



2023年11月1日

稳增长、防风险并进助力预期改善 ——近期宏观政策梳理与解读

毛磊 投资咨询从业资格号：Z0011222 maolei013138@gtjas.com

王笑 投资咨询从业资格号：Z0013736 wangxiao019787@gtjas.com

报告导读：

■ 摘要：

近期，伴随万亿特别国债落地、赤字率提高，以及中央金融工作会议召开，政策面新的内容纷至沓来。政策面延续了年中以来提升稳增长权重的基调，并在财政端拓展深化，助力“宽货币”向“宽信用”的畅通传导。而此次中央金融工作会议也进一步明确了强化金融监管，防范化解金融风险的方向，透露出诸如地方债、房地产长效机制建立新框架的信号，有利于改善市场预期。

(正文)

1. 中央金融工作会议：加快建设金融强国，加强金融监管

会议级别提升，强调加强党的领导。对于此次中央金融工作会议，首先，会议将此前五年一届的“全国金融工作会议”改名为“中央金融工作会议”，级别提升。这也与2023年3月组建的中央金融工作委员会相匹配。在会议中也体现出高层对金融工作的重视，“加强党中央对金融工作的集中统一领导”，提高政治站位，“深刻把握金融工作的政治性、人民性”。

内容基调有延续。在此次中央金融工作会议前的10月21日，央行行长在第十四届全国人大常委会第六次会议做的《国务院关于金融工作情况的报告》中提到六方面的“下一步工作考虑”，包括继续实施稳健的货币政策、全面加强和完善金融监管、持续提高金融服务实体经济的能力、不断深化金融改革和对外开放、积极稳妥防范化解金融风险、着力维护金融市场稳健运行，对比此次会议来看，也有一些类似的提法。

重点内容方面。后期金融工作的重点任务主要有：加快建设金融强国(此会议上首提)、全面加强金融监管(提升金融组织架构级别本身也有加强监管，防范金融风险的意图)，更好服务实体经济。

对于**金融如何服务实体经济**，会议除了提到金融本身在打造现代金融机构和市场体系中的作用以外，还明确金融资源的倾斜方向，侧重助力“高质量发展”。提到要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；做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。

在**加强监管、防范风险方面**，提到“切实提高金融监管有效性，依法将所有金融活动全部纳入监管，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，消除监管空白和盲区”。在风险处置和防范方面，提出要关注地方债务，房地产企业，中小金融机构风险处置，防范风险跨市场、跨境传递共振，外汇市场管理几个重点领域。并前瞻性地提出长期解决和防范之道，提出建立防范化解地方债务风险的“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”等内容。后期，也不排除落地更进一步的地方举债机制、框架类的顶层设计。

针对**如何打造现代金融机构和市场体系**，提到优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能，要推动股票发行注册制走深走实，发展多元化股权融资。我们看到证监会随后已就更好发挥资本市场枢纽功能召开会议进行传达。针对**金融机构发展而言**，会议提出“培育一流投资银行和投资机构”，“促进债券市场高质量发展”，强调发挥保险业的经济减震器和社会稳定器功能。

落地到诸如**货币政策领域**，一方面，提到“更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱”；另一方面，结合央行货币政策司司长邹澜对该会议的解读“坚决不能让老百姓的票子变‘毛’，要守护好老百姓手里的钱袋子”，政策也不会大水漫灌。

地产领域，此前在724政治局会议中关于房地产领域的政策表述，增加了“构建房地产领域新模式”的提法。此次中央金融会议也未提“房住不炒”，而是提到“加快保障性住房等‘三大工程’建设，构建房地产发展新模式”。后期，市场将期待“房地产发展新模式”的正式官宣落地(不排除在三中全会等重要会议上宣布)。此外，在稳地方方面，提到“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”等内容，结合央行行长10月21日报告内容提到“稳妥化解大型房地产企业债券违约风险”，有利于改善市场对房企债务风险担忧的预期。

此外，其他一些**热点领域继续提及，也有一些新的提法**。如对市场关注的热点诸如“活跃资本市

场”，金融高水平开放，“拓宽银行资本金补充渠道”都有提及。

表 1：中央金融工作会议：加快建设金融强国，全面加强金融监管

领域	中央金融工作会议主要内容	
会议议题	总结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。	
经济金融背景	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。	
总体原则	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。	
具体部署	服务实体经济	1. 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。2. 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， <u>确保国家粮食和能源安全等</u> 。盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率。做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。3. 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。
	防范和化解金融风险	依法将所有金融活动全部纳入监管，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，消除监管空白和盲区，严厉打击非法金融活动。及时 <u>处置中小金融机构风险</u> 。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。
	房地产	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，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。
	资本市场建设	1. 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。2. 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。3. 促进债券市场高质量发展。4. 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。5. 着力做好当前金融领域重点工作，加大政策实施和工作推进力度，保持流动性合理充裕、融资成本持续下降，活跃资本市场。
	汇率	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。
	金融对外开放	1. 要着力推进金融高水平开放，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。2. 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。

资料来源：新华社、国泰君安期货研究

表 2：关注二十届三中全会的召开

历届三中全会召开时间	历届三中全会内容
1998年10月12-14日十五届三中全会	通过《中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定》，提出了到2010年建设有中国特色社会主义新农村的奋斗目标，确定了实现这些目标必须坚持的方针；并强调要长期坚持以家庭承包经营为基础、统分结合的经营制度。
2003年10月11-14日十六届三中全会	通过《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，提出使股份制成为公有制的主要实现形式，首次提出建立现代产权制度，并明确法律没有明令禁止的领域非公有经济都可以进入，以及深化国有企业改革、深化农村改革等。
2008年10月9-12日十七届三中全会	通过《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》，提出必须毫不动摇坚持以家庭承包经营为基础、统分结合的双层经营体制，健全严格规范的农村土地管理制度，建立现代农村金融制度，积极发展现代农业，加快发展农村公共事业。
2013年10月29日政治局会议	政治局召开会议讨论十八届二中全会以来中央政治局工作，研究全面深化改革重大问题，决定十八届三中全会于11月9日至12日召开。
2013年11月9日至12日十八届三中全会	内容：通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，对改革进行整体系统部署，不仅是经济体制改革，还包括政治、文化、社会、生态文明体制改革等多方面。公报指出，要坚持公有制经济的主体地位，让市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用，建立事权和支出责任相适应的财税制度，并建立城乡统一的建设用地市场。
2018年2月26日至28日十九届三中全会	2018年2月24日政治局会议决定2018年2月26日至28日在北京召开中国共产党第十九届中央委员会第三次全体会议。本次三中全会审议通过了《中共中央关于深化党和国家机构改革的决定》和《深化党和国家机构改革方案》。

资料来源：共产党员网、国泰君安期货研究

2. 稳增长在财政端发力，风险偏好改善的积极因素亦在积累

稳增长方面，724 政治局会议更加重视稳增长之后，8 月、9 月货币政策宽松密集落地，财政方面以地方化债为主(特殊再融资债券于 9 月 26 日重启发行后，目前公告累计发行的规模已达一万亿左右)；而进入 10 月，财政在稳增长端开始发力，并主要通过中央加杠杆的方式落地，即增发一万亿特别国债、提高赤字至 3.8%、提前下达地方新债限额等。我们认为，此前一系列“宽货币”的宽松动作，在地产周期下行的环境之下，缺乏“宽货币”向“宽信用”畅通传导的渠道(详见我们在 10 月 17 日的专题报告《地产周期换挡影响与宽信用进程展望》)，而中央政府加杠杆“宽财政”的举措，有利于弥补信用端的缺失，更好稳定宏观经济预期与助力实体经济走稳。

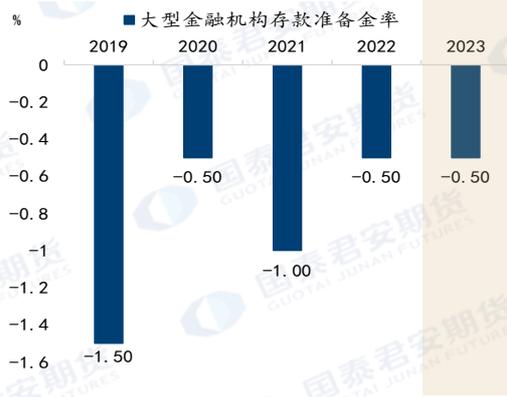
表 3：政策组合拳持续发力

领域	板块	时间	内容
货币 政策	降息	2023/8/15	OMO和MLF首次不对称降息操作
		2023/8/21	中国“非对称降息”，一年期LPR降10个基点，五年期LPR意外维持不变
		2023/9/15	14天逆回购利率从2.15%降至1.95%，下降20个基点，为2022年9月以来首次下降
	降准	2023/9/15	央行决定于2023年9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点
		2023/8/16	央行增加支农支小再贷款额度350亿元，支持灾后重建金融服务工作
	信贷	2023/8/18	中国人民银行、金融监管总局、证监会联合召开金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议，强调加大贷款投放力度
		汇率	2023/9/1
财政 政策	稳增长	2023/10/24	增发1万亿特别国债、财政赤字率由3%提高到3.8%左右、提前下达地方新债限额
		2023/8/21	央行和财政部酝酿第四轮债务置换方案，1.5万亿特殊再融资债券或启动
	化债	2023/10月	截至10月19日，全国已有二十地公告发行特殊再融资债，共计发行特殊再融资债券总额超9000亿元
	降税	2023/8/25	财政部发布《关于加强财税支持政策落实 促进中小企业高质量发展的通知》，提出全面落实对小微企业的精准税费优惠政策
		2023/8/31	提高个人所得税专项附加扣除标准
资本 市场	活跃市场	2023/8/18	沪深北交易所进一步降低证券交易经手费
		2023/8/18	证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问。一揽子政策措施从投资端、融资端、交易端等方面入手，具体包括加快投资端改革、提高上市公司投资吸引力、优化完善交易机制等六大举措，共25项具体改革措施
		2023/8/27	权益市场“四箭齐发”：降印花税、优化IPO、调降融资保证金比例、规范减持等利好政策出台
	长期 资金 入市	2023/8/18	证监会召开证券投资基金私募机构座谈会
		2023/8/24	证监会召开机构投资者座谈会，全国社保基金理事会和部分大型银行保险机构主要负责人参会，就共同引导更多中长期资金入市、推进中国特色现代资本市场建设等问题进行了深入交流探讨
		2023/8	中国公募基金和券商响应号召重启自购潮
		2023/10月	中央汇金增持四大行，10月23日又买入交易型开放式指数基金(ETF)，并表示将在未来继续增持
2023/10/30	财政部加强国有商业保险公司长周期考核		

资料来源：国泰君安期货研究

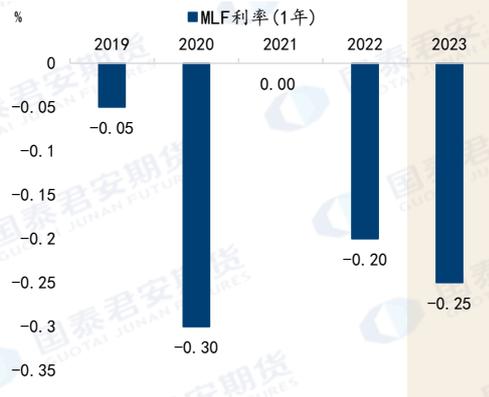
“宽货币”继续发力，货币政策力度匹配甚至超过去年。具体来看，①2023 年降低存款准备金率两次(3 月、9 月各下调一次)；2022 年也降准两次。②2023 年 6 月以来，7 天逆回购(6 月、8 月)下调两次；③14 天期逆回购(9 月)下调一次；④隔夜、7 天、一个月期 SLF 在 6 月、8 月各下调一次；⑤一年期 MLF 在 6 月、8 月各下调一次；⑥一年期 LPR 在 6 月、8 月降息，5 年期 LPR 在 6 月降息。

图 1：2023 年降准两次



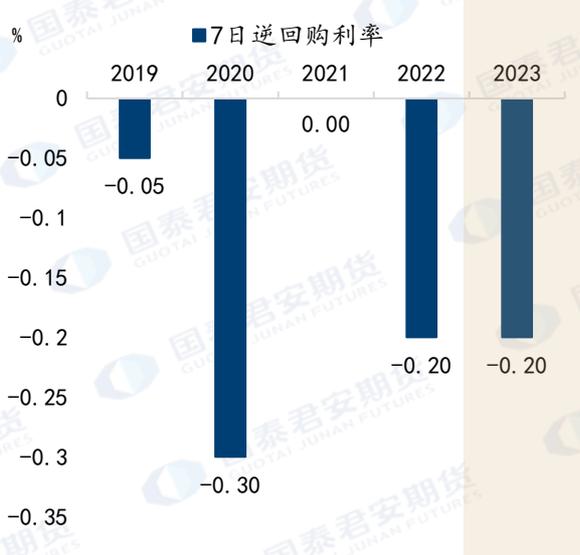
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 2：2023 年 MLF 降息两次，累计降幅大于 2022 年



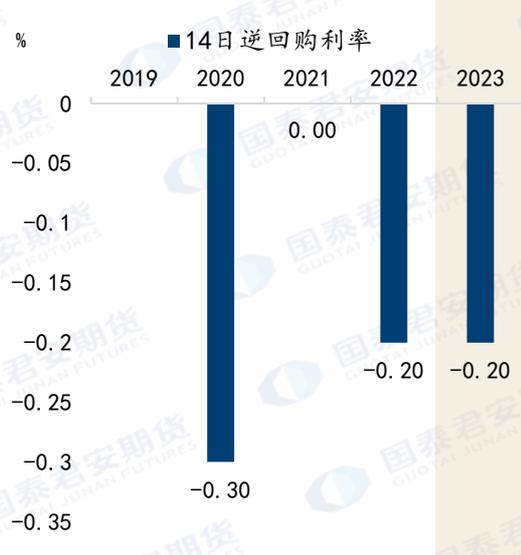
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 3：逆回购利率降息幅度持平于 2022 年



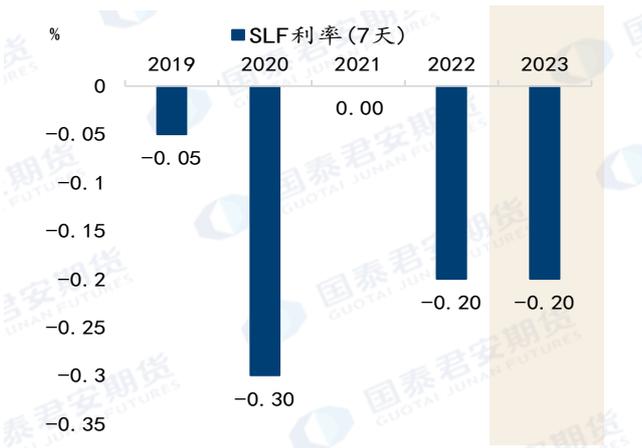
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 4：9 月 14 天期逆回购利率降息 20bp



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 5： 各期限 SLF 利率降息



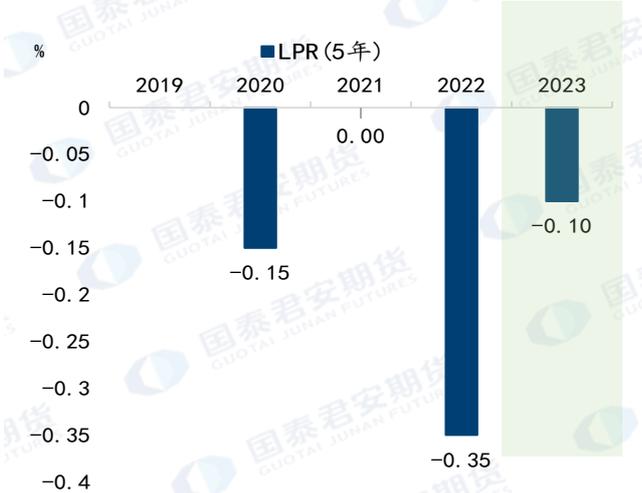
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 6： 1 年期 LPR 降息幅度大于 5 年期



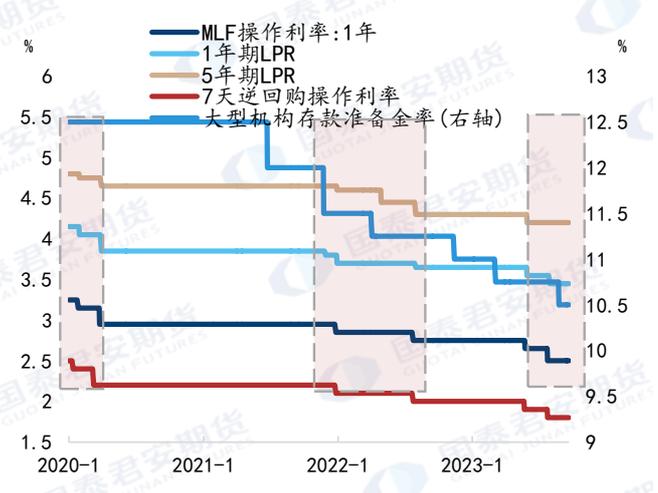
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 7： 5 年期 LPR 调降幅度较小



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 8： 6 月以来宽松速度加快



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

此外，地缘方面看有望改善风险偏好。消息面来看，近期中美互动频繁，双边关系出现改善势头。目前市场高度关注在 11 月 15 日在美国旧金山召开的 APEC 会议上双方的互动情况，关注进一步提振市场预期可能性。

表 4：地缘博弈出现缓和，关注 11 月旧金山“APEC 峰会”

日期	事件
2023/2/18	王毅就飞艇事件向美方表明立场
2023/4/12	美商务部新增 12 家中国实体入实体清单
2023/4/14	美国宣布制裁参与贩运芬太尼的中国企业和个人
2023/4/19	美国将四家中国公司加入 SDN 名单
2023/4/27	美国国家安全顾问：对华关系要“去风险”而非“脱钩”
2023/5/2	美国驻华大使尼古拉斯·伯恩斯坦周二表示，美国“准备好与中国对话”，并表示希望北京“在这方面与我们相向而行”。
2023/5/8	秦刚会见美国驻华大使伯恩斯坦。
2023/5/11	王毅同美国总统国家安全事务助理沙利文在奥地利维也纳举行会晤
2023/5/21	拜登称中美关系将“很快”改善
2023/5/25	25 日至 26 日，商务部部长王文涛赴美国参加亚太经合组织贸易部长会议，期间将与美国商务部部长雷蒙多、美国贸易代表戴琪分别举行会谈
2023/6/16	国家最高领导人会见美国盖茨基金会联席主席比尔·盖茨。
2023/6/18	美国国务卿布林肯于 6 月 18 日至 19 日访华。访华期间，中国国家主席于 6 月 19 日礼节性会见。
2023/7/13	王毅、布林肯于 7 月 13 日在东盟外长会期间于印尼雅加达会晤
2023/7/16	经中美双方商定，美国总统气候问题特使约翰·克里于 7 月 16 日至 19 日访华。此行是克里作为美国总统气候问题特使第三次访华，也是中美今年以来首次进行面对面气候问题磋商。
2023/7/18	国务院总理、王毅先后会见美国总统气候问题特使克里。
2023/7/18	国家领导人、政治局委员、中央外办主任王毅、国务委员兼国防部长李尚福会见美国前国务卿基辛格。
2023/8/9	拜登政府发布范围较窄的中国投资限制令，将规管美国对中国一些半导体、量子计算和人工智能公司的投资。
2023/8/27	美国商务部部长吉娜·雷蒙多于 8 月 27 日至 30 日访华。总理、副总理、中美经贸中方牵头人、商务部长分别会见雷蒙多
2023/9/16	当地时间 9 月 16 日至 17 日，中共中央政治局委员、中央外办主任王毅同美国总统国家安全事务助理沙利文在马耳他举行了新一轮战略沟通。
2023/9/19	韩正会见美国国务卿布林肯。
2023/9/22	中美双方商定，成立经济领域工作组，包括“经济工作组”和“金融工作组”。
2023/9/26	韩正在北京会见美国前财长保尔森。
2023/10/7	7 日下午，美国国会参议院多数党领袖舒默率两党参议员代表团抵达上海，随后国家最高领导人与其在北京会谈。
2023/10/14	外交部长王毅应约同美国国务卿布林肯通电话，双方就巴以问题进行通话。双方还就中美关系简要交换了意见。美国收紧尖端芯片对华出口管制。美国商务部延长并更新了最初在 2022 年 10 月出台的全面出口管制，以求跟上技术进步，加大企业“打擦边球”的难度。
2023/10/18	国家最高领导人会见美国加利福尼亚州州长纽森。
2023/10/25	中美金融工作组举行第一次会议，此次会议由中国央行和美国财政部副部长级官员共同主持，国家金融监管总局、中国证监会以及美联储、美国证券交易委员会等相关部门参会
2023/10/26	外交部长王毅访美，会见总统拜登、布林肯。王毅表示，推动中美关系尽快回到健康、稳定、可持续发展轨道。

资料来源：公开资料、国泰君安期货研究

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行做出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。