

# 改革创新推动经济持续健康发展

——证券界人士看2016年经济形势

**民生证券：**我国经济发展除了通过改革和转型创造新需求，别无他途。必须加大改革与创新力度，保障经济可持续发展。2016年是“十三五”的开局之年，“美丽中国”无疑是最值得期待的亮点。

**招商证券：**在经济转型期，我国应着力发展人力资本密集型服务业。另外，制造业内部转型升级带来的生产率提高和收入提高也是服务业发展的重要驱动力。

**兴业证券：**整体来看，明年经济增速可能呈现“前低后高”格局，随着更有力的财政政策的实施，以及稳健的货币政策加大灵活性，金融市场将出现新的更积极变化。

**中信建投证券：**供给侧结构性改革是强调在供给角度实施结构优化、增加有效供给的中长期视野的宏观调控。转向供给侧，可以说是眼下我国经济的一剂对症良药。通过供给侧结构性改革提高企业的生产效率，将对我国未来的产业结构调整 and 宏观经济走势产生深远影响。

## 1 “美丽中国”值得期待

民生证券 管清友 朱振鑫 张瑜

当前，影响我国经济发展的重要因素有以下两个：其一，随着劳动力人口占比下降和老龄人口占比的上升，经济增长速度会出现自然的下滑，经济结构也会出现自然的调整。其二，目前产能过剩还较严重，去产能面临很多现实的阻碍，这导致去产能的周期可能会很长。另外，房地产去库存压力也较大。可以确定的是，2016年我国将积极稳妥化解产能过剩和房地产库存。在外需遭遇瓶颈的条件下，经济增长情况将取决于人口老龄化和改革创新的赛跑。

经济发展除了通过改革和转型创造新需求别无他途。根据经济合作与发展组织(OECD)的统计，目前我国研发支出的绝对额已经超过日本，占GDP的比重也已上升到2.1%，与OECD国家2.4%的平均水平相差无几，我们的专利数量和研发人员数量也都是全球第一。但我国还不是一个创新强国，创新成果还比较缺乏，因此，必须加大改革与创新力度，保障经济可持续发展。

明年主要经济指标和政策的预测如下：经济增速方面，2016年经济增长目标下调是大概率事件。居民消费价格指数(CPI)方面，2016年预计同比较2015年略有回升。预计明年工业品出厂价格指数(PPI)累计负增长将超过50个月，但同

比跌幅将收窄。

货币政策方面，预计降息空间明显收窄。2016年，积极的财政政策要加大力度，实行减税政策，阶段性提高财政赤字率；稳健的货币政策要灵活适度。在我们看来，未来财政政策主要有两个抓手：扩大政府发债规模和结构性减税。首先，扩大政府发债规模主要还是置换债，应该超过今年的3万亿元。其次，加大结构性减税力度。可能采取的措施包括加速固定资产折旧、提高个税征收起点、加大小微企业减税力度等。明年更重要的还有财政政策的相关配套政策，包括政策性金融和推广政府与社会资本合作(PPP)等。

2016年是“十三五”的开局之年，“美丽中国”无疑是最值得期待的亮点。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》把绿色发展列入五大发展理念，并强调“最严格的环保制度”和“美丽中国”概念。生态环保作为一个产业已经站在了更大的风口上。未来，通过市场化的交易、融资和管理机制来激发地方政府和社会资本的积极性值得期待。对于过去束缚环保的融资问题，可以在生态空间整体开发的基础上，通过“绿色金融”和“PPP模式”吸引更多社会资本加入。

## 2 消费需求将稳定增长

招商证券 谢亚轩 张一平 闫玲 刘亚欣

目前我国第三产业对GDP贡献率已超过第二产业，经济结构转型取得一定成效，但经济增速下行压力仍较大，其原因在于，持续提升的制造业劳动生产率是我国经济过去30年间高速增长的重要原因之一，而目前工业生产明显放缓，第二产业对国民经济的贡献率大幅下滑。虽然第三产业对国民经济贡献率快速提升，但第三产业劳动生产率偏低，使得制造业低迷对整体经济影响程度更为明显。

制约我国服务业发展水平的因素主要有两方面：一是劳动生产率水平，二是服务业结构。我国服务业中，人力资本密集型行业发展水平偏低，这些行业增加值在GDP中的占比偏低。所以，在经济转型期我国产业政策着力发展人力资本密集型服务业，例如金融、教育、医疗卫生、信息通讯和公共管理等行业。在《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》文件中，我们可以看到，提升服务业发展水平是保持经济增长的重要手段。通过创新驱动发展理念，打破阻碍人力资本密集型服务业发展的各种限制，提高人力资本密集型服务业发展水平，以确保经济增长。

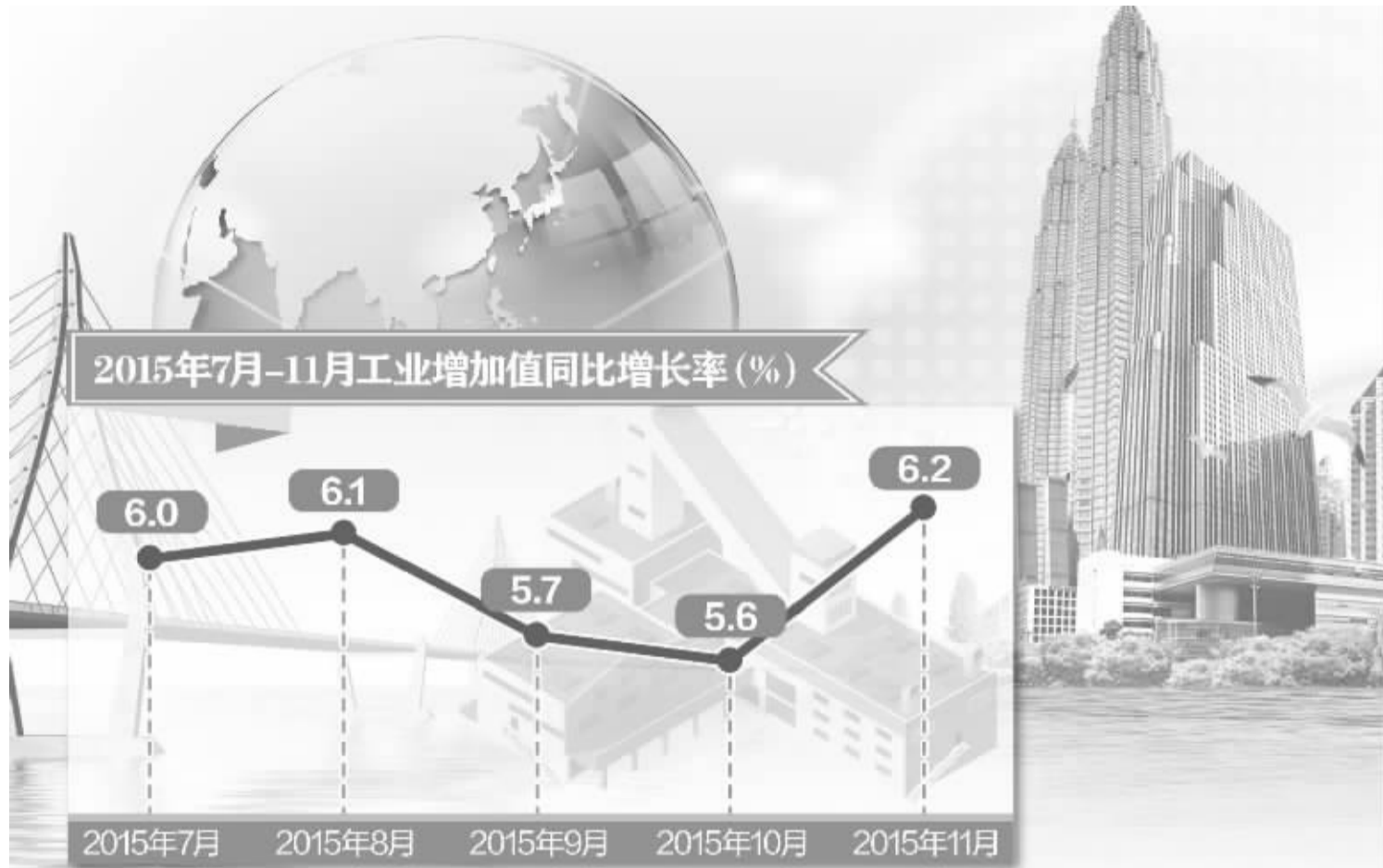
同时，尽管服务业对国民经济贡献大幅上升，但这并不意味着制造业就不再重要。相反，服务业的发展仍然需要制造业提供相适应的产品以满足其需

要。简单而言，制造业部门的产品需要从钢筋混凝土向绿色食品、智能家居产品等转型升级。从其他国家经验来看，制造业内部转型升级带来的生产率提高和收入提高恰恰是服务业发展的重要驱动力。

整体来看，导致2015年经济增速放缓的各种因素，例如投资需求的低迷、出口增速的大幅下降等，在2016年较难出现转变。但另一方面，地产投资、基建投资在近期已经表现出一些改善的迹象，消费需求在收入提升的支持下将继续稳定增长。因此，预计2016年经济增速下滑的斜率可能会有所下降，这意味着GDP同比增速的回落速度将较2015年有所放缓。

此外，预计2016年一季度房地产投资增速将企稳，并将在二季度的GDP中逐步体现。预计2016年地产投资快速下滑的趋势被明显遏制；基建投资有望回升至20%左右，稳增长政策落实情况的好转也有助于放缓经济增速回落的速度；全年消费增速有望保持在11%左右。预计全年GDP增速将前低后高。

2015年全球经济增长放缓，结构上每1%的GDP增长所对应的贸易增长有所降低，大宗商品价格下滑抑制了全球贸易规模增速，这也是我国出口低迷的重要原因。但我国制造业相对竞争力仍得以保持，在全球贸易中的占比有所上升。



## 3 金融市场出现积极变化

兴业证券 王涵 卢燕津

目前，我国经济增速下行压力主要来自传统经济驱动引擎的减速：出口额增长停滞甚至出现萎缩，低端制造业的出口竞争力优势也在减弱；2014年和2015年新开工项目下滑导致地产商面临窘境；经营困局制约企业投资扩产意愿；银行不良率提高，信用扩张较难迅速回升。

整体来看，明年经济增速可能呈现“前低后高”的格局。2016年，随着更有力的财政政策和灵活适度的货币政策的实施，将为结构性改革营造适宜的货币金融环境，降低融资成本，保持流动性合理充裕和社会融资总量适度增长，金融市场将出现新的更积极的变化。

## 4 供给侧结构性改革加码

中信建投证券 黄文涛 胡艳妮 郑凌怡

2016年，我国经济增长将进入破立并举之年。目前，我国经济增长的结构性矛盾凸显，尤其是外贸面临的国际环境不确定性因素增多。虽然压力重重，但伴随着供给侧结构性改革大幕拉开，新的经济增长点也随之启动。

我们认为，供给侧结构性改革是强调在供给角度实施结构优化、增加有效供给中长期视野的宏观调控。转向供给侧，可以说是眼下我国经济的一剂对症良药。我国目前的问题在于长期实行需求侧调控方式，而通过供给侧改革提高企业的生产效率，将对我国未来的产业结构调整 and 宏观经济走势产生深远影响。

在我们看来，供给侧改革有劳动力、资本和技术三大路径：

央行近期政策已出现了一系列调整。如“利率走廊”调控有望降低理财对银行负债的影响力，商业银行对央行的负债有望部分取代理财在银行负债端的地位，从而缓解当前由于理财收益率下降缓慢导致银行负债压力较大的问题；投放长期资金、鼓励专项资产管理计划(ABS)市场，有望解决银行不愿意“放长贷”的问题，等等。

央行自去年以来多次降低存款准备金率，这对于向银行体系投放长期资金有重要意义。近期政策性银行通过发行特别金融债方式融资，进而开始向一些实体企业进行股权注入。积极的财政政策加大力度可更好解决实体经济对资金吸引力不足的问题。我们预

计，2016年财政政策将更加注重民生、税收等方面的内容。通过财政政策的加力给予配合，可以刺激实体经济投资回报率，从而提高实体经济对资金的吸引力。

2016年，金融市场将出现新变化。从本质上来说，当前我国并不缺资产，但缺乏与出资方所需的风险和收益相匹配的资产。通过对中美金融资产的对比，可以发现我国在债权市场，尤其是一些股债结合的资产方面存在空缺。未来，类似可交换债、专项资产管理计划、房地产信托投资基金(RE-ITS)等相关金融创新产品有望扩容。股债结合类资产可能是下阶段金融市场发展的一个方向。

除了资产池的扩容以外，我国金融市场参与者也将增加，并带来市场结构的改变。长期以来，散户在A股市场投资者中占比比较高，投资者结构单一使得市场缺乏平衡机制，机构散户化也为各方诟病。随着近年来金融市场相关改革的推进，未来我国金融市场的投资者结构将出现积极变化，养老基金、海外投资者等新的投资者会不断涌现。

要着力扭转传统行业资本配置低效率的现状。对于已经丧失盈利前景和严重资不抵债的“僵尸企业”，需强化市场约束，加快关停并转，从而将存量资本及劳动力资源尽快释放出来，通过市场化机制转移到更有效率的使用方向上；对于存在准入限制的行业，加快建立和全面压缩负面清单，向民间资本开放更多的制造和服务业领域。

从技术创新的角度看，要着重创造一个有利于创新的环境，包括充分发挥知识产权制度的作用，并使市场参与各方形成稳定预期，促进要素之间的合理流动，加快培育人力资本，促进金融体系的改革，以适应转型升级的需要。同时，要通过税收优惠鼓励企业加速折旧和加大研发投入。

供给侧结构性改革内容丰富，应该抓住目前经济发展中存在的突出矛盾，从优化产业结构、积极稳妥化解产能过剩，大力推进“大众创业、万众创新”、提升人力资本使用效率，以及加大市场开放力度、结构性减税、简政放权等各方面深化供给侧结构性改革，努力保持健康的、均衡的中高速增长。

本报记者 何川 温济聪整理

本版编辑 陆敏 赵子强制 图 吴迪