

# 齐鲁股权每日金融

2016年10月19日

## ◆ 导航

### 【政策导向】

- ◆ 央企重点领域混改迎曙光 “6+1”试点浮出水面
- ◆ 信用评级新规征言 明确五条政策“红线”
- ◆ 互联网股权融资政策界限明确
- ◆ 财政部再查地方债务 首次摸底PPP项目等财政支出规模
- ◆ 山东金改三周年 财富管理青岛模式成亮点
- ◆ 金融机构总部落户青岛，最高可获1亿补助

### 【业务参考】

- ◆ 监管从严 券商债券承销业务收紧
- ◆ 券商热议债转股：中字头能否再迎“升机”？
- ◆ 金融扶贫新尝试 首个上市公司主导产业扶贫基金落户兰考
- ◆ 细分场景下的消费金融 与服务相结合才是未来

### 【场外交易市场】

- ◆ 香港招商路演项目“齐鲁股权行”座谈会成功举行
- ◆ 股权融资正在纵向推进 向“塔基”延伸
- ◆ 业内激辩新三板发展困局 做市商制度亟待完善
- ◆ 互金平台生存考：大平台增速明显 中小平台艰难转型

## ◆ 【政策导向】

### ◆ 【央企重点领域混改迎曙光 “6+1”试点浮出水面】

近日，央企混改“6+1”试点浮出水面，国企改革再度成为市场关注的焦点。业内人士认为，当前在企业去杠杆的政策背景下，国企改革更是搭乘政策“东风”，产业整合以及混合所有制改革均在提速，标志性项目有望陆续出炉。

中国企业联合会研究部研究员刘兴国在接受《证券日报》记者采访时表示，推进混合所有制改革，在逐步淡化国有资本与非公资本的所有制差异基础上，有利于企业更好地按照市场化要求、遵循市场规律完善激励约束机制，充分调动积极性，提供劳动与资本的产出效率、资源的利用效率，进而实现企业整体效率的提升。

值得注意的是，近日国家发展改革委副主任刘鹤主持召开专题会，研究部署国有企业混合所有制改革试点相关工作。会上东航集团、联通集团、南方电网、哈电集团、中国核建、中国船舶等中央企业和浙江省发展改革委负责人就列入第一批试点的混合所有制改革项目实施方案做了详细介绍。

刘鹤指出，推进混合所有制改革是深化国企改革的重要突破口。当前，必须加快推进改革，解决国有企业市场主体地位不明确、国有经济布局过宽、效率低下等问题。在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等关系国计民生和经济安全的重要领域开展混合所有制改革试点。改革的主要任务是开放竞争性业务、破除行政垄断、打破市场垄断，推进政企分开、政资分开、网运分开、特许经营等。允许乃至引入更多的非公资本发展混合所有制经济，是实现改革任务可探索的有效途径。

中信证券分析师认为，随着混改试点逐步铺开，很可能出现一些好的样本和案例，将对整个混改进程和市场预期产生重大影响。预计混改将沿着三条主线推动，即七大垄断行业央企试点、混合所有制企业员工持股和地方国企混改试点。

#### 混改提速 试点央企站上风口

在混改红利推动下，“大块头”也能迎风起舞。上周，在母公司中国联通集团正在研究和讨论混改实施方案的消息公布后，中国联通迎来涨停，成交量创下11个月以来新高。中国证券报记者从某央企人士了解到，中国联通公布混改动向后，涉及混改试点的央企或陆续披露改革进展和细节。

中国企业改革与发展研究会副会长李锦表示，目前混合所有制改革主要聚焦于两条主线，一条是围绕去产能、供给侧改革的任务，在国企的重组中引入社会资本，通过混合所有制改革化解过剩产能、实施供给侧改革；另一条是由发改委牵头，围绕七大垄断行业的中央企业推进混合所有制改革试点，以达到“完善治理、强化激励、突出主业、提高效率”的预期目标。

## 央企混改稳步推进

摩根士丹利亚洲有限公司北京首席代表王鑫撰文指出，新一轮国企改革着眼于在分类基础上区分国有经济的功能和实现形式，并完善国有资本布局和国有企业运营及监管模式，从而从根本上理顺国有经济、国有资本和国有企业的关系。其中，重点针对商业类国有企业的混合所有制改革，着眼于通过股权多元化来改变企业国资股东虚位的现状，从而健全协调运转、有效制衡的法人治理结构，把市场化机制引入企业，以提升企业的活力和竞争力，促进其可持续发展。

今年9月28日，国家发展改革委副主任刘鹤主持召开专题会，研究部署国有企业混合所有制改革试点相关工作。东航集团、联通集团、南方电网、哈电集团、中国核建、中国船舶等中央企业和浙江省发展改革委负责人就列入第一批试点的混合所有制改革项目实施方案做了详细介绍。记者查阅公开信息发现，9月28日发改委国有企业混合所有制改革试点专题会中涉及的企业，大多已经公布了混合所有制改革的相关文件或已经进行了一系列尝试，亮点各有不同。

为了更好的参与国际竞争和丰富产业链，东航集团目前在子公司东航股份层面通过引入知名外部企业股东推动混合所有制改革。2015年，达美航空通过投资4.5亿美元认购东方航空股份公司H股股份的形式，获得了东方航空3.55%的A股股份。2016年，携程通过认购东航150亿增发项目中的30亿实现入股。值得注意的是，在今年市场环境低迷，部分同业公司定增项目折戟沉沙的背景下，携程入股有力的保障了东航定增项目的顺利实施。

电力领域中，从各家央企的动向来看，归为商业类国有企业的五大发电集团重点将子公司股权结构多元化作为改革的突破口，积极推进股权架构层面的改革，引进外部投资者。同时，伴随售电侧放开后社会资本进入积极性提升，考虑共同成立配售电公司。南方电网公司率先在增量配电领域成立混合所有制供电企业。由深圳供电公司、招商局地产等5家企业共同组建了国资控股的深圳前海蛇口自贸区供电公司。其重要意义在于整合电网公司电网运营管理经验、上市公司的现代公司治理结构、新能源公司分布式能源应用以及节能技术服务领域的专业实力，实现优势互补，促进企业效益提升，着力构建定位清晰、权责对等、运转协调、制衡有效的治理结构。

中国核建则在其官网上明确已经列入国家重要领域混合所有制改革第一批试点单位。中国核建在其《关于全面深化改革的实施方案》中提到，争取在 3-5 年的时间内，在发展混合所有制经济等方面取得决定性成果。通过引入国有及非国有资本推进集团公司、集团(股份)公司二级子公司的股权多元化改革。按照集团公司“十三五”时期的战略定位、总体目标、业务战略，结合二级子公司的业务特点，对其分别施以绝对控股、相对控股和参股。鼓励集团(股份)公司二级子公司以市场为导向，推进下属企业(含项目公司等)实现股权多元化。同时，在混合所有制企业积极试点管理层及骨干员工持股。此外，推进集团公司整体上市，积极探索在新三板、创业板及其他资本市场开展资本运作试点和资产证券化工作。

王鑫认为，在多元化国企集团下属的专业化业务平台层面引入外部资本，外部股东通过多种形式参与董事会决策和日常经营管理，推动企业建立市场化的体制机制，从而提高运营效率，提升企业竞争力。这种模式着力于业务运营层面的子公司混改，通过子公司层面的先行先试，也有助于减少改革探索中的风险和对集团的潜在负面影响。

#### 地方混改盘活存量

地方政府以及地方国企更是积极探索混合所有制改革，注重以存量国企混合所有制改革撬动当地国资国企改革，实现盘活存量资产的目的。

2014 年以来，已有河北、福建、甘肃等多个省市公布了国有企业改革的实施意见。今年以来，上海、四川、宁夏、山东等地还专门针对发展混合所有制经济单独发文。

江西省此前提出，计划用 5 年时间引进战略投资者，七成国企发展成混合所有制经济，大力推进开放性市场化战略重组，打造国企改革的“江西样板”。目前，江铜集团、江西省旅游集团等 5 家省属集团混改正有序展开，江西省报业传媒集团、广电传媒集团、绿色产业集团等企业重组改制正加快推进。

3 月四川省政府公布的混改政策阐述了途径、决策程序、资产评估方式等内容。福建省公布的国企改革实施意见则提出，将改制上市作为实现混合所有制改革的主要形式。上海市早在 2014 年就发布了《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见(试行)》，上海国资委还于今年 3 月 9 日出台了《本市国有企业混合所有制改制操作指引(试行)》。

围绕着混合所有制改革，相关地方国企上市公司，尤其是商业类上市公司动作频频。重庆百货近期通过定增，引入物美、步步高等外部股东，募集资金将用于门店升级、门店新建、全渠道营销平台、信息化集成平台、物流配送等项目。本次定增完成后，物美、步步高将分别成为公司第二、三大股东并且派驻人员进入公司董事会(第一大股东商社集团持股比例降至 29.95%)，这将有利于优化公司股权架构，形成市场化运行机制，激发企业活力和内生动力，同时有助于推动行业资源整合。除重庆百货外，老白干、五粮液等混合所有制改革也在积极推进之中。

云南白药的混合所有制改革已经拓展至白药控股层面，或将成为新一轮国企改革中一个标志性案例。公告显示，本次改革将在白药控股层面进行，以新股东增资为主、云南省国资委转让少数股权。引入新股东后，云南省国资委与新股东将各自持有白药控股 50%股权，不影响白药控股持有的上市公司股份比例，同时不影响白药控股的控股股东地位。

此外，各地也在积极推进国有企业员工持股试点。陕西省近期确定了四家省属国有企业参与员工持股试点，分别是延长石油集团下属西安元创化工科技股份有限公司、陕煤化集团下属陕西煤化工技术工程中心有限公司及上海胜帮化工科技股份有限公司、电子信息集团下属华达科技股份有限公司。

#### 鼓励民资参与混改

目前推进混合所有制改革主要有三种方式，一是引入非国有资本参与国有企业改革；二是引入非国有资本参与国有企业改革，国有资本投资运营公司对发展潜力大、成长性好的非国有企业进行股权投资；三是探索实行混合所有制企业员工持股。员工持股主要采取增资扩股、出资新设等方式。

在地方国企层面，围绕着上市公司平台的一系列资本运作有望成为热点。以深圳为例，深圳市属集团大多分布在传统行业，从事金融、新兴产业的集团则较少，距离规划的“一体两翼”产业体系尚有较大差距。混合所有制改革是重点。而重庆市改革的重点在于保值增值，20 多个国企集团有望实现整体上市。

专家指出，混改并不是一个新话题，在推动混改的过程中，还有一些环节有待改善。李锦表示，围绕着混合所有制改革，从中央到各地政府已经出台了多项文件。在房地产调控的背景下，如何引导社会资本从楼市进入到实体经济是关键。

我国民间投资持续下滑，根源上在于“弹簧门”、“玻璃门”问题始终得不到有效解决。各级主管部门应进一步明确准入行业、准入门槛等细则，更多成功案例将有助于促进社会资本参与到混合所有制改革中来。

有市场人士指出，由于强调国企混改中国资的控制地位，民企股东担心如果参与国企混改，只能做中小股东。发展混合所有制，关键在于努力营造国有股东和中小股东平等行使权利、共生共赢的环境，这样国资和民企才能有效地混合、形成合力，才能实现国资和民企最大程度的增值。

中信证券认为，随着混改试点逐步铺开，很可能出现一些好的样本和案例，这将对整个混改进程和市场预期产生重大影响。总的来看，混改已经到了一个边际向上的拐点。预计混改将沿着三条主线推动：七大垄断行业央企试点、混合所有制企业员工持股和地方国企混改试点。该机构认为，七大行业混改试点是首要任务，建议投资者重点关注。七大行业央企试点更可能在几个垄断行业的竞争性环节推进。大多数试点可能在央企二级子公司层面。不排除少数集团公司层面进行试点。

## ◆【信用评级新规征言 明确五条政策“红线”】

信用评级行业“以价定级，以级定价”的乱象长期存在，尤其是企业主体和其债务融资工具的评级问题较为突出。特别是今年，发生多起债券违约，评级乱象更是被推至风口浪尖。

10月11日，央行发布《信用评级业管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》），为信用评级设立统一的行业标准。对此，盈灿咨询高级研究员张叶霞表示，《征求意见稿》标志着我国信用评级行业从行业自律走向了直接监管。

某资深业内人士在接受《每日经济新闻(博客, 微博)》记者采访时也表示，这是好事，行业发展到一定程度，需要进行规范。该《征求意见稿》把过去很多文件，包括行业标准，汇集到一起，把相关要求进行了重申，并根据行业新的发展情况，增加了很多细节性内容。严格执行的话，对行业的规范发展是有很多好处的。

监管主体趋于一致

《征求意见稿》对信用评级机构管理、信用评级从业人员管理、信用评级程序及业务规则、独立性要求、信息披露要求、监督管理等方面提出六十七条详细要求。

值得注意的是，其中第三条规定，中国人民银行是信用评级行业主管部门。中国人民银行、国家发展和改革委员会、中国证券监督管理委员会在职责范围内依法对信用评级业务实施监督管理。

这是对监管主体的明确，意味着“多头监管”将迎来改变。据了解，目前，我国信用评级业的监管，由国家发改委、央行、证监会等在各自领域进行归口管理。比如企业债的归发改委、交易所公司债的归证监会、非金融企业融资工具的归央行。

上述资深业内人士表示，“三个部门联合发文，说明监管统一了，这（对评级机构来说）是一个好处。”以前机构设立归属央行，但具体业务归口到不同部门。监管主体不一样，要求也不一样，这就导致标准很难统一，评级机构需要去应付各种监管要求。现在通过法律法规统一标准，政策监管趋于一致。

此外，目前评级机构并没有统一的资格准入。根据《征求意见稿》相关规定，作为信用评级行业主管部门的央行，要履行研究起草信用评级相关法律法规草案，拟定信用评级行业发展战略、规划和政策等五大职责，这其中就包含了制定信用评级机构的准入原则和基本规范。

#### 明确五条政策“红线”

据联合资信统计，今年1~7月，我国公募债券市场共有335家发行人评级发生调整，其中222家发行人评级被调升，113家发行人评级被调降，调升率和调降率分别为4.77%和2.43%，其中调升率为近3年的最低水平，调降率创下近3年的新高。

“现在行业太乱了，有些干的都不是（评级）这个事。”上述资深人士表示，《征求意见稿》对整治评级乱象将发挥积极作用。

在信用评级机构的禁止行为中，《征求意见稿》明确了五条“红线”：（一）篡改相关资料或者歪曲评级结果；（二）承诺、保证信用等级；（三）以承诺分

享投资收益或者分担投资损失、承诺高等级、诋毁同行等不正当竞争手段招揽业务，进行恶性竞争；（四）以挂靠、外包等形式允许其他机构使用其名义开展信用评级业务；（五）违反信用评级业务规则，侵犯投资人、评级对象合法权益，损害信用评级业声誉的其他行为。

同时，为杜绝“以价定级，以级定价”的乱象，《征求意见稿》强调了独立性，分别从执业独立性、评级机构独立性、评级人员独立性、部门设置独立性、薪酬独立性等方面做了具体规定。

如信用评级机构与受评经济主体或受评债务融资工具发行人为同一实际控制人所控制，或者由同一股东持股均达到 5%以上，不得开展信用评级业务；在评级人员独立性方面，要求信用评级机构建立回避制度。

据了解，目前很多信用评级机构正在研究《征求意见稿》，相关的建议和意见，正在准备汇总。

“很多细节待明确。”上述资深业务人士表示，根据《征求意见稿》对信用评级的定义，是指信用评级机构对影响经济主体或者债务融资工具的信用风险因素进行分析，就其偿债能力和偿债意愿做出综合评价，“那么，地方政府怎么办？算不算‘经济主体’？”

## ◆【互联网股权融资政策界限明确】

（中国证券报）中国证监会等 15 部门日前联合公布《股权众筹风险专项整治工作实施方案》，引起行业内广泛关注。作为此次互联网金融风险专项整治的一个重要领域，《实施方案》针对目前互联网股权融资存在的突出问题，以促进互联网股权融资规范发展为主要目标，将互联网股权融资活动纳入整治范围，明确了整治目标和原则、整治重点和要求、职责分工和时间进度安排。

对于《实施方案》，北京大学教授、北京大学金融法研究中心副主任彭冰在接受中国证券报记者采访时表示，最大的关注点在于强调了互联网股权融资活动的政策界限。专项整治以解决当前互联网股权融资领域的突出问题为重点，将有利于互联网股权融资的长远规范发展，有利于保护投资者合法权益。

中国证券报：《实施方案》明确的互联网股权融资活动的政策界限有哪些？

彭冰：《实施方案》以规定禁止从事的活动的方式，明确地给出了互联网股权融资活动的政策界限，包括不得擅自公开发行股票或变相公开发行股票，不得非法开展私募基金管理业务，不得非法经营证券业务，不得对金融产品和业务进行虚假违法广告宣传，不得挪用或占用投资者资金等。这些就是开展互联网股权融资活动的红线，一旦逾越，将被依法规范和查处。

中国证券报：互联网股权融资平台不得以“股权众筹”名义从事活动的依据是什么？

彭冰：2015年7月，人民银行等十部门联合发布了《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，将股权众筹融资定义为通过互联网进行公开小额股权融资的活动。根据现行《证券法》第十条的规定，公开发行证券必须依法经过核准。因此，在现有法律框架下，未经核准，互联网股权融资只能以非公开方式进行，绝不能以“股权众筹”的名义突破法律界限，擅自公开或变相公开发行股票，这也是被《实施方案》所明确禁止的行为。简单说，在现行法下，任何互联网平台宣称自己是做股权众筹的，都是不规范的。如果是真的在做，就是擅自公开发行；如果是假的在做，那就是虚假宣传。

中国证券报：专项整治将对互联网股权融资有何影响？

彭冰：此次专项整治，从短期来看，当前互联网股权融资领域的突出问题将得到有效治理。从长期来看，对于股权众筹模式的合法化，还需要《证券法》及时修改，为通过互联网向公众发行股份募集小额资金开拓合法渠道。股权众筹是随着技术进步而出现的创新直接融资模式，是否能够有效降低融资成本、解决中小企业融资问题，大家都有所期待，以美国为首的各国立法者也纷纷修改法律，允许其在小额和风险可控的情况下进一步发展。中国面临更为严重的中小企业融资难问题，对于股权众筹也应当在风险可控的基础上允许其规范发展。因此，我们也呼吁各方加快《证券法》修改进程，为股权众筹的合法化提供法律依据。

相信通过此次专项整治，互联网股权融资领域将“去伪存真”，行业将进入相对规范发展的新阶段，投资者的合法权益也将得到进一步保护。

## ◆【财政部再查地方债务 首次摸底 PPP 项目等财政支出规模】

近日，财政部部署摸底 2014 年以来全国地方政府融资平台公司、国有企业、事业单位等债务余额情况。这次统计摸底不仅涉及存量债务，还首次涉及政府投融资现状，及未来财政支出责任状况。

据 21 世纪经济报道记者掌握的文件资料来看，存量债务摸底覆盖银行贷款、债券类融资、非银行金融机构融资、供应商应付款等多个融资渠道，其中需要财政性资金偿还的债务余额需要单独填报。

而各地财政支出责任情况，诸如政府投资基金、PPP 项目、政府购买服务等，需要填报财政分年度履行支出责任的款项，覆盖的年度从 2015 年开始，一直到后续“2020 年及以后”。

财政部财科院金融研究中心主任赵全厚对 21 世纪经济报道记者表示，债务指的是存量债务，“支出责任”是承诺未来的支出，未必形成债务。摸底支出责任，是看后续年度里，有多少承诺要支付的款项，可以判断财政支出的“刚性”度。

实际上，地方政府实际举债规模，远比正规发债规模大得多。2014 年展开的地方债的清理甄别，不少地方上报的债务额度相比 2013 年全面的地方债摸底数额有大幅增长。

财政部表示，这次摸底明确是为深入了解地方政府融资平台公司债务等情况，防范财政金融风险；此次填报不改变政府债务口径，与以后年度债务限额分配、存量政府债务置换没有任何关系，主要为中央决策提供数据支撑和决策依据。

#### 存量债务+政府支出责任

有地方财政系统人士对 21 世纪经济报道记者表示，这是财政部统一部署的债务摸底行动。

从 21 世纪经济报道获得的江苏、安徽等地通知来看，财政部要求各省 10 月 24 日之前上报数据，不少省份特别下发“加急”通知，要求于 20 日之前将数据报到省财政厅。

填报的对象为，符合融资平台定义的国有企业等单位。所谓融资平台，根据通知定义为，由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体。

区别于以往的债务摸底统计，除了对存量债务的统计，即从 2014 年到 2016 年 8 月底的债务余额之外，所有涉及政府支出责任的举债融资行为都要填报数据，包括签协议，分年度财政拨款、出具承诺函、担保函等还款保证事项等。

比如当前热推的 PPP 模式，不少地方更加注重 PPP 模式的融资功能，外界有担心可能加重政府债务负担。

有地方财政人士也对 21 世纪经济报道记者提出担忧，PPP 项目周期十几、二十年，很多仅靠项目本身收入难以覆盖，需要财政提供补贴，这些支纳入中长期预算，未来很多年财政要持续履行支出责任，但是 PPP 项目财政支出并没有纳入债务统计口径，PPP 模式的融资怎么就不是地方债了呢？

赵全厚指出，支出责任是财政对未来的支出，并不是债务。比如财政承诺两年后支付 100 万，两年后财政若没能支付，形成拖欠，变成了债务；但两年后，财政若如约支付，就不会形成债务。对财政支出责任进行统计，是统计后续财政支出中有多少既定的支出，即支出刚性度；若前期安排支出较多，后续可能会调整支出责任，压缩部分支出，来支付承诺的支出。

#### 地方债的“糊涂账”

根据预算法规定，地方政府举债只能通过发行政府债券，且纳入限额管理。

地方政府债券额度每年需经全国人大审议通过，2015 年地方新增债券规模为 6000 亿元，2016 年提高到 1.18 万亿，是清清楚楚明面上的账。

但地方政府债务远非这些。有地方城投公司相关负责人对此次摸底有些担忧，城投公司履行政府投融资职能是一种现实需要，城投职能应该规范化，展开这样的债务摸底，让人有点担忧。

之所以有这样的担忧，在于 2014 年 10 月国务院发布的 43 号文(《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》)明确表示，融资平台不得新增政府债务，地方政府后续举债，要么通过发行地方政府债券，要么通过政府与社会资本合作模式(即 PPP 模式)。

43 号文之后，融资平台“替”政府融资举债职能萎缩了一段时间后，又逐渐恢复。

据数据显示，在 2014 年 12 月至 2015 年 2 月份这三个月城投债缩量发行明显，从 2014 年 11 月份 1300 亿元规模，逐渐减少到后续 780、680、258 亿元规模。但

今年截止到 9 月底，城投债累计发行 1.94 万亿元，较去年同期增加约 8000 亿元。

有券商固收分析师对 21 世纪经济报道记者表示，43 号文之后的“新城投债”发债时都会标明偿债主体为城投公司，政府没有偿还义务，但城投债的偿债资金来源很多是政府资金。

现代集团董事长丁伯康对 21 世纪经济报道记者表示，政府主导投资的一些项目，如海绵城市、综合管廊、地铁等准公共服务项目，由于价格改革不到位，不适合全面推向市场，由政府融资平台履行相应建设、投融资主体职责，其成本更低、效率更高。城投公司替政府投融资的职能有其存在的合理性，应该加以规范。

据 21 世纪经济报道记者了解，随着 43 号文及相关文件出台，城投公司举债融资模式从原来以银行贷款为主，更多转向政府购买服务、政府投资基金、PPP 项目等领域；而有些地方还有借医院、学校等事业单位，去银行举借债务。

而这次债务摸底，基本将融资平台融资渠道覆盖完全。除了名义上称为“融资平台”的公司之外，还涉及到国有企业、事业单位等。

多位业内人士对 21 世纪经济报道记者表示，地方债券发行规模有限，地方政府融资需求较大，地方各种变相举债融资的渠道仍然较多，地方债真实数额仍是笔“糊涂账”，要摸清地方存量债务恐怕只能三令五申、一轮一轮地展开此类债务摸底行动。

## ◆【山东金融改革三周年 财富管理青岛模式成亮点】

（青岛晚报）青岛财富管理中心建设是山东省金融改革的有机组成部分。山东“金改 22 条”明确提出，要把青岛建设成为国内领先、面向国际的新兴财富管理中心。三年来，在省委、省政府的大力指导和推动下，青岛市聚焦这一目标，在创建国家级财富管理金融综合改革试验区方面取得了可喜成绩。在这一过程中，青岛市通过不断探索实践，推出了许多改革创新举措，形成了财富管理改革创新的“青岛模式”。

下一步，青岛市将继续推进金融改革发展，当好财富管理金融综合改革的“探路者”，为山东金融改革发展、为地方经济转型升级贡献更大的力量。

### 构建全方位财富管理供给体系

我市大力推进财富管理领域供给侧结构性改革，从机构、市场、人才建设等方面入手，全面提升财富管理供给效能。一是财富管理专业机构聚集效应显现，国内第一家外商独资互联网保险公司、第一家外商独资财富管理公司、第一家产融结合消费金融公司、第三支人民币国际投贷基金以及国内大型金融机构财富管理子公司、私人银行、资产托管中心等一批新型财富管理机构纷纷落户，示范带动作用明显。二是财富管理交易功能趋于丰富，蓝海股权交易中心、国富金融资产交易中心、场外市场清算中心、联合信用资产交易中心、艺术品交易中心等一批财富管理特色交易平台正式投入运营，有效发挥了市场在财富管理资源配置中的核心作用。三是财富管理人才培养基础不断夯实，与全球知名院校达成国际化财富管理人才培养合作意向，为财富管理改革创新提供人才支撑与保障。

### **探索可复制可推广创新经验**

发挥试验区重要事项“一事一报”通道优势，加大财富管理创新试点政策争取和复制推广力度，共有两批 60 项创新试点政策获得国家批准，多项全国“第一单”落地实施，试验田功能初步显现。一是跨境投资率先突破，国内首次将合格境内有限合伙人投资范围扩大到境外二级市场、境外一级市场投资并购业务、有监管的大宗商品交易市场业务及其他业务，7 支跨境基金进入注册程序。二是金融开放不断扩大，取得设立全牌照合资证券公司、外资控股证券投资咨询公司和基金管理公司政策许可，具备了金融业进一步对外开放的基础和条件。三是地方政策全力保障，青岛市出台促进财富管理试验区发展专项政策措施及实施细则，吸引各类优质财富管理资源在青岛聚集发展。

### **推进财富管理与实体经济融合**

突出财富管理服务实体经济和增加居民财产性收入的功能定位，通过财富管理提高资源配置效率。一是立足实体经济谋划创新，加大政策创新的定向支持力度，直接为青岛带来融资近 380 亿元。三次组织开展“银行机构负责人走访千家企业活动”，累计走访企业 3334 家次，银企达成融资协议 506.2 亿元。二是探索普惠型财富管理新模式，2015 年末，全市财富管理资产规模 6816.2 亿元，较试验区获批前增长 96%，让大众理财走进了百姓生活。三是全面推进产业协同配套，着眼于产业结构优化升级，率先编制完成财富管理十大配套产业规划。

### **机构数量和“财富家底”增长明显**

三年来，通过上述改革创新举措，青岛市财富管理中心城市建设取得了显著成就，带动青岛金融业“十二五”期间实现了倍增式跨越发展。截至“十二五”末，青岛金融机构和法人金融机构数量分别是“十一五”末的 1.5 倍和 2.2 倍；金融业增加值是“十一五”末的 2.5 倍，占 GDP 比重提高了 2.2 个百分点；存款余额、贷款余额、保费收入、证券交易额和上市企业数量分别是“十一五”末的 1.8 倍、1.9 倍、1.6 倍、5.5 倍和 2 倍。今年以来，青岛金融业继续保持快速发展的良好势头，8 月末，金融机构总数达到 229 家，法人金融机构达到 25 家，外资金融机构达到 34 家；新增存款近千亿元，新增贷款过千亿元；保费收入同比增长 42.3%，保费增速在五个计划单列市中列第 1 位；实现直接融资超过 760 亿元，再创历史最高水平；全市银行不良额、不良率连续下降，成为全国同类城市中唯一连续五个季度实现不良“双降”的城市。今年 4 月，青岛首次被纳入全球金融中心排名，名列第 79 位；今年 9 月，青岛在全球金融中心排名大幅跃升，名列全球第 46 位，成为本次榜单中排名上升幅度最大的城市，也是紧跟上海、北京、深圳的中国内地金融中心城市第 4 名。

### ◆【金融机构总部落户青岛，最高可获 1 亿元补助】

（齐鲁晚报）注册地和主要办公场所在青岛市的具有独立法人资格的区域性或全国性总部金融机构，按照注册资本额度，最高可给予 1 亿元的补助资金。17 日，记者从青岛市金融办获悉，青岛市金融办、青岛市财政局日前联合出台《关于印发〈促进青岛市财富管理金融综合改革试验区发展政策措施实施细则〉的通知》，标志着财富管理金融综合改革试验区扶持政策进入了实施阶段，从今年开始兑付 2015 年度的奖励，连续执行 5 年。

据悉，为促进岛城金融业发展，2015 年青岛市出台了《关于促进青岛市财富管理金融综合改革试验区发展政策措施的通知》（以下简称《通知》），本次出台的《促进青岛市财富管理金融综合改革试验区发展政策措施实施细则》就是对《通知》的贯彻落实与细化，明确了对试验区建设的各项扶持政策的标准界定、申报程序、申报要件等，增强了政策的操作性和可执行性。实施细则共分为概念解释，聚集金融资源政策申报和补助，金融创新奖申报、评选与奖励，支持企业上市政策申报和奖励，附则等五大部分。

“聚集金融资源政策申报和补助针对的对象是在青岛市新设立和新迁入的金融和财富管理机构。对注册地和主要办公场所所在青岛市的具有独立法人资格的区域性或全国性总部金融机构，按照注册资本额度，最高可给予1亿元的补助资金；对金融机构总部在青岛市设立的分行、分公司，其业务管辖范围能够覆盖整个山东及至周边省份的给予100-200万元补助奖金。”青岛市金融办相关负责人说，其中金融机构是指金融监管部门颁发金融业务许可证的银行类、证券类、保险类金融企业及金融监管部门批准提供金融服务的金融企业。对经青岛市财富管理金融综合改革试验区委员会认定并报市政府批准的机构和项目，可以参照有关政策给予适当的补助资金。

据介绍，金融创新奖是实施细则的一项重要内容，也是青岛市第一次开始评选金融创新奖，必将对促进财富管理金融综合改革试验区建设起到极大的促进作用。金融创新奖由专业评审小组评审，经向社会公示后，报青岛市政府研究确定。金融创新奖由注册在青岛市的申报主体申报，不接受个人和外地机构申报，申报主体包括金融机构、体现财富管理特色的或对财富管理金融综合改革试验区有重大意义的机构和项目、权益类交易市场、经批准规范的金融市场主体企业、企业（集团）、高校、学会和各类科研院所等。另外，金融创新奖可以依法依规将资金发放给推动项目的团队成员。

## ◆ 【业务参考】

### ◆ 【监管从严 券商债券承销业务收紧】

（中国证券报）今年以来，券商机构公司债承销规模增长迅速，日益成为券商债券业务收入的重要来源。然而随着承销规模的扩大，增长背后的问题也开始逐渐暴露。为防控风险，监管层开始对券商债券承销业务加强监管。

日前，中国银行间市场交易商协会发布“新增非金融企业债务融资工具承销商”名单，仅7家券商通过申报获得入围。业内人士认为，由于对承销业务的收紧，部分债券业务收入曾获得快速增长的券商可能会受到影响，行业公司债承销业务格局也正在悄然发生改变。

公司债承销规模扩大

今年以来，由于市场的持续低迷震荡，券商传统的经纪和自营业务表现不佳，相应债券承销业务却成为券商业绩中为数不多的亮点。随着券商公司债承销规模的迅速攀升，债券承销业务逐渐成为券商业务收入的重要来源，其赚钱效应显著。

数据显示，截至 9 月 26 日，今年以来券商公司债承销规模约 2.18 万亿元，占总承销金额的比例约六成，比去年同期增长近四倍。从承销数量上来看，今年以来共承销 2474 只，其中私募债发行数量约为一般公司债发行数量的两倍多。从承销公司债项目数排名来看，排名前五的券商分别是中信建投、国泰君安、招商证券、平安证券和光大证券，此外，有 65 家券商今年公司债承销数量已经超过了去年全年公司债承销数量。

不过，随着承销规模的扩大，其面临的风险和问题也逐渐暴露。一方面公司债违约案例不断，令承销商直接面临风险。另一方面，券商为获得较高的承销业务规模，而忽视风险管理，造成公司债业务的风险点不断暴露。有券商人士透露，今年以来由于承销的公司债项目较多，人力资源不足，造成对项目持续监督的缺失，加上风控不严，券商公司债承销业务面临的隐忧重重。

#### 债券承销业务监管强化

为防控风险，监管层开始要求各家券商强化对债券业务项目的监管，自查机构内部在承销业务环节中可能出现的问题以及是否存在违约风险。今年 9 月，近百家开展公司债承销业务的券商参加内部培训，被监管部门要求注重公司债存续管理，并明确相关的违规行为认定标准及处罚措施。此外，监管部门将从 10 月开始就债券问题对部分券商展开现场检查。

除了监管标准抬升之外，对券商公司债承销的资格审核也开始从严。日前公布的“新增非金融企业债务融资工具承销商”名单中，近 7 家证券公司获准开展承销业务，相比 30 多家券商申报数量，其最终的通过率不足 25%。据悉，未来承销商将按规定设立承销业务相关部门，配备专职承销业务人员，建立健全承销业务操作规程、风险管理和内部控制制度，若因违法违规受到处罚，其承销业务资格将被暂停或取消。

券商债券部门相关人士透露，为适应新的监管要求和市场环境，目前不少券商机构开始收紧债券业务，对承销环节的项目进行严格筛选，在项目正式立项之前，需要内部风控人员和销售团队共同评估才能通过。同时在债券业务制度和信

息披露方面进一步完善，提高债券业务团队合规意识，以避免公司债风险出现集中爆破的情况。

在业内人士看来，由于监管部门对券商的监管更加严格，处罚力度不断加大，券商内部的风控意识相比过去有所提升，债券承销业务也会出现一定程度的收紧。短期来看，会影响部分通过债券承销业务收入而获得利润增长的券商，行业承销业务格局也会发生一定变化，这也意味着三季度部分券商的业绩可能仍难突破低迷阶段；但从长期来看，则有利于规范公司债承销业务和行业的健康发展。

## ◆【券商热议债转股：中字头能否再迎“升机”？】

（新华网）10月10日，国务院发布《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，这在主题相对匮乏的A股市场上，迅速点燃了一轮资金的做多热情，也成了存量资金模式下的市场写照。

受此消息刺激，上周债转股受益股表现强劲，10月11日以来wind债转股概念指数累计上涨7.95%，龙头股海德股份实现三天三涨停四个交易日涨幅高达41%的“壮举”，而同期沪综指涨幅仅0.51%。

对于资本市场而言，与上一轮债转股相比，本轮债转股概念有何新意？中字头、债转股概念可持续性又如何？各大券商机构对此展开激烈讨论。

债转股归来 券商热议风险与机遇并行

10月10日，千呼万唤的银行转债股方案正式出炉，这对于资历较深的投资者而言并不陌生。17年前即1999年，为处理国有银行居高不下的不良贷款，我国政府相继成立信达、东方、长城、华融四大资产管理公司（简称AMC），分别对建行、中行、农行和工行四大国有银行的坏账进行剥离。

新一轮的债转股的归来，引来了和过去方案究竟是老调重弹，还是新酒入旧瓶的一波辩论。市场人士分析称，与1999年上一轮债转股相比，此番出炉的《意见》全文强调“市场化不兜底”的特色突出。

据统计，《意见》全文出现了48次“市场化”字眼，从运营、企业要求、参与者等多个方面进行了规定。除了上述价格市场化定价要求之外，还明确为债转股对象企业市场化选择、资金市场化筹集、股权市场化退出，不搞拉郎配、政府不兜底等要求也充分体现了“市场化”作为政策关键点的特点。

海通证券分析师姜超指出，本轮债转股重启，强调市场化原则。债转股与兼并重组、盘活存量、股权融资、破产清算等手段并列，主要目的在于助力企业降杠杆。强调市场化原则，未设试点规模，由市场主体主导，政府只起政策引导作用。

申万宏源评价认为，此番出炉《意见》中“市场化”要求，有利于带来新的投资机会。而由于债转股价格和条件自主协商确定，允许参考二级市场价格，是社会资金投资的基本条件。同时，文件鼓励募集社会资金参与债转股，包括各类受托管理的资金，也支持实施机构发行专项金融债券，为社会资金参与债转股提供了多种途径。此外，可采取多种市场化方式实现退出，有利于银行、实施机构与社会资金灵活变现、最终实现债转股收益。

不过，也有机构担忧，市场化原则下，是否转股、转股比例、转股价格、转股方式等均需由市场主体协商决定，沟通协调的难度很大，可能成为推进挑战。有评论指出，或许，现阶段的债转股模式更像是一个探索期的过程。

各路资金疯抢银行、AMC 等概念？

10月10日，备受关注的银行转债股方案正式出炉，明确规定了“银行不得直接将债权转为股权”。银行债转股，应通过向实施机构转让债权、由实施机构将债权转为对象企业股权的方式实现。

如何化解银行不良贷款风险，减轻企业债务负担，降低企业债务风险和修复风险预期是市场普遍关注焦点。业内人士普遍认为，在受益于债转股的银行、AMC（资产管理公司）和企业三类主要参与者当中，本次债转股方案已经开业的 AMC 将是未来债转股的主要实施机构，无疑称为此番政策的最主要受益者。

而对 AMC 的影响方面，交银国际认为，《意见》提到通过多种渠道提高银行不良资产核销和处置能力，强化不良资产处置市场竞争，会让 AMC 将面临更多竞争。《意见》第 25 条要求多渠道补充银行核心和非核心资本，提高损失吸收能力，预计后续可能会增加 AMC 牌照，适当放宽金融机构和民间资本涉足不良资产收购的门槛，AMC 将面临更多竞争。

华泰证券认为，债转股政策的推出，将不仅有助于缓解市场对银行坏账、对周期行业债务危机的担忧，对 A 股构成宏观层面的利好，更具主题投资价值。

具体操作方面，华泰证券建议，可主题布局 AMC 概念股和债转股对象。华泰认为，AMC 将作为债转股最主要实施机构，具牌照稀缺性和标的稀缺性，建议关注海德股份、陕国投 A、风范股份、东兴证券等。此外，还可考虑已成为债转股对象的标的，如一拖股份、长航凤凰、中钢国际、武钢股份。

国泰君安则建议，投资者可积极布局周期性行业龙头+AMC+银行的“一体两翼”组合。国泰君安认为，周期性行业龙头公司将在市场出清、行业集中度上升过程中获益，受益标的包括煤炭、有色金属、钢铁、水泥等。此外，债转股重启利好国有及地方 AMC 业务规模扩张，推动公司成长，标的选择方面可考虑浙江东方、海德股份、陕国投 A、泰达股份等。同时可关注债转股短期利好股权较为集中的大型银行以及地方银行。

## ◆【金融扶贫新尝试 首个上市公司主导产业扶贫基金落户兰考】

（上海证券报）河南省兰考县，为国家级贫困县。50 多年前，焦裕禄带领兰考人民战风沙、斗洪涝，敢教日月换新天；如今的兰考，按照河南省委、省政府要求，今年要在全省率先脱贫。

兰考同时也是证监会的 9 个定点扶贫县之一，在证监会的推动下，兰考在全国率先提出“金融扶贫”理念。在 2016 年国家扶贫日到来之际，雏鹰农牧与合作方联合发起设立中证中扶私募基金管理有限公司（以下简称“基金管理公司”），这标志着国内首个由上市公司主导的产业扶贫基金正式落户兰考。

不同于以往的基金模式，该基金具有两大模式创新：首创上市公司主导、产业基金作为引导资金的商业模式；以产业带动长效扶贫，在国家扶贫攻坚战略的大背景下，创新市场化运作模式。

### 金融扶贫新尝试

雏鹰农牧发布的公告显示，基金管理公司的注册资本为 5000 万元人民币，股东包括中国扶贫开发服务有限公司（以下简称“中扶公司”）、雏鹰农牧、隆平高科、中信农业、兰考龙迪投资管理中心（有限合伙）等。

基金管理公司发起设立的中证中扶产业扶贫基金（以下简称“基金”）总规模不超过 50 亿元人民币，存续期 20 年。依托政府有关的扶贫政策导向，基金将投

资于国务院有关部门认定的亟须精准扶贫的贫困县、片、区，聚焦于大农业、大旅游、现代服务业三大领域。

基金管理公司董事长吴易得介绍，该基金的设立按照“上市公司主导、市场化运作、规范管理、防范风险”的原则，基金发起设立、投资管理等均按照市场化独立运作、自主经营。

值得指出的是，基金管理公司的股东之一中扶公司，前身为成立于1988年的国务院扶贫办直属事业单位中国扶贫开发服务中心，2008年改制为公司。自成立以来，中扶公司就一直以“产业扶贫”为主要工作方向，全方位参与中国扶贫项目建设，为中国扶贫开发提供服务。

“基金落户兰考，是‘金融扶贫’的又一创新举措。”兰考县委常委、副县长杨晓东表示。杨晓东认为，资本市场敢于担当，不断推动体制机制创新，通过上市公司带动、金融机构支持打造“金融扶贫”新模式，改革扶贫资金运行机制，在兰考脱贫攻坚中创造了不少“兰考经验”和“兰考模式”。同时，兰考县政府将积极引进上市公司主投参与当地的项目投资，并协调国开行、农发行等政策性银行通过对引进上市公司增信降低融资成本，促进实业公司积极参与项目投资，推动项目落地发展。

在吴易得看来，基金的成立是资本市场服务国家脱贫攻坚战略的创新尝试。2016年9月，证监会发布的《中国证监会关于发挥资本市场作用服务国家脱贫攻坚战略的意见》指出，要集聚证监会系统和资本市场主体的合力服务国家脱贫攻坚战略，支持贫困地区企业利用多层次资本市场融资，支持和鼓励上市公司、证券经营机构履行扶贫社会责任。

杨晓东表示，基金的成立具有重要意义：一是贯彻落实党中央、国务院“精准扶贫、精准脱贫”战略的重要举措；二是通过市场化方式建立长效脱贫机制的重要探索；三是发挥资本市场资源优势支持脱贫攻坚的重要措施。

#### 两创新模式并举

据介绍，该基金不同于以往的基金模式，整合了中扶公司、上市公司及专业机构等优势资源，具有两大模式创新：

一是首创上市公司主导、产业基金作为引导资金的商业模式，即由当地政府提供地区资源及项目，上市公司主导项目的筛选，并推动落地。这种模式充分利用上市公司的行业背景及专业优势，结合成熟的管理团队、领先的技术水平，深度发掘贫困地区优势资源，实现产业精准扶贫。同时，依靠基金管理公司的平台协调作用，可以整合政府、上市公司及专业金融机构的各方优势，借助基金管理团队的项目遴选及运营经验、资本运作能力，为项目的健康发展提供了“双保险”。在这个过程中，基金作为引导资金，提供资金支持，放大资金杠杆，同时调动整合多方资源，提供风险保障及增加项目退出通道选择，实现多方共赢。

二是以产业带动长效扶贫，在准确领悟国家扶贫攻坚战略的前提下，创新市场化运作模式。不同于传统的“输血”式扶贫，基金是带着项目和资金扶贫，以产业驱动建立长效扶贫机制，精准帮扶建档立卡，实现人口精准扶贫；通过多产业协调互补，有效促进贫困地区的产业(如农业、旅游、加工业等)融合，发掘适合当地情况的优势资源和项目，实现产业精准扶贫。同时，中扶公司的参与确保了基金可以精准把握国家扶贫政策和投资方向，利用产业发展达到精准扶贫。

## ◆【细分场景下的消费金融 与服务相结合才是未来】

“遵守契约，你将得到的不仅仅是尊重。”这是犹太人流传千年的一句名言，也几乎是所有犹太人在经商甚至是做人时始终在恪守着的。

契约精神甚至也是整个近现代文明得以维系的重要原则，而在这种契约精神下的信用体系则一直是现代金融业不可缺少的支柱之一。

上万亿的消费金融，仍然面临巨大市场空白

当信用体系与消费结合在一起时，消费信贷则走入了人们的生活，早在上世纪 20 年代，早期记账卡的出现就让零售业成为第一批走入消费信贷的行业，随着 1938 年基础循环借贷账户引入美国金融市场，消费信贷迅速流行起来。

而在 1950 年左右，分期付款的方式被引入房地产市场，此后分期消费的模式也逐步开始普及，大到房产、汽车，小到水电煤气缴费都可以实现分期付款。近年来，更是与一些具体的服务场景相结合，延伸出多种不同的玩法。

但对于中国的消费金融业而言，直到 1985 年随着改革开放的深入，中国银行(601988, 股吧)珠海市分行才发行了第一张信用卡。

有数据统计，截至 2015 年中国信用卡持卡人数仅为 1.2 亿人，累计发卡量则在 5 亿张左右。

考虑到目前年 5000-6000 万的新增发卡量，消费金融市场在未来几年依然存着一个巨大的空白市场，这也因此带来了国内互联网消费金融在 2015 年前后的井喷。

面对巨大的有一定信用记录，但未持有信用卡的群体，这个市场最初的分切也很自然的是依照人群来划分。于是我们看到了做校园市场的趣分期、分期乐，做蓝领市场的买单侠，在短短几年之内，迅速获得了过亿融资，市值也直奔独角兽而去。

资本市场对这些消费金融项目的看好无疑是因为他们看到了这背后巨大的市场空白。

根据中国人民银行数据，2015 年达 18.96 万亿，占中国整体信贷规模约 18%，而这个市场近 5 年始终保持着超过 20%的增速。

尽管如此，中国依然有 3500 万的在校学生，2.7 亿蓝领，以及 5.5-6 亿的农村户籍群体，他们则成为了上述那些创业公司们争夺的重点，尽管在很多人看来，给没有信贷记录或没有具备参考价值的信贷记录群体借贷是不安全的，甚至是不道德的，但市场竞争依然可以用狂热来形容。

这样竞争带来的问题则是从 2016 年起爆出种种校园借贷丑闻，借用他人身份借贷诈骗、以裸照要挟借贷人等等事件的爆出，让监管部门迅速出手，从今年 4 月开始各地频发文件限制校园借贷行为，趣分期作为昔日这个领域的领头羊也宣布退出校园市场。

但从相关部门发出的文件中大家依然不难看出，对于消费金融大的方向国家依然是支持和认可的，在经济下行压力巨大的情况下，互联网消费金融的兴起无疑是对内需的巨大刺激。

从人群到场景，再到拼服务

而随着第一波消费金融圈用户的结束，整个市场中的优质用户其实已经被各家分的差不多，这也同时促使国内的互联网消费金融呈现出一个新的趋势，那就是场景化。

场景会对用户的消费决策产生巨大影响，这是一个不争的事实，就如同女人喜欢逛街是一种天性一样。

在美国，当 1985 年西尔斯百货发行第一张信用卡时曾饱受质疑，专家们认为在信用卡市场竞争已经足够激烈和饱和的情况下，西尔斯想切入当时已有 1.75 亿流通的 Visa 和 MasterCard 的消费信贷市场是极为困难的。

但结果却是，凭借着西尔斯百货的 6000 万用户，以及众多门店作为使用场景，西尔斯禁用了 4 年时间就成为了全美第二大信用卡发卡机构。

历史总是不断地在重演，在国内，作为电商领域毫无疑问的前两名，阿里和京东也早早地就布局消费金融市场，并最终在 2015 和 2016 年实现了爆发。他们拥有着足够大的用户基数，更重要的是他们掌握着消费场景，以及由这个场景延伸出的历史消费数据，后者大大降低了他们的风控成本。

占据了社会零售总额超过 10% 的电商是一个巨大的场景，很自然的也成为了最先普及互联网消费金融的场景。但消费与互联网行业最大的差别就在于流量入口的多元化，阿里、京东这样的巨头只能掌握单一的购物场景，却无力涉足线下繁多的消费场景。

因为在这些细分的场景下，场景掌握着繁多，所提供的服务更是多种多样，作为平台如何尽可能地使产品标准化，提供稳定质量的服务显得尤为重要。下面我们就根据不同的场景特点，列举了一些场景金融活跃发展的领域：

#### 1、租房分期

代表公司：58、斑马、链家旗下丁丁（已转型）

特点：刚需、入口级、线下中介强势、连续性强

对于生活在城市的白领人群来说，租房子、找工作、家政服务、用车等等都是极佳的入口，这其中最适合分期的无疑是租房。对于很多上班族来说，市场上遵循的惯例往往是季付房租，这无疑给很多月光族们带来了巨大的压力。有这样的痛点，自然也就有互联网公司的身影。

而租房作为分类信息平台重要的一个频道，58 上线相应的服务也就顺理成长，而没有优质流量入口的中小创业公司们，则只能从地推搞定中介来获得相对稳定的客源。

不过尽管中介在这个领域中的话语权巨大，在线下深耕多年的链家则没有在这个领域走下去，今年6月链家宣布旗下丁丁租房正式停止运营，全面并入链家。而这个曾经被链家视为互联网化排头兵的产品，最初的一大卖点则是和京东合作的租房分期服务。

## 2、教育分期

代表公司：小牛计划、蜡笔分期

特点：高客单价、线下分散、低频次

对于年轻来说，租房是日常的大额消费支出最重要的一部分，而对于已经成家的80后们来说，孩子的教育无疑是家庭消费支出中的重要组成部分。在各种素质教育产品层出不穷的当下，为了不让孩子输在起跑线上，家长们自然也愿意投入资金在对孩子的教育上。高客单价、刚需也促使着分期消费在这个领域有了流行的基础。

但面对集中度极低的教育培训领域，如何BD培训机构则成了一个大问题。与此同时，低频次的消费特点也让他们从单一用户上获取的价值有限，这两点大大制约了教育分期的发展。

## 3、医疗分期

代表公司：美黛拉、美分期

特点：高客单价、产品标准化、低频、高毛利

同教育一样，医疗领域消费金融的场景并不在，也不可能在公有的医院中。某种意义上讲，我们把它称作医美分期似乎更为恰当。爱美女是男人的天性，爱美则是女人的天性，随着整个社会消费水平的提高，医美也成为了一个巨大的消费市场。有行业报告预计，到2018年，这个市场的规模将达到1000亿人民币。

作为一个高客单价、高利润的领域，互联网的渗透速度显得非常快，尤其是在原本作为医美领域重要线上流量入口的百度被用户不断质疑的情况下，独立的医美社区App成为了爱美人群的新宠。

这其中主打对接高质量医美机构的美黛拉则是比较早推出分期服务的平台之一，在不久之前推出了免息分期的业务无忧购美，用户只需要绑定银联卡即可购买医美服务。

考虑到其投资机构中有着平安创投的身影，这样的打法也显得很顺理成章。尤其是在医美领域频频爆出一些负面新闻的情况下，分期或许只是一部分，如何提供高质量、标准化的服务才是关键。

而相比于教育市场支付方和实际受服务方不匹配的特点，医美领域更标准化的产品和更高的客单价无疑为分期消费提供了沃土，这也使得消费金融在这个领域显得尤为有价值。

#### 4、旅游分期

代表公司：首付游、呼哧旅行、京东旅行

特点：高客单价、产品标准化、低频、低毛利

同样是低频高消费的旅游市场和医美领域特点相似，尤其是以机票酒店为核心组成部分的出境游产品因为其高客单价的特点，用户很容易也愿意接受分期消费的方式。

但不同于医美的则是旅游类产品毛利偏低，上游的产品供应商对毛利的敏感，使得分期平台在和他们谈判时并不容易，所能提供给用户的分期产品本身性价比偏低。

另一方面，低频的旅游类产品消费决策流程过长，这个过程中除了携程之外几乎没有什么高转化率的流量入口，穷游、蚂蜂窝等社区产品多年来都不能完成从社区到旅游电商的转变，创业公司希望以分期的打法从携程口中分一杯羹更是困难。

#### 5、装修分期

代表公司：小窝金服、家分期

特点：高客单价、极低频次、服务非标准化

如果说最早的分期消费发生在房产这样的极大额支出上，那随着人们对住房水平要求的提高，以及最近一波买房热的推动下，装修分期也逐渐成为一个新的消费方式，尤其是有着和父母不同消费观的80、90后们已经成为装修市场的主要购买力。

不过与上面提高的所有领域不同的是，装修几乎是一个一套房子只会有一次的消费行为，极低的消费频次意味着平台必须在获客后努力挖掘出用户价值，这

并不容易。更何况，装修复杂度高，从业人员素质参差不齐，导致装修服务产品非标准化眼中，很容易带来一些平台和消费者之间的矛盾。

长远来看，风控仍然会是一道跳不过去的坎

消费金融是一个巨大的市场，但从线上到线下的互联网消费金融依然还有很长的路要走，不同于线上的场景入口单一，线下多元化的消费场景将是阻碍互联网消费金融普及的巨大障碍。这也将使得那些高客单价、产品标准化的领域更容易先发展起来。

但对于大多数基于消费场景形成的分期购物平台而言，风控问题则是一个始终无法绕开的坑。

不同于淘宝、京东积累了大量的用户消费记录可作为征信信息的补充，这些新兴的消费分期平台往往都出现在一个低频次的消费场景下，且大多数都是创业公司，这也就意味着他们很难通过用户之前的购买行为信息实现风控。

不过好消息则是随着发欺诈等技术手段不断提高，以及人工智能的发展，风控问题所带来的影响未来也会越来越少。

而不少创业公司也通过较轻的模式，降低风险，例如美黛拉的美购分期，实际上是由信用卡发卡银行提供信用判断的依据，免息的部分其实是美黛拉对高客单价用户的补贴。

不过也有从业者对医美分期看衰，播美创始人张伍新就曾发文质疑，医美分期在风控、资金获取等方面还不够完善，而对于整个行业来说效率更关键。对于这样一个产品存在一定风险的行业，或许更本质的则是服务，如何保证提供医美服务产品的品质才是根本，而分期则属于锦上添花。

但就整个行业来看，通过分期培养用户的消费习惯和互联网的依赖程度，巩固互联网作为消费入口的作用，增加一个支付方式，已经目前市场上消费领域分期产品的主要诉求。更何况，在这样一个分期消费作为一种新生活方式深入人心的大背景下，用户们也越发珍惜自己的信用记录。

正如文章开始那句话一样，“遵守契约，我们将得到的不仅仅是尊重”。

## ◆ 【场外交易市场】

### ◆ 【香港招商路演项目“齐鲁股权行”座谈会成功举行】

齐鲁股权讯（晓阳报道 晨琛摄影）为深入推动“双创”工作，促进香港招商路演企业对接资本市场，齐鲁股权交易中心在10月18日下午成功举行香港招商路演项目“齐鲁股权行”座谈会。山东省金融办副主任葛志强、团省委副书记谢宁、团省委创业办主任于伟、省金融办资本市场处副处长岳晓光及7家香港招商路演企业董事长参加了座谈会。

齐鲁股权交易中心总裁李雪向与会者介绍了中心运营建设、基金直投支持及融资工作情况，特别是下一步在省内的路演活动规划，得到了大家的一致认同。在香港山东周期间参与路演的山东中天水土资源生态开发建设公司等7家企业董事长分别介绍了企业情况，对齐鲁股权交易中心平台所能提供的综合创新服务，表示出浓厚兴趣，展开了热烈交流和座谈。

山东省金融办副主任葛志强在讲话中希望齐鲁股权交易中心多宣传中心的平台服务和直投基金等政府支持政策，吸引更多的企业到平台上发展壮大。团省委副书记谢宁在讲话中期望中心进一步对接各级团组织，开创“青创板”，支持双创工作的核心主力青年创业者登陆区域资本市场。

### ◆ 【股权融资正在纵向推进 向“塔基”延伸】

今年以来，国务院若干文件中，在频繁提及发挥新三板市场功能的同时，区域性股权市场（俗称“四板”市场）也被放在重要位置。在降低企业杠杆，拓宽股权融资的政策趋势下，政策施力正在纵向推进，向多层次资本市场“塔基”延伸，这包括利用新三板以及区域性股权市场拓宽股权融资。据知情人士向《证券日报》记者透露，国务院层面的关于区域性股权市场发展的顶层设计正在酝酿中。

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，从政策层面来看，国家已经逐步将区域性股权市场作为多层次资本市场的基础部分在打造。国家层面开始发挥区域性股权市场如主板、创业板、中小板、新三板的证券市场的作用，以及私募证券市场的作用。

区域市场

可发力三大融资方式

在当前经济新常态，降低企业杠杆的大背景下，国家推动股权融资正在向下延伸。在新三板揭牌三年以来，中小微企业股权融资得到一定的发展。但伴随着降低实体企业杠杆，仍需要更广泛地解决中小微企业融资难问题，在这种情况下，逐步发挥区域性股权市场这一多层次资本市场“塔基”更加重要。

“降低企业杠杆率最有效的手段就是发展直接融资，这包括私募股权融资和私募债融资。”高鹏飞认为，目前在间接融资环节，企业贷款必须联保联贷，联保联贷就形成了联保联贷的圈子，一旦一家企业出现问题就会关联其他企业，而发展股权质押融资也可以解决或缓解这一问题。

“区域性股权市场作为私募证券市场，最重要的功能就是发挥融资作用，私募股权融资、私募债融资和股权质押融资如果运用得当，对降低企业杠杆率是很有效的。”高鹏飞认为，企业发展是需要一定杠杆的，但要保持合理有效的杠杆，这需要提高管理水平来弥补。因此，在发展股权融资的同时，需要通过区域性股权市场进行规范。

“通过区域性股权市场，企业可以规范运作，再加上三种主要的融资手段，将有利于企业获得更低成本的资金，而不选用高利息的民间资金或者高利贷。”高鹏飞强调。

实际上，区域性股权市场的发展，可以有效使资源向企业转型升级（爱基, 净值, 资讯）、产业集群发展自然倾斜，可以促进地方经济增长，增强地区经济活力。同时，区域性股权市场对促进就业具有推动作用。

### 39 家区域市场

能提供“保姆级”服务

2012 年以来，区域性股权市场迅猛发展，基本形成“一省一市场”的格局，甚至有的省份成立了 3 家区域性股权市场，并渐成一定规模，对促进中小微企业股权交易和融资，鼓励科技创新和激活民间资本的作用已然显现。

截至 2016 年上半年，全国已有 39 家区域性股权市场，基本已经覆盖全国各省（市）、自治区，共有企业 4.6 万余家。企业进入区域性股权市场的形式主要有挂牌、托管和展示 3 种形式，这是区域性股权市场针对不同发展阶段企业的需求实行的分层分级制度。

区域性股权市场是低门槛、服务于大众的平台，是推进大众创新创业、打造众创空间的良好载体。作为多层次资本市场基础，发挥了创新企业孵化器的作用。企业在区域性股权市场挂牌，就需要按照现代企业制度要求进行运作，区域性股权市场在此过程中能提供贴身的“保姆级”服务。

“区域性股权市场天然具有草根性和社区型，能够更贴近企业的服务需求。各地政府都在想方设法服务中小微企业，但是没有有效的抓手，通过市场，地方政府可以就近综合利用各类资源服务中小微企业发展。”高鹏飞认为。

#### 区域市场顶层设计酝酿中

目前，区域性股权交易市场仍未纳入《证券法》的监管范畴，有区域性股权市场负责人建议对场外市场建设进行统一规划，在全国范围内对地方股权交易市场进行合理布局。

在此之前，证监会在2015年6月26日发布《区域性股权市场监督管理试行办法（征求意见稿）》（下称《征求意见稿》），但该政策至今仍未出台。

重视区域性股权市场，除了上述若干文件提及或专门安排之外，关于区域性股权市场发展的顶层设计也正在酝酿中。《证券日报》记者了解到，今年9月份，证监会主席刘士余先后调研了多个区域性股权市场，其中包括齐鲁股权交易中心以及天津股权交易所。

“从国务院38号文件（《关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》）清理整顿交易场所时，就曾考虑出台区域性股权市场的管理办法，目前按照国务院要求，要将办法上升为国务院的决定，上述调研就是为顶层设计做准备。”知情人士透露。

“除了从国家层面加强区域性股权市场发展的统筹规划，建议在法律层面确认区域性股权市场的定位。”高鹏飞表示，目前区域性股权市场尚未纳入法律框架，其作为“证券市场一部分”的定位还很模糊，抑制了金融机构的参与积极性。建议结合《证券法》修改，推动区域性股权市场纳入法律调整的范围，明确其作为证券市场的性质，给区域性股权市场一个明确的“身份证”。

### ◆【业内激辩新三板发展困局 做市商制度亟待完善】

新三板市场即将迎来“万家时代”，在其快速发展的过程中，逐步解决了扩容、融资、分层制度等问题。2015年下半年以来，全国股转系统的监管力度层层

加码，针对挂牌企业、拟挂牌企业、主办券商的规章制度不断出台。但投资者心中却是五味杂陈。在中国证券报记者接触的十多家投资机构中，大多对新三板市场持审慎观望态度，有些机构甚至计划退出。新三板的流动性多年来饱受诟病，投资者门槛过高、投研体系不完善、优质企业数量少是重要原因。但更为深层次的原因在于新三板定位不够清晰、做市商制度存缺陷、分层制度功能没有得到体现等。

### 定位模糊需重塑

新三板的再定位问题是投资者关注的焦点。

在中信建投投行部董事总经理李旭东看来，新三板流动性表面上看是资金问题，而根本原因在于其定位模糊，使得投资者迷茫，当务之急要把新三板重新定位。

北京洪泰君成投资管理有限公司合伙人曹水水对此亦感同身受。“新三板当前的定位是股权交易场所，未来能否成为 A 股的预备板？这两个完全不同的定位是决定投资者去留的关键。”

曹水水梳理了最近几起新三板收购案子，包括天融信、墨麟股份、中汇影视、三木智能、银橙传媒。从估值上看，上述几起收购对应 2016 年的市盈率一般不超过 20 倍，对应 2018 年的市盈率一般不超过 10 倍。这些新三板公司均为行业内的佼佼者，已初具体量和规模，2018 年承诺的净利润均是亿元级别。

反观新三板二级市场，目前做市股票对应 2015 年业绩的市盈率中值为 20.5 倍，均值为 30 倍。而上述 5 个并购案例对应 2016 年市盈率中值为 15 倍，均值为 16 倍。

曹水水认为，作为股权交易市场的新三板，当前其股票在二级市场的估值，远高于股权市场应有的估值，因此选择暂时观望。但如果是作为 A 股的预备板，曹水水表示，“估值就可以参照沪深交易所上市公司，新三板又显得很便宜。”

曹水水的“纠结”得到民生证券总裁助理、研究院执行院长管清友的呼应。他认为，当前新三板的定位已出现严重的偏颇。

管清友告诉中国证券报记者，新三板定位模糊不清、雾里看花，这是造成目前流动性困局的重要原因，甚至可能是本源性原因。

“新三板存在缺位、错位及越位三大定位问题。首先是投资功能缺位。”管清友表示，从数据上看，2016年上半年新三板定增融资金额838.4亿元，甚至高于创业板的747.1亿元。但从日均成交金额看，新三板不足10亿元，而创业板则在千亿元以上，前者不足后者的0.5%。新三板功能定位上都过度强调中小微企业融资功能，而忽视了市场微观结构中投资退出功能，由此带来的投资功能缺位问题日益严重。

其次是发展认识错位。对于新三板市场，一直存在两种观点，有人认为新三板市场是被边缘化的场外市场，而乐观者认为这是中国未来的纳斯达克。对此，管清友称，很多人士对新三板是场内市场和场外市场的概念比较模糊，新三板相对于上市公司而言只能称为挂牌公司。新三板距离纳斯达克市场还有很大差距，挂牌企业成熟度不够；投资人以私募为主，结构单一；交易制度“协议+做市”，未引入竞价。

第三是市场化理念超前越位。管清友表示，新三板其实是最接近市场化的交易场所，但理想超越现实的结果是，三大基本制度异化。首先，挂牌制度市场化，尽管最接近注册制，但退出机制不完善，缺乏市场化的选择与淘汰机制；其次，交易制度市场化，但无涨跌停限制，导致价格暴涨暴跌，资产定价功能被削弱，同时，由券商的做市红利会导致垄断性做市，带来逆向选择和道德风险；三是融资制度市场化，但无锁定期，自由定价导致破发频繁。

事实上，关于新三板的市场定位，国务院、证监会、全国股转系统历来强调：新三板是经国务院批准，依据证券法设立的全国性证券交易场所。新三板坚持独立的市场地位，公司挂牌不是转板上市的过渡安排。

银河证券博士后科研站张金松认为，独立的市场地位，仅说明新三板与沪深交易所的非附属关系，并未清晰描绘出新三板未来要建成一个什么样的市场，也未给出新三板建设的判断标准或依据。“因市场定位不明确，导致市场预期不稳、监管依据不足、创新方向不明，这需要顶层设计”。

10月10日，国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，提出要积极发展股权融资。加快完善全国中小企业股份转让系统，研究全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板创业板相关制度。

对此，兴业证券(601377, 股吧)分析师代云龙认为并无新意，“去年11月证监会出台的全面支持股转系统发展的指导意见，有类似的内容，同样的意思，都是研究转板制度。”

### 做市商制度存弊端

做市商是目前新三板二级市场上最为庞大的投资者队伍。多家投资机构负责人认为，当前的做市商制度至少存在三大弊端，这些弊端直接影响做市商定价功能与效率。

“首先是做市商库存股票的来源和盈利方式存在问题。”深圳德本基金管理有限公司一位高管告诉中国证券报记者，纳斯达克做市商库存股的重要来源是通过IPO的途径购入股票，价格为发行价。同时，作为承销商的做市商获取库存股的成本可以低于发行价(两者差额一般为7%)，但也承担了发行失败的风险。而另一来源则是从市场上直接购买股票。这一特点决定了做市商从事做市业务的利润来源主要是买卖价差。纳斯达克的做市商骑士资本占整个市场全年交易量的17.2%，其主营收入的63%均为买卖价差收入。纳斯达克市场IPO的超额配售权机制在为做市商提供利润来源的同时，也可调配市场上股票供需平衡，促进股价稳定。

而新三板做市商库存股的主要来源为从原股东手中协议受让或参与拟挂牌公司的定向增发。做市商凭借着优势地位，可以通过大额折扣获取库存股，通过抛售获取巨大利润，做市商丧失了对买卖报价本身的兴趣。

其次，做市商库存股票的持仓限额及配套交易制度缺失。纳斯达克做市商由于库存股获取价格接近于市价，所以其需要保持尽可能少的库存股票，以尽可能减少存货头寸风险，降低成本。一般情况下，抛开超额配售权的影响，纳斯达克做市商所持有的库存股票占总股本的比例都不超过1%。同时，市场上配套的交易

机制，如融资融券制度、做市商间的交易制度及大股东减持限制等，避免大额减持对市场的冲击。

而新三板市场却无融资融券、做市商间的交易政策等相关制度安排，仅通过提高做市商库存股数量来保障交易的连续性，大量的库存股票为做市商带来持仓风险及成本。在做市商强议价能力的背景下，进而演变成为其压低库存股获取价格、要求监管部门放开做市库存股上限的动力。据《全国中小企业股份转让系统股票转让方式确定及变更指引(试行)》规定，“做市商合计取得不低于申请挂牌公司总股本 5%或 100 万股(以孰低为准)，且每家做市商不低于 10 万股的做市库存股票”。

该高管告诉中国证券报记者，当前的做市制度，应引入非券商做市商，促使做市商转变盈利模式。纳斯达克做市商有 600 家，在纳斯达克上市的每家企业平均有 20 家做市商。而新三板做市商 86 家，平均每家企业 5 家做市商。做市商牌照的稀缺性决定了积极参与压价购买库存股票并在做市转让中卖出从而赚取差价的盈利模式。通过引入非券商机构做市，引入竞争，挤压做市商低价获取库存股的利润空间，将促使做市商实现盈利模式的转变，形成竞争性做市格局。

“应该引入混合做市商交易模式，打破市场垄断。”上述高管告诉中国证券报记者，从国际市场的情况看，混合做市商制度(“报价驱动”+“指令驱动”)是主流。在传统做市模式基础上，引入竞价交易，投资者报价可与做市商报价同时进行竞争，且投资者之间可相互交易，从而打破做市商的做市垄断地位，提高做市商积极性，促进其在定价、维护股价方面发挥作用;另一方面，在做市商交易制度下，市场遇冷时，做市商通过其交易义务，依然能够提供流动性，两者相辅相成。此外，竞争性机制的引入，也将进一步降低单一做市商制度下较高的交易成本及市场信息不透明的弊病。

#### 营造“局部”流动性

“搞活流动性不是提升全市场的活跃度。”盛景网联新三板研究院院长杨青的这一观点，得到广证恒生总经理袁季的高度赞同。袁季告诉中国证券报记者，

新三板需形成可进可退的动态“金字塔”结构，通过结构性建设，进一步提高局部流动性，以此破解困扰市场已久的难题。

目前新三板做市板块流动性高度集中于少部分公司，2016年9月份交易金额排名前十的挂牌公司，交易额占做市板块总交易额的86%。

袁季表示，“结构性建设”指的是以分层为制度建设的基础，实现差异化制度设计，研究针对创新层企业的制度，包括交易制度、投资者门槛、转板机制、再分层等，以及建立和完善退市制度。创新层犹如新三板的“棋眼”，加强创新层企业的规范治理，同时建立和完善交易、融资等方面的机制，为创新层注入流动性，可作为破解新三板流动性困局的探索。

不过，分层制度实施后，创新层企业的流动性并未明显增强。一般来说，挂牌企业进入创新层，应该更容易得到投资者的青睐，企业股票的流动性也应该增强。但实际情况并非如此。尽管在分层实施的当日，新三板的交易总额突破了8.5亿元，明显高于前一天的交易总额，第二天更是达到了10.2亿元，创下近40个交易日以来的最高纪录，但随后市场交易额便逐渐回落，很快就恢复到了此前的水平。如今，创新层企业中无人问津的标的不在少数。

分层制度的推出是一方面，但“局部”流动性的建设，还需要制度红利的配合。袁季告诉中国证券报记者，从2015年下半年至今，全国股转系统的监管力度层层加码，针对挂牌企业、拟挂牌企业、主办券商的规章制度不断出台。“在监管力度不断加大的同时，并没有配套的政策性红利推出，可能导致市场中老问题没有解决，例如流动性陷入瓶颈等，同时出现新问题，包括优质企业计划离开新三板等。在制度性红利迟迟未落地的情况下，许多新三板的优质企业选择被并购或者在A股市场IPO等选项。”袁季表示。

在2016年主动申请摘牌的28家企业中，有8家被并购，包括时间互联、还有羿珩科技、新泰材料、奇维科技、国图信息、禾健股份、华苏科技、雅路智能。这些案例表明，通过加强监管实现优胜劣汰是未来新三板市场成长的重要一环。但如若没有相对应的政策性红利吸引优秀企业，新三板未来的发展也会受到限制。

培养新的投资文化

“做市估值缓慢下行，成交金额始终萎靡。但不要用炒股票的心态去看待今天的新三板市场。”管清友说。

全国股转系统副总经理陈永民则认为，不要用传统的交易所市场眼光看待新三板市场。如果把投资门槛降到和交易所市场一样，大量散户进来，可能很多探索和创新会比较困难。股转系统这个市场发展的主要问题不是简单地降低投资门槛，而是要培养一种新的投资文化，培育出新的投资群体。

“沪深交易所是股权市场的顶层，具有高度公众化特征，散户非常多，一年交易量 85%基本上由散户投资者贡献。中国资本市场的流动性很高，融资效率也比较高，但上市标准也很高。”全国股转系统另一高管表示，新三板不可能成为“散户化”的市场。

“主要原因在于新三板是一个基本豁免了行政许可和财务门槛的市场，是中小微企业的融资平台。这类企业可能成立时间不长，商业模式不固定，处于产业周期的不同阶段，风险比较高，有大进大出的可能性。”上述高管表示，在这样一个市场里，不能像沪深交易所那样引入散户。沪深交易所散户投资者多，换手率高，投机氛围强。而新三板投资者门槛较高，比如注册资本金一千万元以上的法人，个人金融资产 500 万元以上的个人。这基本上算一个准机构间市场。这些投资者具有比较高的风险识别能力和风险承受能力。风险外溢性比较小，社会公众基本上没有参与。“由于挂牌低门槛，所以需要投资者的高门槛。”

立信会计师事务所合伙人葛晓萍告诉中国证券报记者，不能以同样的要求看待新三板市场。挂牌公司对股权转让的需求并不强烈，类似两个人的公司正在蓬勃发展，充满了创业的喜悦，价值还没有充分体现出来的时候，把股权转让给别人是需要认真考虑的。所以，单纯用流动性判断这个市场是否成功并不合适。

### ◆【互金平台生存考：大平台增速明显 中小平台艰难转型】

国务院日前出台互金专项整治方案，距 8 月 24 日《网贷机构业务活动管理暂行办法》发布不到 2 个月。网络借贷平台正逐渐回归信息中介、小额分散、服务实体以及普惠金融的本质。

受密集监管及限额等规定影响，部分网贷平台业务受到一定冲击。行业加速分化的过程中，平台现马太效应，实力强好的平台越来越好，同时也有不少中小平台正在谋求转型艰难求生。

### 行业整体收益下降

监管细则发布后，红岭创投宣布明年3月将停发大标，宜人贷则表示三个月内完成限额整改。业内人士表示，同一自然人在同一平台借款上限20万元的限制对行业业务影响较大，监管限制下，一些平台开始转型或开始合规性整改，这就导致过渡期内发标减少，或标的额度降低。

据零壹财经数据，在监管细则出台以后，约80%平台成交额环比出现下滑。网贷之家发布的《P2P网贷行业2016年9月月报》显示，P2P网贷行业9月实现了1947.17亿元的整体成交量，环比增长1.93%，而8月份该数据为4.40%，监管落地后增速明显下降。

与此同时，一些主营消费性信贷的合规平台，则基本不在限额影响范围之内。拍拍贷提供的资料显示，其平台9月成交额为26.66亿，环比8月增长28.08%，是行业增速的14倍。

而监管的要求对实力较强的平台影响并不大，反而凸显马太效应。据了解，对于监管前后的变化，拍拍贷截取了8月24日监管发布后到9月30日、共37天的平台数据，并与监管发布前37天的数据进行了对比。数据显示，8月24日至9月30日，拍拍贷成交额为32.86亿，相比前37天增长38.58%；平台新增贷款余额14.52亿，相比前37天增长34.24%。

“小额消费信贷的合规优势，会随着网贷行业的逐步规范化越来越明显。”拍拍贷CEO张俊表示，三季度拍拍贷平台上20万元以上借款占比仅为0.02%，1万元以下的消费性借款占比则高达98.34%，单笔平均借款额度为2716.54元。

### 中小平台退出

随着监管趋严、投资收益下滑等多种因素影响，线上理财服务也面临新一轮的调整。7月20日，知名平台美利金融宣布停止线上理财平台运营，将用户账户本金与利息结算，并退回至用户账户，转向专注于资产端业务。

良性退出已成为监管出台后的常态。据网贷之家调查，8月24日《暂行办法》出炉后，停业转型平台的数量占比明显多于问题平台。此前一些运作不规范但问题又不是很大的平台，在资金存管、信息披露、网络安全、账户合规等方面不愿投入大成本改造去满足监管要求，于是在监管来临前清盘退出就成了一个不错的选择。

据了解，在监管之后广州贷等企业选择了清盘退出市场。而不少中小型平台也选择转型如专做私募、消费金融等来谋求合规。中小平台的工作人员透露，以转型做私募、消费金融为例，由于本身就是红海市场，现在在转型进入工作开展难度也较大。

投资者以安全合规为标准的投票正在进行中，规模较小的平台被分流成为趋势，大平台虹吸效应更加凸显。拍拍贷告诉蓝鲸互联网金融，拍拍贷平台上的投资行为在监管出台之后表现得更为活跃。8月24日到9月30日，拍拍贷用户投资额共计39.88亿，相比前37天增长30.80%。此外，拍拍贷三季度新注册投资用户共40.67万人，环比二季度增长了131.75%。

张俊认为，前两年行业的火热吸引了一大批资本和制度套利者进入，激烈的竞争推高了整个行业的获客成本和运营成本，很多中小平台在资金端并没有线上流量的优势。而目前，网贷行业的发展已进入优质平台与巨头竞争的下半场，未来将是一个存量淘汰的时期。