

供应端再次发力

——《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》点评 宏观动态

要点

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》发布,我们认为,这是落实十九届四中全会精神,供给侧改革进一步深化的体现。在中国人口红利渐行渐远、金融周期下行的大背景下,经济社会的症结更多由需求侧转向了供给侧,《意见》就土地、劳动力、资本、技术、数据等生产要素的市场化改革方面提出了具体要求。

劳动力要素市场化强调了合理畅通有序流动,进一步深化户籍制度改革,有助于进一步推动以城市群、都市圈为核心的区域一体化战略,发挥集聚效应。资本市场制度改革的重要性再次被重申,改革完善股票市场发行、交易、退市等制度,鼓励和引导上市公司现金分红,更通畅的上市、退市渠道有助于消除业绩差公司的估值溢价,引导价值投资风格。

《意见》除了提到了正在实施的“扩大债券市场规模,丰富债券市场品种,推进债券市场互联互通”和“公司信用类注册管理制度”外,通过强调债券信息披露和评级准入管理,将投资者保护放在了更重要的位置,而健全的投资者保护机制,才可能最终实现融资可得性和降低融资成本。虽然《意见》指出“稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨”引发市场热议,但我们认为,短中期之内推动存款利率市场化可能性不大,我国利率市场化仍然是自然的、历史的进程。《意见》在已有的立法基础和制度改革框架下,全面推开集体经营性建设用地入市,而统一规划,有序入市,集体经营性用地入市不会对商品住宅用地供应造成冲击。

风险提示:疫情快速扩散;经济增速超预期下滑;海外市场波动加大。

分析师

张文朗 (执业证书编号:S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

谢超 (执业证书编号:S0930517100001)
010-56513031
xiechao@ebcn.com

张旭 (执业证书编号:S0930516010001)
010-58452066
zhang_xu@ebcn.com

王一峰 (执业证书编号:S0930519050002)
010-56513033
wangyf@ebcn.com

何维南 (执业证书编号:S0930518060006)
021-52523801
hemiannan@ebcn.com

李瑾 (执业证书编号:S0930518100001)
lijin@ebcn.com

王梦恺 (执业证书编号:S0930518110003)
021-52523855
wangmk@ebcn.com

联系人

李枢川
010-58452065
lishuchuan@ebcn.com

郑宇驰
021-52523807
zhengyc@ebcn.com

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》发布,光大证券研究所总量和金融地产团队对此点评如下:

宏观:供给侧改革进一步深化

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》发布,我们认为,这是落实十九届四中全会精神,供给侧改革进一步深化的体现。在中国人口红利渐行渐远、金融周期下行的大背景下,经济社会的症结更多由需求侧转向了供给侧,即十九大报告所说的“我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。”因此改革的方向也逐渐从市场化程度较高的商品市场转向了市场化程度还不那么高的要素市场。从生产函数的角度来看,生产要素主要包括劳动、资本、土地、全要素生产率等,而全要素生产率的提升就要依靠十九届四中全会决定中提到的知识、技术、管理、数据等生产要素。而《意见》就土地、劳动力、资本、技术、数据等生产要素的市场化改革方面提出了具体要求。

劳动力要素市场化强调了合理畅通有序流动。最重要的是进一步深化户籍制度改革,“探索推动在长三角、珠三角等城市群率先实现户籍准入年限同城化累计互认”,有助于进一步推动以城市群、都市圈为核心的区域一体化战略,发挥集聚效应。而“建立城镇教育、就业创业、医疗卫生等基本公共服务与常住人口挂钩机制”,或将推动人口进一步向长三角、珠三角、京津冀等核心区域集聚。“进一步畅通企业、社会组织人员进入党政机关、国有企事业单位渠道”,长期以来,中国劳动力市场存在一定的分割状况,缺乏发达国家拥有的“旋转门”机制,也容易滋生腐败,人才流动的畅通有助于加强政企之间的交流,也能间接达到减少腐败的效果。

要素价格市场化方面主要强调了工资、地价、资金价格。“健全最低工资标准调整、工资集体协商和企业薪酬调查制度”,有助于增加工资弹性,保护劳动者利益。对部分体制内劳动者工资的调整也将更为市场化,“深化国有企业工资决定机制改革,完善事业单位岗位绩效工资制度,建立公务员和企业相当人员工资水平调查比较制度”。“完善城乡基准地价、标定地价的制定与发布制度,逐步形成与市场价格挂钩动态调整机制”,有助于进一步提升地价的市场化形成机制,提升土地配置效率。资金价格方面除了强调了对内的利率市场化,也强调了对外的“增强人民币汇率弹性”,未来人民币浮动区间可能进一步放开。

《意见》还针对疫情提出了新要求:“增强要素应急配置能力”,“建立对相关生产要素的紧急调拨、采购等制度,提高应急状态下的要素高效协同配置能力”。疫情对要素的应急能力提出了更高的挑战,相信经过此次疫情,应急物资的储备、生产都会有更完善的安排。

策略:推动要素市场化是“政策松”的重要组成部分

《意见》对于推动供给侧改革、提高要素质量和配置效率具有重要意义。

《意见》发布适应当下要素格局发生变化的宏观环境:国内要素禀赋已经进入资本过剩、劳动稀缺的格局,根据联合国人口署,20~59岁的劳动年

龄人口增量已经转负，且到 2028 年都将处在下行通道中，人口红利渐行渐远，未来需要政策针对 TPF 提升加大支持力度、推动经济增长。同时，虽然我国商品和服务基本可以实现由市场定价，但土地、劳动力、资本、技术、数据等要素市场发展滞后，影响市场发挥对资源配置的决定性作用。

《意见》通过 9 个方向、32 条措施构建了推动要素市场化配置的框架：

1) 劳动力方面，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，特别提出要“推动超大、特大城市调整完善积分落户政策，探索推动在长三角、珠三角等城市群率先实现户籍准入年限同城化累计互认，放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制，试行以经常居住地登记户口制度”，劳动力对于经济增长而言是最重要的生产要素，我国劳动年龄人口增量下降、城镇化仍有空间，引导劳动力合理流动有利于发挥人口优势、扩大内需，在长三角、珠三角地区探索户籍改革也与发展区域经济、培育新经济增长极的战略相配合；2) 土地方面，建立健全城乡统一的建设用地市场，深化产业用地市场化配置改革，鼓励盘活存量建设用地，完善土地管理体制，土地流转速度加快有助于提高土地利用效率、缓解大城市房价上涨压力；3) 资本方面，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，提出“稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨”的方向；4) 技术方面，健全职务科技成果产权制度，完善科技创新资源配置方式，培育发展技术转移机构和技术经理人，促进技术要素与资本要素融合发展，支持国际科技创新合作；5) 数据方面，推进政府数据开放共享，提升社会数据资源价值，加强数据资源整合和安全保护。中美贸易摩擦令我们更深刻得认识到了科技的紧迫性，重视技术和数据要素的培育有助于推动科技进步和经济转型。

资本市场制度改革的重要性被重申：改革完善股票市场发行、交易、退市等制度，鼓励和引导上市公司现金分红，更通畅的上市、退市渠道有助于消除业绩差公司的估值溢价，引导价值投资风格；完善投资者保护制度，推动完善具有中国特色的证券民事诉讼制度，有助于遏制违法违规现象，提振投资者信心，吸引增量资金入市；完善主板、科创板、中小企板、创业板和全国中小企业股份转让系统（新三板）市场建设，多层次的资本市场不仅有助于解决中小企业融资问题，满足不同类型投融资主体的需求，提高资源配置效率，也为海外资金配置中国资产创造了更好的环境，助力金融开放。制度优化提速有利于实现上市公司优胜劣汰，改变市场投机风气，提高市场出现长牛的概率。

受疫情影响，国内外经济增速下行压力凸显，此时发布改革措施是政策宽松的一部分，长期规划同样有助于提振市场信心。而二季度国内“数据强、政策松”的阶段也有望重现。随着复产复工推进，3 月挖掘机销量同比增长 12%，超出市场预期，6 大发电集团日均煤耗量回升，工业企业利润增速有望出现复苏。同时，制约政策松的两个掣肘通胀和“美元荒”正在解除：通胀方面，国内疫情得以有效控制，有助于防止预防性囤积导致的食品类 CPI 上升，海外疫情防控措施带来的阶段性经济衰退也限制了油价大幅反弹的空间；汇率方面，美联储不断升级的宽松措施已经在很大程度上缓解了市场恐慌情绪和美元流动性紧张。

目前 A 股估值合理，价值投资者可以逐步增加配置，海外市场恐慌情绪、疫情扩散、国内经济复苏、政策宽松等变数正在落定，市场有望迎来右侧配

置时机。具体配置继续关注四条主线：（1）投资、汽车是稳增长相对可靠的抓手，建议关注新老基建、汽车和地产等纯内需领域；（2）如果欧美经济二季度出现休克，从供应链的角度，关注汽车等交运设备、化学化工、医药医疗设备、航空航天以及农产品领域的补空缺可能；（3）伴随着美股恐慌下半场逐步结束，此前被外资抛出的以消费为主的价值股有超跌反弹机会；（4）在市场震荡期，建议低风险偏好投资者关注高股息标的。

固收：更加强调投资者保护，有助于债市回归正常

回顾 1978 年以来改革开发历程，价格领域的改革是从商品领域逐步向要素领域延伸的。目前，许多的要素价格已经相当市场化，但很多机制却仍不够完善。因此这次改革主要是在配置体制机制上作文章。

此次《意见》对债券市场体制机制的改革要求主要集中在第四部分第十二款，“加快发展债券市场。稳步扩大债券市场规模，丰富债券市场品种，推进债券市场互联互通。统一公司信用类债券信息披露标准，完善债券违约处置机制。探索对公司信用类债券实行发行注册管理制度。加强债券市场评级机构统一准入管理，规范信用评级行业发展”。整体而言，《意见》除了提到了正在实施的“扩大债券市场规模，丰富债券市场品种，推进债券市场互联互通”和“公司信用类注册管理制度”外，通过强调债券信息披露和评级准入管理，将投资者保护放在了更重要的位置，而健全的投资者保护机制，才可能最终实现融资可得性和降低融资成本。

另外，从这次《意见》提出的背景来看，目前经济受疫情的冲击较大，且后续仍有诸多的不确定性，除了适当的需求管理之外，使要素市场从供给侧提供支撑，对基本面复苏会有更好的促进作用，也有利于为后续经济中长期提供支撑。这一方面有助于推动经济修复，使债市收益率走出目前持续下降的轨道从而回归正常，另一方，从长期来看，激活生产要素，也可能从长期角度抑制利率的下行幅度。

银行：利率市场化仍是渐进的过程

《意见》指出“稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨”引发市场热议。但我们认为，短中期之内推动存款利率市场化可能性不大，我国利率市场化仍然是自然的、历史的进程。对于下一阶段存款利率市场化，可以包括：进一步扩大利率浮动区间、弱化法定存款基准利率作用、建立新的存款报价体系、取消或弱化利率自律机制管理、不再进行存款定价 MPA 考核等方面。但以上情况今年内发生可能性均较小，理由如下：

当前国内经济形势不支持存款利率进一步市场化而导致的利率上扬。国际经验表明，存款利率市场化伴随着竞争加剧，负债成本上升，由此带来均衡利率上升，目前我国经济状况不支持，实体经济不能承受利率上行。均衡利率上升将加大金融风险。而如果仅仅是负债端均衡利率明显上升，资产端继续促进银行让利实体经济，又会导致金融体系不稳定。

目前阶段广谱利率下行，信贷、债券、资金市场价格均明显下移，唯核心负债（一般性存款）价格存在上升压力，主要是以结存、CD 为代表的

动负债成本偏高，占比增加。如果此时推动存款利率市场化，会加大问题复杂度，更不利于银行对实体经济让利。现在有效控制银行体系负债成本、驱动 LPR 下降的关键抓手是减弱竞争，是基于宏观审慎的从严考核。这也是 3 月 4 日人民银行发布《中国人民银行关于加强存款利率管理的通知》之初衷，未来 MPA 管理只会加强，不会削弱。

资金要素价格市场化作为要素价格市场化的关键环节，放在纲领性文件中体现出必要性、完整性，也是我国利率市场化改革长期推进的方向。“稳妥推进”的表述体现了高层对于存款利率并轨一事的慎重。结合央行对于存款利率将长期存在的表态，我们认为存款利率市场化将稳步推进，但作为长期目标不会操之过急。下一阶段，若要 LPR 更大幅度下行，如何有效控制银行体系核心负债成本仍是绕不开的问题。

地产：土地要素市场化配置&引导劳动力要素合理畅通有序流动

土地要素市场化配置

关于土地要素改革，本次《意见》重点强调四个方面：

- 1) 建立健全城乡统一的建设用地市场，推动农村集体经营性建设用地入市。工作重点在于农村土地征收制度改革和建立增值收益分配制度。
- 2) 深化产业用地市场化配置改革。主要工作包括：健全长期租赁、先租后让、弹性年期供应、作价出资（入股）等工业用地市场供应体系，推动产业用地类型合理转换，探索增加混合产业用地供给。
- 3) 鼓励盘活存量建设用地。主要工作包括：完善盘活存量建设用地的税费制度、推进国企存量用地盘活利用、完善城乡建设用地增减挂钩。
- 4) 完善土地管理体制。主要工作包括：实施年度建设用地总量调控制度，增强土地管理灵活性，建立健全城乡建设用地供应三年滚动计划，建立全国性的建设用地、补充耕地跨区域交易机制。

在已有的立法基础和制度改革框架下，全面推开集体经营性建设用地入市

2014 年中办、国办印发文件，对农村土地征收、集体经营性建设用地入市、宅基地制度改革进行了顶层设计；2015 年 2 月，在 33 个区县开始试点工作；2019 年 8 月，全国人大常委会审议通过《土地管理法》修正案，自 2020 年 1 月 1 日起施行。2020 年 3 月 30 日，自然资源部就《中华人民共和国土地管理法实施条例（修订草案）》（征求意见稿）公开征求意见。

新《土地管理法》正式施行已破除了集体经营性建设用地入市的法律障碍，同时对征地补偿范围、补偿机制、征收程序等土地征收制度改革方面也做出了明确规定。本次《意见》在已有的立法基础和制度改革大框架下，在实施层面做出了更详细的工作部署，通过完善增值收益分配、城乡建设用地

增减挂钩、农村产权抵押担保权能等配套政策，加快集体经营性建设用地价值显化，提高资源配置效率。

统一规划，有序入市，集体经营性用地入市不会对商品住宅用地供应造成冲击

2020年3月30日，自然资源部就《中华人民共和国土地管理法实施条例（修订草案）》（征求意见稿）公开征求意见。征求意见稿明确了集体经营性建设用地入市的条件：1）符合国土空间规划确定为工业、商业等经营性用途；2）必须产权明晰、已依法办理土地所有权登记；3）具备开发建设所需基础设施配套等基本条件。同时，集体经营性建设用地出让、出租等方案经县（市）人民政府审查通过后，纳入年度建设用地供应计划。

集体经营性建设用地入市的意义在于打破城乡土地二元结构，建立统一的建设用地供应体系，通过市场化配置提高土地资源使用效率，增加农民财产性收入，加快推进城乡一体化发展。我们认为，集体经营性建设用地处于城乡土地统一规划下，依托城镇化发展需求有序入市，主要用途为租赁住房 and 产业园区等，预计不会对现有的商品住宅用地市场造成冲击。

典型案例：

2016年1月北京大兴区西红门镇挂牌出让的第一宗集体经营性用地，出让年限为40年，用地性质为绿隔产业用地，土地面积26700平方米，规划建筑面积53400平方米，成交价格8.05亿元人民币，折合楼面均价为15075元/平方米，与大兴区同年出让的其他类多功能用地成交价格相仿，略低于综合性商业金融服务业用地成交价格。

2017年9月北京成为全国首个利用集体土地建设租赁住房的试点城市，已建成海淀区唐家岭、温泉镇351地块项目以及朝阳区泓鑫家园等利用集体经营性建设用地的租赁住房项目。

引导劳动力要素合理畅通有序流动

2019年3月31日，发改委印发了《2019年新型城镇化建设重点任务》：“城区常住人口100-300万的Ⅱ型大城市要全面取消落户限制；城区常住人口300-500万的Ⅰ型大城市要全面放开放宽落户条件，并全面取消重点群体

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_5899

