

联储加息至中性利率，需要注意什么？

证券研究报告

2022年07月28日

海外宏观专题（2022-07-28）

联储重心仍在对抗通胀，加息 75 个基点至中性利率水平，以及不再提供清晰前瞻性指引的决议基本符合市场预期。未来加息路径取决于数据。

我们评估，加速紧缩后，美国经济和就业扩张已经有所放缓，通胀压力出现回落迹象。

美国宏观经济格局目前是类滞涨，后续大概率是经济与通胀下行。未来美国经济衰退的风险仍在，这对联储紧缩路径有重要影响。

加息至中性利率后，基于我们对未来美国经济的评估，我们预计，后续联储可能调整加息幅度，9 月加息幅度可能降至 50 个基点，11 月与 12 月联储加息总幅度为 50 个基点，年末加息终点仍在 3.25-3.5%。

我们对三季度十年 TIPS 的定价为 0.3-0.7%，隐含通胀为 2.2-2.5%，十年美债为 2.5-3.2%，2 年美债可能升至 3.2%，10-2 美债利差仍维持倒挂。

鉴于欧洲政治与能源和粮食安全方面的不确定性尚未解除，我们认为，后续欧元区大概率先于美国衰退、或欧央行提前于联储转向宽松，美元仍有上行空间，三季度定价在 110-115。

全球经济增速放缓，美欧央行加速紧缩，海外衰退交易逐步展开，外围压力有所缓解，换个角度，美债回落是否意味着国内债市机会？基本逻辑：外因还是要通过内因起作用，除非出现超预期冲击。

现阶段国内债市交易重心在于经济弱修复状况与后续政策变化。外围变化影响与否，关键在于是否进一步影响国内经济和政策。目前看，总体影响较为有限。所以市场交易重心还是继续以国内为主。

风险提示：全球经济放缓超预期、全球贸易增速放缓超预期、国内疫情发展超预期、美元与人民币汇率调整超预期。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

廖翊杰 联系人
liaoyijie@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：固定收益-如何审视转债居高不下的转股溢价率？——2022Q3 可转债市场估值与性价比观点》2022-07-26
- 2 《固定收益：商业银行配置力量凸显-2022 年 6 月中债登和上清所托管数据点评》2022-07-25
- 3 《固定收益：固定收益定期-资产证券化市场周报（2022-07-24）》2022-07-25

内容目录

1. 如何看待联储加息至中性利率?	3
2. 如何看待美国经济与后续加息节奏?	4
3. 如何看待后续美债美元与衰退交易?	9
4. 国内债市需要关注什么?	10

图表目录

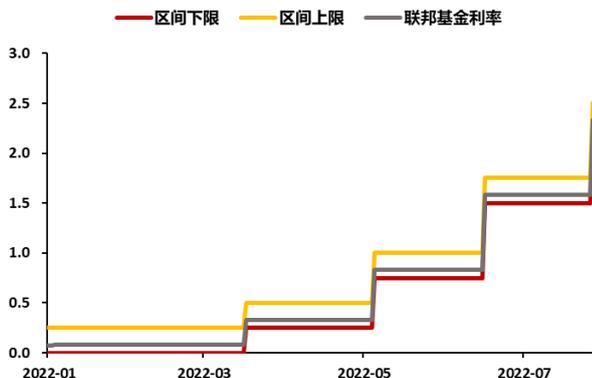
图 1: 联储政策利率区间与政策利率 (%)	3
图 2: 美国 CPI 同比 (%)	3
图 3: 会前市场对联储加息的一致预期 (%)	3
图 4: 美国新增非农就业 (千人)	4
图 5: 失业率与劳动力参与率 (%)	4
图 6: 美国工资增速 (%)	4
图 7: 美国失业数与职位空缺数 (%)	4
图 8: 美国 PMI 分项 (%)	5
图 9: 美国制造业新订单环比 (%)	5
图 10: 美国全部工业产能利用率与工业生产指数 (%)	5
图 11: 剔除转移支付的实际收入环比 (%)	5
图 12: 个人消费支出环比 (%)	5
图 13: 美国零售消费分项 (百万美元、%)	6
图 14: 美国住房市场景气度	6
图 15: 房地产抵押贷款利率与再融资指数 (%)	6
图 16: 美国成屋销售 (万套)	6
图 17: 美国新建住房可供应月数 (月)	6
图 18: 美国商业票据余额环比 (%)	7
图 19: 美国居民消费信贷环比 (%)	7
图 20: 美国 CPI 同比 (%)	7
图 21: 国际油价与隐含通胀 (美元/桶、%)	7
图 22: 美国通胀分项 (%)	8
图 23: 十年 TIPS 与全部工业部门产能利用率-月 (%)	9
图 24: 十年 TIPS 与制造业工业生产指数-月 (%)	9
图 25: 10-2 美债利差 (%)	9
图 26: 美元指数与美元兑欧元	9
图 31: 十年国债与十年美债 (%)	10

2022年7月28日，联储议息会议决议加息75个基点，加息后联邦基金利率已经升至中性利率水平，这对国内债市意味着什么？

1. 如何看待联储加息至中性利率？

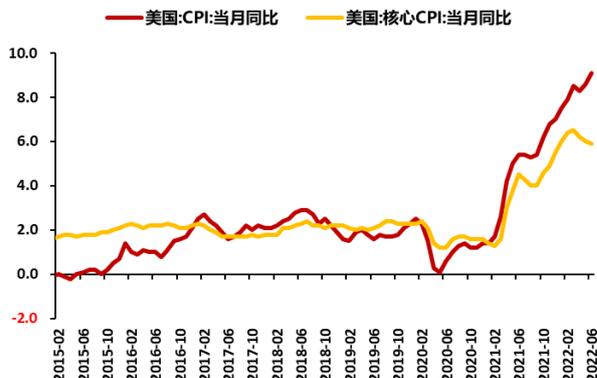
第一，联储加息75个基点，符合市场预期。7月13日，美国6月通胀数据再超预期后，市场一度交易联储在本次会议加息100个基点的可能性。但会前市场已经撤销对本次会议加息100个基点的下注。本次会议联储加息75个基点，符合市场预期。

图 1：联储政策利率区间与政策利率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 2：美国 CPI 同比（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

第二，联储不再提供清晰的前瞻性指引，但仍将继续加息。当前美国物价压力仍居高不下，通胀预期虽然较高点有明显回落，但仍然高于2%的目标水平。会前市场预期，与欧央行类似，联储可能不再提供清晰的前瞻性指引，另外，联储还将在9月、11月会议上各加息50个基点至3.25-3.5%区间。发布会上，鲍威尔承诺压低通胀至2%¹，但表示另一次非同寻常的大幅加息将取决于数据，尚未决定何时开始放慢加息节奏。鲍威尔对未来政策路径的表述，基本符合市场预期。

整体而言，联储政策重心仍在对抗通胀，表态基本符合市场预期。会后十年美债与2年美债有所回落，稍高于前一日收盘水平。

图 3：会前市场对联储加息的一致预期（%）

MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2022/7/27	0.0%	75.1%	24.9%	0.0%						
2022/9/21	0.0%	0.0%	0.0%	49.6%	42.0%	8.5%	0.0%	0.0%	0.0%	
2022/11/2	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	34.7%	44.2%	18.5%	2.5%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.3%	39.5%	31.4%	10.5%	1.3%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.7%	37.4%	32.2%	12.5%	2.2%	0.1%
2023/3/15	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	21.4%	36.0%	26.9%	9.8%	1.6%	0.1%
2023/5/3	0.0%	0.0%	1.4%	9.8%	26.2%	33.0%	21.4%	7.1%	1.1%	0.1%
2023/6/14	0.0%	0.6%	4.9%	16.6%	29.0%	28.2%	15.4%	4.6%	0.7%	0.0%
2023/7/26	0.2%	1.9%	8.5%	20.4%	28.8%	24.2%	12.1%	3.4%	0.5%	0.0%

资料来源：CME、天风证券研究所

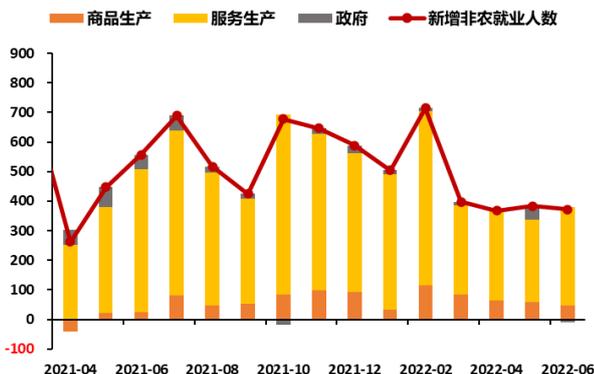
¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20220727a.htm>

2. 如何看待美国经济与后续加息节奏？

如鲍威尔所言²，后续联储加息节奏取决于数据。如何评估美国基本面？

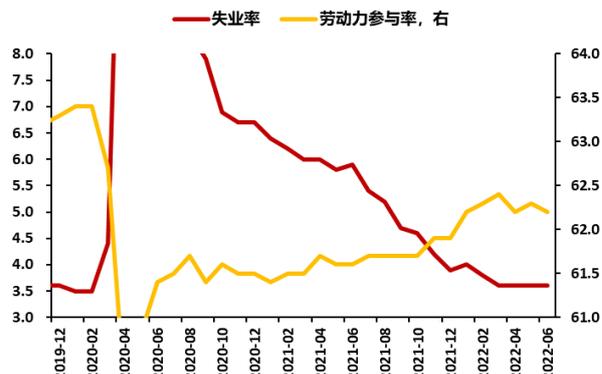
劳动力市场失衡有缓解迹象。过去四个月，美国新增非农就业稳定在 36-40 万人间，失业率稳定在 3.6%，劳动力参与率稳定在 62.2-62.4%间。劳动力工资同比与环比均较高点明显回落。随着登记失业数基本保持稳定，职位空缺数逐步减少，鲍威尔今年以来一直强调的职位空缺比失业数，也已经从 3 月的 1.99 回落至 5 月的 1.89，我们预期后续仍将回落。

图 4：美国新增非农就业（千人）



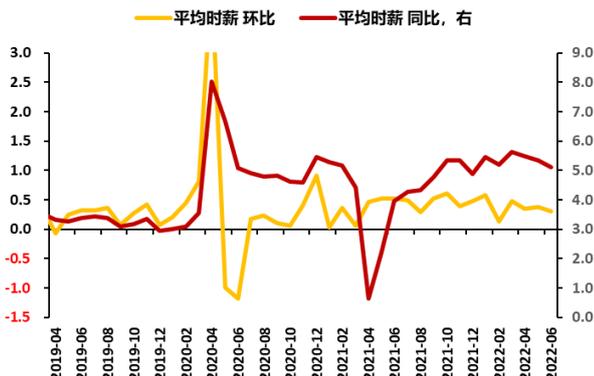
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 5：失业率与劳动力参与率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 6：美国工资增速（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 7：美国失业数与职位空缺数（千人、%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

宏观经济方面，鲍威尔未过多评价，认为美国经济目前没有出现衰退，表示联储试图避免衰退，表态与 6 月 28 日发言基本一致。

我们评估，美国经济动能正在逐步放缓。

美国制造业景气度仍处在扩张区间，但扩张势头已经较快回落。目前支撑美国制造业扩张的，主要是一季度去库后二季度在手订单的补库生产。新订单环比仍在扩张，但核心资本品的扩张明显放缓。

制造业综合产能利用率与工业生产指数已经有见顶迹象，美国制造业周期可能已经见顶，后续关注周期指标是否向下回落。

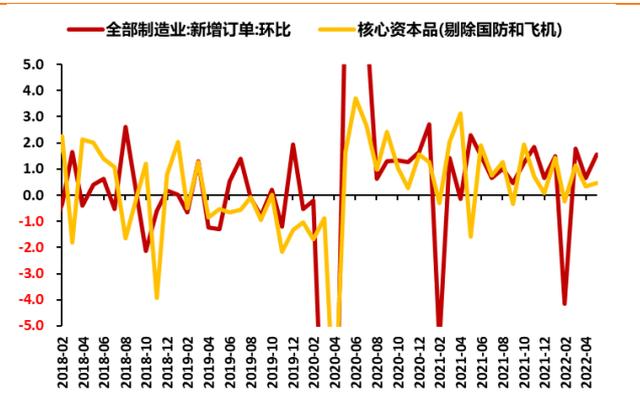
² <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20220727.htm>

图 8：美国 PMI 分项 (%)

	当月值	环比增减	过往趋势					
	2022-06	2022-06	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-06
制造业PMI	53.00	-3.10	58.60	57.10	55.40	56.10	53.00	
新订单	49.20	-5.90	61.70	53.80	53.50	55.10	49.20	
产出	54.90	0.70	58.50	54.50	53.60	54.20	54.90	
就业	47.30	-2.30	52.90	56.30	50.90	49.60	47.30	
供应商交付	57.30	-8.40	66.10	65.40	67.20	65.70	57.30	
自有库存	56.00	0.10	53.60	55.50	51.60	55.90	56.00	
客户库存	35.20	2.50	31.80	34.10	37.10	32.70	35.20	
物价	78.50	-3.70	75.60	87.10	84.60	82.20	78.50	
订单库存	53.20	-5.50	65.00	60.00	56.00	58.70	53.20	
新出口订单	50.70	-2.20	57.10	53.20	52.70	52.90	50.70	
进口	50.70	2.00	55.40	51.80	51.40	48.70	50.70	

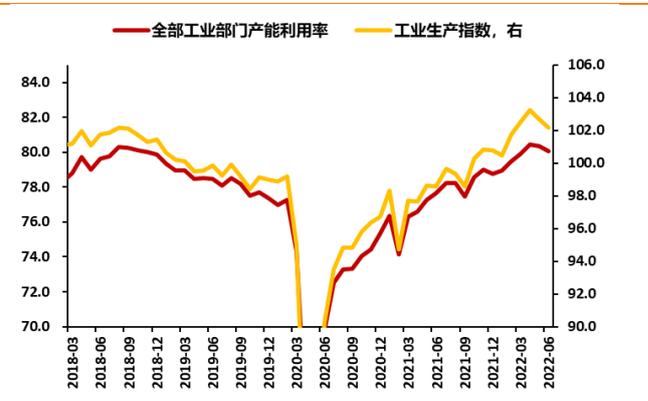
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 9：美国制造业新订单环比 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 10：美国全部工业产能利用率与工业生产指数 (%)

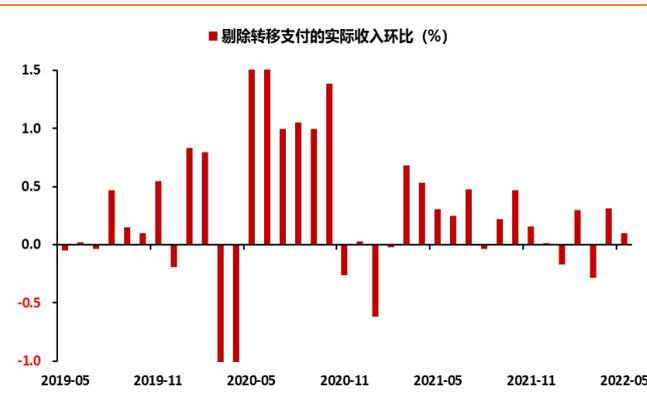


资料来源：WIND、天风证券研究所

居民收入与消费仍维持扩张，但增速明显放缓，且通胀持续挤出消费。NBER 衡量衰退的两个最重要分项，新增非农就业与剔除转移支付的实际收入环比仍在扩张。零售销售数据环比转为扩张，但环比增速不高。支撑消费的主要是加油站和服务消费项。

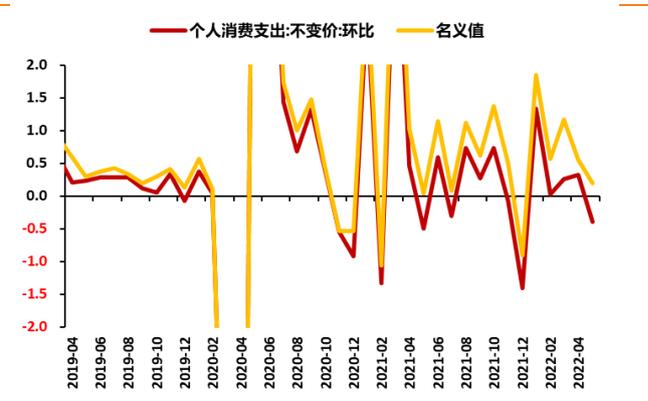
个人消费支出名义值扩张，实际值收缩，表明通胀对消费仍有挤出效应。

图 11：剔除转移支付的实际收入环比 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 12：个人消费支出环比 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 13: 美国零售消费分项 (百万美元、%)

	销售额 (百万美元)		权重 (%)			同比 (%)			环比 (%)	
	2022-06	2022-06	2022-04	2022-05	2022-06	2022-04	2022-05	2022-06	2022-06	
零售和食品服务销售	695,144	100.00	7.07	7.82	8.18	2.47	-0.44	1.00		
机动车辆和零部件店	132,269	19.03	-1.97	-1.98	-3.25	-3.98	0.33	0.82		
家具和家用店	12,295	1.77	0.37	1.96	1.87	-0.10	0.90	1.42		
电子和电器店	7,202	1.04	-4.31	-4.37	-5.02	0.73	0.98	0.44		
建筑材料、园林和物料店	47,930	6.89	1.96	1.22	5.62	8.45	-4.24	-0.88		
食品和饮料店	78,614	11.31	8.36	7.34	7.60	4.26	-1.26	0.37		
保健和个人护理店	32,463	4.67	1.17	2.00	3.69	1.41	-1.30	-0.11		
加油站	76,298	10.98	40.11	39.04	45.89	12.50	4.70	3.64		
服装及服装配饰店	24,664	3.55	8.90	8.71	4.34	3.64	-8.13	-0.39		
运动、爱好、书及音乐商店	9,316	1.34	-5.30	-3.18	0.12	0.94	5.68	0.79		
日用品商场	67,055	9.65	-1.55	-0.69	2.56	4.86	-2.34	-0.19		
杂货店	16,423	2.36	17.62	19.36	24.15	9.50	-4.38	1.39		
无店铺商贩	102,543	14.75	3.57	9.34	6.97	-2.49	2.78	2.16		
食品服务和饮吧	88,072	12.67	22.31	20.86	17.57	3.91	-2.50	1.03		

资料来源: WIND、天风证券研究所

抵押贷款利率快速上行后, 地产景气度持续回落至明显低于疫情前水平。随着住房销售较快回落, 美国地产库存已经明显走高。

居民信贷与企业票据余额环比也已经回落。

图 14: 美国住房市场景气度



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 15: 房地产抵押贷款利率与再融资指数 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 16: 美国成屋销售 (万套)



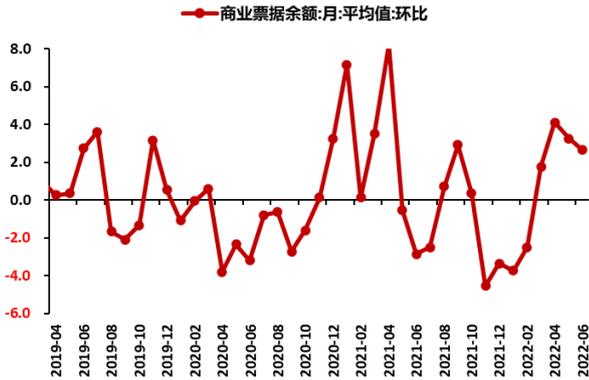
资料来源: WIND、天风证券研究所

图 17: 美国新建住房可供应月数 (月)



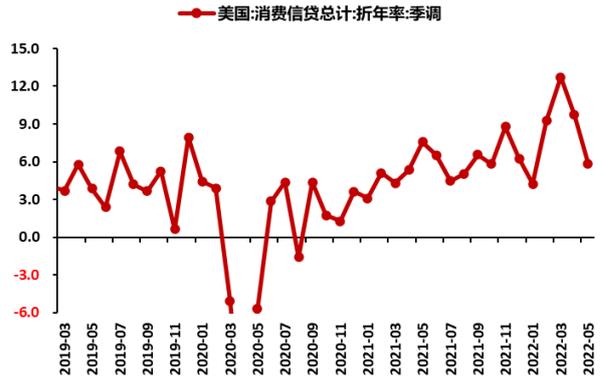
资料来源: WIND、天风证券研究所

图 18: 美国商业票据余额环比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 19: 美国居民消费信贷环比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

通胀方面, 鲍威尔表示将针对通胀回落寻找令人信服的证据。

我们评估, 美国通胀压力出现了回落迹象, 但仍需数据确认。

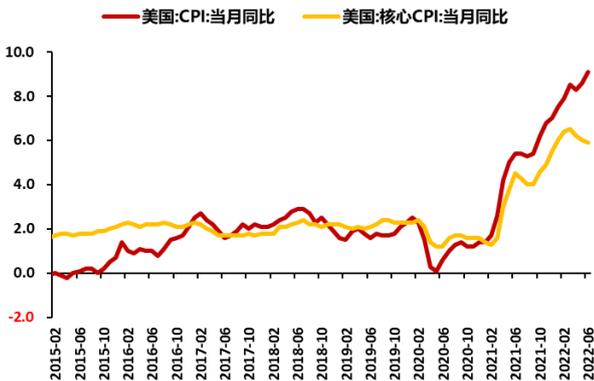
推动美国通胀的主要是能源消费, 6 月国际油价有所上行, 但主要还是从原油到成品油价格传导的滞后性推动了能源价格的上涨。7 月美国能源价格回落 100 美元/桶附近, 我们预计, 随着原油价格回落与成品油价格滞后传导结束, 7 月通胀压力将有所减轻。6 月家庭外住宿与机票价格分析明显回落, 表明经济重启对核心 CPI 的推升基本结束。我们预计, 随着美国经济趋弱, 美国核心 CPI 也将逐步回落。

整体而言, 加速紧缩后, 美国经济和就业扩张已经有所放缓, 通胀压力出现回落迹象。

美国宏观经济格局目前是类滞胀, 后续大概率是经济与通胀下行。未来美国经济衰退的风险仍在, 这对联储紧缩路径有重要影响。

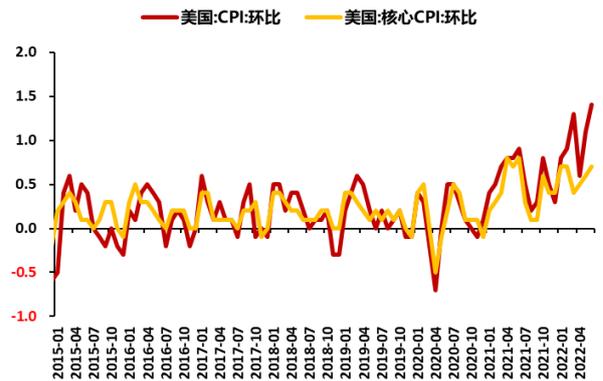
加息至中性利率后, 基于我们对未来美国经济的评估, 我们预计, 后续联储可能调整加息幅度, 9 月加息幅度可能降至 50 个基点, 11 月与 12 月联储加息总幅度为 50 个基点, 年末加息终点仍在 3.25-3.5%。

图 20: 美国 CPI 同比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 21: 美国 CPI 环比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 22: 美国通胀分项 (%)

美国CPI分项	权重 (%)		YOY (%)			MOM (%)		
	2022-04	2022-04	2022-05	2022-06	2022-04	2022-05	2022-06	
CPI	100.0	8.2	8.5	9.0	0.6	1.1	1.4	
食物	13.4	9.4	10.1	10.4	0.9	1.2	1.0	
家庭食物	8.2	10.8	11.9	12.2	1.0	1.4	1.0	
谷物和烘焙食物	1.0	10.3	11.6	13.8	1.1	1.5	2.1	
肉, 禽, 鱼和蛋	1.9	14.4	14.2	11.8	1.4	1.1	-0.4	
乳制品及相关食品	0.8	9.1	11.8	13.5	2.5	2.9	1.7	
水果和蔬菜	1.4	7.7	8.1	8.0	-0.3	0.6	0.7	
非酒精饮料和饮料材料	0.9	9.8	12.0	11.9	2.0	1.7	0.8	
其他家庭食物	2.2	11.0	12.6	14.4	0.7	1.6	1.8	
非家庭食物	5.1	7.2	7.4	7.7	0.6	0.7	0.9	
能源	8.3	30.3	34.6	41.6	-2.7	3.9	7.5	
能源商品	4.9	44.7	50.4	60.7	-5.4	4.5	10.4	
燃油	0.2	80.5	106.7	98.5	2.7	16.9	-1.2	
车用燃油	4.7	44.0	49.1	60.2	-5.8	4.1	11.0	
汽油	4.6	43.6	48.7	59.9	-6.1	4.1	11.2	
能源服务	3.4	13.7	16.2	19.6	1.3	3.0	3.5	
电力	2.5	11.0	12.0	13.7	0.7	1.3	1.7	
公用燃气服务	0.9	22.7	30.2	38.4	3.1	8.0	8.2	
核心CPI	78.3	6.1	6.0	5.9	0.5	0.6	0.7	
除食品能源外商品	21.5	9.7	8.5	7.1	0.2	0.7	0.8	
服饰	2.5	5.4	5.0	5.2	-0.8	0.7	0.8	
新车	4.0	13.2	12.6	11.4	1.1	1.0	0.7	
二手车和卡车	4.0	22.7	16.1	7.1	-0.4	1.8	1.6	
医疗商品	1.5	2.1	2.4	3.2	0.1	0.3	0.4	
酒精饮料	0.9	3.9	4.0	4.0	0.4	0.5	0.4	
烟草和吸烟用品	0.5	7.2	7.9	7.9	0.4	0.9	0.6	
除能源外服务	56.8	4.9	5.2	5.5	0.7	0.6	0.7	
住所	32.5	6.5	6.9	7.3	0.6	0.8	0.8	
主要住宿租金	7.3	4.8	5.2	5.8	0.6	0.6	0.8	
家庭外住宿	1.0	19.7	19.3	10.1	1.7	0.9	-2.8	
业主自主租金	23.8	4.8	5.1	5.5	0.5	0.6	0.7	
医疗服务	6.9	3.5	4.0	4.8	0.5	0.4	0.7	
专业服务	3.5	1.8	1.9	2.6	0.0	0.1	0.7	
医院服务	2.5	3.6	3.8	3.9	0.5	0.4	0.4	
运输服务	5.7	19.8	19.3	19.6	-0.4	2.0	3.8	
机动车保养与维修	1.0	5.3	6.1	7.9	0.5	0.5	2.0	
机动车保险	2.4	4.4	4.5	6.0	0.8	0.5	1.9	
机票价格	0.5	33.3	37.8	34.1	18.6	12.6	-1.8	

资料来源: WIND、天风证券研究所

3. 如何看待后续美债美元?

截止 7 月 25 日收盘，十年美债为 2.81%，十年 TIPS 为 0.45%，隐含通胀为 2.36%。如何阶段性给美债定价？我们仍基于基本面分析。

首先，考虑实际经济周期定价实际利率，即定价十年 TIPS。我们参考全部工业部门产能利用率来观察美国商业周期位置，4 月初该数据与 2018 年高点基本持平，5、6 月该数据连续两个月回落，美国整体商业周期的顶部位置基本确认。6 月盘中，十年 TIPS 也一度触及 0.9 以上位置。金融危机后，两者顶部相关性较高。

我们预计，随着美国居民需求逐步回落，后续全部工业部门产能利用率继续突破上行难度较大，十年 TIPS 也较难突破前期高点，三季度十年 TIPS 的定价为 0.3-0.7%。

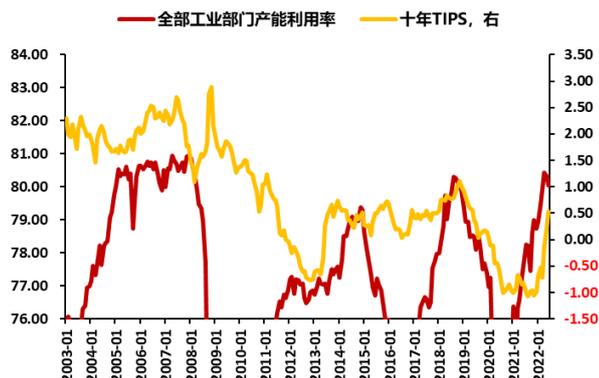
其次，考虑通胀预期的定价。考虑到未来美国通胀压力回落，我们预计，隐含通胀突破前期高点难度较大，但也不会简单回落至 2% 目标，三季度隐含通胀的定价为 2.2-2.5%。

综合来看，我们对十年美债的阶段性定价为 2.5-3.2%，整体仍是宽幅震荡，方向上回落的可能性较大。

三季度 2 年美债可能升至 3.2% 附近，10-2 美债收益率持续倒挂。

美元方面，鉴于欧洲政策与能源和粮食安全方面的不确定性尚未解除，我们认为，后续欧元区大概率先于美国衰退、或欧央行提前于联储转向宽松，美元仍有上行空间，三季度定价在 110-115。

图 23：十年 TIPS 与全部工业部门产能利用率-月 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 24：十年 TIPS 与制造业工业生产指数-月 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 25：10-2 美债利差 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 26：美元指数与欧元兑美元



资料来源：WIND、天风证券研究所

4. 国内债市需要关注什么？

全球经济增速放缓，美欧央行加速紧缩，海外衰退交易逐步展开，外围压力有所缓解，换个角度，美债回落是否意味着国内债市机会？基本逻辑：外因还是要通过内因起作用，除非出现超预期冲击。

现阶段国内债市交易重心在于经济弱修复状况与后续政策变化。外围变化影响与否，关键在于是否进一步影响国内经济和政策。目前看，总体影响较为有限。所以市场交易重心还是继续以国内为主。

图 27：十年国债与十年美债（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其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投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com