

分析师:周建华

执业证书编号: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50588666-8157

贵金属调整,基本金属或反弹

——有色金属行业月报

证券研究报告-行业月报

同步大市(维持)

有色金属相对沪深300指数表现

发布日期: 2019年01月08日



相关报告

1 《有色金属行业月报:黄金延续上涨,基本金属稳定》 2018-12-06

2 《有色金属行业月报:避险情绪推升贵金属价格》 2018-11-08

联系人:李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- **美国非农数据超预期或致贵金属短期调整。**12月,COMEX黄金价格上涨5.12%,收盘报1284.7美元/盎司;沪金价格上涨3.06%,收盘报276.6元/克。COMEX白银价格上涨9.23%,收盘价报15.45美元/盎司;沪银上涨4.79%,收盘价报3677元/千克。12月贵金属表现强劲,主要是因为12月全球股市出现较大跌幅,美联储如期加息后美元指数走弱,美国众议院和白宫在美墨边境墙预算问题上无法达成协议,导致政府陷入停摆状态。美国12月非农就业人数增加31.2万,远超市场预期,平均时薪同比增长3.2%,也优于预期并创下2009年以来最快增速。美国近期就业数据提振市场信心,前期权益市场风险释放告一段落,预计1月份贵金属价格可能进入短期盘整阶段。
- **国内逆周期政策有利基本金属价格反弹。**12月SHFE铜、铝、锌、铅、锡、镍的涨跌幅分别为-2.64%、+0.26%、+1.16%、-1.31%、-0.09%、-3.57%。12月中国官方PMI回落至49.4,处于荣枯线之下,国内经济下行压力加大。为应对当前经济的不利局面,管理层正逐步出台逆周期政策。1月4日,央行宣布下调金融机构存款准备金率1个百分点,同时宣布2019年一季度到期的中期借贷便利(MLF)将不再续做,预计总体释放资金8000亿。近期,发改委密集批复多个轨道交通和高铁项,预计总投资规模超9000亿。同时,部分地方开始松绑房地产限购政策。政策发力,可能提升基本金属的需求,改善悲观预期,有利于基本金属价格回稳。
- **稀有金属重点关注稀土。**在11月份国家八部门联手在全国8个稀土主产地省市开展整顿后,最近工信部等十二部门又发布了《关于持续加强稀土行业秩序整顿的通知》,再次联手提升对倒卖非法稀土矿产品等违规企业的处罚,稀土行业私挖盗采、无计划生产等黑稀土问题可能得到一定程度的遏制。供给端的改善或促进稀土价格的稳定。
- **给予有色板块“同步大市”评级,建议重点关注铜、铝。**2005年以来,CS有色金属板块的估值中位数是36.04倍。截止12月底,有色板块PE为22.1倍,贵金属PE为30.9倍,工业金属19.9倍,稀有金属21.4倍,处于历史估值相对低位,给予有色金属行业“同步大市”评级。重点关注基本金属反弹的机会,特别是铜和铝。

风险提示: (1)逆周期政策实施不及预期,市场需求提振力度不大;(2)中美贸易谈判不及预期。

内容目录

1. 月度行情回顾.....	4
2. 贵金属：美国非农数据优于预期，贵金属或短期盘整.....	5
3. 工业金属：国内逆周期政策有利价格回稳.....	6
3.1. 铜：央行降准或提振需求.....	6
3.2. 铝：骨干企业压缩产能或改善预期.....	7
3.3. 锌：产量和库存双降利价格企稳.....	7
3.4. 铅：供需矛盾依然较突出.....	7
3.5. 锡：基建发力或提升需求.....	8
3.6. 镍：需求减量趋势明显.....	8
4. 稀有金属.....	9
4.1. 稀土：行业整顿持续加码.....	9
4.2. 钨：下游消费疲弱.....	10
4.3. 钼：钢价下跌致钼价调整.....	10
4.4. 钴：供给过剩、需求转弱.....	11
5. 投资建议：贵金属短期调整，铜、铝有望反弹.....	11
6. 风险提示.....	12

图表目录

图 1: A 股行业 12 月涨跌幅 (%).....	4
图 2: 有色子行业 12 月涨跌幅 (%).....	4
图 3: 国际主要金属价格 12 月涨跌幅 (%).....	4
图 4: 有色板块公司 10 月涨幅前 10 名 (%).....	5
图 5: 有色板块公司 10 月度跌幅前 10 名 (%).....	5
图 6: 黄金价格和美元指数.....	5
图 7: LME 铜价(美元/吨)及库存(吨).....	6
图 8: SHFE 铜价(元/吨)及库存(吨).....	6
图 9: LME 铝价(美元/吨)及库存(吨).....	7
图 10: SHFE 铝价(元/吨)及库存(吨).....	7
图 11: LME 锌价(美元/吨)及库存(吨).....	7
图 12: SHFE 锌价(元/吨)及库存(吨).....	7
图 13: LME 铅价(美元/吨)及库存(吨).....	8
图 14: SHFE 铅价(元/吨)及库存(吨).....	8
图 15: LME 锡价(美元/吨)及库存(吨).....	8
图 16: SHFE 锡价(元/吨)及库存(吨).....	8
图 17: LME 镍价(美元/吨)及库存(吨).....	9
图 18: SHFE 镍价(元/吨)及库存(吨).....	9
图 19: 稀土价格指数.....	9
图 20: 稀土出口数量与吨价.....	10
图 21: 稀土出口金额.....	10
图 22: 钨铁和仲钨酸铵价格(元/吨).....	10
图 23: 钨精矿价格(元/吨).....	10
图 24: 钼铁和钼精矿价格(元/吨).....	11

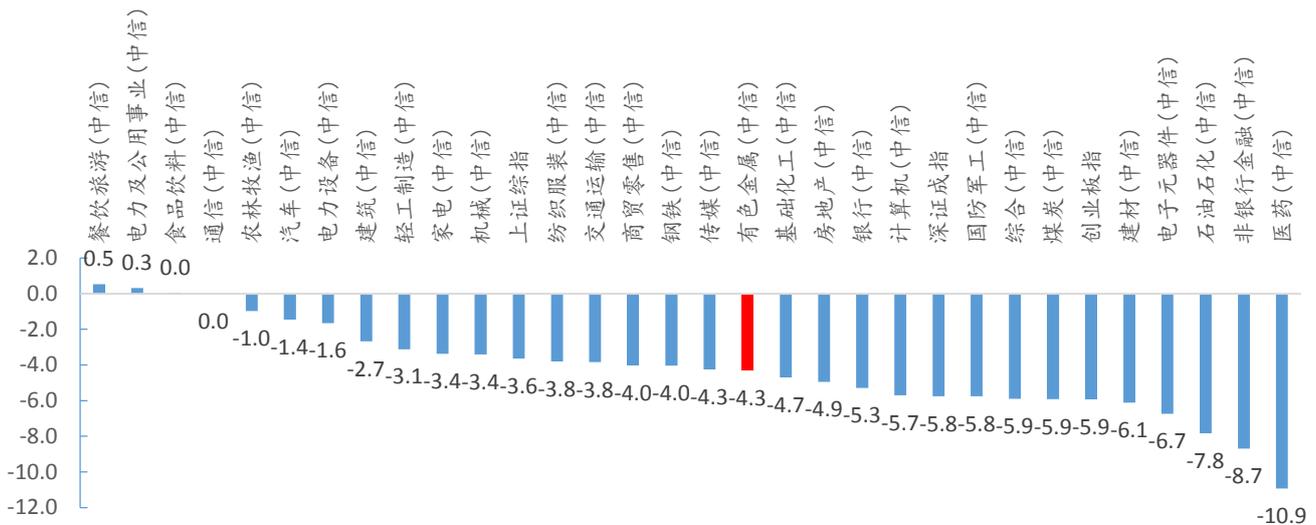
图 25: 钼矿产量 (千吨)	11
图 26: LME 钴价(美元/吨)及库存(吨).....	11
图 27: 国内钴市场价 (元/吨)	11
图 28: 有色板块与大盘 PE 对比 (倍)	12
图 29: 有色及子板块 PE 对比 (倍)	12
表 1: 贵金属价格.....	5

1. 月度行情回顾

12月，上证综指下跌3.64%，中信有色板块下跌4.3%，略弱于大市。12月上证综指单边下跌，有色板块走内部走势继续分化，黄金板块继续保持上涨态势，其他板块均出现较大下跌，其中钴镍下跌幅度最大。国内经济方面，11月工业增加值同比增长5.4%，较10月回落0.5个百分点；1-11月固定资产投资同比增长5.9%，较前10个月回升0.2个百分点；PPI同比增长2.7%，较10月回落0.6个百分点；M2同比增长8%，和10月持平。固定资产投资略有回升，工业品价格回落较快。国际市场上，工业金属价格出现分化，锡和铅的价格上涨，铜、铝、锌、镍价格均下跌较大；贵金属价格出现大涨，黄金上涨5.1%，白银大涨9.2%。

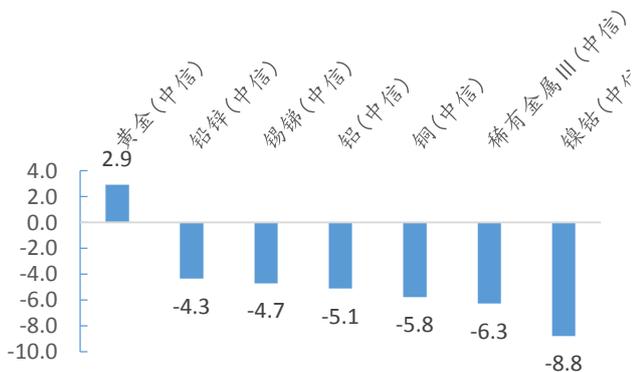
个股方面，12月有色金属板块有19家公司上涨，1家持平，84家下跌，2家停牌。涨幅居前5位的公司分别是银泰资源（24.4%），湖南黄金（13.3%），山东黄金（11.8%），中金黄金（9.7%），丰华股份（9.4%）；跌幅居前5位的公司分别是罗平锌电（-16.2%），东方钽业（-15.9%），宏达股份（-14.0%），西藏矿业（-13.9%），楚江新材（-13.1%）。

图 1：A 股行业 12 月涨跌幅（%）



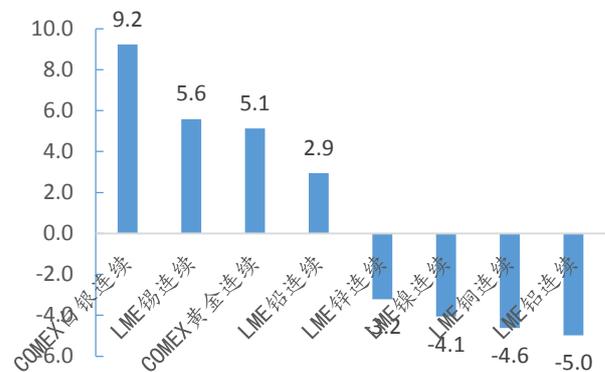
资料来源：Wind，中原证券

图 2：有色子行业 12 月涨跌幅（%）



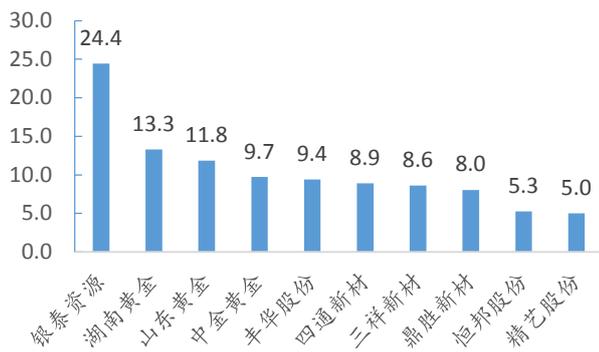
资料来源：Wind，中原证券

图 3：国际主要金属价格 12 月涨跌幅（%）



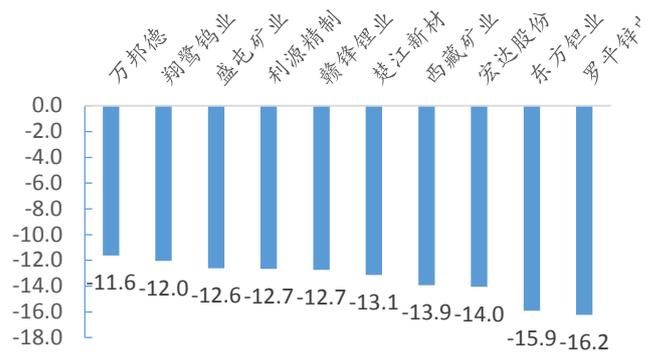
资料来源：Wind，中原证券

图 4: 有色板块公司 10 月涨幅前 10 名 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 有色板块公司 10 月度跌幅前 10 名 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

2. 贵金属: 美国非农数据优于预期, 贵金属或短期盘整

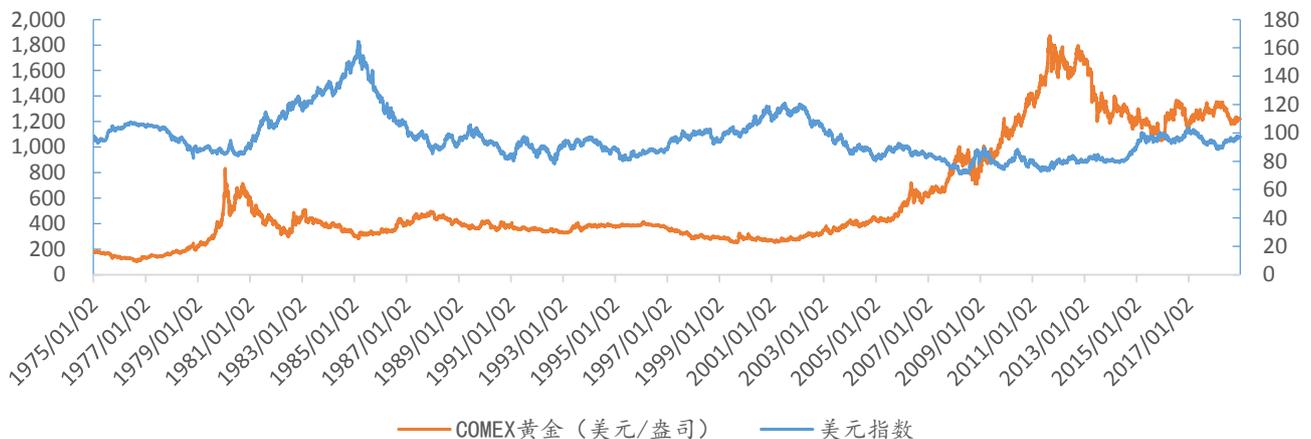
12 月, COMEX 黄金价格上涨 5.12%, 收盘报 1284.7 美元/盎司; 沪金价格上涨 3.06%, 收盘报 276.6 元/克。COMEX 白银价格上涨 9.23%, 收盘价报 15.45 美元/盎司; 沪银上涨 4.79% 收盘价报 3677 元/千克。12 月贵金属表现强劲, 主要是因为 12 月全球股市出现较大跌幅, 美联储如期加息后美元指数走弱, 美国众议院和白宫在美墨边境墙预算问题上无法达成协议, 导致政府陷入停摆状态。美国 12 月非农就业人数增加 31.2 万, 远超市场预期, 平均时薪同比增长 3.2%, 也优于预期并创下 2009 年以来最快增速。美国近期就业数据提振市场信心, 前期权益市场风险释放告一段落, 预计 1 月份贵金属价格可能进入短期盘整阶段。

表 1: 贵金属价格

	收盘价	单位	月涨跌幅	年初以来涨跌幅
COMEX 黄金连续	1284.70	美元/盎司	5.12%	-1.37%
沪金连三	276.60	元/克	3.06%	3.90%
COMEX 白银连续	15.45	美元/盎司	9.23%	-9.39%
沪银连三	3677.00	元/千克	4.79%	-4.37%

资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 黄金价格和美元指数



资料来源: Wind, 中原证券

3. 工业金属：国内逆周期政策有利价格回稳

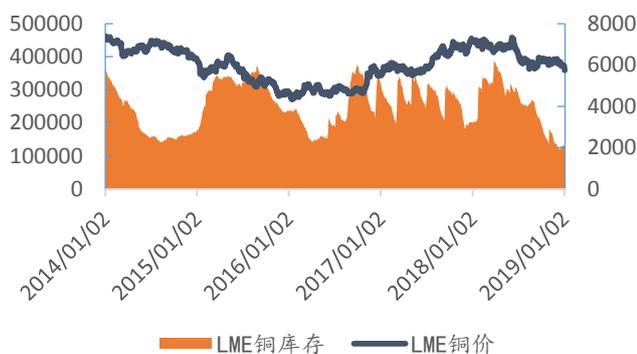
12月中国官方PMI回落至49.4，处于荣枯线之下，国内经济下行压力加大。为应对当前经济的不利局面，管理层正逐步出台逆周期政策。1月4日，央行宣布下调金融机构存款准备金率1个百分点，同时宣布2019年一季度到期的中期借贷便利（MLF）将不再续做，预计总体释放资金8000亿。近期，发改委密集批复多个轨道交通和高铁项，涵盖上海、重庆、江苏、武汉等地，预计总投资规模超9000亿。同时，部分地方开始松绑房地产限购政策。政策发力，可能提升基本金属的需求，改善悲观预期，有利于价格的回稳。

供给方面，根据国家统计局统计，11月份，全国十种有色金属产量同比增长12.7%，去年同期为下降6.9%。其中，铜产量增长7.6%，增速同比下降2.2个百分点；电解铝产量增长19.2%，去年同期为下降16.8%；铅产量增长18.3%，增速同比提高10.7个百分点；锌产量下降7%，去年同期为增长7.5%。1-11月，全国十种有色金属产量5043万吨，同比增长6.1%，增速同比提高3.6个百分点。其中，铜产量817万吨，增长10.7%，提高3.9个百分点；电解铝产量3145万吨，增长7.5%，提高5.8个百分点；铅产量445万吨，增长6.5%，提高1.6个百分点；锌产量518万吨，下降3.3%，降幅同比扩大2个百分点。氧化铝产量6628万吨，增长9.1%，增速同比回落1.4个百分点。

3.1. 铜：央行降准或提振需求

12月，LME铜价下跌3.76%，收盘报5,965美元/吨，期末库存132,175吨，较上月末下降2.94%；SHFE铜价下跌2.64%，收盘报48,340元/吨，期末库存36,198吨，较上月末下降29.7%。智利统计局数据显示，11月智利铜产量为540,720吨，较去年同期增加7%，创下至少四年内铜产量最高月度纪录。1-11月铜产量总计为533.9万吨，同比增长6.1%。主要受智利一些大型铜矿的矿石品味上升及高效加工推动。下游需求方面，11月我国房地产开发投资完成额累计同比增长9.7%，和上月持平；电网基本基本建设投资累计同比下降3.2%，降幅继续收窄；空调产量当月同比增长7.6%。总体而言，受到智利增产和经济下滑的影响，12月铜价出现下行，但随着央行降准、中美贸易谈判的推进，负面预期可能减弱，有利于铜价企稳回升。

图7：LME铜价(美元/吨)及库存(吨)



资料来源：Wind，中原证券

图8：SHFE铜价(元/吨)及库存(吨)



资料来源：Wind，中原证券

3.2. 铝：骨干企业压缩产能或改善预期

12月，LME 铝价下跌 5.72%，收盘报 1,846 美元/吨，期末库存 1,271,200 吨，较上月末增加 20.78%；SHFE 铝价上涨 0.26%，收盘报 13,590 元/吨，期末库存 517,154 吨，较上月末下降 6.52%。供给方面，11 月全国氧化铝产量 622.3 万吨，同比增长 25.7%；铝材产量 410.6 万吨，同比增长 7.4%；供给增加，需求方面持续较弱，导致铝价出现较大下跌。为缓解行业困局，12 月下旬国内电解铝骨干企业召开座谈会议，拟在未来一段时间内再减产 80 万吨电解铝产能。近期，国家发展改革委、工业和信息化部也联合发布关于促进氧化铝产业有序发展的通知。随着上述政策的落实，行业可能会出现改善的迹象。

图 9：LME 铝价(美元/吨)及库存(吨)



资料来源：Wind，中原证券

图 10：SHFE 铝价(元/吨)及库存(吨)

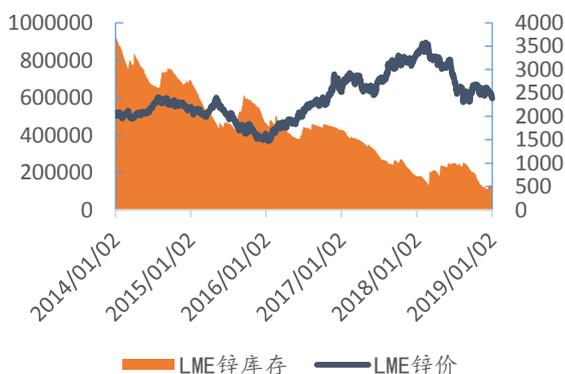


资料来源：Wind，中原证券

3.3. 锌：产量和库存双降利价格企稳

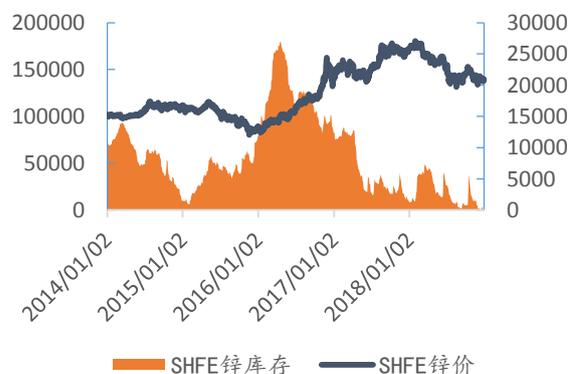
12 月，LME 锌价下跌 2.95%，收盘报 2,467 美元/吨，期末库存 129,325 吨，较上月末上升 10.02%；SHFE 锌价上涨 1.16%，收盘报 20,925 元/吨，期末库存 881 吨，较上月末下降 51%。供给方面，11 月国内锌产量 52 万吨，同比下降 7%；1-11 月锌累计产量 517.7 万吨，同比下降 3.3%；产量降幅连续第 5 个月扩大。需求方面，虽然汽车、家电等行业需求比较疲软，但基建需求可能会提升，并且国内库存大幅下降，总体有利于国内锌价企稳。

图 11：LME 锌价(美元/吨)及库存(吨)



资料来源：Wind，中原证券

图 12：SHFE 锌价(元/吨)及库存(吨)

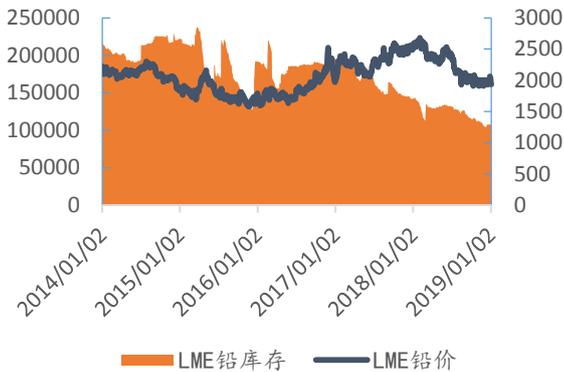


资料来源：Wind，中原证券

3.4. 铅：供需矛盾依然较突出

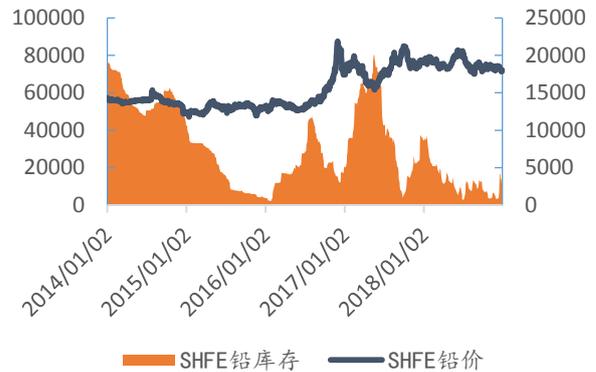
12月，LME 铅上涨 2.54%，收盘报 2,021 美元/吨，期末库存 107,450 吨，较上月末上升 2.41%；SHFE 铅价下降 1.31%，收盘报 18,050 元/吨，期末库存 10,780 吨，较上月末上升 214.93%。供给方面，11 月国内铅产量 48.4 万吨，同比增长 18.3%；1-11 月铅产量 445 万吨，同比增长 6.5%。需求方面，电动自行车受新规以及技术瓶颈的限制，铅酸蓄电池的消费压力较大。总体来看，供给增长较快，需求看淡，不利于价格企稳。

图 13: LME 铅价(美元/吨)及库存(吨)



资料来源: Wind, 中原证券

图 14: SHFE 铅价(元/吨)及库存(吨)

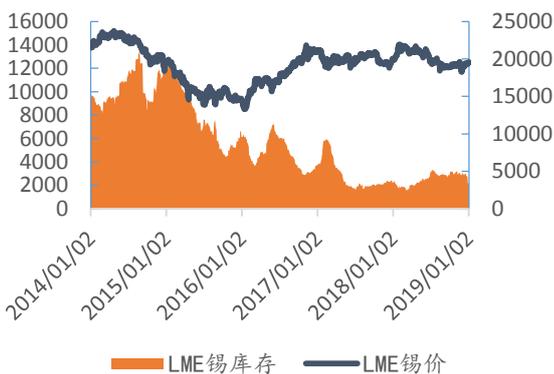


资料来源: Wind, 中原证券

3.5. 锡: 基建发力或提升需求

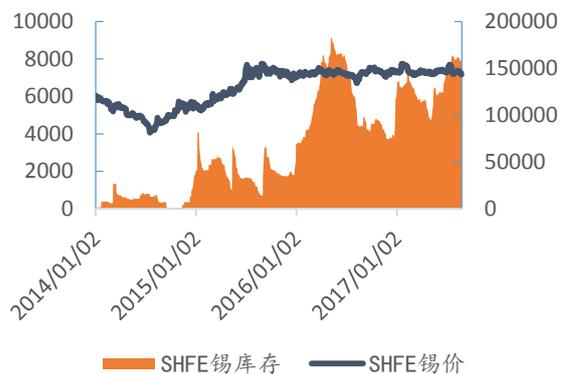
12 月，LME 锡价上涨 5.84%，收盘报 19,475 美元/吨，期末库存 2,175 吨，较上月末下降 27.5%；SHFE 锡价下跌 0.09%，收盘报 143,450 元/吨，期末库存 7,899 吨，较上月末下降 2.76%。供给方面，10 月，国内锡产量 1.37 万吨，同比增长 4.18%；1-10 月，锡产量 14.31 万吨，同比增长 1.05%。需求方面，国内部分房地产开始松绑限购政策，发改委批复的基建项目增多，需求预期得到一定提振，在供给稳定的情况下，需求提升或到来价格回升。

图 15: LME 锡价(美元/吨)及库存(吨)



资料来源: Wind, 中原证券

图 16: SHFE 锡价(元/吨)及库存(吨)



资料来源: Wind, 中原证券

3.6. 镍: 需求减量趋势明显

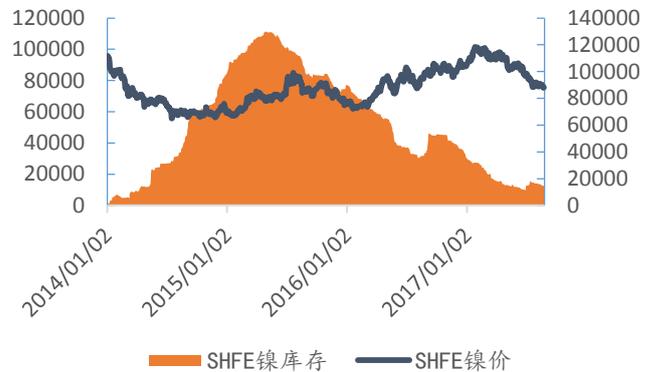
12 月，LME 镍价下跌 4.55%，收盘报 10,690 美元/吨，期末库存 207,330 吨，较上月末下降 2.92%；SHFE 镍价下跌 3.57%，收盘报 88,070 元/吨，期末库存 12,474 吨，较上月末下降 12.08%。10 月，国内电解镍产量 1.86 万吨，同比下降 1.39%；1-9 月电解镍产量 13.6 万

吨，同比增长 3.1%。短期供应预期增量依然存在，而需求减量较为确定，镍市供大于求格局持续存在，镍价可能继续保持弱势。

图 17: LME 镍价(美元/吨)及库存(吨)



图 18: SHFE 镍价(元/吨)及库存(吨)



资料来源: Wind, 中原证券

资料来源: Wind, 中原证券

4. 稀有金属

4.1. 稀土: 行业整顿持续加码

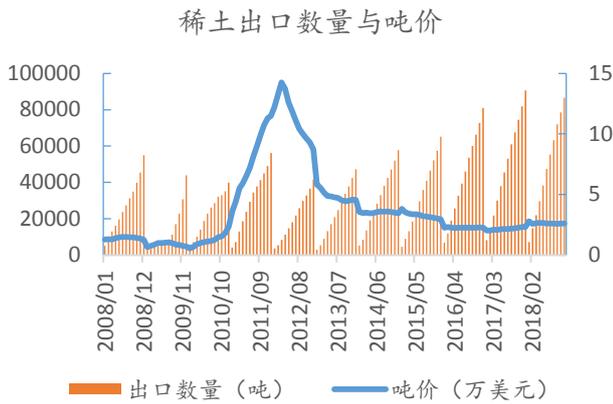
12 月，稀土价格综合指数上涨 1.41%，其中发光材料价格指数下跌 1.36%，磁性材料上涨 4.5%，催化材料上涨 5.98%，催化材料上涨 1.46%。出口方面，1-11 月稀土累计出口金额 22.43 亿美元，同比增长 19.1%，增速较上月回落 2.6 个百分点。供给方面，在 11 月份国家八部门联手在全国 8 个稀土主产地省市开展整顿后，最近工信部、发改委等十二部门又发布了《关于持续加强稀土行业秩序整顿的通知》，再次联手提升对倒卖非法稀土矿产品等违规企业的处罚，稀土行业私挖盗采、无计划生产等黑稀土问题可能会得到一定程度的遏制。在需求相对疲软的情况下，供给端的改善或促进稀土价格的稳定。

图 19: 稀土价格指数



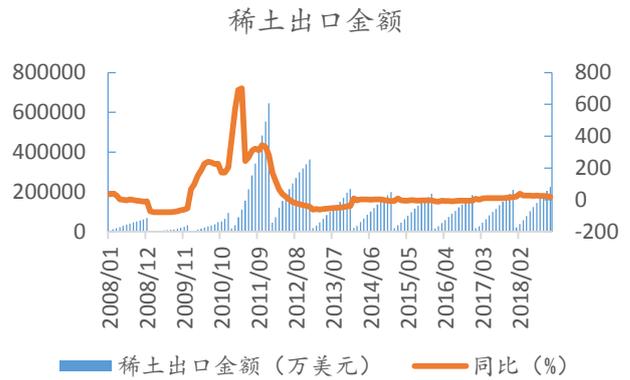
资料来源: Wind, 中原证券

图 20: 稀土出口数量与吨价



资料来源: Wind, 中原证券

图 21: 稀土出口金额

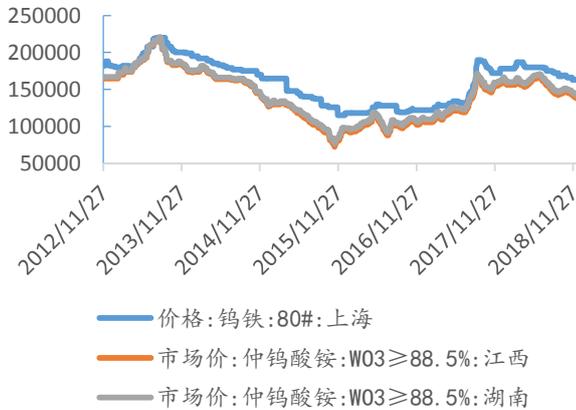


资料来源: Wind, 中原证券

4.2. 钨: 下游消费疲弱

12 月底, 钨精矿 (65%, 江西) 价格为 95,500 元/吨, 较上月底下跌 3.54%; 钨铁 (80#, 上海) 价格为 163,021 元/吨, 较上月底上涨 0.01%; 仲钨酸铵 ($WO_3 \geq 88.5\%$, 江西) 市场价 136,500 元/吨, 较 11 月底下跌 3.87%。目前钨的下游消费偏空, 下游工厂消化原料速度放缓, 贸易商信心不足导致对外报价松动, 钨价走势偏弱, 在缺乏有效利好支撑的情况下, 预计短期国内钨价继续保持弱势调整态势。

图 22: 钨铁和仲钨酸铵价格(元/吨)



资料来源: Wind, 中原证券

图 23: 钨精矿价格(元/吨)



资料来源: Wind, 中原证券

4.3. 钼: 钢价下跌致钼价调整

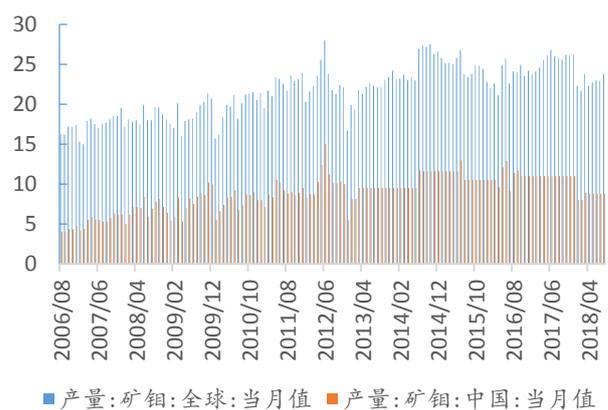
12 月底, 钼精矿 (45%, 河南) 价格为 1,710 元/吨, 较上月底下跌 250 元 (-12.8%); 钼铁 (Mo60B, 河南) 价格为 112,000 元/吨, 较上月底下跌 19,000 元 (-16.96%)。12 月钼价继续出现较大的下跌, 宏观经济走弱, 房地产市场降温, 建筑市场用钢量下降, 钢价走低, 下游需求不及预期, 市场预期转向悲观。厂商降价出货, 钼铁价格回到 2018 年年初的水平。在下游需求未企稳前, 预计钼价有可能继续调整。

图 24: 钼铁和钼精矿价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中原证券

图 25: 钼矿产量 (千吨)

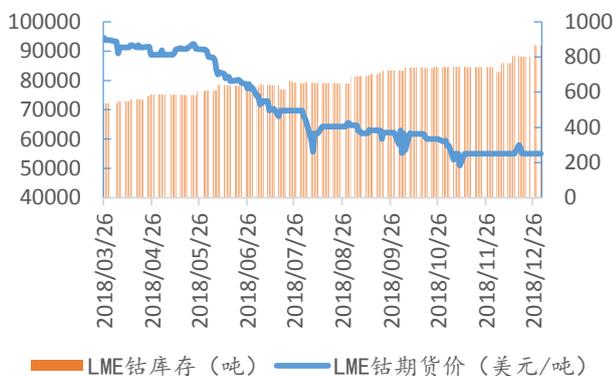


资料来源: Wind, 中原证券

4.4. 钴: 供给过剩、需求转弱

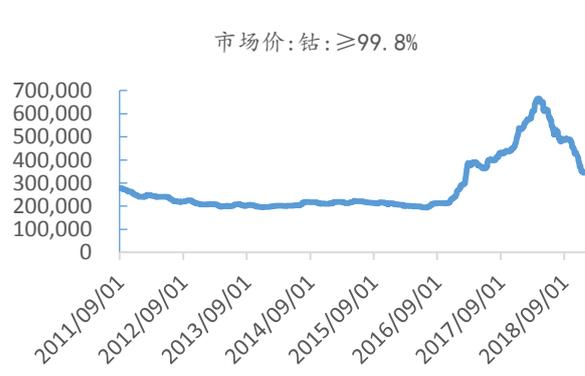
12月底,国内钴市场价为346,666元/吨,较上月底大幅下降27,333元(-7.31%)。LME钴期货价格报55,000美元/吨,较上月底持平;LME钴全球库存863吨,和上月底增加16.31%。钴的供给压力持续扩大,钴产能扩张造成厂家议价能力减弱,下游电池厂和材料厂在资金链紧张的环境下采购力度减弱,估价持续下跌跌破部分采购商的长期协议价,国内某厂家已暂停从嘉能可采购钴原料。供过于求的局面导致钴价持续下跌,在未见供给收缩的情况下,预计钴价可能还将调整。

图 26: LME 钴价(美元/吨)及库存(吨)



资料来源: Wind, 中原证券

图 27: 国内钴市场价 (元/吨)



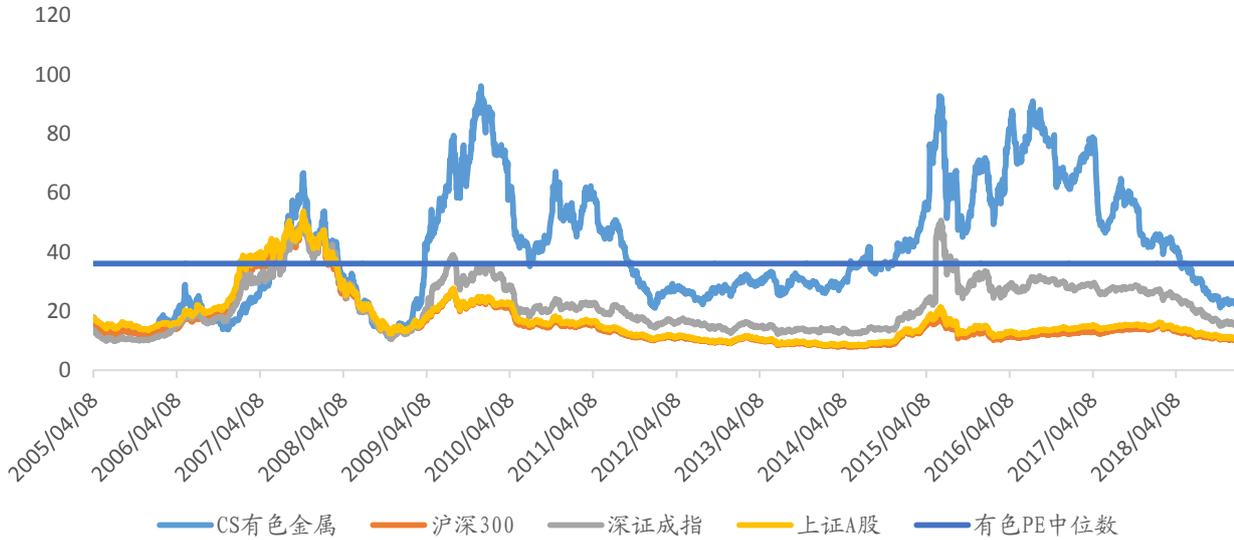
资料来源: Wind, 中原证券

5. 投资建议: 贵金属短期调整, 铜、铝有望反弹

给予有色板块“同步大市”评级,建议重点关注铜、铝。2005年以来,CS有色金属板块的估值中位数是36.04倍。截止12月底,有色板块PE为22.1倍,贵金属PE为30.9倍,工业金属19.9倍,稀有金属21.4倍,处于历史估值相对低位,给予有色金属行业“同步大市”评级。12月美国非农就业数据亮眼,显示美国经济短期依然强劲,1月英国脱欧问题可能困扰欧元,造成欧元走软,短期美元指数有止跌企稳的可能,贵金属经过12月的大涨后,可能迎来一段盘整的阶段。中国央行在1月降准1个百分点,净释放8000亿资金,同时也在加快项

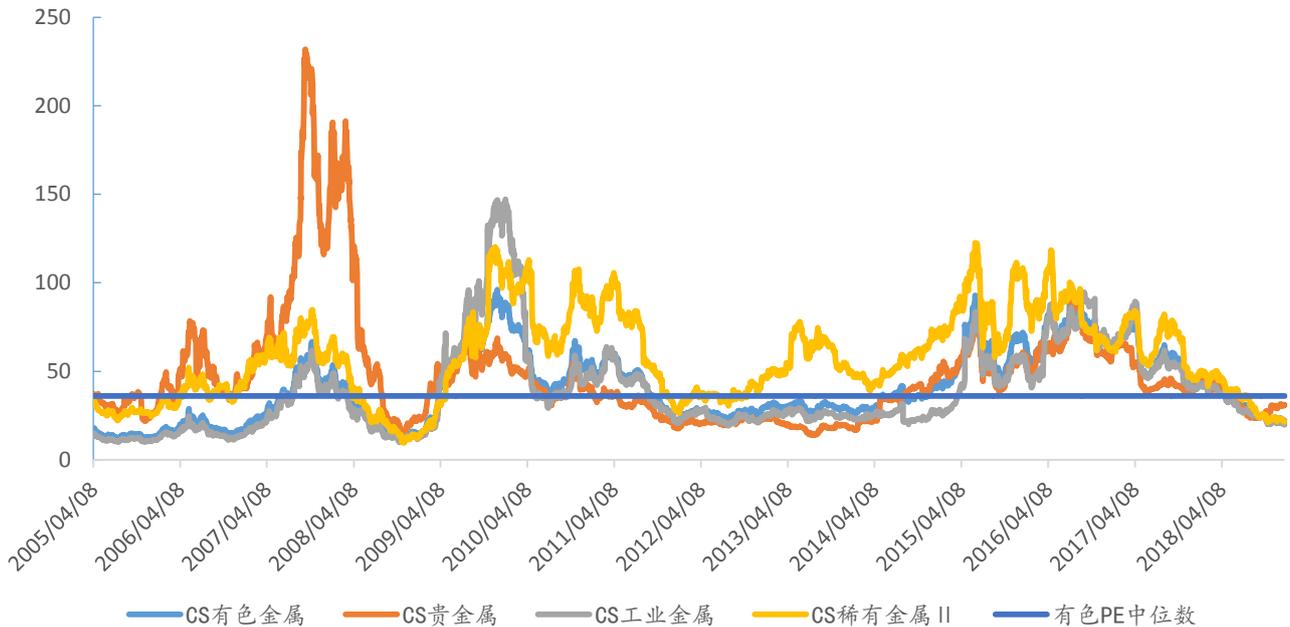
目开工及投资，地方政府在采取松绑房地产措施，市场预期转好，可能对基本金属有一个短期的利好。铜的基本面相对较好，铝在骨干企业压缩产能情况下可能出现边际改善。长期依然看好贵金属，短期可以关注铜、铝的反弹机会。

图 28: 有色板块与大盘 PE 对比 (倍)



资料来源: Wind, 中原证券

图 29: 有色及子板块 PE 对比 (倍)



资料来源: Wind, 中原证券

6. 风险提示

行业面临的主要风险: (1) 逆周期政策实施不及预期, 市场需求提振力度不大; (2) 中美贸易谈判不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。