

# 宜信财富 资本市场周报

宜信财富—资本市场部

2017.5.6--5.12

## 目 录

一、资本市场走势

二、经济数据解读

三、事件、政策性点评

四、深度解剖：美联储预期缩表背景下的中国央行缩表

## 概 要

周四 A 股低开低走，盘中最大跌幅超过了 2.5%，后来在“一带一路”高峰论坛即将召开的背景下，午后 A 股迅速崛起，不仅收回全部跌幅，还出现了上涨，呈现一个大的“V”形，关注“一带一路”高峰论坛中是否有重大的利好出现，以及高峰论坛结束之后“一带一路”概念炒作结束的可能。债券收益率普遍上行，1 年期、3 年期和 10 年期的国债收益率分别为 3.4348%、3.6015%和 3.64%，创出了 2016 年以来的新高，信用债收益率上行幅度大。欧美股市不断创出新高之际，本周二港股终于创出了两年新高，突破了前期的压力位。

4 月份出口额同比增速较上月有所回落，但仍然保持了 8%的较高同比增速。4 月份 CPI 为 1.2%，好于预期的 1.1%，高于 3 月份的 0.9%，CPI 回升，主要是受非食品价格上涨的影响，食品价格下降，主要是因为春节后猪肉和蔬菜价格大幅回落，其中，4 月鲜菜价格环比下降 5.0%，猪肉价格环比下降 2.0%，显示出国内消费的低迷。4 月份 PPI 上涨 6.4%，涨幅回落加大，主要因为大宗商品的价格大幅下跌。

地产调控政策已经全面升级，3 月份开始的楼市调控主要政策是恢复认房又认贷，除了限购限贷、提高二套房的首付之外，开始通过上调购房利率，来升级调控政策，各地楼市快速降温，市场成交继续回落，一二线城市的房价将普遍步入调整周期，春节后北京过热的房价也将处于调整中。2017 年 4 月美国失业率下降 0.1%，降至 4.4%，创下近 10 年来的新低，强化了市场对 6 月美联储再度加息的预期。目前朝鲜半岛局势紧张，对抗性言论、军演、导弹试发频率极高，引发了市场对朝鲜半岛危机升级的担忧，2017 年韩国总统选举最终结果已确定，文在寅当选韩国新一任总统，缓解了市场对朝鲜半岛危机升级的恐慌情绪。法国 2017 年总统选举第二轮投票结果出炉，马克龙成为法国总统，马克龙的理性风格及对欧盟的大力支持，降低了市场对欧盟及欧元崩溃的担忧，市场避险情绪明显降温。

对于美国而言，当美联储直接抛售所持债券，或停止到期债券再投资，实现对基础货币的直接回收时，便实现了缩表。上一次央行缩表时 2015 年，主要是外汇占款大幅减少的被动缩表，2017 年央行缩表，主要是“对其他存款性公司债权”减少下的主动缩表。2009 年以来，中国央行资产的扩张收缩，与美联储的 QE 政策有直接的关系，美联储今年 3 月议息会议纪要显示，以渐进和可预测的方式缩表，已经达成内部的共识。未来，央行缩表的空间有限，没有动力缩表。

## 一、 资本市场走势

### (1) A 股先抑后扬

在“一行三会”金融监管升级的背景下，本周前三日 A 股延续上周的下跌，周四 A 股低开低走，盘中最大跌幅超过了 2.5%，引发了市场恐慌，后来在“一带一路”高峰论坛即将召开的背景下，午后 A 股迅速崛起，不仅收回全部跌幅，还出现了上涨，呈现一个大的“V”形，周五大盘股继续上攻，雄安概念股、一带一路概念出现好的表现。预计 A 股将展开一个反弹，关注“一带一路”高峰论坛中有无重大的利好出现，以及高峰论坛结束之后“一带一路”概念炒作结束的可能。

图：上证指数的走势



图：创业板指数的走势



### (2) 债券市场：债券收益率普遍上行，信用债收益率上行幅度大

中国政府正在着手打压规模迅速膨胀的影子银行，影子银行的兴盛主要受到“理财产品”的推动，理财产品发售额已经从 2007 年的 720 亿美元激增到 3.8 万亿美元，超过中国全年国内生产总值(GDP)的三分之一。银行将这些理财产品销售给客户，承诺比普通存款高出许多的回报。银行经常对债券、股票和大宗商品等各类资产进行高杠杆押注，这种现象已经引起监管机构的警惕，近几周，中国央行提高了短期借贷成本，银监会也对市场上违法违规现象发出了警告，比如上述高杠杆产品的井喷式增长。迫于监管压力，理财产品发行者纷纷抛售资产组合中的债券以偿付投资者，流动性趋紧，推动了债券收益率的普遍上升。

国债收益率大幅上行，相对于上一周，呈现稳定性，截止到 5 月 11 日，1 年期、3 年期和 10 年期的国债收益率分别为 3.4348%、3.6015% 和 3.64%，创出了 2016 年以来的新高，3 年期和 10 年期的收益率接近，1 年期、3 年期和 10 年期分别上行 4.16BP、17.18BP、8.08BP，短端国债收益率上行幅度较大。

加上银行委外业务的信用评级准入趋严，信用债的收益率上行幅度较大，相对于上一周，截止到 5 月 11 日，1 年期、3 年期和 10 年期的 AA 级企业债收益率分别为 5.1329%、5.5189% 和 5.6136%，其中 1 年期、3 年期和 10 年期上行 10.57BP、20.62BP、18.61BP。

图：1 年期、3 年期和 10 年期的国债收益率



图：1年期、3年期和10年期AA级企业债券的收益率



### (3) 人民币小幅贬值

2017年春节以来，人民币一直处于大的震荡范围之中，美元兑人民币汇率，在6.85-6.92之间波动，这和我国春节以来对外汇的严管有关，也与今年以来美元指数在一直处于震荡之中有关。本周美元兑人民币的汇率，在6.90上下震荡，周五微弱收在6.90之上，这和本周美元出现升值有关，本周美元指数涨幅1.1%左右。

图：美元兑人民币的汇率 (CNY)



### (4) 海外市场：美股高位横盘，港股创出两年新高

上周纳斯达克指数创出了新高，本周美国股市高位横盘，周四出现了深幅下跌，后又拉了回去。

在国际上马克龙当选法国总统之后，欧洲分裂风险大幅减弱，一个黑天鹅消失，欧美股市不断创出新高之际，本周二港股终于创出了两年新高，突破了前期的压力位。港股的估值较低，同时港股是唯一的允许人民币海外自由兑换投资的境地，是人民币汇率寻求保值的主要出口，所以吸纳了大陆的南下资金，而且估值显著低于A股。

图：道琼斯指数的走势图



图：恒生指数的走势图



## 二、经济数据解读

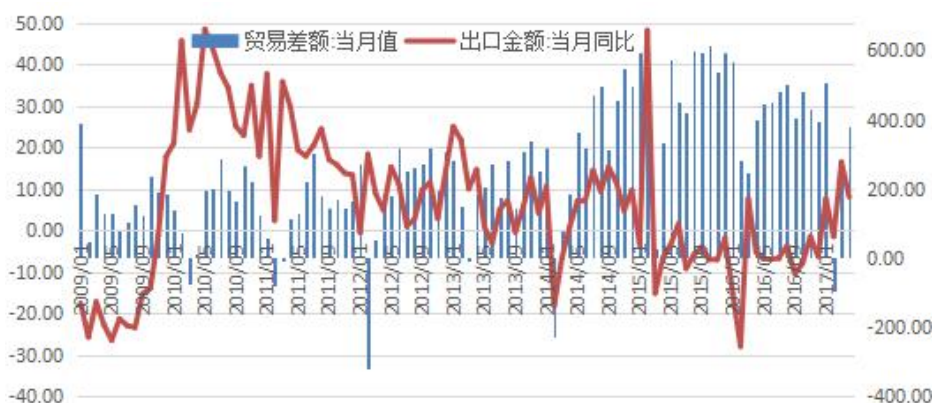
1、以美元来计算，2017年4月出口同比增长8%，进口同比11.9%。

点评：4月份，出口额同比增速较上月有所回落，但仍然保持了8%的较高同比增速。从已经公布的全球宏观数据来看，4月份摩根大通全球综合PMI指数与上月持平，达到53.7%，保持在扩张的区间内，反映全球经济复苏状况好转。按照美元计算，4月份贸易差额为380.5亿美元，较上月扩大约140亿美元。

从国别数据来看，中国对主要出口国家的出口额同比增速收窄，其中，4月份中国对美国和欧盟出口额同比增速分别为11.7%和4%，较3月份分别下降约8和14.6个百分点，发达国家经济放缓态势下，特别是美国经济在1季度增速出现下滑，带动出口增速开始回落，不过对日本的出口增速上升4.8个百分点；另一方面，4月份中国对东盟、香港和韩国的出口额同比增速分别为5.3%、0.75%和-15%，都出现了下降。

由于欧美经济复苏态势较为明显，这在一定程度上给出口减压，未来特朗普政府对收窄贸易逆差的诉求，仍然会导致我国商品出口压力的上升，内部因素方面，随着国内资产价格此前的上升，出口企业可能会面临成本上升的压力，同时叠加国内债券市场调整和货币环境趋紧，会进一步提升企业的财务成本，这都可能从成本端削弱我国出口企业的竞争力。中国外贸下滑的状况是否会出现明显的缓解，仍需观察，人民币贬值压力仍然存在。

图：出口增速和贸易差额（右轴：亿美元）



2、2017年4月份，全国居民消费价格总水平同比上涨1.2%，其中，食品价格下降3.5%，非食品价格上涨2.4%。

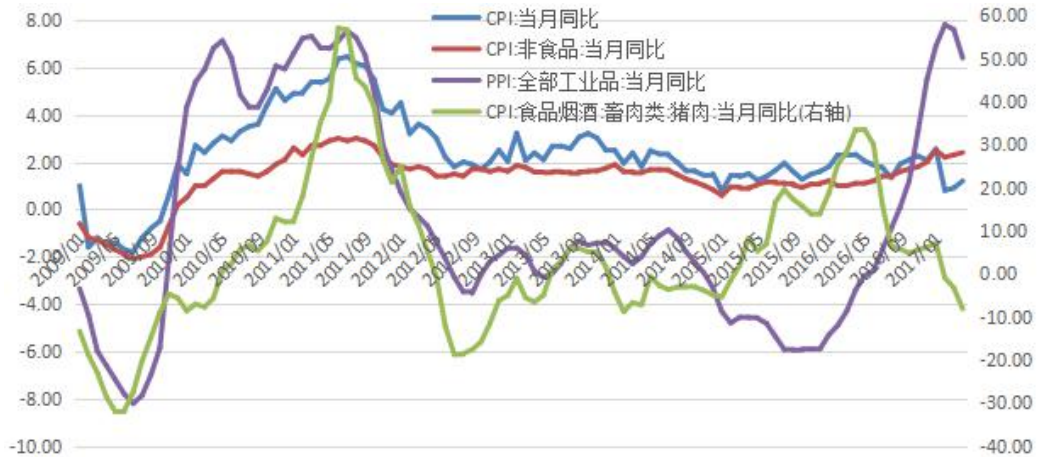
点评：4月份CPI为1.2%，好于预期的1.1%，高于3月份的0.9%，CPI回升，主要是受非食品价格上涨的影响。从环比看，CPI环比上涨0.1%，其中，食品价格环比下降0.6%，非食品价格环比上涨0.2%。食品价格下降，主要是因为春节后猪肉和蔬菜价格大幅回落，其中，4月鲜菜价格环比下降5.0%，猪肉价格环比下降2.0%，显示出国内消费的低迷；非食品价格上涨，主要受到去年供给侧改革的背景下，上游资源价格大涨，向终端消费的传导。

4月份PPI上涨6.4%，涨幅回落加大，比3月份回落1.2个百分点，而相比2月，3月份涨幅回落0.2个百分点，主要因为大宗商品的价格大幅下跌。其中，生产资料价格同比上涨8.4%，生活资料价格同比上涨0.7%。从环

比来看，PPI 环比下降 0.4%，其中，生产资料价格环比下降 0.6%，生活资料价格环比下降 0.1%。4 月份以来，主要是大宗商品价格出现了明显的回落，尤其是黑色类和化工类商品价格，原油价格也重新跌至 50 美元以下，因为一方面，工业企业利润明显恢复后开始增加产量，从而对工业品价格形成一定打压，另一方面，货币政策的全面收紧、金融监管的加强，以及房地产调控政策进一步升级，都会对未来经济的复苏产生较大的负面干扰，对于价格上涨预期形成压制。

由于去年蔬菜价格在 5、6 月份出现较大幅度的回落，CPI 未来两个月面临的基数会较低，同比增速会有一个加速回升，预计 5、6 月 CPI 同比增速会在 2% 左右。未来两个月 PPI 环比大概率维持负增长，预计 PPI 同比将进一步回落至 5.5% 附近。

图：CPI 和 PPI 增速的走势



3、4 月以美元计价的外汇储备规模 30295 亿美元，环比增加约 204 亿美元，超过预期的 30200 亿美元。以 SDR 计价的外汇储备规模 22100 亿 SDR，环比减少 77 亿 SDR。

点评：自从 2014 年 6 月份以来，我国外汇储备首次连续三个月上升，一方面，因为美元走弱，4 月份美元指数累计下降 1.4% 左右了，抬高了外汇储备的估值水平。扣除估值效应后，4 月份外汇净流出仅为 30 亿美元，资本外流压力明显缓解。另一方面，3 月份银行代客结售汇逆差 490 亿元人民币，相较 2 月份缩窄 210 亿元，一季度国内经济延续平稳态势，加之企业外债去杠杆的结束、对外投资监管收紧，资本外流压力进一步缓解。今年以来人民币贬值压力明显减弱，外储规模趋于稳定。

今年以来人民币贬值压力明显减弱，主要因为：2017 年元旦以来，管理层加强了对外汇的管制，外汇不易流出；国内金融“去杠杆”背景下，流动性边际收紧，降低中美利差的套利空间，有助于降低人民币贬值预期。

图：外汇储备



### 三、事件、政策性点评

1、近期北京有 8 家银行将二套房基准利率上浮 20%，北京、苏州等地首套房贷恢复基准利率，广州首套房利率上调至基准利率。

点评：地产调控政策已经全面升级，3 月份开始的楼市调控主要政策是恢复认房又认贷，除了限购限贷、提高二套房的首付之外，开始通过上调购房利率，来升级调控政策。早在 2016 年 11 月，上海市发布的地产调控政策，就是认房认贷，明确规定，有房贷记录的需要首付七成，非通住宅首付五成，也就是说，夫妻双方只要在银行有过贷款记录，不论房贷是否已经还清，再买房首付就要七成。各地楼市调控的原则，基本都是打击投资、抑制改善、保护刚需，市场信贷发放比例中，首套房比例明显上升。

当前，首套房贷款 9 折以下利率优惠基本没有，申请条件也有诸多限制，除了个人信用状况、收入状况等条件外，一些中小银行还会要求了解房子的具体状况，以及贷款人的财力状况等，也在银行的考察范围之内。从银行的资金情况看，最近资金成本明显上涨，房地产调控政策持续收紧。

在全面严厉的楼市调控政策下，各地楼市快速降温，市场成交继续回落，一二线城市的房价将普遍步入调整周期，春节后北京过热的房价也将处于调整中。

2、2017 年 4 月美国新增非农就业人数 21.1 万人，显著高于预期的 19 万人；失业率下降 0.1%，降至 4.4%。

点评：2017 年 4 月美国新增非农就业人数 21.1 万人，显著高于预期的 19 万，3 月数据下修 1.9 万人至 7.9 万人，失业率下降 0.1%，降至 4.4%，创下近 10 年来的新低。4 月就业形势报告，显示美国劳动力市场仍处在稳健回升的通道中，新增非农就业扭转了 3 月的颓势，失业率创下近 10 年的新低，接近上一轮周期的低点，显示当前已经接近充分就业。

从 5 月会议声明来看，5 月份美联储议息会议维持基准利率不变，美联储认为一季度经济偏弱是暂时性的，二季度经济有望温和扩张，4 月非农就业报告不仅验证了美联储关于就业市场的判断，而且也进一步强化了市场对 6 月美联储再度加息的预期。

3、2017 年韩国总统选举最终结果已确定，文在寅当选韩国新一任总统。

点评：韩国共同民主党候选人文在寅一路“领跑”，顺利当选韩国第十九届总统，并从 5 月 10 日起正式上台，他对内主张反腐败与增加劳动者福利，提出设立“国家清廉委员会”，缩短工作时间，提高工资下限，并承诺增加 81 万个就业岗位；对外提倡建设自主国防力量，力主通过多边双边会谈和平实现朝鲜半岛无核化。由于文在寅并未能获得过半票数，其上台后仍有获得其他党派支持的需要，对内改革进程及对外战略改变或受到在野党的掣肘。

目前朝鲜半岛局势紧张，对抗性言论、军演、导弹试发频率极高，引发了市场对朝鲜半岛危机升级的担忧，文在寅当选韩国总统后，韩国政府或更加致力于通过多边双边会谈的方式来争取解决半岛危机，韩国部署萨德的进程存在暂停甚至逆转的可能。文在寅上台后或重新把朝鲜半岛问题摆到谈判桌上，不排除“六方会谈”重新开启的可能。韩国新政府态度的转变，有利于韩国及东亚各国经济的复苏。

文在寅“一本正经”的风格及其对利用多边双边会谈方式解决朝鲜半岛问题的态度，缓解了市场对朝鲜半岛危机升级的恐慌情绪，但后续需关注韩国新政府动向，特别是关于中韩会谈、萨德部署等进程，并需长期关注朝鲜半岛局势走向。

4、法国 2017 年总统选举第二轮投票结果出炉，39 岁的马克龙获得超过 65% 的选票，成为法国总统。

点评：第一轮选票中，马克龙（中间派独立政党）和勒庞（极右翼国民阵线）在法国大选首轮投票中领先，极左翼政党梅朗雄被踢出局。梅朗雄是极左翼政党，主张法国退出北约、世贸组织、国际货币基金组织以及世界银行等象征全球化的国际机构，并扬言一旦当选，将会否决欧盟与美国及加拿大的自由贸易协议，甚至就脱欧举行公投，他落选后，欧洲风险大幅下降。极右翼国民阵线勒庞，也反对欧盟和自由贸易，反对堕胎，反对同性恋，主张“国家优先”、“法国人优先”的政策，包括提倡“同化”外来移民，强烈反对移民特别是非洲移民，与梅朗雄的区别是，他相对同情难民遭遇，没有大打反移民牌。勒庞如果当选，必然加大欧盟的分裂风险，欧洲是一颗定时炸弹。

和预期一致，第二轮大选后，马克龙获得选票，成为法兰西第五共和国近 60 年来最年轻的总统，马克龙风格理性，属于“中间派”，曾担任法国总统首席顾问及经济部长，主张对经济及劳动力市场进行有效变革，支持欧盟一体化，在胜选后重申要重建欧洲的团结，解决经济和安全问题，将带来市场情绪的升温，更是给经济有所企稳、但黑天鹅不断的欧盟打了一针强心剂，降低了政治不确定性带来的欧盟瓦解风险。

除此之外，希腊与其国际债权人已就必须采取的财政紧缩措施和一揽子经济改革措施达成协议，以获取第三轮 860 亿欧元救助，希腊债务风险持续改善。

马克龙的理性风格及对欧盟的大力支持，降低了市场对欧盟及欧元崩溃的担忧，市场避险情绪明显降温，近几年黑天鹅不断的欧盟或迎来转机，市场对欧元区经济复苏的预期增强，以及希腊债务危机缓解，欧洲股市将可能继续表现强劲。



## 四、深度解剖：美联储预期缩表背景下的中国央行缩表

事件：2017年2月和3月央行资产负债表下降1.09万亿元，降幅为3.1%。

缩表指的是中央银行或者商业银行减少资产负债表规模的行为。对于美国而言，当美联储直接抛售所持债券，或停止到期债券再投资，实现对基础货币的直接回收时，便实现了缩表。提高利率是货币的价格型工具，缩表是数量型工具，是更为严厉的紧缩型货币政策。

中国央行资产负债表分为资产端和负债端：资产端，包括国外资产、对政府债权、对其他存款性公司债权和对非金融性部门债权，其中“外汇”、“对其他存款性公司债权”占据总资产超过85%的比重。负债端，包括储备货币、发行债券、国外负债、政府存款、自有资金，其中“储备货币”占据总负债超过85%的比重。当央行缩表出现时，一般上述三个子项目缩水最为明显。

表：中国央行资产负债表

总资产	总负债
国外资产	储备货币
外汇	货币发行
货币黄金	其他存款性公司存款
其他国外资产	不计入储备货币的金融性公司存款
对政府债权	发行债券
对其他存款性公司债权	国外负债
对其他金融性公司债权	政府存款
对非金融性部门债权	自有资金
其他资产	其他负债

### 一、上一次央行缩表时2015年，主要是外汇占款大幅减少的被动缩表

上一次缩表是在2015年，缩表时间较长，幅度大。2015年央行总资产规模从34.54万亿，持续回落，2015年12月总资产规模为31.78万亿，收缩2.76万亿，其中国外资产减少2.46万亿，国外资产中，外汇占款减少2.2万亿，对其他存款性公司债权减少0.68万亿。从负债端看，储备货币减少2.23万亿，政府存款减少0.52万亿。

此次长达10个月的持续缩表，原因主要是外汇占款减少的被动缩表。从央行提供的数据来看，2014年11月之前，中国经常账户与金融账户双顺差，导致外汇占款绝对数额增长迅速。从2014年底开始，中国金融机构外汇占款连续步入下降通道，当外汇占款快速下降时，不可避免地导致央行被动缩表。

图：外汇占款的走势图



外汇占款之所以迅速下降，主要是因为人民币贬值预期的加大，资金外流。在汇率市场波动的背景下，企业结汇意愿降低，居民换汇意愿增强，企业和居民资产配置行为由过去的“负债外币化、资产本币化”转化为“负债本币化、资产外币化”倾向，导致外汇贷款减少。随着美联储进入加息周期，以及人民币汇率市场化改革的持续推进，人民币贬值的预期加大，持续的外汇占款减少对人民币汇率贬值形成了一定压力，2015年8月，中国央行宣布调整人民币对美元汇率中间价，报价机制，随后人民币汇率贬值幅度增大，人民币兑美元即期汇率从2015年8月10日的6.21贬值到2015年末的6.49。

外汇占款属于基础货币，随着外汇储备的趋势性外流与央行主动货币投放力度的加大，其在基础货币中所占的比重越来越低，从2007与2009年峰值时的130%，回落到近期的70%左右，央行对外汇占款的依赖性显著降低。外汇占款的减少会通过货币乘数效应，使得货币供应量加倍缩减。

图：央行基础货币投放，对外汇占款的依赖性降低



除了外汇占款减少外，“对其他存款性公司债权”也出现下降，会提升市场利率水平。当央行通过公开市场操作收回流动性，或者提高准备金率时，会降低资产负债表中的“对其他存款性公司债权”，其中公开市场操作向市场投放大量有价债券，银行间市场上债券供给增加，需求短时间没有变动，此时会压低债券价格，抬高市场短期利率。

## 二、2017 年央行缩表，主要是“对其他存款性公司债权”减少下的主动缩表

从央行的资产端来看，2017 年一季度资产负债表变动的主要原因，是“对其他存款性公司债权”的下降，国外资产的变动是部分原因。从数据中来看，“其他存款性公司债权”减少 0.8 万亿，央行基础货币投放收窄。国外资产的变动主要来源于外汇的变动，2017 年一季度外汇减少 1128 亿元，一季度外占降幅收窄，延续二月平稳流出态势。海外压力平缓，贬值预期减弱。

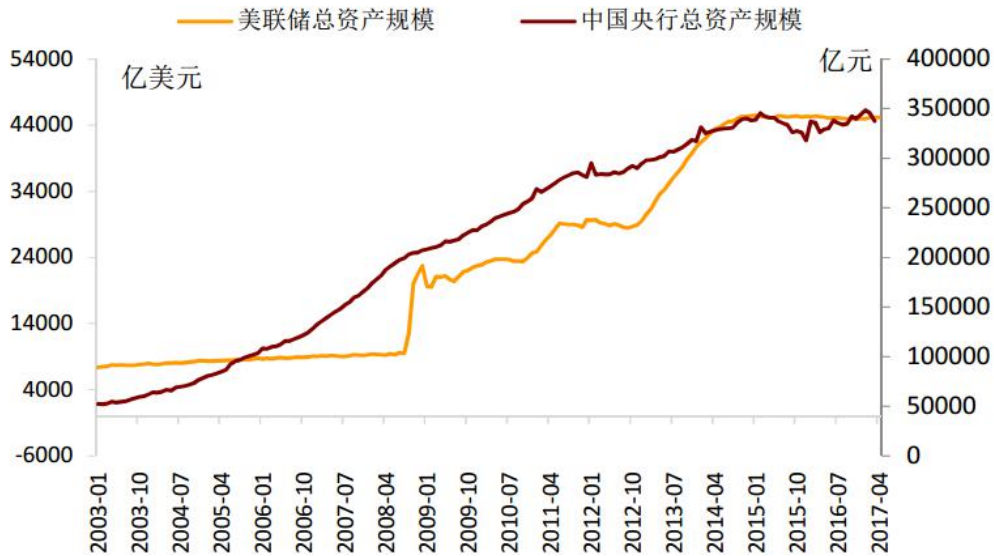
从央行的负债端来看，储备货币和政府存款的变动是导致负债收缩的主要因素。在资金收紧背景下，MPA 考核升级，流动性受到影响，2017 年 2 月份储备货币大幅度下跌，超过 1.6%，主要是分项货币发行的减少，2017 年一季度货币发行总量下降超过 2.1 万亿。除此之外，政府存款也大幅减少，下降 0.6 万亿。

2017 年一季度央行缩表对货币供应造成的影响较大，主要是收紧对商业银行的资金融出，考虑到 MPA 考核严格，同时央行资产负债表收缩，都给流动性带来较大压力，银行间市场利率和国债收益率均显著提升。

## 三、2009 年以来，中国央行资产的扩张收缩，与美联储的 QE 政策有直接的关系

中国央行的资产表与美联储的资产表，是有关联的，在前几年美联储实施 QE 时，中国央行的资产是扩大的。美联储资产负债表的扩张，最主要的方式是购买美国国债和 MBS，在向金融市场提供美元流动性的同时，也有助于财政扩张和房地产市场复苏。中国央行总资产的快速扩张时期与美联储四轮 QE 的时间高度一致，这是因为前者扩张的主要方式是央行外汇占款，而影响央行外汇占款的最重要的国际因素就是美联储货币政策，且量化宽松政策正是通过美联储的资产负债表扩张来实现。2014 年 10 月美联储停止 QE，2015 年 2 月中国央行资产负债表触及历史高点。

图：次贷危机之后，中国央行总资产的扩张与美联储高度同步



美联储今年3月议息会议纪要显示，以渐进和可预测的方式缩表，已经达成内部的共识。在缩表的时点上，如果经济形势好，则在2017年年末进行缩表，如果基本面转弱，则美联储的缩表时间很可能推迟至2018年。

中国央行资产负债表也会受到影响，并进一步传导至商业银行资产负债表，进而影响实体经济。

#### 四、未来，央行缩表的空间有限，没有动力缩表

从缩表的外部环境来看，央行没必要紧跟美联储持续缩表。美联储缩表的主要原因是前几年四轮QE之后，美联储的资产迅速膨胀，金融危机前，美联储资产负债表规模是9000亿美元，现在高达4.5万亿美元，规模扩张太大；相比而言，中国央行资产负债表扩张较为稳定，2008年之后的扩张速度远远不及美国，收缩动力较小。另外，很多人担心，为了防范汇率风险，中国应紧跟美联储持续缩表，目前来看，中国实施最严格的资本管制，外汇已稳定，外汇储备也趋于稳定。目前央行也可以通过调整政策性利率来弥补中美利差。

从缩表的目的和空间来看，商业银行有一定的缩表空间，央行没必要大幅缩表。中国此次缩表的目的主要是去杠杆。在去杠杆的过程中，央行提供基础货币，商业银行相当于蓄水池，进行货币创造，都扮演着重要的角色。但是从2012年资金“脱实向虚”到2017年的一季度，商业银行资产增加108%，央行只有14%，央行资产负债表总体稳定，因此，在当前去杠杆时期，央行资产负债表并没有大幅收缩的必要性。商业银行具有一定的缩表空间。所以商业银行缩表同样可以达到去杠杆的目的，央行没必要大幅收缩。但是商业银行不像央行可以直接控制，如果商业银行去杠杆不理想，央行可能会主动缩表，倒逼商业银行被动缩表。

#### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表任何确定性的判断。投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发需注明出处为宜信卓越财富管理（北京）有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。