

2022年10月

中港股市观点

最煎熬莫过于静候

摘要

大家都在等待。等待经济复苏，等待人民银行放宽货币供应，等待10月中旬的惊喜，或许还在等待边境重新开放。尽管国家统计局最近公布的数据显示，中国经济比预期更具韧力，但中港股市依然交投清淡，日均成交额大幅萎缩。同时，中国较为温和的通胀，正为政府加强财政刺激提供更大灵活性。

政策方面，中央政府在中共二十大（可能是中国今年最重要的政治事件）揭幕之前，进一步推出经济刺激措施。为期一星期的会议有两项关键议程：确定新领导班子，以及宣布作为未来决策基础的新政治路线。此后，全国政协第十三届常委会将召开第二十四次会议。到今年10月底，基金经理和股票投资者将忙于把中国的新战略与目标融入其投资部署。共同富裕、双循环、“房住不炒”等国家战略预计将得到重申。我们建议投资者留意有关“动态清零”政策的任何细微变化，并统计“避免过度刺激”、“不搞大水漫灌”等字句的出现次数。

重点行业值得留意的发展

- **中国保险**：年初至今，财险公司在业绩增长方面的表现优于人寿保险公司，主要是保费收入增长较高、销售组合重心转移，以及存续期缺口的内在差异所致。
- **香港银行**：香港大型银行四年来首度上调最优惠利率12.5个基点，标志着香港展开了迟来的加息周期。我们预期最优惠利率将于2022年第四季度进一步上调。
- **香港旅游及零售**：特区政府取消入境旅客强制酒店隔离，大幅改善香港出入境旅游复苏的前景。
- **澳门博彩**：在香港放宽旅游限制后，澳门政府亦不甘落后，局部恢复内地旅客入境。
- **中国生物制药**：美国总统拜登签署行政命令，为五年内建立生物制造基础设施提供高达10亿美元资金。我们认为短期内对中国生物医药外包行业的负面影响有限。

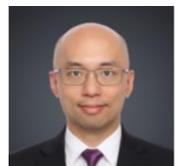
徐启敏

亚洲区股票咨询部主管
法国巴黎银行



李永琛

亚洲区股票咨询部投资顾问
法国巴黎银行



BNP PARIBAS
法国巴黎银行财富管理

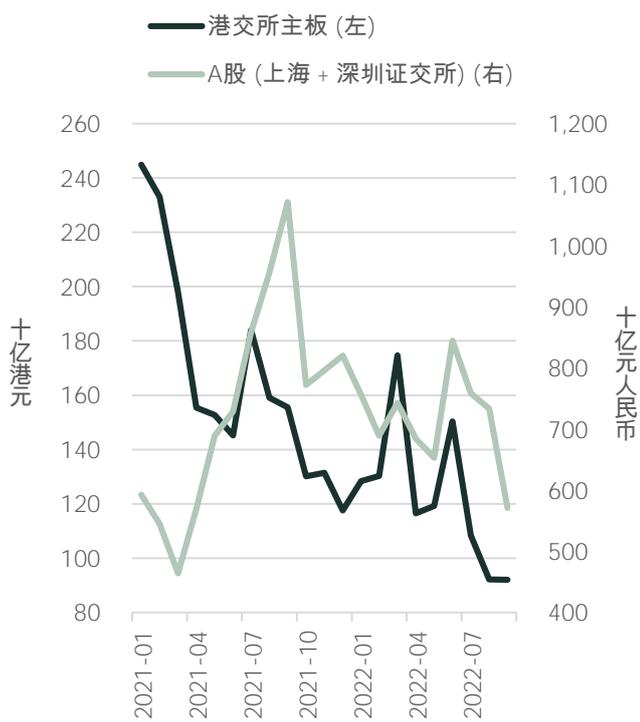
携手变通世界

最煎熬莫过于静候

大家都在等待。等待经济复苏，等待人民银行放宽货币供应，等待10月中旬的惊喜，或许还在等待边境重新开放。

尽管国家统计局最近公布的数据显示，中国经济比预期更具韧力，但中港股市依然交投淡静。港交所主板2022年9月1至26日的日均成交额大幅萎缩至921亿港元，较去年同期（1,567亿港元）下降41%，较今年首八个月（1,280亿港元）亦下降28%。同样，A股情况并不令人鼓舞，沪深交易所9月1至26日的日均成交总额同比下降49%，较2022年首八个月亦下降22%（见图表1）。

图表 1. 香港/中国证券交易所日均成交额



资料来源：彭博，截至2022年9月26日

不过值得注意的是，中国内地投资者于2022年9月大手买入在港上市股票。年初至今，南向资金于每一个月均录得净买入（见图表2）。相反，北向资金流则于2022年第三季度遇冷。

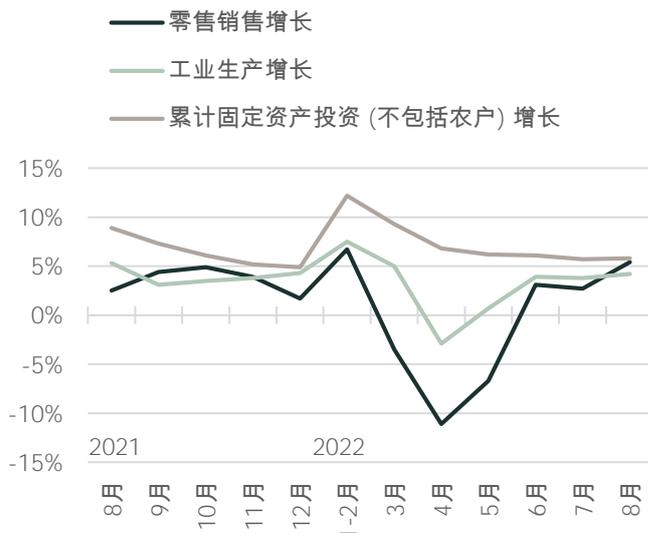
图表 2. 沪深港通净资金流



资料来源：彭博，截至2022年9月26日

2022年8月中国经济活动较预期强劲，其中零售销售同比增长加速至5.4%，较7月的2.7%高出一倍，而且优于平均预测的3.3%（彭博调查中位数）。工业生产亦同比增长4.2%，高于预期的3.8%。累计固定资产投资（不包括农户）增幅较上月高出0.1个百分点，2022年1至8月同比增长5.8%，远较市场预期的同比下跌5.5%为佳（见图表3）。

图表 3. 中国经济活动指标



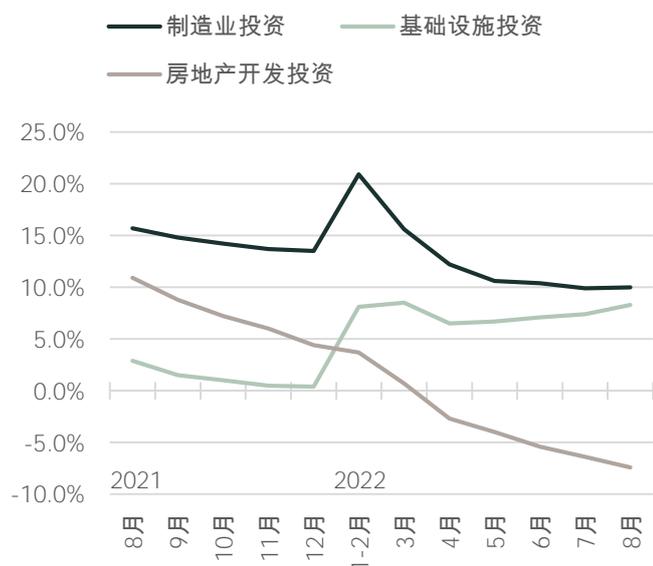
资料来源：国家统计局，截至2022年9月16日

同时，中国较为温和的通胀，正为政府加强财政刺激提供更大灵活性。2022年8月，中国生产者物价指数（PPI）和消费者物价指数（CPI）分别同比上升2.3%和2.5%，而彭博调查中位数预测则分别为同比上升3.2%和2.8%。

政策方面，在中共二十大于2022年10月16揭幕之前，中央政府进一步推出了经济刺激措施。9月13日的国务院常务会议决定，制造业中小微企业及个体工商户缓缴的“五税两费”，可于9月1日起期限届满后再延迟4个月补缴，涉及缓税4,400亿元人民币。虽然上市制造商规模过大，不符合缓缴资格，但我们预期上市原材料供应商及零部件制造商将可因为其较小客户持续下新订单，从而间接受惠于较低违约风险。

另外，基础设施投资一直是抵销今年房地产投资低迷的重要增长支柱（见图表4），并预计于未来几个月内保持强势。

图表 4. 固定资产投资（累计）同比增长



资料来源：国家统计局，截至2022年9月16日

官媒《中国证券报》报道，政策性银行（包括国家开发银行和中国农业发展银行）已投放3,000亿元

人民币为重大基础设施项目融资，并准备再筹集3,000亿元人民币。2022年8月下旬，当局还宣布发行5,000亿元人民币的专项债地方结存限额。此外，财经媒体《21世纪经济报道》指，至少有14个地方政府公布了债券发行计划，合共于2022年10月集资超过2,300亿元人民币。尽管基础设施建设行业的第二季业绩十分稳健（见图表5），但自今年4月以来，该板块的股价表现相当疲弱。我们认为，在房地产行业坏消息频出之际，市场似乎忽略了这此板块。

图表 5. 三家中国领先基建公司
收入总额与EBIT*利润率



*EBIT：息税前利润
资料来源：公司数据、法国巴黎银行财富管理
截至2022年9月27日

即将举行的中共二十大，可能是中国今年最重要的政治事件。为期一星期的会议有两项关键议程：确定新的领导班子，以及宣布作为未来决策基础的新政治路线。此后，全国政协（中国最高政治咨询机构）第十三届常委会第二十四次会议将于2022年10月31日至11月2日召开。

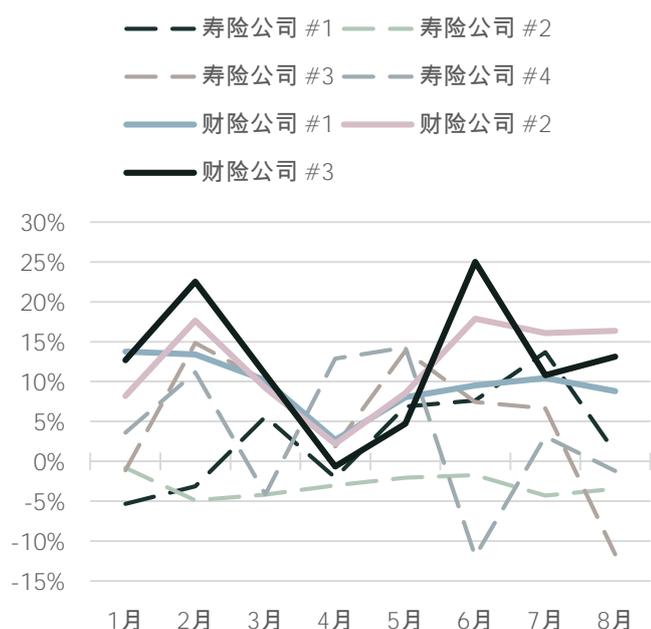
到今年10月底，基金经理和股票投资者将忙于把中国的新战略与2023年目标融入其投资部署。共同富裕、双循环、“房住不炒”等国家战略预计将在新的政治路线中得到重申。我们建议投资者留意有关“动态清零”政策定义的任何细微变化，并统计一下“避免过度刺激”、“不搞大水漫灌”等字句的出现次数。

重点行业值得留意的发展

1) 中国保险

年初至今，一般保险（财险）公司在业绩增长方面的表现优于人寿保险公司。这主要是财险公司保费收入增长普遍较高（见图表6）、年金产品销售重心转向银保渠道，以及存续期缺口（Duration Gap）的内在差异所致。我们较看好财险业务占比较高的中国保险公司，并预期在短期内，财险公司的保费收入增长将继续较人寿保险公司强劲。

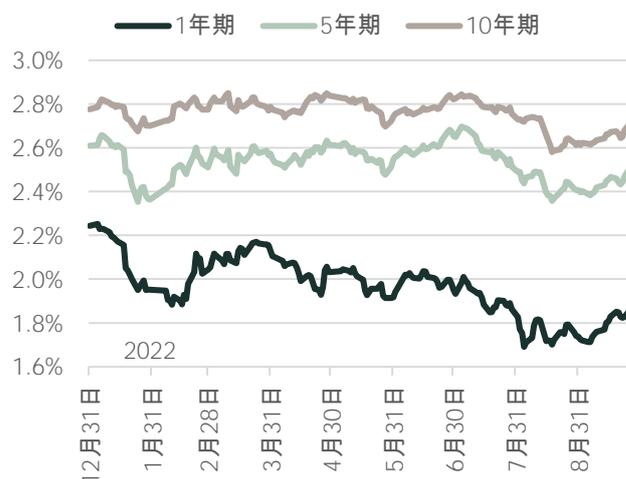
图表 6. 每月保费收入同比增长



资料来源：公司数据、法国巴黎银行财富管理
截至2022年9月27日

人民银行今年两度（1月及8月）下调中期借贷便利（MLF）利率，由2.95%下调至2.75%。在中国内地，所有主要保险公司均使用国有中央国债登记结算有限责任公司（简称“中央结算公司”）数据估计其资产/负债的公平值。根据中央结算公司，短期中债政府债券收益率（CGB）对MLF下调较为敏感，1年期CGB年初至今已下跌逾37个基点。相反，直到8月中旬为止，较长期的10年期CGB一直呈横行走势（见图表7）。由于人寿保险公司的保单及年金产品年期较长，存续期缺口一般为负数，其股权价值或将随利率下调而下跌。

图表 7. 中债政府债券收益率



资料来源：中央国债登记结算有限责任公司
截至2022年9月27日

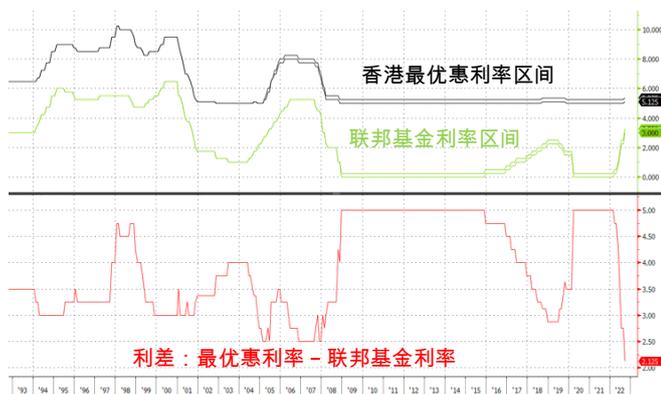
2) 香港银行

美国联邦基金利率于2022年9月22日再度上调75个基点后，香港大型银行随即上调最优惠利率12.5个基点至5.125%至5.375%。这是香港四年来首次上调最优惠利率，并标志着香港展开了迟来的加息周期。我们预期最优惠利率将于2022年第四季度进一步上升。

香港最优惠利率是港元计价贷款的基准利率，较美国联邦基金利率区间（3%至3.25%）高212.5个基

点。过去30年来，香港最优惠利率与联邦基金利率的利差一直介乎2.5%至5%之间（见图表8）。最新的联邦公开市场委员会（FOMC）点阵图释出2022年11月和12月进一步加息的讯号，合共加息125个基点，并于2023年再加息25个基点（见图表9）。我们预期，香港银行业将于今年年底前上调最优惠利率超过150个基点，以恢复利差至2.5%以上。这将导致香港本地银行的净利息收入增加，从而推动盈利增长。事实上，香港金融管理局的基准利率，是根据美国联邦基金利率变化的预设公式设定。

图表 8. 香港最优惠利率 vs 美国联邦基金利率 (1992至2022年)



资料来源：彭博，截至2022年9月27日

图表 9. 联邦公开市场委员会点阵图



资料来源：彭博，截至2022年9月23日

3) 香港旅游及零售

2022年9月23日，香港特区政府取消入境旅客的强制酒店隔离，取而代之的是限制小得多的“0+3”

安排（即零天隔离和三天医学监测）。香港早于预期向国际旅客重新开放，对本地旅游业及零售业无疑是利好消息。紧随“0+3”安排公布，香港市民蜂拥预订航班，总部设于香港的航空公司网站流量急升，未来数月的机票价格大幅上涨。报道指，来回香港与日本的机票价格更飙升了一倍。香港市民被压抑的旅游需求无疑很大，而港元相对几乎所有非美元货币均有所升值，进一步推动了此需求。由于政策改变，香港出入境旅游复苏的前景大为改善，并推动了航空公司及旅行社股价急升。

然而，旅游业相关零售商及零售收租企业的股价反应则相对冷淡。香港总商会和多名卫生专家正促请政府进一步放宽限制，实施“0+0”安排。尽管原定于今年较后时间举办的数项大型国际活动被取消，但我们预期访港旅客人数或可于短期内复苏。

4) 澳门博彩

在香港放宽旅游限制后，澳门政府亦不甘落后。澳门特区行政长官贺一诚于9月24日表示，澳门计划于2022年11月恢复中国内地旅客的赴澳电子签证和旅行团，为近三年来首次。澳门（中国唯一设有合法赌场的地区）自2020年以来实施严格的防疫措施及边境限制，导致赌场博彩收入大幅下滑。第一阶段，澳门将恢复来自福建、广东、江苏、上海及浙江的旅行团，这五个省市占2019年内地访澳旅客近60%。由于当地较预期早公布局部重新开放，澳门赌场度假村股价有所反弹。

较早前，在2022年9月中旬，马来西亚富商林国泰入标竞逐澳门赌牌（娱乐场幸运博彩经营批给公开竞投），加入已投标的六家现有营运商之列。我们认为这是林国泰的投机性竞标，因为按照法律规定，博彩批给的总数限制为6个，而新的批给期限只有10年（现时为20年）。由于从头开始兴建一个新赌

场度假村至少需要2至3年，即牌照到期前的回报期为8年或以下，我们认为这可能并不足够。

我们的基本情景假设，是现有赌场度假村拥有人/营运商将能够成功续牌。由于这些企业多年来在澳门进行了大量投资，它们在公开招标中占据上风。我们认为，有意进军澳门博彩业的新竞争者应该收购一家现有持牌营运商及其营运中的物业。然而，对于选择投机、试图压倒现有企业者而言，竞标的赌注非常高，因为失败者将可能不得不以低价出售其物业。我们在该板块的首选继续为资产负债表稳健，而且更迎合澳门推广非博彩业务/旅游景点目标的公司。

5) 中国生物制药

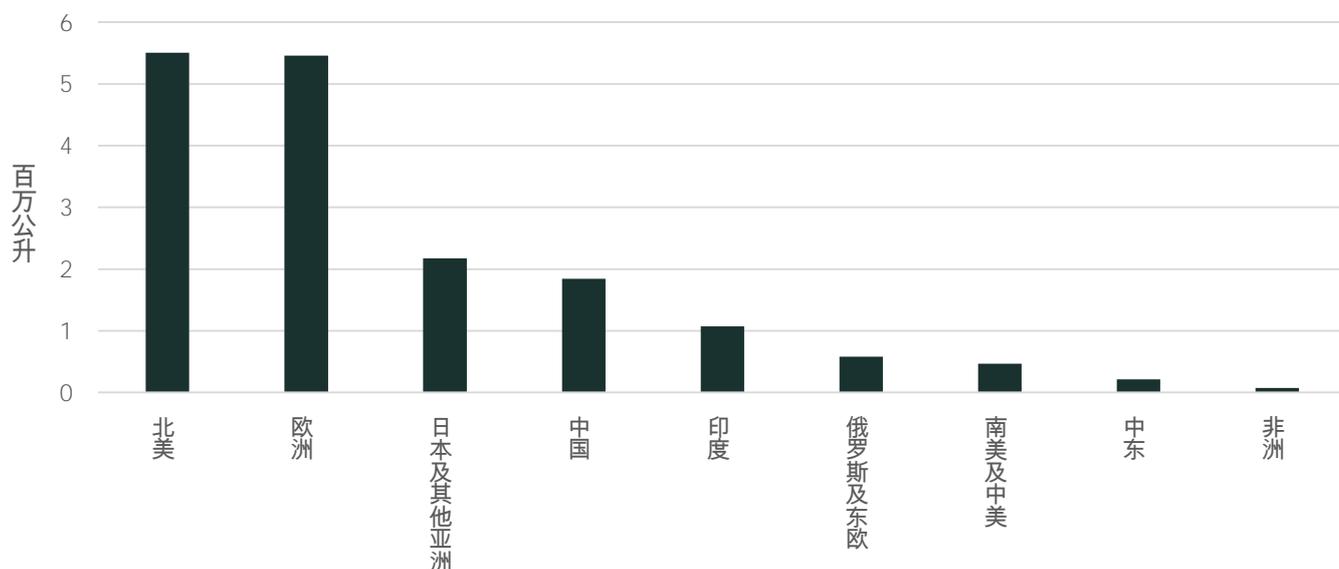
美国总统拜登早前签署“国家生物技术和生物制造倡议”行政命令，为五年内建立生物制造基础设施提供高达10亿美元资金。市场就该倡议对中国生物医药外包行业（CDMO）造成的负面影响感到忧虑。由于详细的实施计划要到2023年年中才能出炉，而且美国需要数年时间建设新的生物制造能力，我们认为要在短期内取代中国主要CDMO是不切实际。

作为参考数据，北美地区 and 中国的总生物制造能力分别为550万公升和180万公升（见图表10）。

该行政命令旨在加速生物技术创新，并从多个行业方面促进美国生物经济增长。行政命令公布后180日内，美国多个政府机构将提交关于生物技术和生物制造事项的报告，而白宫将在收到报告后100天内制定实施计划。因此，这些举措的实际实施日期将为从现在起约9个月。我们认为，中国CDMO所面临最迫切的威胁更多与市场情绪有关，而非其业务基本面。

长远而言，我们认为未来美国生物制造的成本竞争力、潜在的进出口限制，以及非美国公司在美国本土扩张的监管障碍将是关键变数。尽管行政命令并无明确提及其他国家，但它似乎是“美国优先”政策立场的延续。目前，有关行政命令的公开文件未能提供足够详情，因此仍无法深入评估其对CDMO行业可能造成的长期影响。

图表 10. 全球生物制造能力



资料来源：BioProcess International，截至2022年5月31日

免责声明

本文件/通讯/信息（统称“文件”）由法国巴黎银行，透过其新加坡分行在新加坡提供，并由法国巴黎银行，透过其香港分行在香港提供。法国巴黎银行是一家在法国成立的公众有限公司(société anonyme)，其成员承担有限法律责任。法国巴黎银行，透过其香港分行为受香港金融管理局监管的持牌银行，及《证券及期货条例》（香港法例第571章）所指的注册机构；于香港证券及期货事务监察委员会（“证监会”）注册，获准进行第1、4、6及9类受规管活动（证监会中央编号：AAF564）。法国巴黎银行，透过其新加坡分行（单一机构识别号码/注册编号：S71FC2142G）为受新加坡金融管理局监管的持牌银行。“法国巴黎银行财富管理”乃法国巴黎银行营运之财富管理业务之名称。“法国巴黎银行财富管理”（单一机构识别号码/注册编号：53347235X）是根据 Business Names Registration Act 2014在新加坡注册之企业名称。

本文件仅供一般参考，不应用作订立任何特定交易的参考。阁下不应对本文件的资料和意见加以依赖，亦不应用以代替阁下的任何决定或寻求独立专业意见（如不论是财务、法律、会计、税务或其他意见）的需要。本文件不拟作为进行买卖或订立交易的要约或游说。此外，本文件及其内容不拟作为任何类别或形式的广告、诱因或声明。法国巴黎银行保留权利（但并无责任）随时在不发出通知的情况下更改本文件的资料，而且，除非适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条另有规定，否则法国巴黎银行毋须对有关变动所引致的任何后果负责。

本文件所载资料仅拟作讨论用途，若投资者决定进行有关交易，将受制于有关交易的最终条款所约束。它并不代表（1）交易的实际条款，（2）任何现有交易可以解除的实际条款，（3）交易提早终止后应支付金额的计算或估算，或（4）法国巴黎银行在其财务报告账目中给出的交易实际估值。交易的最终条款将载于条款清单、适用条款合同和/或确认书。另请参阅有关文件所载之免责声明，以及本行收费表中有关费用、收费及/或佣金的披露及其他重要资料。

若本文件是交易完成/交易确认书，请仔细检查本文件中所列出的资料，如发现任何差异，请阁下立即与

我们联系。本文件的内容取决于我们随后以邮件形式寄出之银行对账单中的最终交易详情/信息及/或建议（如有）。本文件包含仅供上述收件人使用之机密信息。若阁下并非收件人，请勿传播、复制或依据本文件采取任何行动。若阁下误收到本文件，请立即通知法国巴黎银行并删除/销毁本文件。

尽管本文件提供的资料和意见可能取自或源自被视为可靠的已发布或未发布的来源，而且在拟备本文件时已采取一切合理审慎的措施，但法国巴黎银行并无就其准确性或完整性作出任何明示或隐含的声明或担保，而且，除非适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条另有规定，否则法国巴黎银行毋须就任何不确资料、误差或遗漏承担责任。本文件所载的所有估计及意见构成法国巴黎银行在截至本文件刊发日期的判断，而所表达的意见可予更改，毋须另行通知。本文所载资料可能包含前瞻性陈述。“认为”、“预期”、“预计”、“预测”、“估计”、“预估”、“有信心”、“具信心”等字词和其他类似用语亦旨在表明前瞻性陈述。此等前瞻性陈述并非历史事实，而是法国巴黎银行根据当前可用资料所建立的现行信念、假设、预期、估计和预测，并包括已知和未知风险及不确定因素。此等前瞻性陈述并非未来表现的保证，并附带各种风险、不确定因素和其他因素，部份无法控制及难以预估。因此，实际结果可能与此等前瞻性陈述所表达、暗示或预测显著有别。投资者应自行独立判断任何前瞻性陈述，并自行咨询专业意见以理解该等前瞻性陈述。法国巴黎银行概不保证更新有关前瞻性陈述。当投资者考虑关于产品/投资表现的任何理论历史资料时，投资者应注意有关过往表现的任何提述不应被视为未来表现的指标。法国巴黎银行并无就任何投资/交易的预期或预计成效、盈利能力、回报、表现、结果、影响、后果或利益作出任何担保、保证或声明。除非适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条另有规定，否则法国巴黎银行集团公司或实体概不会就使用或依赖本文件或所提供的资料的任何部份而直接或间接引致的任何损失承担任何责任。



免责声明

结构性交易为复杂的交易，可能涉及的损失风险甚高，包括可能损失所投资的本金。若本文件所述的任何产品是涉及衍生工具的结构性产品，除非阁下已完全了解并同意接受所有风险，否则阁下不应对该产品进行投资。若阁下对任何产品/交易有任何疑问，应寻求独立专业意见。

各投资者/认购方在订立任何一项交易前，应充份了解产品/投资的条款、条件及特点，以及订立交易/投资的风险、优点及适用性（包括与发行人相关的任何市场风险），并在作出投资前咨询其本身独立的法律、监管、税务、财务及会计顾问。投资者/认购方应充份了解有关投资的特点，而且具有承担投资损失的财力，和愿意承担所有相关风险。除非另有明确书面协定，否则（1）若法国巴黎银行无向投资者/认购方游说出售或建议任何金融产品，其于任何交易中均非以财务顾问的身份为投资者/认购方行事，以及（2）无论如何，法国巴黎银行于任何交易中均非以受信人的身份为投资者/认购方行事。

在本文件刊发之前或之后，法国巴黎银行及/或它的联系人或关連人士可能或经已为其本身进行有关本文件所述的产品或任何相关产品的交易。在本文件刊发当日，法国巴黎银行、它的联系人或关連人士及其各自的董事及/或代表及/或雇员可能就本文件所述的产品，或以该产品为基础的衍生工具进行坐盘交易，并可能持有长仓或短仓或其他权益，或进行庄家活动，及可能随时在公开市场或其他市场以主事人或代理或市场庄家的身份购入及/或沽售投资。此外，法国巴黎银行及/或它的联系或关連人士在过去十二个月内可能担任投资银行，或可能已向本文件所述的公司或就本文件所述的产品提供重要的意见或投资服务。

本文件属机密性质，并仅拟供法国巴黎银行、它的聯营公司、其各自的董事、高级职员及/或雇员和本文件的收件人使用。在未获得法国巴黎银行的事先书面同意前，本文件不可由任何收件人向任何其他人士派发、发布、复制或披露，亦不可在任何文件中引用或提述。

香港：本文件由法国巴黎银行，透过其香港分行在香港派发。本文件在香港仅派发予专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法例第571章）附表1第1部）。本文件所述的部份产品或交易在香港可能未经许可，及不可向香港投资者发售。

新加坡：本文件由法国巴黎银行，透过其新加坡分行在新加坡仅派发予认可投资者（Accredited Investors）（定义见新加坡法例《证券及期货法》（Securities and Futures Act 2001）），并且不拟向非认可投资者的新加坡投资者派发，亦不应供任何该等人士传阅。本文件所述的部份产品或交易在新加坡可能未经许可，及不可向新加坡投资者发售。

如本文件由法国巴黎银行在新加坡派发予非认可投资者、非专家投资者（Expert Investor）或非机构投资者（Institutional Investor）人士，法国巴黎银行（透过其新加坡分行）仅就本文件内容向该人士承担相关法例所规定的法律责任。

除非适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条另有规定，否则本文件的资料仅供拟定收件人传阅，不拟作为向本文件的收件人提供的建议或投资意见。本文件的收件人在作出购买或订立任何产品或交易的承约前，应就产品或交易的合适性（经考虑收件人的特定投资目标、财务状况和特别需要），以及有关产品或交易所涉及的风险，咨询其本身的专业顾问的意见。

请注意，本文件可能与法国巴黎银行作为发行人的产品有关，在此情况下，本文件或本文件所载资料可能由法国巴黎银行作为产品发行人的身份编制（“发行人文件”）。当发行人文件由法国巴黎银行，透过其香港分行，或由法国巴黎银行，透过其新加坡分行，以分销商的身份提供给阁下时，亦受制于法国巴黎银行财富管理适用于阁下账户的条款及条件第6.5条所约束。如发行人文件的条款与法国巴黎银行财富管理适用于阁下账户的条款及条件第6.5条之间存在任何不一致，概以后者为准。





免责声明

请注意：任何投资产品或交易所涉及各方、其投资专业人士和/或其联营公司的整体投资活动或角色，可能会导致各种潜在和实际利益冲突。具体而言，交易对手/发行人/提供商或其相关实体或联营公司可能提供或管理其他投资，其利益可能与阁下在该投资产品或交易中的投资利益有所不同；或当产品交易对手或发行人是法国巴黎银行或其相关实体或联营公司时，法国巴黎银行亦可能是同一产品的分销商、担保人、计算代理人和/或安排人。法国巴黎银行及其联属公司以及与其有联系或有关连的人士(统称“法国巴黎银行集团”)可能以庄家身份或可作为委托人或代理人买卖本文件所述证券或有关衍生产品。法国巴黎银行集团可能于本文件所载的发行人中拥有财务权益,包括于持有其证券的长仓或短仓及/或有关期权、期货或其他衍生工具。法国巴黎银行集团(包括其高级职员及雇员)可能或已经出任本文件所述任何发行人的高级职员、董事或顾问。法国巴黎银行集团可能于过去12个月内不时为本文件所述的任何发行人招揽、进行或已进行投资银行、包销或其他服务(包括作为顾问、经办人、包销商或放款人)。法国巴黎银行集团可在法律准许的情况下,于本文件所载的资料刊发之前,依据有关资料或据此进行的研究或分析行事,或使用有关资料或据此进行的研究或分析。法国巴黎银行集团的成员公司可能对于有关结构性产品项下若干责任有利益冲突。例如,其及其联属公司可能为其本身或为其他人士进行相关产品的交易。其或其联属公司可能收取任何相关产品的部分管理或其他费用。法国巴黎银行可向与相关产品有关的实体提供其他服务并获支付酬金。所有此等活动均可能导致有关法国巴黎银行的若干财务权益出现利益冲突。

如本文件涉及房地产，请注意，法国巴黎银行透过其香港分行在香港提供的房地产服务仅限香港以外的物业。具体而言，法国巴黎银行，透过其香港分行并未持有牌照处理位于香港的任何物业。法国巴黎银行，透过其新加坡分行并未持有牌照处理及不提供房地产服务，本文件亦不可这样被诠释。

法国巴黎银行之客户及交易对手有责任确保自身遵守美国第13959号行政命令(EO) (经修订) 适用之规定 (及后续所有官方指引)。有关该行政命令的全部详情，请阁下参阅以下网页：如需查阅该行政命令全文，请访问 <https://home.treasury.gov/system/files/126/13959.pdf>，如需了解美国财政部外国资产管理办公室(OFAC)就该行政命令发布之最新指引，请访问 <https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-sanctions/recent-actions>。

阁下一经接纳本文件，即同意受以上限制所约束。如中英文版本有任何含糊不清或歧异，概以英文版本为准。在与法国巴黎银行透过其新加坡分行进行的任何交易或安排中，英文版是唯一有效版本，中文版将不予以考虑。

就任何有关本文件或因本文件产生的事宜，阁下可与法国巴黎银行 (透过其新加坡分行) (10 Collyer Quay, #35-01 Ocean Financial Centre, Singapore 049315 (电话：(65) 6210 3888；传真：(65) 6210 3861)) 联系。如阁下 (a) 并非新加坡居民，及 (b) 由在香港的客户经理提供服务，则本段落不适用于阁下。如阁下符合 (a) 及 (b) 条件，阁下可就任何有关本文件或因本文件产生的事宜与法国巴黎银行 (透过其香港分行) (香港中环金融街8号国际金融中心二期63楼 (电话：(852) 2909 8888)) 联系。

图片源自 © Getty Images。

© BNP Paribas (2022) 版权所有。

