



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:魏冉
SAC 登记编号:S1340123020012
Email:weiran@cnpsec.com

近期研究报告

《经济景气季节性回落，基建消费持续恢复》 - 2023.11.01

宏观研究

金融系统由“大”到“强”，资本市场向实演进

● 核心观点

本次中央金融工作会议的召开定调未来一段时期的金融工作，在建设金融强国的政策目标下，以全面加强监管、防范化解风险为重点进一步弥合了金融好与实体强之间的裂痕。未来的资本市场将难再现单纯的“水牛”，金融服务实体也意味着资本市场将完全进入“向实”的队伍，也即意味着未来的“市场牛”将由“实体牛”带动，“市场牛”将更扎实可靠。

短期内可关注，央行货币政策对国债增发的对冲工具，2024年赤字率目标是否突破3%的上限管理，以及保障房扩规模带来的相关产业链投资机会。

● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中央金融工作会议 10 月 30 日至 31 日在北京举行，学习新闻通稿，总体感觉强调了四个字“脱虚向实”。具体体现为以下三点：

第一，政策总基调金融服务实体经济，相得益彰。作为对未来数年金融工作进行顶层设计的会议，对政策总基调的把握是理解会议精神的核心。正确认识当前的金融行业形势是定调未来政策的基础，会议剖析当前金融系统存在的问题，指出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。针对问题，会议强调，当前和今后一个时期，……以加快建设金融强国为目标，以推进金融高质量发展为主题，以深化金融供给侧结构性改革为主线，以金融队伍的纯洁性、专业性、战斗力为重要支撑，以全面加强监管、防范化解风险为重点。首次提出了“建设金融强国”，与教育强国、科技强国、人才强国、文化强国、体育强国相匹配，明确未来金融工作的总目标。在总目标下，主线是金融供给侧结构性改革，重点是强监管、防风险。

回顾历次金融工作会议的政策目标和政策工具，1997 年 11 月 17 日至 19 日首次召开全国金融工作会议，是在亚洲金融危机的风暴中，因此会议着眼于整顿金融秩序。议题是，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。当时，金融领域存在的问题……主要是金融体制还不能适应经济改革和发展新形势的要求，金融法制不健全，金融监管薄弱，金融秩序比较混乱，乱办金融的现象较为严重，一些金融机构违法违规经营。针对问题，会议要求，力争用 3 年左右时间大体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，显著提高金融业经营和管理水平，基本实现全国金融秩序明显好转，化解金融隐患，增强防范和抗御金融风险能力，为进一步全面推进改革开放和现代化建设创造良好的条件。因此，**这一次金融工作会议的政策目标是建立与社会主义市场经济发展相适应的金融体系，政策抓手是深化改革、整顿金融秩序、防风险。这是金融系统的初建阶段。**

2002 年 2 月 5 日至 7 日举行的全国金融工作会议，则以中国加入 WTO 为背景，因此会议重点落在增强我国金融业竞争力。以加强金融监管、深化金融改革、

防范金融风险、整顿金融秩序、改善金融服务为主题。指出，金融领域还存在一些亟待解决的问题，主要是金融监管薄弱；金融企业经营机制不健全，管理松懈；社会信用观念淡薄，金融企业的合法权益得不到有效保护；金融专业人才不足，金融服务水平和创新能力较低；金融市场秩序混乱的情况在一些方面仍然存在。会议部署，进一步加强金融监管，深化金融企业改革，改进金融服务，整顿金融秩序，防范和化解金融风险，维护国家金融安全，促进国民经济持续快速健康发展。“十五”期间金融工作的主要任务是，进一步完善现代金融机构体系、市场体系、监管体系和调控体系，努力实现金融监管和调控高效有力，金融企业经营机制健全、资产质量和经营效益显著改善，金融市场秩序根本好转，金融服务水平和金融队伍素质明显提高，全面增强我国金融业竞争力。因此，此次会议的政策目标是全面增强我国金融业竞争力，政策抓手是加强监管、推进国有独资商业银行的综合改革、农村信用社改革、规范和发展证券市场、建设一支高素质的金融人才队伍。这是金融系统完善与应对全球性危机的强化阶段。

2007年1月19日至20日举行的全国金融工作会议，指出当前金融领域仍存在不少矛盾和问题，主要是金融体系不健全，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，金融风险隐患还不少。要着力抓好以下几项工作：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，构建多层次金融市场体系；全面发挥金融的服务和调控功能，促进经济社会协调发展；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。本次会议上，时任国务院总理温家宝出席会议并作重要讲话。对下一阶段金融工作的部署重点落在深化国有银行改革、发展资本市场和保险市场上。

2012年1月6日至7日召开的全国金融工作会议，指出我国金融领域还存在一些突出问题和潜在风险。金融机构经营方式总体粗放，公司治理和风险管理仍存在不少问题，农村金融和中小金融机构发展相对滞后，金融监管能力有待提升，信贷政策与产业政策结合得还不够紧密，对实体经济的支持还不够及时有力。会议强调，坚持金融服务实体经济、坚持市场配置金融资源、坚持创新与监管相协调、坚持把防范化解风险作为金融工作生命线、坚持自主渐进安全共赢的开放方针。具体工作强调为经济社会发展提供更多优质金融服务，深化改革，加强和

改进金融监管,防范化解地方政府性债务风险,加强资本市场和保险市场建设等。本次会议上,时任国务院总理温家宝出席。**对比前两次会议,2007年及2012年会议更加强调金融服务实体经济,基调更加温和。**

2017年7月14日至15日召开的全国金融工作会议,是在国内外政治经济形势均发生明显转变的背景中召开,会议焦点落在回归本源,重塑金融体系。会议强调,保障国家金融安全,促进经济和金融良性循环、健康发展。提出做好金融工作四原则:回归本源,服从服务于经济社会发展;优化结构,完善金融市场、金融机构、金融产品体系;强化监管,提高防范化解金融风险能力;市场导向,发挥市场在金融资源配置中的决定性作用。强调,要以强化金融监管为重点,要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置。**与此前会议在金融体系内部的政策部署不同,此次会议将政策目标提升至确保国家金融安全,强化监管、防范化解风险的紧缩意味十分明显。这是金融系统面对外部挑战的查漏补缺阶段。**

对比来看,2023年召开的中央金融工作会议在层级上进一步提高到了中央层面,同时,对未来金融工作的政策目标提升至与建设社会主义现代化强国相匹配的金融强国。与2017年相比,工作重点在全面加强监管以外,更强调金融系统由“大”到“强”,同时辅助实体经济实现高质量发展。

第二,具体到当前金融领域的工作,货币政策保持了连贯性。会议强调,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。作为对比,今年7月24日召开的中共中央政治局会议提到,要精准有力实施宏观调控,加强逆周期调节和政策储备。9月25日召开的中国人民银行货币政策委员会2023年第三季度例会提到,加大宏观政策调控力度,精准有力实施稳健的货币政策。2023年国务院关于金融工作情况的报告提到,把握好逆周期和跨周期调节。因此,本次会议对于货币政策的部署可以说与前期政策一脉相承。具体到货币政策工具,中国人民银行货币政策司司长邹澜提到,将健全中国特色现代货币政策框架,加快现代中央银行制度建设,健全货币政策和宏观审慎政策“双支柱”调控框架。完善基础货币投放和货币供应调控机制。准确把握货币总闸门的新规律、新特点,管好货币总闸门。做好结构性的有增有减,而不是一味的大水漫灌,其增减的依据即是经济转型升级的结构性需求。

第三，本次会议最值得关注的更新内容有三点：防范化解地方债务风险、房地产发展新模式，以及资本市场。首先，关于资本市场，会议提到，更好发挥资本市场枢纽功能。刘鹤在《加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局》一文中强调，金融是实体经济的血脉。坚持以服务实体经济方向，对金融体系进行结构性调整，大力提高直接融资比重，改革优化政策性金融，完善金融支持创新的政策，发挥资本市场对于推动科技、资本和实体经济高水平循环的枢纽作用，提升金融科技水平。他在《必须实现高质量发展》一文中进一步指出，资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要坚持“建制度、不干预、零容忍”的方针，打造规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，使之成为推动科技创新和实体经济转型升级的枢纽。因此，在活跃资本市场以外，本次会议要求更好发挥资本市场枢纽功能，明确了政策通过提升资本市场活跃度，以服务科技创新、实体经济转型升级的目标。而政策工具包括：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。金融持续回归本源。

其次，关于防范化解地方债务风险，会议提到，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。今年在中央预算调整后，全国财政赤字将由 38800 亿元增加到 48800 亿元，预计赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右，达到历史最高。在化解地方政府隐性债务的背景下，“优化中央和地方政府债务结构”可能意味着，明年财政赤字安排可能突破 3% 的上限，以达到央地财政，财力、事权相匹配的财政收支运行模式，即实质性的向央地财权事权相匹配过渡。

再次，关于房地产市场，会议提到，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。根据克而瑞，房企历月累积国内贷款同比降幅维持在约 10% 左右，更强调维持存量规模，房企从商业银行融资的渠道仍相对收紧。前 9 月到位资金中利用外资规模仅 36 亿，累积同比下滑 40%，无论是下滑幅度还是绝对规模均处于历史低位，2023 年境外融资环境仍然冰封。前 9 月房地产开发企业到位资金（自筹资金）达 31252 亿元，同比下降 21.8%，自筹资金的下滑一方面体现房

企的大股东对企业的资金支持相对有限；另一方面也体现从资本市场的融资渠道也未有打通。整体看，2023 年前三季度房地产企业整体资金压力仍然较大，融资渠道方面依然受限。而本次会议强调一视同仁满足房企合理融资需求，有助于从融资渠道角度推动房企债务压力缓解。同时，会议强调，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。8月25日，国务院常务会议审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》，指出，要做好保障性住房的规划设计，用改革创新的办法推进建设，确保住房建设质量，同时注重加强配套设施建设和公共服务供给。据经济观察网，《关于规划建设保障性住房的指导意见》近期已传达到各城市人民政府、各部委直属机构。提出保障性住房建设和筹集、保障对象和标准、配售和管理、支持政策等方面的基本原则，具体执行办法由各地城市政府制定。明确了两大目标，一是加大保障性住房建设和供给，“让工薪收入群体逐步实现居者有其屋，消除买不起商品住房的焦虑，放开手脚为美好生活奋斗”；二是推动建立房地产业转型发展新模式，让商品住房回归商品属性，满足改善性住房需求，促进稳地价、稳房价、稳预期，推动房地产业转型和高质量发展。在本次会议强调加快保障性住房等“三大工程”建设后，保障房存在扩规模的可能。

综上，本次中央金融工作会议的召开定调未来一段时期的金融工作，在建设金融强国的政策目标下，以全面加强监管、防范化解风险为重点进一步弥合了金融好与实体强之间的裂痕。未来的资本市场将难再现单纯的“水牛”，金融服务实体也意味着资本市场将完全进入“向实”的队伍，也即意味着未来的“市场牛”将由“实体牛”带动，“市场牛”将更扎实可靠。

短期内可关注，央行货币政策对国债增发的对冲工具，2024年赤字率目标是否突破3%的上限管理，以及保障房扩规模带来的相关产业链投资机会。

风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048