

# 研究报告

2020 年第 37 期

2020.09.04

执笔：何迪

邮箱：

di.he@icbc.com.cn

## 资本市场发展中的金融“脱”媒

—— 资本市场相关中间业务系列研究之一

### 摘要：

- 中国资本市场进入全面深化改革，不断完善其资源配置功能，从而推动经济继续向市场体制转型，进行产业结构调整、增长方式转变。本文从梳理部分 2020 年中国资本市场政策变化开始，进一步分析直接融资和间接融资的特点，及其对经济转型升级的影响。
- 此过程中，短期内企业直接融资比例上升，或对间接融资市场存在冲击，但长期来看一个健康的资本市场可以有效分摊金融系统性风险，完善信用价值闭环，降低杠杆率，提升资产质量和盈利能力，有利于金融市场的做大做强。通俗来讲，就是蛋糕更大，即使份额相对减少，但总量仍然增长。
- 此系列文章旨在探讨商业银行如何利用自身优势，加速建设与资本市场相关的中间业务。优化轻重资产配置，减轻资本充足率压力，适应不同的经济趋势和环境，做到“全天候”稳健发展。

### 关键词：

- 间接融资 直接融资 金融脱媒 中间业务

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行现代金融研究院所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

## 一、国家加大力度发展资本市场直接融资功能

发展资本市场一直是中国经济改革和发展的主要命题<sup>1</sup>。特别是2020年，面对新冠疫情对经济的冲击，同时也面对海外经济和政治局势的不稳定，更是我国经济转型的关键期，我国经济对于市场化资源配置的需求达到新的高度<sup>2</sup>。表1罗列了2020年部分资本市场显著政策变化，可以明显看出我国对于资本市场直接融资发展的重视，要求不断深化改革，加快市场化建设，加大对外开放。

表 1 2020 资本市场部分政策变化

日期	显著政策变化
7月30日	中央政治局：要推进资本市场基础制度建设，依法从严打击 <b>证券违法活动</b> ，促进资本市场平稳健康发展。
7月17日	银保监会：大中型保险公司 <b>投资权益类资产比例</b> 上限由30%提高至35%。
6月28日	富国、大成、中欧和万家被授予面向发行消费者市场的 <b>创业板零售产品</b> 的资格。
6月12日	证监会出台 <b>股票注册制相关政策</b> ，旨在改革市场的IPO规定。这套新规则首先在科创板中应用。
5月28日	国务院金融委统一部署，发展改革委、财政部、人民银行、银保监会、证监会、外汇局等金融委成员单位，在深入研究基础上，按照“成熟一项推出一项”原则，将于近期推出11条金融改革措施。
5月7日	中国人民银行和国家外汇管理局更新了一系列有关离岸投资者在中国投资的新规定， <b>取消了QFII和RQFII的额度上限</b> 。
4月30日	中国证监会和国家发改委发布了中国房地产投资信托基金的首个试点计划。
4月1日	中国取消禁止 <b>外国实体在中国设立外国独资企业公募基金的限制</b> 。贝莱德和路博迈提交设立公募基金申请。
4月1日	根据国务院《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》，证监会宣布于 <b>2020年逐步取消券商基金的外资持股比例限制</b> 。

<sup>1</sup> 资本市场从1978年股份制经济的发展开始萌生，经历了1992年证监会成立进入监管时代，1999年《中华人民共和国证券法》实施确立了资本市场的法律地位，再到国务院在2004年和2014年推出的《中国关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》、《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，都可以看出国家对于资本市场的重视。- 参考中国证券监督管理委员会《中国资本市场发展报告》。

<sup>2</sup> 肖钢在接受证券时报采访时表示：中国从来没有像今天这样需要资本市场。



## 二、发展资本市场直接融资的意义

我国经济发展早期即计划经济时期，资源配置主要通过行政手段，企业过度依赖银行贷款这类间接融资和财政拨款<sup>3</sup>，使得企业负债率较高。好比是一辆独轮车，需要很好的平衡和较快的前进速度才能保持稳定。资本市场直接融资可以为企业拓宽外部融资渠道，这个过程中社会资金有效转化为长期投资，分摊系统性风险，加上了另一个轮子。同样是中长期资金融通，直接融资相对间接融资具有一定的优势：

### （一）有效分摊金融系统性风险

直接融资和间接融资都需要经历资金的筹集和运用两个环节，唯一区别就是间接融资的资金运用是金融中介主导。在经济快速发展时期，这个过程的风险会分散于金融中介多样化的资产和负债结构中。而当经济发展停滞，坏账率上升，金融中介面对存款利息的压力，系统性风险会波及整个金融系统，甚至造成银行挤兑等恶性事件。直接融资的风险则是由债权人独自承担，不会传导到金融系统。可以说直接融资是线性关系，风险分散于整个金融系统，而间接融资是线性节点关系，风险分散又同时集中于金融中介（图1）。

<sup>3</sup> 我国直接融资占比常年维持在20%以下，而多数高收入国家直接融资占比始终维持在40%-65%左右。参考顾晓安，荣露《我国直接融资占比的国际对比及合理区间初探》。

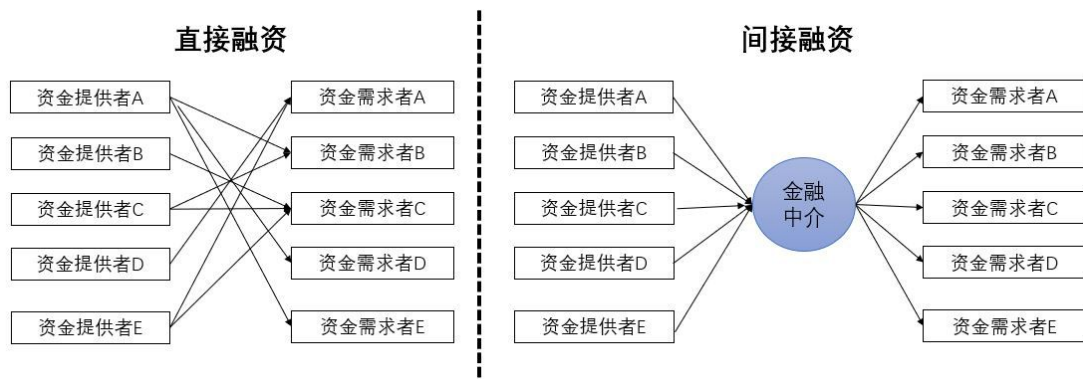


图 1 直接融资 vs 间接融资资金关系图

## （二）实时反映市场化价值，加速优胜劣汰

正是因为图 1 的结构，间接融资中对于风险的管理极为严格，一切从稳健性原则出发。故在资金运作中更看重有形净资产，且往往折价，而忽视了一些可能决定了企业未来发展和盈利能力的无形资产，比如专利、研发投入、管理层管理能力等<sup>4</sup>。这些因素在直接融资中，特别是股权融资<sup>5</sup>中扮演至关重要的角色，因为这些和企业未来的成长潜力、成熟后带来的现金流<sup>6</sup>直接相关。而且在股权融资中，由于还款压力有限，管理层可以对公司运营做更大更长久的部署规划。比如部分消费服务型企业，还有科技类公司，生产并不需要工厂、机械等重资产，很难从间接融资中获得资金。且还款压力可能导致它们在前期的研发投入和市场布局还没有来得及变现就夭折，从而选择快速变现的发展方向。因此直接融资对于我国从制造业大国转型升级为科技制造、消费创新型经济至关重要。

<sup>4</sup> 从某种程度讲，过度依赖间接融资的运作，一定程度减慢了现代公司管理制度的发展和进化。

<sup>5</sup> 企业债权融资也关注这些，因为关系到还款能力，但不如在股权融资中重要。

<sup>6</sup> 财务分析基本假设之一的持续经营假设（Going Concern Assumption）的定义是：如果不存在明显的迹象，一般都认为企业将无限期的经营下去。所以财务报表编译的基础不是反映企业的清算价值。



同时，市场化的估值会通过证券交易市场实时反映，投资者也可以直接从交易市场进行兼并收购，加速市场化的优胜劣汰，加快转型升级。而间接融资的估值定价往往具有滞后性，企业的好坏也不能单纯对比谁的净资产多，可以从银行市场融资更多来决定。

### （三）监督强、弹性大、效率高

间接融资中金融中介的主观意志会占据主导，往往透明度低<sup>7</sup>，政策性强，并不一定能准确地体现市场价值。尤其是国有企业自有资本不足，负债率较高，导致国有银行和国有企业捆绑在一起。政策性强往往导致弹性差，容易“一刀切”，宏观调节到位了，可是微观调节不够。反观直接融资，透明度高，制约力强，从企业到社会，从政府到中介机构，有监督网<sup>8</sup>。而且弹性大，对经济可以微调。

综上所述，直接融资对于经济增长有显著的正向效果，且效率高于间接融资<sup>9</sup>。但是间接融资也是金融市场中不可缺少的一部分，因为银行网点多，吸收资金的起点低，为社会提供了巨额的低成本资金。在宏观经济调节中，也具有不可取代的地位。单纯的市场化博弈是会达到均衡，但不一定是最优解且有可能是短视的，有时候会陷入囚徒困境的尴尬境地，需要一只有形的手拨乱反正。政府可以通过银行集中大量资金，投入重点产业和建设项目，在增量方面进行经济结构调整。也可以通过控制贷款和货币发行，进行宏观调控，速度快，

<sup>7</sup> 特别是国有企业股权和资产的转让过程不够透明，竞价主体较少。

<sup>8</sup> 参考刘鸿儒，李志玲《中国融资体制的变革及股票市场的地位-重新评价直接融资和间接融资的关系》。

<sup>9</sup> 参考刘伟，王汝芳《中国资本市场效率实证分析 - 直接融资与间接融资效率比较》。



效果明显<sup>10</sup>。

### 三、对策与建议

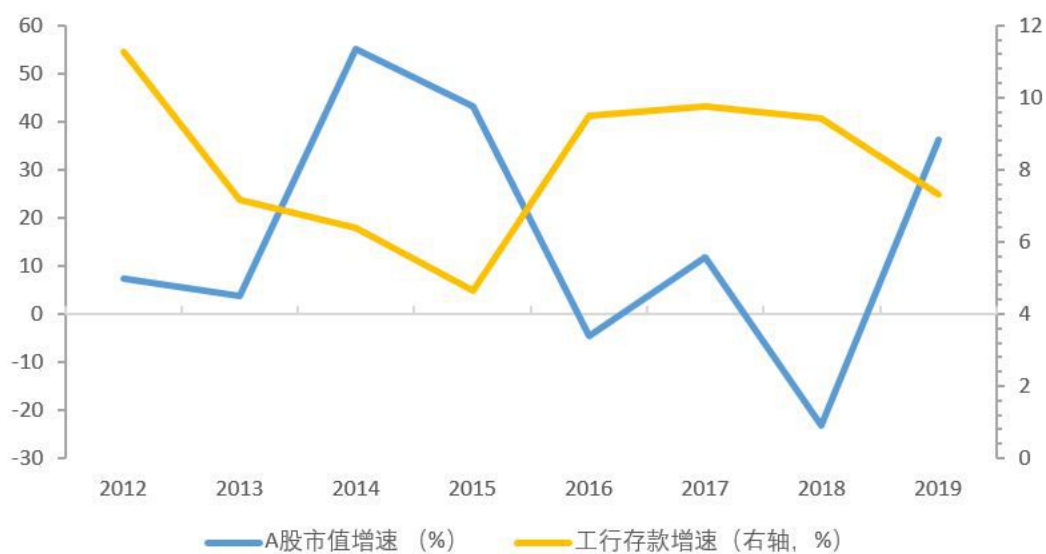
可以看出直接融资和间接融资扮演着对立又互补的角色，在不同的经济周期有其独特的作用和使命。在中国经济发展的早期，金融市场化不够健全，而经济需要发展，则需要银行作为金融中介对资本要素进行审核和配置。当前，我国金融市场逐渐完善，市场化概念基本普及，资本市场直接融资大发展的趋势已经形成。

虽然直接融资发展短期会对间接融资造成冲击，优质企业会更高效的从资本市场获得资金(图2)，储蓄也会加速进入资本市场(图3)。但是市场信用价值的提升带来的财富效应<sup>11</sup>可以完善社会信用价值闭环，同时并没有增加金融系统性风险，而是将风险进行全社会全市场的分散，同时收益也是全社会全市场分享，风险与估值全面市场化。

为了应对不同经济周期和不同金融市场环境，同时承担和分享资本市场的风险和收益，商业银行可以在做好间接融资基本盘的前提下，加速布局资本市场直接融资相关业务。

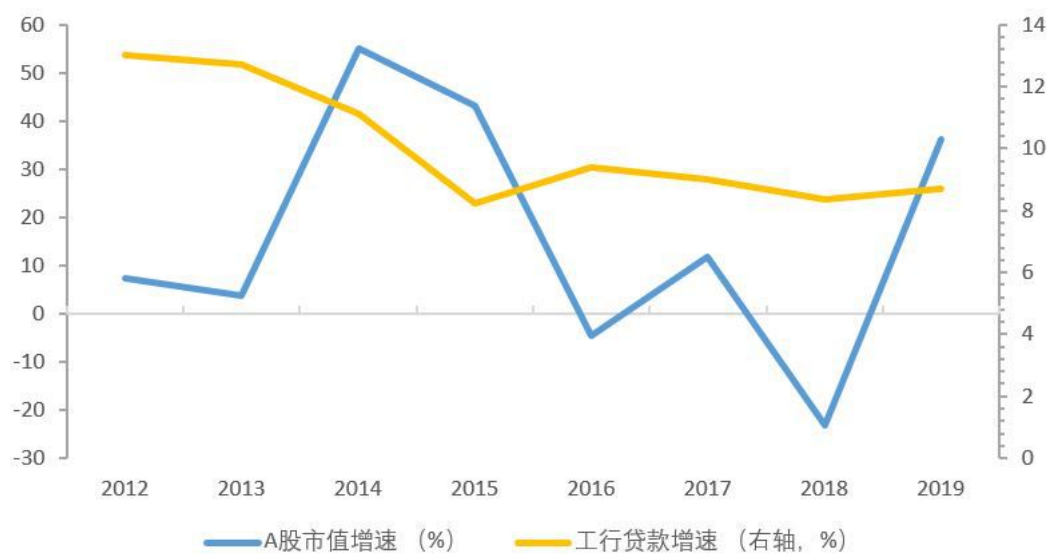
<sup>10</sup> 参考刘鸿儒，李志玲《中国融资体制的变革及股票市场的地位-重新评价直接融资和间接融资的关系》。

<sup>11</sup> 资本市场资产的流动性比房产等有形资产流动性强，举例来说，居民如果想要买一台冰箱，一台汽车，不太可能去卖一套房子来消费。但如果他可以变现一部分股票资产，消费上升，企业需要更多资金扩大生产，一定会有一部分资金又从银行获取，于是社会信用价值闭环完成。



资料来源：工商银行财报，新浪财经

图 2 A 股总市值同比增加 vs 工行贷款同比增加



资料来源：工商银行财报，新浪财经

图 3 A 股总市值同比增加 vs 工行存款同比增加