

策略分析师

张忆东

021-3856 5932

zhangyd@xyzq.com.cn

S0190510110012

蒋仕卿

021-3856 5959

jiangsq@xyzq.com.cn

S0190511060001

李彦霖

021-3856 5943

liyilin@xyzq.com.cn

S0190510110015

## 从资本偏向到人本偏向：十八届三中全会经济改革的理解框架与政策前瞻

2013年10月12日

### 投资要点

★**改革序幕已经拉开。**十八届三中全会的主要议程是“研究全面深化改革重大问题”。“新政府、新思路、新的开始”，“改革”不是用作投机炒作的幌子。改革是对于增长模式的重新定位，适应于新的时代与新的比较优势。

★**改革的必要性：从资本偏向型向人本偏向型制度转变。**

——在过去 20 多年，过剩劳动力及其转移，维持了中国的资本边际报酬率不变，且提升了全要素生产率，从而带动总供给曲线快速扩张。刘易斯拐点之后，资本边际报酬率下降，总供给扩张速度放缓。中国的增长模式回归到新古典增长，也即依赖于人力资本积累与全要素增长来获得内生增长动力。生产要素相对禀赋的变化，意味着制度改革的时间点已经到来！

★**资本偏向型的制度安排：过去 20 年高增长的秘密。**过去 20 年中建立的制度体系，是资本偏向型制度，一切制度设计都偏好于高速资本积累。

——**户籍、财税、土地三方面制度保证了资本的高回报。**过剩劳动力与户籍制度共同压低劳动回报。地方政府以公共品提供来招商引资，促进资本积累。垄断供给与市场分割下的土地制度，工业用地地租转化为资本超额利润。

——**生产要素相对禀赋发生变化下，制度产生的负面弊端逐渐增加。**投资回报率下降导致地方政府负债提升，民生领域公共品投资不足，土地财政引发群体性事件，中央政府在宏观调控中不断收放，最终反而会贻误了改革。

★**深化市场化改革，以人为本制度建设，18 届三中全会改革前瞻。**改革分两个维度，国企、金融改革以市场化为导向，促进要素配置效率。户籍、财税、土地需要顶层设计，推动政府激励方向变化。

——**户籍与人口制度改革，促进劳动供给与人力资本积累。**政策目标包括农民工市民化，提高农民工劳动参与率，促进中期人力资本积累。财税改革促使公共服务均等化。城市地区放开二胎，改善长期人口结构。

——**财政体系改革，促使地方政府投资于有助可持续发展的公共品。**调整地方政府税收结构，改革中央地产权分权责任，增强地方财政的可持续性。改变激励机制，促进地方政府投资于医疗、教育、环保等领域的公共品投入。

——**土地改革，土地流转促进农业发展，提高农民土地增值收益分配。**第一通过农地可交易可流转促进农业规模化经营。第二在于重构土地转变为城市用途的增值收益权分配，给农民更多的土地增值收益。建设用地跨区域的流转。

——**金融与国有企业改革，目标都是更高层次的市场化。**金融改革促进市场化改革与金融产品创新，适应人民币国际化的进程。而新一轮的国有企业，重点在于“盘活存量”，以国企监管制度创新来推动国企改革、促进市场公平竞争，通过优化公司治理结构、推动股权激励，来释放企业家活力、提升国资质量。

★**我们认为，国企改革最具操作性，因此，有望成为未来三年 A 股行情的重要驱动力和主战场之一。**其中，上海在中国（上海）自贸区这一国家战略的推动下，将成为中国新一轮改革开发大潮的桥头堡，因此需高度重视上海国企改革的机会（参见报告《迎接上海新一轮国资大发展》）。

### 报告关键点

本研究我们认为未来中国股市的高度取决于潜在增长率的高低。而中国过去 20 年实现的以资为本的偏向型制度，在目前产生越来越大的弊端。在此情况下，制度改革的目标在于从以资为本转向以人为本，从而提升人力资本积累和全要素生产率，提高潜在增长率。与市场上所有对改革研究注重于政策解读的研究不同，我们给出了改革的分析框架，有助于对即将到来的 18 届三中全会作出框架性的系统理解。

## 目 录

1、改革序幕已经拉开 .....	- 3 -
1.1、“改革”不是投机炒作，改革是调整制度以适应新时代 .....	- 3 -
1.2、本研究相比同类研究的创新之处——给出改革的逻辑框架 .....	- 3 -
2、改革的必要性：从资本偏向型向人本偏向型制度转变 .....	- 3 -
2.1、过剩劳动力及其转移，维持了资本边际报酬率不变，提升了全要素生产率，带动总供给曲线快速扩张 .....	- 4 -
2.2、刘易斯拐点之后，资本边际报酬率下降，总供给扩张速度放缓 .....	- 5 -
3、资本偏向型的制度安排：过去 20 年高增长的秘密 .....	- 7 -
3.1、始于 90 年代的人口大规模流动，过剩劳动力与户籍制度共同压低劳动回报 .....	- 10 -
3.2、90 年代开始，地方政府以公共品提供来招商引资，促进资本积累 .....	- 11 -
3.3、垄断供给与市场分割下的土地制度，地方政府以地生财 .....	- 15 -
4、深化市场化改革，以人为本制度建设，18 届三中全会改革前瞻 .....	- 17 -
4.1、户籍与人口制度改革，促进劳动供给与人力资本积累 .....	- 18 -
4.2、财政体系改革，推动地方政府投资于有助可持续发展的公共品 .....	- 19 -
4.3、土地改革，土地流转促进农业发展，提高农民土地增值收益分配 .....	- 21 -
4.4、金融改革，促进市场化改革与金融产品创新，加强统一监管 .....	- 22 -
4.5、国有企业改革，促进市场公平竞争，国企监管与激励改革 .....	- 23 -
5、国企改革有望成为未来三年 A 股行情的重要驱动力和主战场之一 .....	- 23 -
图表 1、产业结构的调整带来了全要素生产率的提升 .....	- 5 -
图表 2、经济下行期 CPI 从通缩到滞胀 .....	- 5 -
图表 3、过剩劳动力正在快速消失 .....	- 6 -
图表 4、估计的 GDP 潜在增长率（1996-2020 年） .....	- 7 -
图表 5、历届三中全会提出的改革 .....	- 8 -
图表 6、对于劳动力流动的政策由限制到鼓励 .....	- 10 -
图表 7、吸引外商投资在初期是 GDP 增长的重要原因 .....	- 12 -
图表 8、增值税占 GDP 比重的演变 .....	- 12 -
图表 9、分税制改革使得地方政府征税的激励大大增强 .....	- 12 -
图表 10、事权与财权不匹配导致财政赤字饥渴 .....	- 12 -
图表 11、公里里程数与医院床位数发生逆转 .....	- 13 -
图表 12、1994 年之后卫生支出占 GDP 比重下降 .....	- 13 -
图表 13、政府排水投资持续低于园林绿化投资 .....	- 14 -
图表 14、农村卫生机构数出现绝对值下降 .....	- 14 -
图表 15、中国投入社会保障支出低于中低收入国家 .....	- 14 -
图表 16、中国投入医疗卫生支出低于中低收入国家 .....	- 14 -
图表 17、不断拉大的工业与商住用地价格差 .....	- 16 -
图表 18、户籍与人口制度改革的猜想 .....	- 18 -
图表 19、地方财税制度改革的猜想 .....	- 19 -
图表 20、公共服务均等化与公共品投资相关改革的猜想 .....	- 20 -
图表 21、土地制度改革的猜想 .....	- 21 -

## 1、改革序幕已经拉开

### 1.1、“改革”不是投机炒作，改革是调整制度以适应新时代

十八届三中全会，已经被市场赋予了相当高的期望。政治局会议决定十八届三中全会的主要议程是“**研究全面深化改革重大问题**”。市场也对户籍、财税、土地、金融、国企等多维度的改革议程，做出了相应的猜想，相关的主题投资被热炒。

由于缺乏对中国经济发展中遭遇问题的深入理解和反思，往往使得“改革”两字更像是一个时髦的词汇，大部分投资者既对改革充满期望，又对改革的理解短期化、充满功利主义色彩。因此，对于股市投资者而言，“改革”往往在重大的会议之前就等同于主题投资，以改革的名义讲故事、炒股，而等待大会开的时候，改革炒作也就偃旗息鼓。

然而，这次最大的不同是“新政府、新思路、新的开始”。十八届三中全会的议程聚焦在深化改革上，不是空喊口号、隔靴搔痒做做样子，而是调整制度以适应新的时代和比较优势。因此，不应该以“假装炒炒改革”的投机心态来面对真正的改革大潮，而应该深入地思考、准确认知下一阶段社会经济改革所带来的中长期投资机会以及风险。

### 1.2、本研究相比同类研究的创新之处——给出改革的逻辑框架

市场上对于改革研究都注重于政策解读（或者猜政策）以及牵强附会的投资机会。与之不同，我们给出了改革的逻辑框架，相当于给投资者一个分析工具，从而，有助于理解 18 届三中全会和之后<sup>1</sup>，有关户籍、财税、土地、金融、国企等领域可能推出的改革带来的利弊，帮助投资者理清政策的主次和轻重。只有深刻理解了改革，才能在中长期内把握住大的机会，这也是我们的初衷。

## 2、改革的必要性：从资本偏向型向人本偏向型制度转变

我们本着治病必先问诊的态度，首先理解改革的必要性。在世界经济史上，一个国家从不发达走向发达，并不是一个必然的历史规律，而只有少部分国家，才真正实现了增长的奇迹。但不论是通过强制积累的计划经济模式还是按照比较优势选择战略产业的东亚模式，都必须克服资本的稀缺性问题，因为增长总是伴随着

<sup>1</sup> 秦晓认为改革并非一定是一揽子式的，而是进入了一个滚动式的、两年为一个周期的改革。参见 2013 年 9 月 17 日《上海证券报》专访。

人均资本存量的快速增加。<sup>2</sup>我们认为，中国过去 20 年的制度安排同样是一种资本偏向型的制度，有力地克服了资本的瓶颈，从而引发了高增长。

但是，随着相对的生产要素禀赋发生变化，人力资本和全要素生产率在增长中的重要性提升，单纯注重物质资本积累为导向的资本偏向型制度，已经使得中国越来越偏离可持续增长的路径。所以，我们认为，本次十八届三中全会改革，最核心目标在于通过一系列制度改革，促进“人力资本积累”和“全要素生产率”两个增长维度，这就需要改变过去以资为本的政府激励机制以及促进企业创新与激发活力，从而防止在尚未全面实现富裕而过早出现资本边际报酬率下降，受困于中等收入陷阱之中。

### 2.1、过剩劳动力及其转移，维持了资本边际报酬率不变，提升了全要素生产率，带动总供给曲线快速扩张

从生产函数来看，总供给  $Y=AF(K,L)$ 。过去二十多年，在中国存在大规模的剩余劳动力情况下，总供给曲线扩张的约束条件在于资本形成，而生产函数中的其他要素如劳动力等的供给是不稀缺的。因此，一旦固定资产建成投放之后，就有足够的劳动力与新增资本匹配。虽然总量上来看人均资本存量提升，但人口流动导致有效劳动力的人均资本存量并不发生变化，资本的边际报酬率维持不变，总供给曲线顺利向右平移。因此，从 90 年代中期之后，虽然产能过剩问题屡屡出现，但最终，总有更多的需求来填满过剩产能<sup>3</sup>。

实证研究发现，在 1978 年-1990 年间，中国制造业的劳动生产率年均增长率只有 1.85%，但进入 90 年代之后，制造业劳动生产率增速开始大幅度提升，其中 1994-2004 年间的年均增长率达到 15.5%。<sup>4</sup>同时期，恰逢中国取消粮食票证制度，农村人口大规模流动，加上 1996 年城市劳动力市场改革而释放国企劳动力，因此，这个阶段，资本回报率的系统性上升很大程度上来自于无限量劳动力的供给。

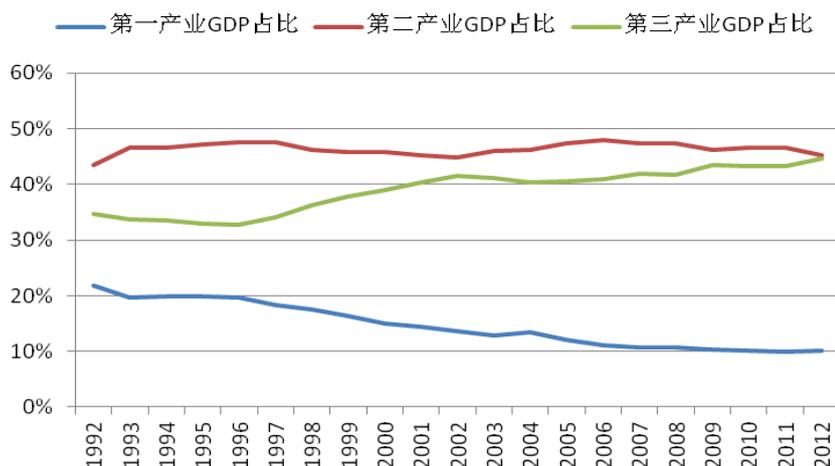
过剩劳动力及其转移，不仅仅支撑了资本回报率不下降，还带来了全要素生产率的提升。劳动力在第一和第二、三产业间的再配置带来的经济结构变迁，也是中国过去高增长的源泉。这一过程带来的全要素生产率提升是人力资源优化配置的结果，和发达国家依赖于创新、技术进步获得全要素增长的过程有本质不同。<sup>5</sup>

<sup>2</sup> 参见林毅夫，2012，《繁荣的求索：发展中经济如何崛起》，北京大学出版社。

<sup>3</sup> 中国的产能过剩问题从 90 年代中期出现，当时空调彩电等家用电器行业出现大规模的产能过剩。参见《朱镕基讲话实录》，人民出版社，2011 年第 1 卷。

<sup>4</sup> 卢锋，2006，《我国劳动生产率及国际比较(1978-2004)》，北京大学中国经济研究中心讨论稿，No.C2006004

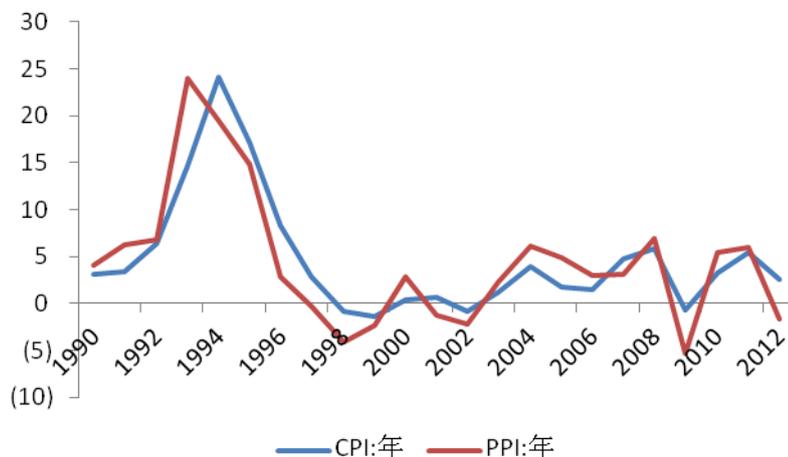
<sup>5</sup> Brant and Zhu (2010) 对中国过去的增长来源进行了分析，他们发现，非国有的非农业部门的全要素生产率改进是主要的增长来源。见 Brant, Loren and Xiaodong Zhu, 2010, "Accounting for China's Growth", IZA working paper No. 4764.

**图表 1、产业结构的调整带来了全要素生产率的提升**


数据来源：Wind，兴业证券研究所

## 2.2、刘易斯拐点之后，资本边际报酬率下降，总供给扩张速度放缓

过剩劳动力匹配新增资本，导致资本回报率不变，总供给曲线的快速扩张是 90 年代-21 世纪前十年的主旋律。由于资本形成是总供给快速扩张的主要原因，而资本形成期主要是由于前期固定资产投资完成，此时短期总需求下滑，因此短期经济下行期国民收入仍然处于扩张状态，供求关系的相反运动也意味着通胀水平的明显下降。从年度数据来看，中国的 CPI 在前一轮建设高峰之后的 1998、2002、2008 年，都处于通缩，但 CPI 的低点一次比一次抬高。而在 2012 年本轮经济下行期，CPI 却仍然处于正增长，预示着供给的扩张速度在减慢，资本边际产出率开始下降。

**图表 2、经济下行期 CPI 从通缩到滞胀**


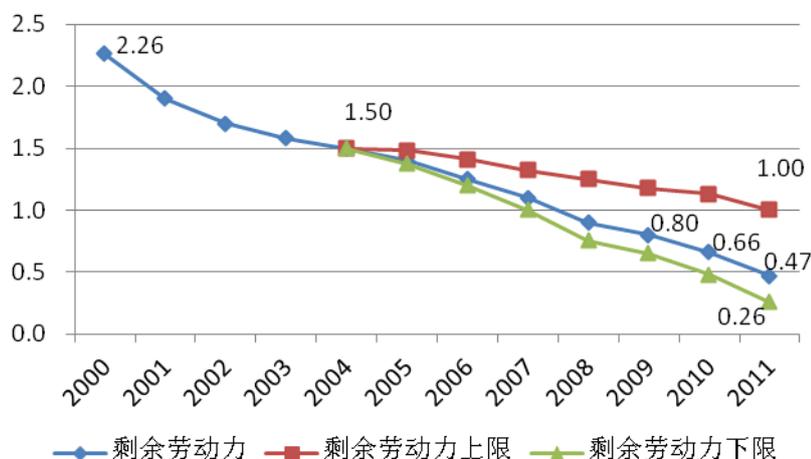
数据来源：Wind，兴业证券研究所

根据蔡昉等的研究，中国经济从 2004 年左右就进入了刘易斯拐点，刘易斯拐点的到来并不意味着过剩劳动力被转移殆尽，而是劳动力开始变得稀缺，价格不再无

弹性。到了 2006 年之后，东部沿海省份第一次爆出了用工荒的新闻。从中国三次产业 GDP 比重来看，2006 年之后第一产业 GDP 占比就始终保持在 10% 左右，结构变迁不再是农业向工业的转变，而是工业与服务业之间的此消彼长。

更为糟糕的是，15-59 岁劳动年龄人口的绝对数量拐点在 2010 年出现，到来得比所有专家的预测都要早<sup>6</sup>。李稻葵等根据农业劳动力需求倒算得出，中性情形下，中国到 2011 年为止只剩下 4700 万左右的剩余劳动力，按照 1 年转移 1000 万的速率，到 2016 年中国的农业部门剩余劳动力将全部被转移。

图表 3、过剩劳动力正在快速消失



数据来源：李稻葵，徐翔，2012，《市场机制是中国经济结构调整的基本动力》，《比较》，第 63 期。

刘易斯拐点的出现，剩余劳动力快速消失带来的是资本边际报酬率的下降，从而导致总供给曲线的迅速右移放缓，中国的潜在增长率面临着急速下降。根据社科院蔡昉陆旸等的估计，十二五期间中国的潜在增长率将下降至 7.8%，而在十三五期间将进一步下降到 6.3%。<sup>7</sup>

当然，资本边际报酬率下降可能不仅仅来自于要素禀赋的相对优势的变化，也要考虑到资本间的互补性问题。一个很有意义的问题在于，中国的人均资本存量仍然与世界主要国家差距较大。有研究表明，目前中国的人均资本存量大约 1 万美元，不到美国的 10%，大约为韩国的 25%<sup>8</sup>。为什么在这么一个低位人均资本存量条件下，边际产出率就出现下降趋势？一个可能性就在于物质资本与人力资本是

<sup>6</sup> 参见：中国发展研究基金会，2012，《中国发展报告 2011/12：实现人口、经济和社会的协调发展》，中国发展出版社。

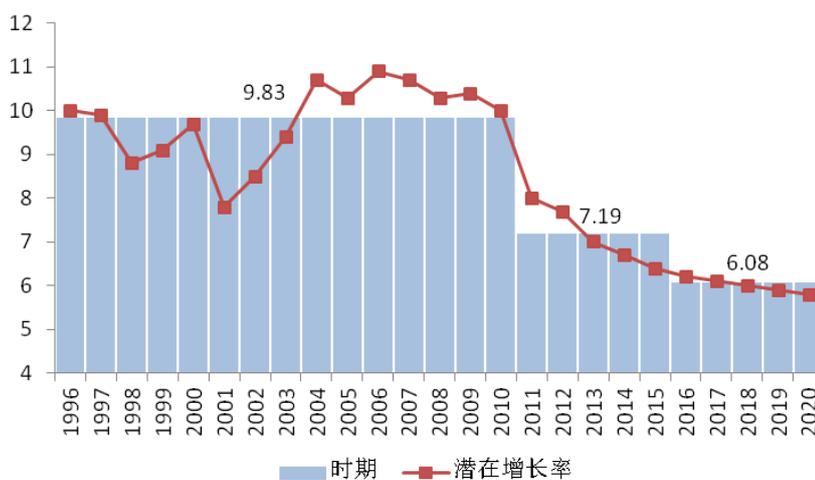
<sup>7</sup> 中国的潜在增长率到底有多少？不同的学者预测不同，但都指向了潜在增长率正快速下降。高路易的估计结果是在，中国在 1978-1994 年期间的平均潜在 GDP 增长率为 9.9%，1995-2009 年间是 9.6%，2010-2015 年平均为 8.4%，2016-2020 年平均为 7%。陆旸的估计结果更悲观一些，在十二五期间将下降到 7.8%，在十三五期间降低到 6.3%。不过蔡昉认为考虑到中国人口转变的速度大大超过了以往的预测，上述预测仍然可能高估了潜在增长率。相关讨论见：蔡昉，2012，《欲速则不达：如何应对潜在增长率的降低》，《比较》，第 61 期。

<sup>8</sup> 《中国经济减速与治理思路》，张军，FT 中文网，2012 年 6 月 27 日。

具有互补性的，只有高素质的人力资本才能够操作高精尖的设备，而目前中国的人力资本含量仍然不高，因此，在较低人均资本存量水平上，就发生了资本边际报酬率的下降的现象。在现实中，中国的这种加工贸易模式对劳动力资源的吸引，更多使得人力资本技能固化在低级阶段，而缺乏投资于高教育的激励。

不论资本边际报酬率的下降是来自于过剩劳动力减少，还是人力资本与物质资本的互补问题，资本的边际回报率都开始下降，总供给曲线无法迅速右移，中国的增长模式回归到新古典增长，也即依赖于人力资本积累与全要素增长来获得内生增长动力。

图表 4、估计的 GDP 潜在增长率（1996-2020 年）



数据来源：蔡昉、陆旸，2013，《推进改革，提高潜在增长率》，《比较》，第 64 期

顺着上面的逻辑，我们也可以解释为什么 2008 年之后，宏观政策十分忙碌，不停地在保增长与控通胀之间徘徊？在 2008 年下半年，2010 年中，2012 年下半年，都推出了一定程度的刺激政策，而之后又快速收手。核心的逻辑就在于中国的潜在增长率已经下台阶，如果政策仍然制定过高的增长目标，通胀率就会快速上升，或者负债率高企，而当这些负面变量过高时，政府又会转向调结构。但在一收一放之间，反而延误了经济结构调整。

### 3、资本偏向型的制度安排：过去 20 年高增长的秘密

一个国家的长期增长由潜在增长率决定。虽然中国的潜在增长率已经下降，但潜在增长率不是一个外生的常量，它可以由制度来改变趋势。

经济学界已经逐渐认识到，制度是增长的原因<sup>9</sup>。过去 20 年我们实现的高增长，

<sup>9</sup> 参见阿西莫格鲁著名的关于制度与增长因果性的研究。Acemoglu, Daron, Simon Johnson and James Robinson, 2001, "The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical

是因为有一套资本偏向型的制度相适应，有效地把“人口”变成了“人力”，配合资本的快速积累，取得了非常优异的增长绩效。

然而，成也萧何，败也萧何，随着生产要素稀缺性的变化，这套资本偏向型制度暴露的负面作用越来越大，导致了一系列相关的宏观失衡现象：劳动报酬增长滞后于劳动生产率增长，就业增长速度落后于经济增长速度，国民收入分配不断从居民向企业和政府倾斜，消费占 GDP 比重持续下降，产业结构快速资本深化，城市化滞后于工业化进程。<sup>10</sup>

正因为如此，我们需要了解为什么这套制度在过去 20 年的绩效表现如此优秀，才能知道它的弊端与改革的路径。

我们认为，1993 年 11 月召开的十四届三中全会是具有里程碑意义的一次会议，其意义并不亚于十一届三中全会。正是在十四届三中全会上，社会主义市场经济的提法被确立<sup>11</sup>，而随后的一系列政策措施，改变了地方政府的激励机制，使得追求高增长成为地方政府的首要目标。

1994 年之后的制度，统称起来，可以被认为是一套**资本偏向型的制度**。在中央、地方的激励相容下，一系列的户籍、财税、土地制度安排，都有利于资本的快速积累。在户籍制度上，通过对剩余劳动力的吸纳，但歧视性的公共品提供，从而压低了劳动者回报；在财税体制上，偏好于招商引资而提供投资相配套公共品，民生类公共品相对匮乏；土地制度上垄断土地供应，分割工业与生活用地，导致工业用地价格严重低估，而居民房价严重高企的问题。

图表 5、历届三中全会提出的改革

	十一届	十二届	十三届	十四届	十五届	十六届	十七届
时间	1978 年 12 月 18-22 日	1984 年 10 月 20 日	1988 年 9 月 26 日至 30 日	1993 年 11 月 11 日至 14 日	1998 年 10 月 12 日至 14 日	2003 年 10 月 11 至 14 日	2008 年 10 月 9 日至 12 日
通过文件	实行改革开放	《中共中央关于经济体制改革的决定》	治理经济环境、整顿经济秩序、全面深化改革	《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》	《中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定》	《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》	《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》
行政体制	全党工作着重点转移到经济建设	加快以城市为重点的整个经济体制改革		行政机关实行国家公务员制度		合理划分中央和地方经济社会事务的管理责权	
土地	家庭联产承包(三中全会后提出)			延长耕地承包期，允许继承开发性生产项目的承包经营权，允许土地	稳定完善双层经营体制，关键是稳定完善土地承包关系。	农户在承包期内可依法、自愿、有偿流转土地承包经营权，完善流转	完善土地承包经营权权能，依法保障农民对承包土地的权利。加强土

Investigation”, American Economic Review, vol 91, pp. 1369-1401.

<sup>10</sup> 陈斌开，陆铭，2013，《迈向平衡的增长：金融抑制、多重失衡与改革战略》，工作论文。

<sup>11</sup> 在 80 年代和 90 年代初的改革初期，计划和市场之间的争论仍然是改革的主线。参见周小川，2013，《社会主义市场经济改革目标的确立及其历史意义》，《比较》，第 64 期。

				使用权依法有偿转让。		办法，逐步发展适度规模经营。	地承包经营权流转管理和服务，建立健全土地承包经营权流转市场。
金融				允许商业银行存贷款利率在规定幅度内自由浮动。改革外汇管理体制，建立以市场为基础的有管理的浮动汇率制度和统一规范的外汇市场。逐步使人民币成为可兑换的货币。		深化金融企业改革。选择有条件的国有商业银行实行股份制改造。稳步推进利率市场化。完善人民币汇率形成机制。	放宽农村金融准入政策，加快建立商业性金融、合作性金融、政策性金融相结合
财政				积极推进财税体制改革，把现行地方财政包干制改为在合理划分中央与地方事权基础上的分税制，推行以增值税为主体的流转税制度		分步实施税收制度改革。赋予地方适当的税政管理权。创造条件逐步实现城乡税制统一。推进财政管理体制改革。进一步完善转移支付制度。	
户籍				逐步改革小城镇的户籍管理制度，允许农民进入小城镇务工经商，发展农村第三产业，促进农村剩余劳动力的转移。		深化户籍制度改革，完善流动人口管理。加快城镇化进程	
价格			严格控制物价上涨的要求，价格形成机制逐步实现“国家调控市场、市场引导企业”的要求。	推进价格改革，建立主要由市场形成价格的机制。		推进市场对内对外开放，加快要素价格市场化，发展电子商务、连锁经营、物流配送等现代流通方式，促进商品和各种要素在全国范围自由流动和充分竞争。	
企业		国有企业所有权和经营权分离	深化企业改革，尤其是大中型国有企业的改革。推动政企分开，使有条件的企业真正放开经营，认真完善承包制，进行	转换国有企业经营机制，建立现代企业制度		建立健全国有资产管理 and 监督体制。加快推进和完善垄断行业改革，引入竞争机制。继续推进和完善电信、电力、民	

			以公有制为主体的股份制试点和发展企业集团试点。			航等行业的改革重组。	
--	--	--	-------------------------	--	--	------------	--

数据来源：兴业证券研究所

### 3.1、始于 90 年代的人口大规模流动，过剩劳动力与户籍制度共同压低劳动回报

始于 90 年代的中国农村人口的大规模流动，由多个原因导致。第一，联产承包责任制实施后，农业劳动生产率大幅提高，剩余农业劳动力出现。前期，这些劳动力进入乡镇企业离土不离乡，但 90 年代之后，过去吸纳农村就业的乡镇企业开始衰落，农村过剩劳动力需要重新转移。第二，粮票制度的取消，极大便利了劳动力的跨区域流动。第三，最重要的是，招商引资模式的兴起，导致了对于农村劳动力的需求，城市里的地方政府开始接受和欢迎农民工进城务工。

图表 6、对于劳动力流动的政策由限制到鼓励

发布时间	颁发单位	文件名称	政策要点
1990 年 4 月 27 日	国务院	《关于做好劳动就业工作的通知》	对农村富余劳动力，要引导他们“离土不离乡”，使农村富余劳动力就地消化和转移。要严格控制“农转非”过快增长。
1991 年 2 月	国务院办公厅	《关于劝阻民工盲目去广东的通知》	各级人民政府要从严或暂停办理民工外出务工手续。对大量南下在途的民工，采取措施就地劝阻。
1991 年 10 月	民政部	《关于进一步做好劝阻劝返外流灾民工作的通知》	灾民流出区和灾民流入区，做好防止灾民外流和劝阻劝返外流灾民工作，要区别对待长期盲流同外流灾民
1993 年 11 月	中共中央	《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》	鼓励和引导农村剩余劳动力逐步向非农产业转移和在地区间有序流动
1993 年 12 月	劳动部	《关于建立社会主义市场经济体制时期劳动体制改革总体设想》	建立竞争公平、运行有序、调控有力、服务完善的现代劳动力市场。要逐步实现城乡劳动力流动有序化，要在“九五”时期基本取消统包统配。
1994 年 11 月 17 日	劳动部	《关于农村劳动力跨省流动就业的暂行规定》	首次规范流动就业证卡管理制度，证卡合一生效，简称流动就业证，作为流动就业的有效证件
1995 年	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于加强流动人口管理工作的意见》	促进农村剩余劳动力就地就近转移；提高流动的组织化、有序化程度；实行统一的流动人口就业证和暂住证制度；整顿劳动力市场
1997 年 6 月	国务院	《关于小城镇户籍管理制度改革试点方案》	适时进行户籍管理制度改革，促进农村劳动力就近、有序地向小城镇转移。经批准在小城镇落户的人员与当地原有居民享有同等待遇。

1997年11月	国务院办公厅	《关于进一步做好组织民工有序流动工作的意见》	加快劳动力市场建设，建立健全劳动力市场规则，明确劳动力供求双方、中介服务以及市场管理的行为规范。
1998年10月	中共中央	《关于农业和农村工作若干重大问题的决定》	适应城镇和发达地区的客观需要，引导农村劳动力合理有序流动
2000年1月	劳动部办公厅	《关于做好农村富余劳动力流动就业工作的意见》	建立流动就业信息预测预报制度；促进劳务输出产业化；发展和促进跨地区的劳务协作；开展流动就业专项监察，保障流动就业者合法权益
2000年6月	中共中央、国务院	《关于促进小城镇健康发展的若干意见》	凡在县级市市区、县人民政府驻地镇及县以下小城镇有合法固定住所、稳定职业或生活来源的农民，均可根据本人意愿转为城镇户口。要积极探索适合小城镇特点的社会保障制度。
2001年3月	全国人大	《中华人民共和国国民经济和社会发展的第十个五年计划纲要》	打破城乡分割体制；破除地区封锁，反对地方保护主义；坚持城乡统筹的改革方向，推动城乡劳动力市场逐步一体化。
2001年3月	国务院	《关于推进小城镇户籍管理制度改革的意见》	在县级市市区、县人民政府驻地镇及其建制镇，只要有合法固定的住所、稳定的职业或生活来源的人员及与其共同居住生活的直系亲属，均可根据本人意愿办理城镇常住户口
2001年5月	国家计委	《关于印发国民经济和社会发展第十个五年计划城镇化发展重点专项规划的通知》	统筹兼顾，促进城乡协调发展。打破垄断和地区保护，取消各地区针对农民和外地人口制定的限制性就业政策。积极开展面向城镇迁入人口的各项社会服务。

数据来源：宋洪远，2004，《关于农村劳动力流动的政策问题分析》，载于《转轨中国：审视社会公正和平等》，姚洋主编，中国人民大学出版社。

这一系列的变化，使得中国的农村劳动力流动成为巨大的趋势，而这种低成本高素质的劳动力群体也使得中国迅速崛起为世界工厂。农村劳动力的充分弹性的供给，压低了劳动力要素的价格<sup>12</sup>，从而使得分配模式有利于资本。同时，中国特有的户籍制度分割，也压低了农民工在医疗、社保、工伤、失业等获得的保护，显著降低了劳动力雇佣的显性和隐性成本，导致分配模式更有利于资本。有研究发现，2005年时农民工平均工资只有城镇职工的80%，而工作时间还比城镇职工高出1.25倍，接受同等教育带来的回报率也城镇职工要低<sup>13</sup>。

### 3.2、90年代开始，地方政府以公共品提供来招商引资，促进资本积累

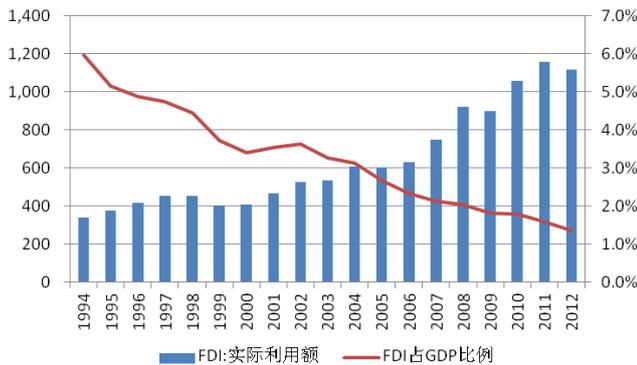
我们认为有五项制度措施，在1994年前后，改变了地方政府的行为模式，从而使

<sup>12</sup> 蔡昉的研究发现工资水平每降低1%，就可以促进就业增长1.1%。参见，蔡昉，1999，《转轨时期的就业政策选择：矫正制度性扭曲》，《中国人口科学》，第2期。

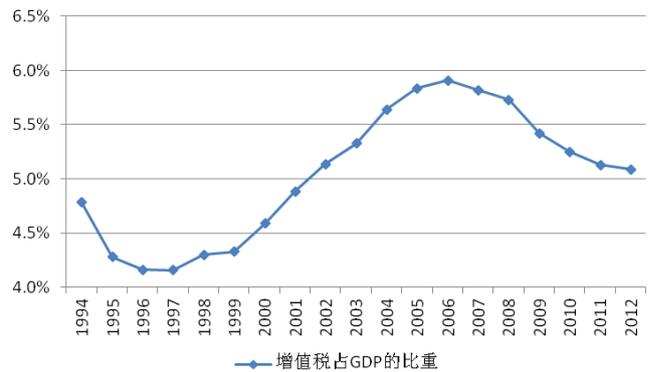
<sup>13</sup> 参见：邢春冰，2008，《农民工与城镇职工的收入差距》，《管理世界》，2008年第5期。

得中央、地方对于追求高增长的激励相容<sup>14</sup>：一、禁止财政向中央银行透支，切断了地方政府信用膨胀的一个通道，从而使得土地成为地方政府唯一的金融工具<sup>15</sup>；二、汇率与美元挂钩，给人民币币值一个名义锚，稳定了货币预期，招商引资过程中的外商投资风险下降；三、增值税体制的建立，由于增值税是工业 GDP 的一个固定比例，地方政府在税收最大化的过程也是追求地方 GDP 的最大化；四、中央、地方分税制，从而使得地方政府形成透明和稳定的收入预期，提高了征税的激励；五、分税体制下地方政府事权大于财权，也对地方政府构成强烈的征税激励。

图表 7、吸引外商投资在初期是 GDP 增长的重要原因

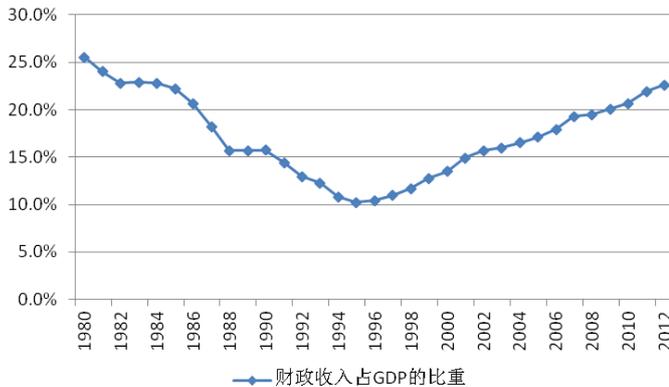


图表 8、增值税占 GDP 比重的演变

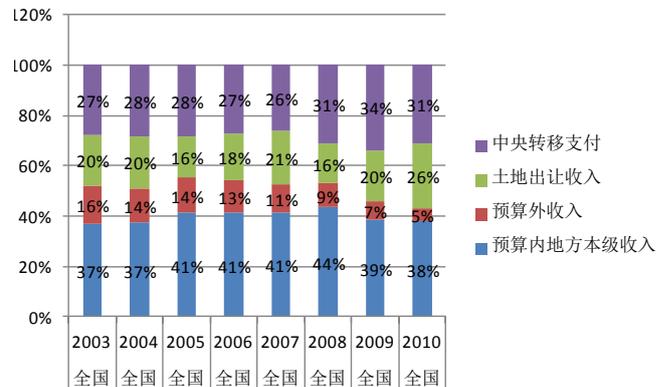


数据来源：Wind，兴业证券研究所

图表 9、分税制改革使得地方政府征税的激励大大增强



图表 10、事权与财权不匹配导致财政赤字饥渴



数据来源：Wind，兴业证券研究所

1994 年之后，中国的地方政府之间的为增长而竞争，是一种蒂伯特式的竞争<sup>16</sup>。

<sup>14</sup> 张军（2012）认为分税制改革单因素是中央地方激励相容的原因。我们认为分税制的理解过于片面，地方政府的行为模式变化可能来自于一系列外在宏观环境和内在激励机制的变化。参见，张军，《理解中国经济快速发展的机制：朱镕基可能是对的》，《比较》，2012 年第 6 期。

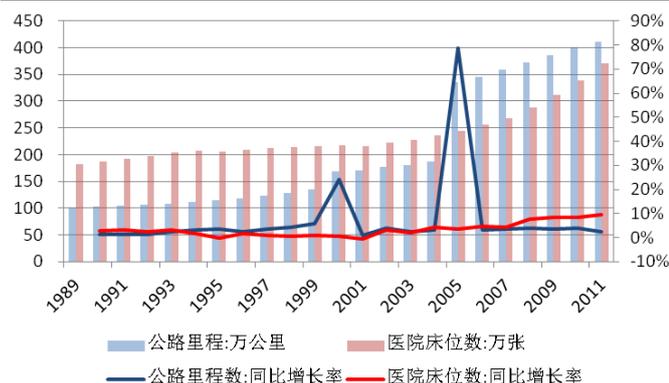
<sup>15</sup> 1993 年国务院颁布《关于金融体制改革的决定》，人行在国务院领导下独立执行货币政策，不受地方政府、各级政府部门的干预。7 月中国人民银行收回了各级省级分行的贷款规模调剂权，1994 年停止办理向非金融机构的专项贷款，取消了中央银行的直接贷款业务。

<sup>16</sup> 传统经济学理论认为公共品由于具有非竞争性和非排他性的特征，会出现搭便车的现象，

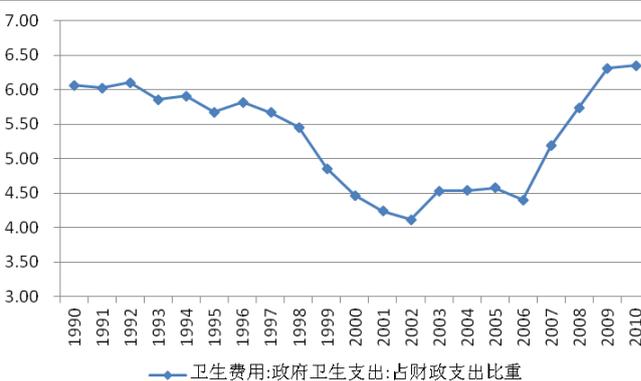
蒂伯特竞争原意是指当地居民“以脚投票”的机制，从而激励地方政府为了竞争居民这一税源而提供优质公共产品，避免了公共品提供的激励不足问题。在中国，地方政府为了能够吸引外商投资，即税收的最大化而相互之间展开竞争。地方政府提供优质的土地、水、电、道路、环境等基础设施，甚至设立专门的机构部门来招商引资。

然而，由于促使地方政府提供公共品的激励来源，是外商投资，是生产性质的增值税源，而非“当地居民”。因此，地方政府提供的公共品中，**重增长轻民生，重显性轻隐性，重地上轻地下，重城市轻农村**。大量投资集中在促进生产与出口相关的领域，如道路、工业园区、保税区、水电燃气等。而与改善民生相关的长期公共品投资，如医疗、教育、环境保护，以及看不到的地下投资等相对缺乏，甚至在农村领域，公共品提供发生急速缩减。这一现象在 2006 年之后开始有所改善，但考虑到随着经济的增长，投入教育、医疗等领域的支出占政府财政支出的比重本应当更高，因此当前的投入水平仍然未达到一个合意的水平。

图表 11、公里里程数与医院床位数发生逆转



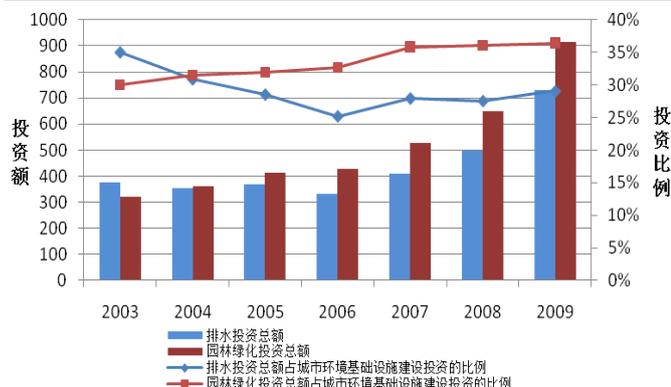
图表 12、1994 年之后卫生支出占 GDP 比重下降



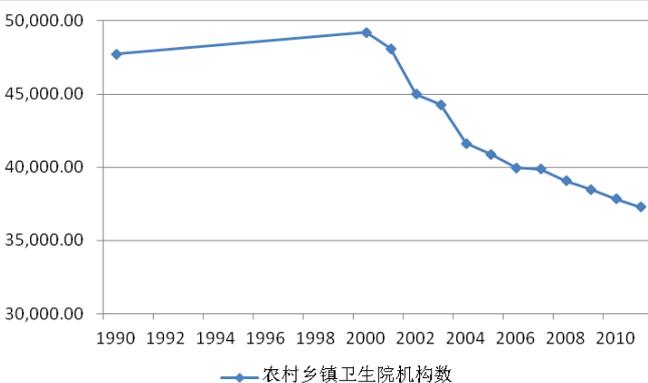
数据来源：Wind，兴业证券研究所

导致公共品供给的不足，因此需要政府部门的介入。而 Tiebout 的理论认为地方公共品（Local Public Goods）由于居民可以“以脚投票”，通过这些税源的自我选择，而激励政府提供，从而达到最优供给水平。参见 Tiebout, Charles, 1956, “A Pure Theory of Local Expenditure,” *The Journal of Political Economy*, 64, pp. 416-424.

图表 13、政府排水投资持续低于园林绿化投资

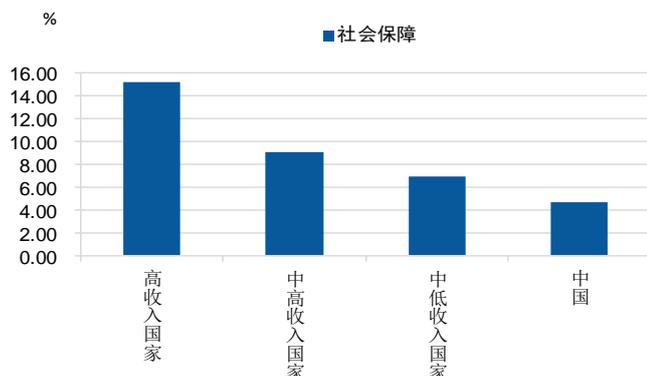


图表 14、农村卫生机构数出现绝对值下降

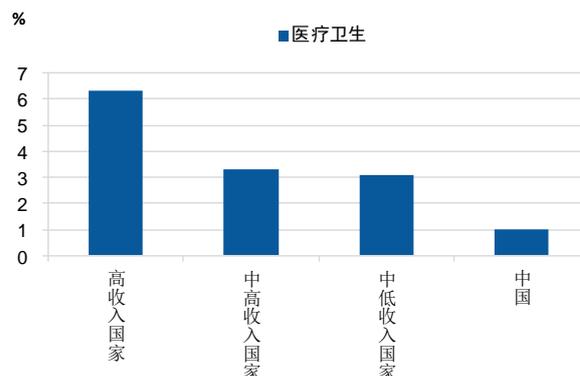


数据来源：Wind，兴业证券研究所

图表 15、中国投入社会保障支出低于中低收入国家



图表 16、中国投入医疗卫生支出低于中低收入国家



数据来源：Wind，兴业证券研究所

这种激励模式，在资本处于稀缺的时代，极大地促进了中国吸收 FDI 投资的能力。中国长期维持经常项与资本项的双顺差。中国摆脱了发展中国家一直困扰的资本不足问题，积累了巨额的外汇资产，同时在高速增长过程中，中国取得了改革开放之后最好的增长期。

然而，这种财税模式赖以成功的前提条件仍然是人力与土地资源不稀缺，资本边际报酬率不下降。而在当下，随着这一前提条件的改变，虽然地方政府为增长而竞争的激励机制仍然没有变化，但这种财政模式的弊端越发显现。政府公共品提供的结构与未来增长方向不符合，而资源的错配性导致了一些领域产能过剩高负债与另一些领域供给不足的奇特现象。

**第一，与资本互补的公共品边际回报率下降，导致地方政府负债率提升。**在中国，地方政府先行垫付基础设施，筑巢引凤，等待之后企业投资的到来。在这一过程中，存在着负债率先上升，再下降的过程。但如果未来资本回报率下降，GDP 趋

势性降速的话，这些高负债投资引入的公共品回报率也将大幅下降，从而使得地方政府财政风险增加。

**第二，在人力资本、医疗、环境保护等民生领域的公共品投入严重不足。**由于教育、医疗的回报显现慢，且人口由于可流动，具有很强的外部效应，地方政府没有充分的激励来提供。同时，医疗、教育等公共福利制度由于具有一定的排他性，因此，地方政府将农民工排除在外，虽然有利于地方财政的健康，但从整个国家角度，却是严重的资源浪费。

**第三，在事权大于财权下，地方政府有强烈激励进行非税收进行财政扩张，土地财政膨胀。**在土地资源不稀缺时，或者城市地区仍然有存量国有土地可以盘活时，问题不大。但当土地价值提升之后，农村集体建设用地转变为国有土地的过程中，就是赤裸裸的剥夺过程。近几年造成的社会冲突和对抗事件越来越多。

因此，当前的中央、地方财税激励机制本身，仍然不失为运转良好。需要改革的仅仅是方向性，如何提供一种新的激励相容，让地方政府投入到有利于未来长期增长的人力资本等中来。

### 3.3、垄断供给与市场分割下的土地制度，地方政府以地生财

我们认为，中国的土地市场通过地方政府垄断供给，很好地实现了对于土地市场的分割，从而导致了工业用地价格和商业住宅用地价格的差距扩大。地方政府一方面，通过低工业地价压低了生产成本，促进了制造业的增长，另一方面，未体现的工业土地地租以资本的超额利润形式体现出来，相应增加了居民财富，引发对于城市商住宅地产的需求，从而催生了高地价。地方政府从分割的土地市场制度中赚了两次钱：一次是制造业的税收，一次是居民用地的卖地收入。这一制度安排在促进资本积累方面产生了非常良好的效果，但随着经济结构的变迁，所产生的弊端越来越严重。

在1998年土地管理法推出前后，中国的用地模式转变为使用土地者必须从国有土地管理部门获得土地的模式<sup>17</sup>，这一方式使得地方政府开始垄断土地的供给。同时，当城市扩张，需要把原城郊农村土地纳入城市发展时，首先需要把农村集体所有土地转变为国有土地，然后才能出让。由于对农村集体土地的赔偿是按照土地农业用途的收益来计算<sup>18</sup>，因此政府完全获得了土地性质变化带来的增值收益。

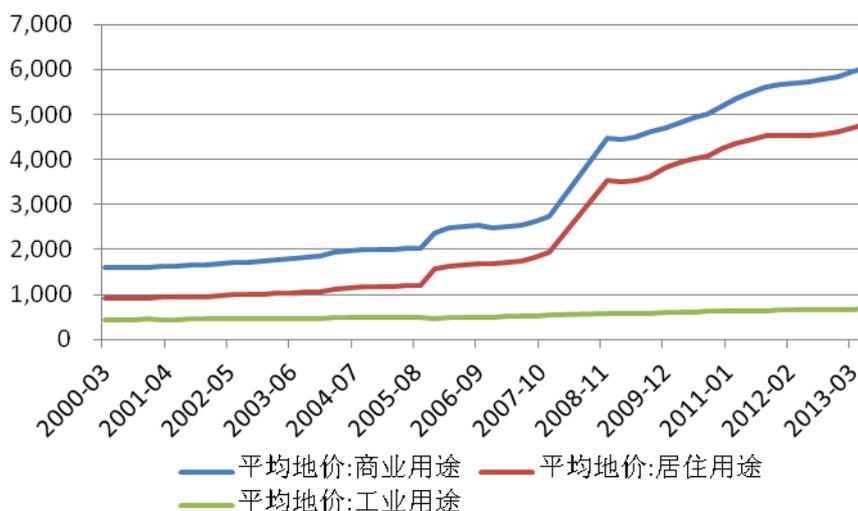
<sup>17</sup> 《宪法》第十条规定，城市土地归国家所有，农村土地归集体所有。《土地管理法》第四十三条规定，“任何单位和个人进行建设，需要使用土地的，必须依法申请使用国有土地；但是，兴办乡镇企业和村民建设住宅经依法批准使用本集体经济组织农民集体所有的土地的，或者乡（镇）村公共设施和公益事业建设经依法批准使用农民集体所有的土地的除外。”

<sup>18</sup> 《土地管理法》第四十七条对土地征用补偿做了规定，“土地补偿费和安置补助费的总和不得超过土地被征收前三年平均年产值的三十倍。”

地方政府在获得土地市场的垄断后，以极为低廉的价格出让工业用地，来作为招商引资的竞争筹码。这维系住了低生产要素成本，使得资本的边际报酬率提高，提升了对于制造业投资的吸引。而产业部门获得的超额利润，本质上是地租的一种形式，在加工贸易模式下转化为高顺差，使得居民部门的财富积累，并通过对于房地产的需求增加，最终推高了房价和地价，提升了住宅和商业用地土地价格。

土地市场的价格清晰地说明了土地分割与财富积累的过程。工业用地价格在 2000-2012 年间几乎保持不变。而居住用地从 2000 年的 918 元/平米上涨到 2012 年末的 4620 元/平米，上涨了 380%。商业用地价格从 1650 元/平米上涨到 5843 元/平米，上涨了 254%。两者的价差喇叭口越拉越大。同时间段内，M2 存量从 2001 年末的 15.83 万亿增长到 2012 年末的 97.41 万亿，增长了 515%。考虑到土地开发是从中心向外围，区位优势度在逐渐下降，因此土地市场的价格上涨和 M2 增长的匹配，而 M2 是以外汇占款为基础货币来源，这说明了居民财富的积累进入了房地产市场的事实。

图表 17、不断拉大的工业与商住用地价格差



数据来源：Wind，兴业证券研究所

任何土地市场不存在垄断提供者的制度，都不会发生上述的土地价格差不断扩大的过程。因为价差意味着土地市场的套利空间，土地供给者有充分的动机将工业用地转化为住宅和商业用地，从而增加了住宅和商业用地的供给，收缩工业用地的供给。住宅用地价格将下降，而工业用地价格会上涨，从而压低资本回报率，使得吸收投资的能力下降。正因为地方政府的这种垄断供给模式，导致了工业与商业用地价格差异至今尚未收敛的趋势，地方政府以此保持住了增长的优势。

但是，目前的这种土地制度，在过去引致了中国的高速度增长，但未来却可能阻碍了中国的转型。在人均 GDP 达到 6000 美元的时刻，往往是一个经济体从依靠工业增长走向依靠服务业增长的过程。因此，国际贸易的结构也将逐渐由货物贸

易转向服务贸易。然而，服务业的发展更多发生在城市，劳动力的生活和生产成本就开始和房价相关。在高房价条件下，中国服务业的竞争优势明显地削弱。以软件外包行业为例，近 10 年以来人均创造的收入水平几乎没有变化，但是员工成本的不断提高，降低了行业的竞争力。企业（上市公司中做对日外包业务的海隆软件）只能通过将生产地外迁到二线城市的过程降低生产成本。但是对于那些无法通过地理的搬迁来降低成本的生产性服务业，高房价直接使得这些行业的盈利空间消失。

因此，土地市场分割不消除，中国的当前高顺差催生高房价，重制造业轻服务业的模式不会有所变化，使得中国只能被锁定在制造业的发展之中，而房价的越来越高将孕育系统性的经济金融风险。

#### 4、深化市场化改革，以人为本制度建设，18 届三中全会改革前瞻

前一部分我们已经详细论述了，这种资本偏向型制度安排的具体内容，以及为何它能够带来近 20 年的高速增长。随着生产要素禀赋的相对价格变化和经济结构的变迁已经到来，这一制度近几年显现了巨大副作用，从资本市场角度而言：资本边际回报率大幅下降，全社会负债率高企，刺激政策对经济作用边际不断减小。

改革必须提上议程。我们认为改革是分两个层次的，第一个层次是坚定推进市场化改革，特别是在金融改革和国企改革领域。总的指导原则就是进一步减少管制和市场干预，放开金融要素的市场化定价，推动非国有资本的进入和营造公平竞争的市场环境。这一类改革的最终目标是促进要素的更合理配置，从而提升全要素生产率。改革的方向与步骤很明确，因此不需要过多的讨论，唯一的不确定性就在于利益集团的阻碍，以及政府推进的速度。金融要素与国企改革的推进，推动是要素资源的更合理配置与流动，提升了全社会的劳动生产率。

而第二层次，我们认为更为重要的改革，也即我们前面讨论的，就是对过去的资本偏向型制度的动态调整，是一揽子的户籍、土地、财政、行政等制度改革，通过推动政府激励机制的变化，使得政策能够集中于促进人力资本积累和提升全要素生产率上，从而提升中长期潜在增长率。这一揽子改革往往牵一发而动全身，是一整套制度体系，因此亟需顶层设计。

对于政策预期，我们主要结合了今年以来中央层面的推进，以及国务院发展研究中心和世界银行共同撰写的《2030 年的中国》，并加以归纳提炼和整理。

#### 4.1、户籍与人口制度改革，促进劳动供给与人力资本积累

这其中，我们认为当下最需要做，也能起到立杆见影效果的，就是户籍制度的变革。户籍制度改革最核心一点就是农民工的市民化。这将在短期和中期释放劳动供给，提升中国的潜在增长率。

**第一，户籍制度改革在短期将带来劳动参与率的提高。**当前我国将一年在外打工天数超过 180 天就被称为外出务工人员。因此，大量农民工仍然属于半工半农的状态。如果给予农民工市民化的待遇，将真正改变这种二元身份，更多的时间留在城市地区，将带来工作时间的增加。

**第二，户籍制度改革在中期将提升农民工的人力资本积累。**大部分投资者关注的是农民工市民化过程中，由于对未来生活预期的稳定，导致对于耐用消费品的消费提升。但我们更为关注的是农民工预期稳定之后，对于提升自身的人力资本积累的激励增强。在当前，大量农村青壮年劳动力在接受义务教育之后，就到沿海地区打工，虽然短期之内能够赚取更高的收入，但丧失的是长期人力资本积累。这样行为模式对于农民工个体却是理性的，因为由于缺乏户籍和市民化待遇，接受高成本高等教育之后的收益回报期预期不确定，如果未来仍然是需要回到农村地区务农，那么当前的最优决策就是不选择人力资本积累。改变户籍制度，将提升人力资本投资的预期回报期，从而激发农民工内生的教育需求。

**第三，户籍制度改革，农民工的市民化过程，也是公共服务均等化的过程。**由于公共服务的提供牵涉到地方政府的行为模式，因此，户籍制度的变革必将带来地方政府财税体制的变化。

**第四，城市地区放开二胎限制，改善长期人口结构。**有限度、有条件、有地区的放开单独二胎，这对于改善长期人力资本供给至关重要。但在当前的人口扶养比下，我们担忧放开后是否会明显激发二胎需求。

具体而言，我们认为户籍制度改革的具体政策和步骤，总结在下表中。

图表 18、户籍与人口制度改革的猜想

改革领域	潜在可能政策
一、改革户籍制度。	(1) 建立实施居住证制度的全国统一性框架，启动将非本地户口居民的社会福利与其户口状况相分离的进程。建立全国流动人口信息体系标准和数据交换制度。 (2) 逐步推广居住证制度和放宽落户标准。 (3) 确定流动人口在获得居住证之后可享受到哪些权益以及先后次序。
二、提高养老保险	(1) 使个人账户和社会统筹部分都可以携带，建立一种结

权益的可携带性。	转机制来进行个人缴费记录的转移和地区之间、不同保险计划之间的各种财务结算。 (2) 实现社会保险基金全国统筹。
三、城市地区人口政策	(1) 有限度、有条件、有地区的放开单独二胎。

数据来源：兴业证券研究所

#### 4.2、财政体系改革，推动地方政府投资于有助可持续发展的公共品

事实上，我们认为中央、地方当前这种财政联邦主义的分税机制，是一种激励相容的制度，需要调整的，只是激励的方向和领域。如何激励地方政府提供与民生相关的教育、医疗、养老、环保等公共品，从而促进中国的人力资本积累问题。

我们认为，财税改革的第一步是中央与地方分税体制的部分调整：

- **调整地方政府税收结构。**可以增加一些消费类的税收，如新增资源税和污染税费，以及机动车拥堵费等，使得谁消费谁缴纳。同时，对税收结构作出调整，减少收入型税收，降低个人所得税和养老保险缴纳。这一改革的作用在于使得谁受益谁付费，从而激励地方政府关注于当地民生的建设。
- **改革中央地产分权责任。**一些全国可以均等化的公共品提供事权需要上收，如养老、残疾、失业等事业。这一改革的作用在于有助全国标准化统一化，有利于促进更大范围的人口流动，也能够缓解地方政府的事权、财权不匹配程度。
- **增强地方财政的可持续性。**减少和限制三公消费。增加财政预算编制与分析。放开市政债券市场。在国外，地方政府用于资本性开支的经营项目需要专门帐户统筹列示。而在中国，通过地方融资平台公司，地方财政帐目、融资平台等相互纠缠，里面涉及到很多漏洞可钻。在规范之后方可运行放开中国的市政债券市场。

图表 19、地方财税制度改革的猜想

改革领域	潜在可能政策
1, 税收和其他收入来源的改革。	一、短期内，增加国企分红，并将其完全纳入政府一般预算。提高对资源和污染的税费。征收机动车使用税、停车费。对劳动征税改革，把失业保险的缴费比例降低1%。进一步改革增值税、企业所得税和消费税。 二、中期内，征收机动车拥堵费。居民住宅征收房产税。对个人税得税进行整合，把各种收入（含资本利得）综合，降低边际税率。社保缴费降低平均费率。
2, 改革政府间财政关系。	一、完成从五级政府到三级政府的转变。建立中央-省-县的财政体系，增强地方财力。

	<p>二、上收部分政府职能。如养老、残疾和失业保险。</p> <p>三、中央政府正式介入省以下政府间的财政收入分配。明确地方政府财政的职能范围。</p> <p>四、赋予地方政府一定的税权，扩大收入来源。如房产税、机动车税、拥堵费、地方个人所得税。</p>
3, 保持财政的可持续性。	<p>一、短期内，括减少对企业的资本转移和其他补贴、精简机构、裁减人员、限制“三公消费”。</p> <p>二、中长期内，逐渐减少投资规模。建立一个宏观财政框架（由中期预算计划和动态的债务可持续性分析组成），将其与经济社会发展的五年规划联系起来。允许地方政府进入金融市场。</p>

数据来源：兴业证券研究所

### 第二步，改变激励机制，促进地方政府投资于医疗、教育、环保等领域的公共品投入。

- 第一，地方政府需要开征与居民相关的属地化财产税，房产税是一个重要选择。这样有助于政府产生激励，提供地方居民真正需要的医疗、教育等属地化的公共品。
- 第二，将流动人口纳入最当地基础医疗、教育范畴。这意味着地方政府支出结构发生重大变化。
- 第三，加强政府在医疗、教育的投资，以适应人口结构的变化。国务院发展研究中心与世界银行建议可以考虑在医疗卫生方面增加 GDP 2-3% 的支出。在教育方面增加 GDP 的 1.5% 的支出，再增加 GDP 3-4% 用于支持基本养老，并逐渐补偿养老金的历史遗留成本。这些项目加总起来，意味着需要额外增加约合 GDP 7-8% 的财政支出。<sup>19</sup>

图表 20、公共服务均等化与公共品投资相关改革的猜想

改革领域	潜在可能政策
一、提高各级各类教育在可得性和质量上的公平程度	<p>一、提高义务教育质量的公平性。(1) 加大县区以上层级政府的投入，防止各省间及省内教育质量差距扩大。(2) 教师资源均等化，建立轮岗、帮扶、在职培训、薪酬激励机制的改革。(3) 城镇地区，改革就近入学。</p> <p>二、实现高中阶段教育的普及。逐步将高中纳入义务教育阶段。</p> <p>三、面向 21 世纪的能力发展。(1) 改革职业教育课程设置，以保持通用核心能力和技术能力的平衡。(2) 使教育体制更加适应用人单位需求，建立国家、省级培训主管部门。(3) 扩大非国有机构的职业技能培训体系。</p>

<sup>19</sup> 引自《2030 年的中国：建设现代、和谐、有创造力的社会》，2012 年，中国财政经济出版社。

<p>二、提高人口健康水平和劳动生产率</p>	<p>一、旨在促进人口健康和提高劳动生产率的改革。(1) 初级卫生保健改革。短期，探索建立新型初级卫生保健制度，规范初级卫生保健服务提供者。一种可能性是将乡镇卫生院完全转为门诊服务中心，由全科家庭医生为村医提供技术指导。城市初级卫生保健可以依托社会医疗服务中心。</p> <p>二、深化医院改革。(1) 对公立医院建立严格的预算约束。重要方法之一就是让医疗保险机构更加主动地扮演卫生服务采购方的角色，促进服务成本和质量效益的提升。另外，医院及保险管理方面的信息通讯技术和管理信息系统的采用，可以在任何医院组织结构条件下极大提高运营效率。中期，鼓励非国有医疗机构与公立医院开展竞争。鼓励更多民营服务机构进入市场。</p> <p>三、应对卫生筹资和支付制度面临的挑战。短期内，(1) 整合统筹区域内的不同医保制度。(2) 加快供方付费改革试点。改变当前按项目付费的方式。中长期，(1) 整合三项医保制度。新农合与城镇居民基本医保服务向城镇职工基本医保靠拢。(2) 在全国范围内推进供方付费改革，保持医患双方利益的一致性。</p> <p>(3) 改革医生的工资待遇体系，将医生收入和处方量脱钩。</p>
-------------------------	--

数据来源：兴业证券研究所

### 4.3、土地改革，土地流转促进农业发展，提高农民土地增值收益分配

土地改革我们认为本次 18 届三中全会改革议程之中，重中之重的一项改革。土地制度改革要解决的是两方面的问题：

#### 第一，土地与农业发展的的问题。

- 进一步明确给农民农业土地无固定期限的承包权。
- 在土地确权上推进，农村土地流转政策的进一步放开，促进规模化农业经营。

#### 第二，土地与工业发展的问题。

- 土地变更用途过程中的收益权分配问题。短期之内可以立法限制地方政府征地的范围，未来可以考虑给予农民更多的土地增值收益分配权，重新改变地方政府征地的激励模式，同时也将深刻改变未来中国的增长路径。
- 促进土地资源的跨地区配置，促使东中西省份之间建设用地的交易，推动经济集聚。

图表 21、土地制度改革的猜想

改革领域	潜在可能政策
一、土地与农业	一、农村地区土地权益保护及治理。(1) 通过相关立法，将政

发展改革	策中已经明确的农民对土地“长久不变”的承包权固定下来。进一步明确走向无固定期限的土地所有权改革。(2) 土地确权。解决当前集体土地所有权和个人使用权记录体系薄弱的问题, 土地证和合同体系建设。(3) 改进土地登记体系, 逐步扩大农业用地的登记范围。(4) 发展农村土地市场, 建立透明, 高效的耕地使用权市场。(5) 改革村集体组织制度。
二、土地与城市化改革	<p>一、短期内, (1) 逐步解决并最终取消城乡两种土地制度并存的现象。改革当前的征地政策和办法。首先, 法律明确规定只有符合哪些目的政府才能够动用征地权。其次, 重建征地补偿机制, 建议土地征用补偿额以其市场价值最大化的用途为依据。最后, 重塑土地征用流程。</p> <p>二、中长期, 促进农村和城市土地市场一体化, 实现公平的利益分享。包括, (1) 限制政府征地权, 放开建设用地市场。逐步建立城乡统一的建设用地市场。(2) 对村集体和农民获得的土地增值收益可以征税, 税率水平应当将土地转化为城市土地需要投入的“公共品”部分。(3) 解决城中村问题。允许城区内的村集体利用集体建设用地参与城市一级土地市场。</p> <p>三、土地政策与地方财政体系改革。(1) 全面引入以市场价值为征收基础的房地产税。(2) 有效监管土地抵押融资活动。</p>

数据来源: 兴业证券研究所

#### 4.4、金融改革，促进市场化改革与金融产品创新，加强统一监管

金融改革和国企领域的改革，我们认为属于方向很明确，效果很重要的改革：进一步深化市场化改革。

我们认为，金融领域的改革有以下几点：

- 第一，金融体系的全面商业化。**首先，减少对金融机构直接或间接的控制。其次，以商业为导向改进金融治理架构。再次，放开牌照许可，鼓励和促进的民营资本进入金融行业。
- 第二，进一步推进利率市场化。**目前贷款利率上浮与下浮区间已经放到 30% 和 -10%，未来重点在于银行负债端利率改革，可以以发展大额存单等模式，探索存款利率市场化。
- 第三，深化资本市场，创设新金融产品。**新股发行从审批制逐步过渡到以信息披露为基础的体系。发挥股权融资对创新性行业的支持。通过资产证券化来促进盘活存量资产。
- 第四，升级金融基础设施和法律框架。**如征信系统、评级服务、会计和审计、支付和证券结算系统、交易所，以及场外交易市场。

**第五，加强监管和完善监管框架。**考虑将所有金融监管机构纳入统一监管架构，或保持现有分业监管结构，但通过改善职能监督来加强它们应对跨行业金融风险的能力。避免市场的分割，如当前固定收益市场的多头监管。

#### 4.5、国有企业改革，促进市场公平竞争，国企监管与激励改革

国企改革与土地改革一样，是未来中国最重要的两个改革之一。我们认为，国企改革最终目标是激发国企的经营效率，这就需要推动非国有资本的进入和营造公平竞争的市场环境。国有企业改革分为两个部分，**第一是政府应当更为促进企业之间的竞争，特别是民营与国企之间的竞争。第二是政府应当建立一个公平的竞争场所，从参与者到监督者的角色转换。**

- **1，打破行业垄断壁垒，促进民企的进入。**这需要中央政府重新审议给予国有企业优先待遇的“战略产业”、“基础或支柱产业”清单。取消对这些产业进入与退出的各种不合理的显性和隐性限制。
- **2，监管改革，实现国资出资人从行政机构向财务与战略投资者的转变。**目前，国资委仍然充满着行政机构的特征，可以随时对国有企业的经营层进行干预。未来，应当将国资委限定在股东层面，建立起股东大会影响董事会，董事会决定经营管理层的机制。这一过程意味着国资委的定位转变，可以选择将国资委变成多个战略投资基金，按照市值最大化方式考核投资基金，促进国资的灵活转换。
- **3、新一轮国企重组。**(1) 需要重新界定国有企业公共资源的范围。(2) 加快推进国有企业中仍未实现市场估值资产的证券化。(3) 将部分国有资本划拨给社保基金，以其收益用于弥补未来保障支付缺口。

### 5、国企改革有望成为未来三年 A 股行情的重要驱动力和主战场之一

我们一直认为，社会资源向哪里引导，哪里就有机会，从这个意义上说，中国股市是有效的，是优化资源配置的强大工具和投票器。下阶段，很明显，通过制度改革，市场将更加有效地引导资金流向能够促进人力资本积累和全要素生产率的领域，因此，A 股的新经济行情也是由改革和创新双轮驱动的。其中，创新驱动的行情，2013 年可谓如火如荼，而下个阶段，我们可以淘金改革带来的机会。

我们认为，从改革的难易程度来看，国企改革最具操作性，因此，有望成为未来三年 A 股行情的重要驱动力和主战场之一。而且，只有占目前 A 股市场绝大比重的传统国有企业的重生，资本市场才能迎来全面性、系统性、趋势性的机会。

其中，上海在中国（上海）自贸区这一国家战略的推动下，将成为中国新一轮改

革开发大潮的桥头堡，因此，不应该用“题材炒作的老眼光”去看待上海本地股行情，而应该密切关注与高度重视上海国企改革创新的机会。而上海在中国国企改革具有先行先试的指向性意义，必然能够迅速带动东部发达地区的改革，进而推进到中西部以及央企的国企改革。

目前，上海国资正在酝酿新一轮的大改革，主要的改革思路是（1）推动监管改革，按照国企性质，分为竞争类、公益类与保障类国企。（2）激励机制变化。对于竞争定位明确与治理结构完善的国企，可以实行股权激励等多种激励方式。（3）创新容错。对于因为业务创新而导致的损失风险，排除主观因素之外，不追究行政责任。（参见我们近期的专题研究报告《迎接上海新一轮国资大发展 20131007》）

上海国资改革，我们认为有三类机会是值得关注的。

第一，上海本地国资股优化产业结构，拥抱新经济的时机。在新一轮以促进竞争，打开企业天花板为主线的企业改革中，上海本地国资企业必定需要加快机制转变，提高竞争力。特别是在产业结构优化，未来国资将向先进制造业、战略新兴产业、现代服务业集中，必然意味着这些行业的加快发展，而那些传统型的产业将面临结构再调整的过程。上市公司中，可能受益的公司包括：

- 先进制造业：上汽集团（600104），上海电气（601727），嘉宝集团（600622），仪电电子（600602）。
- 战略新兴产业：上海医药（601607），城投控股（600649），张江高科（600895），市北高新（600604），三爱富（600636），华虹计通（300330）。
- 现代服务业：长江投资（600119），东方创业（600278），交运股份（600676），第一医药（600833），锦江投资（600650），锦江股份（600754），东方明珠（600832），百视通（600637），新华传媒（600825）。

第二，我们也可以关注上海国企中那些上市公司资源较多的集团公司，以及那些虽然有上市公司，但产业已经不属于上海未来发展重点的公司，从而公司可能会成为潜在壳资源和资产注入预期的企业包括：上工申贝（600843），S 中纺机（600610），棱光实业（600629），华鑫股份（600621），申达股份（600626），龙头股份（600630）。

第三，企业做大做强，成为具有全球竞争力的跨国企业的机会。未来，上海国资将通过产业布局优化、激励机制创新等方式，带动企业的大发展。培育符合国际规则、有效运营的资本管理公司；以及全球布局、跨国经营，具有国际竞争力的跨国集团。那些大型的、绩优蓝筹企业，可能将面临着重要的投资机会。

- 对于资本管理类公司，关注浦发银行（600000）、海通证券（600837）。
- 对于上海国资建设具有国际竞争力的企业，关注上汽集团（600104），上海电气（601727），上海医药（601607），光明乳业（600597），中能股份（600642），以及重组之后的新上海文广集团。

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构销售经理联系方式

上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
王 政	021-38565966	<a href="mailto:wangz@xyzq.com.cn">wangz@xyzq.com.cn</a>	冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	<a href="mailto:zhusd@xyzq.com.cn">zhusd@xyzq.com.cn</a>	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	<a href="mailto:xiaoxia@xyzq.com.cn">xiaoxia@xyzq.com.cn</a>	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元彧	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
地址: 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503 (518048) 传真: 0755-82562090					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	<a href="mailto:xuhao@xyzq.com.cn">xuhao@xyzq.com.cn</a>
龚学敏	021-38565982	gongxuemin@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

**【信息披露】**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**【法律声明】**

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。