



仅供内部参考，不作为投资建议

中银证券

宏观经济 | 证券研究报告 — 总量点评

2023 年 11 月 1 日

中央金融工作会议解读

总体目标是保持流动性合理充裕、融资成本持续下降、活跃资本市场

本次会议肯定了金融在国民经济中的重要作用；从金融监管、金融市场、金融机构三个层次安排了未来金融工作的目标和重点；同时指出从金融监管、地方政府债务、房地产和金融市场四个方面防范金融风险。

■ 金融工作安排方面，关键词是“提质增效”。会议对金融工作的安排表述比较具体，其中较大篇幅用来表述对货币政策管理和资本市场发展的展望。我们认为货币政策的重点包括两方面，一是流动性的创造和稳定，二是流动性的结构和流向；资本市场发展方向还是融资结构优化和融资便利，其中作为直接融资渠道的股权和债券市场有望受政策提振加快发展速度。

■ 一是金融监管方面：“着力营造良好的货币金融环境”，“始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱”，“优化资金供给结构”，“盘活被低效占用的金融资源”。

■ 二是金融市场方面：“疏通资金进入实体经济的渠道”，“优化融资结构”，“促进债券市场高质量发展”，“促进长期资本形成”。

■ 三是金融机构方面：“拓宽银行资本补充渠道”，“稳步扩大金融领域制度型开放”，“吸引更多外资金融机构和长期资本来华展业兴业”。

■ 有效防范化解金融风险，也是未来金融工作的重点。但与工作安排相比，风险防范段落的表述整体比较精简，中央金融工作会议重点提及了四个方面的风险。我们认为表述精简的一个原因，是市场对风险因素的预期已经相对比较充分，但仍需关注的内容，一是在防范化解风险段落中，用部分篇幅强调了把握好“权和责”“快和稳”的关系，二是在会议文件前后都比较重点的强调了加强党中央对金融工作的集中统一领导的内容。

■ 一是金融监管：“依法将所有金融活动全部纳入监管”，“及时处置中小金融机构风险”。

■ 二是地方政府债务：“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”。此次会议对地方政府债务的表述虽然篇幅简短但内容相对比较全面，不仅提到了短期内面临的化债问题，同时也提到了中长期内存在的政府债务管理机制问题和央地债务结构问题。我们认为金融工作会议的表述，可能会提升市场对中期内央地财政关系改革的预期。

■ 三是房地产：“促进金融与房地产良性循环”，“构建房地产发展新模式”。会议对房地产的表述相对比较全面，特别是从房地产金融宏观审慎管理的角度提出“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”，引发市场对于房地产融资条件有效放宽的猜想。

■ 四是金融市场：“防范风险跨区域、跨市场、跨境传递共振”，“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。

■ 防范化解风险部分的内容基本在市场预期之中，金融市场发展目标一定程度上提升市场信心。由于此次中央金融工作会议召开的时间周期较以往推迟了大约一年，这段时间当中，从宏观政策部署到市场预期调整，都已经对会议中提及的四项风险反映的较为充分。相较之下，基于疫情防控放松后，国内经济处于波浪式恢复趋势之下，叠加海外经济表现持续强劲，市场此前对货币政策是否会出现择机回收疫情期间超额投放的流动性存疑，本次金融工作会议中明确提出“持流动性合理充裕、融资成本持续下降”，一定程度上稳定了市场对未来货币政策稳健偏宽松的预期。在市场方面，会议也提出了“活跃资本市场”，预计不仅资本市场或将在优化融资结构和服务实体经济方面起到更大的作用，货币政策在调整和实施过程当中可能也会将资本市场波动更多纳入考虑范围内。总的来看，临近年底资金面整体偏紧，短期内市场对货币政策降准或降息的预期可能有所升温，中期内资本市场或受益于金融对外开放和长期资金入市。

■ 风险提示：全球通胀下行速度偏慢；欧美金融风险影响范围扩大；国际局势复杂化。

相关研究报告

《日本央行 10 月会议点评》20231101

《11 月金股组合》20231031

《10 月 PMI 数据点评》20231031

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：孙德基

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

图表 1. 2017 年和 2023 年两次中央金融工作会议主要内容对比

会议时间	2023	2017
会议主题	金融高质量发展	服务实体经济防控金融风险深化金融改革、促进经济和金融良性循环健康发展
会议基调	1.金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分。 2.要加快建设金融强国，全面加强金融监管，完善金融体制，优化金融服务，防范化解风险。 3.坚定不移走中国特色金融发展之路，推动我国金融高质量发展，为以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业提供有力支撑。	1.金融是国家重要的核心竞争力，金融安全是国家安全的重要组成部分，金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度。 2.必须加强党对金融工作的领导，坚持稳中求进工作总基调，遵循金融发展规律，紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，创新和完善金融调控，健全现代金融企业制度，完善金融市场体系，推进构建现代金融监管框架，加快转变金融发展方式，健全金融法治，保障国家金融安全，促进经济和金融良性循环、健康发展。
会议背景	1.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。 2.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。 3.金融乱象和腐败问题屡禁不止，金融监管和治理能力薄弱。	1.着力防范化解重点领域风险，着力完善金融安全防线和风险应急处置机制。 2.要推动经济去杠杆，坚定执行稳健的货币政策，处理好稳增长、调结构、控总量的关系。 3.要把国有企业降杠杆作为重中之重，抓好处置“僵尸企业”工作。 4.要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为。 5.要加强社会信用体系建设，健全符合我国国情的金融法治体系。
总体目标	1.要完善金融宏观调控，准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节。 2.加强优质金融服务，扩大金融高水平开放，服务好“走出去”和“一带一路”建设，稳慎扎实推进人民币国际化。 3.健全金融监管机制，建立健全监管责任落实和问责制度，有效防范化解重点领域金融风险。 4.着力做好当前金融领域重点工作，加大政策实施和工作推进力度，保持流动性合理充裕、融资成本持续下降，活跃资本市场，更好支持扩大内需，促进稳外贸稳外资，加强对新科技、新赛道、新市场的金融支持，加快培育新动能新优势。	1.要优化金融机构体系，完善国有金融资本管理，完善外汇市场体制机制。 2.要加强金融监管协调、补齐监管短板。设立国务院金融稳定发展委员会，强化人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责。 3.地方政府要在坚持金融管理主要是中央事权的前提下，按照中央统一规则，强化属地风险处置责任。
货币政策目标	要着力营造良好的货币金融环境，切实加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务。始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱。	要创新金融调控思路 and 方式，继续实施稳健的货币政策，保持货币信贷适度增长和流动性基本稳定，不断改善对实体经济的金融服务。
融资	1.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。 2.盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率。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。 3.要着力打造现代金融机构和市场体系，疏通资金进入实体经济的渠道。	要积极开展普惠金融，大力支持小微企业、“三农”和精准脱贫等经济社会发展薄弱环节，着力解决融资难融资贵问题。要加强对创新驱动发展、新旧动能转换、促进“双创”支撑就业等的金融支持，做好对国家重大发展战略、重大改革举措、重大工程建设的金融服务。

资料来源：中银证券，新华社：《2023 年金融工作会议通稿》，新华社：《2017 年金融工作会议通稿》

续图表 1. 2017 年和 2023 年两次中央金融工作会议主要内容对比

会议时间	2023	2017
资本市场	<p>1.优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能，推动股票发行注册制走深走实，发展多元化股权融资，提高上市公司质量，培育一流投资银行和投资机构。</p> <p>2.促进债券市场高质量发展。</p> <p>3.完善机构定位，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，严格中小金融机构准入标准和监管要求，立足当地开展特色化经营，强化政策性金融机构职能定位，发挥保险业的经济减震器和社会稳定器功能。</p> <p>4.强化市场规则，打造规则统一、监管协同的金融市场，促进长期资本形成。</p> <p>5.健全法人治理，完善中国特色现代金融企业制度，完善国有金融资本管理，拓宽银行资本金补充渠道，做好产融风险隔离。</p>	<p>1.要增强资本市场服务实体经济功能，积极有序发展股权融资，提高直接融资比重。</p> <p>2.要拓展保险市场的风险保障功能。要优化金融资源空间配置和金融机构布局，大力发展中小金融机构，不断增强金融服务实体经济的可持续性，着力强实抑虚。</p>
扩大金融对外开放	<p>1.要着力推进金融高水平开放，确保国家金融和经济安全。</p> <p>2.坚持“引进来”和“走出去”并重，稳步扩大金融领域制度型开放，提升跨境投融资便利化，吸引更多外资金融机构和长期资本来华展业兴业。</p> <p>3.增强上海国际金融中心的竞争力和影响力，巩固提升香港国际金融中心地位。</p>	<p>1.要深化人民币汇率形成机制改革，稳步推进人民币国际化，稳步实现资本项目可兑换。</p> <p>2.要积极稳妥推动金融业对外开放，合理安排开放顺序，加快建立完善有利于保护金融消费者权益、有利于增强金融有序竞争、有利于防范金融风险的机制。</p> <p>3.要推进“一带一路”建设金融创新，搞好相关制度设计。</p>
金融监管	<p>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，严格执法、敢于亮剑，严厉打击非法金融活动。及时处置中小金融机构风险。</p>	
风险防范	<p>1.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。</p> <p>2.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，因城施策用好用政策工具箱，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。</p> <p>3.维护金融市场稳健运行，规范金融市场发行和交易行为，合理引导预期，防范风险跨区域、跨市场、跨境传递共振。</p> <p>4.加强外汇市场管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p>	<p>要筑牢市场准入、早期干预和处置退出三道防线，把好风险防控的一道关，健全金融风险责任担当机制，保障金融市场稳健运行，积极稳妥推进去杠杆，深化国企改革，把降低国企杠杆率作为重中之重，有效处置金融风险点，防范道德风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。</p>
金融体制改革	<p>1.要完善党领导金融工作的体制机制，发挥好中央金融委员会的作用，做好统筹协调把关。发挥好中央金融工作委员会的作用，切实加强金融系统党的建设。</p> <p>2.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。要坚持政治过硬、能力过硬、作风过硬标准，锻造忠诚干净担当的高素质专业化金融干部队伍。</p> <p>3.要在金融系统大力弘扬中华优秀传统文化，坚持诚实守信、以义取利、稳健审慎、守正创新、依法合规。</p> <p>4.要加强金融法治建设，及时推进金融重点领域和新兴领域立法，为金融业发展保驾护航。</p>	<p>1.要坚持从我国国情出发推进金融监管体制改革，增强金融监管协调的权威性有效性，强化金融监管的专业性统一性穿透性，所有金融业务都要纳入监管，及时有效识别和化解风险。</p> <p>2.要坚持中央统一规则，压实地方监管责任，加强金融监管问责。</p>

资料来源：中银证券，新华社：《2023 年金融工作会议通稿》，新华社：《2017 年金融工作会议通稿》

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371