



联络人

作者：
中诚信国际 研究院

执行院长 袁海霞
hxyuan@ccxi.com.cn
副总监 张林
lzhang01@ccxi.com.cn
研究员 张文宇
wyzhang.Ivy@ccxi.com.cn
研究员 王晨
chwang01@ccxi.com.cn
研究员 石淼
mshi.mia@ccxi.com.cn



相关报告

政策发力经济边际改善，关注短期内的风险资产结构性机会——宏观经济与大类资产配置月报（2023年8月）

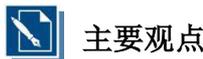
经济恢复性增长但动能仍偏弱，建议关注避险资产配置机会——2023年上半年宏观经济及大类资产配置分析与下半年展望（2023年7月）

需求不足拖累经济修复，资产配置仍建议股债均衡——宏观经济与大类资产配置月报（2023年5月）

经济修复环比放缓结构延续分化，短期内建议股债均衡配置——宏观经济与大类资产配置月报（2023年4月）

经济呈波浪式修复并筑底回升， 建议关注风险资产结构性机会

—2023年三季度宏观经济及大类资产配置分析与四季度展望



主要观点

■ 经济整体“波浪式”修复，三季度呈筑底回升

前三季度中国 GDP 同比增长 5.2%，仍处于持续修复过程中：从复苏阶段上看，社会秩序层面的修复已经基本完成，但尚未达到资产负债表修复的程度；从经济总量上看，产出缺口延续收窄，较常态增长趋势线进一步靠拢；从修复节奏上看，因二季度经济出现回调，前三季度整体呈现出“波浪式”修复；从增长动力上看，服务业与最终消费的增长贡献率保持高位。三季度经济呈现显著的边际改善，GDP 同比增长 4.9%，环比增长、两年复合增长较二季度分别加快 0.8、1.1 个百分点至 1.3% 与 4.4%。具体来看：需求不足问题边际改善，但供需失衡问题仍较为显著，消费、投资与出口仍需政策支撑；供给端修复亮点突出但冷热不均，企业利润边际改善但仍偏弱；通缩压力边际减弱，但价格水平依然处于较低水平；政策性因素依然是支撑社融改善的主因，宽信用仍需政策引导；人民币汇率双向波动整体走贬，后续或阶段性企稳。

■ 经济持续修复仍面临多重风险挑战

居民收入、企业利润、政府财政相较常态水平仍有一定缺口，资产负债表的修复并不能一蹴而就，经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，全球地缘冲突进一步加剧，欧美加息的紧缩效应并未完全释放，外部环境依旧严峻复杂；从供需结构看，供需失衡的格局依然延续，且短期内较难纠正；从微观主体看，居民部门风险偏好整体偏低，企业部门利润收缩幅度依然较大；从债务压力看，宏观债务风险依然处于高位，地方政府的结构性、区域性债务压力依然突出。

■ 经济与政策展望

三季度经济增速与此前预期值完全一致，我们维持对于今年全年 GDP 增速为 5.3% 左右的判断，并预期明年我国 GDP 增速或仍为 5% 以上。推动经济持续复苏的政策展望与建议：市场化的修复依然是根本，政策仍需积极支撑内生动能；在困难中积极创造良好的外部环境，应对好产业链与贸易链重构的压力；各项政策形成合力，以财政政策为主推动需求好转；短期与中长期措施相结合，在增长中化解债务问题，特别是在地方政府债务风险方面，“一揽子化债方案”的实施仍需把控好短期与中长期关系；妥善引导房地产转型，避免房价下行引发资产负债表衰退；继续深化改革开放，全力提升全要素生产率。

■ 前三季度各类资产表现分化，建议关注风险资产结构性机会

前三季度，各类资产表现有所分化，经济修复整体承压、降准降息下，债券表现相对较好，涨幅高于权益及大宗商品；后续看，经济或仍呈弱修复态势，股债均难有趋势性机会，但考虑到宏观政策或继续加力以及权益资产估值较低，可择机增配权益资产，建议关注低估值、稳增长板块；大宗商品方面，OPEC 预计四季度原油供给缺口增至 300 万桶/日，部分产油国减产下四季度原油供需仍偏紧，价格或维持高位，可在回调后增配。

如需订阅研究报告，敬请联系
中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731；
www.ccxi.com.cn

一、经济呈“波浪式”修复，三季度经济筑底回升

2023年前三季度GDP同比增长5.2%，经济仍处于修复过程中。从复苏阶段上看，社会秩序层面的修复已经基本完成，但尚未达到资产负债表修复的程度；从总量上看，产出缺口从一季度的9000亿左右逐季收窄至三季度的5000亿左右，前三季度经济增速较去年同期3%的增速水平显著改善；从节奏上看，一季度经济修复超预期，二季度出现回调，三季度边际改善，环比增速分别为2.3%、0.5%和1.3%，两年复合增速分别为4.6%、3.3%和4.4%；从增长动能上看，服务业、最终消费对经济增长贡献保持阶段性高位。整体上看，经济虽然在波折中呈现出“波浪式”修复，但三季度经济显著改善并呈现出筑底回升的趋势，其中服务业生产和消费恢复性增长，基建投资的持续支撑，以及出口的降幅收窄是经济改善的主要拉动。由于三季度增速与我们二季度的预期值完全一致，我们维持对于今年年度增速5.3%左右的判断。

表1 2023年季度中国宏观经济核心指标一览表

	2023年					2022年		同比变化
	两年复合增速	Q3	9月	8月	Q2	Q3	9月	
GDP（当季同比，%）	4.40	4.9	-	-	6.3	3.9	-	↑
GDP（累计同比，%）	4.09	5.2	-	-	5.5	3.0	-	↑
第一产业（当季同比，%）	3.80	4.2	-	-	3.7	3.4	-	↑
第二产业（当季同比，%）	4.90	4.6	-	-	5.2	5.2	-	↓
第三产业（当季同比，%）	4.20	5.2	-	-	7.4	3.2	-	↑
工业增加值（同比，%）	3.95	4.00	4.50	4.5	3.8	3.9	6.3	↑
服务业生产指数（同比，%）	3.93	7.90	6.9	6.8	8.7	0.1	1.3	↑
投资（累计同比，%）	4.49	3.10	3.10	3.2	3.8	5.9	5.9	↓
制造业投资	8.13	6.20	6.2	5.9	6	10.1	10.1	↓
房地产投资	-8.55	-9.10	-9.1	-8.8	-7.9	-8.0	-8.0	↓
基建投资（不含电力）	7.39	6.20	6.2	6.4	7.2	8.6	8.6	↓
民间投资	0.69	-0.60	-0.6	-0.7	-0.2	2.0	2.0	↓
社零额（同比，%）	3.71	6.80	5.50	4.6	8.2	0.7	2.5	↑
出口：同比（%，美元）	2.59	-5.70	-6.20	-8.8	-3.4	11.6	4.6	↓
进口：同比（%，美元）	-2.14	-7.50	-6.30	-7.3	-6.9	3.5	-0.4	↓
贸易顺差（亿美元）	-	6304.21	778.31	683.6	4041.08	6295.6	826.76	↑
CPI（同比，%）	1.20	0.40	0.00	0.1	0.7	2	2.8	↓
PPI（同比，%）	1.30	-3.10	-2.50	-3.0	-3.1	5.9	0.9	↓
M2：同比（%）	11.20	10.30	10.30	10.6	11.3	12.1	12.1	↓
新增社会融资规模（亿元）	-	293300	41200	31200.0	215488	277730	35300	↑

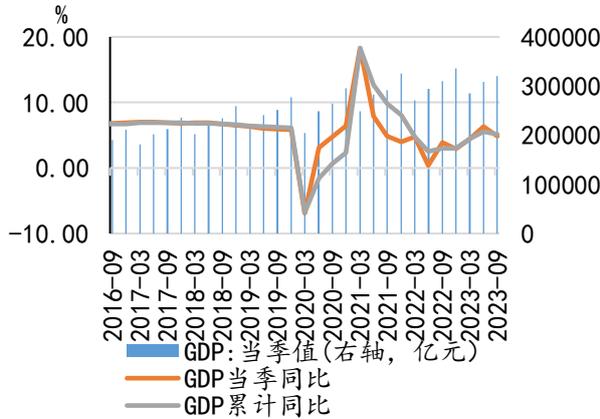
（注：复合增速均为Q3列的复合增速；同比变化箭头表示2023年Q3与上年同期比较变化）

（一）波浪式修复之下产出缺口逐季收窄，秩序性修复阶段已基本完成

经济修复节奏虽有波折，但产出缺口持续收窄，增长动力结构性调整延续。今年以来产出缺口逐季收窄，由一季度的 9000 亿左右收窄至二季度的 7000 亿左右，三季度进一步收窄至 5000 亿左右。从经济修复节奏来看，上半年两年复合增速（3.9%）低于 2020-2022 年三年同期的复合增速（4.4%），总体来看上半年依然是“弱复苏”，其中二季度修复环比走弱，环比仅增长 0.5%，三季度修复边际改善，环比较二季度加快 0.8 个百分点。增长动力结构性调整延续，三次产业与三大需求贡献率趋于常态。从三次产业来看，一季度第三产业对经济增长的贡献率由去年底的 41.8% 回升至 69.5%，上半年保持在 66.1%，前三季度为 61.5%，与疫情前水平基本持平，是经济修复的主要拉动力。从三大需求来看，最终消费的经济增长的贡献率也由 2022 年底的 32.8% 回升至 83.2%，为 2015 年以来最高值（剔除低基数带来的异常值），资本形成总额贡献率为 29.8%，总体向常态水平回归，净出口对经济增长贡献率为 -13%，较疫情期间出现一定下滑。

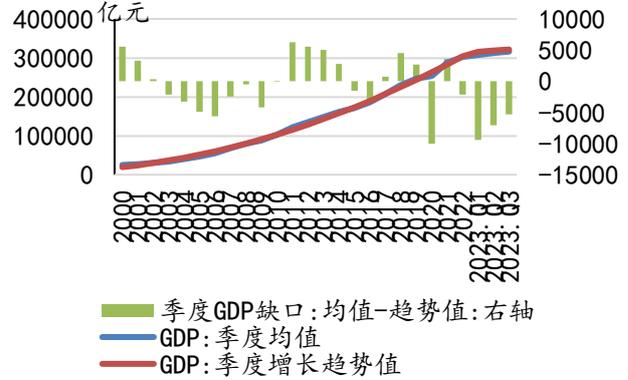
秩序性修复阶段已基本完成，经济筑底回升为向资产负债表修复奠定基础。如我们在半年报中所指出的，本轮经济修复或需要经历三个阶段：一是社会秩序和交易修复，以物流、人员流动和市场交易的恢复为主；二是资产负债表修复，以企业利润、居民就业、财政状况改善为主；三是回归常态化增长，即以实现常态的资产负债表扩张和经济增长为特征。截至 9 月，货运运输指数已经超过 2019 年同期，客运运输指数接近 2019 年同期，秩序性修复阶段已基本完成。7 月以来积极因素逐步积累：从居民部门来看，城镇调查失业率由 7 月的 5.3% 下行至 9 月 5%；至三季度居民人均可支配收入实际同比为 5.9%，较二季度延续回升，且超过当季的 GDP 增速，人均消费支出增速也有所回升；从企业部门看，工业企业利润降幅加快收窄，1-8 月同比为下降 11.7%，降幅较前值收窄 3.8 个百分点。

图 1：GDP 同比增速与规模



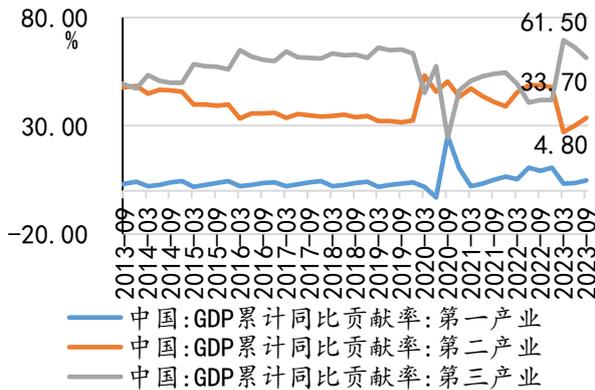
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 2：产出缺口依然较大但边际收窄



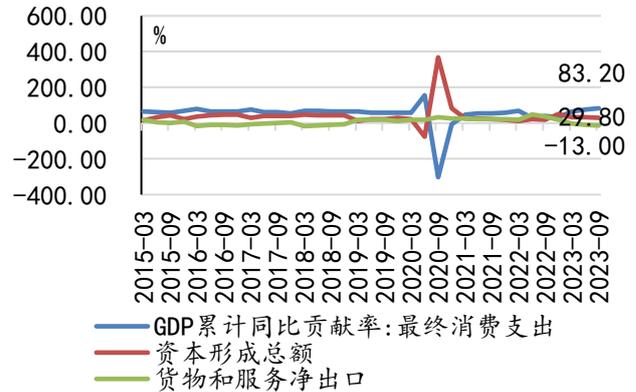
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 3：第三产业贡献率基本回归常态



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 4：消费对经济增长贡献基本回归常态



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）需求不足问题边际改善，但供需失衡问题仍较为突出

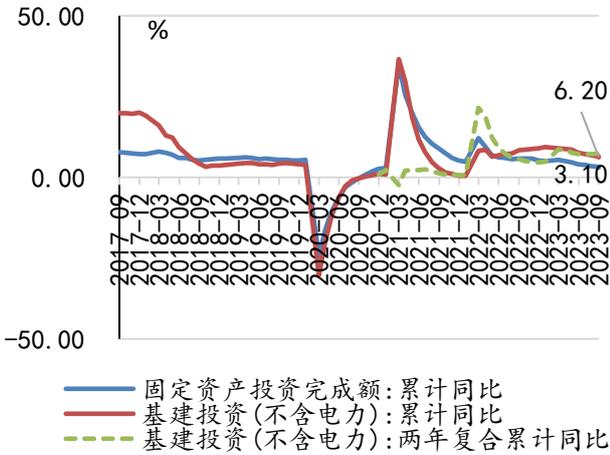
从支撑因素看，服务消费回暖且延续改善，出口增速底部或已出现，基建投资继续发挥“托底”作用。从投资看，今年以来基建投资持续起到稳定投资的重要作用，基建投资增速（不含电力）始终高于固定资产投资增速，前三季度基建投资实现同比增长 6.2%（同期固定资产投资增速为 3.1%），10 月 24 日财政部增发国债 1 万亿，对于后续灾后重建及水利设施等基建领域将起到重要的支撑作用。多项稳增长措施发力生效下，制造业投资保持韧性，前三季度同比增长 6.2%，较上半年回升 0.2 个百分点，均对固定资产投资起到了拉动作用。从消费来看，今年 1-9 月餐饮收入同比增速为 18.7%，统计局从 7 月开始统计服务零售额的累计同比状况，三季度以来保持 18% 以上的增速，服务消费的持续复苏也推动了服务业生产指数的恢复性增长，今年以来住宿和餐饮业服务业生产指数同比增速持续高于 14%。在服务消费带动下，三季度以来社

零售当月同比增速逐月回升，9月回升至5.5%，前三季度同比增长至6.8%的较高水平。从出口看，今年以来出口增速波动较大，随着基数走低、美国东盟等贸易伙伴景气水平边际回升及大宗商品价格较高，8月出口当月同比降幅收窄至-8.8%，9月进一步收窄至-6.2%，出口增速底部或已出现。从出口的产品结构来看，“新三样”产品出口表现亮眼，前三季度，电动载人汽车、太阳能电池、锂电池为代表的“新三样”出口额同比增长41.7%。从出口的区域结构来看，东盟等一带一路等地区对我国外贸的比重稳步上升。截至9月，东盟及俄罗斯占我国出口比重约为18.6%（美元计价），较2022年上升0.7个百分点。

从制约因素看，多重因素拖累之下“三驾马车”皆存在一定的下行压力。从投资看，今年以来，固定资产投资累计同比从1-2月的5.5%逐月下行至9月的3.2%，基建投资、制造业投资累计同比较年初边际走弱，房地产投资降幅扩大。其中，1-9月房地产投资同比下降9.1%，降幅较前值扩大0.3个百分点，且从房屋新开工面积及商品房销售来看，房地产投资对投资的拖累或仍将持续。基建投资或受财政收支压力较大、债务约束以及基建投资效率降低等因素影响，也存在一定的边际下行压力。制造业投资或将受到出口增速波动的影响。从消费看，1-9月社零额同比增长6.8%，但社零额同期两年复合增速仅为3.7%，显著低于疫情前。消费修复结构有所分化，服务消费强于商品消费，商品消费中，金银珠宝、化妆品等非生活必需品可选消费增速较高，但日用品类、粮食饮料烟酒类商品消费增速则均不及社零额增速水平，而与地产链条相关消费持续偏弱。疤痕效应、资产缩水以及收入缺口等因素改变了居民部门的风险偏好，消费持续高增长的可持续性依然值得观察。从出口看，地缘政经冲突扰动全球贸易，欧美加息紧缩效应仍未完全释放，全球经济增长依然承压等不利因素影响下，我国出口仍承压。出口“新三样”产品表现亮眼，但其占我国出口比重较低，且大国博弈背景下我国高新技术产品增速处于持续收缩区间。

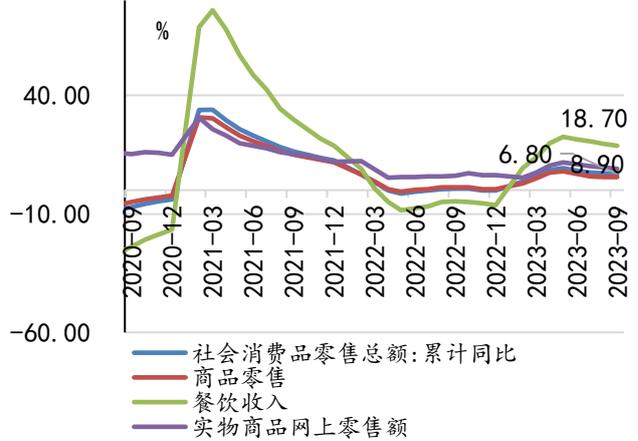
总体来看，当前需求不足的状况边际改善但供需失衡矛盾依然突出，消费、投资与出口需求的提振仍待政策呵护。

图 5：基建投资继续发挥“托底”作用



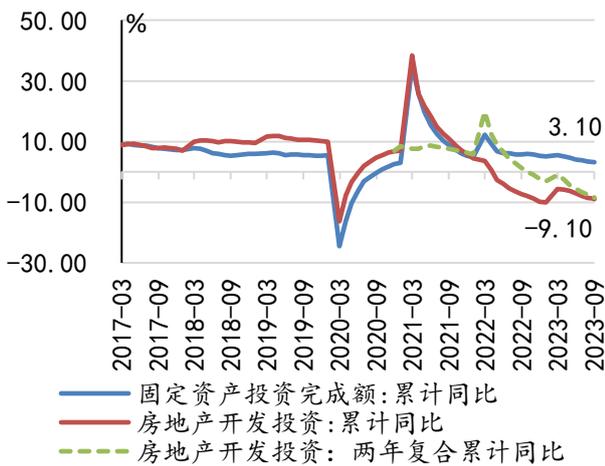
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 6：服务消费较好



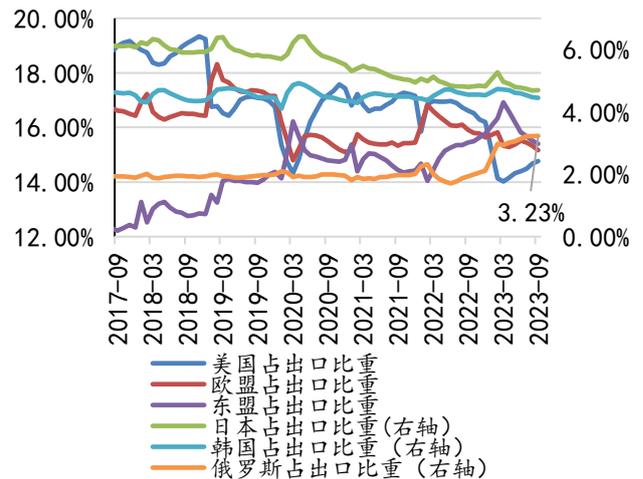
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 7：房地产投资拖累加深



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 8 欧美日韩出口占比回落幅度高于东盟及俄罗斯升幅



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（三）供给端修复亮点突出但冷热不均，利润水平边际改善但仍偏弱

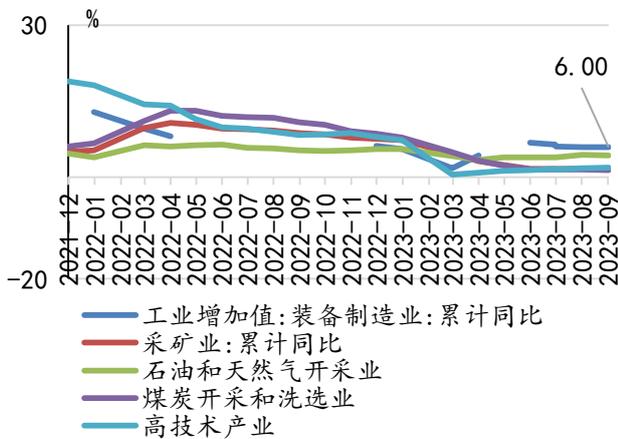
从支撑因素看，工业生产有韧性，特别是装备制造类生产表现较好，接触性服务行业回暖带动服务业生产实现恢复性增长。今年以来工业增加值始终保持韧性，1-9月工业增加值为4%，较前值回升0.1个百分点，两年复合增速为4%，三年复合增速为6.5%（疫情前常态化水平约为6%左右）。同时在“新三样”产品出口大幅增长之下，以汽车和电气机械器材生产为主的装备制造业实现较快发展，1-9月装备制造业增加值增长6%，比规模以上工业增加值高出2个百分点。同时接触型服务业实现恢复性增

长，受“吃、穿、行”及周边的接触型消费拉动，住宿和餐饮业服务业生产指数同比增速持续高于14%，带动前三季度服务业生产指数实现7.9%的较高增速水平。

从制约因素看，出口下滑对工业生产的扰动有所显现，接触性服务以外的服务业依然较低迷，利润改善速度偏慢制约生产改善。受出口增速下滑、需求偏弱等因素影响，工业增加值当月同比增速由2月份的18.8%波动回落至9月的4%。今年1-9月高新技术产品出口下降13.7%，今年以来累计同比增速持续位于两位数的负增长区间，同期高技术产业增加值同比为1.9%，较去年底7.4%的增速水平大幅回落。随着回补效应、节日效应逐渐消退，接触型服务业生产修复斜率或延续放缓。此外受房地产市场持续低迷影响，租赁与商务服务业同比增速年初以来也呈边际回落走势。存货去化速度偏慢、中下游产品价格支撑偏弱，利润收缩的总体格局也制约了工业企业的增产扩产意愿。

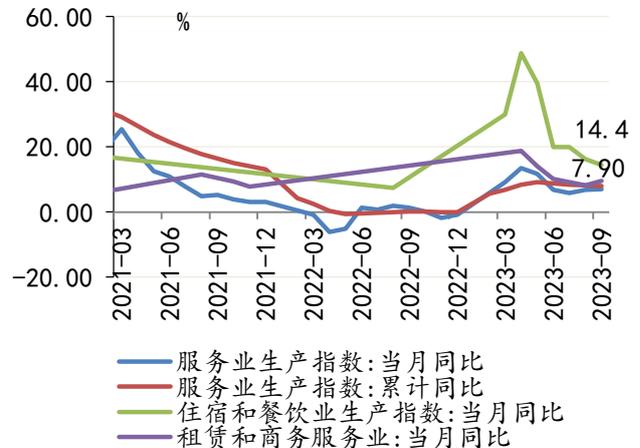
总体上看，经济生产端依然保持了较高的韧性，但生产持续修复仍受制于需求偏弱，企业利润虽有边际改善但生产经营仍承压。

图 9：装备制造业表现较好



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

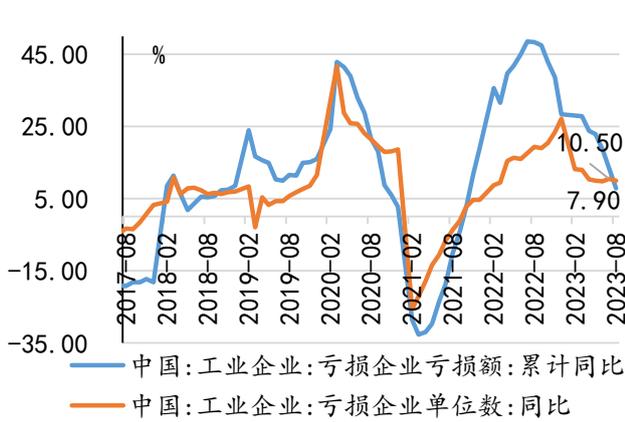
图 10：住宿餐饮生产相对较好



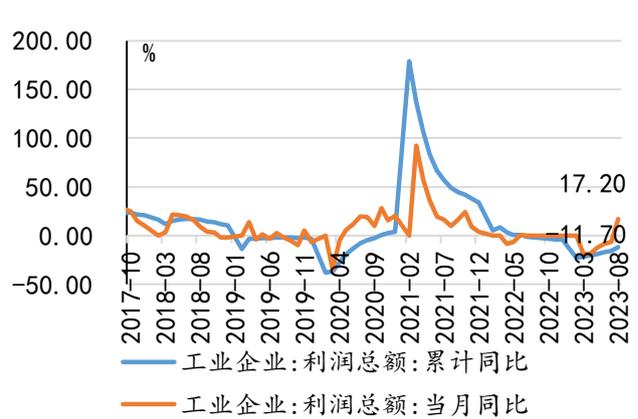
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 11：工业企业亏损额同比仍较高

图 12：企业利润降幅仍较大



数据来源: Wind, 中诚信国际整理



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

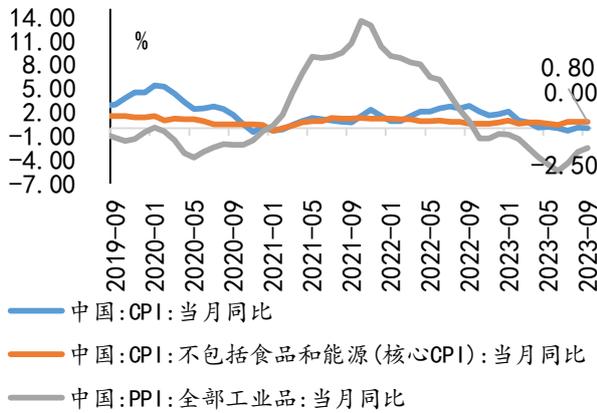
(四) 通缩压力边际减弱，但价格水平依然较低

从支撑因素看，稳增长政策落地生效、内需逐步企稳下供求关系或延续边际改善，支持价格低位企稳。7月以来多项稳增长政策出台落地，8月份下调政策利率、9月降准，向市场释放流动性，财政政策持续发力，三季度以来专项债加速发行，8月底房地产政策“组合拳”密集出台，10月增发1万亿国债，稳增长、扩需求政策发力见效均有利于抬升通胀中枢。9月CPI环比上涨0.2%，环比连续3个月为正，PPI降幅连续3个月收窄，价格水平改善的趋势进一步确立。后续原油等上游原材料价格持续高位运行，服务消费延续改善，叠加基数效应影响，预计四季度CPI或呈低位企稳回升态势，PPI同比降幅有望延续收窄。

从制约因素看，核心CPI回升依然受到终端需求偏弱制约，PPI改善仍受中下游价格偏低的影响。今年以来核心CPI始终不足1%，表明终端消费需求虽有改善但力度依然不足，消费降级的现象也制约价格回升。9月PPI同比下降-2.5%，降幅较上月收窄0.5个百分点，但今年以来持续负增长。7月以来PPI降幅收窄的重要原因之一是受上游价格回升影响，但中下游的工业企业的利润空间受到挤压，同时工业消费品及商品消费增速依然偏低，中下游工业产品的价格也难以较快回暖。

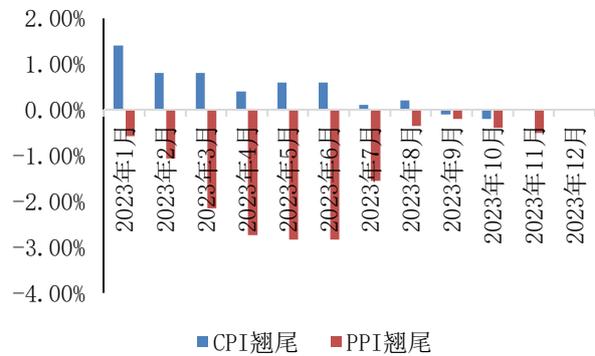
总体看，稳增长政策落地生效、内需延续改善，加之基数效应支撑，年内CPI及PPI同比或以温和抬升为主。同时应注意当前价格水平依然偏低，依然需要警惕与避免形成物价与资产价格双双走低的局面。

图 13：通缩压力边际减弱



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 14：2023 年翘尾走势



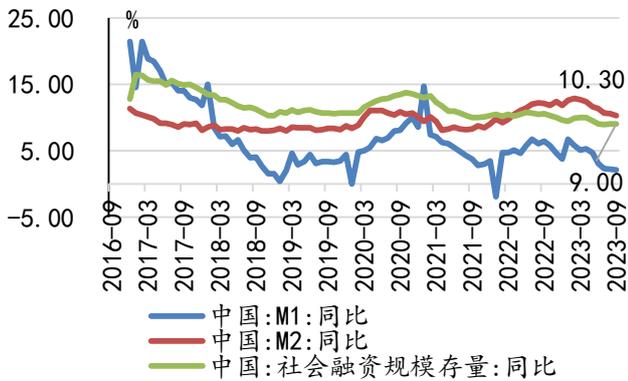
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（五）政策性因素依然是支撑社融改善的主因，宽信用仍需政策呵护

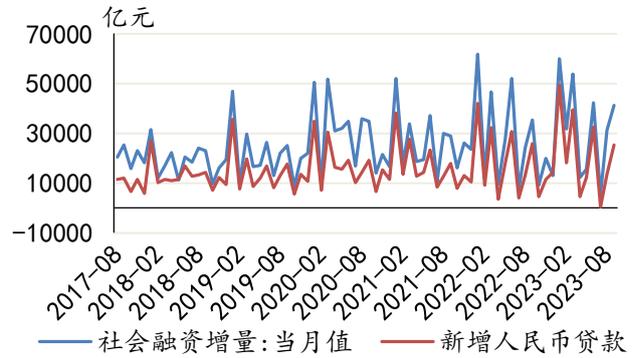
从支撑因素来看，政策性因素支撑的融资需求较强，经济边际改善对社融延续改善形成一定支撑。前三季度新增社融累计 29.3 万亿，其中政府债融资项为 5.96 万亿，占比依然处于 20.3% 的高位。随着三季度以来经济基本面呈现出边际改善态势，居民短期贷款与企业中长期贷款也分别受到消费与基本面延续改善的支撑。其中 8 月及 9 月居民短期贷款连续两个月同比多增，9 月中长期贷款同比由少增转为多增 2014 亿元，或表明居民购房意愿回升、提前还款倾向有所降低，8 月、9 月企业中长期贷款新增 6444 亿元、12544 亿元，新增规模也较大。

从制约因素来看，居民按揭贷款改善的可持续性依然需要观察，市场自发的融资需求仍偏弱，微观主体活力依然较低。9 月 30 大中城商品房销售同比为 -22.3%，房地产销售低迷的状况并未扭转，居民中长期贷款增长的后续动力还需观察。同时自发性的融资需求也仍偏弱，比如社融存量中的企业债当月同比增速 5 月份由正转负，9 月进一步回落至下降 0.3%。此外，9 月 M2 同比与社融存量增速之差为 1.3 个百分点，延续收窄态势，但货币供给与融资需求之间的差距依然较大。9 月 M1 同比 2.1%，较上月下降 0.1 个百分点，连续五个月走低，为 2022 年 2 月以来新低。M1 与 M2 剪刀差依然高达 8.2 个百分点，反应实体经济活力依然较弱，资金活化程度有待加强。

总体上看，四季度或将延续 9 月的社融改善逻辑，居民短期贷款与企业中长期贷款延续改善仍有支撑，但居民按揭贷款改善的可持续性依然需要观察，企业自发的融资需求改善或也依然需要时间。

图 15：M2 与社融剪刀差仍较大


数据来源: Wind, 中诚信国际整理

图 16：社融规模延续回升


数据来源: Wind, 中诚信国际整理

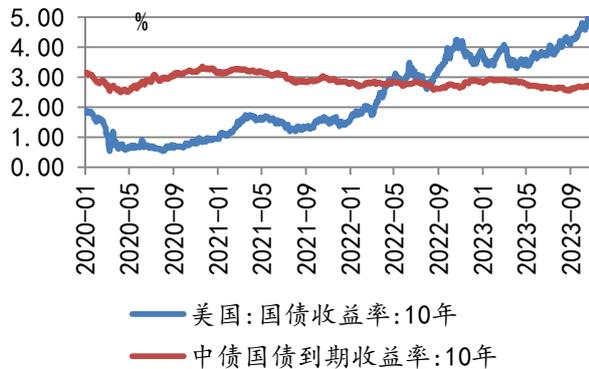
（六）人民币汇率双向波动整体走贬，后续或阶段性企稳

从支撑因素来看，一是国内经济延续边际改善态势，宏观基本面对人民币汇率带来一定支撑。二是外汇政策加码助力外汇市场平稳运行。8 月份以来，人民币汇率波动加大之下，稳外汇政策加码，9 月 1 日，人民银行宣布下调金融机构外汇存款准备金率；9 月 11 日，全国外汇市场自律机制专题会议召开，强调金融管理部门有能力、有信心、有条件保持人民币汇率基本稳定等。三是欧美等主要发达经济体货币政策紧缩渐近尾声，中美利差走扩带来人民币贬值压力加大的情况或有所缓解。10 月美国联邦储备委员会主席鲍威尔在纽约经济俱乐部发表讲话时暗示，美联储可能在下次货币政策会议上继续暂停加息。

从制约因素来看，一是欧美央行的政策利率依然较高，高利率水平仍将维持一段时间，中美利差倒挂的情况短期难以扭转，我国货币政策逆周期调整仍面临一定的外部压力。二是美国的高利率使得美元指数仍处于阶段性高位，美元指数 10 月以来均位于 105 以上，短期内也仍将对人民币汇率带来一定压力。三是全球地缘冲突仍在持续，加剧了全球金融环境及资本市场的波动，并可能会推高避险需求，从而对人民币的需求形成一定的挤出。

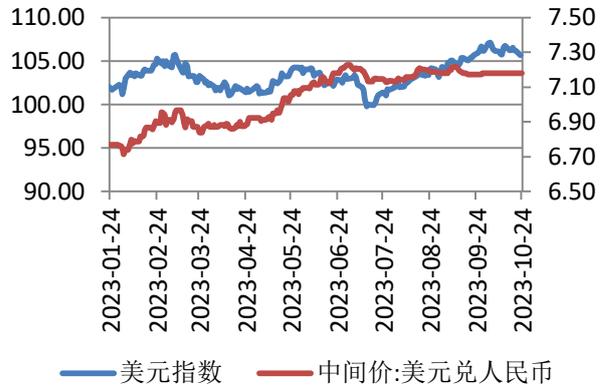
总体上看，我们维持此前判断，中美利差持续倒挂、美元指数高位波动下，短期内人民币汇率仍承压。但随着稳增长政策生效助力国内经济延续边际改善态势，以及美联储加息进入尾声，四季度人民币汇率或保持双向波动，阶段性企稳。

图 17：中美利差较大



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 18：人民币汇率走贬



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

二、宏观经济运行面临的风险及挑战仍存

三季度经济修复略高于预期，但经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，全球地缘冲突进一步加剧，欧美加息的紧缩效应并未完全释放，外部环境的不稳定性与不确定性进一步上升；从供需结构看，供需失衡的格局依然延续，且短期内较难纠正；从微观主体看，居民部门风险偏好整体偏低，企业部门利润收缩幅度依然较大；从债务压力看，宏观债务风险依然处于高位，地方政府的结构性、区域性债务压力依然突出。从资产负债表看，居民收入、企业利润、政府财政相较常态水平仍有一定缺口，资产负债表的修复并不能一蹴而就。

（一）全球地缘冲突进一步加剧、欧美加息的紧缩效应尚未完全释放，我国外部环境依然严峻复杂

俄乌冲突未平巴以冲突又起，中美大国博弈在“去风险”框架下竞争日趋复杂。地缘冲突扰动全球能源供应链，加速全球产业链重构，并加剧不同阵营间的对抗情绪。在此背景之下中美之间大国博弈延续，欧盟委员会主席冯德莱恩提出“去风险”概念，并被美国所接受，这意味着美欧在对华策略上达成统一，我国面临的外部环境的不确定性及其复杂性进一步上升。全球地缘冲突加剧背景下全球贸易或将延续低迷，部分主要经济体着眼于保护本国产业并加速回收关键产业，世界范围内“逆全球化”趋势正在日益加剧。世贸组织（WTO）调低了上半年对全球贸易前景的预测，对 2023 年全年商品贸易量的增长预测从 1.7% 调低至 0.8%，近乎下调 50%，相较于过去 12 年 2.6% 的

平均增速水平下降 70%，中国经济面临的外部环境仍然十分严峻，出口贸易活动存在较大不稳定性。

欧美加息的紧缩效应尚未完全释放，全球经济增速预期有所下调，目前欧央行基准利率为 4.5%，美联储基金目标利率为 5.5%，高利率下债券、房地产等对利率敏感的资产价格显著下行，美国大中城市房价指数自加息以来显著下滑，加息带来的信贷紧缩正在释放，美国商业银行的工商业贷款有所下调，消费贷款增速放缓，加息紧缩也有时滞，后续或会持续释放。在地缘政经冲突以及欧美高利率的约束下，主要国际机构下调明年全球经济增速至 3% 以下。

图 19：今年以来我国高技术产品出口持续收缩



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 20：三季度以来部分机构对全球经济增速预测

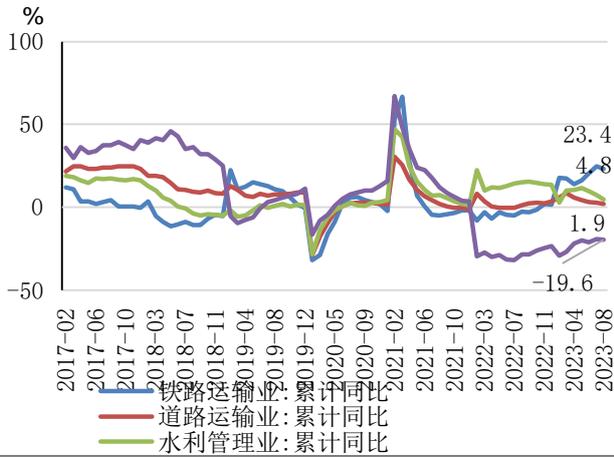


数据来源：wind, 中诚信国际整理

（二）供需失衡仍是经济修复的重要制约，且短期内或较难扭转

投资与出口边际走弱的压力依然存在，企业信心不足也是制约投资回暖的重要阻碍。从投资看，财政收支缺口仍存叠加地方政府的债务约束，基建投资的大幅增长仍受制约；从当前的新开工面积、销售面积等数据来看，房地产投资还将持续拖累；由于全球贸易处于低迷阶段，叠加我国面临的外部环境严峻复杂，出口仍有出现负增长的可能，而制造业投资或受出口下行的扰动。此外，当前企业信心依然不足、预期依然不稳，企业经营指数（BCI 指数）在二季度以来边际回落，由 3 月份的 58.9% 边际回落至 9 月的 49.9%，叠加亏损企业的亏损额的增速依然超过 10%，市场自发的投资意愿或将持续偏弱。

图 21：基建行业增速高于土地出让收入增速



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

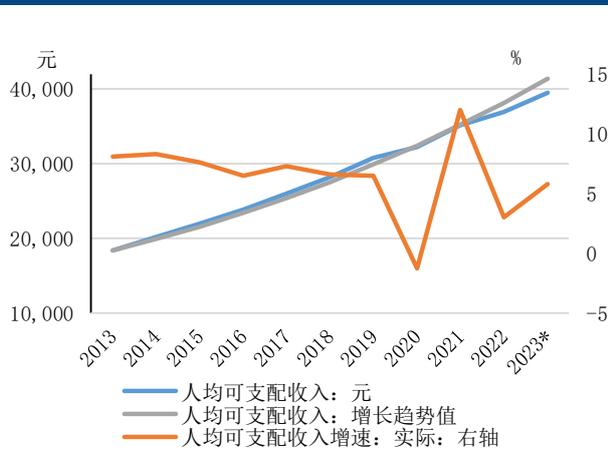
图 22：制造业投资与出口增速正相关且边际放缓



数据来源：wind, 中诚信国际整理

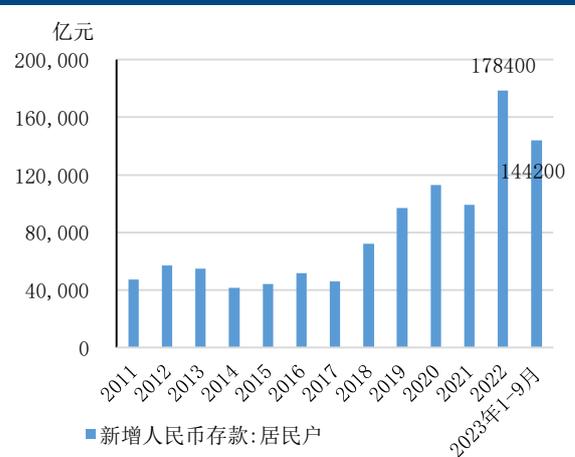
从消费看，消费持续改善的基础依然不牢。当前居民收入增速边际改善，这为消费改善提供一定基础，但疫情期间居民收入特别是经营性收入受损较为严重，居民收入缺口并未完全弥补，2023 年居民收入缺口仍约为可支配收入的 9%，消费持续改善基础仍不牢固。此外，居民部门行为模式出现变化，消费降级现象较为突出。今年以来居民部门超额储蓄现象仍存，前三季度新增存款规模为 14.4 万亿，已超过 2020 年、2021 年全年水平，今年全年或再超 17 万亿。从消费结构来看，今年前三季度居民食品消费占比（恩格尔系数）相较 2019 年上升了 2.1 个百分点至 29.7%，而在教育文化娱乐、居住、家庭设备等消费升级领域的支出占比出现不同程度下降。消费者信心指数、预期指数及满意指数的常态中位数为 120% 左右，但目前仍在 90% 以下。

图 23：居民部门收入缺口尚未弥补



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

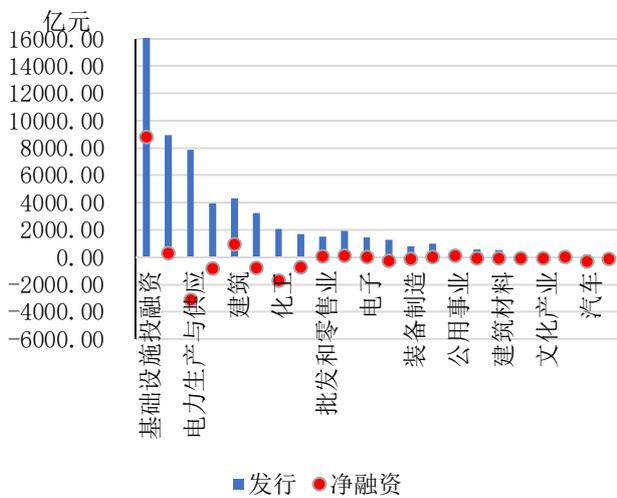
图 24：居民超额储蓄现象仍存



数据来源：wind, 中诚信国际整理

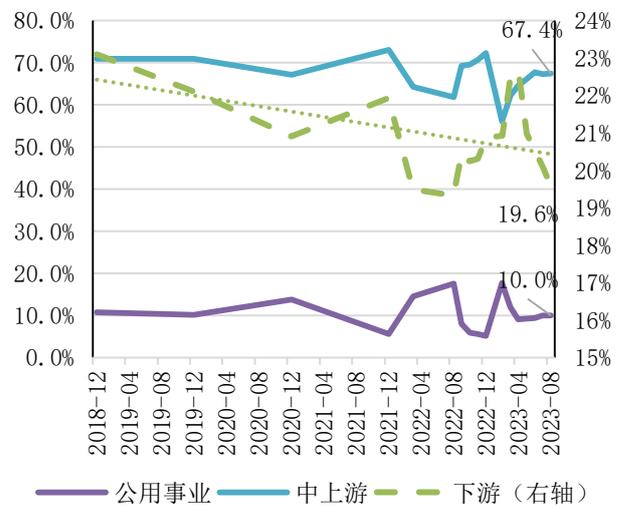
从要素市场来看，要素资源的分布不均加剧供需结构性失衡，目前我国要素市场的改革尚不充分完善，上游对于金融资源的占用以及对利润分配对下游形成了一定挤压，加剧了供需结构性失衡。从债券市场来看，前三季度债券市场融资主要刘翔基础设施、电力等上游与政策性较强的行业。下游工业企业利润占比已连续两季度呈现下滑趋势，第三季度占比降至 20% 以下，为 2019 年以来最低值。要素资源的分布不均衡制约了中下游及终端消费的修复与回暖。

图 25：债券融资向上游与政策性强的行业倾斜（截至 2023. Q3）



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 26：下游工业企业利润占比降至 20% 以下



数据来源：wind, 中诚信国际整理

（三）价格水平仍低，微观企业利润改善仍存在多重制约剧

价格、周转流通速度以及成本等问题依然制约微观企业利润改善。从工业企业产成品周转天数来看，1-8 月产成品存货累计周转天数为 20.3 天，仍处于 2020 年下半年以来的较高位置；从应收账款回收期来看，回收天数为 63.5 天，较前值减少 0.1 天，但仍位于近 5 年来的较高位置。从工业企业的成本来看，企业每百元营收中的成本为 85.17 元，前值为 85.22 元，处于近年来的高位。从价格来看，首先是 GDP 平减指数为负使得二季度的名义 GDP 增速低于实际增速，这使得微观主体的实际感受低于统计数值。其次是工业产品出厂价格的降幅收窄主要体现在上游制造环节，中下游工业企业的利润占比总体走低，9 月下游利润占比从前值 20.1% 进一步回落至 19.6%，后续仍需持续关注价格水平对于企业利润改善的制约。

图 27：工业企业亏损规模同比边际回落但仍较高



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 28：企业成本仍处于较高水平



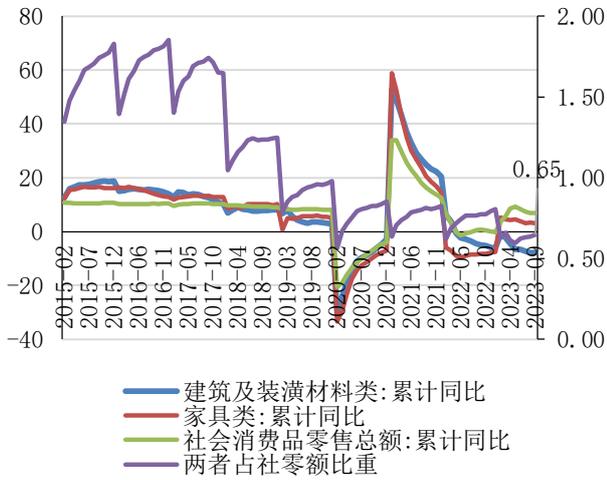
数据来源：wind, 中诚信国际整理

（四）需警惕房地产二次探底中其风险的持续外溢与传导

房地产对于经济的拖累短期内或难以扭转。在房地产供求关系发生重大变化的背景下，4月份以来市场销售和投资跌幅进一步扩大，特别是受行业深度调整、房地产行业供需变化影响，本轮地产底部运行的态势持续时间或远高于此前。7月以来，推动落实“认房不认贷”、降低首付比例和贷款利率、调整存量贷款利率、居民换购住房退税优惠延期等房地产调整政策密集出台，但1-9月房屋新开工面积降幅进一步扩大至23.4%，房企拿地意愿不足，土地购置费持续下行，第三季度成交土地总价累计同比-28.8%。三季度商品房销售面积同比下降7.03个百分点，降幅较前两季度扩大近5个百分点，1-9月商品房销售额累计同比下降10.37%，较1-8月降幅扩大1.39个百分点，同时地产行业资金压力不减，房地产开发企业到位资金累计同比已持续19个月为负，1-9月同比下降12.89%。

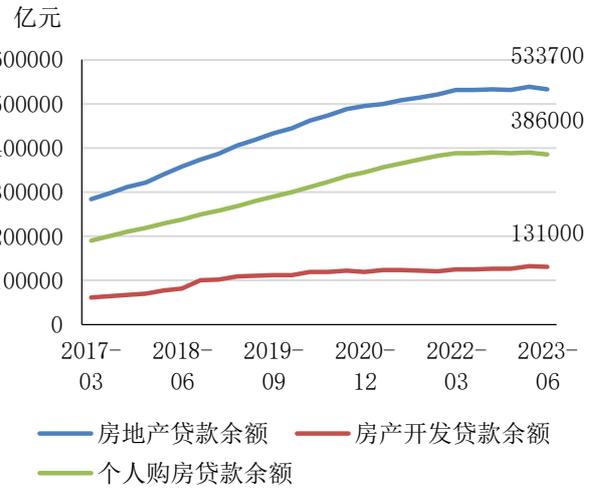
未来需警惕地产价格大幅下跌引发风险向其他部门传导，第一，从消费领域来看，居民资产受损、提前还贷等因素进一步挤出消费，今年以来房地产链相关的消费增速显著下行；第二，从金融领域来看，贷款中约53万亿跟房地产相关，房地产下行带来金融体系风险敞口扩大；第三，房地产下行也直接带来政府性基金收入的收缩，加大地方政府的财政收支压力；第四，地产行业涉及的产业链条较长，相关产业占GDP比重达到20%-30%，行业下行风险或将传导至建筑、建材以及家电等相关行业。

图 29：房地产市场需求持续下行



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 30：房地产相关贷款余额约达 53 万亿

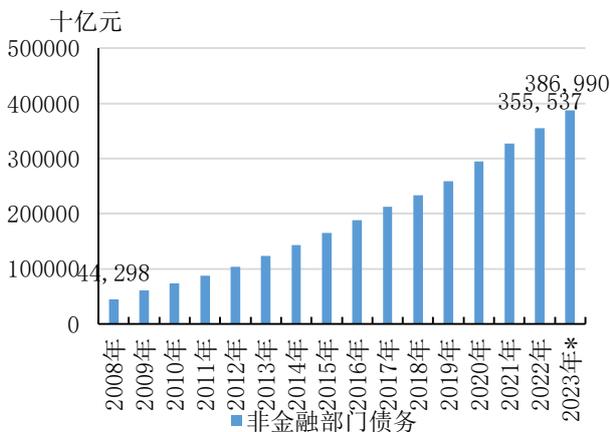


数据来源：wind, 中诚信国际整理

（五）宏观债务仍处高位，付息压力加大经济金融脆弱性

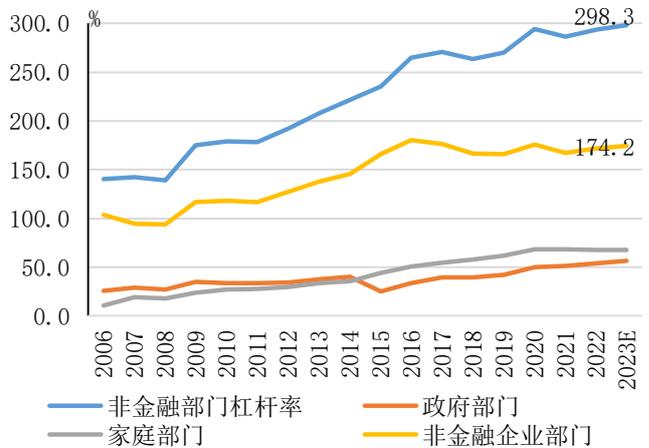
宏观杠杆率接近 300%，各部门付息压力依然较大。我们预计 2023 年宏观债务规模将达到 387 万亿左右，宏观杠杆率约为 298.3%。债务规模高企下，付息压力加大，假设平均融资成本为 5%，则每年的利息支出占 GDP 的比重达到 14% 以上，占新增社融的比重约为 56%（据 2022 年数据估算）。由于企业基本面变差以及融资需求变化，经济运行中的庞氏融资占比可能在上升，高债务压力下三角债以及重点领域风险交织可能带来区域性、结构性风险，也会进一步加剧经济金融脆弱性。

图 31：非金融企业部门债务水平高位运行



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 32：高债务水平下付息压力较大

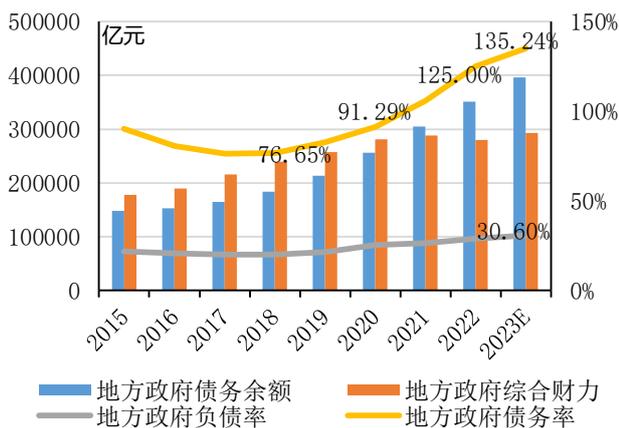


数据来源：wind, 中诚信国际整理

（六）地方政府的结构性、区域性债务风险进一步凸显

疫情冲击下积极财政加大逆周期、跨周期调节力度，地方政府显性债务快速增长，地方政府负债率虽仍低于 60%警戒线，但地方政府债务率或被动上升至 136%左右，付息压力较大。地方债结构性、区域性风险依然突出：第一，地方债务结构与政府财力存在错配。地方债务中专项债务占比超 60%，对应的政府性基金收入占广义财政收入的比重近年来最高仅 47%且不断回落。第二，成本与收益、现金流与期限错配，“债务-资产”转化不足。以专项债为例，目前所投项目七成以上项目本息覆盖倍数低于 2 倍，同时资金闲置、资金挪用现象持续存在，“债务-资产”转化效率仍待提升。第三，隐性债务风险有所缓释但规模仍较大。根据估算，2022 年地方隐性债务在 52-57 万亿之间。第四，区域风险分化加剧，部分省份风险进一步凸显。2022 年 27 省平衡率同比回落，且多省土地财政缺口凸显，超八成省份负债率、债务率同比抬升，西部、东北地区升幅较大。2023 年上半年，地方一般公共预算收入两年复合增速仅 2.3%，政府性基金预算收入同比下降 17.2%，31 省平衡率虽同比回升，但与前年同期相比仍有 21 省回落，且超六成省份不足 50%，多为西部、东北省份，财政承压下债务风险仍较大。今年 7 月以来“一揽子化债方案”逐步落地缓和了市场情绪，但后续仍需密切观察政策效果

图 33：地方政府债务率处于高位



数据来源：Wind, 中诚信国际宏观债务数据库

图 34：地方债付息压力仍存



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

三、经济与政策展望

三季度经济增速与我们此前的预期值完全一致，我们维持今年全年增速仍未 5.3% 左右的判断。基于三季度以来的经济筑底回升，按不变价计算，四季度经济增速只要能够达到 4.4% 就能实现全年 5% 的增速目标，但是从两年复合增速来看仍仅在 4% 左右。同时，经济持续修复过程中需求不足、预期偏弱等问题依然突出，距离资产负债表的修复仍远，宏观政策仍需要兼顾稳增长与防风险的平衡，特别是短期稳增长的政策信号仍需释放，并结合中长期的结构调整与深化改革持续积蓄新的增长动能。

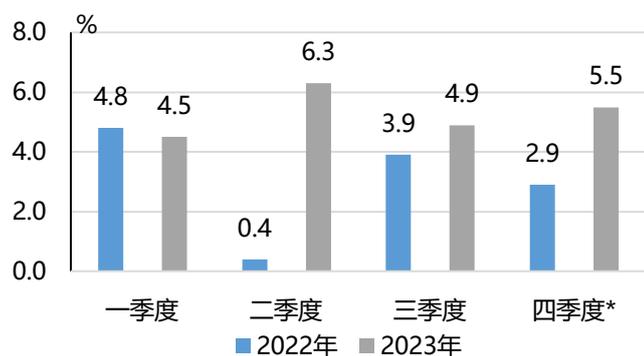
（一）对于四季度及明年经济增速的预测

维持今年全年 GDP 增速或为 5.3% 左右的判断。由于三季度经济增速的实际值与我们前期的预期值完全一致，以及三季度以来的政策调整没有明显超出预期范围，结合模型的回归结果，我们维持全年增速或为 5.3% 左右的判断，其中四季度增速约为 5.5% 左右。从国际上来看，我国经济增速仍高于美、欧、日等主要发达经济体（今年二季度美欧日 GDP 增速分别为 2.4%、0.1% 与 1.6%），但全年增速可能将低于印度（IMF10 月预测印度年度增速或为 6.3%）、越南等新兴经济体。但同时也要看到我国经济潜在增速的下行压力，需要关注中长期增长平台的下移。

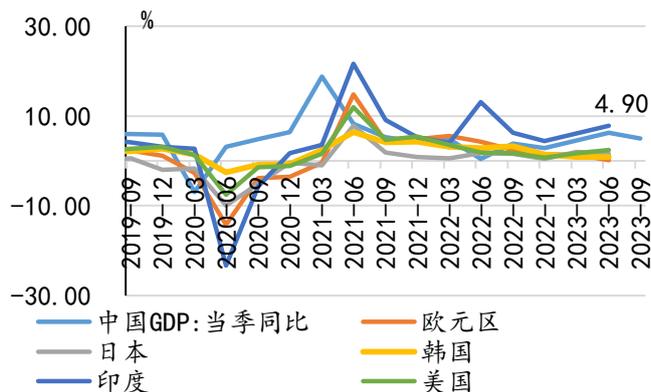
基于我们对于今年增速 5.3% 的判断，预期明年仍将为 5% 以上的增速，或约为 5.2% 左右，相比国际机构的预期更为乐观。IMF 及世行等国际机构三季度以来下调中国经济增速预期，认为明年我国经济增速将为 4.5% 左右甚至更低，我们与之相比更加乐观，主要原因包括以下三点：一是拖累因素的减轻，二季度拖累经济的主要因素是房地产投资跌幅扩大与出口增速的大幅下调。但在政策调整与支撑下，明年房地产投资或将延续跌幅收窄的趋势，大城市城中村改造也可以为新增投资提供空间。出口或也难以再现第二季度的回落幅度。二是工业生产的韧性，2020 年以来工业生产始终体现出韧性，装备制造业及新动能将持续发挥支撑与带动作用，工业增加值增速保持 4% 以上的增速也问题不大。此外，居民资产负债表缓慢修复，消费的增长贡献率或也不会低于疫情前。三是政策空间的支撑，货币政策有降准降息空间，财政政策有支出力度加大空间。10 月 24 日增发 1 万亿元国债，考虑到支出节奏及财政乘数等原因，约可带动 2024 年 0.6 至 0.8 个百分点的 GDP 增长。

图 35： 全年 GDP 增速或为 5.3% 左右

图 36： 我国经济增速仍高于主要发达经济体



数据来源: Wind, 中诚信国际整理



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

(二) 推动经济持续复苏的政策展望与建议

1. 市场化的修复依然是根本，各项政策侧重呵护与拉动内生增长动能

坚持以经济建设为第一要务，加强对于地方政府的经济增长目标考核，在企业与居民部门预期不稳的情况下，政府部门应主动发力推动市场部门信心逐步恢复。提升国有企业效益与效率，尽快推动新一轮国企改革“深化提升行动”落地见效，优化国企经营机制、提高经营效率。降低民企成本，提振民企信心，尽快推动稳民企、促消费的各项政策落地见效，包括强化对民营经济主体合法权益的保护政策细则，进一步加强对于民企的合法权益保护，提升营商环境，降低准入、融资、招投标领域的所有制歧视。稳定与扩大居民部门收入与消费，将短期消费促进与中长期的所得税体制改革、国民收入分配改革相结合，将供给侧改革与扩消费改革相结合，并将金监总局金融支持消费政策的细则落地做实。把扩大需求，特别是扩大内需，作为推动经济运行整体好转，实现高质量发展的重要基础。要加大实施供给侧结构性改革的力度，特别是改善医疗、教育、养老等刚性需求的供给来满足和激发潜在需求。

2. 积极创造良好的外部环境，应对好产业链与贸易链重构领域的压力

通过一带一路、APEC、RECP 等机制与区域合作组织扩大外贸朋友圈，倡导全球经贸的融合与一体化，近日全面取消制造业领域外资准入限制措施，释放了我国扩大对外开放的信号。在促进绿色发展、支持民间交往、推动技术创新等重点领域加强与贸易对手的合作。在产业政策领域侧重做好“强链、补链、延链”，积蓄高质量发展的动能，巩固提升中国制造在全球产业链中的地位与作用。加大高技术产业投资，提升穿越周期的能力，前三季度逆势支撑出口的“新三样”（电动载人汽车、锂电池、

太阳能电池)是基于高技术投资的产物。后续国家在产业层面应持续推动创新驱动战略，持续加强研发投入，提升金融扶持力度，推动高技术投资的发展。

3. 各项政策形成合力，以财政政策为主推动需求好转

首先，财政政策应延续加力提效，后续或应加大财政增量资金的落地，包括政策性开发性金融工具、盘活专项债限额用于基建、设备更新再贷款等，继续支持基建项目落地，10月24日增发1万亿国债使得赤字率由3%上升至3.8%，后续应持续关注落地节奏及效果。其次，货币政策应灵活适度，与财政政策形成配合，根据货币市场价格信号以及专项债、特殊再融资债等供给节奏及时调整流动性投放，避免形成资金过紧的预期，如果后续M2增速持续下滑，或四季度经济修复低于预期，降准降息、增加投放基础货币等总量、价格与结构性政策依然有实施的必要。根据我们测算，若利率降低5-10BP，每年或可节省约1900-3800亿元付息成本。第三，促消费与稳外贸政策延续发力，传统政策主要集中在投资领域，目前受制于债务约束与投资效率的走低，尽快补齐促消费领域的短板，通过发放现金或数字货币等形式，支撑消费对于经济增长的贡献率与拉动率。从中长期来看，依然要持续优化国民收入分配及要素配置改革，使得居民部门的可支配收入增速较高于GDP增速。在出口方面，持续通过结构性出口退税优惠、巩固重点产品进出口、扩大外资便利度等方式稳定外贸。最后，强化政策协调，建议加强财政政策与其他政策的配合与协调，如促消费、促投资政策，以及重点行业产业政策等，加强货币政策与金融稳定的协调，在降低实体经济融资成本的同时，可能加大某些中小银行的经营压力。

4. 妥善引导房地产转型，避免房价下行引发资产负债表衰退

中长期来看，尽管受人口结构变化与城镇化发展放缓等因素影响，房地产行业已进入供需结构性调整阶段，但并不意味着行业发展见顶，改善性需求、核心城市住房需求、低收入群体保障性住房需求仍有较大缺口。从国际经验看，日本70年代就面临了人口增长率下滑、老龄化加速、城镇化增速放缓等问题，但房地产市场仍保持震荡上行、延续繁荣至90年代。第一，进一步打开房市限制性政策，引导房地产平稳转型。进一步加大力度打开需求端限制性政策，继续在核心一二线城市推行取消限购限贷等，借鉴美国租房券项目经验，加大对低收入群体、青年群体租房补贴力度。第二，“稳地价”是“稳房价”的基础，后续完善土地供给制度是构成房地产市场长效机制

的关键环节。科学合理把握土地供应节奏、结构，逐步降低土地财政依赖。同时，优化存量用地盘活机制，推动集体地入市，有效盘活存量闲置，推进农村集体经营性建设用地与国有建设用地同等入市、同权同价；积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，为房地产行业打开新的可持续增量空间。三是匹配市场需求建立多层次住房供应体系。扩大租赁住房高质量供给，完善住房保障基础性制度和支持政策，盘活存量住房资源，推进保障性租赁住房 REITs 试点。此外，持续优化完善房地产金融制度，健全房地产债务风险防范化解长效机制。

5. 短期与中长期措施相结合，在增长中化解债务问题，防范风险超预期暴发

债务具有两面性，长期的经济高速增长离不开债务与信用的扩张，同时债务风险也在这一过程中积累放大；应积极通过控增化存、以时间换空间的方式缓释债务风险，避免风险的集中暴发，从而可能陷入“债务-通缩”陷阱，杠杆越去越大。从当前较为突出的地方债务风险来看，一揽子化债方案除通过特殊再融资债再次进行置换之外，还需要把控好中长期体制改革与短期控增化存的关系。

一是立足地方政府债务产生的根源，从根本上解决地方政府自身收支能力不匹配问题，中长期持续推进体制机制改革，推动地方政府及融资平台职能转变。包括持续推进财税体制改革，加强中央财政协调作用；构建债务管理长效机制，统筹债务发展与安全；推动政府职能转变与城投转型等。

二是合理把关经济增长与政府债务的关系，从最优债务规模出发，进一步优化债务结构。控增量方面，要基于资产负债表确定最优债务规模，资产端考虑 GDP、综合财力以及地方政府拥有的庞大国有资产，负债端考虑政府债务规模及当前债券资金投向领域多元化所带来的风险分化。调结构方面，适当提高国债占比、降低举债成本，同时优化一般债和专项债结构，并用好用足专项债，提升“债务-资产”转换效率。

三是稳妥推进政府性债务化解，因地制宜发挥资源优势。第一，对于存量隐性债务，压实主体责任、分类甄别处理。对债务压力较大、丧失市场信心区域，根据债务类型进一步使用债务置换、运用国有股权等化债手段。第二，有序推进债务置换重组，继续以时间换空间、以低息换高息缓释风险。在有序推进再融资地方债置换基础上，稳妥推进商业银行贷款置换、探索政策性金融工具置换、央行设立应急流动性金融工具(SPV)等。此外，可在分类甄别基础上研究开展新一轮以中央政府加杠杆的有序透明的地方债务置换，对于纯粹提供公共产品的债务，由中央政府发行长期国债置换，

但须防范好地方政府道德风险。第三，因地制宜发挥资源优势，助力地方政府性债务化解。可利用地方财政资源、国企股权资源、加大对存量资产盘活力度进行化债。

6. 继续深化改革开放，全力提升全要素生产率

1990-2007 年期间中国经济增长的主要驱动力是全要素生产率（TFP，主要包括技术进步和制度改革）增长，而不是投资率的提高；2007 年以后中国经济增长放缓的主要原因是 TFP 增长缓慢。近年来我国相对其他经济体增长优势有所减弱，叠加欧美对我国高科技领域发展的警惕与限制，继续深化改革开放是应对中长期经济增长放缓的关键和核心。

四、前三季度各类资产表现分化，建议关注风险资产结构性机会

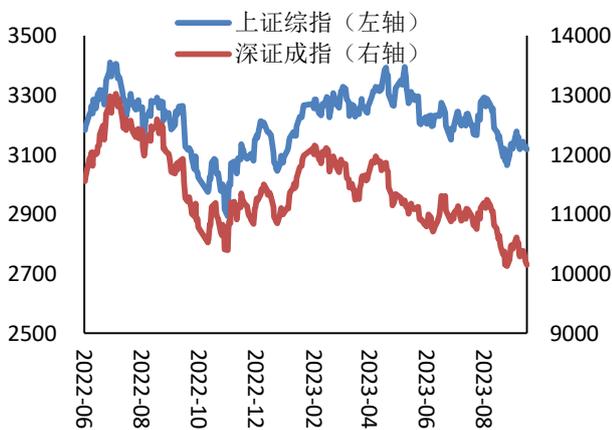
前三季度，各类资产表现有所分化，经济修复整体承压、降准降息下，债券表现相对较好，涨幅高于权益及大宗商品；从三季度看，受沙特等产油国减产、供需偏紧等影响，三季度原油价格快速上涨，能源指数涨幅远超其他类别资产。后续看，经济或仍呈弱修复态势，股债均难有趋势性机会，但考虑到宏观政策或继续加力以及权益资产估值较低，可择机增配权益资产，建议关注低估值、稳增长板块；大宗商品方面，OPEC 预计四季度原油供给缺口增至 300 万桶/日，部分产油国减产下四季度原油供需仍偏紧，价格或维持高位，可在回调后增配。

（一）大类资产回顾：各类资产表现分化，经济修复承压下债券表现相对较好

前三季度，各类资产表现有所分化，经济修复整体承压、降准降息下，债券表现相对较好，涨幅高于权益资产及大宗商品。分类别看，股票市场整体呈先涨后跌走势，上证综指小幅上涨 0.69%，深证成指、创业板指下跌 8.23%、14.61%。以上证综指为例，年初在经济修复预期增强，上证综指涨幅较高；2-3 月指数进入调整期，整体呈区间波动走势；4 月后在经济修复边际放缓下，上证综指波动下行、且波动幅度有所加大；8 月活跃资本市场政策密集落地带动指数反弹，但在短期利好情绪逐步弱化后，受人民币贬值等因素影响，外资大幅流出，叠加经济修复偏弱，指数整体下行。从资金流动看，4 月以来北向资金整体呈净流出状态，尤其是三季度净流出规模超 800 亿元，美国经济仍有一定韧性、美债收益率高位下，海外资金存在一定流出压力。债市

收益率整体呈N字型走势，3-8月下行明显，降息落地、经济修复边际放缓是10年期国债收益率下行的主要原因。截至9月28日，10年期国债收益率为2.6751%，较去年末下行16.02BP；从中枢看，前三季度中枢为2.75%，较去年同期小幅下行1.21BP，且在降息影响下收益率中枢逐季下行，一、二、三季分别为2.88%、2.74%、2.63%。大宗商品整体呈先下后上走势，前三季度小幅下跌0.9%；分类看，在欧美等经济体加息以及全球经济悲观预期下，上半年原油区间震荡，但受沙特等产油国减产、供需偏紧等影响，三季度原油价格快速上涨，带动能源指数上行，前三季度涨幅为28%；有色金属在需求不足下有所下跌，有色金属指数跌幅达13%。

图 37：股票市场走势



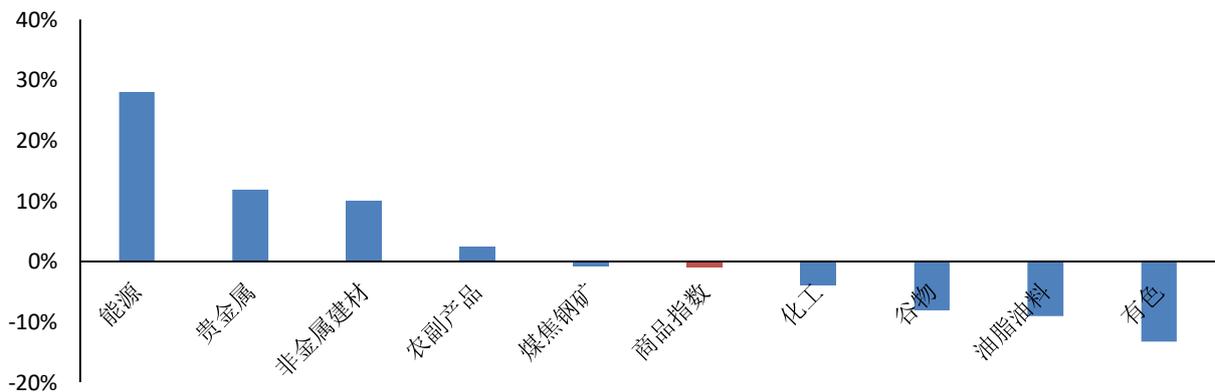
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 38：10 年期国债收益率走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 39：Wind 商品分类指数涨跌幅（前三季度）



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）四季度债市收益率或区间波动，建议关注风险资产结构性机会

四季度债市收益率继续下行空间或较为有限，建议关注风险资产结构性机会。股票市场整体估值水平保持低位，伴随政策发力，市场乐观预期或有所增强，但受制于全球金融市场不确定性以及国内经济弱修复状态，股票市场修复过程难以一蹴而就，持续性上行概率不大，上涨过程或较为崎岖；但考虑到当前估值水平较低以及政策持续支持经济修复，风险偏好较高的投资者可择机增持低估值、稳增长相关板块。从债券市场看，经济修复仍有一定韧性，但同时结构性问题仍不容忽视，后续宏观政策需保持连续性，货币政策或延续稳中偏松，收益率大幅上行动力不足，但在经济弱修复以及部分时点流动性或较为紧张下，持续下行概率也较低，四季度收益率或呈区间波动走势。信用债方面，伴随一揽子化债方案落地，城投债利差或仍有压缩空间，建议在保持短久期的基础上适度下沉；同时，近期地产政策密集出台，但地产行业基本面的修复依赖于商品房销售的实质性恢复，在多数民营房企销售和融资依旧面临较大困难下，建议投资者谨慎参与。从大宗商品看，沙特将减产 100 万桶/的措施延长至年底，俄罗斯也将延长 30 万桶/日的石油出口削减至 12 月，OPEC 预计四季度原油供给缺口增至 300 万桶/日，原油供需偏紧或持续，价格仍将高位运行。从黄金看，短期内美国经济仍有一定韧性、美债收益率持续高位或利空黄金走势，但考虑到美联储加息进入尾声以及高债务压力下市场对美国经济转弱预期持续，中长期黄金仍有配置价值。整体而言，经济弱修复背景下，股债均难有趋势性机会，但考虑到宏观政策或继续加力以及权益资产估值较低，可择机增配权益资产，建议关注低估值、稳增长板块；大宗商品方面，考虑到四季度原油供需仍偏紧，价格或维持高位，可在回调后增配。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>