

## 日元暂成美元变动的风向标

### 核心内容：

- **日元跟随全球风险偏好变动** 从3月1日至7月底，日元相对贬值13.7%，在除土耳其以外的重要货币中跌幅居首。日元本轮的贬值并不是独立事件，而是跟随全球风险偏好变化的，只是日本央行坚持宽松使得日元对美元升值更敏感，跌幅较大。如果美元下行导致其他货币相对升值，日元由于其所处的历史低位和对美元的敏感度很可能是上行幅度最明显的，而英镑和欧元可能也会紧随其后出现升值。
- **日央行坚定宽松** 日央行7月份货币政策会议决定继续维持宽松货币政策，将短期利率维持在-0.1%的水平，长期利率仍通过不设上限的国债购买维持在0%左右；央行将在每个交易日实施公开市场操作，无限量买入国债。短端和长端利率都被央行控制在负利率或零利率的情况下，日元不存在因更宽松的货币政策而贬值的风险。
- **美日利差受美国影响更大** 在日本经济相对平稳、央行维持宽松的情况下，美日利差主要取决于美债收益率的走向，而美国向衰退渐行渐近可能导致美日利差的收窄。虽然相关套利交易的具体影响难以评估，但利差收窄后资金回流日本可能带动日元升值。
- **风险因素支撑日元** 日资海外企业在经济危机时刻存在“母国偏好”，因此在投资地区经济出现实际问题时可能大幅撤资回流日本，带动日元上行。发达经济体的加息导致资本从新兴市场经济体流出，容易诱发风险。同时，东北亚和台海的紧张局势可能也会增大对日元避险的需求。
- **美元指数可能回落** 尽管美国的紧缩力度仍可能加强，但美联储加息的“终值”可能已经出现，再大幅上升概率较低。其次，美国经济在紧缩中走向衰退，而货币在美元指数一篮子中的国家或在追赶/跟随加息，或经济平稳，和美国经济增长差缩小。欧央行追赶加息的确定性较大且TPI的推出稳定了欧债收益率，利于欧央行在短期实施紧缩。
- **美联储加息阶段日元仍可能走强** 1994年、1998-1999年和2016年美国加息时期日元都出现了升值。美国自身经济增速偏慢、对美国加息预期放缓以及日元利差交易和海外资金的回流都可能导致日元短期走强。至少在过去，市场对美日两国的金融环境和经济增长预期对日元的短期表现有着重要影响，在美国经济预期恶化程度明显大于日本或者美联储加息预期放缓时，日元存在升值可能。

**主要风险：**美国日本经济情况超预期变化，利差交易规模和流向难以统计且不明朗，主要央行政策突然改变

### 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：于金潼

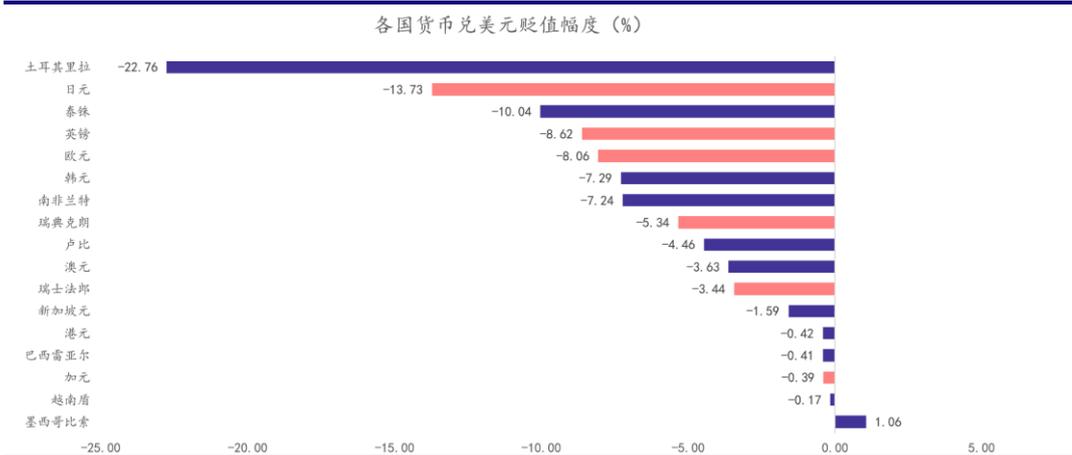
## 目录

(一) 日元跟随全球风险偏好变动 .....	3
(二) 日本经济与政策相对平稳，风险因素加持 .....	3
1. 日本央行坚定不加息，也无法再宽松 .....	3
2. 贸易差额对日元影响更偏长期，美日利差当前受美国影响更大 .....	4
3. 风险因素支撑日元 .....	5
(三) 美元可能回落，日元对美元变动比较敏感 .....	6
1. 美元指数未来可能回落 .....	6
2. 美联储加息和降息阶段日元的表现 .....	8

## （一）日元跟随全球风险偏好变动

自美联储于 2022 年 3 月开始连续加息后，日元兑美元汇率迅速下跌，从 3 月 1 日至 7 月底，日元相对贬值 13.7%，在除土耳其以外的重要货币中跌幅居首。日元本轮的贬值并不是独立事件，而是跟随全球风险偏好变化的，只是日本央行坚持短端负利率和长端收益率曲线控制使得日元跌幅较大。其他美元指数一篮子货币中英镑跌幅同样居前，贬值了 8.6%，欧元贬值 8.1%，瑞典克朗贬值 5.3%，瑞士法郎贬值 3.4%，加元贬值幅度较小，仅为 0.4%，也就是说美联储的迅猛加息导致重要经济体的货币都在下行，并不是因为日本经济状况出现问题或者暗含特殊风险。通过比较各货币的跌幅也可以看出在全球加息周期中坚持量化宽松的日本兑美元指数上行最为敏感，下跌的位置已经达到二十年以来的极值，因此这种敏感也利于日元成为美元变动的风向标。随着美国经济放缓、联邦基金利率的“尽头”开始浮现以及市场尝试定价美联储未来的货币政策转向，美元指数出现下行的几率正在增大，而如果美元下行导致其他货币相对升值，日元由于其所处的低位和对美元的敏感度很可能是上行幅度最明显的，而英镑和欧元可能也会紧随其后出现升值。

图 1：各国货币兑美元贬值幅度（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## （二）日本经济与政策相对平稳，风险因素加持

### 1. 日本央行坚定不加息，也无法再宽松

日本央行 7 月份货币政策会议决定继续维持宽松货币政策，将短期利率维持在 -0.1% 的水平，长期利率仍通过不设上限的国债购买维持在 0% 左右；央行将在每个交易日实施公开市场操作，无限量买入国债<sup>1</sup>。决议以 8: 1 的比例通过。

日本央行会后的声明称，日本经济复苏仍在持续，疫情和供给侧影响正在减退，但大宗商品价格仍使经济承压。消费，尤其是包括餐饮旅行在内的服务类消费，在继续上行，但价

<sup>1</sup> Monetary Policy : 日本銀行 Bank of Japan (boj.or.jp)

格上涨和消费习惯导致居民不会立即减少储蓄、加大支出；由于日本经济增长预期有所上行，企业的商业固定资产投资计划稳固，良性的工资通胀有望形成。海外方面，欧美的经济下行和美国可能滑入衰退、俄乌冲突以及中国防疫都被作为外部风险点提及。

物价方面，日本央行认为近期CPI在2%左右主要是因为能源食品和耐用品价格上涨，但是能源对CPI的正向贡献不会长时间持续。新增表述主要是关于通胀预期的抬升：日央行认为预期通胀上行可能导致公司薪酬制度和定价的变化，有望打破日企对低通胀的固定思维并让工资和消费进入正向循环。

关于货币政策的决定，日央行认为日本产出缺口已经存在超过两年，在高大宗商品价格导致日本收入外流时，通过宽松的货币政策持续支持工资增长是合适的。通胀稳定超过2%的还远没有达成，QQE仍将继续。同时，日央行密切关注日债市场并控制利率的上行压力。在短期和长端利率都被央行控制在负利率或零利率的情况下，日元不存在因更宽松的货币政策而贬值的风险。

图 2：日央行长短端利率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：美日长端利差 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

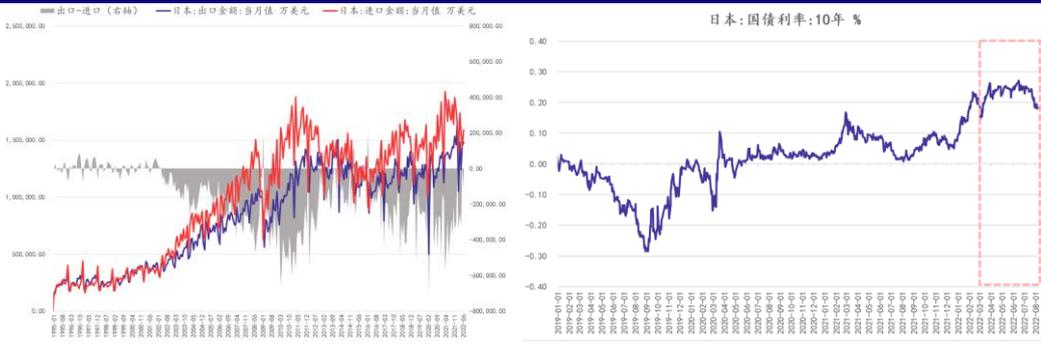
## 2. 贸易差额对日元影响更偏长期，美日利差当前受美国影响更大

在日央行的超宽松政策下，日本出口近期改善，但作为原材料需求国的进口成本也在本币贬值和俄乌冲突背景下上行，贸易差额正处于高位。仅从出口数据来看，从日元在3月开始贬值后，对美国的出口同比增速依然保持较高水平，对欧盟也小幅上行，而对中国出口在3-5月份的放缓主要由于我国疫情反复导致的需求和供应链问题，6月份增速已有明显好转。日本出口虽然短期依然受欧美消费韧性和中国经济底部复苏的支撑，但美国的经济数据已经显示其向衰退走去，而欧洲则受到能源和局部债务问题的困扰并也在加快紧缩，因此出口未来很可能跟随外部周期下行。

尽管传统经济理论认为在一国贸易逆差时，本币趋于贬值，但贸易差额对日本名义有效的影响常有滞后，短期内走势可能相反：滞后12个月的贸易差额和日本名义有效汇率的相关性似乎更好，这也反映出在净出口下降时日元兑其他货币在短期依然可以升值，虽然两者的中长期趋势还是大致吻合的。以美元兑日元为例，在2008年美国陷入严重衰退后到2012年中旬，尽管日本的贸易差额整体不断恶化，但日元却保持了兑美元升值的态势。在2014年，日本净出口从谷底改善，而日元却由于美联储开始缩减量化宽松和随后的小幅加息而持续贬值，2016年美国加息预期放缓后日元才开始进入升值轨道。因此，贸易差额对短期汇率变化的指导性不足，需要关注外部的金融、经济和相关预期等条件才能更好判断日元的走向。

图 4：日本进出口金额 (万美元)

图 5：日本 10 年国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 日本贸易差额和名义有效汇率

图 7: 日本贸易差额和美元兑日元汇率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美日利差对日元走势有一定指导性，也会带动该货币对间的套利交易（carry trade）进一步影响汇率。在日本经济相对平稳、央行维持宽松的情况下，美日利差主要取决于美债收益率的走向；十年日债虽然在美国加息后收益率因加息预期和抛售出现上行，但是在日央行始终坚持 QE 的态度下抛售于 6 月下旬开始减少，日债收益率回落。日央行目前的态度是继续宽松利大于弊，在出口短期改善的同时希望通过抬升通胀预期刺激消费和工资。政府方面，前首相安倍晋三在 7 月初遇刺身亡，不过安倍经济学的“第一支箭”在货币政策上的影响没有发生改变，尽管岸田文雄政府对债务问题有所担忧，但整体态度和央行趋同。且不论日央行是否能达成目的，黑田东彦坚持收益率曲线控制在央行和政府内都得到支持，至少在明年春天他卸任之前是不会转向的。所以，美日两国长端利差基本取决于美债，而美国向衰退渐行渐近可能导致美日利差的收窄。由于用日元进行的利差交易过于复杂且难以完整的追踪，其对日元汇率具体影响难以评估，不过如果全球主要经济体国债收益率在可能来临的衰退中回落导致国债利差缩小，也不排除利差交易资金回流日本而放大对日元的需求，推动升值。

### 3. 风险因素支撑日元

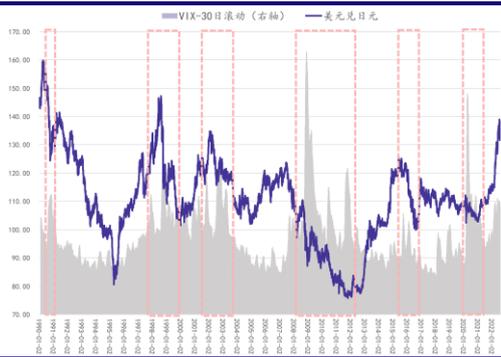
在世界政治动荡和主要央行同步紧缩导致全球经济下行的时期，日元的避险特性也有发挥的空间。日资海外企业在经济危机时刻存在“母国偏好”，因此在投资地区经济出现实际问题时可能大幅撤资回流日本，带动日元上行。通过 VIX 和日元汇率也可以看出

在市场波动较大时日元表现往往不错，这在亚洲金融危机、互联网泡沫、2008 年金融危机和新冠疫情期间都得到印证。

政治方面的风险因素可能会加大投资者对日元的需求。首先，东北亚区域内，韩国总统尹锡悦对朝态度更加强硬，美日韩继续对朝鲜核试验的可能进行讨论和施压。台海局势也进一步升级，中美关系受到考验。亚洲局部的紧张局势和潜在风险有望加大对避险资产的需求。

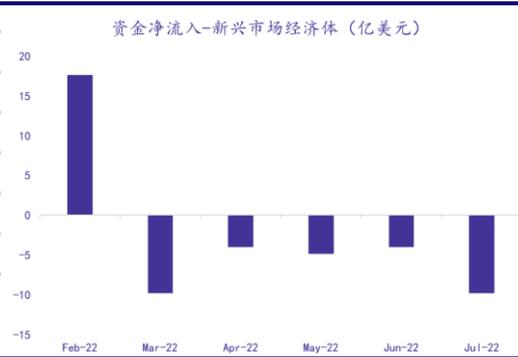
发达经济体的集体紧缩正带动进口成本上升和大量资金从新兴市场经济体回流，债务压力较大经济体有可能集中出现问题。根据国际金融协会的估算，美联储初次加息以来已有超过 325 亿美元连续 5 个月从新兴市场净流出，创下 2005 年以来的记录，而斯里兰卡由于债务违约成为第一个倒下的国家。在此情况下，如果新兴市场的危机进一步加剧，那么海外的日资有集中回流推升日元汇率的可能。在美国未来陷入衰退的假设下，和日元相比，其他能承载大规模国际资本流动的货币就是欧元和英镑，但两个国家未来的经济增长也都更加不乐观。欧洲正面临能源短缺和潜在的债务问题，但迫于高通胀又必须进行严厉紧缩；英格兰银行 8 月 4 日也进行了 50bps 的大幅加息，同时警告年末通胀可能达到 13%，英国有概率陷入使 GDP 萎缩 2%且长达 15 个月的衰退。日元作为避险资金的相对优势正在显现。

图 8: VIX 和美元兑日元汇率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 新兴市场经济体资金净流入 (亿美元)



资料来源: IIF, 中国银河证券研究院整理

### (三) 美元可能回落，日元对美元变动比较敏感

#### 1. 美元指数未来可能回落

目前美元指数正处于二十年以来的绝对高点，日元 2022 年的大幅贬值主要由于市场在美国通胀不断破纪录下不断迅速抬高对利率的预期，而美联储在 6 月将 2022 年底联邦政策利率中位数预测提高至 3.4% 以前只是在追赶市场。不过市场对美联储加息的预期在 7 月末出现了显著放缓：虽然 6 月 CPI 和 PCE 通胀增速依然远超预期，美联储 7 月议息会议后“未来放缓加息节奏以评估政策对经济和通胀的影响可能是合适的”的表述以及美国二季度 GDP 的负增长都被视为美联储可能由于经济压力提前转鸽的信号，股市欢腾，美债收益率下行。尽管下降时的粘性可能很大，当前通胀大概率已经处于磨顶的阶段，这也意味着美

联储最鹰的时刻也许已经到来，联邦基金利率的“尽头”很难超过 4%，而市场预期和这个水平相当接近。在这种情况下，美元指数不太容易因加息预期再次飙升而继续走强。

图 10: CME 加息预期近期没有继续大幅抬升

7 月初加息预期							7 月 27 日 FOMC 会后加息预期							7 月非农数据大超预期后					
MEETING PROBABILITIES							MEETING PROBABILITIES							MEETING PROBABILITIES					
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375
2022/7/27	6.1%	93.9%	0.0%	0.0%			2022/9/21	0.0%	0.0%	0.0%	69.0%	31.0%	0.0%	2022/9/21	0.0%	28.5%	71.5%	0.0%	0.0%
2022/9/21	0.0%	0.0%	5.0%	78.1%	16.9%	0.0%	2022/11/2	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	62.0%	34.9%	2022/11/2	0.0%	0.0%	16.3%	53.0%	30.7%
2022/11/2	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	48.8%	41.4%	2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.0%	49.7%	2022/12/14	0.0%	0.0%	3.1%	23.2%	48.8%
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	14.9%	46.9%	2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.9%	48.1%	2023/2/1	0.0%	0.0%	2.4%	19.0%	43.4%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	12.3%	40.8%	2023/3/15	0.0%	0.0%	0.0%	6.9%	31.8%	41.4%	2023/3/15	0.0%	0.0%	2.2%	17.5%	41.2%
2023/3/15	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	11.0%	37.7%	2023/5/3	0.0%	0.0%	2.1%	14.3%	34.6%	34.3%	2023/5/3	0.0%	0.4%	5.1%	22.0%	39.3%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.1%	2.7%	16.5%	37.3%	2023/6/14	0.0%	0.8%	7.1%	22.6%	34.5%	25.6%	2023/6/14	0.2%	2.7%	13.2%	30.3%	33.3%
2023/6/14	0.0%	0.0%	1.0%	7.7%	24.0%	35.0%	2023/7/26	0.2%	2.5%	11.3%	25.9%	32.0%	20.9%	2023/7/26	1.1%	6.6%	19.6%	31.4%	27.1%
2023/7/26	0.0%	0.5%	3.9%	14.7%	28.8%	30.1%													

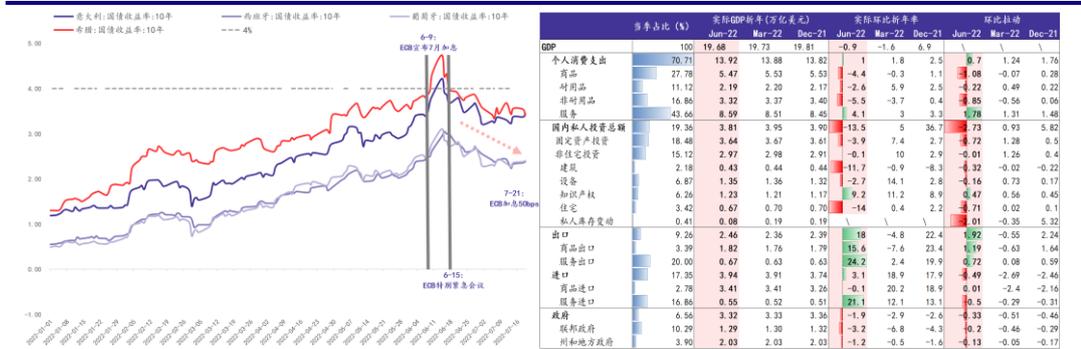
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美国经济预期也不支持美元继续走高: 相关数据已经显出美国滑向衰退的疲态, 而打击总需求控制通胀是美联储当前实现物价稳定的出路。除了相对滞后的就业和工资数据外, 美国近期的消费、房地产投资、库存等指标基本都指向经济快速的边际下滑, 这也是正在紧缩的美联储想看到的。而如果要阻断工资-物价螺旋的传导路径, 通过抬升失业率使供不应求的劳动市场重新平衡似乎同样是必不可少的。目前强劲的就就业数据可能会迫使美联储在加息到位后坚持更长时间不降息, 这对市场更加痛苦。总之, 要使高企的通胀向 2% 的中长期目标靠拢, 美国要付出的代价极可能是一场衰退, 近期 IMF 对美国 2022 年的增速也一再下调。

相对的, 包括欧央行在内的其他主要央行正在跟随或追赶式加息, 而美国自身经济下滑又使得和这些国家的经济增速预期差缩小。欧央行在 7 月通胀过高之下超预期加息 50bps, 并为灵活加息暂停了前瞻性指引。对于就业和工资增速更慢的欧元区, 接近美国的物价增速更难承受; 同时欧元区的低利率又使欧元兑美元弱势, 增加进口成本对物价的压力, 因此欧央行有相当的动力继续收紧货币政策来追赶美联储。传导保护工具 (TPI) 的推出也暂时稳定了市场信心并使南欧国债收益率回落, 为其加息扫除了短期障碍。其他美元指数一篮子货币中, 加拿大自 3 月以来加息 225bps, 英国 125bps, 瑞典 75bps, 瑞士 50bps, 基本都在跟随或追赶美联储。日本虽然坚持不加息, 但日本各项经济指标平稳, 通胀更加可控, IMF 对日本 2022 年经济增速预期一直保持 1.7% 不变, 和美国经济预期差也在缩减。所以, 在美国经济走弱, 其他央行继续加息的情况下, 美元指数从历史高位回落的概率在增大。

图 11: 南欧债券收益率目前有所回落 (%)

图 12: 美国二季度 GDP 概览



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 2. 美联储加息和降息阶段日元的表现

日元的短期表现和贸易差额的关系并不很强，而外部因素和预期则不容忽视。简单回顾美国降息和加息阶段日元的表现可以反映美国经济下行且市场对美联储有放缓加息的预期时日元可能的走向。

从历史经验来看，一般美国的降息周期内日元同步处于升值状态，近三十年来主要的例外就是在美国 2000 年末至 2002 年的降息期间日元的不升反降。这次反常的根源是日本经济在 2001 年的迅速恶化，尽管日本当年一季度 GDP 环比折年增速为 3%，后三个季度在日本政策利率下调后还是陷入了负增长，分别为-4.0%、-4.3%和-1.4%；在经济下滑，债务问题凸显且出现通缩时，美国金融条件的相对放松也不能使经济基本面极差的日元升值。当然，随着日本经济的逐渐改善，日元在随后的美联储降息周期依然按规律出现了升值。

图 13：美国紧缩相关因素对美元指数和日元汇率的影响



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

而在美联储的加息周期中，日元的表现相对更难预测。2022 年日元在 3 月后快速贬值的重要导火索之一就是美日央行的政策反向，虽然加息导致美日利差的扩大容易引起日元贬值，但加息周期日元升值的例子也不在少数。1994 年格林斯潘突然加息，但当年美国基本面表现尚可，只是增速较其他 OECD 经济体偏弱叠加紧缩导致经济下滑的预期使美元指数走低，导致日元同期相对升值。在 1998-1999 的美联储加息周期中美元指数如期上升，但日元兑美元依旧出现大幅升值，主要的解释一方面为亚洲金融危机导致海外日企资金回流，另一方面各国投资者借用日元进行的利差交易在风险爆发后转向，两者成为日元升值的短期驱动力。在美国于 2015 年末开始新一轮加息后，日元在 2016 年同样出现了较大幅度的升值，可能的解释因素包括日本净出口的改善以及美国 2016 年初股市下跌和经济放缓导致耶伦决定暂缓加息，加息减速后美债收益率回落导致相关风险投资和利差交易资金回流日本，日元走强。至少在过去，市场对美日两国的金融环境和经济增长预期对日元的短期表现有着重要影响，在美国经济预期恶化程度明显大于日本或者美联储加息预期放缓时，日元存在升值可能。现在日元不仅是主要发达经济体货币中

兑美元贬值最多的，又处于历史低点，对美国经济形势的恶化或者放缓加息的预期都更为敏感。

总而言之，美元正处于二十年来最高位，加息终值的预期难再提高、经济预期持续下滑，美元指数出现回落的概率提升。同时，由于日央行坚持宽松，日元下跌到历史低点且对美国经济预期和美元指数的变化高度敏感。如果未来美元指数出现回落，那么全球主要货币中率先出现较大升值反应的很可能就是本国经济平稳、流动性好且避险属性高的日元。日元当下暂时成为美元变动的风向标。

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)