



“历史只提出选题，却不对我们的选择预做评估。未来唯一可以确定的事，是它将出乎人们的意料，即使是目光最远大的人的意料。

— 《帝国的年代，1875-1914》”

1. 冒险精神是企业家精神的一部分，投资也必须练好服务实体经济的内功。认清现实、投身其中！贝塔是我们需要承受的，阿尔法才是我们有所作为的。
2. 龙年惊喜的核心在于基本面拐点、确定性成长和潜在的资金充裕：一方面我们聚焦在新能源、数字经济、医疗服务、消费升级农业、智能车机器人航天等不可或缺领域，靠认知领先。另一方面，1.15倍PB的沪深300意味着，沪深市场中规模大、流动性好的最具代表性的300家公司，以该指数成立以来历史最低、最接近净资产的价格交易。
3. 全球“大选年”加剧国际政治不确定性，因此2024年的整体世界形势或将在现有的逆全球化基础上走向更多的冲突与对抗。
4. 1929-1933年美国乃至全球大萧条时期和过去30年的日本，都曾深陷通缩泥淖。中国可以汲取的教训，一是在确认危机的时候，避免日本当时各界的鸵鸟心态；二是在处理危机的时候，避免应该采取宽松货币政策时的犹豫不决与反复摇摆。“只有通过超出预期的、带来震撼和敬畏的政策，才能让通缩预期转变为通胀预期”。
5. 光伏行业和效率提升空间都大于风电，供给侧改革和技术创新回驱动下，行业有望在1-2年内走出低谷。氢能行业24、25年预计将趋势向上。
6. 资本市场反映的不仅仅是宏观基本面、微观企业经营情况、流动性等传统市场分析框架中的内容，更是对隐性的全面国力、金融实力和社会预期的综合体现。
7. 当市场风险溢价足够高时，不确定性就可能变成多头的朋友，起码是短期的朋友，而短期往往是通向长期的钥匙。



## 贝塔是我们需要承受的 阿尔法是我们有所作为的



近期公布的美非农就业、CPI、零售销售数据、密歇根大学消费者信心指数调查数据和1月制造业PMI等，均超出市场预期，显示美国经济动能强劲、韧性十足。降息交易回摆未影响美股趋势上行，纳指再创近2年新高，道指和标普500指数创历史新高。日经225指数继2023年上涨28.54%之后，开年至今上涨了8%，11日在东京证券交易所上市股票的总市值(按美元计算)超过了上海证券交易所。23日印度股市总市值首次超过香港股市。

2023年中国经济主要预期目标达成：GDP126万亿元，（扣除价格因素）比去年的121万亿元增长5.2%；全国居民人均可支配收入39218元，比上年名义增长6.3%；人均消费支出26796元，比上年名义增长9.2%；全国人口（不含港澳台和外籍人口）14.1亿人，减少了208万人。

开年恒生、科创和创业板跌幅10%，上证连续跌穿2900、2800点整数位，沪深300首次跌破了以中国名义GDP增速为底部进行测算的市场长期趋势线。类“平准”资金开始持续发力，初期主要提供流动性，不针对点位，第二阶段对于上证沪深300的核心力度加大。金融国之大大者，金融市场不仅反映宏观基本面、微观企业经营情况、流动性等传统市场分析框架中的内容，更是对全面国力、金融实力、全社会信心和预期的综合体现。

行胜于言，在正确的方向上需要高置信度的举措。资产价格和预期互相作用，“稳慎扎实推进人民币国际化”是稳定器，“构建房地产发展新模式”，已经在有效挤出资金，1-11月彩票销售量突破了5000亿，日美股市的ETF大幅溢价……，综合考虑集中力量办大事的优势，A股市场会怎么走呢？

事在人为，经济基本面跟全社会信心互动，预期是有自我实现性的。2020年以来我国有效统筹疫情防控和经济社会发展，名义人均GDP累计增长15.6%，人民币对美元年平均汇率升值6.9%，人均GDP达到12551美元。国研中心曾预测我国有较大可能在2023年跨过高收入门槛线。2022年我国人均生产总值已经达到12741美元，距离高收入国家标准，仅一步之遥。23年主要由于汇率贬值等原因，差距事实上加大了（12550美元）。经济到达1万美元高度则面临复杂情形，体量大了外部警惕，增长潜力下降需要创新驱动高质量发展，而创新关键是人，民营经济和地方竞争是核心动力。“稳中求进、以进促稳、先立后破”需要智慧和行动。

人口和地产问题都是长期的问题，需要通过改革来调动积极性，核心仍然是调动微观主体的活力。45年前，十一届三中全会召开拉开了改革开放的大幕，中华大地释放出前所未有的活力。总书记在纪念毛泽东同志诞辰130周年座谈会上讲话“要充分激发全体人民的历史主动精神”。“要完善维护社会公平正义的制度机制，保障人民平等参与、平等发展权利，让每一位辛勤劳动、艰苦奋斗、创新创造者都有梦想成真、人生出彩的机会”。“推进中国式现代化，必须进一步全面深化改革开放，不断解放和发展社会生产力、解放和增强社会活力”。

2022年全球地缘冲突的重点是欧洲，主要是俄罗斯和西方的对抗。2023年全球地缘冲突的重点是中东，主要是什叶派阵营和欧美的对抗。2024年全球有60%的人口要面临选举，占全球GDP的75%。随着民进党第三次赢得选举，台海爆发冲突的可能性进一步提升。韩朝关系不断恶化、半岛对抗态势加剧。在极端情况下，全球地缘冲突会不会在东亚掀起惊涛骇浪？目前来看，特朗普、拜登胜负五五开，奉行孤立主义的特朗普上台或许会比擅长搞冷战的拜登对中国更有利些，但其第二任期也预示着一个新的世界贸易秩序。

气候正义涉及全球，创新投入和产能过剩剩下的“内卷”，打造了中国企业出海，推动相关产业外溢的本领。相比

美国的强势，类似越南这样的“竹子外交”更有代表性。我们练好内功，如浙江“地瓜经济”，根在内藤在外延伸、越来越长（GDP-GNP），核心竞争力日渐多元化，包容性增加努力全球化。“不管世界形势如何变化，中国都将坚持对外开放的基本国策，开放的大门只会越开越大”。截至去年底，中国与 153 个国家缔结了互免签证协定，涵盖国家地跨亚洲、欧洲、非洲、美洲、大洋洲五大洲。国家移民管理局开始施便利外籍人员来华 5 项措施，包括 24 小时直接过境免办边检手续、简化签证和出入境政策、提升国际航班出入境效率等。

冒险精神是企业家精神的一部分，投资也必须练好服务实体经济的内功。认清现实、投身其中！**贝塔是我们需要承受的，阿尔法才是我们有所作为的。**考虑前者的高度不确定，24 年基本面看不到拐点的，成长速率低于市场预期的，都是危险品！反之则要珍惜。

龙年惊喜的核心在于**基本面拐点、确定性成长和潜在的资金充裕**：一方面我们聚焦在新能源、数字经济、医疗服务、消费升级农业、智能车机器人航天等不可或缺领域，靠认知领先。另一方面从指数编制原理来看，1.15 倍 PB 的沪深 300 意味着，沪深市场中规模大、流动性好的最具代表性的 300 家公司，以该指数成立以来历史最低、最接近净资产的价格交易。

**控制名义汇率的代价是通缩**，假若后续下猛药保经济，大幅降息、贬值本币，以退为进、以进促稳，不仅楼市股市有望企稳，人民币也终将回升。港股市场现在有 110 家公司在排队等待上市，并不缺 IPO。关键问题在需求端，港府和港交所花很大力气去东南亚和中东引资，希望港股的资金来源、投资者来源、以及潜在上市公司的来源地更加多样化。

小的求快大了要稳。马克思说从商品到货币是“惊险的一跳”。研究到投资也类似，在研究的积累基础上赚判断的钱，必须承受不确定性背后的一定风险和压力。失败的话，摔坏的不仅仅是货币，更是客户的信任。我们坚持保守专注，以稳为主，练内功与时间共存。

“

## 全球“大选年”牵动世界“大变局”

”

2024 年 3、4、7 月，将分别是俄罗斯、印度和欧盟大选，7-10 月是日本和英国大选，美国大选将于 11 月初投票，中美关系在 2024 年将受到美国大选过程的影响。选举结果对中美双边关系的影响要到 2025 年才开始。上述这些选举都具有加剧国际政治不确定性的作用，因此**2024 年的整体世界形势或将在现有的逆全球化基础上走向更多的冲突与对抗。**

经合组织预测，2023 年的全球 GDP 增速能够达 2.9%，但 2024 年会下滑到 2.7%，并在 2025 年随着主要央行降息等因素回升至 3%。阎学通教授认为：冷战结束后的全球化，其核心是**政治民主化和经济市场化**。英国脱欧以来的经济逆全球化表现为：在“经济安全”的名义下制定脱钩、去风险、内循环等政策行为；政治逆全球化则表现为：不执行法律规定，不接受选举结果、不遵守人道主义原则，杀戮平民。

在逆全球化日益增强的趋势下，中美竞争将是长期趋势，对我国国际环境的影响已是个常量，能否降低我国面临的国际风险，很大程度上将取决于我国的周边环境。

习主席 12 月中旬对越南进行了国事访问。26 日越南驻华公使在越南驻华使馆举行的中越媒体见面会上表示，对

越南的访问进一步巩固了两国政治互信，将推动双边各领域合作深入发展，把两国关系提升到更加务实有效的新阶段。

历史充满了偶然，以开放获得发展与改革的新动能，促进国内高质量发展。1月9日，中共中央对外联络部部长刘建超应邀在美国对外关系委员会发表演讲强调，中国是现行国际秩序的创建者、受益者、维护者，不寻求改变现行国际秩序，更不会另起炉灶，再搞一套所谓新秩序。本届冬季达沃斯论坛也以“重建信任”作为主题。

“

## 资产价格大跌是通缩的诱因 中国货币政策空间有望扩大

”

2023年中国经济实际GDP同比增长为5.2%，顺利实现全年“5%左右”的增长目标。但这一程度上缘于2022年低基数的推动，相对潜在增速，还存在产出缺口，中国经济还没有恢复到疫情前的趋势性增长。从年内节奏来看，2023年单季GDP两年复合增速分别为4.7%、3.3%、4.4%、4.0%，即经济已度过年内低点，但四季度有一定程度回踩。这与同期PMI数据、月度数据走势也基本吻合。

2023年名义GDP增速为4.6%，年度平减指数为-0.54%，仅高于1998年和1999年，为改革开放以来第三低。GDP缩减指数最主要的作用是可以综合反映一个国家（或地区）物价变动的总水平。价格持续走低，将导致名义GDP增速（4.6%）低于扣除价格因素后的实际GDP增速（5.2%）。这与欧美国家当下普遍持续的通胀局面，形成了鲜明的对比。

根据国家统计局的数据，2023年全年，居民消费价格指数（CPI）同比仅增长0.2%，为2010年以来最低，其中四季度持续为负；工业生产者价格指数（PPI）已连续15个月为负，全年同比下降3%，为2016年以来最低。中国央行货币政策委员会在最近两次的例会中都表示，要促进物价低位回升。按照央行货币政策执行报告中的定义，通缩主要指价格持续负增长，货币供应量也具有下降趋势，且通常伴随经济衰退。

1929-1933年美国乃至全球大萧条时期和过去30年的日本，都曾深陷通缩泥淖。本世纪初，因互联网泡沫破裂而引发，包括美国、德国、日本、中国在内的主要发达和新兴经济体均出现通缩，针对全球性通缩的苗头，IMF时任首席经济学家罗格夫组织专题研究《通缩：诱因、风险和政策选择》论文分析认为，**资产价格大幅下跌是通缩的主要诱因**。美国在大萧条期间、互联网泡沫破裂后的两次通缩，以及日本在上世纪90年代的通缩，都是如此。日本通缩的来源也被部分学者归结为股票和房地产等资产价格崩溃，导致市场需求下降，原本健康的大型企业不敢扩大投资；银行还出现系统性风险，也不愿放贷。

邢予青教授认为，中国可以汲取的教训，一是在确认危机的时候，避免日本当时各界的鸵鸟心态；二是在处理危机的时候，避免应该采取宽松货币政策时的犹豫不决与反复摇摆。“**只有通过超出预期的、带来震撼和敬畏的政策，才能让通缩预期转变为通胀预期**”。小泉上台做的改革包括削减基础设施建设开支，高速公路的民营化，以及日本邮政系统的私有化。2013年后安倍晋三任内，日本靠经济增长走出了政府支出依赖赤字的窘境。近期日本正在走出通缩的阴影，以量化宽松的货币政策、灵活的财政政策和结构性改革“三支箭”为代表的安倍经济学，被认为功不可没。

实际利率居高不下，对提升总需求（私人部门投资和消费支出）形成很大制约。短期比较可行的选择是将积极的财政政策与货币政策结合起来。财政政策正陆续加码。2023年10月底，全国人大常委会批准中央政府在2023

年四季度增发 1 万亿元国债。承担准财政功能的结构性货币政策工具抵押补充贷款（PSL）已经重启，2023 年新增长抵押补充贷款额度 5000 亿元，为政策性开发性银行发放“三大工程”建设项目贷款提供中长期低成本资金支持。过去一年，人民银行两次下调存款准备金率和政策利率。

1 月 24 日，潘功胜在国务院新闻办公室的发布会上答记者问时宣布，将于 2 月 5 日下调存款准备金率 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性 1 万亿元，是近年来的较大幅度。“总体看，2024 年发达经济体货币政策的外溢性将朝着压力减小的方向发展，中美货币政策周期差处于收敛，这样一种外部环境变化，客观上有利于增强中国货币政策操作的自主性，拓展货币政策操作的空间”。明确了总量性宽松，“维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量”。央行判断，2024 年人民币汇率将继续在合理的均衡水平上保持基本稳定。

与美国、日本等市场机制相对成熟的发达经济体不同，中国居民和企业需求不足不仅缘于市场环境的客观变化，很大程度也与政策取向导致的主观预期变化有关。去年底召开的中央经济工作会议提出“要增强宏观政策取向一致性。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力”。

加快全国统一大市场建设是深化重点领域改革的重点内容之一。“是畅通国内大循环、推动构建新发展格局的必然要求，也是释放内需潜力、巩固经济回升向好基础的重要抓手”。国务院常务会议要求把有利于全国统一大市场建设的各项制度规则立起来。要深入开展市场分割、地方保护等问题专项整治。发布会上潘功胜也表示，优化金融资源投向。引导金融机构科学评估风险，约束对产能过剩行业的融资供给，同时更有针对性地满足合理的消费融资需求。

“

## 把握中国经济潜能 两个关键少数和一个关键多数

”

一批绿色双碳产业兴起，从理念成为一个利益问题，光伏组件招标价格从去年初约 2 元/W，6 月份 1.6 元/W，9 月份价格降至 1 元/W，年底价格甚至跌破 0.9 元，降至全行业现金成本以下，海外反而诟病中国倾销。融资受限和“发挥好政府投资的带动放大效应”，有助于引导光伏行业良性扩产，“扩大有效益的投资”。从“系统性增长”走向“结构性优化”，从“产能为王”回归“技术为王”，投资机会也从“粗放型 Beta”转为“谨慎型 Alpha”。

中央经济工作会议强调，今年要围绕推动高质量发展，扎实做好经济工作。一是以科技创新引领现代化产业体系建设。要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。要大力推进新型工业化，发展数字经济，加快推动人工智能发展。打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业，开辟量子、生命科学等未来产业新赛道，广泛应用数智技术、绿色技术，加快传统产业转型升级。二是着力扩大国内需求。要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。12 月 31 日，习主席发表了二〇二四年新年贺词提及：国货潮牌广受欢迎，国产新手机一机难求，新能源汽车、锂电池、光伏产品给中国制造增添了新亮色。

明年整车的重点在于出海和智驾。特斯拉举行 2023 四季度及全年业绩电话会上马斯克表示，中国的车企是世界上最有竞争力的，在中国以外的地区也会取得非凡的成就。如果没有贸易壁垒，中国车企能干掉其他世界上大部分车企。

国家能源局发布 2023 年全国电力工业统计数据。截至 12 月底，全国累计发电装机容量约 29.2 亿千瓦，同比增长 13.9%。其中，太阳能发电装机容量约 6.1 亿千瓦，同比增长 55.2%；风电装机容量约 4.4 亿千瓦，同比增长 20.7%。电网工程建设投资完成额 5275 亿元，同比+5.4%，符合预期。光伏行业和效率提升空间都大于风电，供给侧改革和技术创新回驱动下，行业有望在 1-2 年内走出低谷。

氢能行业 24、25 年预计将趋势向上。23 年法国、德国、美国还有欧盟区域都出台或更新了相关氢能补贴政策，进一步支持电解槽设备和绿氢生产商，预计到 24 年日韩等国家也会跟进政策力度。国内氢能作为燃料和原材料在交通、储能、工业等领域开始规模化应用，并将开始逐步替代化石能源。

在未来的一段时间，制约氢能发展的政策性问题将会得到解决，氢能标准体系建设提速，氢能制储输用各环节的审批、监管、服务将有据可依。在燃料电池、PEM 水解制氢装置、储运装备等方面的自主创新将会取得突破性进展，形成自主的技术体系，实现材料级的自主化，产业链安全将会得到保障。示范项目将会快速扩容。氢燃料电池乘用车将会进入批量化制造阶段，氢燃料电池船舶也将在内河、湖泊规模化示范应用，氢动力轨道交通及无人机也将投入示范应用。

绿氢供应能力提升、供氢成本大幅下降，氢能源供应充足，终端氢能价格快速回落。绿氢产业以及由绿氢合成绿氨、合成绿色甲醇、绿色航油产业将会得到快速发展。分散式新能源发电离网制氢、谷电制氢项目得到发展，成为实施氢能交通的绿氢重要来源。氢能在化工、冶金、建材等领域的应用技术，柔性化生产氢气、合成氨与合成甲醇等应用技术需求突显，相关技术创新研发步加快。自主化和规模化将会带来氢能关键装备成本大幅度下降。

全球 AI 技术方面，中美领先但中国跟美国仍有差距：算力被限制，无法像 OpenAI 那样在基础设施上不断投入；一旦 GPT-5 在底层架构或更新的技术上有突破，copy 的路径或将失效；国内人才相较硅谷欠缺。

BG 全球成长策略年底的文章《Why Growth Why Now》中提到，世界从一个富足的时代进入受限制的时代，资本、环境、社会与企业之间的信任、超级大国之间的信任受限，但这种环境下优秀的公司有 3 个特征：（1）能够解决现实世界的问题，如优化供应链、消除金融摩擦、满足安全的分布式计算、有价值的医疗保健、解决粮食和能源安全问题；（2）有强大的执行纪律和财务实力；（3）在认知、文化和业务方面具有高度适应性。

刘世锦老师指出，中国人均 GDP 大约 1.26 万美元，到 2035 年，我们要达到中等发达国家人均 GDP 水平，即大概 3.5 万到 4 万美元，从 1.3 万到 3.5 万或者 4 万美元，我们至少还要增长 2 万美元，这就是中国作为后发经济体需要做的。消费结构升级带动服务业发展，也包括制造业和农业的稳固和升级，我们的潜能仍然很大。另一个潜能是新技术革命，重点是数字技术和绿色转型所带来的增长机会，现在我们正身处其中。

抓中国经济潜能需要考虑两个关键少数和一个关键多数。一个关键多数是指进城农民工。两个关键少数一个是企业家，一个是地方的主要领导，这是中国经济发展的两台发动机。

“回顾历史，改革开放应该说是始于拨乱反正，几个大的时间节点，思想解放，理论突破，都起到了重要的作用。上世纪 70 年代末，从以阶级斗争为纲转向以经济建设为中心，90 年代初确立社会主义市场经济的改革方向，本世纪初加入 WTO 融入全球化经济体系等等。都是立足于解放思想、实事求是，极大解放社会生产力，推动中国经济迈上新的台阶”。

中国的市场规模和雄心壮志提供了巨大的优势，充满活力的创业文化和大胆的自上而下的政策相结合，已经帮

助中国诞生了不少世界领先的企业。市场经济的企业是以企业家精神为核心的组织形态，一个有活力和创造力的社会，应该使具有企业家才能的人脱颖而出大显身手。现阶段我们要持续推进中国式现代化，跨越中等收入陷阱，需要更多的依靠创新驱动，更需要理解保护弘扬企业家精神。地方主要领导者开拓、创新和担当、冒险精神也至关重要。

法治是最好的营商环境，还“要深化改革阻断腐败滋生蔓延”。年底审议通过的新《公司法》第一条增加了一个表述，即“完善中国特色现代企业制度，弘扬企业家精神”。全国人大常委会第七次会议审议通过刑法修正案（十二），进一步加大对行贿行为惩治力度同时，通过惩治民营企业内部人员侵害企业财产犯罪，实现保护民营企业产权和企业家合法权益。市场经济不同于计划经济，就在于市场是一个民众参与的、分散决策的过程。而民众预期是决策的前提，所以只有在规则明确的条件下，民众才能有合理的预期。

钱颖一教授对话罗翔：在今天这样一个不断变动的世界，我们希望法治能够带给我们相对的确定性。这种确定性来源于对正义的渴望，对人的尊严和自由的尊重。愿法治能培育出更好的市场经济，也希望我们能在法治的基础上打造市场经济。

“

## 市场风险溢价足够高时 不确定性可能变成多头的朋友

”

资本市场反映的不仅仅是宏观基本面、微观企业经营情况、流动性等传统市场分析框架中的内容，更是对隐性的全面国力、金融实力和社会预期的综合体现。

相较于其他经济体，中国权益资产总市值相较于 GDP 的比例低于其他主要经济体，一方面原因来自于我国是以银行体系为主的间接融资，股权资产证券化率还有很大提升空间，但另一方面也反映出我国企业股权在资本市场中的定价相对全球其他市场更低估。

此外，沪深 300 首次跌破了以中国名义 GDP 增速为底部进行测算的市场长期趋势线，运行近 400 个月的上证也罕见跌破了长期底部均线。虽然从市场估值、经济增速的全球横向比较来看，中国的相对估值有吸引力，但市场存在顾虑，毕竟股票估值很大部分来自于远期终值的贴现。





来源：Wind，朱雀基金整理

当市场风险溢价足够高时，不确定性就可能变成多头的朋友，起码是短期的朋友，而短期往往是通向长期的钥匙。

面对当下的预期紧缩状态，党中央、国务院高度关注资本市场的稳定与发展。人民银行将明确“为包括资本市场在内的金融市场运行创造良好的货币金融环境”。证监会负责人强调“建设以投资者为本的资本市场”。中长期，“中国特色金融发展之路既遵循现代金融发展的客观规律，更具有适合我国国情的鲜明特色，与西方金融模式有本质区别”。其基本要义是“八个坚持”：坚持以人民为中心的价值取向，坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨，坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题。更多强调金融行业对实体经济的服务性和功能性。全面加强金融监管更是当前和今后一个时期金融工作的主要任务之一。

市场波动难以预测，我们希望以合伙制结构的建设为基础，长期传递能力、智慧、经验、生态和文化，在固执和谦逊之间取得适当的平衡。相较于均值回归，我们更重视基于对社会、时代和技术变化的认知理解，预测和发现具有较大发展空间的行业，珍惜其中的企业家精神和优秀管理层，从量变到质变！这种长期的投资视角也为客户和我们带来过回报。资管行业，声誉和诚信需要长期的积累，是最宝贵的资产，但也会瞬间失去，甚至一去不返。“说天理、不如知天命”。未来，我们依然相信中华大地优质股权的价值。

本文件非基金宣传推介材料，仅作为本公司旗下基金的客户服务事项之一。

本文件所提供之任何信息仅供阅读者参考，既不构成未来本公司管理之基金进行投资决策之必然依据，亦不构成对阅读者或投资者的任何实质性投资建议或承诺。本公司并不保证本文件所载文字及数据的准确性及完整性，也不对因此导致的任何第三方投资后果承担法律责任。基金有风险，投资需谨慎。

本文所载的意见仅为本文出具日的观点和判断，在不同时期，朱雀基金可能会发出与本文所载不一致的意见。本文未经朱雀基金书面许可任何机构和個人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。