

宏观点评

2023年2月2日

## 美联储加息如期放缓，接近尾声

宏观点评 20230202

### 核心内容：

- **美联储放缓加息至 25BP，维持 QT 不变，信号偏鸽** 2月1日，美联储 FOMC 会议在 CPI 连续三个月超预期回落的背景下如期放缓加息至 25BP，联邦目标基金利率达到 4.50%-4.75%。量化紧缩 (QT) 计划继续执行，QT 上限 950 亿美元/月，1 月预计实际缩减 765 亿美元。市场对本次会议解读偏鸽。
- **鲍威尔对通胀表述明显缓和，加息接近尾声** 声明中，关于俄乌冲突和疫情对能源和食品通胀造成上行压力的表述基本被删除殆尽，这符合 CPI 中能源部分快速下降、食品增速放缓、供应链恢复带动部分商品价格下行的趋势。通胀未来的关注重点在服务业价格，因此需要关注劳动市场，特别是工资增速。美联储在该方面的新表述是“新增就业放缓，名义工资也出现缓和迹象”。市场关注发布会中“反通货膨胀”(disinflation) 的表述，尽管官方声明中坚持通胀可持续降低需要更多证据，但鲍威尔此语确认了美联储已经看到通胀增速较快放缓的势头。FOMC 在 3 月加息 25BP 悬念不大，但 5 月还不能排除加息 25BP 的可能，需要等待数据确认；我们倾向于美联储在一季度后停止加息。
- **美国 2023 年衰退概率仍不低，美联储目前“不降息”的观点可能随数据发生变化** 鲍威尔在发布会上另一重要表述是在目前对经济前景的展望下，2023 年不会降息。尽管美国经济短期没有失速，保持一定韧性，但多类领先指标（利差模型，劳动紧张程度模型，ECRI 领先指标和咨商会 LEI 等）提示 2023 年较高的衰退概率。从数据上看，年末的弱衰退依然是基准假设，随着经济放缓的证据增加、居民收入缩减、超额储蓄的耗尽和信用收缩在下半年冲击消费，美联储的 SEP 和对降息时点的判断都可能发生变化，这也符合美联储的“数据导向”。因此，2023 年末仍有可能降息。
- **缩表继续，未来银行准备金水平可能不再是缩表的主要限制** 2023 年预计缩表 1 万亿美元，每月 760 亿美元左右。沃勒 (Waller) 最近的讲话暗示美联储观点可能发生变化，他表示在考虑银行整体流动性的时候，应当把 RRP 账户和银行准备金账户一起考虑，那么银行流动性目前仍有 5.5 万亿美元，可以承受更长时间的量化紧缩 (QT) 模式。
- **关注欧央行对美元的影响** 如果 2 月 2 日欧央行相较美联储更加鹰派，则美元存在进一步下行空间，如果欧央行意外软化，不排除美元小幅反弹；日央行黑田东彦的继任者是另一个重要变量，雨宫正佳对 YCC 的态度相对温和，而如果中曾宏成为行长，YCC 可能更快结束，进一步压低美元。长端美债仍然有配置价值，在通胀走弱和较高衰退概率下短期下行空间有限，更大幅度的下行需要未来经济数据的确认和 QT 持续时间的明确。美股方面，衰退预期下的“盈利底”仍压低估值，但是盈利下降更多集中在能源和材料板块，不排除此前利润下滑较多的通信和可选消费等行业存在结构性机会，左侧配置机会开始显现。

### 分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

特别感谢：于金潼

**主要风险：**通胀韧性和经济下行速度超预期，市场出现严重流动性危机

2月1日,美联储FOMC会议在CPI连续三个月超预期回落的背景下如期放缓加息至25BP,联邦目标基金利率达到4.50%-4.75%。量化紧缩(QT)计划继续执行,QT上限950亿美元/月,1月预计实际缩减765亿美元。市场对本次会议解读偏鸽派。

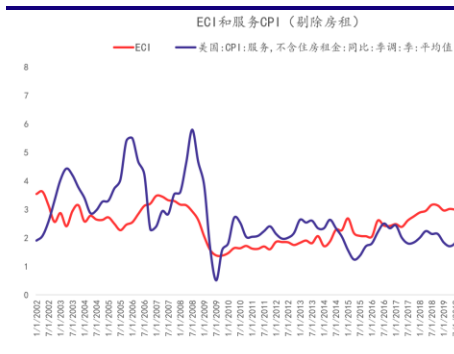
本次会议的基调偏鸽派,对于通胀的口吻进一步缓和,也弱化了俄乌冲突对食品和能源价格的影响。在新闻发布会上,鲍威尔表示“反通货膨胀(disinflation)的过程已经开始”,并重申目前来看2023年美联储不会降息。

虽然会议声明保留了部分鹰派信息,比如通胀可持续的降低仍需要更多证据,但鲍威尔关于通胀放缓的确认无疑暗示了加息进程可能接近尾声。未来加息主要的两种路径是(1)通胀进一步放缓,美联储3月加息25BP,5月暂停加息;(2)通胀下行速度不及预期,5月FOMC会议时CPI仍高于联邦基金利率,美联储将在3月和5月各加息25BP。目前来看,第一种路径的概率更高。

鲍威尔仍坚持在现状下2023年不会降息,但我们认为不论是金融市场、劳动市场还是经济增长相关的领先和同步指标依然指向2023年末美国陷入弱衰退,美国2022Q4的GDP数据也反映消费和投资继续放缓,因此2023年末还是可能出现降息。

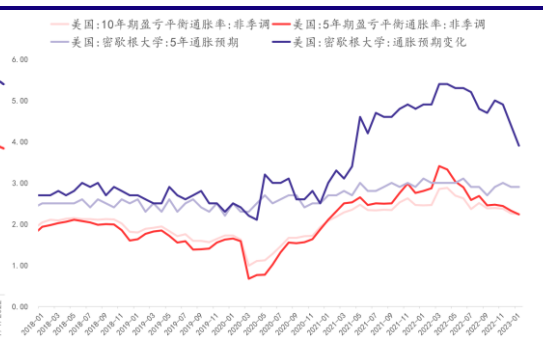
资产方面,美元仍是近期关注的重点:美国加息放缓获得更多证据,如果2月2日欧央行相较美联储更加鹰派,则美元存在进一步下行空间,如果欧央行意外软化,不排除美元小幅反弹;日央行黑田东彦的继任者是另一个重要变量,雨宫正佳对YCC的态度相对温和,而如果中曾宏成为行长,YCC可能更快结束,进一步压低美元。从长期来看,长端美债仍然有配置价值,在通胀走弱和较高衰退概率下短期还有在震荡中小幅下行空间,但缩表的持续起到一定缓冲,更大幅度的下行需要未来经济数据的确认。美股方面,衰退预期下的“盈利底”仍压低估值,但是盈利下降更多集中在能源和材料板块,不排除此前利润下滑较多的通信和可选消费等行业存在结构性机会。

图 1: 劳动缺口仍在,但工资增速继续放缓



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2: 长期通胀预期进一步缓和 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 一、鲍威尔对通胀表述明显缓和,加息接近尾声

FOMC会议声明中对于通胀和就业的表述都出现了一定程度的缓和,而鲍威尔在发布会上也确认了通胀的回落,美联储停止加息已然不远。

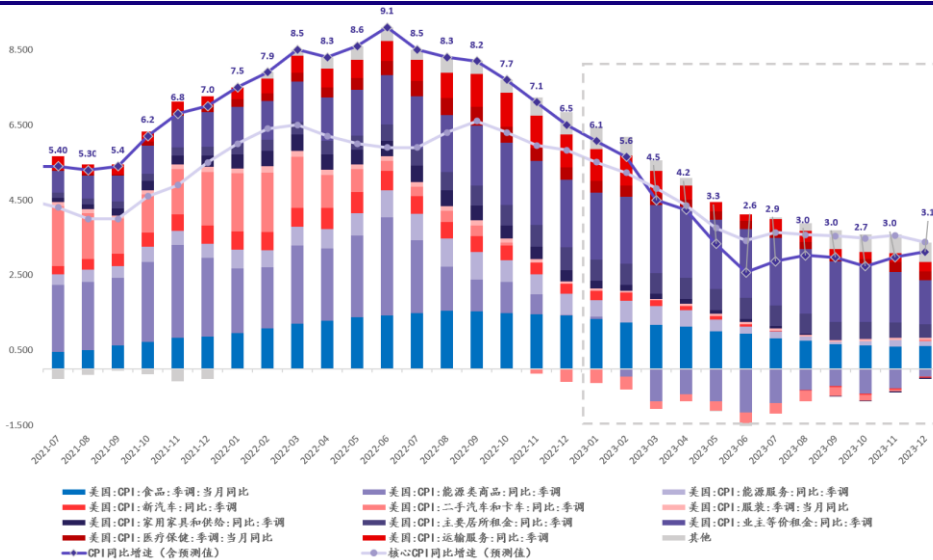
会议声明中,关于俄乌冲突和疫情对能源和食品通胀造成上行压力的表述基本被删除殆尽,这符合CPI中能源部分快速下降、食品增速放缓、供应链恢复带动商品价格下行的趋势。通胀未来的关注重点在服务业价格,因此需要关注劳动市场,特别是工资增速。美联储在该

方面的表述是“新增就业放缓，名义工资也出现缓和迹象，但仍供不应求”，这反映出工资对通胀的压力也在降低，价格回落的确定性进一步提升，利于加息在一季度后终止。

市场显然更关注发布会中“反通货膨胀”（disinflation）的表述，尽管官方声明中坚持通胀可持续降低需要更多证据，但鲍威尔此语确认了美联储已经看到通胀增速较快放缓的势头。就业方面，鲍威尔也表示较高的职位空缺数据波动大，似乎更加关注非农时薪和雇佣成本指数（ECI）的变化，而两者也都在放缓。所以，不论是 FOMC 声明还是发布会都透露出鸽派信息，支持加息已经接近尾声的看法。

数据同样支持通胀的放缓，推升加息结束的概率：（1）随着通胀回落，美联储关心的中长期通胀预期在 1 月继续缓和，这再次降低了连续加息以稳定预期的必要；（2）通胀最大的不确定在于劳动市场，而劳动市场的核心变量是工资，近期的非农时薪和 2022Q4 的 ECI 增速都在缓和，服务 CPI 的拐点已然若隐若现；（3）我们对通胀预测显示 CPI 二季度在能源和部分商品价格通缩的作用下快速回落，实际利率转正，支持加息停止。FOMC 在 3 月加息 25BP 悬念不大，但 5 月还不能排除加息 25BP 的可能，需要等待数据确认；我们倾向于美联储在一季度后停止加息。

图 3：名义通胀增速可能较快回落，但核心通胀的粘性阻碍美联储在 2023Q4 以前降低利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 二、美国 2023 年衰退概率不低，美联储“不降息”的观点未来可能变化

鲍威尔在发布会上另一重要表述是在目前对经济前景的展望下，2023 年不会降息。尽管美国经济短期没有失速，保持一定韧性，但多类领先指标都提示 2023 年较高的衰退概率。

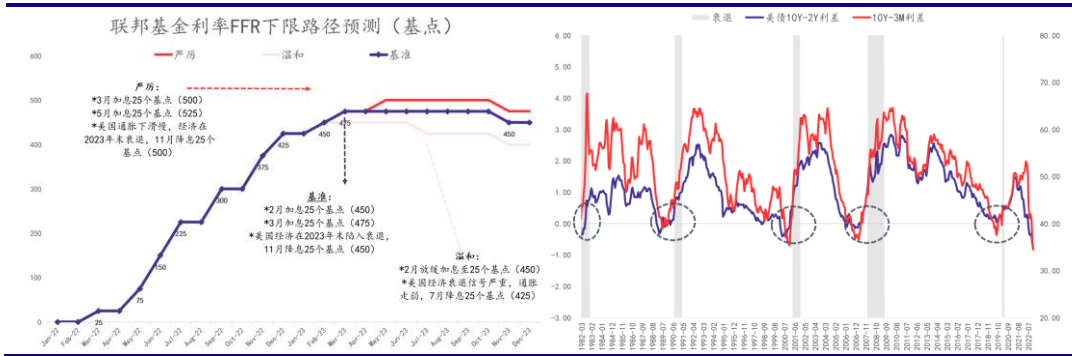
金融方面，美债 10Y-2Y 和 10Y-3M 利差模型反映衰退难以避免；劳动市场方面，美联储关于失业率和衰退的预测结合起来看是略有矛盾的：12 月 SEP 中 2023 年 4.6% 的预期失业率已经超过中长期自然失业率的水平，这一条件的满足在历史上有极高概率导致衰退。经济领先指标方面，ECRI 和咨商会 LEI 均反映美国已经接近衰退，其中 LEI 甚至暗示美国将在上半年进入衰退。LEI 对商品和工业指标存在偏重，因此美国劳动市场的旺盛和服务业韧性会使实际衰退的判定更晚出现，失业率与自然失业率给出的劳动紧张程度是更好的参考。地产周期的下行对衰退预判也有参考作用。从同步指标和增长看，美国 2022Q4 的 GDP 中，消费和设备投

资均有放缓，私人库存的意外上行难以持续，也体现出经济增长稳步放缓，未来弱衰退概率不低<sup>1</sup>。

总体上，年末的弱衰退依然是我们的基准假设，随着经济放缓的证据增加、居民收入缩减、超额储蓄的耗尽和信用收缩在下半年冲击消费，美联储的 SEP 和对降息时点的判断都可能发生变化，这也符合美联储的“数据导向”。因此，2023 年末仍有可能降息。

图 4：联邦基金利率路径展望 (%)

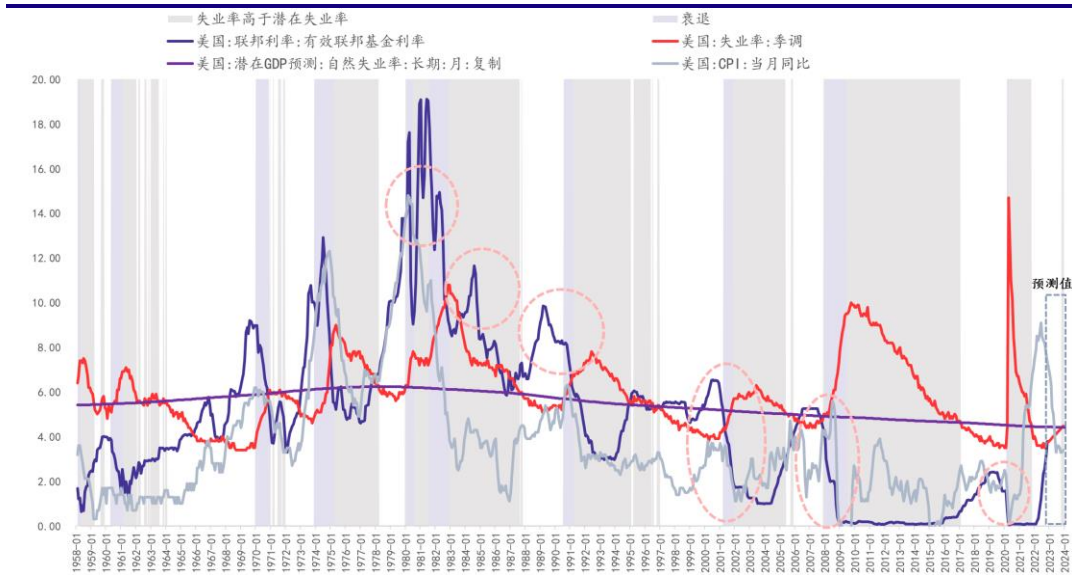
图 5：利率模型显示高衰退概率 (%)



资料来源：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：实际失业率高于自然趋势时，美国经济通常处于衰退中



资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

### 三、量化紧缩 (QT) 按计划进行，未来银行准备金可能不再是缩表的主要限制

美联储自 9 月份以来将计划的量化紧缩规模从 300 亿美元国债和 175 亿美元 MBS 提高至 600 亿和 350 亿。考虑到 MBS 到期量可能低于 350 亿/月的情况，2022 年实际缩减规模在 3800 亿美元左右，2023 年预计 1 万亿美元，每月 760 亿美元左右。货币市场基金 (MMF) 仍

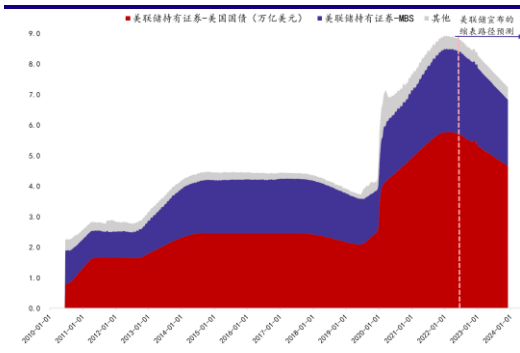
<sup>1</sup> 这里需要简要澄清一个观点，即 M2 的负增长并不意味着深度衰退：回顾 M2 增速的历史可以发现，在过往 M2 增速回落领先严重衰退时，M2 的总量均低于其历史趋势，这一条件在 2020 年疫情后并不存在。M2 负增长更多反映此前流动性史无前例的暴增，尽管美联储正在紧缩，从绝对值衡量的 M2 仍然充裕，短期不会造成信用周期大幅下行或资产负债表显著缩减，因此也不易导致深度衰退。

然不热衷于将存放在逆回购账户（RRP）中的资金出借给银行购买国债，因此银行消耗存款准备金承接债券。

由于联邦基金利率处于高位且仍在上升，RRP 账户的利率也有相当的吸引力，暂时阻止 MMF 购买国债，银行准备金 1 月末下降到 3.03 万亿美元。按照过往推测，当银行准备金下降到 2.5 万亿美元左右时，美联储将停止缩表<sup>2</sup>。不过，沃勒（Waller）的讲话表达了美联储观点可能发生变化，他表示在考虑银行整体流动性的时候，应当把 RRP 账户和银行准备金账户放在一起考虑，那么银行流动性目前仍有 5.5 万亿美元，可以承受更长时间的 QT 缩表模式<sup>3</sup>。虽然美联储尚未确认这一观点，但是官员暗示 QT 可能持续更久意味着未来中长期美债收益率将承受上行压力。

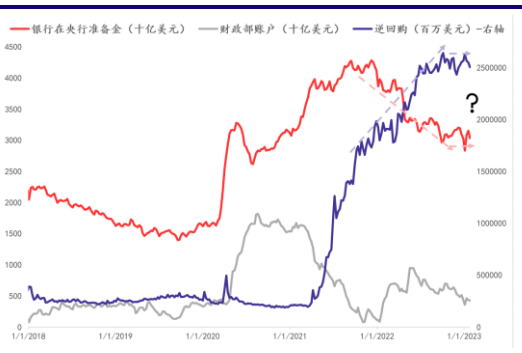
当然，美债短期仍在交易加息停止以及衰退的预期，仅靠沃勒的表态不会使美债收益率回升，但随着加息终止，缩表的影响将会上行。届时，需要对 QT 持续时间和 RRP 账户保持观察。

图 7：美联储计划缩表大致路径（万亿美元）



资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

图 8：银行在美联储准备金持续下滑（%）



资料来源：FRBNY、Fred，中国银河证券研究院整理

#### 四、相关资产未来的表现：关注欧日央行和美元

从短期来看，通胀放缓、美联储加息在 2023 上半年停止和美国衰退的概率一定程度上被定价，但是美联储本次 FOMC 中释放的鸽派态度将加强以上逻辑的交易力量，美债仍有下行空间，美元在欧央行保持偏鹰态度下也会继续回落。

2 月 2 日欧央行的利率决议将显著影响美元指数的走势：（1）如果欧央行加息 50BP 并传达鹰派信息，则美欧利差收窄，美元指数将进一步走弱；美国经济韧性需要更多数据确认，而缩表在上半对交易情绪影响偏弱，因此这些支撑美元的因素短期不能阻止美元指数的震荡回落。（2）如果欧央行也转鸽，仅加息 25BP，前期下滑较快的美元指数则有望向上反弹。我们倾向于第一种可能，短期押注美元震荡回落确定性更高。另一方面，日央行的两位主要候选人是雨宫正佳和中曾宏，目前雨宫呼声更高。如过雨宫继任，YCC 也很可能温和调整，不过对美元影响偏弱；而假设中曾宏意外继任东彦，对 YCC 的调整可能更加剧烈，届时日元的升值也会进一步压低美元指数。

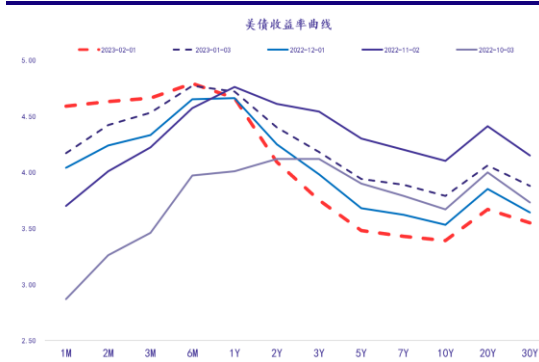
<sup>2</sup> <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/markets/omo/omo2021-pdf.pdf>

<sup>3</sup> [https://www.youtube.com/watch?v=Z\\_AxQBudHSU](https://www.youtube.com/watch?v=Z_AxQBudHSU)

美债的配置价值已持续，但是近期CPI的连续回落以及没有之前鹰派的美联储这些乐观信息已经被计入定价中，短期美债收益率可能小幅震荡下降。如果期待长端美债收益率更大幅的回落，则要等待经济数据进一步确认衰退以及QT持续时长的明确。

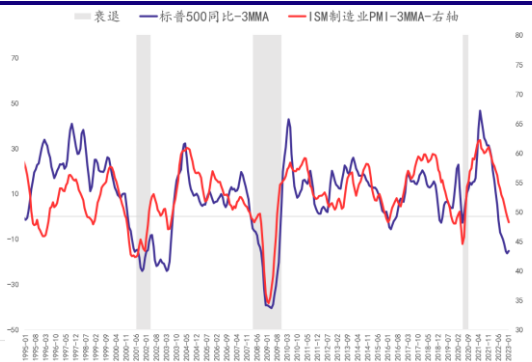
美股向下的调整没有结束，虽然利率风险降低，CPI的回落也在改善风险偏好，但美股的信用和流动性风险更值得关注。PMI和美股增速较好的相关性以及衰退概率的持续上行显示美股的盈利底和潜在的破产潮还没有被充分定价，美股短期不会迎来反转，不过左侧配置价值提升。

图 9: 美债收益率曲线 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10: 美股的盈利底部可能还未到来 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

**五、美联储观点对比：**
**表 1：美联储 1 月 FOMC 会议对通胀表述偏温和：**

	2022-11 FOMC会议重点	2022-12 FOMC会议重点	2023-02 FOMC会议重点
<b>经济和就业状况</b>	1. <u>美国经济相较2021年显著放缓，近期指标指向了支出和生产的温和增长；消费支出从去年的高增速放缓，反映出更低的实际可支配收入和更紧的金融环境；房地产相关部门由于更高的房贷利率而显著走弱；高利率和低产出在降低商业固定资产投资。</u> 2. <u>“<b>劳动市场十分紧张</b>，失业率达到50年低点，职位空缺是历史高位，新增就业仍有活力，失业率处于低位；劳动市场依然严重的供不应求；<b>劳动参与率</b>相比年初没有明显变化”</u> 3. <u>俄乌冲突将加大通胀压力并对全球经济造成影响</u> 4. <u>控制通胀将意味着低于正常趋势的经济增速保持一段时间，就业市场的情况将出现缓和</u>	1. <u>美国经济相较2021年显著放缓，近期指标指向了支出和生产的温和增长；消费支出从去年的高增速放缓，反映出更低的实际可支配收入和更紧的金融环境；房地产相关部门由于更高的房贷利率而显著走弱；高利率和低产出在降低商业固定资产投资。</u> 2. <u>“<b>劳动市场十分紧张</b>，失业率达到50年低点，职位空缺是历史高位，新增就业仍有活力，失业率处于低位；劳动市场依然严重的供不应求；<b>劳动参与率</b>相比年初没有明显变化。<b>2023年失业率预测中位数上调至4.6%</b>。”</u> 3. <u>俄乌冲突将加大通胀压力并对全球经济造成影响</u> 4. <u>控制通胀将意味着低于正常趋势的经济增速保持一段时间，就业市场的情况将出现缓和</u>	1. <u>美国经济相较2021年显著放缓，近期指标指向了支出和生产的温和增长；消费扩张速度放缓，反映出更低的实际可支配收入和更紧的金融环境；房地产相关部门由于更高的房贷利率而显著走弱；高利率和低产出在降低商业固定资产投资</u> 2. <u>“<b>劳动市场十分紧张</b>，失业率达到50年低点，职位空缺是历史高位，新增就业仍有活力，失业率处于低位；<b>虽然新增就业放缓、名义工资也出现缓和迹象</b>，但劳动市场依然严重的供不应求”</u> 3. <u>“<b>俄乌冲突将加大通胀压力</b>”的表述被删除</u> 4. <u>控制通胀将意味着低于正常趋势的经济增速保持一段时间，就业市场的情况将出现缓和</u>
<b>通胀</b>	1. <u>通胀处于高位，近期的通胀数据超出了预期，主要反映了疫情导致的供需不平衡、高食品和能源价格以及更广泛的价格压力；<b>货币紧缩对通胀的影响需要时间显现</b>”</u> 2. <u>尽管汽油价格有所下降，但依然远高于去年水平，导致能源和食品价格上行</u> 3. <u>长期通胀预期控制较好</u>	1. <u>通胀处于高位，10和11月份的通胀数据反映了通胀增速放缓的好消息，但证明通胀在持续下行的道路上还需要更充足的证据</u> 2. <u>更广泛的价格压力以及俄乌冲突造成的能源食品价格上涨加剧通胀上升压力；<b>货币紧缩对通胀的影响需要时间显现</b>”</u> 3. <u>长期通胀预期控制较好</u> 4. <u>2023年PCE通胀预测中位数上调至3.1%</u>	1. <u>通胀处于高位，过去三个月的通胀数据反映了<b>通胀增速放缓的好消息，但证明通胀在持续下行的道路上还需要更充足的证据</b>”</u> 2. <u>“<b>货币紧缩对通胀的影响需要时间显现，俄乌冲突造成能源食品涨价压力</b>”被删除</u> 3. <u>长期通胀预期控制较好</u>
<b>货币政策</b>	1. <u>联邦基金利率增加75BP至3.75%-4.00%（全体票委同意）</u> 2. <u>近期数据显示利率的终值可能比9月SEP预测的要更高</u> 3. <u>加息将按逐次会议方式决定，仍然关注数据变化，继续加息仍是合适的</u> 4. <u>在考虑未来加息时，货币政策对经济、通胀和金融市场滞后的影响也将被纳入考虑的范围</u> 5. <u>和前两次会议强调的一样，随着货币政策持续收紧，未来放缓加息节奏是合适的</u> 6. <u>量化紧缩按照之前公布的计划进行</u> 7. <u>美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化</u>	1. <u>联邦基金利率增加50BP至4.25%-4.00%（全体票委同意）</u> 2. <u>FOMC预测的2022年底利率中位数是4.4%；对未来三年利率的预测中位数上调至5.1%、4.1%和3.1%，2023年GDP增速预测中位数下调至0.5%</u> 3. <u>加息将按逐次会议方式决定，仍然关注数据变化，继续加息仍是合适的</u> 4. <u>在考虑未来加息时，货币政策对经济、通胀和金融市场滞后的影响也将被纳入考虑的范围</u> 5. <u>量化紧缩按照之前公布的计划进行</u> 6. <u>美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化</u>	1. <u>联邦基金利率增加25BP至4.50%-4.75%（全体票委同意）</u> 2. <u>加息将按逐次会议方式决定，仍然关注数据变化，继续加息仍是合适的</u> 3. <u>放缓加息速度有利于委员会在未来提高利率时更好的评估经济向我们目标靠拢的进程</u> 4. <u>量化紧缩按照之前公布的计划进行</u> 5. <u>美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化</u>

资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

### 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。

**高明：**宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

**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院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

**詹璐：**宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

### 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

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn