

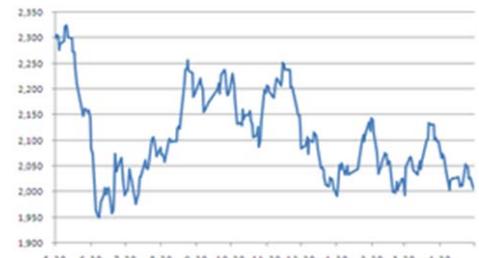
--非标新规降低股票市场的风险偏好

2014 年 5 月 20 日

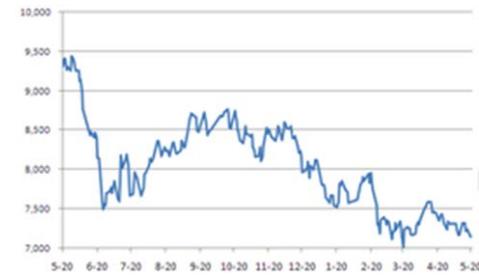
投资要点

- 上周市场先扬后抑，微涨收盘。上证综指微涨 0.76%，中小板微涨 0.07%，而创业板跌幅较大下跌-2.55%。周一煤炭等原材料板块带动大盘强劲反弹，但随后受新股重启预期和强周期板块回调影响震荡回落。受新股重启预期及打击内幕交易等方面的影响，创业板继续下跌。行业和主题方面，通信、交运和油气受益于国企改革等相关消息上周表现较好；国防军工在周边事件影响下也有所表现；强周期的煤炭有色先升后降；电子、传媒等行业表现不佳。
- 近期国务院出台 16 条意见稳外贸增长，部署加快发展生产性服务业，其目的是继续推进经济“调结构”。年初以来至今外贸表现不如人意，促进出口的增长能够缓解经济下行的压力；同时部署发展生产性服务业，减少对产能过剩和污染行业的依赖，培育新的经济增长点。央行敦促银行优先满足首套房贷需求，是基于今年以来商业银行房地产按揭贷款出现“惜贷”或“停贷”的背景。成交量的萎缩，导致 1-4 月房地产行业投资增速持续下滑（16.4%），央行的督促，尽管有商业银行处于政治因素主动表态，但是也无法改变“银行因融资成本提高而将有限资金配置在高利差的其他风险资产”上的市场行为，房贷紧张的局面难以缓解。
- “127 号文”利好债券，对股市影响偏负面。“九号文”规范同业，强化非标转标，意味着投融资市场信用扩张能力的收缩，社融仍然有继续下行的压力，资金面呈现实体偏紧与金融市场适度宽松的格局，信用风险可能攀升；至今无论是实体或者金融市场，其风险偏好都已经在下降，资产质量而非收益更加受到关注，127 号文可能继续强化风险偏好的下行。
- 创业板 IPO 条件放宽和再融资的放开，长期来看有助于创业板的成长，但是阶段性而言，IPO 常态化、叠加再融资需求，供求失衡的压力仍然存在。2014 年一季报显示 A 股上市公司业绩增长乏力，创业板也已经出现增速放缓的迹象。2014 年 Q1 归属母公司股东净利润同比增长 17.69%，较 2013 年 Q4 同比增长 25.58%明显下滑。行业增速决定板块估值中枢，对于成长行业来说尤其如此。
- 总体而言，目前市场仍在熬底阶段，上证综指在各种政策的托底措施低位震荡，1950-2000 之间有较强的支撑。而创业板仍在消化过高的估值，成长股的风化依然在延续，若新股 IPO 挂牌之后，成长股可能会出现博弈性超跌反弹。

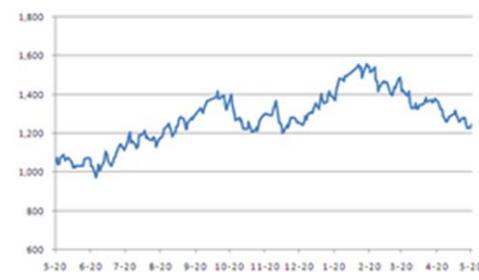
上证指数走势图



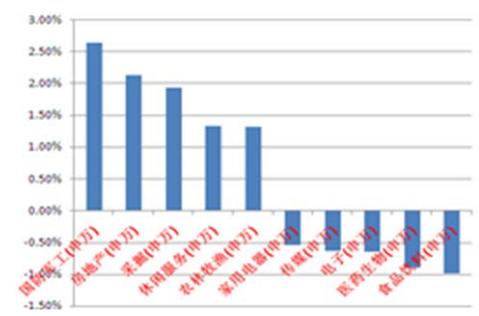
深圳成指走势图



创业板指数走势图



板块表现



一、股市行情回顾

指数	上证综指	深证成指	中小板	创业板	沪深 300	IF1405
涨跌幅	0.76%	1.11%	0.07%	-2.55%	0.56%	-0.36%

上证综指涨 0.76%报 2026.50 点，此前连续四周下挫；深证成指涨 1.11%报 7242.17 点。两市全天成交金额 1177 亿元人民币，上日为 1350 亿元。中小板当周涨 0.07%；创业板指收盘周跌 2.55%，连续四周走低。申万一级板块表现最好的是军工、地产和采掘板块；表现最差的是食品饮料、医药生物和电子板块。

一周走势回顾：周一：受新“国九条”、煤炭价格上涨刺激，资源股、金融股周一全力拉升，午后两市继续保持强势，全市场仅医疗板块飘绿，沪指收盘大涨 2.07%。周二：两市小幅高开震荡，油改概念股表现抢眼，资源股昨日大涨后今日大幅回调，午后随着券商保险板块加入杀跌，两市弱势下行，创业板一度涨超 1%，但受主板走势拖累翻绿。周三：央行保首套房贷，地产股早盘领涨，有色、石油回调拖累沪指表现，午后金融股活跃带动大盘走出上攻走势，但受阻回落，两市成交量萎靡，收十字星。周四：两市小幅低开，维持弱势，随着券商地产等权重板块砸盘，两市开始跳水，午后 2 点左右两市再次出现一波探底，创业板重挫近 2%，两市近 9 成个股下跌。周五：两市窄幅震荡，创业板周四跌破年线后彻底进入空头趋势，盘中再跌 2%以上，午后沪指跳水但迅速拉升翻红，创业板跌幅亦有所收窄。

上周申万一级板块涨跌幅靠前的是军工、地产和采掘板块。军工：成飞集成复牌在即，随着中航防务资产的整体注入，公司成为继中航重工、航空动力后第三家被注入军工核心资产的上市公司，说明军工重组仍是如火如荼、贯穿全年的投资主题。地产：央行发出政策信号，要求“优先满足居民家庭首次购买商品住房的贷款需求”，中央缓解地产销售下滑带来的金融风险压力的意图明显，地产股受此影响反弹。采掘：神华提价、煤价反弹、内蒙古等地救市政策等多重利好助推上周采掘板块反弹，采掘板块目前市盈率仅 11 倍左右，市场认为板块继续下跌空间不大。

表现较差的板块是食品饮料、医药生物和电子板块。食品饮料：近期媒体报道五粮液武汉厂商下调出厂价至 609 元，降价可能会对五粮液的市场形象有所影响，同时市场普遍认为 2014 年仍将是白酒行业的调整年。医药生物：医药板块目前整体估值为 33 倍左右处在历史高位，一季度医药生物板块的利润增速也出现放缓，伴随着创业板回调的压力，市场普遍认为医药板块二季度投资机会不大。电子：有迹象显示国产智能机政策扶持正在减少，据称运营商补贴可能减少百亿，国产智能机产业链可能将经受考验，上周电子板块跌幅靠前。

二、市场分析

上周市场先扬后抑，微涨收盘。上证综指微涨 0.76%，中小板微涨 0.07%，而创业板跌幅较大下跌-2.55%。周一煤炭等原材料板块带动大盘强劲反弹，但随后受新股重启预期和强周期板块回调影响震荡回落。受新股重启预期及打击内幕交易等方面的影响，创业板继续下跌。行业和主题方面，通信、交运和油气受益于国企改革等相关消息上周表现较好；国防军工在周边事件影响下也有所表现；强周期的煤炭有色先升后降；电子、传媒等行业表现不佳。

近期国务院出台 16 条意见稳外贸增长，部署加快发展生产性服务业，其目的是继续推进经济“调结构”。年初以来至今外贸表现不如人意，促进出口的增长能够缓解经济下行的压力；同时部署发展生产性服务业，减少对产能过剩和污染行业的依赖，培育新的经济增长点。央行敦促银行优先满足首套房贷需求，是基于今年以来商业银行房地产按揭贷款出现“惜贷”或“停贷”的背景。成交量的萎缩，导致 1-4 月房地产行业投资增速持续下滑（16.4%），央行的督促，尽管有商业银行处于政治因素主动表态，但是也无法改变“银行因融资成本提高而将有限资金配置在高利差的其他风险资产”上的市场行为，房贷紧张的局面难以缓解。

“127 号文”利好债券，对股市影响偏负面。“九号文”规范同业，强化非标转标，意味着投融资市场信用扩张能力的收缩，社融仍然有继续下行的压力，资金面呈现实体偏紧与金融市场适度宽松的格局，信用风险可能攀升；至今无论是实体或者金融市场，其风险偏好都已经在下降，资产质量而非收益更加受到关注，127 号文可能继续强化风险偏好的下行。

创业板 IPO 条件放宽和再融资的放开，长期来看有助于创业板公司的成长，但是阶段性而言，IPO 常态化、叠加再融资需求，供求失衡的压力仍然存在。2014 年一季报显示 A 股上市公司业绩增长乏力，创业板也已经出现增速放缓的迹象。2014 年 Q1 归属母公司股东净利润同比增长 17.69%，较 2013 年 Q4 同比增长 25.58%明显下滑。行业增速决定板块估值中枢，对于成长行业来说尤其如此。

总体而言，目前市场仍在熬底阶段，上证综指在各种政策的托底措施低位震荡，1950-2000 之间有较强的支撑。而创业板仍在消化过高的估值，成长股的风化依然在延续，若新股 IPO 挂牌之后，成长股可能会出现博弈性超跌反弹。

三、宏观政策跟踪

1、4 月统计局经济数据点评

工业增加值低位企稳。4 月份工业增加值同比增速 8.7%，低于市场预期的 8.9%，较上月小幅回落 0.1 个百分点。环比增速连续两个月上行，显示出企稳迹象。

消费稳健。4 月社会消费品零售总额同比增速 11.9%，低于市场预期的 12.2%，较上月回落 0.3 个百分点。名义增速虽然回落，但实际增速比上个月回升 0.1 个百分点，显示消费主要受通胀数据下降的影响。且去年 4 月金价大幅下滑带动黄金消费猛增，今年 4 月黄金消费同比增速-30%受到基数影响，扣除黄金消费，4 月消费增速回升。

投资放缓。4 月份固定资产投资累计同比增速 17.3%，低于市场预期的 17.7%，比上月回落 0.3 个百分点。单月增速 16.8%，较上月下降 0.6 个百分点。分类别看：基建增速 20.8%，较上月明显下跌 1.8 个百分点，估计受到卖地放缓的影响。地产投资低位反弹，当月同比 15.5%，较上月升 1.3 个百分点，考虑到房地产投资的一些领先指标（房屋销售、新开工以及土地购置面积等）继续同比负增长，意味着地产投资反弹难以持续。制造业投资增速平稳，当月同比 15.2%，较上月小幅回落 0.1 个百分点。其中黑色金属冶炼同比-6.7%，连续两个月同比负增长，反映政府治理产能过剩的力度明显加大。

稳增长政策仍将以定向宽松和微调为主。4 月份工业增加值增速与 1 季度基本持平，预示 2 季度 GDP 增速可能与 1 季度接近，离政府 7.5% 的目标增速相去不远。这意味着政府仍然有空间在改革和稳增长之间维持平衡，短期出台大力度的总需求刺激措施的可能性小。稳增长的政策仍将以定向宽松的微调措施为主。

2、五部门发文全面监管同业业务

一行三会及外管局联合发布 127 号文，此后银监会发布 140 号文，全面监管银行同业业务。主要约束内容包括：

- 1) 买入返售（卖出回购）业务回归本质：买入返售非标业务实质性被叫停。
- 2) 资本与拨备计提与风险匹配：根据所投资基础资产的性质，准确计量风险并计提相应资本与拨备，但并没有规定具体标准。过去在买入返售科目下，7%利率的同业资产只需计提 0.5% 的资本占用机会成本，以及 1% 左右税收成本，相当于 5.6% 左右的税后净回报率。但如果按照 100% 的风险资本权重，7% 利率的同业资产将需要计提 2% 的资本占用机会成本，以及 1% 的税收成本，相当于 4% 左右的税后净回报率。
- 3) 设置集中度和规模上限：单家商业银行对单一金融机构法人的不含结算性同业存款的同业融出资金，扣除风险权重为零的资产后的净额，不得超过该银行一级资本的 50%。单家商业银行同业融入资金余额不得超过该银行负债总额的三分之一。根据该比例，约束还不算很严厉。只有少数银行无法达标。
- 4) 同业业务经营权上收：只能通过法人总部或专营部门经营同业业务。
- 5) 禁止隐形担保：没有银行信用的明显支撑，非标业务本身也难以大规模扩张。

我们认为，此项规定出台后，同业类型的非标规模会逐步下降：1) 增量受到约束，存量到期转化。对于存量业务，自然到期后将转化为应收款项类投资或标准化投资（资产证券化、理财债权直接融资工具、债券等）。对于增量业务，由于消耗资本金较快，在银行尚未大规模补充资本金的情况下，增量会受到约束。2) 社融流动性受损，银行间流动性受益。社会融资总量将会受到负面影响，但非严重冲击。而银行间市场将会受益，因为更多资金将流向流动性较好的债券而非久期较长的非标资产。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

上周央行进行两期 28 天 970 亿和 870 亿正回购，两期正回购利率均为 4.00%，与上期持平。本期公开市场操作投放货币 2280 亿元，回笼货币 1840 亿元，实现净投放 440 亿元，较上期增加投放 1040 亿元。

上周资金面宽松。整体收益较前周略有上行，但幅度很小。Shibor 隔夜在 2.21%-2.37%，shibor1w 在 3.13%-3.24%；R001 在 2.22%-2.37%，R007 在 3.10%-3.20%；GC001 在 1.62%-3.42%，GC007 在 3.20%-3.69%。

图 1: Shibor 一周走势

日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	O/N	1W	2W	1M	O/N	1W	2W	1M
2014/5/12	2.21	3.18	3.20	3.66	-1	-1	8	-11
2014/5/13	2.35	3.18	3.25	3.62	14	0	5	-4
2014/5/14	2.37	3.24	3.23	3.57	2	6	-2	-5
2014/5/15	2.35	3.14	3.20	3.65	-2	-10	-3	8
2014/5/16	2.37	3.13	3.13	3.69	2	-1	-8	4

图 2: 银行间质押式回购利率一周走势

日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	R001	R007	R014	R1M	R001	R007	R014	R1M
2014/5/12	2.22	3.16	3.18	3.66	1	-2	10	-4
2014/5/13	2.35	3.18	3.23	3.61	14	2	4	-5
2014/5/14	2.37	3.20	3.20	3.58	2	2	-3	-3
2014/5/15	2.35	3.13	3.20	3.68	-2	-8	0	10
2014/5/16	2.36	3.10	3.09	3.73	1	-3	-11	5

图 3: 交易所质押式回购利率一周走势

日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	GC001	GC007	GC014	GC028	GC001	GC007	GC014	GC028
2014/5/12	2.96	3.21	3.32	3.70	-3	28	20	4
2014/5/13	2.98	3.28	3.36	3.71	2	7	5	1
2014/5/14	3.26	3.42	3.47	3.72	28	14	11	1
2014/5/15	1.62	3.20	3.48	3.33	-164	-21	1	-39
2014/5/16	3.42	3.69	3.72	3.82	180	48	24	49

2、债券一级市场

上周债券一级市场共发行 128 支债券，发行总规模为 2414.60 亿元。

利率债方面，上周共计划发行 11 支利率债，发行规模共 850.50 亿元。总体来看，认购热情较好，收益率低于预期。其中，财政部招标发行 280 亿 7 年期固息国债，混合式招标，中标利率 4.04%-4.08%。国开行招标发行“福娃”金融债，每期规模均为 60 亿元。其中 1 年期中标收益率 4.36%；3 年期中标收益率 4.73%；5 年期中标收益率 4.79%；7 年期中标收益率 4.88%；10 年期中标收益率 5.05%；各期限收益均低于市场预期。农发行招标增发 1 年期 50 亿、3 年期 50 亿、5 年期 50 亿固息金融债，其中 1 年期发行收益率 4.42%；3 年期发行收益率 4.77%；5 年期发行收益率 4.82%。进出

口行招标发行 3 年和 5 年期固息金融债，中标利率各为 4.87%和 5%。

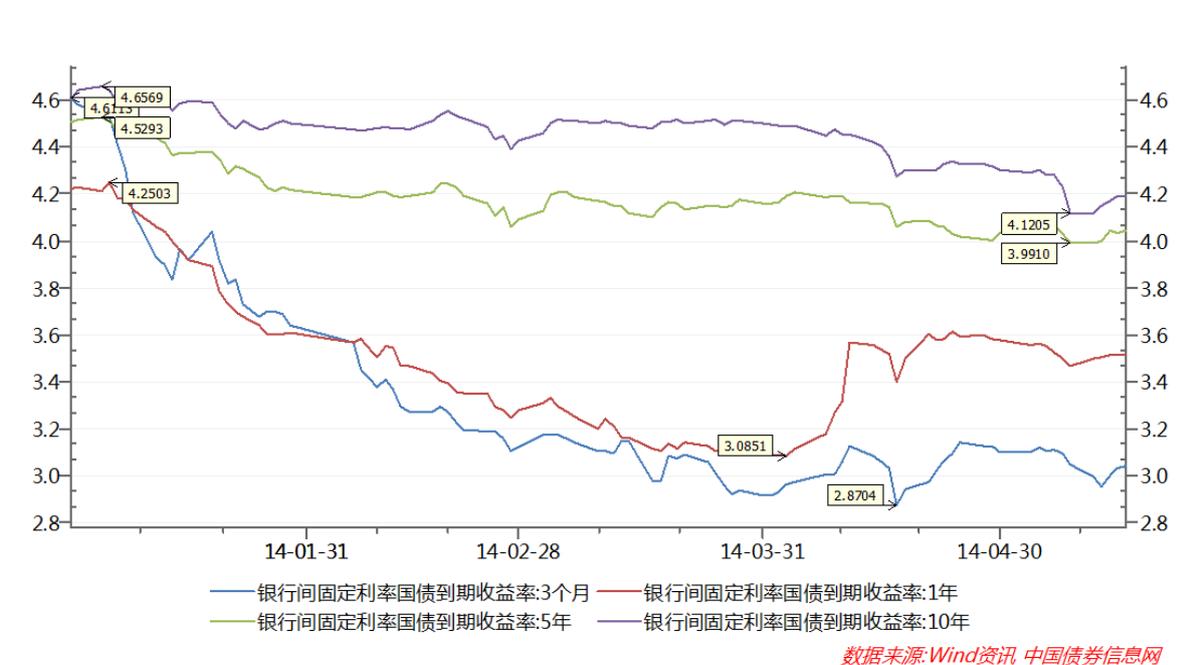
信用债方面，上周共计划发行 117 支信用债，发行规模共 1564.10 亿元。共发行短融 58 支，从发行总额占比情况来看，短融以 AAA 品种为主；共发行 39 支中票，以 AAA 为主；企业债方面，上周共发行 16 支企业债，发行主体的评级以 AA 为主，发行总额 196 亿元，较上周明显增加。上周发行 2 支铁道债，分别为 150 亿 10 年期和 50 亿 20 年期债券，其中 10 年期中标利率 5.26%；20 年期中标利率 5.40%，均略低于市场预期。此外，上周发行 1 支可转债和 1 支公司债。

3、债券二级市场

上周银行间现券交易量约 8,895.31 亿元；回购总金额约 47,149.02 亿元。其中银行间市场国债成交约 1,100.86 亿元；地方政府债成交约 1.00 亿元；央票成交约 35.55 亿元；金融债成交约 3,965.84 亿元；企业债成交约 1,138.64 亿元；中票成交约 1,392.58 亿元；短融成交约 1,232.27 亿元；政府支持机构债成交约 28.57 亿元。

上周债券市场利率债收益率小幅上行，信用债收益率以小幅下行为主，但成交活跃度有所降低。

图 4：2014 年各期限国债收益率曲线



五、行业信息跟踪

1、新股发行对计算机传媒行业影响不大

上周五 IPO 发行及再融资管理办法公布。16 日《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》和《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》正式发布，相比之前的变化主要如下：1) 创业板 IPO 方面，申报企业不再限于九大行业，适当放宽财务准入指标，取消持续增长要求；简化其他发行条件，强化信息披露约束；2) 在融资方面则推出“小额快速”定向增发机制。

无需过于担忧新股发行对计算机传媒行业影响，IPO 乃至最终走向注册制并不会改变行业并购成长的长期逻辑。不排除部分企业会寻求 IPO 的方式资本化，但是相比全行业较低的资本化水平和市场集中度（典型如营销行业和教育行业本土最大公司市占率也就在 1%左右），一级市场永远不缺乏并购标的。

2、IT 企业受益券商创新业务加码

5 月 15 日，2014 年券商创新大会召开，券商创新政策持续加码，券商 IT 企业将最先受益，逻辑在于：1、丰富的券商创新业务为券商 IT 企业带来了更多的业务机会，极大地拓展了券商 IT 行业的市场空间。也使得券商 IT 企业深度参与券商创新过程并分享创新受益成为可能，行业盈利模式多元化趋势开始萌芽；2、监管政策的放松以及创新成为券商发展主旋律，将大幅提升券商的核心竞争力及盈利能力，而券商支付能力的提升则是券商 IT 行业更快发展的必要保障。

3、同业新规对银行的影响点评

一行三会及外管局联合发布 127 号文，此后银监会发布 140 号文，全面监管银行同业业务。

我们认为：规模上限指标对上市银行基本无实质性影响，严格资本和拨备计提假设下核心一级资本充足率下降 16bp，净利润下降 1.3%。具体分析如下：

1) 我们认为上市银行基本都能满足此次 9 号文对同业业务规模的监管要求，只会对某些同业业务激进的城/农商行有实质性限制。我们测算，1、针对总负债三分之一的比例限制：截止 2013 年末，上市银行同业负债余额与总负债之比平均为 14.2%，其中国有银行/股份制银行/城农商行分别为 10.0%/24.2%/28.2%，均小于 1/3。个股中除了兴业银行达到 33.6%，略超 1/3 外，其他上市银行均能满足监管要求。预计非上市银行中，同业业务激进的城/农商行会受影响，但总体超标量较少。2、针对一级资本 50%的比例限制：在最严格口径下，即不扣除结算性同业存款和风险权重为零资产，上市银行为满足该条件最少交易对手（=同业资产总额/（一级资本*50%））平均为 3 个，股份制银行平均为 6 个，其中兴业银行为 11 个。据我们了解，银行普遍可以超过该要求。

2) 严格的资本计提假设下核心一级资本充足率下降 16bp。银行当前普遍为买入返售项下非标/应收款项类投资项下非标分别计提 25%/100%资本。假设买入返售中非标（除票据外）风险权重系数由 25%提高到 100%，则上市银行核心资本充足率平均下降 16bp；其中股份制银行平均下降 49bp，兴业下降 133bp。

3) 严格的拨备计提假设下净利润下降 1.3%。银行当前普遍为买入返售项下非标/应收款项类投资项下非标分别计提 0%-0.25%/0.5%-2.0%拨备（其中招行和平安分别为应收款项类非标资产计提 2%和 1.2%的拨备，但计入贷款减值准备项下），保守假设拨备计提政策不明确的银行当前均处于拨备计提比例的低端（即买入返售和应收款项类投资分别计提 0%和 0.5%），如果买入返售资产及应收款项类投资中非标资产（除票据）拨备计提比例均达到 1%，则净利润平均下降 1.3%，其中股份制银行净利润平均下降 5.0%，兴业银行下降 13.5%，而招行由于目前计提比例已较高（超要求计提 1%，仍有利润释放空间），基本不受影响。

4) 银行应对措施下，实际影响小于测算。由于资本和拨备计提没有明确标准，我们了解，银行将在财务上对增量和存量业务新老划断，由于存量业务到期后（基本在一年内到期）将从买入返售项转出，银行并不会对存量主动计提资本和拨备，则银行资本充足率和净利润受到的冲击将小于测算结果。

附一：国内主要经济指标

		国内主要经济指标							
		13-Sep	13-Oct	13-Nov	13-Dec	14-Jan	14-Feb	14-Mar	14-Apr
GDP	同比%	7.8			7.7			7.4	
PMI	指数	51.1	51.4	51.4	51.0	50.5	50.2	50.3	50.4
工业增加值	同比%	10.2	10.3	10.0	9.7		8.6	8.8	8.7
社会消费品零售	同比%	13.3	13.3	13.7	13.6		11.8	12.2	11.9
固定资产投资	累计同比%	20.2	20.1	19.9	19.6		17.9	17.6	17.3
出口	同比%	-0.3	5.6	12.7	4.3	10.6	-18.1	-6.6	0.9
进口	同比%	7.4	7.6	5.3	8.3	10.0	10.1	-11.3	0.8
贸易盈余	亿美元	152	311	338	256	319	-230	77	185
CPI	同比%	3.1	3.2	3.0	2.5	2.5	2.0	2.4	1.8
PPI	同比%	-1.3	-1.5	-1.4	-1.4	-1.6	-2.0	-2.3	-2.0
M2	同比%	14.2	14.3	14.2	13.6	13.2	13.3	12.1	13.2
M1	同比%	8.9	8.9	9.4	9.3	1.2	6.9	5.4	5.5
新增贷款	亿元	7870	5061	6246	4825	13200	6445	10500	7747
社会融资总量	亿元	14,049	8564	12300	12322	25800	9387	20709	15538
外汇占款变动	亿元	1,264	4416	3980	2729	4374	1282	1892	1169
财政收入	同比%	13.4	16.2	15.9	14.3	13.0	8.2	5.2	9.2
财政支出	同比%	10.1	22.0	4.9	20.3	21.3	-10.7	22.3	1.9
财政收支差额	亿元	-3,494	1628	-3532	-15,554	2,494	2575	-3262	3071

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 国务院发布新“国九条”促进资本市场健康发展。
2. 中石油将公开转让东部管道公司 100%股权。
3. 央行稳楼市优先保首套房贷 要求关注弃房风险。
4. 中国电信混合所有制改革开局 四领域向民资开放。
5. 周五券商创新大会将在北京召开。

利空：

1. 上周两市限售股解禁 19.18 亿股，市值 194 亿元。
2. 习近平明确经济发展适应新常态 中国容忍经济放缓。
3. 证监会再发 2 家 IPO 预披露名单 总数达 321 家。
4. 瞭望智库研究员：京津冀大规划受干扰延迟出台。
5. 5 月近 1400 亿信托兑付潮来袭 地方偿债压力大增。

免责声明

此研究报告系华宸未来基金管理有限公司（“本公司”）准备，本公司的基金经理可能在为其客户管理投资组合中使用此报告。华宸未来基金管理有限公司将此报告选择性地派发给其客户（包括潜在客户）仅为提供参考信息之目的，而并不应被视为对买入或卖出此报告中提及的任何证券的建议。此报告非针对任何特定接收者的具体投资目标、财务状况或特殊需求而作出。报告中提及的证券或市场可能不对所有类型的投资者开放。

此报告所载信息来源于本公司认为可靠的渠道，但本公司不对其准确性或完整性提供任何直接或隐含的声明或保证。此报告非作为对相关证券或市场的完整表述或概括。任何所表达的意见可能会更改且不另外通知。此报告不应被接收者作为对其独立判断的替代。本公司或本公司的相关机构、雇员或代理人不对任何人使用此报告的全部或部分内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。

负责准备此报告的分析师、策略师及研究助理确认其对此报告中提及的证券的观点已得到清晰表述，并且在其知情的范围内，他们/她们及其财产上的利害关系人与这些证券不存在利害关系。他们/她们的薪酬取决于多种因素，包括研究质量、内部和外部客户反馈、华宸未来基金管理有限公司的整体收入等，但不以在此报告中表达某一特定的投资建议为交换条件。

本报告的著作权及其相关知识产权归本公司所有，本公司对此保留一切权利。未经华宸未来基金管理有限公司事先书面许可，任何人不得将此报告或其任何部分以任何形式进行派发、复制或发布，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节或修改。