



▲今年前三季度，中國融資結構中，直接融資佔21%，間接融資佔79%

資料圖片

銀行業務模式需重塑

10月24日，馬雲以聯合國數字合作高級別小組聯合主席的身份在第二屆外灘金融峰會上，針對中國金融創新與監管、金融風險管理體系等發表了觀點。相關議題涉及到了中國金融機構的風險體系構建、相關體系如何有效支持創新等核心問題。

A股瞭望
喬永遠

興業銀行首席策略師

一、如何理解中國的金融機構和金融生態

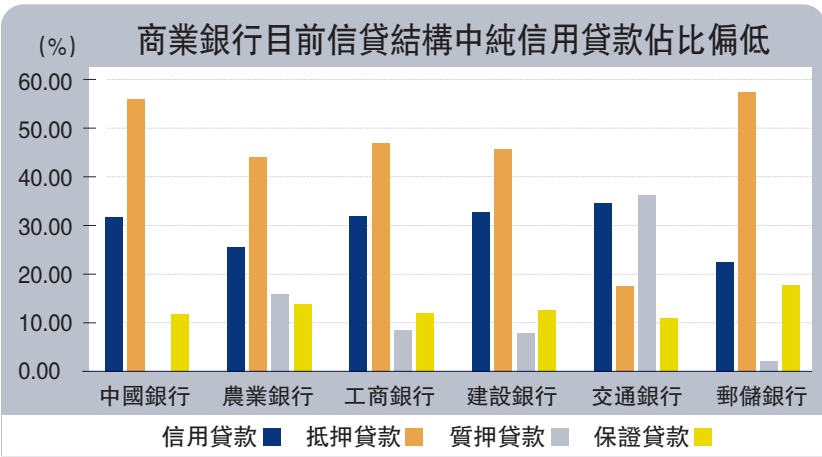
近4000家銀行機構／300萬億元（人民幣，下同）總資產，中國以商業銀行為主的金融生態已然形成。銀保監會數據顯示，截至2019年6月底，中國共有4597家銀行業金融機構，其中，國有大型商業銀行6家、股份制商業銀行12家、農商行1423家、城商行134家、村鎮銀行1622家、農信社782家、企業集團財務公司254家、金融租賃公司70家、信託公司68家、農村資金互助社45家、外資法人銀行41家、農村合作銀行30家、汽車金融公司25家、消費金融公司24家。截至2019年末，金融業機構總資產為318.69萬億元，其中銀行業機構總資產為290萬億元，佔金融機構總資產的91%。

中國已形成了「國有大行—區域中小行—非銀金融機構」的分層體系：國有大行全國展業，提供綜合化產品；區域銀行要求定位於扶持本地經濟，以信貸為主的資產和線下資金歸結到本地。金融租賃／消費金融／信託機構等針對特定客群（如供應鏈企業客戶／長尾零售客戶）和產品（非標通道／非標轉標），延伸傳統商業銀行業務鏈，以證券／公募基金為主的非銀機構通過交易投資／資本中介／資產管理等多元形式參與直接融資。

二、如何理解金融去槓桿以來監管的成效

2017年金融供給側改革後，金融生態分層加劇。這一過程中，既有部分金融機構因大股東或管理層控制出現風險，也有一批金融機構憑藉本地經濟的韌性、股東變更帶來的治理改善機會逐步走出泥潭。為化解系統性風險，近期區域銀行兼併收購增加，這是相關改革進一步深化的跡象。整體看，金融供給側改革降低了系統性風險，優化了金融機構，成效顯著。2017年至今，金融供給側改革處置了過去一批同業投資無序發展、存在顯著治理問題的金融機構，根據影響的涉及面，本次行政手段和市場化手段結合。按照央行表述，本輪機構風險處置後，市場主體風險意識增強，市場風險定價機制強化，約束了機構過度擴張的衝動。

一方面，壞的金融機構有效出清，如部分民營金融集團走向瓦解；另一方面，好的市場孕育新生，如科創板的推出。科創板的推出通過一二級市場共振實現科技企業與資本市場互動的良性循環，這體現在「企業規模成長—資本通過IPO出售股權獲利—企業依靠利潤內生成長—市值持續提升」，該模式完



數據來源：銀行年報、興業研究

善了中國多層次資本市場體系。

三、四類風險文化比較：本質是融資需求與產品的匹配

不同於歐日國家因為缺乏有效需求，長期利率水平維持低位，當前中國經濟發展核心在於產業和融資結構調整。中國經濟市場和資源兩頭在外的國際大循環功能明顯減弱，內需對經濟增長的貢獻正在加強，中國經濟增長動力從要素驅動轉向創新驅動，從投資拉動轉向消費投資雙驅動。經濟結構轉型需要與之相匹配的融資結構。2020年前三季度，中國融資結構中，直接融資佔21%，間接融資佔79%。

經濟結構轉型的過程也是融資體系調整的過程，這需要建立相匹配的風險文化。當前中國金融體系形成了土地／房地產抵押品、剛兌預期、數據風控、股權容錯的四類風險文化：傳統商業銀行表內70%以上貸款以土地等為抵押物，迎合了成熟企業，但難以匹配成長性企業需求；部分表內外非標業務以政府隱形剛兌作為信仰，但適應不了城投企業向產業轉型的趨勢；大數據積累已幫助螞蟻集團實現了近2萬億元消費信貸規模，但脫離不了自身生態場景；註冊制改革提升了成長性企業的證券化機會，但這需要期限較長、打破剛兌、希望承擔風險獲取系統回報的資金來匹配。

我們具體以承載相關風險體系的金融產品和機構進行說明：

傳統商行：統計數據顯示，六大行2019年貸款結構中，信用貸款、抵（質）押貸款以及保證貸款的佔比分別為30.52%、56.53%、12.95%，以抵押貸款、質押貸款和保證貸款三項合計佔比69.48%，基本上接近貸款的70%。

非標融資：過去非標投資底層資產主要是有剛兌預期的中小地產、地方融資平台的債權類資產，疊加金融機構（既包括商業銀行，也包括信託、基金等非銀資管機構）的信用加持，過去該類資產一般被認為是剛性兌付，無需或只象徵性計提撥備。但隨着地方城投非標、房地產等持續打破剛兌，同時部分「系族」類金融機構出現風險事件乃至被處置，這類風險文化體系應被重置。

金融供給側改革以來，同業資產分層理念正被市場所接受。以金

融機構為例，對於大型金融機構，由監管部門牽頭的風險處置已告一段落，後續對同業機構的關注更應自下而上，近期1000億元上下的中小銀行負面輿情（如存款擠兌等）在顯著增加。建議對機構風險的認識基於基本面和公司治理兩個維度。一方面，不同類型銀行經營的差異凸顯，基本面影響因素正顯著提升，如近一年來出現負面輿情的機構信貸質量和銀行資本充足率顯著低於同業；另一方面，公司治理層面因素仍是核心原因。近期出現負面輿情機構普遍存在民營股東佔比高，且股東存在風險隱患等問題。

金融科技：以螞蟻集團為例，螞蟻集團以「支付寶」作為流量入口，以「花呗」（可理解為線上信用卡）、借呗（可理解為提現信用貸）」產品布局互聯網消費信貸，覆蓋銀行等金融機構尚未觸及的長尾客戶，目前約5億用戶通過公司的微貸科技平台獲得了消費信貸。截至2020年6月30日，螞蟻集團促成小微經營者信貸4217億元，促成的消費信貸餘額總計為17320億元。

股權投資：以互聯網、新能源、高端裝備為主的成長型企業缺乏抵押物，更適合金融機構通過股權方式參與資產投放，並通過資產管理的形式募集資金，通過承擔風險，獲得股權增值分享剩餘收益。

未來，商業銀行尤其是全國大行服務經濟高質量發展，這需要「商行+投行」的業務模式，具體體現在：

第一，商行模式體現在通過信貸為主的融資方式扶持實體經濟，尤其扶助傳統行業復甦與發展。在監管要求下，商業銀行表內回歸存貸本行，信貸增長支持了實體經濟恢復。

第二，投行模式體現在通過投行承銷、資產管理等方式扶持實體經濟，尤其促進戰略新興產業成長。大型商業銀行要提升綜合金融服務水平，通過非銀子牌照參與優質成長企業多元融資需求。

未來大型銀行通過「商行+投行」的模式服務實體經濟，同時中小銀行回歸本地，增加對地方經濟、本地小微企業和城鄉居民的服務力度。全國性大行與區域銀行相互協調，這將構建多層次銀行機構體系，有利於中國經濟結構轉型。

從民間借貸到螞蟻集團

廟堂江湖
沈凌

德國波恩大學經濟學博士

2012年《溫州一家人》上演，很好地總結了溫州人為什麼會成功的幾個道理。其中一個細節值得注意：主人公阿雨在馬賽為了開餐館，朋友們開晨會為她募資。這就是典型的民間借貸市場，沒有這樣的民間借貸，阿雨想靠自己打工積累初始資金，恐怕就沒那麼容易了。

中小企業貸款難是一個世界性難題。因為中小企業缺少抵押品，沒有抵押品銀行貸款給你的風險就很大，你貸不到款、成功的可能性就很小，你成功不了就還是沒有抵押品。於是，一個窮人就會陷入所謂的「貧困性陷阱」，即你的貧困是因為貧困而起。這樣形成的怪圈讓你永遠跳不出貧困。

上述問題在創投基金盛行後，獲得了部分解決。其實想一想，為什麼這些大學生初出茅廬能夠迅速擴張，不到一代人的時間就能建立一個高科技帝國？除了他們的創意，還需要資本市場的強力支持。而資本市場為什麼要去支持沒有抵押品的創業者呢？是因為金融市場創新出了一種私募融資方式：創投。這種創投資金不需要抵押品，所以解決了中小企業貸款難的關鍵問題。它是如何在缺乏抵押品的情況下保證貸款人的還款呢？這最初是依賴於美國的高度法治環境和高度發達的股票市場。

而中國特色的金融市場對待中小企融資難這個問題存在「二元結構」。國家正規的金融機構幾乎壟斷了銀行准入，貸款主要面向國有經濟；民間借貸依靠家族同鄉等信用關係建立起非抵押性的借貸關係，從而幫助私人企業。從這一點講，我們的正規金融市場走的是日本德國的路子；而溫州的民間借貸類似於美國的私募和創投。

現在，中國的經濟增長走到了一個關鍵階段。很多人都在講經濟轉型和技術創新。一方面，國家層面改革金融市場機制，讓「當鋪思

維」的間接金融慢慢讓位於「創投思維」的直接金融，於是創業板、科創板、註冊制，各種改革紛至沓來。但這樣的改革依舊只是解決了部分創新企業的融資需求，直接融資為主的股票市場終究不能覆蓋大量的小微市場主體，尤其不能覆蓋個體工商業和消費者。這時候，如螞蟻集團這般依靠大數據科技手段，讓小微企業和個人用未來的信用為擔保，解決短期的融資難題，就是一種技術突破。

聲譽擔保可被量化

溫州的同鄉借貸晨會，看似無需抵押品，實際上還是用你在老鄉之間的聲譽作為擔保。如你失信違約，那麼你未來在溫州老鄉間再也沒有可能借錢融資了。這種信用擔保有時候比實物抵押更加厲害，經濟學上有完美的重複博弈模型加以論證，不怕數學的童鞋可以去證明一下。而螞蟻集團，通過一個信用分數的設計，把溫州老鄉間的聲譽標準化和數量化了。這怎麼就不是高科技呢？

有時候看看馬雲的成功，真的沒什麼創意：淘寶不過是義烏小商品市場的線上版；支付寶不過是撿起來銀行不想做的匯款生意；而現在的小微貸款，也好像是溫州民間借貸晨會的高科技版。但奇怪的是，為什麼這麼簡單的事情都讓他一個人做了呢？

2006年筆者回國任教，上海財經大學收留了我，但我的家一直在西子湖畔。於是每個月發工資，筆者都要從中國工商銀行上海分行取出現金，坐上火車回到杭州，存入中國工商銀行浙江分行。為什麼不能匯款呢？因為和《天下無賊》裏面的王寶強一樣，捨不得那個比火車票價格還要貴的匯費。

今天，當我們享受支付寶或者微信支付便捷的時候，不能忘了這是科技創新的成果，也是民間資本和國家資本通過市場競爭結出的碩果。這樣的競爭還需要進一步的強化，才能讓溫州一家人的美夢，變成所有中國人的美夢。

這種美夢最終能不能成真，還需要我們全社會的努力，而不僅僅是溫州一家人。

把握當下投資良機

樓市新態
汪敦敬

祥益地產總裁

繼今年5月至9月期間，香港住宅二手成交，對比2019年6月至今年4月的成交量大增五成之後，在過去周末的假期，同業十大屋苑的成交量是上升了一倍之多。而根據本公司統計，三日重陽節假期（10月24日至26日）屯門區成交亦增加了120%。顯然在市場悲情的環境下，二手市場正在繼續復甦。

而在一手成交方面，大圍柏傲莊的首輪賣完之後，第二輪在10月25日至26日的391個單位亦售罄，可看處社會中上層的購買力強勁，筆者認為現在香港是沉溺在悲情之中，甚至有不少人不想面對好消息，而實際上的好消息不單出現在樓市上。

在美國近年的豪奪之下，大家都看到西方金融中心的霸權主義、盛氣凌人，而英國也不斷巧取，連資本主義最基本對投資者的誠信都背叛了，不讓其註冊銀行（包括滙豐）派息，這反而造就了香港進一步成為值得信任，甚至是唯一值得信任的全球金融中心。我們看到螞蟻集團上市，不單反映出螞蟻集團的商業模式成功，亦反映到資金樂意來到香港市場，及印證到香港仍是一個令人可可靠的金融平台。好多人會覺得螞蟻集團的成功是偶然事件，但很多企業其實正在排隊來港上市，最新消息「字節跳動」亦



▲本港二手樓市繼續復甦 中通社

正開始研究是否讓抖音獨立在香港上市。

希望大家面對一個現實，香港金融中心的穩固，對於本港投資是很有幫助的，因為資金匯聚令到投資者獲得更便宜的資金，很多人會認為資金不會流入房地產，因此對房地產沒有好處。我是比較奇怪這種看法的人，因為資金流入房地產與否，都會令到低息成為一個常態，投資者無論你投資任何資產，都可能用到槓桿，槓桿的成敗因素就是息口高低，息口令到普羅大眾供樓負擔減輕，亦令到小業主們負擔沒那麼重。更加重要的是，收租租金回報率往往是比息口更高，當結構性成本低於盈利的時候，這就是一個好生意、好投資。

最近收到一幅有關內地樓市的圖片，內容是說「買樓升價你就是贏家，不升價仍然是你的家」。內地人聰明地掌握到自置物業的重要性，但香港人較內地更具優勢的就是，平息及租金高於息口。很奇怪香港人仍掛念着悲情，將一些被渲染的恐懼，不真實的威脅放到最大，而忽略了自己根本是在幸福之中。