

宏观动态报告

“硬着陆”还是“软着陆”？

目前中国经济面临的几个主要困难仍需时日方能解决。一方面，存货周期调整还在进行；另一方面，外需整体还在恶化，出口短期内还难以恢复，宏观经济形势对居民消费的影响也开始体现出来，居民消费下降、失业上升。此外，房地产市场压力仍然比较明显，如住房市场的冻结，它对于经济的负面影响至少需要到 2010 年才能完全消失。而国家财政政策，货币政策以及产业政策等初步发挥效果也还要一段时间才能显现。因此，市场普遍认为，经济最坏的时期尚未过去。

物价下行加速进一步放大通缩风险，对实体经济的压力凸现。数据显示，在国际金融危机的冲击下，全球经济萎靡不振，经济形势发生了逆转，主要经济体正由 2008 年上半年的通货膨胀向通货紧缩转变。2008 年 4 月起 CPI 增长出现了 7 个月连续下降，通货紧缩现象已开始显现。

预计 2009 消费形势还是比较乐观的，依然将成为 2009 年经济增长的亮点。总体上来看，2009 年还将是投资拉动型增长。但消费的贡献将明显提高，尤其是政府出台了家电下乡、农机补贴以及鼓励汽车消费和房贷抵扣个税等措施，对 2009 年的消费会有很强的推动力。

为了扩大内需，国家提出 4 万亿元的投资计划，其中有一些过去不能批或者缓批的项目匆忙上马，如果不能合理引导，必然会进一步加剧某些行业的产能过剩。

随着扩张性政策效应的更多显现、存货调整的接近尾声，经济活力有逐步修复的迹象，因此，未来信贷增长很可能继续加速，尽管月度之间可能会出现一定的波动，而这将使得实体经济和资本市场流动性更加充裕。预计货币供应量的增速上半年仍将处于较高水平，维持前高后低的格局。

就业是 09 年经济社会的最大压力源。在发达国家只需要增长 2% 左右的，就可以确保比较稳定的就业率，让社会稳定。而中国只要低于 8%，制造业为主体中国经济会造成很高的失业率。尽管今天统计局的登记失业率数据依据是和人保部的 4.2% 同步。但目前各界普遍更认同社科院的 9.4% 的调查失业率这个数据。毕竟登记失业率本身就存在众多缺陷。所以 08 年四季度 6.8% 的增长速度时候，大量失业问题就暴露出来，社会稳定的压力凸显。

种种变化，说明尽管经济面临巨大的下行压力，但目前就此判断经济硬着陆缺乏充分的数据支持，预计今年上半年 GDP 将保持在 6-7% 左右，全年保八的目标会在艰难中实现。

宏观经济

夏敏仁

xiaminren@csc.com.cn

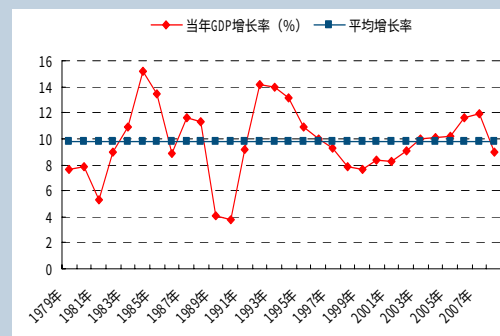
010-85130203

胡艳妮

huyannig@csc.com.cn

分析日期：2009 年 01 月 22 日

走势图



走势图

相关研究报告

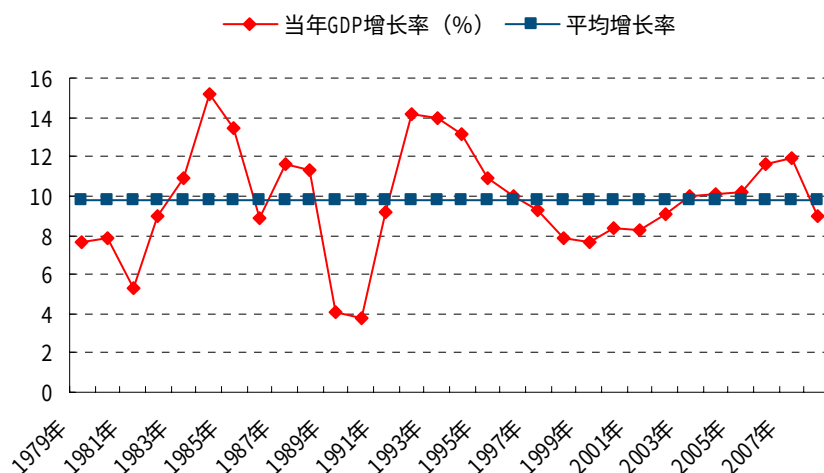
08 年末数据疑似“硬着陆”

单季 GDP 增速自 07 年 2 季度开始呈单边下滑趋势

国民经济的运行是一个动态的过程，各年度间经济增长率的运动轨迹不是一条直线，而是围绕潜在增长能力上下波动，形成扩张与回落相交替的一条曲线（见图 1）。一般来说，当某一国经济增长速度过快，出现了严重的通货膨胀时，往往采取紧缩性政策来压制通胀，通常的情形是，由于紧缩政策诱至社会总需求下降从而使经济速度增长变缓或者出现负增长，这种情形一般形象地称为经济“着陆”。换一种说法，国民经济的扩张，在部门之间、地区之间、企业之间具有连锁扩散效应，在投资与生产之间具有累积放大效应。当国民经济的运行经过一段过度扩张之后，超出了其潜在增长能力，打破了正常的均衡，于是经济增长率将回落。所谓“着陆”即是一种回落方式。

图 1：1979—2008 年 GDP 年增长率

单位：%



数据来源：聚源数据，中信建投研发部

而视“着陆”时货币供应量的增长和信贷扩张导致的经济增长、物价水平及就业变化分为“软着陆”和“硬着陆”。如果一国实行的政策过紧，出现大幅度通胀后，紧接着会出现大规模的通货紧缩，导致失业增加，经济速度下滑过快，这可以叫做经济“硬着陆”。如果一国较好的实行了紧缩政策，使得过快增长的经济速度平稳的下降到一个合适的比例，而没有出现大规模的通缩和失业，就可以叫做经济“软着陆”。

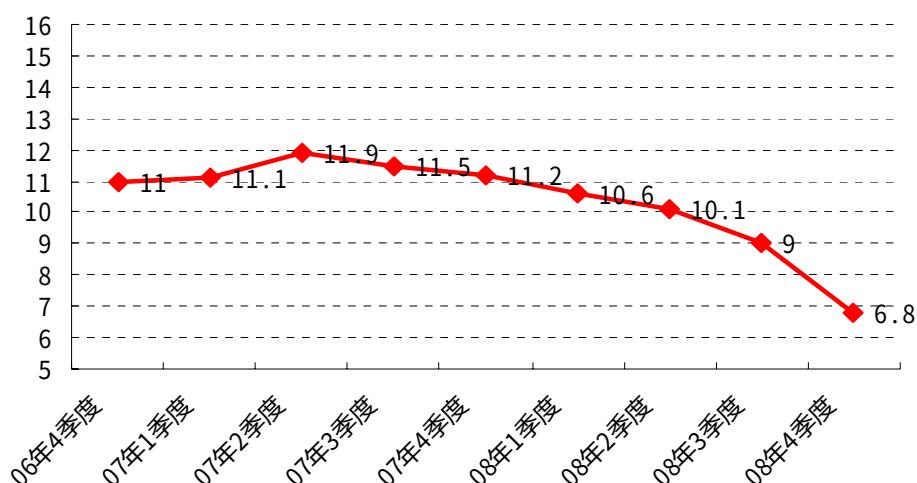
“软着陆”是相对于“硬着陆”即“大起大落”方式而言的。“大起大落”由过度的“大起”而造成。国民经济的过度扩张，导致极大地超越了其潜在增长能力，严重地破坏了经济生活中的各种均衡关系，于是用“急刹车”的办法进行“全面紧缩”，最终导致经济增长率的大幅度降落。就中国来说，目前中国的经济增长绝对不能出现负增长的，所以经济学界通常把中国经济增长率低于 7% 叫做经济硬着陆，而如果通过一系列政策使得中国经济增长率平稳的降到 8%—9% 之间，并且使得经济结构更加合理，实现充分就业，并使得通胀率降到合适的区间，那么中国就可以称为软着陆成功。

对于当前的中国经济而言，软着陆的基本指标应满足如下要件：GDP > 7%；失业率 $\leq 4.5\%$ ；CPI $\leq 4.5\%$ 。

国家统计局 22 日公布，2008 年 GDP 为人民币 30.067 万亿元，同比增长 9.0%，与 2007 年最终核实的 13.0% 的增速相比，下降了 4 个百分点，为 2001 年（8.3%）来的最低年度增速。分季度看，一季度增长 10.6%，二季度增长 10.1%，三季度增长 9.0%，四季度增长 6.8%，与 2007 年第四季度修正前的 11.2% 增速相比下滑 4.4 个百分点，已经突破“硬着陆”警戒线。且 08 年一至四季度 GDP 是呈现递减的走势（见图 2），这种走势会延续到今年的一季度，照目前的经济增长情况看，中国经济增长率有跌破 8.0% 的危险，但我们还是认为，通过扩张性经济刺激政策，预计今年的 GDP 的增长幅度将在艰难中保“8”（8%）。从 GDP 下行的态势来看，至少目前经济硬着陆的风险在加大。

图 2：中国单季 GDP 增速自 07 年 2 季度开始呈单边下滑趋势

单位：%



数据来源：聚源数据，中信建投研发部

对于保“8”，在发达经济体简直不可思议，但对于中国而言，这似乎又是必须的。中国的就业压力与社会稳定全系于此。因此，中国政府多年来一直将经济的年增长目标设定在这一水平。因为，经济增长率如低于这一水平将不能确保充分就业和社会稳定。而目前的经济增长状况可能会引发人们对失业、社会不稳定问题新的担忧。

虽然中国经济仍在增长，但对数百万失去工作的人来说，最近几个月的经济形势感觉上就像是中国经济已经陷入了衰退。不断上升的失业率以及由此导致的劳工抗议事件，使中国政府更加担心社会出现不稳。

目前中国经济面临的几个主要困难仍需时日方能解决。一方面，存货周期调整还在进行；另一方面，外需整体还在恶化，出口短期内还难以恢复，宏观经济形势对居民消费的影响也开始体现出来，居民消费下降、失业上升。此外，房地产市场压力仍然比较明显，如住房市场的冻结，它对于经济的负面影响至少需要到 2010 年才能完全消失。而国家财政政策，货币政策以及产业政策等初步发挥效果也还要一段时间才能显现。因此，市场普遍认为，经济最坏的时期尚未过去。

物价下行加速进一步放大通缩风险，对实体经济的压力凸现

2008 年下半年以来，消费者价格指数和工业品出厂价格指数均出现回落，CPI 与 PPI、PPI 与原材料、燃料、动力购进价格形成的“倒剪刀差”开始缩小，通货膨胀的压力已经消退。国家统计局数据显示，全年 CPI 上涨 5.9%，涨幅比上年提高 1.1 个百分点。其中，城市上涨 5.6%，农村上涨 6.5%。分类别看，食品价格上涨 14.3%，拉动价格总水平上涨 4.65 个百分点；居住价格上涨 5.5%，拉动价格总水平上涨 0.82 个百分点；其余各类商品价格有涨有落。12 月份当月 CPI 为 1.2%，比 11 月的 2.4% 下降 1.2 个百分点。

PPI 比上年上涨 6.9%，12 月同比下降 1.1%，为近 6 年来首次出现同比负增长。全年涨幅比上年提高 3.8 个百分点。原材料、燃料、动力购进价格上涨 10.5%，涨幅比上年提高 6.1 个百分点。70 个大中城市房屋销售价格比上年上涨 6.5%，12 月同比下降 0.4%，全年涨幅比上年回落 1.1 个百分点。受翘尾因素影响，将有几个月出现负增长。

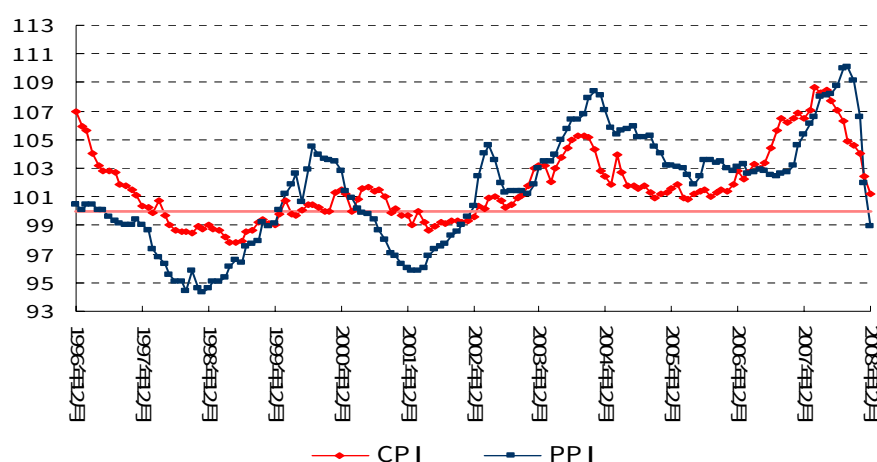
数据显示，在国际金融危机的冲击下，全球经济萎靡不振，经济形势发生了逆转，主要经济体正由 2008 年上半年的通货膨胀向通货紧缩转变。2008 年 4 月起 CPI 增长出现了 7 个月连续下降（见图 3-4），通货紧缩现象已开始显现。

通货紧缩被认为是导致经济衰退的“推手”。因为，对消费者来说，通货紧缩使消费者对物价的预期值下降，从而推迟购买。对投资者来说，通货紧缩将使目前的投资在将来投产后，产品价格比现在的价格还低，并且投资者预期未来工资下降，成本降低，这些会促使投资者更加谨慎，或推迟原有投资计划。消费和投资的下降减少了总需求，使物价继续下降。这样就陷入社会有效需求和投资支出进一步减少，工资降低，失业增多，企业的效益下滑，居民收入减少，从而引致物价更大幅度下降的恶性循环。严重的通货紧缩的危害性将比通货膨胀更为严重。

2009 年，国际原材料市场价格还将大幅下降，这将有助于减少中国工业生产部门的成本压力，增加制造业的利润空间。但另一方面，由于前一时期采掘、原材料价格的快速上涨推动了钢铁、冶金、建材等行业的增长，而市场需求的下降和价格的下跌将降低这些行业的增长速度。

图 3：CPI 与 PPI 变化趋势（月）

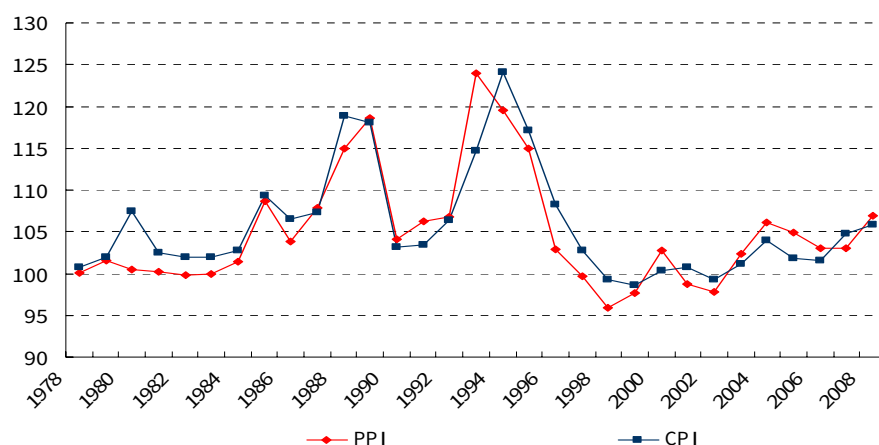
单位：月，%



数据来源：Wind 数据，中信建投研发部

图 4：CPI 与 PPI 变化趋势（年）

单位：年，%



数据来源：聚源数据，中信建投研发部

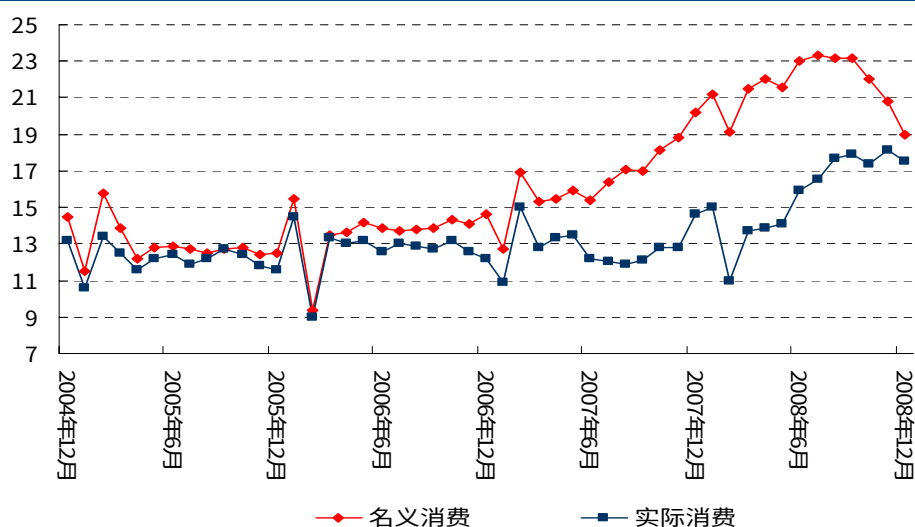
消费数据超出预期

08 年全年社会消费品零售总额 108488 亿元，比上年增长 21.6%，增速比上年加快 4.8 个百分点。分城乡看，城市消费品零售额 73735 亿元，增长 22.1%，加快 4.9 个百分点；县及县以下消费品零售额 34753 亿元，增长 20.7%，加快 4.9 个百分点。分行业看，批发和零售业消费品零售额 91199 亿元，增长 21.5%；住宿和餐饮业消费品零售额 15404 亿元，增长 24.7%。

预计 2009 消费形势还是比较乐观的，依然将成为 2009 年经济增长的亮点。总体上来看，2009 年还将是投资拉动型增长。但消费的贡献将明显提高，尤其是政府出台了家电下乡、农机补贴以及鼓励汽车消费和房贷抵扣个税等措施，对 2009 年的消费会有很强的推动力。

图 5：2004—2008 年消费增长趋势

单位：月，%



数据来源：聚源数据，中信建投研发部

但是从变动趋势看，由于我国 GDP 中劳动收入比重近 10 年来呈下降趋势，加上养老、医疗、住房保障不到

位，居民不敢消费，造成我国消费的增长一直比较乏力。同时，国内股市暴跌产生的财富减少效应、企业停产和倒闭造成的失业人数上升将进一步抑制消费的增长。此外，2008年以来房地产市场低迷，大批有购房意向者持币观望，房地产销售大幅下滑。虽然政府采取的一系列刺激房地产销售、增加保障性住房供应、支持农民增收、增加补贴等方面的措施，将会在一定程度上抵消上述不利影响，但这些措施对消费增长的带动不应过分夸大，国内消费也存在隐忧，所以，还应加大措施进一步刺激国内消费。

进出口风光不再

2008年中国外贸进出口总体增速还不错。全年全国外贸进出口总额达2.56万亿美元，同比增长17.8%。但从全年趋势来看，显现呈现出快速回落的走势，11月份以后连续2个月出现负增长，因此这个总量数据在增长处于下行过程中似乎意义不大。12月份当月我国进出口总值1833.3亿美元，下降11.1%；其中出口1111.6亿美元，下降2.8%；进口721.8亿美元，下降21.3%。出口增幅同比减缓8.5个百分点，继去年11月出口首现7年来的负增长后，12月又下降2.8%。外贸走向的逆转，说明国际金融危机对我实体经济的冲击日益显现，外贸尤其是出口面临的形势愈趋严峻。2009年出口增速可能仅为个位数，甚至会出现负增长。

图6：进出口增长

单位：亿元，月，%

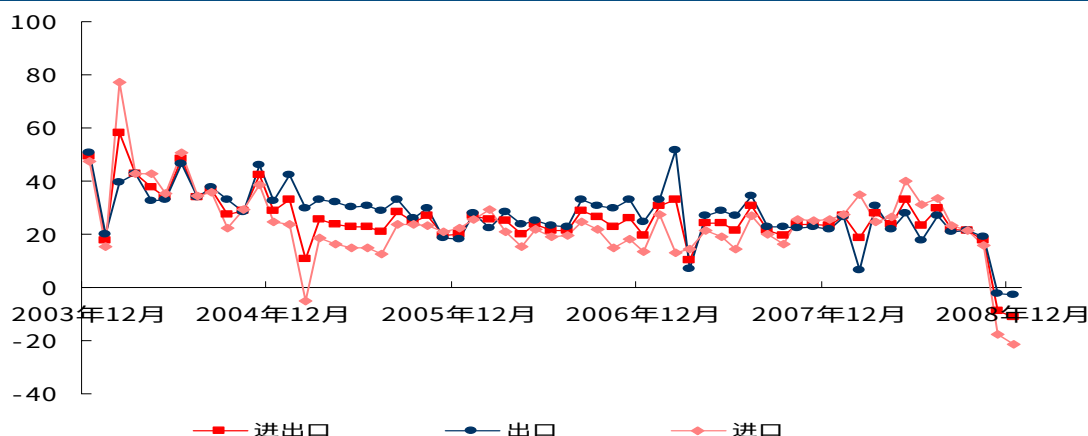
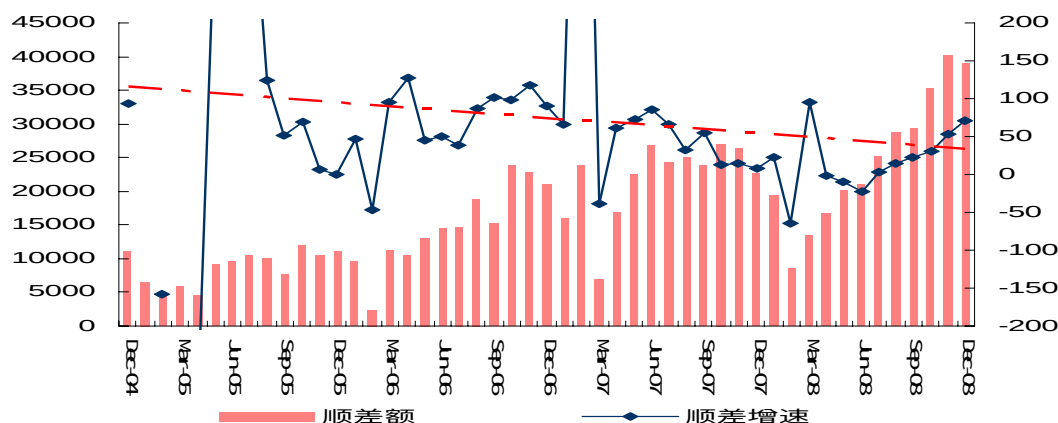


图7：贸易顺差增长

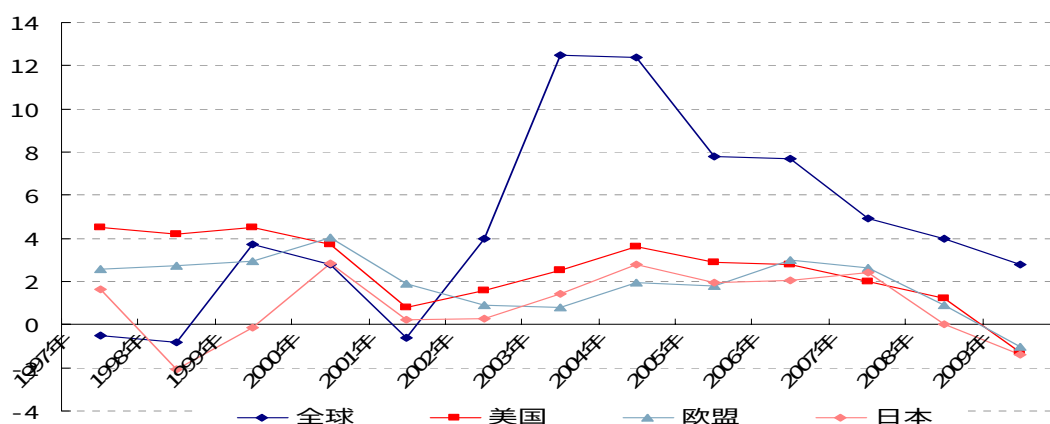
单位：亿元，月，%



出口回落之快主因是金融危机导致的全球需求疲弱。随着这场危机蔓延扩大，外贸稳定增长的压力也越来越大。一是外需疲弱将持续较长时间，世界银行和国际货币基金组织均调低了09年全球经济和国际贸易的增长预期，特别是发达经济体经济09年将出现-0.3%的增长，我国出口近60%直接或间接面向美欧日市场，这三大经济体陷入深度衰退，短期内恐难复原，而通过其他市场弥补由此损失的出口要付出艰苦努力。受此影响，在总体新订单指数回升的背景下，企业的出口订单仍在萎缩，2008年12月新出口订单指数为38.4%，比上月下降0.3个百分点，出口前景不容乐观。二是贸易摩擦增多。保护主义会进一步抬头，世界经济低迷，国际市场收缩，更易诱发摩擦。三是进出口贸易风险增大，坏账率升高。经济不景气造成不少进口商和经销商融资难，一些金融机构倒闭或被收购，部分国家和地区信用恶化，势必增加我外贸企业履约和结算风险。

图8：对主要贸易伙伴出口增长

单位：亿元，月，%



数据来源：聚源数据，中信建投研发部

当然为了保持外贸的稳定增长，国家正实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，在外贸领域亦有一系列扶持措施，政策效应有所显现；我国传统出口产品有较强竞争力，外需下降对需求弹性小的消费品影响相对较小，进口国居民收入缩水，我国纺织品、箱包、鞋类等劳动密集型日用消费品在性价比方面有优势，这使得一般贸易出口保持6%的逆势增长，增幅比11月份加快1.4个百分点；尽管对新兴市场和发展中国家出口的难度在加大，但还有一定的拓展空间。

我们认为，2008年下半年来，政府已连续4次调高出口急剧下降行业的增值税出口退税税率。此外，为支持中小出口型企业，政府还采取了允许银行为中小企业提供超出已批准信贷配额的贷款、使民间借贷合法化等一系列措施。这些措施的推出都对抑制我国出口下滑起到了一定的积极作用，但这些措施不能改变我们进出口大幅回落的局面。

固定资产投资拉动将进一步加大产能过剩压力

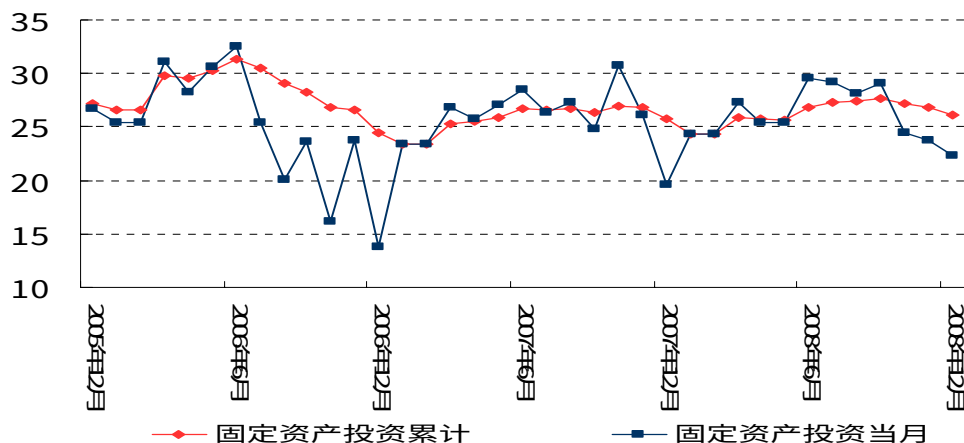
在固定资产投资方面，08年全年全社会固定资产投资同比增长25.5%，比上年加快了0.7个百分点，且投资结构有所优化。此外，投资者的信心出现了反弹，四季度投资者情绪指数从第三季度的88上升到四季度的103。

在上一轮经济上升周期，我国GDP的增长速度均保持在10%以上，然而全社会固定资产投资的增长速度却保持在20%以上（23.9%~27.7%之间），是GDP增幅的两倍多，而同期最终消费支出即使按照当年价格计算，其增长速度也仅在10%上下，最高的2007年也不过16%。固定资产投资的增长意味着新的产能不断投放到市场中去，而固定资产投资增速与GDP增速以及最终消费之间10%以上的缺口，意味着释放的产能大部分被

出口消化掉了。按当年价格计算,2002 年~2007 年间,最终消费、资本形成和净出口的年均增长速度分别为 12.4%、19.6%和 49.9%。随着出口需求增长的急剧下降,很多产业的产能过剩将重新出现。为了扩大内需,国家提出 4 万亿元的投资计划,其中有一些过去不能批或者缓批的项目匆忙上马,如果不能合理引导,必然会进一步加剧某些行业的产能过剩。

图 9:固定资产投资同比增速

单位:月, %



数据来源:聚源数据, 中信建投研发部

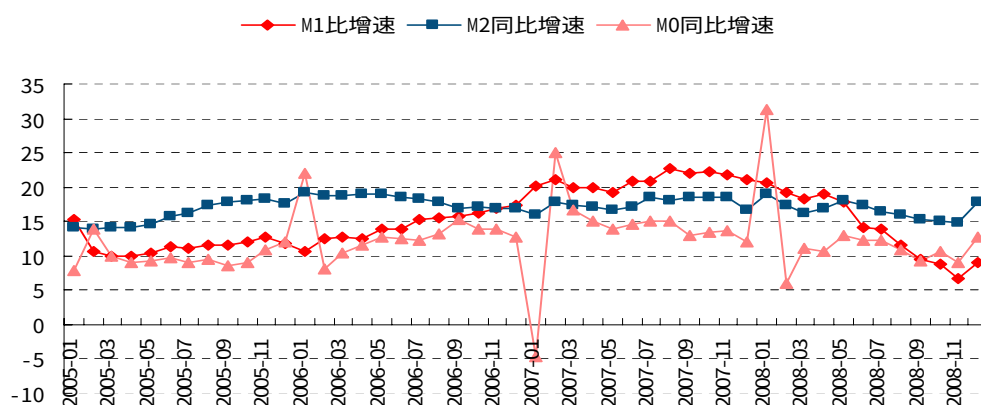
12 月信贷增速强劲反弹 三个层次货币量均同步增长

央行 12 月 13 日发布 2008 年 12 月金融运行情况报告,数据显示广义货币供应量(M2)增速同比升至 17.82%,当月新增贷款达 7718 亿元,创下了 2008 年 1 月份以来的新高,6 年来的次高。

2008 年 12 月末,广义货币供应量(M2)余额为 47.52 万亿元,同比增长 17.82%,增幅比上年末高 1.08 个百分点,比上月末高 3.02 个百分点;狭义货币供应量(M1)余额为 16.62 万亿元,同比增长 9.06%,增幅比上年末低 11.99 个百分点,比上月末高 2.26 个百分点;市场货币流通量(M0)余额为 3.42 万亿元,同比增长 12.65%。全年累计净投放现金 3844 亿元,同比多投放 541 亿元。

图 10:M2/M1/M0 月末同比增速

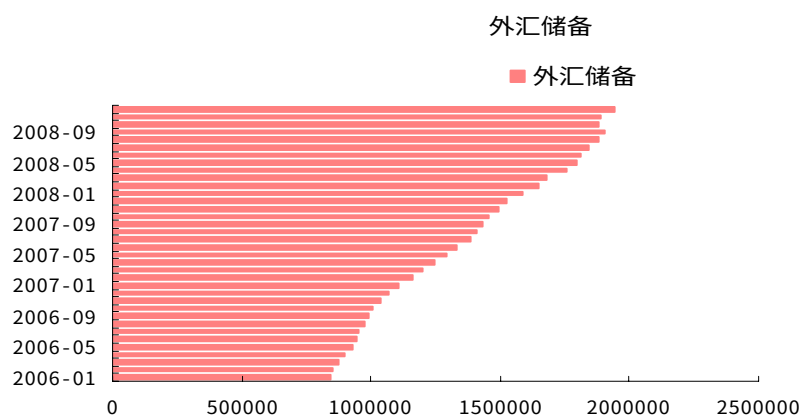
单位:月, %



数据来源:聚源数据, 中信建投研发部

图 7：外汇储备增长趋势

单位：月，亿美元

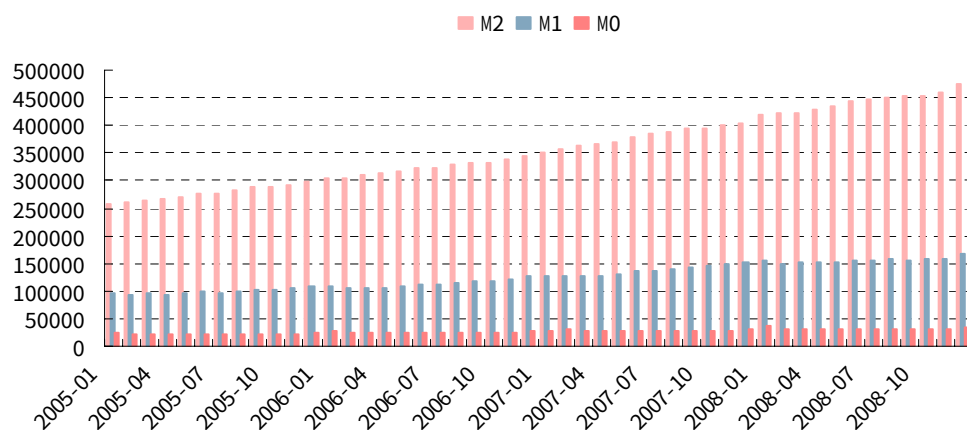


数据来源：聚源数据，中信建投研发部

三个层次货币量均强劲增长，M0、M1 和 M2 增速分别达到 12.7%、9.1% 和 17.8%，分别较上月大幅增长 3.6、2.3 和 3.0 个百分点，结束了之前与信贷增长不断背离的局面。表明货币总需求出现了逆转的信号，货币供应量作为宏观经济的领先指标，其率先结束下跌之势或意味着实体经济的运行已接近底部区域，按领先 3—6 个月计算，2009 年一季度很可能就成为经济下行中的相对底部。

图 8：货币流通量增长

单位：亿元，月，%



数据来源：聚源数据，中信建投研发部

M2 的劲增，一是与政府实施“适度宽松”的货币政策、引导信贷平稳增长的导向密切相关。此外，商业银行可能在节前突击投放了贷款。按 2009 年货币供应力争达到 17% 目标，新增贷款将是央行重要手段之一，预计 2009 年新增贷款额可能在 4.7 万亿。从新增信贷的结构中发现：与 2007 年 4 季度相比，贷款多增了 11500 亿，然而其中企业短期贷款就多增了 10500 亿，仅票据融资也多增了近 8000 亿；另外，M2 的反弹还要归功于近 7718 亿元的信贷激增。

随着扩张性政策效应的更多显现、存货调整的接近尾声，经济活力有逐步修复的迹象，因此，未来信贷增长很可能继续加速，尽管月度之间可能会出现一定的波动，而这将使得实体经济和资本市场流动性更加充裕。

预计货币供应量的增速上半年仍将处于较高水平，维持前高后低的格局。

仍有降息空间

从历史数据来看，M2 增速和贷款余额同比增速保持了高度的一致，并对于一年期贷款利率有一定的领先作用。面对物价的快速下滑，央行可能选择再次降息，以避免经济最终陷入通缩；而当前信贷快速增长，更强化了利用货币政策抵御经济下滑的效应。我们认为，目前利率仍有下降的空间，我们预计近期有降息的可能，幅度在 27—54 个 BP。

就业是 09 年经济社会的最大压力源

尽管国家统计局马建堂局长在数据发布会上说，中国 9% 的经济增长还是一枝独秀，对世界增长的贡献超过 20%。他的理由来自发达国家 1.66% 和新生国家的 6.6% 的增长率。但我们还是需要客观的分析中国和发达国家之间增长对就业影响的不同。在发达国家只需要增长 2% 左右的，就可以确保比较稳定的就业率，让社会稳定。而中国只要低于 8%，制造业为主体中国经济会造成很高的失业率。尽管今天统计局的登记失业率数据依据是和人保部的 4.2% 同步。但目前各界普通更认同社科院的 9.4% 的调查失业率这个数据。毕竟登记失业率本身就存在众多缺陷。所以 08 年四季度 6.8% 的增长速度时候，大量失业问题就暴露出来，大量农民工的返乡直接导致了春运紧张，社会稳定的压力凸显。

还不能就此判定经济硬着陆

诚如国家统计局强调的，中国经济的基本面还是好的。从上面分析的宏观经济的四大指标：经济增长率，就业失业率，物价上涨率还有国际收支平衡状况来看。还有不少积极的变化，譬如 08 年全年经济增长 9%，物价 12 月份回落 1.2%，虽然出口有所回落，但国际收支状况是顺差还在增加，就业问题上，2008 年两会确定的新增就业岗位是一千万，但我们实现了 1113 万。社会保障部发布的城镇登记失业率为 4.2%，比去年仅仅上升了 0.2%，总体基本面还没有逆转。从月度数据看，去年 12 月份有五大指标发生积极变化。

数据显示，12 月份广义货币供应量同比增幅在连续 6 个月回落之后强劲反弹到 17.8%，12 月份广义货币供应量比 11 月份增长幅度高了 3 个百分点。狭义货币供应量(M1)终止了连续七个月的回落态势，12 月末 M1 的增长速度比 11 月末增长速度加快了 2.3 个百分点。12 月当月金融机构新增人民币各项贷款 7718 亿，同比多增 7233 亿。

12 月当月社会消费品零售总额实际同比增长 17.4%，比 11 月份加快了 0.8 个百分点。汽车、服装、化妆品等部分商品销售有所回升，其中乘用车销量达到 64.4 万辆，创了当月销量之最。

在外贸方面，进出口的陡降趋势在 12 月份得到初步遏制；工业生产也有一些积极的变化，12 月比 11 月份加快了 0.3 个百分点。

08 年全年全社会固定资产投资同比增长 25.5%，比上年加快了 0.7 个百分点，且投资结构有所优化。此外，投资者的信心出现了反弹，四季度投资者情绪指数从第三季度的 88 上升到四季度的 103。

种种变化，说明尽管经济面临巨大的下行压力，但目前就此判断经济硬着陆缺乏充分的数据支持，预计今年上半年 GDP 将保持在 6-7% 左右，全年保八的目标会在艰难中实现。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

夏敏仁，博士，中信建投宏观分析师，胡艳妮，硕士，中信建投宏观分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-5588