

首席经济学家：任泽平

研究员：曹志楠

✉ caozhinan@evergrande.com

#### 相关研究：

1. 振兴资本市场：五大建议  
2019-01-29
2. A股如何从暴涨暴跌到慢牛长牛？——中美股市对比  
2019-03-08
3. 注册制：一场触及灵魂深处的改革——中美股市监管比较视角  
2019-03-08

#### 导读：

随着中国经济从高速转向高质量发展、中美贸易战倒逼科技创新提速，中国大银行主导的金融体系面临重大挑战，金融供给侧、多层次资本市场、科创板注册制等改革亟待突破，大国金融体系面临升级和重塑。

#### 摘要：

金融体系，通常用直接融资和间接融资比重进行度量，是一个经济体配置金融资源的基本方式。经济学界经过 50 年探讨，形成“金融机构观”和“金融功能观”，但多数集中在金融体系形成原因和对经济增长影响，对于未来中国如何稳妥推进金融体系升级未做深入讨论。本报告先对 27 个经济体做横向比较，总结出三类不同金融体系的发展特征，再选取美国、日本、德国作为样本，深入研究金融体系变迁轨迹和经验教训，旨在为中国金融体系升级描绘可行路线。

横向来看，不同金融体系存在五大特征差别。根据 2017 年直接融资比重，27 个经济体可分为市场导向组、混合导向组、银行导向组。1) 经济特征上，市场导向组处于经济发展领先地位，银行导向组发展水平较低，混合导向组处于追赶地位。2) 产业特征上，银行导向型金融体系倚重发展第二产业。3) 金融特征上，市场导向经济体银行坏账率较低，但货币供应量特征不明显。4) 法律特征上，市场导向经济体多为英美法系，银行导向经济体多为大陆法系。5) 文化特征上，市场导向组经济体烙印英美文化，银行导向组多受欧洲大陆文化影响。

从各国案例看，尽管各经济体的金融体系各不相同，但直接融资提高是趋势，并可分为“被动提升”和“主动提升”两个阶段。

美国直接融资比重一直维持在 70% 以上高位区间，背后有三重因素支持：一是根深蒂固的政治文化因素，美国奉行自由竞争，反对特许经营和垄断，“单一银行制”下银行不允许设立分支机构和跨州经营，难以满足城镇化工业化对长期资金的巨大需求，银行的相对弱势给予资本市场发展空间。二是金融脱媒导致被动提升，1970 年代前，美国对利率、银行跨区经营严格限制，金融脱媒严重，直接融资比重被动上升，维持在 70% 以上高位区间。三是 90 年代以来政府主动提升直接融资比重，包括刺激新兴产业融资需求、法律框架和监管制度灵活调整、降低中小企业上市融资成本，以上因素共同将美国塑造为资本市场主导的金融强国。

日本起步于“主银行制度”间接融资体系，成功转变为“市场型间接融资”。一是直接融资比重在 70-80 年代被动提升。石油危机冲击和金融市场开放，政府发行国债，金融脱媒，倒逼直接融资兴起，但金融体系改革滞后，银行体系僵化，泡沫破灭。二是 90 年代启动“金融大爆炸”，政府主动提高直接融资比重。混业经营、混业监管和修改法律三步走，扩大直接融资范围，将带有投资属性的银行存款也纳入直接融资工具，不良资产加速出清，直接融资比重平均每年上升 0.9 个百分点，并超过间接融资，开辟出一条“市场型间接融资体系”的

中间道路。

德国金融体系建立在长期实行全能银行的基础上，控制金融对实体经济渗透，间接融资比重仍占主导。尽管 80 年代也受到金融自由化影响，但德国法律和监管框架较为成熟，直接融资比重被动提升缓慢，且德国有意控制证券化和虚拟经济比重，总体来看直接融资比重提升有限。德国的全能银行发展成功经验在于：一是政治文化上，德国素以理性、谨慎著称，实施社会市场经济模式，倾向于发展稳健的金融模式；二是法律规则上，重视对债权人充分保护，对全能银行充分授权、以及混业经营的丰富经验。

美日德金融体系变迁存在共性：1) 直接融资比重提升是大趋势，2) 被动提升伴随新产业兴起、金融自由化，金融国际化。这一阶段间接融资仍占主导，直接融资比重缓慢上升，两者为互补关系，共同做大融资总量。3) 主动提升阶段，是政府主动适应并进行金融改革，这一阶段融资总需求趋于稳定，直接融资与间接融资呈现竞争替代关系，直接融资将主导企业融资方式。4) 建立资本市场，各国均实行注册制，注重市场板块层次定位、设置灵活的转板机制、吸引长期稳定资金。

目前我国金融体系仍以银行主导的间接融资体系为主，直接融资处于被动发展期，与之相匹配的市场环境、法律制度、监管框架尚不成熟，短期内难以替代间接融资，可以短期向日本“市场型间接融资”学习，长期以美国“市场型直接融资”为目标。即在不改变银行信贷主导地位的前提下，逐步改善市场环境、培育法律体系、适当放开混业限制并建立与之对应的监管体系、丰富资本市场层次、打通企业在资本市场流动性，吸引长期机构投资者入市。

**风险提示：**金融体系改革不及预期

## 目录

|   |    |
|---|----|
| 1 金融体系的概念和理论 .....                              | 5  |
| 1.1 概念 .....                                    | 5  |
| 1.2 理论 .....                                    | 5  |
| 1.3 度量 .....                                    | 5  |
| 2 国际经验 .....                                    | 6  |
| 2.1 横向比较：从五大特征看 27 个经济体金融体系 .....               | 6  |
| 2.2 美国：直接融资起点高，长期维持高位 .....                     | 9  |
| 2.2.1 变迁：美国直接融资经历“先被动、后主动”两步走 .....             | 9  |
| 2.2.2 经验：奉行自由竞争，兼顾法制升级与灵活调整，资本市场和投资机构大发展 .....  | 11 |
| 2.3 日本：侧重发展资本市场，逐步升级“市场型间接融资” .....             | 14 |
| 2.3.1 变迁：从银行主导间接融资到市场型间接融资 .....                | 14 |
| 2.3.2 经验：脱胎换骨，打造能够包容银行的金融体系 .....               | 15 |
| 2.4 德国：侧重发展全能银行，坚持稳健的间接融资之路 .....               | 17 |
| 2.4.1 变迁：全能银行不断强化，资本市场相对弱势 .....                | 18 |
| 2.4.2 经验：法律体系和监管制度完善培育稳健的金融体系 .....             | 19 |
| 2.5 规律总结 .....                                  | 20 |
| 3 中国金融体系升级方案 .....                              | 21 |
| 3.1 现状：直接融资尚处初步发展期，短期内难以替代间接融资 .....            | 21 |
| 3.2 建议：短期向日本“市场型间接融资”学习，长期以美国“市场型直接融资”为目标 ..... | 23 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1: 金融体系度量指标和数据来源 .....                 | 6  |
| 图表 2: 宏观法直接融资占比 .....                     | 7  |
| 图表 3: 不同金融体系下经济体特征 .....                  | 7  |
| 图表 4: 直接融资占比与货币超发并不显著相关 .....             | 8  |
| 图表 5: 微观法直接融资占比整体高于宏观法, 但排序大致保持一致 .....   | 9  |
| 图表 6: 美国直接融资比重经历两次大幅提升 .....              | 10 |
| 图表 7: 70 年代美国通胀率高于实际利率 .....              | 10 |
| 图表 8: 美国银行数量多达 5000 家, 竞争激烈 .....         | 10 |
| 图表 9: 90 年代末美国信息产业增加值比重提高 .....           | 11 |
| 图表 10: 美国 90 年代股市市值远超银行信贷 .....           | 11 |
| 图表 11: 90 年代末美国信息产业增加值比重提高 .....          | 11 |
| 图表 12: 美国 IPO 数量和规模 2012 年后显著上涨 .....     | 11 |
| 图表 13: 纽交所金融能源医疗市值高 .....                 | 12 |
| 图表 14: 纳斯达克信息技术市值占比达 53% .....            | 12 |
| 图表 15: 美国 OTC 市场企业数量 .....                | 13 |
| 图表 16: 美国无缝对接的多层次资本市场 .....               | 13 |
| 图表 17: 美股机构投资者占比高 .....                   | 13 |
| 图表 18: 美国风险投资机构发达 .....                   | 13 |
| 图表 19: 日本直接融资缓慢提升 .....                   | 14 |
| 图表 20: 70-80 年代日本存贷款利率下降 .....            | 15 |
| 图表 21: 80 年代日本直接融资快速发展 .....              | 15 |
| 图表 22: 日本股票市场层次 .....                     | 16 |
| 图表 23: 日本上市企业数量以主板居多 .....                | 16 |
| 图表 24: 日本转板制度灵活 .....                     | 17 |
| 图表 25: 日本引入众多机构投资者 .....                  | 17 |
| 图表 26: 2017 年日本外国法人持股金额占比高 .....          | 17 |
| 图表 27: 德国直接融资缓慢提升 .....                   | 18 |
| 图表 28: 德国银行贷款比重自 1999 年后下降 .....          | 19 |
| 图表 29: 德国的银行及监管体系 .....                   | 20 |
| 图表 30: 2014 年德国投资者结构 .....                | 20 |
| 图表 31: 德国法兰克福市场层次 .....                   | 20 |
| 图表 32: 存量法下, 中国直接融资低于 40% .....           | 22 |
| 图表 33: 增量法下, 中国 2018 年直接融资低于 14.73% ..... | 22 |
| 图表 34: 中国目前银行信贷和股票市场是互补关系, 而非替代关系 .....   | 23 |
| 图表 35: 中国金融体系升级路线图 .....                  | 23 |

# 1 金融体系的概念和理论

## 1.1 概念

金融体系，宏观上指一国如何配置金融资源，微观上是资金供需双方的融通方式，通常用直接融资和间接融资比重进行度量。直接融资，是指不通过金融机构等中介，资金供求双方在资本市场上直接签协议或购买有价证券实现资金融通。间接融资，是指资金供给方以存款形式，先将闲置资金提供给金融机构，再由金融机构以贷款给资金需求方。微观融资结构反映到宏观层面，形成了以间接融资为主的银行主导型金融体系和以直接融资为主的市场主导型金融体系。

## 1.2 理论

自从 Goldsmith 在 1969 年开创金融结构理论，经济学界争论至今已经 50 年，目前仍无一致结论。

**维度一：金融机构观。**早期学者聚焦在两种金融体系孰优孰劣。“银行主导型金融体系”支持者认为，银行作为专业的资金中介，具有动员储蓄、甄别与监督力量、减少信息不对称、风险管理等方面的优势，从而降低交易成本，代表学者有 Gerschenkron(1962)、Diamond(1984)。“资本市场主导型金融体系”支持者认为，一是直接融资有利于分散风险。直接融资下企业融资渠道多元，避免过度集中在银行体系，减少系统性金融风险；二是解决创新企业融资难题。资本市场投资者风险偏好高于银行，在新经济新科技领域风险定价能力远远较强，因此资本市场主导型金融体系更能促进创新经济发展。三是有利于提高货币政策传导效率。直接融资市场公开，透明度高，市场对信息反映更加迅速，在金融危机后会经济复苏更快，代表学者有 Rajan(1992)。

**维度二：金融功能观。**学者发现很难抛开各国特殊因素谈金融结构，世界上并没有一个适应于所有国家的通用金融体系方案，故此结合法律环境、产业结构等因素综合分析。Laporta, Lapez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny (简称 LLSV, 1997、1998) 发现，在金融发展水平整体较高、法律体系更完善的经济体中，直接融资为主导的金融体系更有利于经济增长；在金融发展水平整体较低、契约环境较差的经济中，银行主导型更有优势。前者典型案例如英美法系国家，立法理念更倾向于让投资者受益，且以判例法为主，能及时解决新出现的商业纠纷，有利于明确市场预期，因此资本市场发展比大陆法系国家快。Merton 和 Bodie(2004) 提出金融体系中银行和市场本身对经济增长没有绝对优劣之分，关键是其能否提供资源分配、融资、信息提供、支付手段、激励机制和风险控制六大功能。

现有文献主要探讨政治、文化、法律、产业等因素在金融体系形成过程中的作用，或金融结构对经济增长的相关性，但对于正处于增速换挡的中国需要何种金融体系、以及如何稳妥推进金融体系升级，未做深入研究。2019 年《政府工作报告》指出“促进多层次资本市场健康稳定发展，提高直接融资特别是股权融资比重”，中国金融体系升级走到了十字路口，本报告分别对 27 个经济体做横向比较，总结出三类不同金融体系的发展现状，同时分别选取美国、日本、德国作为样本，深入研究其金融体系变迁轨迹和经验教训，旨在为中国金融体系升级提供样本。

## 1.3 度量

根据直接融资定义，其度量公式为，直接融资比重=（债券融资+股权融资）/（债券融资+股权融资+信贷融资）。但具体以哪种指标度量没有统一的标准，常用计算方法包括宏观存量法、微观存量法和我国独有的增量法。

**宏观法：**早期学者多采用世界银行公布的股市市值和银行贷款衡量各国金融体系结构，随着 BIS 公布债券存量，债券存量也被纳入到宏观存量法统计口径。此种方法优点是数据口径统一，易于国际比较，缺点是只能笼统反映整体情况，但未包含非上市流通的股权融资，存在低估可能。

**微观法：**OECD 金融资产负债数据库提供了非金融企业的资产负债表，优点是切合金融体系定义，可以计算非金融企业的融资情况，股权融资包含上市股票和未上市股权，缺点是主要统计发达经济体数据，发展中经济体样本较少，未包含中国数据。

**增量法：**我国央行公布的“社会融资规模”新增融资项目，根据《金融业发展和改革“十二五”规划》中所使用的统计口径，企业债和非金融企业境内股票融资为直接融资项目，其余为间接融资项目。该指标反映短期边际融资情况，且只适用于我国 2002 年以来金融体系结构的计算，难以进行国际比较。

图表1：金融体系度量指标和数据来源

| 方法  | 间接融资                                | 直接融资                  | 数据来源  |
|-----|-------------------------------------|-----------------------|---|
| 宏观法 | 银行对私人非金融部门信贷                        | 国内上市公司股票市值<br>非金融企业债券 | 信贷和股票数据来源世界银行，债券数据来源于 BIS   |
| 微观法 | 非金融企业贷款                             | 非金融企业债券<br>股票         | OECD 数据库 720<br>Financial<br>balance sheets -<br>non consolidated<br>- SNA 2008 |
| 增量法 | 社融“人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票” | 社融“企业债券、非金融企业境内股票融资”  | 中国央行  |

资料来源：恒大研究院

## 2 国际经验

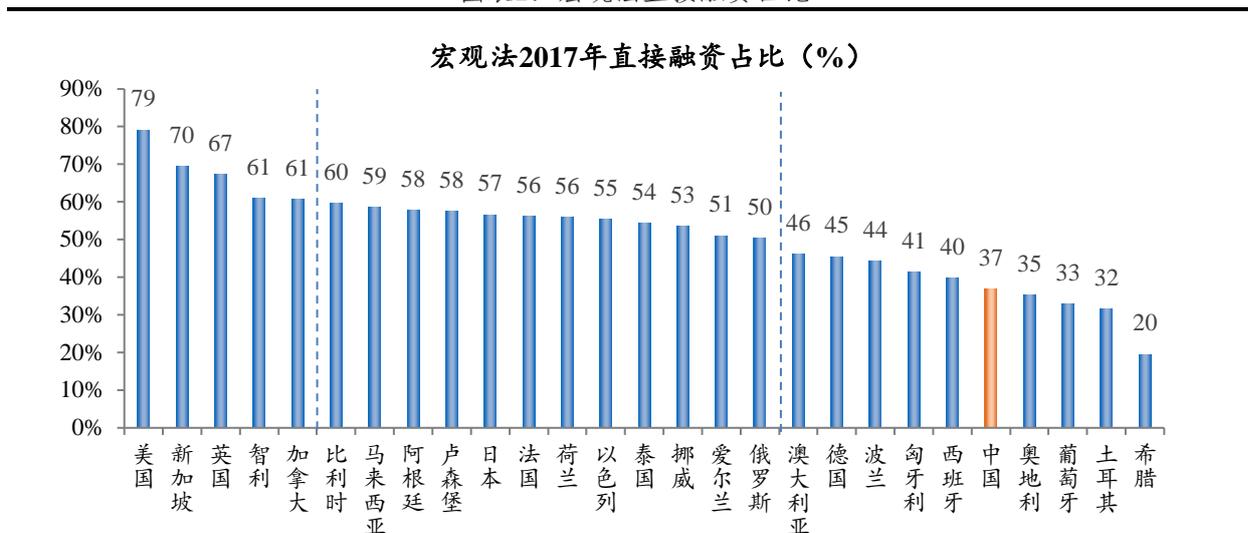
### 2.1 横向比较：从五大特征看 27 个经济体金融体系

我们采用宏观法计算各经济体 2017 年直接融资占比，27 个经济体覆盖 18 个发达经济体和 9 个发展中经济体，直接融资占比平均为 51%，具体分为以下三组：

**市场导向组**界定为直接融资占比高于 60%的经济体，包括美国、英国等 5 个国家，直接融资占比平均高达 68%，美国数值最高，达到 79%。**银行导向组**界定为直接融资占比低于 50%的经济体，包括德国、中国等 10 个国家，平均直接融资占比仅 37%，银行信贷占据主导地位。**混合导向组**界定为直接融资占比在 50%-60%之间经济体，包括日本、法国、俄罗斯等

12 个国家，平均直接融资占比 56%，这些经济体直接融资比重虽然已经超过间接融资，但金融体系混合两种融资方式特点。

图表2：宏观法直接融资占比



资料来源：世界银行，BIS，恒大研究院

图表3：不同金融体系下经济体特征

|          |                    | 市场导向  | 混合导向  | 银行导向   | 总计    |
|----------|--------------------|-------|-------|--------|-------|
| 经济体数量    |                    | 5     | 12    | 10     | 27    |
| 直接融资占比均值 |                    | 68%   | 56%   | 37%    | 51%   |
| 经济特征     | 发达经济体数量占比          | 80%   | 75%   | 60%    |       |
|          | 人均 GDP (美元)        | 43437 | 41682 | 26174  | 36263 |
|          | GDP 增速 (%)         | 2.44  | 3.07  | 3.73   | 3.2   |
| 产业特征     | 工业增加值占 GDP 比重 (%)  | 17.3  | 18.5  | 25.7   | 20.9  |
|          | 服务业增加值占 GDP 比重 (%) | 56    | 47.1  | 60.8   | 53.8  |
| 金融特征     | 储蓄总额占 GDP 比重 (%)   | 24.1  | 20.7  | 24.5   | 22.7  |
|          | 广义货币占 GDP 比重 (%)   | 117.4 | 104   | 99.5   | 105.7 |
|          | 银行不良贷款率 (%)        | 1.13  | 3.4   | 8.08   | 4.71  |
| 法律特征     | 大陆法系 (个)           | 1     | 9     | 9      | 19    |
|          | 英美法系 (个)           | 4     | 3     | 1      | 8     |
| 文化政治特征   |                    | 英美文化  |       | 欧洲大陆文化 |       |

资料来源：世界银行，Wind，恒大研究院

注：市场导向经济体包括美国、新加坡、英国、智利、加拿大；

混合导向经济体包括比利时、马来西亚、阿根廷、卢森堡、日本、法国、荷兰、以色列、泰国、挪威、爱尔兰、俄罗斯；

银行导向包括澳大利亚、德国、波兰、匈牙利、西班牙、中国、奥地利、葡萄牙、土耳其、希腊。

从经济特征看，市场导向组处于经济发展领先地位，银行导向组发展水平较低，混合导向组处于追赶地位。市场导向组、混合导向组、银行导向组在发展水平上呈现显著不同，发达经济体数量占比逐步递减，分别为 80%、67%、60%；人均 GDP 递减更加明显，分别为 4.3 万、4.2 万、2.6 万美元；GDP 增速呈现递增状态，平均增速分别为 2.44%、3.07% 和 3.73%。发达经济体对金融体系的选择空间更大，即使银行导向组也有 6 个发达国家身影，主要为德国、西班牙等欧洲大陆国家。发展中经济体多聚集在银行导向金融体系中，但也有部分发展中国家通过提升直接融资比重，升级到混合金融体系模式。

从产业特征看，银行导向型金融体系倚重发展第二产业。市场导向组、混合导向组、银行导向组工业增加值占 GDP 比重逐步提高，依次为 17.5%、18.5% 和 25.7%。其逻辑在于，一是重资产行业属资本密集型传统行业，生产过程资金需求量大，商业模式标准化程度高，银行以存贷款的形式吸纳并投放资金效率高，可以降低成本；二是重资产行业可抵押资产多，信用风险低，符合银行低风险偏好。相反，高新技术产业、现代服务业等轻资产行业，资本市场相较银行在风险定价上更具优势。

从金融特征看，市场导向经济体银行坏账率较低，但货币供应量特征不明显。市场导向组、混合导向组、银行导向组的银行不良贷款率呈现递增，分别为 1.13%、3.4% 和 8.08%；广义货币占 GDP 比重却呈现依次递减态势，分别为 117.4%、104% 和 99.5%。根据以往经验，间接融资为主的经济体依靠银行资产扩张派生存款，货币供应与 GDP 之比、储蓄率和银行坏账率相对会比较高；直接融资为主的经济体只涉及货币在不同经济主体之间的转移和交换，不会带来货币总量的增加，货币供应与 GDP 之比应较低。但以 2017 年截面数据看，直接融资和间接融资体系已经相当模糊，而且 M2/GDP 受经济发展水平、利率市场化等多重因素影响，并非想象中间接融资占比高的国家一定会导致货币超发。

图表4：直接融资占比与货币超发并不显著相关



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_12210](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12210)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn