



宏观研究

【粤开宏观】中央金融工作会议释放重大信号

2023 年 10 月 31 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@ykzq.com

分析师：原野

执业编号：S0300523070001
电话：15810120201
邮箱：yuanye_zb@ykzq.com

事件

10 月 30 至 31 日，中央金融工作会议在北京召开，总结党的十八大以来金融工作，分析金融高质量发展面临的形势，部署当前和今后一个时期的金融工作。

风险提示：外部冲击超预期、金融供给侧结构性改革超预期

近期报告

《【粤开宏观】我国历次调整预算和发行特别国债的背景、效果及启示—宏观研究》
2023-10-29

《【粤开宏观】增发 1 万亿国债的意义—宏观研究》 2023-10-24

《【粤开宏观】美国 2008 年房地产危机的成因、处置和启示——海外房地产系列之二》 2023-10-23

《【粤开宏观】库存周期的误区、分歧与辨析》 2023-10-22

《【粤开宏观】经济下行压力最大的时刻已经过去：9 月经济数据解读—宏观研究》
2023-10-18



目 录

一、本次会议的新提法	3
二、防范化解地方债务风险，关键是中长期体制改革	3
三、针对性化解当前房地产风险，构建房地产发展新模式	4
四、及时处置中小金融机构风险，防止风险蔓延	5
五、加强金融监管，行为监管、功能监管与机构改革相辅相成，明晰央地金融监管关系	5
六、金融服务实体经济，充分发挥货币政策与资本市场作用	6



一、本次会议的新提法

中央金融工作会议是我国金融领域最高规格的会议，对下一阶段的金融发展与改革具有重大指导意义。会议通稿通常包括三大部分：（1）总结近年来的金融工作，（2）分析当前金融发展形势，（3）部署今后一个时期的金融工作。在部署工作中，又主要包括四大方面：一是服务实体经济，二是加强金融监管，三是防范化解金融风险，四是扩大金融开放。

此次会议有诸多新提法：

第一，名称由之前的“全国金融工作会议”改为“中央金融工作会议”，突出党中央对金融工作的集中统一领导，2017年全国金融工作会议就曾指出“金融管理主要是中央事权”。

第二，提出“建设金融强国”“走中国特色金融发展之路”。从经济大国走向经济强国，必然伴随着金融由大而强。随着经济增长方式转变和经济结构转型升级，我国正在从资本与技术的承接者走向资本与技术的输出者，这要求我们必须建设一个高效、稳健、开放的金融体系，努力建设金融强国。

第三，对当前形势判断，在肯定成绩的同时也明确指出不足：“金融领域各种矛盾和问题相互交织、相互影响，有的还很突出，经济金融风险隐患仍然较多，金融服务实体经济的质效不高，金融乱象和腐败问题屡禁不止，金融监管和治理能力薄弱。”会议要求下决心从根本上解决这些问题。

第四，把防范化解金融风险提到更重要的位置，会议指出“以全面加强监管、防范化解风险为重点”，特别是提出了防范化解金融风险的三大重要原则，“要把握好权和责的关系，健全权责一致、激励约束相容的风险处置责任机制；把握好快和稳的关系，在稳定大局的前提下把握时度效，扎实稳妥化解风险，坚决惩治违法犯罪和腐败行为；对风险早识别、早预警、早暴露、早处置。”

第五，针对当前经济恢复基础仍不牢固，货币政策有进一步发力的空间。会议要求“切实加强对重大战略、重大领域和薄弱环节的优质金融服务”“更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱”。

二、防范化解地方债务风险，关键是中长期体制机制改革

会议提出“建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构”，明显不同于2017年会议的“各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任”。

2017年所处的经济环境和政策背景是供给侧结构性改革，地方政府债务尤其是隐性债务导致宏观杠杆率大幅攀升，为避免杠杆过快上升产生金融风险，抓住地方政府这一行为主体来严控债务和金融风险，侧重结果导向。

今年的中央金融工作会议所处的宏观和政策环境是疫后经济恢复期，在宏观税负下行、经济社会风险财政化驱动下，地方政府债务既有政绩观的驱动，更有被动式抬升，因此财政风险与金融风险的关联不能简单从政绩观纠偏和问责角度，更应建立起相应制度。概要言之，其一是从侧重结果导向到侧重过程和制度建设；其二是认识到债务形成既有地方政府主观，也有客观环境导致；其三是明确债务风险管理的目标是高质量发展，而不是压降债务绝对规模。

我们认为，地方债务的形成原因复杂，包括体制性原因，又经过经年累月的积累，



解决也非一朝一夕可以完成。尤其是当前地方债务风险、金融风险和社会风险交织，需要注意处置的力度和节奏。**有效控制债务率要处理好几对关系：**一是存量和增量关系。确保存量债务逐步化解，严格控制增量。二是系统性风险与道德风险关系。央对地方提出党政干部负责的机制，省以下政府关系也应该建立起市县党政领导负责制，解决道德风险问题。三是显性债务和隐性债务关系。隐性债务显性化，根据公共属性强弱划分为政府债务和企业债务，分别通过财政和市场化法治化方式解决。四是分子与分母的关系，即分子端的债务尽可能要有更大的分母端产出，必须提高债务资金的使用效率。

短期要应对好债务到期后的再融资问题，避免引发处置风险的风险，集中在拉长周期和压降成本，但中长期要推动体制机制的联动改革。第一，厘清政府与市场关系，界定政府职责与规模。深化行政事业单位改革，强化绩效管理。第二，建立匹配多元目标治理体系下的政绩考核激励约束制度和财政评估制度。第三，建立政策出台前评估和实施效果问责机制，避免各领域风险蔓延至财政，避免风险财政化透支财政空间。第四，尽快稳定宏观税负，减税降费要从追求数量转向效果，结构性加税（房地产税、消费税、环保税、资源税，对普通居民影响不大、但有利于推动绿色发展和缩小贫富差距的税种）、数据财政。第五，加快推进中央和地方、省以下财政体制改革，下划消费税给地方以增加地方财力，逐步上收事权和支出责任至中央和省级政府，减轻地方和市县财政支出责任。第六，推动城投平台转型为普通经营性国有企业。最核心是要剥离政府融资功能，形成政府与转型城投的清晰界限，真正按照国有资本投资公司和运营公司实施管理，一方面转型城投不再背负政府投融资的包袱，另一方面又按照市场化激励约束自负盈亏。第七，优化债务区域结构，适度放宽都市圈城市群以及人口流入地区的举债额度，但强化绩效管理，负债与资产匹配、成本与收益匹配，在有优质现金流的资产项目上加杠杆，稳定杠杆率而非稳定杠杆绝对数。第八，优化债务性质结构，实事求是面对风险。提高国债和一般债比重，降低地方债和专项债比重。第九，强化财政与金融配合。财政为主，货币金融环境从数量和价格支持财政。

三、针对性化解当前房地产风险，构建房地产发展新模式

会议提出“促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等‘三大工程’建设，构建房地产发展新模式。”

随着我国房地产市场供求关系发生重大变化，近几年房地产领域逐步暴露出一些风险，例如房企债务风险、期房烂尾风险、房地产销售和投资持续低迷等，对财政、金融、经济等各方面都产生了重大影响。这与房地产发展的旧模式密不可分，房企通过“高周转、高杠杆、高债务”实现野蛮生长，部分地方监管部门未严格执行预售资金监管制度，房地产市场存在部分投机炒作行为等，因此要构建房地产发展新模式，促进金融与房地产良性循环。

要化解当前房地产风险，有几个重要抓手：一是做好“保交楼”工作，加强对房企的预售资金监管，防止期房烂尾，保障购房者的合法权益；二是防止健康房企出现流动性紧张，要一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，当前金融机构为保障资金安全而出现慎贷惜贷行为，导致民营房企面临融资难问题；三是提振居民购房信心和需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求；四是加快保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施“三大工程”建设，既能对冲房地产投资下滑，又能改善居民居住条件。



四、及时处置中小金融机构风险，防止风险蔓延

近年来中小银行在发展经营过程中聚集了较多风险，因此会议要求“及时处置中小金融机构风险”。

2019年起，个别城商行、部分地区的村镇银行陆续爆发风险事件。一是包商银行等城商行被民营资本“掏空”，侵害储户和其他股东权益。2005-2019年，“明天系”通过注册209家空壳公司，以347笔借款的方式套取信贷资金，形成的占款高达1560亿元，且全部成了不良贷款。二是河南等地的村镇银行出现“取款难”问题，源于缺乏规范的公司治理，以及银行通过互联网平台推介、异地敛存、线上吸储放大了风险。此外，村镇银行、监管系统均出现金融腐败现象。三是部分地方政府在扭曲政绩观的引导下，不当干涉当地银行业务，抬高隐性负债。长期与房地产和地方融资平台高度绑定的中小银行承担了较多隐性债务，无法有效地实现模式转变、职能转换，并不断积蓄风险。

化解处置中小金融机构风险，首先是要明确原则。银行风险的处置措施分为最后贷款人措施（流动性支持）、存款担保措施、行政接管措施三类行政性措施，以及自我救助措施、同业互救措施两类市场化措施。其一，对系统性影响较小的银行，强调市场力量优先，采取市场化措施，防止道德风险。当其出现流动性风险但资可抵债时，尽量安排其进行自救，鼓励中小银行引入AMC等不良资产服务商，压实股东责任，适时适量地进行一定流动性支持等。而无法恢复常态且财务状况持续恶化的机构，应坚决加速市场出清，实现供给侧优化。其二，针对影响较大银行，应以行政主导模式为主，强调及时介入和单一机构决策。

其次是压实属地责任。2022年央行发布的《地方金融监督管理条例（草案征求意见稿）》明确提出“中央统一规则、地方实施监管，谁审批、谁监管、谁担责”的原则，厘清了央地金融监管关系，将地方各类金融业态纳入统一监管框架。

最后是大力推动合并重组。在合并重组过程中应重点明确重组目的：以化解风险为主要目的的，应重点考虑合并重组过程中对不良资产的处理。以谋求发展为主要目的的，应对银行发展现状进行充分分析，为新银行制定一套特色化发展战略。

五、加强金融监管，行为监管、功能监管与机构改革相辅相成，明晰央地金融监管关系

1. 党管金融已成为中国特色监管体制的重要内核。

会议强调，当前和今后一个时期，做好金融工作必须坚持和加强党的全面领导……

金融行业与其他行业不同。近年来，由民营资本控制金融机构导致的金融风险屡见不鲜，特别是中小银行领域，如包商银行等。民营企业活力强、效率高的传统优势在金融领域似乎并没有显现，反而滋生较多金融乱象。这主要由于部分民营企业热衷于控制银行、保险等机构（恒大等），进而以相对优惠的价格获取贷款资金。背后是产业和金融资本结合的不规范，以及企业扩张和逐利的天性。

因此为了消弭民营资本大规模进入金融领域产生的风险，党管金融的制度优势再度被强调，并被转化为金融治理效能的动力。可以看到，无论是处置安邦系、明天系等民营资本集团，还是包商、盛京等曾陷入危机的中小银行，金融国企介入已经成为保障基层居民财产安全、贯彻国家战略最强有力的工具。从对金融资本的规范管理到强化党管金融的政治优势，中国特色的金融发展之路已经越发清晰。

2. 强调机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，阐明新的金融监



管理理念和系列方法，并与金融机构改革一脉相承。

会议强调：“切实提高金融监管有效性，依法将所有金融活动全部纳入监管，全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，消除监管空白和盲区，严厉打击非法金融活动。”

一是机构监管适应于我国金融机构分业经营的客观现实。我国的银行、证券和保险均是分业经营的，由不同监管机构来监管对应的金融机构具有合理性和可行性。

二是功能监管契合了金融发展的新趋势。随着金融行业发展，金融机构交叉融合的趋势逐渐显现，如商业银行设立理财子公司、保险机构从事财富管理等，完全实行机构监管会造成监管盲区。因此，在一个统一的监管机构内，由专业分工的管理专家和程序对金融机构的不同业务进行监管愈发重要，这就是功能监管。在功能监管框架下，金融监管总局统一监管除证券业之外的金融活动，证监会监管资本市场相关证券业务，无疑会大大减少监管职能的冲突和重叠，提高政策的协调性。例如，今年机构改革后，发改委的企业债券发行审核职责已归入证监会管理，未来这种趋势还将进一步深化。

三是穿透式监管有助于更好识别风险。在资产端，穿透各类金融产品嵌套的交易结构和通道安排，鉴别出资金的最终用途；资金来源端，穿透式监管则识别实际投资人的资质和数量是否符合相关监管要求，防止风险承担者和资产类别错配等。

四是行为监管旨在保护金融消费者权益。行为监管的核心在于维护金融市场秩序，以使各类金融机构公平对等，金融消费者、金融市场参与者能够公平地进行交易。今年机构改革后，有关金融消费者保护职责，证监会的投资者保护职责均已经划入国家金融监督管理总局，以更好实现行为监管的顶层要求。

3.明晰央地金融监管关系，落实属地责任，为更好地处置化解风险奠定基础。

会议强调，发挥好地方党委金融委员会和金融工委的作用，落实属地责任。

2017年第五次全国金融会议后，央地金融监管关系成为金融监管领域最重要的议题之一。随后，地方金融监管改革拉开序幕，各地陆续挂牌成立地方金融监督管理局，并加挂金融工作办公室、金融工作局等牌子，并明确了“7+4”类机构监管范围。

然而现实中，地方政府在金融监管中难免存在角色冲突和多重利益的问题。一方面地方政府是辖区内人民利益的代言人，需要促进地方金融发展、招商引资等，进而谋求经济持续上台阶。另一方面，它又是中央政府在地方的代表，需要配合中央金融监管机构工作或落实风险处置责任。地方政府很难在这两种利益之间寻找到平衡点。鉴于此，今年机构改革中，剥离了地方金融局的发展职能，明确其专司监管。未来地方金融监管局对新金融、类金融等机构的监管，或将发挥更大作用，补上传统监管的空白。

但需注意的是，目前地方机构改革的具体方案尚未出台，怎么解决地方金融监管机构监管资源缺乏的问题仍需密切关注。例如，“现金贷”风险的形成，在一定程度上就在于地方监管机构难以应对地方小额贷款公司利用互联网向线上跨区域发展的转型。未来尤其需要关注两点：一是怎么解决专业监管人员缺失的问题；二是怎么解决内部协调机制缺失的问题。因为地方金融监管机构的权力有限，日常监管工作特别是风险处置工作的落实确实需要其他部门配合。

六、金融服务实体经济，充分发挥货币政策与资本市场作用

会议指出，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，金融要为经济社会发展提供高质量服务。围绕金融高质量服务实体经济，会议主要在以下两个方面做



出了部署。

1. 货币政策保持总量充裕的同时向重点领域倾斜。

本次会议基本为未来货币政策走向定调。一是保持稳健的货币政策实施力度，保持融资总量合理充裕。会议强调“要着力营造良好的货币金融环境”。今年1至9月，新发放企业贷款加权平均利率为3.91%，比去年同期下降0.32个百分点，预计我国利率水平将会在较长时期内保持在低位水平，市场主体的融资成本中枢仍可能下降。二是发挥结构性货币政策工具作用，引导商业银行进一步支持重点领域。会议指出：“优化资金供给结构，把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业，大力支持实施创新驱动发展战略、区域协调发展战略，确保国家粮食和能源安全等。”预计支农支小再贷款、再贴现额度将会进一步调增，同时加大力度支持科技型企业融资，继续用好碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款等工具。截至9月末，各类结构性货币政策工具余额总计7.0万亿元。此外，还将引导商业银行加大制造业中长期贷款投放等。三是“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”。四是保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。今年会议再度强调汇率问题，这与《关于金融工作情况的报告》中“稳预期、防超调”的基调基本一致。这意味央行鼓励发挥外汇自律机制作用，对汇率波动有一定容忍。但容忍限度有限，若汇率持续上升，或将进一步加强预期引导，并采取逆周期调节政策，金融机构外汇存款准备金率、离岸央票等，以保证外汇市场供求均衡。

2. 发挥资本市场枢纽功能，支持科技创新、国企转型、经济结构调整。

一是活跃资本市场、提振信心的举措将会持续。预计IPO和再融资安排、规范股份减持行为、改革公募基金费率等政策措施仍将深化。各个部门之间的合力也将加速形成，社保等长期资金入市的制度将更加顺畅。二是注册制改革深入，科创板、创业板和北京证券交易所服务“硬科技”、科技创新、“专精特新”企业的作用仍将持续显现。会议指出“推动股票发行注册制走深走实，发展多元化股权融资，大力提高上市公司质量，培育一流投资银行和投资机构。”三是更好服务国企转型。会议明确指出“支持国有大型金融机构做优做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石”。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

原野，对外经济贸易大学学士、硕士，北京大学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300523070001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10% 之间；

持有：相对大盘涨幅在 -5%~5% 之间；

减持：相对大盘涨幅小于 -5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5% 以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5% 以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com