

箭在弦上的中国式QE

专题报告

——全国金融工作会议前瞻

摘要：至暗时刻、心向光明。作为宏观政策的压轴大戏，第六次全国金融工作会议即将召开。时隔五年，当前面对市场信心不振、内外需求萎缩共振的不利局面，此次会议将定调中国金融如何举起经济复苏的大旗。货币政策、监管改革、资本市场、金融法治、金融开放、金融安全网、房地产金融、货币财政协同等八大主题，有望成为此次会议讨论的重点，其共识对于明年宏观经济走向与资本市场行情具有重要意义。

核心观点：

- 梳理前五次会议可以发现，全国金融工作会议通常在新年前后召开。不同以往，此次全国金融工作会议晚于党代会举行，因此“中国式现代化”、“安全与发展”、“扩大内需”等主题词可能在本次会议中体现。据此，本文预测第六次金融工作会议八大主题：
- **主题1：内需疲弱、外需下滑，如何破解货币政策“推绳子”难题？**今年来，央行大力发展结构性政策工具与政策性金融工具，以此疏通货币政策传导堵点，提高宽松政策效力。此次会议或将讨论这类“准财政”工具的常态化问题，使其成为中国式QE的主要方式。
- **主题2：财政收支紧平衡压力加大，如何统筹财政资源、寻找新的财源？**财政收支紧平衡是制约未来财政发力的重要约束，对此，此次中央经济工作会议对财政发力稳经济的诉求有所弱化。为扩充财源，货币财政协同需要制度创新，其中央行与国有金融部门将发挥重要作用。
- **主题3：地方政府债务合并监管，如何化解地方债存量风险？**疫情之后，地方隐性债务出现反弹。近期，财政部首次公开表示“地方债合并监管”，化解地方债存量规模迫在眉睫。金融在地方政府资产负债表优化过程中，将发挥哪些功能，值得期待。
- **主题4：“稳地产→稳经济”逻辑建立，楼市企稳有哪些需求端政策出台？**此轮房地产下行始于房地产金融政策的收紧，解铃还需系铃人，尽管当前房企融资政策出现放松，但救市还需需求端政策的跟进。金融如何解决好新市民、青年人等住房问题，释放新的需求动力，值得关注。
- **主题5：处置资本与劳动利益分配关系，规范、引导国内资本健康发展。**建设“中国式现代化”离不开资本要素发挥资源配置作用。但资本天然具有逐利本性，如何安排资本与劳动利益分配关系，对于激发资本活力至关重要。
- **主题6：加强金融法治建设，营造市场化、法治化、国际化的营商环境。**今年以来，金融法治建设取得实质成效。按照“探索建立定期修法制度”的要求，《中国人民银行法》、《商业银行法》等有望在此次会议中讨论通过。这对于吸引国际优质机构入驻，提升行业估值有所帮助。
- **主题7：持续推进制度性、高水平对外开放，统筹金融安全与开放关系。**第五次金融工作会后，中国金融对外开放步伐明显加快。今年，资本外流压力加大，而制度性、高水平对外开放格局的加快建立，有利于吸引资金回流。
- **主题8：金融监管改革将突出“市场化、常态化处置”关键词。**专业化处置机构和常态化风险处置机制不健全是当前金融监管遇到的瓶颈挑战，而监管科技手段与行业数字化水平差距扩大，则要求金融监管体系与方式进行变革。

主要预测

%	2022E	2023E
GDP	3.3	4.7
CPI	2	2
PPI	4.3	-0.2
社会消费品零售	1.6	5
工业增加值	4.1	4.8
出口（美元值）	9.8	3
进口（美元值）	0.9	3.5
固定资产投资	6.1	6.8
M2	11.5	10.2
社会融资余额	10.4	10
1年期MLF利率	11	10.5
1年期LPR	2.75	2.65
人民币汇率	6.75	6.6

最新数据（11月）

工业增加值	2.2
固定资产投资	5.3
社会消费品零售	-5.9
CPI	1.6
PPI	-1.3

资料来源：CEIC、招商证券

张静静 S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn
张一平 S1090513080007
zhangyiping@cmschina.com.cn
马瑞超 S1090522100002
maruichao@cmschina.com.cn

结论与启示：

中央经济工作会议吹响了经济振兴的号角。考虑到财政政策具有顺周期特性，此次宏观政策调控力度加大、扩大内需战略与深化供给侧结构性改革相协同，将更多依赖货币金融来完成。

此次全国金融工作会议或将从宏观与行业两方面，影响未来五年市场走势：

一、宏观政策方面，货币政策将如何扛起“稳增长、稳就业”的大旗，我国是否会启动中国式量化宽松，其又有哪些不同之处，这些问题的答案对于经济形势的发展至关重要。我们判断，央行将继续坚持总量与结构双向发力的策略，降息与结构性工具可能成为下一步政策宽松的主要抓手。

降息条件已经成熟。经验表明，降息对于提振信心、扩大内需具有重要作用。相比 2015 年，此次经济下行期间降息力度明显偏弱，利率下调留有空间；在坚持不大水漫灌原则下，降息或是最优选择。此外，明年美联储加息节奏的缓和与中美利差“倒挂”约束的改善，也将为降息营造有利环境。

结构性政策工具的大力使用，或将是“中国版 QE”的主要方式。因兼具“降低成本+风险分担”的双重职能，结构性政策工具可有效打通货币政策传导堵点，起到精准支持实体经济的“宽信用”功能。预计未来五年，结构性政策工具将大力发展，常态化、透明化与便利化程度将明显提升，逐渐成为货币供给的重要渠道。

二、金融板块方面，地方债务存量处置加速有利于银行信贷资源的释放与资产质量的提升，中长期看有利于银行板块；在金融法治化建设推动下，证券与保险业的营商环境进一步改善，将有利于更多国际机构入驻，吸引增量资金入市，提升相应板块的估值水平；而金融监管数字化、智能化升级，则有望为金融科技产业带来增长机遇。

风险提示：国内疫情超预期；政策理解不到位

正文目录

一、 全国金融工作会议回眸	4
二、 此次会议主题前瞻	6
三、 结论与启示	12

图表目录

图 1: 结构性工具带动绿色贷款迅猛增长	7
图 2: 普惠金融信贷构成	7
图 3: 央行资产负债表科目变动	8
图 4: IMF 口径下的广义政府债务变动	9
图 5: 银行对公房地产贷款不良率明显提升	10
图 6: 北交所与科创板发展情况	11
图 7: 境外金融机构和个人持有境内人民币资产规模变动	12
表 1: 全国金融工作会议回眸	4
表 2: 全国金融工作会议主题与要点	5
表 3: 扩大有效需求是近半年中央强调的主题	7
表 4: 2022 年, 财政预算与赤字表现 (亿元)	8

第六次全国金融工作会议即将举行。放眼望去，除了金融业，恐怕再无第二个行业可以享受此等殊荣。距离上一次全国金融工作会议召开，已时隔五年。五年来，新的金融监管格局已经成型，“资管新规”最终落地、金融降杠杆取得实效。当下，在经济下行压力加大、内需不振、金融风险隐现的背景下，第六次全国金融工作会议将如何定调未来五年金融业发展，这不仅牵动下一阶段宏观经济的复苏与重建，而且涉及千万金融从业人员的切身利益。

一、全国金融工作会议回眸

全国金融工作会议起源于1997年11月。彼时，面临亚洲金融危机肆虐与国内银行系统不良率高达30%的危局，时任国务院常务副总理的朱镕基主持召开了首届全国金融工作会议，并从此确立了每五年召开一次会议的传统。时至今日，全国金融工作会议以其规格之高、影响之远，堪比金融领域的“五年规划”。本文首先梳理前五次会议的主题内容，为即将召开的第六次全国金融工作会议前瞻提供线索。

➤ 全国金融工作会议通常什么时候召开？

回顾历史可以发现，全国金融工作会议通常安排在新年前后举行。其中，第三、四次全国金融工作会议分别于2007与2012年1月举行，第二次工作会议略微延迟到2002年2月，而1997年召开的首届会议则安排在当年11月。可见，新年前后通常是召开全国金融工作会议的时间窗口。此外，全国金融工作会议通常与党代会同年召开，时间安排上，除1997年以外，金融工作会议往往先于党代会，会议内容会在党代会报告中有所反映。

值得一提的是，不同于前四次会议，第五次全国金融工作会议于2017年7月召开，是唯一一次年中召开的会议。除了会议时间安排明显延后以外，会议规格也升级为“顶配”：此次会议由习总书记亲自主持，五名政治局常委出席。相比由总理主持召开的前四次会议，重要性明显提升。鉴于当前的经济金融形势，预计总书记仍将出席第六次金融工作会议，并做重要指示。

表 1: 全国金融工作会议回眸

时间	会议	背景	主持	出席领导
1997年11月	第一次工作会议	国内金融混业经营不规范，亚洲金融危机爆发。	朱镕基	江泽民（中共中央总书记） 李鹏（中共中央政治局常委、国务院总理） 胡锦涛、李岚清等中共中央政治局常委，丁关根、吴邦国、罗干、温家宝、邹家华等中央和国务院领导同志
2002年2月	第二次工作会议	国内国有银行商业化进程正在推进。	朱镕基	江泽民（中共中央总书记） 李鹏、李瑞环、胡锦涛等中共中央政治局常委；丁关根、吴邦国、温家宝、曾庆红、吴仪、王忠禹等中央和国务院领导同志
2007年1月	第三次工作会议	国内国有银行商业化取得较大进展，我国外汇储备不断增长；国际金融危机爆发前夕的繁荣。	温家宝	曹刚川等中共中央政治局委员、国务委员，吴仪、曾培炎、回良玉等中共中央政治局委员、国务院副总理
2012年1月	第四次工作会议	国内金融机构改革已取得不小进展，为应对危机采取扩张性财政政策，地方政府债务规模迅速扩张；国际金融危机后的复苏期。	温家宝	李克强（中共中央政治局常委、国务院副总理） 王岐山（中共中央政治局委员、国务院副总理） 回良玉、张德江、刘延东、马凯等中共中央政治局委员、国务院副总理
2017年7月	第五次工作会议	金融防风险是主线，金融去杠杆正在进行，避免监管套利、资管等统一监管势在必行，债券开通促进金融进步对外开放；国际上，全球经济温和复苏，内行同步收紧货币政策。	习近平	李克强（中共中央政治局常委、国务院总理） 俞正声、王岐山、张高丽（中共中央政治局常委） 马凯、刘延东、许其亮、李源潮、张春贤、孟建柱、胡春华、郭金龙、王沪宁、刘奇葆、孙春兰、李建国、汪洋、范长龙、赵乐际、栗战书、韩正（其他中央政治局委员）

资料来源：招商证券

➤ 全国金融工作会议的主题通常有哪些？

通常，全国金融工作会议的主题依据金融业背景、为解决实际问题而设定，但核心主题却基本固定。

一是突出党对金融工作的集中统一领导。早在首届全国金融工作会议上，国家就设立了中央金融工作委员会（简称，金融工委），用于加强党对金融工作的集中统一领导，同时成立中央金融纪律检查工作委员会，将央行、各国有银行、人保等金融机构的党组改为党委，加强党对金融系统党务工作和业务工作的垂直领导。2017年召开的第五次金融工作会议则再次强调“必须坚持党中央对金融工作的集中统一领导，落实全面从严治党要求；扎扎实实抓好企业党的建设，加强党性教育，加强党风廉政建设；大力培养、选拔、使用政治过硬、作风优良、业务精通的金融人才；促进我国金融业健康发展，确保党的路线方针政策在金融领域切实得到落实”。

二是强调防控金融风险的底线。正如上文所述，全国金融工作会议在创立之处，即与金融风险息息相关。此后，历次会议也将防控金融风险作为核心主题。例如：02年工作会议强调完善现代金融机构体系，实现金融市场秩序根本好转；12年工作会议则是在吸收08年全球金融危机经验的基础上，明确要求“加强和改进金融监管，切实防范系统性金融风险”，“防范化解地方政府性债务风险”。上届会议将“防控金融风险”上升为空前高度，不仅明确“防止发声系统性金融风险是金融工作的永恒主题”，而且将其列为金融三大攻坚战之一，确立金融监管“有风险没有及时发现是失职、发现风险没有及时提示和处置是渎职”的严肃氛围。随后，市场出现了金融去杠杆、资管新规加速出台落地、互联网金融整治，以及蚂蚁集团上市搁置等事件。

三是改革金融监管体系，明确混/分业经营模式。从首届会议推动央行“大区制”改革到上届会议提出“一委一行两局+地方监管局”的新监管框架，金融监管机构改革无疑是历次全国金融工作会议的热点。在此基础上，往年会议还会推动国有金融机构改革、明确混/分业经营导向，提高国内金融机构的行业竞争力。例如：首届会议提出三年建设“现代化金融体系”的宏伟目标，并要求坚决改变金融混业经营模式；第二次会议成立国有银行改革领导小组，并对工、建、中三家国有商业银行股改上市提供关键支撑政策；第三次会议提出推进国开行市场化运作改革，并设立中投公司，负责外汇储备的运作；第五次会议强调直接融资，推出科创板、推动注册制试点成功落地。

除了上述共性主题以外，往年会议还曾聚焦金融业对外开放、利率/汇率市场化改革、货币政策工具创新、地方政府债务管理等内容。

表 2: 全国金融工作会议主题与要点

主题	针对问题	金融改革	金融监管	资本市场发展
治乱	地方政府对金融过度干预； 高企的不良贷款率	1.定向发行 2700 亿元特别国债，补充四大国有银行资本金； 2.将 13939 亿元银行不良资产剥离给新成立的四家资产管理公司； 3.取消贷款规模控制，实行资产负债比例管理和风险管理。	1.实行分业监管，单设证监会、保监会负责证券业、保险业，央行职能司负责银行业、信托业； 2.对央行自身机构进行改革，原有的省分行被撤销，改成 9 个大区行，货币政策独立性得以加强； 3.设立中共中央金融工作委员会。	——
整固	金融开放带来的现代金融发展的压力	1.成立国有银行改革领导小组，酝酿、统筹、部署国有银行改革方案； 2.改革农信社； 3.组建中央汇金投资有限责任公司，并主导中国银行业的重组上市。	1.撤消中央金融工委，成立银监会，履行银行、信托监管职责。	继续贯彻“法治、监管、自律、规范”的方针，稳步推进证券市场体系建设。

补白	外汇占款大幅增长带来的流动性过剩；金融发展城乡不均衡	1.按照分类指导、“一行一策”的原则，推进政策性银行改革； 2.推进国家开发银行改革，全面推行商业化运作； 3.成立中国投资有限公司以承担外汇储备的投资管理工作。	1.实行银行、证券、保险分业监管体制； 2.进一步完善人民币汇率形成机制，加强外汇储备经营管理； 3.健全金融法制，加大反洗钱工作力度，继续深入整顿规范金融秩序。	大力发展资本市场和保险市场，构建多层次金融市场体系。
拓展	吸取了2008年国际金融危机的教训，防范化解风险	1.鼓励、引导和规范民间资本进入金融服务领域； 2.推动国有大银行战略转型，发展中小银行和民营金融机构，促进保险业发挥长期稳健风险管理和保障的功能。	1.深化金融体制改革，鼓励、引导和规范民间资本进入金融服务领域； 2.将地方政府债务收支分类纳入预算管理，构建地方政府债务规模控制和风险预警机制，避免财政金融风险相互传递； 3.加快制定存款保险、金融机构破产、上市公司监管、信用评级以及征信等方面的法律法规。	1.发展直接融资，形成多层次资本市场体系； 2.加强资本市场和保险市场建设，推动金融市场协调发展。
重塑	分业监管的漏洞	1.推动国有大银行战略转型，发展中小银行和民营金融机构，要促进保险业发挥长期稳健风险管理和保障的功能； 2.建设普惠金融体系，加强对小微企业、“三农”和偏远地区的金融服务，推进金融精准扶贫，鼓励发展绿色金融； 3.放宽投资入股外资银行保险机构的数量型要求，扩大股东范围，促进金融业对外开放。	1.成立国务院金融稳定发展委员会，组建中国银行保险监督管理委员会，进一步扩充和强化人民银行相关职能，将过去地方政府的协调机构升级为实质性的监管机构，形成了目前“一委一行两会一局+地方监管局”的新金融监管格局； 2.出台“资管新规”； 3.合并银、保监会。	把发展直接融资放在重要位置，形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系。

资料来源：招商证券

二、此次会议主题前瞻

梳理前五次会议可以看到，全国金融工作会议的主题设定具有典型的问题导向特征，重点讨论金融业发展遇到的现实问题与未来方向。下面，本文从当前宏观金融的背景入手，前瞻此次会议可能讨论的主题。

➤ 内需疲弱、外需下滑，如何破解货币政策“推绳子”难题？

内需疲弱是当前制约经济复苏的关键。两年来，尽管央行连续降准降息，但贷款增速持续下行，需求不振使得资金“堰塞湖”产生。近期，尽管防疫政策出现明显调整，市场对经济复苏预期提升，但“强预期、弱现实”的格局明显，未来经济的反弹力度还将受到疫情形势、居民认知程度、医疗系统抗压性等复杂因素的影响，内需改善难以一蹴而就。从中长期来看，大疫三年，居民的资产负债表部分受损，居民对未来收入与就业的预期持续低迷，消费意愿明显不足，消费发力仍需政策面的支持。此外，相比今年，明年全球经济步入衰退场景，外需走弱将对国内经济复苏产生新的掣肘。需求疲弱使得货币政策“推绳子”难题重现，宏观政策如何激发市场内生需求、金融系统又将如何有效服务实体经济，是此次会议的重要看点。

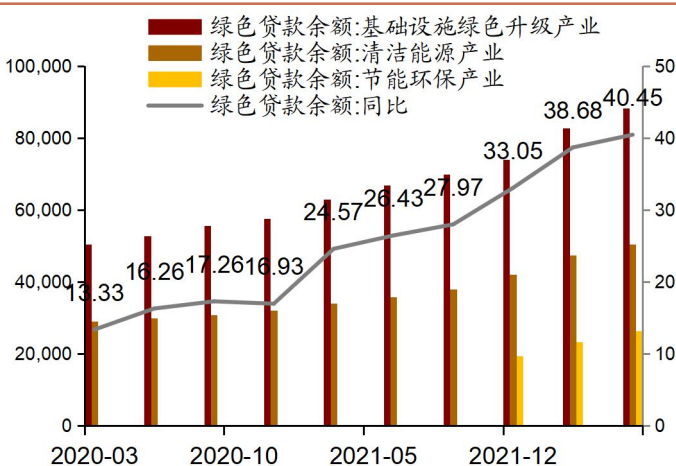
表 3: 扩大有效需求是近半年中央强调的主题

时间	来源	表述
2022/7/28	中共中央政治局会议	会议强调, 宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债券资金, 支持地方政府用足用好专项债券限额。货币政策要保持流动性合理充裕, 加大对企业的信贷支持, 用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。要提高产业链供应链稳定性和国际竞争力, 畅通交通物流, 优化国内产业链布局, 支持中西部地区改善基础设施和营商环境。
2022/7/29	国务院常务会议	贯彻落实中央、国务院部署, 按照疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求, 抓住当前重要时间节点, 巩固经济恢复基础, 保持今年经济运行在合理区间。稳经济很重要, 稳就业稳物价。要综合施策扩大有效需求。一是发挥有效投资对经济恢复发展的关键性作用。
2022/8/16	发改委 8 月份新闻发布会	宏观政策要在扩大需求上积极作为, 既要有力, 又要合理适度, 不预支未来。加快推进实施已出台的各项政策, 做到落实快、协调快、见效快。强化政策预期管理, 视情及时出台实施。
2022/8/31	国务院常务会议	要继续争分夺秒抓落实, 用“放管服”改革办法再推进稳经济一揽子政策发挥效能, 细化实化接续政策, 9 月上旬实施细则应出尽出, 着力扩大有效需求, 促投资带消费增就业, 巩固经济恢复基础, 增强发展后劲。
2022/9/5	国务院政策例行吹风会“介绍稳经济一揽子政策的接续政策措施”	从政策的重点看, 接续政策从供需两端协同发力, 着力扩大有效需求, 促投资带消费增就业, 强化能源供应保障, 稳定粮食生产, 抓好物流保通保畅, 持续为市场主体减负激活力, 有利于进一步巩固经济恢复的基础, 切实增强发展后劲。
2022/9/29	中国人民银行货币政策委员会召开 2022 年第三季度例会	坚持以深化供给侧结构性改革为主线, 实施好扩大内需战略, 继续做好“六稳”“六保”工作, 进一步加强部门间政策协调, 落实好稳经济一揽子政策和接续政策, 全力巩固经济恢复发展基础, 把握好内部均衡和外部均衡的平衡, 统筹金融支持实体经济与防风险, 保持经济运行在合理区间, 推动经济高质量发展
2022/10/17	党的二十大新闻中心举行第一场记者招待会	赵辰昕强调, 这种理解是错误的。构建新发展格局, 是开放的国内国际双循环, 不是封闭的国内单循环, 下一步, 我国将着力畅通国民经济循环, 坚定实施扩大内需战略, 持续深化改革破除体制机制障碍, 加快建设更高水平开放型经济新体制, 促进国内国际双循环顺畅联通。
2022/10/18	国家发改委等部门负责人介绍贯彻新发展理念、构建新发展格局、推动高质量发展有关情况	我们将着力畅通国民经济循环, 坚定实施扩大内需战略, 持续深化改革破除体制机制障碍, 加快建设更高水平开放型经济新体制, 促进国内国际双循环顺畅联通。
2022/10/27	国务院常务会议	会议指出, 要针对有效需求不足的矛盾, 推动扩投资促消费政策加快见效。一是财政金融政策工具支持重大项目建设、设备更新改造, 要在四季度形成更多实物工作量。相关协调机制要持续高效运转, 推动项目加快开工建设, 确保工程质量。二是促进消费恢复成为经济主拉动力。重大项目建设、设备更新改造要注意与扩消费结合, 扩大以工代赈以促进就业增收带动消费, 将中小微企业和消费类设备更新改造纳入专项再贷款和财政贴息支持范围。落实支持汽车等大宗消费和消费服务领域的政策。因地制宜支持刚性和改善性住房需求。

资料来源: 中央人民政府官网, 招商证券

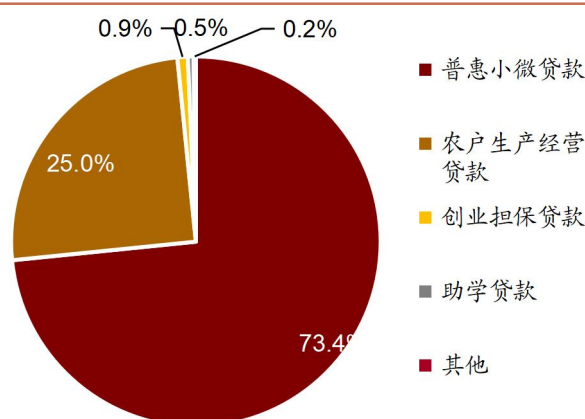
近年来, 央行大力发展结构性政策工具, 以此疏通货币政策传导堵点, 定向支持实体经济。截至三季度末, 结构性政策工具投放 5.5 万亿元, 占货币政策工具总投放量 (即: 对其他存款性公司债权) 的 43%。从实际效果来看, 绿色低碳、普惠金融等领域的信贷投放, 在结构性政策工具的激励下出现迅猛增长。但若拆分其结构可以发现, 阶段性工具投放量占了总投放量的 56%, 仅 PSL 一项占比就达 47%。如何使结构性政策工具常态化、均衡化, 亟待明确。

图 1: 结构性工具带动绿色贷款迅猛增长



资料来源: Wind, 招商证券

图 2: 普惠金融信贷构成



资料来源: Wind, 招商证券

➤ 财政收支紧平衡压力加大, 如何统筹财政资源?

稳增长时期, 财政政策可望发挥重要作用。但在现实中, 财政面临收入这项“硬约束”。我们在年度报告《十字路口-2023 年宏观经济展望》中指出, 今年财政通过超 3.4 万亿元的减税降费与缓税缓费, 有效支持了制造业等行业的修复, 其背后是央行等国有金融机构上缴的逾万亿利润作为支撑。但这项财源显然难以持续, 明年财政收入仍将维持让利于民的操作思路, 财政支出也需要在基建与民生领域持续发力, 财政紧平衡问题突出。如何开拓财源, 就成为积极

财政政策实施的前提条件。

二十大报告提出“健全现代预算制度”，刘昆部长在随后的二十大《辅导读本》中明确表示：“当前和今后一个时期，要保持宏观税负基本稳定，财政相应处于紧平衡状态，必须加强资源统筹，集中财力办大事。”可见，统筹资源是应对财政紧平衡的重要思路。11月，财政部发文要求各行政事业单位理清低效、闲置的资产，形成待盘活资产清单并制定盘活方案，即是该思路下的又一探索。

表 4：2022 年，财政预算与赤字表现（亿元）

预算	公共财政收入	公共财政支出	一般预算赤字	政府性基金收入	政府性基金支出
中央	107545	134045	26500	21071.34	8071.34
地方	223855	231055	7200	131807.91	138107.91
全国	233425	267125	33700	151991.34	138991.34

资料来源：Wind，招商证券

今年以来，货币财政协同为统筹财政资源提供了创新经验。除了央行上缴利润这种直接“输血”的方式以外，政策性金融工具与结构性政策工具也具有“准财政”的意味，其本质仍是通过央行信用扩张，支持财政。但若说举起“现代货币理论”的大旗，像美国那样依靠联储扩表来实现宽松财政，当前仍不现实。一方面，《中国人民银行法》明确规定“人民银行不得对政府财政透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债券”，要想突破，难度不小；另一方面，人民币与美元的国际地位不可同日而语，人民银行难以通过输出通胀来缓解扩表产生的通胀压力。因此，货币财政协同不能照搬美国方案，需要中国式探索。对此，第三次全国金融工作会议提出的发行特别国债方案，即是一次重要尝试。

回到今年的央行上缴利润上来，该举措符合央行《财务制度》规定。但该制度出台于 2000 年，制度对央行利润如何上缴、何时上缴、以什么比例上缴等问题均未明确，不利于当前形势下财政统筹资源。因此，此次金融工作会议是否提出新的制度安排，值得期待。

图 3：央行资产负债表科目变动



资料来源：Wind，招商证券

➤ 地方政府债务合并监管，如何化解地方债风险？

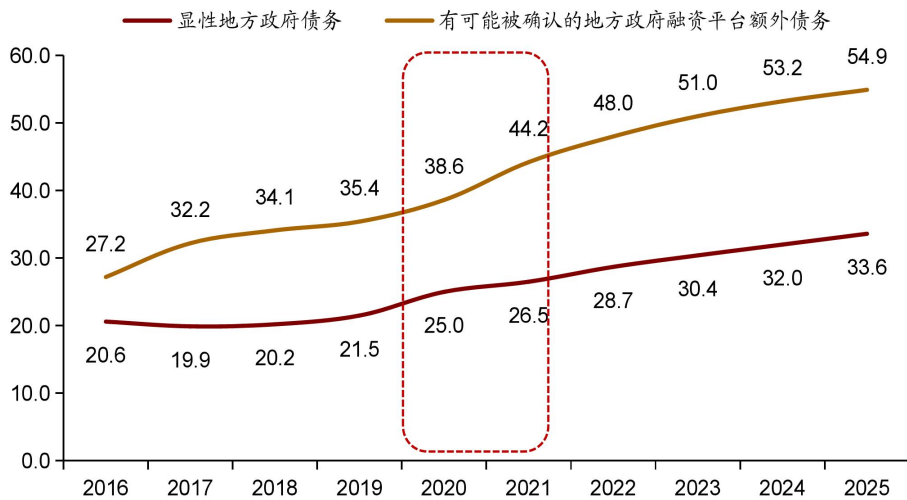
自第四次全国金融工作会议起，地方政府债务问题成为会议的焦点。在财税与土地收入下行“共振”导致地方财政矛盾凸显、城投债风险隐现的当下，防范化解地方债务风险仍然是此次会议的重点。

自上次金融工作会议（2017 年）以来，地方隐性债务规模逐步压减、新增隐性债务行为得到有效控制，广东已于 2022

年初率先实现隐性债务“清零”。但疫情之后，地方隐性债务形势可能又发生了变化。据 IMF 预测，2022 年中国地方政府隐性债务规模将达到 71.3 万亿，占 GDP 的 59.4%；相比疫情之前（2019 年），地方隐性债务规模增长 67.8%，占 GDP 的比重提高 17.4 个百分点。近期，财政部强调：财政紧平衡下，地方债等重点领域风险防范不可松懈；刘昆部长在二十大《辅导读本》中表示“（对政府债务风险）要坚持高压监管，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量”。可见，防止地方隐性债务再度扩张，酿成财政与金融风险交叉传染的红线并未松懈。

二十大之后，化解地方隐性债务规模出现新的动向。财政部首次公开表示“逐步实现地方政府债务按统一规则合并监管”，在强调地方政府融资平台公司治理的同时，罕见表态“打破政府兜底预期”。推测，探索推动地方显/隐债务合并监管是正在加快推进的工作，其核心在于地方隐性债务处置，具体工作包括：地方隐性债务的甄别与认定、存量隐性债务的置换等。一旦合并，地方政府债务的可见风险将明显提升，处理不好，债市可能发生新的震动。据社科院测算，2020 年末，全国共 12 个地区的显性债务率处于 90%-150% 的风险区间之内，仅有 1 个地方超出了上限；但若将隐性债务考虑在内，则有 24 个地区的全口径债务率进入风险区间，2 个地区明显超出上限。对此，市场期待此次金融工作会议提供线索。

图 4: IMF 口径下的广义政府债务变动



资料来源: IMF, 招商证券

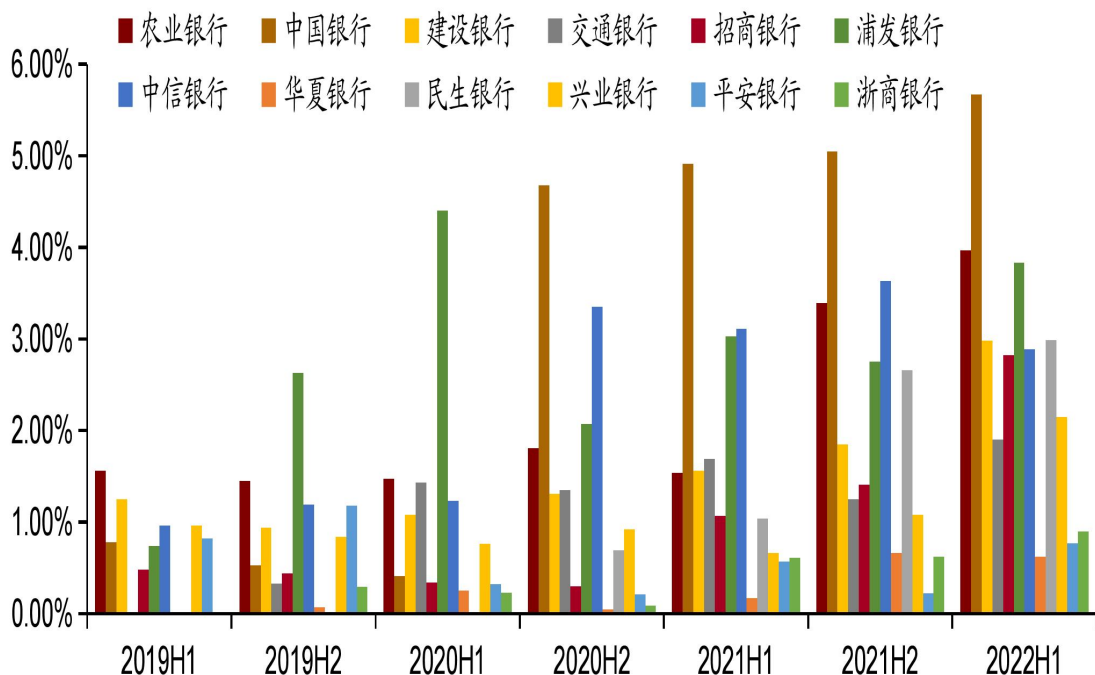
➤ “稳地产→稳经济”逻辑建立，楼市企稳亟待需求端政策支持与市场预期改善

凭借“三高”（高周转、高杠杆、高毛利），房地产业经历了长期的野蛮生长，房地产信贷余额也从不足 3 万亿（2005 年）增长到 21 万亿（2015 年末）。2016 年，中央首次提出房住不炒的理念，但在棚改货币化的浪潮下，随后的两年间，四大行将 60%-70% 的新增贷款投向了房地产领域，有的银行甚至高达 80% 以上。为了遏制房价过快增长势头，2020 年下半年，监管部门推出了“三线两杠两集中”的新政措施，房地产企业资金面迅速收紧。在“周期+政策”的共振作用下，房地产行业形势陡然恶化，逐渐形成了“资金收紧→风险上升→销售转弱→资金收紧”的恶性循环。

房地产行业的收缩，一方面导致银行房地产开发贷款不良率显著攀升。据财新透露，截至 2022 年年中，多家大中型银行对公房地产贷款不良率较 2020 年末翻倍。国有银行中，工行、中行的不良率达 5.5%；股份制银行中，浦发、民生和招商的不良率分别为 3.83%、2.99%、2.82%。另一方面对债市形成风险压力。据克尔瑞统计，2021 年每四家千亿房企中就有一家发生债券违约。

近期，房地产政策出现明显调整，国家相继出台金融十六条、房地产“三支箭”等措施“保房企”，防止房地产风险的进一步积聚与扩散。但这些措施存在两方面短板：一是当前的重磅政策主要集中在供给端，更像是给 ICU 病人“输血”；但要令其重现生机，则需要恢复其“造血”功能，促进需求端复苏。二是银行在房地产贷款投放过程中，存在明显的国营/民营歧视倾向，尽管金融十六条强调对各类房企“一视同仁”，但在实际操作过程中仍会受到银行偏好的影响。综上，此次金融工作会议的一大议题，可能是讨论如何在稳定楼市的基础上，合理降低房企杠杆，形成长效机制。

图 5：银行对公房地产贷款不良率明显提升



资料来源：公司公告，招商证券

➤ 处置资本与劳动利益分配关系，规范、引导国内资本健康发展

二十大报告提出：“依法规范和引导资本健康发展”。如何定位资本的性质作用、处理资本与利益分配关系，是建设“中国式现代化”的重大议题，放在当下，这对于稳定市场信心具有重要作用。

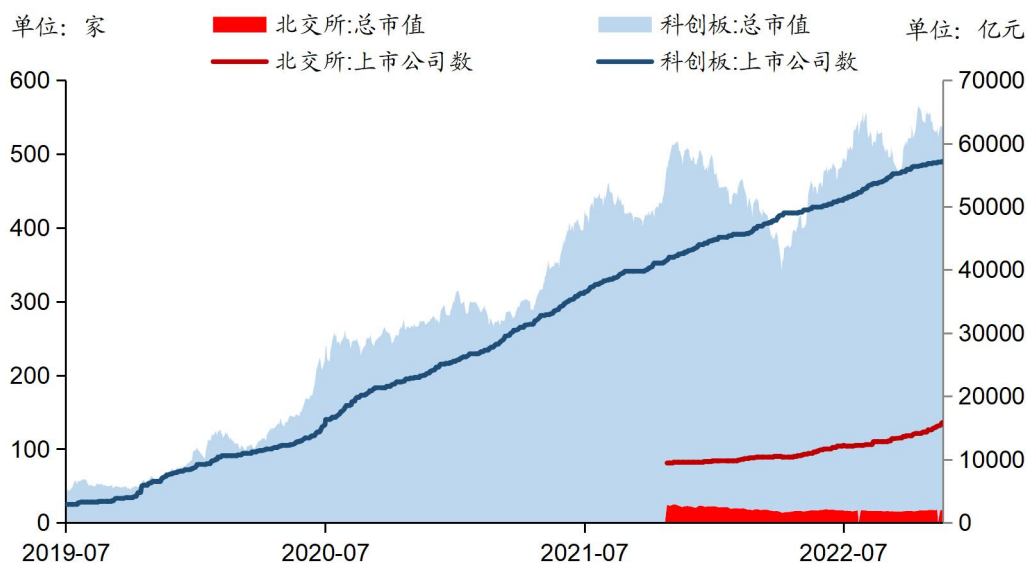
在四月召开的中央政治局第三十八次集体学习时，总书记强调“改革开放 40 年来，资本同其它生产资料共同为社会主义市场经济繁荣发展作出了贡献，各类资本的积极作用必须充分肯定”。但同时，总书记要求“加强新时代下的资本理论研究，探索社会主义制度下如何规范和引导资本健康发展”。易会满主席随后做了《建设好中国特色现代资本市场》的专题解读。从这些顶层规划中可以挖掘，此次金融工作会议可能研讨以下主题：

一是，如何辩证认识各类资本的作用？如何在发挥资本链接各类生产要素集聚配置的同时，防止逐利本性导致市场垄断与无序扩张等行为的产生，是辩证认识当前各类资本作用的关键。目前，国有上市公司市值占比近 50%，反映出国有企业的支柱地位作用，但同时，符合国情的估值体系尚待建立、具有中国特色的投资文化有待形成，如何引导各类资本更好地支持“中国式现代化”建设仍需探索。

二是，如何正确处理资本和利益分配的关系？二十大突出了我国经济发展“人民性”这一关键属性，共同富裕则要求加大劳动在财富分配过程中的比例，可见中央愈发重视社会分配中“人民至上”的原则。但与此同时，还要持续保持和激发资本的活力，使其继续发挥资源配置的关键作用。预计新的利益分配规则亟待建立。

三是，继续深化资本市场改革，规范引导资本健康发展。自上届会议提出创建科创板、发展直接融资的思路以来，各类资本市场改革纷至沓来。碳交所、北交所先后建立，资本“红绿灯”制度逐渐成形。截至目前，科创板已挂牌上市公司 489 家，成交金额日均 600 余亿元，流通市值近 3 万亿。当前，破除市场准入比例、持续提高资本市场对外开放水平，加快形成框架完整、逻辑清晰、制度完备的规则体系等问题，成为此次会议需要谋划的当务之急。

图 6: 北交所与科创板发展情况



资料来源: Wind, 招商证券

➤ **加强金融法治建设，营造市场化、法治化、国际化相辅相成的高质量营商格局**

《求是》(2022年5月)杂志上的《正确认识和把握我国发展重大理论和实践问题》一文中，习总书记提出“要依法合规，加强金融法治建设，探索建立定期修法制度”。10月，易纲行长在向全国人大常委会报告金融工作情况，介绍下一步工作计划时也表示“全面加强和完善金融监管，包括强化审慎监管、依法规范和引导资本健康发展、加强金融法治建设”。可见，加强金融法治建设的重要性迅速提升。

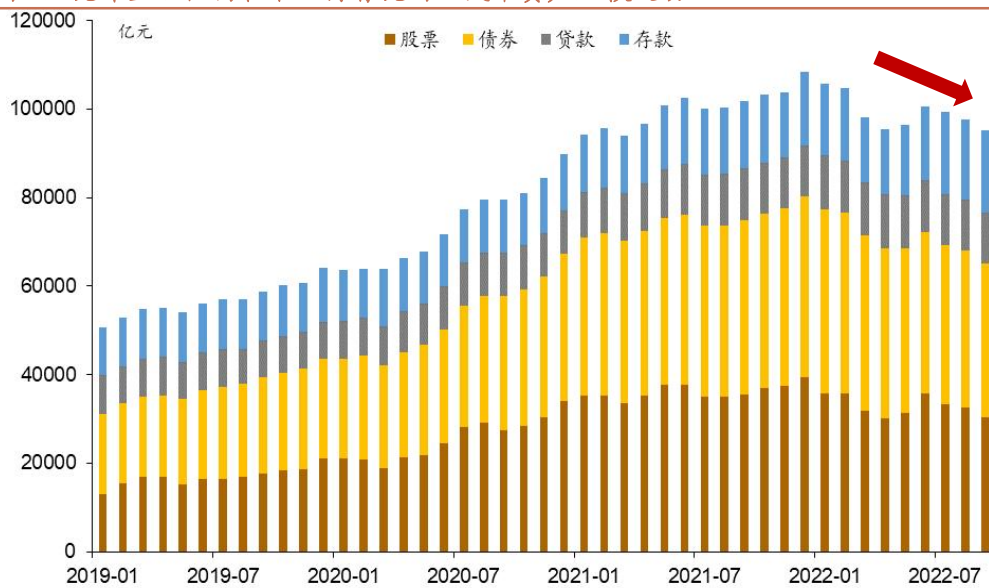
今年以来，金融法治建设取得实质成效。四月，《金融稳定法(草案)》公开征求意见；七月，《系统重要性保险公司评估办法》出炉；八月，《期货和衍生品法》开始施行。此外，全国第三家金融法院-成渝金融法院也于年初揭牌。按照“探索建立定期修法制度”的要求，2021年已在人大立法计划中载明持续审议的《中国人民银行法》、《反洗钱法》，以及《商业银行法》可望在此次会议中讨论通过，《保险法》、关于金融机构破产或重组的相关法规有望发布修订草案。金融法治建设的加强，有利于形成市场化、法治化、国际化相辅相成的营商环境，吸引全球一流要素汇聚、高质量微观主体的产生，是高质量发展的基础性工程。

➤ **持续推进制度性、高水平对外开放，统筹金融安全与开放关系**

第五次全国金融工作会后，中国金融对外开放步伐明显加快。在“宜快不宜慢、宜早不宜迟”的原则下，监管部门推出多项开放政策，在外资金融机构准入、业务准入与资本市场开放等方面取得了超预期进展。目前，中国资本市场已成长为全球第二大市场，商品期货与债券市场规模也位居前列。

今年以来，受到中美利差倒挂，避险情绪升温等因素影响，外资出现流出趋势。因此，国家需要借全国金融工作会议之机，坚定外资对华投资信心，推动我国金融对外开放升至新的高度。一方面，金融开放应由以往管道式、零碎化的渐进模式，升级为系统性、制度性的开放模式，通过规则衔接增强金融开放的可持续性与可预见性，使外资机构“进得来、留得住”；另一方面，大力提升监管水平，在加强宏观审慎管理的基础上，提高开放条件下的金融管理能力与防控风险能力，筑牢金融安全网，以“新安全格局保障新发展格局”。如何统筹开放条件下的安全与开放关系，是此次金融会议的重要议题，中美审计监管合作、人民币国际化、资本市场互联互通等是主要看点。

图 7: 境外金融机构和个人持有境内人民币资产规模变动



资料来源: 中国人民银行, 招商证券

➤ 金融监管改革将突出“市场化”、“常态化”、“属地责任”等关键词

郭树清主席在二十大辅导读本中指出, 专业化处置机构和常态化风险处置机制不健全是当前金融监管遇到的瓶颈挑战。机构方面, 我国绝大多数金融机构都是地方法人, 因此需要强化地方政府对金融机构的领导, 建立健全地方党政主要领导负责的重大风险处置机制; 机制方面, 目前金融风险处置仍然延续“一事一议”的惯例。市场化金融风险处置机构, 如: 金融稳定保障基金、存款保险基金、保险保障基金等行业保障基金的损失吸收和分担缺乏清晰的法律规定。

金融监管数字化、智能化转型步伐需要加快。现代科技的广泛应用使金融业态、风险形态、传导线路和安全边界发生重大变化。在监管眼中, 互联网平台开办金融业务给监管带来特殊挑战, 一些平台企业占有数据、知识、技术等要素优势, 并与资本紧密结合, 加强监管需要金融科技的赋能。但目前, 监管科技手段与行业数字化水平差距凸显, 加快金融监管数字化、智能化建设可能是此次会议将要研讨的主题。

三、结论与启示

中央经济工作会议吹响了经济振兴的号角。考虑到财政工具有顺周期特征, 此次加大宏观政策调控力度、扩大内需战略与深化供给侧结构性改革相协同, 将更多依赖货币金融来完成。

此次全国金融工作会议将从宏观与行业两方面, 影响未来五年市场走势:

一、宏观政策方面, 货币政策将如何扛起“稳增长、稳就业”的大旗, 我国是否会启动中国式量化宽松, 其又有哪些不同之处, 这些问题的答案对于经济形势的演化至关重要。我们判断, 央行将继续坚持总量与结构双向发力的策略, 降息与结构性工具可能成为下一步宏观政策的主要抓手。

降息条件已经成熟。经验表明, 降息对于提振信心、扩大内需具有重要作用。相比 2015 年, 此次经济下行期间降息力度明显偏弱, 利率下调留有空间; 在坚持不大水漫灌原则下, 降息或是最优选择。此外, 明年美联储加息节奏的缓和与中美利差“倒挂”约束的改善, 也将为降息营造有利环境。

结构性政策工具的大力使用, 或将是“中国版 QE”的主要方式。因兼具“降低成本+风险分担”的双重职能, 结构性政策工具可有效打通货币政策传导堵点, 起到精准支持实体经济的“宽信用”功能。预计未来五年, 结构性政策工具将大力发展, 常态化、透明化与便利化程度将明显提升, 逐渐成为货币供给的重要渠道。

二、金融板块方面, 地方债务存量处置加速有利于银行信贷资源的释放与资产质量的提升, 中长期看有利于银行板块; 在金融法治化建设推动下, 证券与保险业的营商环境进一步改善, 将有利于更多国际机构入驻, 吸引增量资金入市, 提升相应板块的估值水平; 而金融监管数字化、智能化升级, 则有望为金融科技产业带来增长机遇。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：经济学博士，高级经济师，招商证券研发中心战略研究部副总经理（主持工作），董事总经理。2017年起，获聘国家统计局中国百名经济学家信心调查特邀专家，长期从事宏观经济研究工作。此前，曾在央行、外汇管理等金融监管部门工作多年，拥有丰富的香港证券市场研究及管理工作经验。2013年起，连续5年入围新财富最佳宏观分析师；2016年荣获新财富最佳宏观分析师第五名，中证报金牛、第一财经、水晶球最佳宏观分析师第四名；获评2018年度第一财经十大经济学家、2019年中国证券业分析师金牛奖最具价值首席分析师。

张静静：南开大学理学硕士，现任招商证券研发中心首席宏观分析师（董事）。曾任天风证券固定收益总部资深研究员、广发证券发展研究中心宏观联席首席。此前就职于西部证券担任宏观首席、执行董事。2020年新浪金麒麟未来之星，所在团队于2017-2021年连续五年获得新财富第一。2021年带队首年入围水晶球（第六名）。

张一平：南开大学经济学学士、硕士和博士。2011年加入招商证券，现任招商证券研发中心宏观经济联席首席分析师（董事），负责大类资产配置研究。

张秋雨：南开大学经济学硕士，招商证券研发中心宏观高级分析师。

张岸天：武汉大学数学与应用数学学士，哥伦比亚大学国际经济与政治硕士，招商证券研发中心宏观高级分析师。

赵宏鹤：中央财经大学金融学硕士，2022年加入招商证券，现任招商证券研发中心宏观经济高级分析师。

马瑞超：中南财经政法大学博士，招商证券研发中心宏观高级分析师。

陈宇：美国杜克大学工程管理硕士，招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300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指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。