

# 齐鲁股权每日金融

2016年8月23日

## ◆ 导航

- 【政策导向】
- ◆ 国务院印发《降低实体经济企业成本工作方案》 证券日报刊文 3 年时间降低实体经济企业六大成本 支持债转股
  - ◆ 上市银行集体打响不良资产阻击战 多采用债转股
  - ◆ 金融监管趋严终成常态 重大改革方案或出台
  - ◆ 山东省财政四措激励推动政府引导基金投资落地

- 【业务参考】
- ◆ 融资担保机构遇冷，上海今年已吊销 17 张融资担保牌照
  - ◆ 债务置换令信贷减速 信用风险阻债市扩容
  - ◆ 央行停发新牌照 第三方支付监管力度空前 80 多家机构仍在排队
  - ◆ P2P 股权质押贷款中需注意的三个法律问题

- 【场外交易市场】
- ◆ 新三板估值触底？挂牌后估值反降
  - ◆ 生无可恋不如分手？184 家公司谋求逃离新三板
  - ◆ 日照市融资性担保行业稳步健康发展
  - ◆ 寿光市明确四项重点推进融资机制创新
  - ◆ 交易商协会召开银行间债券市场做市业务自律规则发布大会

## ◆ 【政策导向】

### ◆ 【国务院印发《降低实体经济企业成本工作方案》 证券日报刊文 3 年时间降低实体经济企业六大成本 支持债转股】

国务院近日印发《降低实体经济企业成本工作方案》(以下简称《工作方案》),提出降低实体经济企业六大成本的一揽子政策。《工作方案》提出,支持有发展潜力的实体经济企业之间债权转股权。

去年底召开的中央经济工作会议把“降成本”作为今年经济社会发展特别是供给侧结构性改革的五大任务之一，并提出要开展降低实体经济企业成本行动。

《工作方案》提出，经过 1-2 年努力，降低实体经济企业成本工作取得初步成效，3 年左右使实体经济企业综合成本合理下降，盈利能力较为明显增强。

对此，国务院发展研究中心产业经济研究部研究员许召元对 21 世纪经济报道分析，这是一个全面的有针对性的政策方案，出台的时间比较及时，有助于企业降成本、提效益。

《工作方案》提出，努力降低企业的税费负担、融资成本、制度性交易成本、人工成本、用能用地成本、物流成本等六大成本。

首先是税费负担合理降低。全面推开营改增试点，年减税额 5000 亿元以上。

许召元分析，在营改增推进的过程中，整体有利于帮助企业减轻税负，不过各个企业的感受不同。“在清理规范涉企政府性基金和行政事业性收费上，未来还有很大的为企业降成本的空间。”

国务院要求，将国内植物检疫费、社会公用计量标准证书费等 18 项行政事业性收费的免征范围从小微企业扩大到所有企业和个人。全面实施涉企收费目录清单管理。取消大工业用户燃气燃油加工费等地方违规设立的政府性基金。

其次，有效降低企业融资成本。国务院提出，保持流动性合理充裕，营造适宜的货币金融环境。通过差别准备金率、再贷款、再贴现等政策引导银行业金融机构加大对小微企业、“三农”等薄弱环节和重点领域的信贷支持力度。发挥开发性、政策性金融作用，为基础设施建设和重要战略性新兴产业发展提供长期低成本资金。

值得注意的是，《工作方案》提出，支持有发展潜力的实体经济企业之间债权转股权。

“债转股本质上是把短期的债权变为长期的股权，但这通常不太符合金融机构的利益。”国务院发展研究中心金融研究所副所长陈道富对 21 世纪经济报道表示，如果企业没有发展潜力，债转股很有可能变成变相的“兜底”。

陈道富指出，债转股不应通过命令方式而应基于双方自愿推进。

第三，制度性交易成本明显降低。清理废除地方自行制定的影响统一市场形成的限制性规定，加快放开垄断行业竞争性环节。开展市场准入负面清单制度试点，从2018年起正式实行全国统一的市场准入负面清单制度。

21世纪经济报道获悉，国家已在天津、上海、福建、广东4个自由贸易试验区所在省级行政区启动市场准入负面清单试点，试点到2017年年底。

第四，合理降低企业人工成本。《工作方案》提出，从2016年5月1日起，对企业职工基本养老保险单位缴费比例超过20%的省份，将单位缴费比例降至20%，单位缴费比例为20%且2015年底企业职工基本养老保险基金累计结余可支付月数超过9个月的省份，可以阶段性将单位缴费比例降低至19%；将失业保险总费率阶段性降至1%-1.5%，其中个人费率不超过0.5%。以上两项社保费率降低期限暂按两年执行，具体方案由各省(区、市)确定。

国务院提出，对住房公积金缴存比例高于12%的一律予以规范调整，不得超过12%。从2016年5月1日起两年内，由各省(区、市)结合实际，阶段性适当降低住房公积金缴存比例。

再者，进一步降低企业用能用地成本。企业用电、用气定价机制市场化程度明显提升，工商业用电和工业用气价格合理降低。

“我们在调研中有不少企业反映，作为发电主要原料的煤炭价格接近下降了一半，但工商企业的用电价格下降的比例并未与此匹配，煤电价格联动机制有待完善，企业的用电成本还有很大调整空间。”许召元介绍。

第六，较大幅度降低企业物流成本。社会物流总费用占社会物流总额的比重由目前的4.9%降低0.5个百分点左右，工商业企业物流费用率由8.3%降低1个百分点左右。

此外，《工作方案》提出，各部门、各地区要根据本方案抓紧制定实施细则，并在2017年3月底前进行一次政策落实情况评估。

### **证券日报：用3年时间降低实体经济六大成本 支持债转股**

《降低实体经济企业成本工作方案》，对今后一个时期开展降低实体经济企业成本工作作出全面部署。《方案》提出有效降低企业融资成本，明确完善证券交易所市场股权融资功能，规范全国中小企业股份转让系统(新三板)发展，规

范发展区域性股权市场（“四板”）和私募股权投资基金等措施。另外，特别提到支持有发展潜力的实体经济企业之间债权转股权。

“这一次国务院针对企业总体融资成本的降低，可以说是多管齐下，通过推进发展股权融资、设立民营银行等多方面措施，来解决资金来源成本过高问题。”齐鲁股权交易中心首席研究员高鹏飞在接受《证券日报》记者采访时表示。

《方案》提出的目标是，经过1年至2年的努力，降低实体经济企业成本工作取得初步成效，3年左右使实体经济企业综合成本合理下降，盈利能力较为明显增强。其中包括税费负担合理降低、融资成本有效降低、制度性交易成本明显降低、人工成本上涨得到合理控制、能源成本进一步降低、物流成本较大幅度降低。在货币环境层面，《方案》明确要求“保持流动性合理充裕，营造适宜的货币金融环境”。通过差别准备金率、再贷款、再贴现等政策引导银行业金融机构加大对小微企业、“三农”等薄弱环节和重点领域的信贷支持力度。

高鹏飞表示，从短期来说，就是通过积极的货币政策、更加灵活的商业银行考核体系，来解决资金来源过高的问题。同时，通过降低融资中间环节费用，加大融资担保力度来降低资金中介费用过高的问题。

在直接融资环节，《方案》要求大力发展股权融资，合理扩大债券市场规模。完善证券交易所市场股权融资功能，规范全国中小企业股份转让系统（“新三板”）发展，规范发展区域性股权市场（俗称“四板”）和私募股权投资基金。改革完善公司信用类债券发行管理制度，合理扩大债券发行规模，提高直接融资比例。加快债券产品创新，发展股债结合品种，研究发展高风险高收益企业债、项目收益债、永续债、专项企业债、资产支持证券等。

高鹏飞表示，《方案》专门提出了发展股权融资和债券融资这两个最主要的直接融资手段，具体来说就是完善现有的交易所市场功能，盘活存量。同时推动区域市场和私募基金发展可以带来新增量的市场和机构的发展。

“推动四板市场和私募基金两个增量部分发展，从长期来看，将在降低中小企业成本层面起到决定性作用。”高鹏飞表示。

《方案》提出稳妥推进民营银行设立，发展中小金融机构。推进已批准民营银行的筹建工作，引导其积极开展业务；稳妥推进民营银行发展，成熟一家、设立一家。

高鹏飞认为，目前我国既存在金融结构失衡问题，也存在银行等提供间接融资的机构数量不足的问题。推进民营银行设立，就是在推动更多能提供间接融资的机构数量，提高间接融资的规模和提高间接融资支持实体经济的效率。

《方案》要求，完善商业银行考核体系和监管指标，加大不良资产处置力度。支持和督促商业银行补充资本，按市场化方式及时核销不良贷款，做到应核尽核，增强对实体经济的信贷资金投放能力。适当调整不良资产转让方式、范围、组包项目及户数方面的规定，逐步增强地方资产管理公司处置不良资产的能力，完善不良资产转让政策，提高不良资产转让的效率和灵活性。并且支持有发展潜力的实体经济企业之间债权转股权。

申万宏源相关研报指出，债转股的成功实施需要一系列条件的配合，一是需要专业化的资本进行运作和对接；二是退出需要经济环境和企业经营的好转的配合；三是需要对于转股的目标债权进行严格的甄别。乐观的情形是经济环境配合，专业化的资本对于有前景的企业的关注类或者正常类贷款进行转股，成功运作之后顺利退出。

## ◆【上市银行集体打响不良资产阻击战 多采用债转股】

多采用债转股等方式 上市银行打响不良资产阻击战

截至8月21日，A股17家上市银行中共有江苏银行、平安银行、浦发银行、华夏银行和招商银行五家银行公布了中期业绩报告。五家银行中，除了江苏银行截至2016年上半年末的不良贷款率与年初持平之外，其余四家银行的不良贷款率均呈现上升态势。

业内人士表示，部分地区和行业累积的风险更直接更快速传导到银行信贷资产质量上，预计银行的不良贷款和风险加权资产将呈现快速攀升的趋势，短期内银行业资产质量的拐点难以显现。而在这样的背景下，多家银行已经通过调整信贷投放结构、加速核销存量不良以及资产证券化方式来化解自身的资产质量压力。而中报信息也显示，不少银行希望未来通过试水不良资产收益权转让、债转股等新型方式来化解资产质量压力。

现状

资产质量承压局面一时难变

数据显示，截至 2016 年上半年末，江苏银行的不良贷款率为 1.43%，与年初持平；平安银行的不良贷款率为 1.56%，较年初的 1.45% 上升 0.11%；浦发银行的不良贷款率为 1.65%，较年初的 1.56% 上升 0.09%；华夏银行的不良贷款率为 1.56%，较年初的 1.52% 上升 0.04%；招商银行的不良贷款率为 1.83%，较年初的 1.68% 上升 0.15%。

各个银行中报披露的逾期贷款指标也不容乐观。平安银行中报显示，其逾期 90 天以内贷款(含本金未逾期，利息逾期 90 天以内贷款)余额 210.83 亿元，较年初减少 1.35 亿元、降幅 0.64%；不过其逾期 90 天以上贷款(含本金未逾期，利息逾期 90 天以上贷款)余额 395.82 亿元，较年初增幅 16.33%。数据显示，平安银行 3 个月以上逾期重组贷款和不良贷款的比例仍达到 2.65 倍，比年初的 2.3 倍继续扩大。有分析人士指出，逾期重组贷款反映不良贷款的进程仍未结束，预计银行未来的利润仍会受到侵蚀。

华夏银行中报显示，受经济下行、结构调整、实体经济资金回笼周期延长等因素影响，报告期内逾期贷款余额及占比有所上升，逾期贷款余额 601.30 亿元，比上年末增加 177.82 亿元，占比 5.16%，比上年末上升 1.20 个百分点。

经济下行压力下，传统制造业、批发零售等行业仍是银行不良贷款的主要来源。平安银行中报显示，其不良贷款主要集中在商业、制造业和零售贷款(含信用卡)，占不良贷款总额的 95%，其余行业不良率较低。招行中报显示，其不良贷款增量 77% 集中在制造业、采矿业和建筑业三个行业。招行副行长王良还表示，从企业规模来看，不良来源企业从前几年的中小企业、上下游供应链的贸易型企业，有进一步向大中型企业扩大的趋势。

## 应对

### 全面阻击增量存量不良资产

银监会最新公布的数据显示，2016 年二季度末，商业银行不良贷款余额 14373 亿元，较上季末增加 452 亿元；商业银行不良贷款率 1.75%，与上季末持平。不过，业内人士认为，这并不意味着我国商业银行资产质量已经迎来拐点。

“部分地区和行业累积的风险更直接更快速传导到银行信贷资产质量上，预计银行的不良贷款和风险加权资产将呈现快速攀升的趋势，短期内银行业资产质量的拐点难以显现。”民生银行研究院研究员吴琦表示。

而在这样的背景下，各个银行都把“保卫”资产质量作为自己的第一要务。华夏银行称，不良贷款仍面临上升的趋势，风险防控任务较重。平安银行也表示，本行已采取多种举措，从优化业务方向、提高新客户准入标准、加强风险监测预警、强化催清收等多方面持续改善资产质量。

严格控制增量贷款质量是不少银行共同的选择。招行中报显示，其不良贷款增量 77%集中在制造业、采矿业和建筑业三个行业，由于资产结构持续优化，上述行业贷款总额压缩 7.67%。招行在中报中还提及，“在信贷投放上，着重结构调整，客户拓展实行名单制管理，聚焦于区域优势行业、龙头企业。以铁三角作业模式夯实一道风险防线，实施授信业务经营主责任人制度”、“坚决执行产能过剩、大额民营集团、小企业、民营担保公司等高风险领域的风险压退政策”。

与此同时，几乎所有银行也加大了对存量不良贷款的清收和核销力度。浦发银行上半年经公司董事会审批通过并进行核销账务处理的损失类贷款和其他非贷款资产共 149.59 亿元。平安银行上半年清收不良资产总额 26.43 亿元，其中信贷资产(贷款本金)24.16 亿元。收回的贷款本金中，已核销贷款 6.94 亿元，未核销不良贷款 17.22 亿元。

## **创新**

### **积极试水多样化处置方式**

值得注意的是，不少银行开始密切关注并积极探索一些处置不良资产的新方式。

浦发银行在中报中提及，将根据监管政策导向，在依法合规开展不良资产批量转让基础上，积极探索不良资产收益权转让等新的不良处置路径。银行业信贷资产登记流转中心官网日前正式发布《信贷资产收益权转让业务规则(试行)》和《信贷资产收益权转让业务信息披露细则(试行)》，其中，对不良信贷资产收益权转让的行为予以严格规定。目前第一批 127 家可参与信贷资产收益权转让的试点机构的名单已经划定，包括多家银行和信托公司。

招行也称，创新不良处置方式，提升市场化、多元化处置不良资产的能力，确保资产质量稳定可控。

作为盘活存量不良资产的新方式，多家银行已经试水不良资产证券化。自今年 5 月份不良资产证券化试点重启以来，中行、招行和农行先后发行了共 4 单总

计 40.68 亿元的不良贷款证券化产品。据《经济参考报》记者了解，工行、建行和交行的不良资产证券化产品也均在酝酿之中。中债资信结构融资部资深分析师张子春表示，目前国有商业银行、部分大型股份制商业银行都在积极通过证券化手段处置存量不良贷款，预计未来入池不良贷款类型会有所增加，个人住房抵押不良贷款资产支持证券也有望发行。张子春预计，下半年不良 ABS 的发行总额会超过 70 亿元。

北京大学国家发展研究院博士后冯乾建议，不同规模和类型的银行业金融机构可采取不同的不良资产处置方法。对于资本实力雄厚的大型商业银行，可以采用市场化手段和投资银行业务技巧，以盈利来消化存量不良贷款；对于解决中小微企业融资难和促进区域经济发展的中小商业银行，地方政府可以积极联系财税部门，扩大其不良贷款核销自主权利，尽快化解不良资产风险；对于支持“三农”政策性任务的农村商业银行和农村信用社，可以采取政府财政买单的方式帮助其解决不良资产问题。

## ◆【金融监管趋严终成常态 重大改革方案或出台】

(和讯网)近日，金融监管动作频繁。对此，中信期货研究认为，这显示金融监管氛围从严的趋势明显，也表明了政府及监管机构推进金融监管改革的决心，后期，金融监管加强的趋势仍将持续，金融监管体系改革的步伐将稳步推进。

近期，银监会发布文件要求金融机构开展自查和监查，并加大对 P2P 的监管检查，甚至叫停了第三方联合存管模式；央行为非银行机构续牌照的同时表示不再批新支付牌照，还对几家违规支付机构开出大额罚单；证监会也警告互联网海外证券买卖行为。

中信期货研究分析指出，监管动作频繁显示金融监管氛围从严的趋势明显，这有助于通过加强对 P2P 等互联网金融的管控，有效降低互联网金融的风险，同时，意在降低金融机构混业经营风险，控制金融体系系统性风险，引导金融部门有序去杠杆。

此外，金融监管氛围趋严持续发酵，也表明了政府及监管机构控制经济系统性风险，推进金融监管改革决心。

中信期货研究认为，在我国经济下行、政府稳增长及全面推进改革等政策推行的背景下，金融监管加强的趋势后期仍将持续，金融监管体系改革的步伐将稳步推进。

今年3月，十三五规划纲要有关改革金融监管框架的论述中，明确提出应加强统筹协调；6月20日，金融系统座谈会上，李克强总理提出，根据新形势、新要求，改革和完善金融监管体制。

据了解，金融监管改革将以统筹协调监管作为方向已成共识，具体框架的建立仍存争议，目前，外界普遍认为，即将召开的第五届全国金融工作会议有望出台金融监管重大改革方案。

## ◆【山东省财政四措激励推动政府引导基金投资落地】

（中国山东网）记者从山东省财政厅获悉，为进一步发挥财政政策的激励引导作用，加快省级政府引导基金投资进度，近日，山东省财政建立完善四项激励机制，促进引导基金在项目储备和投资运作上取得积极进展。

### 加快基金出资进度

要求省级引导基金参股子基金全部出资应在3年内到位，其中首期到位资金不低于认缴出资总额的30%。

### 对投资进度快的基金给予奖励

省级引导基金参股子基金年度投资进度超过60%的，给予基金管理机构20万元的一次性奖励；投资进度超过80%的，给予50万元的一次性奖励。

### 鼓励基金加大对科技型中小企业的投资力度

省级引导基金参股子基金对种子期企业单项投资额度由不超过200万元提高到500万元，对初创期企业单项投资额度由不超过500万元提高到2000万元。

### 设立省级科技投资风险补偿资金

省级引导基金参股子基金投资种子期、初创期高新技术企业的，如发生投资损失，省财政对社会资本出资人的实际投资损失，按一定比例给予补偿。单一项目补偿金额最高300万元，单一投资机构年度累计补偿金额最高600万元。其中，投资种子期企业发生的投资损失，按实际投资损失60%的比例给予补偿；投资初创期企业发生的投资损失，按实际投资损失30%的比例给予补偿。

## ◆ 【业务参考】

### ◆ 【融资担保机构遇冷，上海今年已吊销 17 张融资担保牌照】

(蓝鲸传媒) 炎热未散，融资担保机构却感受到了寒意。

蓝鲸互联网金融统计，今年以来，上海市金融办已公开批复的撤销融资担保牌照的机构达 17 家，包括绿地金融和快鹿旗下东虹桥担保。

另据微信号“江苏金融圈”，今年江苏省通过年审的融资担保机构仅剩了 297 家，比 2015 年又减少 20 家。与 2011 年江苏省最高峰时有 863 家相比，现在已经有 66% 的公司关门。其中南京市最高峰时有 90 多家融资担保公司，现在只剩下 27 家，留下的不到三成。

融资担保机构退出既有主动也有被动。

主动退出的原因大多是经营不善或业务收益低。今年，上海绿地金融申请注销融资担保牌照。绿地金融相关人士告诉蓝鲸互联网金融，融资担保的业务收益率属于金融行业偏低水平，但风险较高，收益与承担的风险不匹配，不适应绿地集团发展大金融的战略。

业内人士称，担保行业在很多国家都属于公益金融服务，本身并不盈利，在中国一直是营利性行业，但是在产业链中又处于极度弱势地位。

融资担保机构难以生存的原因一方面是低廉的担保费率往往难以覆盖成本；另一方面银行将风险全部转嫁给担保机构，风险与收益极不对称，一旦风控不严出现几笔代偿，融资担保公司就直接面临关门的危险。

据了解，有些国资背景担保公司把担保费降至 1%，国资公司有财政补贴，收入还可以维持，但是将费率降到如此之低，民营担保公司日子会更加艰难。

低收益让一些融资担保公司铤而走险，违规担保。

为了盈利，一些融资担保公司往往铤而走险自己放贷，一旦出现坏账，担保机构就满盘皆输，引发大量跑路事件，银行也越来越不敢与民营担保机构合作。

据华夏时报，2013 年，江苏国资担保公司中融信佳曝出巨额违规担保案，从当年开始，江苏省开始着手整顿担保业混乱局面。2012 年和 2013 年，分别有 252 家和 127 家公司被取消经营融资担保资质。

大浪淘沙，融资担保公司想转型也并非易事，目前也并未出现成功的转型案例。

有业内人士认为，融资担保公司向要生存当务之急是要提升自己的风控能力。

而在政府层面，对于融资担保一直是积极推进的态度。2015年8月，国务院发布《国务院关于促进融资担保行业加快发展的意见》，称融资担保是破解小微企业和“三农”融资难融资贵问题的重要手段和关键环节，对于稳增长、调结构、惠民生具有重要作用。

为了减轻担保公司的压力，不少省市都由地方财政出资成立各类再担保公司，以微利或零利润原则为担保公司提供再担保服务。

据了解，担保公司分为融资担保和非融资担保两类。融资性担保公司需要经过经信委审批拿到许可才允许营业，非融资性担保公司则只需工商注册即可。

## ◆【债务置换令信贷减速 信用风险阻债市扩容】

(上海证券报)2016年下半年，受国内外复杂动荡经济金融形势的影响，中国经济运行压力依然较大。在稳健的货币政策引导下，信贷增速有望保持相对稳定；债券违约事件频发对债券融资增长不利，股权融资也难以明显扩大，下半年直接融资发展可能承压。全年社会融资规模可能达到17万亿元左右，其中新增信贷约12.5万亿元。下半年货币政策保持稳健、灵活、适度的格局，全年M2增速可能维持在12.5%与13.0%之间。在信用风险上升的背景下，市场利率和贷款利率进一步下降受到制约。

实际信贷增速偏高，直接融资发展承压

2016年上半年，在一季度信贷超预期投放的背景下，前7月新增信贷达7.99万亿元，较去年同期的8.04万亿元少增约500亿元。社会融资规模总量前7月新增10.2万亿元，较去年同期9.51万亿元多增0.69万亿。未来一段时间，外部经济环境较为复杂，国内经济运行压力较大，企业的信贷需求与银行信贷投放的安全边界难以对接，实际信贷投放可能略低于预期。加之企业经营困难所导致的信用风险增加，同时也制约直接融资的发展，企业债发行可能减速。预计信贷投放可能有一定程度的减速，全年总体信贷增量投放约12.5万亿元，信贷仍是社会融资规模中的主要构成部分，全年社会融资增量可能达到17万亿元。

1. 信贷投向受短期热点因素影响较大，考虑债券置换影响后实际信贷增量不低

2016年前7月的信贷数据呈现出几个特点：居民中长期贷款增长较快，1-7月居民中长期贷款新增3.09万亿元，较去年同期多增约1.47万亿元。居民中长期贷款得以快速增长，主要受本轮一线、二线城市房价和销量的大幅上涨影响较大。企业短期贷款受经营状况影响，一直低位运行。企业中长期贷款尽管年初曾连续放量投放，但后继乏力。年初放量主要还是承继前期稳增长政策所刺激的信贷需求。当这部分资金陆续到位，企业中长期贷款则开始收缩，一定程度上也反映出当前企业经营压力依然较大，投资意愿和信贷需求较弱的现实状况。当然，今年3月重启的地方政府债务置换也在很大程度上影响了企业中长期贷款的增量。

未来几月，信贷月度增量将继续受到地方政府债务置换的扰动影响，使得单月增量波动较大。由于各地债务置换推进的安排未知，因而对于具体月份的影响难以确定。但全年来看，按照两年11.4万亿元的置换计划，平均每年应置换约5.7万亿元。对于地方政府而言，越快置换完毕，其债务负担也就尽早得以减轻。因而预计2016年全年的地方政府债务置换总规模很大可能会高于5.7万亿元。保守以5.7万亿元作估计，假定其中2/3为银行贷款，信贷全年增速为14%，信贷新增12.5万亿元时，实际信贷增量可能已约为16万亿元，增速高达17%以上。因而未来需要对债务置换的进度加以密切关注。市场对信贷增量在个别月份的大幅收缩不必担忧，很大可能是单月受置换的影响较大。

下半年，除受债务置换影响较大以外，信贷增长还面临一些制约因素。楼市热点是否会逐渐消退将很大程度上决定居民中长期贷款是否能保持高增长。从各一线城市和主要二线城市近期楼市调控政策来看，下半年楼市对于居民中长期信贷的需求刺激将呈现出一定程度的削弱，未来居民中长期信贷增长可能出现减速。然而二线楼市对于部分开发商的投资意愿或有提振，这对房产企业信贷需求增长具有积极作用。去产能、去杠杆、调结构背景下，很多制造业企业经营压力较大，加之部分企业信用违约风险似有上升，商业银行不良率压力也较大，这都将成为下半年企业信贷难以快速增长的制约因素。

2. 表外融资持续规范收缩，直接融资发展承压

近年来，直接融资在社融中占比不断提高，发展速度较快。2016年前7月，直接融资规模达2.64万亿，较去年同期增长约1万亿，其在社融中占比已达25.9%。而去年同期的占比仅为14.3%。2016年以来，表外融资持续收缩，前7月负增长2649亿，其中票据业务收缩幅度较大。预计未来一段时间，直接融资在社融中占比很大程度上可能稳定在25%左右，而表外融资则在持续监管规范中进一步收缩，融资结构趋于优化。

债券融资方面，当前正负面因素并存。由于前期多次降息，当前市场整体利率水平处于一个较低水平。从融资成本角度看，未来半年仍是直接融资尤其是债券发展良机。然而不利因素也较为明显。当前企业信用违约风险上升，使得企业债发行难度有所提升。然而，由于当前企业投资意愿不足，市场上可配安全资产也显得种类匮乏和不足。债券很大程度上仍可作为资产配置的重要资金出口。

股权融资方面，其融资规模受市场景气程度影响较大。尽管距离去年首轮国内股市大幅向下波动已有一年，目前市场仍处于缓慢修复过程中。下半年，股权融资规模是否能出现快速增长态势仍具有很大不确定性。从近期市场表现看，未来半年国内资本市场运行可能会较为稳定，难以出现较大幅度波动。在此情况下，可能会有一些企业通过IPO或增发等形式进行股权融资，这对股权融资规模增长有一定积极作用，但效果较弱。股权融资规模能否获得实质性增长关键仍取决于市场投资者信心的恢复，但这尚需时日。预计下半年股权融资规模也不会出现井喷式增加，进而对于直接融资总规模难以形成有力支撑。

表外融资，尤其是票据业务很可能在下半年内进一步收缩。在去年底连续数起银行票据案件爆发后，监管层加强了对于票据业务的规范和引导，并正持续推进电子化票据，一定程度上也影响到了开票业务量。未来尽管企业较为倾向于成本低、效率高、稳定性强的票据融资，但监管层不断规范票据业务，因而未贴现银行承兑汇票在社融中的占比可能始终处于一个相对低位的水平。而且，当前表内与表外业务创新较多，部分表外业务可能已由其他形式回归表内。这也会使得表外融资整体收缩。

#### 货币供给结构性变化，基数效应拖累M2增速

2016年上半年，在稳健适度灵活的货币政策调控下，M2运行相对平稳。而近两月，M2月受到同比基数效应的影响开始向下滑坡。M1则仍在延续增长势头，现

已达 25.4%。M1 与 M2 近几月以来增速差不断放大，其实是广义货币供给 M2 内部发生结构性变化的外在表现。预计短期内这种 M1 与 M2 增速背离的现象难有明显改善。加之去年同期 M2 快速上升的基数效应，预计未来一段时间 M2 增速大部分时间会处于 12.5% 以下，全年 M2 增速很大可能会位于 12.5%-13.0% 之间。

#### 1. M2 与 M1 增速持续背离，货币供应结构性变化明显

2016 年上半年，尽管 M2 运行趋势相对平稳，然而其内部构成却发生了较大变化。M2 与 M1 增速的持续背离在很大程度上也是这种结构性变化的外在表现。而这种结构性变化的最主要特征就是定期活化。数据显示，2015 年 7 月至今，居民和企业定期存款月均同比增速分别为 7.16% 和 8.18%，远低于同期 M2 月均同比增速 13.11%，并且两者仍处于下行趋势上。这两项存款增速的下移逐渐成了近期拖累 M2 增速的主要因素。

企业和居民定期存款增速下移的主要原因在于：经济运行压力较大，企业盈利能力持续减弱，收入负增长，企业定期存款难以实现较快增长。居民则主要是受前期资本市场大幅向下波动的财富减值效应和楼市升温后的购房动机影响而减速。企业活期存款增速则已由去年 6 月的 2.18% 大幅反弹至今年 7 月的 32.92%。企业活期存款增速的大幅上升不仅对 M2 增速形成了支撑，更大幅推高了 M1 增速。楼市升温，居民购房行为很大程度上就直接反映为居民定期存款向企业活期存款转化，这进一步强化了当前存款定期活化的趋势，未来该趋势可能会维持一段时间。

同时，资金交易性、预防性、投机性需求也对近一年以来 M1、M2 的运行产生了影响，尤其是 M1。分阶段来看，本轮 M1、M2 增速差启动于 2015 年 7 月，随后不同时段都有着不同的突出影响因素对 M1、M2 增速差起到推动作用。当去年 7-9 月，国内资本市场出现第一轮大幅下挫，救市政策频出后，企业活期存款由 14.18 万亿增至 14.71 万亿，而非银行业金融机构存款则由峰值 15.51 万亿大幅回落至 13.59 万亿。很大程度上可能是企业参与资本市场的资金回流其活期账户，而这种回流效应一直持续至 2016 年初。

由此可见，当前实体经济偏弱的情况下，企业资金配置的预防性、交易性和投机性需求明显上升，在资本市场牛熊转换的过程中，表现得尤为明显。由于预防性、交易性和投机性需求的存在，这部分资金虽然从资本市场暂时退出，但出

于交易性和预防性的需求，其追逐的目标是高回报的安全资产，投资于实业的可能性较小，很大可能处于持币等待其他投资机会的状态。因而会在一段时期内停留于企业活期账户，进而对 M1 增速提高产生正向影响，助推了 M1 增速突破 M2 增速并形成背离。

## 2. 信贷对货币供给影响减弱，有价证券投资渐成货币创造重要渠道

近年来的金融机构信贷收支表数据显示，2012 年至 2015 年 6 月 M1 与 M2 逐渐形成背离之前，M2 增量为 48.2 万亿，期间信贷投放为 36.2 万亿，金融机构有价证券投资为 16.3 万亿，两者对于 M2 增长相对贡献占比为 68.9.5%和 31.1%，而其他科目由于变化数量级较小，对 M2 增长贡献较弱。而 2015 年 7 月至 2016 年 6 月，信贷增量为 13.1 万亿，金融机构有价证券投资却有 14.3 万亿，由于期间外汇占款受到人民币汇率影响持续下降，M2 增加 15.7 万亿。

当前信贷对于 M2 增长的相对贡献已下降，而金融机构有价证券投资的相对贡献则上升。这表明当前 M2 增长的推动因素出现结构性变化。原因在于我国金融业不断深化发展，信用创造已经逐渐地不再以存贷款循环为主要创造渠道。随着银行业资产配置结构不断多元化，信贷资产在银行资产业务中的占比也呈下降趋势。从市场对于金融服务的需求来看，不断多样化的财富管理需求，直接融资逐渐扩容，以及不断创新和多元化融资方式，都将使间接融资在未来整个社会融资中的占比呈下滑趋势，进而使得信贷对于 M2 的影响会进一步减弱，金融机构有价证券投资的货币创造功能则不断增强。

## 3. 债务置换扰动影响 M1，对 M2 作用相对有限

债务置换对于 M1 与 M2 的影响存在差异。地方政府下拨发行置换债所筹资金，在相关企事业单位没有立即用于偿付高息债务的情况下，短期内确有增加企业活期存款的可能。然而这种影响仅仅是暂时性的，随着债务偿还，前后影响几乎抵消。可见债务置换对于 M1 增速的影响是短期扰动，并不改变 M1 增速运行整体趋势。而债务置换对于 M2 的显性影响则较为直观，即对信贷规模产生下沉效应，似乎对于 M2 增速将产生负面影响。由于置换发行的债券，很大一部分由金融机构参与购买，进而信用创造由信贷渠道转向了金融机构有价证券投资。表现出来的也就是当前信贷对于 M2 增速的贡献逐渐减弱，而金融机构有价证券投资的贡献却在相对增强。

一年多来，由地方债发行规模与金融机构有价证券投资几乎同步快速增加上可见，很大一部分被置换出的流动性并未消失，而是通过金融机构投资的渠道对 M2 增速形成贡献。这一减一增的影响基本平衡。与此同时，被置换掉的贷款额度银行通常会继续加以使用，进而是 M2 的一个增量，然而这部分增量贷款对于 149 万亿的 M2 规模而言相对较小，因而地方政府债务置换对于 M2 的影响较为有限。

#### 4. 下半年货币供应增速放缓，基数效应影响较大

未来，货币供给很大程度会呈增速放缓态势，且未来主要受几方面因素的影响。信贷方面，且不论当前信贷对于货币创造的影响已然减弱。未来半年，国内经济运行的压力，如果仅仅依靠复苏缓慢的实体经济所产生的信贷需求，最终实际的有效信贷投放规模难以对 M2 增速形成较强支撑。

金融机构有价证券投资方面，未来半年的变化趋势并不十分明确，正负面因素同时存在。国债、地方政府债券等安全产品预计发行规模很大程度上会与去年下半年相当，甚至超出。然而，由于实体经济运行压力大，企业违约风险不断增加，企业债发行可能受到制约。

未来半年对于 M1、M2 增速影响最大的还是“基数效应”。去年 6 月中旬开始的国内股市大幅向下波动，以及随后一系列市场调控措施的出台，大幅推高了去年下半年的 M1、M2 增速。去年 7 月作为分界点，M2 增速由此前的 12% 以下直接上升到 13% 以上，而 M1 则节节攀升，由 4.3% 升至去年底的 15.2%。这种基数效应今年 7 月已经显现。

相比之下，M2 增速将会早于 M1 显现这种基数效应带来的负面影响。而 M1 由于今年上半年的进一步快速放大，在某种程度上会在今年第三季度的几个月内对冲部分基数效应的负面影响。因而短期 M1 的降幅可能不及 M2 明显，M1 与 M2 之间的增速背离收缩预计尚需时日。

#### 市场流动性充裕，多因素制约融资成本下行

2016 年接下来的几个月里，相对复杂的外部经济金融环境以及国内实体经济运行、结构性调整、去杠杆和去库存等多方面的压力仍将延续。货币当局很大程度上会采取适度、灵活的中性调控策略。进而很可能保持相对平衡的流动性调控节奏，使得市场总体资金面保持合理宽裕。

未来半年，货币政策进一步向宽松调整的空间有限。更大的可能是通过“利率走廊”等其他工具锁定利率区间来引导利率下行以降低企业融资成本。预计未来半年里 SHIBOR（7 天）和人民币贷款加权利率未来半年运行将相对平稳，运行在当前利率正负 100bp 的区间内。

#### 1. 市场资金保持合理宽裕，市场流动性调节机制将进一步完善

2016 年年初至今，SHIBOR 隔夜和 7 天利率都呈窄幅震荡的运行态势，最大波动区间均未超过 50bp，分别约为 30bp 和 45bp。受此前连续降息影响，短期市场利率半年以来仍表现出小幅下行的趋势。市场总体运行相对稳定，也显示出市场资金合理宽裕的现实状况，这主要是受一系列因素的综合影响。

资金层面上，前期多次降准、以及年初央行在公开市场上高频次和规模显著提高的平衡性操作都确保了市场资金基本处于合理状态。操作层面上，央行进一步拓展了公开市场回购操作的时间窗口，使得货币当局、银行等金融机构应对短期流动性冲击的及时性大为提高，市场发生局部流动性风险的概率也进一步降低。资金价格上的直观表现就是货币市场利率更为平滑。

监管层面上，自去年 9 月实施商业银行存款准备金平均法考核以来，今年 6 月又再次对商业银行存款准备金缴纳基数改为平均法考核。这前后两次监管规则改变，一定程度上来说是对商业银行流动性管理灵活性的释放。部分银行、个别时点出现流动性紧缺的情况也会大为缓解，进而也将减少这种流动性紧缺对于货币市场带来的冲击。过去的几个月里也存在一些给市场流动性产生压力的因素，例如信贷快速投放导致的银行头寸紧张、国内资本市场熔断、春节假期现金需求等，但影响都相对短期，也在央行的各类工具搭配使用下得到了缓解。

2016 年下半年，市场利率很大程度上仍会受到上述诸多因素的影响，相对稳定的格局应该不会发生明显变化。随着监管部门流动性管理框架体系更加完善，市场发生流动性风险的概率将进一步降低，利率曲线也就更加平滑。当前市场整体利率水平较低，未来半年央行货币政策会保持相对稳健偏中性，大规模释放流动性和连续降息的可能性不大，因而市场利率大幅下行的可能性也较低。随着“利率走廊”机制逐渐完善，其对市场利率的运行也起到稳定的积极作用。

需要密切关注的是，当前及未来一段时间经济运行压力较大，企业经营仍有较多困难需要克服，违约风险似有持续增加的趋势。短长期固定收益产品利差以

及不同等级企业债信用利差数据上已经出现双双扩大的迹象。实体经济运行在 2016 年下半年如若不能出现明显改善，短长期利差和信用利差有进一步小幅扩大的可能。

## 2. 贷款利率略有回升，多因素制约企业融资成本进一步下行

2016 年初数月里，受前期稳增长政策以及一、二线城市楼市热度较高的影响，信贷需求很大程度上得到刺激和提升。直接表现就是信贷在一季度超预期投放，以及贷款利率小幅反弹。截至 2016 年一季度，金融机构人民币贷款加权平均利率由去年末的 5.27% 小幅降至 5.26%。其中，除房贷和一般性贷款加权利率小幅下降外，票据融资加权利率则存在一定程度的回升，较年初增加 0.1 个百分点。

未来数月，预计贷款加权利率将保持相对稳定，明显下行或是大幅上行的可能性都不大。影响贷款利率主要因素由前期的政策调控因素逐渐转变为企业等融资主体的信用风险现状。从过去几个月信贷资金主要流向一些重要基建等项目和居民购房可见，目前市场普遍对企业经营前景和信用风险存在担忧，资金更多地流向相对安全的资产。加之近期债券违约等事件有所增加，债券市场期限和等级利差已有扩大，短期信用风险难以出现实际性改善，出于对风险溢价的要求，贷款利率进一步下行将受到制约。

此外，当前货币政策的边际效应也有所减弱，进一步降息对于降低融资成本的效果或许并不会十分明显，反而可能将企业风险部分转移至银行体系。当然也不能排除企业违约风险持续增加，为减轻企业债务负担而重启降息的可能。因此，未来一段时间货币政策可能不再是主导未来贷款利率运行趋势最主要的因素。

而企业融资成本是否下行也不仅仅由银行贷款利率体现。事实上，经过多次降息，银行贷款利率水平已大幅回落。然而由于企业融资成本高的成因，既有实体经济因素，又存在融资渠道效率低、成本高的问题。即使在银行贷款利率逐渐走低的背景下，一些与贷款联系紧密的服务费用并未降低。诸如，企业融资过程中担保、评估、登记、审计、保险等中介服务的费用并未严格规范和明显降低。正由于本轮降息以来，融资中介通道服务费几乎没有变化，导致企业融资成本负担无法出现实质性减轻，也制约降息政策效果发挥。

## ◆【央行停发新牌照 第三方支付监管力度空前 80 多家机构仍在排队】

(证券日报)日前,央行正式公布市场期盼已久的首批 27 家非银行支付机构《支付业务许可证》的续展结果,包括支付宝、财付通等在内的 27 家均获得了续牌资格,但是部分支付牌照业务被收缩。央行也提及一段时期内原则上不再批设新机构。

盈灿咨询高级研究员张叶霞对《证券日报》记者表示,可以看出第三方支付的牌照续期审核趋严,平台业务的合规性及风控能力成为重点。此外,最近易宝支付、通联支付、银联商务等都因违规受到严厉处罚,在互金整治期间,监管层对于违规第三方机构清理整顿力度加强。

央行上海总部副巡视员兼金融服务一部主任季家友近日表示,目前央行上海总部正会同相关部门开展互联网金融领域的专项整治活动,加大对无证经营支付业务以及违规从事支付业务的清理整顿力度。

实际上,央行也正在行动,并对第三方支付机构开启了新一轮的“清查风暴”。近一个月以来,央行对第三方支付机构下发了 7 张罚单,其中通联支付网络服务股份有限公司、银联商务有限公司以及易宝支付有限公司被罚金额超过了千万元。据不完全统计,央行累计对 7 家支付机构处以罚没逾 1 亿元。自今年 1 月份以来,被央行开过罚单的第三方支付机构已有 18 家。

在上述下发的 7 张罚单中,易宝支付由于违反相关清算管理规定,被央行警告并没收违法所得约 1059 万元,并处以违法所得 4 倍罚款计 4236 万元,合计 5295 万元,这是网络支付实名制以来央行对第三方机构开出的最大罚单。

此外,7 月份,因存在未落实商户实名制、变造银行卡交易信息等严重违规现象,央行宣布对通联商务和银联商务两家支付公司分别处以 1110.1 万元和 2653.7 万元的罚款。

对于此次续牌结果,分析还称,或许传递出最重要的信息,就是未来市场存量牌照将逐步顺应市场需求,有可能数量减少或进一步整合。

虽然对第三方支付的监管不断趋严,第三方支付机构想要盈利也越来越困难,但是依然不能阻挡一些企业对第三方支付公司的热情,比如近日恒大就花了 5.7 亿元收购集付通,而此前万达也收购了快钱。

另据中国支付网统计,目前有 85 家在各地人行递交了申请并公示的“准第三方支付”机构。

多位业内人士对《每日经济新闻(博客,微博)》记者分析称,尽管第三方支付领域竞争在加剧,但是对于有发展需求的企业来说,支付牌照是一个发展所需的基础类设施,所以还是愿意去申请。而在新牌照停发之后,其他机构可能会选择并购的方式来获得牌照。

#### 多家机构遭央行处罚

根据中国支付网的统计,目前有 85 家在人行各中心支行公示的“准第三方刚支付”机构。记者查询这些公告发现,一些知名的公司也在排队机构的股东名单中,其中就有中国石化销售有限公司、康美药业、唯品会、深圳地铁等知名企业。而在 2015 年 3 月发出一个支付牌照以后,央行再也没有进行牌照发放。

8 月 12 日,央行相关负责人答记者问时表示,坚持“总量控制、结构优化、提高质量、有序发展”的原则,一段时期内原则上不再批设新机构。同时,对于长期未实质开展支付业务的支付机构,央行将依法采取取消相关业务种类、注销《支付业务许可证》等监管措施。

据《每日经济新闻》记者了解,此前央行已经多次发文规范第三方支付行业,并且对违规的机构进行了重罚,比如近日对易宝支付罚款 4000 多万,央行还对通联支付、银联商务开出罚单,分别罚款 1100 万元和 2650 万元。

除了对一些机构进行处罚以外,央行还对一些机构进行了清理,比如注销了上海畅购企业服务有限公司、浙江易士企业管理服务有限公司、广东益民旅游休闲服务有限公司的支付牌照。此前,央行分 8 批共发放了 270 个支付牌照,而在注销 3 家之后,目前市场上有 267 家支付机构。

此前有业内人士表示,很多支付公司发展情况并不好,第三方支付市场机构众多,竞争也很激烈。很多公司没有较独立的商业模式,一般的公司如果只是做传统业务,想要发展起来并不容易。

#### 支付牌照吸引力不减

不过,竞争激励和监管趋严并不意味着第三方支付牌照没有吸引力。

事实上,市场上仍然有不少机构希望获得支付牌照,比如恒大此前收购了集付通,而市场上第三方支付的牌照叫价也越来越贵。

华东地区一位支付行业人士对《每日经济新闻》记者表示,“因为目前市场不再发放新的支付牌照,目前唯一获得牌照的渠道也就是收购。”

在前述业内人士看来，企业收购支付牌照，一方面是从业务发展需要，互联网金融时代来临让实体产业做金融的原想门槛降低；另一方面可能是自身业务的基础，多保险公司、基金公司需要在线销售理财产品，目前都是和支付机构合作，但是如果自己有平台，完全可以自己做，“毕竟数据也很重要，未来是数据时代，其中有很多有价值的东西。”

一位互联网金融业内人士亦认为，有意收购支付公司的，要么是已经有庞大的线下布局，需要打通支付场景，譬如万达收购快钱，恒大收购集付通，要么就是已经在互联网金融领域有很大体量，但支付通道受制于第三方支付的互联网金融企业，“对于有长远发展的互联网金融平台来说，支付一定是关键资源，体量越大，越重要。”

而对于目前上价格越来越高的支付牌照，前述互联网金融行业人士表示，监管现在对与空壳牌照查得很严，预计后面纯牌照的价格会稳定甚至走低，而有业务的支付公司价值会越来越高。

他进一步分析称，相对来说，在线下有大规模支付场景的支付公司更有价值，类似支付宝，包括直接深入公众生活的拉卡拉、通联、富友等。这些以 POS 收单业务取代现金支付是未来的趋势，特别是其中一些移动端用户体验较好的支付公司。

## ◆【P2P 股权质押贷款中需注意的三个法律问题】

(和讯网)除了房屋抵押、汽车质押，股权质押也是 P2P 中常见的担保方式。近日，关于 P2P 平台开展新三板股权质押业务的讨论大热，新三板股权质押的优势与风险并存，也使 P2P 平台股权质押的法律合规和法律风险问题显得尤为重要。但我们在实践中发现一些 P2P 平台在开展股权质押业务时，为了实现程序便利而常常做一些“创新”。比如将债务人的股权直接质押在平台或平台指定的第三人名下，导致债权人与质权人相分离的情形；又如在股权质押协议中由（企业）借款人直接以公司名义出质公司的全部股权。P2P 平台有时为了程序便利而做出的一些创新可能不仅会产生合规问题，更严重的是会导致合同无效，因为法律关系不是能够随意创设的。

一股权质押的主体能否是公司？

我们在实践中发现有的平台其实不了解股权质押的主体是谁，即谁有权利质押股权。比如有些平台的《股权质押协议》中出现了以公司作为出质人，将本公司的全部股权质押给质权人的条款，那么这类条款有效吗？首先我们得清楚在通常情况下中，公司股东才是持有公司的股权持有者，并非公司自身。因此以公司为出质人，将本公司的全部股权质押的给质权人的行为属于无权处分，是无效的。只有公司的股东才能作为出质人，进行质押。

在什么情况下公司才能持有本公司的股权或股份呢？

#### 1、有限责任公司

《公司法》第七十四条规定：“有下列情形之一的，对股东会该项决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权： “

(一)公司连续五年不向股东分配利润，而公司该五年连续盈利，并且符合本法规定的分配利润条件的；

(二)公司合并、分立、转让主要财产的；

(三)公司章程规定的营业期限届满或者章程规定的其他解散事由出现，股东会会议通过决议修改章程使公司存续的。”

而对于公司收购股东的股权后，如何处理该股权没有明确规定，这在实践中观点不一。

#### 2、股份有限公司

《公司法》第一百四十二条规定：“公司不得收购本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：

(一)减少公司注册资本；

(二)与持有本公司股份的其他公司合并；

(三)将股份奖励给本公司职工；

(四)股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份的。

公司因前款第(一)项至第(三)项的原因收购本公司股份的，应当经股东大会决议。公司依照前款规定收购本公司股份后，属于第(一)项情形的，应当自收购之日起十日内注销；属于第(二)项、第(四)项情形的，应当在六个月内转让或者注销。”

因此股份公司在法定情形下可以收购本公司股份，但长期持有该股份，需依法注销。这类的股份和股权通常是不能质押的。

## 二 股权质押的登记

平台在开展股权质押业务时还应当注意股权质押的登记程序。根据《物权法》第二百二十六条规定：“以基金份额、股权出质，当事人应当订立书面合同。以基金份额、证券登记结算机构登记的股权出质，质权自证券登记结算机构办理出质登记时设立；以其他股权出质，质权自工商行政管理部门办理出质登记时设立。”

因此 P2P 平台接受有限责任公司的股权质押时，需在工商部门办理出质登记；接受上市公司的股权质押和新三板挂牌公司的股权质押时，应当在中国证券登记结算机构办理股权质押登记手续，质权自证券登记结算机构办理出质登记时设立。（《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》第十四条“全国股份转让系统的登记结算业务由中国证券登记结算有限责任公司负责。”）

## 三、质权人与债权人相分离

由于 P2P 平台上的债权人（出借人）较多，为众多的债权人一一办理股权质押手续较为繁琐，故往往将股权质押登记在平台或平台指定的第三人（自然人/单位）名下，以至于质权人和债权人不一致。那么当质权人与债权人不一致时，债权人能否实现质权？

我们认为担保合同是主债权债务合同的从合同，当出现质权人和债权人分离的情况时，应当证明质权与主债权是基于同一债权债务关系而产生的，如债权人、质权人和债务人三方均认可债权人享有质权，或债权人与质权人之间存在委托关系，即债权人委托质权人行使质权。否则，债权人难以根据质押合同证明自己是实际质权人的事实。

## ◆ 【场外交易市场】

### ◆ 【新三板估值触底？挂牌后估值反降】

（新三板）“挂牌的还不如没挂牌的。在企业并购重组时，新三板挂牌企业的估值还没有那些没挂牌的企业高。”近期，有新三板挂牌企业家和投资人如是说。

而一位投资人甚至表示，对新三板并没有市场说的那么乐观。“现在的新三板企业 10 倍估值都不一定投。”

确实，今年以来，三板做市指数一路下跌，已经跌破了去年股灾时的最低点。截至 8 月 22 日收盘，三板做市指数收报 1088.07 点，较年初下跌幅度高达 24.33%。

那么，新三板这还要跌到什么时候，底部在哪里？

新三板估值底部在不远处

东方财富 Choice 数据显示，在 8805 家新三板挂牌企业中，剔除未成交过的 5275 家，剩下 3530 家企业里有 584 家企业的市盈率为负。

根据安信证券的统计分析，目前新三板整体估值在 25 倍左右，创新层的估值则为 20 倍左右。若以 2015 年利润为基准，新三板创新层板块的估值为 22 倍，对应 2016 年底动态市盈率大概在 15.4~17.6 倍。

而相关资料显示，2010 年中小板的整体估值在 60 倍，创业板在 80 倍，而经历了长达两年多的下跌后，中小板估值在 25 倍、创业板 30 倍见底。这也意味着目前新三板的估值已经跌破了当年中小创的估值底，并且目前新三板的整体估值仅为中小板的 5 成左右。

但若考虑到新三板政策不明朗、流动性沉珂的背景，新三板估值底部或许还有一段时间和空间。不过可以肯定的是，新三板的估值底部正逐渐到来。

根据安信证券的分析，去年年底至今，一级市场的投资人通过新三板退出速度有所减缓，每月挂牌企业中有 PE/VC 支持的企业数量也逐渐减少，此现象说明新三板估值对于一级市场上的投资人来说已经失去吸引力，三板估值或正逐渐走向底部。

新三板并购价值提升

也许单纯从公司价值上看，更能体现新三板的投资价值。

今年下半年来，A 股公司收购新三板企业的案例越来越频繁。例如墨麟股份(835067)、天融信(834032)分别以 44 亿元、57 亿被卧龙地产(600173)及南洋股份(002212)收购。

据不完全统计，目前 A 股企业参与控股的新三板公司已超 1000 家。由于新三板是一个新兴市场，企业所属行业多为新兴产业，今年 A 股上市公司发起并购新三板挂牌企业达 73 起，其中所属创新层的企业 12 家，已实施完成 16 起。

目前，新三板市场已成为 A 股公司并购标的的一个重要来源，本身新三板在财务规范性、信息披露透明性等各方面有优势，同时新三板企业很多处于新兴行业或领域，对于考虑转型的 A 股公司有很大的补助作用。

一系列案例不难看出新三板企业中一批高利润、低估值好公司不会被长期被低估，是金子总会发光。不过指数短期能否见底，关键因素还在于限售股解禁后的抛售压力。

自 2015 年 8 月至今，A 股上市公司并购的新三板企业，剔除个别估值在 50 倍以上行业的标的，转让股权在 30% 以上的新三板企业对应的 2016 市盈率在 10-15 倍，均值为 13 倍。

甚至有本文开头说的，挂牌新三板后的估值反低于挂牌前的情况。对于投资人来说，新三板的并购价值显现，但对于企业实际控制人来说，原本可以凭借成功公众公司之后的高估值溢价收购同行业上下游企业，现在却反倒成为别人的“盘中餐”，总归有些不甘和不舍。

但在目前股转系统一系列的监管动作和新三板的市场定位来看，新三板还是有值得期待的理由的。府爷会抱着积极的眼光看待这个市场，同时也希望市场回报以善意。

## ◆【生无可恋不如分手？184 家公司谋求逃离新三板】

(三板富)截至 8 月 22 日，已有 59 家新三板挂牌企业终止挂牌。

有句歌词这么写道：放我一个人生活，沦落就沦落，爱闯祸就闯祸。你知道就算继续结果还是没结果，又何苦还要继续迁就

“既然生无可恋，那不如分手。”这样的情景在新三板也开始上演。而这一场戏的主角却来自创新层，它也是第一家主动跟新三板提分手的公司！

据东财 Choice 不完全统计，截至 8 月 22 日，已有 59 家新三板挂牌企业终止挂牌。与此同时，已有 184 家企业提交上市辅导申请，其中有 95 家企业来自创新层。

■ 主动摘牌：说是为战略发展实则生无可恋

8月17日，创新层企业安尔发(430569)发布公告，为更好落实公司发展战略将要主动申请摘牌，这是分层后首家主动申请摘牌的创新层公司，也是新三板创新层企业中第二家宣布跟新三板分手的企业。

早在2014年1月24日挂牌新三板的安尔发，其主营业务为家居安防产品电子配件及成品的研发、生产和销售。

从年报数据来看，公司自挂牌以来，营收和净利增速明显。安尔发2015年、2014年分别实现营业收入9872.07万元和683.60万元，实现净利润2129.55万元和86.72万元，2015年公司营收和净利的同比增幅更是高达1344.14%、2355.79%。

尽管如此，这两年公司的现金流均为负值，2015年安尔发的经营活动产生的现金流量净额达负2090.30万元。

都说不以融资为目的的挂牌都是耍流氓，安尔发挂牌后分别进行了3次定增，共募集资金8439.28万元，用于流动资金。

按理说，在“资本寒冬”的情景下成功融资应该能解决燃眉之急。但是安尔发还是“缺钱”，大股东邓新文在6月份、7月份合计质押500万股，贷款了3500万元。

8月16日，公司宣布因重大事项停牌。隔天公司就猝不及防地宣布拟和新三板分手，自然地成为新三板中第一家创新层中主动申请摘牌的企业。

实际上，在新三板挂牌企业直接转板创业板依然遥遥无期的情况下，成为创新层标的，对很多挂牌公司而言，本是一件多么令人开心的事，为什么要在融资、估值等占得先机情况下选择与新三板分手？

安尔发董秘周永刚对外解释为：“是基于公司战略方面的考虑，而且预计这一战略将会给公司带来重大利好。”

#### ■ 与新三板分手要跳槽到主板去了

目前，新三板挂牌企业已达8805家，股转老师在监管方面也日趋严格。

据东方Choice不完全统计，截至8月22日，已有59家新三板挂牌企业终止挂牌。而自2016年以来，已有28家三板企业宣布和新三板分手。

其中，除了朗顿教育、中成新星因未能按时披露2015年年报“被甩”外，其他公司要么宣称“为实现战略发展”宣布告别新三板，要么表示“被A股公司收购”而从新三板跳槽。

值得注意的是，羿珩科技是创新层第一家从新三板退市的公司。

羿珩科技退市的理由就是嫁给了 A 股上市公司康跃科技(300391)，公告显示，康跃科技拟以发行股份及支付现金的方式购买羿珩科技 100%股权并募集配套资金。

目前，双方已订婚，共同签署了《发行股份及支付现金购买资产协议》。而礼成后，将扩大羿珩科技在高端装备领域的智能制造领域的竞争优势，通过与上市公司并购重组，有利于公司加速在手订单消化能力，扩大市场份额，增强盈利能力的可持续性和稳定性。

不过，最终能否“领证”，还得等证监会核准。

和羿珩科技一样，在已从新三板退市的 59 家企业中，有 14 家也是被上市公司吸收合并。

不过其他企业就没有这么幸运，从而部分想要冲出新三板的企业毅然不顾一切去选择“拥抱 IPO”。

根据东方 Choice 的数据显示，今年以来并截止到 8 月 22 日，已有 184 家企业提交上市辅导申请，其中 124 家企业属于制造行业，占比 67.39%。

更为值得注意的是这些想要跳槽到主板的企业中，有 95 家企业来自创新层。

有分析人士指出，目前的新三板融资难的问题还没有解决，流动性不足在正式分层后更为明显。实际上，分层后，创新层企业并没有享受到所谓的政策红利。相比于 A 股上市，在知名度、品牌度等反面，差距较大。

不过由于 IPO 这条路排队的人众多，即便是创新层企业，想要跟新三板分手也并没有那么容易啊！

## ◆【日照市融资性担保行业稳步健康发展】

(日照市金融办)一是担保实力明显增强。截至 2016 年 6 月，全市共有 14 家融资性担保机构，注册资本总额 22.89 亿元。国有背景融资担保机构达到 3 家，注册资本总额 12 亿元，分别占机构总数和机构注册资本总额的 21%和 52.4%。有 5 家融资性担保公司与省再担保集团建立了业务合作关系。今年上半年，实现担保业务收入 1689 万元，净利润 1234 万元，计提各项准备金 1.6 亿元，拨备覆盖率 197%。

二是支持实体经济作用凸显。全市融资担保行业立足服务实体经济，特别是服务于中小微企业和“三农”，较好地发挥了“桥梁”作用。今年上半年融资担保总额为 10.5 亿元，在保余额为 24.7 亿元，其中为 208 户中小企业提供融资担保 8.2 亿元，为 151 户“三农”经营户提供融资担保 1.4 亿元。

三是担保模式不断创新。在做好传统业务基础上，开发了“小贷保”“融资租赁担保”“私募债担保”“供应链担保”等业务新品种，取得良好效果。在反担保设计上，采用灵活多样的形式，对于具有成长潜力的企业，通过现有资产抵押、第三方企业保证及企业法人承担个人信用担保责任等组合式反担保措施，较好地解决了中小企业因固定资产规模小、抵押不足而导致融资难的问题。

四是从业人员素质明显提高。各公司高管人员均具有多年的银行、企业从业经历，对工业企业熟悉，能够对融资客户经营情况及时作出准确判断，具备运用各种反担保措施控制风险的能力。截至目前，全市融资性担保行业共有从业人员 330 人，其中具有研究生学历的 20 人、本科学历 132 人，大多以财会、经济管理、法律专业为主。

### ◆【寿光市明确四项重点推进融资机制创新】

(寿光市金融办)一是大力开展动产质押融资。建立动产融资统一登记系统，探索开展应收账款质押和转让、特许经营权项下收益权质押、合同能源管理未来收益权质押、融资租赁、保证金质押、存货和仓单质押等登记服务。二是探索推进产融对接融合。支持大企业设立产业创投基金，为产业链上下游创业者提供资金支持。建立 PPP 发展投资基金和 PPP 项目储备库，引导民间资本进入教育、医疗、养老、文化等领域。三是扩大企业股权融资规模。建立 100 家企业上市挂牌后备资源库，持续推动该市企业上市挂牌。对大型企业集团，整合优势板块抢抓上市。通过定向增发等方式，提高现有上市企业再融资能力。四是拓宽企业债务融资渠道。推动该市企业、公司在银行间市场发行超短期融资券、短期融资券、中期票据、企业债、资产支持票据、知识产权资产证券化产品等进行直接融资，鼓励高新技术产业开发区、产业基地、科技企业孵化器组织引导具备高成长性的科技中小微企业以“区域集优”模式发行集合票据、集合债券。

### ◆【交易商协会召开银行间债券市场做市业务自律规则发布大会】

（金融时报）中国银行间市场交易商协会近日在北京召开银行间债券市场做市业务自律规则发布大会，向参会机构介绍了《银行间债券市场做市业务指引》与《银行间债券市场做市业务评价指标体系》两项自律文本。

协会副秘书长刘建红表示，目前银行间债券市场做市成交比重正不断增加，做市商及尝试做市机构正逐渐发挥更重要的作用。此次协会修订发布做市业务自律规则，旨在根据当前市场变化作出一定优化，更真实客观地反映机构做市情况。协会将在后续的工作中及时了解市场建议，在中国人民银行的指导下，不断推动制度完善。

中国人民银行金融市场司债券交易管理处处长高飞表示，近年来债券市场稳步快速发展，市场规模持续增长，投资者群体不断壮大，有效支持了实体经济发展，做市商在提供市场流动性方面发挥了重要作用。在当前简政放权的大背景下，应该吸引更多的市场机构发挥自身优势积极参与做市。未来，希望协会继续做好做市商评价工作，也希望各市场机构继续不断努力，为银行间债券市场发展作出贡献。