

内忧外患下政策将在动态微调中保持进退平衡

——宏观经济月报（2010年5月）

发布日期：2010年6月4日

主要观点：

- 从4月份的宏观数据看，我国经济有趋缓迹象，工业增加值、投资增速都保持下降趋势。未来经济形势如何，政府如何出牌？我们认为三个方面的因素需要考虑：房地产调控政策、欧洲主权债务危机、物价走势。
- 通过产业波及效果分析，我国房地产开发投资下降1单位将导致全社会产出减少3.45单位。我们模拟了不同情景的影响，但较有可能的情景是房地产开发投资于8、9月份出现明显回落，增速比去年下降8%，在此假设下，房地产开发投资的下降将导致GDP下降2%。冲击较明显。
- 针对欧洲主权债务危机问题，我国前期的专题报告曾指出其为局部危机，难以影响全球经济复苏。而面对欧元的全面贬值，我国出口商品的价格优势反而更加明显，当前对希腊等国的出口增速反而更快，也说明其对我国的出口存在有利的一面，总体看对我国冲击比较有限。但危机将影响市场信心，仍需关注。
- 物价走势随着经济增长趋缓和国家调控措施的到位，上涨动力弱化，这将有利于经济的平稳增长，同时也有加大了政府的政策调控回旋余地。政策进一步紧缩的可能性降低。
- 但我们认为，政府目前的调控策略是进退平衡，而不是一味的退出，或静观其变。在平衡策略下，面对房地产投资带来的下行风险，政府已经准备了充足的弹药，保障房、产业规划、地区振兴规划等。因此，今年经济前高后低的趋势虽难以改变，但出现所谓的“二次探底”的可能性不大。
- 我们认为政策的调控思路还是调结构、促转变。将继续沿着进退平衡的思路出台调控政策。具体是促消费（进）、降投资（退）；而投资在短期退出有限，那么需要保持动态平衡，具体的路径是：压传统“两高”产业（退），推新兴产业和现代服务业（进）；减商品房（退）、增保障房（进）；清地方违规投资（退）、扶重点地区投资（进）。
- 在这种进退平衡的策略下，我们认为消费、新兴战略产业、现代服务业的中长期发展及投资机会值得期待。而在短期内投资难以大幅下降情况下，投资品应不会受到大的冲击。

分析师：王国兵
证书编号：S0550110050050
TEL: 6336 7000-305
FAX: (8621)6337 3209
Email: winmcn@163.com
地址：上海市延安东路45号20
邮编：200002

目 录

一、内忧：房地产开发投资下降将明显下拉 GDP 增速.....	4
1、调控下房地产开发投资在短期必然下降	4
2、房地产开发投资下降对 GDP 的影响	5
A: 短期的直接影响.....	6
B: 短期的全部影响.....	6
C: 长期趋势	8
二、外患：欧洲债务危机扰乱复苏信心，但对我国影响应有限.....	8
1、希腊主权债务危机难改全球复苏趋势	8
2、欧洲主权债务危机对我出口当下无明显冲击，未来走势需关注	11
三、物价：面对增长趋缓和政策调控背景下上涨动力减弱	12
1、经济增长趋缓，缓解通胀压力	12
2、物价上涨动力变弱	14
四、政策调控政策将延续进退平衡策略，保证经济平稳运行	16

图目录:

图 1: 房地产调控效用发挥有一定时间差	5
图 2: 房地产调控对房屋销售和投资影响明显	5
图 3: 房地产开发投资占城镇固定资产投资近 20%	6
图 4: 欧元区 5 月份消费者信心指数下降	9
图 5: 除意大利、西班牙外, 希腊等经济体对欧盟实体经济影响有限	10
图 6: 截至 4 月份欧元区的工业和建筑业指数持续回升	10
图 7: 欧元区的产能利用率继续回升	10
图 8: 美国就业情况好转	11
图 9: 美国工业体系持续复苏	11
图 10: 2010 年以来我国对欧盟的出口复苏速度快于美日	12
图 11: 我对希腊等国出口同比增速快于对欧整体	12
图 12: 工业增加值增速趋缓	13
图 13: GDP 增速将趋缓	13
图 14: 经济增长缺口与物价基本成正相关关系	14
图 15: 5 月份多数农产品价格出现回落	14
图 16: 农业部监测的农产品价格指数涨幅呈回落趋势	15
图 17: 5 月份原油价格降幅明显	15
图 18: 国内动力煤价格趋稳, 有利 PPI 稳定和回落	16
图 19: 5 月份主要原材料价格出现较大回落	16

从4月份的宏观数据看,我国经济有趋缓迹象,工业增加值、投资增速继续保持下降趋势。未来形势如何,政府如何出牌?我们认为三个方面的因素需要考虑:我国的房地产调控新政、欧洲主权债务危机的恶化、物价走势。

房地产开发投资面对严格的调控措施必将下降,而其下降将下拉GDP增长可能下降2个百分点;而欧洲主权债务危机将影响欧盟的经济复苏步伐,对全球经济及我国经济的复苏影响有限,但在其债务危机未消除前,市场信心仍受到打击。因此,这两者都将下拉经济增长速度。由此,市场对宏观经济复苏前景也充满疑虑,甚至担心经济的二次探底。

我们认为,政府目前的调控策略是进退平衡,而不是一味的退出,或静观其变。在平衡策略下,面对房地产投资带来的下行风险,政府已经准备了充分的弹药。5月份陆续出台保障房责任状、区域振兴等措施。因此,今年经济前高后低的趋势虽难以改变,但出现所谓的“二次探底”的可能性不大。物价走势随着经济形势的变化和国家调控措施的到位,上涨动力弱化,这将有利于经济的平稳增长,同时也有加大了政府的政策调控回旋余地。

我们认为,政府将继续按照进退平衡的策略出台措施。目前政府的难处是消费难以突破,还无法成为拉动经济增长的主要动力。因此,投资还得保持一定增速。但在保持较高投资增速的情况下,政府不希望沿着高投资、高产能扩张的路径前进,而是在地区和产业方面有差别的重点支持。

为此,我们的认为,政府在未来半年内积极酝酿并在“十二五规划”出台收入分配改革方案,增加居民收入,同时包括税收、社保等方面为居民卸包袱,以切实推进消费对经济的拉动作用。这将带来消费产业的长时期扩张。

在消费还未成为经济增长动力前,投资不可能大规模退出。从这个角度看,政府要求今年保持较高的投资总量。根据前面分析,房地产开发投资下降是大概率事件,对整个投资及经济的冲击较大,如何应对。政府已积极出台区域振兴、加大保障房供应力度来设法对冲。

而市场预期的新兴战略产业我们认为将加快出台,这是促结构调整的需要,同时也可预防房地产开发投资下降带来的风险。因此,经济二次探底的可能性很小。同时投资保持一定的增速也意味着在短期内投资品受到的冲击应不会太大。但新兴战略产业还是值得期待的领域。

总结起来,我们认为政策的调控思路还是调结构、促转变。具体是促消费(进)、降投资(退);而投资在短期退出有限,那么需要保持动态平衡,具体的策略:压传统“两高”产业(退),推新兴产业和现代服务业(进);减商品房(退)、增保障房(进);清地方违规投资(退)、扶重点地区投资(进)。

在这种进退平衡的策略下,看好消费产业、新兴战略产业、现代服务业的中长期发展及投资机会。而在近期,投资品应不会受到大的冲击。

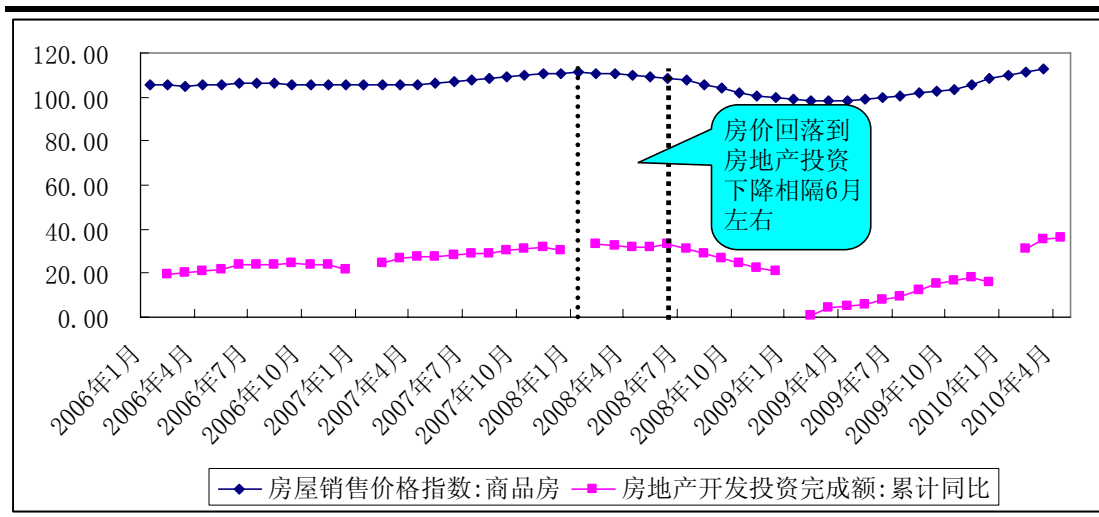
一、内忧: 房地产开发投资下降将明显下拉 GDP 增速

1、调控下房地产开发投资在短期必然下降

4月中旬开始的中央和地方一系列针对高房价的调控措施无疑对房地产开发投资形成了压力。07-08年的房地产调控、房价和投资走势的经验值得借鉴。2007年9月中国人民银行和银监会发布《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》,对商业性房地产信贷政策进行了调整,规定申请购买第二套(含)以上住房的,贷款首付款比例不得低于40%。若以此为调控政策对房地产价格形成实质性影响的话,2008年1月房地产价格指数开始回落,而房地产开发投资在

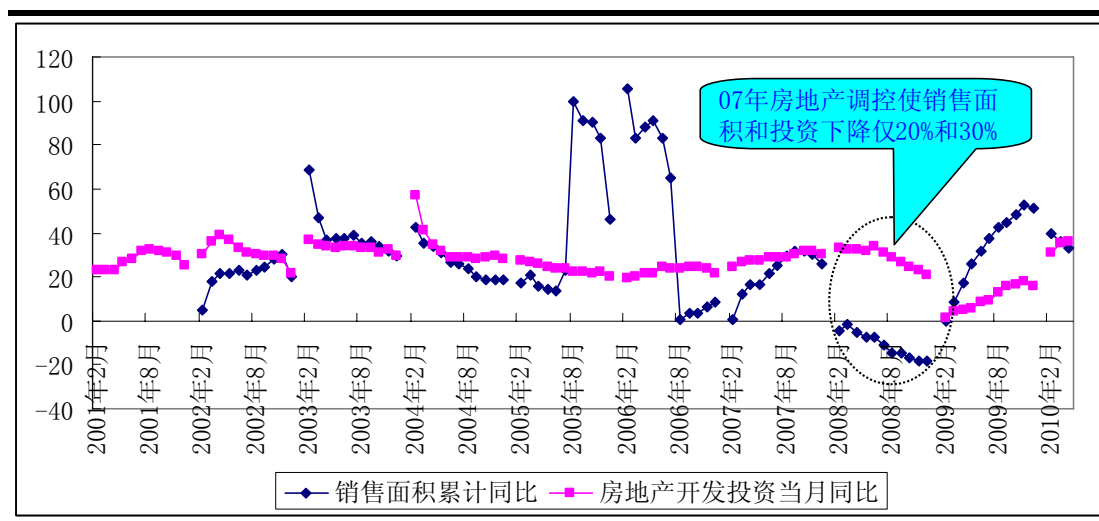
2008年6月开始回落（见图1、图2）。这意味着政策出台要3个月左右的消化期而后房价回落，而在房价回落后的半年左右房地产开发投资开始明显回落。

而如果按照上次经验，4月份出台的调控效应在7、8月份体现房价明显回落，而到年底房地产投资开发开始回落。不过，鉴于此次房地产调控措施的力度要大于2007年度的调控措施，因此，预期调控的时间效果要更快一些，我们预期在6、7月份会有明显效应，而在8、9月份房地产开发投资出现明显回落，四季度回落加速，预计明年一季度再次回落至个位数增长。



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图1：房地产调控效用发挥有一定时间差



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

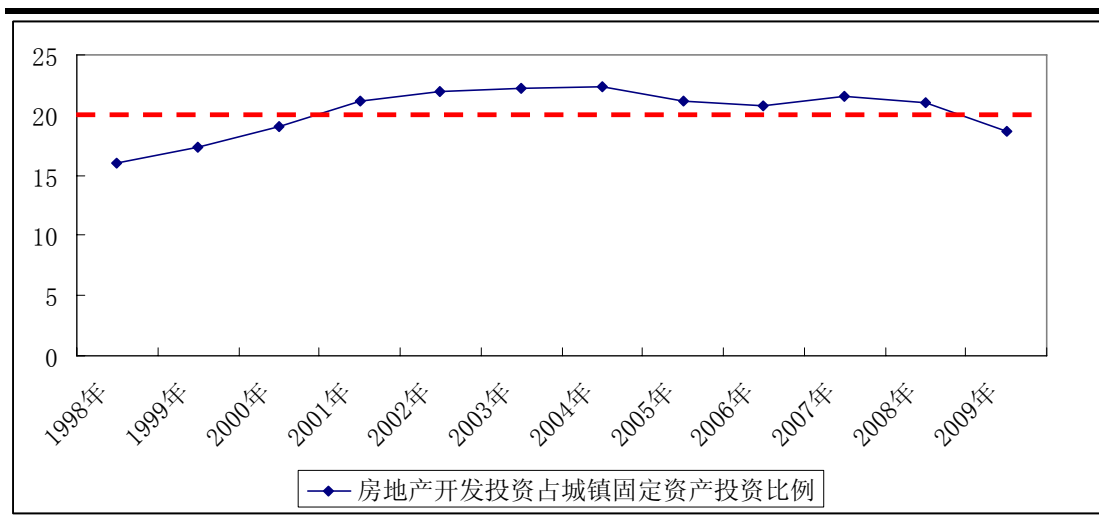
图2：房地产调控对房屋销售和投资的明显影响

2、房地产开发投资下降对 GDP 的影响

房地产作为我国的支柱产业，其增速的下降，尤其是开发投资的下降将对我国经济增长形成明显冲击。那么，这种冲击有多大？我们分析利用投入产出法分析其影响。

A:短期的直接影响

从调控对房价和房地产投资的作用力度看,2008年6月份房价回落后,房地产投资从增速高点的35%回落至2009年2月份的1%,回落34个百分点。此次的调控力度大于上次,即使保守估计,投资增速在现在基础上按照上次的降幅比例下降30%左右,那么按照房地产开发投资占城镇固定资产投资的比例测算(见图3),预计2010年8月份到2010年3、4月份,房地产投资的下降导致固定资产投资回落6个百分点左右。由此拖累直接拖累GDP增长1个百分点左右。



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图3: 房地产开发投资占城镇固定资产投资近20%

B:短期的全部影响

但房地产开发投资的下降对GDP的冲击将通过间接效应放大。我们根据2007年的投入产出系数计算了房地产业的波及效果系数,并测算房地产投资对GDP的冲击作用。

由于房地产开发投资基本上成为建筑业的产值,因此,在测算的时候我们利用计算所得的建筑业波及效果系数计算房地产开发投资下降的冲击作用。

经测算,房地产开发投资经建筑业的波及作用在2.45,即房地产开发投资减少1单位导致建筑业产出减少1单位而带来的全社会产出变动2.45个单位,如果加上自身1单位,全社会产出的变动总量在3.45(见表1)。我们依据不同情境测算房地产投资下降对GDP的影响。

表1: 建筑业和房地产业的波及效果系数

行业	行业代码	建筑业波及效果系数
农林牧渔业	1	0.0470
煤炭开采和洗选业	2	0.0559
石油和天然气开采业	3	0.0806
金属矿采选业	4	0.0660
非金属矿及其他矿采选业	5	0.0401
食品制造及烟草加工业	6	0.0367
纺织业	7	0.0187
纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品业	8	0.0149

木材加工及家具制造业	9	0.0360
造纸印刷及文教体育用品制造业	10	0.0337
石油加工、炼焦及核燃料加工业	11	0.1170
化学工业	12	0.2153
非金属矿物制品业	13	0.2755
金属冶炼及压延加工业	14	0.3958
金属制品业	15	0.0810
通用、专用设备制造业	16	0.1159
交通运输设备制造业	17	0.0468
电气机械及器材制造业	18	0.0872
通信设备计算机及其他电子设备制造业	19	0.0500
仪器仪表及文化办公用机械制造业	20	0.0171
工艺品及其他制造业	21	0.0105
废品废料	22	0.0307
电力、热力的生产和供应业	23	0.1564
燃气生产和供应业	24	0.0032
水的生产和供应业	25	0.0033
建筑业	26	1.0000
交通运输及仓储业	27	0.1471
邮政业	28	0.0014
信息传输、计算机服务和软件业	29	0.0284
批发和零售业	30	0.0631
住宿和餐饮业	31	0.0292
金融业	32	0.0559
房地产业	33	0.0092
租赁和商务服务业	34	0.0248
研究与试验发展业	35	0.0041
综合技术服务业	36	0.0196
水利、环境和公共设施管理业	37	0.0017
居民服务和其他服务业	38	0.0141
教育	39	0.0024
卫生、社会保障和社会福利业	40	0.0039
文化、体育和娱乐业	41	0.0057
公共管理和社会组织	42	0.0005
合计		3.4463

数据来源：中国统计局，东北证券东北证券金融与产业研究所

情境 1：房地产开发投资在二季度开始下降，增速比去年下降 10%

而根据 4 月份房地产开发投资额的季调后环比折年率，2010 年的房地产开发投资将增长 7%，如果按照 4 月份的当月投资额简单推算 2010 年的房地产开发投资将增长 10% 左右。相比于前 10 年房地产投资年均增长 20% 的比例，在假设今年增速下降 10% 的情况下，房地产开发投资额将减少 3600 亿元（ $36231 \times 10\% = 3623$ ），这将导致全社会总产出减少 12000 亿元（ $3600 \times 3.45 = 12420$ ），相比 2009 年 GDP 总产出 335353 亿元，将使名义 GDP 增长率降低 3.5%

($12000/335353 \times 100\% = 3.6\%$)。考虑到 2010 年的物价上涨, GDP 的平减系数比较大, 实际 GDP 的增长率下降幅度小于 3.5%, 但估计将会 3% 以内。

情境 2: 房地产开发投资在二季度末三季度开始下降, 增速比去年下降 8%

在此情境下, 房地产开发投资减少 2800 亿元, 全社会产出减少 9500 亿元, 使名义 GDP 下降 2.5%, 考虑到 GDP 的平减系数, 估计在 2% 左右。

情境 3: 房地产开发投资在三季度末四季度才开始下降, 增速比去年下降 5%

在此情境下, 今年的房地产投资下降不是很明显, 如果给予 5% 的左右的增速降幅, 那么 2010 年房地产开发投资将下降 1800 亿元左右, 由此使全社会总产出减少 6000 亿元左右, 将是名义 GDP 增速下降 1.7%, 考虑 GDP 的平减效果, 预计在 1-1.5% 之间。

因此, 我们认为, 从短期效果看, 房地产调控政策的出台肯定对固定资产投资和经济增长形成了制约, 在房地产调控政策明显发挥作用的情况下, GDP 增长率将下降 3%, 而在缓慢作用下, GDP 增速将下降 1-2%。我们认为比较可能的情况是房地产开发投资在 8 月份出现明显回落, 即模拟情境 2, 为此 GDP 将下降 2%。即使再次情境下, 房地产投资下降对经济增长的冲击还是比较明显。

C: 长期趋势

从中长期看, 房价回落有利于房地产业的健康发展。对未来房地产业的运行看, 我们认为高房价运行周期或将结束, 但是房地产业发展不会由此结束。城市化还是支持房地产业继续发展的基本理由。当前我们每年以 1% 的速度推进城市化, 而仅是城镇登记结婚在 1100 万对左右, 当时我们目前的房地产开发套数仅有 400 多万套。住房需求仍旧庞大。因此, 中长期看, 房地产业仍将保持快速发展。不过, 未来的房地产发展态势可能由当前的商品房开发为主逐渐走向商品房、经济适用房、廉租房等多元开发模式。只要房地产业继续发展, 预计在经历阵痛调整后, 房地产开发投资在 2011 年下半年将恢复增长态势。

二、外患：欧洲债务危机扰乱复苏信心，但对我国影响有限

1、希腊主权债务危机难改全球复苏趋势

近期, 欧洲主权债务危机严重影响了市场对全球经济的复苏信心。面对愈演愈烈的希腊等欧洲主权债务危机, 5 月 10 日欧盟和 IMF 出台了 7500 亿欧元的援助计划, 同时要求希腊等过严格财政纪律、提出并执行严格的财政紧缩计划。

面对市场压力, 希腊等国在 5 月份都公布了自己的财政紧缩措施, 与此同时, 面对财政赤字超标的现实, 德国和法国也都公布了自 2011 年起 3-5 年的财政紧缩方案(见表 2)。从公布的紧缩方案看, 各国每年的紧缩数额基本都 100 亿欧元左右, 其中希腊和西班牙的紧缩力度稍大。财政紧缩将使得这些国家的民众福利受到一定影响, 从而进一步降低社会消费能力, 进而使得经济复苏的步伐放缓。从目前看, 这种影响可能存在。欧元区 5 月份的 PMI 指数和消费者信心指数已出现掉头(见图 4)。

但除了希腊等小经济体外, 德、法、意等国 100 亿欧元的紧缩规模相对于其当前的财政收入和财政支出规模都非常有限, 即使考虑到乘数效应, 对实体经济的影响作用应有限, 可能使经济复苏有所减缓, 但不会导致经济的再次探底。并且除了意大利和西班牙在欧盟中经济分量相对较重外, 受主权债务影响的其他几国的 GDP 占欧盟总体的比重较小(图 5)。这意

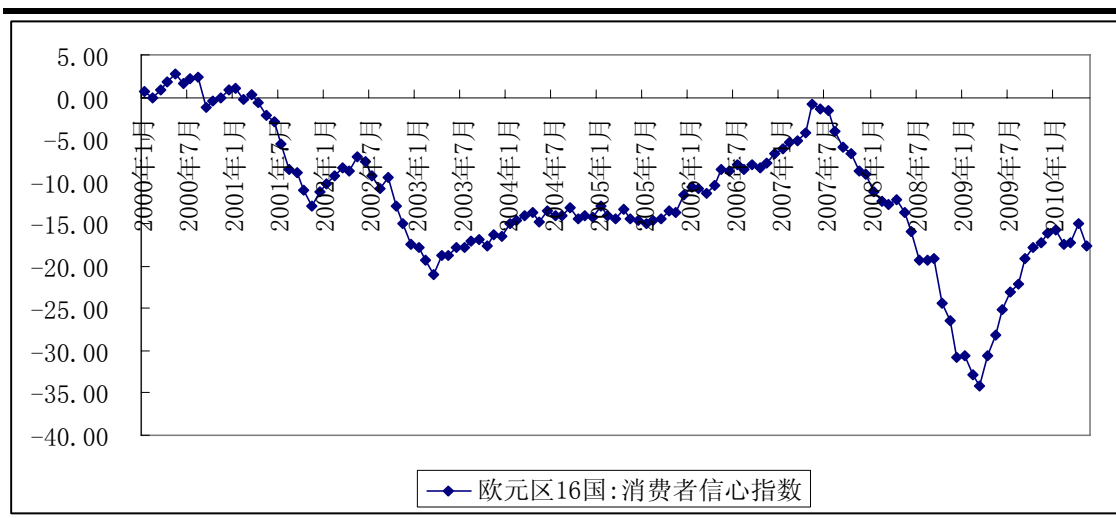
味即使希腊等国由于财政紧缩产生需求萎缩，但由此导致欧盟的需求下降的幅度非常有限。而目前欧盟经济运行基本正常并未受到明显冲击（见图 6、图 7）。

正如我们之前的专题报告中指出的，葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊和西班牙（统称为 PIIGS）五国主权债务危机并不能从根本上扭转全球经济复苏的趋势，更多地体现在欧洲经济复苏的放缓。我们认为，尽管 PIIGS 五国都遭受国际权威机构的主权评级下调，但存在真正风险的只有希腊，葡萄牙等国并无实质性问题（高失业、高负债已经维持多年）。更关键的是，从 2010 年 4-5 月份美国经济数据看，美国经济依然处于有序复苏状态（见图 8、图 9），我们维持 2010 年的世界经济依然处于“复苏之年”的判断，全球经济出现二次探底的可能性非常小。

表 2：希腊等国公布的财政紧缩方案

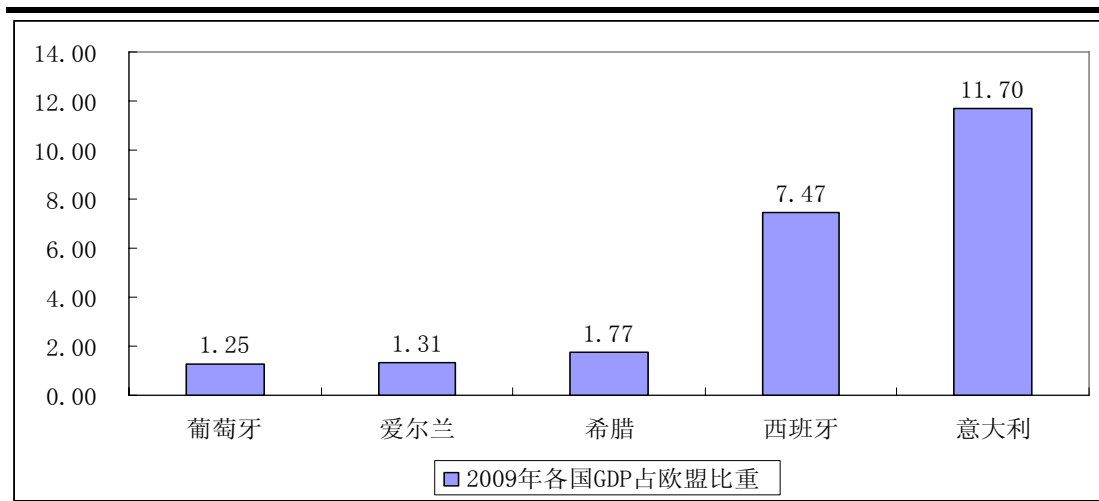
国家	紧缩方案
希腊	1、3 月 3 日，通过加税和减薪方式为财政开源节流 48 亿欧元 2、5 月 7 日公布了 3 年内通过削减职工退休金和公务员工资等途径削减财政预算 300 亿欧元
西班牙	1、1 月份公布为期 3 年的 500 亿欧元财政紧缩方案 2、5 月 27 日通过政府提出的为期两年的 150 亿欧元财政紧缩方案，其中具体措施包括 2010 年削减公务员工资 5%，2011 年冻结公共部门工资和部分养老金。
意大利	5 月 26 日，公布了为期 3 年的 240 亿欧元财政赤字削减计划
葡萄牙	5 月 13 日，公布为期两年的“增加税收”和“减少开支”方案，预计到 2011 年财政赤字占 GDP 比重降到 4.6%。
爱尔兰	4 月 7 日，公布财政紧缩方案：削减儿童福利和发给失业者的补助；公路和铁路项目将予以暂停，养老金税率也将从 1 月开始执行的 1%提高至 2%。
德国	2011 年起采取一项极为严厉的财政紧缩计划。有德国官员表示，预计该计划将每年减少至少 100 亿欧元的财政预算，直至 2016 年
法国	将自 2011 年至 2013 年冻结国家开支之后，他在本周二寄给政府成员的一封通函中指出：政府将在 3 年内把国家的日常行动开支减少 10%

资料来源：根据公开资料整理



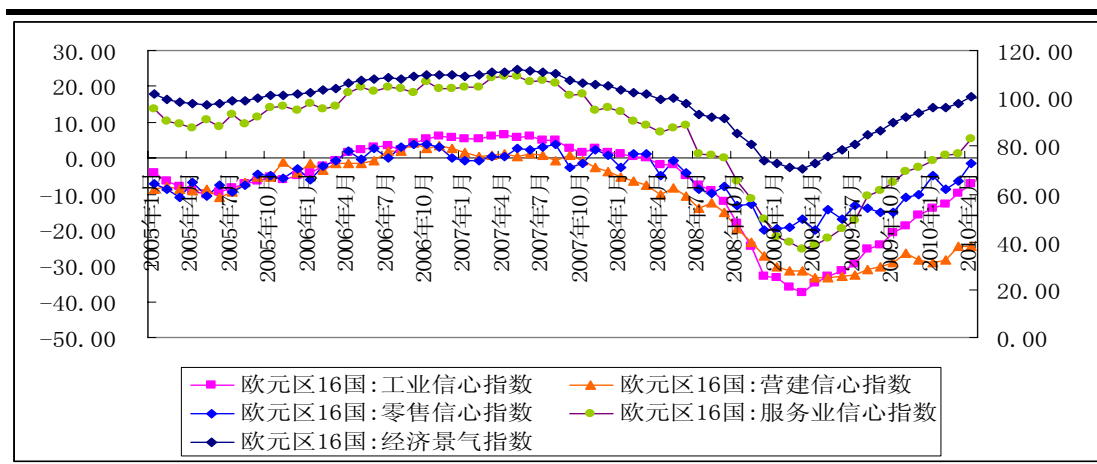
数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 4：欧元区 5 月份消费者信心指数下降



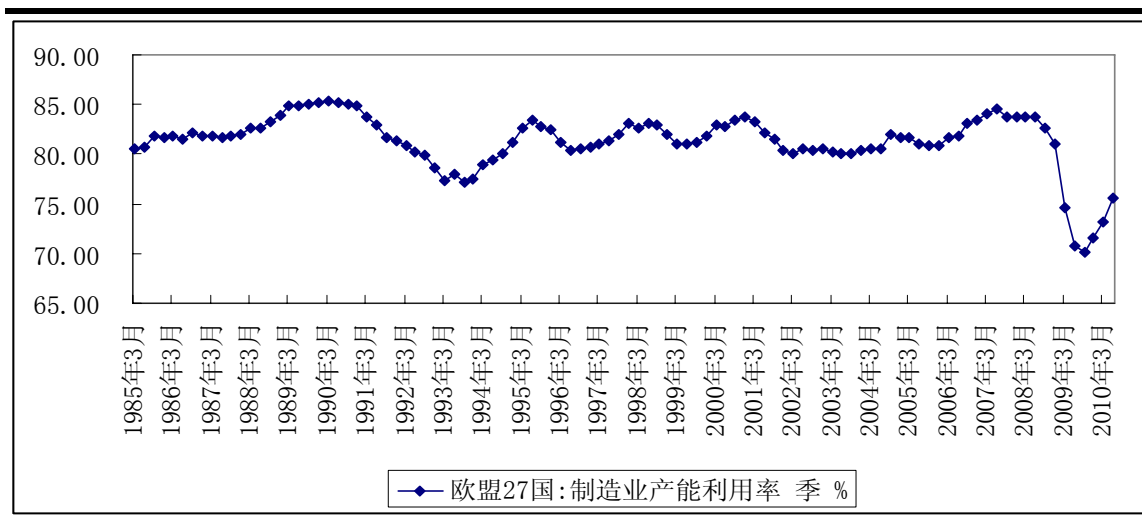
数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 5: 除意大利、西班牙外, 希腊等经济体对欧盟实体经济影响有限



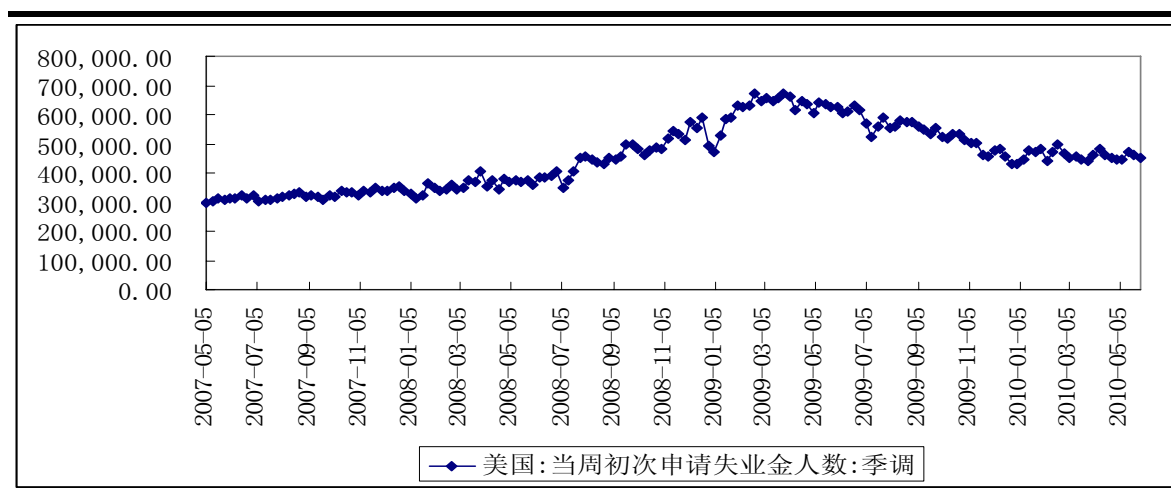
数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 6: 截至 4 月份欧元区的工业和建筑业指数持续回升



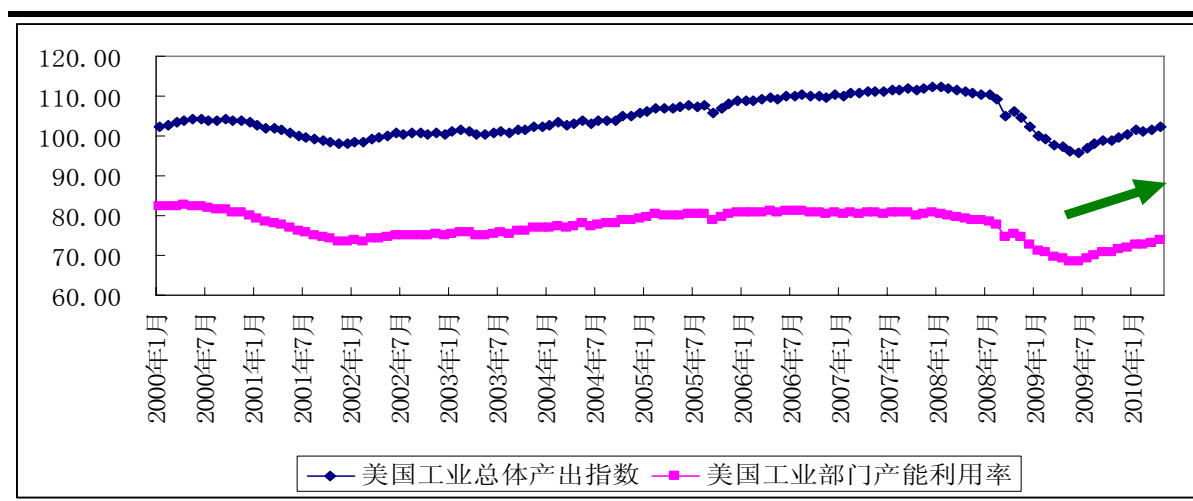
数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 7: 欧元区的产能利用率继续回升



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 8: 美国就业情况好转



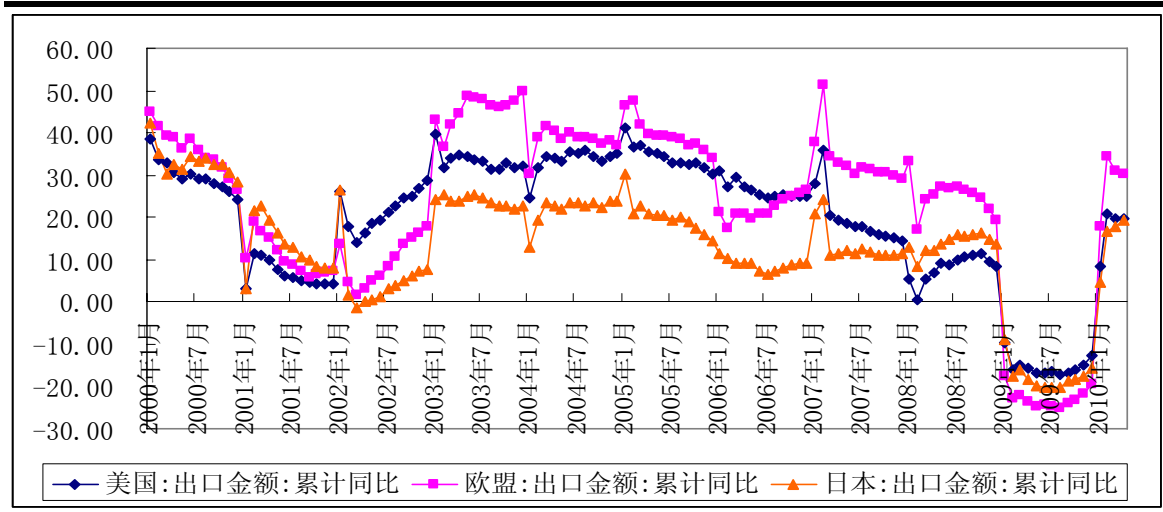
数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 9: 美国工业体系持续复苏

2、欧洲主权债务危机对我出口当下无明显冲击，未来走势需关注

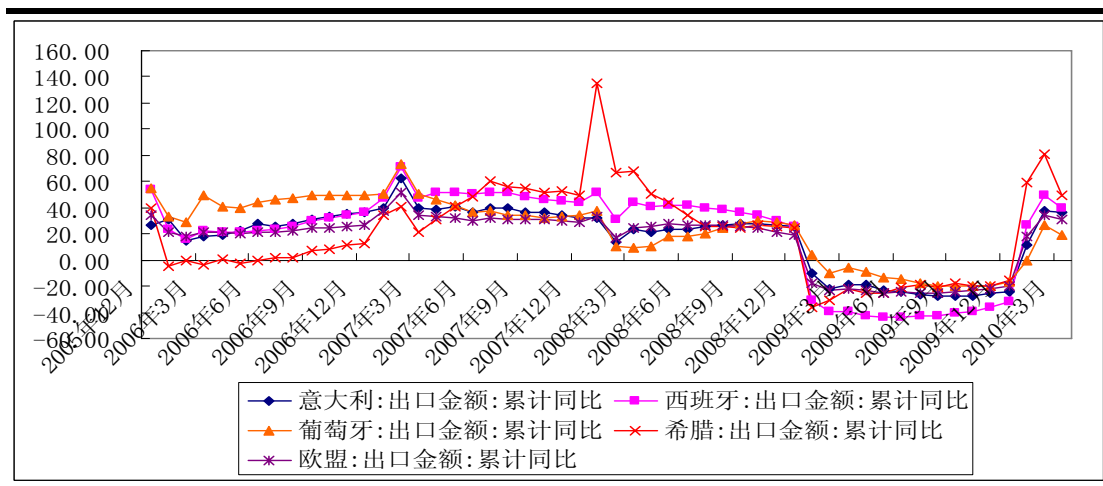
我们维持专题报告提出的希腊等主权债务危机对我国冲击有限的判断。主要理由还是：（1）由于希腊等经济体在欧盟内所占的经济比重并不大，从需求端来讲不会明显影响欧盟的消费能力，从而不会导致需求的明显下降；（2）我国对希腊等经济体的出口占比也相对较小。意大利、西班牙、希腊和葡萄牙四国的出口总和占欧盟对我国的出口比重仅有 18%，而其中主要是意大利和西班牙，希腊占比不到 2%，葡萄牙更是不到 1%。（3）欧元全面贬值下，我国的出口商品价格优势更加明显。

而从先前的对欧出口情况看，我国对欧盟出口增长快于美日（见图 10），而在欧盟内部，对希腊等国的出口快于欧盟整体（见图 11），数据说明希腊主权债务危机并没有影响我国出口，反而是有利的。



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 10：2010 年以来我国对欧盟的出口复苏速度快于美日



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 11：我对希腊等国出口同比增速快于对欧整体

三、物价：面对增长趋缓和政策调控背景下上涨动力减弱

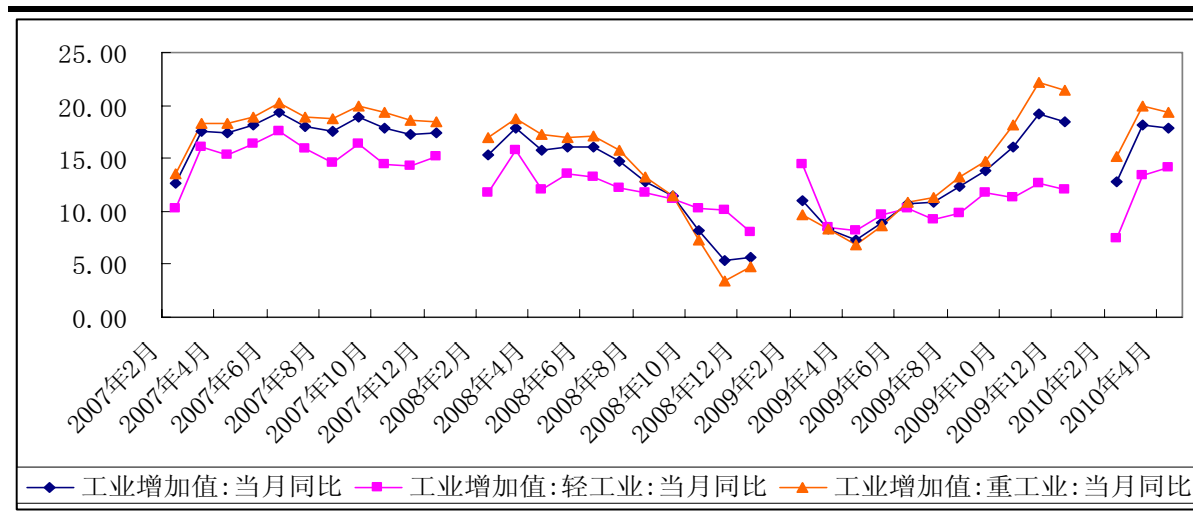
1、经济增长趋缓，缓解通胀压力

4 月份，规模以上工业增加值同比增长 17.8%，增速比 3 月份小幅回落 0.3 个百分点；1-4 月份累计，工业增加值同比增长 19.1%，增速比一季度回落 0.5 个百分点（见图 12）。考虑到 2009 年 4 月份工业增加值同比增长处在相对低点，因此，2010 年 4 月份工业增加值实际下滑应该更大。工业增加值的同比增速回落可以看作是生产系统适度降温。

而根据我们的预测，2010 年 GDP 将呈现前高后低的趋势，在 1 季度增速高达 11.9% 的背景下，后面三个季度的增速预计在 10.5%、9.3%、8.2% 左右。而经计算，GDP 环比增速也是逐季下降，经济增长趋缓趋势明显（见图 13）。

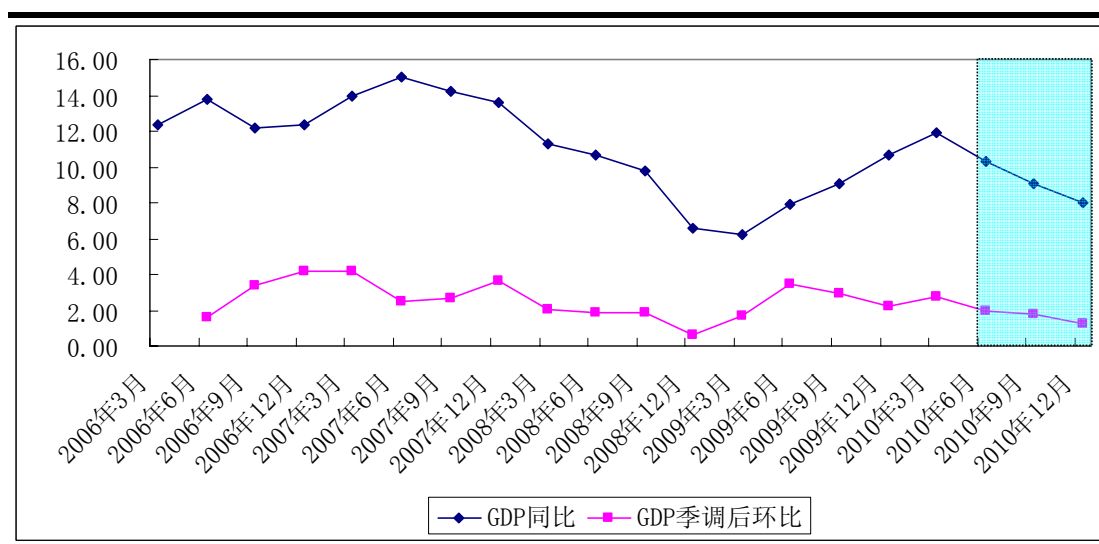
而在经济增长明显趋缓的情况下，根据历史经验，物价出现过高的涨幅不太可能（见图

14)。因此，我们认为后期的物价涨幅要低于预期。



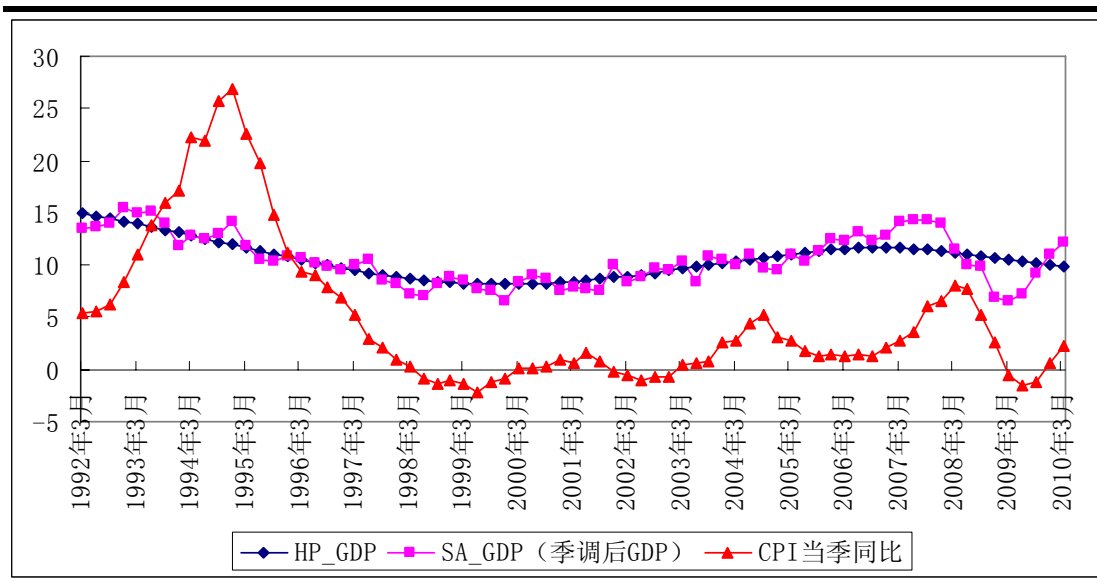
数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 12: 工业增加值增速趋缓



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所，阴影部分为预测值

图 13: GDP 增速将趋缓

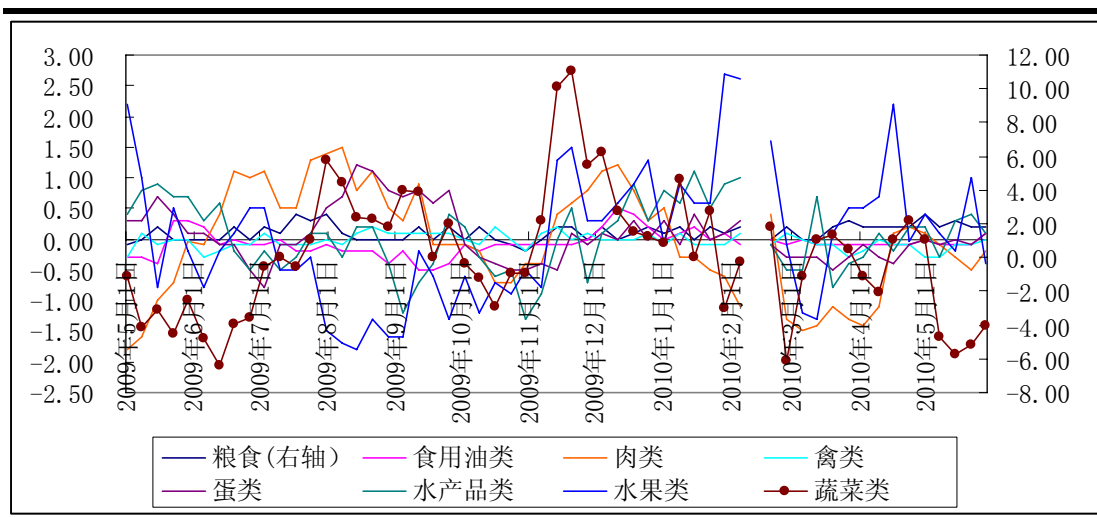


数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 14: 经济增长缺口与物价基本成正相关关系

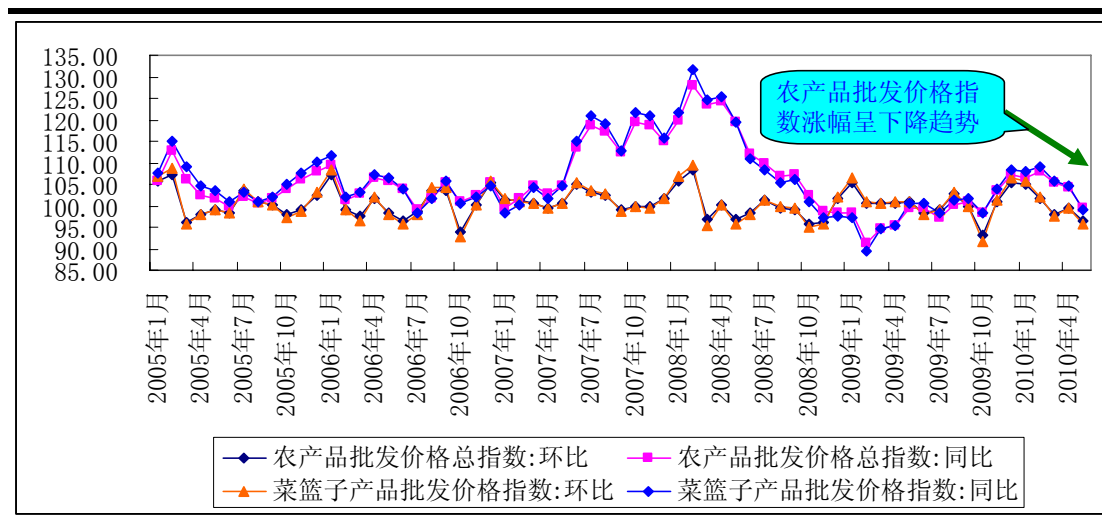
2、物价上涨动力减弱

首先农产品价格将逐渐稳定，难以出现大幅上涨。一方面是预计我国夏粮丰收，当下小麦丰收，而早稻长势良好，粮食稳产有望。而去年冬季以来的蔬菜供不应求局面也将随着天气的好转而得到缓解。根据商务部的监测，诸多农产品中除了粮食继续保持上涨外，其他或平稳或下降，尤其是5月份蔬菜价格大幅下降（见图15）。同样，农业部的监测数据也表明，农产品批发价格指数涨幅呈持续下降趋势（见图16）因此，来自食品的上涨动力将有所减弱。



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

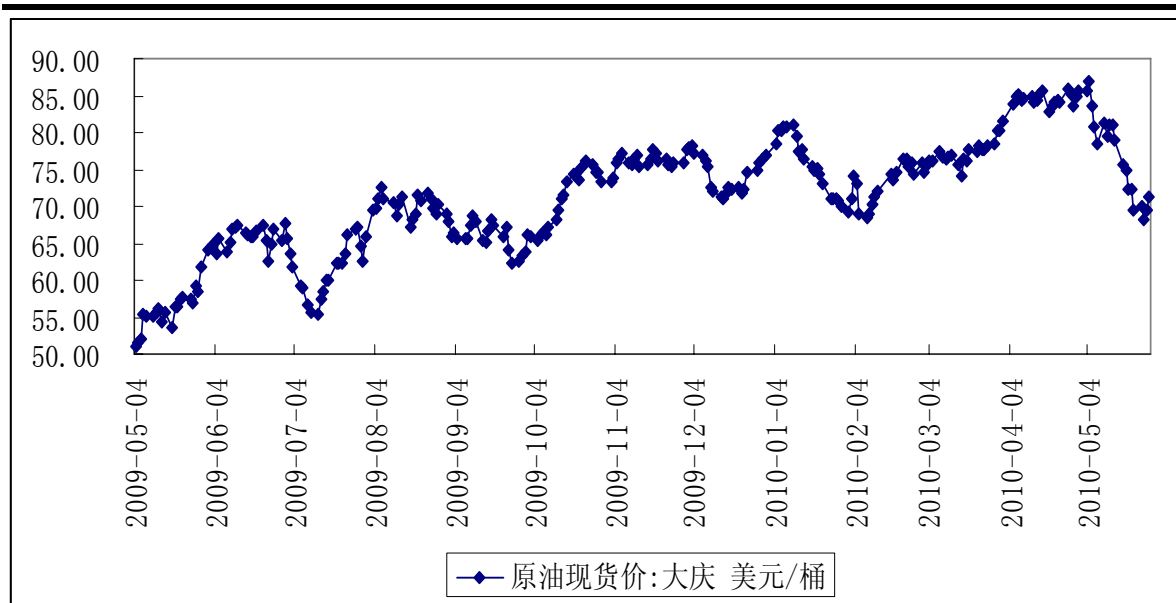
图 15: 5月份多数农产品价格出现回落



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

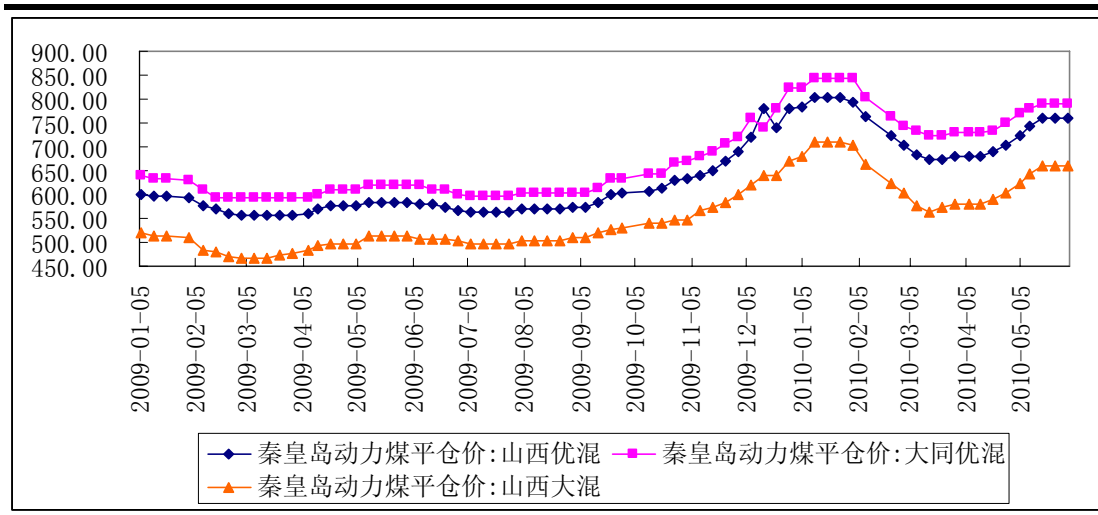
图 16: 农业部监测的农产品价格指数涨幅呈回落趋势

另一方面, 随着欧洲主权债务危机对全球经济复苏的影响以及美元指数的上升, 国际大宗商品价格出现回落(见图 17), 而国内的主要原材料及金属价格也都出现了不同程度的回落(见图 18、图 19), 预计 PPI 将在二季度到达高点后逐渐回落。因此, 来自于上游的成本推动因素也将减弱。总体上看, 我国的物价上涨压力有所缓解。而这无疑对我国经济的平稳复苏有着十分重要的意义。



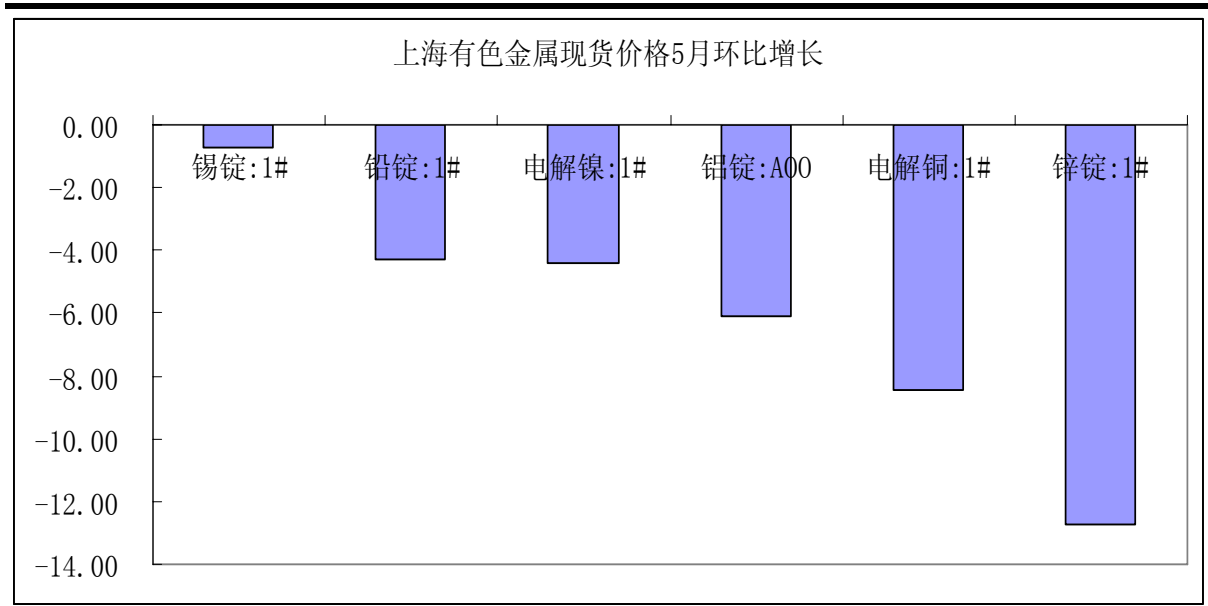
数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 17: 5 月份原油价格降幅明显



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 18: 国内动力煤价格趋稳, 有利 PPI 稳定和回落



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图 19: 5 月份主要原材料价格出现较大回落

三、政策调控政策将延续进退平衡策略, 保证经济平稳运行

复杂的国内外经济形势势必影响我国国民经济的运行态势和轨迹。房地产开发投资的下降将对 GDP 增长的冲击比较大。而欧洲主权债务危机仍将冲击市场信心。因此, 导致经济下降的力量还是值得关注。

为了避免经济的加速下行, 我国的宏观调控政策必须在进退方面保持平衡, 保证经济在结构调整的同时实现平稳快速发展。而根据近一个月来的政策措施看, 中央也是在努力实现这种进退的平衡。5 月份, 随着各地落实针对房地产调控的“新国十条”的实施细则出台, 房价和房地产开发投资可能受到较大冲击。为此, 国家不仅通过提供保障性住房土地供应及与

地方政府签订责任书等对冲措施外，还加紧拟订新兴战略产业，以及在事隔一个多月后再次出台多项区域规划（见表3），这既是国家推进产业结构升级与调整、地区经济结构、内需结构的重要手段，也是有效预防可能的房地产开发投资下降带来的经济下行风险。

我们认为，政策进一步收紧可能性不大，包括加息等收紧措施进一步延后，而政府调控态度也不是在所谓的静观其变，而是一直在按照进退平衡策略出牌。我们预计在进入新的扩张期前，政府将一直沿着进退平衡的策略出牌。

政策的调控思路还是调结构、促转变。目前政府的难处是消费难以突破，还无法成为拉动经济增长的主要动力，因此，投资还得保持一定增速。但在保持较高投资增速的情况下，政府不希望沿着高投资、高产能扩张的路径前进，而是在地区和产业方面有多差别的支持。

为此，我们认为，政府在未来半年内积极酝酿并在“十二五规划”出台收入分配改革方案，增加居民收入，同时包括税收、社保等方面为居民卸包袱，以及切实推进消费对经济的拉动作用。这将带来消费产业的长时期扩张。

在消费还未成为经济增长动力前，投资不可能大规模退出。从这个角度看，政府要求今年保持较高的投资总量。根据前面分析，房地产开发投资下降是大概率事件，对整个投资及经济的冲击较大，如何应对？政府已积极出台区域振兴、加大保障房供应力度来想法对冲。而市场预期的新兴战略产业我们也预期加快出台，这将是促结构调整的需要，同时也可预防房地产开发投资下降带来的风险。因此，经济二次探底的可能性很小。同时也意味这在短期内投资品的冲击也不会太大。同时，新兴战略产业是值得期待的领域。

表 3：近期调控政策一览及影响

时间	事件	内容	目的与影响
4月、5月	新兴产业振兴规划	五类产业将被纳入这一规划之中：新能源产业；其次是生命科学产业电子信息领域，海洋工程产业以及新材料	加快推进产业结构的调整与升级。新兴产业规划的即将出台一方面将推定产业升级，同时也拉动投资
4月15日	加大保障房土地供应	住宅用地供应量高达18.5万公顷，同比激增138%，其中，各类保障性住房占比总量超过70%	增加保障性住房供应改变住房供应结构，同时也有可以有效预防房地产开发投资的下降
4月17日	关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知	抑制不合理需求，增加住房供应，抑制部分城市房价过高	抑制房价、促进房地产及整个经济平稳健康发展。但同时不可避免地导致房地产开发投资的短期下降
5月13日	关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见	鼓励民间资本进入基础设施、市政公用事业和政策性住房建设、社会事业、金融服务、商贸流通以及国防科技工业等六大领域	长期看可以进一步完善市场经济体制，有利于市场经济的健全与健康，在短期内可以弥补2009年刺激政策退出导致投资下降的风险。
5月19日	住建部与各省级地方政府签订住房保障责任书		切实保证保障房的开工建设，有利于优化住房结构，同时避免房地产开发投资的下降带来的风险
5月19日	加快新疆发展	试点资源税；税收优惠、加大投资；提出把喀什建成经济特区，加快向西开放等	促进新疆地区经济发展，有利于地区稳定和平衡；但同时也将推动投资的增长
5月20日	2010年深化经济体制改革重点工作的意见	明确了2010年的11项重点工作	

2010 年 5 月 24 日	长江三角洲地区区域规划		促进长三角地区的产业升级及地区现代化，也可以带动投资增长
5 月 26 日	加强对融资平台公司的管理	规范地方融资平台	防范债务风险，经过“解包还原”的筛查后，部分地方项目投资受到影响
5 月 28 日	研究深入实施西部大开发战略的总体思路和政策措施		促进西部经济发展，平衡地区发展。但同时也将推动投资的增长
5 月 31 日	《关于进一步做好支持节能减排和淘汰落后产能金融服务工作的意见》，		《关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》的后续措施，加快对落后产能的淘汰，有利于产业升级
6 月 3 日	延续并扩大家电下乡政策	将逐步在全国范围内推广实施家电以旧换新的补贴政策，并将该政策的截止时间延长至明年年底	有效促进消费，有利改变经济结构，改善经济增长动力格局。在短期内，平稳投资与消费关系，避免投资下降带来的风险

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。