

策略专题：金价运行进入下半场

主要观点：

1、解释金价波动的双因子模型

2024 年 7 月，我们撰写了《20240712 策略专题：从量化角度给黄金定价》。报告指出，美国 M2 和美元指数是影响黄金定价的两个核心因子：**美国 M2 余额决定黄金的价值中枢，而美元指数决定金价波动的弹性**。我们构建了美国 M2 和伦敦金价月均值的半对数回归模型，导入最新数据（截至 2025 年 5 月），得到的数量关系公式为：

$$\ln(\text{伦敦金价月均值}) = 1.133 \times 10^{-4} (\beta_1) * \text{美国 M2} + 5.530 (\beta_0)。$$

美国 M2 解释了黄金价格（实际上是 $\ln(\text{伦敦金价月均值})$ ）78% 的变异。实际伦敦金价月均值围绕模型测算金价上下波动，形成金价差值（伦敦金价月均值-模型测算金价）。

将实际美元指数（逆序）与金价差值放置同一时间序列对比，二者呈现显著的同步关系。经测算，金价差值与实际美元指数的相关系数（一阶差分后）为-0.30。这表明实际美元指数与金价差值呈现了显著的反向同步关系，具体而言，金价差值从负极值到正极值的过程，与实际美元指数由强转弱的周期相匹配。

2、黄金价值修复的第一阶段已经结束

从 2023 年 8 月至 2025 年 3 月，属于金价的第一波价值修复，金价呈现逼空式上涨。由于实际伦敦金价月均值显著低于模型测算金价，故其加速向测算金价回归。2025 年 4 月以后，伦敦金价月均值达到 3207.48 美元/盎司，已高过模型测算金价 169.59 美元，金价差值首度转正（此前 2023 年 8 月金价差值为-706.15 美元）。

目前，金价在 3350 美元附近震荡整理已达三个月，表明由美国 M2 这一解释变量对黄金的定价已在市场中充分体现。

3、金价运行或进入下半场，由美元指数强弱驱动

未来金价驱动因素或将来源于美元弱势周期。米兰报告明确指出，美元长期高估是压制美国制造业竞争力的关键因素，要实现“关税优先”政策的预期效果，需配合弱势美元以进一步增强出口竞争力——这一逻辑构成特朗普政府汇率政策的核心导向。

报告日期：2025-07-25

执业信息

崔威 策略分析师
执业编号：S1750523090001
电话：18603058668
邮件：cuiwei@jypscnet.com

免责声明

报告观点基于逻辑分析、数据规律推演，并不能预知不同市场主体在复杂约束下的多样选择结果。

相关报告

20250512-策略专题：估值夯实三千点，主动调控稳预期——5 月 7 日国新办会议解读暨解密三千点系列之二

20250422-策略专题：关税博弈下的资产配置策略

20250323-策略专题：2024 年 12 月行业景气指数观察

20250227-策略专题：中国 ETF 发展概览

20240925-策略专题：国新办发布会解读——流动性王炸与政策协同

20240912-策略专题：上证指数底部区域的极值特征

20240823-策略专题：6 月行业景气指数及 2024 年中报披露概况

20240712-策略专题：从量化角度给黄金定价

20240627-策略专题：行业景气指数研究——综合服务篇

20240621-策略专题：行业景

美联储近期的议息表态，表明降息只是实施节奏和时间问题。美国联邦基金利率下调阶段，通常对应美元指数和实际美元指数的弱势周期。

4、金价展望与策略建议

由于金价今年快速上涨，使黄金从过去显著的低估状态，进入到估值基本合理区间，其快速上涨阶段或已结束。**金价波动进入下半场，即弱美元周期引导金价进入波动上行的阶段。**

1) 当前金价在模型测算的金价附近波动，并未显著高估或低估。

2) 美国 M2 的持续增长，限制了金价的下行空间。按回归模型根据美国 M2 余额测算的金价，2025 年 12 月和 2026 年 12 月分别为 3018.75 美元和 3060.67 美元。7 月 18 日，伦敦金（现）报收 3349.88 美元/盎司。

3) 回归模型+金价差值分位数测算的黄金目标价格

弱势美元背景下，实际金价运行通常高于半对数回归模型的测算金价，我们引入金价正差值对金价目标进行不同情景下的分解预测。

2025 年 12 月，模型测算+金价正差值 95%分位的目标价格为 3837 美元/盎司，2027 年为 3925 美元。弱势美元持续假设条件下，金价长期有望向上冲击 4000 美元。

4) 继续关注黄金 ETF 和黄金股 ETF

需要说明的是，上述对于金价的测算，仅仅基于美国 M2 和美元指数的双因子测算，决定黄金波动的市场因素相当复杂，包括美股、美债、央行购金、ETF 投资及地缘风险等多种因素，我们后续将进一步进行分析。

风险提示:数据统计规律失效、美债收益率上行风险、美股上行风险、美元指数上行风险、央行购金意愿下降、黄金 ETF 投资偏好下降等。

气指数研究——下游消费及科技篇

20240611-策略专题：行业景气指数研究——中游制造篇

20240422-策略专题：行业景气指数研究——上游周期篇

20240313-策略专题：从情绪指数解读本轮反弹行情

20240117-策略专题：技术解盘——兔尾龙头，或迎反弹

20230915-策略专题：此三千非彼三千

2025 年上半年，黄金成为表现最佳的大类资产之一。伦敦金（现）报收 3312.12 美元/盎司，年内上涨 26.2%，领先欧洲、美国、日本、中国等主要股票指数以及多数商品同期市场表现。从 2024 年至 2025 年 6 月 30 日，伦敦金（现）月 K 线呈震荡上扬加速态势，金价连续 6 个季度金创出历史新高，区间涨幅累计达 60.6%，黄金成为大类资产组合收益的最重要来源之一。

7 月 18 日，伦敦金（现）报收 3349.88 美元/盎司，金价已连续 3 个月在 3350 美元一线高位窄幅波动，是高处不胜寒，还是依然值得配置，这是一个重要课题。

此前，我们撰写了《20240712-策略专题：从量化角度给黄金定价》的专题报告。报告指出，布雷顿森林体系瓦解以后，黄金虽然已不是金本位体系下的“一般等价物”，但货币属性依然是黄金的根本属性。我们构建了美国 M2 与伦敦金价的半对数回归模型，美国 M2 决定了黄金的价值中枢，美元指数决定了金价围绕价值中枢的波动方向。

首先，根据模型数据的最新测算，美国 M2 解释了黄金价格（实际上是 $\ln$ （伦敦金价月均值））78% 的变异。实际伦敦金价月均值围绕模型测算金价上下波动，形成金价差值（伦敦金价月均值-模型测算金价）。其次，金价差值与美元指数之间呈负相关关系，即：当美元指数处于弱周期时，黄金的机会成本较低，实际金价高于模型测算金价；当美元指数处于强势周期时，黄金的机会成本较高，实际金价低于模型测算金价。

从 2023 年 8 月至 2025 年 3 月，属于金价的第一波价值修复，实际伦敦金价月均值显著低于模型测算金价，并加速向测算金价回归。从 2025 年 4 月以后，伦敦金价月均值达到 3207.48 美元/盎司，已高过模型测算金价 169.59 美元，金价差值首度转正（此前 2023 年 8 月金价差值为-706.15 美元）。目前，金价震荡整理已达三个月，表明由美国 M2 这一解释变量对黄金的定价已在市场中充分体现。

从 2025 年 4 月以后，金价波动进入受美元强弱影响的第二阶段，即：强美元状态下，金价倾向于盘整或下跌，实际金价低于模型测算金价；弱美元状态下，有利于金价走强，金价高于模型测算金价。

一、美国 M2 对金价的测算

1.2 回归模型的更新测算

根据此前构建的“伦敦金价月均值”与“美国 M2”之间的半对数回归模型，现将统计区间更新为 1975 年 7 月至 2025 年 5 月，统计样本容量扩大为 599，重新进行自变量回归系数的测算。得到新的定量公式为：

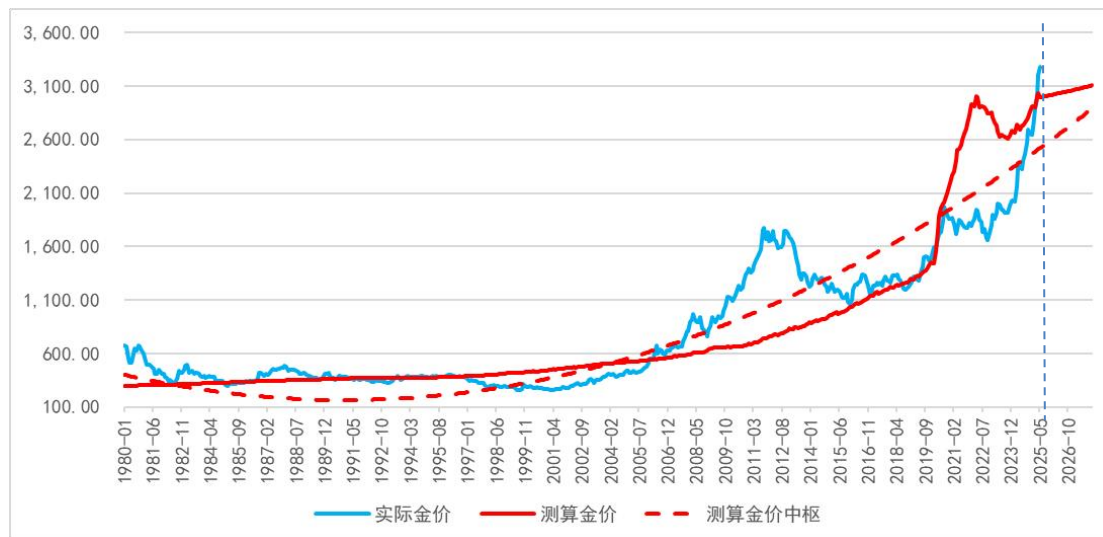
$$\ln(\text{伦敦金价月均值}) = 1.133 \times 10^{-4} (\beta_1) * \text{美国 M2 余额} + 5.530 (\beta_0)。$$

公式的统计含义如下：在半对数回归模型中 β_1 的统计学含义，在其他影响因素不变的情况下，当自变量每变化一个单位时，因变量的期望均值发生 $100 * \beta_1 \%$ 的相对变动（增长率）。此处 β_1 的实际意义为，美国 M2 余额每增加一个单位（十亿美元），伦敦金价月均值比上月增长 $1.133 \times 10^{-2} \%$ 。

β_0 的统计学含义为截距，当自变量为零时，因变量对应的期望值。此处 β_0 的实际意义为，当美国 M2 为零时， $\ln$ （伦敦金价月均值）应为 5.530；将 $\ln$ （伦敦金价月均值）进行数学变换后，伦敦金价月均值应为 252.14 美元/盎司。

根据回归模型，2025 年 5 月的测算金价为 2996.22 美元/盎司，伦敦金价 5 月实际均值已达 3277.99 美元/盎司，已显著高于依据美国 M2 测算的金价。

图表 1 伦敦金价（月均值）围绕 测算金价波动（单位：美元/盎司）



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

1.2 回归模型的统计验证

1) 模型拟合度检验。模型修正后 R^2 达到 0.78。其统计意义在于，美国 M2 可以解释 $\ln$ （伦敦金价月均值）78%的变异，剩余 22%的变异则由其他影响因素解释。简言之，美国 M2 解释了黄金价格（实际上是 $\ln$ （伦敦金价月均值））78%的变异。

2) 显著性检验（t 检验，p 值法）显示，美国 M2 对伦敦金价月均值具有强解释作用。

首先，我们设定原假设为美国 M2 的回归系数（ β_1 ）为零，备择假设为 β_1 不为零。若接受原假设，则 β_1 为零，那么自变量（美国 M2）对因变量（伦敦金价月均值）没有解释作用；若拒绝原假设，则 β_1 不为零，那么该自变量对因变量有解释作用。

本回归模型中， β_1 经过 t 检验测算的 p 值为 1.21×10^{-195} 。p 值的含义为，当原假设成立时，所得到的样本观察结果出现的概率。如果 p 值越小，说明原假设情况发生的概率越小，我们拒绝原假设的理由越充分。

也就是说，美国 M2 的变化不能解释伦敦金价月均值的概率为 1.21×10^{-195} ，远远低于 0.01（1%显著水平）。因此，我们有 99.99%以上的把握拒绝原假设、并接受备择假设，即：美国 M2 对伦敦金价月均值具

有强解释作用。

综上，从统计学角度，美国 M2 解释了 1n（伦敦金价月均值）78%的变异，我们构建的半对数回归模型，证实并明确了美国 M2 与金价的数量关系。

二、美元指数与金价差值的分析

2.1 美元指数对金价差值的解释

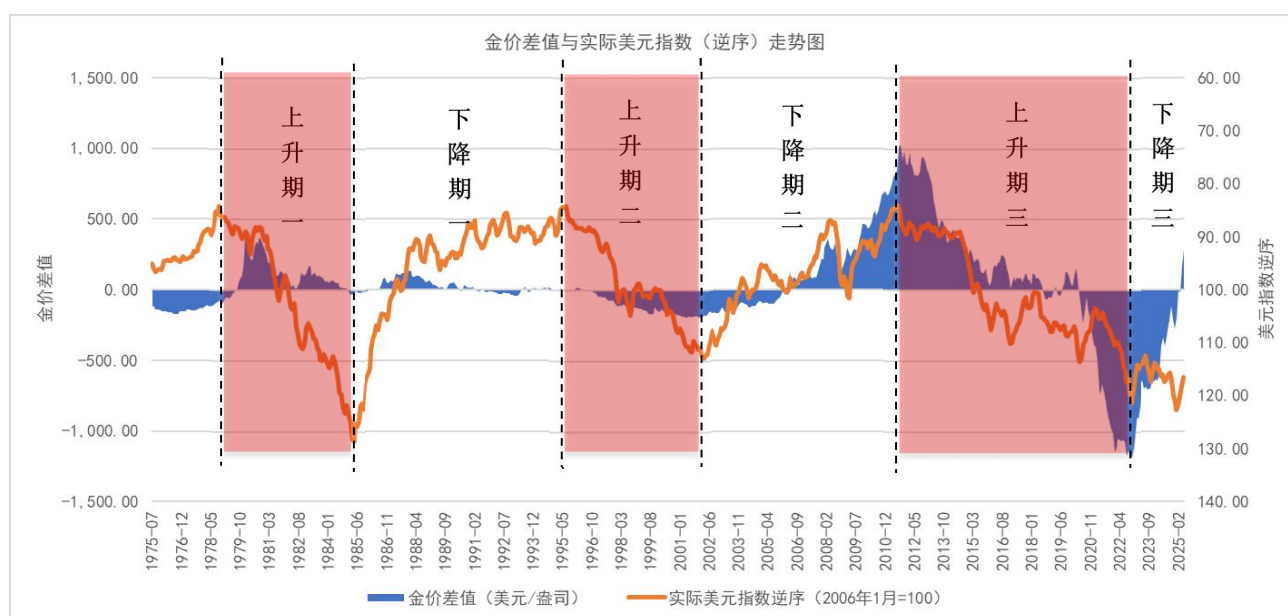
我们构建的半对数回归模型量化了“伦敦金价月均值”与“美国 M2”之间的数量关系，进而测算了美国 M2 给定水平下对应的金价，量化解释了金价的价值中枢。

实际情况中，金价围绕模型测算金价波动，但与模型测算金价之间存在较大波动，由此产生“金价差值”，即伦敦金价月均值减去模型测算金价。我们引入实际美元指数解释“金价差值”的变化。

实际美元指数（Real Dollar Index）是经过通货膨胀调整后的美元指数，它不仅考虑了汇率的变化，还考虑了通货膨胀率的差异，从而更准确地反映了货币的实际购买力。

如下图所示，金价差值呈现趋势性波动特征。在实际美元指数上升期（持有黄金的机会成本较高），金价差值由正峰值逐渐收敛向下，并向下转入负值，表明伦敦金价低于测算金价，金价呈弱势下行态势。在实际美元指数下降期（持有黄金的机会成本较低），金价差值由负峰值逐渐收敛向上，并向上转入正值，表明伦敦金价高于测算金价，金价呈强势上行态势。

图表 2 金价差值（伦敦金价月均值-模型测算金价）与实际美元指数（逆序）走势图



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所，上升期/下降期指对应的实际美元指数升降周期

将实际美元指数（逆序）与金价差值放置同一时间序列对比，发现二者呈现显著的同步关系。经测算，金价差值与实际美元指数的相关系数（一阶差分后）为-0.30。这表明实际美元指数与金价差值呈现了显著的反向同步关系，具体而言，金价差值从负极值到正极值的过程，与实际美元指数由强转弱的周期相匹配。

具体而言，第一轮实际美元指数下降周期（1985年5月-1995年7月），美元指数从125.85点下降至84.05点，美元贬值33.2%；金价差值从负峰值-43美元升至正峰值138美元。第二轮美元下降周期（2002年2月-2011年7月），实际美元指数从112.81点下降至83.90点，美元贬值25.6%；金价差值从负峰值-178美元升至2011年9月的正峰值1031美元。

前两轮美元弱势周期均持续10年左右，当前第三轮美元下降周期或刚刚开始，2022年10月达到第一个阶段性高点121.13点，2025年1月达到第二个阶段性高点122.64点，今年以来持续下行，至5月降至116.50点，比前期高点下降5.0%；金价差值从2022年9月的负峰值-1188美元收敛并转为正差值282美元。

2.2 美元指数或进入弱势周期

首先，特朗普政府倾向于弱美元政策。

2024年11月，斯蒂芬·米兰撰写了一份《重构全球贸易体系用户指南》（A User's Guide to Restructuring the Global Trading System）（以下简称“米兰报告”）的报告，被视为特朗普2.0时代经济政策的纲领性文件。

米兰报告明确指出，美元长期高估是压制美国制造业竞争力的关键因素：强势美元推高美国的出口商品国际价格、压低进口商品成本，既削弱美国出口优势，又挤压美国本土产业生存空间，甚至引发区域性经济衰退及社会问题。因此，要实现“关税优先”政策的预期效果，需配合弱势美元以进一步增强出口竞争力——这一逻辑构成特朗普政府汇率政策的核心导向。

从特朗普的关税政策及美元指数实际运行看，基本遵循按照米兰报告的战略指引路径。7月18日，美元指数报收98.46点，较其1月20日（108.07点）就职时已下跌8.9%。此前，特朗普第一任期内（2017.1.20-2021.1.20），美元指数也保持相对弱势盘整状态。

其次，美联储或已进入降息周期，只是实施节奏和时间问题。

尽管美联储今年以来一直按兵不动，但这或只是降息的暂停键，而非终止符。2022年3月17日至2024年9月19日，美联储开启了1982年以来最陡峭的加息力度，两年半时间累计加息11次，累计加息475BP。2024年11月8日和2024年12月19日，美联储连续两个月降息25BP，终结了此前的加息进程，美国联邦基金利率下降至4.50%。

从2025年美联储历月议息会议及美联储相关官员表态看，其对美国联邦基金目标利率的态度基本包括利率维持不变或择机降息两种，鲜有加息观点，这意味着其争论的焦点只是降息进程和时间而已，而非方向问题。

5 月份，美联储在降息政策上已透露了松动的信号。5 月 15 日，美联储主席鲍威尔表示，美联储需要重新审视 2020 年货币政策框架中关于“平均通胀目标”的表述，以应对供应冲击加剧及政策不确定性的挑战。这意味着美联储不用过多考虑历史高基数因素，在即期通胀目标达到 2% 附近时，便具备了降息的可能性，增强了货币政策的灵活性；也意味着鲍威尔为利率政策转向做好了铺垫，向特朗普的方向迈进了一步。鲍威尔口风进一步松动，在 7 月 1 日在葡萄牙辛特拉举行的欧洲央行中央银行论坛上重申，美联储对进一步降息的前景保持耐心观望态度，但不排除在本月会议上降息的可能性，称一切都取决于即将公布的数据。当然，鲍威尔的步伐相比特朗普的要求，明显缓慢了许多。

6 月，美联储官员降息论调逐渐增多。美联储理事克里斯托弗·沃勒（Christopher Waller）以及监管副主席米歇尔·鲍曼（Michelle Bowman）均表示，若通胀继续受控，最早在 7 月就可能考虑降息。旧金山联储主席玛丽·戴利（Mary Daly）认为，秋季更可能是合适的时机。美联储卡什卡利称，仍预计今年美联储将进行两次降息，首次降息可能在 9 月进行，关税仍是最大变数。美国财政部长贝森特 7 月 1 日在福克斯新闻频道的节目中表示，他认为美联储可能在 9 月前降息。

特朗普上任后多次以美联储未能降息而抨击鲍威尔，称其为“太迟先生”。他曾表示，由于美联储没有降低利率，联邦政府一直在为其债务支付巨额利息。6 月 24 日，美国总统特朗普在其社交媒体平台‘真实社交’上发文称，欧洲已经降息了 10 次，而我们为零次。没有通胀，经济繁荣——我们应该至少降低 2 到 3 个百分点。每年将为美国节省 8000 亿美元。

图表 3 美元指数、实际美元指数、十年期美国国债收益率、美国联邦基金利率



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

第三，美国联邦基金利率下行态势下，美元指数倾向于弱势运行。

上图显示，美国联邦基金目标利率（红色曲线）与美元指数（蓝色曲线）在多个关键阶段呈现出较为明显的反向关系。数据显示，每当美联储开启降息周期，下调联邦基金利率，美元指数往往随之出现下行趋势。具体而言，2001年1月至2003年6月，美国联邦基金利率从前期的6.5%下调至1.0%，同期美元指数从120点附近下降至93点左右；2007年9月至2008年12月，联邦基金利率从前期的5.25%下调至0.25%，美元指数从80点附近下降至最低70点左右；2019年8月至2020年3月，联邦基金利率从前期的2.50%下降至0.25%，美元指数从100点附近下降至90点左右。

6月初，摩根士丹利全球外汇团队预计，美元将在今明两年继续大幅走弱，背后有三个主要原因：在政策的高度不确定下，“美元的避风港地位”有所降低；全球投资者对美元资产的汇率风险对冲需求增加；美国经济增长放缓幅度大于其他主要经济体。德意志银行认为，美国经济主导地位渐趋式微，正被其他地区日益增长的财政与战略自主所抵消，维持对美元结构性看跌的观点。

数据显示，广义美元指数与美元指数总体呈同向波动趋势。经测算，美元指数与实际美元指数相关系数为0.78。2008年金融危机后，美元指数调整回落，广义美元指数同样呈现下行趋势。2015-2020年期间，美元指数震荡波动上行，广义美元指数也保持同向的波动节奏。这些时段内，二者涨跌方向一致，印证广义美元指数与美元指数总体呈同向波动的特征。

三、金价展望与策略建议

由于金价今年快速上涨，使黄金从过去显著的低估状态，进入到估值基本合理区间，其快速上涨阶段或已结束。金价波动进入下半场，美国M2决定金价下行空间受限，弱美元周期引导金价进入波动上行阶段。我们对未来金价做出如下展望及策略建议：

1) 当前金价在模型测算的金价附近波动，并未显著高估或低估。今年4月下旬以来，伦敦金价基本围绕3300美元/盎司上下150美元窄幅波动。

2) 美国M2的持续增长，限制了金价的下行空间。由于美国M2余额持续增长，黄金的价值中枢呈逐年持续抬高态势；按回归模型测算的金价，2025年12月和2026年12月分别为3019美元和3061美元。7月18日，伦敦金（现）报收3359.8美元/盎司。

3) 回归模型+金价差值分位数测算的黄金目标价格

弱势美元背景下，实际金价运行通常高于半对数回归模型的测算金价。我们引入金价正差值进一步对金价目标进行不同情景下的分解预测（金价正差值历史波动范围【0, 1031】美元），详见下表。

2025年5月，实际金价月均值3277.99美元/盎司，与模型测算+金价正差值75%分位的目标价格（3282美元）基本匹配。

2025年12月，模型测算+金价正差值95%分位的目标价格为3837美元/盎司，2027年为3925美元。

在弱势美元格局下，金价长期有望向上冲击 4000 美元。

图表 4 基于半对数回归模型和金价正差值分位数测算的目标金价

单位：美元/盎司	2024年12月	2025年5月	2025年12月	2026年12月	2027年12月
实际金价	2640.89	3277.99	-	-	-
模型测算的金价	2914	2996	3019	3061	3107
基于金价正差值50%分位数调整后的目标金价	3017	3099	3121	3163	3209
基于金价正差值75%分位数调整后的目标金价	3200	3282	3305	3347	3393
基于金价正差值95%分位数调整后的目标金价	3733	3815	3837	3879	3925

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

4) 继续关注黄金 ETF 和黄金股 ETF

继续关注黄金 ETF；金价震荡震荡上行带来黄金公司的业绩确定性较高，建议继续关注黄金股 ETF。

需要说明的是，上述对于金价的测算，仅仅基于美国 M2 和美元指数的双因子测算，决定黄金波动的市场因素相当复杂，包括美股、美债、央行购金、ETF 投资及地缘风险等多种因素，我们后续将进一步进行分析。

风险提示:数据统计规律失效、美债收益率上行风险、美股上行风险、美元指数上行风险、央行购金意愿下降、黄金 ETF 投资偏好下降等。

分析师声明:

负责本报告全部或参与部分内容的分析师在此声明, 本人具有证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告; 本报告基于市场公开的合法合规信息进行撰写, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点; 本人薪酬的任何组成部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

特别声明:

法律许可的情况下, 金圆统一证券可能会持有或交易本报告中提及的标的证券, 也可能为标的证券提供股债融资、财务顾问、资产证券化和理财投顾服务。因此, 投资者应当考虑到金圆统一证券及/或相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突, 投资者请勿将本报告视为决策的唯一依据。

免责声明:

金圆统一证券有限公司(以下简称“金圆统一证券”或“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由金圆统一证券制作并发布。本报告仅供本公司及其客户使用。本公司不会因收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告是基于金圆统一证券认为可靠的已公开信息编制, 但金圆统一证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使金圆统一证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此金圆统一证券可不发出特别通知。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议, 也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人做出邀请。在法律允许的情况下, 金圆统一证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为金圆统一证券所有。未经金圆统一证券书面同意, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若金圆统一证券以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 金圆统一证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成金圆统一证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经金圆统一证券授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。金圆统一证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级声明:

分类	评级说明		
股票评级	自报告发布之日起 6 个月内, 相对所属板块指数涨幅	买入	股价相对强于基准 20% 以上;
		增持	股价相对强于基准 10%-20% 以上;
		持有	股价相对基准波动 $\pm 10\%$ 以内;

		卖出	股价相对弱于基准 10%以上；
行业评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对沪深 300 指数涨幅	强于大市	相对强于基准 10%以上；
		中性	相对基准波动±10%以内；
		弱于大市	相对弱于基准 10%以上；

金圆统一证券营业网点

厦门地址：厦门市思明区展鸿路 82 号国际金融中心大厦 10-11 楼

深圳地址：深圳市南山区粤海街道高新区社区科苑南路 3099 号中国储能大厦 4801

上海地址：上海市虹口区东大名路 501 号 45 层 01 单元

北京地址：北京市西城区武定侯街 2 号、4 号 10 层 F2-1 (B) 1001-05A