

改善要素配置效率，应对外部冲击

——要素市场化改革点评

行业点评

疫情短期影响中国出口，长期可能导致“逆全球化”，要素市场化改革可以改善要素配置效率，提升潜在经济增速，有助于中国应对外部冲击。从政策背景、整体思想、具体内容三部分来解读《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》（下文简称《意见》）。

● 政策背景：外部环境恶化

从2018年开始的贸易战，到疫情全球蔓延，中国的外部环境越来越恶劣。4月8日政治局常务委员会召开了会议，对当前形势的定调是：面对严峻复杂的国际疫情和世界经济形势，我们要坚持底线思维，做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备。4月9日《意见》公布，这是做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备的具体体现。

● 整体思想：提升要素配置效率

对于中国等转型经济体来说，各种制度还在完善中，经济波动主要来自于制度等供给端的变动。也就是说中国的经济周期实际上经济增长的波动，也就是潜在经济增速的波动。中国经济趋势扭转并不困难，特别是资源配置效率可以快速改善。这次要素市场化改革目的就是在改善要素配置效率，提升潜在经济增速。当然，这不是说需求不重要，需求也会影响供给，本次要素市场化改革也可以在一定程度体现了依靠改革扩内需。

● 具体内容：五大生产要素市场化改革

土地要素市场化改革：土地市场改革的主要影响在于，第一，提高农业生产效率；第二，刺激消费；第三，城镇化；第四，释放农村劳动力。

劳动力市场改革：我们经济下长期行的一个原因是劳动力减少。劳动力市场改革可以进一步转移农村劳动力至城市，增加劳动供给。同时，劳动力市场流动更加自由，也会改善劳动力资源配置效率。这都有利于缓解中国劳动力减少，提升中国的潜在经济增速。

资本要素市场化改革：通过资本市场，全社会的钱投向企业，市场活跃，再融资、IPO就会增大，与此同时我们的VC、PE市场就活跃了。资本市场发展了，更多的居民参与到这一市场中来，会改善企业的资产负债表，也可以降低非金融企业的杠杆率。当然同时还可以改变消费者预期，对拉动消费者信心起着积极作用。

技术要素市场化改革：投资依赖技术、劳动力等生产要素效率的提高，在劳动力无法根本扭转的情况下，科技进步是经济增长的根本动力。贸易战也使中国意识到必须科技立国。中国技术要素市场化改革效果显著，未来将继续深化改革。

数据要素市场化改革：中国数字经济走在了世界前沿。数字经济在提升经济增速的同时，更加依赖资本增强型技术、高端人力资本，这会导致贫富差距扩大、储蓄率上升，增加资本供给。同时，数字经济的轻资产特征，并不需要那么多投资，这会减少资本需求。如此，未来可能产生一种新的经济现象——相对较高的经济增速，同时伴随低通胀、低利率。

● 风险提示：政策落实不及预期

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：加快城市化是拉动内需和乡村振兴的关键

2018-7-26

目 录

1、 政策背景：外部环境恶化.....	3
2、 整体思想：提升要素配置效率.....	3
3、 具体内容：五大生产要素市场化改革.....	4
3.1、 土地要素市场化改革.....	4
3.2、 劳动力要素市场化改革.....	6
3.3、 资本要素市场化改革.....	6
3.4、 技术要素市场化改革.....	6
3.5、 数据要素市场化改革.....	7

图表目录

图 1： 中国经济周期模式.....	4
图 2： 我国城镇化空间很大.....	5
图 3： 我国研究生毕业人数提升.....	7

事件：2020年4月9日，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》正式公布。

疫情短期影响中国出口，长期可能导致“逆全球化”，要素市场化改革可以改善要素配置效率，提升潜在经济增速，有助于中国应对外部冲击。下面将从政策背景、整体思想、具体内容三部分来解读《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》（下文简称《意见》）。

1、政策背景：外部环境恶化

2020年4月8日政治局常务委员会召开了会议，对当前形势的定调是：面对严峻复杂的国际疫情和世界经济形势，我们要坚持底线思维，做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备。4月9日《意见》公布，这是做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备的具体体现。

从2018年开始的贸易战，到疫情全球蔓延，中国的外部环境越来越恶劣。在美国疫情这么严重的情况下，特朗普政府还不忘打贸易战，特朗普可能再次当选，疫情结束之后中美的贸易摩擦也可能下去。短期来看，海外疫情严重，中国产业链、出口受到严重冲击。长期来看，存在“逆全球化”风险。首先，此次疫情导致全球穷人死亡率较高、穷人的生活更加困难，当地政府可能将矛盾转移至中国，“逆全球化”势力趁机抬头。其次，此次疫情也暴露出来全球价值链的脆弱，发达国家生产防疫物资都成问题，疫情过后发达国家可能加快“再工业化”。

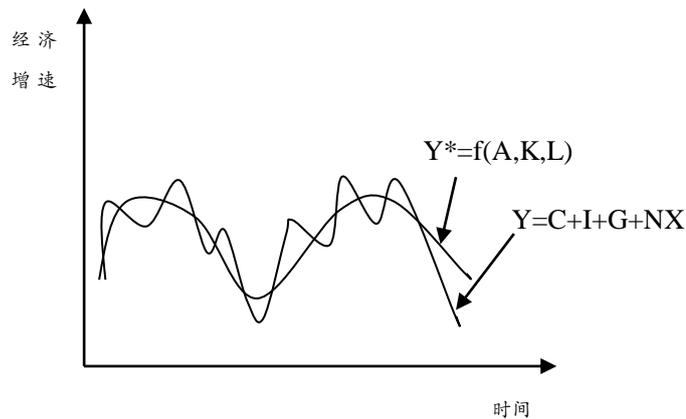
2、整体思想：提升要素配置效率

外部环境恶化，中国需要更加依靠自己。为什么不能完全依靠大规模刺激内需？一方面，债务风险较大，刺激的边际效用递减，同时，依靠房地产刺激带来的要素配置扭曲严重影响经济长期发展。另一方面，我国潜在经济增速在快速下滑，过度刺激可能带来通货膨胀。

美国等成熟经济体的潜在经济增速变化缓慢，经济波动主要是来自需求端，但是对于中国等转型经济体来说，各种制度还在完善中，经济波动主要来自于制度等供给端的变动。也就是说中国的经济周期实际上经济增长的波动，也就是潜在经济增速的波动。

1980年代以来，中国经历了三轮经济周期，都是改革周期。次贷危机之后，由于改革红利消退，激励机制破坏，“后发优势”减弱下技术进步放缓，人口、环境、资源约束增强，实际经济增速无法摆脱潜在经济增速的下滑。特别是，要注意到我国的资源配置效率恶化导致了TFP增速维持低位。作为转型经济体，中国经济趋势扭转并不困难，特别是资源配置效率可以快速改善。这次要素市场化改革目的就是在改善要素配置效率，提升潜在经济增速。

当然，这不是说需求不重要，需求也会影响供给，本次要素市场化改革也可以在一定程度上体现了依靠改革扩内需。

图1： 中国经济周期模式

资料来源：新时代证券研究所

3、 具体内容： 五大生产要素市场化改革

3.1、 土地要素市场化改革

土地市场改革的主要内容有：制定出台农村集体经营性建设用地入市指导意见。建立公平合理的集体经营性建设用地入市增值收益分配制度。探索建立全国性的建设用地、补充耕地指标跨区域交易机制。深化农村宅基地制度改革试点，深入推进建设用地整理，完善城乡建设用地增减挂钩政策，为乡村振兴和城乡融合发展提供土地要素保障。

土地市场改革的影响：

第一，提高农业生产效率。中国农业人均增加值与人均GDP的比重还相对较低，只有0.19，远低于发达国家，美国比值为1.43，最高的法国高达2.78，和中国人均GDP水平接近的巴西为1.27，甚至人均GDP和城市化率不如中国的泰国和印度，也比中国的比值要高，分别为0.35和0.70，从主要发达国家和发展中国家的对比中可以看到，中国农业相对整体经济发展较为落后，经济发展的不平衡不充分现象十分严重。通过土地改革可以集约化生产，提高农业生产效率，增加农民收入。

第二，刺激消费。我国主要工业产品人均水平距离世界还有较大差距，汽车、电力、钢铁等消费仍然有大幅度的提升空间。汽车保有量方面，我国2018年汽车保有量为2.4亿辆，折合人均水平为每千人172.2辆，对比全球主要国家2015年数据，美国、澳大利亚、加拿大、法国、德国、英国、日本等主要工业化国家人均汽车保有量均在千人600辆左右，最高的美国达到了千人822.9辆，发展中国家墨西哥和俄罗斯也在千人300辆左右，我国人均汽车保有量水平指数还有翻倍提升空间。电力消费方面，我国2016年电力总消费量为6.1万亿千瓦时，折合人均4446千瓦时，对比全球主要国家2014年数据，加拿大、美国、韩国、澳大利亚人均电力消费水平均在1万千瓦时/人以上，法国、俄罗斯、德国、日本人均电力消费水平也在6000千瓦/人以上，我国电力能源消费水平至少也有50%以上提升空间。从钢铁的全球人均水平对比来看，我国人均粗钢消耗水平为0.6吨/人，该水平和土耳其、

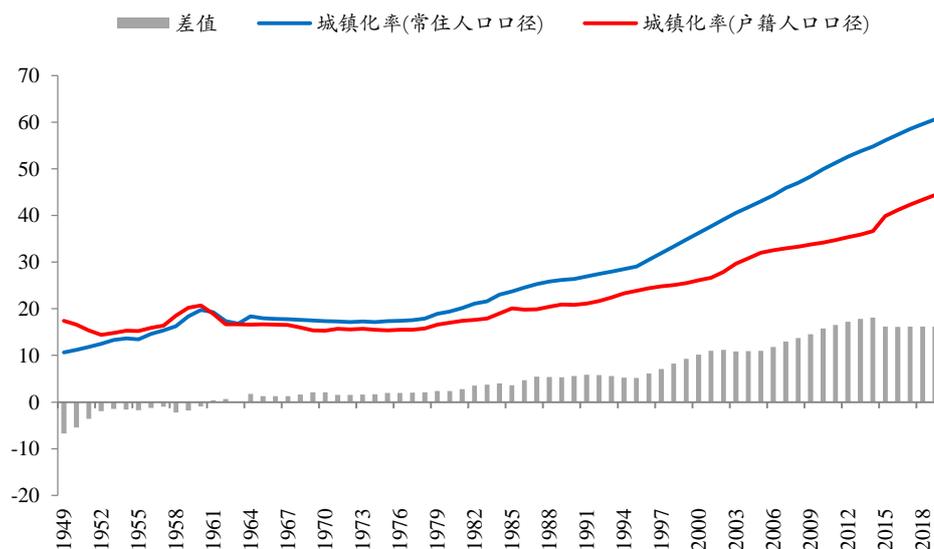
俄罗斯、德国相近，落后于日本的 0.8 吨/人和韩国的 1.4 吨/人，完成工业化的国家该指标会相对较低，美国、加拿大、法国、英国等均在 0.4 以下。

低收入人群的消费倾向更强，高收入人群的国内消费已经得到充分满足了，消费倾向比较低，怎么让有钱人的钱转到没钱人头上，一个可行的办法是：低收入群体一方面拥有劳动力，另外一方面就是拥有土地资源，而高收入人群有钱但缺乏土地资源，那么未来可以考虑低收入人群用土地资源与高收入人群做交换，这就需要从土地制度改革。

第三，城镇化。2018 年我国总人口 13.95 亿人，其中城镇常住人口 8.31 亿人，农村常住人口 5.64 亿人，常住人口城镇化率 59.58%。不过城镇常住人口中，有 2.41 亿人为农村流动人口不具有城市户籍，再加上还有 0.43 亿的城市间流动人口，户籍城镇化率仅为 43.73%。我国城镇化空间很大，但城镇化的一个约束是土地限制。土地市场改革，有利于城镇化，城镇化可以拉动中国再次工业化，“过剩”产能不再过剩。

第四，释放农村劳动力。中国农业释放劳动力潜力较大，规模化和机械化能够释放大量农业劳动力。农业规模化方面，我国全国人均每人耕地为 1.31 亩，农村人均耕地 2.23 亩，农业人均耕地 11.6 亩，大幅度低于世界平均水平，按照同样贫地的日韩标准，我国农业人均耕地提高一倍没有问题，规模化经营需要大幅度提高。农业机械化方面，我国农业机械化水平较为落后，从每 100 平方公里可耕地上的拖拉机数量来看，农业机械化程度大幅提升，日本每 100 平方公里可耕地上的拖拉机数量为 4482 台，居世界所有国家第一名，是第二名瑞士的接近两倍，中国在此方面还比较落后，只有 77.17 台。如果规模化和机械化能够预期推进，可能会释放 80% 的现有农业劳动力，大概会在 1 亿人左右，不仅能够满足老龄化带来的近 7000 万劳动力缺口，还能为中国经济发展多提供劳动力。

图2： 我国城镇化空间很大



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.2、劳动力要素市场化改革

劳动力市场改革主要内容：深化户籍制度改革，畅通劳动力和人才社会性流动渠道，完善技术技能评价制度，加大人才引进力度。

我们经济下长期行的一个原因是劳动力减少。劳动力市场改革可以进一步转移农村劳动力至城市，增加劳动供给。同时，劳动力市场流动更加自由，也会改善劳动力资源配置效率。这都有利于缓解中国劳动力减少，提升中国的潜在经济增速。

3.3、资本要素市场化改革

资本市场改革主要内容：完善股票市场基础制度，加快发展债券市场，增加有效金融服务供给，主动有序扩大金融业对外开放。

通过资本市场，全社会的钱投向企业，市场活跃，再融资、IPO 就会增大，与此同时我们的 VC、PE 市场就活跃了。美国上世纪 90 年代末期股市也出现过互联网泡沫，但是不可忽视的是泡沫破裂之后产生了一批科网巨头企业。所以通过资本市场这一平台，引导全社会资金投资到实体经济中去，资本市场发展了，更多的居民参与到这一市场中来，会改善企业的资产负债表，也就可以降低非金融企业的杠杆率。当然同时还可以改变消费者预期，对拉动消费者信心起着积极作用。

债券市场重点在于落实注册制、进一步利率市场化。由于中国尚未完成利率市场化，债券收益率受经济增速、储蓄率、利率市场化等因素共同影响。疫情过后，中国经济可能短期反弹，但经济长期下行趋势不会那么快改变，这将给债券收益率一个下拉力量。2011 年以来，受经济增速下滑、抚养比上升、社会保障制度完善等方面的影响，储蓄率一直下滑，给利率一个上拉力量。但要疫情可能增加预防性储蓄，给利率一个下拉力量。根据美国、日本、韩国等国的经验，利率市场化会拉升债券收益率。3 月 1 日公司债、企业债发行开始实行注册制，未来的利率市场化重点是进一步打破国企预算软约束、放开民企融资限制，这将对债券收益率产生拉升力量。三个因素对债券收益率的发力方向不同，利率市场化、储蓄率变化可能比缓慢，那么短期内债券收益率受经济增速影响较大，长期内将受利率市场化、储蓄率的制约。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5950

