

专题报告

金融工程

数量化投资系列之十八

时机选择专题研究

2009 年 09 月 21 日

本报告的独到之处

- 定义了观察市场中投资者行为的几个代理变量，通过代理变量观察投资者具体的投资行为；
- 和以往的行为金融研究角度不同，本报告从系统风险、ST 股票的运行、基金分歧等角度来分析投资者行为；
- 通过对系统风险、ST 股票运行、基金分歧等的深入分析，得出投资者行为与市场运行状况的关系，供投资决策参考。

相关研究报告：

《国信证券*金融工程*量化投资技术*从系统风险的历史看当前下跌的未来》

《国信证券*金融工程*量化投资技术*ST 股票运行规律初探》

分析师：戴 军

电话：021-68864585

E-mail: daijun@guosen.com.cn

分析师：林晓明

电话：021-68866946

E-mail: linxming@guosen.com.cn

分析师：葛新元

电话：0755-82130833-1870

E-mail: gexy@guosen.com.cn

分析师：董艺婷

电话：021-68866946

E-mail: dongyt@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

专题报告

投资者行为与市场运行状况

证券投资者是证券市场的重要参与者和证券产品的消费者，对其行为的研究目前已成为金融证券研究领域最活跃的研究课题之一，也是证券市场研究中最贴近社会和投资者的研究内容之一。研究投资者行为，更多的是从行为金融的角度出发，本文从另外一个角度出发，在前期的一些研究工作的基础上，发现系统风险、ST 股票的运行规律等可以作为投资者行为的代理变量。本报告在前期研究的基础上，新增基金分歧和基金仓位情况，对投资者行为以及对应的大盘运行状况作了统一的分析。

从系统风险看投资者行为

在目前的制度安排下，中国股市没有做空机制，在漫漫熊市中，投资者、特别是被动持仓的公募基金能做的事情不多。反应在市场的表现上就是各个行业随着大盘起伏，即行业层面的总风险更多的表征为系统风险。

系统风险的急剧释放提前于股市的震荡或者见顶，提前量一般为 3 个月左右（60 个交易日）。市场层面的表现为：在上涨后期，所有的利好消息已经被挖掘完毕，再也找不到一个做多的理由，投资者已经没有耐心或者底气长时间的持有某一类股票，采取的一般是打一枪换一个地方的策略，导致任何市场热点没有持续性，或者热点变得散乱，或者轮动过快、缺乏主线。09 年上涨后期的行情生动的再现了这一点。

从 ST 股票看投资者行为

对于 ST 指数与全市场指数的背离程度，可结合 ST 指数与全市场指数间的绝对值差，ST 指数/全市场指数，ST 指数的系统性风险，ST 股票的换手率，ST 股票与全市场换手率差等指标；ST 股票是高风险高收益品种，如果 ST 指数涨幅相对于全市场指数涨幅过大；ST 指数的系统性风险值很低；ST 股票的换手率相对于全市场的换手率偏高；这些都说明市场情绪可能过分乐观，需要对市场的系统性风险释放有所警觉。

从基金分歧看投资者行为

基金的分歧发生在大涨之前（05 年的底部和 08 年的底部，03 年的底部因为数据太少，可能存在偏差）、震荡之后（06 年 2 月、06 年 6 月、07 年 1 月、07 年 5 月、07 年 10 月、09 年 8 月）。这说明大部分基金对即将到来的震荡或者顶部缺乏预见，对于底部有一定的预见作用。

从基金仓位看投资者行为

从 03 年以来的数据看，每次阶段性调整中，（高仓位背景下）基金整体的仓位都出现明显的下降，并且这种下降出现在调整开始以后。从这点看，大部分基金对即将到来的调整是无法提前预见的。自 3478 点以来的调整，基金的总体仓位没有明显的下降，一种可能是因为这次调整完全出于大部分基金的预期，另外一种可能是基金对后市的预期还比较乐观。但不管怎么说，从 1664 的本来上涨，幅度一度超过 100%，在基金仍处于高仓位的背景下，任何偏空的消息对大盘的影响都是很大的。

内容目录

概述	3
从系统风险看投资者行为	3
系统风险定义	3
数据与参数	3
分析结果	4
从ST股票看投资者行为	5
ST指数的构建	6
样本说明	6
分析结果	6
从基金分歧看投资者行为	7
基金分歧定义	7
分析结果	8
从基金仓位看投资者行为	8
仓位估算方法	8
分析结果	8
投资者行为与市场运行状况	9

图表目录

图 1: 系统风险与市场走势对比图 (Wind 三级)	4
图 2: ST 指数与全市场指数	7
图 3: ST 指数相对强弱	7
图 4: 系统风险与市场走势对比图 (Wind 三级)	8
图 5: 股票型基金仓位估算	9
表 1: 系统风险与大盘走势对应关系	5

概述

证券投资者是证券市场的重要参与者和证券产品的消费者，对其行为的研究目前已成为金融证券研究领域最活跃的研究课题之一，也是证券市场研究中最贴近社会和投资者的研究内容之一。研究投资者行为，更多的是从行为金融的角度出发，本文从另外一个角度出发，在前期的一些研究工作的基础上，发现系统风险、ST 股票的运行规律、权证的运行规律等可以作为投资者行为的代理变量。本报告中前期研究的基础上，新增基金分歧和基金仓位情况，对投资者行为以及对应的大盘运行状况作了统一的分析。

从系统风险看投资者行为¹

系统风险定义

按照 CAPM 单指数模型：

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + \varepsilon_i \quad i = 1, 2, \dots, N$$

其解释变量 R_i 的方差为：

$$TSS = \sum (R_i - \bar{R}_i)^2 = \sum (\hat{R}_i - \bar{R}_i)^2 + \sum (R_i - \hat{R}_i)^2$$

其中 $\sum (\hat{R}_i - \bar{R}_i)^2$ 为解释平方和 (ESS)， $\sum (R_i - \hat{R}_i)^2 = \varepsilon_i^2$ 为残差平方和 (RSS)。可以证明： $TSS = \sum (\hat{R}_i - \bar{R}_i)^2 = \hat{\beta}_i^2 \cdot \sum (R_m - \bar{R}_m)^2$

因此行业 i 的总风险可以写成：

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_\varepsilon^2$$

其含义是：用方差表示的行业 i 的总风险 σ_i^2 分为系统风险和非系统风险两部分，其中 $\beta_i^2 \sigma_m^2$ 表示行业受整体市场变化的影响，即系统风险。 σ_ε^2 为市场指数因素所无法解释的、由该行业自身因素决定的非系统风险的度量。因此系统风险所占的比例为：

$$\delta_i = \frac{\beta_i^2 \sigma_m^2}{\sigma_i^2} = \frac{\sum (\hat{R}_i - \bar{R}_i)^2}{\sum (R_i - \bar{R}_i)^2} = \frac{ESS}{TSS} = R^2$$

也就是说，我们可以使用回归方程的拟合优度来表征系统风险。计算出各个行业的系统风险占比后，对其求平均，表征整个市场系统风险的占比。

数据与参数

¹ 细节参阅《国信证券*金融工程*量化投资技术*从系统风险的历史看当前下跌的未来》

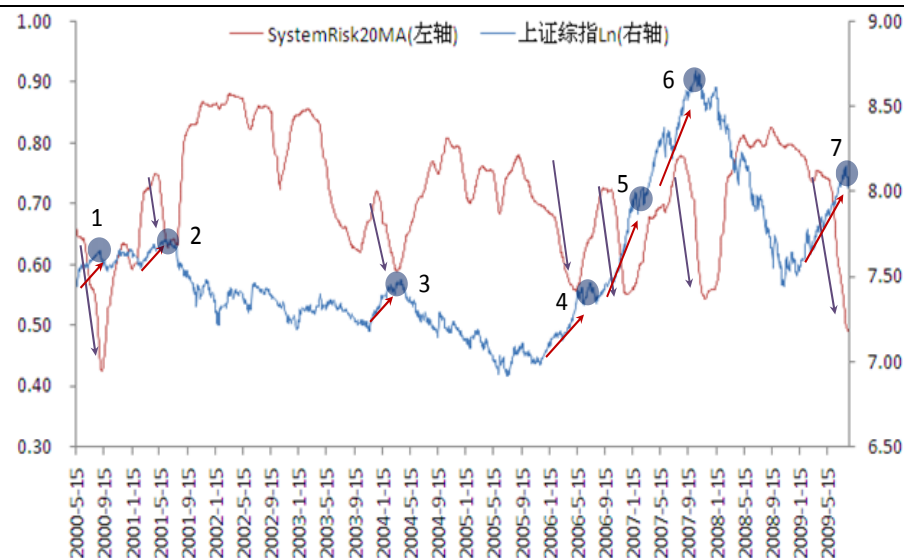
本报告使用 Wind 三级行业（共 48 个，因部分行业早期数据不全，剔除航空货运、个人用品、多元金融、保险、互联网软件、多元电信服务、无线电信服务、燃气等 8 个行业）日收益率作为应变量，wind 全 A 指数日收益率作为自变量，时间范围：2000 年 1 月 4 日~2009 年 8 月 15 日。

使用 60 日收益率进行回归，自变量为市场基准日收益、应变量为各个行业的日收益率，计算各个行业 beta 的拟合优度（系统风险占比），然后对求出的每个行业拟合优度取平均，得到整个市场系统风险占比。为了去除短期的波动，使用 20 日移动平均对数据进行平滑。

分析结果

按照前文介绍的方法和参数，分析结果如图 1 和表 1 所示。

图 1：系统风险与市场走势对比图（Wind 三级）



数据来源：国信证券经济研究所

从图 1 可以看出：

- 1、一般来说，在市场处于熊市的时候，系统风险占比处于高位（20010614~20031113、20040407~20050606、20071016~20081028）；
- 2、上涨过程中系统风险的急剧释放会对应后续的大幅震荡或者顶部，无一例外；
- 3、系统风险的急剧释放对市场大幅下跌后的见底指示作用不明显；
- 4、上涨过程中系统风险的急剧释放都提前于后续震荡或者见顶。

以上第一点是可以理解的，在目前的制度安排下，中国股市没有做空机制，在漫漫熊市中，投资者、特别是被动持仓的公募基金能做的事情不多。反应在市场的表现上就是各个行业随着大盘起伏，即行业层面的总风险更多的表征为系统风险。这和我们早期的分析一致；

对于第二点，哪怕是 2007 年 5·30 的震荡也符合这一规律。这说明哪怕是

一个市场未能预期的突发事件，都会引起整个市场系统风险的急剧释放，从而导致大盘大幅震荡或者下跌，调整周期为 27 个交易日，与其他调整周期类似，和正常市场状况唯一的区别只是系统风险的急剧释放和市场的调整同步发生，瞬间完成；

而第四点则有别于传统认识，即在上涨过程中，大幅震荡或者下跌伴随着系统风险的释放。深入分析表明，系统风险的急剧释放提前于股市的震荡或者见顶，提前量一般为 3 个月左右（60 个交易日）。市场层面的表现为：在上涨后期，没有一个相对持续的热点、热点变得散乱、或者轮动过快、缺乏主线。09 年上涨后期的行情生动的再现了这一点。

更深入的分析见表 1 所示：

表 1：系统风险与大盘走势对应关系

No.	Category	BeginDate	EndDate	MaxValue	MinValue	Period	Description	MV/Period MarkeRn
1	SysRisk	20000620	20000904	0.6375	0.4382	55	部分重合	31.26%
	上证综指	20000822	20000925	2114.52	1874.21	25	震荡	11.36%
2	SysRisk	20010511	20010620	0.7444	0.6279	45	部分重合	15.65%
	上证综指	20010614	20031113	2245.43	1307.4	582	顶部	41.78%
3	SysRisk	20031218	20040318	0.7216	0.5898	57	提前完成	18.26%
	上证综指	20040407	20050606	1783.01	998.23	260	顶部	44.01%
4	SysRisk	20060123	20060508	0.6839	0.5353	63	提前完成	21.73%
	上证综指	20060515	20060615	1757.47	1512.52	23	震荡	13.94%
5	SysRisk	20061012	20061221	0.7238	0.5504	51	提前完成	23.96%
	上证综指	20070124	20070305	3049.77	2541.52	24	震荡	16.67%
6	SysRisk	20070823	20071128	0.7777	0.5425	64	部分重合	30.24%
	上证综指	20071016	20081028	6124.04	1664.93	254	顶部	72.81%
7	SysRisk	20090518	20090729	0.7409	0.4909	52	部分重合	33.74%
	上证综指	20090804	20090901	3478.01	2639.76	21	?	24.01%

数据来源：国信证券经济研究所

从表 1 可以看出：

- 1、每轮行情上涨到一定阶段，都会发生系统风险的急剧释放，系统风险短期的下降幅度在 15% ~ 30%，周期在 45 ~ 64 个交易日。并且系统风险的急剧释放一般提前股市震荡或者见顶 3 个月左右；
- 2、系统风险急剧释放后，后续发生大幅震荡和见顶的概率一样，各占一半。如果是震荡调整，调整周期一个月左右（24 个交易日），调整幅度在 11%~16% 左右；如果是大盘见顶，后续的熊市至少持续一年，下跌幅度至少 40%。

另外，系统风险经过充分释放，降低至某一低位，此时伴随的是非系统风险的上升，即在上涨后期，热点变得散乱、缺乏主线。

从ST股票看投资者行为²

² 细节参阅《国信证券*金融工程*量化投资技术*ST 股票运行规律初探》

ST 指数的构建

以流通市值为权重，计算每天市场上进行交易的所有 ST 股票的加权涨跌幅；通过 ST 股票的加权涨跌幅序列，以 2000 年 1 月 4 日为 1000 点（基点），构建 ST 指数。

样本说明

ST 股票普遍市值较小，117 只 ST 股票中，68 只市值低于 20 亿，33 只市值介于 20 亿到 40 亿，只有 7 只市值高于 60 亿；所有 ST 股票的平均市值仅 27.66 亿。

从行业分布上看，ST 股票主要集中在化工，机械设备，电子元器件，房地产，建筑建材，和公用事业等板块。

从收益的角度看：ST 股票由于普遍经营不善，业绩改善空间大；即便业绩前景不佳，由于 A 股市场“壳资源”稀缺和市值小，也仍旧存在着较大的想象空间。

从风险的角度看：由于 ST 股票存在财务异常，经营风险较大，多数人习惯是认为没有投资价值的，很多机构投资者都将 ST 股票排除在股票池之外。

买卖 ST 股票被认为是典型的投机行为，潜在收益极高，但是风险也极高。

目前在中国金融市场，高风险高收益的衍生品极度匮乏，ST 股票的存在，有效的延伸了金融市场的风险收益覆盖广度，为投资者提供了更广阔的投资空间。

分析结果

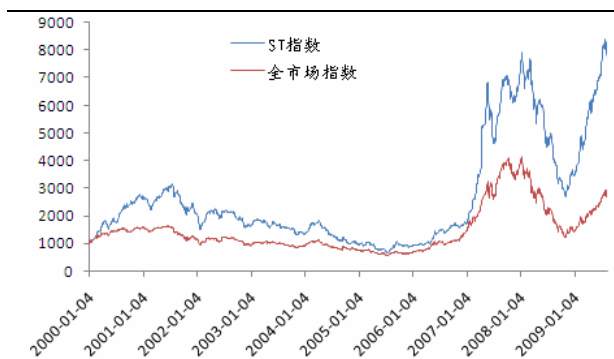
➤ ST 股票长期走势与指数强正相关

以流通市值为权重，计算每天市场上进行交易的所有 ST 股票的加权涨跌幅；通过 ST 股票的加权涨跌幅序列，以 2000 年 1 月 4 日为 1000 点，构建 ST 指数。

对比 ST 指数与 Wind 全 A 指数，可以看到，二者的走势之间有较强的正相关性，相关系数为 0.94。由于 Wind 全 A 为全市场指数，其走势已经完全消除掉非系统性风险，故我们可以认为，从长期看，系统性风险是 ST 板块运动的主要驱动因素。

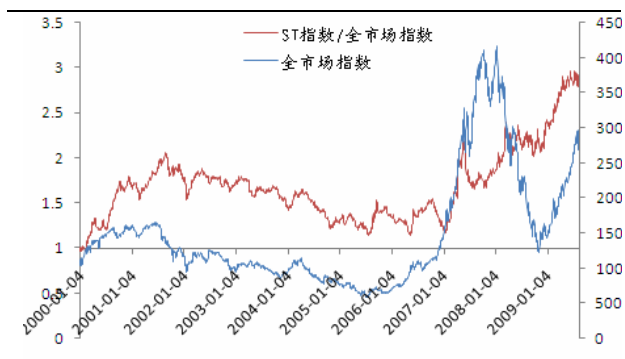
ST 指数相对于全市场指数涨幅过大的时候，市场见顶或者会出现调整行情；ST 指数相对于全市场指数跌幅较大的时候，后市则比较看好。合理的解释为：因为 ST 股票是高风险高收益品种，当 ST 股票表现抢眼的时候，说明投资者的风险偏好正在上移，市场风险可能正在集聚。

图 2: ST 指数与全市场指数



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

图 3: ST 指数相对强弱



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

➤ ST 指数系统性风险值对大盘风险的预警作用

系统性风险是 ST 指数和全市场指数的回归的拟合优度, 即全市场指数对 ST 指数走势的解释度。从系统性风险值看, ST 股票的 systemic risk 值为 0.56, 说明在短期, 全市场指数走势只能解释 ST 指数走势的一半左右。

同时, ST 指数系统性风险值对于大盘风险有良好的预警作用: 当 ST 指数的系统性风险值较低时, 市场见顶或者调整的概率较大; 当 ST 指数的系统性风险值较高时, 市场见底或者上涨的概率较大。

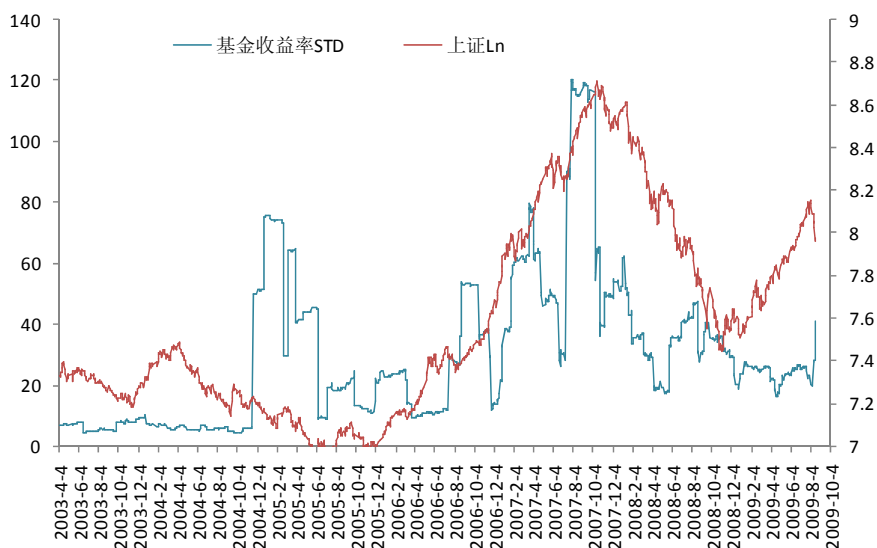
从基金分歧看投资者行为

基金分歧定义

基金的分歧没有指标可以直接观测, 只能通过代理变量进行分析。不管是基金对于后市走势的分歧, 还是对于资产配置方面的分歧, 最终都会通过每日净值的涨跌幅表现出来。因此, 将各个基金涨跌幅作为基金分歧的代理变量是比较合适的。本报告将股票型基金每日净值涨跌幅的标准差作为基金分歧的衡量指标。

分析结果

图 4: 系统风险与市场走势对比图 (Wind 三级)



数据来源: 国信证券经济研究所

从图 4 可以看出, 基金的分歧发生在大涨之前 (05 年的底部和 08 年的底部, 03 年的底部因为数据太少, 可能存在偏差)、震荡之后 (06 年 2 月、06 年 6 月、07 年 1 月、07 年 5 月、07 年 10 月、09 年 8 月)。这说明大部分基金对即将到来的震荡或者顶部缺乏预见, 这和下文“从基金仓位看投资者行为”得出的结论一致。

从基金仓位看投资者行为

仓位估算方法

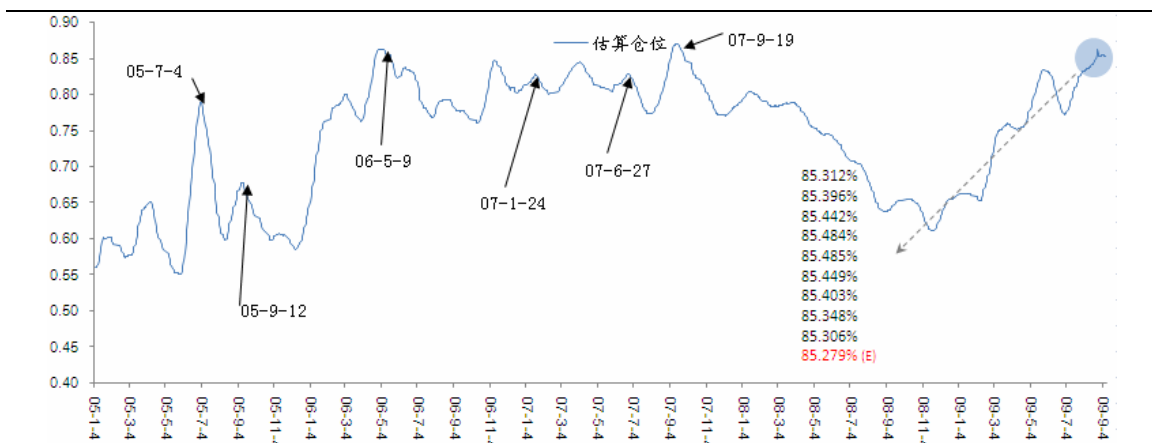
使用中证指数公司提供的股票型基金指数和混合型基金指数, 以沪深 300 指数收益率为自变量, 股票型 (混合型) 基金指数收益率为应变量进行回归, 获得的回归系数计为基金仓位的原始估计值。同时, 按照每季度基金公布的实际仓位对回归得到的估计值进行修正, 获得基金仓位的最终估计值。因每只基金都有各自的基准, 并且每只基金在资产配置方面与沪深 300 指数存在一定的差异, 所以按照此方法得到的全市场基金仓位数据只是一个估计值, 可以辅助判断全市场基金仓位变化的趋势。

分析结果

从 03 年以来的数据看, 每次阶段性调整中, (高仓位背景下) 基金整体的仓位都出现明显的下降, 并且这种下降出现在调整开始以后。从这点看, 大部

分基金对即将到来的调整是无法提前预见的。到目前为止，基金整体仓位未出现明显降幅，截止 9 月 11 日，股票型基金的仓位从前期 86.25% 的高位下降 0.97 个百分点，至 85.28%，但仍处于相对高位。混合型基金的仓位一样未出现明显的降低，截止 9 月 11 日，混合型基金的仓位前期 73.58% 位置降低 1.14 个百分点，至 72.44% 的位置。

图 5：股票型基金仓位估算



数据来源：国信证券经济研究所

自 3478 点以来的调整，基金的总体仓位没有明显的下降，一种可能是因为这次调整完全出于大部分基金的预期，另外一种可能是基金对后市的预期还比较乐观。但不管怎么说，从 1664 的本来上涨，幅度一度超过了 100%，在基金仍处于高仓位的背景下，任何偏空的消息对大盘的影响都是很大的。

投资者行为与市场运行状况

结合以上分析，对于投资者行为与市场运行状况，我们有以下几点结论：

从系统风险看投资者行为

在目前的制度安排下，中国股市没有做空机制，在漫漫熊市中，投资者、特别是被动持仓的公募基金能做的事情不多。反应在市场的表现上就是各个行业随着大盘起伏，即行业层面的总风险更多的表征为系统风险。

系统风险的急剧释放提前于股市的震荡或者见顶，提前量一般为 3 个月左右（60 个交易日）。市场层面的表现为：在上涨后期，所有的利好消息已经被挖掘完毕，再也找不到一个做多的理由，投资者已经没有耐心或者底气长时间的持有某一类股票，采取的一般是打一枪换一个地方的策略，导致任何市场热点没有持续性，或者热点变得散乱，或者轮动过快、缺乏主线。09 年上涨后期的行情生动的再现了这一点。

从 ST 股票看投资者行为

ST 指数相对于全市场指数涨幅过大的时候，市场见顶或者会出现调整行

情；ST 指数相对于全市场指数跌幅较大的时候，后市则比较看好。合理的解释为：因为 ST 股票是高风险高收益品种，当 ST 股票表现抢眼的时候，说明投资者的风险偏好正在上移，市场风险可能正在集聚。

对于 ST 指数与全市场指数的背离程度，可结合 ST 指数与全市场指数间的绝对值差，ST 指数/全市场指数，ST 指数的系统性风险，ST 股票的换手率，ST 股票与全市场换手率差等指标；ST 股票是高风险高收益品种，如果 ST 指数涨幅相对于全市场指数涨幅过大；ST 指数的系统性风险值很低；ST 股票的换手率相对于全市场的换手率偏高；这些都说明市场情绪可能过分乐观，需要对市场的系统性风险释放有所警觉。

从基金分歧看投资者行为

基金的分歧发生在大涨之前（05 年的底部和 08 年的底部，03 年的底部因为数据太少，可能存在偏差）、震荡之后。这说明大部分基金对即将到来的震荡或者顶部缺乏预见，对于底部有一定的预见作用。

从基金仓位看投资者行为

从 03 年以来的数据看，每次阶段性调整中，（高仓位背景下）基金整体的仓位都出现明显的下降，并且这种下降出现在调整开始以后。从这点看，大部分基金对即将到来的调整是无法提前预见的。

自 3478 点以来的调整，基金的总体仓位没有明显的下降，一种可能是因为这次调整完全出于大部分基金的预期，另外一种可能是基金对后市的预期还比较乐观。但不管怎么说，从 1664 的本来上涨，幅度一度超过了 100%，在基金仍处于高仓位的背景下，任何偏空的消息对大盘的影响都是很大的。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-68866295	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-68866202	黄金香	010-82252922
		廖 喆	021-68866236	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010-82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-68864598
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160	胡鸿轲	021-68866206
左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-68866252
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-68866253
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-68866235		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-68866205	廖绪发	021-68866237	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-68864007	武建刚	010-82250828	严 平	021-68865025
谢达成	021-68866236	王一峰	010-82250828	程 峰	021-68864599
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-68866233
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-68866202	张 如	021-68866233
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-68866237	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-68864596
刘智景	021-68866233	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-68866233
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-68864586
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-68866233	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82130532	董艺婷	021-68866946
高 宇	0755-82133538	秦国文	0755-82131822	戴 军	021-68864585
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-68866946
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华 0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹 021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅 021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
祝彬 0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
林莉 0755-82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn	刘塑 021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	叶琳菲 021-68864011 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwxq@guosen.com.cn
	许娅 021-68866253 13482495069	
	江智俊 021-68864011 15221772073	
	孔华强 021-68866205 13681669123	