

宏观报告

证券研究报告

2024年07月02日

改革的逻辑

总而言之，“改革是由问题倒逼而产生，又在不断解决问题中得以深化”，现在转型到了需要深化改革来解决发展问题的关键时刻。改革是一环套一环的，牵一发而动全身，很难单兵突进，我们认为需要要素市场化、财税体制、地方考核机制这三个方面相互配合推进，改变地方政府考核机制，释放要素市场化潜力，推进财税体制改革，通过改革加快地方政府转型，解决当前经济运行和经济转型过程中的阻碍和风险。

最后，改革不是搞刺激，如果指望改革就是货币宽松，或者财政加杠杆，大规模投资到某个领域，那是对改革的误解。尽管改革在经济上最后见效需要漫长的实践和等待，但改革本身就是最大的积极信号，降低系统风险，释放潜在增长，修复社会预期。

风险提示：本文对于改革政策的预期存在主观性，或与最终政策存在偏差；政策的推出节奏存在不确定。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年7月第1周》2024-07-01
- 《宏观报告：宏观-并购的四个新趋势》2024-07-01
- 《宏观报告：宏观报告-为什么联储加息不够高？》2024-06-27

如果用一个词来概括中国经济，最合适的就是转型。

今天中国经济的转型涉及各个方面。从宏观角度看，过去三年房地产保持了每年投资平均下滑约 10%、销售平均下滑近 20%、新开工平均下滑近 30%的趋势，但是经济总量仍然保持了每年 4% 以上的名义 GDP 增长。背后是经济增长模式已经从过去依靠“房地产-金融-土地财政-基建投资”的债务扩张型驱动，转向了依靠制造业效率提升、成本下降、技术驱动带来的出口份额持续增长和大众消费、服务消费的稳定增长。

经济在去地产化的同时，也在去金融化。2023 年开始，金融数据中的数量型指标例如 M2、社融、中长期贷款等与经济数据的相关性有所走弱。金融对实体经济的反映更多体现为价格，比如短期利率反映短期资金供求，长期利率反映长期经济预期。

包括地产和金融在内的各行各业都在发生转型，更早的是曾经属于地产链的汽车，今天对房地产的依赖度有所下降。钢铁、家具这些地产链行业也在朝着出口、制造业和新消费等方面转型。比如，汽车、造船等行业用钢需求在增加，与房地产投资的相关性在走弱。但水泥、沥青等的用途比较单一，受地产链的影响暂时无法被其他行业代替。

在大多数行业开始转型或者转型接近完成之时，地方财政的转型还存在一定的挑战。2023 年以卖地为主的政府性基金收入占地方综合性财政收入的 36%，卖地占综合收入的 32%。土地财政位于高峰的 2021 年，土地出让金达到 8.7 万亿元，2022、2023 年下降到了 6.7、5.8 万亿，预计今年土地出让金将继续下滑到 4.5 万亿元左右。

“房地产-金融-土地财政”的链条，使得地方财政的收入承压，但是支出可能难以等比例下降，保工资、保运转、保民生（三保）是地方政府的底线支出。其他正常支出比如债务付息也难以快速压降。土地财政降温的背景下，仅靠中央加杠杆弥补地方财政收入可能难以解决长期问题，所以地方财政的压力可能还会存在，导致地方政府债务风险和地区性中小金融机构风险成为了今天两个潜在的系统性风险。如果这类问题没有得到及时解决，那么风险可能会向其他领域传导。

我们认为，比起加杠杆和刺激经济，改革可以更有效地解决这个问题，所以三中全会亟需通过一场改革来解决当前的问题。

具体来说，我们认为改革要帮助地方政府加快转型，适应经济发展模式的转变，钱变多，事变少。

在土地财政降温的背景下，钱变多，即增加地方的财政收入，我们认为或可进行两步改革：一是培育税源，二是调整税种。

第一个问题是培育税源，需要弄清楚未来的税源在哪些行业、哪些地区。经济增长模式已经出现转变，意味着地方政府的税源也和过去有所不同，从房地产、土地、金融转为制造业、出口、大众消费。站在扩大税源的角度，地方政府未来可能将积极培育壮大制造业的优势能力、提高出口规模和国际竞争力，以及扩大大众消费和服务消费，让能发展的地区更充分的发展，创造更多税源。

改革的核心是解放生产力，让生产要素（劳动、资本、土地、技术、数据）去效率最高的地方发挥作用，但是今天仍然有两个关键要素的流动和配置受到不同程度的影响，一是土地指标，二是户籍人口，而其他要素如资本、科技和数据既是自由流动的，也以市场化配置为主。

土地要素的市场化程度不高，仍然以耕地保护为首要目标，保留耕地红线，而且过去向发展落后地区倾斜建设用地指标，结果是有发展潜力的地方建设用地指标不足，发展潜力不足的地方建设用地指标较多。

如何将土地指标特别是工业建设用地指标，从不适合发展制造业和出口的地方流转或者交易到现代化制造业能够进一步做大做强地方，这是土地要素市场化改革的重要议题。¹总书记在2月19日的二十届第四次深改委会议上提到要“增强土地要素对优势地区高质量发展保障能力”，“建立健全同宏观政策、区域发展更加高效衔接的土地管理制度”。

如果土地指标的空间利用出现变化，那么中国区域经济的布局也会相应改变。如果未来大多数的工业和出口可能集中在沿海地区、中部的关键省份和西部的几个大城市群，这意味着未来中国人口会朝这些地方集中，户口迁移政策对人口流动和获得公共服务的影响可能也需要相应放开。总结来说，我们认为土地指标跨区域流转交易和户口迁移政策改革，可能是要素市场化改革的具体举措。

第二个问题是调整税种。今天的主要税种包括增值税、企业和个人所得税、消费税等。我们认为，税种调整可以分三个方面：一是央地分成比例调整，二是征税环节调整，三是征收范围调整。通过这些调整，给地方增加财政收入来源。

1994年分税制改革能够顺利推进的重要背景是地方政府通过土地出让弥补了收入缺口，营改增使得地方税源进一步集中到了土地财政上，在当前土地收入可能长期下滑的背景下，要提高地方债务的可持续性，我们认为或可对中央和地方的分税比例进行适当调整。消费税过去完全归属于中央税，可以将部分比例下划给地方，从中央独享变成了央地分享。

消费税是中央税，主要在生产环节征收，导致的结果是地方政府“重生产、轻消费”，因为拉动生产能够带动当地的增值税和企业所得税，而拉动消费可能贡献的是其他地区的税收。地方政府“重生产、轻消费”造成了过度补贴、消费力不足等供需失衡问题，比如某些地区鼓励汽车消费出台补贴政策只针对本地汽车品牌。

消费税征收从生产端后移到消费端，显而易见的好处是地方政府有鼓励消费的真实动机，并且征收效率提升，也能减轻偷税漏税的问题。而且过去消费税征收是以出厂价为基准，而在消费端征收以销售价为基准，一定程度上也提高了消费税的税基。另外，过去消费税的征收范围较窄，主要针对烟酒、汽车、成品油、奢侈品等少数高端消费，未来征收范围可能扩大，逐渐成为包括大多数普通消费品在内的价外税，比如烟酒车油奢以外的可选消费，可能会逐步纳入消费税征收范畴，成为地方政府扩大税源的一部分。2019年国务院印发21号文中明确提出“调整完善增值税留抵退税分担机制”、“后移消费税征收环节并稳步下划地方”，今年年初财政预算再次提到“推动消费税改革，完善增值税制度”。

¹ https://tdzx.fuzhou.gov.cn/jdhy/zcjd/202306/t20230627_4627179.htm

事变少，核心是改革考核机制，重塑央地关系。

过去地方政府通过违规出台“小政策”、形成“税收洼地”等方式来招商引资的做法，以后预计将逐渐禁止。这种做法在过去造成了几个问题：比如加大地方债务风险；重复建设和浪费等。

解决这些问题可能需要伴随地方政府的考核机制和发展模式的调整。GDP 锦标赛的考核机制在过去的高速发展期起到了正向激励作用，但进入提质阶段后，我们认为发展模式和考核机制更应该与资源禀赋相结合，有些地方擅长发展现代化产业，但有些地方的资源禀赋不适合发展制造业，但是在现代化农业、生态旅游和环境保护方面的禀赋更好。让适合发展制造业的地区有更多的建设用地指标和人口规模，培育更大的税源，贡献更多的税收。让适合发展现代化农业和生态旅游的地区有相应的土地指标收入和转移支付，并减少招商引资、基础设施建设等方面的支出。“按照客观经济规律调整完善区域政策体系，发挥各地区比较优势”，“产业和人口向优势区域集中”。

总而言之，“改革是由问题倒逼而产生，又在不断解决问题中得以深化”，现在转型到了**需要深化改革来解决发展问题的关键时刻**。改革是一环套一环的，牵一发动全身，很难单兵突进，我们认为需要要素市场化、财税体制、地方考核机制这三个方面相互配合推进，改变地方政府考核机制，释放要素市场化潜力，推进财税体制改革，通过改革加快地方政府转型，解决当前经济运行和经济转型过程中的阻碍和风险。

“发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点”，而发展新质生产力离不开全面深化改革。新质生产力的核心是创新，根本是效率。改革的方向一方面是要素的质量，继续大力提升科技创新水平，并在此基础上推动产业结构升级；另一方面则是要素的组合方式，通过深化改革破除发展中的阻碍，提升效率。我们认为，无论是要素配置改革、财税体制改革还是考核机制改革，都是在提升经济运转的效率。优化要素的配置，让有限的资源能够发挥更大的作用；调整税源和税种，让地方财政更契合于经济结构的转型，重视新动能和消费市场的培育；改革考核机制，更大程度地发挥不同地区的资源禀赋和比较优势。

最后，改革不是搞刺激，如果指望改革就是货币宽松，或者财政加杠杆，大规模投资到某个领域，那是对改革的误解。**尽管改革在经济上最后见效需要漫长的实践和等待，但改革本身就是最大的积极信号，降低系统风险，释放潜在增长，修复社会预期。**

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com