

目 录

本期导读.....	错误!未定义书签。
宏观政策.....	2
发改委确定近年经济改革九大任务.....	2
微刺激稳增长再出连环拳.....	4
行业监管.....	6
五部门围堵同业非标 全口径分类管理防监管套利.....	6
今年剥离平台公司政府融资功能.....	9
自贸区大戏最爆点 金融“自由行”.....	10
保监会预警县级融资平台.....	13
信托理财.....	16
信托公司提升风险抵御能力.....	16
券商资管.....	19
深交所推出首个场内房地产投资基金.....	19
子公司.....	20
财通资产全力应对光耀项目危局.....	20
资金信贷.....	23
企业钱紧“声声急” 结构性融资困局待解.....	23
创新大会.....	27
券商创新兵分六路.....	27
22 项券商创新工作全景扫描：10 项 9 月底完成 协会牵头超 6 成.....	28
新国九条.....	30
肖钢推 11 项工作方案落实新国九条.....	30
127 号文.....	33
同业业务料“降温” 资产证券化或“大迈步”.....	33
同业“全牌照”监管效果调查：部分业务仍未休止.....	35
地方债.....	39
市政债自发自还 中央政府不再信用背书.....	39

宏观政策

发改委确定近年经济改革九大任务

来源：中国证券报 5 月 19 日

2014 年全国经济体制改革工作会议 16 日至 17 日在京召开。会议要求狠抓贯彻落实，确保完成 2014 年经济体制改革重点任务。这些任务包括深化投资体制改革，激发市场主体活力；推进资源性产品价格改革，形成主要由市场决定价格的机制；深化财税金融改革，促进经济转型和服务实体经济；深入推进国有企业改革，完善基本经济制度，发展混合所有制经济等九个方面。

中央经济体制和生态文明体制改革专项小组负责人、国家发展改革委主任徐绍史出席会议并作了题为《准确把握形势 狠抓贯彻落实 确保完成 2014 年经济体制改革重点任务》的讲话。中央经济体制和生态文明体制改革专项小组负责人、中央财经领导小组办公室副主任、国家发展改革委副主任刘鹤出席会议并作总结讲话。

会议强调，今年是全面贯彻落实党的十八届三中全会精神、全面深化改革的开局之年，全国发展改革系统、经济体制和生态文明体制改革相关单位、经济体制改革工作部际联席会议成员单位承担的改革任务重大而艰巨，必须进一步增强进取意识、机遇意识、责任意识，扎扎实实地把经济体制改革不断推向前进。

一是深化投资体制改革，激发市场主体活力。加快推进投资审批制度改革，进一步精简和下放投资审批事项，严格规范审批行为，加快建立纵横联动协管机制，推进投资领域法制化建设。进一步改善民间投资环境，进一步完善和落实民间投资 36 条及其相关实施细则和配套政策，推出一批鼓励社会资本特别是民间投资参与的示范性项目。**加快推进铁路投融资体制改革，促进社会资本积极参与铁路建设。**

二是推进资源性产品价格改革，形成主要由市场决定价格的机制。进一步减少政府定价项目，放开一批具备竞争条件的商品和服务价格，推进资源性产品价格形成机制改革，完善和扩大居民生活阶梯价格制度，探索建立主要农产品目标价格制度。

三是深化财税金融改革，促进经济转型和服务实体经济。实施全面规范、公开透明的预算制度，规范政府举债融资制度，推进营改增试点、消费税、资源税、房地产税、环境保护税等税制改革。金融体制改革要更好地服务于实体经济发展，继续推进利率汇率市场化改革，**有序放宽金融机构市场准入，加快发展多层次资本市场，切实防范系统性和区域性金融风险。**

四是深入推进国有企业改革，完善基本经济制度，发展混合所有制经济。界定不同国有企业功能，推动各种所有制资本交叉持股、相互融合。加快推进电力、油气、盐业等重点行业改革。

五是建立公平开放透明的市场规则，促进资源要素优化配置。重点在市场准入负面清单制度、社会信用体系、市场监管等方面加大改革力度，推动统一开放、竞争有序的市场秩序建设，健全市场导向的科技创新体制，促进各类生产要素自由流动和高效配置。

六是推进新型城镇化相关改革，促进城乡一体化发展。要以人的城镇化为核心推进新型城镇化，有序推进农业转移人口市民化，建立多元化可持续的城镇化投融资机制，积极稳妥推进城镇化改革试点，着重解决好人往哪里去、钱从哪里来、地该怎么用等问题。

七是推进投资贸易便利化，构建开放型经济新体制。扩大服务业领域对外开放，深化上海自由贸易试验区改革试点，完善支持企业“走出去”的体制机制，加快推进丝绸之路经济带和海上丝绸之路建设，培育国际竞争新优势。

八是推进社会事业相关改革，健全民生保障体制机制。坚持保基本、兜底线、

促公平，深化教育、医药卫生、文化、社会保障、住房保障、收入分配等领域改革，统筹基本公共服务体制机制改革，努力实现发展成果更多更公平惠及全体人民，更好激发全社会发展活力。

九是健全资源节约环境保护体制，加快生态文明建设。抓好生态文明体制改革总体思路研究和先行示范区建设，加大主体功能区制度实施力度，狠抓节能减排制度建设，推进环境治理体制创新，建立健全生态补偿机制，加快建设生态文明制度体系。

会议强调，做好下一步的改革工作，要切实做到“五个重视”：一是重视学习好中央关于改革的部署和要求，进一步明确改革的方向、重点、路径、方法和节奏，更加科学、有效地推进各项改革工作；二是重视强化改革的动力机制，敢于自我革命，通过改革给广大人民群众带来实实在在的利益，使改革获得强大的动力；三是重视遵循改革的专业主义精神，倡导以科学态度和专业精神策划和推进各项改革，使改革方案、改革措施、改革成效经得起历史和实践的检验；四是重视做成几个成功的案例，创造出可复制、可推广的经验，树立改革的信用；五是重视改革的理论研究，针对当前改革在环境、重点、对象、动力、方式等方面的重大变化，有针对性地组织理论研究，为改革决策提供方案储备和智力支持

微刺激稳增长再出连环拳

来源：上证报 5 月 22 日

21 日，国家发改委发布首批向社会资本开放的 80 个示范项目。粗略推算，总投资规模至少在几千亿元。

国务院总理李克强 5 月 21 日主持召开国务院常务会议，部署加快推进节水供水重大水利工程建设。会议确定，在今明两年和“十三五”期间分步建设纳入规划的 172 项重大水利工程。

会议指出，在继续抓好中小型水利设施建设的同时，集中力量有序推进一批

全局性、战略性节水供水重大水利工程，特别是在中西部严重缺水地区建设一批重大调水和饮水安全工程、大型水库和节水灌溉骨干渠网，十分紧迫和必要。这对夯实农业基础、保障粮食安全，提高水资源利用效率、改善水生态环境，促进集中连片特困地区脱贫、推动区域协调发展，将发挥长期的积极效益，也可以增加有效投资需求、带动相关产业发展、促进经济稳定增长。

会议确定，按照统筹谋划、突出重点的要求，在今明两年和“十三五”期间分步建设纳入规划的 172 项重大水利工程。工程建成后，将实现新增年供水能力 800 亿立方米和农业节水能力 260 亿立方米、增加灌溉面积 7800 多万亩，使我国骨干水利设施体系显著加强。

这些重大水利工程主要涉及重大农业节水工程、重大引调水工程、重点水源工程、江河湖泊治理骨干工程、大型灌区建设工程等五个方面。

会议要求，各地区、各部门要改革创新、加强协调，加快前期工作和审批进度。建立政府和市场有机结合的机制，鼓励和吸引社会资本参与工程建设和管理。管好用好建设资金，确保工程质量，强化建后使用和管护。要统筹使用税费、价格等改革措施促进节水增效，加强终端配套设施建设，解决好“最后一公里”问题。使重大水利工程为经济社会持续健康发展提供坚实后盾。

业内人士说，此次国务院常务会议是为了落实政府工作报告的具体内容。根据政府工作报告，**今年国家将集中力量建设一批重大水利工程，拟安排中央预算内水利投资 700 多亿元。**

国务院常务会议还决定，大幅增加国家创投引导资金促进新兴产业发展。

会议指出，我国已进入必须依靠创新驱动发展的新阶段。推动结构调整和产业升级，需要创业投资的助力和催化。改革政府投入方式，更好发挥中央财政引导资金“四两拨千斤”作用，带动各方资金特别是商业资金用于创业投资，完善竞争机制，让市场决定创新资源配置，支持战略性新兴产业和高技术产业处于成

长期的创新型中小企业发展，这对激励创新创业、扩大社会就业、促进创新型经济加快成长，具有重要意义。

会议决定，成倍扩大中央财政新兴产业创投引导资金规模，加快设立国家新兴产业创业投资引导基金，完善市场化运行长效机制，实现引导资金有效回收和滚动使用，破解创新型中小企业融资难题。会议要求，要营造宽容失败、敢于开拓的氛围，抓紧建立健全体制机制，鼓励创业投资向创新型企业起步成长的前端延伸。使全社会创业投资生机盎然，让各类创新创业人才大展身手，促进新兴产业蓬勃发展。

行业监管

五部门围堵同业非标 全口径分类管理防监管套利

来源：第一财经 5 月 19 日

“之前传言的几个文，都没有实际下发到我们手上，这次央行主导的同业规范是要动真格了。”某银行同业业务部门人士日前对《第一财经日报》称。

5 月 16 日，央行、银监会、证监会、保监会及外管局五部委联合下发《关于规范金融机构同业业务的通知》（“127 号文”），厘定同业业务类别，要求**金融机构开展的以投融资为核心的同业业务，应当按照各项交易的业务实质归入基本类型，并针对不同类型同业业务实施分类管理。金融机构于 127 号文发布之日前开展的同业业务，在业务存续期间内向央行和相关监管部门报告管理状况，业务到期后结清。**

同一天，银监会也下发《关于规范商业银行同业业务治理的通知》（“140 号文”），要求商业银行统一授信、管理同业业务，并于 2014 年 9 月底前实现全部同业业务的专营部门制。

中国社科院金融所银行研究室主任曾刚对《第一财经日报》分析称，127 号文的出台主要影响表现在两大方面：首先五部委联合发文，以最大口径界定同业业务模式，这样可以避免同业业务跨部门的监管套利行为；其次则是为银行资产端“开正门”，提出加快资产证券化、同业存单等，旨在推进非标转标。

切断买入返售非标路径

127 号文明确了金融机构同业业务主要类型：同业拆借、同业存款、同业借款、同业代付、买入返售（卖出回购）等同业融资业务和同业投资业务。“金融机构开展的以投融资为核心的同业业务，应当按照各项交易的业务实质归入上述基本类型，并针对不同类型同业业务实施分类管理。”

上述银行同业业务部门人士表示，127 号文由央行牵头其他四部门共同发文，主要是由于同业业务涉及到流动性管理，而同业市场的参与主体也涉及到五大部门。

曾刚称，银行同业业务模式创新很多，有些模式在银监会监管范围之外，现在“一行三会”加外管局共同发文，以最大口径对同业业务分类，监管统一标准，将有利于银行自身管理和监管增加透明度。

其中，买入返售是银行发展较为快速的一项业务，对买入返售（卖出回购）业务范围，127 号文明确规定，应当为银行承兑汇票、债券、央票等在银行间市场、证券交易所市场交易的具有合理公允价值和较高流动性的金融资产。

“现在很多将信贷资产、信托受益权等也拿来买返售，这也是近年来买入返售规模激增的主要因素。”上述银行同业业务部门人士表示，**127 号文对买入返售的业务范围明确，意味着非标的业务将不能够再做买入返售。**

中金公司分析称，以往买入返售项下的非标标的主要是信托受益权，但按照该规定，流动性较低的金融资产不能作为买入返售的标的，因此限制了这种传统类型的非标业务。“从数据来看，4 月份股份制银行买入返售业务已经出现萎缩，

为负增长，未来该类型业务可能只能随着到期逐步消化，难以新增。”

买入返售业务中，银行通过卖出回购的方式可以将非标出表，而 127 号文要求，“卖出回购方不得将业务项下的金融资产从资产负债表转出”。

上述银行同业业务部门人士认为，127 号文严禁卖出回购方资产出表，意味着此前做的信贷资产、信托收益权等非标业务将不可以再开展，将在一定程度上收缩银行的同业非标资产。“但是监管与创新一直都在博弈，是不是可以堵住非标，这要看监管执行力度如何以及银行是否还会有其他创新模式。”该人士称。

同业投向非标的风险，在于期限错配以及不透明。对此，127 号文也要求金融机构办理同业业务，应当合理审慎确定融资期限。其中，同业借款业务最长期限不得超过三年，其他同业融资业务最长期限不得超过一年，业务到期后不得展期。

“开正门”加速非标转标

在 127 号文对同业业务提出外部监管的同时，银监会 140 号文也对银行同业业务内部管理和改革提出了要求。

127 号文要求，分支机构开展同业业务的金融机构应当建立健全本机构统一的同业业务授信管理政策，并将同业业务纳入全机构统一授信体系，由总部自上而下实施授权管理。140 号文则要求商业银行由法人总部对同业业务进行统一管理，将同业业务纳入全面风险管理，建立健全前中后台分设的内部控制机制等。

一家股份制银行人士对《第一财经日报》表示，此前不少银行同业业务授权下放，导致分支机构管理混乱无限扩大规模，容易造成类似于 2013 年 6 月份的流动性风险。同业业务由法人总部来统一管理，也是增加银行对流动性风险的管理能力。

此外，银监会还要求在今年 9 月底前实现全部同业业务的专营部门制，由法人总部建立或指定专营部门负责经营。实际上，自去年开始，银行已经在推动同

业业务的专营部门改革。

“堵邪路、开正门、强管理、促发展”的总体思路下，此次五部门对同业业务联合监管，在对同业业务进行“堵”的同时，也为银行金融机构规范开展同业业务开“正门”，即走向标准化。

“金融机构在规范发展同业业务的同时，应加快推进资产证券化业务常规发展，盘活存量、用好增量。积极参与银行间市场的同业存单业务试点，提高资产负债管理的主动性、标准化和透明度。” 127 号文称。

“127 号文提出发展资产证券化、同业存单等，是努力把非标往标准化转移。”曾刚表示，标准化的市场定价更加透明，风险交易的缓解也看得更加清楚。

140 号文要求，商业银行同业业务专营部门以外的其他部门和分支机构不得经营同业业务，已开展的存量同业业务到期后结清；不得在金融交易市场单独立户，已开立账户的不得叙做业务，并在存量业务到期后立即销户。

“非标转标将成为今年的大趋势。”中金公司分析称，预计未来几个月银行表内非标规模将随着同业类非标的到期而下降。这些到期的非标可能有相当一部分会转向债券类融资。目前短融和中票收益率相对于贷款利率的打折幅度回到历史均值附近，相对较低的融资成本会推动企业积极发行信用债来降低融资成本。

今年剥离平台公司政府融资功能

来源：中国证券报 5 月 21 日

建立存款保险制度 加快发展多层次资本市场

国务院日前批转的《发展改革委关于 2014 年深化经济体制改革重点任务意见》提出，规范政府举债融资制度。开明渠、堵暗道，建立以政府债券为主体的地方政府举债融资机制，剥离融资平台公司政府融资职能。对地方政府债务实行限额控制，分类纳入预算管理。推行权责发生制的政府综合财务报告制度，建立考核问责机制和地方政府信用评级制度。建立健全债务风险预警及应急处置机制，

防范和化解债务风险。

在财税金融价格改革方面，继续扩大营改增试点范围，促进服务业发展和产业结构优化升级。改革完善消费税制度，抑制高耗能、高污染产品消费，合理引导高档消费品和高端服务消费，鼓励居民基本生活消费。坚持正税清费，推进煤炭资源税改革和房地产税、环境保护税立法相关工作。加快推进利率汇率市场化改革，有序推进人民币资本项目可兑换。进一步完善人民币汇率市场化形成机制，加大市场决定汇率的力度，增强人民币汇率双向浮动弹性。建立存款保险制度，健全金融机构风险处置机制，保护存款人利益。加快发展多层次资本市场，发展并规范债券市场，提高直接融资比重。完善保险定价机制，建立健全农业保险和巨灾保险制度。处理好金融创新与金融监管的关系，促进互联网金融健康发展。

在深化国有企业改革方面，深入研究和准确定位国有企业的功能性质，区分提供公益性产品或服务、自然垄断环节、一般竞争性行业等类型，完善国有企业分类考核办法，推动国有经济战略性调整，增强国有经济的市场活力和国际竞争力。以管资本为主加强国有资产监管，推进国有资本投资运营公司试点。遵循市场经济规律和技术经济规律，有序推进电信、电力、石油、天然气等行业改革。

加快发展混合所有制经济。推进国有企业股权多元化改革，建立政府和社会资本合作机制。除少数涉及国家安全的企业和投资运营公司可采用国有独资形式外，其他行业和领域国有资本以控股或参股形式参与经营。加快清理限制非公有制经济发展的法律、法规、规章和规范性文件，推动非国有资本参与中央企业投资和进入特许经营领域。放开包括自然垄断行业竞争性业务在内的所有竞争性领域，为民间资本提供大显身手的舞台。发展混合所有制经济要依法合规、规范运作，有效防止国有资产流失。

来源：上海证券报 5月23日

在上海市委常委、常务副市长屠光绍看来，昨日央行上海总部关于自贸区分账核算细则的发布，犹如“连续剧第二季的一个高潮”。

22 日，央行上海总部发布了《中国（上海）自由贸易试验区分账核算业务实施细则（试行）》和《中国（上海）自由贸易试验区审慎管理细则（试行）》，这意味着央行支持上海自贸区金融改革的七项细则已全部出齐。这也标志着“央行三十条”中创新有利于风险管理账户体系的政策框架已经成型。

央行上海总部副主任兼上海分行行长张新说，两细则为后续改革提供操作载体和空间。自由贸易账户为资本项目可兑换等后续改革提供了很好的载体。今后，证券、保险等监管部门均可利用这个载体和工具，对相应的改革予以推动和开展，不再需要人民银行出台相应的账户细则。

FT 账户服务：先从人民币业务起步

作为自贸区的最受关注的政策，央行昨日发布《分账核算业务细则》的同时，也出台了《风险审慎管理细则》。其重点是分账核算业务的管理，包括分账核算单元的建立自由贸易账户的开立、账户资金使用和管理等。

自由贸易（FT）账户，是央行支持自贸区发展 30 条意见中的关键内容。对此，央行上海总部副主任兼上海分行行长张新昨日指出，创新有利于风险管理的自贸区账户体系，是探索投融资汇兑便利、扩大金融市场开放和防范金融风险的一项重要制度安排。

FT 账户按照不同的开立主体分为五类。其中，机构可开立的账户有三种，包括区内机构自由贸易账户（FTE）、境外机构自由贸易账户（FTN）、同业机构自由贸易账户（FTU）。

而金融机构为个人开立的自由贸易账户也分为两类，包括区内个人自由贸易账户（FTI）、区内境外个人自由贸易账户（FTF）。根据细则，境内区外的企业和个人不能开立自由贸易账户。

有了上述 FT 账户，可办理经常和直接投资项下的跨境资金结算，同时也可按规定办理投融资汇兑创新及相关业务。

“为稳妥推进自贸区分账核算业务，FT 账户相关金融服务应遵循“先本币、后外币”的原则，分步推进。”据他介绍，应从本币起步，条件成熟时再扩展到外币，自细则发布 6 个月后，人民银行和外汇局将对自贸区分账核算业务开展情况进行评估，择机启动外币业务。

同名账户间：按规定渠道“有限渗透”

“我们一接到细则，就马上开会讨论，现在还没结束。”记者昨日下午致电某大型商业银行贸易与现金管理部负责人时，他对上证报记者说，对于机构 FT 账户与境内非 FT 账户之间资金划转，仍被视为跨境业务管理，应属于统计口径的选择，并不太影响资金效率。

上述负责人告诉记者，这种资金划转虽被视同跨境业务管理，但更多的是在统计口径上的，如纳入国际收支申报等统计工作，或并不影响资金划转效率，因此仍被视为一种放开。

张新昨日表示，通过同名账户间按规定渠道进行有限渗透的安排，也体现了风险可控原则下对实体经济的支持，支持实体经济依托国内市场开辟国际市场业务。

细则规定，同一非金融机构 FT 账户与其开立的境内其他银行结算账户之间，也可办理人民币资金划转，但可办理业务范围有限。

可以办理的四项业务包括：经常项下业务；偿还自身名下且存续期超过 6 个月（不含）的上海市银行业金融机构发放的人民币贷款、偿还贷款资金必须直接划入开立在贷款银行的同名账户，此外，还包括新建投资、并购投资、增资等事业投资；央行上海总部规定的其他跨境交易。

农业银行上海分行国际业务部总经理朱楹昨日对上证报记者说，总体来看，

从 FT 账户直接往境外账户划款，还是变得便利很多，对银行来讲，只要根据展业原则做必要审核，了解客户等，在宏观审慎的原则下资金是可以自由划转的。

分账核算体系构建“电子围网”

记者获悉，央行上海总部正以推出自由贸易账户的细则为契机，推动投融资汇兑便利，探索分类别、有步骤、有管理的资本账户可兑换，它既是满足自贸区实体经济需求的需要，也是建设上海国际金融中心的重要契机。

“但投资贸易便利化虽然与资本项目可兑换相关，但不能将两者画上等号。”张新说，不是“自由的可兑换”，而是“有管理”的可兑换，对决定要实行的可兑换项目仍会实行有效的宏观和微观审慎管理。

而分账核算体系，就是审慎管理的一个具体表现。张新昨日表示，分账核算管理为试验区提供“电子围网式”的金融环境，有利于在风险可控的前提下推进创新业务发展。

所谓分账核算单元（Free Trade Accounting Unit，称 FTU），是指上海金融机构在其市一级的机构内部建立的一个专门机制，金融机构将按照管理要求，将自贸区 FTU 与现有业务分开，将自由贸易账户内资金与境内区外相对隔离，避免直接冲击境内市场。

央行指出，所有上海地区的金融机构均可按要求建立分账核算单元。不限于银行业金融机构，证券、保险等非银行机构可参照本细则办理自贸区分账核算业务，从而为自贸区金融改革发展提供了更加广阔的政策空间。

保监会预警县级融资平台

来源：上证报 5月23日

新型城镇化概念在引爆股市行情的同时，也引得越来越多的保险资金“输血”地方基础建设项目。但与此同时，保险债权投资计划开始出现地市级以下融资平台的新迹象，这说明偿债主体的项目层级有下沉之势。这从上证报独家拿到的一

组最新数据中便可窥一二。

对此，保监会拉响预警信号。有接近监管部门的业内人士透露，针对债权投资出现的新问题，**保监会近日向保险资产管理公司下发了两份监管新规：《债权投资计划信用增级监管口径》和《债权投资计划投资县级政府融资平台监管口径》，以期从源头上防范债权投资风险。**

投资集中于交通和不动产

一方面新型城镇化脚步在加快，另一方面银行贷款却逐步收紧，保险资金正成为各地方融资平台争取的重要资金来源。从记者获悉的一组内部数据来看，保险债权投资计划呈现出投资区域广泛之趋势，今年一季度投资地区已涉及 15 个省（市、自治区）。

今年一季度，7 家保险资产管理公司共注册 25 项基础设施和不动产债权投资计划，合计注册规模 496.99 亿元，较年初增加 8.54%。截至今年一季度末，整个保险行业累计注册（备案）债权投资计划 209 项，注册（备案）规模 6315.59 亿元。

从行业分布来看，保险债权投资项目主要集中在交通和不动产行业，今年一季度的注册规模分别为 239.99 亿元和 117 亿元，占比分别为 48.29%和 23.54%。其中，投资公租房和棚户区改造项目 60 亿元，体现了保险资金对民生项目的支持。

规模放量背后，是明显优于其他类投资资产的收益率和投资期限。上述内部数据显示，今年一季度，保险债权投资计划平均投资期限 7.82 年，平均年收益率 6.96%，分别较年初增加 0.61 年和 0.53 个百分点。值得一提的是，其中不动产投资平均期限 6.08 年，平均年收益率 7.13%，且基本为固定利率，呈现期限短、收益高的特点，反映了市场对房地产行业的风险预期。

出现地市级以下融资平台项目

火热背后难掩潜在风险。一直以来，保险资产管理公司设立债权投资计划，以国家级或一线城市的重点项目为主，从未延伸至县级市一级。且绝大部分债权投资项目为银行担保，体现了强担保特征。

然而，知情人士透露称，今年一季度，16 项保险债权投资计划的偿债主体为地方政府融资平台，注册规模 354.59 亿元，占季度注册规模的 71.35%，占比较年初上升 21.43 个百分点。

值得注意的是，其中出现地市级以下融资平台 5 项，注册规模 72 亿元，占比较年初上升 12.27 个百分点。

债权计划的投资区域向县级市范围延伸，一方面说明保险资金参与城镇化建设的逐步深入，另一方面却折射出项目层级开始下沉，不得不警惕融资平台风险的上升。

此外，虽然一季度土地储备、公租房和棚户区改造项目全部为银行担保，但银行担保在债权投资项目中的整体占比较去年末有所下降，而大型企业担保比例有所上升，抵质押担保比例有所下降。业内人士认为，信用增级层级亦有下降态势。

保监会出台两个监管新规

“针对上述新现象，监管部门下发了两个监管新文件，以规范信用增级和投资县级政府融资平台行为。”这两份文件是《债权投资计划投资县级政府融资平台监管口径》和《债权投资计划信用增级监管口径》。

为防范融资平台信用风险，保监会在上述文件中明确，“**保险债权计划可投的县级政府融资平台须为：平台地处经济较为发达、财政实力较强、信用环境良好的城市；且还款须纳入县级以上（含县级）财政预算管理，并落实预算资金来源；同时由符合条件的银行提供担保，进行风险兜底。**”

此外，为规范债权投资计划信用增级，上述文件规定：境内股份制商业银行

提供保证担保的，应当为列入银监会“股份制商业银行”名单的银行或境内上市股份制商业银行，且上一年度信用评级在 AA 级以上（含 AA 级）；此外，为确保企业的偿债能力，境内企业提供担保的，担保人应为企业法人，其中企业集团提供担保的，合并报表范围仅包括其实质控制的子公司。

而对于**担保范围**，保监会亦明确要求，**应当包括投资计划全部本金、利息、罚息、因主债权而产生的违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他所有应付费用**。此外，保证担保期间应至少为投资计划存续期及投资计划到期后六个月，抵质押担保期间应至少至投资计划本息及担保范围内的其他款项全部足额清偿之日为止。

信托理财

信托公司提升风险抵御能力

来源：中国证券报 5 月 19 日

近期，68 家信托公司 2013 年报已披露完毕。中国证券报记者统计发现，去年全年，共有 15 家信托公司进行了增资，规模合计 82.42 亿元。另据不完全统计，今年以来，已经有安信信托、兴业信托、渤海信托、国投信托、山东信托等公司启动了增资扩股计划。

信托公司密集增资，主要原因在于突破资本金对业务发展的制约。有业内人士认为，在信托风险暴露预期增强的背景下，增资扩股能够**提升公司抵御风险的能力，增强投资者信心**。

15 家公司增资 82 亿

年报显示，去年共有 15 家信托公司进行了增资扩股，包括交银国际信托、华能贵诚信托、五矿信托、中粮信托、东莞信托、新时代信托、云南信托、湖南

信托、紫金信托、华信信托、方正东亚信托、江苏信托、中航信托、中建投信托、中融信托。

其中，交银国际信托在去年两度增资，增资规模最大。据交银国际信托 2013 年报显示，其在 2013 年 3 月，将注册资本金从 20 亿元增加至 31.76 亿元，随后在 11 月增加至 37.65 亿元，一年内增资规模达到 17.65 亿元。华能贵诚信托的增资规模仅次于交银国际信托，达到 10 亿元。此外，中粮信托和五矿信托的增资规模均为 8 亿元。

据中国证券报记者统计，前述 15 家信托公司去年增资规模高达 82.42 亿元，平均每家增资 5.49 亿元。

新年伊始，国投信托控股股东国家开发投资公司官网显示，国投信托以增资扩股方式引入泰康人寿保险股份有限公司和江苏悦达集团有限公司作为战略投资者，两家公司合计持股 45%，募集资金超过 22 亿元。

春节刚过，安信信托即发布公告，宣布了其高达 33 亿元的定增计划。安信信托以 13.20/股的价格，向大股东国之杰定向增发不超过 2.5 亿股。此次定增所募集资金不超过 33 亿元，国之杰投资将以现金方式全部认购。

在安信信托宣布其庞大的增资计划十几天后，银行系信托公司兴业信托在其官网发布《兴业国际信托有限公司关于增加注册资本金及调整股权结构的公告》。公告表示，公司注册资本金由 25.76 亿元增加至 50 亿元，并相应调整股权结构。

在随后的 3 月，渤海信托被曝出增资计划。彼时，亿城股份发布定增修改案，宣布以不低于 3.06 元/股，向控股股东海航资本等非公开发行不超过 10 亿股，募资总额不超过 30.6 亿元，其中 27.59 亿元用于增资渤海信托。

此外，据媒体报道，山东信托在增资扩股方面取得进展，已基本确定中油资产管理有限公司为战略投资者，并与其签署了增资扩股框架协议，计划今年上半年完成增资扩股工作。

突围净资本

华能贵诚信托高达 10 亿元的增资扩股起始于去年 3 月。据其官网显示,“此次增资扩股主要是为了突破资本金对业务发展的制约瓶颈,为实现‘双十’目标创造基本性条件。”

所谓“双十”目标,即突破年利润 10 亿元,在全国信托业务规模排名进入前十。华能贵诚信托 2013 年报显示,其年利润达 11.2 亿元,信托规模位列行业第 9 名——显然,增资扩股促进了这一目标的实现。

事实上,信托公司这一轮增资潮的最重要动因,即为了突破净资本对信托业务的限制。根据《信托公司净资本管理办法》,信托公司净资本不得低于各项风险资本之和的 100%,净资本不得低于净资产的 40%。

安信信托在其《关于公司非公开发行股票募集资金使用的可行性分析报告》中指出,公司使用本次募集资金补充净资本,是公司扩大资产管理规模、提升盈利水平的需要。

这份报告表示,增资是公司不断开拓业务范围的需要。根据《信托公司受托境外理财业务管理暂行办法》,信托公司开办受托境外理财业务,其注册资本金不低于 10 亿元人民币或等值可自由兑换货币。根据《关于保险资金投资有关金融产品的通知》,保险资金投资的集合资金信托计划,担任受托人的信托公司应当具有完善的公司治理、良好的市场信誉和稳定的投资业绩,上年末经审计的净资产不低于 30 亿元人民币。

安信信托在前述报告中表示,增资是公司强化风险控制、提升抗风险能力和市场品牌形象的需要。业内人士称,在目前信托风险暴露预期增强的背景下,信托公司增资扩股,有利于提升公司抵御风险的能力,增强投资者信心。

券商资管

深交所推出首个场内房地产投资基金

来源：上证报 5 月 21 日

近期，中信证券“中信启航专项资产管理计划”（下称“中信启航”）获得证监会批复成功募集设立，将于 21 日在深交所综合协议交易平台挂牌转让。“中信启航”是国内首个交易所场内房地产投资基金产品（REITs），也是落实证监会《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》关于“研究建立房地产投资信托基金（REITs）的制度体系及相应的产品运作模式和方案”的重要举措。

近年来，美国、澳大利亚等海外市场发展较为成熟的房地产投资基金（REITs），已成为亚洲资本市场重要的创新金融工具，发展势头强劲，日本、新加坡、韩国等亚洲国家和地区先后推出了交易所场内标准化 REITs 产品。与国内信托公司大量发行的投资于开发阶段物业的房地产信托存在本质区别，交易所场内 REITs 产品主要着眼成熟物业资产的投资和管理，严格限制投资房地产开发项目，避免成为房地产开发融资工具。

现阶段，在我国证券市场推出交易所场内 REITs 产品具有重要意义。一是丰富证券市场投资品种。二是通过参与产品设计与运作管理，促进证券经营机构及相关中介机构提高自身核心竞争力，形成新的盈利模式。三是以稳定分红为基石、以租金预期为核心的定价机制有助于推动房地产理性价格的形成，成为收入物业定价的重要市场标杆，促使投资者关注房地产投资的租金回报。

作为首个交易所场内房地产投资基金，“中信启航”在产品结构上采用了一些创新模式。一是通过证券公司专项资产管理计划、私募基金、特殊目的公司等多层特殊目的载体和交易结构设计，最大程度保证物业租金和资产增值转化为投资者收益。二是通过内部优先/次级产品分层安排，匹配不同类型投资者差异化

的投资需求，优先级投资者主要获取相对稳定的租金收益，次级投资者主要获取物业增值的收益。优先级与次级投资者均限定为合格机构投资者。三是通过资产证券化专项资产管理计划载体，按照资产证券化相关业务规则在深交所综合协议平台挂牌转让。

鉴于“中信启航”在交易结构、收益分配方式等方面的创新性，深交所在为产品提供转让服务的同时，通过为优先/次级产品设置差异化交易门槛、多种渠道提示产品风险差异、加强投资者适当性持续管理等措施，更好地保护投资者权益。下一步，深交所将在总结产品运作经验、做好风险控制与投资者适当性管理的基础上，积极探索运用 REITs 为保障性住房建设服务，继续准备推出面向公众投资者的 REITs 产品。

子公司

财通资产全力应对光耀项目危局

来源：中国证券报 5 月 19 日

财通基金子公司财通资产近日不慎“踩雷”，受光耀地产日前资金链告急的影响，“财通资产——光耀扬州全球候鸟度假地特定多个客户专项资产管理计划”的运作与收益兑付或受牵连。作为基金子公司明确爆出的“风险第一单”，该事项引起了业内外的关注。

中国证券报记者从财通基金子公司获悉，财通资产的光耀项目处理小组已和该“一对多”专户产品的客户密切沟通，并拟定了相应风险处置预案，包括项目公司股权收购、债权转让和资产处置变现三种方式，以确保投资人能收回本金和收益。

多管齐下力争项目兑付

在业内人士看来，财通资产的这一“一对多”资产管理计划，实际上就是连接房地产项目的一种“类信托”融资业务。从可查到的资料来看，财通资产与光耀地产合作的这个“扬州全球候鸟度假地”项目，紧邻扬州太阳岛国际高尔夫俱乐部，地处 1700 多亩的森林湿地环抱的中心点，有意打造为一个高端、特色旅游度假目的地。

这个资管计划的规模及收益情况，目前则受到更大的关注。从财通资产此前披露的信息来看，该计划于 2013 年 12 月成立，总规模 2.5 亿元，每个客户的起购金额不低于 100 万元，投资期限为 24 个月，产品的预期收益率针对出资金额不同的三类客户，分别设定为 10.8%、11.2%和 11.5%。

由于产品发行时约定每半年分配收益，到期兑付本金，这意味着今年 6 月，向投资人支付所对应的半年收益的时点马上来临。不过关于这点，财通资产已明确向客户表示，兑付目前的收益不存在什么问题。

“据我所知，财通资产与这个项目相对应的账户上目前还余有 1.3 亿元左右的资金，也就是说，募集到的钱不是一下子就投入到光耀地产的项目里去的，因此兑付客户的收益方面，应该说基本上不存在障碍，现在的问题就是要切实推进多套预案以保障投资人的资金安全及预期收益。”一位接近财通资产的人士向记者透露了一些情况。

由于手中还有底牌——扬州度假地项目所抵押的土地，财通资产及其母公司财通基金表现得相对处变不惊，财通资产向中国证券报记者表示，仅抵押的土地一项，其评估价值就已达 5 亿元，处置变现足以覆盖资管计划投资人的本金和预期收益。

但土地资产的变现所费时间相对较长，对此财通资产在致投资人的说明函中表示，目前的风险处置预案中，还包括了股权收购、债权转让等其他方式。换句话说，就是寻找其他机构来给光耀地产扬州项目接盘，或是直接转让这个资管

计划的债权，让新的受让方来实现对投资人融资本息的偿付。

“主要是寻找一些有收购意愿的大型房地产开发集团或从事房地产并购业务的基金，现在光耀项目处理小组已经和多家机构进行了沟通和洽谈。毕竟，项目地三江交汇，又在一个新建的大型水上乐园边上，周边还有高尔夫球场，对不少地产企业而言确实具有吸引力。”财通资产的一位内部人士说道。

“类信托”风险须防范

财通资产内部人士告诉记者，从该项目风波初起时，他们就站在主动处理的一面，不是拖延、掩盖风险，而是力争及时向客户提示风险，以化解危机，也积极向监管层汇报最新项目进展。

“我们每个项目都有负责小组，在这个项目上是我们通过各方面信息，注意到光耀地产可能出现了一些问题，所以第一时间和客户沟通，并且主动在子公司网站上提示了风险。”上述人士说，之所以采取这种积极主动的处理方式，主要原因还是子公司的项目团队经验都比较丰富，对已投项目有比较严格的日常管理措施。

尽管风险处置工作目前正在财通资产的掌控下稳步推进，但子公司这边也不是没有经验教训。

“以后合作的地产公司，要在‘百强’中再选大品牌，另外就是要做更多投向刚需盘的业务，因为这样的项目资金回笼速度较快，更好控制风险。”财通资产的一位内部人士这样说道。据记者了解，其实财通资产在选择交易对手时也一直坚持以全国房地产百强企业、上市房企及地方龙头为主，但没料到这次在光耀地产项目上“踩雷”。

“其实房地产融资业务相对其他业务类型来说，可以说是最安全的。为什么呢？一是地产项目抵押很可靠，二是企业的商业行为更好追踪、落实，反倒是和一些地方融资平台追偿起来很有困难。”北京一家房地产融资公司的项目经理发

表了这样的看法。去年以来，这位项目经理已数次南下上海，和多家基金子公司联络房地产融资业务。

但也有一些基金业内人士表达了异议，他们认为，中国地产行业中长期来看都处于下行通道之中，如果基金子公司在这方面的业务比例过高，势必形成今后的隐患。

“接下来不排除还有别的基金子公司会爆出类似风险事件，财通基金的这个项目危局，如果能处理得妥善得当，倒也为其他同业提供了一些经验与示范。”一位基金行业人士对中国证券报记者说。

资金信贷

企业钱紧“声声急” 结构性融资困局待解

来源：中国证券报 5 月 22 日

近来，部分行业企业资金链紧张甚至断裂的消息时有传出。除了产能过剩、经济增速下滑等大背景，银行出于贷款安全的考虑主动收紧信贷政策也是重要原因。分析人士认为，对影子银行、同业业务、融资平台等方面监管强化或导致部分资金从实体经济回流银行间市场，二季度社会融资总量可能会有所收缩，结构性融资困局短期难改观。但从长期看，资金将流向实体经济，资金成本也将下降，这有利于经济结构调整。

去产能行业资金链紧绷

在调结构、促转型的大背景下，部分产能过剩行业的企业资金链紧绷压力较大。分析人士认为，钢铁、煤炭等行业自身存在去产能的因素，银行信贷收紧符合宏观调控的大方向，这些领域企业要解决资金问题恐怕还要更多从提高竞争力、挖掘自身潜力等“内功”着手。

“银行抽贷以及贷款利率提升，已使部分钢铁企业资金链面临风险。”全国中小冶金企业商会名誉会长赵喜子近日表示，今年起银行对钢铁生产企业抽贷，部分银行已经抽贷 10%，同时贷款利率也在提升，使钢铁生产企业一季度财务费用迅速攀升。

银行信贷政策收紧对于产能严重过剩、经济效益大幅下滑的钢铁行业而言不是一个好消息。来自中国钢铁工业协会的数据显示，一季度，重点统计钢铁企业实现销售收入 8688.87 亿元，同比下降 0.79%；实现利税 146.47 亿元，同比下降 32.46%；实现利润-23.29 亿元，同比减少 56.04 亿元，由盈变亏。累计亏损面 45.45%，同比增加 14.77 个百分点。销售利润率为-0.27%，同比下降 0.64 个百分点。与此同时，今年一季度企业财务费用同比增长 22.17%，而 2013 年同比下降 2.99%。

中钢协表示，随着国家加大节能减排、治理大气污染的力度，资源、能源、环境及交通运输价格、财税改革加快，将进一步推高企业生产成本，全行业高成本、低盈利状况短期内难以扭转。同时，企业普遍反映银行加大对产能过剩行业的贷款控制，面临资金紧张、融资成本高的问题。

煤炭行业也遇到类似问题。有企业人士表示，5000 大卡动力煤每吨亏损 10 元，小型煤矿很多已经停产。为了获得银行贷款，有的企业还在硬扛，没有停产，但贷款成本明显上升。由于出现巨额亏损，有的企业已经不能进一步拿到银行贷款，资金链濒临断裂。

民生证券分析师陈亮认为，煤炭行业产能中长期过剩的预期并没有改变，去产能缓慢。受环保因素影响，东部地区的存量需求将逐渐被天然气、核能、水电、风电、光伏替代。发展特高压、西电东送，本质上不增加需求，只是把电煤需求从东部(缺煤地区)迁到西部(煤炭产地)。

此外，受银行收紧开发贷和购房者观望情绪加重等因素影响，房地产行业资

金链断裂的事件陆续上演。近日，曾经的百强房企光耀地产传出深陷资金链危机，可能被其他企业收购；融创则已经宣布将收购绿城不超过 30% 股权。2013 年年报中房企资金来源数据显示，去掉房企自筹资金外，外部资金来源中，销售回款和银行开发贷款占比超过 90%，这与信贷政策密切相关。

分析人士认为，资金紧张在产业链上下游具有传导效应，因而不宜低估当前的企业资金链断裂风险，若这一情况继续延续或进一步加剧，不排除有些企业可能倒闭或出现局部危机。总体而言，经济增长并没有失速，因而系统性风险依然可控。具体到钢铁等产能过剩行业，企业间的并购重组在所难免，只有经历阵痛调整之后，行业发展才会更健康，融资难问题才具备彻底缓解的前提。

短期融资困局难改观

分析人士认为，从宏观面看，经济增速放缓和企业资产负债率较高等因素导致银行态度变得更为谨慎。而对于影子银行监管预期以及对同业业务的规范则导致短期社会融资总量收缩，实体经济融资难进一步加剧。有券商分析师预计，二季度社会融资量或同比下滑。

数据显示，2014 年 4 月社会融资规模为 1.55 万亿元，比去年同期少 2091 亿元。其中，当月人民币贷款增加 7747 亿元，同比少增 176 亿元；外币贷款折合人民币增加 186 亿元，同比少增 661 亿元；委托贷款增加 1576 亿元，同比少增 350 亿元；信托贷款增加 417 亿元，同比少增 1525 亿元。2014 年 1-4 月社会融资规模为 7.18 万亿元，比去年同期少 7464 亿元。

券商分析师称，对影子银行的监管、同业业务的规范，从长期看是为了解决实体经济融资难问题、降低融资成本，但短期会导致部分资金从实体经济向银行间市场回流，融资难可能进一步加剧。之前尽管监管层不支持信贷投向产能过剩、房地产、融资平台等领域，但仍有企业通过表外业务相关领域得到了大量资金支持。

从 M2 数据看，似乎能得出相反的结论。4 月末，广义货币(M2)余额 116.88 万亿元，同比增长 13.2%，比上月末高 1.1 个百分点，比去年同期低 2.9 个百分点；狭义货币(M1)余额 32.45 万亿元，同比增长 5.5%，比上月末高 0.1 个百分点，比去年同期低 6.4 个百分点；流通中货币(M0)余额 5.86 万亿元，同比增长 5.4%。当月净投放现金 286 亿元。民生证券分析师认为，在当下 M2 增速的反弹并不能得出实体经济流动性在增强的结论。从细分数据可以看出，季末考核后的理财资金大规模出表后回流至余额宝等货币基金，货币基金回笼的资金以同业存款的形式回流至银行体系，这实际上加大了实体经济融资压力。

长端利率或存下行空间

除了规范影子银行，一系列纠正金融体系扭曲的政策正在或将陆续推出。分析人士认为，尽管这会产生短期的阵痛，但长期看利率有望下行，实体经济融资成本将下降，资金会流向高铁、棚改、生产性服务业等调结构支持的领域。

国务院日前批转发改委《关于 2014 年深化经济体制改革重点任务的意见》提出，规范政府举债融资制度。开明渠、堵暗道，建立以政府债券为主体的地方政府举债融资机制，剥离融资平台公司政府融资职能。对地方政府债务实行限额控制，分类纳入预算管理。推行权责发生制的政府综合财务报告制度，建立考核问责机制和地方政府信用评级制度。建立健全债务风险预警及应急处置机制，防范和化解债务风险。

另外，经国务院批准，2014 年上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、江西、宁夏、青岛试点地方政府债券自发自还。分析人士认为，在经济增长下行压力加大的背景下，融资平台公司的基础设施投资对宏观维稳起着关键作用，其融资负债态势因此有扩张趋势，并通过影子银行以更隐蔽、成本更高的方式进行，融资平台公司的债务也存在期限错配问题。有些地方政府甚至在借的时候就没有想过如何还钱，如果任由地方政府通过融资平台公司这一渠道融资，将会进一步

累积金融风险。

分析人士还表示，政府债券融资机制建立需要时间，在此之前编表带来的地方投资紧缩效应值得警惕。当前的城投债对于利率极不敏感，且存在刚性兑付，在某种程度上提升了整体资金价格水平。但从长期看，地方政府融资方式的变化有利于降低整体的融资成本。

中金公司首席经济学家彭文生表示，去年下半年名义利率的上升和今年以来通胀的下降导致我国实际利率总体上有所上升。分部门来看，家庭部门实际利率小幅上升，制造业部门实际利率与去年相比变化不大，房地产部门利率则大幅上升。实际利率总水平上升将抑制总需求扩张，但不同部门的实际利率走势分化则相对有利于经济结构调整。从政策角度看，稳增长不应再次吹大房地产泡沫，而应该采取定向宽松以刺激消费和其他领域的投资。

实际上，可能是受预期影响，长端利率已经出现了下行。民生证券研究院副院长管清友认为，从库存周期看，未来无论以何种方式去库存，长端利率仍有下降的空间。

创新大会

券商创新兵分六路

来源：上海证券报 5 月 19 日

“2014 年证券经营机构创新发展研讨会”16 日在京召开，由中国证券业协会起草的《中国证券业发展规划纲要(2014-2020)》(下称《纲要》)征求意见稿同日下发，提出行业未来 6 年创新发展的战略目标、基本任务及战略举措。

参会代表在会上围绕私募市场、财富管理、互联网证券、融资业务、投资咨询、风险管理等六大领域进行了详细研讨。资深专家认为，这六大领域代表了券

商未来推进创新的着力点，而随着证券经营机构创新发展的渐次推进，行业内生创新将成主流，“政策搭台，机构唱戏”将是未来的创新发展生态写照。

与往届创新大会不同，此次会议召开前夕，新国九条发布，对证券期货经营机构的发展和政策部署作出全局性规划。之后，作为证券行业未来一个阶段发展具体蓝图的《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》下发，提出 15 条工作部署。会上，依据该意见细化出的包括 51 项具体工作的工作任务分解表一并下发，将《意见》转化为看得见、责任分工明确、有时间规划的操作准则。

《纲要》提出，规划期内证券业的战略目标是核心竞争力显著提升，成为国内金融体系中举足轻重的核心产业，成为国民经济转型的重要驱动力。基本任务则被概括为双向开放、向现代投行转型、形成国际竞争力三个方面。为实现这一目标和任务，《纲要》还提出了八个方面的具体措施。

“比照近 3 年的创新大会，可以看出以政策推动为主的创新发展正在呈现出政策放行、行业自主创新为主的新格局。”

上述专家说，证券经营机构作为市场中介，其发展须服从于整个资本市场的发展，服务于资本市场定位、目标、发展规划的转变。从 2012 年提出证券公司进入创新发展阶段，监管大幅松绑，将行业推向创新和差异化经营之路；到 2013 年提出证券公司创新发展应由外化政策推动落实为内生需求推动，证券经营机构创新业务业绩贡献显见实效；到 2014 年之后，行业创新发展将在新国九条的总体规划下，以上述六大研讨领域为着力点，走上一条方向明确，目标清晰的道路。

往届创新大会均由中证协牵头，证监会系统内六家自律组织联合主办，中国证券业协会会长陈共炎在创新大会的闭幕会上透露，从明年起，将考虑以会员发起、主题论坛研讨的方式召开创新大会，并将此作为推动行业创新的主要形式。

22 项券商创新工作全景扫描：10 项 9 月底完成 协会牵头超 6

成

来源：21 世纪 5 月 20 日

针对 2014 年券商创新工作的分工部署及具体时间表，5 月 16 日举行的券商创新大会已给出答案。

在中国证券业协会在创新大会发布的《中国证券业发展规划纲要（2014-2020）》末尾处，一份名为《落实<关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见>的工作任务分解表（讨论稿）》（下称讨论稿）赫然呈现，并对年内券商创新发展工作具体安排进行勾勒。

该讨论稿将证监会的《关于进一步推进证券经营机构创新发展意见》的 15 条意见拆分为 51 项具体工作，并作出相应部署，且落实到牵头、配合部门。

值得注意的是，其中有 22 项基本工作的完成截止日期均集中在今年年内，其中包括“完成交易所《融资融券交易实施细则》修订”在内的 10 项工作需在前三季度前（9 月底前）完成。

据 21 世纪经济报道记者分类，需年内完成的 22 项创新发展任务共涉及包括证券账户及其功能体系建设、私募业务、互联网证券、资本中介业务、风险管理、沪港通、收益凭证、自贸区、衍生品、资产托管十个领域。

其中，年底前需完成创新具体工作中涉及最多的领域，非“证券账户及基础功能体系建设”莫属。

根据讨论稿的安排，今年年内有关监管部门将完成《报价系统登记结算规则》、《证券行业支付系统技术指引》及支付平台方案的制定，建立与私募、互联网证券相适应的证券体系，同时推出统一证券账户平台。

另一方面，对于即将到来的互联网证券业务，其相关自律规则的征求意见及调研，有关后台系统的技术指引修订也需在年底前完成，而在私募业务上，《证券市场私募产品报价与转让系统管理办法》及相关规则或亦将在年内出炉。

这预示着，打通证券账户-场外私募市场-互联网证券三位一体的统一平台将有望成型。

具体到业务层面，讨论稿亦也对以资本中介为代表的传统业务和以收益凭证、资产托管、衍生品为代表的创新业务工作做出具体安排。

在风险防范上，将重新评估完善、修订相关风险管理规范或指引，同时完成《关于<证券公司信息隔离墙制度指引>适用有关问题的通知》的发布。

值得注意的是，前述倒计时的 22 项工作中，仅有 3 项工作的牵头部门为证监会所属部门，其分别为“制定统一的私募基金管理办法”，“制定沪港股票市场交易互联业务试点规则”，“完成支持自由贸易试验区建设的具体意见研究”。

此外，另有 15 项工作为证券业协会牵头，而非证监会或其他有关部门。由行政监管部门主导转向自律性协会牵头，也在一定程度上折射出“市场主体自主创新为主”的监管理念。

新国九条

肖钢推 11 项工作方案落实新国九条

来源：上海证券报 5 月 20 日

中国证监会昨日召开会议，研究部署《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（下称“新国九条”）相关工作，证监会主席肖钢在会上提出涉及资本市场改革发展各个方面的 11 项改革措施。其中明确，从 6 月到年底，将计划发行上市新股 100 家左右，并按月大体均衡发行上市，同时抓紧研究注册制改革方案，统筹好注册制改革力度和市场的可承受度。

这 11 项工作部署内容涉及：建设多层次股权市场，提高上市公司质量，推进发行、并购重组、退市改革，规范发展债券市场，培育私募市场，推进期货市场建设，提高证券期货服务业竞争力，进一步推进资本市场扩大开放，坚决打击

证券期货违法犯罪，保护中小投资者，加快推进证券期货监管转型。

肖钢强调，资本市场改革发展的大政方针已经确定，关键是把资本市场改革发展蓝图转化为切实可行的工作方案，把工作方案转化为资本市场改革发展的丰硕成果。贯彻新国九条，要着重在长期性、系统性、制度性和基础性上下功夫，注意防止和纠正功利主义的态度和脱离实际的做法。

肖钢提出的涉及资本市场改革发展各个层面的 11 项工作方案，细化、明确了具体的政策措施：

一是按照多渠道、广覆盖、严监管、高效率的要求，加快建设多层次股权市场。将研究在上交所市场推出股票 ETF 期权交易试点；研究在创业板建立单独层次，支持尚未盈利的互联网和高新技术企业在新三板挂牌一年后到创业板上市；丰富全国股转系统做市商、协议转让等交易方式；研究出台区域性股权市场发展的指导意见。

二是提高上市公司质量。加强对公司承诺履行、资金占用等事项的监管；抓紧研究推出上市公司市值管理制度，完善公司股权激励制度，尽快推出上市公司员工持股计划；以投资者需求为导向，修订信息披露等业务规则。

三是抓紧推进发行、并购重组、退市等基础性制度改革。做好当前新股发行工作，稳定市场预期，从 6 月到年底，计划发行上市新股 100 家左右，并按月大体均衡发行上市；抓紧研究注册制改革方案，逐步探索符合我国实际的股票发行条件、上市标准和审核方式，统筹好注册制改革的力度和市场的可承受度；坚决打击粉饰业绩、恶意造假、虚假披露等违法违规行为；积极推进企业并购重组；强化资本市场的产权定价和交易功能；抓紧启动新一轮退市制度改革，推出市场化、多元化、常态化的退市制度，对符合退市条件的公司严格退市，对欺诈发行的上市公司实行强制退市，支持上市公司根据自身需要实施主动退市。

四是规范发展债券市场。尽快完成《公司债券发行试点办法》修订工作；进

一步简化审核流程，全面建立非公开发行制度；按照“用好增量、盘活存量”的要求，推动资产证券化业务发展，尽快实现优质信贷资产证券化产品到交易所上市，积极推动企业资产证券化业务发展，加快完善取消资产证券化业务行政许可后的相关制度衔接和配套措施；健全债券违约处置机制。

五是培育私募市场。建立健全私募投资基金监管法规规则体系，尽快出台私募投资基金监管暂行办法以及合格投资者标准等规则；按照自律监管为主，功能监管、适度监管、底线监管的原则，构建私募基金监管体系；建立监管协作机制，严打以私募为名进行的各类非法集资。

六是推进期货市场建设。争取年内推出原油期货；增加国债期货品种；加大宜农期货品种的研发上市工作。

七是提高证券期货服务业竞争力。扎实推进证券经营机构的创新发展，放宽准入限制，鼓励竞争，探索功能监管，拓展基础功能，积极支持业务和产品创新；抓紧发布进一步推进基金行业、期货机构创新发展的意见。

八是进一步做好资本市场扩大开放工作。确保沪港股票市场交易互联互通机制试点顺利实施；推动进一步提高 QFII 总体投资额度和单个 QFII 额度上限，加快审批进度。

九是坚决打击证券期货违法犯罪行为。保持高压态势坚决打击欺诈上市、虚假信息披露、内幕交易、操纵市场等各种违法违规行为；完善行政执法和刑事司法的衔接机制，加大行政、刑事追责力度。

十是认真做好保护投资者特别是中小投资者合法权益工作。健全投资者适当性制度；完善公众公司中小投资者投票和表决机制，优化投资者回报机制，探索多元化纠纷解决和投资者损害赔偿救济机制；成立中小投资者服务中心，加强对中小投资者的教育和服务工作。

十一是加快推进证券期货监管转型。切实减少审批、核准、备案事项，加强

事中事后监管；强化动态监测监控和以风险、问题为导向的现场检查，完善监管执法联动机制；建设证监会系统的中央监管信息平台，实现全系统数据和资源的统一整合，促进监管模式从碎片化、分割式监管，向共享式、功能型监管转变。

127 号文

同业业务料“降温” 资产证券化或“大迈步”

来源：中国证券报 5月19日

一行三会发文抑制银行表内非标业务的迅速扩张。分析人士指出，此举可矫正金融同业业务的过度发展，有效防控金融风险。与此同时，监管层在规范银行同业业务之外，重申了通过推进资产证券化业务发展，来帮助金融机构盘活存量、用好增量的重要性。可以预计，未来金融机构将加速非标转表，资产证券化、同业存单等业务发展料“大迈步”。

引导资金流向实体经济

一直以来，高速发展的同业业务饱受诟病，并频频被指责为导致资金“脱实向虚”的祸首。市场人士认为，同业业务的监管新规，在一定程度上会对影子信贷中的资金产生挤出效应，这一部分资金或能流动到其他的市场之中，比如股市、债市等。

央行表示，规范金融机构同业业务有利于引导资金更多流向实体经济，降低企业融资成本，提高金融体系支持实体经济的能力；有利于加快发展多层次资本市场体系，提高直接融资比重，增强金融和经济体系的韧性；有利于落实信贷政策，盘活存量、用好增量，助推经济结构调整和转型升级。

银监会有关部门负责人认为，由法人总部建立或指定专营部门负责经营，强化法人总部对同业业务的统一管理，有利于商业银行对安全性、流动性、盈利性

的统筹管理，确保风险得到有效控制。同时，有利于促进商业银行同业业务回归流动性管理手段的本质，有利于降低资产负债期限错配，有利于服务实体经济。

中国社科院世经政所国际投资室主任张明表示，新规的出台将会抑制金融机构通过同业业务彼此拆借流动性，这可能导致银行间市场利率的显著上升，从而给企业融资带来新的压力。一旦金融机构通过同业业务提供资金的余地下降，预计一些融资偏紧的行业，例如产业严重过剩的部分制造业企业、三四线城市的中小房地产开发商以及部分市县级地方融资平台，将会面临资金链紧绷甚至断裂的风险。预计今年将会有更多的基于上述基础资产的影子银行产品违约。

资产证券化常态化

值得注意的是，尽管对于同业业务的整肃不遗余力，监管层仍旧为金融机构规范开展同业业务开了“正门”，支持金融机构加快推进资产证券化业务常规发展，积极参与银行间市场的同业存单业务试点，提高资产负债管理的主动性、标准化和透明度。

招行相关部门人士对中国证券报记者表示，监管新规明确叫停三方买入返售业务，禁止任何直接或间接、显性或隐性的第三方金融机构信用担保，限制同业代付业务，加强同业融资额度控制和期限管理，提出了统一的风险管理要求。监管新规认可了各类同业投资业务，鼓励金融机构加快推进资产证券化业务常规发展，积极参与银行间市场的同业存单业务试点，提高资产负债管理的主动性、标准化和透明度。

多数专家认为，这道“正门”无疑表明了监管层对于未来同业业务的发展方向：加快推进资产证券化的进度，实现资产证券化常态化发展。“提出发展资产证券化、同业存单等，是努力把非标往标准化转移，标准化的市场定价更加透明。”

张明预计，未来几年内，信贷资产证券化预计将获得极大发展，它不仅将成为银行盘活存量资金的重要工具，也会成为未来通过市场化方式来处置银行不良

资产的一大利器。

同业“全牌照”监管效果调查：部分业务仍未休止

来源：21 世纪 5 月 23 日

有关央行等五部门下发的 127 号文（《关于规范金融机构同业业务的通知》）的影响还在市场间持续发酵。

在该文中，银行买入返售项下的非标业务被禁止，同业投资项下非标亦被纳入监管序列；而其此前建立在“显性或隐性的第三方金融机构信用担保”基础之上的“抽屉协议”模式亦遭叫停。

事实上，对非标业务的围堵远不止于 127 号文本身。外围层面，通道业务、假集合等方式也已被监管部门通过窗口、发文等形式规范或封堵，这预示着，关于非标业务链条的监管套利空间正在日趋收窄。

而自去年 8 号文（《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》）下发以来，围绕着非标业务，监管与套利的“猫鼠游戏”就从未休止，而随着 127 号文的下发，有关非标资产“转标”、“转移”的需求亦随之抬升。

据 21 世纪经济报道调查汇总，当下“非标转标”的主要路径包括或并不限于资产证券化、理财直接融资工具、总收益互换（TRS）、私募债包装等方式，但诸多路径也存在各种问题。

围绕着影子银行监管政策的再次升级，一场针对非标业务的“追逃式”赛跑或将再掀序幕。

同业、投资双治理

与此前网传的 9 号文不同，127 号文将买入返售及同业投资项下的非标业务双双纳入监管范畴。其中，非标买入返售模式遭到禁止已在部分业内人士的预料之中，而据 21 世纪经济报道记者调查了解，部分银行早已在内部对该业务进行

叫停。

“我们年后就基本不做买返（买入返售）了，都是做非债投（非标直投）。”北京一家股份制银行资产负债管理人士称，“因为大家对 9 号文的到来有一定预期，所以都提前做了准备。”

非标买入返售模式兴起于去年 8 号文（《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》）下发前后，在买入返售模式下，银行联合多交易对手通过对非标资产的逆回购和隐性担保，将非标资产腾挪出表，并减少风险资产占用，以图规避 8 号文额度限制。

事实上，减少买入返售，增加同业投资的趋势已体现在银行的资产结构上，据招商证券统计，2013 年上市银行买入返售金融资产规模增量为 4598 亿元，同比下降 69.08%；而与之对应的是，应收账款投资规模增量则高达 11405 亿元，同比激增 3.75 倍。

不过，以投资科目开展非标业务通常仍需以“抽屉协议”来躲避资本金管制。“做非债投时如果找一家股份制银行兜底，可将风险资产占用降低至 25%。”前述资产负债管理人士表示，“如果不能出函，就要占 100%（资本资产）。”

然而，“同业投资”同样在 127 号文的监管范围以内。据其规定，同业投资是指金融机构购买或委托其他金融机构购买的同业金融资产或特定目的载体的投资行为，而特定目的载体正是指信托、资管计划等非标资产“容器”。

在新政策下，同业投资项下的非标活动也遭到一定约束。“金融机构开展买入返售（卖出回购）和同业投资业务，不得接受和提供任何直接或间接、显性或隐性的第三方金融机构信用担保。”127 号文同时指出。

第三方信用担保的遭禁，无疑将使非标担保链条中的抽屉协议“阳光化”，同时亦将抬高同业投资项下非标业务的开展成本。而这也意味着，买入返售及同业投资项下的非标风险将被 127 号文正式“拉回”表内；另一方面，银行对资本金的

需求程度也将随之上升。

“如果对风险资产构成全额占用，除了能躲避信贷额度管制，用非债投来套利的意义就比较有限了。”前述资产负债管理人士坦言。“这等于变相限制了同业投资的套利行为，未来部分银行的资本金需求也必然要提高。”

同业“全牌照”封堵套利

与此前网传版 9 号文的另一个不同之处在于，此次 127 号文的发布主体包括人民银行、银监会、证监会、保监会和外管局五家监管部门，既足见此次监管力度，亦是各类金融机构混业趋势下，监管层跨行业监管的一次尝试。

事实上，在 127 号文下发前的数个月内，各类金融机构的对口监管部门已针对非标等影子银行业务链条进行窗口指导或发文约束。如银行将非标资产“转包”给信托公司、基金子公司等非银机构开展的“假集合”业务或已遭封堵。

所谓“假集合”业务，是指银行利用渠道代销集合信托或基金子公司专项计划，同时将非标资产“寄营”其中，进而形成“资产、负债均由银行掌握，却不在银行表内”的局面。在今年年初的中诚信托违约事件中，代销方工行与中诚信托就曾被市场怀疑开展过此类业务。

“必须以合同形式明确项目的风险承担责任承担主体，提供通道的一方为项目事务风险的管理主体，并由风险承担主体的行业归口监管部门负责监管。”银监会《关于信托公司风险监管的指导意见》指出“要进一步加强业务现场检查，防止以抽屉协议等形式规避监管。”

“子公司不得通过‘一对多’专户开展通道业务。”证监会《关于进一步加强基金管理公司及其子公司从事特定客户资产管理业务风险管理的通知》亦指出。

此外，各非银监管机构亦针对非标背后的通道业务提出“强化合作方筛选”及“明确风险权责”，均已从外围层面对潜在的套利可能进行围堵。

转移路径

事实上，银行可同其他金融机构合作，以包装、创新等方式使非标资产以其他形式继续存续。“中小企业私募债通道”就是其中方法之一。

在私募债通道模式下，证券公司为银行授信客户包装私募债并作承销，而银行则以非保本理财资金予以对接，即可实现对融资方的放款，由于为表外业务，且私募债可在交易所固定收益平台报价流转，该业务既不对风险资产构成占用，亦能节省理财项下的非标额度。

但是，对于私募债是否属于非标资产，不同银行间也存在争议。“严格意义上说，私募债不能算标准化资产，因为它流动性较差，而且不属于公开发行债券。”浙江一家城商行人士称，“现在是有的银行认，有的银行不认。”

同时，发行“总收益互换（TRS）理财”亦可能成为非标资产存续的另一扇“后门”。在该模式下，银行可通过 TRS 理财的发行，将银行潜在的投资关系隐匿于收益互换关系之中，而该业务亦可同时规避非标及风险资产额度限制。

然而，由于该业务属于创新业务，其规模短时间内难于实现突破。“这个业务很麻烦，每做一笔都需要报备，所以规模很难做上去。”一位接近民生银行人士坦言。据该人士透露，民生银行此前已将该业务暂停。

由于前述多条非标的“出逃”路径均存在种种问题，这或意味着未来非标业务的开展成本将进一步抬升，而这也将对银行创新监管套利的能力提出挑战。

部分业务未休

此外值得注意的是，此次政策虽然由央行等五部门联合祭出，但在部分银行人士看来，127 号文或仍具“弹性”。

“其实（127 号文）是对同业投资非标的模式予以了认可，只是需要计提足额的风险资产和拨备。”前述城商行人士表示，“具体到业务层面，还要看各家银行对文件的理解，像之前委托定向投资能不能做，文件并没有明确的禁止，所以我们默认还可以做。”

另一方面，127 号文关于同业投资第三方金融机构担保“遭禁”的规定，亦被业内人士解读为“活口预留地”之一。

“不得接受和提供‘第三方金融机构信用担保’，即只有同时满足‘第三方’、‘金融机构’、‘信用’这三个条件，金融机构才不得接受和提供担保。”一家城商行资金运营中心负责人指出，“换言之，只要有一个条件不满足，即可接受或提供担保。”

“例如可接受交易对手任何形式的担保，或第三方非金融机构任何形式的担保，抑或第三方金融机构的非信用担保”，该人士认为。

而据 21 世纪经济报道记者调查了解，127 号文虽然下发已有一周，但亦多家银行有关非标资产的买入返售、同业投资、委托定向投资的交易意向仍在继续。这也意味着，127 号文的实际执行效果或仍待时间的校验。

地方债

市政债自发自还 中央政府不再信用背书

来源：第一财经 5 月 22 日

财政部 21 日发布信息，上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、青岛、宁夏、江西省将开展地方债券自发自还试点。

财政部同时还下发了《2014 年地方政府债券自发自还试点办法》（下称《试点办法》），该办法从发布之日起实施。

海通证券首席分析师姜超和债券分析师李宁认为，国务院批准沪浙粤等 10 地区自行发债，自发自还而非财政部代发代还，意味着市政债正式出炉。未来将以自身信用评级为基础定价，而政府信用决定其定价向国债靠拢，将逐步替代利率高企的城投债，降低无风险利率和政府融资成本。“政府信用从企业中剥离，

代表财税改革的推进力度加大，也有助于金融定价的真正合理。”

中债资信评级业务部分分析师叶枫认为，此次试点地方政府债券自发自还是在前期试点的基础上，将偿还责任明确至发行债券的地方政府，解除了中央政府的信用背书，实现“谁举债，谁偿还”。

短期无碍城投债

《试点办法》解释说，自发自还是指试点地区在国务院批准的发债规模限额内，自行组织本地区政府债券发行、支付利息和偿还本金的机制。试点地区发行政府债券实行年度发行额管理，全年发行债券总量不得超过国务院批准的当年发债规模限额。2014 年度发债规模限额当年有效，不得结转下年。

根据今年的预算案安排，地方发债额度为 4000 亿元。中国社科院财经战略研究院研究员杨志勇对《第一财经日报》称，尽管文件没有明确表示，但是按照之前的情况，试点地区的发债额度应在 4000 亿的总盘子中。

按此计算，试点地区可以发行的地方债券规模将摊薄不过百亿，是否能够解地方财政之渴？资金不足是否会令地方继续通过其他不透明的手段找钱。杨志勇认为，制度完善需要一个过程，地方发债不放开肯定不行，分级财政下地方要做的事情太多又没有足够财力，没有“前门”肯定就会找“后门”，但试点期间规模不会太大。

如何判断地方发债规模的大小？杨志勇对本报说，主要方法第一是参看同样要面对市场的国债，第二是地方负债的能力，第三是试点情况。

中债资信 21 日发布分析报告称，根据各地区审计部门公布的审计结果，考虑到担保责任和可能承担救助责任债务的折算率后，2012 年北京、上海、浙江、广东、江苏、江西、青岛、山东和宁夏等 9 个地区，政府债务率分别为 99.86%、87.62%、68.50%、66.11%、60.34%、59.41%、58.66%、55.22%和 50.48%。

政府债务逾期率根据各地区审计部门公布的审计结果，截至 2012 年末，山

东、宁夏、广东、江西、江苏、青岛、浙江、北京和上海等 9 个地区除去应付未付款后的政府负有偿还债务的逾期率分别为 2.76%、2.41%、1.90%、1.55%、1.38%、0.86%、0.15%、0.14%和 0.01%。

中债资信统计认为，**地方政府发债受额度限制，规模仍很小，短期内对城投债的影响有限。**2013 年我国政府融资平台债券发行规模达 2.7 万亿元，而 2013 年试点自行发债的北京、广东、江苏、浙江、深圳、山东和上海等 7 个地区总计发债额度为 731 亿元，仅占融资平台债券发行额的 2.65%。“预计短期内地方政府发债对城投债的替代作用还难以显现。”

对于应该用哪一种指标来管理地方债务规模，有官员认为，应该用债务率而非额度限制。杨志勇认为，这应该区分的是，是否应该交给市场评价，否则如果中央政府一定要管理，无论债务率或是额度限制，其实都是等价的。

明示进行地方政府信用评级

《试点办法》首次明确要求进行地方政府信用评级。

财政部要求试点地区按照市场化原则发行政府债券，遵循公开、公平、公正的原则。并按照有关规定开展债券信用评级，与信用评级机构签署信用评级协议，明确双方权利和义务。

在信息公开方面，财政部要求，试点地区应及时披露债券基本信息、财政经济运行及债务情况等。试点地区信息披露遵循诚实信用原则，不得有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

尽管国务院办公厅曾在 1995 年发布了《关于地方政府不得对外举债和进行信用评级的通知》，对地方政府举债和信用评级进行限制。但随着经济发展，融资平台债的快速扩张，这条规定已逐步被打破。

叶枫认为，2013 年自行发债试点办法最后一条已提出“试点省（市）应当加强自行发债试点宣传工作，并积极创造条件，逐步推进建立信用评级制度”。此

后，在高层明确提出允许地方政府发行债券的指引下，财政部提出建立基于地方政府信用评级制度的地方政府发债机制，本次办法从政策执行层面明确了这一点。

杨志勇称，既然地方债券面向市场，地方政府信用评级制度也应交给市场，财政部门可以出台自己的信用评级制度，但只能在财政系统使用，不过可以推荐给市场。

《试点办法》称，试点地区发行的政府债券为记账式固定利率付息债券。2014 年政府债券期限为 5 年、7 年和 10 年，结构比例为 4：3：3。

姜超和李宁分析认为，试点期限为 5、7、10 年，远高于此前平台债务 5 年以下的久期，增加债务持续性。

地方债券怎么用？根据今年预算案提出加强地方政府性债务管理，赋予地方政府依法适度举债融资权限，建立以政府债券为主体的地方政府举债融资机制。除严格授权举借的短期债务外，**地方政府举借债务只能用于城市建设等公益性资本支出或置换存量债务，不得用于经常性支出。**

此外，预算案提出，研究制定地方政府债券自发自还改革方案，推动部分地方开展改革试点。“对地方政府性债务实行分类管理和限额控制，对没有收益的公益性事业发展举借的一般债务，由地方政府发行一般债券融资，主要以公共财政收入和举借新债偿还，对有一定收益的公益性事业发展举借的专项债务要由地方政府通过发行市政债券等专项债券融资，以对应的政府性基金或专项收入偿还。”

去年年底审计署公布的数据显示，截至去年 6 月份，我国地方政府负有偿还和救助责任的债务规模达到 17.9 万亿。

前英国伦敦经济政策署署长、现人大重阳高级研究员罗思义在其微博上表示，在其执掌伦敦经济与商业政策署时，伦敦发行 40 亿美元市政交通运输债券。根据经济学理论及这一实践经验，发行市政债为投融资是可行的，但债券为消费融

资是万万不行的。

与预算法三审精神一致

根据现行的预算法，尽管有规定在国务院授权的情况下，地方可举债，但仍被认为规定不清晰，使得地方更多通过不透明途径举债。刚刚进行的预算法三审对地方举债有更细致的规定，被认为将疏通地方举债途径。

中国法学会财税法学研究会会长、北京大学财税法研究中心主任刘剑文对《第一财经日报》表示，自发自还强调的是债务人的责任，与预算法三审稿的精神是一致的。

《试点办法》多处涉及地方融资渠道的要求，其中包括“允许地方政府通过发债等多种方式拓宽城市建设融资渠道”。

刘剑文表示，目前推出自发自还试点是有依据的，根据现行预算法第二十八条第二款规定，“除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券”。尽管没有详细说明什么是另有规定，不过财政部是国务院下属部门，由财政部出台的办法也显然得到了国务院同意，属于前述的“国务院另有规定”。

他认为，法律出台后就应按照法律规定执行，如果现在的办法与日后通过的预算法修正案冲突，仍应该以预算法为准。“从目前来看，并不是很矛盾，三审稿中也强调了地方举债的规模和额度。”

此外，预算法三审稿还提出，举债规模“由国务院报全国人民代表大会或者全国人民代表大会常务委员会批准。省、自治区、直辖市依照国务院下达的限额举借的债务，列入本级预算调整方案，报本级人民代表大会常务委员会批准”。

不过，“报人大批准”在财政部的方案中并没有体现。刘剑文对本报说，《试点办法》是部门下发的文件，不可能在这方面进行规定，如果是国务院的文件则有可能。

“应该有这些程序。”刘剑文说。此外，他认为应完善的细节还包括加强对

试点地区的监督等。