

## 《改革红利支撑中国经济砥砺前行》

原文刊于《中国证券报》

- 十九大报告中明确了中国经济未来相当长时间内的任务，“从现在到 2020 年，是全面建成小康社会决胜期。从 2020 年到 2035 年，基本实现社会主义现代化。从 2035 年到 2050 年，把我国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国”。习近平总书记提出“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”，要顺利实现“三步走战略”，毫无疑问需要中国经济在未来相当长一段时间内依然维持中高速增长，所不同的是未来要更加注重增长速度和质量之间的平衡关系，实现中国经济可持续的包容性增长。
- 中国经济从上世纪初以来的高速增长很大程度上归功于“双红利”——全球化红利和人口红利。2002 年中国加入 WTO 为中国制造打开了全球市场的“蓝海”，而中国工业化和城镇化过程中释放出来的人口红利，很大程度上推动中国制造以成本优势在全球范围内攻城略地。但在 2010 年之后，推动中国经济高速增长的“双红利”似乎后劲不足。美国次贷危机和欧洲主权债务危机相继爆发之后，发达经济体为了摆脱经济衰退的阴影，在利率已经降至零并面临流动性陷阱的时候，启动了量化宽松。但由于缺乏有效的结构性改革，单纯流动性驱动的经济复苏相对脆弱，因此贸易保护主义也有所抬头，直接造成全球经济一体化进程的停滞。同时中国人口抚养比从 2010 年开始结束了长达 30 多年的下降之后也开始缓慢上升，

虽然还没有进入西方发达国家那种普遍出现的人口老龄化阶段，但劳动力供给格局的逆转已经开始大幅推升低端劳动力成本。这使得中国在传统劳动密集型产品出口方面，面临来自东南亚、南亚、拉美和北非等劳动力价格相对低廉的国家和地区的竞争。虽然在此过程中，中国自身也通过产业升级来开拓高端市场，并在高科技、高端装备等高附加值产品方面有所突破，但欧美、日韩等居于产业链高端的国家和地区依然牢牢把控着技术和市场，这种格局在短期内很难扭转出现

“质变”的飞跃。在全球化红利和人口红利开始减退的同时，国内长久以来支撑中国经济增长的固定资产投资增速也开始放缓。虽然中国城镇化进程决定了基建投资和房地产投资未来依然有很大的空间，但短期内由于基数过大，很难维持两位数的高速增长。内外需“双疲软”的局面造成了国内过剩产能问题，实体经济回报率下降导致资金“脱实向虚”，进而引发金融体系内在系统性风险上升，传统货币财政政策也难以顺利解决这些结构性问题。

- 当很多因素都指向中国经济所面临的困难不是暂时，而有可能导致中国经济进入长期下行轨道的时候，中国经济在去年和今年出现了逆转。在去年实现 6.7% 的全年经济增长，成功完成 6.5%-7% 的区间增长目标之后，今年前三季度中国经济更上一个台阶实现了 6.9% 的增长，再次反映出中国经济的韧性。今年完成 6.5% 的增长目标已无悬念，这与年初市场对中国经济的悲观预测大相径庭。分析中国经济超预期的原因，除了全球经济复苏提速之外，毫无疑问首推供给侧改革。在 2016 年初以来中央开始启动“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”（简称为“三去一降一补”）的供给侧改革之后，中国经济内生性增长动力明显增强。中国的房地产库存、重点行业的过剩产能以及企业和金融部门高杠杆的问题都得到了明显改善。在社会资金“脱虚向实”的过程中，长期困扰实体经济“融资难、融资

贵”问题也得到了缓解。“大众创业、万众创新”激发了个人和企业参与到产业升级和创新活动中，推动中国产业版图的扩张。除了对内的供给侧改革，政府在对外开放层面的开拓性政策，为面临全球化红利和人口红利减弱双重挤压的出口行业提供了新的机遇。“一带一路”倡议在产能合作的大框架下，实现了沿线国家改善基础设施和帮助国内相关优质企业开拓国际市场的“双赢”局面。

- 通过推进结构性改革释放改革红利来推动中国经济的可持续增长可谓老生常谈的话题，但问题是在相当长一段时间内很难找到改革的突破口，造成结构性改革出现停滞，并导致中国经济增长后劲不足。分析问题背后的原因，普遍认为在推进改革过程中，剩下的都是需要打攻坚战的硬骨头。要想有所突破，不仅要有打破条条框框的勇气，而且由于没有现成的经验可供参考，需要在机制上有创新的智慧。供给侧改革推行一年多以来取得的成绩证明，一方面中国政府是有决心和有能力来推行结构性改革；另一方面中国结构性改革层面空间巨大，改革是推动中国经济在未来维持中高速增长的决定性因素。
- 中国制度优越性决定了在推行经济改革的过程中可以集中力量办大事。但作为全球最大的新兴市场经济体，中国经济转型没有现成的经验可以参照，必须自己摸着石头过河。现有成熟的经济转型理论和实践都是基于过去半个多世纪欧美发达国家经验，即便是有韩国、新加坡等新兴市场经济体成功跨越“中等收入陷阱”而跻身发达经济体的先例，但中国与这些国家在经济体量、人口规模，以及地区差异等方面有着天壤之别，很难完全复制这些国家走过的道路。例如中国由于幅员辽阔，巨大的地区差异使得中国政府很难单纯依靠传统货币和财政政策来解决区域间经济发展不平衡问题。而近十年全球经济环境和科技水平都发生了翻天覆

地的变化，过去成熟的经济发展模式也存在被颠覆的可能。例如互联网经济在“互联网+”战略的引导下在国内蓬勃发展，为年轻一代创造了大量新的就业机会。因此中国经济改革需要制度和政策上的创新，走一条前人没有走过的路。

- 十九大对未来10年-20年中国经济增长勾画出雄伟清晰的蓝图，如何具体落实和推进十九大定下的改革开放任务成为政府的当务之急。今年以来发达经济体和新兴市场经济体在2008年国际金融危机之后首次实现同步复苏，但鉴于本轮全球经济复苏很大程度上还是流动性驱动的结果，因此复苏内生性动力不强，从而造成复苏的力度和可持续性较弱。而且全球主要经济体央行纷纷开启货币正常化进程，这在一定程度上又加大了全球经济复苏进程被逆转的风险。因此中国应该利用目前全球经济依然处在温和复苏轨道中的有利时机，加快推进结构性改革并加快对外开放的步伐，改革将成为中国经济砥砺前行的重要驱动力。

---

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道100号上海环球金融中心75楼

邮编：200120

电话：+86 (0) 21 2033-6000

传真：+86 (0) 21 2033-6040

## 免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件与与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。