

密切关注 8 月开始的风险释放窗口

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

策略摘要

7 月全球主要经济体做出了下半年首次利率决策：日本虽继续宽松但变化正在酝酿，美联储“75BP”的加息首次释放政策的二阶拐点，欧洲央行和韩国央行都是首次启动“50BP”加息的央行，需要特别留意这两个地区后期金融市场的压力变化。宏观政策保持定力的中国，货币政策仍延续着稳健偏宽松的状态，“稳”强于“松”继续成为主旋律。

核心观点

■ 市场分析

宏观周期：全球周期延续内外错配，国内缺乏向上的弹性，国外等待向下的触发。截止 7 月国内宏观指标仍处在底部波动状态等待着资产负债表的扩张，而海外仍等待着流动性不断收紧状态下宏观需求的反馈。在这一等待过程中，8 月或为市场提供了暴风雨前的一段宁静状态。

海外宏观：等待向下的触发。美欧两大央行 7 月继续加息，加息的确定性和市场预期的缓和一方面施压短期的宏观现实，另一方面改善长期的预期曲线。3 月以来全球金融环境的一致性收紧未来仍需要一个释放窗口，相比较预期明年美国经济衰退后的降息，三季度欧洲金融压力的逐渐抬升、以及 8 月份韩国等亚洲经济体的风险状况，甚至安倍事件后日本央行货币政策的走向可能是美国衰退前更先需要关注的“向下”事件，8 月份在美国 CHIP4 施压和中国大基金调查的共振下，需要密切留意韩国金融市场风险。

中国宏观：等待向上的弹性。早在去年下半年就已经转向不再更紧的宏观政策，并未驱动市场预期的进一步改善，相反在等待房地产风险处置的过程中，市场抑制的风险偏好降低了人民币资产的创造。融资冲量虽然回升但金融条件并未明显改善，周期的“向上”仍需更多的“向下”事件来创造风险收益比，以为备战模式下的财政提供更大“以人为本”的支持空间。因而相比较 2010 年之前大开大合的宏观周期，我们预期本轮周期的底部延续会更长，海外需求的收缩和内部需求的创造之间，需要一个“便宜”的入场点。

■ 策略

宏观层面仍在等待人民币资产创造的时机，即表现为央行资产负债表的扩张；随着以欧央行为代表的非美央行货币政策转向，8 月开始关注全球金融压力的释放，在此之前美元阶段性调整过程中的宏观策略仍以左侧的反弹来应对

■ 风险

通胀超预期风险，风险处置的次生风险

目录

| | |
|---------------------------|----|
| 策略摘要 | 1 |
| 核心观点 | 1 |
| 宏观周期：下行已是必然，短期存预期调整 | 3 |
| 货币周期碰上供给冲击，需求下行已是必然 | 3 |
| 欧央行加息强于美联储，让子弹再飞一会儿 | 5 |
| 海外宏观：等待向下触发 | 6 |
| 消费国：利率曲线倒挂 | 6 |
| 生产国：宏观账户恶化 | 7 |
| 信号：快加息确认需求回落 | 8 |
| 中国宏观：等待向上弹性 | 9 |
| 宏观平衡的着力点转向内需 | 9 |
| 推动内需曲线的继续陡峭化 | 11 |

图表

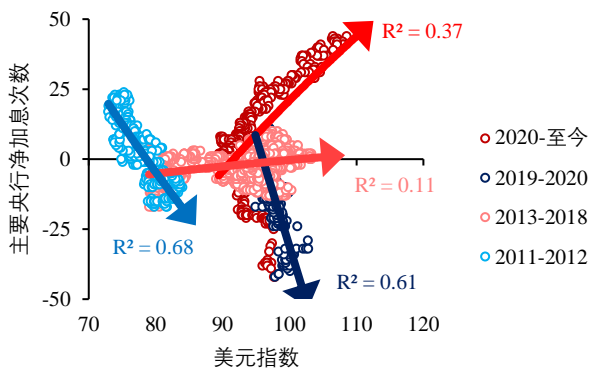
| | |
|--|----|
| 图 1: 美元指数和央行加息 单位：点 | 3 |
| 图 2: 2021 年以来主要经济体需求变化 单位：点 | 3 |
| 图 3: 供应链压力和韩国信用 单位：%YOY | 4 |
| 图 4: 就业市场供给压力延续 单位：%YOY | 4 |
| 图 5: 市场定价的预期回到中性 单位：点 | 5 |
| 图 6: 利率抬升预期短期出现放缓 单位：BP | 5 |
| 图 7: 美债收益率曲线倒挂和信贷增速的回落 单位：%YOY | 6 |
| 图 8: 景气指数预示着美国进入去库周期 单位：% | 7 |
| 图 9: 扩张周期中资金流入美国 单位：百亿美元 | 7 |
| 图 10: 英美对外账户差额/GDP 的演变 单位：%GDP | 8 |
| 图 11: 德日对外账户差额/GDP 的演变 单位：%GDP | 8 |
| 图 12: 全球政策不确定性开始上升 单位：点 | 9 |
| 图 13: 美欧经济预期差值再次走阔 单位：点 | 9 |
| 图 14: 全球总需求回落施压中国对外出口 单位：% | 10 |
| 图 15: 强美元削弱了全球的信用扩张 单位：% | 10 |
| 图 16: 中债收益率曲线都强化概率上升 单位：% | 11 |
| 图 17: 经济结构和期限利差 单位：比值 | 11 |

宏观周期：下行已是必然，短期存预期调整

货币周期碰上供给冲击，需求下行已是必然

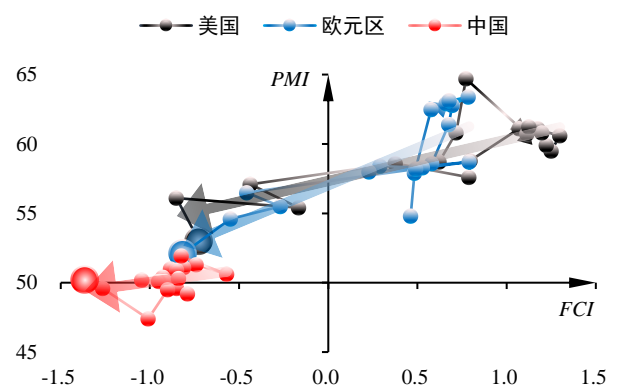
货币学派认为“一切价格都是货币现象”，为了应对这一现象以美联储为代表的全球货币当局开启了货币流动性的收紧过程。我们选取 35 家全球央行¹作为货币政策行动的代表，简单汇总其基准利率的变动情况（净加息次数），视为全球货币政策松紧的初步衡量。本轮全球央行货币政策的边际收紧（净降息次数的减少）始于 2020 年 6 月，而货币政策的净收紧（从净降息转向净加息）始于 2021 年 1 月；如果以美元指数作为全球流动性变化的代理变量，在边际收紧的不再更宽松阶段美元指数延续回落（从 100 跌至 89）；在净收紧的逐渐趋紧阶段美元指数开始转向回升（从 89 涨至 108），符合流动性变化的常识。而本轮全球流动性的收紧过程相比较 2013-2018 年体现出时间更短、强度更大的特点（见图 1 中红线），因而我们不认为全球经济能够实现比上一轮更漂亮的着陆（美国货币市场冲击、新兴市场国家货币冲击），2021 年以来的流动性紧缩过程中，实体经济的景气指数开始回落，而 2022 年 3 月美联储开始的强加息也终于进一步带动了金融条件的实质性收紧（见图 2）。

图 1：美元指数和央行加息 | 单位：点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 2：2021 年以来主要经济体需求变化 | 单位：点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

而从供给的角度来看，随着疫情的长期化影响，对于全球供应链的影响还未消除。我们在此前的报告中指出，从影响货币当局政策收紧的角度出发，可观察的供给因素主

¹ 35 家央行分别为美国、欧元区、日本、英国、瑞士、中国、澳大利亚、新西兰、加拿大、阿根廷、秘鲁、墨西哥、智利、马来西亚、印度尼西亚、菲律宾、印度、巴西、俄罗斯、南非、韩国、台湾、泰国、土耳其、瑞典、挪威、尼日利亚、哈萨克斯坦、波兰、多米尼加共和国、以色列、乌克兰、哥伦比亚、特立尼达和多巴哥、埃及央行。

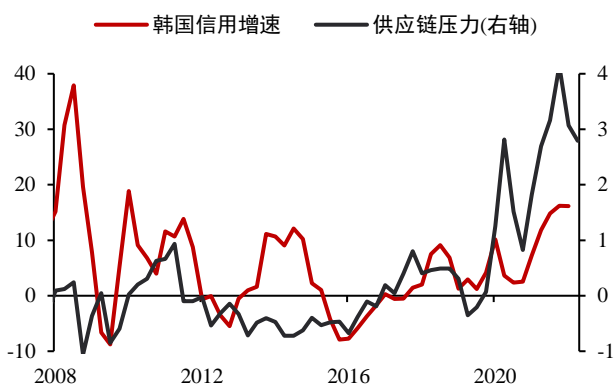
要有两个：地缘博弈之下世界粮仓的粮食供给和俄罗斯的能源供应，以及全球疫情扩散之下世界制造业中心的产品供给²。而我们知道无论是疫情、战争亦或是由此带来的通胀，从宏观的角度来看都形成了全球主要经济体之间的再平衡过程——

上游资源领域美国对于全球能源和农产品市场份额的提高³，以及中游制造领域良好的防疫政策下中国对于全球商品出口份额的提高⁴。

目前来看，供给压力的改善虽然依然需要时间，尤其是美国重组全球朋友圈的过程中乌克兰地缘博弈暂时的延续，但是主要矛盾的减少意味着压力的减轻，从而推动市场关注点的转向：

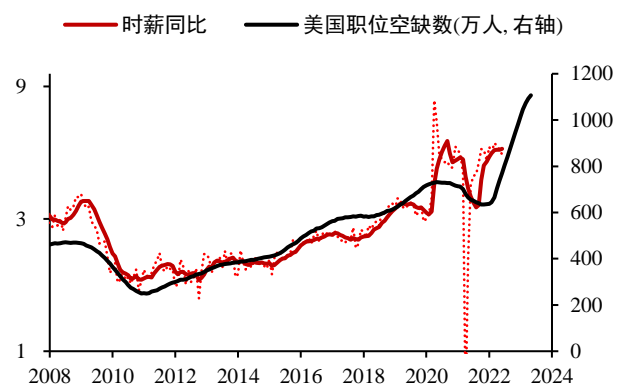
- 1) 供给层面从短期的供应链因素转向长期的劳动力因素（见图 4）；
- 2) 需求层面从前期的金融市场压力转向实体经济的冲击（见图 2）。

图 3：供应链压力和韩国信用 | 单位：%YOY



数据来源：Bloomberg NYFed 华泰期货研究院

图 4：就业市场供给压力延续 | 单位：%YOY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

² 参考 2022 年 3 月至今的美联储会议声明，值得注意的是 7 月份美联储 FOMC 会议声明

(<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20220727a.htm>) 中对于通胀的供给因素表述中删去了中国供应链因素的措辞，保留了对于乌克兰战争的影响因素。我们认为这种改变与中国的防疫政策调整和对疫情的相对控制存在关联的。

³ EIA 数据显示，截至 7 月 22 日当周，美国原油日出口量为 455 万桶，创下历史新高。

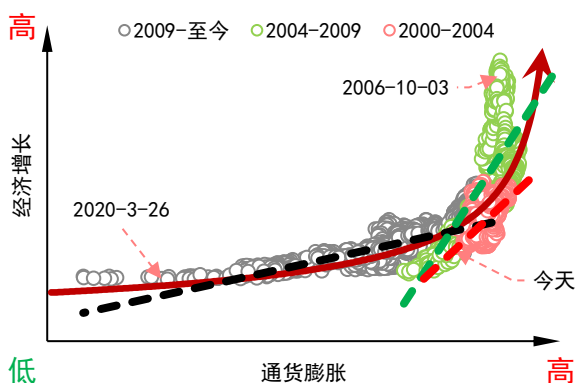
⁴ 短期的一个关注点在于由于中游生产型经济体宏观账户的压力增加（以韩国为例），在供应链趋于改善和需求趋于回落的带动下对于金融市场构成新的挑战，即高通胀下的“快加息”（韩国 7 月 13 日首次加息 50 个基点），叠加需求的进一步放缓（消费型半导体景气回落，二季度全球智能手机出货量 2.86 亿台，同比下降 8.7%，连续第 4 个季度下滑），增加了金融市场的不稳定性。

欧央行加息强于美联储，让子弹再飞一会儿

欧元下跌风险缓和，提振市场风险偏好。7月份美欧两大央行再次差异的货币政策决议一定程度上扭转了市场此前对于欧元持续走低带来的货币危机担忧。一方面对于美联储，7月议息会议释放的货币政策信号并不是非常鹰派，除了将加息幅度保持在6月份的“75个基点”不变之外，美联储主席鲍威尔适当提及的“降息可能性”也增加了市场对于美联储货币政策强度缓和的想象预期（见图6），即市场定价了货币政策的二阶拐点，短期推升收益率曲线的陡峭化。另一方面对于欧央行，在对内通胀上涨对外货币贬值的压力下，欧央行终于通过大幅加息50个基点，通过让欧洲结束“负利率”状态的方式来维系欧洲经济的竞争力。美欧央行7月份的货币政策操作，无形中提振了市场的风险偏好。

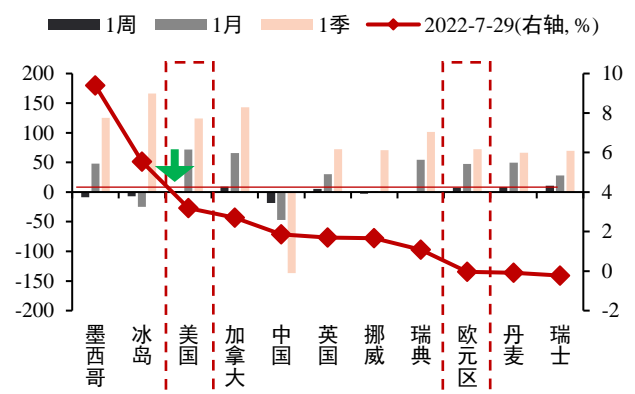
市场短期风险偏好改善之后，中期仍将面对压力的挑战，8月以后都将是风险释放的观察窗口。虽然欧央行7月份通过鹰派加息的方式为欧元体系尤其是德国经济提供信心，但是毫无疑问地，欧央行这种货币政策的快速强力收紧对于南欧边缘国家来说构成的压力是确定性的——2022年上半年美联储快速加息形成的压力对于欧洲的经济压力已经形成，上游能源进口约束不仅推动通胀创下历史新高（两位数的PPI增速和接近10%的CPI增速），而且恶化了对外账户（从欧洲整体到核心经济体中的德国，对外账户都转向了逆差）。随着7月份欧央行强加息推动的欧洲金融条件收紧，8月份开始我们需要观察的是在欧洲总量货币政策快速收紧的状态下，欧洲央行提供的定向宽松货币政策工具是否能够提供真正有效的对冲，这将成为从8月份开始到9月份下次货币政策会议之前观察欧洲经济结构性压力的窗口期，期间欧洲的波动不可避免。

图 5：市场定价的预期回到中性 | 单位：点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：利率抬升预期短期出现放缓 | 单位：BP



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

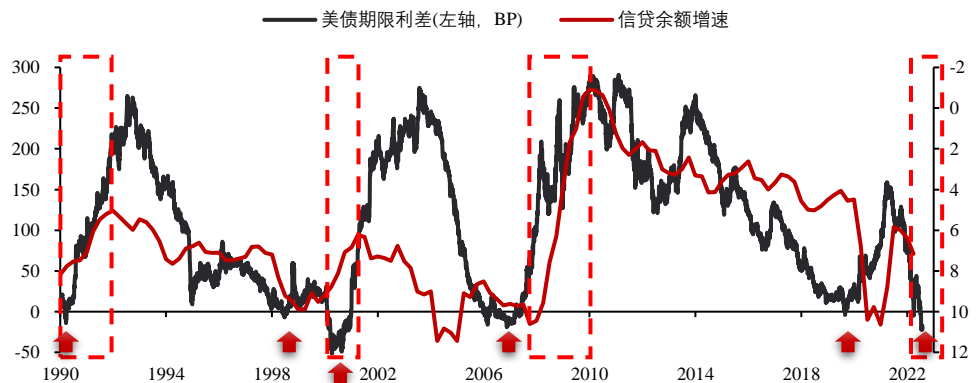
海外宏观：等待向下触发

消费国：利率曲线倒挂

从 2021 年开始，随着美联储货币政策逐渐趋向于正常化，美债收益率曲线的扁平化逐渐成为市场关注的热点。“控通胀”的政治要求下，美联储持续的收紧货币政策驱动短端收益率的抬升；以及由于高收益率传导至金融条件的收紧、经济扩张压力的增加，所带来的长端收益率的回落，持续的推动收益率曲线的扁平化。

收益率曲线的倒挂是需求收缩的市场定价。“金融是经济的核心”，定价曲线的倒挂反馈的是经济实体对于长期经济扩张信心的缺乏——相对短端高流动性溢价，市场无法给出长端更高的风险溢价。正常情况下，除非通过像大规模投资为长端提供更高的风险溢价，资金的信心回归需要短端流动性溢价的回落，即宏观供需矛盾的缓和。在前述供给因素没有完全缓和的情况下（见前述脚注 2），市场定价的矛盾结束大概率来源于需求的回落。

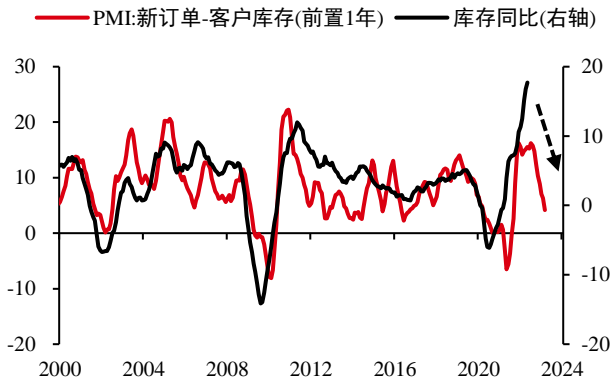
图 7: 美债收益率曲线倒挂和信贷增速的回落 | 单位：%YOY



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

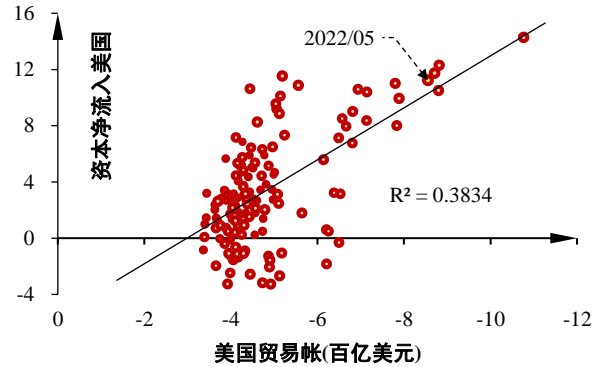
留给市场的问题是谁的需求回落？随着 7 月份美国阶段性地将压力继续向外转移，市场在交易宏观修复的过程中，一方面由于美国经济周期进入到“去库”而加大需求回落的压力（见图 8），另一方面由于非美经济体进入到了“快速加息”的货币政策周期，出口需求的放缓叠加内部金融条件收缩（见图 2）的双重压力之下，以生产为代表的出口型非美经济体面临的经济压力或将逐渐加深，或将推动需求收缩状态下的全球资金继续流入呈现出净流入美国的状态，全球经济仍将不时面临风险的波动。

图 8：景气指数预示着美国进入去库周期 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：扩张周期中资金流入美国 | 单位：百亿美元



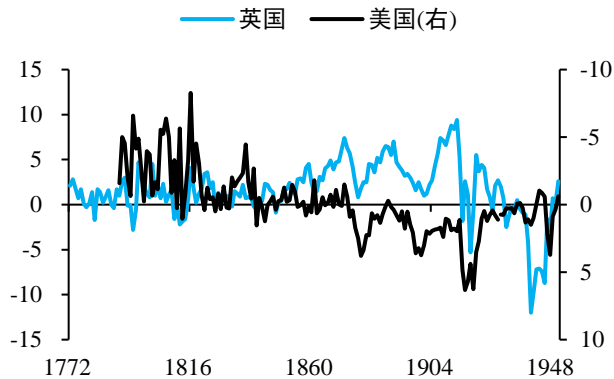
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

生产国：宏观账户恶化

7 月份全球金融市场体现的是“衰退预期”下对需求回落的定价，即美元流动性的收缩。从实际的宏观消费数字来看，从 3 月份开始的全球金融条件收紧到 7 月份全球主要经济体景气指数大幅回落（见图 2），短期内平抑了前期需求过度扩张恶化的供需矛盾。同时美元流动性收缩带来的全球再分配效应也逐渐显性化——欧洲中的意大利、亚洲中的韩日到越南——主要生产型经济体在贸易项下都出现了不同程度的逆差，而如果我们继续假设至少在短期内美联储给出的供给约束条件不发生明显变化的假设成立（见脚注 2），那么由于受到上游原料供给刚性和下游需求回落的双重压力，美元流动性收缩对于中游财富的再分配效应将进一步凸显。

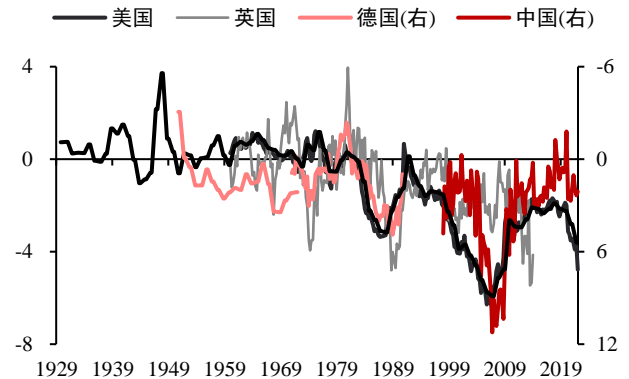
19 世纪以来主要经济体对外账户呈现出此消彼长的状态。在工业革命以后，世界出口的主要来源于英国（图 10 蓝线：英国经常帐占 GDP 比重）。随着美国在世界经济份额的增加，19 世纪后期美国在全球的对外账户顺差逐渐增加，并在第一次世界大战期间取代英国，成为全球出口顺差的提供者（图 10 黑线：美国商品贸易差额占 GDP 比重）。进入到 20 世纪，尤其是二战后，伴随着全球战后经济的重建，全球产业也再次转向德国和日本，成为主要的生产制造中心（图 11 粉线：德国贸易差额占 GDP 比重），并在 80 年代后，全球的制造业中心逐渐往亚洲转移，中国成为全球主要的贸易顺差提供者（图 11 红线：中国经常项目差额占 GDP 比重）。2008 年金融危机以外，随着美国家庭部门的去杠杆，全球贸易环境再次呈现出收缩的状态，2017 年美国的贸易战叠加 2020 年疫情的冲击，中国正式提出了“双循环”战略。关注 2022 年强美元影响下对于全球经济分配的影响，截止 2022 年一季度，虽然美国经常项目逆差比重继续回升，但是在平衡战略影响下，国内顺差扩张程度相对有限。

图 10: 英美对外账户差额/GDP 的演变 | 单位: %GDP



数据来源: FRED 帕尔格雷夫世界历史统计 华泰期货研究院

图 11: 德日对外账户差额/GDP 的演变 | 单位: %GDP



数据来源: FRED 帕尔格雷夫世界历史统计 华泰期货研究院

从国别的宏观账户来看，生产型经济体的需求萎缩仍将是 8 月份市场关注的一个焦点。今年二季度以来随着美国金融条件的快速收紧，全球多数生产型经济体将面临逆差不得不继续扩大的压力，像 5 月份的德国，其对外贸易出现了 30 年以来的首次贸易逆差，虽然逆差额度只有 10 亿欧元，但是他反馈出的经济现实，对于德国的国家账户来说，资产创造形成的能力正在面临收缩压力（市场对于欧元兑美元的汇率预期转向平价）。德国之外其他生产型经济体也面临同样的问题，仅仅在 5 月份法国就有 60.1 亿欧元的贸易逆差、印度有 242 亿美元的贸易逆差，日本在货币政策持续宽松的竞争性贬值状态下逆差额竟然也达到了 178 亿美元，韩国和越南在 5 月份也分别出现了 17.1 亿美元和 17.3 亿美元的贸易逆差，显示出全球生产型经济体资产端创造的能力开始表现出负面的冲击状态。因而在欧元下跌风险短期有所缓和的背景下，宏观层面仍需时刻警惕欧洲风险的最终演变路径。

信号：快加息确认需求回落

信号一：政治是对经济的一个外化表现，当前政治事件释放的依然是经济压力在增加的现实。在美国国内，6 月 24 日保守派大法官推翻了“罗伊诉韦德案”⁵，以及对于第二修正案的解释进行了更新⁶。在美国国外，OPEC 秘书长的意外死亡、日本前首相的被枪杀和英国首相的辞职，等等。我们认为由于 2020 年开始财政天量刺激，所形成的债务

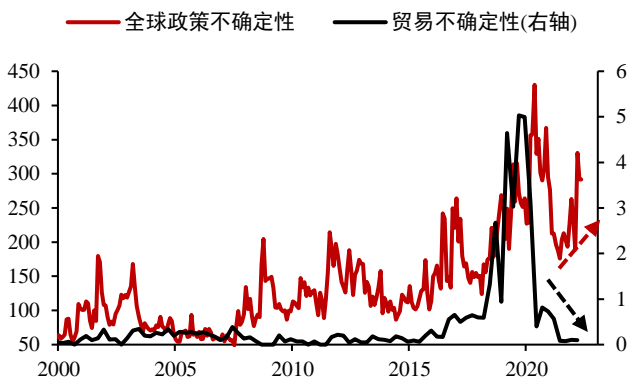
⁵ 参见澎湃新闻 (https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_18728071)，当地时间 6 月 24 日，美国联邦最高法院裁决推翻 1973 年“罗伊诉韦德案”的裁决，取消了宪法对女性堕胎权的保护，并将堕胎的合法性问题留给各州应对。

⁶ 参见澎湃新闻 (https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_18742286)，当地时间 6 月 25 日，美国总统拜登签署了一项名为《两党安全社区法》的枪支安全法案。

压力在临近美国中期选举的时间窗口，这种压力带来的外在影响会逐渐上升，而 2022 年的这个夏天新冠变异病毒新一轮的扩散也在快速的发散过程之中，对于宏观环境来说未来的不确定性依然非常高（见图 12）。

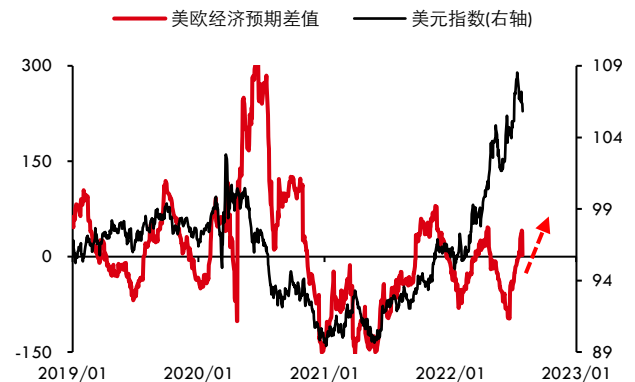
信号二：生产型经济体开启了快加息路径。

图 12：全球政策不确定性开始上升 | 单位：点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 13：美欧经济预期差值再次走阔 | 单位：点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

中国宏观：等待向上弹性

宏观平衡的着力点转向内需

中国宏观的矛盾是外需下降和供给过剩之间的矛盾。因而，无论是外部需求的放缓打破了过去依赖于“国际大循环”的中国经济模型，还是内部需求“伟大崛起”要求的中国在全球产业链分工上的转变，宏观矛盾的解决需要结构的再平衡。或者是市场经济条件下的自然转型，像百年之前的西方，或者是主动承担这种转型的阵痛，通过时间来消化这种压力。在这个过程中，由于 1) 趋势上 08 年金融危机已经证明了外需的下降，2) 节奏上 22 年美联储流动性再次收缩势必降低短期的外需展望，也就意味着内需的政策储备。

我国当前面对的全球宏观环境依然是一个收缩的结构。过去国内的经济周期的驱动主要通过“出口—制造业—地产”这个链条来进行，但是疫情叠加美联储流动性收缩的影响之下，需求的回落是确定性的。IMF 已经年内第三次下调经济增长预期，把今年和明年的增速预期继续下调到了 3.2%和 2.9%⁷。同时从流动性收紧驱动全球去杠杆的角度来看，

⁷ 参见国际货币基金组织 7 月《世界经济展望》：经济前景的下行风险占据极大的主导地位，控制通胀应成为政
请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

虽然目前仅有斯里兰卡和孟加拉国两个小国出现了系统性的压力，但是随着货币政策的持续收紧，对于像欧洲、日本等主要经济体仍将带来下行压力。

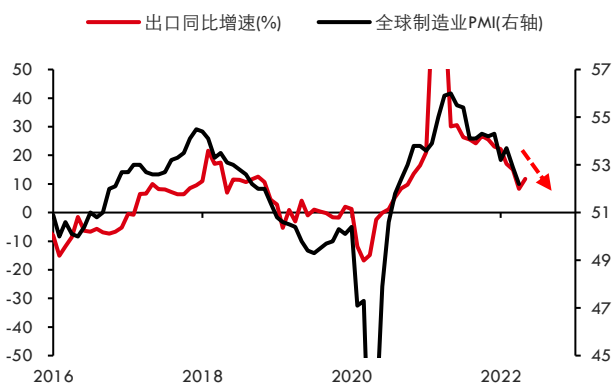
作为宏观平衡的要求，中国内部仍需要宏观对冲政策。正如过去宏观政策所尝试的那样，当外部商品需求面临收缩和美元流动性供给面临压力的状况下，一方面施压于过去的“出口-地产”融资结构推动经济结构的转型，另一方面尝试用扩张性的资本市场来对冲面临压力的流动性环境——

2008 年在面对美国金融危机引起的外需大幅收缩的背景下，国内释放了“4 万亿”扩张以提供宏观账户的平衡；

2014 年在美联储货币政策正常化引起的新兴市场流动性冲击过程中，国内释放了金融市场的杠杆扩张以对冲流动性压力；

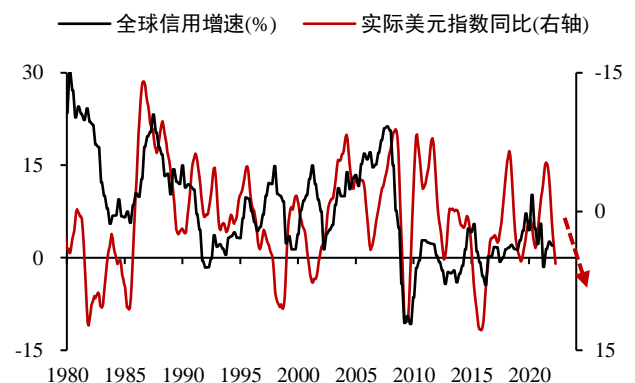
2022 年开始我们再次遇到美联储“强加息”驱动外需回落的客观现实，国内宏观账户平衡的主体仍将是国内的需求——内需是着力点⁸。

图 14: 全球总需求回落施压中国对外出口 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 强美元削弱了全球的信用扩张 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

策制定者的首要任务，收紧货币政策将不可避免地将产生实实在在的经济成本，但推迟只会使成本进一步增加 (<https://www.imf.org/zh/Publications/WEO/Issues/2022/07/26/world-economic-outlook-update-july-2022>)。

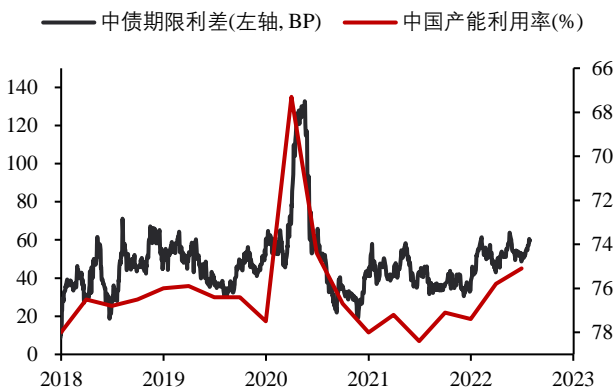
⁸ 7 月 28 日政治局会议指出，宏观政策要在扩大需求上积极作为，在货币政策要保持流动性合理充裕的情况下，财政货币政策要有效弥补社会需求不足 (http://www.gov.cn/xinwen/2022-07/28/content_5703255.htm)。7 月 19 日国常会指出，要综合施策扩大有效需求，一是发挥有效投资对经济恢复发展的关键性作用，二是推动消费继续成为经济主拉动力 (http://www.gov.cn/premier/2022-07/29/content_5703527.htm)。

推动内需曲线的继续陡峭化

“疫情依然是最大的基本面”，但我们预计市场宏观交易的权重将降低。一方面从对经济的实际影响来看，由于当前全球主要传播的 BA.5 毒株比早期变异株致病性更强，更容易引发炎症，疫情仍将对于实体经济活动带来负面影响⁹。另一方面从预期定价上疫情的影响预计将逐渐弱化，一则7月份发布的第九版防疫规则对于人流和物流都做了更优化的安排，再则今年由于疫情推迟的杭州亚运会正式确定了将在2023年9月23日至10月8日举行，这释放出的是应对疫情挑战负面影响开始受控的积极信号。

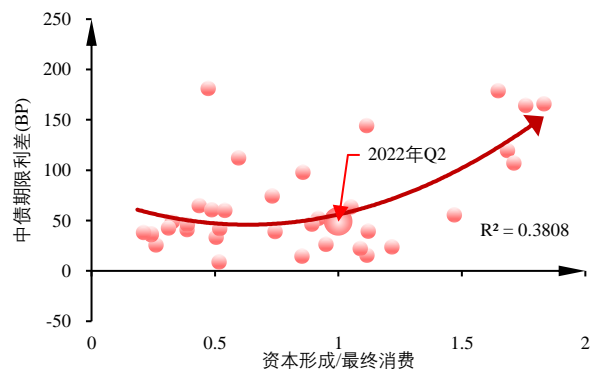
备战约束了经济的内生活力，关注8月开始拉长内需结构的久期配置。虽然6月份经济数字环比意义上在修复4月份疫情的冲击，但总体而言上半年经济数字的表现不甚理想，二季度0.4%的增速是仅仅守住了正增长的底线，仍缺乏经济向上的弹性——央行二季度调查显示，市场主体的信心依然不足，居民部门和企业部门的资产负债表扩张一直处在比较谨慎的状态，在“房住不炒”保持定力的状态下，市场对于经济向上的弹性预期是不足的，这种预期的缺乏也就形成了当前虽然央行的“水”不缺，但是市场的扩张意愿还是不足。私人部门的暂时缺位意味着官方部门的填补要求增加，这将驱动收益率曲线的进一步陡峭化倾向。

图 16：中债收益率曲线都强化概率上升 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 17：经济结构和期限利差 | 单位：比值



数据来源：Wind 华泰期货研究院

⁹ 7月政治局会议把疫情防控放到了“政治”的高度，坚持就是胜利。

免责声明

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力。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。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com