

分析师：陈伟 赵明岚

执业证书编号：S0050207090100

Tel: 010-59355914

Email: wangxj@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)

相关研究

《人民币汇率恢复弹性重开闸》2010-6-15

《经济复苏态势进一步巩固》2010-4-19

《政策紧缩预期增强》2010-4-12

《经济过热风险上升》2010-3-29

《人民币汇率恢复弹性时机逐渐成熟》
2010-3-22《美国私人部门去杠杆化压低经济中期增
速》2010-03-15

《两会政策解读》2010-03-08

《2010年消费高速增长有望延续》
2010-03-01

下半年宏观报告：经济下滑明显 结构调整提速

投资要点

- 上半年以来实施的各类调控政策目前已经取得了初步效果，中国经济增长过旺的虚火正逐渐散去，二季度经济将步入09年经济恢复以来的下行周期，而由于下半年同期的基数较高，三，四季度GDP下滑幅度将更大，初步预计二，三，四季度GDP增速分别为10%，9%，8%。
- 下半年在全球经济增长将明显放缓的情况下，中国出口增长将面临较大挑战，特别是对欧盟的出口将会出现较大幅度的下滑，但考虑到欧盟经济二次探底是渐进的过程，出口不会遭遇08年雪崩式下跌。
- 伴随着政府为调整经济结构，而出台的一系列的投资调控措施的出台，投资增长逐渐呈下降趋势，但考虑到保障房建设投资的加快，区域规划激发的投资热情，政府积极鼓励新兴战略产业投资等因素，投资增速放缓幅度很有限。
- 经济下滑影响消费者信心，耐用品消费增速放缓都会相应总体消费增速，但考虑到政府出台了不少破解消费增长制度性约束的政策，以及我国劳动力人口结构变化开始推升劳动力成本上升，下半年消费增速仍有望保持平稳增长。
- 受需求增速放缓影响，工业增加值也将呈下降趋势，而且考虑它还受下半年经济去库存周期的影响，变化程度可能更加剧烈。
- 我们认为，下半年CPI可能会持续一小段时间的上升，但空间也十分有限，可能会出现先小幅缓升继而下降的局面，实现全年控制CPI增长3%以下的目标问题不大。
- 鉴于下半年中国经济增速可能有回落风险，当前偏紧的宏观经济政策，下半年有望适度放松：货币政策上，适度“紧缩”的政策可能有所松动；财政政策上，更加注重于经济结构的调整。
- 下半年刺激政策的着眼点不再是总量刺激，而更多采取结构调整的政策以促增长，由于结构调整过程中往往要触动既有增长模式一方的利益，它的推进也就不是一帆风顺的，中国经济真正复苏走入新一轮经济增长周期的时间也会拖长。

正文目录

外需增长面临下滑风险	4
投资增速有望稳步回落	9
消费平稳快速增长可期	11
GDP 将逐季下行	13
通货膨胀温和可控	16
(一)、经济增速放缓降低未来通胀压力	16
(二)、货币供应量增速回落抑制价格总水平过快上涨.....	16
(三)、汇率形成机制改革的重新启动抑制通货膨胀预期.....	17
(四)、资源品价格改革对消费价格的影响并不大.....	18
(五)、国际大宗商品价格使得输入性通胀压力有所减轻.....	18
(六)、季节轮换使得结构性通货膨胀压力减缓	19
宏观经济政策在结构调整中保增长	20
(一) 货币政策适度放松	20
1、货币政策有外紧内松的倾向	21
2、宏观经济态势决定人民币汇率波动方向和幅度大小.....	21
3、加息并非迫切	21
(二) 财政政策注重结构调整	22
1、加大区域经济开发的扶持力度	22
3、继续加大力度调整产业结构	23
4、鼓励民间投资进入新的产业领域	23
5、扩大资源品价格的改革	24

图表目录

图 1：中国经济已有回落势头	4
图 2：再库存对美国经济增长作用减弱	5
图 3：就业与收入状况仍没有有效改善	6
图 4：消费信贷处于低位	6
图 5：美国零售额疲软影响中国出口	7
图 6：欧洲经济先行指数走弱	8
图 7：中国对欧盟出口增长快于出口整体增速	8
图 8：投资下滑拖累工业增加值	9
图 9：中央投资开始企稳回升	10
图 10：与房地产相关的消费品增速将下降	11
图 11：汽车消费高增速难以为继	12
图 12：劳动人口占比	12
图 13：新增劳动力人口减少	13
图 14：出口交货值下滑拖累工业增加值	13
图 15：高耗能产业增速下降	14
图 16：去库存周期加大工业增加值下滑程度	15
图 17：CPI 与 GDP 增长关系	16
图 18：工业增加值增速回落	16
图 19：金融机构人民币贷款与 M2 同比增速回落	16

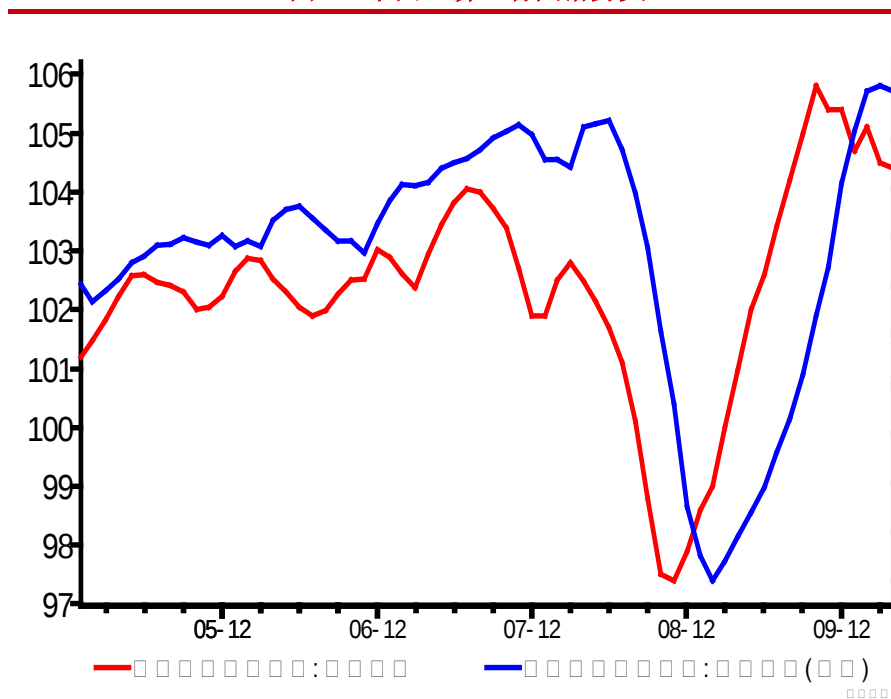
图 20: 央行净回笼资金力度加大	16
图 21: 货币供应量与 CPI	17
图 22: 人民币汇率走势	17
图 23: 居住类价格走势	18
图 24: 居住价格对 CPI 的贡献	18
图 25: 纽交所原油期货价格持续走低	19
图 26: 大豆、玉米等粮食期货价格	19
图 27: 食品和居住类价格占 CPI 比重	19
图 28: 2010 年以来食品和居住类价格快速上涨	19
图 29: 食品和居住类价格对 CPI 的拉动	20
图 30: 5 月份蔬菜、水果价格开始下降	20
图 31: 下半年 CPI 翘尾因素呈下降趋势	20
图 32: 2010 年下半年人民币新增贷款可能高于 2009 年	21
图 33: 金融机构外汇占款余额呈增长之势	21
图 34: CPI 与定期存款利率	22
表一: 近年来发布的主要区域振兴规划	22

2008年末, 09年初, 中国依靠大规模的经济刺激计划抵御了二战后最严重的世界经济危机的冲击, 09二季度GDP就达到7.9%, 越过经济谷底, 实现了经济在全球的较早复苏。随后, 在传统增长引擎的驱动下, 中国经济又很快于一年之内迅猛拉升, 今年一季度达到阶段性的繁荣峰值11.9%。

然而这样得来的经济繁荣是不可持续的, 如过度货币信贷刺激的需求会刺激通胀的产生, 增大金融系统的风险, 从而破坏经济和社会的正常运行机制; 过度依赖高耗能重工业的增长将使得经济遭遇资源瓶颈的约束, 限制了经济持续发展的空间; 传统增长引擎的持续强化已受到社会条件的制约, 如出口受制于全球经济中长期增速下滑带来的需求减弱, 而地产的持续繁荣则威胁到民生的利益, 继续推进将面临极大的经济和社会风险。

因此, 政府于09年7月开始逐步退出一些对经济中长期增长有较大负面作用的经济刺激计划, 如严格限制银行信贷, 整顿地方融资平台, 抑制高耗能产业, 房地产调控等。这些伴随着经济复苏的进程不断强化的调控措施目前已经取得了初步效果, 中国经济增长过旺的虚火正逐渐散去, 二季度经济将步入09年经济恢复以来的下行周期, 与此同时, 经济增长的结构也有所改善。

图 1: 中国经济已有回落势头



数据来源: 民族证券

但是值得我们注意的是, 在出口增长比较明确的时候, 国内调控一般不会引起GDP增速的过度下滑, 如04年, 但面对下半年外需增长的不确定, 国内多项调控措施叠加的负面影响可能将更加突出, 中国经济有再次较快变冷的可能。如何把握好经济平稳较快增长、管理通胀预期、调整经济结构的关系将是对管理层巨大的挑战, 我们认为, 下半年政府将会在此之间找到合适的结合点, 以更好地在调结构中促增长, 在增长中促结构转变, 为推进中国经济步入新一轮繁荣周期做更多的制度安排。

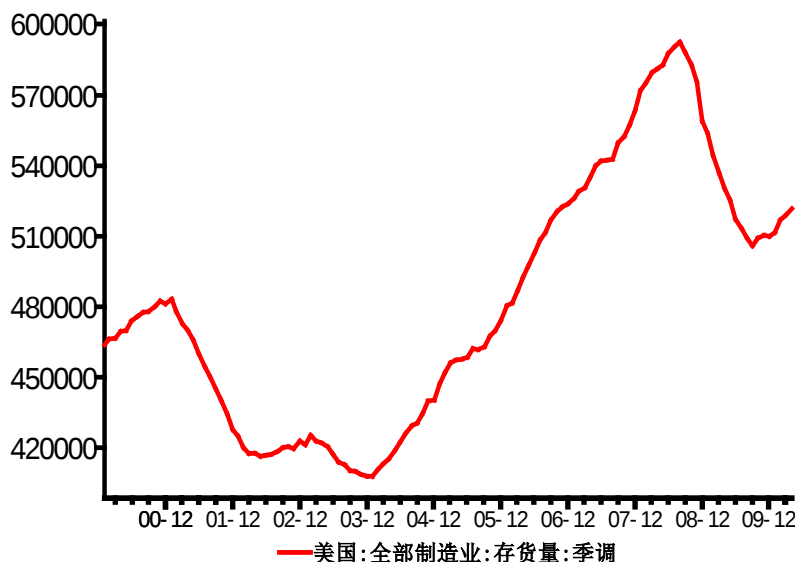
外需增长面临下滑风险

5月中国出口增速仍处在较快的恢复过程中, 如5月份出口同比增长48.5%, 扣除季节调整后的环比增长接近11%, 大大高于市场预期。而从出口地区来看, 无论是欧美, 还是新兴经济体的出口都大幅度增长, 如中国对欧盟、

美国、日本、东盟的出口同比增速分别为 34.4%、24.8%、22.8%和 46.2%，分别高出前四个月 4 个、5.2 个、3.3 个和 0.6 个百分点。对印度、巴西、俄罗斯等新兴市场的出口增速也有所提高，其中俄罗斯提高最多，由前四个月的 44.9% 提高到 53.8%。但我们认为，考虑到出口订单和实际出口之间有 2 个月左右的时差，目前的出口增速更多反映的是今年 3 月出口订单的履行情况，在现有出口订单受外界经济影响已有所疲软情况下，如 5 月 PMI 出口订单指数从上月的 54.5 回落至 53.8，出口增速不大可能持续。特别是下半年在全球经济增长将明显放缓的情况下，中国出口增长将面临较大挑战。

如美国经济方面，下半年增长的风险在于：再库存化的动力对经济增长减弱，美国企业再库存大致开始于去年底和今年初。而历史经验显示，美国的库存周期大约在 8 个季度左右，从本轮去库存过程历时 17 个月来看，估计再库存大概能够持续 2 或 3 个季度，而且呈现越来越弱的局面，这意味着再库存对美国经济的拉动可能会在下半年消失；

图 2：再库存对美国经济增长作用减弱

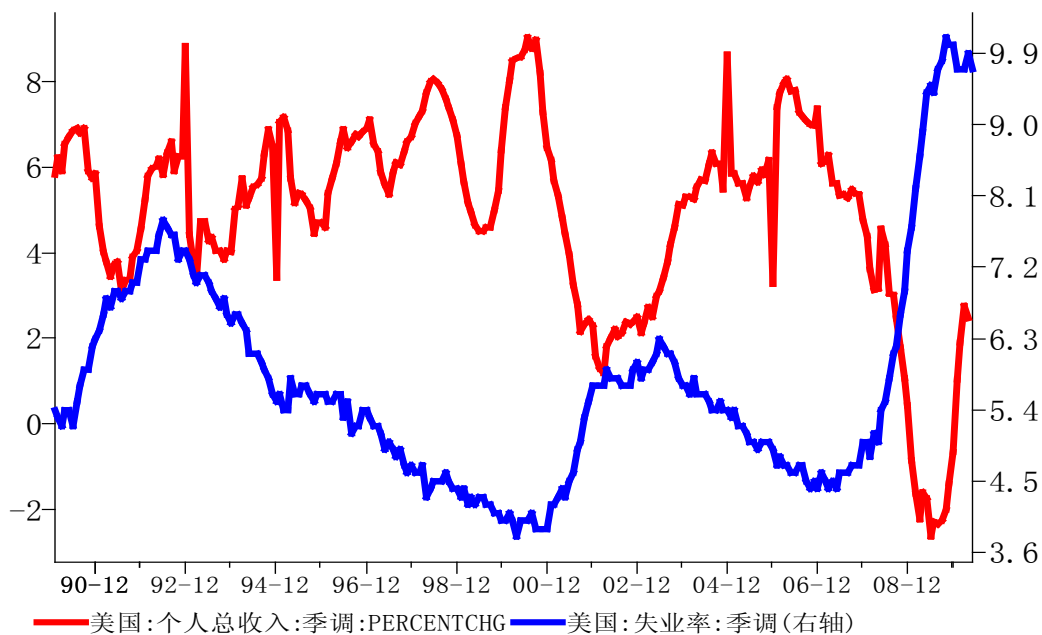


数据来源：民族证券

政策刺激效应衰减将会拖累经济复苏步伐。根据美国国会预算办公室（CBO）的最新评估，随着购房减税政策、企业减税政策和州政府财政援助政策的陆续到期和退出，自 2010 年第三季度开始，美国前期财政政策的刺激效果将逐步衰减，甚至可能负向拉动。如以房地产为例，目前居民住房止赎案例仍不断增加；5 月新屋开工暴跌 10%，经季节调整按年率计算为 59.3 万套，为过去 5 个月来的最低水平；5 月营建许可更从前期的 61 万跌至 57.4 万。这都说明失去了政策扶持的房地产市场仍比较疲软，由此拖累经济增长恢复。

而更重要的是，美国经济增长的核心动力——消费的可持续性增长仍面临挑战。尽管美国一季度个人消费支出增长 1.3%，支撑了美国经济增长，但是从决定美国个人消费的几大变量来看，消费增长不确定风险依然存在，如：美国失业问题还没有根本好转，6 月 12 日当周首次申请失业救济人数增加 12,000 人，至 472,000 人，再度回到 5 月中旬的水平，这由此决定美国个人实际收入增长率仍然处于历史低位，没有呈现明显的向上趋势；目前，传统的信贷消费模式仍旧处在弱势阶段，如近 2 月情况来看，消费信贷总额下降趋势结束的迹象还不明确。

图 3：就业与收入状况仍没有有效改善



数据来源: 民族证券

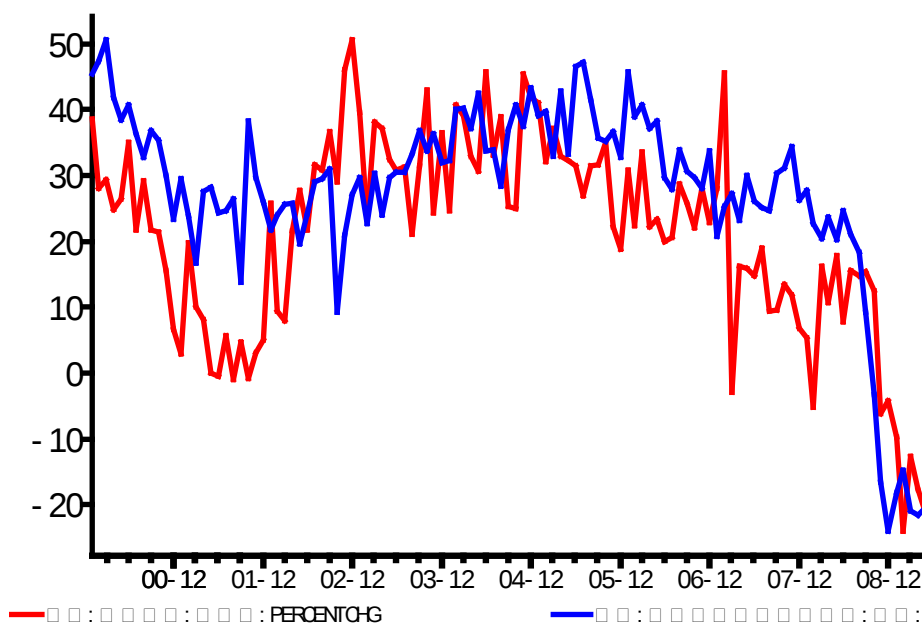
图 4：消费信贷处于低位



数据来源: 民族证券

这些因素都会阻碍消费复苏。最近美国消费增长已显露疲态，如美国5月零售额环比下降了1.4%，同比增速也从9.8%回落至7.4%，考虑到美国零售额是中国出口的领先指标，领先时间约1到2个月。这预示着中国6月后对美的出口增速也将小幅回落。

图 5：美国零售额疲软影响中国出口



数据来源：民族证券

而就欧洲经济方面，由于欧洲债务危机的深化，下半年面临更大的下行风险，风险来源来自于以下三个方面。

首先，起源于希腊的债务危机有继续蔓延至欧元区第四大经济体——西班牙的风险。目前，西班牙的经济，财务以及金融状况都十分糟糕，如 2009 年的 GDP 收缩了 3.6%，预计今年还将继续收缩；财政赤字 2009 年超过 10%，居欧洲第三位，其债务水平达到危机爆发前的二倍；今年第一季度西班牙失业率 13 年来首次超过 20.05%；不良贷款占贷款总额创 15 年新高，银行业不良资产率高达 5.4%，西班牙银行系统已经难以融资，这些迹象都显示，西班牙似乎将步希腊后尘，成为欧债危机中第二颗“定时炸弹”，而由于德国和法国与西班牙保持着十分紧密的经济以及金融联系，届时欧洲债务危机可能再次引爆，全球金融市场将遭受又一轮类似当年雷曼倒闭一样的重大冲击。

其次，当前主权债务危机有向金融系统演化，从而引发全面金融系统危机，最终拖累实体经济陷入严重衰退的可能。如欧洲央行在其最新发布的《金融稳定报告》中指出，欧元区银行今明两年将蒙受相当大的贷款损失，可能额外出现 1950 亿欧元的冲减，并拖累银行盈利能力；而欧元区大型银行集团有约 8000 亿欧元的长期未偿还债务要在今年 5 月至 2012 年底前进行再融资。这些都会对金融机构资产负债表构成压力，进一步加剧信贷紧缩，引发金融系统危机的爆发。目前，近期银行之间的对手方风险上升，美欧银行同业拆息已经显著上扬至年内高点。

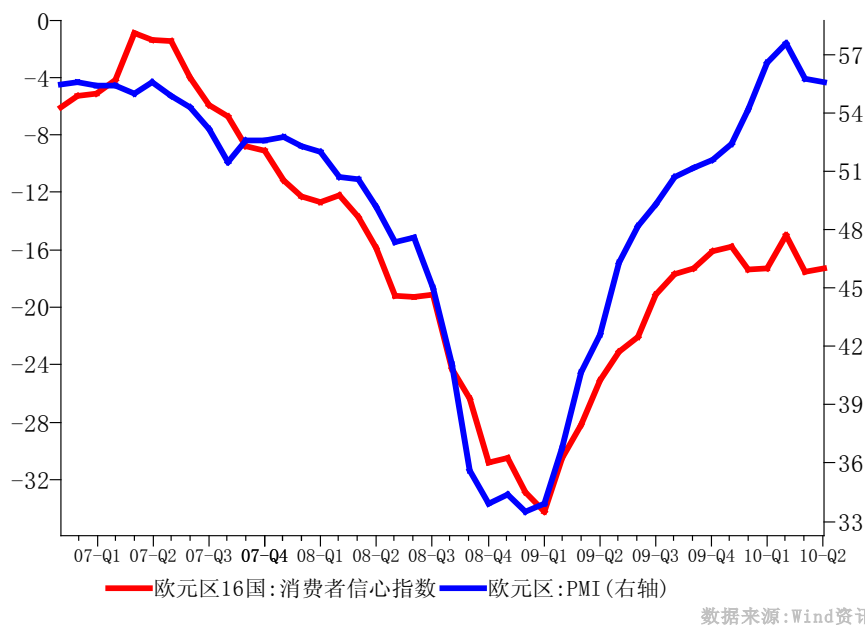
再次，欧洲主权债务问题的解决也将使欧元区经济面临系统性下行风险。目前，财政赤字已普遍超标的各国已经采取大幅度削减财政赤字的方式整顿过去失控的财政秩序，以恢复市场的信心，但问题是欧洲众多国家为控制和消减债务而几乎同时采取财政紧缩措施存在的最大风险是，一旦赤字削减过快，规模过大，反而会削弱整个欧洲经

济的复苏力度，使得经济二次探底的风险加大。

因此，下半年欧洲债务危机的演变面临较大的不确定性，虽然我们认为其中前两种可能性在欧盟以及主要国际机构已经表示将全力维护金融系统稳定的情况下出现的可能性不大，但第三种情况出现的概率却是很大的，这将不可避免增大欧洲经济复苏难度，降低未来几年欧洲经济增长潜力。

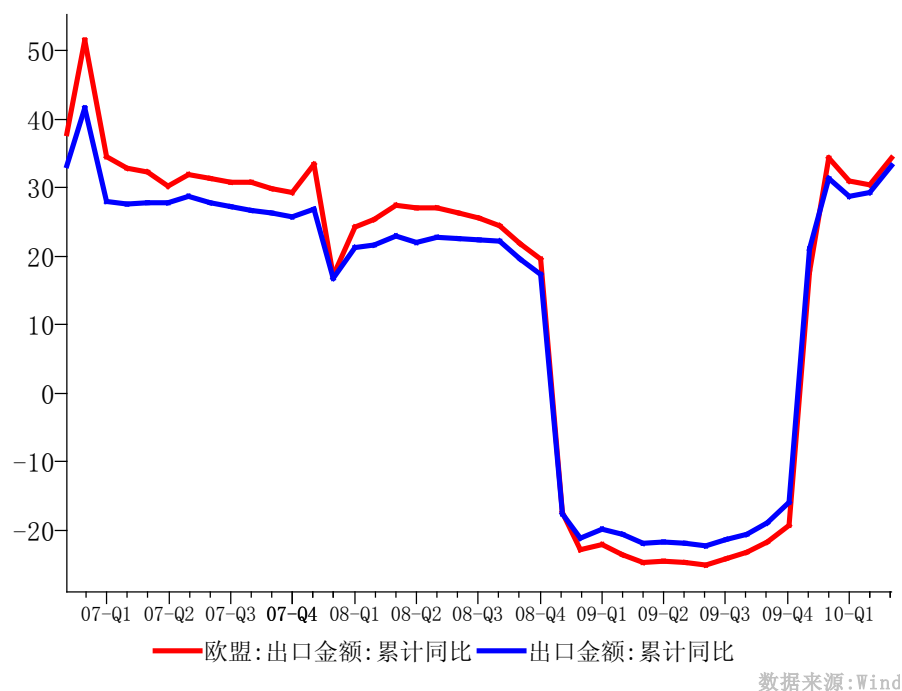
而从欧盟现在的经济形势来看，市场已经感受到压力，如近期欧元区6月ZEW经济景气指数为18.8，远低于预期39和前值37.6，更令人担忧的是，欧洲经济火车头德国的6月份经济景气指数同样大幅下降至28.7，低于5月的45.8。

图 6：欧洲经济先行指数走弱



数据来源: 民族证券

图 7：中国对欧盟出口增长快于出口整体增速



数据来源：民族证券

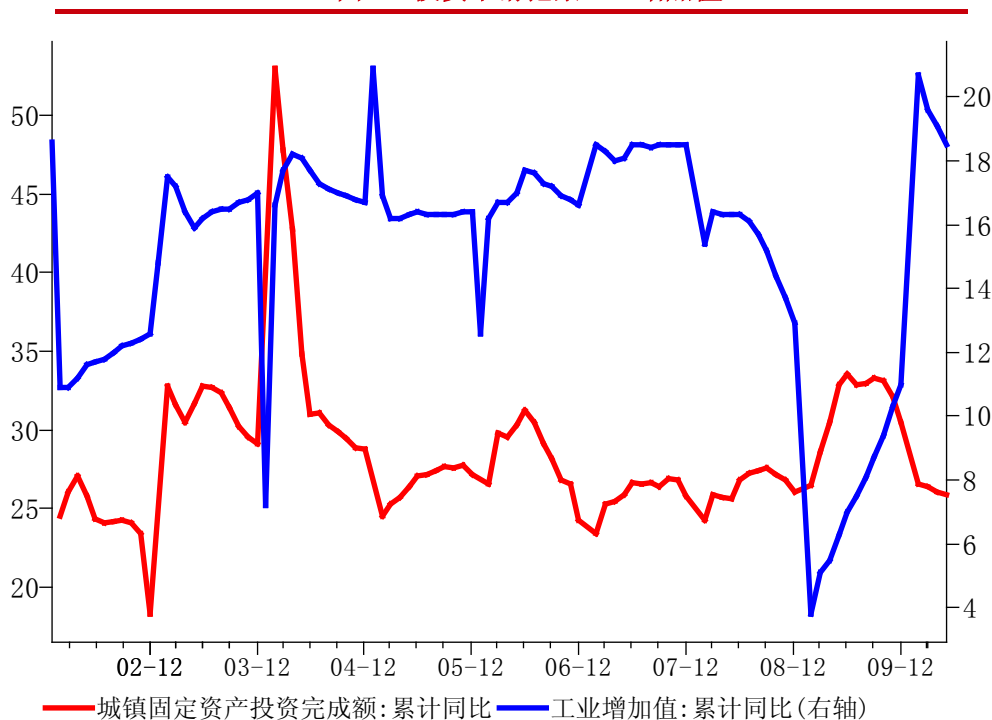
这将对我国出口构成较大的压力，因为欧盟已是中国第一大出口国，今年1—5月中国对欧盟出口增速快于整体增速。下半年欧盟经济减速，将使得中国出口增速也将明显下滑。但我们同时也认为，中国对于欧盟的出口不会出现类似09年金融危机期间一样的深度下滑，毕竟，目前即使是较为悲观的估计，2010年欧盟经济的增长情况也比09年要强，如主要权威机构预测欧元区2010年GDP的增速介于0.7%~1.3%之间，这就决定了下半年保持对欧盟正数的出口增长，全年10%—15%还是具有较大可能。

下半年出口增长的下行将给中国经济平稳增长带来挑战，这也就更加凸现了内需增长尽快扩大的必要性。

投资增速有望稳步回落

今年以来，伴随着政府为调整经济结构，而出台的一系列的投资调控措施的出台，投资增长逐渐呈下降趋势，如1—5月，城镇固定资产投资67358亿元，同比增长25.9%，比1-4月份回落0.2个百分点，与年初相比下滑了0.7个百分点。其中，受中央政府政策调控的地方项目投资增速下滑更明显，同比增长27.0%，比上月下降0.6%，与年初相比下滑1.1%。

图8：投资下滑拖累工业增加值



数据来源：民族证券

数据来源：Wind资讯

而从未来几个月来看，投资增速仍有继续下滑的可能，如在政府严控新开工项目的背景下，预示未来投资增速的新开工项目计划总投资67419亿元，同比增长26.5%，比上月回落4.8%；当前较高增速的房地产投资（1—5月增速高达38.2%，比上月高出2%）在房地产市场逐渐走向疲态情况下难以持续，如以08年经验来看，地产销售面积增速持续下滑三季度左右，地产投资增速就会出现明显下滑，本轮地产销售面积增速的顶峰在去年底，这意味着，今年三季度地产投资增速就会出现明显下滑，从而对投资增速产生负面影响；此外，受制于产能过剩的压力以及经济回落带来的企业盈利下滑，今年1—5月制造业投资24.8%的增速是否能保持也有一定困难。如央行二季度公布的调查表明，伴随着企业家信心指数的小幅回落，企业家对未来投资也较为谨慎，固定资产、设备和土建投资预期指数分别为51%、50.5%和48.7%，与上季基本持平，升幅较上季分别缩小2.0、1.8和1.4个百分点。

投资作为我国GDP增长中最重要的动力（今年一季度中，投资对于GDP的贡献率57.9%，仍为最高，带动经济增长6.9个百分点），它的下滑将给经济增长带来较大压力。

我们认为，政府不会因为调控投资增速就放任投资增速的下滑，而会继续支持投资的合理增长，尤其是那些有利于提高经济结构，改善民生的投资领域将会获得较快的增长。

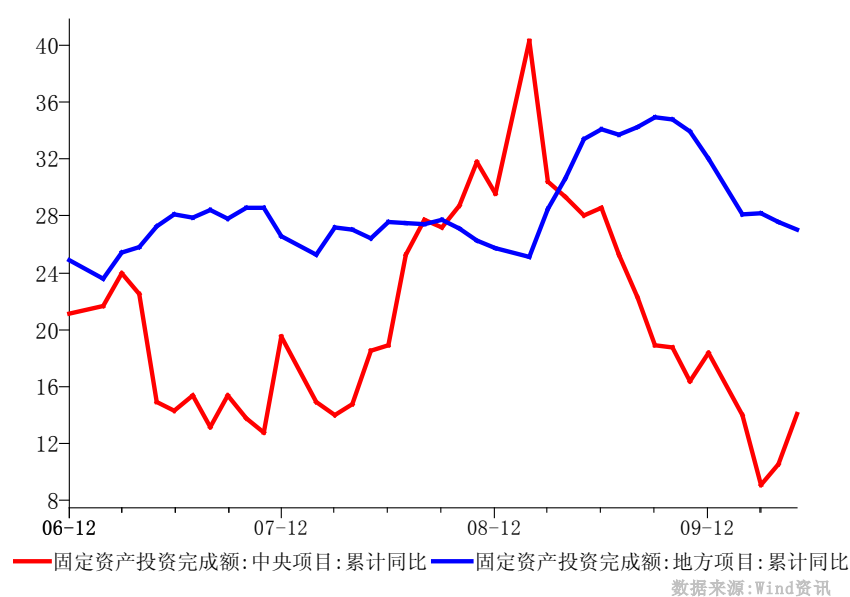
如保障房投资将掀起建设高潮。今年，中央政府为改善民生，提出了规模庞大的保障房建设目标：如2010年保障性安居工程建设目标是：建设保障性住房300万套，各类棚户区改造住房280万套，并为保障目标的实现，与各地方政府制定了严格的军令状，这意味着2010年保障性住房将比09年的330套增加250万套，按平均每套60平米计算，总面积3.48亿平米，增量1.5亿平方米，按1500元/平方米建设成本计算，总投资5220亿元，增量为2620亿元，投资增幅达到100%，带动2010年房地产新增投资增速将达到7%左右，从而较大程度上抵补商品房投资增速下滑带来的影响。

其次，区域投资增长仍将是下半年热点。近期，中央政府仍在加快陆续出台诸多地区振兴规划的细则，如新疆振兴规划，海南国际旅游岛建设，重庆两江新区建设，厦门经济特区扩容等等。它们有望赋予地方政府更多的投资自主权，加快当地投资增速，而事实上，我们发现，这样的例子正在全国不少地区出现，如今年以来，拥有较多地区振兴规划的西部地区投资增速较快，1—4月，西部地区实现城镇固定资产投资10899亿元，同比增长28.5%，增速分别高于东部、东北、中部5.2、3.6、1.4个百分点。

此外，尽管传统制造业受制于产能过剩等因素投资增速近年来已放缓，但是伴随着今年9月后，7个新兴战略产业规划意见（节能环保、新兴信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业和新材料）的下发实施，这些领域将有望掀起继“4万亿”后中国最大规模的产业投资浪潮，而它们的兴起也有望带动制造业的产业升级，较大程度上刺激相关行业投资增速。

再次，我们认为，政府还可以审时度势根据经济形势需要，加快基础设施投资，如今年前4个月，由于经济增长过猛，中央投资资金下达“节奏慢、数量小”，而一直到5月经济增长有所回落，中央投资资金下达才开始加快了速度，由此也一定程度上抵补了地方项目的投资增速下滑，如5月中央项目投资增速从4月的10.6%企稳回升至14.1%，未来如果经济下滑程度加大，中央还将加快投资项目资金的发放，由此也会刺激地方投资。而下半年随着通胀压力的逐渐减弱，地方政府融资平台整顿的结束，央行实施“均衡信贷”政策带来的信贷控制力度相比较去年同期的逐渐减弱也有助于地方投资的回升。

图 9：中央投资开始企稳回升



数据来源：民族证券

因此，下半年投资增长虽然有可能下滑，但鉴于政府将会主动出台或落实诸多刺激投资的政策，投资有望保持平稳回落的态势。

消费平稳快速增长可期

今年以来，得益于前期国内经济强劲回升和政府一系列促进消费的措施，消费呈现稳中有升的态势：5月份，社会消费品零售总额12455亿元，同比增长18.7%，比上年同月加快3.5个百分点，比4月份加快0.2个百分点，我们认为，虽然下半年由于经济走软会在一定程度上拖累消费增速，但在相关政策刺激以及中长期支撑消费增长的因素发挥作用的情况下，消费仍有望保持年初以来的较快平稳增长趋势。

下半年，不利于消费增长的因素包括：

经济下滑影响消费者信心。如央行调查数据显示，二季度城镇居民当期收入感受指数为49.5%；剔除季节因素后为51%，结束了此前连续三个季度的上升势头，与上季度相比略降1.1个百分点，而未来收入预期指数与就业预期指数也同时下降，与上季相比，降幅分别为2.6和3.3个百分点，居民对未来收入与就业形势不确定性的感受增强。

部分耐用消费品增速的回落也将影响消费增速。如受宏观调控政策的影响，房地产成交量近期已开始显著下降，这将影响下游相关消费领域的增长，如占限额以上企业零售总计9%左右的三类消费品：建筑与装潢材料类，家用电器和音响器材类以及家具，它们目前较高的增速随着下半年房市低迷的持续也将会有所回落。

图 10：与房地产相关的消费品增速将下降

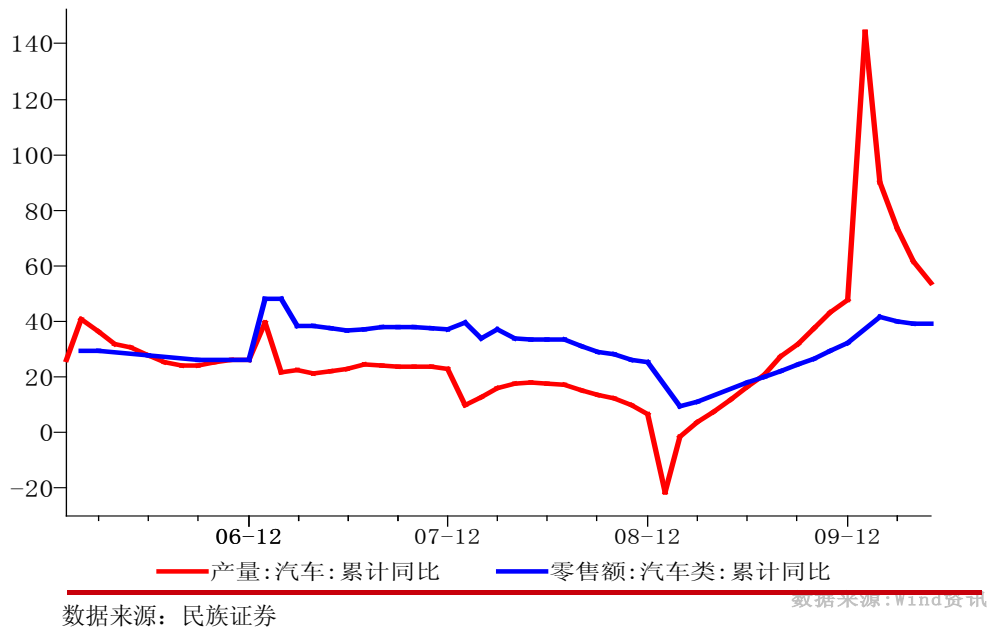


数据来源: Wind资讯

数据来源: 民族证券

再如，在经历过2009年的爆发式增长之后，2010年全年汽车销售虽然仍将保持增长，但增速开始回落。如中汽协数据显示，5月我国汽车销量同比增长53%，同比相对于年初呈下降趋势，环比也下滑7.50%，下半年随着基期因素的提高，同比增长还将有下降空间，考虑到2009年汽车消费占限额以上企业零售比重平均为26.8%，社会消费品零售总额的9%，汽车消费增速的回落将拖累整体消费增长。

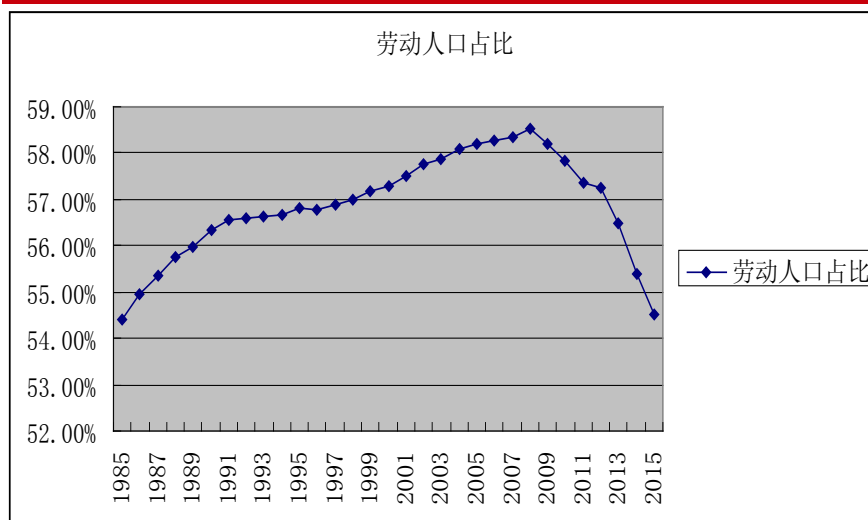
图 11：汽车消费高增速难以为继



但我们认为，政府一系列刺激消费的短期政策仍有望推动消费增速，以家电产品为例，2010年5月全国家电下乡销售额126亿元，创下历史新高，同比增长219%，环比增长26%。考虑到近期家电以旧换新政策实施范围将在原有9个试点省市的基础上，再增加19个省市，并逐步推广至全国，可以预期下半年家电消费仍有望保持较高的增速。

此外，近年以来，政府出台的诸多破解消费增长制度性约束的政策也将更好地增进人们消费欲望。如覆盖城乡居民的社会保障体系正在加快推进：近年新型农村社会养老保险试点，试点范围扩大到23%的县；全国130万“老工伤”人员全部纳入工伤保险范围；企业退休人员基本养老金今年再提高10%；收入分配体制改革也在逐步推进，如据人力资源和社会保障部透露，今年共有27个省区市上调或计划上调最低工资标准，且调整幅度都相当大，从一季度已经完成调整的七个省/市来看，调高幅度都超过10%，部分省市超过20%。

图 12：劳动人口占比



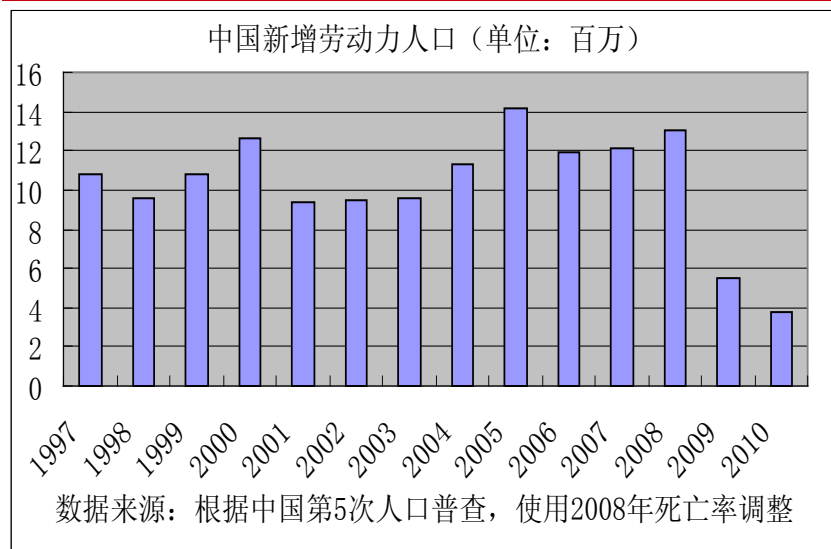
数据来源: 统计年鉴 民族证券

当然，更重要的是，我国劳动力人口结构变化推升的劳动力成本上升也将推动消费快速增长。如09来，我国劳

动力人口占比开始下行，而从全球经济发展的普遍经验来看，这意味着劳动者报酬占GDP增加，消费占GDP比重也将增加。

现实的中国经验也在开始例证这个经济规律，如08年后，中国消费增长对GDP贡献率陡然提速，从07年的40.6%上升至08年45.7%，09年更是达到52.7%。

图 13：新增劳动力人口减少



数据来源：5次人口普查，民族证券

而近一年来，这种现象更加突出，如伴随着我国新增劳动力人口的大幅度减少，如2009，2010年劳动力人口比2008年分别减少600和700多万，我国劳动力成本出现了快速的重估，近期大范围的涨薪潮在诸多行业上演就是此最好的例证，消费增长空间将有望进一步拓宽，对于经济增长的带动作用也有望持续提高。

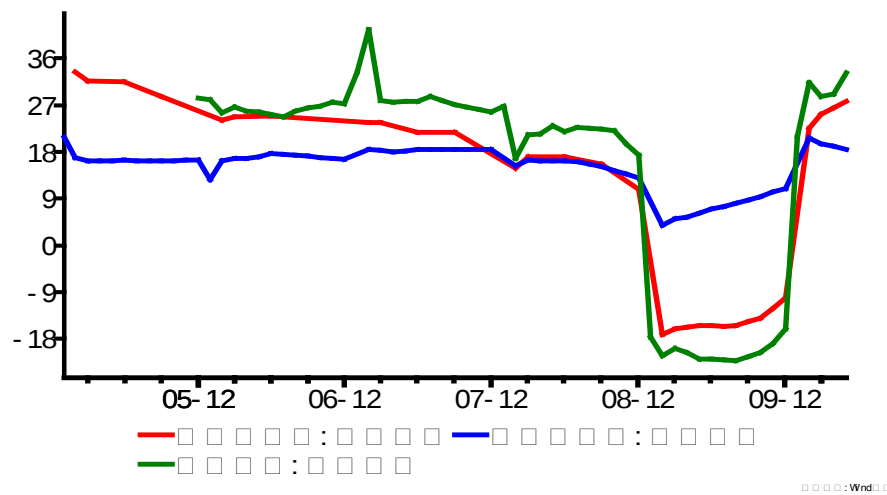
GDP 将逐季下行

从经济需求面来看，受出口增速开始回落、投资增速下降影响，二季度GDP增速将结束自去年二季度开始持续4个季度的持续回升势头，转而出行下行走势，而下半年由于09年同期的基数较高，下滑幅度将更大，初步预计二，三，四季度GDP增速分别为10%，9%，8%左右。

而从主要代表经济供给面的工业增加值来看，下行趋势也基本和需求走势一致，其主要原因包括：

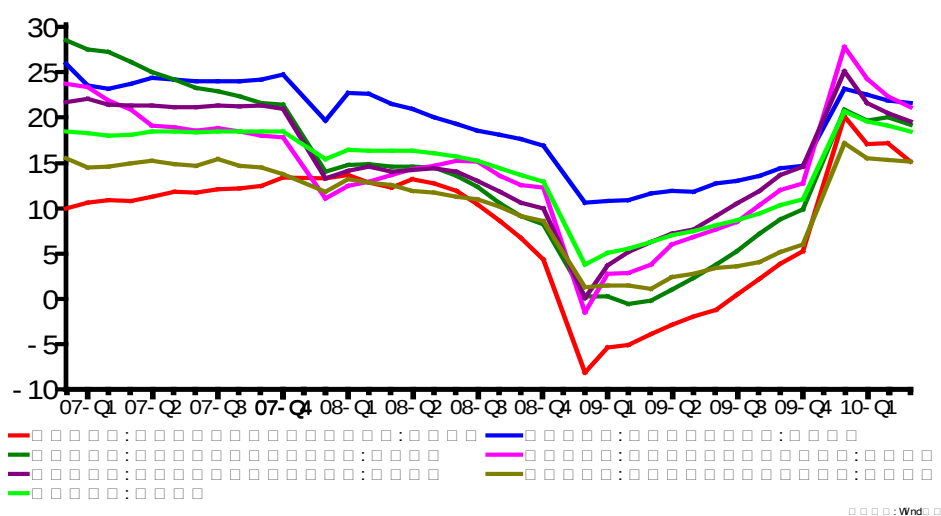
出口增速的下滑将严重影响工业增加值，今年以来，受出口增速快速恢复影响，出口交货值也呈现上升态势，从年初的22.5%上升至27.7%，由此也支持了工业增加值增速，但下半年出口增速下滑将是比较确定的，由此将对工业增加值构成明显负面冲击。

图 14：出口交货值下滑拖累工业增加值



抑制投资的诸多措施，尤其是节能减排和淘汰落后产能将会显著抑制工业生产增速。今年一季度，占全国工业能耗和二氧化硫排放近70%的电力、钢铁、有色、建材、石油加工、化工等六大重工业行业增长20.6%，同比加快了6.6个百分点，较大程度支撑了工业增加值的增长，但它们的过快增长对我国“十一五”节能减排目标的实现构成了严峻挑战，如根据“十一五”节能减排目标，今年单位工业增加值能耗将下降7%，但今年一季度，全国单位工业增加值能耗同比上升了0.38%，单位GDP能耗上升3.2%，大大增加了后三个季度的工作压力，因此我国近期加大了对这些行业的整治力度。5月份六大高耗能行业增速也出现了比较大的回落，当月增速为15.8%，回落了2.1个百分点。但这显然还是不够的，近期国务院发布的《节能减排综合性工作方案》又进一步强化了2010年节能减排的目标任务和总体方案，并要求为确保实现“十一五”节能减排目标，今年要关停小火电机组1000万千瓦，淘汰落后炼铁产能2500万吨、炼钢600万吨、水泥5000万吨、电解铝33万吨、平板玻璃600万重箱、造纸53万吨等，这些目标无疑将进一步压缩六大高耗能行业的过剩产能，我们预计，中央节能减排的任务逐步落实后，我国工业增加值增速仍有一定的下调空间。

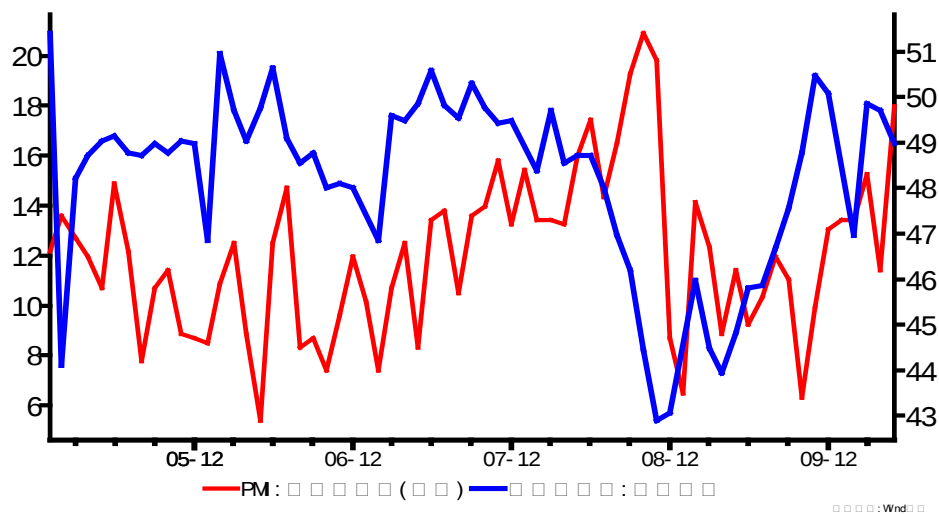
图 15: 高耗能产业增速下降



此外，工业增加值除了受需求增速影响外，它还受库存周期的影响，今年下半年，受需求减缓以及企业库存影

响，我国经济将再次进入去库存阶段。

图 16：去库存周期加大工业增加值下滑程度



数据来源：民族证券

去库存将会给企业工业生产造成压力，以上一次08年10月开始的去库存为例，当时受需求快速下行影响，企业被动积累了较多库存，08年10月产成品库存指数达到51.4的高峰，为此不得不大力削减库存，企业生产也就不得不大幅度放缓，工业增加值也快速从第三季度的13%回落到4季度的6.4%，而在需求开始有所回升时，由于企业仍需要将库存削减到合意的水平，工业生产回升也比较缓慢，如09年一季度工业增加值仍保持个位数的低增长，直到持续的需求增长使得企业信心增强，库存水平也回落到合理水平，工业生产增速才会快速提高，如09年的三、四以及今年的第一季度。

当然，考虑到这次需求增速的放缓不会有08年年底那样迅猛，企业目前的库存水平也没有08年年底那样高，如1—5月产成品资金占用累积同比只有9.5%，大大低于08年28%的高峰，因此，企业去库存的压力不会对工业增加值造成较大冲击。我们预计，下半年工业增加值仍能保持10%以上的增速。

GDP增速的逐季下行虽然说是我国调整经济结构不得不付出的代价，但是如果政策的叠加使得经济增速下降过快，以致经济出现类似08年那样的硬着陆出现，也是政府不期望见到的，如何审时度势把握好经济调控的力度将是巨大的挑战，政府对此已经有着极为深刻的认识，如温总理在今年的两会上就指出，必须密切关注今年国内外经济形势的走向，增强政策的针对性和灵活性，把握好政策的方向、力度和效果。

因此，我们认为，政府会随时关注经济数据的变化，它们主要包括物价（货币），出口，投资，房地产等，择机出台各类经济刺激的政策，当然，这样的经济刺激政策力度不可能与08年年底那样猛，且侧重点也将与08年有所区别：08年经济刺激计划注重保增长，要求各方面出手要快、出拳要重、措施要准、工作要实，以尽快实现经济的好转，但如今管理层已经深刻认识到只有转变增长方式，调整经济结构才能促进经济持续增长，启动新一轮增长周期。因此，在刺激政策的着眼点上，简单的总量刺激手段将不再是重点，而更多采取结构调整的政策以促增长，由于结构调整过程中往往要触动既有增长模式一方的利益，它的转变也就需要高层更强硬的推进以及新制度层面的配套，而由于这涉及复杂的利益博弈，它的推进也就不是一帆风顺的，经济增长也将因此会出现波折，中国经济真正复苏走入新一轮经济增长周期的时间也会拖长，对于这种煎熬，我们是有信心的，毕竟以中国历年的改革实践来看，重大的制度变革总是在危机的时候做出并赋予实施，如2000年前后，中国依靠启动房地产以及出口领域的市场化变革启动了以重工业为龙头的新一轮经济增长周期，摆脱了外围金融危机的影响，今天我们面对新的挑战（外需中长期减弱，内需增长畸形，），也同样有勇气来推进变革。可喜的是，我们看到今年以来管理层推进制度变革的决心很大，

如国务院日前已批转了国家发改委的“深化经济体制改革重点工作的意见”，内容涵盖经济体制改革的11个方面，包括鼓励支持和引导非公有制经济发展；深化国有企业和垄断性行业改革；深化资源性产品价格和环保收费改革；深化财税体制改革；深化金融体制改革；协调推进城乡改革等，并要求“确保2010年深化经济体制改革的十一项重点工作取得实质性突破”，这意味着这些改革大部分在今年要铺开，我们相信这些政策及制度的变革将会在不久的将来引领中国进入一轮以民众创新精神为主导，以和谐城镇化为推动力量，以先进制造业和新兴产业为支撑的新经济周期。

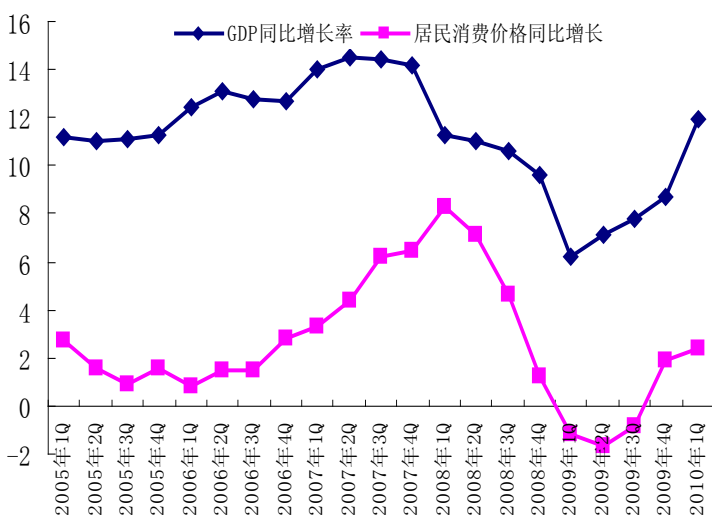
通货膨胀温和可控

在2010年全年宏观经济报告中，我们预计2010年我国居民消费价格总水平会继续缓慢上升，并维持一个低位波动的局面，升降幅度在3%左右。我们维持此判断，预计全年居民消费价格总水平同比增长3%左右，通货膨胀温将在政府可以控制和容忍的范围内波动。之所以继续维持这个判断主要基于以下几点：

（一）、经济增速放缓降低未来通胀压力

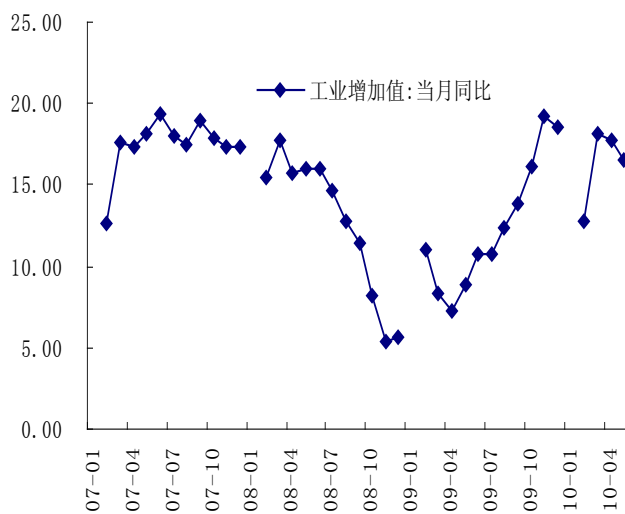
受房地产市场调控、地方融资平台整顿和产能过剩行业的贷款投资限制这三大政策变量的影响，二季度我国经济增速开始放缓。从国家统计局公布的前5个月主要宏观经济数据看，4月份，规模以上工业增加值同比增长17.8%，增速比3月份小幅回落0.3个百分点；5月份规模以上工业增加值同比增长16.5%，增速比4月份回落1.3个百分点。同时，欧洲主权债务危机也还没有得到根本改善，国内房地产调控也会继续维持适度从紧，这些因素相互作用，有可能导致下半年经济增速有下滑的风险。

图 17: CPI 与 GDP 增长关系



资料来源: wind 资讯, 民族证券

图 18: 工业增加值增速回落



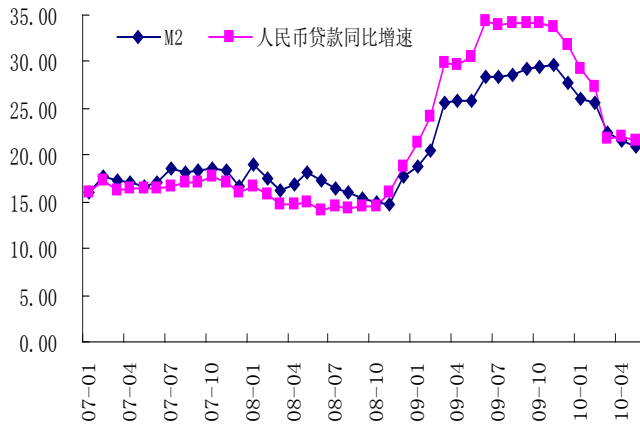
资料来源: wind 资讯, 民族证券

（二）、货币供应量增速回落抑制价格总水平过快上涨

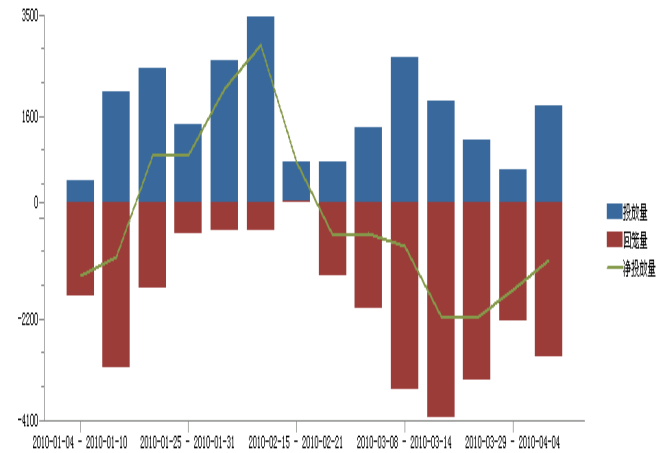
今年以来，新增贷款大幅回落，同时，央行也连续三次上调了存款准备金率，并加大了公开市场操作力度，大幅度回笼资金，市场货币供应量快速回落。根据全年7.5万亿新增贷款和全年均衡投放的要求，预计M2增速将分别于第三季度回落到20%以内。因此，在流动性减弱，资产价格和地产价格被大幅挤压的情况下，下半年的通胀压力较上半年将会有较大的改善。

图 19: 金融机构人民币贷款与 M2 同比增速回落

图 20: 央行净回笼资金力度加大



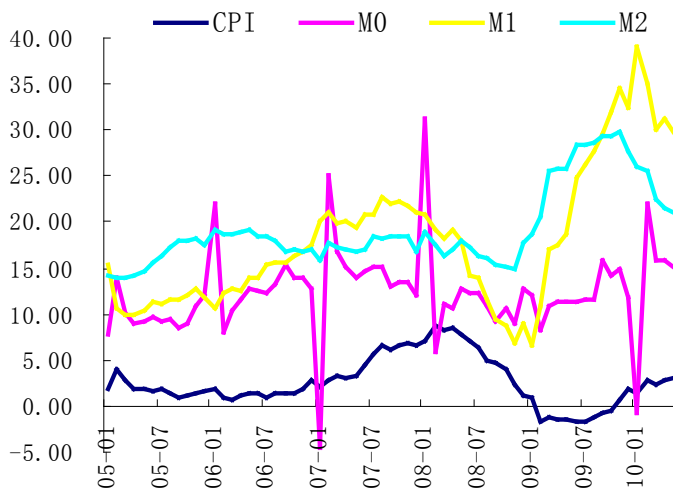
资料来源: wind 资讯, 民族证券



数据来源: wind 资讯

资料来源: wind 资讯, 民族证券

图 21: 货币供应量与 CPI

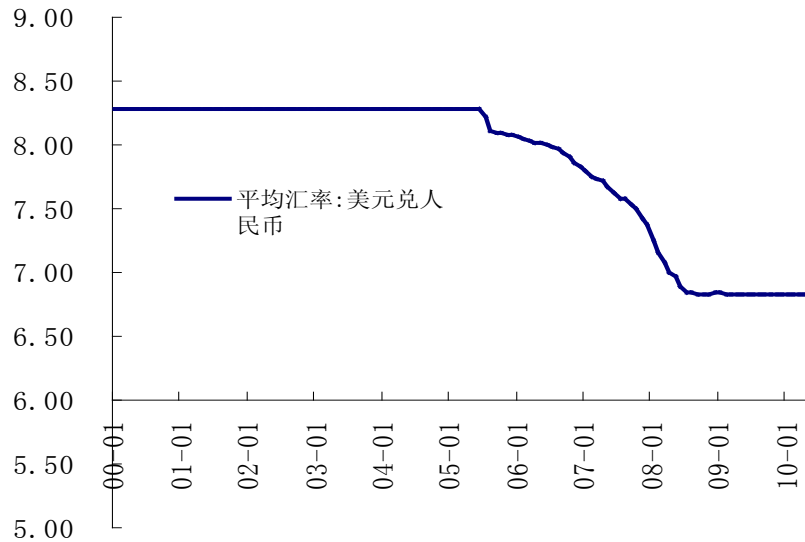


资料来源: wind 资讯, 民族证券

(三)、汇率形成机制改革的重新启动抑制通货膨胀预期

在欧美的压力和国际社会的期望下, 人民币汇率形成机制改革的重新启动, 意味着在未来相当一段时间内, 人民币将会继续走向升值之旅。一旦人民币开始升值, 企业的扩大再生产和投资将遭受压制, 需求就会随之下降, 这对抑制通货膨胀会起到一定的积极作用。尤其是在下半年经济结构调整继续进行, 国内经济增速有所放缓的情况下, 消费品价格可能存在继续下降的空间。

图 22: 人民币汇率走势



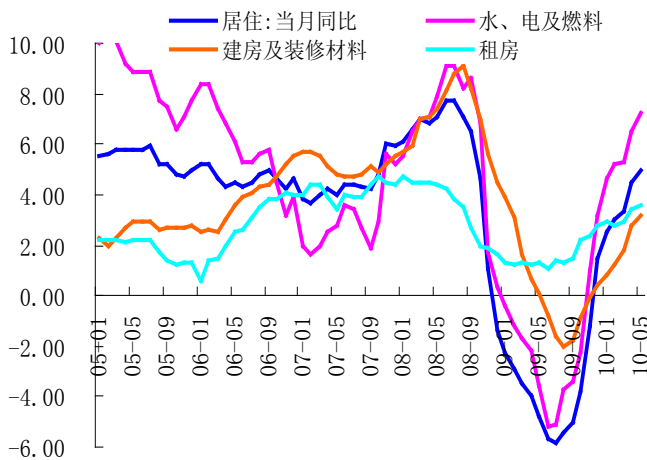
资料来源: wind 资讯, 民族证券

(四)、资源品价格改革对消费价格的影响并不大

由于价格管制, 我国资源品价格一直在低位徘徊, 上涨的压力因行政的力量而被堵截在上游空间, 即使在通胀比较严重的时候也并没有对下游产品及国内消费市场构成太大的威胁。随着资源品价格改革渐次展开, 长期被压制的价格上升动能会很快释放出来, 并将直接传导到下游空间。但从目前国内宏观经济发展状况来看, 早已错过了最佳实施的时机, 距整体实施可能还需要等待相当长的一段时间。因此, 基本上可以排除下半年上游产品价格的变动对下游消费品价格的冲击和影响。

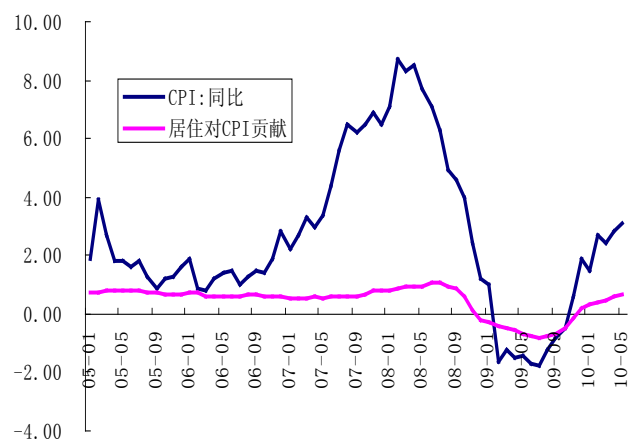
从今年前四个月的情况看, 居住类对 CPI 拉动作用占同期 CPI 涨幅比例一直保持在 20%左右, 其中水、电、燃气子项对 CPI 涨幅拉动作用在 13%以上。假设 2010 年居民用水、电、燃料均上涨 10%, 同时, 居住类中水、电、燃料占 CPI 的比重约为 6.0%, 则对 CPI 的直接影响是 0.6%, 此外, 正如上述所言, 各省/市即使上调水、电、气价格, 但由于上调是陆续进行的, CPI 因此受到的影响可能并不大。

图 23: 居住类价格走势



资料来源: wind 资讯, 民族证券

图 24: 居住价格对 CPI 的贡献

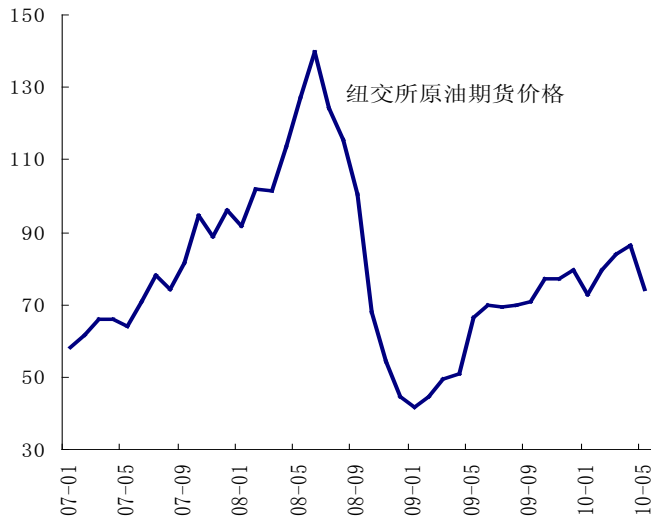


资料来源: wind 资讯, 民族证券

(五)、国际大宗商品价格使得输入性通胀压力有所减轻

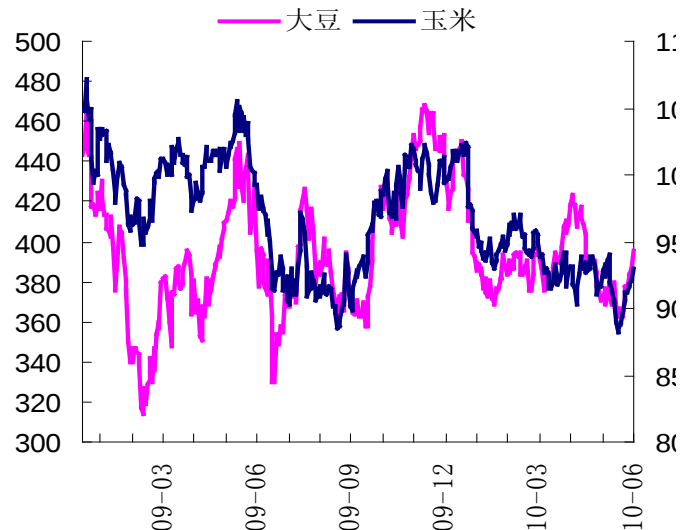
毋庸置疑，中国是受国际大宗商品价格波动的影响最为明显、强烈的国家之一。今年 1-4 月份，由于国际油价的上涨，使得 4 月份的国内成品油价格不得不进行上调，这直接导致了 4 月当月 CPI 同比涨幅多增加 0.07%。但是，进入 5 月份，随着美元走强，以原油为代表的国际大宗商品价格开始大幅回落。考虑到下半年美元可能持续走强以及世界经济复苏依然缓慢，对原油等大宗商品的需求并没有根本恢复，大宗商品价格上涨将缺乏充足动力。所以，总体看，短期内大宗商品价格的稳定甚至回落将使输入性通胀对我国的影响得到进一步的减弱。

图 25：纽交所原油期货价格持续走低



资料来源：wind 资讯，民族证券

图 26：大豆、玉米等粮食期货价格



资料来源：wind 资讯，民族证券

（六）、季节轮换使得结构性通货膨胀压力减缓

受西南旱情的影响，1-5 月份，粮食价格，特别是蔬菜、水果等食品价格大幅上涨，如果把居住类价格上涨对 CPI 的拉动作用计算在内，二者合计占同期 CPI 涨幅比重超过 90%，成为推动 CPI 上涨的主要因素。

但，进入 5 月份后，由于旱情危机的解除及时蔬季节的来临，前期迅猛上涨的蔬菜、水果等食品价格开始出现不同程度的回落，通货膨胀的结构性压力因此得到缓解。

图 27：食品和居住类价格占 CPI 比重

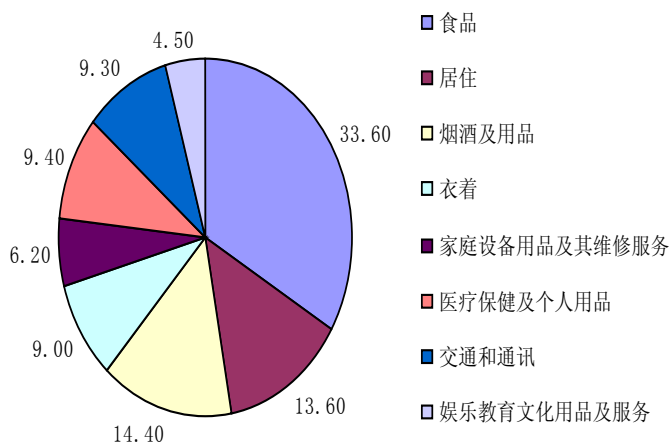
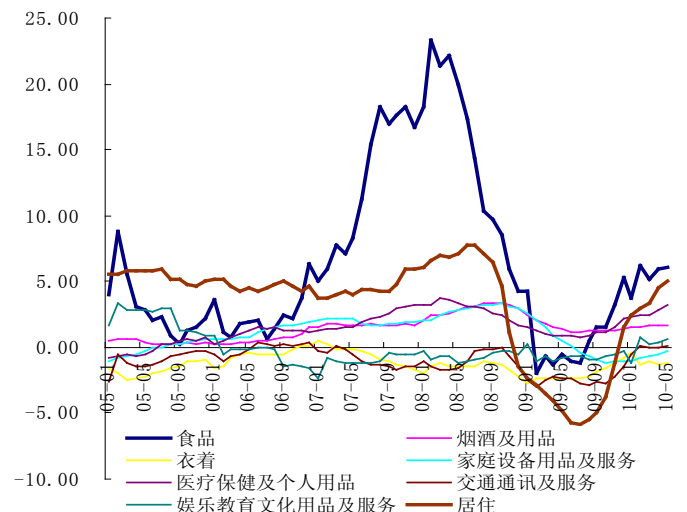


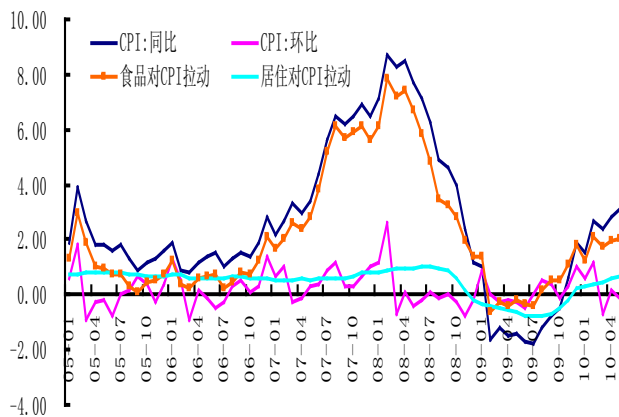
图 28：2010 年以来食品和居住类价格快速上涨



资料来源: wind 资讯, 民族证券

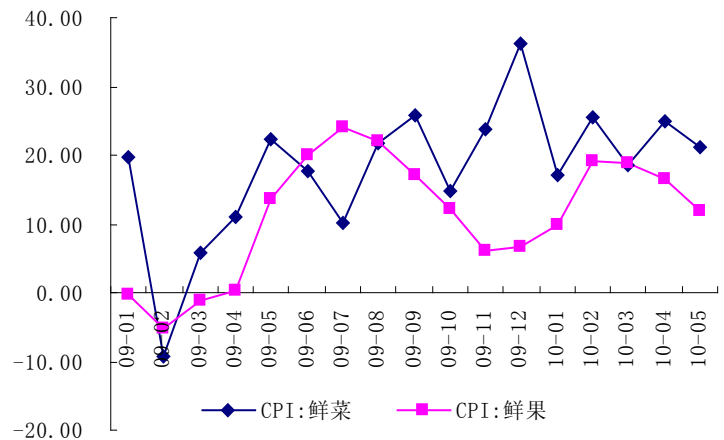
资料来源: wind 资讯, 民族证券

图 29: 食品和居住类价格对 CPI 的拉动



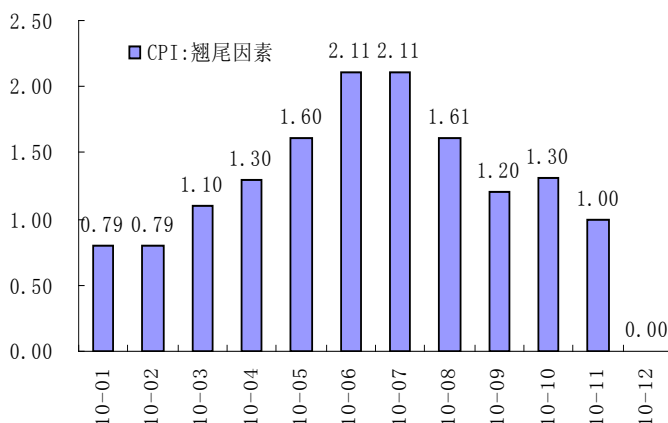
资料来源: wind 资讯, 民族证券

图 30: 5 月份蔬菜、水果价格开始下降



资料来源: wind 资讯, 民族证券

图 31: 下半年 CPI 翘尾因素呈下降趋势



资料来源: wind 资讯, 民族证券

物价变化是经济运行的“晴雨表”，同时又受制于经济运行。在国内经济逐渐回升力度，货币供应总量及翘尾等各种因素的综合影响下，我们认为，下半年 CPI 可能会持续一小段时间的上升，但空间也十分有限，可能会出现先小幅缓升继而下降的局面，实现全年控制 CPI 增长 3% 以下的目标问题不大。

宏观经济政策在结构调整中保增长

从上半年已经公布的宏观经济数据和最近发布的一些经济先行指标看，未来的宏观经济形势仍然比较乐观，中国经济二次探底的可能性基本解除。但受国内房地产调控持续、地方融资平台规范，以及国际欧洲债务危机影响，下半年中国经济增速可能有回落的风险。在此背景下，当前偏紧的宏观经济政策，下半年有望适度放松。

表现在：货币政策上，适度“紧缩”的政策可能有所松动，人民币将保持小幅升值，加息在相当一段时间内仍不在考虑之列；财政政策上，投资将适度放缓，继续加大区域经济开发的扶持力度，更加注重于经济结构的调整。

(一) 货币政策适度放松

1、货币政策有外紧内松的倾向

外紧即货币政策的取向不会发生变化，央行会继续配合政府对地产的调控及对通货膨胀的管理，适度控制货币的发行数量和节奏。内松即货币政策执行的力度可能会发生细微的变化，由于多项经济指标开始显示国内宏观经济走势已有疲软之态，为了防止经济的过快下滑，避免二次探底；也由于下半年有诸多促物价下行的因素，如大宗商品价格回落，汇改降低我国输入性通胀压力，房价调控使得人们通胀预期下降，翘翘因素使得海物价年中冲高后回落；更由于海外主要经济体因欧洲债务危机的爆发已放缓了加息进程，如预计 Fed 最快在 2011 年中期启动加息；已有的货币政策的着力点会进行调整，监管力度也可能出现松动。因此，与上半年相比，市场流动性可能会有所改观，央行会密切关注下半年宏观经济形势，在管理好通货膨胀的同时，适度增强货币政策对宏观经济持续发展的支持。

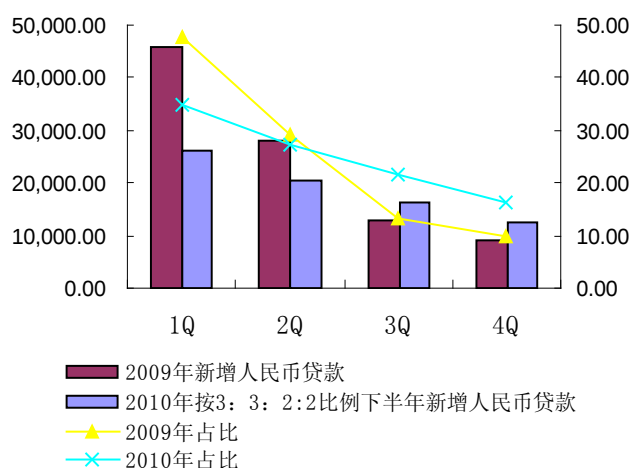
2、宏观经济态势决定人民币汇率波动方向和幅度大小

央行关于重启人民币汇率形成机制的改革说明，下半年人民币汇率的上下浮动将更具弹性。即使国际社会普遍认为人民币有很大升值空间，但由于汇率的形成取决于国内和国际两个方面，并在客观上有服务于国内经济的属性，所以，下半年的人民币的升值过程也将是一个反复的过程，有升，也会有降，时间和幅度更多依据于国内宏观经济的具体走势，渴望大幅地、一次性地、只升不降的想法并不现实。

3、加息并非迫切

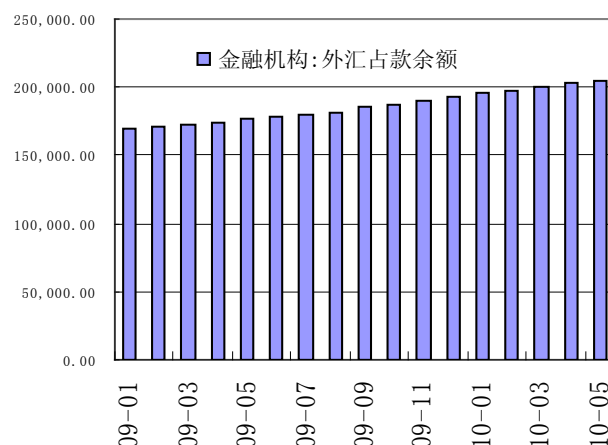
下半年的加息预期弱于上半年，主要原因在于强化加息的两个主要因素基本上都已解除。一是物价的快速上涨，另一个是资产价格尤其是地产价格的膨胀。上半年的物价上涨一方面是主要是结构性的，现在供需基本平衡，价格上涨动力已经消弱。另一方面是地产价格的过快上涨带动起来的，这个也在国家的严厉的地产调整政策下得到缓解。同时，重启人民币升值也在一定程度起到了加息的某些作用。因此，下半年的加息预期并不迫切。

图 32：2010 年下半年人民币新增贷款可能高于 2009 年



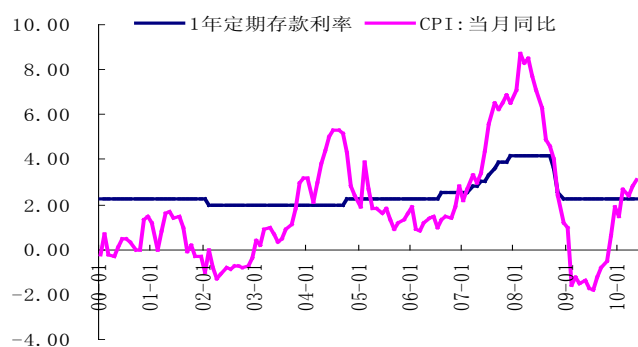
资料来源：wind 资讯，民族证券

图 33：金融机构外汇占款余额呈增长之势



资料来源：wind 资讯，民族证券

图 34: CPI 与定期存款利率



资料来源: wind 资讯, 民族证券

(二) 财政政策注重结构调整

今年以来,在随着政府投资,特别是中央政府投资增幅的大幅下降,城镇固定资产投资增速逐步回落。1-5 月份,城镇固定资产投资同比增长 25.9%,比 1-4 月份回落 0.2 个百分点,与年初相比下滑了 0.7 个百分点。而从未来几个月来看,我们认为,随着房地产调控的持续和地方融资平台的规范,下半年房地产开发投资和地方政府投资可能会进一步下降,进而拉低整个投资增速。投资增速的下滑将给国内经济增长造成较大压力,政府将会在财政政策方面刺激内需的增长。

1、加大区域经济开发的扶持力度

自 2009 年起,一年多的时间里,国家先后批准了珠三角、海西经济区、中部地区、横琴、江苏沿海、辽宁、关中天水、鄱阳湖、图们江、黄河三角洲、海南旅游岛等 11 个区域经济发展规划,几乎是之前 4 年的总和,所涉及的地区范围囊括了大半个中国,而且发展规划在今年仍有愈演愈烈之势。区域经济区正以前所未有的密集度,跃升至国家战略层面,而此举的意图不仅是要使中国区域经济战略布局“全面开花”,从更深层次来说,也是在试图扭转中国过度依赖外贸的外向型发展模式,向多元化发展。

表一:近年来发布的主要区域振兴规划

发展规划	日期
《广西北部湾经济区发展规划》	2008-01-04
《天津滨海新区综合配套改革试验总体方案》	2008-3-17
《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》	2009-01-07
《国务院关于推进重庆市统筹城乡改革和发展的若干意见》	2009-1-26
《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》	2009-03-25
《国务院关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》	2009-05-14
《江苏沿海地区发展规划》	2009-06-10
《横琴总体发展规划》	2009-06-24
《关中-天水经济区发展规划》	2009-06-25
《辽宁沿海经济带发展规划》	2009-07-01
《促进中部地区崛起规划》	2009-09-23

《中国图们江区域合作开发规划纲要》	2009-11-16
《黄河三角洲高效生态经济区发展规划》	2009-11-23
《鄱阳湖生态经济区规划》	2009-12-12
《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》	2009-12-31
《国家发展改革委关于推进国家创新型城市试点工作的通知》	2010-01-06
《皖江城市带承接产业转移示范区规划》	2010-01-22
《青海柴达木循环经济试验区总体规划》	2010-03-15
《国家发展改革委关于批准设立沈阳经济区国家新型工业化综合配套改革试验区的通知》	2010-04-06
《国务院办公厅关于进一步支持甘肃经济社会发展的若干意见》	2010-05-02
《重庆两江新区发展规划》	2010-5-18
长江三角洲地区区域规划	2010-06-07

2、改革分配制度

多年以来，中国经济的发展一直受国内消费不足的制约，经济发展缺乏内生动力。2008 以来，针对外需萎缩，经济迅速下滑的情况，国家迅速采取应对措施，及时扩大内需，先后出台了一系列增加城乡居民收入，鼓励消费的政策。在各种财政补贴的支持下，国内消费市场，尤其是农村消费市场开始一反低迷常态，逐步活跃，社会零售额也稳步攀升，成为经济危机后拉动经济回升的重要力量。

当前，国内消费市场仍然存在许多问题，市场设施及制度建设均有待完善，在内需已成为经济复苏不可或缺的情况下，下半年的国家财政将继续关注国内消费市场，加大对城乡居民消费的财政扶持力度，切实扭转依靠外需拉动的经济增长模式，使我国宏观经济真正走上健康、有序的发展轨道。

3、继续加大力度调整产业结构

片面的投资不仅增加了中央的财政赤字压力，而且有可能导致更深的产业结构矛盾。未来的财政政策应该同国家的税收政策协调进行，采取有保有压的策略。在未来的财政支出上要把投资重点放在国内重要行业企业的设备更新、技术升级上。通过增加科研投入, 实现重大科学技术与关键机器设备的自主研发, 重视并推动我国农业、粮食、生物等关键行业的研发与生产。同时，加强税收对产业结构调整的力度和节奏，细化税则，从税收上挤压对环境污染、资源严重浪费及严重重复行业的生存空间，在化解财政支出压力的同时，把调整经济结构失衡的问题纳入了市场化的轨道上来解决。

4、鼓励民间投资进入新的产业领域

不管大规模的中央财政投资是否对社会资本有挤出效应，有一点应该肯定，就是经济的全面复苏和稳步发展离不开民间资本的参与。5 月 13 日，国务院发布的《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》明确提出，将进一步拓宽民间投资的领域和范围，鼓励和引导民间资本进入基础产业、基础设施、市政公用事业、政策性住房建设、社会事业、金融服务、商贸服务、国防科技等产业领域。但从我国当前的宏观经济环境看，当前宏观经济环境仍然相当脆弱，大部分社会资本还处于犹豫和观望当中，而且有些领域的投资门槛也相当高，尤其是服务业，开放度依然比较低，大部分处在自然垄断或行政垄断状态，为民间资本进入设置了许多制度障碍，社会资本的活力和流动性远远没有得到应有的发挥。统计显示，截至 2008 年，我国私人控股在电力、热力生产和供应链中只占 13.6%，金融占 9.6%，信息传输计算机和软件业中占 7.8%，交通运输仓储和流通业中占 7.5%，水力、环境和公共设施管理业中占 6.6%。2008 年以来，为应对国际金融危机冲击，我国政府投资大幅增长，相比之下，民间投资并没有被有效拉动。

因此，未来的政府的投资方向应该是全力从垄断行业中抽身，让位于社会民间资本，把更多的注意力转移到公共领域及基础设施方面，尤其是三农和中西部的建设与开发方面，提高财政资金使用的社会效益，并继续出台扶持中小企业和服务业发展的政策措施，促进就业，实现有就业的增长。

5、扩大资源品价格的改革

我国经济结构长期失衡的一个根本性原因，在于改革期间执行的不对称的市场化策略，一方面产品市场已经彻底开放，但要素市场的扭曲仍十分严重，包括劳动力自由流动的人为限制、土地权流转缺乏市场机制、资源价格政府管制等。要素市场的扭曲普遍压低了生产成本，使老百姓收入赶不上 GDP 增长的步伐，并造成投资过度、对出口依赖过高、消费不足和收入分配不平等经济和社会问题。

5 月 31 日，国务院批转发改委《关于 2010 年深化经济体制改革重点工作意见》的通知，意见要求，深化财税体制改革，出台资源税改革方案，统一内外资企业和个人城建税、教育附加制度，逐步推进房产税改革，研究实施个人所得税制度改革，完善消费税制度，研究开征环境税的方案。折射出我国资源税改革提速。6 月 1 日，财政部、国家税务总局印发了《新疆原油、天然气资源税改革若干问题的规定》的通知，酝酿数载的资源税改革以新疆现行的方式拉开序幕。未来，这方面有望发生实质性的突破。包括水、电及其他一些资源品价格的改革可能会率先进行，推进经济市场化，由此可能会引发许多新的成本，中央财政将加大财政补贴和投入，降低因改革而带来的矛盾及一些不和谐因素，以最大限度的提高居民的生活水平和经济运行质量。

分析师简介

陈伟：2002年毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，6年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

赵明岚：中南财经政法大学经济学博士、中国人民大学理论经济学博士后，主要研究方向：社会主义市场经济与宏观调控、农村经济、产业经济。2008年9月进入中国民族证券研究发展中心，主要从事宏观经济与市场策略研究。

王小军：2007年毕业于天津大学数量经济学专业，硕士学历，具有2.5年证券业从业经历。2009年1月加入民族证券研究发展中心，负责宏观策略研究。2007年7月至2009年1月曾任职于天相投资顾问有限公司，负责全球宏观策略研究。对全球尤其是美国经济和股市有较深的理解和认识，国际宏观经济、金融市场跟踪密切，对全球股市的估值有深入研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn

赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn