



李扬：发展资产管理是完善我国金融体系的重要路径



意见领袖 | 李扬 (中国社会科学院学部委员、国家金融与发展实验室理事长)



01

资产管理是独特的金融活动

中国学术界在讨论金融体系的时候，通常使用两分法即分为“间接融资为主”和“直接融资为主”，前者是银行主导型的金融体系，后者则是市场主导型的金融体系。一般认为，理论上市场主导型的金融体系更优一些，因为其能更好地应对一些剧烈变化，但其实两种金融体系差异并不多，只是存在适应与否的问题。

从上个世纪开始，发展直接融资始终是中国改革的目标之一，但是实践的发展其实并不如人意。在直接融资和间接融资之间其实还有其他一些金融活动，如资产管理、财富管理，均显示出不同于直接融资和间接融资的品格，而且资产管理和财富管理能够契合广大金融产品和服务的消费者日益增长的对金融产品和服务的需求，这就是为什么资产管理、财富管理这么多年方兴未艾的基本原因。

当然，由于历史和法治环境的不同，资产管理在不同的国家呈现出不同的样态，服务内容和风格也存在区别。不过可以确定的是，它是广大金融产品和金融服务消费者面对的主要金融活动，并且在中国的发展还很欠缺。

02

资产管理市场发展的改革意义

历史上，我国银行间接融资占全部社会融资的比例始终稳定在 80% 以上，但是从 2012 年开始，随着各类资产管理业务的蓬勃发展，银行的间接融资占比急剧下降，至 2015 年下半年已经降到 60% 以下。当然，有人可能会把资产管理归为直接融资，但事实并不完全是这样。不过，资产管理的发展确实有助于实现降低银行间接融资占比的任务。2015 年下半年后开始整顿资管行业，银行间接融资占比慢慢又回升至 80% 以上。

回顾历史可以看出，既然降低银行间接融资的比重是金融改革的目标

之一，那么发展资产管理市场就是一个非常重要的抓手，不能把眼光只盯在直接融资上，中国应发展具有中国特色、丰富多层次的资本市场。

2018年4月，央行正式发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(简称资管新规)。各银行金融机构开始建立独立资管机构。至今已形成规模。这些发展，构成我国资产管理行业的坚实基础。如果将资产管理分为银行类、证券类、保险类、信托类、基金类等等，从产品上来看还没有很大的突破。要想真正实现产品分类的突破，真正满足广大金融产品和服务的消费者的需要，必须要打破原有体系和基本机制，即发展资金信托。

03

信托融资与直接融资和间接融资的三点不同

合约数量和类型不同

直接融资整个交易中只出现一个合约，比如，国债就是投资者和政府一个合约，股票就是投资者和股票对应的公司一个合约，资金融通过程中的金融机构只是提供服务，而未发行和交易以自己为主体的任何信用工具。间接融资涉及两个合约，在整个交易过程中，金融中介机构如银行一方面与筹资方订立一个放贷合约，另一方面则代表筹资方和投资方订立一个借款合同，两个合约完成一项资金运转的活动。信托融资事实上涉及两个合约，一个是资金盈余方与资金短缺方的借款合同，另一个则是金融中介机

构也就是信托机构与委托人的诚信责任合约。从资金运转来说，这种合约和直接融资相像，但是从责任和法律关系来说分担不同，信托融资中的信托机构需要承担法律义务。

风险分担机制不同

在直接融资里，金融中介机构仅承担与中介服务相关的操作、法律、合规、声誉风险等，交易中最重要风险如信用、市场、流动、财务风险是由资金交易双方承担的。间接融资的绝大部分风险由金融机构承担，资金盈余方只需承担金融机构的信用风险，资金短缺方则主要关心自己的经营风险和财务风险。信托融资是“卖者尽责，买者自负”，所以投资方和筹资方都要承担整个交易中的信用、市场、流动性和财务风险，作为中介机构的信托机构则承担由信托规制所确定的“信用义务”的责任和风险。

定价机制和服务收费规则不同

直接融资中证券公司只是帮助定价，同时为自己所提供的信息加工和服务收取费用。间接融资的收费有两个，一个是风险定价费，间接融资中金融中介机构几乎承担了绝大部分风险，因此就要两头风险定价。只一个

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_45849

