

目录

本期导读.....	2
金融支持实体经济力度不减 7 月新增信贷同比大增.....	2
银行同业存单监管趋严 34 家银行同业存单入围 MPA 考核.....	2
券商收缩业务追踪 新三板缘何变身最易丢分项.....	3
宏观政策.....	4
金融支持实体经济力度不减 7 月新增信贷同比大增.....	4
央行开展 2100 亿元逆回购 "削峰填谷"思路不会变.....	8
银行同业存单监管趋严 34 家银行同业存单入围 MPA 考核.....	11
监管政策.....	13
银监系统今年罚单金额已超去年全年 强监管风暴持续.....	13
央行：六方面强化资管业务监管.....	15
保险资管.....	18
保监会：保险资金决不能成为大股东投资控股的工具.....	18
行业新闻.....	21
IPO 盛宴下的 PE 退出：上市与并购双管齐下.....	21
券商收缩业务追踪 新三板缘何变身最易丢分项.....	28
双措齐出 推动资管业务规范发展.....	32
产品情况.....	34
信托产品.....	34
资管产品.....	35
银行理财.....	35

本期导读

金融支持实体经济力度不减 7 月新增信贷同比大增

央行昨日公布的最新金融统计数据显示出的趋势。7 月通常被视为传统的信贷小月,但是刚刚过去的 7 月,新增贷款却达到 8255 亿元,较去年同期增长 78%。其中,中长期贷款依然占据较大比重。与此同时,当月社会融资增量中,表外融资继续收缩,合计减少 644 亿元。

虽然信贷和社会融资数据符合政策调控的意图,但是广义货币(M2)的增速却继续下跌,创下历史新低。市场主流观点认为,M2 增速下滑以及超额存款准备金率下降由多方因素造成,货币政策的总基调并不会因此改变,仍将持续稳健中性。

银行同业存单监管趋严 34 家银行同业存单入围 MPA 考核

近日,央行发布《2017 年第二季度中国货币政策执行报告》明确,拟于 2018 年一季度评估时起,将资产规模 5000 亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入 MPA 同业负债占比指标进行考核。对其他银行继续进行监测,适时再提出适当要求。对此,接受《证券日报》记者采访的专家普遍预计,新规对银行影响有限,因为一方面 5000 亿元规模以上的银行主要是国有大行、股份制银行与部分大型农商行,受众面窄,且扩张相对有序稳健,达标压力小,另一方面给了时间缓冲,机构有调整时间。

截至 2016 年末，有 34 家商业银行资产规模超过 5000 亿元，其中多数银行在第二季度对同业业务作了调整。加之，目前未将规模 5000 亿元以下的银行纳入考核范围，为其留出调整时间。由于放开长期限同业存单发行，新规料不会引发流动性风险，未来长期限同业存单发行有望显著增加。

券商收缩业务追踪 新三板缘何变身最易丢分项

根据公开数据统计，从 2016 年 5 月 1 日至 2017 年 4 月 30 日（证券公司分类评价期是从 5 月 1 日至次年 4 月 30 日），券商涉及违规 187 次，其中涉及监管部门行政处罚 16 次、涉及监管措施 71 次、涉及自律措施 78 次、个人炒股被处罚 22 次。股转公司开出的罚单占到总罚单四成，新三板业务被认为是券商最容易丢分的一块业务。

对比新旧证券公司分类监管规定，扣分项规定出入不大，由于新三板罚单主要集中在自律措施方面，所以此次修改涉及新三板扣分内容的主要是将第十条修改为：“证券公司被证券期货行业自律组织采取书面自律监管措施的，每次扣 0.25 分；被采取纪律处分的，每次扣 0.5 分；证券公司被中国证监会授权履行相关职责的单位采取措施的，比照执行。”旧版本规定为：“证券公司被证券行业自律组织纪律处分的，每次扣 0.5 分。”新版的规定更为详细。

宏观政策

金融支持实体经济力度不减 7 月新增信贷同比大增

表外转表内的趋势在持续，金融支持实体经济的力度亦没有减弱。

这是央行昨日公布的最新金融统计数据显示出的趋势。7 月通常被视为传统的信贷小月，但是刚刚过去的 7 月，新增贷款却达到 8255 亿元，较去年同期增长 78%。其中，中长期贷款依然占据较大比重。与此同时，当月社会融资增量中，表外融资继续收缩，合计减少 644 亿元。

虽然信贷和社会融资数据符合政策调控的意图，但是广义货币（M2）的增速却继续下跌，创下历史新低。市场主流观点认为，M2 增速下滑以及超额存款准备金率下降由多方因素造成，货币政策的总基调并不会因此改变，仍将持续稳健中性。

表外回表内趋势延续

数据显示，7 月新增人民币贷款 8255 亿元，同比多增 3619 亿元，其中中长期贷款占比较大。

分部门看，住户部门贷款增加 5616 亿元，其中短期贷款增加 1071 亿元，中长期贷款增加 4544 亿元；非金融企业及机关团体贷款增加 3535 亿元，其中短期贷款增加 626 亿元，中长期贷款增加 4332 亿元，票据融资减少 1662 亿元。

从社会融资的结构看，银行体系“开正门，堵偏门”的动作仍在持续，表内信贷依旧占据大头，表外融资继续收窄。7 月份社会融资规模增量为 1.22 万亿元，其中当月对实体经济发放的人民币贷款增加 9152 亿元，而表外融资合计减少 644 亿元。表外融资统计口径包括委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票。

中金固收团队指出，企业的融资需求从表外非标融资转回到表内贷款融资的趋势没有变化，压缩票据规模，投放居民和企业中长期贷款仍是银行目前主要的信贷策略。

值得指出的是，信用债融资明显恢复。7 月企业债券融资增加 2840 亿元，为今年以来的最高值。而 6 月尚为减少 209 亿元。中金固收团队认为，恢复金融市场正常的直接融资功能符合货币当局的政策意图，下半年的企业债尤其是城投债的净融资仍将有所恢复。

M2 虽低 货币政策有望不变

此次公布的系列数据中，M2 因为持续保持低位继续受到市场关注。截至 7 月末，M2 余额同比增长 9.2%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 1 个百分点，继续创下历史新低。

究其原因，7 月财政存款大幅增加，达到 1.16 万亿元，这导致居民和企业存款下降明显，进而拖累 M2 增速。确实，数据显示，7 月住户存款减少 7515 亿元，非金融企业存款减少 3697 亿元。

目前市场的一个主流观点认为，随着去杠杆的深化和金融进一步回归为实体经济服务，M2 低速增长或将继续。中金固收团队也认为，下半年 M2 虽然未必会继续明显下滑，但要出现大幅回升也较为困难，可能总体在 9%-10% 区间内震荡。

央行在最新一期的货币政策执行报告里指出，当前 M2 增速比过去低一些，需要全面客观认识。此前 M2 增长较快与金融深化有关，主要体现为同业、理财等业务发展较快，但金融深化进程并非是线性的，为了兴利除弊也会有一定起伏，

比如近期 M2 增速有所降低正是加强金融监管、缩短资金链条、减少多层嵌套的合理反映。

“随着市场深化和金融创新，影响货币供给的因素更加复杂，M2 的可测性、可控性以及与经济的相关性亦在下降，对其变化可不必过度关注。”央行如是说。

人民银行参事盛松成建议，社会融资规模存量可视为 M2 的有益对照和补充，其对整个社会流动性状况衡量的准确性甚至可能超过 M2。

最近有一些市场声音认为，由于 M2、超额存款准备金率等较低，外汇占款持续下降，同时人民币汇率贬值压力减弱，降准的时间窗口已经打开。

对此，盛松成指出，当其他方式可以达到增加货币供应量的目的时，央行不一定要通过降准这一方式，降准最大的问题在于会向市场释放货币政策宽松的信号，而这与当前货币政策的总基调不符。因此，央行更倾向于通过 SLF、MLF 等工具达到调节流动性的目的。

上述货币政策执行报告中也强调，下一阶段将保持政策连续性和稳定性，实施好稳健中性的货币政策，灵活运用多种货币政策工具组合，合理安排工具搭配和操作节奏，“削峰填谷”维护流动性基本稳定。

央行开展 2100 亿元逆回购 “削峰填谷”思路不会变

分析人士认为，在央行精准调控之下，预计资金价格波动将有所下降，资金面极端紧张等情况将大概率下降。

《证券日报》记者从央行获悉，8 月 14 日，央行开展 2100 亿元逆回购操作，完全对冲当日到期量。其中，7 天品种 1100 亿元，14 天品种 1000 亿元，中标利率均与前期持平。

申万宏源证券首席宏观分析师李慧勇昨日对《证券日报》记者表示，7 月末由于缴税缴准因素造成短期资金面压力上升，央行相应增加公开市场投放予以对冲，跨月后流动性即趋于平稳。总体来看，7 月份在央行呵护下，资金面较市场预期更为平稳。从历史来看，8 月份外在冲击因素较少，资金面整体波澜不惊，央行或将逐步回笼前期维稳所释放的流动性，从“填谷”转向“削峰”。

8 月份以来，央行逆回购操作以 7 天和 14 天品种为主，基本维持零投放和小幅净回笼格局。上周，央行在公开市场净回笼 300 亿元。8 月份至今，央行累计净回笼 700 亿元。

据 Wind 数据显示，本周央行公开市场有 6000 亿逆回购到期，周一至周五分别到期 2100 亿元、1400 亿元、1000 亿元、500 亿元和 1000 亿元，无正回购和央票到期。此外，周二和周五分别还有 2875 亿元 MLF 和 800 亿元国库现金定存到期。对此，业内人士称，预计央行仍将采取一定力度的对冲操作。

中银国际证券首席宏观分析师朱启兵表示，近期，流动性整体维持紧平衡，并逐步恢复宽松，但本周到期资金规模较高，预计央行仍将对此进行续作。另一方面，逆回购滚动规模再次接近 8000 亿元，今年央行比较注重逆回购规模的控制和节奏的把控，因此近期央行逆回购操作已经开始净回笼。且由于近期没有 7 月初那样好的窗口来缩减逆回购规模，因此近期央行的净回笼与前期相比相当温和，总的来说，预计短期流动性可能仍将维持平衡。

央行在 8 月 11 日发布的《2017 年第二季度中国货币政策执行报告》中指出，下一阶段，央行将保持总量稳定，综合运用价、量工具和宏观审慎政策加强预调微调，调节好货币闸门。

对此，天风证券银行业首席分析师廖志明昨日对《证券日报》记者表示，央行提出下一步丰富逆回购品种，预计会推出 1 个月至 3 个月之间期限的逆回购，

填谷削峰，从而更精准地调控基础货币。在央行精准调控之下，预计资金价格波动将有所下降，资金面极端紧张等情况将大概率下降。

关于流动性“削峰填谷”操作节奏，央行指出，“每月中旬往往是多个因素叠加收紧流动性的时点，故公开市场操作‘填谷’的力度会大一些。而下旬则有财政支出供应流动性，公开市场操作的方向主要体现为‘削峰’，‘削峰’的尺度拿捏主要看财政支出的进度和力度，保持灵活性”，“避免某一阶段资金面持续收紧或宽松引发市场对稳健中性货币政策取向的误读”。

朱启兵表示，未来央行可能会更多采取货币政策错位操作的方式，由之前的“回笼提前、投放滞后”，转变为“回笼滞后、投放提前”，对流动性的影响正在转为正面，在改善流动性供给的同时回避向市场传达过多的宽松信号。

“未来货币政策维持稳健中性。”联讯证券董事总经理、首席宏观研究员李奇霖昨日对《证券日报》记者表示，上半年经济超预期，货币政策压力小，防风险、改革与金融服务实体成为主要任务，未来在具体执行时，“削峰填谷”的思路不会变，且准备新增其期限的公开市场操作品种以更好平滑资金面的波动。

交通银行金融研究中心首席金融分析师鄂永健也认为，二季度报告在下阶段货币政策展望中明确指出“实施好稳健中性的货币政策”，与一季度报告的措

辞一致，并无变化。因此，在当前经济运行平稳、物价走势总体稳定的情况下，预计年内货币政策仍保持稳健中性，不会放松。在具体操作上，逆回购、SLF、MLF 等仍是主要工具，保持流动性合理稳定、不紧不松，预计存贷款基准利率和准备金率不会调整。

银行同业存单监管趋严 34 家银行同业存单入围 MPA 考核

近日，央行发布《2017 年第二季度中国货币政策执行报告》明确，拟于 2018 年一季度评估时起，将资产规模 5000 亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入 MPA 同业负债占比指标进行考核。对其他银行继续进行监测，适时再提出适当要求。对此，接受《证券日报》记者采访的专家普遍预计，新规对银行影响有限，因为一方面 5000 亿元规模以上的银行主要是国有大行、股份制银行与部分大型农商行，受众面窄，且扩张相对有序稳健，达标压力小，另一方面给了时间缓冲，机构有调整时间。

兴业银行(17.05 -1.04%, 诊股)首席经济学家、华福证券首席经济学家鲁政委昨日对《证券日报》记者表示，自 2016 年第一季度起，MPA 考核中要求“同业负债占总负债超过 33%，则同业负债考核项即得 0 分”。未来将同业存单纳入同业负债，将使同业负债的“33%”红线进一步强化。“同业存单新规先从规模较大的银行开始实施，再适时推广，给予了规模较小的银行更为充裕的调整时间，能够减轻新规对市场的冲击。”

天风证券银行业首席分析师廖志明昨日对《证券日报》记者表示，这意味对同业存单的监管预期落地，期限一年以上的同业存单，本质上与金融债一致，期限错配小，不纳入符合监管逻辑。将期限一年以下同业存单纳入，将有效减少期限错配，降低流动性风险，压缩资金空转套利空间。

廖志明表示，截至 2016 年末，有 34 家商业银行资产规模超过 5000 亿元，其中多数银行在第二季度对同业业务作了调整。加之，目前未将规模 5000 亿元以下的银行纳入考核范围，为其留出调整时间。由于放开长期限同业存单发行，新规料不会引发流动性风险，未来长期限同业存单发行有望显著增加。

鲁政委表示，将一年以内同业存单纳入考核，将引起同业存单发行期限拉长。而拉长同业存单期限，有助于提高银行负债端的稳定性，减轻期限错配的风险。另外，利率互换迎来发展窗口。他表示，根据规定，原则上 1 年以上同业存单应当为浮息存单。而发行浮息存单时，商业银行可以结合利率互换工具，锁定负债成本，便利负债管理。

东方金诚首席分析师徐承远昨日对《证券日报》记者表示，央行的此番表态表明对同业存单的 MPA 考核具有温和试水的性质，以避免对市场造成重大扰动。

近年来，同业存单呈现爆发式增长。从发行情况来看，同业存单规模从 2013 年的 310 亿元一路飙升至 2016 年的近 13 万亿元。今年以来发行利率不断攀升，同业存单发行量也继续高歌猛进。数据显示，今年前 7 个月商业银行同业存单发行量已经超过 11 万亿元，同比增长 55.7%。

“同业存单的高速增长成为推高金融机构杠杆的重要工具，为金融体系带来了一定的风险隐患，加强同业业务成为金融领域强监管的重点方向之一。”徐承远表示。

徐承远预计，将同业存单纳入 MPA 考核只是对近年来野蛮生长的同业存单业务监管的第一步，监管机构将根据政策的实际效果继续完善监管体系，未来或将有进一步监管政策跟进。

监管政策

银监系统今年罚单金额已超去年全年 强监管风暴持续

银监系统今年罚单金额已超去年全年

银行业强监管大幕拉开，银监会及各地银监局针对银行开出罚单的密度和强度也远超去年。截至 8 月 15 日，来自银监会和各地银监局网站公布处罚信息显示，银监系统今年共披露 1649 张罚单，包括银监会 25 张，银监局 490 张，银监分局 1134 张，覆盖国有大行、股份制银行和城商行等各类银行机构，主要涉及领域包括信贷、票据、信披违规、违反审慎经营、挪用资金等几大类。

数据显示，2016 年银监会共处罚银行业机构 631 家，罚没金额 2.7 亿元，而今年截至第二季度，银监会系统处罚金额就已接近 3.4 亿。

8 月 11 日，上海银监局开出 6 张罚单，花旗银行、上海银行、华夏银行、天津银行、农业银行位列其中，华夏银行收到两张罚单，花旗银行则收到迄今银监局层面对商业银行做出的最高罚款，单张罚单金额高达 1064 万。

在目前监管层作出的行政处罚中，因信贷业务问题受到处罚的案例最多，主要违法违规事实集中在以贷转存等方式虚增存款、违规授信、贷款五级分类违规等，其中一线城市银行及分行信贷违规多涉及房地产领域。

除信贷业务外，同业票据业务也是处罚“重灾区”。业务审慎经营违规成为处罚主要案由，具体原因包括：承兑汇票业务严重违反审慎经营规则、办理无真实贸易背景贴现业务等。

业内人士认为，同业业务违规高发与近几年银行盈利模式的转变有关。银行同时面临“资金荒”和“资产荒”，在市场流动性较为宽松和部分银行规避监管的背景下，一些同业业务迅速做大，但同时也带来一些风险。中国社科院金融所银行研究室主任曾刚在接受记者采访时指出，宏观上看，这些问题的出现会导致资金空转，脱实向虚，加大金融市场波动；微观而言，大量同业套利过程导致风险没有被充分反映，金融市场的套利活动加重，容易导致新的风险出现。

通过对各类罚单类型的梳理可以看出，受处罚领域与银监会此前提出的四大风险点以及自查整改内容吻合，监管重点集中在不良资产、跨市场和跨行业产品、房地产市场等。曾刚认为，虽然银监会监管范围遍及银行所有主要业务方面，但受处罚的领域多是近年来发展较快，创新较多，市场化程度较高的新兴业务领域，而这类业务问题频发一方面是由于监管规则的滞后性导致规则不明确，另一方面银行自身风险管理不完善。

央行：六方面强化资管业务监管

中国人民银行 8 月 11 日发布《2017 年第二季度货币政策执行报告》。报告指出，把主动防范化解系统性金融风险放到更加重要的位置，采取多种措施，切

实维护金融安全和稳定。统一资产管理业务的标准规制，强化实质性和穿透式监管，减少监管套利，规范市场秩序。

报告认为，资产管理业务有效连通了投资与融资，对促进直接融资市场发展、拓宽居民投资渠道、扩展金融机构服务领域、支持实体经济融资需求发挥了积极作用，但资金池操作、产品嵌套、刚性兑付等问题也逐渐显现，当前资产管理业务存在流动性风险、多层嵌套导致底数不清、影子银行面临监管不足、部分金融机构无序开展资管业务等问题。

报告指出，对资管业务快速发展过程中暴露出的突出风险和问题，要注意到资管业务不是债权债务关系，要逐步引导其回归“受人之托、代客理财、投资者风险自担”的本质。当前应从统一同类产品的监管差异入手，建立有效的资产管理业务监管制度。

一是分类统一标准规制，逐步消除套利空间。建立资产管理业务的宏观审慎政策框架，完善政策工具，从宏观、逆周期、跨市场的角度加强监测、评估和调节。强化功能监管和穿透式监管，同类产品适用同一标准，消除套利空间，有效遏制产品嵌套导致的风险传递。

二是引导资产管理业务回归本源，有序打破刚性兑付。资产管理业务投资产生的收益和风险均应由投资者享有和承担，委托人只收取相应的管理费用。资产管理机构不得承诺保本保收益，避免误导投资者，要加强投资者适当性管理和投资者教育，强化“卖者尽责、买者自负”的投资理念。加强资产管理业务与自营业务之间的风险隔离，严格受托人责任。逐步减少预期收益型产品的发行，向净值型产品转型。

三是加强流动性风险管控，控制杠杆水平。强化单独管理、单独建账、单独核算要求，使产品期限与所投资资产存续期相匹配。鼓励金融机构设立具有独立法人地位的子公司专门开展资产管理业务。建立健全独立托管制度，充分隔离不同资产管理产品之间以及资产管理机构自有资金和受托管理资金之间的风险。统一同类产品的杠杆率，合理控制股票市场、债券市场杠杆水平，抑制资产泡沫。

四是消除多层嵌套，抑制通道业务。对各类金融机构开展资产管理业务实行平等准入、给予公平待遇。限制层层委托下的嵌套行为，强化受托机构的主动管理职责，防止其为委托机构提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。对基于主动管理、以资产配置和组合管理为目的的运作形式，给出合理空间。

五是加强“非标”业务管理，防范影子银行风险。继续将银行表外理财产品纳入广义信贷范围，引导金融机构加强对表外业务风险的管理。规范银行信贷资

产及其收益权转让业务。控制并逐步缩减“非标”投资规模，加强投前尽职调查、风险审查和投后风险管理。

六是建立综合统计制度，为穿透式监管提供基础。加快建设覆盖全面、标准统一、信息共享的综合统计体系，逐支产品统计基本信息、募集信息、资产负债信息、终止信息，实现对底层投资资产和最终投资者的穿透识别，及时、准确掌握行业全貌，完整反映风险状况。

保险资管

保监会：保险资金决不能成为大股东投资控股的工具

保险资金服务实体经济的能力正呈现显著提升态势。据保监会副主席陈文辉介绍，截至 2017 年 6 月末，保险资金通过债权计划、股权计划等方式，直接投资国家重大基础设施建设、养老社区和棚户区改造等民生工程，累计金额超过 4 万亿元。他透露，下一步，保监会将进一步完善保险资金服务实体经济的规则制度和配套政策，提高投资效率，缩短投资链条，降低资金成本，引导更多保险资金服务国家重大发展战略、重大改革举措和重大建设工程。

保险资金决不能成为大股东投资控股的工具

陈文辉强调，保险资金运用要坚持审慎稳健运作，深刻反思过去一个时期少数保险机构激进经营和激进投资问题并认真汲取教训，决不能使保险资金成为大股东投资控股的工具。他表示，保险资金最注重安全，树立审慎稳健的投资文化是保险资金运用的应有之义，也是保险资金运用安身立命之所在。

对于保险资金的运用，陈文辉指出，要把握三个原则：投资标的应当以固定收益类产品为主，股权等非固定收益类产品为辅；股权投资应当以财务投资为主，战略投资为辅；即使进行战略投资，也应当以参股为主。

陈文辉表示，保险资金运用还应“不忘初心”和“回归本源”，坚持服务保险主业的根本方向，正确处理保险的保障功能和投资功能的关系，保障是根本功能，投资是辅助功能、衍生功能，是为了更好的保障，不能本末倒置。

与此同时，保险资金运用还要提升资金运用能力。加快建立健全资产负债管理机制，强化保险机构资产负债匹配管理。加快提升股权、不动产、境外投资等不同投资领域的专业投资能力，做到“没有金刚钻，不揽瓷器活”。

陈文辉强调，保险资金运用监管工作将深入贯彻落实全国金融工作会议精神，坚持“监管姓监”的正确定位，厘清监管和发展关系，彻底摒弃本位主义和“父

爱主义”。坚持监管从严，确保监管“长上牙齿”，重拳整治保险资金运用领域乱象，对于违规行为严罚重处。认真查找投资监管体制机制上的漏洞，及时弥补监管制度上的短板。抓紧资产负债管理监管体系建设，逐步完善内部控制、信息披露等监管工作，积极推进保险资金运用分类监管。

据采访中心记者梳理，2017 年上半年，保监会陆续出台了《中国保监会关于进一步加强保险监管 维护保险业稳定健康发展的通知》(保监发〔2017〕34 号)、《中国保监会关于进一步加强保险业风险防控工作的通知》(保监发〔2017〕35 号)、《中国保监会关于强化保险监管 打击违法违规行为 整治市场乱象的通知》(保监发〔2017〕40 号)、《中国保监会关于保险业支持实体经济发展的指导意见》(保监发〔2017〕42 号)、《中国保监会关于弥补监管短板构建严密有效保险监管体系的通知》(保监发〔2017〕44 号)等系列文件(简称“‘1+4’系列文件”)，明确了当前和今后一个时期保险业强监管、治乱象、补短板、防风险、服务实体经济的任务和要求。

保险资金运用应实现资产多元化 将改进股权投资监管

近几年，保险资金股权投资在市场上赚足了眼球。数据显示，从 2010 年开始，特别是自 2012 年以来，短短的 5 年时间，保险机构股权投资规模出现快速增长，直接投资规模达到 13374 亿元，PE 基金 5031 亿元，股权投资计划 2692 亿元。

面对股权业务的较快增长，如何监管，防范金融风险成了保监会近期的工作重点。据保监会资金运用部副主任贾飙介绍，年初以来，保监会就着手系统性梳理现行监管政策，反思监管工作中存在的失之于宽、失之于软的地方，并出台了系列政策，切实弥补制度空白，填补监管真空。今后一段时期，将继续梳理完善制度体系。进一步明确重大股权投资和一般股权投资，建立黑白名单制度，支持保险机构开展财务投资。完善报告制下监管体系。

贾飙表示，保险资金运用应实现资产多元化，在现有的约束条件下，保险资金要服务于保险主业，沿着保险资金的性质进行投资。如投资养老、医疗等健康产业及一些重要的基础设施，这些项目可以提供长期稳定的回报，又能支持承保业务，这是保险资金未来发展的方向。另外，险资可以在支持经济转型中发挥作用，如进行创业投资，考虑投资创业投资的母基金或者私募股权母基金，以适应保险资金的特点。

行业新闻

IPO 盛宴下的 PE 退出：上市与并购双管齐下

投中研究院的数据显示，2017 年上半年全球中企 IPO 增速明显，共计 312 家中企 IPO，达到自 2014 年上半年以来的最高值。这些 IPO 企业中包括 158 家具有 VC/PE 背景的中国企业，共 455 家 VC/PE 机构基金实现账面退出。

2016 年全年，共计 345 家中企实现 IPO，其中的 164 家企业背后是 511 家 VC/PE 机构基金的支持。2017 年发审速度和过会率的大幅提升，为 VC/PE 投资机构通过被投项目 IPO 实现项目退出创造了更多的机会。“IPO 提速对所有的 VC/PE 都是利好的消息。实现更多企业的上市退出，获得更优秀的回报，这些都是非常值得期待的。” 麦星投资合伙人邬炜接受 21 世纪经济报道记者采访时说。

Pre-IPO 业务潮再现？

一直以来，市场并不缺乏以 Pre-IPO 为主要策略的短平快式投资。IPO 提速的窗口下，更多的资本开始瞄准 Pre-IPO 阶段。

企业在上报材料之前，都会进行一轮融资来储存“备战余粮”。因为企业一旦进入审核期，股东不能轻易发生变化，否则就要撤回材料。这样一来，如果企业在审核期内出现资金紧张的情况，就只能通过银行贷款来解决。这样企业的经营业绩可能会受到影响，不利于审核的通过。

亿宸资本选择以 Pre-IPO 投资为主，首先是基于对未来中国经济发展形势和 IPO 市场的看好。但是，由于 IPO 审核速度的加快，二级市场的差价在逐渐减小，市场估值倒挂的情况甚至也时有发生，Pre-IPO 还是门好生意吗？

马卫国接受 21 世纪经济报道记者采访时表示，这种现象确实存在，但并不是特别担心。“如果企业没有成长，可能会出现估值倒挂。我们选项目时有规模、成长性方面的要求，已经摊低了投资成本。在企业上市之后，我们还可以帮忙做产业整合并购，促进企业业绩、股票估值的上升，投资收益自然也会随之上升。”他说。

2008-2012 年，国内 PE 市场曾出现过一轮 Pre-IPO 投资的风潮。同期，VC/PE 通过 IPO 进行项目退出的比例超过 70%。

马卫国是近 10 年前那一轮 Pre-IPO 热的亲历者。总结当时的经验，他说，最重要的是在项目筛选阶段就严谨地进行风险把控。据了解，亿宸资本在选项目时有三项标准：一是，企业的净利润有一定规模，能看到明显的成长性；二是，企业在行业中具有相对优势；三是，跟企业的老板熟悉。“我要选最熟悉的企业，靠别人推荐介绍的那种也不是说不可以，但需要尽调了解和建立信任的过程，会相对来说慢一点。”他说。

并购退出的机会

邬炜对 21 世纪经济报道记者表示，IPO 提速对整个股权投资行业来说都是重大利好，但并不会因此把 Pre-IPO 作为主要的投资策略。

“我们仍然秉承对行业和企业有深入的理解，看重中长期的价值。这种价值的体现可以通过上市，也可以通过并购等方式实现。”邬炜说。

今年 4 月，麦星投资在 2011 年投资的开立医疗在创业板上市，另有多家被投企业处在 IPO 通道中。据了解，麦星投资过半的项目退出都是通过并购完成的，买方通常是行业里相对较大的产业整合者。

“在我们看来，并购的市场一定会越来越好。我们在投资时一定要选择在行业里面有价值的企业，在综合运营能力和业务方面都有亮点的企业。”邬炜告诉记者。

邓维在“投资家网·2017 中国股权投资峰会”上表示：“经历一年多的沉寂，并购重组将重新回归资本市场，因为并购重组一直是二级市场发展的主题。一些高难度的并购重组都开始出现在资本市场，为 VC/PE 的退出渠道打开了一扇更广阔的大门。”

盛世景集团在投资中强调“PE 的眼光、投行的方法、副董事长的角色”。邓维指出，传统制造业升级、消费升级下的非传统行业开放、新兴行业转型、能源结构改革，从这几方面启动的产业并购仍然是市场非常追捧和认可的。

“投行背景的人对国内外资本市场非常了解，能够很好地运用金融工具，例如通过投资模型对项目进行风险与判断，同时对项目的尽职调查也非常详细，标准也非常高。他们成立的私募股权基金，做早期投资比较少，多是偏后期一些的项目。在国外主要是并购基金，在国内多是成长期的 C 轮、D 轮或者 Pre-IPO 阶段。”投中研究院院长国立波介绍说。

早年有投行工作经验的团队，成为美元 PE 基金在中国投资的中坚团力量，在过去一些年在国内普遍取得了非常好的业绩。不过，他们正在面对来自人民币 PE 基金的激烈竞争，也已经或正在发起人民币基金。

“近年来，一些美元基金的投行背景合伙人也在纷纷逃离美元基金，开始设立自己的人民币基金。”他告诉记者，这些投行背景、运营过美元基金的团队，在发起人民币基金时，更容易受到人民币 LP 的青睐。

投资能力+投行思维

“投资机构如果既有发现价值的投资能力，又有为客户提供投行服务的专业能力，就比较完美了。”马卫国说。

据了解，马卫国为亿宸资本搭建了一支能够同时兼顾专业化投资和投行式服务的团队。组织架构设置上，除了设立传统的投资管理、基金管理、风险管理部门外，还特别搭建了投资银行部，与投资部门进行密切合作。

这样的运营策略，能够为企业的规范运作、IPO 协调沟通、上市以后的并购方面做出指导。“投行出身的投资人在做项目的时候有很多非常好的特质，如服务客户的能力和执行力都很强。他们往往以结果为导向，可以把事情在短时间内执行到位。”邬炜分析说。

他告诉记者，麦星投资最强调的不是投行思维或投行能力，最强调的是综合能力。也就是说，在前期要有行业的人脉和知识的积累，找到真正有价值的、能够长远发展潜力的企业；在执行的过程中的投资决策、投后服务、项目退出环节，强调执行能力。

2017 年 5 月 27 日，证监会发布了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（“减持新规”），并很快明确了关于首发企业中创业投资基金股东的锁定期安排及适用该政策的创业投资基金的具体认定标准。

减持新规拉长了 VC/PE 从被投项目中退出所需要的时间、加大了依赖一二级市场差价进行套利的成本，也更加考验企业本身的素质：如果企业足够优秀，可以通过 IPO 融资来更好地拓展业务，对投资人来说延迟退出是能够获得更高回报的；但如果企业的素质不够好，即使通过运作上市了、股价在短时间内冲到很高，但长期来看投资人的回报仍不会如期望的好。

“通过 Pre-IPO 投资、以短平快的方式实现投资和退出的机会会越来越少。”邬炜指出，以 80 后、90 后为代表的新一代创业者对资讯很敏感，学习能力也很强，这要求投资人在熟悉资本运作的同时更加关注行业的机会和公司本身发展所需要的能力判断。

券商收缩业务追踪 新三板缘何变身最易丢分项

8 月 14 日，2017 年证券公司分类评价结果出炉，在扣分项上，股转公司开出了四成的罚单，新三板隐然成券商最易丢分业务。那么，券商是否会因此加速撤出新三板业务呢？

有业内人士指出，对券商来说，扣分不是最大的问题，更重要的是能不能在新三板市场上赚钱。而对券商的新三板业务来说，业务结构调整已逼在眉梢。

新三板成券商最易丢分业务

8 月 14 日，2017 年证券公司分类评价结果出炉。一时间，有人欢喜有人愁。

值得注意的是，根据公开数据统计，从 2016 年 5 月 1 日至 2017 年 4 月 30 日（证券公司分类评价期是从 5 月 1 日至次年 4 月 30 日），券商涉及违规 187 次，其中涉及监管部门行政处罚 16 次、涉及监管措施 71 次、涉及自律措施 78 次、个人炒股被处罚 22 次。

在上述券商拿到的 187 次罚单中，由股转公司一家开出的罚单最多，共 76 张，占比总罚单的四成。甚至远高于证监会的 26 张罚单。除股转公司和证监会的罚单之外，其余罚单主要是来自各个不同地方证监局的罚单，总共 82 张。

统计显示，在评价期内，有 49 家券商因新三板业务拿到罚单。

2017 年证券公司分类评价结果，遵照的是 7 月 6 日证监会发布的《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》。

对比新旧证券公司分类监管规定，扣分项规定出入不大，由于新三板罚单主要集中在自律措施方面，所以此次修改涉及新三板扣分内容的主要是将第十条修改为：“证券公司被证券期货行业自律组织采取书面自律监管措施的，每次扣 0.25 分；被采取纪律处分的，每次扣 0.5 分；证券公司被中国证监会授权履行相关职责的单位采取措施的，比照执行。”旧版本规定为：“证券公司被证券行业自律组织纪律处分的，每次扣 0.5 分。”新版的规定更为详细。

股转公司开出的罚单占到总罚单四成，新三板业务被认为是券商最容易丢分的一块业务。

而券商新三板业务罚单主要集中在自律措施方面，较多见的内容是：新三板开户适当性问题、对企业信披违规问题未勤勉尽责、做市业务不规范等。

扣分多了券商可能面临降级，这也会涉及其缴纳的保护基金。

资料显示，从 AAA 级到 D 级的证券公司，分别按照其营业收入从 0.5% 至 3.5% 不同比例缴纳保护基金。从 AA 降到 A 将多缴营业收入的 0.25%，从 A 降到 BBB，将多缴营业收入的 0.5%。

扣分仅是撤退的表象

那么，作为最易被扣分项目，券商是否会因此而退出新三板业务呢？

“今年券商不喜欢做新三板业务，收益大幅下降，券商减少新三板业务的情况很多见。” 8 月 16 日，一位券商人士林江（化名）告诉记者。

以券商的龙头老大中信证券为例，在此次评级中，中信证券由 BBB 级重归 AA 级行列，不过面对新三板业务盈利不足，收益和风险的不平衡的现状，中信证券果断收缩新三板战线，持续解除与多家公司的督导协议。

有消息指，据不完全统计，自 4 月 30 日年报披露期限日至 8 月 10 日，中信证券已经先后同 43 家挂牌公司解除了持续督导协议，而同期该券商新增挂牌家数只有 8 家。

而新鼎资本董事长张驰告诉记者，今年券商减少新三板业务的现象相当普遍，原因是挂牌企业减少，同时融资额外也急剧减少。“不过，券商基本都没退出新三板业务。因为券商看好新三板这一蓝海，仍在布局。”

事实上，今年券商的新三板业务相当不好过。

一位业内人士张新（化名）告诉记者，“券商的挂牌业务有一个打包价，2015 年比较普遍的行情是 150 万，到 2016 年迅速上升到 200 万，涨幅达到 30%。预计今年肯定不涨价，涨不上去了，因为人家不愿意做，反倒有可能降低价。”

“2015 年行情好的时候，我身边那些工作仅两三年的券商员工，拿到 100 多万年薪都很正常，后来业绩不好了，员工拿二三十万是正常现象。”

张新介绍，今年大量的券商的新三板业务做了战略收缩，有些原负责新三板业务的人员转做 IPO、债券等业务，部分人员直接离开了这行业。

对此，林江则表示：“现在挂牌业务可能是‘鸡肋’，券商在新三板的业务结构会调整，减少挂牌和持续督导，保留融资中介、顾问、投资自营、资产管理等业务。”

曾多年从事券商投行新三板业务的菁财资本总裁葛贤通告诉记者，由于新三板企业已过万家，数量远高于 A 股公司，所以从比例来看，其实券商在新三板违规被罚比例不算高。“券商不会因为可能面临扣分而离开新三板市场，对于券商撤出新三板业务，扣分只是表象，更重要的是这个业务是否赚钱，如果能赚钱的话，券商不会撤退，完全可以派更专业、更优秀的人来干这事，提高项目质量，减少扣分等情况。”

双措齐出 推动资管业务规范发展

在经历了连续多年的高歌猛进后，我国规模庞大的资产管理业务开始进入平稳发展的规范期，而这得益于监管部门改变原有“铁路警察，各管一段”的监管思路，联手出击堵截监管套利。

央行在日前公布的《2017 年第二季度货币政策执行报告》中，就如何促进资管业务规范发展开设专栏，深入分析当前资管行业存在的五大突出问题，明确了对未来资管业务监管的六大举措。这或许意味着，备受市场关注的资管新规或将于近期出台。

今年“两会”期间，央行行长周小川就曾表示，由央行牵头“三会”正研究制定资管新规，旨在统一资管行业的监管标准，避免监管套利。目前我国资管业务主要包括银行表外理财产品、证券公司资产管理计划、信托公司受托管理的信托资产、基金及其子公司资产管理计划，以及私募基金、公募基金和保险资产管理计划。此外，除金融机构开展的资产管理业务外，非金融机构的资产管理业务也发展迅猛，以余额宝为代表通过互联网金融渠道吸引了大量社会闲置资金。根据央行测算，截至去年底，剔除交叉持有的因素后，各行业金融机构资产管理业务总规模达 60 多万亿元。

在监管部门看来，规模如此庞大的资管行业，目前存在五大突出问题：资金池操作存在流动性风险隐患；产品多层嵌套导致风险传递；影子银行面临监管不足；刚性兑付使风险仍停留在金融体系；部分非金融机构无序开展资产管理业务。但实际上，上述这些问题都共同指向一个问题——各金融子行业监管标准的不统一。最显著的表现，则是由于各金融子行业在投资范围、资本计提、杠杆限制等方面要求不同而存在套利空间，使得不同类型的金融机构之间相互合作，通过多层嵌套、层层加杠杆等方式做大收益。但同时，这种同业链条的无序拉长，也带

来了底层资产看不清、杠杆过高、资金脱实向虚等问题，甚至会引发系统性金融风险。

加强对资管业务的监管迫在眉睫，首要任务就是统一各金融子行业对资管业务的监管标准，包括投资范围、同类产品的杠杆率等。其次，加强对所投资产信息的统计，按照穿透原则，掌握底层资产的投资情况，摸清底数。此外，通过设立相关的监管政策，要求机构缩短同业链条，消除不必要的多层嵌套，抑制资金在金融体系内部空转等脱实向虚现象。

不过，单靠上述强监管的措施来规范资管业务发展，并不能完全实现促进资管业务良性发展的目的，毕竟市场和监管之间历来都是一场“上有政策，下有对策”的游戏。若想实现资管业务规范健康的发展，根本之举还是要回归“受人之托、代客理财”的资管本质，加强风险自担的投资者教育，打破刚性兑付，而这则是一个长期的引导过程，并非一朝一夕之功。

产品情况

信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 32 只，期限为 6-37 个月不等。年化收益率在 5.95%~8.50%之间。

资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 32 只。期限为 3-36 个月不等。年化收益率在 8.70%~4.50%之间。

银行理财

上周共搜集到银行理财产品 25 只。期限为 31-364 天不等。年化收益率在 4.52%-5.66%之间。