

首席宏观报告

中央金融工作会议的五个关注点

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

- 2023年10月30日至31日，中央金融工作会议在北京举行。
- 1、如何看待金融与实体经济的关系？会议肯定金融回归本源的成绩，也指出当前“金融服务实体经济质效不高”等问题。未来一段时间，强监管和防风险仍是重点工作，而“建设金融强国”，“金融高质量发展”等新提法，也为金融行业规范有序服务实体经济提出新要求。其中，**货币政策支持尤为重要**。从会议表述看，货币政策将继续着眼于“保持流动性合理充裕、融资成本持续下降”；以更加丰富的调控方式和手段“充实货币政策工具箱”，适应新时期的新特点，更好服务“重大战略、重点领域和薄弱环节”。
- 2、如何看待金融和房地产的良性循环？本次会议提出“建设金融和房地产良性循环”。金融资源过度流向房地产市场，或是对房地产企业避之不及，都不利于良性循环。可从以下角度入手：**一方面**，着眼于政策的优化调整，“纠偏”过紧政策，引导金融机构为民营企业的优质项目提供更多融资支持。这应是“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”的寓意所在。**另一方面**，在保障民生的同时，稳经济和稳房地产投资。我们前期测算表明，城中村改造对房地产投资的年均拉动规模在8000亿元左右，结合保障房及“平急两用”公共基础设施建设，将为新发展模式提供有力支持。此外，为解决需求不足问题，可以考虑由中央政府牵头设立住房专项保障基金，将包括房企风险项目在内的存量商品住宅转作保障房。
- 3、如何理解地方债务化解的长效机制？**首先**，覆盖范围不单是地方政府的“隐性债务”，亦囊括其“显性债务”，土地收入减少或使部分地区面临财政重整压力，需做好隐债和显债统筹平衡。**其次**，需着眼于遏制隐性债务增量，避免“化解一批又新增一批”的问题。**第三**，遏制增量不意味着财政的不作为，应调动地方财政稳增长的积极性，以资本市场为切入点加持“股权财政”同样重要。**最后**，央地财权事权关系调整优化也需提上日程。具体措施上：**一方面**，中央政府加杠杆、地方政府稳杠杆，以此“优化中央和地方政府债务结构”，有必要性，也有充分空间。**另一方面**，可从体制机制上入手，探讨逐步提高中央政府支出在公共预算支出中的占比，调高地方政府税收尤其是增值税和消费税的分享比例等优化措施。
- 4、如何看待中小金融机构的风险化解？会议提出“及时处置中小金融机构风险”，因其影响金融和信用体系，并涉及储户合法权益保护。截至去年末，央行评级的高风险金融机构有346家，较峰值水平减少近半，“十四五”期末高风险金融机构数量压降至200家以内的目标有望较好实现。
- 5、如何理解“活跃资本市场”？资本市场在优化资金供给，提供使用效率方面有独到优势。活跃资本市场有助于建设现代化产业体系、增加居民财产性收入，分散化解系统性风险。往后看，活跃资本市场不仅需要打破从经济到市场映射不够的体制机制障碍，更需巩固中国经济复苏势头，大力提振资本市场信心。

1、如何看待金融与实体经济的关系？

本次会议肯定了 2017 年以来金融回归本源的成绩，也提出“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”，要下定决心从根本上解决。未来一段时间，强监管和防风险仍是重点，而“建设金融强国”，“金融高质量发展”等新提法，也为金融行业规范有序服务实体经济提出新要求。

会议提出，“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”。从宏观政策到市场和机构建设，具体包括 7 个方面：1) 营造良好货币政策环境；2) 优化资金供给结构（更多资金用于科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业）；3) 优化融资结构（股票市场为主，也提及债券市场）；4) 完善机构定位（国有大机构做优做强，中小机构严格准入）；5) 强化市场规则；6) 健全法人治理；7) 着力推进金融高水平开放，确保国家金融和经济安全。

金融为实体经济高质量服务，离不开货币政策的支持。从本次会议的表述看，未来一段时间，货币政策的操作将继续着眼于“保持流动性合理充裕、融资成本持续下降”；以更加丰富的调控方式和手段“充实货币政策工具箱”，适应新时期的新特点，更好服务“重大战略、重点领域和薄弱环节”。

2、如何看待金融和房地产的良性循环？

金融资源过度流向房地产市场，或是对房地产企业避之不及，都不利于良性循环。房地产是重要的信用加速器。在 2021 年前的宽信用周期中，房地产企业相关融资和居民按揭贷款占据重要地位。这也造成资金的“脱实入虚”，2020 年末制造业中长期贷款在企业中长期贷款中的占比仅 7.7%，远低于房地产行业的 24.6%。2021 年以来，房地产贷款比例限制、“三条红线”等金融监管措施出台，叠加限售限购政策升级，市场进入调整，房企信用违约风险抬头，公开市场融资受阻。据中指研究院监测，2023 年 9 月房地产行业信用债融资 179.0 亿元，同比大幅下降 53.8%，环比下降 61.4%，其中民营及混合所有制企业融资规模仅 10 亿元。

为建设金融和房地产良性循环，本次会议提出“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”。具体或从以下角度入手：一方面，着眼于政策的优化调整，“纠偏”过紧政策，引导金融机构为民营企业的优质项目提供更多融资支持。另一方面，在保障民生的同时，稳经济和稳房地产投资。我们前期测算表明，城中村改造对房地产投资的年均拉动规模在 8000 亿元左右，结合保障房及“平急两用”公共基础设施建设，将为新发展模式提供有力支持。

我们认为，在居民购房观念转变、商品房销售中枢下移的当下，房地产行业走向良性循环，亟需解决需求不足的问题。可以考虑的是，中央政府牵头设立住房专项保障基金，将包括房企风险项目在内的存量商品住宅转作保障性租赁住房，以收“一箭三雕”之效。首先，可以快速形成保障性住房供给，并可通过拓宽议价空间减少投入成本。而解决农民工、新市民的住房困难问题，也有助于提升其消费倾向。其次，可与“保交楼”相结合，缓解其间的资金投入压力，减轻房地产企业的后顾之忧。最后，有助于为房地产市场提供增量需求，加快存量商品房去化节奏，提升房地产企业内生造血能力。

3、如何理解地方债务化解的长效机制？

本次会议提出“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。”7 月中央政治局会议提出“有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，10 月以来特殊再融资债券陆续发行、35 号文出台，短期内“置换+金融支持”的隐性债务化解思路逐步明晰。中长期看，房地产行业进入新发展模式，“土地财政”难以为继，结构转型期经济增长面临“阵痛”，为对冲地产下行压力，财政需更加积极有为，问题仍待解决。

对于“防范化解地方债务风险长效机制”，我们有以下理解。首先，覆盖范围不单是地方政府的“隐性债务”，亦囊括其“显性债务”。因地方政府专项债规模日益增长，而政府性基金收入承压，部分地区已接近于“专项债务付息支出超过当年政府性基金预算支出 10%”的红线，面临“财政重整”压力。其次，长效机制需着眼于遏制隐性债务增量，避免“化解一批又新增一批”的问题。第三，遏制增量不意味着财政的不作为，需调动地方财政稳增长的积极性，以资本市场为切入点加持“股权财政”同样重要。最后，央地财权事权关系的调整优化也需提上日程。近年来，一般公共预算中地方财政支出占总量的比

例高达 8 成，收入占比仅在 5 成左右。地方政府力争实现 GDP 的更快增长，却面临预算内财力不足问题，催生了地方政府隐性债务的扩张。**具体措施上**：一方面，中央政府加杠杆、地方政府稳杠杆，以此“优化中央和地方政府债务结构”，有必要性，也有充分空间。截至 2023 年三季度末，我国中央政府杠杆率仅 22.6%；地方政府显性债务杠杆率 31.2%，若叠加 50-60 万亿规模的隐性债务，地方政府广义杠杆率或可达到 80% 左右。从融资成本看，“隐形债务>>地方政府债>国债”。可“一步到位”将城投有息债务全部变为国债，我们以 2022 年末数据测算，预计每年可节省地方政府利息支出 1.3 万亿，节约比例达 45%。如此可以很大程度上缓解地方政府的财政困境，也可以促进形成政府低息举债的良性循环。**另一方面**，可从体制机制上入手，探讨逐步提高中央政府支出在公共预算支出中的占比，调高地方政府税收尤其是增值税和消费税的分享比例等优化措施。

4、如何看待中小金融机构的风险化解？

本次会议提出“**及时处置中小金融机构风险**”。今年 10 月 21 日，央行行长在全国人大常委会做国务院关于金融工作情况的报告，也提及“有序化解高风险中小金融机构风险，推动兼并重组，该出清的稳妥出清”。

中小银行是银行系统的薄弱环节，普遍存在公司治理不规范、内控体系不健全、风控制度执行缺位、股东资质良莠不齐等问题。中小银行风险涉及储户合法权益的保护，事关社会稳定，其风险蔓延可能引发局部性金融风险，冲击我国金融和信用体系。根据 2022 年四季度央行金融机构评级结果，4368 家参评机构中高风险金融机构数量降至 346 家，相比于 2019 年第三季度的 649 家峰值水平减少近半。在此期间，监管部门、地方政府及金融机构以“**问题股东出清、不良资产剥离、发行专项债、协议存款转股**”等方式化解高风险金融机构风险，已积累了相当的经验，“‘十四五’期末高风险金融机构数量压降至 200 家以内”的目标有望较好实现。

5、如何理解“活跃资本市场”？

本次会议再提“活跃资本市场”。2023 年 7 月中央政治局会议提及“活跃资本市场”后，证监会等部门已推出减半征收证券交易印花税、规范股份减持、调降融资保证金比例、以及优化 IPO、再融资监管安排等一系列举措，但资本市场表现却不尽如人意，需进一步提振。**我们认为，“活跃资本市场”在宏观层面具备三重意义：**

一是，资本市场在优化资金供给、提供资金使用效率方面有独到优势。不同类型产业所需的资金性质各不相同，直接融资能够为新兴产业的发展提供有力支持。活跃资本市场有助于实现本次会议提出的“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”的目标。二十大提出建设现代化产业体系，也需充分发挥多层次资本市场的功能，为实体经济提供更为高效的金融服务。

二是，活跃资本市场有助于增加居民财产性收入，改善收入分配格局。2022 年，中国居民财产性收入在人均可支配收入中的占比仅 8.7%，低于美国、加拿大、英国、德国、澳大利亚等主要发达国家的水平。2023 年前三季度，居民可支配收入增速 6.3%，随就业和经济的复苏逐步改善，但财产性收入的增速却只有 3.7%，弱于总体表现。近年来我国居民资产配置过于集中在住房领域，在房地产价格趋稳的情况下，活跃资本市场有助于居民优化资产配置，增加居民财产性收入，同时增加社保长期资金的投资收益，改善收入分配格局。

三是，活跃资本市场有助于分散化解系统性风险。一方面，国际金融危机后，中国金融资产的风险越发向银行部门集中，资本市场通过扩大股权融资规模、丰富风险管理工具等手段，可以缓解高杠杆风险，对提升中国经济运行的稳定性具有重要的现实意义。**另一方面**，活跃资本市场有助于提升定价效率，给予国有资产合理的估值水平，帮助政府性基金有序退出，从而促进“土地财政”向“股权财政”和“产业财政”转型。

往后看，活跃资本市场不仅需要打破从经济到市场“映射”不够的体制机制梗阻，更需巩固中国经济复苏势头，大力提振资本市场信心。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层