

## 提升武汉市直接融资比例的对策

金融作为现代经济的核心，其发展对经济至关重要。武汉长期以来一直重视金融业的发展，在金融发展及其服务实体经济方面取得了良好的成效。2015年，武汉市金融业增加值837.49亿元，同比增长19.71%，占第三产业比重达15.05%；金融机构本外币各项存款余额19393.16亿元，本外币各项贷款余额17135.31亿元，为武汉市企业发展提供了稳定的资金保障。但随着经济步入新常态，金融发展将从过去以体量增长为主转向结构优化为主。武汉市当前社会融资规模中直接融资比例过低的现状，不但不利于武汉市金融业未来的发展，也制约了金融业服务实体经济的能力，将成为武汉市金融业未来结构调整的重点。

### 一、武汉市直接融资的现状

我国通常将融资方式分为“直接融资”和“间接融资”，直接融资通常指股票和债券融资，间接融资通常指银行贷款。直接融资和间接融资的比例关系是衡量金融发展的重要结构指标，也决定了金融服务实体经济的效率。

武汉市社会融资规模逐年攀升，为经济发展提供了持续的金融支持。但是直接融资比例较低，融资结构有待优化。以武汉市所在的湖北省为例，其社会融资

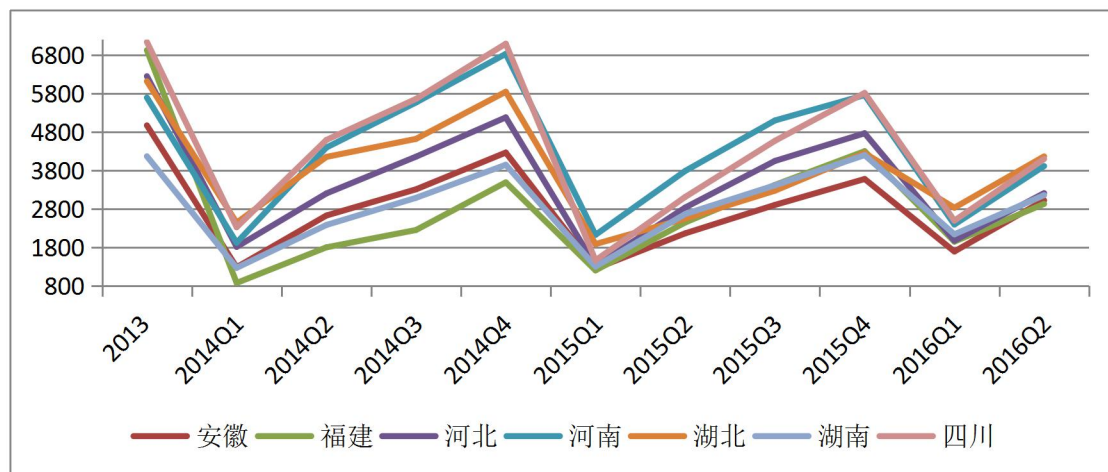


图 1.六省社会融资规模增量情况

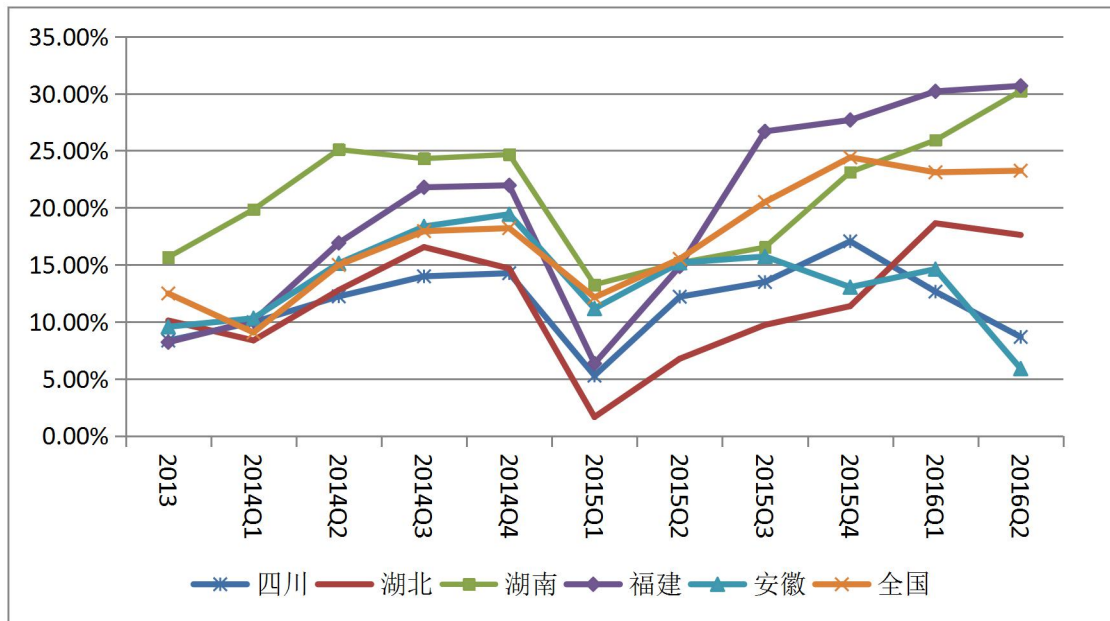


图 2.六省直接融资的比重 (增量法)

规模增量在 2013 年、2014 年、2015 年和 2016 年二季度末分别达到了 6114 亿元、5843 亿元、4248 亿元和 4163 亿元，居于同等 GDP 规模省份的前列（见图 1）。但是湖北同期新增融资总量中，直接融资占比仅为 10.11%、14.67%、11.37% 和 17.61%，不仅低于 GDP 总量在湖北之上的河南、四川、湖北，也低于 GDP 略低于湖北的湖南、福建、安徽，更是低于同期全国的平均水平 12.48%、18.20%、24.41% 和 23.24%（见图 2）。

## 二、直接融资比例过低造成的问题

### （一）提高了企业融资成本

间接融资一般以银行为中介机构，从而使得间接融资的成本高于直接融资的成本。中国人民银行制定的基准贷款利率作为间接融资成本的主要参考，其一年期的贷款基准利率 2015 年 6 月 28 日前一直保持在 5% 以上的水平，经过连续下调后现在保持在 4.35%；一至五年期的贷款基准利率在 2015 年 10 月 24 日下调后保持在 4.75%；五年以上的贷款基准利率在 2015 年 10 月 24 日下调后保持在 4.9%。国债收益率作为企业债券融资参考的成本，以 2015 年至 2016 年二季度末的数据为例，其 3 个月期国债发行利率最低为 1.88%，最高为 2.54%；1 年期国债收益率最低为 2.7686%，最高为 3.6965%；10 年期国债收益率最低为 1.7096%，最高为 3.2642%。融资的高成本导致了企业资金成本高，提高了企业运行的成本。

### （二）提高了企业杠杆率

间接融资作为企业的负债资本,过低的直接融资比例直接导致了企业的高杠杆率。根据中国人民银行武汉分行对省内 595 家企业的调查(见表 1),企业总的资产负债率从 2008 年的 64.2%逐步下降到 2016 年 6 月末的 56.8%,虽然呈现逐步下降的趋势,但是仍然处于较高的水平。从企业杠杆率自我评价来看,分别有 102 家、452 家企业认为企业杠杆率“较低”或“适中”,占比分别为 17.1%和 76%,接近一成企业认为杠杆率“较高”。

表 1. 2008 年—2016 年 6 月末调查企业资产负债率行业分布情况

|                   | 2008 年<br>末 | 2010 年<br>末 | 2014 年 6<br>月末 | 2014 年<br>末 | 2015 年 6<br>月末 | 2015 年<br>末 | 2016 年 6<br>月末 |
|-------------------|-------------|-------------|----------------|-------------|----------------|-------------|----------------|
| 全部调查企业            | 64.2%       | 63.9%       | 62.5%          | 59.7%       | 61.4%          | 57.5%       | 56.8%          |
| 农林牧渔业             | 52.7%       | 50.0%       | 51.7%          | 47.1%       | 48.5%          | 46.0%       | 45.1%          |
| 采矿业               | 63.1%       | 56.2%       | 54.4%          | 50.1%       | 56.6%          | 50.7%       | 47.8%          |
| 制造业               | 56.1%       | 60.5%       | 60.1%          | 58.0%       | 59.2%          | 57.3%       | 54.4%          |
| 电力、热力、燃气及<br>水生产  | 81.6%       | 76.7%       | 76.3%          | 74.7%       | 73.0%          | 72.1%       | 72.5%          |
| 建筑业               | 55.0%       | 54.7%       | 48.4%          | 50.1%       | 52.4%          | 47.2%       | 45.2%          |
| 批发零售业             | 73.6%       | 70.5%       | 59.1%          | 58.7%       | 54.1%          | 58.0%       | 50.2%          |
| 房地产               | 56.6%       | 60.8%       | 65.7%          | 57.9%       | 69.1%          | 58.2%       | 62.7%          |
| 租赁和商务服务业          | 43.0%       | 70.6%       | 64.2%          | 61.0%       | 62.5%          | 52.2%       | 54.7%          |
| 交通运输业             | 52.7%       | 46.8%       | 51.7%          | 47.9%       | 44.5%          | 42.6%       | 49.5%          |
| 水利、环境和公共设<br>施管理业 | 57.7%       | 60.2%       | 67.6%          | 66.9%       | 63.7%          | 62.6%       | 62.6%          |

数据来源: 人民银行武汉分行

资金密集行业和产能过剩行业杠杆率相对较高,一般性生产和服务业杠杆率并不高。2016 年 6 月末,电力、热力、燃气及水生产、房地产业和水利、环境和公共设施管理业三个行业资产负债率分别为 72.5%、62.7%和 62.6%,高于调查企业的整体资产负债率,其他行业资产负债率均低于整体资产负债率,农林牧渔、采矿业、建筑业和交通运输业等行业资产负债率低于 50%。房地产业资产负债率上涨较快,2015 年较 2008 年上涨了 6 个百分点。

表 2. 2008 年—2016 年 6 月末调查企业资产负债率规模、所有制分布情况

|                | 2008 年<br>末 | 2010 年<br>末 | 2014 年 6<br>月末 | 2014 年<br>末 | 2015 年 6<br>月末 | 2015 年<br>末 | 2016 年 6<br>月末 |
|----------------|-------------|-------------|----------------|-------------|----------------|-------------|----------------|
| 全部调<br>查<br>企业 | 64.2%       | 63.9%       | 62.5%          | 59.7%       | 61.4%          | 57.5%       | 56.8%          |
| 按规<br>模分       |             |             |                |             |                |             |                |
| 大型             | 70.0%       | 71.1%       | 70.5%          | 69.6%       | 68.9%          | 68.2%       | 62.6%          |
| 中型             | 58.3%       | 56.0%       | 58.4%          | 57.1%       | 62.8%          | 56.7%       | 57.9%          |

|      |    |       |       |       |       |       |       |       |
|------|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      | 小型 | 53.2% | 54.9% | 55.7% | 49.7% | 48.6% | 45.6% | 47.5% |
|      | 微型 | 44.7% | 41.4% | 47.8% | 45.0% | 44.8% | 41.9% | 43.1% |
| 按性质分 | 国有 | 69.5% | 70.4% | 70.5% | 69.8% | 69.0% | 66.9% | 66.2% |
|      | 民营 | 55.2% | 55.4% | 56.5% | 52.9% | 56.3% | 51.6% | 51.0% |
|      |    |       |       |       |       |       |       |       |
| 按盈利分 | 盈利 | 67.0% | 62.6% | 56.4% | 54.7% | 57.1% | 53.0% | 50.9% |
|      | 亏损 | 68.3% | 66.1% | 75.1% | 68.6% | 69.6% | 65.4% | 68.8% |

数据来源：人民银行武汉分行

大型企业、国有企业、亏损企业杠杆率偏高。从2008年到2016年6月末，大型企业资产负债率在调查时间点一直高于62.6%，分别较中、小、微型企业高出10、18和25个百分点左右；国有企业资产负债率在调查时间点一直高于66.2%，高出民营企业15个百分点左右；亏损企业资产负债率在调查时间点一直高于65.4%，高出盈利企业10个百分点以上。一般来说，大型国有企业中存在“僵尸企业”的概率较大，这些“僵尸企业”大量占用资本，但是产出效率又极为低下甚至是持续亏损。由此可见，清理僵尸企业，盘活国有企业是去杠杆的重点和难点之一。

### （三）降低了金融资源利用效率

直接融资比例太低，说明企业融资更大比例是通过银行中间机构进行的，资金利用成本额外增加了金融中介的服务成本，从前面对中国人民银行制定的基准利率可知，这一成本长期在4.35%以上。另外，间接融资使得金融系统高度依赖商业银行，而商业银行在信贷方面的“嫌贫爱富”，往往将中小企业、创新型企业、民营企业等最需要资金的企业排斥在服务体系之外。两方面的作用就使得“融资难、融资贵”成为企业面临的融资常态，与此相对应的是居民储蓄的年年上升，说明金融资源的利用效率不高。

### （四）使得风险集中在银行体系。

信贷就有违约的可能，而一旦违约发生就会给金融系统带来风险，湖北当前的融资结构使得风险都集中在银行体系。直接融资是企业直接面对投资者，风险只会在相关投资者中扩散；而间接融资高度依赖银行，一旦银行破产将造成巨大的信用危机，甚至整个金融体系都会瘫痪，对实体经济的影响更是无法估量。日本经济曾长期依赖间接融资，上世纪90年代“泡沫经济”破灭后，银行大量破产，金融体系遭到重创，企业融资的主渠道阻塞，实体经济元气大伤，这也是其

“消失 10 年”的重要原因。

（五）加剧了经济波动。

银行等间接融资体系天然顺周期，当经济扩张时，在实体经济高利润的诱引下，银行贷款迅速膨胀，并推动经济走向过热；当经济紧缩时，受制于实体经济的普遍衰退，银行贷款也加速收缩，加大了经济的紧缩程度。湖北当前过渡依赖间接融资的金融体系，也在一定程度上加剧了地方经济的波动。虽然在地方财政的协调下，经济没有表现出极强的波动性，但是对财政的依赖挤压了企业的投融资活动，削弱了地方经济长远发展的活力。

三、提升直接融资比例的对策

从长远发展来看，推动更多金融资源通过资本市场进行配置，提高直接融资比重，是全球金融体系发展的趋势，也是经济社会发展的必然要求。特别是当前湖北经济处于结构调整和转型升级的阶段时，直接融资体系的风险共担、利益共享、定价市场化和服务多层次的特性，使其更有利于推动中小企业和创新型企业成长壮大，从而有效地促进经济转型。

（一）加快多层次资本市场建设

协同发展场内和场外、公募和私募、股票、债券和期货的多层次资本市场体系。

进一步发展股票市场。优先发展股票的一级发行市场，强化股市筹集资本的基本功能，充分利用好“IPO 融资”“定向增发”“公开增发”等较为熟识的直接融资方式；加快完善全国中小企业股份转让系统，健全小额、快速、灵活、多元的投融资体制；规范发展服务中小微企业的区域性股权市场，支持区域性股权市场运营模式和服务方式创新，强化融资功能。

加快发展债券市场。我国直接融资与其他国家的差距在债券方面表现最为突出。债券融资与银行贷款都是债权融资，具有替代性。应大力发展企业债券融资，强化债券市场的市场化约束机制，促进债券市场互联互通，积极发展私募债券市场，统一规则和监管。同时，在积极的财政政策下，提高国债发行规模，并探索推动市政债的发展，以替代地方政府融资平台贷款。

积极探索和发展信贷和企业资产证券化。资产证券化具有同时增加直接融资，降低间接融资的功能，能够有效地盘活存量，改善金融结构，分散金融风险。

## （二）推动不良资产证券化

推动不良资产证券化可以增加资产的流动性，释放资本。银行通过将一部分流动性较差的资产经过一定的组合，使这组资产具有比较稳定的现金流，再经过提高信用，从而转换为在金融市场上流动的证券。金融机构应该为不良资产市场拓宽转让渠道，探索扩大银行不良资产受让主体，强化不良资产处置市场竞争，加大力度落实不良资产转让政策，支持银行向金融资产管理公司打包转让不良资产；加快推进住房和汽车贷款资产证券化，加快推进应收账款证券化等企业资产证券化业务发展，盘活企业存量资产，进一步优化企业资本结构。

## （三）加大对企业直接融资的引导

积极推进上市公司并购、重组，引导和推动上市公司通过股权、债券、衍生品等多种形式进行再融资。对于暂时困难、未来现金流有合理市场预期的企业，通过债务重组等多种方式有效降低其债务负担和杠杆率。推进企业在“新三板”和“四板”挂牌，积极引导规范企业上市，为直接投资创建更优质的渠道。

规范发展各类股权投资，鼓励和引导天使基金、风投基金、创投基金等参与中小微企业投资。规范发展众筹、私募等融资方式。

大力支持重点领域债券融资。围绕重大基础设施建设等重大项目发行债券融资。支持经有关部门批准的基础设施和公共设施特许经营等PPP项目发行一般企业债券、项目收益债券、永续期债券融资。加快推进和规范政府与社会资本合作（PPP），保护社会资本的投资权益，激活民间投资。

充分利用银行间市场债务融资工具。充分利用银行间债券融资工具，引导拟发债企业灵活选择发行中期票据、短期融资券、非公开定向债务融资工具在银行间市场融资。

积极引导长江产业基金投资于种子期、初创成长型中小企业和战略性新兴产业、先进制造业，同时设立基金作为企业投资基金的政府担保，引导社会资金进入直接投资领域。

## （四）深化金融领域的改革开放

湖北应把握当前科技金融试点改革的契机，进一步探索协同推进利率和汇率市场化、放松资本管制、资本市场审批简化等一系列金融改革，加速推动直接融资的发展，实现金融资源的市场化配置，发挥多方力量共同发展资本市场。

同时，随着金融混业经营趋势的日益明显，应鼓励各类金融机构探索发展直接融资业务，不仅可以提高收入来源的多样性，还可以分散风险。尤其应在统一证券监管的框架下，鼓励商业银行发展资产管理、资产证券化等业务，不仅可以提高银行中间业务收入比例，也有助于资本市场的发展，盘活经济存量。

在金融体系上打破国有银行独大的格局，降低银行业务的进入门槛，在控制风险的前提下推进改革、打破垄断。特别是要加强对“影子银行”的监管，近年来有的银行借信托、券商的通道为地方融资平台和房地产企业融资，导致表外业务迅速膨胀，这些名义上属于直接融资，而实际上很多都是类贷款业务，如不加约束，将会导致系统性风险的积累。

开启民间资本进入资本市场的大门。我国居民财富获得快速增长带来了资产管理需求的激增。但由于缺乏有效的投资渠道，出现了“企业多，融资难；资金多，投资难”的怪象。应当通过丰富金融投资产品，培养专业机构投资者，吸引社会资金流入资本市场，形成投融资良性互动。

#### （五）发挥互联网金融等新金融模式的积极作用

互联网等现代信息技术在近年迅速发展，其信息快捷、高效的传播方式与发展多元化直接融资体系在本质上相契合，能有效地拓展小微企业直接融资渠道，切实降低小微企业融资成本，有利于打破金融体系由银行等传统金融机构垄断的局面，有利于储蓄转化为投资。我们应当抓住机遇，积极推动和引导互联网金融的发展，同时及时探索和跟进监管模式的创新，通过推动互联网金融稳健发展促进直接融资比重的提高。

#### （六）创新金融融资工具，丰富金融产品品种

推动信贷产品和服务创新。加快发展支持“互联网+”和“大众创业、万众创新”的金融产品。大力发展供应链金融、产业链融资、商业圈融资、企业群融资和小额贷款保证保险融资，积极开展股权、知识产权、排污权、碳排放权、动产、订单、仓单、保单等抵质押融资业务。鼓励银行业金融机构开发自主品牌、商标专用权等企业无形资产质押贷款业务，支持消费品领域自主品牌建设。鼓励金融租赁公司实行融资和融物相结合，在扩大设备投资、支持技术进步、促进产品销售、增加服务集成等方面发挥作用。

#### （七）营造有利于直接融资发展的法治和诚信等外部环境

资本市场具有法治依赖性，监管执法是资本市场健康发展的基石和前提。间接融资主导的金融体系对法治和诚信的要求更高。因此湖北应当进一步推动法治建设、加强监管执法，确保资本市场走向法治市场。同时，应加强诚信建设，增加违规和失信的成本，不断优化资本市场发展的外部环境。

我们应该强化投资者保护的各项相关机制，保护投资者尤其是中小投资者的合法权益。同时，应借鉴成熟国家经验，进一步细化和优化投资者适当性制度。