



2011.03.09

中国直接融资比重提高之悖论

**李迅雷**

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

S0880200010261

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

S0880210090023

本报告导读：

摘要：

- 2010 年末中央经济工作会议明确提出“要健全多层次资本市场体系，提高直接融资比重”。但这一口号已经喊了 15 年，而直接融资比重上升的幅度依然不大，银行信贷依然是中国融资体系中不可撼动的主要方式。
- 作为对比，美国长期以来的直接融资占比在 80-90% 的水平，企业债发行规模全球最大。
- 要扩大直接融资比重，股权融资固然是一种必不可少的途径，但纵观全球资本市场，无一例外都主要通过债权融资方式。
- 中国借扩大股权融资来提高直接融资比重的空间不大，且股市发展 20 年来，在融资方面面临两大问题：
 - 一是银行借助资本市场实现上市和上市后再融资，不断增加和充实资本金，从而导致银行信贷规模不断膨胀，间接融资规模增加而直接融资比例难以上升的悖论；
 - 二是中国股权融资虽然规模增长很快，但长期存在一级市场投资者收益率远高于二级市场投资者的局面，这也与通过提高直接融资比重来增加居民财产性收入的目标相违背。
- 2010 年直接融资比重的提高，建立在信贷规模被严格控制的基础上。未来提高直接融资比重，要从金融机制和机制改革入手。
- 金融体制进行改革首先可以探索银行与证券的“适度混业”模式是否可行，其次降低企业债的发行门槛，最后现有的监管模式应该作相应调整。
- 综上所述，直接融资比重难以上升的症结，还在于金融体制和机制的不完善。从上面的监管架构、监管体制和监管方法，到下面金融企业的经营模式、经营体制和机制，都应该进行适时改革和创新。

宏观研究团队

李迅雷

021 - 38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《物价将持续上行，加息或年底启动——美国通胀和货币政策前景展望》

2011.01.25

《资金外流对亚洲新兴市场冲击几何？》

2011.01.17

《转型、结构调整与新产业体系构建》

2011.01.13

《我们需要什么样的中央银行？》

2011.01.10

《中国的城市化率被低估了》

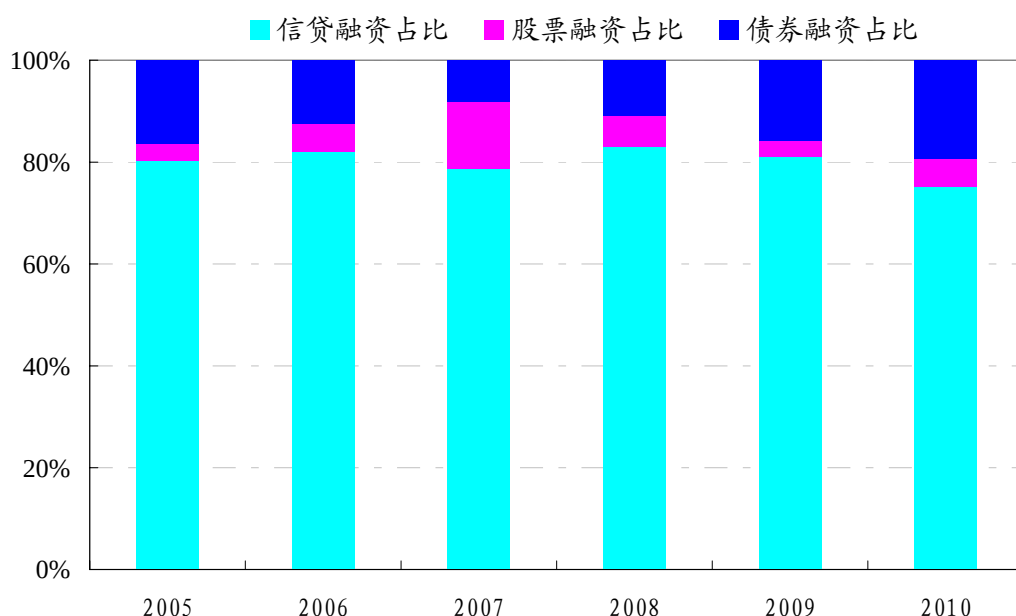
2010.11.23

提要：从央行 1996 年提出“扩大直接融资规模”至今，这一目标仍未实现，且出现了国有银行借助资本市场融资，导致间接融资规模不断增加的悖论。同时，A 股长期存在的融资方暴利、二级市场投资方实际亏损的收益率不均等，也与这一目标相背驰。要解决其中的症结，需要上至监管、下至金融企业经营作出改革，包括调整“分业经营、分业监管”模式，降低企业债的发行门槛等。

扩大直接融资规模：正确理念或成悖论

2010 年中国直接融资与间接融资之比大约是 1: 3，即直接融资比重提高至 25% 左右，超过 2007 年的 21.3%，创下了近些年来新高，但仍低于 2000 年 27% 的水平（图 1）。

图 1：
 中国非金融机构各项融资
 占比
 （2005-2010）
 单位：1

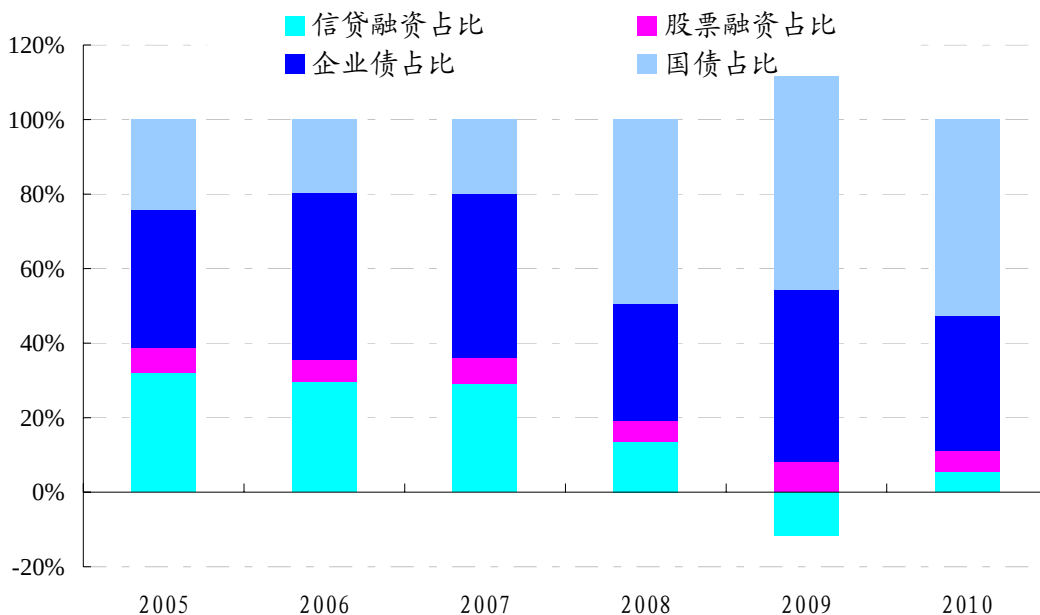


提高直接融资比重一直是中国金融改革与融资体系完善的目标，在 2010 年末中央经济工作会议中，也明确提出“要健全多层次资本市场体系，提高直接融资比重”。但如果从 1996 年朱镕基兼任中国人民银行行长时提出“扩大直接融资规模”算起，至今为止，这一口号已经喊了 15 年，而直接融资比重上升的幅度依然不大，银行信贷依然是中国融资体系中不可撼动的主要方式。

为何央行在 1996 年就提出要提高直接融资比重呢？主要是基于当初商业银行从计划经济下转制不久，风险控制机制不健全，不良资产率较高，因此，为了提高市场配置资源的能力，降低信贷违约风险，提出了这一理念。

这一理念的国际参照系中，最典型的是美国，美国长期以来的直接融资占比都在 80-90% 的水平（图 2）。当然，由于美国的金融债也算在直接融资之列（中国央行则将金融部门发行的股票和债券都从直接融资额中剔除），故让信贷占比会显得更小些。但不可否认的是，美国的企业债发行规模是全球最大的，而且，在美国金融体系中，投资银行所参与的直接融资规模，大大高于商业银行信贷规模。

图 2:
美国各项融资占比
(2005-2010)
单位: 1



假如中国 1996 年就借鉴美国的金融模式,那么我们应该优先发展的是债券市场,尤其是金融债和企业债市场。但事实是,中国银行规模庞大,不良贷款占比较高,所以当初还是把解决银行不良资产问题作为金融体制改革的首要任务。而且,发展债券市场需要有比较完善的信用体系,但当初国内经济还在遭受“三角债”的困扰,故优先发展的是国债市场。

这些大背景下,提高直接融资比重尽管早就提出,但在很长时间内都是作为一种理念见诸于各个行政决策部门的报告中,中国金融体系还是维持着银行主导的模式。在这一模式下,直接融资占比的大小取决于国债与股票发行规模的大小,比如,1998 年直接融资比重上升至 29%,原因是为应对 1997 年亚洲金融危机,中国扩大财政支出以保持经济增长,于是国债发行规模达到 3890 亿元,比上一年增长了 1400 亿元。不过一般情况下,仍是股市对直接融资比重提高起到了关键作用。A 股市值到 2010 年底达到 26.54 万亿元,为 2005 年末的 7.2 倍;上市公司数量超过 2000 家,中国股市也成为全球市值规模第二的大市场。

要扩大直接融资比重,股权融资固然是一种必不可少的途径,但纵观全球资本市场,无一例外都主要通过债权融资方式,最极端的例子是日本,债权融资占到七到八成,而信贷几乎为零。而美国的股权融资占直接与间接融资的总额不足 10%。因此,中国借扩大股权融资来提高直接融资比重的空间也不大,且股市发展 20 年来,在融资方面面临两大问题。

一是银行借助资本市场实现上市和上市后再融资,不断增加和充实资本金,规模不断壮大,从而导致银行信贷规模不断膨胀,间接融资规模增加而直接融资比例难以上升的悖论。

据统计,中国上市银行的 A 股股权融资总额为 5632 亿元(含 IPO、再融资),加上 A 股可转债融资后达到 6387 亿元,以及 H 股股权融资额 5208.9 亿元,合计总融资额达 1.16 万亿元。其中,仅自 2006 年大型银行在 A 股上市至今,银行的首发融资加上增发配股融资,股权融资总额即达 5254 亿元,占过去 5 年上市公司融资总额的 20%以上。可见,银行完全依赖资本市场发展壮大自身,如工商银行和建设银行的市值分别位居全球第一和第二。

在经济高速增长、银行信贷成为融资主渠道的背景下，中国信贷规模增长的速度也非常快，如 2009 年达到 9.59 万亿元。而监管部门为了降低银行资产风险，则不断提高对中国银行业包括资本充足率、杠杆率和拨备率三大工具在内的资本监管指标，比如，对核心一级资本、一级资本及总资本的最低要求都高于巴塞尔协议 III 的规定，这意味着，随着信贷规模的不断扩大，未来银行通过资本市场融资以符合监管要求的可能性还是比较大。由此产生的悖论就是，资本市场原本是为直接融资比重的提升服务的，但由于银行的扩张也需要通过资本市场来融资，这不仅挤占了直接融资份额，而且使得银行增强了间接融资能力。而银行渠道间接融资规模的增速不减，提高直接融资比重的目标也就难以实现。

二是中国股权融资虽然规模增长很快，但长期存在一级市场投资者收益率远高于二级市场投资者的局面，而一级市场融资方的收益率更堪称暴利。就上证指数与 H 股国企指数过去 10 年的涨幅对比看，前者仅上涨了 35% 左右，而后者则上涨了 6.8 倍。因此，国内直接融资市场存在极大的收益率不均等，即融资方（卖方）暴利、二级市场的投资方（买方）实际亏损（考虑交易成本和通胀因素）。这显然也与通过提高直接融资比重来增加居民财产性收入的目标相违背。

提高直接融资比重，要从金融机制和机制改革入手

2010 年直接融资比重的提高，建立在信贷规模被严格控制的基础上，这并不能保证今后直接融资比重会不断上升，也不意味着信贷主导的融资模式可以高枕无忧。如果不从金融体制和机制上进行改革，在今后中国经济增速放慢之后，银行主导的金融体系的风险就有可能再度暴露出来。

记得 2004 年周小川行长曾对当初规模巨大的银行不良资产形成原因作过分析。他认为，接近 30% 的银行不良资产是各地政府的不良决策造成的，地方政府在推动经济发展的同时，也给商业银行留下了巨大的不良资产；另有 30% 是国有企业经营不善所致；还有 20% 是银行自身因素造成；剩余 20% 则为法律法规不健全及经济结构调整原因。

可以说，2006 年以来四大行的陆续上市，给商业银行完善公司治理结构和抵御风险提供了保障，而其上市以后，在经济高速增长、国有企业盈利丰厚的背景下，银行业盈利增长又成为中国金融体制可以维持现状的绝好理由。

然而，从全球每隔若干年都会爆发一次金融危机的现象看，金融风险的发生与金融体制和机制有很大相关性，而融资结构又与金融体制有很大相关性。比如，我国地方融资平台的债务规模巨大，尽管没有确切权威数据公布，但到 2009 年末，一般估算在 8-9 万亿元左右，其中银行信贷又占大头，估计在 5-6 万亿元左右；今后这一数额还会继续增加，这或许会成为未来银行坏账率迅速提升的诱因。因此，如何降低信贷在社会融资中的比重，以降低坏账风险，应该未雨绸缪。

为此，需要对现有的金融体制进行改革。

首先，银行与证券“适度混业”的模式是否可以试行？混业经营是目前金融跨国企业普遍采取的做法，比如德国早就建立了“全能银行”如德意志银行，而美国则经历了从分业经营到混业经营，再分业、再混业的过程。但

金融业发展至今，实际上很多金融服务已经分不开了，次贷危机之后，又发生了美国银行合并美林，成为美银美林，摩根大通收购贝尔斯登等案例，而之前是 JP 摩根和大通银行的合并。因此，要应对金融深化，满足投资者便捷通畅、模式功能健全的投资和交易需求，银行与证券的深度合作是必然趋势。

就国内而言，随着中国货币供应量 M2 规模达到全球第一，对应的资产规模也急剧扩大，如 A 股上市公司已经超过 2000 家，房地产、黄金、古玩艺术品等投资品种非常之广，对于普通投资者而言，就需要通过专业理财服务来提供资产配置方案了。目前的状况是，银行有众多的储户资源，但缺乏理财的专业水准，而券商因规模过小，虽有专业理财技能，却缺乏客户资源。因此，银证合作可以彼此取长补短。我们可否通过金融控股公司的模式，允许商业银行控股券商？这实际上也有利于做大证券业。如美国的金融债发行规模超过国债，其中很大部分是给投资银行增加杠杆率的，而中国证券公司的杠杆率过低，如果能够通过发债来提高杠杆率，则有助于扩大直接融资规模。通过银证适度混业的模式，可以让证券公司获得更多资金来源。

其次，要提高直接融资比重，企业债规模增加的空间还比较大，最直接的做法就是降低企业债的发行门槛。在目前的体制下，企业债发行由不同机构监管，比如，企业债发行归发改委审批，公司债发行归证监会，中期及短期融资券发行归央行管。能否制定一个能够涵盖各种企业债发行的管理办法，并统一监管呢？这就需要对目前的金融体制管理架构进行调整。

第三，现有的监管模式应该作相应调整。监管的目的是为了促进市场规范和持续发展，但由于目前存在监管过度、分业监管和监管延伸过长问题，这就会增加市场成本、降低市场效率。比如，证券、期货、外汇、黄金等交易所都是各监管机构的延伸部门，而在国外，这些交易所不是会员制就是公司制，不少都成为上市公司。中国能否也让交易所独立出来乃至上市？此外，我们是否还可以从“分业经营、分业监管”转为“混业经营、分业监管”的模式，甚至是集中监管的模式？

提高直接融资比重，需要来自市场的力量，市场机制不发挥作用，进展总是缓慢的。以股市为例，过去中国经常因为市场低迷而暂停新股发行，投资者无法获得估值便宜的股票；却又会因为股票发行审批缓慢导致股市高涨时供给不足，故投资者获得股票的成本始终居高不下。以中小板和创业板的发行市盈率水平为例，低的平均也要 35 倍左右，高的则 80 多倍，截至 2010 年末，二级市场的中小板公司平均市盈率为 56.93 倍，创业板公司平均市盈率达到 78.53 倍。据说，目前拟上市的中小企业还非常之多，假如能够让几千家中小企业都上市，那么，不仅直接融资的比重能上升，中小企业融资难的问题能解决，小市值股票整体泡沫化的现象也将消失。

综上所述，直接融资比重难以上升的症结，还在于金融体制和机制的不完善。从上面的监管架构、监管体制和监管方法，到下面金融企业的经营模式、经营体制和机制，都应该进行适时改革和创新。

作者简介:**李迅雷:**

S0880200010261

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

吕春杰:

S0880210090023

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

经济学硕士，毕业于复旦大学，2008年7月加入国泰君安，从事宏观研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		