

货币政策加大逆周期调节，海外需求有所回落

——鑫元周观点（2024. 8. 5-2024. 8. 11）

一、核心观点

宏观方面，2024年8月9日统计局公布最新通胀数据，2024年7月CPI同比0.5%，前值0.2%，环比0.5%，前值-0.2%；PPI同比-0.8%，前值-0.8%，环比-0.2%，前值-0.2%。PPI“K型”复苏延续，上游价格上涨但中下游价格走低，产能利用率仍约束下游价格表现。食品价格上涨推动CPI同比反弹，核心CPI环比则维持季节性表现。核心商品CPI继续好于核心商品PPI；房租CPI持续弱于季节性，核心服务CPI则持平季节性。同时，央行发布《2024年第二季度中国货币政策执行报告》。指出经济动能受到内需不足的约束，海外经济走弱可能加大我国出口的风险。对此，货币政策加大逆周期调节，引导信贷高质量投放，同时稳定人民币汇率，增加价格波动弹性。

权益市场方面，市场7、8月间修复性反弹的复杂程度一方面受到海外资本市场高波动的影响，美国经济衰退情绪虽得到缓释，但对于衰退的担忧依然没有褪去。海外市场进入下有美联储和BOJ保底，上有分子衰退压力的震荡阶段，即市场将继续演绎淡化分母，回归分子的交易逻辑；另一方面，债市目前的反馈尚不能让管理层放心进行财政发力，市场出现大级别反弹的概率较低，预计维持在复杂的修复性反弹区间。债市的不确定性增强，上周权益市场的行业方向可以关注：海外科技巨头修复带来的AI算力品种反弹；内需G端行业在一定程度上会受益于长债品种资金迁移，出现补涨。

固收市场方面，上周在资金面收紧、大行持续大规模卖债、监管对国债二级交易可能存在的违规行为进行自律调查等利空因素影响下，过热的债市情绪总算有所降温，成交量明显减少，收益率明显上行，7年、10年国债活跃券从周内低点上行幅度超10bp，30年国债活跃券从周内低点上行幅度也近10bp，周内30年230023上行4.15bp至2.38%，10年国债240011上行8.25bp至2.2%。7月出口超季节性走弱，显示外需不确定性加大；7月CPI同比略好于预期，但PPI同比走平、环比连续2月为负，综合来看，物价仍弱，本质还是需求不足。上周五晚间央行在二季度货币政策执行报告中指出“6月下旬，10年国债收益率逼近2.2%关口，已明显偏离合理水平，不断累计金融风险”，另外专栏4详尽阐述“资管产品净值机制对公众

投资者的影响”，其中提及“当前市场和底层资产仍复杂多变，市场的螺旋循环效应也依然存在，对资管产品净值的波动还需要审慎观察”，综合来看，当前央行对长端利率态度依然偏审慎。往后看，债市大概率维持震荡偏弱走势，短期建议多看少动，后续关注大行卖债行为何时结束以及监管态度变化，市场平稳后可考虑逐步加仓。

二、宏观动态

（一）国内宏观

7月CPI同比涨幅升至0.5%，猪肉等食品价格是主要助力。中国7月CPI同比上涨0.5%，创2月以来新高，环比上涨0.5%；PPI同比下降0.8%，环比下降0.2%。国家统计局指出，7月份，消费需求持续恢复，加之部分地区高温降雨天气影响，全国CPI环比由降转涨，同比涨幅有所扩大；受市场需求不足及部分国际大宗商品价格下行等因素影响，全国PPI环比、同比降幅均与6月相同。

央行发布二季度货币政策执行报告，部署下阶段施策方向。报告指出，要增强宏观政策取向一致性，加强逆周期调节，增强经济持续回升向好态势。丰富和完善基础货币投放方式，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖。灵活有效开展公开市场操作，必要时开展临时正、逆回购操作。央行还开辟专栏介绍资管产品净值化机制对公众投资者的影响，再次聚焦债市风险。报告提醒，公众投资者要综合权衡投资产品的风险和收益，资管产品投资者也应适度关注长债利率走势。报告还提出，对金融机构持有债券资产的风险敞口开展压力测试，防范利率风险。

7月进出口总值同比增长6.5%，进口增速反弹超预期。2024年8月7日，海关总署公布7月外贸数据，7月出口3005.6亿美元，进口21591亿美元，贸易顺差为846.5亿美元。7月出口增速边际回落，进口增速大幅反弹，贸易顺差收窄。出口、进口同比分别为7.0%和7.2%，分别较上月下降1.6个百分点和回升9.5个百分点。出口增速弱于市场预期，而进口增速强于市场预期。出口同比回落主要受到新兴经济体的拖累，欧美发达国家出口回升。进口方面，7月半导体产业链进口恢复，对欧美进口增速亦大幅改善。

三部门印发加快构建新型电力系统行动方案。方案提出，提高在输电通道新能源电量占比，组织开展配电网可接入充电设施容量研究，建设一批共享储能电站，实施一批算力与电力协同项目，针对性提升新能源、电动汽车充电设施接网能力等。

（二）海外宏观

美国上周首次申请失业救济人数下降幅度超预期。美国上周初请失业金人数下降1.7万

至 23.3 万人，创一年来最大降幅，显示就业市场有所回暖。当周续请失业救济人数上升至 187.5 万人，再创 2021 年 11 月以来新高。

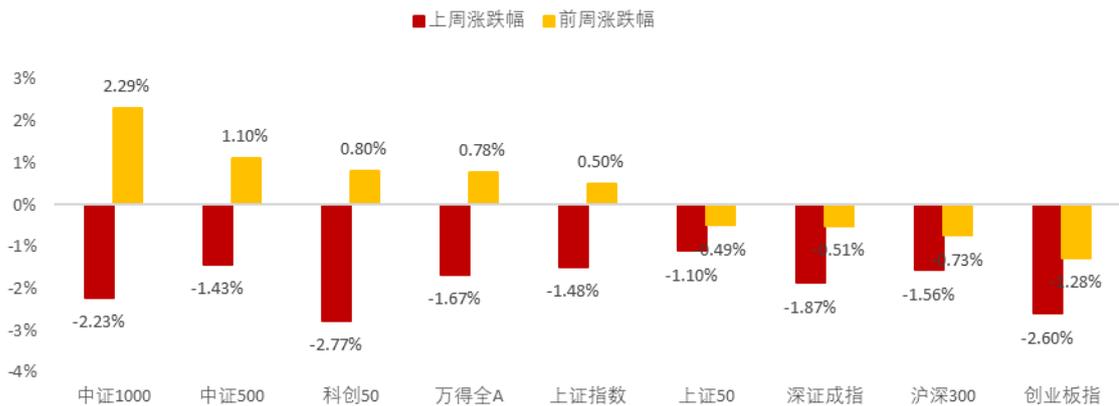
美联储戴利表示，对在即将召开的 9 月会议上降息持开放态度。美联储将采取一切必要措施，以确保实现双重目标；如果仅仅对一个数据点做出反应，那几乎总是会出错；通胀正在缓解，但仍高于 2% 的目标；美联储政策利率需要进行调整，但何时调整以及调整幅度将取决于数据；目前还无法判断就业市场是否正在放缓，或是否存在真正的疲软。

日本央行不认为 7 月加息是政策收紧，多数委员坚持宽松框架。日本央行发布 7 月 31 日政策会议的意见摘要显示，官员们预计货币政策将继续宽松，而且表示即使加息，也并不认为这次举措足以扰乱全球市场。当月的会议上，日本央行宣布加息 15 个基点。

三、市场回顾

1、权益市场走势

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数悉数下跌。截至 8 月 9 日，科创 50 下跌 2.77%，创业板指下跌 2.60%，中证 1000 下跌 2.23%，涨幅居前。从行业板块看，上周 **房地产、食品饮料、建筑材料** 领涨，**计算机、国防军工、电子** 领跌。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2024/8/9	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
上证指数	12.7	↓ 0.22	21.4	↓ 5.26	32.8%	31.1%	26.7%
深证成指	19.6	↓ 0.43	30.5	↓ 1.34	21.8%	9.2%	1.7%
上证 50	10.0	↓ 0.17	34.9	↓ 5.34	53.0%	53.0%	42.8%
沪深 300	11.4	↓ 0.21	21.6	↓ 3.37	26.2%	18.1%	15.9%
中证 500	20.1	↓ 0.35	6.1	↓ 1.89	8.4%	15.1%	11.4%

中证 1000	30.1	↓ 0.82	13.3	↓ 4.60	13.3%	20.5%	13.5%
创业板指	24.3	↓ 0.58	0.2	↓ 0.22	0.2%	0.4%	0.6%
科创 50	44.0	↓ 0.90	38.8	↓ 8.36	38.8%	38.8%	40.5%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 3：上周 A 股市场中信一级行业 PE (TTM)

	2024/8/9	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数
石油石化(中信)	11.6	↓ 0.09	27.31%	↓ 1.31	27.3%	35.0%	50.9%
煤炭(中信)	11.5	0.00	61.93%	↑ 0.11	61.9%	92.3%	90.6%
有色金属(中信)	19.5	↓ 0.57	16.00%	↓ 0.57	16.0%	26.6%	38.7%
电力及公用事业(中信)	18.9	↓ 0.31	23.27%	↓ 2.61	23.3%	10.7%	15.5%
钢铁(中信)	29.9	↓ 0.79	62.12%	↓ 1.21	62.1%	80.0%	70.9%
基础化工(中信)	26.2	↓ 0.40	28.54%	↓ 0.99	28.5%	50.9%	39.7%
建筑(中信)	8.2	↓ 0.11	2.85%	↓ 1.52	2.8%	4.4%	6.5%
建材(中信)	19.8	↑ 0.15	51.37%	↑ 0.56	51.4%	79.0%	71.7%
轻工制造(中信)	22.0	↑ 0.23	7.22%	↑ 0.96	7.2%	12.9%	6.1%
机械(中信)	27.7	↓ 0.88	2.71%	↓ 1.02	2.7%	1.9%	2.7%
电力设备及新能源(中信)	23.3	↓ 0.29	7.50%	↓ 0.70	7.5%	13.4%	18.7%
国防军工(中信)	58.1	↓ 2.74	18.51%	↓ 6.32	18.5%	13.8%	9.3%
汽车(中信)	24.2	↓ 0.83	53.86%	↓ 1.36	53.9%	25.6%	1.3%
家电(中信)	13.3	↓ 0.39	3.64%	↓ 3.11	3.6%	5.3%	0.3%
纺织服装(中信)	18.7	↑ 0.01	0.32%	↑ 0.11	0.3%	0.6%	0.8%
医药(中信)	34.0	↓ 0.48	11.51%	↓ 1.03	11.5%	20.3%	14.4%
食品饮料(中信)	20.0	↑ 0.30	12.66%	↑ 0.52	12.7%	0.5%	0.7%
农林牧渔(中信)	234.5	↓ 8241.79	93.11%	↓ 6.89	93.1%	85.9%	76.1%
银行(中信)	5.5	↓ 0.04	35.61%	↓ 0.82	35.6%	41.0%	59.6%
非银行金融(中信)	17.2	↓ 0.57	47.26%	↓ 8.07	47.3%	63.4%	73.0%
交通运输(中信)	16.5	↓ 0.40	9.38%	↓ 3.99	9.4%	9.5%	10.0%
电子(中信)	58.4	↓ 2.20	63.89%	↓ 4.85	63.9%	57.7%	50.4%
通信(中信)	19.7	↓ 1.09	9.27%	↓ 3.38	9.3%	16.5%	24.0%
计算机(中信)	74.5	↓ 4.33	44.26%	↓ 4.02	44.3%	20.8%	8.5%
传媒(中信)	32.1	↓ 0.18	5.55%	↓ 0.23	5.6%	9.3%	1.9%
综合金融(中信)	26.5	↓ 0.54	2.23%	↓ 1.51	2.2%	2.2%	2.4%

数据来源：Wind、鑫元基金

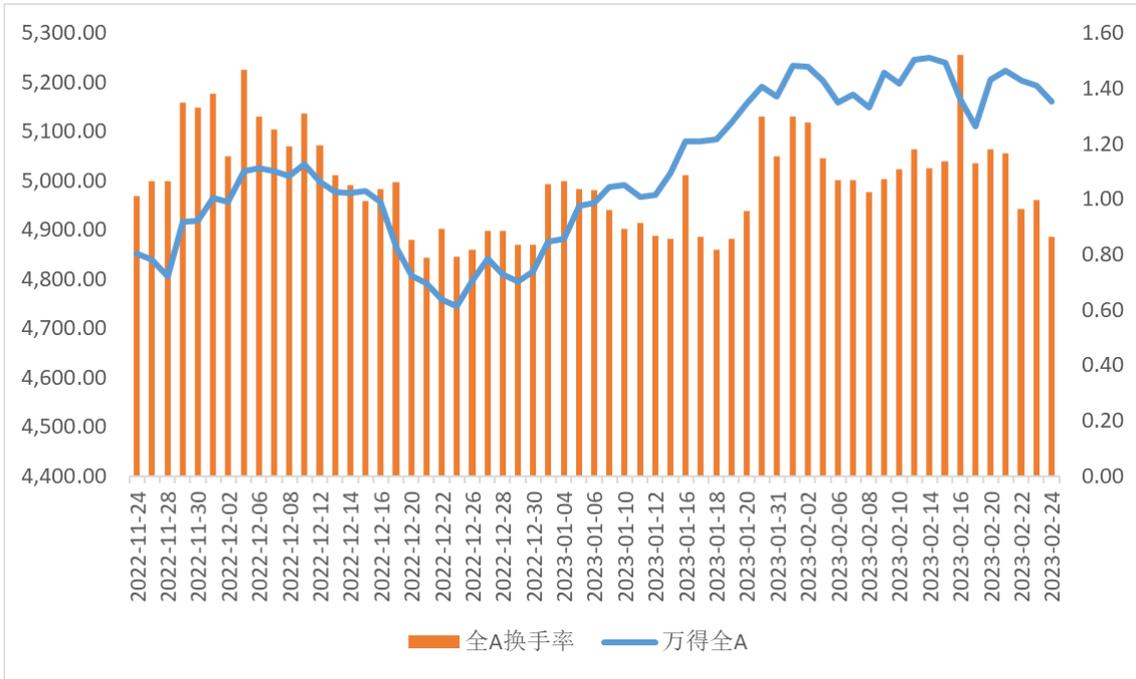
上周各宽基指数估值涨跌不一，食品饮料、轻工制造、建材估值上行较多。当前各主要宽基指数估值水平，普遍在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周食品饮料、轻工制造、建材估值上行最多，农林牧渔、计算机、国防军工估值下行最多。当前农林牧渔、电子、钢铁、煤炭、汽车板块估值处于历史较高水平；纺织服饰、综合金融、机械、建筑、家电板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场情绪

目前量化模型的信号为“中性”，市场在经历了去年 10 月底以来的快速上涨后，已转向震荡调整的阶段。从全 A 换手率的角度看，上周下跌缩量，缩量比率已达到 56%，说明左侧进场的安全边际开始增加。从行业拥挤度的角度，计算机行业拥挤度最高，且超过历史 95%分位数；结合 ChatGPT 指数放量破位，后市计算机与传媒等行业很可能出现震荡回调行情。

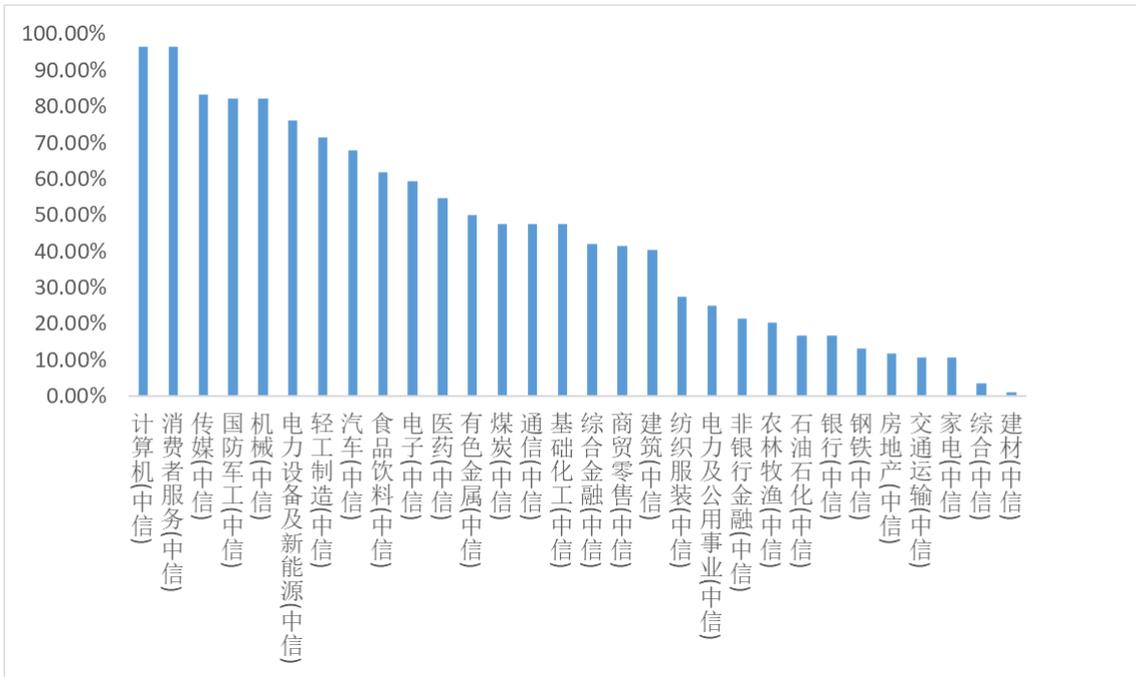
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价仍为 5.51%，处于历史 78%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择，但是要注意市场短期回调的风险。

图 4：全市场换手率



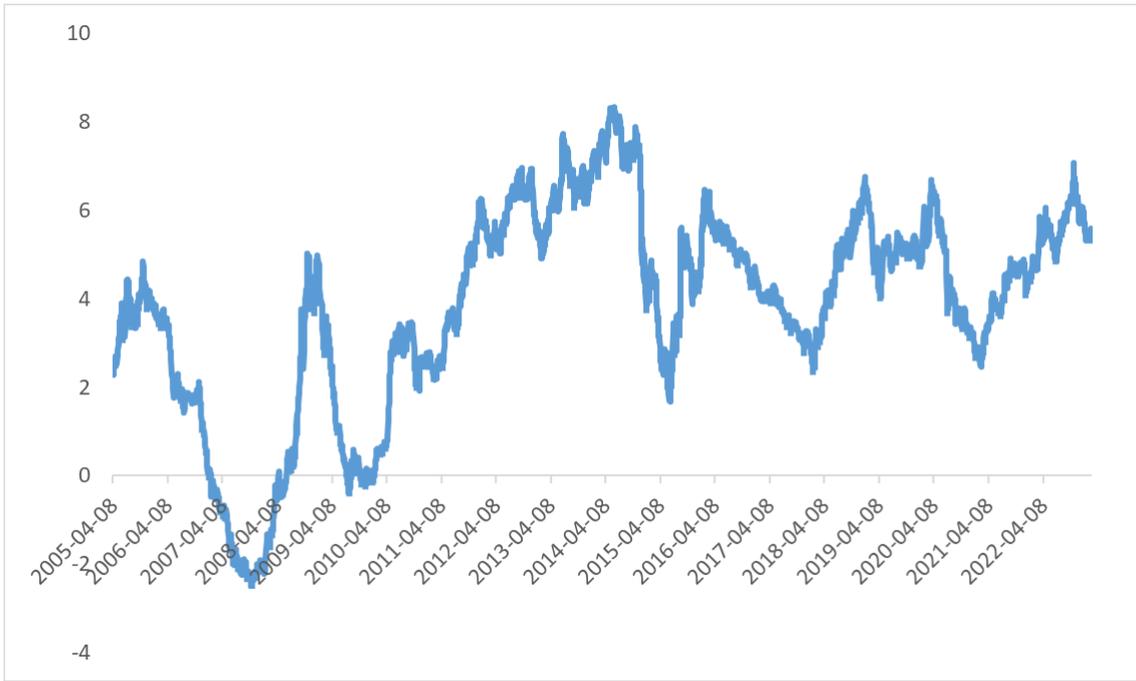
数据来源：Wind、鑫元基金

图 5：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind、鑫元基金

图 6：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债

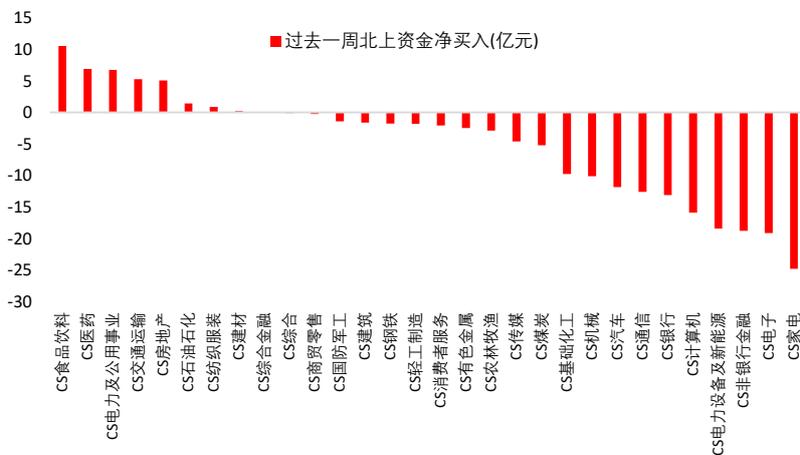


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

上周北向资金净流出 142.38 亿元，上上周净流入 32.71 亿元，最近一周北向资金持续净流出。上周增持金额排行靠前的行业是食品饮料（↑ 10.47）、医药（↑ 6.87）、电力及公用事业（↑ 6.72）、交通运输（↑ 5.23）、房地产（↑ 5.02）；减持金额排名靠前的行业是家电（↓ 24.79）、电子（↓ 19.14）、汽车（↓ 18.39）、非银行金融（↓ 18.77）、电力设备及新能源（↓ 18.43）。

图 7：上周北向资金行业流向（亿元）

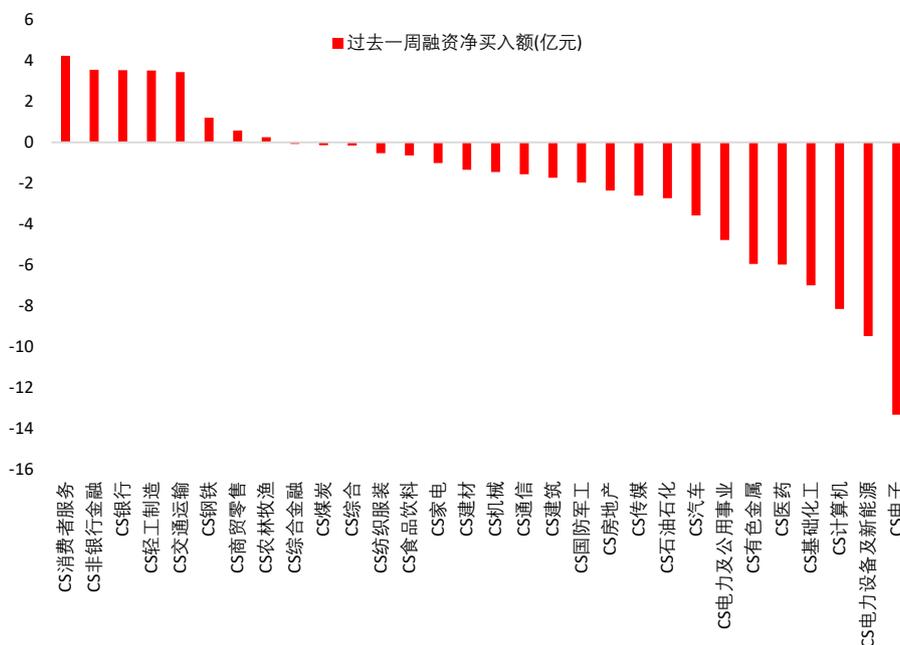


数据来源：Wind、鑫元基金

8月9日，两融资金占比为4%，8月2日为8.03%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至

8月9日，上周融资净买入的前五行业为**消费者服务**、**非银行金融**、**银行**、**轻工制造**、**交通运输**。

图 8：上周两融资金行业流向（亿元）

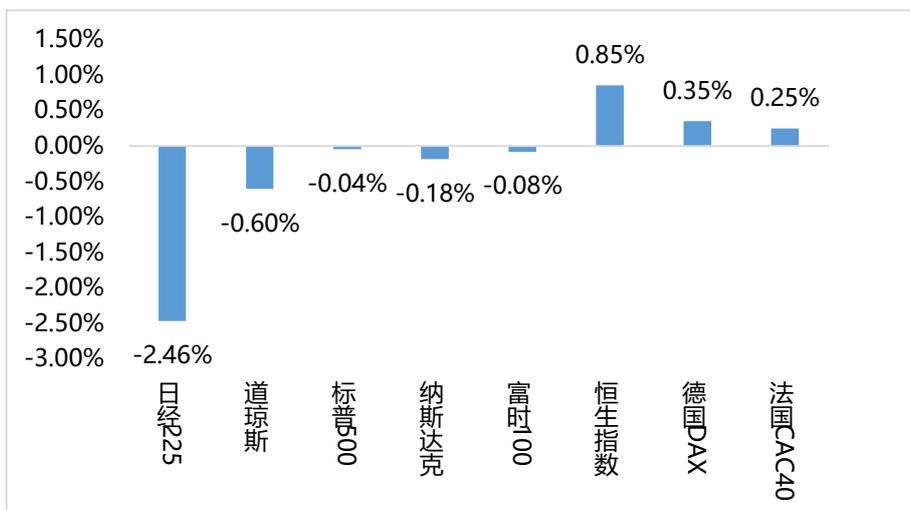


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市有涨有跌。美国股市方面，道指下跌 0.60%，标普 500 下跌 0.04%，纳指下跌 0.18%；欧洲股市方面，德国 DAX 上涨 0.35%，英国富时 100 下跌 0.08%，法国 CAC40 下跌 0.25%；亚太股市方面，日经指数下跌 2.46%，恒生指数上涨 0.85%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

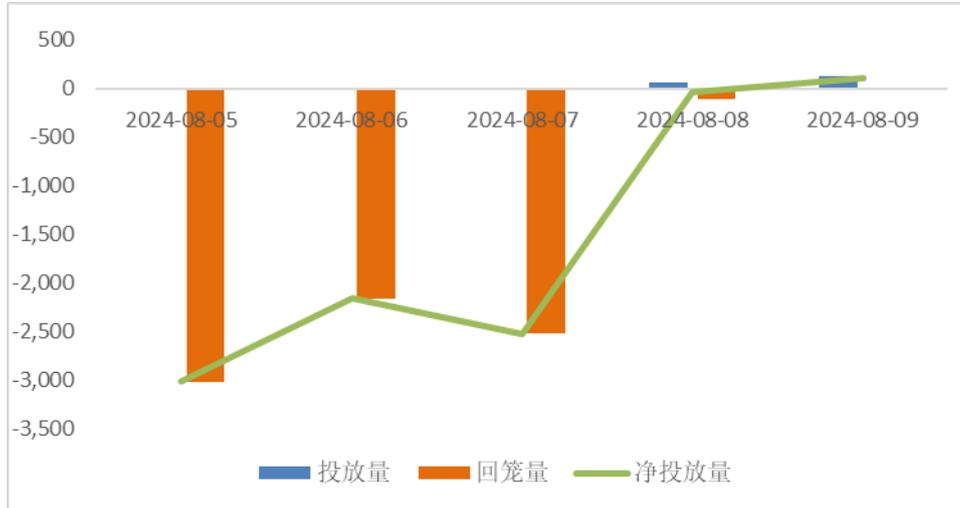


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行开展 212.9 亿元逆回购操作，因有 7810.5 亿元逆回购到期，实现净回笼 7597.6 亿元。

图 10：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

政府债发行：本周国债计划发行 4010 亿元，地方政府债计划发行 1863.1 元，整体净缴款 6134.5 亿元。

表 1：8 月 12 日-8 月 16 日政府债发行缴款

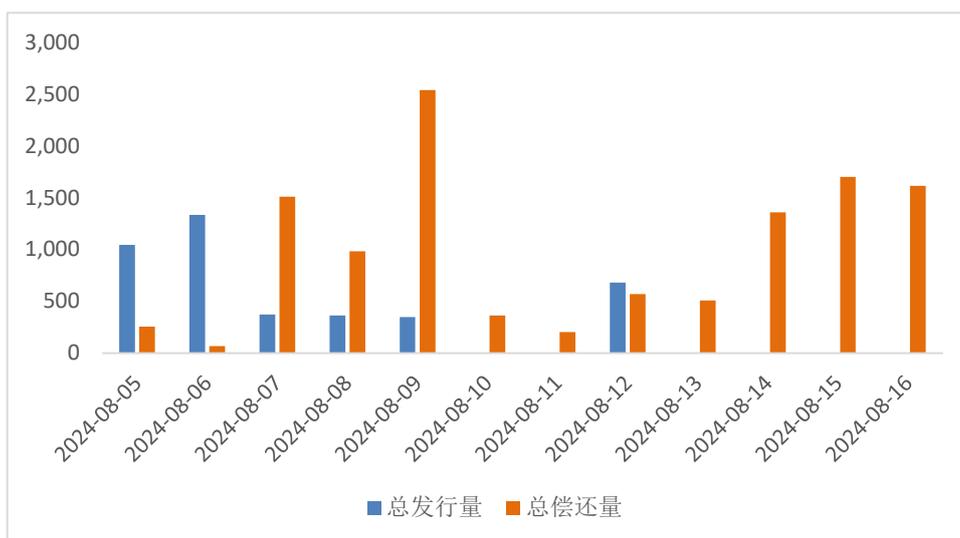
单位：亿元

	8 月 12 日		8 月 13 日		8 月 14 日		8 月 15 日		8 月 16 日	
	国债	地方债								
发行	0	0	0	352.2	4010	700.1	0	724.9	0	85.9
到期	650	208.3	0	0	0	179.6	0	0	0	0
缴款	1300	185.2	0	0	0	352.2	4010	700.1	0	724.9
净缴款	526.9		0		172.5		4710.1		724.9	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：本周到期 6314 亿元，高于前一周的 5509 亿元，其一周将继续升至 7034 亿元，而后降至 4722 亿元。未来三周到期压力先升后降。

图 11：同业存单到期与发行



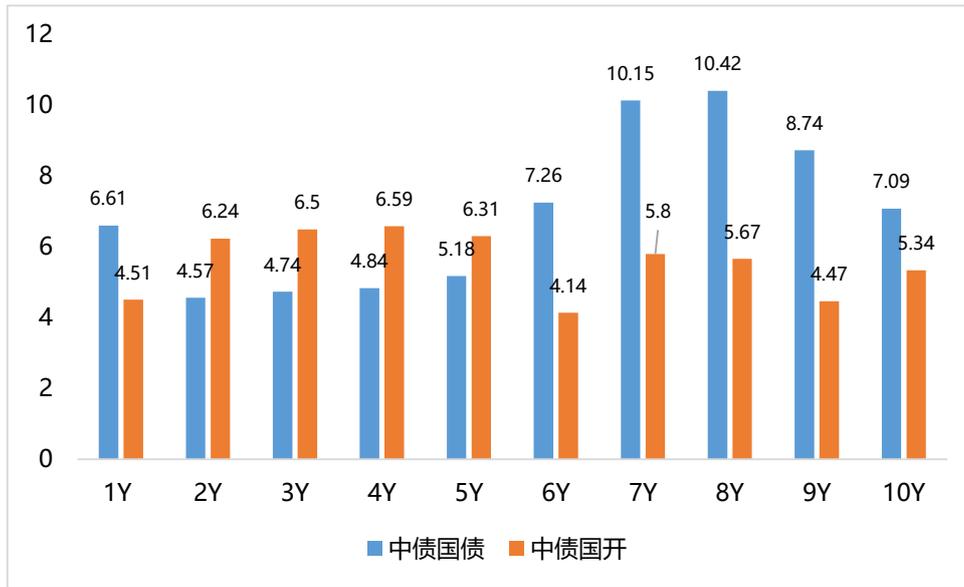
数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：随着政府债发行开始上量，资金面边际收敛。上周政府债共计净缴款 4767 亿元，为近十周以来最高，周内主要分布在上周三至上周五，分别净缴款 1000 亿+、2000 亿+和 900 亿+，资金利率也从上周一、上周二的阶段低点转为上行。具体而言，上周一至上周二，DR001 在 1.57-1.58% 低点震荡，而后持续上行超过 20bp，上周五收至 1.79%，达到 7 月跨月水平，R001 则从 1.65-1.66% 上行至 1.86%，二者均值较 8 月第一周上行 6bp；DR007 从 1.69% 上行至 1.82%，R007 从 1.8% 上行至 1.87%，二者均值较 8 月第一周上行 4bp、2bp。

票据利率：上周市场交投活跃度整体一般，票据利率波幅较小，趋势上呈现上周一至上周四跌后回暖，上周五在大行日内降价收跨年票下，买盘配置情绪有所带动，票据利率再度小幅下行。上周一至上周二，标杆大行进场配置，带动买盘情绪逐步释放，部分中小行和非银机构也跟随收票。收口主要为跨年票，卖盘趁机压价出票，供需博弈下，四季度票价格维持，长期跨年票价有所下行。上周三至上周四，随着票价下行，卖盘部分机构释放出票止盈需求，叠加大行进场出四季度票，卖盘情绪提振，部分大行抬价收票，中小机构谨慎观望，票据利率有所上行。上周五，标杆大行进场配置，带动部分买方机构跟随收票，买方整体跨年需求有所向好，卖盘出票意愿相对持稳。供需博弈下，跨年票价小幅下降，年内小幅震荡。

(三) 债券市场

图 12：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 2：中债国债期限利差

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	26.53	14.91	32.8	32.39
环比	-1.87	0.44	1.91	0.06
年初以来	-4.18	-9.15	13.73	27.66
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	27.39	15.44	17.99	52.68
2016 年以来分位数	45.73%	46.61%	96.20%	23.75%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差（2024 年 8 月 9 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	26.67	18.62	16.67	13.78	16.11
环比	-3.69	-4.50	-1.99	-3.29	-2.28
年初以来	-21.16	-33.6	-46.56	-40.05	-50.81
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.68	12.62
2016 年以来平均值	46.14	36.61	39.16	43.10	44.40
2016 年以来分位数	8.53%	2.88%	1.62%	0.28%	0.56%

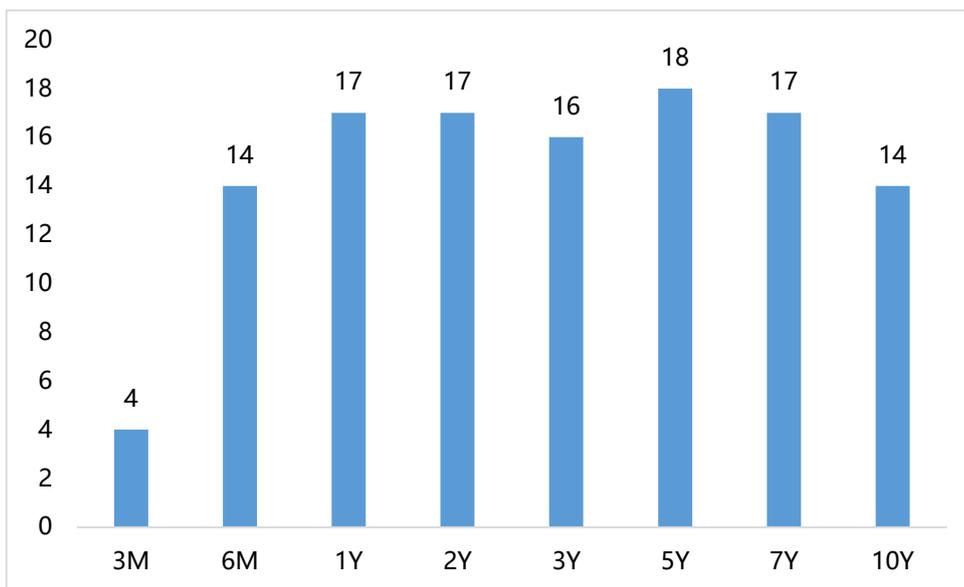
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周中债国开和中债国债收益率上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 6.61BP 至 1.4562，3 年期上行 4.74BP 至 1.7215，5 年期上行 5.18 至 1.8706，10 年期上行 7.09BP 至

2. 1986。

票据信用利差下行。中债1年期AAA级中短期票据信用利差收紧3.69BP，中债2年期AAA级中短期票据信用利差收紧4.50BP；中债3年期AAA级中短期票据信用利差收紧1.99BP。

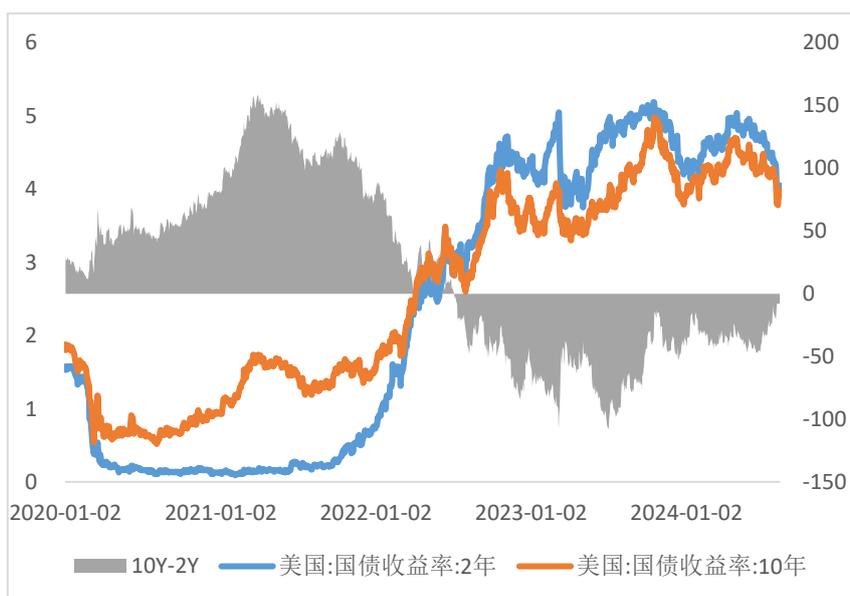
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率上行。上周10年期美债收益率上行14BP，10年期国债收益率上行7BP，中美利差倒挂程度走阔。全周来看，1年期美债收益率上行17BP，3年期美债收益率上行16BP，10年期美债收益率上行14BP。

图 14：10年期和2年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

(四) 外汇市场

上周美元指数下行，在岸人民币汇率升值，离岸人民币汇率贬值。上周美元指数下跌 0.08%，在岸人民币汇率升值，中间价贬值 0.10%，即期汇率升值 0.56%，离岸人民币汇率贬值 0.12%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	103.1518	7.1449	7.1746	7.1747
对照日期	103.2295	7.1376	7.215	7.1658
涨跌	-0.08%	-0.10%	0.56%	-0.12%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

(一) 宏观展望

展望后续，国内经济乐观程度弱化，重心在于扩内需。上半年国内经济“运行总体平稳”，与一季度“积极因素增多”相比，乐观程度弱化，后续经济工作的重心依然在扩内需、加快经济结构转型升级。

海外方面，需求下降拖累全球贸易和投资增长，不同地区增长继续呈现分化态势。对于我国而言，海外需求回落增大了出口的不确定性。此外，需关注美联储货币政策的动向，着力稳定人民币汇率。

(二) 权益市场展望和策略

整体判断：市场 7 到 8 月的反弹，确实如预期般的复杂，甚至有所超出预期。这样一个修复性反弹的复杂程度，一方面是受到海外资本市场高波动的影响，另一方面在于债市目前的反馈处于混沌区间。在此之前，市场出现大级别反弹的概率较低，预计依旧表现为复杂的修复性反弹走势。

宏观变化：过于焦虑的美国经济衰退情绪得到缓释，但对于衰退的担忧依然没有褪去。海外市场进入下有美联储和 BOJ 保底（触发全球局部流动性风险的概率显著下降），上有分子衰退压力（美国衰退进程并未停止）的震荡阶段，即市场继续演绎淡化分母，回归分子的交

易逻辑。

行业配置：市场继续维持在复杂的修复性反弹区间。债市的不确定性增强，本周权益市场的行业方向可以关注：海外科技巨头修复带来的 AI 算力品种反弹；内需 G 端行业在一定程度上会受益于长债品种资金迁移，出现补涨。

（三）债券市场展望和策略

资金面来看，下周进入税期，8 月为缴税小月，但缴税规模预计也在 5000 亿以上；公开市场有 4222.9 亿到期，其中 4010 亿为 MLF 到期；政府债净缴款 6134.5 亿；可见整体到期规模极大，将对资金面带来阶段性压力；资金面能否稳住，关键还在于央行的投放规模及方式，预计央行逆回购投放规模将有适度放量，关注 MLF 投放量及投放时点。

基本面方面，7 月出口超季节性走弱，显示未来出口转弱的概率增加，外需不确定性加大；7 月 CPI 同比略好于预期，但 PPI 同比走平、未能延续 3 月以来降幅收窄趋势，环比连续 2 月为负，综合来看，物价仍弱，本质还是需求不足。

政策面来看，7 月政治局会议强调“政策要持续用力、更加给力”，预计政策落地节奏应有积极变化。但政治局会议也强调了战略定力，意在托而不举，大规模刺激政策短期大概率仍难出台。

策略上，7 月中下旬以来在央行超预期降息、超常规投放 MLF、外围市场衰退交易等因素共振下，债市做多情绪不断升温，非银机构不断拉久期追逐长端、超长端品种，10 年国债、30 年国债相继下破 2.1%、2.3%，并有进一步升温之势；监管见势果断出手，指导人行持续集中卖出 7 年、10 年国债，交易商协会对江苏 4 家农商行启动自律调查，过热的债市情绪总算有所降温，成交量明显减少，收益率明显上行，7 年、10 年国债活跃券从周内低点上行幅度超 10bp，30 年国债活跃券从周内低点上行幅度也近 10bp，目前 10 年国债 240011 收益率 2.2%、30 年国债 230023 收益率 2.38%，离 7 月 22 日央行降息前分别还有 5.5bp、8bp 空间；上周五晚间央行在二季度货币政策执行报告中指出“6 月下旬，10 年国债收益率逼近 2.2% 关口，已明显偏离合理水平，不断累计金融风险”，另外专栏 4 详尽阐述“资管产品净值机制对公众投资者的影响”，其中提及“当前市场和底层资产仍复杂多变，市场的螺旋循环效应也依然存在，对资管产品净值的波动还需要审慎观察”，综合来看，虽然降息之后长端利率对应合理水平可能有所下移，但当前央行对长端利率态度依然偏审慎。往后看，债市大概率维持震荡偏弱走势，一方面监管已经出手，且态度坚决，对市场已经形成了明显威慑，短期内市场难以恢复之前的过热状态；但同时央行也不希望市场持续、大幅调整，甚至发生负反馈，毕竟目前仍

在经济转型期和化债关键期，尚不能承受利率的大幅上行，亦尚不具备货币政策转向的前提。综上，短期建议多看少动，后续关注大行卖债行为何时结束以及监管态度变化，市场平稳后可考虑逐步加仓。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。