

建设高质量开放型现代市场经济

中国银河证券研究院·宏观政策分析报告 2019 年 12 月

核心内容:

★当前我国已经确定金融市场深化改革、扩大开放的既定方针，但是如何夯实金融体系良好运作的基石成为高水平开放型金融市场建设能否成功的决定因素。应当加快一系列民法、金融法律的制定、修订工作，切实构建完善的法治化市场治理体系，营造各参与主体敬畏市场，敬畏法治的良好氛围，并把这种理念制度化地转变为具体的监管动作和实施流程。从信息披露机制和法治环境的完善，到市场执法能力与违法违规惩戒力度的显著加强，都需要具体落实。必须从法律制度的安排完善对投资者的保护和赔偿机制。资本市场上交易的证券无论是股票还是债券或其它衍生产品，背后的基础资产都是权益，权益必须能够得到明确的法律界定和保障，从法制制度到法制执行层面全面树立内外主体对中国经济与市场、国家治理现代化水平的坚定信心。

★本月证券市场最引人注目的事件当之无愧是新版《证券法》修订完毕正式颁布。新《证券法》有效健全了中国资本市场乃至经济发展的重要制度供给，为中国资本市场行稳致远夯实了一项重要的法制基石。后续需要进一步完善各项配套制度设计和实施细则，全面夯实市场行稳致远的制度基础。立足于坚持完善依法治国，全面加强法治化经济社会治理水平，面向内外市场参与主体明确竞争规则体系，引导正向预期的建立与巩固，从而树立国内外对于中国经济社会长期稳定发展的正向预期。

★中国市场作为单一国家市场的巨大体量是我国面对国际竞争的根本优势，如何发挥这一巨大国内市场对于全世界市场参与者的吸引力、向心力应该成为我们持续思考的重要课题。坚持完善依法治国，全面加强我国经济社会治理的法治化水平是重中之重。现代市场经济与社会的良好运作，有赖于形形色色、无所不在的契约关系的法治化建立、维系与公平争端裁决机制。构建使得国内外经济与社会活动参与主体普遍信赖的法制体系成为国家治理现代化与竞争力塑造的关键。

分析师

张宸

☎: (8610) 8357 1342

✉: zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517120001

特别感谢:

余逸霖

☎: (8610) 66561871

✉: yuyilin_yj@chinastock.com.cn

目录

一、谨慎评估中美关系后续走向 坚定不移深化改革扩大开放	3
(一) 第一阶段协议具有浓厚的权宜方案色彩	3
(二) 寻找利益公约数 主动管控双边关系的不确定性	4
(三) 坚定不移深化改革扩大开放	5
二、中央经济工作会议：稳增长，为深化改革和高质量发展赢得时间和空间	9
(一) 当前经济形势和下一阶段经济工作的总要求	9
(二) 下一阶段以实现“六稳”为目标牵引经济工作	9
(三) 逆周期政策思路在于货币适度宽松+财政提质增效+地产因城施策+基建重点建设	10
(四) 更高水平开放与更深层次改革	11
(五) 坚持新发展理念实现高质量发展	11
三、新版《证券法》会给中国资本市场带来什么样的变化	12
(一) 全面推行、分步实施注册制将有效激发资本市场活力与效率	12
(二) 完善信息披露是现代资本市场实现效率的关键	13
(三) 明刑弼教正风肃纪 有效维护市场秩序	13
(四) 完善机制强化民诉制度加强投资者保护	14
(五) 统一标准规则 全面强化功能监管	15
(六) 明确域外适用 “长臂管辖”下“虽远必罚”	15
四、重点宏观政策信息一览	16
(一) 财政政策提质增效	16
(二) 多措并举稳就业	16
(三) 防范系统性风险隐患 稳定金融健康发展	16
(四) 稳定外资外贸全面优化营商环境	17
(五) 革新区域经济政策 打造中国特色雁阵模式	17
五、总结：发挥现代资本市场关键作用 实现高质量发展	19

一、谨慎评估中美关系后续走向 坚定不移深化改革扩大开放

目前,世界经济形势日趋复杂,预计 2019 年成为全球金融危机以来最低增速的年份。贸易壁垒增加,地缘政治紧张局势加剧,进一步削弱了经济增长。一些新兴市场经济体的本国特有因素以及发达经济体的结构性因素(如生产率增长缓慢和人口老龄化)都对经济增长造成拖累。

中美双方分别于 12 月 13 日发布声明,宣布达成第一阶段贸易协议,国际社会与国内舆论总体对此给予积极评价。应该看到,这一协议初步防止了中美贸易战的继续扩大对双方与世界经济的不利影响,为下一阶段谈判创造了良好氛围;同时,对其结果的乐观评估应该谨慎,不应过分夸大。这份协议的临时性、偶然性特征十分明显,贸易战的规模在协议框架下仍然没有降低多少,两国间深层矛盾尚未得到实质性解决,未来中美战略博弈预计长期化,对此我国应当有充分的心理预期与应对预案。最为关键的是综合施策,确保我国经济运行于合理区间,同时坚定不移深化改革扩大开放,尽最大努力实现中国经济自身的健康发展与对外经贸环境的改善。

(一) 第一阶段协议具有浓厚的权宜方案色彩

总的来看,第一阶段协议的确可以看做是中美双方在充分博弈之后的丰硕成果。其内容涵盖知识产权、技术转让、农业、金融服务、货币与汇率、扩大双边贸易以及争端解决机制等方面,充分回应了美方在贸易战以来对中方的一些主要诉求。在此基础上,美方同意大幅修订基于 301 条款所加征的关税,中方也因此感到美方愿意至少是在现阶段愿意“求同存异”地与中方一道,化解双方在经贸领域的紧张局势。

但客观而言,我们也难以否认这份协议对于双方而言,即便仅从经贸领域考虑,也不是双边关系的最终解决方案,文本内容仍然带有明显的权宜方案色彩,协议的临时性、偶然性特征凸出。对于美方而言,由于已经从战略上将中国确定为竞争对手,就其长远战略目的而言,理论上绝非第一阶段协议达成双方妥协的相关条件可以满足美国对于中国的长期战略目的。因此美方后续,尤其是 2020 年总统大选尘埃落定之后,会如何进一步处理中美关系,包括中美经贸问题,中方应当予以高度关注,并准备好各种预案。

美方从 2018 年上半年开始,从平衡中国发展以对冲对美国既有国际地位的潜在影响这一大国战略竞争目的出发,一直强调中美之间的贸易逆差问题只是表层问题,双方的“结构性矛盾”才是造成逆差的根源,因而坚持中方进行“结构性改革”是达成任何中美贸易协议的前提,而且坚持双方的协议应该是一次性、全面性协议而分阶段、非全面协议,以“毕其功于一役”,达成“改变中国”的目的。但此次第一阶段协议在中方承诺大量进口美国农产品并承诺进行部分结构性改革与市场开放的条件下,美方应该是“暂时”改变了原有坚持的“一揽子解决方案”立场,与中方达成了阶段性的、非全面性的贸易协议,这显然是基于双方的临时需要。

从美方角度而言,2020 年大选在即,特朗普政府将着力维护未来一年美国经济的稳定,避免贸易战通过制造业、农业等传导链条影响美国国内经济,同时避免几个农业州的选票因

受中美贸易战拖累而有所流失（农产品是中美贸易战中美方受到重点打击的产品）。此外，由于特朗普受到民主党利用弹劾调查所进行的“政治围剿”，也迫切需要一个协议来为其执政成绩单增添筹码。

从中方角度而言，希望避免 12 月 15 日美方进一步加征关税而导致贸易战的规模扩大，对国内市场预期造成进一步冲击，希望利用特朗普政府国内政治顾虑与美方达成经贸休战。2020 年不但是美国的总统大选年，更是十三五规划与第一个百年奋斗目标的收官之年，各项既定的经济和社会建设目标均需要按时完成，这就需要一个良好的外部环境。因此，目前中美双方都需要这么一个协议来满足当前各自的需求，在各自有所妥协的基础上达成了当前这个阶段性协议。但既然双方都有所妥协，也就意味着对于双方而言目前的协议文本均有不尽如人意之处。

对于美方而言，贸易战已经持续两年，中方始终有自身坚持的底线，并未完全满足美方在各方面的所有诉求；对于中方而言，美方目前尚未大幅取消对华出口商品所征收的关税，仅部分降低关税税率，同时在“结构性改革”的理解方面尚与中方有着一些实质性的区别。最为关键的一点在于，美国近期在台湾、新疆、西藏、香港等议题上对华动作频频，同时在华为与对华高科技出口等领域依然保持对华施压态势，使得外界有理由相信美国已经确立将中国作为战略竞争对手的定位，这一点始终令中国保持对美国方面的战略警惕，双方在战略层面对对方的戒备心态，会为后续双边关系留下不确定性的种子。

（二）寻找利益公约数 主动管控双边关系的不确定性

在稳定经济短周期运行的基础上，我方可以主动作为，探寻中美双边利益公约数，有意识地控制和把握中美战略竞争的方向处于有利于我方的轨道上运行。当前中美经济关系深度融合，高度互补，两国在中国改革开放四十年来，特别是中国加入 WTO 以来，以各自比较优势共同建构了一条以中美两国为主并辐射全球各国的完整产业价值链。中美之间的经贸关系诚然使得中国收获了货物贸易的较大顺差，但是其中并非都转化成为了中国的国民收入，而是包含了许多美国在华企业的利润。

中美经贸关系从本质来说是全球化的大背景下，中美两国互利共赢的产物，如果美国在中美经贸关系中日积月累都在实实在在亏钱补贴中国，则中美经贸关系决不可能持续繁荣至今。因此，特朗普政府试图为美国跨国公司支招——把产业链都转移回美国，既能给美国创造就业又可以回避关税，似乎两全其美，但这并不现实。

在 21 世纪的今天，如果有国家退出中国市场，同时意味着退出了本世纪世界的经济中心和最大的消费市场。这就意味着坐视中国与其他非美国国家，尤其是亚太以及欧洲各国通过一带一路及区域全面经济伙伴关系（Regional Comprehensive Economic Partnership, RCEP）等区域自贸合作框架加紧经济整合，这反而会强化中国在经贸领域的实力。

目前，中国拥有世界上最庞大的中产人口，所具备的消费能力是任何国家都不能忽略的。在世界 11 亿人口的中产阶层中，中国所占比例之高超乎寻常，由 2000 年的 12.6% 迅速升至 2017 年的 35%。2018 年，中国的中产阶层数量仍然保持着快速增长的势头，国家统计局数据显示，保守估计中国有超过 3 亿人的中等收入群体。伴随着中国中产阶层崛起的，是中产人口的财富

总量和日益增长和升级的消费能力。随着城镇化的推进(2017年户籍人口城镇化率为42.35%),中国中产阶层人群还在不断增加,预计在未来五至十年内会再有3亿人进入中产阶层,届时中国将坐拥超过6亿人口的中产阶层,超两倍于美国全国人口。这是美国历史上所面对的任何一个新崛起竞争者都不曾具备的巨大市场,同时也就意味着巨大的利润来源,如果放弃,势必对其自身经济发展产生巨大的负面影响。

我们认为,从各方面评估,美国目前不可能对中国降下经济铁幕,中国的制造业体系对于美国而言是短期内无可替代的中下游配套制造业基础。中国潜力巨大的消费市场将是美国企业不容失去的利润来源。

基于上述背景,我方可以主动作为,既要明确中美战略竞争的长期性、艰巨性,也要明确竞争与敌对关系仍有较大差别。我方可以有意识控制中美经贸关系的冲突层级,以我为主,在有利于我国实现经济高质量发展与国家治理体系与治理能力现代化的方向上力争实现进一步深化改革与扩大开放,以改革发展的根本手段,既增强自身国家竞争实力,同时又实现与美方找到利益公约数,使得美方一部分人在很大程度是失去以经贸领域议题作为借口恶化中美关系的企图。从而因势利导,主动把握中美关系走向良性、有序竞争的正确方向,将中美竞争可能的负面破坏效应降至最低。

(三) 坚定不移深化改革扩大开放

我们认为,立足于上述以主动落实深化改革与扩大开放,强化我方国家竞争实力,并有意愿探寻中美之间利益公约数,主动控制引导、把握中美双边竞争关系的走向的思路,以下几点可以重点着手进行:

第一,立足进一步深化改革,建立市场化的要素分配机制既是实现我国经济高质量发展的关键,也是消除中美经贸争端一大热点问题的重要步骤。近两年以来的中美经贸争端中,美方指出中国大量效率低下的过剩产能企业仍因为得到大量政府补贴以及金融资源支撑而存续,这扭曲了相关产业全球供需与价格。事实上,这方面的问题的确在一定程度上存在。近年来造成我国实体经济增速下行的真正原因是我国资源配置和管理效率的相对低下所致的全要素生产率增长的缓慢。

党的十八大以来,我们提出要使得市场在资源配置中起决定性作用,而这种机制正是市场经济的本质特征。行政干预下扭曲的要素价格所引发的要素组合效率必然低下,供求也必然失衡,收入分配格局难免进一步恶化。只有形成真正市场化的要素价格,才能避免其他一切价格的扭曲。完成要素市场的发育,并将资源配置主要留给市场决定。坚持所有制中立与竞争中性的原则,利用本次中央经济工作会议提出国企改革三年行动方案的契机,真正促使国有企业管理从“管资产”向“管资本”的转变。进一步实现平等对待所有经济成分,包括外资企业,则国际社会也不再会有理由拒绝承认中国的市场经济地位,从而可以减少与世界各国潜在经济摩擦,真正成为新一轮全球化的领军大国。无疑,在中国构建市场化的要素分配机制的过程中,中美两国可以找到巨大的利益公约数。

第二,立足于进一步扩大开放,在降低贸易壁垒方面,中国应努力作出全球表率。在中国经济结构转型过程中,为了实现消费升级和产业升级,扩大进口是必然的趋势。居民收入增

加之后对海外高端消费品和服务的需求不断上升,而我国很多方面的消费产品和服务的有效供给仍然不足,虽然供给侧改革在着力推进“补短板”来推动中国产业升级,增加有效供给,但这仍将是一个相对长期的过程。因此,相应降低中高端消费品和服务的关税可以满足这种消费升级带来的需求。过去我们在关税问题上,十分关注生产者,希望用关税壁垒保护国内的汽车等“新兴”产业。但实际上通过关税进行贸易保护的负作用日渐显现:例如,技术进步缓慢(缺乏竞争)、靠政府补贴生存、效率较低的产能无法有效出清(价格扭曲)、居民消费水平低(一些产品在国外更加便宜,造成出国游客在海外大举消费购物的怪象)。

对于国内许多竞争性产业而言,进一步强化国际竞争能力未必不是一件好事。况且,当前扩大内需是我国当前经济发展的客观需要,如何在新时代满足我国广大消费者不断增长的有效需求是推动我国经济转型升级的重中之重,中国广大消费者的利益可以在扩大进口的过程中进一步得到满足和提升。

我们认为,在不影响国家安全的前提下,凡是能降低的关税都应该降,凡是能取消的贸易壁垒都应取消,这也是中国维护世贸组织规则等多边贸易体系的应有担当,也是中国后续进一步参与 RCEP 乃至 CPTPP 等高水平多边贸易体系的内在要求。如果能够实现以更高水平的对外开放,主动发挥中国巨型体量单一市场国家的天然优势,则无论面对美方如何变幻其态度,中国都将能够维系与世界主要经济体的经贸联结,从而获取战略上的主动权。

第三, 坚定加强对知识产权的法制化保护。客观而言,立足引进与自主创新两手抓,对国际前沿技术吸收再创造,一直是改革开放以来我国技术革新的路径。但是,随着我国经济发展进入谋求高质量发展的新时代,高端领域的技术获取很多都只能在遵循国际知识产权通行规则的基础上完成。目前,知识产权费用已经成为中国对美国服务贸易进口的重要组成,美国是目前中国技术进口第一大来源国和知识产权费用支付对象国。此外,中国走向创新与科技大国的进程中,有效保护知识产权也是一门必修课。我们知道,正是由于革命性的创造了知识产权保护制度,英国才能够在工业革命中抢占先机,一举超越封建时代对英国具有优势的法国、西班牙等竞争对手。

当前,我国在知识产权保护领域的法律理论与立法进程方面,应该说都取得了长足进步。但关键是落实到执行层面,未来政府应当进一步在法律实践过程中狠抓落实,带头守住知识产权保护的底线。只有切实落实了知识产权保护的相关举措,世界各国才有信心扩大开展对于中国进一步发展必需的国际前沿技术领域的交流与合作。

包括知识产权在内的产权明晰与保护是我国进一步改革发展的关键所在。当前需要改革有违平等保护各种所有制经济主体财产所有权、使用权、经营权、收益权等各类产权的相关规章制度,完善不当限制企业生产经营、企业和居民不动产交易等民事主体财产权利行使的相关规定,以及取消在市场准入、生产要素使用、财税金融投资价格等政策方面区别性、歧视性对待不同所有制经济主体的相关规定。进一步制定和执行配套的法律法规对相关产权进行有效保护和维权,势必释放出巨大的生产效率和技术水平的提升。

第四, 立足于坚持完善依法治国,全面加强法制化经济社会治理水平,面向内外市场参与主体明确竞争规则体系,引导正向预期的建立与巩固,从而树立国内外对于中国经济社会长期稳定发展的坚定信心。正如上文所述,我方在面对中美战略竞争时的天然优势之一是中国市场作为单一国家市场的巨大体量。如何发挥这一巨大国内市场对于全世界市场参与者的吸

引力、向心力应该成为我们持续思考的重要课题。其中，坚持完善依法治国，全面加强我国经济社会治理的法治化水平是重中之重。现代市场经济与社会的良好运作，有赖于形形色色、无所不在的契约关系的法治化建立、维系与公平争端裁决机制。构建使得国内外经济与社会活动参与主体普遍信赖的法制体系成为国家治理现代化与竞争力塑造的关键。

以金融市场为例，当前我国已经确定金融市场深化改革、扩大开放的既定方针，但是如何夯实金融体系良好运作的基石成为高水平开放型金融市场建设能否成功的决定因素。应当利用近期贯彻落实新版《证券法》，切实构建完善的法治化市场治理体系，营造各参与主体敬畏市场，敬畏法制的良好氛围，并把这种理念制度化地转变为具体的监管动作和实施流程。从信息披露机制和法治环境的完善，到市场执法能力与违法违规惩戒力度的显著加强，都需要具体落实，且改革动作要快。必须法治化地完善对投资者的保护和赔偿机制。资本市场上交易的证券无论是股票还是债券或其它衍生产品，背后的基础资产都是权益，权益必须能够得到明确的法律界定和保障，从法制制度到法制执行层面全面树立内外主体对中国经济与市场、以及国家治理现代化水平的坚定信心。

第五，夯实国内金融基础设施，有序协同推进金融改革深化，服务国家经济高质量发展，建立并维护开放型、国际化现代金融市场。目前，无论是从服务于我国经济高质量发展角度，还是从进一步扩大开放，建设国际化开放型金融市场的角度，进一步扩大金融市场改革开放都是一项紧迫的议程。无论是从履行中美第一阶段协议，还是满足 MSCI 关于进一步扩容对我国金融场所提出的改革要求，以及从根本上说提升我国综合国家竞争实力的角度考虑，建设一个开放型、国际化的现代金融市场都是一项关键策略。特别地，考虑到我国居民消费需求的不断上升，储蓄率未来将有所下降，我国贸易顺差将稳步收窄，为了实现国际收支平衡，以世界级广阔的国内消费市场为基础，建立高水平国际化现代金融市场，将有利于吸引国际资本持续流入中国，有利于维护新时代我国国际收支的动态平衡。

为了建立并维护一个高水平的开放型、国际化金融市场，夯实国内金融基础设施，有序协同推进金融改革深化是当前亟待完成的重要任务。当前应当在 LPR 改革的基础上，继续推动利率市场化、汇率的清洁浮动，促进经济自发调节内外均衡。最后在市场真实需求充分释放、相关配套基础条件和管理比较完善的情况下，有序放松资本管制，顺势而为逐步实现人民币国际化。

应该继续深化利率市场化改革，进一步完善利率管制，畅通利率传导机制，完善资金市场定价机制。利率是金融市场各种交易对象的主要价格体系，是影响汇率和资本项目开放的一个主要因素，也是影响资本账户开放后货币政策调控机制转型并推进内外经济均衡的一个主要因素，为了最终实现高水平的金融市场国际化开放进程，利率市场化改革亟待深化。利率市场化改革需要建立一整套有效的短中长期基准利率体系，引导市场定价，并改善相应的配套制度，建立竞争性的银行和金融机构体系，培育更多市场主体，使市场主体能够对价格信号做出灵敏反应，使得央行政策利率向金融市场、金融机构定价以及实体经济的传导机制，疏通货币政策传导机制畅通，降低中小企业融资成本。

继续深化人民币汇率形成机制改革。更好发挥市场在汇率形成中的决定性作用，保持人民币汇率弹性，提高人民币汇率中间价形成的规则性、透明度和市场化水平，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，扩大外汇市场对内对外开放。首先要完善以市场供求为基础、有管理的浮动汇率制度，降低央行对每日汇率中间价的干预，增强人民币汇率双向浮动弹性，

保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。其次，为了避免人民币汇率可能发生的超调，可以考虑引入波幅较宽的汇率目标区制度，让汇率水平在更大程度上由市场供求来决定，实现汇率灵活性与稳定性的结合。

在保持人民币汇率基本稳定的基础上稳步推进我国资本项下可兑换。保持人民币汇率基本稳定与稳步推进我国资本项目开放并不矛盾，且稳定的汇率预期有利于减少投机因素的干扰。在人民币汇率形成机制改革尚未结束之前，资本账户开放仍然应该小心谨慎，这需要多项政策配合。一是坚持稳健的货币政策，不搞大水漫灌，使得我国利率维持在合理水平，有利于跨境资金稳定，缓减人民币汇率压力。二是协调推进利率、汇率改革的基础上，推进资本项目开放改革。

现有条件下，可以逐步探索对资本流动的通道审批制管理转向以金融中介机构资本进出账户管理为抓手的新型资本流动宏观审慎管理制度。当前，我国对于资本流动管理实行逐笔交易进出通道审批制度，不利于资金高效进出我国金融市场。可以在加强对金融中介机构，比如证券公司资本流动宏观审慎管理的基础上，对资金进出实行日度账户监控管理的新型机制。在该机制之下，监管机构主要通过对金融中介机构交易账户的资金进出监管，实现对资本流动的整体监控，而不必对具体机构的逐笔交易进行审批。通过强化金融中介机构的主体责任，实现对资本进出账户的宏观审慎管理，有利于通过提升资金进出便利程度的方式激发金融机构对于跨境金融交易的积极性。

在扩大开放的进程中，有效加强我国金融宏观审慎监管现代化水平，防范系统性金融风险。全面扩大金融市场开放，稳步推进资本项目开放需要实时关注资本项目双向开放的风险防范，区分实体经济运行中的正常外汇需求和短期的投机需求，防止汇率的短期波动被投机者利用，防范私人部门的短期外债风险，防范国际资本市场风险传染。进一步改善宏观审慎监管的框架，防止监管空白、监管套利和过高杠杆，坚决防止金融业脱实向虚、自我循环，同时在推动高质量发展中防范化解金融风险。加强市场准入监管，完善信息披露机制；明确监管职责，监管部门责任要简单化、专业化，不应把监管责任和发展责任混在一起。对于模糊地带需要强化协同监管，最大限度避免监管缺位的现象发生。处理好监管与金融创新的关系，补齐监管短板，加强和优化对地方类金融机构、互联网金融等新金融业态的管控模式，加大对非法集资、金融诈骗等严重扰乱金融市场秩序的非法金融活动的打击力度，维护市场秩序和社会稳定。

应该看到，以银行为媒介，以国家信用为背书的间接融资方式支撑了过去 30 年中国经济的高速发展。随着中国经济转型步入新经济时代，以技术进步和服务驱动型增长方式为重点

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_7876

