

民企纾困：背景、路径、影响及建议

合肥兴泰金融控股集团

徐 蕾 程丹润

咨询电话：0551-63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2209室

2018年11月09日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



内容摘要：

- ◆ 今年以来，去杠杆叠加中美贸易摩擦，我国民营企业的融资环境和生产经营状况出现一定恶化，民企从起初的流动性风险向信用风险演变，特别是上市民营企业的股权质押风险频发，进一步放大市场恐慌情绪。而在经济增速承压、企业盈利增速、现金流状况下降的背景下，这一问题或将加速凸显。
- ◆ 为此，以总书记民营经济座谈会为始，上下各部门迅速行动，民企纾困政策层出不穷，本专题在总结现有政策基础上，分析影响并提出建议。

民企纾困：背景、路径、影响及建议

一、背景

1. 政治背景：从“国进民退”到“两个毫不动摇”

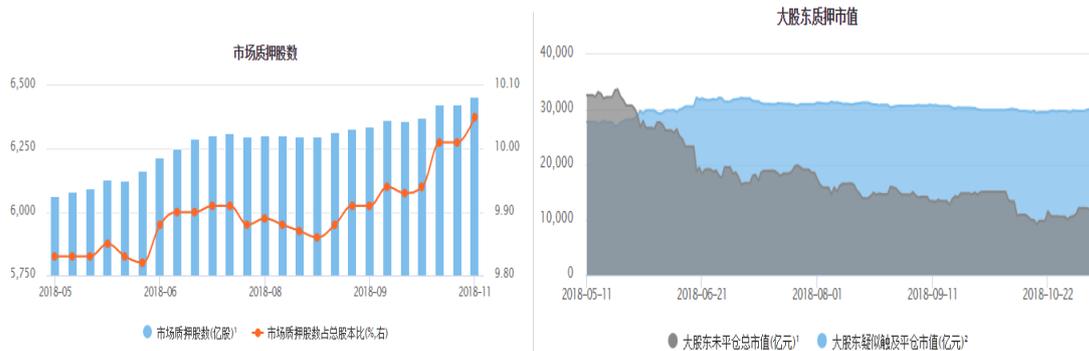
近年来，供给侧改革造成国企利润大增、债转股中的国企偏好、民营企业融资难融资贵等问题，导致“民营离场”等言论盛行，而在资本市场中，一些地方国资驰援有平仓风险的民企，也引发了“国进民退”的担忧。

9月底以来，总书记2次调研民营企业（9月27日辽宁忠旺集团，10月24日广州明珞汽车装备公司），1次给民营企业企业家回信（10月20日“万企帮万村”行动表彰民营企业企业家），1次政治局会议（10月31日研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难），直到11月1日，总书记召开民营经济座谈会，对民营企业纾困提出了具体要求。自此之后，上下各部门、各家金融机构纷纷表态并出台贯彻意见，利好政策不断。

2. 市场背景：当“高比例质押”遇上“持续暴跌”

股权质押是上市中小企业、民营企业重要的外部融资渠道，A股股票质押企业数量3542家，占有所有上市公司的99.58%。但具有更加明显的顺周期性，股价上涨能增加股东的资产流动性，股价断然下跌时，高比例的股权质押面临的风险将加速暴露。**一是控制权变更风险。**在股票价格下跌触及补仓线时，控股股东需要及时追加质押品，如果控股股东的质押比例已然过高，则很有可能出现“无券可押”局面，出借人有可能会强行平仓并使控股股东和公司面临实际控制权转移的风险，进而引发管理层的动荡并给公司的业绩带来不确定性。**二是再融资风险。**质押比例过高会使控股股东处于控制权转移的风险中，可能是穷尽所有办法的无奈之举，是财务状况恶化的表现，市场必然会对其信用产生怀疑，给再融资产生影响。

今年以来，受制于国内外贸易不确定性、金融去杠杆、信用环境收紧等因素的影响，A股市场普遍出现下跌，上证综指从2月初的3587下探至近日的2449，整体跌幅32%，由此导致A股大股东质押未平仓总市值不断缩水的同时，大股东质押疑似触及平仓总市值居高不下，股权质押“堰塞湖”风险突出。



二、路径

1. 监管部门：频繁喊话、新政不断

国务院	11. 8	国务院办公厅发布《关于聚焦企业关切进一步推动优化营商环境政策落实的通知》
央行	10. 22	始终坚持基本经济制度和“两个毫不动摇”，积极运用民营企业债券融资支持工具，提高民营企业金融可及性，为民营企业发展营造良好的融资环境。
	11. 6	用好债券、信贷、股权融资“三支箭” 引导设立民营企业债券融资支持工具。 民营企业债券融资支持工具由人民银行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，重点支持暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资。 再增加再贷款和再贴现额度 1500 亿元， 支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放。 特别是在对商业银行的宏观审慎评估（MPA）中，央行新增专项指标用于鼓励金融机构增加民营企业信贷投放；对支持小微、三农、扶贫、双创等普惠金融领域较好的金融机构，给予进一步的政策倾斜。 研究设立民营企业股权融资支持工具。 为稳定和促进民营企业股权融资，人民银行正推动由符合规定的私募基金管理人、证券公司、商业银行金融资产投资公司等机构，发起设立民营企业股权融资支持工具，由人民银行提供初始引导资金，带动金融机构、社会资本共同参与，按照市场化、法治化原则，为出现资金困难的民营企业提供阶段性的股权融资支持。
财政部	9. 5	关于金融机构小微企业贷款利息收入免征增值税政策的通知
	11. 1	关于科技企业孵化器 大学科技园和众创空间税收政策的通知
最高检	11. 7	依法平等保护民营企业合法权益，为民营经济发展营造良好法治环境；要始终坚持严格规范文明司法，对包括民营企业在内的涉经济犯罪案件，不该封的账号、财产一律不能封，不该采取强制措施的一律不采取，发现问题的要敢于监督纠正，确保企业正常生产经营秩序，实现办案政治效果、社会效果、法律效果的统一。
银保监会	10. 19	银行业金融机构科学合理地做好 股权质押融资业务风险管理 ，在质押品触及止损线时，质权人应当综合评估出质人实际风险和未来发展前景等因素，采取恰当方式稳妥处理。
	10. 25	发布《关于 保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知 》，允许保险资产管理公司设立专项产品，参与化解上市公司股票质押流动性风险，发挥保险资金长期稳健投资优势，加大保险资金投资优质上市公司力度。
	10. 26	《 保险资金投资股权管理办法（征求意见稿） 》公开征求意见，有效提升民营企业和中小微企业金融可及性，取消保险资金开展直接股权投资的行业范围限制，赋予保险机构更多的投资自主权，可以为民营经济发展提供更多长期资金支持，营造良好的融资环境。
	11. 8	初步考虑对民营企业的贷款要实现“一二五”的目标，即在新增的公司类贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于 1/3，中小型银行不低于 2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于 50%。 一是按照“资管新规”和“理财新规”相关要求，《 商业银行理财子公司管理办法 》已公开向社会征求意见，预计将可调动更多理财资金用于支持民营企业。 二是对出现 股票质押融资风险 ，特别是面临平仓的民营企业，在不强行平仓的基础上，“一户一策”评估风险、制定方案，采取补充抵质押品等增信方式，稳妥化解其流动性风险。
证监会	10. 19	刘士余接受新华社记者采访。 一是增强 创业板的包容性 ，提升创业板上市公司质量。推进新三板发行与交易制度改革，提升对挂牌企业的融资服务功能。 二是鼓励包括私募股权基金在内的各类资管机构募集资金，发起设立 主要投资于民营企业的股权投资基金、创业投资基金及债券投资基金 ，积极参与民营上市公司并购重组。 三是探索运用成熟的 信用增进工具 ，帮助民营企业特别是民营控股上市公司解决发债难的问题，支持中小型民营企业发行高收益债券、私募债券和其他专项债务工具。
	10. 26	新闻发布会，证监会支持各类符合条件的机构通过发行专项公司债券募集资金专门用于纾解民营企业融资困境及化解上市公司股票质押风险。将会同沪、深交易所对该类专项公司债券审核建立“绿色通道”，积极发挥交易所债券市场对纾解民营企业融资困境及防范化解上市公司股票质押风险的支持作用。（ 深圳市投资控股有限公司、北京海淀科技金融资本控股集团股份有限公司 纾困专项公司债券 ）
	11. 2	新闻发布会，证监会组织交易所债券市场启动了 信用保护工具试点 ，探索通过信用增进工具减少投资者购买民营企业债券的顾虑，支持民营企业债券融资。 （ 红狮控股集团有限公司、金诚信矿业管理股份有限公司、苏宁电器集团有限公司和浙江恒逸集团有限公司 四单民营企业信用保护合约，与其公司债券一级市场发行同步推进，以达到增强投资者认购信心、助力债券发行和降低发行人融资成本的目的。

2. 银行：一视同仁，加大投放

农业银行要求进一步加大信贷投放力度，加大战略性资源配置，把更多的信贷资源投放到民营经济领域，提升民营企业融资的可获得性。

光大银行 11月6日要求，支持民营经济要做到四个“一视同仁”，即信贷政策上一视同仁，不提高准入门槛；服务效率上一视同仁，不优柔寡断；激励约束上一视同仁，不厚此薄彼；产品创新上一视同仁，不左顾右盼。并提出从六个“落实到位”着力，一是专营机构建设落实到位，每家分行至少设立一家专营机构。二是信贷工厂推广落实到位，年底前由现有的12家扩展为25家。三是产品服务创新落实到位。四是企业减免收费落实到位。五是资源配置保障落实到位。六是内部考核激励落实到位。

中国银行 11月9日发布《中国银行支持民营经济二十条》，包括出台续贷再融资政策、调整抵质押率制度，多渠道支持民营企业发展。

3. 中债增+银行：发行信用风险缓释凭证（CRMW）

10月22日，央行提出引导设立民营企业债券融资支持工具，主要就是采用信用风险缓释凭证（CRMW）的方式。CRMW属于信用风险缓释工具（CRM）之一。CRM初期是以信用风险缓释合约（CRMA）和信用风险缓释凭证（CRMW）为核心产品，后又增加了信用违约互换（CDS）和信用联结票据（CLN）两项新产品。

CRMA是CDS在中国国情下的具体适用，简单来讲，投资者购买与之对应的信用风险缓释凭证后，相当于为这期债券购买了保险。如果该期债券违约，投资者可以得到一定比例的赔付，可以有效对冲违约风险。但不同于信用违约互换（CDS），CRMA可在上市后在二级市场交易转让。

CRMA早在2010年就已问世，截至2011年底总计只有6家机构创设了9只CRMW产品，后来直到2016年8月才又发行了1只产品，之后直到今年8月并没有新增CRMW发行。据统计，9月21日-11月7日，**市场共发行14只债券信用风险缓释凭证（CRMW）**，分别是中债增CRMW001（18太钢MTN001），中债增CRMW002（18荣盛SCP005），杭州银行CRMW001（18红狮SCP006），中债增CRMW003（18红狮SCP006），宁波银行CRMW（18富邦PPN003），浙商银行、中债增联合CRMW（18德力西SCP001）、江苏银行CRMW001（18红豆SCP004），中债增CRMW4（奥克斯CP002），中债增、杭州银行联合CRMW（18恒逸SCP007），中债增、中国银行联合CRMW（18亨通SCP012），中债增、工商银行联合CRMW（18正泰SCP001），工商银行CRMW（18盈峰CP001），工商银行CRMW（18珠江投管SCP003），中国银行CRMW（18荣盛SCP006）。其中，中债增单独发行4只，银行单独发行6只，中债增与银行联合发行4只，且发行提速不但加快，仅11月6日便发行6只。此外，浙商银行与江苏银行于11月2日在银行间本币交易系统实现首单中债增CRMW002（18荣盛SCP005）信用风险缓释凭证的二级市场交易。

在民企债券发行的同时，由专业的债券信用增进机构或由其联合主承销商向债券投资人卖出CRMA，引入更多资金充裕的风险厌恶型投资者参与认购，鼓励更多机构投资民企债券，为民企融资困境提供了一种市场化的解决思路，进而影响金融机构对民企的预期，逐步改善民企融资环境。

4. 保险：资产管理公司设立专项产品

按照《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》要求，充分发挥保险资金长期稳健投资优势，允许保险资金设立专项产品参与化解上市公司和民营企业股票质押流动性风险，且不纳入权益投资比例监管。

目前已有**4只专项产品落地，规模合计680亿元**，包括：200亿元“国寿资产—凤凰系列产品”，80亿元太平资产“共赢”系列专项产品，300亿“人保资产安稳投资系列1-6期专项产品”，100亿元阳光资产“阳光稳健专项产品”。

总体看，险资入市参与化解股票质押风险大多以战略和财务投资者角色进入，但模式可能是多样的，可以是直接股权投资，也可以是明股实债的模式，或者叠加有债转股的模式。可能有三个具体的纾困路径：**一是联合银行、券商等开展股票质押业务的机构，作为接续资金**，共同对优质标的再投资。国元证券的纾困资管计划已经与三家保险公司完成洽谈。**二是接手一些上市公司的股权**，帮助大股东解决流动性问题，待流动性危机解除后，大股东再进行回购。**三是通过可交债的方式，与上市公司股东合作**。若上市公司股东之前发行过可交债，不需要折价卖，但是可以修正一下股价条款来融资。比如，前期可交换股票的价格可能是30元，现在根据市场状况，把可交换的股票价格向下修正一些。险资介入提供资金，本身有票息，债性有一定保障，同时也有转股的筹码。

5. 券商：设立纾困资管计划

11月2日，由11家证券公司就意向出资**255亿元设立“证券行业支持民营企业发展系列母资产管理计划”**，签署发起人协议，约定各发起人自愿按照不低于前期意向的首次出资金额，在11月30日前以自有资金投入系列资管计划，作为引导资金以设立若干子资管计划，吸引银行、保险等资金投资，形成1000亿元总规模资管计划，专项用于帮助上市公司纾解股权质押困难。

据不完全统计，截至11月8日，已有国元证券（60亿元）、海通证券（50亿元）、国泰君安（25亿元）、招商证券（20.1亿元）、广发证券（20亿元）、国信证券（20亿元）、天风证券（10.5）等7家券商宣布出资金额等相关信息，**出资金额合计已达205.6亿元**。

此外，**银河证券**拟牵头，联合央企、地方国企、金融投资机构、大型民营企业集团等共同发起设立总规模达600亿元的银河发展基金（母基金）。

华安证券发起设立安徽华安支持优质企业发展投资管理基金，通过股权承接与回购，满足实际控制人对控制权稳定的需求，基金总规模暂定为50亿元，同时设立“证券行业支持民营企业发展系列之华安证券X号”系列资产管理计划，专项用于进行股票质押式回购交易，资管计划为平层，不做结构化安排。

据了解，多家参与支持民营企业发展资产管理计划的券商，基本上都是拟**采用基金中基金母子资管计划**的架构模式。这种架构模式是由券商或指定方担任母计划出资人，根据不同标的和业务类型联合不同社会资本成立多个子计划。资金来源：**一种**是母计划由券商单一出资成立单一资产管理计划，直接投向各子计划。子计划由母计划、银行、保险、资管公司、地方政府等专业投资机构，共同出资后投向具体项目。**另一种是**，母计划部分资金由券商出资，再向银行等其他金融机构募集部分资金，共同成立集合资产管理计划，各方按出资份额比例享有同等

权利义务。子计划则由母计划投资，再根据各项目具体情况，增加银行、保险、资管公司、地方政府等专业投资机构，共同出资后投向具体项目。

资管计划的投资范围，主要包括上市公司股票质押式回购项目、作为股票质押融资方的上市公司股权和大股东持有的非上市股权等。业务模式可能是类债权投资、类优先股投资、买断式股票投资和壳价值投资四种。

6. 公募基金：发挥牵头引导和运作能力

近期部分地方证监局向辖区内的基金公司下发了《关于支持辖区证券基金经营机构积极参与化解上市公司股票质押风险、支持民营企业发展的通知》，为公募基金参与纾困行动提出了一些要求，

《通知》指出，公募基金管理机构充分发挥专业优势，以自有资金或多渠道募集社会资金，通过成立资产管理计划等形式，参与化解民营上市公司流动性风险。《通知》要求，相关投资应坚持以财务投资为主，不谋求实际控制权，综合运用债转股、协议转让、股权重组、债务重组等市场化方式，并有明确清晰的退出方案。

《通知》表示，公募基金管理机构稳妥处置存量股票质押合约，帮助上市公司缓解流动性压力，中国证监会在产品的设计、出资比例、投资范围、风控指标计算等方面将按规定积极予以支持。一是为解决存量违约合约而新增的场内股票质押交易，不认定为新增合约；二是因化解上市公司相关股东股票质押风险，需要通过场外期权进行风险对冲的，各公司应当按相关规定进行报备和交易操作；三是经中国证监会机构部认可，符合规定的基金公司私募股权投资基金管理子公司可设立专项用于化解民营上市公司流动性风险的资产管理计划。证监会机构部原则上自收到基金公司有关方案之日起两个工作日内发表意见。

相比银行、券商和保险等金融机构，公募基金及其子公司具有能够直接影响到质押品价格、研究能力深入、配置资产种类灵活多样、风险收益匹配以及久期相对较长等优点，有利于疏解短期遭遇质押困境但中期行业壁垒充裕、成长前景良好的优质企业，是股权质押风险救助机制资金的良好来源，尤其是匹配了相对低成本、长久期的资金之后，公募基金对于化解风险和保持市场稳定健康发展都有重要作用。

理论上，公募基金可以拿出自营资金或募集客户资金，通过债转股、债权置换等方式帮助化解上市公司相关股东股票质押风险。但实践上，业内没有先例可循，公募基金参与帮助缓解流动性压力的具体方案正在研究讨论之中。与券商有所区别，公募基金并没有资产负债表业务，自有资金有限，**最可能的是以基金子公司及专户形式成立资管计划，发挥牵头引导和运作能力**更多的资金参与纾困行动，由于投资研究能力较强，有望发掘更多风险点。**以发起式封闭型混合基金的形式**出现可能性也较大。

7. 地方政府：降低企业成本+化解融资难+纾困基金

自10月中旬深圳市政府采取驰援上市公司的行动之后，地方密集出台促进民营经济或实体经济发展的政策，减税降费、降低企业成本是政策聚焦的重点，各地计划减负规模累计达万亿元，多个省份发起百亿级纾困基金，化解上市公司流动性风险。

深圳	<p>10月中旬，深圳率先发起首批百亿国资驰援上市公司，设立专项工作小组。</p> <p>11月5日，深圳市政府召开深化民营企业金融服务会议。</p> <p>11月5日，深圳出台《关于强化中小微企业金融服务若干措施》，疏通中小微企业融资难的关键瓶颈，市财政出资设立总规模为30亿元的中小微企业融资担保基金。</p>
北京	<p>10月30日，北京证监局召集辖区部分证券公司、基金公司、私募机构召开座谈会，研究引导社会资本参与企业纾困，以市场化手段化解股票质押风险的方式方法。</p> <p>11月1日，央行营业管理部、北京银保监局筹备组、北京市金融工作局等联合印发《关于进一步深化北京民营和小微企业金融服务的实施意见》，要求用好300亿元的常备借贷便利(SLF)额度，为发放小微和民营企业贷款提供流动性支持。将未经央行内部(企业)评级的单户授信500万元以下的小微企业贷款纳入SLF的合格抵押品范围。</p> <p>11月2日，北京证监局向辖区公司下发了《关于支持证券公司积极参与化解上市公司股票质押风险、支持民营企业发展的通知》。</p> <p>11月3日，北京市委主要负责人带领十六区和相关部门主要负责人，开展民营企业大走访，要求扩大融资担保基金，为民营企业提供增信支持；建立纾困“资金池”；深化民营和小微企业金融服务；稳住企业租金成本，降低贸易成本等。</p> <p>11月7日，北京市发改委发布《关于健全政策机制进一步促进民间经济发展的若干措施》。</p> <p>西城区拟发起设立北京新动力优质企业发展基金，目标规模100亿元，首期规模40亿元，由市区两级政府引导基金共同参与，积极引入合作金融机构及其他社会资本。</p> <p>朝阳区整合总规模达250亿元的资金支持企业发展，</p> <p>海淀区成立专业平台支持优质上市企业，发起设立百亿规模的纾困基金，北京市政府表示有意再配1-2倍的资金支持。</p>
上海	<p>11月3日，上海发布《关于全面提升民营经济活力 促进民营经济健康发展的若干意见》，建立规模为100亿元的上市公司纾困基金；为优质中小民营企业提供信用贷款和担保贷款100亿元；逐步扩大中小微企业政策性融资担保基金规模至100亿元，将担保对象从小微企业扩大到民营大中型企业。</p>
广东	<p>9月10日，广东省正式公布降低制造业企业成本、支持实体经济发展的“实体经济新十条”，涵盖降低税收、用地、用电、运输、融资成本等10个方面，预计未来三年可累计为企业直接降成本超2000亿元。</p> <p>11月4日，广东省民营企业座谈会。</p> <p>11月7日，广东发布“民营经济十条”，提出持续降低民营企业成本负担。</p> <p>10月下旬，珠海市政府联合多家金融机构拟共同发起设立“粤港澳国家战略新兴产业驰援母基金”，首期规模100亿元。</p> <p>汕头、东莞等地均陆续计划设立发展基金，专项用于帮助有发展前景的本地上市企业纾解股权质押困难，规模合计数百亿元。</p> <p>11月8日，人银广州分行联合广州市委统战部等五部门印发《关于加强金融支持广州市民营企业发展的实施意见》，成为全国最早发布支持民营企业发展实施意见的省会城市之一。</p>
浙江	<p>11月2日，浙江省民营企业企业家表彰大会，出台新一轮企业减负政策，力争全年为企业再减负1500亿元。</p> <p>11月2日，浙江组建上市公司稳健发展支持基金，首期融资100亿元，用于化解股权质押风险，支持上市公司健康发展。</p> <p>11月7日，中国银行间市场交易商协会、中国人民银行杭州中心支行、浙江省地方金融监督管理局共同签署了《浙江民营企业债券融资支持工具合作协议》，全国第一个签署民营企业债券融资支持工具三方合作协议的省份。</p> <p>11月8日，浙江银行业保险业支持民营企业民营经济高质量发展大会召开，在浙银行保险机构共同签署《浙江银行业保险业支持民营企业民营经济高质量发展公约》，约定联合行动满足民营企业合理信贷需求，并持续开展“减费让利”，降低民营企业融资成本。</p>
江苏	<p>11月4日，江苏印发《进一步降低企业负担促进实体经济高质量发展若干政策措施》，这是该省2016年以来第四个降本减负的政策文件。此次共涉及28条政策措施，预计可为实体经济企业降本减负600亿元左右。</p>
山东	<p>9月28日，山东出台“支持实体经济45条”，提出一系列减税降费措施，省级层面每年可为企业减负108亿元。</p> <p>11月2日，山东召开民营企业企业家座谈会，对无不良信用记录、纳税信用级别达到标准的小微企业，可发放“银税互动”贷款；规范发展小微企业转贷基金，以政府资金为主导的转贷基金使用费率原则上控制在同期银行贷款基准利率上浮50%以内等。</p>
江西	<p>11月6日，江西印发《关于进一步降低实体经济企业成本补充政策措施的通知》，在落实前三批130条政策措施的基础上，又增加了一系列补充政策措施。该省明确提出，力争2018年全省企业成本降低1200亿元以上、三年累计降低2800亿元以上。</p>
福建	<p>11月8日，经福建省政府同意，福建省地方金融监督管理局、人民银行福州中心支行、福建银保监局(筹)、福建证监局、省国资委联合出台《关于防范化解上市公司股权质押风险的指导意见》，多策并举降低上市公司股权质押风险，支持省属国企与金融机构加快设立总规模150亿元的省级纾困基金(首期规模20</p>

	<p>亿元)，按照市场化、专业化方式运作，重点支持福建省实体经济领域上市公司，纾解股权质押风险。</p> <p>厦门设立多个百亿级专项基金，其中包括财政出资为主导、社会资本参与的纾困基金等，出台《关于促进民营经济健康发展的若干意见》，新增应急还贷资金 10 亿元，扶持厦门市因临时资金周转困难而难以按时还贷的企业。</p> <p>泉州出台《进一步支持民营企业健康发展行动方案》，全力助推民营企业创新发展、转型升级，推动泉州高质量发展。</p>
四川	<p>10 月 29 日，成都市出台上市公司纾困帮扶八条政策措施，其中就包括将按照“政府引导、社会参与”的原则，建立100 亿元上市公司帮扶基金，采取股权、债权等方式向上市公司及实际控制人提供资金支持，化解上市公司或实际控制人流动性风险。</p>
湖南	<p>10 月 31 日，湖南计划发起上百亿基金驰援上市公司，提供流动性支持，防止公司股东股票平仓而产生信用风险，协调金融机构给予支持，缓解企业实控人股权质押压力及企业经营性的融资压力，协助引入行业龙头战略投资辖区企业或者促成战略合作。</p>
吉林	<p>11 月 2 日，吉林通化市拟发起设立 50 亿元规模的支持上市公司发展基金，由市县两级政府共同参与，积极引入金融机构及其他社会资本，均采取股权、债权等方式向上市公司及实际控制人提供资金支持，化解股权质押流动性风险。</p>
安徽	<p>11 月 6 日，民营企业发展座谈会。</p>

8. 地方国资：专项债券+专项基金

委托贷款、股权转让质押、入股战略股东	<p>“深圳高新投” “深圳中小担”从债权和股权两个方面入手，以市场化、专业化的方式，负责统筹协调化解上市公司控股股东股票质押风险事宜。</p>
专项债券	<p>深圳市投资控股有限公司发行 10 亿元的“深投控 2018 年纾困专项债券（第一期）”，深交所首单纾困专项公司债券。</p> <p>北京海淀科技金融资本控股集团股份有限公司在上交所发行了纾困专项债，规模 8 亿元，募集资金主要用于支持优质民营科技上市公司发展，纾解上市公司股权质押风险。</p>
专项基金	<p>浙江省国有资本运营有限公司与农银金融资产投资有限公司、中国农业银行浙江省分行签署《战略合作框架协议》和《有限合伙基金协议》，正式设立“浙江省新兴动力基金”，合作投资目标规模 100 亿元，首期规模 20 亿元，将主要投向浙江省内上市公司，特别是民营上市公司，帮助其缓解债务压力。</p> <p>广东省属金控平台粤财控股拟联合广发证券、易方达共同成立目标规模200 亿元左右的广东上市公司新动能基金，将通过市场化方式运作，专项用于纾解广东省内优质上市公司股东股权质押风险，维护金融市场稳定。</p>
直接接盘	<p>安徽省投资集团旗下安徽铁路发展基金携手招商局资本、芜湖市建投，共同发起设立一家特殊目的公司芜湖铁元投资，通过协议方式受让 11.81%长信科技股权，入主上市公司，成为长信科技实际控制人。</p>

三、影响及建议

1. 短期影响

民企融资特别是大型民企融资有望迎来拐点，宽货币向宽信用传导或将加速。政策发力方向确定后，随着多部门参与化解股权质押风险，借助债券市场的工具等为民企增信，形成多个部门“几家抬”局面，民企面临的融资坚冰有望逐渐松动，特别是优质民企料将受益。虽然民企经济效益承压，信用困境犹存，但监管发力信用缓释与扩大不良处置渠道，民企将成为本次宽货币传导至宽信用的桥头堡，有助缓解信用隐忧，后续民企信用风险将有所降低，融资环境将得到改善。

2. 长期影响

民企纾困并非一朝一夕就能实现。一是政策受益群体也可能存在差异。从信用债融资层面来看，当前国企与民企、优质民企与其他民企的“分层现象”依然较为明显。

目前最为确定的是优质民企违约风险有望明显降低，虽然 10 月信用债融资规模回升，但其中民企债尤其是中低信用等级民企债占比并不高。近期又出现个别新增民企债违约主体，已有违约发行人仍有新的到期债务违约。这些政策短期内能降低大型龙头民企违约风险，但要惠及普通民企仍存在难度，而违约更多发生在那些资质差的民企身上，更何况当前民企经营压力在上升。**二是民企基本面还谈不上已触底。**自 2010 年四季度以来，民企债发行人的利润增速普遍高于国企债发行人，但进入 2017 年以后，这一趋势发生反转，并且民企债发行人落后的程度在扩大，民企债基本面尚未出现拐点，各项支持政策有助于改善优质民企债投资意愿，但市场对民企债整体风险偏好修复还需等待。**三是警惕处置风险的风险。**不管是银行、券商还是地方国资，援驰民企的资金不是用来做慈善的，不仅有成本，而且追求一定合理的汇报。而这一切都是建立在对未来民企整体发展环境向好的基础上，倘若经济下行压力增大，民企股价在二级市场持续下跌，一些援驰基金和产品将面临很大的风险，不仅保底收益无法兑现，甚至会出现大规模坏账（参照 2009 年四万亿时，短时间政策要求下天量银行信贷投放导致大规模坏账）、爆仓（比如 2015 年股灾时国家队救市越救越跌）、挤兑等情况，形成处置风险的连带风险。

3. 建议

这些年，我们出台的民企支持政策不可谓不多，“非公经济 36 条”“民间投资 36 条”“放管服”“放宽投资准入”等等，什么样的政策对民企发展才真正管用？

一是真正地坚持市场化原则。民企发展的很多困境都来源于市场化不够彻底，而如果坚持市场化的方向，就可以改善对民企的信心。比如说去产能政策，环保限产不应搞行政命令的“一刀切”，而是制定排放标准和规则，根据空气质量变化安排错峰生产，国企民企一视同仁、一个标准。再比如，金融政策要想切实改变对民企的信心，最重要就是在国企和融资平台领域打破刚性兑付，放开债务违约，那么金融机构就会对国企和民企一视同仁，对优秀的民企才会自发地提供金融支持。

二是继续大规模推行减税政策。总书记把减税降费列为扶持民企的六大政策之首，明确提出要推进增值税等实质性减税，对小微企业、科技型初创企业可以实施普惠性税收免除，降低社保缴费名义费率。由于增值税是最大的税种，如果未来还能进一步加大增值税税率的改革，简化三档税率为两档，并且进一步下调增值税税率，可以切实改善企业和居民的债务负担。最重要的一点是，税收代表了政府掌握的资源，其实就是走向市场化的最为直接的证据。

三是优化现有民企纾困政策。保持政策与收益的平衡，民营企业纾困本身有帮助民营企业脱离困境的目的，也有赚钱收益的目的，行业特质的差异决定纾困资金的时间成本和相应风险是不同的，纾困资金需要根据标的企业所处行业的技术经济特征进行分析，通过“长短结合”“削峰填谷”的配置，不同风险偏好的资金选择不同风险的项目。**救助企业避免负反馈效应，**被救助企业一定是符合产业方向、有发展前景的企业，真技术、好产品、有市场，具备“自我造血”功能，不能是无底洞的“僵尸企业”。**加快金融市场建设，**譬如信用风险缓释工具定价面临着很大困难，因为目前债券违约率和历史清偿率这些定价标准本身就很模糊、且缺乏透明的信息。

免责声明

兴泰智库成立于 2016 年 8 月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。

《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业分析、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。