



接力 1993，改革全面重启

农业银行私人银行部
资产配置策略报告课题组

相关事件

2013年11月9日至12日，十八届三中全会在北京举行，审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》（以下简称决定），研究全面深化改革若干重大问题，其中经济改革仍为重要内容，将全面展示国企改革、金融改革、财税改革、人口政策等举措，本届《决定》接力1993，开启全面改革。

事件点评：

《决定》全面布局改革，描绘出了一幅详细的改革宏图，几乎涵盖了全部领域，包括经济体制改革、社会福利改革、政府治理改革以及司法体制改革。其在经济领域的改革范围之大、范围之广超出预期，尤其是在放开准入、对外开放、金融财税、放开二胎等领域取得了里程碑意义的突破。梳理《决定》的相关经济领域改革如下：

一、市场在资源配置中起决定性作用

十八届三中全会明确提出“市场在资源配置中起决定性作用”（历届全会市场是起基础性作用），这一改变背后折射出的是市场机制地位的根本性提升。围绕这一重大变化，市场化理念贯穿在改革的各个环节。（1）投资准入负面清单全面推广，政府审批大幅减少。（2）进一步完善由市场供需交易决定价格的机制，推进能源、资源价格的改革。（3）完善汇率、利率等金融市场要素价格的市场化形成机制，允许民营资本成立中小型银行等金融机构。（4）建立城乡统一的建设用地市场（5）资本市场从审批制走向注册制。

图表 1 历届全会对市场在资源配置中定位的表述

会议	重要内容
十二届三中全会	我国实行的是计划经济，即有计划的商品经济，而不是那种完全有市场调节的市场经济；完全由市场调节的生产和交换，主要是部分农副产品、日用小商品和服务修理行业的劳务活动，它们在国民经济中起辅助的但不可缺少的作用。
十四届三中全会	建立社会主义市场经济体制，就是要使市场在国家宏观调控下对资源配置起基础性作用。
十六届三中全会	更大程度地发挥市场在资源配置中的基础性作用
十七届三中全会	充分发挥市场在资源配置中的基础性作用
十八届三中全会	市场在资源配置中起决定性作用

资料来源：课题组

二、国有企业改革

回顾国有企业改革的历史，国有企业改革有两个关键的时间点：一个是 93 年十四届三中全会，一个是十六届三中全会。而本届三中全会则是国企改革的第三个关键改革时间点其主要表现在以下方面（1）完善国资管理体制，以管资本为主加强国有资产监管,改革国有资本授权经营体制,组建若干国有资本运营公司,支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司。（2）划转部分国有资本充实社会保障基金。完善国有资本经营预算制度,提高国有资本收益上缴公共财政比例，二〇二〇年提到百分之三十,更多用于保障和改善民生。（3）积极发展混合所有制经济，强调国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济。国有资本投资项目允许非国有资本参股。允许混合所有制经济实行企业员工持股,形成资本所有者和劳动者利益共同体。（4）完善现代企业制度；建立职业经理人制度。

图表 2 历届全会对国有企业改革的表述

会议	重点内容
十二届三中全会	在服从国家计划和管理的前提下，企业有权选择灵活多样的经营方式，有权安排自己的产供销活动，有权拥有和支配自留资金，有权按照规定自行任免、聘

	用和选举本企业的工作人员，有权自行决定用工办法和工资奖励方式，有权在国家允许的范围内确定本企业产品的价格等等
十四届三中全会	<ul style="list-style-type: none"> ● 提出公有制的主题地位主要体现在国家和集体所有的资产在社会总资产中占优势，国有经济控制国民经济命脉及其对经济发展的主导作用等方面。 ● 提出建立现代企业制度，以公有制为主体的现代企业制度是社会主义市场经济体制的基础，提出国有企业实行公司制，是建立现代企业制度的有益探索。 ● 提出发展混合所有制，随着产权的流动和重组，财产混合所有的经济单位越来越多，将会形成新的财产所有结构。 ● 允许一般小型国有企业，有的可以实行承包经营、租赁经营、有的可以该组成股份合作制，也可以出售给集体和个人。出售企业和股权的收入，由国家转投于急需发展的产业。 ● 提出对国有资产实行国家统一所有，政府分级监管、企业自主经营的体制。
十六届三中全会	<ul style="list-style-type: none"> ● 坚持公有制的主题地位，发挥国有经济的主导作用。积极推行公有制的多种有效实现形式，加快调整国有经济布局和结构。要适应经济市场化不断发展的趋势，进一步增强公有制经济的活力。 ● 大力发展国有资本、集体资本和非公有资本等参股的混合所有制经济，实现投资主体多元化，使股份制成为公有制的主要实现形式。 ● 完善国有资本有进有退、合理流动的机制，进一步推动国有资本更多地投向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域，增强国有经济的控制力。其他行业和领域的国有企业，通过资产重组和结构调整，在市场公平竞争中优胜劣汰。发展具有国际竞争力的大公司大企业集团。 ● 对自然垄断业务要进行有效监管。建立健全国有资产管理体制。
十八届三中全会	<ul style="list-style-type: none"> ● 坚持公有制主体地位，发挥国有经济主导作用 ● 积极发展混合所有制经济，强调国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济。国有资本投资项目允许非国有资本参股。允许混合所有制经济实行企业员工持股。 ● 完善国资管理体制，以管资本为主加强国有资产监管，改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司。 ● 划转部分国有资本充实社会保障基金。完善国有资本经营预算制度，提高国有资本收益上缴公共财政比例，二〇二〇年提到百分之三十，更多用于保障和改善民生。 ● 完善现代企业制度，建立职业经理人制度。

数据来源：课题组

三、负面准入清单模式为非公有制经济敞开大门

《决定》提出负面清单管理，各类市场主体可依法平等进入清单之外领域；对企业投资项目，除关系国家安全等项目外，政府不再审批。中期来看，准入放开使得民营企业有望进入80%-90%目前受明显限制的行业，民营经济可能在今后十年保持高速增长，提升经济增长潜力。

图表3 历届全会对非公有经济开放的表述

会议	重点内容
十四届三中全会	深化投资体制改革。基础性项目建设要鼓励和吸引各方投资参与，社会公益性项目建设，要广泛吸收社会各界资金。
十六届权重全会	大力发展和积极引导非公有制经济。清理和修订限制非公有制经济发展的法律法规和政策，消除体制性障碍。放宽市场准入，允许非公有资本进入法律法规未禁入的基础设施、公用事业及其他行业和领域。非公有

	制企业在投融资、税收、土地使用和对外贸易等方面，与其他企业享受同等待遇。支持非公有制中小企业的发展，鼓励有条件的企业做强做大。
“旧非公 36 条” 国发[2005]3 号	放宽非公有制经济市场准入。允许非公有资本进入法律法规未禁入的行业和领域，允许非公有资本进入垄断行业和领域；允许非公有资本进入公用事业和基础设施领域；允许非公有资本进入时和会事业领域；允许非公有资本进入金融服务业；允许非公有资本进入国防科技工业建设领域；福利非公有制经济与国有经济结构和国有企业重组；鼓励、支持非公有制经济参与西部大开发、东北地区等老工业基地振兴和中部地区崛起。同时，加大对非公有制经济的财税金融支持。
“新非公 36 条” 国发[2010]13 号	进一步拓宽民间投资的领域和范围。将非公 36 条的 6 大行业准入细化到 18 个行业，进一步降低准入门槛。
十八届三中全会	各类市场主体可依法平等进入清单之外领域；对企业投资项目，除关系国家安全等项目外，政府不再审批。 推进工商注册制度便利化,削减资质认定项目,由先证后照改为先照后证,把注册资本实缴登记制逐步改为认缴登记制。

资料来源：课题组

四、对外开放迈入新起点

从十一届三中全会以来，对外开放作为长期的基本国策，不断地得到深化和拓展。《决定》提出“以开放促改革”的目标和“加快培育参与和引领国际经济合作竞争新优势”的要求。其主要体现在进一步放开投资准入，加快自由贸易区建设和沿边开放等。

图表 4 历届对外开放陈述

会议	重点内容
十二届三中全会	<ul style="list-style-type: none"> ● 十一届三中以来，对外开放作为长期的基本国策 ● 今后继续放宽政策，按照既要调动各方面的积极性、又要实行统一对外的原则改革外贸体制，积极扩大对外经济技术交流和合作的规模，努力办好经济特区，进一步开放沿海港口城市。
十四届三中全会	<ul style="list-style-type: none"> ● 坚定不移地实行对外开放政策，加快对外开放步伐，充分利用国际国内两大市场、两种资源、优化资源配置。 ● 积极参与国际竞争与国际经济合作，发挥我国经济的比较优势，发展开放型经济，使国内经济与国际经济实现互接互补。 ● 依照我国国情和国际经济活动的一般准则，规范对外经济活动，正确处理对外经济关系，不断提升国际竞争能力。 ● 实行全方位开放。继续推进经济特区、沿海开放城市、沿海开放地带；拓宽对外开放的领域，扩大生产要素的流动和交换。
十六届三中全会	<ul style="list-style-type: none"> ● 完善对外开放的制度保障。加快内外贸一体化进程，形成稳定、透明的涉外经济管理体制，创造公平和可预见的法制环境，确保各类企业在对外经济贸易活动中的自主权和平等地位。 ● 更好地发挥外资的作用。抓住新一轮全球生产要素优化重组和产业专转移的重大机遇，扩大利用外资规模，提高利用外资水平。 ● 增强参与国际合作和竞争的能力。继续实施“走出去”战略，完善对外投资服务体系，赋予企业更大的境外经营管理自主权，健全对外境投资企业的监管机制，促进我国跨国公司的发展。积极参与和推动区域经济合作。
十八届三中全会	<ul style="list-style-type: none"> ● 必须推动对内对外开放相互促进、引进来和走出去更好结合，促进国际国内要素有序自由流动、资源高效配置、市场深度融合，加快培育参与和引领国际经济合作竞争新优势，以开放促改革。 ● 放宽投资准入；加快自由贸易区建设；扩大内陆沿边开放，推进丝绸之路经济带、海上丝绸之路建设

资料来源：课题组

五、三农改革

《决定》在三农改革赋予新篇章，明确提出：赋予农民更多财产权利；赋予农民对承包地占有、使用、收益、流转及承包经营权抵押、担保权能；赋予农民对集体资产股份占有、收益、有偿退出及抵押、担保、继承权。加快构建新型农业经营体系。推进城乡要素平衡交换和公共资源均衡配置。建设城乡统一的建设用地市场。

图表 5 历届三农改革问题陈述

会议	重点内容
十四届三中全会	打破城乡割裂；发展乡镇企业；允许农村土地使用权有偿转让；发展适度规模经营；发展农村社会化服务
十六届三中全会	完善农村土地制度；农业服务社会化、体系化；深化农村税费改革，降低农业税率；转移农村富余劳动力
十八届三中全会	形成新型工农城乡关系；构建新型农业经营体系，赋予农民更多财产权利，推进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，完善城镇化健康发展体制

资料来源：课题组

六、财税金融

《决定》的另一方面是财税金融改革。在金融方面的改革：完善金融市场体系，扩大金融业对内对外开放，在加强监管前提下，允许具备条件的民间资本依法发起设立中小型银行等金融机构；完善人民币汇率市场化形成机制，加快推进利率市场化，健全反映市场供求关系的国债收益率曲线。在财税方面，《决定》提出：一方面，改进预算管理制度，实施全面规范、公开透明的预算制度；另一方面，完善税收制度。

图表 6 历届财税金融改革内容表述

会议	重点内容
十四届三中全会	发展以银行融资为主的金融市场；规范股票的发行和上市，并扩大规模；央行不再对非金融机构办理业务；建立政策性银行；金融财税改革尽快迈出重大步伐
十六届三中全会	分步改革税收制度；强化财政管理；赋予地方适当的税政管理权；财政预算体制改革；金融企业改革，推进国有银行股份制改造；健全金融调控，稳步推进利率市场化；完善金融监管
十八届三中全会	改进预算管理制度；完善税收制度；建立事权和支出责任相适应的制度；允许民间资本设立中小型银行

资料来源：课题组

市场影响评估：

《决定》中的改革，其对中国经济中长期前景有积极的影响，其更多体现在可持续性、更有效的增长模式，经济硬着陆或中期内爆发经济危机的尾部风险降低、以及微观层面上居民福利和企业盈利状况改善等。并且改革对各行业的影响在不同阶段可能也不相同。

一、对经济增长的短期影响

《决定》规划的改革措施针对的是未来几年而非几个月，有些改革可能难推进，当中许多措施对于短期经济增长并非全都是利好。首先，**有利经济增长的改革包括**：原则上取消政府对企业投资的行政审批，一些经济社会事项下放地方和基层管理，推进工商注册制度便利化、允许社会资金和外资进入服务业，放开中小城市落户限制、实施土地改革以赋予农民更多权利进行土地交易、发展自贸区、放宽二胎政策、扩大养老金和医保覆盖范围、允许地方政府通过发债等多种方式拓宽城市建设融资渠道、健全多层次资本市场并鼓励金融创新。这些措施可以拉动投资或促进消费，从而会推动GDP更快增长。其次，**不利于增长的改革措施包括**：加强地方政府预算管理，提高国企分红比例、收紧“三公”经费支出，加大资源消耗、环境损害、安全生产、新增债务等指标在发展成果考核评价体系中的权重，调整能源和资源价格（可能推高投入成本），利率市场化和资本账户开放（可能导致资金成本上升），以及推进房产税。这些措施可能会抑制（公共）消费或投资，从而拉低GDP增长。当然，从长期来看这些措施对经济而言并非利空，它们能够提高资源的使用效率、使长期增长更具可持续性。

因此，由于考虑要改革的复杂性和困难性、一些特殊利益集团的阻挠等因素，《决定》的大多数领域改革不太可能取得实质性进展，各个领域改革的不同进展可能会对经济增长带来上行风险。市场预计短期内投资项目审批权下放、放宽户籍和二胎政策以及金融产品创新、允许社会资本进入服务业等进程改革较快，而国企改革、政府预算管理相对较慢。因为这一改革顺序可能会促进投资和经济在短期内更快增长，但也会提高投资过快增长、杠杆过快上升的风险。

二、对经济增长的长期影响：提高经济增长的可持续性

《决定》的经济领域改革力度加大，尤其是在开放准入、对外开放、金融、公共财政、放开二胎等领域，这些改革将实质性地改善市场资源配置的能力和效率、提升增长潜力、减少宏观风险、提升经济中长期的增长潜力和稳定性。因为如果《决定》所勾勒的各领域改革顺利推进，中国经济和社会存在的结构性问题就会得到解决、中国经济有望踏上一条更加均衡、更为持续的发展道路。例如，能源和资源价格改革、国企改革、地方政府财政改革以及房产税的实施应该都会帮助中国经济减少对房地产和重工业的依赖，转变资源和环境消耗型的增长模式。服务业开放、户籍和劳动力市场改革、养老金和医保改革应该会促进劳动密集型服务行业的发展、就业以及居民收入增长，从而促进消费增长。户籍、土地以及社保体制改革也能帮助缩小收入和机遇差距（尤其是城镇和农村人群之间），盘活劳动力市场，降低社会不稳定的风险。

三、对各领域的具体影响

（一）改革措施对各行业的影响进行分析。金融、铁路、互联网、民营医疗、军工配套业、新能源等产业将是改革的最大受益者。具体来说，市政债市场的发展将降低银行所面临的风险，多层次资本市场和资本项目开放将给券商带来新的增长机会；社保改革（养老保险和健康保险的税收优惠政策）将为保险业开拓新的业务空间；放开准入将提高铁路和地铁行业的投资能力和增长速度、并为互联网公司提供进入金融和电讯行业提供机会；民营医疗在单独二胎和准入开放的政策下受益；军工配套业在国企改革及民营资本进入军品领域下激活军工行业的整体活力，有益于军工行业更为市场化、效率化；新能源(如石油、天然气等)将在新的财税和资源价格体系下获得更大的盈利和成长机会。

（二）对各领域的影响分析。改革措施对不同领域的影响各不相同。

图7 改革措施对各领域影响表述

领域	改革措施对各领域的影响
	● 吸收民营资本入股、允许员工持股有助于改善绩效。而竞争加剧、资源能源价

国有企业	<p>格调整后成本上升的影响则偏负面；</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 将国有资本收益上缴财政比例提高到 30%将可能提高资本成本。虽然我们认为随着时间的推移，提高分红比例会改善公司治理、引入竞争会提高经营效率，但这些改革对国企的初始影响可能还是偏负面 ● 提高分红比例可能会采取非常渐进的方式推进、以缓解冲击。
金融行业	<ul style="list-style-type: none"> ● 整套改革方案应会有助于降低经济面临的尾部风险、使中国经济过渡到更平衡更可持续的增长模式，宏观经济利好有利于银行业 ● 资产证券化会改善银行的流动性状况、地方政府财政的任何实质性改善都有望利好银行业，因为这意味着不良贷款积累步伐未来将会放缓。 ● 加快利率市场化意味着存款利率升高、净息差收窄，影响可能偏负面。 ● 其他金融企业，改革IPO制度、发展债券市场、完善各种保险机制，带来利好。而影子银行活动的一部分风险可能分流到其他金融机构。
房地产	<ul style="list-style-type: none"> ● 初步影响是负面：扩大房产税实施范围，房地产投资性需求将会随着持有成本上升、租赁市场供给增加而受到抑制。 ● 房产税的立法和推行仍需时日，缓慢进行，预计大范围铺开可能要到2015年 ● 中小城市户籍放开、土地改革及新型城镇化，支撑未来两年基建和房地产建设。 ● 土地改革加大城市建设用地供给，打压地价，失去了地价不断上涨的支撑。
大宗商品和原材料部门	<ul style="list-style-type: none"> ● 其综合影响可能偏负面；一方面，天然气、石油、电、水、交通运输价格的如期改革有望利好采掘业和公用事业相关的上游企业，但会提高下游企业的原料成本，另一方面，要素价格改革加上国企改革和服务业开放降低中国经济增长大宗商品和能源的密集度。 ● 短期内，户籍改革和城镇化带动的基建和房地产投资给大宗商品带来上行风险。
消费	<ul style="list-style-type: none"> ● “单独二胎”放开所带来的“新婴儿潮”按照人口专家的估计，符合单独政策的适龄人口大约1500至2000万人左右。假设其中一半人口在未来几年愿意生第二孩子，则新增婴儿大约为750-1000万，是一次典型的婴儿潮。婴儿潮在短期内将有益于妇婴用品、乳品、医疗保健、玩具、游戏、婴幼儿教育等行业。中长期将会城市基础设施、房地产、地产系耐用消费品、医疗、教育等。 ● 加强社会保障福利的推进鼓励社会力量 and 私人部门进入、增加服务供给 ● 户口和土地改革有助于提升农村居民和流动人口（农民工等）的收入消费增长 ● 发展服务业和中小企业有助于提升就业和工资收入，从而支持消费增长 ● 存款利率市场化使存款利率提高，有助于提高居民的储蓄回报，支持消费增长。 ● 负面因素：反腐、对政府和事业单位消费和公务支出的严格控制抑制政府消费增长。

资料来源：课题组

免责声明

本报告仅供中国农业银行私人银行（以下简称“本银行”）的客户使用。本银行不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本银行对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本银行于发布本报告当日的判断。在不同时期，本银行可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本银行在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本银行对所述资产买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及资产的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本银行所有，本银行对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本银行同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“中国农业银行私人银行部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

投资是一个风险无时不在的，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行各项交易。市场有风险，投资需谨慎。