

不断超越 更加优秀
BEYOND EXCELLENCE



【宏观大类专题】美联储加息终点研究

系列二、本轮美联储加息的位置及对我国大类资产的影响

广州期货研究中心
2022年12月7日



➤ 主要观点

一、本轮美联储加息的成因及位置：

- 本轮美联储加息是历经史级宽松后的收紧。超常宽松货币政策及供应问题共振，引发通胀创历史新高。
- 本轮加息呈高度同步特征，欧美主要经济体政策利率已调整超前高，美国10年期与2年期国债已出现深度倒挂，加息周期引发全球经济衰退预期。
- 自11月以来美联储主要官员开始讨论加息退坡的时间点，市场围绕加息节奏及终点开展博弈，债市、汇市出现明显反弹。

二、美联储加息周期下我国货币政策展望

- 历史经验表明中美货币政策并不同步，背后是经济周期的错位。目前美国通胀问题高企，而我国面临内需持续疲软的问题。
- 美联储加息对我国的影响分为短期及长期维度。短期通过美元流动性收紧引发外资回流从而影响资本市场和市场情绪，人民币兑美元汇率在今年4-5月、8-10月出现快速贬值，11月以来回暖，股市外资流向出现了同步变化，而债市外资持有量持续环比减少。长期影响主要为急剧加息引发经济衰退从而影响外需、出口和实体经济，10月以来外需回落导致我国出口增速高位下滑至负增长区间。
- 我国货币政策仍将以我为主。随着疫情防控政策调整及稳增长政策持续发力，2023年上半年经济有望维持弱复苏，基本面边际回暖使得货币政策进一步宽松的必要性降低，预计2023年总量宽松空间有限，以结构性工具为宽信用政策的主要抓手。

三、美联储加息周期下我国大类资产走势规律及展望

- 复盘前两轮美联储加息周期，我国商品普涨，股债走势无明显规律。美联储加息内对市场情绪的影响为短期冲击，在加息周期后期，美股、美债与我国资本市场走势相关性较低。而商品价格拐点出现在加息周期后期或加息结束后经济增长显著放缓带来的经济下行担忧，多为抢跑交易
- **展望：本轮加息美国面临的内外部困难更加复杂，政策两难局面突出，但美国经济增长韧性较欧洲仍相对强劲，加息退出、刺激政策预期升温后预计迎来巨大的反弹行情，特别是美债，但需要警惕加息周期后期的超预期暴力加息；随着疫情扰动退出，低基数作用下预计我国经济缓慢复苏，且与欧美陷入衰退形成相对优势，吸引外资重新流入，明年我国权益市场迎来利好，而货币政策总量宽松空间有限情况下债市震荡偏空；商品市场目前已提前结束通胀行情，进入交易经济衰退带来需求下降的阶段，工业品受海外需求收缩和国内稳增长经济修复预期共振，农产品相对受益于供应风险，能源受需求回落中枢趋下行但节奏受供应风险影响，贵金属预计在经济衰退兑现后重回上升通道。**

➤ 风险提示

美联储货币政策节奏偏离预期；国内稳经济政策不及预期；疫情发展超预期



不断超越 更加优秀
BEYOND EXCELLENCE

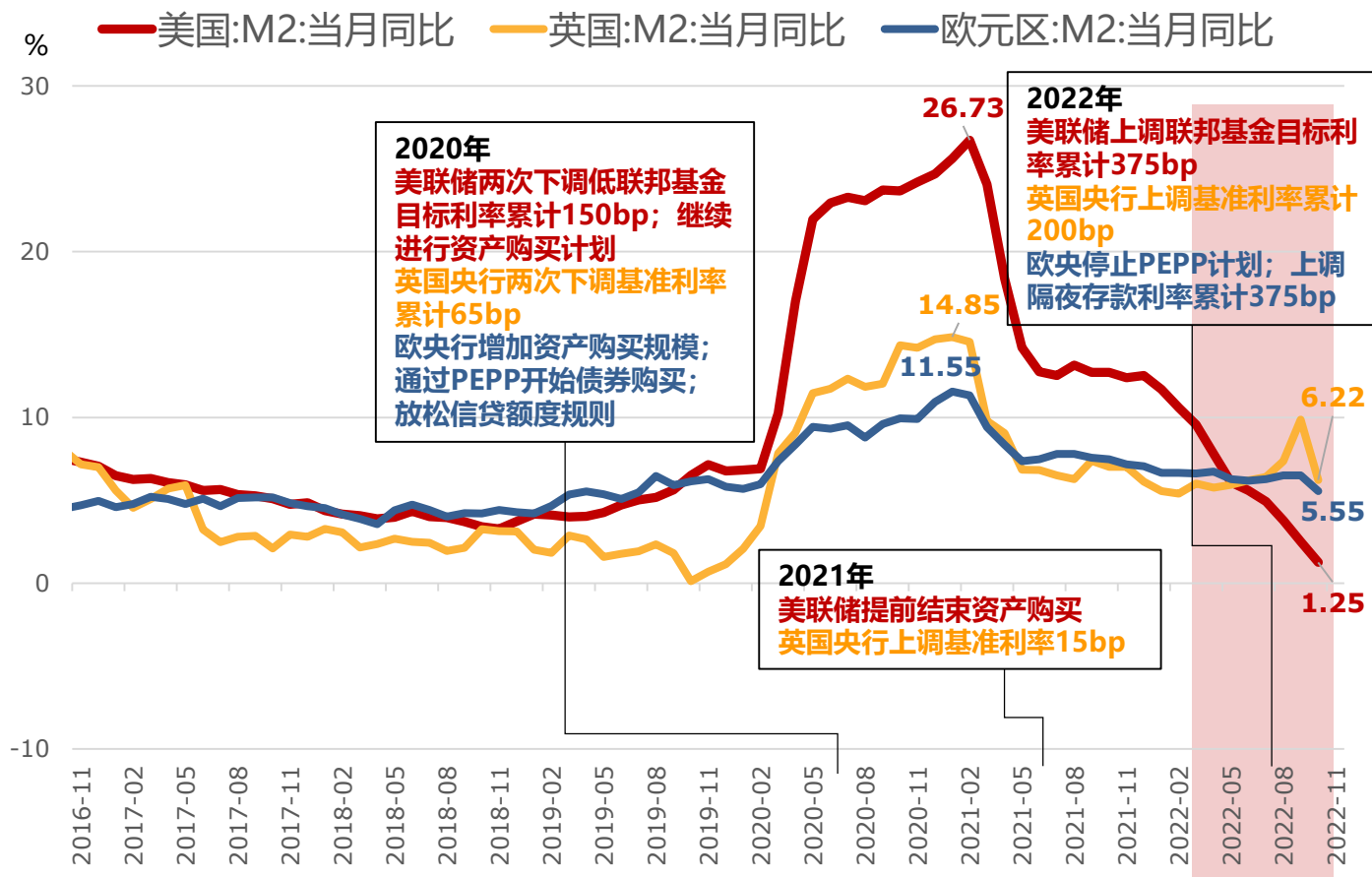
第一部分

本轮美联储加息的成因及位置

本轮美联储加息是历经史级宽松后的收紧

■ 2020年新冠疫情爆发，全球主要经济体央行采取史无前例的宽松货币政策以刺激经济恢复，全球量化宽松力度大幅超过2008年金融危机时期。其中美国率先采取零利率 + 无限量QE政策组合，美联储扩表较疫情前已超过一倍

2020年疫情席卷全球，海外主要发达经济体货币宽松程度创历史新高



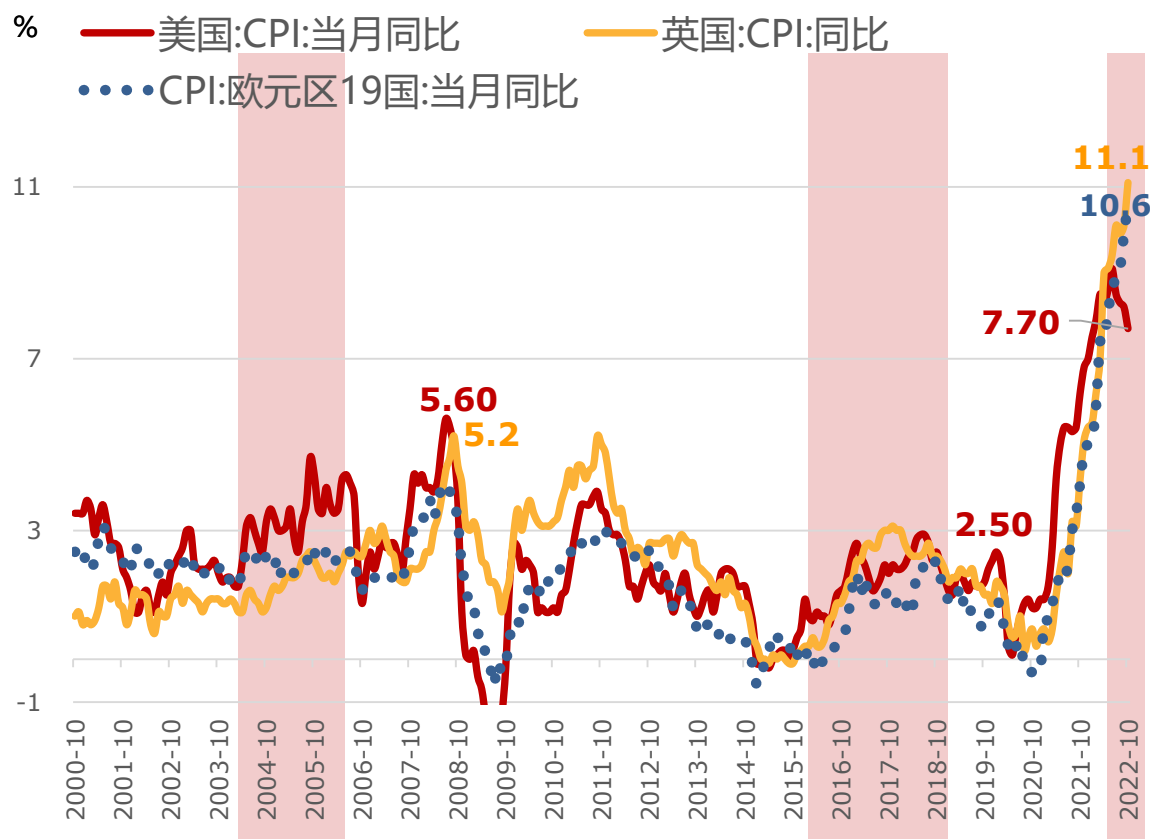
历经史诗级宽松后，主要经济体央行扩表显著

总资产 (亿美元)	美联储	欧央行	人民银行
2020年初	42,213	51,823	53,608
2020年末	74,114	85,545	59,257
较2020年初增长	+76%	+65%	+11%
2021年末	88,065	97,345	62,120
较2020年初增长	+109%	+88%	+16%
2022年最新	86,337	86,443	55,953
较2020年初增长	+105%	+67%	+4.4%

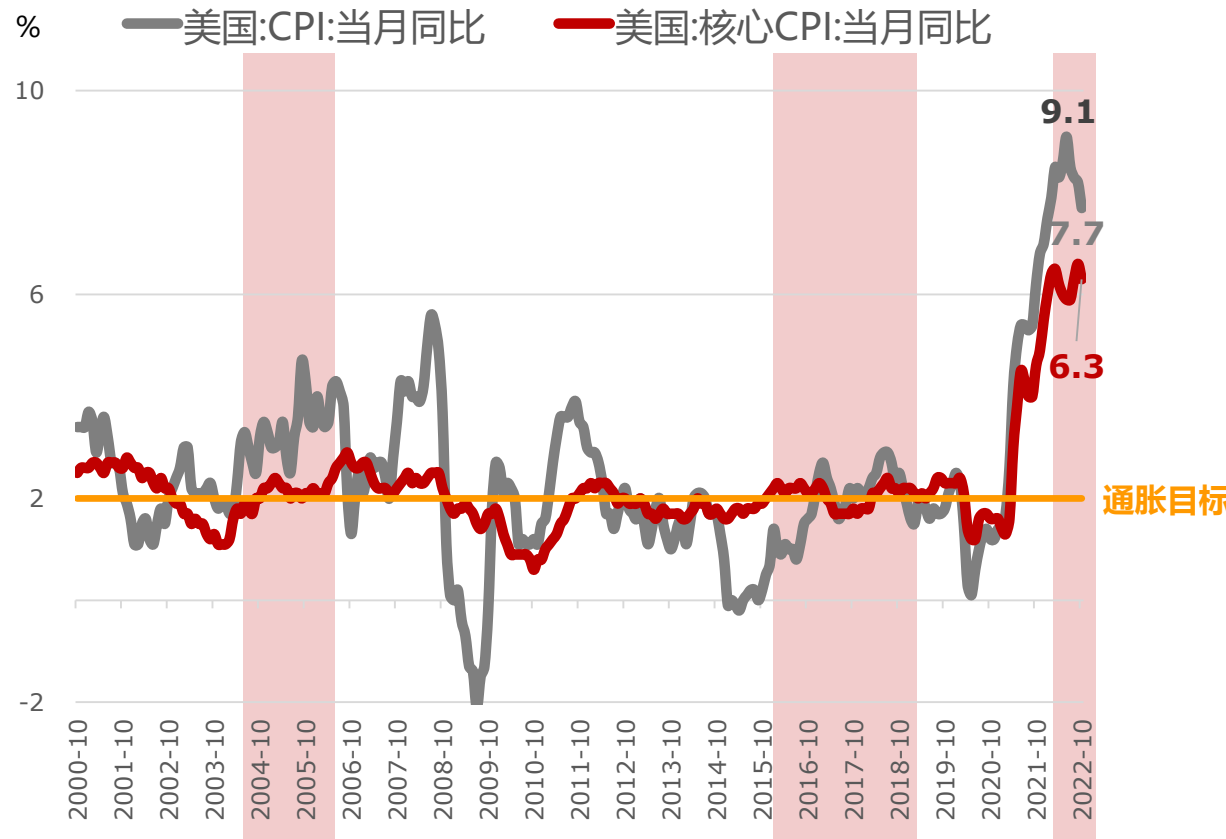
超常宽松货币政策及供应问题共振，引发通胀创历史新高

■ 受全球货币宽松及供应链问题影响，2021年以来欧美主要经济体通胀压力开始抬头，至2022年以来屡创历史新高，欧洲通胀持续攀升，美国通胀初见拐点但仍处历史高位

欧元区及英国通胀持续创历史新高，美国通胀随着猛烈加息有所回落



美国CPI同比拐点出现，核心CPI仍有较强粘性

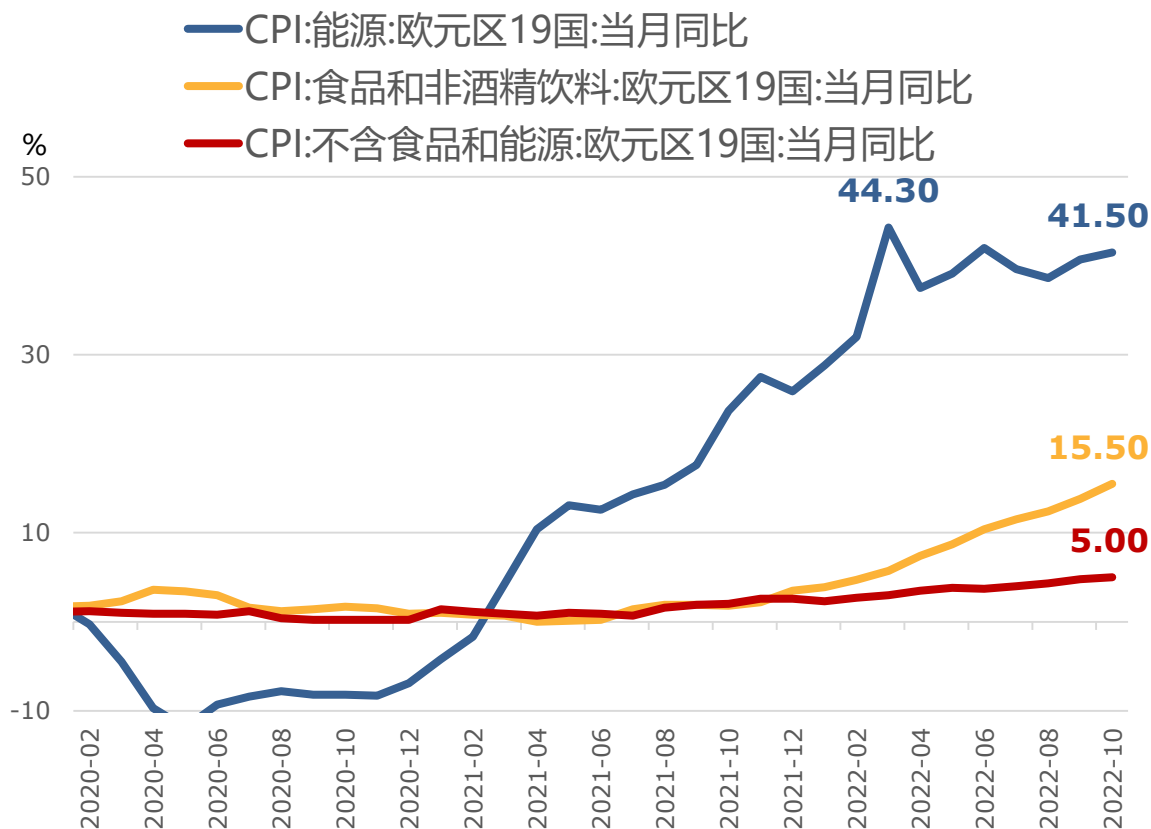


注：红色框代表美联储加息周期

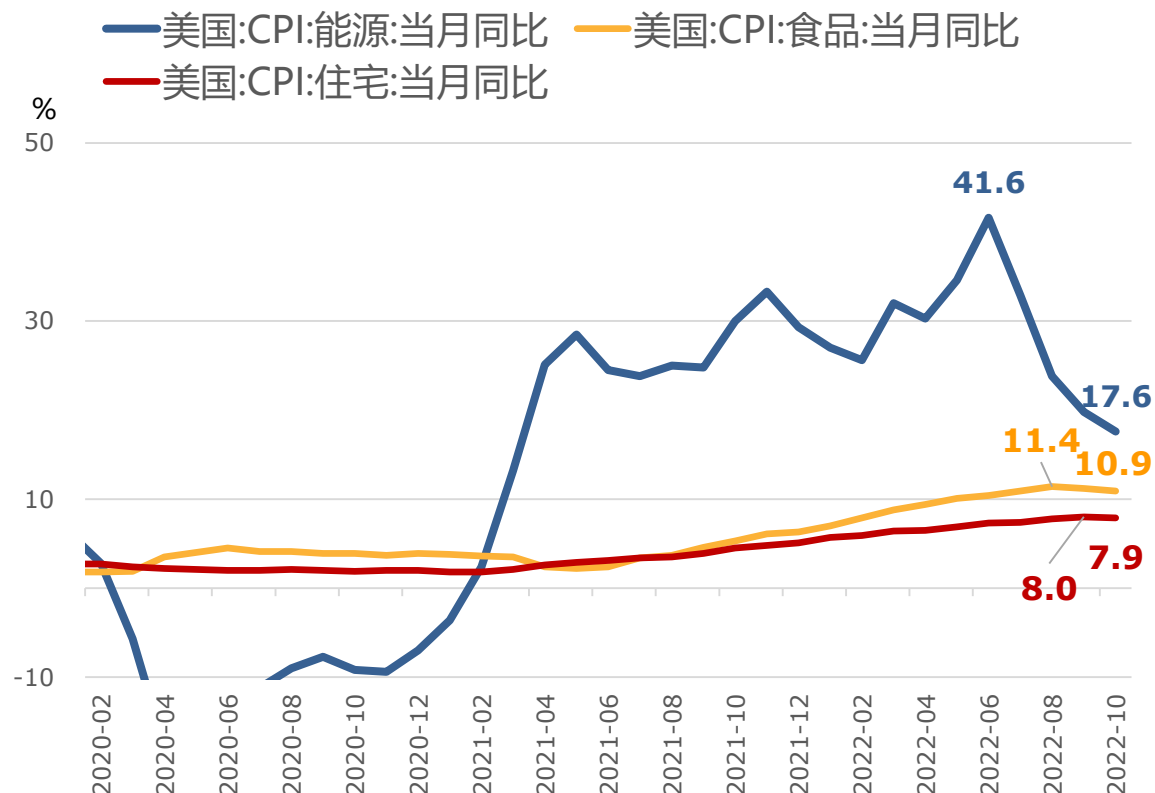
能源危机是本次通胀的重要支撑，此外食品价格今年以来持续攀升

■ 2021年以来，能源短缺叠加地缘政治等影响，以原油为代表的能源价格持续攀升，自6月以来受加息带来的经济衰退预期影响有所回落。欧洲受能源供应短缺影响深陷能源危机，通胀攀升势头未见刹车。美国通胀分项中能源贡献显著回落，但食品及住宅价格的抬头使得核心通胀粘性特征凸显

欧元区CPI能源分项持续攀升，高居不下



美国CPI分项中能源分项显著回落，食品和住宅抬升


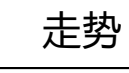

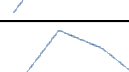



在现有加息进程预期下，预计高通胀问题于明年有所缓解但仍处相对高位

■ 从IMF预测看，发达经济2023年整体通胀水平回落但仍处较高水平，其中，英国、德国通胀问题更为严峻，美国相对缓和

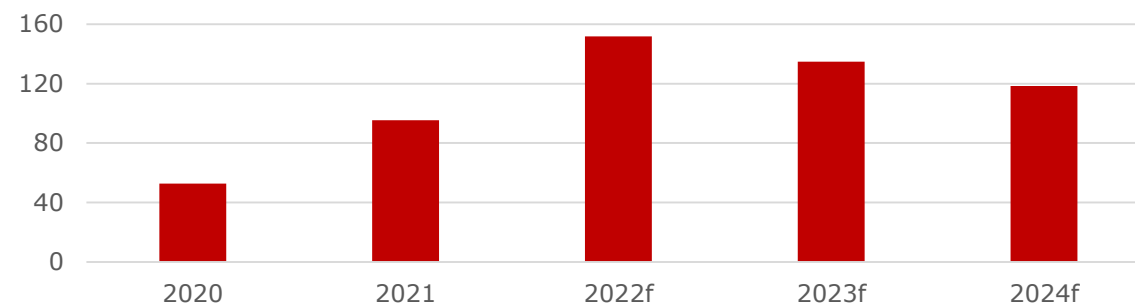
预计全球通胀问题在2023年有所缓解，其中美国通胀得到有效控制，欧洲仍陷滞胀泥潭

IMF: CPI预测: %

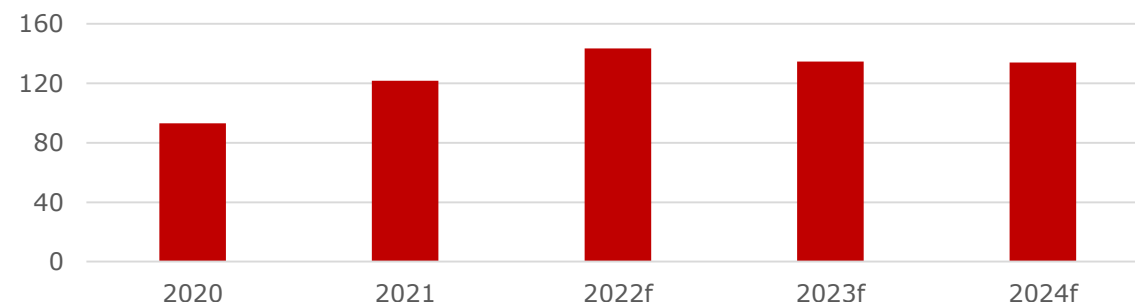
	2021	2022	2023	2024	走势
美国	4.69	8.05	3.51	2.23	
英国	2.59	9.12	8.99	3.74	
法国	2.06	5.81	4.60	2.44	
德国	3.21	8.46	7.19	3.53	
意大利	1.94	8.74	5.21	1.74	

能源类大宗商品整体的价格指数与食品类大宗商品价格都将在明年有所回落，但仍处较高水平

■ 世行-能源类大宗商品价格展望



■ 世行-食品类大宗商品价格展望

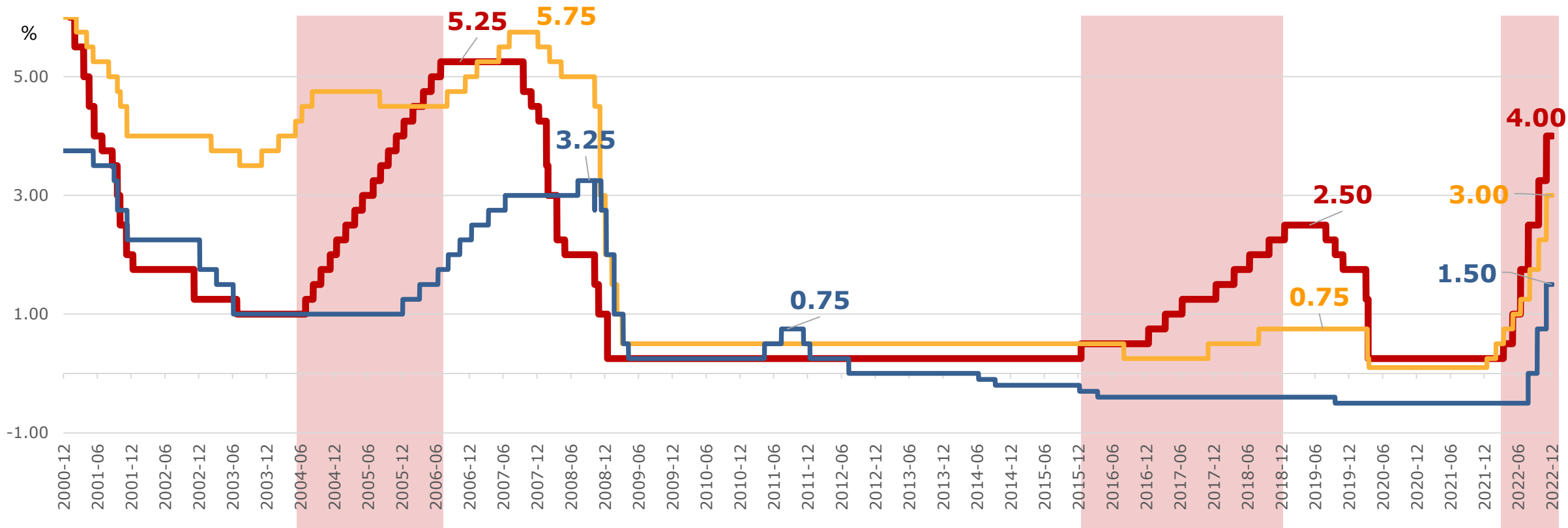


本轮加息呈现高度同步性特征，且欧美主要经济体政策利率已调整至超前高

■ 相比历次加息周期，本轮加息的重要特点是全球主要发达经济体货币政策收紧的节奏和力度出现高度同步性，且截至目前美、英、欧政策利率已调整至超过上轮加息终点时的利率水平

本轮加息周期美、英、欧首次出现高度同步，累计加息幅度2-3.75个百分点

— 美国: 联邦基金目标利率 — 英国: 基准利率 — 欧元区: 隔夜存款利率



注：红色框代表美联储加息周期

美国10年期与2年期国债已出现深度倒挂

- 历史规律看，美联储加息引发的经济衰退担忧导致美国10Y-2Y利息在临近加息终点处出现倒挂。而本轮加息周期中，7月以来10Y-2Y利差倒挂，目前处于-0.81%的历史低位

美国10年期与2年期国债自2022年7月以来出现倒挂



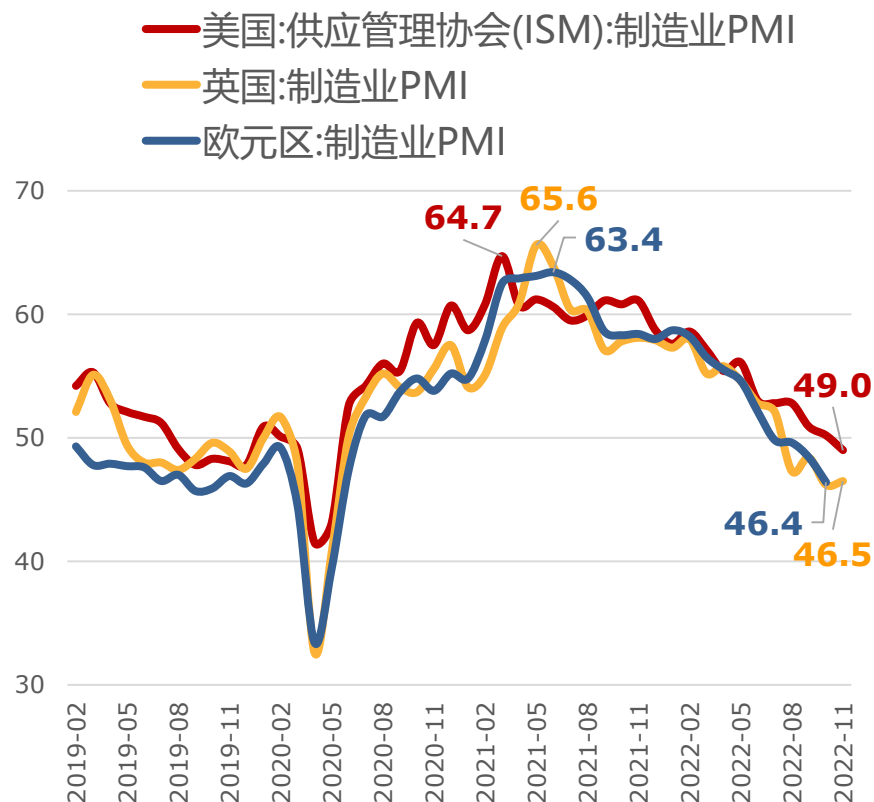
注：红色框代表美联储加息周期

数据来源：Wind、广州期货研究中心 9

加息周期引发全球经济衰退预期

■ 2021年以来，美、英、欧PMI震荡下降，目前均处收缩区间，IMF预测经济大概率于明年陷入衰退

2021年以来，美、英、欧PMI呈下降趋势



IMF今年连续四次下调发达经济体经济增长预期，经济增速预计从2022年的2.4%进一步下滑至2023年的1.1%

GDP实际增长率	2021a	2022e				2023e			
		1月预测	4月预测	7月预测	10月预测	1月预测	4月预测	7月预测	10月预测
美国	5.70	4.00	3.70	2.30	1.60	2.60	2.30	1.00	1.00
英国	7.40	4.70	3.70	3.20	3.60	2.30	1.20	0.50	0.30
欧元区	5.20	3.90	2.80	2.60	3.10	2.50	2.30	1.20	0.50
发达经济体	5.20	3.90	3.30	2.50	2.40	2.60	2.40	1.40	1.10

美联储主要官员开始讨论加息退坡的时间点

- 自11月以来美联储主要官员表态重视紧缩货币政策带来的负面影响，最早可能会在12月放缓加息步伐，但遏制通胀仍是美联储首要目标，长期紧缩政策趋严

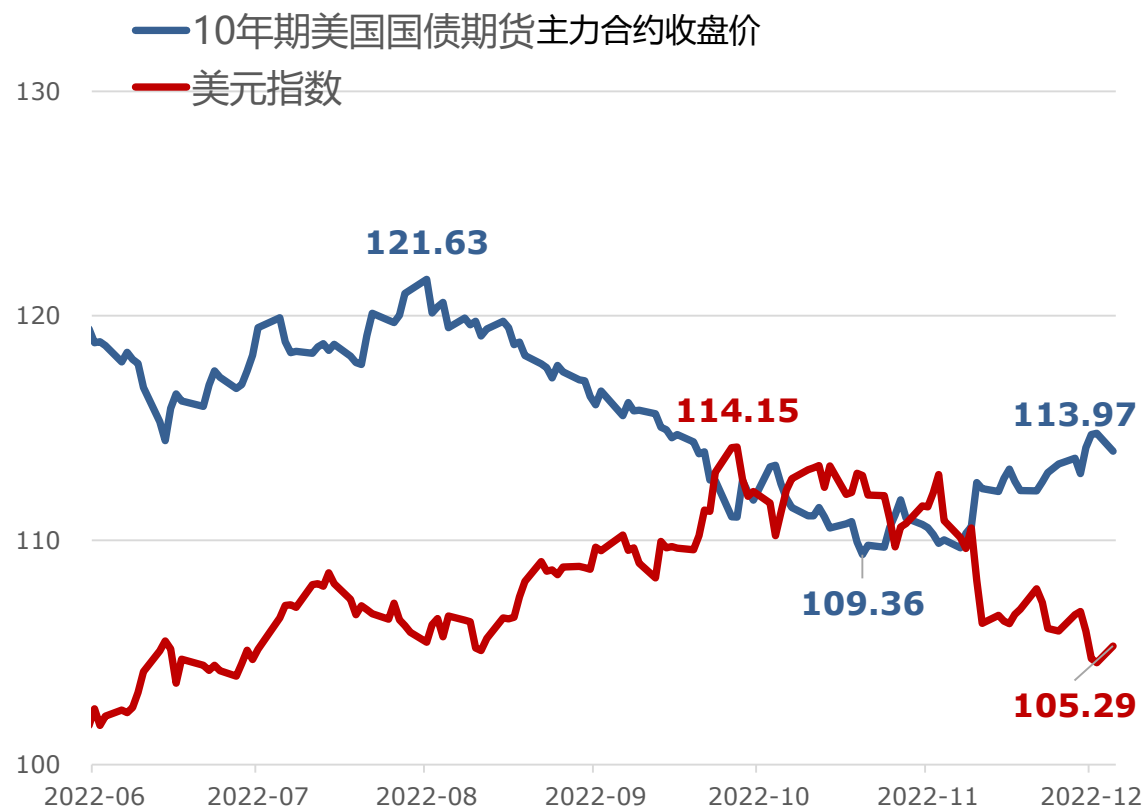
11月以来美联储官员相关表态提高了12月放缓加息步伐的可能性

日期	人物	关于美联储加息节奏的表态
11月1-2日 (FOMC)	鲍威尔	委员会将考虑到货币政策的累积紧缩效应，货币政策影响经济活动和通货膨胀的滞后效应以及经济与金融发展 (the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments)
11月29日	鲍曼 (美联储理事)	美联储会采取更多的行动遏制通胀。尽管最近供应链面临的挑战有所缓解，通胀率仍然“太高”，政策利率将在一段时间内保持限制性区间，以降低通胀。
12月1日	鲍威尔	再次强调控制通胀的重要性，利率将进一步上升，但在利率达到限制性水平并足以降低通胀时，放缓加息步伐是合理的，最早可能在12月份的议息会议上实现。
12月1日	巴尔 (美联储负责金融监管的副主席)	美联储在收紧货币政策方面还有更多工作要做，不过可能会放缓加息步伐，可能最早会在美联储12月利率决议上出现，并表示下次会议加息50个基点是合理的。
12月1日	威廉姆斯 (纽约联储主席)	一些前瞻性指标显示，通胀可能正在转向。但需要“几年时间”才能使通胀率全面回落到2%的水平；联邦基金利率需要远远高于通胀水平，才能从根本上给通胀带来下行压力。

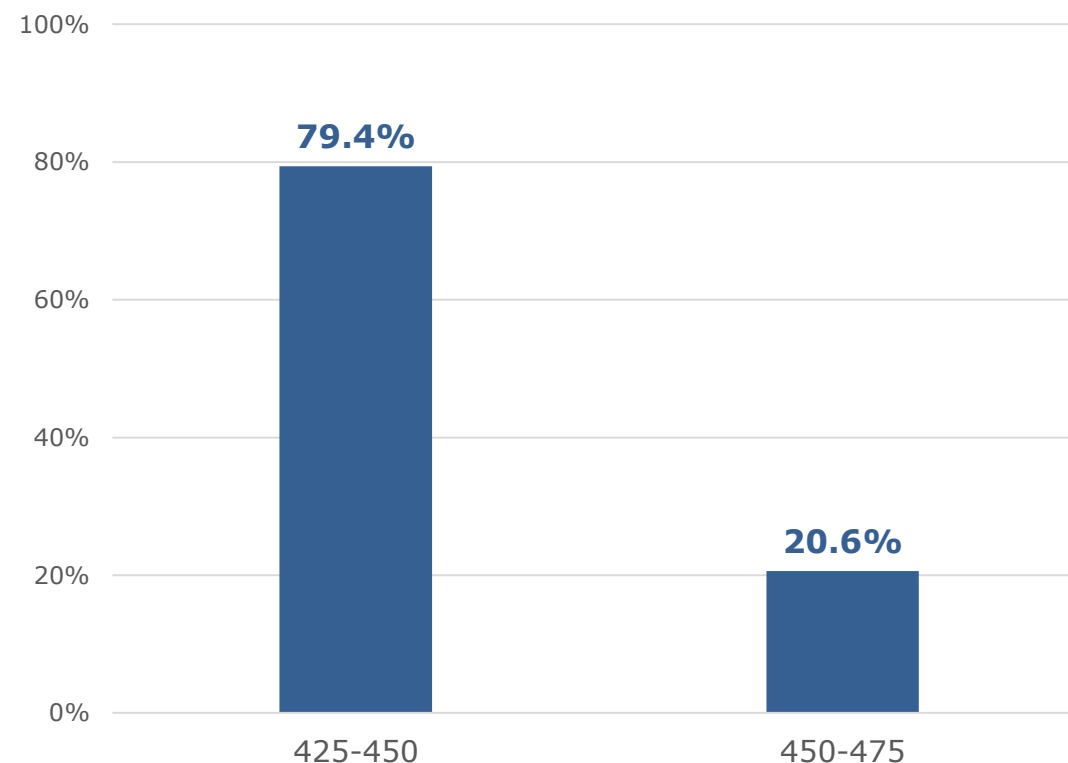
市场围绕加息节奏及终点开展博弈

- 10月，市场围绕加息节奏来回博弈，债市和汇市以震荡行情为主，而11月以来，市场对加息滑坡的博弈明显加强，债市及汇市出现明显反弹，美国十年期国债期货最低点反弹4.24%，美元指数较高点回落7.76%

11月以来美国10年期国债期货开始回升，美元指数开始回落



CME期货数据反应对12月联邦会议的目标利率的预期79% 概率在4.25%-4.5% (12月4日数据)





不断超越 更加优秀
BEYOND EXCELLENCE

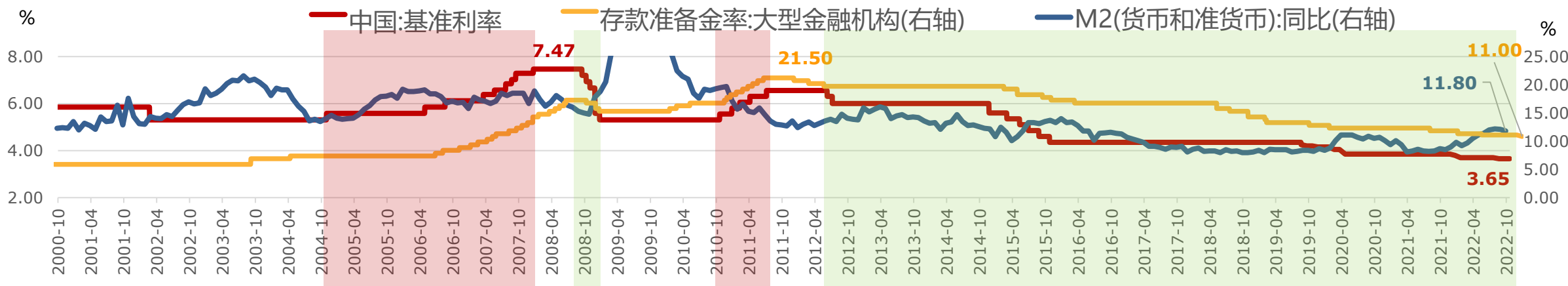
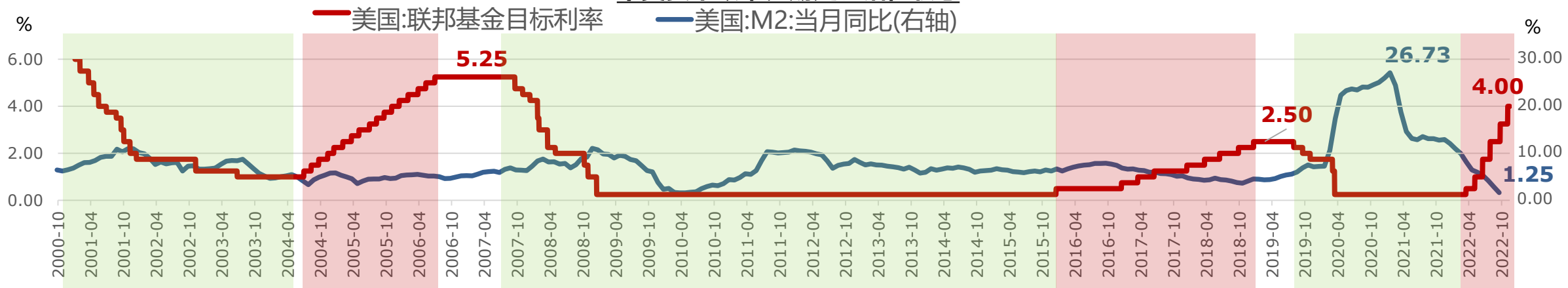
第二部分

美联储加息周期下我国货币政策展望

历史经验表明中美货币政策并不同步

■ 复盘2000年以来中美货币政策执行情况，两国货币政策大部分时间处于错位状态，相关性较低。特别是在本轮美联储加息周期中，我国央行根据国内经济运行情况仍执行了降准降息，体现了我国货币政策“以我为主”的特征

中美货币政策长期处于错位状态

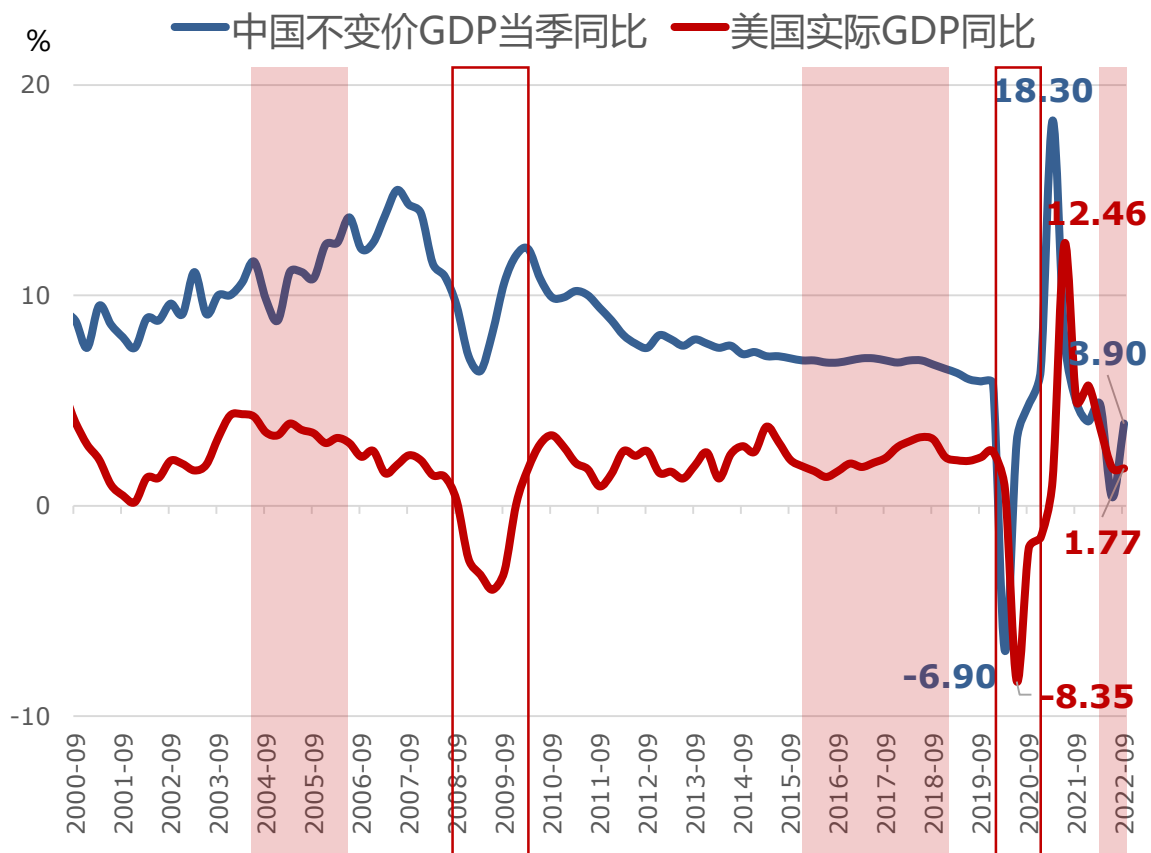


注：红色框代表加息周期，绿色框代表降息周期

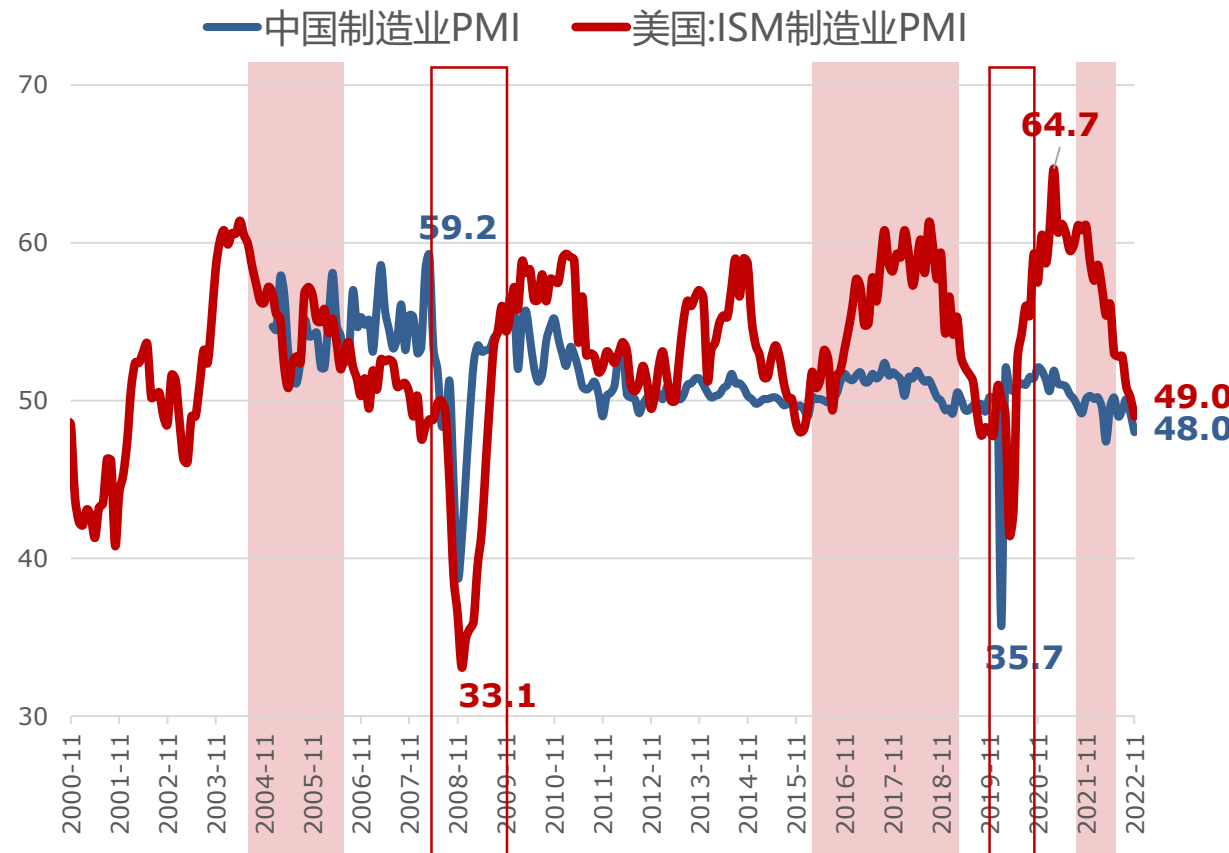
货币政策错位的背后是经济周期的不同

■ 受经济全球化及我国对外开放高质量发展影响，在全球性金融危机时期，我国经济受到同方向冲击，与美国经济呈现同向走势，而在其他大部分时间内，中美经济周期并不重叠

除2008年金融危机和2020年疫情爆发之外，其他时间中美两国GDP同比变动相关性较低



我国制造业PMI波动较平稳，在全球危机时期快速跌至收缩区间

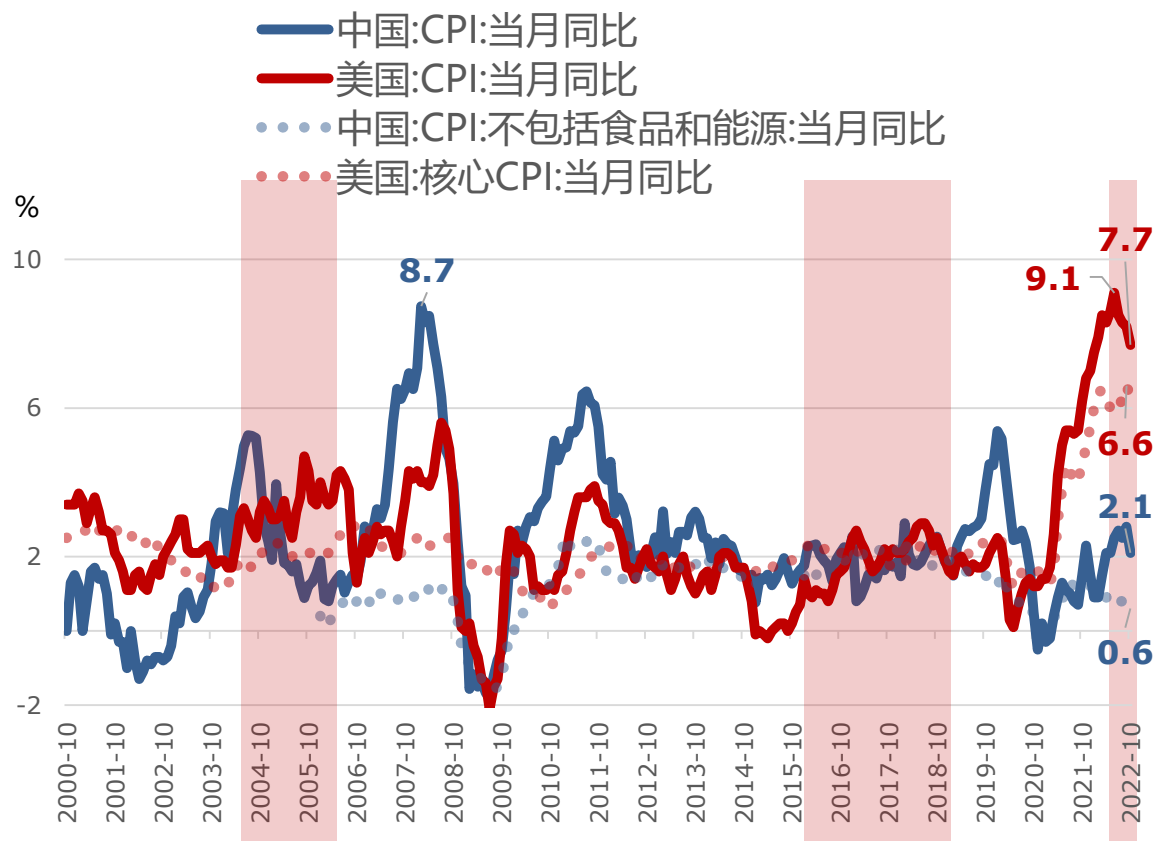


注：红色框代表美联储加息周期

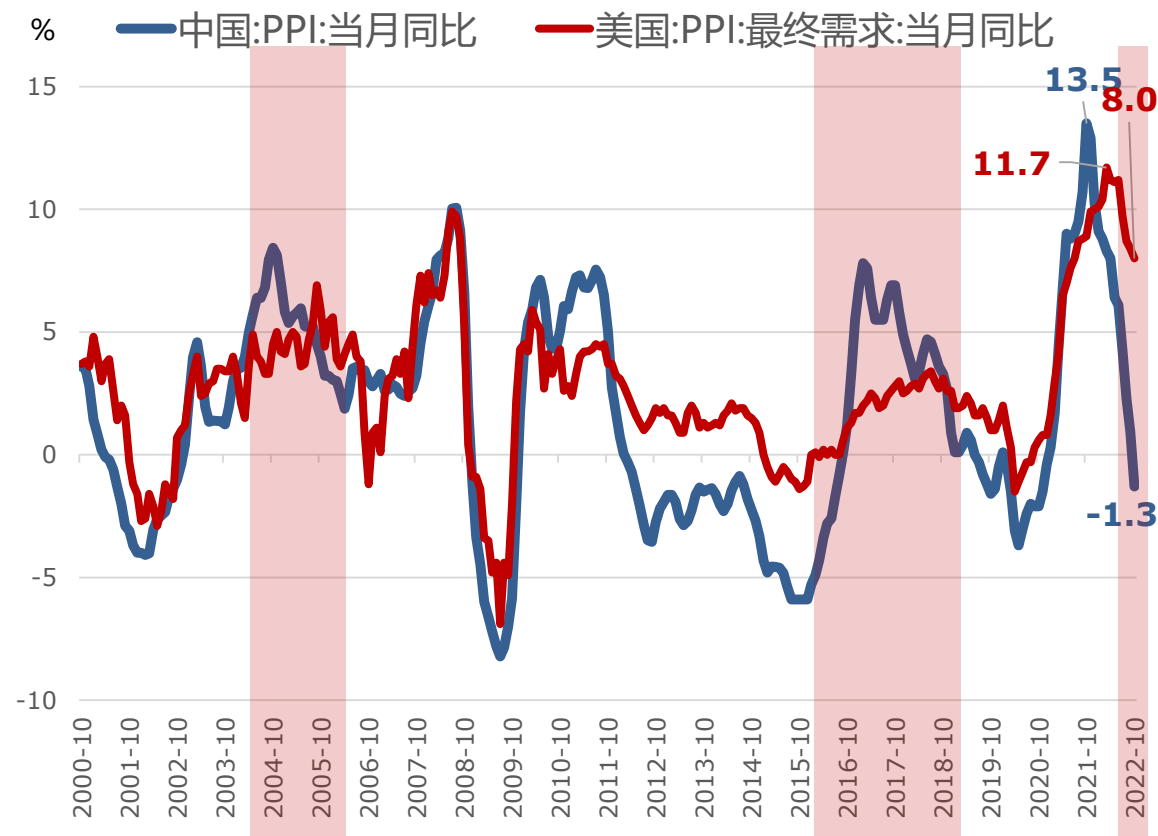
目前美国通胀问题高企，而我国面临内需持续疲软的问题

■ 从通胀水平看，美国通胀自2021年开始抬升，今年以来持续攀升至历史新高，CPI和PPI初见拐点，而核心通胀仍高企。我国受疫情持续扰动以及内需疲软的影响，CPI同比处于较低水平，PPI高位回落至收缩区间

美国CPI及核心CPI同比均位居高位，中国虽有反弹但仍处较低水平



美国PPI高位回落，我国快速回落至负区间

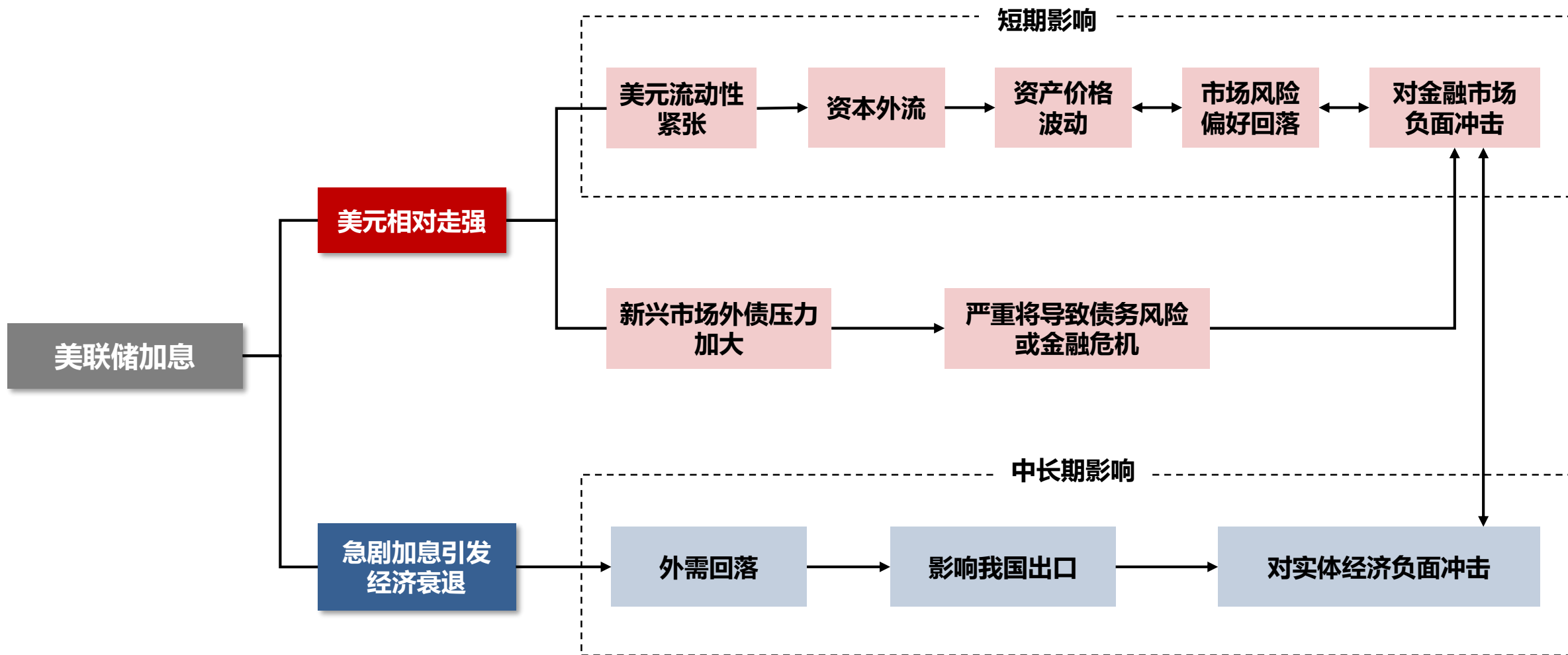


2020年以来中美货币政策出现明显分化，中美利差倒挂

2020年以来我国持续稳健性宽松货币政策，美国在2021年末开始退出宽松，货币政策急剧收紧，截至目前以累计加息6次，合计加息375bp，传导至长端体现为美国十年期国债收益率累计上涨206bp至最高4.25%

中美国债期货收益率出现明显倒挂

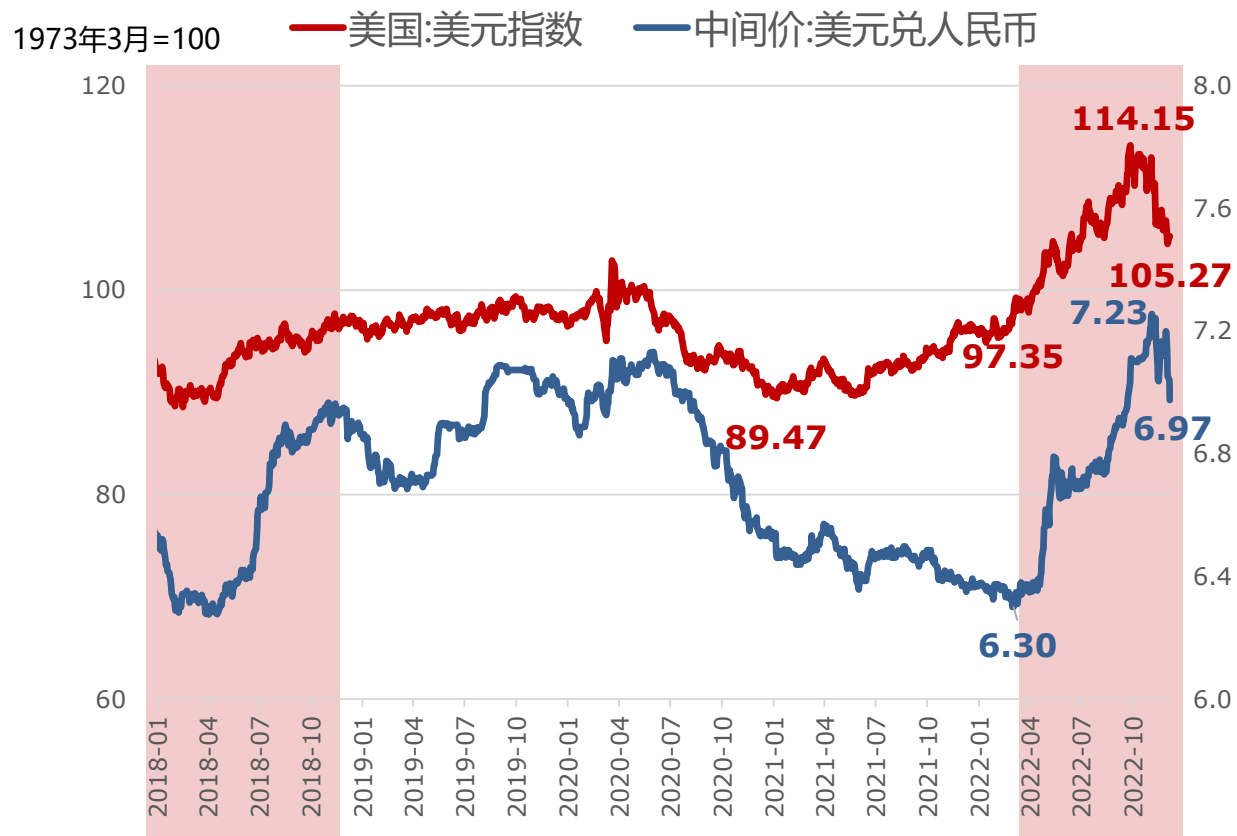




美元走强，资本外流引发资本市场震荡

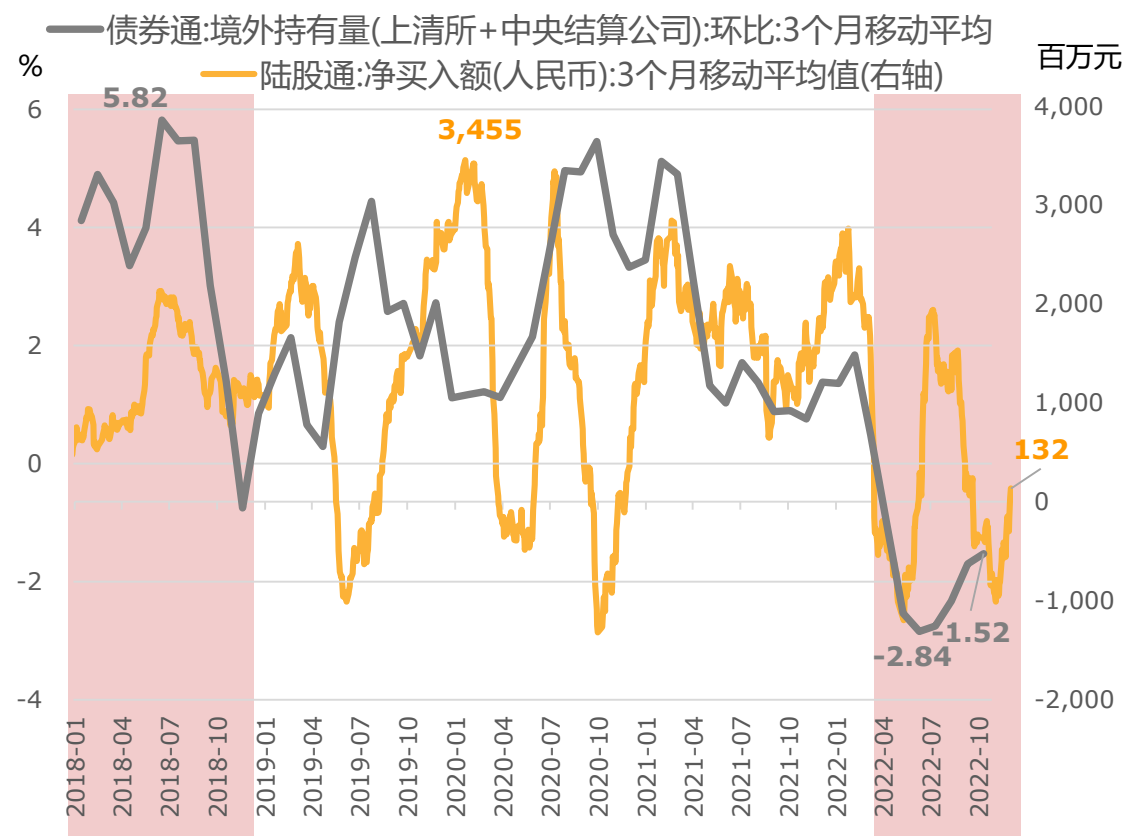
■ 今年1-10月美元持续走强，人民币兑美元汇率在4-5月、8-10月出现快速贬值，11月以来回暖，股市外资流向出现了同步变化，而债市外资持有量持续环比减少

美元持续走强至10月底后有所回落，人民币兑美元贬值趋势整体一致，但节奏有差异



注：红色框代表美联储加息周期

外资持有我国债券的规模环比连续7个月为负值，陆股通在二季度、四季度出现明显净流出

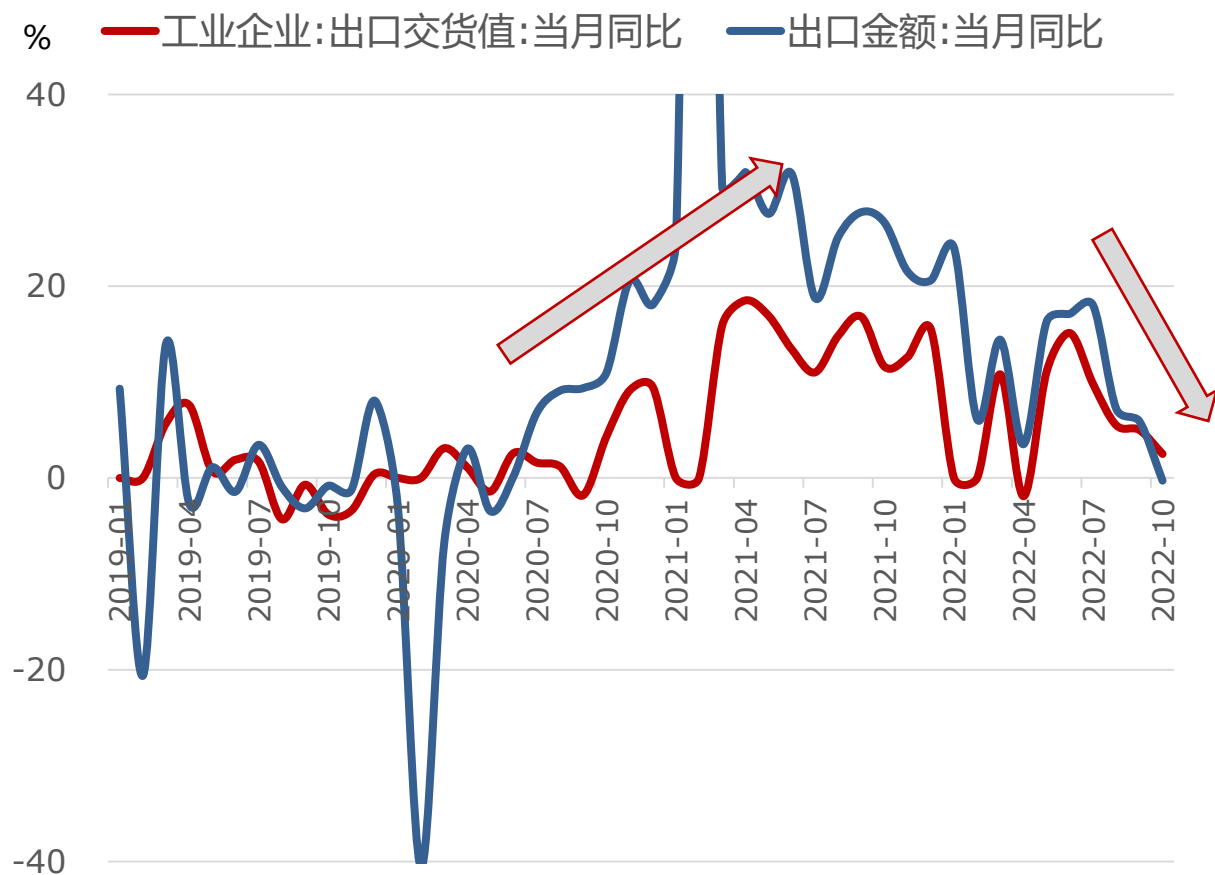


数据来源：Wind、广州期货研究中心 19

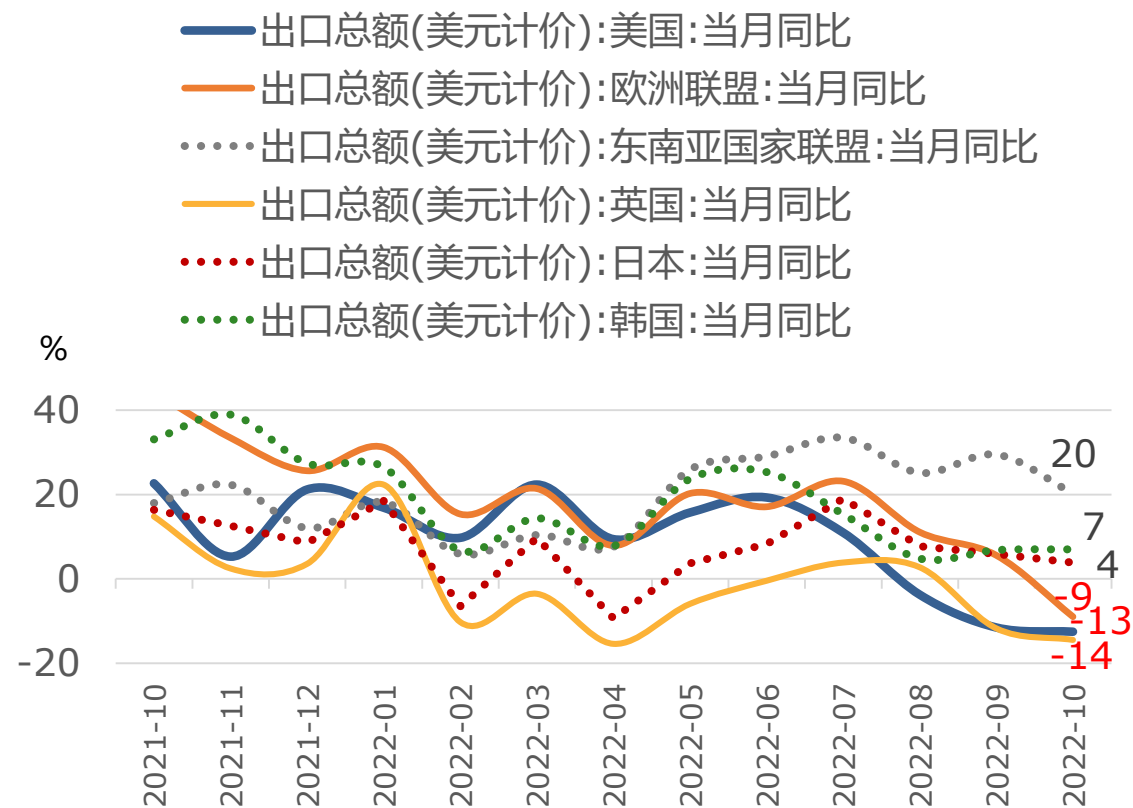
外需回落导致我国出口增速高位下滑至负增长区间

■ 2020年，受益于疫情率先得到控制以及外需替代性订单的支持，出口成为我国经济的重要贡献，而随着欧美经济衰退预期带动外需转弱，出口增速高位回落

过去三年我国出口强劲，成为工业生产和经济增长的重要支撑

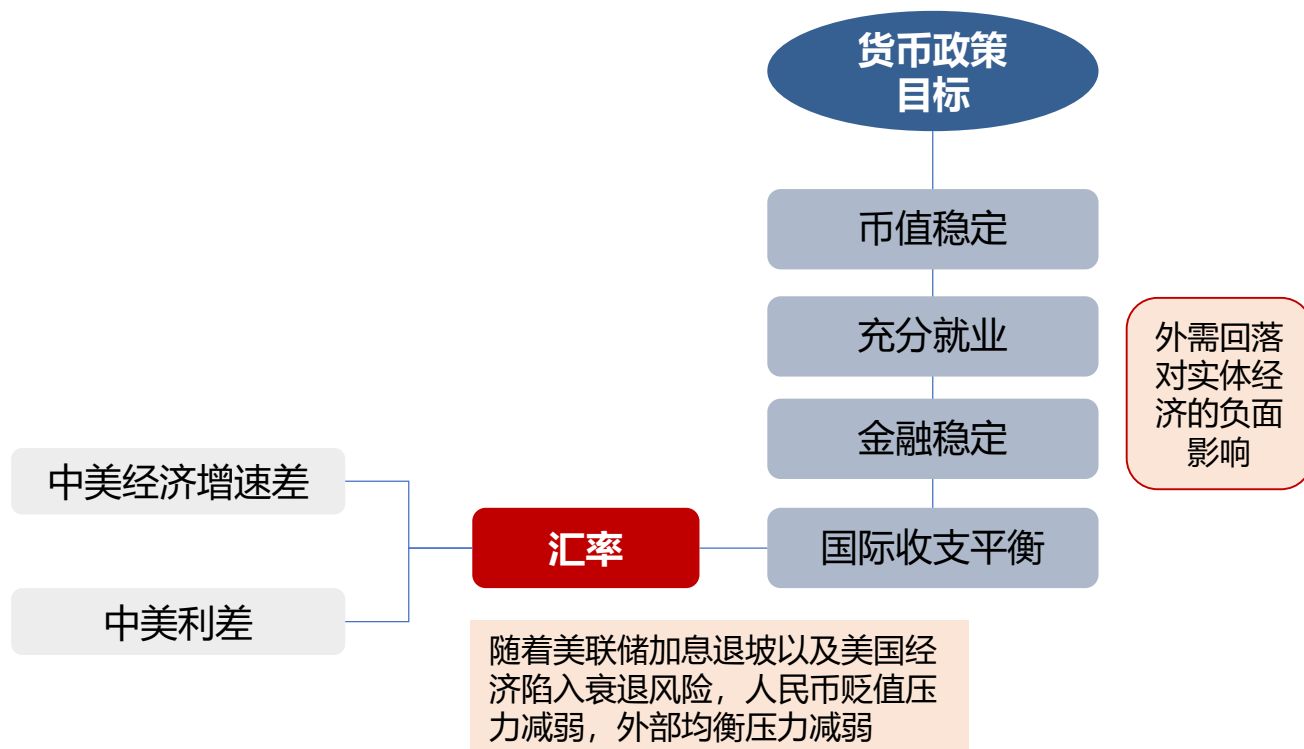


2022年下半年以来，对欧美的出口增速显著回落，目前均处于负增长区间



我国货币政策展望

■ 我国货币政策仍将以我为主。随着疫情防控政策调整及稳增长政策持续发力，2023年上半年经济有望维持弱复苏，基本面边际回暖使得货币政策进一步宽松的必要性降低，预计2023年总量宽松空间有限，以结构性工具为宽信用政策的主要抓手





不断超越 更加优秀
BEYOND EXCELLENCE

第三部分 美联储加息周期下我国大类资产走势规律及展望

- 回顾2000年以来两次美联储加息周期，与美国股市回归上涨趋势、美债收益率整体处上行通道不同，我国的股债表现无明显规律，主要是经济周期、货币政策周期错位导致。而对于商品而言，除了农产品规律不明显外，其余商品整体普涨

指标		2004年-2006年加息周期	2015年-2018年加息周期
股票 (区间涨跌幅)	sp500	+11.57	+20.84
	沪深300	+29.36	-18.33
	上证50	+23.10	-3.05
	中证500	+50.79	-44.79
债券 (bp)	中国2年期国债收益率	-1.04	+0.26
	中国5年期国债收益率	-1.07	+0.27
	中国10年期国债收益率	-1.20	+0.31
	美国10年期国债收益率	+0.60	+0.55
商品 (区间涨跌幅)	南华商品指数	+26.66	+63.07
	南华农产品指数	-19.55	+6.45
	南华金属指数	+154.50	+109.05
	南华工业品指数	+120.76	+85.91
	南华能化指数	+54.95	+75.33

权益市场：受美联储加息的影响不明显，中美股市相关性不强

- 我国股票市场与美股相关性较低，在过去两轮加息周期中，无论是走势还是节奏，均无明显规律特征。一是情绪面及外资流动的影响通常快速且剧烈，二是国内经济经历的挑战与机遇仍是影响我国资本市场基本面及情绪面的主因

2004年-2006年加息周期

指标		加息周期	加息结束前后			
			-3月	-1月	+1月	+3月
股票 (区间涨跌幅)	sp500	11.57	-2.30	-0.57	0.45	4.95
	沪深300	29.36	30.96	2.11	-0.54	0.58
	上证50	23.10	24.82	1.33	-1.85	0.97
	中证500	50.79	49.16	7.25	3.06	4.21

2015年-2018年加息周期

指标		加息周期	加息结束前后			
			-3月	-1月	+1月	+3月
股票 (区间涨跌幅)	sp500	20.84	-15.81	-6.60	8.24	14.46
	沪深300	-18.33	-7.33	-4.69	3.28	25.04
	上证50	-3.05	-6.13	-4.57	3.53	20.47
	中证500	-44.79	-10.01	-6.12	2.07	29.49

债券市场：受本国货币政策节奏影响，顺位时走势同步

- 美债收益率的拐点是市场对货币政策节奏博弈的结果，时点有前有后，而我国债市走势主要受本国货币政策影响，04-06年美联储加息时期我国同处货币收紧周期，但起点及终点滞后于美国，因此在美联储加息周期的后期我们债市与美债走势整体一致，而在18年美联储加息后期，我国货币宽松，利率中枢整体震荡下行，因此出现反向走势

2004年-2006年加息周期

指标		加息周期	加息结束前后			
			-3月	-1月	+1月	+3月
债券 (bp)	中国2年期国债收益率	-1.04	0.29	0.18	0.14	-0.05
	中国5年期国债收益率	-1.07	0.08	0.18	0.16	-0.01
	中国10年期国债收益率	-1.20	0.21	0.12	0.10	-0.15
	美国10年期国债收益率	0.60	0.41	0.16	-0.22	-0.58

2015年-2018年加息周期

指标		加息周期	加息结束前后			
			-3月	-1月	+1月	+3月
债券 (bp)	中国2年期国债收益率	0.26	-0.43	0.09	-0.32	-0.21
	中国5年期国债收益率	0.27	-0.48	-0.14	-0.10	0.03
	中国10年期国债收益率	0.31	-0.40	-0.08	-0.21	-0.16
	美国10年期国债收益率	0.55	-0.28	-0.27	0.00	-0.25

商品市场：周期内整体上涨，加息结束点提前转跌

- 从商品市场看，对衰退预期的抢跑交易亦会提前出现，06年加息周期退出前1个月商品跌幅最大，18年加息周期退出前3个月已开始出现反向行情，但该轮商品回落幅度有限，与货币政策短期转向有关

2004年-2006年加息周期

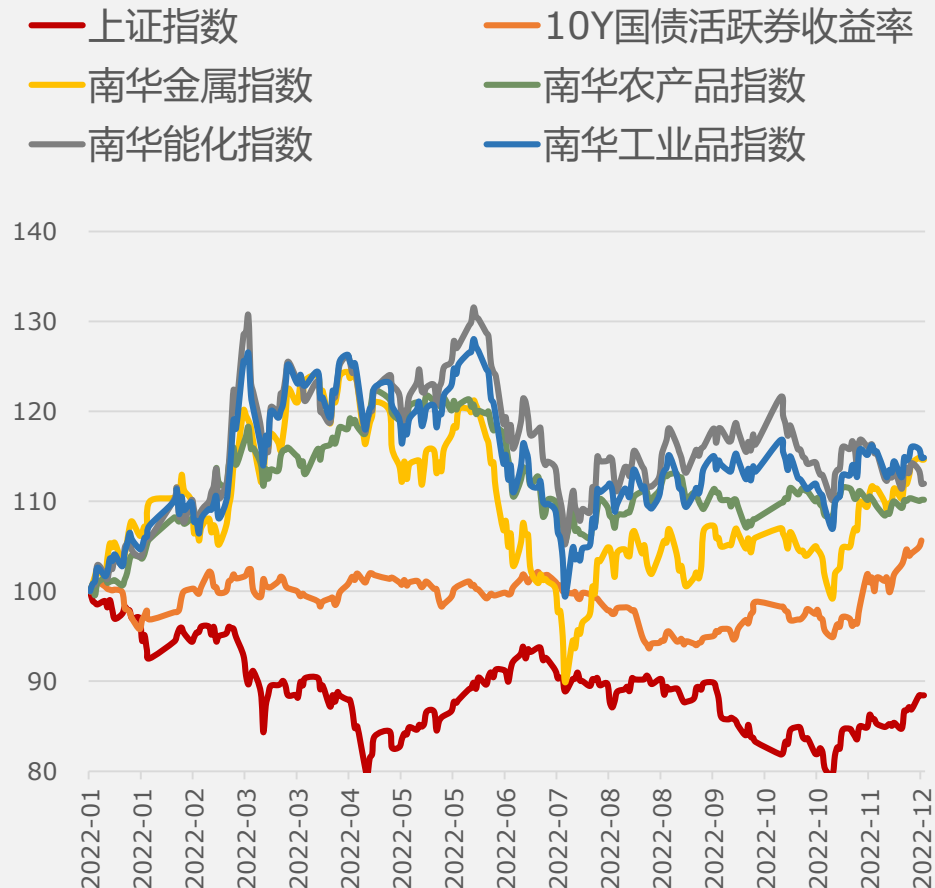
指标		加息周期	加息结束前后			
			-3月	-1月	+1月	+3月
商品 (区间涨跌幅)	南华商品指数	26.66	4.63	-10.13	-1.54	-2.98
	南华农产品指数	-19.55	-5.24	-4.06	-4.60	-5.23
	南华金属指数	154.50	12.80	-19.42	5.92	15.68
	南华工业品指数	120.76	18.54	-15.27	0.14	-5.48
	南华能化指数	54.95	23.51	-13.32	-2.43	-21.42

2015年-2018年加息周期

指标		加息周期	加息结束前后			
			-3月	-1月	+1月	+3月
商品 (区间涨跌幅)	南华商品指数	63.07	-5.90	-1.35	3.04	5.55
	南华农产品指数	6.45	-5.76	-2.44	-0.95	-0.58
	南华金属指数	109.05	-2.22	0.33	3.01	9.89
	南华工业品指数	85.91	-6.59	-1.22	3.47	6.89
	南华能化指数	75.33	-10.23	-2.32	4.02	4.49

■ 美联储加息短期内对市场情绪产生负面影响，而在短期冲击过后，在加息周期的后期，美股、美债与我国资本市场走势相关性较低，主要受本国经济周期、货币政策周期影响。而商品价格拐点出现在加息周期后期或加息结束后经济增长显著放缓带来的经济下行担忧预期，通常存在抢跑交易的情况

本轮（2022年至今）市场表现



注：数据截至2022/12/6

展望

- 从时间及节奏看，本轮加息美国面临的内外部困难更加复杂，政策两难局面突出，但美国股、债市场交易的更多为“相对值”及预期，在全球经济面临衰退风险的背景下，美国经济增长韧性较欧洲仍相对强劲，目前市场已提前交易了经济衰退预期并开始博弈加息退出的拐点，**待加息退出、刺激政策出台后预计迎来巨大的反弹行情，特别是美债。但需要警惕加息周期后期的超预期暴力加息**
- 随着疫情扰动退出，低基数作用下预计我国经济缓慢复苏，且与欧美陷入衰退形成相对优势，吸引外资重新流入，**明年我国权益市场迎来利好**，而货币政策总量宽松空间有限情况下债市震荡偏空
- 商品市场目前已提前结束通胀行情，进入交易经济衰退带来需求下降的阶段，**工业品受海外需求收缩和国内稳增长经济修复预期共振，农产品相对受益于供应风险，能源受需求回落中枢趋下行但节奏受供应风险影响，贵金属预计在经济衰退兑现后重回上升通道**

数据来源：Wind、广州期货研究中心 27

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497号

分析师：王荆杰期货从业资格：F3084112投资咨询资格：Z0016329邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人：方旻期货从业资格：F03105216邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

广州期货主要业务单元联系方式



上海分公司 联系电话: 021- 68905325 办公地址: 上海市浦东新区向城路69号1幢12层(电梯楼层15层)03室	杭州城星路营业部 联系电话: 0571-89809624 办公地址: 浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	苏州营业部 联系电话: 0512-69883586 办公地址: 中国(江苏)自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场58幢苏州中心广场办公楼A座07层07号	上海陆家嘴营业部 联系电话: 021-50568018 办公地址: 中国(上海)自由贸易试验区东方路899号1201- 1202室
广东金融高新区分公司 联系电话: 0757-88772666 办公地址: 广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2302房	深圳营业部 联系电话: 0755-83533302 办公地址: 广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场(南区)A座704A、705	佛山分公司 联系电话: 0757-88772888 办公地址: 佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	东莞营业部 联系电话: 0769-22900598 办公地址: 广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州营业部 联系电话: 020-31953184 办公地址: 广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	清远营业部 联系电话: 0763-3808515 办公地址: 广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	肇庆营业部 联系电话: 0758-2270761 办公地址: 广东省肇庆市端州区星湖大道六路36号大唐盛世第一幢首层04A	华南分公司 联系电话: 020-61887585 办公地址: 广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司 联系电话: 010-63360528 办公地址: 北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	湖北分公司 联系电话: 027-59219121 办公地址: 湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	山东分公司 联系电话: 0531-85181099 办公地址: 山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	郑州营业部 联系电话: 0371-86533821 办公地址: 河南自贸试验区郑州片区(郑东)普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司 联系电话: 0532-88697833 办公地址: 山东省青岛市崂山区秦岭路6号农商财富大厦8层801室	四川分公司 联系电话: 028-83279757 办公地址: 四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	机构业务部 联系电话: 020-22836158 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	机构事业一部 联系电话: 020-22836155 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业二部 联系电话: 020-22836182 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	机构事业三部 联系电话: 020-22836185 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	广期资本管理(上海)有限公司 联系电话: 021-50390265 办公地址: 上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室	



不断超越 更加优秀
BEYOND EXCELLENCE

谢谢聆听!

