

2010年5月27日

宏观策略部

“以退为进”是最佳调控路径

26号国务院召开治理地方融资平台的会议和国家税务总局发布了征收土地增值税的具体细节，这些政策的出台应该是直接破除了近期坊间关于近期由于欧债危机国家会放松调控的传言，决策当局短期内加大力度治理08年过度宽松政策所带来的两大后遗症（房地产和地方融资平台）应为避免经济“二次探底”的最佳路径。

在住建部发文要加快保障房建设的时候，市场便开始预期政策是否已经开始转向，走向放松。其实，有这预期的研究者是否意识到，假若短期内政策开始放松那意味着经济将走向“二次探底”的死结。因为假若因为欧债危机而出现短期政策放松，那么国家能做到的就是延续09年的做法——继续扩大政府投资和宽松的货币政策，其结果就是进一步扩大地方融资平台的规模和加剧房地产市场的进一步泡沫化，这将迫使未来经济走向“硬着陆”和由此由于地产泡沫带来的社会不稳定。决策当局显然不会选择这种伤害未来还把经济体逼进死胡同的做法。

假若由于欧债问题使全球面临第二轮金融风暴，那么全球主要经济体都不要存有幻想可以避免“二次探底”。因为当前所有的扩张性政策（包括货币政策和财政政策），在第一次遇到危机的时候能起作用，但若面临第二次都是无能为力的，任何国家都将面临财政预算的压力。例如中国，假若短期内由于欧债危机导致出口出现快速下降，中国政府也同样很难像08年一样进行4万亿的投资和极度宽松的货币政策激化房地产进一步泡沫化。

当然在我们看来，由于欧洲采用“定量放松”和紧缩财政相结合的办法来解决债务危机，发生第二轮金融风暴的可能性几乎为零。但由此造成未来的通货膨胀，以及由于通胀的压力导致政策退出引起经济再次回落，将对中国未来的外需形势形成挑战。因此，在当前外需表现出较为强劲的条件下，迅速治理由于08年后极度宽松政策留下的后遗症——房地产泡沫化和地方财政通过融资平台的信贷化，以避免当明年外需出现下降时国内无内需可进一步刺激的尴尬境地，也即通过现在的“以退为进”，确保未来外需下降时能有效地再次刺激内需，避免再像08年一样出现经济体“内外共振”。

为避免政策的叠加效应，对地方融资平台的治理主要体现在分类治理和严控规模进一步扩大，对存量的清查预计还是会体现较为宽松，这也是为房地产的进一步调控让路。对于房地产的调控，尽管目前已经出了不少抑制需求的“治标”政策，但从体制性政策措施出台来看，严征土地增值税应该算是一个开始。

预计未来，在供给环节上，通过体制改革，改变当前地方政府追逐土地高价拍卖的现状和改变开发商通过囤地获取超额利润的经营模式。在需求环节上，通过对保有环节的征税，有效遏制房地产的投资和投机。只有这样，才能够在经济体面临外部需求下降时，通过宽松政策有效地刺激一套住房的真实需求和加快“城镇化”的发展，保证经济的平稳健康发展，有效避免“二次探底”的风险。

潘向东（执业证书编号：S0930210010238）

(8610)68561122-1788

(8610)68561288

panxiangdong@ebcn.com

相关报告：

避免“二次危机”：“量化宽松”为上策-宏观经济周报第19期（2010.5.3-2010.5.9）

中国未来两年是“政策式经济”-宏观经济周报第18期（2010.4.26-2010.5.2）

欧美复苏确认，货币开始发酵-宏观经济周报第17期（2010.4.19-2010.4.25）

美国欧洲复苏延续，英国日本复苏堪忧-宏观经济周报第16期（2010.4.12-2010.4.18）

贸易逆差也很难缓解人民币的升值压力-宏观经济周报第15期（2010.4.5-2010.4.11）

房地产调控“狼来了”，这次会不会是真的？-宏观经济周报第14期（2010.3.29-2010.4.4）

多事之秋的欧洲：援了希腊，又忧葡萄牙-宏观经济周报第13期（2010.3.22-2010.3.28）

印度率先启动加息应对通胀-宏观经济周报第12期（2010.3.15-2010.3.21）

海外经济数据好坏参半，复苏前景受制赤字压力-宏观经济周报第11期（2010.3.8-2010.3.14）

从政府工作报告看后续政策：加快“调结构”-宏观经济周报第10期（2010.3.1-2010.3.7）

美欧经济复苏之路现“曲折”-宏观经济周报第9期（2010.2.22-2010.2.28）

“以退为进”是最佳调控路径

这周国家又祭出了一些调控的措施：26 日召开的国务院常务会议，部署加强地方政府融资平台公司管理，会议指出，加强对融资平台公司的融资管理和银行业金融机构等的放贷管理，对清理规范后仍然违反规定的要依法依规严肃处理；国家税务总局 26 日公布了《关于土地增值税清算有关问题的通知》，明确土地增值税清算过程中的若干计税问题，此时，通知的出台意味着土地增值税清算将从严执行。

这些政策的出台应该是直接破除了近期坊间关于近期由于欧债危机国家会放松调控的传言，决策当局短期内加大力度治理 08 年过度宽松政策所带来的两大后遗症（房地产和地方融资平台）应为避免经济“二次探底”的最佳路径。

在住建部发文要加快保障房建设的时候，市场便开始预期政策是否已经开始转向，走向放松。其实，有这预期的研究者是否意识到，假若短期内政策开始放松那意味着经济将走向“二次探底”的死结。因为假若因为欧债危机而出现短期政策放松，那么国家能做到的就是延续 09 年的做法——继续扩大政府投资和宽松的货币政策，其结果就是进一步扩大地方融资平台的规模和加剧房地产市场的进一步泡沫化，这将迫使未来经济走向“硬着陆”和由此由于地产泡沫带来的社会不稳定。决策当局显然不会选择这种伤害未来还把经济体逼进死胡同的做法。

假若由于欧债问题使全球面临第二轮金融风暴，那么全球主要的经济体都不要存有幻想可以避免“二次探底”。因为当前所有的扩张性政策（包括货币政策和财政政策），在第一次遇到危机的时候能起作用，但面临第二次的时候是无能为力的，任何国家都将面临财政预算的压力。例如中国，假若短期内由于欧债危机导致出口出现快速下降，中国政府也同样很难像 08 年一样进行 4 万亿的投资和极度宽松的货币政策激化房地产进一步泡沫化。

当然在我们看来，由于欧洲采用“定量放松”和紧缩财政相结合的办法来解决债务危机，发生第二轮金融风暴的可能性几乎为零。但由此造成未来的通货膨胀，以及由于通胀的压力导致政策退出引起经济再次回落，将对中国未来的外需形势形成挑战。因此，在当前外需表现出较为强劲的条件下，迅速治理由于 08 年后极度宽松政策留下的后遗症——房地产泡沫化和地方财政通过融资平台的信贷化，以避免当明年外需出现下降时国内无内需可进一步刺激尴尬境地，也即通过现在的“以退为进”，确保未来外需下降时能有效地再次刺激内需，避免再像 08 年一样出现经济体“内外共振”。

为避免政策的叠加效应，对地方融资平台的治理主要体现在分类治理和严控规模进一步扩大，对存量的清查预计还是会体现较为宽松，这也是为房地产的进一步调控让路。对于房地产的调控，尽管目前已经出了不少抑制需求的“治标”政策，但从体制性政策措施出台来看，严征土地增值税应该算是一个开始。

战略性新兴产业和第三产业是未来经济发展的方向，但他们发展得成功与否同时取决于经济体是否实现稳增长，是否为他们提供了良好的经济发展环境，而未来经济平稳增长的实现就完全依赖于城镇化的进程，在当前不到 50%的城镇化条件下，房地产的历史使命并没有完成，因此，不管未来大家愿意承认也好不愿意承认

也好，房地产仍然肩负着保增长的重任。

但由于经历了历次调控之后，当前房地产商抵御调控的能力已经大大加强，这就在客观上要求决策当局要想这一次调控能取到预期的效果，就必须从当前的房地产供需体制上进行改革。在供给环节上，通过体制改革，改变当前地方追逐土地高价拍卖的现状和改变开发商通过囤地获取超额利润的经营模式。在需求环节上，通过对保有环节的征税，有效遏制房地产的投资和投机。只有这样，才能够在经济体面临外部需求下降时，通过宽松政策有效地刺激一套住房的真实需求和加快“城镇化”的发展，保证经济的平稳健康发展，有效避免“二次探底”的风险。像住建部加快保障房的建设并不能说政策就已经开始保增长，因为，它并没有去考虑地方财税的问题，当地方由于拍卖土地的减少，将直接影响到地方融资平台的安全和地方投资项目能否延续。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu@ebscn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。