

大类资产月报第3期

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

联系人：李欣越

lixinyue@gjzq.com.cn

7月市场主线：政治局会议提振信心，海外聚焦中报盈利

7月以来，国内股市底部反弹、海外股强债弱行情延续。市场主线逻辑及未来可能的演绎？本文分析，可供参考。

热点思考：7月市场主线，政治局会议提振信心、海外聚焦中报盈利

一问：国内市场的逻辑切换？政治局会议定调积极，市场情绪底部回暖

7月上中旬，疲软的经济数据下，市场情绪仍相对悲观，A股回调、国债收益率下行，人民币也延续了弱势的表现。

7月17日，二季度经济数据公布，GDP同比增速6.3%，低于市场预期。弱势的经济表现进一步冲击了市场信心，7月17日-7月24日，上证指数快速下跌2.3%，10Y国债利率一度下至2.62%，人民币再度跌破7.2关口。

7月24日以来，政治局会议定调积极，市场信心明显提振；债市收益率走高，人民币止跌企稳，A股明显反弹、顺周期相对占优。7月24日-7月31日，上证指数、创业板指分别大涨4.0%、4.2%，表现最为突出的房地产、金融业均为前期基金低配板块，分别大涨14.0%、10.5%；10Y国债收益率上行5bp至2.66%，人民币也快速升值。

二问：海外市场的交易逻辑？美股中报盈利超预期，“股债跷跷板”行情延续

加息末期，市场焦点逐步由分母端向分子端切换，海外市场股强债弱的“跷跷板”效应延续，季报超预期的美股明显上涨。7月，美国经济仍显现了相当的韧性，二季度GDP等数据大超市场预期；美股二季度盈利也有改善，标普500指数中二季报盈利超预期的个股占比高达78.9%。经济韧性与盈利改善的驱动下，美股市场的普涨行情得以延续。欧美通胀形势的收敛，则造成了汇率等资产跌宕的走势。美国、英国6月通胀数据相继发布，其中7月12日发布的美国核心CPI录得4.8%、低预期，数据发布后，美联储9月加息预期快速下修，美元随之走弱；7月19日发布的英国核心CPI则引发市场对欧元区通胀超预期放缓的担忧，欧央行9月加息预期随即降温，美元也再度转升。

三问：8月市场焦点何在？国内聚焦政策落地、海外关注基本面压力

国内市场，政策对市场情绪提振或有一定持续性；但“券商行情”向全面牛市的演绎，或需基本面改善的支持。历史回溯来看，券商行情通常是牛市启动的领先指标；但2010-2011年、2012-2013年和2018年9-11月，经济动能不足叠加海外冲击，券商板块集体拉涨后，牛市行情未能持续。当下，政策落地对经济内生动能的改善或需持续关注。海外市场，美国经济冷热不均，回归基本面后美股上行或有阻力。向后看，美国经济或有三重压力：1) 去库压力仍在，本轮去库周期或延续至2023年底。2) 金融周期仍在下行，历史上经济衰退均出现在银行信用收缩阶段。3) 货币紧缩效应滞后9-12个月，当下累积效应尚未充分体现。随着市场主线向基本面倾斜，经济压力或成美股潜在约束。

月度回顾：国内经济弱运行但受到政策提振，欧美通胀放缓、基本面分化（2023/07/01-2023/07/31）

股票市场：全球主要股指普遍上涨，美股领涨。纳斯达克指数、道琼斯工业指数、标普500和澳大利亚普通股指数领涨，分别上涨3.83%、3.06%、2.96%和2.88%。

债券市场：发达国家10年期国债收益率多数上行。美国10Y国债收益率上行16.00bp至3.97%，德国10Y国债收益率上行9.00bp至2.52%；日本、法国和意大利分别上行17.90bp、8.90bp和3.80bp，仅英国下行15.53bp。

外汇市场：美元指数走弱，人民币兑美元升值。挪威克朗、日元、英镑、欧元和加元兑美元分别升值5.26%、2.23%、1.25%、0.96%和0.01%。在岸、离岸人民币兑美元分别升值0.41%、0.57%至7.1504、7.1534。

商品市场：原油、贵金属、有色和农产品价格均上涨，黑色系多数上涨。受政治局会议提振需求预期，对有色金属价格形成支撑。7月雨水增多下游需求趋弱、检修期铁水减产，且钢厂利润承受成本提价空间有限，焦煤回调。

风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期

内容目录

| | |
|--|----|
| 一、热点思考：7月市场主线，政治局会议提振信心、海外聚焦中报盈利..... | 5 |
| 一问：国内市场的逻辑切换？政治局会议定调积极，市场情绪底部回暖..... | 5 |
| 二问：海外市场的交易逻辑？美股中报盈利超预期，“股债跷跷板”行情延续..... | 7 |
| 三问：8月市场焦点何在？国内聚焦政策落地、海外关注基本面压力..... | 9 |
| 二、大类资产高频跟踪（2023/07/01-2023/07/31）..... | 11 |
| （一）月度回顾：欧美股指全线上涨，10年期国债利率多数上行..... | 11 |
| （二）权益市场追踪：全球资本市场普遍上涨..... | 12 |
| （三）债券市场追踪：发达国家10年期国债收益率多数上行..... | 13 |
| （四）外汇市场追踪：美元指数走弱，人民币兑美元、欧元和英镑均贬值..... | 14 |
| （五）大宗商品市场追踪：原油、贵金属、有色和农产品均上涨，黑色多数上涨..... | 16 |
| 三、报告精选..... | 17 |
| （一）美元走弱，有何“异象”？..... | 17 |
| （二）美、欧、日经济“强弱”的比较..... | 20 |
| 风险提示..... | 22 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|---|
| 图表 1： 二季度经济内生增长动力不及预期..... | 5 |
| 图表 2： 债市收益率持续下行，且波动率接近历史新低..... | 5 |
| 图表 3： 国内债市走强、人民币维持弱势..... | 5 |
| 图表 4： 7月24日前，A股下跌至底部..... | 5 |
| 图表 5： 中央政治局会议定调积极..... | 6 |
| 图表 6： 会议后一周，A股整体大幅反弹..... | 6 |
| 图表 7： 7月24日以来，国债利率普遍止跌上行..... | 6 |
| 图表 8： 政治局会议后，人民币汇率企稳走强..... | 6 |
| 图表 9： 7月24日以来，顺周期板块涨势良好..... | 6 |
| 图表 10： 7月24日以来，低配行业表现较超配更好..... | 6 |
| 图表 11： 7月，股强债弱“跷跷板”效应整体延续..... | 7 |
| 图表 12： 美国二季度经济增长强劲..... | 7 |
| 图表 13： 二季度，EPS超预期的美股比例进一步提升..... | 7 |
| 图表 14： 7月以来，美股延续普涨..... | 7 |
| 图表 15： 7月12日与19日公布的美英通胀意外降温..... | 8 |
| 图表 16： 7月24日公布的欧美制造业PMI加剧分化..... | 8 |
| 图表 17： 基本面数据的出炉对紧缩预期冲击明显..... | 8 |
| 图表 18： 受数据冲击，欧美汇债相对强弱发生逆转..... | 8 |
| 图表 19： 日央行会议前后，日债、日股齐跌..... | 8 |
| 图表 20： 调整前后，美债利率上行、日元升值..... | 8 |

| | | |
|--------|--|----|
| 图表 21: | 2003 年以来, 证券行业超涨多由政策驱动, 券商大涨期间、A 股多表现强势..... | 9 |
| 图表 22: | 股债收益差逼近 2 倍标准差时, 市场接近底部..... | 9 |
| 图表 23: | 券商连续 5 个交易日涨超 10%后, A 股涨跌情况..... | 9 |
| 图表 24: | 2010 年下半年, 经济改善未能持续..... | 10 |
| 图表 25: | 2012-2013 年, 国内经济低通胀低增长..... | 10 |
| 图表 26: | 2012-2013 年, 欧债危机拖累国内出口..... | 10 |
| 图表 27: | 2018 年下半年, 经济下行压力大..... | 10 |
| 图表 28: | 制造、批发与零售库存同比增速..... | 10 |
| 图表 29: | 美国 PMI 指数领先标普 500 未来 12 个月 EPS..... | 10 |
| 图表 30: | 美元与日元的套息交易..... | 11 |
| 图表 31: | 全球银行业的日元净债权情况..... | 11 |
| 图表 32: | 7 月大类资产涨跌情况..... | 12 |
| 图表 33: | 本月, 发达国家股指多数上涨..... | 12 |
| 图表 34: | 本月, 新兴市场股指全线上涨..... | 12 |
| 图表 35: | 本月, 美股行业全线上涨..... | 13 |
| 图表 36: | 本月, 欧元区行业多数上涨..... | 13 |
| 图表 37: | 本月, A 股市场涨跌分化..... | 13 |
| 图表 38: | 本月, A 股行业多数上涨..... | 13 |
| 图表 39: | 本月, 恒生指数全线上涨..... | 13 |
| 图表 40: | 本月, 恒生行业多数上涨..... | 13 |
| 图表 41: | 本月, 主要发达国家 10Y 国债收益率多数上行..... | 14 |
| 图表 42: | 本月, 美德 10Y 收益率均上行, 英国下行..... | 14 |
| 图表 43: | 本月, 主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌分化..... | 14 |
| 图表 44: | 本月, 土耳其、巴西 10Y 利率均上行..... | 14 |
| 图表 45: | 本月, 中国国债收益率涨跌分化..... | 14 |
| 图表 46: | 本月, 2 年期和 10 年期国债上行, 3 个月下行..... | 14 |
| 图表 47: | 本月, 美元指数下跌, 其他货币兑美元升值..... | 15 |
| 图表 48: | 本月, 英镑、欧元兑美元均上涨..... | 15 |
| 图表 49: | 本月, 主要新兴市场兑美元多数下跌..... | 15 |
| 图表 50: | 雷亚尔和韩元兑美元贬值, 土耳其里拉升值..... | 15 |
| 图表 51: | 本月, 美元、英镑和欧元兑人民币贬值..... | 15 |
| 图表 52: | 本月, 人民币兑美元升值..... | 15 |
| 图表 53: | 本月, 商品价格走势普遍上涨..... | 16 |
| 图表 54: | WTI 原油、布伦特原油价格上涨..... | 16 |
| 图表 55: | 本月, 动力煤价格持平, 焦煤价格下跌..... | 16 |
| 图表 56: | 本月, 铜铝价格上涨..... | 17 |
| 图表 57: | 本月, 通胀预期升温..... | 17 |
| 图表 58: | 本月, 黄金、白银价格均上涨..... | 17 |
| 图表 59: | 本月, 10Y 美债实际收益率上行..... | 17 |
| 图表 60: | 6 月以来, 美元持续下跌、近期下破 100..... | 18 |
| 图表 61: | 6 月以来, 美欧基本面分化加剧..... | 18 |

| | |
|---|----|
| 图表 62: 美元和美债的走势出现明显分化..... | 18 |
| 图表 63: 美德利差对美元走势的解释力弱化..... | 18 |
| 图表 64: 6-7 月欧洲系统性重要银行 CDS 息差大幅下跌..... | 18 |
| 图表 65: 6 月以来, 欧洲银行股明显上涨..... | 18 |
| 图表 66: 日本薪资增速支撑通胀上行..... | 19 |
| 图表 67: 日本 YCC 调整的市场预期持续升温..... | 19 |
| 图表 68: 2 月以来, 美欧制造业景气程度持续分化..... | 19 |
| 图表 69: 美国薪资增速仍然具有韧性..... | 19 |
| 图表 70: 服务通胀或较难回落..... | 19 |
| 图表 71: 欧洲加息步入尾声..... | 19 |
| 图表 72: 美、欧、日产出缺口, 美国产出缺口为正且超出疫情前, 日本、欧洲均为负..... | 20 |
| 图表 73: 美欧日制造业 PMI 均下滑..... | 20 |
| 图表 74: 美欧日服务业 PMI 读数回落..... | 20 |
| 图表 75: IMF 上修美欧日经济增速..... | 21 |
| 图表 76: CRB 同比领先美欧日 PPI 增速..... | 21 |
| 图表 77: 美欧日消费者信心均好转..... | 21 |
| 图表 78: 美国、日本企业信心好转, 欧洲变差..... | 21 |
| 图表 79: 日本消费者信心与消费增速..... | 21 |
| 图表 80: 美欧日收入增速今年仍然有所上升..... | 21 |
| 图表 81: 日本货币政策趋向于收缩..... | 22 |
| 图表 82: 欧洲信贷压力更大..... | 22 |

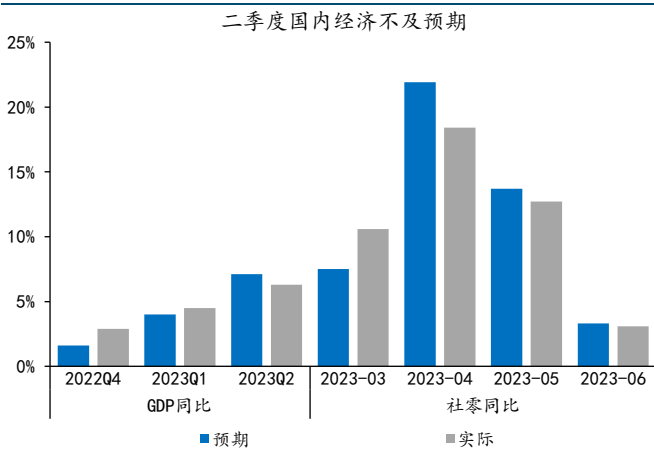
7月以来，国内股市底部反弹、海外“股强债弱”行情延续。市场主线逻辑及未来可能的演绎？本文分析，可供参考。

一、热点思考：7月市场主线，政治局会议提振信心、海外聚焦中报盈利

一问：国内市场的逻辑切换？政治局会议定调积极，市场情绪底部回暖

7月上中旬，疲软的经济数据下，市场情绪仍相对悲观，A股回调、国债收益率下行，人民币汇率也延续了弱势的表现。7月上中旬，稳增长政策尚未出台、经济扩张动能仍在放缓；7月17日，二季度经济数据公布，GDP同比增速6.3%，低于市场预期的7.1%，其中收入和消费修复偏慢、服务业扩张动能也在放缓。弱势的经济表现进一步冲击市场信心，市场情绪延续低迷；10Y国债利率不断下行，且波动率创历史新低。7月17日-7月24日，上证指数快速下跌2.3%，10Y国债利率一度下至2.6%，人民币再度贬破7.2关口。

图表1：二季度经济内生增长动力不及预期



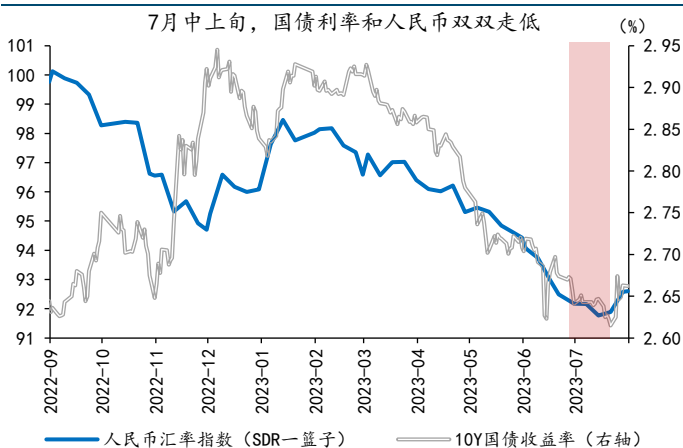
图表2：债市收益率持续下行，且波动率接近历史新低



来源：Wind，国金证券研究所

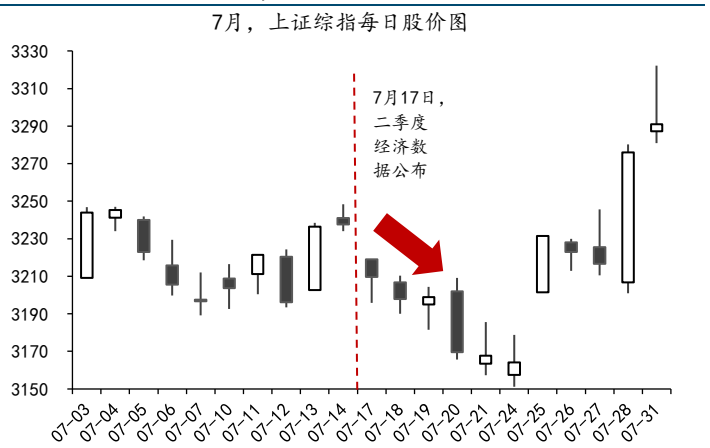
来源：Wind，国金证券研究所

图表3：国内债市走强、人民币维持弱势



来源：Wind，国金证券研究所

图表4：7月24日前，A股下跌至底部



来源：Wind，国金证券研究所

7月24日以来，中央政治局会议定调积极，市场信心明显提振，A股反弹、债市收益率走高，人民币汇率也止跌企稳。7月24日政治局会议的召开成为市场转折点，会议强调加强逆周期调节且精准有力调控，同时投资者信心亦受到会议关注，后续活跃资本市场相关政策或将出台。会议召开后，A股市场底部反弹。7月24日-7月31日，上证指数、创业板指分别大涨4.0%、4.2%，10Y国债收益率上行5bp至2.66%，人民币也快速升值。

图5: 中央政治局会议定调积极

| 时间 | 2022年12月6日 | 2023年4月28日 | 2023年7月24日 |
|------|---|--|--|
| 形势研判 | 面对高通胀的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务,保持了经济社会大局稳定。明年要坚持稳字当头、稳中求进。 | 经济增长好于预期,市场需求逐步恢复,当前我国经济运行总体呈现恢复态势,内生动力还不强,需求仍然不足,经济转型升级面临的阻力... | 当前经济运行面临的困难挑战,主要是国内需求不足,一些企业经营困难,重点领域风险隐患较多,外部环境复杂严峻...我国经济具有巨大的发展韧性和潜力,长期向好的基本面没有改变... |
| 政策方向 | 积极的财政政策要加力提效,稳健的货币政策要精准有力,产业政策要发展和安全并举,科技政策要聚焦自立自强,社会政策要兜牢民生底线。 | 积极的财政政策要加力提效,稳健的货币政策要精准有力,形成扩大需求的合力。 | 要用好政策空间,找准发力方向,扎实推动经济高质量发展,要精准有力实施宏观调控,加强逆周期调节和政策储备,要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策... |
| 具体措施 | 要着力扩大国内需求,充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。 | 要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系,既要逆势而上,在短板领域加大突破,也要顺势而为,在优势领域做大做强... | 要扩大内需,通过增加居民收入扩大消费,通过终端需求带动有效供给...要发挥好政府债券发行和使用,要制定出台促进民间投资的政策措施,要多措并举,稳住外贸外资基本盘... |
| 其他 | 要切实加强“两个毫不动摇”,增强我国社会主义现代化建设动力和活力,要推进高水平对外开放,更大力度吸引和利用外资。 | 要支持“两个毫不动摇”,破除影响各类所有制企业公平竞争、协同发展的法律法规障碍和隐性壁垒,持续提振经营主体信心... | 坚持“两个毫不动摇”,切实提高国有企业核心竞争力,切实优化民营企业发展环境。要坚决整治乱收费、乱罚款、乱摊派,解决政府拖欠企业账款问题...要活跃资本市场,提振投资者信心。 |
| 其他 | 要有效防范化解重大经济金融风险,守住不发生系统性风险的底线。 | 统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作,做好保交楼、保民生、保稳定工作,推动建立房地产发展新模式。在超大特大城市积极稳妥推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设... | 要有效防范化解重点领域风险,适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势,适时调整优化房地产政策...要有效防范化解地方债务风险,制定实施一揽子化债方案。要加强金融监管,稳步推动高风险中小金融机构改革化险... |
| 其他 | 要持续真抓实干,激发全社会创新创业活力,让干部敢为、地方敢闯、企业敢干、群众敢首创。 | 切实保障和改善民生,强化就业优先导向...巩固拓展脱贫攻坚成果...各级领导干部要带头调查研究... | 要加大民生保障力度,把稳就业提高到战略高度通盘考虑,兜牢民生底线“三保”底线... |

来源: Wind, 国金证券研究所

图6: 会议后一周, A股整体大幅反弹

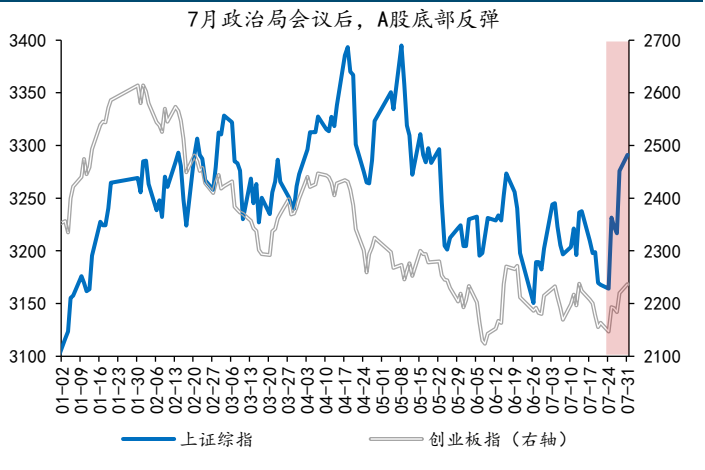


图7: 7月24日以来, 国债利率普遍止跌上行

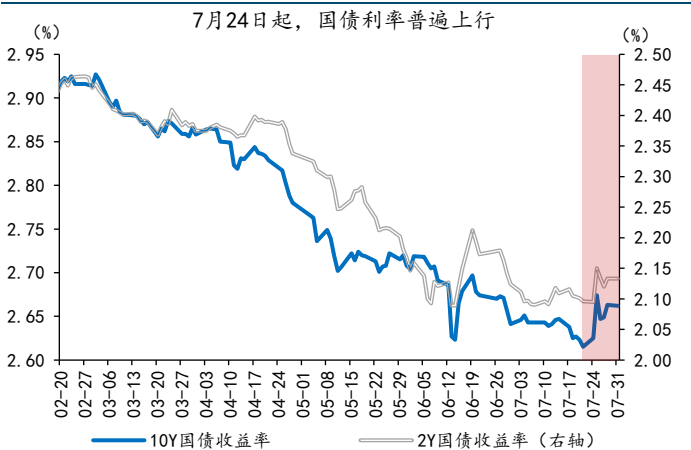
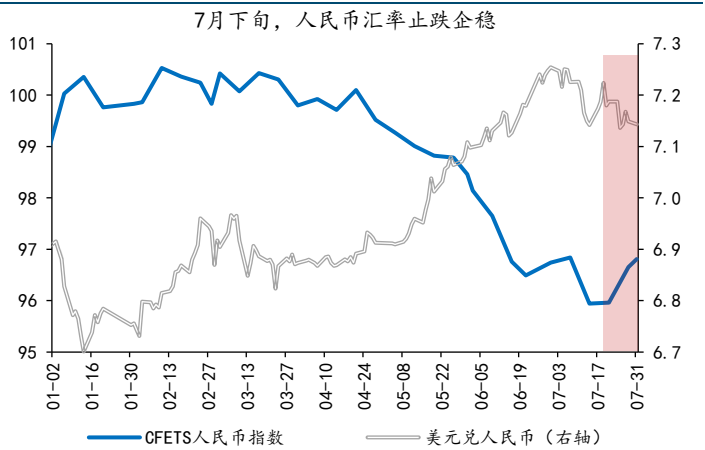


图8: 政治局会议后, 人民币汇率企稳走强



结构上来看, 在政策驱动下, 市场开始由前期高拥挤度板块向低配的顺周期板块切换。7月24日-7月31日, A股金融、周期、消费板块分别上涨10.4%、3.9%、3.7%, 而成长与稳定仅分别上涨1.6%和2.0%, 市场风格开始由前期相对领先的稳定、成长向顺周期板块切换。从行业层面来看, 7月24日以来表现最为突出的房地产、金融业均为前期基金低配板块, 分别大涨14.0%、10.5%; 而前期高拥挤度的制造业、信息技术表现则相对偏弱。

图9: 7月24日以来, 顺周期板块涨势良好

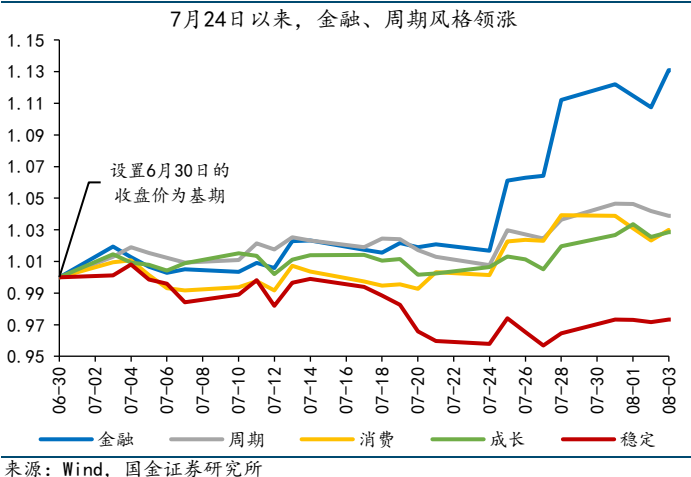
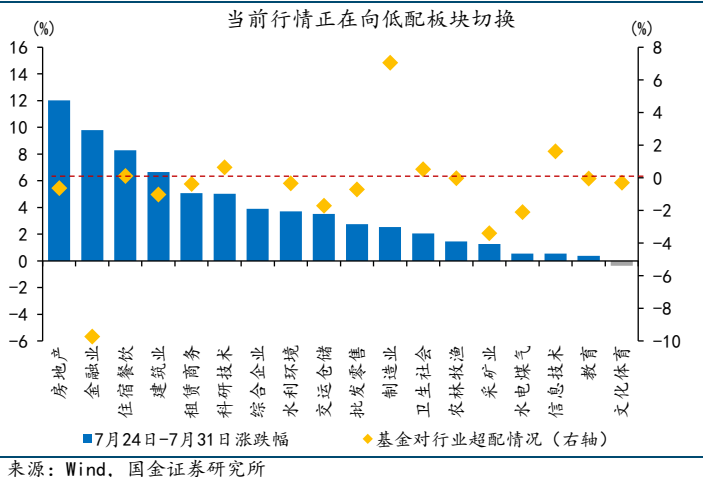


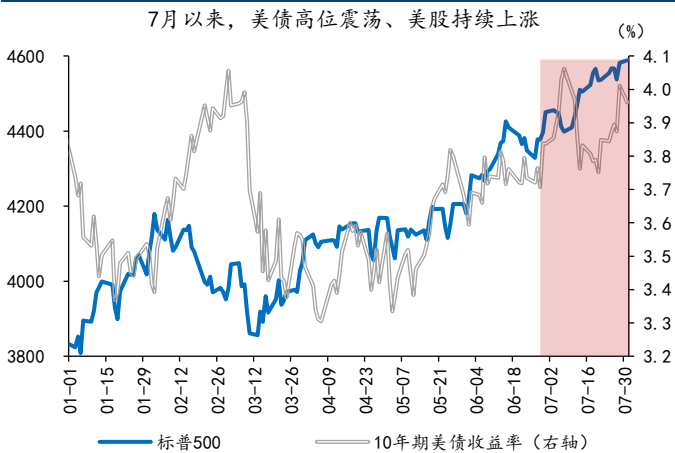
图10: 7月24日以来, 低配行业表现较超配更好



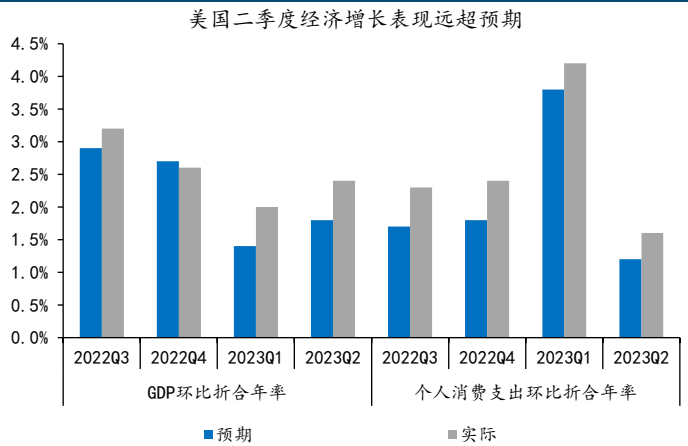
二问：海外市场的交易逻辑？美股中报盈利超预期，“股债跷跷板”行情延续

加息末期，市场焦点逐步由分母端向分子端切换，海外市场股强债弱的“跷跷板”效应延续，季报超预期的美股明显上涨。6月以来，美股交易逻辑逐步开始了切换，市场由交易紧缩预期逐步转向经济基本面的强弱；美国股债“跷跷板”效应再现。7月，美国经济仍显现了相当的韧性，二季度GDP、个人消费支出等数据均超市场预期；美股二季度盈利也有改善，标普500指数中二季报盈利达预期、超预期的个股数量达78.9%、较一季度进一步上升。经济韧性与盈利改善的驱动下，美股市场的普涨行情得以延续。

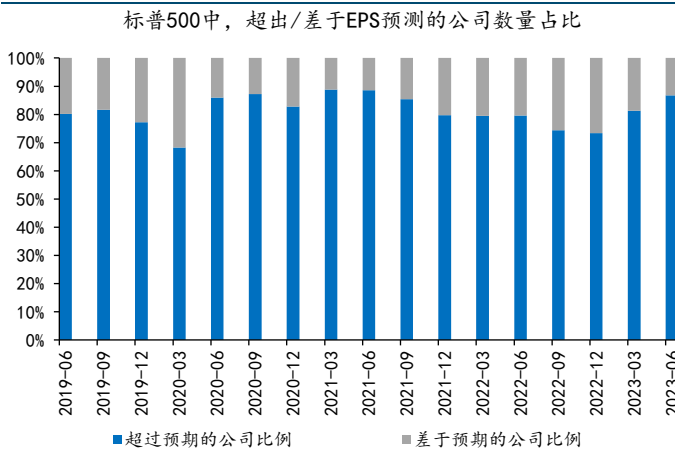
图表11：7月，股强债弱“跷跷板”效应整体延续



图表12：美国二季度经济增长强劲



图表13：二季度，EPS超预期的美股比例进一步提升

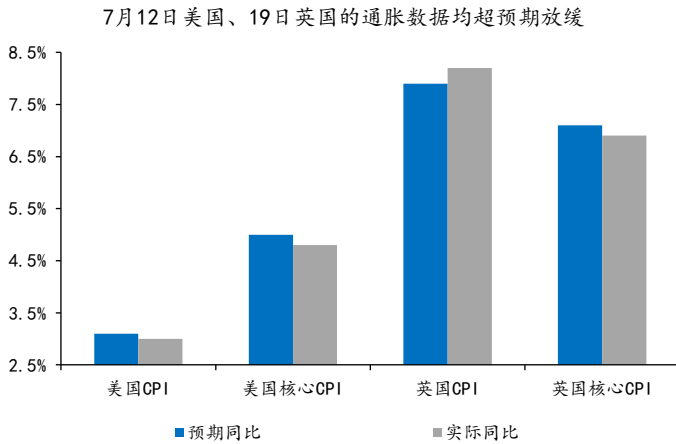


图表14：7月以来，美股延续普涨



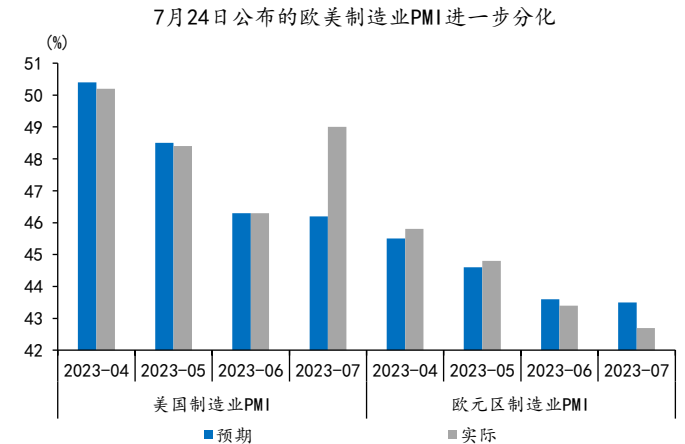
欧美经济形势的分化、通胀形势的收敛，则造成了汇率等资产跌宕的走势。7月上中旬，美国、英国通胀数据相继发布，其中7月12日发布的美国核心CPI录得4.8%，低于市场预期的5.0%，数据发布后，美联储9月加息预期快速下修，美元随之走弱；7月19日发布的英国核心CPI录得6.9%，低于市场预期，引发了市场对欧元区通胀超预期放缓的担忧，欧央行9月加息预期随即降温、由7月14日的72%降至7月31日的33%，欧元也随之再度转贬。此外，7月24日公布的PMI数据的美强欧弱对美元的二次反弹也有助推。

图表15: 7月12日与19日公布的美英通胀意外降温



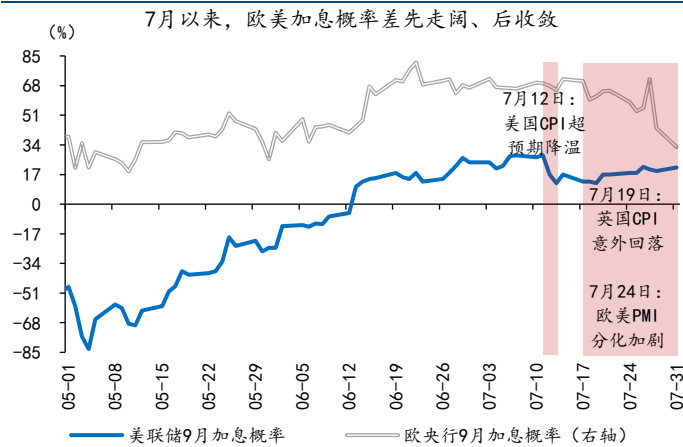
来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 7月24日公布的欧美制造业PMI 加剧分化



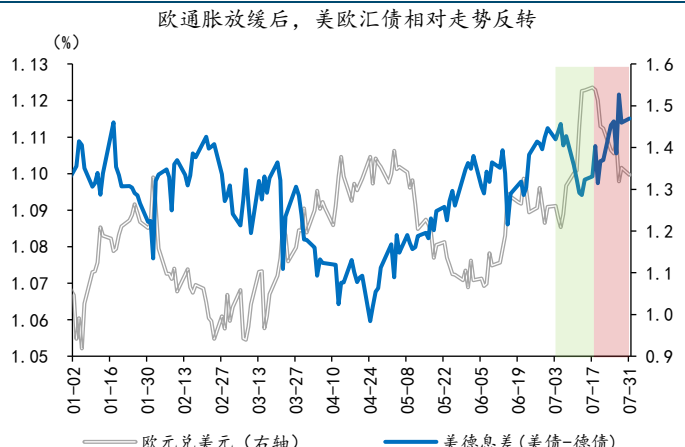
来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 基本面数据的出炉对紧缩预期冲击明显



来源: Wind, 国金证券研究所

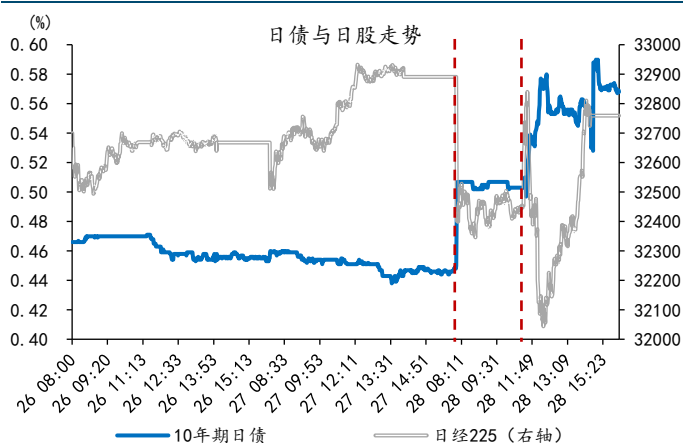
图表18: 受数据冲击, 欧美汇债相对强弱发生逆转



来源: Wind, 国金证券研究所

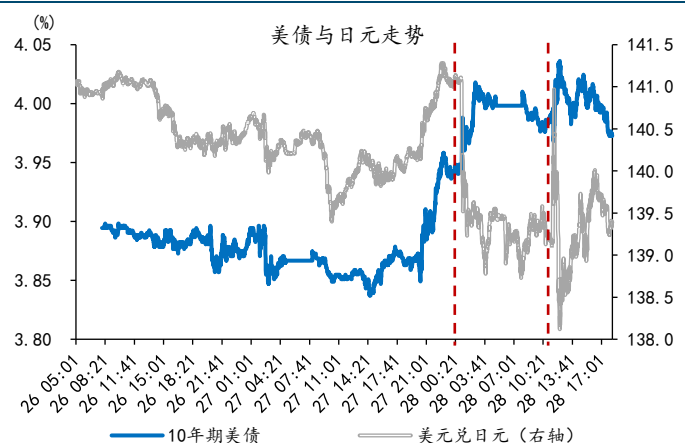
此外, 7月28日日央行YCC的意外调整, 也对市场情绪有小幅冲击。7月28日, 日央行议息会议超预期调整收益率曲线控制(YCC), 将10年期日债收益率波动区间实质性放宽至1%。日央行7月例会声明称, 10Y日债收益率波动区间仍然维持在正负0.5%的区间, 但该区间只作为参考; 当利率触及上限, 央行将以1%的固定利率购债, 波动区间实质性被放宽至1%。会议前, 日经新闻的报告已极大抬升市场的预期; 预期落地后, 市场进一步消化冲击, 日债、日股、美债齐跌, 日元快速升值。

图表19: 日央行会议前后, 日债、日股齐跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表20: 调整前后, 美债利率上行、日元升值



来源: Wind, 国金证券研究所

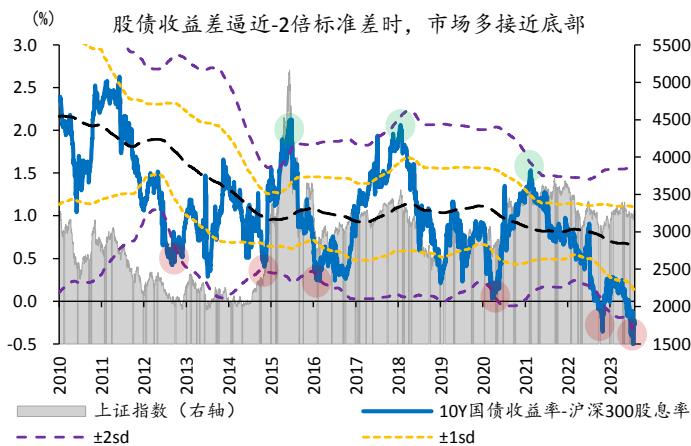
三问：8月市场焦点何在？国内聚焦政策落地、海外关注基本面压力

短期来看，政策催化对国内市场情绪的提振或有一定持续性。一方面，历史回溯来看，“牛市旗手”券商股通常被视为牛市行情启动的领先指标。2003年以来，券商股大行情往往始于政策发力期，券商股连续5个交易日大涨超过10%后，随后的20个交易日、60个交易日市场上涨的概率分别为69%、61%，万得全A的平均涨跌幅也分别达4.4%、8.0%。另一方面，股债收益差跌破-2倍标准差时，市场均处于底部位置。2012年12月、2014年12月、2016年1月、2020年3月、2022年10月，均是如此。当下，股债收益差再度跌破了-2倍标准差，极低的市场情绪也预示着反弹或可期待。

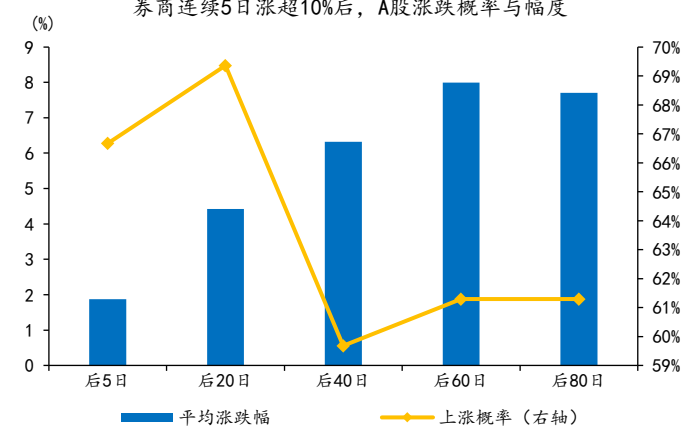
图表21：2003年以来，证券行业超涨多由政策驱动，券商大涨期间，A股多表现强势



图表22：股债收益差逼近2倍标准差时，市场接近底部

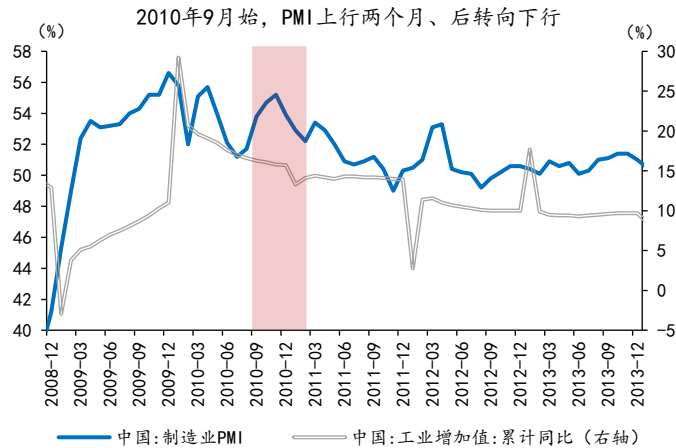


图表23：券商连续5个交易日涨超10%后，A股涨跌情况



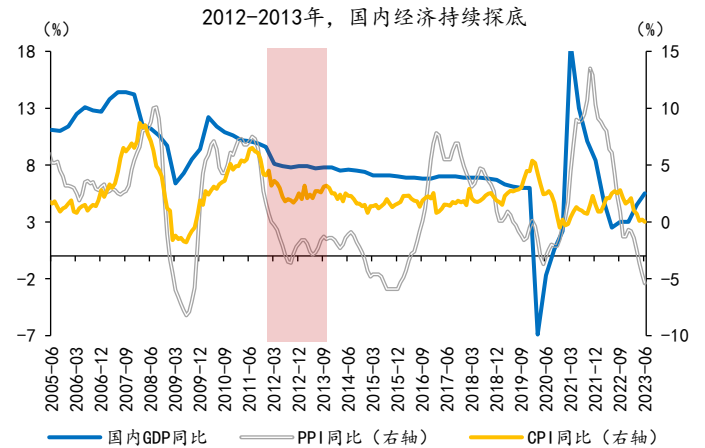
中期来看，券商板块集体拉涨向 A 股全面牛市的演绎，或需政策落地后经济基本面的改善。历史回溯来看，2010 至 2011 年、2012 至 2013 年和 2018 年 9-11 月，均曾出现券商板块集体拉涨，但随后 A 股牛市持续性不强。彼时国内经济的下行压力以及外部因素的拖累，是牛市未至的主因：1) 2010 至 2011 年，国内经济步入下行周期，制造业景气改善仅持续两月、又重归下行；2) 2012 至 2013 年，国内经济增速放缓背景下，欧债危机进一步对出口端造成冲击；3) 2018 年下半年，我国地产投资与基建投资放缓，中美贸易战又再起波澜。本轮中，政策落地对经济内生动能的改善或是后续市场关注焦点之一。

图表24: 2010年下半年, 经济改善未能持续



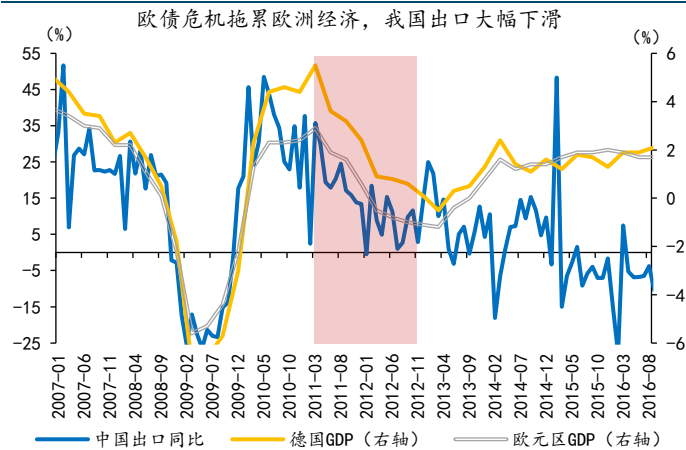
来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 2012-2013年, 国内经济低通胀低增长



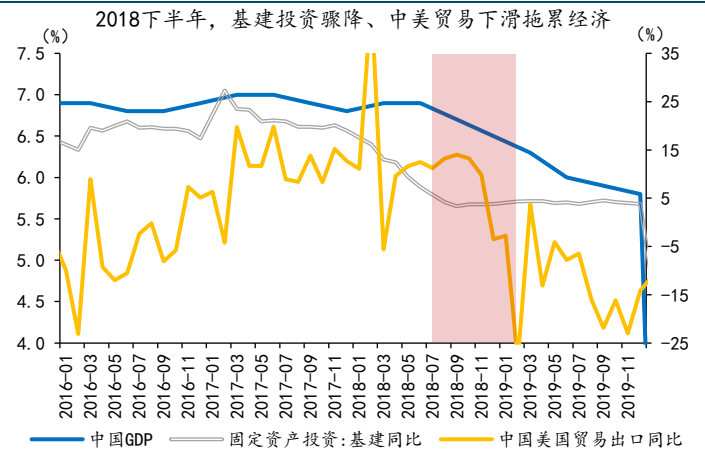
来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 2012-2013年, 欧债危机拖累国内出口



来源: Wind, 国金证券研究所

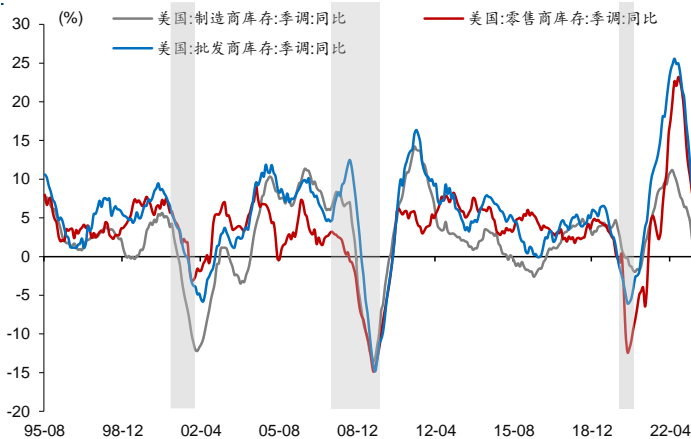
图表27: 2018年下半年, 经济下行压力大



来源: Wind, 国金证券研究所

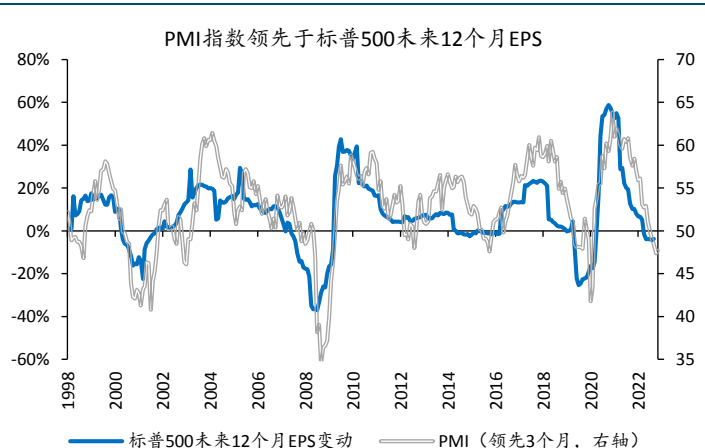
海外市场方面, 美国经济冷热不均, 回归基本面后美股或将承压; 而 YCC 调整的冲击或相对有限, 美债利率或维持高位震荡。向后看, 美国经济基本面冷热不均, 短期内仍面临三重压力: 1) 去库压力仍在。本轮去库存周期始于 2022 年中, 或延续至 2023 年底。2) 金融周期仍在下行。历史上经济衰退无一例外地均出现在银行信用收缩阶段。3) 货币紧缩效应一般滞后 9-12 个月, 当下累积效应尚未充分体现。随着市场主线逐步向“经济基本面”倾斜, 美股或仍有调整风险。此外, 随着换汇成本的不断上升、有套补的日元套息交易在去年 Q4 已无利可图, 部分交易的提前逆转或将弱化本轮 YCC 调整的冲击。

图表28: 制造、批发与零售库存同比增速



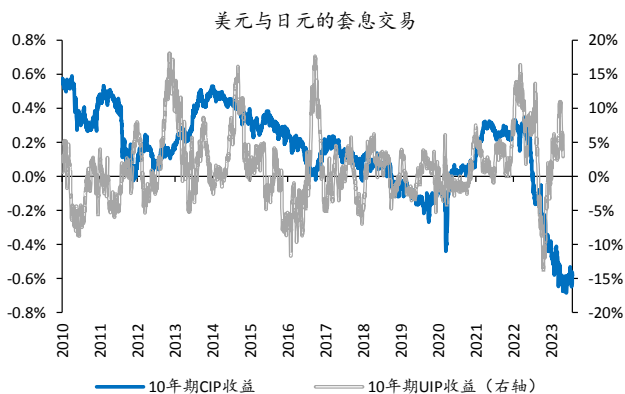
来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 美国 PMI 指数领先标普 500 未来 12 个月 EPS



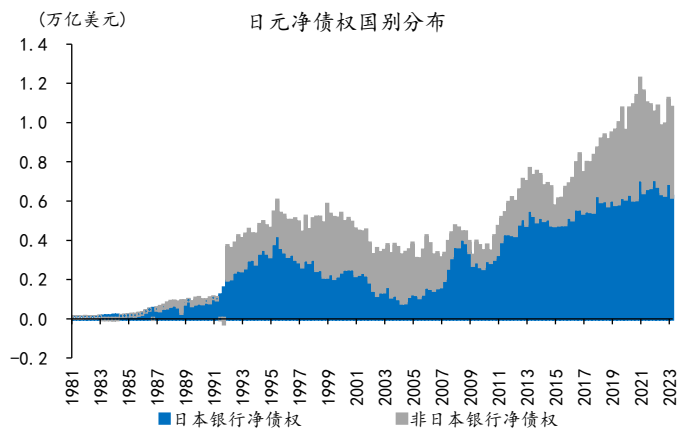
来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 美元与日元的套息交易



来源: Wind, 国金证券研究所

图表31: 全球银行业的日元净债权情况



来源: Wind, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

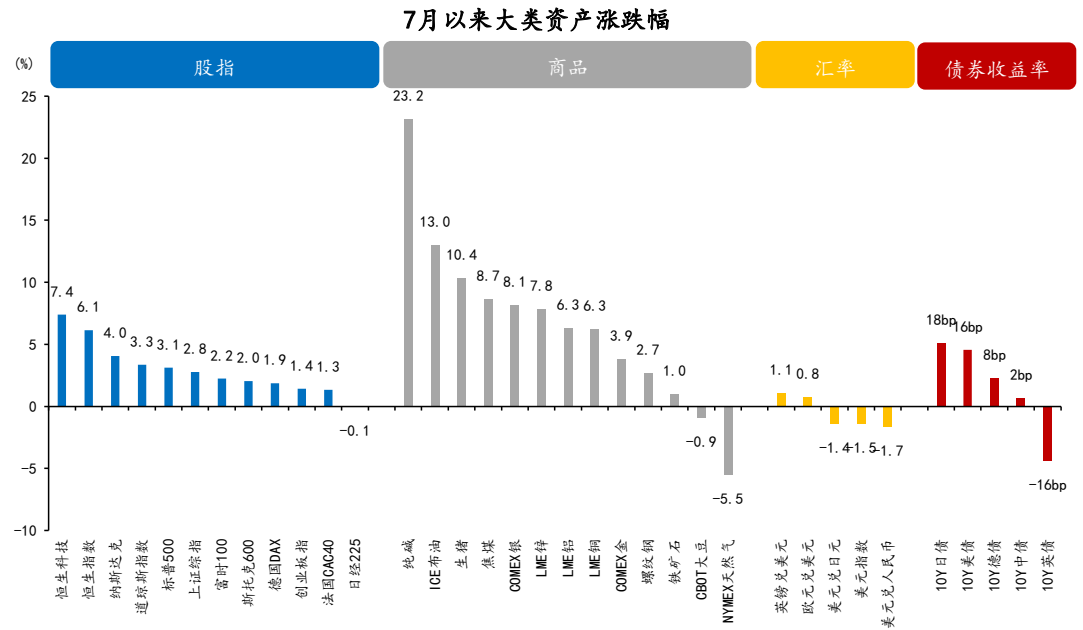
- 1) 国内回顾: 7月上中旬, 疲软的经济数据下, 市场情绪仍相对悲观, A股回调、国债收益率下行, 人民币也延续了弱势的表现。7月24日以来, 政治局会议定调积极, 市场信心明显提振; 债市收益率走高, 人民币止跌企稳, A股明显反弹、顺周期相对占优。
- 2) 海外回顾: 加息末期, 市场焦点逐步由分母端向分子端切换, 海外市场股强债弱的“跷跷板”效应延续, 季报超预期的美股明显上涨。欧美通胀形势的收敛, 则造成了汇率等资产跌宕的走势。美国、英国6月通胀数据相继发布, 其中7月12日发布的美国核心CPI录得4.8%、低预期, 数据发布后, 美联储9月加息预期快速下修, 美元随之走弱; 7月19日发布的英国核心CPI则引发市场对欧元区通胀超预期放缓的担忧, 欧央行9月加息预期随即降温, 美元也再度转升。
- 3) 国内市场, 政策对市场情绪提振或有一定持续性; 但“券商行情”向全面牛市的演绎, 或需基本面改善的支持。历史回溯来看, 券商行情通常是牛市启动的领先指标; 但2010-2011年、2012-2013年和2018年9-11月, 经济动能不足叠加海外冲击, 券商板块集体拉涨后, 牛市行情未能持续。当下, 政策落地对经济内生动能的改善或需持续关注。
- 4) 海外市场, 美国经济冷热不均, 回归基本面后美股上行或有阻力。向后看, 美国经济或有三重压力: 1) 去库压力仍在, 本轮去库周期或延续至2023年底。2) 金融周期仍在下行, 历史上经济衰退均出现在银行信用收缩阶段。3) 货币紧缩效应滞后9-12个月, 当下累积效应尚未充分体现。随着市场主线向基本面倾斜, 经济压力或成美股潜在约束。

二、大类资产高频跟踪 (2023/07/01-2023/07/31)

(一) 月度回顾: 欧美股指全线上涨, 10年期国债利率多数上行

欧美股指全线上涨, 10年期国债利率多数上行, 美元走弱, 商品普遍上涨。1) 股票市场: 发达国家股指普遍上涨, 港股领涨; A股各类宽基指数上行为主, 创业板指和万得全A分别上涨1.43%和0.47%; 香港市场上行, 恒生指数上涨5.29%。2) 债券市场: 发达国家10年期国债收益率多数上行。3) 商品市场: 大宗商品价格普遍上涨, 原油、贵金属、有色和农产品均上涨, 黑色多数上涨。4) 汇率市场: 英镑和欧元兑美元分别升值1.25%和0.96%, 在岸、离岸人民币兑美元分别升值0.41%、0.57%至7.1504、7.1534。

图表32：7月大类资产涨跌情况

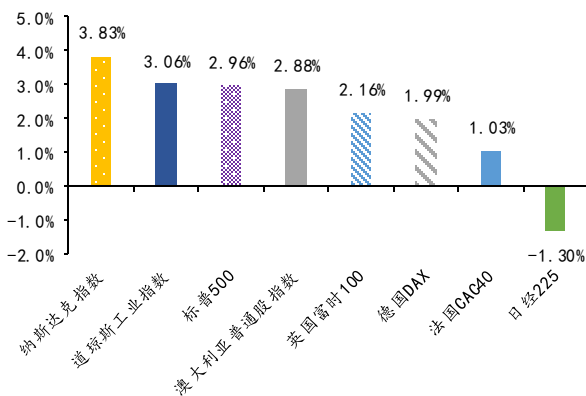


来源：Wind，国金证券研究所

(二) 权益市场追踪：全球资本市场普遍上涨

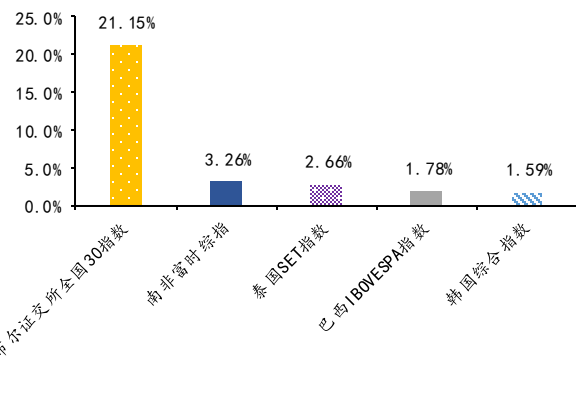
发达国家股指多数上涨，新兴市场股指全线上涨。纳斯达克指数、道琼斯工业指数、标普500和澳大利亚普通股指数领涨，分别上涨3.83%、3.06%、2.96%和2.88%。伊斯坦布尔证交所全国30指数、南非富时综指、泰国SET指数、巴西IBOVESPA指数和韩国综合指数分别上涨21.15%、3.26%、2.66%、1.78%和1.59%。

图表33：本月，发达国家股指多数上涨



来源：Wind，国金证券研究所

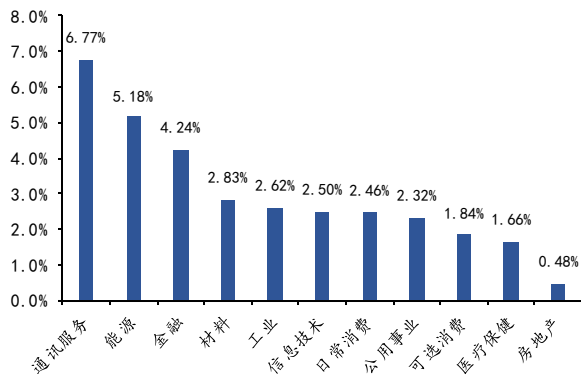
图表34：本月，新兴市场股指全线上涨



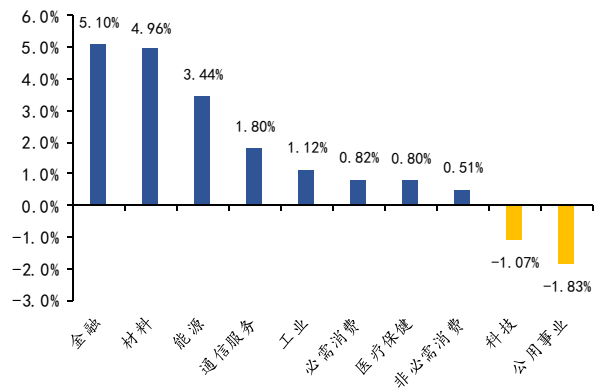
来源：Wind，国金证券研究所

从美国标普500的行业涨跌幅来看，本月美股行业全线上涨。其中通讯服务、能源、金融、材料和工业领涨，分别上涨6.77%、5.18%、4.24%、2.83%和2.62%。从欧元区行业板块来看，本月欧元区行业多数上涨。其中金融、材料、能源、通信服务和工业领涨，分别上涨5.10%、4.96%、3.44%、1.80%和1.12%。

图表35: 本月, 美股行业全线上涨



图表36: 本月, 欧元区行业多数上涨

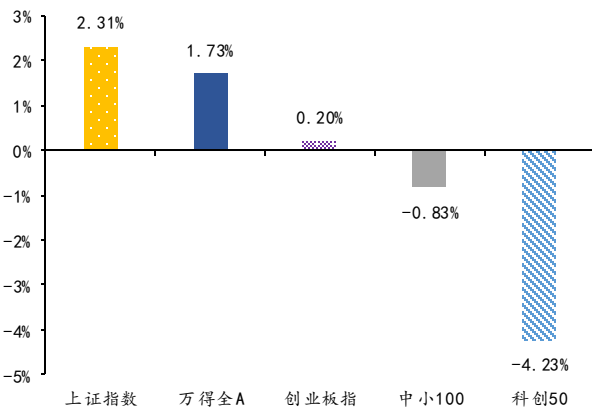


来源: Wind, 国金证券研究所

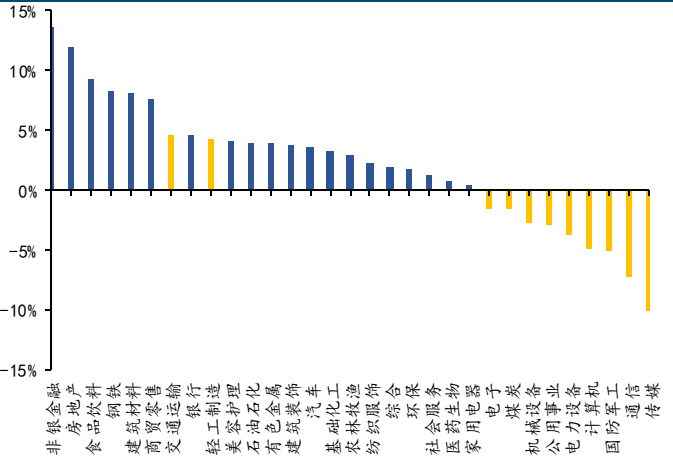
来源: Wind, 国金证券研究所

本月, A股各类宽基指数涨跌分化。上证指数、万得全A和创业板指分别上涨2.31%、1.73%和0.20%; 中小100和科创50分别下跌0.83%和4.23%。行业方面多数上涨。其中非银金融、房地产和食品饮料领涨, 分别上涨13.56%、12.03%和9.26%; 传媒、通信和国防军工领涨, 分别下跌10.11%、7.25%和5.08%。

图表37: 本月, A股市场涨跌分化



图表38: 本月, A股行业多数上涨

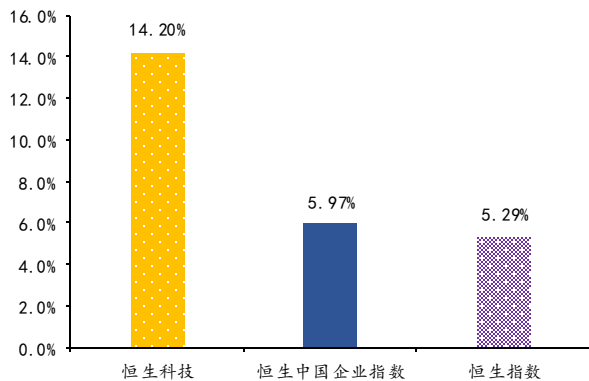


来源: Wind, 国金证券研究所

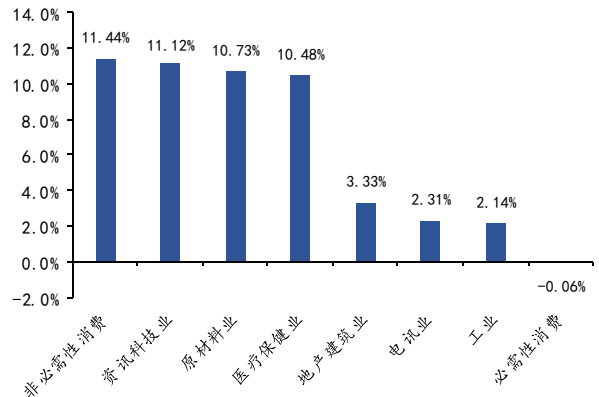
来源: Wind, 国金证券研究所

香港市场全线上涨, 恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数和分别上涨14.20%、5.97%和5.29%。行业方面, 恒生行业多数上涨, 其中非必需性消费、资讯科技业、原材料业、医疗保健业和地产建筑业领涨, 分别上涨11.44%、11.12%、10.73%、10.48%和3.33%。

图表39: 本月, 恒生指数全线上涨



图表40: 本月, 恒生行业多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

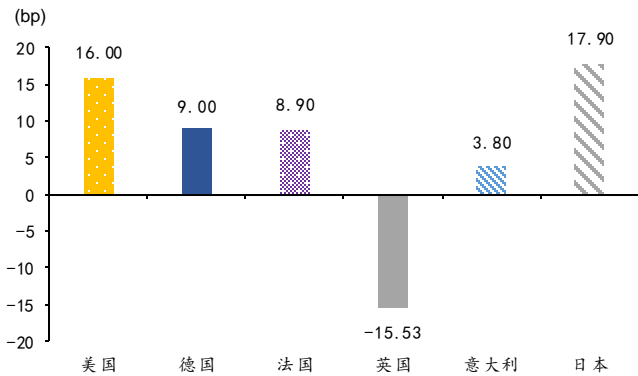
(三) 债券市场追踪: 发达国家10年期国债收益率多数上行

发达国家10年期国债收益率多数上行。美国10Y国债收益率上行16.00bp至3.97%, 德

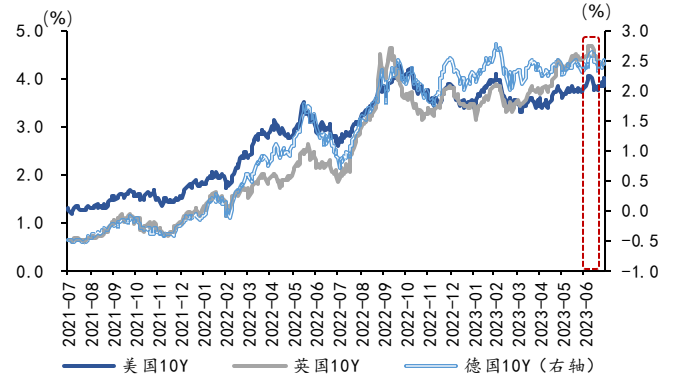
国 10Y 国债收益率上行 9.00bp 至 2.52%；日本、法国和意大利 10Y 国债收益率分别上行 17.90bp、8.90bp 和 3.80bp，仅英国下行 15.53bp。

图表41：本月，主要发达国家 10Y 国债收益率多数上行

图表42：本月，美德 10Y 收益率均上行，英国下行



来源：Wind，国金证券研究所

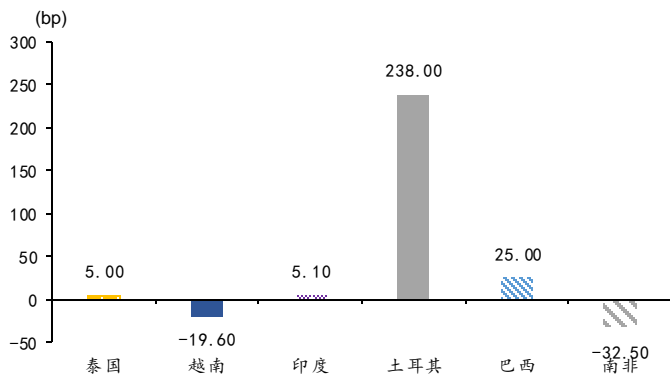


来源：Wind，国金证券研究所

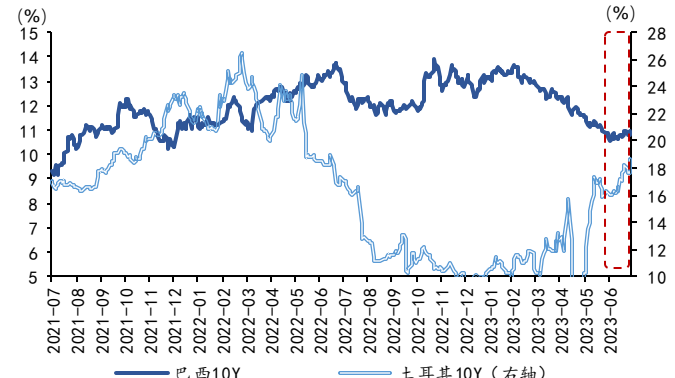
新兴市场 10 年期国债收益率涨跌分化。土耳其 10Y 国债收益率上行 238.00bp 至 18.72%，巴西 10Y 国债收益率上行 25.00bp 至 10.93%；印度和泰国 10Y 国债收益率分别上行 25.00bp 和 5.10bp，南非和越南下行 32.50bp 和 19.60bp。

图表43：本月，主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌分化

图表44：本月，土耳其、巴西 10Y 利率均上行



来源：Wind，国金证券研究所

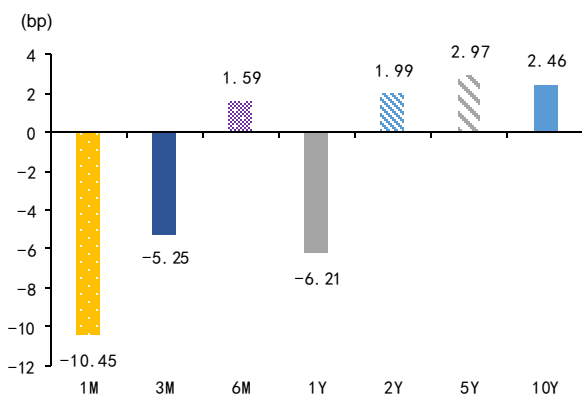


来源：Wind，国金证券研究所

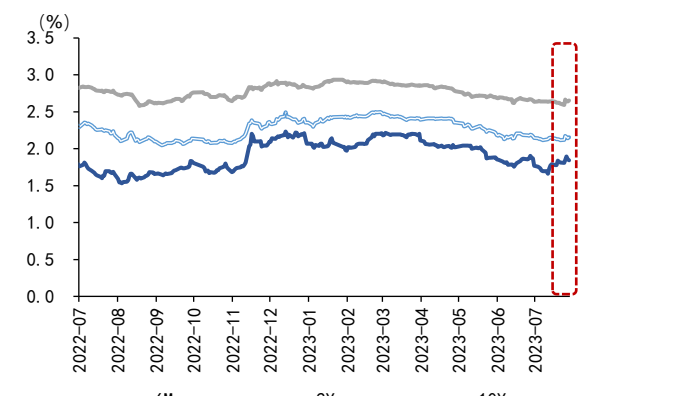
本月，中国国债收益率涨跌分化。3 个月期国债收益率下行 5.25bp 至 1.60%，2 年期国债收益率上行 1.99bp 至 2.16%，10 年期国债收益率上行 2.46bp 至 2.66%，期限利差走阔。1M、6M 分别下行 10.45bp、上行 1.59bp；1Y、5Y 分别下行 6.21bp、上行 2.97bp。

图表45：本月，中国国债收益率涨跌分化

图表46：本月，2 年期和 10 年期国债上行，3 个月下行



来源：Wind，国金证券研究所



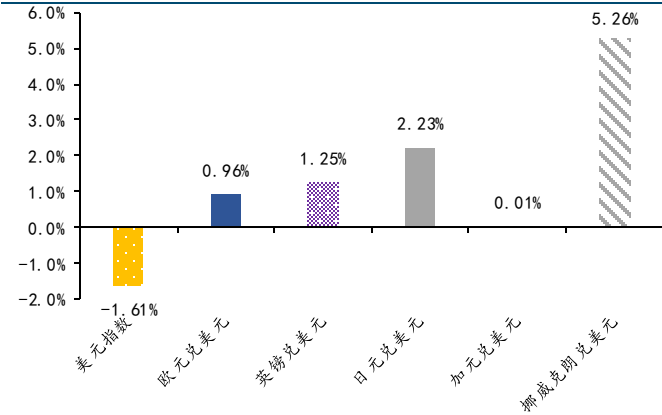
来源：Wind，国金证券研究所

(四) 外汇市场追踪：美元指数走弱，人民币兑美元、欧元和英镑均贬值

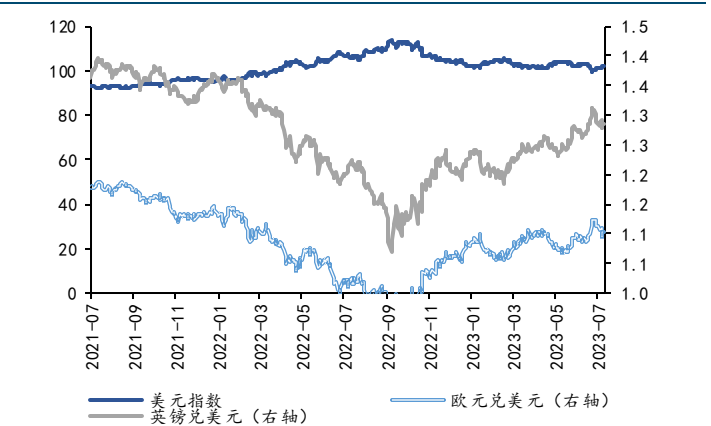
美元指数走弱，本月下跌 1.61% 至 101.7130。挪威克朗、日元、英镑、欧元和加元兑美元分别升值 5.26%、2.23%、1.25%、0.96% 和 0.01%。主要新兴市场兑美元汇率多数下跌，

韩元、雷亚尔和菲律宾比索兑美元分别贬值 3.24%、1.16%和 0.67%，土耳其里拉和印尼卢比兑美元分别升值 4.78%和 0.45%。

图表47: 本月, 美元指数下跌, 其他货币兑美元升值



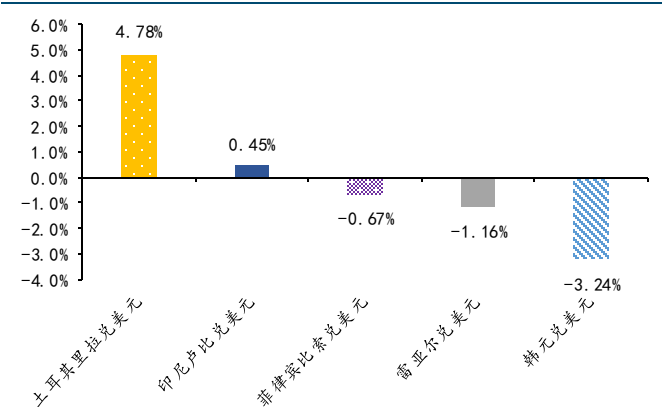
图表48: 本月, 英镑、欧元兑美元均上涨



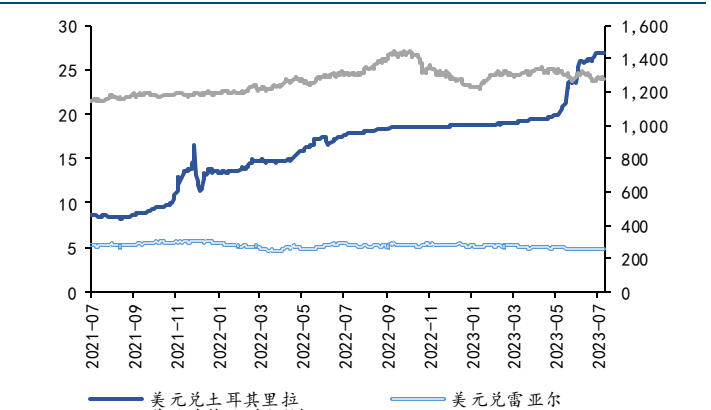
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表49: 本月, 主要新兴市场兑美元多数下跌



图表50: 雷亚尔和韩元兑美元贬值, 土耳其里拉升值

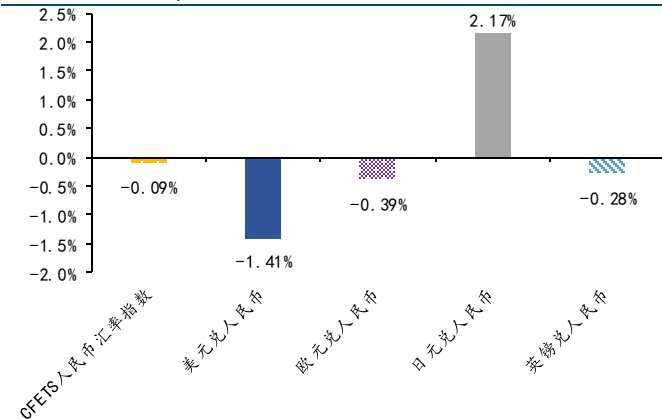


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元升值 1.41%，兑欧元和英镑分别升值 0.39%和 0.28%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比下行 701bp 至 7.1504，美元兑离岸人民币汇率下行 787bp 至 7.1534。

图表51: 本月, 美元、英镑和欧元兑人民币贬值



图表52: 本月, 人民币兑美元升值



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

(五) 大宗商品市场追踪：原油、贵金属、有色和农产品均上涨，黑色多数上涨

原油、贵金属、有色和农产品均上涨，黑色多数上涨。其中，生猪、WTI 原油和布伦特原油领涨，分别上涨 26.82%、15.80%和 14.23%；仅焦煤下跌，跌幅为 18.44%。受政治局会议提振需求预期，对有色金属价格形成支撑。7 月雨水增多下游需求趋弱、检修期铁水减产，且钢厂利润承受成本提价空间有限，焦煤回调。

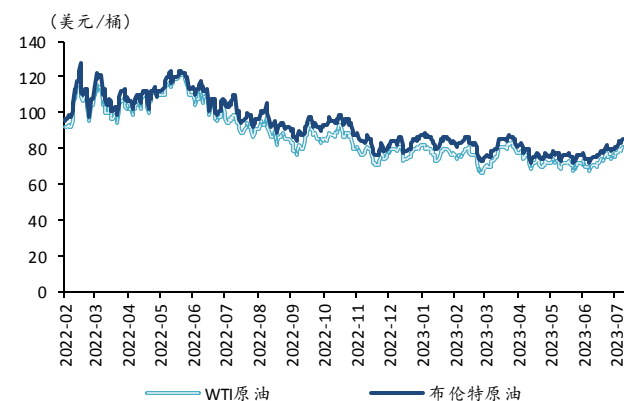
图表53：本月，商品价格走势普遍上涨

| 类别 | 品种 | 2023年7月 | 2023年6月 | 2023年5月 | 2023年4月 | 2023年3月 | 2023年2月 |
|-----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 原油 | WTI原油 | 15.80% | 3.75% | -11.32% | 1.47% | -1.79% | -2.31% |
| | 布伦特原油 | 14.23% | 3.08% | -8.65% | -0.29% | -4.91% | -0.71% |
| 贵金属 | COMEX黄金 | 2.92% | -2.70% | -1.37% | 1.03% | 7.83% | -5.27% |
| | COMEX银 | 8.77% | -3.50% | -6.00% | 3.81% | 15.40% | -11.06% |
| 有色 | LME铜 | 5.63% | 2.00% | -6.27% | -3.90% | 0.93% | -2.78% |
| | LME铝 | 4.62% | -3.60% | -5.17% | -1.39% | 1.28% | -8.88% |
| | LME镍 | 8.28% | -1.34% | -14.67% | 3.22% | -7.09% | -15.46% |
| | LME锌 | 6.95% | 5.56% | -16.06% | -7.18% | -3.72% | -11.37% |
| 黑色 | 焦煤 | -18.44% | 30.83% | -3.09% | -28.54% | -25.80% | -10.17% |
| | 沥青 | 1.58% | 1.58% | 1.16% | 1.51% | -3.98% | -1.48% |
| | 铁矿石 | 4.05% | 10.81% | -8.24% | -10.49% | 4.22% | 3.36% |
| | 螺纹钢 | 0.86% | 16.12% | -10.86% | -12.93% | -4.70% | 4.58% |
| 农产品 | 生猪 | 26.82% | -11.06% | 4.87% | -3.88% | 3.40% | 0.17% |
| | 棉花 | 5.24% | 7.08% | -0.13% | 7.09% | 0.14% | -5.39% |
| | 豆粕 | 14.40% | 13.06% | -7.20% | 4.07% | -12.88% | -7.04% |
| | 豆油 | 2.75% | 13.40% | -11.64% | -4.55% | -12.48% | 0.87% |

来源：Wind，国金证券研究所

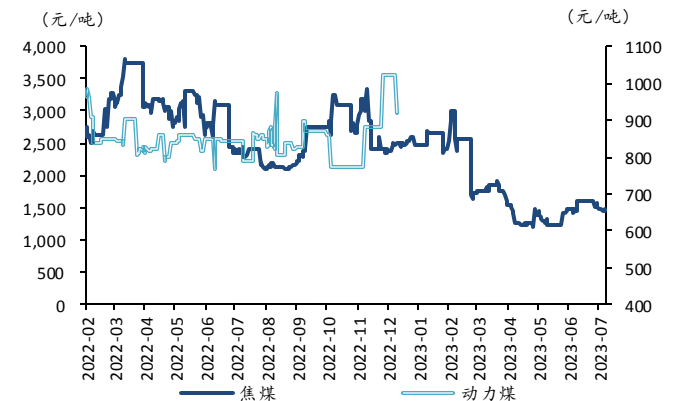
原油价格上涨，黑色价格多数上涨。WTI 原油价格上涨 15.80%至 81.80 美元/桶，布伦特原油价格上涨 14.23%至 85.56 元/桶。焦煤价格下跌 18.44%至 1305 元/吨；铁矿石、沥青和螺纹钢价格分别上涨 4.05%至 912 元/吨、1.58%至 3860 元/吨和 0.86%至 3741 元/吨。

图表54：WTI 原油、布伦特原油价格上涨



来源：Wind，国金证券研究所

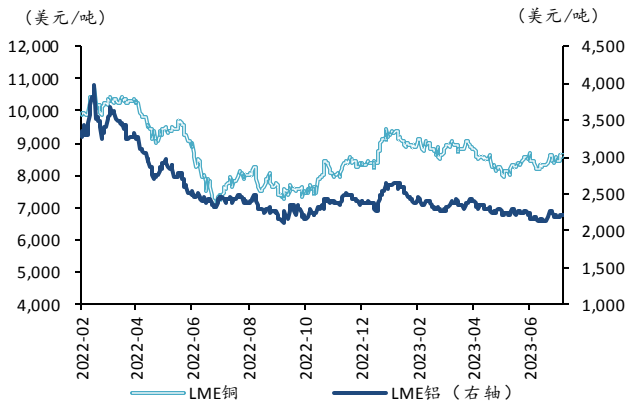
图表55：本月，动力煤价格持平，焦煤价格下跌



来源：Wind，国金证券研究所

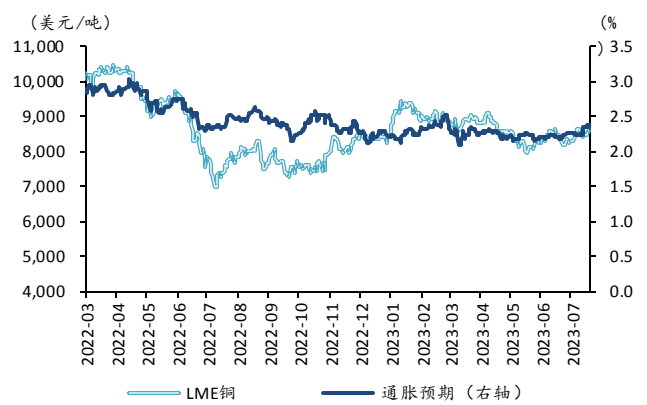
铜铝价格上涨，贵金属价格均上涨。LME 铜上涨 5.63%至 8670 美元/吨，LME 铝上涨 4.62%至 2240 美元/吨。通胀预期从前值的 2.22%上升至 2.37%。COMEX 黄金上涨 2.92%至 1965.60 美元/盎司，COMEX 银上涨 8.77%至 25.75 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.59%升至 1.60%。

图表56: 本月, 铜铝价格上涨



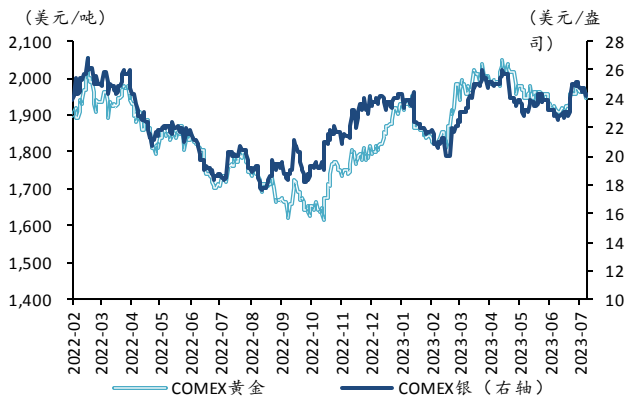
来源: Wind, 国金证券研究所

图表57: 本月, 通胀预期升温



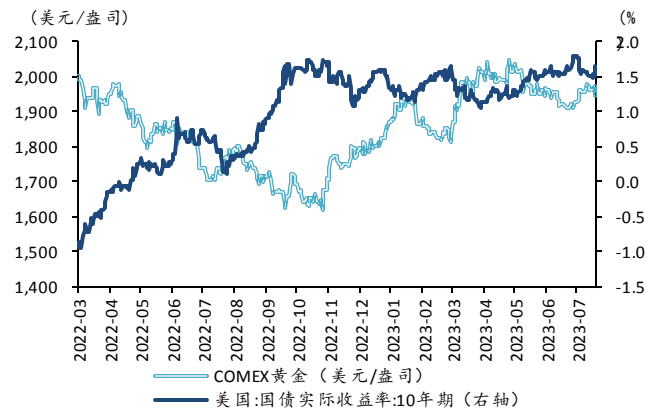
来源: Wind, 国金证券研究所

图表58: 本月, 黄金、白银价格均上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表59: 本月, 10Y美债实际收益率上行



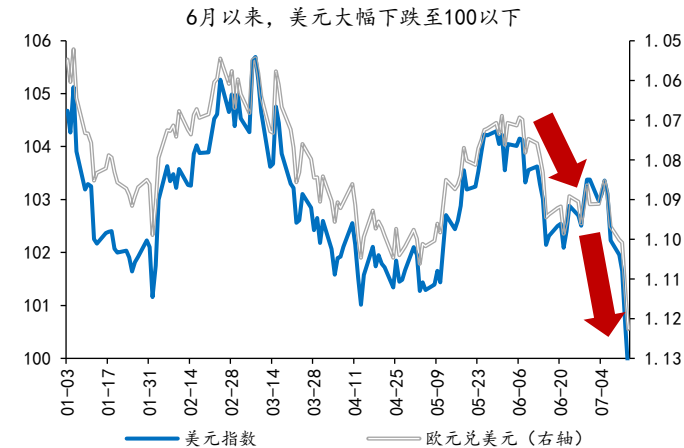
来源: Wind, 国金证券研究所

三、报告精选

(一) 美元走弱, 有何“异象”?

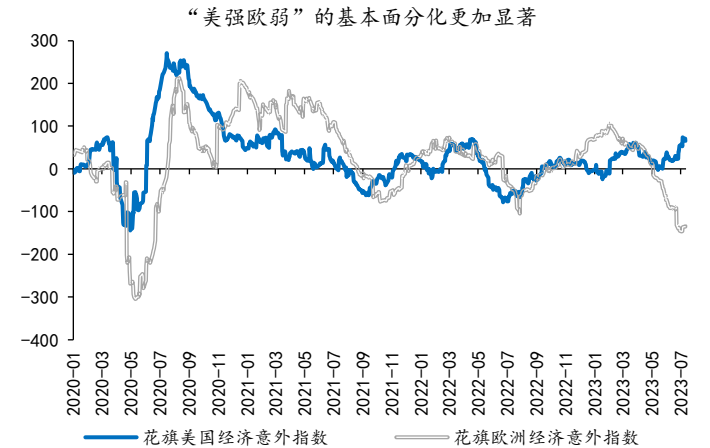
6月以来, 美元持续下行, 近期更是加速回落、跌破100关口。通胀低预期、美联储官员放鸽下, 加息预期的大幅降温, 无疑是美元快速下行的主要驱动。但本轮下行中, 出现了一些“异象”: 美债与美元走势一度出现分化; 美欧基本面的分化也不支撑美元走弱。美债与美元走势一度出现分化, 美债大幅上行45bp、美元却明显贬值, 本轮的背离, 并非源自欧债收益率更快上行的影响, 10Y德债收益率仅上行35bp, 美德利差也在走阔。基本上, 美国经济韧性显现、欧元区进一步走弱, 也与美元走势背离。

图表60: 6月以来, 美元持续下跌、近期下破100



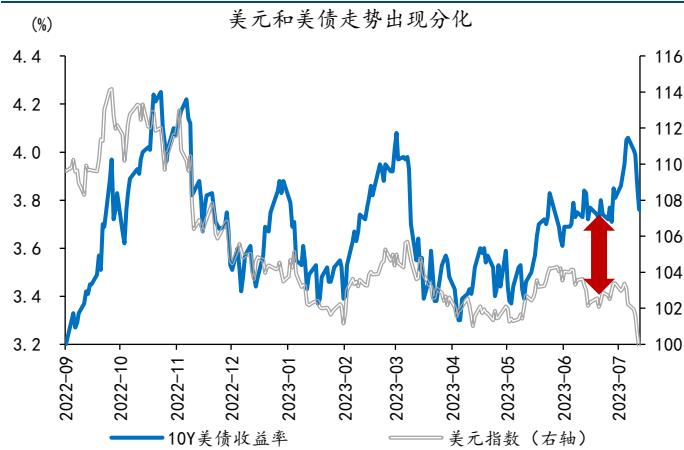
来源: Wind, 国金证券研究所

图表61: 6月以来, 美欧基本面分化加剧



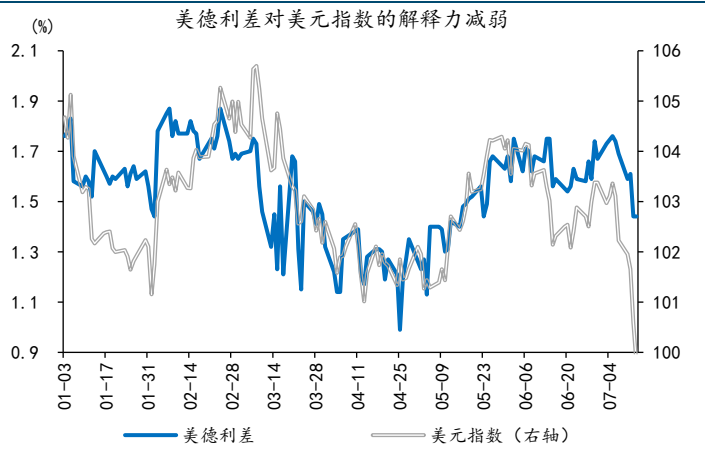
来源: Wind, 国金证券研究所

图表62: 美元和美债的走势出现明显分化



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

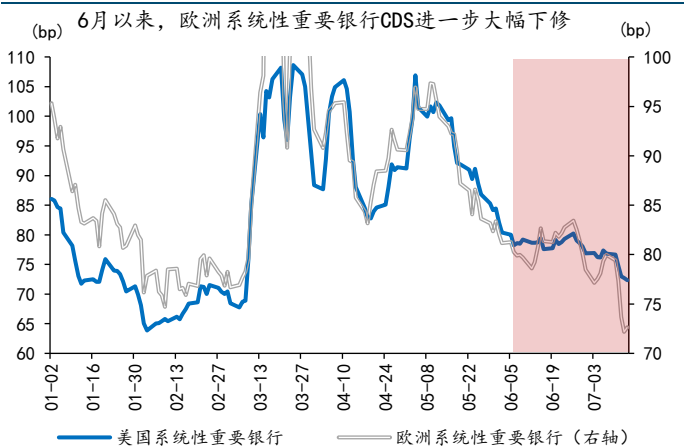
图表63: 美德利差对美元走势的解释力弱化



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

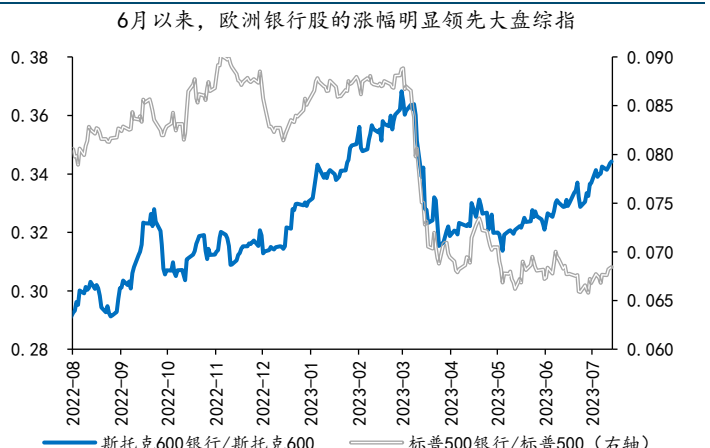
美元在美债大幅上行背景下的“异常”回落，主因欧洲银行业危机缓和后资金的回流，日元的快速升值也有影响。本轮欧洲银行业危机滞后于美国，近期出现了明显缓和。近期欧洲银行股明显超涨、系统性重要银行加权 CDS 明显回落，均反映了市场担忧情绪的缓释。历史回溯来看，欧美金融条件差与欧元走势高度相关，伴随欧洲金融压力的缓释，欧元也重新赢得市场青睐。前期避险情绪主导下抛售欧元买入美元的交易，近期发生逆转；资金向欧洲的回流，支撑了欧元的汇率。此外，日本 YCC 调整预期升温、套息交易逆转背景下的日元升值也有影响。

图表64: 6-7月欧洲系统性重要银行CDS息差大幅下跌



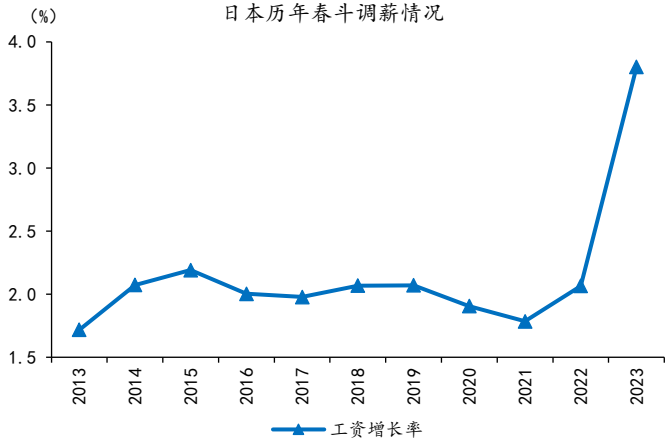
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表65: 6月以来, 欧洲银行股明显上涨



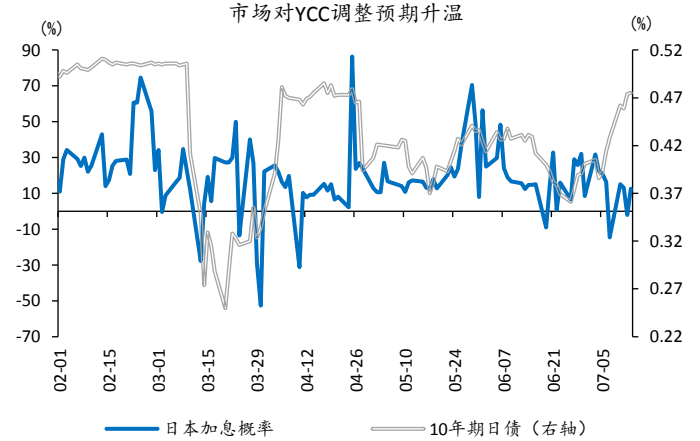
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表66: 日本薪资增速支撑通胀上行



来源: Wind, 国金证券研究所

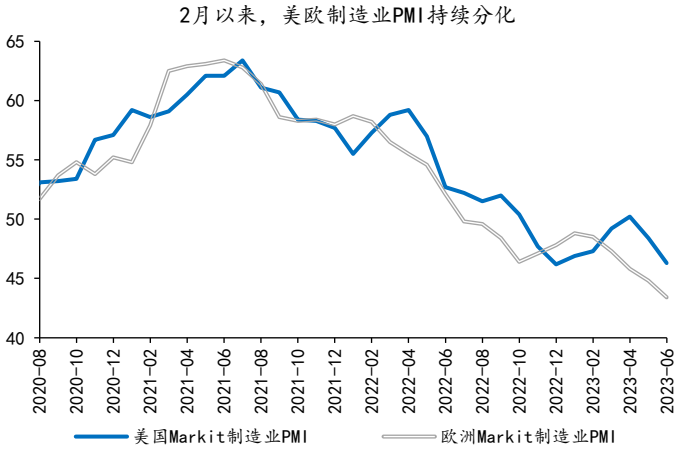
图表67: 日本 YCC 调整的市场预期持续升温



来源: Wind, 国金证券研究所

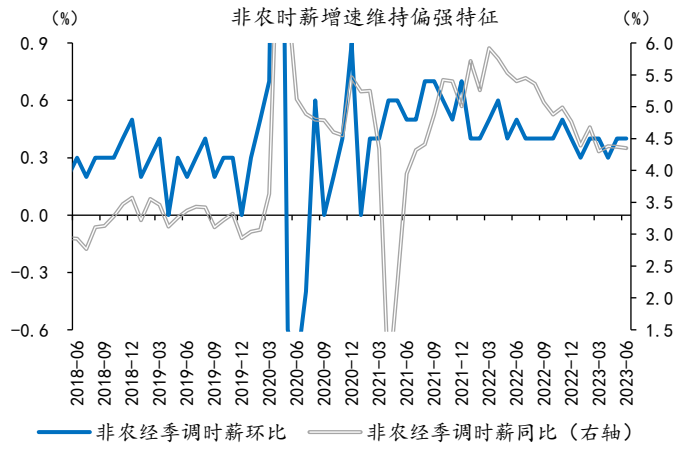
中期来看, 通胀粘性的差异或使美欧货币政策走向收敛, 基本面的持续分化也不支持美元大幅走弱。一方面, 美国新冠疫情期间向中低收入人群的超额财政补贴明显抬升了居民的薪资预期, 6月非农时薪增速超预期录得4.4%, 或意味着美国的去通胀“下半场”将面临服务业粘性的影响; 而受较低财政补贴力度的影响, 欧元区的“通胀-薪资螺旋”并不强, 或意味着欧洲去通胀的阻力更弱, 欧元区加息或也接近尾声, 美欧货币政策将趋于收敛。另一方面, 受制于财政支出等约束, 本轮美欧经济下行中, 欧元区或更为弱势, 美欧基本面的分化也将对美元形成一定支撑。

图表68: 2月以来, 美欧制造业景气程度持续分化



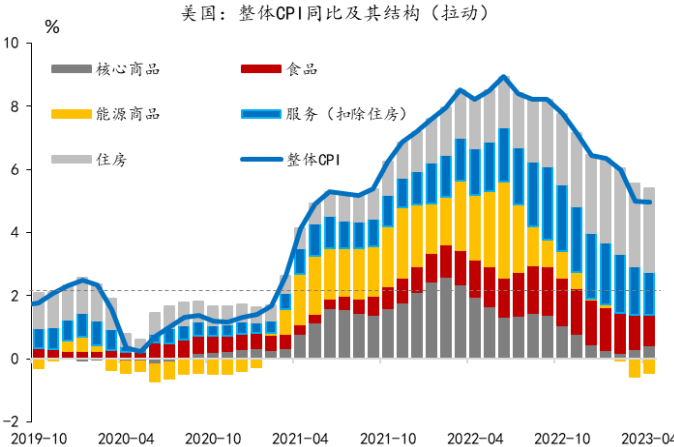
来源: Wind, 国金证券研究所

图表69: 美国薪资增速仍然具有韧性



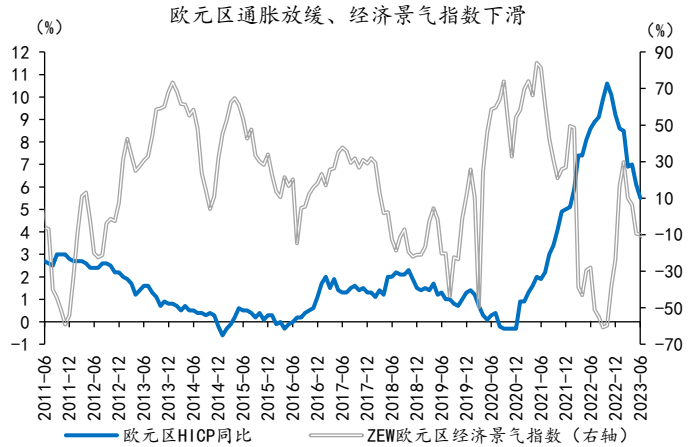
来源: Wind, 国金证券研究所

图表70: 服务通胀或较难回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表71: 欧洲加息步入尾声

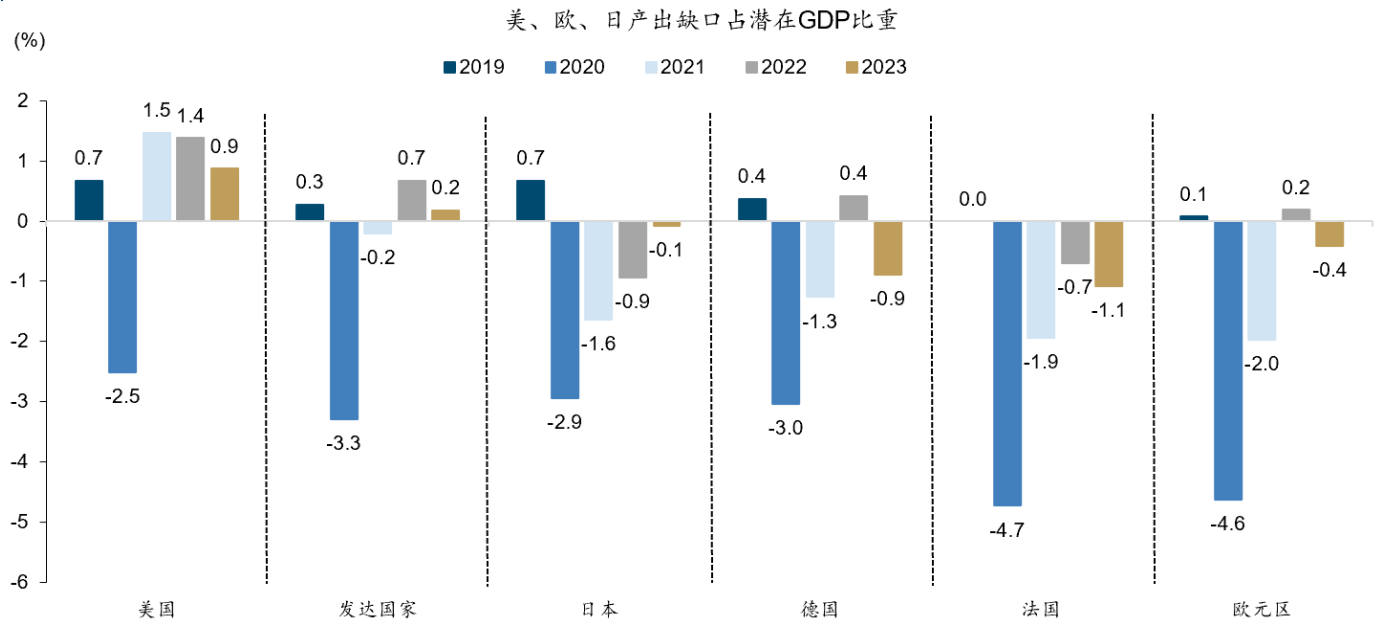


来源: Wind, 国金证券研究所

（二）美、欧、日经济“强弱”的比较

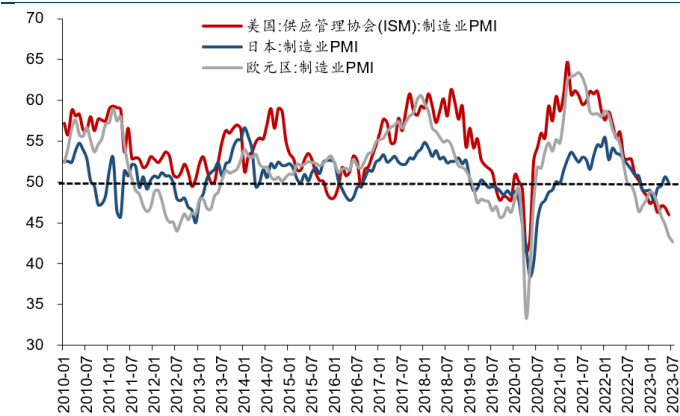
在疫后复苏周期中，美国经济复苏的弹性和持续性最好，日本居中，欧元区最弱。以产出缺口衡量，美国已基本回到潜在增长路径，欧元区和日本的产出缺口仍为负。2023年上半年，美国和日本经济增速均高于潜在水平，欧元区则出现“技术性衰退”。结构上，美国的增长主要来自消费，日本为投资，欧洲为出口。近期，美、欧、日经济增长的边际趋势上均出现了走弱压力，其中欧洲下行压力更大。

图表72：美、欧、日产出缺口，美国产出缺口为正且超出疫情前，日本、欧洲均为负



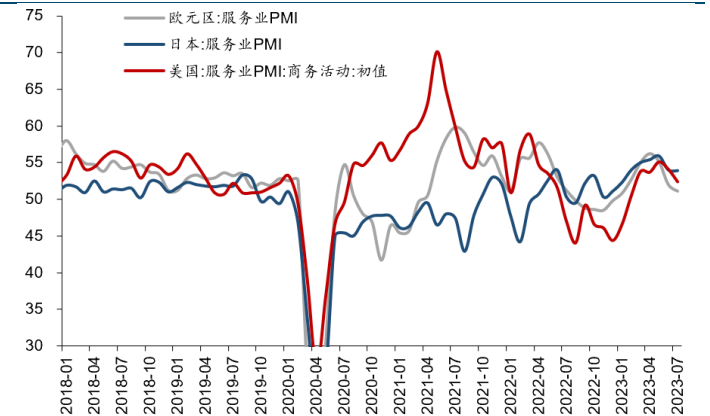
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表73：美欧日制造业 PMI 均下滑



来源：Wind，国金证券研究所

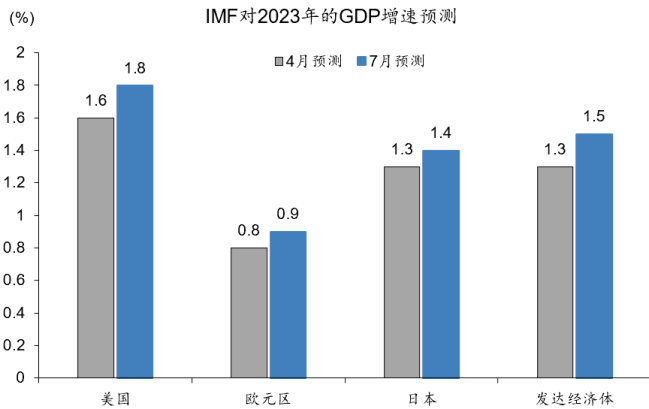
图表74：美欧日服务业 PMI 读数回落



来源：Wind，国金证券研究所

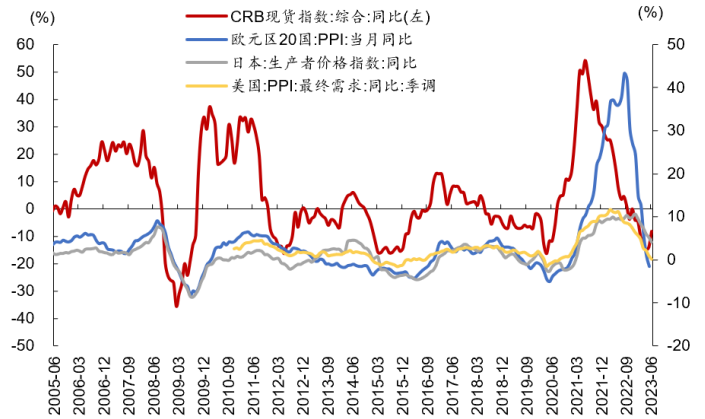
预期方面，市场对三大经济体的经济增长均较为乐观。7月IMF经济展望上调了美欧日2023年的GDP增速，美国由4月的1.6%上调至1.8%，欧元区及日本分别上调0.1%。彭博一致预测显示，欧元区和日本的经济增速的低点或早于美国，日本GDP同比或于今年二季度触底，欧元区为三季度，美国为2024年二季度触底。预期转乐观并非“空穴来风”，“软指标”和价格等领先指标均显示总需求或回暖。美欧日消费者信心今年以来均有好转，其中欧洲消费者信心提升较快，自去年9月到今年7月提升了13个点；CRB现货综合指数同比增速领先美、欧、日PPI增速6到12个月，前者已于今年4月触底回升。

图表75: IMF上修美欧日经济增速



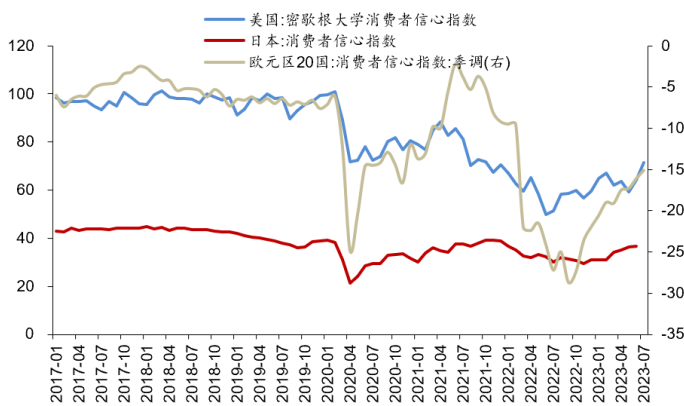
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表76: CRB同比领先美欧日PPI增速



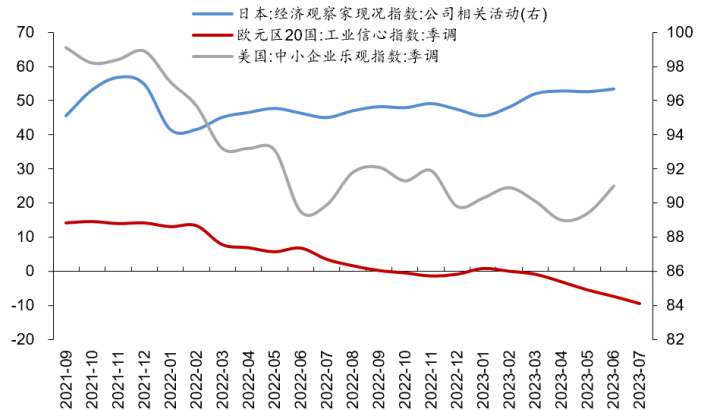
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表77: 美欧日消费者信心均好转



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

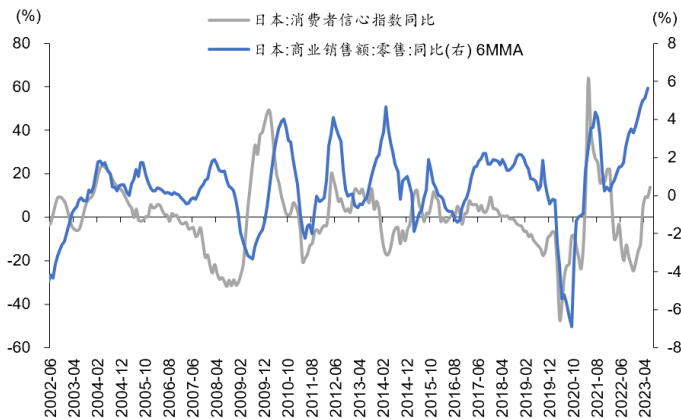
图表78: 美国、日本企业信心好转, 欧洲变差



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

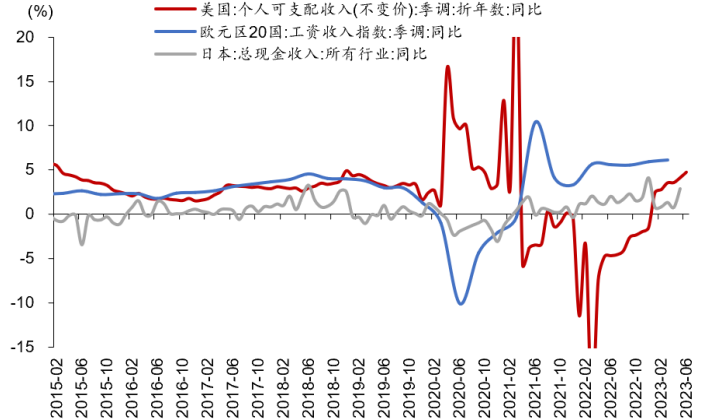
乐观预期最终能否兑现? 消费者信心的提升将可能使美欧日的消费从中受益, 日本的确确定性较高, 美欧消费仍处于寻底的过程中。CRB 增速领先美欧日库存周期, 价格触底回升可能带动库存增速上升, 日本库存受益的确定同样较高。从修复的压力和持续性来看, 短期内, 日本信贷收缩压力相对较低, 修复持续性好于美国及欧洲, 欧洲信贷收缩的压力最大, 但中期内, 日本存在货币政策收敛的压力。当前, 欧元区信贷增速最低, 美国信贷增速已回落, 日本信贷增速尚处于周期顶部, 信贷收缩压力较低。但随着核心通胀上升, 中期内, 日本货币政策仍倾向于收缩, 引起信贷收紧。

图表79: 日本消费者信心与消费增速



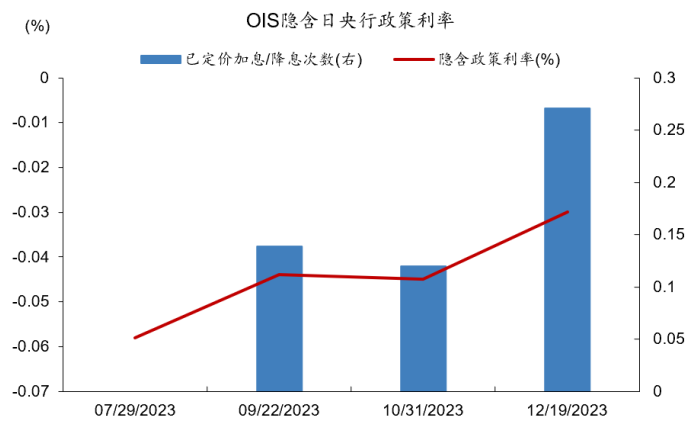
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表80: 美欧日收入增速今年仍然有所上升



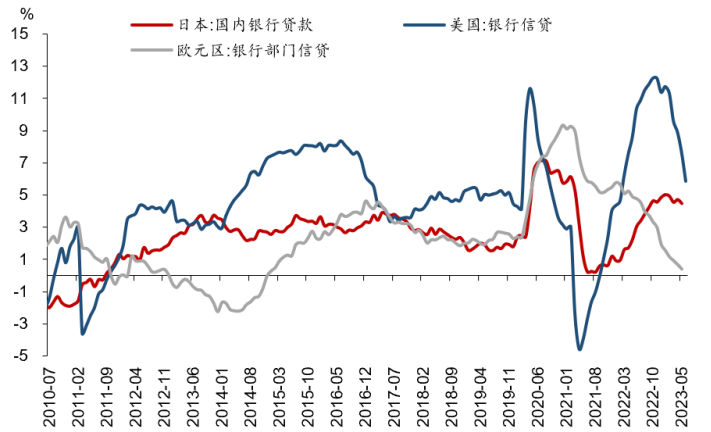
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表81：日本货币政策趋向于收缩



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表82：欧洲信贷压力更大



来源：Bloomberg，国金证券研究所

风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜：2023年1月，美德继续向乌克兰提供军事装备，俄罗斯称，视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹：近半年来，海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期：与2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%，在全球性劳动短缺的情况下，美欧2023年仍面临超额工资通胀压力。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 电话：021-60753903 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-83831378 |
| 传真：021-61038200 | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 传真：0755-83830558 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮编：100005 | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 | 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 |
| 紫竹国际大厦 7 楼 | | 18 楼 1806 |