

# 政策开始加力，关注房地产市场止跌回稳

## ——政治局会议系列三

### 研究院

#### 徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

#### 高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

#### 投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

## 策略摘要

中共中央政治局 9 月 26 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。相比较过去在 10 月份召开，本次会议提前至 9 月凸显了政策的紧迫性，关注对人民币资产的积极影响。

## 核心观点

### ■ 新变化，新要求

**对经济的总体判断：**出现“新的情况和问题”，需要加大宏观调控力度。而重点领域风险“取得积极进展”，为经济逆周期政策提供了空间。

**宏观政策：**宏观政策在“持续用力”基础上，要进一步“加大力度”。财政政策，继续强调底线和投资带动。货币政策要“降低存款准备金率”、“实施有力度的降息”。

**产业政策：**房地产政策和资本市场政策是会议的两个重点。短期的重心在于稳定房地产市场，回应群众关切；而对应于资本市场更多着眼于长期制度的转变。

### ■ 应对变化，行动起来

**体制建设：**出台“民营经济促进法”，改善实体经济的活力。

**内需市场：**提出通过“促进中低收入群体增收”，“将促消费和惠民生结合起来”，在当前有效需求不足背景下释放了收入分配改革的强烈信号。

**改革开放：**通过制造业外资准入清单的实施，实现“加大引资稳资力度”的目的，表述较 7 月份加强，体现出全球美元流动性依然呈现出紧张的现实。

**民生领域：**从 7 月份的“保障和改善民生”，转向 9 月份的“守住兜牢民生底线”，民生领域的紧迫性在加强。

**制度建设：**明确指出了四季度全力抓经济的紧迫性和重要性，需要行动起来。

### ■ 风险

经济数据短期波动风险，宏观政策调整超预期风险

## 目录

策略摘要 .....	1
核心观点 .....	1
摘要：需要行动起来.....	3
经济判断：应对新情况，加大宏观调控.....	4
总体要求：推增量政策，努力完成任务.....	6
宏观政策：聚焦金融侧，继续结构性改革.....	8
产业政策 .....	11
体制建设/内需市场/改革开放 .....	11
防范风险 .....	12
乡村振兴 .....	13
民生领域：守住底线，实现高质量就业.....	14
制度建设：干字当头，团结一致向前看.....	14

## 图表

图 1：上半年实际 GDP+5.0%   单位：%YOY .....	5
图 2：中小企业信心指数回落至 49.7   单位：%.....	5
图 3：产能优化的压力依然存在   单位：%PCT.....	5
图 4：国内消费需求表现出乏力的特征   单位：%YOY.....	5
图 5：国债净融资低预期   单位：亿元.....	7
图 6：国债收益率曲线下沉   单位：%.....	7
图 7：地方债净融资逐渐扩张   单位：亿元.....	7
图 8：新增专项债发行进度 9 月开始提速   单位：%.....	7
图 9：国债净融资缺乏亮点   单位：亿元.....	9
图 10：通胀和存款准备金率   单位：%YOY, %PCT.....	9
图 11：央行创设资本市场工具——互换便利和回购再贷款 .....	10

## 摘要：需要行动起来

中共中央政治局 9 月 26 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。

**对经济的总体判断：**经济环境表述中，弱化了对于内外部环境的表述，重点突出了“新的情况和问题”，这是当前经济工作的开始。而前提条件是对于风险的判断出现了改善，重点领域风险“取得积极进展”，为经济逆周期政策提供了空间。

**对经济工作的总要求：**首先正视问题，在外部总需求有快速收缩风险背景下，国内经济的周期性压力矛盾凸显。因而存量政策要“有效落实”，增量政策要“加力推出”，以逐渐扭转国内有效需求不足的问题。

**对宏观政策的提法：**宏观政策在“持续用力”基础上，要进一步“加大力度”。财政政策，继续强调底线和投资带动。货币政策要“降低存款准备金率”、“实施有力度的降息”。

**对产业政策的提法：**房地产政策和资本市场政策是会议的两个重点。短期的重心在于稳定房地产市场，回应群众关切；而对应于资本市场更多着眼于长期制度的转变。

**对体制建设的提法：**出台“民营经济促进法”，改善实体经济的活力。

**对内需市场的提法：**提出通过“促进中低收入群体增收”，“将促消费和惠民生结合起来”，在当前有效需求不足的背景释放了收入分配改革的强烈信号。

**对改革开放的提法：**通过制造业外资准入清单的实施，实现“加大引资稳资力度”的目的，表述较 7 月份加强，体现出全球美元流动性依然呈现出紧张的现实。

**对民生领域的提法：**从 7 月份的“保障和改善民生”，转向 9 月份的“守住兜牢民生底线”，民生领域的紧迫性在加强。

**对制度建设的提法：**明确指出了四季度全力抓经济的紧迫性和重要性，需要行动起来。

## 经济判断：应对新情况，加大宏观调控

### 2024年9月原文

会议认为，今年以来，以习近平同志为核心的党中央团结带领全国各族人民攻坚克难、沉着应对，**加大宏观调控力度，着力深化改革开放、扩大国内需求、优化经济结构**，经济运行总体平稳、稳中有进，新质生产力稳步发展，民生保障扎实有力，**防范化解重点领域风险取得积极进展**，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。

会议指出，我国经济的基本面及市场广阔、经济韧性强、潜力大等有利条件并未改变。同时，当前经济运行出现一些**新的情况和问题**……

### 2024年7月对比

会议认为，今年以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，各地区各部门迎难而上、积极作为，深化改革开放，加强宏观调控，**有效应对风险挑战**，经济运行总体平稳、稳中有进，**延续回升向好态势**，新动能新优势加快培育，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。

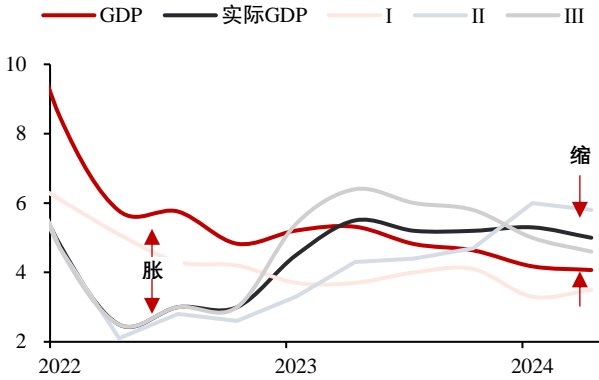
会议指出，当前外部环境变化带来的不利影响增多，国内有效需求不足，经济运行出现分化，重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛。这些是发展中、转型中的问题，我们既要增强风险意识和底线思维，积极主动应对，又要保持战略定力，坚定发展信心，唱响中国经济光明论。

### 解读

**经济成就中更关注对风险的表述，这是前提条件。**相比较7月份重点领域风险“仍然较多”的表述，9月对此改为“取得积极进展”，我们认为这是政策在对经济工作回顾中最突出的不同点。9月24日一行一局一会新闻发布会上，金管总局表示“伴随着房地产、地方债，以及中小金融机构三大风险逐步化解和缓释，金融风险正在稳步收敛”，显示出随着风险处置工作的逐步展开，阶段性地政策重点将从对于风险的关注上逐步移开，更加关注稳增长。

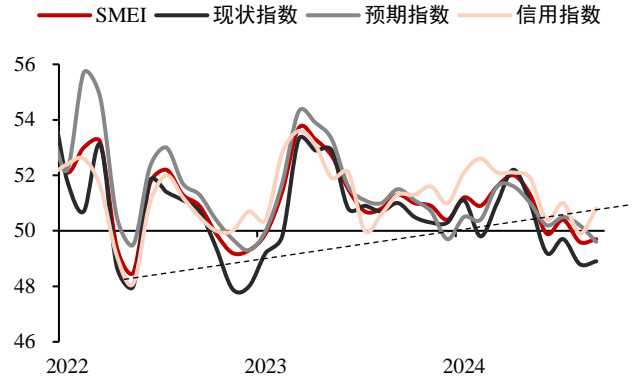
**经济环境表述中，弱化了对于内外部环境的表述，重点突出了“新的情况和问题”，这是当前经济工作的开始。**1) 对于压力表述上升，宏观逆周期政策前置。从表述顺序上来看，9月份“加大宏观调控力度”被前置在第一位，适当后移了“着力深化改革快放”的顺序，显示出政策对于当前宏观经济呈现出“略偏紧”状况的政策着力点。2) 在其他条件不变（经济结构性改革方向延续）的情况下，短期周期性的压力成为“新的情况和问题”，那么应对新的问题，需要宏观政策在结构性和周期性中阶段性的使用周期性工具。

图 1：上半年实际 GDP+5.0% | 单位：%YoY



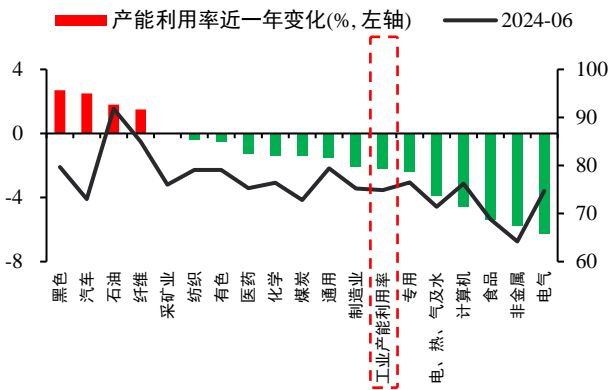
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：中小企业信心指数回落至 49.7 | 单位：%



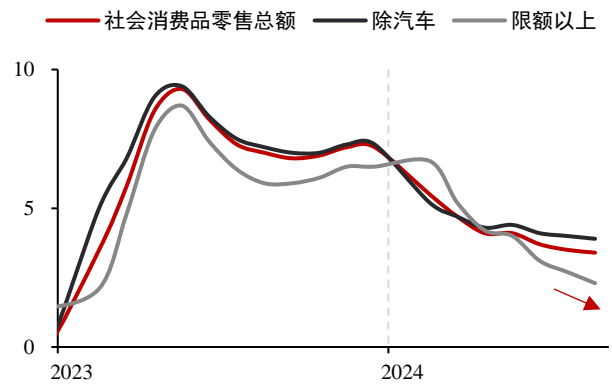
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：产能优化的压力依然存在 | 单位：%pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：国内消费需求表现出乏力的特征 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

## 总体要求：推增量政策，努力完成任务

### 2024年9月原文

……要全面客观冷静看待当前经济形势，**正视困难、坚定信心**，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感。要抓住重点、主动作为，有效落实**存量政策**，加力推出**增量政策**，进一步提高政策措施的**针对性、有效性**，**努力完成**全年经济社会发展目标任务。

### 2024年7月对比

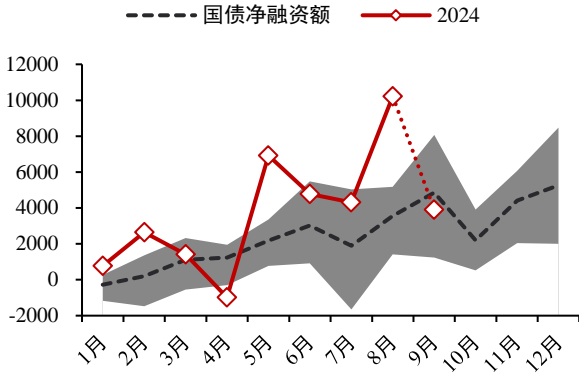
会议强调，下半年改革发展稳定任务很重，要全面贯彻落实党的二十大和二十届二中、三中全会精神，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，因地制宜发展新质生产力，着力推动高质量发展，围绕推进中国式现代化进一步全面深化改革，加大宏观调控力度，深化创新驱动发展，深入挖掘内需潜力，不断增强新动能新优势，增强经营主体活力，稳定市场预期，增强社会信心，增强经济持续回升向好态势，切实保障和改善民生，保持社会稳定，**坚定不移完成**全年经济社会发展目标任务。

### 解读

**正视问题是第一步。**随着结构性政策的持续推进，宏观总供给和总需求之间的政策着力点更偏向于总供给侧，对于总需求调节的紧迫性下降，因而在外部总需求出现快速收缩风险（美联储9月一开始降息就选择了50个基点）的背景下，国内经济的周期性压力矛盾就凸显出来，这具有必然性，成为矛盾的主要方面。一方面，政治局选择正视这种困难，表现在对于经济工作目标的表述发生变化，从“坚定不移完成”转向“努力完成”。另一方面，也体现出经济结构转型的曲折性，短期政策重心将发生阶段性转变。

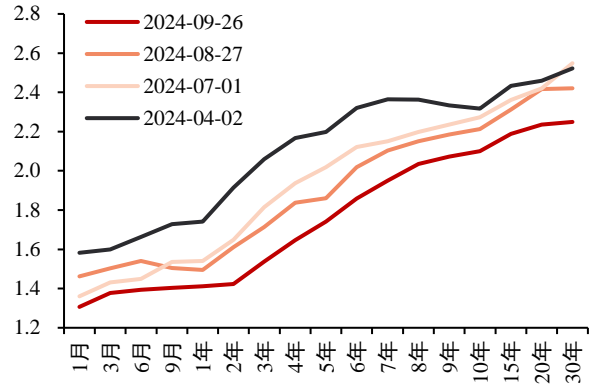
**政策应对是下一步。**有了对问题的认识，政策的范式也将出现转变，从最新的政策要求来看，对于存量政策要“有效落实”，对于增量政策要“加力推出”，和7月份的存量优化缺乏增量相比，我们预计相比较上半年，10月份开始的逆周期政策机器将开始运转，从而逐渐扭转国内有效需求不足的问题，这其中财政政策依然是一个重要的观察变量。

图 5：国债净融资低预期 | 单位：亿元



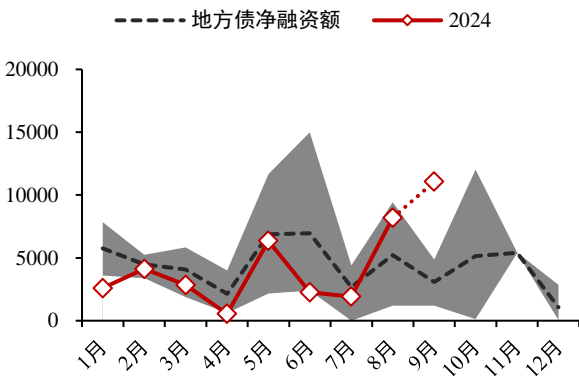
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：国债收益率曲线下沉 | 单位：%



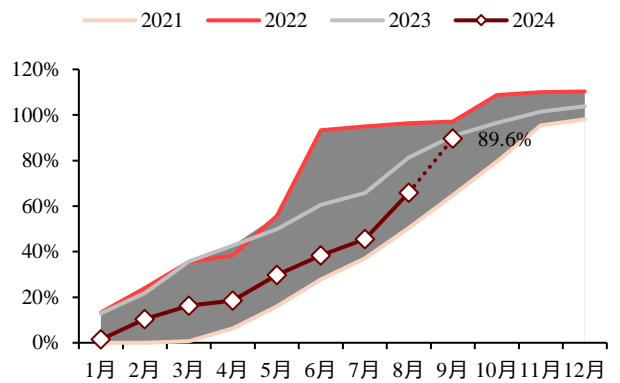
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：地方债净融资逐渐扩张 | 单位：亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：新增专项债发行进度 9 月开始提速 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

## 宏观政策：聚焦金融侧，继续结构性改革

### 2024年9月原文

会议强调，要**加大**财政货币政策逆周期调节力度，**保证**必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要**发行使用好**超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。要降低存款准备金率，实施**有力度的降息**。要促进房地产市场**止跌回稳**，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应**群众关切**，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。要**努力提振资本市场**，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，**研究出台**保护中小投资者的政策措施。

### 2024年7月对比

会议指出，宏观政策要持续用力、更加给力。要加强逆周期调节，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措。要加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设，更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新。要优化财政支出结构，兜牢“三保”底线。要综合运用多种货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。要切实增强宏观政策取向一致性，形成各方面共同推动高质量发展的强大合力。要继续发挥好经济大省挑大梁作用。

### 解读

**宏观政策特点一：总基调从“用力”转为“加大”。**随着对经济判断的转变，宏观政策的要求也必然随之发生转变，在7月份提出的“持续用力”基础上，9月份提出了要“加大力度”。

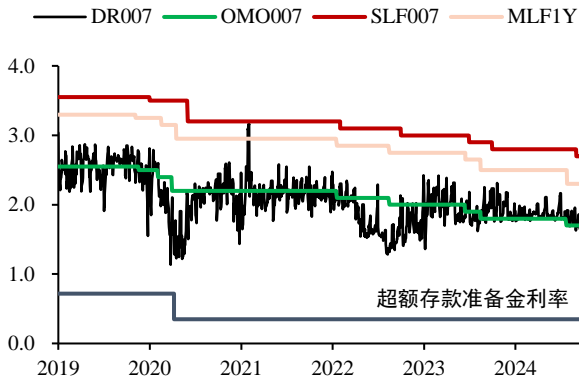
**宏观政策特点二：关于财政政策，继续强调底线和投资带动。**和7月政治局会议相比，在加大逆周期调节力度的同时，政治局强调了要保证“三保”的支出；在政府投资的角度来看，继续强调超超期特别国债和地方政府专项债的“发行使用”，和7月份的表述“加快专项债发行使用进度”，“用好超长期特别国债”相差不大。

**宏观政策特点三：关于货币政策，政策表述非常明确。**在货币政策逆周期方面，政治局要求“降低存款准备金率”，提升银行流动性水平；要求“实施有力度的降息”，为实体经济融资成本进行减负。9月24日潘功胜在新闻发布会上对此已有表述——降低银行存款准备金率0.5个百分点，且未来可能继续降低0.25-0.5个百分点；降低7天期公开市场逆回购操作利率，并带动了LPR和MLF利率的下调，降低了实体经济的融资成本。9



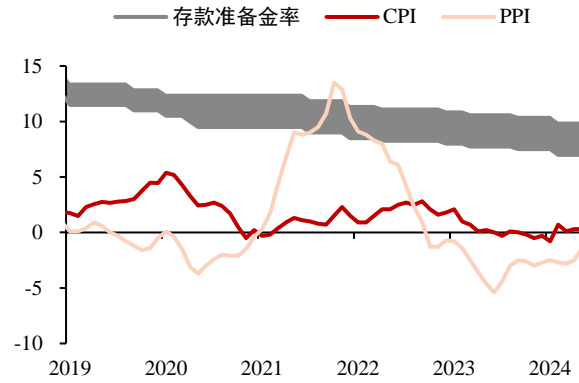
月 26 日人民银行在视频会议上指出，中国人民银行系统要迅速行动。

**图 9：国债净融资缺乏亮点 | 单位：亿元**



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

**图 10：通胀和存款准备金率 | 单位：%YoY, %pct**



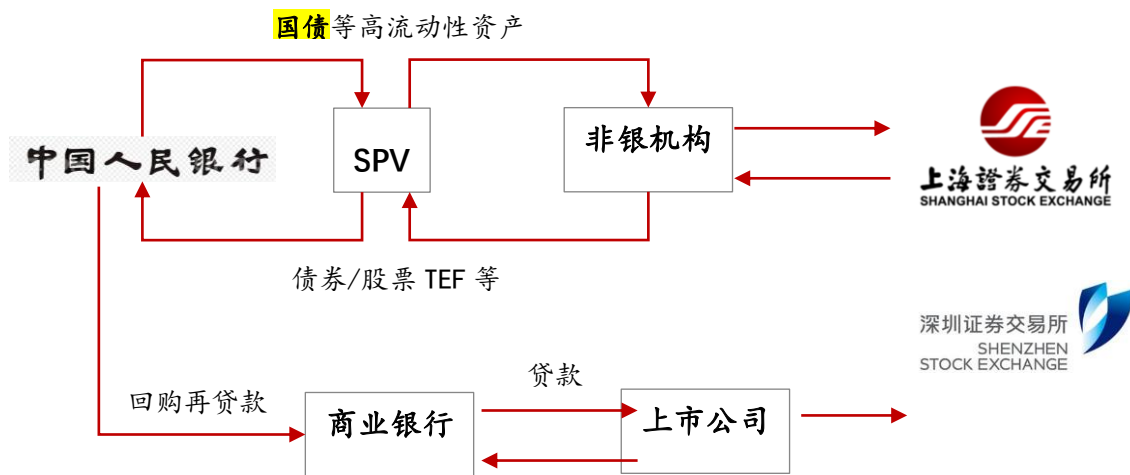
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

**宏观政策特点四：关于房地产政策，是会议对宏观政策表述中的两个重点之一，推动宏观预期的逐渐稳定。** 1) 对于房地产市场的投资端，政治局提出了很明确的目标，就是房地产市场要实现“止跌回稳”，也就是相对于当前 20%左右的市场回落速度，逐渐趋向于稳定。具体来看三个措施：a) 对于商品房建设，需要“严控增量、优化存量、提高质量”；b) 对于“白名单项目”，要加大贷款投放；1 月 12 日，住建部和金融监管总局联合发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，明确要建立城市房地产融资协调机制，同时指出协调机制将根据房地产项目的开发建设情况及项目开发企业资质、信用、财务等情况，按照公平公正原则，提出可以给予融资支持的房地产项目名单；c) 对于盘活存量闲置土地进行支持——这项政策目前还在研究状态，即允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力；2) 对于房地产市场的消费端，明确指出了政策要回应群众关切，同样从三个方向提供政策的支持：a) 调整住房限购政策，人民银行在 9 月 24 日的政策表述中指出，统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25%下调到 15%——各个地方在全国底线基础上确定辖区内最低首付比例下限，商业银行根据客户风险状况和意愿与客户协商确定具体的首付比例水平；b) 降低存量房贷利率，人民银行在 9 月 24 日的政策表述中指出，引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在 0.5 个百分点左右——央行预计这一项政策将惠及 5000 万户家庭，1.5 亿人口，平均每年减少家庭的利息支出总数大概 1500 亿元左右；以及 c) 抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。

**宏观政策特点五：关于资本市场政策，也是会议对宏观政策表述中的两个重点之一，**

推动人民币信用机制的重塑。一方面我们注意到，对于资本市场的用词“努力提振”，表达出了能有提振锦上添花的目标，因为在我们的理解中，两项具体的宏观政策——房地产政策和资本市场政策——短期的重心在于稳定房地产市场，而对应于资本市场更多着眼于长期制度的转变。另一方面，从具体的机制上来看，9月24日央行的政策清单中，创设了两项资本市场工具，证券、基金、保险公司互换便利工具和股票回购、增持专项再贷款工具，从两个方面着手：1) 通过证券、基金、保险公司互换便利工具，在提升长期资金入市动力的同时，也将非银纳入到央行的宏观监管框架中来；2) 市场的生态重塑。通过股票回购、增持专项再贷款工具支持上市公司并购重组，将资本市场从融资市场转向投融资双向的市场，以及稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施等。

图 11：央行创设资本市场工具——互换便利和回购再贷款



数据来源：华泰期货研究院

## 产业政策

### 2024年9月原文

未提及

### 2024年7月对比

会议指出，要培育壮大新兴产业和未来产业。要大力推进高水平科技自立自强，加强关键核心技术攻关，推动传统产业转型升级。要有力有效支持发展瞪羚企业、独角兽企业。要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。

### 解读

本次会议中弱化了对于产业政策的表述，体现了政策重心的转变。

## 体制建设/内需市场/改革开放

### 2024年9月原文

会议指出，要帮助企业渡过难关，**进一步规范**涉企执法、监管行为。要出台民营经济促进法，为**非公有制经济**发展营造良好环境。要把**促消费和惠民生**结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。要培育新型消费业态。要**支持和规范**社会力量发展养老、托育产业，抓紧完善生育支持政策体系。要**加大**引资稳资**力度**，**抓紧推进和实**施制造业领域外资准入等改革措施，进一步**优化**市场化、法治化、国际化一流营商环境。

### 2024年7月对比

会议强调，要以改革为动力促进稳增长、调结构、防风险，充分发挥经济体制改革的牵引作用，及时推出一批条件成熟、可感可及的改革举措。要坚持和落实“两个毫不动摇”，促进**各种所有制经济**优势互补、共同发展，完善产权保护、市场准入、破产退出等市场经济基础制度，防止和纠正一些地方利用行政、刑事手段干预经济纠纷。要弘扬企业家精神，在改革创新和公平竞争中加快建设更多**世界一流企业**。

会议强调，要以提振消费为重点扩大国内需求，经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费，要多渠道增加居民收入，增强中低收入群体的消费能力和意愿，把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费。要进一步调动民间投资积极性，扩大有效投资。

会议指出，要推进高水平对外开放，进一步营造市场化、法治化、国际化一流营商环境，稳步扩大制度型开放，落实制造业领域外资准入限制措施“清零”要求，推出新一轮服务业扩大开放试点举措，促进利用外资企稳回升。要积极培育外贸发展新动能，拓展中间品贸易、绿色贸易。要扎实推进高质量共建“一带一路”。

## 解读

政策将体制建设、内需市场和改革开放放在一段中表述。

在体制建设中，相比较7月份提出的“各种所有制经济”的表述，9月份将“非公有制经济”单独进行强调，并明确了出台“民营经济促进法”，体现出了在经济周期下行阶段，对于安全主题的强调正在推动产业进一步集中，部分增加了民营经济的压力；这也可以从考公热反映出来微观主体对于“稳定性”的追求上升，一定程度上降低了实体经济的活力。

在内需市场建设上，表述上也出现了调整。过去经济自由化的形态下，推动了中国通过30年的短时间赶超发达经济体近百年的工业化路径，但也带来了财富分配的不均衡——体现在消费上便是有消费意愿的群体缺乏消费能力，而有消费能力的群体缺乏消费意愿。政治局会议9月份提出“将促消费和惠民生结合起来”，主要的方式是“促进中低收入群体增收”，在当前有效需求不足背景下释放了收入分配改革的强烈信号。

在改革开放建设上，通过制造业外资准入清单的实施，实现“加大引资稳资力度”的目的，这点和7月份表述“促进利用外资企稳回升”在程度上进一步加强，体现出尽管当前美联储开启了降息的进程，但是全球美元流动性依然呈现出紧张的现实。

## 防范风险

### 2024年9月原文

未提及

### 2024年7月对比

会议强调，要持续防范化解重点领域风险。继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展。要持续推动中小金融机构改革化险，多措并举促进资本市场健康发展。

## 解读

本次会议中弱化了对于防风险的表述，体现了政策重心的转变。

## 乡村振兴

### 2024年9月原文

未提及

### 2024年7月对比

会议指出，要扎实推进乡村全面振兴，巩固拓展脱贫攻坚成果，确保农村人口不发生规模性返贫致贫。要加强耕地保护和质量提升，抓好农业生产，努力夺取全年粮食丰收。

## 解读

本次会议中弱化了对于乡村振兴的表述，体现了政策重心的转变。

## 民生领域：守住底线，实现高质量就业

### 2024年9月原文

会议强调，要**守住兜牢民生底线**，重点做好应届高校毕业生、农民工、脱贫人口、零就业家庭等重点人群就业工作，**加强对大龄、残疾、较长时间失业等就业困难群体的帮扶**。要加强低收入人口救助帮扶。要**抓好食品和水电气热等重要物资的保供稳价**。要**切实抓好粮食和农业生产**，关心农民增收，抓好秋冬生产，确保国家**粮食安全**。

### 2024年7月对比

会议强调，要加大**保障和改善民生**力度。要强化就业优先政策，做好高校毕业生等重点群体就业。要加强低收入人口救助帮扶，织密扎牢社会保障网。要全力做好防汛抗洪救灾工作，做好迎峰度夏期间能源电力供应，抓好安全生产，认真解决食品安全、社会治安等问题。要深入打好污染防治攻坚战，**扎实推进碳达峰碳中和**。要做好“十五五”规划前期研究谋划工作。

### 解读

**民生：紧迫性在加强**。从会议表述上来看，从7月份的“保障和改善民生”，转向9月份的“守住兜牢民生底线”。9月25日发布《中共中央 国务院关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》指出，把高质量充分就业作为经济社会发展优先目标，纳入国民经济和社会发展规划，促进财政、货币、产业、价格、就业等政策协同发力，提高发展的就业带动力。

## 制度建设：干字当头，团结一致向前看

### 2024年9月原文

会议要求，各地区各部门要认真贯彻落实党中央决策部署，**干字当头、众志成城**，充分激发全社会推动高质量发展的积极性主动性创造性，推动经济持续回升向好。广大党员、干部要勇于担责、敢于创新，在攻坚克难中**长本领、出业绩**。要**树好选人用人风向标**，认真落实“三个区分开来”，为担当者担当、为干事者撑腰。要支持经济大省挑大梁，更好发挥带动和支柱作用。

### 2024年7月对比

会议指出，形式主义、官僚主义是顽瘴痼疾，必须下大力气坚决纠治。基层是贯彻落

实党中央决策部署的“最后一公里”，不能被形式主义、官僚主义束缚手脚。中央书记处要持之以恒抓住不放，中央层面整治形式主义为基层减负专项工作机制要定期督促检查，中央和国家机关各部门、各省级党委和政府在工作部署时要实事求是，省以下各级党委要履行好主体责任，各级纪检监察机关要强化监督执行。

会议强调，要强化制度建设与执行，统筹为基层减负和赋能，进一步严格落实中央八项规定及其实施细则精神，持续精文简会，统筹规范督查检查考核，切实解决过频过繁问题，严格规范从基层借调干部，加强政务移动互联网应用程序规范化管理，整治“指尖上的形式主义”，进一步理顺基层权责，推动资源、服务、管理向基层下沉，精简创建示范和达标活动，注重创建示范实效。对党员干部特别是基层群众反映强烈的突出问题，要发现一个整治一个；对具有一定典型性、普遍性的问题，要集中力量开展专项整治和清理，切实把基层从形式主义、官僚主义的束缚中解脱出来，引导广大党员、干部树立正确政绩观，激励担当作为，有更多精力抓落实。

## 解读

“干字当头”明确指出了四季度全力抓经济的紧迫性和重要性。主要落实的是“三个区分开来”，即 1) 要把干部在推进改革中因缺乏经验、先行先试出现的失误和错误，同明知故犯的违纪违法行为区分开来；2) 把上级尚无明确限制的探索性试验中的失误和错误，同上级明令禁止后依然我行我素的违纪违法行为区分开来；3) 把为推动发展的无意过失，同为谋取私利的违纪违法行为区分开来；从而推动微观主体的活力。

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com