炒作等弊病进展并不顺利。

“目前 70%以上的并购基金都是空架子，募资难是一方面，关键是难以找到优质的、吸引人的标的资产。”6月5日，北京某大型并购基金副总裁表示，“没钱没项目，只停留在概念阶段。”

在并购基金大面积遇挫、重组新规的实施以及并购重组遭严管下，以往运作相对简单的“PE+上市公司”模式也不得不拿出点“真材实料”吸引资金，券商、银行、信托等传统大型金融机构开始大规模介入。

“我们近期就在讨论好几单并购基金，证券公司参与并购基金夹层的数量呈现很大规模的上涨趋势。”联储证券投行委员会委员、并购业务部总经理刘书锦透露，这种模式比较常见的是上市公司作为劣后，证券公司作为夹层，银行作为优先，出资比例经常是 1:1:4 或者 1:1:3，并购基金通过收购完成后，通过市值完成退出。

在之前的并购基金模式中，PE 作为管理人，上市公司作为有限合伙人是主要的出资方。而 5 月份以来设立的并购基金中，上市公司多以劣后级或中间级参加，券商、信托、银行等则以优先级或中间级参与，PE 作为管理人。

比如全新好（000007.SZ）参与设立的并购基金规模达 8 亿元，其中方正证券作为优先级出资 4 亿元、全新好及控股股东作为劣后级出资 2 亿元，另外一村资本、东方资产管理股份有限公司旗下的上海东兴投资控股发展有限公司作为中间级有限合伙人分别出资 1 亿元。另外，天马股份（002122.SZ）参与设立的并购基金规模达 23 亿元，其中天马股份作为劣后级出资不超过 4.6 亿元，恒

天融泽负责募集 18.4 亿元的优先级基金；三五互联（300051.SZ）与控股股东等合作成立的 3 亿元并购基金中，三五互联作为劣后级有限合伙人出资 5000 万元，而厦门信托作为优先级出资 3 亿元。

另外，部分参与设立并购基金的上市公司也担任中间层的角色。比如美年健康（002044.SZ）作为中间级有限合伙人使用自有资金 5000 万元设立上海健亿投资中心（有限合伙）；凯龙股份（002783.SZ）参与设立的 7 亿元并购基金中，其使用自有资金 1.09 亿元作为中间级，川财证券作为优先级认缴 4.89 亿元，农谷投资和国安精密作为劣后级分别出资 1 亿元和 100 万元。

“我们参与并购基金的基本原则是既要做好事情，也要把风险降到最低。首先是看好项目的发展前景，其次是看好项目的同时需要适时适度地控制风险。基于这个原则，我们跟合作方进行了几轮商谈才形成目前的结构。”6 月 6 日，凯龙股份董秘林宏表示，在并购基金中我们处于夹层，风险比劣后低。

## 大资金方入局

以往并购基金的模式中，上市公司只要一公告要设立的消息，股价总会被资金追捧。不过只是设立的消息，并购基金投向什么、什么时候投、投多少却不得而知。实际上，直到成立了几年后，并购基金依然是充当摆设的“花瓶”。

而并购基金 2.0 模式中，其不再是空凭概念吸引优先级资金，而是带着项目去找资金，获得大资金方认可的时候，募资难也迎刃而解，而相关项目跟公司产业有明显的协同作用。

比如天神娱乐（002354.SZ）参与设立的并购基金则以 3.84 亿元受让嗨乐影视 32% 股权；凯龙股份参与设立的 7 亿元并购基金限于国安新能源（荆门）有限公司增资扩股，资金仅用于新能源汽车三电项目的设备购置于安装费用等。

“我们对项目做了前期调研，国安新能源项目是为新能源汽车生产三电系统，即电池、电控、电机，他们有自主知识产权，跟下游的制造商也有良好的关系，未来销售渠道有保障。我们认为国家发展新能源汽车的方向是好事，也符合我们公司的发展战略。”林宏称，如果以后能达到上市公司收购标准，我们有优先收购权。

对于并购基金的退出，很多上市公司披露称，将通过上市公司定向增发、现金收购，也可以通过公开发行上市、向其他第三方出售股权、回购等方式退出。

随着 IPO 的放开脚步，一些优质资产选择自己去 IPO，因此优质资产欠缺、募资难的问题仍然是难以规避的风险。另外，刘书锦指出，“这种模式的风险在于上市公司流动性风险，只要劣后的支付能力不存在问题，基本不存在风险。其实这种模式有现金收购的完整逻辑，比如投资资产便宜、有成长性，收购能使得公司产业链延长、规模加宽，或者多元化加粗等，而不是单纯的市值管理。”

不过，跟以往并购基金设立消息一放出，上市公司股价随即被追捧不同，目前的市场对此已经不感冒。因此，并购基金正在从概念炒作回归理性，上市公司们设立并购基金的心态也在回归。

对此，林宏表示，股价最核心的东西应该是企业的业绩，上市公司应该本着把实业做好，扎扎实实把业绩做上去，这才是稳定股价的核心手段之一。另外，假设企业刻意通过发行并购基金配合股价的话，得不偿失。投资项目就是靠抢抓机遇，如果等市场好了再去做这些事情，不是我们的初衷。

## 6月同业存单发行或再现量价齐升“负债荒”现象延续

随着金融去杠杆持续推进，同业存单“量跌价升”的背离进一步加剧。刚刚过去的5月，商业银行同业存单净融资额一举“转负”，进入6月，同业存单“供需缺口”继续扩大，收益率上破5%。

分析人士指出，同业存单量价背离，显示金融去杠杆显现成效，伴随着同业链条的逐步清理，未来市场整体杠杆水平将进一步下降，未来同业存单有望逐渐进入“量价齐跌”的阶段。但值得注意的是，6月同业存单或重回“量价齐升”的局面，短期内银行负债端的压力再次波及资产端的风险仍值得警惕。

### 同存量价背离加剧

数据显示，5月份，同业存单发行量为12322.20亿元，比4月减少607亿元，当月到期量则为15650.40亿元，净融资额自去年11月以来首次转负至-3328.20亿元，比4月大幅减少了4485.30亿元。

与此同时，同业存单一二级市场利率均出现明显上行。据华创证券数据，5月份，二级市场上3个月、1年期同业存单收益率上行幅度最大，达30-40BP；一级市场上，中、长期限存单发行利率均呈现较快上升趋势，其中3个月存单发行利率月末维持在4.87%左右，较月初上升35bp；6个月存单发行利率，维持在5%左右，较月初上升40bp。

进入6月，同业存单发行利率破5%已成普遍现象。公开数据显示，6月第一周同业存单发行量为1328.3亿元，到期量为1975.2亿元，净融资额为-646.9亿元。一级市场上，6月7日，厦门银行发行的AA+级3个月同业存单利率高达5.15%，北京农商行发行的AAA级3个月同存利率也达到了5.05%；二级市场

上，AA+级的3个月同业存单即期收益率已达5.08%，较5月底又上升了18BP。

是什么原因导致同业存单的净融资突然转负？分析人士认为，一方面，受监管压力影响，很多中小银行降低同业资产扩张速度，被动或主动地收缩了同业存单的新增和续发量；另一方面，央行近期的投放操作有助于补充资金面和改善流动性预期，5月资金拆借规模扩大，短端资金供给相对充足，使得发行同业存单的需求有所下降。

“在发行端大概率会按照同业存单纳入同业负债后，不超过总负债的三分之一标准进行约束，尽管目前尚未有明确的监管文件出台，但是5月份同业存单净融资额由正转负说明部分银行或在监管窗口指导的影响下，暂停了存单发行计划。”华创证券固定收益分析师周冠南表示。

在发行量继续减少的同时，同存利率又何以持续走高？长江证券分析师认为，资金成本中枢抬升、MPA考核和金融去杠杆下同业存单到期续发压力增大是主要原因；同业存单发行期限拉长、发行主体资质下沉也抬升了同业存单发行成本。海通证券（14.99+0.07%，诊股）进一步指出，同存招标利率上升反映的是需求面较弱，这与银行同业空转套利监管和证监会对资管集合计划进行清理有关。

### “负债荒”现象延续

分析人士认为，随着去杠杆持续推进，供需不平衡加剧或将进一步推高同业存单利率。而在发行利率不断上行的情况下，仍有不少银行选择通过同业存单融入资金，在一定程度上也体现出当前市场“负债荒”现象仍在延续。

中信建投证券宏观固收首席分析师黄文涛指出，除监管的影响外，目前同存利率高企也和套利链条仍未完全消解有关。由于前期套利链条中的期限错

配，仍有资产未到期，因此负债仍存续发的压力，而在非银机构普遍受监管影响对同存需求下降的背景下，同业存单供需不平衡加剧，利率因此走高。

“同业存单收益率上行，特别是跨季品种，表明银行负债端压力较大，对同业存单依赖度较高。只有当银行负债端对同业存单依赖度减轻，同业存单的收益率才可能会下行。”招商证券研究发展中心首席宏观分析师谢亚轩表示。

周冠南进一步指出，现阶段，在同业链条资产端尚未清理或收缩之前，部分负债需求是“刚性”的，银行愿意承担高额的负债成本。未来，伴随着同业链条的逐步清理，市场整体杠杆水平下降，流动性水平更加宽裕，银行对同业负债的需求将减少，同业存单发行量会进入主动下降的阶段，如果负债成本过高，银行会减少存单发行，届时存单市场供需平衡逐步恢复，存单收益率也会步入下行通道。因此，持续观测同业存单的量价水平，是跟踪同业链条清理过程、判断债券市场机会的重要指标。

### 供需缺口有望收缩

分析人士认为，短期来看，6月同业存单或将从“量跌价升”回归到“量价齐升”的局面。一方面，6月资金面波动加剧，同业存单到期量巨大，银行有续发存单稳定负债的需求，且 LCR 考核压力下银行主动发行存单的意愿将进一步提升；另一方面，传统的季节性资金紧张叠加金融去杠杆压力，同业存单的发行利率很可能进一步上升。

“总体而言，5月同业存单的融资缺口在6月考核压力之下将得到修复，虽然委外逐步到期，且央行投放量足，但由于整体超储规模下降，资产端配置对同业存单发行产生的刺激，且银行本身达标动力更强等因素，6月同业存单净融资额未必会低于今年3月份。”中泰证券在最新研报指出。

该机构认为，从更长远的未来看，同业存单发行主体资质下沉，长短期资金价格存在分化，未来如果随着越来越多资质稍差银行通过委外到期不续等方式降低负债端需求，同业存单或将慢慢进入到“量价齐跌”的去杠杆后期阶段。

综合机构观点来看，短期内，由于6月较大到期量、MPA考核以及套利链条负债仍不能消解影响，同存利率仍有走高压力。尽管目前以同业存单为代表的同业负债成本高企尚未对存款成本产生明显影响，但对债市而言，短期内银行负债端的压力再次波及资产端的风险仍值得警惕。

## 产品情况

### 信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 31 只，期限为 11-36 个月不等。年化收益率在 5.9%~8%之间。

### 资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 8 只。期限都为 11-36 个月不等。年化收益率在 6.5%~8.2%之间。

### 银行理财

上周共搜集到银行理财产品 25 只。期限为 35-365 天不等。年化收益率在 4.4%-6.7%之间。