

提高直接融资比重，助力新经济起航

分析师：李迅雷

执业证书编号：S0740517010007

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

投资要点

- 中国式现代化离不开功能健全的资本市场。
- 资本市场发展按下“加速键”。
- 顺应发展趋势，融资结构还需调整。
- 筑牢风险底线，提升公司质量。
- 风险提示：政策变动，经济恢复不及预期，测算偏差。

相关报告

内容目录

1. 中国式现代化离不开功能健全的资本市场.....	- 4 -
2. 资本市场发展按下“加速键”.....	- 5 -
3. 顺应发展趋势，融资结构还需调整.....	- 7 -
4. 筑牢风险底线，提升公司质量.....	- 9 -

图表目录

图表 1: GDP 占投资的比例 (%)	- 4 -
图表 2: 中国资产证券化产品年末存量规模统计 (万亿元)	- 7 -
图表 3: 居民资产中各类资产占比 (%)	- 8 -
图表 4: 股东分红占上市公司融资比例 (%)	- 11 -

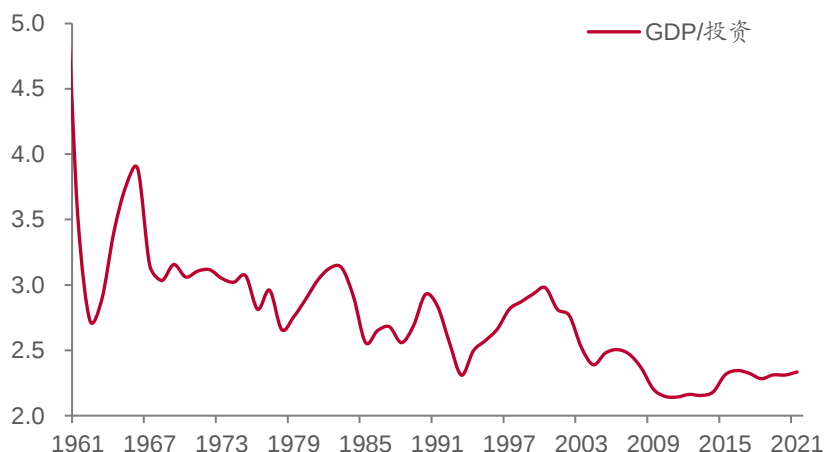
1. 中国式现代化离不开功能健全的资本市场

自 2020 年以来，我国致力于构建经济发展内外双循环的新格局。经济发展模式的转型离不开产业的不断升级，而数字经济和高科技产业发展更离不开融资的支持。20 大的报告中着重强调了要通过“健全资本市场功能”的方式来实现“提高直接融资比重”这一核心目标。这为我国发展直接融资，并以此助力产业升级提供了难能可贵的机遇。

完善的资本市场功能助力新经济发展。产业转型升级带动着我国的研发成果不断推陈出新，发展高科技及数字经济的企业也如雨后春笋，展现出蓬勃生机。科技和企业的高质量发展都离不开资金的支持和风险管理，因此，**健全完善资本市场功能是促进企业、市场和社会三个层面高质量发展的主要推动方式。**在企业层面，资本市场致力于支持创新产业和绿色低碳发展，并通过完善公司治理和披露对投资者提供保护。在市场层面，资本市场存量资产的流动性得到不断的优化，而跨境资本的开放为经济发展注入新鲜血液。在社会层面，我国特色现代资本市场承担着重要的社会责任，一方面要指引居民财富转型，另一方面要促进对中小企业和乡镇发展投资。只有完善了资本市场在这三个方面的核心功能，直接融资比重才能得到可持续性的提高。

经济发展模式转型带来融资结构转型。我国传统的经济发展模式下，投资对经济增长的拉动作用更强，而消费拉动作用偏弱。当下，投资效率持续下滑，且投资对经济拉动作用逐步减弱，我国 GDP/投资比例已经由 90 年代的 3.5-4 持续下滑至 2.3。在双循环的新发展格局下，我国迫切需要开启传统产业转型，摆脱投资拉动经济的模式。配合以科技创新和内需消费支撑经济的新发展模式，企业融资结构和方式也会相应发生转变。而随着经济结构、产业结构和企业结构的调整，需要高效的方式盘活存量资本，这就要和资本市场对接，提高直接融资比重。

图表 1: GDP 占投资的比例



来源: Wind, 中泰证券研究所

发展直接融资与产业升级紧密相连。从资金需求看，创新型行业更需要直接融资。在我国过去房地产及重资产行业繁荣发展的时期，由于土地、房产等资产作为抵押物具有天然的优势，以贷款和非标融资主要方式的间接

融资具有更高的效率，因此我国企业长期以间接融资为主导。而在双循环新格局引领的产业转型升级背景下，我国的融资需求从重资产行业转向高科技轻资产行业。由于此类企业通常具有高风险、高回报和轻资产的特征，难以通过资产抵押获得银行贷款的方式间接融资，而直接融资市场则能够对科技类企业进行相对有效的定价，并对接风险偏好高的资金。**从资金投向看，直接融资更青睐创新企业。**信贷的增量与房地产呈现明显正相关性，在我国地产、基建行业得以快速发展的过去 15 年中，贷款和非标资金的融资比重也不断提高，这一趋势与美国和日本的国际经验一致。相较之下，股权投资资金则明显更青睐科技创新型企业，同样参考国际趋势，2021 年美国的股权投资基金对信息和生物医疗行业的投资占比高达 73%。未来我国地产行业或将难以重现过去的“辉煌”，而近年来新兴产业的发展也展现出接棒的潜力。因而随着产业向科技创新型持续升级，我国的融资结构必将随之向直接融资转变。

2. 资本市场发展按下“加速键”

党的十八大以来，我国资本市场改革发展取得重大进展，市场规模跃居世界前列，市场结构也大幅改善。近年来，中国资本市场不断推出制度改革，设立科创板并试点注册制成功落地，创业板、新三板等一批重大改革相继推出，对外开放持续深化，直接融资呈现加快发展的积极态势。

一方面，资本市场是发展直接融资的重要渠道，近年来直接融资占比稳步提升。从存量角度来看，我国直接融资占比长期稳定在 30%-40% 的区间。2003 年，我国的直接融资存量占比为 20%，2007 年受股市大涨的推动，占比迅速上行至 54% 的高位。而后自 2008 年以来，我国股票和债券融资总占比呈现出长期平稳态势。近年来，随着我国产业结构向科技创新行业升级，直接融资中投融资双方利益共享、风险共担、定价市场化等的优势得以发挥，直接融资的占比也随之提升。今年前 10 个月，全市场新增上市公司共计 355 家，首发募集资金超过 5100 亿元，较去年同期相比增长 23%。截止 10 月底，我国直接融资存量规模已超过 100 万亿元，相比 2017 年 1 月存量规模扩大约 1.2 倍；占社会融资规模存量的比例上升至 30%，占比提升 4.3 个百分点。

另一方面，随着基础制度逐步完善，资本市场的功能日益健全。具体来看，我国资本市场在推动科技创新、产业升级和居民财富结构转型等八个方面都有明显的贡献。

首先，支撑科技创新产业升级和经济结构调整。在资本市场持续深化改革的背景下，企业上市流程不断优化，科创企业的上市渠道进一步畅通，这对于推动科创企业发展、促进产业转型升级具有重要作用。**一方面，科技型上市公司数量和融资规模不断增长。**迄今科创板开市已有三年多的时间，截至今年 10 月，科创板上市公司已达 473 家，累计募资总额 7182 亿元，总市值达到 5.5 万亿元。今年前 10 个月，科创板和创业板 IPO 募资额分别为 2246 亿元和 1520 亿元，在 A 股中占比提升至 75%。**另一方面，资本市场逐步成为我国经济结构调整和产业升级的助推器。**2021 年 9 月，推动传统

产业转型升级的北交所注册成立，截至目前，北交所上市公司共计 126 家，它们所属的行业多集中在科技创新领域，其中有 50 家公司是国家级专精特新“小巨人”企业，八成以上公司为省级以上专精特新企业。

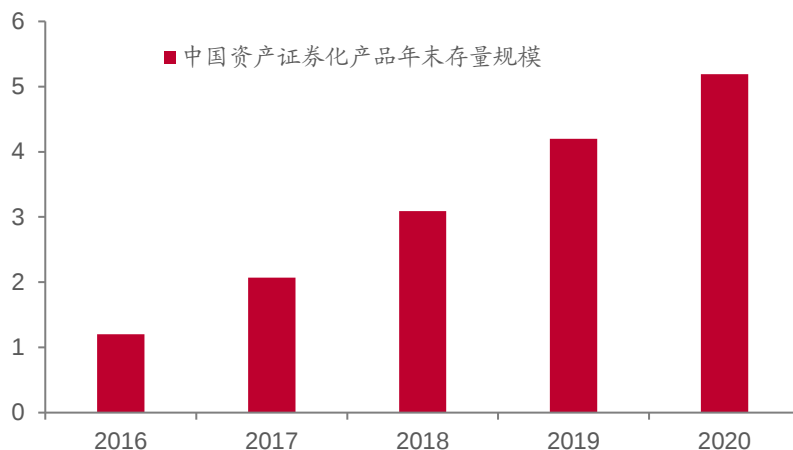
第二，助力绿色低碳发展和产业结构升级。资本市场作为优化金融资源配置的重要平台，在推动资本流向低碳经济行业方面已取得一系列显著进展。**首先，环保类上市公司数量与日俱增。**按照申万一级行业分类来看，截至 11 月 14 日，A 股共有环保类上市公司 126 家，合计首发募资 754 亿元。其中，今年以来，有 8 家环保领域企业登陆 A 股市场，累计融资约 90 亿元。**其次，低碳绿色产业股权融资环境进一步优化。**绿色企业通过 IPO、再融资、新三板市场挂牌融资和并购重组等方式募集资金更为高效；同时，资本市场还鼓励新能源及节能环保领域的科技创新企业通过科创板、创业板上市融资，并将新能源产业纳入并购重组审核的快速通道，提升并购重组的效率。**最后，绿色债券市场也显著扩容。**2016 年至 2019 年，绿色债券的年度净融资规模在 2000 亿元左右，而 2020 年和 2021 年分别达到 3809 亿元和 4493 亿元。今年前 10 个月，绿色债券净融资额已达 6006 亿元。截至 2022 年 10 月末，国内绿色债券的存量规模合计近 2.4 万亿元。

第三，推动社会融资体系优化，满足企业多样化融资需求。正如前文所述，资本市场的快速发展带动了直接融资占比的稳步提升，目前，直接融资在社会融资存量中的占比近 30%，在直接融资中，政府债券仍占大头。不过，随着社会融资结构不断优化，企业的多样化融资需求将进一步得到满足。

第四，引导居民财富结构转型并提高资产配置多元化程度。近年来，资本市场着重加强投资端建设，投资者数量稳步增长，机构投资者占比显著提升，居民投资渠道和财产性收入来源也因资本市场发展而得到有效拓宽。截至 2022 年 10 月，自然人投资者开户数约 2.1 亿户，从 2019 年 3 月突破 1.5 亿人直到今年年初超过 2 亿人，只用了不到 3 年的时间。同时，随着资本市场在财富管理中的有效性日趋提高，我国居民资产配置中金融资产占比不断提升，当前我国居民财富中金融资产的占比已提升至 30% 以上。此外，投资方式也从 2008 年以前的“储蓄+国库券”逐渐丰富，股票、债券、公募基金和信托等资产的占比明显提高，居民资产配置更加多元。或者什么数据链接之类的

第五，资本市场成为提升资产流动配置效率的有力工具。一方面，资本市场成为并购重组的主渠道以及存量盘活的主战场。上市公司并购重组交易金额从 2014 年的 1.45 万亿元增长至 2021 年的 1.8 万亿元，占全国并购重组交易金额的近一半。**另一方面，资本证券化规模持续走高，进一步提升资产流动配置效率。**2005 年以来，我国资产证券化业务先后经历了萌芽、常态化发展以及今日的快速发展阶段。截至去年年末，资产证券化市场存量约 59281 亿元，同比增长 14%。同时，资本市场也在不断开拓盘活存量资源的新工具，例如，2021 年 6 月，我国正式推出首批公募 REITs 试点，投融资良性循环不断优化。

图表2：中国资产证券化产品年末存量规模统计（万亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

第六，资本市场促进金融对外开放的功能进一步深化。发挥市场枢纽功能，服务“双循环”新发展格局。从“引进来”的角度来看，外资对我国债券、股票的投资比例持续增长。近十年来，QFII 持有 A 股的规模显著增长，截至今年上半年，QFII 持股市值较 2013 年末已实现逾 3 倍增长，外资持有境内股票和债券的市值均有大幅增长。从“走出去”的角度来看，2018 年以来，国家外汇管理局多次启动 QDII 额度发放，满足境内投资者的境外投资需求。截至今年上半年末，QDII 基金规模已突破 3000 亿元。此外，QDII 基金投资范围也从原来的股票市场拓展到债券、REITs、商品等多种资产类别，涉及美、欧、日等多个市场。

第七，资本市场服务能力提升，促进公司治理和成长。近年来，我国资本市场专业机构的服务能力持续提升，通过提高信息披露质量，规范和优化公司内部治理，监督企业依法合规使用融资资金，严厉打击欺诈发行、虚假陈述、内幕交易、操纵市场等违法行为，一方面维护了投资者权益，增强了市场信心，另一方面提高了企业聚合市场资源的能力，加速推动了企业成长和资本市场功能健全。

最后，通过服务民生福祉，资本市场的社会价值日益凸显。一方面，通过 ESG 等社会责任投资以及普惠投资，资本市场服务民生的程度明显加

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_49639

