

## 宏观点评 20230318

# 金融工委 2.0，这次有何不同？

2023年03月18日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 时隔 35 年，中央金融工作委员会重现，这意味着防范化解金融风险将进入“深水区”和攻坚阶段。与此前公布的国务院机构改革方案相比，本周印发的《党和国家机构改革方案》对于金融决策和监管体系“大刀阔斧”的改革无疑意义深远，其中中央金融工作委员会（简称“金融工委”）的成立备受瞩目，与 1998 至 2003 年相比，这一次在机构设置上更加完备、管理范围更加广泛，但不变的是**两次金融工委的成立都意味着化解金融风险进入了攻坚阶段，这也意味着中国经济增长模式的转变将变得更加迫切。**

■ 无独有偶，两次金融工委的成立都面临着相似的宏观背景——重大冲击下国家政策发力，导致金融风险积聚。

■ 1997 年金融危机之后，中国出口在 1998 年 0 增长，宏观政策积极发力：财政上加大基建投资，计划规模相当于 1998 年 GDP 的 2.5%，资金主要来自于特别国债（6600 亿元）+银行贷款+地方财政。货币政策加大宽松，1998 年三次降息，**金融机构贷款增速达 20%**，商业银行不良贷款风险上升。

■ 2020 年新冠疫情爆发，中国经济正常节奏被打断，疫情之后中国内需方面先靠地产（2020 年至 2021 年初），后靠基建（2022 年），**实体经济宏观杠杆率从 2019 年的 246% 大涨至 2022 年的 273%**，房地产、中小银行、地方隐性债务的风险若隐若现。

■ 在相似的宏观背景下，2023 年版的金融工委有何不同？

■ 首先在机构设置上，2023 年版金融工委更加注重与顶层设计相结合。本次党中央机构改革中特地设置了中央金融委员会（简称“金融委”），并入之前的国务院金融发展稳定委员会，加强党对金融工作的统一领导，负责金融稳定和发展的顶层设计、把握大政方向。在此基础上，更加注重政策落实和监管的金融工委和金融委办公室合署办公。

金融委办公室和金融工委的架构可能类似于中央纪委和国家监委（如图 2 和 3）。在同一处所办公，同时保留各自的组织编制，在人员上则有很大程度的重合，这样有利于统一、精简机构效能，更好地勾联金融政策的设计和落实，也有利于加强各部门对金融监管工作的协调开展，强化金融风险防控、提高金融监管效率。

■ 其次从监管对象和工作看，2023 年版金融工委监管的范围可能会更广。1998 年初代金融工委主要管理的对象是人民银行、证监会等金融管理机构和重要银行，而 35 年后中国金融系统的复杂性呈现指数性提高，管理对象也势必更加广泛，可能包括各类地方性银行、非银金融机构、金融集团甚至部分城投平台。

不过，管理工作的内容和机制可能大同小异——从党建工作入手，管理各类金融机构党组织的政治、思想、组织和作风纪律问题。**核心在于保证金融体系的垂直领导体制**，例如 1998 年的金融工委集中了主要金融机构的重要人事权，使其能有效监督全国金融体系：各金融机构党委书记、副书记和党员列入中央管理，各金融机构的省级分支机构、派出机构和直属单位主要负责人的任免须征得中央金融工委的同意。

由此可见，中央对于地方金融的监管势必将加大力度。结合此前国务院机构改革中“建立以中央金融管理部门地方派出机构为主的地方金融监管体制”的内容，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险的工作势必会加速和加大力度。

■ 第三，从宏观上要解决的问题上看，与 1998 年不同，当前金融工委的成立可能主要是加强房地产、地方隐性债务风险等问题的治理和化解，防范宏观杠杆率大幅上涨、刺激政策逐步退潮过程中可能出现的银行不良风险。

### 相关研究

《开年首份财政“成绩单”表现如何？》

2023-03-18

《1-2 月经济增长不需要政策刺激了吗？》

2023-03-15

**1998 年金融工委：降低银行不良贷款，加强金融监管，防止地方政府干预。**1997 年亚洲金融危机促使中国加快金融部门的改革，重心就是减少金融体系中的体量庞大的不良贷款（根据施华强（2005）的研究，1998 至 1999 年国有商业银行不良贷款率一度超过 40%），主要政策措施包括：（1）取消信贷指标；（2）引进以风险为基础的贷款分类体系；（3）通过发行特别国债充实国有银行的资本金；（4）**加强金融监管，防止地方政府出于投资冲动、干预地方金融机构。**金融工委之后，1999 年 4 月起，信达、华融、长城、东方三家资产管理公司相继成立，着力处理银行不良信贷资产。

2023 年金融工委，当前的主要工作可能是协调金融系统解决好地产相关的烂尾、金融扩散问题，以及进入深水区的**地方隐性债务问题**，后者在 2020 年疫情爆发后有所加剧。而往中长期看，**疫情之后中国的金融扩张的速度远快于经济增速**，一旦刺激政策逐步退出，金融系统的压力和风险很可能会显现，防范于未然也将是金融工委的重要任务。

- **这对于经济和市场这意味着什么？短期内可能有利于房地产的复苏，但未来几年投资增速可能会下降，带来经济增长中枢下移的压力。**

金融工委加强了全国金融系统的统一和协调，有助于从整体层面去促进地方烂尾和保交楼问题的解决，这可能有利于地产施工和销售的复苏。但是压实地方隐性债务风险、依靠政策性金融工具的支持政策对于基建和项目投资来说并不可持续，固定资产投资的增速很可能在未来明显降温，而这对于经济增速并不是什么好消息。

**上一次，我们通过地产和出口走出了阶段性的增长困境，这一次靠什么？**20 世纪 90 年代下半叶，中国也面临着经济中枢不断下滑的境地，1998 年住房制度改革、商业银行开办住房抵押贷款等业务开启了新一轮地产投资周期；2001 年在接受苛刻条件的情况下，中国最终加入了 WTO，打开了海外市场。这一次，地产和出口似乎很难再扮演“救世主”的角色。从目前看来，打造稳定的内循环、向科技求发展是新中央和新政府核心和迫切需求，而未来的改革都会围绕这个中心去开展。

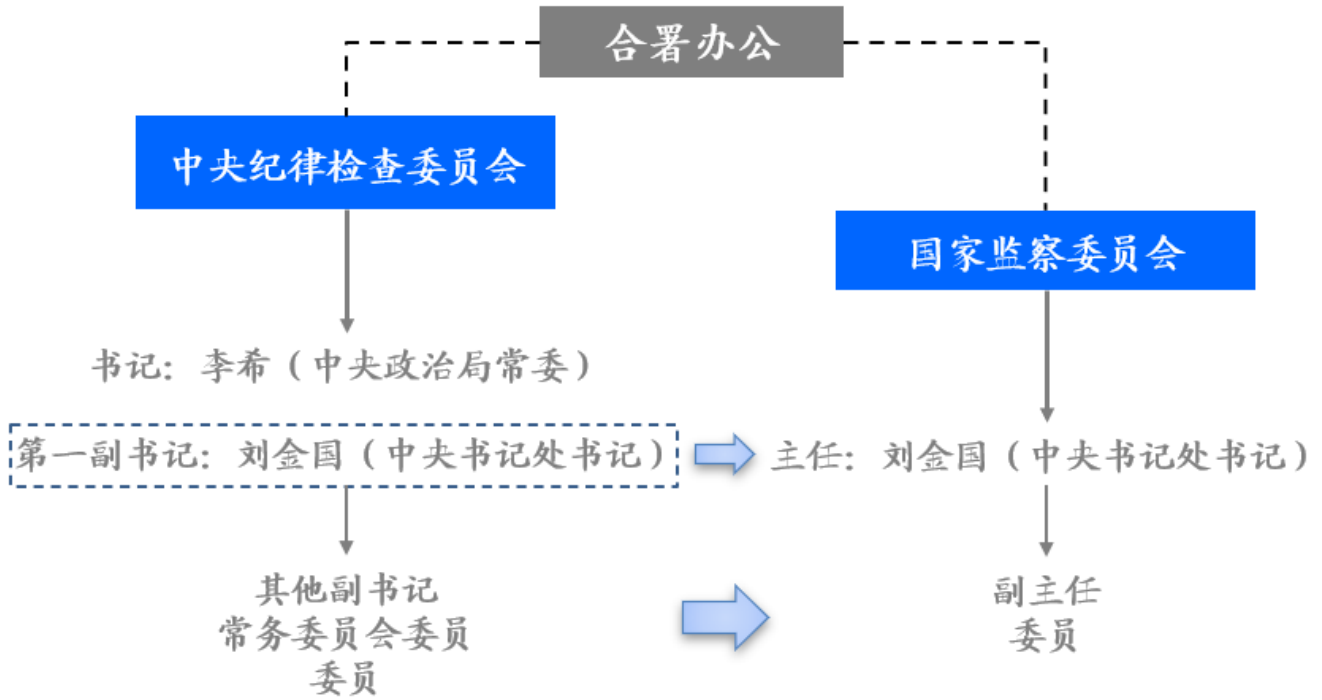
**风险提示：**毒株出现变异，疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

图1: 金融工委: 2023年 VS 1998年

	1998年	2023年
宏观背景	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 1997年<b>亚洲金融危机</b>，中国出口受到较大冲击（1998年仅增长0.5%）</li> <li>● 宏观政策发力：财政加大基建（规模为1998年GDP的2.5%）+货币政策三次降息（贷款增加20%）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2020年<b>疫情爆发</b>，疫情三年中国经济增长中枢整体下移</li> <li>● 宏观政策保持积极：先地产后基建，货币政策保持宽松，宏观杠杆率飙升</li> </ul>
针对的问题	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>商业银行不良贷款</b></li> <li>● 地方政府对于地方金融监管的干预</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 加强对地方金融风险的监管</li> <li>● .....</li> </ul>
管理对象	金融系统（主要包括人民银行，证监会，国有银行，政策性银行，交通银行和中国人保等）	金融系统（覆盖的范围可能更广）
管理工作	<p>为保证<b>金融垂直领导体制</b>，成立金融工委和金融机构系统党委，主要工作包括：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>政治</b>：讨论决定金融系统<b>党的建设</b>方面的重要工作和重大问题；坚持<b>党要管党和政企分开</b>的原则，不领导金融业务</li> <li>● <b>思想</b>：保证党的路线、方针、政策和党中央、国务院的有关指示、决定在金融系统贯彻落实；监督金融系统各级领导班子和领导干部贯彻执行党的路线、方针、政策。</li> <li>● <b>组织</b>：协助中央组织部做好金融系统中央管理干部的管理工作；协调各<b>金融机构党委之间以及各金融机构党委与地方党委</b>的关系</li> <li>● <b>作风、纪律</b>：监督金融系统各级领导班子和领导干部贯彻遵纪守法、清正廉洁</li> </ul>	<p>指导金融系统的<b>党建工作</b>：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 政治建设</li> <li>● 思想建设</li> <li>● 组织建设</li> <li>● 作风建设</li> <li>● 纪律建设</li> </ul>
相关机构设置	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>中央金融纪工委</b>（接受中央纪委和金融工委双重领导）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 与<b>中央金融委员会</b>合署办公</li> </ul>
领导人员设置	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 党委书记：<b>政治局委员，国务院副总理温家宝</b></li> <li>● 常务副书记：<b>人民银行副行长阎海旺</b></li> </ul>	

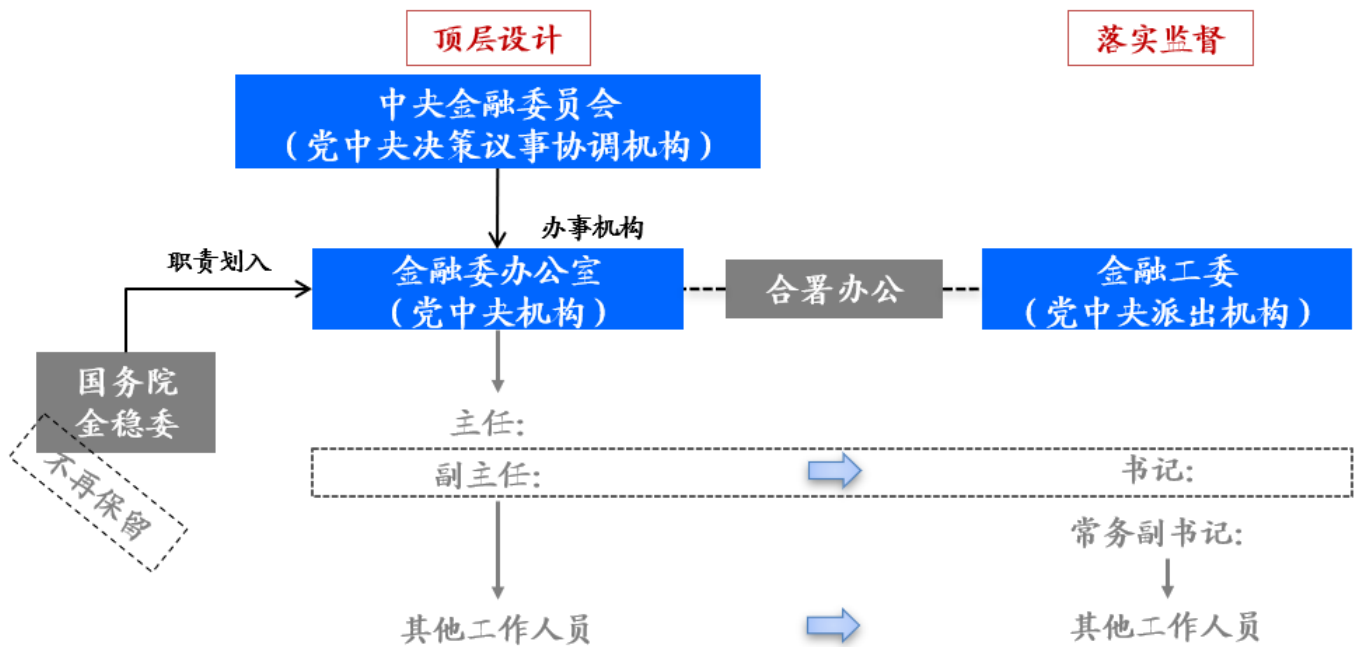
数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

图2: “合署办公”的典型: 中央纪委和国家监察委员会



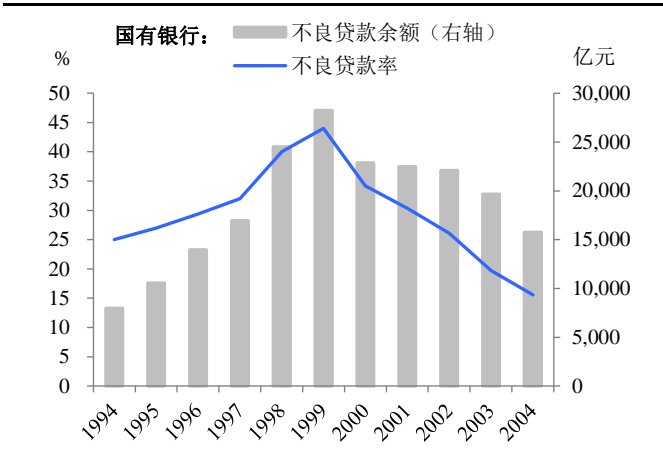
数据来源: 中央纪委国家监委官网, 东吴证券研究所绘制

图3: 中央金融委员会和中央金融工委可能的分工和架构



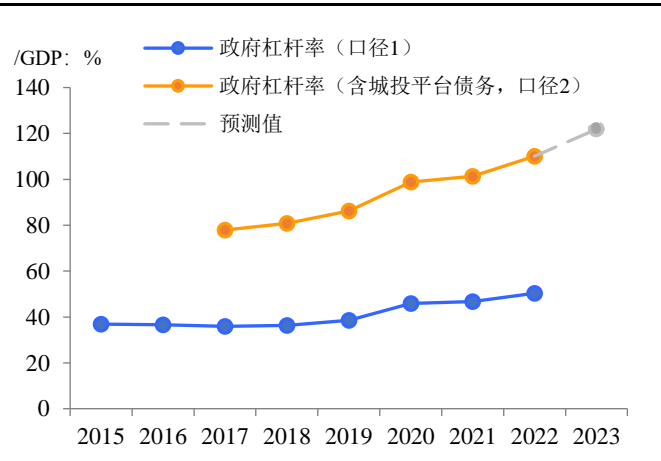
数据来源: 新华社, 东吴证券研究所绘制

图4：20世纪90年代至21世纪初国有银行不良贷款压力大



数据来源：施华强（2005），东吴证券研究所

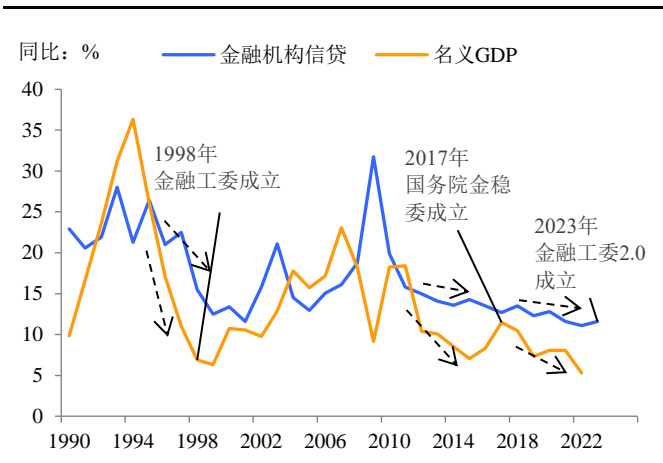
图5：疫情爆发后中国政府债务负担明显上升



注：口径1为国家资产负债表研究中心的数据，口径2为IMF测算的数据。

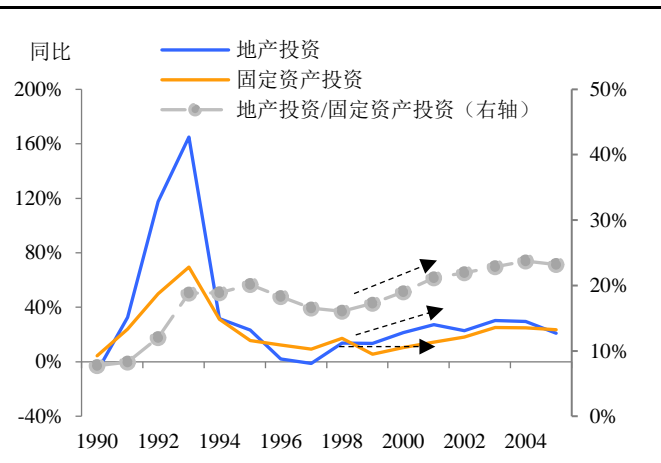
数据来源：Wind 东吴证券研究所

图6：金融扩张速度长期高于经济增速会带来金融风险积聚和风险治理的升级



数据来源：施华强（2005），东吴证券研究所

图7：1998年国家住房制度改革之后地产投资成为投资的新动力



数据来源：新华社、人民网，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

