

外国自然人可对上市公司战投 A3

汾渭平原“蓝天保卫战”纳入清洁取暖试点 A4

套利降温背后的融资逻辑 A8

地方债置换本月收官

6000 亿额度发行或低于预期

本报记者 杜丽娟 北京报道

财政部实行的 3 年债券置换工作本月即将完成,按照最初的计划,财政部将通过 3 年左右的过渡期,发行地方政府债券完成存量地

置换完成低于预期

置换节奏放缓,很大程度上是监管层从严收紧地方债的发行进度。

伴随地方债务置换窗口不断临近,在置换时间限制下,7~8 月置换债券的供给压力将进一步增大。

据中诚信国际统计,7~8 月平均每月预计发行置换债券 4325 亿元。

“目前 7 月份发行债券并没有完成预期规模,对于 8 月来说发行压力会持续增大。此外,考虑到未来可能存在部分待置换债务核减

平台去杠杆化

“关于地方隐性债务,目前还没有一个明确的界定,也没有官方数据,就业界来看,地方隐性债务最大一块就是融资平台债务。”

事实上,对于地方政府来说,不论置换工作是否能如期完成,债务风险仍是其重要工作。

根据中诚信国际测算,若以显性债务为衡量,2016 年负债率超过欧盟 60% 警戒线的是贵州省(74.0%),债务率超过 100%警戒线的是贵州、辽宁等 7 个省份,北京、上海、西藏等较低。

若考虑含隐性债务口径的负债率及债务率,2016 年负债率高居首位的仍是贵州省,债务率位居前列的是天津、贵州等省份。尤为需要注意的是,从各省地方债发行结构看,债务风险较高的区

域以置换债发行为主。

“关于地方隐性债务,目前还没有一个明确的界定,也没有官方数据,就业界来看,地方隐性债务最大一块就是融资平台债务。”上述不愿具名评级公司人士说。

该人士介绍,就当前地方政府债务风险,更重要的是对隐性债务的防范。这几年随着中央对地方政府直接债务的防范、化解,直接债务风险得到了控制。但隐性债务这块仍然在继续增长。

以城投债为例,目前城投债的余额约为 7.42 万亿元,根据不完全统计,债券融资占融资平台债务的

比重为 25%,以此计算,融资平台的债务余额大概在 30 万亿元左右。如果再考虑没有发行债券的融资平台的债务,融资平台的债务规模就远不止 30 万亿元的量级了。

上述不愿具名评级公司报告显示,从到期城投主体现金流状况来看,近半到期城投公司的净现金流为负,债务偿付主要依赖再融资与流动资产变现。

“部分城投企业流动性对政府回款的依赖较高,其中以政府应收款为主的占流动资产比例均值为 19.8%,部分企业该比例高达 90%以上。”报告指出。

在城投企业再融资环境整体收紧的背景下,为确保债务偿付,城投企业对政府回款及时性要求更为迫切。

事实上,这一路径依赖随着 2014 年 43 号文的发布,已经被堵死。文件明确城投公司与地方政府的信用边界与债务边界,坚决遏制城投公司依托政府隐性信用背书新增政府债务。

袁海霞认为,根据 88 号文要求,地方政府对于城投企业的存量担保债务,仅承担适当民事赔偿责任,最多不超过债务人不能清偿部分的二分之一。“如城投企业因无

力清偿债务,且无法清偿的债务未纳入政府性债务,则城投企业作为市场化主体可按市场化原则破产清偿,地方政府作为城投企业股东,按出资情况在破产清算中承担相应责任。”

对于城投企业的破产清算,长期从事经济实践和生态研究的加拿大 AltaNatural 公司首席执行官金建方认为,中国已经有《企业破产法》,当企业经营不下去的时候,可以宣告破产,但企业可以照常运营,继续向社会提供产品和服务,这与传统《破产法》有明显的区别。“就像

股票市场的退出机制一样,这种操

作可以使企业保持新陈代谢的合理流程,目前这种破产法已经美国证明,具有可操作性。”

不过,在上述评级公司人士看来,具体实践中,城投企业采取破产清偿仍需考虑多方面因素。

对于承担公益性职能的城投企业来说,其破产清偿对于辖区内同样承担公益性项目的企业再融会产生负面影响。“对于业务市场化程度较高,已转型为市场化独立运营的城投企业来说,在无力清偿债务的情况下采取破产清偿的可能性相对较高。”上述评级公司人士说。

袁海霞分析,地方债置换结束后,地方债发行将以新增债券及再融资债券为主,其中新增债券平均每月发行占比预计将接近七成。

记者了解到,按资金用途划分地方债的发行结构,地方债可以分为新增债券、置换债券和再融资债券。

袁海霞分析,地方债置换结束后,地方债发行将以新增债券及再融资债券为主,其中新增债券平均每月发行占比预计将接近七成。

袁海霞分析,地方债置换结束后,地方债发行将以新增债券及再融资债券为主,其中新增债券平均每月发行占比预计将接近七成。

袁海霞分析,地方债置换结束后,地方债发行将以新增债券及再融资债券为主,其中新增债券平均每月发行占比预计将接近七成。

袁海霞分析,地方债置换结束后,地方债发行将以新增债券及再融资债券为主,其中新增债券平均每月发行占比预计将接近七成。

编者按 / 股权质押新规的落实,一方面确实有助于防控风险传导,维护资本市场稳定,但是另一方面,如果出现监管“一刀切”的现象,也使得一些民企的融资需求被限制,融资成本被抬高。如何平衡监管与实体经济的发展,后续监管将如何调整,实体经济的营商环境如何改善,本报将持续关注。

股权质押新规严控 民企融资雪上加霜

本报记者 崔文官 成都报道

股权质押新规《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(2018 年修订)》实施近 5 个月,行业正发生深刻变化,股权质押融资变得越来越难。曾经连

业务规模 5 个月降三成

“新规总体导致股票质押市场项目标准提高,资金公司减少,融资利率提升,部分银行、券商等资金方大幅提升业务标准,并已出现部分资金方暂停放款等情况,预计市场规模将逐步收缩,部分高杠杆、高质押比例融资人面临资金周转困难。现在券商股权质押业务的标准提高好多,对标的筛选也更加严格,业务战线全面收缩。”一家中字头大型券商投行部人士在接受《中国经营报》记者采访时如是说。

股权质押新规规定,股票质押率上限不得超过 60%,单一证券公司、单一资管产品作为融出方接受单只 A 股股票质押比例分别不得超过 30%、15%,单只 A 股股票质押市场整体质押比例不超过 50%。

实际上,除了场内股权质押收紧,场外股权质押业务也在收紧。今年 5 月份,证券业协会发布通知,要求证券公司、证券公司子公司及其管理的集合资产管理计划或定向资产管理客户,不得作为融出方参与场外股权质押交易;不得提供上市公司股票质押融资的第三方中介服务。通知自发布之日起实施,存续合约可以延期购回,期限不超过 1 年。

民生证券分析指出,“证券业协会的通知是对 3 月 12 日正式实施

的股票质押式回购业务办法的补充,也与前期监管口径保持一致。因此,该通知将堵住券商参与高风险质押融资交易的规则漏洞,避免质押违约风险向金融机构传导。”

这一说法得到信托、银行为主的场外质押机构的印证,一家城商行相关人士接受《中国经营报》记者采访时表示,“银保监虽然没有正式下文,但是开会的时候已经提醒过银行,场外股权质押业务参考证监会的标准。”

西南地区一位券商人士告诉记者,“股权质押分为场外和场内,场外主要以银行和信托为主,场内主要以券商为主,因为券商有丰富上市公司资源,因此这块业务做得比较多。新规之后,说明高质押率的情况,一去难返了。市场质押率持续下降,目前主板普遍在 3~4 折,而中小创则在 3 折左右,甚至未必能接。如果有业务上门,首先必须考量这家公司流通市值超过 50 亿元,交易流动性不好的公司直接拒绝。其次,公司业绩必须要好,质地好可以考虑,一般公司直接拒绝。”

而据上述城商行相关人士透露,“场外股票质押的监管尺度不及场内,但目前股票质押不算优质资产,以前觉得上市公司质押业务

有优质抵押物、流动性又高,去年以来却发现,质押股票已经没法作为清算资产,这笔融出资金忽然变成信用贷款,整个业务逻辑都发生了变化,再加上不少上市公司的股东补仓能力不足。”

不难看出,无论是从事场内质押的券商还是从事场外质押的银行、信托,目前对股权质押项目也

“与国有控股股东上市公司融资渠道广、融资成本低不同,大部分民营企业融资渠道窄,融资成本高,股票质押新规后民企上市公司融资更加困难。政策的制定应该区分民企和国企业的区别,而不能一刀切。”

著名经济学家宋清辉在接受《中国经营报》记者采访时表示:

相关 股权质押业务全面收紧

2013 年 5 月——三足鼎立
交易所发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(试行)》,标志着证券公司正式在股票质押市场“分羹”。由于业务办理流程简便,同时坐拥上市公司资源,以券商为主导的场内股票质押迅速崛起,股票质押市场从原先的银行、信托“二分天下”,变为“券商、银行、信托”三足鼎立,券商后来居上。

2014 年底——半壁江山
仅一年半的时间,信托的市场份额从此前的 50% 降至 10%,银行市场份额也大幅下降。而券商则从极小的市场份额猛增至 60%。在股权质押市值方面,也占据半壁江山。

2017 年——增幅放缓
股权质押业务迅猛发展背后留下了隐患,从 2017 年下半年开始,股市的下跌导致平仓、爆仓事件频发,风险显现。当年 9 月股权质押收紧的政策开始吹风,这也导致 2017 年股权质押业务增幅放缓。

2018 年——全面收紧
2018 年,监管层正式按下刹车键。1 月 12 日,上交所、深交所与中国证券登记结算有限责任公司,发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(2018 年修订)》,并自 3 月 12 日起正式实施。新规对股票质押划定的“四条警戒线”,即股票质押率上限不得超过 60%,单一证券公司、单一资管产品作为融出方接受单只 A 股股票质押比例分别不得超过 30%、15%,单只 A 股股票质押市场整体质押比例不超过 50%。

新规的发布,意味着场内质押业务收紧,长达 5 年的股权质押暴增周期遭打断。尽管目前股权质押业务已有所恢复,但与之前相比却不可同日而语。

是慎之又慎。

实际上新规影响已经显现。Wind 数据显示,2018 年 1~7 月份,券商股权质押数量 678.84 亿股,市值 7069.46 亿元,其中“3·12”新规至今券商股权质押数量 434.73 亿股,市值 4240.04 亿元。无论是质押股市还是质押市值均较去年同期下滑了近三成。

8 月 2 日,一位不愿具名的评级公司人士告诉《中国经营报》记者,这很可能出现不能置换完毕的情形。“对于这些未置换完毕的债券或者将延期置换,或者终止置换后不纳入地方政府债务”。

新接近尾声,市场供给压力不断攀升,预计下半年地方债供给规模超过 3 万亿元。

中诚信宏观金融研究部研究员汪苑晖认为,过去 3 年地方政府债务置换“以时间换空间”,通过发行成本较低、期限较长的地方债置换原有的存量债务,实现了优化债务期限结构,对缓释地方政府债务风险起到一定作用。

2015 年,财政部下发《关于对



2.77 万亿元。2018 年置换规模尚余 1.73 万亿元,按要求需在 8 月底前完成全部置换工作。

记者了解到,按资金用途划分地方债的发行结构,地方债可以分为新增债券、置换债券和再融资债券。

袁海霞分析,地方债置换结束后,地方债发行将以新增债券及再融资债券为主,其中新增债券平均每月发行占比预计将接近七成。

记者了解到,按资金用途划分地方债的发行结构,地方债可以分为新增债券、置换债券和再融资债券。

袁海霞分析,地方债置换结束后,地方债发行将以新增债券及再融资债券为主,其中新增债券平均每月发行占比预计将接近七成。

袁海霞分析,地方债置换结束后,地方债发行将以新增债券及再融资债券为主,其中新增债券平均每月发行占比预计将接近七成。

袁海霞分析,地方债置换结束后,地方债发行将以新增债券及再融资债券为主,其中新增债券平均每月发行占比预计将接近七成。

袁海霞分析,地方债置换结束后,地方债发行将以新增债券及再融资债券为主,其中新增债券平均每月发行占比预计将接近七成。

袁海霞分析,地方债置换结束后,地方债发行将以新增债券及再融资债券为主,其中新增债券平均每月发行占比预计将接近七成。

袁海霞分析,地方债置换结束后,地方债发行将以新增债券及再融资债券为主,其中新增债券平均每月发行占比预计将接近七成。

袁海霞分析,地方债置换结束后,地方债发行将以新增债券及再融资债券为主,其中新增债券平均每月发行占比预计将接近七成。

袁海霞分析,地方债置换结束后,地方债发行将以新增债券及再融资债券为主,其中新增债券平均每月发行占比预计将接近七成。

袁海霞分析,地方债置换结束后,地方债发行将以新增债券及再融资债券为主,其中新增债券平均每月发行占比预计将接近七成。

企业融资受限

此外,质押新规对资金融入方也提出新的要求:首先,融入方首笔初始交易金额不得低于 500 万元,此后每笔初始交易金额不得低于 50 万元;其次,融入方不得为金融机构或者从事贷款、私募基金投资或私募基金股权投资、个人借贷等业务的其他机构,或者前述机构发行的产品,符合要求的创业投资基金除外;再次,融入方融入资金存放于其在证券公司指定银行开立的专用账户,并用于实体经济生产经营。

上述投行人士表示,“这些规定在抬高交易门槛的同时,也缩减了资金的使用范围,使得企业股东的股权质押融资受限。”

四川一家上市公司实际控制人向《中国经营报》记者表示,“此前金融机构大力发展股权质押,经常有机构来我们这拜访探讨股权质押业务,而今不仅质押难度增大,而且融资成本也高了,更明显的变化是我们反过来要‘求着’机构都未必能拿到资金。”

也是因为股权质押新规,该公司的融资难度加大,上述控制人正在筹划将控制权转让出去。“实际上,在去杠杆背景下,不少上市公司大股东越来越处于缺钱状态,但股权根本质押不出去。之前已经有很高债务了,生产成本、人力成本一直居高不下,我们又不像国企更容易获得银行的支持,再融不到资只能转让股权出去了。”上述上市公司实际控制人感叹道。

另有一家上市公司的第七大流通股自然人股东向记者称,“日前自己曾找到多家机构试图进行股权质押融资,用于体外项目培

养和项目建设,但是由于涉嫌短融长用,四处碰壁,至今未能成功出。此前有些券商能够将质押率大胆做到 70%,后来按照新规要求不能超过 60%,不过很多机构的业务质押率基本控制在 35%~50% 区间。”

上述投行人士也向记者证实,“现在市场中确有很多质押需求,但碰壁者很多。虽然上市的民企通常资质不错,但是通过股权质押进行融资已经不再容易,机构开始审慎对待一度被看轻的表内信贷。我们现在主要是过去长期合作的优质客户才给 4 折的折扣,资质一般公司股权质押请求我们通常不接的,接了审核也过不了。”

也有接受记者采访的业内人士认为,与国企相比,民企很难持续从银行拿到便宜的资金,因此不得不寄望股权质押,而今随着监管从严,后续对于上市公司的民企股东资金饥渴也会越来越严重。

而上述投行人士也表示,“随着市场调整明显,无论是发债融资、股权融资还是质押融资,资金都将向优质企业和部分绩优国企集中。”

宋清辉则表示,“股票质押新规与金融去杠杆的方向一脉相承,防范一些公司股票质押被平仓对市场的冲击,保护投资者的利益。政策的制定者应该更多地考虑这方面的问。对于民企上市公司融资难、融资贵的问题,应该考虑的较少。政策的制定应该区分民企和国企业的区别,而不能一刀切。预计后续将会有新的政策缓解民企上市公司融资难现状,以激发民营企业活力。”