

金融迈入高质量发展的新阶段

——中央金融工作会议解读

核心观点：

2023年10月30日至31日，中央金融工作会议召开。这一次会议需要从两个层面进行学习和理解，一方面是在总结定位层面提出了极具指导意义的思想和理论，另一方面是部署了金融服务高质量发展、金融改革与高水平开放、金融监管与风险化解三方面重点工作。

1.总结和定位层面：中央金融工作会议明确了金融工作的定位与发展目标，总结了金融工作的实践成果与理论成果，指出了当前金融领域的矛盾和问题，提出了未来做好金融工作的要求，以及领导机制和保障机制。其中，“八项成果”、“四方面问题”是需要重点去关注的。

2.金融工作的实践成果与理论成果（八项成果）：必须坚持党中央对金融工作的集中统一领导，坚持以人民为中心的价值取向，坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨，坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题，坚持在市场化、法治化轨道上推进金融创新发展，坚持深化金融供给侧结构性改革，坚持统筹金融开放和安全，坚持稳中求进工作总基调，这些实践成果理论成果来之不易。

3.当前金融领域的矛盾和问题（四方面问题）：要清醒看到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。

在下一阶段的工作部署中，货币金融政策、“五篇大文章”、资本市场发展、金融高水平开放、建立防范化解地方债务风险长效机制、促进金融与房地产良性循环、维护金融市场稳健运行、加强外汇市场管理等都是当前的焦点所在。**尤其应该关注货币与金融政策、资本市场发展、防范化解风险三项工作。**

1.金融服务高质量发展仍然是首要任务。整体来看，货币政策的结构要求要优先于总量要求。以“五篇大文章”为代表的结构性政策旨在加强对重大战略重点领域和薄弱环节的金融服务；而总量型货币政策强调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；以及要盘活被低效占用的金融资源，疏通资金进入实体经济的渠道。

2.资本市场发展方面：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，大力提高上市公司质量，培育一流投资银行和投资机构，促进债市高质量发展。

3.防范化解金融风险要求把握好权和责的关系、快和稳的关系。主要包括了五个方面：（1）及时处置中小金融机构风险。（2）建立防范化解地方债务风险长效机制。（3）促进金融与房地产良性循环。（4）金融市场稳健运行。（5）人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

总之，中央金融工作会议的胜利召开，短期内有助于提升金融市场信心，活跃资本市场，更好支持扩大内需、稳外贸稳外资，进一步化解风险；中长期有助于支持新兴产业发展与科技创新，驱动经济高质量发展。金融工作在这两方面找到新的发力点，标志着金融迈入高质量发展的新阶段。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

宏观分析师：高明

☎：010-8092 7606

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

策略分析师：杨超

☎：010-8092 7696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

政策分析师：吴京

☎：010-8092 7767

✉：wujing_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523080001

银行业分析师：张一纬

☎：010-80927617

✉：zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519010001

宏观分析师：詹璐

☎：0755-8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

分析师助理：张琦、王雪莹、周美丽

风险提示

1. 对政策理解不到位的风险

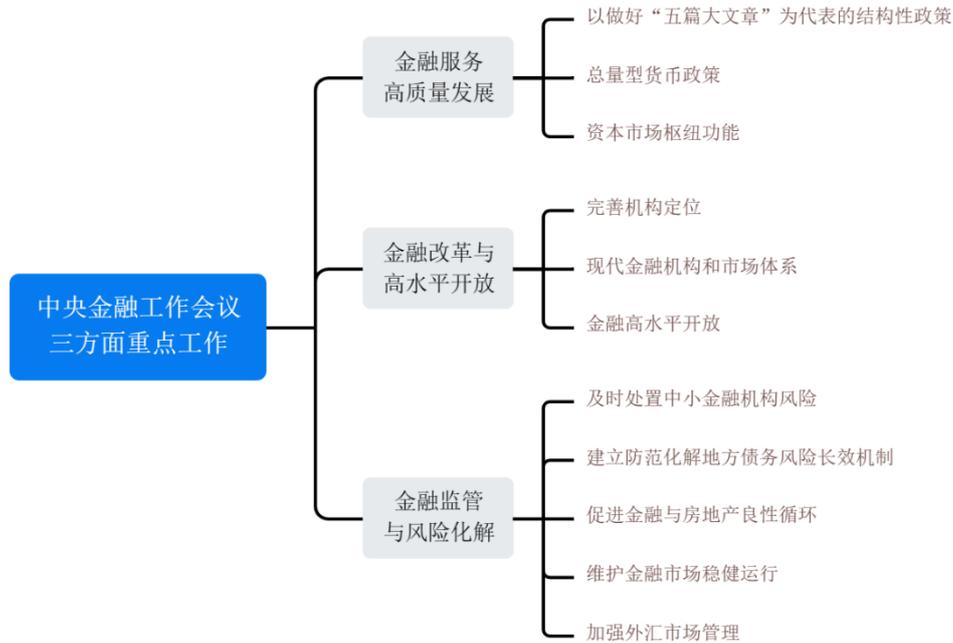
目 录

| | |
|------------------------------------------|-----------|
| 一、此次中央金融工作会议的主要内容 | 3 |
| 二、中央金融工作会议的宏观背景与政策效果预测 | 5 |
| (一) 货币政策的节奏、数量、价格、结构..... | 5 |
| (二) 金融服务实体经济高质量发展..... | 6 |
| (三) 防范化解三大风险..... | 7 |
| (四) 资本市场稳健运行与高质量发展..... | 10 |
| (五) 完善金融监管..... | 13 |
| (六) 金融改革和对外开放..... | 15 |
| 三、对资本市场深远影响的解读 | 17 |
| (一) 稳市场：建立防范化解地方债务风险长效机制..... | 17 |
| (二) 稳市场：构建房地产发展新模式..... | 21 |
| (三) 金融服务于高质量发展：发展与创新领域..... | 25 |
| 四、风险提示 | 28 |
| 附录：此前五次全国金融工作会议回顾 | 29 |
| (一) 1997 年第一次全国金融工作会议：建立现代金融体系和金融制度..... | 30 |
| (二) 2002 年第二次全国金融工作会议：全面增强我国金融业的竞争力..... | 31 |
| (三) 2007 年第三次全国金融工作会议：全面深化金融改革发展..... | 32 |
| (四) 2012 年第四次全国金融工作会议：深化金融改革及防范风险..... | 33 |
| (五) 2017 年第五次全国金融工作会议：金融健康发展与防范风险并重..... | 34 |

一、此次中央金融工作会议的主要内容

2023年10月30日至31日，中央金融工作会议召开。习近平在重要讲话中总结了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。这一次会议需要从两个层面进行学习和理解，一方面是在总结定位层面提出了极具指导意义的思想和理论，另一方面是部署了金融服务高质量发展、金融高水平开放、金融监管与风险化解三个方面重点工作。

图 1. 思维导图：2023 年 10 月 31 日金融工作会议的布置的下一阶段三个方面重点工作



资料来源：新华网，中国银河证券研究院

1.总结和定位层面：中央金融工作会议明确了金融工作的定位与发展目标，总结了金融工作的实践成果与理论成果，指出了当前金融领域的矛盾和问题，提出了未来做好金融工作的要求，以及领导机制和保障机制。其中，“八项成果”、“四方面问题”是需要重点去关注的。

金融工作的定位与发展目标：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。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，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。

金融工作的实践成果与理论成果（八项成果）：必须坚持党中央对金融工作的集中统一领导，坚持以人民为中心的价值取向，坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨，坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题，坚持在市场化、法治化轨道上推进金融创新发展，坚持深化金融供给侧结构性改革，坚持统筹金融开放和安全，坚持稳中求进工作总基调，这些实践成果理论成果来之不易。

当前金融领域的矛盾和问题（四方面问题）：要清醒看到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。

2.重点工作包括金融要为经济社会发展提供高质量服务、金融改革与高水平开放、金融监管与风险化解三大方面。其中，货币金融政策、“五篇大文章”、资本市场发展、金融高水平开放、建立防范化解地方债务风险长效机制、促进金融与房地产良性循环、维护金融市场稳健运行、加强外汇市场管理等都是当前的焦点所在。

第一，金融服务高质量发展：货币政策结构优于总量，资本市场发挥枢纽功能

(1) 以“五篇大文章”为代表的结构性政策：要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；要优化资金供给结构，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。做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融 5 篇大文章。

(2) 总量型货币政策：要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。盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率。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。

(3) 资本市场发展：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，大力提高上市公司质量，培育一流投资银行和投资机构，促进债券市场高质量发展。

第二，金融改革与高水平开放

(1) 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。

(2) 现代金融机构和市场体系：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。

(3) 金融高水平开放：确保国家金融和经济安全，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，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。

第三，全面加强金融监管，有效防范化解金融风险

金融监管有效性要求全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管。防范化解金融风险则要求把握好权和责的关系，快和稳的关系。具体包括五个方面：

(1) 及时处置中小金融机构风险。

(2) 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。

(3) 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（以及城中村改造、平急两用公共基础设施）等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。

(4) 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。

(5) 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。

二、中央金融工作会议的宏观背景与政策效果预测

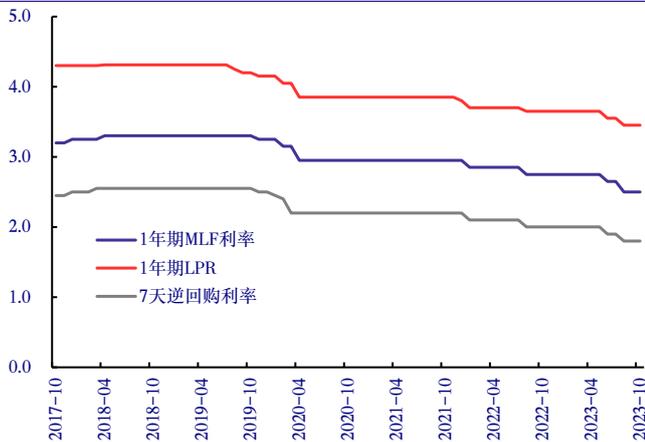
此次中央金融工作会议提出了三个方面的重点任务，按照对宏观经济和资本市场影响的时间由短到长，我们从以下六个方面分析这三个方面重点任务所要解决的问题和未来可能的政策效果。

（一）货币政策的节奏、数量、价格、结构

回顾第五次金融工作会议以来的六年：我们经历了 2018 年中美贸易摩擦的爆发、2019 年英国脱离欧盟和科创板设立、2020 年新冠疫情爆发、2021 年绿色低碳革命和房地产等行业的调控、2022 年俄乌冲突爆发以及全球严重通胀导致货币政策快速收紧；以及 2023 年前三季度欧美货币政策持续收缩，同时中国房地产行业加速调整，经济复苏不及预期。面对外部冲击频发和内部转型推进的压力，我国政策利率与银行存款准备金率持续调降，长期利率中枢持续下移，但从实际效果来看，整体信贷需求低迷（居民消费与购房的意愿不足、民营企业投资意愿不足等）显著制约了货币政策传导，人民币贷款增速，社会融资增速依靠政府债来支撑的特征越来越明显，社会融资余额结构也相应出现变化。

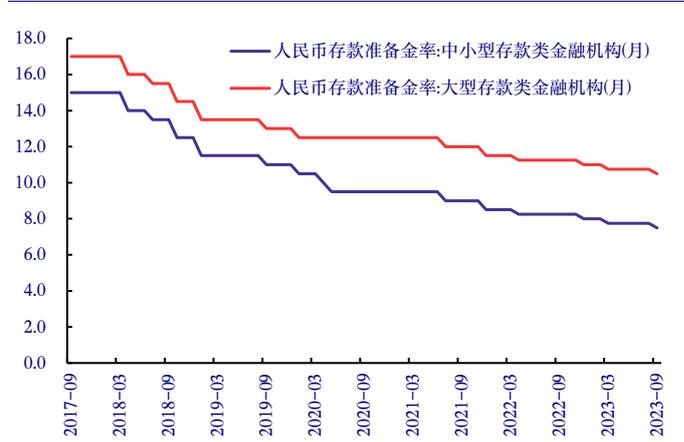
从中央金融工作会议的部署来看，我们认为未来货币政策会在节奏、数量、价格、结构四个方面分别注重以下规则。节奏层面注重“适时”，灵活把握逆周期和跨周期调节，注重节奏的变化以保证经济运行总体平稳。数量层面注重“适度”，仍然会坚持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，但会进一步疏通货币政策传导机制，提升政策效果和稳定性。利率层面将注重“市场化”与“降成本”，持续深化利率市场化改革，进一步推动金融机构降低实际贷款利率，降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本。结构层面，继续加大对普惠小微、制造业、绿色发展、科技创新、基础设施建设；以及保交楼和租赁房等领域的支持力度。

图 2. 过去 6 年政策利率持续调降 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3. 过去 6 年存款准备金率持续调降 (%)



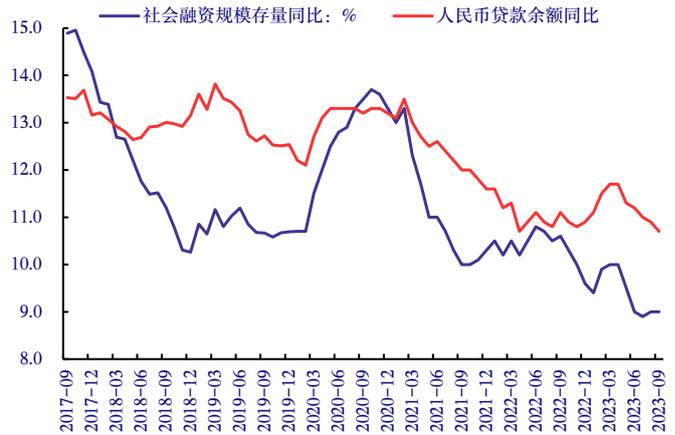
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4. 过去 6 年国债收益率中枢下行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 5. 过去 6 年贷款增速总体下行, 社会融资对政府债依赖增加 (%)



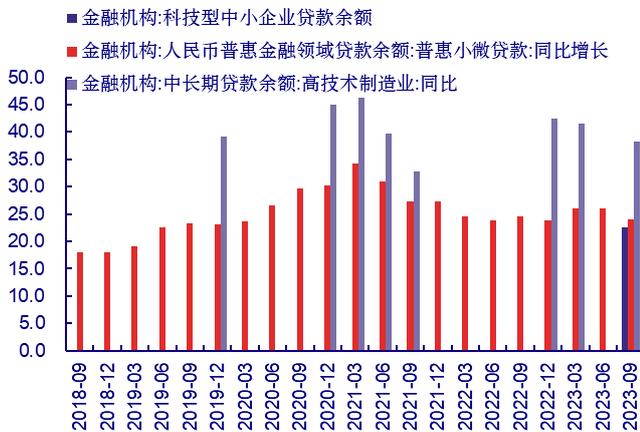
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 金融服务实体经济高质量发展

金融服务实体经济仍是本次金融工作会议的核心话题, 但内涵有所拓展, 由此前“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”和“强调回归本源、优化结构”扩大至“服务实体经济高质量发展”。自 2017 年第五次金融工作会议以来, 信贷投放已经逐步向小微、制造业、绿色服务等实体领域倾斜, 但结构性矛盾依旧突出, 经济增长内生动力持续减弱, 依赖地产和基建驱动的从中长期角度而言不可持续。2023 年中央金融工作会议立足我国经济已恢复常态化运行基础, 旨在进一步贯彻落实高质量发展理念, 以有效应对国内经济运行面临需求不足、一些企业经营困难、重点领域风险隐患较多等挑战。

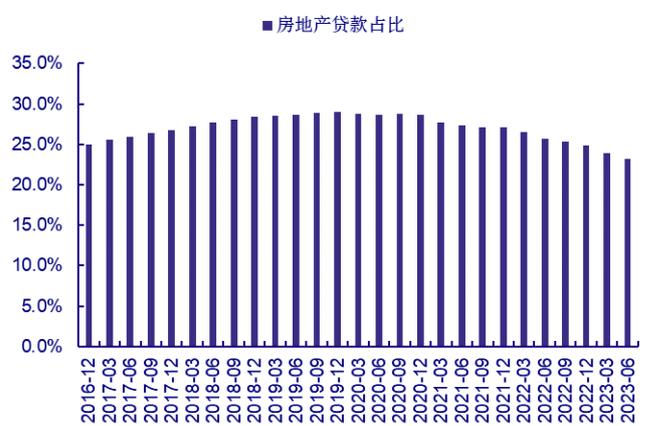
2023 年围绕高质量发展出台的多项措施以结构性工具为主, 主要包括: (1) 增加支农支小再贷款、再贴现额度 2350 亿元; 延续实施普惠小微贷款支持工具至 2024 年末。(2) 延续实施碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款。(3) 按照支持科技型企业融资行动方案, 发挥再贷款等工具的激励作用, 引导金融机构持续支持科创企业。(4) 延续实施保交楼贷款支持计划至 2024 年 5 月末。受益于政策的持续激励, 截至 2023 年 9 月末, 结构性货币政策工具余额 7.02 万亿元, 对实体经济高质量发展形成重要支撑; 金融机构制造业中长期贷款、科技型中小企业贷款和普惠小微贷款同比增速高达 38.2%、22.6% 和 24.1%, 保持高景气度, 然而总体而言规模较小, 房地产和基建类贷款占比仍高。与此同时, 扩内需已经上升为国家战略, 但需求尚处于偏弱的水平。

图 6. 金融结构各类贷款增速 (%)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图 7. 银行房地产和基建类贷款占比 (%)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

我们判断扩大内需和化解结构性矛盾将成为本轮金融服务实体经济高质量发展的重要抓手，旨在健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。预计会议之后会有更多的措施出台，普惠金融、民营经济、直接融资、科技创新、绿色发展、乡村振兴、金融基础设施建设、保交楼以及与“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造和保障性住房建设相关的基础设施和重大项目建设将成为重点方向，兼顾总量+结构，在保持信贷总量的基础之上，引导金融机构聚焦经济社会发展的重点领域和薄弱环节，优化资源配置，更好地服务现代化产业升级，着力增强新增长动能，并为大宗消费以及服务消费等消费需求提供稳定的融资支持，实现“促消费、稳投资、扩内需”。

（三）防范化解三大风险

中央金融工作会议仍坚持防范化解金融体系风险的主线。包括防范化解部分中小金融机构风险、房地产风险、地方政府债务风险。

1. 高风险中小金融机构改革化险

目前农合机构和村镇银行风险相对较高。2023年5月19日，中国人民银行发布《中国金融稳定报告(2022)》，对2021年以来我国金融体系的稳健性状况进行了综合评估。报告显示，截至2022年第二季度末，全国高风险金融机构数量较峰值已压降近半。总体来看，“红区”（即评级为8~D级）机构资产规模占比仅为1.55%。分区域看，8个省份和直辖市内无高风险机构；15个省市辖内高风险机构维持在个位数水平；广东、安徽、北京等省市“绿区”（即评级为1~5级）机构占比均超过60%。由此可见，我国银行业金融机构整体经营稳健，风险总体可控。但不可忽视的是，在高风险机构逐渐减少并且机构风险呈现区域化特征的同时，农合机构和村镇银行风险仍然最高，这两类机构中高风险机构数量占到全部高风险机构数量的92%。

针对中小金融机构风险呈现区域集中特征，需要挖掘其客观因素和深层次风险来由，以此探索不同的风险化解方式，强调“坚持分类指导、‘一省一策’原则”。具体来看：

一是加强不良资产认定与处置。2023年1月至8月，银行业金融机构已经累计处置不良资产1.5万亿元。10月11日由国务院印发的《关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》继续提出加快处置不良资产，“探索分级分类处置模式”。以中小银行不良资产处置为例，尽管都存在资本渠道有限的问题，但不同地区表现仍然不同。在经济相对发达地区，资产流动性高并且风险防御能力较强，不良资产有机会搭配一定优质资产合并处置也不急于报告风险，可以通过业务延期实现更高的贷款回收率；相对地，亟须不良资产出表或业务增速较慢的中小银行所在地区则更需要探索调动市场化资金参与并购重组、AMC参与农村中小银行化险等方式，推动不良资产处置工作。

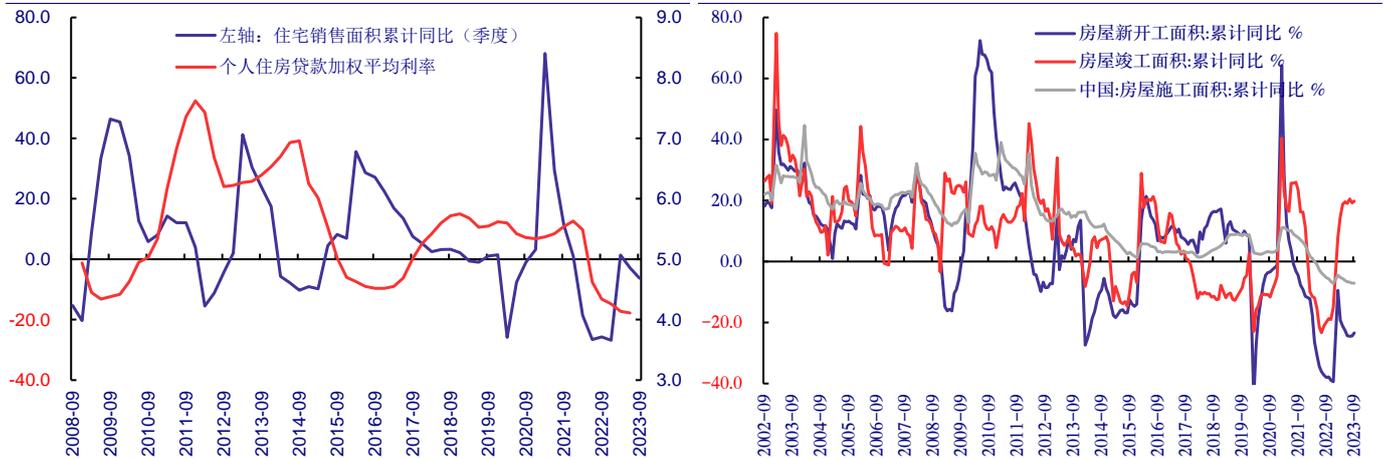
二是健全中小金融机构治理机制。10月21日，中国人民银行行长在全国人大所作《国务院关于金融工作情况的报告》中强调“进一步健全中小金融机构公司治理，严防大股东操纵和内部人控制”。受制于规模、业务结构、信息披露等客观情况，中小金融机构改革化险更具特殊性，构建符合中小机构实际、简明实用的公司治理架构，建立健全审慎合规经营、严格资本管理和激励约束机制才能标本兼治。针对高风险农合机构和村镇银行，压实其主发起行责任，提高持股比例，强化履职意愿，做好支持、服务和监督，建立主发起行主导的职责清晰的治理结构。

三是分类推进中小金融机构监管。与大型银行和股份制银行相比，中小金融机构容易受区域经济变化影响，践行“一省一策”原则，针对不同类型的风险主因，地方需要考虑不同的监管路径。综合考虑当前经济结构转型、大行业务下沉、市场利率整体下行的背景，要关注中小金融机构的实际困难，优化中小机构风险控制指标计算标准，出台差异化监管政策，帮助中小金融机构渡过难关。同时，有序推进监管数字化智能化转型，依托监管科技与大数据平台推动监管数据共享，开展风险智能监测分析，增强穿透式监管能力。

2. 房地产市场平稳健康发展

房地产行业过快下行，会影响经济增长、财政收入、信贷扩张、居民消费、社会预期。2022年，房地产行业占GDP比重已经降至6.1%（2019年为7.1%、2016年为6.7%）。从已有研究来看，由于房地产行业具有显著的产业链辐射能力、信贷派生能力，同时能通过财政收入影响财政政策空间，因此对中国经济的广义贡献率可能达到25%（Rogoff，2022年10月）至30%（许宪春等，2015年1月）。2023年以来，全国住宅销售面积增速在2022年下降26.8%的基础上，2023年1-9月又同比下降6.3%。房地产投资增速在2022年同比下降10.0%的基础上，2023年1-9月又同比下降9.1%；新开工面积增速领先房地产投资增速大约2.5年左右，但在2022年下降39.4%的基础上，2023年1-9月又同比下降23.4%，预示房地产投资将持续下行。房地产行业持续低迷，首先直接影响固定资产投资增速：截至2023年9月房地产开发投资要占固定资产投资总额的23.3%；其次还会加重地方政府财政收入压力，限制财政政策空间：全国土地出让收入在2022年下降23.3%的基础上，2023年1-9月又下降19.9%。房地产行业持续低迷，还会通过信贷扩张机制影响货币政策的效果，通过财富效应影响居民消费的能力与意愿，进而影响民营企业的信心与投资意愿。

图8. 住房贷款利率降至历史低位，但住宅销售还没有明显回升（%）图9. 新开工面积和施工面积持续负增长，房地产投资仍有下行压力



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

为止住房市场的下行循环，今年房地产政策已经密集调整。8月25日住建部、人民银行、金融监管总局联合发布了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，之后重点城市也陆续发布“认房不认贷”的通知。8月31日人民银行、金融监管总局联合发布了《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》两文，不再区分“限购”和“不限购”城市，将首套和二套住房贷款的最低首付比例下限统一为不低于20%和30%；二套住房利率政策下限调整为LPR+20BP，首套住房利率政策下限仍为LPR-20BP。房企融资方面，延长房地产“金融16条”实施期限，指导金融机构用好3500亿元专项借款、2000亿元保交楼贷款支持计划。加大民营企业债券融资支持工具支持力度。当前个人住房贷款加权平均利率已降至历史低位，但住宅销售还没有明显恢复。按照以往经验，房地产需求端政策调整到住宅销售改善的时滞大约为3个季度左右，但当前房地产市场供求关系发生重大转变，居民对房价的预期和购房意愿的恢复可能会形成更长的政策时滞，这既需要政策的持续性以缓释风险，更需要在房地产行业之外，找到一些能够对冲房地产行业下行趋势的新动能。

短期而言，2024年政策方向可能延续对房地产业的宽松政策，同时构建房地产业新发展模式。一是适当改善房地产企业融资约束条件，进一步优化金融支持政策，改善优质房企经营性和融资性现金流。二是个人住房贷款利率和首付比例仍有下行空间，将进一步释放刚需和改善性住房需求。三是继续关注“保交楼、稳民生”，并持续优化住房保障基础性制度和支持政策，扩大保障性租赁住房供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。四是进一步调整优化房地产政策，根据不同需求、不同城市等推出有利于房地产市场平稳健康发展的政

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

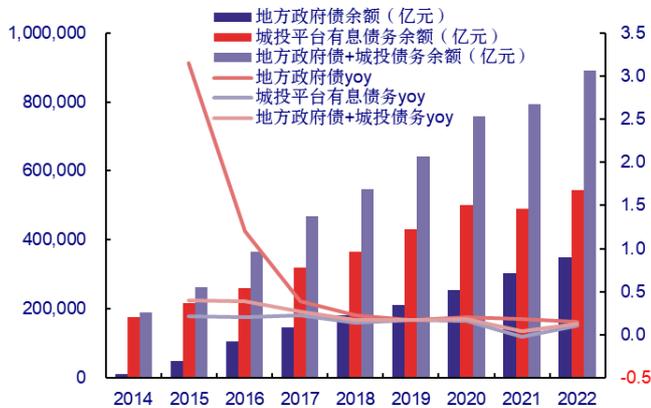
策举措。

在中长期政策方向上，防范化解房地产市场风险和加速构建房地产业新发展模式将是两条核心主线。做好房地产企业重组工作，健全房地产市场监管监督机制，严防可能由房地产市场引发的系统性风险。此外，为尽快适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，我国将加速构建房地产发展的新模式，“租购并举”可能是重点发展方向。针对我国不同地区、不同城市的房地产发展情况和特点，动态调节政策内容和方向，在保证促进房地产市场平稳健康发展的大前提下，因地制宜、因地施策。

3. 防范化解地方债务风险与一揽子化债方案

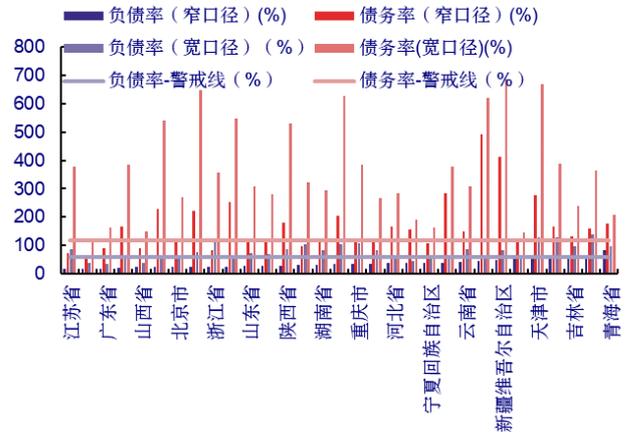
防范化解金融风险话题进一步聚焦地方债务问题。7月中央政治局会议内容“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，重视程度空前。相比于第四和第五次金融工作会议首提地方债务风险以及“严控地方政府债务增量”。

图 10. 地方债务（地方政府债+城投有息负债）规模和增速（%）



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图 11. 各省市负债率和债务率指标



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

隐性债务风险仍将成为未来化债重点。截至 2022 年末，测算地方债务（地方政府债+城投有息债务）规模达 89.2 万亿元；其中，地方政府债余额和城投平台有息债务余额分别为 34.88 万亿元和 54.32 万亿元。尽管从显性债务角度而言，多数省市风险可控，然而财政收入减少和城投平台隐性债务规模居高不下持续带来化债层面的压力。依据同花顺 ifind 数据统计，31 个披露数据的省和直辖市平均窄口径负债率和债务率分别为 36.66%和 169.76%，债务率略超警戒线；具体到各省市来看，除青海和贵州外，多数省市负债率在 60%以下，但有 20 个省市债务率超过 120%，预计主要受到财政收入下滑影响。与此同时，加入城投平台有息债务之后各省市的平均宽口径负债率和债务率达到 78.34%和 361.71%，20 个省市负债率超过 60%，仅上海市债务率低于 120%。

国务院在第十四届全国人民代表大会常务委员会第六次会议上也提出，对地方融资平台债务风险，坚持分类施策、突出重点，统筹协调做好金融支持融资平台债务风险化解工作，压实地方政府主体责任，推动建立化债工作机制，落实防范化解融资平台债务风险的政策措施，同时按照市场化、法治化原则，引导金融机构依法合规支持化解地方债务风险。依据上述部署并结合历史经验并测算当前阶段各项化债措施的目标和预期效果来看，一揽子化债方案可能的路径：短期以政府化债为主，旨在提供流动性，延缓风险暴露；长期而言市场化化债有望成为主流模式，预计金融机构会在化债过程中发挥更大的价值。具体来看：

（1）**短期化债**：特殊再融资债券发行已经重启并加速，同时中国央行或将设立应急流动性金融工具（SPV），由主要银行参与，通过这一工具给地方城投提供流动性，利率较低，期限较长，有利于应对城投债务到期高峰。依据同花顺 ifind 数据披露，2024-2026 年到期的城投债券分别达

5936 亿元、3797 亿元和 3312 亿元，而 2023 年 10 月以来再融资债券发行规模已达 9849 亿元；此外，8 月财新周刊报道的地方政府特殊再融资债券发行计划为 1.5 万亿元，以帮助包括天津、贵州、云南、陕西和重庆等 12 个偿债压力较大的省份和地区偿还债务。

（2）中长期化债：考虑到中央兜底可能性小，地方财政和国企收益支持力度以及企业自身偿债能力有限，金融机构或通过重组（展期、借新还旧）、破产清算（可能性较小）等方式成为化债的中坚力量。如果按照财政部 2018 年《地方全口径债务清查统计填报说明》提出的六种化债方式，综合地方债发行、地方财政、国企市值和利润、城投偿债能力等多重数据测算，金融机构面临的地方债务风险化解规模大致在 45.98 万亿元，占全部地方债务所需化解规模的 92.97%。

表 1：财政部六大化债方式化解规模测算

| （亿元） | 各种方式化解规模 |
|---------------------------------------------------------|------------------|
| 隐性债务化解规模测算 | 494532.15 |
| 地方财政偿还规模 ——考虑超收省份（地方综合财力-一般公共预算支出-政府性基金支出） | 6919.21 |
| 出让政府股权及国有资产经营权益 ——假设 5%地方上市国企股权（以市值计算） | 9701.52 |
| 项目结转资金和经营收入偿还+合规转化为企业经营性债务 ——考虑现金流较好城投平台（现金短债比>100%） | 3158.46 |
| 地方政府化债 ——发行特殊再融资债券（借新还旧） | 15000 |
| 破产重整或清算 ——假设不采用 | 0 |
| 测算可能由金融机构化解风险的债务规模（借新还旧+展期+SPV） | 459752.96 |
| 金融机构化债占比 | 92.97% |

资料来源：ifind，中国银河证券研究院

备注：财政部 2018 年《地方全口径债务清查统计填报说明》六种化债方式：1.安排财政资金偿还；2.出让政府股权和国有资产经营权益偿还；3.利用项目结转资金和经营收入偿还；4.合规转化为企业经营性债务；5.通过借新还旧和展期等方式偿还；6.采取破产重整和清算方式。

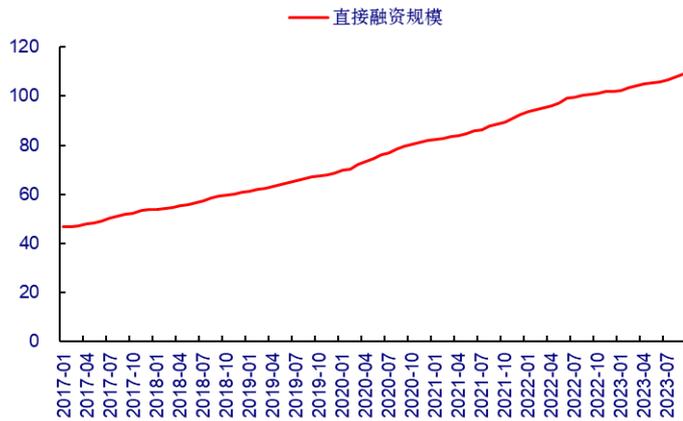
（四）资本市场稳健运行与高质量发展

我国经济自改革开放后已经由社会主义市场经济的初级阶段向全面现代化建设迈进，资本市场功能也逐步由最初解决国有企业融资问题逐步向支持经济高质量发展转型迈进。在此过程中，我国多层次资本市场体系建设逐渐完善。2019 年科创板开板并试点注册制，2021 年北交所正式开板，2023 年全面注册制落地，各层次市场错位发展，服务于不同投融资主体需求，为国家重点产业的发展建设提供支撑，满足实体经济发展需求。未来仍以推动资本市场高质量发展为核心主线，涉及到提高直接融资比重、服务实体经济和科技创新、统筹投融两端均衡发展、加强内外部市场互联互通等方面的内容。

1. 提高直接融资比重

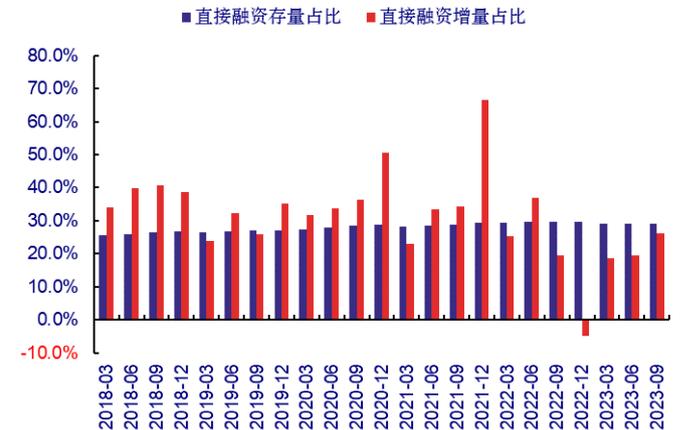
作为资本市场改革的长期方向，党的二十大报告明确提出“健全资本市场功能，提高直接融资比重”。从社会融资规模存量来看，直接融资比例持续提升，由2018年一季度末的25.75%，增加到2023年三季度末29.22%，五年半增长3.47pct。从社会融资规模增量来看，直接融资比重波动幅度较大，从2018年一季度末到2023年三季度末，每月直接融资比重平均为38.26%，共有22个月直接融资占比超过50%，最低单月整体上直接融资比重有所上升。

图 12. 直接融资规模变化（万亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13. 直接融资存量和增量占社会融资增速比重（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

我们认为，本次全国金融工作会议已经对提高直接融资比重进行了新部署，重要的方向有几点：一是进一步落实股票发行注册制改革，降低企业上市门槛和制度性成本；二是继续丰富多层次资本市场体系，满足不同类型、不同声明周期企业的多元化、差异化融资需求；三是推进债券市场创新发展，完善债券发行注册制，丰富直接融资工具。

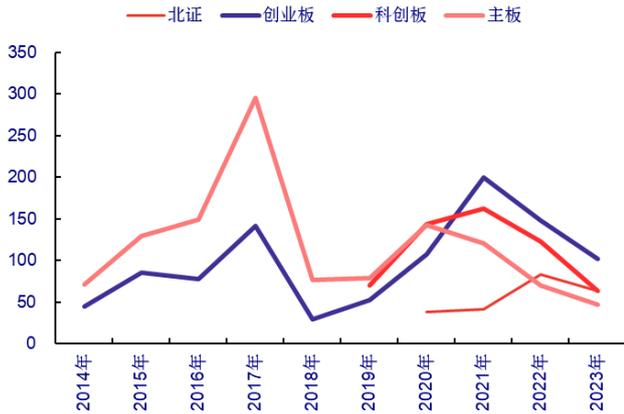
2. 服务实体经济和科技创新

科技创新、支持民营企业发展和坚持实体经济是党的二十大报告确立的长期发展宗旨。今年7月24日的中央政治局会议再次明确提出“用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展”、“大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展”等要求。资本市场是服务实体经济发展的前沿阵地，与商业银行等间接融资体系厌恶风险的特点不同，资本市场具有风险共担和利益共享机制，与科技创新高风险、高投入、高收益的特性高度契合。

近年来我国资本市场开启了以注册制为核心的全面深化改革，形成了包括主板、创业板、科创板、北交所、新三板以及区域性股权交易市场在内的多层次资本市场体系，我国资本市场板块结构进一步优化，创业板和科创板已成为服务科技创新的主阵地。截至2023年10月底，从存量上看，科创板、创业板上市公司数量分别为562家、1324家，合计占比达到35.61%；从新增数量上看，科创板、创业板分别新上市63家、102家，合计占比达到60%。

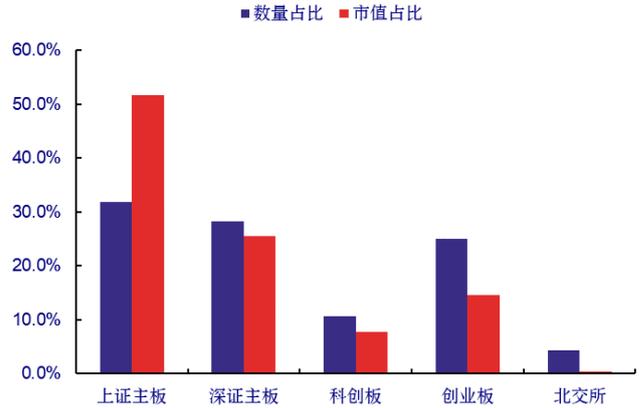
随着产业革命的不断演进，科技创新对于产业优化和经济增长的作用愈发明显，加快实现高水平科技自立自强，是我国推动高质量发展的必由之路。可以看到，本次会议会继续强调资本市场对于实体经济和科技创新的重要作用，对资本市场的功能和职责做出诠释和部署，制定具体可行标准，加强相关业务监管，进一步强化资本市场对实体经济和科技创新的支撑作用。

图 14. 科创板、创业板 IPO 数量 (个)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15. 创业板、科创板数量与市值在 A 股占比 (%)



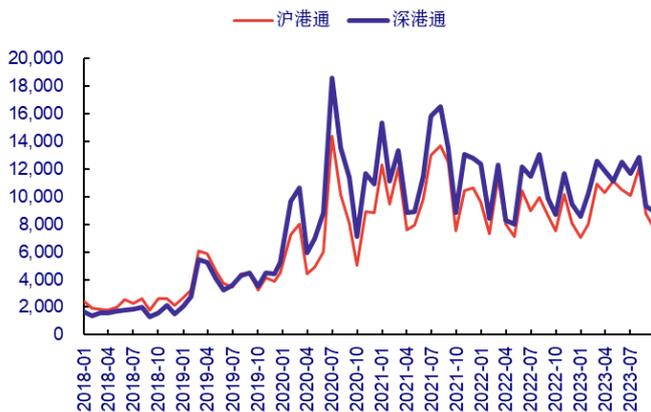
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3. 加强内外部市场互联互通

今年七月份证监会布局六方面工作重点,提升资本市场功能,其中进一步深化资本市场改革开放是重要一环。从 2014 年开始,国内资本市场与国际资本市场互联互通范围持续扩大,沪港通、深港通、债券通、互换通机制的形成和完善不断加深我国内外部市场的联系。资本市场对外开放举措落地,能更好地吸引全球资源要素,增强国内资本市场和国际资本市场的资源联动,提高金融效率。自推出以来,沪、深港通交易金额呈现显著上升趋势,2018 年 1 月沪、深港通合计成交 4105 亿元,到 2023 年 10 月沪、深港通合计成交 1.64 万亿元,成交额翻了四倍。外资持股市值也不断提升,2018 年初外资持股市值 7162 亿元,到 2023 年 9 月底外资持股市值达到 2.3 万亿元,持股市值翻了 3 倍。

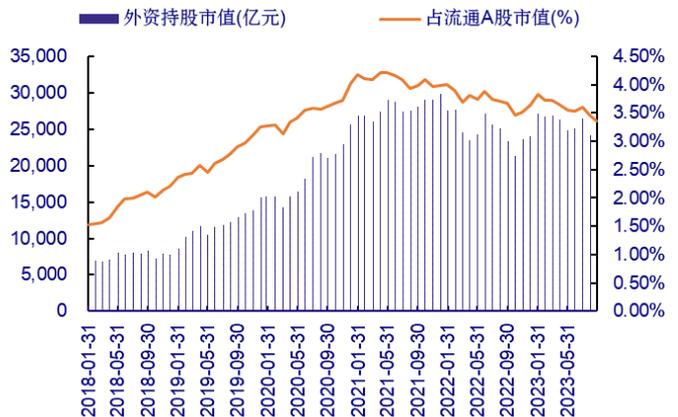
拓展优化境内外资本市场互联互通机制,是推进制度型开放的务实举措,有利于拓宽双向融资渠道,支持企业依法依规用好国内国际“两个市场、两种资源”融资发展,提高中国资本市场服务实体经济的能力和竞争力。因此,资本市场对外开放的大趋势是明确的,预计本次全国金融工作会议将做出新的重要部署,进一步优化沪深港通机制,推动境内外资本市场互联互通合作。

图 16. 沪、深港通交易金额 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17. 外资持股市值及占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

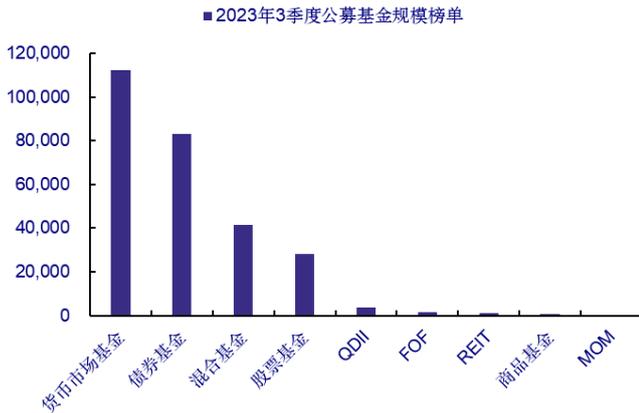
4. 持续推动投融两端统筹发展

今年开年之际,证监会召开 2023 年系统工作会议,围绕资本市场投资端、融资端以及行业机构监管等方面,从五个方面部署了资本市场改革发展工作,为 2023 年定下了政策面基调。7 月,政治局会议明确提出“活跃资本市场,提振投资者信心”,随后证监会召开年中座谈会,针对投资

端、融资端和交易端现存的问题，以“四个进一步”，“两个坚守”为核心部署六方面工作重点，提升资本市场功能。高层定调之下，资本市场利好政策陆续推出，持续加强资本市场活力。

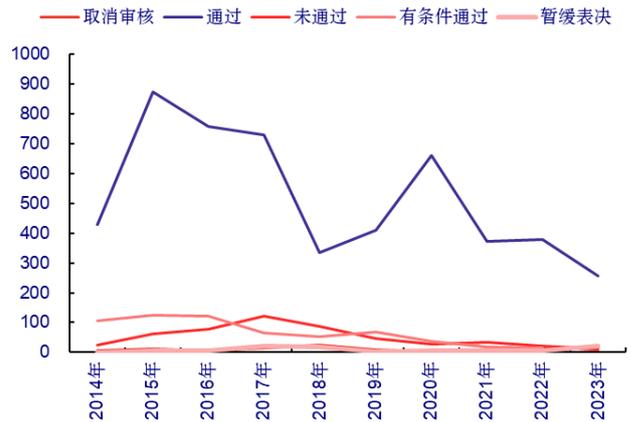
推动投融资两端统筹发展是我国资本市场目前亟待解决的问题。随着我国资本市场改革不断深化，特别是以全面注册制为代表的融资端改革已取得诸多实质进展，为更多企业带去了资金“活水”；但投资端建设力度仍显不足，存在缺乏中长期资金入市机制、权益类基金市场占比较低等问题，需要推动投资端改革进一步深入，加强完善一二级市场逆周期调节机制，以更好的服务实体经济发展，满足居民多元化的金融需求。

图 18. 权益类基金市场规模相对仍有增长空间（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19. IPO 通过数量呈下降趋势（个）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

我们认为，本次会议后资本市场在投资端、融资端的改革空间仍将延续今年以来的政策趋势。在融资端，持续统筹一二级市场平衡，不断加强资本市场服务科技创新能力，强化上市公司分红导向，支持上市公司积极开展回购；在投资端，制定中长期资金入市机制，加快公募基金改革步伐，吸引增量资金流入，提高上市公司吸引力，激发债券市场活力；在交易端，增强交易便利性和畅通性，扩大金融产品适用范围，激发中介机构市场活力。

表 2: 2023 年以来资本市场相关政策一览

| 政策类型 | 发布单位 | 出台日期 | 基本内容 | 相关影响 |
|------|------|------------|------------------|---------------|
| 宏观政策 | 央行 | 2023-6-15 | 开展中期借贷便利和公开市场逆回购 | 维持市场流动性合理充裕 |
| | 央行 | 2023-6-20 | 下调贷款市场报价利率（LRP） | 降低社会融资成本，提振股市 |
| | 央行 | 2023-8-15 | 开展中期借贷便利和公开市场逆回购 | 维持市场流动性合理充裕 |
| | 央行 | 2023-8-21 | 下调贷款市场报价利率（LRP） | 降低社会融资成本，提振股市 |
| | 汇金 | 2023-10-11 | 增持四大行股份 | 提振市场信心 |
| | 财政部 | 2023-10-24 | 增发 1 万亿国债 | 稳定市场预期 |
| | 证监会 | 2023-2-17 | 发布全面注册制制度规则 | |
| 行业政策 | 中证金融 | 2023-2-17 | 下调转融券费率 | 降低证券公司转融券业务成本 |
| | 中国结算 | 2023-4-7 | 降低股票类业务最低结算备付金比例 | 缓解中介机构资金压力 |
| | 中证金融 | 2023-4-10 | 下调证券公司相关业务保证金比例 | 降低证券公司资本占用 |
| | 证监会 | 2023-8-18 | 下调证券交易经手费 | 活跃资本市场 |
| | 证监会 | 2023-8-27 | 下调融资保证金比例 | 提升融资融券业务活力 |
| | 财政部等 | 2023-8-27 | 印花税减半征收 | 活跃资本市场 |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（五）完善金融监管

本次金融工作会议更加重视加强和完善金融监管。参照 10 月 21 日国务院在第十四届全国人大常委会第六次会议上的回顾和展望（表 3），我们认为除了国家机构改革之外，未来将围绕强化审慎监管、依法将各类金融活动监管全部纳入监管、加强金融法治建设、强化金融反腐和人才队伍建设等领域进行推进。

表 3：第十四届全国人民代表大会常务委员会第六次会议上国务院下一步金融工作考虑

| | 主要内容 |
|-----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 强化审慎监管 | 把好金融机构准入关，严格股东资质审查，筑牢产业资本与金融资本防火墙，坚决纠正违规关联交易。加强系统重要性金融机构监管，健全集团治理和对境外子公司的风险管控。分类推进中小金融机构监管。优化金融机构风险控制指标计算标准。进一步完善监管执法体制机制，深化跨部门监管执法协作，严厉打击金融犯罪。推动监管数据共享，加快发展监管科技，提高数字化监管能力。 |
| 依法将各类金融活动全部纳入监管 | 金融活动必须持牌经营，严禁“无照驾驶”和超范围经营，按照实质重于形式原则监管处置非法金融活动，确保金融监管全覆盖、无例外。强化地方金融监管，加强金融监管协调合作。加强金融消费者适当性管理，强化投诉源头治理，切实保护消费者合法权益。 |
| 加强金融法治建设 | 加快推进金融稳定法立法工作，推动中国人民银行法、商业银行法、银行业监督管理法、保险法、信托法、票据法、反洗钱法、外汇管理条例等重点法律法规修订，推进非银行支付机构条例、保险资金运用监督管理条例、金融资产管理公司条例、上市公司监督管理条例、证券公司监督管理条例、公司债券管理条例等重要立法修法项目。研究完善金融领域定期修法协调机制。 |
| 强化金融反腐败和人才队伍建设 | 强化政治监督、日常监督，加强对关键人员、关键岗位、关键环节的持续管理和监督，一体推进不敢腐、不能腐、不想腐，打造政治觉悟高、业务素质强、作风过硬、清正廉洁的金融队伍。 |

资料来源：中国人民银行官网，中国银河证券研究院

近年来以来相关监管部门已围绕上述领域发布多项政策，着力构建监管框架，完善配套制度，制度建设取得重要进展，为金融监管进一步完善夯实基础。具体来看：（1）新修订《证券法》和《期货和衍生品法》正式发布，《金融稳定法》、《人民银行法》、《商业银行法》、《银行业监督管理法》、《证券公司监督管理条例》和《非银行支付机构条例》公开征求意见；（2）互联网平台金融风险专项整治完成，金融控股公司制度完善、金控公司设立并纳入监管，消费权益保护增强；（3）系统重要性机构监管制度不断出台并拓展至保险领域，国内系统重要性银行名单已经发布，金融机构风控指标逐步优化。我们预计本次金融工作会议之后金融领域相关法律制定有望加速推进，审慎监管和各类金融活动监管继续细化完善，金融反腐重视程度提升，旨在进一步补短板，提升金融机构服务高质量发展的能力和效率。

表 4：近年以来完善金融监管的主要措施

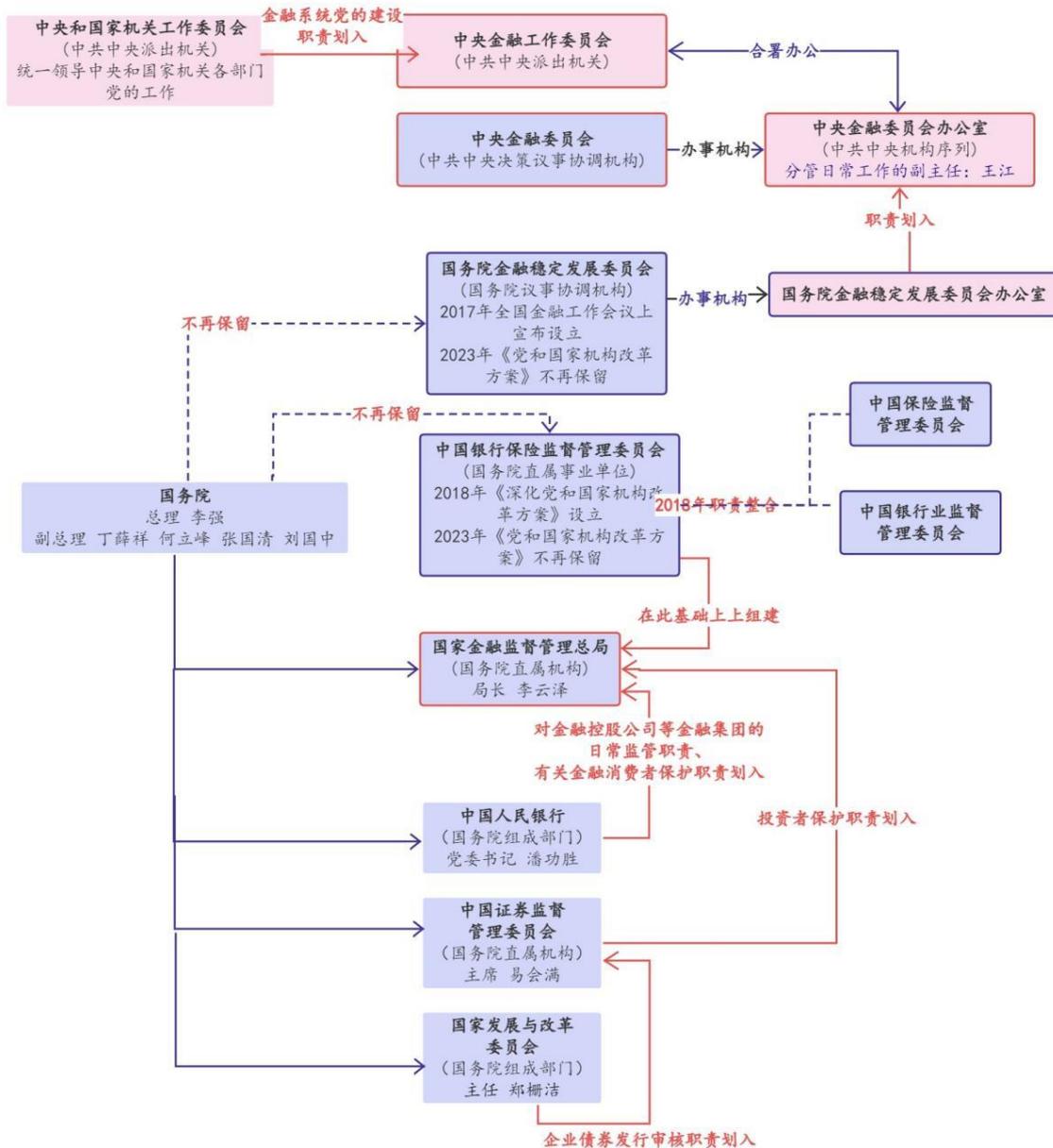
| 性质 | 时间 | 主要内容 |
|----------|------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 金融法治建设 | 2019年12月 | 新修订的《证券法》在十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过，并于2020年3月1日正式实施。 |
| | 2020年10月 | 中国人民银行公布《商业银行法（修改建议稿）》公开征求意见 |
| | 2020年10月 | 中国人民银行就《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》公开征求意见 |
| | 2021年1月 | 中国人民银行发布《非银行支付机构条例（征求意见稿）》 |
| | 2022年4月 | 第十三届全国人民代表大会常务委员第三十四次会议通过《中华人民共和国期货和衍生品法》，自2022年8月1日起施行。 |
| | 2022年4月 | 中国人民银行就《中华人民共和国金融稳定法（草案征求意见稿）》公开征求意见 |
| | 2022年11月 | 中国银保监会就《中华人民共和国银行业监督管理法（修订草案征求意见稿）》公开征求意见 |
| 金融反腐 | 2023年2月 | 证监会就新修订的《证券公司监督管理条例》向社会公开征求意见。 |
| | 2023年2月 | 《中央纪委国家监委第十三审查调查室：坚决打赢反腐败斗争攻坚战持久战》：破除“金融精英论”“唯金钱论”“西方看齐论”等错误思想，整治过分追求生活“精致化”、品味“高端化”的享乐主义和奢靡之风，纠治行业“潜规则”和不正当之风。 |
| 金融活动监管 | 2020年9月 | 国务院授权人民银行实施金融控股公司准入管理，人民银行同步发布《金融控股公司监督管理试行办法》，从制度上明确实质控制两类及以上金融机构的非金融企业应设立金融控股公司并纳入监管。 |
| | 2021年7月 | 中国人民银行发布《金融控股公司董事、监事、高级管理人员任职备案管理暂行规定》 |
| | 2022年2月 | 中国人民银行发布2022年第四季度货币政策执行报告专栏，指出。互联网金融风险专项整治工作顺利完成，近5000家P2P网贷机构全部停业。 |
| | 2022年12月 | 中国银保监会发布《银行保险机构消费者权益保护管理办法》 |
| | 2023年7月 | 国家金融监督管理总局发布《汽车金融公司管理办法》 |
| 强化审慎监管 | 2020年10月 | 中国人民银行、银保监会发布《关于建立逆周期资本缓冲机制的通知》 |
| | 2020年12月 | 中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《系统重要性银行评估办法》 |
| | 2021年5月 | 中国人民银行、中国银保监会发布《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》 |
| | 2021年8月 | 中国人民银行、中国银保监会联合发布《系统重要性银行附加监管规定(试行)》 |
| | 2021年12月 | 中国人民银行发布《宏观审慎政策指引（试行）》 |
| | 2022年1月 | 中国银保监会发布《银行保险机构关联交易管理办法》 |
| | 2022年4月 | 人民银行、银保监会联合发布《关于全球系统重要性银行发行总损失吸收能力非资本债券有关事项的通知》 |
| | 2022年5月 | 中国银保监会发布《商业银行预期信用损失法实施管理办法》 |
| | 2022年6月 | 中国银保监会发布《关于加强保险机构资金运用关联交易监管工作的通知》 |
| | 2022年12月 | 中国银保监会就《银行业金融机构国别风险管理办法（征求意见稿）》公开征求意见 |
| | 2023年2月 | 中国银保监会、中国人民银行发布《商业银行金融资产风险分类办法》 |
| 2023年7月 | 中国人民银行、国家外汇局上调跨境融资宏观审慎调节参数 | |
| 2023年9月 | 国家金融监督管理总局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》 | |
| 2023年10月 | 中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《系统重要性保险公司评估办法》 | |

资料来源：中国人民银行、国家金融监督管理总局、证监会，中国银河证券研究院

（六）金融改革和对外开放

金融改革主要包括金融机构改革和金融市场改革两个方面，当前金融机构改革已经取得进展（图 20），按照 2023 年 3 月中共中央、国务院印发的《党和国家机构改革方案》，主要内容包括了加强党中央对金融工作的集中统一领导、推进国家金融监管总局与证监会改革、中国人民银行分支机构改革、完善国有金融资本管理体制等。机构改革之后预计金融市场改革也将更深入推进，主要内容预计包括。金融对外开放包括监管体系国际对接，人民币国际化，以及推动全球金融治理改革三个方面重点。

图 20. 十八大以来金融管理体制的党和国家机构改革图



资料来源: 共产党员网, 国家金融监督管理总局官网, 中国人民银行官网, 证监会官网, 国家发改委官网, 中国银河证券研究院

三、对资本市场深远影响的解读

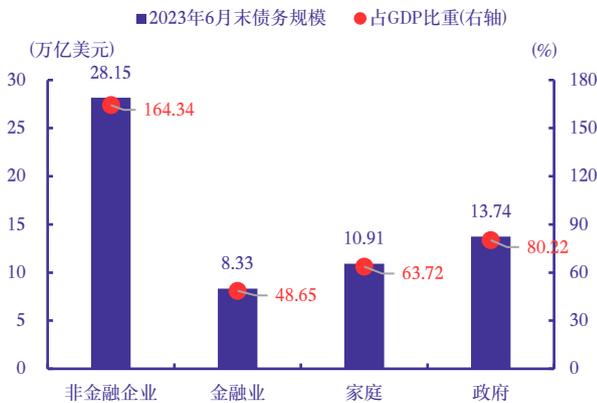
（一）稳市场：建立防范化解地方债务风险长效机制

中央金融工作会议指出：“坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题”、“当前和今后一个时期做好金融工作……以全面加强监管，防范化解风险为重点”、“牢牢守住不发生系统性金融风险的底线”、“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”。我国地方政府债务以及城投债规模较大，债务风险化解是长期而又艰巨的任务，也是今后金融工作的重点内容，在党中央强化金融监管与金融风险防控的背景下，我国地方债务风险总体可控。

根据国际金融协会（IIF）公布的最新数据，2023年6月底，我国包含金融企业在内的宏观杠杆率高达356.8%，在新兴市场国家中最高，也超过了发达国家的平均水平。其中，政府杠杆率80.2%（不含隐性债），非金融企业杠杆率164.3%（含政府隐性债58%），家庭杠杆率63.7%，金融部门杠杆率48.6%。2023年6月30日，美元兑人民币中间价报7.2258，按此汇率换算，二季度末，政府债务余额13.74万亿美元，约合人民币99.29万亿元。如图21所示。

据wind统计数据，2016年到2021年，地方政府融资平台债务余额增长了接近1.5倍，从原来的20.31万亿元扩张到49.88万亿元，同时2022年全年预计超过57.6万亿元。截至2023年10月30日，地方政府债务余额为39.81万亿元，较年初增加4.93万亿元，其中，一般债券15.5万亿元，专项债券24.31万亿元。叠加不公开的LGFV有息负债约70万亿元，地方政府债约110万亿元。如图22所示。

图 21. 2023 年 6 月末中国债务规模及杠杆率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 22. 中国地方政府债券发行额与地方政府债务余额

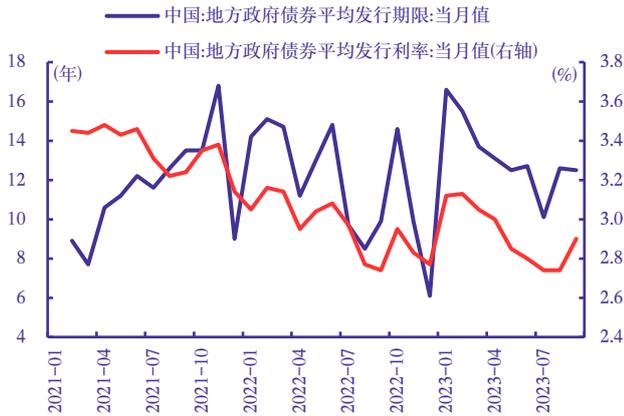


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2021年，中国地方政府累计发行债券74898亿元，创历史新高；2022年小幅下降至73676亿元；2023年1-9月，已累计发行70783亿元债券，高于2022年同期、2021年同期，预计今年债券总发行量将再创新高。但债券发行用途中多数用于借新还旧，即地方政府化债的解决方式之一。从发行期限和发行平均利率来看，2021年以来，发行期限显著上升，而发行利率震荡下行。同时，地方政府债券剩余平均年限自2018年以来持续上涨，自2018年6月末的4.5年平均年限，上升至2023年9月末的9.2年平均年限；地方政府债券剩余平均利率2020-2021年小幅下降，2022年以来快速下降，截至2023年三季度末降至3.29%。如图23所示。

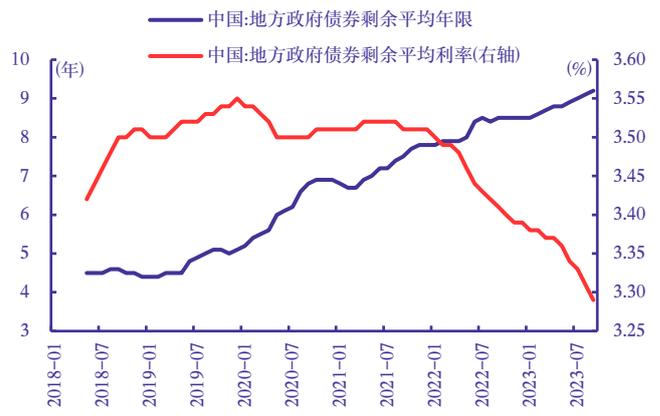
中央金融工作会议强调要“着力做好当前金融领域重点工作，保持流动性合理充裕，融资成本持续下降”，因此，未来地方政府债券利率，即融资成本将继续下降并长期保持低位，以帮助地方政府化债。

图 23. 中国地方政府债券平均发行期限及利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 24. 中国地方政府债券剩余平均年限及利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 5: 2022 年末各省份地方政府债务负担情况

| 地域 | 负债率(%) | 债务率(%) | 地方政府债余额 (亿) | 地方政府债限额 (亿) | 财政自给率(%) | 有息负债(亿) |
|-----|--------|--------|----------------|----------------|----------|-----------|
| 青海 | 84.33 | 155.18 | 3,044.30 | 3,260.70 | 16.66 | 323.00 |
| 贵州 | 61.84 | 161.23 | 12,470.11 | 12,962.35 | 32.25 | 10,606.48 |
| 吉林 | 54.84 | 133.67 | 7,167.60 | 7,549.10 | 21.04 | 3,968.19 |
| 甘肃 | 54.34 | 165.65 | 6,087.50 | 6,390.80 | 21.32 | 2,346.70 |
| 天津 | 53.00 | 278.67 | 8,645.54 | 8,890.13 | 67.11 | 12,593.15 |
| 海南 | 51.14 | 121.32 | 3,486.63 | 3,703.40 | 39.72 | 680.81 |
| 黑龙江 | 45.85 | 493.06 | 7,290.90 | 7,410.60 | 23.67 | 1,360.42 |
| 新疆 | 44.26 | 412.46 | 7,852.66 | 8,435.86 | 32.99 | 4,453.08 |
| 云南 | 41.78 | 149.45 | 12,098.30 | 13,165.05 | 29.10 | 7,535.60 |
| 内蒙古 | 40.33 | 284.70 | 9,339.80 | 9,979.20 | 47.97 | 1,555.75 |
| 宁夏 | 39.39 | 134.16 | 1,996.80 | 2,236.90 | 28.98 | 713.67 |
| 辽宁 | 37.88 | 157.94 | 10,975.20 | 11,718.46 | 40.33 | 2,051.68 |
| 河北 | 37.17 | 167.36 | 15,748.59 | 17,159.10 | 43.59 | 4,082.33 |
| 广西 | 36.96 | 117.23 | 9,722.11 | 10,084.25 | 28.64 | 10,990.87 |
| 重庆 | 34.57 | 125.03 | 10,071.00 | 10,281.00 | 42.99 | 14,420.85 |
| 江西 | 33.86 | 203.84 | 10,859.50 | 11,794.44 | 40.45 | 16,327.37 |
| 湖南 | 31.65 | 110.25 | 15,405.10 | 15,591.91 | 28.81 | 23,154.06 |
| 四川 | 31.20 | 96.03 | 17,705.40 | 18,507.00 | 40.96 | 33,565.33 |
| 陕西 | 29.85 | 178.99 | 9,782.16 | 10,590.15 | 48.94 | 15,696.24 |
| 安徽 | 29.54 | 121.35 | 13,304.10 | 14,371.00 | 42.83 | 16,128.84 |
| 山东 | 26.98 | 115.38 | 23,588.02 | 24,415.60 | 58.57 | 29,661.32 |
| 西藏 | 26.63 | 255.86 | 560.70 | 645.30 | 6.93 | 468.30 |
| 浙江 | 25.95 | 84.64 | 20,168.83 | 20,717.35 | 66.90 | 55,142.71 |
| 湖北 | 25.87 | 221.60 | 13,900.10 | 14,525.29 | 38.05 | 17,652.65 |
| 北京 | 25.39 | 116.21 | 10,565.33 | 12,202.40 | 76.51 | 5,582.82 |
| 河南 | 24.62 | 230.76 | 15,103.80 | 16,434.00 | 40.04 | 16,083.61 |
| 山西 | 24.51 | 91.28 | 6,285.79 | 6,506.04 | 58.81 | 2,351.08 |
| 福建 | 22.41 | 144.80 | 11,901.72 | 12,857.20 | 58.55 | 13,036.34 |

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

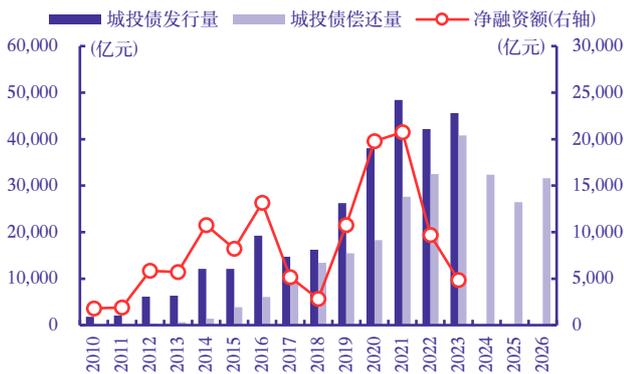
| | | | | | | |
|----|-------|-------|-----------|-----------|-------|-----------|
| 广东 | 19.43 | 94.65 | 25,082.28 | 26,258.07 | 71.74 | 7,955.42 |
| 上海 | 19.12 | 56.45 | 8,538.60 | 11,303.10 | 81.00 | 3,078.40 |
| 江苏 | 16.84 | 72.62 | 20,694.05 | 22,594.14 | 62.13 | 77,882.60 |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

31个省、直辖市、自治区中,地方政府债务余额分化较大,广东、山东、浙江、江苏的地方政府债余额均超过2万亿元,分别为2.51万亿元、2.36万亿元、2.16万亿元、2.07万亿元。但考虑到各省份经济与财政实力分化也较大,从负债率及财政自给率更能看出各省实际债务负担的高低。截至2022年末,从地方政府债务负担来看,青海省地方政府债务余额为3044.30亿元,处于全国各省份较低水平,但其负债率超84.33%,财政自给率仅为16.66%,从而债务负担较重。贵州、吉林、甘肃、天津、海南等地区的负债率也均超过50%,债务负担相对较重。由于地方财政收入大幅度下滑,天津、贵州、云南等地,已经出现了较为严重的地方债违约潮。如表5所示。

2023年10月30日,今年城投债发行量约为45631亿元,已偿还量约34445亿元,全年到期规模达40782亿元,较2022年增长超8000亿元,年初以来土地财政持续低迷也导致部分地区专项债付息明显承压。截至10月30日,城投债总量为12.84万亿元,较年初增加1.07万亿元。如图25与26所示。

图 25. 城投债发行量、偿还量与净融资额(截至 2023-10-30)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

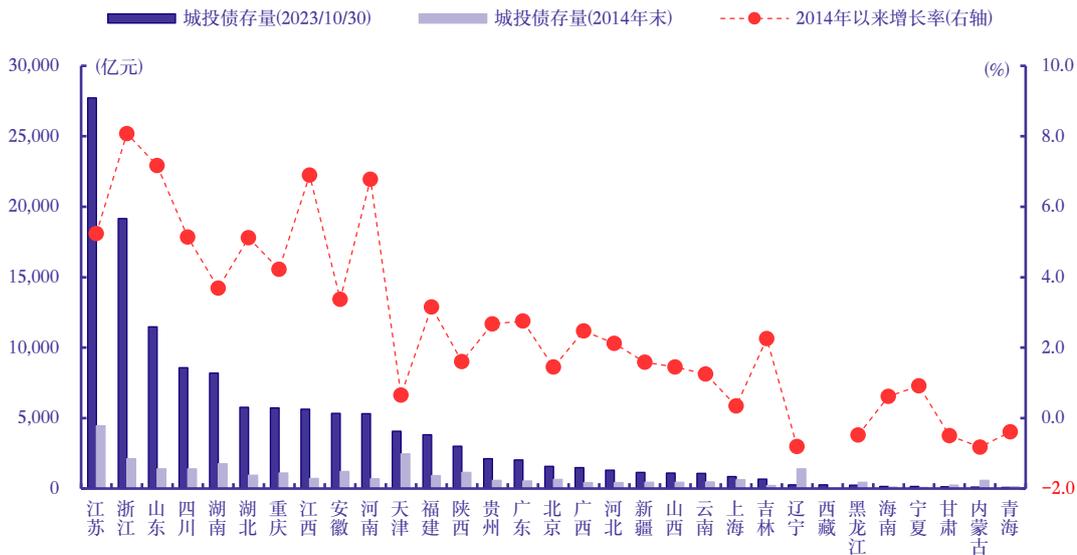
图 26. 城投债余额与存续债券只数(截至 2023-10-30)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

城投债地区分化也较严重,截至2023年10月30日,江苏省城投债存量规模为2.77万亿元,远超其他省份,较2014年末城投债规模增长了523.30%;其次是浙江省、山东省,城投债存量均超1万亿元,分别为1.92万亿元、1.15万亿元,较2014年末分别增长807.84%、717.07%;四川、湖南、湖北、重庆、江西、安徽、河南等省份的城投债存量规模均超5000亿元。上述城投债规模较高的前10大地区城投债存量规模合计为10.29万亿,占全国城投债规模总量的80%左右。如图27所示。

图 27. 中国各地区城投债存量规模及其增长率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

城投债信用利差能够反映发行主体的信用风险高低, 信用利差越高, 则投资风险越大, 发行主体融资成本也越高。截至 2023 年 10 月 30 日, 各省份 AAA 级城投债信用利差对比发现, 云南省高达 469.30BP; 其次是甘肃省, 为 342.67BP, 贵州省为 341.46BP, 宁夏回族自治区为 319.46BP, 均超 300BP; 此外, 吉林、河南、广西、重庆、天津、青海等地的信用利差也较高; 而附件、北京、上海、广东、浙江等地信用利差低于 100BP, 其融资成本相对较低。从环比来看, 由于 2023 年宏观利率总体下行, 各省份信用利差较 2022 年末也呈下行趋势。如表 6 所示。

表 6：各省份城投债信用利差（BP）

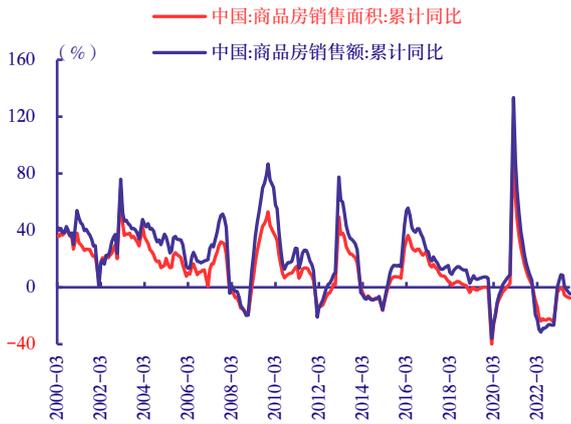
| 省份 | 信用利差(2023-10-30) | | | 信用利差变化(与 2022 年末相比) | | |
|-----|------------------|--------|--------|---------------------|---------|---------|
| | AAA | AA+ | AA | AAA | AA+ | AA |
| 云南 | 469.30 | 676.64 | 564.87 | -253.80 | 21.18 | -73.60 |
| 甘肃 | 342.67 | 570.83 | 521.87 | -136.65 | -799.54 | -135.43 |
| 贵州 | 341.46 | 848.65 | 856.08 | -69.69 | -387.09 | -153.09 |
| 宁夏 | 319.46 | 496.01 | | -133.47 | -119.11 | |
| 吉林 | 268.96 | 210.99 | 509.61 | -153.11 | -224.40 | -108.99 |
| 河南 | 200.29 | 186.49 | 406.49 | -100.69 | -103.02 | -143.46 |
| 广西 | 196.95 | 804.08 | 447.15 | -75.88 | -175.42 | -98.18 |
| 重庆 | 178.52 | 195.88 | 375.62 | -97.54 | -121.39 | -166.18 |
| 天津 | 177.93 | 371.55 | 356.26 | -276.38 | -259.29 | -315.30 |
| 河北 | 168.45 | 200.36 | 125.61 | -97.48 | -154.37 | -138.60 |
| 陕西 | 157.78 | 231.24 | 316.74 | -74.83 | -93.97 | -104.49 |
| 江西 | 153.26 | 166.66 | 243.69 | -90.00 | -119.89 | -153.68 |
| 四川 | 138.64 | 175.46 | 391.99 | -78.17 | -96.12 | -149.34 |
| 内蒙古 | 135.42 | 63.07 | 266.43 | -157.78 | -168.19 | -155.08 |
| 湖南 | 135.08 | 161.99 | 369.69 | -80.98 | -109.09 | -146.16 |
| 辽宁 | 133.54 | 231.54 | 415.57 | -113.38 | -341.05 | -141.18 |
| 山东 | 127.57 | 301.20 | 472.28 | -49.58 | -94.32 | -76.40 |
| 安徽 | 114.20 | 101.39 | 170.43 | -82.92 | -112.38 | -148.71 |
| 湖北 | 111.61 | 154.54 | 170.20 | -60.12 | -71.18 | -114.56 |
| 山西 | 104.89 | 195.64 | 240.26 | -119.19 | -172.65 | -196.42 |
| 海南 | 93.80 | | 116.09 | -71.05 | | -152.45 |
| 江苏 | 80.55 | 108.27 | 172.62 | -65.79 | -126.14 | -161.27 |
| 黑龙江 | 76.23 | 218.15 | 345.41 | -121.51 | -220.11 | -76.47 |
| 浙江 | 75.85 | 107.95 | 139.58 | -50.78 | -95.05 | -144.71 |
| 新疆 | 72.07 | 114.07 | 253.22 | -64.92 | -115.20 | -163.64 |
| 广东 | 71.40 | 102.91 | 111.60 | -44.04 | -70.64 | -100.46 |
| 上海 | 55.48 | 69.45 | 83.15 | -40.00 | -77.44 | -107.66 |
| 北京 | 51.72 | 95.21 | 110.79 | -36.61 | -71.56 | -61.29 |
| 福建 | 51.48 | 88.38 | 160.71 | -24.06 | -102.63 | -105.87 |
| 青海 | | 670.25 | | | -337.33 | |
| 西藏 | | 110.03 | | | -66.53 | |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）稳市场：构建房地产发展新模式

当前房地产行业处于下行周期，销售端持续低迷。9 月份，商品房销售面积和销售额同比降幅均较前值小幅收窄。但从累计值来看，1-9 月份，商品房销售面积同比下降 7.5%，降幅已连续 5 个月扩大，商品房销售额同比下降 4.6%，降幅较上月进一步扩大 1.4 个百分点。房价指标方面，9 月份，70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比下降 0.6%，降幅与前两个月持平，环比下降 0.3%，降幅持平于前值。房地产行业深度调整，政策效果仍待显现。

图 28. 商品房销售面积及销售额累计同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

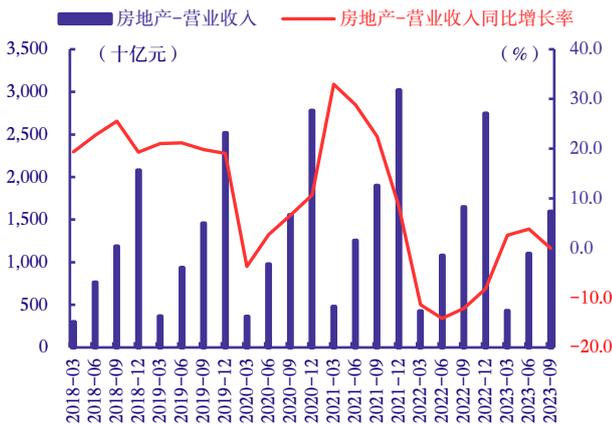
图 29. 70 个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比及环比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

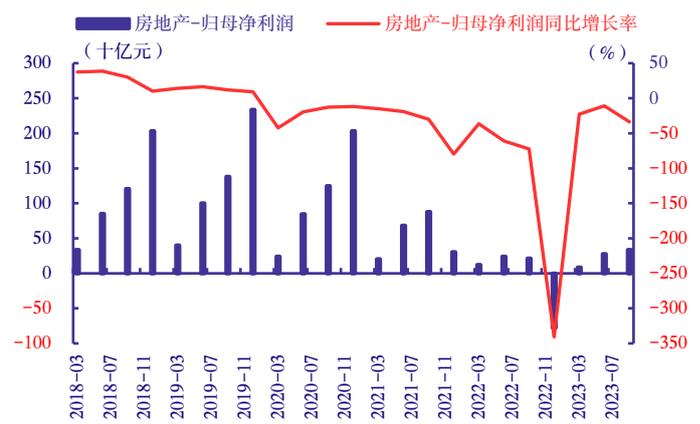
地产下行周期影响下, 房企业绩有所承压。截至 10 月 31 日, 118 家房地产行业上市公司三季报已披露完毕。前三季度, 房地产行业营业收入同比小幅下滑 0.01%, 逆转了上半年的正增长态势, 自 2020 年以来, 房地产行业归母净利润同比增速始终为负, 前三季度同比下降 33.64%, 降幅较上半年进一步扩大。

图 30. 房地产行业营业收入同比增速



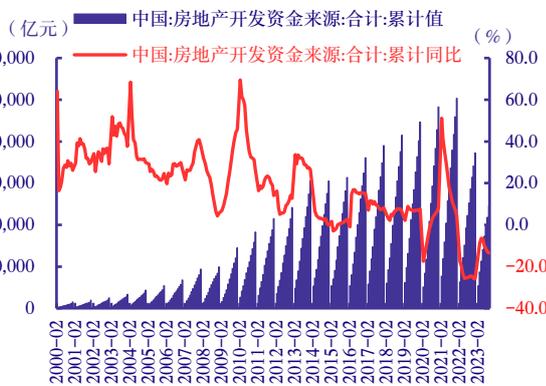
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 31. 房地产行业归母净利润同比增速



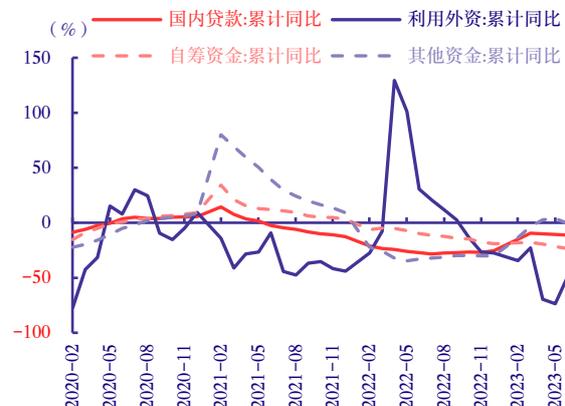
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 32. 房地产开发资金来源累计同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 33. 房地产开发资金来源分项累计同比



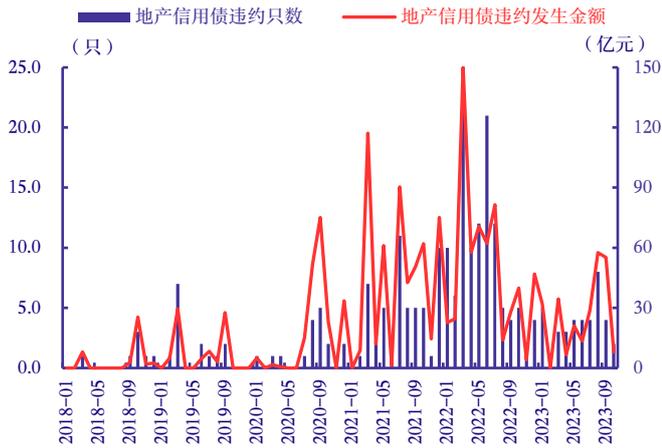
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

在融资端政策效果受限、销售复苏不及预期等影响下, 房企资金状况持续紧张。1-9 月份, 房地产开发企业到位资金 98067 亿元, 同比下降 13.5%, 降幅自 5 月以来持续扩大。其中, 国内贷款

12100 亿元，同比下降 11.1%，房企融资持续低迷；利用外资 36 亿元，下降 40.0%；自筹资金 31252 亿元，下降 21.8%；定金及预收款 33631 亿元，下降 9.6%；个人按揭贷款 17028 亿元，下降 6.9%。在头部房企风险事件影响下，整体行业融资信用受损，预计后续房企资金压力仍大。

2023 年以来，截至 10 月 30 日，共 37 只地产信用债违约或展期，违约发生金额总计 257.20 亿元，较 2022 年同期明显好转。但下半年部分房企债务压力仍大，房企违约风险依然严峻。从信用利差来看，二季度以来，销售恢复未达预期，叠加个别房企信用事件影响，低等级债券价格下跌，信用利差小幅走高，中高等级债券信用利差整体走平。

图 34. 地产信用债违约只数及发生金额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 35. 地产债信用利差走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

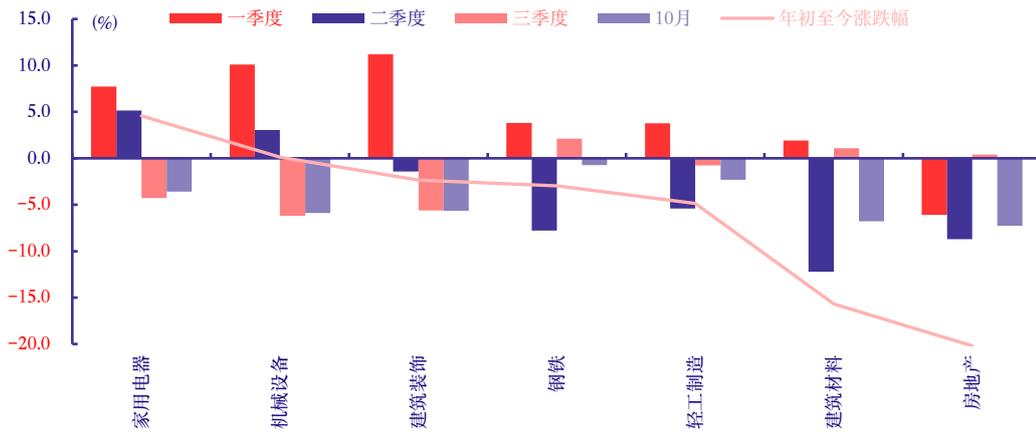
7 月 24 日，中央政治局会议首次作出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”的表述，提出“适时调整优化房地产政策”，体现了中央对于房地产市场的充分重视。本次中央金融工作会议再次提到“健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理”、“因城施策，用好政策工具箱”、“构建房地产发展新模式”等。结合上述表现来看，在经营风险、流动性风险和信用风险叠加影响下，房地产行业风险缓释是中长期视角下的重要议题，政策支持力度有望持续加大。

2023 年 10 月 31 日中央金融工作会议对于房地产明确了未来几年的发展方向。指出，“建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，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”。

并且，本次中央金融工作会议给房地产行业指明了大方向：“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，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”。

从 A 股市场投资视角，今年以来，地产产业链整体回调。截至 10 月 31 日，房地产行业跌幅达 20.20%，建筑材料行业下跌 15.69%。结合 PE (TTM) 估值水平来看，截至 10 月 30 日，建筑装饰和家用电器行业的估值水平相对较低，处于 2010 年以来 20% 历史分位数以下，机械设备、轻工制造和房地产行业估值位于 2010 年以来 30% 到 50% 区间。PB (LF) 估值方面，地产产业链整体处于 2010 年以来的历史低位，估值提升空间相对较大。

图 36. 2023 年以来地产产业链涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 7: 地产产业链 PE 估值及分位数

| 证券简称 | PE (TTM) | | | | | PE 估值分位数 (%) (2010 年以来) | | | | |
|------|----------|-------|-------|-------|----------|-------------------------|-------|-------|-------|----------|
| | 上年末 | 一季度末 | 二季度末 | 三季度末 | 10月 30 日 | 上年末 | 一季度末 | 二季度末 | 三季度末 | 10月 30 日 |
| 钢铁 | 16.39 | 17.88 | 23.13 | 25.06 | 24.96 | 36.59 | 41.51 | 56.18 | 64.59 | 64.32 |
| 建筑材料 | 13.92 | 16.94 | 18.15 | 20.08 | 18.76 | 22.69 | 42.36 | 48.67 | 54.69 | 50.40 |
| 建筑装饰 | 9.00 | 9.76 | 9.65 | 9.11 | 8.49 | 6.70 | 20.58 | 18.07 | 8.37 | 2.73 |
| 机械设备 | 29.60 | 31.60 | 32.06 | 28.92 | 27.57 | 50.31 | 62.47 | 64.14 | 46.17 | 36.01 |
| 房地产 | 13.05 | 13.97 | 13.88 | 14.05 | 13.02 | 42.63 | 50.34 | 49.63 | 51.09 | 42.34 |
| 家用电器 | 13.34 | 14.50 | 14.83 | 13.39 | 13.09 | 15.49 | 30.53 | 35.76 | 16.12 | 12.84 |
| 轻工制造 | 30.49 | 31.09 | 30.15 | 30.29 | 29.80 | 41.95 | 44.17 | 40.38 | 40.99 | 38.63 |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 8: 地产产业链 PB 估值及分位数

| 证券简称 | PB (LF) | | | | | PB 估值分位数 (%) (2010 年以来) | | | | |
|------|---------|------|------|------|----------|-------------------------|-------|-------|-------|----------|
| | 上年末 | 一季度末 | 二季度末 | 三季度末 | 10月 30 日 | 上年末 | 一季度末 | 二季度末 | 三季度末 | 10月 30 日 |
| 钢铁 | 0.99 | 1.03 | 0.94 | 0.96 | 0.95 | 30.01 | 35.97 | 22.81 | 25.67 | 24.18 |
| 建筑材料 | 1.58 | 1.61 | 1.39 | 1.40 | 1.29 | 5.80 | 8.31 | 1.04 | 1.31 | 0.10 |
| 建筑装饰 | 0.84 | 0.93 | 0.89 | 0.83 | 0.76 | 3.11 | 17.33 | 10.25 | 1.71 | 0.07 |
| 机械设备 | 2.27 | 2.48 | 2.50 | 2.29 | 2.15 | 33.03 | 46.45 | 47.81 | 34.10 | 26.86 |
| 房地产 | 0.88 | 0.83 | 0.79 | 0.82 | 0.76 | 6.45 | 2.73 | 0.86 | 2.29 | 0.19 |
| 家用电器 | 2.39 | 2.58 | 2.55 | 2.41 | 2.34 | 21.86 | 33.60 | 31.99 | 23.06 | 18.31 |
| 轻工制造 | 1.99 | 2.07 | 1.95 | 1.94 | 1.89 | 32.11 | 39.33 | 27.37 | 26.18 | 21.60 |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 9: 地产产业链业绩表现

| 证券简称 | 营业收入同比增长率 (%) | | | | | | 归母净利润同比增速 (%) | | | | | |
|------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 |
| 钢铁 | -0.62 | -6.74 | -6.39 | -5.16 | -8.46 | -7.10 | -55.51 | -76.74 | -73.22 | -70.56 | -70.95 | -32.70 |
| 建筑材料 | -10.43 | -12.26 | -12.76 | 0.20 | -2.77 | -2.45 | -35.56 | -42.96 | -45.99 | -64.60 | -39.10 | -35.23 |
| 建筑装饰 | 8.93 | 8.37 | 7.33 | 7.12 | 6.44 | 6.54 | 5.28 | 4.29 | 11.72 | 12.18 | 4.73 | 1.39 |
| 机械设备 | -10.02 | -6.08 | -3.28 | 0.17 | 3.65 | 2.27 | -27.39 | -22.71 | -11.98 | -6.54 | 1.07 | 0.26 |
| 房地产 | -14.16 | -12.10 | -8.21 | 2.61 | 3.84 | -0.01 | -60.95 | -72.45 | -340.59 | -22.77 | -11.06 | -33.64 |

| | | | | | | | | | | | | | |
|------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 家用电器 | 3.11 | 2.58 | -0.36 | 3.84 | 5.87 | 6.02 | 家用电器 | 14.36 | 14.11 | 10.54 | 15.10 | 14.94 | 12.25 |
| 轻工制造 | 6.70 | 5.88 | 2.59 | -7.80 | -5.45 | -4.01 | 轻工制造 | -32.55 | -27.02 | -34.55 | -27.89 | -11.17 | -1.54 |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从业绩来看,前三季度,钢铁、建筑材料和轻工制造行业归母净利润同比降幅收窄,呈现边际改善迹象,家用电器行业维持较高的盈利增速。7月中央政治局会议为房地产行业定调以后,“认房不认贷”、存量首套住房贷款利率下调、差异化住房信贷等政策相继推出,各地政策出台频次加快。随着“保交楼”措施和城中村改造的持续推进,叠加需求端政策效果逐步显现,房地产市场或将底部企稳。期间地产产业链业绩有望受益,带动产业链上下游估值水平的提升。建议关注地产产业链的交易性机会。

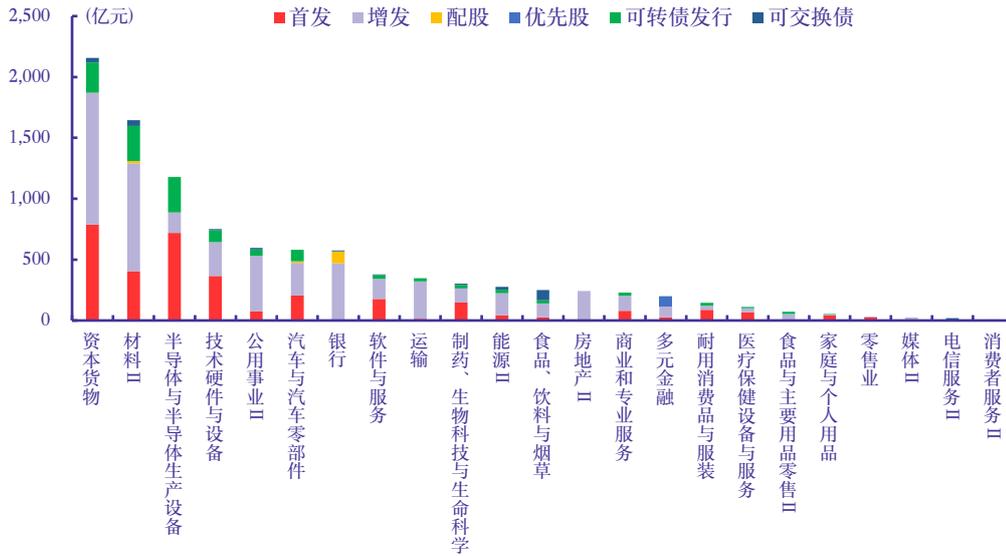
(三) 金融服务于高质量发展: 发展与创新领域

中央金融工作会议还提出,“**金融要为经济社会发展提供高质量服务**”,“**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**”。金融可以通过引导资金流向,从而定向支持某些领域或行业。当前国产科技替代、数字经济、绿色能源等领域逐渐成为我国经济增长的新动力,加强金融对这些领域的定向支持,有利于加快我国经济的转型升级。

本次会议还明确指出,“**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,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,大力提高上市公司质量,培育一流投资银行和投资机构,促进债券市场高质量发展,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服务标准和监管要求,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,强化市场规则,打造规则统一,监管协同的金融市场,促进长期资本循环,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。**”

2023年1-10月,704家公司在A股进行股权融资,合计融资规模约10179亿元,其中IPO融资规模超3300亿元,再融资规模超6800亿元。从行业分布来看,资本货物行业股权融资规模超2157亿元,占全行业总融资规模的21%;其次是材料Ⅱ、半导体与半导体生产设备、技术硬件与设备三类行业,分别融资1646亿元、1178亿元、750亿元,是科技含量较高的行业,也是资本市场支持力度较大的行业。如图37所示。

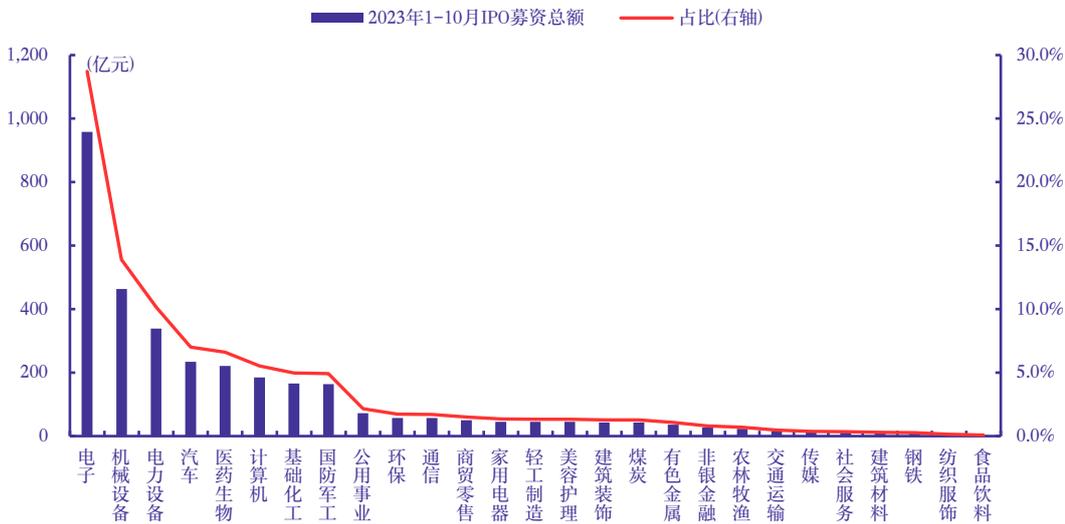
图 37. 2023 年 1-10 月份 A 股股权融资规模行业分布



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

截止 10 月 31 日, 2023 年累计已有 278 家公司在 A 股 IPO 上市, 累计募集资金 3337.63 亿元。从行业分布来看, 其中电子行业 IPO 上市 39 家, 募资总额 338.6 亿元, 占全行业募资总额的 28.71%, 为占比最高的行业, 电子行业中的芯片制造是国产科技替代的重要突破方向; 其次是机械设备、电力设备行业, 募资总额分别为 463.58 亿元、338.60 亿元, 占全行业募资总额的 13.89%、10.14%, 电力设备涉及新能源概念较多; 汽车、医药生物募资金额超 200 亿元; 计算机、基础化工、国防军工等行业募资金额均超过 100 亿元, 为资本市场支持力度较大的行业。未来资本市场对于涉及科技创新、先进发展、绿色发展等领域的还将继续增大。如图 38 所示。

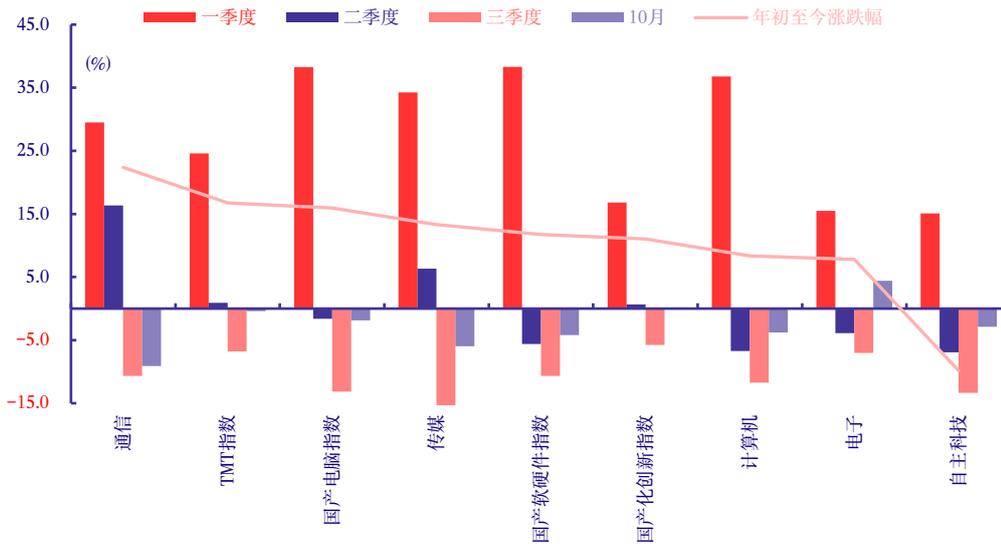
图 38. 2023 年 1-10 月份 A 股 IPO 行业分布



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

行情来看, 2023 年一季度, 在 ChatGPT 概念引发人工智能浪潮的背景下, TMT 板块表现亮眼。但二季度以来, 随着海外政策风险担忧加剧, 市场情绪普遍转弱, TMT 板块整体下跌。从市盈率估值来看, 随着主题炒作情绪降温, TMT 板块估值大幅回调。当前估值调整已经相对充分, 其中, 截至 10 月 30 日, 电子、传媒行业位于 2010 年以来 40%到 60%分位数区间, 通信行业估值处于历史低位, 仅位于 2010 年以来 3.78%分位数水平, 后续估值上涨空间较大。

图 39. 2023 年以来 TMT 板块涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院, 注: 截至 10 月 27 日

表 10: TMT 板块 PE 估值及分位数

| 证券简称 | PE (TTM) | | | | | PE 估值分位数 (%) (2010 年以来) | | | | | |
|---------|----------|-------|--------|--------|-----------|-------------------------|-------|-------|-------|-----------|-------|
| | 上年末 | 一季度末 | 二季度末 | 三季度末 | 10 月 30 日 | 上年末 | 一季度末 | 二季度末 | 三季度末 | 10 月 30 日 | |
| 国产化创新指数 | 22.21 | 23.34 | 23.04 | 20.58 | 20.78 | 国产化创新指数 | 19.25 | 34.84 | 30.94 | 9.53 | 10.52 |
| 国产软件指数 | 70.12 | 99.41 | 112.81 | 103.35 | 95.56 | 国产软件指数 | 74.94 | 92.29 | 99.33 | 93.75 | 91.81 |
| 国产电脑指数 | 43.74 | 58.23 | 72.96 | 71.35 | 71.52 | 国产电脑指数 | 12.63 | 40.24 | 62.38 | 59.32 | 59.63 |
| 自主科技 | 32.25 | 37.88 | 44.65 | 39.24 | 38.56 | 自主科技 | 17.17 | 31.63 | 54.89 | 34.35 | 32.72 |
| TMT 指数 | 31.59 | 39.10 | 42.15 | 38.43 | 39.10 | TMT 指数 | 4.14 | 22.18 | 29.44 | 20.61 | 22.25 |
| 电子 | 28.66 | 34.24 | 44.76 | 46.12 | 48.20 | 电子 | 7.60 | 19.14 | 46.04 | 49.54 | 55.20 |
| 计算机 | 48.30 | 65.15 | 69.69 | 63.00 | 61.77 | 计算机 | 31.35 | 78.01 | 84.52 | 74.93 | 72.75 |
| 传媒 | 31.79 | 42.54 | 47.55 | 40.12 | 37.83 | 传媒 | 21.33 | 53.02 | 63.42 | 49.17 | 42.74 |
| 通信 | 24.38 | 31.12 | 34.77 | 30.40 | 27.99 | 通信 | 0.15 | 10.13 | 23.26 | 8.55 | 3.78 |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从板块业绩来看, 前三季度, 计算机行业营业收入同比增速由负转正, 归母净利润同比增长 10.87%, 增速较上半年有所回升。传媒行业营业收入和归母净利润同比增速较上半年进一步提升。电子行业营业收入和归母净利润同比降幅均较上半年显著收窄, 呈现出边际改善。本次中央金融工作会议强调“把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造”, “大力支持实施创新驱动发展战略”, 中长期看好国产替代科技创新板块的投资机会。

表 11: TMT 板块业绩表现

| 证券简称 | 营业收入同比增长率 (%) | | | | | | 归母净利润同比增速 (%) | | | | | | |
|---------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 证券简称 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 |
| 国产化创新指数 | 4.05 | 8.20 | 8.91 | 4.24 | 11.17 | 9.27 | 国产化创新指数 | -2.43 | -1.63 | 2.55 | 3.66 | 9.31 | 7.05 |
| 国产软件指数 | 9.13 | 6.94 | 2.66 | -4.83 | -2.60 | 0.39 | 国产软件指数 | -22.56 | -39.84 | -34.88 | 94.31 | 3.32 | 4.75 |
| 国产电脑指数 | 16.03 | 9.11 | 7.32 | -6.52 | -5.39 | -1.65 | 国产电脑指数 | 7.37 | -11.44 | -16.27 | -41.83 | -38.19 | -25.28 |
| 自主科技 | 8.43 | 5.85 | 2.50 | -3.02 | 4.64 | 3.24 | 自主科技 | -6.39 | -18.69 | -20.41 | -18.99 | 2.30 | 2.92 |
| TMT 指数 | 4.95 | 7.20 | 6.11 | 3.70 | 3.60 | 3.58 | TMT 指数 | -4.18 | -3.41 | -12.04 | -1.29 | -3.59 | -3.85 |
| 电子 | -5.39 | -2.66 | -2.59 | -6.43 | -6.20 | -4.51 | 电子 | -21.68 | -30.67 | -33.71 | -55.34 | -42.66 | -27.94 |

| | | | | | | | | | | | | | |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|------|-----|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 计算机 | 3.67 | 2.36 | 0.41 | -2.43 | -1.44 | 1.40 | 计算机 | -57.92 | -63.17 | -46.36 | 54.76 | 7.35 | 10.87 |
| 传媒 | -8.04 | -6.04 | -5.78 | 0.68 | 5.70 | 5.84 | 传媒 | -26.84 | -28.62 | -67.37 | 25.50 | 20.05 | 21.35 |
| 通信 | 9.48 | 8.68 | 8.34 | 8.65 | 6.28 | 5.41 | 通信 | 116.05 | 38.62 | 40.61 | 8.47 | 8.90 | 6.83 |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律,但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势,所以报告结论有可能无法正确预测市场发展,报告阅读者需审慎参考报告结论。基金历史收益不代表未来业绩表现,文中观点仅供参考,不构成投资建议。

附录：此前五次全国金融工作会议回顾

全国金融工作会议是金融系统最高规格的会议，对我国金融发展改革和政策方向具有重要指引作用。自 1997 年第一次全国金融工作会议召开以来，一般是每五年举行一次，上一次会议是第五次，于 2017 年召开。纵观五次全国金融工作会议，会议旨在总结金融工作取得的成绩、现阶段面临的问题，并对下一阶段的金融工作进行全面部署。**会议一般有三大主线：一是金融服务实体经济；二是防范和化解金融领域风险；三是金融发展与改革。**在不同时期，会议侧重点会稍有不同。

第一次全国金融工作会议（1997 年）定调“金融是现代经济的核心”，强调做到统一思想认识，统一行动步伐，加快建立现代金融体系和金融制度，开创金融改革和发展新局面。会议批准设立中共中央金融工委和金融机构系统党委，完善金融系统党的领导体制；商议解决国有银行不良率高、资本金不足等问题；严格规范金融机构业务范围，坚决改变混业经营状况等。

第二次全国金融工作会议（2002 年）强调进一步深化对“金融是现代经济的核心”的认识，把金融工作放在更加突出的重要位置上，全面增强我国金融业竞争力。本次会议是我国加入 WTO 后首次召开的全国金融工作会议，金融业发展面临挑战与机遇。中国银监会成立，形成“一行三会”的金融监管体系；启动国有商业银行新一轮改革和农信社改革；完善保险行业监管等。

第三次全国金融工作会议（2007 年）召开时我国金融改革发展面临新的形势，金融业处在重要转折和发展期。重点工作是：继续深化国有银行改革，加快建设现代银行制度；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；全面发挥金融的服务和调控功能；积极稳妥推进金融业对外开放；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。

第四次全国金融工作会议（2012 年）处于后金融危机时期，我国积极应对国际金融危机冲击，仍面临地方债务问题不断积累、金融业“脱实向虚”问题凸显，此时深化金融改革及防范风险并重。会议提出要坚持金融服务实体经济的本质要求、继续深化金融机构改革、防范系统性金融风险、防范化解地方政府性债务风险、进一步扩大金融对外开放。

第五次全国金融工作会议（2017 年）延续了第四次会议对金融改革发展的部署，旨在促进我国金融业健康发展，促进经济与金融良性循环。会议明确服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务。设立国务院金融稳定发展委员会和银保监会，“一委一行两会+地方监管局”的金融监管格局形成；严控地方政府债务增量、“资管新规”落地，着力防范化解重点领域风险；积极稳妥推动金融业对外开放；进一步完善多层次资本市场体系。

表 12：历次全国金融工作会议三大主线回顾

| | 金融服务实体经济 | 防范和化解金融领域风险 | 金融发展与改革 |
|-------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 第一次金融工作会议 (1997年11月) | 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。国有商业银行在重点支持国有大中型企业的同时，要积极支持有市场、有效益的其他企业。 | 防范和化解金融风险，保证金融安全、高效、稳健运行，是我国经济工作面临的一项重要和紧迫的任务。 | 深化和加快金融改革，进一步整顿和规范金融秩序，切实加强金融法治和金融监管，大力运用现代信息技术管理手段，建立健全符合我国国情的现代金融体系和金融制度，引导金融业健康发展。 |
| 第二次金融工作会议 (2002年2月) | 要充分发挥货币政策在宏观调控中的作用，进一步加大金融对经济结构调整和经济发展的支持力度。要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。 | 加强金融监管，防范金融风险，保持金融稳定，是顺利推进金融改革和发展的基础，是贯彻执行国家宏观调控政策的必要条件，是维护国家经济安全的重要保证。 | 必须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。农村信用社改革要因因地制宜，分类指导，不搞“一刀切”。加快国有独资保险公司股份制改革步伐。 |
| 第三次金融工作会议 (2007年1月) | 全面发挥金融的服务和调控功能，促进经济社会协调发展。进一步提高金融调控的预见性、科学性和有效性，合理调控货币信贷总量，优化信贷结构，促进经济平稳较快发展。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。 | 在农村金融方面，加强和改进监管，防范风险隐患。进一步推进保险业改革发展，拓宽保险服务领域，提高保险服务水平，增强风险防范意识和能力。 | 我国金融改革发展面临新的形势，金融业处在一个重要转折期，也处在一个重要发展期。一是继续深化国有银行改革，加快建设现代银行制度。二是加快农村金融改革发展，完善农村金融体系。三是大力发展资本市场和保险市场，构建多层次金融市场体系。四是稳步推进利率市场化改革。 |
| 第四次金融工作会议 (2012年1月) | 坚持金融服务实体经济的本质要求，牢牢把握发展实体经济这一坚实基础，从多方面采取措施，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。 | 坚持把防范化解风险作为金融工作生命线。加强和改进金融监管，切实防范系统性金融风险。防范化解地方政府债务性金融风险。 | 坚持市场配置金融资源的改革导向。坚持创新与监管相协调的发展理念。深化金融机构改革。加强资本市场和保险市场建设，推动金融市场协调发展。加强金融基础设施建设，改善金融发展环境。 |
| 第五次金融工作会议 (2017年7月) | 金融是实体经济的血脉。金融要把为实体经济服务作为出发点和落脚点，全面提升服务效率和水平，把更多金融资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱环节，更好满足人民群众和实体经济多样化的金融需求。 | 防止发生系统性金融风险是金融工作的永恒主题。强化监管，提高防范化解金融风险能力。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。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。 | 要坚定深化金融改革。要优化金融机构体系，完善国有金融资产管理，完善外汇市场体制机制。要扩大金融对外开放。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。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。 |

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

（一）1997年第一次全国金融工作会议：建立现代金融体系和金融制度

背景：1997年，亚洲金融危机爆发，严重冲击部分亚洲国家金融体系，经济下行压力较大。首次全国金融工作会议于11月召开，审议通过《中共中央、国务院关于深化金融改革、整顿金融秩序、防范金融风险的通知》，整顿和规范金融秩序，防范和化解金融风险。

会议议题：正确估量当前经济、金融形势，充分认识进一步深化金融改革和整顿金融秩序、防范和化解金融风险的重要性和迫切性，明确做好这项工作的总体要求、指导原则、主要任务和重要措施。

重要内容及影响：

1. **改革中国人民银行管理体制，强化金融监管职能。**撤销原省分行，改为9个大区行，强化中央银行货币政策与监管的独立性。

2. **会议批准设立中共中央金融工委和金融机构系统党委，完善金融系统党的领导体制。**成立中共中央金融工作委员会，加强党对金融工作的集中统一领导；成立中央金融纪律检查工作委员会。将中国人民银行、中国证券监督管理委员会和各国银行、交通银行、中国人民保险（集团）公司等金融机构的党组改为党委，对本系统党的工作和干部工作实行垂直领导。

3. **国有银行不良资产比重高、资本金不足，需补充资本金。**我国四大国有商业银行不良率高，且平均资本充足率远低于《巴塞尔协议》规定的8%的下限。1998年，财政部定向发行期限为30年的特别国债2700亿元，为四大国有商业银行补充资本金，提升资本充足率。

4. **改进对国有商业银行贷款规模管理办法，实行资产负债比例管理和风险管理。**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。

5. 建立规范化的信贷资产质量风险管理制度,努力降低不良资产比例。1999 年先后设立信达、华融、长城、东方等四家资产管理公司,对四大国有商业银行的不良资产进行处置。

6. 严格规范各类金融机构业务范围,坚决改变混业经营状况。1998 年 11 月成立中国保监会,替代中国人民银行行使对保险业的监管职责,中国金融业进一步由混业监管走向分业监管。1999 年 2 月,国务院办公厅发布了《中国人民银行整顿信托投资公司方案的通知》,信托业迎来第五次清理整顿;2001 年《信托法》发布,重构信托业的制度定位,进一步规范信托业发展。

(二) 2002 年第二次全国金融工作会议:全面增强我国金融业的竞争力

背景: 2001 年 12 月,中国正式加入世界贸易组织(WTO),金融业发展的挑战与机遇并存。第二次全国金融工作会议于 2002 年 2 月 5 日至 7 日在北京召开,第一次全国金融工作会议后,我国金融秩序得到改善、金融风险有序化解、金融改革与发展任重道远。

会议议题: 加强金融监管、深化金融改革、防范金融风险、整顿金融秩序、改善金融服务。

重要内容及影响:

1. 成立“银监会”,持续完善金融监管。2003 年撤销金融工委,成立中国银监会,我国“分业经营、分业监管”的“一行三会”金融监管体系形成。2003 年 12 月 27 日通过《中华人民共和国银行业监督管理法》,明确银监会对全国银行业金融机构及其业务活动进行监督管理,明确银监会应在保护银行业公平竞争,提高银行业竞争能力的前提下,实现促进银行业的合法、稳健运行,维护公众对银行业的信心的监管目标。

2. 国有商业银行新一轮改革,做好“入世”准备。2003 年 12 月,中央汇金投资有限责任公司成立,主导国有商业银行改革,二次剥离商业银行不良资产,完成银行股份制改革,并陆续开启交通银行、中国建设银行、中国银行、中国工商银行等在境内外资本市场的上市工作。

3. 农信社改革,确立“因地制宜,分类指导”方针。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,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。

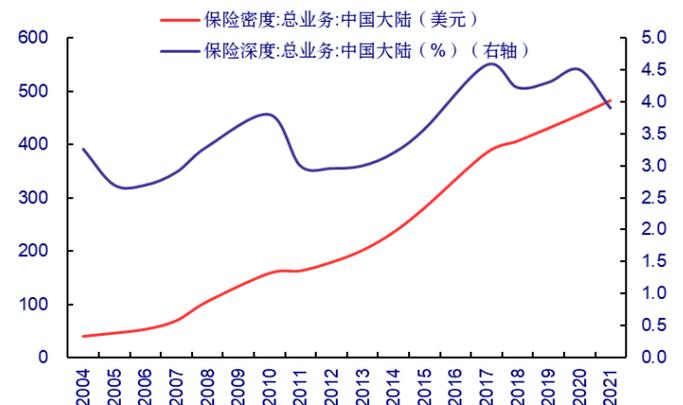
4. 保险业率先开放,保险监管加强。2002 年,国务院通过《中华人民共和国外资保险公司管理条例》,旨在加强和完善对外资保险公司的监督管理,促进保险业的健康发展。2004 年 5 月,保监会发布《中华人民共和国外资保险公司管理条例实施细则》进一步落实对外开放举措,同年 12 月,保险业正式全面对外开放。

图 40. 2002-2012 年我国保费收入及增速情况



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图 41. 2004-2021 年我国保险深度和保险密度情况



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

（三）2007 年第三次全国金融工作会议：全面深化金融改革发展

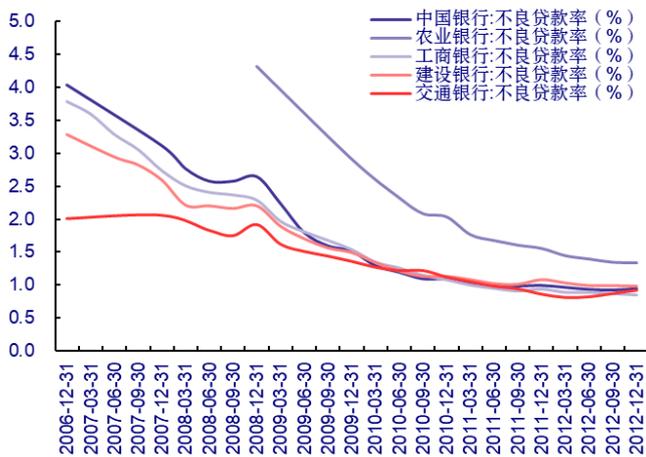
背景：这一时期正处于国际金融危机爆发的前夕，同时 2006 年 12 月“入世”过渡期结束，我国金融业进一步对外开放，处在重要的转折发展期。金融领域存在金融体系不健全、金融结构不合理、金融企业公司治理和经营机制不完善、国际收支不平衡加剧、金融风险隐患较多等问题。第三次全国金融工作会议于 2007 年 1 月 19 日至 20 日在北京召开，全面部署金融新形势下的金融工作。

会议议题：进一步增强做好金融工作的紧迫感和责任感，努力把金融改革发展推向新阶段，全面深化金融改革，促进金融业持续健康安全发展，为实现国民经济又好又快发展和构建社会主义和谐社会做出更大贡献。

重要内容及影响：

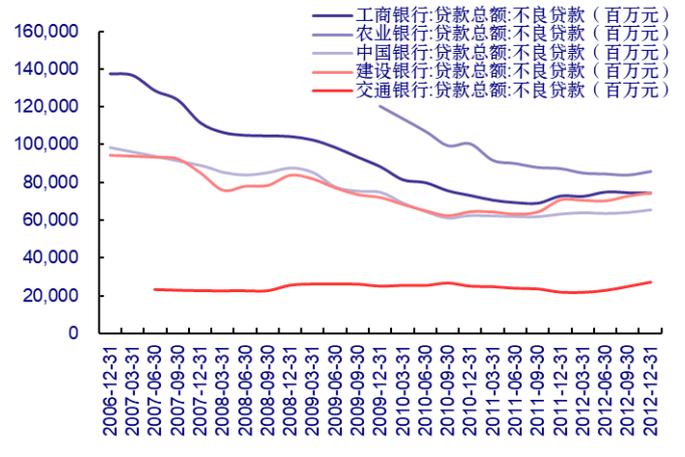
1. 继续深化国有银行改革，加快建设现代银行制度。一是深化中国工商银行、中国银行、中国农业银行和交通银行的改革，巩固改革成果，继续完善公司治理，加快转变经营机制，健全有效的制衡机制，强化基础管理、内部控制和风险防范机制。二是推进中国农业银行股份制改革，强化为“三农”服务的市场定位和责任。2008 年 10 月，国务院审议通过《中国农业银行股份制改革总体实施方案》并于 2009 年 1 月完成工商变更。2010 年中国农业银行分别于 7 月 15 日、7 月 16 日在上海和香港上市，标志四大国有商业银行股份制改革全部完成。三是按照分类指导、“一行一策”的原则，推进政策性银行改革。2007 年 12 月，中央汇金公司向国家开发银行注资 200 亿美元，加速推行国开行商业化运作，自主经营、自担风险、自负盈亏，从事中长期业务的改革目标。2008 年 12 月 6 日，中国银监会正式批准国家开发银行以发起设立的方式进行改制，设立国家开发银行股份有限公司，推进我国政策性银行改革进程。

图 42. 2006-2012 年国有商业银行不良贷款率情况



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图 43. 2006-2012 年国有商业银行不良贷款规模情况



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

2. 加快农村金融改革发展，完善农村金融体系。一是加强对农村的金融服务。二是加快建立健全适应“三农”特点的多层次、广覆盖、可持续的农村金融体系。三是健全农村金融组织体系，充分发挥商业性金融、政策性金融、合作性金融和其他金融组织的作用。四是推进农村金融组织创新。五是加强和改进监管，防范风险隐患。六是大力推进农村金融产品和服务创新，积极发展农业保险。七是加大对农村金融的政策支持。

3. 大力发展资本市场和保险市场，构建多层次金融市场体系。一是扩大直接融资规模和比重。创业板落地，2009 年 3 月 31 日，中国证监会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》，创业板正式成立，股票市场稳步发展，标志着多层次金融市场体系进一步完善。二是加强资

本市场基础性制度建设，着力提高上市公司质量，严格信息披露制度，加大透明度。三是加快发展债券市场。四是进一步推进保险业改革发展，拓宽保险服务领域，提高保险服务水平，增强防范风险意识和能力。

4. 中投公司成立，深化外汇管理体制改革的。2007年，财政部发行1.55万亿元特别国债成立中国投资有限责任公司，承担外汇储备的投资管理工作，中投公司以政企分开、自主经营、商业化运作的模式市场化运营国家外汇投资。

5. 积极稳妥推进金融业对外开放。一是着力优化金融业开放结构。二是促进中外资金融企业公平竞争。三是继续推进内地与香港、澳门的金融合作。

6. 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。一是完善金融分业监管体制机制，加强监管协调配合。二是强化金融监管手段，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。

（四）2012年第四次全国金融工作会议：深化金融改革及防范风险

背景：过去五年国内外经济金融形势复杂多变，国际金融危机发生、蔓延、深化，为应对国际金融危机冲击，我国出台“4万亿”经济刺激计划，国内地方政府融资平台开始大规模举债，地方政府杠杆率不断升高，埋下了隐性债务风险隐患。同时金融业“脱实向虚”现象明显，产业空心化风险凸显。第四次全国金融工作会议于2012年1月6日至7日召开。

会议议题：“五个坚持”定调今后一个时期的金融工作，强调金融服务实体经济的本质要求，防范化解地方政府性债务风险，立足国家开发银行继续深化金融机构改革，有序推进金融对外开放。

重要内容及影响：

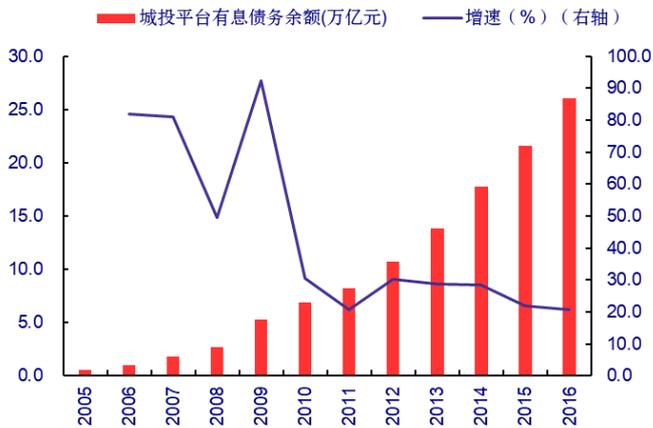
1. 坚持金融服务实体经济的本质要求，确保资金投向实体经济。金融业需要把握好为实体经济服务的原则，大力提升服务功能，扩大服务覆盖面，加大对薄弱的农村地区、小微企业的金融支持。

2. 继续深化金融机构改革。着力加强公司治理，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。会议着重强调国家开发银行要坚持和深化商业化改革，2015年4月，国务院批复同意《国家开发银行深化改革方案》，要求人民银行会同有关单位按照方案要求和职责分工，加强协调配合，确保国家开发银行改革工作依法合规、稳妥有序推进。

3. 加强和改进金融监管，切实防范系统性金融风险。金融行业重点聚焦“防风险、强监管”。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。保险业要加强偿付能力监管，完善分类监管制度。系统重要性机构凭借大规模、复杂业务、强关联性等特点，更需要适应更高的监管要求。为切实化解系统性金融风险，2015年5月1日，《存款保险条例》正式实施，标志中国存款保险制度正式落地。此外，央行推出MPA监管机制，初步构建宏观审慎框架。

4. 防范化解地方政府性债务风险。“防范化解地方政府性债务风险”首次在金融工作会议上被提及，会议强调要综合施策，标本兼治，对现有存量债务处理、未来举债融资机制做出指示。从2014年开始，政府对融资平台的监管以及地方政府预算管理逐渐规范化。2014年，国务院印发《关于加强地方政府性债务管理的意见》；2015年，正式实施《新预算法》，“开前门、堵后门”规范地方政府融资行为。

图 44. 2005-2014 年我国城投平台有息债务余额及增速情况



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图 45. 增强人民币汇率双向浮动弹性



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

5. 扩大金融对外开放, 提高资源配置能力。进一步完善人民币汇率形成机制, 增强人民币汇率双向浮动弹性, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。2015 年 8 月 11 日, 央行宣布完善人民币对美元汇率中间价报价机制, 人民币汇率开启第三次改革。同时, 为引导金融机构增强风险定价能力, 利率市场化改革开始进入快车道。2013 年起, 人民银行创新货币政策工具, 先后推出常备借贷便利 (SLF)、中期借贷便利 (MLF)、抵押补充贷款工具 (PSL) 等创新货币政策工具, 拓宽了央行政策利率的市场化传导渠道。此外, 加快建设上海国际金融中心的步伐, 内地与港澳台金融合作进一步深化。

（五）2017 年第五次全国金融工作会议：金融健康发展与防范风险并重

背景：宏观环境发生重大变化, 宏观经济由“高增长”转向“新常态”, 金融创新与金融监管矛盾突出。此外, 金融出现“脱实向虚”, “影子银行”问题较为严重, 2017 年初, 中国广义影子银行规模达到历史峰值 100.4 万亿元, 狭义影子银行规模达到 51.01 万亿元, 影子银行规模占国内生产总值 (GDP) 的比例一度达到 123%^[1]。第五次全国金融工作会议于 7 月 14 日至 15 日召开, 会议强调: “要把服务实体经济作为根本目的, 把防范化解系统性风险作为核心目标, 把深化金融改革作为根本动力, 促进经济与金融良性循环。”

会议议题：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。

重要内容及影响：

1. 做好金融工作要把握好四项重要原则。一是回归本源, 服从服务于经济社会发展。二是优化结构, 完善金融市场、金融机构、金融产品体系。三是强化监管, 提高防范化解金融风险能力。四是市场导向, 发挥市场在金融资源配置中的决定性作用。

2. 2017 年 11 月, 设立国务院金融稳定发展委员会。国务院金融稳定发展委员会是国务院统筹协调金融稳定和改革发展重大问题的议事协调机构。其主要职责是: 落实党中央、国务院关于金融工作的决策部署; 审议金融业改革发展重大规划; 统筹金融改革发展与监管, 协调货币政策与金融监管相关事项, 统筹协调金融监管重大事项, 协调金融政策与相关财政政策、产业政策等; 分析研判国际国内金融形势, 做好国际金融风险应对, 研究系统性金融风险防范处置和维护金融稳定重大政策; 指导地方金融改革发展与监管, 对金融管理部门和地方政府进行业务监督和履职问责等。

[1] 高蓓, 金健, 何德旭等. 资管新规背景下的中国影子银行体系: 特征事实、风险演变与潜在影响[J]. 当代经济科学, 2023, 45(05): 1-14.

3. “一委一行两会+地方监管局”的金融监管格局形成。2018年4月，中国银行保险监督管理委员会正式挂牌。由中国银保监会对银行业、保险业进行统一监管，有助于强化综合监管，优化监管资源配置。人民银行宏观审慎管理和防范系统性风险的职能进一步强化。2018年10月起，省政府直属部门，各省、直辖市陆续挂牌成立，加挂省金融工作办公室牌子。

4. 严控地方政府债务增量，持续化解地方政府隐性债务，着力防范化解重点领域风险。一是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。强调压实地方监管责任，加强金融监管问责机制，以中央金融监管为主导，落实地方金融风险处置责任。二是持续开展地方政府隐性债务置换工作。2019年，对贵州、云南、湖南、甘肃、内蒙古、辽宁六个省份的部分地区开展建制县隐性债务化解试点，以发行“置换债”的形式，化解地区隐性债务。2020年底，中央发行特殊再融资债券用于偿还重点地区的政府存量隐性债务，同时启动包含北京、上海、广东在内的全国“全域无隐性债务”第一批试点工作。

图 46. 2016 年以来地方政府债务情况



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图 47. 债券余额占社会融资余额的比例持续增加



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

5. “资管新规”落地，在防范化解金融风险 and 推动金融更好服务实体经济方面发挥重要作用。

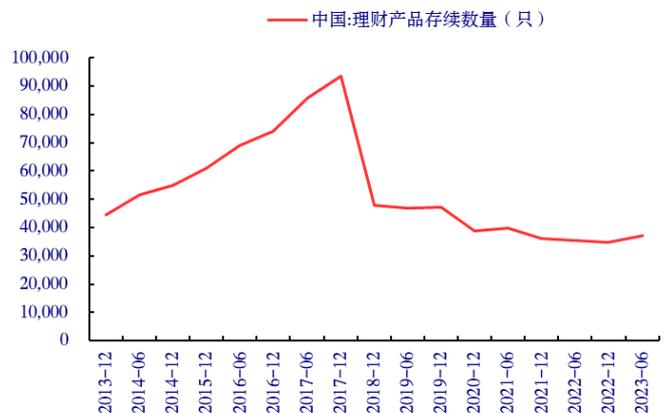
2018年4月27日，中国银保监会发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，规范资管业务并加强监管，在打破刚兑、防止资金空转、禁止使用资金池、规范杠杆要求等多个方面进行明确。商业银行理财产品业务得到规范，理财产品逐步回归资管本源。

图 48. “资管新规”后理财产品余额显著下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 49. “资管新规”后理财产品数量显著下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

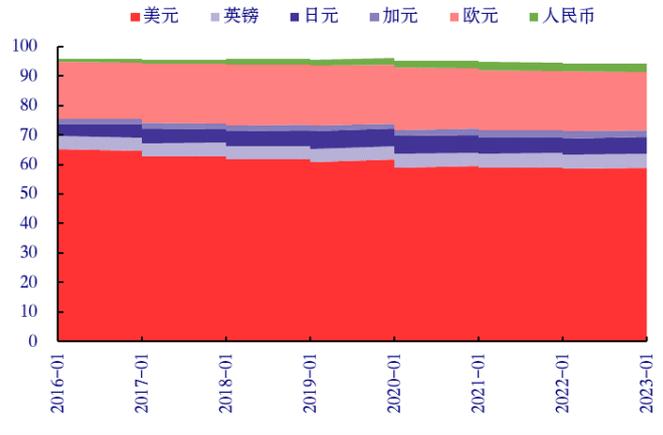
6. **积极稳妥推动金融业对外开放。**一是深化人民币汇率形成机制改革,稳步推进人民币国际化,稳步实现资本项目可兑换。二是积极稳妥推动金融业对外开放,合理安排开放顺序,加快建立完善有利于保护金融消费者权益、有利于增强金融有序竞争、有利于防范金融风险的机制。三是推进“一带一路”建设金融创新,加强与“一带一路”沿线国家的金融合作,推动“一带一路”高质量发展。

图 50. 2012 年以来美元兑人民币汇率情况



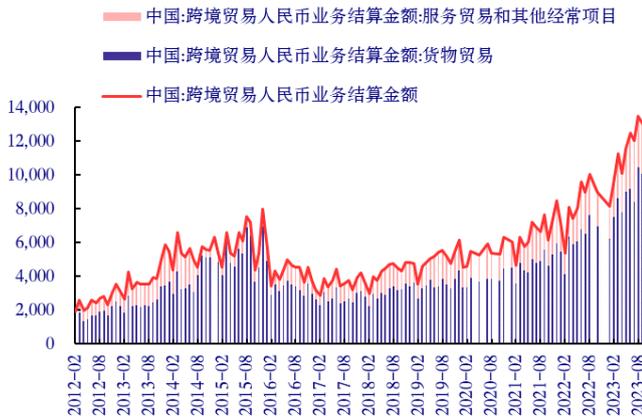
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 51. 人民币占全球外汇储备比重逐渐提升 (%)



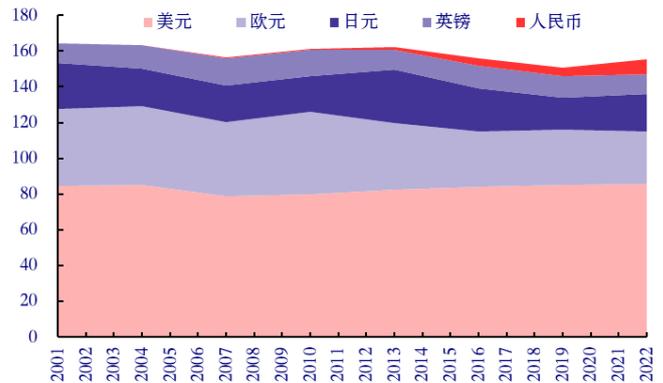
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 52. 中国跨境贸易人民币业务结算金额 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 53. 人民币市场外外汇成交额逐渐提升 (百万美元)



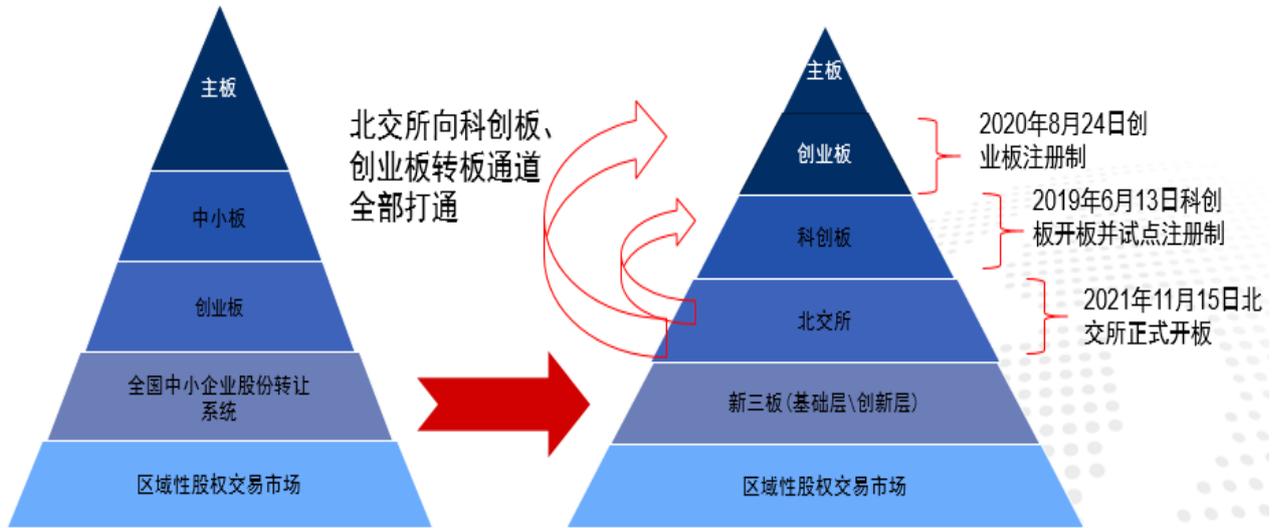
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

7. **多层次资本市场体系进一步完善。**一是科创板顺利设立,有助于促进科技与资本深度融合。2018 年,上海证券交易所设立科创板并试点注册制;2019 年,首批科创板公司上市交易。二是创业板、新三板等相继落地,直接融资呈现加快发展的积极态势。2020 年,深圳证券交易所创业板改革并试点注册制正式落地;2021 年,北京证券交易所揭牌开市并同步试点注册制。三是由注册制试点向全面实行股票发行注册制改革迈进,将进一步完善资本市场基础制度。2023 年 2 月,全面实行股票发行注册制改革正式启动。

表 13: 中国多层次资本市场体系

2019年前中国多层次资本市场体系

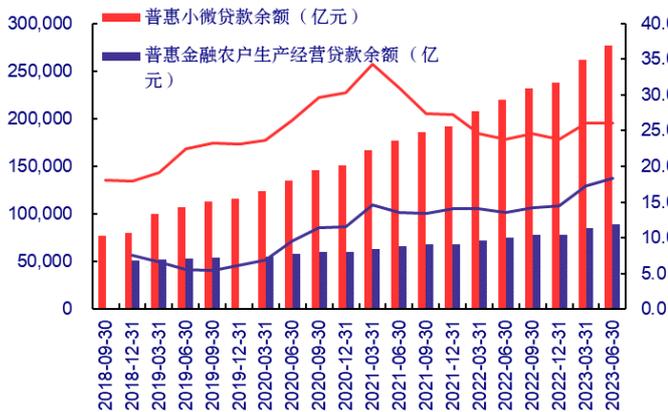
当前中国多层次资本市场体系



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

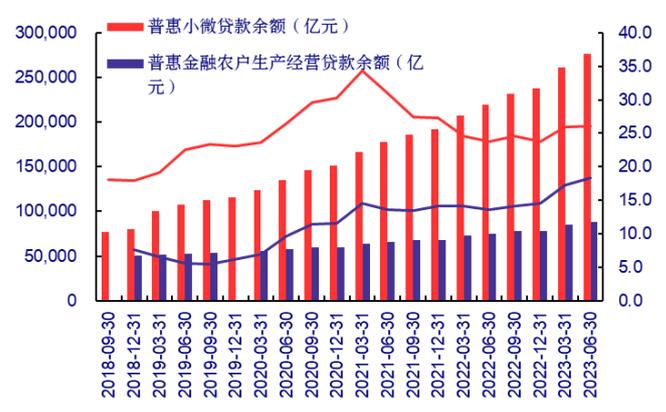
8. 积极发展普惠金融，大力支持小微企业、“三农”和精准脱贫等经济社会发展薄弱环节，着力解决融资难融资贵问题。一是加强对小微企业的金融服务支持，持续优化小微企业金融供给，强化小微企业贷款、利率等金融政策支持。二是加强对“三农”的金融保障，推动农村金融发展，提高农村信贷和保险服务水平，助力乡村振兴；同时推进金融精准扶贫，有效扩大扶贫资金覆盖面，加大扶贫力度，加快扶贫进度，2020年我国打赢脱贫攻坚战，金融服务继续发挥支持巩固作用，助力坚守乡村振兴“两条底线”。

图 54. 普惠小微贷款余额及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 55. 普惠金融农户生产经营贷款余额及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

| | |
|-------------------------------------------------------|----|
| 图 1. 思维导图：2023 年 10 月 31 日金融工作会议的布置的下一阶段三个方面重点工作..... | 3 |
| 图 2. 过去 6 年政策利率持续调降..... | 5 |
| 图 3. 过去 6 年存款准备金率持续调降..... | 5 |
| 图 4. 过去 6 年国债收益率中枢下行..... | 6 |
| 图 5. 过去 6 年贷款增速总体下行，社会融资对政府债依赖增加..... | 6 |
| 图 6. 金融结构各类贷款增速..... | 6 |
| 图 7. 银行房地产和基建类贷款占比..... | 6 |
| 图 8. 住房贷款利率再次降至历史低位，但住宅销售还没有明显回升..... | 8 |
| 图 9. 新开工面积和施工面积持续负增长，房地产投资仍有下行压力..... | 8 |
| 图 10. 地方债务（地方政府债+城投有息负债）规模和增速..... | 9 |
| 图 11. 各省市负债率和债务率指标..... | 9 |
| 图 12. 直接融资规模变化（万亿元）..... | 11 |
| 图 13. 直接融资存量和增量占社会融资增速比重（%）..... | 11 |
| 图 14. 科创板、创业板 IPO 数量（个）..... | 12 |
| 图 15. 创业板、科创板数量与市值在 A 股占比（%）..... | 12 |
| 图 16. 沪、深港通交易金额（亿元）..... | 12 |
| 图 17. 外资持股市值及占比（%）..... | 12 |
| 图 18. 权益类基金市场规模相对仍有增长空间（亿元）..... | 13 |
| 图 19. IPO 通过数量呈下降趋势（个）..... | 13 |
| 图 20. 十八大以来金融管理体制的党和国家机构改革图..... | 16 |
| 图 21. 2023 年 6 月末中国债务规模及杠杆率..... | 17 |
| 图 22. 中国地方政府债券发行额与地方政府债务余额..... | 17 |
| 图 23. 中国地方政府债券平均发行期限及利率..... | 18 |
| 图 24. 中国地方政府债券剩余平均年限及利率..... | 18 |
| 图 25. 城投债发行量、偿还量与净融资额(截至 2023-10-30)..... | 19 |
| 图 26. 城投债余额与存续债券只数(截至 2023-10-30)..... | 19 |
| 图 27. 中国各地区城投债存量规模及其增长率..... | 20 |
| 图 28. 商品房销售面积及销售额累计同比..... | 22 |
| 图 29. 70 个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比及环比..... | 22 |
| 图 30. 房地产行业营业收入同比增速..... | 22 |
| 图 31. 房地产行业归母净利润同比增速..... | 22 |
| 图 32. 房地产开发资金来源累计同比..... | 22 |
| 图 33. 房地产开发资金来源分项累计同比..... | 22 |
| 图 34. 地产信用债违约只数及发生金额..... | 23 |
| 图 35. 地产债信用利差走势..... | 23 |
| 图 36. 2023 年以来地产产业链涨跌幅..... | 24 |
| 图 37. 2023 年 1-10 月份 A 股股权融资规模行业分布..... | 26 |
| 图 38. 2023 年 1-10 月份 A 股 IPO 行业分布..... | 26 |
| 图 39. 2023 年以来 TMT 板块涨跌幅..... | 27 |
| 图 40. 2002-2012 年我国保费收入及增速情况..... | 31 |
| 图 41. 2004-2021 年我国保险深度和保险密度情况..... | 31 |
| 图 42. 2006-2012 年国有商业银行不良贷款率情况..... | 32 |
| 图 43. 2006-2012 年国有商业银行不良贷款规模情况..... | 32 |
| 图 44. 2005-2014 年我国城投平台有息债务余额及增速情况..... | 34 |
| 图 45. 增强人民币汇率双向浮动弹性..... | 34 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 46. 2016 年以来地方政府债务情况..... | 35 |
| 图 47. 债券余额占社会融资余额的比例持续增加 | 35 |
| 图 48. “资管新规”后理财产品余额显著下降..... | 35 |
| 图 49. “资管新规”后理财产品数量显著下降..... | 35 |
| 图 50. 2012 年以来美元兑人民币汇率情况 | 36 |
| 图 51. 人民币占全球外汇储备比重逐渐提升（%） | 36 |
| 图 52. 中国跨境贸易人民币业务结算金额（亿元） | 36 |
| 图 53. 人民币场外外汇成交额逐渐提升（百万美元） | 36 |
| 图 54. 普惠小微贷款余额及增速 | 37 |
| 图 55. 普惠金融农户生产经营贷款余额及增速 | 37 |

表格目录

| | |
|------------------------------------------------|----|
| 表 1: 财政部六大化债方式化解规模测算..... | 10 |
| 表 2: 2023 年以来资本市场相关政策一览..... | 13 |
| 表 3: 第十四届全国人民代表大会常务委员会第六次会议上国务院下一步金融工作考虑 | 14 |
| 表 4: 近年以来完善金融监管的主要措施..... | 15 |
| 表 5: 2022 年末各省份地方政府债务负担情况 | 18 |
| 表 6: 各省份城投债信用利差（BP） | 21 |
| 表 7: 地产产业链 PE 估值及分位数 | 24 |
| 表 8: 地产产业链 PB 估值及分位数 | 24 |
| 表 9: 地产产业链业绩表现..... | 24 |
| 表 10: TMT 板块 PE 估值及分位数..... | 27 |
| 表 11: TMT 板块业绩表现 | 27 |
| 表 12: 历次全国金融工作会议三大主线回顾 | 30 |
| 表 13: 中国多层次资本市场体系 | 37 |

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

高明：宏观分析师。杨超：策略分析师。吴京：政策分析师。张一纬：银行业分析师。詹璐：宏观分析师。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn