

# 以高质量发展推进中国式现代化

## —— 二十届三中全会专题研究

2024年7月22日

### 核心观点

- 加强对内改革，优化资本市场相关体制机制设计：**围绕二十届三中全会《决定》和“新国九条”提出的相关要求，未来资本市场深改政策将进一步落实落地，从上市、退市、交易等多方面持续优化和完善市场运行体制机制，市场有望迎来繁荣发展期，从长期来看有助于夯实行业发展基础，推动行业景气度上升到一个新台阶。
- 坚持对外开放，有序推动资本市场制度型开放：**资本市场制度型开放是我国资本市场高质量发展的必然要求，也是我国资本市场以自身高质量发展推进中国式现代化的重要任务。未来，国家将继续稳步推进资本市场高水平开放，完善内外市场互联互通机制，鼓励境内外机构“引进来”和“走出去”，同时兼顾统筹高水开放与高水平安全之间的关系。
- 打造强大的金融机构，做好五篇大文章：**强大的金融机构是推进中国式现代化的关键抓手，做好五篇大文章是金融机构回归业务本源的关键路径。未来，行业将进一步加大对于重大战略、重点领域和薄弱环节的金融服务力度，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，投研能力、风控能力、数字化转型能力等综合实力强劲的金融机构的优势将持续展现。
- 行业供给侧改革持续推进，机构间发展模式将逐渐展现差异化：**头部券商通过并购重组等方式做大做强，多渠道补充资本金，全面完善业务线加强综合服务能力，做好服务实体经济的主力军和压舱石；中小金融机构通过深耕区域化或特色化业务形成竞争优势，在实现差异化发展的过程中及时调整打法。
- 强化监管责任和问责制度，积极防范系统性金融风险：**中小保险机构风险一直是我国金融系统风险防范化解的重点领域，风险高企背后的原因在于市场竞争压力、投资管理挑战以及数据治理等多个方面。未来，监管部门将继续从公司治理结构、风控能力等角度入手，积极防范系统性金融风险。
- 风险提示：**宏观经济不及预期的风险；资本市场改革不及预期的风险；资本市场波动带来的风险。

### 重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE		
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
600030.SH	中信证券	1.3	1.37	1.50	14.16	13.81	12.55
601688.SH	华泰证券	1.35	1.55	1.71	11.45	8.11	7.37
601211.SH	国泰君安	0.98	1.03	1.13	11.51	13.36	12.15
601318.SH	中国平安	4.84	5.08	5.59	8.76	8.32	7.57
601601.SH	中国太保	2.83	3.17	3.49	9.30	9.25	8.41

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

### 非银行业

推荐 维持评级

### 分析师

鞠厚林

☎：010-8092-7638

✉：juhoulin@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130511010007

研究助理：张琦

### 相对沪深300表现图

2024.7.22



### 相关研究

## 目录

### Catalog

一、 深化改革，以高质量发展推进中国式现代化 .....	3
(一) 对内改革：优化资本市场体制机制设计 .....	3
(二) 对外开放：有序推动资本市场制度型开放 .....	6
二、 回归本源，打造强大的金融机构 .....	9
(一) 将功能性放在首位，做好五篇金融大文章 .....	9
(二) 加强金融机构定位，打造一流投资银行和投资机构 .....	13
(三) 抓住对外开放机遇，加快国际化发展脚步 .....	14
三、 加强监管，积极防范化解重点领域风险 .....	16
四、 风险提示 .....	18

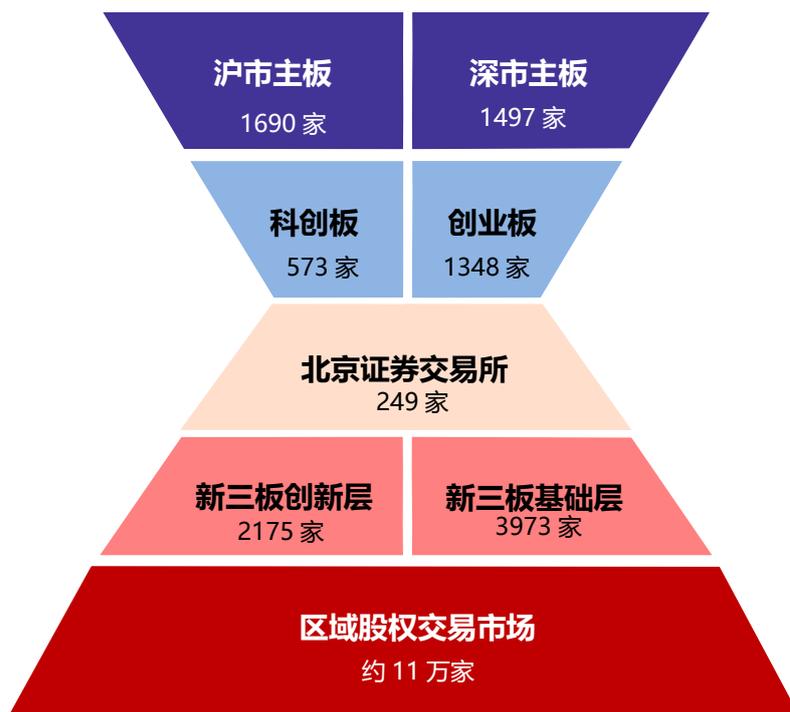
# 一、深化改革，以高质量发展推进中国式现代化

## （一）对内改革：优化资本市场体制机制设计

本次三中全会指出，进一步全面深化改革的总目标是继续完善和发展中国特色社会主义制度，推进国家治理体系和治理能力现代化。到二〇三五年，全面建成高水平社会主义市场经济体制，中国特色社会主义制度更加完善，基本实现国家治理体系和治理能力现代化，基本实现社会主义现代化，为到本世纪中叶全面建成社会主义现代化强国奠定坚实基础。

中国式现代化的实现需要强大的金融和资本市场。党的十八大以来，我国资本市场快速发展，市场规模持续增长，形成了包括主板、科创板、创业板、北交所、新三板及区域性股权市场等在内的多层次市场体系，直接融资占比明显提升，双向开放程度日益加深，资本市场服务实体经济特别是科技创新企业积极作用不断发挥。整体而言，过去 10 年，资本市场不断深化改革开放，在支持经济社会实现高质量发展方面取得了重大成就。截至 2024 年 7 月 22 日，我国沪、深、北交易所上市公司合计达到 5357 家，新三板挂牌企业合计达到 6148 家，区域股权交易市场挂牌企业达到 11 多万家，我国多层次资本市场成为服务不同类型和不同成长阶段的企业融资、金融机构资产配置和风险管理、居民财富管理的主阵地。

图1：我国的多层次资本市场体系（截至 2024.7.22）



资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

但因为发展时间较短，我国资本市场仍然存在着诸多发展不充分的问题，影响了服务实体经济的质效，亟需通过进一步的改革创新，以自身高质量发展服务推进中国式现代化。金融强国背景下，我国政府密集出台资本市场相关深改政策，从投资端、融资端、交易端加强改革和监管力度，提振市场活跃度，修复投资者信心。2024 年 4 月，资本市场再次掀起新一轮高质量发展改革序幕，国务

院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（“新国九条”），从投资者保护、上市公司质量、行业机构发展等方面，勾画了资本市场高质量发展的蓝图，既有短期问题的解决方案，也有中长期问题的改革理念，意在加快建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。

表1：新“国九条”从上市、退市、交易等多方面提出更高要求

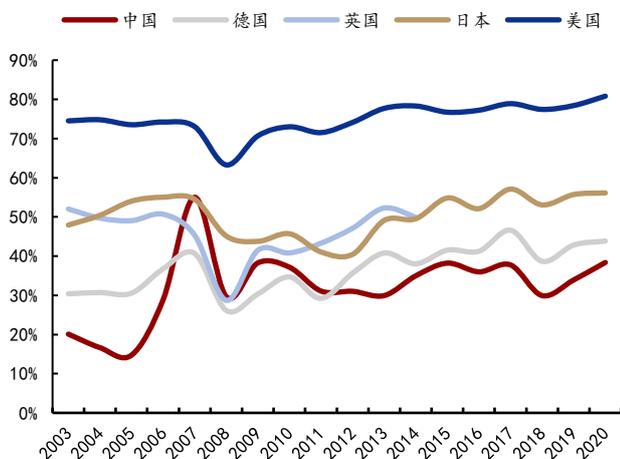
主要内容	涉及领域	重要表述
总体要求	-	未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架；到2035年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场；到本世纪中叶，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。
严把发行上市准入关	上市	提高主板、创业板上市标准，完善科创板科创属性评价标准；进一步压实发行人第一责任和中介机构“看门人”责任，建立中介机构“黑名单”制度。
严格上市公司持续监管	信披、减持、分红、回购	构建资本市场防假打假综合惩防体系，严肃整治财务造假等重点领域违法违规行为；全面完善减持规则体系；强化上市公司现金分红监管；制定上市公司市值管理指引，引导上市公司回购股份后依法注销。
加大退市监管力度	退市	进一步严格强制退市标准，建立健全不同板块差异化的退市标准体系；收紧财务类退市指标，完善市值标准等交易类退市指标；健全退市过程中的投资者赔偿救济机制，对重大违法退市负有责任的控股股东、实际控制人、董事、高管等要依法赔偿投资者损失。
加强证券基金机构监管	中介机构	引导行业机构树立正确经营理念，处理好功能性和盈利性关系；完善对衍生品、融资融券等重点业务的监管制度；支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。
加强交易监管	交易	出台程序化交易监管规定，加强对高频量化交易监管；严肃查处操纵市场恶意做空等违法违规行为。
推动中长期资金入市	中长期资金	建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度；全面加强基金公司投研能力建设，从规模导向向投资者回报导向转变；稳步降低公募基金行业综合费率。
进一步全面深化改革开放	服务实体经济、开放	着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章；加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场；完善多层次资本市场体系；坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全。
推动形成促进资本市场高质量发展的合力	监管	推动加强资本市场法治建设，大幅提升违法违规成本；坚决破除“例外论”、“精英论”、“特殊论”等错误思想。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

服务直接融资是资本市场的基本功能。目前我国融资结构仍然以间接融资为主，直接融资特别是股权融资的占比仍然偏低。形成这样的融资体系，契合我国改革发展逻辑，改革开放以来为我国经济发展发挥了巨大贡献。但是，随着我国经济结构的不断转型升级，在各行各业创新发展的背景下，直接融资体系具有更好的企业价值发现和筛选功能，有利于促进资本在创新领域的集聚和循环，通过合理的风险分担机制，推动新技术的发明、新产业的成长和新商业模式的诞生，对培育经济增长新动能、推动产业转型升级具有重要作用。**本次三中全会指出，要“发展多元股权融资，加快多层次债券市场发展，提高直接融资比重”**。去年中央金融工作会议提到，“要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”。“十四五”规划和2035年远景目标纲要也提到，要“完善资本市场基础制度，健全多层次资本市场体系，大力发展机构投资者，提高直接融资特别是股权融资比重”。这意味着，作为直接融资的主要阵地，资本市场将进一步改革，充分发挥直接融资特别是股权融资风险共担、利益共享机制的独特作用，加快创新资本形成，促进科技、资本和产业的紧密融合，在提高直接融资比重上承担重任。**继续推动深化注册制改革是提升直接融资比例的重要抓手**。未来，监管层将进一步完善注册制全流程全链条的监管监督机制，把握好实行注册制与提高上市公司质量、压实中介机构责任、保持市场平稳运行、明确交易所审核职能定位、加快证监会发行监管转型、强化廉洁风险防范等6个方面的关系，为全市场注册制改革积极

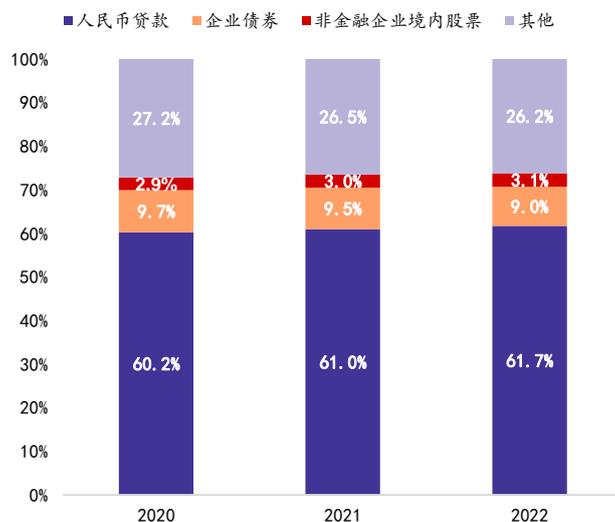
创造条件。

图2: 世界主要国家直接融资占比



资料来源: 世界银行, IS, 中国银河证券研究院

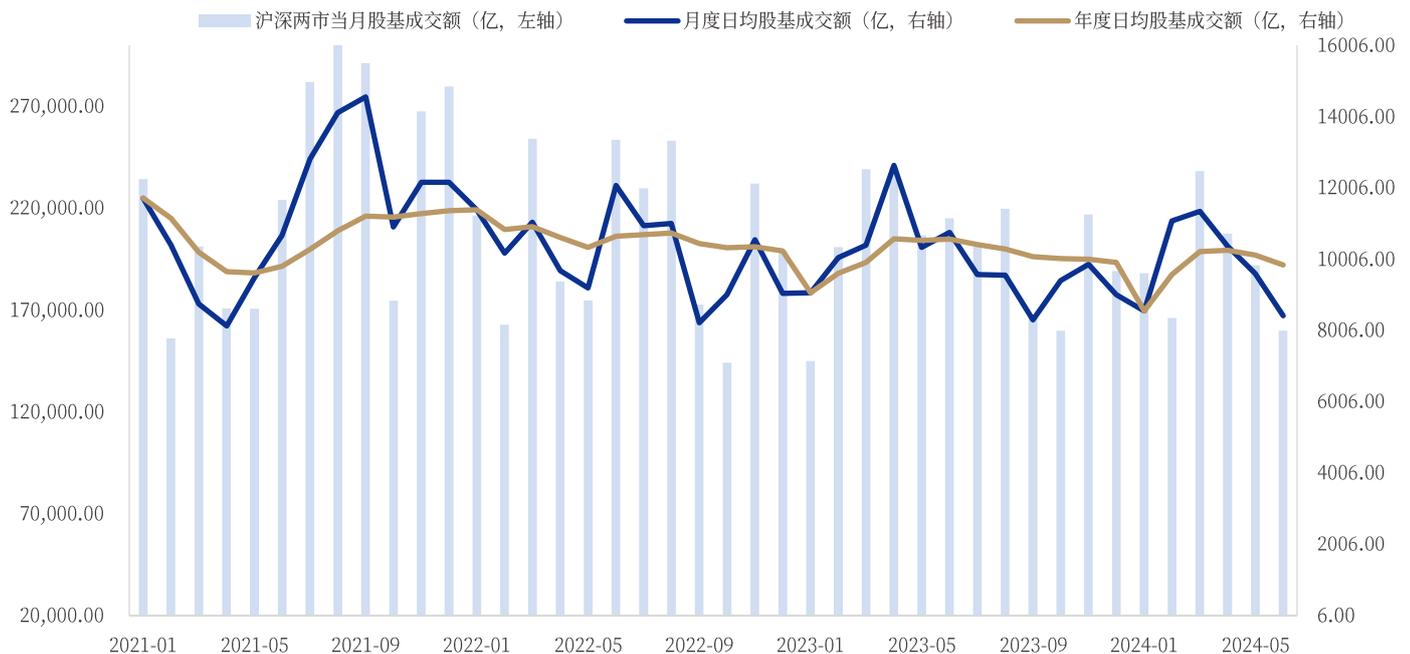
图3: 我国各类融资方式占社会融资总额比例



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

本次会议提出,“健全投资和融资相协调的资本市场功能,防风险、强监管,促进资本市场健康稳定发展”,“建立增强资本市场内在稳定性长效机制”。制度型调整必然带来改革阵痛,短期内可能形成行业业绩承压的局面;但是,改革是发展的最大动力,习近平总书记谈改革时多次强调“不破不立”的观念,资本市场深改以高质量发展为主线,从上市、退市、交易、开放等多方面持续优化和完善市场运行体制机制,市场有望迎来长期繁荣发展,从长期来看有助于夯实行业发展基础,推动行业景气度上升到一个新台阶。**我们认为,未来一段时间,围绕二十届三中全会《决定》和“新国九条”提出的相关要求,资本市场深改政策将进一步落实落地,推动行业生态重塑。**制度型调整必然带来改革阵痛,短期内可能形成行业业绩承压的局面;但是改革是发展的最大动力,习近平总书记谈改革时多次强调“不破不立”的观念,资本市场深改以高质量发展为主线,从上市、退市、交易等多方面持续优化和完善市场运行体制机制,未来市场有望迎来长期繁荣发展,从长期来看有助于夯实行业发展基础,推动行业景气度上升到一个新台阶。

图4：中国资本市场活跃度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （二）对外开放：有序推动资本市场制度型开放

本次三中全会指出，“开放是中国式现代化的鲜明标识。必须坚持对外开放基本国策，坚持以开放促改革，依托我国超大规模市场优势，在扩大国际合作中提升开放能力，建设更高水平开放型经济新体制。”在提到资本市场时指出，要“有序推动资本市场对外开放”，“完善准入前国民待遇加负面清单管理模式；支持符合条件的外资机构参与金融业务试点；稳慎拓展金融市场互联互通，优化合格境外投资者制度；推进自主可控的跨境支付体系建设，强化开放条件下金融安全机制；建立统一的全口径外债监管体系；积极参与国际金融治理”。

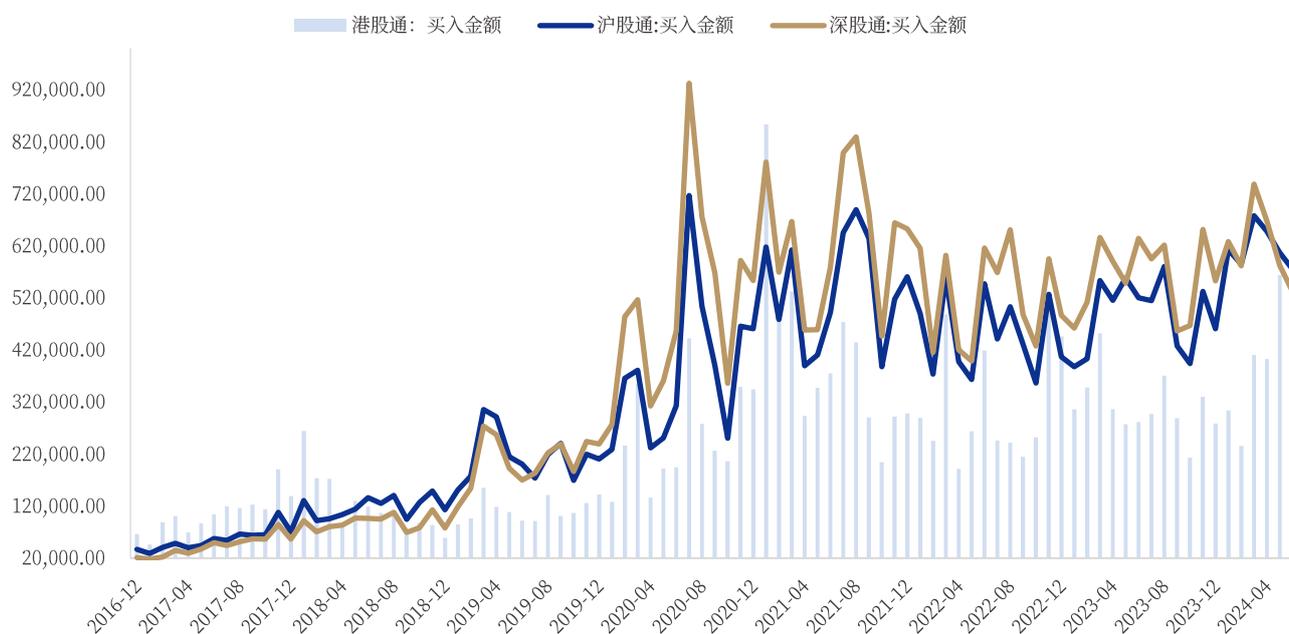
稳步推进资本市场制度型开放，是我国资本市场高质量发展的必然要求，也是我国资本市场以自身高质量发展推进中国式现代化的重要任务。2023年10月，中央金融工作会议针对金融开放问题提出，“要着力推进金融高水平开放，确保国家金融和经济安全”，“坚持‘引进来’和‘走出去’并重，稳步扩大金融领域制度型开放，提升跨境投融资便利化，吸引更多外资金融机构和长期资本来华展业兴业”。“新国九条”也提出，“坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全。拓展优化资本市场跨境互联互通机制；拓宽企业境外上市融资渠道，提升境外上市备案管理质效；加强开放条件下的监管能力建设；深化国际证券监管合作。”

近年来，我国政府稳步扩大资本市场制度型开放，推出很多务实的开放举措：取消境外投资者持有证券公司、基金管理公司股权比例限制，对外商投资证券公司业务范围实施国民待遇；实施境外上市监管新规，更好支持企业利用两个市场健康发展；完善沪深港通机制，扩大交易标的范围等。其中最为典型的有以下三个方面：

一是**内外市场互联互通机制持续完善**。“沪深港通”“沪伦通”“债券通”及ETF互联互通是我国推动内外市场互联互通的标志性举措。近年来，在维持上述机制平稳运行的基础上，内外市场互联互通、跨境资金便利化增量举措不断加速。2023年8月，中国证监会和香港证监会就推动大宗交易纳入互联互通机制达成共识；2024年1月，人民银行宣布将“债券通”项下债券纳入香港金管

局人民币流动资金安排的合格抵押品，同时，进一步开放境外投资者参与境内债券回购业务，支持所有已进入银行间债券市场的境外机构参与债券回购。未来，国家还将继续探索 REITs 市场、人民币股票交易柜台纳入互联互通机制，进一步满足境外机构日益增长的投融资需求以及对风险对冲管理和流动性管理工具的需要。

图5：沪深港通活跃度（单位：百万元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

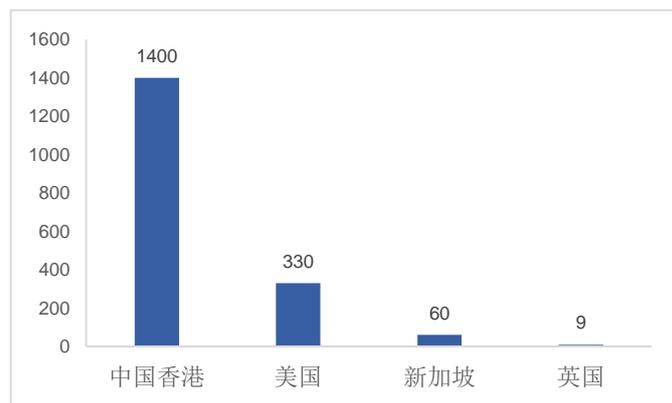
**二是中资企业境外上市数量不断上升。**支持企业用好两个市场两种资源，持续优化完善企业境外上市制度，是中国资本市场实现双向开放进程中始终坚持的重要原则。1994年8月和1997年6月，国务院发布了《关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》（已废止）和《国务院关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》，为推动我国企业境外上市打下了坚实的基础，赴境外上市成为我国科技型企业扩大融资范围，提升核心竞争力的有力途径。2023年3月底，《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》及配套指引文件正式实施，部分否定了《特别规定》和《通知》的有关不符合当前发展阶段的制度设计，以合规监管为主线，以备案管理为抓手，以监管协同为保障，促进企业依法合规利用两个市场、两种资源实现规范健康发展。截至2024年7月22日，我国内地企业在中国香港、美国的上市公司分别达到1400和330家。未来随着金融开放脚步的加快，境外上市成为企业“走出去”的重要手段，有助于实现国内外资本市场联动，推动构建全面开放新格局。

图6: 历年中资企业美股 IPO 数量 (家)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图7: 截至 2024 年 7 月 22 日中资企业香港+境外市场上市数量 (家)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

三是外资机构来华展业便利度不断提升。随着我国资本市场的不断开放，外资金融机构在我国境内经营范围和监管要求均已实现国民待遇。截至 2023 年底，国内已有 18 家外资参控股证券公司及 9 家外商独资公募基金管理公司，在行业准入放开叠加资本双向流动加快背景下，外资机构布局中国市场的进程还将继续提速。

未来，监管部门将继续稳步推进资本市场高水平开放，同时统筹高水开放与高水平安全之间的关系，坚持引进来和走出去并重，稳步扩大制度型开放，支持符合条件的外资机构在境内设立机构，在基金互认、ETF 互挂、跨境理财通、跨境经纪业务等跨境互联互通业务试点方面积极探索，增强国内资本市场吸引力。

## 二、回归本源，打造强大的金融机构

### (一) 将功能性放在首位，做好五篇金融大文章

强大的金融机构是实现金融强国目标、推进中国式现代化的关键抓手。本次三中全会提出，要“统筹推进财税、金融等重点领域改革”，“深化金融体制改革”，“完善金融机构定位和治理，健全服务实体经济的激励约束机制”，可见进一步深化改革是未来的行业发展趋势。2024年4月12日，证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管 加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》（以下简称“意见（试行）”），明确了建设一流投资银行和投资机构的目标，提出“校正定位偏差，把功能性放在首要位置，坚持以客户为中心，切实履行信义义务，始终践行金融报国、金融为民的发展理念，正确处理好功能性和盈利性关系，引导股东单位在机构经营考核中显著加大功能性考核的权重”。

表2：《关于加强证券公司和公募基金监管 加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》主要内容

主要内容	涉及领域	重要表述
总体要求	-	力争通过5年左右时间，推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势；到2035年，形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构；到本世纪中叶，形成综合实力和国际影响力全球领先的现代化证券基金行业。
校正行业机构定位	机构定位	督促行业机构端正经营理念、校正定位偏差，把功能性放在首要位置，坚持以客户为中心，切实履行信义义务，始终践行金融报国、金融为民的发展理念，正确处理好功能性和盈利性关系，引导股东单位在机构经营考核中显著加大功能性考核的权重；引导行业机构坚持功能型、集约型、专业化、特色化发展方向。督促行业机构专注主业、优化供给、提高价值创造能力，形成适合各类投资者需求的多样化金融产品和服务体系，落实好科技、绿色、普惠、养老、数字金融等“五篇大文章”的战略布局。
夯实合规风控基础	合规风控	推动行业机构建立股权结构清晰、组织架构精简、职责边界明确、信息披露健全、激励约束合理、内控制衡有效、职业道德良好的公司治理架构，健全组织架构运行机制；督促行业机构树牢“合规创造价值”理念，坚持“看不清管不住则不展业”，落实全面风险管理与全员合规管理要求；督促行业机构建立健全与金融科技应用水平相适应的信息科技治理架构和考核机制。
优化行业发展生态	行业生态	深入开展中国特色金融文化建设，坚决纠治拜金主义、奢靡享乐、急功近利、“炫富”等不良风气，坚决破除“例外论”“精英论”“特殊论”等错误论调；加强从业人员管理，完善从业人员执业行为基本规范和操守准则，建立健全从业人员分类名单制度和执业声誉管理机制；加强廉洁从业监管，持续完善廉洁从业监管规则，督促行业机构完善廉洁从业风险防控机制；营造良好外部环境，引导行业机构积极履行社会责任，践行普惠金融，树立良好社会形象。
促进行业功能发挥	行业功能	维护市场稳定健康运行，督促行业机构规范自身交易行为，注重把握长期大势，强化逆周期布局，强化投资行为稳定性，更好发挥维护市场稳定健康运行的主力军作用；促进提高专业能力，进一步压实投行“看门人”责任，强化行业机构产品与投资者服务能力建设；提升服务中长期资金能力，构建长期资金、资本市场与实体经济协同发展的良性机制。打造长期资金“愿意来、留得住”的基础投资环境。
全面强化监管执法	监管执法	全面深化监管理念，健全行业机构分类监管体系；健全监管制度体系，形成系统权威、简明清晰、实用有效的三大基础制度体系；提升监管能力手段，强化科技赋能，打造以机构监管信息系统为主体、各类机构画像及现场检查小工具为辅助的智慧监管体系；加大监管执法力度，落实监管“长牙带刺”、有棱有角。
防范化解金融风险	防范风险	加强风险监测防范，落实风险早识别、早预警、早暴露、早处置原则，强化跨市场跨行业跨境风险识别；健全多层次流动性支持机制，支持头部机构在畅通非银机构流动性传导方面积极发挥作用；及时稳妥处置风险机构，把握好权和责、快和稳、防和灭的关系。

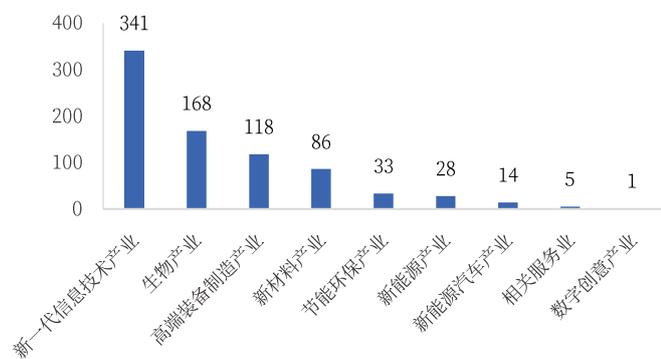
抓好监管队伍建设	监管队伍	提升干部“政治三力”，坚守监管的政治性、人民性；提高履职本领素质，坚持政治过硬、能力过硬、作风过硬标准；推进全面从严治党，坚持刀刃向内、自我革命；健全监管问责机制，坚持失责必问、问责必严。
----------	------	--

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

做好五篇金融大文章是证券金融机构回归业务本源的重要路径。2023年10月，中央金融工作会议提出，要引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度，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”，这是党中央为提高金融服务实体经济质效作出的重大决策部署。证券经营机构应该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，坚持深化金融供给侧结构性改革，强化使命担当，持续做好金融“五篇大文章”，不断提升金融服务民生福祉和经济社会发展的能力和水平。

一是科技金融。科技金融是“五篇大文章”里的重中之重。大力发展科技金融是发展新质生产力的必然要求，也是推动经济高质量发展的重要支撑。本次三中全会提到，要“构建同科技创新相适应的科技金融体制，加强对国家重大科技任务和科技型中小企业的金融支持，完善长期资本投早、投小、投长期、投硬科技的支持政策。健全重大技术攻关风险分散机制，建立科技保险政策体系。”科技型企业资金投入大、研发周期长、采用轻资产运营模式，难以匹配传统信贷模式下的风险缓释措施，但是与直接融资风险偏好相匹配。在科创企业早期，应充分发挥私募股权投资市场潜能，利用好私募股权投资（PE）和风险投资（VC）市场“投早、投小、投硬科技”的行业内核，以市场化的方式满足科技企业初创期融资需求；在科创企业发展到一定阶段，建立了成熟稳定的盈利机制和发展模式之后，推动优质企业登录科创板、创业板进一步拓宽融资渠道。

图8：科创板上市公司主题分类（单位：家）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图9：我国 PE、VC 发展情况

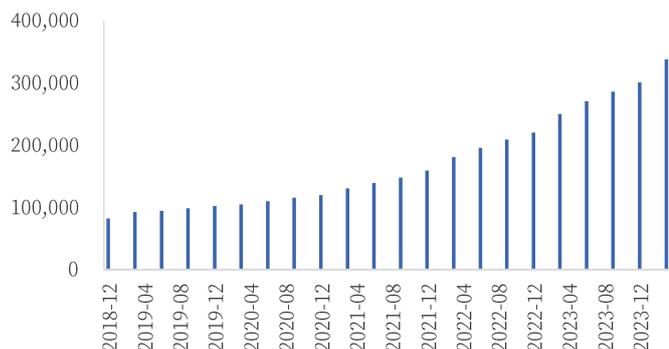


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

二是绿色金融。绿色是高质量发展的底色。绿色金融的发展对于促进可持续发展、引导资金流向绿色产业、提升金融业的国际竞争力，以及完善金融市场体系具有重要意义。本次三中全会提到，要“健全绿色低碳发展机制。实施支持绿色低碳发展的财税、金融、投资、价格政策和标准体系，发展绿色低碳产业，健全绿色消费激励机制，促进绿色低碳循环发展经济体系建设”。2024年4月，人民银行、国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、生态环境部、金融监管总局和证监会印发的《关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见》指出，未来5年，国际领先的金融支持绿色低碳发展体系基本构建；到2035年，各类经济金融绿色低碳政策协同高效推进，金融支持绿

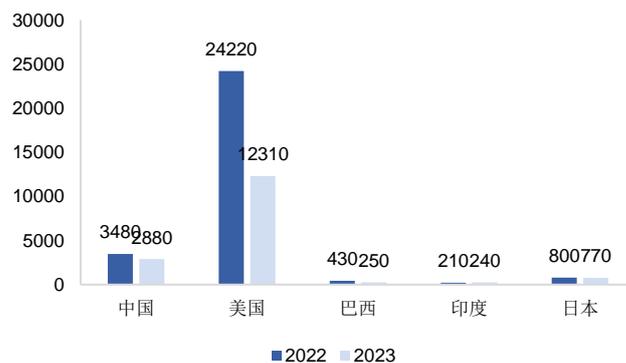
色低碳发展的标准体系和政策支持体系更加成熟。目前,大部分高碳行业企业有低碳转型融资需求,但金融机构针对转型金融的产品相对较少。未来,行业将围绕绿色金融目标,大力推动绿色金融产品的创新,加快发展碳市场和碳金融,通过发行绿色债券、设立绿色基金等方式,满足实体经济发展的多样性需求,提升绿色金融研究和投资业务水平,加大绿色领域的研究投入,推动企业实现低碳转型,促进社会的可持续发展。

图10: 中国金融机构绿色贷款余额 (单位: 亿元)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

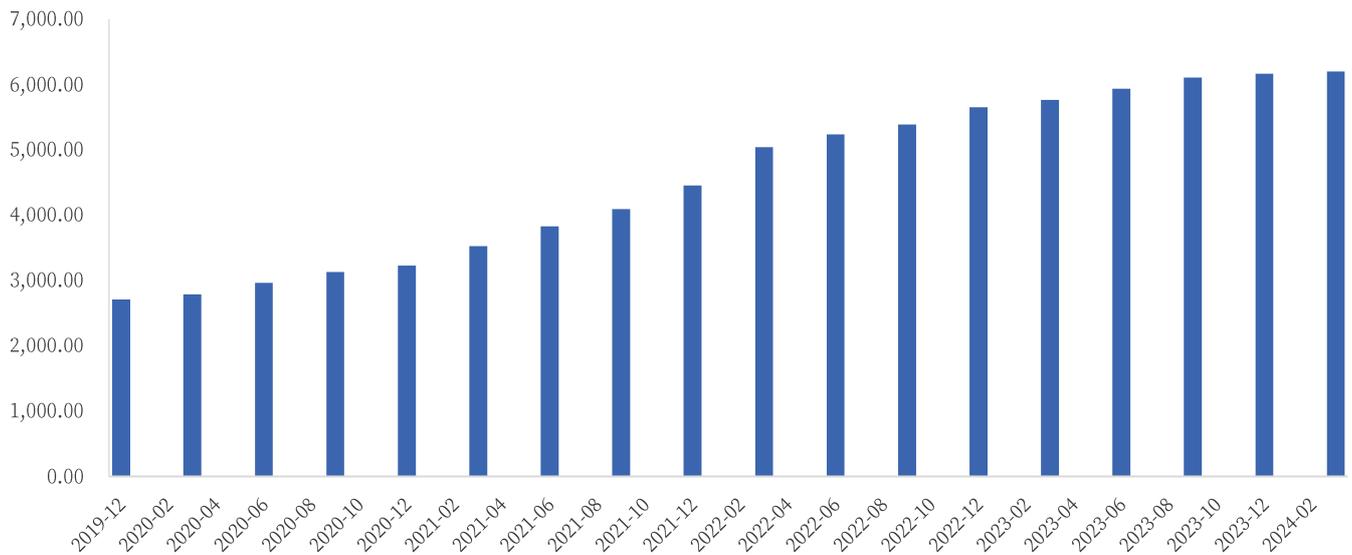
图11: 各国绿色债券交易规模 (单位: 亿美元)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

**三是普惠金融。**普惠金融是金融强国建设的重要组成部分,对于促进金融服务的均等化、支持实体经济发展和培育金融生态环境具有重要意义。普惠金融以低成本、广覆盖、易获得、可持续的方式向“三农”及小微企业等弱势群体提供金融服务,是体现金融工作政治性、人民性的重要维度。近年来,在中央统一部署下,金融监管部门、各金融机构和财政、农业农村等职能部门同频共振、协同发力,普惠金融可持续发展的体制机制不断创新,政策保障体系逐步完善,小微企业、民营经济、乡村振兴等薄弱环节金融服务的覆盖率、可得性与满意度均得到显著提升。未来,行业将持续通过完善金融基础设施,提升金融服务的可获得性和便利性;通过拓宽金融服务的深度和广度,提供多样化的融资渠道、助力企业产业转型、加强风险管理等方式,支持小微企业发展。

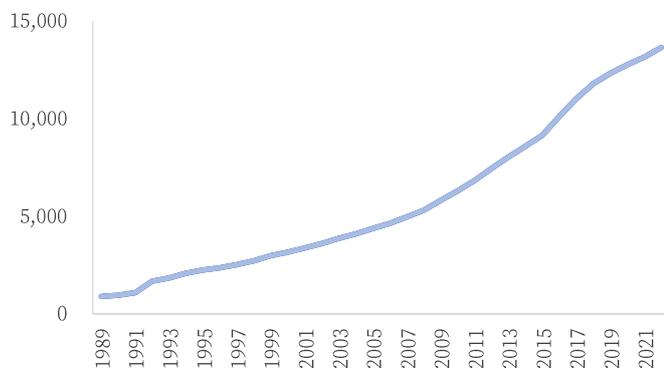
图12: 中国普惠小微授信户数 (万户)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

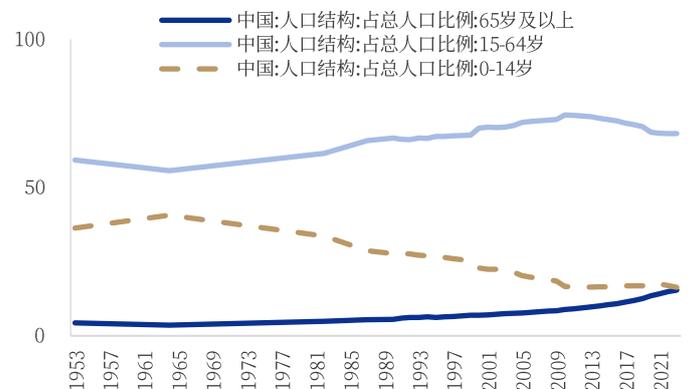
**四是养老金融。**党和国家高度重视人口老龄化工作，“十四五”规划将积极应对人口老龄化确定为国家战略。养老金融是服务养老的一切金融活动的总和，发展前景十分广阔：在需求端，老年群体日益增长的消费服务需求将带动银发经济快速发展，相应产生较大的投融资需求；在供给端，养老金融是金融机构新的业务增长点，保险、证券、基金等行业机构积极参与。《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》指出，要“鼓励金融机构开发符合老年人特点的支付、储蓄、理财、信托、保险、公募基金等养老金融产品，研究完善金融等配套政策支持”。目前，我国多层次养老保险体系已初步确立，面对人口老龄化加快的趋势，支持养老保险体系第二、三支柱发展迫在眉睫。未来，金融机构将加快不同类型养老服务场景建设，针对资产管理、融资、支付、咨询顾问、消费等重点领域强化金融产品创新，促进第二支柱职业养老金账户盈余的较快增长及个人养老储蓄的保值增值，做大养老保险体系第二、三支柱，满足不同老年群体个性化金融需求。

图13: 中国城镇离退休人员参加基本保险人数 (万人)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图14: 中国各年龄段人口比例 (%)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

五是**数字金融**。数字金融是金融与数字技术深度融合的产物，正以前所未有的速度改变着金融业态，作为连接金融市场与广大用户的纽带。金融促进要素自由流动、引导资源配置的功能，与数字要素存在天然耦合效应，大力发展数字金融有助于进一步发挥数据要素乘数效应，赋能金融业高质量发展，提供更加自动化、智能化、便利化的金融服务。近年来，我国数字金融发展驶入快车道，根据中国通信院发布的《中小企业数字化转型发展报告》，2023年我国中小企业数字化转型率达35.5%，为金融机构数据要素开发提供了广阔空间。未来，数字技术与金融业务融合发展是行业必然趋势，如何科技力量重构金融体系的服务方式、运营模式、行业范式，将成为发展数字金融的关键举措。

回归业务本源，把功能性放在首要位置是党和国家对于行业高质量发展的重要指示，也是行业发展的必然趋势。未来，行业将进一步加大对于重大战略、重点领域和薄弱环节的金融服务力度，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、数字金融五篇金融大文章，为服务建设金融强国目标、助推经济高质量发展贡献行业力量。投研能力、风控能力以及金融科技运用能力将成为行业的核心竞争力，综合实力强劲、数字化转型成功的头部机构的优势将持续展现。

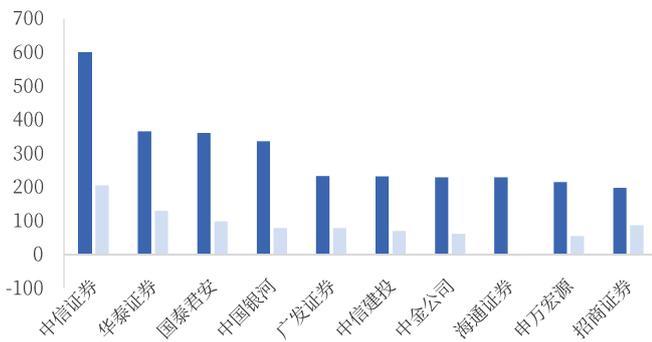
## （二）加强金融机构定位，打造一流投资银行和投资机构

本次会议提到，“必须以新发展理念引领改革，立足新发展阶段，深化供给侧结构性改革，完善推动高质量发展激励约束机制，塑造发展新动能新优势。”2024年4月，证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管 加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》，提出7个方面25条重点举措，其中也包括要“适度拓宽优质机构资本空间，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强；鼓励中小机构差异化发展、特色化经营，结合股东特点、区域优势、人才储备等资源禀赋和专业能力做精做细”。

我国投资银行相对于海外投行而言，资本实力差距较大。截至2023年底，中信证券总资产为1.5万亿元，而世界一流投行高盛总资产达到11.62万亿元。世界一流投行具有较强的资本实力，这源自于其内部较高的财务杠杆，也是造成国内外投行业务体量差距的重要原因。截至2023年末，高盛和摩根士丹利的财务杠杆达14倍和12倍，同期国内行业龙头中信证券的财务杠杆仅为5.3倍。监管部门表示，将“坚持机构的强化分类监管，拓展优质证券公司资本空间。适当调整连续三年分类评价居前的证券公司的风险资本准备调整系数和表内外资产总额折算系数，推动试点内部模型法等风险计量高级方法，支持合规稳健的优质证券公司适度拓展资本空间，提升资本使用效率，做优做强”。

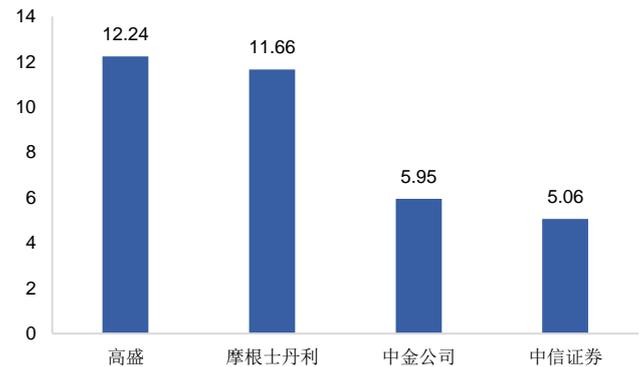
未来行业供给侧改革将持续推进，通过建立健全结构合理的金融市场体系和分工协作的金融机构体系，机构定位将持续得到完善，国有大型金融机构和中小金融机构的发展模式将逐渐展现差异化。头部券商通过并购重组等方式做大做强，多渠道补充资本金，全面完善各条业务线加强综合服务能力，做好服务实体经济的主力军和压舱石；中小金融机构通过深耕区域化或特色化业务形成竞争优势，核心关注自身风险防范和化解，保持对市场的敏感度和灵活性，在实现差异化发展的过程中及时调整打法，推动行业格局重塑。

图15: 我国证券行业 top10 券商营收和利润 (亿元)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图16: 国内外投资银行财务杠杆 (X)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

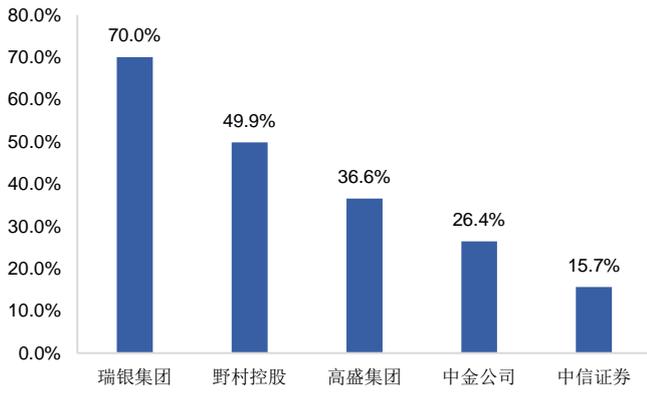
### (三) 抓住对外开放机遇, 加快国际化发展脚步

本次三中全会提出, 要“建立健全跨境金融服务体系, 丰富金融产品和服务供给”。

随着资本市场高水平开放加速, 境内券商海外布局奋蹄疾驰, 越来越多境内券商加大海外业务的布局, 通过助力企业境外上市及发行全球存托凭证 (GDR)、开展跨境业务、对境外子公司增资等方式不断加快国际化发展脚步。虽然我国证券行业国际化经营活动逐年增加, 但目前主要集中在以香港、东南亚为代表的亚洲地区, 跨境业务收入占比仍然较低。截至 2023 年末, 我国前十大头部券商共计实现海外收入 219.4 亿元, 仅占总营业 7.06%; 海外收入占比超过营收 20% 的头部券商仅一家, 超过营收 10% 的头部券商仅四家, 与世界一流投行差距较大。对比海外投行, 2023 年, 野村控股在日本以外的业务收入占比为 49.87%, 高盛在美洲以外的业务收入占比达 36.58%, 瑞银在瑞士以外的业务占比甚至常年达到 70% 以上。相比于专注本土业务, 进行国际化布局的投资银行可以凭借全球网点和业务布局, 更好地满足客户全球资产配置和实时的金融服务需求, 提升服务质量, 拓宽收入范围, 同时减少对本土市场的依赖, 最大限度地分散营业风险。

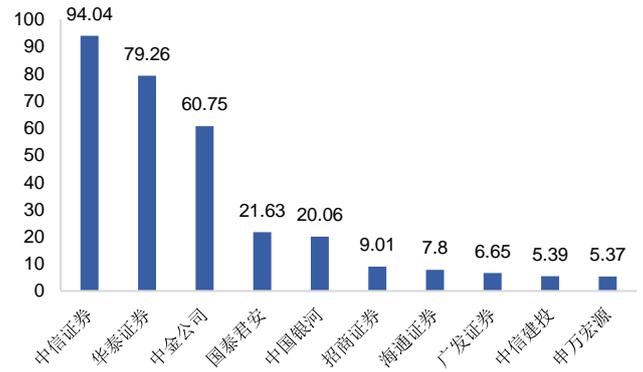
当前, 我国券商行业国际化发展面临历史机遇。近年来, 随着人民币国际化程度不断加深, 国家作出进一步扩大对外开放的重大战略部署, 优质红筹企业回归 A 股, 境内市场对境外投资者的吸引力日益增强。同时, 随着国家稳步推进高水平对外开放, 中国企业“走出去”产生了巨大的金融需求。境内券商作为中国企业的陪伴者, 需要提供综合金融服务, 国际化业务就此迎来发展良机。在服务企业出海方面, 相比境外券商, 头部境内券商具有优势。首先, 从发行角度讲, 境内券商贴近境内企业, 更能贴近产业特点, 向境外机构讲好企业故事, 为境外 IPO 项目发行奠定基础; 其次, 从交易定价角度看, 头部境内券商已形成较为全面的境内外销售网络, 国际化部署不断加强, 有望成为境外投资者“投资中国”的首选顾问。未来券商国际化战略向纵深发展。

图17: 中外投行海外收入对比



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图18: 我国证券行业 top10 券商海外营收 (单位: 亿元)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

### 三、加强监管，积极防范化解重点领域风险

防范风险是金融工作的永恒主题。本次三中全会指出，要“制定金融法。完善金融监管体系，依法将所有金融活动纳入监管，强化监管责任和问责制度，加强中央和地方监管协同。建设安全高效的金融基础设施，统一金融市场登记托管、结算清算规则制度，建立风险早期纠正硬约束制度，筑牢有效防控系统性风险的金融稳定保障体系”。

我国中小金融机构风险问题较为突出，其中中小保险机构风险一直是我国金融系统风险防范化解的重点领域。2023年中央经济工作会议将中小金融机构风险列为当前中国经济需要统筹化解的三大风险之一。近年来，我国中小保险金融机构流动性风险频发，易安财险、华夏人寿、天安人寿、恒大人寿、天安财险等多家中小保险公司，都因经营不善、偿付能力不足而面临破产风险。中小保险机构风险频发的主要原因包括以下几个方面：一是市场竞争压力。在高度竞争的市场环境下，中小保险公司为了抢占市场，往往采取激进的销售策略，如销售高定价利率、高费率的理财型产品。这种策略虽然短期内能够带来保费收入，但长期来看，由于资产负债两端的压力，使得公司在资产端更加冒进，增加了经营风险。二是投资管理挑战。中小保险公司的投资资产规模相对较小，且高度依赖利差收益。在低利率环境下，再投资风险加大，估值压制以及盈利空间压缩，这些都给中小保险公司的投资管理带来了巨大挑战。此外，部分中小险企在投资端存在投资成本高、投资能力不足等问题，需要采取全委托资金运作模式来应对。三是数据治理问题，数据治理是现代企业管理的重要组成部分，但中小保险公司在数据治理方面面临管理机制不成熟、数据标准化自动化不完备、数据治理人才短缺等挑战。这些问题不仅影响了公司的决策效率，也增加了运营成本，对公司的长期发展构成了障碍。

针对中小保险机构风险，监管部门出台了一系列指导性文件，以加强风险管理和提升风险防范能力。2017年4月，原中国银保监会发布《关于进一步加强保险业风险防控工作的通知》，明确指出了当前保险业风险较为突出的九个重点领域，并对保险公司提出了39条风险防控措施要求，涉及10个方面，进一步增强保险业风险防范的前瞻性、有效性、针对性，严守不发生系统性风险底线，维护保险业持续稳定健康发展。2018年1月，原中国保监会发布《打赢保险业防范化解重大风险攻坚战的总体方案》，明确了保险业风险防控的总体目标、基本原则和工作任务，包括防控和处置各类风险，坚决打击违法违规保险经营活动，加强薄弱环节监管制度建设等。2022年6月，原中国银保监会发布《关于引导金融资产管理公司聚焦主业积极参与中小金融机构改革化险的指导意见》，要求资产管理公司依法合规参与改革化险，加大对中小金融机构不良资产收购、管理和处置力度。2023年6月，国家金融监督管理总局审议通过《银行保险机构操作风险管理办法》，提供了操作风险识别评估、管理控制和工具等方面的规定，进一步完善了银行保险机构操作风险治理框架。

表3：《关于进一步加强保险业风险防控工作的通知》主要内容

主要内容	涉及风险	重要表述
完善流动性风险管理体系，切实防范流动性风险	流动性风险	要求保险公司完善流动性风险管理制度机制，加强流动性风险管理和监测；完善应急处置机制，风险防范关口前移，强化股东的流动性风险管理责任。
加强保险资金运用管理，切实防范保险资金运用风险	资金运用风险	建立审慎稳健的投资运作机制，防范重点领域风险；加强信息报送和披露，严禁通过投资多层嵌套金融产品、采用“抽屉协议”“阴阳合同”等形式绕开监管要求变相向股东或关联方输送利益。
完善公司治理管理体系，切实防范战略风险	战略风险	完善公司治理架构，加强股东管理和关联交易管理；科学制定战略规划，防范公司战略失偏、失控。
密切跟踪关注各类新型保险业务，切实防范新业务风险	新型保险业务风险	重点防范信用保证保险、互联网保险等新型业务的风险；加强新业务风险研判，确保业务创新与公司经营管理能力、风险管控能力相适应。

加强外部风险摸排和管理, 切实防范外部传递性风险	外部传递性风险	加强对外部风险的摸排与管理, 防范资本市场、汇率、利率等外部风险向保险业传递和转移。
加强消费者权益保护, 切实防范群体性事件风险	群体性事件风险	加强销售行为管理, 保护消费者权益; 严查违规套取费用, 妥善处置非法集资重大案件及可能引发的群体性事件风险。
着力摸清风险底数, 切实防范底数不清风险	底数不清风险	开展全面风险清查, 建立健全内控制度, 完善信息系统; 确保按照监管要求及时、准确、完整地报送相关报告和数据。
加强资本管理, 切实防范资本不实风险	资本不实风险	加强资本管理, 防范资本被抽逃、占用; 防范增资来源不合法的行为, 严防利用不当创新、不当工具虚增资本。
加强声誉风险防范, 切实增强舆情应对能力	声誉风险	加强舆情监测, 切实增强舆情应对能力, 提升应急处置能力。
健全风险防控工作机制, 切实强化责任落实和追究	——	从组织领导、责任分工、信息报告、责任追究等方面加强风险防控工作; 对违法经营造成损失和风险的人员要严格追责, 涉嫌犯罪的坚决移送司法机关。

资料来源: 中国政府网, 中国银河证券研究院

未来, 国家将进一步加大中小保险机构风险处置力度, 从以下几个方面防范化解相关风险: 一是推动中小保险机构完善公司治理结构, 确保董事会、监事会和管理层的职责明确, 形成有效的制衡机制。同时, 加强内部控制和风险管理, 确保业务运作的合规性和稳健性。二是加强中小保险机构风险管理能力, 提升资产负债管理能力, 做好产品定价与资产管理的联动, 避免资产负债错配风险。同时, 加强投资能力建设, 提高投资收益水平, 降低投资风险。三是帮助中小保险机构优化产品结构和销售策略, 减少高定价利率、高费率的理财型产品销售, 增加保障型产品的销售比重, 提高产品的竞争力和盈利能力; 同时, 加强销售人员培训和管理, 规范销售行为, 确保销售过程中信息的真实性和准确性, 避免误导消费者和产生纠纷。四是建立健全的中小保险机构风险监测机制, 对偿付能力、流动性风险、市场风险等关键指标进行实时监测和预警, 及时发现和应对潜在风险。五是实施中小保险机构兼并重组战略, 对于偿付能力不足、经营困难的中小保险公司, 通过兼并重组等方式进行整合和优化资源配置, 提高整体竞争力和抗风险能力。

## 四、风险提示

---

宏观经济不及预期的风险；资本市场改革不及预期的风险；资本市场波动带来的风险。

## 图表目录

图 1: 我国的多层次资本市场体系 (截至 2024.7.22)	3
图 2: 世界主要国家直接融资占比	5
图 3: 我国各类融资方式占社会融资总额比例	5
图 4: 中国资本市场活跃度	6
图 5: 沪深港通活跃度 (单位: 百万元)	7
图 6: 历年中资企业美股 IPO 数量	8
图 7: 截至 2024 年 7 月 22 日中资企业香港+境外市场上市数量	8
图 8: 科创板上市公司主题分类	10
图 9: 我国 PE、VC 发展情况	10
图 10: 中国金融机构绿色贷款余额 (单位: 亿元)	11
图 11: 各国绿色债券交易规模 (单位: 亿美元)	11
图 12: 中国普惠小微授信户数	12
图 13: 中国城镇离退休人员参加基本保险人数 (万人)	12
图 14: 中国各年龄段人口比例	12
图 15: 我国证券行业 top10 券商营收和利润 (亿元)	14
图 16: 国内外投资银行财务杠杆	14
图 17: 中外投行海外收入对比	15
图 18: 我国证券行业 top10 券商海外营收 (单位: 亿元)	15
表 1: 新“国九条”从上市、退市、交易等多方面提出更高要求	4
表 2: 《关于加强证券公司和公募基金监管 加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见 (试行)》主要内容	9
表 3: 《关于进一步加强保险业风险防控工作的通知》主要内容	16

## 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，本报告清晰准确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。

鞠厚林 银河证券研究所所长

## 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。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 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

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn