

宏观研究/动态点评

2019年11月07日

四中全会公报值得关注的新变化

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

程强 执业证书编号: S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

孙欧 执业证书编号: S0570519080007
研究员 010-56793954
sunou@htsc.com

刘天天 执业证书编号: S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

张浩 +86 21 28972068
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观: 降息会带来市场利率下行吗?》
2019.11
- 2 《宏观: PMI 回落, 经济企稳仍待明年一季度》
2019.10
- 3 《宏观: 最让市场满意的一次降息》
2019.10

四中全会公报值得关注的新变化

11月5日,《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》全文发布。我们认为,这一决定对中国未来中长期的制度体系作出了具体设计,其中一些提法的新变化值得关注。我们梳理了15个需要重点关注的点,包括宏观调控体系、现代中央银行制度、城市化发展战略、中央与地方关系、生产和分配制度改革、社会保障和对外开放等方面,这些内容的新提法、新变化会对我国经济发展和制度变革产生较深远的影响。

15个需要重点关注的点(前7个)

我们认为,15个需要重点关注的点(前7个)包括:1、四中全会经济领域的新措辞可以为十四五规划指引方向;2、从宏观调控体系构建看仍然是财政政策和货币政策;3、建立现代中央银行制度,完善基础货币投放机制和利率体系;4、提高中心城市带动城市群发展,大城大国提升资源配置效率;5、市场统一需要适度加强中央事权;6、做强做优做大国有资本,更能够有效推进国企改革;7、首次提出数据作为生产要素分配报酬。

15个需要重点关注的点(后8个)

我们认为,15个需要重点关注的点(后8个)包括:8、提高劳动报酬在初次分配中的比重,减小贫富差距;9、加强资本市场基础制度建设,有效防范化解金融风险;10、首次提出优化经济治理基础数据库;11、构建社会主义市场经济条件下的关键核心技术攻关新型举国体制;12、推动建立国际宏观经济政策协调机制,加强对外开放;13、加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度;14、加强医院、养老、教育等民生领域基础设施建设;15、坚持最严环保制度,提高能源高效利用。

风险提示:政策落地不及预期,经济下行超预期。

四中全会经济领域的新措辞可以为十四五规划指引方向

《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度 推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》(后简称《决定》)中指出,“完善国家重大发展战略和中长期经济社会发展规划制度”。谈到健全我国的宏观调控制度体系时,也强调了“以国家发展规划为战略导向”的重要性。该项决议强调了我国现有的这种规划指导的中长期指导模式仍然是有效的。因此我们认为,十四五规划的重要意义是不容置疑的,明年我国仍然会按照惯例编订十四五规划,设定中国的中长期发展目标,指导2021-2025年的经济发展方向。

从宏观调控体系构建看仍然是财政政策和货币政策

《决定》中强调,“健全以国家发展规划为战略导向,以财政政策和货币政策为主要手段,就业、产业、投资、消费、区域等政策协同发力的宏观调控制度体系。”该决议强调了健全以国家发展规划为战略导向的宏观调控体系的重要意义,对于宏观调控体系的结构也进行了较为明确的阐述。我们认为,从我国宏观调控体系的构建来看,财政政策和货币政策仍是发力的关键点,就业政策、产业政策、投资政策、消费政策、区域政策等其他相关政策则起到辅助和协同的作用。

建立现代中央银行制度,完善基础货币投放机制和利率体系

《决定》中提出,“建设现代中央银行制度,完善基础货币投放机制,健全基准利率和市场化利率体系。”基础货币投放机制方面,2004至2014年,外汇占款是人民银行投放基础货币的主流渠道。而后随着外汇流入的减少,外汇占款总体呈现下降趋势。人民银行自2014年起陆续启动了全新的基础货币投放渠道,具体包括支持小微企业定向降准、PSL、MLF等常见的新型货币政策工具。在当前外汇占款相对稳定条件下,如何更合理地投放基础货币成为央行需要重点思考的问题之一。从长远看,准备金下调过多易导致货币乘数过高,因此央行更宜通过再贷款的方式提供基础货币,并适度探索新工具解决流动性分层的问题。利率体系建设方面,我们认为我国应继续推进利率市场化,用LPR(最优贷款利率)逐渐替代原有贷款基准利率,央行可以通过降低MLF利率引导LPR下行,从而降低企业融资成本,助力实体经济发展。

提高中心城市带动城市群发展,大城大国提升资源配置效率

《决定》指出“优化行政区划设置,提高中心城市和城市群综合承载和资源优化配置能力,实行扁平化管理,形成高效率组织体系。”我们认为,中心城市在带动城市群发展过程中扮演重要作用,2018年11月发布《关于建立更加有效的区域协调发展新机制的意见》明确指出,中心城市对城市群有重要带动作用,京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等城市群对区域板块有重要引领作用。同时,从供给侧审视中国经济的长期增长动力,推进技术创新发展、促发科技周期、实现创新驱动是重要的生产要素逻辑。我们认为,中心城市及核心城市群的未来发展要与发展科技周期相结合,不能只简单的发展三四线城市推动城镇化进程,大国大城以自身较强的教育、科研、技术、产业等禀赋优势,促进产学研一体化,从而在培育创新动能、实现改革创新、促进创新要素流通和配置等方面有突破,实现引领高质量发展、提升资源配置的效率等政策目标。

市场统一需要适度加强中央事权

《决定》要求“健全充分发挥中央和地方两个积极性体制机制。理顺中央和地方权责关系，加强中央宏观事务管理，维护国家法制统一、政令统一、市场统一。适当加强中央在知识产权保护、养老保险、跨区域生态环境保护等方面事权，减少并规范中央和地方共同事权。赋予地方更多自主权，支持地方创造性开展工作。”我们认为，由于地方政府财权有限、事权目标多，各地方政府的行为和目标之间存在交叉与竞争，界限较难清晰分割，需要中央扮演更积极的协调作用。同时，我们认为市场统一需要适度加强中央事权，在知识产权保护、养老保险、跨区域环境保护等层面，如果由地方政府分割管理，容易形成地方保护，可能导致政策目标较难实现。

做强做优做大国有资本，更能有效推进国企改革

《决定》要求“毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展；探索公有制多种实现形式，推进国有经济布局优化和结构调整，发展混合所有制经济，增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力，做强做优做大国有资本。深化国有企业改革，完善中国特色现代企业制度。形成以管资本为主的国有资产监管体制，有效发挥国有资本投资、运营公司功能作用。”我们认为，在推动国有资本做强做优做大的过程中，最重要的不是“资产”，也不是“企业”，而是“资本”，通过更好地发挥国有资本的杠杆撬动作用，做好国有资本的保值增值，提升国有资本的积极作用，有利于放大大国有资本在投资、运营公司等方面的功能，实现做强做优做大目标。我们认为，国有企业过去在解决我国社会主要矛盾中作出重要贡献，在解决新的主要矛盾中也会发挥重要作用；我们认为通过坚持全面深化改革和国资改革的方向与目标，遵循放大大国有资本功能、国有资产保值增值、提高国有经济竞争力等要求，能够更有效的推进国企改革。

首次提出数据作为生产要素分配报酬

从供给角度看，长周期内，影响经济增长的主要变量来自三类生产要素，即技术水平（全要素生产率A），要素投入（劳动力L、资本K、资源T等），以及组织方式（F）。有三种方式可以提高产出：一是推动技术进步A（创新）；二是增加要素投入L、K、或T（增加投入）；三是改善生产组织方式F（制度改革）。中国当前面临的问题是经济潜在增速下滑，需要进行相应的变革来解决中国现有的问题。

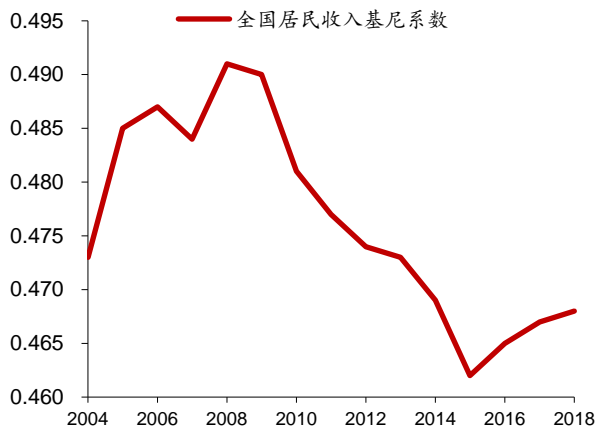
$$Y=A * F (L,K,T,.....)$$

四中全会公报明确提出要健全劳动、资本、土地、知识、技术、管理、数据等生产要素由市场评价贡献、按贡献决定报酬的机制。这是数据被首次提出作为生产要素分配报酬，我们认为此举有利于未来发展大数据，使数据在提升经济潜在增速方面发挥更充分的作用，对冲人口老龄化带来的经济潜在增速下行。

提高劳动报酬在初次分配中的比重，减小贫富差距

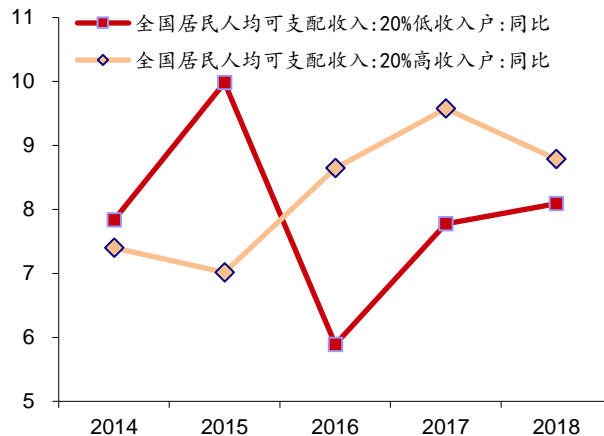
四中全会公报强调坚持多劳多得，着重保护劳动所得，增加劳动者特别是一线劳动者劳动报酬，提高劳动报酬在初次分配中的比重。鼓励勤劳致富，保护合法收入，增加低收入者收入，扩大中等收入群体，调节过高收入，清理规范隐性收入，取缔非法收入。我们认为，当前，中国贫富差距过大，应通过降低个人所得税，提高最低收入标准等多种方式减少贫富差距。企业工资成本上行的压力，应通过减税降费、降低企业融资成本、物流成本等方式对冲。从全球环境看，民粹主义爆发了风险隐患，贫富差距解决的好坏，决定了该国在未来全球竞争中的实力。

图1：全国居民收入基尼系数呈现上升趋势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图2：全国居民中20%高收入户收入增速较高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

加强资本市场基础制度建设，有效防范化解金融风险

四中全会公报指出加强资本市场基础制度建设，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系，有效防范化解金融风险。我们认为，科创板是其中一个较好的示例。科创板在制度设计上借鉴国外，在上市标准上突破连续盈利要求，允许同股不同权等，更利于提高科创企业直接融资比例，提升融资效率。可以说，科创板等制度改革的实施，丰富了资本市场的融资层次，引入了更多的国内外增量资金，在继续完善市场基础制度的道路上又迈进了一大步。未来通过科创板探索出的基础制度优势，可以不断向其他领域进行推广。另外，健全会计、法律、支付、登记结算等基础制度，加大对资本市场失信问题的惩戒力度，有利于防范化解金融风险。发展资本市场的重点仍在于打造完备的基础制度，在此基础上维持市场的正常融资功能，而不是创造人为国家牛市，掩盖市场失信问题。

首次提出优化经济治理基础数据库

《决定》在“加快完善社会主义市场经济体制”的部分，首次提出，要优化经济治理基础数据库。我们认为我国现有的国民经济核算体系，更多的是为国家的宏观调控（财政、货币等宏观政策）提供数据依据和参考，而从经济治理的角度，很多基础数据库目前并不完善，缺乏官方权威口径的统计分析。

我们举例分析，比如在出口领域，需要分析出口企业的贸易数据结构，分析其对于单个国家的集中度数据，以作为贸易谈判的参考；在供给侧改革领域，需要分析企业综合成本与其他国家的比较，以作为制定产业政策的参考等。优化经济治理基础数据库，可以为经济治理提供更丰富、更精准的数据依据，推动完成更有效的要素配置；也有助于完善市场预期引导机制，让市场参与主体更准确，更全面地了解基础数据，制定生产和经营策略。

构建社会主义市场经济条件下的关键核心技术攻关新型举国体制

《决定》指出要完善科技创新体制机制，要弘扬科学精神和工匠精神，强化国家战略科技力量，健全国家实验室体系，构建社会主义市场经济条件下关键核心技术攻关新型举国体制。我们认为，社会主义市场经济条件的科技举国体制不同于计划经济条件的举国体制，未来将以企业为主体、同时更加注重市场导向，让优秀科技创新成果向企业生产端有效转化；并完善科技人才的激励机制，让科技要素在各项资源配置中扮演更重要的角色。

同时，我们认为国家有望继续加大基础研究投入。在贸易摩擦、大国博弈可能升级的背景下，我们仍需完善自身，对涉及国家核心利益的高端领域加大投入。加大投入是触发技术进步和科技周期的必要而非充分条件，我们认为对于从商业角度（投入产出比）市场参与意愿有限的重点领域，国家应给予特别支持，以克服科技领域的市场失灵。

推动建立国际宏观经济政策协调机制，加强对外开放

《决定》指出，要建设更高水平开放型经济新体制。我们认为，中美大国博弈可能是中长期趋势，我们作为全球第二大经济体，在经济领域需要继续加强对外开放，推动建立国际宏观经济政策协调机制，做好整合和团结工作。一方面，《决定》指出要保护外资合法权益，促进内外资企业公平竞争，我们认为需继续健全完善外商投资制度建设；另一方面，我们认为要充分利用好 G20、APEC、东盟 10+3 等国际及区域组织，做好宏观政策协调，避免大国间的战略误判及争端升级，降低贸易摩擦等因素对外贸产业链的负面影响，扩大我国在贸易、金融等领域的国际影响力和话语权，做好互惠共赢。

《决定》同时指出要加快自由贸易试验区、自由贸易港等对外开放高地建设，我们认为上海、广东等自贸区，以及海南自贸港，将继续在吸引外资、区域经济合作、国际商贸物流、开放创新发展等方面起到领头标兵作用，探索形成更深入的对外开放机制。

加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度

《决定》强调“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”，我们认为，加速保障房建设是构建房地产长效机制、城镇化推进及“房住不炒”等政策方针指导下的必然结果。保障房建设属于“类地产”领域，不仅有助于拉动投资、促进信用释放，进而维稳经济增长及就业，更为重要的是，在构建房地产长效机制的框架下，保障房建设核心在于保障民生，补齐民生短板。目前我国保障房需求仍然较大，主要来自：1) 存量保障房需求，如保障性住房覆盖率的提升及人均居住面积提高带来的住房改善需求；2) 城镇化推进带来的增量保障房需求。保障房建设将逐步改善地产市场供需结构，且不违背当前“房住不炒”的整体调控思路。

预计未来我国将大力发展保障性住房，目前，个别地方政府已有相关举措出台。10月23日，据《深圳特区报》报道，深圳市政府召开的有关公共住房专题会议称，2019年内深圳将举行3个批次的公共住房集中开工活动，可建设筹集约2.6万套公共住房，确保完成2019年8万套公共住房建设筹集目标，并且严格限制售价。

保障房建设最核心是资金来源的问题，预计政策性金融工具如PSL资金可能加大对此领域的融资支持。9月27日，金融委第八次会议提出：“发挥好政策性金融机构在经济转型升级和高质量发展中的逆周期调节作用” 此前政策性金融更多集中在重要基础设施、棚

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_9183

