# 齐鲁股权每日金融

2017 年 2 月 27 日

## ◆ 导航


| | |
|---|---|
| 【政策导向】 | ◆四把利剑挥向定增 多公司预案将被暂停<br>◆证监会发布会回应 10 大问题 刘士余金句都在这里（附全文）<br>◆商法专家刘俊海： 重罚中介机构是补监管短板<br>◆大资管市场风向要变！110 万亿资管面临"去产能"<br>◆统一监管趋势渐明 四大领域资管业务面临大变局 |
| 【业务参考】 | ◆天津证监局划定挂牌公司红线底线 五监管重点<br>◆资管新规"去通道化"思路明显 期货资管转型迫在眉睫<br>◆央行官员：五方面工作引导金融机构回归服务实体经济<br>◆银监会出台网贷机构资金存管指引 P2P 行业合规化再下一城 |
| 【场外交易市场】 | ◆新三板改革一系列政策将落地 市场分层不会为分而分<br>◆精选层推新三板流动性难在哪<br>◆反馈意见不涉"三类股东" 新三板公司 IPO 柳暗花明？<br>◆险企违法受重罚折射监管决心 负债结构将可能出现调整 |


## ◆ 【政策导向】

### ◆【四把利剑挥向定增 多公司预案将被暂停】

（东方财富网）作为再融资的重要手段，定向增发近年来已经成为上市公司扩张主业、跨界转型的主要资金来源。统观自 2010 年以来 A 股市场定向增发的融资规模，除了 2012 年底开始为期 14 个月的 IPO 自查与核查促使定增市

场融资有所滞涨外，在此后全面深化改革的背景下，上市公司的转型升级需要与拟上市公司对上市融资的渴望，促使定增规模自 2014 年以来大幅攀升，2015 年定增募资总金额首次突破万亿元大关，2016 年更是一举将募资金额扩大至 1.8 万亿元。不过，随着近日定增新规的出台与实施，未来 A 股市场的定增融资规模很可能再度滞涨甚至萎缩。

20%限制将优化再融资结构

尽管证监会在新规的实施安排上采取了“新老划断”，但一些尚未被证监会受理的定增项目则难逃方案大幅修改甚至被迫中止的可能。近日，市场中已经有华邦健康、多氟多、迪马股份等多家公司公告终止或变更融资方案。

此次新规的两条界限之一，定增规模不得超过发行前总股份的 20%。考虑到 A 股上市公司的平均估值水平，总股本 20%的上限并不算低，但事实上，在目前已披露且未经过证监会批准的定增预案中，仍有很大一部分触及这一红线。此前未限制比例的情况下，对被收购方来说，只要不构成实际控制人转变，发行股份数量占发行前总股本的比例越高越好，甚至超过 50%、100%的案例也有很多，双方套利。经数据统计，自 2010 年以来，沪深两市共有 1669 家公司实施定增 2973 次，其中 1242 次增发股份超过了发行前总股本的 20%，占比 41.78%。而统计目前尚未被证监会批准的定增预案，618 例预案中，226 次增发股份占比超过了公司目前总股本的 20%，如 2016 年 3 月 23 日公布预案的中房股份，预案公布的增发股份数量为 39.33 亿股，而从公司最新公布的股本情况看，总股本仅为 5.79 亿股，拟增发股份已经接近公司总股本的 7 倍。

分析认为，定增规模不得超过本次发行前总股份 20%的新规或将有效抑制定向增发在再融资中的占比，优化再融资结构，而可转债和配股发行的比例也将得以提升。

定增新规拷问“高送转”

新规 20%的界限一出，市场中即有不少声音质疑，对于聪明无比的上市公司来说，通常总是上有政策、下有对策。根据再融资新规，定向增发拟发行股份的数量不得超过本次发行前总股本的 20%，对于上市公司来说，这毫无疑问是一个硬性规定，但是不是意味着 20%的硬性规定就不能突破了呢？对于上市

公司来说，或许并不难找出对策。“高送转”就很有可能成为上公司再融资攻城拔寨的有力武器。

为配合机构对公司股价的炒作，上市公司可以推出“高送转”；为配合上市公司的定向增发，上市公司可以推出“高送转”；为配合大股东及机构投资者限售股的解禁套现，上市公司可以推出“高送转”，“高送转”几乎已成为了上市公司攻无不克的“战斗武器”。而面对再融资新规对新发行股份的强制性限制，上市公司同样可以故伎重演，使出“高送转”这个锋利的武器。统计数据显示，目前尚未经过证监会批准的定增预案中，已有 14 家公司 2016 年度推出了 10 送转 10 甚至更高的“高送转”预案。如 2016 年 4 月 12 日提出定增预案，2017 年 2 月 15 日发布修订稿，拟募集 18.9 亿元，发行数量不超过 13000 万股的海南瑞泽，目前公司的总股本为 32536.24 万股，增发股份占目前总股本的比重为 39.96%，超出了新规 20%的界限。但 2016 年 12 月 24 日，公司公布了年度 10 转 20 的“高送转”预案，送转实施后，公司股本将扩张至 97608.72 万股，届时 20%的门槛就可轻松迈过。

市场中不少声音认为，对于那些新上市后准备再融资的新公司来说，先“高送转”然后再融资，无疑是一条“金光大道”。而由此或可以大胆推断，2016 年度、2017 年中期甚至今后，上市公司为了达到再融资的目的，将催生出更多的公司加入“高送转”的阵营中。

对此，《红周刊》特约作者陈绍霞也有与上述质疑不太相同的观点。在 A 股“高送转”的历史长河中，老庄股时代，投资者因对股价恐高，上市公司推出了以送转股本而有效降低股价从而吸引投资者的方法。随着股权分置改革全流通时代的到来，市场对“高送转”的追捧又使其成为了上市公司市值管理的有效手段。陈绍霞认为，“高送转”本身并不能为上市公司创造价值，但其背后是否存在操纵股价的嫌疑则值得重点关注。送转后股本扩大但股价相应被降低，再融资的募资金额实际并没有改变，所以只有股价大涨，市值扩张才能对融资规模产生影响。

目前，“高送转”已经成为了监管层的重点关注对象，规范上市公司“高送转”的行为十分必要。近年来，上市公司“高送转”已逐渐沦为“滥送转”。这使得“高送转”背离了原本的初衷，成为一种利益输送的工具，甚至成为一

种幕后交易的工具，乃至不排除成为一种违法违规行为。所以，对于上市公司“高送转”必须正本清源，清除“高送转”过程中所存在的种种“套路”，让其回归到回报投资者的初衷中来。

除了 20%的股本限制，新规中定增项目的硬性规定还有时间间隔。《监管问答》显示，上市公司申请增发、配股、非公开发行股票的，此次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不少于 18 个月。其中，前次募集资金包括首发、增发、配股、非公开发行股票。但对于发行可转债、优先股和创业板小额快速融资的，则不受此期限限制。这一条主要是抑制企业过度融资。

杜绝不差钱公司滥融资

如果说定价机制、发行规模、时间间隔均是“硬指标”，那么新规中对于拟申请再融资公司的财务情况的规定则算是“软要求”。《监管问答》提出，上市公司申请再融资时，除金融类企业外，原则上最近一期末不得存在持有金额较大、期限较长的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形。

统计数据显示，在目前已披露定增预案、但未报会的非金融类上市公司中，有 101 次预案涉及公司持有的交易性金融资产和可供出售的金融资产之和，占公司资产总额的比例超过 5%。如华西股份，截至 2016 年三季度末，公司账上的交易性金融资产为 1.87 亿元，可供出售金融资产为 46.31 亿元，两者合计 48.18 亿元，占公司总资产比重高达 58.82%。天茂集团，2016 年三季度末交易性金融资产和可供出售的金融资产合计约 530.68 亿元，相比公司 1132.09 亿元的总资产，占比也高达 46.88%。与此同时，交大昂立、中路股份等公司的交易性金融资产和可供出售的金融资产合计占总资产的比重也均超过了 30%。

分析认为，新规对交易性金融资产、可供出售金融资产等的明确规定，实际上就是对不缺钱的上市公司实施再融资的一道禁令，将杜绝大量的低效融资。

## ◆【证监会发布会回应 10 大问题 刘士余金句都在这里（附全文）】

（东方财富网）国新办2月26日举行新闻发布会，邀请中国证监会主席刘士余，副主席李超、方星海、赵争平能向大家介绍协调推进资本市场改革稳定发展方面的情况，并回答大家提问，证监会主席助理黄炜、宣昌同时出席。

铁腕治市的刘主席再现平日风采，在记者会上妙语连珠，金句不断。不仅让与会记着们一睹辩才风采，同时也让我们一窥市场动向。

“长枪短炮”，四个字展开会议

刘士余首先感谢记者朋友参加证监会新闻发布会，并表示他从现场的“长枪短炮”，看到记者朋友们对资本市场改革发展的期待。他称，“你们的光临和报道，是给资本市场改革发展注入正能量，是给证监会撸起袖子抓监管注入正能量。”

当前市场期待刘士余做出回应的问题主要包括八个方面：市场化改革是否继续推进、IPO提速是否不再考虑股指波动、注册制改革如何推进、新三板“转板”何时开启、谁是“妖精”或者“大鳄”、疯狂减持如何限制、违法行为屡禁不止是否因处罚太轻、分业监管如何应对混业趋势等等。

接下来让我们直击现场，抢先获得刘主席为市场给出的答案。

“稳、严、进”，三个字概括去年

刘士余表示，过去的一年，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，证监会系统紧紧围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险这个大局和供给侧结构性改革这条主线，努力做好资本市场稳定改革发展各项工作。一年来的工作，可以概括为三个字：“稳、严、进”。

刘士余称，第一是“稳”。我一到证监会工作，就深切感到，在经历2015年股市异常波动后，市场最期盼的是稳。回首2016年，这一点做到了。一是政策预期稳。我们牢牢地坚持市场化、法治化、国际化的改革方向，保持政策的连续性，牢牢坚持那些被市场拥护、实践中行之有效的政策和做法，充分尊重市场规律，顺应市场需求，保持工作的定力。二是市场运行稳。2016年，在广大投资者的共同呵护下，沪深两市波动幅度在收窄，投资者的信心在增强，市场运行趋于稳定，市场的各项功能明显增强。三是改革步子稳。我们坚持问题导向，用制度改革解决股市异常波动后面临的一系列突出的问题，拿捏好改革的顺序，稳扎稳打。

第二是“严”。一年来，我们坚持依法监管、全面监管、从严监管。具体来讲，一是标准严。我们确定的IPO审核标准是严的，目的就在于保证上市公司质

量，从源头上防止病从口入。二是执行严。对于资本市场的乱象，我们及时亮剑，坚决亮剑，该盯住的线索盯住不放，该立案的及时立案，该彻查的及时彻查。三是自身管理严。我们牢牢坚持证监会系统全面从严治党这一条政治主线，扎实抓好中央巡视反馈意见的整改，不断强化政治意识、大局意识、核心意识、看齐意识，全面推进“两学一做”学习教育，保证我们这支队伍的政治使命感强起来，腰杆子硬起来，监管严起来。

第三是“进”。我们坚持市场化、法治化、国际化的改革方向不动摇，坚持问题导向的改革方法，完善了资本市场一系列基础性的制度。大家都看到了，包括：新三板分层，明确区域性股权市场的法律地位、运行规矩的明确，这方面国务院发了明确的文件；对贫困县企业的 IPO 在坚持标准不变的前提下提高效率；及时修订了上市公司重大重组和再融资的相关制度；着力完善证券基金期货经营机构的监管规则。我们充分发挥交易所的一线监管职能，创新了投资者权益保护的手段和机制，探索性建立了证券纠纷多元化调解化解机制等。

刘士余表示，支持实体经济做出新努力。去年有 280 家企业通过 IPO 的审核，248 家企业完成 IPO，融资 1630 多亿元。还有几个数字也可以和记者朋友们提一下，上市公司去年再融资募集资金超过 1.34 万亿元；审核通过的并购重组 261 家，通过并购重组，增加上市公司的资本实力 9800 多亿元；新三板记者朋友们都很关注，去年挂牌企业翻了一番，年底超过了 1 万家，当年融资超过了 1391 亿元；交易所债券市场在多部门的协调支持下稳健发展，去年净增加企业债券的筹资超过了 2.7 万亿元。这些“真金白银”都实实在在地支持了实体经济的发展。

接下来会议进程行至记着提问环节，随着问题的进一步细化和刘主席传递出的信息量，全场进入高潮。

1、珍珠项链要呵护 资本市场要加强监管

央视新闻记者：

“在刚才刘主席的开场白当中，您提到了三个关键词，其中第一个就是”稳“。这个词在之前监管工作会议上也是您讲话当中的一个高频词，我们应该怎么理解”稳“？证监会要如何维持”稳“，是不是为了维持市场运行的稳定，放缓一些改革措施？”

刘士余回答称，我理解你的问题是不是问我怎么处理好、平衡好资本市场改革、发展、稳定三者的关系。说实话，这个问题也是我到证监会工作以后，我和同志们一直在思考、探索的一个问题。有句话“风平浪静好行船”，中国资本市场多年的实践证明，没有稳定的市场环境，任何改革都无法推进，甚至已经迈出的改革步子可能要倒回来。这方面我们是有深刻教训的。反过来，如果我们不坚持市场化、法治化、国际化的改革方向，不坚持问题导向的改革哲学，那么资本市场当中长期积累下来的“顽疾”就不可能减少，更谈不上根除，资本市场的发展就没有活力，稳定就缺乏牢固的基础。所以说，改革和稳定是相辅相成的。

刘士余：刚才我已经向记者朋友简要报告了证监会去年的各项工作，就改革来讲，我的体会：路是要一步一步走的，关键是要走在正确的路上，而且方向要对。打一个比方，你们女记者戴的珍珠项链，穿好一个珍珠项链要有几个要素，首先要有珍珠，珍珠要有质量。穿珍珠项链的珍珠打眼，绝对要沿着直径方向打，打偏了这个珍珠就成了次品。珍珠是什么？就是高质量的上市公司。第二穿珍珠项链得有条线，这条线要牢固，这根线不能忽粗忽细，这就是改革的方向和运行的制度。第三，穿珍珠得一颗一颗地穿。抓一把珍珠变魔术就能变成项链吗？那是不可能的。第四，珍珠项链穿起来以后得有个锁头，使项链不会掉下来，戴着方便、取着方便。这是什么？这就是监管。我认为改革、稳定、发展必须是全方位的协调，要有好的珍珠，那就是高质量的上市公司，珍珠数量要够，那就是上市公司的数量还要增加。穿起来的项链任何时候戴着好看，那挑的线就要坚固扎实，那就是我们的基础制度要扎实，改革方向要正确。珍珠项链在夏天是怕汗的，遇汗以后要洗干净，怕酸、怕碱，要呵护，那就是我们的资本市场要加强监管，保护投资者合法权益。所以说，检验我们改革是不是下了真功夫，方法对不对，效果好不好，唯一标准就是看资本市场是否稳定健康发展。

刘士余：资本市场的监管发展在任何时候都必须牢牢坚持稳中求进的总基调，这是基本原则。前面我讲过，我们在这方面有过教训。自从全球有了资本市场以后，这个跟头全人类就没少摔过，但聪明人不能老摔跟头。在资本市场，无论是市场运行还是政府监管，都必须牢牢坚持稳中求进的总基调。从去年底到今年初，我同资本市场的有关人士，包括部分投资者、中介机构、券商和一些专家学者进行探讨，聊聊大家在想什么。我直接的感觉，大家是去年盼望“稳”，今年盼望

“稳”加“进”。为此，刚刚结束的证监会系统工作会议，对“进”的方面，我们明确了任务。其中很重要的一条，就是改革要有新进展，要有新成效，要有新突破，尤其是资本市场参与者达成共识的一些关键性制度，必须迈出关键步伐。

刘士余：当然，知易行难，资本市场改革到了今天，包括在座的许多新闻界的朋友我都熟悉，你们都跟我讲过，没有容易的事了。但是回过头来讲，资本市场发展到了今天，也给提供了有利的外部环境，这就是集思广益，这就是共识，这就是最大公约数。所以，我本人和在座的各位同事、证监会系统广大的干部职工，我们任何时候都会牢牢记住习近平总书记对我们的告诫，那就是“空谈误国、实干兴邦”。在改革问题上，看准了的改革、市场发展急需的改革，我们就要坚定不移地去做，一步一个脚印扎扎实实地推进，这就叫积跬步至千里，让改革落地生根、开花结果。谢谢你的问题。

2、市场自我修复超预期 具备加大 IPO 力度条件

人民日报、人民网记者：

“请问刘主席，您在 2017 年证券期货监管工作会上提到，股指稳定和融资力度不对立。股民朋友特别关心新股发行的问题，请问您如何看待 IPO 与股指的关系，如何解决新股”堰塞湖“的问题？”

刘士余：你这个问题有一定的敏感性。的确，有人担心 IPO 发行数量增加了，可能会影响二级市场。过去当资本市场下行压力较大的时候，我们曾经用过减少甚至暂停 IPO 的方法，力图稳定市场、缓解下行压力，也取得过时点性的效果。但从长远来看，效果并不好，因为没有解决资本市场长期稳健发展的机制性问题，没有解决资本市场的源头活水问题，没有解决服务实体经济的能力问题。当然，从静态来看，在某一个时点，新股发行增加了，会影响二级市场的供求关系，但是同时也改善了市场的平均市盈率。动态地看，资本市场的根本动力在于为实体经济服务，在于分享实体经济发展的成果。一个脱离实体经济发展水平的资本市场是不长久的。要想长久，就必须有新的公司进来，新的公司进来以后就会增加市场流动性，就会吸引增量资金，因为投资价值在增加，全社会的信心就增强了。

刘士余：去年以来，证监会就这一问题持续加强和市场的沟通，主流观点认为，异常波动后，资本市场的自我修复比预期要好，具备了适时、适度加大 IPO 力度的条件。正如我上面提到的，我们工作的最基本准则就是尊重市场机制、市

场规律，顺应市场需求。所以，去年加大了资本市场 IPO 审核的力度，增加资本市场上市公司的供给。实践证明，来自于市场共识的这个做法是受市场欢迎的，是有生命力的。去年有 280 家企业通过 IPO 核准，248 家完成了 IPO 发行。今年我在证监会系统的工作会议上讲，我们有信心解决所谓的“堰塞湖”问题。“堰塞湖”是大家对排队公司家数多、进展慢一个形象称呼。另外，市场上好像有一种预期，因为排队时间比较长，多家新股一起发行，股市就可能下行。所以大家一看，企业排队的家数从 500 家增加到 600 家、700 家，如果这盆水倒下来，那二级市场不就冲垮了吗？这就说明“堰塞湖”的数量效应并不是很重要，部分投资者心理效应更重要。

刘士余：刚才讲到，我们也曾在股市下行时停止 IPO，导致市场的心理预期被扭曲了。去年一年，我们把扭曲了的预期调过来了。当然，不在于每周过会的企业多几家、少几家。也有记者朋友问，这周为什么发 8 家，那周为什么发 14 家？我说 8 家、14 家加起来，平均不就是 11 家吗？不在家数多一点、少一点，关键是过会企业的质量。去年，我们花了很大功夫严把 IPO 公司的质量关，再融资的质量关、并购重组的质量关，加大了发行人、保荐人的责任。过段时间大家可能会看到，证监会还会公布一些有影响力的案子。

刘士余：去年券商真正落实风险管控责任，一些上市公司和保荐人，主动从 IPO 排队的企业中撤回去，共有 90 家。这需要靠大家的共同努力，把握住质量关。高质量的上市公司会带来市场增量资金，这是实践证明的一种高度正相关的关系。

当然，经过长期发展，解决 IPO“堰塞湖”问题的路子也是越来越宽了，不光沪深两所吸纳新公司的能力在增强，我们新三板的功能也越来越突出，将发挥更大的作用。区域性股权市场的法律地位和运行规矩明确了，它对解决当地小微企业的股本融资会发挥相应的积极作用，再加上规范化的并购重组这个渠道，资本市场对企业股权融资的接纳能力会越来越高，新上市公司的质量会越来越高。

刘士余：另外，大家如何看待排队企业的家数，还可以有一个角度。中国是发展中的大国，随着创新驱动战略的实施，会有越来越多的企业申请上市，这不是坏事，这是好事，是中国经济活力的体现，是中国资本市场发展的源头活水。我相信，通过这次新闻发布会记者朋友们的报道，我们资本市场参与各方的信心会进一步增强。谢谢。

3、无法判断今年是否纳入 MSCI 指数 国际板一直在研究

路透社记者：

“我有两个问题,第一,您认为今年中国被列入 MSCI 全球指数的机率有多少？第二，在去年国务院也曾经说过，会鼓励外资企业在中国的证券市场上市，您觉得在大概什么时间，这一目标会转化为现实？今年是否在外资企业上市方面会有一些进展？”

刘士余：谢谢你的提问，我想这个问题请方星海副主席来回答。

中国证券监督管理委员会副主席方星海：谢谢你的问题。A 股纳入 MSCI 指数这个事，我们一直是乐见其成，我们是欢迎的。我们认为，任何一个新兴市场的股票指数，无论是 MSCI 也好，还是其它的指数，假如说没有中国的股票在里面，这个股指是非常不完整的。A 股是否纳入 MSCI 指数，决定权首先在 MSCI，也是 MSCI 的一个商业决策。我们知道，它背后有很多商业利益的考虑，我们愿意和 MSCI 共同讨论这件事。你刚才问的问题是今年能不能纳入，我们无法判断。不管它是不是纳入，中国股票市场，甚至包括我们整个资本市场沿着市场化、法治化、国际化的改革方向是不会改变的，改革开放的节奏也不会因为 MSCI 是否纳入 A 股指数而改变。我们跟 MSCI 讨论这个问题的过程当中，他们也反映了一些诉求。有些诉求跟中国资本市场的改革开放方向是完全一致的，我们会坚决予以推进，当然推进的节奏是由中国市场本身的发展所决定。

方星海：举一个例子，现行的上市公司停牌制度相对来说还是不够规范。境外的机构投资者会担心，我买了你的股票，如果老停牌，我想走的时候卖不掉怎么办？我觉得这个问题要予以关注，并且应该予以解决。因为国内的机构投资者也有同样的关切，所以相应的改革开放我们都会推进。

方星海：另外，外资企业能不能在境内上市，你是指注册在国外的外资企业能不能在国内上市，也就是俗称的国际板。这件事情我们在继续予以研究。可能在座的一些记者还记得，我在上海工作的时候，就和证监会有关部门一起研究推进国际板的建设。这里还有一些技术性的障碍。举个例子，比如会计准则，因为境外注册的公司，有的是遵循美国的会计标准，有的是欧盟的标准，还有一些其他的国际会计标准。这些标准到了中国境内要做相应的调整，还不能完全适用。到底怎么改，要考虑改动的成本，在这方面有一系列技术上的工作要做。市场监

管规则方面，比如上市公司的信息披露，在境外披露的规则跟在境内不太一样。所以，如果要推出国际板，相关的制度规则要做一些调整。总而言之，这件事情一直在研究，我们没有一个时间表。

4、偏股基金年化回报 16% 基民要向社保学习

中国证券报：

“”刚才刘主席提到，资本市场要服务实体经济，我们都知道，现在证券基金行业的发展取得了非常大的进步，证监会也提出，要打造可以代表中国资本市场的国家队，我想问证监会对于提升证券基金行业服务实体经济的能力和竞争力有何考虑？谢谢。

刘士余：这个问题请我们李超副主席来回答。

中国证券监督管理委员会副主席李超：谢谢你的问题。我先就您提到的证券和基金行业的情况简单报几个数。截止到 2016 年年底，全国共有 129 家证券公司，总资产规模 5.8 万亿，净资产 1.6 万亿，并购资本 1.47 万亿，2016 年全年净利润达到 1234 亿。基金公司 109 家，总资产 1700 多亿，净资产 1100 亿。证券和基金行业管理的资产规模达到 43 万亿，其中公募基金超过 9 万亿，私募资管产品 30 多万亿。总体看，证券和基金行业资本充足，防范风险以及资产管理的能力和水平都有了很大的提升。

李超：作为资本市场非常重要的中介机构和资产管理机构，应该说近年来证券、基金行业在服务实体经济和国家战略、满足居民财富管理需求有一些新的进展。2016 年，证券公司为总计 7.5 万亿的股票、股权、债券等融资提供了专业化服务。

公募基金大家都比较熟悉，目前公募基金持有人近 2 亿人，其中 85%以上是持有资产 5 万元以下的投资者。从收益率看，2001 年开放式公募基金推出以来，偏股型基金年化收益率达到 16%以上，债券型基金达到 8%以上，累计为基金持有者分红 1.5 万亿。当然，有些投资者可能不太认同我报的数，会觉得过于乐观，因为他们觉得投资基金没挣这么多钱，有的甚至还亏钱。这些数字实际上是一个平均数，提示我们在基金投资上尽量不要快进快出、短线操作，在这方面基金投资者可以更多借鉴社保基金在投资理念、资产配置方面的一些好的经验。

另外，证券和基金机构为“一带一路”服务，为沿线国家在境内发行人民币债券提供了支持。同时，行业服务国家扶贫攻坚战略，已经有80多家证券机构与130多个国家级贫困县结对帮扶，发挥我们行业独特的优势，重在提高贫困地区的自身造血能力，尽力履行社会职责。

李超：总体看，经过不断努力，证券基金行业取得了一些可喜的进步。具体体现在以下几个方面：(一)公司治理结构得到改善。大家都知道，掏空证券公司，甚至大规模挪用客户证券交易结算资金在多年前是行业普遍存在的现象。经过整治，这些年已经基本杜绝。(二)行业勤勉尽责意识逐步提高。过去在业务开展过程中，造假甚至配合造假情况比较普遍。2016年这些情况有所改善，刚才刘主席也专门介绍到，去年以来证券公司主动督促一些有瑕疵、有问题的企业撤回IPO的申请，大概有80、90家。(三)合规风控体系初步建立。(四)对投资者的适当性管理重视程度得到提高。

李超：当然，也要看到，我国证券基金行业的发展水平、质量与经济金融、资本市场的发展不协调，与国际同行相比差距明显。一是行业的经营理念还存在偏差，部分机构存在片面追求规模、追求短期效益，但主业不强、不精。二是合规风控的基础不牢，有的还没有达到全覆盖，或者说风控合规形同虚设。近几年“飞单”、内幕交易、“老鼠仓”虽然大幅度减少，但仍然时有发生，严重损害了行业的形象和声誉。三是勤勉尽责仍然不够。对于基金公司来讲，承担的是为投资者管理资产、管理财富的责任；证券公司有一项很重要的任务就是为资本市场输送质优的产品。这方面行业确实做得不够好，没有充分发挥好资本市场“守门人”和融资“鉴证人”的作用。四是专业人才的质量和数量方面也有差距，特别是目前还没有具备国际影响力、一流的投资银行和资产管理机构。刚才您问到的国家队，是不是说的是这种比较有影响力、有核心竞争力的机构。

李超：同时，2015年发生的股市异常波动，对整个行业有非常强烈的警示作用。行业这些机构，2015年钱赚了不少，同比大幅增长，但是行业的声誉没有同步增长，甚至还有些不升反降的现象。这些都促使我们行业要认真反思，实际上不少行业机构也已经在反思。当然，股市的异常波动不仅对行业是一个深刻的教训，实际上对监管部门来讲，也是一个沉痛的教训，促使我们反思监管体制机制存在的不足，甚至还包括我们监管理念方面还存在一些不足和偏差。

李超：2016年以来，我会坚持依法全面从严监管的理念，坚决回归监管本位，着力健全机构监管的规则体系，同时梳理和规范证券基金机构的业务体系，主动遏制行业盲目扩张、监管套利的倾向和势头，促进行业回归本原、聚焦主业。同时，全面强化风险控制和合规管理。推动行业建立自我约束机制，以后不能仅靠监管部门来收拾、来处罚，自身要有这个动力来加强内控和合规。我们还要加大了监管执法的力度，严肃处理违法违规行为。全年采取了200多项行政监管措施，还不包括行政处罚，涉及到了几十家证券和基金监管机构，以及相关的高级管理人员和从业人员。

李超：下一步，我们将按照党中央和国务院的统一部署，秉持正确的监管理念加强监管，守住不发生系统性金融风险的底线。2017年我们在机构监管方面还要着力抓好这么几件事：一是全面落实合规风控的要求，练好内功、打好基础。二是以规范投行类业务为抓手，全面落实承销保荐责任，防止病从口入，提升中介机构自身质量和服务质量，切实服务好实体经济。三是不断丰富我们的金融产品，更好服务广大居民财富管理。与此同时，中国证监会将继续支持和鼓励那些经营比较规范、能力比较突出、内控比较有力的行业机构，支持和鼓励他们打造功能齐备，具有核心竞争力，甚至具有国际竞争力的一流投资银行和资产管理机构。谢谢。

5、逐步提高境外投资者持有证券期货机构股比上限

彭博新闻社记者：

“中国在向外国投资者开放资本市场方面有哪些计划？在您同外国投资者交流的过程当中，您感觉他们对投资中国资本市场最大的关切是什么？从证监会的角度来看，在资本市场开放方面可以做哪些工作？”

刘士余：这个问题还是请方星海副主席来回答。

方星海：谢谢彭博记者的提问。您说到的外国投资者大致包括两个方面。一方面，外国的机构投资者投资中国的股票市场、债券市场等等。这可以通过QFII和其它的一些机制，包括深港通、沪港通，来解决。另一方面，境外的服务提供商，比如券商、基金管理公司、期货经纪公司，怎么样能进入到中国市场提供服务。首先，我们资本市场，特别是中国证监会管的证券期货市场，欢迎境外投资者、境外服务提供商到中国来开展业务。现在合资证券公司境外投资者的股比最

高可以达到 49%，基金管理公司和期货公司也可以达到 49%。私募股权管理机构，外资可以独资经营，在内地和香港更紧密的经贸关系(CEPA)的框架下，香港的券商进到内地来还有一些优惠。这也是为了促进香港更好的发展，增强香港的国际金融中心地位。

方星海：根据党中央和国务院的部署，我们准备在境外机构以合资方式参与中国的证券期货市场方面采取一些措施，包括逐步提高境外投资者持有境内证券期货经营机构的股比上限，目的是使国内的证券期货市场发展得更好。

除了自主开放以外，中国资本市场的对外开放的一个原则，就是在双边或多边国际协议的框架下，推进双向对等开放。这条路我们也一直在推进。例如，大家都知道，中国跟美国、跟欧盟都在进行双边投资协定的谈判。证监会非常愿意在国际协议框架下推进双向对等开放，也愿意在这样的框架下进一步扩大对外开放。

6、不同股权结构的公司中 党组织的任务不同

新华社记者：

“我们知道证监会目前正在推进修订上市公司治理准则，在准则的修订当中，证监会如何考虑加强党的领导？有什么具体的安排？在加强党的领导和上市公司治理这方面如何做到有机统一？谢谢。”

刘士余：中国共产党的领导是人民的选择、历史的必然。坚持中国共产党的领导是中华人民共和国宪法明确的，是中国特色社会主义最本质的特征。《公司法》第 19 条，对公司中党的组织、党的活动是有明确规定的。我认为，在不同股权结构的上市公司中，党的组织承担的任务是不同的。在国有控股的上市公司当中，公司的党委是政治核心、是领导核心，在民营控股上市公司当中，应当按照《公司法》的要求，落实好党的准则和党员权利，发挥好党组织和党员的作用。

刘士余：我当过农业银行的党委书记、董事长，对这件事有切身的感悟和体会。我在农业银行履职过程当中也不断和大型国有控股的上市公司董事长、党委书记、总经理、监事长进行沟通。大家共同感觉，国家控股的上市公司中，发挥党委的核心作用和加强公司治理是协调顺畅的。作为一个公司的党委，首先要对公司的发展现状、面临的使命和挑战要有一个清晰的认识，对公司按照章程提交董事会决策的重大事项，党委事前要有透彻的研究。党委会对公司的重大事项，

对公司的发展使命、发展战略研究的深度和质量，构成了公司治理或者董事会决策的重要基础。对董事会提出异议的事项，党委会要第一时间研究修正，要尊重董事会和董事的意见。对董事会表决通过的事项，党委要及时列入议事日程，层层落实，按期完成。我在农业银行的时候，对于提交董事会的议案，我们的董事，包括境外董事、独立董事，都会问这个议案你们党委研究过没有？他们是认为党委研究过的议案再提交董事会决策，信息和深度是足够的。所以，在实际运转当中，党委领导和公司治理的关系是顺畅的。

刘士余：从上市公司的情况来看，有一个共同的现象。不管是国有控股的还是民营控股或是混合所有制的公司，只要重视公司中党的建设，注重发挥党员的先锋模范作用，就能在竞争中立于不败之地。凡是搞坏了的公司，往往不注重公司党的建设，不注重发挥共产党员的先锋模范作用。大家可能注意到了，证监会上周五对个别公司作出了严肃的处罚。不管哪种所有制结构的上市公司，都应该遵循中华人民共和国最根本的政治制度，都应当遵守法律。上市公司应该是好公司的代表，对股东的责任、对社会的责任、对国家的政治责任集于一身，对上市公司要求应该是更高的。

刘士余：公司治理是一种文化，是一种理念，也是一种制度安排，也是一种运作机制。目前来讲，全球还没有“放之四海而皆准”的通用的治理模式和制度。经合组织(OECD)认为，“好的或有效的公司治理制度是具有国家特性的，它必须与本国的市场特征、制度环境以及社会传统相协调”。正如你所说，中国证监会、中国上市公司协会，正在会同有关部门对上市公司治理准则进行修订。在修订过程当中，我们既要对接国际标准，更要融入中国元素，特别是中国最根本的政治制度。以期通过修订后的上市公司治理准则，推动各上市公司在公司章程中进一步明确党组织的架构、任务、规则。在民营控股的上市公司和外资企业中，现在一个共同的特点，就是都很注重充分发挥党支部的战斗堡垒作用，党员的先锋模范作用。我们强调的是，在国有控股的上市公司中，党委是领导核心、政治核心，这一点上绝不能含糊。我相信我们广大的上市公司在这方面会有自觉的高度共识。谢谢。

7、新三板重点是完善市场分层

中国国际电视台记者：

“刘主席，您刚才也提到，现在大家都非常关心新三板，请问证监会现在在推进多层次资本市场体系建设，特别是深化新三板和区域性股权市场改革方面有哪些新的举措呢？”

刘士余：谢谢你的问题。这个问题请我们主管的赵争平副主席回答。

赵争平：首先，谢谢你对多层次资本市场建设的关心。我国的资本市场包括股票市场、债券市场，还有衍生品市场。股票市场又包括交易所市场、新三板市场和区域性股权市场，已经呈现出了多层次的特征。这两年，特别是去年以来，新三板市场快速发展，刚才刘主席介绍了，挂牌公司已经突破了 1 万家。截至今年 2 月 24 日，挂牌企业达到了 10715 家。如此大量的中小微企业登陆资本市场，改善了融资结构，提升了品牌价值，特别是引领和带动了社会资本对初创型企业的投资。目前新三板挂牌企业已经累计股权融资达到 2900 多亿元，刚才刘主席介绍，去年一年是 1390 多亿元，为缓解中小微企业融资难、融资贵提供了实实在在的支持。现在新三板市场已经是多层次市场体系的一个重要组成部分，未来新三板市场对支持创新型、创业型、成长型中小微企业的发展还有巨大的潜力。

新三板改革是今年建设多层次资本市场的一项重要任务，既要有效监管、守住底线，更要因势利导、积极作为，把融资、交易这些核心功能进一步提升，要让新三板在量的积累的基础上实现一个大的质的提升。我们改革的重点就是完善市场分层，通过分层管理，把发行、交易、投资者准入和监管，把多方面的改革串起来，为众多的挂牌企业提供差异化的制度供给，把市场的积极效用进一步释放出来。重点去支持那些创新能力强、诚实守信、运作规范、前景广阔的中小微企业加快发展。

赵争平：在建设多层次资本市场过程中，区域性股权市场也是其中一个组成部分。区域性股权市场是主要服务于所在地，也就是所在省级行政区域内中小微企业的私募股权市场。现在全国已经运营的 40 家区域性股权市场，据不完全统计，有挂牌企业 16000 多家，还有 58000 多家的展示企业，各类融资累计 6800 多亿元。由于区域性股权市场是扎根并服务于本地的中小微企业，服务面广、普惠性强，如果办好了，可以开辟一片直接融资的新天地。上个月国务院办公厅发布了《关于规范发展区域性股权市场的通知》，这个通知从市场定位、管理体制、投资者准入、运营机构等八个方面，对区域性股权市场做了专门的制度安排。

根据《通知》的要求，证监会下一步主要做好三个方面的工作：一是制定并出台统一的区域性股权市场的业务和监管规则，现在规则的草拟已经完成了，正在征求意见过程中。二是要加强对省级人民政府监管工作的指导、协调和服务。三是要对区域性股权市场的规范运营情况进行监督检查，对有可能出现的风险进行预警提示和处置督导。对违法违规行为，我们将会同地方人民政府和有关部门坚决查处。另外，证监会也会采取多方面的措施去支持区域性股权市场，包括我们要研究完善新三板市场和区域性股权市场的合作对接机制，还要支持证券经营机构积极参与区域性股权市场的业务活动。

我们希望经过大家的共同努力，逐步把区域性市场办成中小微企业培育和规范的一个园地，办成中小微企业股权融资的重要渠道，办成地方政府扶持中小微企业政策措施的一个综合运用平台，从而使资本市场服务中小微企业、服务实体经济的广度和深度能够进一步拓展。谢谢。

8、期货市场不需要虚的成交量

期货日报记者：

“刘主席您好，2016 年受流动性冲击，我国以煤、钢、焦为代表的黑色系商品期货价格大幅波动，引发社会的广泛关注，证监会及时出台了系列监管措施，保证了我国商品期货市场在 2016 年的平稳运行。近期我们关注到，螺纹钢、铁矿石等商品价格接近了近年来的高位，请问证监会在 2017 年对我国商品期货市场有哪些监管思路？另外，证监会将如何进一步推动我国商品期货市场的改革发展，以促进我国商品期货市场更好地服务实体经济？谢谢。”

刘士余：你这个问题请我们分管的方星海副主席来回答。

方星海：按照刘主席的要求，我简短回答一下。你这个问题非常大。去年煤、钢、焦为代表的黑色系商品期货交易比较活跃，价格波动相对大一点。有关背景是：我们一方面在推进去产能，另一方面去年房市也比较热，所以国内的供求关系有一点紧张。同时，投机资本在我们国家金融体系当中占比较多。在任何一个市场上要炒作，以下两个条件都要满足。首先有一定的故事可以说，另外也有资金。这两个条件去年在煤、钢、焦期货品种上都是满足的。所以，我们看到去年确实一些投机资金来势凶猛，炒作也很生猛。

证监会秉持维护金融市场稳定，着力推动期货市场为实体经济服务、为产业客户服务，发挥期货市场真正的两项功能，一是价格发现，二是有助于产业客户防范风险。这两项最主要的任务都不需要这么高的交易量，所以我们去年把那些虚高的交易量压下来了。采取的措施有以下几项：提高交易费用；适当增加保证金的要求；特别对一些上窜下跳的账户做了每日开仓量的限制；对那些违规账户停止交易，予以稽查。总体理念就是市场不需要虚高的交易量，要发挥期货市场本来的功能，不忘初心。去年监管的结果大家可以看到，我们还是比较满意的，交易总体是平稳的，期货的价格总体上也没有超过现货的价格。上级领导也予以了肯定。

方星海：今年的工作：一是期货市场的作用还远远没有发挥出来，我们服务于实体经济和产业客户的能力也有待进一步提升，所以我们今年在计划推一些新的品种，比如说农产品的期权交易。我们还正在进一步推进原油期货的准备工作，争取尽快推出。我们会加大力度，使市场上有更多的产品。在交易监管方面，仍然秉持去年的理念，我们不需要虚高的交易量，要在定价功能发挥上予以重视，并推出更多措施，比如引进更多的产业客户，使得定价的质量更高。同时，我们也会推进期货市场国际化，也就是说引进境外的一些产业客户参与国内期货市场交易。大家知道，期货市场，特别是大宗商品期货，本来就是一个非常国际化的市场，如果人为隔离了境外产业客户参与国内期货市场的投资，这不利于国内期货市场良好定价的形成，不利于中国期货市场在国际上发挥更大的作用，也不利于提升我国参与国际资源配置的能力。所以在这方面我们也要继续推进相关工作。我就回答这些。

9、资本市场敞开怀抱欢迎科技创新企业

新加坡联合早报记者：

“想问有关 IPO 的问题，最近听说了证监会是在考虑让一些本地的金融科技企业更容易的在大陆市场上上市，不知道你们能不能确认这一点。具体的办法是什么？第二个问题，因为很多 Fintech 公司在大陆上市不了，或者比较难上市，就跑到美国，想知道你们怎么跟美国等境外交易所竞争，鼓励这些 Fintech 公司在大陆 IPO？”

刘士余：谢谢你的问题。我们对任何企业，只要是属于科技创新驱动型的，有利于国民经济调结构、转方式的，有利于推进供给侧结构性改革的企业，我们都支持它在资本市场融资，资本市场敞开怀抱欢迎这些企业。但是，上市地的选择是公司的自主权，中国证监会尊重公司对上市地的选择。在境外上市同样可以募集资本金，同样可以得到有效的监管，同样有利于提升公司治理水准，这是好事。国内资本市场相关制度也在修改，比如说对企业在主板 IPO 有三年盈利的要求，金融科技型企业往往不能满足这个条件，现在创业板、新三板都顺应了这种状况。还是那句话，尊重企业对上市地的选择。我们的投资者也希望分享这些科技公司、科技金融公司发展的成果，也愿意和他们共担风险。

至于你讲到，我们与纽交所、新加坡交易所这些境外交易所有没有竞争。坦率地讲，这是不同的考场，考题差不多，只是用的语言不一样。在海外上市的企业也有一份责任，中资企业在某种程度上是代表我们国家形象，这一类的企业赴境外赶考，要考好。我们跟国际上的这些交易所目前只有合作，没有竞争。但是，我对中国资本市场发展有信心，媒体朋友给我注入了能量，我有这份自信，竞争总有一天会有的。谢谢。

10、野蛮人、大鳄巧取豪夺不能不管

第一财经电视记者：

“我的问题是关于监管的，刘主席在刚才介绍的时候就提到了全面从严的监管，实际上去年以来刘主席在很多公开场合提到的一些发言后来也成为很多金句，大家集合成了金句，我的问题是关于去年您曾经考察市场说不要做门口的”野蛮人“，今年年初的时候又提出要严惩”资本大鳄“，您所说的”野蛮人“是谁？”资本大鳄“又是谁？谢谢。”

刘士余：你这个问题难度系数很高啊！不过还是感谢你提这么一个问题，就这个问题我想说一下几点：

第一，证监会的首要任务是监管，如果说还有第二任务，也是监管，第三任务还是监管。这一点不能含糊、不能动摇。通过监管，也就是我们说的依法监管、全面监管、从严监管，才能维护住公开、公平、公正的市场秩序，没有“三公”原则就谈不上对投资者权益的保护，没有“三公”的市场秩序，中小投资者的合法权益就得不到有效保护。

第二，我到证监会工作后，花了较长时间来了解资本市场的各种乱象，也感到很震惊。我看到这些乱象，就想找比较简单的、贴切的、大家都能懂的词，来给每一个乱象贴上一个标签，这不是我创造的。你说的“野蛮人”、“妖精”、“害人精”、“大鳄”，这些人的行为往往是披着合法的外衣，打着制度的擦边球，在资本市场上巧取豪夺，侵蚀着广大中小投资者的合法权益。证监会的职能是监管，能坐视不管吗？

刘士余：当然，在监管的过程当中，可能大家会有一些不同的认识。我也非常关注媒体对我去年 12 月 3 号在基金业协会那个倡导之后的报道和评论。大体分为三类，有质疑的、有批评的、有赞同的。不管哪一类，我认为都是出于对中国资本市场稳定健康发展的关心，出于对我本人、对证监会工作的关心。“忠言逆耳利于行”，甚至有可能在某一个特定的时点、特定的案件、特定的场合，证监会党委和我本人会因为某件事儿掉几根羽毛。但是，同保护广大中小投资者合法权益这一天大的事比，掉几根羽毛算什么呢？只有要把投资者合法权益保护好了，把市场的“三公”秩序维护好了，掉下去的那几根羽毛还会长出来的。

第三，在金融市场上，金钱的诱惑是巨大的。“天使”和“魔鬼”就在一念之差，资本市场上的金融家和“金融大鳄”只有半步之遥。资本市场任何行为都是有数据记录的，包括最早的用算盘记载的部分，现在都是有记录的。在现代化分析技术，特别是大数据、云计算广为运用的今天，任何人、任何机构在任何时候干的违法违规、坑害中小投资者、破坏市场秩序的行为都是有记录的。这些线索，无论历史的还是当下的，我们都会盯住不放，那些老套路不管用了。我要反复强调的是，我倡导我们基金行业的机构不要做“野蛮人”、“妖精”、“害人精”；我说“资本大鳄”侵害中小投资者那个账要算的，我讲的都是针对行为。但是，不能因为看到哪种行为就推定是某个人干的，这中间有很长的距离。发现行为的蛛丝马迹，要通过调查分析才能找到人。

至于你问我“野蛮人”是谁、“妖精”是谁、“害人精”是谁、“资本大鳄”是谁，如果我都告诉你了，你说我下一步还怎么干活？谢谢。

## ◆【商法专家刘俊海： 重罚中介机构是补监管短板】

（华夏时报）（原标题：商法专家刘俊海： 重罚中介机构是补监管短板）

证监会近日重罚国内第一大会计师事务所瑞华，暂停其6个月的证券业务。对于证监会的这一重罚，中国人民大学商法研究所所长、中国注册会计师协会会计师事务所内部治理委员会委员、中国法学会理事、中国行为法学会公司治理研究会副会长刘俊海教授在接受《华夏时报》记者采访时表示，如果中介机构不能慎独自律，见贤思齐，而是参与了损害投资者权益、破坏投资市场公开公平公正的活动，就应予以行政处罚。

在刘俊海看来，证券市场自上世纪90年代诞生至今，已在五个方面发生了很大改变：从重发展轻规范到更注重规范、追求规范与发展并重；从效率优先兼顾公平到更注重公平、追求公平和效率并举；从重创新轻诚信到更注重诚信、追求创新和诚信并举；从重快捷轻安全到更注重安全、追求安全与快捷并重；从强调为上市公司服务到为公众投资者服务的理念转变。

“那个中介机构联合上市公司，蚕食投资者利益，对投资者‘扒皮抽血’的时代，已经过去了。”刘俊海说。

国内财报乱象 与监管缺失密切

相较于国外或中国香港的成熟市场，国内上市公司财务数据可信程度较差，刘俊海认为，这和审计机构的监管缺失有密切关系。

“在国际市场，监管的核心主要解决证券市场透明度问题，包括每家上市公司的内部财务数据支持，以及外部会计数据审计。因此，CPA之于广大投资者，是看门人，是‘千里眼’、‘顺风耳’，是发现投资价值、规避风险标的的开路先锋。”刘俊海说。

他还提到，国外中介机构成熟的监管体制和强大的公信力，也是在长时间下，以法治为后盾，不断演变的结果。“这是人趋利避害的本质所决定的，只有提高违法成本，降低失信收益，中介机构才会见贤思齐、择善而从。加大对中介机构的监管力度，对于尊重投资者的知情权、选择权、公平交易权，对于完善信息披露制度和公平投资交易制度，都有重大意义。”在刘俊海看来，此次对瑞华的重罚，既是偶然也是必然。中国资本市场要想实现国际化、全球化、法治化、诚信化、透明化，必须补上监管这一短板。

重罚中介机构 倒逼制度完善

刘俊海告诉《华夏时报》记者，除加大监管外，制度的革新也有助于打造投资者友好型资本市场环境，促进中介行业可持续健康发展。

他建议，中介机构应转变观念、加强内控，将投资者作为自己的上帝，而非偏重于上市公司。“对投资者诚实守信、勤勉尽责，是中介机构对投资者的信托义务、诚信义务。中介机构应从投资者的权益出发，真正当起资本市场公平性与公信力的保护神。”刘俊海说。

“这次对瑞华事务所的重罚，也将对中介机构起到倒逼作用，让这些存在问题的机构面壁思过，进一步完善内部业务流程，加大对从业人员教育力度，重塑投资者友好型的业务流程，从这一角度看也是好事。”

此外，刘俊海还为审计机构的选择权和资金支付路径提出制度性建设建议。“审计等中介服务费用，由上市公司缴至共同监管账户，由全国注册会计师协会与上市公司协会等共同监管，审计机构的遴选在两大协会的监督下随机选择。这种制度改革的好处是，审计的委托方与资金直接支付方不再是上市公司，就能最大限度地促使会计师事务所严格审计，对投资者更加负责任，也使会计师事务所更有尊严、更受人尊重。”

## ◆【大资管市场风向要变！110 万亿资管面临"去产能"】

（经济观察报）（原标题：大资管市场风向要变！110 万亿的资管行业面临“去产能”）

中国金融监管部门推进“统一资产管理产品标准规制”的工作正“日夜兼程”。

据经济观察报获得的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（以下简称《意见》）显示，自 2016 年 12 月 8 日国务院应对国际金融危机小组第四十二次会议之后，人民银行会同中央编办、法制办、银监会、证监会、保监会、外汇局成立了相关工作小组，力图制定覆盖不同行业资管产品的统一规则，防止监管套利和空白。而《意见》正是在近日由该小组完成起草。

虽目前尚未有相关部门正式对外发布该《意见》，但业内已经“沸腾”。“作为被严管的对象，这次躲不过了。”2 月 21 日，《意见》完成的消息在市场引起广泛关注后，某信托公司通道业务负责人张伟对经济观察报说：“金融行业也开始去产能了，很多业务不能做了，这是要‘失业’的节奏呀。”

2 月 22 日，保监会副主席陈文辉在新闻发布会上表示“一行三会正在紧锣密鼓从事资管业务整体监管框架的统一设计”，或许是目前官方对于上述《意见》完成的一次佐证。其实，早在去年下半年，就有资管人士对经济观察报记者表示曾参与过监管层的相关调研。

平安资管董事长万放在接受经济观察报记者采访时曾表示，资管行业应建立统一的标准，实施分层管理。而无论是统一的标准，还是严于市场预期的统一监管要求，都是财富不断增长的大资管时代不可或缺的。

数据显示，2016 年末，中国资产管理行业规模达到 110 万亿元，远超 GDP 总额。但快速发展的背后，资管业也面临阶段性成长的烦恼：层层嵌套、多头监管衍生出监管盲区和风险隐患、表内业务与资管业务界限模糊催生“影子银行”、缺乏顶层设计，从业过程中面临各种掣肘……

于是乎，打破刚性兑付、统一监管标准、消除多层嵌套、禁止资金池操作、统一杠杆成为《意见》之关键词。

分析师称，进行资产端的“供给侧改革”，逐步去除掉高风险的“不良”或者不规范的资产，保留低风险的“优质”或者定价透明的资产，才能使风险透明化、定价市场化，让行业回归资管本源。

现在，信号已经发出。“收拾中资乱来和资金无正当投资理由的外逃、放宽守规矩的外资在华经营。”一位监管层接近人士称。

资管新风向

其实，无论是监管套利、层层嵌套等风险隐患，还是从业人员对统一标准的呼吁，尚未正式定稿的《意见》都给出了答案。“金融机构应当切实履行对资产管理产品的主动管理职责，不得为其他金融机构发行的资产管理产品提供扩大投资范围、规避监管要求的通道服务。”《意见》对通道业务的限制，正是给张伟带来烦恼的根源。

同张伟一样烦恼的，或许还有来自其他机构的从业者。

资管业务的本质可归纳为“受人之托，代客理财，投资者风险自担”，与银行表内存贷款业务存在本质区别，基于此，《意见》或将明确金融机构不得开展表内资产管理业务，不得承诺保本收益，这也意味着刚性兑付即将被打破。“将来若将部分资产回表，可能会使某些银行监管指标承压，未来银行理财业务可能

会发生历史性变化，比如理财直投可能会得到重点发展，净值型产品占比不断提升等”国泰君安分析师邱冠华在研报中写到。

同样将对银行产生深远影响的，还有《意见》对非标资产投资的限制，限制的主要目的是防范“影子银行”风险：为了防止金融机构借助资产管理产品实现表外放贷，禁止资产管理产品直接或间接投资于“非标准化商业银行信贷资产及其收益权”，但允许发专门产品，投资于其他非标产品，需要限额管理、禁止期限错配，逐步压缩非标资产规模。同时，还要求金融机构按照产品管理费收入的10%计提风险准备金。

通道业务被提及的同时，多层嵌套也被按下终止键——除基金中基金（FOF）、管理人中管理人（MOM）外，资产管理产品不得投资其他资产管理产品。同样被叫停的还有资金池操作，产品期限与所投资资产存续期应该相匹配，不得“以短投长”或“长投短卖”。

“在资管产品进行嵌套时，每层嵌套都有可能加杠杆，以至于整个链条叠加后的杠杆水平超乎想象，不利于行业的稳定”。在张伟看来，统一杠杆的要求，是在预料之内的。

一位信托公司负责人表示，如果按照该意见严格执行，那么通道业务、TOT、资金池等都将受到限制。其中，通道业务对信托行业的数据影响最大。目前信托行业中银信合作业务规模占总规模的 1/4 左右，其中大部分是通道业务，一旦叫停，目前 18 万亿的信托规模将直接打折扣。另外，对于各家公司的资管规模也会缩水。其中，市场化的、集合信托规模占比高的影响较小；银行类信托、以及一些以通道类业务为生的小信托公司受到影响较大。

不过，这位负责人也表示，通道类业务目前的收费很低，仅为万分之五左右，所以对于信托收入影响不大。积极意义不仅在于，可以促使信托行业更加积极地转型，还能减少信托行业不必要的风险。其次，资金池业务早已被限制新增，目前对存续资金池的管理和投向也有明确的要求。《意见》只是强化了这些限制。不允许资管产品互相嵌套，也有助于进一步明晰底层资产，有助于信息透明，是对投资人和信托公司的双重保护。

为了抑制加杠杆催生的资产泡沫，未来投资同类资产的产品将适用于统一标准：固定收益类、股票及混合类、其他类产品的杠杆倍数分别限定在 3 倍、1 倍、2 倍。同时，对公募和私募产品负债比例分别设定 140%和 200%的限制。

在张伟看来，最具看点且存在最大不确定性的是关于资管产品的分类统一规制。按《意见》，募集方式将资管产品分为公募和私募两类，针对市场的多层次特性，设定了小公募产品。然而对于分类原则和小公募的设定，三会存在分歧。而在业内人士看来，如果资管产品的分类规制实现统一，或许意味着混业监管向前迈进一步。但由于部委之间意见不统一以及与现行法律法规冲突，短时间内很难完成。

是的，“正式文件未必很快出来，《意见》还在酝酿之中。”一位监管接近人士称。

“野蛮”生长

而酝酿之中的资管行业“供给侧改革”中，某些业务会被“去产能”，张伟或是其中之一。《意见》对应的则是一个“野蛮”生长之大资管时代。

上海财经大学商学院副院长戴国强曾公开表示，大资产管理是中国的特色，国外并没有大资产管理。在他看来，大资产之“大”，主要体现在两个方面：一个是规模，一个是数量。

规模上，2015 年资产管理规模达到 93 万亿元，彼时中国 GDP 总额为 67 万亿元，2016 年，资产管理规模突破 110 万亿元，规模是 GDP 总额的 1.6 倍。而更有研究机构表明，到达 2020 年这一数字或将变为 174 万亿；数量上，金融机构在资产管理方面的积极性会得到空前的激发，每个月的理财产品可以以千数来统计，最多时甚至达到七千多种。

随着监管政策从上到下的放松，资产管理领域跨业经营的不断加深，一个大资管时代汹涌而来，而随着行业的发展，各金融机构创新步伐的也不断加快，同业竞争也随之加剧。

张伟就是在这样的背景下成长起来的，在他看来，自己可以说是大资管时代的见证者之一。年近四旬的张伟目前在一家中型信托公司就职，并带领一个小团队从事通道业务。

据介绍，他的第一份工作是一家中型证券公司，在从事资产管理业务几年后，张伟开始涉猎投行业务。2013 年，信托业资产管理规模再创历史新高，达到 10.13 万亿，已经在券商工作十余年的张伟跳槽到了信托行业，再度回归老本行从事资产管理业务。

在项目储备不充足的初期，通道业务成了其创造业绩的神器。“因为换了新的工作，起初资源和项目储备都很匮乏，就选择了不少同行都在做的通道业务。由于它是银行为了调节存贷比，扩充很快，对于加入新的工作环境的人来说，这是很重要的。”张伟坦言，通道业务不但使自己在新公司站住脚，也下迅速扩大了公司的资产管理规模。

伴随着张伟在新公司成长的，是信托资产管理规模的增长。从目前信托行业协会公开数据看，截至 2016 年第三季度，信托业的资产管理规模达到 18.17 万亿元，年底有望突破 20 万亿元。与此同时，证券公司、基金管理公司及其子公司、期货公司、私募基金管理机构资产管理业务总规模突破 51.79 万亿元、保险行业资产管理规模突破 15 万亿元。

大资管“四大”痛点

“一个字：‘乱’！”上述外资金融机构高管如此形容当下资管规模飙升现状。

按照张伟的话说，早在跳槽之前，就已经有不少券商资管开始从事通道业务，后来保险资管也开始跟进，但随着风险的不断暴露，这一业务也不断被收紧。“信托业务可规模化操作，发展速度快，但在业务开展过程中，由于对长期合作客户的信赖而对尽职调查放松警惕，风险不容忽视。”

在证监会举办的内部培训会上，副主席李超曾指出中介机构发展存在四大问题，而首要问题就是行业功能定位、发展路径存在偏差，这其中表现就包括一些机构大量从事通道业务、非标融资类业务等行为，部分机构还设计了比较复杂、不透明的产品，进行监管套利、政策套利，未真正创造社会价值，还提高了融资成本，导致了金融扭曲。

2016 年 11 月 17 日，李超又对我国资产管理行业存在的问题进行表态：目前资产管理行业存在法律使用混乱、监管标准不统一、缺乏统一的监测监控、存在

隐形刚性兑付等乱象。这些又将带来不利于投资者保护、导致市场分割、影响市场功能的正常发挥、引发监管套利、资金脱实向虚等多重问题。

而在万放看来，乱象之外，大资管行业亦缺乏统一的标准。在接受经济观察报记者采访时，万放曾表示，不同监管部门下的金融机构，发行的产品不同，投资范围也不一样，但其实这些产品很多都是面向大众老百姓的，理应有一个统一的标准并实施分层管理，这个标准其实是面对所有的现在中国的资管行业的，而不是针对某一个行业。

缺乏顶层设计已经使资产管理业务的开展面临掣肘。“就目前的监管情况来说，不同的监管机构很容易站在自己的利益上博弈。此外，不同的监管标准还会导致审批流程长短不一，业务开展受到限制”，某险企投资负责人表示。

事实上，目前整个资产管理行业，除公募基金外，大致可以分为银行理财、信托计划、券商资管、基金专户、私募基金、保险资管、期货资管等几个大类；其中银行理财和信托计划归银监会监管，券商资管、基金专户、期货资管和私募基金在证监会监管体系。“基本上银监会和证监会各自一套，施行完全不同的标准：包括合格投资者、登记备案系统、投资范围、是否区分公募和私募、托管、信息披露等都是各玩各的。”金融监管研究院孙海波称。

回归本源：边“收”边“放”

这一天真来了？也许有人笑有人哭的市场才能日趋成熟，中国大资管时代或迎新风向。

“它是一件让人兴奋的事情啊！中国金融业的春天要来了。”一位外资金融机构负责人笑言。他指的是，就资管行业而言，中国监管层一边“收拾”，一边“放开”；市场生态向好，产品运营规范，投资渠道畅道，这利好投资者。

前者“收拾”，意为《意见》的主旨——抑制监管套利，彻底去通道、拆杠杆、收缩影子银行链条，减少资金体内循环，利于资金脱虚入实。此份由央行金融稳定局牵头的《意见》亦昭示一行三会一体化金融监管体系初成。

后者“放开”，据接近监管层人士透露，有 50 家外资金融机构正在向中国相关部门申请资管牌照。就在今年 1 月，外商独资私募登记备案破冰，首家可在中国境内募资后投 A 股市场的外商独资私募证券投资基金管理机构成立——富达利

泰投资管理（上海）有限公司获准在中国基金业协会登记注册成为私募基金管理人。

对于或许还在酝酿中的资管新规，有从业人士给出了不一样的看法：“可能野路子少了，但对行业挺好的，资金杠杆率低，链条精简，更有利于风险的把控。”

张伟坦言，正如防风险、去杠杆是金融监管大趋势一样，大资管时代的统一监管亦是大趋势，在详细的监管细则有时间表之前，需要考虑转型。“辞职肯定是不会了，但需要储备资源争取多做些主动管理型的业务”，张伟笑称。而张伟的决定，恰是信托行业或将面临转型的缩影。

对于透明度最高的公募来说，《意见》被看作大利好。泰达宏利基金投资总监王彦杰对经济观察报记者表示，公募基金是比较市场化的产品，不存在投资非标投资和刚性兑付的问题，业务不会受到影响。此外，过去由于投资者对刚性兑付的依赖，一些不透明的理财产品实际上是瓜分了公募基金的市场，当时刚性兑付被打破，市场化的产品也会随之增加，这一变化，会把资金引向比较透明的理财产品，这对于整个资产管理行业也是有利的。”

其实，在资管行业迎来顶层设计时，有关市场中各类非金融机构的理财业务乱象或亦将得到整治。无牌的线下理财、财富公司，线上的互联网金融平台等的非金融机构，将很难再打着资管的名义发行产品。加之对通道、嵌套等业务的限制，市场上的资管产品供给或被抑制，短期波动在所难免。

当高风险的“不良”或者不规范的资产被除掉，低风险的“优质”或者定价透明的资产被保留，资管行业的发展生态无疑日趋向好。

《意见》显示，“人民银行负责统筹资管产品统计工作，拟定资管产品统计制度，建立自管产品信息系统”。的确，只有全行业统一监测，才能实现真正意义的总量考察以及穿透识别，而真正实现资管回归本源，仍需要监管机构打破利益隔阂，并在金融监管体制改革上有所推动。

现在，一边是整肃行业生态，亦步亦趋统一监管；一边是开放市场。不只是“收”，还有由内至外的“放”。上述监管接近人士称，50 家外资金融机构或将分批获得中国资管牌照。届时将会给中国投资者提供规范的金融服务。这也符合当下中国“扩流入”的政策导向。

2016年11 月1 日荷宝就在上海宣布，获得中国发出外商独资企业（WFOE）牌照，荷宝是首批国际资产管理公司获得中国批准成立的WFOE 。

事实上，“自富达国际Fidelity Intl成为第一家获得境内设立外商独资资管公司许可后，原有获得上海自贸区QDLP额度的外资资管公司和其它国际领先的资管公司数十家都在积极探讨，研究如何进入国内资管市场。”一位外资金融机构高管说。

正如资管行业放宽合规外资准入之外，投资渠道也在“松绑”。诸如，从公募产品统一的投资范围看，放开了银行理财投资股票的限制；从私募产品统一的投资范围看，放开了证券、基金、期货公司资管计划投资非标债券和未上市股权的限制，丰富了市场投资主体。

“监管的初衷是规范这些投资，目前不少公司对于投资之前的尽调不到位，无论是透明度的把控还是对风险的认识都不够，监管层的举动将会使投资行为更加规范，也是对投资者更好地保护。”中宏人寿首席投资官徐永伟说。

不过，“资管新规并不意味着真正的大资管时代要来了，而是市场必须要拉回来，走向理性，走向真正意义上的长期投资。”上述外资金融机构高管说。他直言，让外资在国内注册，受国内政策法规监管，员工大部分也是中国人，可以给投资者更多的选择。

## ◆【统一监管趋势渐明 四大领域资管业务面临大变局】

（上海证券报）券商资管面临洗牌

“今年可能会是券商资管行业大洗牌的一年。”某券商资管高管对上证报记者表示，在资管行业统一监管趋势渐明的情况下，统一规范、防范风险将成为证券资管行业的首要任务，通道业务、委外业务将大幅萎缩，部分违规和灰色地带将逐步清除。在这个过程中，具有战略眼光和主动投资能力的券商资管将脱颖而出。

多位券商资管人士表示，从去年修订和发布《证券公司风险控制指标管理办法》、《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》再到近期的政策传闻，不难发现一以贯之的监管思路，就是以稳中求进的态度，引导资金脱虚向实，支持实体经济稳健发展。

券商资管总规模今年或现负增长

一位知名券商资管公司高管告诉记者，预计今年券商资管的总规模有可能会出现缩减。“其实去年 4 月到 11 月全行业的增速已经在明显放缓，年底冲了一下规模，但延续之前的增幅肯定不可能了。”这位高管表示：“通道业务和委外业务去年下半年以来受到越来越大的影响，预计还会进一步缩减。几家以通道业务为主的券商资管，尤其会萎缩得比较厉害。”

基金业协会公布的最新统计数据显示，至 2016 年 12 月 31 日，证券公司资产管理业务共发行 2.4 万只产品，总规模 17.58 万亿元。其中定向资管计划 2.02 万只，规模为 14.69 万亿元，占比达 84%；集合计划和专项资管计划分别发行产品 3643 只和 442 只，规模为 2.19 万亿和 0.43 万亿；2016 年首次纳入统计的直投子公司直投基金共发行 501 只，规模为 0.27 万亿元。由此可见，目前通道类业务在券商资管的存量规模中仍占据较高比重。

事实上，一些“嗅觉”灵敏的券商资管早已有意识地向监管方向靠拢，主动降低通道业务规模，强化主动管理能力。某行业排名前列的大型券商资管公司负责人就表示，力争年内做到主动管理类业务在总规模中占比达 50%。

行业谋求回归资管本质

中国证监会副主席李超此前在公开演讲中指出，目前我国资管行业存在法律使用混乱、监管标准不统一、缺乏统一的监测监控、存在隐形刚性兑付等方面问题。资管行业要正视问题，砥砺前行，在各方的共同努力下，进一步夯实基础，化解和消除发展中的问题和障碍，实现持续健康发展。他同时表示：“在实际运作中，部分资管产品存在互相借用‘通道’，产品互相嵌套、交叉持有等现象。”

某资深业内人士表示，讲话中提到的重点问题，包括对资产管理产品嵌套和穿透的统一核查等都可能会是下一步的政策关注方向。“目前总体资产管理行业 100 万亿的规模，相互嵌套的可能会在 40 万亿左右。怎样把握穿透的尺度，怎样跨监管机构核查底层资产？这是政策操作的难点，也会给各大资管公司后续业务产生较大影响。”

在新的监管环境下，多家券商高管表示，也将在业务布局中稳中求进，在规范中求发展。

东方证券资管公司董事长陈光明表示，资产管理公司要的不是规模，而是质量、品牌。“拒绝眼前的利益和诱惑、拒绝机会主义，这非常重要。事实上，有

了质量，规模是自然而然的事。”作为行业内以主动管理而著名的券商资管负责人，陈光明提出，今后将进一步把能不能真正帮助客户实现资产保值增值、让客户赚钱，作为考核指标的重中之重。

作为资管业务快速成长的新锐券商代表，财通资管、浙商资管等内部人士均表示，将重点发展主动管理规模与能力，并将在量化对冲、多策略、私募投行等领域结合自身特长打造强项。

【资管业务迎来大变局】

信托资管机遇挑战并存

多家信托公司人士在接受上证报记者采访时表示，资管行业实施统一监管标准将进一步放缓行业增速，对资管行业的竞争结构、现有经营模式带来较大改变，对于信托业而言既面临机遇也面临挑战。

防风险下谨慎创新 保险资管期待统一标准

“这两年来，我们一直呼吁和期待资产管理行业能够建立统一的‘游戏规则’。”针对近期资管行业或将统一监管标准的消息，上证报记者昨日采访多家保险资管公司负责人，他们深切感受到了大资管时代下规则统一的重要性。

委外投资求变 银行资管严防风险传导

为防范金融风险，更好地发挥资产管理业务的功能，切实服务实体经济的投融资需求，银行资管将回归“受人之托、代客理财”的本源，用投资理念取代信贷理念，用分散风险、配置风险取代管理风险，构建全面的资产管理业务风险管理体系。

## ◆ 【业务参考】

## ◆【天津证监局划定挂牌公司红线底线 五监管重点】

（上海证券报）（原标题：天津证监局划定挂牌公司红线底线 明确五大监管重点）

记者从天津证监局获悉，日前该局召开辖区新三板挂牌公司监管专题会议。会议提出“挂牌就是责任，挂牌就是担当”的新理念，对挂牌公司划定红线底线。对于下一步天津辖区挂牌公司监管工作重点，会议介绍将从五方面部署，包括构建综合服务体系，促进新三板市场发展；压实风险防范责任，分层分类防控风险；

加大监管执法力度，高压监管资金占用；强化中介监管，持续改善守法环境；持续开展合规培训，指导自律监管模式创新。

总体来看，挂牌公司已成为天津经济社会发展中最具潜力、最富活力、最有成长性的经济体。会议上公布的信息显示，截至 2017 年 1 月底，天津辖区挂牌公司已达 176 家，比 2015 年底增长 90%以上，全部公司自挂牌以来共进行融资 94 次，累计募资 26.72 亿元，已有 15 家创新层公司，20 家公司采取做市转让方式，8 家公司已进入 IPO 辅导程序，战略性新兴产业公司数量占比较高，产业优势明显，未来发展空间大。

但是从全国挂牌公司数量比较，天津公司数量仅占 1.7%，省市排名位居 15 名，与天津基础条件和区位优势相比，还有较大发展空间。

从天津证监局对新三板市场监管执法情况看，会议显示，去年该局对新三板公司实施现场检查 7 家次，非现场核查 6 家次，采取行政监管措施 7 项，发出监管关注函 29 份，对 1 家公司立案稽查。

与此同时，会议采取“以案说法”的方式，全面剖析近年来证监会系统对新三板市场公开处罚处分案件，指出当前挂牌公司主要存在的问题表现为：企业挂牌了但思想认识还没挂牌，依法合规意识淡薄；公司内控制度缺失，资金占用问题突出；信息披露违法违规多发，诚信不足；发展后劲不足，抗风险能力意识不足。会议特别强调，天津挂牌公司或多或少存在上述问题，有的处于潜伏期，有的已经暴露，必须高度重视，时刻警醒。

据悉，会议上证监会公众公司部副主任郭旭东作了规范运作的辅导报告，天津局副局长王修祥作了《抓住机遇规范发展守住底线尽责担当，努力为新三板市场稳定健康发展贡献天津力量》的专题工作报告。辖区近 180 家挂牌公司主要负责人、董秘共计 280 多人参会。

## ◆【资管新规“去通道化”思路明显 期货资管转型迫在眉睫】

（第一财经）2 月 21 日，由央行牵头、一行三会共同参与制定的《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》)流出，在资管圈引起强烈震动。这份被形象称为“资管大一统”的《征求意见稿》主要内容共 30 条，核心包括去嵌套、降杠杆、减通道、破刚兑等。

作为大资管行业的“新兵”，期货公司资管业务也在其影响辐射范围之内。2月23日，有消息称，“期货公司将回归期货主业，不再开展资管业务”，在期货资管业界激起千层浪。

第一财经记者多方采访获悉，目前中国基金业协会并未收到相关通知，期货资管产品备案仍在正常进行。中国期货业协会内部人士也在会员交流群中表示，资产管理业务是期货公司的一项基本业务，也是《期货公司监督管理办法》许可的业务范围。

“目前没有确切消息。我们分析，彻底叫停期货资管的可能性不大，但是全面收紧涉嫌通道业务的产品类型是板上钉钉。”一位券商系期货公司资管部门负责人向记者分析表示，此前期货资管80%以上依赖通道业务，缺乏主动管理能力，在当前的监管思路下，期货资管去通道化是大势所趋，相关公司也急需加快战略调整的步伐。

通道业务高占比

多位业内人士向第一财经记者表示，《征求意见稿》影响深远，新政一旦实施，各类机构的经营运作都将回归主业，跨机构的通道类业务将会逐渐消亡。作为大资管行业的后起者，通道业务占比高，始终是困扰期货资管行业的一大问题。

2012年，《期货公司资产管理业务试点办法》开始实施，首批18家期货公司获得资产管理业务试点资格，期货公司得以正式加入大资管行业。2014年末，《期货公司资产管理业务管理规则(试行)》正式发布，明确允许期货公司及子公司开展资管业务，期货公司纷纷申请资管牌照。

记者梳理发现，也正是从2014年开始，期货资管规模得以实现高速增长，但相较起券商资管、公募基金、基金子公司和私募基金等资管行业的“老大哥”而言，其体量依然很小。

中国基金业协会统计数据便显示，2014年底，整个期货行业资管规模仅124亿元，至2015年底跃升至1045亿元。2016年商品牛市之下，期货资管继续高歌猛进，截至2016年底规模达2792亿元。但值得注意的是，尽管绝对规模有明显提升，2016年底，期货资管规模占整个大资管行业规模仅为0.53%。

“整个期货资管业务绝对规模小，通道业务占比应该在八成以上。一些期货资管计划会嵌套投其他资管计划，变相实现通道功能。甚至一些路子野的公司会

把这种产品做成民间融资，这类产品和行为实际上都是违规的。”前述资管业务负责人告诉记者。

国金期货原首席经济学家江明德也表示，“现在大部分期货公司把资管业务还是作为经纪业务的一种手段，所谓固化的经纪业务，以此来争取公司权益的扩张。也因为这样，期货公司资管业务总体是一种通道业务。”

新湖期货资管业务负责人林惜则认为，期货资管通道业务占比高，与期货资管起步晚、获取资金方面不具备优势等因素有关。“以前期货公司多以经纪业务为主，资管业务的人员架构，业务开展都需要时间积累，劣势非常明显。”林惜同时认为，期货资管在大资管行业中规模占比低，影响面较小，监管层为了“去通道”而直接叫停资管业务的可能性不大。

前述资管业务负责人也告诉记者，经公司与基金业协会沟通，目前基金业协会没有接到相关通知，期货资管产品备案情况还在正常进行。而中国期货业协会内部人士傍晚也在一个会员交流群中针对23日的传闻表示，资产管理业务是期货公司的一项基本业务，也是《期货公司监督管理办法》许可的业务范围，请各会员不要传播不实消息。

据记者了解，目前，对于期货公司及期货市场的监管分为三个部分。对于期货市场的政策法规以及期货公司的牌照由证监会期货部负责，期货公司自律管理以及资管子公司等机构备案划归中国期货业协会，而开展期货资管业务的各类产品备案则是在基金业协会。

转型迫在眉睫

尽管多位业内人士认为，监管层彻底关停期货资管的可能性不大，但无可否认的一点是，在目前“去嵌套、降杠杆、减通道、破刚兑”的监管思路之下，期货资管去通道化，做出战略调整迫在眉睫。

“在2014年出台的《期货公司资产管理业务管理规则(试行)》里，监管层已经把通道业务从讨论稿里去掉了。也就是说从一开始，监管层就不鼓励、不认同通道业务作为期货资管业务的一部分。”前述资管业务负责人称，在此次的监管新政下，通过产品嵌套盲目放杠杆等行为势必要被叫停，通道业务会出现天然收缩。

除此之外，记者还了解到，期货资管开展通道业务，也因先天的劣势而困难重重，难以实现规模的大幅增长。从依赖通道业务的旧模式中转型，不仅是为了顺应监管思路的调整，更是自身业务发展突破的必要条件。

“首先，我们没有办法拿很多银行的资金，因为银行资金大多要求保本保收益，这类产品我们至今没有备案成功的记录。其次，我们很难找到符合’3+3’条件的投资顾问。他们一旦符合了合格投顾的条件，就会成立私募主动发行产品，并不愿意用我们的通道，给我们管理费、增加自己的成本。我们要做，只能打价格战，但这不是长久之计。”一家排名靠前的券商系期货公司副总告诉记者。

至于期货资管转型的方向，林惜表示，金融衍生品是期货公司的专长，资管业务有必要多在衍生品一端下功夫，提高主动管理能力，同时和实体结合。“我们现在抓得紧的是商品 ETF，打通期现的产品。我们很愿意配合交易所、公募等去做这方面的努力。”林惜说。

期货公司应该回归本源，做好做强风险管理业务，特别是现在商品期权就要上市了，对期货公司而言，期权实现风险管理功能的成本更低，效率更高，方式更简便，市场受众更广，应该好好利用期权这个工具，做出企业的特色。”江明德认为，现货—期货—期权这条完整的业务链条值得期货公司探索和开发。

前述期货公司副总则表示，公司自去年“资管新八条底线”实施以来，已经进行了战略调整，去通道化是一个很明晰的方向。“私募的市场还是非常庞大，期货资管的主动管理产品不一定是直接投向二级市场的证券、期货、期权，FOF 也是一个很好的方向，也是我们的重点发力方向。”

“发主动管理的产品，深挖衍生品也是一个很好的选择，但这个的重点在于期货公司要有高质量的投研人员配备，而人才问题恰恰是期货资管发展主动管理最大的痛点。”上述副总表示，期货公司在整个市场的薪资竞争力较弱，留不住特别优秀的投研人才，公司之前也有过优秀团队被券商、私募等挖角的经历。

## ◆【央行官员：五方面工作引导金融机构回归服务实体经济】

（中国证券网）中国证券网讯 金融时报 24 日消息，中国人民银行调查统计司司长阮健弘接受专访时表示，实体经济是金融发展的根基，推动实体经济发展是金融的立业之本，服务实体经济是对金融的本质要求。

对于金融管理部门还将采取哪些政策措施推进供给侧结构性改革，引导金融机构回归服务实体经济的本源这一问题，阮健弘称，要坚决贯彻落实党中央、国务院战略部署，按照中央经济工作会议要求，从五个方面开展工作。第一，管住货币总量，保持货币政策稳健中性，为实体经济发展创造良好的货币金融环境。要适应货币供应方式新变化，综合运用多种货币政策工具，调节好流动性闸门，保持流动性基本稳定。完善宏观审慎政策框架，引导金融机构审慎经营。第二，围绕经济工作主线，加大对“三去一降一补”的支持力度，为供给侧结构性改革提供良好的金融服务。第三，规范金融市场交易行为，引导金融企业回归本源，为服务实体经济创造良好的金融秩序。第四，深化金融体系改革，破解金融服务实体经济的体制机制规制性障碍。第五，强化宏观审慎管理和监管协调，消除金融自我循环投机套利的土壤。

具体采访如下

记者：关于金融与实体经济的关系，最近社会上关注较多。先请您从理论上谈一谈如何理解与把握两者的关系？

阮健弘：从理论上讲，金融与实体经济密不可分，一荣俱荣，一损俱损。实体经济是金融发展的根基，推动实体经济发展是金融的立业之本，服务实体经济是对金融的本质要求。金融如果脱离实体经济需要，搞自我循环，以钱炒钱，就会成为无源之水、无本之木。同时，金融是现代经济的核心和血脉，如果金融出了问题，实体经济就得不到高效的金融服务，经济发展也会受到制约。

记者：您刚才提到，服务实体经济是对金融的本质要求。作为金融统计领域的资深专家，您认为应当如何衡量金融对实体经济的支持，这方面有没有一个比较全面客观的统计指标？

阮健弘：不同的人可以基于不同的视角来衡量金融对实体经济的支持。从宏观上看，社会融资规模是目前衡量金融支持实体经济比较全面、客观的指标。社会融资规模的概念是人民银行在2010年提出的，编制这个指标的一个主要出发点，就是为了全面准确反映金融对实体经济的支持。社会融资规模统计了实体经济（非金融企业和住户）从金融体系获得的资金，其中，增量指标是指一定时期内（每月、每季或每年）获得的资金额，存量指标是指一定时期末（月末、季末或年末）获得的资金余额。这里的金融体系是整体金融的概念。从机构看，包括银行、证

券、保险等金融机构；从市场看，包括信贷市场、债券市场、股票市场、保险市场以及中间业务市场等。社会融资规模扣除了金融体系内部的交易行为，真实反映了资金从金融体系到实体经济的流向和结构，比较全面、准确地反映了金融对实体经济的支持情况。

2016 年末，社会融资规模存量为 155.99 万亿元，是 2011 年末的 2.03 倍，2011 年至 2016 年社会融资规模存量平均增速为 15.7%。同时，统计数据显示，近年来流向“三农”、小微企业、精准扶贫、民生改善等国民经济重点领域和薄弱环节的资金较多。2016 年末，全国农村贷款余额达到 23.01 万亿元，小微企业贷款余额达到 20.84 万亿元，分别是 2011 年末的 1.89 倍和 1.94 倍。这说明近年来金融服务实体经济取得了积极成效。

记者：最近几年，国内经济增长速度有所放缓，而债务增长速度较快，杠杆率在上升。请问这是不是意味着金融与实体经济出现了某种程度的不相适应？

阮健弘：宏观分析中，通常用负债与 GDP 之比来衡量杠杆率。杠杆率可反映债务性融资规模、结构与经济发展及金融稳定的关系。按照国家统计局最终核实后的 GDP 测算，2015 年，我国杠杆率为 232.9%，比 2011 年上升了 52.7 个百分点。而据国际清算银行（BIS）测算，同期发达经济体杠杆率平均仅上升 5.7 个百分点。从结构上看，我国杠杆部门分布不合理，政府和居民部门杠杆率较低，而企业杠杆率水平较高。杠杆率快速上升的背后，是资本投入对经济增长拉动力下降。2011 年，我国每投入 1 元资本，可以多增加 0.32 元 GDP；到了 2015 年，每投入 1 元资本，只能多增加 0.16 元 GDP。杠杆率快速上升，而实体经济投资回报率下降。这“一升一降”，反映出金融对实体经济拉动作用减弱。

记者：近两年来，我们注意到金融机构各类“通道业务”流行，资金传递链条变多，在金融体系内滞留时间变长。不少银行同业业务做投资，社会上认为金融体系存在自我循环的倾向。请问您是怎么看这一问题的？

阮健弘：首先要说明的一点是，金融体系内部的交易行为很多是必要的，对于维护金融体系自身大循环具有重要意义。但近年来，金融体系内部的交易行为确实出现了一些偏差，这集中体现在资管产品快速发展和同业业务功能变异上。

一方面，在实体经济的基础资产收益率下行背景下，银行、证券、保险等各类金融机构纷纷涉足资产管理产品领域，以创新之名开发了不少长链条、跨行业、

跨市场、层层嵌套、结构复杂的资管产品，各类“通道业务”流行，导致资金在金融体系内部滞留时间延长。甚至一些资管产品依托控股公司架构，在集团内部自我循环、自我买卖。从能够掌握的数据看，截至2016年上半年，金融业各类资管产品汇总余额高达近80万亿元。

另一方面，部分银行通过买入返售、同业投资等方式，投资信贷资产、信托受益权及资管产品等金融资产，同业投资业务发展迅速。此外，部分网贷平台有悖服务小微企业的宗旨，吸收资金进行复杂的嵌套投资，也拉长了融资链条。

产生这一问题主要有三方面原因。一是存在跨行业、跨领域监管制度漏洞，监管政策统筹协调不够，导致标准不一和监管真空。金融基础设施和金融业综合统计不健全导致跨行业风险识别预警能力不足，各类产融结合集团和金融控股公司、互联网金融平台、交叉性金融产品、地方金融交易所迅速发展，一些所谓的“金融创新”产品游走在灰色地带，实际上没管住。监管套利活动滋生。二是金融机构市场化退出机制缺失，金融产品刚性兑付盛行，金融市场无法出清导致部分定价机制失灵。价格扭曲增加了市场上的套戥机会。三是实体经济结构性问题比较突出，导致资金缺乏好的投向。实体经济盈利能力下降，部分工业企业财务状况差导致投资资金不敢进、不想进。服务业管制仍然较多，部分行业准入门槛较高，制约了服务业吸纳资金的能力。

记者：金融机构和实体经济之间出现的上述现象，社会上往往用“脱实向虚”来表述。能否谈一下您对虚拟经济的看法？

阮健弘：实体经济不仅包括物质生产，也包括服务生产，第一产业、第二产业、第三产业都是实体经济。医疗、卫生、教育、交通运输、批发零售业是实体经济，多数金融业也属于实体经济。比如说银行给企业发放贷款、支持“三农”、房地产贷款、IPO、企业发行债券融资、支持国内企业“走出去”、助力国际产能合作等都属于实体经济。

一般认为，证券等类二级金融市场交易和衍生品属于虚拟经济。

但二级市场交易对实体经济也有积极作用。例如，证券二级市场交易的价格发现功能，可以用来判断企业经营的好坏，促进资本从效益低的领域流向效益高的领域，提高实体经济的运作效率。比如，用于实体企业风险管理的那部分远期、期货、期权等金融衍生工具，帮助出口商规避汇率风险的远期结售汇、外汇期货，

不宜划入虚拟经济。再如，金融机构间的同业交易行为，相当部分是为了金融机构加强流动性管理、调剂资金余缺、满足支付清算的需要。这些工具只要正确使用，不应简单地认定为虚拟经济。也就是说，一部分金融体系内循环的资金是省不下来的，有其客观必然性。

金融业也有些产品基本上在金融业内循环，对实体经济作用较小，甚至成为单纯赚钱的工具，这些属于虚拟经济。可以将金融业的虚拟经济基本界定为金融业二级市场及衍生品交易，扣除其中具有定价和风险管理功能后的部分。对此，要严密监测。

记者：我们注意到，近年来金融企业对各类投资者的吸引力明显上升，实业企业办金融现象也不断增加，请问吸引实业企业进入金融业的主要原因是什么？

阮健弘：近年实业企业办金融现象增多，一些产业资本申领金融牌照的积极性较高。

从上市公司投资金融业的情况看，截至 2015 年末，实业上市公司共持有 43 家银行、9 家证券公司、6 家信托公司、2 家期货公司、5 家基金公司、16 家财务公司、8 家保险公司的股份。此外，有些地方热衷于建设各种名目的金融中心，大量批设小额贷款公司、担保公司、产权交易中心等准金融机构，在一些地方准金融机构“遍地开花”。

实业企业大量进入金融业，与我国经济结构性问题比较突出、潜在增速和投资回报率明显下降、资金缺乏好的投向有关。一是实体经济盈利能力下降。部分工业行业供给体系不能适应需求变化，只能满足中低端、低质量、低价格的需求，供需结构性矛盾突出，加之要素成本不断攀升，企业经济效益不理想。上市公司中，2015 年，机械设备和化工行业股本回报率（ROE）分别为 2.71%和 4.85%，比 2011 年大幅下跌 12.6 个和 9.05 个百分点。企业财务状况差导致投资资金不敢进、不想进。二是服务业管制较多的问题仍然突出。虽然政策上一些领域相继开放，但部分行业准入门槛较高，各种“玻璃门”、“弹簧门”、“旋转门”仍不同程度地形成了无形的市场准入关卡，制约了服务业吸纳资金的能力。三是有些实体资金受到一夜暴富神话的刺激，进入房地产、股票、债券等市场投机套利。

对待实业企业办金融，要加强引导和监管。涉足金融的实业企业，应当端正思想，立足本业。要充分认识到，金融业与实业在风险特征、管理模式、企业文

化等方面存在明显差异。实业企业办金融，要严格执行牌照准入制度，严格执行监管要求，依法依规、审慎经营。

记者：根据国家统计局公布的数据计算，2016 年，我国金融业增加值占 GDP 的比重为 8.3%。据了解，这一占比已经超过了美国等发达国家的水平，应如何看待这一现象？

阮健弘：2006 年以前，我国金融业增加值占 GDP 的比重较低，由于亚洲金融危机后不良率较高、银行业贡献被低估等原因，2001 年至 2005 年平均为 4.4%，明显低于同期美国（7.5%）的水平。自 2006 年以来，我国金融业增加值占 GDP 的比重上升，2011 年为 6.3%，2015 年为 8.4%，2016 年为 8.3%。从国际比较看，已经超过了美国等发达国家水平，出现了偏高态势。

但我国金融业占比上升也有其客观因素，对其持续性要有客观认识。

一是剥离不良资产的影响。1990 年至 2005 年期间，我国金融业增加值占 GDP 的比重从 1990 年的 6.1%持续下降，2005 年降至 4.0%，原因主要是银行业经营状况恶化，特别是不良贷款率上升。新一轮金融改革启动后，不良资产成功剥离，银行业得以轻装上阵，带动金融业增加值快速增长。

二是金融资产扩张的影响。前面也说到金融总量扩张快于 GDP 的名义增长。近年来，金融业增加值占 GDP 的比重上升，主要受金融业资产规模快速扩张的影响，而金融业利润率是持续下降的。

三是金融业补充资本的需要。我国金融业特别是银行业规模大，国有大型银行在市场上占据重要地位。为满足监管和业务发展的需要，银行业需要不断补充资本金。由于银行业体量庞大，依靠资本市场融资补充资本金有限，不得不依靠利润补充资本。利润是金融业增加值的重要组成部分，占银行业增加值的 60%左右。利润增速高，金融业增加值增长快，金融业增加值占 GDP 的比重上升也快。同时，随着金融机构的壮大和金融从业人员的增多，劳动者报酬增长较快，这也推高了金融业增加值占 GDP 的比重。

初步判断，未来金融业增加值占 GDP 的比重可能趋于下降。事实上，2016 年，金融业增加值占 GDP 的比重较 2015 年已经出现下降。

记者：前面谈了一些宏观上“脱实向虚”的问题，您认为市场参与者“脱实向虚”的微观条件是什么？

阮健弘：部分价格管制、价格扭曲、竞争不充分、市场不成熟，是部分金融机构行为扭曲、脱实向虚的微观条件。

当前，我国货币池子里的水已经不少，但在一些领域，金融资源错配比较严重。部分金融市场中套戗机会过多、过大，诱惑市场参与者“脱实向虚”。

一是部分金融服务价格受到管制。由于价格管制，正规金融机构提供相关服务的动力不足，影响了对客户尤其是小微企业客户的金融服务，加剧了小微企业融资难。

二是有些政府干预金融活动导致价格扭曲。比如，在地方政府债务置换过程中，有的地方政府通过行政手段、财政存款分配等方式，干预金融机构对地方政府债券的定价，曾经出现过地方政府债券发行利率低于国债的现象。

三是存在一些互联网金融无序竞争的情况。比如，有些互联网金融平台上的理财产品，吸引了大量活期存款，提供比活期存款更高的收益率，却没有向投资者充分揭示风险，投资者在风险和收益的权衡上出现偏差。

四是金融机构准入门槛较高，基层地区的金融机构数量不够多，导致基层金融服务竞争不充分，一定程度上扭曲了金融机构行为，影响了金融服务实体经济的能力，加剧了小微企业贷款难。

五是部分非银行业金融机构治理结构不健全，激励机制存在扭曲。部分银行业金融机构仍承担大量政策性业务，预算软约束造成道德风险，进而导致日常经营和资源配置低效。

六是一些国有企业仍然存在较为明显的预算软约束问题。谁有关系、谁有信息，谁就能拿到低成本资金。对其他实体企业的投资活动形成比较明显的挤出效应，降低了经济资源配置效率。

记者：一些资金没有进入实体领域，是不是表明货币传导机制出现了一些问题，原因是什么？

阮健弘：自 2011 年以来，人民银行实施稳健的货币政策，总体看取得了显著效果，但是也存在一些因素导致货币政策传导不畅，影响货币政策调控效果。一是在实体经济领域，一些市场主体财务“软约束”问题仍然存在，对利率的敏感性不够，价格工具的传导效果有限。二是部分金融机构管理较为粗放，经营行为调整较为滞后，影响了货币政策传导。三是有些情况下，金融生态环境不乐观，

存在地方政府干预商业银行经营的现象，制约信贷总量调控和结构调整；另外，地方政府扩大基础设施投资规模与财政可持续性之间也存在不协调。以上因素在遇到经济下行压力较大、金融市场出现较大波动的情况时，导致部分时段的货币政策在实施上可能是稳健略偏宽松的。

中央经济工作会议提出 2017 年要继续实施稳健的货币政策，强调要保持稳健中性。这是在深入分析当前内外部形势和主要矛盾基础上作出的重要部署，为把握好货币政策调控的力度指明了方向。下一步，人民银行将实施好稳健中性的货币政策，进一步完善货币政策调控模式，强化价格型调节和传导，深化金融机构改革，进一步推进利率市场化和人民币汇率形成机制改革，完善金融市场体系，畅通政策传导渠道和机制，抑制资产泡沫，防止“脱实向虚”，提高金融运行效率和服务实体经济的能力。

记者：为了解决金融“脱实向虚”的问题，金融管理部门采取了哪些应对措施？

阮健弘：近年来，金融系统认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，坚持稳中求进工作总基调，立足金融服务实体经济本质要求，多措并举，狠抓落实，取得了一定成效。

一是总结国际金融危机的原因，强调发展实体经济。认识到美国次贷危机的原因是金融“脱实向虚”、金融与实体经济失衡。较早提出社会融资规模概念，并在各金融部门的共同努力下，于 2011 年正式统计和公布社会融资规模统计数据，更全面地监测金融对实体经济的支持力度。

二是着力降低社会融资成本。充分发挥利率工具引导作用，大力发展多层次资本市场体系，清理整顿银行业不合理服务收费，清理不必要的融资通道，开展地方政府债务置换，推动完善政府性融资担保体系，推动企业融资成本下行。2016 年 12 月份，企业贷款加权平均利率为 5.12%，比近 3 年高点下降了 169 个基点；2016 年 12 月份，10 年期 AAA 企业债发行利率为 3.69%，比近 3 年高点回落了 209 个基点。

三是加强金融市场建设，提高金融机构定价能力。促进同业拆借市场、回购市场、短期融资券市场、商业汇票市场协调发展，拓宽货币市场广度和深度。依托银行间场外市场推动债券市场发展，减少行政管制，强化市场化约束机制，创

新债券品种，加强债券市场基础设施建设，提高市场流动性。深化新股发行体制市场化改革，健全和完善退市机制。健全市场利率定价自律机制，提高金融机构自主定价能力。做好贷款基础利率报价工作，为信贷产品定价提供参考。

四是支持“补短板”。加强信贷政策指引，引导资金更多流向“三农”、小微企业、精准扶贫、民生改善等国民经济重点领域和薄弱环节。鼓励金融机构加大对先进制造业、新经济等领域的资金支持。主动对接“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等重大发展战略。扩大人民币跨境使用，引导金融机构积极支持列入“三大战略”的重点规划建设项目。

五是加强监管，引导金融机构回归主业。持续规范同业业务发展，要求商业银行将表外业务纳入全面风险管理体系。严厉打击资本市场投机炒作和非法场外配资活动，规范上市公司融资和重组行为，抑制期货市场过度投机。开展互联网金融专项整治。充分发挥金融监管协调部际联席会议作用，形成监管合力。

记者：下一步，金融管理部门还将采取哪些政策措施推进供给侧结构性改革、引导金融机构回归服务实体经济的本源？

阮健弘：总的来说，要坚决贯彻落实党中央、国务院战略部署，按照中央经济工作会议要求，从五个方面开展工作。

第一，管住货币总量，保持货币政策稳健中性，为实体经济发展创造良好的货币金融环境。

要适应货币供应方式新变化，综合运用多种货币政策工具，调节好流动性闸门，保持流动性基本稳定。完善宏观审慎政策框架，引导金融机构审慎经营。

第二，围绕经济工作主线，加大对“三去一降一补”的支持力度，为供给侧结构性改革提供良好的金融服务。

推进供给侧结构性改革既是经济工作的主线，也是金融工作的主线。要引导商业银行落实产能过剩行业差异化信贷政策，支持优质企业、稳住困难企业，坚决使“僵尸企业”有序退出市场。坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，因城因地施策，引导商业银行贯彻落实好差别化住房信贷政策，严格审贷管理，加强对首付资金来源和收入证明真实性等的审核，抑制热点城市房价过快上涨和支持三四线城市房地产有效去库存。通过市场化法治化债转股、加大股权融

资力度等途径，在控制总杠杆率的前提下，把降低企业杠杆率作为重中之重。巩固前期清理规范收费的成果。压缩金融机构“通道业务”，缩短融资链条。

第三，规范金融市场交易行为，引导金融企业回归本源，为服务实体经济创造良好的金融秩序。

当前我国经济基本面是好的，韧性好、潜力足、回旋余地大。尽管经济增速有所放缓，但在国际上仍然是增长最快的经济体之一，经常账户保持顺差，财政赤字率处于安全水平。只要措施得当、社会预期引导得力，就可以跑在风险前面，赢得处置金融风险的主动权。要在守住不发生系统性金融风险底线的前提下，稳妥处置一批风险点。深化金融机构改革，推动金融机构回归服务实体经济的本源，改变不顾风险追求规模和短期利润的倾向。

第四，深化金融体系改革，破解金融服务实体经济的体制机制规制性障碍。

一是理顺金融市场价格形成机制，防止金融产品价格扭曲，让市场在资源配置中真正起到决定性作用。

二是丰富金融机构体系，形成竞争性的金融服务体系。健全商业性金融、开发性金融、政策性金融、合作性金融分工合理、相互补充的金融机构体系。发展普惠金融和多业态中小微金融组织。

第五，强化宏观审慎管理和监管协调，消除金融自我循环投机套利的土壤。

强化金融宏观审慎管理，防范系统性金融风险。完善逆周期、跨市场系统性金融风险的早期识别预警、事中监测控制和事后救助处置等机制。统筹监管系统重要性金融机构和金融控股公司，统筹监管重要金融基础设施，统筹负责金融业综合统计。

进一步加强监管协调，减少监管套利。遵循机构监管和功能监管相结合的原则，落实穿透式监管。建立激励相容、有力有效的金融消费者保护制度，维护金融市场竞争秩序。按照资管产品的类型而非按照金融机构的类型，分类统一资管产品的标准规制。统一资管业务数据统计标准。加快构建金融业资管业务统计体系，支持总量、关联性、杠杆水平、资金真实投向等方面的监测分析。

**◆【银监会出台网贷机构资金存管指引 P2P 行业合规化再下一城】**

（金融时报）根据《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》与《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》）的总体要求和基本原则，经过一年多时间的酝酿，银监会于近日发布《网络借贷资金存管业务指引》（以下简称《指引》）。

作为《办法》的重要配套措施，《指引》可影响网贷机构后续的资金存管和管理，所以市场对于《指引》的细则非常关注，其出台也引发了市场热议。

资金存管终落地

“从正在进行的专项整治排查中我们发现，客户资金安全问题是一个很大的风险点。不少网贷机构把自有资金和客户资金混杂在一起，存在较大的挪用风险。”据银监会相关负责人透露。

据介绍，《指引》明确了资金存管业务的三大基本原则：一是分账管理，商业银行为网贷机构提供资金存管服务，对网贷机构自有资金、存管资金分开保管、分账核算；二是依令行事，存管资金的支付清算以及资金进出等环节，需经出借人、借款人的指令或授权；三是账务核对，银行和网贷机构每日进行账务核对，保证账实相符，同时规定每笔资金流转有明细记录，妥善保管相应数据信息，确保有据可查。

《指引》的出台理顺了网贷资金存管的标准和步骤，将加速网贷机构合规整改的进程。积木盒子 CEO 谢群告诉记者，进行资金存管将极大地提高平台做资金池的成本，有效降低平台卷钱“跑路”的概率。

存管比例将逐步提高

囿于政策协调并未完全完成，银行顾虑较多，目前实现资金存管的网贷机构比例并不高。根据第三方机构不完全统计，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，完成系统对接的机构有 90 多家，仅占网贷机构总数的 4%。

分析人士认为，《指引》的出台或将打破这种僵局。“目前，网贷行业鱼龙混杂，专项整治也还在进行之中。银行在选择网贷机构时缺乏标准，观望情绪浓重。”一位城商行相关负责人告诉记者，《指引》的出台相当于给银行提供了更好的评判标准与依据。

事实上，包括大型银行、股份制银行、城市商业银行等在内的商业银行均具备开展网贷资金存管业务的条件和资质，银监会方面也积极鼓励各商业银行根据各自差异化市场定位开展网贷资金存管业务，满足网贷资金存管市场的需

求。

中国人民大学重阳金融研究院客座研究员董希淼特别强调，《指引》明确了银行在资金存管业务中的责任，强调银行不对借贷行为进行保证、担保，不承担借贷违约责任等，从源头上打消了银行的种种顾虑。“存管机构不是担保机构，也不是增信机构。”他说道。

对此，谢群也认为，《指引》规定在网络借贷资金存管业务中，除必要的披露和监管要求外，委托人不得利用存管银行做公开营销宣传，这将有效减少当前部分网贷机构利用存管银行进行过度宣传和夸大安全性的现象，降低银行可能面临的舆论风险，促进投资者对风险进行独立识别，推进投资者教育。

市场分析人士认为，随着《指引》的落地，下一步将会有更多商业银行开展网贷资金存管业务，网贷资金存管的比例将会提高。

行业将加速洗牌

值得关注的是，从监管层面来说，《指引》主要是提出原则性规定，在政策上进行引导，打消银行疑虑。银行与网贷机构的行为属于市场化行为，需要市场主体根据自身定位来选择，并不是所有的银行都适合开展这一业务。

另外，《指引》明确了银行资金存管与备案、工商登记、申请增值电信业务经营许可的先后顺序。广州互联网金融协会会长方颂表示，《指引》明确指出地方金融监管部门备案登记和获得相应电信业务经营许可的网贷机构开展银行存管的前置条件，明确了平台在整改合规化工作推进中“到底谁先谁后”的法律依据，这样能帮助银行更好地辨别网贷机构合规性和安全性，提高资金存管比例。

上述银监会负责人解释称，在这一点上，总体将按照“整治一家、合格一家、备案一家”的原则，存量机构可以先行签订存管意向协议，继而备案，然后根据《指引》确定资金存管。

针对此前市场热议的账户管理问题，银监会相关负责人向记者表示，平台接入存管银行后，将设立网络借贷企业专用账户，属于企业账户。在这一账户之下，会给每位投资人建立子账户，并且不存在诸如二类账户的额度、频次限制。他强调，这一设置经过了充分考量，一方面，符合网贷交易的特点，保证了客户体验；另一方面，也满足了分账管理的需求，实施独立核算，保障资金的安全。

实现资金存管之后，网贷平台将进入加速洗牌阶段。爱钱进 CEO 杨帆认为，

市场对运营模式、风控模式、产品模式这些真正核心内容的筛选，决定了在这一轮竞争中谁将会被留下、谁又会被淘汰。行业马太效应凸显，大量资金和投资人将向实力雄厚、资质优异的大型知名平台聚集，而中小型平台生存或愈发艰难。对于投资者来说，未来除要关注平台是否真正地进行银行资金存管外，还需更多地衡量其经营风险，例如，从逾期率、盈利等数据侧面判断该平台的风险是否可控。

。

## ◆ 【场外交易市场】

## ◆【新三板改革一系列政策将落地 市场分层不会为分而分】

（中国证券网）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。

据上海证券报 2 月 23 日报道，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用的、更高效的资本市场服务。

另外，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。

## ◆【精选层推新三板流动性难在哪】

（北京商报）全国股转公司研究推出新三板精选层的消息，一时让“沉默”多时的新三板市场再次成为投资者讨论的话题。业内人士分析认为，对于精选层的研究主要是基于改善新三板流动性的考量，通过新三板各层次差异化发展，为未来实现新三板转板奠定基础。

酝酿精选层设想

全国股转公司研究推出新三板精选层的消息一时间引发市场热议，更有消息称，股转公司已经将相关方案提交至证监会。对此，北京商报记者向全国股转公

司相关人员证实此事，对方以“八字没有一撇”进行了回复。同时，对于股转公司已经将方案提交到证监会一事，对方表示自己不负责此事无法给予确认答复。不过，新鼎资本董事长张弛表示此事在今年 1 月左右就已有风声。而中国新三板投资联盟负责人许小恒告诉北京商报记者，目前监管层的确召开过座谈会，听取一些机构再分层的意见。同时，许小恒认为，再分层是新三板未来发展的趋势。由此可以确定，精选层一说实质上也并非空穴来风。

对于全国股转公司研究推出在创新层之上分出新的一层一事，张弛表示，全国股转公司新董事长上任之后会对新三板相关制度方面进行推进，这也可以看做是“新官上任三把火”。实际上，在 2016 年 5 月、6 月，新三板刚刚进行了分层，将新三板分为基础层与创新层两个部分。至于为什么要在创新层之上再进行分层，张弛坦言，只推出创新层的风险还是比较高，也就是说新三板创新层的企业相比于 A 股的企业还是差一个档次，于是就干脆推出一个精选层。“同时推新的交易规则，就是竞价交易。”张弛如是说。

关于未来精选层的企业，许小恒称，凡是能进入精选层的企业的资金体量与流动性可能完全可以与 A 股媲美，新三板期待的精选层对应标的应该是纳斯达克全球精选市场。在遴选标准上，除了需要满足更加严格的治理要求、信息披露制度要求外，还对公司股票的流动性等提出了更高的要求。

将改善市场流动性

而对于流动性尚且欠缺的新三板市场而言，研究推出新三板精选层一说无疑对于新三板企业来说是一个利好消息。张弛表示，推出精选层将有助于改善新三板的流动性。许小恒在接受北京商报记者采访时表示，如果能推出精选层，对新三板来说，有利于大大提升新三板的活跃度，增加新三板的流动性，激活新三板的融资功能。

事实上，企业的流动性不足一直是新三板市场的一个顽疾。全国股转公司也在相继推出相关制度促进新三板的流动性。包括去年十家私募做市试点的推出就是基于增加新三板流动性的考量。在张弛看来，这样(推出精选层)也就解决了新三板的流动性问题。新三板精选层的流动性只要解决了，可以说新三板的整体流动性就解决了。

至于为什么精选层流动性可以改善新三板整个市场的流动性，张弛解释道，新三板流动性的改善一定是首先一小部分企业的流动性改善。只要一部分企业流动性改善了，其他小企业的流动性改善就有预期了。“这样基础层就有机会进创新层，创新层就有机会进入精选层，流动性就可能会大幅改善。”张弛补充道。主要是精选层的流动性可能会比较好，跟 A 股相似，那么更多资金就会流去精选层的企业，提前进行布局。然后再向下传导，创新层的流动性也会改善。同理，基础层的流动性也会改善。“资金就会一层层提前布局，整个市场都会有所改善，只不过可能改善的程度不一样，精选层最好，创新层次之，基础层相对稍微差点。但不会像现在整个新三板都没有流动性。”张弛如是说。

对此，有投资者告诉北京商报记者，此消息使其关于新三板市场的投资信心加大，计划重仓创新层里面未来有机会能再分层的企业。这也从侧面说明资金可能提前进入新三板市场进行布局的可能性，而这对于新三板的流动性无疑具有一定的影响。

有望实现转板对接

除改善新三板流动性以外，张弛告诉北京商报记者，精选层推出将有望实现新三板与 A 股市场的对接，推出转板制度。

转板一直都是新三板市场热议的话题，而转板制度的推出也一直备受市场的期待。在此前 2017 年一年一度的全国证券期货监管工作会议中，证监会主席刘士余就表示过，让新三板中的企业能转板的转板，不能转板的就在新三板市场绽放。不过，有业内人士表示，转板制度的实施需要市场的逐渐成熟并与之配套。而张弛在接受北京商报记者采访时也表示，研究新三板精选层是一个改革的过程。这样在精选层中推出竞价交易，估值就会提高，流动性也会逐渐改善。同时 A 股的 IPO 审核速度也在不断加快，因此未来的发展趋势是希望 A 股的估值整体下调，新三板精选层估值上调，两个市场最终对接，对接之后才可能推出转板制度。不过，张弛也坦言，目前来说推出新三板转板是不成熟的，所以就提高新三板优秀企业的估值、改善流动性。

实际上，目前存在较多的企业退出新三板市场谋求登陆 A 股，这也是新三板市场与 A 股相互博弈的一个现象。对于这种现象，张弛解释道：“因为 A 股的流

动性要比新三板强。同时相较于新三板 A 股估值高，大约相当于新三板的 2-3 倍以上，而之所以新三板推精选层就是想让一批优质的企业留在新三板。”

同时，张弛表示，相对 A 股而言新三板有较为灵活的融资制度、并购制度。新三板的融资只需要备案不需要审核，A 股的融资则需要半年到一年的周期才有可能融到。而从并购上来说，新三板同样也是不需要审核的。

短期推出有难度

不过，关于精选层一事似乎并不容易推出。许小恒就表示预计短期内不会很快实现，“因为当前大宗交易、投资门槛、创新层配套的差异化制度安排都没有正式出台，现在再分层时机不合适”。

在许小恒看来，监管层尚且只是听取各方意见阶段，再分层从研究、出台文件甚至到距离落地实施道阻且长。因为现在创新层制度供给迟迟都没出台，差异化制度安排，时至今日仍无任何动静，同时面临着大面积的调层，创新层企业数量都有缩减的可能。

此外，许小恒告诉北京商报记者，像精选层这个层级上存在的公司，自然也是百里挑一。“现在新三板挂牌数量超过 1 万家，全部盘活可能性不大，也没有必要。即便是创新层，也有近 1000 家企业，而创业板七年多时间才有 600 多家企业。市场永远是二八定律”。对此，许小恒称推出精选层可能才是监管层想要发展的重点。在这个板块能真正充分发挥定价、交易、融资等功能，财富效应更能彰显出来，多层次资本市场体系才能得到更好地完善，新三板也可以真正和深交所、上交所三足鼎立。

对 A 股来说，如果精选层的标准和 A 股上市标准不相上下，甚至还高，而交易制度和投资者门槛问题也随之解决，精选层的估值体系应该重构，也将逐渐与 A 股趋同，使市场的增量资金更大。“如此，与 A 股这样的强劲对手竞争更能彰显出新三板强大的市场竞争力和活力。 ”许小恒说。

## ◆【反馈意见不涉“三类股东” 新三板公司 IPO 柳暗花明？】

（上海证券报）近期，诸如海容冷链等拟 IPO 的新三板企业在长久排队之后首次获得证监会反馈，此举引发市场强烈关注，而关注的焦点正是此类拟 IPO 企业存在“三类股东”情况。据上证报记者从券商方面了解到，IPO 预披露反馈意见

并未专门质问这些公司“三类股东”问题。“这说明监管层并未将此类问题视为IPO不可逾越之障碍。”有投行人士如此解读。

根据2月17日证监会官网更新IPO企业审核状态，已有存在“三类股东”的新三板拟 IPO 企业获得了审核反馈，如海容冷链、博拉网络、海纳生物等。以海容冷链为例，查阅公司 2016 年半年报，其前十股东就含有中国寿安保基金-银河证券-国寿安保-国保新三板2号资产管理计划（持股比例为2.31%）。

有业内人士乐观估计，此类存在“三类股东”问题的企业获得反馈就说明在这一问题上已经有所进展，毕竟此前成功 IPO 的江苏中旗、拓斯达等均不存在这一情况，有反馈就说明迈出了第一步。此外，持乐观心态的市场人士也普遍认为，首次反馈意见基本已经包含了监管层最关注的问题，后续的反馈只是对前次回复的补充，很少会出现新的发问点。而正是基于这一点，如果首次反馈没有对“三类股东”单独提问，意味着该问题并未如想象般那么严重。

“三类股东”具体所指资产管理计划、契约型基金和信托计划。该类股东问题产生的背景是基于法理机制，即这三类金融产品并没有法人主体地位，不能进行工商登记（需以管理人名义进行登记）。在审核体系中，也会被视为代持行为，原因即是股权登记名称与实际持有人存在代持性质。显然这三类金融产品的背后有众多股东，很难穿透理清，容易出现股份代持、利益输送等问题，这恰恰是IPO审核的重点关注领域。

有投行人士认为：“在当前新三板模式下，因为所有的产品都是以自己的名义进行开户，也是证监会所认可的合格投资者，理论上不会存在代持行为。此外，新三板正常交易，特别是做市交易环境下，并不能控制所谓‘三类股东’的进入。”

值得一提的是，此次含有“三类股东”的新三板拟 IPO 企业突破性获得反馈的时间，与证监会主席刘士余2月10日发表讲话的时间点相隔不久。刘士余当日谈到新三板问题时，使用“苗圃”、“土壤”、“绽放”等词语描绘新三板定位。不过也有券商人士指出，获得反馈只是 IPO 申请被受理之后的第一个环节，并不能说明所有问题，至少在政策面上还是悬而未决。据记者获悉，某家收到反馈的新三板企业已与中介机构就是否要打开穿透，穿透至哪一层进行讨论。

## ◆【险企违法受重罚折射监管决心 负债结构将可能出现调整】

（第一财经）中国保监会日前发布消息称，在对前海人寿进行检查时发现其存在编制提供虚假材料等违法事实，决定给予时任董事长姚振华撤销任职资格并禁止进入保险业 10 年的处罚。据新华社报道，在不少业界人士看来，保监会的相关处罚符合市场预期，有利于保险市场未来的可持续发展、健康运营。

近年来，随着保险市场快速发展，激进投资、集中举牌、一致行动人并购等跨行业跨领域的新问题新情况开始显现。

“去年以来的宝万之争，社会影响很大，所以市场很关注监管部门的这次处罚。”对外经贸大学保险学院教授王国军表示，保险机构编制提供虚假材料等问题的性质还是比较严重的，保监会的相关处罚符合市场预期，“错”与“罚”相匹配。

保监会对前海人寿的处罚决定书显示，前海人寿在就 2015 年 11 月增资活动提交的相关报告中，作出股东增资资金性质为自有资金等陈述。经查，相关增资资金情况与报告陈述不符，姚振华对上述违法行为负有直接责任。

一位业界人士表示，保监会对前海人寿的处罚，体现了严字当头的监管导向。

“今年保险监管将‘严’字打头。”保监会负责人近期表示，要全方位严格监管、严防风险、严厉打击违规行为、严肃追究责任，确保把风险消灭在萌芽状态

“这一处罚将对保险市场主体起到震慑作用。”王国军认为，“同时，随着监管部门激励机制、约束机制的建立，一系列制度的出台，对市场未来的可持续发展、健康运营都有好处。”

在一些专家看来，既要看到个别“坏孩子”犯错受处罚，同时也要看到保险市场整体发展积极向好，保险业支持实体经济发展的作用不断落实。

“保险业服务实体经济，很重要的一点就是保险资金运用，特别是股票投资。”国务院发展研究中心金融研究所研究员朱俊生认为，保险资金期限较长，适合成为资本市场的机构投资者，其股票市场的正常投资不会受到影响。

不少市场人士判断，在监管部门引导下，保险机构的负债结构将可能出现调整。“部分保险机构保费结构中万能险占比很高，在低利率环境持续以及‘优质资产荒’加剧背景下，要更多调整负债端，多做保障性产品，体现保险业的保障功能。”朱俊生说。

保监会表示，下一步将依法依规、积极稳妥推进前海人寿股权、公司治理等问题的后续处置工作，督促公司规范运营管理，优化治理结构，尽快重回稳健运行轨道。

同时，保监会将密切跟踪监测公司运营情况，督促公司采取有效措施维持正常经营秩序，确保公司稳定运营，保障保险消费者合法权益，切实维护保险业平稳健康运行。