

宏观点评 20231025

金融工作会议的知往鉴今

2023年10月25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

■ 今年我们见证了不少具有政策拐点意义的事件，比如7月底政治会议未提“房住不炒”，又如本周三时隔23年再次在年中追加赤字、增发国债，地产和财政都“松口”了，政策重心明显出现了向稳定经济和信心的倾斜，那么金融呢？即将到来的金融工作会议将是重要的节点。回顾之前5次金融工作会议，绕不开的始终是金融改革、金融风险和金融服务实体经济，如何在加强管控风险的同时提振信心、在金融领域统筹发展和安全可能是今年会议的重要看点：

金融改革方面，重点无疑是以今年党和国家机构改革为抓手，打造以中央金融委员会为核心、自上而下的金融监管框架，关键词可能是加强党中央的领导和压实地方的责任。

金融风险方面，地方债务、地产和银行不良资产三大风险点中，预计前两个是重中之重：今年的化债已经在紧锣密鼓的推进，后续会如何布局？地产行业债务和流动性问题恶化，如何避免风险蔓延？

服务实体方面，总量保持合理充裕是重要前提，重点支持的领域，除了科技创新、民营经济外，“平急两用”基础设施建设、城中村改造和保障性住房建设值得关注。此外，增强资本市场发展应该也是题中之义。

■ 知往鉴今，那么前5次金融工作会议都发挥了怎样的作用，又是如何平衡防风险、改革以及稳增长之间的关系？全国金融工作会议是我国金融领域最高规格的会议，在金融稳定和监管、机构改革等领域的政策部署对我国长期金融业发展具有重大意义，深远影响我国未来几年的金融发展格局。通常每5年召开一次，自1997年第一届会议召开以来至今共召开5次，每次持续时间约2-3日。历次会议都基于不同时代背景下召开，虽然政策主线有所不同，但在金融改革、防范和化解金融风险、推动金融服务实体经济、金融开放等议题上的讨论都是历届会议所关注的重点。

■ 那么我们不妨先来回顾下历史上的5次金融工作会议：

■ 第一次（1997年11月）：内外压力下，首次金融工作会议提振信心。首届全国金融工作会议召开于1997年，彼时中国正面临较大的内外压力。海外方面，正值亚洲金融危机爆发，亚洲国家普遍面临严重的经济冲击、资本外流和汇率贬值，人民币能否扛住贬值压力成为全球关注的焦点；国内金融风险也在不断酝酿，四大国有银行不良贷款问题严重、资本充足率低，地方政府对金融监管和金融机构的干预过高，影响金融系统的运转。危机四伏下，首次金融工作会议的召开无疑对防范和化解风险、促进金融稳定打了一剂“强心剂”。

去坏账为主线，加强金融监管和国有银行改革。响应金融工作会议的部署，中央加快金融机构改革，1998年成立中央金融工委，加强党对金融机构的垂直领导；同时成立保监会、证监会分别负责对保险业、证券业的监管；为保证央行货币政策的独立性，撤销省分行建立九大区行。此外，为了防范和化解金融风险，去除坏账，中央财政定向发行2700亿元特别国债，为四大国有银行补充资本金；成立四大资产管理公司，接收四大行和国开行剥离的不良贷款约1.4万亿元，有效缓解国有银行的压力和风险。

■ 第二次（2002年2月）：“大刀阔斧”完善金融体系，改革与开放并驾齐驱。2001年底谈判通过后正式加入WTO给我国出口迎来转机，不过这也给金融行业带来新的机遇与挑战。因为在争取加入WTO的同时，我国承诺金融服务业会在未来五年内分阶段全面对外开放。

在此背景下，加强金融监管及推进国有银行改革无疑成为了本次会议的重点。撤销中央金融工委、成立银监会，形成金融监管“一行三会”的格局无疑成为打响强监管的第一枪。

相关研究

《9月财政：不露形色的背后是“惊喜”？》

2023-10-24

《新增专项债提前下达，意义何在？》

2023-10-22

为应对外资银行全面进入中国市场后的同业竞争，开始“快马加鞭”地启动大型商业银行股份制改革。通过财务重组（中央汇金向国有银行注资）以及剥离不良资产的方法，调整我国国有银行的不良资产率，为国有商业银行进行股份制改革和上市创造条件。在“必须下大决心推进国有独资商业银行改革”的政策基调之下，几大国有银行的不良贷款率快速下行，交行、建行、中行及工行先后在 2006 年底之前完成上市。

- **第三次（2007 年 1 月）：“查漏补缺”继续深入推进金融机构改革，建立分层有序的金融市场体系：**在上次金融会议召开后，金融行业历史性的发展及壮大，同时这期间国内外经济也在快速发展。不过这“势必”会伴随一些漏洞，例如金融企业公司经营、治理机制的不完善等问题；叠加海外增长过热，世界处在金融危机的“前夜”。因此进一步平衡金融发展及改革，优化金融开放结构、提高金融监管能力自然成为本次会议重要议题。

继续完成国有银行改革，补充完善多层次金融市场体系为主线。第二次金融工作会议后，仍有 1 家国有银行尚未完成上市，为继续响应完成银行改革，农行在政府指导下逐渐剥离不良资产，不良贷款率从 2005 年年底的 26% 逐步下降上市前的 2%，2010 年顺利在上交所上市，自此完成了国有银行全部股份制改革的进程。

除此之外，“大力发展资本市场和保险市场”，开始重视“社会融资规模”：这不仅体现在人民银行调查司开始研究编制社会融资规模指标，更直接的体现在了直接融资规模及比重的抬升上。而在“推进保险服务领域改革发展”的政策指引下，保险业不断扩宽服务领域，保费规模呈现稳健增长。

另一大“主旋律”便是加强外汇储备经营。这是由于改革开放以来，中国外汇储备飞速上升，管理巨额外储成为一大重要任务。为快速落实及管理这一问题，会后先是由国务院副秘书长牵头成立“国家外汇投资公司”筹备组，随后财政部发行 1.55 万亿元特别国债成立中投公司，用于有效管理外汇储备，自此我国正式开启市场化、国际化的政府外汇投资。

- **第四次（2012 年 1 月）：地方化债首次“登场”，对“保实体”、“扩开放”的着墨明显增多。**2008 年“四万亿”经济刺激计划带来的一大“隐忧”就是地方政府融资平台开始大规模举债，同时地方政府杠杆率被不断抬升，这为隐性债务问题埋下了伏笔。为化解系统性金融风险，2012 年的金融工作会议中“化债”自然成为了关键议题之一，这也是历届的金融工作会议上首次提及防范化解地方政府性债务风险。从 2014 年开始，政府对融资平台的监管就进入到规范阶段，尤其是 2015 年《新预算法》的实施标志着地方政府举债“开前门、堵后门”的正式开始。

除此之外，此次会议还强调了大力提升金融服务实体经济功能的基调。这是金融工作会议召开以来首次明确指出“坚持金融服务实体经济的本质要求”，这也是首次对实体经济着墨尤多。在“确保资金投向实体经济”的政策基调之下，2012 年社融规模进一步扩大。

2012 年的另一条主线是继续推进金融开放。金融开放也是之前金融工作会议中就有的常规议题，但这次似乎更“对症下药”——直接指明要从“推进人民币资本项目可兑换”等方面入手，让国内金融加快“充分的市场化”。这在一定程度上也推高了外汇储备规模。

- **第五次（2017 年 7 月）：经济进入“新常态”，步入“稳发展、强监管、防风险”的新阶段。**随着我国经济从“高增长”迈入“新常态”，金融“脱实向虚”的现象也愈发明显，金融部门杠杆率攀升斜率一度超过实体经济部门；同时银行信贷资产质量与盈利能力均有下降，“影子银行”问题逐渐暴露。

加强金融监管为此次金融工作会议的“主旋律”。此次会议直指“要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置”，会后立即成立了国务院金融稳定发展委员会，形成了“一委一行两会”的金融监管格局。

同年 11 月“资管新规”出台，对资管行业进行全面统一监管。此举有效地降低了金融体系内部高杠杆率，同时使原本愈发严重的“影子银行”问题一定程度上得以缓解。**如何让金融服务实体经济、回归本源也成为第五次金融工作会议的重要议题**，会后也出现了制造业中长期贷款增速反超房地产贷款增速的现象。

推进资本市场对外开放成为“副旋律”。在“积极稳妥推动金融业对外开放”的政策引导下，配合后期放宽持股比例限制、削减对外资设立机构和开展业务的总资产与经营年限要求等政策，在第五次金融工作会议后，我国金融业对外开放水平进一步扩大。**同时资本市场也迎来改革**。会后资本市场改革进程明显加快，科创板、创业板试点注册制相继落地，直接融资迈上由量增到质变新征途。

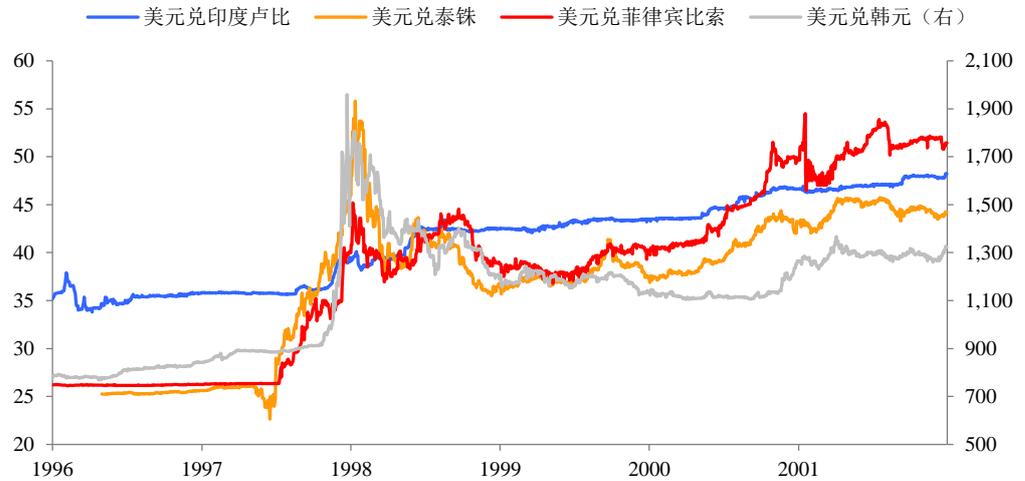
■ **风险提示：**政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

图2: 历次全国金融工作会议重点内容梳理

时间	第一届 1997.11.17-11.19	第二届 2002.2.5-2.7	第三届 2007.1.19-1.20	第四届 2012.1.6-1.7	第五届 2017.7.14-7.15
背景	国内金融混业经营不规范、四大国有银行不良贷款率高企。海外亚洲金融危机爆发, 面临资本外流和货币贬值压力。	我国加入WTO, 金融行业面临全面对外开放后, 与外资同业竞争的压力。	金融行业面临企业公司经营、智利机制不完善的问题。海外经济增长过热, 世界处于金融危机的“前夜”。	地方政府融资平台大规模举债, 地方政府杠杆率被不断抬升。	我国经济从“高速增长”迈入“新常态”, 金融“脱实向虚”的现象也愈发明显。
政策主线	剥离国有银行不良贷款 , 补充银行资本金; 改革金融机构, 加强金融监管。	加强金融监管 , 形成金融监管“一行三会”格局; 加快启动大型股份制银行改革 , 剥离国有银行不良资产。	“查漏补缺”地深入推进金融机构改革, 补充完善多层次金融市场体系; 大力发展资本市场和保险市场; 加强外汇储备经营。	化解地方政府性债务风险 ; 大力提升金融服务实体经济功能; 继续推进金融开放。	加强金融监管, 让金融服务实体经济; 推进资本市场对外开放, 对资本市场进行改革。
金融改革	建立与社会主义市场经济发展相适应的金融机构体系、金融市场体系和金融调控监管体系。 强化人民银行的金融监管职能 , 加快国有商业银行的商业化步伐, 健全多层次、多类型金融机构体系。	把银行办成现代金融企业, 推进国有独资商业银行的综合改革 是整个金融改革的重点。 农村信用社改革的重点是明确产权关系和管理责任 , 强化内部管理和自我约束机制, 进一步增强为“三农”服务的功能。	继续深化国有银行改革, 加快建设现代银行制度 。按照分类指导、“一行一策”的原则, 推进政策性银行改革。 加快农村金融改革发展, 完善农村金融体系。 大力发展资本市场和保险市场, 构建多层次金融市场体系。	深化金融机构改革, 着力加强公司治理, 形成有效的决策、制衡机制, 建立规范有效的激励约束机制 。 推进股权多元化 , 切实打破垄断, 放宽准入, 鼓励、引导和规范民间资本进入金融服务领域。 政策性金融机构要坚持以政策性业务为主体 , 明确划分政策性业务和自营性业务, 实行分账管理、分类核算。	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。 要完善现代金融企业制度, 完善公司法人治理结构, 优化股权结构, 建立有效的激励约束机制, 强化风险内控机制建设, 加强外部市场约束 。 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。
金融监管	依法治理金融, 规范和维护社会主义市场经济的金融秩序, 大力整章建制, 严厉惩治金融犯罪和违法违规活动 , 把一切金融活动纳入规范化、法制化的轨道	银行、证券、保险等监管机构要依法履行监管职责, 充实监管力量, 转变监管理念, 切实把工作重心从审批事务转移到对金融企业和金融市场的监管上来 。 必须从健全监管法规、严格监管制度、改进监管方式、强化监管手段、完善监管体制等方面, 全面提高金融监管水平。	提高金融监管能力, 强化金融企业内部管理, 保障金融稳定和安全。 完善金融分业监管体制 机制, 加强监管协调配合。 强化金融监管手段, 健全金融法制, 加强对跨境短期资本流动特别是投机资本的有效监控, 加大反洗钱工作力度, 继续深入整顿规范金融秩序。	加强和改进金融监管, 切实防范系统性金融风险。 银行业要 建立全面审慎的风险监管体系 。 证券业要完善市场制度, 强化行为监管, 保护投资者合法权益。 保险业要 加强偿付能力监管, 完善分类监管制度 。	要健全风险监测预警和早期干预机制, 加强金融基础设施的统筹监管和互联互通, 推进金融业综合统计和监管信息共享。 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。 加强互联网金融监管, 强化金融机构防范风险主体责任 。
重要议题					
金融对外开放			积极稳妥推进金融业对外开放 , 着力优化金融业开放结构, 稳步推进资本市场对外开放。 促进中外资金融企业公平竞争, 继续推进内地与香港、澳门的金融合作。	扩大金融对外开放, 提高资源配置能力和金融安全保障水平。 稳妥有序推进人民币资本项目可兑换, 提高外汇储备经营管理水平。 深化内地与港澳台金融合作, 支持香港巩固和提升国际金融中心地位 。 加快上海国际金融中心建设 。积极参与全球经济金融治理。	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。 要积极稳妥推动金融业对外开放, 合理安排开放顺序 要推进“一带一路”建设金融创新 , 搞好相关制度设计。
金融服务实体经济	充分发挥农村信用社支持农业和农村经济发展的金融主力军和联系农民的金融纽带作用。 金融系统要更好地为经济改革和发展服务 , 端正经营思想, 提高金融服务质量。	调整和优化信贷结构, 继续加大对国债项目配套贷款和重点行业、骨干企业技术改造的信贷支持, 增加农业信贷投入, 积极为中小企业和非公有制企业提供信贷服务, 特别是支持科技型中小企业发展 。	全面发挥金融的服务和调控功能, 促进经济社会协调发展。 加大对中小企业、自主创新、社会事业和欠发达地区的金融支持 。	确保资金投向实体经济, 有效解决实体经济融资难、融资贵问题, 坚决抑制社会资本脱实向虚、以钱炒钱 。 为经济社会发展提供更多优质金融服务, 金融行业要大力提升服务功能, 扩大服务覆盖面, 加大对薄弱领域的金融支持 。 重点支持经济结构调整、节能减排、环境保护和自主创新, 特别要加快解决农村金融服务不足、小型微型企业融资难问题 。	要积极 发展普惠金融 , 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 。 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。

数据来源: 中国政府网, 东吴证券研究所

图3: 1997年各国货币快速贬值, 金融风险加大, 我国外部环境堪忧



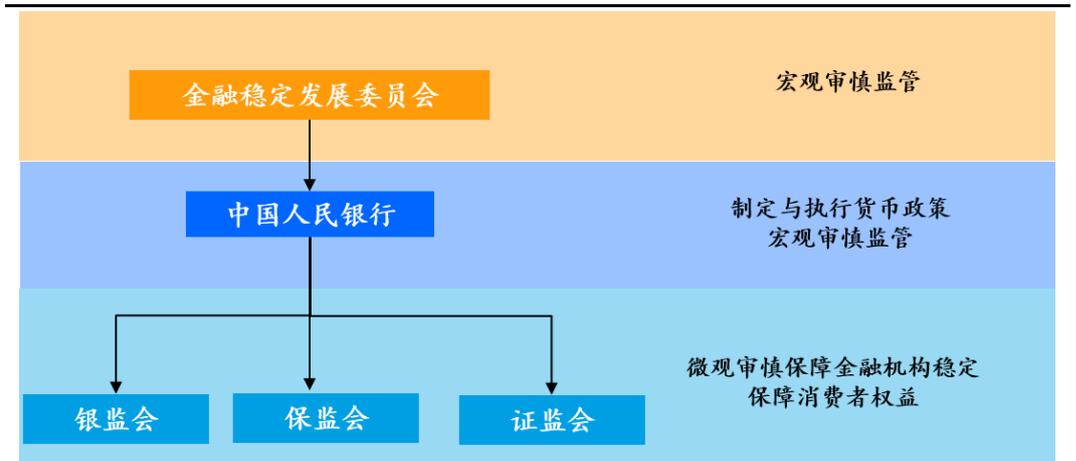
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 第一次金融工作会议后政策部署

重点领域	主要目标	政策内容
	加强党对金融机构的垂直统一领导	批准设立中共中央金融工作委员会。
金融机构改革和金融监管	强化分业监管	成立证监会、保监会, 分别负责证券业和保险业监管, 人民银行专司对银行业、信托业的监管。
	增强中央银行货币政策的权威性和金融监管的独立性	调整人民银行分支机构分布, 撤销了省级分行, 成立天津、沈阳、上海、南京、济南、武汉、广州、成都、西安9大区分行。
	提高国有银行资本充足率	中央财政定向发行2700亿元特别国债, 补充四大国有银行资本金。
防范和化解风险	剥离国有银行不良贷款	先后成立信达、华融、长城、东方四家资产管理公司, 接收国家商业银行和国家开发银行剥离出来的不良贷款13939亿元。
	加强国有银行风险管理能力	取消对国有商业银行贷款限额的控制, 实行资产负债比例管理和风险管理。

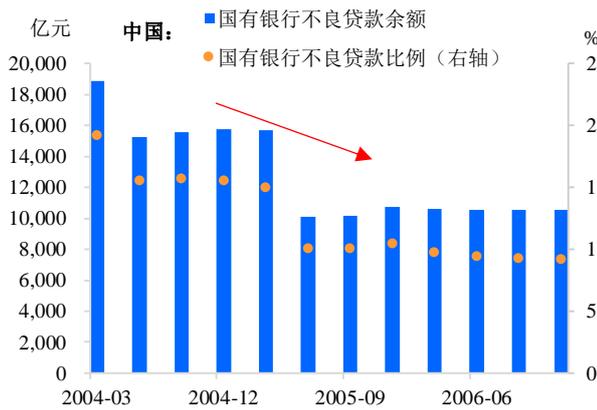
数据来源: 中国政府网, 东吴证券研究所

图5：第二次金融工作会议后形成的“一行三会”格局



数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

图6：国有银行不良贷款余额及不良贷款率下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

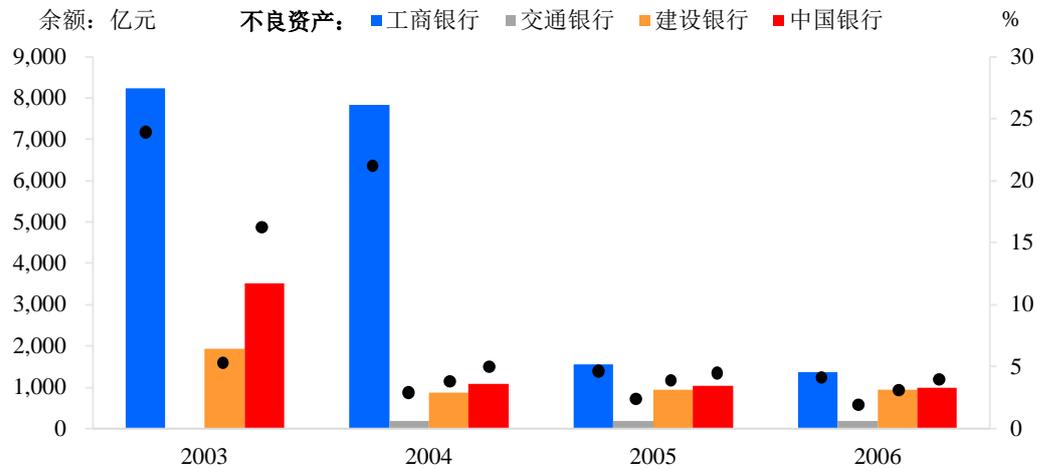
图7：第二、三次主要为银行上市做的剥离和处置

序号	年份	被剥离银行	总额 (亿元人民币)	接收机构
1	1999	工行、农行、中行、建行	13939	4家AMC
2	2004	中国银行	569	信达公司
		建设银行	1424	信达公司
3	2005	工商银行	4590	4家AMC
			2460	华融公司

注：4大AMC公司指东方资管、信达资管、华融资管、长城资管

数据来源：《国有商业银行剥离不良资产的评价和建议》，东吴证券研究所

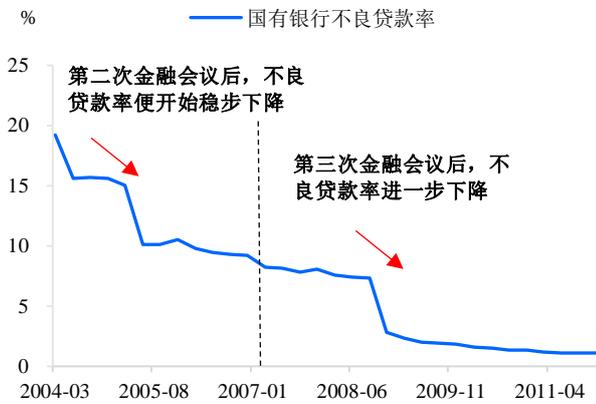
图8: 中、工、建、交行的不良资产情况稳步好转



注: 黑色原点为该年度、该银行的不良资产率 (右轴)

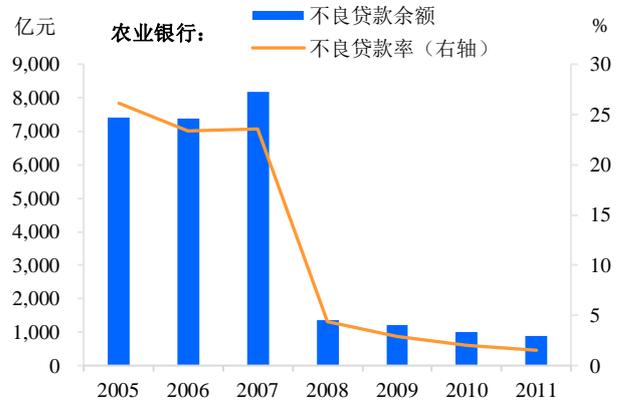
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 国有银行的不良贷款率继续下降



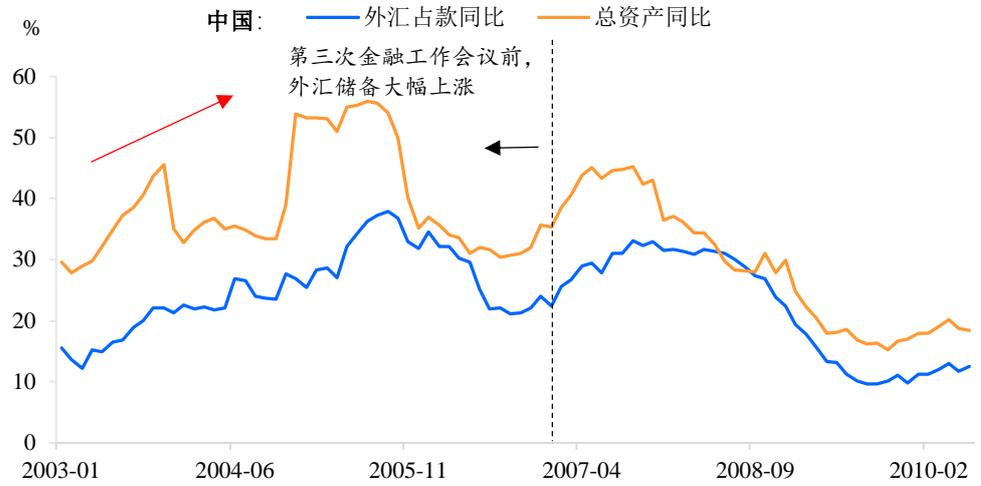
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 农业银行的不良贷款率迅速下降



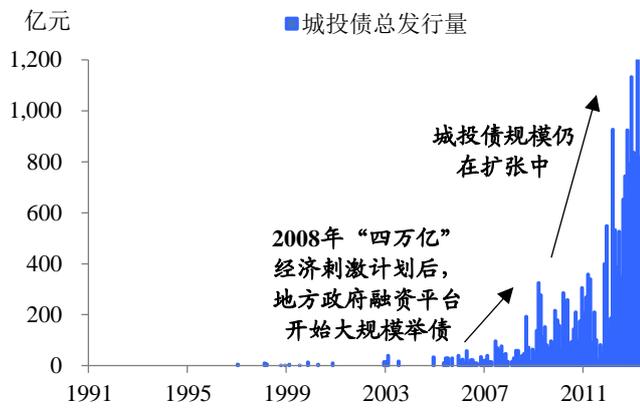
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 外汇占款大幅走高



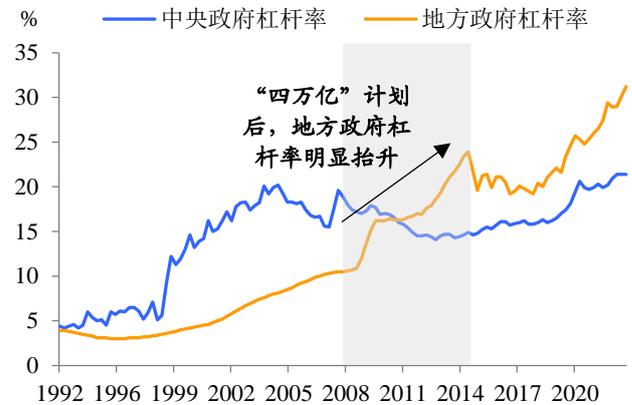
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: “四万亿”计划后地方融资平台开始大规模举债



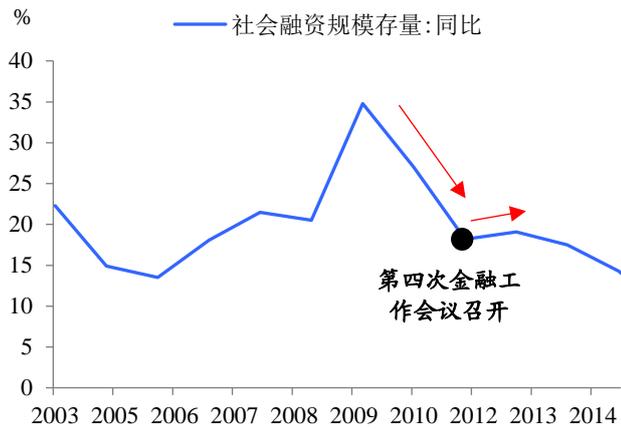
数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图13: 同时地方政府杠杆率被不断抬升



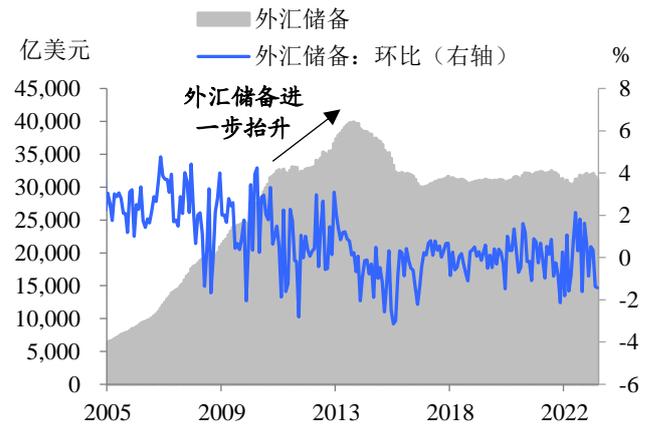
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2012年社会融资存量规模增速上升



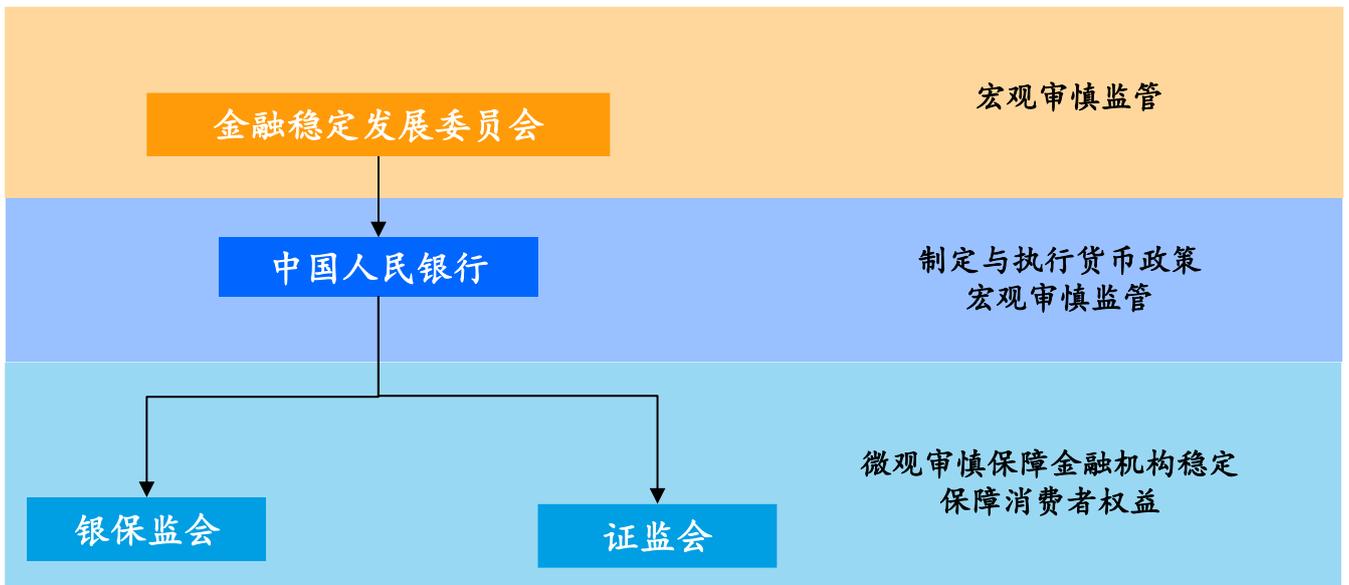
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 第四次金融工作会议召开后



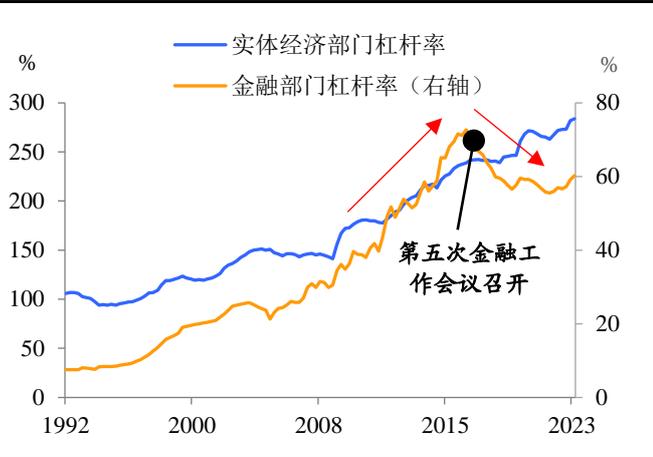
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 第五次金融工作会议后形成了“一委一行两会”的监管格局



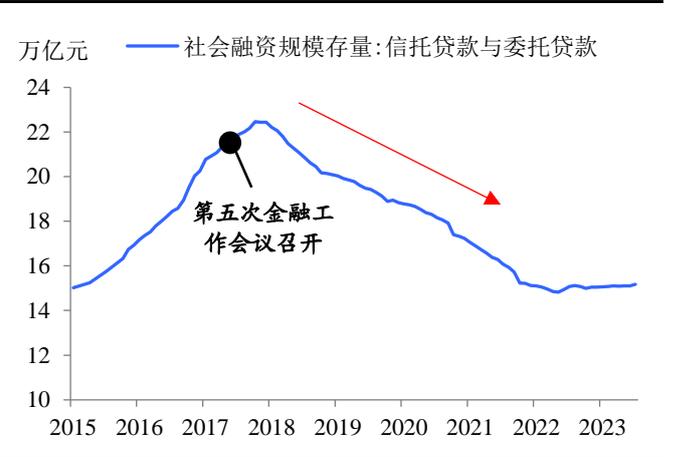
数据来源: 中国政府网, 东吴证券研究所

图17: 第五次金融工作会议后金融部门杠杆率有效下降



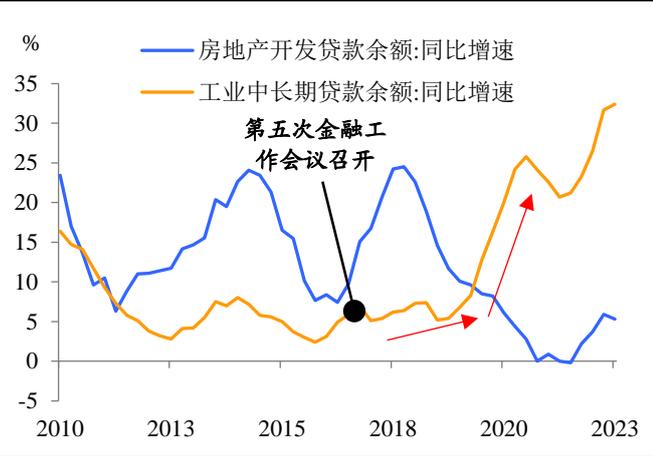
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 愈发严重的“影子银行”问题得以缓解



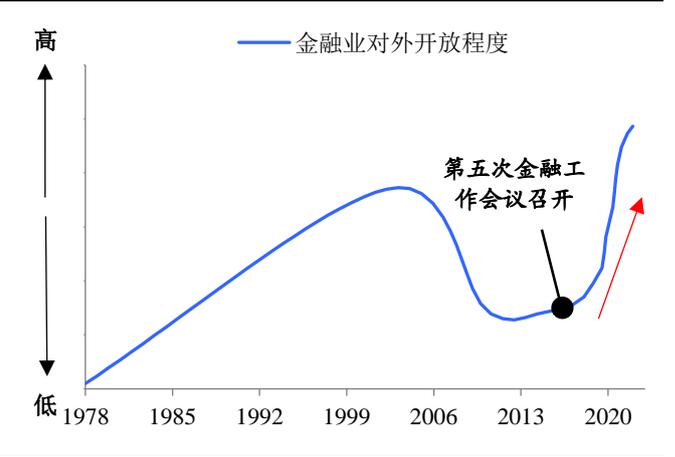
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: 制造业中长期贷款增速反超房地产贷款增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 第五次会议后金融对外开放水平扩大



数据来源: iyiou, 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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>