



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

金融高质量发展以及 积极的财政政策是 明年宏观政策的主基调

2023年11月6日

经济师姚少华

银行及金融业分析员欧宇恒

金融高质量发展以及积极的财政政策是明年宏观政策的主基调

近期中央金融工作会议顺利召开，以及新任财政部长蓝佛安接受了新华社及中央电视台的权威访谈，为我们探究明年的宏观政策提供了明确的方向，本文旨在对明年的货币政策以及财政政策进行分析。

中央金融工作会议强调金融高质量发展

10月30日至31日，中央金融工作会议在北京召开，这次会议是在2017年全国金融工作会议召开后，时隔6年再次召开的全国性金融工作会议。这次会议提出三大主题：1)金融要为经济社会发展提供高质量服务；2)要全面加强金融监管，有效防范化解金融风险；及3)加强党中央对金融工作的集中统一领导。而在分析当前金融形势时，会议指出，“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”，“金融监管和治理能力薄弱”等一系列问题，明确当前金融领域薄弱点，并为接下来金融工作指出了方向。总结会议主要内容及针对今后金融工作，我部归纳了以下6大重点：

1. 强调中央对金融工作的集中统一管理

全国金融工作会议基本上每五年召开一次，此前共召开过五次，当中会议规划了未来几年的金融工作方向。这次召开的会议为“中央金融工作会议”。其中，会议指出要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。要完善党领导金融工作的体制机制，发挥好中央金融委员会的作用，做好统筹协调把关。我部看到今年新一轮机构改革后，中央金融委员会和中央金融工委成立。其中，中央金融委员会负责金融稳定和发展的顶层设计、统筹协调、整体推进、督促落实，研究审议金融领域重大政策、重大问题等。中央金融工委则统一领导金融系统党的工作，指导金融系统党的政治建设、思想建设、组织建设、作风建设、纪律建设等，作为党中央派出机关。

实际上，我部注意到，中国金融监管近年越来越严谨，特别对于发展迅速及风险暴露的领域，监管部门丝毫没有落后。此次会议强调，要全面加强金融监管，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，严厉打击非法金融活动。在这一基调下，我们认为未来金融监管将继续从严，相信这亦是金融监管总局成立的主要原因，为统一监管金融综合经营作好准备。

2. 首次提出“金融强国”的概念

在这次会议中两次提及“金融强国”，当中包括“金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分，要加快建设金融强国”，以及“以加快建设金融强国为目标”。这是中央层面首次提到“金融强国”的概念。此前，在

二十大报告中曾提及教育强国、科技强国、人才强国、文化强国、体育强国、制造强国、农业强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国等概念。然而，我部注意到，会议未有为金融强国作出明确定义，但客观估计，相关工作指标应该很大程度上与金融市场规模及对国际的影响力有关。仍然，我部认为需等待后续官方更多解读出台才能准确判断“金融强国”的概念对金融行业未来发展方向的实际影响。

3.服务实体经济五大篇章

我部认为，一直以来，服务实体经济是金融业的天职，近年来在监管方与经营方共同努力下，金融服务实体经济的质效不断提升。具体来说，我部看到近年金融系统也加强了对科技创新、普惠小微、绿色发展等重点领域的支持力度。此次会议进一步强调实体经济的重要性，当中四次提及“实体经济”。会议提出，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；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。会议还提出，要优化资金供给结构，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。会议明确要做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，因此我部相信这些领域将是未来金融资源重点倾斜的主体。

4.充实货币政策工具箱

另一方面，会议指出，金融要为经济社会发展提供高质量服务。要着力营造良好的货币金融环境，切实加强对重大战略、重大领域和薄弱环节的优质金融服务。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。我部注意到，目前货币政策工具方面，既有总量型如利率和存准率等工具，亦有结构性货币政策工具，近年来中国央行统筹发挥货币政策工具的总量和结构能。在创设工具方面，结构性货币政策工具亦不断推出，诸如科技创新再贷款、普惠养老专项再贷款、交通物流专项再贷款、设备更新改造专项再贷款、保交楼贷款支持计划等工具。今年8月央行货币政策司司长邹澜表示，必要时还可再创设新的工具。我部预期，未来结构性货币政策工具可能还会继续增加。

5.建立防范化解地方债务风险长效机制

我部综观市场情况，目前地方债务风险可以说是市场对我国金融的重点关注之一。近年来，由于卖地收入下降，地方债务风险上升。我部认为，目前一揽子化债方案大幕正稳步推进。其中包括超万亿的特殊再融资债券规模，用于置换纳入隐性债务之中的拖欠款、非标及贷款。另一方面，我部注意到商业银行亦陆续开展地方债化解工作，主要以贷款展期降息及债务置换等手段来进行。这些措施有望短期内压制地方债务风险。此次会议提出，要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。我认为，这反映中央在地方政府债务问题上不仅仅以解决为目标，同时亦高度重视防治等工作。在此背景下，我部预期高风险省份的重点债务风险化解将是重中之重，同时亦将适度压缩新增地方债的额度以控制整体规模。但在经济增长速度尚未完全恢复的前提下，目前仍需政府合理投资稳增长，因此中央国债也有需要适度增加。按照全国人大常委会近期通过议案，中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 10000 亿元，增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方。

6.完善房地产金融宏观审慎管理

另一方面，我部判断，目前市场关注点是房地产相关风险。此次会议提出，要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。我部注意到，房地产金融宏观审慎管理近年来逐步完善，在当前房地产行业持续调整的背景下，明显地房地产相关风险较去年趋稳。然而，我认为，更重要的是如何能令房地产市场回归常态化运行，估计后续除了刺激房地产需求及在供给端保交楼外，关注居民债务收入比、把控好房地产贷款债务等问题将继续推进。从政策目标来看，当前一方面加大保障性住房建设和供给，另一方面推动建立房地产业转型发展新模式，让商品住房回归商品属性，满足改善性住房需求，促进稳地价、稳房价、稳预期，推动房地产业转型和高质量发展。

明年将继续实施积极的财政政策

新华社及中央电视台近期采访了财政部党组书记、部长蓝佛安。蓝部长就今年前三季度财政预算执行情况以及下一步财政政策的取向进行了说明。蓝部长表示，前三季度预算执行情况较好，完成全年预算目标任务有坚实基础。前三季度，全国一般公共预算收入同比增长 8.9%，全国一般公共预算支出同比增长 3.9%，其中地方一般公共预算收入同比增长 9.1%。前 8 个月，全国新增减税降费及退税缓费超过 1.15 万亿元，进一步激发了经济内生动力和活力。前 9 个月，各地发行用于项目建设的新增专项债券 3.3 万亿元，为经济社会高质量发展提供了有力支撑。今年以来，我国多地遭受暴雨、洪涝、台风等灾害，地方灾后恢复重建任务比较重。国务院提出议案，经十四届全国人大常委会第六次会议审议通过，决定增发 1 万亿元国债。

关于下一步财政工作的取向，蓝部长表示，财政部将继续贯彻实施好积极的财政政策，着力在提效上下更大功夫，更好发挥财政政策效能。一是在支出上持续发力。加快推进新增国债的发行使用，用好新增地方政府专项债券资金，保持合理支出强度。同时，加强财政资金管理，严肃财经纪律，

提高资金使用效能。二是在政策上强化落实。切实抓好前期出台各项政策特别是税费政策落地见效，确保惠民利民政策应享尽享，全力推动党中央关于做优实体经济、建设现代化产业体系、保障和改善民生等决策部署落地见效。三是在运行中严防风险。进一步强化各级政府责任，兜牢兜实基层“三保”底线。抓好一揽子化债方案落实，积极稳妥推动化解地方政府债务风险。

我们认为当前中国经济的复苏力度仍不强劲，特别是总需求不足，所以仍需要积极的财政政策来支持增长。在全球经济增长减速以及中国经济仍需财政政策助力下，我们预期明年中央财政预算赤字率与今年大致相同，约在 **3.8%** 左右。今年由于近期增发了 **1** 万亿特别国债，赤字率由政府工作报告的 **3.0%** 提高至 **3.8%**。由于房地产行业在今年大幅收缩，导致今年前 **3** 季地方政府性基金预算收入同比下降 **16.3%**，其中，国有土地使用权出让收入同比下降 **19.8%**。为增加地方政府的广义财政空间，我们预期明年地方政府专项债发行额度或在 **4** 万亿左右，小幅高于今年的 **3.8** 万亿规模。我们预期继今年 **9** 月以来特殊再融资债券发行 **1** 万亿规模后，明年或再下达 **1** 万亿元左右的地方再融资债额度，来帮助推动化解地方政府债务风险。当前地方债更多的风险在于隐形负债，即地方政府投融资平台公司举债。地方政府通过发行特殊再融资债券来置换高息存量债务，有利于地方政府降低利息支出，腾挪出更多的财政空间来支持地方政府稳增长行动。此外，为增强地方财政统筹能力，我们预期中央财政对地方的转移支付在明年将进一步扩大。根据《国务院关于财政转移支付情况的报告》，**2023** 年中央对地方转移支付规模达到 **10.06** 万亿元，我们预期明年转移支付的规模或达到 **11** 万亿左右。随着明年房地产行业或温和复苏，中央提出的一揽子化债方案落实，我们预期地方政府的债务风险在明年将逐步缓和。

权益披露

分析员姚少华及欧宇恒作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(约 9%)
持有	负市场回报 (约-9%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 9%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-9%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率
 市场回报率=自 2006 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2006-22 年间平均增长率为 8.4%）

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2023 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或任何其他形式分发

办公地址：香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司

电话：(852)2147 8863