

# 交易所债市扩容 银行投资意愿待考

本报记者 郝亚娟 张荣旺 上海报道

近日，一行两会发布《关于银行在证券交易所参与债券交易有关问题的通知》(以下简称《通知》)引起较大反响。

《通知》提到，包括政策性银行、国家开发银行、国有大型商业

## 引导银行增量资金入市

原来银行主要投资银行间债券市场发行的债券，《通知》一出，意味着银行现在可以更为简易地投资在交易所发行的债券。

8月6日晚间，一行两会下发《通知》，规定银行应在依法合规、风险可控、商业可持续的前提下，在证券交易所参与债券现券的竞价交易。《通知》同时指出，银行参与证券交易所债券交易涉及的证券账户开立、债券登记、存管、托管及结算业务，由中国证券登记结算有限责任公司依照法律和规则办理。

招商证券在相关研报中指出，从内容上看，《通知》为前期政策的延续，核心在于将前期参与交易所债券市场交易的试点范围(部分上市银行)显著扩大至除上市农商

## 银行投资意愿或不足

以大行为主的一级交易商在银行间债券市场进行回购交易的质押品以利率品种为主，而在交易所标准券制度下难以规避信用品种质押券的风险资本占用。

据Wind显示，截至2019年7月底，我国债券市场规模为92万亿元。其中银行间债券市场和交易所债券市场分别有82万亿元和10万亿元，比例分别为90%和10%，相差较大。而从成交量上来看，同样呈现类似的特征。

任涛表示，由于我国一直主要以银行体系为主，使得银行成为金融市场中最大的金主，银行在哪里，哪里就会是资金的聚集地。自1997年银行退出交易所债券市场后，整个债券市场便呈现出银行间债券市场强、交易所债券市场弱的平衡局面，而交易所债券市场与实体经济相关性更高，也更重要。

从目前债券市场的债券品种分布来看，任涛指出，在92万亿元的债券存量规模中，利率债、同业存单和金融债的规模分别为51.33万亿元、9.85万亿元和6.52万亿元，合计达到67.70万亿元。这意味着，其他与实体经济直接相关的债券规模仅有24万亿元左右。“因此如

果将过多的资金留在银行间债券市场，则不利于服务实体经济。”任涛表示。

相比之下，交易所债券市场有一些银行间债券市场所没有的投资品种，如公司债、可转债、可交换债、企业ABS等等，这些均是直接和实体经济相关的债券类型。任涛认为，“一旦银行资金大规模引入交易所债券市场，将大力推动交易所债券市场的发展，更有助于服务实体经济。”

中原银行首席经济学家王军亦赞同这一看法。他表示，放开银行参与交易所债券市场，对于金融市场而言，此举有利于进一步活跃和稳定交易所债券市场，提升其服务实体经济的能力和水平，同时也有助于促进交易所市场与银行间市场融合，完善债券市场功能，促进债券市场发展。

银行方面是否将积极参与交易所债券市场？招商证券研报指出，从监管角度看，2009年商业银行退出交易所市场现券及回购交

易的初衷即为规避银行资金流入权益市场。截至目前，交易所回购制度仍然难以完全规避银行自营资金进入权益市场。

而从机构角度而言，出于风险资本占用的考虑，以大行为主的一级交易商在银行间债券市场

进行回购交易的质押品以利率品种为主，而在交易所标准券制度下难以规避信用品种质押券的风险资本占用。即便政策出现调整，市场流动性的主要供给方主观进行交易所质押回购的意愿同样不足。

另外，杠杆投资受限及竞价交易模式限制下，银行实际可关注品种被严苛限定为，交易所小公募新券中部分可竞价交易的中低评级国企、城投及AA+优质民企个券。同时，叠加竞价交易所带来的零散交易影响，商业银行实际投资意愿可能较为有限。

其之前为银行资金提供通道进入交易所债券市场的业务或受到冲击。

谈及银行对交易所债券市场的参与意愿，招商证券分析认为，银行参与交易所质押式回购的限制短期难以放松，而随之而来的杠杆收益的缺失将导致银行参与交易所债券市场交易的意愿下降。

## 地投资在交易所发行的债券。”

上海某证券投顾部门人士补充道，以前银行很多资金集中在银行间债券市场，由于资金供给多，甚至一度出现评级很高的债券，价格“压”得很低。按照《通知》要求，银行参与交易所债券市场更加方便，银行资金也可直接进入交易所债券市场。

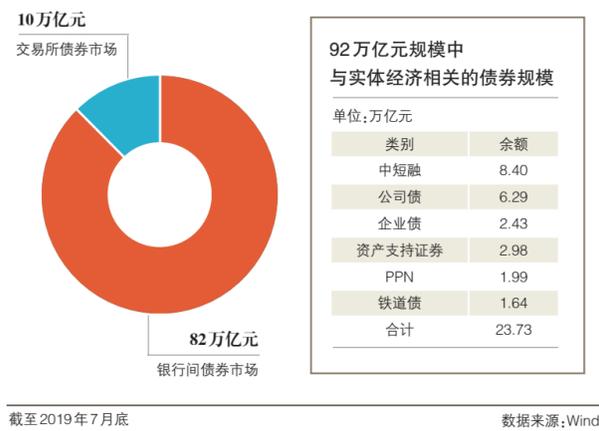
不过，《通知》或许对券商资管业务产生冲击。上述投顾部门人士指出，以前银行也参与交易所债券市场，由于银行无法在交易所直接开户，银行资金通常会通过券商资管计划进入交易所市场。如今，

进行回购交易的质押品以利率品种为主，而在交易所标准券制度下难以规避信用品种质押券的风险资本占用。即便政策出现调整，市场流动性的主要供给方主观进行交易所质押回购的意愿同样不足。

进行回购交易的质押品以利率品种为主，而在交易所标准券制度下难以规避信用品种质押券的风险资本占用。即便政策出现调整，市场流动性的主要供给方主观进行交易所质押回购的意愿同样不足。

进行回购交易的质押品以利率品种为主，而在交易所标准券制度下难以规避信用品种质押券的风险资本占用。即便政策出现调整，市场流动性的主要供给方主观进行交易所质押回购的意愿同样不足。

## 我国债券市场规模及分布



## 主要流向新兴产业、高端服务业和消费品行业

# 中企海外并购聚焦价值链高端领域

本报记者 谭志娟 北京报道

虽然今年上半年中国企业海外并购出现下降，但对价值链高端领域的布局则有所增加。

安永会计师事务所日前发布的2019年上半年中国海外投资报告

## 高端领域布局持续发力

对于中企海外并购主要流向新兴产业、高端服务业和消费品行业的现象，望华资本创始人、总裁戚克梅在接受《中国经营报》记者采访时表示：“因为在上述这些领域，海外标的企业的确有特殊的竞争优势，例如高技术含量的新兴产业企业，目前很多还是掌握在西方发达国家手中。其次，高端服务业也是西方发达国家长期财富积累的伴生产物，他们的高端服务的确比国内更好，历史更悠久，积淀更多。再次，消费品行业的现金流强劲，品牌积累久远，尤其是高端品牌，还可以把这些产品及经营管理理念嫁接到国内市场。”

商务部研究院对外投资合作研究所副主任杜奇睿认为，“我国企业海外并购主要流向技术含量和附加值较高的新兴行业，通过海外并购提升在全球产业链中的定位，是企业自身转型升级和国际发展的需要。这也是中国企业对外投资更加理性成熟的表现，由‘走得快’向‘走得稳’‘走得好’转变。”

显示，虽然2019年上半年中企海外并购的金额与并购数量同比都出现下降，但在行业上，随着产业升级不断深化，中企在全球价值链高端领域的布局持续发力。2019年上半年，中企海外并购主要流向高技术含量和高附加值的新兴产业、高端

服务业和消费品行业。就此，受访海外并购专家认为，因为在上述这些领域，海外标的企业有特殊的竞争优势，我国企业通过海外并购提升在全球产业链中的定位，是企业自身转型升级和国际发展的需要。同时也表明，中国

放力度加大，中企海外投资偏好由欧美转向亚太，亚洲成为最受中企欢迎的海外投资目的地。然而，中企在亚洲等发展中国家的投资更多是以绿地投资的形式呈现的，这也是导致并购交易仍然呈现下降的原因之一。”

不过，杜奇睿表示，企业海外并购项目从明确意向到最终交割，通常需要较长的时间，而不同类型的并购项目在尽职调查、融资、报审等环节差别较大，交割时间带有周期性，通常下半年交割相对集中。

杜奇睿进一步分析指出：“2019年上半年中国全行业对外直接投资同比下降8%，非金融类对外直接投资同比下降5.9%，但并不能据此判断2019年中国企业海外投资会大幅下降。此外，计价货币的选择、汇率波动等因素也会对企业对外投资数据造成短期扰动。例如，以人民币计价，1~6月，中国境内投资者共对全球151个国家和地区

的3582家境外企业进行了非金融

类直接投资，累计实现投资3468亿美元，同比增长0.1%。”

“从宏观层面看，2019年以来我国对外投资合作保持平稳健康发展，没有出现企业对外投资合作大幅下降的趋势。”杜奇睿总结道。值得注意的是，“一带一路”倡议有助推动中企海外投资。

周昭媚认为，未来中企将继续扩大在发展中国家投资，亚洲、南美洲及非洲均有较大潜力，而“一带一路”倡议对于中企海外投资的推动作用将进一步加大。

前述安永报告表示，2019年上半年中国对外承包工程整体保持平稳发展，新签合同额1059.2亿美元，同比下降0.8%，但在“一带一路”沿线新签合同额达636.4亿美元，同比逆势大幅增长超过三成，且占比达到当期总额的60.1%；对外承包工程大项目多，带动当地发展作用明显，上半年，对外承包工程新签合同额在5000万美元以上的项目达389个，比去年同期增加33个，占新签合同总额的83.8%。

## 相关阅读

# “竞价”“现券”障碍仍存

本报记者 李慧敏 北京报道

除非上市农商行和农信社外，所有银行均可参与交易所债券交易了。

有接近监管人士向《中国经营报》记者表示，对于交易所债券市场来说，作为最大的投资人群体的银行，多年来一直无法参与该市场交易，此次除上市农商行和农信社之外，银行参与交易

## 扩容之后限制仍在

《通知》核心内容有两点，其一，对于银行范围，扩大至政策性银行和国家开发银行、国有大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、在华外资银行以及境内上市的其他银行；其二，银行应在依法合规、风险可控、商业可持续的前提下，在证券交易所参与债券现券的竞价交易。

前述接近监管人士表示，2010年，试点上市商业银行参与交易所市场的债券交易，本次从上市以商业银行扩展到了除农商行和农信社之外的所有银行，扩容幅度大增。

一位头部券商固收部负责人表示，近几年来，交易所一级债券市场建立起来了，公司债、地方政府债、ABS品类完备也日

## 两个债券市场的曲折历程

回顾银行参与交易所债券市场交易的历史，也是一波三折，历经退出、试点放开、基本全部放开三个阶段。

1996年发生的“3·27国债事件”之后，银行退出了交易所债券市场。

1997年央行发布《关于各商业银行停止在证券交易所证券回购及现券交易的通知》，称为规范发债国债回购市场，禁止银行资金违规流入股票市场，切实保障金融业稳健运行，中国人民银行决定，各国有独资商业银行、其他商业银行、城市合作银行立即停止在证券交易所证券回购及现券交易。

这就导致了20年来银行不能完全进入该市场，即交易所债券市场潜在最大的买家不能买。

所债券市场交易基本解禁，对于活跃中国债券市场具有相当重要的意义。

也有机构人士认为，此次的“解禁”并不彻底，《通知》对于“现券”和“竞价”的要求，意味着银行并不能够参与“一对一协议”交易，而此种撮合交易目前占交易所债券市场的规模约为80%，20%左右为现券交易。即银行仅可在20%左右的市场份额中参与交易。

## 趋活跃，但二级市场活性不够。

原因之一即为，作为债券的主要买方的银行，几乎并不参与交易所债券市场的交易。此次，政策上、机制上打通障碍、打破藩篱，是个大好事，值得肯定。

但多位市场人士认为，虽然进入银行范围放开，但是实操中的限制约束性条款仍然会影响活跃度。

“银行不能参与回购交易，只能参与现券的买卖；交易方式也只能参与竞价交易，不能参与匿名撮合或协商的交易。”市场人士表示，实际上交易所债券市场，更多的还是协商撮合交易，这类交易大约占了80%，只有20%是现券竞价交易，因此，这些限制性的因素和措施对提升市场活跃度仍是障碍。

随着市场的发展，2010年，三部门发布了“试点通知”，允许上市的商业银行进入。

2010年，证监会、央行和银监会共同发布的《关于上市商业银行在证券交易所参与债券交易试点有关问题的通知》当中的内容，即“试点上市商业银行应在证券交易所集中竞价交易系统内进行规定业务范围内的债券现券交易”。

试点的上市商业银行业仅限于现券的竞价交易。经过了8年多的实践，基本放开银行进入禁令。

“未来希望能够让市场主体机构无差别、自主选择交易类型和交易方式，从根本上提升市场活跃度。”上述头部券商固收负责人表示。

## 海外并购需关注三大方面

2019年，尽管外部环境不确定性增加，中国对外投资合作仍继续保持健康有序发展。

官方数据显示，2019年上半年，中国非金融类对外直接投资538亿美元，同比下降5.9%，主要流向租赁和商务服务业、制造业、批发和零售业、采矿业、信息传输/软件和信息技术服务业等领域，占比分别为30.3%、18%、9.5%、8.4%和8.1%，尤其流向制造业、信息传输/软件和信息技术服务业的对外投资同比分别逆势增长7.3%和31.7%，显示出对外投资结构持续优化。

杜奇睿告诉记者，2019年上半年，中国企业共实施完成跨境并购项目161起，分布在芬兰、法国和秘鲁等42个国家和地区，涉及制造业、信息传输/软件和信息技术服务业等15个行业大类。

对于中企海外并购的领域，戚克梅对记者表示，“中企海外并购将越来越趋于理性，回归企业并购本源，即收购可以给企业带来战略协同效应，或收购有特殊技术、给企业带来特殊竞争优势或技术壁垒的标的，或是有明确退出渠道的项目。”

他据此预测，高科技领域(包括电信及互联网科技、5G、人

工智能等)、国内仍处于高速增长及扩张需求的领域(例如医药健康领域、高端制造、特殊材料及特殊材料等)，以及可以产生持续现金流的领域(例如保险、消费、旅游等)都还将持续受到相关战略及财务投资者的青睐。

中企海外并购还存在哪些问题？戚克梅认为，“主要问题还是不要为了并购而并购。因为国内的资本市场早已度过了‘凡上市公司并购股价就涨’的阶段；而非上市企业也过了‘走出去’的盲动冲动、四处出击的阶段。”

戚克梅认为中企海外并购应变“冲动型”并购为“长期跟踪型”并购，建议企业长期跟踪与自身业务相关、有战略协同意义的海外标的，待时机成熟及机会出现时，快速出手，这样可以避免因一时冲动而做出错误决定。

杜奇睿也认为，“企业开展海外并购行为要客观冷静，有所为有所不为。”对此，他还给出了三个方面的建议：一是标的选择上，要围绕主业，着眼于产业链、价值链的整合；二是要做好价值评估工作，避免溢价过高对后期经营造成不利影响；三是要做好并购后的整合工作，充分发挥双方的互补优势，实现“1+1>2”。