



关于我国融资结构的若干思考

沈炳熙

融资结构指直接融资和间接融资的比例及相互关系。直接融资是资金最初供给者和最终需求者直接进行交易的一种融资方式，间接融资是资金最初供给者和最终需求者通过金融中介进行交易的一种融资方式。融资结构作为一种重要的金融结构，它既是金融组织结构、金融市场结构、金融监管结构等各类金融结构的反映，也对各类金融结构产生重要的影响。

改革开放以来，我国融资结构发生了重大的变化。这种变化，有力地促进了我国经济的快速发展。但是，在变化的过程中，也出现了某些偏差或问题。对此，我们需要冷静反思，以纠正偏差，使我国的融资结构能够更好地满足经济和社会发展的需要。为此，提出一些不尽成熟的想法，供大家讨论。

一、改革开放以来我国融资结构的重大变化

1. 改革开放前我国的融资结构

改革开放前，间接融资是我国融资活动的主体，除了规模极小的国债市场和亲友间的小额借贷，没有其他直接融资活动。这种单一的融资结构，既和旧中国经济落

后、金融市场极不发达有关，也和新中国建立后采用苏联高度集中的计划经济模式有关。

新中国建立后，我国金融事业和各项事业一样，进入了蓬勃发展的历史新时期。在党和政府的领导下，我们对国民党政府留下来的货币制度、金融体系、金融市场进行了彻底的改造，建立了以人民币为法定货币的统一货币体系、中国人民银行为代表的国家银行体系及以此为核心包括民族资本银行在内的银行体系、以银行业为主体包括保险业在内的金融组织体系。在关闭扰乱金融秩序的上海证券交易所、整顿金融市场的基础上，发行公债并建立了债券市场。这一过程时间不长，但成绩斐然，为建立新的融资结构奠定了良好的基础。由于当时特殊的历史背景和外部环境，我们借鉴苏联经验，实行了高度集中的计划经济体制。在财金领域，财政为主，金融为辅，国有企业的建设资金和营运资金，主要由财政划拨，银行只提供少量的非定额流动资金。金融需求被限定在很小的范围内，金融机构的种类也相应地被限定在银行和保险机构上。中国人民银行作为国家银行，既承担中央银行职能，又开展商

沈炳熙，中国人民银行金融市场司原巡视员。



业银行业务，而且一家独大，其他银行或并入其内，或仅保留牌子，只有农村信用社还在独立运营。金融市场只有规模很小的国债市场，没有股票市场等其他金融市场。这种状况，决定了我国当时几乎只有间接融资，直接融资可以忽略不计。

单独评价改革开放前的融资结构意义不大。因为这种融资结构，是我国当时的公有制经济形式和计划经济体制下形成并为其服务的，在当时国民经济发展中也起到了积极的作用。但是，正如单一公有制形式和计划经济体制对生产力发展存在诸多矛盾因而需要改革一样，当时的这种融资结构也存在诸多不利于国民经济更快更好发展的问题，例如，当国营企业需要扩大生产规模时，财政提供不了固定资产投资所需的资金，而企业又无法从金融市场得到这些资金，它就没有发展的后劲。所以，当整个经济体制进行大规模改革时，包括融资结构在内的金融体制改革也就势在必行。

2. 我国发展直接金融的主要成就

我国金融体制改革是和整个经济体制的改革同步开展的。从1979年开始，我国围绕建立适应经济发展需要的金融组织体系、金融市场体系、金融调控体系、金融监管体系的目标，全方位地进行了金融体制的改革。到21世纪初，新的金融体制框架已经形成。在金融组织体系方面，形成了以国有大型商业银行为核心、包括政策性银行、其他种类商业银行在内的银行体系，以及包括银行业、证券业、基金业、保险业和其他非银行金融业在内的金融组织体系；在金融市场方面，包括股票市场、

债券市场、信贷市场、信托市场、金融租赁市场在内的各类金融市场都已建立起来；在金融调控方面，1984年开始，建立了以中国人民银行为核心的金融宏观调控体系；在金融监管方面，从中国人民银行专门行使中央银行职能，使金融监管者与金融监管对象相互分离，到后来先后设立证券、保险、银行监管机构，形成了完整的金融监管体系。到21世纪初，我国金融体制改革所设定的几大目标已经初步实现。

我国金融体制的上述改革，使我国的融资结构发生了重大的变化。1979年，我国恢复国债发行，使1952年因发行公债而建立的国债市场，在中断了13年之后重新建立起来。此后国债发行规模逐步扩大，建立国债二级市场有了现实需要。国债交易对成立证券机构提出了需求，而证券机构的出现，不仅满足了国债交易的需要，也为企业债券及此后股票发行和交易创造了条件。与此同时，银行业务也在发生变化。银行传统的业务是存款、贷款、汇兑，但随着财政体制的改革，国有企业的资本金不再由财政划拨，它们需要从市场取得长期资金；而财政有些可以长期使用的资金，要有偿向使用单位提供，需要有一种不同于银行存贷的资金运用方式，于是一些银行借鉴了信托的方式，成立了信托投资公司，信托投资公司又进一步扩大信托业务。20世纪80年代中期，上海的集体所有制企业率先发行了股票，此后国有企业也通过改制发行股票。90年代初沪深两家证券交易所的建立，使股票市场架构基本建立起来。而金融体制的这些重大改革，



打破了过去只通过银行间接融资的限制，直接融资活动逐步发展起来。

实际上，金融体制改革之初，尽管金融改革正在改变着融资结构，但改变融资结构并没有被明确列为金融改革的直接目标。20世纪90年代初，人们开始对融资结构进行比较系统的研究，提出了大力发展直接融资的意见。此后，进一步把扩大直接融资比重、完善融资结构和发展股票市场、债券市场乃至整个资本市场结合起来，把提高直接融资比重、改变融资结构作为金融改革的一项重要内容。许多以提高直接融资比重为目的的政策措施先后出台，除了大力发展股票市场和债券市场，一些非标准化的直接融资工具也得到相当程度的发展。特别是在2014年前后，随着资管业务和互联网金融的崛起，非标直接融资活动得到迅速发展。到2023年末，A股市场共有上市公司5335家，总市值约83.73万亿元，债券市场余额158万亿元，信托资产规模余额22.64万亿元。直接融资和间接融资的比重约为31:69^①。

3. 对当前我国融资结构的评价

对于我国目前的融资结构，我们应该如何评价？为此，我们首先需要讨论一下评价标准。

评价融资结构合理与否的第一条标准，是看其是否有效满足了实体经济发展的需要。金融是为经济特别是为实体经济服务的，实体经济对金融服务需求的多元化，决定了融资方式也必须以多元化的形

态与之相适应。融资结构只有满足实体经济的需要，才能有力保障和促进经济的发展。因此，这是衡量融资结构合理与否最重要的一个标准。如果仅仅是让融资方式从间接融资变成直接融资，资金却在金融体系内部打转，就不能认为是合理的。

衡量融资结构合理与否的第二条标准，是看这一结构能否从总体上降低融资成本。不同融资方式的融资成本差别很大，降低融资成本是节省社会资源的一个重要方面，资金融入方由此得益十分明显，资金融出方也可以增加投资收益。降低融资成本取决于诸多因素，保持合理的融资结构是不可忽视的一个因素。因此这也是衡量融资结构是否合理的一条标准。

衡量融资结构合理与否的第三条标准，看其是否有利于金融风险的防控。融资活动都有风险，但必须把其控制在不发生系统性金融风险的范围之内。融资方式不同，其形成的风险和防控的难度也不尽相同。在一定的监管条件和社会环境下，有利于降低并防控金融风险的融资结构才是比较合理的。因此，在判断融资结构是否合理时，这也是不可忽略的一条标准。

上述标准是从定性角度出发考虑的，不一定全面。同时，在实际操作中，还需要灵活运用一些数量指标来判断。现在，我们就用这几条标准对现有融资结构作一简要的评价。

首先，当前的融资结构大体满足了实体经济的需要。据统计2023年我国全社会

① 资料来源：根据2024年1月12日中国新闻网引用中国人民银行网站数据计算而成。



融资规模为 378 万亿元，同比增长 9.5%。其中，对实体经济发放的人民币贷款的余额为 235 万亿元，同比增长 10.4%。2023 年我国名义 GDP 的增长率为 5.2%，社会融资规模增速高出名义 GDP 增速 4.5 个百分点，从过去 10 年中社会融资增速和名义 GDP 增速的相互关系看，在正常情况下，多数年份（2014—2019 年）都是前者高出 5 个百分点左右。当时的经济增速都在 6%~7% 之间，属于常态。3 年疫情期间变动很大，不能反映正常关系，2023 年基本恢复到正常年份的水平，应该说融资总量基本满足了经济发展的实际需要。而这种满足，是在现有融资结构下实现的。当然，这只是间接印证而不是直接用数据说话。其原因，是因为直接融资与间接融资到底保持一种什么样的比例才能最好满足经济之需，还需要做更多的实证研究。例如，从理论上讲，固定资产投资和直接融资的相关性较强，但直接融资统计口径调整至今 6 年的数据告诉我们，固定资产投资和直接融资之间并非线性相关。究其原因，是因为投资固定资产的资金，既可以通过直接融资得到，也可以通过间接融资得到，因此，不同年份的偏离度非常大。

现在，社会上对金融体系在满足经济发展需要方面的批评仍然很多，尤其是小微企业的抱怨更为强烈。但是，小微企业融资难，主要难在其信用水平较低，与融资结构关系不大，小微企业从银行贷款固然难，但发行股票、债券更难。这些年国家在帮助小微企业融资方面已经采取了许多措施，包括开设股市的中小版、创业板，

督促银行向小微企业发放贷款等。从实际效果看，间接融资的作用更大一些。

其次，从融资成本看，我国实体经济综合融资成本是下降的。2022 年新发放贷款加权平均利率为 4.17%，同比下降 0.34 个百分点，2023 年新发放贷款加权平均利率又比上年降低 0.29 个百分点，为 3.88%。这些年银行利差缩小得很多，与市场经济发达国家基本持平甚至更低。2023 年各类债券发行利率整体下降。10 年期国债发行利率 2.59%，同比下降 0.24 个百分点。主体评级 AAA 的企业发行的 1 年期短期融资券平均利率为 3.09%，同比下降 0.76 个百分点。2023 年我国 65.9% 的上市公司实现了现金分红，平均股息 3.04%，低于贷款、债券的融资成本。总体看，直接融资的成本低于间接融资，也对降低综合融资成本起到了推进作用。从这一点看，我国现有的融资结构大体上也是合理的。

但是，也应看到，信托融资成本仍然比较高。而三分之一上市公司没有现金分红，这也非正常现象，这种以损害投资者利益为代价降低融资成本并不可取。

最后看一下现行融资结构的安全性。最近一些年，我国金融总体上是稳健运行的，并未出现系统性金融风险，但金融风险仍然存在。与 20 世纪 90 年代银行大量不良资产从而导致国家花费巨额资金化解风险的情况不同，这些年出现的金融风险，既有个别小银行违法违规造成的严重挤兑，也有直接融资活动中出现的重大金融违约事件，但相对而言，直接融资活动中的风险事件更多，延续时间更长，处置难度更大。



例如 P2P 网贷、一些投资机构定融产品的违约事件、连续数年的债券违约、股票发行和信息披露中的财务造假等。这表明现行融资结构的安全性还是存在一定问题的。

二、我国融资结构转变过程中的认识误区

上面的分析表明，我国融资结构虽然总体上在合理的范围之内，但无论发展趋势方面，还是融资成本、风险隐患方面，都存在着一些值得关注的问题。产生这些问题的原因很多，某些认识误区也是重要原因。

第一，认为直接融资比重和市场化程度成正比，要发展社会主义市场经济，就要不断提高直接融资比重。这种看法所以是认识误区，是因为它只看到问题的表面，而没有把握住问题的实质。直接融资固然从金融市场融资，但间接融资又何尚不是从金融市场融资呢？信贷市场也是金融市场的组成部分。融资活动的市场化程度高不高，应该看资金价格是否随行就市，融资条件是否由市场决定。无论是直接融资还是间接融资，市场化程度都可高可低。例如，发行债券、股票，既可实行严格的审批制，也可实行注册备案制，其市场化程度就大相径庭；间接融资也一样，虽然其要经过银行等金融中介，但银行是垄断经营还是竞争经营，企业能否自由选择银行，将直接影响间接融资的市场化程度。

其实，直接融资和间接融资对于社会经济的发展都是必要的。它们之间的差别，不是市场化程度的高低，而是融资功能的

区别。一般来讲，间接融资是由金融中介作为资金的经销商，它们通过吸收存款，聚集社会闲置资金，特别是小额货币所有者的资金，聚沙成塔；通过发放贷款，满足企业发展中的资金需求。这种融资方式中，由于金融中介机构必须承担信用风险，而且它们诸多的分支机构与大量客户建立了长期稳定的关系，因此，广大的储户能够及时放心地把闲置资金存放在银行，而需要借钱的机构（主要是企业）如果经营状况和信用条件较好，能较快地从银行获得贷款。因此，这种融资方式对广大资金量不大的居民和经营正常急需进行短期资金周转的企业而言，是比较适合的。但是对于拥有较多资金希望进行长期投资的居民和具有长期资金需求特别是需要补充资本的企业而言，这种融资方式未必就是最为合适的，相反，直接融资方式比较适合于上述居民和企业的需要。

把融资结构和市场化程度挂钩的认识，也可能源自对国外融资结构的片面理解。看到某些市场经济发达国家直接融资比重较高，就以为直接融资比重高低是衡量融资市场化程度的标准。其实，同为市场经济发达国家，融资结构也很不相同，美国直接融资比重高达 90% 左右，而德国此比例仅为 40% 左右。这与这些国家的历史沿革、融资习惯有很大关系。我国的金融传统更看重通过中介进行融资，因此，融资结构偏重银行主导也很正常。

由于直接融资和间接融资的区别主要在于其融资功能的不同，且融资方式的选择与国民的融资习惯有关，所以，究



竟采取何种融资方式，要根据实体经济发展的需要，同时考虑人们的融资习惯。例如，2023年末，我国规模以上工业企业总资产为167.36万亿元，负债95.57万亿元，所有者权益71.79万亿元，资产负债率为57.1%。在这里面，95.57亿元的负债是通过融资得到的，既包括直接融资所得到的资金，也包括间接融资所得到的资金。71.79亿元的所有者权益，其中有一部分是通过股权融资这一直接融资方式获取的资金。那么究竟我国工业企业直接融资和间接融资的比例多少合适呢？这就要看在当前工业资本有机构成条件下，资产负债率是否合适，如果偏高，应增加所有者权益，包括适当扩大股权融资。如果偏低，可减少所有者权益，包括适当减少股权融资。而如果资产负债率合适，则在不改变所有者权益比例的情况下，从融资成本、便利程度等因素出发，考虑直接融资和间接融资的比例。所以，选择融资方式，要从实体经济发展需要出发，该采用何种方式就采用何种方式，融资结构是选择的最终结果，而不是选择的出发点。

第二，认为股权融资没有融资成本，并把股票市场等同于资本市场，片面强调发展股票市场。在一些人眼中，股权融资，出资人成为股东，不需要像发债券、向银行借款那样按期还本付息，融资成本最低，因而不管是否符合条件，也要大力发展股权融资。在这种理念支配下，一些地方下达企业上市指标；有些企业为了上市，甚至不惜财务造假。有些企业上市之后，大股东和实控人根本不把分红作为融资所

需付出的代价，多年不向股东分红，导致股民把资本增值作为投资股票获利的唯一目标，股市投机气氛过浓。中国股市多年低迷，与此有着很大关系。

股权融资，特别是通过发行股票融资，对于解决企业资本不足，降低资产负债率有着重要作用。企业对于股东确实不需要按期还本付息。但这并不意味着企业不需要承担融资成本。这个融资成本，就是对股东的分红，即分配利润。从理论上讲，分红水平只有高于利率水平，人们才愿意投资包括股票在内的股权，因为一旦成为股东，他所承担的风险要远远大于债权人所承担的风险。对于大股东和实控人而言，他们对企业拥有实际的决策权和控制权，即使不分红，他们也可以通过其他途径获取收益，特别是通过在二级市场出售股票套现，他们已经实现财务自由，所以并不在乎能否分红。但是，这种不想为股权融资付出成本的理念，最终必然阻碍股权融资，特别是股票市场的健康发展，影响这一重要融资方式作用的发挥。

第三，认为直接融资可以将金融风险分散在市场上，不像间接融资那样会把风险集中在银行等金融中介内，因而可以降低发生系统性金融风险的可能性。通俗一点说，就是直接融资风险比间接融资小，理由是直接融资可以分散风险。基于这种认识，除了对股票债券这些传统的直接融资方式无条件支持外，对一些新出现的直接融资工具、方式，也都采取了支持、鼓励的态度。例如，前些年出现的P2P网贷，后来出现的定向融资计划（定融产品）等直接融资方式，都采取了认可或支持的态



度，结果这些直接融资方式先后出事，国家花了很大的精力才处理完P2P的风险，定融的重大风险还需要花一段时间方可告终。

这里，有必要认真分析一下直接融资和间接融资的风险问题。我们知道，所谓金融风险，主要是融出资金这一方遭到损失的可能性。无论是直接融资还是间接融资，都不例外。因为金融活动本身就存在着风险，因此，防范风险是开展金融活动永恒的主题。间接融资的出资方包括最终出资者和金融中介，银行等金融中介是以经销方式参与金融活动的，它们既是资金的融入方，又是资金的融出方，资金的最终使用者不能按期还本付息，风险就集中在金融中介，他们是金融风险的主要承担者。为此，它们对获得自己信用（包括发放贷款和购买债券等）的企业必须进行认真的尽职调查，确定授信额度和每次借款的数量，把信用风险控制可以接受的水平内。由于银行吸收公众存款，为保护公众利益，金融监管部门也会严格监管银行等金融中介机构的资本充足率、拨备覆盖率，以及流动性风险和风险集中度，防止系统性金融风险的发生。银行还被强制要求参加存款保险。因此，对存款人而言，实际承担的风险相对是较小的。当然，个别银行如果没有控制好风险，发生挤兑甚至破产，这种情况下，银行的存款人也要承担相应的损失。直接融资正好相反，在直接融资情况下，金融风险的承担者就是资金的最终融出方即投资者。从整个社会来看，风险确实分散了，即不是集中于金融中介，而是分散到广大投资者。但这并

没有消灭风险，风险依旧存在。对于直接融资活动，当然也有监管，但由于风险分散，监管也不可能只集中于某一点上。且资金融入者与融出者之间的博弈，在力量上是不对称的。因此，就资金融出者而言，其承担的风险比存款人大。这就要求金融监管部门发挥更大的作用，而且必须有更加高超的监管能力和水平。如果达不到这一点，风险可能更加严重。

融资结构的上述认识误区，对我国融资结构产生的负面影响是多方面的：一是直接融资存在片面扩张的趋势；二是股权融资存在重融资方轻投资方的倾向；三是直接融资金融风险存在加大态势。对此要引起高度重视，纠正认识偏差，采取得当措施，实现融资结构的合理化。

三、融资结构合理化需要注意的几个问题

1. 从实际需要出发发展直接融资

在纠正片面强调发展直接融资偏差时，我们应当坚持一个基本观点，就是发展直接融资要从实际出发。前面已经作过分析，直接融资和间接融资并不是融资活动市场化程度高低的衡量标准，二者各有不同的特点和功能，又受传统习惯影响，适合于不同的资金融入主体和融出主体，因此，必须从实际出发，按照实体经济对资金的各种需求、资金供给的可能及金融监管的能力，选择直接融资方式或间接融资方式。

这里，有几点需要引起特别注意。

第一，国家有关部门、地方政府不必也不应就扩大直接融资比例下达指标。过



去我们大力发展直接融资，改变完全依赖间接融资的融资结构是必要的，现在情况已经发生了重大变化，直接融资和间接融资已经达到3:7的比例，各种融资方式都已得到充分运用，保持这一比例并完善各种融资方式即可，无须过份强调扩大直接融资比例，更不应该为了扩大直接融资规模而下达任务，甚至把其作为考核内容，以直接融资数量的多少论英雄。

第二，在利用直接融资方式时，要尽量采用标准化程度高、风险相对比较小、市场比较熟悉的融资工具。改革开放以来，直接融资工具不断出现，有些已经成为金融市场的成熟工具，例如公司债券、短期融资券、各类资本债券等债务融资工具，股票等股权融资工具；有些还在变化之中，例如一些信托融资工具；有些已经被淘汰，例如P2P网贷。在今后运用直接融资工具时，应尽量采用成熟的融资工具，谨慎采用尚在变化的融资工具，拒绝采用已经淘汰的融资工具。

第三，金融监管部门应当从国家整体利益出发，对直接融资工具进行多维度比较和筛选，向社会公布一定时期合法可行的直接融资工具。对风险较大的直接融资工具除了揭示其风险，还应进行严格的限制。直接融资工具的创新应当支持，但必须履行监管审核程序。

2. 保护直接融资双方的合法权益

保护直接融资双方的合法权益，是实现直接融资健康持久发展的关键。针对目前在直接融资时关心融资方利益重于投资者利益的问题，我们必须把保护直接融资

双方合法权益摆上议事日程，特别是把保护投资者合法权益摆到重要位置。

股票市场是股权融资的主要市场，它的标准化程度高，流动性也强，是我们应当很好发展和维护的直接融资市场。为了在股票市场上保护投资者的合法权益，需要从根本上扭转把股票市场只看作企业低成本融资市场的观念，完善股票市场的相关法律法规，加强市场的监督管理。当前，要坚决打击股票发行过程和存续期间信息披露中的财务造假行为，严惩造假当事人，禁止造假企业从股市融资。对违规套现的上市公司大股东和实控人，要没收其非法所得并施以重罚。对在股票市场上兴风作浪的证券公司及其他机构，要重拳出击，决不姑息。

债券市场是标准化程度最高的债务融资市场之一，是十分重要的直接融资市场，我们应在过去快速发展的基础上，实现高质量发展。针对近几年频发的债券违约事件，可能要做好以下几方面工作：一是坚持债券发行的资本约束。不论公募行还是私募，不仅发行主体必须具有合法的资格，而且发行规模必须受到资本约束，不能无限制地发债融资。二是加强在债券发行和交易环节的监督管理。坚决纠正发行过程中不当包装、不当竞争等行为，坚决制止交易环节中的利益输送等行为。三是妥善处置债券违约事件。对债券违约事件，要根据违约事件的性质、违约金额的大小、违约企业的偿债能力，采取不同的处置方法，降低对市场的冲击程度。对于违约主体，不仅要严肃处理，而且要限制乃至禁止其在债券市场融资。



3. 规范整顿非标准化直接融资

非标准化直接融资是当前问题最多的一个领域，也是今后规范整顿的重点领域。

非标准化直接融资很多，信托融资是持续时间较长的一种直接融资形式，产业发展基金也有二三十年的发展历史，现已退出历史舞台的P2P网贷曾经火过几年，定向融资（定融）作为一种非标准化直接融资工具最近爆出多起重大违约事件。此外，还有一些非标直接融资，如REITs、PPP项目融资等，都没有真正做起来或规模很小。这里，着重对信托融资、定向融资、产业发展基金的调整谈一点看法。

四十多年来，信托融资已经历过多次整顿，最近一些信托产品发生违约事件，有的信托机构正在被破产处置，信托融资正面临新的转折点。我国信托业所以经历多次整顿，主要是它没有解决好两个问题，一个是它不按“受人之托，替人理财”的原则去开展活动，而是像银行一样，把信托资金当作自有资金，建立资金池，进行投资，发放信贷。为此，它对信托人实行刚兑。第二个问题是它没有明确的资金运用方向，什么赚钱投什么，而且往往集中于一两个领域，一旦这一领域不行了，就无以为继。经过这些年的整顿，第一个问题大体得到改进，刚兑基本被打破，与资金池相关业务也多已转型。但是资金投放领域不明确的问题依然存在。房地产信托全面崩溃，政信业务也举步维艰。以后资金朝什么方向去运用？这个问题至今尚无结论。其实，哪里能赚钱就哪里投的做法改成在风险可控的前提下，哪里有发展

空间就哪里投就可以了。当然，从总体上讲，信托资金应当是长期运用资金的项目，具体的运用方向，应当灵活掌握。此一时，彼一时，很难一成不变。

定向融资作为一种债务融资工具，目前发生了多起重大违约事件。为什么这种融资工具风险那么大？这是由它的运营特点决定的。它有点类似私募债券，但比私募债券的标准化程度低得多。它也有点类似银行定期大额存单，但发行主体不是银行这样的金融机构。目前的发行主体主要是地方政府融资平台和一些投资公司。这些发行主体的信用状况通常达不到债券发行条件，其募集的资金通常是由其进行项目投资，因此投资公司通常要建立资金池进行运作。照理，这样的融资主体和资金运用方式应当受到更为严格的监管，但在现行制度安排下，对它的监管远比其他融资工具宽松得多，其发行只需在地方的金融交易所注册备案即可。这类风险极大的直接融资方式，必须严加整顿，并最终让其退出金融市场。

产业基金是非标准化直接融资的又一类型。产业基金通常由政府拨出一小部分资金，大部分资金从社会募集，在政府的引导下，投向政府倡导发展的战略性新兴产业。这种融资方式旨在让政府资金以小带大，本身无可非议。但社会资金能否被吸引进来，关键看投资项目是否真正具有良好的社会效益和经济效益。现在不少产业基金因为投资对象存在诸多不确定性，民营经济实际投入很少，参与者多为国企或央企，而这些企业的资金，与中央财政



或地方财政的联系紧密，这就很难达到动员民间资本参与的宗旨。不仅如此，由于国企或央企对投资成败追责严格，其投资方向偏于保守，往往只对短期建设项目感兴趣，不愿投资于存续时间较长、风险程度较大但属于真正战略性的建设项目。所以，产业基金目前发展得并不太好。这需要进一步优化投资环境，保持政策的连续性和稳定性，使民营企业保持合理预期，提高参与产业基金投资的积极性。同时，国企、央企也需要完善投资责任制，提高其投资战略性新兴产业的活跃程度。

4. 加快间接融资业务创新步伐

在规范直接融资行为、实现直接融资健康发展的同时，银行等金融机构不必枉自菲薄，而要正确处理好直接融资和间接融资的关系，抓好主业、积极创新、开拓业务，使间接融资发挥应有的作用。

过去十多年间，我国商业银行在综合经营方面取得了很大的进展，这对提升商业银行的市场地位和高质量发展是有益

的。但是，在过分强调直接融资重要性的大环境下，商业银行也有点矫枉过正。例如，过多地设立直接融资子公司，造成某些业务交叉重复；间接融资业务创新不够，间接融资地位和作用有所下降。

如前所述，直接融资和间接融资各有自己的特点和功能，直接金融和间接金融的作用都应得到充分发挥。当前，银行等金融机构应当考虑以下几个问题：一是如何调整直接金融业务结构，减少业务重复交叉。例如，基金管理公司、理财子公司等资产管理类子公司，可考虑适当合并。二是如何开拓创新，发挥间接融资优势。从负债业务看，存款应当利率多样化、更具灵活性。从资产业务看，要优化信贷流程，提高审批效率。三是如何协调直接融资和间接融资关系，合理搭配融资方式。如信贷业务和投行业务合理配合、发债业务和信贷业务合理搭配。^[N]

学术编辑：韦燕春