

直接融资势头超过信贷 金融“脱媒”深化倒逼银行转型



◎记者 范子萌 黄坤

一家股份行支行的对公条线人士，最近察觉到一些变化：部分7年期、10年期乃至更长期限的固定资产贷款到期后，企业主动选择不再续贷；与此同时，越来越多优质客户将融资主渠道从银行转向债券市场。

这些正是融资结构换轨的信号。央行数据显示，5月人民币贷款增量较4月有所回升，但新增贷款数据依然处于近年来同期低位。相比之下，债券融资在社会融资规模中的“分量”正显著提升。

种种迹象表明，金融“脱媒”趋势愈发明显，资金开始绕开银行等金融中介，直接进入交易。在这种情况下，银行的角色将迎来重塑。未来，银行不再只是“放贷者”，而将转型为“服务中介”，以综合服务能力重新定义自身价值。

直接融资势头反超信贷

央行数据显示，今年1至5月，人民币贷款增加9.11万亿元，同比减少1.57万亿元。单看5月，人民币贷款新增5200亿元，同比少增1000亿元。

债券融资在社融中的“分量”则明显加重。从各类融资在整体社融中的占比看：截至5月末，对实体经济发放的人民币贷款余额占比60.5%，同比下降1.2个百分点；企业债券余额占比7.8%，同比上升0.1个百分点；政府债券余额占比21.9%，同比上升1.4个百分点。

这一态势并非刚刚萌芽。2025年，在我国社会融资规模增量中，贷款占比降至45%，而债券和股票融资合计占比达到47%，首次超过贷款。尤其是债券融资，凭借其稳定性、灵活性优势，成为直接融资增量的主要贡献项。

历史数据显示，20世纪90年代，间接融资在社会融资规模存量中的占比接近100%。而到了2025年末，间接融资占比已降至三分之二左右，直接融资占比则上升至三分之一左右。

“近年来，以银行贷款为主体的间接融资占比持续下降，包括债券、股票在内的直接融资占比稳步上升，金融结构正在发生深刻的变化。”中国人民银行行长潘功胜近期在2026陆家论坛上表示。

多位业内专家对上海证券报记者表示，当前，债券融资已成为实体经济获取资金的重要渠道，金融“脱媒”正步入深化阶段。

“可以说是到了一个临界点。”中国首席经济学家论坛理事长连平对记者说，过去10多年，直接融资市场虽有发展，但市场格局未现质变；2025年起，直接融资增量占比的反超现象初显，预示着我国金融结构将进入长期优化阶段。

经济转型的深层映射

金融“脱媒”，是指资金绕开银行等“中介”直接进行交易：在企业端，体现为不再单纯依赖银行贷款，转而选择发债、IPO等直接融资；在居民端，则表现为存款“搬家”，流向理财、基金和股票市场。

关于金融“脱媒”的深化，其原因藏在产业结构的巨大变化中。

“这本质上是经济结构转型及产业升级的映射。”连平分析称，过去经济发展靠房地产、基建和传统制造业拉动——这些行业投资大、抵押物足，天然需要银行贷款。当前，增长的新引擎是高新技术产业、战略性新兴产业，这些产业在早期阶段更依赖风险投资、天使投资及股票市场融资，难以通过传统银行信贷获得支持。

兴业证券首席经济学家刘郁表示，近年来新质生产力成为经济增长的重要支柱，这

意味着未来以债券、股票为主导的直接融资渠道，或将成实体经济核心融资渠道之一，金融市场结构正在发生深刻的变化。

正如潘功胜所言：“中国金融结构的变迁，根本上反映了经济结构的深度调整和经济增长动能的新旧转换，是长期性、趋势性的变化。”

多位业内专家表示，金融“脱媒”并非短期现象，而是长期结构性变化。中信证券首席经济学家明明预计，未来5到10年，社融口径中的直接融资占比有望提升至50%以上，金融体系将转向银行与资本市场双轮驱动格局，非银机构迎来持续发展窗口。

“存款搬家”也从侧面印证了金融“脱媒”趋势——今年4至5月，全国住户存款累计减少2.05万亿元。相比之下，非银机构发展势头已有所显现。央行数据显示，截至2025年四季度末，金融业机构总资产为538.86万亿元，同比增长8.7%。其中：银行业机构总资产为480.01万亿元，同比增长8.0%；证券业机构总资产为17.54万亿元，同比增长16.1%；保险业机构总资产为41.31万亿元，同比增长15.1%。

银行从“信贷中介”到“服务中介”

金融“脱媒”对银行业的影响，具有结构性意义。

“银行业在资产、盈利、存款等方面占据绝对主导地位的情况，正在逐步改变。”连平说，银行依靠存贷利差盈利的空间将持续收窄。

明明表示，金融“脱媒”趋势下，银行息差持续收窄，传统利差盈利模式失效，行业分化加剧，中小银行经营压力愈发凸显。

面对这些挑战，银行应转换自己的角色。连平认为，银行应通过转型适应新的资源配置方式，认清长期趋势，将资源提前投入到财富管理、金融市场投资等业务领域，盈利模式

从息差向服务收益转变。

多家银行已通过强化表外业务、提升中间业务能力，发展新的利润增长点。安永近期发布的报告显示，2025年，57家上市银行加大投资银行、财富管理、资产托管等业务拓展力度，实现手续费及佣金净收入同比增长5.92%，在连续3年下降后止跌回升。

而在服务实体经济的方式上，业内人士认为，银行应从资金提供者，升级为融资组织者、产业陪跑者和耐心资本参与者。“不是把钱贷出去就结束了，而是要跟着企业的研发节奏、扩产计划、出海路径，一路陪跑。”一家国有大行上海自贸试验区分行相关负责人告诉记者，其所在分行已全面对接所在区域内20家“链主”企业，并将服务触角延伸至智能驾驶、算力配套等新赛道。同时，通过整体打包信贷、代发、结算、消费金融，为企业提供全方位的金融支持。

在这个过程中，银行可以组团合作、各展所长。“在一些科创公司的项目中，企业本身也不会只绑定一家银行，不存在二选一的排他局面，银行之间合作的底色远大于竞争。”一家股份行的科创金融部总经理表示，国有大行可以当牵头的“批发商”，股份行、城商行作为参团的“零售商”，共同服务半导体、人工智能等优质科创企业。

长鑫科技的案例，就是一个生动的注脚。5月27日，这家国产DRAM龙头企业的科创板IPO申请顺利过会。而在长鑫科技的股东名单中，工银投资、建信投资、农银投资、中银资产、交银投资——五大国有行AIC（银行系金融资产投资公司）悉数现身。这也意味着，银行正突破债权人的单一身份，用耐心资本参与企业成长。

待价而沽的中小券商股权

◎卢伊 记者 徐蔚

中小券商股权正迎来一场严苛的市场化价值重估。近期，在阿里拍卖、京东拍卖等产权处置平台上，多家中小券商股权相继上架。曾被视作稀缺金融牌照资产的中小券商股权，如今市场价值分化显著：不少标的历经多轮折价仍无人接盘、频频流拍；部分优质标的却引来多方争抢，甚至溢价成交。

待价而沽

6月以来，大通证券、申港证券、锦龙股份的股权相继在拍卖平台上架。

其中，锦龙股份于6月22日公告称，其实控人杨志茂所持3000万股股份将被司法拍卖。阿里资产拍卖平台显示，该笔股权被拆分为15个标的，每个标的200万股，起拍价均为1755.2万元，合计起拍金额约2.63亿元，定于7月28日14时开拍。

此次司法拍卖涉及的股份早在2024年已被广州市中级人民法院冻结。起因系锦龙股份控股股东新世纪公司与中国中信金融资产股份有限公司广东省分公司签订具有强制执行效力的公证债权文书后，未能按期偿还融资债务，被申请强制执行，杨志茂等保证人所持股份随之被一并冻结。

在同一平台，上海煌富贸易有限公司持有的申港证券逾9800万股股权即将对外公开处置。本次待售股权拆分三笔独立拍卖标的，其中两笔股权规模相同，单笔4230.77万股，起拍价格5029.63万元；第三笔标的为1384.62万股，起拍价1646.06万元。上述三笔股权定于7月1日进入正式拍卖流程。

更大体量的交易同步登场。华信信托股份有限公司与大连海创汇通投资有限公司拟将大通证券合计17.03亿股股份（占比51.59%）在京东拍卖破产清算平台公开进行拍卖，拍卖开始时间为6月30日10时，起拍价为43.29亿元。截至6月24日，该场拍卖已吸引逾1.26万人次围观、125人设置提醒，但暂无实际报名者。

梳理近期案例不难发现，券商股权密集登上拍卖台，根源大多指向股东自身的债务与经营困局。

以锦龙股份为例，其于今年1月公告称：当前控股股东新世纪公司各类借款余额合计15.04亿元，其中未来半年内须偿还11.14亿元，一年内须全部清偿；新世纪公司与一致行动人未来一年到期的质押股份融资余额达15.72亿元，偿债压力与待偿总额基本相当。此外，华信信托因经营困境步入破产重整程序，所持大通证券股权被迫易主；申港证券股东上海煌富贸易深陷债务风波，名下所持券商股权进入司法拍卖流程，被动处置资产清偿债务。

折价甩卖

股权挂牌易，找到买家难。近年来，中小券商股权拍卖、司法处置频现，然而多起拍卖以流拍告终，即便大幅折价亦难扭转困局。

6月12日，国新证券4000万股股份首次拍卖流拍，随后该笔股权迅速二次“上架”，起拍价从8652万元降至6921.6万元。而在4月22日，君豪实业发展（深圳）有限公司持有的国新证券3000万股股权第三次拍卖落槌，起拍价从首次的9000万元一路下探至7200万元，依旧因无人出价而流拍。

而在2025年：锦龙股份实控人持有的6030万股于2月首拍流拍；4月二次折价拍卖，3000万股仍无人接盘；7月控股股东新世纪公司所持3500万股首拍遇冷；直至8月二拍，才被6名自然人竞得。

多重因素叠加，导致中小券商股权褪去“稀缺光环”，让盘查资金愈发谨慎。

一方面，监管部门对金融机构股东资质的审查趋严，战略投资者可能因后续审批的不确定性而选择暂缓出手。

另一方面，财务投资者可能担心“接盘即浮亏”。上海万竞鸿达律师事务所高级合伙人黄正桥认为，即便购入部分股权，在控股股东债务困境未解、后续仍有大量股权面临处置压力的局面下，财务投资者易陷入账面浮亏的被动局面。

“流动性环境与市场风险偏好的变化，也使这类高复杂度的困境资产交易需求下降。”黄正桥说。

冷暖之间

流拍并非中小券商股权市场的全貌。拥有区域资源、清晰并购整合预期的券商股权，依旧获得资本主动布局。

2026年5月，东海证券8300万股无限售流通股被江苏省国金集团资产管理有限公司以3.20亿元竞得，这笔股权首次拍卖因无人出价流拍，二拍由省国资平台接盘，背后是区域金融整合的长期考量。

2025年3月，国都证券3000万股不限售流通股在阿里平台公开拍卖，历经156轮出价，最终由浙商证券以5704.2万元竞得，较4579.2万元的起拍价溢价24.57%。彼时，浙商证券已持续收购国都证券股权，逐步构建控股地位，参与竞拍能够摊薄整体持股成本。

一边是流拍遇冷，一边是成交落定。透过“冷热不均”的景象，可窥见中小券商的深层困境。易观千帆证券行业咨询专家杨玲分析称，中小券商受制于资本金规模与机构客户基础，难以复制头部券商的重资本对冲模式，普遍面临同质化竞争的情况。

而股权拍卖是一面镜子，映照出中小券商在行业“头部集中，尾部出清”大趋势下的生存现状。业内人士认为，未来，同质化下的中小券商或将面临“并购或出清”的结局。

破局之道在于差异化。杨玲建议，中小券商应依托轻资本业务与专业服务能力打造独特优势：一方面，深耕区域市场，依托地方国资背景和本地化网络，在稳固区域基本盘后再逐步向外拓展；另一方面，聚焦细分垂直赛道，进行错位竞争。

分类监管破局 中小公募有望从“规模竞赛”转向“特色生存”

◎记者 闫刘梦

近期，中国证监会主席吴清在2026陆家论坛上表示，“推出支持中小基金公司规范健康发展一揽子措施。坚持分类监管、突出特色，在产品布局、业务准入等方面给予适当倾斜，积极支持中小基金公司差异化发展”。

在业内人士看来，此举将引导中小基金公司告别“规模战”，加速向差异化、精品化路线转型。长期以来，行业马太效应促使资源向头部集中，中小基金公司深陷规模、盈利、人才、渠道等发展困境。在分类监管的引导下：一方面，监管评价体系将转向以合规风控、权益投资能力、服务实体经济与国家战略为核心的多维评价体系；另一方面，中小基金公司有望在产品布局、业务准入等方面突围，从“规模竞赛”迈向“特色生存”。

从“拼规模”到“做特色”

Wind数据显示，截至今年一季度末，全市场非货公募基金总规模达21.94万亿元，前20家机构管理规模合计占比超过六成。而非货规模不足百亿元的机构有41家，不足10亿元的有10余家。

有业内人士表示，大型基金公司凭借规模、品牌优势等占尽先机，中小基金公司则面临“想创新没资格，常规产品难获批”的窘境。

一段时间以来，“大而全”几乎是大部分机构的目标，中小基金公司若跟进规模竞赛，往往事倍功半，但在规模上“下功夫”，生存压力又很大。

益民基金总经理王健对上海证券报记者表示：“与其在大而全的竞赛中被‘碾压’，不如在特而精的赛道上建立护城河”。

事实上，产品端的差异化布局是当前中小基金公司的核心突破口。一家头部公募基金公司相关人士表示，中小基金公司的破局关键在于立足自身资源禀赋与核心优势，避开同质化竞争的红海，聚焦细分赛道深耕细作，通过培育专业化、特色化、差异化的竞争优势，走出一条符合自身定位的精品化、特色化发展道路。

南开大学金融发展研究院院长田利辉表示，目前中小基金公司建立护城河的路线有三类：一是主动量化赛道，策略有效性与穿越周期的能力成为产品出圈的关键；二是“精品店”模式，在主动权益、特定行业主题或绝对收益策略上做到极致，成为大资管生态中不可替代的“策略供应商”；三是积极布局工具型产品，在行业主题、QDII、债券等方向寻找差异化优势。

以益民基金为例，其路径选择分三步：第一阶段是认清禀赋，公司在渠道资源、品牌知名度上难以与头部机构抗衡，但在科技人才

储备、量化研究基础上有一定积累；第二阶段是战略聚焦，于2024年成立数量金融实验室，将AI+量化作为核心战略方向；第三阶段是构建壁垒，通过矩阵式组织架构和人工智能融合决策模式，将科技能力转化为可复用的投研生产力，而非一次性项目。

“对中小基金公司而言，一条稳健增长的净值曲线，是最好的品牌广告。”王健认为，产品不应追求短期排名，而是要致力于优化投资者的长期持有体验，解决“基金赚钱，基民不赚钱”的痛点。每款产品的风险收益特征都要与目标客户的风险偏好严格匹配。如果投资者看不懂产品底层逻辑，就不应该把产品卖给该投资者。

中航基金相关负责人则表示：“量化赋能的‘固收+’产品是公司主攻方向之一。我们通过量化阿尔法系列产品，用量化手段优化‘固收+’产品的风险收益比，控回撤、稳超额，用小团队做出机构级的风险控制水平。”

守住合规底线

AI等前沿技术的发展，为资源有限的小机构提供了“非对称作战”的可能性。一家中小基金公司负责人表示，对于预算有限的小基金公司而言，AI技术是一把可精准使用的手术刀，用算法和算力弥补人力和渠道的不足。