

魏凤春 010-84802003
fengchunwei@scstock.com
戴磊 010-84802014-8088
dailei-2008@163.com

经济“硬”启动由激进转向中性

自 2008 年 10 月开始，硬启动已经开始了，但在两会正式确定下政府的赤字规模以前，这种启动只能算是尝试性的。

这四个月的启动是激进的，硬启动第一期的效果概括为经济急剧下行态势得以止住，制造业完成第一轮去库存化，信贷资金脱离实体经济流向资本市场，虚实分离现象明显。一期的效果检讨对于二期，以及三期的政策取向具有重要的参考价值。

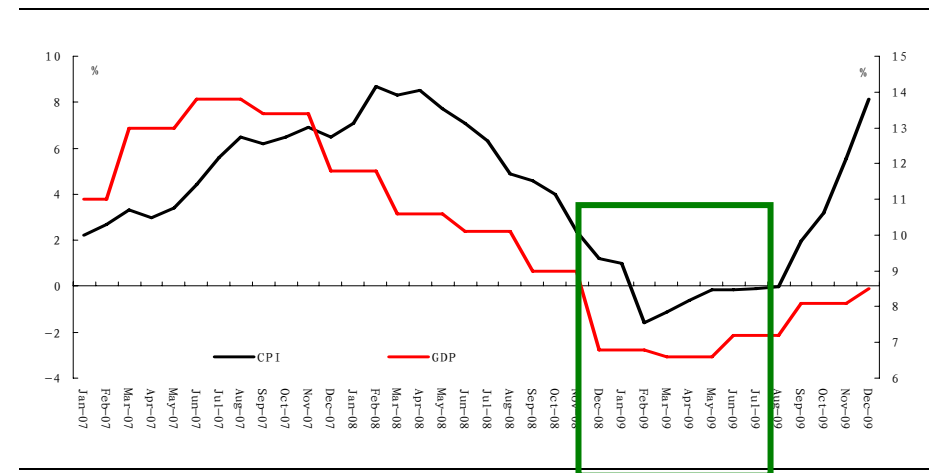
两会后，硬启动进入第二期，四万亿投资的结构发生重大变化，启动由激进转向中性，但这并不意味着硬启动无效。相反，本报告详细地论证了中国经济是外向而非依赖的特征，中国的宏观政策不仅对国内是有效的，而且对国际市场的影响也有着很强的效用。只是由于宏观政策从保增长转向保民生，政府将 2009 年的收益摊薄到下一年，增长速度有所改变。我们将 2009 年经济增长率从 8.1% 下调到 7.6%。

降低城市化的成本并提升中产阶级的消费能力是下一次硬启动的应有之着，政府财政大量负债在当期不会引发公共风险，却能够促进经济回暖。

自 2009 年 3 月开始，中国将进入 6 个月的通货紧缩期，一季度经济增长率达 6.6%，二季度为 7.2%，处于衰退期。三四季度增长率分别为 8.1% 与 8.5%，

经济开始复苏。

未来三个月，流动性充裕的状态一直存在，信贷更多地投向实体经济，世界经济复苏的条件在二季度之前不会出现，因此人民币贬值既无主观要求，也无客观理由。可以看得见的政策是货币当局会在未来两个月内降息 27 个 BP，并逐步放松对房地产消费的信贷限制。



目录

一、硬启动的效果检讨：急剧下滑虽然稳住，但虚实分离更加严重	1
1.1 硬启动成效检验之三驾马车：经济止跌依靠中央投资，消费稳定，出口下行	2
1.2 硬启动成效检验之生产：工业增加值未见复苏现象	4
1.3 硬启动成效检验之库存：第一轮库存调整基本结束	6
1.4 硬启动成效检验之房地产：交易量回升说明了什么？	11
1.5 硬启动成效检验之流动性：虚实分离严重	12
二、经济“硬启动”由激进转向中性	13
2.1 激进转向中性：产业振兴变产业救助	14
2.2 硬启动的效果是明确的：中国经济外向而非依赖	17
2.3 中国的经济衰退内因为主，外因为辅	23
三、硬启动下的新刺激政策应该如何选择	24
3.1 新的刺激政策是由财力决定的：9500亿赤字是否用到极限？	25
3.2 正确的硬启动在于城市化，这是新刺激政策的方向	26
3.3 新刺激政策走老路，降息符合负债扩张的逻辑	27

四、硬启动的预期效果，半年之内走不出衰退	28
4.1 通货紧缩持续半年	29
4.2 信贷从虚拟到实际，流动性一如继往地充裕	33
4.3 逆差下人民币不贬值，资本外流的可能性较小	34
五、重要经济指标预测	37

插图

图 1: 2008 年中国经济的增长	1
图 2: 固定资产投资增长 26.5%，房地产投资增速趋零	2
图 3: 真实消费比较稳定	2
图 4: 制造业美元消失至少半年	3
图 5: 中央投资增速远远超地方	3
图 6: 工业生产复苏尚早	4
图 7: 货物周转量同比下降，旅客周转量受春节影响同比上升	5
图 8: 发电量回升具有极强的季节性因素，1 - 2 月同比降低 4.3%	5
图 9: 制造业 PMI 指数逐步回升，接近 50	6
图 10: 原材料库存与产成品库存反弹，意义不一样	6
图 11: 大部分行业 2009 年 1 月产成品库存下降后 2 月重新回升	7
图 12: 部分行业产成品库存从 2008 年 11 月开始下降	8
图 13: 原材料库存下降同时伴随新订单增长的行业	9
图 14: 原材料库存下降同时伴随着新订单下降的行业	9
图 15: 原材料库存上升与新订单同时上升的行业	10
图 16: 原材料库存上升同时新订单下降的行业	10
图 17: 部分城市房地产市场有回暖迹象	11
图 18: M1 与 M2 喇叭口暂时不会变小	12

图 19: 美国消费率不断提高, 依靠进口 17

图 20: 中国消费率下降, 依靠出口 17

图 21: 中国对外经济依存度超过 70% 18

图 23: 自 2005 年后沿海地区经济就已经开始衰退 19

图 24: 资源依赖外部进口 22

图 25: 外部冲击示意图 23

图 26: 前所未有的 9500 亿财赤表明了政府硬启动的决心 25

图 27: 城市化的道路: 香港和新加坡模式的平衡 26

图 28: 真实利率走高, 影响投资与消费 27

图 29: 2008 年中国经济的增长预测 28

图 30: 自 2009 年 2 月起中国进入至少 6 个月的通货紧缩期 29

图 31: M2 与 CPI 走势的关系 30

图 32: 库存调整加剧了通货紧缩的状态 31

图 33: 国际大宗原材料价格相对稳定, 输入型通缩可能性极小? 32

图 34: 世界各国物价下行成为常态 32

图 35: 银行放贷规模 33

图 36: 按常规的估算, 资金外流比较严重 34

图 37: 美国的经济增长 35

图 38: T E D 走势表明流动性有所缓解 35

图 39: I S M 表明美国经济生产复苏时机未到 36

图 40: 美国的失业率与非农就业人数 36

表 格

表 1: 从四万亿投资投向的变化看, 政府的硬启动思路发生了变化 13

表 2: 政府振兴的行业多产能严重过剩 15

表 3: 国家振兴的行业市场多在国内, 而不在国外 16

表 4: 升值与激增的外需: 一个短期的证据 18

表 5: 外贸技术的依赖度在迅速下降 20

表 6: 中国资本依赖度在下降 21

表 7: 按登记注册类型分类的职工人数 22

一、硬启动的效果检讨：急剧下滑虽然稳住，但虚实分离更加严重

我们把2009年的宏观投资主题定义为经济硬启动，两会之前的政府行为可以认为是硬启动一期，两会之后的称为二期，政府随时准备出台的刺激计划称之为三期。

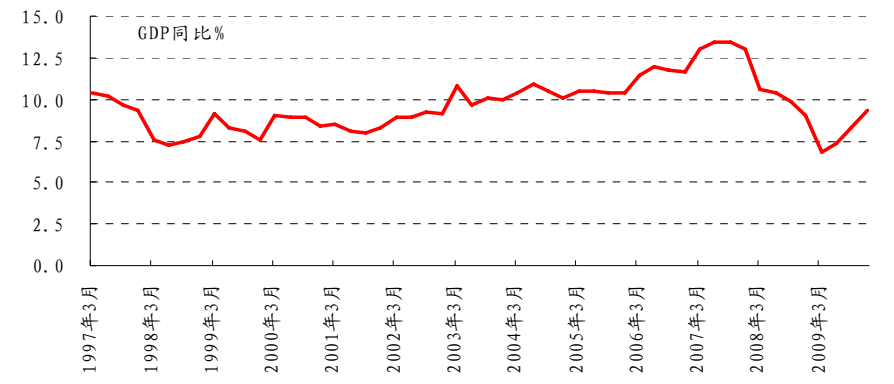
自2008年10月开始，政府的硬启动就已经开始了，至2009年2月硬启动已经超过一个季度。随着宏观数据的陆续公布，硬启动的效果需要进行初步检验了。

在经济陷入衰退期（如图1所示，2009年第一季度中国GDP增长率预计为6.6%，江南证券认为GDP季度增长率连续两个季度低于7.5%时，可以认为经济处于衰退期），通货紧缩到来，对外贸易进入逆差时代的背景下，政府的硬启动虽然不会改变市场自我运行的趋势，但是因地制宜的对策将会力促经济走出低谷。

从数据来看，硬启动第一期的效果概括为经济急剧下行态势得以止住，制造业完成第一轮去库存化，信贷资金脱离实体经济流向资本市场，虚实分离现象明显。

一期的效果检讨对于二期，以及三期的政策取向具有重要的参考价值，我们分析一期的效果，即在于指出政府将如何修订政策，并指出如何对市场产生影响。

图1：2008年中国经济的增长



资料来源：wind，江南金融研究所

1.1 硬启动成效检验之三驾马车：经济止跌依靠中央投资，消费稳定，出口下行

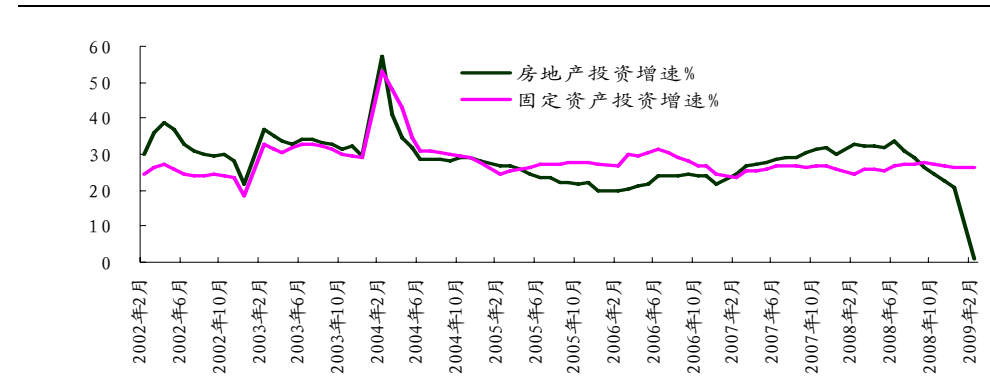
从传统的三驾马车的视角来看，硬启动的成效主要是投资超出了市场预期，消费保持平稳，出口下行态势难以扭转。

从具体数据来看，固定资产投资同比增长 26.5%，保持了相对稳定的增长，但投资结构并不是理想的。投资主要集中在“铁公机”上，房地产投资增速下降到 1%，这符合硬启动一期政府要求“稳、准、狠、快”的政策要求。但长期来看，没有拉动最终需求的房地产投资的复苏，经济复苏将会大大推迟。

真实消费水平保持了平稳的增长，累计同比增长 14%，这与春节因素有关，更与消费的刚性以及棘轮效应有关。政府希望通过高速投资来对冲出口下降以获得经济提前世界各国复苏的目的，其逻辑前提就是中国消费会一直保持平稳增长。

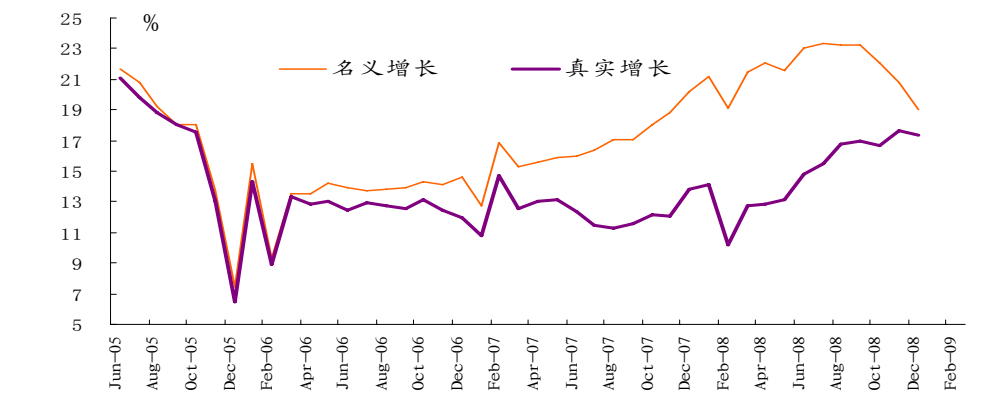
消费是由预期收入来决定的，在失业逐步增加，社会保障制度难以保障未来的前提下，消费的稳定增长存在着极大的不稳定性。因此，政府一定会出台刺激消费的政策，这包括税收减免、发放消费券等。消费的提升主要由两部分组成，一是弱势群体最基本的保障消费，政府通过补贴等保障其能够生存下来；二是中产阶级的消费，政府通过鼓励其消费升级，拥有财产性收入等都是不错的主张。我们建议政府通过制度来保障消费的稳定，而不是通过一次性的方式来刺激消费。本能决定了几乎没有人不愿意增加消费，因为这意味着福利的提升。之所以没有增加消费，是因为缺乏消费能力。

图 2：固定资产投资增长 26.5%，房地产投资增速趋零



资料来源：wind，江南金融研究所

图 3：真实消费比较稳定



资料来源：wind，江南金融研究所

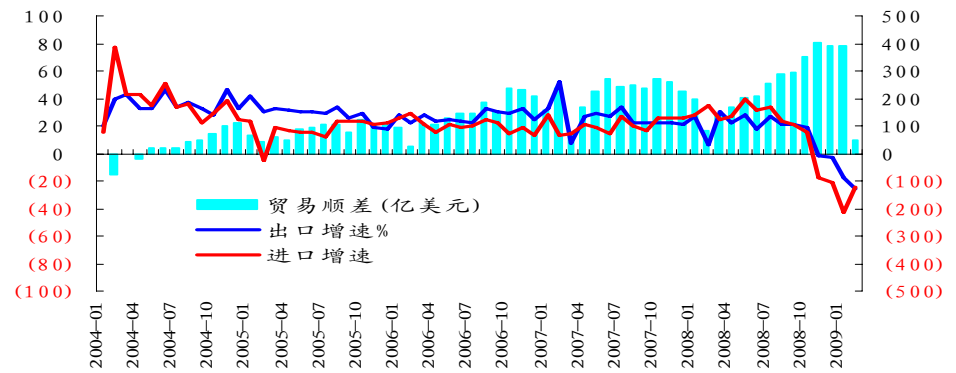
以扩大内需为主的硬启动,虽然对外需扩大采取了一定的措施,但仍然没有改变对外贸易走向逆差的趋势。2008年2月,贸易顺差下降到48.5亿美元(图4),我们预测,中国至少会有半年以上的制造业美元消失的时期。分析政府刺激的逻辑便会发现,中央政府一再强调世界金融危机远没有结束,世界经济复苏尚需时日。这意味着,即使对外需进行强力刺激,其效果也是无济于事的。政府要做的只能是等待,以内需的扩大来对冲外需的下滑,基于这样的判断,人民币贬值对于外需扩大几无意义。

在第一期硬启动中,中央的投资远远超过地方,二者增速分别为43.30%与25.10%(图5)。除2006年最后一个季度以外,自2002年以来,中央政府的支出用于投资的比重与增速一直低于地方。资产价格的缩水与生产的停滞给地方政府造成巨大的财政压力,地方政府无力增加投资。两会确定下地方负债之前,投资主要是由中央完成的。

对于地方政府来讲,面临最大的难题是如何寻找到能够与中央财政资金配套的钱来加大投资。对中央来讲,如何通过制度保证吸引市场资金协力前行是最大的问题。

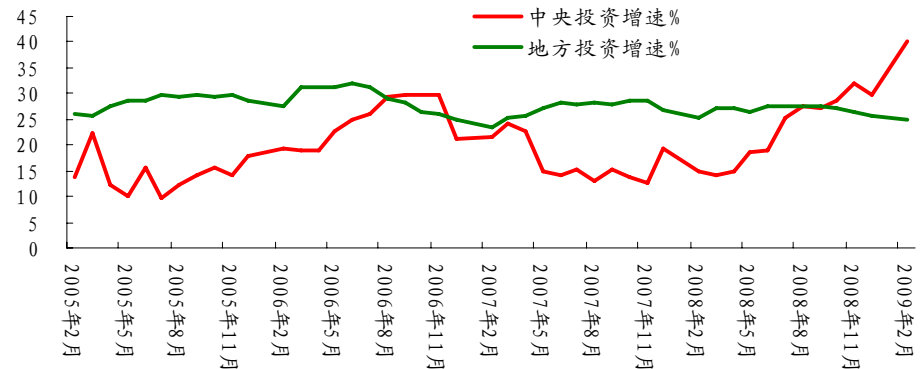
中央与地方都在进行信用扩张,中央有很强的抵押物向市场融资,地方政府失去了土地的担保,如何筹资确实天大的难题。

图4: 制造业美元消失至少半年



资料来源: wind, 江南金融研究所

图5: 中央投资增速远远超地方



资料来源: wind, 江南金融研究所

1.2 硬启动成效检验之生产：工业增加值未见复苏现象

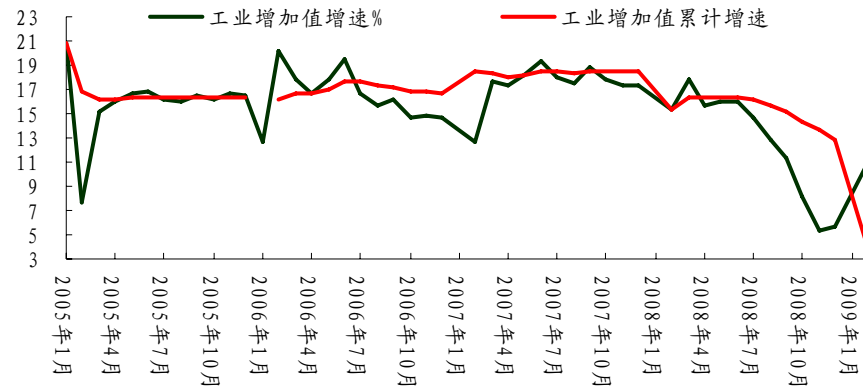
在工业化尚未完成的中国，工业增加值已经被看作经济运行最重要的风向标。

从二月单月的工业增加值增速来看，经济复苏现象明显，同比增长11%，而从工业增加值累计增速来看，同比增长只有3.8%，这此数据并不支持经济复苏的结论。

从图6可以看出，工业增加值在2008年9月后突然大幅下降，其中的原因有不同的解释。我们认为，金融危机引发流动性缺失，大宗原材料价格急跌引发了市场信号的紊乱。在原材料和产成品巨额的库存增加面前，企业停工以观未来是理性与无奈的选择。

随着市场信号的正常化，企业库存将逐步降低，随着需求的增加，生产将会逐步恢复。这种需求主要是政府主导的并以项目投资为主要特征的结构性机会。对于大量的工业企业来讲，由于缺乏信贷的支持，在外部需求下降，内需转型困难的双重压力下，生产的回升还需要时间。

图6：工业生产复苏尚早



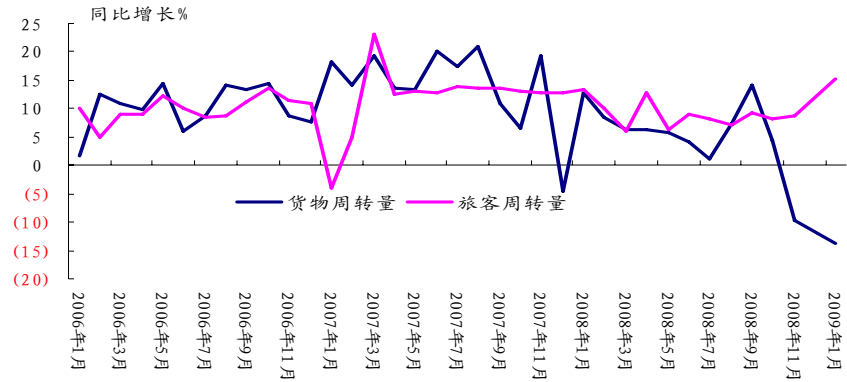
资料来源：CEIC，江南金融研究所

发电量与物流量不支持经济复苏

在以前的报告中，我们指出过在工业化时期，发电量与经济增长的关系是直接的。电力联合会公布的数据表明，考虑到季节性因素，2月发电量同比降低3.2%，还是不能得出工业生产复苏的结论。

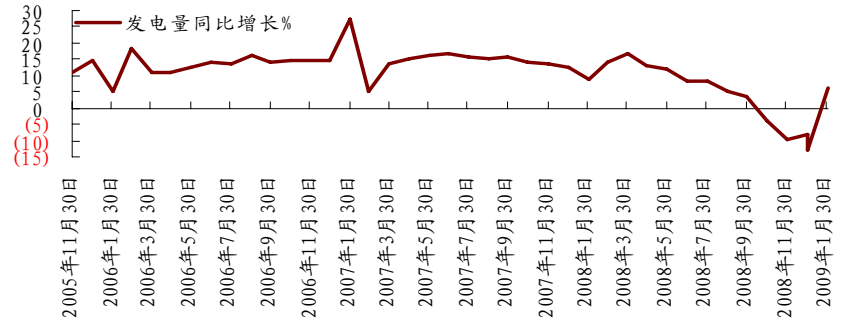
从我们最常用的物流来看，货物周转量持续下降，一月同比下降14%，继去年12月下降9.6%之后，再次下降。受春节影响，旅客周转量同比增长上升（图7），但这并非常态。

图7：货物周转量同比下降，旅客周转量受春节影响同比上升



资料来源：WIND，江南金融研究所

图8：发电量回升具有极强的季节性因素，1-2月同比降低4.3%



资料来源：wind，江南金融研究所

1.3 硬启动成效检验之库存：第一轮库存调整基本结束

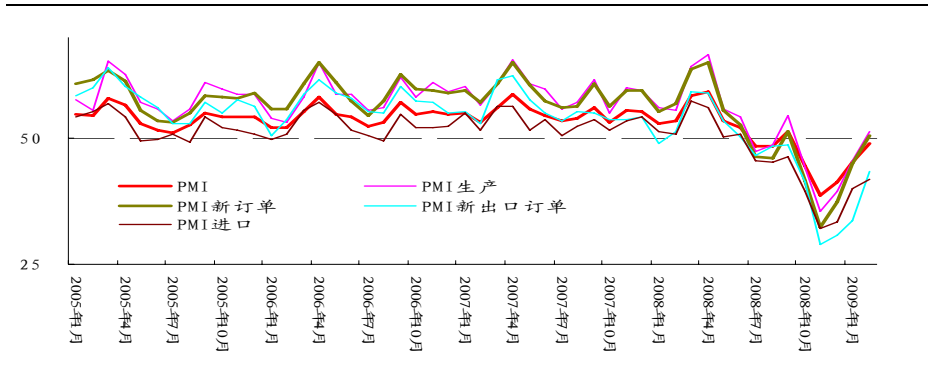
硬启动最重要的成效是通过政府大规模地投资帮助企业加速了库存的调整，调整的结果是制造企业 PMI 指数逐步回升，2 月的 PMI 接近 50 的常规形态。

我们认为第一轮的库存调整已经基本结束，企业在 2009 年三季度高价购入的原材料库存在 2008 年 11 月基本上消化完毕，产成品库存则是在 2009 年 1 月达到相似水平，但比原材料的库存消化晚两个月，这可以理解为市场自我的消化。

自 2008 年 11 月以后，积极的扩张政策拉动了需求，原材料库存的上升更多的可以认为是为满足投资恢复的需求而主动为之。产成品库存的上升在一定程度上可以看作是消费需求不足的重要表现。

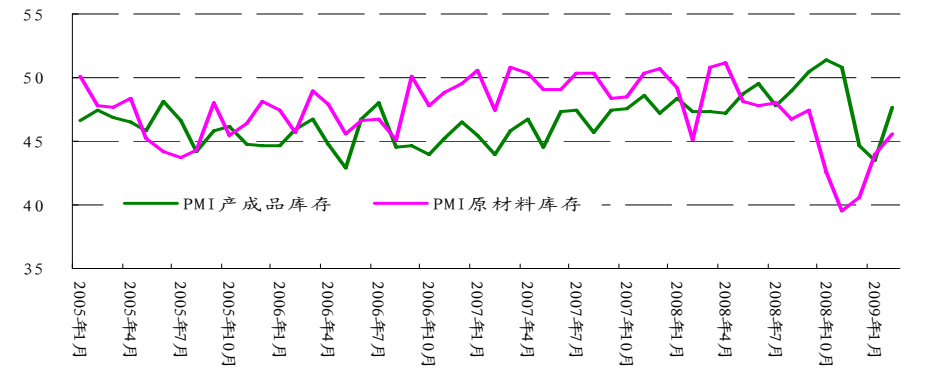
在下面的分析中，我们将会分行业仔细地剖析原材料与产成品的库存情况。

图 9：制造业 PMI 指数逐步回升，接近 50



资料来源：wind，江南金融研究所

图 10：原材料库存与产成品库存反弹，意义不一样

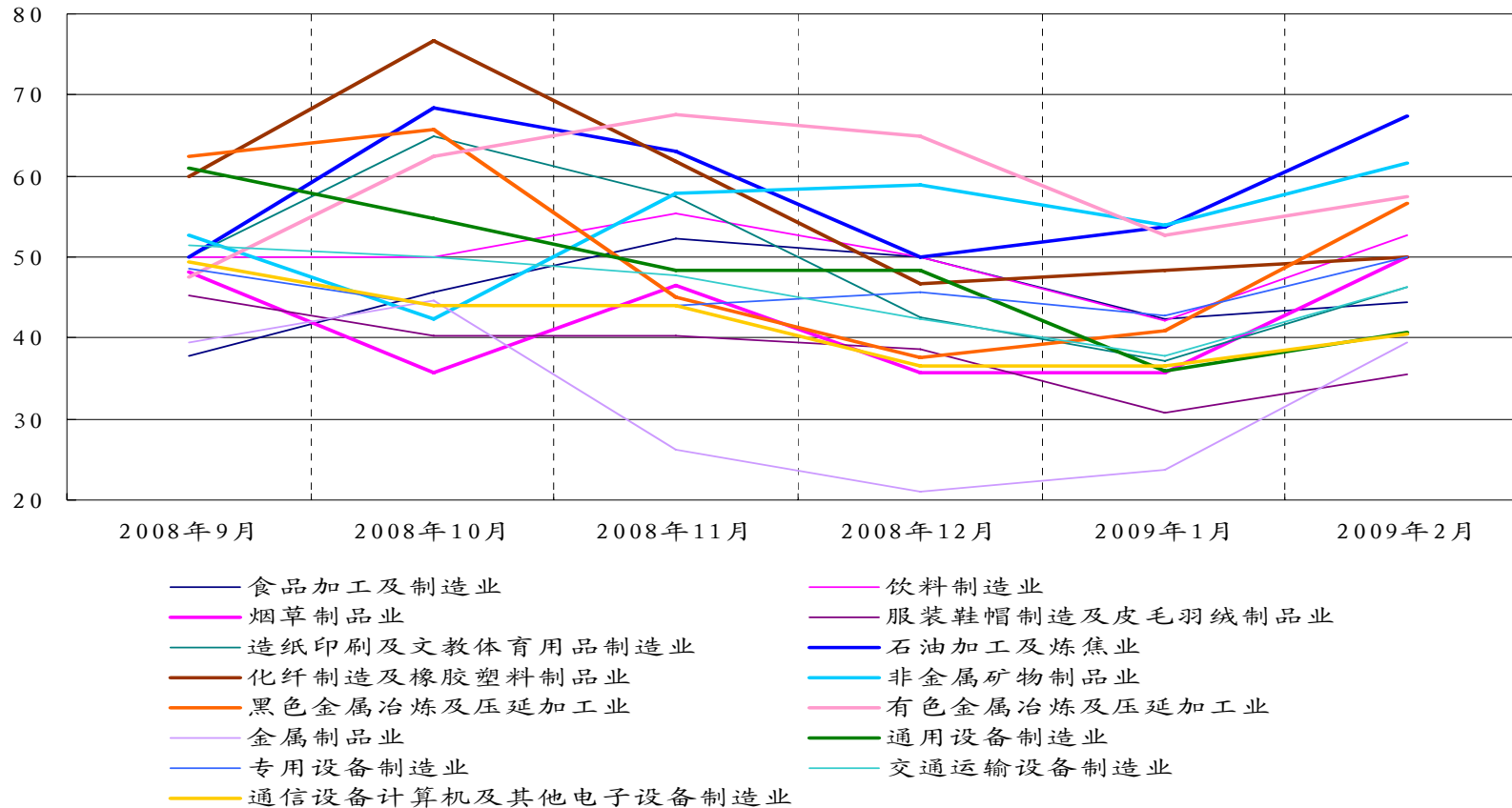


资料来源：wind，江南金融研究所

1.3.1 库存调整之一：产成品库存上升

图 11 是对产成品库存调整的分析。我们发现，大部分行业在 2009 年 1 月已经完成了产成品库存的调整，之后则呈上升状态。其中，石油加工及炼焦业、黑色金属冶炼及压延加工业、化纤制造等在去年 12 月完成。

图 11: 大部分行业 2009 年 1 月产成品库存下降后 2 月重新回升

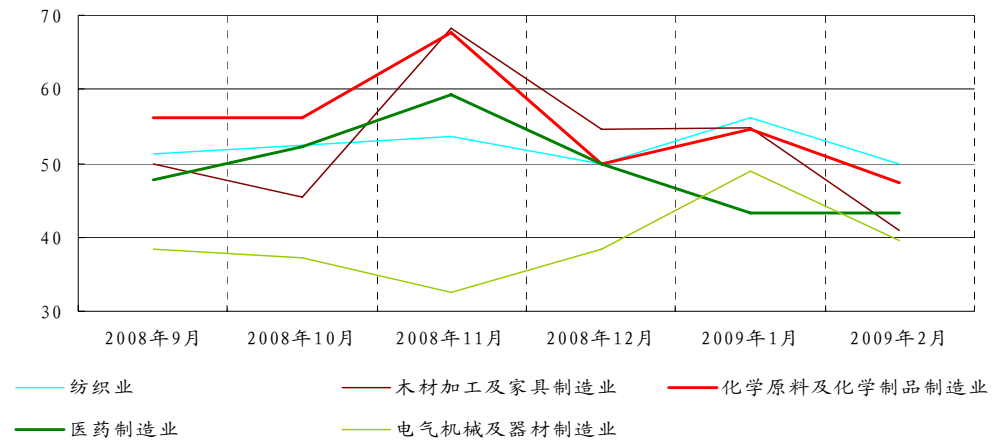


资料来源：CEIC，江南金融研究所

1.3.2 库存调整之二：产成品库存下降

纺织业、木材加工及家具制造业、化学原料及化学制品制造业、医药制造业、电气机械及器材制造业等在 2008 年 11 月开始下降，至 2009 年 2 月，产成品库存指数下降到 40 左右。

图 12：部分行业产成品库存从 2008 年 11 月开始下降



资料来源：CEIC，江南金融研究所

1.3.3 库存调整之三：原材料库存下降

结合新订单的变化，我们将原材料库存的变化分为四类：库存下降—订单增长、库存下降—订单下降、库存上升—订单增长、库存上升—订单下降。

如图 13 所示，原材料库存下降的行业包括石化、钢铁、造纸等行业，这些行业的新订单指数都在上升，这与政府的强烈刺激有关。库存下降意味着企业前期库存调整尚未到位，即使有新订单的增加，企业也不能增加存货投资。

图 14 表示的是新订单下降的同时，原材料库存下降的行业，这些行业只有服装鞋帽、医药制造业与非金属矿物制品业。

图 13：原材料库存下降同时伴随新订单增长的行业

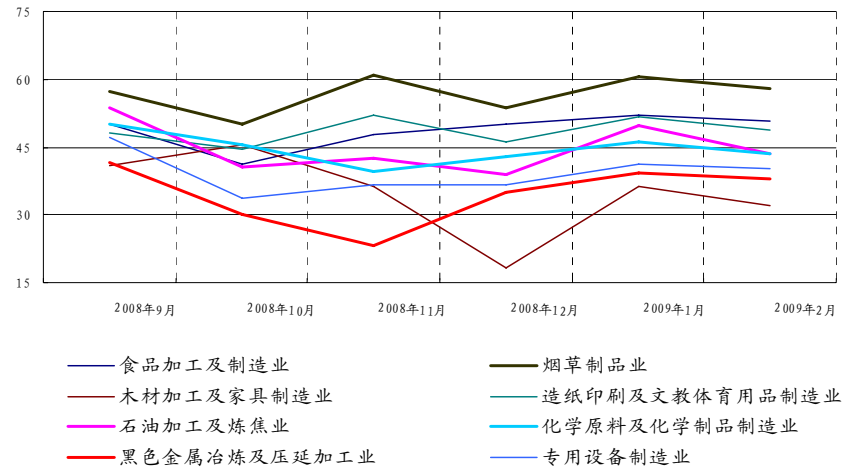
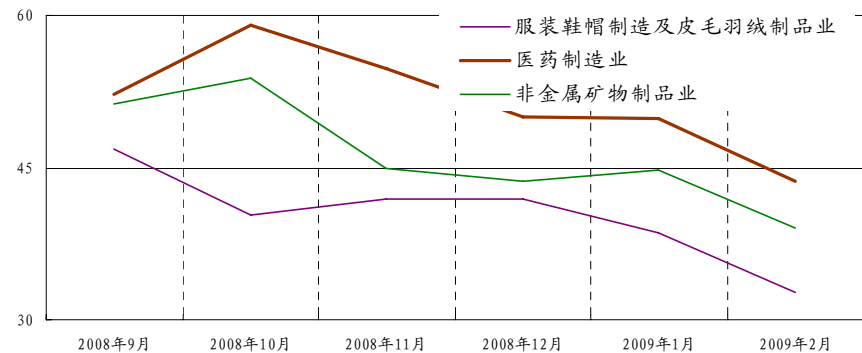


图 14：原材料库存下降同时伴随着新订单下降的行业



资料来源：CEIC，江南金融研究所

1.3.4 库存调整之四：原材料库存上升

图 15 所示的是原材料库存上升与新订单同时上升的行业,这表明企业库存的增加是为了应对新增需求。饮料制造、金属制品、有色金属加工等行业符合之特征。

纺织、化纤制造及橡胶塑料制品两大行业在新订单下降的同时,原材料库存上升,这意味着这两大行业仍然不景气。

图 15: 原材料库存上升与新订单同时上升的行业

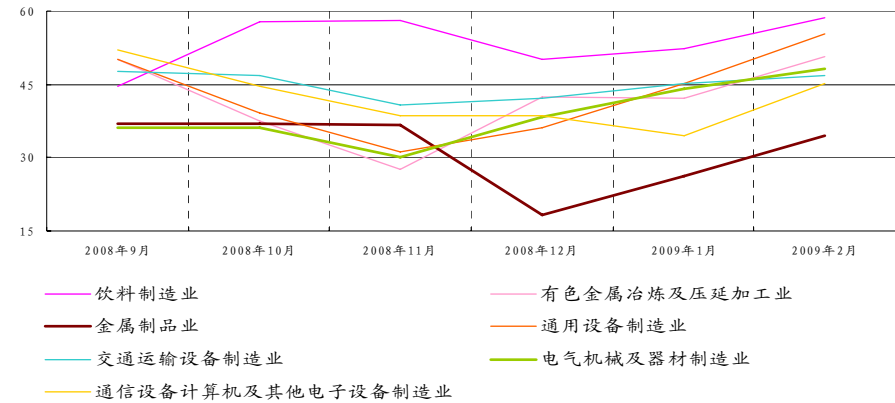
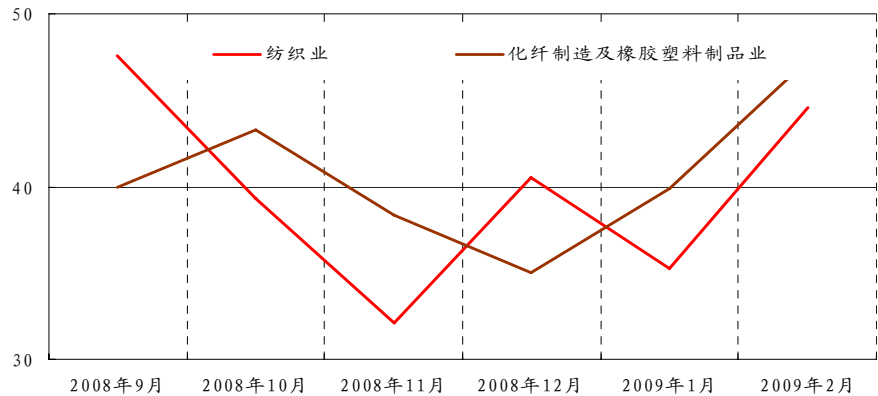


图 16: 原材料库存上升同时新订单下降的行业



资料来源: CEIC, 江南金融研究所

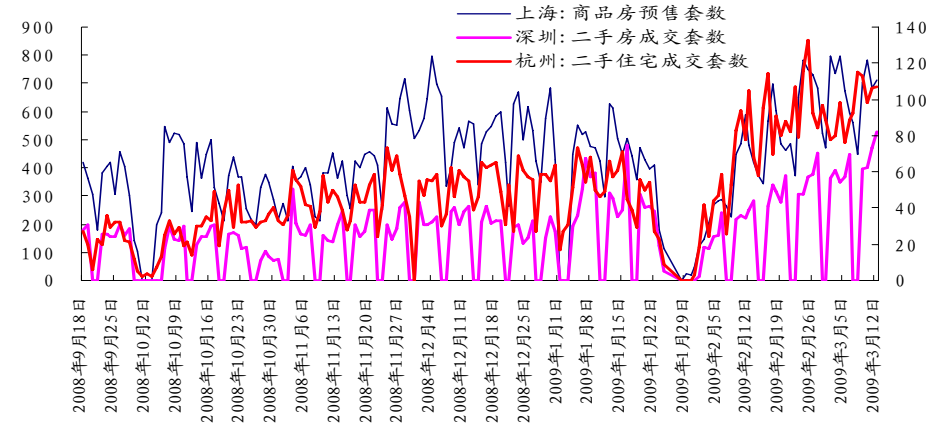
1.4 硬启动成效检验之房地产：交易量回升说明了什么？

房地产的复苏是整个经济复苏的标志，虽然二月各地城市二手房交易有回暖迹象（图 17），但是这只是压抑性需求的一种释放而已，并不代表房地产的复苏。

从目前的政策来看，因为与中央政府的利益相关度不大，房地产没有被列入振兴计划，房地产的振兴也只是一些地方政府的尝试而已，巨大的财政压力使得地方政府不可能使房地产价格真正降下来。中央政府试图通过市场化的手段来加速房地产企业的破产与整合，因此在房地产企业资金链条断裂之前，房价将会降中趋稳。

房价隐含着暴跌的可能，政府间博弈降低了这种概率。中央政府试图用时间换空间，通过等待的方式来化解房地产的风险。

图 17：部分城市房地产市场有回暖迹象



资料来源：CEIC，江南金融研究所

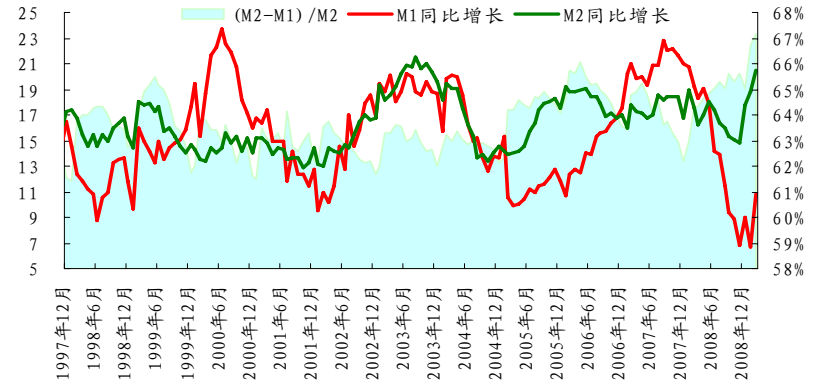
1.5 硬启动成效检验之流动性：虚实分离严重

硬启动最重要的结果是造成了流动性的充裕，加剧了经济虚实分离的局面。

在财政 1300 亿资金的带动下，商业银行一季度前两个月贷出了 2.67 万亿的资金，由于对风险的考虑，票据融资占比较大。一二两个月分别为 38%与 46%。这意味着大量的资金并没有进入实体经济领域，在二期硬启动开始之前，这种现状并不会改变多少。

M1 与 M2 的喇叭口越来越大，市场存款定期化的趋势相对严重，虚实分离在未来几个月内将是常态。

图 18: M1 与 M2 喇叭口暂时不会变小



资料来源: wind, 江南金融研究所

二、经济“硬启动”由激进转向中性

第二期的硬启动从两会开始，政府的工作报告批准后将作为硬启动的法律文件，我们将第二期的启动称之为真正的硬启动。

第一期的启动是激进的，其目标在于迅速制动，防止经济急速下行，现在看来这一目标已经达到。未来的复苏之路是漫长的，激进的行为不具有持续性，第二期的启动逐步转向中性。

中性的表现主要表现在政策开始从保增长向保民生转变，这是最保守也是风险最小化的策略。这一点从政府四万亿投资的结果可以明显地看出来，表1列明了政府计划的变动，其中“铁公机”投资减少3000亿元，节能减排和生态工程建设减少1400亿元，自主创新与结构调整投资增加2100亿元，保障性住房增加1200亿元，医疗卫生文化等增加1100亿元。

保增长是将收益放在2009年，保民生是将收益分布在2009-2010年。

表1：从四万亿投资投向的变化看，政府的硬启动思路发生了变化

	自主创新和结构调整投资	廉租房、棚户区改造等保障性住房建设投资	医疗卫生、教育、文化等社会事业	农村水电路气房等民生工程 and 基建	灾后恢复重建	铁路、公路、机场等重大基础设施和城市电网改造	节能减排和生态工程建设
原计划	1600	2800	400	3700	10000	18000	3500
新计划	3700	4000	1500	3700	10000	15000	2100
变化额	2100	1200	1100	0	0	-3000	-1400
变化率	5.25%	3.00%	2.75%	0.00%	0.00%	-7.50%	-3.50%

资料来源：江南金融研究所

2.1 激进转向中性：产业振兴变产业救助

硬启动从激进转向中性的另一个重要的标志是产业振兴变成了产业救助。

表 2 列示了自 2001 年到 2007 年大部分行业的产能增长情况,我们发现政府振兴的钢铁、纺织、有色金属、机械制造等产能过剩严重。

除钢铁业外,政府试图振兴的产业近十年的出口份额是在下降的,这意味着内需的扩大会直接消化这些过剩的产能,这也是硬启动的应有之义。(表 3)

产业振兴是与央企整合联系在一起的,这与我们在年度报告中提到的特殊利益集团的倒逼机制是一致的,振兴产能过剩的企业更多的是在保护所在集团的利益。

行业的振兴有两种思路:市场整合与行政整合。市场整合是最理想的,行政整合往往难以把握住其间的节奏与力度。以航空公司整合为例,东航整合云南航空公司后,经营一塌糊涂,云南分公司变子公司从某种意义上讲是对行政整合的否定。

市场期待的是通过充分的竞争与破产后,企业间的兼并收购使得整合后的企业不仅可以获得规模收益,还可以获得内生性的增长。目前来看,行业的振兴计划出台时间有点早。

从这个意义上看,没被列入振兴计划的房地产未来的前景反而值得期待。

表 2: 政府振兴的行业多产能严重过剩

行业	细分子行业	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2007/2001的增长倍数
煤炭	原煤开采(万吨)	26,984	22,648	18,377	15,441	7,443	3,419	2,720	10
	焦炭(万吨)	4,554	5,113	7,337	9,284	4,092	1,169	1,014	4
石油化工	纯碱(万吨)	515,500	1,688,076	1,152,850	794,367	276,600	293,502	182,110	3
	烧碱(万吨)	2,920,540	1,422,660	1,403,468	1,152,510	336,310	314,600	310,381	9
	电石(吨)	1,821,761	760,060	1,097,328	4,591,529	981,436	416,771	246,852	7
	乙烯(吨)	916,950	1,045,021	1,964,562	725,214	77,425	501,190	310,000	3
	塑料树脂及共聚物(吨)	5,481,880	1,974,181	4,709,032	1,124,960	687,846	789,786	967,707	6
	化学纤维(吨)	2,704,284	1,217,605	2,665,296	3,295,972	875,720	297,054	323,153	8
钢铁	生铁(万吨)	3,109	3,740	6,873	5,643	3,030	1,143	580	5
	铁矿开采(万吨)	8,521	7,908	9,211	6,322	681	303	364	23
	铁合金(万吨)	279	236	877	753	204	61	70	4
	炼钢(万吨)	2,862	2,784	4,565	5,283	3,240	616	392	7
有色金属	铜采矿(万吨)	1,120	623	746	397	106	46	45	25
	氧化铝(吨)	1,854,430	2,053,518	1,844,360	574,000	675,800	387,015	403,000	5
	电解铝(吨)	788,030	663,601	1,211,171	1,199,360	1,827,359	580,664	555,446	1
建材	水泥(万吨)	24,261	21,219	24,117	18,909	7,568	4,776	3,049	8
	平板玻璃(万重量箱)	5629	5461	6875	5660	1173	1530	1802	3
机械	金属切削机床制造(台)			41,771	15,835	41,773	1,950	2,147	0
	民用钢制船舶(综合吨)			1,373,718	688,082	15,105	200,050	560,000	0
汽车	轿车制造(辆)	1,520,269	1,194,509	948,777	1,435,499	361,000	419,000	95,500	16
	客车制造(辆)	14,834	2,300	206,800	140,795	381,400	313,000	3,800	4
造纸	机制纸(万吨)	787	967	1,216	717	307	407	221	4
纺织	化学纤维(吨)	2,704,284	1,217,605	2,665,296	3,295,972	875,720	297,054	323,153	8
	毛纺锭(锭)	175,120	278,309	163,844	165,788	38,014	4,580	17,201	10
	棉纺锭(万锭)	20,419,912	17,565,145	13,786,477	6,741,370	4,480,113	1,692,153	467,720	44
家用电器	电视机(万台)	344	1,996	2,715	1,762	234	470	210	2
	电冰箱(万台)	640	382	604	264	77	15	81	8
	洗衣机(万台)	259	157	910	339	213	90	250	1
交通运输	公路(公里)	89,687	62,267	60,374	67,730	27,440	26,086	18,210	5
	铁路(公里)	956	1,756	1,281	1,305	931	2,146	987	1
	新(扩)建港口码头-泊位	186	255	181	140	116	165	83	2
	新(扩)建港口码头-吞吐	19,831	30,073	14,840	11,408	9,888	12,255	6,248	3

资料来源: 江南金融研究所 CEIC

表 3: 国家振兴的行业市场多在国内, 而不在国外

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	出口份额
										增长率%
22 造纸及纸制品业	0.03	0.19	0.045	0.048	0.077	0.078	0.076	0.09	0.084	179.37
08 黑色金属矿采选业	0.001	3.92	0.002	0.005	0.003	0.007	0.005	0.005	0.004	166.09
36 专用设备制造业	0.072	0.112	0.101	0.084	0.091	0.123	0.127	0.143	0.138	90.49
37 交通运输设备制造业	0.088	0.055	0.088	0.084	0.085	0.1	0.119	0.136	0.142	61.26
32 黑色金属冶炼及压延加工业	0.051	0.081	0.042	0.038	0.034	0.057	0.055	0.071	0.074	45.94
28 化学纤维制造业	0.061	0.069	0.056	0.062	0.06	0.045	0.063	0.069	0.086	40.78
39 电气机械及器材制造业	0.216	0.026	0.23	0.242	0.255	0.288	0.275	0.26	0.252	16.64
35 通用设备制造业	0.141	0.059	0.154	0.15	0.15	0.168	0.166	0.161	0.158	11.88
31 非金属矿物制品业	0.079	0.126	0.097	0.097	0.089	0.104	0.104	0.099	0.088	11.01
34 金属制品业	0.254	0.021	0.259	0.267	0.278	0.308	0.271	0.259	0.248	-2.25
26 化学原料及化学制品制造业	0.096	0.062	0.096	0.095	0.094	0.099	0.097	0.095	0.093	-2.69
17 纺织业	0.314	0.031	0.316	0.302	0.297	0.3	0.269	0.246	0.217	-30.85
33 有色金属冶炼及压延加工业	0.098	0.052	0.087	0.119	0.105	0.105	0.09	0.089	0.065	-33.09
27 医药制造业	0.16	0.043	0.137	0.13	0.11	0.112	0.11	0.113	0.107	-33.38
25 石油加工、炼焦及核燃料加工业	0.037	0.037	0.038	0.045	0.048	0.026	0.028	0.019	0.02	-45.53
06 煤炭开采和洗选业					0.052	0.047	0.039	0.03	0.018	-65.47
10 非金属矿采选业	0.083	0.168	0.075	0.081	0.086	0.073	0.05	0.041	0.026	-68.42
07 石油和天然气开采业	0.068	0.029	0.053	0.051	0.042	0.026	0.033	0.029	0.02	-70.93
09 有色金属矿采选业	0.064	0.243	0.089	0.052	0.046	0.039	0.061	0.043	0.009	-85.61

资料来源: 江南金融研究所 CEIC

2.2 硬启动的效果是明确的：中国经济外向而非依赖

我们指出硬启动从激进变为中性，并不表示我们怀疑硬启动的效果，我们坚定地认为硬启动效果是明确的。宏观政策以经济增长和物价稳定的加权为目标函数，政策的效果短期内是否有效取决于当前的经济增长性质。

目前对中国经济启动悲观的依据在于，中国对外依赖过强，在唯美国马首是瞻的前提下，美国经济不复苏，中国不可能提前复苏。

我们认为，中国经济是外向而非依赖，中国的宏观政策不仅对国内是有效的，而且对国际市场的影响也有着很强的效用。

中国经济是外向经济，不可避免地受到价格、需求收缩、预期调整等的外部冲击。

但中国不是外部依赖，原因是，一，新世纪以来中国经济增长是城市化和国际化的双驱动；二，中国经济的技术、资本和产出已经不依赖于外部经济；三，尽管贸易依存度、货币的非国际化等指标仍表明中国处于“小国模型”，但实际上，中国经济对世界的影响已经不是“小国模型”了，供求、物价和宏观政策都有了独立的影响，中国迈向“大国模型”。

图 19：美国消费率不断提高，依靠进口

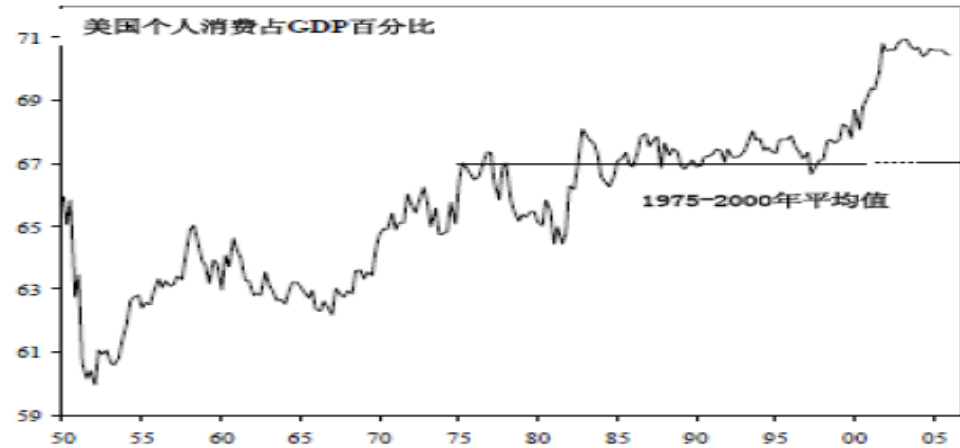
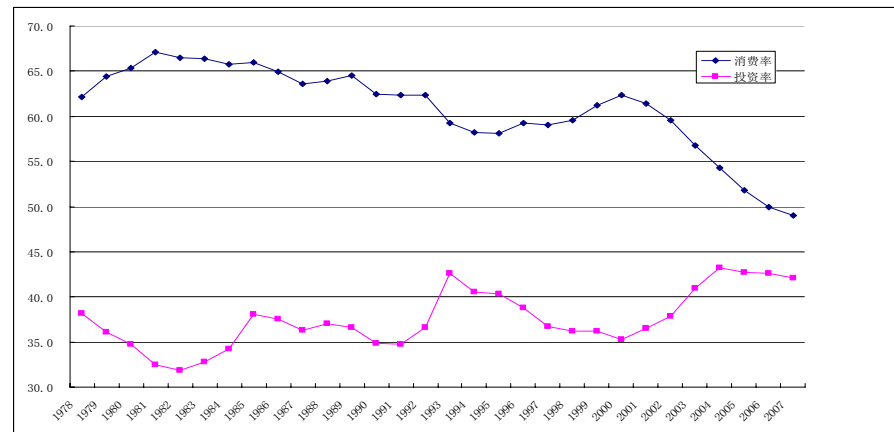


图 20：中国消费率下降，依靠出口



资料来源：CEIC，江南金融研究所

2.2.1 中国经济外向而并非依赖的考证：升值与激增的外需之间的悖论

认为宏观政策无效的理由可以表述如下：一，中国经济增长高度依赖于外需（图 21），是一个“小国模型”，其宏观政策基本无效，如果外部需求不能恢复，中国宏观政策目标是难以达到的。二，中国经济长期需要内外平衡，短期经济对外高度依赖，今年来经济基本靠外部带动，中国经济处于外部依赖，属于小国模型，内部宏观政策无效。

这是一个不正确的结论。从本页开始，我们将会对此进行详细地论证。

例证一，升值与激增的外需之间的悖论。

表 4 分析的是近二十年来中国的汇率变动与净出口贡献的关系，1994 年人民币大幅度贬值时期，净出口贡献率为-1.6%，自 2005 年人民币升值后，净出口贡献率竟高达 20%以上。

升值和激增顺差是经济学逻辑的悖论，因为贸易技术竞争力不可能在一年之中有如此提高。

激增的顺差是贸易现象还是金融现象，是值得讨论的。国外学者估计有 60%是套利资金，国内学者估计至少在 50%以上。

图 21：中国对外经济依存度超过 70%

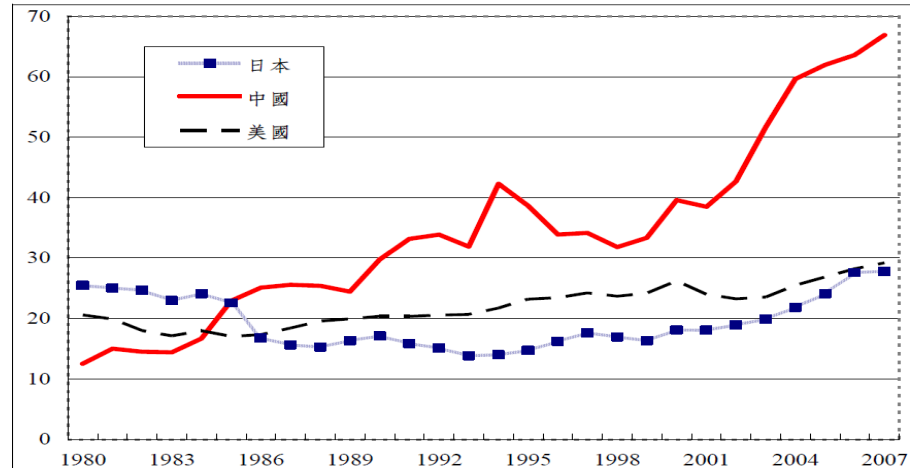


表 4：升值与激增的外需：一个短期的证据

	投资 贡献率	消费 贡献率	净出口贡献 率	GDP增长率%
八五 (91-95) 1994人民币大幅贬值	47.2	54.4	-1.6	12
九五 (96-00)	25	59	16	8.6
十五 (01-04)	54.5	41.9	3.6	9.4
2005年人民币温和升值	37.7	38.2	24.1	10.2
2006年	42	38.7	19.3	11.4
2007年	38.8	39.7	21.5	11.9

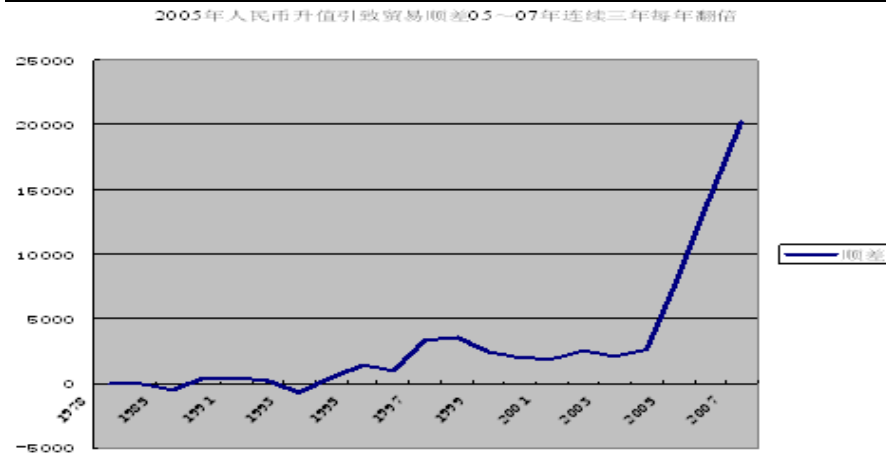
资料来源：CEIC，江南金融研究所

在 2005 年 7 月人民币升值之后，贸易顺差则持续高升。(图 22)

对上述悖论最好的反驳就是，随着升值、政策紧缩和劳工成本提升等对贸易部门的打击，沿海地区在 2005 年已经开始衰退了。

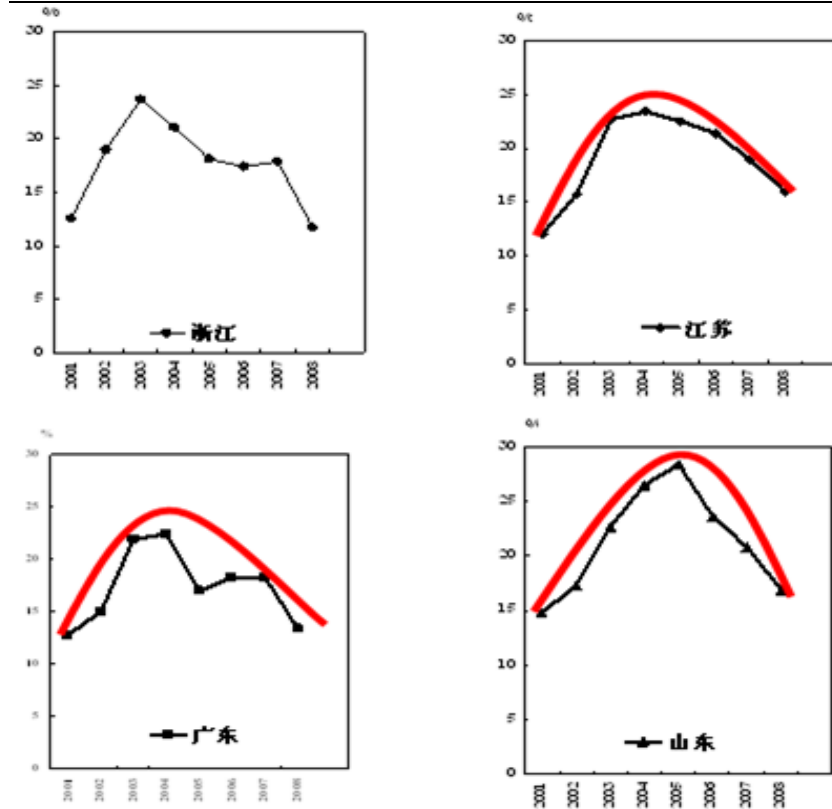
(图 23) 显示的规模以上工业增加值的波动率曲线，沿海的浙江、江苏、山东、广东地区的走势。

图 22: 人民币升值引起顺差翻倍增长



资料来源: CEIC, 江南金融研究所

图 23: 自 2005 年后沿海地区经济就已经开始衰退



资料来源: CEIC, 江南金融研究所

2.2.2 中国经济外向而非依赖的考证：外部技术的依赖度在迅速下降

例证 2，外贸技术的依赖度在迅速下降。

表 5 是分阶段 GDP 增长率与进口贸易额、工业制成品以及机械及运输设备进口额增长率相关系数。

我们将 GDP 增长分为三个时间段，1981-2006, 1981-2006, 2000-2006，从中可以看出，2000-2006 年上述三项对滞后一期的 GDP 增长率相关系数明显下降，这表明依赖度在下降。

用研发占 GDP 的比重来考察的结果也会得出相同的结论。

表 5：外贸技术的依赖度在迅速下降

		进口贸易总额 增长率	工业制成品额 增长率	机械及运输设备进口 额增长率
GDP增 长率	1981- 2007	0.508	0.560	0.522
	1981- 1999	0.617	0.622	0.559
	2000- 2007	-0.021	-0.097	-0.300
滞后一 期的 GDP增 长率	1981- 2006	0.069	0.219	0.183
	1981- 1999	0.101	0.252	0.199
	2000- 2006	-0.193	-0.193	-0.262

时间段	1995- 1999	2000- 2006
R&D占GDP比重与同期经济增长率之间的相关性	-0.865	0.973

资料来源：江南金融研究所

2.2.3 中国经济外向而并非依赖的考证：外部资本的依赖度下降

例证三，中国资本依赖度在下降。

考察自 1991 年到 2007 年固定资产投资来源的数据可以看出，利用外资占投资来源的比重已经从 1996 年的 11.2 下降到 2007 年的 3.4%，中国的投资主要依赖于国内贷款与自筹资金，对外依赖程度大大降低。

表 6：中国资本依赖度在下降

年 份	投资资金来源			
	国家预算 内 资 金	国内贷款	利用外资	自 筹 和 其他资金
1991	6.8	23.5	5.7	64
1992	4.3	27.4	5.8	62.5
1993	3.7	23.5	7.3	65.5
1994	3	22.4	9.9	64.7
1995	3	20.5	11.2	65.3
1996	2.7	19.6	11.8	66
1997	2.8	18.9	10.6	67.7
1998	4.2	19.3	9.1	67.4
1999	6.2	19.2	6.7	67.8
2000	6.4	20.3	5.1	68.2
2001	6.7	19.1	4.6	69.6
2002	7	19.7	4.6	68.7
2003	4.6	20.5	4.4	70.5
2004	4.4	18.5	4.4	72.7
2005	4.4	17.3	4.2	74.1
2006	3.9	16.5	3.6	76.0
2007	3.9	15.3	3.4	77.4

资料来源：CEIC，江南金融研究所

2.2.4 中国经济外向而非依赖的考证：就业和资源的依赖度很高

外向型的中国对外依赖程度高的两点是就业与资源。

按登记注册类型分职工人数看，传统的国有、集体等企业年年下降，而外商投资和港澳企业就业年年上升，从不足1%到20%，中国的就业高度依赖于外向型投资，特别是农村劳动力的转移。(表7)

因此，2008年官方公布的高达2500万的失业人口在外需低迷的背景下，确实是一个巨大的难题。

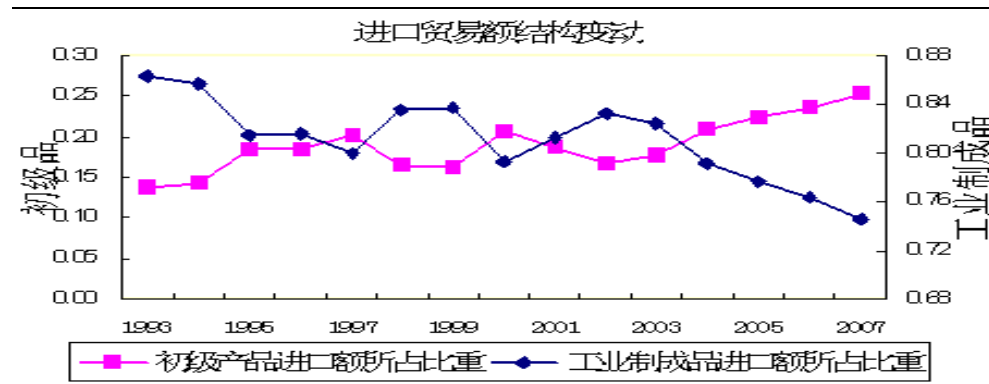
图24描述了进口贸易额的结构变动，自2003年以后，工业制成品进口额比重大幅下降，而初级产品进口额比重大幅上升，这表明，中国对外部资源的依赖程度在逐年提高。在中国被迫将大量外汇购买美国国债的境地下，如何在国际大宗原材料价格低位时储备大量的资源，是当前对外政策的核心。

表7：按登记注册类型分类的职工人数

	国有单位	城镇集体企业	股份合作	联营	港、澳、台商	外商投资
1994	-0.27	-5.36	75.73	-22.04	34.19	44.05
1995	0.60	-4.20	8.42	0.78	28.26	23.11
1996	-0.05	-3.97	14.63	-6.19	-3.07	13.76
1997	-1.67	-4.64	28.77	-12.16	6.06	8.40
1998	-18.18	-32.55	-71.14	8.45	3.46	-3.62
1999	-5.37	-13.05	5.42	-4.98	3.80	3.89
2000	-5.49	-12.41	7.43	-9.11	1.29	8.12
2001	-5.95	-14.24	-2.06	7.77	5.49	4.39
2002	-6.55	-13.70	4.41	0.70	11.93	12.00
2003	-4.37	-11.20	6.70	-4.85	11.67	15.78
2004	-2.76	-10.54	10.30	-0.49	14.92	23.52
2005	-3.20	-9.59	-1.49	3.90	19.10	23.38
2006	-0.99	-5.61	-5.34	-1.30	9.95	15.20
2007	-0.37	-5.72	-5.11	-6.30	11.27	13.32

资料来源：CEIC，江南金融研究所

图24：资源依赖外部进口



资料来源：CEIC，江南金融研究所

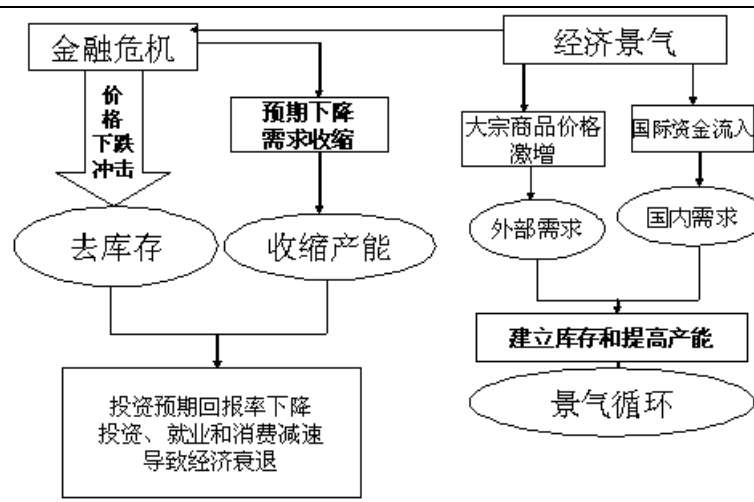
2.3 中国的经济衰退内因为主，外因为辅

我们之所以对硬启动有信心，还有一个重要的理由，即，中国的经济衰退主要是内因造成的，外因是次要的。正如一个人感冒一样，不管多冷的天，身体康健的人总会保持正常的行为。

在去年下半年的报告中，我们反复强调，政府一系列政策的失误是导致经济加速衰退的重要诱因，金融危机只是加重了病情而已，将经济下行完全推给次按危机是不公平的。

如图 25 所示，政府通过强烈的内部刺激，可以在很大程度上对冲外需下降的风险。根据经验判断，中国的硬启动保证了经济增长在 7% 左右，世界经济的复苏至少拉动中国经济重上 8%。

图 25：外部冲击示意图



资料来源：江南金融研究所，中国社科院

三、硬启动下的新刺激政策应该如何选择

政府工作报告中提到政府会随时出台新的刺激政策，这为下一步的宏观分析提出了很大挑战。

预判硬启动的新选择要立足于以下几点：

一季度的数据如何，经济是否稳定，是否超出政府承受力；

政府的财力是否到了极限，是否还有新的资金用于刺激，这要分析政府是否具有公共风险的承担能力；

政府财政之外的刺激是否可以加大，比如信贷政策能宽松到什么程度；

除了以上的技术性操作以外，制度的改革能否吸引市场资本的进入从而增大政府投资的乘数效应，也是必须要考虑的。

我们认为从激进到中性的硬启动并不是最理想的政策选择，最理想的硬启动是从降低城市化成本入手，并且提高中产阶级的消费倾向。保民生的政策关注的是低收入群体的保障性消费，这是避免经济问题政治化的关键，也是最基本的人文关怀的表现。

未来最重要的刺激政策可能集中在对保障性住房的改革，对个人所得税改革，对二手房政策的改革等。

3.1 新的刺激政策是由财力决定的：9500 亿赤字是否用到极限？

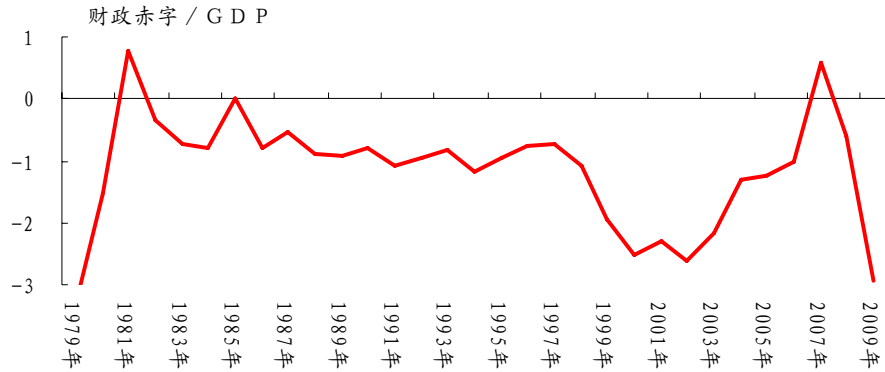
市场认为政府 9500 亿的财政赤字已经接近政府财力的极限，下一步的刺激将会无能为力。

我们在此基础上计算的国家综合负债率将达到 80%，低于 2005 年的水平，政府负债能力尚存。

中国政府下一步可以支配的财力包括国有企业的利润，对资源等的征税、对国有资产的拍卖等，未来空间相当大。

市场一直存在着一个误区，认为财政赤字对股市是不利的。其实财政赤字在未来可能导致公共风险的加大，并且触及系统性风险，但只要是相对安全的赤字在当期都会产生积极的效用，这是历史的经验，也是经济学逻辑所能解释的。

图 26：前所未有的 9500 亿财赤表明了政府硬启动的决心



资料来源：CEIC，江南金融研究所

3.2 正确的硬启动在于城市化，这是新刺激政策的方向

未来的刺激应该会重回降低城市化成本上来，这是因为：

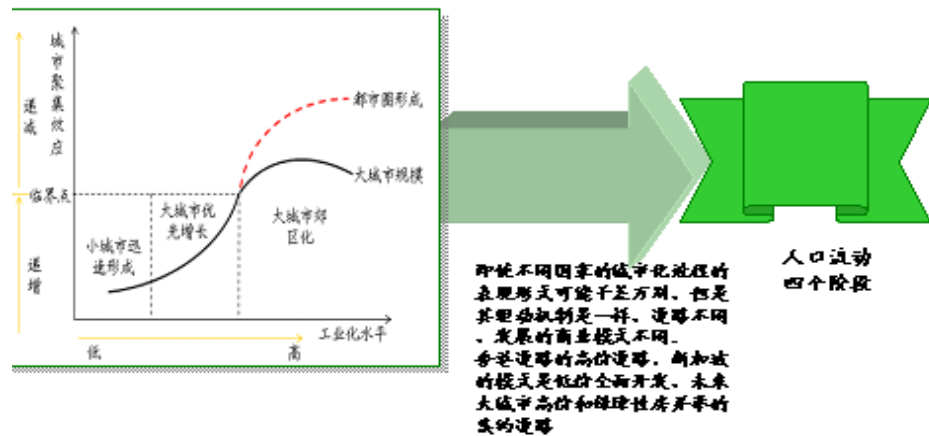
中国已经进入到了城市化和工业化平衡发展的重大时期，城市化已经从城市建设景气周期平稳转移到城市化运营周期上来了，降低城市化成本，平衡城市化和工业化是自然的选择。

选择城市化道路是中国可持续增长的一个重要方面，同时，城市化发展是促进服务业发展的根本。

我们认为城市化可以将当前宏观政策的短期激励和长期制度建设融合在一起，通过积极的财政促进“经济适用房”的发展是重要的。

因为我们要走的是新加坡的模式，而非香港的模式。（图 27）

图 27：城市化的道路：香港和新加坡模式的平衡



资料来源：江南金融研究所

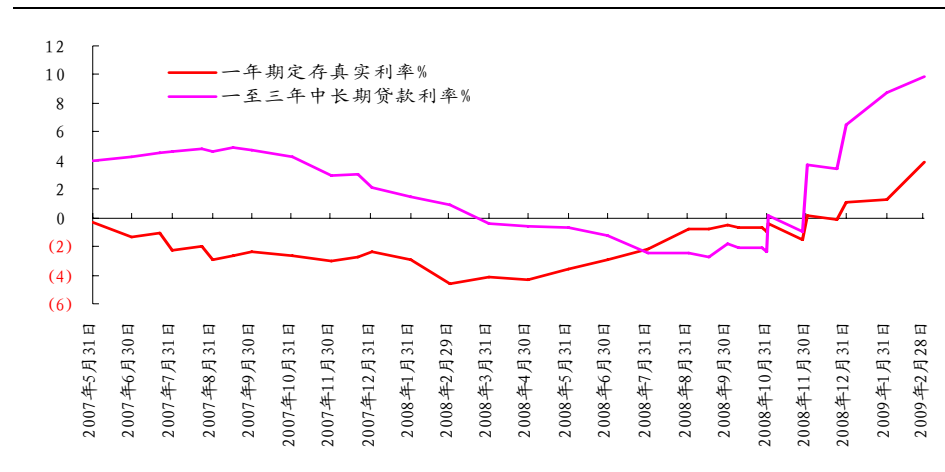
3.3 新刺激政策走老路，降息符合负债扩张的逻辑

随着通货紧缩的到来，降息成为基本的选择。本次刺激政策，我们走的是负债扩张的老路，通过进一步提高杠杆化来促进经济增长。

在负债扩张的过程中，真实利率已经过高了。图 28 显示，一年期定存真实利率已经高达 3.85%，一至三年中长期贷款真实利率高达 9.9%，这对消费，对投资的影响都是消极的。

我们预计，一年期贷款利率将在未来两个月内至少下降一次，降幅为 27 个 BP，至 1.98%，这是近三十年来定期存款的最低点。

图 28：真实利率走高，影响投资与消费



资料来源：江南金融研究所

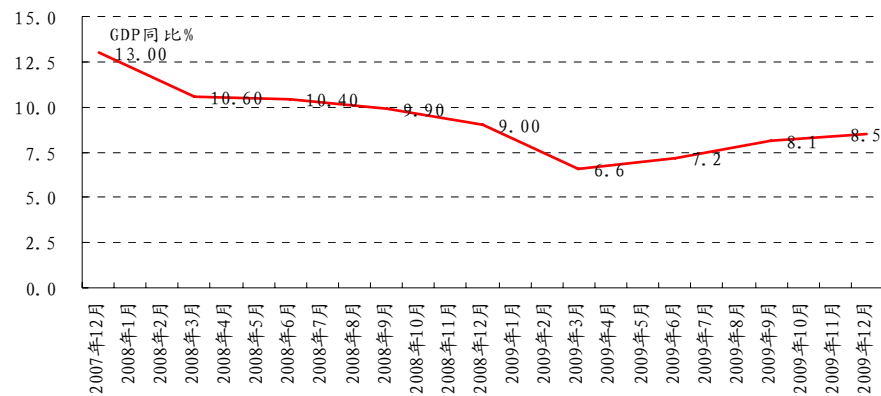
四、硬启动的预期效果，半年之内走不出衰退

随着经济进一步下滑，产出缺口逐渐缩小，从2007年以来的正产出缺口将逐渐下降到2009年的负产出缺口，CPI也会随之回落。2009年上半年将会出现通货紧缩的情况，同时经济增长将会保持半年的衰退。

我们定义的衰退指的是经济增长低于7.5%的状态，根据江南的模型推测，2009年四个季度经济增长率分别为6.6%、7.2%、8.1%与8.5%。

在年度报告中，我们依据激进的硬启动预测的经济增长率为8.1%。从第二期开始，硬启动转向中性，相应地，我们下调经济增长率0.5个百分点，全年GDP增长率7.6%。

图 29：2008 年中国经济的增长预测



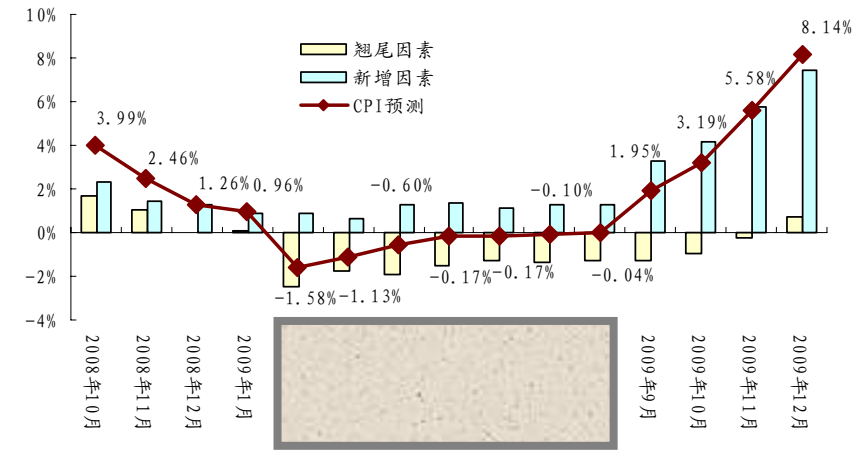
资料来源：wind，江南金融研究所

4.1 通货紧缩持续半年

自 2009 年 2 月，通货紧缩就要来临了。根据江南证券的预测，2-8 月将是一个长达 7 个月的通货紧缩期。虽然都会造成财富的损耗，通货紧缩较通货膨胀对社会福利的不良影响更大。通货紧缩直接引致生产的萎缩，并且在消费者心中造成价格越来越低的预期，于是消费变得迟缓，企业的库存投资越来越少。失业开始增加，在财富存量较少的背景下，财富流量的减少增加了消费者对未来的担心，消费开始减少，于是恶性循环开始出现。

政策的核心在于全力制止通货紧缩的长期存在，重点在于增加民众消费增加的预期。再具体一点，这无非就是运用以下手段：（1）加大直接投资，拉动就业；（2）提高转移支付水平，增大可支配财力；（3）降低耐用消费品或者资本品的价格，比如房地产；（4）降低利率水平，削减储蓄动机；（5）增加货币供给，缓解企业流动性压力；（6）维持币值稳定，降低系统性风险。

图 30：自 2009 年 2 月起中国进入至少 6 个月的通货紧缩期



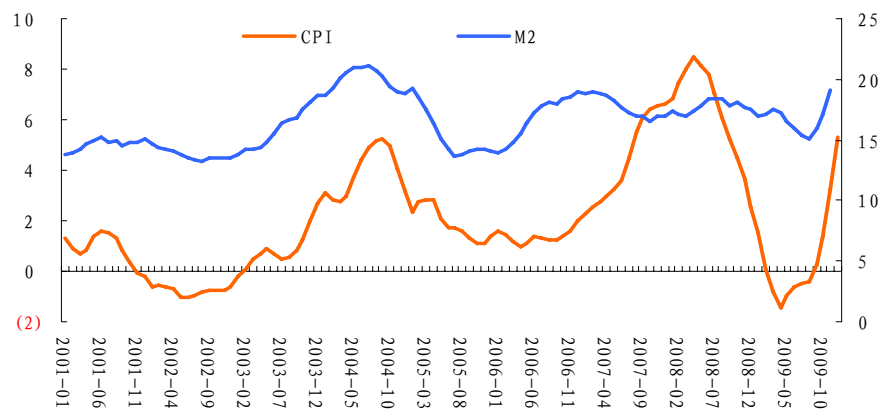
资料来源：江南金融研究所

4.1.1 流动性充裕有助于下半年走出通货紧缩

通货紧缩永远是个货币现象，中国 CPI 与 M2 的历史关系表明，货币供给对物价变动的时效平均为 12 个月。考虑到 2009 年货币发放的力度，我们将这一时间缩短到 10 个月。

自 2008 年 10 月货币发行开始加速，至 2009 年 8 月应该能够传导到物价上来。基于以上的判断，我们认为自 8 月开始，物价开始回到正数，并且会逐步上升，全年 CPI 保持在 1.1 左右。

图 31: M2 与 CPI 走势的关系



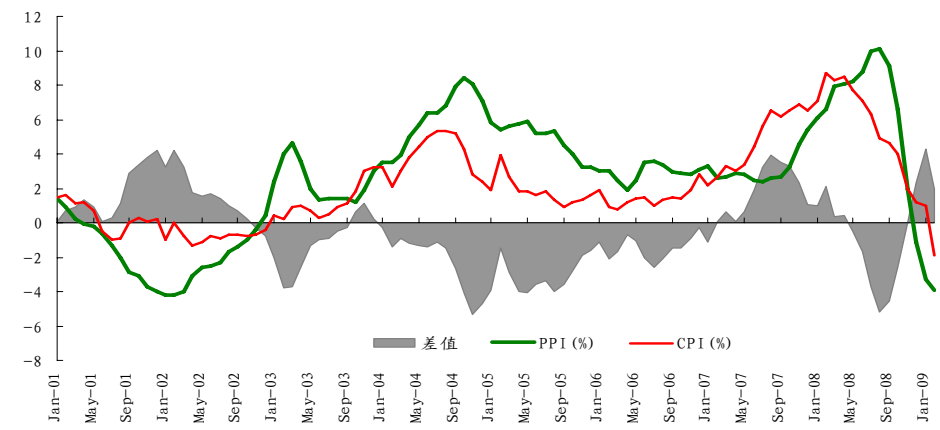
资料来源: wind, 江南金融研究所

4.1.2 通货紧缩对生产与消费造成悲观预期

通货紧缩对生产与消费都会造成悲观预期,在CPI下行的同时,PPI也将会下行。2009年2月PPI下降到-4.5%,这与企业库存调整是相一致的,企业通过打折加快消化库存。随着第一轮库存调整的逐步完成,PPI有望在二季度降低下降幅度。随着新增需求的增加,PPI将在第三季度逐步回升。

与之相适应,企业的利润会稳定回升,经济复苏特征逐步显现。

图 32: 库存调整加剧了通货紧缩的状态



资料来源: 江南金融研究所

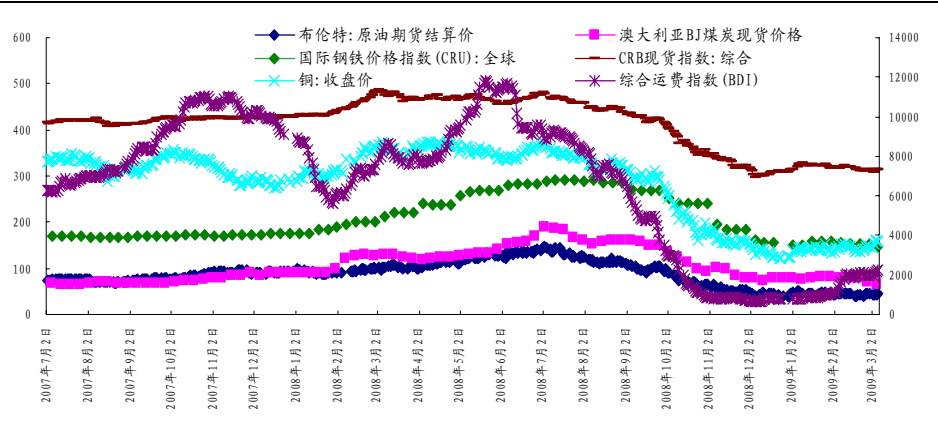
4.1.3 通货紧缩是个全球现象

在未来半年之内，全球将进入通货紧缩状态。

图 33 显示，国际大宗原材料的价格逐步稳定，输入型的通胀逐步消失，美、日、欧等国家流动性正在逐步恢复，通货膨胀产生的条件并不成熟。

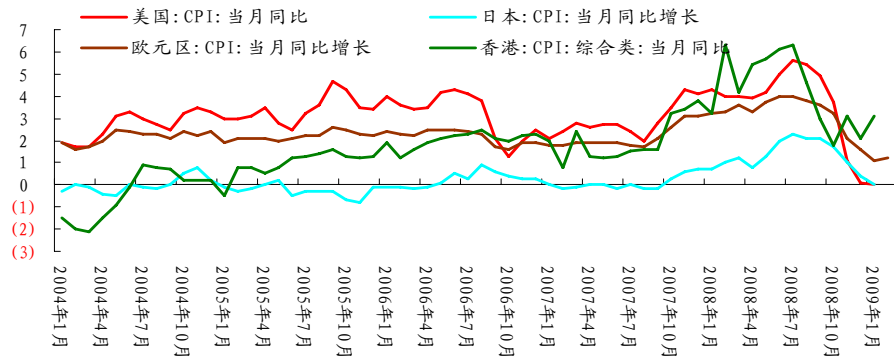
半年之后，经济的逐步复苏，各国前期大量投放的货币，逐步降到零的利率政策，将会引发通胀苗头重现。

图 33: 国际大宗原材料价格相对稳定，输入型通缩可能性极小？



资料来源: wind, 江南金融研究所

图 34: 世界各国物价下行成为常态



资料来源: wind, 江南金融研究所

4.2 信贷从虚拟到实际，流动性一如继往地充裕

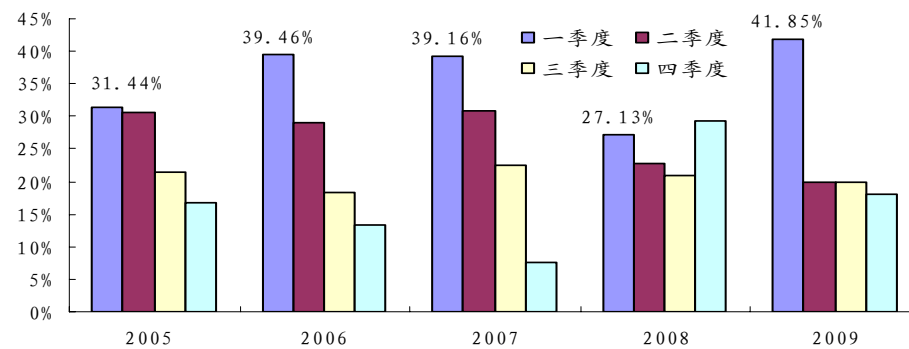
从硬启动的第二期开始，流动性将会一如继往地充裕。货币当局害怕由于信贷资金没有流入实体经济，信贷放松不仅没有促进经济增长反而可能引发通货膨胀，市场因此担心而做出了三月以及二季度信贷会急剧收缩的判断。

我们认为这是没有理由的，政府行为的特征决定了其走极端的做法。出于对经济衰退的担心，高层对硬启动的决心，对去年错配的货币政策的纠编都使得货币当局不可能收缩信贷的投放力度。

我们坚持年度报告中的分析，新增存款 1.5 万亿，全年达到 6.5 万亿元以上。按今年一季度的放款速度，一季度至少放款 3 万亿，保守地估计，二季度放款会在 1.5 万亿，后两个季度放款 2 万亿。

可以预料，随着实体经济的逐步调整，信贷会更多地流向实体经济，资本市场的流动性溢价受到一定影响，经济增长带来的红利则会对冲这种风险。

图 35：银行放贷规模



资料来源：江南金融研究所

4.3 逆差下人民币不贬值，资本外流的可能性较小

按照江南金融研究所的估计，自2008年3月开始，中国将会进入一个至少五个月的外贸逆差期（图36）。逆差意味着制造业美元的消失，在失业极大的压力下，人民币贬值的预期开始增大。

金融危机已经蔓延到发展中国家，以俄罗斯为代表的东欧国家信用等级骤降，财政赤字大增，资本外流，本币对美元大幅贬值。因此，市场预期人民币也将贬值。

这些事实并不是人民币贬值的理由。

一国货币币值变动是由客观条件与主观条件决定的。对上述国家来讲，贬值是客观使然。以俄罗斯为例，在走向纯粹市场经济的过程中，资本项目完全开放，浮动汇率下资本自由流动，暴跌的原油价格几近冲垮其财政，公共风险的承担能力严重削弱，国际资本出于避险的考虑离开是理性的选择。除非进行资本的重新管制，并重回固定汇率，否则美元与卢布的自由兑换难以保证卢布不贬值。

而对中国来讲，人民币贬值是既无主观需要，也无客观可能，稳定将是相当长时间内的特征。

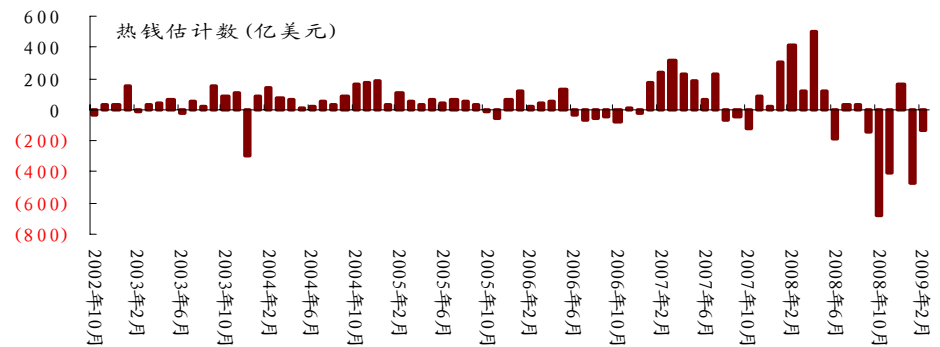
人民币贬值将会直接促进出口，这有助于给内需扩大的政策装上双引擎。但这只是一厢情愿的事情，简单的逻辑分析就会否认这种结论。在贸易条件相差几无的情况下，人民币贬值

会引发竞争对手的竞相贬值，势必会形成赤脚的不怕穿鞋的博弈者皆败的局面。1998年中国坚持人民币不贬值，与其说是为世界负起责任，不如说是出于对上述后果的担心所为。中国是个大国，可以肯定，贬值竞赛的结果是我们损失最大。

不仅如此，人民币贬值预期定会引发资本外逃，虽然中国实行资本管制，但是资本既然可以进来就一定可以出去。外逃的资本不仅是国际游资，而且还将包括国内资本。如此一来，中国的资产价格将会直线下落，扩大内需的积极政策效果会大打折扣。

因此，中国并无主观贬值的必要。

图 36：按常规的估算，资金外流比较严重



资料来源：WIND 资讯，江南金融研究所

4.3.1 资金离开中国无路可走：美国经济经济未见复苏迹象

目前中国政府强力刺激经济复苏的预期已经使得中国变成了国际资本最好的避风港，世界经济刚从金融恐慌中走出，复苏遥遥无期，资本离开中国到什么地方是安全的？因此，客观上讲，国际资本不会对人民币贬值施加压力。

图 37 显示美国经济正处于再平衡的过程中，债务重置与利益的冲突在很大程度上决定着危机处理与经济复苏的程度。

从我们检测的指标来看，美国经济离走出衰退还至少需要两个季度的时间。（图 37-40）

图 37: 美国的经济增长

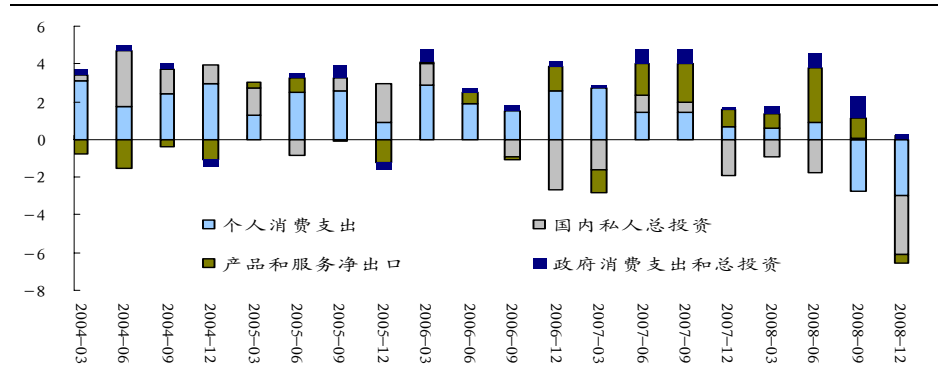
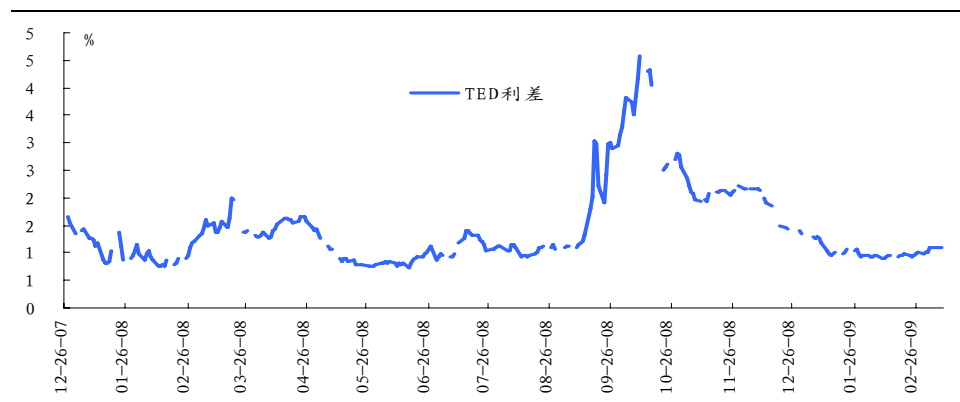


图 38: TED 走势表明流动性有所缓解



资料来源: WIND 资讯, 江南金融研究所

2009年人民币币值稳定将是一个大概率事件，人民币贬值是个小概率事件。贬值预期最早会也将在2010年出现，它取决于中国与美国经济复苏效果的对比。如果美国经济见底，而中国未能复苏，资本必流出中国，贬值预期增大。如果中国复苏，美国也复苏，那资本的流向由中美的资产重估程度与利差等决定，贬值与否则是需要仔细分析。公认的研究成果表明，美国经济将会在2009年第三季度见底，复苏将从来年开始，中国“硬”启动的成效将会非常明显。中国经济2009年第三季度开始复苏，经济增长的红利足以吸引国际资本留在中国，中国城市化、工业化与市场化进程的演进只会使得人民币升值，而不是贬值。

图 39: ISM表明美国经济生产复苏时机未到

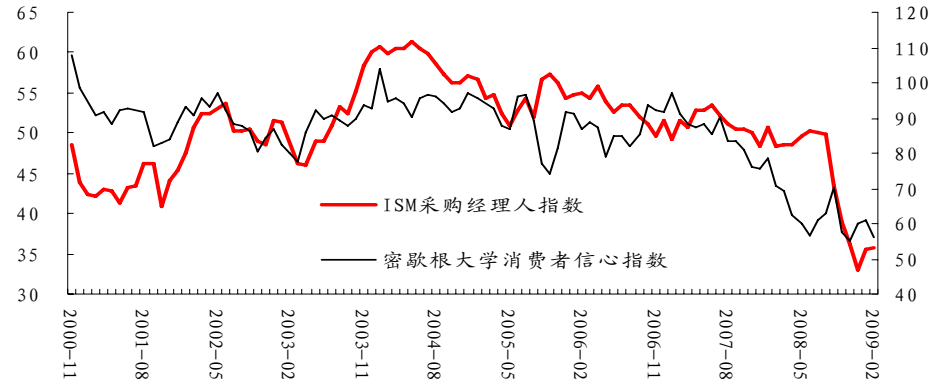
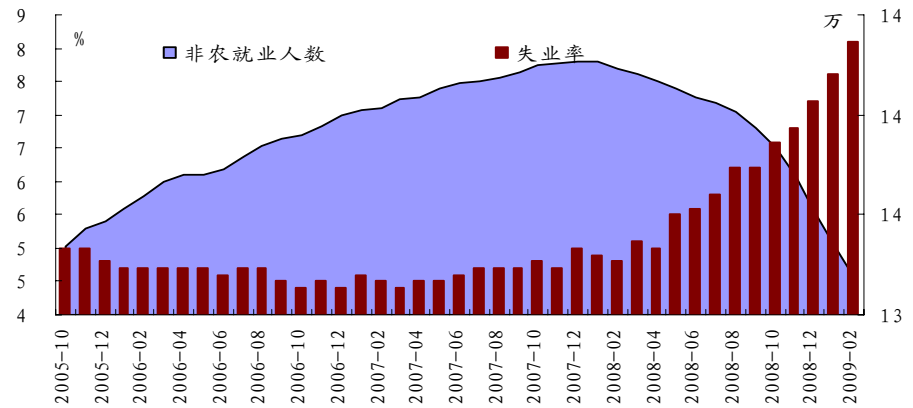


图 40: 美国的失业率与非农就业人数



资源来源: WIND 资讯, 江南金融研究所

五、重要经济指标预测

项目	时间	2008.7	2008.8	2008.9	2008.10	2008.11	2008.12	2009.1	2009.2	2009.3	2009.4	2009.5	2009.6	2009
国民生产总值	GDP			9			6.8			6.6			7.2	7.6
物价	CPI	6.5	4.9	4.6	4	2.4	1.2	1	-1.6	-1.2	-1.3			1.1
	PPI	10.0	10.1	9.1	6.6	2.0	-1.1	-3.3	-4.5	-5.8	-4			-4.0
投资	固定资产投资	27.3	27.4	27.6	27.2	26.8	26.1		26.5	23.6	23.2			25.0
	房地产投资	30.9	29.1	26.5	24.6	22.7	20.9		1	3.1	6.3			5.0
消费	社会消费品零售	23.3	23.2	23.2	22	20.8	19		17.3	17.2	16.8			18.0
国际贸易	进口	33.7	23.1	21.3	15.6	-17.9	-21.3	-43.1	-24.1	-20	-18.5			-5.0
	出口	26.9	21.1	21.5	19.2	-2.2	-2.8	-17.5	-25.7	-30.4	-24.5			0.0
	贸易盈余(亿美元)	253	287	294	352	401	389	391	48	-10	-100			2600
工业生产	工业增加值	14.7	12.8	11.4	8.2	5.4	5.7		11.0	8.1	7.5			9.0
	发电量	10.9	10.2	9.7	8.3	6.7	5.2	-12.9	-5.2	-3.2	-2			7%
财政收入	税收收入(万亿)	5323	3551	3792	4917	2990		5639	4108					
	税收收入	13.8	11	6.5	-0.5	-11.0	-11.9	-16.7	-1.2					
外商直接投资	FDI(亿美元)	83.4	70	66	67	53	60	75	58	60	68			480
货币供应	M1	13.9	11.5	9.4	8.9	6.8	9.1	6.7	10.9	11.2	11.5			11
	M2	16.4	18.1	15.3	15.0	14.8	17.8	18.8	20.5	19	18.2			17.0
外汇储备	外储(万亿美元)	1.85	1.88	1.91	1.88	1.88	1.95							2.1
汇率	美元/人民币	6.84	6.85	6.83	6.83	6.83	6.84	6.84	6.84	6.84	6.85	6.85	6.66	6.90
利率	一年期定期存款(%)	4.14	4.14	4.14	3.87	2.52	2.25	2.25	2.25	2.25	1.98	1.98	1.71	1.44

免责声明

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人做出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。

江南金融研究所

深圳

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层，518000

电话：0755-83688539

北京

地址：北京市朝阳区安立路甲 56 号，100012

电话：010-84802003