

目录

本期导读	2
站上新起点！新三板改革迎来重大举措	2
8 月份制造业 PMI 保持扩张 经济延续恢复态势但基础仍需加固	2
规制“两融套现”风险 监管发文严防融资“信贷”化	2
规监管放大招，暂停不符合要求雪球类产品备案	2
宏观新闻	3
站上新起点！新三板改革迎来重大举措	3
8 月份制造业 PMI 保持扩张 经济延续恢复态势但基础仍需加固	7
监管动态	9
规制“两融套现”风险 监管发文严防融资“信贷”化	9
监管重拳出击自保件等销售乱象 保险销售人员将“一处失信，处处受限”	11
行业新闻	14
监管放大招，暂停不符合要求雪球类产品备案	14

本期导读

站上新起点！新三板改革迎来重大举措

新华社北京 9 月 3 日电 习近平主席 2 日在 2021 年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会致辞中宣布，继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地。

8 月份制造业 PMI 保持扩张 经济延续恢复态势但基础仍需加固

由于淡季叠加国内疫情汛情等扰动因素，8 月份制造业和非制造业 PMI 均出现回落，不过制造业 PMI 仍连续 18 个月运行在扩张区间，表明经济继续保持恢复态势。

规制“两融套现”风险 监管发文严防融资“信贷”化

8 月 31 日，监管部门向券商下发了《规制“两融套现”风险促进业务回归本源》文件，指出近期部分投资者利用融资融券交易套现，实施绕标、融资等行为，刻意规避监管要求，扰乱交易机制，违背业务本源。证券公司作为融资融券业务的组织者，要切实承担主动管理职责，强化风险监测监控，引导投资者理性合规交易，切实维护市场秩序。

规监管放大招，暂停不符合要求雪球类产品备案

在 8 月初就雪球产品存在的风险发文提示券商后，9 月 2 日，监管再放大招。据记者了解，监管部门近日对券商资管、基金子公司作出窗口指导，指出 9 月后基金业协会将暂停不

符合要求的雪球类产品备案。有业内人士告诉记者，这将直接导致短期内雪球类产品的发行放缓甚至暂停。

宏观新闻

站上新起点！新三板改革迎来重大举措

新华社北京 9 月 3 日电 习近平主席 2 日在 2021 年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会致辞中宣布，继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地。

这不仅为深化新三板改革指明了方向，标志着聚焦服务中小企业创新发展的新三板站上改革的新起点，更是对资本市场更好服务构建新发展格局、推动高质量发展的新的重大战略部署。

弥补短板 回应经济高质量发展需求

当下，新发展阶段、新发展理念、新发展格局已经成为中国发展的关键词。要实现高水平的自立自强，创新是引领发展的第一动力。作为资源配置的重要平台，资本市场需要更加包容创新。

探索一直在路上。从科创板创业板试点注册制、提高上市公司质量、退市制度改革、相关板块改革到新三板设立精选层……近年来一系列制度改革正在有力提升着资本市场对创新的适应性、包容性。

不能忽视的是，作为中国经济的重要组成部分，中小企业充满活力、敢于创新，是我国经济韧性最重要的保障。然而，金融体系对中小企业的支持还远远不够，融资难融资贵成为制约其发展的“老大难”。

如何通过更有效的制度安排引导科技与资本融合、支持中小企业科技创新成为中国资本市场必须推动解决的课题，也是深化金融供给侧结构性改革亟需解决的重点问题。

“深化新三板改革，设立北京证券交易所”，就是要突破体制机制上的瓶颈，加快建设一个为创新型中小企业量身打造的证券交易所，深入探索资本市场支持中小企业科技创新的普惠金融之路。

随着新三板改革站上新的历史起点，在改革中强筋壮骨的资本市场也将更好地承担起服务实体经济、促进投融资良性循环的使命。

服务升级 打造效率更高的专业化平台

理解北京证券交易所的设立，必须放在新三板改革的大逻辑下看待，必须放在多层次资本市场建设的历史方位中看待。

自 2013 年诞生之初，新三板就被定位为资本市场服务中小企业和民营经济的重要平台。从无到有，逐渐探索，新三板形成了很多契合中小企业特点的制度设计，累计服务 1.3 万家企业。但在快速发展的过程中，新三板曾遭遇流动性不足、部分挂牌企业“先天不足”等成长的“烦恼”。

面对新情况新问题，新三板改革跑出“加速度”。去年 7 月，以设立精选层、引入公开发行、建立转板制度为核心的改革措施落地，全面激发了新三板的市场活力。

仅仅过去一年多，新三板改革再次迎来政策“大礼包”。不难发现，资本市场对中小企业的服务是一个持续深化的过程，既是对前期经验的总结和吸收，也是根据新形势的大胆创新。

这次“设立北京证券交易所”正是新三板改革的深化延续。

“以现有的新三板精选层为基础组建北京证券交易所”，证监会的这一思路明确了北京证券交易所将是新三板的组成部分，将和创新层、基础层共同构成新三板的市场层次。

同时，改革必将为新三板市场发展带来新的提升。

一方面是法律地位的提升。“从交易场所的一个市场层次变成交易所，提升了法律地位，体现了资本市场对中小企业服务的升级。”证监会相关部门负责人表示。

另一方面是服务中小企业能力的提升。可以预期，以精选层为基础组建北京证券交易所，将产生一个服务中小企业更加高效、更加专业化的平台。这将有利于打造“创投基金和股权投资基金—区域股权市场—新三板—交易所市场”的全链条支持体系，为中小企业科技创新畅通直接融资路径。同时，这也有利于破除部分机构投资新三板精选层的政策障碍，改善市场流动性。

稳妥推进 资本市场总体格局没有改变

北京证券交易所具体如何建设？精选层现有的各项制度将会怎样？现有的市场格局会迎来哪些变化？

证监会给出了明确答案：严格遵循证券法，按照分步实施、循序渐进的原则，总体平移新三板精选层各项基础制度，坚持北京证券交易所上市公司由创新层公司产生，维持新三板基础层、创新层与北京证券交易所“层层递进”的市场结构，同步试点证券发行注册制。

这意味着，改革将稳妥推进，没有改变目前多层次资本市场的总体格局：

——升级为北京证券交易所后，精选层发行、交易、转板、退出等核心制度机制没有改变。

——原精选层挂牌公司转为北京证券交易所上市公司，仍然可以选择转板到沪深交易所。

——北京证券交易所新上市公司仍由新三板创新层企业产生。

作为新三板的重要组成部分，北京证券交易所与创新层、基础层都将牢牢坚守服务创新型中小企业的定位。在市场定位、制度设计、企业来源等方面，北京证券交易所与沪深交易所错位发展。同时，转板机制的畅通，让企业能够更加灵活、从容地选择资本市场服务。

业内人士认为，北京证券交易所未来的市场运行、投资者结构、主要基础制度安排等都有着显著的中小企业特色，与沪深交易所差异明显，不会对沪深交易所造成大的影响。

立足长远 激发活力的改革永不止步

“中小企业能办大事”。中小企业好，中国经济才会好。在全球经济金融不确定性增强的背景下，中国经济高质量发展不能缺少充满活力的中小企业。

新一轮新三板改革的开启，就是坚持法治化、市场化方向，打造中小企业的专业化服务平台，释放和激发市场活力。

了解中国资本市场的人，都会对近年来一系列改革举措印象深刻。无论是以注册制为“牛鼻子”的制度变革，还是以新证券法为核心的法治建设，亦或是稳步推进制度型开放……资本市场的改革步伐从没有停歇。

资本市场改革从来就不是一帆风顺的。新的证券交易所组建需要磨合调试、中小企业成长的不确定性也可能影响市场表现……面对新情况、新问题，市场各方需要更多耐心。

对于北京证券交易所，市场各方也要理性包容，共同助力其成为资本市场服务创新型中小企业和民营经济的“前沿阵地”、“创新工场”。

人们期待着，越来越多的中小企业、“专精特新”企业得到多层次资本市场的助力，聚焦主业、强化创新、跨越发展，成长为各领域的“生力军”和“排头兵”，为中国经济的高质量发展带来更多活力。

8 月份制造业 PMI 保持扩张 经济延续恢复态势但基础仍需加固

由于淡季叠加国内疫情汛情等扰动因素，8 月份制造业和非制造业 PMI 均出现回落，不过制造业 PMI 仍连续 18 个月运行在扩张区间，表明经济继续保持恢复态势。

分析人士普遍认为，随着疫情影响逐渐消退，加之 9 月份开工旺季及“双节”消费旺季到来，制造业和服务业 PMI 或很快迎来回升。未来政策需加大扩内需工作力度，巩固经济复苏基础。

国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会昨日发布数据显示，8 月份，制造业 PMI 为 50.1%，比上月下降 0.3 个百分点，但仍连续 18 个月保持在扩张区间。

中国物流信息中心分析师文韬表示，8 月份是制造业需求的传统淡季，个别地区出现疫情又进一步影响了市场需求，前期快速回升的市场需求也推高了基数，造成制造业增速放缓。

疫情对服务业的冲击更为明显。8 月份，服务业 PMI 为 45.2%，明显低于上月 7.3 个百分点，年内首次降至临界点以下，这也拖累当月非制造业 PMI 回落至 47.5%。

短期扰动因素不改恢复大势。国务院发展研究中心宏观研究员张立群说：“8 月份制造业 PMI 指数下降，但仍保持在荣枯线以上，总体看经济继续呈现恢复态势。要切实加强扩大内需的工作力度，尽快加大政府投资的带动作用，巩固经济复苏基础。”

从制造业和非制造业 PMI 的预期指数来看，两者都位于较高景气区间，表明随着疫情得到有效控制及中秋、国庆假期临近，企业对近期市场恢复和未来发展较为乐观。

中信证券首席宏观分析师程强预计：“随着中秋、国庆假期临近，预计服务业 PMI 将迎来反弹。”

文韬认为，9 月份部分行业有望进入阶段性旺季，如黑色金属、汽车行业和家电行业等，对制造业市场需求有一定支撑，并带动相关生产采购活动回升。

从制造业 PMI 来看，8 月份，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 61.3%和 53.4%，低于上月 1.6 和 0.4 个百分点，且两个价格指数差值连续 3 个月缩小，从 5 月份的 12.2 个百分点降至 7.9 个百分点。

交行首席研究员唐建伟分析称，工业产业供需两端价格指数回落，一定程度上影响到 PMI 指数。虽然原材料购进价格指数回落，但仍然处于高位，工业企业经营成本压力较大。

数据还显示，8 月份，小型企业 PMI 为 48.2%，连续 4 个月低于临界点，表明小型企业景气水平持续偏低，生产经营压力较大。

在程强看来，短期内保供稳价以及为小微企业纾困解难或仍为近期政策重点。

国家发展改革委相关负责人此前指出，要综合采取多种措施，包括加大增产增供、适时储备投放、加强进出口调节、加大市场监管力度等，切实做好大宗商品保供稳价工作。

为中枢波动。

监管动态

规制“两融套现”风险 监管发文严防融资“信贷”化

近日，监管部门向券商下发了《规制“两融套现”风险促进业务回归本源》文件，指出近期部分投资者利用融资融券交易套现，实施绕标、融资等行为，刻意规避监管要求，扰乱交易机制，违背业务本源。证券公司作为融资融券业务的组织者，要切实承担主动管理职责，强化风险监测监控，引导投资者理性合规交易，切实维护市场秩序。

监管对券商提出了三方面要求：一是正视“两融套现”问题，强化展业合规意识。诱导或指导投资者利用特定交易手法实施“两融套现”，或为该行为专项提供融资授信、系统操作便利等，均属于违反“不得为客户进行不正当交易活动提供便利”原则性要求的行为。

二是切实落实主体责任，主动排查清理违规行为。各证券公司应当强化信用账户交易行为监测，提升异常交易识别能力，充分研究“两融套现”手法并针对性实施排查。一方面，通过完善授信限额、持仓结构、动态保证金和展期评估管理等，逐步规制存量风险、防范增量风险；另一方面，对“高股价操纵风险”可疑账户，应当采取有效措施核实客户身份和交易动机，涉嫌账户出借、违规融资的应当予以清理。

三是回归两融业务本源，严防融资“信贷”化。为防止场内股票质押风险向两融业务转移，防范上市公司大股东利用“两融套现”变相融资、变相减持，各证券公司应当综合考虑上市公司大股东的担保品变现难度和集中度，审慎确定授信、可冲抵保证金折算率等风控指标，采取必要的前端控制手段，限制变相质押融资行为，维护两融业务正常秩序。

统计数据显示，截至 8 月 27 日，沪深两市两融余额为 18670.56 亿元，两融余额规模已是近 6 年高点。自今年 4 月末触及阶段低点以来，两市融资余额从 5 月份开始保持稳步扩张趋势，成为这段时间市场的主要增量资金来源之一。

业内人士在接受采访时表示，两融余额快速攀升提振了交易活跃度，但也有必要严格监控，防范风险。规范“两融套现”可以对两类现象有所控制：一类是变相的股票质押，另一类是融资买标的范围外的股票。股票质押的风险是信贷风险，绕标的风险是信用买入过多、继而股价闪崩的风险。

某券商两融业务部门人士表示，“两融套现”等行为在业内确实存在，但并不是很普遍，主要是针对为扩大业务规模盲目增加余额的券商，个别券商存在把“两融套现”作为变相的股票质押业务的情况。

招商证券某营业部经理认为，该文件对于防止场内股票质押风险向两融业务转移有着重要意义。因为目前股票质押业务受到限制，所以有券商通过两融业务变相为大股东提供融资，两融增加的余额中不少是大股东的融资。

“若出现投资者利用‘两融套现’，规避监管要求，扰乱交易机制等现象，主要责任应该是在提供两融服务的券商。”武汉科技大学金融证券研究所所长董登新表示，一些券商为了扩大两融业务不择手段，放松了风控，监管整顿只要对症下药，效果是可以立竿见影的。

监管重拳出击自保件等销售乱象 保险销售人员将“一处失信，处处受限”

近期，长期隐藏在保险业内的自保件、互保件现象多次曝光，引起热议。针对这些保险销售领域乱象，昨日，北京银保监局连发通知，明确要求保险机构不得允许自保件和互保件参与任何形式的业绩考核和业务竞赛，并通过构建销售人员“灰名单”制度，进一步完善销售人员失信惩戒机制，营造“一处失信、处处受限”的从业氛围。

经营中确实有一定规模自保件等业务

自保件是指销售人员作为投保人、被保险人或受益人的保险合同。互保件是指由销售人员销售，投保人、被保险人或受益人为同一保险机构另一名销售人员的保险合同。

北京银保监局人身险处相关负责人答记者问时介绍，根据调研，在京经营人身险业务的保险机构在日常经营中确实有一定规模的销售人员自保件和互保件业务。以 2020 年为例，北

京地区头部人身险机构自保件保费占总保费的 10%—20%，件数占比普遍达到 15%—30%，个别机构销售人员购买自保件的比例甚至达 75%以上。

调研发现，自保件以佣金率较高的重疾险、意外险等为主，总体呈现件均保费低、人均件数高的特点。维持业绩考核一定程度上是销售人员购买自保件的主要原因，销售人员一旦离职，其购买的自保件保单留存率便较低。数据显示，在个别头部机构，当销售人员离职 3 年和 5 年后，自保件保单留存率分别为 43.6%、38.8%。

上述负责人坦言，现阶段，部分保险机构为达成业绩，鼓励或变相鼓励销售人员购买自保件或互保件；部分销售人员利用规则漏洞，在完成业绩考核获得佣金和奖励后，通过退保进行套利，严重扰乱了保险经营规律，极易引发矛盾纠纷。

“个别销售人员离职后进入其他保险机构，存在为达成业绩‘退旧保新’的情况，容易产生退保纠纷；部分销售人员在业绩考核或晋级压力面前，往往忽略自身实际保险需求和缴费能力，购买自保件数量较多，导致后期缴费压力较大，严重影响正常生活；个别销售人员在职期间购买自保件获取佣金，离职后与代理退保组织勾结，进行恶意投诉谋求不正当利益，扰乱保险市场正常经营秩序。”上述负责人表示。

上述负责人介绍，截至 2021 年 8 月末，北京地区的个人代理队伍达到 22.7 万人，其中人身险公司 11.9 万人，保险专业代理机构 3.3 万人，保险经纪公司 2.6 万人。这么大的销售队伍确实是良莠不齐的，部分已经被监管机构行政处罚甚至被刑事处罚的、一些具有不良从业记录的人员，换一家机构仍然在保险业内从业，继续出现违规违纪行为。

监管强化自保互保业务管理

为整治乱象，北京银保监局昨日发布《关于规范人身险销售人员自保件和互保件管理的通知》（下称《通知》）和《北京银保监局关于印发北京保险机构销售人员处罚信息登记管理办法的通知》（下称《办法》），强化保险机构自保互保业务管理，构建销售人员“灰名单”制度。

《通知》明确从严监管导向，一是要求保险机构不得允许自保件和互保件参与任何形式的业绩考核和业务竞赛；二是要求保险机构不得以购买保险产品作为销售人员入司、转正或晋级的条件。

北京银保监局人身险处相关负责人表示，北京银保监局研究认为，以考核和竞赛为目的的保单购买行为是引发诸多问题和风险的根源，非保险保障需求的保险购买行为本身就是要杜绝的，监管要从根本上切断非正常购买利益，从源头上减少问题的发生。

《办法》要求保险机构在规定时限内将处罚信息登记至信息登记管理系统，完善招聘制度与流程，人员招录时须在信息登记管理系统中进行查询，充分参考信息登记管理系统中的查询结果，自主决定人员的聘用。借鉴银行业从业人员监管经验，《办法》在刑事处罚、行政处罚、党纪政务处分等较为严格的惩戒措施基础上，增加了内部处分和其他惩戒（如违反行业公约）等机构内部或行业自律性约束，以便保险机构准入审查中能够全面掌握相关人员既往诚信合规情况。

上述负责人表示，对于有销售人员离职后与代理退保组织勾结、恶意投诉谋求不正当利益的情况，保险机构应当严格按照《办法》录入处罚信息，对其后续从业形成限制。这个做法有利于淘汰职业道德素质低、专业能力不足的销售人员，提升保险销售队伍的整体素质。

行业新闻

监管放大招，暂停不符合要求雪球类产品备案

在 8 月初就雪球产品存在的风险发文提示券商后，近日，监管再放大招。据记者了解，监管部门近日对券商资管、基金子公司作出窗口指导，指出 9 月后基金业协会将暂停不符合要求的雪球类产品备案。有业内人士告诉记者，这将直接导致短期内雪球类产品的发行放缓甚至暂停。

不仅如此，监管还对券商资管的集合产品新增了一项投资比例限制，即要求单只产品投资雪球的比例不超过产品净值的 25%。这对雪球类产品来说无疑是“大杀招”。

不符合要求的雪球类产品将被暂停备案

9 月 2 日，有消息称，监管将暂停不符合要求的雪球类产品备案。记者随即向数家券商资管核实。经核实，8 月 31 日，监管部门确实对券商资管、基金子公司作出窗口指导，指出 9 月后基金业协会将暂停不符合要求的雪球类产品备案。

有业内人士告诉记者，这将直接导致短期内雪球类产品的发行放缓甚至暂停。“在预计备案有难度的情况下，自然就放缓发行了”。

“我们刚发完一个雪球类产品，本来也在准备下一个产品的，现在就基本不再考虑了”，华东一家券商资管的相关人士表示。上海一家中型券商资管的工作人员告诉记者，在这之后，雪球类产品主要看存量市场，但因为该类产品有期限限制，所以存量也“吃”不了多久。如此之下，一些雪球类产品规模较大的公司此次或受较大影响。

据了解，雪球产品目前多为大型券商发行。根据远川研究所投资组高级分析师于前的报告，目前雪球产品的发行主力军是 8 家证监会指定的一级场外期权交易商，包括广发、国泰君安、华泰、招商、中金、中信建投、中信以及申万宏源。另据了解，目前嘉实资本、中金公司的雪球类产品规模最大。

另一方面，对已经在销售的产品，暂停备案也影响较大。上述华东一家券商资管的相关人士表示，在窗口指导之前就已经启动销售，但还没成立的雪球类产品，要考虑退款问题。

值得注意的是，在此次窗口指导之前，雪球类产品俨然已经成为券业“网红”，多家公司雪球类产品的销售均可以用“火爆”来形容。

如中金公司倾力打造的“金泽”系列 2020 年募集规模超过 100 亿。此外，今年 5 月，招商证券销售雪球结构产品接近 30 亿，存量规模约 35 亿（非保本结构，不含小雪球等本金保障型）……更有券商直言，其所在的公司销售的雪球产品“一分钟售罄”。足见其受追捧程度。

25%配置比例限制成“大杀招” 固收+模式或成新选择

一般来说，雪球产品主要有两种，小雪球保本、收益浮动，通常以收益凭证的方式发行；大雪球则是一种奇异看跌期权。而目前市场上热捧的多为大雪球。

此次窗口指导中，对雪球类产品影响最大的一条就是关于“25%”的投资比例限制。监管要求，单只产品投资雪球的比例不超过产品净值的 25%，除非投资者全部是专业投资者且单个投资者投资金额超过 1000 万元，该类封闭式集合计划才可豁免 25% 的投资比例限制。

“这规则就直接变了，以前最多可以投 100% 雪球资产，现在只能 25%，仓位少了很多”，沪上一家券商资管的相关人士戏言，“以前是纯雪球，现在可能就变成掺了 75% “鸡精”的雪球”。

“如果有配置比例限制，还不如自己做固收+的其他产品，期权成本又低，浮动收益不一定比雪球产品低”，上述华东一家券商资管的相关人士表示，“比如固收+期权，期权作为一个配置品种，但那和之前雪球产品的模式就差异巨大了，就不是敲入敲出的模式了，对于发行机构来说，发行的动力就不那么大了，对投资者来说，预期收益也是不可知的，吸引力也大降。”

“比如我发行一个雪球类产品，收益率能到 18%，但现在有 25%的限制之后，这部分资产对产品的整体收益率贡献就大打折扣了”，上述上海一家券商资管的相关人士举例道。

此外，该人士表示，雪球类产品是工具型产品，不是主动管理型的产品。如果要做固收+模式的话，那就要各家机构的主动管理能力了。

不建议独立基金销售机构对雪球产品进行代销“配合拳”也来了

在这次窗口指导中，基金业协会也指出，不建议独立基金销售机构对雪球产品进行代销。而这也是此次暂停不符合要求的雪球类产品备案的“配合拳”。

据了解，以前雪球产品主要采用“直销+代销”模式，但直销不是主流模式，主要是靠代销。有业内人士告诉记者，此次不建议独立基金销售机构对雪球产品进行代销，主要是针对互联网公司，因为雪球类产品属于非标产品。

监管一个月前曾发文提醒雪球类产品风险不过，值得注意的是，此次监管对雪球类产品备案的收紧并非无迹可寻。早在今年 8 月初，针对“雪球”产品存在的风险，监管也发文提醒券商，应持续强化风险意识，切实加强相关业务条线合规风控体系建设。一是加强投资者

准入及适当性管理。证券公司发行雪球产品，须建立交易对手白名单准入制度，并建立相应授权管理机制，对进入白名单的资管产品从严审查，此外，证券公司销售投资于雪球产品的资管产品，应严格按相关法律法规进行投资者适当性审查。

不仅如此，证券公司应持续加强对分支机构的管控和销售培训，在销售底层资产为雪球产品的资管产品过程中，严禁使用“保本”、“稳赚”等词汇诱导投资者购买或片面强调收益，客观揭示投资者可能面临的信用风险和市场风险，与投资者签订风险揭示书，充分提示相关亏损风险并进行留痕。此外，证券公司合规部门应对相关资管产品信息披露文件、宣传推介材料和在销售过程中拟向客户提供的其他文件、资料进行统一审查，不得销售不符合要求的资管产品。

二是强化全面风险管理。证券公司发行雪球产品，应当合理安排产品排期与产品结构设计，将存续产品的敲出观察日、敲出/敲入点位分散铺开排列，避免在同一时期或同一点位集中敲出/敲入等。

与此同时，监管将对证券公司发行雪球产品的销售适当管理和风险管理水平加大检查力度，对于风险管控不足的公司，将依法从严采取监管措施，同时对相关责任人层层追责。