太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-03-24

宏观研究报告

中美博弈下“十四五”如何践行“双循环“：兴农村、扩权益、育人才、待创新

宏观研究报告

宏观分析师：袁野

电话：15810801367

Email：yuanye@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1250117080032

核心观点：

中美博弈下对外部环境的担忧再次引发市场波动。原以为在特朗普的百般“磨练”下，我们已经适应了这种变化。看来对拜登寄予的希望还是有点高了。实际上，从政府工作报告对 2021 年经济增长目标的定调，已经表明政府对于外部环境的变化还是有充分的心理准备的。当然除了心里准备，还有具体的应对。我们认为“十四五”规划的完成将开启一个全新的时代。如果只是零星的去看每一点，不免盲人摸象，对每一项改革的认识亦是可大可小。中国提出“双循环”实质上是经济发展的必由之路。而“十四五”规划则是对“双循环”不折不扣的践行。

“双循环”并非是外部环境恶化的被动应对，它是经济发展到一定阶段的必然选择。对于一个经济体的经济发展我认为可以看作是在一个箱体中扩张的气球，箱体是科技给予的边界，或者说是单位劳动生产率的边界，也是康波的最长周期。而气球的膨胀与收缩则是在现有科技水平下经济的增长与衰退。一个良好的经济发展应该是在气球从各个方向向箱体边界无限接近与扩张的同时，努力推进箱体体积的扩大。**对于我们来说，箱体的扩大应该对应“创新是根本动力”，而“双循环”则是气球无限向箱体边界接近的有效手段。**

“内循环”的本质是共富。贫富差距过大可能逐步发展成三个阶段的问题。第一个阶段是高收入者收入增长，而边际消费倾向降低，低收入者收入无增，甚至减少，而边际消费倾向高涨，这种情况尤其是危机过后货币宽松的政策下尤为突出。这一方面并不利于消费增长，甚至可能形成反噬，进而拖累经济扩张。另一方面可能激发民粹主义，甚至引发冲突。当贫富极端分化，经济又进入瓶颈时，就可能发展到第二阶段，即民粹主义。民粹对于政治家来说是绑架，为了应对民粹，政治家有矛盾外移的诉求，这就有可能发展到第三阶段，极端民族主义。因此，共富的理念发展即是人类命运共同体。

扩大进口稳住“外循环”。对于域外的管理，一个普遍的道理，要么制约生产，要么制约需求。在全球军事实力逐步均衡的前提下，面包往往比枪炮更有效。

盘活土地要素，培育壮大新兴产业，提升股权融资是供给与需求联动的关键。首先，农地流转有助于扩张低收入群体——农民的财产性收入，新兴产业扩张创造更多的高收入岗位，二者将显著提升居民边际消费倾向，释放内需的潜力。其次，新兴产业扩张同时带动企业投资降低对政府刺激的依赖，消除消费到投资的传导漏损，同时亦

帮助政府完成由“主导经济”向“服务经济”、刺激投资向刺激需求的转化。第三，金融是实体的润滑剂，依靠权益市场扩大直接融资规模，有助于降低债务风险，平衡各类型实体企业对资金的需求。通过国内外不同融资渠道规模占比的比较，我们认为只有在权益市场规模与企业间接融资规模基本相当，甚至有所超越之时，对于权益市场的支持才能真正的等同于支持实体经济，并具备所谓“长牛”的基础。

2018 年特朗普挑起中美贸易争端时，我们曾写过一篇报告《40 年的改革开放，40 年的思潮激扬——效率与公平的再出发》，报告中详细回顾了 40 年改革开放我们经历的种种“磨难”，然后一次次从“磨难”中浴火重生。当时写报告的初衷就是要增强信心，因为成长的过程从来不是一帆风顺的，我们以为我们现在面对的是最困难的时刻，只是因为过去种种我们并没有经历，将来种种我们还在依据目前的认知判断。就像如果我们站在 2001 年“入世”之际，可能并不会预期外需会有波澜壮阔的扩张，恐怕更多的是对“引狼入室”的担忧。

不管是自信也好，担忧也罢，一轮新的改革已在路上，理解、认知、参与再到驾驭，这才是跟随“国运”该有的姿势。

风险提示：短期内宏观经济政策的超预期退出。信用风险向政府隐性债务扩散。

目录

一、“双循环”是对经济发展瓶颈的突破，不仅仅是为了应对恶化的外部环境 3

（一）对外部环境的认知不能走极端，向“17+1 合作”寻求突破 3
（二）“双循环”是“箱体气球”最优化，是经济发展的必由之路 5
（三）“内循环”的本质是共富，理念的发展是人类命运共同体 6
（四）扩大进口稳住“外循环”，没有永远的敌人，只有永远的利益 7

二、总供给的要素市场改革 9

（一）劳动力要素改革重点在适应时代的人才培养与引进 10
（二）权益市场的扩容时期将以稳为主 11
（三）农地流转盘活土地要素 13
（四）基础研究+绿色+传统产业升级改造+新兴产业，从短期到长期的创新 14

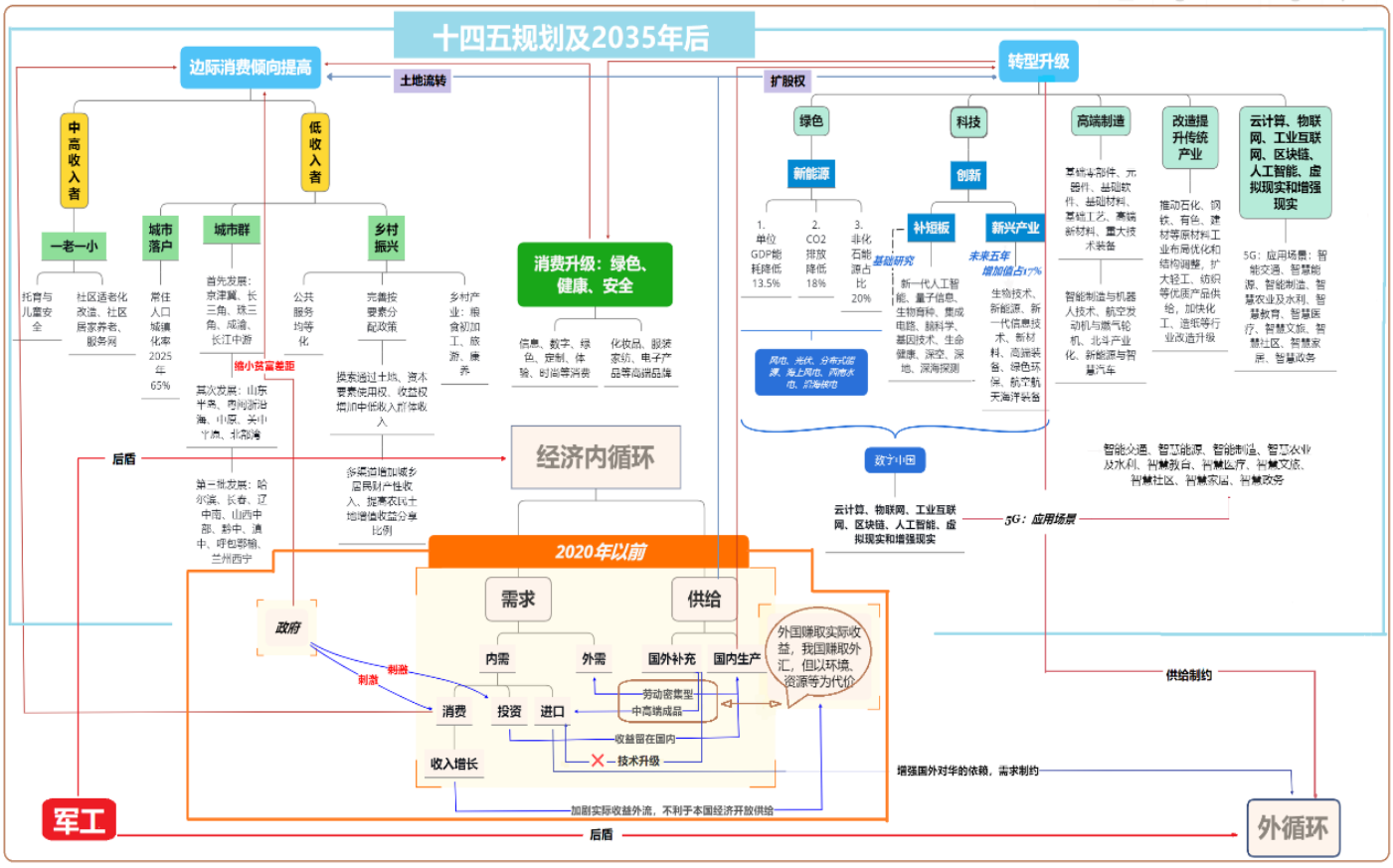
三、需求侧的变革——富农、兴新、减负 17

（一）劳动者报酬向消费的转化 17
（二）营业盈余向投资的转化——企业投资由基建带动向产业扩张带动 22
（三）完善税制，扩大税源替代隐性发债收入向政府有效投资的转变 23

图表目录：

图 1：“十四五”规划纲要及二〇三五远景规划系统图 1
图 2：“箱体气球”示意图 7

图 1：“十四五”规划纲要及二〇三五远景规划系统图



中美新一轮谈判还是在争论声中开始了。“得益于”特朗普政府对我们的百般“磨练”，对于此次谈判，从今年经济增速的目标看，相信我国政府已经做好了充分的心理准备。唯一比较超预期的可能就是“美国连最基本的外交礼仪都不顾”了。美方提高嗓门威慑这一招，应该已经不新鲜了。“有理不在声高”，大到两个国家，小到路边打架，往往叫骂最凶的，反而是底气不足的表现。我们不盲目乐观，也不妄自菲薄，只是想想，在这场不可避免的博弈中，我们能怎么突破。再结合“十四五”的规划，验证我们的想法，并从中寻找投资的线索。

一、“双循环”是对经济发展瓶颈的突破，不仅仅是为了应对恶化的外部环境

（一）对外部环境的认知不能走极端，向“17+1 合作”寻求突破

2020 年 5 月 14 日，中共中央政治局常委会会议首次提出“构建国内国际双循环相互促进的新发展格局”。上世纪末，亚洲金融危机，导致我国内需扩张困难。2001 年 12 月 11 日，我们重返世贸组织，依靠外需扩张的路径，让中国的经济迎来了一波近十年的快速增长。2018 年，美国特朗普政府主动挑起对华贸易争端，外部环境开始显著恶化。因此，提到“双循环”很容易让我们想到，这是在美国的逼迫下不得已而为之。也因此，

请务必阅读正文之后的免责条款部分

我们实质上并没有准备彻底改变对“改革”的认知，而是或多或少寄希望于拜登，希望他主政后按套路出牌，再回到奥巴马时期甚至是更早的中美“蜜月期”。可能么？我们在去年写报告预期美国大选时，曾豪不犹豫的给出特朗普即将胜选的判断，实际上这已经不是理性思考了，更是一种强烈的退而求其次的期盼。因为不管拜登此人对华态度如何，都无法改变美国政府对华的战略转变。换句话说，美国如果能按照某一个总统的想法而改变治国理念，那美国就不是美国了。而对于我们来说，拜登对于特朗普更差的地方就在于他要重新“团结”所谓的“盟友”。因此，拜登入住白宫还不足百日，昔日“盟友”就纷纷开始了态度的转变。日本与美国重新“狼狈为奸”，钓鱼岛已经几年不提的问题，又重回热点。欧盟成员国大使 17 日协商同意，就所谓新疆人权问题对中国实施制裁，这将是近 30 年以来，欧盟首次对中国实施制裁。这就是美国民主党的所谓“价值观”，这就是拜登会给我们带来的更多的“麻烦”。

对于拜登上台以来中美之间的首次交锋，市场的表现应该还算相对正常。而对于欧洲挑起的所谓制裁，市场可能开始不淡定了。这件事**我们认为需要从三方面辩证的看，首先，如果美国决意与中国正面强力交锋，那么此次所谓的“人权制裁”不应该由欧洲挑起，然后英美澳跟风。这一方面是美国在“炫耀”自己的同盟关系，进而给对手施压。另一方面美国不首先挑起争端，也是给自己留有余地。因为如果美国首起争端，一旦无法全胜，就可能引发其“盟友”对“领导者”能力的质疑。不恰当的比喻，类似于美国对叙利亚与利比亚武力介入，不把自己直接陷入泥潭，还给自己留下回旋的余地。其次，制造所谓“人权制裁”，更多的是对一国内政的无端指责与干涉，但从对经济的影响看，应该远不及特朗普发动的贸易战更为直接。在全球疫情逐步恢复，前路依然坎坷之际，直接与中国这个需求大国挑起经济争端，与谁都不利，除非这个国家或地区完全由民粹上升的狭义民族主义所控制。第三，拜登目前的重心仍在国内，如果拜登此刻就决定祸水东引，应该只是希望拖住中国向前的脚步。除非美国国内疫情真实情况已不可控，才可能使用转移国内视线的惯用伎俩。有鉴于此，我们认为市场对欧洲挑起的所谓制裁反应过度了，超调了。**唯一可以认同的解释就是对拜登预期太好了，预期发生偏差了。但是实在有必要分清楚争端是“确实影响”还是“表面叫板”。

从长远看，中美之间，已经不是哪个总统能改变了的，它是世界第一对地位不保的过度担忧，是对既有状态发生改变时的恐惧。所以，美国不停的在指责中国，现在不是都挺好么，为什么要逐步改变它。而对于中国，闷声发大财可能么？最简单的，GDP 数据是摆在世人面前的，沿海城市的发展是有目共睹的，军事装备是肉眼都可见的，藏得住么。所以不要再寄希望与哪一个总统，不要再有不切实际的幻想。现实如此，**坚定发**

声也是一种策略，震慑其“盟友”，促其重回中立。同时也要建立一个对外合作的榜样做“诱饵”，重心可以向中国——中东欧“17+1 合作”转移，比如此次同样作为欧盟成员国的匈牙利，其外长在布鲁塞尔举行的欧盟成员国外长会议上就提到“欧盟新的制裁是极其有害的，这将进一步危害欧中合作。如果能将合作根植于理性的土壤，那欧盟将会受益匪浅”。世界大势，分分合合，不要因为中欧签订投资协定就拍手叫好，一有风吹草动，就惊慌失措，心本无生因境有，应作如是观。再回到“双循环”，对我们这个外向型国家，受到如此大的外部压力，提出“双循环”，不能不说有外部环境改变的考虑，但绝对不是主要原因。

（二）“双循环”是“箱体气球”最优化，是经济发展的必由之路

循环，借用系统论的观点，即一个系统其所能发挥的功能和赖以存在的条件相匹配。如果二者完全匹配，那么就是一个标准的“内循环”，如果二者完全不匹配，那么就是一个“外循环”。但是，无论是在自然界还是在人类社会，无论是哪个经济体，完全的内循环是不存在的，一个系统总是要同外界交换能量和信息。并且，纯粹的外循环也是不存在的，完全依赖于外界条件来维持自己系统的正常功能，是十分脆弱的。一个系统的常态是内外循环并存，以强健的内循环作为支撑，以活跃的外循环作为配合。

“双循环”应该是每个国家经济发展到瓶颈阶段的必由之路。对于一个经济体的经济发展我认为可以看作是在一个箱体中扩张的气球，箱体是科技给予的边界，或者说是单位劳动生产率的边界，也是康波的最长周期。而气球的膨胀与收缩则是在现有科技水平下经济的增长与衰退。一个良好的经济发展应该是在气球从各个方向向箱体边界无限接近与扩张的同时，努力推进箱体体积的扩大。

箱体的扩大应该对应“创新是根本动力”，而“双循环”则是气球无限向箱体边界接近的有效手段。能不能单独依靠外需？其实最初的“循环”战略就由外循环而来。改革开放之初，刺激中国经济发展的主要是内部改革释放出的压抑已久的城乡需求，彼时中国与国际的联系并不紧密，出口工业迅速发展，但远未成为主流。到 80 年代中期，我国决策层开始捕捉到大力发展出口这一重要机遇。1985 年，赵紫阳总理在批示国务院办公厅调研室的报告时指出，“我们应当实行沿海地区国际大循环战略”，这是“国际大循环”在我国落地生根的重要节点。1987 年，时任国务院十年规划专家小组成员的王建，在光明日报发表《选择正确的长期发展战略——关于“国际大循环”经济发展战略的构想》一文，引起中央重视，代表着当时经济界的声音。文中指出，“我国经济发展应走国际大循环的道路，简而言之，就是大力发展劳动密集型产品出口，在国际市场换回外汇，为重工业取得所需要的资金和技术，再用重工业发展后积累的资金返回来支援农业，

从而通过国际市场的转换机制，沟通农业与重工业的循环关系”。沿海先行、国际循环，成为当时的主流思潮，1992 年中共十四大《公报》就决定要“加速广东、福建、海南、环渤海湾地区开放和开发，力争经过二十年的努力，使广东及其他有条件的地方成为我国基本实现现代化的地区”。伴随着入世，中国的经济在国际贸易的带动下飞速发展，在世纪之交改革大改革的背景下，依靠外循环实现了经济飞跃式发展。但 2008 年金融危机以来，国内国际形势的变化凸显了“单循环模式”不足之处，**过度依靠外循环成为了我国经济的软肋。而长期以来外循环的红火又掩盖了内循环的长期不畅，简单的加以刺激往往遗祸无穷，最终变成长痛。一旦发生危机，就要与需求国一荣俱荣，一损俱损，难言自主可控。**再递进一步，即便假设我们是独领风骚的外向型经济体，在全球经济良性发展阶段当然大家是相安无事。一旦全球经济遭遇危机，如果依然一家独大，势必造成其他外向型经济体的抵制而引发冲突与矛盾。因此单纯依靠外循环不可取。是不是可以完全依靠内需？近代中国作为占全球 GDP 四分之一的国家，在闭关锁国之下的遭遇已经可以证明完全依靠内需同样不行。这就是我们一直倡导要继续深化开放，加深全球合作的原因。

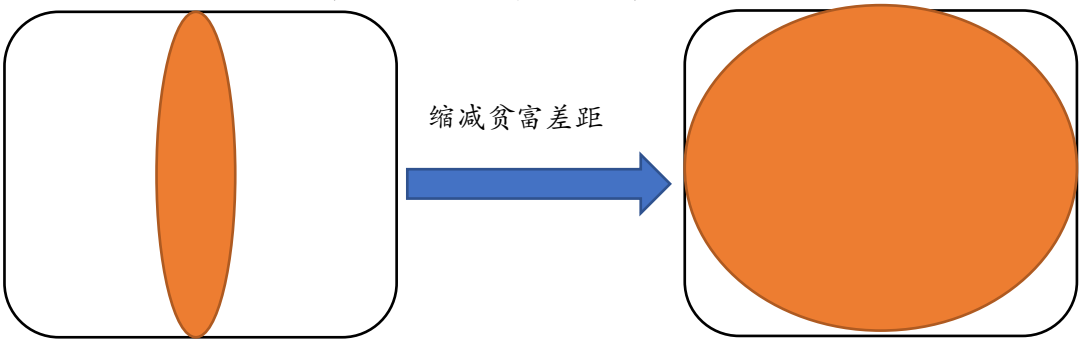
（三）“内循环”的本质是共富，理念的发展是人类命运共同体

“内循环”的根本是共富。效率与公平本就是经济学中的一对矛盾体，在经济发展的不同阶段，效率与公平应该是轮番发挥作用的。而**中美两国可以说都面临效率优先，忽略公平的经济发展制约。在这种情况下，箱体中的气球是椭球体，球的两端可能已经接近箱体的边界，但其他方向空余的部分，却因忽略公平而无法使气球膨胀达到最大化。**效率与公平映射到消费上，则对应这收入增长与边际消费倾向提高的边际效用变化。经济发展初期，效率优先，全社会收入进入快速扩张期，这时收入的快速扩张带来的消费增长，可以忽略贫富差距的拖累。当经济发展在现有科技水平下进入成熟阶段，收入扩张开始放慢，消费增速递减，**贫富差距的拖累就会逐步显现，这可能逐步发展成三个阶段的问题。第一个阶段是高收入者收入增长，而边际消费倾向降低，低收入者收入无增，甚至减少，而边际消费倾向高涨，这种情况尤其是危机过后货币宽松的政策下尤为突出。这一方面并不利于消费增长，甚至可能形成反噬，进而拖累经济扩张。另一方面可能激发民粹主义，甚至引发冲突。**2017 年美国总统特朗普入主白宫后，对于民粹的讨论开始增多，尤其是新冠疫情突发，人们开始拿目前全球的状况与一战、二战前进行对比。悲观的学者甚至认为全球有滑向局部战争甚至全面战争的风险。**也就是说当贫富极端分化，经济又进入瓶颈时，就可能发展到第二阶段，即民粹主义。**

什么是民粹主义？民粹主义也叫平民主义，它表面上以人民为核心，但实际上是最

缺乏公民个人尊严与个人基本权利的观念。民粹主义者崇拜“人民”，但他们崇拜的是作为一个抽象整体的“人民”，而对组成“人民”的一个个具体的“人”却持一种极为蔑视的态度。民粹主义者反对权威，但他们又容不得反对派，甚至容不得“旁观者”。俄国民粹派当年有句名言：“谁不和‘我们’在一起，谁就是反对‘我们’；谁反对‘我们’，谁就是‘我们’的敌人；而对敌人就应该用一切手段加以消灭。”民粹现象的根源应是贫富极端分化。《管子·牧民》中有“仓廪实而知礼节，衣食足而知荣辱”。**缩小贫富分化，由公平发挥主导作用，有助于在社会总体收入提高困难之时，提升全社会边际消费倾向，进而提升消费，达到经济扩张的目的。经济扩张又反过来提升社会总收入，形成良性循环，同时消除社会的阶层矛盾。所以我们开展了扶贫，扶贫之后又全面接续了乡村振兴。这绝对是再次激发效率的必要准备。同时也是“外循环”破局的关键。民粹对于政治家来说是绑架，为了应对民粹，政治家有矛盾外移的诉求，这就有可能发展到第三阶段，极端民族主义。**一旦发展到这个阶段，最先出现的可能就是对全球合作的质疑，之后单边行动、以邻为壑大行其道，最终发展到局部冲突或全面战争。所以我们在消除国内贫困的同时，提出人类命运共同体，不仅关心自己的发展，同时呼吁关注全球人民的共同福祉。

图 2：“箱体气球”示意图



（四）扩大进口稳住“外循环”，没有永远的敌人，只有永远的利益

“内循环”根本任务是共富，外循环该怎么破局？外部环境复杂，我们在上面提到不能在对美抱有不切实际的幻想。**如何在民主党重新拉拢盟友的困局中突破。一个普遍的道理，要么制约生产，要么制约需求。在全球军事实力逐步均衡的前提下，面包往往比枪炮更有效。**但面包的有效又离不开枪炮这个后盾。践行这套逻辑最好的莫过于美国。

20 世纪上半叶，美国工业迅速发展，逐渐成为主要顺差国之一，这一趋势因二战得到了加强，在战中，美国大量向盟友输出商品，战后复苏，美国凭借其绝对完备和发达的工业能力，成为最大的出口国家。

直到二十世纪六七十年代，美国的国际收支形式出现逆转，原因在于其进口迅速增加，并最终超过出口，其结果就是美国长期以来成为世界上最大的贸易逆差国。但我们也要看到，长期的贸易逆差，并没有根本上改变美国全球霸主的地位，也没有阻碍美国经济的持续发展。甚至在 90 年代美国还迎来了冷战的结束，成为世界的绝对一极。

在美国从顺差国转向逆差国的过程中，美国巧妙地运用了自己逐渐成为世界最大消费市场的有利地位，将大量产业“外包”给外围国家，并在这个过程中牢牢地占据主动，充分发挥自己作为“世界最大买方”的力量，将自己进口的产品转换成了国际影响力。

美国利用进口武器最直接的实例即是日本。二战后，日本百废待兴，经济陷入极度困窘之中，广大平民陷入赤贫。左翼力量风起云涌，1947 年，日本社会党组阁，形成战后的左翼内阁，开始向苏联阵营靠拢。在冷战大背景下，美国大为担忧，不久后，朝鲜战争爆发，美国敏锐的窥见了自己市场需求的巨大力量，开始大量向日本派发订单，带来了日本的“战争景气”，从 1950 年上半年到下半年，日本前 600 家大企业的利润总额从 137 亿日元上升到 407 亿日元，到 1951 年上半年，又暴涨至 1086 亿日元。仅 1950 年 7 月，日本就为美军制造了 6000 多辆军用卡车，战争景气可见一斑。日本首相吉田茂激动地宣称，“再见吧，靠典当度日的日子”。

但是，当日本选择了依靠美国市场走出战争的废墟，并选定“出口立国”“贸易立国”的路线时，也就决定了日本对于美国的附属地位。到 20 世纪六七十年代，以尼克松时代美国对日制裁纺织品行业开始，日本连续六次争端，均以日本全面退让结束，这是因为作为一个出口国，其面临着国际市场各个外向型国家的激烈竞争，这里面包括先进的欧洲国家，也包括后进的东亚四小龙和中国，这更造就了美国作为国际市场买方的优越地位，因为美国可以不买，但是日本无法选择不卖，只能步步退让，以“自愿出口限制”吞下苦果。

日本不是一个孤例，美国作为世界最大的消费国，其市场全面开放的诱惑力是巨大的，但是一些国家得到了美国的市场，却失去了自己的国际经济、贸易政策的自主权。20 世纪 80 年代，国际油价开始回落，墨西哥陷入经济动荡之中，加之最终墨西哥湾原油探明储量竟大部分分布在美国领海内，墨西哥的国际融资陷入极度困难。

1992 年，墨西哥满怀希望地签署了《北美自由贸易协定》，美加墨三国开始迅速放开贸易壁垒，庞大的美国市场向墨西哥敞开了怀抱。1994 年协定生效，从 1993 年到 2004 年，墨西哥对美出口增长了 234%，达到了 1360 亿美元，墨西哥光荣地宣称，自己已经成为“世界第七大出口大国”。

但是，在获得美国市场的同时，墨西哥付出了沉重的代价，美国以农业公平竞争为

理由，迫使墨西哥放弃了对于农村土地村社集体共有的制度，以吸引国际投资为理由，迫使墨西哥迅速开放了资本金融账户。其结果就是，墨西哥农民失地日益严重，国内贫富差距不但没有随着出口而更显平均，反而更加恶化；美国资本迅速进入墨西哥大肆收购，许多行业都被美国企业控制，墨西哥对美出口最主要的就是汽车，但主要的企业均为美国车企的墨西哥工厂，这对于墨西哥的整体技术进步和产业结构调整毫无益处。大量企业被美国控制，也使得原来拥有大量国有企业和集体企业的执政党墨西哥革命制度党失去了经济上的支持。2000 年，在失地农民和外国资本的反对声中，执政 71 年的墨西哥革命制度党转瞬之间垮台。

美国除了制约全球需求，还通过技术领先制约全球供给。阻碍我国芯片产业发展的例子无需赘述。另外，美国的军事力量也在间接或直接的为经济霸权服务（具体实例参考报告《1980 年以来美国因何而战》）。

可见，**扩大进口未必是坏事。其一方面有利于利用国内庞大的内需市场（这是缩小贫富差距对外循环的支撑）拉拢外向型经济体成为盟友，同时也可缓解人民日益增长的物质文化需要。另一方面，逆差有助于人民币的对外输出，推动人民币国际化。**不利的一面则可能会冲击国内产业（这也是“入世”时，对于“引狼入室”的担忧）。消除这个不利因素，要再学习美国。美国货物贸易逆差总体呈现不断扩大的趋势，服务贸易则长期保持顺差。而美国持续巨额贸易逆差并不能说明美国产业国际竞争力的下降，其主要产业特别是服务业仍保持国际竞争优势。与世界平均水平和其他国家相比，美国产业集中度较高，大多数制造业和服务业都处于全球价值链分工的优势地位，总体向附加值更高的下游环节移动，优势不断得到加强。尤其在知识密集型和资本密集型产业方面，竞争优势尤为明显，持续贸易逆差未对美国产业国际竞争力造成负面影响。所以，**我们在“入世”时对“引狼入室”的被廉价劳动力化解了。现在就需要靠创新、发展高端制造业来化解。这不仅有利于我们保持国际竞争力，同时也是打破“封锁”的利器。当然这一切的背后还需要有强大的军力后盾。**

我们对于贸易顺差不应再抱有绝对信仰，“十四五”不再提经济增长目标，而二 O 三五“翻一番”的任务都指向了人民币升值。扩大进口稳住外循环，应是非常之时的非常之举。

以上从更为宏观的角度对“十四五”践行“双循环”的理解，下面我们从总供给的角度细化。

二、总供给的要素市场改革

缩小贫富差距对“内循环”的推动是消费量的简单扩张。供给革新或生产升级则是

重“质”的同时激发新的消费升级，即供给创造需求。谈到总供给，无非劳动力、资本、土地、全要素生产率。按照“箱体气球”的模型，劳动力、资本、土地是气球的扩张态，全要素生产率则是箱体的边界。我们认为**在从旧有经济模式向高水平创新买进的过程中，还有一步重要衔接，或者说一个大的红利，就是学习的红利。毕竟我们不是跑在第一，美国有我们更值得学习的地方。**

（一）劳动力要素改革重点在适应时代的人才培养与引进

劳动力的改革重点不在催“生”，它同样是为经济革新服务的，同样的重点在提“质”。主张催“生”的观点，是对维持养老体系，劳动力数量缺失，房地产未来需求下滑的担忧。这是结果，不是动因，“因”在产业变革，在创新，劳动力是要适应，不是改变。而创新并不是一蹴而就的，首先它需要有一代人才的积累。我们看“十四五”规划纲要中提到最多的就是人才。“人才”这个概念不是一尘不变的，与时代要求，与经济发展相匹配则容易被判定为“人才”。比如，品德优秀又兼具豪门氏族优势的人在隋之前是标准的“人才”。写八股文写的好的，从唐至清算“人才”。民国时期被讽刺最多的反而也是“孔乙己”之流。“新文化”运动掀起“反孔教、反文言、抵制儒家学派”的思想文化革新、文学革命运动。胡适先生的一首现代诗《蝴蝶》也成了当时的名作。改革开放以后，80 后的一代被认为是压力最大的一代，其实不止 80 后，60 后，70 后，90 后，00 后以及 10 后可能都会面临困境，归根结底是中国改革开放以后经济发展太快，革新太快，我们的学习认知模式不足以让我们在每一个 10 年都被认定为“人才”，所以也有随时被淘汰的风险。回想改革开放以来，我国经济发展的主要模式是加工为主，劳动密集型企业为主。这需要应试型的人才，需要螺丝钉式的人才，需要程序化思考，不在程序负责的一环中犯错就足够了。未来以创新为主，程序化的人才并不是完全不需要，它需要将成熟产业自然承接给相对落后的地区，产业的梯队也需要“人才”形成完整的梯队。曾几何时，60 后，70 后的父母一代在建国后科研蓬勃发展的阶段认为“学好数理化，走遍天下都不怕”，而下一代 80 后中学习数理化基础科学的，往往是教书育人，或者被金融业吸收已经算是“物尽其用”了。这也是时代造就英雄，时代的需求不同，“英雄”用武之地不同。80 年以后，学习经济金融专业才是最大的热门，直到以华为为代表的科技型企业重新崛起，基础科学才再一次受到青睐。“十四五”规划纲要中提出“增强学生文明素养、社会责任意识、实践本领，重视青少年身体素质和心理健康教育。鼓励高中阶段学校多样化发展，增强职业技术教育适应性。探索中国特色学徒制，大力培养技术技能人才”。国家对教育、人才的定义已经在发生变化，一切服务于创新将是未来至少 20 年的主题，新的变革已经开始，“行行出状元”将越来越真实。

诚然，劳动力的结构变革，也要重视引进与替代，美国的移民制度值得借鉴。美国是一个移民国家。从 1607 年英国在北美建立第一块殖民地——弗吉尼亚开始，就有了第一批移民。南北战争结束以后，1860—1900 年间，进入美国的外来移民有 1400 万之多。到美国信息产业蓬勃发展 20 世纪末外国出生的美国人就有 2700 万，约占美国总人口 10%左右。

20 世纪末，美国经济成长的 1/3 来自信息产业，而美国国内人才只能满足 1/3 左右。1990 年美国颁布了新的移民法，将每年的移民限额增至 70 万，各国每年限额为 5 万。美国国会 1998 年通过法案，将 1999 年和 2000 年 H—1B 签证（美国从 1990 年开始发放 H—1B 签证，专门用于吸收具有特殊技能的国外人才）名额从过去的每年 6.5 万人增至 11.5 万人。另外美国在 1990—1995 年原苏联解体期间，吸引了许多科学家和高智力人才，仅 1995 年进入美国的移民就达 72 万。美国移民规划局的数字显示，1999 年获得 H—1B 签证的外国人达到 11.5 万。其中印度人占 46%，中国占 10%。在美国的电脑领域，50%以上的博士是外国人。微软和 IBM 的研究及技术人员中就有将近 7%出生在美国以外的国家和地区，特别是来自中国内地、台湾和印度。据 1990 年人口统计资料表明，外国出生的在美华人中，有自然科学工作者 8338 人，工程师 34444 人，数学、电脑专家 16000。

外来移民除助推美国信息产业发展外，在农业生产上，大批移民的涌入和向西迁移，也促进了美国西部地区开发。外来移民中的西欧和亚洲大量富有经验的农民为美国带来了先进的生产技术。南北战争后，1860—1900 年 40 年间，以阿巴拉契亚山脉以西的农场数为例，1850 年在全国农场总数中所占比例为 49.1%，1900 年西部农场总数已经增加为 409 万个，占全国总数的的 71.4%，资产占全国农田资产总值的 78%。正是外来移民促使了美国农业特别是西部农业的发展。使美国耕地面积由四亿零七百万英亩增加到八亿三千多万英亩，新垦殖的面积就超过了英、德、法三国耕地面积的总和，成为世界上最大的小麦、玉米供应国。

引天下人才为我所用，我们的创新或者补短板，要想缩短与美差距，同样需要将人才视野扩至全球。“十四五”规划纲要提出“全方位培养、引进、用好人才，造就更多国际一流的科技领军人才和创新团队”。在培养、吸引、用好人才方面，我么应该拿出搞基建的力度，让“基建狂魔”变成“创新狂魔”。

（二）权益市场的扩容时期将以稳为主

对金融财税的改革，“十四五”纲要中提的并不多，是因为从“十八届三中全会”开始，我们就一直在完善。此次重点提到对实体、创新、绿色、农村的支持，以及金融风险的防范。政府工作报告中更是提出金融要守好实体服务的本分。**实际上为实体服务**

与资本市场成长并不矛盾，只是我们的直接融资市场规模相对不足，并没有成为融资主力，因而资金进入资本市场有虚拟空转的嫌疑。

2015 年 3 月 12 日，时任中国人民银行行长的周小川在十二届全国人大三次会议记者会上表示，资金在金融市场中自我循环就都是脱离实体经济的观点也是不准确的。金融的大量活动都是在进行资源配置、为实体经济直接或间接进行服务的，但是确实有一些个别金融产品会陷入纯粹投机性的目的，这个我们是要加以防范的。全球比较起来，中国是最强调金融为实体经济服务的，我们目前通过货币政策和金融市场进行的大量活动总体上和实体经济是高度相关的。应该说周小川的这句话也直接助推了 2015 年的牛市，之后发生的事情，当然也是有目共睹的。

中国为什么还没有所谓的“长牛”？我们换个角度理解一下。纵观全球，主要经济体中中国股票市场的表现相对较差，首先其牛市往往“来也匆匆，去也匆匆”。其次也不具备经济晴雨表的作用。**我们认为可能是中国权益融资规模依然较低所致。**美国 2019 年的股票总市值为 30 万亿美元，其工业企业贷款余额仅为 2.6 万亿美元，企业权益融资是信贷融资的 11.5 倍。日本 2019 年股票总市值为 6.2 万亿美元，其信贷加票据余额为 4.83 万亿美元，企业权益融资是信贷融资的 1.3 倍。德国 2019 年股票总市值为 2.1 万亿美元，其非金融企业信贷融资余额为 1.2 万亿美元。权益融资规模是信贷融资规模的 1.75 倍。而中国 2019 年权益市场总市值还不足 60 万亿人民币，2020 年有了较快的增长，目前总市值已突破 80 万亿。非金融企业信贷与票据融资总规模 2019 年为 108.5 万亿，2020 年为 125.5 万亿，股权融资 2019 年仅为信贷融资的 54.4%，2020 年这一占比提高为 63.7%。**如果权益融资占比较高，表明实体企业融资多在股权市场融资，这样，资金向权益市场流入，首先有助于企业完成融资。其次也不存在对资金空转的担忧。第三，央行货币政策直接作用于权益市场。当货币政策宽松时，不仅能够帮助企业进行权益融资度过难关，同时也有利于投资者分享相应的收益。第四，可助力央行完成利率调控体系，避开间接融资中国企与地方政府融资优势导致的利率结构扭曲。第五，以扩张权益融资规模能够帮助企业降低杠杆率，且随着股权融资参与企业范围的扩大，权益市场也将真正成为经济的晴雨表。**

反过来同样，在中国股权市场规模仍没有达到起码的与信贷市场平分秋色时，资金向资本市场流入，往往被划入风险防范的领域，是防止资金脱实向虚的范畴。因此，在权益市场完成扩容之前我们很难看到长牛的迹象。一个好的现象是，2020 年股权市场市值已经开始了快速增长，这一阶段应是存量企业蜂拥上市的阶段，尤其是我国庞大的国有企业。因此，解决上市“堰塞湖”需要的是维稳，比如将指数维稳在 3400-3600。待

国企改革完成，存量企业上市逐步消化，股权市场第一阶段扩容结束，其地位足以与信贷市场平起平坐时，长牛的基础才具备，长牛才有可能。

另外，在目前这个阶段恐怕也很难择出一个或几个行业的大逻辑。我们的理解是，我们与已达到发达水平的国家改革模式略有不同。发达国家的改革是经过几百年的“自然进化”，其改革没有很强的急迫性，更属于市场化行为。而我们需要的是追赶，要在短短几十年内取得别人几百年的成就，这种改革模式可能更多的需要“有形的手”参与。改革开放四十年来，我们有很多大的变革，而非市场化的变革可能就会导致每逢变革方向未知的情况。如 2001 的入世，“引狼入室”的担忧同样很大，有兴趣可以参考我们的报告《40 年的改革开放，40 年的思潮激扬——效率与公平的再出发》，看看改革开放四十年来我们每一次“惊心动魄”的变革。何况这一次我们的改革是以创新为主，这个目标不像拉动外贸、基建、房地产那么具体，让我们容易把握，因为创新并不是政府投资就能有结果的东西。因此，与之相匹配的宏观经济政策同样也是摸索阶段，即要在支持创新的基础上，防止经济滑坡，调控难度之大可想而知。在这种情况下，价值投资的“价值”应该会凸显。未来方向不明确就有两种选择，要么看目前优秀企业的长期投资价值（风险相对较低），或者培养成长性公司的成为未来优秀的企业（风险相对较大）。这种时候最不应该较一时之短长，将收益看长远，这才是跟随“国运”该有的姿势。

（三）农地流转盘活土地要素

上面我们在以“箱体气球”比喻经济发展时认为在科技实质性进步之前，效率与公平需要交替发力，在贫富差距过大时，需要以公平为主，提升全社会边际消费倾向，进而达到扩大消费，扩大内需的目的。对消费拉动我们在需求端的“十四五”规划中讨论。在供给一侧，要通过土地流转，盘活土地要素。**自然资源部数据显示，我国城镇建设用地面积为 91612 平方公里，而农村建设用地面积为 191158 平方公里，其中农村宅基地面积 13 万平方公里（约 19500 万亩），约占 70%。全国政协经济委员会副主任杨伟民曾指出，截至 2019 年农村空置宅基地有 3000 万亩，相当于目前所有城市建成的 37%，比城市目前所有的住宅用地的总量还多。**农村建设用地流转，如果没有用地需求，农民通过土地要素流转增加财产性收入也无从谈起。盘活农地要素还需要城市群建设的带动。“十四五”规划纲要提出了分布推进的城市群建设规划。首先是京津冀、长三角、珠三角、成渝、长江中游城市群。其次是山东半岛、粤闽浙沿海、中原、关中平原、北部湾城市群。第三梯队为哈尔滨、长春、辽中南，山西中部、黔中、滇中、呼包鄂榆、兰州西宁城市群。

城市群的扩张，势必打通大城市与卫星城市的连接，使其连成一片。相应的大城市

周边的农村建设用地自然而然的计入城市建设用地之中。农地并入城市建设，扩大了土地供给，降低了企业的用地成本。同时，在城市群扩张过程中，在 18 亿亩耕地的红线要求下，不可避免的需要对城市周边农地进行跨地区置换，进而形成类似于美国工业发展与农业发展的规模化区域。有鉴于我们丘陵地貌与美国平原地貌的差异，因此在今年的 1 号文件中，也重点提出了“支持高端智能、丘陵山区农机装备研发制造，加大购置补贴力度”。

与城市群战略并进的土地利用还有“十四五”规划纲要提出的“把县域作为城乡融合发展的重要切入点”；“统筹县域产业、基础设施、公共服务、基本农田、生态保护、城镇开发、村落分布等空间布局，强化县城综合服务能力”；“有条件的地区按照小城市标准建设县城。积极推进扩权强镇，规划建设一批重点镇”。**县域发展中对土地的利用，按照目前的规划可关注粮食初加工、旅游、康养、租赁住房以及对大城市产业的其他承接。伴随而进的一定是县域农村物流尤其是冷链物流的完善。**

（四）基础研究+绿色+传统产业升级改造+新兴产业，从短期到长期的创新

我们的改革有可以等待市场自然演进的部分（科技革命），但也有需要快速追赶的部分（补短板）。相对于自然演进的部分，补短板相对可预见。针对不同的创新，“十四五”规划也提出了不同的应对。**首先是对外溢效应比较大的类公共物品的长期研究，即对创新皆有贡献的基础研究投入：新一代人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域。其次是短期可见的数字中国，这是我们准备参与国际标准制定的领域。其中包括：云计算、物联网、工业互联网、区块链、人工智能、虚拟现实和增强现实。第三是对制造业全产业链的完善。我们追求的制造业升级，并不是只要高端，放弃中低端的模式，应该是涵盖中低高全产业链的制造业模式。因此在“十四五”规划中不仅有高端制造的智能制造与机器人技术、航空发动机与燃气轮机、北斗产业化、新能源与智慧汽车。也有传统制造业的升级改造：推动石化、钢铁、有色、建材等原材料工业布局优化和结构调整，扩大轻工、纺织等优质产品供给，加快化工、造纸等行业改造升级。第四是强化领先优势的 5G 应用：智慧交通、智慧能源、智能制造、智慧农业及水利、智慧教育、智慧医疗、智慧文旅、智慧社区、智慧家居以及智慧政务。**

最后，“十四五”规划与政府工作报告都有一个比较热的词汇叫“碳中和”。从政策的延续角度来看，三大攻坚战中脱贫已经取得了决定性胜利，金融防风险也已逐步建立起了一套长期的管控机制。**那么“碳中和”就是环保的定量升级，也是堪比“扶贫”的新一轮攻坚战。**我们对碳中和目前的理解是“减排+能源替代”，减排是短期的，更为

长期更为根本上还是转变能源发展方式，加快推进清洁替代和电能替代。**实现“两个替代”，需要解决好能源开发、配置和消纳问题。“十四五”规划中，能源开发中明确提到：风电、光伏、分布式能源、海上风电、西南水电、沿海核电。能源的配置与消纳实质是“智能电网+特高压电网+清洁能源”体系建设，即智能电网是基础，特高压电网是关键，清洁能源是根本。**

对于减排、替代的具体行动，原国家电网董事长刘振亚在《实现碳达峰碳中和的根本途径》一文中指出：以特高压电网引领中国能源互联网建设，推动我国碳减排总体分3 个阶段。第一阶段尽早达峰（2030 年前）。重点是推进西部、北部清洁能源基地特高压直流外送通道和东部、西部特高压交流骨干网架建设，加快清洁能源大开发，压控化石能源消费总量，主要以清洁能源满足新增能源需求，电力、能源、全社会分别于 2025、2028、2028 年实现碳达峰，峰值为 45 亿、102 亿、109 亿吨。第二阶段加速脱碳（2030～2050 年）。重点是全面建成中国能源互联网，形成东部、西部两个特高压同步电网，深入推进清洁替代和电能替代，带动产业结构调整和经济转型升级，2050 年电力实现近零排放，能源、全社会碳排放分别降至 18 亿、14 亿吨，相比峰值下降 80%、90%。第三阶段全面中和（2050～2060 年）。重点是进一步发挥中国能源互联网的带动作用，推进各行业各领域深度脱碳，结合自然碳汇、碳移除等措施，力争 2055 年全社会碳排放净零，实现 2060 年前碳中和目标。

碳达峰的具体措施[1]

压控煤电和终端用煤。煤电碳排放占能源排放总量的 40%，控煤电是碳达峰的最重要任务，重点要控总量、调布局、转定位。控总量，即确保煤电 2025 年左右达峰，峰值 11 亿千瓦，到 2028 年进一步降至 10.8 亿千瓦。调布局，即压减东中部低效煤电，新增煤电全部布局到西部和北部地区，让东部地区率先实现碳达峰。转定位，即实施煤电灵活性改造，提升调峰能力，推动煤电由主体电源逐步转变为调节电源，更好促进清洁能源发展。同时，大力压降散烧煤和工业用煤，将终端用煤控制在 10 亿吨标煤以内。预计到 2028 年，我国煤炭消费将降至 27 亿吨标煤左右，为碳达峰发挥重要作用。

压控油气消费增速。在终端用能领域，加快实施电能替代，将有效抑制油气消费过快增长，是实现碳达峰的重要举措。在工业、交通、建筑等领域，大力推广电锅炉、电动汽车、港口岸电、电采暖和电炊具等新技术、新设备，积极发展电制氢、电制合成燃料，加快以清洁电能取代油和气，有效控制终端油气消费增长速度。预计 2021—2028 年，石油、天然气消费年均增速为 1%、4%，分别较目前下降 4 个百分点和 8 个百分点；石油、天然气将分别在 2030、2035 年实现达峰，峰值 7.4 亿吨、5000 亿立方米。

大力推动能源清洁化发展。重点是加快建设西部北部太阳能发电、风电基地和西南水电基地，因地制宜发展分布式清洁能源和海上风电，补上煤电退出缺口，满足新增用电需求。预计到 2028 年，我国清洁能源装机将达 21 亿千瓦，年均新增太阳能发电 7000 万千瓦、风电 5200 万千瓦、水电 1600 万千瓦。同时，加快特高压电网建设，2028 年前初步建成东部、西部特高压同步电网，电力跨省跨区跨国配置能力达 5 亿千瓦左右，满足清洁能源大规模开发和消纳需要，根本解决弃水、弃风、弃光等问题。

大力推动能源高效化发展。推进各领域节能，提高能源使用效率，是降低能源强度、促进碳减排的重要手段。目前，我国单位 GDP 能耗约为经合组织国家平均水平的 3 倍，节能空间很大。应积极发挥中国能源互联网的关键作用，在能源生产环节，提高清洁能源发电效率，降低火电机组煤耗；在能源消费环节，积极推广先进用能技术和智能控制技术，提升钢铁、建筑、化工等重点行业用能效率。预计 2028 年前，我国单位 GDP 能耗较目前下降 1/4，其中钢铁、建材、化工等行业能耗将分别下降 20%、8%、30%，为有效降低化石能源消费总量，实现全社会碳达峰奠定坚实基础。

碳达峰后的碳中和[1]

在碳达峰基础上推进碳中和，加快清洁能源对化石能源消费存量的全面替代是关键。发挥中国能源互联网的平台作用，进一步加快清洁能源大规模开发和电能广泛使用，在能源生产消费各环节、碳排放各领域对化石能源进行深度替代，将推动能源系统全面脱碳，促进产业体系和生产生活方式绿色转型，加速我国碳减排进程，在 2055 年前后实现碳中和目标。

全面推进能源生产脱碳。加快建成以特高压电网为骨干网架、各级电网协调发展的中国能源互联网和统一高效的全国电力市场，发挥大电网大市场在资源配置中的决定性作用，全面加快太阳能、风能、水能等清洁能源和储能跨越式发展，以光风水储输联合方式实现能源大范围经济高效配置，满足经济社会发展需求。这种多能互补、广域平衡、清洁高效的能源发展方式，将打破能源供给的资源约束和时空约束，充分利用资源差、负荷差、电价差，推动能源结构布局优化和效率效益提升，实现全面脱碳转型。预计到 2055 年，我国清洁能源装机、发电量将分别达到 73.5 亿千瓦、16 万亿千瓦时，占总装机和总发电量比重均接近 94%，电力跨省跨区跨国配置能力超过 10 亿千瓦，推动能源生产碳排放从 2028 年的 52 亿吨降至 2.3 亿吨。

全面推进能源消费脱碳。大力深化各领域电能替代，构建以清洁电力为基础的产业体系和生产生活方式，摆脱煤、油、气依赖。工业领域加快钢铁、建材、化工等高耗能行业电气化升级，大幅提高能源利用效率，建立绿色低碳发展的工业体系。预计到 2055

年，我国工业领域电气化率将达到 60%，碳排放从 2028 年的 31.2 亿吨降至 3.3 亿吨。交通领域大力发展电动和氢能汽车，提升电气化铁路比重，以电能和电制清洁燃料替代航空航海化石能源需求，实现从油驱动向电（氢）驱动转变。预计到 2055 年，我国交通领域电气化率将达到 70%，碳排放从 2028 年的 12.2 亿吨降至 2 亿吨。建筑领域普及建筑节能改造和智能家电应用，推动炊事、供热、制冷等全面电气化，倡导零碳生活方式。预计到 2055 年，我国建筑领域电气化率将达到 75%，碳排放从 2028 年的 6.5 亿吨降至 1.1 亿吨。通过协同推动上述重点领域电气化转型，预计到 2055 年，我国全社会电气化率将超过 60%，能源消费碳排放从 2028 年的 50 亿吨降至 6.4 亿吨。

全面推进非能利用领域碳减排。钢铁、建材、化工等传统工业除能源消费碳排放外，还会在原料生产和加工的过程中造成碳排放。目前，我国每年工业过程产生的碳排放大约为 10 亿吨左右。依托中国能源互联网，积极利用清洁电力制造氢气、氨气、甲醇、甲烷等原材料，推动以氢能炼钢替代焦炭炼钢，优化建材、化工行业工艺流程，将促进传统产业向低耗能、低排放、高附加值方向加快转型，大幅减少工业过程中产生的碳排放。预计到 2055 年，我国工业生产的高新化、智能化、绿色化水平将显著提升，工业生产过程中非能利用产生的碳排放将从 2028 年的 13 亿吨降至 5.4 亿吨。

大力推进自然碳汇和碳捕集。受资源、技术、经济性等因素影响，到 2055 年左右，我国能源生产、消费以及工业非能利用领域还有约 14 亿吨碳排放需要通过自然碳汇、碳捕集等措施予以解决。应积极开展生态治理，加大力度实施植树造林、荒漠改善、水土保护等行动，发挥森林、农田、湿地等重要作用增加自然碳汇。同时，积极研发和推广化石燃料碳捕集利用与封存、生物质碳捕集与封存、直接空气捕集等技术，提高碳捕集能力。预计到 2055 年，自然碳汇和碳捕集能够分别提供约 10 亿、4.5 亿吨负排放，解决碳中和“最后一公里”问题，助力实现全社会碳中和目标。

三、需求侧的变革——富农、兴新、减负

（一）劳动者报酬向消费的转化

1.劳动者报酬提高的前提是产业的升级与扩张

消费的扩张无外乎劳动者报酬与边际消费倾向的提升。劳动者报酬的增长并不是简单的工资提升。上世纪八十年代，我国开始出现周期性的通货膨胀，CPI 增幅曾多次达到 10%以上，引发了极大地社会不满。1988 年，中央酝酿“价格闯关”，意图通过快速调整价格和工资达到满足增加群众收入的目的。5 月，时任副总理姚依林在向陈云汇报中央的改革方案时表示，要在五年之内“价格总水平提高百分之六十到八十，工资增加百分之百”，从而初步理顺价格。然而，这种单纯急速调整工资的尝试，缺乏产业扩张

带来的供给支撑，使全社会的需求井喷，最终在1988年夏天酿成了抢购风潮，物价一飞冲天，改革因此戛然而止，经济遭受重创。

因此，**劳动者报酬增长应从产业升级扩张带来的高新岗位增加中获得提升，正如“十四五”规划提到以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的深化供给侧改革，即在劳动者报酬得到提升的同时强化供给扩张的支撑。基于此，在货币政策的实施中，我们看到的是对实体经济的“慷慨”支持。**

为什么货币政策对资本市场慎之又慎，我们的理解是资本市场目前还并不是实体经济的主要融资工具，资本利得提高，劳动报酬相对下降，货币宽松势必加剧贫富分化，进而形成劳动者收入总规模上升而边际消费倾向弱化的格局，不利于扩内需。

刘鹤在1989年的通胀高企时也指出，通货膨胀的表象虽然是“过多的货币追逐过少的产品”，但实质上是国民收入分配格局倾斜引起的结构矛盾。在不触动分配格局和经济机制的情况下，单纯地从总量入手“管住货币、砍下投资”，只能紧了供给、松了消费最终出现经济滞胀的结果。

2.收入分配格局的优化——土地流转扩中产

收入对消费的决定，不仅仅是在绝对量上，而且体现在收入分配结构上。劳动者报酬体现的是消费潜力，而分配结构则影响着消费潜力转化为现实消费的能力。收入越高，边际消费倾向越低，因而随着收入差距的扩大，收入极化抑制了消费的增加。如果收入分配比较平均，收入的增长就能较好的转化为消费。

中国目前最大的低收入群体在农村，农民拥有土地财产却无法变现，只能单一获取农耕或打工收入。十八大之前，农村用地一直紧守集体所有、用于农业这一根本原则，私有、流转、转为建设用地一直是红线，这是因为彼时长期以来担心，一旦农村居民可以买卖土地，就会出现土地兼并，无地农民会涌入城市，成为中国的“贫民窟”，酿成巨大的社会风险。1981年《国务院关于制止农村建房侵占耕地的紧急通知》指出，“分配给社员的宅基地、自留地和承包的耕地，社员只有使用权，即不准出租、买卖和擅自转让”。1982年修订的宪法进一步扩大了禁令，对于集体土地，“任何组织或者个人不得侵占、买卖、出租或以其他形式非法转让土地”。上世纪八十年代的《土地法》在起草时就面临着尖锐的城乡利益冲突，在此问题上左右为难，对于农村土地的性质最终不着一笔，反而把法律名称改为《土地管理法》，放弃了进一步的改革。1988年《土地管理法》修订时，决定开一个口子，“国有土地和集体所有的土地的使用权可以依法转让”，但是立刻带来了土地的过度占用，农民失地、耕地乱占日益成为现实。

1997年，全国人大不得不再次修订《土地管理法》，“严格控制农用地转为建设用

地，控制建设用地总量，对耕地实行特殊保护”，再次严格地控制农村土地，农业用地和建设用地之间形成了严格的界限，其使用用途的转变，更需要省部级甚至国家级审批，征地权限不断上收。1990 年《国务院批转国家土地管理局<关于加强农村宅基地管理工作的请示>的通知》明确强调，“对非农业户口的，不批准宅基用地”，此后此项禁令日益强化，最终是宅基地仅限于农村集体成员这一“农村村民”，城镇人口无法再取得宅基地。

但是，随着城镇化和工业化的进展，城市不断扩大，当城市扩展到农村，城郊的农业用地就必然、也必须转为城市建设用地。1997 年《土地管理法》只注重保护，却在合理征地上留下了巨大的空白，形成了此起彼伏的征地纠纷。为此，2004 年《土地管理法》再次修订，将“依法对集体所有的土地实行征用”，改为“依法对集体所有的土地实行征收或者征用并给予补偿”，将土地征收补偿制度化。

近年来，随着城镇化的进一步发展，对于“农民进城”悄然从“恐惧”变成了渴望，而阻碍农民变为市民的一大障碍，恰恰也是被严格保护起来的农业用地。农民的土地权益与集体经济成员牢牢捆绑在一起，无力到城市安家落户，担心自己好不容易分来的土地和宅基地被收回集体，严重阻碍了城镇化进程。得来的土地，又不能流转，不能出租，农民空有财产却没有财产性收入。

在此背景下，2018 年，全国人大再次修改了《土地管理法》，删除了原法第 43 条关于“任何单位和个人进行建设，需要使用土地，必须使用国有土地”的规定，允许集体经营性建设用地在符合规划、依法登记，并经本集体经济组织三分之二以上成员或者村民代表同意的条件下，通过出让、出租等方式交由集体经济组织以外的单位或者个人直接使用。同时，使用者取得集体经营性建设用地使用权后还可以转让、互换或者抵押。2020 年，《不动产登记操作规范（试行）》明确规定，非本农村集体经济组织成员（含城镇居民），因继承房屋占用宅基地的，可按相关规定办理确权登记，在不动产登记簿及证书附记栏注记“该权利人为本农民集体经济组织原成员住宅的合法继承人”。两项法规，分别打破了束缚集体建设用地和宅基地的“高压电网”，改革进入落地期。2020 年 4 月，中共中央、国务院决定要“制定出台农村集体经营性建设用地入市指导意见”。这些改革最终被高度凝练为“十四五”规划纲要中的“健全城乡统一的建设用地市场，积极探索实施农村集体经营性建设用地入市制度。建立土地征收公共利益用地认定机制，缩小土地征收范围。探索宅基地所有权、资格权、使用权分置实现形式。保障进城落户农民土地承包权、宅基地使用权、集体收益分配权，鼓励依法自愿有偿转让”。“探索通过土地、资本等要素使用权、收益权增加中低收入群体要素收入。多渠道增加城乡居

民财产性收入”。未来五年，必然是农村土地改革突飞猛进的五年，农民数十年来拥有的土地财产，终将能够带来其应有的财产性收入，从而极大地扩大内需，提高农民收入，形成内循环不可缺少的强健动力。

根据我们在报告《农地流转系列报告之三：“农地流转”利好哪些消费》中的测算，理论上，仅目前空闲 3000 万亩宅基地单项就可为农村居民带来 6-8 万亿的财产性收入。但考虑到空置宅基地的分布情况（经济欠发达地区人口流失更加严重，空闲宅基地更多，且这部分地区房价相对更低）等因素，保守估计空置宅基地的流转大致可以为农村居民带来 5-7 万亿的额外收入。即短期内，通过农地流转扩大的农村居民财产性总收入约为 5-7 万亿。理论上，这部分农地流转所带来的收入增长将为房地产市场每年带来 4 亿平的增量需求，进而带动汽车、家电等后地产周期消费品。同时，鉴于农民与城镇居民平均消费水平的差距，农地流转带来的城镇化加速也将带动衣着、教育、娱乐等日常消费以及汽车、空调、计算机等耐用品需求上升。或将为社零带来年均 1.2%的额外增长。

	农村居民（每百户）	城镇居民（每百户）	农村居民人均	城镇居民人均	潜在需求（万/年）
家用汽车(辆)	22.3	41	0.068	0.140	100.589
摩托车(辆)	57.4	19.5	0.176	0.067	-152.589
电动助力车(辆)	64.9	55	0.199	0.188	-14.833
洗衣机(台)	88.5	97.7	0.272	0.335	87.840
电冰箱(柜)(台)	95.9	100.9	0.294	0.346	71.800
微波炉(台)	17.7	55.2	0.054	0.189	187.852
彩色电视机(台)	116.6	121.3	0.358	0.415	80.638
空调(台)	65.2	142.2	0.200	0.487	400.145
热水器(台)	68.7	97.2	0.211	0.333	170.449
排油烟机(台)	26.0	79.1	0.080	0.271	266.625
移动电话(部)	257.0	243.1	0.788	0.833	61.650
计算机(台)	26.9	73.1	0.082	0.250	234.262
照相机(台)	2.5	20.2	0.008	0.069	85.643

资料来源：wind，太平洋研究院整理

3.扩大直接税比重——房地产税

我国目前仍是以间接税为主的国家。间接税收入有助于筹集税收，但其税收负担最终由消费者承担，不免有累退性质。且间接税相较于直接税来说有额外的税收负担，因此随着税收的筹集收入作用向促进消费转移，逐步扩大直接税比重将是未来财税改革的重点，其中特别值得关注的是房地产税与遗产税。

房地产税的传闻由来已久，但相较于个人所得税，房地产税却长期难产，仍然处于等待立法阶段。1986 年《中华人民共和国房产税暂行条例》印发，但内中明确规定对个人非经营性住房免征，1993 年拟议的《工商税制改革实施方案》曾经试图“统一实行房产税”，但阻力过大，最终没能落地。随着世纪之交房地产商业化改革的推进，2003 年

十六届三中全会准备“条件具备时对不动产开征统一规范的物业税”，此后立法部门开始研究房地产税立法问题。2011 年，上海和重庆都推出了房地产税试点，但是涉及面很小，没有取得预期成效。2018 年，全国人大又一次把房地产税列入立法预备项目，如果要在本届任期内完成房地产税立法，那么房地产税的立法将在 2023 年前完成。**按照国外的经验，房地产税收入归属地方，其基本可覆盖地方的民生开支，因此，其免征部分与税率也应由各地决定。按照我国人均 36 平的住房拥有水平，其免征部分预期应在人均 40 平左右，中东部地区税率应在 0.5%—1%之间，西部地区则需要获得相应的转移支付进行弥补，具体可参考我们的报告《从各国房地产税政策中探寻中国模式》**。

4.消费的后盾——社保改革

老有所养、病有所医实质上有助于提升居民的边际消费倾向。“十四五”规划中明确提出“实现基本养老保险全国统筹，实施渐进式延迟法定退休年龄。发展多层次、多支柱养老保险体系”。

养老保险主要解决的是代际之间的收入分配，如果养老保险待遇过高，势必要从年轻人那里转移走过多收入，不利于消费，如果待遇过低，老年人的消费又会被压抑。同时，如果养老保险出现严重收不抵支，让人们无法信赖未来的养老金收入，势必导致年轻人更多的进行储蓄，以备养老。目前的主要问题就是基本养老保险的可持续性不足。之所以可持续性不足，从结构上来讲是养老保险收支各地差异巨大，经济发达地区结余很多，东北等地区却已经收不抵支，连基本待遇都保障不了；从总量上来说，改革开放以来人均寿命不断增长，抚养比逐渐恶化，老龄化程度迅速加深，退休年龄却迟迟不变，从而造成了越来越大的支付压力。

因此，**养老保险的改革首先是全国统筹，将基本养老保险结余的资金从发达省份转移到不发达省份。**2003 年的《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，“全国统筹”第一次出现，“条件具备时实行基本养老金的基础部分全国统筹”。但是由于地区之间结余差距极大，把数万亿的以存款形式支撑地方银行的结余进行全国统筹，其阻力可想而知。目前，经过多年的争论后，已在 2018 年建立了中央调剂金制度，并决定在 2022 年实现全国统筹。

其次，延长退休年龄。我国的法定退休年龄已经 70 年未变，严重的滞后于老龄化程度和人均预期寿命的增长，仍然为 1951 年《劳动保险条例》所规定的男性 60 岁，女性 50 或 55 岁。延迟退休年龄影响极大，数次改革最终都没有落实到位。2010 年《社会保险法》制定过程中，各方争执再三，最终仍未达成一致，只好将退休年龄隐去不写，将这一难题留待后人。十八大后，决心实现延退改革，十八届三中全会提出要“研究制定

渐进式延迟退休年龄政策”，而五年之后的“十四五”规划纲要是明确提出要延迟退休年龄，这标志着相关工作已经准备就绪，延迟退休已经箭在弦上。

第三是发展补充养老保险，减轻基本养老保险的压力。补充养老保险的核心特点就是个人账户、完全积累、市场化投资运营。企业和财政只承担缴费压力，不对待遇做任何承诺。取代财政承诺的是通过资金入市投资运营来保障养老待遇。上世纪九十年代，基本养老保险制度全面建立不久，立刻就给企业和财政形成了压力，特别是一些建立已久的国有企业，其老龄化程度已经十分严重。于是，1995 年《国务院关于深化企业职工养老保险制度改革的通知》“鼓励建立企业补充养老保险和个人储蓄性养老保险”。2004 年和 2015 年，企业年金和职业年金先后建立起来，2013 年，商业性个人养老金开始在杭州等地试点。但是历经十余年的发展，补充养老保险的覆盖面仍然很狭窄，职业年金只覆盖公务员和事业单位，天然具有上限，企业年金则高度集中在央企和大型国企之中，其参保人数仅占基本养老保险的 8%，补充养老保险有沦为富人俱乐部，将工作时的收入差距传递到退休之后的危险。**如何扩大补充养老覆盖面，成为未来政策发力的方向，2020 年年初，黄奇帆提出将住房公积金和年金制度进行综合改革，从而一次性扩大年金覆盖面，不久两会上，政协委员郑秉文又提公积金和年金综合改革方案，这很有可能是未来的改革方向，公积金入市，或许已在路上。**

（二）营业盈余向投资的转化——企业投资由基建带动向产业扩张带动

我国的内需增长其实不低，消费增长处于两位数。事实上，内需不足相当程度是因为国内产业技术水平难以跟上国内需求的结构升级，产生了实质上的内需外溢。最典型的就是半导体领域，每年我国都要从国外进口满足数千亿美元的半导体产品用于满足国内需求。一部苹果手机，在中国产生的附加值其实并不多。可想而知，如果政府采取消费刺激的政策，例如“手机下乡”，其中大量的政策补贴将会通过半导体产品转移到国外，从而使得消费刺激政策对拉动实质性的内需大打折扣。

因此，扩内需的另一重点在投资。在投资领域尤其是基建和房地产行业，除极少数高精尖装备外，我国基本能做到自给自足，刺激政策的效果将绝大部分留在国内。1997 年，亚洲金融危机爆发，我国出口和外商投资一起重挫，严重影响了我国的经济形势。朱镕基总理要求国家计委立刻拿出应对举措，计委春节假期都没有休，火速制定了扩大内需的方案。2 月，中共中央、国务院印发了《关于转发<国家计划委员会关于应对东南亚金融危机，保持国民经济持续快速健康发展的意见>的通知》，通知指出要“立足扩大国内需求，加强基础设施建设”。新任中财办主任、国家计委主任曾培炎在《坚持扩大内需的政策 促进经济持续快速增长》一文中阐述道，“由于技术、市场、基础设施等方

面的制约，适应消费结构变化而进行产业结构调整需要有一个过程，在积极培育和发展能够满足新的消费需求的产业的同时，应该集中一定规模的资金，加快基础设施建设，为国民经济长期稳定增长奠定基础”，明确指出正是因为供给无法满足消费升级，因此只能采用刺激基建的方法来稳定国民经济增长。

而基建行业的特点就是短期内投入大、成本高、盈利能力差。特别是在基建长期高速增长的近几年，基建投资回报率呈下降趋势，结果就是大规模的内需刺激政策集中地流入到基建领域，又由于基建回报率的下降，难以形成企业营业盈余，只是以混凝土的形式留在了各地。而在刺激政策逐渐退场之时，原来的政策补贴由于没能形成有效地盈余，就难以形成自发的、可持续的投资倾向，营业盈余向投资的循环就此出现了梗阻。

究其本来原因，是因为产业难以满足消费升级的需求，因此内需刺激政策不得不偏向以基建为代表的投资领域，而基建的低收益率又使得企业营业盈余的难以积累，最终难以形成盈余到投资的顺畅循环，投资形成了“政策依赖”，没有政策就没有投资。投资依赖政策补贴，严重阻碍了经济的健康发展，也严重掣肘了内需刺激政策，反而总是有“债务危机”的隐忧。

因此，供给侧改革，绝不是简单的“三去”，重点是应该是“一补”。“十四五”规划纲要中明确提出了“基础研究+绿色+传统产业升级+新兴产业”的广泛投资领域。

（三）完善税制，扩大税源替代隐性发债收入向政府有效投资的转变

我们一直关注土地流转，而土地流转却忽热忽冷，似乎难以推进。从政府收支的角度我们试着给出解释。**土地流转最大的阻力应该来自地方政府，土地流转意味着土地转让收入向农民集中，势必弱化地方政府在土地使用权出让中的分成比例。而土地使用权出让收入对于地方政府来讲，除了配套基建外，就是维护地方债务的无风险运行。换句话说，如果政府财政的支出重点仍在大规模的基建，地方政府就依然无法消除对于土地使用权出让收入的依赖。且每年近 20 万亿的基建仅靠预算内支出肯定不够，地方政府举借隐性债务在所难免。如果能够弱化经济增速，适当降低对基建的投资，地方政府的新增隐性债务将得到较好的控制，仅留存量隐性债务进行处置，风险也会大幅下降。这样一来，土地使用权出让收入的作用也将大大降低。与此同时，开征房地产税，筹集税收替代土地使用权出让收入，有助于减少地方政府对土地的依赖，届时农地流转将更为通畅，从收入到内需的传导将真正被激活。**

弱化政府投资，好钢要用在刀刃上。“十四五”规划纲要已经明确政府支出要向民生和补短板的基建倾斜，通过“新基建”，发挥政府在“急需”领域的作用，为稳定经济中低速增长提供必要的基础设施支撑。那么**除了 5G 等新基建外，我们在这里特别提**

醒关注对“海绵城市”的投资。

注 1：文中对碳达峰碳中和的观点引自刘振亚《实现碳达峰碳中和的根本途径》一文。供参考。

职务	姓名	手机	邮箱
院长助理兼全国销售负责人	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京地区销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	Guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjw@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。