

兰瑞智库战略决策研究



兰瑞智库

**R**unwaysys

2021年03月08日 星期一

**政策观察**

*Policy to observe*

主办：兰瑞智库经济战略研究中心  
网址：<http://www.runwaysys.com>  
全国客服热线：4001182162  
E-mail：[runwaysys@188.com](mailto:runwaysys@188.com)

欢迎关注  
兰瑞智库  
官方微信平台  
(RUNWAYSYS888)



## 目 录

【一年只卖三次地，中小房企还有机会吗？】 .....	2
一、土拍新政酝酿出台	
二、多地已有新规流出	
三、网传文件的关键点	
四、如何影响房企的拿地过程？	
五、影响几何？	
六、对中小房企的建议	
【公司债新规出台，夯实公司债注册制基础】 .....	16
一、前言	
二、修订背景	
三、主要修订内容	
四、重要内容解读	

## 【一年只卖三次地，中小房企还有机会吗？】

### 目录

- 一、土拍新政酝酿出台
- 二、多地已有新规流出
- 三、网传文件的关键点
- 四、如何影响房企的拿地过程？
- 五、影响几何？
- 六、对中小房企的建议

### 正文

#### 一、土拍新政酝酿出台

土地市场的“拍地新政”成为最近几天房地产市场的热门话题，之所以在业内广为流传，因其内容来源于国土资源部近期召开会议上的一份交流文件，文件中提及：2021年，全国22个重点城市实现住宅用地“两集中”同步公开出让，发布住宅用地公告不能超过三次。

网传22城名单包括北上广深4个一线城市，南京、苏州、杭州、厦门、福州、重庆、成都、武汉、郑州、青岛、济南、合肥、长沙、沈阳、宁波、长春、

天津、无锡 18 个二线城市。

值得注意的是，22 个城市名单已经把几乎所有楼市火爆的一二线城市囊括在内，但还是有漏网之鱼——东莞和佛山。

东莞紧邻深圳，让无数无法在深圳安家的年轻人找到了栖身之所。加上最近深圳收紧调控，买房难度增加，按理说应该会有更多人涌向东莞买房，进一步带热当地楼市。

去年 11 月，东莞二手房均价 22890 元/㎡，环比涨幅 7.01%，排在全国第 6；同比涨幅 40.96%，全国第一，比炒房圣地深圳还高 16 个百分点。今年 1 月，东莞房价已经涨到 24288 元/㎡，环比涨幅近 4%，超过京广深 3 个一线城市。

佛山的房价也在涨，1 月环比涨幅 6.44%，高于东莞。

可以预见，由于东莞、佛山两地本身产业发达，城市基本面好，加上人口流入量大，多数房企会在集中拍地压力下，改变在大湾区的战略，加大在这两个城市的布局。甚至，部分房企会加大在珠海、惠州等地其他二三线城市的投入。

住宅用地“两集中”是什么？

集中一：集中发布土地出让公告。城市一年的出让土地公告每年不超过 3 次，时间间隔和地块数量要相对均衡，科学合理。

集中二：集中组织出让活动。同批次公告出让的土地以挂牌文件交易的，应当确定共同的挂牌起止日期；以拍卖方式交易的，应该连续集中完成拍卖活动。

若是“两集中”供地政策确定，实际上就形成了长效机制三大利器，即三道红线、房贷集中度和供地集中度政策。

## 二、多地已有新规流出

目前国内已有多个城市响应政策，集中发布公告。

2月23日，天津市自然资源和规划局发布《关于做好2021年住宅用地集中出让有关工作的通知》，《通知》指出：为做好2021年住宅用地“两集中”同步公开出让有关工作，我市确定于3月、6月、9月中旬分三批次统一发布住宅用地出让公告，除上述三个日期外，不得再发布住宅用地出让公告。

2月23日，郑州市自然资源和规划局发布《关于统一组织住宅用地挂牌出让公告发布的紧急通知》：自2月23日起，航空港区、郑东新区、经开区、高新区、上街区禁止发布住宅用地出让公告，上述区域住宅用地出让公告由市局统一组织发布实施。

2月24日，青岛市自然资源和规划局发布《坚决落实上级有关要求部署2021年住宅用地供应工作》的通知。《通知》指出：严格实行住宅用地“两集中”同步公开出让，即集中发布出让公告、集中组织出让活动，全年将分3批次集中统一发布住宅用地的招拍挂公告并实施招拍挂出让活动，引导市场理性竞争。

2月25日，济南市自然资源和规划局官方网站发布消息：全市2021年住宅用地供应分类调控工作会议召开。

会议内容显示：对于住宅用地“两集中”同步公开出让，即集中发布出让公告、集中组织出让活动，全年将分3批次集中统一发布住宅用地的招拍挂公告并实施招拍挂活动新的政策要求，要在深刻理解、准确把握、做好研判的基础上，合理安排供地时序，科学编制实施方案，提高集中组织能力，切实保障全市房地

产市场平稳健康发展。

2月26日，据网传南京市土地储备中心发布文件，提到2021年南京商品住宅地块将在4月、7月、10月三批次安排上市。

据悉，福州也在着手准备政策明细了，而苏州的政策细则也在拟定中，将于近期正式出台。可见，此前被爆出实行供地集中制度的青岛、天津、郑州、济南、福州、苏州已经赫然在列，接下来其余城市也极有可能出台相关政策。

### 三、网传文件的关键点

从网传文件中，可以得到几个“关键点”：

其一，“两集中”举措的出台背景，是自然资源部部长贯彻决策层要求亲自部署的。

其二，22城每年发布土地出让公告3次，同批次的土地挂牌起止日相同，连续集中拍卖。

其三，“两集中”工地调控希望达到正向效果。

(1) 体现“放量供地”，稳定预期。

(2) 控制大型房企“通吃”垄断，因为短期筹资难度大，不能同时参加多块土地竞争。

(3) 给中小房企提供更多选择的机会，可以避开大房企直接竞争。

其四，“两集中”供地调控可能形成负面预警。

(1) 考验供地部门组织能力：同时组织挂牌拍卖，需要增加人（如拍卖师）

和场地。

(2) 考验地方政府土地财政：以往供地“先次后好”、通过“饥饿营销”逐步抬高地价的行为被遏制，将会降低出让金总收入。

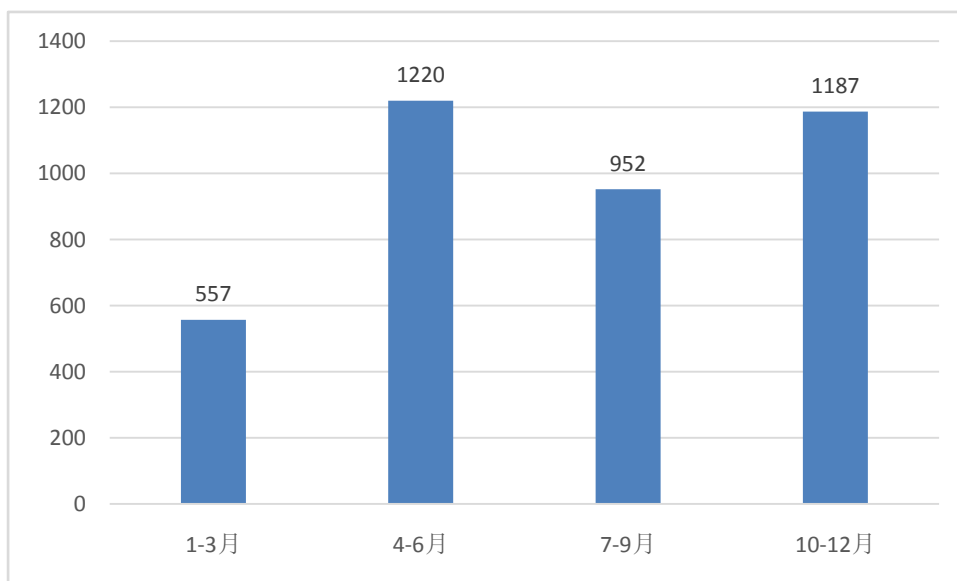
(3) 热点地块可能容易形成地王，对公众心理可能产生负面影响。

可以看出，“两集中”举措施行后可能形成的正负影响，政策拟写者已经预料到了。但是也有些负面影响在这份网传的演讲稿过中没有提到，而所期望达到的正向效果，与市场人士讨论也有一些不一样的地方。

#### 四、如何影响房企的拿地过程？

往年的土地供应，都是比较分散的，全年各个时间，各个城市都有土地在供应。

图1 2020年22个城市土地出让情况



现在，这 22 个城市在某一时间集中供地。假设 3、6、9 三月份分别集中供地一次，那么，每次平均 1300 块地皮，每个城市平均 59 块。

这样，房企的麻烦就来了：以往是哪里有地去哪抢；现在是地太多，不知道买哪块合适。面对这样的供地政策，房企的整个拿地过程就变成了一次“大闯关”。

第一，得提前决策好拿哪块地。夸张一点来说，房企的研究团队必须在一个月之内把 1300 个项目研究个遍，每天研究 40 个，总部隔天就把这些审批完。这对于房企来说几乎是不可能的。所以，如何在短时间内做出正确的拍地决策是非常关键的一环，不然就很可能拿错地。

第二，在拿地前，凑够买地所需的自有资金。在房企决定好买哪几块地皮后，至少要准备 2 到 3 成的自有资金去拿地。而自有资金的来源主要是房企的销售回款——房企得抢在拿地之前，加速推盘，回笼资金。这个对房企营销能力，是个考验。

第三，融资拿到剩下所需的土地出让金。政策锁死了房企大部分融资买地的渠道，像银行贷款，理财产品，信托，保险资金等基本上统统不可能。那么，偏门一点的，可以先去跟银行借过桥贷先去拿地，事后再去还银行的钱。不然，要么就全款拿地，要么就跟别的房企合伙入股拿地。

第四，在集中拿地后的 8 个月里，要集中推盘。大家一起拿地，大概率一起推盘，到时候，会有很多新楼盘扎堆推出，新房再也不是稀缺资源了。地产商最好在 4 个月内把房子卖了，因为 3 月拿的地，最早 11 月可卖，在 4 个月内卖完，才有可能给下一年 3 月拿地提供自有资金。

这当然不是一件容易的事。易居地产研究院数据显示，2019 年第三季度，20

家上市房企的存货去化周期是 13 个月左右。所以，手上没有多少余粮的房企，资金压力还是非常大的。很显然，没有很好投资决策能力，资金运营能力，融资能力，营销能力的房企，是很难在新政之下，做好一次项目的。

总的来说，新政不仅大大增加了房企拿地的机会成本，更是对房企现金流和融资能力的双重考验。

一家房企如果想在同一个月里对多个城市压筹码，光土拍保证金就是一笔不小的钱，尤其是一线城市，土拍保证金更贵。这就需要房地有充足的现金流。

另外关于房企的融资，可谓是雪上加霜：

回顾去年针对房企融资的“三道红线”，关于银行对开发贷和购房贷进行限制的“两道红线”。房企融资的空间一再被压缩。

## 五、影响几何？

### 1、将降低土地竞拍溢价率

首先，从地价上来看，将降低土地竞拍溢价率。之前土地拍卖是一年拍几次，每次拍几块地，地方政府可以自行决定。要是地方政府玩“饥饿营销”，每次只拍 1 块地，引来当地几乎所有的开发商，僧多肉少。开发商为了把地块占为己有，不惜次次抬价。于是，地王诞生了。

而现在同期大量集中供应土地，将会对竞拍的资金进行有效的分流，单一宗地的竞拍参与方将会减少，土地竞拍溢价率将会得到一定的控制，抑制城市地价

走高。

但是这样会不会造成热地出地王，冷地陷流拍呢？有这种可能。值得注意的是，热地出地王这一点，政策制定者已经意识到了。

由于土地集中出让，而参拍每块地都需要房企事前缴纳出让底价 20%-30% 甚至高至 50% 的土拍保证金，这就降低了房企“撒胡椒面”每块地都报名的情况，在做拿地决策时会更聚焦优质地块，保证未来多盘同时入市下的去化能力。所以，有可能会加剧地王的出现。

但是，在网传的文件中，就此已经提示“对预判可能产生地价新高或溢价率过高情形的，应当要求及时调整出让方案并做好异常交易预案和舆情应对方案”。预计地王土地公告时会加进限价、竞自持等类似的条件，以规避地王的产生。

而对于冷门地块，由于集中供地、集中新盘入市，提升了冷门地块未来的销售去化难度，也许会使得冷门地块流拍率增加。

## 2、一定程度上将平抑房价上涨压力

当下快周转依然是行业一大特点，集中供地必然会带来项目的集中入市，为住房供应带来稳定预期，一定程度上将平抑房价上涨压力，有利于实现“稳地价、稳房价、稳预期”的政策目标。但值得注意的是，阶段性项目集中入市也可能导致市场短期供需失衡，因此未来项目入市时点需要政府更好的把控。

另外，对于这个政策也不用抱有太大希望，之前不少城市已经开始实行集中供应土地政策了，比如苏州、南京、合肥，包括深圳，但是这几个城市的房价走

势大家也是有目共睹。

### 3、对地方政府供地行为产生约束，对政府管理能力提出更高要求

2020 年尽管受到新冠疫情影响，全国商品房销售面积仍创新高，土地市场热度不减，部分城市高价地频出，“稳地价、稳房价、稳预期”目标受到较大挑战。各个城市集中推地将促使地方政府更加科学、合理地设定土地推出价格以及地块类型配比，对地方政府形成有效约束，引导土地市场合理运行。同时，单次大批量的土地供应，也对政府的管理能力提出了更高要求。

### 4、利好购房者

项目入市节奏加快，可供选择的项目更多，新房市场的供应可能从源源不断到某一节点集中爆发的态势，很难一次性了解那么多楼盘，不好选择。不过由于新房供应集中，房企之间的竞争或将有更多的优惠政策，买房压力或将相对减小。

### 5、22 个热点城市之间的竞争将变得越来越激烈

不光是开发商之间的竞争加剧，一二线热点城市之间的竞争，也将进一步升温。

试想一下，倘若 22 个热点城市同时集中推地，你是全国性头部房企的土地

投资决策人，你是不是得取舍呀？手上的钱只有一份，城市选择有很多，地块选择有很多，那么就需要综合判断：哪座城市的房价上升潜力大？哪座城市的购买力旺盛？哪座城市的营商环境好？而竞争的结果，只能是“恒者恒强”，马太效应和虹吸效应，将进一步放大；城市之间的“抢人”大战，将愈演愈烈！

## 6、将加速淘汰中小房企，联合拿地或将盛行

第一，对龙头房企是利好，中小房企生存环境受到进一步挤压：这种同时集中购买的方式，对融资方构成了不小的压力。风险和不确定性变大的情况下，有限的资金，必然优先供给实力强的大房企，中小房企的融资难度变大。

以前分散供地模式下，房企单笔投资资金可跨区域调配、重复使用；但集中供地模式下，投资资金使用效率降低，且房企需提前预留资金，存在资金闲置成本。当土地处于集中供地的模式后，房企为扩大市场份额，需同时缴纳多宗土地保证金，以及后续出让金，对房企的资金实力、融资能力要求更高。有利于资金实力雄厚、融资资源丰富的龙头房企，将加剧蚕食中小房企的市场份额，行业黑马难再现，中小房企需提升自身的运营能力和出价能力，才有可能在土地竞拍中出手即中。

第二，联合拿地将盛行。

在热点城市，开发商联合会进一步涌现。之前很多大开发商的资金都是滚动模式。这个月拿地，高周转，把钱周转出来，然后下个月去拿地。现在一年当中必然会出现资金和土地错位的时候，联合拿地减少了自有资本投入，可以多处

下注，平衡现金流风险。届时细则出台，如果规定一家开发商同一时间段只能报名多少块地，审查禁止开发商用马甲拍地，那影响恐怕会非常大，倒闭开发商更多谋求联合拿地。但是对于联合拿地，合作双方虽能“各取所长，优势互补”，但从前端到后续开发，都需要考虑风险防控。

## 六、对中小房企的建议

土地的集中出让，虽然更有利于大型房企、国有房企，中小房企的生存空间将会被进一步压缩，但危机中往往也隐藏着一定的机遇。中小房企如何抓住机遇，有以下几点建议。

### 1、密切跟踪外部环境的变化

中小房企的老板及高管团队，一定要密切关注企业外部环境的变化，并及时作出反应，包括涉及房地产行业的重要政策、热点城市市场、标杆及竞争对手的动作。闭门造车与埋头拉车，必定会为企业带来巨大的风险。

### 2、重新优化企业战略

推地新政出台之后，有先见之明的企业，其中也包括中小房企，已经对企业发展速度与节奏、发展与风险的平衡等这些战略层面的问题，进行了重新思考。

需要着重强调的是，作为中小房地产企业的高管，尤其是老板，一定要对土地新规重点关注。毕竟“问题出在前三排，根子全在主席台”。中小房企一定要紧跟政策变化，重新优化企业战略、调整战略实现路径，着手提升团队能力，优化调整区域布局。

### 3、夯实企业内功

推地新政必定会对企业整体的投融资提出新的考验。也是房企提升内功的良好机会。整体来看，中小房企一定要重点提升自身把握节奏的能力，以此来提升运营能力，进而提升企业的现金流管理能力。

不同城市之间，当下与未来之间平衡的能力，这种能力的修炼其实是至关重要的。首先，由于单个城市推地次数有限，企业关注的城市必须多，布局框架一定要拉开，这样才能避免资金闲置。

当布局框架拉开，进入多个城市之后，企业的月度与季度回款才会变得均衡，现金流也不会出现较大波动。

因此，企业的体系与团队，都要与以上节奏相匹配。这样才能在新政之下，抓住稍纵即逝的机会，同时减少风险。

### 4、加强对于合作型、并购型、政策型杠杆的利用

既然“三道红线”让财务型杠杆受限，“两集中”让经营性杠杆受限。那么

中小房企大可以发挥合作型、并购型、政策型杠杆（预售制）的作用。

无论是与头部房企、国有企业，还是与其他中小房企，都可以以抱团合作的方式共同发展。

## 5、向泛地产转型

“两集中”必然会导致土地竞争的加剧，而对于那些已经建立起自己的泛地产生态圈的企业来说，在与政府谈地的时候，能利用自身优势做到巧拿，不必去拼地价硬拿。因此，房企在泛地产领域的的能力，将是未来发展的有力武器。

对于小型房企来说，由于以往积累资源不足，可以先从单个项目突破，向泛地产转型。

而对于资源储备较充足的中大型企业，可以加大在泛地产领域投资力度，甚至将其作为企业的第二赛道或增长曲线。

## 6、守住“根据地”，适当扩张

因为当热点 22 城推地节奏被进一步掌控之后，规模房企必定会大规模进入没有“双集中”政策调控的城市寻找机会，导致中小房企的“根据地”竞争加剧。作为中小企业，一定要精耕细作，守住优势领域与深耕城市。

在土地分批集中入市的背景下，即使是大型房企，也难免会在拿地节点上出现资金不足，或研究不足的情况。对于中小房企来说，城市轮动的机会以另外一

种形式得以显现。因此，以往聚焦于三四线城市的中小房企，也可以着手去探寻这热点 22 城的隐藏机会，实现扩张。

## 7、关注当下，加强回款

中小房企一定要清楚布局城市推地新政的实施时间，在新政实施之前抓紧去化。这样才能在新政正式实施后，在集中推地的节点上有充足的资金去拿地。

[Top](#)

## 【公司债新规出台，夯实公司债注册制基础】

### 目录

- 一、前言
- 二、修订背景
- 三、主要修订内容
- 四、重要内容解读

### 正文

#### 一、前言

自 2020 年 3 月 1 日起公司债实施注册制，目前已满一年的时间，截至 2021 年 3 月 1 日，沪深交易所公开发行公司债注册生效共 640 只，其中上交所公开发行公司债注册生效的有 482 只，深交所公开发行公司债注册生效的有 158 只。

为进一步夯实公司债券注册制的制度基础，加强事中事后监管，近日，证监会修订发布了《公司债券发行与交易管理办法》（以下简称《管理办法》）。

此次修订后的《管理办法》首先明确公开发行公司债券的三项积极条件，即发行人应当具备健全且运行良好的组织机构，最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息，并且应当具有合理的资产负债结构和正常的现金流量。

同时,《管理办法》还规定了公开发行公司债券的两项负面条件,即发行人不得存在处于继续状态的债务违约情形,也不得擅自改变募集资金用途。

而在公司债发行注册程序上,《管理办法》规定,公开发行公司债券由证券交易所受理、审核,并报证监会注册。

按照“申报即纳入监管”的原则,《管理办法》规定了相关机构和人员责任。证券交易所报送审核意见后,对于需要进一步说明或者落实的项目,证监会可以问询或者要求证券交易所进一步问询,对于证券交易所审核意见依据不充分的项目,证监会可以退回证券交易所补充审核。

在放开公司债注册制发行的同时,《管理办法》还明确禁止结构化发行,即“发行人不得在发行环节直接或间接认购其发行的公司债券”。

证监会新闻发言人高莉表示,本次修订涉及证券法的适应性修订,包括募集资金的用途、区分专业投资者和普通投资者等;取消公开发行公司债券信用评级的强制性规定,明确非公开发行公司债券的监管机制,强调发行公司债券应当符合地方政府性债务管理。

下一步将推动完善债券市场的法规制度,强化准入监管,加强债券市场统一执法,依法查处各类违法违规行爲,严厉打击恶意逃废债,维护债券市场秩序。

## 二、修订背景

距上一次修订的这6年来,公开发行公司债券由证券交易所上市预审核、由证监会采用简易核准程序的发行监管制度,基本上非常贴近注册制,所以落实注

册制的过渡也非常自然。因此在 2015 年当时算是比较创新的突破今天看起来可能稀松平常，或者一些限制性的发债条件早已失效了。

交易所债市规则自 2014 年底至 2015 年初进行了大革新，证监会《公司债券发行与交易管理办法》（中国证券监督管理委员会令第 113 号）于 2015 年 1 月发布并实施。

2019 年 12 月 28 日，新修订的《中华人民共和国证券法》正式颁布，在法律层面确立了公司债券公开发行实行注册制的总体框架。2020 年 2 月 29 日，国务院办公厅发布《关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》，要求落实好公司债券公开发行注册制要求。2020 年 3 月 1 日，新《证券法》正式施行。同日，根据中国证监会公司及上海、深圳证券交易所的相关通知文件，公开发行公司债券自该日起实施注册制。为此，公司债公开发行注册的具体管理办法亟待出台，沪深交易所自 2015 年以来就实行由证券交易所上市预审核、由证监会采用简易核准程序的发行监管制度，所以全面实施注册制后公司债带来的发行效率提升效果并不明显。《管理办法》的出台即旨在弥补相应规则制度缺失。

在此背景之下，中国证监会对《公司债券发行与交易管理办法》进行了全面修订，并于 2021 年 2 月 26 日正式公布施行。

### 三、主要修订内容

《管理办法》修订内容主要涉及以下几个方面：

一是落实公开发行公司债券注册制，明确公开发行公司债券的发行条件、注

册程序以及对证券交易场所审核工作的监督机制；

二是涉及《证券法》的适应性修订，包括证券服务机构备案、受托管理人相关规定、募集资金用途、重大事件界定、公开承诺的披露义务、信息披露渠道、区分专业投资者和普通投资者等事项；

三是加强事中事后监管，压实发行人及其控股股东、实际控制人，以及承销机构和证券服务机构责任，严禁逃废债等损害债券持有人权益的行为，并根据监管实践增加限制结构化发债的条款；

四是结合债券市场监管做出的其他相关修订，调整公司债券交易场所，取消公开发行公司债券信用评级的强制性规定，明确非公开发行公司债券的监管机制，强调发行公司债券应当符合地方政府性债务管理的相关规定。

#### 四、重要内容解读

##### 1、首次数据化规定了大公募的债券发行条件

大公募的发行人的发行条件新增了“最近一期净资产不少于 250 亿元”、“最近 3 年累计公开发行债券不少于 3 期规模不少于 100 亿元”。这两个新增的条件实质上和交易所的优质债券发行人条件存在重合，增加了大公募的发行难度，只有足够优质的债券发行人才能够具备大公募发行条件。当然，《管理办法》中大公募的发行条件取消了主体评级 AAA 的要求，但是实际上只要满足了大公募发行新增的两个条件，发行人的主体评级一般都能达到 AAA。

## 2、首次明确了公开发行公司债券的审核时间

根据《管理办法》，交易所 2 个月内出具审核意见、证监会 3 个月内做出注册决定，这是老版《管理办法》中没有的，实际上是对审核流程的一个透明化、清晰化处理。

## 3、取消发行阶段的强制评级要求

全球金融危机以来，降低外部评级已是市场共识。针对我国信用评级行业存在评级虚高、区分度不足等“重市场份额、轻评级质量”问题，降低对外部信用评级依赖亦成为政策层面的主要考量。其中 2020 年 11 月中旬以来河南永煤、华晨汽车、清华紫光以及河北冀中等多家 AAA 级国企违约事件亦强化了这一导向。新规删除“公开发行公司债券，应当委托具有从事证业务资格的资信评级机构进行信用评级”条款。即不再要求强制评级。删除面向合格投资者发行“债券信用评级达到 AAA 级”的条款。

实际上 2021 年 1 月 29 日，交易商协会便已发布《关于〈非金融企业债务融资工具公开发行注册文件表格体系（2020 版）〉有关事项的补充通知》，明确债务融资工具注册环节取消信用评级报告的要件要求，即在短融（含超短融）、中票等产品注册环节，企业可不提供信用评级报告。

国内评级中枢较高，成功发行的债券基本都是 AA 级以上，这是跟境外的评

级不一样的地方，也即没有符合统计上的正态分布。但原因可能并不是评级公司只愿意给 AA 或者 AAA 级，而是一些监管规定是跟外部评级结果相挂钩的，比如《商业银行资本管理办法》里关于信用风险计提权重的指标，以及中债登关于债券质押率的相关规定等等，都决定了评级的结果不仅仅是信用风险的问题，更是决定了银行购买债券所要计提的资本、或者债券拿出去的质押率的问题。大量的评级结果被运用到各种各样的监管规定，然后迫使投资人不得不从综合收益去考虑 AA 级甚至门槛更高的债券。

#### 4、规范承销机构的承销业务行为

##### (1) 问责制度

新规要求“承销机构应当建立健全内部问责机制，相关业务人员因违反公司债券相关规定被采取自律监管措施、自律处分、行政监管措施、市场禁入措施、行政处罚、刑事处罚等的，承销机构应当进行内部问责。”

对于问责制度，一般是出了问题，对相关人员进行问责。这里面较为难把握或者在实务执行中存在难度的是，谁来组织问责，谁应该被问责，内部问责的处罚尺度等等，可能都不是三两句话能够说清楚的。

##### (2) 激励机制

新规提出“承销机构应当制定合理的薪酬考核体系，不得以业务包干等承包方式开展公司债券承销业务，或者以其他形式实施过度激励。”

这里的问题在于什么算过度激励？大概监管部门也难以界定。中小券商如果没有较好的激励制度，估计投行业务难以与大券商抗衡，即使最终制定一个相对较低的激励比例，估计也会想出其他方法，给予业务团队足够的收入，进而吸引优质团队。

### (3) 低价承销

新规规定“承销机构应当综合评估项目执行成本与风险责任，合理确定报价，不得以明显低于行业定价水平等不正当竞争方式招揽业务。”用公司债券的基本管理法规来明确禁止低承销费竞争，可以有助于维护行业竞争环境，优化行业秩序。这可能也是对前期信用债券市场上出现的多起低承销费竞争事件的回应。

低价承销，监管部门多次提及，但是依然屡禁不止，原因何在？可能在于以下几点：1、缺乏统一的标准，到底多少算低价承销，可以定具体比例或者金额吗？可以，但是如果定了也会衍生很多问题，因此定也好，不定也罢，都会左右为难；2、处罚力度不够。

## 5、严禁结构化发债等自融行为

结构化发债是在 2017-2018 年去杠杆和强监管的背景下，在部分市场主体通

过债券市场融资较为困难的情况下出现的一种诡异现象，其本质是发行人等为提高债券发行成功率而自行或通过其它方式认购部分自身发行的债券。结果上看，结构化发债等自融行为来使得债券的票面利率不再能够真实反映市场定价情况，且把融资链条拉长、破坏了直接融资的“直接”属性。

新规明确规定“发行人不得在发行环节直接或间接认购其发行的公司债券”，这实际上对于债券结构化发行行为的明令禁止。在此之前，2020年11月18日，交易商协会印发了《关于进一步加强债务融资工具发行业务规范有关事项的通知》，规定严禁发行人“自融”（包括直接认购或者通过资管产品间接认购），进一步强调禁止发行人直接或间接认购自己发行的债券，打击“结构化发行”违规行为。从相关文件的内容来看，证监会和交易商协会对于债券结构化发行的思路是一致的。

## 6、严厉打击发行人逃废债

新规明确“发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员不得怠于履行偿债义务或者通过财产转移、关联交易等方式逃废债务，蓄意损害债券持有人权益。”

“逃废债”这个词，这两年在债券违约市场上成为了一个热点名词。新规增加了逃废债的要求，但是实际处罚力度，是否能够达到震慑逃废债的行为，还是有待观察。对于民企，如果不能罚到倾家荡产的类似程度，估计不会有太大效果；对于国企，如果对主要相关人员和上级人员处罚到没了政治前途或者身陷囹圄的

境地，估计也不会有太大效果。

## 7、关于平台公司

新规将“发行人不包括地方政府融资平台公司”的表述调整为“发行公司债券，应当符合地方政府性债务管理的相关规定”，再一次引发市场对于交易所公司债券放宽地方政府融资平台甄别标准的猜想。

事实上，去年 11 月份上交所发布的《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第 1 号——申请文件及编制》（以下简称《指引第 1 号》）已经删除了限制地方政府融资平台在上交所发行公司债券的相关表述，同时添加了“城市建设企业公司债券”这一品类。但是从上交所在《指引第 1 号》发布后的审核情况来看，如果发行人难以满足上交所关于“单 50%”标准的要求（即报告期内发行人来自所属地方政府的收入占比不得超过 50%），仍然存在所申报的债券未能通过上交所审核的情况。且据了解，交易所的审核标准也暂未放开《地方政府融资平台名单》内的企业。

我们理解，目前从制度上已经为进一步放松城投企业在交易所市场发债打开了口径，但在实施层面尚需关注审核机构的具体执行标准。预期对于自身禀赋或者区域经济发展较好、风险可控的城投企业，不排除未来会放开“平台名单”和/或“单 50%”限制的可能，进一步拓宽此类企业的融资渠道，实现债务向优质平台集中的效果。而在这一过程中，禀赋一般的城投企业则可能继续面临较为甚至更为严格的审核标准，以控制城投企业偿债风险，此类城投企业的债务压力仍

然值得关注。

[Top](#)

## 重要声明:

本报告的信息均来源于公开资料，其来源及观点出处皆被我公司认为可靠，但我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，客户和决策者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为兰瑞智库，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**我们的一切努力都是为我们的客户——  
提升竞争优势，共同创造持续长远的收益**

主办：兰瑞智库经济战略研究中心  
网址：<http://www.runwaysys.com/>  
e-mail: [runwaysys@188.com](mailto:runwaysys@188.com)  
全国客服热线：4001182162