中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·宏观动态

服务实体经济、防范金融风险

——中央金融工作会议学习体会

宏观经济

核心观点

本次中央金融工作会议重点提出了金融工作的几个新原则，分别是：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。牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

会议延续了对于服务实体经济、防范金融风险两大主题的重视。金融服务实体经济方面，会议的论述主要有及货币政策、金融市场、金融机构改革、市场规则和资本管理、金融开放五个方面。而金融风险防范主要包括地产、地方政府、金融市场三大风险点的具体工作和金融监管体系改革四个方面。

摘要：金融服务实体经济方面，会议的论述主要有及货币政策、金融市场、金融机构改革、市场规则和资本管理、金融开放五个方面。一是货币政策方面，在维持稳健的基础上要创新货币政策工具支持重点领域。**二是金融市场方面，**主要的目标是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。**三是金融机构改革方面，**建立以国有、系统重要性金融机构为主、小银行服务区域为辅的格局。**四是市场规则和资本管理，**重点在于引入长期资本、防范道德风险。**五是金融开放方面，**要继续坚持，在确保金融安全基础上，推动外资深度参与中国金融市场。

而金融风险防范主要包括地产、地方政府、金融市场三大风险点的具体工作和金融监管体系改革四个方面：一是金融监管体系改革承接近年的机构改革，继续强调：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。**二是地方债务风险防范方面，**预计中央政府将通过提高赤字率等方式承担更多的低成本债务，并逐步、分层化解地方政府显性和隐形债务。**三是最为关注的地产风险方面，**会议将地产和金融问题统一来看，强调加强监管和风险防范，并通过保障性住房等房地产新模式应对目前市场供求关系的深刻变化。**四是金融市场方面，**再次强调稳健运行和防范风险的联动，并重点指出汇率问题。

黄文涛
huangwentao@csc.com.cn
010-85130608
SAC 编号:s1440510120015
SFC 编号:BEO134
孙苏雨
sunsuyu@csc.com.cn
SAC 编号:S1440523070003

发布日期： 2023 年 11 月 01 日

相关研究报告

2023-10-23	【中信建投政策研究】:三季度经济增长超预期，美商务部公布对华半导体出口管制规则
2023-10-19	【中信建投宏观研究】:2024：变与不变
2023-10-16	【中信建投政策研究】:习近平会见舒默，美联储发布会议纪要——政策周报（2023 年 10 月 9 日-10 月 15 日）
2023-10-09	【中信建投政策研究】:习近平对宣传思想文化工作作出重要指示，美国共和党众议长麦卡锡遭罢免——政策周报（2023 年 10 月 2 日-10 月 8 日）
2023-10-02	【中信建投政策研究】:央行召三季度例会，美国政府避免关闭——政策周报（2023 年 9 月 25 日-10 月 1 日）

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

目录

一、服务实体经济方面重在制度建设和机构改革：.....1
二、防范金融风险重点在于化解三大重点领域风险并加强治理建设.....2
三、本次会议重点针对近年来金融风险进行思考。.....3
风险分析.....5

本次中央金融工作会议在延续了之前五次金融工作会议对实体经济、防范金融风险的重视之外，重点提出了金融工作的几个新原则，将对未来五年乃至更长一段时间的金融工作产生重大影响，分别是：

主线：以深化金融供给侧结构性改革为主线。

支撑：以金融队伍的纯洁性、专业性、战斗力为重要支撑。

方向：以全面加强监管、防范化解风险为重点。

底线：牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

会议的主线仍然是金融服务实体经济与金融风险防范两个金融业的核心命题，本报告分别从此进行梳理：

一、服务实体经济方面重在制度建设和机构改革：

金融服务实体经济方面，会议的论述主要有及货币政策、金融市场、金融机构改革、市场规则和资本管理、金融开放五个方面。

（1）货币政策方面，在维持稳健的基础上要创新货币政策工具支持重点领域。一是要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，说明在传统货币政策工具面临约束的背景下，央行在稳健、“不大水漫灌”的基调下，还需要更多创新货币投放渠道。**二是**央行还需要发挥更多的产业引导性，更多使用再贷款等工具促进科技创新、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重大战略。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。

（2）金融市场方面，主要的目标是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。一是股票注册制的政策方向仍将坚持，但也要保证上市公司质量。二是政策更为重视投资端，强调要培育一流投资机构，对应近期在投资端的系列改革。

（3）金融机构改革方面，建立以国有、系统重要性金融机构为主、小银行服务区域为辅的格局，是本次会议的重要部署。会议提出机构定位的问题，支持国有大型金融机构做优

做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石。同时要严格中小金融机构准入标准和监管要求，立足当地开展特色化经营，是对近年来中小金融机构无序扩张、追求重资产运营乃至造成金融风险的理性调整。未来大型机构将更为重视系统性风险的防范，而中小银行将继续推动合并、公司治理改善等风险防控举措。

（4）市场规则和资本管理重点在于引入长期资本、防范道德风险。一是强化市场规则，打造规则统一、监管协同的金融市场，促进长期资本形成。二是健全法人治理，完善中国特色现代金融企业制度。三是完善国有金融资本管理，拓宽银行资本金补充渠道，做好产融风险隔离。

（5）金融开放方面要继续坚持，在确保金融安全基础上，推动外资深度参与中国金融市场。要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。

二、防范金融风险重点在于化解三大重点领域风险并加强治理建设

而金融风险防范主要包括地产、地方政府、金融市场三大风险点的具体工作和金融监管体系改革四个方面：

（1）金融监管体系改革承接近年的机构改革，继续强调：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。

（2）地方债务风险防范方面，预计中央政府将通过提高赤字率等方式承担更多的低成本债务，并逐步、分层化解地方政府显性和隐形债务。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。

（3）最为关注的地产风险方面，会议将地产和金融问题统一来看，强调加强监管和风险防范，并通过保障性住房等房地产新模式应对目前市场供求关系的深刻变化。一是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。二是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。

（4）金融市场方面再次强调稳健运行和防范风险的联动，并重点指出汇率问题。一是维护金融市场稳健运行，规范金融市场发行和交易行为，合理引导预期，防范风险跨区域、跨市场、跨境传递共振。二是加强外汇市场管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

三、本次会议重点针对近年来金融风险进行思考。

我国共召开过六次全国性的金融工作会议。近三次会议的主题基本都围绕服务实体经济和防范金融风险展开。虽然工作的重点可能不同，但加强党的领导、改革金融监管体系、加强机构建设都是历次会议的重要方向

第一次金融工作会议的背景是金融体系的初建，包括中央统筹的设置和分页监管的模式。背景是国务院《关于金融体制改革的决定》（国发[1993] 91 号）要求强化中央银行宏观调控体系，对银行业、证券业、保险业和信托业实施分业经营和监督。自此，集中单一的金融监管模式被打破，分业监管体制开始逐步确立。1998 年，国务院证券委员会和证券监督管理委员会合并，成立新证监会，统一监管全国证券和期货经营机构；同年成立的保监会则负责保险业的统一监管。

第二次金融工作会议的重点是金融机构的资本重建，并改革背后的监管规则。期间经历了大行的注资、上市和公司治理体系改革。而金融监管方面，2003 年，银监会成立，“一行三会”的金融监管格局形成。《国务院办公厅关于印发中国银行业监督管理委员会主要职责内设机构和人员编制规定的通知》（国办发〔2003〕30 号），规定银监会的主要职能包括：审批银行业金融机构及其分支机构的设立、变更、终止及其业务范围；对银行业金融机构实行现场和非现场监管，依法对违法违规行为进行查处；审查银行业金融机构高级管理人员任职资格等。

第三四次金融工作会议的背景是宏观经济快速发展期，因此主要的议题集中在金融体系改革以更好适应中国经济的发展，推动了包括政策性银行改革、系统性金融风险防范和化解等领域。

第五次金融工作会议（2017 年），是此次金融工作会议的重要背景，为应对开始复杂多

变的金融风险，集中统一领导成为主要的政策方向，国务院金融稳定发展委员会会作为宣布成立。2017 年，全国金融工作会议要求金融行业要回归本源、优化结构、强化监管。其主要职责从宏观和顶层设计层面设计金融行业的发展方向、重大规划并协调宏微观监管职能，以及研判和防范系统性金融风险。主要职责包括：第一，落实党中央、国务院关于金融工作的决策部署；第二，审议金融业改革发展重大规划；第三，统筹金融改革发展与监管，协调货币政策与金融监管相关事项，统筹协调金融监管重大事项，协调金融政策与相关财政政策、产业政策等；第四，分析研判国际国内金融形势，做好国际金融风险应对，研究系统性金融风险防范处置和维护金融稳定重大政策；第五，指导地方金融改革发展与监管，对金融管理部门和地方政府进行业务监督和履职问责等。

第五次会议至今，我国金融体系监管的顶层设计有所增强，但经济增速下行叠加金融监管能力和制度缺陷，地产、地方政府、中小金融机构公司治理、产融风险交织成为主要问题。为此，2021 年 12 月中央经济工作会议上，习近平总书记在谈到正确认识和把握防范化解重大风险时提出，黑天鹅、灰犀牛事件不断，主要来自五个方面：一是长期累积的结果，“三期叠加” 影响还没有结束，前期风险仍要消化。二是监管能力和制度缺陷，对金融机构公司治理问题严重失察，金融监管能力和水平不适应。对地方债务管理松弛，有的地方变相违规举债，债务负担持续增加。三是借债人野蛮行为，一些大企业盲目冲动，非理性多元化扩张，过度依赖金融杠杆，产业资本过度进入金融行业。一些股东和实际控制人违法违规经营管理金融企业，存在内部人控制、大股东操纵，财务造假，大肆挪用资金。四是官商勾结和腐败行为，一些金融机构负责人和政府官员失职渎职、贪污腐败。五是经济周期变化，经济增速下行使原本隐藏的各类风险水落石出，局部风险引发系统风险的概率加大，以企业资不抵债为特征的风险突出。

面对复杂多变的金融风险，监管的改革共识是增强党对金融工作的集中统一领导、加强宏观审慎监管和推动市场规则完善几个方向。二十大报告读本指出，我国正处于由高速增长向高质量发展转变的关键时期。经济社会高质量发展为抵御风险提供了坚实依托，转型调整也带来结构性市场出清。中央提出一是要把防控金融风险放到更加重要的位置，优化监管技术、方法和流程，实现风险早识别、早预警、早发现、早处置。二是充实政策工具箱，完善逆周期监管和系统重要性金融机构监管，防范风险跨机构跨市场和跨国境传染。三是要加强

功能监管和综合监管，对同质同类金融产品，按照“实质重于形式”原则进行穿透式监管，实行公平统一的监管规则。要强化金融反垄断和反不正当竞争，依法规范和引导资本健康发展，防止资本在金融领域无序扩张。

风险分析

消费复苏的持续性仍存不确定性。今年以来，居民消费开始回暖，但恢复水平有限，未来延续低位震荡，还是能继续向常态化增速靠拢，仍需密切跟踪。消费如持续乏力，则经济回升动力受限。

地产行业能否继续改善仍存不确定性。本轮地产下行周期已经持续较长时间，当前出现短暂回暖趋势，但多类指标仍是负增长，未来能否保持回暖态势，仍需观察。

欧美紧缩货币政策的影响或超预期，拖累全球经济增长和资产价格表现。

地缘政治冲突仍存不确定性，扰动全球经济增长前景和市场风险偏好。

分析师介绍

黄文涛

经济学博士，纽约州立大学访问学者。现任中信建投证券首席经济学家、机构委、投委会委员、研究发展部联席负责人，董事总经理。兼任南开大学硕士导师、中信研究院资深研究员、中国保险协会人身险利率专家委员会特聘专家等职。多次参与部委形势分析咨询及课题研究，多年荣获新财富、水晶球、金牛奖、保险资管协会等最佳分析师，2016 年新财富固定收益第一名。

孙苏雨，清华大学五道口金融学院博士，主要负责货币政策、金融等宏观研究方向。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15％
		中性	相对涨幅-5%—5％之间
		减持	相对跌幅 5%—15％
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话：（8610） 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk