华泰期货
HUATAI FUTURES

停火博弈下美元承压，人民币突破三年新高

华泰期货研究院 2026年04月16日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

联系人：
朱思谋 F03142856

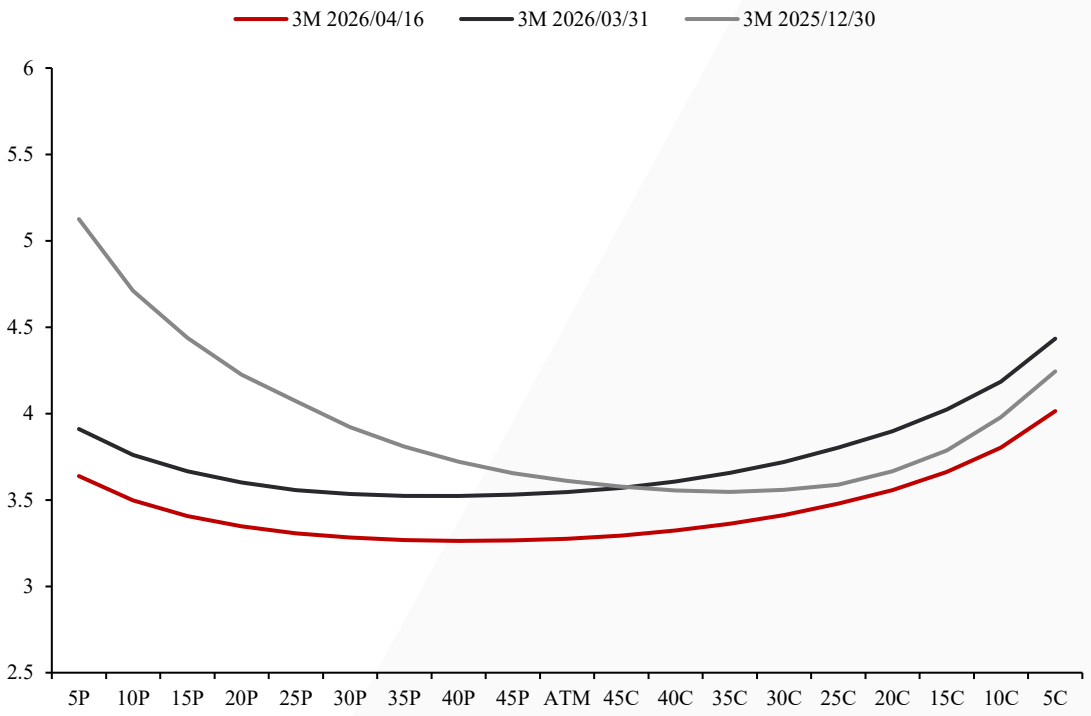
一 量价和政策信号一

【量价观察】美元兑人民币期权隐含波动率下降

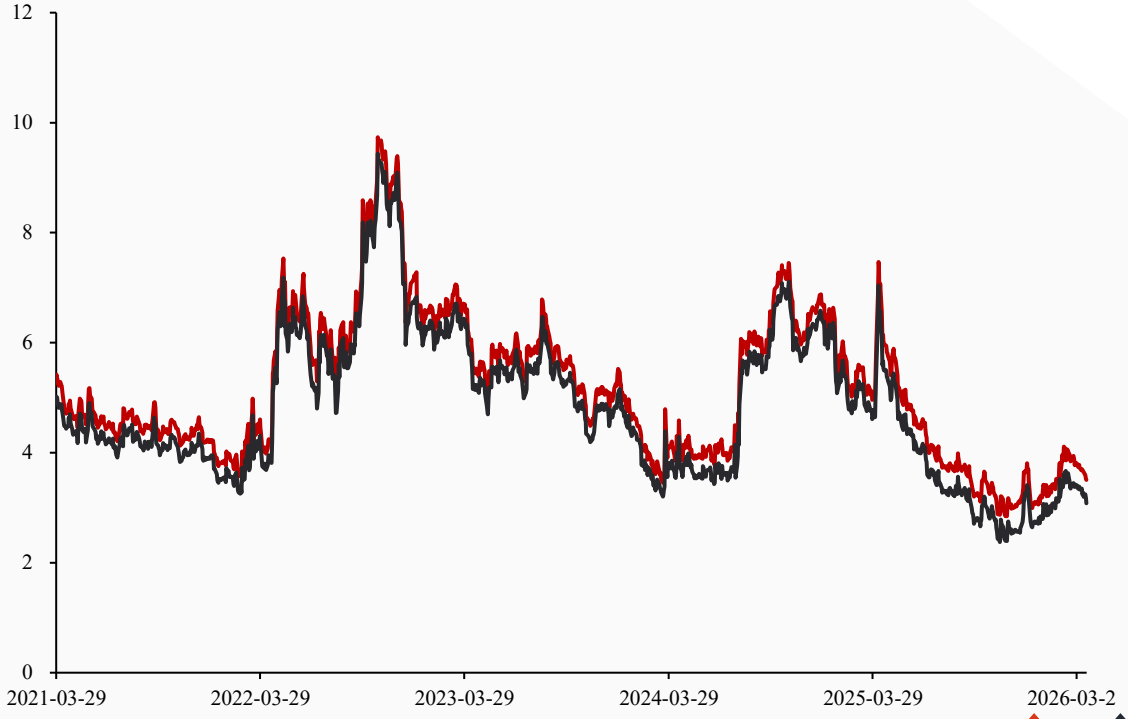
华泰期货 HUATAI FUTURES

◆**3个月**的美元兑人民币期权隐含波动率曲线仍显示出美元的升值趋势，Call端波动率高于Put端

3个月的USDCNH期权隐含波动率期限结构



Delta为5的美元兑人民币3个月期权隐含波动率

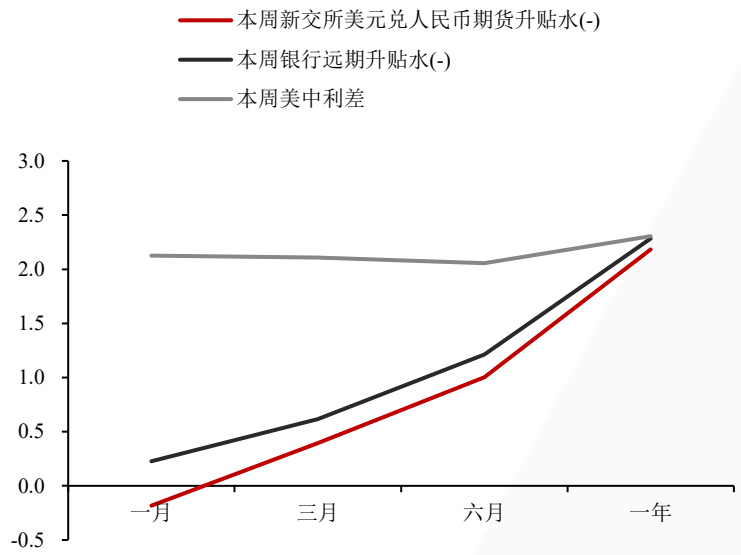


数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

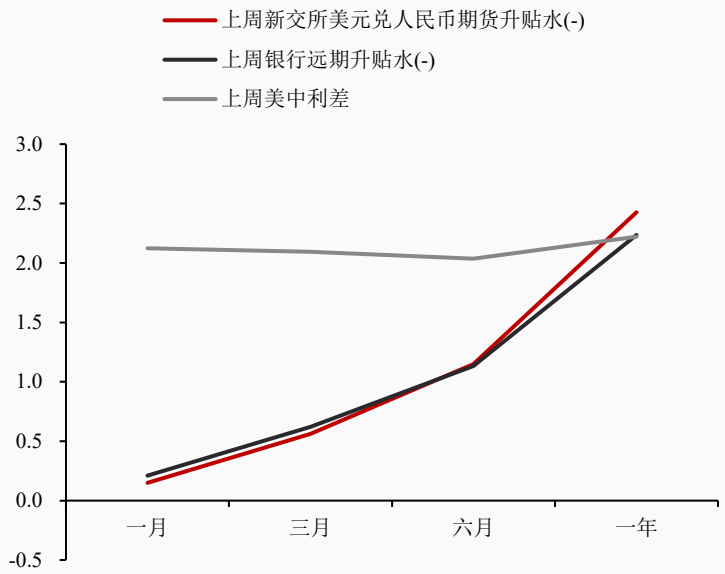
【量价观察】期限结构

华泰期货 HUATAI FUTURES

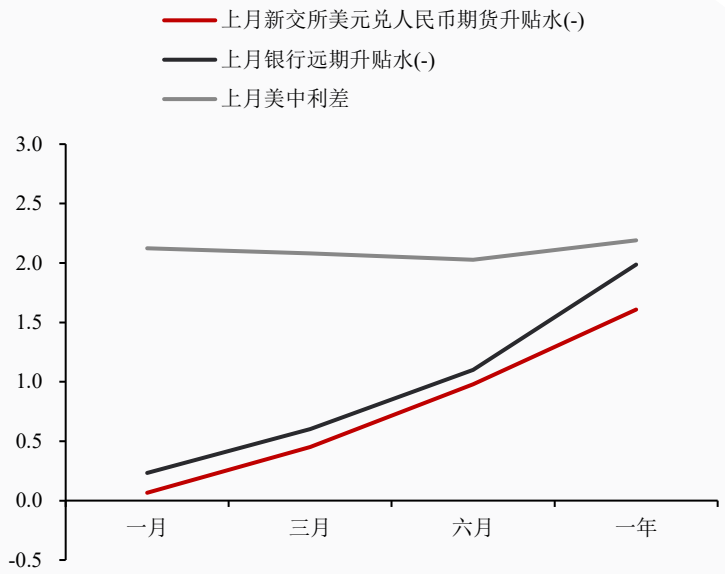
20260415（%）



20260408（%）



20260318（%）



数据来源： Wind 华泰期货研究院

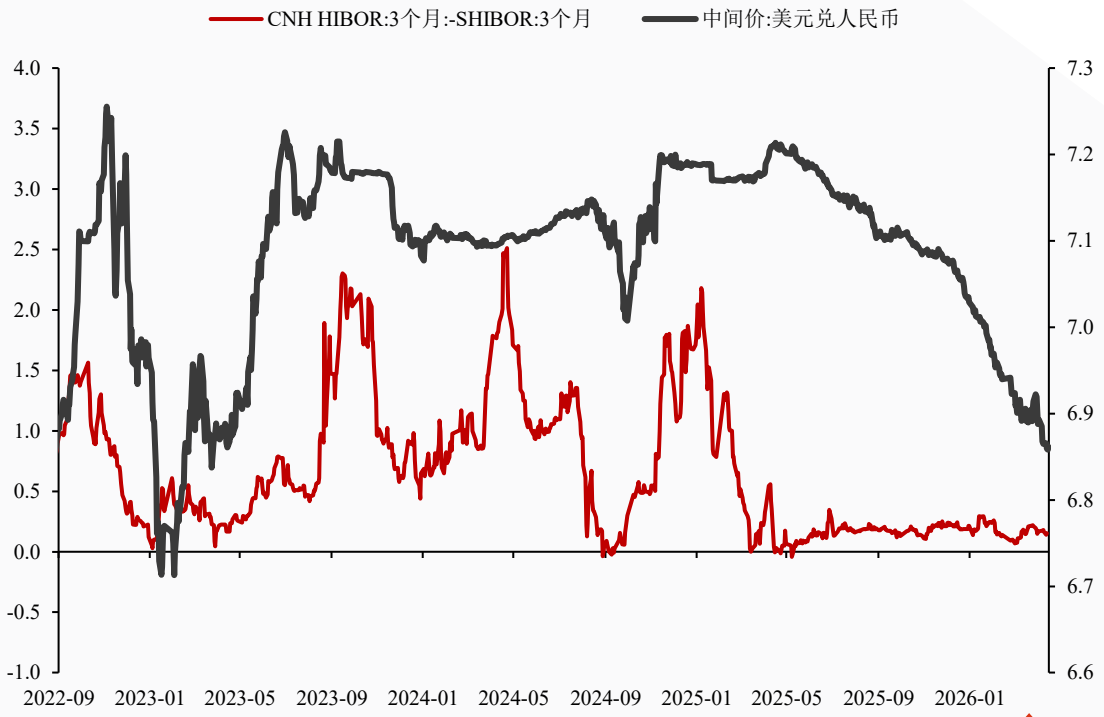
【政策观察】逆周期因子观察

华泰期货 HUATAI FUTURES

◆ 逆周期因子下降至-4%

人民币中间价及逆周期因子

离岸在岸人民币利差及中间价



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

— 基本面及观点—

【事件】油价是否仍有最后一舞

华泰期货 HUATAI FUTURES

后续推演：

- 事件影响：原油、EC、天然气>油化工（纯苯、EB、PVC、PTA、乙二醇、甲醇）>油脂油料>棉花、白糖、橡胶；
- **关键时间节点**：北京时间4/22 8:00，新的停火谈判截止时间。
- 12日的首轮谈判并未达成；北京4月13日晚上10点，美军“切断”伊朗海外进出口贸易；特朗普14日表示，未来两天内在巴基斯坦举行第二次谈判；。

美国 15条 VS 伊朗 10条

美国

战争/海峡

确保海峡开放；停止支持地区武装；限制弹道导弹规模和射程

经济

全面解除对伊朗的国际制裁；美国承诺取消“快速恢复制裁”（snapback）机制

其他

伊朗解除现有核能力、承诺不发展核武器、禁止在本土进行铀浓缩、移交约60%高丰度浓缩铀库存、拆除纳坦兹、伊斯法罕及福尔多等核设施。支持伊朗民用核项目。

伊朗

战争/海峡

保证不再侵犯；制定海峡通行协议且伊朗主导；美国撤军；停止中东所有战线战争

经济

解除一级和次级制裁；支付赔偿金

其他

接受伊朗铀浓缩活动，撤销联合国安理会和国际原子能机构相关决议

备注： 绿色为双方一致诉求；红色为双方深刻矛盾述求

数据来源：根据公开资讯整理

能源危机复盘

华泰期货 HUATAI FUTURES

- 复盘3次能源危机+俄乌：1973年10月第四次中东战争、1980年9月两伊战争、1990年伊拉克战争、2022年俄乌战争（结果导向——**油价大幅上涨&持久**）。
- 股票：泰国、菲律宾、越南最差（本轮泰国、菲律宾有补跌空间，日本、中国、新加坡跌幅大于历史，美股强于历史）；
- 股票-外汇：泰国、新加坡、菲律宾、越南（本轮泰国、菲律宾有补跌空间，中国跌幅大于历史）**-结论：泰国、越南、新加坡股指仍有10-20%的股指下跌空间，美股有8%。国债：巴基斯坦最差，越南、新加坡、韩国次之，中债、美债受影响不大/已经充分计价。**

股票涨跌幅	越南	新加坡	韩国	日本	泰国	菲律宾	巴基斯坦	中国	印度	马来西亚	美国
发生后15天	-1.89%	-7.53%	-4.44%	-3.70%	-9.38%	-6.25%	-0.40%	-3.50%	3.25%	-6.37%	-2.21%
发生后60天	-12.30%	-13.03%	-6.05%	-7.97%	-20.65%	-22.81%	5.12%	-14.62%	20.61%	-11.75%	-5.79%
发生后120天	-20.70%	-16.40%	-4.69%	-5.61%	-28.73%	-23.91%	-6.34%	-2.34%	6.24%	-13.86%	-6.75%
本轮涨跌幅	-5.73%	-10.44%	-0.95%	-13.88%	-9.73%	-4.86%	-9.27%	-10.51%	-6.79%	-9.80%	-1.23%

十年期国债收益率变化	越南	新加坡	韩国	日本	泰国	菲律宾	巴基斯坦	中国	印度	马来西亚	美国
发生后15天	0.05	0.02	0.07	0.21	0.05	0.00	0.00	-0.01	0.10	0.01	0.05
发生后60天	0.82	0.62	0.56	0.60	0.56	0.00	1.63	0.01	0.28	0.60	0.31
发生后120天	1.07	1.06	1.01	0.03	0.66	0.00	1.63	0.04	0.68	0.53	0.35
本轮	0.10	0.29	0.30	0.27	0.45	0.92	0.00	0.00	0.45	0.12	0.40

汇率涨跌幅	越南	新加坡	韩国	日本	泰国	菲律宾	巴基斯坦	中国	印度	马来西亚	美元指数
发生后15天	-0.13%	0.00%	-1.51%	-1.66%	-1.13%	-1.83%	-0.60%	-0.08%	-1.13%	-0.15%	1.38%
发生后60天	-0.59%	0.42%	-1.91%	-3.98%	-1.82%	-2.07%	-2.71%	-1.82%	-3.91%	-2.99%	3.20%
发生后120天	-1.85%	1.45%	-3.96%	-7.80%	-3.53%	-7.09%	-10.65%	-8.14%	-6.27%	-3.52%	5.00%
本轮	-1.08%	-1.70%	-4.90%	-2.32%	-4.87%	-4.40%	0.09%	-0.28%	-2.34%	-3.53%	2.61%

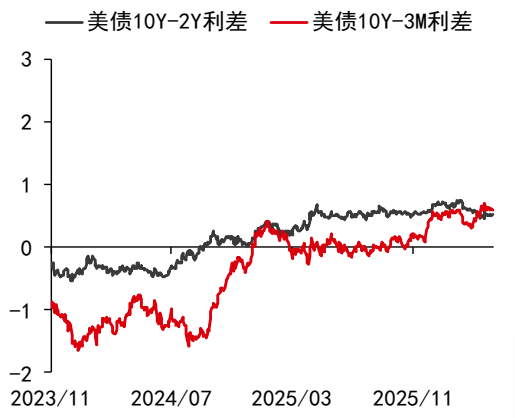
股指跌幅-外汇跌幅	越南	新加坡	韩国	日本	泰国	菲律宾	巴基斯坦	中国	印度	马来西亚	美元指数
发生后15天	-1.77%	-7.53%	-2.93%	-2.04%	-8.25%	-4.42%	0.20%	-3.42%	4.38%	-6.22%	-3.59%
本轮	-4.65%	-8.74%	3.95%	-11.56%	-4.86%	-0.46%	-9.35%	-10.23%	-4.45%	-6.27%	-3.84%
发生后60天	-11.71%	-13.45%	-4.13%	-3.99%	-18.83%	-20.74%	7.83%	-12.80%	24.52%	-8.76%	-8.99%
发生后120天	-18.85%	-17.86%	-0.73%	2.19%	-25.19%	-16.83%	4.31%	5.80%	12.51%	-10.35%	-11.75%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

【宏观】加息再上升

- **美联储暂不加息：**鲍威尔明确表示，政策目前处于有利地位，可等待观察当前形势如何发展，倾向于忽略供应冲击，但必须关注通胀预期。**美联储年内降息计价降至0，欧洲加息计价上升至78bp，最早6月开始加息。TGA账户下降释放流动性。**
- **非美央行加息步伐难应对供应端问题：**1、加息不会太强；2、加息无法压制油价。

	2026年				2025年												2024年									
	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	最新值	12M变化	衍生品26年12月变动计价
美国					-0.25		-0.25	-0.25									-0.25	-0.25		-0.50				3.75	-0.75	-0.64bp
欧元区											-0.25		-0.25	-0.25	-0.25		-0.25		-0.25	-0.60			-0.25	2.15	-0.25	+62.8bp
日本					0.25											0.25					0.15			0.75	0.25	+51bp
英国					-0.25				-0.25			-0.25			-0.25			-0.25			-0.25			3.75	-0.75	+41.1bp
加拿大							-0.25	-0.25						-0.25		-0.25	-0.50		-0.50	-0.25		-0.25	-0.25	2.5	-0.5	+36.8bp
澳大利亚		0.2	0.2						-0.25			-0.25			-0.25									4.1	0	+55.3bp
新西兰						-0.25	-0.50		-0.25			-0.25	-0.25		-0.50			-0.50	-0.50		-0.25			2.25	-1.25	
瑞典							-0.25				-0.25				-0.25	-0.25		-0.50	-0.25		-0.25			1.75	-0.5	
瑞士											-0.25			-0.25			-0.50			-0.25			-0.25	0	-0.25	
挪威								-0.25			-0.25													4	-0.5	
中国												-0.10							-0.25			-0.10		3	-0.1	
中国香港					-0.25		-0.25	-0.25									-0.25	-0.25		-0.50				4	-0.75	
韩国												-0.25			-0.25			-0.25	-0.25					2.5	-0.25	
印度					-0.25						-0.50		-0.25		-0.25									5.25	-0.75	
印尼								-0.25	-0.25	-0.25		-0.25				-0.25				-0.25				4.75	-1	
泰国					-0.25				-0.25				-0.25		-0.25				-0.25					1.25	-0.5	
马来西亚										-0.25														2.75	-0.25	
菲律宾			-0.25		-0.25		-0.25		-0.25		-0.25		-0.25				-0.25							4.75	-1.25	
巴西		-0.25									0.2	0.5		1.00		1.00	1.00	0.50		0.25				14.75	0.5	
俄罗斯		-0.50	-0.50		-0.50		-0.50	-1.00		-2.00	-1.00								2.00	1.00		2.00		15	-6	
墨西哥		-0.25			-0.25	-0.25		-0.25	-0.25		-0.50	-0.50		-0.50	-0.50		-0.25	-0.25		-0.25	-0.25			6.75	-2.25	
土耳其				-1.00	-1.50		-1.00	-2.50		-3.00			3.50	-2.50		-2.50	-2.50							37	-9	
南非						-0.25			-0.25			-0.25				-0.25		-0.25		-0.25				6.75	-0.75	
智利					-0.25					-0.25							-0.25		-0.25	-0.25			-0.25	4.5	-0.5	
阿根廷																-3	-3	-5						29	0	



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

【核心图表】美国经济：降息步伐放缓

华泰期货 HUATAI FUTURES

- **就业：权威下降。**非农数据权威性下降；**通胀：**油价上升，限制后续降息预期；
- **经济：预期下修。**成屋销售仍未明显回升，就业市场缓慢转差；

增量的贡献（2024年对实际GDP同比贡献率）		指标名称	单位	2026/03	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04
		GDP:不变价:同比	%					2.23			2.33			2.08	
投资	26.1%	Markit制造业PMI	%	52.30	51.60	52.40	51.80	52.20	52.50	52.00	53.00	49.80	52.90	52.00	50.20
		全部制造业:新增订单:当月同比	%		3.73	4.25	4.26	5.40	2.21	3.59	3.74	1.64	5.59	9.70	0.71
		成屋销售	万套	398	413	402	427	409	411	408	403	403	398	404	402
就业		新增非农就业人数	万人	17.80	-9.20	13.00	5.00	6.40	-10.50	11.90	2.20	7.30	14.70	13.90	17.70
		失业率（色阶相反）	%	4.30	4.40	4.30	4.40	4.50	#N/A	4.40	4.30	4.20	4.10	4.20	4.20
		非农职位空缺数	万人	#N/A	688.2	724	655	692.8	744.9	765.8	722.7	720.8	735.7	771.2	739.5
通胀		CPI:当月同比	%	3.30	2.40	2.40	2.70	2.70	#N/A	3.00	2.90	2.70	2.70	2.40	2.30
		核心CPI:当月同比	%	2.60	2.50	2.50	2.60	2.60	#N/A	3.00	3.10	3.10	2.90	2.80	2.80
消费	66.8%	零售和食品服务销售额:同比	%	#N/A	3.60	3.02	3.81	1.85	3.48	5.60	3.49	4.52	4.15	3.15	5.19
		Markit服务业PMI	%	49.80	51.70	52.70	52.50	54.10	54.80	54.20	54.50	55.70	52.90	53.70	50.80
		个人可支配收入:同比	%	#N/A	3.89	4.51	4.15	3.89	3.88	4.35	4.78	4.57	4.24	4.36	5.35
		个人消费支出:同比	%	#N/A	5.34	5.13	4.59	5.27	5.32	5.26	5.43	5.17	5.16	5.05	5.50
财政	20.3%	财政收入:同比	%	4.68	5.63	9.11	6.60	11.35	23.75	3.16	12.32	2.46	12.91	14.70	9.53
		财政支出:同比	%	3.94	2.85	1.98	16.26	-23.82	17.89	-22.60	0.36	9.67	-7.03	2.40	4.43
净出口	-13.9%	出口金额:同比	%	#N/A	12.16	10.41	5.96	5.97	12.06	7.50	1.85	3.50	4.21	5.82	9.53
		进口金额:同比	%	#N/A	-7.07	-11.23	-2.16	-2.88	-3.60	-3.61	-1.89	2.57	-1.03	3.56	3.67

美国经济热力图

数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

【宏观】中国经济：结构分化

华泰期货 HUATAI FUTURES

- **开局良好：** 春节错位下，需要结合1-2月数据看整体经济情况，1、政策超前发力情况下，基建持续增长；2、高基数下，商品零售回落，但餐饮收入回升；3、地产分项仍承压，核心仍在等待“价”的企稳；4、贷款数据下，居民部门差，企业部门改善；5、出口持续提供支撑。
- 一季度GDP同比+5.0%，3月工业增加值同比+5.7%，3月社零同比+1.7%。

增量的贡献（2023年对实际GDP同比贡献率）		指标名称	单位	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04
		GDP:不变价:当季同比	%		5			4.5			4.8			5.2	
净出口	-11.40%	出口金额:累计同比	%	14.7	21.8	10.0	5.4	5.3	5.3	6.1	5.8	6.0	5.9	5.9	6.2
		进口金额:累计同比	%	22.7	19.8	25.6	0.0	-0.5	-0.8	-1.0	-2.1	-2.6	-3.8	-4.8	-5.1
投资	28.90%	固投:累计同比	%	1.7	1.8		-3.8	-2.6	-1.7	-0.5	0.5	1.6	2.8	3.7	4.0
		地产投资:累计同比	%	-11.2	-11.1		-17.2	-15.9	-14.7	-13.9	-12.9	-12.0	-11.2	-10.7	-10.3
		制造业投资:累计同比	%	4.1	3.1		0.6	1.9	2.7	4.0	5.1	6.2	7.5	8.5	8.8
		基建投资:累计同比	%	9.2	11.4		-1.5	0.1	1.5	3.3	5.4	7.3	8.9	10.4	10.9
		制造业PMI	%	50.4	49	49.3	50.1	49.2	49	49.8	49.4	49.3	49.7	49.5	49
消费	82.50%	社会零售:累计同比	%	2.4	2.8		3.7	4	4.3	4.5	4.6	4.8	5	5	4.7
		服务业PMI	%	50.2	49.7	49.5	49.7	49.5	50.2	50.1	50.5	50	50.1	50.2	50.1
		城镇调查失业率（色阶相反）	%	5.4	5.3	5.2	5.1	5.1	5.1	5.2	5.3	5.2	5.0	5.0	5.1
通胀		CPI:当月同比	%	1	1.3	0.2	0.8	0.7	0.2	-0.3	-0.4	0	0.1	-0.1	-0.1
金融		社会融资规模存量:同比	%	7.9	8.2	8.2	8.3	8.5	8.5	8.7	8.8	9	8.9	8.7	8.7
		金融机构:各项贷款余额:同比	%	5.7	6	6.1	6.4	6.4	6.5	6.6	6.8	6.9	7.1	7.1	7.2

中国经济热力图

数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

【宏观】：出口受季节性影响回落，观察持续性

华泰期货 HUATAI FUTURES

- **春节效应导致3月出口回落，同时输入型通胀导致进口抬升：**美元计价1-3月累计出口同比14.7%（去年同期5.6%），进口22.7%（-6.8%）
- **日本、韩国、东盟出口份额上升，美国、欧盟出口份额下降**；分项中；原材料出口主动限制，产成品出口下降，但集成电路、汽车、高新技术出口韧性。

		当月出口量（百万美元）	当月出口同比（%）	累计出口同比（%）	对应出口份额	累计出口同比的环比变动（%）	出口份额环比变动
发达国家和地区	美国	29448	-26.49	-16.3	9.89%	-5.3	-0.35%
	欧盟	46772	8.63	21.1	15.12%	-6.7	-0.27%
	日本	14372	3.32	6.9	4.15%	-2	0.16%
	加拿大	3670	-7.31	10.2	1.23%	-9.7	-0.04%
	韩国	15427	19.57	24.5	4.24%	-2.5	0.28%
新兴市场国家出口	东盟	63031	6.86	20.5	17.97%	-8.9	0.81%
	印度	12180	12.73	17.5	3.82%	-2.5	-0.01%
	巴西	6098	11.36	19.7	1.93%	-4.5	-0.02%
	俄罗斯	9372	20.63	22.1	2.83%	-0.6	0.04%
	南非	1998	13.84	30.9	0.64%	-9.9	-0.01%

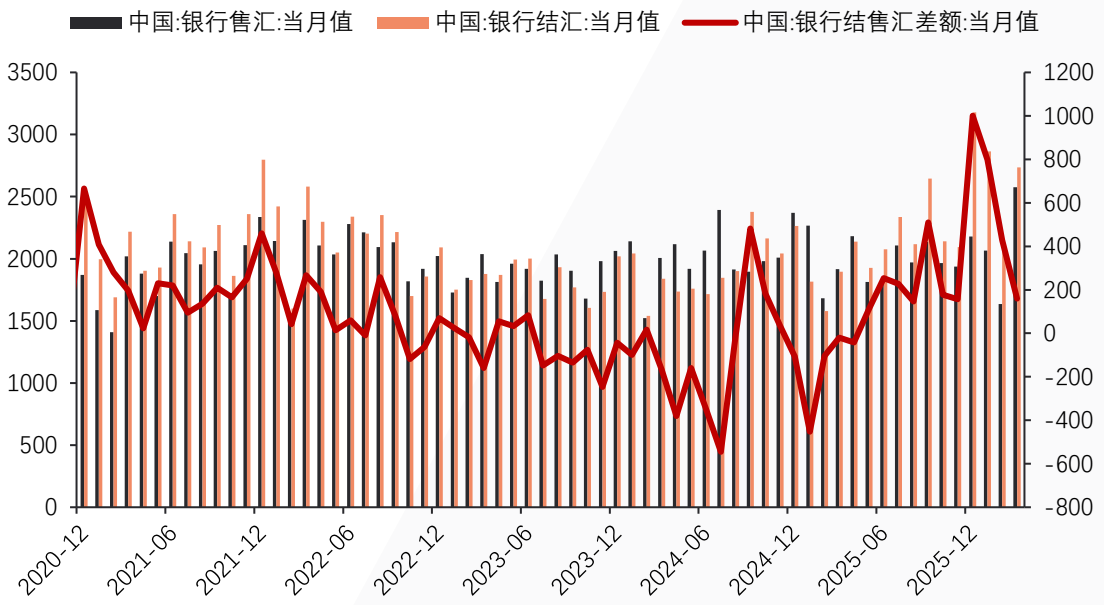
出口商品数量累计同比		2026-03	2026-02	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09
农产品	农产品（*）	5.3	12.1	1.2	1.2	1.1	1.4
	水产品	2.2	12.4	7.7	8.4	9.1	10.4
	粮食	38	34.2	45.5	35.7	33.6	37.2
	肥料	14.1	8.3	44	46.4	48.3	45.4
劳动密集型	塑料制品（*）	7.5	25.7	-1.3	-1.2	-1	0
	箱包及类似容器	2.7	20.4	1.6	1.9	1.9	3.3
	纺织纱线、织物及其制品（*）	2.8	20.5	0.5	0.9	0.9	2.1
	服装及衣着附件（*）	-0.4	14.8	-5	-4.4	-3.8	-2.5
	鞋靴	-2.5	12	-2	-1.3	-1.7	-1.2
	玩具（*）	-14.8	1.5	-12.7	-12.1	-10.8	-8.3
制造业+机电	船舶	-4.2	9.2	16.2	17.8	20.5	23.5
	通用机械设备（*）	7.1	19.2	6.1	6.4	6.5	8.3
	机电产品（*）	21.4	27.1	8.4	8	7.8	8.6
汽车	汽车(包括底盘)	50.3	57.9	30	25.7	23.3	21
电子	手机	-1.5	3	-7.7	-8.1	-8.2	-7.3
	音视频设备及其零件（*）	13.2	22.8	5.5	5.6	5.6	5.8
	集成电路	13.4	13.7	17.4	18	19.2	20.3
	液晶平板显示模组	15.1	30.2				
地产后周期	陶瓷产品	26.9	32.7	0.3	0	-0.1	0.8
	家用电器	9.5	16.4	-0.6	-0.4	-0.3	0.8
	家具及其零件（*）	3	24.7	-6.1	-5.9	-5.6	-4.8
贱金属	钢材	-9.9	-8.1	7.5	6.7	6.6	9.2
	未锻轧铝及铝材	6.5	12.8	-8	-9.2	-8.6	-8.1
其他	中药材及中式成药	#N/A	#N/A	1.4	2.3	1.8	1.3
	稀土	2.8	23	12.9	11.7	10.5	12.6
	成品油	2.6	12.7	-0.2	-3.2	-3.3	-4.9
	高新技术产品（*）	28.6	26.9	7.5	6.6	6.5	7.1
	医疗仪器及器械（*）	11.5	20.8	6	6.5	6.1	7

数据来源：华泰期货研究院

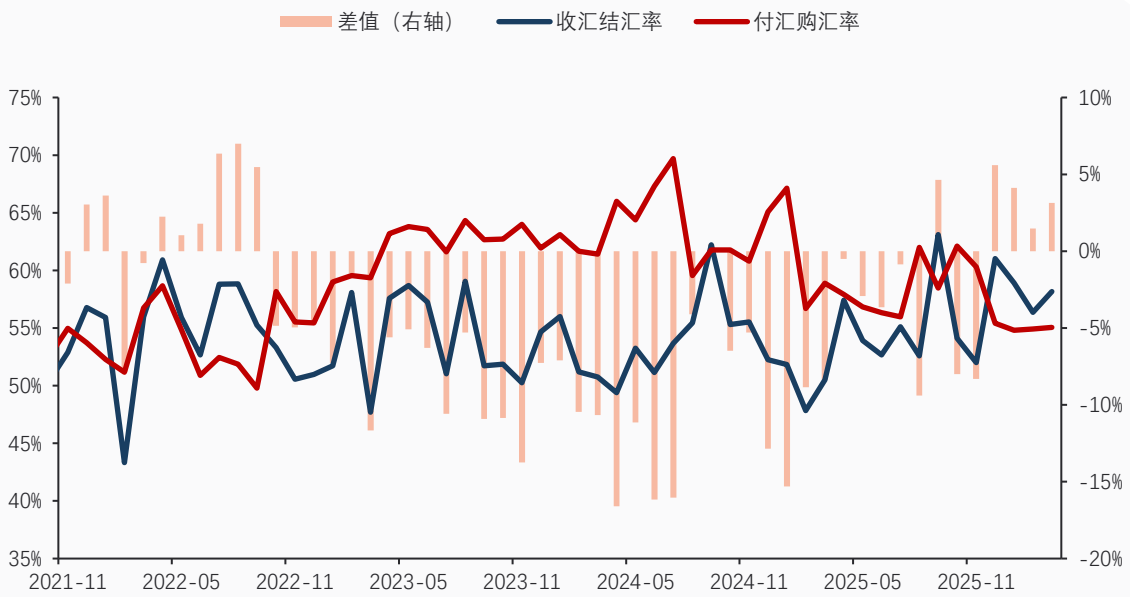
【结售汇】3月结售汇顺差收窄

- 3月银行结汇2736亿美元，售汇2576亿美元，结售汇顺差160亿美元，环比下降63%。
- 3月银行结售汇继续保持顺差，但规模较上月明显收窄，显示境内外汇供求较前期更加均衡。
- 结汇率和购汇率环比均稳中有升。

银行结售汇丨单位：亿美元



收付汇率|单位：%



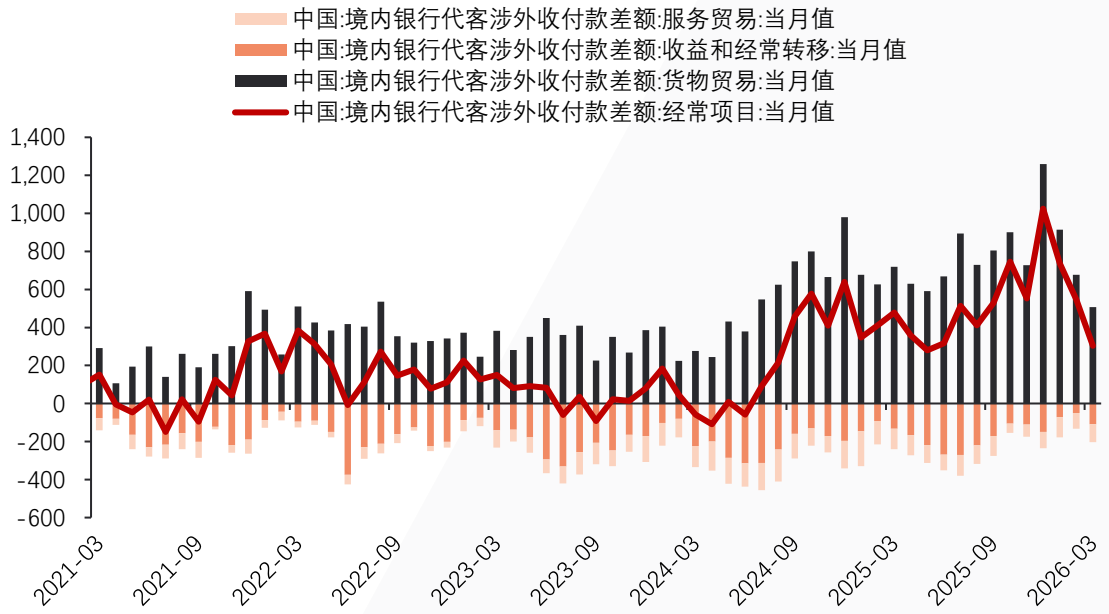
数据来源： Bloomberg Wind 华泰期货研究院

【结售汇】3月涉外收付款转为逆差，外部扰动下跨境流动短线承压

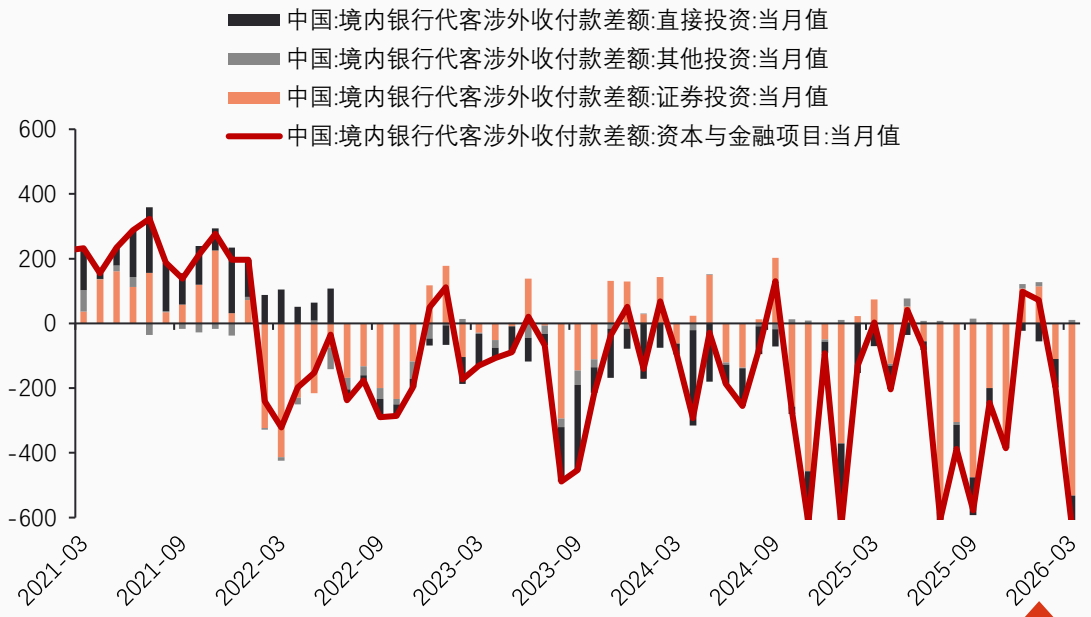
华泰期货 HUATAI FUTURES

- 3月银行代客涉外收入8239亿美元，对外付款8559亿美元，代客涉外收付款逆差320亿美元。
- 3月涉外收付款转为逆差，说明在地缘冲突和全球市场波动加大的背景下，跨境资金确实出现了阶段性外流压力。
- 但压力主要还是来自市场扰动，而不是基本盘失速，因为货物贸易仍在持续提供净流入，直接投资也没有明显失稳。

银行代客涉外收付款差额分项：经常项目丨单位：亿美元



银行代客涉外收付款差额分项：资本与金融项目丨单位：亿美元



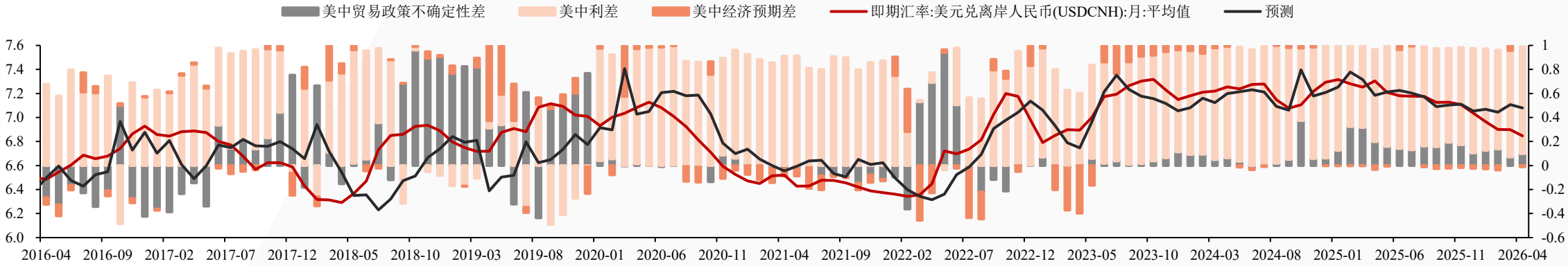
数据来源： Bloomberg Wind 华泰期货研究院

【总体观点】仍以区间思路对待，警惕破位风险

华泰期货 HUATAI FUTURES

- **基本面：1)经济预期差(chā)利好人民币：**美国方面，3月PPI显著低于预期，叠加此前CPI结构性降温与密歇根消费信心大幅回落，市场对美国增长—通胀组合的定价已从"再通胀"切向"需求走弱"，美元基本面支撑松动；中国方面，一季度GDP超预期、工业与出口双强，显示经济在油价冲击下仍具韧性，人民币基本面端进一步强化，但也要看到社零同比仅2.4%、房地产开发企业到位资金同比下降17.3%，内需结构性偏弱的矛盾未解；**2)中美利差(chā)中性：**美联储降息基准情景仍在，若停火稳固、油价进一步回落，降息预期可能前移；但若冲突反复，通胀二轮效应可能迫使美联储更长时间维持高利率；**3)贸易政策不确定性中性：**中美元首北京会晤（5月14 - 15日）临近。当前市场主线仍是地缘与能源，关税议题退居二线。
- **核心观点：**短期在美元走弱与停火预期升温的组合下人民币偏强运行，若美元指数有效跌破98并延续下行，汇价有望下探6.80心理关口；但考虑到停火能否真正延续仍存不确定性，以及人民币中间价调升节奏仍偏克制、隐含政策并未寻求汇率单边快速升值，操作上以区间思路对待，避免线性外推。
- **风险提示：**
  - 美伊停火到期变数，中东局势再度升级
  - 美联储降息预期反复，美元超跌反弹
  - 二季度"抢出口"效应退坡
  - 人民币升值过快引发政策信号转向

人民币汇率拟合模型



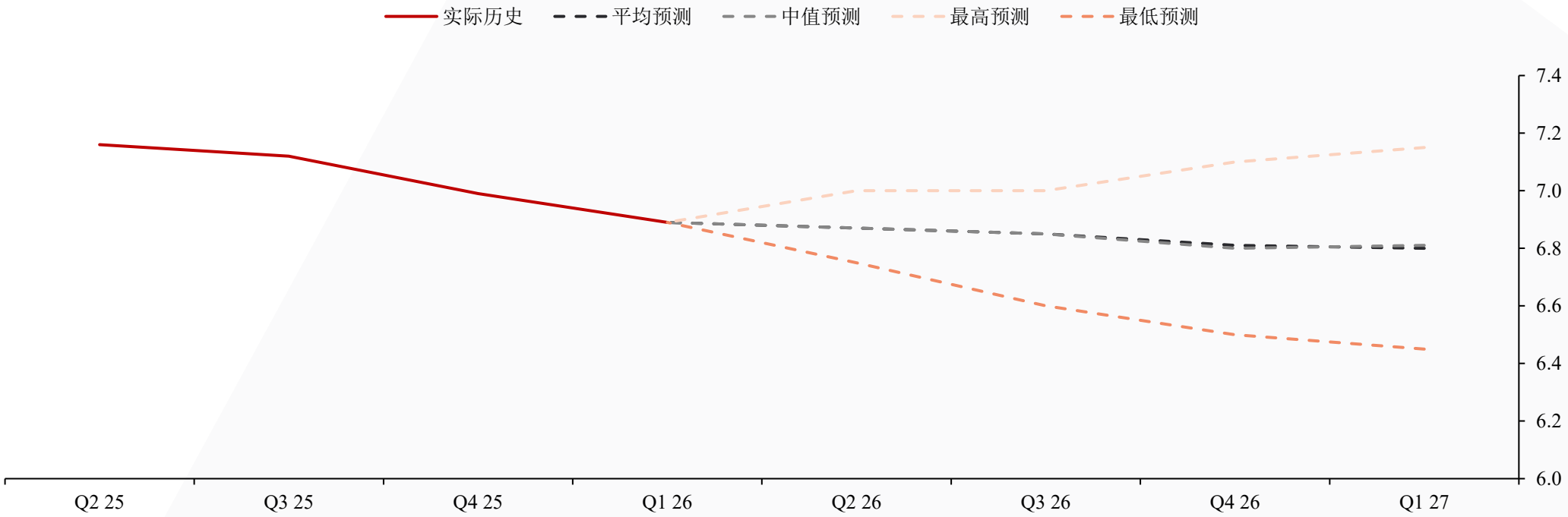
数据来源：Bloomberg Wind Fred 华泰期货研究院

【预期】2026年美元兑人民币汇率市场一致预期

华泰期货 HUATAI FUTURES

- **2026 展望：**市场一致预期人民币将维持偏强震荡。
  - **均值路径：**汇率预期在 6.8 区间见底。
  - **预期分歧：**机构博弈区间较宽（6.5 – 7.1），中值预测在6.8。
- **2027Q1 趋势：**各方预测向 6.81 附近收敛，汇率长期预期下调。

集合预测值



数据来源： Bloomberg Wind 华泰期货研究院

免责声明

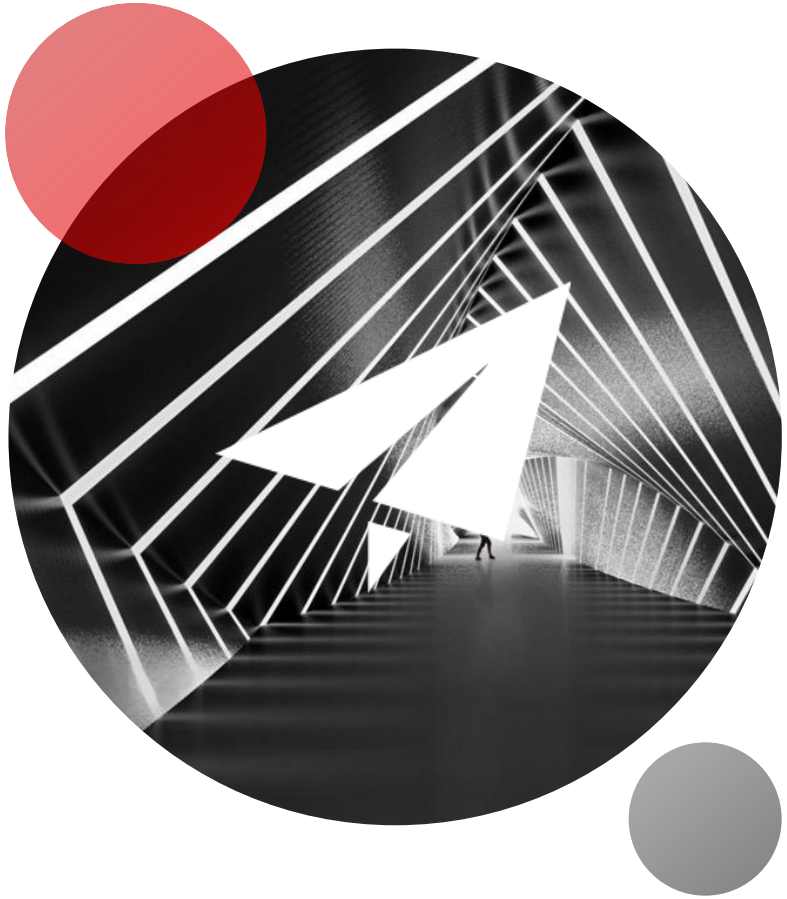
华泰期货
HUATAI FUTURES

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改， 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。



THANKS

华泰期货期赢通APP

华泰期货研究院

公司总部：广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元

全国热线：400-628-0888

网址：www.htfc.com