

“衰退概率下降，加息周期拉长” - 美联储7月议息会议点评

宏观动态报告 20230727

核心内容：

- **美联储如期加息 25BP，但对经济韧性的认可暗示加息周期还未结束** 7月26日，美联储公开市场委员会（FOMC）再度加息 25BP，联邦目标基金利率升至 5.25%-5.50%。鉴于美联储谨慎模糊的“数据导向”态度，会议增量信息指向并不明确，但值得关注的有：（1）鲍威尔表示 9 月或更晚依旧存在加息可能，不能确认 7 月为最后一次加息。（2）劳动市场的表述更换为“工作岗位与劳动力的缺口有所缩小，劳动需求依然大幅高于供给”。（3）对经济情况的描述中表示房地产行业的活动有所回升，对应近期房价和销售的环比改善。（4）发布会中鲍威尔透露美联储工作人员不认为年内会衰退。声明中描述经济温和增长的“modest”也更换为略强一点的“moderate”。7、8 月份公布的 GDP、通胀和劳动市场数据将决定货币政策的节奏，也要关注 8 月 Jackson Hole 会议上鲍威尔的态度。
- **如何理解会议中的变化？ - 警惕加息周期拉长**（1）7、8 月份由于基数问题，名义通胀可能出现小幅回升，核心下降的幅度也未必会使美联储满意，中期通胀压力前景不明，因此未来还有进一步加息的可能。（2）劳动紧张下薪资增速不弱，而褐皮书也显示劳动短缺的缓和较慢，这是支持美联储继续加息的理由。（3）地产短期恢复至少证明美国居民消费没有受到高利率的显著打击。其次，地产销售带动价格边际回升会产生财富效应。最后，地产活动恢复对应着经济韧性，可以承受美联储进一步加息。（4）结合 IMF 上调美国 2023 年产出增速，美国经济韧性得到主要机构认同，美国年内不衰退也意味着不会有降息出现。同时，**强于预期的经济增长在提示紧缩周期延长的风险，缩表的时间也会持续更久。虽然紧缩周期的延长在短期较难显著冲击经济表现，但更高的利率和更久的缩表在中期对经济带来的风险也不容忽视。**
- **存在的预期差 - 中期问题支持继续加息** 从中期与核心通胀角度考虑，美联储仍有 9 月加息的动力。美联储近期研究也指出贝叶斯决策者模型预测下的 2024 年通胀可能保持粘性并位于 3.5% 的水平，这种风险也会让美联储特别警惕。在美国经济短期可以承受进一步加息的情况下，更高的利率终值也为美联储未来的货币政策留出充分空间。**综上，我们倾向的基准情况是美联储在 9 月 FOMC 会议上加息 25BP 使利率升至 5.50%-5.75%；当然，取决于通胀节奏变化，加息时点也可能晚于 9 月份。**
- **市场仍暂不相信美联储会继续加息，关注欧央行决议对美元走势的影响** CME 数据反映会后不足 20% 的交易者预期更高利率，而 81% 则坚持 7 月是“最后一次”的判断。同时，交易者预期年内不降息，首次降息在 2024 年 3 月，2024 年累计降息 5 次共 125BP。相对的，我们倾向于紧缩周期再拉长，9 月或更晚时刻出现进一步加息。在此基础上，美国的经济韧性意味着 2024 年初降息的概率下行，利率可能至少在高位保持两个季度，因此 2024 年二季度利率放松可能性更高。同时，拉长的紧缩周期在中期仍会冲击经济，因此对 2024 年降息的幅度可以期待。资产方面，短期存在进一步紧缩可能性下，10 年美债仍在 3.8 附近震荡，年末加息停止预期更强后可能会回落至 3.5 以下。美元方面短期仍存在小幅反弹动力，需要关注欧日央行态度和欧洲制造业的恶化。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：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的风险

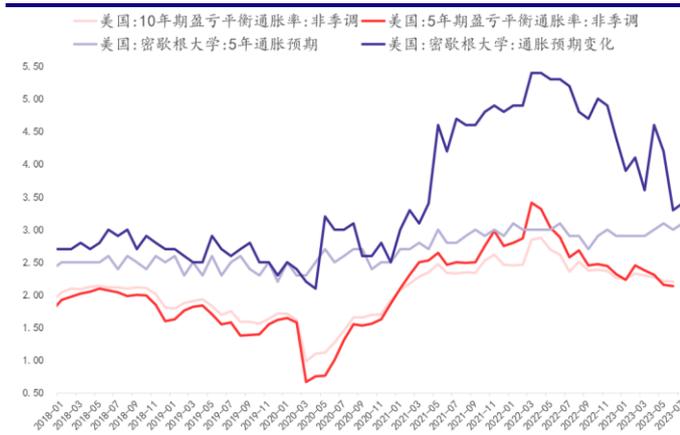
7月26日，美联储公开市场委员会（FOMC）在劳动市场保持紧张、银行信贷派生较为稳定的情况下再度开始加息 25BP，联邦目标基金利率升至 5.25%-5.50%。量化紧缩（QT）计划继续执行，QT 上限 950 亿美元/月，7 月预计缩减 807 亿美元，从去年 6 月开始累计缩减接近 1 万亿美元。在 6 月暂停加息却给出鹰派的点阵图与经济预测后，美联储 7 月 FOMC 会议和发布会均保持了谨慎模糊的态度，坚持数据导向，但打开了未来加息的可能性。由于对本次加息预期较为充分，市场并未做出明显反应，但目前仍坚信 7 月后不会继续加息。我们认为美联储下半年进一步加息概率不低，时点取决于通胀变化，但可能在 9 月再度加息 25BP。

一、声明保持谨慎模糊，但对经济韧性的认可暗示加息周期还未结束

本次 FOMC 会议声明和鲍威尔发布会的稿件依旧没有显著变化，美联储依然坚持“数据导向”下的谨慎模糊。通胀方面，美联储认为价格压力整体上有所有所缓解，但距离 2% 的中长期通胀目标依然有很长的路；鲍威尔表示 6 月 CPI 超预期放缓是单月情况，趋势是否能延续要密切观察。劳动市场则依旧保持紧凑，尽管 6 月新增非农就业回落，但薪资维持了不低的增速，失业率依旧处于历史低位。银行业信贷派生没有显著恶化，因此依旧没有被特别强调，信贷条件在缓慢收紧。

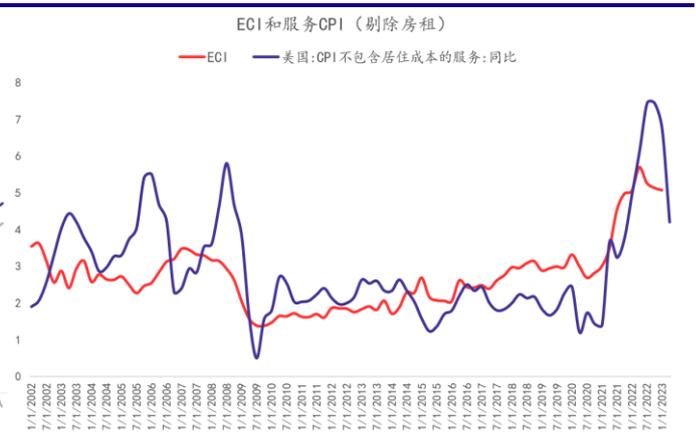
鉴于美联储的谨慎，会议增量信息指向并不明确，但值得关注的有：（1）鲍威尔表示 9 月或更晚依旧存在加息可能，不能确认 7 月为最后一次加息。（2）会议声明中没有保留 6 月“劳动市场的供需将随着时间而更加平衡，减轻对通胀的向上压力”的说法，取而代之的是“工作岗位与劳动力的缺口有所缩小，劳动需求依然大幅高于供给”，鲍威尔也强调了 ECI 薪资数据的重要性。（3）对经济情况的描述中表示房地产行业的活动有所回升，对应近期房价和销售的环比改善。（4）发布会中鲍威尔透露美联储工作人员修改了对于经济的预测，其 5 月 FOMC 时曾判断年底经济面临衰退风险，但现在已不这么认为。声明中描述经济温和增长的“modest”也更换为略强一点的“moderate”。最后，美联储最强调的依然是对通胀和劳动数据的关注，因此 7、8 月份公布的 GDP、通胀和劳动市场数据将决定货币政策的节奏，也要关注 8 月 Jackson Hole 会议上鲍威尔的态度。

图 1：消费者通胀预期整体稳定，边际略有抬升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：即将公布的 ECI 将进一步验证服务通胀下行的可持续性（%）



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

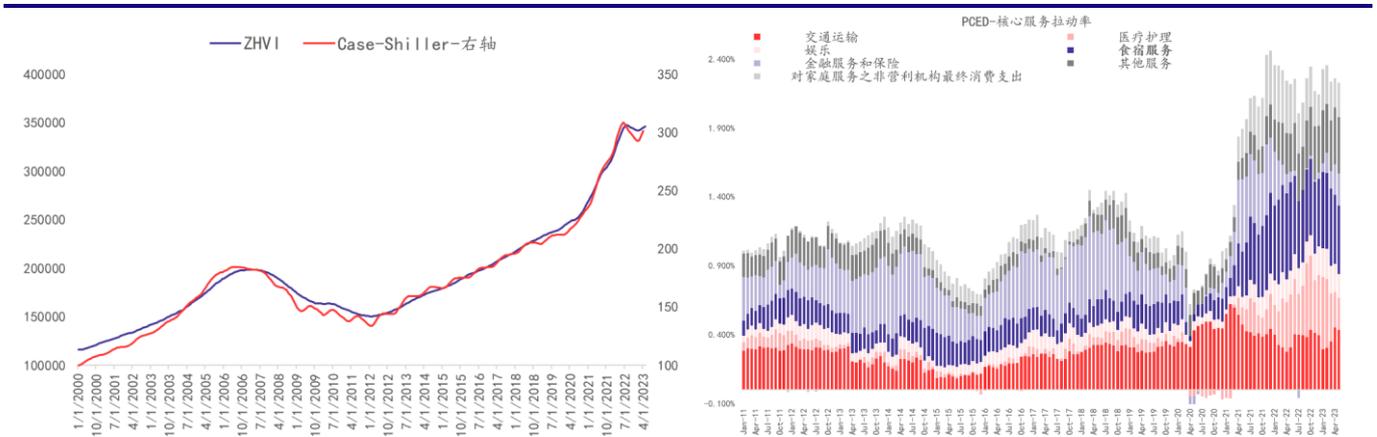
二、如何理解本次会议中的变化？- 警惕紧缩周期拉长

对于上一部分强调的四个变化，我们认为可以做出如下理解：

对于（1）鲍威尔没有排除进一步加息的可能：由于近期服务部分的韧性和资产升值的财富效应，通胀中期的走势仍存在不确定性，美联储确实需要依赖数据的边际变化进行判断。同时，7、8月份由于基数问题，名义通胀可能出现小幅回升；而尽管有居住成本和车价降低的支持，核心下降的幅度也未必会使美联储满意，因此未来还有进一步加息的可能。

对于（2）劳动市场缺口的描述略偏鹰派：尽管6月非农就业边际放缓，但时薪环比增速上修后反而有所加快。相比于容易出现修正且与家庭劳动调查背离的新增非农数据，薪资是决定中期服务压力更关键的因素，这也是鲍威尔强调ECI增速的原因。鉴于非农时薪的上修，预计即将公布的二季度ECI增速不弱，而褐皮书也显示劳动短缺的缓和较慢，这是支持美联储继续加息的理由。

图 3：房价的环比企稳回升和权益资产良好的表现带来财富效应 图 4：核心 PCE 暂未显现出稳步下降的趋势，引发中期担忧



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

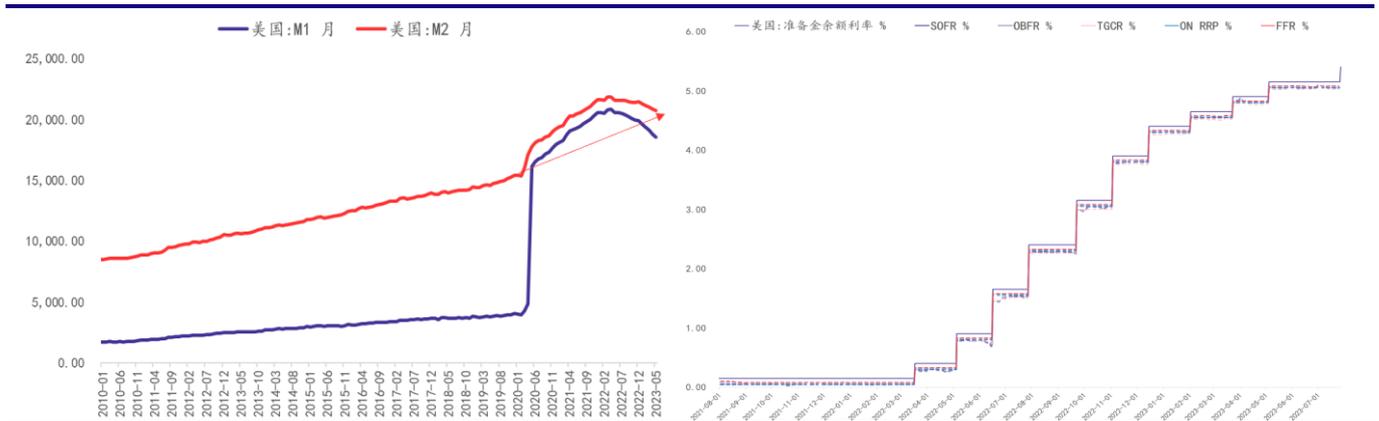
对于（3）房地产行业活动的边际回升：地产活动的回升至少有三重意义。首先，虽然地产改善的中期可持续性存疑，但短期恢复至少证明美国居民消费能力还行没有受到高利率的显著打击，紧缩效果有待显现。其次，地产销售带动价格边际回升会产生财富效应，且比权益资产更加明显，这会加强消费韧性并可能边际削弱劳动供给；同时，房价回升也意味着大约 15-18 个月后通胀中居住成本会再次上行。最后，地产活动恢复对应着经济韧性，可以承受美联储进一步加息。

对于（4）美联储工作人员不再预测年内衰退，声明对经济描述更乐观：结合 IMF 上调美国 2023 年产出增速，美国经济韧性得到主要机构认同，美国年内不衰退也意味着不会有降息出现。同时，强于预期的经济增长在提示紧缩周期延长的风险，缩表的时间也会持续更久。虽然紧缩周期的延长在短期较难显著冲击经济表现，但更高的利率和更久的缩表在中期对经济带来的风险也不容忽视。

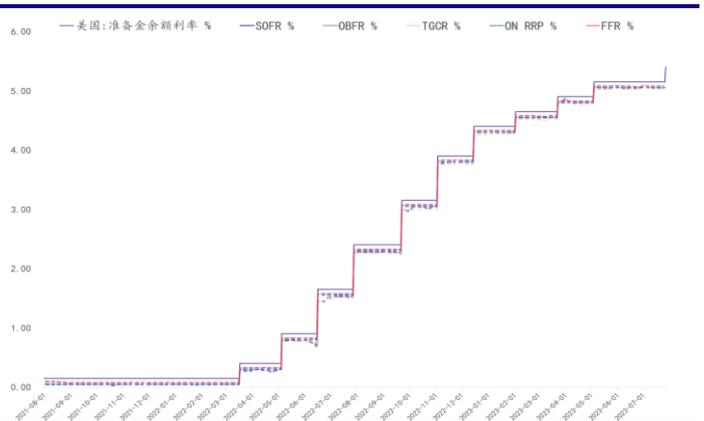
在这四点的基础上，需要注意市场流动性目前并不紧张，且美联储有在不降息的情况下边际增加市场流动性的手段。尽管美国 M2 同比增速下滑，但从过往趋势和绝对水平考虑，市场流动性依然充足，银行准备金水平也相对健康，可以承受紧缩周期小幅拉长。即使流动性在进一步紧缩后开始紧张，在现有工具外美联储还可以考虑单独降低存款机构准备金利率，降低对银行资金的吸引力并增加市场流动性。因此，流动性问题也不制约紧缩周期拉长。

图 5：M2 的绝对水平显示流动性并不紧张

图 6：作为利率走廊上限，准备金利率目前同步与 FFR 上调



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



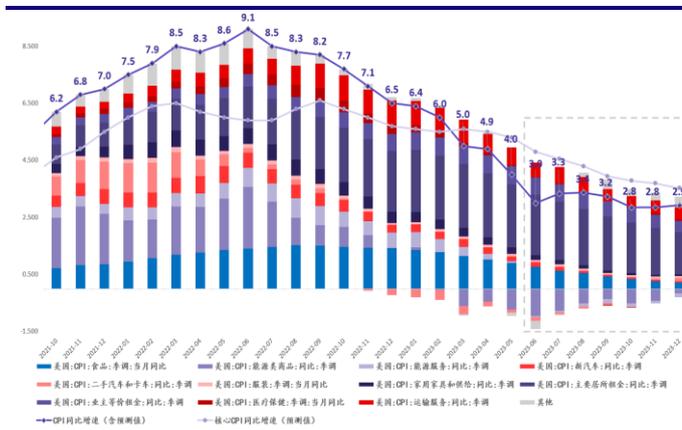
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、存在的预期差：为什么可能进一步加息？

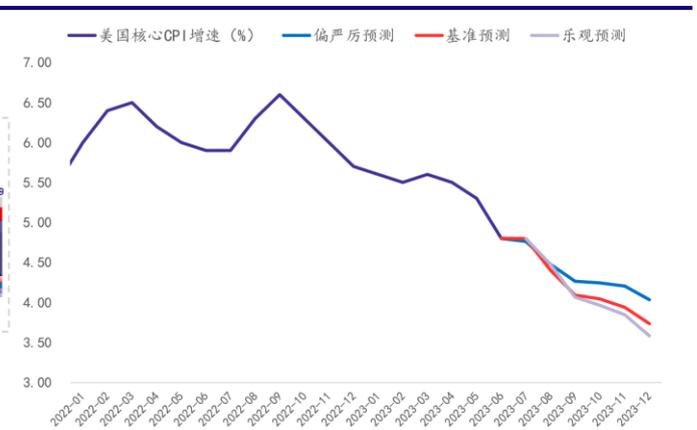
市场目前对 7 月后继续加息的概率并未充分计入，为什么还有进一步加息的可能？首先不能忽略点阵图体现的美联储的态度。上次 FOMC 会议美联储官员上调点阵图 50BP 后，我们觉得可能有两种合理解释：第一，美联储由于内部鹰派与鸽派的分歧决定通过点阵图进行预期管理，实际并不会在 9 月份继续加息；第二，美联储在转向联邦基金利率目标制后从未有过重启加息仅加一次 25BP 的场景，点阵图的上调反映了美联储对中期通胀风险的警惕，仍会有更多加息。目前，在通胀短期无忧但中期存在一定压力的情况下，我们仍倾向于后者。

图 7: 偏乐观假设下名义 CPI 对通胀短期压力低 (%)

图 8: 核心通胀粘性仍存, 使美联储加息的担忧在中期 (%)



资料来源: BLS, Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: BLS, Wind, 中国银河证券研究院整理

决定美联储货币政策方向的核心变量依旧是通胀水平，而当前通胀短期保持低位虽然无忧，但中期面临的压力和核心部分的粘性是支持美联储 9 月再度加息的理由。从年内通胀走势考虑，我们预期三季度名义 CPI 由于基数效应范围应在 3.2%-3.5% 之间，而四季度大概率为 3% 或更低，故此短期因素并不支持美联储在下半年加息。

不过从中期与核心通胀角度考虑，美联储仍有 9 月加息的动力。首先，尽管剔除居住成本的 CPI 核心服务部分顺利下行，但美联储更关注的 PCE 核心服务走平，尚没有持续回落的趋势。其次，中期因素可能导致通胀在 2024 年继续背离美联储 2% 的目标：实际收入转正、信贷派生未严重受损叠加超额储蓄仍可支撑消费，房价环比回升与权益资产带来的财富效应同

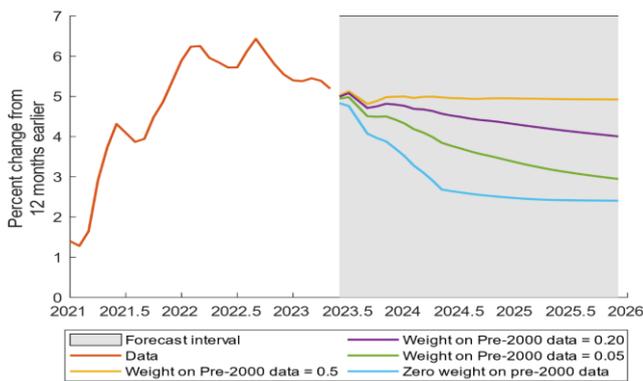
样鼓励支出，金融条件再度开始放松与财政支出力度恢复也不利于价格水平控制。同时，美联储近期研究也指出贝叶斯决策者模型预测下的 2024 年通胀可能保持粘性并位于 3.5% 的水平，这种风险也会让美联储特别警惕¹。

最后，在美国经济短期可以承受更高政策利率的情况下，更高的利率终值也为美联储未来的货币政策留出充分空间。更高的利率终值不仅可以预防通胀出现二次反弹，也意味着在未来的逆周期调节中美联储可以更好摆脱此前零利率下限的阻碍，改善利率降调的潜在幅度和有效性。

综上，我们倾向的基准情况（1）是美联储在 9 月 FOMC 会议上加息 25BP 使利率升至 5.50%-5.75%；当然，取决于通胀节奏变化，加息时点也可能晚于 9 月份。

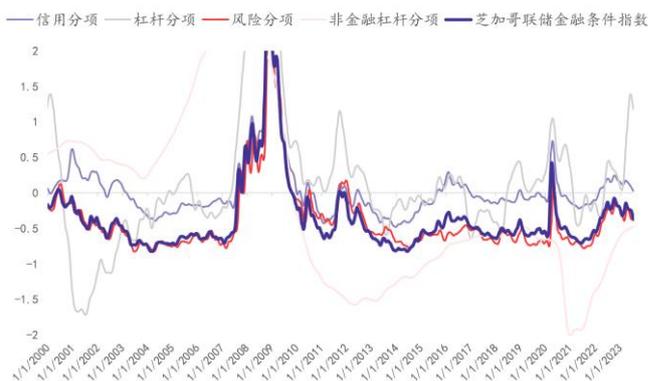
不过，如果 7、8 月失业率意外抬升至 4% 附近或新增非农服务就业进入负增长并带动薪资降至 3% 左右，则（2）美联储将在 9 月停止加息，利率在年内将保持在 5.25%-5.50% 的水平不变，随着劳动市场进一步弱化可能在 2024 年初降息。最后，如果经济数据韧性大超预期且核心 PCE 通胀出现向 5% 反弹的态势，则（3）美联储可能在 11 月 FOMC 会议上进一步升息，尽管这一情形的概率很低。

图 9：美联储近期研究同样反映出对中期通胀走势的警惕



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：金融条件再度边际放松并不是美联储想看到的



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、市场仍暂不相信美联储会继续加息，关注欧央行决议对美元走势的影响

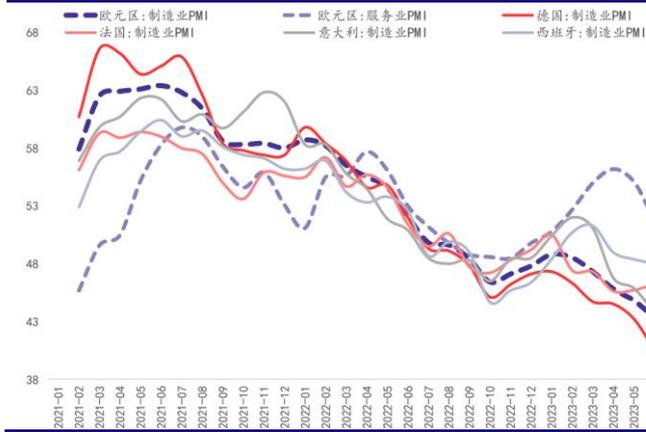
本次 FOMC 会后，市场反应相对平淡，美股和美债整体震荡，美元指数下滑后回升，依旧保持在 101 上方。这种表现主因是 7 月 25BP 的加息和美联储模糊的态度基本被市场预期，会议提供的增量信息也不多。从市场预期考虑，CME 联邦基金利率期货反映会后仅不足 20% 的交易者认为美联储会进一步加息，而 81% 则坚持 7 月是“最后一次”的判断。同时，交易者预期年内不降息，首次降息在 2024 年 3 月，2024 年累计降息 5 次共 125BP。

相对的，我们倾向于紧缩周期再拉长，9 月或更晚时刻出现进一步加息。在此基础上，美国的经济韧性意味着 2024 年初降息的概率下行，利率可能至少在高位保持两个季度，因此 2024 年二季度利率放松可能性更高。同时，拉长的紧缩周期在中期仍会冲击经济，因此对 2024 年降息的幅度仍可以期待。

¹ The Fed - A (Bayesian) Update on Inflation and Inflation Persistence (federalreserve.gov)

资产方面，短期存在进一步紧缩可能性下，10年美债仍在3.8附近震荡，年末加息停止预期更强后可能会回落至3.5以下。美元方面短期仍存在小幅反弹动力，需要关注欧日央行态度和欧洲制造业的恶化：（1）7月欧元区制造业PMI超预期下行，德国PMI跌至38.8，欧元区经济疲弱限制进一步加息幅度；（2）部分欧央行官员口吻边际鸽派，9月继续加息确定性减弱；（3）鉴于目前的服务类偏弱的通胀结构，日央行可能不会立刻调整YCC。

图 11：欧元区经济表现较弱，未来可能限制加息（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：联邦基金利率期货隐含加息预期（%）

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES									
	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/9/20					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	81.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	69.3%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	66.3%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	27.8%	51.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	14.1%	38.9%	35.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	13.6%	38.1%	35.5%	10.8%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.7%	24.8%	36.9%	24.2%	6.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.3%	20.9%	34.3%	26.9%	10.2%	1.9%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.2%	4.4%	18.1%	31.9%	28.2%	13.2%	3.4%	0.5%
2024/11/6	0.0%	0.2%	3.5%	14.9%	28.7%	29.1%	16.7%	5.7%	1.1%	0.1%
2024/12/18	0.1%	2.5%	11.4%	24.5%	29.0%	20.5%	9.1%	2.5%	0.4%	0.0%

资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

五、美联储观点对比：

	2023-07 FOMC会议重点	2023-06 FOMC会议重点	2023-05 FOMC会议重点
经济和就业状况	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美国经济增长温和，消费支出比去年放缓；房地产部门活动有所回升，但仍明显弱于去年同期水平，由于更高的房贷利率而保持弱势；高利率和低产出在降低商业固定资产投资。 2. 劳动市场十分紧张，新增就业较强；尽管如此，一些迹象显示劳动市场的供需平衡正在改善。劳动年龄人口参与率回升，名义工资出现缓和迹象，职位空缺率降低。工作岗位与劳动力的缺口有所缩小，劳动需求依然大幅高于供给（没有保留上月“劳动市场的供需将随着时间而更加平衡，减轻对通胀的向上压力”的说法）。 3. 银行业问题：银行系统健康有韧性、资本和流动性充足。紧信用条件将拖累经济活动、通胀和通缩。这些效果的影响程度仍是不确定的。 4. 美联储工作人员调整预测，认为年末经济下行但不会衰退。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美国经济在过去一年显著放缓，一季度经济增长温和，尽管消费支出加快，房地产部门活动由于更高的房贷利率而保持弱势；高利率和低产出在降低商业固定资产投资。 2. 劳动市场十分紧张，新增就业较强；尽管如此，一些迹象显示劳动市场的供需平衡正在改善。劳动年龄人口参与率回升，名义工资出现缓和迹象，职位空缺率降低。委员会认为劳动市场的供需将随着时间而更加平衡，减轻对通胀的向上压力。 3. 银行业问题：银行系统健康有韧性、资本和流动性充足。紧信用条件将拖累经济活动、通胀和通缩。这些效果的影响程度仍是不确定的。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美国经济在过去一年显著放缓，一季度经济增长温和，尽管消费支出在本季度加快；房地产部门活动由于更高的房贷利率而保持弱势；高利率和低产出在降低商业固定资产投资。美联储员工目前预测认为温和衰退是本轮紧缩最可能导致的状况。 2. 劳动市场十分紧张，新增就业较强；尽管如此，一些迹象显示劳动市场的供需平衡正在改善。劳动年龄人口参与率回升，名义工资出现缓和迹象；职位空缺率依然很高，劳动需求超出供给。 3. 银行业问题：银行系统健康有韧性、资本和流动性充足。美联储将继续紧密监控银行情况并从本次事件中吸取经验防止再犯。信用条件已经因为政策紧缩而收紧，但银行系统3月份后面临的压力将导致家庭和企业面对更紧的信用条件。紧信用条件将拖累经济活动、通胀和通缩。这些效果的影响程度仍是不确定的。 4. 美联储工作人员预测年末可能出现衰退。
通胀	<ol style="list-style-type: none"> 1. 通胀远高于2%，从去年年中起有所缓和，但回到2%的目标还有很长的路 2. 长期通胀预期控制较好 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 通胀远高于2%，从去年年中起有所缓和，但回到2%的目标还有很长的路 2. 核心通胀将高于整体通胀 3. 长期通胀预期控制较好 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 在关于银行问题表述后，强调货币政策的重点仍是就业最大化和价格稳定 2. 通胀远高于2%，从去年年中起有所缓和，但回到2%的目标还有很长的路 3. 长期通胀预期控制较好
货币政策	<ol style="list-style-type: none"> 1. 联邦基金利率增加25BP至5.25%-5.50%（全体票委同意） 2. 美联储未来加息将继续取决于数据 3. 量化紧缩按照之前公布的计划进行 4. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化（2%通胀目标不变） 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 联邦基金利率维持25BP至5.00%-5.25%（全体票委同意） 2. 几乎所有的参会者均认为未来再加息以降低通胀至2%是合适的 3. 点阵图2023年末FFR中位数上调至5.6% 4. 量化紧缩按照之前公布的计划进行 5. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化（2%通胀目标不变） 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 联邦基金利率增加25BP至5.00%-5.25%（全体票委同意） 2. 在银行问题对信用条件的影响下，删除“进一步的政策紧缩可能依然适宜”的表述 3. 量化紧缩按照之前公布的计划进行 4. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化（2%通胀目标不变）

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。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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，并不构成对客户的具体投资建议，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

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn