



PCSF[®]FG

Heritage Account

2020 第一季全球投资指引





回顾 2019 年，在中、美與日、韩等国的贸易战以及英国脱欧等各种不确定性的纷扰之下，全球市场同时经历了主要经济体如美国、欧洲和中国经济皆放缓的困难时刻，全球经济增长降至全球金融危机以来的低点。然而尽管存在诸多不利因素，但 MSCI 全球指数却在 2019 年为投资者提供的总回报略高于 20%，远高于历史平均年回报率。

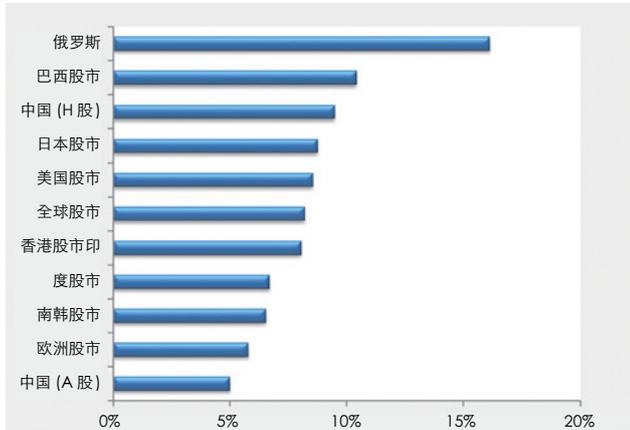
我们不只看到美国的成长型股与科技业的强劲表现，涨幅高达 30% 以上，新兴市场方面，即便是经济遭到西方制裁的俄罗斯或甫结束纾困岁月的希腊，更是从其被低估的估值中反弹，全年分别录得 40% 与 45% 涨幅。

时序进入 2020 年，尽管贸易战的拉锯情势与英国脱欧的不确定性目前看似有所消退，且市场的流动性依然相对宽松，但面临即将到来的美国大选，以及世界依然盛行的保护主义，全球投资人不得不更加谨慎。

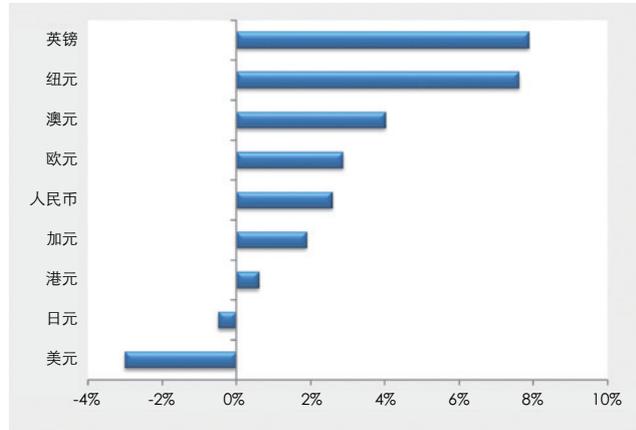
我们希望能够以长期投资及稳健配置的角度，替我们宝贵的客户未雨绸缪提前规划，在诡谲多变的金融市场局势中为您的财富保驾护航。「保護資產 鉅細靡遺」便是寶鉅證券金融集團的核心理念以及希望提供给您的价值。



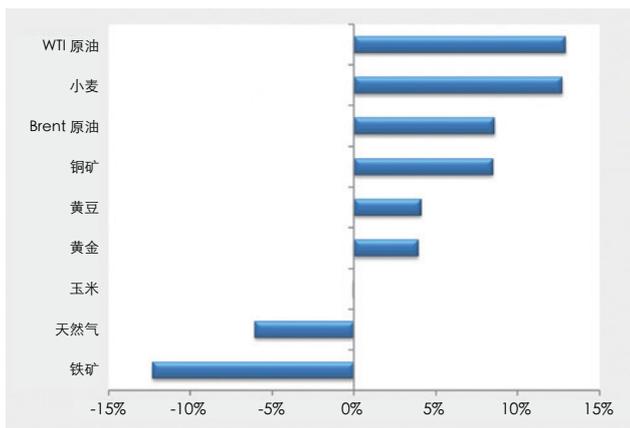
上季强弱市场回顾



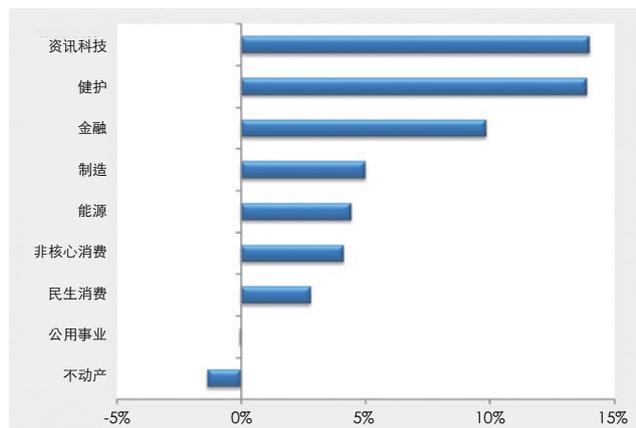
全球股市



主要汇市



商品市场



产业类股

上季市场表现短评

强势市场：俄罗斯、原油、英镑

随着中美贸易紧张关系缓解，原油库存持续下降以及英国首相鲍里斯·约翰逊领导的保守党赢得下议院选举，政治和经济不确定性逐渐减弱。投资者的风险偏好提高以及商业信心反弹的市场共识刺激了能源需求和原油价格的上涨。

油价上涨，受惠于油价的俄罗斯股市也展现多头气势，2019 年来俄股的涨幅就超过四成，仅次于希腊股市。美元需求下跌以及英国与欧盟达成良性自由贸易协定的明确前景，激励英镑走高，多数专家对英镑 2020 年的表现仍持乐观态度。

弱势市场：美元、铁矿

美联储在 2019 年分别于 7 月、9 月和 10 月三度降息，加上去年底前对全球贸易形势的乐观态度，使美元指数创下历史新低，仅增长 0.6%，为过去六年最低，亦远不如 2018 年 4.4% 的涨幅。

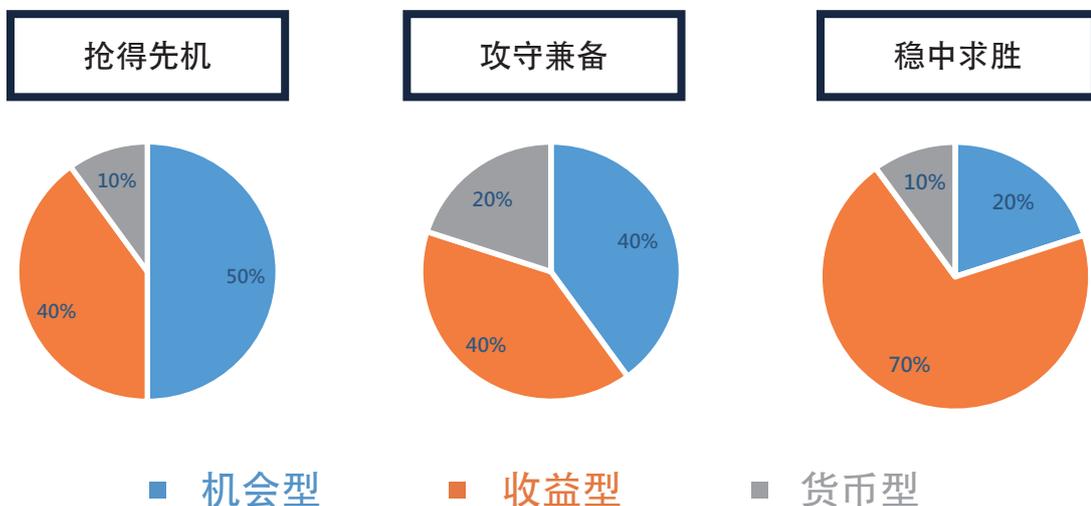
2019 年以来，全球铁矿石市场剧烈波动，主因供给中断引发了上半年的强劲上涨，随后因产量回升而遭到抛售。随着全球市场再次出现供过于求，铁矿石价格 2020 年恐怕仍将疲软。

季度市场展望

投资市场/标的	-2	-1	0	+1	+2	观点摘要
股市						
美国			■			企业利润可能会承受压力，难以支撑股价持续走高。
欧洲				■		预期政策当局仍将采取扩张政策以支持估值水平。
日本				■		股本回报率高于历史水准，结构性改革成效将有利投资人。
中国				■		主要风险逐渐消散使估值看来更具吸引力。
新兴市场				■		基本面因素仍然有利于股票，但不要忽视风险。
亚洲(不含日本)			■			低利率鼓励投资者寻求更高的股息收益率。
固定收益						
美欧企业债			■			预期收益会更低，但在资产配置中仍然很重要。
新兴市场债				■		新兴市场当地债务预计将从新兴货币的潜在复苏中受益。
不动产相关				■		低利率有助多数物件类别的估值，并可能会促进资本市场活动
天然资源						
能源			■			OPEC减产作用有限，油价将区间波动
基本金属		■				供给回稳仍将压抑价格

☆ -2 = 降低比重； -1 = 偏低比重； 0 = 持平； 1 = 偏高比重； 2 = 提高比重

本季投资组合建议



美国股市：企业利润可能会承受压力，难以支撑股价持续走高。

★ 在2019年12月10日至11日举行的最新利率决策会议上，美国央行将联邦基金利率维持在1.50%至1.75%不变。除非经济前景出现足以触发美联储进一步行动的重大转折，否则预期美联储在短期之内将不会再采取进一步的利率行动。鉴于美联储专注于避免经济衰退，进一步削减利率的风险大于加息。预计美国GDP增速将趋缓，未来两年平均增长1.7%。在贸易前景不确定的情况下，制造业和企业投资可能继续进退难行，但服务活动和消费者支出可能持续保持健康。然而我们认为经济陷入衰退的风险已大大降低。

★ 宏观经济环境（包括宽松的货币政策和放贷条件）支持2019年市盈率(P/E)的扩张，但这些影响正在减弱。股市表现与企业税后利润之间的巨大差距表明，后者需要加速以持续支持股市估值。预计标准普尔企业每股盈余在年底将增长8%，达到177美元，但这一预期在一定程度上是基于美中贸易战的积极结果而仍未定。由于关税和人工成本上涨的影响，利润率可能在2020年面临压力。

美国联邦基金利率 (%)



美股标普500指数与企业盈余



★ 以上资料来源：Bloomberg 2019/12/31

欧洲市场：预期政策当局仍将采取扩张政策以支持估值水平。

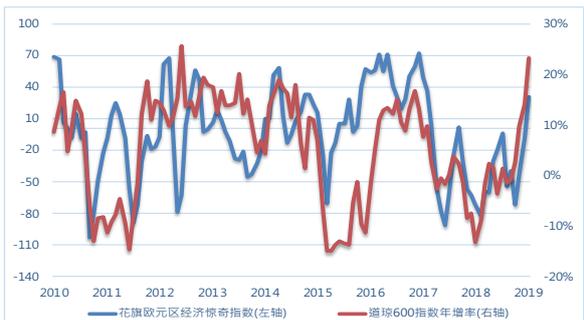
★ 欧元区的潜在通货膨胀压力仍然疲软，预计欧洲央行将持续无法达到其2020年2%的通货膨胀目标。新任欧洲央行行长克里斯蒂娜·拉加德(Christine Lagarde)将面临的巨大挑战之一是让投资人相信欧元区的货币政策仍然是支持经济增长和通货膨胀的有效和可信工具。欧洲央行可能会采取观望态度来分析其九月刺激计划的全部影响，并将在2020年的前六个月保持政策基本不变。

★ 由于难以仅凭借货币政策促进增长和通胀，下一个问题转向财政当局是否可以提供额外的刺激。我们预计欧元区的财政支出将温和增长0.3个百分点，主要是因为德国正朝着更具扩张性的方向发展。Stoxx 600指数在2019年上涨了24%，目前处于创纪录的高点，在1999年和2009年的强劲表现之后，2019年有望成为二十年来欧洲股票表现最好的第三年。整体经济惊奇指数上升并在去年12月转为正数，但仍可能需要更进一步改善以支持更高的估值水平。

欧元区消费者物价指数年增长率 (%)



花旗欧元区经济惊奇指数与道琼欧洲600指数



★ 以上资料来源：Bloomberg, 2019/12/31

日本股市：股本回报率高于历史水准，结构性改革成效将有利投资人。

★ 尽管经济和金融因素一直支持日本央行保持货币政策稳定，但到2020年潜在的全球增长担忧和国内风险因素可能会增加宽松政策的压力。鉴于日本央行即使在实施定量和定性宽松计划超过五年后，通货膨胀率仍低于1%，仅靠进一步的宽松货币政策能否奏效存在疑问。越来越明显的是，货币政策正趋于其极限。公共基础设施建设支出的经济增长乘数高于货币政策，但在日本因为担心这会增加本已很高的政府债务，这样的支出因而不太可行。

★ 但由于估值偏低及中美间贸易协议的最新进展，日本股市已具备上涨的条件。其他增长动力包括结构性改革，例如首相安倍晋三政府进行的市场和企业治理改革，而日本养老基金也增加国内股票投资。通过结构性改革，企业的股票回购增加到2006年以来的最高水平，从而使股东受益匪浅。日经225指数的股本回报率正接近10%。而1993年到2012年，股本回报率平均约为4%。这是一个巨大的进步，反映出更好的企业治理和政府退休金投资基金(GPIF)对更高回报的期望。

日本消费者物价指数年增长率 (%)



日经225指数股本回报率(ROE%)与股价走势



★ 以上资料来源：Bloomberg, 2019/12/31

中国股市：主要风险逐渐消散使估值看来更具吸引力。

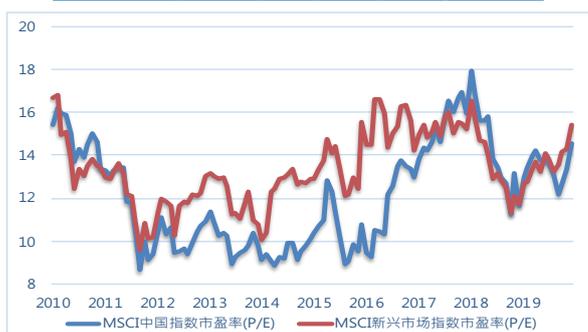
★ 鉴于在美国大选之年不太可能在贸易谈判中取得重大突破，因此延长停战时间以维持征税现状的可能性最大。普遍共识预测，2019年关税挥之不去的影响将在2020年使GDP增长降低0.2至0.3个百分点。正面来看，对政策制定者继续实施针对性的刺激措施的预期以及全球央行转向鸽派使经济硬着陆或增长率低于5%的机率要相对来得低。

★ 在过去18个月中国企业的负盈余修正已接近触底。我们预计2020年将有更稳定、个位数的同比增长。再者，与其他新兴国家相比，中国相对具吸引力。其市盈率(P/E)低于多数排名前十的其他新兴国家，且在考虑到波动性下，被认为更有吸引力。人民币相对美元在2019年8月跌破7的敏感水平。美元/人民币自此一直在7.0-7.15的范围内交易。中美间严峻的贸易关系解冻将有助于支撑汇价。且中国人民银行能轻易地将反周期因素重新引入人民币的每日参考汇率以遏制贬值预期。现在失控的货币贬值和由此产生资本外逃的风险比以前低得多。

上证综合指数企业盈余年增长率



MSCI中国与新兴市场市盈率(P/E)



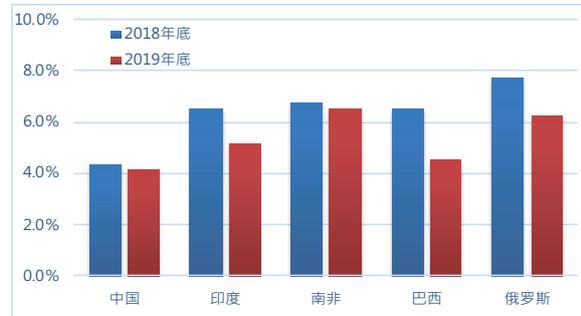
★ 以上资料来源：Bloomberg, 2019/12/31

新兴市场：基本面因素仍然有利于股票，但不要忽视风险。

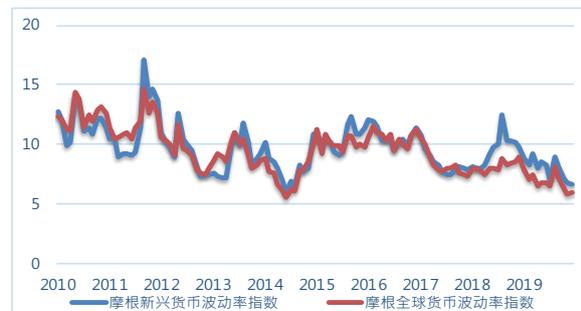
★ 国际货币基金组织 (IMF) 预测，新兴市场在 2020 年将加速并保持发达市场两倍以上的增长。许多新兴国家因其不断改善的财政、经济和货币政策以及重新专注于结构性改革而使受欢迎程度增加。此外，在大多数新兴市场中，财政政策和货币政策已转向扩张性以应对放缓的消费者需求。新兴市场央行普遍在 2019 年变得更加鸽派。我们预计至少在 2020 年上半年这一趋势还会延续，决策者在刺激经济活动方面具有更大的灵活性。

★ 另一方面，中美关系仍然不确定且中国经济增长依然疲软。全球经济增长放缓加上地缘政治持续的不确定性为 2020 年及往后的市场造就了脆弱的背景。尽管增长改善、宽松的政策以及仍然有利的估值和盈利预期已多少增加了新兴市场股票在来年的看好度，但股票和其他风险资产大幅修正的可能性仍然较高。某些市场已提高的估值、后周期风险以及持续的地缘政治不确定性可能会在未来几季使全球金融市场波动加剧。

新兴市场央行政策利率



摩根新兴市场与全球货币波动率指数



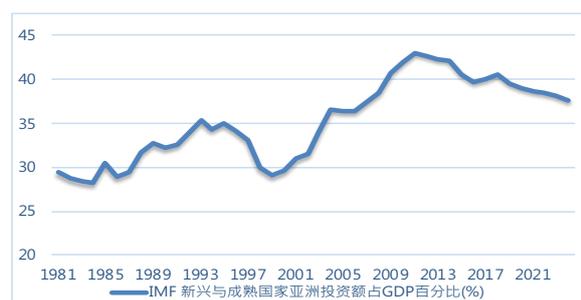
★ 以上资料来源：Bloomberg, 2019/12/31

亚洲股市：低利率鼓励投资者寻求更高的股息收益率。

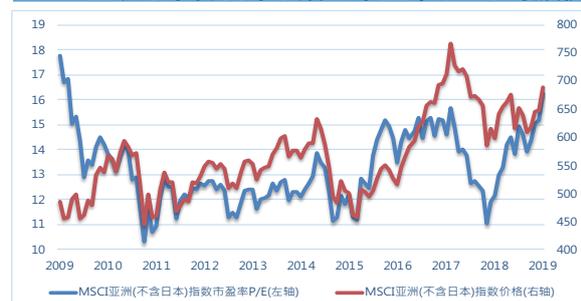
★ 该地区与全球经济和金融的整合一直是其巨大经济成功的重要基础，但在当前关头，它也可能成为脆弱性的根源。进一步提高关税和更广泛的贸易保护主义威胁可能对该地区产生不利影响。国际货币基金组织的报告发现，如果贸易政策的不确定性激增然后保持在最高水平，那么两年内亚洲投资相对 GDP 的比率可能会降低 1.5% 至 2%。另一个相关的风险是中国经济放缓快于预期。贸易紧张局势的进一步升级可能会削弱外部需求，并降低信心和投资。

★ 随增长放缓和破坏持续，通货膨胀可能继续受到抑制而利率将处低位。此背景下，股票的股息收益率提供了目前已远超过多数亚洲市场之无风险利率的诱人回报。相比许多发达市场，亚洲市场以较低的估值提供良好的收益增长，而投资者在权衡资本将流向何处及市场领导地位如何变化将会影响到其 2020 年的投资组合。在美国以外的其他发达市场挣扎于促进增长之际，亚洲更适度的估值使投资者处于有利的位置得以在今年给予该地区获得合理的回报。

IMF 新兴与成熟国家亚洲投资额占 GDP 占比 (%)



MSCI 亚洲 (不含日本) 指数市盈率 (P/E) 与股价



★ 以上资料来源：Bloomberg, 2019/12/31

美欧企业债：预期收益会更低，但在资产配置中仍然很重要。

★ 全球固定收益市场在 2019 年反弹，其中大多数中央银行下调了对长期中性政策利率的评估。在不确定性根深蒂固的宏观经济环境中，随着 2020 年增长继续放缓，中央银行应会继续采取行动。通胀预期是提高中长期债券收益率的关键。尽管劳动力市场紧绷、工资上涨、消费者支出保持健康，但各种通胀预期指标仍然很低。债券市场所隐含的通货膨胀率以及密歇根大学消费者信心指数等基于调查的指标表明，投资者和消费者预期通货膨胀率会持续保持在较低水平。

★ 在美国总体债券市场中，投资者仍有望因承担信用风险而获得合理补偿，按年率计算，泛美国投资级债券表现优于美国国债约一个百分点。重要的是，尽管固定收益的未来回报率看起来很低，但没有理由相信其在投资组合中的基本作用已经改变，高质量的债券仍有望在降低风险和稳定性方面发挥关键作用。预计到 2020 年，回报将进一步降低。从目前的水平来看，收益率可能会小幅上涨，而信用利差则没有太大的下降空间。

美国未来一年通胀预期中位数 (%)



彭博巴克莱美元流动投资级债券信用息差 (bps)



★ 以上资料来源：Bloomberg, 2019/12/31

新兴市场债：新兴市场当地债务预计将从新兴货币的潜在复苏中受益。

★ 尽管全球经济增长乏力，但新兴市场的整体增长仍然是发达国家的两倍左右。新兴市场当地债务预计将从 2020 年新兴市场货币的潜在复苏中受益。美元近期走强、中美贸易战升级以及全球增长和贸易下滑对新兴市场货币普遍不利。多数新兴市场货币已跌至 2013-15 财年国际收支危机期间的历史最低点。现在，我们正初步看到周期性上升的迹象，以及更有利的全球流动性状况，特别是来自美国的货币增长。这种转变可能为新兴市场货币的强劲复苏创造条件。

★ 在中国，最近几个月的信贷脉冲指数有所改善。尽管这种改善并不像 2009 年、2012 年和 2016 年那样令人信服，但未来几个月中国的货币和信贷状况受到的拖累将有所缓解。就国内经济活动而言，最坏的情况可能已经过去。以当地货币计，那些实质利率较高的国家似乎最有可能继续跑赢大盘。随着其他当地机会的减少，印尼、俄罗斯和墨西哥为投资者提供更高的利率，同时价格也具有更大的升值潜力。

新兴市场货币自 2013-2015 年均价至 2019 年底贬值幅度



彭博经济中国信贷脉冲指数 12 个月变动率 (%)



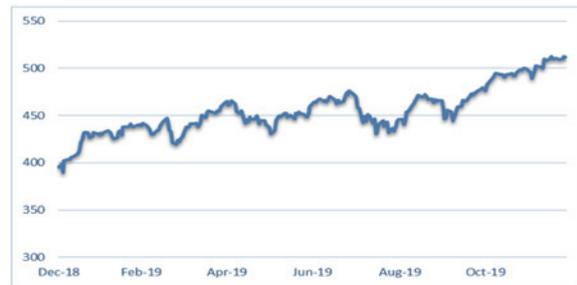
★ 以上资料来源：Bloomberg, 2019/12/31

产业趋势与展望

金融 – 暂停减息，对银行股有利

★ 美国标普金融股指数 2019 年升逾 29%，单第四季升 9.85%，金融危机后时隔 13 年再创历史新高。美联储于 19 年虽已减息 3 次，但近期会议指出美经济温和增长和就业市场保持强劲，预计短期内将暂停降息。虽然利率水平维持低位将限制银行股盈利增长空间，但经济依然温和增长和中美达成第一阶段贸易协议均利好股市情绪，料金融股来季仍有上升空间，惟上升幅度和波动率将取决于政治环境的变化。

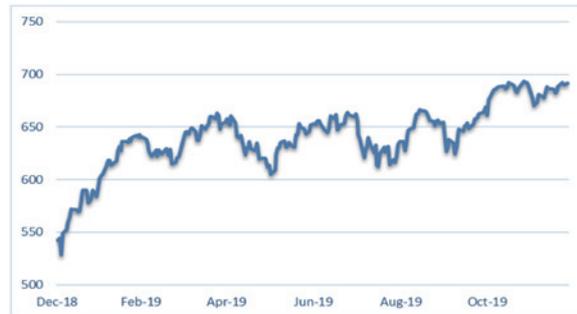
S&P500 金融类股指数走势



制造 – 动能指标持续疲态，制造业面临压力

★ 贸易战至今已逾 1 年，虽然其对资本市场影响逐渐被淡化，却对中美以至于全球经济都造成一定程度的影响。尽管美国整体经济仍在维持温和增长，但近期公布的 11 月制造业相关指数表现均差过市场预期，如工业生产指数连续三个月出现负值，ISM 制造业 PMI 指数连续四个月出现萎缩，均显示制造业面临压力。

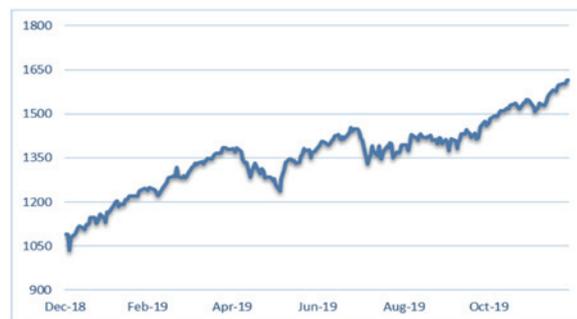
S&P500 制造类股指数走势



科技 – 科技板块来季仍可谨慎看好

★ 科技类股是美股持续创新高的一大动力，2019 年升逾 48%，单第四季度亦斩获逾 13.99% 的升幅。目前，整体市场依然处于低利率和高流动性，利好企业投资，且明年 5G 科技更新料可为市场带来大型换机潮和增加数据流量需求将继续利好科技股。预料科技股仍将得益于市场风险偏好上升等利好因素，来季仍有可为；而中长线仍需关注其估值和政治因素变化。

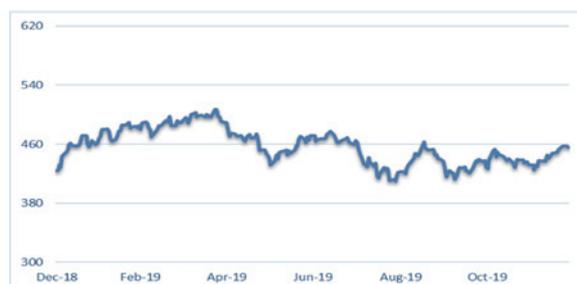
S&P500 科技类股指数走势



能源 – 估值低廉，来年表现可期

★ 标普能源股指数 2019 年第四季度升 4.42%，全年仅有 7.6% 的升幅，表现大幅落后于其他分类指数。目前，整体能源行业的估值在正处于低位，市盈率和市帐率均大幅低于近 5 年平均水平；且市场预期 2020 年能源行业盈利增长高达 23%，高于其他板块。有报导指出部分著名投资者如巴菲特等均在 2019 年开始布局美国能源行业，因此能源行业或是来年一大投资主题。

S&P500 能源类股指数走势



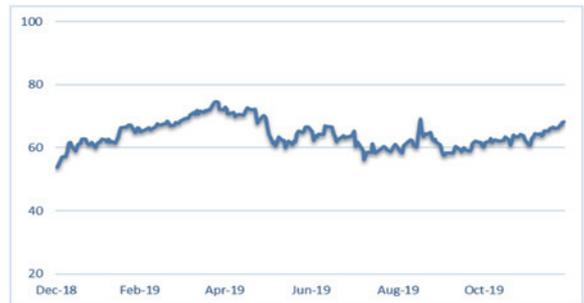
★ 以上资料来源：Bloomberg, 2019/12/31

商品趋势与展望

原油 – OPEC 减产作用有限，油价将区间波动

★ OPEC+ 达成今年深化减产共识，是支持近期油价上行的主要因素，油价在去年第四季度升逾 8.58%。然而，近期美国公布数据显示其活跃钻井数高于预期，且预计 2020 年原油产量将由当前记录高位的 1,290 万桶 / 日进一步上升之 1,318 万桶 / 日。此消彼长之下，实质原油供应下降幅度有限，抵消 OPEC+ 减产对原油价格的提振作用。由于没有突破的势头，原油价格很可能在 60 美元上下区间波动。

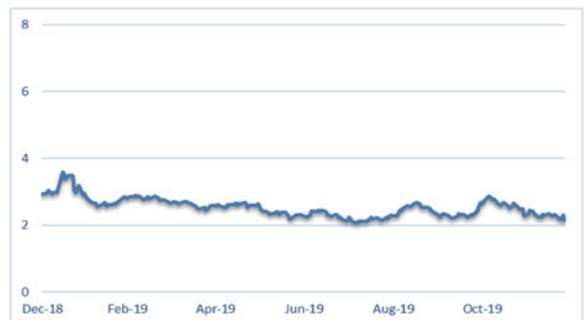
国际原油价格指数走势



天然气 – 天气转冷，天然气料可升

★ 由于去年美国冬季天气较以往暖和，再加上受到高产量和高库存影响，天然气价格第四季度下跌逾 6%。根据 EIA 报告显示，整体天然气市场依然处于供大于求局面，对天然气价格将造成压力。但近期天气模型显示未来美国天气将逐渐变冷和近期天然气出口数据依然维持强劲，加上中美第一阶段协议或进一步利好天然气出口需求，来季天然气需求或回升，而价格亦有望见底回升。

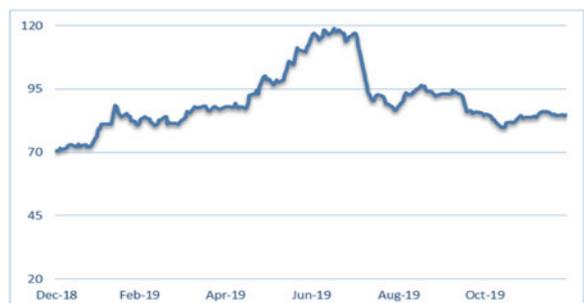
国际天然气价格指数走势



铁矿砂 – 供给回稳仍将压抑价格

★ 由于铁矿石供应回升和需求趋缓等影响下，第四季度铁矿石价格下跌近 7.5%。近期，一间主要铁矿石供货商淡水河谷调低 2020 年第一季度铁矿石供应量，短期刺激铁矿石价格小幅走高。然而，由于整体铁矿石供应依然处于上升趋势的同时，整体需求依然疲软，澳洲西太平洋银行预期 2020 年铁矿石均价为 65 美元 / MT，较 2019 年底价格 85 美元 / MT 仍有近 30% 的跌幅。

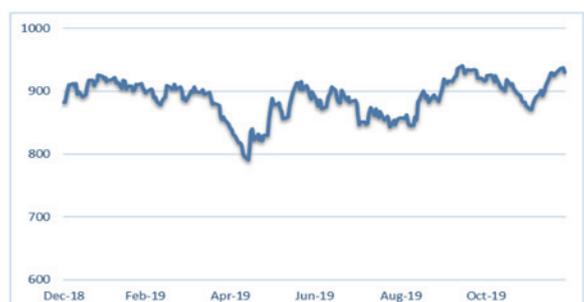
国际铁矿砂价格指数走势



农产品 – 中美贸易谈判成果可推升大豆

★ 中美就第一阶段贸易协议内容达成共识，国际黄豆价格去年第四季度小幅上升 4%。由于受到中美贸易战影响，美国出口中国大豆数量较 2018 年减少逾半，对大豆价格造成一定压力。第一阶段贸易协议内容包括购买每年采购美国逾 400 亿美元的农产品。咨询公司预估这将包括价值约 187 亿美元或 4,500 万吨的大豆，高于 2017 年全年约 3,300 万吨的出口量。预计中国将逐步开始向美采购大豆，料可刺激大豆价格稳步上升。

国际黄豆价格走势



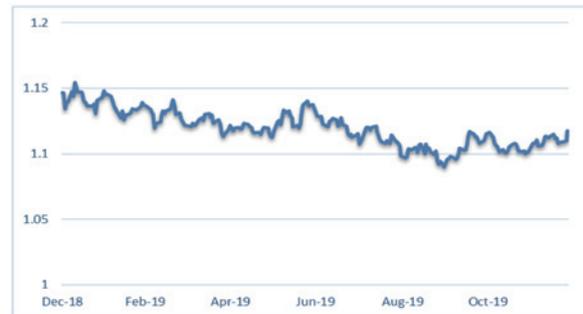
★ 以上资料来源：Bloomberg, 2019/12/31

货币趋势与展望

欧元 (EUR/USD) : 压力: 1.14 / 支撑: 1.05

★ 欧元 2019 年虽表现不佳，但 11 月以来一直相对坚挺。近期美元疲软及英国有序脱欧的预期促使欧元上涨。11 月份欧元区投资者信心指数超出预期与美中贸易改善也有助于欧元区经济回暖。近来德国民主党领袖表示可能走稳健财政路线，这也有助于欧元的升势，随着欧洲经济逐渐回温，及脱欧的不确定因素消除，本季欧元兑美元汇价将有望挑战 1.14 关卡。

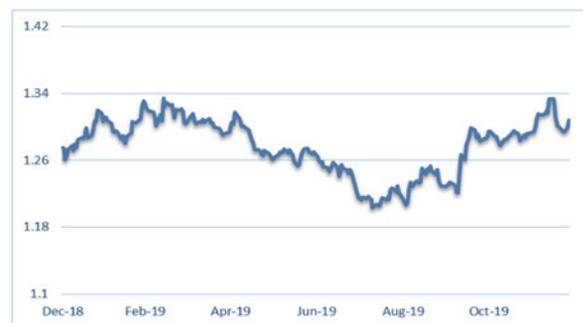
欧元兑美元 (EUR/USD)



英镑 (GBP/USD) : 压力: 1.34 / 支撑: 1.20

★ 英国脱欧仍未完成，在未来几个季度应会继续在影响英镑情绪方面发挥关键作用。除了持续的英国退欧不确定性外，投资者也将关注英国的经济基本面。接踵而来的英国经济数据已表明英国经济正在放缓。因此，英镑的基本面仍然相当负面，严重影响了英镑/美元的前景。英国/欧盟贸易谈判只会在英国于 1 月 31 日离开欧盟之后才开始，这些谈判的步调和语气将为英镑定下春季的基调。

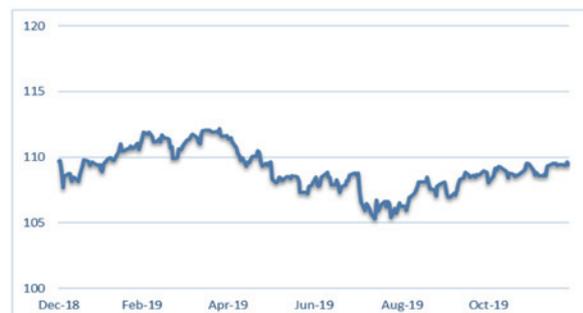
英镑兑美元 (GBP/USD)



日圆 (USD/JPY) : 压力: 112 / 支撑: 105

★ 美元兑日元在 2019 年的区间很可能证实是自 1980 年代以来最窄的，亦将是今年日圆走势的主轴。首先，日美通胀差异的下降表明美元兑日元汇率从根本上收窄。其次，日元被用作短期融资货币的频率降低，意味着日元急剧走弱或走升的可能性较小。日相安倍晋三推出了财政刺激计划以刺激经济。尽管失业率较低，但全球不利因素仍可能会拖累这全球第三大经济体。此举料将减轻日本央行施加的更多刺激措施的压力，以鼓励日元在狭窄范围内升值。

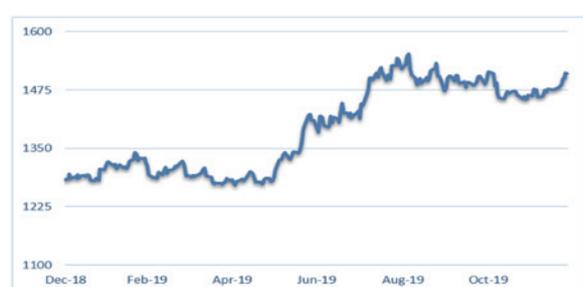
美元兑日圆 (USD/JPY)



黄金 (XAU/USD) : 压力: 1600 / 支撑: 1450

★ 黄金 2019 年坐收二位数的涨幅，并可能在 2020 年保持上升趋势。美联储在去年 7 月将借贷成本调降 25 个基点，这是自 2008 年来的首次降息，并在 9 月和 10 月再各降 25 个基点。全年以来，与贸易有关的消息在双边摇摆不定下，多次撤回其正面评论，由此产生的不确定性和市场波动可能对黄金有利。我们确实相信央行长期充足的流动性将继续推动金价上涨。但是按目前的价格，黄金并不便宜。对于寻求购买的投资者而言，正确的策略是等拉回再买入。

黄金兑美元 (XAU/USD)



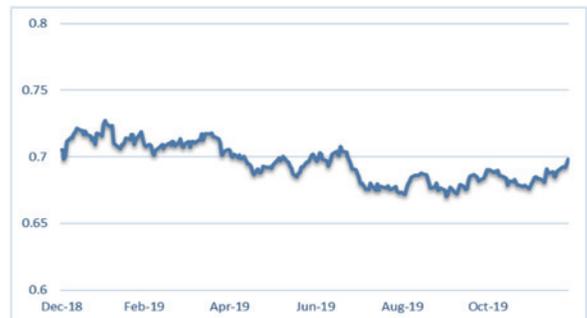
★ 以上资料来源: Bloomberg, 2019/12/31

货币趋势与展望

澳元 (AUD/USD) : 压力 : 0.72 / 支撑 : 0.65

★ 北京和华盛顿间的贸易战给澳大利亚经济造成了沉重打击，因此澳元兑美元在去年 10 月跌至十年低点 0.6670。尽管因对美中贸易战升级的担忧逐渐消退以及英国无序脱欧改善了整个市场风险偏好，澳元兑美元汇率在十年低点找到支撑后也跌至震荡区间。然而，该国的就业部门市场仍远未复苏，实际上也是促使澳储行将利率降至 0.75% 的历史低位的催化剂。2020 年将会有更多的降息，这意味着澳元兑美元可能尚未见底。

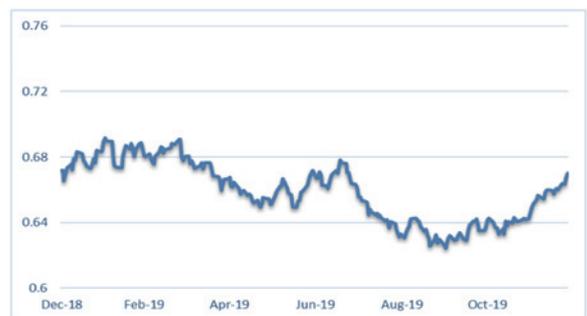
澳元兑美元 (AUD/USD)



纽元 (NZD/USD) : 压力 : 0.70 / 支撑 : 0.60

★ 新西兰 2019 年第三季度的 GDP 比上一季度增长了 0.7%，比去年同期增长了 2.3%，好于预期。良好的经济数据推动了纽元兑美元的升值。此外，央行在去年 11 月立场转向鹰派并暂停降息，这可能在短期内支撑纽元兑美元。但是，市场认为，新西兰央行迟早会将其利率降低至 0.75%。贸易战不会在 2020 年美国大选之前解决，这将进一步给经济带来压力。新西兰央行将不会高兴看到纽元上涨，并有望采取行动。

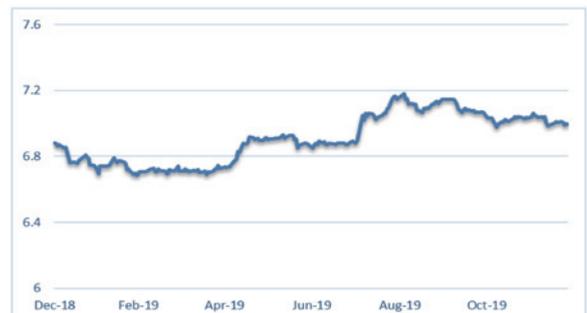
纽元兑美元 (NZD/USD)



人民币 (USD/CNY) : 压力 : 7.20 / 支撑 : 6.70

★ 原本美中贸易第一阶段协议签署可能由两国部长级进行，但特朗普总统意外表示美中第一阶段协议将与中国国家主席习近平举行签字仪式。这将彰显出美中两国间对这次贸易谈判的重视性，也为第二阶段协商有个良性的开端，并带起人民币的升值走势。预期人民币汇率走势将呈现震荡向上。若中美关系舒缓，国际资金将继续流入中国，中国资本帐可望继续维持顺差，这将对人民币汇率产生支撑。

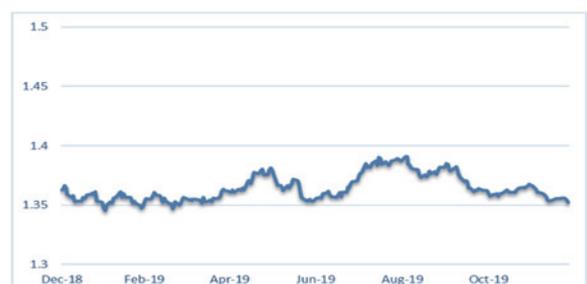
美元兑人民币 (USD/CNY)



新加坡币 (USD/SGD) : 压力 : 1.40 / 支撑 : 1.35

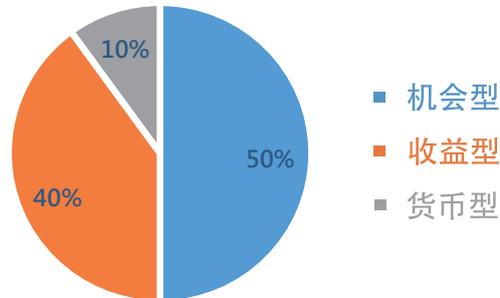
★ 新加坡金融管理局 (MAS) 发表半年一度宏观经济报告指出，基于全球经济成长展望欠佳及中美贸易战引发不确定性等因素，预估未来 18 个月新加坡经济将持续疲软。尤其电子业表现疲弱虽尚未扩大至整体经济，但其展望依旧不明朗。MAS 预测，新加坡本年经济成长将介于 0% 至 1% 范围，预期新币将维持在 1.35-1.40 之间震荡整理。

美元兑新加坡币 (USD/SGD)



★ 以上资料来源：Bloomberg, 2019/12/31

抢得先机投资组合 机会型



PC 系列基金 / PC Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
PC 最佳机会基金	USD	采用股票长短仓策略的量化避险基金	美国为主	KYG412291083

共同基金 / Mutual Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
富达英国基金	GBP	主要投资于英国上市公司	英国	LU0048621717
摩根印度小型企业基金	USD	主要投资于印度中小企业证券	印度	MU0204U00022
摩根印度尼西亚	USD	主要投资于印度尼西亚上市公司	印度尼西亚	HK0000055662
AB美国增长基金	USD	投资于美国少数大型精选优质公司的股票证券	美国	LU0079474960
JPM 美国科技 (美元) A 每年派息	USD	投资于美国科技类股公司的股票证券	美国	LU0082616367
首域中国增长基金-类别 I	USD	主要投资于中国及香港上市的中国公司证券	中国	IE0008368742

交易所买卖基金 / Exchange Trade Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
iShares MSCI日本ETF	USD	主要追踪日本股票	日本	EWJ
SPDR标普新兴市场ETF	USD	全球新兴市场小型新兴市场股票	新兴市场	EWX
iShares MSCI中国ETF	USD	中国大型及中型股票	中国	MCHI

股票挂钩票据 / Equity Linked Note

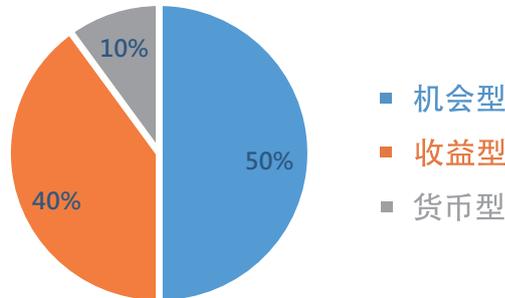
投资目标	币别	投资内容	年化收益	代码
金沙中国	HKD	期限: 1个月 / 执行价: 95% / 发行价: 98.15%	22.19%	1928 HK
辉达公司	USD	期限: 1个月 / 执行价: 95% / 发行价: 97.84%	24.48%	NVDA UN

<请注意> 此处所示之发行价及年化收益率仅供参考，以交易当时实际报价为准。

个别股票 / Corporate Stock

投资目标	币别	投资内容	交易所	代码
Apple	USD	全球市值最高公司	NASDAQ	AAPL
蒙牛乳业	HKD	中国大陆乳制品生产及销售的龙头企业之一	HKSE	2319 HK
台湾集成电路制造公司	TWD	全球最大的晶圆代工半导体制造厂	TWSE	2330 TW

抢得先机投资组合 收益型



个别公司债 / Corporate Bond

投资目标	币别	投资内容	派息	代码
Deutsche Bank AG	USD	YTM:7.182% / 到期日: 2025.04.30	7.500%	US251525AN16
MWD MTN Ltd	HKD	YTM:3.55% / 到期日: 2026.03.16	4.65%	JK3543457

<请注意> 此处所示之到期殖利率(YTM) 仅供参考, 以交易当时实际报价为准。

交易所买卖基金 / Exchange Trade Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
SPDR彭博巴克莱高收益债ETF	USD	追踪Bloomberg Barclays High Yield Very Liquid Index	美国	JNK
Vanguard股利增值ET	USD	追踪NASDAQ US Dividend Achievers Select Index	美国	VIG
SPDR S&P Global Dividend ETF	USD	追踪S&P Global Dividend Aristocrats Index	美国	WDIV
Horizons恒生高股息率ETF	HKD	追踪恒生高股息率指数	香港	3110.HK

共同基金 / Mutual Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
AB 环球高收益基金	USD	投资于全球各种主要货币计价的高孳息固定收益工具	全球	LU0102830865
JPM 新兴市场债券 A股	USD	投资新兴市场政府主权债	新兴市场	LU0471471150
霸菱成熟及新兴市场高收益债券基金	USD	投资全球债券, 国家与产类多元分布	全球	IE0000835953
联博低波幅策略股票基金	USD	投资于波动性较低及下跌风险较小的股本证券	环球	LU0861579265
信安优先证券基金	USD	投资于美元结算的优先证券及债务证券组合	美国	IE00B067MS69
景顺长城核心竞争力混合型	CNH	投资于内地上市股票、债券、货币等金融工具	中国	CNE100002441
富达环球股息基金 A股	USD	投资于全球的高殖利率上市证券	全球	LU0731783048

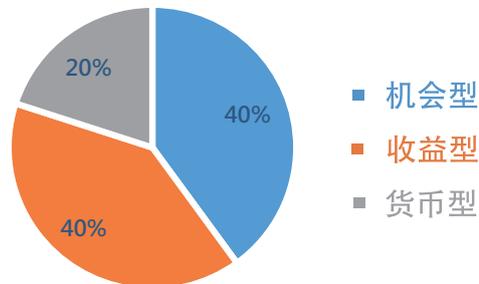
抢得先机投资组合 货币型

二元货币存款 / Dual Currency Deposit

基准货币	相对货币	投资内容	年化收益	代码
美元	黄金	期限: 2周 / 执行价: 1500.00/ 发行价 :1545.00	5.00%	USD-XAU
澳元	美元	期限: 2周 / 执行价: 0.6750 / 发行价 :0.6955	5.00%	AUD-USD

<请注意> 此处所示之发行价、执行价及年化收益率仅供参考, 以交易当时实际报价为准。

攻守兼备投资组合 机会型



PC 系列基金 / PC Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
PC潜力组合基金-B类别	USD	香港按揭资产及房地产相关资产	香港	KYG695791114

共同基金 / Mutual Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
AB美国增长基金	USD	投资于美国少数大型精选优质公司的股票证券	美国	LU0079474960
先机亚太股票基金	USD	投资于投资于太平洋区或有相关业务运营的证券	亚太	IE0005264431
富兰克林生物科技新领域基金	USD	投资于美国的生物科技公司 and 研究发展公司的股份	美国	LU0109394709
富达英国基金	GBP	主要投资于英国上市公司	英国	LU0048621717
摩根日本(日圆)基金	JPY	投资于日本证券或其他表现与日本经济相关的证券	日本	HK0000055670
富兰克林科技基金	USD	参与电子商贸、人工智能等高增长主题	全球	LU0109392836

交易所买卖基金 / Exchange Trade Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
iShares MSCI日本ETF	USD	主要追踪日本股票	日本	EWJ
Invesco纳斯达克100指数ETF	USD	主要追踪美国科技股	全球	QQQ
Franklin LibertyQ全球高股利	USD	追踪全球高股利股票	全球	FLQD

股票挂钩票据 / Equity Linked Note

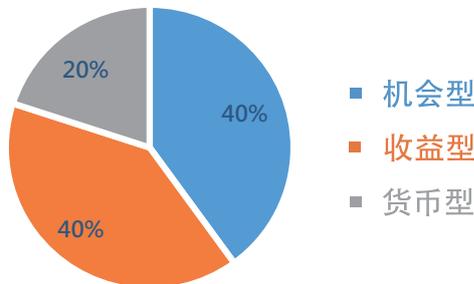
投资目标	币别	投资内容	年化收益	代码
吉利汽车	HKD	期限: 1个月 / 执行价: 95% / 发行价: 98.61%	16.60%	175 HK
波音公司	USD	期限: 1个月 / 执行价: 95% / 发行价: 98.14%	21.32%	BA UN

<请注意> 此处所示之发行价及年化收益率仅供参考，以交易当时实际报价为准。

个别股票 / Corporate Stock

投资目标	币别	投资内容	交易所	代码
Microsoft	USD	全球最大计算机软件公司之一	NASDAQ	MSFT
中国移动	HKD	中国三大电信商之一	HKSE	941.HK
大立光	TWD	全球精密光学塑料镜头龙头之一	TWSE	3008 TW

攻守兼备投资组合 收益型



个别公司债 / Corporate Bond

投资目标	币别	投资内容	派息	代码
Societe Generale	USD	YTM:6.467 % / 到期日: 永续	7.875%	USF43628B413
STANDARD CHARTERED PLC	USD	YTM:6.735% / 到期日: 2023.02.04	7.750%	USG84228CX43
HLP Finance Ltd	HKD	YTM:3.25 % / 到期日: 2024.05.16	4.600%	EK2567197

<请注意> 此处所示之到期殖利率(YTM) 仅供参考，以交易当时实际报价为准。

交易所买卖基金 / Exchange Trade Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
Franklin LibertyQ全球高股利	USD	追踪全球高股利股票	全球	FLQD
Invesco高级信贷ETF	USD	Leveraged Loan 赚取价差与利息收益	全球	BKLN
Horizons恒生高股息率ETF	HKD	追踪恒生高股息率指数	香港	3110.HK
Vanguard股利增值ET	USD	追踪NASDAQ US Dividend Achievers Select Index	美国	VIG

共同基金 / Mutual Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
安联收益及增长基金	USD	于美国及 / 或加拿大企业债务证券及股票	北美	LU0689472784
PIMCO环球高股息债券基金	USD	投资于全球各种主要货币计价的高孳息固定收益工具	全球	IE00B193ML14
AB 环球高收益基金	USD	投资于全球各种主要货币计价的高孳息固定收益工具	全球	LU0102830865
霸菱成熟及新兴市场高收益债券基金	USD	投资全球债券，国家与产业多元分布	全球	IE0000835953
信安优先证券基金	USD	投资于美元结算的优先证券及债务证券组合	美国	IE00B067MS69
富达环球股息基金 A股	USD	投资于全球的高殖利率上市证券	全球	LU0731783048

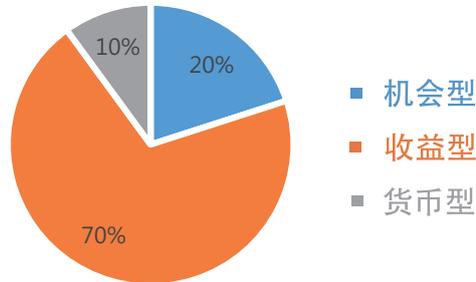
攻守兼备投资组合 货币型

二元货币存款 / Dual Currency Deposit

基准货币	相对货币	投资内容	年化收益	代码
美元	日元	期限: 2周 / 执行价: 109.05 / 发行价: 108.00	5.00%	USD-JPY
英镑	美元	期限: 2周 / 执行价: 1.3350 / 发行价: 1.3100	5.00%	GBP-USD

<请注意> 此处所示之发行价、执行价及年化收益率仅供参考，以交易当时实际报价为准。

稳中求胜投资组合 机会型



PC 系列基金 / PC Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
PC 全球房地产基金	USD	目标投资于美国及亚洲实体商用不动产	美国亚洲	KYG698A1094

保本型组合式产品 / Structured Note

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
PC-GTJA保本票据	USD	连结目标：信安优先证券基金 / 投资期限：12个月	美国	XS1701437011

共同基金 / Mutual Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
东亚联丰亚洲债券及货币基金 A	USD	投资于亚洲地区债券	亚洲	HK0000065208
联博低波幅策略股票基金	USD	投资于波动性较低及下跌风险较小的股本证券	环球	LU0861579265
安联收益及增长基金	USD	投资于全球企业和政府所发行的股本证券、债券	环球	LU0689472784

交易所买卖基金 / Exchange Trade Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
iShares MSCI Japan ETF	USD	Invests in Japan Stock	Japan	EWJ
SPDR S&P EM SmallCap ETF	USD	Small cap companies in emerging markets	EM	EWX
iShares MSCI China ETF	USD	Invests in med-large stock in China	China	MCHI

股票挂钩票据 / Equity Linked Note

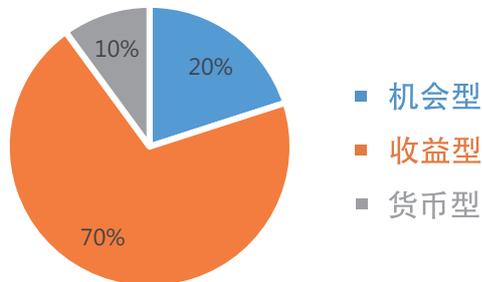
投资目标	币别	投资内容	年化收益	代码
联想集团	HKD	期限: 1个月 / 执行价: 95% / 发行价: 98.77%	14.66%	992 HK
福特	USD	期限: 1个月 / 执行价: 95% / 发行价: 98.34%	18.09%	F UN

<请注意> 此处所示之发行价及年化收益率仅供参考，以交易当时实际报价为准。

个别股票 / Corporate Stock

投资目标	币别	投资内容	交易所	代码
Costco	USD	美国第二大零售商、全球第七大零售商	NASDAQ	COST
香港中华煤气	HKD	香港唯一煤气供货商	HKSE	3 HK
中华电信	TWD	台湾三大电信业者之一	TWSE	2412 TW

稳中求胜投资组合 收益型



PC 系列基金 / PC Fund

投资目标	币别	投资内容	派息	代码
PC潜力组合基金-A类别	USD	香港按揭资产及房地产相关资产	5.040%	KYG695791031

个别公司债 / Corporate Bond

投资目标	币别	投资内容	派息	代码
STANDARD CHARTERED PLC	USD	YTM:2.382% / 到期日: 2022.01.05	5.700%	XS0736418962
CLOVERIE PLC ZURICH	USD	YTM:5.50% / 到期日: 2046.06.24	5.625%	XS1385999492
Sun Hung Kai Properties	HKD	YTM:2.97% / 到期日: 2020.03.26	3.21%	AX3753453

<请注意> 此处所示之到期殖利率(YTM) 仅供参考, 以交易当时实际报价为准。

交易所买卖基金 / Exchange Trade Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
iShares巴克莱3-7年美国公债	USD	追踪美国3-7年期国库债市场	美国	IEI
iShares抗通胀债券ETF	USD	巴克莱资本美国国债通胀保值证券 (TIPS) 指数	美国	TIP
VelocityShares短期LIBOR ETN	USD	追踪Janus Velocity Short LIBOR Index	全球	DLBR

共同基金 / Mutual Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
安联收益及增长基金	USD	投资于全球企业和政府所发行的股本证券、债券	环球	LU0689472784
东亚联手亚洲债券及货币基金 A	USD	投资于亚洲地区债券	亚洲	HK0000065208
摩根全方位入息	USD	产生收益的股票、债券及其他证券的多元化投资组合	全球	HK0000084514
首域亚洲优质债券基金 类别 I	USD	主要投资于亚洲政府或半政府机构发或亚洲公司的债券	全球	IE0032834990

稳中求胜投资组合 货币型

共同基金 / Mutual Fund

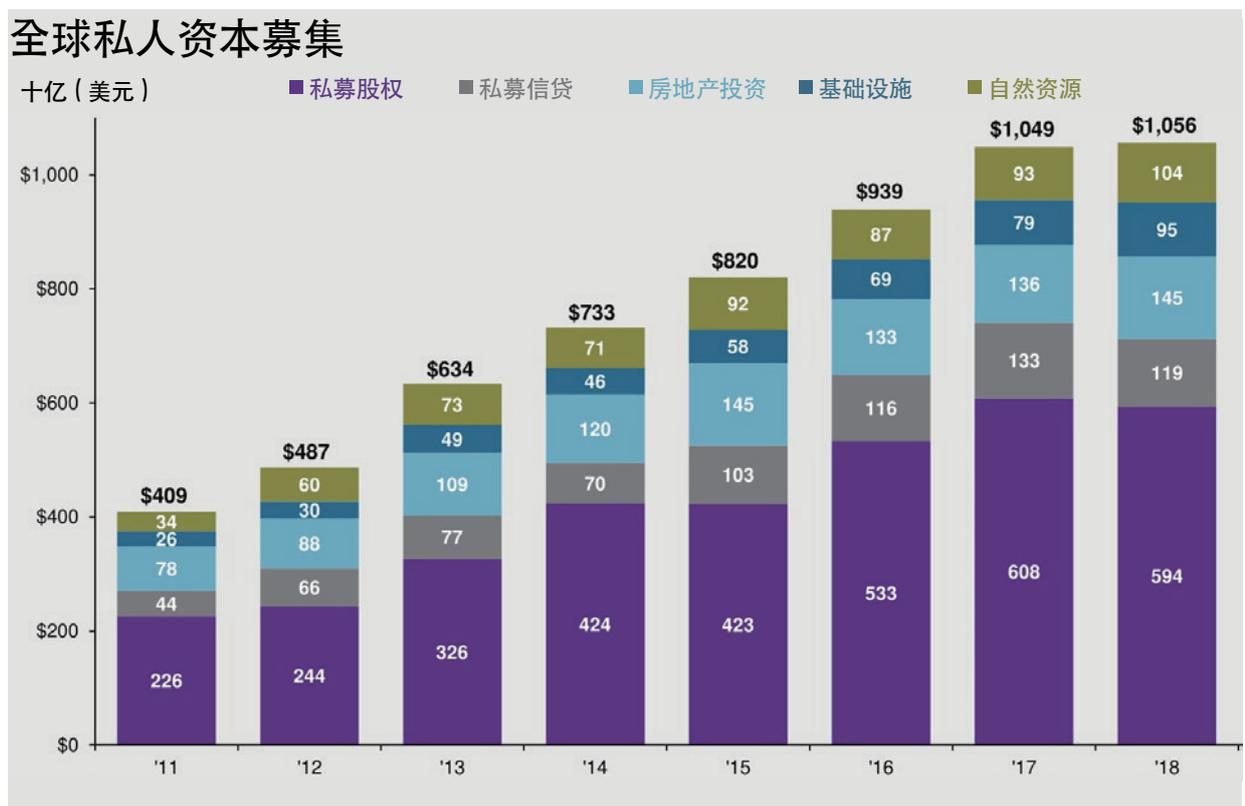
投资目标	币别	投资内容	市场	代码
摩根货币基金	HKD	持有目前以港元为货币单位的流动资产	香港	HK0000055738
施罗德美元金融基金	USD	投资于不超过一年到期之美元存款或金融市场工具	全球	HK0000201613

本季投资主题 - 另类投资知多少

另类投资简介

- ★ 近年，另类投资逐渐普及，但大部分投资者对另类资产依然存在一些误解。简而言之，另类投资的定义为股票、债券及期货等公开交易平台之外的投资产品，范畴十分广泛，由私募股权 (Private Equity)、房地产投资 (Real Estate)、私募信贷 (Private Credit) 和保理融资 (Factoring) 等，以至于名贵红酒和艺术品均为另类投资选择。
- ★ 另类投资的最大特点，是与传统资产和宏观环境的关联性较低，即使金融市场出现波动，另类投资的资产价值亦未必会受太大影响。因此，将另类投资加入投资组合，可为投资者带来的好处包括有效分散风险、提升回报和提供可持续收入来源。
- ★ 另类资产投资的选择越来越多，其资产规模亦稳步上扬。JPMorgan 报告显示，部分主要另类投资资产的投资规模由 2011 年的约 4,090 亿美元快速上升至 2018 年的 10,560 亿美元，CGAR 达 14.5%。另类投资日渐受欢迎的最主要原因可归根于其资产可有效提升投资组合回报和降低组合风险。

图 1



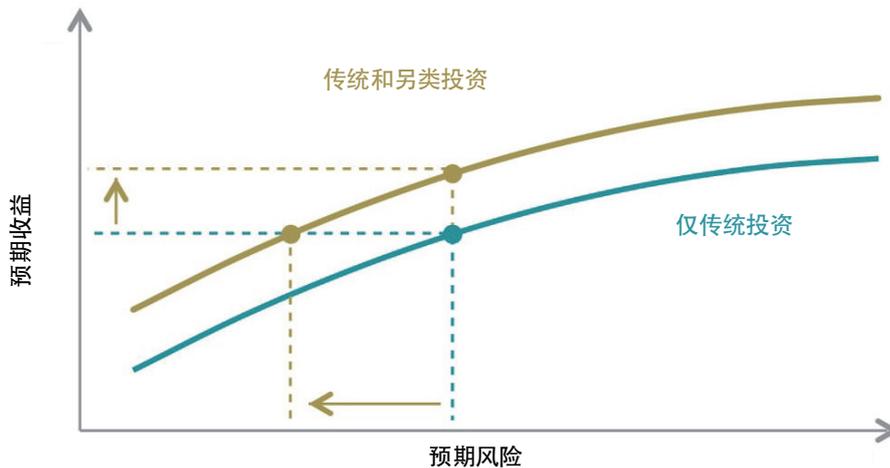
资料来源：Preqin, HFRI, J.P. Morgan Asset Management.
 Fundraising categories are provided by Preqin, and represent their estimate of annual capital raised in closed-end funds. Data may not sum to total due to rounding.

资料来源：JPMorgan, Guide to Alternatives

本季投资主题 - 另类投资知多少

- ★ 投资的本质是在不确定的收益和风险之间做出选择。
- ★ 根据诺贝尔经济学奖得主哈利·马可维兹 (Harry Markowitz) 提出的现代投资组合理论 (Modern Portfolio Theory)，该理论利用包括均值方差分析方法和投资组合有效边界模型总结了理性投资者如何利用分散投资来优化他们的投资组合 (即在同等的风险上提高回报或同等回报下降低风险)。
- ★ 根据 Baird Private Wealth Management 模拟投资组合研究发现，在传统投资组合内加入另类资产，可使有效边际曲线向上及左移，从而提升组合的回报表现或降低组合的风险，甚至同时达成两个目的 (图 2 浅绿线)。

图 2 Markowitz Efficient Frontier



- ★ Baird 进一步利用采用标普 500 指数、债券指数和另类资产等市场数据进行测试，加入另类投资资产的投资组合的年化回报均较传统投资组合有所上升 (图 3 浅绿色棒)，而风险亦有所下降 (图 4 浅绿色棒)。

图 3

收益*

截至 9/30/2012

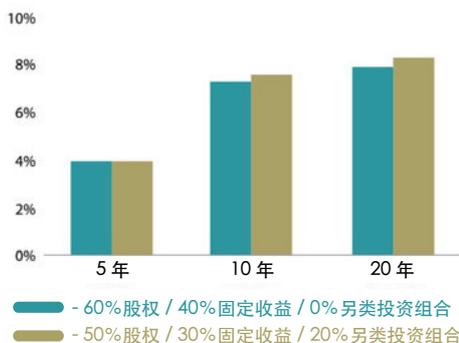
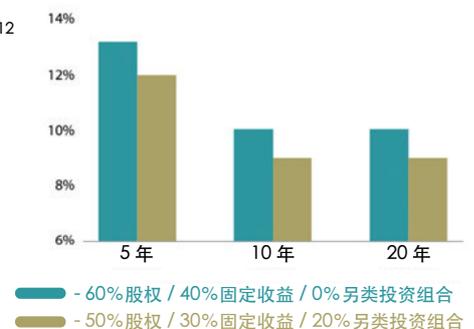


图 4

标准偏差

截至 9/30/2012



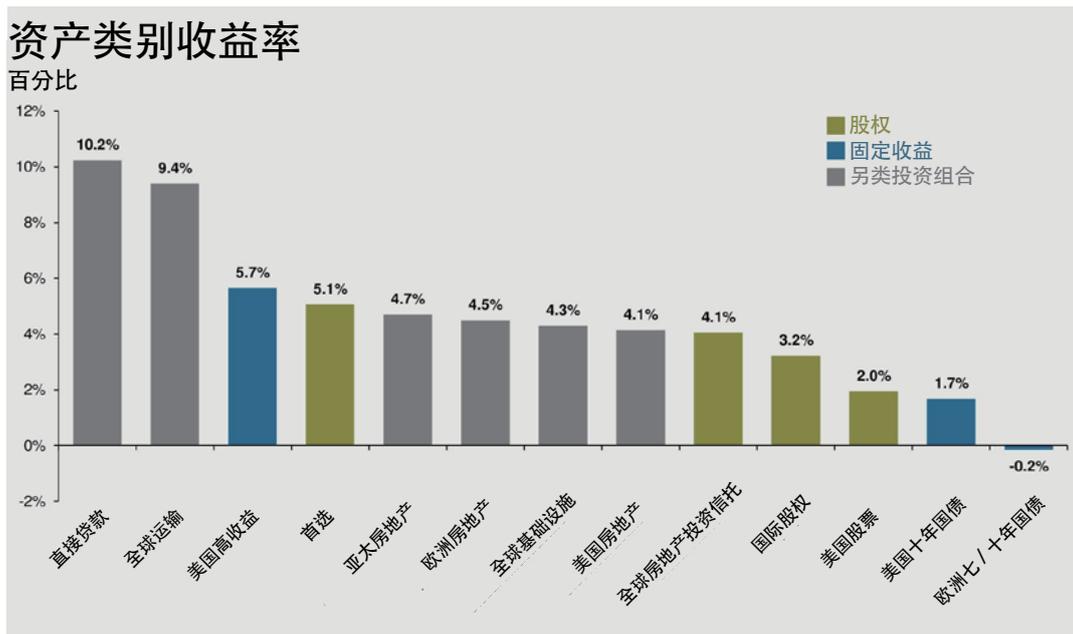
资料来源：Baird. the role of alternative investment in a diversified investment portfolio

本季投资主题 - 另类投资知多少

★ 另类资产投资可作为提升回报的主要投资工具

★ 根据 JPMorgan 报告显示，部分主要另类投资资产的回报优于股票和固定收益的回报。图 5 显示，如直接借贷 (Direct Lending) 的年化回报率达 10.2%，远高于统计期间投资者熟悉的美国高收益债券回报 6.4% 和环球股票资产回报 2.4%。

图 5 资产类别收益率
百分比



★ 另类资产投资可作为分散投资组合风险的主要投资工具

★ 根据 JPMorgan 报告显示，部分主要另类资产与传统股票和债券资产的相关性十分低，部分甚至呈现负相关性。图 6 显示，如美国房地产 (US Real Estate) 与股票和债券资产的相关系数分别为 0.1 和 -0.1，美国房地产资产回报与股市或债市近无相关性。

图 6 私人市场的相关性
10 年季度回报

	2009 - 2019	全球债券	全球股票	美国核心房地产	欧洲核心房地产	亚太核心房地产	全球核心基础设施	直接借贷	风险投资	私人产权	权益长仓 / 短仓	相对价值	宏观
金融资产	全球债券	1.0											
	全球股票	0.3	1.0										
全球房地产	美国核心房地产	-0.3	-0.5	1.0									
	欧洲核心房地产	-0.4	-0.3	0.6	1.0								
	亚太核心房地产	-0.3	-0.4	0.8	0.7	1.0							
其他有形资产	全球核心基础设施	-0.2	-0.3	0.4	0.1	0.2	1.0						
私人市场	直接借贷	0.1	0.5	-0.1	-0.3	-0.3	0.1	1.0					
	风险投资	-0.2	0.2	0.2	0.4	0.1	0.1	0.2	1.0				
	私人产权	0.2	0.8	-0.3	-0.1	-0.2	-0.1	0.6	0.5	1.0			
对冲基金	权益长仓 / 短仓	0.2	1.0	-0.4	-0.3	-0.4	-0.3	0.6	0.3	0.9	1.0		
	相对价值	0.3	0.9	-0.6	-0.5	-0.6	-0.3	0.7	0.1	0.7	0.9	1.0	
	宏观	0.3	0.5	-0.2	0.0	-0.2	-0.3	0.2	0.2	0.3	0.5	0.4	1.0

资料来源：JPMorgan, Guide to Alternatives

本季投资主题 - 另类投资知多少

- ★ 过去一年，瞬息万变的市场导致投资者饱受 Risk On 和 Risk Off 两种情绪折磨，传统投资组合表现更是受到市场情绪波动而忽上忽下。
- ★ 2008 年环球金融危机后，环球主要央行逐步实行负 / 低利率政策以刺激经济，传统债券收益率持续低下，更出现高达 17 万亿美元的负利率债券资产，债券低回报常态化导致投资者在追求稳定回报和分散投资组合风险的选择受限。
- ★ 另外，中美贸易战，环球增长放缓担忧等宏观因素持续造成市场波动，而美股经历长达 10 年牛市的背后面临高估值和低增长风险。近期有统计发现，目前不少欧洲大型家族办公室与资管机构都在逐渐将另类资产的配置比例提升至 20%-25%，较过去几年高出逾 10 个百分点。
- ★ 在面临多市场不确定因素和低利率回报的年代，投资者配置另类资产不但可提升整体投资组合回报的同时和降低不必要的风险。



寶鉅證券金融集團的多元投資工具

證券

多地不同種類的股票供您選擇

香港股票、中國股票、美國股票

穩定可靠的平台讓您隨時隨地進行交易

網上交易平台、手機交易平台

助您跟踪市場變化，掌握環球市況

每日個股評論、每日全球指數、國際市場焦點、每周市場報告

隨時監察賬戶現況

每月月結單，獨家投資解決方案

收費合理，超越您的期待

以合理的价格享受最优质的服務

債券

多元化的債券種類

不同國家、政府、金融機構和其他大型公司所發行的多種債券

各種結算方式，方便您不同時候的需要

提供各種貨幣、利率和到期日的選擇

杰出的代理服務

代收債券利息、權益行使、到期贖回債券及二手市場買賣服務

結構式商品

資產掛鈎票據 (ELN)

境外結構型投資商品，鏈接目標為股票，商品的表現將依連結目標股票的股價表現而定

保本型組合式產品 (SN)

連結標的多元化，包含股權、指數、利率、貨幣、商品或上述相關組合，投資人持有至到期可取回 100% 投資本金，到期產品收益高低鏈接目標表現

雙元貨幣投資 (DCI)

稱為外幣加值存款 (簡稱 PCD)，是一種結合外幣定期存款及外匯選擇權之組合式投資商品

寶鉅系列基金

多元靈活的基金產品，旨在助您實現財務目標

基金類型應有盡有

- 股票基金
- 對沖基金
- 債券基金
- 地產基金
- 物業抵押貸款基金

寶鉅證券金融集團的多元投資工具

互惠基金

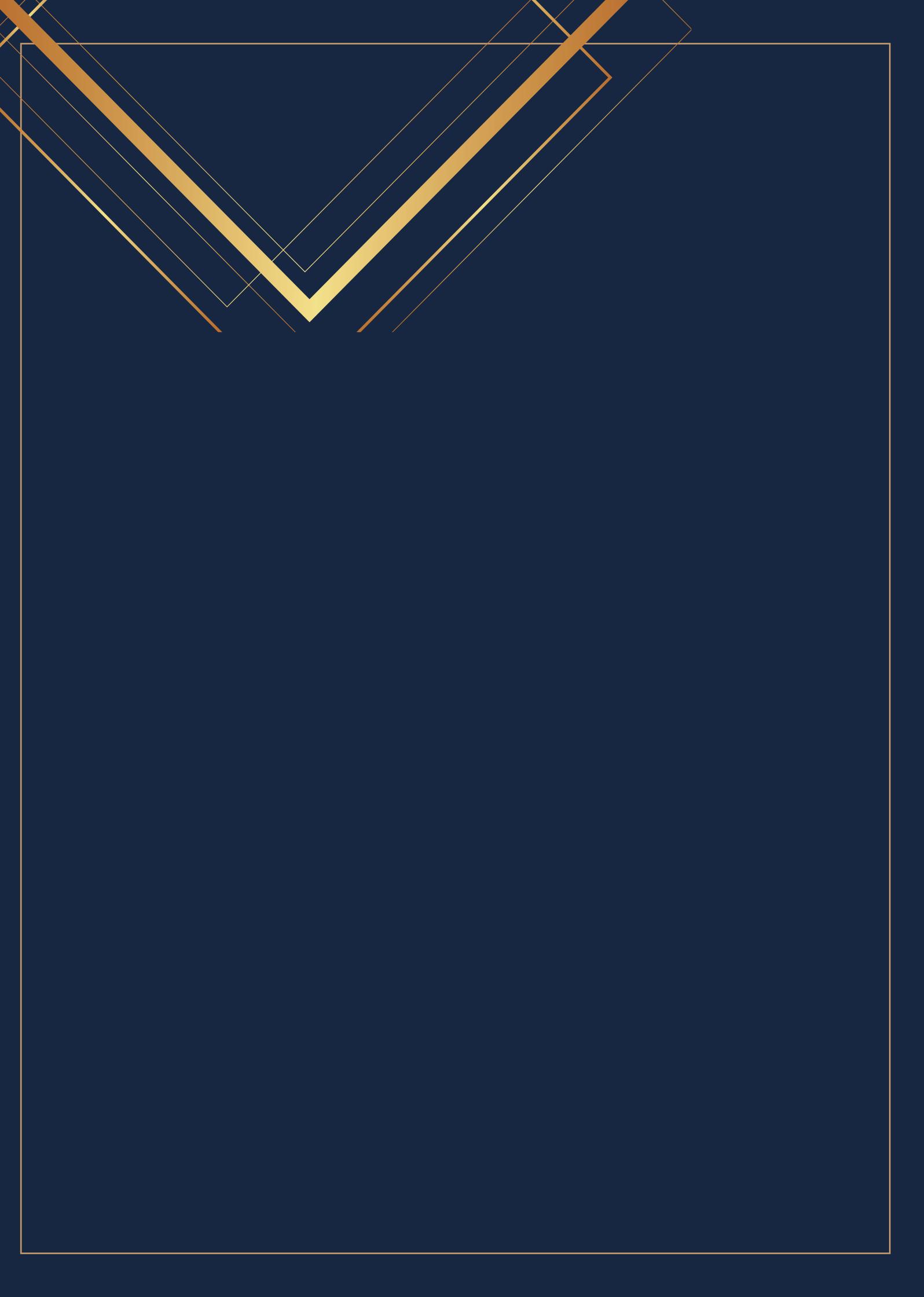
我们提供逾 60 家基金公司旗下超过 1,000 只基金。平台上的基金公司均享负盛名，并专注于亚洲、欧洲、美国、科技、债券及另类投资（如对冲基金）等多个投资领域。

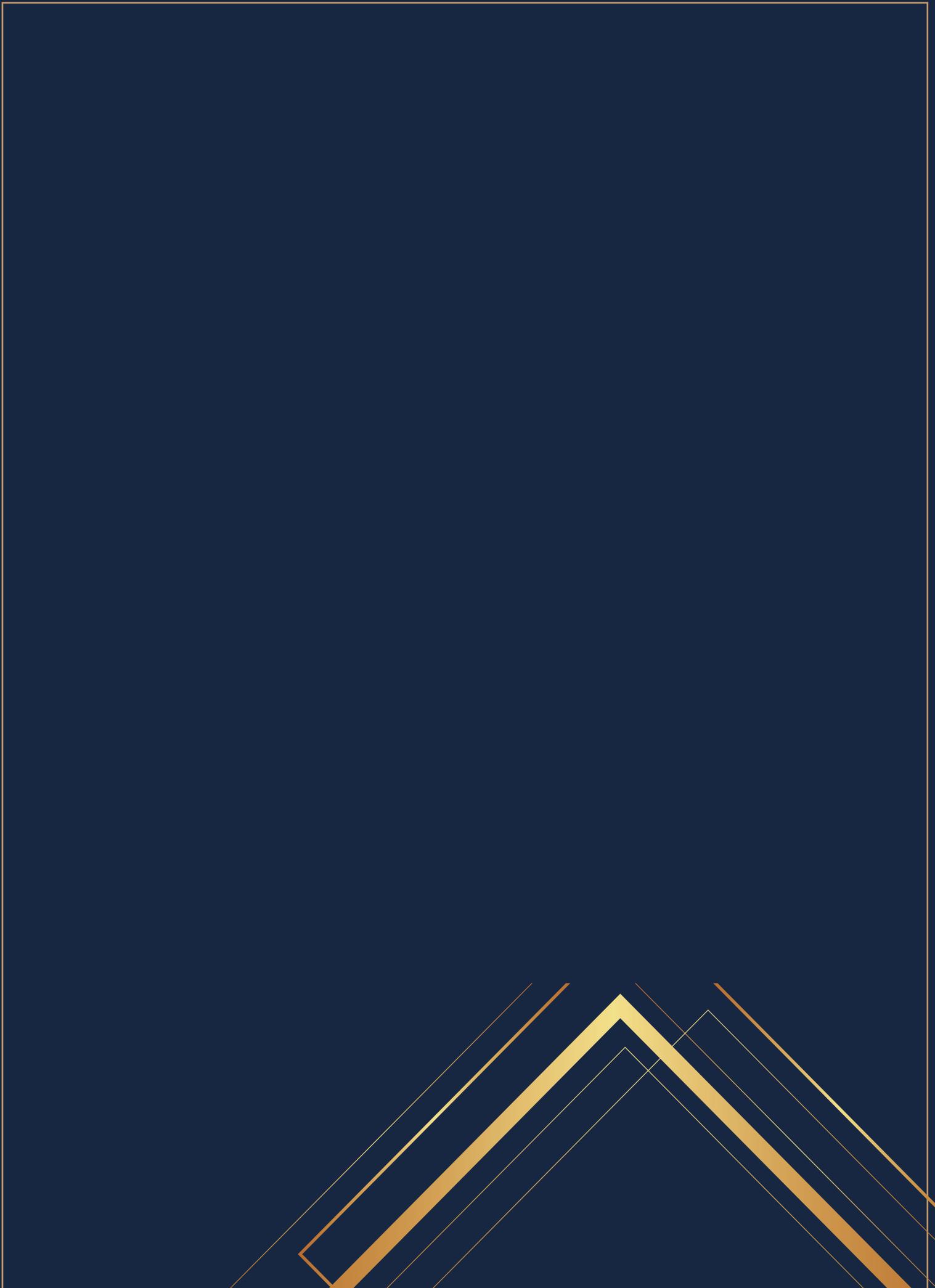
透过本平台上的众多基金，按照您的投资目标，为您量身定制最理想的基金投资组合。

基金公司包括：

基金公司			
01	联博香港有限公司	22	环球投资（香港）有限公司
02	安本标准投资管理	23	富国资产管理公司
03	ALQUITY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED	24	广发国际资产管理有限公司
04	安联环球投资亚太有限公司	25	国泰君安资产管理（亚洲）有限公司
05	东方汇理资产管理香港有限公司	26	海通资产管理（香港）有限公司
06	法国巴黎资产管理亚洲有限公司	27	嘉实国际资产管理有限公司
07	中银国际英国保诚资产管理有限公司	28	骏利亨德森资产管理
08	霸菱资产管理（亚洲）有限公司	29	丰收投资（香港）有限公司
09	贝莱德资产管理北亚有限公司	30	景顺投资管理亚洲有限公司
10	建银国际（控股）有限公司	31	摩根资产管理
11	上投摩根资产管理（香港）有限公司	32	木星资产管理
12	中信证券国际有限公司	33	美盛资产管理香港有限公司
13	南方基金管理有限公司	34	领先资产管理
14	汇添富资产管理（香港）有限公司	35	MFS全盛资产管理
15	华夏基金（香港）有限公司	36	麦格理基金集团
16	德意志资产管理（香港）有限公司	37	英仕曼投资（澳洲）有限公司
17	易方达资产管理（香港）有限公司	38	英仕曼投资（香港）有限公司
18	瀚亚投资（香港）有限公司	39	宏利资产管理（香港）有限公司
19	富达基金（香港）有限公司	40	未来资产环球投资（香港）有限公司
20	首域投资（香港）有限公司	41	法盛投资管理香港有限公司
21	富兰克林邓普顿投资（亚洲）有限公司	42	路博迈亚洲有限公司
		43	日兴资产管理香港有限公司
		44	先机环球基金（亚太）有限公司
		45	品浩投资管理（亚洲）有限公司
		46	柏瑞投资亚洲有限公司
		47	中国平安资产管理（香港）有限公司
		48	信安投资及退休金服务有限公司
		49	信安环球投资（亚洲）有限公司
		50	中国银盛集团有限公司
		51	法国兴业资产管理（香港）有限公司
		52	荷宝投资管理集团
		53	融通基金管理有限公司
		54	光大新鸿基有限公司
		55	施罗德投资管理（香港）有限公司
		56	Superfund投资集团
		57	TA Investment Management Berhad
		58	天利投资管理香港有限公司
		59	以立投资管理有限公司
		60	领航投资香港有限公司
		61	行健资产管理有限公司
		62	H2O Asset Management

— 如欲了解更多，请与我们的客户关系经理联络 —







Much More Than Private Bank

www.pcsfg.com/heritage

本文件所载之内容仅作为一般参考。本文件并非及不应被视作为投资或买卖证券或任何金融产品的要约或邀请。投资涉及风险。投资产品价格可上升或下跌，投资涉及盈利或极大亏损的风险。过去业绩并不保证将来表现。阁下应仔细考虑本身的经济状况、投资经验及目标，以及承担亏损的能力或咨询阁下的独立理财顾问再进行有关投资。在编制本文件时使用了一些相信其来源可靠的资料，但寶鉅證券金融集團、其旗下公司及其联营公司（“本集團”）并不担保此等资料之准确性、完整性或正确性。本集團亦有权更新或更改任何资料而不另行通知。本集團及与之关联的任何公司或个人均不会承担因使用本文件或因依赖其内容而产生的任何法律责任。本文件的版权属本集團所有，未经本集團同意，任何人不得因任何用途擅自复印或发布全部或部份内容。本集团及其董事及雇员可能就本报告所涉及的任何证券持仓及进行交易，亦可能与客户持相反的位置，惟本集團必会将客户利益置于本集團之上。