

发展政府产业引导股权投资基金 积极推进财政金融改革

□黄奇帆

党的十八届三中全会指出，经济体制改革的核心问题是处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。重庆组建政府产业引导股权投资基金，由财政资金与社会资本合作设立基金，以市场化方式开展股权投资，是落实十八届三中全会改革要求，按照市场化方向推动财政体制改革和促进形成企业股本市场化补充机制的重要举措。

完善财政体制、解决制度瓶颈的重大改革

当前，我国财政部门在促进产业发展资金的使用中还存在一些问题。一是资金使用还不充分。常年有结转结余资金沉淀，经年累计，可能出现大量的闲置资金，有效使用不足。二是资金投向分散，包括技术改造、困难企业补助、进出口类企业补贴、中小微企业补助等多种用途，绩效难以评估。三是尽管有严格的管理规定和程序，但实施过程中难免出现“灰色交易”。从财政管理角度看，组建政府产业引导股权投资基金有五个重要意义。

第一，通过1:3或1:4甚至更高的杠杆比，放大财政扶持资金，以市场化运作方式投入到技改、技术进步和科研开发产业化等方面，还可加大产业重组、企业并购力度，有助于促进经济结构调整、产业结构调整和资源优化配置。

第二，有助于财政资金保值增值。私募股权投资基金年化回报率往往在10%以上，甚至达到15%到20%。财政资金与社会资本同股同权，同等回报。

第三，推动企业向混合所有制发展，完善企业法人治理结构。财政性资金和社会资金对国有企业、民营企业发展，会使得企业股权多元化，有助于企业完善法人治理结构，更好地适应市场经济的需要，符合十八届三中全会全国企业改革方向。

第四，政府机关、政府公务人员一般不直接参与基金运作管理，可减少政府干预和个别公务人员的灰色交易。

第五，通过建立产业引导股权投资基金的运行模式，使市场发挥资源配置中的决定性作用。

用，政府和财政部门仅仅提供基本的市场“守夜人”服务。

完善企业股本市场化补充机制的重要渠道

当前，我国经济发展面临的一个突出瓶颈，就是企业股本缺乏市场化补充机制，致使企业债务过重，这是一个比政府债务更为严重的问题。

目前，我国中央和地方两级政府负债规模28万亿元，大体占GDP的50%左右，而美国政府债务占比达到了110%，欧洲政府债务占比120%，日本占比更是高达200%多。我国企业负债总额已达70多万亿元，占GDP的比重达130%，高于世界成熟经济体50%-70%的一般水平。之所以造成这样高的负债率，根子上是企业股本的市场化补充机制还没有建立。

中国企业的融资过去总是在围绕借债做文章，没有跳出举债扩张—危机—重组—再举债扩张”的循环。比如上世纪80年代初，国有企业资产负债率普遍不到20%，但经过10多年积累，到上世纪90年代中期升至80%左右，以至于相当一批企业陷入资不抵债、资金链断裂的危机之中。国家不得不进行关闭重组等“外科手术”，2000年企业负债率才降到了50%左右。而十多年下来又逐渐上升到70%，企业债务总量就达到了GDP的130%。

要跳出这个循环，关键要发挥资本市场的作，核心是抓好两个市场。一个是公募市场，建设多层次资本市场体系，重点为企业提供面向社会公众融资的渠道。近年来，证监会积极推动股票发行注册制度改革、完善上市公司退市制度、促进证券行业创新发展、打击内幕交易等，为证券市场发展奠定了良好基础。另一个是私募市场，大力发展私募基金和股权融资。美国股票市值20万亿美元，私募基金规模有37万亿美元，私募市场的规模远高于公募市场。而我国目前股市市值20多万亿元，比私募基金多4-5倍，私募基金市场还有着广阔的发展潜力和空间。

贯彻十八届三中全会精神，形成健全的多层次资本市场体系，多渠道推动股权融资，就能形成企业股本的市场化补充机制，解决好我们

经济发展面临的融资结构失衡的瓶颈问题。具体到重庆，就是要通过组建政府产业引导股权投资基金，拓展股权融资渠道，形成4:4:2的社会融资结构，即银行贷款占比40%，直接融资占比40%（包括发行股票和债券占25%-30%，私募基金占10%-15%），表外融资及其他非信贷融资占比20%。

选择合作方的“五个维度”和“四个条件”

重庆市政府结合私募基金募集、投资、管理、退出四个环节，首批选择了16家合作基金管理人。主要基于“五个维度”考量：

一是资金来源要合理。私募基金筹集资金不能搞“高息揽存”，也不能搞散户的“众筹融资”。与上市公司公开募集资金不同，私募基金的合伙人数不能太多，一般不超过200个，主要是机构投资者和个人投资者中的大户。此外，私募基金也不宜去做信托资金、银行资金的所谓“通道”业务，资金来源不顺畅、不合理、不规范，将影响基金正常运作。

二是资金用途要规范。私募基金不能拿募集资金去二级市场炒股，或者炒房、炒汇，私募基金就是搞企业投资、股权投资的，这和共同基金、货币基金、对冲基金有本质区别。尽管法律法规对基金炒股、炒汇没有禁止性规定，但此类机构不宜作为政府产业引导基金的合作伙伴。

三是要有健康的投资理念和成熟的投资技能。就被投企业的生命周期而言，私募基金的投资可以分为在初创阶段的天使投资、在快速成长阶段的创业投资、在成熟运行阶段的技改投资，以及在企业出现危机、需要展开并购时期的并购重组投资等阶段。私募基金在哪个阶段介入企业，要看自身的投资战略，更要看投资能力和水平。私募基金应对企业的战略前景有清晰判断，对企业的财务结构能科学地尽职调查，对企业运行态势有足够的判断力，应坚持长期投资，避免仓促“临门一脚”、短期变现退出的情况。

四是要有良好的退出机制。就私募基金退出通道而言，有上市转让（包括A股、创业板、新

三板等），在地方产权交易市场转让或区域性股权转让挂牌转让等途径，也包括战略投资并购以及原来投资企业的股东回购、管理层收购等方式。基金退出时的交易能力也是选择合作伙伴的重要考量。

五是要有良好的投后管理架构。私募基金投资一般应该是参股性质的，不应以控制企业生产经营为目的，而应通过股东大会、董事会等机构，帮助企业完善内部治理、提高决策能力和水平，帮助企业提升价值。

具体而言，重庆市政府选择合作的16家基金合伙人主要把握好“四个条件”。

一是考虑私募基金在业界的“名声”。比如一个坐标有四个象限，总应在第一象限里去选择，在业界排名靠前的、名气声望响亮的自然容易“中选”。好的私募基金对被投资企业是一种“背书”，好的LP对GP是一种“背书”，政府财政引导资金的投入对基金管理团队也是一种“背书”。

二是项目选择能力。一个优秀的基金管理团队，应该有敏锐的项目筛选能力，以及选好项目后的整体策划、打造能力，为企业提升核心竞争力，不断发掘出升值空间。

三是投后管理的能力。设计一个投资方案以后，让企业能够接受，能够平衡，能够发展，从而能够顺利实现退出的交易结构至关重要。这样投资后基金也能很好的参与管理、参与决策，又不跟企业实际控制人发生过度“摩擦”。

四是退出业绩。有良好的既往退出业绩，在一定程度上代表着私募基金的综合实力和运作水平。

重庆推进产业引导股权投资改革的总体考虑

第一，投资规模。重庆市政府今年首期安排25亿元财政引导资金，以后逐年投入，五年后财政资金总投入预计将达到150亿元、甚至200亿元。通过1:3或1:4的杠杆比，每年能够形成100多亿元投资，五年后形成至少500多亿元规模。

第二，投向结构。财政资金投向工业、农业、科技、现代服务业、文化、旅游六个行业，基金管

理人的选择也适度引入竞争。根据各行业投资项目储备和社会资金配套等情况，再考虑新增财政资金。

第三，基金来源。除了财政出资外，还考虑由国有企业资本以股权投资基金的形式投资，形成国有企业资本的股权投资基金，改变以往直接投资产业的做法。同时，鼓励民营企业组建股权投资基金，进而形成财政、国资、民资三类股权投资基金共同发展的格局，争取每年投入70-80亿元左右的各类资本金，引导400-500亿元社会资金投资。

第四，环境支撑。股权投资基金总是选择成长性好、潜力强的地区落地。重庆有良好的发展潜力和投资环境，经济增长连续多年处在前列，动力结构、投资结构和效益结构比较好，相应的企业发展也比较好，为股权投资基金发展提供了坚实的经济基础和广阔的投資市场。

总之，重庆积极发展产业引导股权投资基金，促进私募股权基金行业发展，为财政体制改革作出了有益探索，完善了企业股本的市场化补充机制，提高了金融业服务实体经济的能力，是落实十八届三中全会改革精神的具体实践。



东南大宗商品交易中心
Dongnan Commodity Trading Center

商品上市 融货融资

国家级金改平台 国侨办华大主办

诚邀：会员单位、授权服务机构、生产商

④ 400-990-3358

www.dnbce.com

金融“新常态”确立 名义利率基本见顶

□广发证券首席经济学家
中国社会科学院教授 刘煜辉

7月份金融信贷数据疲软，是需求因素还是供给因素并不重要，实际上也分不太清。是银行偏好收敛、供给限制，还是需求萎缩？三者可能都有，但需求内生萎缩的力量可能越来越强。因为目前银行信用配额并不紧张，7月票据融资再次大幅上升1726亿元，意味着银行仍在使用票据冲规模，而票据直贴利率下降和企业短期贷款大幅下跌，都说明实体经济融资需求不足。

名义利率可能见顶

这与上半年度经济数据的状态是一致的，表明总需求下行。上半年虽然软数据GDP、工业、固定资产投资开始反弹，但硬数据铁路货运、发电、黑色金属价等继续疲软，说明以基建投资增长和出口回暖为主要驱动力的短暂复苏并不足以抵消房地产投资放缓带来的影响。房地产下行周期难以改变，这一调整可能要持续2-3年。

然而，未来利率和融资成本能否下行？从中线的角度看，个人判断趋于乐观，因为宏观政策的框架可能正在转换。

金融稳定在多维的中国货币政策目标中的重要性正显著上升。近一年来，央行在资产业务推出了一系列货币工具的创新，通过SLO+SLF构建短端利率走廊，最近又推出PSL试图打造中长端政策利率指引。一旦未来发生流动性紧缩导致的风险内溢，这套机制可以果断向那些具有系统重要性的机构提供流动性支持，并在系统性风险出现时对整个金融市场提供窗口指导和注入流动性。

财政赤字货币化越来越明确。下半年预算财政开支有余力不足（上半年的财政收支差额处于10年来同期最低水平。按照全年1.35万亿元的财政预算赤字，下半年的财政净支出将低于去年同期），加之财政部未来两年要承担财税改革的重任，特别是央地事权和财权的重大调整，不便操作，国开行某种程度成为了财政二部，央行为国开行提供PSL融资。

金融“新常态”确立

与以往财政赤字货币化不同，时下参与的主体在发生转换。过去6年加杠杆的主体是地方政府，地产本质上也是地方政府融资模式的关键一环，因为地产融资最终也转化为地方政府各种收入）。而今年以来加杠杆主体正悄然转移至中央政府及相关主体（所谓开发性金融）。由此带来的结果是不一样的，即中央银行态度迥异。

央行对央、地加杠杆的态度是泾渭分明的，我们可以理解，为什么央行只愿意在资产端操作（再贷款、PSL），而非常谨慎负债端的操作（准备金的释放）？从目前体制讲，一旦流动性掌控权交到了银行手里，就意味着央行失去了对地方杠杆的把控。

央行是否已经在扩张，数据上依然是“云山雾罩”。在央行的资产负债表和其他正式报告中，是无法证实的。上半年央行的资产负债表只温和扩张了7.5%，但国开行的资产负债表仅二季度就扩张了1.5万亿元。另有几组数据似可作某种佐证：第一，4月M2同比增长较上月1.1个百分点，但一般存款大降6546亿元；第二，其他存款性公司对其他金融性公司负债增加近2万亿元；第三，在商业银行人民币信贷收支表中，包括国开行在内的三家全国性大型银行同业负债增加1.11万亿元。

央行与“政策性金融”之间的勾连是怎样进行的，目前仍不清楚（若央行和政策性金融并表，或看得更清楚）。我们只做理论上的推演，眼下状态下央行需不需要扩张？如果M2增速保持在13%的话，一年法定准备金造成的银行间流动性缺口就在2.6万亿元-3万亿元，这一数据随基数还会继续上升。按未来投资和储蓄账户的状况，一年通过外汇占款能补充1.5万亿元算相当不错了，理论上讲，剩下的缺口都得靠央行的资产业务来弥补，否则利率就会失控。

因此，名义利率可能基本是见顶，当然未来下行速度可能未见得很快。但政策的趋向还是非常清晰的。宽松政策会延续，央行和中央的资产负债表趋势倾向扩张概率大，资金供给方向向上，资金需求会逐渐产生内生收敛的效果；中线地产周期向下，意味着通胀难变“真老虎”，宏观政策顾忌不少；利率向下的力量可能在中线上逐步聚集的态势。

资本市场脱离危险区

从未来宏观经济状态的演变分析，中国资本市场走势趋向乐观的概率正在上升。

股票市场有可能经历“阴阳”两界的估值切换，有点类似于欧洲2012-2013年场景。2012年7月，德拉吉不惜一切代价保卫欧元区，以欧洲央行无限印钞为保证，遏制了国债收益率这一风险传导链条核心的上升趋势，从而成为欧债危机的转折点，并开启了欧洲股市持续至今的大幅上升。

我们把这种变化称之为“估值频段的切换”。未来市场演化，经济指标可能只是辅料，房地产下行周期是长时间概念或会逐步被市场所接受，对经济数据强弱的敏感度可能会逐步钝化。因此，投资策略或许需要与经济指标脱钩。

未来相当长一段时间，股票指数方向的关键决定力量是对系统性风险预期的变化，而非经济指标强弱。央行货币政策给出了一个影影绰绰的方向，投资者逐步认识到央行愿意开始走上前台扮演最终贷款人的角色。由于货币宽松（央行扩表）和（中央）政府负债，经济的尾部风险有可能被封杀，而央行（包括政策性金融）有足够的政策灵活度和实施空间，想要随时扩张资产负债表并不存在太多的技术困难。只要能顺利承接，对市场的冲击就会大大降低。不确定性的降低就会转化为市场上涨的动能。因此，今年A股指数未必能涨多高，但有可能是脱离危险区的一年。

在这套机制运行下，利率上行大体上有两个CAP的。比方说10年期国债的收益率上行到5.5%以上，政策性金融的融资就可能更多通过PSL或再贷款，金融债发行就会缩量。而在市场出清力量开始释放前，融资成本想要很快下来也不容易。当资本回报率越来越衰弱，资产周转率（货币流通速度）越来越慢，随着时间的推移，整个杠杆将越来越靠央行来维持。

经济“新常态”的定位。“新常态”

**驰骋国际白银市场
把握双向投资机会**

LEADWAY FORTUNE
领汇财富

贵金属投资顾问

资本脱离危险区

交易赠好礼活动

交通银行国际金融服务——‘纸白银’

- 批资账户白银，更低交易成本
- 双账户双向交易，更多投资机遇
- 连续交易时间，接轨国际市场
- 九种投资货币，自由灵活选择

2014年7月7日至2014年9月30日，纸白银交易量达到等值2000美元及以上的前1000名客户，将获得价值100元的奖品一份（全国范围内合计送出1000份奖品，先到先得，送完为止）。

客服热线：95559 www.bankcomm.com

交通银行
BANK OF COMMUNICATIONS

您的财富管理银行