



“抑价”还是“溢价”? 国内外信用债定价对比

汪 航 周 琼

摘 要 与国外信用债发行抑价发行（发行利率高于二级市场利率）较为普遍不同，中国信用债定价存在较为普遍的溢价发行（发行利率低于二级市场利率）现象。本文对境内外信用债发行定价情况和文献进行梳理，并从融资结构、承销商功能与行为、市场参与者地位对境内外信用债市场发行定价差异性进行分析，提出中国信用债市场发展政策建议。

关键词 信用债市场 债券定价的国别差异 抑价与溢价

资本市场的核心是合理的风险定价，通过价格信号的价值发现功能引导资源配置。债券的定价，包括一级和二级市场的定价，是债券市场发展的关键问题。本文对国内外信用债市场发行定价对比，多角度分析对比中外信用债定价的差异性，为信用债市场定价、可持续发展提供建议和参考。

一、境内外信用债发行定价差异性

（一）多数文献显示国外信用债存在抑价（Underpricing）发行

国外对股票 IPO 的抑价发行现象有大量研究，对债券 IPO 的抑价发行现象也有不少研究。20 世纪 70 年代，Ederington (1974)、Lindvall (1977) 等就发现美国公司债券的首次公开发行（IPO）和股票 IPO 一样，存在抑价现象，即新发行债券的到期收益率（YTM）高于二级市场。Cai et al. (2007) 利用 1995—1999 年 2 975 只美国

公司债券数据研究认为，抑价现象既发生在 IPO 中，也发生在经验丰富的发行（Seasoned Bond Offerings, SBOs 即多次发行人）中，在风险较高、未知的公司中较常见，投机级债券 IPO 平均抑价达 47 bps，投资级债券 IPO 则没有明显抑价。Goh (2015) 通过分析美国 2005—2012 年发行的 2 380 只公开交易的非金融公司债券，发现其发行利率明显高于二级市场价格，就平均而言发行时买入投资级债券 SBOs 的投资者立即卖出就能获利 0.51%，发行时买入高收益债 SBOs 立即卖出能获利 1.05%。Nikolova et al. (2020) 使用 2002—2014 年保险公司向美国保险专员协会 (NAIC) 提交的监管文件中 76 家主承销商发行 5 341 只投资级债券的数据，发现这些债券的价格平均被低估 32 bps，在一级市场配置这些债券为保险公司提供了大量的首日利润。2007—2009 年国际金融危机之后，美国公司债券发行的超额认购越来越

汪航，中国邮政储蓄银行投资银行部；周琼，中国邮政储蓄银行投资银行部总经理。2023 年 NAFMII 研究计划“境内外信用债市场发行定价逻辑及监管实践”（KFKT2023-058）。



越多，但仍存抑价现象 (Nikolova et al., 2020)。欧洲市场也呈现出债券抑价发行情况，其判断债券高利率发行主要是基于债券的交易数据。Wasserfallen & Wydler(1988) 对瑞士、Zaremba (2014) 对中东欧国家、Aronsson & Tano (2016) 对瑞典、Mietzner et al. (2016) 对德国债券市场的研究也发现了抑价现象。^① Rischen & Theissen(2021) 分析 2002—2017 年由金融和非金融公司以及超国家机构发行的 5 703 只欧元计价债券的债券发行后在二级市场交易的前 40 天的累计异常回报 (CAR, Cumulative Abnormal Return)，发现欧元区债券发行存在系统性的高利率发行情况，65.3% 的债券前 40 天 CAR 为正，平均达 59.5 bps。

在国外信用债发行抑价的理论解释方面，Cai et al. (2007) 总结与债券市场更相关的抑价假说，包括三种信息不对称理论 (1986 年 Rock 模型、簿记询价理论、信号模型) 和流动性假说；Nikolova et al. (2020) 总结公司债券发行抑价两个理论，即信息不对称 (如簿记询价理论) 和代理问题 (如利润分享观点)。Goh (2015) 梳理了信用债抑价发行的五类假说。① 估值不确定假说 (Valuation Uncertainty) 认为美国公司债券通常是包销 (Firm-Commitment) 发行，由于承销商承担价格波动风险，通过低定价减少发行不成功风险和发行销售的努力。按照这个理论，具有较高估值不确定性的债券发行，其发行价格低估更大。② 信息不对称假设 (Information Asymmetry) 认为抑价与信息不对称正相关。如簿记询价理论，

在投资者比发行人更知悉市场行情信息的情况下，抑价用于补偿知情投资者向承销商披露积极信息；如 Rock (1986) 模型，存在对发行人信息相对不知情投资者情况下，低估定价是必要的，以补偿不知情的投资者，从而确保他们参与新发行市场。而 Goh (2015) 则认为该假说理论在解释以机构投资者为主导债券市场似乎不如在股票抑价方面合适，因为债券发行人绝大多数都是经验丰富的大型发行人。③ 后市流动性不足假说 (Aftermarket Illiquidity) 认为债券抑价被用来补偿投资者相对缺乏流动性。售后流动性假说预测债券抑价随着售后流动性指标 (如买卖价差) 恶化而增加。④ 定价压力假说 (Price Pressure) 认为常发行人面临着永久或暂时的价格压力。新发行证券可以被看作是现有证券供给的永久性变化，因此会降低未偿还证券的价格。或者，新发行证券为一种必须由市场吸收的暂时性流动性冲击，因此可能需要一个抑价发行来补偿投资者对流动性冲击的吸收，从而为购买发行证券的投资者带来正回报。定价压力假说预测，在其他条件不变的情况下，规模较大 (相对于未偿还证券) 的发行需要更大的抑价。⑤ 代理冲突假说 (Agency Conflicts) 假定承销商相较于发行人具有信息优势，承销商可能会故意压低价格，定价过低使承销商的销售工作相对容易，并有扩大投资者潜在利润的额外好处。如在利润分享的观点下，承销商低估了发行的价格，然后将由此产生的首日利润分配给他们优先客户 (Loughran & Ritter, 2002)；Nikolova et

① 转引自 Rischen & Theissen (2021)。



al. (2020) 认为, 由于承销商既设定发行价格又决定分配, 因此他们可能会对发行进行不必要的低估, 然后将更多低估的发行分配给他们喜欢的投资者。然后, 这些投资者以更多的交易、咨询及其他金融服务等方式返还承销商。承销商将投资者的利益置于发行人利益之上, 因为承销商可以从与投资者的业务互动中获益, 而他们的业务互动是有限的。Nagler & Ottonello (2019) 认为, 危机后对承销商自营业务限制的监管措施, 为承销商将债券分配给密切相关的投资者提供了激励, 导致美国公司债券的发行利率偏高。

从国外实证来看, 信用债券抑价发行的现象主要是信息不对称和代理冲突, 抑价发行是公司债市场机制自身不完善导致的现象。Cai et al. (2007) 研究的证据支持簿记询价理论和信号模型, 认为抑价与后续交易或其他市场流动性指标无关。Rischen & Theissen (2021) 实证支持抑价发行是对簿记过程中披露的信息的补偿, 而不支持信号模型或基于流动性假说对债券抑价发行的解释。在代理冲突方面, Goh (2015) 实证发现低评级和长久期的债券抑价更严重, 符合估值不确定性理论。发行金额更大时抑价更明显, 反映了定价压力; 作者也认为债券定价过低至少部分是由承销商和发行人之间代理冲突造成的。Nikolova et al. (2020) 实证结果认为公司债券一级市场中发行人—承销商代理问题的存在不能被轻易忽视。Nagler & Ottonello (2019) 分析美国交易商库存约束对债券发行定价的影响, 实证发现库存容量的降低会产生代理冲突, 以较低的发行收益的形式对债券发行人施加负外部性。

少数文献发现日本公司债券和美国投

资级公司债定价存在溢价发行 (Overpricing) 现象。Matsui (2006) 利用 1995 年 4 月至 2000 年 3 月期间新发行的数据检验表明日本发行公司债券收益率明显低于售后市场确定的均衡水平, 即承销商倾向于对债券定价过高; 在承销团成员较少、担任主承销商的证券公司较少、高评级公司的债券定价过高尤为明显。McKenzie & Takaoka (2008) 利用 1992 年 3 月至 2002 年 3 月期间日本首次公开发行 (IPO) 的公司债券数据, 发现债券存在定价过高现象。Datta et al. (1997) 利用美国 1976—1992 年债券 IPO 样本的初始日和售后市场价格表现来检查债券 IPO 的定价, 发现投机级债券 IPO 与股票 IPO 一样抑价发行, 而投资级债券的 IPO 则存在溢价发行。这和 Cai et al. (2007) 的实证研究接近。Datta et al. (1997) 认为由于在债券市场中, 消息灵通的机构投资者占主导地位, 信息不对称是有限的; 定价过低的程度与知情和不知情投资者的分布有关, 即风险较高的债务发行具有更大的股权成分, 因此具有更高层次的信息不对称性, 从而导致抑价发行。投资级债券 IPO 溢价发行的可能解释是投资银行家之间的价格竞争。承销商更偏好争夺高质量债券发行, 而不是低质量债券发行。较低质量的发行将给承销商带来更高的风险, 因为垃圾债券对公司特定信息更敏感。也就是说, 在垃圾债券发行的情况下, 承销商和发行公司之间的信息不对称是承销商更关心的问题。此外, 由于引入了 415 条款的储架注册 (Shelf Registration), 承销商之间对投资级发行的价格竞争加剧。

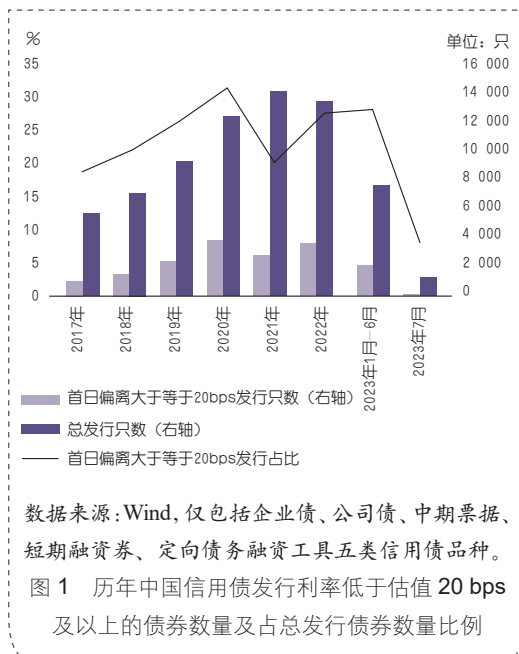
(二) 中国信用债存在溢价发行

近年来, 受市场竞争加剧影响, 国内



债券承销业务呈现低费率承揽、主承销商依靠主动包销、低价包销获得市场份额的现象，影响了中国债券市场发挥资源配置的功能。我国存在信用债溢价发行，即发行利率低于估值/二级市场利率的问题。根据 Wind 首日收益率偏离情况，2022 年中国企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具五类信用债发行利率低于首日估值平均为 15 bps，其中 AAA 和 AA+ 评级发行利率低于首日估值平均为 17 bps 和 16 bps。2022 年全年、2023 年 1—6 月^①，超短期融资券和短期融资券债券上市首日平均偏离 22 bps、21 bps（图 1）。

中国信用债发行定价目前存在发行利率低于二级市场利率现象，这不能用簿记询价进行解释；由于中国信用债市场还比较缺乏成熟做市商制度，中国信用债定价偏离也无法用交易商库存约束来解释。中国债券发行利率偏低主要原因包括优质发行人的议价能力强，承销市场过度竞争等问题；一般发行人债券发行利率偏低则是多方面原因，包括信用评级虚高、投资者多样性培育不足、债券发行交易模式不完善、银行系统内部资金存在壁垒、监管短板等方面。Ding et al. (2022) 发现，中国企业信用债的发行收益率低于二级市场交易形成的收益率，和世界上绝大多数债券市场截然相反，认为中国企业信用债的发行利率低于二级市场交易形成的收益率主要是由债券承销市场激烈竞争，导致承销商向投资人提供返费以及承销商直接购买



自身承销债券引起的。

二、中美信用债市场发行定价差异性

中国信用债市场定价与境外市场存在一些差异。中国信用债市场一二级市场联动不足、承销商功能单一、承销商地位弱势等因素，导致中国信用债市场发行定价逻辑与美国市场定价逻辑存在差异。

（一）融资结构对比

中国的银行间接融资占主导地位，企业贷款规模远超债券规模，美国反之，金融结构以直接融资为主，资本市场占据主导。截至 2023 年末，美国企业债券余额 10.8 万亿美元，是美国商业银行的企业贷款余额 5.7 万亿美元（Wind 显示，美国所

^① 2023 年 6 月，交易商协会发布《关于进一步加强银行间债券市场发行业务规范有关事项的通知》（中市协发〔2023〕102 号），于 2023 年 7 月 1 日起施行，自通知施行以来，低价包销现象得到了扭转，7 月 1 日至 8 月 30 日期间发行的超短期融资券和短期融资券债券发行利率平均低于上市首日估值收敛到 5.93 bps。债券发行市场正朝着更规范、透明、有效的方向发展。



表 1 截至 2023 年末中国公司信用类债券持有人结构

单位：亿元

机构	中债	占比	上清所	占比	合计占比
1. 商业银行	4 668.58	34.36%	29 946.50	21.03%	22.19%
2. 信用社	41.49	0.31%	437.44	0.31%	0.31%
3. 保险机构	498.35	3.67%	2 633.32	1.85%	2.01%
4. 证券公司	1 416.65	10.43%	7 060.13	4.96%	5.43%
5. 非法人产品	6 844.28	50.38%	89 241.75	62.66%	61.59%
6. 境外机构	21.78	0.16%	445.60	0.31%	0.30%
7. 其他	95.09	0.70%	12 658.36	8.89%	8.17%
合计	13 586.22	100.00%	142 423.10	100.00%	100.00%

数据来源：中国债券信息网，上清所官网；上清所其他类别中包含了政策性银行持有的 5 182.90 亿元公司信用类债券；数据进行了四舍五入。

有商业银行工商业贷款 2.76 万亿美元和商业不动产抵押贷款 2.96 万亿美元)的 1.9 倍；中国企事业单位贷款余额 157 万亿元，是非金融企业债券余额 31 万亿元的 5 倍。在定价机制上，美国是债券市场处于定价的主导地位，债券利率通常能够引导信贷市场利率，而中国的贷款定价对债券定价影响大，虽然债券定价对贷款定价也有一定引导作用。

美国的债券融资是大型公司的主要渠道。根据野村研究所 (2009) 研究报告显示，在财富 500 强的美国公司中，按净收入计算前 10 家，公司债券平均占长期有息债务的 92%，银行贷款占 8%。微软等公司完全依靠债券发行，几乎没有银行贷款。这些公司将银行授信视为信贷紧缩或其他紧急情况下的避风港 (Igata et al., 2009)。贷款主要是作为流动性补充，长期限融资

主要依靠债券。根据 Thomson Reuters LPC DealScan 和美国证券数据公司 (Securities Data Corporation, SDC) 的公开发行债券数据，1987—2013 年美国公众公司新筹集债务，选择银行贷款融资的样本约占总样本债务发行的五分之一；银行贷款的平均期限比债券短 (41 个月对 107 个月)；通过贷款筹集的平均金额为 7.11 亿美元，高于通过债券筹集的平均金额 3.04 亿美元；依赖银行贷款的借款公司的资产规模明显小于发行债券的公司 (120 亿美元对 180 亿美元)。Nguyen & Wald (2022) 实证研究发现，寻求长期融资的公司不太可能选择银行贷款，而选择银行贷款则更倾向于更短的期限。一些市场人士认为贷款是流动性来源，而不是筹资 (Loans for Liquidity, not Funding)。^① 美国商业银行持有信用债规模非常小^②，这与国内情况存在

① Global Capital.Loans are no longer trending for bond issuers[EB/OL].(2023-03-01).<https://www.globalcapital.com/article/2bcf1uyc6hvbvdvh2qsvep/syndicated-loans/loans-are-no-longer-trending-for-bond-issuers>.

② 截至2023年末，在美国商业银行持有的5万亿美元债券中，美国国债和机构 (GSEs) 抵押支持证券占4万亿美元，包括信用债在内的其他债券仅为0.9万亿美元。根据2023年报，摩根大通集团持有投资证券5 715.52亿美元，其中公司债券仅1.28亿美元；交易性资产5 406.07亿美元，其中公司债券市值333.38亿美元。



较大区别。根据中金固收（2022）分析，美国债券投资者结构较为多元化，包括共同基金、养老基金、货币资金、保险公司、外国投资者等，整体来看主要为机构投资者持有，尤其是资管投资公司。无论是投资级债券还是垃圾债，美国信用债主要投资人都是投资顾问和保险公司、对冲基金。美国高收益债券的投资者绝大部分也是机构投资者。机构投资者中，高收益债共同基金、保险公司和养老基金持有存量分列前三，占比分别为 24.2%、24.1% 和 23.2%（任晴和杨健健，2019）。

以间接融资为主的国家，金融资产分布主要集中在存款机构，商业银行持债比重相对较高（徐忠和曹媛媛，2023）。在此情况下，商业银行参与信用债投资，发行人把信用债发行纳入融资综合成本考虑的动力较大。以银行间债券市场为例，根据《中国债券市场改革发展报告（2024）》，存款类金融机构持有 60% 债券。商业银行参与信用债投资通常会压低债券发行的价格。日本公司债券，公司类型投资者占比为 56.27%，投资顾问机构（类似于资管公司）和银行占比排第二和第三，占比分别为 26.90% 和 12.78%（中金研究，2022）。可见日本商业银行持有公司债券也显著低于我国。中国公司信用类债券持有人结构中，非法人产品和商业银行是主要的持有机构。

中国商业银行投资信用债市场比例比债券托管所显示的数据高一些。商业银行通常会持有信托或者资产管理计划，通过

结构化主体投资的基础资产主要包括信贷资产、债券、资产支持证券和协议存款等。商业银行投资基金主要是债券型公募基金和货币型公募基金。以非金融企业债务融资工具承销排名靠前的兴业银行为例，根据兴业银行 2023 年报显示，其投资公司债券及资产支持证券规模为 4 606.11 亿元，与其对公贷款比值为 14.55%，此外，兴业银行在信托计划及资产管理计划中投资债券的规模为 1 145.87 亿元。以非金融企业债务融资工具承销排名靠前的城商行——宁波银行为例，根据宁波银行 2023 年报，宁波银行证券投资中企业债券规模 1 460.51 亿元，与公司贷款比值为 22.09%，此外，宁波银行投资资产管理计划及信托计划规模 853.62 亿元。

（二）承销商功能与行为对比

美国债券承销商通常具有双重角色，其不仅承担债券定价发行的功能，通常还是二级市场的做市商。在发行时分配债券时，承销商必须考虑分配对其在二级市场中介市场份额的影响。由于市场的场外交易性质，交易是在双边基础上进行的，投资者可以尝试与许多交易商进行交易，而二级市场的中介占其收入的很大一部分（Nagler & Ottonello，2017）。在欧洲，承销商担任二级市场做市商是向公司发行人营销承销业务的手段，也是整个承销服务的一部分。^① 交易商持有库存的能力等同于向发行人和投资者提供流动性（Nagler & Ottonello，2019）。国外承销商通常也

① International Capital Market Association.Remaking the corporate bond market: ICMA's 2nd study into the state and evolution of the European investment grade corporate bond secondary market[R].International Capital Market Association,2016.



是债券的交易商导致二级市场的做市业务收入比一级市场承销业务收入可能更为重要。从摩根大通年报来看, 2023 年摩根大通自营交易 (Principal Transactions) 收入达 244.60 亿美元, 其中固定收益市场交易收入 120.64 亿美元; 投行手续费收入 65.82 亿美元, 其中债务承销 (包括银团) 手续费收入 26.17 亿美元。美国债券承销商 (交易商) 着眼于整个一级和二级债券市场, 一二级市场联动更加紧密。同时, 美国承销商有稳定债券价格的义务。在美国债券市场, 如在较弱的债券 (例如、机构投资者购买较少的债券) 上的转手活动, 导致价格低于发行水平, 这些承销商被认为有责任稳定二手市场的价格并承担成本 (Bessembinder, et al., 2022)。如果债券发行利率过低, 价格过高, 与二级市场出现脱节, 那么承销商需要付出成本支撑债券的二级价格。

美国债券市场还存在超额配售机制。在该机制下, 承销商会进行有选择的超额配售, 加强一二级市场的联动。承销商通过一级市场超额配售, 在二级市场购买防止倒卖活动压低债券价格, 可以有效地将债券重新分配给更广泛的稳定的长期投资者, 这些投资者对债券的估值更高 (王云峰等, 2023)。特别是预计在二级市场需求疲软时候, 承销商通过超额配售使自己处于净空头头寸, 在随后的二级市场承销商可以购买债券以稳定市场 (Ding et al., 2022)。正是存在超额配售机制, 美国承销商在二级市场购买债券支持价格的操作, 不会增加承销商库存, 不会导致随后在二级市场的抛售。Bessembinder et al. (2022) 实证发现, 就平均而言, 承销商为稳定价格而进行的交易会蒙受损失, 这意味着该

承销商为管理超额配售的债券而承担了成本, 但与承销债券佣金相比, 这些空头回补的交易损失很小。中国目前债券市场还不存在超额配售机制。

从中国信用债市场来看, 中国银行间市场债券承销商主要功能是一级市场的承销和发行, 做市功能较为缺乏, 也不存在承销商稳定债券价格的义务。一级市场承销能力基本上代表了中国债券承销商的能力。债券发行人似乎也缺乏主动维护其债券交易价格的动力。因此, 中国商业银行作为债券承销商不太关注企业债券发行的二级市场表现, 更加关心一级市场承销服务 (包括承销费率和发行价格) 及其是否能够给承销商 (商业银行) 带来更多的综合收益。这种策略可能导致信用债市场一二级市场定价的脱节, 进而阻碍信用债市场发展。中国承销商功能围绕一级市场, 缺乏市场做市能力和维护二级市场债券价格的流动性供给功能。2022 年 4 月, 《深圳证券交易所债券交易业务指引第 3 号——债券做市》(深证上〔2022〕116 号) 实施。在银行间市场, 《关于进一步加强银行间债券市场发行业务规范有关事项的通知》(中市协〔2023〕102 号) 提出“鼓励主承销商为其承销债券开展做市, 促进提升债券二级市场流动性”。中国监管部门鼓励金融机构参与到债券做市业务当中。目前承销商做市业务还未能有效覆盖大部分信用债券。

(三) 承销商和投资人地位对比

因为承销商功能和行为、信用债市场结构和企业融资结构的不同, 导致境内外承销商在信用债市场的地位不同。美国信用债市场中, 承销商和大型投资人占据更加强势的地位。承销商在公司债券市场



中发挥着核心作用。他们为公司提供配售服务，并在债券发行后充当投资者之间的交易商或做市商。美国更广泛的投资者群体重视具有流动性的二级市场，而承销商则寻求在没有过高成本或风险的情况下完成发行并履行其隐含的价格支持义务 (Bessembinder et al., 2022)。强大的承销商能够以牺牲债券发行人的利益为代价来榨取租金。缺乏竞争导致承销商的议价能力增加，从而给公司债券发行人带来更高成本 (Manconi et al., 2018)。因为发行过程非常不透明，投资者越来越多地抱怨他们在发行阶段往往无法获得债券。2014 年，美国证券交易委员会 (SEC) 对高盛和花旗集团分配公司债券给客户进行了调查，SEC 检查银行是否偏向大型投资者，而令较小投资者蒙受损失。^① 换句话说，在制定债券的初始分配时，承销商可能会利用他们在市场上的地位 (Nagler & Ottonello, 2017)。根据债券发行抑价的利润分享理论 (Nikolova et al., 2020)，由于承销商既设定发行价格又决定配售，他们可能会对发行定价过低 (利率过高)，然后将更多定价过低的发行分配给他们青睐的投资者。

由于中美债券市场投资人地位的不同，导致美国承销商在满足企业发行的同时，更加关注投资人利益，特别是大型投资人的利益。美国商业银行基本不参与信用债的投资，且美国承销商许多收入来自二级市场，所以，导致承销商没有激励促进一级市场低利率发行，反而希望抑价发行，维护和讨

好投资人，并在二级市场与其交易，增加二级市场收入 (Nagler & Ottonello, 2019)。

据 2018 年报道，美国投资级公司债券的承销费平均约为 0.7%，高收益债券或“垃圾”债券，承销费用平均为 1.2%。^② 目前，中国信用债市场承销业务竞争激烈，特别是中高评级的发行人主体在债券市场占据更加优势地位，承销费处于较低水平。强势发行人通常对发行利率要求较为苛刻。实际业务中，一些区域存在强势发行人锁定价格发行，并要求商业银行作为承销商如达不到发行人要求的发行价格，将从承销费中给予扣除的现象；存在承销费率与发行利率挂钩的现象。一些发行人通过多家商业银行承销债券并要求承诺投资，把债券承销业务异化为类似于银团业务。从商业银行承销商自身来看，一是商业银行对承销规模、中间业务收入指标均有考核要求，资本市场较为看重银行中间业务收入占比，导致商业银行宁愿牺牲一些收益，也要扩大承揽规模和中间业务收入；二是中高评级发行人大部分是常发行人，市场信息不对称程度较低，承销商发挥的信息揭示作用有限；三是从债券销售来看，债券市场投资人很多是企业的授信银行及其理财子公司，导致承销商市场化寻找投资者的作用有限，进而影响承销商的市场地位。

三、完善中国信用债市场定价的建议

商业银行承销信用债能够带来很多好处，如信息认证、增加市场竞争度、降低

① Levine, M. SEC mad that banks were nice to their best clients[N]. Bloomberg, March 5, 2014.

② Dalal, Manju. The New Floor for Bond Underwriting Fees: \$1; Some bankers say they have earned nothing in recent deals[J]. Wall Street Journal(Online), 03 Jan 2018.



承销利差 (Underwriting Spreads)^① 等 (Gande et al., 1999 ; RNarayanan et al., 2007 ; Kim et al., 2008 ; Han et al., 2019)。美国信用债市场投资人和承销商占据更加优势地位, 由于市场信息不对称或代理冲突, 通常存在一级市场发行利率更高的情况。从中国来看, 商业银行承销信用债面临的发行定价利率系统性地低于二级市场的问题, 这很难用信息不对称理论和代理冲突进行解释, 而主要是债券承销竞争激烈, 发行人通过投资和包销承诺来选择主承销商, 商业银行在债券市场服务发行人和投资者的手段有限, 通过投资或包销发行人债券, 以加强与发行人的客户关系、获得其他业务和综合收益, 从而导致债券市场化定价机制受到冲击。无论国外信用债存在的一级市场利率系统性高于二级市场, 或者国内信用债市场存在的一级市场利率低于二级估值情况, 终归建立一个兼顾各方利益、一二级市场联动的市场是信用债市场持久发展的根本动力。为提升我国信用债发行市场化定价水平, 本文提出如下建议。

(一) 优化信用债发行配售机制

与国外市场不同, 中国信用债市场发行主体往往较为强势, 承销商在信用债发行定价中难以发挥市场主导作用。可通过优化债券发行配置机制设计, 进一步提升我国债券承销商的市场主导作用, 在机制设计上给予对簿记过程中揭示信息的重要投资人相应回报, 促使承销商切实发挥沟通桥梁作用, 兼顾投资人与发行人的利益。参考国际市场信用债发行定价机制, 承销商平均分配承销费率和承销份额, 减少承

销商之间的内耗和无序竞争; 发行人可灵活确定发行金额, 减少发行人对延迟簿记、包销的需求; 给予发行人和承销商更为灵活的配售规则, 对积极参与簿记定价的投资人在选择性配售中更多优先权, 对不同类型的投资人根据需要给予配售, 而非仅按“价格优先”原则。

(二) 以多样化担保方式减少信用债的信息不对称

目前中国信用债市场发行主体以国有企业为主, 民营企业占比较低。鼓励资产担保债务融资工具和利用第三方信用增进、信用风险缓释工具等方式帮助企业在债券市场顺利发债融资, 弥补当前中国债券市场投资人与发债主体之间的信息差。后期随着中国债券市场的完善, 担保在债券市场的作用会被市场约束所取代。从国际经验来看, 日本银行机构曾在公司债券市场充当债券担保的重要角色, 为规模较小、资质较弱、无评级的公司提供担保, 2008 年金融危机之后, 评级成为更便宜和更有效率的机制, 日本银行机构担保债券才快速下降 (Han et al., 2019)。

(三) 提升信用债活跃度与流动性, 完善机构做市机制

目前中国主要做市品种主要集中在利率债与部分资质较优的信用债, 大部分信用债做市缺失, 背后反映的是机构对风险收益的衡量、参与动力不足, 如商业银行受资本约束, 参与信用债偏少、以利率债投资为主, 且风险偏好较低、准入门槛高; 券商对收益与流动性要求较高。初期建议通过监管引导, 鼓励机构参与信用债交易,

① 承销利差为发行金额与发行人收益之间的差额, 以发行金额 (或发行规模) 的百分比表示。



后期可进一步明确商业银行做市交易和投资债券的规则，鼓励商业银行全链条开展业务，在承销服务同时提供债券做市服务，促进承销商在一级二级市场联动（刘林 等，2023）。此外，可参考交易所债券，建立标准券制度，提升投资机构参与银行间信用债券投资质押获取融资的便利性（目前银行间市场能接受信用债质押的机构偏少），从整体提升银行间信用债流动性与活跃度。

（四）逐步降低发行人对授信银行投资和包销的依赖

利用行业协调和自律组织功能，避免

企业发行利率大幅度偏离估值水平，同时进一步提升债券发行利率对企业对外融资定价的锚定作用，引导和鼓励企业更加关注自身债券投资人多元化和二级市场的估值，进而选择更加市场化的发行定价模式。在行业自律方面，增加市场对承销商评价，利用市场评价约束承销商与企业发行人的利益捆绑。^[N]

学术编辑：卢超群

参考文献

- [1] 华泰宏观.从美国LPR的演进历程,看其如何在利率市场发挥作用? [R].(2019-06-28).
- [2] 刘林,夏季,李欣童,等.银行间债券市场承销与做市联动机制的发展路径探究[J].金融市场研究,2023(09):91-101.
- [3] 王剑.详细拆解,LPR变化如何影响贷款利率[R].(2023-06-20).
- [4] 王云峰,程卓雄,叶善扬.深化高水平双向开放:境外债券市场制度与发行实务研究[J].金融市场研究,2023(08):37-53.
- [5] 徐忠,曹媛媛.中国债券市场[M].北京:中信出版集团,2023.
- [6] 易纲.中国的利率体系与利率市场化改革[J].金融研究,2021(9):1-11.
- [7] 中金固收.美国债券市场格局全景分析——中金固收海外研究系列[R].(2022-09-22).
- [8] 中金研究.日本债券市场剖析[R].(2022-10-14).
- [9] Bessembinder H,Jacobsen S,Maxwell W,et al.Overallocation and secondary market outcomes in corporate bond offerings[J].Journal of Financial Economics,2022,146(2):444-474.
- [10] Cai N,Helwege J,Warga A.Underpricing in the corporate bond market[J].The Review of Financial Studies,2007,20(6):2021-2046.
- [11] Carbo-Valverde S,Rodriguez-Fernandez F,Saunders A.Underwriting bank bonds:Information sharing, certification and distribution networks[J].Journal of Corporate Finance,2021,70:102057.
- [12] Datta S,Iskandar-Datta M,Patel A.The pricing of initial public offers of corporate straight debt[J].the Journal of Finance,1997,52(1):379-396.
- [13] Ding Y, Xiong W,Zhang J.Issuance overpricing of China's corporate debt securities[J].Journal of Financial Economics,2022,144(1):328-346.
- [14] Gande A,Puri M,Saunders A.Bank entry,competition,and the market for corporate securities underwriting[J].Journal of Financial Economics,1999,54(2):165-195.
- [15] Han S H,Pagano M S,Shin Y S.The evolving nature of Japanese corporate governance:Guaranteed bonds vs. rated bonds[J].Journal of International Financial Markets,Institutions and Money,2019,58:162-183.
- [16] Igata M,Taki T,Yoshikawa H.Examining the US Corporate Bond Market and the Changing Environment for Japan's Corporate Bond Market[J].Nomura Journal of Capital Markets,2009,1(4).
- [17] Jeremy Goh.Underpricing of Corporate Bond Offerings evidence and determinant[R].Semantic Scholar,2015.https://www.fmaconferences.org/Orlando/Papers/Underpricing_of_Corporate_Bond_Offerings.pdf.



- [18] Kim D, Palia D, Saunders A. The impact of commercial banks on underwriting spreads: Evidence from three decades[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2008, 43(4): 975-1000.
- [19] Loughran T, Ritter J R. Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs?[J]. *The Review of Financial Studies*, 2002, 15(2): 413-444.
- [20] Manconi A, Neretina E, Renneboog L. Underwriter competition and bargaining power in the corporate bond market[J]. *European Corporate Governance Institute (ECGI)-Finance Working Paper*, 2018(548).
- [21] Matsui K. Overpricing of new issues in the Japanese straight bond market[J]. *Applied Financial Economics Letters*, 2006, 2(5): 323-327.
- [22] McKenzie C R, Takaoka S. Mispricing in the Japanese corporate bond market[J]. Unpublished working paper, Keio University and Seikei University, 2008.
- [23] Nagler F, Ottonello G. Structural changes in corporate bond underpricing[J]. *BAFFI CAREFIN Centre Research Paper*, 2017, 48.
- [24] Nagler F, Ottonello G. Inventory capacity and corporate bond offerings[J]. Unpublished working paper, Bocconi University, 2019.
- [25] Narayanan R P, Rangan K P, Rangan N K. The effect of private-debt-underwriting reputation on bank public-debt underwriting[J]. *The Review of Financial Studies*, 2007, 20(3): 597-618.
- [26] Nguyen C, Wald J K. Debt maturity and the choice between bank loans and public bonds[J]. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2022, 59(1): 239-272.
- [27] Nikolova S, Wang L, Wu J J. Institutional allocations in the primary market for corporate bonds[J]. *Journal of Financial Economics*, 2020, 137(2): 470-490.
- [28] Rischen T, Theissen E. Underpricing in the euro area bond market: New evidence from post-crisis regulation and quantitative easing[J]. *Journal of Financial Intermediation*, 2021, 46: 100871.
- [29] Han S H, Pagano M S, Shin Y S. The evolving nature of Japanese corporate governance: Guaranteed bonds vs. rated bonds[J]. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2019, 58: 162-183.

"Underpricing" or "Overpricing"? An Analysis of Corporate Bond Pricing in China and Abroad

WANG Hang ZHOU Qiong

(Investment Banking Department, POSTAL SAVINGS BANK OF CHINA)

Abstract There is a difference between the underpricing of corporate bond issuance abroad and the overpricing of corporate bond issuance in China. This article reviews the pricing and literature of domestic and foreign corporate bonds, analyzes the differences in pricing between domestic and foreign corporate bond markets from the perspectives of financing structure as well as underwriter status and performance. It also makes policy recommendations for the development of China's corporate bond market.

Keywords Corporate Bond Market, Differences in Bond Pricing between China and Overseas Markets, Underpricing and Overpricing

JEL Classification G15 G21 P51