齐鲁股权每日金融

2016 年 8 月 11 日

◆ 导航

【政策导向】	◆ 支持创新企业资本市场融资 政策发力破解融资难困局 ◆ 产业结构调整持续推进 ◆ 在国企改革中找到民间投资新空间 ◆ 证监会要求机构自查整改 资管杜绝保本、降杠杆
【业务参考】	◆ 违约债并非“一文不值” ◆ 民间投资准入限制应尽快放开 ◆ 重庆国企改革红利持续释放 ◆ 兼并重组提升新三板流动性 ◆ 山西成立投贷联盟
【场外交易市场】	◆ 齐鲁股权交易中心第十一期网上投融资对接会——德州专场成功举行 ◆ 全国首家省级股权投资母基金联盟在武汉正式成立 ◆ 央行“点赞”青岛财富管理金改区:可复制可推广 ◆ 三因素筑新三板"并购池" 双向并购频现

◆ 【政策导向】

◆【支持创新企业资本市场融资 政策发力破解融资难困局】

（证券日报）近日，《“十三五”国家科技创新规划》（以下简称《规划》）全文发布。值得注意的是，这是我国提出建设世界科技强国后的第一个科技创新规划，与以往国家科技规划不同的是，本次《规划》的发布首次以国家科技创新规划命名。

《规划》提出，支持创新创业企业进入资本市场融资，完善企业兼并重组机制，鼓励发展多种形式的并购融资。打通各类资本市场，加强不同层次资本市场在促进创新创业融资上的有机衔接。强化全国中小企业股份转让系统融资、并购、

交易等功能。开发符合创新需求的金融服务，推进高收益债券及股债相结合的融资方式。

财经评论家温鹏春在接受《证券日报》记者采访时表示，资本市场是企业实现快速融资和规模融资的重要场所。但从整体来看,目前我国资本市场与发达国家相比，在直接融资比重上明显偏低,而加强不同层次资本市场在促进创新创业融资上的有机衔接。有利于缓解创新创业型企业对于资本的需求。这对于资本市场本身而言，也会为其带来更多新鲜血液。

温鹏春认为，目前我国企业的融资渠道还比较单一,融资渠道主要集中在内部融资,但在目前经济转型升级压力加大、实体经济增速放缓的现实背景下，企业仅靠内部融资来解决问题就显得杯水车薪。而从外部融资渠道来看,主要又以商业银行为主,但由于受到企业担保品有限、负债率过高、以及轻资产行业普遍存在的可抵押资产较少等问题,又使得企业融资难、融资贵的结构性矛盾日益突出。因此，如何最大程度的实现企业融资与创新显得尤为重要，而发展多种形式的并购融资也是企业发展的现实需要。

此外，《规划》提出，发挥沪深交易所股权质押融资机制作用，支持符合条件的创新创业企业主要通过非公开方式发行公司信用类债券。支持符合条件的企业发行项目收益债，募集资金用于加大创新投入。

温鹏春认为，创新创业企业通过非公开方式发行公司信用类债券，对于公司发展具有重要意义。对于创新创业企业来说，若其经营状况良好、信誉卓著，且在其他融资渠道难以获得资金的前提下，通过非公开方式发行公司信用债对于缓解公司资金紧张，充足公司资本金，降低公司债务率等方面，都将起到重要的补充作用。

◆【产业结构调整持续推进】

（国家发展和改革委员会网站）今年以来，国家发展改革委认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，牢固树立创新、协调、绿色、开放、共享发展理念，主动适应、把握、引领经济发展新常态，以推进供给侧结构性改革为主线，努力推动产业结构调整和优化升级。

一是全力化解部分行业产能过剩矛盾。认真落实中央关于推进供给侧结构性改革决策部署，制定出台《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国

发〔2016〕6 号）。加强对有关地方、中央企业编制钢铁行业化解过剩实现脱困发展实施方案的指导。会同有关部门制定出台配套政策文件，加强风险防范和化解。目前，化解钢铁产能严重过剩矛盾相关工作正在有序进行。

二是努力提高供给质量效率。加强对影响供给侧质量和效率提升共性关键问题的研究，制定出台《关于发挥品牌引领作用推动供需结构升级的意见》（国办发〔2016〕44 号）。同时，加强对地方推进供给侧结构性改革引导产业转型升级的指导，明确相关重点领域工作着力点。

三是着力推动重点行业有序发展。制定出台《关于促进医药产业健康发展的指导意见》（国办发〔2016〕11 号）、《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》（国办发〔2016〕42 号）。会同有关部门修订《中央航运企业老旧运输船舶报废更新船舶技术和船用设备自主化审核实施细则》，印发《船舶工业结构调整和转型升级重点任务》。

四是设立先进制造产业投资基金。经国务院批准，会同有关部门发起设立先进制造产业投资基金，创新中央预算内投资管理方式，推动基金以市场化模式投资运作。先进制造产业投资基金将贯彻落实建设制造强国战略，聚焦国民经济发展重大需求，积极吸引社会投资参与，加大对高端制造业发展的支持力度。

五是大力推动服务业加快发展。组织落实国务院印发的支持生产性服务业、生活性服务业发展的指导意见，会同有关部门开展发展现代服务业行动，推动服务业重点领域加快发展，鼓励发展服务业新产业、新业态和新模式。同时，会同有关方面研究推动服务业综合改革试点。

随着党中央、国务院一系列稳增长、调结构、促改革措施的实施，政策效应持续释放，新旧动能加快转换，产业总体保持平稳态势，结构调整持续推进。工业增长处于合理区间，1—6 月规模以上工业增加值同比增长 6%，其中二季度增长 6.1%，比一季度加快 0.3 个百分点。工业主要相关指标均有所改善，上半年工业用电量同比增长 0.5%，比一季度加快 0.3 个百分点；PPI 下降 3.9%，降幅收窄 0.9 个百分点；1—5 月，规模以上工业企业主营业务收入利润率为 5.59%，呈现持续提高态势。随着产业结构调整的深入，装备制造业投资快速增长，占整个制造业投资的比重已上升到 32.6%，钢铁、有色、化学原料、化学纤维、建材、石化等高耗能行业投资比重继续呈下降趋势。随着市场个性化、多样化服务需求不断增加，

以及促进服务业发展政策的实施，上半年服务业增加值同比增长 7.5%，对经济增长的贡献率达到 59.7%，成为支撑经济稳定增长的主动力。

下一步，我们将坚决贯彻党中央、国务院关于推进供给侧结构性改革的决策部署，顺应产业变革大趋势，以推动制造业智能化、绿色化、服务化发展为产业结构调整着力点，坚持问题导向，开拓产业发展新思路、培育产业发展新动能，努力促进产业整体向中高端迈进。

◆【在国企改革中找到民间投资新空间】

（经济日报）今年以来，提振民间投资成为我国经济工作的一项重要任务。解决民间投资困局，当务之急是要通过改革形成公平的市场环境，增强民间资本在关键要素获得上的公平性。这一过程中，新一轮国企改革可以为民间投资增长拓展新空间。

今年上半年，国企在固定资产投资总额中的占比达 35.3%，为近 5 年来的最高位。这表明，在民间投资持续下滑的情况下，国企正通过加大投资力度等措施，为稳定经济增长发挥重要作用。

众所周知，庞大的民间资本是社会财富的象征，也是我国改革开放的最重要成果之一。目前，占全社会固定资产投资总额六成以上的民间投资，理应在推动经济可持续发展、创造更大社会财富方面发挥更大作用。然而，由于市场环境、行业准入、民间投资权益保障机制等多方面因素，民间投资长期集中在制造业和房地产等领域，部分企业核心竞争力不强，技术和人才储备不足，想投新行业却不知道往哪投、怎么投。

在这方面，国企恰恰拥有突出优势，特别是在项目资源储备、人才科技积累等方面，可以通过引入民间资本实现优势互补，又可发挥其各自所长，为加大民间投资力度、实现国有资产保值增值提供宝贵的合作平台。

与以往不同的是，新一轮国企改革在思路上发生了重大变化，即强调以产权制度改革为核心，以管资本为主加强国有资产监管，完善企业出资人制度。换言之，就是要积极引入非国有资本，发展混合所有制经济。

目前，国企改革“1+N”系列配套政策文件已相继出台，不仅为民间资本投资国企投资项目、参与国企改革提供了制度保障，也带来了广阔的市场空间。特别是新近发布的《关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见》，

对民间资本参与国企投资项目、发展混合所有制经济提供了更有力的保障支持，除金融、文化类国企另有规定外，民间资本可以在几乎所有的国企投资项目中寻求投资机会。

需要指出的是，近些年来，我国多层次资本市场建设加快，除沪深主板市场外，中小板、创业板、新三板市场、债券市场都获得快速发展，国企引入民间投资，已具备了一定的市场环境和基础制度条件，而民间投资参与国企改革的方式也进一步多元化，出资形式包括且不限于货币、实物、土地使用权、股权、专利权、版权等各类有形、无形资产，合作途径和参与方式也更加便利顺畅。

当前，我国正在推动的供给侧结构性改革，其中一项重要任务就是化解产能过剩和清理僵尸企业，而这两大“顽疾”很大一部分都集中在国企中。通过引入民间投资加快国企改革，既为民间投资找到了新空间，也进一步加快了国企改革的进程，不失为双赢之举。

◆【证监会要求机构自查整改 资管杜绝保本、降杠杆】

（东方财富网）8 月 10 日消息，监管层近期接连出手治市，据财新称，多地证监局近日向辖区内证券公司、基金公司及期货公司下发通知，要求开展私募资管业务自查整改，重点针对“保本”类和结构化资管计划产品。

今年 7 月 18 日起《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》开始实施，较之此前的“八条底线”在多方面提高了监管要求。在杠杆限制上，股票类、混合类结构化资管计划的杠杆倍数不能超过 1 倍，固定收益类结构化资管计划不能超过 3 倍，其他类结构化资管计划不能超过 2 倍。“保本”类产品被《暂行规定》严令禁止，资管合同及销售材料中不能包含保本保收益的表述，不能直接或间接承诺保本保收益。

此次证监会要求机构整改，可看作是监管层落实新“八条底线”的后续督导工作。

近期，有关部门加强对盘中异动、密集炒作、虚假申报等机构行为的监管，并对异动账户所在营业部高频发布“监管提示”。在监管全面趋严的背景下，私募基金的投资手法正发生明显变化：游资传统“打板”、“追板”的手法失去用武之地；私募“中彩票”式押宝并购重组个股的做法也变得如履薄冰。业内人士认为，从短期来看，近期监管趋严对市场交易型资金无疑是重大利空；但从中长

期来看，有助于引导资金“脱虚向实”、回归价值投资，对宏观经济发展和结构转型升级具有积极作用。

据中国证券报消息，“监管趋严对游资影响很大，我记得很清楚，银行理财新规刚出来时，A 股就没有涨停的股票，后面才慢慢出现，人福医药逆市涨停还收到了上交所的问询函，人福医药不得不发公告予以回复。这个事情出来后，大家都在观望。”北京一家擅长短线交易的私募人士黄凯(化名)说。

江浙一家草根派私募的合伙人告诉记者，游资以往那些“打板”、“追板”的做法现在已经“玩不转”。他表示，例如常见的有机构在前一个交易日尾盘脱离成本区快速拉高，次日早盘集中下大单实现“控盘”，再以低于现价一定比例的价格快速抛出，吸引大量散户接盘，这时机构再逐步出掉前一个交易日的筹码，或者撤掉早盘的买单，实现盈利。再比如有私募要做某个板块的“市场情绪套利”，就会先集中火力把这个板块的龙头股票“打起来”，等同板块其他公司股价上涨时，就会将预先埋伏其中的筹码快速出货。

机构人士指出，依法监管、从严监管、全面监管将是大势所趋，也正在成为证券市场监管的新常态。在此背景下，提高一级市场规范性，降低二级市场波动性或成为影响市场的整体方向。

在监管从严背景下，也有不同声音出现，8 月 1 日投资快报曾撰文认为，“闲不住的手”或需要反思，监管过细已成市场最大风险。分析认为，上半年市场一直半死不活，7 月份大盘扑腾了几下准备翻身，眼看着“饭碗”端上了桌，可大伙刚要伸筷子，饭菜又被收了回去。是谁把饭菜收了回去？最近一周，市场转升为跌，而触发市场下跌的关键因素却是政策之手。一方面市场的资金面在生变，另一方面微观层面的监管活动越来越细，“水至清则无鱼”，A 股骤变的游戏规则导致投资者用脚投票。

华夏时报则认为，当前的监管并没有过度。强化对重大资产的监管不仅可以防止其中出现的利益输送，也可以防止金融风险。

◆【业务参考】

◆【违约债并非“一文不值”】

（中国证券报）8 日，“15 国裕物流 CP001”未能按期足额偿付，成为年内第 14 起债券违约事件。不过在此前已有多重风险预警和“债牛”延续的背景下，此次违约并未引起债市太大的波动。

又见债券违约

8 日，武汉国裕物流产业集团有限公司(简称“国裕物流”)2015 年度第一期短期融资券(简称“15 国裕物流 CP001”)未能逃脱违约的结局。当晚公司公告称，截至日终，公司未能按照约定筹措足额偿债资金，“15 国裕物流 CP001”不能按期足额偿付，已构成实质性违约。

“15 国裕物流 CP001”违约早有端倪。由于国际经济环境不景气、航运业动力过剩等因素影响，早在今年 3 月，国裕物流即自曝公司及下属子公司银行贷款逾期、垫款及欠息已共计约 4.87 亿元。此后公司又接连发布债务逾期进展、部分造船订单取消、资产抵质押、主要业务陷入停顿等相关公告。直至 7 月 22 日，国裕物流公告称逾期贷款均已续贷，欠息下降至 468.65 万元。随后的 8 月 1 日，公司进行风险提示公告称，公司正在通过多种渠道积极筹措偿债资金，但“15 国裕物流 CP001”到期兑付仍存在不确定性。

国裕物流主体评级及债项评级在此过程中连遭下调。国裕物流共发行过两支债券：“15 国裕物流 CP001”和“15 国裕物流 CP002”，规模分别为 4 亿元和 2 亿元，分别于今年 8 月 6 日和 10 月 27 日到期。两期短融发行时，大公均给予 AA-/稳定的主体评级，A-1 的债项评级；2016 年 2 月，大公将国裕物流列入评级观察名单；4 月将公司主体评级下调至 BBB-/负面，债项评级下调至 A-3；7 月 22 日，大公将公司主体评级下调至 CCC/负面，债项评级下调至 C；8 月 3 日，大公将公司主体评级下调至 CC/负面，“15 国裕物流 CP001”债项评级下调至 D，“15 国裕物流 CP002”信用等级维持 C。

风险仍在途中

由于此前已有多次风险预警，且“15 国裕物流 CP001”违约处于债牛步伐依旧坚实的当下，此次爆发的年内第 14 起债券违约事件一如市场预期，并未引起多大波澜，9 日债市收益率整体延续下行态势。对此市场人士认为，在相对平静的信用基本面以及强大的配置压力驱动下，近两周信用债市场延续上涨势头，但这并不意味着违约风险已经远离。总体来看，后续低等级债券集中到期、信用评级下

调或继续发酵、供给侧结构性改革持续推进等因素交织在一起，可能导致信用风险的进一步释放。

业内人士指出，2016 年以来，在供给侧结构性改革全面推进、去产能、破除刚兑的大背景下，债券市场信用风险已出现加速爆发的发展趋势，债券违约呈现出违约事件增加较多、涉及行业和发行主体不断扩大等特征，下半年债市违约风险或进一步上升。

据国金证券统计，2016 年 1-7 月份的违约债券个数和规模均超 2014、2015 年两年之和。2014 年、2015 年、2016 年 1-7 月违约的债券个数分别为 1 个、9 个、16 个；违约涉及的规模分别为 10 亿元、96.7 亿元及 137 亿元。此外，2016 年评级下调次数大幅上升，信用风险加剧。2013、2014 和 2015 年主体评级下调次数依次为 121 次、120 次、170 次，而今年 1-7 月就达到了 193 次，是历年来的最高点。

分析人士认为，如果经济较长时间内处于“L”型的底部，企业整体的经营情况无法得到改善，信用风险将持续存在，后续债券违约的压力仍然较大。尤其短期来看，债券集中到期将加大发行人的流动性压力，或引发更多信用违约事件的爆发。

“存量信用债发行人中，若无法得到银行增量的授信规模，至少有 1%(即超过 1600 亿)的债券将立即面临无法付息的违约风险。即使在总体信贷政策平稳的背景下，随着传统行业产能出清的深化，仅钢铁、煤炭、水泥三个行业的债券违约都可能推动市场违约率上升至 2%-3%。实际的违约水平将高度依赖于银行的信贷政策和政府的债务处置态度和方式。”申万宏源表示。

国金证券提醒投资者，今年下半年信用债券面临着集中兑付风险，叠加企业信用债发行遇到一定的瓶颈，下半年公司通过债券市场的再融资将减少，部分企业债务集中兑付的压力较大。

机会亦在酝酿

“一边垂涎信用债的高收益，一边又担心信用风险的暴露。”这句话道出了近期信用债投资者的纠结心态。分析人士指出，在资产配置荒背景之下，国内债券市场上收益较高且风险较低的资产普遍缺乏，倒逼投资者降低收益率要求或者在提高风险偏好的前提下寻找收益可观的资产。在“僧多粥少”的背景下，高收益债券和违约债券亦可能成为未来值得挖掘的另类投资品，尤其是违约债券的增

多为充分挖掘困境债券市场提供了机会和可能。

一方面，随着债券市场违约常态化，确保不发生系统性金融风险成为央行的底线，系统性大面积爆发违约事件的概率不大。另一方面，从债券的违约处置进展情况来看，上半年以来多数民企已最终通过债务重组、银行支持等完成兑付。尽管债务处置面临多方博弈，短期均衡路径难辨左右，但其中也不乏博弈超额收益的机会。

据中债资信介绍，国内违约债券投资策略主要包括以交易为导向的被动策略和“债进股退”的主动策略这两种模式：前者主要注重交易机会，发现被低估折价债券的投资机会但不参与提高困境公司价值的活动；后者通常以债券持有人的身份参与债权人会议，通过行为来影响违约债券的价值实现，具体细分为控制型和非控制型。

“当评级下调、风险公告以及抛售压力等不利因素纷纷来袭，债券价格大幅下跌，而情绪修复、回售兑付落实公告等落地后，价格会出现短期回升的走势。因此在交易价格的剧烈波动中，蕴含着从低位介入的投资机会，譬如 11 蒙奈伦债被鹏元下调评级后跌至 60 元附近，在投资者买盘推动之下后债券价格一路高涨，截至停牌前已经超过 90 元。”中债资信表示。

◆【民间投资准入限制应尽快放开】

（中国证券报）今年以来，我国民间投资增速出现断崖式下跌，与全国固定资产投资的增速差持续扩大。受“衰退型贸易顺差”的影响，我国由过去的“投资+出口”双驱动模式，转变为主要依靠投资拉动经济的增长。而在投资中，民间投资自 2010 年以来就占据了全国固定资产投资的半壁江山，并在 2012 年之后达到了 60%以上的份额。此外，与国有投资相比，民间投资具有明显的“顺周期”特征。为此，民间投资的波动不仅对全国固定资产投资具有决定性的影响，更代表着市场运行的风向。

面临“投资瓶颈”问题

民间投资快速下行，主要有以下几方面的原因，一是来自制造业增速“快速下降”和基础设施“投资瓶颈”的双重挤压。在我国工业品出厂价格持续下滑，以及 2016 年“去产能”进一步推进的背景下，我国制造业投资增速大幅下滑。问题是在制造业领域，民间资本占据着绝对的比重，截至 2016 年 6 月末，民间投资

的比重高达 86.61%，这意味着制造业投资增速的大幅下滑对民间投资的影响是决定性的。

在基础设施领域，民间投资自 2016 年年初发生了重大变化：增速在年初出现“断崖式”下跌，从 2015 年年底的 28.61%跌至 2016 年 2 月的 10.78%；而非民投资（主要为国有投资，其中包含少量海外投资和港澳台投资）增速从 2015 年年底的 13.04%跃升至 2016 年 3 月的 22.71%。此后，民间投资增速在 11.00%附近波动，而非民投资增速保持了较为平稳的上升态势，在 6 月末达到 24.00%。此外，由于民间投资在基础设施投资领域的占比较小，基础设施投资在今年以来的快速增长对民间投资增速的贡献非常有限。其中最直接的原因是民间资本在基础设施领域面临“投资瓶颈”问题。

其次，内源性融资不足是民间投资快速下降的重要原因。民间投资具有典型的顺周期特征：随着全国经济增速持续放缓，盈利项目减少，企业的利润率和投资回报率不断下行，民间投资的能力出现弱化。在我国，由于民营企业外部融资的溢价较高，其投资的资金来源一直以自筹资金为主体。在我国固定资产投资的资金来源中，自筹资金所占的比重在近些年一直处于 60%至 70%的区间内波动，这意味着民间投资中自筹资金的比重至少不会低于这个区间。但在今年年初，固定资产投资资金来源中的自筹资金增速发生大幅下滑，从 2015 年 12 月末的 9.50%垂直跌落至 2016 年 2 月的-3.10%，之后虽有反弹，但力度微弱，截止到 2016 年 6 月末，累计增速仅为 1.40%。从时间上看，这与民间投资增速的“断崖式”下跌是完全一致的。而 2016 年以来，固定资产投资中自筹资金增速的大幅回落导致民间投资增速的断崖式下跌。

第三，基础货币投放渠道的变化对民间投资带来了负面影响。近些年，随着外汇占款的趋势性下降，我国通过结售汇制度投放基础货币的渠道逐渐退出历史舞台。在此背景下，人民银行主要依靠再贷款等方式对宏观流动性进行补充。此前，外汇占款渠道的受益者多为民营企业，多涉及制造业投资、商业物流和房地产投资等。但对于后者而言，人民银行对金融机构的债权快速上升，这提升了人民银行货币政策的自主性，但民营企业因外汇占款下降而减少的流动性很难得到有效补充。这是因为金融机构特别是存款性金融机构出于收益和风险控制的考量，

偏爱有政府背书的国有企业或大型企业。此外，在基础设施或一些重大项目中，国有企业通常成为主力军，这样的背景使得更多的信贷资源流向国有企业。

第四，对外投资增速不断上升，对民间投资有一定的“分流”作用。引起外汇占款增速下滑的另一原因是我国对外直接投资在近些年出现了快速增长的态势，受我国经济下行和人民币贬值预期的影响，很多企业通过换汇到海外进行投资。我国非金融机构对外直接投资的高速增长对国内固定资产投资和民间投资起到了一定的“分流”作用：截止到 2016 年 6 月末，我国对外直接投资的金额占国内固定资产投资和民间投资的比重虽然只有 2.27%和 3.29%；但随着资本账户的逐步开放以及人民币国际化进程的加快，我国对外直接投资的比重会迅速上升，这势必会对国内投资带来不容忽视的影响。

放开投资准入限制

理性看待民间投资回落，慎用扩张性货币政策。在经济下行时期，企业的利润率和投资回报率不断下行，民营企业减少投资是“顺周期”的理性行为。2016 年以来，民间投资增速“顺周期”大幅下滑，国有投资步入“逆周期”的快速上升通道。然而，国有投资是否能再次带动民间投资回转？答案或许并不乐观。在民间投资中，资金的主要来源是自筹资金，特别在经济下行时期，民营企业的外部融资条件是非常苛刻的。民营企业在次贷期间和目前的运行背景有着较大的区别：次贷期间，虽然我国的外汇占款有所下滑，但其增速仍然在 20%左右的高位波动，此外在固定资产投资的资金来源中，自筹资金的增速在 30%附近波动。为此，在国有投资的带动下，民间投资可以较快地恢复前期水平。但在近些年，特别是 2016 年以来，外汇占款增速跌至 0 值附近，固定资产投资中的自筹资金成负增长状态。这决定了民营企业至少在短期内没有充足的资金跟进国有投资，并出现反转走势。

为民间投资进入高端产业营造公平的市场环境。我国高端服务业发展相对滞后，例如由于我国第三产业中包含了大量的低端服务业，其劳动生产率一直低于第二产业，相对劳动生产率一直在 70%至 90%的区间波动，这意味着第三产业比重的不断上升，势必降低全国的劳动生产率。此外，虽然我国的货物贸易一直保持着巨额贸易顺差，但服务贸易却存在大量的贸易逆差，并且在 2016 年以来持续负增长，这意味着国内对于服务业，特别是高端服务业的需求无法得到有效满足，

这与我国目前的消费需求不足形成鲜明对比。其症结在于民间投资多集中于制造业和低端服务业，在水利、教育、卫生、金融等领域的“准入门槛”非常高。为此，无论是为了扩大民间投资，还是为了拉动经济增长，尽快降低民间投资的准入限制都是核心要务。

笔者认为，解决上述问题应从两方面入手：一是将放松服务业管制落到实处。国家在近些年出台多部鼓励和扩大民间投资的政策举措，但服务业相关领域的准入限制尚未得到有效突破。这就需要从制度层面进行推进，即加快建立民间投资市场准入的负面清单；对于非负面清单的项目，政府实行备案制，并加强事中和事后的监管。二是从多方面完善现行的 PPP 模式。PPP 模式的初衷是吸引社会资本进入基础设施和社会公共事业领域，但在实际操作中却让国有企业唱主角。完善 PPP 模式的主要思路包括：加快推进 PPP 的法治建设，加强政策协调统筹，落实好财政支持，使 PPP 基金财政奖补等政策落到实处。

依靠减税提升民营企业的盈利能力，并注重引导产业发展。加大财政政策的支持力度，对非金融企业进行大规模减税，一是可以增加企业的利润，进而提升企业的投资能力；二是可以吸引国外投资，弥补我国对外投资快速上升对国内投资产生的分流作用。此外，要注重通过差别化的税收减免政策，引导民间资金流向符合产业发展方向的领域，例如高端制造业和高端服务业。

◆【重庆国企改革红利持续释放】

作为老工业基地的重庆，重点领域的改革亮点频现：积极搭建国有资本投资运营“3+3+1”平台，推进建工股份等国企优质资产证券化，加大供给侧改革力度，加快僵尸企业和空壳企业处置……今年以来，重庆市以资本为纽带、以重组为主线，围绕增强国有企业活力、提高国有资本运营效率，不断深化国企国资改革，改革红利得到有效释放。今年上半年，重庆市国有企业实现利润总额 185 亿元，同比增长 13.6%。按照重庆市政府的规划，未来 5-10 年，重庆 40 来个国企集团会调整到 30 个左右，20 多个国企集团将实现整体上市。

搭建国资投资运营平台

在管资本方面，重庆市以资本为纽带，以产权为基础，积极探索国有资本运营的有效模式。

重庆市国资委相关负责人介绍，重庆市按现有集团改组为主、新设为辅，搭建了国有资本投资运营“3+3+1”平台。将渝富集团、水务资产公司、地产集团3户企业改组为股权类国有资本运营公司。将机电集团、化医集团、商社集团3户企业改组为产业类国有资本投资公司。新设立1户渝康资产经营管理公司，专司不良资产的处置和经营管理。

目前，重庆渝富集团已具国有资本运营公司构架，在改组建设国有资本运营公司试点过程中，通过运用资本市场、基金、AMC等运营工具，着力打造上市公司集群，在运营好8户控参股上市公司股权的同时，推进渝富集团及所出资企业加速上市。更加注重运用资本市场工具实施增量投资，运用多层次资本市场开展IPO、定向增发、二级市场减持，推动资本价值形态转换，实现国有资本循环流动增值；在实施自有资本直接投资的基础上，更加注重运用基金引导投资方式。重点运营以战略性新兴产业股权投资基金为代表的产业基金群、以中新互联互通基金为代表的开放型基金群、以国企并购重组基金为代表的供给侧结构性改革基金群、以高科技创新投资基金为代表的风投基金群；创新运用AMC金融业务资质，发挥资本运营与AMC的协同效应，探索运用“综合性交易+创新型交易”模式，批量收购处置地方金融不良资产、市场化经营流动性较弱股权。

重庆机电集团积极布局五大新产业，扩展市场逐步转型升级。一是智能制造，二是轨道交通，三是电子信息产业，四是通用航空产业，五是风电产业。

重庆化医集团正构建“股权投资+资本运营”的国有资本投资运营模式，以医药、盐业、化工三大产业为核心开展主业及相关多元化投资，在坚持核心企业控股或控制地位的前提下，逐步降低国有股权比例，逐步增加对生命科学领域、特种精细化工、化工新材料产业的投资、股权并购，通过市场化手段实现医药、盐业、化工及相关产业的国有资本归集。

资产证券化快马加鞭

重庆市国资委曾提出，2/3左右国有企业发展成为混合所有制企业，适宜上市的企业和资产力争全部上市，80%以上的竞争类国有企业国有资本实现证券化。

在推进国企混改方面，重庆市通过扎实推进PPP投融资项目，推动国资国企混合所有制改革。据了解，现阶段市属国有投融资集团正在推进的项目有12个，已经实施的PPP项目6个，总投资约246多亿元。2016年拟重点推进的PPP项目

有 13 个，项目总投资约 613 亿元。主要包括城市路桥项目郭家沱、水土、蔡家大桥等，高速公路南大、渝黔扩能、黔石路，轨道交通 9 号线，土地整治大学城 W 分区等项目。一季度 200 亿元基础设施(轨道、交通)PPP 产业基金落地，城投集团出资 40 亿元，与建行、工行、平安银行、重庆城投建信 PPP 产业基金管理公司等共同组建。

同时，重庆市属国企正进一步发力。据了解，重钢集团目前结合重钢非钢子公司发展方案，着重要求各子公司，根据自身实际分别采取增资扩股或部分股权转让等方式，引进核心技术或资金，增强企业实力，并通过其他投资者特别是民营投资者的进入，转换企业体制机制，促进企业发展。

在提高证券化率方面，重庆市长黄奇帆近日在全市部分国企改革发展专题会议上曾指出，要加快推进国企优质资产证券化，充分整合国有企业的各种优势资源，促进全市各类企业共同发展。

目前重庆市正积极推进建工股份 A 股、川仪微电路新三板挂牌上市，完成重庆百货定向增发，建峰化工重组医药股份、渝三峡重大资产重组取得重大进展，完成庆铃股份回归 A 股和城投金卡、三峰环境、民生公司 A 股材料申报，完成登康公司、天友乳业上市方案制定，启动综西贸易、西昌矿业、通航集团股改。

“瘦身健体”在行动

在推进供给侧结构性改革方面，重庆市属国企加快僵尸企业和空壳企业处置，积极推动企业瘦身健体。

目前重庆市已进入破产程序的企业 8 户，正启动破产程序的企业 28 户。重点清理了重钢集团、能源集团、粮食集团、化医集团、交通开投集团、旅投集团 6 户企业闲置存量土地 3.9 万亩，按照自行盘活、与区县政府协商回购或储备、由地产集团收储等方式制定了处置方案，正在加快推进。重点推动重钢集团、能源集团 2 户企业的钢铁、煤炭产能化解。

重庆钢铁集团、重庆能源集团、重庆化医集团等在去产能方面取得积极成效。

在结构调整优化国资布局方面，重庆市提出，将重组整合市属国有房地产企业，除地产集团所属的康田公司、城投集团所属的渝开发公司、建工集团所属的房地产公司保留外，其余房地产企业原则上退出，不再新投资国有房地产企业，控制房地产新项目投资。目前，32 户企业都已提出了初步重组整合思路。

从 A 股市场来看，重庆市具有国企背景的上市公司有 16 家，目前*ST 建峰、渝三峡 A、重庆钢铁等股票均已停牌进入重组程序。重庆钢铁 8 月 4 日发布公告指出，公司拟购买的资产为重庆渝富资产经营管理集团有限公司股权。

齐鲁证券认为，展望重庆国企改革，有三条主线值得把握：一是国有企业股权多元化，通过引入增量或转让减持的方式实现投资主体多样化；二是股权激励，形成资本所有者与劳动者的利益共同体；三是提升资产证券化率，包括整体上市、兼并重组等，以加快完善现代企业制度。对于传统工业企业，关注公司转型发展、并购重组的可能性；对于经营状况良好的成长型公司，为保持公司健康较快发展，关注员工持股、股权激励和混改措施的实施；而对于集团唯一上市平台，关注集团内与其主营业务关联度高的兄弟公司资产注入的可能性，降低同业竞争提高公司竞争力，实现集团整体上市；对于拥有多家上市子公司的，业绩突出、盈利状况良好的，关注集团内业务整合，业绩较差的可能成为资产运作的重点标的。

◆【兼并重组提升新三板流动性】

2016 年是新三板并购元年。新三板作为中国资本市场改革创新的试验田，承载着“大众创业、万众创新”的重任。继分层制度和做市商制度之后，并购重组或成为新三板市场发展的第三次历史性机遇。

随着经济结构的调整，去除过剩产能和发展新兴产业都使得并购市场需求巨大，A 股上市公司并购重组意愿不断增强。同时，并购重组也是解决新三板市场中有价无市以及缺少对手盘的“僵尸股”问题的重要方式，而且能够提升企业的估值水平，提升市场的流动性。

民生证券总裁助理管清友认为，一方面，并购重组能够释放创新层优质股票的流动性，让融资更容易；另一方面，对有希望划到创新层的企业来说，其并购重组的动力更加充足，大量处于基础层的企业有可能成为被并购的对象。

兼并重组在提升新三板挂牌公司流动性的同时，也是 A 股公司通过横向、纵向收购壮大自身实力，构建完整产业链的过程。A 股上市公司在谈及缘何布局新三板企业时，大多提到了“双方产业协调互补”、“符合产业转型升级”、“促进未来战略布局”等原因，十分看重相关交易标的企业与自身产业契合度，以及是否能够为后期转型升级提供实质性帮助。

部分 A 股公司以及新三板挂牌公司的兼并重组可以实现在某个细分行业的垄断地位。总之，不管是新三板企业还是 A 股公司，未来并购重组不会仅限于新三板市场内部的并购，也不会局限于 A 股公司收购新三板挂牌公司。新三板挂牌公司可能“不做猎物做猎人”，反过来收购 A 股公司。如九鼎投资收购中江地产，信中利子公司收购深圳惠程。

稀缺标的有望成为并购热门。新三板市场挂牌企业数量众多，但多数企业规模和质量与 A 股公司同类型公司相比依然存在不小的差距，无论是作为并购主体，还是作为被并购标的，在内在价值方面没有特别优势。由于制度优势和极大的包容性，新三板上拥有一批 A 股没有的稀缺性标的企业，如互联网金融、PE 投资机构等。未来这一类有稀缺概念的新三板企业可能会成为收购的主要标的。稀缺性是指部分公司在某些行业具有稀缺性的技术或资产，它已经成为了某个细分行业的龙头企业，这样的公司很可能被主板公司并购。

◆【山西成立投贷联盟】

（山西日报）8 月 9 日，在山西银监局牵头下，山西投贷联盟在太原正式成立，意在探索“投贷联动”新模式，缓解省内科技创新企业和初创期企业融资之困。初始成员包括 7 家银行、5 家投资机构。

所谓投贷联盟，顾名思义是基金等投资机构和银行机构之间的联盟。目前，山西投贷联盟的银行成员有招商银行、浦发银行、民生银行、兴业银行、中信银行和晋商银行、晋城银行。投资机构成员有科创嘉德、红土投资、科伟投资、科技基金、高新股权。

科技创新企业和初创期企业融资难，一个重要的原因是轻资产、无抵押，难以满足银行信贷要求。山西投贷联盟成立后，银行评价融资一改偏重担保的旧标准，将充分考察企业的成长性及发展潜力。

联盟约定，太原高新区、太原市科技局会同省高新技术创业中心，筛选企业信息，发布推荐企业名录及支持政策；银行、投资机构开展项目联合尽调、联合评审，在满足风控的前提下优先支持推荐企业；建立“政府引导基金+投资机构+银行”的融资结构；太原高新区引导政府性融资担保机构为推荐企业提供担保增信，降低或取消担保机构盈利要求，担保费率设定低于商业性融资担保机构费率；

银行机构将建立科学合理的信贷风险定价机制，合理设定科创企业贷款风险容忍度；为推荐企业贷款形成的风险损失，由政府风险补偿基金优先补偿等。

山西银监局表示，将支持工作成效明显且符合条件的法人银行业金融机构积极争取投贷联动业务试点资格。当天，2 家银行、2 家投资机构与 4 户科创企业进行了投贷联动项目对接并签订了合作协议。

◆ 【场外交易市场】

◆【齐鲁股权交易中心第十一期网上投融资对接会——德州专场成功举行】

2016 年 8 月 4 日，齐鲁股权交易中心、深圳证券信息有限公司主办，中国高新区科技金融信息服务平台、德州市金融工作办公室、德州经济技术开发区管理管委会承办的齐鲁股权交易中心第十一期网上投融资对接会-德州专场在德州运营中心成功举行。

本次路演活动得到了深交所证券信息有限公司和中国高新区科技金融信息服务平台的鼎力支持和指导，本次路演活动采取“现场路演+网上路演”方式，向全国的专业投资机构进行推介，以经济、高效、透明的方式促进投融资信息对接，路演全程将通过 www.chinahtz.com 向全国的创投机构、上市公司等视频播放。

“企业路演”环节，来自德州的 5 家企业——山东奥冠新能源科技有限公司、德州东帝光电科技有限公司、山东麦琪食品股份有限公司、振飞光纤技术有限公司、山东奇威特太阳能科技有限公司进行了路演，每家企业由创始人现场讲解 15 分钟，后 5 分钟由专家点评，从企业投资价值、发展趋势等方面进行了精彩点评和互动。

为更进一步服务好山东省中小微企业，齐鲁股权交易中心近年来不断做精做实路演服务。一方面，由齐鲁股权交易交中心与深交所证券信息有限公司合作举办企业常态化网上投融资对接会，通过深交所支持下的常态化路演的尝试，积极探索与深交所信息有限公司建立“山东中小企业创新创业路演中心，通过路演平台“搭台”，齐鲁股权交易中心积极与当地政府和合作机构 “唱戏”，目前已在济南、青岛、潍坊、济宁、烟台、淄博等地举行了 10 场路演活动，服务企业 70 余家，通过路演平台已实现股权融资 2.1 亿元。

服务大众创业，万众创新，进一步践行山东省金融改革的宗旨和要求，着力打造创新创业企业综合路演服务平台，齐鲁股权交易中心综合金融创新服务无止境！

◆【全国首家省级股权投资母基金联盟在武汉正式成立】

（证券时报网）近年来，各地政府积极创新财政投入方式，相继设立了一批政府股权投资引导基金，引导基金资源存在不够集中的情况。为进一步集成各级政府引导基金资源，促进引导基金管理的市场化、专业化、产业化，应省内外引导基金管理机构的要求，湖北省创业投资同业公会牵头组织成立了引导基金专业委员会暨湖北股权投资母基金联盟，这在全国尚属首家省级母基金联盟。

8 月 10 日，湖北股权投资母基金联盟暨湖北省创投同业公会引导基金专业委员会发起仪式在武汉举行。湖北股权投资母基金联盟的目标旨在发挥行业与政府间桥梁与纽带作用，促进湖北股权投资母基金事业规范、健康发展；建立联动机制，实现政府引导基金“国家-省-市”上下联动；共同引进国内外知名 GP 和社会资本落地湖北、深耕湖北，力争“十三五”期间共同筛选、培育 200 家知名 GP，共同发起设立子基金规模超 2000 亿元。

该联盟由湖北省级股权投资引导基金联合湖北省创投引导基金及武汉市、宜昌市、襄阳市、孝感市、荆门市、十堰市等政府引导基金和优选成长、德聚基金等市场化母基金共同发起组成，规模达 400 亿元。

◆【央行“点赞”青岛财富管理金改区:可复制 可推广】

（青岛财经网）记者 9 日自市金融办获悉，日前，中国人民银行发布《2015 年中国区域金融运行报告》，作为全国唯一一个以财富管理为主题的金融综合改革试验区，青岛形成一批财富管理可推广经验在报告中被提及。

央行在报告中指出，“区域金融改革继续推进。四个自贸区和五个国家级金融综合改革试验区在跨境人民币业务、财富管理、农村金融服务和沿边地区对外经贸往来便利化等方面开展了有益探索，形成了一批可复制、可推广的经验。”

2014 年 2 月，中国人民银行等十一个部门联合下发了《关于印发青岛市财富管理金融综合改革试验区总体方案的通知》，标志着青岛市财富管理金融综合改革试验区正式获国家批复，青岛也由此成为我国以财富管理为主题的金融综合改

革试验区。获批两年多来，青岛财富管理金改区加速推进，各项创新政策深入实施。上半年，我市以市政府名义向相关国家部委报送财富管理试验区第二批创新政策清单，扩大跨国公司外汇资金集中运营试点、推进人民币资本项目可兑换改革、设立全牌照合资证券公司、外资控股基金管理公司和公募基金管理公司等20多项试点政策获得国家支持，将陆续推进落地实施。此外，合格境内外有限合伙人等创新试点政策扎实推进，3支QFLP跨境基金进入工商注册程序。

示范效应显现成为青岛财富管理金改区的一大特色，在试验区先行先试的推动下，我市成为全国首个也是目前唯一一个允许境内企业从韩国银行机构借入人民币资金的试点地区，获批范围覆盖财富管理改革试验区全域，试点以来融入境外低成本资金超过25亿元人民币元，目前此项试点政策已顺利推广到山东全省。

财富管理金改区获批两年多来，我市金融行业财富管理业务指标均实现大幅增长，为社会财富保值增值发挥了积极作用。统计显示，上半年，全市银行理财产品存续金额达到2760.35亿元，同比增长38.68%;全市银行机构累计销售理财产品金额为2746.8亿元，同比增长55.68%;全市私募机构达到134家，管理规模达到178.31亿元，同比增长115%;全市信托资产总额达到1639.7亿元，同比增长51.03%。

财富管理金改区获批两年多来，我市以财富管理为特色的金融业不断壮大，来自市金融办的数据显示，上半年，全市金融业实现增加值294.21亿元，同比增长8.5%，高于全市GDP增速1.1个百分点;金融增加值占全市GDP比重比年初提高0.2个百分点，达到6.5%，占全市服务业增加值比重比年初提高0.6个百分点，达到12.6%。上半年，全市新增金融机构8家，总数达到229家，法人金融机构达到25家。银行、证券、保险、基金、财务公司、消费金融公司、私人银行机构、财富管理公司等各类金融机构竞相聚集，进一步形成传统、新兴金融机构、财富管理机构多层次财富管理机构体系。

◆【三因素筑新三板"并购池" 双向并购频现】

(证券日报)今年以来，由于经济转型升级、政策推动、新三板交投和融资低迷三重因素叠加，新三板正在成为资本市场并购“狩猎场”，高性价比的“并购池”已经形成。

据广证恒生研究统计，以首次公告日为标准，剔除掉同一并购事件和借壳的案例后，截至 8 月 8 日，新三板市场上共发生 229 起上市公司并购挂牌企业的事件，其中 100%并购 48 起。2016 年发生的 44 起并购中有 9 起 100%并购事件。从数量上看，上市公司并购挂牌企业呈逐年递增的趋势。

“目前整个资本市场处于并购活跃期，而新三板已经成为并购与被并购‘风暴中心’，未来一段时间，新三板市场将成为并购与被并购的输出平台。” 一位来自华东的券商人士在接受《证券日报》记者采访时比喻。

三重因素叠加促成并购潮

目前，在经济转型升级以及去产能过程中，由于新三板市场挂牌企业覆盖的业务类型越来越丰富，大部分是创新型的高新技术企业，具有一定的成长性。因此，当前不少上市公司已经将新三板作为实现产业协同的“并购池”，并购新三板企业案例频发。

昨日，由中国社会科学院金融研究所、特华博士后科研工作站和社会科学文献出版社发布的《新三板蓝皮书：中国新三板市场发展报告(2016)》指出，目前，新三板市场已成为 A 股上市公司并购标的的重要来源，这既与 A 股上市公司处于并购热潮有关，也与新三板市场自身的吸引力有关。新三板市场的细分行业种类非常丰富，能为 A 股上市公司提供质地优良、体量适中的投资标的。而且在经历过股改和挂牌后，新三板挂牌公司的规范性、财务透明程度都有大幅度的提升，能够降低收购方的搜寻和交易成本，提高并购效率。

广证恒生首席研究员官袁季在接受《证券日报》记者采访时表示，上市公司通过并购同一行业中优质的企业，更加快速地发展自身业务，产生协同效应。

在政策层面，国务院印发的《“十三五”国家科技创新规划》提出“强化全国中小企业股份转让系统融资、并购、交易等功能”。业内人士认为，规划将推动新三板市场全面发挥定价以及资源配置功能。

除了经济转型升级、传统产业去产能的客观需要以及政策推动两大因素之外，目前新三板市场交投、融资低迷也促成了并购机遇期。

市场低迷引发并购主体关注

“未来会有越来越多的上市公司通过并购新三板企业实现业绩增长，竞合谋求共赢。”袁季表示，2015年由于市场发展景气度较高，新三板企业主动发起并购的案例比较多，而2016年以来由于市场低迷，新三板企业被并购的几率在上升。

自今年3月份以来，新三板单月成交量已经从3月份的168.79亿元连续下滑至7月份的114.38亿元。同时，三板做市指数自今年5月27日以来，一直震荡下行，8月8日，三板做市指数盘中最低下探至1091.09点，刷新18个月新低。

袁季指出，根据Wind数据库的数据，新三板的股票市盈率（TTM，算数平均法）为29.05，相比中小企业板的172.71和创业板的117.05，新三板企业整体估值偏低。这时在价格合理的情况下，主板企业将可能直接控股企业以期获得并购更大的协同效应。

同时，新三板企业增长态势良好，成长性优于创业板。根据广证恒生5月2日发布的研究报告中的数据，已公布年报的6883家新三板企业2015年实现营业总收入较2014年同比增长16.58%；实现净利润较2014年同比增长40.41%；从企业归母净利润增长率上看，新三板企业有多达2342家企业净利率增长率在100%以上，占比达34.02%。而同期创业板企业有72家净利润增长在100%以上，占比为14.82%。从总体上看，有5719家企业归母净利润为正，占新三板企业83.09%，延续良好的增长态势。以净利润增长衡量的盈利能力成长性来看，新三板企业要好于创业板企业。

目前，越来越多的上市公司通过参股、控股挂牌企业来布局新三板市场。Wind统计数据显示，截至2016年7月18日，新三板企业前十大股东中有上市公司的企业一共有269家（剔除前十大股东中上市公司都是券商的企业），其中创新层企业有56家，231家上市公司位于新三板企业的前十大股东之列。

新三板企业

主动并购意愿增强

除了被上市公司收购之外，新三板市场还是挂牌公司主动并购的良好平台。一些优质企业挂牌后获得了便捷的融资渠道，增强了资金实力，有能力实现外延式并购，因此在新三板市场内以及主板市场发起主动并购的意愿不断增强。

“市场发展景气度较高的时候，新三板市场交投、融资较为活跃，因此企业通过市场独立发展或者做大做强的意愿强烈，因此被并购的可能性较小，但市场

相对低迷的阶段，由于市场定价功能较弱以及缺乏融资机会，新三板企业被并购的几率则会上升。”袁季认为。

据《证券日报》记者统计，2015 年全年新增 3557 家挂牌企业，定增融资规模达到 1216.17 亿元，是 2014 年融资规模的 9 倍，全年成交规模达到 1910.62 亿元，是 2014 年的 14 倍。由于挂牌企业可通过新三板市场实现融资，有动力和实力去收购同业，进行行业整合，同时这个过程也是促进经济增长的动力。2015 年下半年以来，A 股市场经历异常波动后，不少新三板公司开始反攻 A 股，向上市公司发起并购，从资本生态链中的“猎物”转变为“猎手”。

“随着新三板企业数量迅猛增长，一些优质企业将得到更多并购主体的关注，被并购的几率在不断增大。”袁季认为，而新三板实施分层以后，一方面创新层企业由于经营能力较强以及被关注度较高，部分企业也是细分行业龙头企业，同样也存在主动发起并购的需求，另一方面，创新层企业处于比较关键的发展阶段，迫切希望能够更大规模融资或者进入主板市场，但同时由于 IPO 排队周期较长，因此也不排除被上市公司并购的可能。

社科院报告认为，新三板市场挂牌企业进行资产重组和并购交易有利于进行产业整合，优化市场结构,也非常有利于营造良好的市场环境。随着新三板市场资产重组和并购业务的发展，新三板市场将得到进一步完善。新三板市场将会成为从挂牌展示、价格重估到价值发现的最佳场所，推动并购重组活动蓬勃开展。