

齐鲁股权每日金融

2017年02月24日

◆ 导航

- ◆ **【政策导向】**
 - ◆ 肖亚庆：2017年国企改革将从混改等五方面突破
 - ◆ 保监会：不允许保险被金融大鳄所借道和藏身
 - ◆ 中国证券报：区域股权市场“正本”“股权市场+互金”终结
 - ◆ “四板市场”统一监管规则初定

- ◆ **【业务参考】**
 - ◆ 银监会发布网贷资金存管指引 商业银行不承担资金运用风险
 - ◆ 资管“杂牌军”催生场外风险 业界期待“穿透式”监管
 - ◆ 从“资产荒”到“资金荒” 监管加码债市承压

- ◆ **【场外交易市场】**
 - ◆ 权威人士详解新三板改革方向 公募期待新三板敞开大门
 - ◆ 深交所大力推进地方债发行服务制度建设 相关业务和技术准备已基本就绪
 - ◆ 2016年各省投资比拼：增速西高东低 山东超5万亿称冠全国
 - ◆ 青岛撬动资本市场 推进转型助力实体经济

◆ 【政策导向】

◆ 【肖亚庆：2017年国企改革将从混改等五方面突破】

23日，由国资委新闻中心、国资委研究中心等主办的首届中国企业改革发展论坛在京举行，主题为“改革新动能优化供给侧”。国务院国资委主任肖亚庆在主旨演讲中表示，2017年国企改革已经入爬坡过坎、滚石上山的关键阶段，要在重点领域和关键环节尽快取得新的进展和突破，包括：深入推进公司制股份制混合所有制改革；切实建立灵活高效的市场化经营机制；不断加大推进供给侧结构

改革力度；以管资本为主坚决转变国资监管职能；全面从严加强国有企业党的建设。

据统计，目前中央企业各级子企业公司制改制面超过 92%，省级国资委监管企业的改制面超过 90%，全国国资监管系统的国有控股上市公司达到 1082 家。

2017 年，国企改革迫切需要在重点领域和关键环节尽快取得新的进展和突破，首要就是深入推进公司制股份制混合所有制改革。肖亚庆透露，混改是国企改革的重要突破口，要积极引入各类投资者实现股权多元化，探索集团层面股权多元化改革。要按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐。同时，加大力度全面完成国有企业公司制改革，积极引入各类投资者实现股权多元化，探索集团层面股权多元化改革。

此外，2017 年国企改革的另一大关键是不不断加大推进供给侧结构性改革力度。肖亚庆表示：要围绕服务国家战略，不断优化国有资本重点投资方向，充分发挥国有资本投资、运营公司的作用，促进国有资本合理流动优化配置。要加快深度调整重组步伐，稳步推动企业集团层面兼并重组，加快推进钢铁、煤炭、电力业务整合，进一步实施专业化重组。要按照“三去一降一补”，全面完成化解过剩产能和处置“僵尸企业”任务。

◆【保监会：不允许保险被金融大鳄所借道和藏身】

2 月 22 日，保监会主席项俊波在国新办举办的新闻发布会上谈及今年工作重点时表示，对个别浑水摸鱼、火中取栗且不收敛、不收手的机构，依法依规采取顶格处罚，坚决采取停止新业务、处罚高管人员直至吊销牌照等监管措施，绝不能把保险办成富豪俱乐部，更不允许保险被金融大鳄所借道和藏身。

保监会副主席陈文辉表示，保险资金在投资中应当以固定收益类的产品为主，股权等非固定收益类的产品为辅。股权投资应当以财务投资为主，战略投资为辅。即便是战略投资，应当是以参股为主，控股为辅。

保险业存四大风险

项俊波介绍，2016 年，保监会在全系统部署各类现场检查 2800 余次，对 612 家次机构、820 人次的个人进行了行政处罚，共计对保险机构罚款 7836 万元、对相关责任人罚款 1754 万元。

项俊波表示，当前保险业存在四大风险，包括利差损、非正常退保和满期给付、流动性等在内的行业传统风险的因素不容忽视；有极少数公司出现了公司治理、业务与投资激进、盲目并购等问题；2016年宏观经济下行以及资本市场波动造成了企业财产险、货运险等领域的业务下滑，也加剧了行业的信用风险和市场风险；随着全球化、信息化和金融业综合经营发展，保险公司与银行、证券、基金等领域的交叉情况有所增多，一些互联网理财和P2P平台利用保险问题征信，跨市场、跨区域、跨行业传递风险开始显现。

项俊波表示，“下一步将严肃查处违法违规行为，不断加大对各种违法违规行为的打击力度，让监管长出牙齿，真正管用。”

为此，项俊波表示，今年将把防控风险放到更加重要的位置，重点围绕公司治理、保险产品和资金运用三个关键领域，下决心处置潜在风险点。对激进发展、盲目扩张以及挑战监管底线的极个别公司，重点在“严”，保持高压态势，坚决控制其无序扩张、激进投资，消除风险隐患。

按上市公司标准公布财报

在公司治理方面，保监会副主席梁涛坦言，少数保险公司存在虚假注资、一股独大、治理失衡等现象，公司治理真正实现“形似”到“神至”，也还有较长的路要走。

梁涛表示，去年以来，保监会坚持问题导向，已经采取了或者准备采取一系列措施，不断加大对公司治理的力度，努力实现公司治理监管从柔性引导向刚性约束转变。

梁涛介绍，目前保监会已经全面启动保险公司法人机构治理现场评估工作，特别是关联交易管理的可靠性等关键环节，对131家中资法人机构和51家外资法人机构进行全面评估。另外，在修订《保险公司股权管理办法》、制定《保险公司章程指引》、建立公开质询制度以及启动构建保险行业职业经理人职业终身评价体系工作基础上，梁涛表示，保监会将发布加强保险公司股东股权、关联交易信息披露制度，要求保险公司必须按照上市公司的标准公布年度财务报告，对公司的转股、增资、关联交易，报批前必须在行业协会和公司网站上进行信息披露。

险资股权投资

应以财务投资为主

个别险资去年在 A 股市场的激进举牌行为，引发市场和监管层的关注。对此，陈文辉表示，险资运用一定要遵循几个基本原则。首先，保险资金在投资中应当以固定收益类的产品为主，股权等非固定收益类的产品为辅。股权投资应当以财务投资为主，战略投资为辅。即使是战略投资，应当是以参股为主，控股为辅。

另外，陈文辉认为，险资运用要坚持服务保险主业的方向，保险保障是保险业的一个根本功能，保险投资是一个辅助的功能，是一个衍生的功能，是为了更好地服务保险保障的功能。“一段时间以来，一些保险公司把保险投资当成主要的工作来抓，而把利润也主要押在保险投资上，我们认为是不对的。”

“最后是坚持长期投资、价值投资、多元化投资。这是保监会要求的基本原则，从这几年的实践来看，整个行业基本遵循了这一原则。”陈文辉介绍，2016 年保险资金运用余额达 13.4 万亿元，比 2012 年翻了一番。其中，权益类资产占比是 22.5%。当前我国保险资金运用结构与西方主要发达国家保险机构比较相近。

万能险

是一个成熟的产品

个别险资的激进行为也引发万能险广受热议，社会上对万能险各种看法、说法多，有的甚至对万能险污名化、妖魔化。对此，保监会副主席黄洪在会上表示，万能险是一个成熟的产品，不能理解为万能的保险。“万能险是一个保险产品，它具有风险保障功能，而这个风险保障功能正是区别于其他金融产品的内在本质属性。”

黄洪表示，万能险从 2000 年进入我国市场总体发展健康平稳，风险可控。但少数保险公司在万能险经营中确实存在问题：一是少数保险公司万能险业务一险独大，而且期限普遍偏短。这个问题有可能导致的风险点就是业务的大起大落，公司经营的不稳定性。二是短期负债配长期资产，形成资产负债错配，这有可能给公司经营带来现金流承压的风险隐患。

黄洪表示，近年来，保监会也出台了一系列政策加以规范，并以取得比较明显的成效，其中，万能险的负债成本明显降低。在维护客户合理预期的前提下，去年年底到今年初，万能险的结算利率比 2016 年上半年的时候大致下降了 1 个百分点。“这是非常不容易的。”

下一步，黄洪表示，保监会将根据市场的发展情况，及时开展对这些监管政

策、措施的评估，调整完善充实万能险及其他寿险产品的监管政策，推动万能险健康、快速、稳定发展，让万能险惠及全国人民。

◆【中国证券报：区域股权市场“正本” “股权市场+互金”终结】

金融整顿的节奏正在加快。

据悉，《区域性股权市场监督管理试行办法（草案）》已下发到部分股权交易中心。有地方金融办召集地方交易所开会，确定了当前的工作重点，包括停止审批交易所，叫停 OTC 模式、发售模式及微盘。其次，治理整顿地方交易所要平稳有序，不会贸然关停，妥善处理存量问题等。

不仅如此，2017 年春节后，试图在区域股权市场发行的“私募债”都暂时不能备案、申报。连正规的企业私募债也受到波及：沪深交易所企业私募债也暂停备案、申报。同时，2017 年正规私募债到期规模高达 7228 亿元，较 2016 年同比上升 34%。显然，2017 年在区域股权市场上发行的“私募债”兑付情况更加不乐观，且兑付风险已通过互联网金融产品传导到中小投资者。

某金融界资深人士对中国证券报记者表示，目前管理层不提倡发展“复杂金融”。像地方交易场所，尤其是数量庞大的贵金属交易所，部分原本就游走在灰色地带、毫无公信可言的领域自然是整顿的第一站。

区域性股权市场回归本位

2017 年 1 月，国务院办公厅发布《关于规范发展区域性股权市场的通知》（简称《通知》），对区域性股权市场的整顿正式启动。《通知》限制每个省只能设置一家区域性股权市场；禁止发行和转让私募债；明确合格投资者，即金融资产不低于 50 万元人民币；交易实行 T+5 制度；禁止集中竞价和做市商交易等。而这次下发的《区域性股权市场监督管理试行办法（草案）》明确，除区域性股权市场外，地方各类交易场所均不得组织证券发行和转让活动；合格自然人投资者的金融资产不得低于 50 万元，且适用穿透原则。

据统计，截至 2016 年底，全国约有 40 家区域性股权市场，除云南外其他省市均已设立。

星云资本总经理杨健告诉中国证券报记者，“不得采用广告、公开劝诱等公开

或变相公开方式发行证券，不得以任何形式非法集资”等是监管查处的重点。打些擦边球，把信誉欠佳的所谓“私募债”分拆、包装成理财产品向公众出售以募集资金的行为，会被严格监管，这也是监管层的出发点。其次是禁止跨区经营，禁止在区域外设立交易所分支机构。那些跨区域招徕挂牌企业的区域性股权市场都将受到监管。

“对于投资人的穿透调查，也是监管的重点。一句话，对于区域性股权交易市场，定位就是服务于本省区域内企业的股权范畴的标准服务。对于区域性股权交易市场利好就是，这个市场也纳入证监会的监管范围了，是主板、新三板的孵化器，逐步可以实现对接了。”长期从事股权交易和托管服务的杨健与多地区股权交易中心有广泛合作。

如前文所述，在治理整顿区域股权性股权市场的同时，监管层虽未正式发文或表态要收紧私募债，但针对全市场，即包括沪深交易所、区域股权市场等，所有的私募债都暂时不能备案、申报。

整顿进行时

2017年2月初，证监会新闻发言人明确表示，到今年6月30日仍未整改规范或通过部际联席会议验收的交易场所，将予以撤销关闭，商业银行和第三方支付机构将停止提供支付结算等金融服务。

业内人士认为，区域性股权交易中心，设立的股权构架通常是由省级产权交易所、地方国资公司、证券公司等金融机构发起设立。原则上一个省只设立一个股权交易中心，那些设立背景复杂，经营模式不清晰的区域性股权市场会被合并或者取缔。区域性股交所将回归“服务区域内中小企业”这一基本功能。金融创新不是这些市场的主要职责。而区域性股权市场的纷繁错乱，非一般投资人所能了解。

北京市金融工作局官网“通知公告”栏今年1月下旬发布《关于北方工业股权交易中心在京从事业务的风险提示》。该《提示》指出，经查，注册在齐齐哈尔的北方工业股权交易中心有限责任公司（简称北方工业股权交易中心）未经黑龙江省和北京市人民政府批准在京开展业务，在北京德胜国际中心租用大面积办公场所，于2016年12月26日前临街设立带有“北方工业股权交易中心”字样的巨幅公司名称牌，并在网上发布在京开展工作的业务经理、投融资经理等多职位的招聘信息，该公司上述行为不符合《国务院办公厅关于清理整顿各类交易场所的实施

意见》（国办发〔2012〕37号）“从事权益类交易、大宗商品中远期交易以及其他标准化合约交易的交易场所，原则上不得设立分支机构开展经营活动”的规定。

该《提示》甚至明确表示：“请在京企业不要在其挂牌，请投资人不要在其开户。如有损失，责任自负。”

2月21日，中国证券报记者登录北方股交的网站，发现其业务范围已经变更。在整顿之前，该网站写明北方股交将探索的业务包括非上市公司股权交易；企业债券交易；理财产品交易；信托产品交易；收益凭证交易；场外衍生品交易；电器货币交易。整顿之后，这些项目已经统统删除。

北方工业股权交易中心的注册地在黑龙江省。同一个注册地的还有“哈尔滨股权交易中心”。据《科技日报》2016年4月1日的报道，“作为黑龙江省唯一一家区域股权交易中心，哈尔滨股权交易中心自去年7月成立至今，共有231家企业在此挂牌，实现融资将近20亿。”业内人士称，像北方工业股权交易中心、哈尔滨股权交易中心，这些功能重合的可能是地方政府归并管理的对象。

据公开报道，深圳几家大宗商品交易平台因涉嫌诈骗遭警方突击调查。这场调查行动由深圳市经侦局牵头指挥，涉案公司多名员工被警方带走查问。被查公司对外均宣称主营贵金属和原油现货交易，但实际多为期货交易。

某金融界资深人士表示，绝大多数所谓的“大宗商品交易平台”更像是赌局：无法交割、平台操纵价格等问题始终存在。治理整顿是大快人心的事。

“股权市场+互金”模式将无以为继

几天前，一家互联网金融公司即将发售的“广州金融资产交易中心”理财产品胎死腹中，才让市场注意到，区域性股权市场的整顿将极大影响到互联网金融产品。

“广州金融资产交易中心”官网介绍：“广州金融资产交易中心位于广州金融创新服务区，注册资本6000万元，是贯彻落实国务院批准实施的《珠江三角洲地区改革发展规划纲要（2008-2020年）》，经广东省人民政府批准设立、国有控股的金融资产交易场所，于2014年4月18日正式开业运营。”

而在2016年底出现兑付危机的“侨兴债”则是在“广东金融高新区股权交易中心”备案，并由其将产品信息发布到招财宝平台。这个“广东金融高新区股权交易中心”又是由广东金融高新技术服务区管理委员会牵头，联合多家公司共同组建的区域股权交易市场，并于2013年7月11日挂牌成立，10月29日正式开业。注册资

本为人民币 1 亿元，注册地在佛山市南海区，由广东省人民政府直属管理。

除了这两家，广东省还有前海股权交易中心。其官网介绍，“前海股权交易中心(深圳)有限公司是广东省区域性股权交易市场的核心组织机构，注册资本 11.774 亿元。”

这些注册在同一省份、功能相近的股权市场已经让人眼花缭乱了，而通过这些股权市场融资的企业就更是五花八门。

不过，不管是广州金融资产交易中心、广东金融高新区股权交易中心还是前海股权交易中心，都和互联网金融公司合作。实际上，为了规避公开发行的限制，部分区域性股交中心大都与互联网金融公司合作拆分企业私募债。此类产品往往采取约定收益、多期并行、滚动发行的方式，使得每期产品的实际购买人数少于 200 人。

2 月下旬，某知名互金公司代销的、由广州金融资产交易中心所发售的固定收益理财产品最终被叫停。原因就是监管层已经对区域性股权市场进行整顿，不允许其再发行所谓的“企业私募债券”，更不允许其拆分销售。如果按照这个逻辑，招财宝、百度、网金社等所有通过区域股交中心拆标并公开销售的模式将终结。

存量“私募债”隐患重重

“侨兴债”违约问题把互金产品的风险暴露在大众面前。虽然这款产品最终刚性兑付了，但互联网金融产品的风险警报远没有解除。更糟糕的是，无论是管理层还是投资者都无法知道存续的“股权市场+互金公司”的“私募债”规模多大，今年到期的又有多少。

兴业证券的研报表示，2012—2013 年，受制于当时流动性紧张及其自身高风险的特征，投资者对私募债谨慎态度明显，发行量分别在 3890 亿元和 5994 亿元。2014 年之后，中小企业私募债发行开始逐步放量。由于 2014 年之后私募债发行规模快速扩张，并且发行期限多为 3—5 年，对后期形成了集中到期的压力。

兴业证券称，2017 年私募债到期规模高达 7228 亿元，较 2016 年同比上升 34%。从月份分布来看，到期主要集中在 3、5、6、9、11 等几个月份，由于债券收益率上升，加上金融机构对信用债配置需求较弱，企业的再融资难度上升，可能会加大其到期兑付压力。

其次，无担保私募债绝对规模大，值得关注。虽然到期债券中有担保的比重

从 2013 年的 1% 上升到 2017 年的 9%，但由于到期规模的快速扩张，绝对数量上无担保的债券规模翻了近十倍。这意味着大量即将到期的中小企业私募债面临着无担保、无增信的局面。

记者注意到，兴业证券报告中所指的私募债是指在交易所发行、交易的中小企业私募债，集合债，集合票据，在银行间市场发行、交易的 PPN（非公开定向债务融资工具）和私募发行的公司债。而通过区域股权市场备案的所谓“私募债”更像是资信欠佳的企业通过民间借贷的方式直接向投资人借钱，没有信用评级，连垃圾债都算不上。而区域性股权市场和互联网金融平台往往“合作”，把私募债“大拆小”，化整为零。

某金融界资深人士介绍，虽然银行间、交易所的私募债也有违约，但在像区域性股交中心这样的平台备案的企业私募债，其违约风险远远高于标准债券，且这类债券的违约并不为外界所知。如果比照 2017 年即将到期的正规私募债，这种在区域性股交中心备案的“企业私募债”显然风险更高，更容易爆雷。而且通过拆分，原本在机构之间发生的债券违约已经传导扩散到中小投资者，极易引发纠纷。

◆【“四板市场”统一监管规则初定】

中国证券网讯 据了解，证监会已经制定完成了区域性股权市场的业务及监管规则，并在近日向各区域股权交易中心下发了《区域股权市场监督管理试行办法草案》。

据 21 世纪经济报道 2 月 24 日报道，上述文件进一步明确了各区域股权交易中心是各自区域内唯一证券发行和转让的场所。

随着证监会制定的四板市场《管理办法》草案初定，四板市场监管职责归属一事也终于落定。

证监会除了规定统一的区域性股权市场业务及监管规则，还将对市场规范运作情况进行监督检查，对可能出现的金融风险进行预警提示和处置督导。

但长久以来，区域性股权交易中心与地方政府的关系千丝万缕，此次规范四板市场也不能彻底脱离地方政府对于交易所的监管。

因此，《通知》和《管理办法》均规定了区域性股权市场由所在地省级人民政府按规定实施监管，并承担相应风险处置责任。同时也要求省级人民政府要根据相关金融政策法规，在职责范围内制定具体实施细则和操作方法，建立健

全监管机制，指定具体部门承担日常监管职责。

如果说《通知》解决的是四板市场顶层设计问题，那么《管理办法》将是未来监管层治理四板市场的经脉。

2月23日，一位接近监管层的知情人士讲道：“促进区域性股权市场规范发展，有必要出台这样的监管规则，国务院的《通知》中对区域性股权市场的基本定位、业务规范、监管体制等做出了原则规定，需要在《管理办法》中予以细化和落实。”

事实上，各地交易所规则割裂，底线不清晰也在一定程度上遏制了这个市场整体的发展。

因此，以《管理办法》作为统一标准能够最大限度消除业务规则差异大、监管尺度不统一的问题。

“就我了解，在此之前证监会一度想将四板市场纳入自己的监管范畴内，但阻力比较大。但现在各自的职责都规定清晰了，依照章法来即可，未来也不会出现监管踢皮球或者监管真空的情况了。简单而言便是证监会划定底线和监管规则，地方政府仍旧是运营主导，相互不冲突。”2月23日，上海股权托管交易中心的一位受访人士表示。

除了业务规则，此次《管理办法》中还包含了相对应的处罚措施。

例如，《管理办法》规定运营机构或者开立投资者账户，存放投资者资金，办理登记结算业务的机构为有效履行职责，或者业务规则和管理制度不健全的，责令限期整改，而造成严重后果的，责令停业整顿并更换有关责任人员。

此前，国务院有关文件和《通知》对区域性股权市场虽提出了基本行为底线，但没有具体处罚措施，这需要《办法》草案明确违法违规行为应承担的法律责任，以确保《通知》各项要求落到实处。

与此同时，在私募证券发行以及投资者适当性方面，《管理办法》也根据《通知》所要求的框架做出了具体要求。

《管理办法》中要求企业在区域性股权市场发行证券时，不得向不特定对象发行，向特定对象发行累计不得超过200人；证券在区域性股权市场进行转让时，证券持有人累计不得超过200人。同时，交易时间间隔不得少于5个交易日。不得通过拆分、代持等方式变相突破合格投资者标准或单只私募证券持有人

数量上限。

至于合格投资者，《管理办法》也为四板市场设置了统一的标准。

草案中要求四板市场合格投资者应是依法设立且具备一定条件的法人机构、合伙企业，金融机构依法管理的投资性计划。另外，具备较强风险承受能力且金融资产不低于五十万元人民币的自然人也可以参与四板市场。

此次《管理办法》制定的初衷是在坚持基本行为底线基础上，强化运营机构的自律管理职责，对业务规则仅提出基本要求，为市场探索自身生存发展的路径预留空间，以在有效防范区域性系统性风险的前提下，更大程度地发挥市场的功能作用。

也就是说，监管层希望四板交易所能够根据各自的特点进行差异化的特色发展。据了解，《管理办法》中有相当一部分内容是鼓励区域股权交易中心形成具有自身的特色服务。

何为特色服务？前述接近监管层的知情人士表示，“区域性股权市场运营机构的职能与证券交易所、全国中小企业股份转让系统不完全相同，即除作为市场组织和管理者外，还可以从事一些中介服务活动。”

对照《管理办法》中的有关内容，允许和鼓励各地运营机构开展的中介业务分为六个方面。

包括可以参与本市场的企业提供改制辅导，管理培训，管理咨询，财务顾问等服务；为私募证券的发行组织路演推介或其他促成投融资需求的对接活动；为在本市开户的合格投资者提供企业研究报告和尽职调查信息；为本市场开户的合格投资者买卖证券提供居间介绍服务。

“市场上有很多中介机构都在做这些业务，但运营机构参与做的话会更有优势，企业在四板市场挂牌完全可以享受地方交易所的一条龙服务。”常年参与华东地区区域市场交易的泽浩投资投资总监曹刚2月23日表示。

另外，《管理办法》中也允许运营机构同商业银行、小额贷款公司等开展业务合作，支持其为参与本市场的企业提供融资服务。

值得注意的是，此次证监会还允许运营机构设立私募投资基金管理机构，以私募方式募集基金，或者接受所在地人民政府委托，管理其用于扶持中小微企业的资金，投资在区域股权性市场发行和转让的私募证券。

“这一块内容是我们此前没有想到的，鼓励运营机构扮演中介的角色实际上在一定程度上也能够缓解运营机构一部分的营收压力。另外，一些规模较大的机构实际上在此之前已经开展了很多类中介的服务，监管规则非但没有限制反而鼓励确实也考虑到了区域股权交易所中心运营的实际情况。”2月23日，北京股权交易中心的一位人士对此称。

◆ 【业务参考】

◆ 【银监会发布网贷资金存管指引 商业银行不承担资金运用风险】

银监会发布网络借贷资金存管业务指引。委托人开展网络借贷资金存管业务，应指定唯一一家存管人作为资金存管机构。在网络借贷资金存管业务中，除必要的披露及监管要求外，委托人不得用“存管人”做营销宣传。商业银行担任网络借贷资金的存管人，不应被视为对网络借贷交易以及其他相关行为提供保证或其他形式的担保。存管人不对网络借贷资金本金及收益予以保证或承诺，不承担资金运用风险，出借人须自行承担网络借贷投资责任和风险。

中国银监会办公厅关于印发网络借贷资金存管业务指引的通知

各银监局，各省、自治区、直辖市人民政府金融办(局)，各大型银行、股份制银行，邮储银行，外资银行：

为贯彻落实人民银行等十部门《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》和中国银监会等四部门《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》关于建立客户资金第三方存管制度的工作部署和要求，实现客户资金与网络借贷信息中介机构自有资金分账管理，防范网络借贷资金挪用风险，银监会研究制定了网络借贷资金存管业务指引，现印发给你们，请结合实际贯彻执行。

2017年2月22日

网络借贷资金存管业务指引

第一章 总则

第一条 为规范网络借贷资金存管业务活动，促进网络借贷行业健康发展，根据《中华人民共和国合同法》、《中华人民共和国商业银行法和《关于促进互联

网金融健康发展的指导意见》、《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》及其他有关法律法规，制定本指引。

第二条 本指引所称网络借贷资金存管业务，是指商业银行作为存管人接受委托人的委托，按照法律法规规定和合同约定，履行网络借贷资金存管专用账户的开立与销户、资金保管、资金清算、账务核对、提供信息报告等职责的业务。存管人开展网络借贷资金存管业务，不对网络借贷交易行为提供保证或担保，不承担借贷违约责任。

第三条 本指引所称网络借贷资金，是指网络借贷信息中介机构作为委托人，委托存管人保管的，由借款人、出借人和担保人等进行投融资活动形成的专项借贷资金及相关资金。

第四条 本指引所称委托人，即网络借贷信息中介机构，是指依法设立，专门从事网络借贷信息中介业务活动的金融信息中介公司。

第五条 本指引所称存管人，是指为网络借贷业务提供资金存管服务的商业银行。

第六条 本指引所称网络借贷资金存管专用账户，是指委托人在存管人处开立的资金存管汇总账户，包括为出借人、借款人及担保人等在资金存管汇总账户下所开立的子账户。

第七条 网络借贷业务有关当事机构开展网络借贷资金存管业务应当遵循“诚实守信、勤勉尽责、平等自愿、有偿服务”的原则。

第二章 委托人

第八条 网络借贷信息中介机构作为委托人，委托存管人开展网络借贷资金存管业务应符合《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》及《网络借贷信息中介机构备案登记管理指引》的有关规定，包括但不限于在工商管理部门完成注册登记并领取营业执照、在工商登记注册地地方金融监管部门完成备案登记、按照通信主管部门的相关规定申请获得相应的增值电信业务经营许可等。

第九条 在网络借贷资金存管业务中，委托人应履行以下职责：

(一)负责网络借贷平台技术系统的持续开发及安全运营；

(二)组织实施网络借贷信息中介机构信息披露工作，包括但不限于委托人基本信息、借贷项目信息、借款人基本信息及经营情况、各参与方信息等应向存管人

充分披露的信息；

(三)每日与存管人进行账务核对，确保系统数据的准确性；

(四)妥善保管网络借贷资金存管业务活动的记录、账册、报表等相关资料，相关纸质或电子介质信息应当自借贷合同到期后保存 5 年以上；

(五)组织对客户资金存管账户的独立审计并向客户公开审计结果；

(六)履行并配合存管人履行反洗钱义务；

(七)法律、行政法规、规章及其他规范性文件和网络借贷资金存管合同(以下简称存管合同)约定的其他职责。

第三章 存管人

第十条 在中华人民共和国境内依法设立并取得企业法人资格的商业银行，作为存管人开展网络借贷资金存管业务应符合以下要求：

(一)明确负责网络借贷资金存管业务管理与运营的一级部门，部门设置能够保障存管业务运营的完整与独立；

(二)具有自主管理、自主运营且安全高效的网络借贷资金存管业务技术系统；

(三)具有完善的内部业务管理、运营操作、风险监控的相关制度；

(四)具备在全国范围内为客户提供资金支付结算服务的能力；

(五)具有良好的信用记录，未被列入企业经营异常名录和严重违法失信企业名单；

(六)国务院银行业监督管理机构要求的其他条件。

第十一条 存管人的网络借贷资金存管业务技术系统应当满足以下条件：

(一)具备完善规范的资金存管清算和明细记录的账务体系，能够根据资金性质和用途为委托人、委托人的客户(包括出借人、借款人及担保人等)进行明细登记，实现有效的资金管理和登记；

(二)具备完整的业务管理和交易校验功能，存管人应在充值、提现、缴费等资金清算环节设置交易密码或其他有效的指令验证方式，通过履行表面一致性的形式审核义务对客户资金及业务授权指令的真实性进行认证，防止委托人非法挪用客户资金；

(三)具备对接网络借贷信息中介机构系统的数据接口，能够完整记录网络借贷客户信息、交易信息及其他关键信息，并具备提供账户资金信息查询的功能；

(四)系统具备安全高效稳定运行的能力，能够支撑对应业务量下的借款人和出借人各类峰值操作

(五)国务院银行业监督管理机构要求的其他条件。

第十二条 在网络借贷资金存管业务中，存管人应履行以下职责：

(一)存管人对申请接入的网络借贷信息中介机构，应设置相应的业务审查标准，为委托人提供资金存管服务；

(二)为委托人开立网络借贷资金存管专用账户和自有资金账户，为出借人、借款人和担保人等在网络借贷资金存管专用账户下分别开立子账户，确保客户网络借贷资金和网络借贷信息中介机构自有资金分账管理，安全保管客户交易结算资金；

(三)根据法律法规规定和存管合同约定，按照出借人与借款人发出的指令或业务授权指令，办理网络借贷资金的清算支付；

(四)记录资金在各交易方、各类账户之间的资金流转情况；

(五)每日根据委托人提供的交易数据进行账务核对；

(六)根据法律法规规定和存管合同约定，定期提供网络借贷资金存管报告；

(七)妥善保管网络借贷资金存管业务相关的交易数据、账户信息、资金流水、存管报告等包括纸质或电子介质在内的相关数据信息和业务档案，相关资料应当自借贷合同到期后保存 5 年以上；

(八)存管人应对网络借贷资金存管专用账户内的资金履行安全保管责任，不应外包或委托其他机构代理进行资金账户开立、交易信息处理、交易密码验证等操作；

(九)存管人应当加强出借人与借款人信息管理，确保出借人与借款人信息采集、处理及使用的合法性和安全性；

(十)法律、行政法规、规章及其他规范性文件和存管合同约定的其他职责。

第四章 业务规范

第十三条 存管人与委托人根据网络借贷交易模式约定资金运作流程，即资金在不同交易模式下的汇划方式和要求，包括但不限于不同模式下的发标、投标、流标、撤标、项目结束等环节。

第十四条 委托人开展网络借贷资金存管业务，应指定唯一一家存管人作为资

金存管机构。

第十五条 存管合同至少应包括以下内容：

- (一) 当事人的基本信息；
- (二) 当事人的权利和义务；
- (三) 网络借贷资金存管专用账户的开立和管理；
- (四) 网络借贷信息中介机构客户开户、充值、投资、缴费、提现及还款等环节资金清算及信息交互的约定；
- (五) 网络借贷资金划拨的条件和方式；
- (六) 网络借贷资金使用情况监督和信息披露；
- (七) 存管服务费及费用支付方式；
- (八) 存管合同期限和终止条件；
- (九) 风险提示；
- (十) 反洗钱职责；
- (十一) 违约责任和争议解决方式；
- (十二) 其他约定事项。

第十六条 委托人和存管人应共同制定供双方业务系统遵守的接口规范，并在上线前组织系统联网和灾备应急测试，及时安排系统优化升级，确保数据传输安全、顺畅。

第十七条 资金对账工作由委托人和存管人双方共同完成，每日日终交易结束后，存管人根据委托人发送的日终清算数据，进行账务核对，对资金明细流水、资金余额数据进行分分资金对账、总分资金对账，确保双方账务一致。

第十八条 存管人应按照存管合同的约定，定期向委托人和合同约定的对象提供资金存管报告，披露网络借贷信息中介机构客户交易结算资金的保管及使用情况，报告内容应至少包括以下信息：委托人的交易规模、借贷余额、存管余额、借款人及出借人数量等。

第十九条 委托人暂停、终止业务时应制定完善的业务清算处置方案，并至少提前 30 个工作日通知地方金融监管部门及存管人，存管人应配合地方金融监管部门、委托人或清算处置小组等相关方完成网络借贷资金存管专用账户资金的清算处置工作，相关清算处置事宜按照有关规定及与委托人的合同约定办理。

第二十条 委托人需向存管人提供真实准确的交易信息数据及有关法律文件，包括并不限于网络借贷信息中介机构当事人信息、交易指令、借贷信息、收费服务信息、借贷合同等。存管人不承担借款项目及借贷交易信息真实性的审核责任，不对网络借贷信息数据的真实性、准确性和完整性负责，因委托人故意欺诈、伪造数据或数据发生错误导致的业务风险和损失，由委托人承担相应责任。

第二十一条 在网络借贷资金存管业务中，除必要的披露及监管要求外，委托人不得用“存管人”做营销宣传。

第二十二条 商业银行担任网络借贷资金的存管人，不应被视为对网络借贷交易以及其他相关行为提供保证或其他形式的担保。存管人不对网络借贷资金本金及收益予以保证或承诺，不承担资金运用风险，出借人须自行承担网络借贷投资责任和风险。

第二十三条 存管人应根据存管金额、期限、服务内容等因素，与委托人平等协商确定存管服务费，不得以开展存管业务为由开展捆绑销售及变相收取不合理费用。

第五章 附则

第二十四条 网络借贷信息中介机构与商业银行开展网络借贷资金存管业务，应当依据《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》及本指引，接受国务院银行业监督管理机构的监督管理。其他机构违法违规从事网络借贷资金存管业务的，由国务院银行业监督管理机构建立监管信息共享协调机制，对其进行业务定性，按照监管职责分工移交相应的监管部门，由监管部门依照相关规定进行查处；涉嫌犯罪的，依法移交公安机关处理。

第二十五条 中国银行业协会依据本指引及其他有关法律法规、自律规则，对商业银行开展网络借贷资金存管业务进行自律管理。

第二十六条 中国互联网金融协会依据本指引及其他有关法律法规、自律规则，对网络借贷信息中介机构开展网络借贷资金存管业务进行自律管理。

第二十七条 对于已经开展了网络借贷资金存管业务的委托人和存管人，在业务过程中存在不符合本指引要求情形的，应在本指引公布后进行整改，整改期自本指引公布之日起不超过 6 个月。逾期未整改的，按照《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》及《网络借贷信息中介机构备案登记管理指引》的有关

规定执行。

第二十八条 本指引解释权归国务院银行业监督管理机构。

第二十九条 本指引自公布之日起施行。

《网络借贷资金存管业务指引》答记者问

根据《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》(以下简称《指导意见》)和《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》(以下简称《办法》)关于建立客户资金第三方存管制度的要求,近日,银监会发布《网络借贷资金存管业务指引》(以下简称《指引》),有关部门负责人回答了记者提问。

1、问:网络借贷资金存管业务的定义及原则是什么?

答:网络借贷(以下简称网贷)资金存管业务是指商业银行作为存管人接受网贷机构的委托,按照法律法规规定和合同约定,履行网贷资金存管专用账户的开立与销户、资金保管、资金清算、账务核对、资金监督等职责的业务。商业银行作为存管人开展网贷资金存管业务,并不视为对网贷交易行为提供的保证或担保,存管人不承担借贷违约责任。网贷资金存管业务双方应当遵循“诚实履约、勤勉尽责、平等自愿、有偿服务”的市场化原则,促进网贷行业规范发展。

2、问:网贷行业实行资金存管的意义是什么?

答:当前,我国网贷行业还处于规范发展初期,一些网贷机构资金缺乏第三方监管,普遍存在设立资金池,侵占或挪用客户资金的行为,有的甚至卷款跑路,极大损害了投资人利益。资金存管机制实现了客户资金与网贷机构自有资金的分账管理,从物理意义上防止网贷机构非法触碰客户资金,确保网贷机构“见钱不摸钱”。同时,商业银行作为资金存管机构,按照出借人与借款人发出的指令或授权,办理网贷资金的清算支付,并由商业银行与网贷机构共同完成资金对账工作,加强了对网贷资金在交易流转环节的监督,有效防范了网贷机构非法挪用客户资金的风险。

3、问:当前我国网贷行业资金存管状况如何?

答:根据第三方不完全统计,截至2016年末,已有32家商业银行布局网贷资金存管业务,180多家网贷机构与银行签订存管协议,正在开展系统对接的机构有90多家,占网贷机构总数的4%。目前大部分网贷机构未实施客户资金第三方存管,客户投资、还款的资金通过平台开立的银行账户、平台法人账户或其他内部人账

户进行流转，有的机构还存在将大量标的归集到少数借款人账户名下的情况。此外，还有部分网贷机构选择非银行金融机构开展资金存管业务，在账户设置、资金监管等方面未实现真正意义上的独立第三方资金存管。下一步，随着《指引》的发布，业务规则和操作规范将进一步明晰，对于规范网贷资金存管业务具有重要意义。

4、问：《指引》的发布对于网贷专项整治工作的影响？

根据党中央、国务院关于互联网金融专项整治工作的有关部署，银监会牵头负责网贷风险专项整治工作。目前，专项整治工作摸底排查阶段已经结束，其中资金存管落实不到位的问题比较突出。为尽快明确规则，推动商业银行开展资金存管业务，《指引》清晰界定了存管业务当事各方的职责义务，针对商业银行可能面临的声誉风险，专门设置了商业银行免责条款的有关内容，保障商业银行的合法权益。《指引》作为《办法》落地实施的重要配套制度之一，形成了较为完整的监管政策体系，有利于过渡期整改工作的深入，为专项整治工作提供整改标准和依据。

5、问：第三方支付机构作为非银行业金融机构是否可以开展网贷资金存管业务？

答：《指引》明确了由商业银行独立开展资金存管的业务模式，主要原因：一是《指导意见》明确规定应当选择符合条件的银行业金融机构作为资金存管机构，对客户资金进行管理和监管，第三方支付机构作为非银行业金融机构，本身并不具备存管人的业务主体资格；二是人民银行发布实施的《非银行支付机构网络支付业务管理办法》(中国人民银行公告〔2015〕第43号)中也明确规定，非银行支付机构不得为从事信贷、融资、理财、担保等金融业务的机构开立支付账户，第三方支付机构作为非银行支付机构，也不具备开展资金存管业务的基本条件，但《指引》并不禁止存管人与第三方支付机构开展支付业务合作。

6、问：商业银行开展网贷资金存管业务需满足哪些条件？

答：为了尽快建立资金存管制度，有效防范客户资金挪用风险，推动商业银行积极开展网贷资金存管业务，《指引》对存管人范围进一步予以了明确，考虑到银行业金融机构中，除商业银行外，其他银行业金融机构均不具备开立个人账户或清算支付的功能，因此将存管人范围明确为符合条件的商业银行。同时对存

管人应具备的业务条件作出了明确规定，从责任部门、技术系统、业务制度、支付结算等方面提出了基本要求。目前，国有大型银行、股份制商业银行、城市商业银行等商业银行均具备开展网贷资金存管业务的条件和资质，银监会支持各商业银行根据各自市场定位开展网贷资金存管业务，以满足市场需求。

7、问：存管人的主要职责是什么？

答：《指引》对存管人的职责义务做出了明确界定，内容涵盖业务审查、账户开立、清算支付、账户核对、存管报告、档案保管、资金监督等方面。鉴于网贷行业目前正处于规范整顿期，为防止风险传染，做好风险隔离，《指引》在数据信息真实性和准确性、营销宣传、资金管理运用等方面明确了存管人的免责条款，以保护存管人的合法权益，避免商业银行声誉风险。

8、问：《指引》对资金存管专用账户是如何设置的？

答：《指引》根据当前存管人与委托人之间的法律关系，在账户体系设置上借鉴吸收了证券资金第三方存管的经验和现行做法，即由委托人在存管人处开立网贷资金存管专用账户，同时为委托人的客户(包括出借人、借款人及其他网贷业务参与方等)在存管专用账户下分别开立子账户，从而确保客户资金和网贷机构自有资金分账管理，安全保管客户交易结算资金。

◆【资管“杂牌军”催生场外风险 业界期待“穿透式”监管】

据了解，目前国内的互金平台和金交所不在少数。这些零星机构加总，构成了非持牌军参与资管业务的主要力量。

此类机构进行“资管”运作的路径主要有三种。一是将自身在线下以私募方式发行的金融产品包装分拆成理财产品，在线上销售；二是通过多类资产管理产品嵌套开展资产管理业务，一些平台打着“优选（债权）计划”之类的旗号，层层嵌套，层层转移债权，资产最终投向不明；三是借道场外非标资产交易所，互金平台将在区域金交所备案的非标资产打包、拆分销售，甚至后期加入本金或收益权抵押的债权转让类变现功能。

不管是去年末的侨兴私募债，还是近期的“白拿”风波，究其套路其实都无出上述路数。承接一些场外次级金融资产的互金平台，在“信息撮合”和“产品分拆代销”之间的界限过于模糊，甚至连监管主体都仍未确定。

这些资管“杂牌军”催生出来的巨大的场外风险，绝对不是监管摸底排查交

易所资产就能彻底根治的。

近日业界热议的“资管新规”，对于非持牌军的监管举措，有两段话共 277 个字。首先是针对主体资格，“新规”提出，未经许可非金融机构不得自主发行销售或者代销资产管理产品，获得许可开展资产管理业务的，应当遵守“新规”的各项规定，禁止通过资产管理业务非法集资；其次是强调投资者适当性管理，“新规”表示要强化产品和投资者匹配原则，禁止欺诈或误导投资者购买与其风险承担能力不匹配的资产管理产品，禁止通过拆分产品等方式突破投资者适当性要求。

这些提法显然需要监管部门后续出台更为具化的细则。业界也积极期待更有效的“穿透式”监管，把资金来源、中间环节与资金最终投向穿透式监管。

但问题是，虽然监管屡屡出手，业界总有办法绕开。

“就在去年 8、9 月，我们还在很积极地找交易所合作。因为监管说 P2P 要往小额分散转型，但问题是 20 万（个人借款限额）哪里够？所以我们平台上很大部分存量资产要找出口，那个时候我们就想放到交易所上去，我们子公司做回购就好。”一家上市公司系 P2P 高管透露。但是，他还对记者表示，“就从侨兴私募债那事开始，真的风向完全变了。我现在跟我们律师和法务说，不用去跑交易所了，我们不做了。”

另外两位来自互联网消费金融平台的知情人士告诉记者，他们目前也已经不太考虑通过地方金融资产交易所进行大额信贷资产的证券化与转让了，转而考虑发起私募公司。。

◆【从“资产荒”到“资金荒” 监管加码债市承压】

经历了去年四季度的强力“去杠杆”，债市在利率大幅攀升后可谓元气大伤。然而，“去杠杆”并未就此结束——2 月 21 日，央行联合证监会、银监会等多个监管部门下发《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（下称《征求意见稿》），这被认为对债市而言又是一个利空。

在 21 日 16:30 媒体密集报道后，10 年期国开债在不到一小时内利率上行近 4 个基点。22 日，市场悲观预期释放，国债期货迎来反弹。

“现在整个债券圈关注的两大核心是——中美债市利差，基本上两国 10 年期国债利差不会超过 60~100 个基点，美国利率上行，中国难免水涨船高；谨防出现

下一轮‘暴力去杠杆’，目前要做好风控，暂时先以短融、同业存单等标的为主，等待更好的债市入场时机。”中航信托固收投资经理徐利奇对第一财经记者表示。

“宏观层面中国经济在今年一季度仍将延续此前的回暖趋势，但之后走势尚不明朗。2017年债券和货币缺乏趋势性机会，但下行空间很有限。当10年期国债利率上行到逾3.4%的水平，可能是再度进场的时机。”中航信托宏观策略总监吴照银告诉记者。

从“资产荒”到“资金荒”

各界都认为，今年债市交易的逻辑与往年相比发生了质的转变——从“资产荒”到“资金荒”。这一过程的转换来源于央行态度的转变。

“前几年，由于银行在低利率环境下迅速进行表外扩张，委外机构负债来源非常庞大，但可匹配的资产吸引力不高，资产端‘配无可配’。2016年，央行几乎喊了一年去杠杆、防风险，但各界仍心存幻想。直到去年8月，央行开始动真格，对资金价格、数量都有一定调整，先是逆回购‘收短放长’，再通过MLF（中期借贷便利）等在公开市场加息，更多是想通过抬高银行同业存单负债成本，来达到初步去杠杆的目的。”徐利奇对记者称。

去杠杆的成效也很显著——“去年同业存单利率最低2.6%~2.8%，11月后上行到4%~4.5%，这是银行负债端的套息成本，暴涨了逾100个基点，相当于加息好几次，对市场冲击很大。而‘资产荒’到‘资金荒’的演变就是来源于此。”他称。

其实，全市场杠杆并不高，局部的杠杆压力来自非银机构，尤其是券商资产部门。风格激进的高达3~5倍，保守的则为2~3倍。杠杆的抬升主要来自于银行委托成本的上升。

徐利奇表示，“2015年委外成本5%~7%，但2016年整体利率下行，委外机构负债端还维持在5%~6%，上半年或许还有机会，但下半年负债成本和资产回报率倒挂，因此加杠杆明显，2016年四季度，有一个阶段隔夜回购数量很大，一天就达9000亿~1万多亿元，这是史无前例的，引发了监管的注意。”

警惕“暴力去杠杆”

去杠杆造成了此前的“资金荒”局面，而嗅觉敏锐的交易员早在2016年就应该嗅到局势生变的气息。多数并没有提前收杠杆，这主要还是在赌央行可能不会

真的收紧政策。

“2013 年钱荒以来，现金管理、固定收益规模化都有很大空间，过去 3 年来，广义资金增速迅猛，但这种快速扩张在 2016 年能否持续？我们在 2016 年初就对此打了一个问号：当时理财资金迅速扩张，负债端成本是否还能很好地匹配资产端收益？”徐利奇告诉记者，去年下半年出现倒挂，必须要通过加杠杆来满足产品收益，而那些加杠杆的恰恰是在这波去杠杆中受伤最深的。

因此他也认为，2017 年最重要的便是风险管理，并认为“去杠杆并未就此结束”，今年须坚持短久期的策略，重视流动性管理。“2016 年全年我们的杠杆率不超过 30%，全年都是快速配置匹配的资产，而不是被动应对资产收益压力，此前几个月的债市巨震中，行业平均回撤 4%~6%，我们只有 2%。”

随着刚刚发布的《征求意见稿》拟对错综繁杂的资管行业进行统一监管，其对于银行理财资金、委外规模扩张都将造成一定压力，而这些资金配置的主战场都在债市，因此最终债市难免承压。

业内人士认为，《征求意见稿》中有几大项都可能利空债市。首先，禁止表内资管与打破刚性兑付，金融机构不得开展表内资产管理业务，不得承诺保本保收益。民生证券固收组负责人李奇霖分析称，“目前主要的表内资管主要是银行保本理财，保本理财将脱离资管身份，可能采取的一个方法是将表内保本理财转为表外理财。对于银行而言，有部分投资者倾向于只持有银行保本理财，那么银行可能流失部分客户，进入债券市场的流动性会受到摩擦性的损耗。”

“统一杠杆要求”同样利空债市。“结构化产品进入债市加杠杆被限制在 3 倍以内，此前已经有所调整，但部分仍有较高杠杆的结构化产品仍会受到一定冲击；在计算公募与私募产品的杠杆时，要求穿透合并计算总资产，原本嵌套了多层资管产品的公募基金与私募基金会有较大的压力，可能会通过抛售流动性好的债券资产满足杠杆率的要求。”李奇霖分析称

此外，“双 10% 的集中度限制”也不可忽视，即单只资产管理产品投资单只证券的市值不得超过该资产管理产品净资产 10%，私募产品除外；全部资产管理产品投资单只证券的市值不得超过该证券市值的 10%。业内人士认为，过去依附于银行理财资金的委外定制基金会受到较大影响，银行-非银委外的链条受到冲击，委外规模扩张速度放缓，债市的配置力量会减弱。

“由此，理财市场重新洗牌，缺乏投研能力的中小银行理财产品难以借助委外定制类产品来维持高收益，竞争优势将明显减弱，而大银行可能会抓住此机会进行转型，抢占银行理财的市场份额。”有交易员表示。

关注中美利差 等待进场时机

除了国内政策面，债市也在关注海外市场的不确定性。第一财经记者采访多方交易员后发现，各界都在密切关注未来中美利差的变化和信用风险状况，并等待利率上行到一定程度后择机进场。

就历史来看，中美债市仍有一定联动。“基本而言，两国利差(10年期国债)不会超过60~100个基点，如今美国加息预期攀升，中国国内利率也会水涨船高。”徐利奇告诉记者。截至记者发稿前，中国和美国10年期债券收益率分别报3.379%和2.454%。

目前，虽然美债价格有所反弹（收益率下行），但在去年11月特朗普当选美国总统后，美债出现了不亚于中国债市的恐慌性抛售，当时投资者认为美国经济不断走强将导致货币政策收紧，债券吸引力会因此下降。

今年年初以来，美国10年期债券收益率多次突破了2.5%的关键点位，上周四（2月16日）再次回落到2.45%，在此之前，收益率连续五天走升，这主要因为市场预计财政刺激箭在弦上，同时美联储主席耶伦作出了鹰派表态，认为加息太迟不利于经济，3月加息预期大大提升，全年预计加息3次(总计75个基点)。

“特朗普的‘百日新政’究竟如何冲击债市值得关注;中国债市巨震持续到今年1月中下旬，机构仍在严防国内‘去杠杆’造成的后续冲击。”徐利奇表示，今年二季度大量债券到期，仍需严防信用风险。

当然，在看到风险的同时，也要看到其中蕴藏的机遇。“利率虽然上行，但也意味着资产配置的收益抬升。当中国10年期国债收益率上行到3.4%时，将是一个入场机会。对规模几百上千亿元的资产管理机构而言，不一定要等到‘大坑’出现，也许可以从近期开始做配置，为未来2~3年布局。”他称，“如果因为防风险迟迟不做配置，就可能错过类似2月的一波反弹，错失10~20个基点的反弹收益。”。

◆ 【场外交易市场】

◆ 【权威人士详解新三板改革方向 公募期待新三板敞开大门】

本月中旬召开的年度全国证券期货监管工作会议上，证监会主席刘士余提出新三板市场应当“苗圃”与“土壤”功能兼具，使一批创新能力强、诚实守信、市场前景好的企业，或可转板，或在新三板市场长大。他将新三板市场形容为“未来中国资本市场的一道风景线”。

“风景线”一词点明了新三板市场在深化多层次资本市场体系改革中的重要位置，其背后既有良好愿景，也有对现行市场制度规则进行改革完善的客观要求。

上证报记者从权威人士处获悉，目前新三板市场包括深化市场分层、改革交易制度、引入多元化机构投资者、完善投资者适当性管理制度等在内的一系列政策措施都在研究与规划当中，相关部门将以解决流动性问题为核心，以市场分层为抓手，推动一系列制度改革落地。

值得注意的是，上述改革中的任何一项都不是孤立的。如深化市场分层，不会为分而分，其逻辑不是在已有创新层的基础上人为划定一个更小的层次，而是为了增强差异化制度供给的针对性，根据企业发展实际，为有需求的企业提供其切实可行的、更高效的资本市场服务。

记者还了解到，推动公募基金投资新三板的工作正在有序推进。相关规则可能会综合考虑四方面因素：公募基金的投资规模、新三板的标的范围、是否提出封闭期要求、产品设计。

深化市场分层的逻辑

新三板市场分层制度自2016年6月27日起正式实施，市场初期分为基础层、创新层两个层次，创新层设置了盈利、营收、做市等三套遴选指标，首次进入创新层的企业家数为952家。分层实施之时，创新层公司一年一调、分层制度逐步完善的工作思路也一并确定。

去年12月，新三板挂牌公司数量突破一万家。随着新三板的快速发展，政策、制度供给与市场客观需求逐步出现不匹配的状况。

这种“不匹配”或可从如下统计数据窥见一斑：首先，挂牌公司数量快速增长，2016年企业数量接近翻番，但企业融资规模增长较慢，同比仅增长14%。其

次，在公司数量跃升的同时，市场成交量同比仅小幅上升，市场估值显著下降。再者，2015年新三板市场换手率几乎与我国香港等成熟市场持平，但去年市场换手率萎缩明显。

资深专家表示，新三板是一个快速发展的年轻市场，其发展特点是日新月异，制度供给不足的问题因此更容易出现。原有的制度规则需要进行调整。

按照全国股转公司有关负责人的说法，新三板市场已经进入“二次创业”的关键期。

上证报记者从权威人士处获悉，今年，新三板市场将以解决流动性问题为核心，以市场分层为抓手，推动一系列制度改革落地。

其中，解决流动性问题将综合施策，包括深化市场分层、改革交易制度、引入多元化机构投资者、完善投资者适当性管理制度等在内的一系列政策措施都正在研究、规划当中。

而“分层”这一抓手，也并不是为分而分，其逻辑不是在已有创新层的基础上人为划定一个更小的层次，而是为了增强差异化制度供给的针对性，根据企业发展实际，为有需求的企业提供其切实可用的、更高效的服务。

业内人士分析，由于分类遴选的标准不同，目前创新层的950家企业在股权结构、交易活跃度、公司治理方面存在较为显著的分化，从制度供给上看，“一刀切”的做法并不实际，因此也确有必要进一步细分，使相关制度可以让企业切实可用、切实受益。

值得注意的是，“稳中求进”是今年资本市场改革发展工作的总体基调，新三板改革发展也将以“稳定”为基础和前提。记者获悉，除研究制度改革方案外，全国股转公司正在联合证监会地方派出机构进行新三板公司的现场检查及非现场核查等工作，同时着手完善交易监察系统，整肃市场秩序，严打内幕交易、市场操纵等违法违规行为。

公募期待新三板敞开大门

上证报记者还了解到，推动公募基金投资新三板的工作也在有序推进。从业内反映的情况来看，相关规则可能会综合考虑公募基金的投资规模、新三板的标的范围、是否提出封闭期要求、产品设计等四方面因素。

事实上，目前已有不少公募基金公司以专户产品的形式在新三板投资，公募

基金也有参与新三板市场的意愿。但公募基金份额持有人资产规模普遍较小，其对风险收益的诉求、风险承担能力都与私募投资人差异显著，因此需要作出差异化的安排。

九泰基金总裁助理郑立昌提出，从管理人端看，A 股公司市值较大，流动性充裕、信息披露充分，投资一个项目的调研成本、投资成本与收益之间可以形成较好的平衡。而新三板市场调研和信息收集的成本相对较高，公司股本较小，公募基金可投入的资金规模较低，允许公募入市，必须综合考虑管理人收益匹配的问题。

华夏基金研究发展部总经理骆红艳认为，公募投资新三板股票，可考虑在规模上作出一定限制，如 2 亿元或 3 亿元，同时在起始阶段设置一定封闭期，投资范围可限定在创新层公司或者做市交易的股票，以保证基金净值平稳、减轻赎回压力；在产品形式上，相比一步到位设立新三板基金，允许基金设立混合型产品、将新三板股票作为大类配置品种放开的做法更具有操作性，这对基金实现风险管理、保证正常申购赎回也较为有利。

此外，市场人士普遍提出，新三板市场应当以更大力度引入多元化的投资者，从类型来看，开放式基金、封闭式基金，包括养老金都可以考虑投资新三板，海外的很多机构资金也都在寻找长期的股权投资标的，未来应该有更多种类的机构投资者参与到新三板中。

◆【深交所大力推进地方债发行服务制度建设 相关业务和技术准备已基本就绪】

上证报记者获悉，为保障地方债发行工作健康可持续性开展，在证监会的指导下，并结合财政部的工作部署，深交所已将推动地方债招标发行作为今年的工作重点之一，目前，服务地方债发行的相关业务和技术准备已基本就绪。

2017 年 2 月 20 日财政部发布的《关于做好 2017 年地方政府债券发行工作的通知》中，明确表示将进一步促进地方债投资主体多元化，鼓励具备条件的地区研究推进通过财政部深交所政府债券发行系统发行地方债。通知同时指出，深交所等财政部政府债券发行系统业务技术支持部门应当认真做好发行系统维护工作，建立健全地方债发行服务制度，合理设计地方债发行服务工作流程，严格加

强内部控制，不断提升发行服务水平。

记者获悉，深交所已将推动地方债招标发行作为今年的工作重点之一。在证监会的指导下，结合财政部的工作部署，并依托自身优势特点，深交所截至目前已经开发了功能齐备、安全可靠的财政部深交所政府债券发行系统，投资建设了适应地方债招标环境要求的专用招标室，积极对接了具备条件的潜在发行主体，服务地方债发行的相关业务和技术准备已基本就绪。

近年来，证监会推进公司债市场化改革创新，深交所债券市场取得较快发展，已初步建成债券品种齐全、投资者群体丰富的债券发行交易场所，市场规模快速提升。截至 2016 年底，深交所挂牌上市固收产品 2869 只，托管总面值 1.3 万亿元，较上年底翻番。2016 年全年累计发行固收产品 829 只，增加直接融资规模 9195 亿元。债券回购成交金额 13.3 万亿，债券现券成交金额 0.9 万亿元，同期分别增长 57% 和 153%。整体来看，深交所债券市场规模的快速发展对拓宽企业融资渠道、提高直接融资比重、降低社会融资成本起到了积极作用。

与此同时，在坚持为实体经济服务、充分发挥市场的投融资功能、坚持为国家宏观政策服务的总体方针指导下，当前交易所债券市场正努力改善过于倚重信用债的品种结构现状，大力推进高信用等级的政府债在交易所市场发行和交易。有市场分析人士指出，短期来看，地方债发行渠道可进一步拓宽，投资主体进一步丰富，二级市场流动性进一步提高；长期来看，包括地方债在内的利率债品种在债券市场中的基础性定价作用也有助于交易所市场构建完整的债券收益率曲线。

据深交所相关负责人介绍，下一步深交所将进一步调试和优化招投标系统，做好地方债发行市场动员和组织工作，确保地方债在深交所招标发行工作顺利开展。同时，充分依托交易所投资者类别丰富的优势，吸引更多券商、基金等金融机构和企业等非金融机构以及个人投资者参与地方债投资，改善地方债二级市场流动性。

◆【2016 年各省投资比拼：增速西高东低 山东超 5 万亿称冠全国】

在外贸出口形势不容乐观、内需增长缓慢情况下，固定资产投资已成为经济稳增长的重要砝码。

国家统计局日前公布了 2016 年各个省份固定资产投资及增速情况，数据显示

2016年山东固定资产投资突破5万亿大关，高居全国首位，江苏紧随其后，广东位居第四；在增速方面，西南省份增长最快。从投资与GDP的比值来看，不少中西部省份的投资额超过或接近GDP总量。

山东首超5万亿

经济总量位居全国第三的山东，2016年实现固定资产投资52364.49亿元，增长10.5%，首次突破5万亿元大关，也是目前我国唯一一个投资额超过5万亿元的省份。

这其中，工业投资占据了一半。山东省统计局的数据显示，2016年，全省工业投资26355.4亿元，同比增长13.6%。

经济第二大省江苏的投资额位居第二，达到了49370.85亿元，接近5万亿大关，其中工业投资也占据了一半左右。

鲁苏之后，是中部的河南省。近几年河南正处于加快工业化和城镇化的过程中，投资增速较快。2016年该省投资额逼近4万亿大关。

经济第一大省广东的投资总量为32947.3亿元，位居全国第四。从产业结构来看，广东与鲁苏最大差别就在于工业投资。数据显示，2016年，广东工业投资总量突破1万亿元大关，共完成11051.68亿元，仅相当于山东的42%，江苏的45%。

南方民间智库副主席、广东省体改研究会副会长彭澎对第一财经分析，广东从2008年之后就开始进行产业转型升级，控制低端制造业的发展。加上近几年珠三角各种生产要素成本高，许多工业项目难以立足，导致整个珠三角重点发展现代服务业和高端制造业，“工业投资的总体盘子下来了。”

广东之后，处于投资3万亿梯队的还有河北，去年该省的投资额达31340.07亿元，也就是说，目前投资额超过3万亿的成员共有5个。

此外，处于2万亿梯队的成员规模颇为庞大，共有7个省份；而2016年固投总额在1万亿元以下共有9个省份，其中位列倒数五位分别是西藏、青海、宁夏、海南和辽宁。

投资增速“西高东低”

从投资增速来看，数据显示，2016年，全国固定资产投资(不含农户)596501亿元，比上年名义增长8.1%。在总体上，增速呈现“西高东低”的特点。

第一财经记者统计，2016年共有19个省份的投资增速达到了10%以上(含

10%)，增速位居前列的主要是在中西部。其中，西南和长江中游省份增长最快，西藏、贵州、云南位居前三，西藏和贵州的投资增速都超过了两成。

值得注意的是，2016年吉林投资额达到了13773.17亿元，增长10.1%。

吉林大学东北亚研究院教授衣保中认为，在东三省里，目前吉林的整体发展势头最好，产业结构也比较合理。一方面，相比辽宁和黑龙江，吉林能源产业的占比要小很多，受能源下行冲击较小；另一方面，吉林的汽车、轨道客车等装备制造制造业，以及光电子、生物制药等新兴产业发展势头都相当不错。

另外，从投入产出比来看，由于所处的发展阶段不同，中西部省份的投资占GDP比重这一数字普遍比东部沿海城市要高出不少。

统计数据显示，有11个省份的投资总量超过了其本身的GDP总量，且全部为中西部。其中西藏、青海和甘肃3省份的这一比值超过了130%，宁夏、贵州和安徽也超过了110%。相比之下，东部沿海发达省份的这一比值大多处于榜尾。

◆【青岛撬动资本市场 推进转型助力实体经济】

(青岛财经日报)在宏观经济下行压力持续，企业融资困难加剧的形势下，青岛市积极利用资本市场支持实体经济发展，鼓励区域性股权交易市场为中小企业提供挂牌和直接融资服务，推进工业转型升级引导基金服务未上市企业，企业直接融资实现新突破。

发展区域性股权交易市场服务企业

为满足中小企业多样化融资需求，该市积极推进区域性股权交易市场发展，依托市中小企业融资服务中心与齐鲁股权交易中心和蓝海股权交易中心的合作，通过“融资通”平台为挂牌企业提供股权交易、发债、银行融资等综合融资服务。2016年我市207家企业在两个股权交易市场挂牌，累计挂牌企业555家。其中，68家次企业获得直接融资5.41亿元，累计294家次企业直接融资31.39亿元。

推进工业转型升级引导基金服务企业

2015年以来，该市设立了青岛市工业转型升级引导基金，通过吸收社会资本与财政资金共同成立参股子基金的模式，投资青岛市工业和信息技术领域未上市企业。截至2016年底，共确定2批共10支参股子基金合作方案，资金规模达到20亿。其中，6支参股子基金完成资金募集和工商注册，1支正进行基金公

司注册，其余正进行协议谈判等工作。已完成投资项目 15 个，投资金额 1.52 亿元，青岛地区项目 9 个，投资金额 1.05 亿元。

拓展多种融资渠道服务企业

通过小微企业贷款风险补偿资金、小微企业转贷引导基金、政策性优惠贷款平台、重点企业专项信贷机制、产业链融资模式和担保融资等措施，发挥好多种融资渠道的作用，缓解中小企业融资难题。2016 年，各项政策性措施帮助 7700 家次企业解决低成本融资 260.96 亿元。其中，以海尔、海信集团为示范，建立了以核心大企业为依托、面向上下游中小微企业的全产业链融资服务体系，为该市配套企业 3167 家（次）解决融资 49.76 亿元。

据悉，市经济信息化委今年将继续做好工业转型升级引导基金的建设工作，加快青岛市工业转型升级步伐，创新财政资金使用方式，发挥财政资金的引导和放大效应，促进投资机构和社会资本进入青岛市工业和信息产业领域。