

二十届三中全会公报精神解读

主题报告

投资要点

- ◆ **总目标：社会主义现代化强国和二〇三五年目标的三大支柱。**进一步全面深化改革的总目标是到二〇三五年基本实现社会主义现代化，到本世纪中叶全面建成社会主义现代化强国。从经济数量关系来说，代表总量增长的实际经济增速和代表经济增长结构的本币汇率稳中有升同等重要，囿于内循环的金融杠杆推动型泡沫化经济增长路径不是最优选项。**1) 高水平科技自立自强，进入创新型国家前列。**只有实现高水平科技自立自强，才能扩展宏观调控经济政策的长期空间，有效平衡发展与安全，掌握经济和社会发展战略的长期主动权。**2) 经济实力跃升，人均国内生产总值达到中等发达国家水平。**达到美国人均 GDP 的 30% 以上可作为中等发达国家水平的的基本门槛。战后数十年的全球经济发展史已经充分证明，制造业高级化是新兴经济体实现持续赶超的唯一有效路径，除我国外的大多数新兴经济体都是因为制造业发展刚刚取得一定成效的阶段就开始过度依赖金融杠杆推动的地产、基建等短期泡沫化风险较高的发展模式，而导致本币大幅贬值为代表的金融体系系统性风险持续积累和危机式爆发，导致先进制造业企业研发和生产活动信心削弱，经济内生可持续增长动能丧失，而无法形成对发达国家的长期成功赶超，陷入“中等收入陷阱”。可以说，无法支撑较强长期汇率路径的“高增长”是一种最终可能导致新兴经济体金融危机的“幻象”，我国近几年以来经济政策已经明确做出了高质量发展、中国式现代化的正确战略选择。**3) 共同富裕，完善收入分配制度，中等收入群体比重明显提高，城乡发展差距显著缩小。**这意味着在分配一侧，经济长期体制机制改革将同时兼顾公平和效率，既鼓励按劳分配和数据、技术要素参与分配，又要避免资本要素分配过于集中导致社会分配不均情况明显扩大。从供需循环的角度来看，提升中等收入人群比重对于需求侧的可持续性至关重要，因为在外环境日趋复杂的背景下，国内高端耐用消费品需求必须扛起拉动新质生产力供给迭代的重任，而中等收入群体恰恰是高端耐用消费品需求的主力人群。
- ◆ **首要任务：高质量发展与新质生产力。**科技创新引领的新发展模式将作为我国长期经济战略蓝图的重要基础。新质生产力是高质量发展的基石，也是应对当前外部形势日趋复杂严峻、美国日渐转向经济孤立主义并试图将国际经济和贸易规则向只有利于美国经济而有益于中国等全球其他主要工业国的方向转变的核心关键经济对策。这一选择衍射到宏观政策方面，可能意味着包括增值税、研发扣除等措施在内的财税体制改革或将进一步向科技创新型企业倾斜，同时财政政策在支出统筹和收入分配一侧可能以更大的力度来促进和保障国内先进耐用大宗可选消费品需求，而通过货币政策大幅宽松来刺激地产基建等伴随有更高金融系统性风险的短期稳增长模式或将淡出。
- ◆ **财税改革：财政或向中央集中，疏通要素统一大市场。**完善宏观调控制度体系，统筹推进财税、金融等重点领域改革，增强宏观政策取向一致性。财税体制改革方面，结合全国统一大市场的战略构想，以及 6 月最新公布的国务院财政收支审计报告中提及的主要方向，我们认为本轮改革的重点可能并不在于构建和夯实地方税种，而是在于财权、事权进一步向中央集中，在收入端中央分配比例进一步提升，在支出端中央强化公共服务支出均等化标准的指定并由此进一步提升向地方转移支付的比例，以此改变地方政府对本地注册企业在财税收入方面的路径依赖所导致的国内经济大循环供给不畅、小循环林立、企业要素使用效率偏低成本偏高的现状。
- ◆ **金融改革：回归中性的现代央行制度，风险导向的全口径监管。**当前处于经济高质量发展的结构优化转型期，房地产风险和地方债务风险的显现和化解处理同步加快，原来企业部门的一些低效投资需求有所收缩，居民部门也不再基于房价上涨的单向预期而竞争性购置住房，信用融资的扩张速度已经在相当程度上对货币宽松操作变得不敏感，从信用增量膨胀到增速放缓存量优化是符合经济发展的结构升级目标的内生性变化。有鉴于此，人民银行近期连续创设了“国债借入操作”和“临时正逆回购”两大全新工具，货币政策向中性区间收敛的信号意义呼之欲出。金融强国建设的本质要求是金融机构要回归支持实体经济高质量发展的本源，避免资金在金融体系内空转套利，集中优势金融资源向高质量发展所对应的新质生产力倾斜，而传统的房地产市场风险、地方债务风险相关的低效金融资源投放要逐步压降，以有效避免低效产能无法出清、资金在金融体系空转套利等新的潜在风险，全口径金融监管可能在未来数年都将趋于进一步强化。
- ◆ **风险提示：短期稳增长政策力度不及预期风险。**

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002
qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

- 价难换量，需求为“王”——经济数据点评（24Q2/6月）2024.7.15
- 加码宽松还是稳定汇率？——金融数据速评（2024.6）2024.7.12
- 出口预防式集中提前——国际贸易数据点评（2024.6）2024.7.12
- 油价大跌渗透核心 CPI，年内美联储能否降息 3 次？——美国 CPI 点评（2024.6）2024.7.11
- “以价换量”非持久之计，仍需财政发力拉动消费——CPI、PPI 点评（2024.6）2024.7.10



内容目录

一、总目标：社会主义现代化强国和二〇三五目标的三大支柱	3
二、首要任务：高质量发展与新质生产力	4
三、财税改革：财政或向中央集中，疏通要素统一大市场	5
四、金融改革：回归中性的现代央行制度，风险导向的全口径监管	7

图表目录

图 1：“制造业高级化”推动持续赶超，“过早去工业化”则陷入“中等收入陷阱”	4
图 2：政府债务余额同比增速及贡献结构（%）	7
图 3：社融存量同比及贡献结构（%）	8
图 4：贷款余额同比及贡献结构（%）	9

2024年7月15-18日，中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议在北京举行，会后发布《中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议公报》（以下简称《公报》）。这次会议，是继十八届三中全会之后时隔十年又一次极为重要的研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题的战略性会议，在中国式现代化的各方面发展战略蓝图方面，也与十九届五中全会（2020年10月召开）、二十大报告（2022年10月公布）、去年年底的中央经济工作会议以及今年年初的政府工作报告内容一脉相承，并更趋制度化、长期化，更具体制机制深化改革的深度和系统性。我们从以下四个方面就本次会议公报精神进行学习解读。

一、总目标：社会主义现代化强国和二〇三五目标的三大支柱

进一步全面深化改革的总目标是到二〇三五年基本实现社会主义现代化，到本世纪中叶全面建成社会主义现代化强国。结合十九届五中全会、二十大报告对二〇三五年目标的阐述，我们梳理出理解二〇三五远景目标的三大支柱，重点在于科技自立自强、人均生产总值达到中等发达国家水平，这意味着再度突出强调了高质量经济增长的重要性，从经济数量关系来说，代表总量增长的实际经济增速和代表经济增长结构的本币汇率稳中有升同等重要，囿于内循环的金融杠杆推动型泡沫化经济增长路径不是最优选项。会议还明确要求到2029年完成本次会议提出的改革任务，未来五年着眼长期高质量发展的各方面体制机制改革进程行将加快。

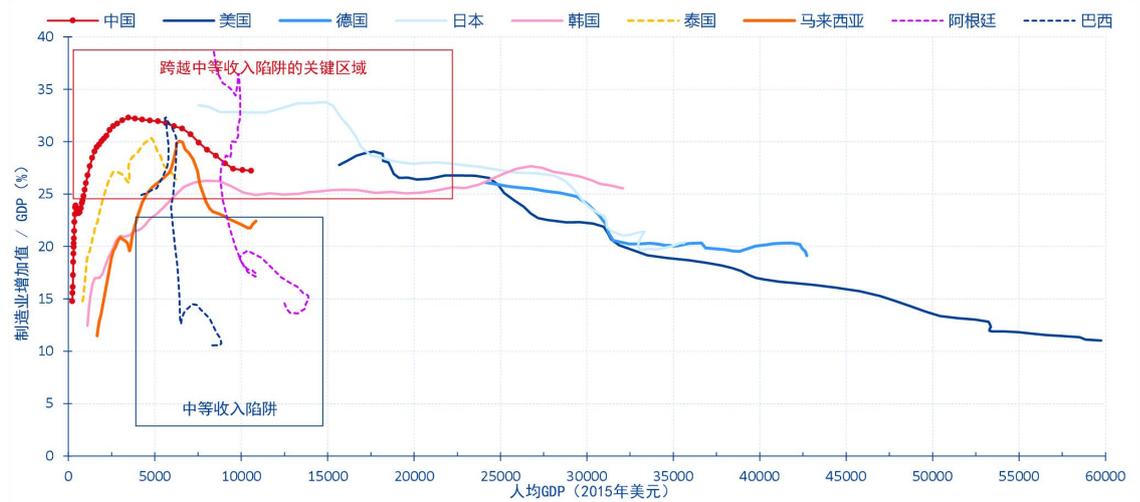
《公报》指出，全会认为“当前和今后一个时期是以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业的关键时期”，“中国式现代化是在改革开放中不断推进的，也必将在改革开放中开辟广阔前景”，重申一段时期以来不断强调的“面对纷繁复杂的国际国内形势，面对新一轮科技革命和产业变革”的大背景下，“必须自觉把改革摆在更加突出位置，紧紧围绕推进中国式现代化进一步全面深化改革”，并进一步明确进一步全面深化改革的总目标是：“**到二〇三五年，全面建成高水平社会主义市场经济体制，中国特色社会主义制度更加完善，基本实现国家治理体系和治理能力现代化，基本实现社会主义现代化，为到本世纪中叶全面建成社会主义现代化强国奠定坚实基础。**”对总目标的阐述是与十九届五中全会提出二〇三五远景目标、二十大报告进行了全新阐释的发展战略长期目标逻辑一脉相承的。综合十九届五中全会至今对二〇三五年目标的详细完整阐述，我们可梳理出可勾勒出到二〇三五年经济发展战略总量和结构性长期目标的三大支柱：

1) 高水平科技自立自强，进入创新型国家前列。这一点是在十九届五中全会公报提出“关键核心技术实现重大突破”的基础上，呼应外部形势日趋复杂严峻的最新情况，而在二十大报告中对我国经济长期“体质”和高质量发展核心要求所做的全面升级。只有实现高水平科技自立自强，才能扩展宏观调控经济政策的长期空间，有效平衡发展与安全，掌握经济和社会发展战略的长期主动权。

2) 经济实力跃升，人均国内生产总值达到中等发达国家水平。十九届五中全会首次提出这一目标，二十大报告中再度给予了确认和强调。国际上和理论研究界，往往将达到美国人均GDP的30%以上作为中等发达国家水平的基本门槛。考虑到美国作为全球最大的经济体、最大的发达国家和当前较为全面地掌握全球先进生产力的国家，仍在不断试图通过其国内经济政策组合和对国际经济贸易规则进行有利于其本国经济的修改而试图获得相对较高的经济增长，2035年达到人均国内生产总值中等发达国家水平的目标，实际上同时意味着我国实际经济增速和本币汇率尽量取得长期的同步高增是最为重要的。战后数十年的全球经济发展史已经充分证明，制造业高

级化是新兴经济体实现持续赶超的唯一有效路径，除我国外的大多数新兴经济体都是因为制造业发展刚刚取得一定成效的阶段就开始过度依赖金融杠杆推动的地产、基建等短期泡沫化风险较高的发展模式，而导致本币大幅贬值为代表的金融体系系统性风险持续积累和危机式爆发，导致先进制造业企业研发和生产活动信心削弱，经济内生可持续增长动能丧失，而无法形成对发达国家的长期成功赶超，陷入“中等收入陷阱”。可以说，无法支撑较强长期汇率路径的“高增长”是一种最终可能导致新兴经济体金融危机的“幻象”，我国近几年以来经济政策已经明确做出了高质量发展、中国式现代化的正确战略选择。

图 1：“制造业高级化”推动持续赶超，“过早去工业化”则陷入“中等收入陷阱”



资料来源：CEIC，华金证券研究所

3) 共同富裕，完善收入分配制度，中等收入群体比重明显提高，城乡发展差距显著缩小。二〇三五目标非常强调以人民为中心的“共同富裕”理念，在经济领域实际上对应的是分配制度的优化。十九届五中全会即在二〇三五目标中明确提到“中等收入群体显著扩大，基本公共服务实现均等化，城乡区域发展差距和居民生活水平差距显著缩小”，二十大报告中进一步改为“中等收入群体比重明显提高”，并增加“农村基本具备现代生活条件”的具体要求。本次会议《公报》中也再次强调“完善收入分配制度”，与上述目标要求一脉相承。这意味着在分配一侧，经济长期体制机制改革将同时兼顾公平和效率，既鼓励按劳分配和数据、技术要素参与分配，又要避免资本要素分配过于集中导致社会分配不均情况明显扩大。从供需循环的角度来看，提升中等收入人群比重对于需求侧的可持续性至关重要，因为在外环境日趋复杂的背景下，国内高端耐用消费品需求必须扛起拉动新质生产力供给迭代的重任，而中等收入群体恰恰是高端耐用消费品需求的主力人群。

二、首要任务：高质量发展与新质生产力

《公报》指出，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，强调要健全因地制宜发展新质生产力体制机制，科技创新引领的新发展模式将作为我国长期经济战略蓝图的重要基础。“全会提出，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。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。要健全因地制宜发展新质生产力体制机制，健全促进实体经济和数字经济

深度融合制度，完善发展服务业体制机制，健全现代化基础设施建设体制机制，健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度。”

新质生产力是高质量发展的基石，也是应对当前外部形势日趋复杂严峻、美国日渐转向经济孤立主义并试图将国际经济和贸易规则向只有利于美国经济而有损于中国等全球其他主要工业国的方向转变的核心关键经济对策。2023 年底的中央经济工作会议，以及 2024 年国务院政府工作报告，对“加快发展新质生产力”进行了优先突出强调。自提出“中国制造”以来，实施制造强国战略就是我国最主要的政策方针之一，在美国对华实施“脱钩断链”产业政策以及发达经济体对我半导体电子产业链实施“围堵”的严峻外部环境之下，我国企业在 2023 年实现了相关领域的重大技术突破，为实现“中国制造 2025”远景目标打下了坚实的基础，大力发展先进制造业也被提升至了更重要的位置。《政府工作报告》在对于 2024 年工作安排的部署中使用大段篇幅着重强调“推动产业链供应链优化升级”、“积极培育新兴产业和未来产业”、“深入推进数字经济创新发展”，对于科技创新的定位再度大幅抬升。报告认定智能网联新能源汽车等产业具有领先优势，氢能、新材料和创新药等为前沿新兴产业，生物制造、商业航天、低空经济为重要的新型经济增长引擎；此外，去年至今格外牵动市场关注的 AIGC 等数字领域也被着重提及，“制定支持数字经济高质量发展政策，积极推进数字产业化、产业数字化，促进数字技术和实体经济深度融合”，认定数字经济在经济增长中的重要作用，也肯定了平台经济在促进创新、增加就业和国际竞争中的重要作用。《政府工作报告》并再度强调中央金融工作会议关于资本市场现代化支持先进制造业发展的要求，充分发挥创业投资和股权投资对先进制造业的融资支持作用。考虑到先进制造业前期相对高投入高风险的特征和间接融资之间的相对不匹配程度，加之当前我国资本市场间接融资占比过大的现状，要大力发展先进制造业，对其投融资两端均需进行额外呵护。报告关于“鼓励发展创业投资、股权投资，优化产业投资基金功能”的表述与中央金融工作会议“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”的要求基本一致。

本次三中全会将高质量发展作为中国式现代化的首要任务，并将健全因地制宜发展新质生产力体制机制作为高质量增长的核心关键制度，更加清晰地意味着科技创新立国的明确战略选择。这一选择衍射到宏观政策方面，可能意味着包括增值税、研发扣除等措施在内的财税体制改革或将进一步向科技创新型企业倾斜，同时财政政策在支出统筹和收入分配一侧可能以更大的力度来促进和保障国内先进耐用大宗可选消费品需求，而通过货币政策大幅宽松来刺激地产基建等伴随有更高金融系统性风险的短期稳增长模式或将淡出。

三、财税改革：财政或向中央集中，疏通要素统一大市场

全会要求完善宏观调控制度体系，统筹推进财税、金融等重点领域改革，增强宏观政策取向一致性。结合近年来重要的政策文件精神，我们认为本轮财税体制改革的核心关键或在于财权事权均向中央集中，以利于要素全国统一大市场的建设；金融体制改革方面，既强调央行和金融体系整体的现代化，又强调全覆盖无死角的监管体系强化，以有效化解并避免形成新的金融体系风险。《公报》指出，科学的宏观调控、有效的政府治理是发挥社会主义市场经济体制优势的内在要求。必须完善宏观调控制度体系，统筹推进财税、金融等重点领域改革，增强宏观政

策取向一致性。要完善国家战略规划体系和政策统筹协调机制，深化财税体制改革，深化金融体制改革，完善实施区域协调发展战略机制。

财税体制改革方面，结合全国统一大市场的战略构想，以及6月最新公布的国务院财政收支审计报告中提及的主要方向，我们认为本轮改革的重点可能并不在于构建和夯实地方税种，而是在于财权、事权进一步向中央集中，在收入端中央分配比例进一步提升，在支出端中央强化公共服务支出均等化标准的指定并由此进一步提升向地方转移支付的比例，以此改变地方政府对本地注册企业在财税收入方面的路径依赖所导致的国内经济大循环供给不畅、小循环林立、企业要素使用效率偏低成本偏高的现状。当前全球经济竞争的主线在于外部形势复杂严峻，我国经济迫切需要形成合力以应对外部经济循环高强度竞争和深层次合作的需要，而不在于激发国内各地方先行先试的局部积极性。这就意味着长期以来因为对地方政府较强的本地GDP和地方财税收入考核要求而导致的地方政府对本地注册经营企业在财税收入和经济产出方面的路径依赖问题、以及地方保护和行政性垄断问题，都将统筹纳入全国统一大市场和深海财税体制改革的总体要求中进行系统性的全面梳理。尽管在激励地方政府促进本地经济发展积极性的传统思路中，每当提及财税体制改革，研究者已经形成优先需要构建消费税、房地产税等为代表的地方主流税种的思维方式；但事实上在最近的一些政策文件中，对于财税体制改革的政策主要目标，政策思路已经发生了显著的转变。在近期公布的《国务院关于2023年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》中，谋划新一轮财税体制改革的具体要求，已经变成“完善中央与地方财政事权和支出责任划分，加大均衡性转移支付力度，健全转移支付定期评估和动态调整、退出机制。对地方税费优惠政策进行评估和清理”。这与二〇三五目标中所明确要求的“基本公共服务实现均等化”、本次《公报》重申的“要构建全国统一大市场，完善市场经济基础制度”、以及二十大报告对此所做的更具体要求“深化要素市场化改革，建设高标准市场体系”，“破除地方保护和行政性垄断”是一脉相承的。

在地方债务风险加快化解方面，随着今年超长期特别国债计划的启动，预计未来数年财税体制改革将出现超长期特别国债额度逐年提升、地方专项债额度逐步压降并向中小金融机构注资有所倾斜、一般公共预算收入向中央集中转移支付比例进一步提升的“新三位一体”模式。地方债务风险问题的实质，是地方政府基于对土地收入的长期乐观预期，软化投资项目收益约束，导致地方基础设施投资效率下降、债务滚动快速累积，地方政府和平台企业“并表”的偿债能力大幅削弱问题。超长期特别国债的启动，在财政体系改革重构层面具有三层重要意义。

一、超长期特别国债由中央政府为主实施项目遴选和资金使用管理，能够以更高的项目收益和资金管理标准长期实施，构成相对低效率、高债务风险的地方政府专项债的更优替代，预计未来数年超长期特别国债新增额度有望逐年递减，相应地逐年压降地方政府新增专项债额度，以提升基建投资项目对政府债务的总体保障能力，阻断政府债务率加速抬升态势。

图 2：政府债务余额同比增速及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

二、房地产市场风险和地方债务风险，最终都将集中体现为金融体系的系统性风险，当前以国有大型商业银行为代表的金融央企经营相对稳健、资本相对充足，风险抵御能力和资产质量都显著好于地方金融国企，这意味着一方面金融央企当前通过特别国债安排而临时性补充额外本金的必要性相对较低，另一方面地方政府专项债未来的新增债务额度中，部分从低效基建投资项目中转换出来的增量额度可积极考虑用于注资地方中小金融机构，有助于更好地帮助地方中小金融机构补充资本金，提升系统性风险抵御能力和持续经营能力。

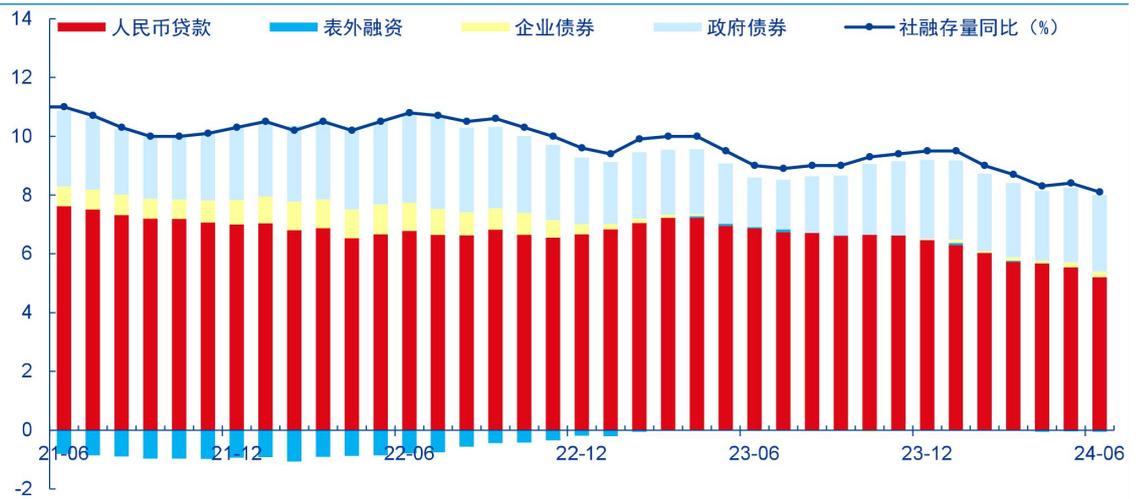
三、国内大循环的构建和夯实，需进一步排除导致地方保护、市场分割、区域性小循环难以破除的体制机制性约束，财政央地关系的重构是其中的关键。从 2023 年四季度增发万亿国债，到 2024 年时隔十几年重启用于高标准投资项目建设的超长期特别国债，中央财政在一般公共预算和政府性基金预算内同时集中展现出更加积极主动的扩张姿态，这为未来进一步深化财税体制改革、明确中央和地方政府合理的税收分配机制，进一步将财政收入向中央集中，并以更为统一公平的公共服务提供标准实施更大比例的中央对地方转移支付，具有重要的基础性意义。只有通过进一步深化财税体制改革，破除地方财政对财政收入的“属地执着”，才能进一步盘活全国各类高效率生产要素，进一步解放和发展生产力，实现全要素生产率的大幅提升和我国全产业链全球竞争力的跃升。

四、金融改革：回归中性的现代央行制度，风险导向的全口径监管

《公报》在“深化金融体制改革”的要求之后，并未有更多展开，而结合二十大报告中更加详细的内容，可提炼出本轮金融体制改革的两大要求，其一是回归中性的、传导机制清晰的现代中央银行制度。二十大报告要求“深化金融体制改革，建设现代中央银行制度，加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系，依法将各类金融活动全部纳入监管，守住不发生系统性风险底线”。今年以来，现代中央银行制度的建设逐步转变为一个很迫切的现实问题——当信用需求从增量膨胀逆转为存量优化，应加码宽松还是稳定汇率？二月以来金融数据持续低迷，甚至个别月份加速降温，确为罕见。面对新的社会信用融资需求形势变化，我们首先可能需要辨析当前居民和企业资产负债表扩张放缓的趋势与经济高质量发展的战略目标之间的匹配度。事实上，

货币信用体系本身就是着眼于扩张金融杠杆、推动地产基建投资为主的短期需求刺激政策工具。当前处于经济高质量发展的结构优化转型期，房地产风险和地方债务风险的显现和化解处理同步加快，原来企业部门的一些低效投资需求有所收缩，居民部门也不再基于房价上涨的单向预期而竞争性购置住房，信用融资的扩张速度已经在相当程度上对货币宽松操作变得不敏感，从信用增量膨胀到增速放缓存量优化是符合经济发展的结构升级目标的内生性变化。而在这一阶段，如果货币政策固守强刺激逻辑，进一步大幅加码宽松，汇率的大幅走弱将不可避免，并可能因此导致居民耐用消费品购买力大幅下降、先进制造业研发和生产预期紊乱、低效投资挤出高效投资和金融体系资金空转等一系列实体经济和金融体系新的潜在风险。

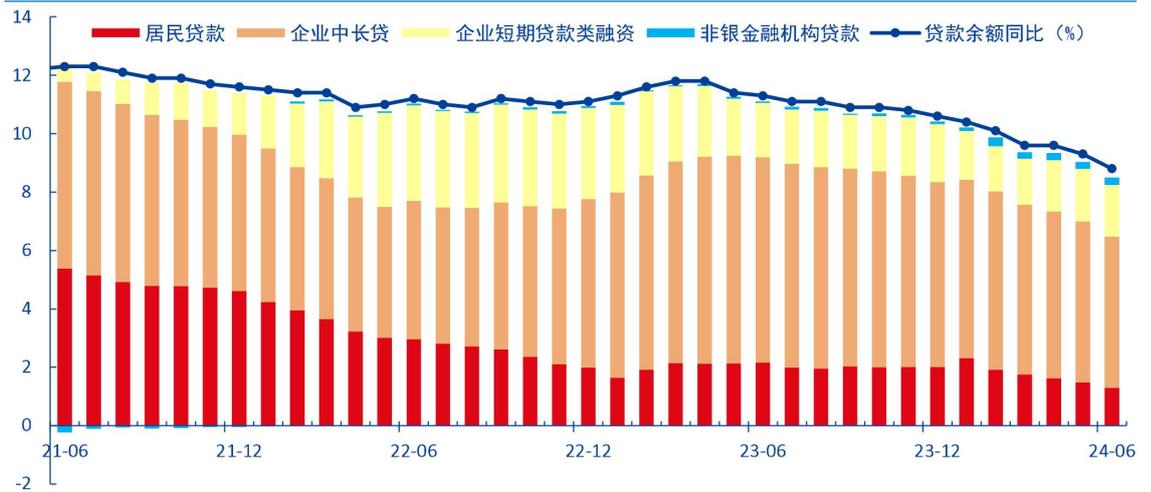
图 3：社融存量同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

有鉴于此，人民银行近期连续创设了“国债借入操作”和“临时正逆回购”两大全新工具，货币政策向中性区间收敛的信号意义呼之欲出。央行实施国债借入操作时，并不造成国债供需和基础货币的变化，但可能通过政策信号传导效应影响长端国债需求侧预期，国债收益率曲线长端可能提前有所上行，短端暂无直接影响；而在央行对借入的国债实施卖出时，短端资金面利率将因为实现了基础货币净回笼而率先走高，国债收益率曲线的长端则在资金面趋紧导致的商业银行资产结构优化过程中外溢性的出现上行。尽管形式上有接近“利率走廊”的观感，但因“临时隔夜正逆回购”工具非常强调央行决策主动权而非被动承诺属性，这一工具和利率走廊机制之间仍存在相当大的距离。并且注意到临时投放的利率大幅高于常规投放工具的政策目标利率，实际上本次新创设工具更大程度上或意在补强央行回笼短端流动性的能力。

图 4：贷款余额同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

其二是以不发生金融系统性风险为导向的全口径监管强化。中央金融工作会议一方面提出，资本市场现代化以“着力打造现代金融机构和市场体系”为抓手，活跃资本市场投融资两端，“加强对新科技、新赛道、新市场的金融支持”，另一方面也要求全面加强金融监管，有效防范化解金融风险，促进金融与房地产良性循环，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。新“国九条”进一步提出长牙带刺的监管要求，首先要求严把发行上市“入口关”，明确要求提高上市标准、完善科创属性评价标准，压实发行人第一责任和中介机构“看门人”责任，并在此基础上进一步要求加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强。提升证券公司和公募基金等行业机构的战略能力、专业水平和公司治理等方面综合经营能力，校正行业机构定位，在夯实合规风控基础的同时，促进提高专业能力，提升服务中长期资金的能力，维护市场稳定健康运行，提升投资者长期回报。总体上，金融强国建设的本质要求是金融机构要回归支持实体经济高质量发展的本源，避免资金在金融体系内空转套利，集中优势金融资源向高质量发展所对应的新质生产力倾斜，而传统的房地产市场风险、地方债务风险相关的低效金融资源投放要逐步压降，以有效避免低效产能无法出清、资金在金融体系空转套利等新的潜在风险，全口径金融监管可能在未来数年都将趋于进一步强化。

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn