

金融市场分析周报: PMI 重回扩张区间, 低于市场预期, 债市先跌后涨

(2022.06.27-2022.07.01)

报告摘要

- **工业企业利润: 疫情解封带来物流和供应链问题得到部分解决, 工业企业利润边际改善, 但制造业利润改善幅度有限。**国内疫情明显好转, 大多数管控措施已经解除, 企业生产物流得以快速恢复, 供应链中断得到部分解决, 工业企业利润状况出现了边际改善。三大行业看, 采矿业利润仍保持高增, 为主要支撑项, 电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润改善最明显, 但制造业为主要拖累项, 部分与外需下降有关。进入6月, 疫情各地已基本已全部解封, 政府全力复工复产, 并加强各项政策支持, 预计后续利润同比数据将继续改善, 大概率转正。
- **PMI: 6月制造业和非制造业 PMI 重回扩张区间, 但低于市场预期, 说明市场需求仍偏弱, 政策力度亟待加强。**随着疫情解封及稳经济政策效果逐渐发挥, 中国经济从短期低点反弹, 制造业和非制造业的服务业景气度均重返扩张区间, 经济再次进入复苏期。上半年受疫情冲击, 经济增速应不太乐观, 为实现全年增长目标, 未来政策支持强度应只增不减, 基建投资和提振消费或成为稳增长的主要抓手, 制造业、非制造业均将加速恢复。
- **资金面分析: 跨半年期间央行逆回购净投放但数量有限, 跨半年期间资金面一度收紧。7月政府债融资额下行, 月初预计资金面整体平稳。**本周央行公开市场共有1000亿元逆回购到期, 本周央行公开市场累计进行了4000亿元逆回购操作, 因此本周央行公开市场净投放3000亿元。跨半年期间资金面一度收紧, 随跨半年结束资金价格有所回落但中枢有所上行。随地方债发行高峰结束, 7月初地方债融资额明显缩小, 月初影响资金面的因素较少, 预计资金面整体平稳, 但下周逆回购到期达4000亿元, 可能对资金面造成一定影响。
- **利率债 6月份以来的利率震荡上行走势还没有结束, 近期利率仍将震荡偏弱运行, 关注7月重点会议政策部署。**6月债券市场面临的基本面变化是局部疫情扫尾后的经济逐步修复, 10年期国债到期收益率从5月底的2.74%最多上行10bps至2.84%。从历史视角来看, 当前利率绝对水平已经偏低, 下行空间有限; 从货币-信用框架的视角来看, 后续流动性或难维持此前的宽松程度, 利率水平向政策利率回归, 下半年债市重心在于宽信用进展, 经济修复或进一步加速、资金面对债市很难出现更大利多, 7月重要会议对存量和增量政策的部署也会进一步影响债市走势。
- **可转债: 权益市场走势震荡、三大指数涨跌不一, 可转债近七成录得上涨行情。**关注疫后修复逻辑、业绩预增标的、偏股型转债和平衡型

主要数据

上证指数	3405.4267
沪深300	4496.0303
深证成指	13026.2463

主要指数走势图



作者

符昀 分析师
 SAC 执业证书: S0640514070001
 联系电话: 13436882415
 邮箱: fuyyjs@avicsec.com

相关研究报告

全球流动性收紧预期进一步加强, 国内经济持续复苏 —2022-07-03
 制造业景气度明显改善, 将对 A 股总体业绩提供支撑 —2022-07-01
 金融市场分析周报: 临近跨季央行净投放, 债市窄幅震荡 —2022-06-30

转债。权益市场走势震荡、三大指数涨跌不一，市场风格有所切换，可转债近七成录得上涨行情，转股溢价率、隐含波动率均有上行，关注疫后修复逻辑、业绩预增标的、偏股型转债和平衡型转债。

- **权益市场：大消费承接新能源，创业板走弱。**本周沪指连续五周收阳线，沪强深弱，北向资金大幅流入，上证综指最终报收 3387.64 点。入境隔离期限缩短，社服迎来复苏机会；618 内需回暖，新兴品类表现亮眼；H1 百强销售环比改善，关注龙头房企的投资机会；三大航司签订飞机购置协议，行业进入黎明期。展望后市，6 月 30 日公布的宏观 PMI 重返扩张区间。疫情对经济的影响进一步弱化，生产、物流及服务业在疫情控制政策不断优化及“稳增长”政策逐渐落实的背景下显著恢复。这为 A 股的长期上行提供坚实基础。在市场对实体经济改善的信心逐步提升过程中，建议关注消费、科技制造类行业两大投资板块。往后看，首先、疫情平复之后，居民消费场景将进一步修复。可选消费、旅游与餐饮板块有望迎来回升。其次，在全球寻求传统石化能源代替的背景下，风电、光伏、新能源等科技制造类行业长期增长空间加大。
- **黄金：美联储坚持鹰派姿态及经济数据不及预期给金价带来一定承压。**本周现货和期货黄金价格累计跌幅均在 1.5% 左右，较上周下跌势头有所加快，周四周五两个交易日跌幅较大，主因是美联储主席在欧洲央行论坛上的讲话及随后公布的美国经济数据给金价一定程度承压。市场对欧美经济衰退的担忧加剧，主要国家处于高通胀，一些国家减少美元敞口，均有利于金价，短期金价仍有一定支撑。
- **原油：欧美经济衰退担忧带来油价承压，但俄乌冲突继续、OPEC+增产存在不确定性也支撑了油价，两大国际油价涨跌不一。**本周油价冲高回落，布伦特原油价格整体下跌，但美油价格上涨，油价处于多空对峙下的震荡状态，尽管全球央行紧缩可能拖慢经济增速从而给油价带来压力，但俄乌局势仍紧张、伊朗核谈判无任何进展也支撑油价。中国经济从疫情中恢复不及预期，欧美经济也出现一定放缓迹象，或将主导近期走势，整体看向下概率偏大。
- **黑色产业链：下游需求未明显改善，但市场利空出尽，黑色系价格小幅震荡。**尽管下游房地产、汽车等行业需求仍疲软，但钢厂主动减产，加上未来压产政策预期较强，螺纹钢价格得到一定支撑。利润受压导致钢厂被动减产，也造成上游焦炭焦煤需求承压。本周黑色系价格波动明显减小，表明市场利空基本消化。未来应主要关注现实需求的改善情况，以及国际地缘政治对能源供需的冲击，考虑到近期多数大宗商品价格已出现明显回落，预计双焦价格亦小幅震荡下跌。
- **人民币兑美元汇率分析：鲍威尔于欧洲央行会议再次强调控制通胀为美联储首要目标，美元指数大幅上行，人民币对美元汇率持续波动。**本周美元指数上行较为明显。本周欧洲央行会议于葡萄牙的辛特拉召开，会上鲍威尔表示美联储当前的主要问题是控制通胀，即使目前美联储的紧缩路径可能加剧经济衰退的风险，市场对于美联储 7 月份加息 75BP 的预期有所增强。本周美国 5 月份 PCE 物价数据公布，整体来看较前值回落，亦不及市场预期，数据公布后美元指数略有下行。



本周美元指数自本周一起整体呈现上行趋势。人民币在前期调整后整体表现稳定，本周人民币兑美元汇率中间价上涨。

风险提示：货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发





正文目录

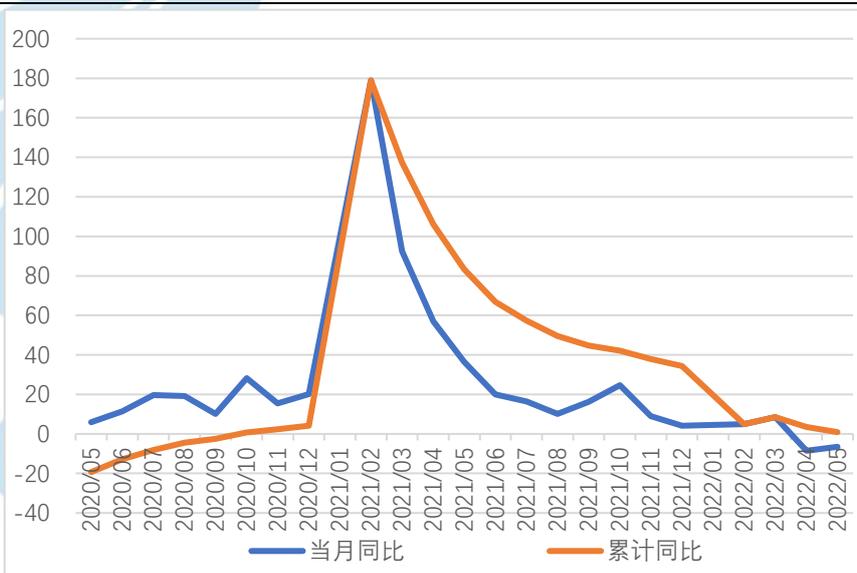
一、 本周重点经济数据分析	5
1.1 疫情解封带来物流和供应链部分恢复下，工业企业利润边际改善，但受制造业拖累，改善程度不太明显	5
1.2 6月制造业和非制造业PMI重回扩张区间，但低于市场预期，说明市场需求仍偏弱，政策力度亟待加强	6
1.3 每周要闻	8
二、 固定收益市场分析	8
2.1 资金面分析：跨半年期间央行逆回购净投放但数量有限，跨半年期间资金面一度收紧；7月政府债融资额下行，月初预计资金面整体平稳 ..	8
2.2 利率债走势分析：6月以来债市下跌，预期近期仍将偏弱运行....	10
2.3 存单信用债分析：存单、信用债发行量环比下降，净融资额环比增长，各期限及各评级信用债收益率多数上行、信用利差多数收窄.....	11
2.4 可转债分析：权益市场走势震荡、三大指数涨跌不一，可转债近七成录得上涨行情，关注疫后修复逻辑、业绩预增标的、偏股型转债和平衡型转债.....	12
三、 主要资产价格分析	13
3.1 权益市场分析：大消费承接新能源，创业板走弱	13
3.2 黄金市场分析：美联储坚持鹰派姿态及经济数据不及预期给金价带来一定承压	15
3.3 原油市场分析：欧美经济衰退担忧带来油价承压，但俄乌冲突继续、OPEC+增产存在不确定性也支撑了油价，两大国际油价涨跌不一..	16
3.4 黑色产业链分析：下游需求仍没有明显改善，但市场利空出尽，黑色系价格小幅震荡	16
3.5 人民币兑美元汇率分析：鲍威尔于欧洲央行会议再次强调控制通胀为美联储首要目标，美元指数大幅上行，人民币对美元汇率持续波动.	17

一、 本周重点经济数据分析

1.1 疫情解封带来物流和供应链部分恢复下，工业企业利润边际改善，但受制造业拖累，改善程度不太明显

由于国内疫情明显好转及管控措施解除，企业生产物流得以快速恢复，供应链中断得到部分解决，工业企业利润状况出现边际改善。国家统计局 6 月 27 日公布的数据显示，5 月全国规模以上工业企业利润同比降幅收窄 2 个百分点至 6.5%，表明工业企业状况出现改善，由于边际增幅仍为负，从而拖慢前 5 个月累计数据，1-5 月工业企业利润同比增长仅 1%，较 1-4 月回落 2.5 个百分点。从地区看，此前受疫情影响较大的长三角和东北地区 5 月同比降幅收窄明显，上海、江苏等地区收窄超过 20 个百分点。后续看，疫情严重地区从 5 月底才开始解封，工业企业利润改善程度并不是十分明显，但进入 6 月各地基本全部解封，加上政府强调复工复产和加强各项政策支持，预计 6 月利润同比数据将明显改善，有一定概率实现由负转正。

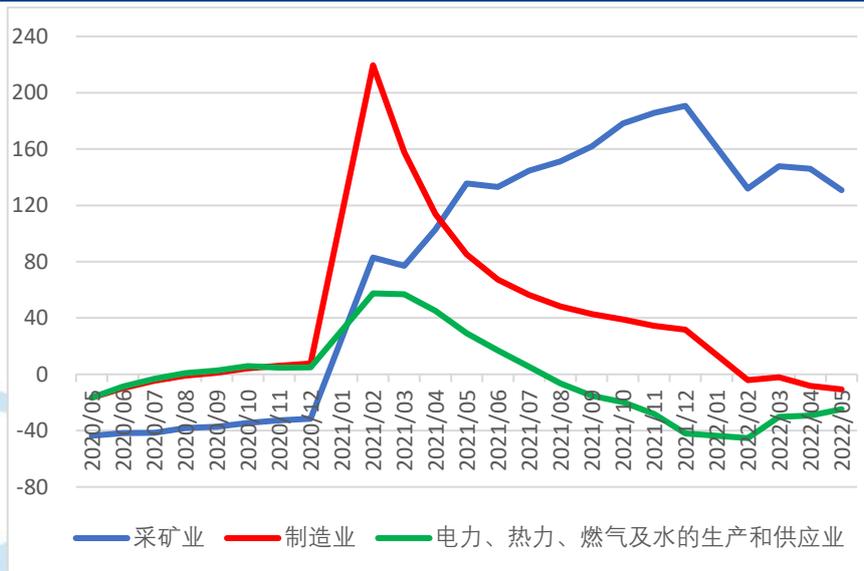
图 1：5 月工业利润同比降幅收窄，仍拖累累计同比数据 (%)



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

采矿业为主要支撑项，制造业为主要拖累项，电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润改善最明显。41 个工业大类行业中有 20 个行业利润较前四个月增速加快或降幅收窄。从三大工业行业看，采矿业为主要支撑项，1-5 月累计利润同比增长 1.31 倍，5 月当月利润同比增长 92.2%，尽管增速放缓 49.8 个百分点，但仍大幅高于总体利润增速，延续快速增长态势，其中受益于能源保供政策，能源产品产量保持较快增长，叠加价格高位运行，煤炭、石油和天然气开采业利润同比分别增长 1.16 倍、1.26 倍；制造业为主要拖累项，1-5 月累计利润同比下降 10.8%，降幅扩大 2.5 个百分点，5 月当月降幅收窄 3.9 个百分点至 18.5%，其中装备制造业利润明显好转，同比降幅收窄 23.2 个百分点至 9%，另外随着市场需求逐步恢复及促消费政策效应释放，消费品行业利润改善也较明显；电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润改善最明显，1-5 月累计同比下降 24.7%，降幅收窄 4.6 个百分点，5 月当月同比降幅大幅收窄 20.6 个百分点至 6.2%。

图 2：电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润改善最明显，制造业为主要拖累项 (%)

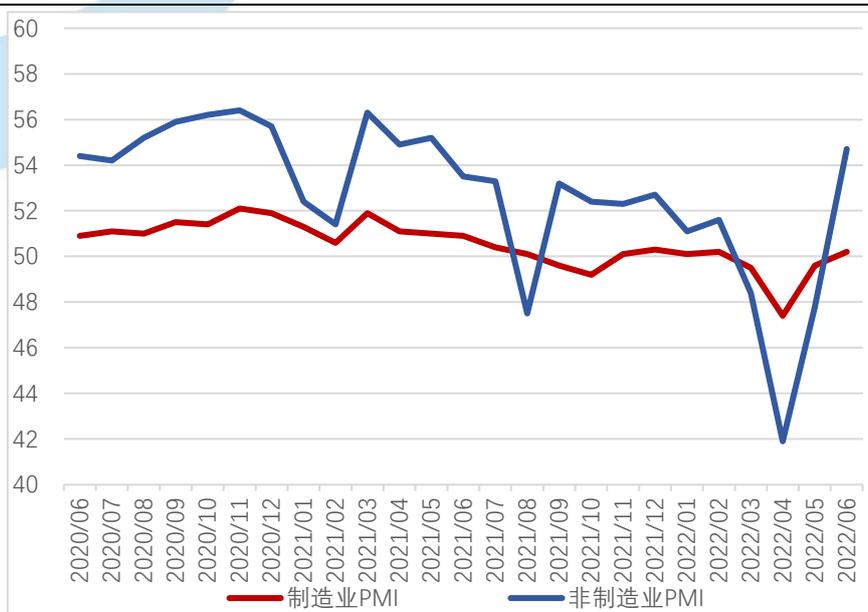


资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

1.2 6月制造业和非制造业 PMI 重回扩张区间, 但低于市场预期, 说明市场需求仍偏弱, 政策力度亟待加强

疫情的解封及稳经济政策效果的发挥, 推动中国经济从短期低点反弹, 制造业、服务业景气度均重返扩张区间。国家统计局 6 月 30 日公布的经济景气度数据显示, 6 月制造业采购经理指数 (PMI) 和非制造业商务活动指数分别为 50.2 和 54.7, 分别较 5 月上升 0.6 个和 6.9 个百分点, 为连续三个月收缩后重回荣枯线之上, 非制造业景气度提升较多, 但仍低于市场预期。两个 PMI 指数共同提升, 拉动 6 月综合 PMI 上升 5.7 个百分点至 54.1, 也重返扩张区间, 说明企业生产经营活动恢复加快。后续看, 上半年经济增速数据应不太好看, 出于实现全年增长目标的需要, 支持政策强度预计只增不减, 制造业和非制造业的生产活动将延续加速恢复态势, 特别是制造业, 当前仍为温和复苏, 未来在政府加强基建等投资的带动下, 复苏速度将加快。

图 3: 6月制造业和非制造业均重回扩张区间, 非制造业复苏较明显 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

制造业 PMI 多数分项指标均出现回升, 价格等指数继续回落。整体供需方面, 疫情解封后, 制造业企业快速复工复产, 前期受压制的生产加快释放, 使得 6 月生产指数和新订单指数分别为 52.8 和 50.4, 分别高于 5 月 3.1 个和 2.2 个百分点, 为 3 月以来首次升至扩张区间, 但可以看出, 生产端恢复快于需求端, 统计局称主

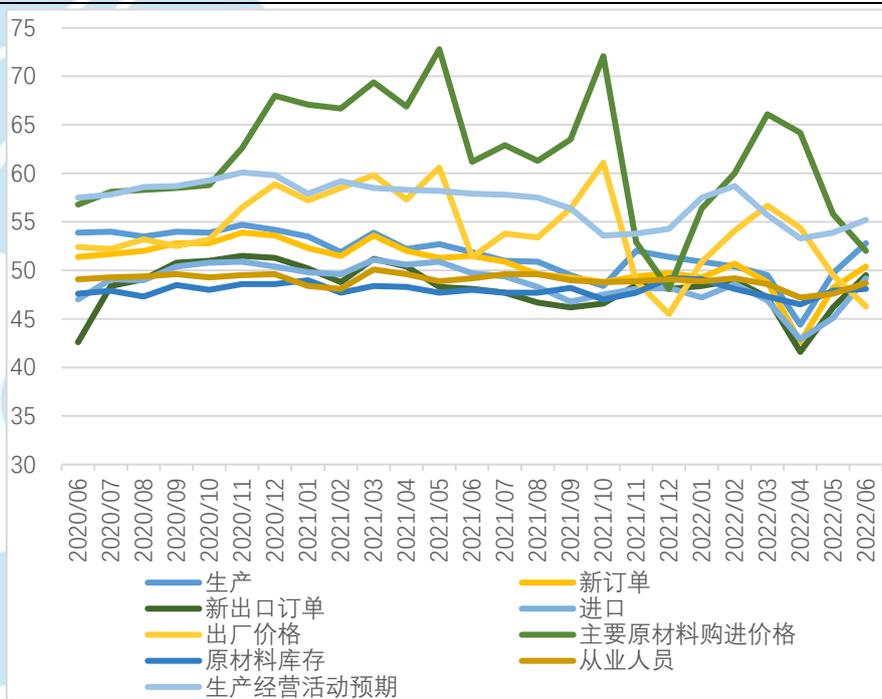
因是仍有 49.3%的企业反映订单不足，市场需求依然偏弱。汽车、通用设备、专用设备、计算机通信电子设备等行业的生产和新订单指数均高于 54，恢复状况好于制造业总体。外需也有所改善但恢复相对较慢，新出口订单指数和进口指数分别为 49.5 和 49.2，高于 5 月 3.3 个和 4.1 个百分点，仍处于收缩区间。随着疫情得到一定控制、制造业供需持续恢复，企业预期改善，6 月制造业生产经营活动预期指数为 55.2，高于上月 1.3 个百分点，升至三个月高点。

和制造业供应链相关的问题得到一定解决，物流得到改善，产业上下游库存量继续下降。6 月供应商配送时间指数大幅上升 7.2 个百分点至 51.3，为 2021 年 4 月以来首次升至扩张区间；原材料库存指数较 5 月提升 0.2 个百分点至 48.1，产成品库存指数下降 0.7 个百分点至 48.6，表明制造业库存量继续下降，但原材料库存降速放慢、产品库存降速加快，这可能与终端需求改善有关。

由于部分企业盈利空间受到挤压，经营压力较大，价格指数下降。6 月原材料购进价格指数下降 3.8 个百分点至 52，出厂价格指数下降 3.2 个百分点至 46.3，连续两个月位于收缩区间。

制造业全面复苏推动劳动力市场改善，但改善程度仍不明显。6 月从业人员指数上升 1.1 个百分点至 48.7，为 3 月以来最高，由于该指数仍处于荣枯线之下，就业市场持续承压。

图 4：除价格指数下降外，其它制造业 PMI 分项数据均有不同程度回升（%）

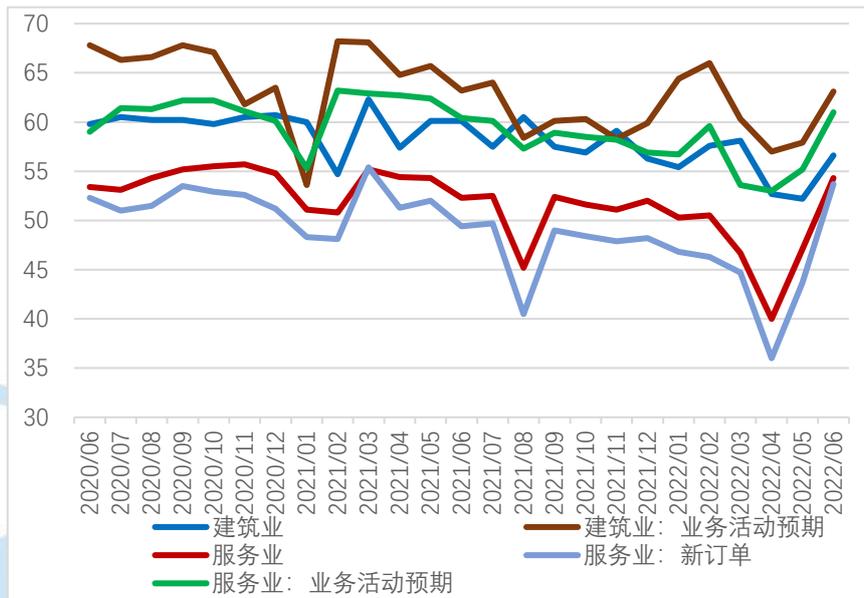


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

受疫情影响较大的非制造业尤其是服务业在疫情解封后的反弹幅度更大。随着国内疫情受控、上海解封，加上各项助企纾困措施逐步落地，服务业延续恢复态势，6 月商务活动指数为 54.3，高于 5 月 7.2 个百分点，重返扩张区间。调查的 21 个服务业行业中，商务活动指数位于扩张区间的由上月 6 个增加至 19 个，其中前期受疫情冲击严重的行业商务活动指数均有所回升，铁路运输、航空运输等行业高于 65，业务量连续两个月环比增长；道路运输、住宿、餐饮、生态保护及环境治理、文化体育娱乐等行业升至临界点以上。从市场需求和预期看，随着疫情影响减弱，服务业市场需求有所回暖，企业信心逐步恢复，新订单指数和业务活动预期指数分别为 53.7 和 61.0，高于上月 10.0 和 5.8 个百分点。

建筑业 PMI 则升至较高景气区间。6 月建筑业商务活动指数为 56.6，高于 5 月 4.4 个百分点；供应商配送时间指数也升至扩张区间，较 5 月提升 8.8 个百分点至 50.5，表明建筑业原材料运输不畅得到缓解。从市场预期看，业务活动预期指数回升 5.2 个百分点至 63.1，企业对近期行业发展前景较为乐观。

图 5：服务业景气度提升明显，建筑业提升至较高景气度区间（%）



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

1.3 每周要闻

1、易纲：中国通胀前景较为稳定，货币政策将继续从总量上发力以支持经济复苏

央行行长易纲表示，中国的通胀前景较为稳定，CPI 同比增长 2.1%，PPI 同比增长 6.4%。保持物价稳定和就业最大化是我们的工作重点。今年以来，受疫情和外部冲击等影响，中国经济面临一定下行压力。货币政策将继续从总量上发力以支持经济复苏。同时，我们也会强调用好支持中小企业和绿色转型等结构性货币政策工具。

2、央行货币政策委员会召开二季度例会：加大稳健货币政策实施力度

央行货币政策委员会召开 2022 年第二季度例会指出，当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻，国内疫情防控形势总体向好但任务仍然艰巨，经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。要统筹抓好稳就业和稳物价，稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节，加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，为实体经济提供更有力的支持，稳定宏观经济大盘。

3、国常会：发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥

国务院总理李克强 29 日主持召开国务院常务会议，确定政策性、开发性金融工具支持重大项目的举措，扩大有效投资、促进就业和消费。会议指出，通过政策性、开发性金融工具加大重大项目融资支持，有利于在坚持不搞大水漫灌、不超发货币条件下发挥引导作用，疏通货币政策传导机制，实现扩投资、带就业、促消费综合效应。会议决定，运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥。中央财政予以适当贴息。

二、固定收益市场分析

2.1 资金面分析：跨半年期间央行逆回购净投放但数量有限，跨半年期间资金面一度收紧；7 月政府债融资额下行，月初预计资金面整体平稳

1) 央行的公开市场操作：跨半年期间央行逆回购净投放但数量有限

本周央行公开市场共有 1000 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 4000 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净投放 3000 亿元。下周央行公开市场将有 4000 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 1000 亿元、1100 亿元、1000 亿元、800 亿元、100 亿元。

表 1：本周公开市场操作（亿元）

	周一	周二	周三	周四	周五
逆回购	1000	1100	1000	800	100
正回购	0	0	0	0	0
净投放	1000	1100	1000	800	100

本周公开市场到期	-100	-100	-100	-100	-600
7天	1000	1100	1000	800	100
14天	0	0	0	0	0
MLF（投放）365D	0	0	0	0	0
MLF（回笼）365D	0	0	0	0	0
央行票据3个月	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	900	1000	900	700	-500

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

资金面的复盘：跨半年期间资金面一度收紧，随跨半年结束资金价格有所回落但中枢有所上行。本周四跨半年，央行逆回购净投放但数量有限，本周前半周资金市场一度平稳，隔夜价格基本维持，7d资金中枢有所上行。本周四资金面意外收紧，隔夜及7d涨幅均超预期。本周五随跨月结束，资金价格整体回落，但价格中枢较跨半年之前有所上行。本周五银行间回购利率R001加权平均升至1.5046%，R007加权平均降至1.7633%；交易所回购利率GC001加权平均升至2.3530%，GC007加权平均降至1.8670%。

表 2：本周货币市场利率（%）

市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	2.1878	1.4989	1.4726	3.0244	1.5046
	R007	2.1855	2.3831	2.4861	2.7078	1.7633
	R014	2.1797	2.2848	2.3502	2.3024	1.7278
	R021	2.1652	2.1718	2.1483	2.7224	1.8669
	R1M	2.1413	2.3973	2.4258	2.1224	1.6763
上交所协议回购	206001	3.7930	3.6420	3.7680	5.1660	
	206007	4.0970	4.0640	4.7050	4.6310	3.8920
	206014	4.0970	4.4580	4.5110	5.6870	6.0060
	206021	5.6680	5.2110	5.2710	3.6170	5.2570
	206030	6.3930	6.1730	7.8170	4.9950	6.4320
利率互换定盘：1Y	FR007	2.1878	2.1855	2.1797	2.1652	2.1413

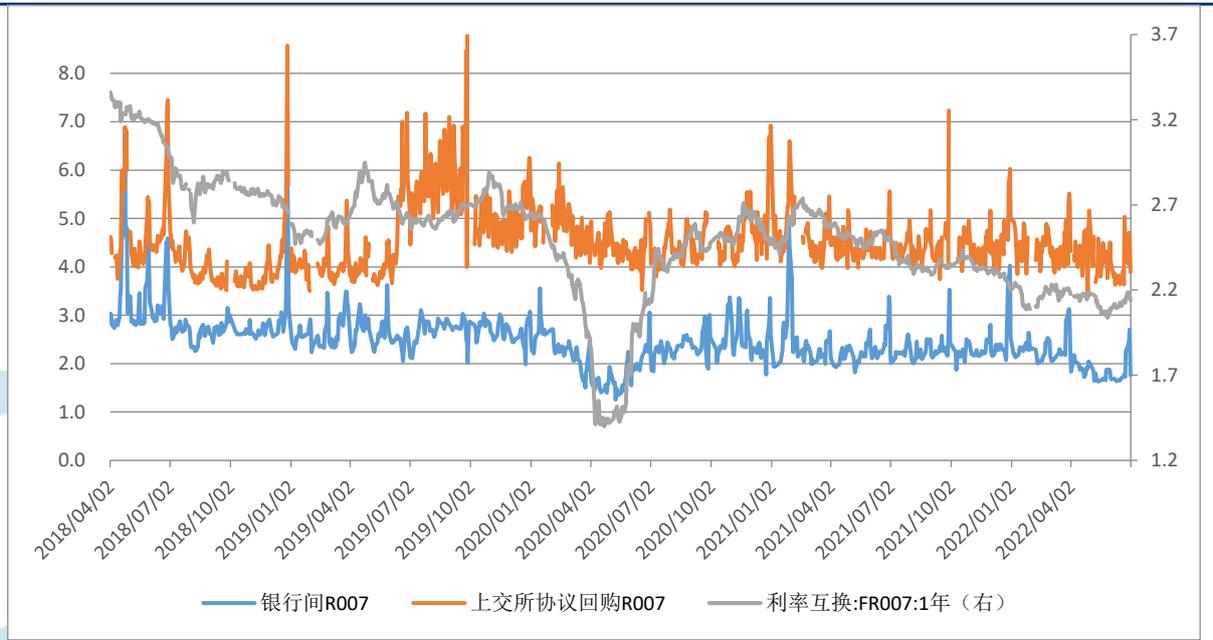
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 资金面的展望：政府债融资额下行，月初预计资金面整体平稳

近期央行货币政策委员会2022年第二季度例会召开，重点强调了强化跨周期和逆周期调节，加大稳健货币政策实施力度、保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性、合理利用再贷款等结构性货币政策等。未来仍需观察宽信用的推进程度，关注再贷款方式下资金投放情况。虽然6月份中国经济边际恢复，但短期内宽信用仍将是货币政策主要方向，资金面大幅转向的可能性仍较小。

随6月份专项债大量发行，7月初地方债融资额明显缩小，下周政府债净融资额1000亿元，较前几周明显下行。但也应注意，随地方债发行高峰结束，本月国债发行显增量趋势。月初影响资金面的因素较少，但下周逆回购到期达4000亿元，可能对资金面造成一定影响。

图 6：本周各期限资金价格走势（%）



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析: 6月以来债市下跌, 预期近期仍将偏弱运行

1) 利率债走势复盘: 季末资金面意外紧张, 资金价格飙升, 长债收益率先上后下

本周, 季末资金面意外紧张, 资金价格飙升, 长债收益率先上后下。周一, 央行开展 1000 亿 7 天逆回购, 当日有 100 亿逆回购到期, 净投放 900 亿, 周末利空消息发布, 央行货币政策委员会委员王一鸣: 财政政策需要加大力度, 可考虑上调赤字水平或发行特别国债, 短端情绪很差, 市场各期限收益率均有上行; 周二, 央行开展 1100 亿 7 天逆回购, 当日有 100 亿逆回购到期, 净投放 1000 亿, 受前一日空头情绪影响, 市场依然保持空头的趋势, 全天上行, 早盘国债期货反弹, 但现券依旧谨慎, 午后防疫政策调整放松消息出来, 受此提振, 股市中的航空、旅游板块大涨, 债市继续下跌; 周三, 央行开展 1000 亿 7 天逆回购, 当日有 100 亿逆回购到期, 净投放 900 亿, 跨季资金价格提高, 10Y 国开上行幅度较大, 继前一天卫健委缩短防疫隔离时间之后, 当天工信部取消了通行行程卡“星号”标记, 但是市场对此反应反而比较平淡, 长债收益率掉头向下; 周四, 央行开展了 800 亿元 7 天期逆回购操作, 当日有 100 亿逆回购到期, 净投放 700 亿, 市场迎来久违的反弹, 市场已经连续下跌 4 个工作日, 在当日 PMI 落地之后, 短期利空出尽, 债券市场迎来反弹; 周五, 央行开展 100 亿元 7 天期逆回购操作, 当日 600 亿元逆回购到期, 净回笼 500 亿, 资金面重回宽松, 早间开盘债市表现平稳, 午后在股市和大宗商品下跌的影响下, 债市情绪提振, 长债收益率下行, 然而下午, 彭博信息表示汽车和住房销售反弹显示中国经济复苏, 债市转而下落。

图 7: 本周 10 年期国债收益率上行 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

2) 利率债展望: 6月份以来的利率震荡上行走势还没有结束, 近期利率仍将震荡偏弱运行

经济环比修复, 生产强于需求, 6月经济开始重回扩张, 但扩张力度比较温和。国内整体疫情形势转好, 上海全面复工复产复市, 对于疏通供应链、提振产需表现具有明显作用, 但相比较而言, 生产的恢复情况略好于需求, 随着疫情进一步好转, 疫情对经济拖累进一步减弱, 经济也将继续缓慢恢复, 后续经济反弹到什么高度就要取决于需求, 需求不足仍是当前经济的主要矛盾。

预计货币政策还会维持宽松, 资金还会维持低位, 但是难以有新增宽松政策。货币政策方面, 从近期易纲行长答记者问、陈雨露副行长答记者问、6月15日国常会、6月2日央行发布会等相关发言, 预计总量宽松、政策适当加力的大方向不会变。降息可能性不大, 但按逻辑来说降准可能性仍在, 不过总体重心还是落在结构性货币政策。整体来看, 货币政策增量有限, 存量稳定。但是社融很难实现V型反转, U型恢复的概率更高。

6月份以来的利率震荡上行走势还没有结束, 近期利率仍将震荡偏弱运行, 关注7月重点会议政策部署。6月债券市场面临的基本面变化是局部疫情扫尾后的经济逐步修复, 10年期国债到期收益率从5月底的2.74%最多上行10bps至2.84%。从历史视角来看, 当前利率绝对水平已经偏低, 下行空间有限; 从货币-信用框架的视角来看, 后续流动性或难维持此前的宽松程度, 利率水平向政策利率回归, 下半年债市重心在于宽信用进展, 经济修复或进一步加速、资金面对债市很难出现更大利多, 7月重要会议对存量和增量政策的部署也会进一步影响债市走势。

2.3 存单信用债分析: 存单、信用债发行量环比下降, 净融资额环比增长, 各期限及各评级信用债收益率多数上行、信用利差多数收窄

1) 一级市场发行: 存单净融资额由负回正, 信用债净融资额环比增长

同业存单方面, 本周同业存单发行量约2,163.60亿元, 环比下降45.55%, 偿还量约1,838.40亿元, 环比下降65.75%, 净融资额由负回正, 为325.20亿元。

1M期存单平均发行利率较上周下行0.22bp报1.8289%, 3M期存单平均发行利率较上周下行0.78bp报1.9129%, 6M期存单平均发行利率较上周下行5.05bp报2.0534%, 9M存单平均发行利率较上周上行1.72bp报2.272%。

信用债方面, 本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行约2,032.08亿元, 环比下降16.66%, 偿还量约1,466.11亿元, 环比下降27.43%, 净融资额为565.97亿元, 环比增长35.36%。

2) 二级市场走势及信用利差: 各期限及各评级信用债收益率多数上行、信用利差多数收窄

信用债二级市场方面, 1年期AAA级、AA+级信用债收益率下行3.81bp, 其余各期限及各评级信用债收益率均有上行, 1年期AA级信用债收益率小幅上行0.19bp, 3年期各评级信用债收益率上行0.62~3.62bp, 5年期各评级信用债收益率上行0.98~1.98bp。

表 3: 信用债各期限收益率水平 (%)

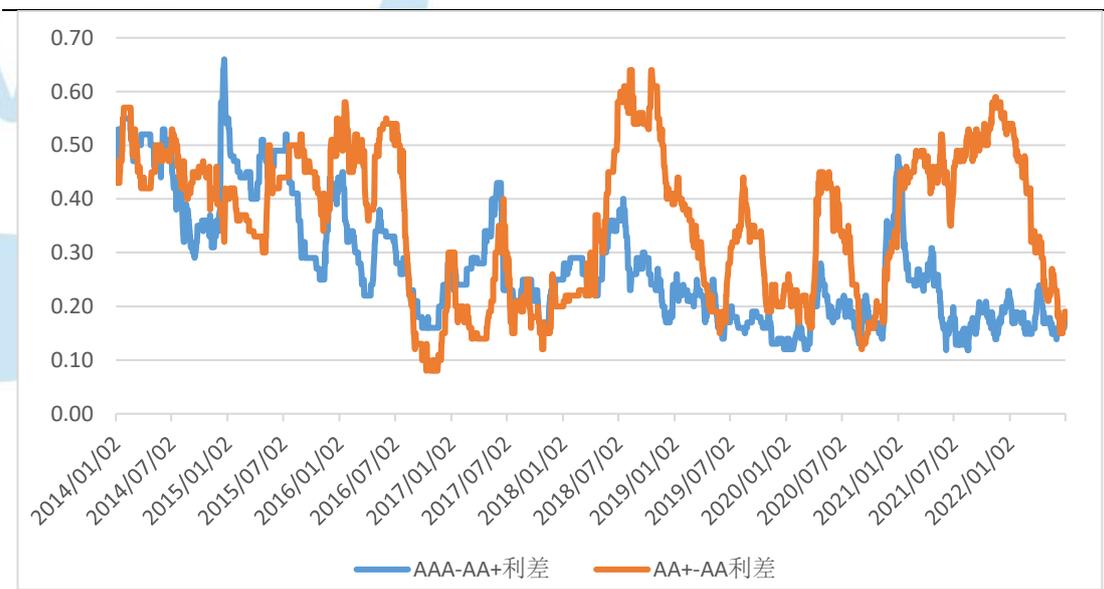
信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债 (AAA): 1 年	2.395	2.50%	-3.81
信用债 (AAA): 3 年	2.930	5.40%	0.62
信用债 (AAA): 5 年	3.312	10.00%	1.98
信用债 (AA+): 1 年	2.502	2.40%	-3.81
信用债 (AA+): 3 年	3.109	5.00%	0.62
信用债 (AA+): 5 年	3.481	5.70%	0.98
信用债 (AA): 1 年	2.602	2.40%	0.19
信用债 (AA): 3 年	3.299	4.50%	3.62
信用债 (AA): 5 年	3.981	7.20%	1.98

资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

信用利差方面, 以同期限中短票收益率-国开债收益率测算信用利差, 国开债收益率短端下行、中长端上行, 1 年期 AAA 级、AA+ 级信用利差均收窄 1.35bp、AA 级走阔 2.65bp, 3 年期 AAA 级、AA+ 级信用利差均收窄 0.99bp、AA 级走阔 2.01bp, 5 年期各评级信用利差收窄 1.31~2.31bp。

期限利差方面, 中高评级信用债收益率短端下行、长端上行幅度大于中端, AAA 级 3Y-1Y、5Y-3Y 利差分别走阔 4.43bp、1.36bp, AA+ 级 3Y-1Y、5Y-3Y 利差分别走阔 4.43bp、0.36bp, 低评级信用债收益率中端上行幅度最大、长端次之、短端最小, AA 级 3Y-1Y 利差走阔 3.43bp, 5Y-3Y 利差收窄 1.64bp。

评级利差方面, 本周 AA+ 与 AAA 之间利差与上周基本持平, 仍为 18bp, AA 与 AA+ 之间的利差走阔 3bp 至 19bp。

图 8: 各评级信用利差变动 (%)


资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

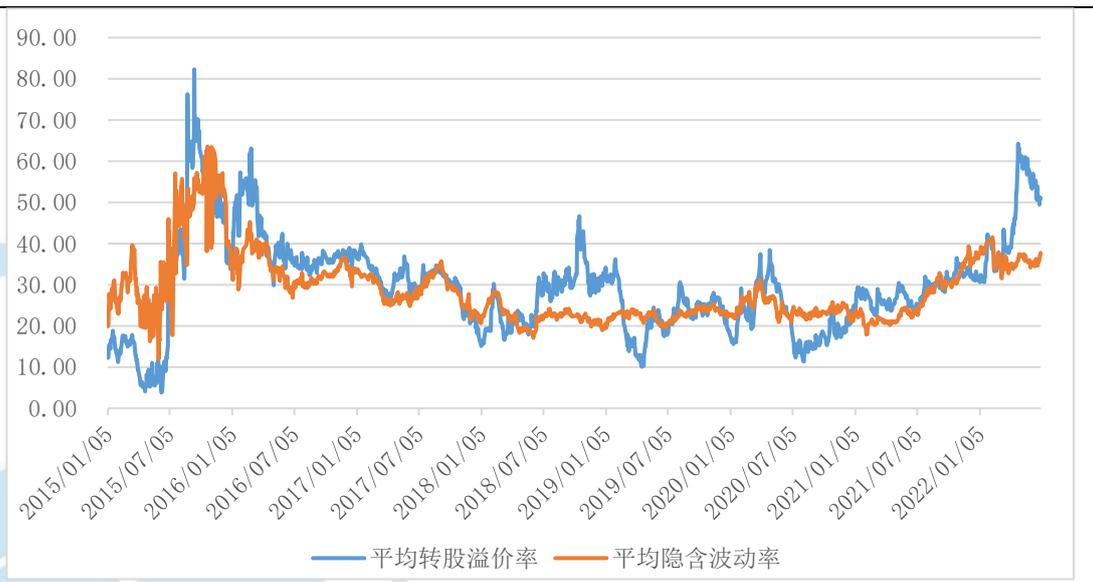
2.4 可转债分析: 权益市场走势震荡、三大指数涨跌不一, 可转债近七成录得上涨行情, 关注疫后修复逻辑、业绩预增标的、偏股型转债和平衡型转债

1) 可转债走势复盘: 权益市场走势震荡、三大指数涨跌不一, 可转债近七成录得上涨行情

本周权益市场走势震荡、三大指数涨跌不一, 上证指数本周收于 3387.64 上涨 1.13%, 深证成指本周上涨 1.37%, 创业板指本周下跌 1.50%, 中小 100 本周上涨 2.21%。本周上证转债上涨 1.07% 至 362.24, 深证转债上涨 0.90% 至 312.41, 中证转债上涨 1.02% 至 418.64, 其中近七成转债录得上涨行情, 日丰转债、横河转债、中矿转债、湖盐转债、天铁转债等领涨, 道恩转债、溢利转债、帝尔转债、赛伍转债、小康转债等领跌。一级方面, 本周康医转债、博 22 转债、九强转债、洁特转债、丰山转债 5 只转债发行, 上能转债 1 只转债上市。

从近七年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转股溢价率、隐含波动率分别震荡上行 0.36pct、2.60pct，处于 2015 年以来 93%、90% 历史分位数水平。

图 9：近七年转债转股溢价率和隐含波动率趋势图（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 可转债展望：关注疫后修复逻辑、业绩预增标的、偏股型转债和平衡型转债

本周权益市场风格有所切换，新能源、汽车等近期交易热度较高的板块出现回调，消费反弹。随着稳增长政策逐步落地显效、复工复产进度加快，PMI 已重回扩张区间，防疫政策优化、行程卡“摘星”，投资者对国内经济企稳预期进一步增强、市场信心持续恢复，而外盘波动加大、A 股相对价值凸显亦吸引资金入场，后续有望延续震荡上行。转债配置中可考虑以下方向：1) 6 月非制造业 PMI 环比大幅回升 6.9 个百分点至 54.7%，疫后修复逻辑下消费、交运等板块需求回暖、景气改善；2) 陆续进入中报披露期，关注业绩确定性较高、存在盈利增长预期的标的；3) 正股驱动行情下偏股型转债、平衡型转债跟涨能力更强、配置价值更优。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：大消费承接新能源，创业板走弱

1) 权益市场走势复盘——A 股多头趋势不改，创业板短期遇压力

本周沪指连续五周收周阳线，沪强深弱，北向资金大幅流入。上证综指最终报收 3387.64 点，本周上涨 1.13%。同期深证成指上涨 1.37%，创业板下跌 1.50%。量能方面，沪指环比放量，资金分歧加大，创业板边际走弱。盘面方面，市场情绪较旺盛，大消费成为市场龙头板块。

本周大消费板块表现亮眼，医疗与白酒带动大盘走强。市场结构方面，随着入境隔离期限缩短，滞胀社服板块迎来涨停潮。北上资金持续流入，本周合计流入 102.31 亿元。本周成长强于价值，其中上证 50 上涨 2.37%，沪深 300 上涨 1.64%，中证 500 上涨 1.10%，创业板 50 下跌 1.88%，国证 2000 上涨 0.58%。茅指数上涨 3.24%，宁组合下跌 0.15%。本周大消费带动价值类板块上涨，创蓝筹边际走弱。

本周五个交易日，30 个中信一级行业中 22 个行业实现上涨，其中消费者服务、煤炭、房地产分别上涨 7.86%、6.25%、5.54%。8 个行业下跌，其中汽车、综合金融、电力设备及新能源分别下跌 3.49%、2.54%、1.71%。总体来看，板块逐渐由电新、汽车等景气行业扩散至消费、地产等行业中。

图 10：主板上涨势如破竹，3400 成短期压力



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

本周, 美股三大指数较上周均下跌, 道指本周下跌 1.28%, 报 31097.2600 点, 纳指本周下跌 2.21%, 报 11127.8500 点, 标普 500 指数本周下跌 4.13%, 报 3825.3300 点。

自上周反弹后, 本周美国三大股指再次下行。虽然本周公布的美国 5 月份 PCE 物价数据整体较前值回落, 不及市场预期, 但美股面临的整体压力仍较大。一方面本周欧洲央行会议于葡萄牙召开, 美联储主席鲍威尔于会上再次强调了即使可能增大经济衰退的预期, 美联储也将把控制通胀作为首要任务, 此外欧洲及英国央行行长也表达了对于当前通胀的关注以及遏制通胀的决心。此外本周美国消费支出意外下滑, PMI 数据同样不及市场预期, 美国经济下行压力进一步增大, 也对美国股市形成抑制。本周美股多数行业下跌, 仅公共事业、必需消费行业上涨, 各行业中通信设备行业下行最为明显。

图 11: 美股三大股指走势



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

2) 权益市场展望——大消费承接新能源, 创业板走弱

入境隔离期限缩短, 社服迎来复苏机会。6 月 28 日, 国家卫健委发布《新型冠状病毒肺炎防控方案 (第九版)》, 基于奥密克戎平均潜伏期缩短至 2-4 天, 调整防疫政策, 提高科学性及精准度。此次修订内容主要优化调整风险人员的隔离管理期限和方式, 密接者、入境人员隔离管控时间由“14+7”调整为“14+3”, 密接管控措施由 7 天集中隔离医学观察调整为 7 天居家隔离医学观察。此次调整缩短入境人员隔离时间、放宽管理措施、人员国际往返更加便利, 有望加速国际航班复苏。综合来看, 国内疫情形势稳中向好, 防疫态度整体出现较大改变, 政策释放积极信号, 预计疫情负面影响将不断减弱, 建议关注免税、酒店旅游和餐饮等板块的投资机会。

618 内需回暖, 新兴品类表现亮眼。上半年经济活动受疫情影响, 家具家电内销承压明显。今年 618 期间商家自主和联合促销降价刺激消费者购买家具等耐用高单品消费品需求。从 618 反馈看, 新兴品类韧性十足, 其中智能投影 1-5 月行业累计销售量同比+20%, 5 月+56%, 景气度环比提升。清洁电器中扫地机与洗地机保持较高景

气度。我们认为，近期疫情得到有效控制后，复工复产稳步推进，多地推出促销费优惠政策，需求边际改善、建议关注新兴品类家电的投资机会。

H1 百强销售环比改善，关注龙头房企的投资机会。2022H1，TOP100 房企实现操盘金额 3.06 万亿，同比减少 50.32%；单 6 月，TOP100 房企实现操盘金额 7329.8 亿元，同比减少 42.96%，环比增长 61.23%。TOP10 房企销售金额累计同比下降 45.42%，降幅低于 TOP5（-46.92%）、TOP20（-47.67%）、TOP50（-50.2%），明显看出头部房企销售降幅小于其他梯队房企。我们认为多地方送调控政策，政策效果逐渐向市场传导，6 月销售环比改善明显，各梯队房企销售金额降幅进一步收窄。伴随着各地销售和土拍政策陆续放松，行业格局面临重塑，建议关注头部房企的投资机会。

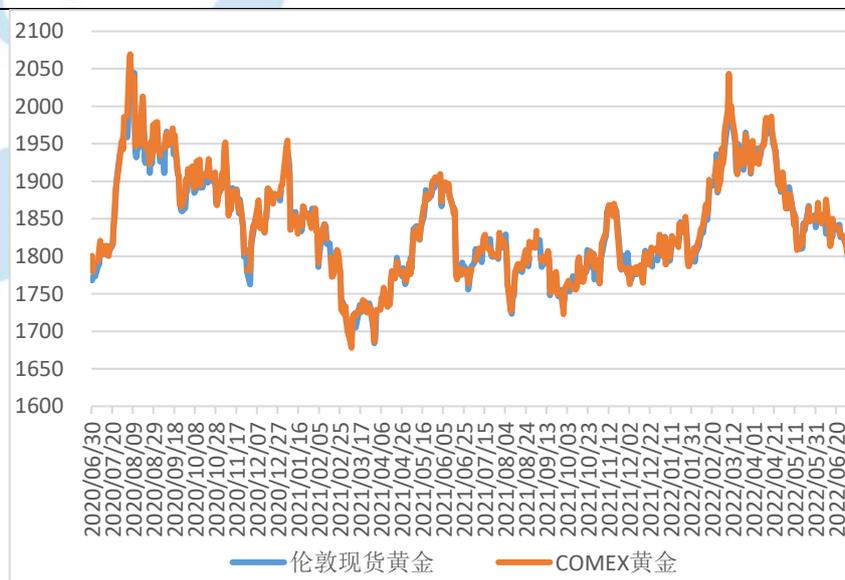
三大航司签订飞机购置协议，行业进入黎明期。7 月 1 日，三大航公告与空客公司签订协议，南航、东航和国航分别向空客公司分批购买 96 架、100 架和 64 架 A320NEO 系列飞机，国航控股子公司深圳航空签订 32 架 A320NEO 的购置协议。三大航本次签订协议引进机型均为 A320NEO 窄体机，三大航通过一次性签订多架飞机能够获得更多购买折扣，通过率先确认引进计划、更新机队，更利于巩固其头部地位。建议关注头部航司的投资机会。

展望后市，6 月 30 日公布的宏观 PMI 重返扩张区间。疫情对经济的影响进一步弱化，生产、物流及服务业在疫情控制政策不断优化及“稳增长”政策逐渐落实的背景下显著恢复。这为 A 股的长期上行提供坚实基础。在市场对实体经济改善的信心逐步提升过程中，建议关注消费、科技制造类行业两大投资板块。往后看，首先、疫情平复之后，居民消费场景将进一步修复。可选消费、旅游与餐饮板块有望迎来回升。其次，在全球寻求传统石化能源代替的背景下，风电、光伏、新能源等科技制造类行业长期增长空间加大。

3.2 黄金市场分析：美联储坚持鹰派姿态及经济数据不及预期给金价带来一定承压

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日下跌 19.55 美元，或-1.08%，收报于 1797.45 美元/盎司，全周累计跌幅 1.53%；美国 COMEX 黄金期货结算价下跌 5.8 美元，或-0.32%，收报于 1801.5 美元/盎司，全周累计跌幅 1.57%。

图 12：本周金价下跌不到 1%（美元/盎司）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周国际现货和期货黄金价格累计跌幅均在 1.5%左右，较上周下跌势头有所加快，周四周五两个交易日跌幅较大。主因是美联储主席在欧洲央行论坛上的讲话及随后公布的美国经济数据给金价一定程度承压。美联储主席鲍威尔本周在欧洲央行论坛上发言称，不会让高通胀在较长时期内主导经济，从而重申对美国通胀达到 40 多年来最高水平的强硬态度。但他也同时承认，美联储的货币政策“存在风险”，可能导致经济收缩，进而导致衰退。周三公布的美国一季度实际 GDP 年化季率终值为-1.6%，低于此前预估，表明美国经济收缩在加剧，陷入经济衰退的风险加大。另外本周公布的 PCE 数据显示，5 月同比增长 6.3%，通胀压力与 4 月份相当，但核心 PCE 同比增长 4.7%，较 4 月的 4.9%略有下降。

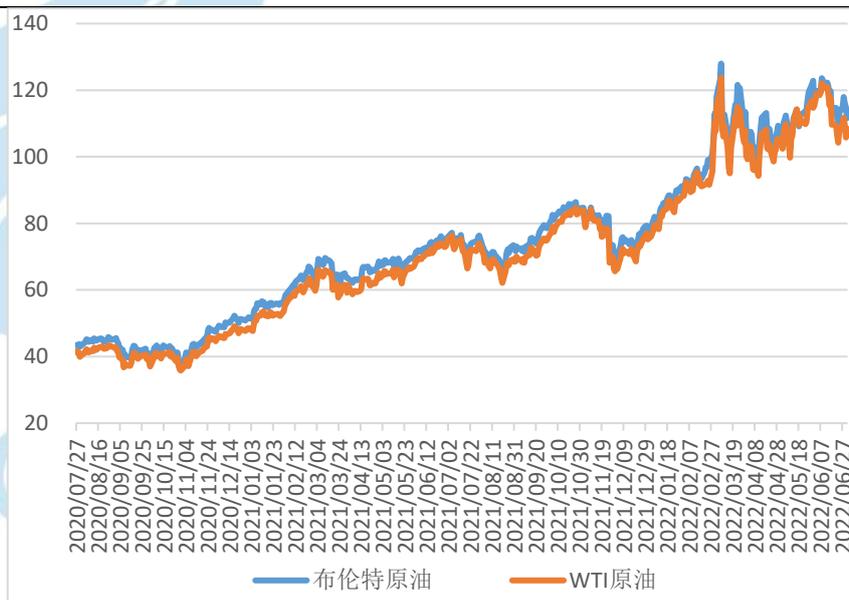
金价短期易涨难跌，但中长期将趋向下跌。近期陆续公布的经济数据和企业财报数据不乐观，将继续加剧市

场对美国经济衰退的担忧，有利于具有避险作用的金价。同时，全球主要国家处于高通胀阶段，在通胀持续快速上升期，投资者可能对法定货币失去信心，黄金的表现大概率会超过其他资产。此外，美国及其盟友将美元武器化制裁俄罗斯的举动或将对美元的影响不可逆转，将导致一些国家减少对美元和美国国债的敞口并增持黄金。而技术上，金价短期虽然回落至 1800 美元关键关口以下，短期有转弱趋势，但下方的 1780 美元左右的年初低点仍为一个关键支撑位。

3.3 原油市场分析：欧美经济衰退担忧带来油价承压，但俄乌冲突继续、OPEC+增产存在不确定性也支撑了油价，两大国际油价涨跌不一

周五，作为全球基准的布伦特原油期货近月合约结算价较前一交易日下跌 3.18 美元，或-2.77%，收报于每桶 111.63 美元，全周累计跌幅 1.32%；美国 WTI 原油期货合约结算价上涨 2.67 美元，或 2.52%，收报于每桶 108.43 美元，全周累计涨幅 0.75%。

图 13：布伦特原油价格下跌，但美油上涨（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周美油价格冲高回落，布伦特原油价格下跌，但美油价格上涨，油价处于多空对峙下的震荡状况，尽管全球央行紧缩可能拖慢经济增速从而给油价带来压力，但俄乌局势仍紧张、伊朗核谈判无任何进展也支撑油价。

对经济放缓的忧虑升温，不利于油价。美联储主席鲍威尔周三在欧洲央行论坛上表示，美联储在维持强劲劳动力市场的同时，有能力让通胀率回落至 2%，但他也警告称“无法保证”最终做到这一点。另外美国商务部公布的经济数据显示，美国一季度实际 GDP 年化季率环比终值-1.6%，较 5 月份公布的第二次预估下调了 0.1 个百分点，表明经济有疲软的迹象。

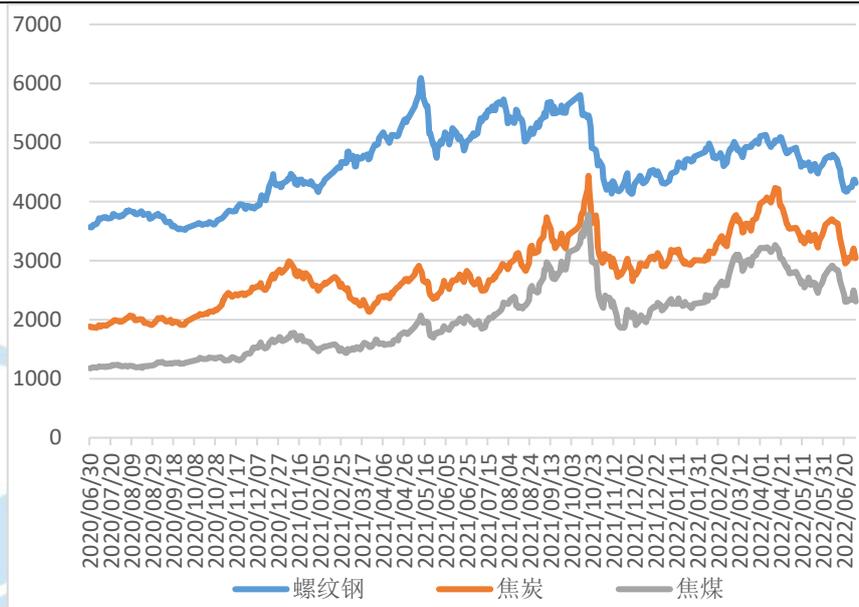
支撑油价的因素包括：OPEC+本周批准 8 月每日增产 64.8 万桶的计划，但市场仍对其继续增产能力存疑；G7 国家周一对俄罗斯进行新的制裁，将对俄罗斯的国防工业“数百名个人和实体”实施限制，以免获得关键技术；伊朗和美国在卡塔尔首都多哈就伊朗核问题全面协议恢复履约举行的间接谈判于周三结束，但双方未能取得重大进展。

油价短期仍然承压，但中长期将趋向下行。短期看，中国经济数据虽然边际改善，但难言大幅变化，整体生产端较好但需求端不足，同时美国经济也有放缓迹象，这对国际油价将不利，而且俄乌冲突和 OPEC+增产计划几乎对油价的影响不会太大，不会再次导致油价的单边猛涨，尤其是目前原油供需整体仍偏紧的情况下，OPEC+仍维持温和增产状态，我们认为油价继续向下的概率较大。中长期看，未来全球经济增速大概率放缓将影响原油总体需求，叠加越来越多国家制定“碳达峰”“碳中和”目标，未来太阳能、风能等绿色能源将逐渐替代原油等传统能源，原油需求趋于下降，并带动油价长期下行。

3.4 黑色产业链分析：下游需求仍没有明显改善，但市场利空出尽，黑色系价格小幅震荡

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周五每吨上涨 89 元，收报于 4315 元/吨，涨幅 2.11%；焦炭价格每吨下跌 6 元，收报于 3041 元/吨，跌幅 0.2%；焦煤价格每吨下跌 33 元，收报于 2307 元/吨，跌幅 1.41%。

图 14：本周黑色系商品价格小幅震荡（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

尽管下游需求仍疲软，但钢厂主动减产，尤其是压产政策预期较强，螺纹钢价格得到一定支撑。本周长流程产量延续大幅下降，短流程产量小幅下降，铁水产量减量继续下降，粗钢压产政策预期较强，钢材成本支撑转弱。国会强调加大汽车支持力度，30城地产成交有所回暖，市场需求预期好转，表需延续回升，总库存降幅扩大，未来需求端如何回暖值得关注，预计钢价震荡运行。

利润受压导致钢厂被动减产，焦炭焦煤需求仍受压。下游钢厂铁水产量环比下降，对焦炭的需求仍偏弱，好的方面是钢厂焦炭库存普遍偏低，焦炭刚性需求强度尚可，焦企出货有所改善。但伴随焦炭现货提降，加上下游钢厂利润偏低，向前端挤压焦化厂利润，近期焦煤加速跟跌，焦化利润有所修复，但亏损仍然较为普遍，焦炭供应出现阶段性收紧。由于当前高炉检修减产节奏开始放慢，焦企焦煤库存偏低，焦煤需求暂时修复。市场情绪上，近期市场多空信息交织，预计双焦期价将继续震荡。

3.5 人民币兑美元汇率分析：鲍威尔于欧洲央行会议再次强调控制通胀为美联储首要目标，美元指数大幅上行，人民币对美元汇率持续波动

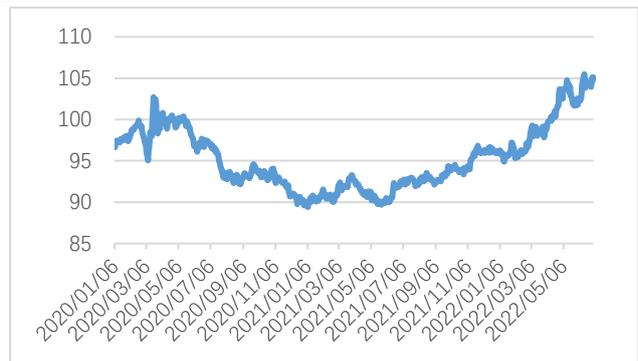
本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.6863，较上周上涨 0.20%。即期汇率报 6.7006，较上周下跌 0.10%，美元指数报 105.1160，本周上涨 0.9857。

本周美元指数上行较为明显。本周欧洲央行会议于葡萄牙的辛特拉召开，美联储主席鲍威尔、欧洲央行总裁以及英格兰银行行长参会。会上鲍威尔表示美联储当前的主要问题是控制通胀，即使目前美联储的紧缩路径可能加剧经济衰退的风险，市场对于美联储 7 月份加息 75BP 的预期有所增强。此外本周美国 5 月份 PCE 物价数据公布，整体来看较前值回落，亦不及市场预期，数据公布后美元指数略有下行。对于本周欧洲央行会议、PCE 等多项大事，市场提前反应，美元指数自本周一起整体呈现上行趋势。人民币在前期调整后整体表现稳定，本周人民币兑美元汇率中间价上涨。

近期公布的美国宏观数据显示美国经济下行压力增大，但本次美国通胀数据再次反弹后，美联储已经将控制通胀作为其首要目标，美国宏观经济的变化短期内对于美联储货币政策的影响较小，从中长期来看，美国经济增速下行，货币政策加速收紧下，美国可能加速从滞涨阶段进入衰退阶段，美联储的紧缩周期可能提前结束。

图 15：人民币兑美元汇率中间价上涨

图 16：美元指数上涨



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

风险提示: 货币政策超预期收紧, 信用风险集中爆发

AVIC

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

中航证券策略团队: 站在总量研究的高度, 以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维, 对实际投资更具指导意义。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无限。

免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637