

2018 年度债券市场主体信用等级迁移研究

研发部 周美玲 柯乐

摘要：上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“新世纪评级”或“本公司”）近期更新了本公司主体信用等级静态池样本库，同时对静态池中的样本进行信用等级迁移情况的统计和分析。

研究发现，2018 年度债券市场一年期主体信用等级保持了较高的稳定性，全市场 AAA~AA 级稳定性均高于 91%。与上年度相比，等级向上迁移的数量显著减少，向下迁移数量有所增加。2018 年新世纪评级一年期主体跟踪评级表现了较高的稳定性，AA-级及以上级别稳定性均在 81%以上。

从主体属性来看，2018 年非金融债¹发行主体信用等级的稳定性均在 90%以上，保持了较高的稳定性，金融债发行主体信用等级稳定性相对较低，为 86.65%；公司债发行主体等级向下迁移趋势高于其他债券发行主体。新世纪评级非金融企业债务融资工具和公司债等级稳定性高于相应类型债券市场整体。

一、债券主体信用等级迁移的研究对象和数据来源

新世纪评级主体信用等级迁移的研究对象为存续的非金融企业债务融资工具²、企业债、公司债³和金融债发行主体的主体信用等级。本次研究的基础数据来源于 Wind 资讯，数据采集时点为 2019 年 1 月 2 日，数据时限是 2018 年度（2018.1.1~2018.12.31）。

二、2018 年度债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对 2018 年度静态池样本库中债券主体信用等级迁移情况进行统计分析，本次更新后，2018 年度静态池样本库中满足统计口径⁴的有效样本 3794

¹ 包含非金融企业债务融资工具、企业债和公司债。

² 包含超短期融资券、一般短期融资券和一般中期票据。

³ 包含一般公司债、可转债、可交换债和可分离可转债。

⁴ 在统计主体信用等级迁移矩阵时，为便于统计，我们在静态池样本库中剔除债券因评级机构不同从而导致等级波动的债券发行人及其所发行的债券。

鉴于债券发行主体存在一年内可能多次发布评级，为便于统计级别迁移，我们约定以发行人年度内最后一次公布的主体评级级别为当年主体级别。

最后，我们在样本库中剔除 2017 年或 2018 年度没有等级记录的样本。

本文中涉及到的评级机构，上海新世纪资信评估投资服务有限公司简称“新世纪评级”，中诚信国际信用评级有限公司简称“中诚信国际”，中诚信证券评估有限公司简称“中诚信证评”，联合资信评估有限公司简称“联合资信”，联合信用评级有限公司简称“联合信用”，大公国际资信评估有限公司简称“大公”，中证鹏元资信评估股份有限公司简称“鹏元”，东方金诚国际信用评估有限公司简称“东方金诚”，中债资信评估有限责任公司简称“中债资信”。

个。我们对 2018 年度主体信用等级迁移情况进行统计，并计算迁移率，建立迁移矩阵。详见下表：

图表 1. 2018 年度债券市场主体信用等级迁移分布

2018 年末 2017 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及 以下
AAA	687	3									
AA ⁺	65	751		1		2					1
AA		97	1697	15	2	3		1	1		19
AA ⁻			40	281	9	2	1		1		3
A ⁺				9	65	3	1		1		1
A					2	10					1
A ⁻							3				
BBB ⁺								1			
BBB									1		
BBB ⁻									1	1	1
BB ⁺ 及以下											11

图表 2. 2018 年度债券市场主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年末 2017 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及 以下
AAA	99.57	0.43									
AA ⁺	7.93	91.59		0.12		0.24					0.12
AA		5.29	92.48	0.82	0.11	0.16		0.05	0.05		1.04
AA ⁻			11.87	83.38	2.67	0.59	0.30		0.30		0.89
A ⁺				11.25	81.25	3.75	1.25		1.25		1.25
A					15.38	76.92					7.69
A ⁻							100.00				
BBB ⁺								100.00			
BBB									100.00		
BBB ⁻									33.33	33.33	33.33
BB ⁺ 及以下											100.00

注：观察期内等级迁移超过 2 个子级（含 2 个子级）的主体数量共 44 家，具体评级信息详见附录 1。

2018 年度债券市场主体信用等级向上迁移的主体 214 家，向下迁移的主体 75 家，等级迁移以上升为主（图表 1 和图表 2）。与上年度相比，主体信用等级向上迁移数量减少 124 家，向下迁移数量增加 19 家，整体向上迁移率由 9.27% 下降至 5.64%，向下迁移率由 1.54% 上升至 1.98%，等级向上迁移趋势明显减弱。2018 年以来，在全球经济景气度回落、贸易摩擦升级和国内金融强监管、结构性去杠杆、政府债务规范化管理持续推进的共同影响下，我国社会融资规模存量

增速持续下降，并出现了广义信用收缩、企业融资难度上升、债券市场违约高发的现象，企业信用状况分化。与上年度相比，AA 级上调至 AA⁺ 级的数量显著减少，由上年的 154 家减少至 97 家；AA⁻ 级上调至 AA 级的数量较上年减少 28 家；AA⁺ 级上调至 AAA 级的数量减少 21 家。下调数量方面，AA 级下调至 BB⁺ 级及以下的数量由去年的 3 家增加至 19 家。

2018 年度迁移矩阵基本保持了前三季度等级迁移矩阵的基本特征，主体信用等级稳定性较高，等级稳定性基本上保持了随等级上升而上升的规律。AAA~AA 级保持在上年末等级的比率均在 91% 以上。与上年度相比，BBB 级及以上级别稳定性均有所提高。

三、按债券类型统计主体信用等级迁移矩阵

通过对各类型债券的分类整理与统计，新世纪评级按债券类型对 2018 年度债券市场主体和本公司跟踪对象的主体信用等级迁移分别进行统计，并计算迁移率，建立迁移矩阵，见图表 3~10。

(一) 非金融企业债务融资工具迁移矩阵

图表 3. 2018 年度债券市场非金融企业债务融资工具主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年末 2017 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及 以下
AAA	99.57	0.43									
AA ⁺	7.39	92.05		0.18		0.18					0.18
AA		7.76	89.80	0.72	0.14	0.14					1.44
AA ⁻			14.29	82.86	2.86						
A ⁺					80.00				20.00		
A						100.00					
A ⁻							—				
BBB ⁺								—			
BBB									—		
BBB ⁻										—	
BB ⁺ 及以下											100.00

图表 4. 2018 年度新世纪评级非金融企业债务融资工具主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年末 2017 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及 以下
AAA	100.00										
AA ⁺	5.83	94.17									
AA		7.88	90.30	0.61							1.21
AA ⁻				88.89							11.11

A ⁺					—						
A						100.00					
A ⁻							—				
BBB ⁺								—			
BBB									—		
BBB ⁻										—	
BB ⁺ 及以下											—

(二) 企业债迁移矩阵

图表 5. 2018 年度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年末 2017 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及以下
AAA	100.00										
AA ⁺	2.45	97.55									
AA		3.64	95.77	0.39		0.10					0.10
AA ⁻			10.00	88.33	1.11						0.56
A ⁺				25.00	62.50	12.50					
A						100.00					
A ⁻							100.00				
BBB ⁺								100.00			
BBB									100.00		
BBB ⁻										—	
BB ⁺ 及以下											100.00

图表 6. 2018 年度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年末 2017 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及以下
AAA	100.00										
AA ⁺	2.08	97.92									
AA		6.61	93.39								
AA ⁻			16.67	83.33							
A ⁺					50.00	50.00					
A						—					
A ⁻							—				
BBB ⁺								—			
BBB									—		
BBB ⁻										—	
BB ⁺ 及以下											100.00

(三) 公司债迁移矩阵

图表 7. 2018 年度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年末 2017 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及 以下
AAA	99.70	0.30									
AA ⁺	9.19	89.75				0.71					0.35
AA		6.86	87.53	1.46	0.42	0.21		0.21	0.21		3.12
AA ⁻			8.20	81.97	1.64	1.64	1.64		1.64		3.28
A ⁺				7.69	84.62						7.69
A						0.00					100.00
A ⁻							—				
BBB ⁺								—			
BBB									—		
BBB ⁻										0.00	100.00
BB ⁺ 及以下											100.00

图表 8. 2018 年度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年末 2017 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及 以下
AAA	100.00										
AA ⁺	3.39	96.61									
AA		7.58	92.42								
AA ⁻				100.00							
A ⁺					100.00						
A						—					
A ⁻							—				
BBB ⁺								—			
BBB									—		
BBB ⁻										—	
BB ⁺ 及以下											—

(四) 金融债迁移矩阵

图表 9. 2018 年度债券市场金融债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年末 2017 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及 以下
AAA	99.26	0.74									
AA ⁺	14.44	85.56									
AA		14.71	83.82	1.47							
AA ⁻			19.40	70.15	8.96	1.49					

A ⁺				11.11	83.33	3.70	1.85				
A					20.00	80.00					
A ⁻							—				
BBB ⁺								—			
BBB									—		
BBB ⁻									50.00	50.00	
BB ⁺ 及以下											—

图表 10. 2018 年度新世纪评级金融债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年末 2017 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及以下
AAA	100.00										
AA ⁺		100.00									
AA		22.22	77.78								
AA ⁻			30.00	60.00	10.00						
A ⁺					83.33		16.67				
A						—					
A ⁻							—				
BBB ⁺								—			
BBB									—		
BBB ⁻										—	
BB ⁺ 及以下											—

从整个市场各类型债券发行主体 2018 年度的主体信用等级迁移矩阵来看（图表 3、5、7、9），各类型债券发行主体的主体信用等级基本均呈现级别越高等级越稳定、级别越低迁移率越高的特征，与债券市场主体信用等级迁移稳定性规律一致。企业债发行主体 AA 级及以上等级的稳定性最高，达到 95%以上；其次是非金融企业债务融资工具，在 89%以上。2018 年度非金融企业债务融资工具、企业债和公司债整体等级向上迁移率分别为 5.68%、3.85%和 5.52%，企业债向上迁移趋势最弱；等级向下迁移率分别为 1.38%、0.73%和 3.48%，公司债等级向下迁移趋势最强。相比非金融债发行主体，2018 年度金融债发行主体等级迁移率较高，等级向上迁移率为 10.54%，向下迁移率为 2.81%，分等级来看，金融债发行主体 AAA 级稳定性较高，为 99.26%，AA⁺级和 AA 级稳定性相对较差，分别为 85.56%和 83.82%。

从新世纪所评各类型债券发行主体 2018 年度主体信用等级迁移矩阵来看（图表 4、6、8、10），2018 年度新世纪评级各券种发行主体信用等级迁移稳定性与市场整体情况趋同，主体级别主要分布在 AAA~AA 级，且等级稳定性均较高，与各券种等级迁移矩阵特征一致。2018 年度新世纪评级非金融企业债务融资工具、企业债和公司债发行主体的主体信用等级向上迁移率分别为 5.56%、5.37%

和3.74%；非金融企业债务融资工具和企业债向下迁移率分别为1.11%和0.49%，公司债未发生等级向下迁移，新世纪评级非金融企业债务融资工具和公司债等级稳定性高于相应类型债券市场整体。新世纪评级金融债因评级基数较小，向上迁移率和向下迁移率不具可比性。

四、按评级机构统计等级迁移矩阵

根据静态池样本库，新世纪评级对2018年度本公司、中诚信国际、中诚信证评、联合资信、联合信用、大公、鹏元和东方金诚持续评级的主体信用等级迁移数据进行统计，计算迁移率，并建立迁移矩阵。

(一) 新世纪评级迁移矩阵

图表 11. 2018 年度债券市场新世纪评级持续评级主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年末 2017 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及 以下
AAA	100.00										
AA ⁺	5.59	94.41									
AA		7.92	91.09	0.33							0.66
AA ⁻			13.16	81.58	2.63						2.63
A ⁺					80.00	10.00	10.00				
A						100.00					
A ⁻							—				
BBB ⁺								—			
BBB									—		
BBB ⁻										—	
BB ⁺ 及以下											100.00

(二) 中诚信国际迁移矩阵

图表 12. 2018 年度债券市场中诚信国际持续评级主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年末 2017 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及 以下
AAA	99.29	0.35									0.35
AA ⁺	8.88	91.12									
AA		7.65	90.88	0.29		0.29					0.88
AA ⁻			12.28	80.70	3.51	3.51					
A ⁺				8.70	82.61	4.35			4.35		
A						100.00					
A ⁻							—				
BBB ⁺								—			
BBB									—		

BBB ⁻									100.00	0.00	
BB ⁺ 及以下											—

(三) 中诚信证评迁移矩阵

图表 13. 2018 年度债券市场中诚信证评持续评级主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年末 2017 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及以下
AAA	100.00										
AA ⁺	10.66	89.34									
AA		7.64	89.58							0.69	2.08
AA ⁻			8.33	58.33	8.33	8.33	8.33		8.33		
A ⁺					—						
A						—					
A ⁻							—				
BBB ⁺								—			
BBB									—		
BBB ⁻										0.00	100.00
BB ⁺ 及以下											—

(四) 联合资信迁移矩阵

图表 14. 2018 年度债券市场联合资信持续评级主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年末 2017 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及以下
AAA	98.94	0.53									0.53
AA ⁺	7.80	91.71									0.49
AA		5.77	91.67	1.28							1.28
AA ⁻			7.69	87.18	5.13						
A ⁺				4.35	91.30	4.35					
A					33.33	66.67					
A ⁻							—				
BBB ⁺								—			
BBB									—		
BBB ⁻										—	
BB ⁺ 及以下											100.00

(五) 联合信用迁移矩阵

图表 15. 2018 年度债券市场联合信用持续评级主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年末 2017 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及 以下
AAA	98.99										1.01
AA ⁺	5.71	92.38				0.95					0.95
AA		7.04	84.92	2.01		0.50		0.50	0.50		4.52
AA ⁻				78.95		5.26	5.26				10.53
A ⁺					100.00						
A						0.00					100.00
A ⁻							—				
BBB ⁺								—			
BBB									—		
BBB ⁻										—	
BB ⁺ 及以下											100.00

(六) 大公迁移矩阵

图表 16. 2018 年度债券市场大公持续评级主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年末 2017 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及 下
AAA	100.00										
AA ⁺	4.62	94.22		0.58		0.58					
AA		5.56	90.28	0.69	0.35	0.35					2.78
AA ⁻			6.00	92.00		2.00					
A ⁺					50.00						50.00
A						—					
A ⁻							—				
BBB ⁺								—			
BBB									—		
BBB ⁻										—	
BB ⁺ 及以下											—

(七) 鹏元迁移矩阵

图表 17. 2018 年度债券市场鹏元持续评级主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年末 2017 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及 以下
AAA	100.00										
AA ⁺	2.74	97.26									
AA		3.11	95.67	0.17	0.17	0.17					0.69

AA ⁻			12.50	85.94	0.78						0.78
A ⁺				28.57	71.43						
A						100.00					
A ⁻							100.00				
BBB ⁺								100.00			
BBB									100.00		
BBB ⁻										—	
BB ⁺ 及以下											100.00

(八) 东方金诚迁移矩阵

图表 18. 2018 年度债券市场东方金诚持续评级主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年末 2017 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及以下
AAA	100.00										
AA ⁺	4.08	95.92									
AA		6.45	90.86	1.08		0.54	0.54				0.54
AA ⁻			19.23	76.92	3.85						
A ⁺				27.27	72.73						
A						0.00					100.00
A ⁻							—				
BBB ⁺								—			
BBB									—		
BBB ⁻										—	
BB ⁺ 及以下											—

从各机构所评债券的主体信用等级迁移矩阵来看（图表 11~18），各机构所评主体信用等级基本均呈现级别越高等级越稳定、级别越低迁移率越高的特征，与债券市场主体信用等级迁移稳定性规律基本一致。整体来说，除 AA⁻级及以下样本量较少，其稳定性不可比外，各机构 AAA~AA 级稳定性仍较高，各机构 AAA~AA 级维持率均在 84%以上。

图表 19. 2018 年度债券市场各机构持续评级主体等级 AAA~AA 级维持率情况

机构	AAA	AA ⁺	AA
新世纪评级	100.00%	94.41%	91.09%
中诚信国际	99.29%	91.12%	90.88%
中诚信证评	100.00%	89.34%	89.58%
联合资信	98.94%	91.71%	91.67%
联合信用	98.99%	92.38%	84.92%
大公	100.00%	94.22%	90.28%
鹏元	100.00%	97.26%	95.67%
东方金诚	100.00%	95.92%	90.86%

五、总结

基于对 2018 年度债券市场主体信用等级迁移数据的统计和分析，2018 年度债券市场等级迁移情况有如下特征：

1. 总体来说，2018 年度债券市场主体信用等级保持了较高的稳定性，且等级稳定性基本上保持了随等级上升而上升的规律。

2. 与上年同期相比，2018 年度债券市场主体信用等级向上迁移趋势明显减弱，向上迁移数量减少 124 家，整体向上迁移率由 9.27%下降至 5.64%；因风险事件增多向下迁移数量增加 19 家，向下迁移率由 1.54%上升至 1.98%。

3. 2018 年度债券市场 AAA~AA 级稳定性均在 91%以上，等级向上迁移期初级别集中在 AA⁺~AA⁻级，向下迁移则较为分散。

4. 从分券种主体信用等级迁移来看，2018 年度公司债发行主体信用等级迁移至 BB⁺级及以下级别趋势显著高于非金融企业债务融资工具和企业债；新世纪评级非金融企业债务融资工具和公司债等级稳定性高于相应类型债券市场整体。

附录 1: 观察期内等级迁移超过 2 个子级 (含 2 个子级) 的主体及评级信息

序号	发行人	等级变动	迁移级数
1	盾安控股集团有限公司	AA ⁺ ~ AA ⁻	2
2	华晨电力股份公司	AA ⁺ ~ A	4
3	山东胜通集团股份有限公司		
4	永泰能源股份有限公司	AA ⁺ ~ C	17
5	东辰控股集团有限公司	AA ~ A ⁺	2
6	江苏辉丰生物农业股份有限公司		
7	大连天神娱乐股份有限公司	AA ~ A	3
8	云南路桥股份有限公司		
9	浙江古纤道新材料股份有限公司		
10	东方金钰股份有限公司	AA ~ BBB ⁺	5
11	国购投资有限公司	AA ~ BBB	6
12	宝塔石化集团有限公司	AA ~ BB	9
13	三胞集团有限公司		
14	浙江大东南集团有限公司		
15	大连金玛商城企业集团有限公司	AA ~ CC	15
16	山东大海集团有限公司		
17	安徽盛运环保(集团)股份有限公司	AA ~ C	16
18	北京华业资本控股股份有限公司		
19	雏鹰农牧集团股份有限公司		
20	刚泰集团有限公司		
21	吉林利源精制股份有限公司		
22	江苏宏图高科技股份有限公司		
23	金鸿控股集团股份有限公司		
24	凯迪生态环境科技股份有限公司		
25	龙跃实业集团有限公司		
26	同益实业集团有限公司		
27	新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司		
28	银亿股份有限公司		
29	印纪娱乐传媒股份有限公司		
30	中融双创(北京)科技集团有限公司		
31	长安责任保险股份有限公司	AA ⁻ ~ A	2
32	洲际油气股份有限公司		
33	华昌达智能装备集团股份有限公司	AA ⁻ ~ A ⁻	3
34	深圳市飞马国际供应链股份有限公司	AA ⁻ ~ BBB	5
35	深圳市大富配天投资有限公司	AA ⁻ ~ B	11
36	宁夏上陵实业(集团)有限公司	AA ⁻ ~ C	15
37	神雾科技集团股份有限公司		
38	吉林蛟河农村商业银行股份有限公司	A ⁺ ~ A ⁻	2
39	中国吉林森林工业集团有限责任公司	A ⁺ ~ BBB	4

40	中弘控股股份有限公司	A ⁺ ~ C	14
41	中安科股份有限公司	A ~ C	13
42	洪业化工集团股份有限公司	BBB ⁻ ~ CC	8
43	万正投资集团有限公司	BB ⁺ ~ B ⁺	3
44	新疆金特钢铁股份有限公司	B ⁻ ~ CC	2

新世纪评级版权所有

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或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本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。