

论文 NO. 2018 年 7

发表时间：2018 年 7 月 20 日

银行系投行推动直接融资发展之路

于建忠

中国农业银行投资银行部 总裁

国家金融与发展实验室全球经济与金融研究中心 特聘高级研究员

摘要：银行系投行作为推动间接融资向直接融资发展的主力军，致力于服务实体经济。银行系投行核心作用就是通过创设和聚合为项目端客户提供可融工具，为资金端客户提供可投资资产，通过“牌照+顾问”全产品体系，为客户提供“融资+融信+融智”综合服务，满足实体企业降杠杆、降成本、调报表、增权益等多元化投融资需求。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

中国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段，亟须深化金融体制改革，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发展。金融是服务实体经济的血脉，银行是金融的核心，在直接融资比重增大、客户多元融资需求增加背景下，银行需要借助投行这一平台和利器直接参与资本市场。创新是投行的灵魂，创设与聚合是投行的核心竞争力，多年来银行系投行已成为推动直接融资发展、服务实体经济最具活力的部分。本文对直接融资背后的经济金融演进作深度解析，对银行系投行推动直接融资发展之路做系统梳理，针对直接融资存在的结构失衡、功能不完善等问题提出对策建议。

一、金融经历“三最三荒到三性”，推动直接融资走上更为重要的历史舞台

2017 年全国金融工作会议上，习近平总书记指出“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”。党的十九大报告中总书记再次指出“提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展”。总书记的讲话明确党和国家将把提高直接融资比重放在长期发展战略地位，其背后的历史成因、现实价值值得深入挖掘，以更好地推动直接融资发展。

回顾历史，1993 年党的十四届三中全会召开，我国社会主义市场经济体制改革拉开帷幕，24 年来经济发展经历两轮大的周期波动，金融行业对内对外开放持续深入，利率市场化进程持续推进，人民币汇

率形成机制逐渐完善，金融对经济活动影响愈发显著，金融周期和经济周期交替出现、作用叠加。

金融是服务实体经济的血脉，实体企业会通过金融体系融资以解决生产经营过程中的资金需求，这一过程要实现可持续必须做到投资收益大于融资成本，这就要求降低实体企业的融资成本。企业融资难、融资贵一直是金融领域的最大难题，而金融“三最”、“三荒”演进历程既是全球背景下经济发展的必然结果，也在一定程度上提升了实体经济融资成本。

20 世纪 80 年代初至 2008 年，我国金融产品相对匮乏，银行信贷占主导地位，企业融资成本处于高位，6 个月至 1 年贷款利率最高至两位数。2008 年为应对金融危机，国家投放 4 万亿基础货币，2008 年至 2013 年，金融层面资金体量大、产品体系丰富、货币和财政政策相对宽松，企业经历了融资最便利、最宽松，融资成本最低廉的“三最”阶段。尽管信贷融资成本依然高居不下，发债产品丰富使实体企业整体融资成本降低。企业发债成本比贷款成本平均低 1~1.5 个百分点，2009 年和 2012 年企业融资成本最低点 2% 以下，见图 1。2013 年美国经济复苏，逐渐退出量化宽松，我国首次出现资金荒。2014 年债券市场违约打破刚兑，债市违约风险逐渐暴露，信用分化加剧，信用荒出现。2015 年美国 10 年来首次加息，国内金融市场大幅波动，资金荒持续出现，同时经济阶段性下行，实体经济投资回报率走低，金融市场、商品市场相对低迷，资产荒加剧，“资金荒、资产荒、信

用荒” “三荒” 叠加，银行信贷、发债成本均达到阶段性高点，但企业发债成本仍低于信贷成本。初步估算近 10 年通过发债每年可为企业节约成本 1000 亿~1500 亿元，直接融资降成本作用十分显著。

“三荒”不仅使实体经济融资成本和杠杆率高企、金融风险积聚，也对经济改革提出了更严峻的挑战。2015 年中央经济工作会议提出抓好“三去一降一补”五大任务，2016 年中央经济工作会议提出要继续深化供给侧结构性改革，2017 年全国金融工作会议指出“服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”三大任务，党的十九大提出“健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”。新时期下银行业必须牢牢抓住服务实体本源，回归“流动性、安全性、效益性” “三性” 发展策略。直接融资因其降成本、降杠杆独特优势被提上金融发展新战略高位，这也是维持金融服务实体经济、牢牢守住不发生系统性风险底线的第一要义。

关于直接融资，理论和实务界理解不一，比较狭义也最为常见的理解是直接融资即股权融资和债券融资，最为权威和全面的解释源于国务院 2015 年印发的《国务院关于进一步提高直接融资比重 优化金融结构的意见》（以下简称《意见》）。《意见》中直接融资指市场化、广覆盖、多渠道、低成本、高效率、严监管的直接融资体系，包括直接融资资本市场体系、直接融资工具和渠道、直接融资中介和外部发展环境五个部分。提升直接融资占比，需要以此权威概念为基准，研究发展思路、落实发展举措。

在当前多层次资本市场相互交叉融合，不同金融机构经营领域相互渗透，企业通过直接融资体系筹资，推动“去信贷、去债务、去中介”进程，对多元融资、资本运作、咨询顾问等高端投行需求日益增加的大背景下，银行系投行作为传统银行进入资本市场的平台和利器，一直活跃在直接融资体系的历史舞台，也必然是直接融资完善与发展的新的增长动力。

图1 近20年实体经济存、贷款及发债利率

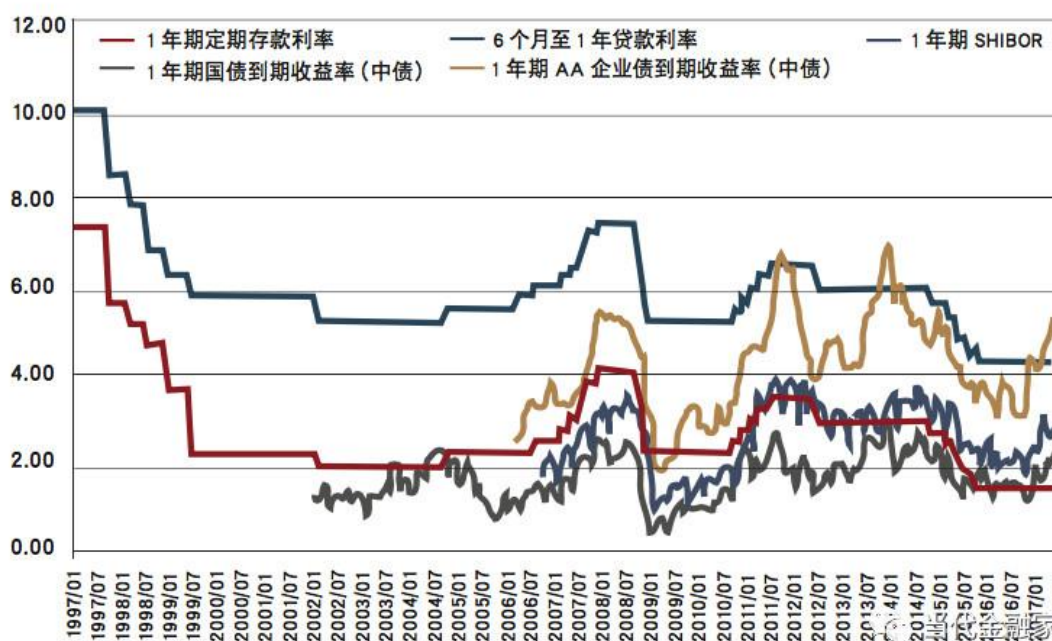
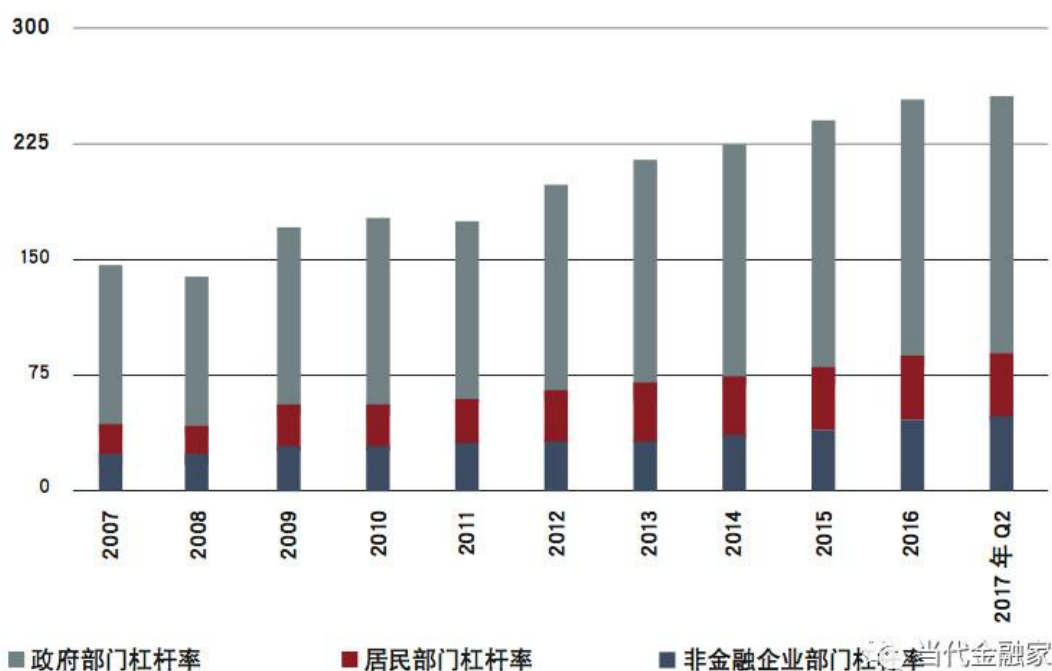


图 2 10 年中国杠杆率



二、银行系投行：推动直接融资发展的中流砥柱

创新是投行的灵魂，创设和聚合是投行的核心竞争力。银行系投行的核心作用就是通过创设和聚合为项目端客户提供可融工具，为资金端客户提供可投资资产，通过“牌照+顾问”全产品体系，为客户提供“融资+融信+融智”综合服务，满足实体企业降杠杆、降成本、调报表、增权益等多元化投融资需求。自 1981 年成立债券市场至今 36 年中，银行系投行推动直接融资发展之路从未停止。

（一）完善直接融资市场体系，降低企业融资成本

《意见》中直接融资市场体系包括证券交易所股票市场、全国中小企业股份转让系统、小微企业的区域性股权市场、股权众筹融资试点和债券市场，其中股票市场和债券市场两大证券市场是资本市场运

行主体，债券市场体量最大，商业银行在证券市场最初成立时以全能银行形式成为市场先驱。

1981年财政部正式发行国债，债券市场由此产生。1985年，人民银行同意工行和农行发行金融债券用于基础设施建设，之后商业银行通过设立信托公司、证券公司等开启多种业务兼营模式，银行在资金、技术、人才和管理上是证券市场的先驱参与者与推动者。

1990年上海证券交易所成立，1993年《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》明确“银行业与证券业实行分业管理”，在随后出台的《国务院关于金融体制改革的决定》对银行的经营范围作进一步限制，商业银行仅存部分债券承销和投资业务。1995年出台的《商业银行法》第四十三条规定“商业银行在中国境内不得从事信托投资和证券经营业务，不得向非银行金融机构和企业投资”，至此正式开启中国金融分业经营时代。

1997年6月，商业银行退出交易所市场，同年全国银行间债券市场成立，农行等9家商业银行和中信证券等3家券商最早持有短融承销牌照，因资金和渠道优势，银行系投行在债券承销持牌领域得到快速发展。

2002年，企业债券只占整个社会融资规模的1.8%，2016年增长到16.8%，企业债券占直接融资比重80%。2016年债券承销市场排名前10名机构业务总额占市场份额52.2%，其中有7家商业银行（份额40.05%）和3家券商，商业银行是市场上最大的资产需求方、资金

提供方和最重要机构。目前中国债券市场已经形成了以银行间场外市场为主、交易所市场为辅、分工互补的债券市场体系。

二、丰富直接融资工具，创新产品体系，降低企业杠杆率

2008 年金融危机的爆发使得依靠出口的中小型企业经营困难，当年 12 月银监会发布《商业银行并购贷款风险管理指引》（下文简称《指引》），并购贷款业务成为银行系投行由债权融资向股权融资转型的里程碑。

2015 年银监会对《指引》进行修订，恰逢国内资本市场环境改善，吸引曾经赴海外上市企业有意愿回归 A 股，“红筹回归”项目激增，为银行提供大量并购贷款与财务顾问业务。银行系投行在支持民营企业并购，承担并购行为实际风险的同时，积极探索银行如何分享股权增值收益，逐步形成了发现企业未来价值、设计产品、快速交易的成熟模式，先后支持了神华、首钢集团等企业“走出去”。

目前银行系投行已形成“融资+顾问”两大业务主干，股权、债权融资业务已成为场外市场主力，顾问业务推动直接融资由简单的融资向“融资+融信+融智”转变。股权类业务中的并购业务、投贷联动、产业基金、债转股、永续债、私募股权融资、IPO 咨询服务既丰富了直接融资产品体系，更是对《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》等一系列降杠杆政策的积极响应，大大降低企业杠杆率。国际清算银行（BIS）最新数据显示，我国总杠杆率上升速度明显放缓，非金融企业杠杆率连续 3 个季度环比下降或持平。摩根大通发布报告称中国

企业债务 6 年来首次出现下降，企业去杠杆进入新阶段。

三、开拓“四维”合作模式，全牌照“大投行”纵横资本市场。

一是依托金融控股公司模式参与直接融资。典型企业为中信和光大集团，集团旗下包含各类金融机构和实业企业，金融板块涵盖银行、证券、保险、基金、信托、期货、租赁，所有子公司基于共同利益主体下进行业务交叉合作，形成混业经营。

二是设立境外投资银行机构覆盖全球资本市场。工行、农行、中行等利用境外允许混业经营优势，在境外成立全资子公司。工银国际、农银国际、中银国际依托全球或区域性金融中心建立了覆盖境内外资本市场的销售网络，与商业银行全球业务网络互相融合。

三是同业合作推动直接融资。目前国内商业银行与证券公司、保险公司等金融中介机构基本签订契约建立集群，合作经营并共享收益，银行系投行资金与客户优势与券商、保险牌照优势实现有机融合。

四是全牌照“大投行”模式。大型银行在体系内设投资银行一级部，下属分支机构设立投行部负责开展债券承销、银团融资、并购重组、资产证券化等投行业务，设立全牌照子公司突破商业银行持牌限制。以内设投资银行部为轴心，协调行属子公司和条线发展，大银行的“大投行”形成了全牌照综合服务体系。

四、银行系投行未来之路：主导直接融资发展，服务供给侧结构性改革，服务实体经济本源

直接融资已经走上新的历史舞台，需要发挥更大作用，也需要更

为强大的功能，但目前我国直接融资体系仍存在结构失衡，市场内部建设不完善、功能定位不明确、产品创新滞后等问题。以股票市场为例，虽然新股发行已常态化，但目前 IPO 排队企业仍有 600 多家，消化存量企业较慢，2017 年新增上市企业融资总额有 1254 亿元，与间接融资和债券融资相比杯水车薪。直接融资服务供给侧改革、服务实体经济、服务智能制造、服务“一带一路”、服务乡村振兴战略等重点领域和关键环节的功能定位不明确，上述功能实现更多是在交易所之外，只有场内、外投行功能均衡发展，直接融资体系才算完善。

银行系投行的优势在场外，本源是服务实体经济，需要秉承“去伪存真、正本清源”理念，依托雄厚的客户资源、资金、产品、管理优势，发挥“创设”作用，深度参与资本市场，依托“聚合”功能，服务国家战略、服务实体经济。

五、依托“大投行”体系建设，完善直接融资体系，做强场外主体

银行系投行处于起步发展阶段，投行和银行联动已然觉醒，但发展体系标准不一、水平参差不齐。大银行在金融体系中占绝对主导地位，建议以大银行为核心，运用三步走战略推动“大投行”体系建设：一是内设投行部，银行为主，投行为辅；二是“银行+投行”双轮驱动；三是打造“银行+投行”深度融合的全牌照大型综合金融服务集团，直接深度参与到直接融资体系的每个环节中。

债券市场方面，依托完善的全牌照“大投行”体系，推动银行间

市场和交易所市场之间债券投资主体、资金的区域间自由流动；推动银行间市场和交易所市场基准收益率机制互联互通，提升债券市场资源配置和价格发现效率，在“增量”的同时也能“提质”。

股票市场方面，完善在二级市场的投资，在上市公司 IPO、上市公司再融资领域以及新三板市场发挥先导作用。股权市场方面，在缓解中小微企业融资难问题中加大研究扶持力度，依托渠道优势服务中小微企业的区域性股权市场。

六、推动融资结构转化，提升直接融资占比

创新联动模式，推动间接融资向直接融资转化。依托投贷联动、债贷联动为双创类和特定行业的企业提供信用增级，分散间接融资的行业分布；依托直接融资加速间接融资的利率市场化进程，提高贷款利率对市场变化的反应敏感性，提升间接融资体系的资产质量，推动间接融资向直接融资转化。

做强权益属性业务，丰富实体经济融资渠道。在私募股权投资领域，通过参与央企或龙头上市公司并购基金，快速做强民族产业；通过提供综合上市挂牌顾问将客户推荐给合作券商及控股子公司；通过首次公开上市及上市再融资解决企业的资本金充实需求。

七、丰富直接融资内涵，向“融资+融信+融智”发展

实体经济对直接融资需求日益多元化、个性化，未来银行系投行需要进一步丰富业务牌照，将融资和顾问作为两大抓手拓展业务边界。可借鉴农银投行（ABCIB）的投行服务方案，依托一体化方案服务模

式，以集团合力为客户提供涵盖“股+债+贷+基+租+代+顾”多位一体的综合化服务，通过融资结构设计、高附加值智力服务和信用、信息支持，推动直接融资功能的完善。

以《公司金融顾问》标准为纲领性文件，对银行系投行顾问业务服务对象、内容、流程、管理、外部合作、创新机制等进行标准化界定，走专家顾问、综合顾问和国际顾问之路。

八、做强服务功能，服务供给侧结构性改革

第一，跨行业聚合，服务“五大任务”。

服务“去产能”方面，通过并购和重组业务去除钢铁、煤炭等行业低效产能，提升行业集中度，提升行业附加值；通过跨境并购金融服务支持企业产能输出，依托多层次交易结构设计和多方位、跨国界合作，兼并、重组、压降过剩产能；通过破产清算实现僵尸企业有效退出。

服务“去库存”方面，坚决贯彻和落实“房子是用来住的，不是用来炒的”，配合房屋租赁市场制度安排，通过租赁费用资产证券化等手段帮助租赁房企实现融资；通过支持房地产领域兼并重组提升房地产领域的行业集中度和企业资质；通过提供产业基金推动城镇化进程。

服务“去杠杆”方面，重点支持实体经济尤其是国有企业去杠杆，继续通过股权融资、并购重组业务、永续债、债转股等一系列投行服务，以及内部投贷联动模式、内外股债联动模式等帮助企业“减债加

股”，降低杠杆率。

服务“降成本”方面，通过债券承销、企业资产证券化等手段降低企业融资成本，通过兼并重组提升企业资质、降低企业财务成本，通过提供融入 Fintech 智能投行服务帮助企业降低运营成本。

服务“补短板”方面，充分依托“科技创新驱动”寻找经济增长新动能，通过发起成立科技成果转化基金，由政府引导和带动金融资本、民间投资共同参与科技成果转化，通过提供私募股权顾问等为科创企业寻找 VC/PE 资源、通过投贷联动孵化扶持先进制造科创类企业。

第二，跨地域聚合，服务“一带一路”。

银行系投行可以围绕基础建设互联互通、能源投资合作、产业发展和国际合作等方面开展服务，依托跨国界创设和聚合，支持我国产能输出、结构升级。

针对“走出去”企业需提前筹措资金的需求，提供合适的境内、外 VC/PE 投资，或联合第三方机构提供综合上市/挂牌等股权融资服务；为基于融资项目“走出去”企业提供跨境银团、风险参与银团等融资服务。

针对“走出去”企业后续经营的再融资需求，提供海外企业资产证券化服务，实现企业优化资产结构、提高境外资产流动性的目标。针对涉及跨境并购的“走出去”企业，基于跨境并购交易结构设计提供一体化服务。

针对“走出去”企业后续经营管理提供企业资产重组、债务重组、固定资产管理、股份制改造、境外股权转让、员工持股计划、期权、管理层收购等内容的重组顾问服务。

针对符合“一带一路”战略规划的大型基建、产能合作、六大走廊等重大项目匹配“一带一路”专项产业基金。

第三，跨产融聚合，服务智能制造 2025。

加快发展智能制造，是培育我国经济增长新动能的必由之路，是抢占未来经济和科技发展制高点的战略选择。银行系投行应抓住机遇，引导企业在智能制造方面走出一条具有中国特色的发展道路。

针对《中国制造 2025》十大重点领域企业和项目融资需求设计综合化的投行服务方案。对于信息通信、现代农业、智慧城市等市场化程度较高的创新项目通过为母公司发行债券或搭建产业基金提供项目融资的方式着重解决企业的资金需求，对于空天技术、生命科学、量子信息技术等市场化程度不高但处于世界核心科技领域创新运用股权融资、并购顾问、财务顾问等业务帮助企业做大做强。

加大对科技成果转化项目落地的扶持力度。投行可以通过单独或与国家科技成果转化引导基金合作等方式设立创业投资子基金，为相关企业项目提供股权或债权融资支持，帮助企业形成产学研深度融合的技术创新体系。

支持科技“双创”企业发展。为国家自主创新示范区和高新区内的双创企业积极推广双创债券发行，搭建合理的产业基金模式，为企

业发展中面临的股权融资和并购重组需求提供支持，多维度解决双创企业融资难、融资贵问题。

第四，跨领域聚合，服务乡村振兴战略，建设美丽中国。

党的十九大报告提出乡村振兴战略，既有助于推动我国城乡一体化发展进程，更是建设美丽中国、实现绿色发展的重要体现。银行系投行可通过个性化方案设计和产业链投行模式服务新型城镇化和县域战略性新兴产业发展、推动农村一二三产业融合，建立现代农业产业体系；通过综合服务模式支持大型农业龙头企业做强做优和“走出去”，服务大型农垦集团和供销社改革发展；创新 ABS 和产业基金等融资模式推动农村土地改革；运用永续债、社会扶贫效应债等支持“精准扶贫”；对接县域特色发展规划，运用绿色债务融资工具、绿色基金、景区资产证券化、绿色资产证券化、碳金融、顾问融智等投行创新手段多维度支持“特色小镇”和美丽乡村发展，为美丽中国建设“融资+融信+融智”。