

2016.01.24

## 经济 L 型与供给侧改革

### ——供给侧改革专题研究之五



任泽平(分析师)

010-59312805

renzeping@gtjas.com

证书编号 S0880514060010

**导读：**未来 3-5 年，中国经济将呈 L 型走势，能否 L 得住取决于改革转型和结构调整进展，这是一场改革和风险的赛跑。

#### 摘要：

- **关于未来 3-5 年经济 L 型走势的判断。**2015 年 4 月 6 日国君宏观任泽平团队在《中国经济和资本市场的三种前途》报告中，较早地提出和论证“经济 L 型”的判断，经济增速换挡正处于从快速下滑期步入缓慢探底期，目前正逐步成为主流认识。中国增速换挡经历了四个阶段：2008-2009 年，劳动力成本上涨和国际金融危机引发的第一波增速换挡。2010-2013 年，宏观调控收紧和欧债危机引发的第二波增速换挡。2014-2015 年，房地产长周期拐点和大宗商品价格暴跌企业去库引发的第三波增速换挡。2016 年-，需求侧见底，但供给侧未见底，增速换挡从快速下滑期步入缓慢探底期。
- **对经济 L 型走势的深入认识。**经济 L 型是一种弱平衡，能否 L 得住取决于改革转型和结构调整进展，这是一场改革和风险的赛跑。2016 年产能出清和去杠杆压力大，很多传统行业企业耗了这么多年可能熬不过去了，弹药已经打光了，供给侧出清的压力越来越大，体制的刚性约束所能兜住的时间是有限的。历史留给我们的时间窗口可能已经差不多了，要有紧迫感和使命感。
- **未来中国经济的 L 型有三种演变前景：**第一种演变前景：平滑过渡，类似于 80 年代中国台湾，边破边立，主动改革转型。第二种演变前景：深蹲起跳，类似于 1973 年前后的日本和 1998 年前后的韩国，先破后立，危机倒逼改革。第三种是蹲下去起不来，类似于部分拉美、东南亚国家，破而不立，危机后不改革转向民粹。
- **供给侧改革是成功实现经济增速换挡的关键。**实施大规模大范围大力度的减税，提振企业信心，引导市场预期。采取市场和行政手段相结合的方式推动体制内部分过剩产能的市场出清。剥离现有商业银行不良资产，重新恢复金融体系正常的融资功能。加大服务业开放，大力度放松管制。发挥资本市场在供给侧改革推动转型创新中的重要作用。在推动改革的同时，建设社会“完全网”，兜住社会稳定的底线。

#### 宏观研究团队

任泽平(分析师)

电话：010-59312805

邮箱：[renzeping@gtjas.com](mailto:renzeping@gtjas.com)

证书编号：S0880514060010

张庆昌(研究助理)

电话：010-59312701

邮箱：[zhangqingchang@gtjas.com](mailto:zhangqingchang@gtjas.com)

证书编号：S0880115020043

张彩婷(研究助理)

电话：010-59312751

邮箱：[zhangcaiting@gtjas.com](mailto:zhangcaiting@gtjas.com)

证书编号：S0880114080040

冯贇(研究助理)

电话：021-38674876

邮箱：[fengyun@gtjas.com](mailto:fengyun@gtjas.com)

证书编号：S0880115050034

#### 相关报告

《97 年亚洲金融风暴会否卷土重来？》

2016.01.22

《坚定中国经济改革转型前景光明的信心——学习习近平总书记中央党校重要讲话精神》

2016.01.20

《中国 1996-2000 年供给侧改革面临的挑战、应对与启示》

2016.01.17

《A 股逐步回归正常，资本市场在供给侧改革中承担重要使命》

2016.01.12

《当前宏观形势的几个关键性问题：切还是不切？》

2015.12.03

## 目 录

1.	关于未来 3-5 年经济 L 型走势的判断.....	3
2.	对经济 L 型走势的深入认识与未来三种可能的演变前景.....	4
2.1.	第一种演变前景：平滑过渡，类似于 80 年代中国台湾，边破边立，主动改革转型。 ....	4
2.2.	第二种演变前景：深蹲起跳，类似于 1973 年前后的日本和 1998 年前后的韩国，先破后立，危机倒逼改革。 ....	6
2.3.	第三种是蹲下去起不来，类似于部分拉美、东南亚国家，破而不立，危机后不改革转向民粹。 ....	11
3.	供给侧改革是成功实现经济增速换挡的关键 .....	13

未来 3-5 年，中国经济将呈 L 型走势，经济增速换挡正处于从快速下滑期步入缓慢探底期。经济 L 型是一种弱平衡，能否 L 得住取决于改革转型和结构调整进展，这是一场改革和风险的赛跑。

## 1. 关于未来 3-5 年经济 L 型走势的判断

2015 年 4 月 6 日国君宏观任泽平团队在《中国经济和资本市场的三种前途》报告中，较早地提出和论证“经济 L 型”的判断，经济增速换挡正处于从快速下滑期步入缓慢探底期，目前正逐步成为主流认识。

2016 年 1 月 4 日《人民日报》在《七问供给侧结构性改革——权威人士谈当前经济怎么看怎么干》文章中提出，“当前形势下，国民经济不可能通过短期刺激实现 V 型反弹，可能会经历一个 L 型增长阶段。解决中长期经济问题，传统的凯恩斯主义药方有局限性，根本之道在于结构性改革。”

2016 年 1 月 20 日《第一财经日报》在《求解 GDP “破 7” L 型增长获共识》中认为，“在对未来经济形势的研判上，市场基本认可了此前《人民日报》提出的 L 型走势，认为中国经济将在合理区间内运行调整较长一段时间，为下一阶段的发展积蓄能量。”“L 型的判断极具艺术性，一方面显示了中国经济不会出现境外唱空机构所描述的硬着陆，另一方面也承认了客观规律下的减速。更重要的是，这样的判断对于聚集全社会的力量专注于转型升级有着重要作用。”

为什么未来 3-5 年中国经济将呈 L 型走势？

中国经济增速换挡大致经历了四个阶段：

第一阶段，2008-2009 年，劳动力成本上涨和国际金融危机引发的第一波经济增速换挡。2003、2008 年刘易斯第一、二个拐点先后出现，劳动力成本持续大幅上涨，跨国公司转移低端生产基地，加工贸易告别高增长时代，低端加工制造业领域普现产能过剩。这在一阶段，由于对引发经济下行的原因究竟是外部性和周期性还是结构性和体制性出现了认识上的分歧，因此采取了 4 万亿财政刺激的方式应对，虽然在国际金融危机应对中起到了应急的作用，但也遗留下资产价格泡沫、严重产能过剩和隐性不良等问题。在这一阶段，GDP 增速从 2007 年的 14.2% 下滑到 2009 年 9.2%。

第二阶段，2010-2013 年，宏观调控收紧和欧债危机引发的第二波经济增速换挡。经过 4 万亿刺激，2009 年下半年经济开始显露出过热迹象，2010 年宏观调控开始收紧，叠加欧债危机，经济持续大幅下滑，GDP 增速从 2010 年 1 季度的 12.2% 下滑到 2013 年 4 季度的 7.6%。

第三阶段，2014-2015 年，房地产长周期拐点和大宗商品价格暴跌企业去库引发的第三波经济增速换挡。2014 年 20-50 岁置业人群达到峰值并开始减少，城镇户均达到一套基本饱和，城镇化率达到 54.77%，三四线城市面临去库存压力，房地产开发投资增速从 2014 年初的 19.3% 下滑到 2015 年 1-12 月的 1% 和 12 月当月的 -1.9%；居民从住行消费向服务消费升级，重化工业产能过剩加剧；从 2014 年 5 月美元开始走强，大宗商品价格暴跌，企业大规模去库；国内产能过剩叠加国际大宗商品价格下跌，物价露出通缩苗头。

需要注意的是，2014-2015 年，中国宏观和微观数据出现大幅背离，表明真实的经济运行情况是经济经历了一轮快速下滑，而不是如宏观统计数据那样平稳运行、基本不波动。2014Q1-2015Q4 的 GDP 增速分别是 7.3%、7.4%、7.2%、7.2%、7.0%、7.0%、6.9%、6.8%，宏观数据波动很小。但微观数据大幅下滑，其中，房地产投资累计同比增速从 2014 年初的 19.3%，下降到 2015 年 1-12 月的

1%，12月当月增速仅为-1.9%，下降了20多个百分点，出口增速从2014年的6%下降到2015年的-2.8%，下降了接近10个百分点。发电量、粗钢产量、铁路货运量等微观指标也明显下滑到负增长。按照微观数据推算，真实的中国GDP增速可能已经在5-6%的区间。因此，经济L型是指中国经济真实运行情况，而不是指官方公布数据。

第四阶段，2016年-，需求侧见底，但供给侧未见底，经济增速换挡从快速下滑期步入缓慢探底期。近期需求侧经济指标可能已经见底，房地产投资、出口增速等需求侧已经接近中期底部，但供给侧还没见底，产能出清、库存去化、杠杆去化还未大规模开展，短期经济下降压力仍大，但降幅将收敛，经济将在底部进行调整。未来3-5年经济是L型，即由快速下滑期步入缓慢探底期。

图1 中国经济面临增速换挡和3-5年的L型 单位：%



数据来源：国泰君安证券研究、国家统计局、WIND

## 2. 对经济L型走势的深入认识与未来三种可能的演变前景

经济L型是一种弱平衡，能否L得住取决于改革转型和结构调整进展，这是一场改革和风险的赛跑。2016年产能出清和去杠杆压力大，很多传统行业企业耗了这么多年可能熬不过去了，弹药已经打光了，供给侧出清的压力越来越大，体制的刚性约束所能兜住的时间是有限的。历史留给我们的时间窗口可能已经不多了，要有紧迫感和使命感。

未来中国经济的L型有三种演变前景：

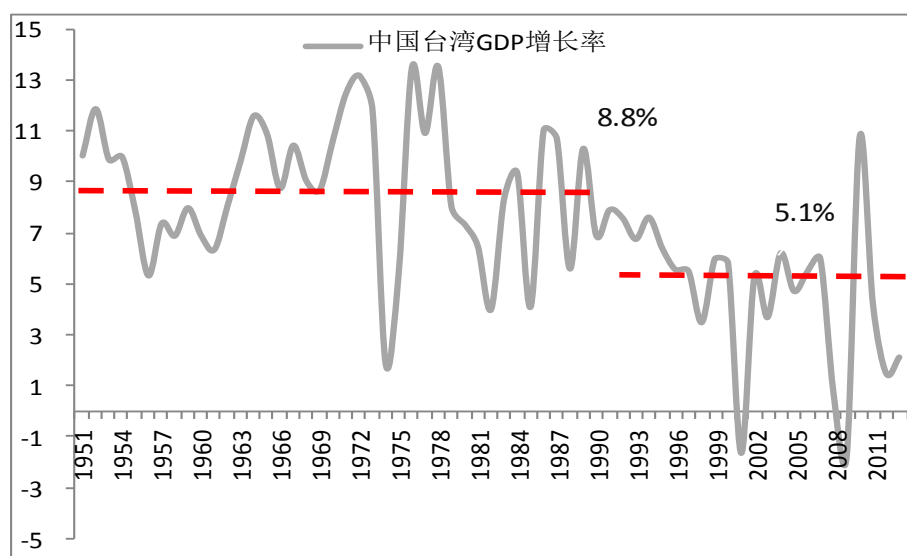
### 2.1. 第一种演变前景：平滑过渡，类似于80年代中国台湾，边破边立，主动改革转型。

中国台湾经济发展历程大致可以分为四个阶段，分别是依靠美援推行进口替代的阶段（1953-1960年）、出口导向型阶段（1961-1972）、出口导向和重化工业阶段（1973-1983）以及80年代中期以后全面的自由化和科技导向阶段。

台湾的增速换挡发生在1985-1993年间。台湾1951-1989年的39年间属于高速增长追赶阶段，年均增速8.8%，1989年人均GDP达到9538国际元，相当于美国的41.4%，到达增速换挡的阈值时点。1990-2010年年均增长5.1%，进入中速增长阶段。台湾的增速换挡比较成功，平滑过渡，没有出现危机倒逼。



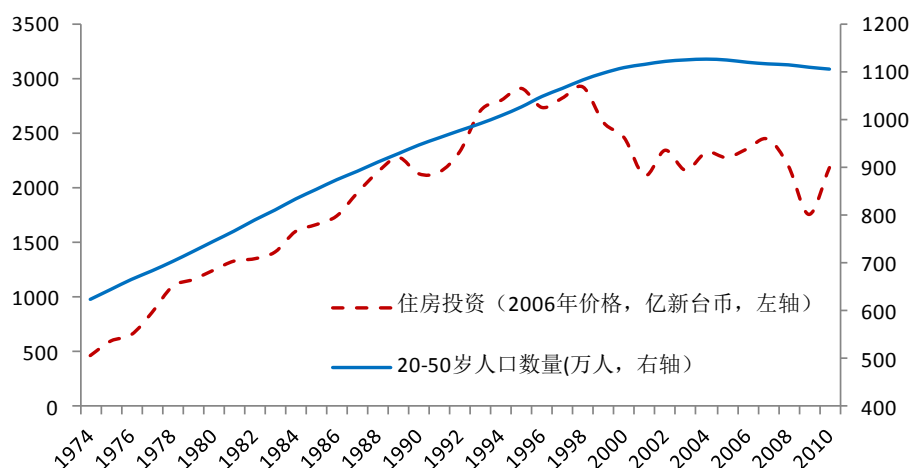
图2 中国台湾1985-1993年面临增速换挡 单位：%



数据来源：国泰君安证券研究、国家统计局、WIND

中国台湾在1987年前后面临经济增速换挡的客观要求。80年代末，台湾劳动力成本出现加快上涨，住宅投资接近峰值。1960-1993年期间住宅投资保持快速增长。随着20-50岁置业人群的减少，到1993年，台湾地区的住宅投资形成（按照不变价格计算）达到峰值，对应的城市化率为67.4%，人均GDP为13354国际元（1990年国际元）。之后，城市化快速推进的阶段基本接近尾声，住宅投资逐步平稳甚至下降，经济高速增长阶段结束。

图3 中国台湾的人口周期和房地产周期



数据来源：国泰君安证券研究、国务院发展研究中心、WIND

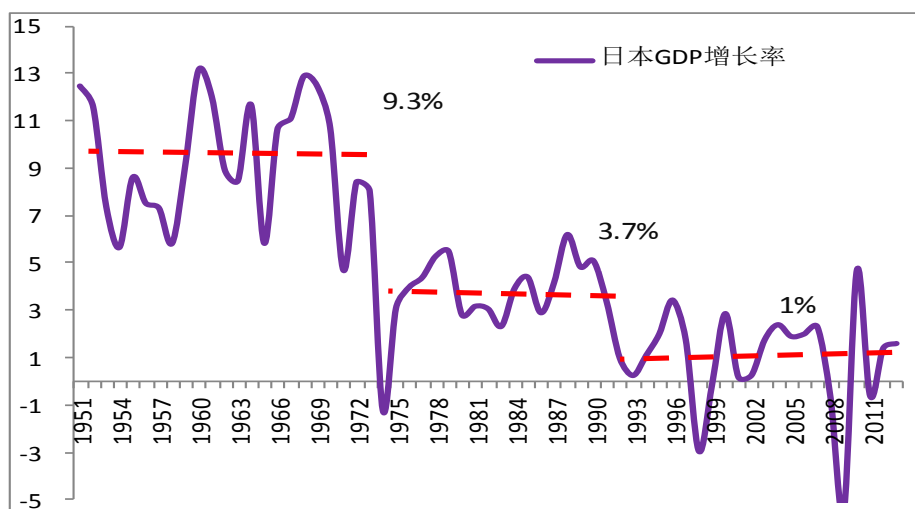
台湾大约在1985-1993年间平滑过渡到中速增长平台。与日韩危机倒逼式调整不同，台湾的增速换挡十分成功，呈平滑过渡。我们认为，一个关键性的原因在于结构改革在增速换挡期之前已经基本提前完成了。蒋经国在80年代初面临内外部环境压力，受使命感和紧迫感驱动，提前推动了政治民主化（放开党禁）和经济市场化（自由化改革）。台湾在上世纪80年代面临低成本传统竞争优势削弱、耐用消费品趋于饱和、房地产长周期趋于峰值等挑战。因此，在蒋经国推动下，台湾自1984年开启了第二轮自由化改革，主要内容包括金融自由化、投资自由化、贸易自由化、公营企业民营化、1980年设立了“新竹科学工业园区”、财税

改革、土地改革等措施。台湾的电子信息产业嵌到美国的产业链上，受益于信息技术革命所带来的重大发展机遇。虽然台湾并未认识到增速换挡的客观要求，但是没有采取刺激性手段拒绝减速，而是采取了结构改革。由于制度改革和产业升级十分顺利且提前完成，这就使得台湾在增速换挡期没有经历危机倒逼式调整，呈平滑过渡。

## 2.2. 第二种演变前景：深蹲起跳，类似于 1973 年前后的日本和 1998 年前后的韩国，先破后立，危机倒逼改革。

日本的增速换挡发生在 1968-1978 年间。日本 1951-1973 年间开启经济高速追赶，实现了 23 年年均 9.3% 的增长，1973 年人均 GDP 达到 11434 国际元，相当于美国的 68.5%，到达增速换挡的收入阈值。增速换挡后，1974-1991 年的 18 年实现了年均 3.7% 的增长，属于中速增长阶段。1991 年人均 GDP 达到 19355 国际元，相当于美国的 84.7%，步入前沿国家的低速增长区间。

图 4 日本 1968-1978 年面临增速换挡 单位：%



数据来源：国泰君安证券研究、国家统计局、WIND

日本在 1969 年前后面临经济增速换挡和动力升级的客观要求：

1、日本房地产长周期出现在 1969 年前后。二战后，日本人口出现了一次人口出生潮。自 1960 年起，日本的出生人口数量进入了第二轮上升周期，自 1960 年的 160.6 万逐年上升（除 1966 年外）至 1973 年的 209.2 万，之后出生人口数逐步显著降低。

图5 日本人口出生数量与住房开工量

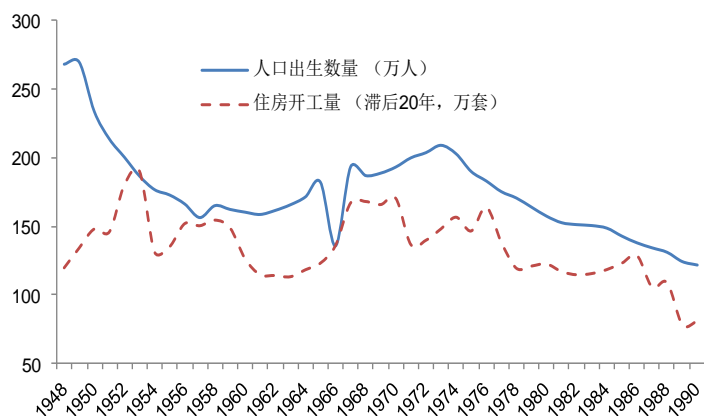
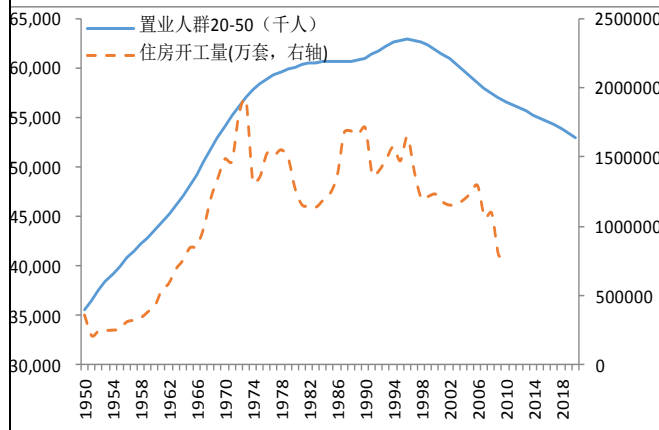


图6 日本人口周期和房地产周期



数据来源：国泰君安证券研究、国务院发展研究中心、国家统计局、WIND

2、日本刘易斯拐点出现在上世纪 60 年代末。日本自上世纪 60 年代末开始，随着农村可转移剩余劳动力的大幅减少，耐用消费品的广泛普及，支撑经济高速增长的基础条件发生变化。

虽然日本在 1969 年前后面临经济减速的要求，但是日本在 1969-1972 年间并没有认识到增速换挡的规律性和必然性，采取了刺激政策应对，大搞列岛改造，试图把全日本各岛都搞成三大都市圈一样发达（类似中国前几年中西部造城运动）。日本在 1969-1972 年大幅投放货币，M2 增速高达 20%-30%，无风险利率高达 10% 以上。受刺激政策影响，日本通胀高企，股市房市出现明显泡沫。

图7 日本增速换挡期的M2和CPI 单位：%

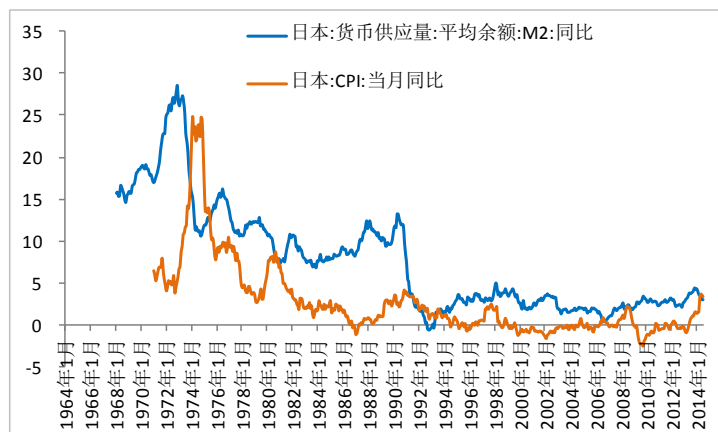
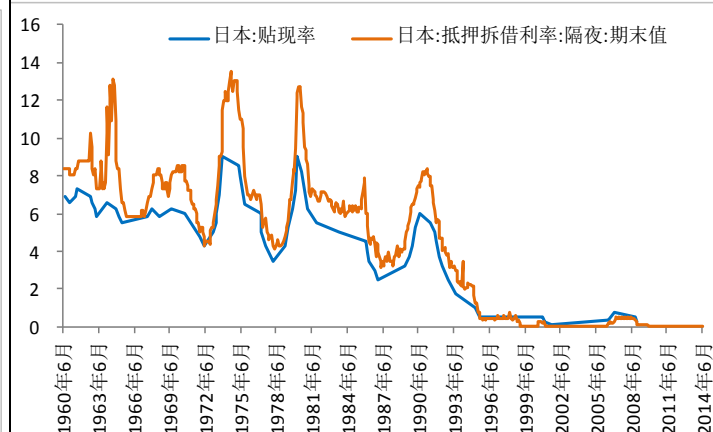


图8 日本增速换挡期的利率 单位：%



数据来源：国泰君安证券研究、WIND、CEIC

图 9 日经指数转型成功后大幅上涨



数据来源：国泰君安证券研究、WIND、CEIC

1973 年第一次石油危机爆发，由于严重依赖外部资源、产业结构偏重，日本经济受到较大冲击，相对于欧美国家更加积极地进行调整。以 1973 年为转折点，日本从刺激政策转向采取紧缩性的货币政策，抑制物价、工资和资产价格上涨，挤出边际上无效产能和无效资金需求，同时给企业在调整产能、压缩成本、节约能源、技术创新等方面以压力。

70 年代后期，日本增速换挡取得成功，日本主导产业由高速增长期的钢铁、造船、石化等重化工业升级至中低速增长期的汽车、电子、精密仪器、机械等高端制造业。当第二次石油危机爆发时，对日本而言便成为重大机遇，日本节能汽车和家电产品在 80 年代畅销世界，甚至占领了美国市场。

在 1973.3-1974.10 期间，日经指数跌去了 40%。自 1974.10 开始，日本股指在触底后反弹并走牛。1974-1981 年增速换挡成功后股市走出大牛市，日经指数进入慢牛、长牛。

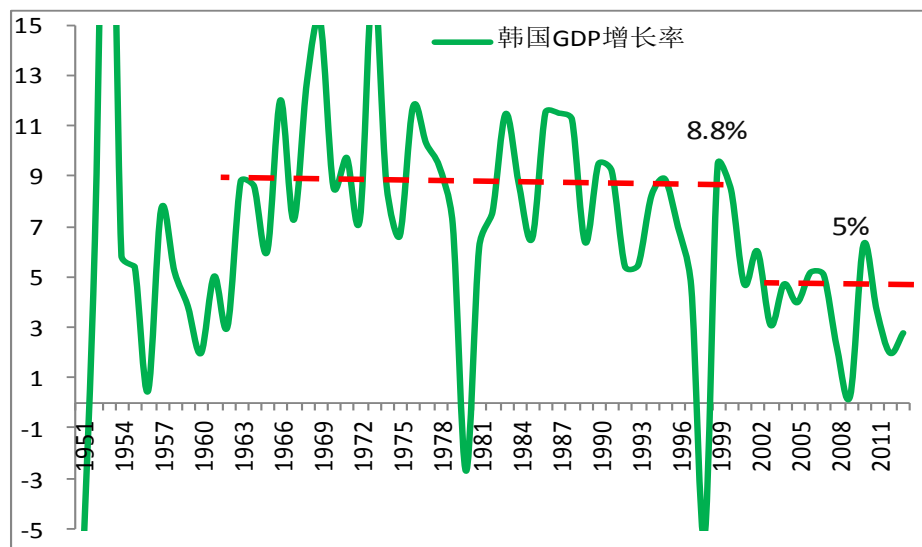
韩国增速换挡发生在 1989-2003 年间。1961 年朴正熙军变上台，开始了追赶进程，1961-1996 年间实现了 36 年年均 8.8% 的高速追赶。1996 年人均 GDP 达到 12860 国际元，相当于美国的 51%。经过 1997、1998 年的金融危机冲击和 1999、2000 年的恢复，2001 年以后进入中速增长阶段，2001-2010 年均增速 5%，2010 年人均 GDP 达到 21701 国际元，相当于美国的 58.2%，基本迈入前沿国家。

进入 80 年代末-90 年代初，支撑韩国高速增长的需求条件发生了基本面性的变化，面临增速换挡和动力升级的客观要求：

韩国的刘易斯拐点出现在 80 年代末，剩余劳动力从农村流向工业部门的潜力基本耗竭。加上 1987 年民主化宣言以后，工会活动活跃，劳资矛盾突出，工人工资水平迅速提高。同时，随着韩国在半导体、电子、造船等产业领域的快速技术进步，逐渐接近发达国家的科技前沿面，引进消化吸收的空间缩小，面临需要大量增加 R&D 投入、充满不确定性的创新风险。



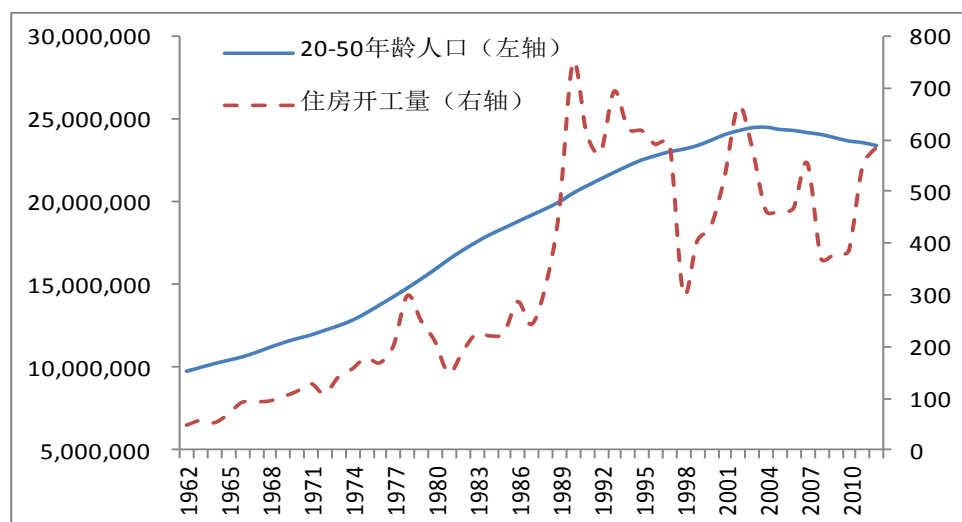
图 10 韩国 1992-2003 年面临增速换挡 单位：%



数据来源：国泰君安证券研究、国家统计局、WIND

韩国的房地产长周期出现在 90 年代中后期。韩国的人口总和生育率在 1970 年代初期开始显著下降，1970-1990 年期间，每年人口出生数量从 101 万下降到 65 万人。因此，1990 年前后 20-50 岁的置业人群到达峰值之后回落，住房销售和开工量开始下降。

图 11 韩国 90 年代末出现房地产长周期峰值 单位：%



数据来源：国泰君安证券研究、国务院发展研究中心、WIND、CEIC

1990 年前后是韩国经济减速的转折点，经济和出口增速出现了相当幅度的下降，制造业产值和就业比重达到峰值，FDI 开始外流。经济减速导致重化工业产能过剩状况加重，但是由于政府行政性干预广泛存在，这加大了微观主体对政府隐性担保的预期，道德风险泛滥，“大马不死”，过剩产能难以退出。

90 年代初，韩国政府和企业并没有意识到经济减速的客观要求，寄希望于通过放松货币刺激经济重回高增长轨道，1992-1996 年间（金泳三执政时期）韩国 M2 和 CPI 增速高达 20% 多。高通胀和资产泡沫进一步削弱了韩国竞争力。总体宽松的货币政策环境使得企业比较容易获得融资，陷入到产能过剩加剧与金融加杠杆

的恶性循环之中，到 1996 年韩国前 30 大财阀的资产负债率升至 80%。

表 1 韩国财阀的经营指标 单位：亿韩元，%

	平均负 债比率	平均自有 资本比率	平均金融费 用承担率	销售额	负债额	资产总额
10 大财阀	420.2	20.9	4.7	294,957,683.4	102,511,869.6	25,984,776.5
30 大财阀	594.5	18.7	7.0	3,538,269.0	1,472,853.0	339,879.0

资料来源：国泰君安证券研究、日本经济企划厅调查局编《亚洲经济》，1998 年第 126 页。

这一时期由于受到财阀的游说，韩国政府加速了短期资本账户开放，财阀大量兴办非银行金融机构，汇率升值和欧美低利率环境导致国际投机资本大规模流入。1992-1996 年间韩国外债规模以年均 27% 的速度增加，到 1996 年已经达到 1633 亿美元，其中短期外债达到 1000 多亿美元。而当时外汇储备只有 332.4 亿美元（可用外汇储备 294.2 亿美元），短期外债是外汇储备的 3 倍。货币错配与期限错配不仅使得金融机构而且使得整个国民经济都面临巨大风险。

由于重化工业的过剩产能难以退出，产生了大量无效资金需求。负债率攀升推高无风险利率，1992-1996 年韩国国债收益率高达 14% 左右，过高的融资成本对成长性产业产生了抑制和挤出效应。

图 12 韩国增速换挡期的 M2 和 CPI 单位：%

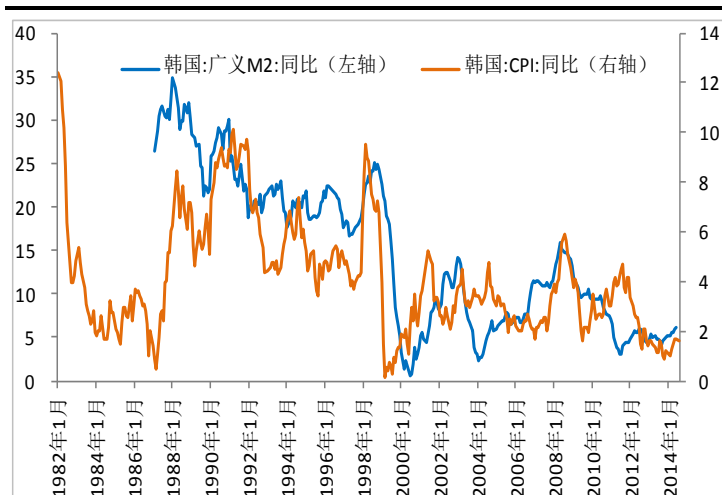
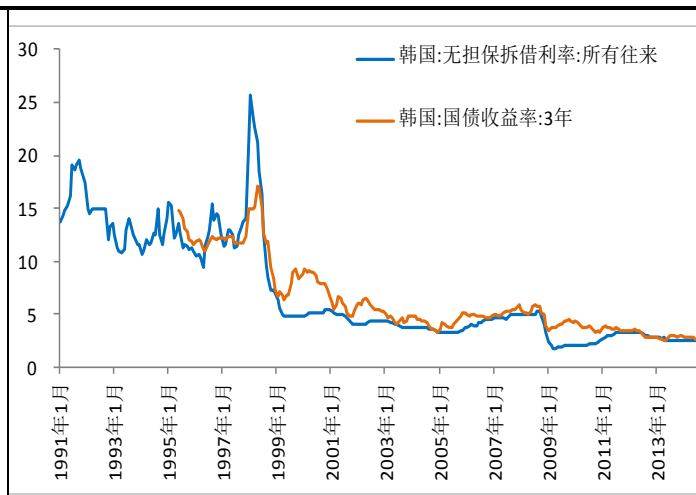


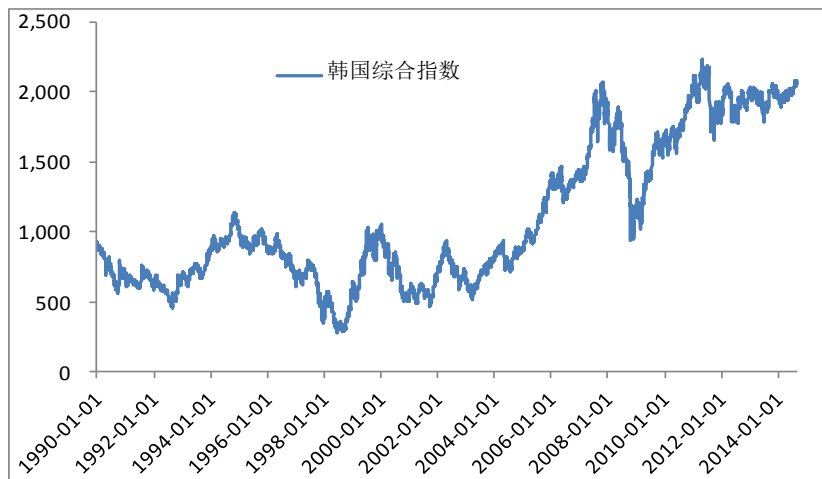
图 13 韩国增速换挡期的利率表现 单位：%



数据来源：国泰君安证券研究、WIND、CEIC

由于无风险利率高达 14%，企业利润和 ROA 受到挤压，30 家大财阀的平均资产回报率（ROA）在 1996、1997 年只有 0.2%、-2.1%，失去自我造血功能，1996 年企业贷款不良率达到 22%。因此，1992-1996 年间股市长熊。

图 14 韩国转型成功后股指大幅上涨



数据来源：国泰君安证券研究、国家统计局、WIND、CEIC

1997年东南亚金融危机迅速蔓延至韩国，韩国金融危机从外汇危机开始，引发了资本外逃，并爆发了企业财务危机和银行业危机，最终升级成全面的经济危机。1997年30家大财阀中的韩宝、起亚等8家财阀破产倒闭，金融机构不良资产大幅增加。

1997年韩国金融危机主要是因为是在增长阶段转换期拒绝减速、改革迟缓所致。由于对经济减速的必然性和增长动力转换的必要性认识不够，寄希望于通过扩大投资和负债继续维持高增长，导致结构调整进展迟缓。金融自由化缺乏统一规划和相应的监管机制跟进，提供了宽松的货币环境。对外开放的速度和顺序失策，加上政府隐性担保，导致企业对外负债快速攀升。实体经济传统产业的过剩产能不能退出，金融被迫加杠杆，低效投资和传统增长模式不可持续，最终不得不以金融危机的方式终结。

幸运的是，1998年金大中总统主政以后，在采取投放货币大规模救助计划的同时，痛下决心推动四大部门结构改革，最终开启了韩国中速增长的新时代，三星、现代等一批国际企业脱颖而出。虽然2000年后，韩国经济再也没有回到高增长平台，只实现了5%左右的年均增长，但无效资金需求被中断了，无风险利率下降到4%，股市走牛并翻了3倍了，产业升级了，企业盈利提升了，增速换挡成功了。

从金融危机前后韩国股市表现看，1997-1999年韩国股市跌去60%，随后，1999-2001年韩国股指从低谷反弹了300%，并在2003-2007年走出一波大牛市。2008年韩国经济和股市经受住了金融危机的考验，目前韩国的市场制度、创新能力、经济结构、金融市场等已经展示出了一个成熟发达经济体的姿态，基本完成了从奇迹到成熟的转变。

### 2.3. 第三种是蹲下去起不来，类似于部分拉美、东南亚国家，破而不立，危机后不改革转向民粹。

世界银行《东亚经济发展报告（2006）》提出了“中等收入陷阱”（Middle Income Trap）的概念，基本涵义是指：鲜有中等收入的经济体成功地跻身为高收入国家，这些国家往往陷入了经济增长的停滞期，既无法在工资方面与低收入国家竞争，又无法在尖端技术研制方面与富裕国家竞争。

一个经济体从中等收入向高收入迈进的过程中，既不能重复又难以摆脱以往由低收入进入中等收入的发展模式，很容易出现经济增长的停滞和徘徊，人均国民收

入难以突破 1 万美元。进入这个时期，经济快速发展积累的矛盾集中爆发，原有的增长机制和发展模式无法有效应对由此形成的系统性风险，经济增长容易出现大幅波动或陷入停滞。政府面临转型困难或危机时不是通过推动改革解决问题，而是通过简单的需求刺激或转向低智商的糟糕的民粹主义。大部分国家则长期在中等收入阶段徘徊，迟迟不能进入高收入国家行列。

德日韩台等是成功实现追赶和增速换挡的经济体，而拉美地区和东南亚一些国家则是陷入“中等收入陷阱”的典型代表。一些国家收入水平长期停滞不前，如菲律宾 1980 年人均国内生产总值为 2671 美元，2014 年仍只有在 2865 美元，考虑到通货膨胀因素，人均收入基本没有太大变化。还有一些国家收入水平虽然在提高，但始终难以缩小与高收入国家的鸿沟，如马来西亚 1980 年人均国内生产总值为 1812 美元，到 2014 年仅达到 10804 美元。墨西哥 1973 年人均 GDP 已经达到了 1000 美元，在当时属于中等偏上收入国家，而 2014 年人均 GDP 只有 10718 美元，41 年后仍属于中等偏上国家。拉美地区还有许多类似的国家，虽然经过了二三十年的努力，几经反复，但一直没能跨过发达国家的门槛。

为什么发展水平和条件十分相近的国家，会出现两种不同的发展命运，关键是能否有效克服中等收入阶段的独特挑战。从拉美地区和东南亚一些国家的情况看，陷入“中等收入陷阱”的原因主要有以下几个方面。

第一，未能通过推动改革实现发展模式转换。以阿根廷等拉美国家为例，在工业化初期实施进口替代战略后，未能及时转换发展模式，而是继续推进耐用消费品和资本品的进口替代，即使在上世纪 70 年代初石油危机后，还是维持“举债增长”，使进口替代战略延续了半个世纪。由于对外竞争不充分和国内市场狭小，制造业贸易部门缺乏竞争力、长期亏损，不得不通过资源型部门补贴，一旦遇到大宗商品价格暴跌，则产业基础全部沦陷。

第二，未能通过改革实现要数驱动型向创新驱动型转变。一国经济在进入中等收入阶段后，低成本优势逐步丧失，在低端市场难以与低收入国家竞争，但在中高端市场则由于研发能力和人力资本条件制约，又难以与高收入国家抗衡。在这种上下挤压的环境中，很容易失去增长动力而导致经济增长停滞。要克服这一挑战，就需要在自主创新和人力资本方面持续增加投入，培育新的竞争优势。马来西亚等东南亚国家在亚洲金融危机后再也没能恢复到危机前的高增长，就与经济增长缺乏技术创新动力有直接关系。

第三，未能通过改革解决发展的公平性，并对向消费和服务业升级构成制约。公平发展不仅有利于改善收入分配，创造更为均衡的发展，还能够减缓社会矛盾和冲突，从而有利于经济可持续发展。收入分配公平有利于形成“橄榄型”社会结构，有利于向消费和服务业主导的经济结构升级。拉美国家在进入中等收入阶段后，由于收入差距迅速扩大导致中低收入居民消费严重不足，消费需求对经济增长的拉动作用减弱。如 20 世纪 70 年代，拉美国家基尼系数高达 0.44~0.66 之间，巴西到 90 年代末仍高达 0.64，一些国家还由于贫富悬殊，社会严重分化，引发激烈的社会动荡，甚至政权更迭，对经济发展造成严重影响。

第四，改革的顺序和宏观经济管理出现错误。从拉美国家看，受西方新自由主义影响，政府作用被极度削弱，宏观经济管理缺乏有效制度框架，政策缺乏稳定性，政府债台高筑，通货膨胀和国际收支不平衡等顽疾难以消除，经济危机频发造成经济大幅波动，如上世纪 80 年代的拉美债务危机，1994 年墨西哥金融危机、1999 年巴西货币危机、2002 年阿根廷经济危机，都对经济持续增长造成严重冲击。阿根廷在 1963~2008 年的 45 年间出现了 16 年负增长，主要就集中发生在上世纪 80 年代债务危机和 2002 年国内金融危机期间。

第五，社会利益固化，社会流动性较差。在拉美国家，体制变革受到利益集团羁绊，严重滞后于经济发展，精英集团的“现代传统主义”片面追求经济增长和财



富积累，反对在社会结构、价值观念和权力分配等领域进行变革，或者把这种变革减少到最低限度。经济财富过度集中，利益集团势力强大，造成寻租、投机和腐败现象蔓延，市场配置资源的功能受到严重扭曲。

### 3. 供给侧改革是成功实现经济增速换挡的关键

由于当前经济下行主要是结构性和体制性的，而非外部性和周期性的，因此政策的应对主要是供给侧结构改革，而非大规模财政货币刺激。改革是唯一出路，刺激是最大风险。面对经济寻底下行应在保持定力、守住底线的前提下，通过推动改革培育新增长动力和构筑新增长平台，从而实现经济平滑增速换挡。

现阶段我国同时面临抓改革、调结构、稳增长、防风险、保就业、守底线等多个政策任务，根据“丁伯根法则”，需要几个独立、有效的政策工具协同配合。

**(1) 当前可考虑通过增发长期建设国债的方式稳增长。**稳增长十分必要，主要是为了防风险、保就业以及为主动改革赢得时间，而不是为了被动等待周期复苏或外部环境改善。宏观调控是中央政府的职能，通过增加地方财政负担来稳增长是事权错配，未来应通过中央政府增发长期建设国债和配套政策性金融机构融资的方式实施，并避免对商业银行正常放贷行为的干预。

**(2) 实施大规模大范围大力度的减税，提振企业信心，引导市场预期。**投资刺激等短期政策只有短期效果，减税、放松管制等长期政策将产生巨大的长期效果。国之根本是企业活力，经济转型阵痛期政府通过减税让利放水养鱼，有利于微观企业和居民休养生息。推动综合和分类相结合的个人所得税制度，调低跟居民消费升级和刚性相关的品类的消费税税率，允许企业将创新相关投入在企业所得税中进行一定扣除，下调高端制造业领域的增值税税率，完善出口退税。

**(3) 采取市场和行政手段相结合的方式推动体制内部分过剩产能的市场出清。**当前问题的核心在于，市场出清面临体制性障碍，市场优胜劣汰的功能难以充分发挥。由于地方保护、政府信用背书、银行不愿不良贷款显性化等因素，产能过剩国企和地方融资平台等体制内的领域难以进行市场出清，表现为每次风险显露时均以“刚性兑付”解决，产能过剩企业沦为“僵尸企业”，酝酿金融风险 and 隐性失业。对体制内的领域，应市场和行政手段相结合以强制出清。同时，允许不良贷款的显性化，提高对经济短期下行的容忍度，做好风险隔离和缓释，完善失业救济。

**(4) 可考虑剥离现有商业银行不良资产，重新恢复金融体系正常的融资功能。**当前商业银行对产能过剩领域制造业企业、三四线城市中小房地产开发商和加工贸易企业存在大量风险敞口，这些隐性不良贷款部分是由于 2009 年前后银行替代财政功能形成的，重新将不良贷款和对应的资产剥离回国有资产管理公司，具有合理性。但这个过程要花钱买制度，建立存款保险和破产退出机制，加强内部风险控制机制建设，并适当下调存款准备金率，取消存贷比考核。

**(5) 加大服务业开放，大力度放松管制。**中国经济过去三十年的成功是制造业开放的成功，未来三十年的成功取决于服务业开放的成功，这是大方向。中国制造业已经相对开放、充分竞争，但服务业领域存在大量的管制，尽快推动金融、文化、传媒、体育、教育、交运、通信等服务业领域的管制放开，对内国企向民企开放，对外内资向外资开放，道路自信、理论自信、制度自信，最大的自信是开放，只有在开放中形成的竞争力才是真正的竞争力，这对于培育经济新动力、吸纳就业保证社会稳定的关键。

**(6) 发挥资本市场在供给侧改革推动转型创新中的重要作用。**加快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者权益得到充分保护的股票市场，推动经济转型升级。大力推进资产证券化，化解金融风险。发展开放、包容的多



层次资本市场，降低企业融资成本。鼓励通过资本市场优化重组，化解落后产能。依托资本市场，放宽准入，引入新的投资者，加快行政性垄断行业改革，推动混合所有制改革。实施结构性减税，鼓励创新。推动国企改革，提高资产证券化率。

**（7）在推动供给侧改革的同时，建设社会“安全网”，兜住社会稳定的底线。**供给侧改革将会对银行不良、P2P、就业等产生冲击，化解之策在于债务重组剥离、大力发展服务业、完善社会保障体系、完善失业救济等。

**（8）大力改革市场经济的宏观架构和微观基础，让市场在资源配置中起决定性作用，这是解决问题的根本。**在做好稳增长和防风险的同时，加快简政放权、财税改革、国企改革、服务业放开、利率汇率市场化、资源要素价格市场化等领域的改革。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	<a href="mailto:gt.jaresearch@gt.jas.com">gt.jaresearch@gt.jas.com</a>		