

GDP 增速超预期但供需失衡加剧，
关注大类资产配置的结构化机会

——2024 年一季度宏观经济及大类资产配置分析与展望



联络人

作者：
中诚信国际 研究院

执行院长 袁海霞

hxyuan@ccxi.com.cn

研究员 张林

lzhang01@ccxi.com.cn

研究员 王晨

chwang01@ccxi.com.cn

研究员 张文宇

wyzhang.Ivy@ccxi.com.cn

研究员 燕翔

xuyan@ccxi.com.cn



相关报告

经济开局起步平稳，生产端指标改善幅度更大，2024 年 1-2 月宏观数据点评

2024 年中国经济：稳与进、破与立中寻求再平衡——2023 年宏观经济及大类资产配置分析与 2024 年展望

低基数支撑经济数据改善，建议关注债券配置机会（2023 年 11 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（2023 年 10 月）

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 歌 010-66428731；
gzhaog@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn



主要观点

■ 经济开局起步平稳并呈现出七大特征，避险资产表现相对较好

从经济运行来看，一季度 GDP 同比增长 5.3%、环比增长 1.6%，较去年四季度有所加快，超出市场预期。其中工业生产回升幅度较大，是经济增速提升的主要拉动因素。经济运行主要呈现出七大特征：一是 GDP 增速超出预期，但微观感受和宏观数据“偏差”持续；二是工业生产提速，高技术制造业与消费品制造业生产加快；三是装备制造业与高技术制造业拉动制造业加快，民间固定资产投资有所修复；四是房地产开发投资降幅收窄但负向循环并未打破，基础设施建设投资延续发挥托底作用；五是服务消费增速显著回落，商品消费增速低位徘徊；六是价格水平较低，消费品价格与生产资料价格持续负增长；七是社会融资存量同比增速依然偏低，居民部门谨慎性动机仍较强。

从大类资产配置来看，一季度股票指数表现分化，上证综指有所上涨，深证成指、创业板指均有所下跌；债市收益率波动下行，10 年期国债收益达 2002 年 5 月以来最低水平；大宗商品表现分化，黄金、原油涨幅较高。总体来看避险资产表现相对较好。

■ 支撑经济持续回暖的有利因素与拖累经济运行的风险挑战

经济持续回暖的有利因素与拖累因素并存。从有利因素来看：半导体周期回升、全球制造业回暖下外需持续改善；需求侧大规模设备更新、消费品以旧换新下工业生产与制造业投资保持韧性；专项债发行提速支撑基础设施建设投资保持较高增速；服务消费增速虽有所回落但仍保持一定增长；货币政策和财政政策仍有一定的政策调整空间。

从风险挑战来看：大国博弈下外部环境存在较大不确定性；收入缺口、资产缩水等问题约束下终端消费依然偏弱；供需失衡之下部分领域存在的产能过剩现象或将加剧；实现新旧动能平稳转换需要房地产能够平稳发展，但当前房地产仍处于深度调整期；宏观债务风险依然处于高位，付息压力加大经济金融脆弱性。

■ 宏观经济与政策及大类资产配置展望

综合考虑有利因素与拖累因素的影响幅度，我们维持对于 2024 年经济增速为 5%左右的判断，主要统计指标也支持实现 5%的增长。从政策层面来看，一季度宏观经济政策靠前发力但留有余地，年内各项稳增长措施将持续落地并发挥托底与拉动作用。

大类资产配置方面，经济延续修复但依然面临多重挑战，股票市场持续上行的可能性相对较小，但在政策强调提高股息率、推动中长期资金入市、提升上市公司投资价值等，高股息板块和大盘风格表现或相对较好；债市收益率或易下难上，中枢或较一季度下行，但需关注流动性扰动带来的收益率阶段性上行的风险；从大宗商品看，原油价格波动风险相对较高，仍看好黄金中长期配置价值。

一、经济开局起步平稳并呈现出七大特征，避险资产表现相对较好

2024 年一季度中国经济开局起步平稳，GDP 同比增长 5.3%、环比增长 1.6%，超出此前市场预期。其中工业生产回升幅度相对更大，是经济增长提速的主要因素。具体来看，一季度经济运行呈现出七大主要特征：一是 GDP 增速超出预期，但微观感受和宏观统计之间存在较大“温差”；二是工业生产加快，高技术制造业与消费品制造业生产增长较快；三是装备制造业与高技术制造业拉动制造业投资加快增长，民间固定资产投资有所修复；四是房地产开发投资降幅收窄但负向循环并未打破，基础设施建设投资延续发挥托底作用；五是服务消费增速显著回落，商品消费增速低位徘徊；六是价格水平仍处低位，消费品价格与生产资料价格持续负增长；七是社融存量同比增速依然偏低，居民谨慎性动机仍较强。总体来看，一季度经济开局起步平稳，但供需失衡的矛盾并未缓解，甚至部分领域有所加剧。

大类资产配置来看，一季度避险资产表现相对更好，其中债市收益率波动下行，10 年期国债收益达 2002 年 5 月以来最低水平，黄金价格大幅上涨；一季度股票指数表现分化，上证综指有所上涨，深证成指、创业板指均有所下跌；大宗商品表现分化，黄金、原油涨幅较高。

表 1 2024 年一季度中国宏观经济核心指标一览表

	2023-2024 年	2024 年	2023 年				2022 年	最新变化
	Q1 (复合增速)	Q1	2023 年	Q3	Q2	Q1	Q1	
GDP (当季, %)	4.9	5.3	5.2	4.9	6.3	4.5	4.8	↑
GDP (累计, %)	4.9	5.3	5.2	5.2	5.5	4.5	4.8	↑
第一产业 (累计, %)	3.5	3.3	4.1	4	3.7	3.7	6.1	↓
第二产业 (累计, %)	4.6	6.0	4.7	4.4	4.3	3.3	4.7	↑
第三产业 (累计, %)	5.2	5.0	5.8	6	6.4	5.4	4.7	↓
工业增加值 (累计, %)	4.5	6.1	4.6	4.00	3.8	3.0	6.5	↑
服务业生产指数 (累计, %)	6.1	5.5	8.1	7.90	8.7	6.7	2.5	↓
投资 (累计, %)	4.8	4.5	3.0	3.10	3.8	5.1	9.3	↓
制造业投资	8.4	9.9	6.5	6.20	6	7.0	15.6	↑
房地产开发投资	-7.7	-9.5	-9.6	-9.10	-7.9	-5.8	0.7	↓
基础设施建设投资	9.8	8.8	8.2	8.64	10.15	10.8	10.48	↓
基础设施建设投资 (不含电力)	7.6	6.5	5.9	6.20	7.2	8.8	8.5	↓
社零额 (累计, %)	5.2	4.7	7.2	6.80	8.2	5.8	3.3	↓
出口: 累计 (% , 美元)	-0.2	1.5	-4.6	-5.78	-3.46	-1.9	14.49	↑
进口: 累计 (% , 美元)	-3.0	1.5	-5.5	-7.59	-7.12	-7.2	10.37	↑
贸易顺差 (累计, 亿美元)	-	1836.6	8229.9	6223.46	4005.34	1809.07	1483.34	↑
CPI (累计, %)	0.6	0.0	0.2	0.40	0.7	1.3	1.1	↓
PPI (累计, %)	-2.2	-2.7	-3.0	-3.10	-3.1	-1.6	8.7	↓

M2: 同比 (%)	10.5	8.3	9.7	10.30	11.3	12.7	9.7	↓
新增社会融资规模 (亿元)	-	129300	355875	293298	215488	145295	120570	↓

(注：同比变化箭头表示 2024 年一季度与上年同期比较变化)

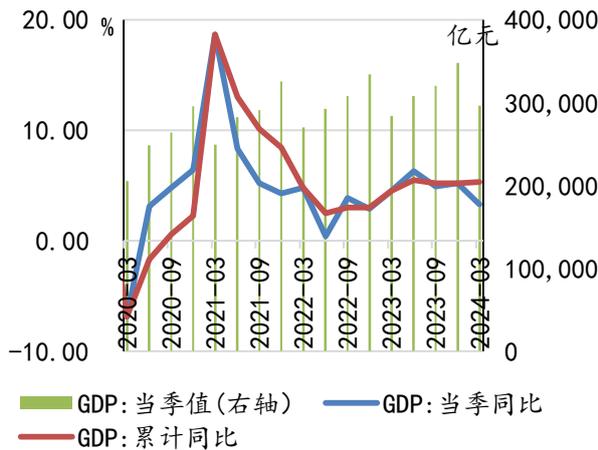
(一) GDP 增速超出预期，但微观感受和宏观数据“温差”持续

一季度 GDP 同比增速超出预期，工业生产加快是主要拉动。一季度 GDP 同比增长 5.3%，高于 3 月份市场预期的 4.9%，高于去年四季度 0.1 个百分点，GDP 环比增长 1.6%，较前值提升 0.4 个百分点。从三大产业看，第二产业对于经济增长的贡献率为 41.6%，其中工业生产相较去年同期及去年四季度显著加快，工业增加值拉动 GDP 增长 2 个百分点，也是 GDP 增速提升的主要因素；第三产业对经济增长的贡献率为 55.7%，较上年同期回落 14.2 个百分点。从三大需求对经济增长的贡献率看，最终消费支出仍是经济增长的主要支撑，一季度对经济增长的贡献率为 73.7%，但贡献率较上年四季度回落 6.3 个百分点；资本形成对于经济增长的贡献率总体稳定，一季度为 11.8%，较前值回落 11.27 个百分点，出口边际改善带动货物与服务净出口对于经济增长的贡献率由负转正，由上年四季度的-3.1%升至今年一季度的 14.5%，且超过资本形成对于经济增长的贡献率。

GDP 名义增长率仍偏低，微观感受和宏观数据“偏差”持续。一季度名义 GDP 同比延续 2023 年以来的低位运行态势，同比增长 4.2%，GDP 平减指数自 2023 年二季度末以来持续为负，一季度同比为-1.1%，是 2000 年以来的最低水平。由于居民的收入与所得、企业的营收与利润、政府的税收与基金收入都是名义量，名义增速的偏低使得微观主体对于增长的感受不强。另一方面，物价水平偏低使得实际利率较高，并且约束企业盈利空间，而资产价格的下滑带来显著的财富缩水效应，多重因素影响之下微观主体的感受显著弱于宏观统计。

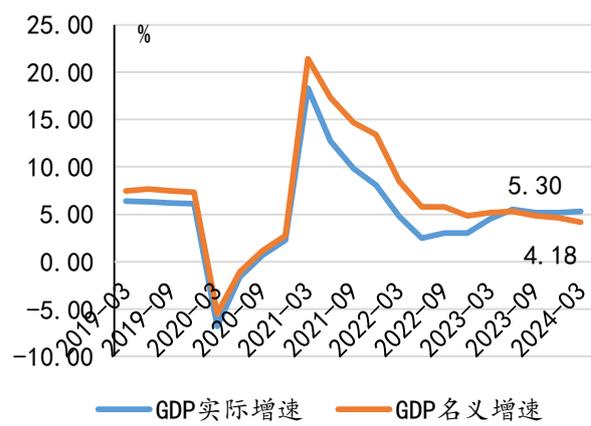
图 1: GDP 同比增速与规模

图 2: GDP 名义增速与实际增速



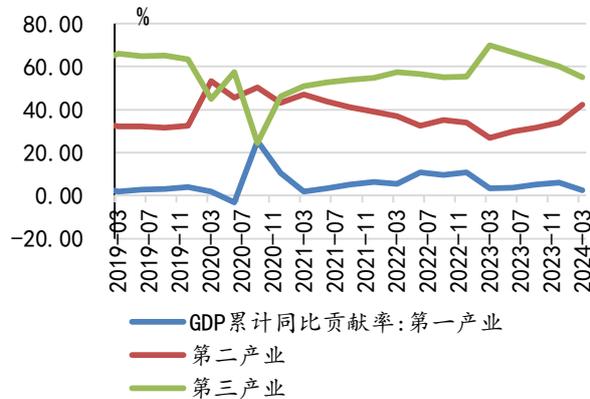
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 3：第二产业增长贡献率抬升

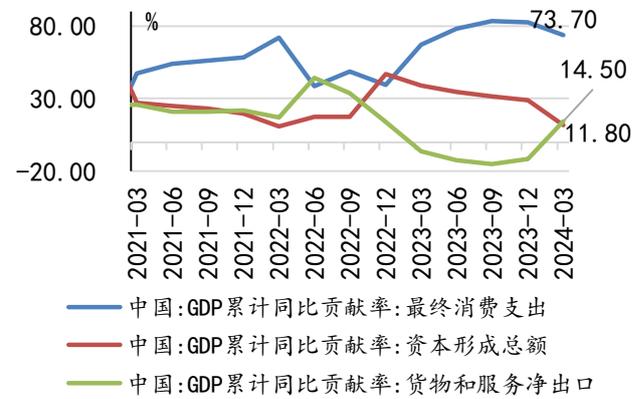


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 4：消费对经济增长贡献边际回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理



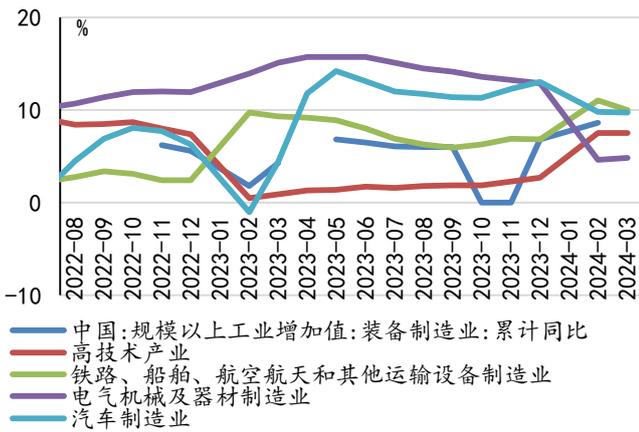
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）工业生产加快，高技术制造业与装备制造业是主要支撑

高技术制造业及装备制造业受出口拉动与政策支撑，推动工业生产加快。一季度工业增加值增速同比增长 6.1%，较上年末及上年同期分别增加 1.5 个百分点和 3.1 个百分点。其中受全球半导体行业改善影响，高技术制造业增加值同比增长 7.5%，高于上年同期 6.6 个百分点，其中智能车载设备制造、半导体器件专用设备制造、集成电路制造等行业增加值分别增长 61.5%、40.6%、18.5%。受设备更新、以旧换新等政策效果显现影响，装备制造业增加值同比增长 7.6%，高于全部规上工业平均水平 1.5 个百分点，其中电子和铁路船舶航空航天行业增加值分别增长 13.0% 和 10.0%，汽车行业增长 9.7%，均位于较高增速水平。此外短期外需仍具韧性叠加外贸政策红利不断释放，一季度规上工业出口交货值由上年四季度同比下降 2.2% 转为增长 0.8%，回升 3 个百分点，出口的边际改善带动相关行业生产边际改善。

图 5：装备制造业与高技术产业增速较高

图 6：规上工业出口交货值由降转升



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

数据来源: wind, 中诚信国际研究院

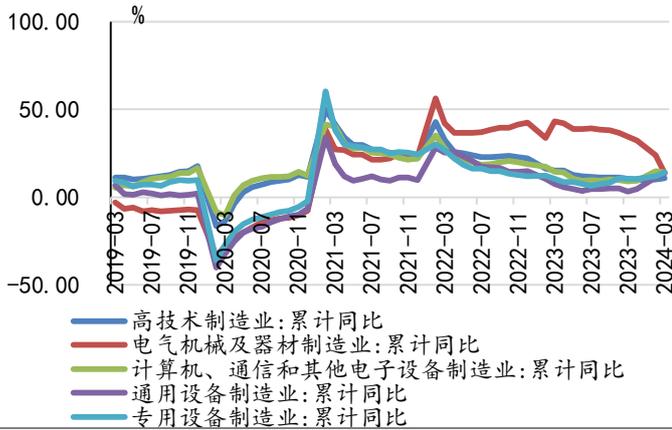
（三）装备制造业与高技术制造业支撑制造业投资加快增长，民间固定资产投资有所修复

装备制造业投资与高技术制造业投资拉动制造业投资加快增长，设备更新政策效应有所体现。制造业投资与制造业生产同样都受到出口改善以及大规模设备更新政策的拉动。其中制造业投资同比增长 9.9%，较 1-2 月加快 0.5 个百分点，较上年同期加快 2.9 个百分点。具体看，装备制造业中的通用设备制造、专用设备制造、电气机械及器材制造、铁路船舶与航空航天等运输设备制造的投资增速分别达 13.9%、14.1%、14.9% 与 24.8%。高技术制造业投资同比增长 10.8%，增速较前值加快 0.8 个百分点，其中，航空、航天器及设备制造业投资增长 42.7%，计算机及办公设备制造业投资增长 11.8%，电子及通信设备制造业投资增长 11.0%。设备更新与技术改造政策效果显现，一季度设备工具购置投资增长为 17.6%，为 2021 年 3 月以来的最高值。

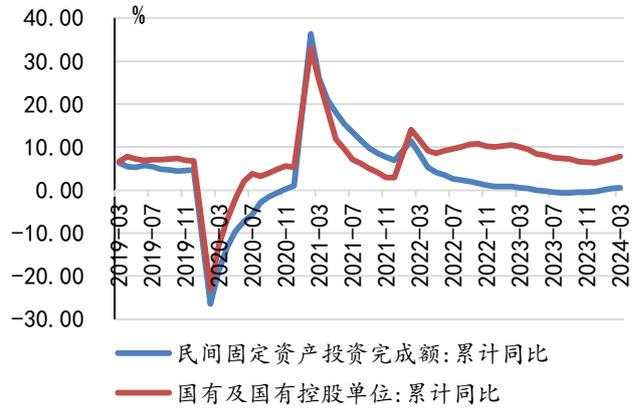
民间固定资产投资有所修复但仍偏弱，民间固定资产投资保障相关的政策效应或也在释放。此前出台的促进民营经济发展壮大的意见及配套举措的政策效应有所显现，一季度民间固定资产投资同比增长 0.5%，较 1-2 月份加快 0.1 个百分点，其中民间项目投资（扣除房地产开发民间固定资产投资）增长 7.7%，较前值回升 0.1 个百分点。从具体行业看，公用事业、住宿和餐饮业、采矿业等领域民间固定资产投资增速较快，同比增速在 20% 以上，制造业民间固定资产投资增长 11.9%，增速比全部制造业投资高 2 个百分点，基础设施民间固定资产投资增长 8.1%，增速比全部基础设施投资高 1.6 个百分点，加强民间固定资产投资保障以及向民间资本推介项目等措施或起到了一定作用。

图 7: 装备制造业与高技术制造业类投资增速较快

图 8: 民间固定资产投资增速由降转升



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院



数据来源: wind, 中诚信国际研究院

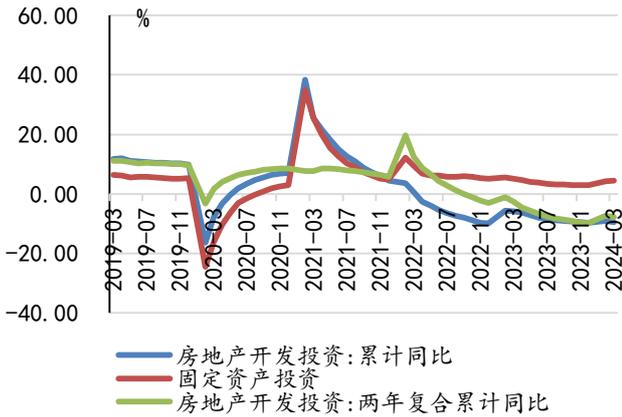
(四) 房地产开发投资同比降幅收窄但负向循环并未打破，基础设施建设投资延续发挥托底作用

房地产开发投资同比降幅较上年底小幅收窄，但销售与新开工仍处于大幅收缩区间。一季度房地产开发投资完成额同比下降 9.5%，相较 1-2 月跌幅扩大 0.5 个百分点，较上年底跌幅小幅收窄 0.1 个百分点。从新开工看，房屋新开工面积累计同比下降 27.8%，房屋新开工面积不足 2 亿平米，为 2007 年以来同期值的最低点。从销售看，商品房销售额与商品房销售面积累计同比分别下降 27.6% 与 19.4%。从价格看，大中城市新建商品住宅及二手住宅销售价格跌幅持续扩大，3 月当月同比分别为 -2.7% 与 -5.9%。从高频数据来看，3 月 30 大中城市商品房成交面积较去年同期下降 47.3%，4 月以来 30 大中城市商品房成交面积的当周值始终处于 200 万平米之下，相较 3 月的后两周显著走低。总体看，政策调整以及各地“因城施策”措施有助于减缓房地产市场的下行速度与幅度，但房地产市场“价格下降-信心不足-销售低迷-资金受限-投资下滑”的负向循环尚未完全打破，持续制约房地产市场修复。

基础设施建设投资同比增速相较去年底边际回升，基础设施建设投资依然发挥托底作用。一季度基础设施建设投资（包含电力）累计同比增长 8.8%，相较去年四季度提升 0.6 个百分点，基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长 6.5%，相较去年四季度提升 0.6 个百分点，但是较去年同期回落 2.3 个百分点。结合财政数据看，一季度全国一般公共预算支出 69856 亿元，同比增长 2.9%，持续聚焦民生领域且基建支出发力明显，对于保持基础设施建设投资增速起到了支撑作用。基础设施建设投资与制造业投资的较高增长部分的对冲掉了房地产开发投资完成额的增速下滑，一季度固定资产投资累计同比增长 4.5%，相较去年四季度提高 1.5 个百分点，但是我们也注意到，

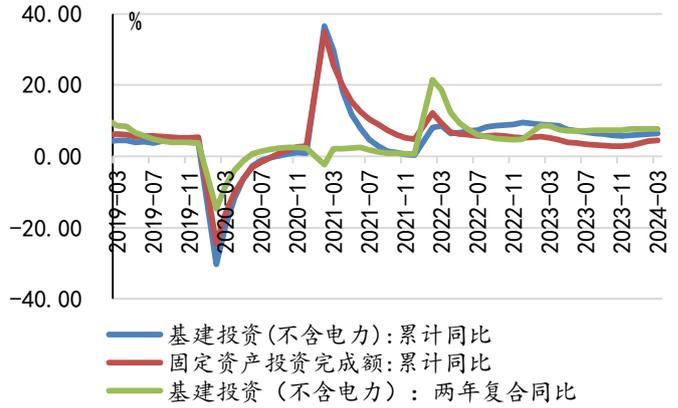
一季度公布的固定资产投资规模比去年同期低 7240 亿元，可比口径的调整或将去年的一部分投资项目剔除出了固定资产投资的统计范围。此外，投资短期来看是需求，但是中长期来看形成的是供应能力，投资加快或无助于供需失衡的矛盾缓解。后续看新增专项债加速发行及超长期特别国债启动或能推动基础设施建设投资保持较高增速。

图 9：房地产开发投资仍位于深度收缩区间



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

图 10：基础设施建设投资继续发挥“托底”作用

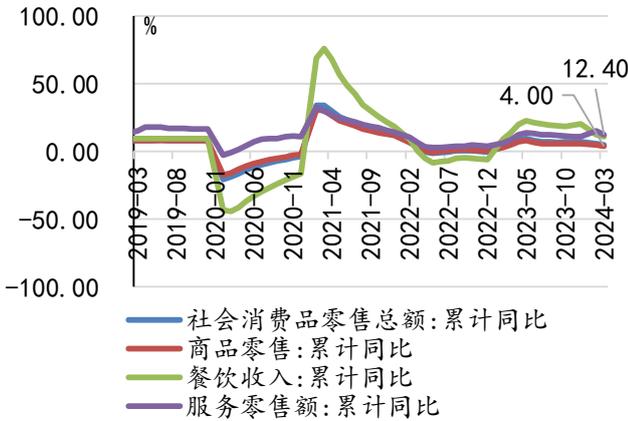


数据来源：wind, 中诚信国际研究院

（五）服务消费显著回落，商品消费增速低位徘徊

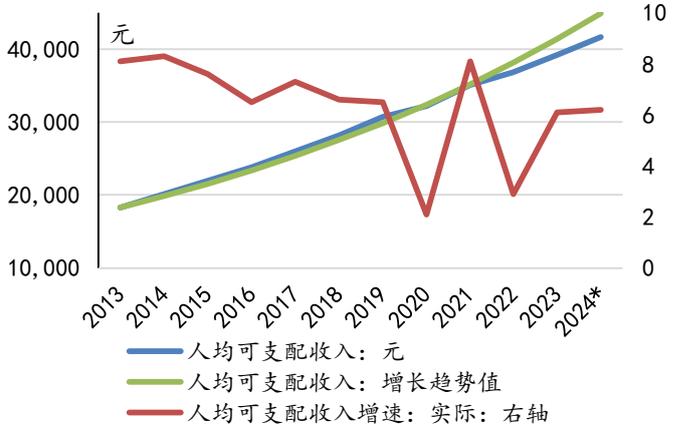
社会消费品零售总额同比边际放缓，服务消费增长显著走弱但仍好于商品消费。一季度社会消费品零售总额(社零额,下同)同比同比增长 4.7%，较 1-2 月回落 0.8 个百分点，相较于去年四季度回落 2.5 个百分点。一季度消费主要呈现以下几个特点。一是商品零售增长持续疲弱，餐饮等接触型消费的增长势头显著放缓。商品零售、服务零售额、餐饮收入累计同比增长 4%、10%与 10.8%，相较于去年四季度分别回落 1.8、10 与 9.6 个百分点。二是部分升级类商品销售较快增长，限额以上单位体育娱乐用品类、通讯器材类商品零售额分别增长 14.2%、13.2%，相较于去年四季度有所加快。三是与居住相关的家用电器和音像器材类、家具类零售额分别增长 5.8%、3%，增速比上年全年加快 5.3、0.2 个百分点，但或主要与出口的拉动有关，建筑及装潢材料类零售额增长 2.4%，较上年全年回升 10.2 个百分点，但增速依然偏低，或主要受保交楼以及三大工程的推进支撑。四是线下接触型服务消费表现较好，在促消费政策持续发力、节日效应等因素带动下，居民出行意愿较强，文旅市场供需旺盛，餐饮、交通、文娱等接触型服务消费快速增长，同时居民消费支出持续修复，清明节人均旅游消费支出已经达到 2019 年水平。整体来看，当前消费偏弱的情况仍存，消费走弱的背后是居民收入缺口仍存和财富缩水效应的拖累，后续消费的改善仍受其制约。

图 11：社零额与服务零售额增速边际走低



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

图 12：居民收入缺口仍有

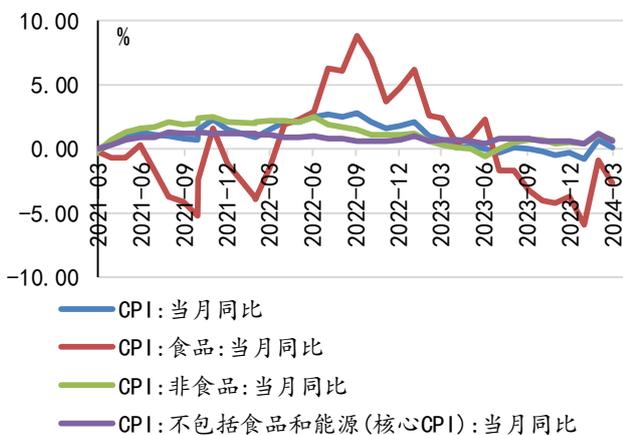


数据来源：wind, 中诚信国际研究院

（六）价格水平仍处低位，消费品价格与生产资料价格持续负增长

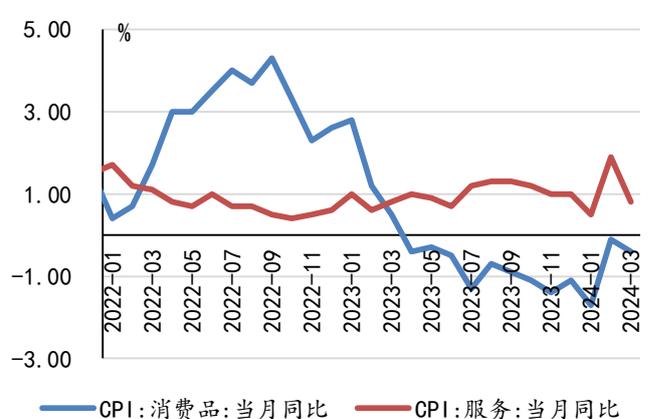
CPI 延续低位运行，消费品价格持续低迷、服务价格边际回落。2023 年以来 CPI 延续低位波动态势，一季度 CPI 累计同比与前值持平为 0%，核心 CPI 同比为 0.7%。一方面有节日效应以及节日错位因素扰动，另一方面也反映出居民收入缺口尚未完全弥合、预期持续偏弱之下居民消费需求仍较为疲弱。其中 CPI 消费品价格同比已连续 12 个月处于负增长区间，随着节日效应消退 3 月份服务价格同比涨幅较前值显著回落 1.1 个百分点，与服务消费同比增速边际回落的走势一致，需关注服务恢复性增长的动能走低对于服务价格的后续影响。后续看，随着翘尾因素拖累因素减轻，大规模以旧换新等因素影响，二季度 CPI 同比或高于一季度，但其回升幅度仍受预期偏弱、需求不足等因素制约，预计仍位于低位区间。

图 13：CPI 低位波动



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

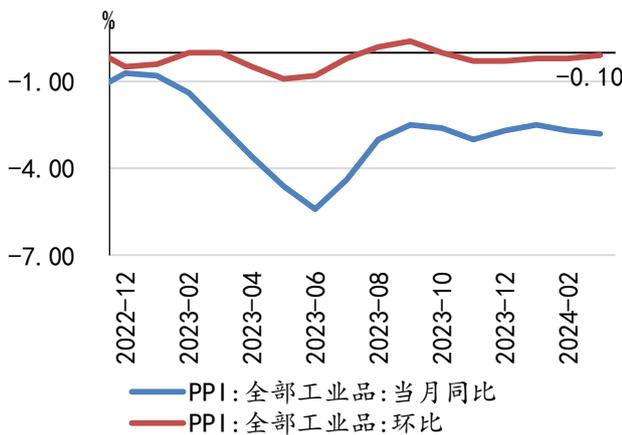
图 14：CPI 服务价格边际走低



数据来源：wind, 中诚信国际研究院

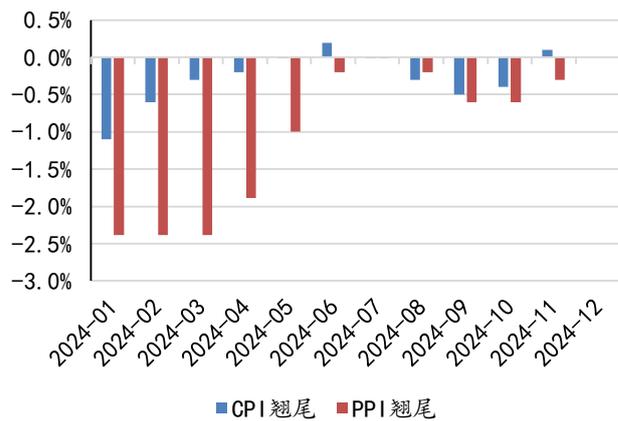
PPI 生产资料与生活资料价格持续下滑，工业企业利润修复仍受到“价”的制约。PPI 自 2022 年 10 月以来已经连续 18 个月同比为负，今年以来由 1 月的同比-2.5%逐月回落至 3 月的-2.8%，累计同比下降 2.7%，低于上年同期 1.1 个百分点，其中 PPI 生产资料与生活资料皆负增长。PPI 持续为负一方面说明工业企业周转流通速度仍偏慢，去库存仍需要一定时间，另一方面或说明存在一定产能过剩现象，需要拉低价格竞争偏弱的终端消费市场。结合企业利润来看，1-2 月工业企业利润同比增长 10.2%，较前值及上年同期分别回升 12.5 个百分点和 33.1 个百分点，但主要受益于量的改善。后续看，随着财政资金支持加大以及设备更新、以旧换新等政策的拉动，建筑业、制造业等相关行业工业产品需求增加，提振工业品出厂价格，PPI 降幅预计有所收窄但或难见转正。

图 15: PPI 持续为负



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

图 16: CPI、PPI 翘尾



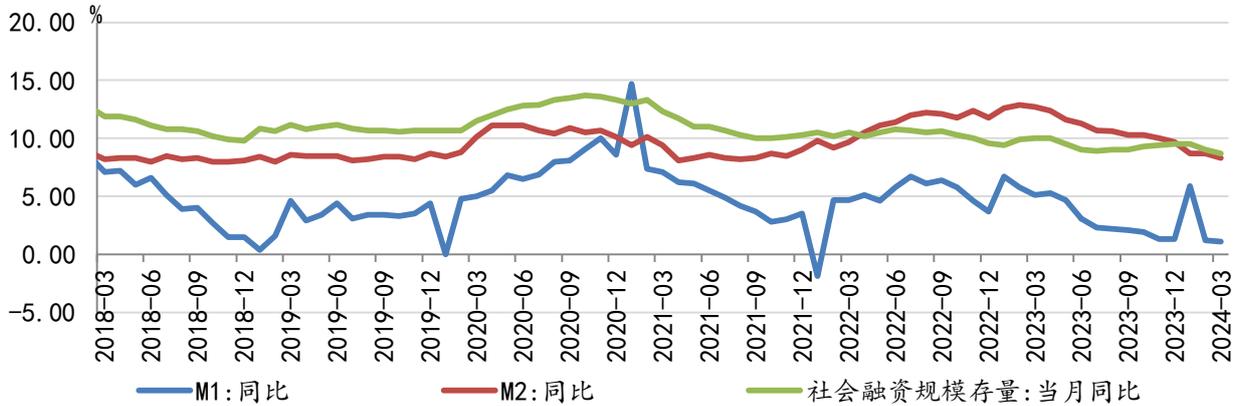
数据来源: wind, 中诚信国际研究院

(七) 社融存量同比增速依然偏低，居民谨慎性动机仍较强

M2 与社融同比逆向剪刀差消失，但社融同比增速仍偏低，M1 同比位于低位，资金流动速度偏慢。随着 M2 同比增速的回落，社融同比与 M2 同比逆向剪刀差消失，但 3 月社融存量同比增速位于 8.7% 的较低水平。其中，一季度新增人民币贷款 9.11 万亿，同比少增 1.59 万亿，或由基数较高所致，也与央行要求引导信贷合理增长、均衡投放等因素有关。政府债券净融资规模也同比少增，表明一季度政府债券发行节奏与去年相比整体偏慢，未能对社融提升起到较好的支撑。此外，居民存款新增 8.56 万亿，同比少增 1.34 万亿，虽然居民存款出现少增，但仍处于历史高位，显示储蓄意愿仍然强烈。3 月 M1 同比增速为 1.1%，较上月下降 0.1 个百分点，增速水平较低，M2

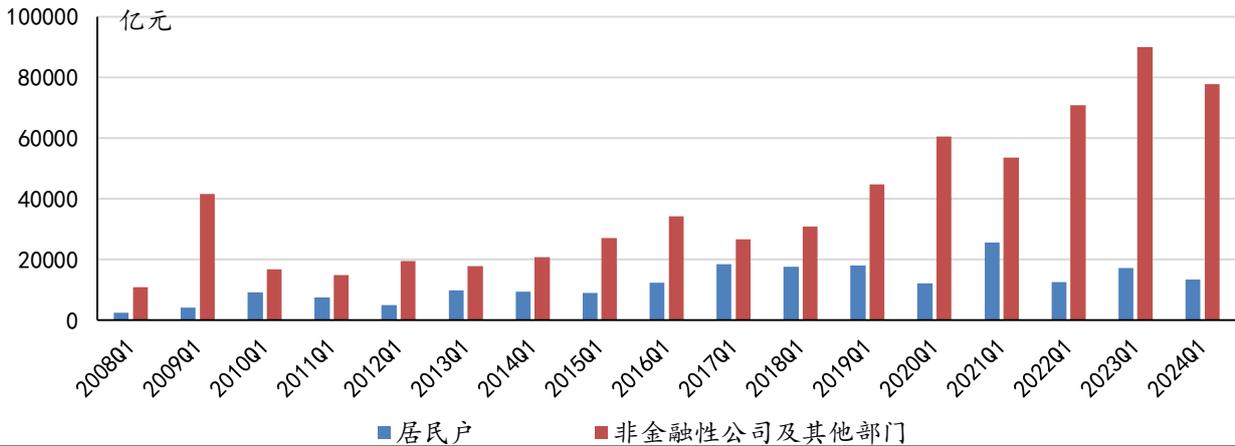
同比增速为 8.30%，比上月下降 0.4 个百分点。M2 与 M1 同比剪刀差为 7.2%，环比、同比分别下降 0.3 和 0.4 个百分点，显示当前资金活化程度仍较弱。

图 17: M1 同比回落至低位



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

图 18: 一季度新增企业贷款处于历史高位，消费贷款尚未恢复



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

(八) 债市收益率波动下行，黄金、原油表现强势

一季度，股票指数表现分化，债市收益率波动下行，黄金、原油涨幅较高。分类别看，股票市场指数表现分化，上证综指有所上涨，涨幅为 2.2%；深证成指、创业板指均有所下跌，跌幅分别为 1.3%、3.87%。以上证综指为例，1 月在经济修复隐忧仍存、市场整体风险偏好较低下，上证综指呈下跌走势；2 月初在证监会部署维护资本市场稳定工作、中央汇金加大 ETF 增持规模及力度等利好作用下，上证综指反弹明显、加速上涨。从市场风格指数看，大盘表现整体优于中小盘，一季度大盘指数涨幅为

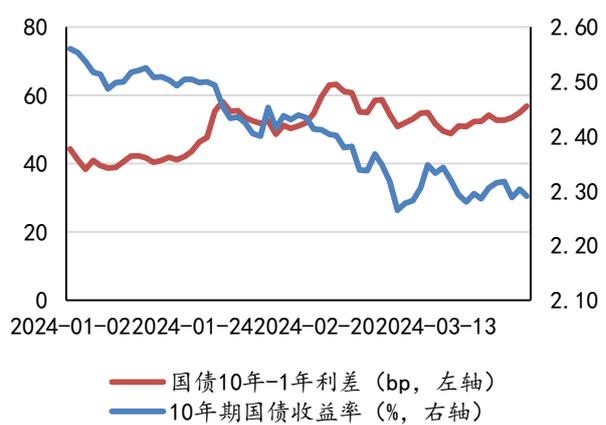
3.43%，中盘、小盘指数均有所下跌，跌幅分别为 0.86%、6.38%。债市收益率整体呈下行走势，全面降准落地、市场风险偏好较低、地方债发行偏慢、机构配置力量增强等是带动收益率下行的主要因素；截至 3 月末，10 年期国债收益率为 2.2901%，较去年末下行 26.52BP，3 月 6 日达 2002 年 5 月以来最低水平 2.265%。大宗商品整体呈先下后上走势，波动幅度相对较大，一季度商品指数小幅下跌 0.1%；分类看，受地缘政治冲突升温影响，原油价格波动放大，叠加 OPEC+ 延长减产期限等，一季度原油表现强势，带动能源指数上涨、涨幅为 10.8%；同时，海外主要经济体以降息为主要方向，且市场整体偏好较低，叠加各国央行持续增持黄金，对黄金价格形成一定支撑，伦敦金突破 2200 美元/盎司，带动贵金属指数上涨、涨幅为 10%。

图 19：股票市场走势



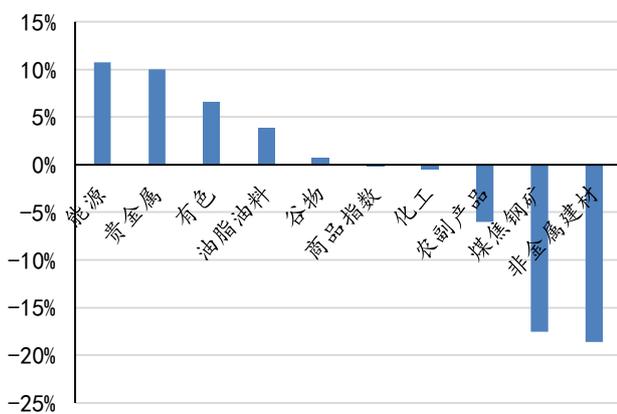
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 20：10 年期国债收益率走势



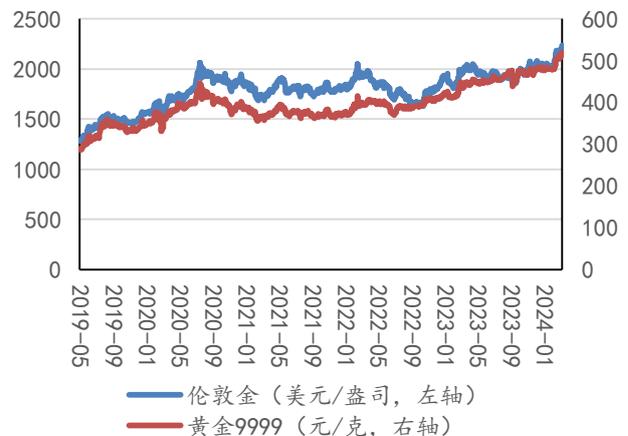
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 21：Wind 商品分类指数涨跌幅（一季度）



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 22：黄金价格走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

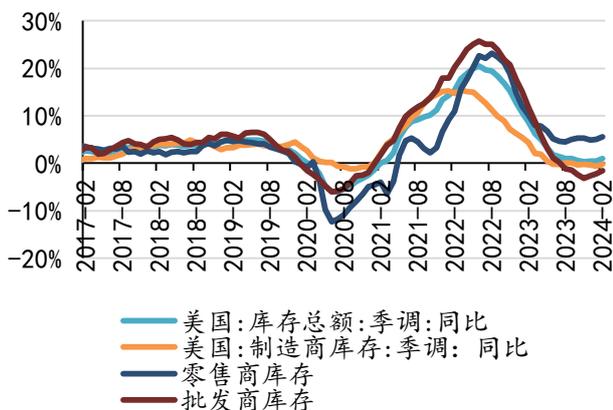
二、支撑经济持续回暖的有利因素与拖累经济运行的风险挑战

中国经济的持续回暖有多重有利因素的支撑，同时也面临一些风险挑战。其中积极因素包括：半导体周期回升、全球制造业回暖下外需持续改善；需求侧大规模设备更新、消费品以旧换新下工业生产与制造业投资保持韧性；专项债发行提速支撑基础设施建设投资保持较高增速；服务消费或仍有一定韧性；货币政策和财政政策仍有一定的政策调整空间。然而，大国博弈下外部环境的不确定性、不断上升的产能过剩风险、偏弱的终端需求、仍在探底的房地产市场以及较高的宏观债务风险等一系列拖累经济运行的风险与挑战也会增加宏观经济修复的不确定性，削弱经济回暖的斜率，仍需持续关注。

（一）经济延续回暖仍有多重有利因素支撑

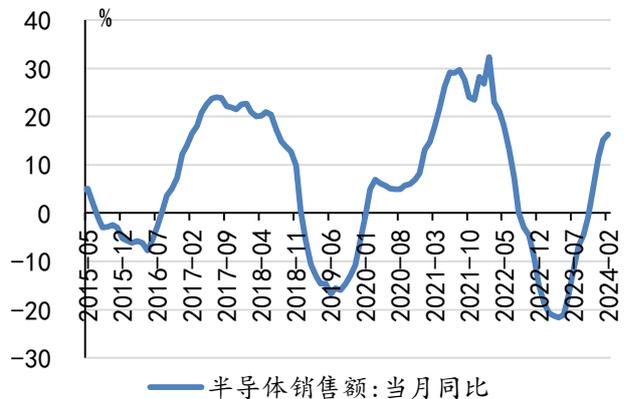
全球半导体周期触底回升，美国制造业补库存等因素或为外需改善提供一定有利条件。从去年 11 月开始，美国制造业库存同比增速触底回升，逐步出现补库存的迹象，一定程度上推动了中国外需的改善。此外，全球半导体周期从 2023 年 5 月开始触底回升，全球半导体销售降幅逐渐收窄，并于去年 11 月转正，截至 2024 年 2 月全球半导体销售额同比连续 10 个月回升，一季度我国消费品制造业、高技术制造业的生产与投资回升与外需的改善有较大关联。另外，3 月 PMI 新出口订单指数为 51.3%，较前值提升 5 个百分点，自去年 3 月重新回到荣枯线上方，也从生产端验证了外需的改善。后续看，外需拉动叠加全球产业周期回暖，或将能够部分对冲大国博弈的不利影响，我国出口有望保持温和增长。

图 23：美国社会库存触底企稳



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

图 24：全球半导体周期触底回升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

大规模设备更新、消费品以旧换新政策效应释放，装备制造业拉动下工业生产与制造业

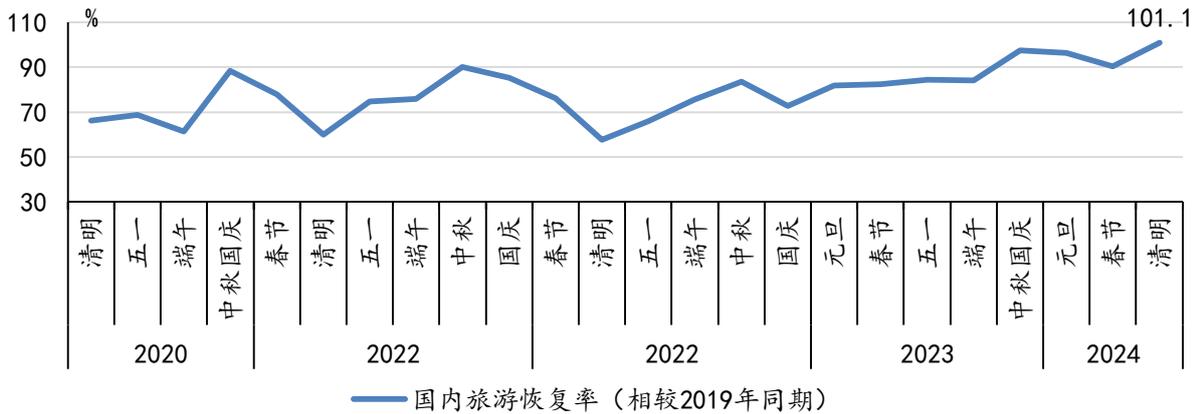
投资或将维持一定韧性。3 月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，机器设备的大规模更新与升级改造将带动制造业投资的显著加快，特别是装备制造业投资保持较快增长仍有支撑。此外，消费品的以旧换新有助于提升居民对于汽车、家电等耐用消费品的消费意愿，从而形成“消费-投资-生产”的正向循环，也会为消费品制造业生产和投资提供支撑。2024 年《政府工作报告》将“建立现代产业体系，发展新质生产力”作为今年政府工作的首要内容，信息化学品制造业，航空、航天器及设备制造业等高技术制造业一季度以来均保持较高速增长，后续在相关政策支持下或仍将保持韧性。

专项债、特别国债的加快发行或也将支撑基础设施建设投资保持较高增速，加之房地产宽松取向的政策持续调整，基础设施建设投资对于房地产开发投资的对冲效应或会有所加强。一季度专项债发行节奏整体偏慢，其中新增专项债共发行 6341.24 亿元，仅完成全年新增限额的 16.69%¹。考虑到今年一般公共预算和政府性基金预算赤字规模较去年小幅增长，因此展望二季度，政府债的发行或将有所提速，叠加今年两会提出的一万亿超长期特别国债或在二季度启动落实，均会对基础设施建设投资形成较大拉动。房地产开发投资方面，房地产宽松取向政策不断释放，保交楼、因城施策、三大工程均对房地产开发投资形成一定支撑，有助于减缓房地产市场的下行速度与幅度。3 月 22 日国务院常务会议指出“房地产产业事关经济社会发展大局”，今年政府工作报告也提出在消费与内需领域“减少限制性措施”，“加快构建房地产发展新模式”，政策效果或将有助于房地产开发投资延续降幅收窄，财政发力下基础设施建设投资保持韧性，一定程度上对冲房地产开发投资的下行。

服务消费的恢复性增长虽势头走弱，但仍有望保持一定增长。随着我国居民收入水平提高、人口结构变化以及社会需求转换，服务消费在居民消费支出中的占比越来越高，从 2013 年的 39.7% 升至 2023 年的 45.2%。从一季度数据来看，服务业在去年较高基数的背景下继续回升，服务零售额同比增长 10%，较商品零售快 6 个百分点，其中餐饮收入同比增长 10.8%。考虑到二季度假期较为集中，清明、五一、端午均在二季度，因此二季度服务消费或仍有一定韧性，支撑需求侧改善。此外，随着居民对于经济预期的好转，前期积累的超额储蓄或有一定释放，有助于对消费回暖提供支撑。

图 25：假期消费已恢复至常态化水平

¹ 详见中诚信国际：新增债发行缩量进度大幅放缓，关注后续发行节奏及资金效益——地方政府债券 2024 年一季度回顾与下阶段展望，<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11111?type=1>，2024 年 4 月 26 日



数据来源：Wind,中诚信国际整理

货币政策和财政政策仍有一定发力空间。从货币政策看，物价偏低实际利率偏高，降准降息仍有空间，再贷款等结构性货币政策依然可以发挥调节作用。一季度央行货币政策委员会例会也强调要“更加注重做好逆周期调节，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”，相较于四季度例会“逆周期和跨周期调节”，更加强调货币政策的短期逆周期调节作用。此外今年货币政策更加强调对于价格水平预期的关注，因此在当前较低的价格水平下，总量上保持合理充足的流动性仍有必要，后续来看，降息降准仍有必要。在结构层面，围绕“五篇文章”以及宏观经济领域的薄弱环节，仍需通过结构性货币政策工具创新实现精准支持。从财政政策看，专项债一季度发行使用速度较慢，二、三季度专项债的加快发行与使用将有助于提升财政政策效果，此外，增发国债项目于今年6月底前开工建设，这将对于三、四季度的基础设施建设投资形成一定支撑。

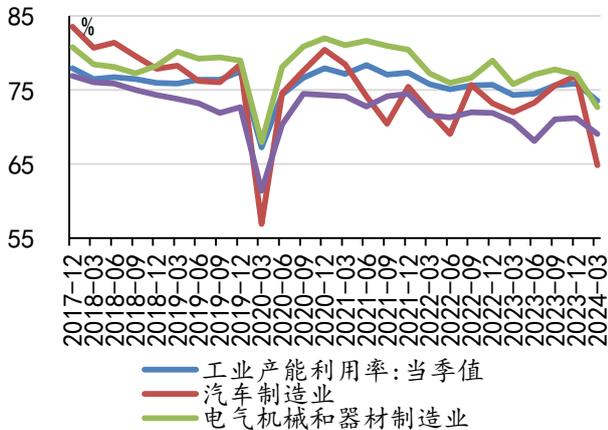
（二）拖累经济运行的风险与挑战

外需虽有改善但大国博弈态势未改，“新三样”出口或承压。在中美之间“脱钩”与“去风险”背景下，2023年中国占美国总进口的比例已由2018年的21.2%波动回落至2024年一季度的13.13%，累计下行约8个百分点，欧盟占比由2021年的15.16%下行至2024年一季度的13.96%。此外，2024年为全球大选年，有超过50个国家和地区进行选举，大选年各国政策趋于极端。近期欧美又以中国太阳能、电动车和锂离子等新兴领域产能过剩冲击世界市场为由挑起新一轮的外贸争端。4月美国财政部长耶伦访华期间不断提及中国新兴领域产能过剩。后续看，产能过剩争端下“新三样”以及高技术制造业的出口或面临压力。总体上看，大国博弈背景下中国面临的外部环境复杂性、严峻性、不确定性有所上升，外需改善对于工业生产和制造业投资的拉动仍存变数。

收入缺口、资产缩水等问题约束下，终端消费依然偏弱。消费是收入和预期的函数，属于宏观经济运行中的慢变量，当前我国居民收入缺口也尚未完全弥合，居民信心也未完全恢复。一季度人均可支配收入同比增长 6.2%，快于 GDP 增速，但相较常态增长趋势线依然有超过 6% 的收入缺口。3 月外来农业户籍人口调查失业率环比上升 0.2 个百分点至 5.0%，低收入群体就业压力加大也会削弱该部分群体的消费能力。与此同时，消费者信心指数、预期指数及满意指数仍位于历史低位。在居民收入缺口尚未弥合以及房地产市场深度调整导致的财富缩水效应制约下，商品消费恢复相对滞后，一季度商品零售总额仅同比增长 4%。

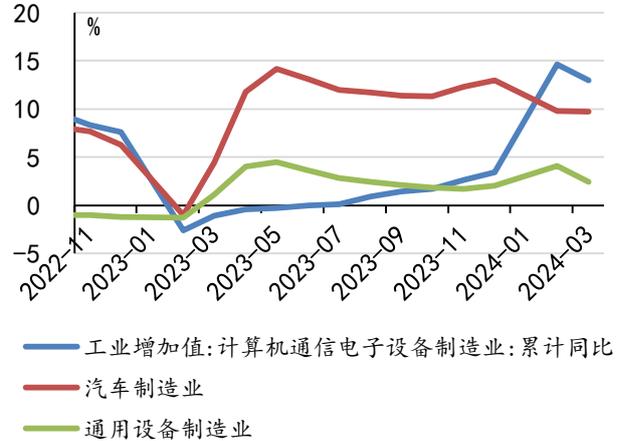
供需失衡之下部分领域产能利用率出现边际回落。一季度生产端和投资端表现较好，但投资与生产加速无助于缓解供需失衡的压力。一季度我国工业产能利用率为 73.6%，同比下降 0.7 个百分点，为 2020 年一季度以来的最低值。其中，电气机械、汽车制造等装备制造业和食品制造等下游消费行业产能利用率下降明显，汽车制造、电器机械、食品制造产能利用率分别较去年同期下降 7.1、3.1 和 1.6 个百分点。并且 3 月计算机通信电子、汽车制造、通用设备制造等装备制造行业增加值增速较 1-2 月均有有所回落。大规模设备更新一方面可以淘汰落后产能，但另一方面带来或将带来装备制造业、高技术制造业等领域的产能过剩的状况。

图 26：以装备制造业为代表的工业产能利用率走低



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

图 27：装备制造业增速边际回落



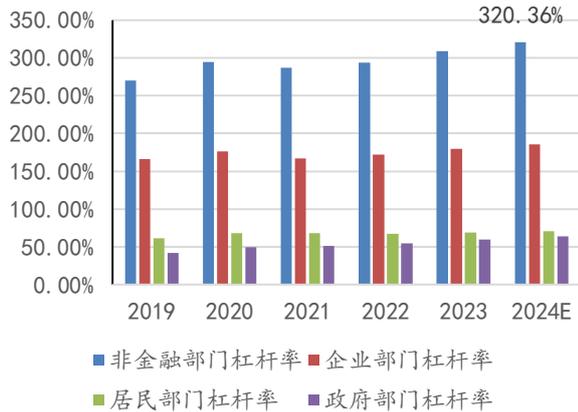
数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

房地产仍处于深度调整转型期，实现新旧动能平稳转换依然需要房地产市场能够尽快触底企稳。从新旧动能的转换衔接来看，当前房地产市场处于周期性调整过程中，房价下跌趋势以及房地产供需两端持续低迷的态势尚未扭转。2024 年 3 月，70 大中城市新建商品住宅价格指数同环比分别下跌 1.9% 和 0.4%，二手房价格指数同环比分别下跌 5.1% 和 0.6%，“价格下降-信心不足-销售低迷-资金受限-投资下滑”的负向循环尚未完全打破，房地产开发投资跌幅持续扩大，一季度房地产开发投资同比下降 9.5%，相较 1-2 月继续回落 0.5 个百分点。

此外，房价下跌趋势严重削弱居民购房信心与市场预期，财富缩水效应对消费也形成了一定挤压。当前新动能虽快速发展但尚未成势，尚不足以完全弥补旧动能走弱的缺口，并且部分新兴行业在前期产业政策支持下面临一定的产能过剩问题，不得不通过“以价换量”的方式去化产能。当前要实现新旧动能的平稳转换仍需房地产市场尽快的触底企稳。

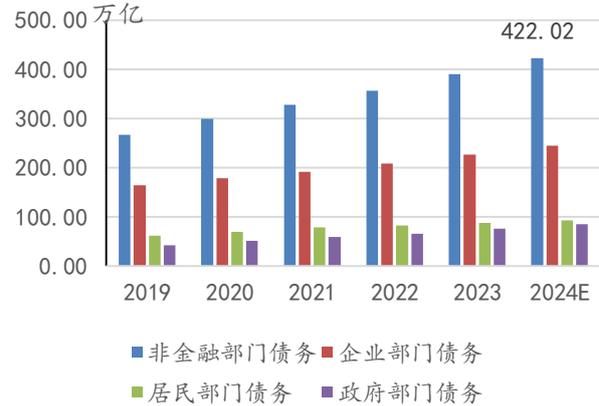
宏观债务风险依然处于高位，仍需持续关注付息压力。根据我们测算，在财政发力以及企业设备更新等推动下，一季度宏观杠杆率大幅攀升 5.57 个百分点至 314.29%，2024 年宏观杠杆率或将进一步走高突破 320%²，宏观债务风险依然高位运行。虽然随着稳增长的需要利率中枢在不断下移，但付息压力依然较大，若以 4% 左右的付息成本计算，付息规模占 GDP 的比重仍将超过 10%。在各部门资产负债表受损、名义经济增长依然承压的背景下，付息压力依然将加大经济金融的脆弱性。

图 28：宏观部门杠杆率或达 320%



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

图 29：宏观债务规模或将超过 422 万亿



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

三、宏观经济与政策与大类资产配置展望

展望 2024 年全年的经济运行，综合考虑有利因素与拖累因素的影响幅度，我们维持对于 2024 年经济增速为 5% 左右的判断。从政策层面来看，一季度宏观经济政策靠前发力但留有余地，年内各项稳增长措施将持续落地并发挥托底与拉动作用。从大类资产配置来看，我们认为股票与债券皆有一定结构性机会，商品配置的性价比较为一般。

² 详见中诚信国际：经济弱修复杠杆率被动上行，仍需关注付息压力及重点领域债务风险——2023 年宏观债务风险分析与 2024 年展望，2024 年 4 月 28 日

（一）维持 2024 年 GDP 增速为 5%左右的预期

如前所述，支撑一季度经济起步平稳的有利因素依然将在后续几个季度中发挥作用，但是房地产领域持续探底、消费回暖动能减弱以及供需失衡等因素也可能形成显著拖累。其中，基础设施建设投资与制造业投资的较高增长或能对于房地产开发投资的下行形成一定对冲，生产与投资的加快有利于拉升经济增速，但或不利于缓解供需失衡的矛盾。我们维持对于全年 5%左右的增速预期，参考趋势分解法，预期四个季度的增速分别为 5.3%、5.5%、4.6%与 4.8%左右。从工业与服务业增加值、固定资产投资、社零额以及出口增速等主要宏观经济指标增长预期来看，也可以支撑 5%左右的经济增长。

图 30： 全年 GDP 增速或为 5.0%左右

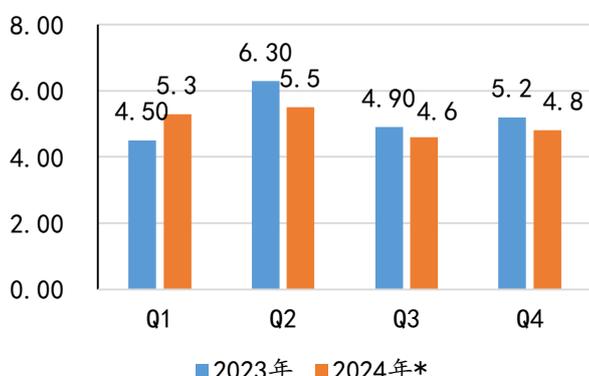
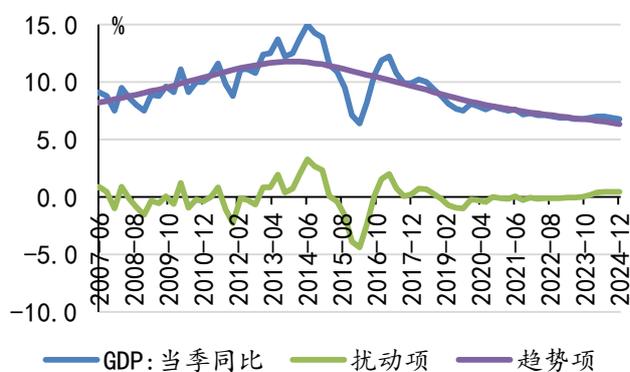


图 31： GDP 增速预测趋势分解图



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 32： 2024 年主要宏观经济指标预期值

	2024 年预期值	2024 年 Q1	2023 年
GDP (累计同比, %)	5.0	5.3	5.2
工业增加值 (同比, %)	5.5	6.1	4.6
服务业生产指数 (同比, %)	4.8	5.5	8.1
投资 (累计同比, %)	4.8	4.5	3.0
制造业投资	8.0	9.9	6.5
房地产开发投资	-9.0	-9.5	-9.6
基础设施建设投资(不含电力)	6.0	6.5	5.9
民间固定资产投资	0.8	0.5	-0.4
社零额 (同比, %)	4.5	4.7	7.2
出口: 同比 (% , 美元)	3.5	1.5	-4.6
CPI (同比, %)	0.5	0.0	0.2
PPI (同比, %)	-1.0	-2.7	-3.0
M2: 同比 (%)	8.5	8.3	9.70
新增社会融资规模 (亿元)	350000	129300	355875

数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）一季度宏观经济政策回顾

一季度宏观经济政策总体靠前发力但留有余地。从货币政策来看，2024 年 1 月宣布降准 0.5 个百分点，分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各 0.25 个百分点；4 月央行设立科技创新和技术改造再贷款，额度 5000 亿元，利率 1.75%，激励引导金融机构加大对科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新项目的金融支持力度。

从财政政策来看，2024 年政府工作报告提出拟连续几年发行超长期特别国债，今年先发行 1 万亿，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。对于此前增发的万亿国债，2 月发改委完成了全部三批共 1 万亿元增发国债项目清单下达工作，并推动所有增发国债项目于今年 6 月底前开工建设，这将对于二季度的基础设施建设投资形成一定支撑；此外，今年将持续落实结构性减税降费，通过结构性财政政策精准呵护新质生产力及短板领域的增长动能积蓄。不过一季度专项债发行进度为 16%，节奏慢于上年同期，二季度或将发行提速。此外，3 月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，方案的落地也同样需要财政政策的支持，并将在持续推动制造业投资与生产，扩大商品消费需求等领域发挥拉动作用。

在宏观政策发力稳增长的同时，防风险的底线也并未放松。在房地产风险领域，持续优化房地产政策，2024 年一季度多地因城施策出台宽松性政策，包括优化或取消限购措施、房屋“以旧换新”促进库存去化。在房地产融资方面，1 月出台支持住房租赁市场“金融 17 条”、调整房企信贷结构和盘活存量资产的经营性物业贷款新政等。在地方政府化债方面，持续推进一揽子化债措施落地，“47 号文”和“14 号文”陆续发布，进一步严控政府投资，拓展重点化债区域范围，多地也制定了“1+N”化债方案落实“控增化存”。

（三）经济政策展望与建议

政策支撑之下一季度经济增速超预期，但是供需失衡的状况并未扭转，特别是制造业投资加快以及工业生产提速或无助于供需失衡的缓解，甚至有可能加大部分领域产能过剩的风险。展望后续三个季度，宏观经济政策仍需要在扩大内需、稳定外需、提振物价以及激发动能等方面着手，坚持稳中求进、先立后破，持续支撑经济回暖的势头得以延续。

1、宏观政策继续加强整体统筹，加强预期引导、提振信心，财政与货币政策协调配合切实发挥稳增长作用

当前消费者信心指数、满意指数与预期指数仍处在历史低位，企业经营状况指数相较去年同期也有显著差距，稳增长的信号仍需要持续释放。政府工作报告提出的“以进促稳、先立后破”措施仍需加快落地见效，让各部门感受到增长带来的“真金白银”。按照政府工作报告的要求“增强宏观政策取向的一致性”，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，形成政策合力，引导预期进一步改善。

积极财政在“适度加力、提质增效”的导向下，财政支出规模应保持一定强度，支出结构应进一步优化，更多向短板领域、民生领域与创新领域倾斜，同时加强中央对地方转移支付力度，积极兜牢基层“三保”底线，此外，结构性减税降费政策应更注重政策效果，着力推动科技创新和制造业发展，进一步提升财政政策的可持续性、精准性和连续性。

货币政策应继续保持一定力度，在货币供应量、存量社融增速等中介目标层面保持偏宽松的取向，疏通货币政策传导机制，提高货币政策传导效率，通过继续推进存款利率市场化改革等降低实体融资成本，并有效配合财政政策提振内需、避免资金沉淀等问题发生，并力促物价与资产价格水平有所回升。结构性货币政策应更加精准有力，继续发力支持绿色发展、科技创新、小微企业等，精准支持重点领域。

2、短期稳消费和中长期收入分配改革相结合，加强供给侧改革与扩大消费有机结合

截至 2023 年末，我国居民部门最终消费率仅有 38%，在全球来看属于最低水平，而同期最终消费对于增长的贡献率却达 82%，2024 年一季度消费的增长贡献率虽有所回调，但依然保持在 73.7% 的较高水平。近年来消费拉动乘数高于固定资产投资乘数，当前阶段稳定与扩大消费应是扩大内需的最主要抓手，政府工作报告也将“促进消费稳定增长”列为扩大国内需求的首位。

短期来看，我们仍建议向低收入群体发放现金或数字货币，特别是针对边际消费倾向比较高的中低收入人群。中期来看，需要调整完善个税体系，包括下调中低档个税税率、延续并加大个税优惠政策力度、研究建立个人与家庭申报相结合的所得税税制等等，以促进中等收入群体的消费能力与意愿。长期来看，需要进一步推进收入分配制度改革，有加大要素市场化改革，鼓励支持居民通过财产、技术、数据、知识等

要素获得收入，提高居民收入在初次收入分配中的占比，通过转移支付、税收调节等手段提高低收入者收入、扩大中等收入群体。

通过高质量的供给引导消费扩容与升级，政府工作报告也提出通过“优化供给”来激发消费潜能，积极培育智能家居、文娱旅游以及养老、育幼等新兴领域与短板领域的供给与消费，日韩及美国等发达国家的经验也表明消费升级与产业升级是相辅相成的过程。

3、加大力度稳预期、稳房价、稳地产，妥善处置房地产行业风险

一方面，减少限制性政策，推动商品房回归商品属性，恢复“销售-投资”链条的活跃度。目前，稳房价是稳地产的关键，稳房价才能稳定市场预期、提升市场信心，有助于恢复从销售到投资的流动性链条。这需从需求端发力，提高居民收入的同时减少限制性政策，发挥市场调节作用。另一方面，在合理评估新开工建设与盘活存量孰为最优选择的基础上，通过收购存量商品房，来补充保障房、公租房的短板。只有存量资产处置起来，交易流动起来，整个行业才有稳的希望，房企的流动性危机才有实质性改善的可能。

防范化解房地产市场风险是2024年风险化解的重要工作之一，针对房地产行业融资问题，需加大金融支持力度。适度调整房地产信贷政策，稳定房地产开发贷款投放，对正常经营的房地产企业“不惜贷、抽贷、断贷”，进一步推动落实城市房地产融资协调机制；加快推进房地产贷款的“三个不低于”政策落地，增强银行关于房地产融资支持的窗口指导，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持；继续用好债券融资增信工具，鼓励房企发债缓解流动性压力，支持房地产企业通过资本市场合理股权融资等。针对房地产不良资产和债务风险问题，可通过主办银行制度统筹推进房地产债务处置工作，按市场化原则推进展期、调整还款安排、新发贷款、处置资产偿还借款等安排。此外，还可设立专门的房地产不良资产管理机构，发挥政策性金融资产公司职能，通过债务重组、破产清算/重整、资产证券化、司法清收等方式，降低房地产不良资产风险。引入市场化机构共同参与，丰富资产处置手段及机制。

4、加快培育经济发展新动能，释放新动能辐射带动作用同时警惕产能过剩风险

一是通过包容性监管、优化营商环境，激发新业态、新模式、新行业的积极性。二是鼓励数字经济与其他产业、行业与企业持续融合升级，发挥数字经济的辐射带动

作用。三是支持装备制造业设备更新等相关投资，加强高端制造业产业链条的协同促进，加强装备制造业对相关服务业和相关消费的带动。

在应对产能过剩问题方面，针对不同类型产能过剩采取差异化措施解决问题。在周期性与结构性产能过剩（主要集中在传统领域）方面，应加强供给侧改革与发挥市场机制作用相结合，推动有序的市场出清与优胜劣汰。在摩擦性产能过剩（主要集中在新兴领域）方面，应适当加大对于终端消费的补贴、培育新的消费习惯促进消费升级，促进产业链的延长与融合，充分发挥创新型供给对于需求的拉动作用。

（四）二季度建议关注债券和权益结构性机会

债市收益率中枢或有所下行，股票市场建议关注高股息板块和大盘风格。从股票市场看，一季度经济增速超出预期，但需求偏弱等问题仍存，叠加当前增量资金流入有所放缓、市场成交活跃度边际下降，二季度股票市场持续上行的可能性相对较小。但同时，近期国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，表示“加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率，增强分红稳定性、持续性和可预期性”，将利好高股息板块；同时强调“加强交易监管”“大力推动中长期资金入市”“推动上市公司提升投资价值”等，后续高频交易的交易成本或增加，中长期增量资金有望加速流入，且大盘配置价值或凸显，建议关注大盘股和高股息板块。从债券市场看，经济或继续修复但仍面临多重制约，稳妥实现 5% 的预期增速目标仍需要货币政策加大配合，叠加宏观债务风险仍处于高位、实际利率较高、地方化债仍需低利率环境等，货币政策或延续稳中偏松，考虑到资产荒延续，利率债仍有配置需求，收益率或易下难上，中枢或较一季度下行，但政府债券加快发行下难以出现一季度持续下行走势，需关注流动性扰动带来的收益率阶段性上行的风险。信用债方面，资产荒行情持续演绎，短端品种信用利差收窄，可结合负债端情况，布局中长久期具有基本面支撑的泛国企品种增厚收益，但仍需关注超预期事件或部分区域非标舆情等造成的估值波动风险，谨慎过度下沉。从大宗商品看，近期地缘风险局势变化的不确定性上升以及 OPEC+ 持续减产或对短期内原油价格形成一定支撑，但从需求端看，4 月 12 日国际能源署发布了石油市场报告并下调了对 2024 年石油需求增长的预测，原油持续上涨概率不大，叠加近期原油价格波动幅度较大，需警惕回调风险。黄金方面，海外主要经济体以降息为主要方向，美联储降息虽然有推迟可能，但降息概率仍较大，叠加黄金储备需求增加等，中长期黄金仍有配置价值，考虑到当前金价

处于历史高位，可在回调后增加配置。整体而言，股票市场持续上行的可能性相对较小，但在政策强调提高股息率、推动中长期资金入市、提升上市公司投资价值等，高股息板块和大盘风格表现或相对较好；债市收益率或易下难上，中枢或较一季度下行，但需关注流动性扰动带来的收益率阶段性上行的风险；从大宗商品看，原油价格波动风险相对较高，仍看好黄金中长期配置价值。

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>