

《政府工作报告》解读及资产配置观点更新

- **宏观 边泉水：狭义财政力度低于预期，货币或更宽松。**今年政府工作报告提出的狭义财政扩张力度低于预期，但广义财政明显扩张。狭义财政与广义财政扩张对货币宽松的诉求不同，我们判断货币政策将更加宽松，特别是“量”的宽松更加明显，资本市场的流动性充裕。首先，关注财政政策的扩张除了狭义扩张之外，还应该关注广义扩张。第二，财政政策扩张时期，货币政策的配合也比较重要。第三，今年狭义财政扩张有限，广义财政将大幅扩张，货币“量”的宽松也将更明显。第四，当前政策与经济背景下，将明显提升人民币资产吸引力。
- **大类资产 段小乐：狭义财政低于预期，风险资产会趋势下行吗？**。主要从三个方面汇报下风险资产的观点。首先，最近几天的 A 股的下跌提供了更好的买入机会。第二，科技股的主线是长期的，切换的概率不高；但随着基本面的改善和风险偏好的回升，较贵的消费和医药的投资性价比，可能会不及较便宜的一些周期标的。第三，有色金属价格存在超预期上行的可能。
- **固收 周岳：天平在向债券倾斜。**《政府工作报告》公布后，利率债收益率大幅下行，我们对此有几点看法：第一，没有提出全年经济增速具体目标，可以比较明确强刺激不太可能发生，这无疑解除了债市最大的风险警报。第二，居民消费价格涨幅目标 3.5% 左右，4 月的 CPI 是 3.3%，我们预计还要继续回落，所以从这个角度看，今年的大部分时间物价不是债市关注的主要变量的。第三，三驾马车出现超预期的方面比较少。第四，积极财政“低于”预期。第五，宽货币加宽信用进一步明确。后续来看，前期对财政宽松、经济反弹、货币收紧担心所带来的收益率反弹，可能会因为这些信息的出现而有所改善，债券收益率，尤其是长端利率仍有下行的空间。
- **策略 艾熊峰：政策取向明确，市场主线面临抉择。**站在当前时点，我们对 A 股市场维持相对乐观的观点，其中核心逻辑有三个方面：首先，下半年各类扩大内需政策加速落地，这对于市场风险偏好和企业盈利都有所提振；其次，宽货币和宽信用的流动性环境将逐步得到确认，有利于 A 股市场估值修复；最后，以 A 股为代表的新兴市场将持续受益于全球流动性宽松的大环境，外资流入中国资本市场或是未来 1-2 年的趋势。我们认为，内需板块确定性较高，短期科技板块估值或受中美关系等事件压制。
- **地产 赵旭翔：疫情冲击背景下，重申“房住不炒”有何新含义？**政策来看，调控已经常态化、长期化；今年没有设 GDP 增长目标，符合预期；4 月-5 月以后，市场逐步纠正对政策放松预期的看法，股价也基本把年度涨幅跌回来；目前这个时间点，地产股包含了比较悲观的不大幅刺激需求端的预期。从 4 月份数据来看，销售恢复不错、新开工单月恢复情况好于销售、拿地恢复情况好于新开工、资金到位情况中按揭恢复最快。而且，困扰地产行业估值的两个因素有小幅改善：一是头部公司市占率上升速度不够快，二是毛利率下降。最后，对地产股的看法：α 机会肯定存在；β 机会在目前市场预期不高的情况下待观察；看好万科、保利、招商蛇口、中南建设、金科股份、融创中国、旭辉控股等。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjzq.com.cn

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

赵旭翔 分析师 SAC 执业编号：S1130520030003
zhaoxuxiang@gjzq.com.cn

一、宏观 边泉水：狭义财政力度低于预期，货币或更宽松

今年政府工作报告提出的狭义财政扩张力度低于预期，但广义财政明显扩张。狭义财政与广义财政扩张对货币宽松的诉求不同，我们判断货币政策将更加宽松，特别是“量”的宽松更加明显，资本市场的流动性充裕。

首先，关注财政政策的扩张除了狭义扩张之外，还应该关注广义扩张。财政政策的扩张分为两种不同类型，狭义财政的扩张和广义财政的扩张。一类是狭义财政扩张，指一般公共预算的扩张；另一类是广义财政，包括地方专项债、政府支持机构债券（铁道债）、PSL（抵押补充贷款）和政策性金融债。

狭义财政，即一般公共预算的支出用于保障和改善民生、促进经济社会发展、维护国家安全以及国家机构运转等。通常属于满足大众需求的普遍性公共服务，因此并不需要相关支出有一定的回报。

与狭义财政不同，广义财政的支出，通常要求项目具有一定的收益，即投资项目具有一定现金流，此外还需要银行信贷予以支持。如地方政府专项债、政府支持机构债券（铁道债）、PSL（抵押补充贷款）和政策性金融债等。

第二，财政政策扩张时期，货币政策的配合也比较重要。除战争时期以外，公共部门（财政）的扩张均是在私人部门需求下滑时期，即在经济大幅走弱后，面对私人部门需求的下滑，通过公共部门（财政）的扩张来弥补总需求的走弱。具体表现为财政政策的扩张，与此同时，货币政策也是宽松的，通过降低利率来提振私人部门需求，也在一定程度上支持公共部门的扩张。

2014 年以来，广义财政扩张力度大于狭义财政。2014 年以来，多种政策工具的出现（PSL、地方政府专项债），广义财政扩张的力度是明显大于狭义财政的，且在财政扩张时期，货币政策均是宽松的，但是否会相应带来信用的扩张则存在不确定性。

第三，今年狭义财政扩张有限，广义财政将大幅扩张，货币“量”的宽松也将更明显。表面上看，狭义财政扩张有限。今年政府工作报告将预算赤字率提高至 3.6% 以上，相对去年提高 0.8 个百分点以上。但从狭义财政扩张的力度来看，是相对低于我们的预期的，财政政策积极力度相对有限。与此同时，我国中央政府杠杆率低，存在明显加杠杆的空间，从狭义赤字来看，中央政府加杠杆率力度确实低于预期。但实际上，广义财政将明显扩张。政府狭义财政、广义财政、准财政可以相互补充，但是不能相互替代，均需扩张。因此，在狭义财政扩张相对有限的情况下，广义财政将明显扩张。综合考虑地方政府专项债、铁道债、PSL 和政策性金融债，我们预计今年广义赤字率将大幅提升至 12% 左右（2019 年为 8.5%），与狭义赤字率相比，广义赤字率将明显扩张。

广义财政降明显扩张的背景下，货币政策或将更加宽松，特别是“量”的宽松将是重要的关注点。往前看，预计今年全年社融为 32 万亿元（去年为 25.6 万亿元），全年社融存量增速 12.7%，相对去年明显提升。预计今年再降准两次，MLF、LPR 也将逐步下调，存款基准利率下调可能性相对较低，“量”的宽松仍是政策的重点。

第四，当前政策与经济背景下，将明显提升人民币资产吸引力。政策背景方面，狭义财政扩张相对有限，但广义财政、货币量的扩张将非常明显；经济背景方面，我国经济增速的逐季改善、宽松的货币环境，以及人民币汇率将温和升值，是人民币资产吸引力提升的重要原因。全球来看，疫情对中国经济的影响短期大于长期，2 季度后，经济会明显复苏，趋势向上。虽然 1Q 经济数据比较差，但趋势比结果重要，预计 2 季度经济增长 3% 左右，下半年经济增速在 5% 左右，全年实现经济增速 2% 左右。随着经济增速的逐季改善，企业盈利也将得到改善。此外，当前非常宽松的货币环境，也有助于降低市场的风险溢价，人民币资产的吸引力将明显得到提振。从全球来看，支撑人民币汇率温和升值的因素

也相对较多。首先，我国政策空间相对更足，海外主要央行政策利率已经降至零或者负值，相比较而言，我国货币政策空间明显更足。其次，当前中美利差也有所扩大，增加了人民币资产在全球的配置价值和吸引力。最后，疫情影响下我国一季度经济受到明显冲击，但经济最坏的时候已经过去，与之相对的是，海外由于疫情发展阶段和政策应对相对滞后，疫情对其冲击最大的时期将是二季度，也增加了人民币资产的相对比较优势。

二、大类资产 段小乐：狭义财政低于预期，风险资产会趋势下行吗？

主要从三个方面汇报下风险资产的观点：第一，A股回调提供更好的买入机会；第二，A股两大风格会切换吗？第三，具有通胀对冲属性的一些工业品价格涨幅或超预期。

首先，最近几天的A股的下跌提供了更好的买入机会。从基本面上看，尽管《政府工作报告》中提到的一般预算财政赤字率低于预期，但其蕴含的名义GDP增速仍在5%附近，基本与预期相符。这其实意味着分子端企业盈利的变化相对并没有低于预期。从更深层次的角度分析，尽管狭义财政赤字率低于预期，但地方政府专项债的额度是超预期的，而且类似于PSL这种更广义的财政货币化的量也有可能比较大。所以，从企业盈利的角度看，政策的定调并没有导致全年的企业盈利定价发生太大变化。反而，从无风险利率的角度来看，《政府工作报告》释放了更加宽松的货币信号，当日长端国债收益率也下行幅度较大，这对整体估值形成了更加有利的支撑。不过，风险偏好在多方面因素的影响下有一定的回落，对市场形成了较大的打压。未来看，我们认为风险偏好不至于出现比疫情发酵最厉害、中美对抗最激烈的时候更差，那么市场的这种短期回调，应该是我们建仓、加仓的好时机。

第二，科技股的主线是长期的，切换的概率不高；但随着基本面的改善和风险偏好的回升，较贵的消费和医药的投资性价比，可能会不及较便宜的一些周期标的。一方面，科技股的高估值背后，是中国经济结构调整的方向，也是中国未来发展的主要方向，在政策、资源等方面都会具有比较明显的优势。那么，科技股的估值中枢的提升，可能是结构性的，也就是未来3-5年、甚至更长时间内其估值中枢都不会下降，一些业绩较为确定的标的，由估值回落引发的回调都是买入机会。另一方面，较低的风险偏好和疫情的影响，令大家对消费和医药的确定性投资机会较为青睐。但随着疫情对经济影响的消退，以及复苏背景下风险偏好的回升，一些与投资相关的周期标的，以及与风险偏好相关的贝塔标的，在当前估值不高、市场定价不足、具有较高的投资价值。

第三，有色金属价格存在超预期上行的可能。以铜为例，基本面的定价已经较为充分，供给相对弹性不高，需求在疫情冲击下已经做了最为悲观的定价；随着全球经济在疫情中的恢复，铜的需求也是边际改善的。但是，我们想强调的是这次全球量化宽松带来的长期影响。短期来看，全球的大规模量化宽松，对冲了流动性的急剧收缩、信用的快速下降，起到了明显的作用；但是，随着疫情的消退和经济的复苏，信用会逐渐的恢复。如果信用恢复到正常的情况下，宽松的货币仍没有退出，那么某些资产的价格将不可避免的上升。我们倾向于认为，股票的估值和一些具有抗通胀属性的工业品价格，将较为明显的获益。

三、固收周岳：天平在向债券倾斜

昨天开完会，资本市场就有反应了，债券收益率应声下行，是什么让投资者这么兴奋呢？这里来讲一下我们的看法。

第一，没有提出全年经济增速具体目标。

不提经济目标不等于没目标，因为今年的其他几个目标都要靠经济增长来支撑，比如保就业民生、实现脱贫、防范化解风险等目标，从赤字规模、新增就业人

数看，3-4%的经济增速可能还是有必要的。但是没提具体增速目标，可以认为是出现强刺激的可能性比较小，疫情之后确实有很多经济学家在提建议，从保5%到保6%的都有，如果要实现6%的目标一定需要大规模的财政货币刺激，现在可以比较明确强刺激不太可能发生，这无疑解除了债市最大的风险警报。

第二，通胀目标设在3.5%左右。

我们经常讲这次CPI高涨是因为猪周期，核心CPI是通缩的，CPI高企不会制约货币政策。真是这样的吗？我们看去年的货币放松，是在猪肉涨幅出现拐点的时候出现的，所以太高的物价涨幅肯定会形成货币政策的掣肘。现在提的目标是居民消费价格涨幅3.5%左右，4月的CPI是3.3%，我们预计还要继续回落，所以从这个角度看，今年的大部分时间物价不是债市关注的主要变量的。

第三，三驾马车出现超预期的方面比较少。

首先看消费，今年的提法是“推动消费回升”，去年的提法是“推动消费稳定增长”，两者有什么区别？去年对消费的整体判断是增长的，所以是推动稳定增长，今年的整体判断可能不是增长，而是回升，这意味着在高层所获得的信息中去判断，消费有可能只是回升，而很难增长，这是个方向问题。

然后看出口，今年的提法是“进出口促稳提质”，去年是“进出口稳中提质”，这个促稳和稳中，差别是很大的，“稳中”意味着整体判断是稳的，在稳的基础上提高质量，但是“促稳”则不同，整体判断可能是不太稳，我们先得促使他稳定，然后才是提高质量，今年的外贸的压力应该是挺大的。

最后看投资。今年的提法是“扩大有效投资”，去年是“合理扩大有效投资”，今年比去年少了个“合理”，今年出了个新词儿叫“两新一重”，就是指新型基础设施建设，新型城镇化建设和交通、水利等重大工程建设。关于扩大有效投资的内容，去年提了“用好开发性金融工具”，今年没有提及，而之前的国常会有提及过，大家可以做些思考。这里最后加了一句：“要优选项目，不留后遗症，让投资持续发挥效益。”我们认为这是高层的担心，最终“两新一重”投资可能不会过猛，因为一旦过猛，肯定会留后遗症。

至于说房地产，仍然坚持房住不炒，因城施策，全面放松可能性非常小。3、4月份地产投资已经正增长，4月回到接近疫情前的增速水平，市场有观点认为地产投资会超预期，我们之前报告对此也做了拆解，发现地产投资韧性的最大来源还是土地购置费，出现超预期的可能性应该不大。

所以从这三驾马车来看，有强力表现的可能只有基建投资了，这还受“不留后遗症”的约束。

第四，积极财政“低于”预期。

这里的低于加了引号，因为具体数据和我们报告中差不多。今年赤字率3.6%，去年是2.8%，但是我们认为财政不要看赤字率，要看预算支出的增速，根据《关于2019年中央和地方预算执行情况与2020年中央和地方预算草案的报告》，2020年全国一般公共预算支出仅增长3.8%，仅比19年增加了8900亿，19年的支出增速是8.1%，归根结底财政还是没钱，2020年一般公共预算收入增速目标是-5.3%，基金预算收入增速目标是-3.6%。至于说专项债和特别国债的规模也没什么惊喜，报告里还说“各级政府必须真正过紧日子”，这样指望增加政府消费的可能性也不大了。对于财政过度积极是前期债市投资者普遍的担心，我们觉得这个担心也可以解除了。

第五，宽货币加宽信用

今年债市大涨的最重要环境是流动性宽松，3月开始央行公开市场操作的规模和频率是在下降的，所以我们有点担心货币政策在二阶是不是出现拐点了。昨天的报告对货币政策展现出的信号还是比较积极的，稳健的货币政策要更加灵

活适度，综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年，去年的说法是与 GDP 名义增速相匹配，所以从这里看，今年货币政策的主基调还是宽松。

除了货币宽松，我们认为今年信用也会比较宽松，包括延长中小微企业贷款延期还本付息政策，鼓励银行增加对小微企业信贷支持，支持企业扩大债券融资，而且要让综合融资成本明显下降。我们认为这个对现在被动走扩的信用利差也是有利的，后续利差可能会有所收窄。

所以我们通读了几遍《政府工作报告》，感觉这些内容对债市的环境是比较有利的，后续来看，前期对财政宽松、经济反弹、货币收紧担心所带来的收益率反弹，可能会因为这些信息的出现而有所改善，债券收益率，尤其是长端利率仍有下行的空间。从节奏来看，下周有 7000 多亿的地方债要发行，昨天大涨之后，下周可能会出现些回调，我们认为在回调时可借机适度布局长债。

四、策略 艾熊峰：政策取向明确，市场主线面临抉择

从政策方面来看，今年政府工作报告对政策的表述基本符合预期，但我们认为更为重要的是，两会的召开意味着今年政府政策目标的统一，这对于稳定市场预期具有重要意义。前 4 个月市场对于政策预期比较混乱，在中央没有定调政策基调前，各地方和部委政策落地进度也未明显加快，随着政策目标的统一，我们预计下半年各项扩大内需政策将加速落地。需要强调的是，政府工作报告明确提出新增 3.6 万亿财政资金全部由地方使用，通过特殊转移支付机制，资金直达市县基层。在这种新机制下，财政资金运用链条大幅缩短，这将大幅提高财政资金利用效率，增加财政支出的乘数效应。

时值美国大选之年，中美关系仍存一定不确定性。在 5 月 15 日对华为公司技术管制升级后，美国商务部 5 月 22 日宣布在“实体清单”上新增 33 个中国企业和单位。被列入实体清单的实体需要获得美国商务部颁发的许可证才能购买美国技术。自 2019 年 5 月把华为纳入实体清单后，美国商务部多次把中国企业和单位纳入实体清单，这反映了当前中美关系面临着一定的不确定性。我们认为中美关系对市场的整体影响有所钝化，不会像 2019 年那样成为主导 A 股市场走势的核心因素。但行业影响会存在一定的分化，那些供应链和需求对海外（特别是美国）依赖度较高的行业短期内受到的负面影响或更大。在此背景下，长期来看，国产替代在我国将成为长期产业升级的方向之一。

站在当前时点，我们对 A 股市场维持相对乐观的观点，其中核心逻辑有三个方面：首先，下半年各类扩大内需政策加速落地，这对于市场风险偏好和企业盈利都有所提振；其次，宽货币和宽信用的流动性环境将逐步得到确认，有利于 A 股市场估值修复；最后，以 A 股为代表的新兴市场将持续受益于全球流动性宽松的大环境，外资流入中国资本市场或是未来 1-2 年的趋势。

至于两会后市场主线如何演绎，我们认为内需板块确定性较高，短期科技板块估值或受中美关系等事件压制。一方面，今年政府工作报告中明确了政策基调是保就业和稳企业，这意味着扩大内需以保就业的诉求较强，政策发力的两大方向分别是消费回升和基建投资。另一方面，当前中美之间科技领域的争端有所加剧，以华为等为代表的中国科技企业正面临着美国多方面的技术管制。在此背景下，短期内科技板块，特别是那些需求和供应链对海外依赖度较高的行业估值或面临一定的压制。但长期来看，国产替代和技术升级都会我国科技产业的重要发展方向。

五、地产 赵旭翔：疫情冲击背景下，重申“房住不炒”有何新含义？

政府工作报告对房地产的表态非常少，只有“坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展，完善便民设施，让城市更宜居宜业”几十个字的表态。本次表态仍然提到了“房住不炒”。由此我们有

以下几点看法：

第一，调控已经常态化、长期化。如果不提起“房住不炒”，反而会引起媒体和市场的过度联想。

第二，今年没有设 GDP 增长目标，符合预期。2 月份的时候，市场对上半年的调控放松的预期过高；到 2 月末 3 月初高频数据显示销售恢复不错以后，我们就不对调控放松有什么太大的期望了，但是 3 月和 4 月上旬市场的期望仍然过高；

第三，4 月-5 月以后，市场逐步纠正对政策放松预期的看法，股价也基本把年度涨幅跌回来（一部分原因是头部公司的结算不好）。

第四，目前这个时间点，地产股包含了比较悲观的不大幅刺激需求端的预期。但是经过几个月的观察，我们发现其实各个主要城市的成交量和房价是上涨的。从实践中，我们可以观察到，今年政府对房价上涨的容忍度其实是比较高的，比如深圳。

再看 4 月统计局数据，有几个要点需要强调的：

第一，销售确实恢复的不错。

第二，新开工的单月恢复情况好于销售，从 2019 年以来开发商的开工意愿就非常强烈。正是因为开工意愿强烈，所以预计 5-6 月的单月新开工会出现明显正增长，但是 2020 年全年的新开工仍然是明显负增长，疫情耽误的 1-2 个月很难追回来。我们预计全年新开工-7%左右的增长。

第三，拿地的恢复情况比新开工还要好，4 月份单月的土地购置面积两位数增长；再叠加施工面积的刚性上涨，投资数据单月出现了接近 7%的正增长。我们预计全年的投资 5%左右的增长。

第四，资金到位情况中按揭恢复的最快，比“定金和预付款”恢复的更快，这在时间顺序上比较反常，说明融资端确实比较宽松，银行对房地产商的支持很到位。

此外，困扰行业估值的两个因素，有小幅改善：

第一，头部公司市占率上升速度不够快：预计今年以后仍然会明显出现。

第二，毛利率下降：销售毛利率仍然在下降，拿地今年竞争也比较激烈，但是 1-2 线城市扎扎实实放出来了不少供给，所以溢价率和去年同期比还是略降一点的。而且 1-2 线城市还放松了付款条件和预售条件。所以即使毛利率不高，周转也会提高。今年还是比较明显利好 1-2 线开发商的。

最后，对地产股的看法

第一， α 机会肯定存在。

第二， β 机会在目前市场期待不高的情况下，我们可以保持观察。

第三，看好万科、保利、招商蛇口、中南建设、金科股份、融创中国、旭辉控股等。

风险提示：

- 1、疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；
- 2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；
- 3、部分行业受到负面影响远超预期。

■ 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH