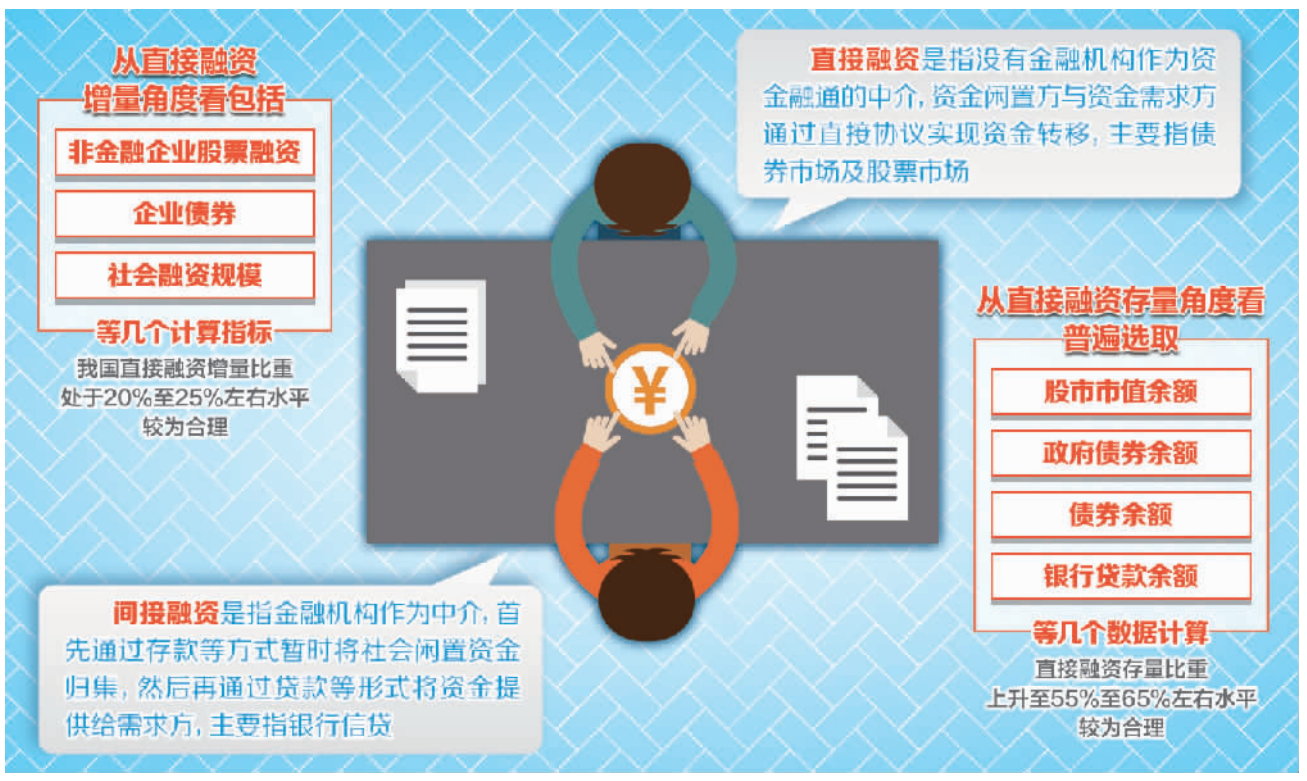
增量比重较合理，存量比重偏低——

我国直接融资“蛋糕”还能做得更大

经济日报·中国经济网记者 周 琳

聚焦直接融资 ①

编者按 前不久召开的全国金融工作会议指出，要把发展直接融资放在重要位置，形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系。我国直接融资有哪些形式，直接融资“蛋糕”多大合适，直接融资“短板”短在哪，直接融资与服务实体经济的关系有多大？针对这些问题，经济日报·中国经济网记者邀请相关专家学者作出解答，并从今日起推出“聚焦直接融资”系列报道，敬请关注。



近期，中国人民银行发布的2017年上半年金融数据显示，企业债券和非金融企业境内股票融资占同期社会融资规模比例均下降。市场上有观点认为，这意味着以“股债”为代表的直接融资比重回落。如何理解直接融资占比波动？直接融资的“蛋糕”多大合适？带着问题，经济日报·中国经济网记者采访了多位专家。

占比短期现回落

所谓直接融资，是指没有金融机构作为资金融通的中介，资金闲置方与资金需求方通过直接协议实现资金转移，主要指债券市场及股票市场；间接融资是金融机构作为中介，首先通过存款、发行有价证券等方式暂时将社会闲置资金归集，然后再通过贷款、贴现等形式将资金提供给需求方，主要指银行信贷。由直接融资和间接融资为主的融资形式，构成了最基本的社会融资结构。

九州证券首席经济学家邓海清认为，分析直接融资占比的合理水平，大致分有两个角度：一是增量角度，包括非金融企业股票融资、企业债券、社会融资规模等几个计算指标；二是存量角度，国际上普遍选取股市市值、政府债券余额、债券余额和银行贷款余额等几个数据计算。我国直接融资增量比重处于20%至25%左右水平较为合理，直接融资存量比重上升至55%至65%左右水平较为合理。

从增量角度看，2016年之前，我国直接融资比重呈现持续上升趋势，且与部分发达国家的差距逐渐缩小，2016年末该比重已处于较为合理水平。邓海清介绍，从数据上看，我国直接融资比重自2003年至2016年末基本呈直线上升态势，由3%左右上升至约23%，已高于部分国家。

“但2017年上半年，我国直接融资增长占比回落明显，主要因为2016年第四季度以来，政策因素、市场因素等导致债券融资占比降幅较大。未来要恢复较为合理的直接融资增量比重，可能应适当调整货币政策和监管政策。”邓海清说。

从存量角度看，我国直接融资比重一直波动较小，低于部分发达国家的平均水平。

“过去2年，以直接融资新增规模来算约为23%，占比依然偏低。尤其是今年在金融强监管、去杠杆背景下，债券融资有一定影响，2017年上半年直接融资比例与2016年相比有所回调。考虑到目前的实际情况，未来我国直接融资与间接融资的比例能达到1:1是相对良好的状态。”大成基金副总经理、中国人民银行金融研究所原所长姚余栋这样认为。

结构需继续优化

前海开源首席经济学家杨德龙表示，与部分发达国家相比，从增量测算角度看，目前我国直接融资增量比重已处于相对合理水平；从存量角度看，我国直接融资存量比重一直处于较低水平，明显低于发达国家水平，融资“脱媒化”空间较大。

“目前，我国社会融资规模仍以人民币贷款为主，以银行信贷为主导。相比来说，欧美发达国家的直接融资占比为八九成左右，是市场主导型的金融结构。美国的债券市场规模居全球第一，是股票市场的2倍多。我国债券市场规模约为68万亿元，沪深两市股票总市值约为52万亿元，两个市场在结构上还有继续优化的空间，直接融资的‘蛋糕’还能做得更大、更好。”姚余栋认为，对于直接融资内部结构问题，应把决定权交给市场。

邓海清认为，我国直接融资存量比重持续低位，结构上的主要原因是由于我国企业上市节奏较慢、股市市值增速较慢，对整体直接融资占比带来一定影响，在完善多层次资本市场方面还有较大发展空间。

做大“蛋糕”正当时

提高直接融资比例，首先要有一个繁荣、健康的多层次资本市场。姚余栋认为，在银行信贷为主导的金融体系结构下，中小企业面临的融资难、融资贵等问题仍将在一定范围内存在，发展直接融资、健全多层次资本市场有利于资金更为有效地配置，有利于中小企业和创新型企业发展。同时，在面临潜在危机时，以直接融资为主导的经济体往往有更好的弹性。

“发展直接融资的优势很多。相比信贷融资、债券融资方式更为透明，有助于提高债市融资的比例，降低金融系统风险。此外，相比贷款融资方式，债券融资、股票融资的市场定价有效性、资源配置效率程度更高，有利于资金流向效率更高的企业，促进经济下行时期的市场出清与企业高效发展。”邓海清认为，当前要做大直接融资“蛋糕”应从要稳步推进注册制、规范股市健康发展、保护投资者合法权益、控制去杠杆节奏、恢复债市融资功能等方面着手，不能仅盯着新股发行。

从长远看，做大直接融资“蛋糕”是一项系统工程。姚余栋认为，直接融资的发展事实上与国家产业结构、资本市场结构息息相关，应在多层次资本市场建设、金融体制市场化改革、市场法制保障等方面作出更多努力。在当前防范金融风险去杠杆的大环境下，直接融资将迎来一个大发展、大提升的时期。

结汇意愿稳定 购汇意愿下降

跨境资金流动将保持总体稳定

本报北京8月16日讯 记者陈果静报道：今天，国家外汇局公布的7月份数据显示，7月份，银行结售汇逆差155亿美元，环比下降26%。其中，银行代客结售汇逆差63亿美元，下降53%。7月份，远期结售汇签约顺差26亿美元，连续第4个月保持顺差。

“7月份我国跨境资金流动延续基本平衡格局。”外汇局新闻发言人表示，综合银行即远期结售汇以及期权等外汇供求因素，7月份境内外汇供求平衡状况好于前两个月。

数据还显示，非银行部门涉外收付款逆差规模保持稳定。7月份，非银行部门涉外收付款逆差220亿美元，与5月份和6月份规模基本持平。其中，人民币和外币涉外收付款逆差分别为138亿美元和82亿美元。同时，7月份的外汇储备已连续6个月上升，达到30807亿美元，较6月末增加239亿美元。

“境内主体涉外收支行为更加平稳有序。”外汇局新闻发言人介绍，7月份市场主体结汇意愿保持稳定，购汇意愿继续下降。具体来看，7月份，银行客户结汇与涉外外汇收入之比为62%，下降1个百分点；银行客户购汇与涉外外汇支出之比为63%，较6月份回落4个百分点。

同期，企业使用外币融资的积极性稳步提高。外汇局公布的数据显示，7月份，我国登记外债余额继续稳步上升；企业用于偿还境内外汇贷款的购汇规模处于近几年较低水平，环比下降46%。

值得注意的是，个人购汇有所回落。今年以来，随着市场预期进一步趋稳，个人用汇更加合理有序，7月份个人购汇环比和同比分别下降35%和27%。

今年以来，我国经济稳中向好态势更趋明显，推动我国外汇形势明显好转。外汇局新闻发言人认为，未来我国跨境资金流动将保持总体稳定，经济基本面的支撑作用进一步增强，国内市场扩大开放的效果有望逐步显现，境内主体对外资产负债调整也将趋于平稳。

链接

7月份外汇占款降幅大幅收窄

本报北京8月16日讯 记者陈果静报道：今天，中国人民银行公布的数据显示，7月份外汇占款减少46亿元，已经连续第21个月下降，降幅已大幅收窄。

交通银行金融研究中心高级研究员刘健认为，外汇占款降幅收窄主要得益于人民币汇率稳步升值。7月份人民币对美元汇率中间价保持在6.76左右，贬值预期进一步减弱。他认为，在人民币汇率稳步升值、宏微观审慎监管持续强化的背景下，购汇意愿稳中有降，这有助于促进资本流动趋向均衡。此外，远期结售汇连续3个月出现顺差，贸易顺差连续数月稳步增长，加之季节性因素逐步减弱等，均有助于外汇占款改善。

外汇占款与外储数据相互印证，表明资本流动逐步趋向均衡。7月末，我国外汇储备规模较6月底上升239亿美元，升幅为0.8%，为连续第6个月出现回升。扣除汇率估值因素外，与外汇占款数据基本吻合。

对于外汇占款未来的变化，招商证券首席宏观分析师谢亚轩认为，在加入“逆周期因子”之后，市场对人民币汇率的预期出现分化，不能简单由当前人民币汇率的持续升值来推断国内外汇市场供求关系变化。他认为，“逆周期因子”的引入并非单方向助推人民币升值，下半年人民币对美元汇率仍是“双向波动”。我国跨境资本外流压力虽不大但依然存在，央行外汇占款难以显著增长。

不过，外汇占款转正的概率较大。8月份以来，人民币对美元汇率继续稳中有升，部分交易日走势甚至脱离美元影响。刘健认为，这意味着部分交易日结售汇可能出现久违的顺差，资本流动与汇率可能相互促进。他预计，未来1个月至2个月外汇占款有望转正。

保监会副主席陈文辉表示：

保险资金运用要把握好三原则

本报讯 记者江帆报道：近日，中国保监会副主席陈文辉在宁夏银川召开的“中国保险资产管理业协会战略发展专业委员会第二次会议暨保险资产管理业助力实体经济发展研讨会”上透露，截至2017年6月末，保险资金通过债权计划、股权计划等方式，直接投资国家重大基础设施建设、养老社区和棚户区改造等民生工程，累计金额超过4万亿元。保险资金积极推进支农支小融资业务试点，利用保险业务协同优势，丰富农户、农业合作社、小微企业和个体经营者的融资来源，降低融资成本。保险资金已经成为我国经济发展的一支重要力量。

在谈到保险资金投资时，陈文辉强调，保险资金运用要坚持审慎稳健运作，深刻反思过去一个时期少数保险机构激进经营和激进投资问题并认真汲取教训，绝不能使保险资金成为大股东投资控股的工具。一要培育审慎稳健的投资文化。保险资金最注重安全，建立审慎稳健投资文化是保险资金运用的应有之义，也是保险资金运用安身立命之所在。保险资金运用要把握好三个原则：投资标的应当以固定收益类产品为主，股权等非固定收益类产品为辅；股权投资应当以财务投资为主，战略投资为辅；即使是战略投资，也应当以参股为主。二要坚持服务保险主业。保险资金运用“不忘初心”和“回归本源”，就是坚持服务保险主业的根本方向。正确处理保险的保障功能和投资功能关系，保障是根本功能，投资是辅助功能、衍生功能，是为了更好的保障，不能本末倒置。三要提升资金运用能力。加快建立健全资产负债管理机制，强化保险机构资产负债匹配管理。加快提升股权、不动产、境外投资等不同投资领域的专业投资能力，“没有金刚钻，不揽瓷器活”。

据了解，保监会将进一步完善保险资金服务实体经济的规则制度和配套政策，用改革创新的办法打破阻碍和疏通渠道，提高投资效率，缩短投资链条，降低资金成本，引导更多保险资金服务国家重大发展战略、重大改革举措和重大建设工程。

商业银行应借助金融科技推进转型

武安华

财经观察

互联网、云计算、大数据及区块链技术的快速发展，推动金融与科技实现深度融合，开启了金融科技时代。金融科技本质仍是金融，并未改变传统金融的核心业务逻辑即资金融通，也没有改变金融服务的本质即信用。但是，金融科技通过改变技术在金融活动过程中的流程与作用，将技术端从过去的支持、辅助性作用推向前台，突出了科技综合引领作用。

未来商业银行的竞争将是金融科技的竞争，商业银行应加快推进金融科技战略，推动金融科技应用，重塑服务模式，优化流程，推动各业务领域向信息化、数字化、智能化、场景化转型。

一是加强科技基础设施建设，提升服务能力。加强信息化建设，建设高效的信息平台，实现营运集中、系统整合、信息共享，吸收信息技术创新发展成果，加快大数据、机器学习、区块链、云计算等新技术应用。加强数字化建设，构建数据库，整合内外部数据，挖掘分析各种结构化、非结构化数据，通过大数据分析、机器学习模型持续发掘数据价值，实现数据驱动经营。加强智能化建设，尝试将面部识别、增强现实、虚拟现实等交互式技术引入金融业务，推动智能化应用步伐。

二是打通线上线下渠道，实现无缝对接。推动网点在定位、业态、功能、流程等方面实现转型，向网络化、数据化、智能化转变。丰富电子银行的业务功能，构建包括直销银行、微信银行、手机银行及网上银行等网络金融体系。打通线上线下渠道，将网点、互联网、物联网有机结合起来，打造全方位、立体式、多层次的业务渠道端，实现渠道间产品整合、信息共享、流程衔接和服务协同。

三是推动场景应用，优化客户体验。推动支付体系场景化，全面切入客户生活场景所衍生的各个金融需求，打通线上、线下的一体化支付生态圈，为持卡人提供更快捷、更方便、更安全的支付体验。推动移动端场景化，将移动端打造为一个银行网点，完善移动端理财、贷款等专业的金融服务，丰富产品种类；构建移动金融生活交互圈，向客户推送金融服务，让客户在生活中轻松获得金融服务，实现金融服务到生活服务的全面升级。

四是加强跨界合作，走向融合共赢。通过合作提升核心业务能力，在产品、服务、渠道、技术、商业模式等领域开展深入合作，改变商业银行金融服务的供给方式。通过合作获取新业务，与金融科技在电商、生态链等业务板块展开深入合作，在支付、数据、电子渠道等领域积极开展合作，开拓大数据、物联网、云计算、新型数据业务等市场，协同构建金融新生态。

五是统筹安全与效率，完善风险管控。处理好安全与效率的关系，在确保安全、有效风险防范基础上，不断应用新技术，提高效率。运用科技手段提升风险管控能力，运用大数据、云计算、人工智能等技术，将风险管控提升到新阶段，有效地发现违规操作、高风险交易。防范风险传染，防止新技术融入带来的跨界风险、数据风险、操作风险等各类风险，在业务交叉领域构筑金融风险的防火墙，切断风险传导的路径，防止风险交叉传染。

（作者为郑州银行博士后，中国社科院金融所博士后）

一线传真

湖北黄冈国税局：

减税减负助大别山旅游业发展

8月份的荆楚大地，高温热浪袭人。但是位于大别山主峰所在地的湖北省黄冈市罗田天堂寨景区，却很是凉爽。据统计，今年入夏以来，从全国各地来罗田避暑旅游的人数超过15万人次，带动当地实现旅游收入4500万元。

旅游业作为生活服务性行业，涉及部门和行业较多。自2016年全面推行“营改增”以来，包括餐饮、住宿、演艺娱乐在内的多个行业被纳入增值税管理，既消除了营业税的重复征税问题，也完善了增值税抵扣链条，为大别山区旅游业发展带来了新的契机。

今年以来，随着“放管服”改革深入推进，黄冈市国税局进一步加大了征管资源整合和优化服务力度，不折不扣地落实国家减税政策，越来越多的大别山企业享受到了减税“福利”和服务“红包”，激发了企业内生动力。

同时，黄冈市国税局还通过税务网站、短信平台、微博、微信以及纳税人学校等渠道推送营改增、小微优惠等税收政策，辅导企业准确理解充分应用税收政策。该局积极强化与地税部门的征管合作和信息共享，切实减轻辖区纳税人资料报送负担和税务检查负担。经测算，黄冈市落实各类税收优惠政策措施每年可为企业减负近11亿元，其中高新技术企业所得税减免4600多万元，小微企业所得税减免2000多万元。 （文/田大勇 黄 卓）

本版编辑 孟 飞