

资本市场融资与产业结构升级

规划研究部 孙舒妍

产业结构是一国经济结构的一个衡量视角，其合理化和高级化发展是经济持续增长的重要保证。产业结构优化的核心在于资源的有效配置，资本市场是实现配置优化的重要渠道。本文通过探讨资本市场融资和产业结构升级的关系，有利于识别资本市场在产业结构调整过程中的作用，进而提出有效引导资本配置的建议。

我国经历了发展经济学理论中的三次产业演进规律，通过重化工业及劳动密集型产业的发展推进工业化进程，推动了第二产业的发展，形成了完整的制造业产业链。自 2008 年以来，第三产业实现快速发展，新兴产业和高附加值产业发展势头向好，对 GDP 增长的贡献率在曲折中上升，到 2017 年三季度末，但西中东部的发展水平差距逐渐扩大。目前我国经济增速有下行压力，一方面是因为前期粗放增长累积的痼疾，另一方面是由于供给结构与市场需求错配，高端行业自主创新能力不足，现代服务业发展相对滞后。与此同时，股票市场与债券市场的准入门槛较高、市场化定价能力不足、存在一定的行政干预导致资本市场对产业升级的支持不甚均衡。

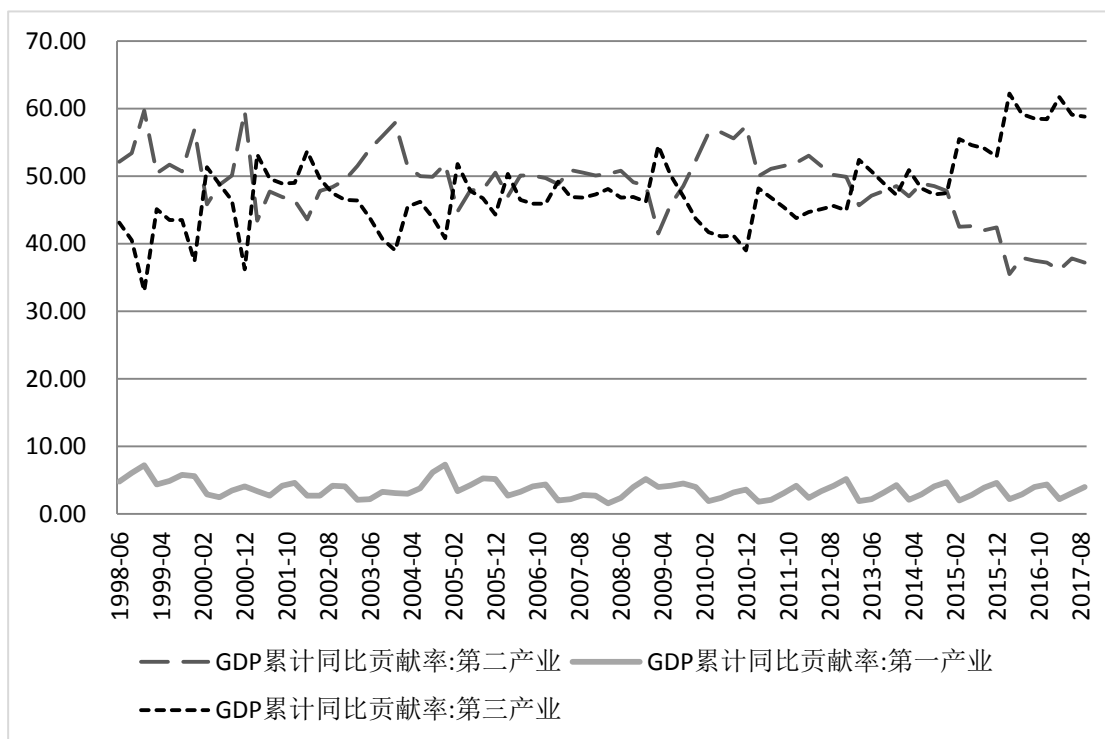


图 1. 三大产业对于 GDP 的贡献率

产业结构反应的是一个国家或地区的各个产业在国民经济中的占比及产业在经济活动、资源分配等方面中的联系。产业结构的范畴涵盖主要产业部门之间和各产业部门内的构成和链接关系。从静态来看，主要关注一定时期内产业结构占比，从动态来看，主要关注产业间经济技术联系的发展趋势和主导部门的演替。评估产业结构可以从两个角度入手，一是合理化，即资源要素能在高效的节点上投入，满足内外部需求的配置，使得产业结构和一国的经济发展状况与资源禀赋相适应；二是高级化，即强调产业的主导部门能不断沿产业链价值链上升，提高综合生产率，实现高附加值、高集约化发展。

资本因素对产业规模的发展和产业结构的升级有重要的影响。首先，通过资本形成机制，资本市场实现资金的匹配，提高要素投入的绝对水平；其次，通过资金导向机制，金融中介通过与资金需求方建立合作关系、保持持续关注获得行业信息，归纳发展动态和前景，主动将风险偏好相适应的资金投入，提高要素投入的效率；再次，通过信用催化机制，构造创新金融产品，实现信用创造、风险隔离和流动性提升，提高了要素投入的安全边际；最后，通过产业整合机制，推动产业组织形式和企业治理结构的演进，实现产业链布局的重塑。

从融资来看，我国由银行主导的间接融资相对强势。信贷市场中，银行等主体可以通过政策性引导的功能方式支持新兴产业来推动结构升级，但压缩了市场资源配置机制的运作空间。银行对行业的筛选较为粗放，逆向导致一些容易获得融资支持的企业没有充足的动力开拓市场和控制成本。而直接融资在资源要素配置效率、风险定价评估、流动性支持的灵活性和产权界定等多方面优于传统信贷方式，但过度证券化的问题需要受到监管约束。

表 1. 社会融资规模占比（单位：%）

年份	人民币 贷款	外币 贷款	委托 贷款	信托 贷款	未贴现 银行承 兑汇票	企业债 券融资	非金融 企业境 内股票 融资	其他
2002	91.90	3.60	1.00		-3.30	1.80	3.10	2.10
2003	81.10	6.80	2.00		6.20	1.50	1.60	1.50
2004	79.20	5.10	10.90		-1.00	1.60	2.40	2.10
2005	78.50	4.70	6.50		0.20	6.70	1.10	2.50
2006	73.80	3.40	6.30	1.90	3.50	5.40	3.60	2.10
2007	60.90	6.50	5.70	2.90	11.20	3.80	7.30	1.90
2008	70.30	2.80	6.10	4.50	1.50	7.90	4.80	2.30
2009	69.00	6.70	4.90	3.10	3.30	8.90	2.40	1.80
2010	56.70	3.50	6.20	2.80	16.70	7.90	4.10	2.10
2011	58.20	4.50	10.10	1.60	8.00	10.60	3.40	0.00
2012	52.10	5.80	8.10	8.10	6.70	14.30	1.60	0.00
2013	51.35	3.38	14.71	10.63	4.48	10.46	1.28	0.00
2014	59.44	2.16	15.23	3.14	-0.78	14.74	2.64	0.00
2015	73.10	-4.20	10.30	0.30	-6.90	19.10	4.90	0.00
2016	69.86	-3.17	12.28	4.83	-10.97	16.85	6.97	0.00

我们通过考察股票市场和资本市场的产业分布，来分析资本市场融资与产业结构调整的情况。首先来看股票市场，

根据 2017 年出版的《中国证券期货统计年鉴》，截止到 2015 年末，我国股票市场第一、二、三产业上市公司的数量分别为 45、2029、743 家，分别占比 1.6%、72.1%、26.3%。第一产业上市公司数量相对较少，与 2001 年的数据相比，所占比重下降 1%，这主要是由于我国农业以分散化经营和财政拨款支持形式为主。第二产业上市公司的数量占比相较 2001 年上升了 7.4%，其中制造业上市公司 1795 家，占比达 63.5%，建筑业上市公司数量从 20 家增长至 77 家，侧面反应了基建行业在经济发展中发力的程度。第三产业上市公司的数量占比相较 2001 年下降 6.4%，其中信息技术业、金融业、房地产业和传播与文化产业的上市公司数量明显上升，这些产业也成为过去 15 年第三产业发展的主要驱动力量。

表 2. 上市公司产业分布对比

产业分类	2001 年		2015 年	
	公司数量	占总额	公司数量	占总额
第一产业	30	2.6%	45	1.6%
农、林、牧、渔业	30	2.6%	45	1.6%
第二产业	751	64.7%	2039	72.1%
采掘业	17	1.5%	76	2.7%
制造业	670	57.8%	1795	63.5%
电力、煤气及水的	44	3.8%	91	3.2%

产业分类	2001 年		2015 年	
	公司数量	占总额	公司数量	占总额
生产和供应业				
建筑业	20	1.7%	77	2.7%
第三产业	379	32.7%	743	26.3%
信息技术业	59	5.1%	156	5.5%
批发和零售贸易	98	8.4%	153	5.4%
金融、保险业	7	0.6%	50	1.8%
房地产业	34	2.9%	137	4.8%
社会服务业	40	3.4%	99	3.5%
传播与文化产业	11	0.9%	37	1.3%
综合类	83	7.2%	25	0.9%
交通运输、仓储业	47	4.1%	86	3.0%

我们对上市公司总市值的产业分布也进行考察，根据 2012 年证监会出台的新行业分类标准，2012 至 2016 年，第二产业的总市值规模领先于第三产业，截止 2016 年末，第二产业总市值达 31.99 万亿元，占比 56.5%；第三产业总市值为 24.03 亿元，占比 42.5%。可以看到，虽然股票市场逐步建立更加多元化的子层市场，服务不同融资阶段和不同体量的公司，但与我国第三产业发展的势头相比，股票市场对第三产业市场的支持相对较少，尤其是将金融行业剔除后，

可以看到非金融第三产业上市公司总市值仅占 20%。

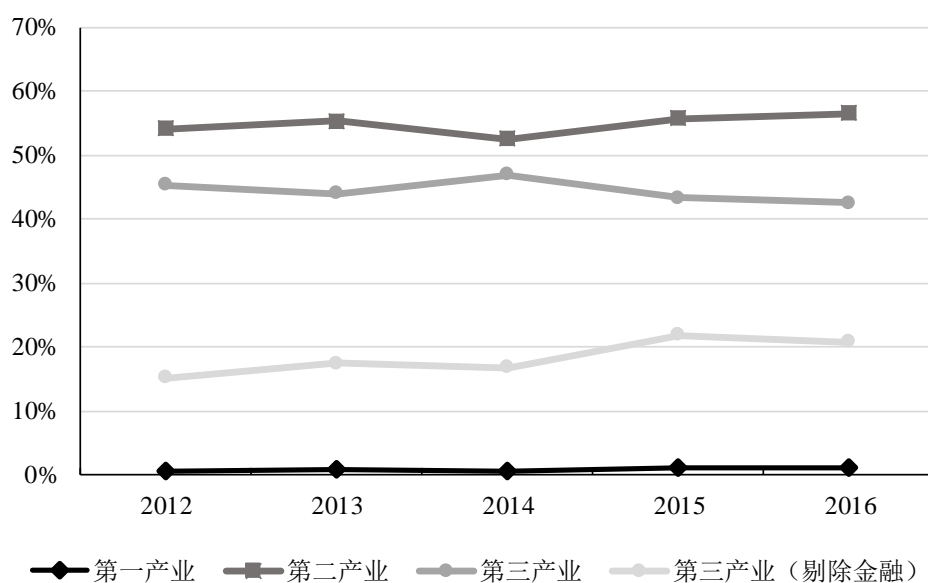


图 2. 2012 年-2016 年我国股票市场总市值产业分布

另一方面，从债券市场来看，截止 2016 年末，第三产业债券融资规模占比最大，达 83.1%，第二产业的融资占比达 16.8%。但从具体行业来看，第三产业债券之所以在 2014 年以来实现高速增长，主要原因是金融业债券（包括银行同业存单）的融资规模迅速提升。可以看到，剔除金融行业后，第三产业中实体行业的债券融资规模始终略低于第二产业，且主要行业为房地产、交通运输、仓储邮政及批发零售，少见高新技术产业行业的踪影。

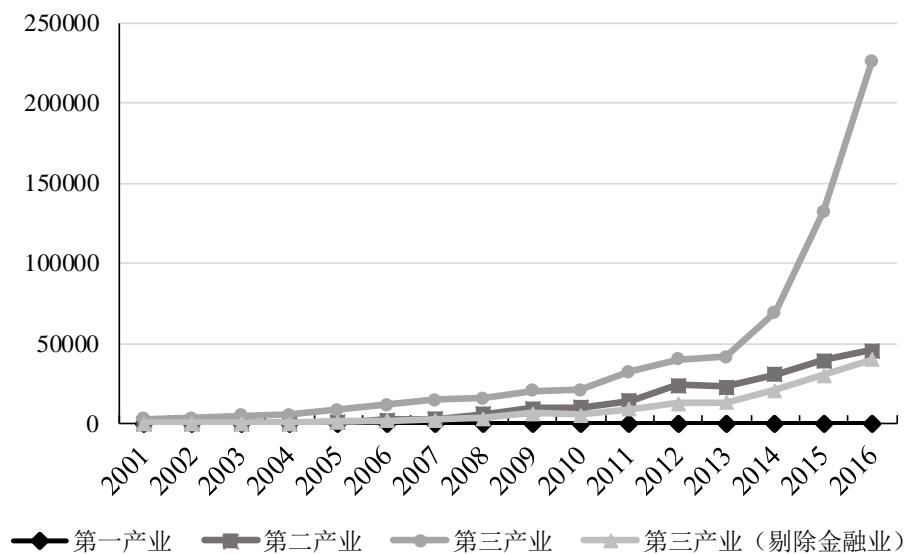


图 3. 2001 年-2016 年我国债券市场融资产业分布

可以看到，当前我国资本市场在社会融资中规模占比、融资的产业间均衡性均有不足，尚未充分发挥其聚合资金、有效配置资源的功能。本文从以下四个方面对完善我国资本市场功能、更有效推动产业结构升级提出建议。

第一，多方面完善多层次资本市场体系。党的十九大提到要增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康。基于目前的资本市场框架，进一步发挥不同层次市场的差异化功能，满足不同产业部门、不同发展阶段、不同地域企业的融资需求，是增强金融服务实体经济能力的核心。此外，藉由资本市场中股权和债权融资组合降低实体经济对银行信贷的依赖程度，逐步化解不良贷款、地方政府融资平台中等风险，实现风险的有效定价，是提高直接融资比重的依据。在此过程中，健全资本市场法规体系、

加强信息披露、完善会计审计机制、落实投资者保护不可或缺。

第二，加强股票融资与产业升级的匹配，提升股市存量资源的配置效率。目前我国国民经济中第三产业比重已经超过第二产业，而股市融资存量和增量的产业分布特征与这一现状并不相符。通过适当调整发行门槛、执行产业引导政策、加快审核节奏，能更好地为规模相对分散、但生产效率更高、发展潜力更大的高技术产业、现代服务业以及代表产业结构升级方向的战略新兴产业提供融资支持。此外，并购重组的不规范和退市制度的失效阻碍了股票市场存量资源的再分配过程，监管部门应通过规范并购重组，严格执行退市制度等措施来着力完善股票市场存量上市公司的市场化筛选机制和存量资源分配机制。

第三，发展企业债券融资产品，推进债券市场间的整合。与政府类债券和金融类债券规模相比，我国企业信用类债券在规模和品种方面仍有很大发展空间，发行利率方面受市场流动性、风险预期及情绪偏好影响较大，信用衍生品市场尚未成熟发展导致市场价格发现机制有所缺失。评级制度的粗糙性使得企业债券市场不能很好地识别中小规模企业和新兴产业部门。通过提供专项财政补贴、适时发展高收益类债券，或能降低中小型企业债券融资的成本和难度。考虑到目

前我国企业债和公司债的发行由不同监管机构审核，交易市场相对分割，只有强化银行间市场和交易所市场的相互联通才能有效扩大债券市场投资者参与，提升市场的定价能力，从而引导增量和存量资源的合理配置。

第四，引导银行信贷市场有序发展，服务产业结构升级的需求。银行信贷市场是我国融资渠道的主要构成，在资金规模、业务布局、发展政策性金融等方面仍有较大优势。随着监管机构应逐步增强基础货币投放的主动权，完善系列考核机制，消除跨行业的监管真空，以引导银行理财和同业存单业务有序发展，减少链条拉长、资金空转、脱实向虚的问题，鼓励银行创新服务模式，对创新型企业开展投贷联动融资服务，以引导资金更好地投入高生产率、高发展潜力的实体经济部门。