

证券研究报告
2023年11月27日
宏观



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

服务实体，创新发展

——2023年中央金融工作会议解读

分析师：胡月晓 SAC编号：S0870510120021

本期视点/主要观点 (2023年11月)

会议背景：中国经济韧性中走稳，金融市场平稳中风险防控重要性提升。

疫情后中国经济走势平稳，增长韧性中面临结构转型；受楼市运行形势变化影响，金融市场债务防控重要性提升。西方经济体面临高通胀，普遍采用了高利率政策，中外金融形势差异性较大。中国货币政策在实践中突破了总量调整限制，形成了融资结构定向调整的结构化调控发展体系。

会议解析：把握形势，找准定位，创新发展。

会议分析了中国金融高质量发展面临的形势，部署了当前和今后一个时期的金融工作，为金融未来发展指明了前进方向、凝聚了信心力量。会议坚持金融服务实体经济的根本宗旨，明确走中国特色创新发展道路模式，指明金融发展任务是为经济发展提供高质量金融服务，坚持了稳健发展的工作总基调，指出了做好金融工作的根本保证，即党中央对金融集中统一领导。

政策展望：降准、降息仍有可能。

按照我们的货币“二分法”分析框架，当前世界经济和国际金融形势的变化，或推动中国货币进一步朝“便宜”货币和流动性分布调整方向努力。虽然海外利率较高，但在双循环背景下，国内经济发展在货币环境上仍需要降准、降息的配合。随着海外主要经济体加息进程进入尾声，中国经济运行的国内外环境改变，2024年中国降准、降息或仍在途。

风险提示：俄乌冲突、中东冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。



目录

Content

- 一、形势背景：风险攻坚战
- 二、金融工作会议解析
- 三、未来政策判断
- 四、风险提示

目录

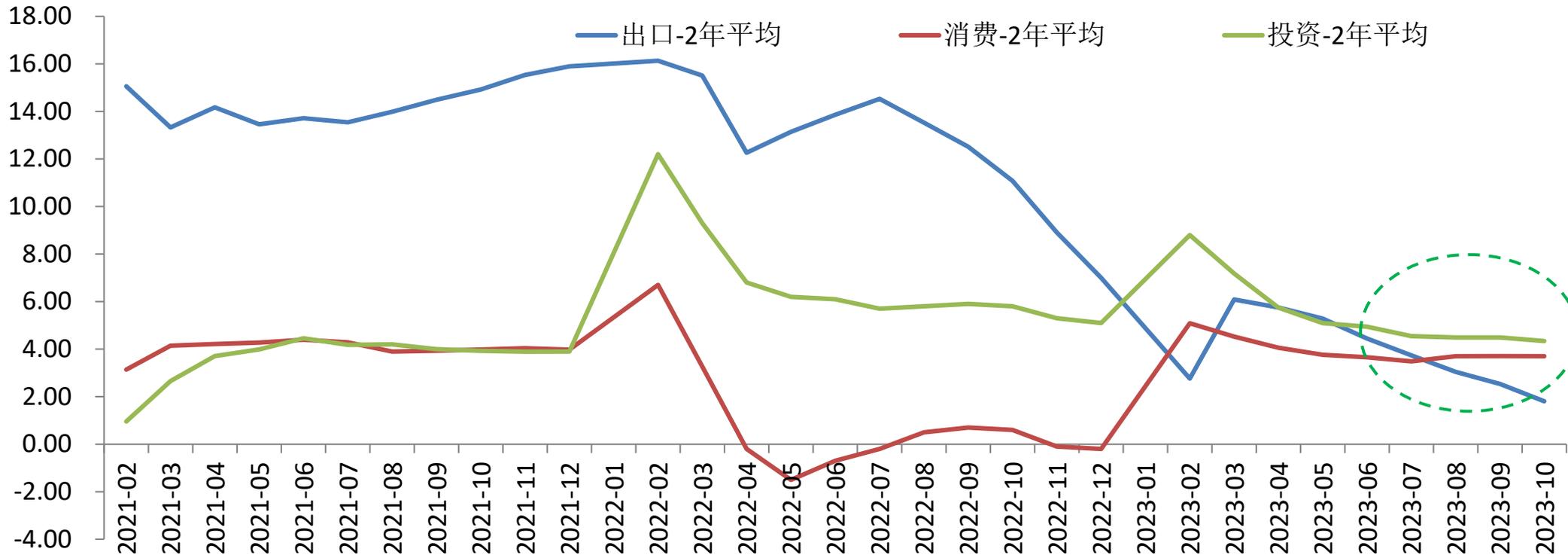
一、形势背景：风险攻坚战

1. 中国经济缓复苏
2. 国际金融形势差异化发展
3. 楼市调整下风险压力升
4. 货币政策的结构化倾向

1.1 中国经济增长：平稳中缓复苏

- ◆ 需求偏软，增长平稳。
- ◆ 经济整体延续疫情后的缓复苏态势。

图1 中国经济增速变化（累计同比，%/月）



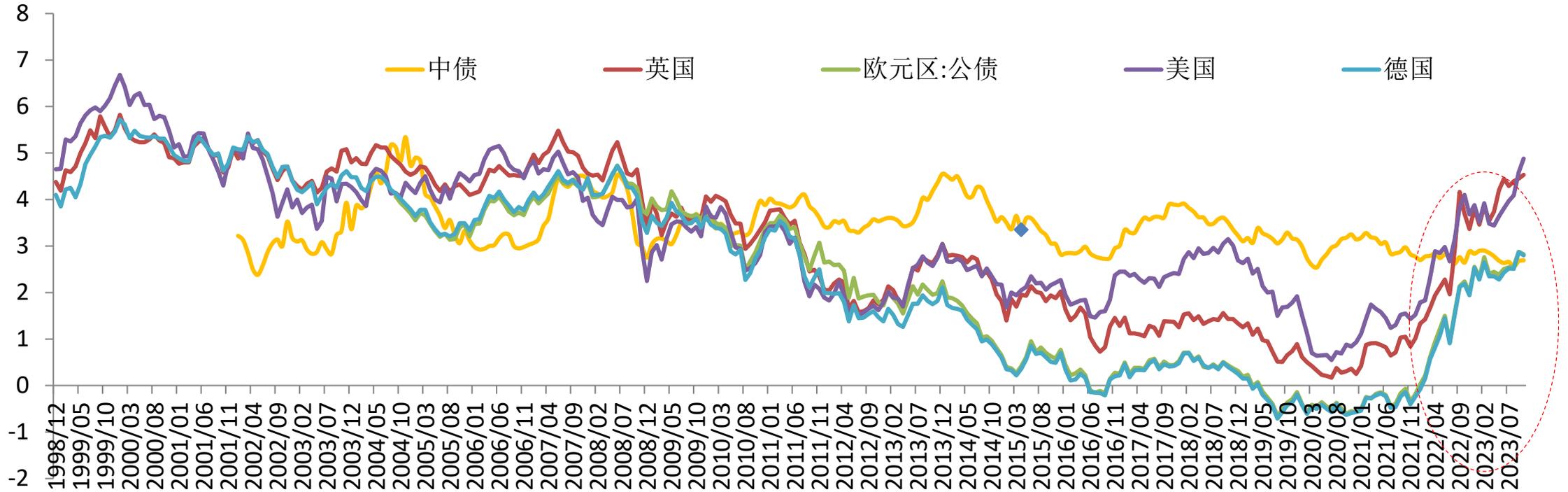
资料来源: wind, 上海证券研究所



1.2 中外金融形势差异显著

- ◆ 海外西方发达经济体受通胀影响，普遍进入了快速加息进程。
- ◆ 中国物价平稳，“降成本”下融资利率趋向下行。

图2 中外主要经济体利率走势差异（国债YTM-10Y/月，%）



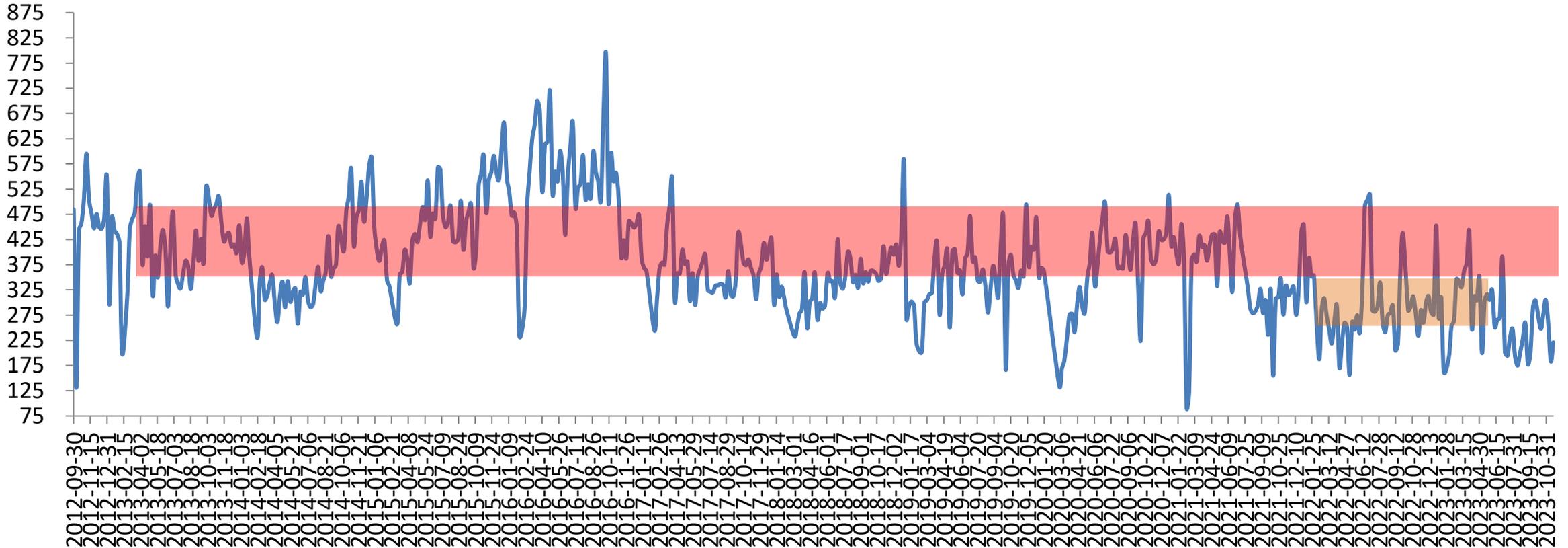
资料来源: wind, 上海证券研究所



1.3 中国楼市成交疫情后再下台阶

◆ 伴随楼市调控政策变化，我们认为楼市周期性拐点正在到来。

图3 中国30大中城市商品房成交面积（当周值，万平方米）



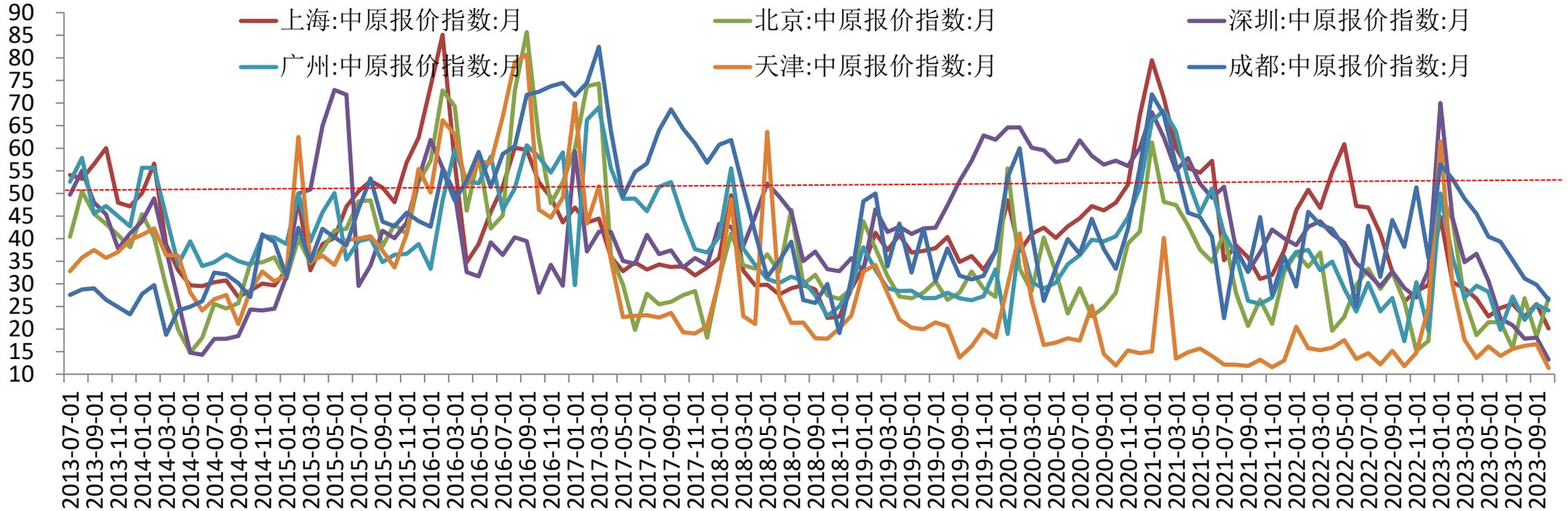
资料来源：wind，上海证券研究所



1.4 中国楼市成交价格趋于下行

- ◆ 楼市低迷带来了金融运行风险压力的上行。
- ◆ 楼市运行的改变迹象在疫情前就已呈现。

图4 代表城市中原报价指数变化（月）



资料来源: wind, 上海证券研究所



1.5 宏观调控体系构成的经济学分类

- ◆ 需求市场经济体系下宏观调控体系由财政政策和货币政策构成；
- ◆ 通常认为，财政政策是结构性工具，而货币政策是总量性工具。

图 5 宏观调控体系的构成



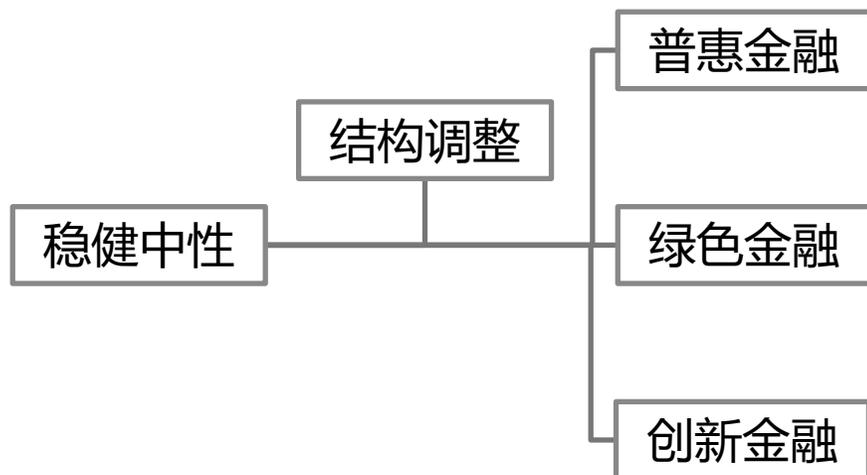
资料来源：上海证券研究所



1.6 中国货币政策发展：结构内容拓展

- ◆ 经济进入了债务经济时代，货币体系已由外生转内生。
- ◆ 结构性货币政策内容新变化：普惠→普惠+绿色。直达实体方式：企业→项目

图 6 中国货币政策框架



资料来源：上海证券研究所

图 7 中外货币政策着眼点差异



资料来源：上海证券研究所



1.7 中国货币政策结构化领全球风气之先

表1 中国结构性货币政策工具情况表（截至2022年9月末）

	工具名称	支持领域	发放对象	利率（1年期） /激励比例	额度 （亿元）	余额 （亿元）
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2%	7600	5587
	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2%	16400	13863
	再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2%（6个月）	7050	5449
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	2%（激励）	400	127
	抵押补充贷款	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.40%		26481
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构	1.75%	8000	2469
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	578
	科技创新再贷款	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	2000	800
	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	4
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	103
	设备更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21家全国性金融机构	1.75%	2000	0
合计						55461

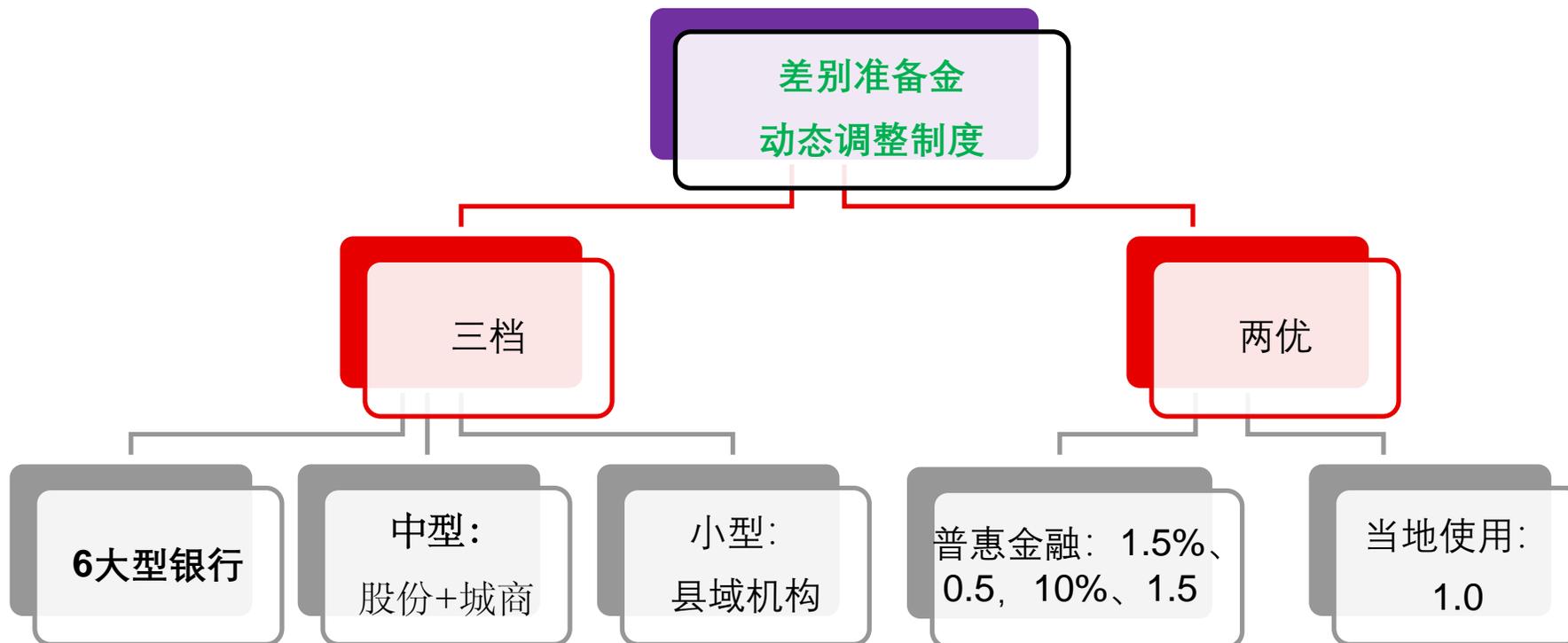
资料来源：PBC，上海证券研究所



1.8 中国货币结构化实施较早

- ◆ “三档二优”的存准率要求，使得县域和乡村的流动性不会被中心城市过度“虹吸”，不仅有助于流动性分布的区域均匀化，也有利于中小企业的融资环境改善。

图 8 中国“三档两优”的差别动态准备金调节机制



资料来源：PBC，上海证券研究所



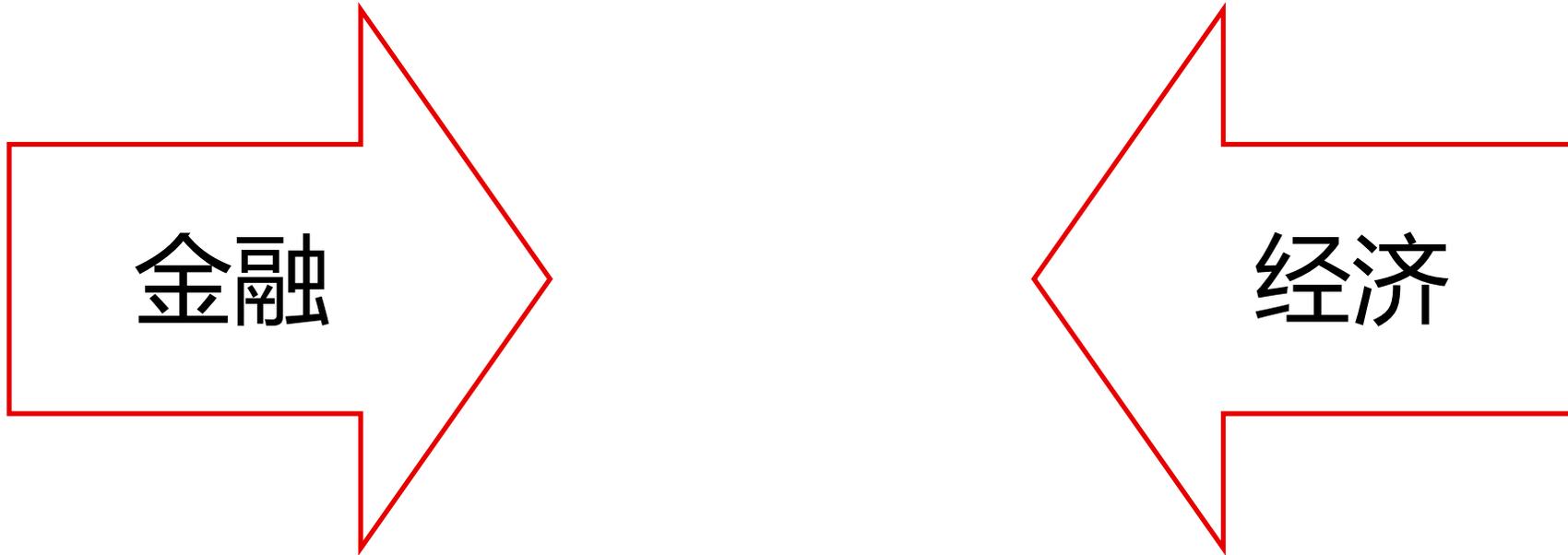
目录

二、金融工作会议解析

1. 金融定位：服务实体经济
2. 发展目标：供给高质量服务
3. 政策基调：稳健发展，守住底线
4. 发展方向：创新发展，完善定位
5. 基础保证：中央领导，诚信法制

2.1 根本宗旨确立金融定位

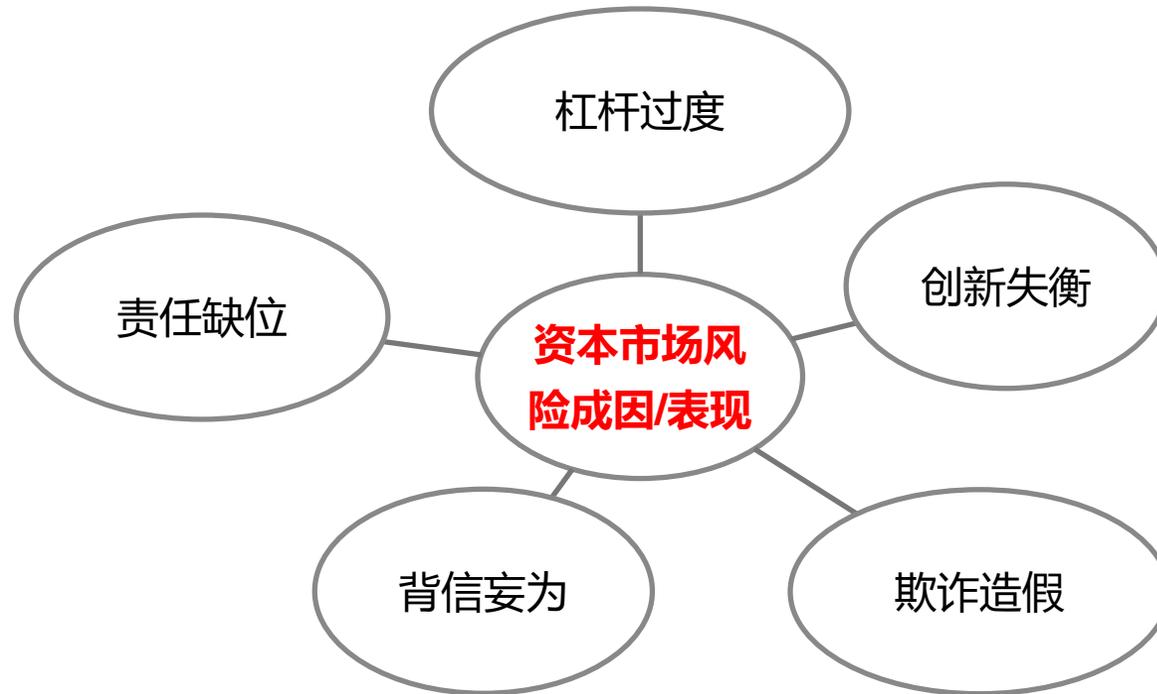
- ◆ 金融是国民经济的血脉；
- ◆ 坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨。



2.2 发展导向目标：提供高质量金融服务

- ◆ 以金融高质量发展助力强国建设、民族复兴伟业。
- ◆ 质量不高表现：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。

图9 中国金融乱象表现



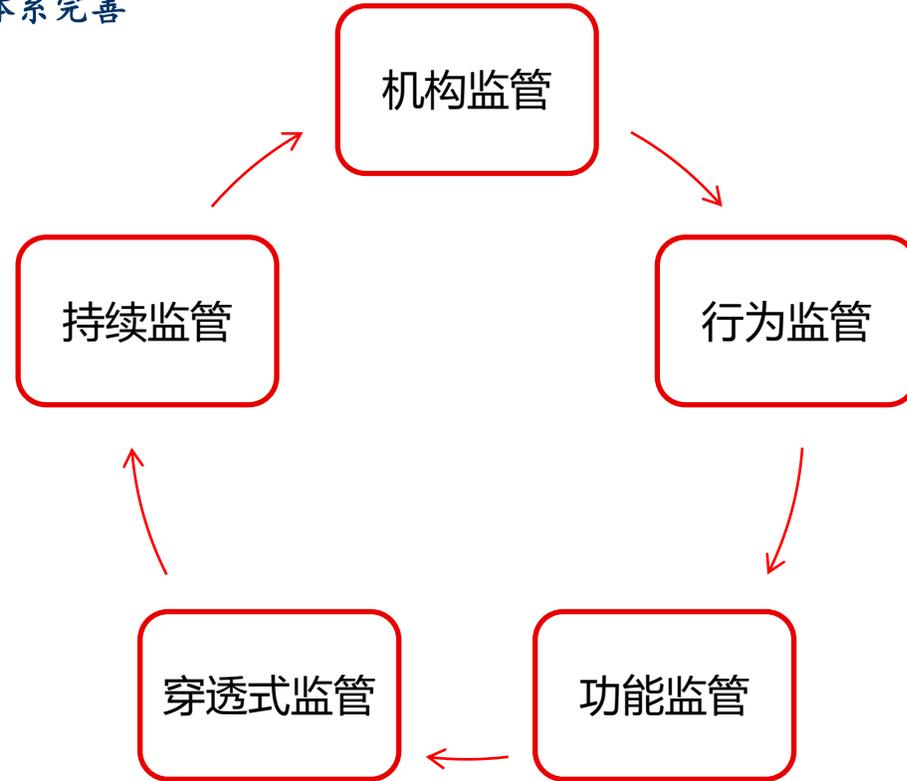
资料来源：“证监会官网”（易会满主席在2023金融街论坛年会上的主题演讲），上海证券研究所



2.3 政策基调：稳健发展，守住底线

- ◆ 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。
- ◆ 会议强调，要全面加强金融监管，有效防范化解金融风险。

图10 中国金融监管体系完善



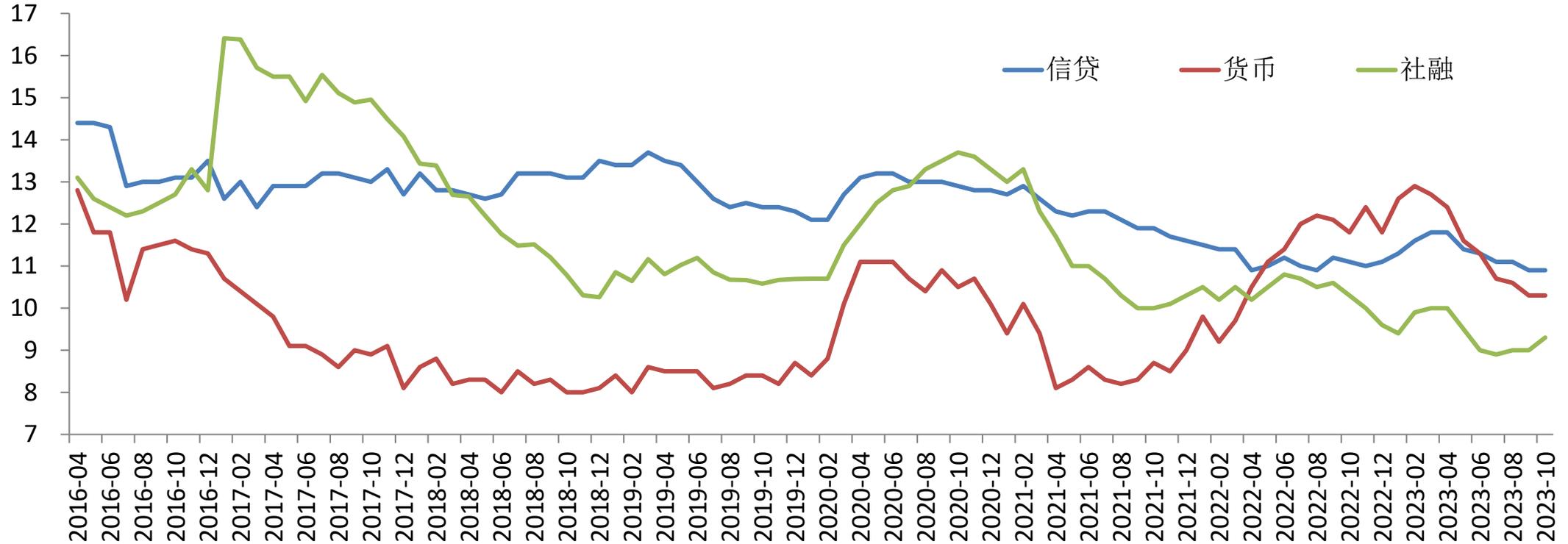
资料来源：中国政府网，上海证券研究所



2.4 工作基调：稳健发展，守住底线

- ◆ 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。
- ◆ 对风险早识别、早预警、早暴露、早处置，健全具有硬约束的金融风险早期纠正机制。

图11 中国信用增速变化（同比/月，%）



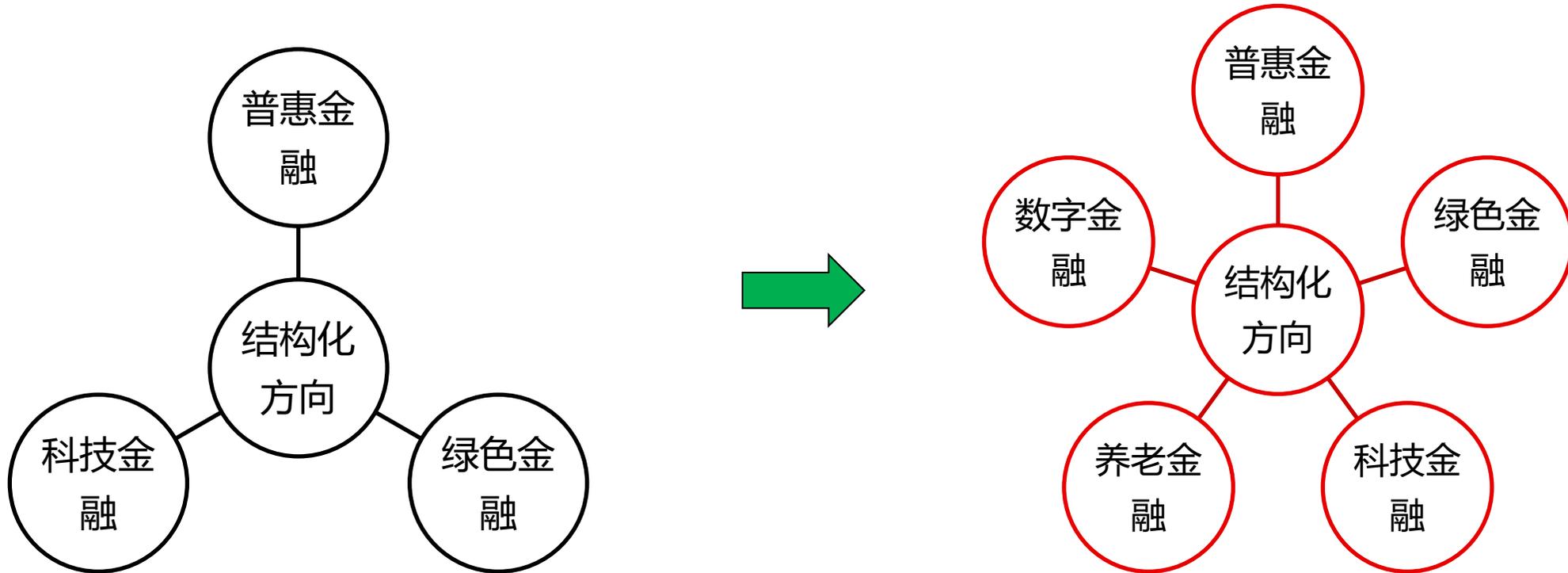
资料来源：wind, 上海证券研究所



2.5 发展模式：开拓中国特色金融发展之路

- ◆ 努力把握新时代金融发展规律，持续推进我国金融事业实践创新、理论创新、制度创新，奋力开拓中国特色金融发展之路。
- ◆ 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。盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率。

图12 中国金融创新方向：结构化



资料来源：中国政府网，上海证券研究所



2.6 基础保证：中央领导，诚信法治

- ◆ 加强党中央对金融工作的集中统一领导，是做好金融工作的根本保证。
- ◆ 要在金融系统大力弘扬中华优秀传统文化，坚持诚实守信、以义取利、稳健审慎、守正创新、依法合规。
- ◆ 要加强金融法治建设，及时推进金融重点领域和新兴领域立法，为金融业发展保驾护航。

图13 中央金融委员会确立分工



中华人民共和国中央人民政府
www.gov.cn



首页 | 简 | 繁 | EN | 登录 | 邮箱 | 无障碍

李强主持召开中央金融委员会会议 深入学习贯彻习近平总书记 总书记在中央金融工作会议上的重要讲话精神 审议推动 金融高质量发展相关重点任务分工方案

2023-11-20 20:02 来源：新华社

字号：默认 大 超大

| 打印



李强主持召开中央金融委员会会议

深入学习贯彻习近平总书记在中央金融工作会议上的重要讲话精神

审议推动金融高质量发展相关重点任务分工方案

新华社北京11月20日电 中共中央政治局常委、国务院总理、中央金融委员会主任李强11月20日主持召开中央金融委员会会议，深入学习贯彻习近平总书记在中央金融工作会议上的重要讲话精神，审议推动金融高质量发展相关重点任务分工方案。

资料来源：中国政府网，上海证券研究所



目录

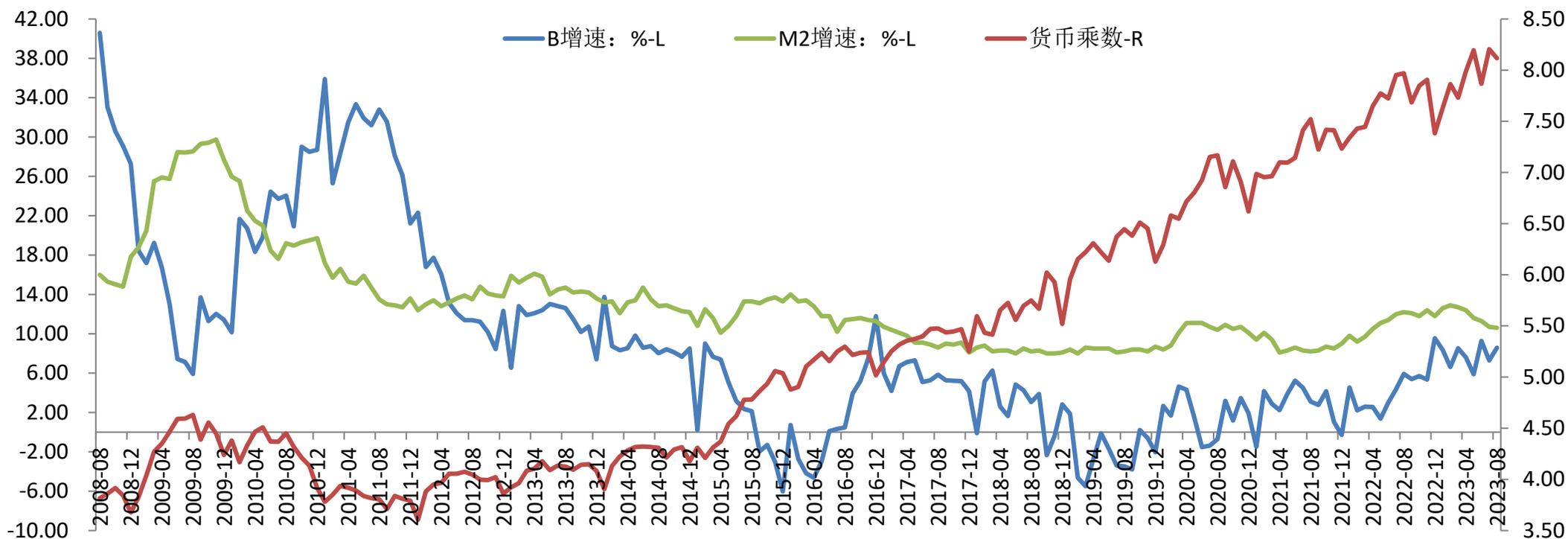
三、未来政策判断

1. 降准、降息或仍在途.

3.1 货币政策展望：“双降”或仍可期

- ◆ 中国货币环境：总量过多，增量不足；基本问题：投放能力不足，基础货币（B）增长长期低于广义货币（M2）。
- ◆ M2增速平稳有赖货币乘数再提升；已接近西方成熟体系危机前高点，难再提高；
- ◆ 预期2024年H2降准1-2次、下调RRR0.5%，降息1-2次。

图14 国基础货币与货币乘数增长（%）



资料来源: Wind, 上海证券研究所



目录

Content

- 一、形势背景：风险攻坚战
- 二、金融工作会议解析
- 三、未来政策判断
- 四、风险提示

1. **俄乌冲突、中东冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：**俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，西方对俄罗斯制裁升级或引致国际大宗商品市场动荡，并对国际金融市场产生扰动。
2. **中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：**全球供应链不稳定冲击上升，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

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、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

