



宏观研究

【粤开宏观】资产负债表不是不想奋斗，只是被现金流量表束缚了手脚

2022年06月12日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】汽车消费刺激政策重出江湖，稳消费稳增长》2022-05-29

《【粤开宏观】更大力度的财政政策出台，力保经济大盘稳定》2022-05-30

《【粤开宏观】汽车消费，谁主沉浮？——影响中国汽车消费的长期因素》2022-05-30

《【粤开宏观】疫情下的北上广深财政：凉热不同》2022-06-06

《【粤开宏观】全球粮食危机：表现、成因及影响》2022-06-07

摘要

近期市场掀起了一轮关于“资产负债表衰退”的讨论，担忧中国经济会滑入日本式的长期低迷。对症才能下药，把脉中国经济，资产负债表是否真的不想奋斗？

一、“资产负债表衰退”的真正含义

1、“资产负债表衰退”这一概念最早由辜朝明于2003年提出，描述的是一种极端情境下的经济状态：资产价格暴跌使得居民和企业陷入资不抵债的恶劣处境，在微观主体黯然舔舐伤口的漫长岁月中，常规货币政策失灵，若没有政府的大力救助，经济将陷入长期衰退，直至私人部门彻底修复资产负债表。典型案例是日本在1990年代初房地产泡沫破灭后“失去的二十年”、美国1929-1933年的“大萧条”以及2007-2009年的“大衰退”。

2、然而“资产负债表衰退”在使用中经常被扩大化，成为解释普通经济衰退的机制。资产负债表记录了微观主体行为和处境的最终结果，在任何经济下行期中，必然伴随着居民和企业资产负债表的恶化。若照此来看，所有经济衰退都能被叫做“资产负债表衰退”。因此，要区分经济冲击幅度大、持续时间长的资产负债表衰退与暂时性的资产负债表受损。

3、近期市场上关于“资产负债表衰退”的讨论存在一个隐忧：一方面，在论证上，使用了扩大化的解释，居民和企业资产负债表受损，因此属于“资产负债表衰退”；另一方面，在经济和政策含义上，又使用了原始解释，将日本“失去的二十年”作为参照。这就把当前中国经济面临的需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力夸大为了日本式的“资产负债表衰退”，将严重影响市场信心和政策制定。

二、当前中国经济面临的不是“资产负债表衰退”，而是“现金流量表冲击”

1、资产负债表受损有三种情形：第一，资产价格下跌导致资产缩水；第二，经营不景气，利润表亏损导致所有者权益减少；第三，利润表和资产负债表短期不错，但是资产缺乏流动性，例如应收账款收不回来，现金流量表恶化，严重的话，可能因资金链断裂而被迫清算倒闭。

2、“资产负债表衰退”通常是第一种情形：资产价格暴跌导致资产端骤然大幅减值，大批居民和企业陷入资不抵债的恶劣处境，在巨额债务压力的逼迫下，将未来所有能够动用的现金流都用于还债。

“资产负债表衰退”一般出现在巨大的资产价格泡沫破灭之后：一是泡沫催生时，首付或保证金比例很低，资产价格缓冲垫很小，极易被击穿；二是泡沫的参与者众多，泡沫破裂的影响更加广泛；三是泡沫破裂后资产价格跌幅更大，更容易在短期内出现大量资不抵债的情形。

3、资产负债表受损的第二种和第三种情形更为常见，尤其是当经济下行压力



较大时，比如当前时期。居民和企业收入减少，但支出刚性，入不敷出下，只能想方设法开源节流，减少消费和投资，增加预防性储蓄，静待外部冲击消失和经济好转。由于此时微观主体主要面临的是收入或现金流方面的问题，我们暂且将其统称为“现金流量表冲击”。若“现金流量表冲击”长期持续，也有进一步恶化为“资产负债表衰退”的可能。

4、当前经济形势与辜朝明定义的“资产负债表衰退”相去甚远。国内资产价格虽有波动，但总体房价相对平稳、股市在经历内外冲击后持续反弹，居民和企业财富未全面出现崩塌式大幅减值。

5、受疫情爆发及间歇性反弹的冲击，我国居民、企业和地方政府的现金流量表遭遇了突出困难。居民失业增加、收入减少，导致消费和房地产销售下滑；企业销售下滑、生产中断、房租利息人工支出刚性，导致就业和投资下降；地方政府财政收入减少、支出责任增加，收支矛盾加剧，制约财政刺激效果；金融上，居民和企业信贷需求不足，“宽货币”向“宽信用”传导不畅。由于疫情反弹等导致未来不确定性增大，微观主体行为趋于避险化，增加预防性储蓄，减少消费和投资，进一步加大经济下行压力。

三、当务之急是打好“现金流保卫战”，防止恶化为“资产负债表衰退”

1、“资产负债表衰退”与“现金流量表冲击”的经济和政策含义完全不同。经济含义上，“资产负债表衰退”意味着经济将陷入长期衰退，“现金流量表冲击”则表明经济只是遇到暂时性困难，前者将使市场预期进一步转弱，后者则有助于稳定公众信心。政策含义上，“资产负债表衰退”是因为资产价格暴跌导致微观主体资不抵债，因此首先需要稳定资产价格，同时政府要加杠杆以对冲私人部门降杠杆；“现金流量表冲击”则是居民和企业入不敷出，因此政府要做的是帮助私人部门开源节流，缓解资金链紧张。前者是“重症需下猛药”，后者是“帮一把，扶上马”。

2、当前面临的是“现金流量表冲击”，因此当务之急是保护微观主体的现金流。对于居民，保就业保民生，比如给中低收入群体补贴等；对于企业，保市场主体，比如落实留抵退税、缓缴社保、减免房租、延缓支付利息等；对于地方政府，保基层运转。

3、除了防止微观主体的资金链继续恶化以外，政府还应加大稳增长力度，提振总需求，使各部门的现金流进入良性循环。居民的消费和购房支出是企业的收入，企业的工资支出是居民的收入，下游企业的订单支出是上游企业的收入。当前居民消费和企业投资意愿较为低迷，需要宏观调控政策进行有效提振。

4、我们相信，在力度更大、节奏更快、目标更明确的一揽子稳增长政策的作用下，微观主体的积极性和活力将逐步被激发，中国经济的市场优势、制度优势和政策优势等中长期有利条件将再度发挥出作用，经济运行将重回需求回升、供给畅通和预期转好的轨道，为党的二十大胜利召开创造良好的、平稳健康的经济环境。

风险提示：疫情反复、外部冲击加剧、国内政策效果不及预期



目 录

一、“资产负债表衰退”的真正含义	4
二、当前中国经济面临的不是“资产负债表衰退”，而是“现金流量表冲击”	5
（一）引发资产负债表受损的三种情形	5
（二）当前经济直面“现金流量表冲击”，未来不确定性增大导致微观主体行为趋于避险化	6
三、当务之急是打好“现金流保卫战”，防止恶化为“资产负债表衰退”	9
（一）现金流是生命线，保就业保民生、保市场主体、保基层运转	9
（二）把稳增长放在更加突出位置，避免滑入“资产负债表衰退”	9

图表目录

图表 1：1980 和 1990 年代，日本经历了一轮巨大的地产泡沫催生与破灭	4
图表 2：地产泡沫破灭后，日本经济陷入长期停滞	5
图表 3：上证综指高于疫情之前	6
图表 4：居民失业率明显上升	7
图表 5：制造业 PMI 新订单指数跌至收缩区间	7
图表 6：地方政府土地出让收入大幅下滑	8
图表 7：2022 年 2 月和 4 月，居民新增中长期贷款出现负值	8



一、“资产负债表衰退”的真正含义

“资产负债表衰退”这一概念最早由辜朝明于 2003 年提出，原意是指：经济衰退是由于股市以及不动产市场的泡沫破灭之后，市场价格的崩溃造成在泡沫期过度扩张的企业资产大幅缩水，资产负债表失衡，企业负债严重超出资产，因此，企业即使运作正常，也已陷入了技术性破产的窘境。在这种情况下，大多数企业自然会将企业目标从“利润最大化”转为“负债最小化”，在停止借贷的同时，将企业能够利用的所有现金流都投入到债务偿还上，不遗余力地修复受损的资产负债表，希望早日走出技术性破产的泥沼。

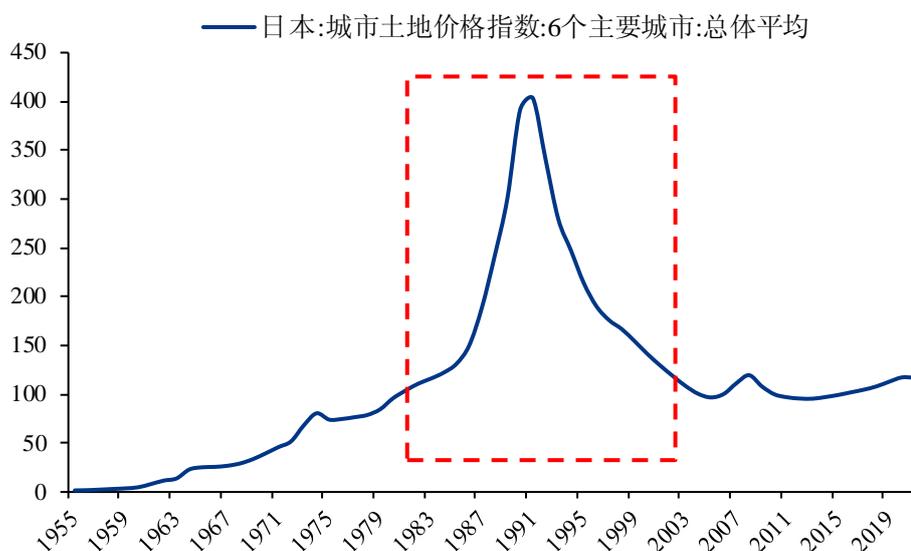
“资产负债表衰退”描述的是一种极端情境下的经济状态：资产价格暴跌使得居民和企业陷入资不抵债的恶劣处境，在微观主体黯然舔舐伤口的漫长岁月中，常规货币政策失灵，若没有政府的大力救助，经济将陷入长期衰退，直至私人部门彻底修复资产负债表。典型案例是日本在 1990 年代初房地产泡沫破灭后“失去的二十年”、美国 1929-1933 年的“大萧条”以及 2007-2009 年的“大衰退”。

然而“资产负债表衰退”在使用中经常被扩大化，成为解释普通经济衰退的机制：由于受到某种冲击，家庭和企业的资产负债表受到损害，于是不得不增加储蓄并偿还债务，减少消费和投资，总需求下滑，进而导致经济陷入衰退。就这个层面而言，这与费雪（1933）的“债务-通缩循环”以及凯恩斯（1936）的“有效需求不足”理论并无多大不同。

资产负债表记录了微观主体行为和处境的最终结果，在任何经济下行期中，必然伴随着居民和企业资产负债表的恶化。若照此来看，所有经济衰退都能被叫做“资产负债表衰退”，“这次不一样”变成了“每次都一样”。因此，要区分经济冲击幅度大、持续时间长的资产负债表衰退与暂时性的资产负债表受损。

近期市场上关于“资产负债表衰退”的讨论存在一个隐忧：一方面，在论证上，使用了扩大化的解释，居民和企业资产负债表受损，因此属于“资产负债表衰退”；另一方面，在经济和政策含义上，又使用了原始解释，将日本“失去的二十年”作为参照。这就把当前中国经济面临的需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力夸大为了日本式的“资产负债表衰退”，将严重影响市场信心和政策制定。

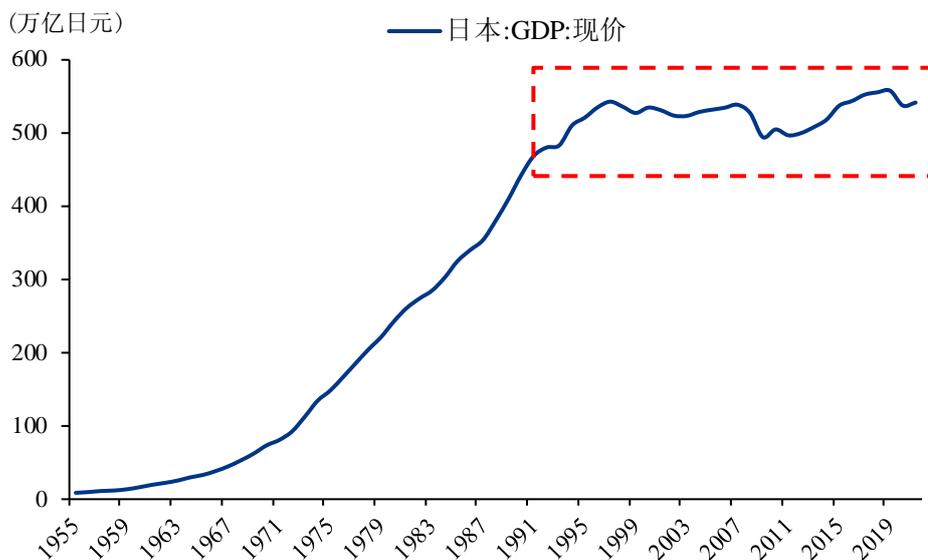
图表1：1980 和 1990 年代，日本经历了一轮巨大的地产泡沫催生与破灭



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表2：地产泡沫破灭后，日本经济陷入长期停滞



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、当前中国经济面临的不是“资产负债表衰退”，而是“现金流量表冲击”

如果一定要给当前中国经济面临的下行压力进行命名的话，我们认为准确的叫法是“现金流量表冲击”，而非“资产负债表衰退”。

（一）引发资产负债表受损的三种情形

如前所述，微观主体所有行为和处境的最终结果都会反映到资产负债表上。但不是所有资产负债表受损都会导致“资产负债表衰退”，要区分具体原因和后果。

资产负债表受损有三种情形：第一，资产价格下跌导致资产缩水；第二，经营不景气，利润表亏损导致所有者权益减少；第三，利润表和资产负债表短期不错，但是资产缺乏流动性，例如应收账款收不回来，现金流量表恶化，严重的话，可能因资金链断裂而被迫清算倒闭。

“资产负债表衰退”通常是第一种情形：资产价格暴跌导致资产端骤然大幅减值，大批居民和企业陷入资不抵债的恶劣处境，在巨额债务压力的逼迫下，将未来所有能够动用的现金流都用于还债。例如张三买了100万元的房子，三成首付，但是房价突然下跌了50%，银行收走房子，张三还倒欠银行20万元，于是被迫秉持“负债最小化”原则抓紧还钱。

但若房价只是下跌了20%，那么对于张三来说，三成首付亏了二成，房子还能继续住，正常还房贷就行。可能会因为“财富效应”而导致心情郁闷或削减一些开支，但总体的生活水平不会出现太大下滑。

回顾历史，我们会发现，“资产负债表衰退”一般出现在巨大的资产价格泡沫破灭之后：一是泡沫催生时，首付或保证金比例很低，资产价格缓冲垫很小，极易被击穿；二



是泡沫的参与者众多，泡沫破裂的影响更加广泛；三是泡沫破裂后资产价格跌幅更大，更容易在短期内出现大量资不抵债的情形。

资产负债表受损的第二种和第三种情形更为常见，尤其是当经济下行压力较大时，比如当前时期。居民和企业收入减少，但支出刚性，入不敷出下，只能想方设法开源节流，减少消费和投资，增加预防性储蓄，静待外部冲击消失和经济好转。**由于此时微观主体主要面临的是收入或现金流方面的问题，我们暂且将其统称为“现金流量表冲击”。**

当然，若“现金流量表冲击”长期持续，也有恶化为“资产负债表衰退”的可能。长期入不敷出，利润表上出现净亏损，同时资产负债表上，负债端所有者权益下降，资产端消耗货币资金，其他资产也将出现减值。终有一天，微观主体也将陷入资不抵债的困境，加剧经济下行压力。

（二）当前经济直面“现金流量表冲击”，未来不确定性增大导致微观主体行为趋于避险化

若将当前经济形势与辜朝明定义的“资产负债表衰退”进行对照，便会发现二者相去甚远。国内资产价格虽有波动，但总体房价相对平稳、股市在经历内外冲击后持续反弹，居民和企业财富未全面出现崩塌式大幅减值。

图表3：上证综指高于疫情之前



资料来源：Wind、粤开证券研究院

但受疫情爆发及间歇性反弹的冲击，我国居民、企业和地方政府的现金流量表遭遇了突出困难。

居民失业增加、收入减少，导致消费和房地产销售下滑。2022年4月城镇调查失业率为6.1%，连续6个月上升，16-24岁青年失业率更是高达18.2%，均显著高于2019年同期的5.0%和9.9%。居民人均可支配收入增速持续下滑，与此同时，平均消费倾向下降，2022年一季度人均消费支出占可支配收入的比重仅为61.8%，显著低于2019年同期的65.2%。再加上疫情对居民消费场景的限制以及居民对房企债务风险的担忧，社会消费品零售总额和商品房销售额更加低迷，4月同比分别下降11.1%和46.6%。



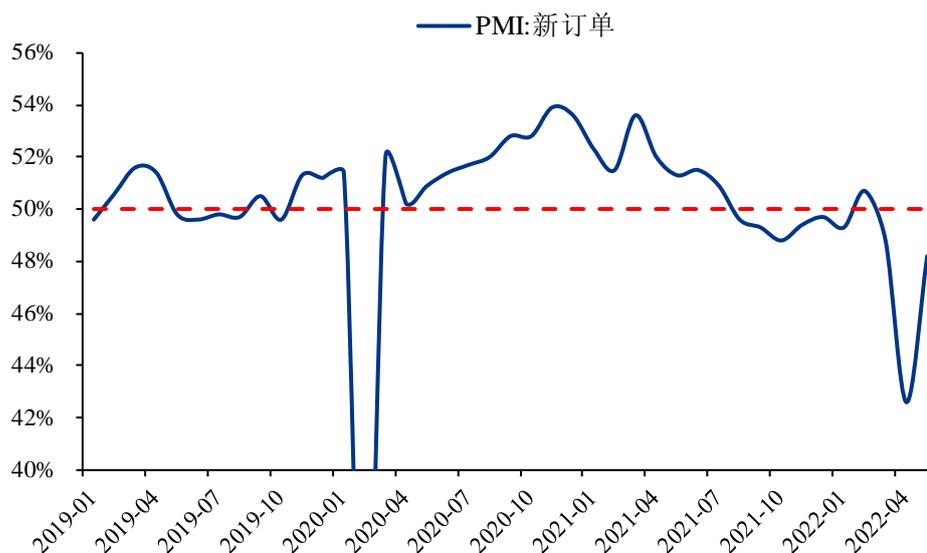
图表4：居民失业率明显上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

企业销售下滑、生产中断，导致就业和投资下降。终端需求下降导致企业销售收入减少，而工资、房租、贷款利息等仍需照常支付，企业入不敷出，只能裁员降薪，导致居民处境恶化。此外，疫情反弹使得人员流动受限、市内和城际交通受阻、供应链产业链紧张，严重干扰正常的生产秩序。4月规模以上工业增加值同比下降2.9%，是自2020年一季度之后首次出现负增长；服务业生产指数同比下降6.1%，连续两个月负增长。市场前景变差加上资金紧张，企业当然不会盲目扩张，投资随之下降。1-4月房地产投资、制造业投资、基建投资累计同比均较1-3月明显下滑。

图表5：制造业 PMI 新订单指数跌至收缩区间

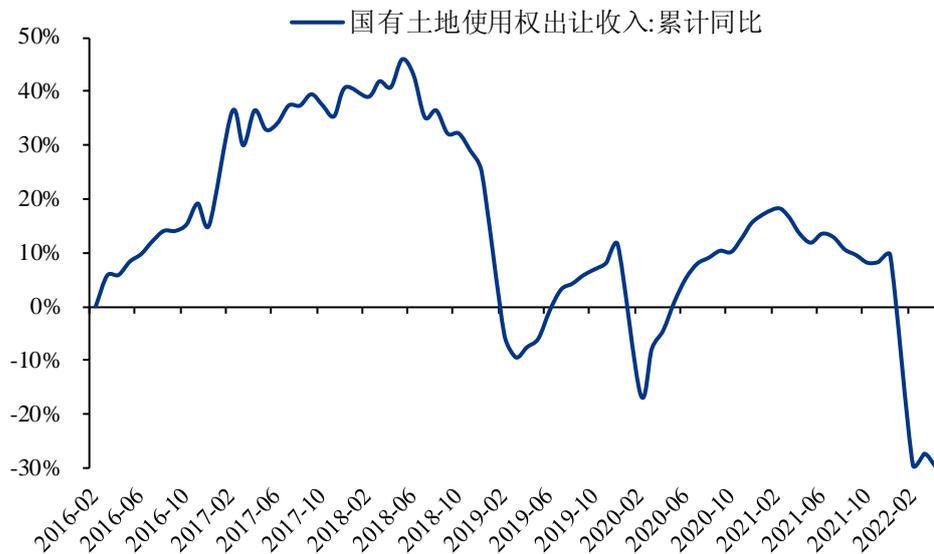


资料来源：Wind、粤开证券研究院



地方政府财政收入减少、支出责任增加，收支矛盾加剧制约财政刺激效果。一方面，经济下行压力增大，叠加大规模留抵退税政策、延续部分税收优惠政策执行期限，财政收入增速进一步下行，同时土地市场延续低迷，地方政府实际可支配财力受限；另一方面，抗疫和纾困支出规模加大，地方政府尤其是基层政府的收支平衡压力较大。地方政府是基本公共服务的提供者、基建的主要投资方、中央政策的执行者，收支矛盾加剧将严重制约财政政策空间和刺激效果。

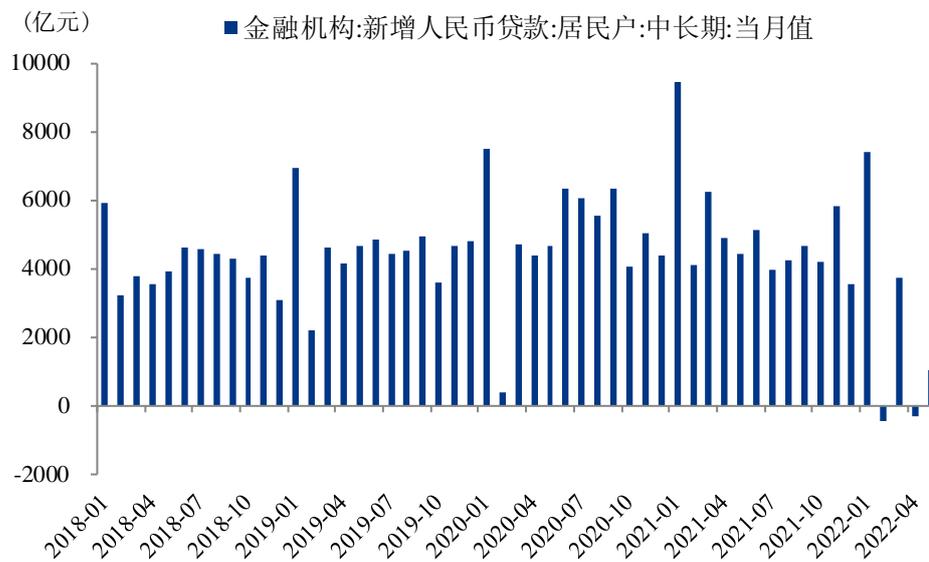
图表6：地方政府土地出让收入大幅下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）

上述问题反映到金融上，便是居民和企业信贷需求不足，导致“宽货币”向“宽信用”传导不畅。居民购房意愿下降导致2月和4月居民新增中长期贷款出现负值，企业投资意愿低迷导致企业贷款短期化特征明显，商业银行只能通过短贷冲量来满足监管要求。由于疫情反弹等导致未来不确定性增大，微观主体行为趋于避险化，增加预防性储蓄，减少消费和投资，进一步加大经济下行压力。

图表7：2022年2月和4月，居民新增中长期贷款出现负值



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、当务之急是打好“现金流保卫战”，防止恶化为“资产负债表衰退”

为什么要区分“资产负债表衰退”与“现金流量表冲击”？因为二者的经济和政策含义完全不同，将二者混为一谈将引发严重问题。

经济含义上，“资产负债表衰退”意味着经济将陷入长期衰退，“现金流量表冲击”则表明经济只是遇到暂时性困难，前者将使市场预期进一步转弱，后者则有助于稳定公众信心。

政策含义上，“资产负债表衰退”是因为资产价格暴跌导致微观主体资不抵债，因此首先需要稳定资产价格，同时政府要加杠杆以对冲私人部门降杠杆；“现金流量表冲击”则是居民和企业入不敷出，因此政府要做的是帮助私人部门开源节流，缓解资金链紧张。前者是“重症需下猛药”，后者是“帮一把，扶上马”。

（一）现金流是生命线，保就业保民生、保市场主体、保基层运转

当前的各类政策正是围绕保护微观主体现金流这一主线而出台的。

居民：保就业保民生。5月25日，李克强总理在全国稳住经济大盘电视电话会上指出，要“努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降”。利好居民的相关政策有：一是统筹好疫情防控和经济社会发展，加快复工复产，防止大量中低收入人群丧失收入来源；二是加大稳岗支持力度，避免就业岗位流失，例如提高失业保险稳岗返还比例、发放一次性留工培训补助、发放一次性扩岗补助等；三是延期还本付息，减轻支出压力，对因感染新冠肺炎住院治疗或隔离、受疫情影响隔离观察或失去收入来源的人群，金融机构对其存续的个人住房、消费等贷款，灵活采取合理延后还款时间、延长贷款期限、延期还本等方式调整还款计划；四是提供救助补助，兜牢民生保障底线，用好中央财政下拨的1547亿元救助补助资金，压实地方政府责任，通过财政资金直达机制，及时足额发放到需要帮扶救助的群众手中。

企业：保市场主体。企业是经济运行的细胞，超1.5亿户市场主体构成经济发展的中坚。留得青山，赢得未来，保住市场主体，就保住了经济增长的源头。利好企业的政策有：一是进一步加大增值税留抵退税政策力度，今年出台的各项留抵退税政策新增退税总额达到约1.64万亿元；二是加大对民航等受疫情影响较大行业企业的纾困支持力度，加大政府采购支持中小企业力度；三是缓解社保费和住房公积金，减免房屋租金，降低用水用电用气用网成本，贷款延期还本付息；四是提供政府性融资担保，加大普惠小微贷款支持力度，提高资本市场融资效率，推动实际贷款利率稳中有降等。

地方政府：保基层运转。部分地区基层财政比较困难，保基本民生、保工资、保运转的“三保”压力增大。中央财政加大对地方政府的转移支付，下沉财力。今年中央对地方转移支付近9.8万亿元，比上年增加约1.5万亿元，规模和增幅都是历年最大的。同时，加快下达各项转移支付，具备条件的5月底前已全部下达，尽早发挥资金使用效益。财政部积极加大对地方财力支持，督促省级财政部门落实主体责任，指导地方各级财政部门严格支出预算管理、加强财政运行监测，筑牢兜实“三保”底线。

（二）把稳增长放在更加突出位置，避免滑入“资产负债表衰退”

除了防止微观主体的资金链继续恶化以外，政府还应加大稳增长力度，提振总需求，使各部门的现金流进入良性循环。居民的消费和购房支出是企业的收入，企业的工资支出是居民的收入，下游企业的订单支出是上游企业的收入。当前居民消费和企业投资意

愿较为低迷，需要宏观调控政策进行有效提振。

5月31日，国务院印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，要求“切实把二季度经济稳住，努力使下半年发展有好的基础，保持经济运行在合理区间”“努力实现全年经济社会发展预期目标”。在稳投资促消费等政策方面，提出了加快推进一批论证成熟的水利工程项目、加快推动交通基础设施投资、因地制宜继续推进城市地下综合管廊建设、稳定和扩大民间投资、促进平台经济规范健康发展、稳定增加汽车家电等大宗消费等6项具体举措。

6月1日，国务院常务会议部署加快稳经济一揽子政策措施落地生效。一是对政策再作全面筛查、细化实化，让市场主体和人民群众应知尽知、应享尽享。二是强化政策落实督促。国务院派到12个省的督查组要在实地督查基础上尽快形成报告，对政策落实中的突出问题予以通报。对各地二季度地区生产总值、城镇调查失业率、扣除留抵退税因素后的财政收入、物价等主要指标，由统计会同财政、人力资源社会保障、税务等部门依法依规实事求是分省公布。

我们相信，在力度更大、节奏更快、目标更明确的一揽子稳增长政策的作用下，微观主体的积极性和活力将逐步被激发，中国经济的市场优势、制度优势和政策优势等中长期有利条件将再度发挥出作用，经济运行将重回需求回升、供给畅通和预期转好的轨道，为党的二十大胜利召开创造良好的、平稳健康的经济环境。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com