

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作 者：李义举 中国银行研究院
汪惠青 中国银行研究院
电 话：010 - 6659 4026

签发人：陈卫东
审稿人：周景彤
联系人：叶银丹
电 话：010 - 6659 6874

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

如何理解我国股权融资 比重偏低的问题*

党的十九届五中全会提出“提高直接融资比重”，这是“十四五”时期资本市场发展的一大重点任务。股权融资是直接融资的重要组成部分，其健康发展对于提升我国直接融资比重，促进经济高质量发展具有重要的意义。当前我国股票市场存在融资结构不均衡，上市公司质量有待提升，各项制度不完善，市场波动较大等问题。未来需健全多层次资本市场体系，完善资本市场注册制改革、信息披露和退出制度，加大违法、违规行为的打击力度，推动长期资金入市，促进直接融资规模的持续提升。

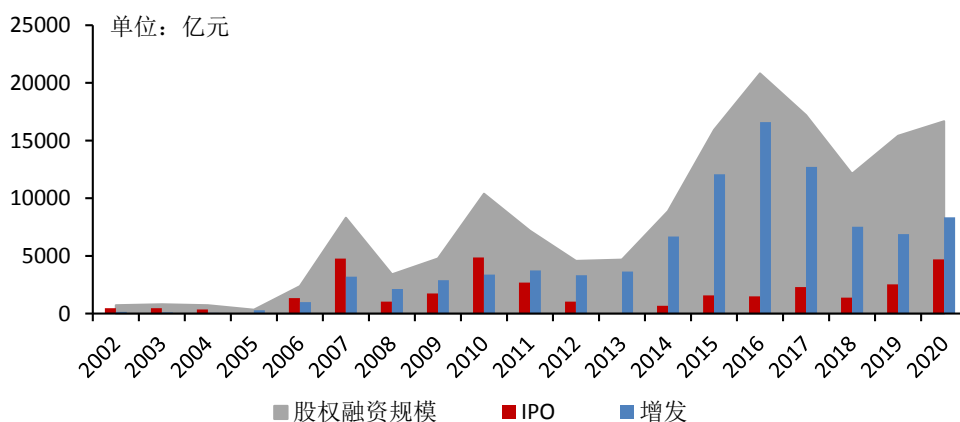
如何理解我国股权融资比重偏低的问题

党的十九届五中全会提出“提高直接融资比重”，这是“十四五”时期资本市场发展的一大重点任务。股权融资是直接融资的重要组成部分，其健康发展对于提升我国直接融资比重，促进经济高质量发展具有重要的意义。当前我国股票市场存在融资结构不均衡，上市公司质量有待提升，各项制度不完善，市场波动较大等问题。未来需健全多层次资本市场体系，完善资本市场注册制改革、信息披露和退出制度，加大违法、违规行为的打击力度，推动长期资金入市，促进直接融资规模的持续提升。

一、我国股权融资发展趋势整体平稳向好

股权融资发展是市场化资源配置的重中之重，也是我国创新驱动型社会发展的主要抓手。股权融资不仅能够提升企业的融资效率，拓宽融资渠道，而且能够分散企业财务风险。近年来，我国股票市场制度改革不断推进，资源配置效率持续提升，股权融资发展势头总体向好。

图 1：股权融资规模变化



数据来源：Wind，中国银行研究院

一是股市规模显著增长。从市值规模来看，截至 2020 年底，我国 4140 家上市公司的总市值为 86.83 万亿元，较上年底涨幅达 31.94%，已成为市值规模名列全球第二的大市场。从融资规模来看，2020 年我国股权融资总额为 1.67 万亿元，同比增长

8.20%，较 2002 年上涨超过 22 倍。随着注册制改革稳步推进，IPO 募集资金达 0.47 万亿元，同比增长 85.57%，较 2002 年上涨约 9 倍（图 1）。

二是股市层次更加丰富。从上市板块来看，截至 2020 年底，主板上市公司数量约占上市公司总量的一半；中小板、创业板、科创板上市公司数量占上市公司总量的比例分别为 24.01%、21.55%、5.19%（图 2）。从公司类型来看，截至 2020 年底，4140 家上市公司中，民营企业占绝大多数，共有 2522 家，占比 61.36%。央企、地方国企、外资企业分别有 398 家、766 家、151 家，合计占比 31.76%（图 3）。

图 2：上市公司板块分布

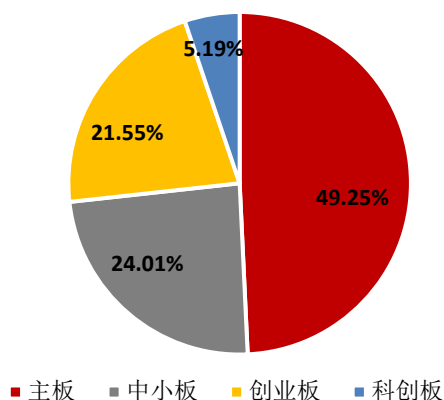
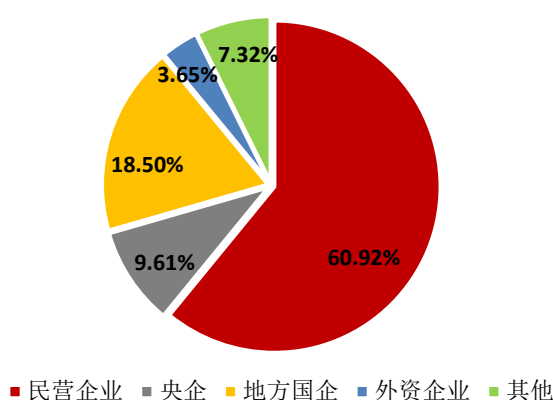


图 3：上市公司类型结构

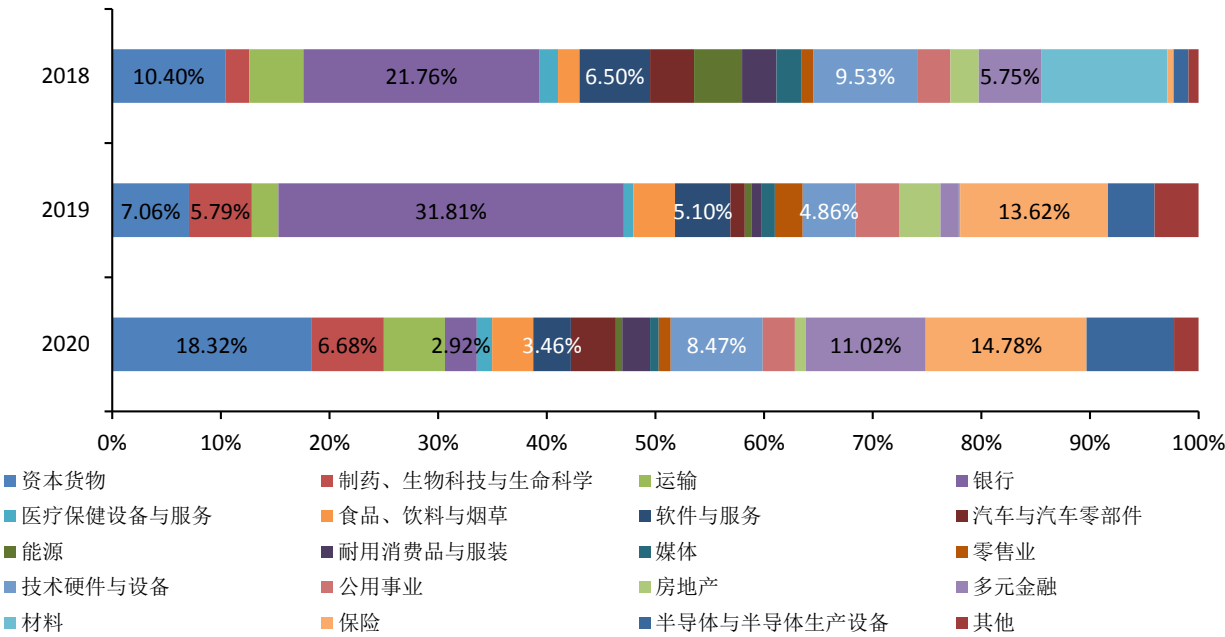


数据来源：Wind，中国银行研究院

三是股权融资结构有所优化。随着注册制改革开启，股权融资内部结构有所优化。一方面，金融业融资比重有所下降。2019 年，银行业在 A 股市场的融资总额 4902.28 亿元，占 A 股市场融资总额的 31.81%；2020 年银行业占 A 股市场融资总额比重降至 2.92%，制药、生物科技与生命科学行业、技术硬件与设备行业、半导体与半导体生产设备行业等高新技术行业的占比均有较快提升（图 4）。其中，科创板的发展对于我国创新型企业的支持不断增加。科创板上市企业均为高科技企业，上市公司数量排名前三的产业分别为新一代信息产业（37.3%）、高端装备制造产业（16.9%）和生物产业（22.2%）（图 5）。截至 2020 年末，科创板的融资总额占 A 股市场融资总额的 0.84%，与去年同期相比上升了 0.62 个百分点。另一方面，中小企业融资发展较快。截至 2020 年三季度，A 股市场中中小企业的融资总额占 A 股市场融资总额的 12.09%，

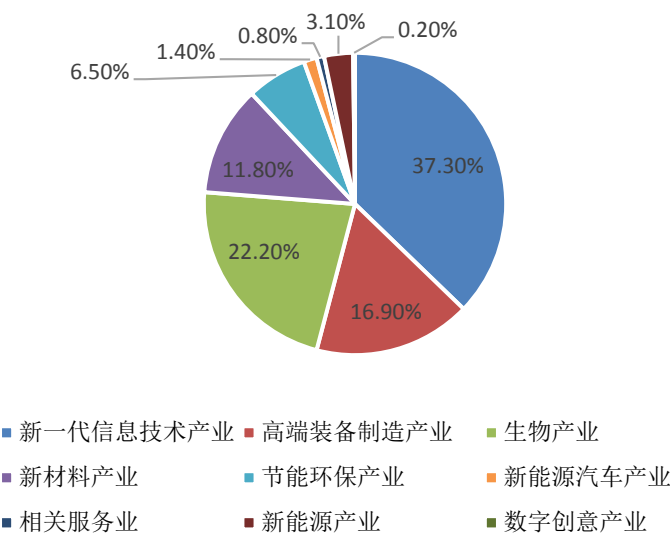
与去年同期相比上升了 0.32 个百分点。以科创板为例，截至 2020 年末，科创板上市公司中属于中小企业的比例为 74.66%。未来随着上市科创企业的不断增多，注册制改革制度的不断完善，科创板将会有效满足科技型中小企业的融资需求。

图 4：A 股市场主要行业融资总额占比变化



数据来源：Wind，中国银行研究院

图 5：创业板行业分布



数据来源：Wind，中国银行研究院

四是股市改革稳步推进。2020 年，新《证券法》《关于进一步提高上市公司质量的意见》，以及“注册制”“退市新规”等多项影响股票市场行稳致远的重大政策一一落地，从优化注册制改革、健全上市公司退出机制、强化信息披露、加大违法惩罚力度等多个方面稳步推进股票市场改革，一个日趋健康、完善的股票市场正在形成（表 1）。

表 1：2020 年股票市场改革大事件（部分统计）

日期	事件
3 月 1 日	新《证券法》正式施行，在全面推行证券发行注册制、大幅提高证券违法违规成本、加大投资者保护力度、进一步强化信息披露要求等方面实现重大突破。
4 月 27 日	中央深改委审议通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，首次将增量与存量市场改革同步推进。
7 月 27 日	新三板精选层 ¹ 开市交易，首批 32 家企业集体挂牌亮相。
10 月 9 日	国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，从 6 个方面 17 项重点举措对提高上市公司质量作出全面系统、有针对性的部署安排。
10 月 29 日	十九届五中会议通过的《第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，明确提出“全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重”。
11 月 2 日	《健全上市公司退市机制实施方案》指出要坚持市场化、法治化方向，完善退市标准，简化退市程序，拓宽多元退出渠道，严格退市监管，完善常态化退出机制。
12 月 31 日	深交所发布《深圳证券交易所股票上市规则（2020 年修订）》；上交所发布《上海证券交易所股票上市规则》《上海证券交易所科创板股票上市规则》《上海证券交易所风险警示板股票交易管理办法》《上海证券交易所退市公司重新上市实施办法》优化退市标准，畅通退出渠道。

数据来源：Wind，中国银行研究院

¹ 为更好地服务中小企业特别是创新型、成长型中小企业，2019 年 12 月 27 日，全国股转公司发布《全国中小企业股份转让系统分层管理办法》，在“新三板”原有基础层、创新层的基础上增设精选层。财务状况良好、市场认可度较高且公众化水平较强的优质企业通过遴选进入精选层，连续挂牌 1 年以上且符合规定即可以申请转板上市。这一制度有效打通了新三板与创业板、科创板之间的联系，增强了股市流动性。

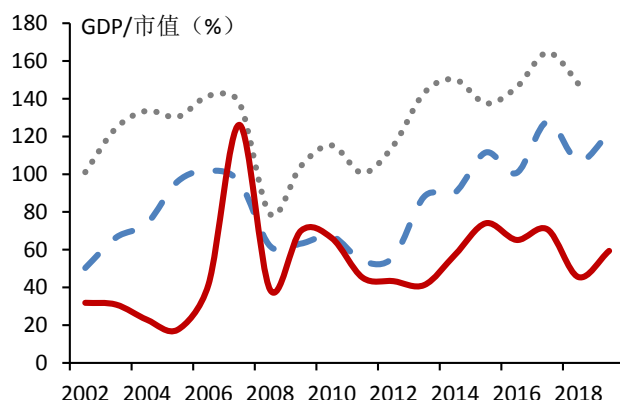
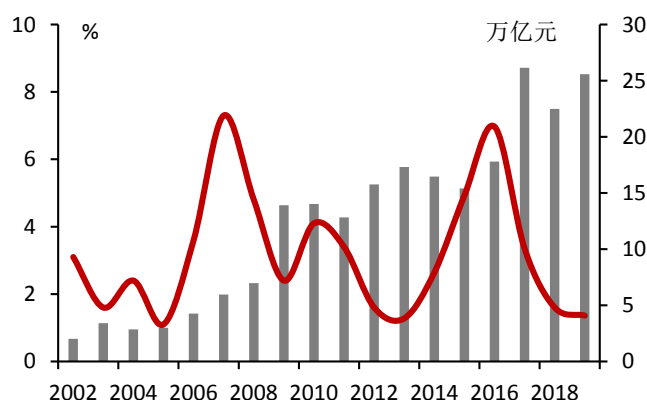
二、我国股权融资主要存在的问题

（一）股权融资占社融比重偏低

我国股权融资占社融比重长期在低位徘徊。2019年，非金融企业境内股票占新增社会融资规模的比重仅为1.36%。股权融资占社融比重自2007年达到7.3%的高位后，在2008年、2011年和2017年分别受到金融危机、大规模刺激计划逐步退出、资管新规出台的影响，出现三次大幅度的下跌（图6）。此外，根据世界银行的统计数据，2018年美国、日本和中国的股市市值占GDP比重分别为147.89%、106.90%和45.52%。我国股市市值占GDP的比重不仅低于美国这样的证券主导型国家，也低于传统的银行主导型国家日本，一定程度上反映出我国股市支持实体经济发展的功能并未完全释放（图7）。

图6：股权融资占社融比重变化

图7：各国股市市值占GDP比重变化



■ 社会融资规模（右轴） ■ 非金融企业境内股票融资

..... 美国 - - - 日本 — 中国

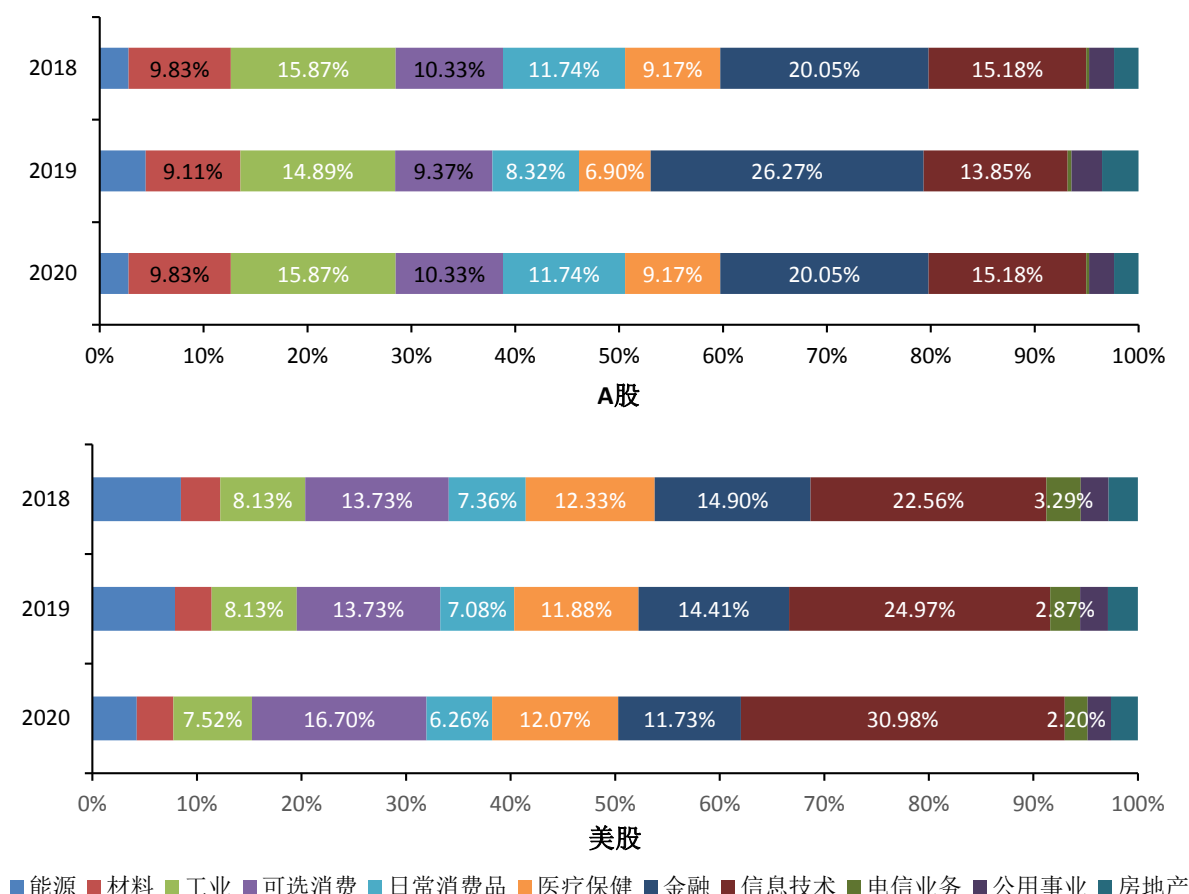
资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）股市行业结构与经济结构升级要求存在偏差

近年来，我国股市存量中传统行业占比过高，新经济占比不足，股市行业结构长期滞后于经济结构转型升级。据统计，2018年至2020年，A股市值占比较高的行业主要是金融、工业、信息技术和日常消费品；美股市值占比较高的行业主要是信息技术、

可选消费、医疗保健和金融。从市值结构变化情况来看，A 股行业结构变化较小，金融业占市值比重持续超过 20%，信息技术行业占比在 15% 左右，医疗保健行业的占比低于 10%；美股行业结构变化较大，市值第一的信息技术行业占比持续增加，金融业占比逐渐减少（图 8）。根据 Wind 统计，2020 年，美股前十市值的公司有：苹果公司、微软、亚马逊、谷歌、特斯拉、脸书（Facebook）、摩根大通、强生公司、沃尔玛和 VISA；A 股排名前十的公司有：贵州茅台、工商银行、中国平安、建设银行、招商银行、五粮液、农业银行、中国人寿、宁德时代、中国银行。整体而言，美股是技术硬件和服务行业“当家”，A 股则是银行和国企“领头”。我国股市行业结构固化，在培育科技型、创新型企业，支持制造业单项冠军、专精特新“小巨人”等企业发展壮大方面有待发挥更大的作用。

图 8：A 股和美股主要行业市值占比变化对比

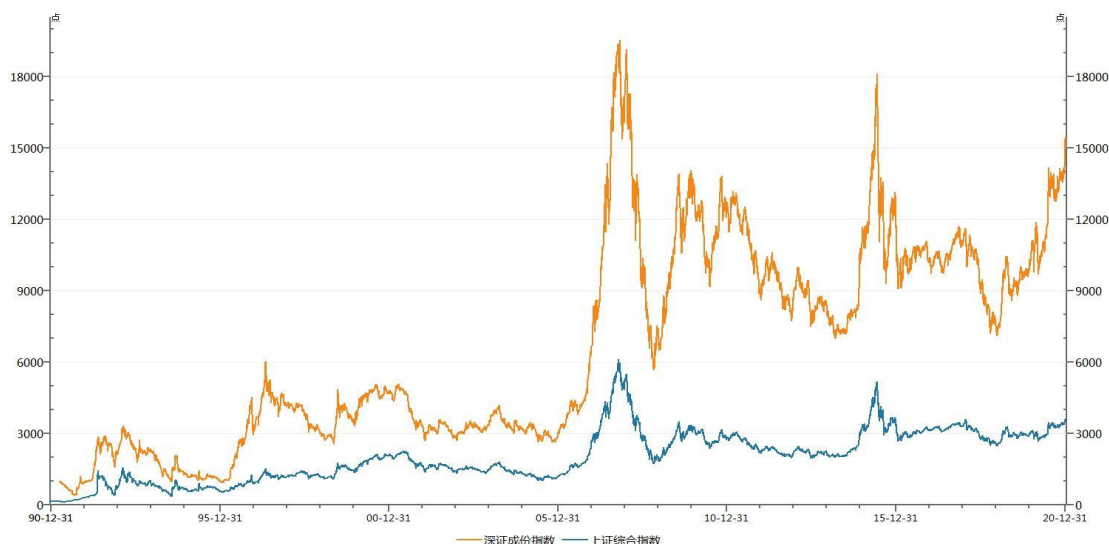


数据来源：Wind，中国银行研究院

（三）股票市场波动性较大

中国股票市场的波动性较大，市场存在对外部冲击过度反应的现象，这不利于股市融资功能的发挥，也加大了潜在金融风险。近十年来（2011 年-2020 年），我国 A 股指数波动率为 28.25%，虽然与此前十年相比有所下降（2001-2010 年为 32.46%），但仍然高于发达国家较为成熟的资本市场波动幅度（15%-20%）²。例如 2015 年股灾时期，上证指数在两个多月的时间内由 5178 点跌至 3000 点左右（图 9）。

图 9：中国股市历史走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

市场的大幅波动带来许多不利的影响，一方面，市场大幅波动不利于长期投资者的进入。大幅波动的市场无法满足长期投资者稳健的投资需求，反而会吸引“热钱”

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_18383

