

## 全面深化改革——中国步入新纪元

马磊和 Dale Nicholls

尽管三中全会《公报》在政策走向上没有给出明确的指引多少令市场有些失望，但中共中央在 11 月 15 日发布的《决定》证实了以习近平主席为首的新一届领导人对于深化改革的坚定决心。然而，改革的实施是一个循序渐进的过程，可能需要持续多年的时间。虽然改革在短期内可能会对某些领域的增长和盈利带来风险，但与“新中国”相关的消费行业将很可能在中长期内获益匪浅。

### 致力于全面深化改革

中国政府承诺，在即将开展的 20 世纪 90 年代以来规模最大的经济改革中，将放宽计划生育政策并鼓励私人投资，中国股市显著上扬。中共中央 11 月 15 日的《决定》也指出，将加快推进人民币自由兑换和利率市场化的步伐。这份文件囊括了约 60 项具体措施。就在此之前，于 11 月 12 日刚刚结束的为期四天的中央委员会全体会议发布了一份公报。这份公报虽然不够详尽但涉及面非常广泛，承诺将提高市场机制在中国经济发展中的作用，同时坚持公有制的“主体”地位。党中央也表示，允许地方政府通过发行债券进行城市建设融资，将以包括借贷水平在内的多项指标作为官员考核标准。公告还提及了农民土地的增值收益。

中共十八届三中全会所推行的改革在规模和深度上均属前所未有的，最高领导层也承诺将成立全面深化改革领导小组，并于 2020 年前在重要行业取得“决定性成果”。这是 20 年来中国政府首次提出让市场在资源配置中发挥“决定性作用”（之前的说法是“基础性作用”），而政府也将扮演“为经济发展提供服务”的角色。这反映出更加深入的生产要素价格改革，其中包括利率市场化，这可能会成为国有企业改革和整体金融市场放松管制的催化剂。然而，实施过程可能需要多年时间，变革工作可能将循序渐进地进行，以免对社会稳定产生影响。三中全会也暗示将在财政和土地改革方面有所突破，强调生态保护、环境保护和增强文化建设的重要性，以实现经济和社会的持续发展。

评论：马磊，富达基金 - 中国消费动力基金

“改革反映出政府在调整政府与市场之间关系方面具有强烈的政治意愿，希望打造一个统一、开放和富有竞争力的经济环境。通过让市场在资源配置过程中发挥“决定性”作用，民营企业将能够发挥更大的作用。市场将更为关注收入分配和社保制度的改革。所有这些措施应有助于刺激内需增长，相关行业将因此受益匪浅。这也支持我继续看好“新中国”行业（如可选消费品、必需消费品、信息科技、保险和医疗保健行业），这类行业以民营企业为主，有望在未来几年内取得更为强劲的增长。”

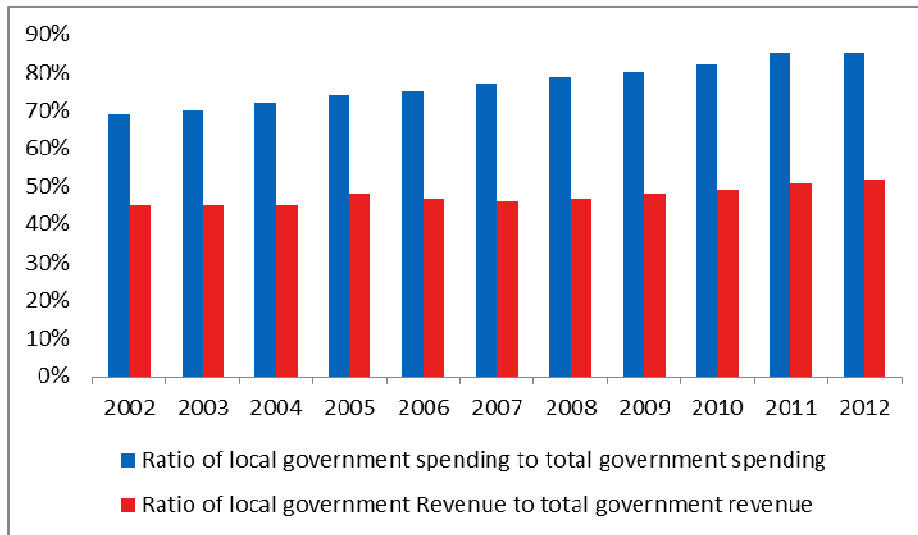
### 市场与政府

本次改革的核心任务是重新界定政府与市场之间的关系。从 1978 年开始实行改革开放以来的 30 年间，中国的飞速增长是在强大的政府领导之下，通过将储蓄和资源调配到战略性行业，直接干预市场失灵问题来实现的。随着中国的增长模式转变为更加依赖于内需，政府也有望逐步减少对经济活动的干预，而更多地是作为纯粹的服务机构参与到经济运行之中。

在强化服务职能的同时，政府还将继续简化各项审批和行政程序。此举应可促进小型企业的成长并激励创新。公报着重强调了市场资源配置，官方用词也做了明确的修改，从市场的“基础性”作用更改为“决定性”作用。根据这份公告，金融、能源、自然资源和电信等领域将需要进一步实施以市场为导向的改革。政府的定价权利将仅限于那些重要的公用事业、公益性服务和自然垄断行业。

在政府行政改革方面，公报表达了最高领导层在 2020 年之前建立“现代化国家治理体系”的雄心壮志。“治理”一词是首次使用，在 2008 年的公报中并未出现过。

### 中国的财政收支情况



资料来源：中国国家统计局，2013 年

评论：DALE NICHOLLS，富达基金 – 太平洋基金

“三中全会的结果反映出新的领导层希望民营企业能够更多地参与到经济中来。我认为，这些改革的具体实施方法将会在 2014 年呈现在我们的眼前。但我坚信，我们将会逐步看到财政结构的变革、社会福利的改善、环境保护意识的加强、以及支持城市化进程的相关土地改革。无论这些改革将会如何实施，我仍然坚持我长久以来的观点，即在所有行业中，与个人财富增加及随之发生的生活方式改变相关的投资将成为中国改革的重要主题。”

### 国有企业与民营企业

根据公报所述，改革将理顺国有企业的角色，部分国有企业可能会逐步退出竞争性行业，成为公益商品的提供商或纯粹的市场参与者。同时，改革也致力于鼓励民营企业积极参与到经济活动中来，通过废除歧视性法规和准入壁垒，创建一个公平竞争的环境。

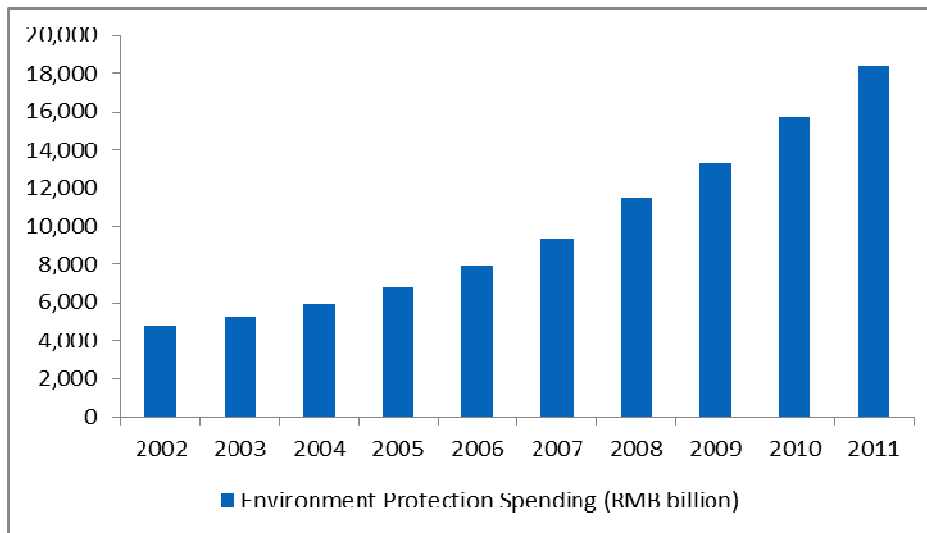
展望未来，国有企业的发展重点将转向为国家战略性目标和公用事业提供服务。将会成立多家国有资本投资公司，对有关国家安全、国家经济命脉、公益服务、生态保护等领域的重要行业进行投资。国有企业的信息不透明以及管理层与股东的利益不一致等问题，一直广为投

资者们所诟病。改革将通过分离国有企业的政府职能与企业管理职能，来尝试解决这些问题。

政府对国有企业的隐式股权将得到厘清。根据公报所述，这类股权多元化可通过证券化以及引入民营企业甚或是外资企业的战略性投资者来进行。预期将会有更多的国有企业在国内及/或国外市场上市。展望未来，还将鼓励建立由民营企业控股的混合所有制企业。这种重组以及现代化专业管理体系和国际聘用实践的采用，应可帮助国有企业逐渐提高竞争力和运营效率。此外，政府从去年就开始简化审批流程，令民营企业和新成立的公司能够更加自由地发掘亟待发展服务业务的领域，其中包括医疗保健、老年人护理、教育、环保和食品安全等。

三中全会公报还提及了“生态文明”和“文化建设”，对这些方面给予了前所未有的高度重视。中国在环保方面的支出一直在稳步上升（请参见下图），加上新指导方针的指引，使绿色行业（如可再生能源）和文化相关行业（如新媒体）可能会涌现出更多商机。

中国的环保支出情况



资料来源：中国国家统计局，2013 年

## 财政改革

三中全会将财政改革放在重要位置，并提出了完善财政立法、改革税收制度、提高预算透明度、明确行政职权以及行政职权与支出责任相适应等主要方面的内容。

由于中国地方财政与政府财政间存在着复杂的关系，因此财政改革与国有企业、政府职能、社会公益服务以及土地和楼市等其它改革领域密切相关。新公报中有一个显著的变动，那就是将以往的“财权与事权相匹配”更改为了“事权与支出责任相适应”。在中国的分税制（中央和地方）下，这个变动意味着地方政府将能够把国防、安保、外交问题上的支出责任以及有关全国市场的监管职责转交给中央政府。

目前，地方政府需承担超过 80% 的政府支出责任，但仅可获得约 50% 的税收收入（如上图所示）。这种不合理的现象催生了地方政府的债务问题，令其严重依赖于土地出让所获得的收入。

另外，还将对目前的预算法进行修订，要求各级政府整合预算情况，披露长期支出需求和融资缺口，并明确允许地方政府通过发行债券来筹集资金。同时，地方政府在建立新收入来源方面将获得更多自主权，例如消费税将从中央转交给地方。部分奢侈品将被纳入征税范围。房产税改革和立法也在议程之中。此外，2020 年前，国有企业必须向政府的公共预算上缴 30% 的利润，这些资金将被分配到全国社保基金，用以改善人们的生活水平和社会保障体系。

### 土地改革与城市化

三中全会上对土地改革进行了初步部署，旨在实现以市场为基础的分配机制，建立城乡统一的建设用地市场。对于产权的高度认可值得注意。目前，中国农村的土地为集体所有，农民仅拥有土地的使用权，如果土地因开发项目而被征用，农民只能从地方政府获得非常微薄的补偿，因为补偿金额是基于农业产出价值计算，并未考虑土地在未来城市化过程中的价值。

在未来，如果农民的土地所有权得到确认，他们便能够将土地作为抵押，进行非农用地交易。政府将实施更多试点项目，使农民能够出售他们的宅基地。最终，农村的集体用地应拥有与城市建筑用地相同的权利，并能够以市场价格进行交易，这将触发对农村土地的价值重估，并为房产税制度的成熟和完善奠定基础。

虽然在现阶段还难以确定，但改革可能将使土地供应增加，从而带动房价的下跌。此举可能会对房地产开发商造成不利影响，尤其是那些在三四线城市储备了大量土地的开发商。此外，三中全会还号召让广大农民平等参与到现代化进程之中，加快构建新型农业经营体系。在近期，这可能意味着拥有农村土地储备的企业将会受益。从长期来看，城市与农村之间的差异可能会有所降低，城市化进程得以加快。而农村地区的消费能力增强也可能会令消费行业受益。

### 金融改革

金融改革在过去几年已经加快了步伐，未来的重点则是利率市场化、资本账户开放以及完善国内资本市场。利率市场化也符合“让市场在资源配置中发挥决定性作用”的原则，因为利率是融资成本的重要组成部分。利率的进一步市场化也将推进资本账户开放的流程，这要求“国际国内要素有序自由流动、资源高效配置、市场深度融合”。

从 7 月 20 日起，中国人民银行取消了贷款利率下限。在未来几年，改革重心将会放在存款利率上。接下来，可能会在银行间市场推出大额可转让存单试点计划，然后向企业和个人开放。同时，为了消除银行间对存款的过度竞争风险，可能将在完全市场化之前引入一项存款保险计划。由于中国银行业的大部分利润来自于存贷款利率之间的息差（中国目前的水平高于国际标准），因此如果利率自由化令净息差收窄，那么银行便可能会在近期内受到打击。即便如此，从估值角度来看，很多银行的股价已经反映出存在风险的可能性。

公报中还提到了加快自由贸易区的建设，这应有助于吸引外国金融机构在中国设立分支机构，促进跨境投资和人民币国际化。中国目前由国有银行占主导地位的金融行业将会进一步开放，鼓励发展更多民营银行。新参与者应可从互联网融资、中小企业融资、小额贷款和社区金融等新商机中获益。中国领导人目前的任务是确保顺利实施这些大胆的政策举措，令国家的经济和社会发展长期保持稳定。

#### 重要信息

本文件仅供参考用途，不应被视为邀请或推介认购富达任何投资基金或产品，或邀请或推介采用富达的资产管理服务。富达并未获授权在中国大陆管理或分销投资基金或产品，或为当地居民提供投资管理服务或投资意见。富达 / Fidelity / 富达国际投资 或 Fidelity Worldwide Investment 指 FIL Limited 及其附属公司。「富达」、Fidelity、Fidelity Worldwide Investment 标志及 F 标志均为 FIL Limited 的商标。

CM20131211D