

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 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 股票	OECD 数据库 720 Financial balance sheets - non consolidated - 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

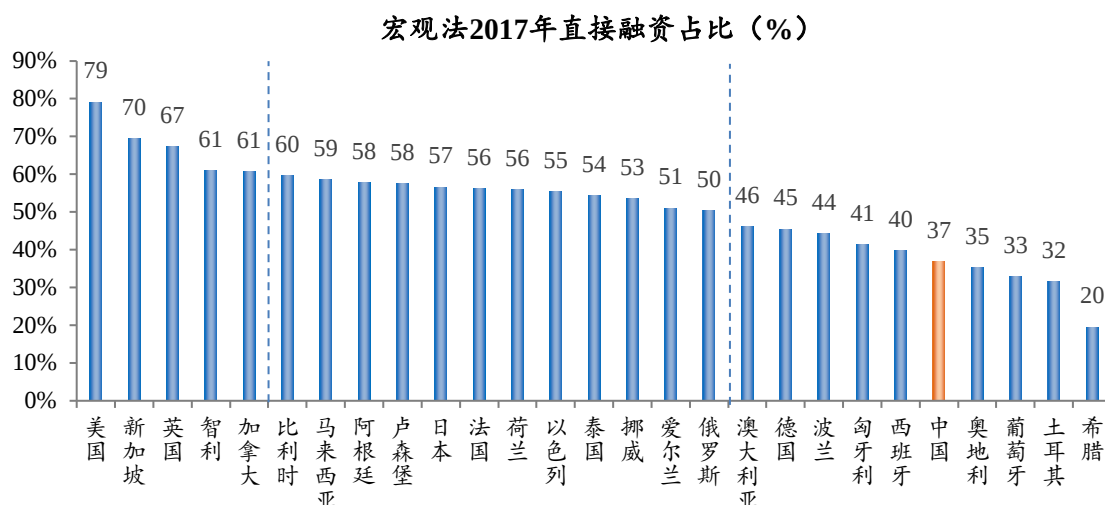
2.1 横向比较：从五大特征看 27 个经济体金融体系

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；

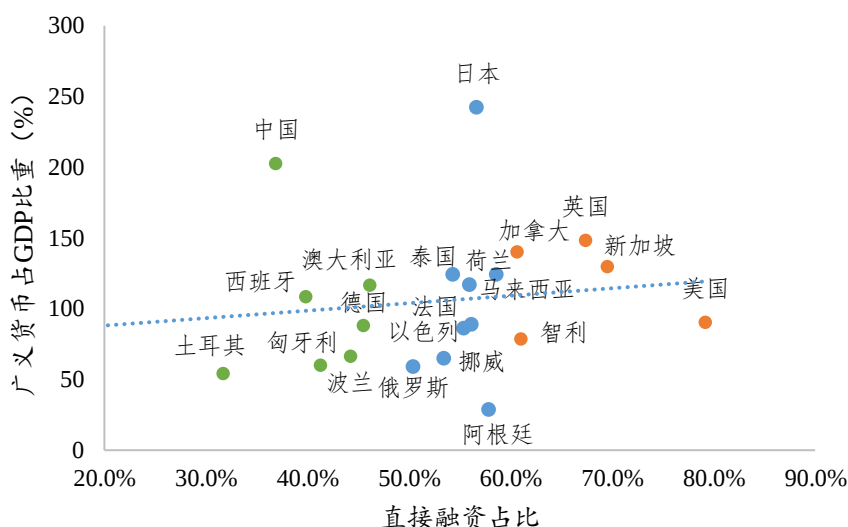
银行导向包括澳大利亚、德国、波兰、匈牙利、西班牙、中国、奥地利、葡萄牙、土耳其、希腊。

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



资料来源：世界银行，BIS，Wind，恒大研究院

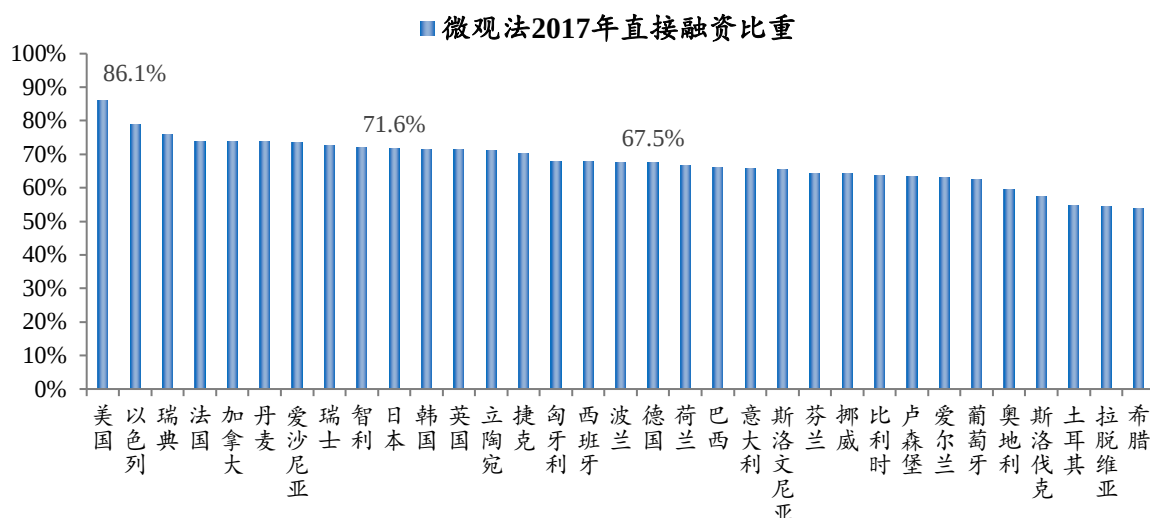
从法律特征看，市场导向经济体多为英美法系，银行导向经济体多为大陆法系。市场导向组英美法系国家占比 80%，混合导向组、银行导向组大陆法系国家占比分别 75% 和 90%。英美法系有判例法传统，法官可根据实际情况创设法律，适用于解决日新月异的商事问题，大陆法系需遵照成文法，但法律往往滞后于经济商业发展，难以及时解决商业纠纷，抬高直接交易的成本和风险，因此在大陆法系国家，银行发展力量大于

资本市场力量。但随着整体法律水平提高，也分别有 1 个和 9 个大陆法系经济体进入到市场导向、混合导向的金融体系。

从文化特征看，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。英美文化与政治影响下，金融体系中直接融资比重较高。历史上，美国、加拿大、新加坡均为英国殖民地，智利、阿根廷等拉美国家受美国影响较大，实现君主立宪制或共和制政体，民众力量相对政府更强，注重契约精神，催生资本市场繁荣。银行导向组中 8 个均为欧洲大陆国家，包括中国在内，历史上长期实行君主集权政体，政府力量更强，注重宏观调控管理，因此银行力量相较于市场力量更强势。

为验证金融体系分组的可靠性，我们也采用微观法辅助计算。微观法直接融资比重数值明显高于宏观法，平均数为 67.6%，美、日、德直接融资比重均比宏观法提高 7、15、23 个百分点，但排序未变。微观法亦可作为金融体系分类的参考。

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



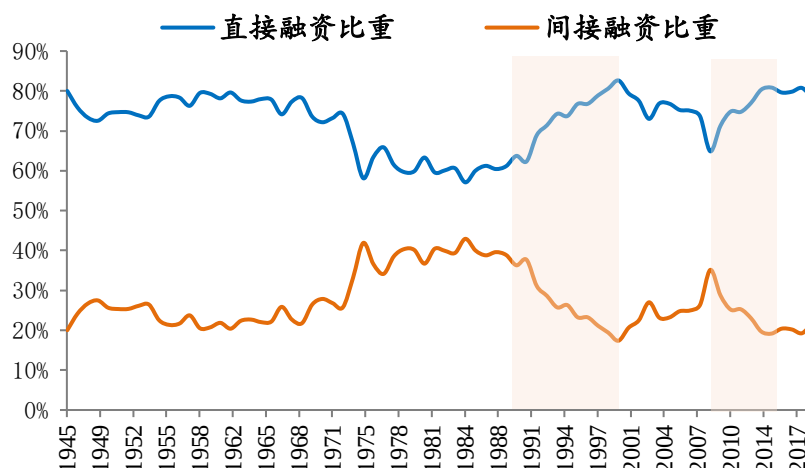
资料来源：OECD，恒大研究院

2.2 美国：直接融资起点高，长期维持高位

美国资本市场高度发达，截至 2018 年直接融资比重高达 80%，其发展特点为：一是直接融资比重起点高。独立战争后，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。二是金融脱媒趋势下，直接融资比重经历被动提升。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 1990 年后政府主动提升直接融资比重。七八十年代利率市场化和 2008 年次贷危机后经历两次波折，直接融资比重下降到 70%以下，政府刺激新经济发展和金融放松管制，直接融资比重迅速恢复到高位。美国长期保持金融体系优越性在于：一是政治文化上奉行自由竞争和契约精神，二是法律和监管框架因势而变，灵活调整。三是资本市场定位鲜明，充分发挥提供流动性和风险定价作用，四是大力发展机构投资和风险投资。

2.2.1 变迁：美国直接融资经历“先被动、后主动”两步走

图表6：美国直接融资比重经历两次大幅提升

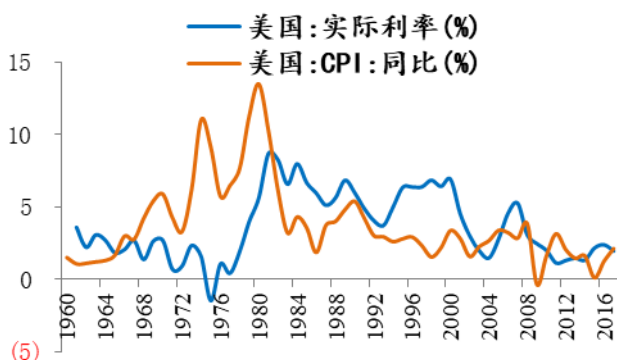


资料来源：Wind，恒大研究院

1) 大萧条后，银行业管制严格，金融脱媒，直接融资比重经历被动提升。美国 1933 年《格拉斯-斯蒂格尔法案》对利率、分业经营严格管制。Q 条例规定银行不得对活期存款支付利息，对储蓄存款和定期存款的利率设定最高限度，加之银行数量庞大，1934 年多达 14000 家，竞争激烈，对社会资金吸引力有限，“金融脱媒”趋势下，金融体系向直接融资倾斜，1945-1972 年前直接融资比重维持在 70% 以上，平均达 76.2%。

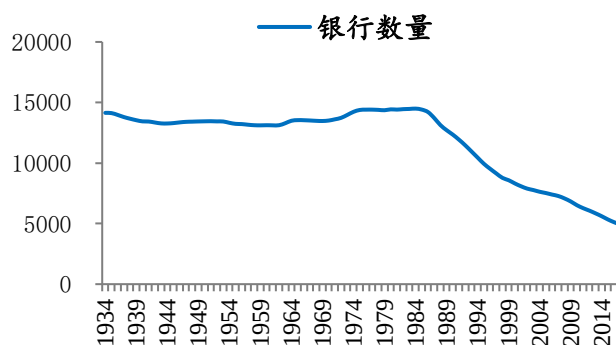
2) 1970-1990 年，利率市场化改革，松绑银行业，直接融资比重有所下降。20 世纪 70 年代石油危机、布雷顿森林体系瓦解，美国通货膨胀严重，1980 年通胀水平甚至高达 13.5%，但实际利率仅 6% 左右，不得不进行大刀阔斧的利率市场化改革和松绑银行监管，1980 年逐步取消存款利率管制，吸引存款回流银行，直接融资比重从 1972 年 74.3% 下降至 1990 年 62.3%，下降近 12 个百分点，平均比重 63.1%。

图表7：70 年代美国通胀率高于实际利率



资料来源：Wind，恒大研究院

图表8：美国银行数量多达 5000 家，竞争激烈

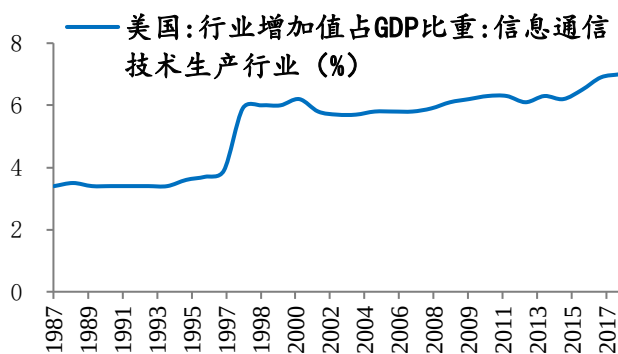


资料来源：FDIC，恒大研究院

3) 1990-1999 年，政府发展新兴产业、推动金融自由化，直接融资大幅提升。90 年代美国鼓励发展信息技术产业，短短五年间其行业增加值占 GDP 比重从 1995 年 3.7% 上升至 2000 年 6.2%，催生互联网科技上市潮，纳斯达克通过吸引苹果、微软等明星企业上市，从原来的场外电子

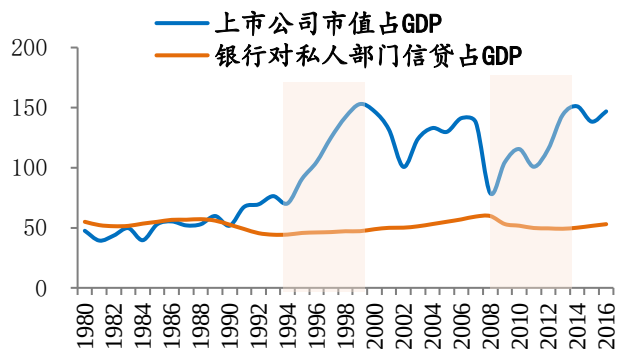
报价平台一跃成为大型交易所集团。1999年《金融现代化服务法案》打破了银行、证券、保险分业限制，重构混业经营、分业监管的金融体系，证券业、保险业、资产管理行业出现爆发式增长，直接融资比重迅速恢复，从1991年68.9%升至1999年82.6%。同时，股票市值占GDP比重大幅增加，从1990年51%提高到2017年165%，同时期银行对私人部门信贷占GDP比重仅维持在50%左右，说明美国直接融资取代间接融资，已经成为美国企业主要融资方式。

图表9：90年代末美国信息产业增加值比重提高



资料来源：Wind，恒大研究院

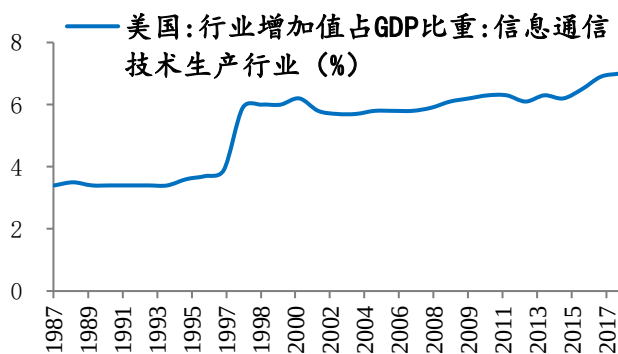
图表10：美国90年代股市市值远超银行信贷



资料来源：Wind，恒大研究院

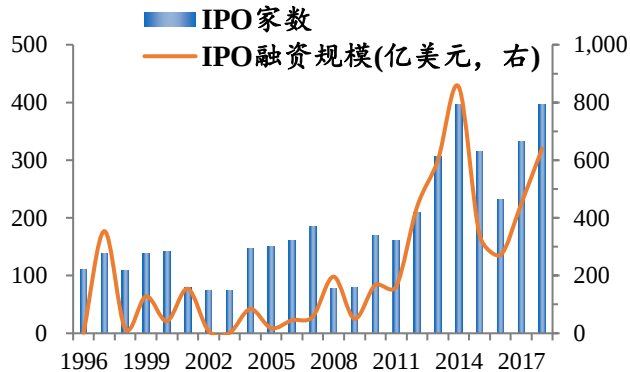
4) 2000年后激活中小企业融资活力。2000年以来资本市场日趋成熟，为遏制财务造假而出台的《萨班斯法案》、2008年次贷危机后《多佛-弗兰克法案》加大监管力度，提高企业信息披露成本，中小企业上市难融资难突显，2004-2008年直接融资比重从76.8%小幅下降至64.9%，2012年美国颁布《JOBS法案》，简化新兴成长企业IPO发行程序、推出公众小额集资豁免注册，IPO数量和筹资规模明显上升。

图表11：90年代末美国信息产业增加值比重提高



资料来源：Wind，恒大研究院

图表12：美国IPO数量和规模2012年后显著上涨



资料来源：Wind，恒大研究院

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

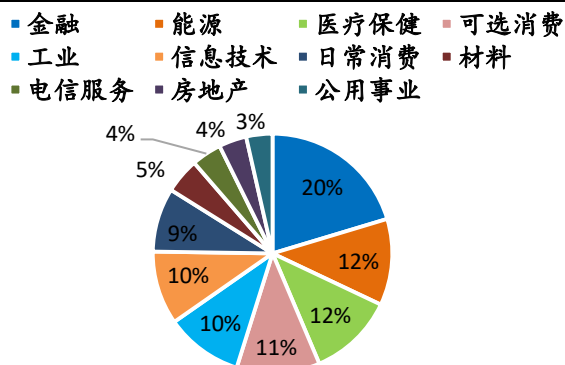
一是政治文化奉行自由竞争和契约精神。独立战争后，美国实行联邦制，奉行自由竞争，反对特许经营和垄断，“单一银行制”不允许银行设立分支机构和跨州经营，美国银行业在诞生时形成了自由准入、高度竞争的格局，银行普遍小而分散，缺乏央行监管，挤兑时有发生。但这一

时期美国工业化、城市化进程不断加快，对长期资金产生巨大需求，银行的相对弱势给予资本市场发展空间。1792年24个证券经纪人在华尔街自发签署契约，纽交所雏形建立，作为全美境内独树一帜的全国投融资市场，纽交所迅速成为企业大额融资的重要渠道。

二是法律和监管框架因势而变。美国金融监管坚持法制规范化和政策灵活化的方向，不断修改现行法律规则。1) 大萧条后多部法律规范资本市场。《1933年证券法》和《1934年证券交易法》将股票、债券等30多种投资合同统一纳入法律监管，包容网罗各种直接融资法律关系，奠定现代资本市场法律基石。2) 90年代金融自由化改革，促进混业经营和直接融资大发展。1999年美国国会高票通过《金融现代化服务法案》，废除了沿袭60年之久的《格拉斯-斯蒂格尔法》，打破了银行、证券、保险分业限制，重构混业经营、分业监管的金融体系，开启证券业、保险业、资产管理行业爆发式增长。3) 2012年《JOBS法》适时松绑中小企业直接融资。对现行法律规则修改，及时拓宽小型公司与资本市场对接的通道。

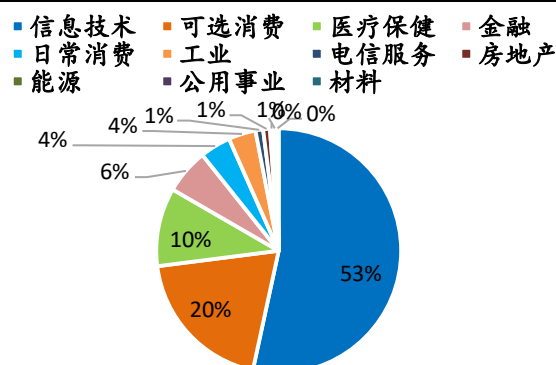
三是资本市场定位鲜明，充分发挥提供流动性和风险定价作用。1) 场内市场层次分明、竞争互补。纽交所市值排名前三的行业为金融、能源、医疗保健，截至2019年5月占比分别20%、12%、12%；纳斯达克以吸引大量的科技股著称，信息技术市值一支独大，市值占比53%，近年来纽交所通过降低上市门槛、设置市场分层等手段，与纳斯达克展开争夺上市资源的竞争。2) 场外市场规模庞大。美国场外市场包括OTCBB（公告板市场）和OTC Market，前者因监管要求过高，基本与场内市场无异，吸引力日渐萎缩。OTC Market因先进的报价系统后来居上，截至2019年5月13日挂牌企业10765家，按照信息披露的程度和公司质量分为OTCQX，OTCQB和粉单市场，企业数量占比分别5%、9%、86%。OTCQX为最高层级的场外市场，挂牌条件不亚于在纳斯达克上市，但不需要符合SEC的第404条规定，因为被视为上市踏板；OTCQB适合中小型公司，需要向SEC报送财务报告，但没有财务要求；粉单市场不需要提交或披露财务报告。3) 灵活的转板制度。美国在OTC与纳斯达克、纽交所之间建立了转板机制，例如企业的净资产达到500万美元、或年税后利润超过75万美元、或市值达5000万美元，可申请转板，2016-2018年美国从OTC Market转入纽交所和纳斯达克的企业分别35、63、58家。

图表13：纽交所金融能源医疗市值高



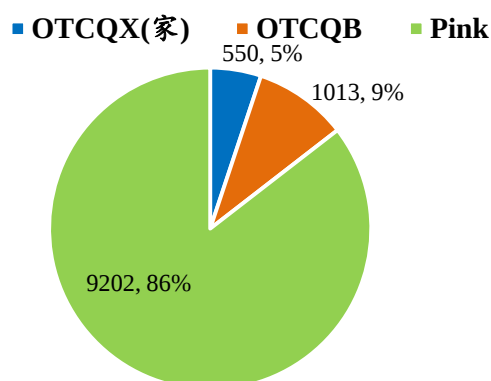
资料来源：Wind，恒大研究院

图表14：纳斯达克信息技术市值占比达53%



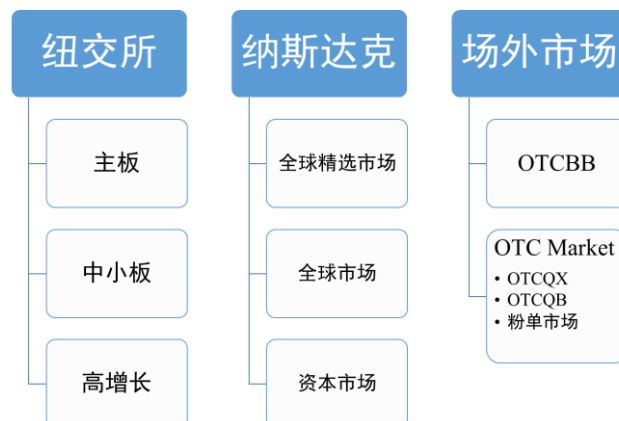
资料来源：Wind，恒大研究院

图表15: 美国 OTC 市场企业数量



资料来源: OTC Market, 恒大研究院

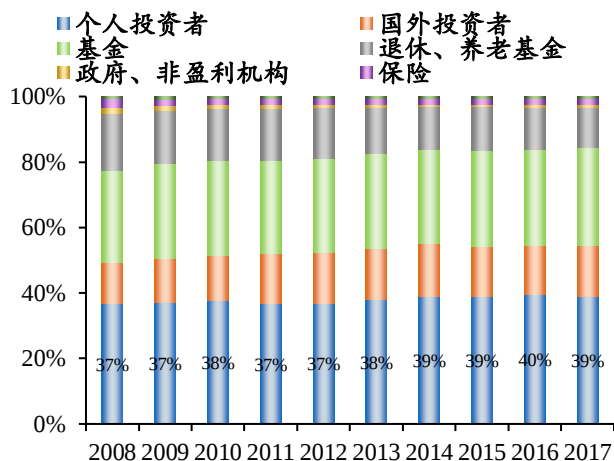
图表16: 美国无缝对接的多层次资本市场



资料来源: 恒大研究院

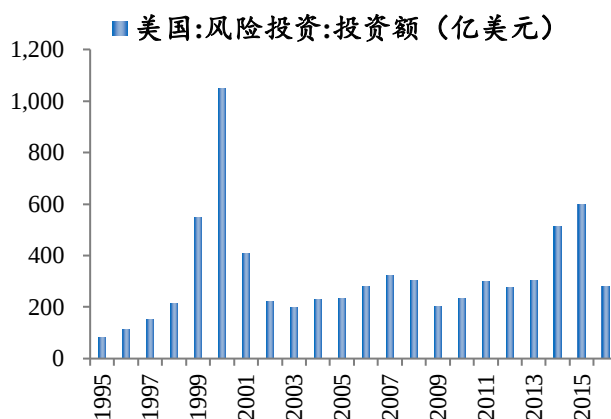
四是大力发展机构投资和风险投资。1) 场内市场迎来共同基金、长期养老金等机构投资者, 带来稳定资金来源。美国资本市场机构投资者占比为 61%, 其中共同基金、政府及私人养老金持股占比分别为 23%、11.9%。2017 年, 美国共同基金规模 18.7 万亿美元, 约 5620 万户美国家庭拥有共同基金。20 世纪 80 年代美国推出 401k (雇主提供养老金)、IRA (个人退休养老金), 2017 年两大养老金计划余额分别为 7.7 和 9.2 万亿美元。2) 场外市场风险投资机构发达, 促进新兴产业融资。美国风险投资伴随新兴技术产业在 90 年代迅猛发展, 风险投资额从 1995 年 80 亿美元一度高涨到 2000 年 1049 亿美元, 主要投向信息技术、生命科学等高科技产业, 为初创的、融资较为困难的、有发展前景的高技术企业提供融资服务。

图表17: 美股机构投资者占比高



资料来源: SIFMA, 恒大研究院

图表18: 美国风险投资机构发达



资料来源: Wind, 恒大研究院

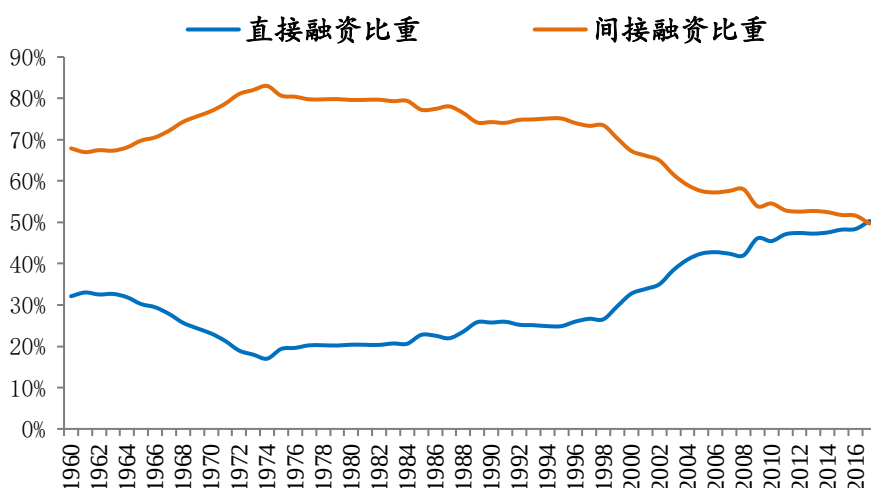
2.3 日本：侧重发展资本市场，逐步升级“市场型间接融资”

日本金融体系升级，成功从间接融资占主导的金融体系转变为“市场型间接融资”。一是间接融资绝对控制为起点。二战后至 1974 年，日本实现经济赶超，延续政府管制金融和“主银行制度”，确保金融体系和银企关系长期稳定。二是 70 年代后直接融资进入被动提升阶段。石油危机冲击下，政府发行国债加杠杆，金融脱媒，倒逼直接融资兴起，直接融资比重平均每年上升 0.5 个百分点，但尚未替代间接融资的主导地位，两者仍是互补关系。三是 1996 年后政府主动抬升直接融资比重，超过间接融资。1996 年日本政府主动进行“金融大爆炸”改革，实现彻底的混业经营、混业监管、将各种直接融资工具纳入统一法律体系，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，直接融资与间接融资从互补走向替代关系，争夺存量融资需求。日本金融体系升级之路，起点受政治文化因素影响，选择了银行主导间接融资体系，但在 90 年代泡沫破灭后主动变革，法律规则借鉴英美法判例法经验，修订法律和监管框架，构建直接融资大市场。市场结构上，层次丰富，转板灵活，公司治理和回报机制吸引大量海外资金。

2.3.1 变迁：从银行主导间接融资到市场型间接融资

1) 1974 年前，日本建立主银行制度，间接融资占绝对主导。在 50-70 年代经济高速发展、资金短缺的环境下，政府倾斜金融资源发展经济、振兴产业。一是人为采取保护性金融政策，长期维持低利率并推行“金融保护行政”，大藏省以行政手段广泛介入银行经营业务，并对困难银行予以救济；二是实行主银行制度，银行不仅为企业提供贷款，还存在相互持股、人员交流等密切联系，企业借贷和发债严重依赖银行，间接融资逐步强化，所占比重从 1960 年 68% 升至 1974 年 83%，平均每年上升 1 个百分点。

图表19：日本直接融资缓慢提升



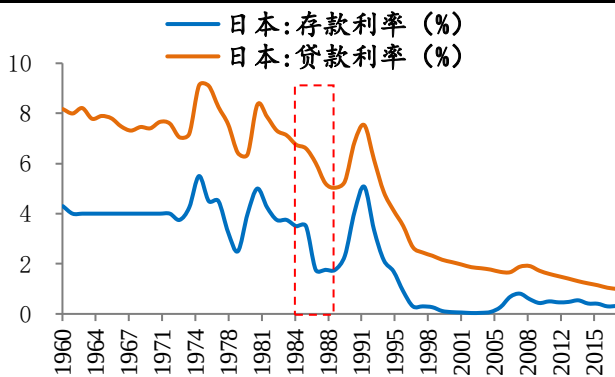
资料来源：日本财务省，恒大研究院

2) 70-80 年代放松管制，直接融资快速兴起，但仍以间接融资为主。一方面，石油危机冲击下日本采取扩张性财政政策，大量发行国债，银行购买大量有价证券，债券市场活跃发展。另一方面，1985 年广场协议促使日元升值，央行将存款利率从 3.5% 下调至 1.76%，银行低成本资金优



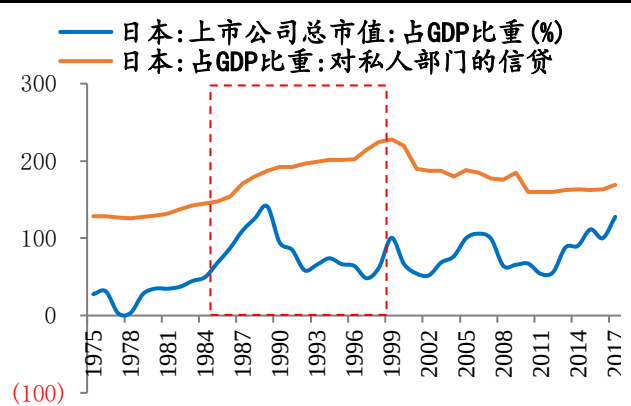
势消失，资金流向股票、债券市场。股票方面，日本电信等大型企业私有化上市，股票市值占 GDP 比重从 1984 年不足 50% 一跃为 1989 年 141%。债券方面，日本 1987 年放松发债标准，新添可转债、附认股权证债券等品种，在股市泡沫催化下，也转化为直接融资工具。这一阶段的特点是“银行主导市场型金融体系”，间接融资比重从 1975 年 81% 缓慢下降到 1990 年 74%，平均每年下降 0.5 个百分点。但这一阶段，银行对私人部门信贷占比和股票市值在 GDP 占比出现同步上升局面，说明两者仍是互补关系，直接融资扩大企业增量融资来源。

图表20：70-80 年代日本存贷款利率下降



资料来源：Wind，恒大研究院

图表21：80 年代日本直接融资快速发展



资料来源：Wind，恒大研究院

3) 90 年代低速增长期，促进市场包容银行，直接融资比重反超。90 年代泡沫经济破灭和亚洲金融危机爆发，日本进入低速发展期，GDP 增长率维持在 1% 左右。传统金融体系僵化，银行继续为僵尸企业输血，不良资产率、企业杠杆高企，系统性风险积聚，日本 1996 年进行“金融大爆炸”改革。一是金融机构混业化，1992 年《金融制度改革相关法》允许金融机构通过设立子公司的形式进行金融业务的渗透，之后允许银行直接从事证券交易以及保单销售等活动，向全能银行转变；二是金融混业监管，1998 年从大藏省独立出直属内阁府的金融监督厅，增强央行的独立性，2000 年变更为金融厅，统一金融政策制定权和监管权。三是建立直接融资法律体系。2006 年出台《金融商品交易法》完成对各类投资服务统一监管，将具有投资属性的金融产品纳入到统一监管框架，包括证券、货币、存款等，推出日本版萨班斯法案，提高信息披露和投资者保护。这些措施短期内引起北海道拓殖银行等金融机构破产出清，但长期迎来金融体系健康发展，在 2008 年次贷危机中金融体系未发生明显波动。这一阶段，直接融资比重从 1991 年 26% 上升至 2017 年 50%，平均每年上升 0.9 个百分点，直接融资比重超过间接融资。同时，银行信贷占 GDP 比重呈现逐年递减趋势，意味着直接融资与间接融资从互补走向替代关系，争夺存量融资需求。

2.3.2 经验：脱胎换骨，打造能够包容银行的金融体系

总体来看，日本尽管起步于间接融资，90 年代金融体系改革滞后于 80 年代金融混业化，但汲取教训，进行较为彻底的金融改革，扫清直接融资障碍，探索出一条“市场导向型间接融资体系”，促进金融体系健康发展。

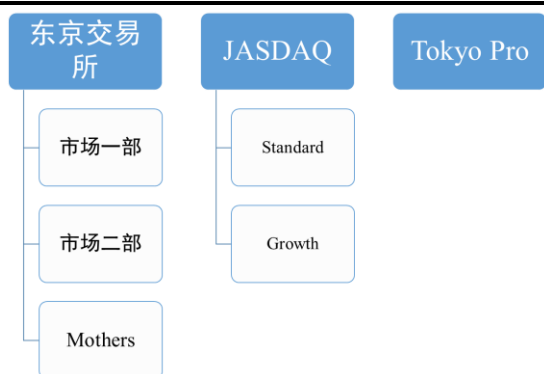
政治文化因素：政府主导和集体主义文化奠定间接融资地位。政治方面，日本是典型的政府主导追赶型经济体，自明治维新时期开始自上而下改革，长期以来市场力量相对薄弱。文化上，日本处于东亚儒家文

化圈，受集体主义影响深，个体竞争意识不强，反映到社会经济上，社会分工精细，风险偏好低、储蓄意愿强，相比于高风险证券，银行等由政府背书的金融机构更容易获得社会认可。主银行制度下，银行渗透到公司治理、经营决策、人员管理等各个方面，既充当企业债权人，也充当股权人，但银行低风险偏好，追求资金安全和稳定收益，企业只能扩大投资、创造利润，难以形成高风险科技创新激励。

法律规则变迁：借鉴英美法，脱胎换骨，构建包容银行的直接融资大格局。二战前的日本照搬德国大陆法系，此后吸收了美国的英美法系判例法制度，因此身兼两种法律体系特点，尽管日本法律上没有明文规定直接强制法官适用判例，但判例在司法实践中具有事实上的先例约束力。2006 年日本将原《证券交易法》上升为《金融商品交易法》，法条中仅做原则性规定，将具有投资性质的金融产品与金融服务均纳入规制范围，重新界定了银行、保险、信托、证券、基金中的法律关系，旨在发挥资本市场定价功能，形成金融商品的公正价格，使之成为真正的直接融资促进法。

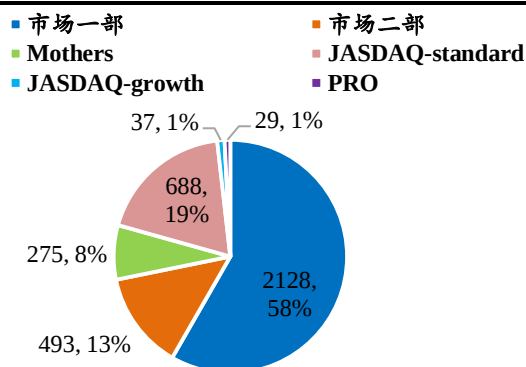
市场结构：层次丰富，转板灵活。日本股票市场分为东京证券交易所、JASTAQ 创业板市场和 TOKYO Pro 市场。东京证券交易所是日本最大、交易最活跃的全国性交易所，现分为面向大型企业的市场一部、面向中等企业的市场二部、面向成长型企业的 Mothers 板（高增长新兴股票市场），截至 2018 年共有 2896 家上市公司，占全部上市公司比重 79%；JASTAQ 创业板市场定位高成长企业，又分为标准市场和成长市场，后者对企业盈利无要求，截至 2018 年上市公司 725 家，占比 20%。Tokyo Pro 市场针对全球创业企业，只有专业投资者方可参与。此外，日本还保留地方交易所和柜台交易市场。**转板机制上**，从 Mothers 或 Jastdaq 转到主板，需满足最近两年的利润总额达 5 亿日元以上，或最近一年的销售额达 100 亿日元以上，并且总市值超过 500 亿日元。2018 年有 102 家企业实现升级转板。

图表22：日本股票市场层次



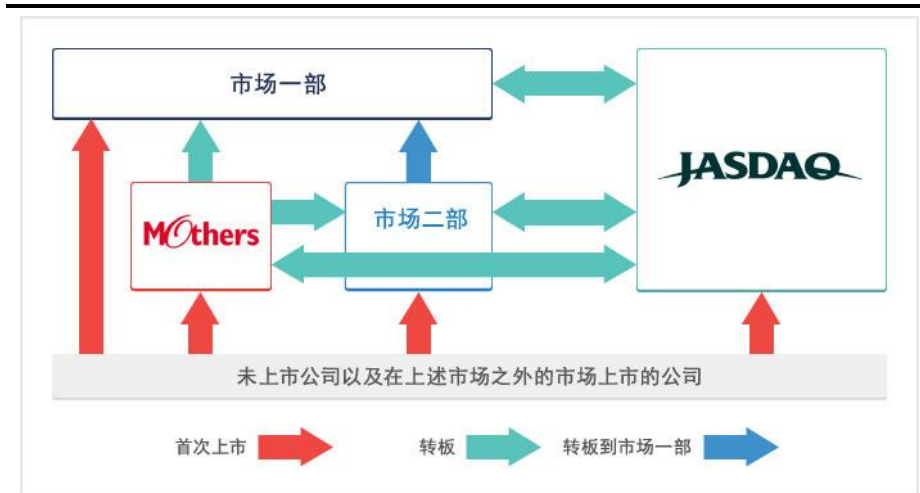
资料来源：日本交易所集团，恒大研究院

图表23：日本上市企业数量以主板居多



资料来源：日本交易所集团，恒大研究院

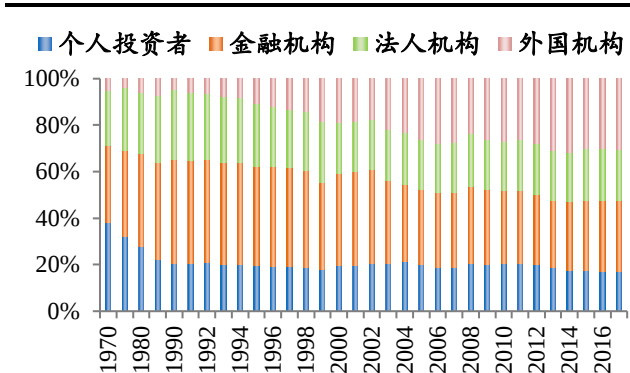
图表24：日本转板制度灵活



资料来源：日本交易所集团，恒大研究院

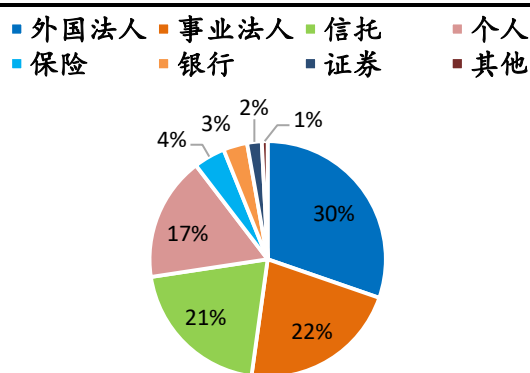
日本吸引海外资金和法人资金。日本股市个人投资者持股比例不断下降，从1970年37%下降至2017年17%，同期外国机构、境内法人和金融机构占比不断提升，截至2017年，外国法人持股金额中占比最高，达30%，第二位是事业法人，占比达22%。日本能吸引长期资金入市得益于以下两点，一是**早期互相持股制度**，形成独特的法人持股现象，这部分资金虽然稳定，但不利于现代化公司治理，因此占比从1990年最高点30%逐步下降至2017年21%；二是**海外资本涌入**，外国法人持股占比从1970年4.9%显著提高到2017年30%，为了防止海外资金大进大出引发股价震荡，日本通过鼓励上市公司分红、回购股票、推出股东优惠措施等方式来稳定股价，牢牢吸引海内外投资者长期持有其股票。

图表25：日本引入众多机构投资者



资料来源：日本交易所集团，恒大研究院

图表26：2017年日本外国法人持股金额占比高



资料来源：日本交易所集团，恒大研究院

2.4 德国：侧重发展全能银行，坚持稳健的间接融资之路

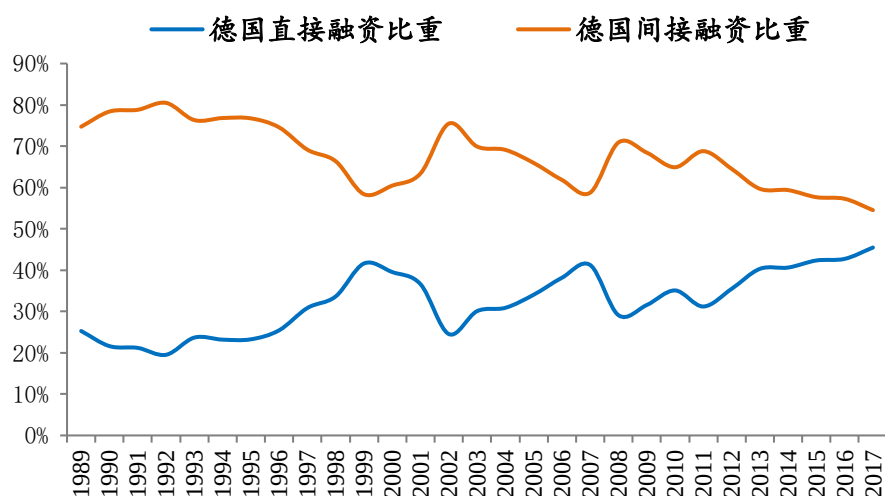
德国长期坚持走全能银行发展之路，间接融资比重仍占主导。一是**早期确立为全能银行间接融资体系**。德国是较早实行混业化全能银行的国家，自19世纪中叶工业化时期发展全能银行，二战后从法律上确立银

行、证券、保险混业经营模式。二是混业化加剧，直接融资比重被动上升。德国为适应混业经营需要改为混业监管体制，打通银行参与直接融资市场通道，直接融资比重从1990年21.6%上升到2017年45.5%，平均每年上升0.88个百分点，直接融资和间接融资存在竞争替代关系。

德国的全能银行发展至今成为成功的典型。一是政治文化上，德国素以理性、谨慎著称，实施社会主义市场经济模式，倾向于发展稳健的间接融资模式。二是法律规则上，德国法律对债权人充分保护，对全能银行充分授权、以及混业经营的丰富经验，使全能银行体系得以顺利运转、长盛不衰。三是资本市场方面，法兰克福市场服务企业全生命周期，较好满足企业融资需求。

2.4.1 变迁：全能银行不断强化，资本市场相对弱势

图表27：德国直接融资缓慢提升



资料来源：BIS，世界银行，恒大研究院

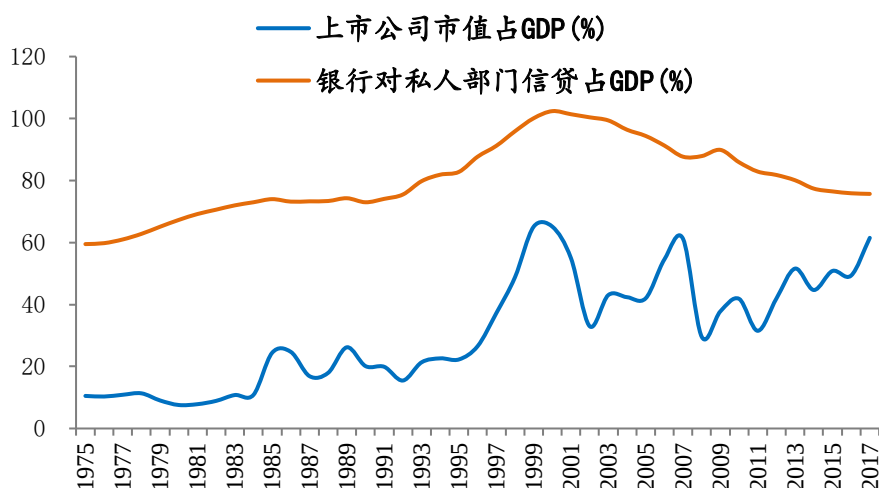
1) 二战前全能银行初成体系。19世纪中后期，德国追赶英美加快工业化，对长期资金筹措的需求日益增加，股份制银行涌现，加之政府对银行从事交叉业务的宽容态度，许多地方性小银行与大银行建立利益共同体，并逐步演变为提供全套金融服务的全能银行。

2) 二战后至1990年代，全能银行制度强化。二战后德国实行货币、价格及财税改革，1957年德国颁布《联邦银行法》，建立了高度独立性的中央银行体系，稳定联邦金融体系的稳定运行。1961年《银行法》通过，赋予全能银行为企业提供贸易结算、证券发行等“一揽子”的金融服务的职能，德国混业经营的体制最终确立。全能银行的金融体制为德国战后经济恢复，经济持续稳定健康发展作出了重要贡献。20世纪80年代末期，德国全能银行进一步与人寿保险交叉融合，创造了“全功能金融服务”的概念。

3) 1990年代以来，建设资本市场，直接融资比重提高。伴随金融自由化浪潮兴起，政府逐步放松管制。1997年德国提出《第三次振兴金融市场法案》，加快对股票市场、信托业及金融集团等进行自由化改革，建立“新市场”，以降低上市公司的准入标准和信息披露要求。2002年5月，联邦金融监管局成立，合并了原银证保三个监管机构，统一监管格局成型。2004年颁布《投资现代化法》批准银行可通过SPV发行资产证券化

产品，2006 年颁布《金融市场促进计划》等多项法规颁布取消了金融衍生品交易限制，大型银行越来越多地将资源配置在非传统业务领域。直接融资比重从1990年21.6%缓慢上升到2017年45.5%，平均每年上升0.88个百分点。同时，银行对私人信贷占GDP比重在1999-2017年下降25个百分点，股票市值占GDP比重提升约29个百分点，直接融资和间接融资存在替代关系。

图表28：德国银行贷款比重自1999年后下降



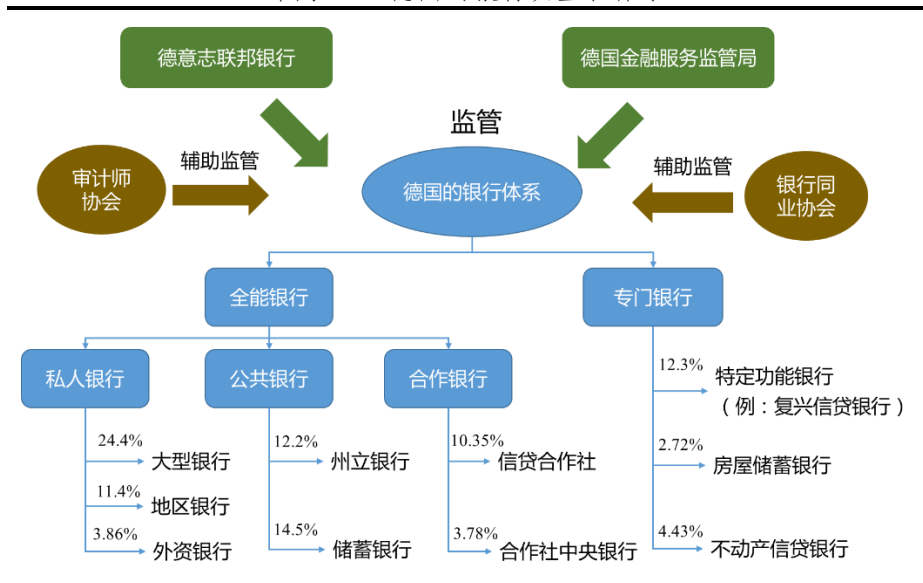
资料来源：BIS，世界银行，恒大研究院

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

1) 政治文化因素：历史上，德国政府出于追赶需要，并未限制银行业兼并扩张，二战后德国实施社会主义市场经济模式，自由竞争与政府控制并存、经济增长与社会福利并重，政府有限干预和调控。文化上，德国民众理性、谨慎，法制观念十分强烈，注重发展实体经济和家族企业，保守对待虚拟经济，奠定银行主导间接融资金融体系的基础。

2) 法律规则因素：一是德国法律对债权人权利充分保护。德国的公司、会计法律重视企业的偿债能力，限制向股东分派股利，更加强调债权人保护，对投资者关注相对较弱。二是法律对全能银行的充分授权。《德国银行法》第1条就规定，银行的经营形态是百货公司式金融服务，可以从事存款、信贷、贴现、证券、保险、投资、担保、清算等八种业务资格。而且可持有企业股权，业务延伸到社会生产的毛细血管。三是“双支柱”金融监管。为防止混业经营的风险传导，联邦银行和德国金融监督管理局合力搭建了德国的“双支柱”监管模式。

图表29：德国的银行及监管体系

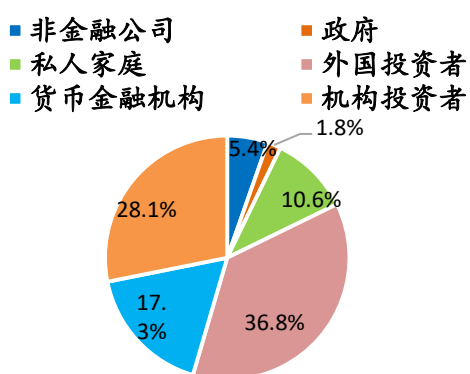


资料来源：联邦银行，恒大研究院

百分比数值为各类银行资产占比，资料来源于联邦银行 2016 年 3 月 31 日统计月报

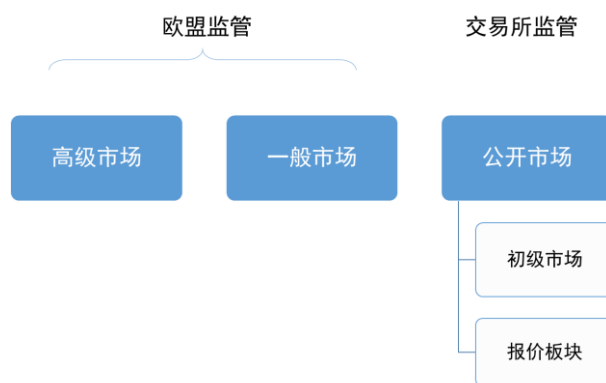
3) 服务企业全生命周期的资本市场。法兰克福证券交易所是德国最大资本市场，板块设置伴随企业从起步到终结的全过程。根据企业成长不同阶段的需求设计了公开市场、一般市场、高级市场三大市场。公开市场受交易所自律监管，不受欧盟官方监管，分为场外报价板块和场内初级市场，市值要求低，适合初创企业和中小企业；一般市场适合本土公司，需满足欧盟监管准入标准，高级市场面向全球大企业，履行最严格的信息披露要求。法兰克福交易所高级市场与一般市场之间的转板灵活，只要企业符合一般市场上市标准，其提出申请就可以直接进入高级市场。投资者结构以外国投资者和机构投资者为主，2014 年两者合计占比达 65%。

图表30：2014 年德国投资者结构



资料来源：德意志联邦银行统计报告，恒大研究院

图表31：德国法兰克福市场层次



资料来源：法兰克福交易所官网，恒大研究院

2.5 规律总结

对比美日德金融体系变迁经验：1) 直接融资比重提升是大趋势，并经历“被动提升”和“主动提升”两个阶段。各国金融体系发展演变具有较强的路径依赖，但均出现了直接融资比重提高的趋势，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，体现为两者占 GDP 比重同步上升。3) 主动提升阶段，是政府主动适应并进行金融改革，是保持金融体系健康稳定之道。包括法律规则修改、多层次资本市场、引入长期资金等；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) 建立资本市场的过程中，各国均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。美日德证券交易所均实行注册制，服务企业全生命周期，打通板块升降级通道，满足企业融资需求。

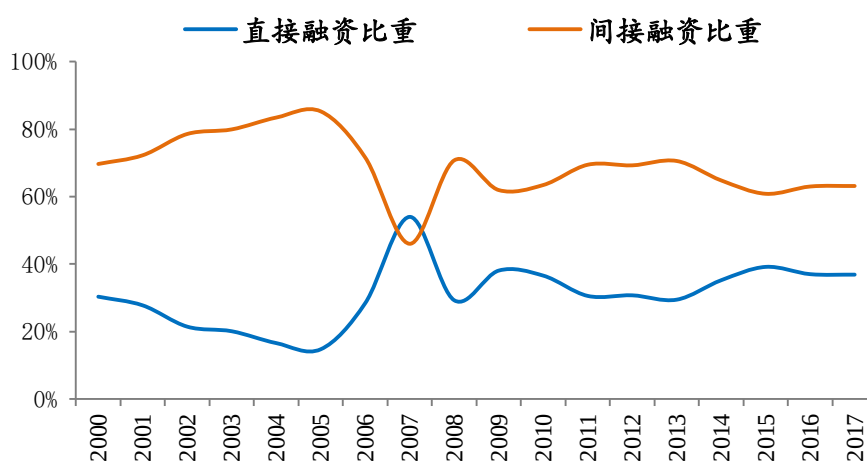
3 中国金融体系升级方案

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

我国现行金融体系为间接融资主导，银行信贷地位不断强化，直接融资地位尚未巩固。一是从相对地位看，直接融资比重自 2005 年后提升，但间接融资仍占绝对主导。存量法下，中国直接融资比重 2005 年最低点 14.8% 上升至 2017 年 36.9%，平均每年上升 1.84 个百分点，提升速度较快。但截至 2017 年间接融资为 63.1%，仍占主导地位。增量法下，直接融资比重曾在 2016 年达 24%，但伴随近年去杠杆、发债违约潮，2017 年直接融资增量占比一度下降到 6.8%，可见直接融资地位尚不稳固。二是从绝对量来看，两种融资体系均呈上升态势，1993-2017 年银行对私人部门信贷占 GDP 比重从 95% 升至 156%，股票市值占 GDP 比重从 9.7% 升至 69%，年均增长分别 2.54 和 2.47 个百分点，并未出现类似美日德银行信贷占 GDP 比重常年持平或下降的态势，因此可以预见中国在未来一段时间仍将以间接融资为主，直接融资尚不能替代间接融资体系。

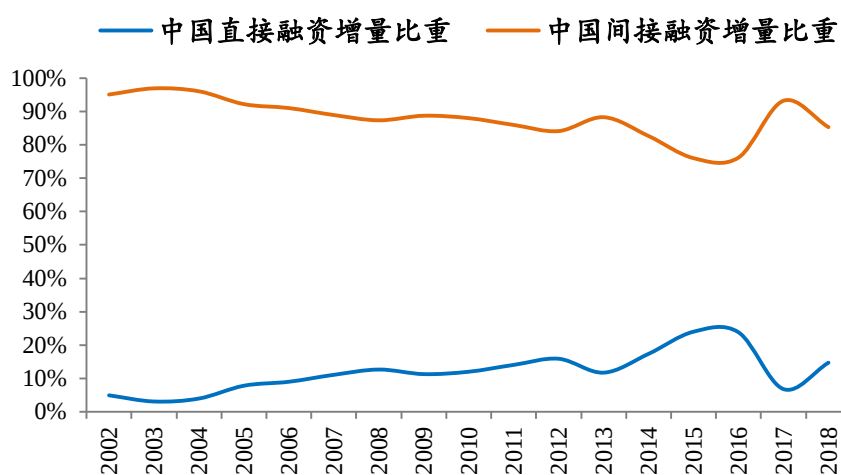
我国由银行主导的间接融资金融体系，在经济高速发展的年代，发挥出集中力量办大事的优势，但发展至今存在以下突出问题：一是银行对接大型企业融资需求，中小企业、民营企业和创新企业获得金融资源有限，金融资源的配置效率缺失。二是直接融资工具繁多，大量的民间资本游离于正规的金融渠道之外，客观上导致了实体经济合法融资渠道有限，不得不转向民间资本、高利贷等途径。我国早在 1995 年就提出提高直接融资比重，2019 年《政府工作报告》指出“促进多层次资本市场健康稳定发展，提高直接融资特别是股权融资比重”，中国金融体系改革路在何方？

图表32：存量法下，中国直接融资低于 40%



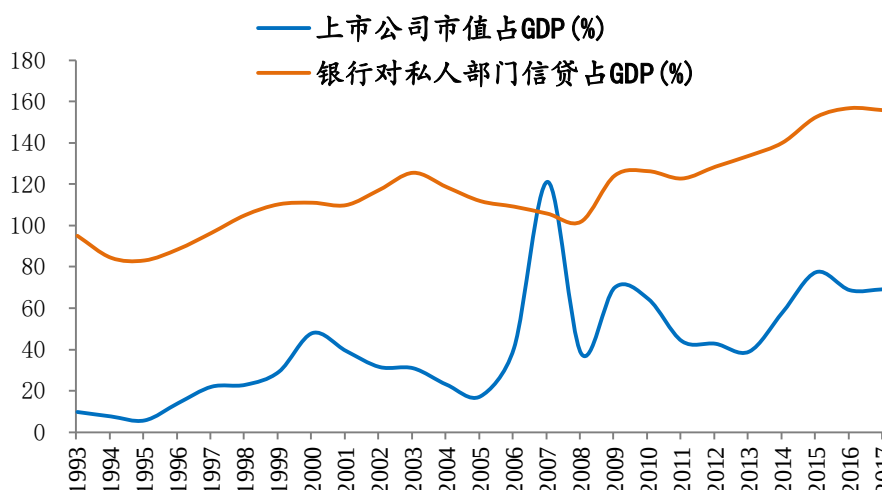
资料来源：BIS, Wind, 恒大研究院

图表33：增量法下，中国 2018 年直接融资低于 14.73%



资料来源：央行, Wind, 恒大研究院

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

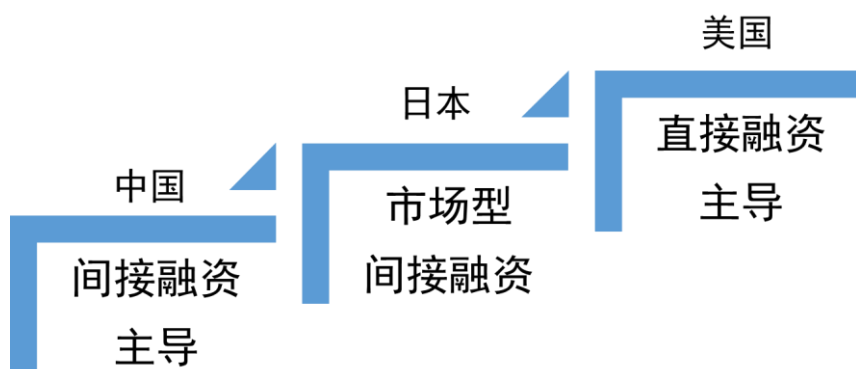


资料来源：BIS, Wind, 恒大研究院

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

国际案例表明，从长期趋势看，提高直接融资比重，建立市场主导型金融体系是资本强国的必由之路。金融体系改革并非一蹴而就，需要配合政治文化、法律规则、产业结构共同升级。通往直接融资主导金融体系之路，有日本“市场包容银行”和德国“银行包容市场”两种路径，日本 90 年代金融体系改革，扩大直接融资范围，促进储蓄向投资转化，直接融资比重提升明显，金融体系得到改善。德国有意控制金融对实体经济渗透，赋予银行更多参与资本市场的渠道。目前我国金融体系仍以银行主导的间接融资体系为主，直接融资处于初步发展期。短期可以考虑日本直接融资发展经验，发展“市场型间接金融”。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。

图表35：中国金融体系升级路线图



资料来源：恒大研究院

一是从政府主导到市场主导，以更大力度推进简政放权，激发市场主体活力。我国曾长期实行计划经济体制，政府财政拨款代替市场调配

金融资源，无论是间接融资还是直接融资都难以发展。改革开放后市场经济发展壮大，但政府主导烙印仍然根深蒂固，例如政府依然主导货币发行和信贷投放政策，股市曾承担国企脱困等政治任务等，企业上市和合法融资途径受限较多。2013年以来顶层设计已经持续推进放管服改革，但在实际执行过程中存在“一管就死，一放就乱”、“一刀切”等局面。未来金融体系升级，以更大力度推进简政放权，政府和市场都需要找准定位，改变政府主导理念，激发市场主体活力。

二是建立灵活、包容、与时俱进的金融法律体系，适当放宽银行参与资本市场的渠道。美日德经验表明金融混业化是大趋势，三个国家均通过修改法律和调整监管框架，赋予银行参与资本市场的机会和渠道，促进金融体系改善。特别是日本，成功实现间接融资向直接融资过渡。美国法律明确“证券是一种投资契约”，将股票、债券等30多种投资合同统一纳入法律监管，包容各种直接融资法律关系，确立了未经注册不得发行的规则。允许银行以子公司的形式参与非银金融机构，实行分业监管和功能监管。日本法律规定银行存款、保险、证券、基金等一系列法律关系，实行混业经营和混业监管，并借此完成从间接融资向直接融资体系过渡。我国虽然尚处于分业监管阶段，但事实上混业经营已经不可忽视，现行法律仅将股票和债券作为证券进行监管，将股权、集合投资计划、ABS等直接融资工具排斥在法律之外，限制了企业合法融资渠道，滋生非法集资乱象。建议调整法律和监管框架，赋予各类直接融资工具平等的法律地位，推进功能监管。

三是建立无缝对接资本市场，不仅要层次丰富，更要注重板块衔接和流动，防止市场割裂。1) 我国当前资本市场以场内为主，场外市场发展不足。场内市场包括沪深两大交易所，主板、中小板、创业板、还有即将推出的科创板，截至2018年，沪深交易所总市值排名分别位列全球第四、第九名。场外市场包括新三板、区域股权交易中心、柜台市场等，发展严重不足，一方面挂牌公司总数不断下降，截至2018年，新三板挂牌公司总数为10691家，较2017年减少939家，降幅8%；另一方面交易萎缩，流动性不足，2018年新三板成交金额为888亿元，同比下降61%，换手率仅5.31%。2) 转板制度缺失，尚未形成有机联系的市场体系。美日德资本市场均建立了转板制度，不同板块定位企业不同发展阶段融资需求。建议建立服务于各类企业、各生命周期的市场体系，为企业升降级提供通道，各板块良性竞争，错位发展。

四是发展机构投资者，吸引长期稳定资金入市。我国长期资金来源短缺，机构投资者比例低2017年末机构投资者持股市值占比为16.1%，不成熟的投资者结构导致市场涨跌波动大。建议一是加快机构投资者入市比例，打通社保基金、保险、企业年金等各类机构投资者的入市瓶颈，二是发展资管产品和证券化产品，将个人投资者资金以集合投资计划或基金的形式集中到机构投资者中，依托于资产管理人提供的来进行专业投资。

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

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，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，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损失负责。

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“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

行业投资评级的说明：

- 推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com