



長期展望
2025年6月

破裂時代



作者：

Richard Clarida

PIMCO全球經濟顧問

Andrew Balls (波以斯)

PIMCO全球固定收益投資長

Dan Ivascyn (艾達信)

PIMCO集團首席投資長

重點回顧

四十多年來，PIMCO的年度長期展望論壇讓我們能夠遠離短期市場波動的雜音，審視大局，聚焦塑造未來五年全球經濟與金融市場的結構性力量；這樣的思維在2025年尤為重要。傳統上由經濟影響政治的世界秩序已被顛覆，如今則是以政治推動經濟。劇烈的政策轉變正在改變長期貿易、防禦與經濟聯盟局勢，其影響將延續數年。

以下是我們對未來五年的總經觀點：

- **政府債務上升限制靈活性：**赤字增加，意味著在困難時期的可支配財政空間受到壓縮，這將加深經濟風險與對央行貨幣政策的依賴。
- **新的全球秩序：**在多極化世界中，貿易動態與政策優先順序的變化，可能改變對美國相較於其他國家的資產需求。美元或許會進一步走弱，但由於缺乏現實可行的替代方案，美元幾乎不可能在未來五年內失去其全球儲備貨幣的地位。
- **預期波動性持續存在：**貿易與防禦聯盟的分裂，正形成波動的強大動能，這決定哪些國家與產業將步入蓬勃發展或苦苦掙扎的命運。

以下是我們的投資觀點：

- **收益優勢：**我們持續強調應把握高品質固定收益的收益優勢，此類資產將令投資人因構建具韌性的投資組合而受益。相較之下，股票估值依然偏高，且類似的估值水準往往出現在重大市場修正之前。
- **全球多元布局是關鍵：**通膨、經濟成長與貿易前景分歧，強化了全球多元配置的必要性。已開發市場與新興市場均提供豐富的投資機會，有助於分散投資風險，並追求具吸引力的報酬。
- **動態市場創造主動式投資機會：**主動式投資人可以優先考慮中期債券，而非到期日更長的債券，布局公開發行與私募市場間的價差，掌握資產抵押融資的投資機會，因為低品質、經濟敏感度較高的領域存在一些風險。



2025年長期展望論壇 客座貴賓

Daron Acemoglu

諾貝爾經濟學獎得主、
麻省理工學院經濟學教授

Laurence Boone

前法國歐洲事務國務秘書

Roberto Campos Neto

前巴西央行行長 (2019-2024)

Seth Carpenter

摩根士丹利首席全球經濟學家、
前美國財務部副助理部長

David Crane

前美國能源部基礎建設副部長

Bill Demchak

PNC銀行執行長

Robert Lighthizer

前美國貿易代表 (2017-2021)、
前美國貿易副代表 (1983-1985)

Adam Posen

彼得森國際經濟研究所所長、
前英國央行貨幣政策委員會成員

Zoltan Pozsar

Ex Uno Plures創辦人、
前瑞士信貸利率策略師、
前紐約聯準會證券化市場負責人

Kevin Rudd

澳洲駐美大使、前澳洲總理

PIMCO全球諮詢委員會

由享譽全球的經濟與政治議題專家所組成。

長期主題：破裂時代

我們在2024年的**長期展望**《收益優勢》中指出，各國央行基本上已控制住通膨，且即將開始降息；風險正從經濟成長與通膨，轉向風險性資產估值上升；我們對美國債務正走上一條不可持續的道路提出警示；疫情後的通膨衝擊與升息週期導致債券殖利率經歷了世代性的重置，從2010年代的歷史低點，上升至足以支撐全球固定收益多年強勁展望的水準。

謹慎地說，未來12個月將發生的事情現在就已經開始出現：

- 川普2.0：一項前所未有的議程，轉變美國的財政、監管、移民、國家安全與貿易政策方向。
- 已開發市場央行開始寬鬆週期，但全球軟著陸、美國優越主義與通縮的議題，在日益激烈的貿易戰下開始動搖。
- 德國選舉引發該國財政與國防政策出現意料之外的髮夾彎。

簡而言之，由經濟影響政治的舊世界秩序已被顛覆；如今則是以政治推動經濟，尤其是在美國，逐漸出現在他國的回應。

貿易與防禦聯盟分裂，很可能成為未來劃分贏家及輸家、商業循環及市場波動的推手。此外，隨著政權與區域優先順序的轉變，受惠於國家政策的產業成為要角；這在美國轉向傳統化石燃料與汽車產業，以及歐洲重新聚焦國防方面尤為明顯。

今年，我們長期展望論壇的客座講者包括：前川普1.0政府時期的美國貿易代表賴海哲 (Robert Lighthizer)；前巴西央行行長坎波斯內托 (Roberto Campos Neto)；麻省理工學院經濟學教授、諾貝爾獎得主艾塞默魯 (Daron Acemoglu)。

應對貿易戰與美元的未來

如果對美國關稅的法律挑戰成功，可能會緩解目前的貿易戰，但我們認為貿易相關的高度衝突將持續存在。貿易政策以及全球防禦聯盟最終走向的不確定性，增加了全球經濟衰退的風險。

如果對美國的報復並未持續，貿易戰主要會帶來通縮效應，降低全球大多地區的出口需求。中國貿易順差重新分配於世界其他地區，將帶來通縮風險。相較之下，美國的通膨風險至少在短期內上升，美國與其他國家之間出現貨幣政策分歧的可能性也隨之增加。

儘管近期美元走軟，我們認為長期展望期間內，美元幾乎不可能失去其全球主要儲備貨幣的地位，這部分原因是在外匯市場、外幣債務，與銀行貸款市場仍缺乏實際可行的替代品。美國財政部仍然期望美元保持強勢，美國政府似乎也正放棄「海湖莊園協議」削弱美元的想法。

但美元在短期或長期內都有可能迎來熊市，這反映歷史上美元多年的週期。政策與安全優先順序的變化，可能改變全球對美國及其他資產的相對需求，尤其是當海外投資人重新評估他們對無避險美元部位的容忍度時。

我們預期隨著因為區域貨幣規劃（例如中國開發的「M-bridge」支付平臺）在更加分裂的世界中不斷擴大與深化，美元在跨境支付市場的市占率將持續下降。當全球投資組合在更分散配置風險性資產而進行調整時，對美元的依賴可將能持續降低。

債務問題日益突出

雖然債務水準接近歷史高點，但大多數已開發國家是可維持的；其中仍有顯著的例外，包括日本、美國與法國，這些國家的債務正朝向不可持續的長期軌跡，且比去年更加嚴重（見圖1）。赤字可能會持續高於疫情前的水準，部分是由於利息成本上升。

然而，這些問題看起來是慢性而非急性的。我們不預期會有突發的財政危機，而是可能出現階段性的市場波動，如2023年與2025

年的美國，以及2022年更為劇烈的英國。我們的基期預測是，受益於美元其儲備貨幣的地位，美國公債仍是主權債券市場中「最乾淨的髒襯衫」。

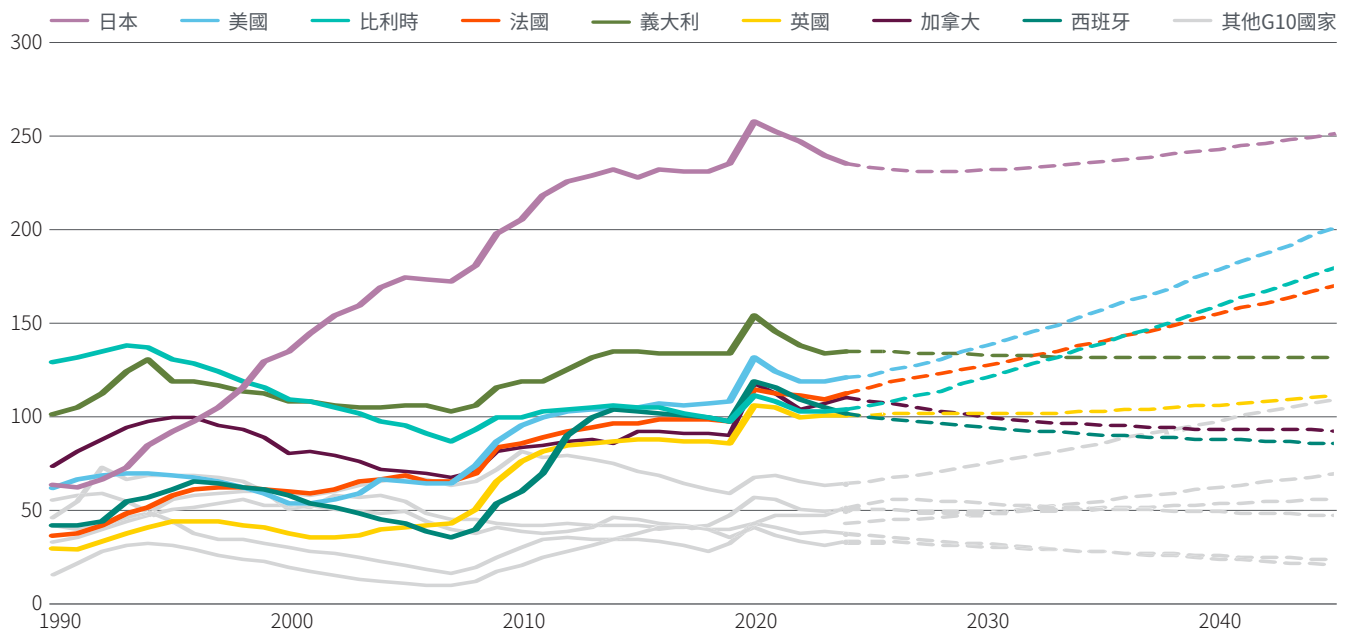
美國、德國及部分已開發經濟體的財政政策可能比我們一年前預測的寬鬆。川普2.0財政方案可能使美國赤字與債務超出此前政策預測。然而，整體財政空間仍然有限，限制了未來應對經濟衰退的能力。話雖如此，各國央行仍擁有比疫情前十年更多的降息空間。

儘管關稅可能帶來短期衝擊，我們預期通膨將在長期期望期間內回到聯準會目標水準內。我們認為聯準會將降息至3%左右的中性水準；如果經濟衰退，將大幅降息至遠低於中性水準，必要時甚至會降至零。

歷史上，美國在任何一個五年期間內發生經濟衰退的機率約為三分之二，但鑑於當前環境，未來五年出現經濟衰退的機率似乎更高。

圖 1：大多數國家的債務看似可持續，但存在例外

政府債務預測 (GDP占比)



資料來源：PIMCO計算、彭博及國際貨幣基金組織《世界經濟展望》。註：圖表顯示G10國家（加澳洲、紐西蘭、西班牙、比利時）的簡單債務占GDP比例預測。假設初級財政收支按國際貨幣基金組織預測（直到2029年，之後保持不變），通膨維持在目標水準，實質GDP成長率保持趨勢水平，利率按2025年5月6日金融市場定價遠期利率（直到2029年，之後保持不變），並假設各國加權平均到期年期為7年。我們對美國的國際貨幣基金組織預測進行了調整，納入2017年川普減稅延長的影響。

全球經濟與通膨的前景變化

美國以外，主要已開發市場經濟體在經濟成長上也面臨不同的挑戰；新興市場國家則受益於嚴謹的債務管理，但也受到全球貿易局勢變化與已開發市場政策的影響。

歐洲

歐元區受到人口結構疲弱與生產率成長放緩所拖累，未來五年的經濟成長可能從疫情前約1%的水準放緩至約0.5%。該地區在全球科技競賽中落後，面臨來自中國的激烈競爭，且要在較不利的貿易環境下努力應對高能源成本。德國明顯轉向增加國防與基礎建設支出，但其他國家不太可能跟進。

由於去全球化與更高的通膨預期，通膨不太可能回到疫情前1%的常態，但可能會在歐洲央行2%的目標以下達到穩定。均衡利率很可能保持在較低水準，低於當前約2%的名目利率水準。

中國

中國經濟在債務增加和人口結構惡化的情況下，正轉向較低的成長軌道。過去經濟成長的動能，如房地產與基礎建設支出，正被促進消費、製造業與科技的政策所取代，顯示政府有意從債務驅動的經濟繁榮，轉向由持續創新所驅動的經濟成長。

然而，通縮壓力和結構性限制，顯示經濟成長將持續維持在較慢的軌跡上。中國仍是全球製造業中心，但貿易與地緣政治緊張局勢，使其出口作為可靠成長引擎的地位受到質疑。

新興市場

美國帶來的新風險是否會自動轉化為全球其他地區更高的風險溢酬，此問題凸顯了已開發市場政策利率與新興市場借貸成本之間一直以來的緊密程度。許多新興經濟體債務維持在可控的水準，使其能夠應對潛在逆境。

數位貨幣的興起，包括持有更多大量美國公債的穩定幣發行者，凸顯了資本流動的快速演變。隨著此生態系統的成熟，可能重塑新興市場的資本流動與貨幣管理。

基期預測中的潛在擾亂因素

我們對潛在的擾動事件保持警惕，雖然我們認為其發生機率較低，但這些事件可能從根本上動搖我們長期展望的基期預測。其中包括：

1. AI人工智慧相關的擾亂加速。AI人工智慧的進展可能會比預期快，並展現在GDP與生產率更快速的成長數據上。我們的基期預測認為新一代大型AI人工智慧語言模型的全面性影響仍將是較漸進式的。

2. 聯準會喪失信譽。這可能發生在最高法院裁決或聯準會主席沒意願維持物價穩定時；雖然不太可能發生，但若發生，後果將很嚴重，可能引發通膨預期與債券殖利率飆升、美元大幅走軟，以及風險性資產被廣泛地拋售。

3. 美國優越主義2.0。美國經濟與金融表現超越全球其他地區的現象在今年較不明顯。然而，在進入2025年時美國生產力強勁、科技領先，且深厚的資本市場持續推動企業獲利成長。GDP成長率至少領先同儕一個百分點，這些優勢有望持續。如果貿易與財政不確定性緩解，美國優越主義可能重回檯面。

投資啟示：破裂時代下的固定收益投資

在固定收益方面，投資人將受益於具韌性的投資組合。相對於追逐估值攀升的股票，我們持續強調把握高品質債券的收益優勢。

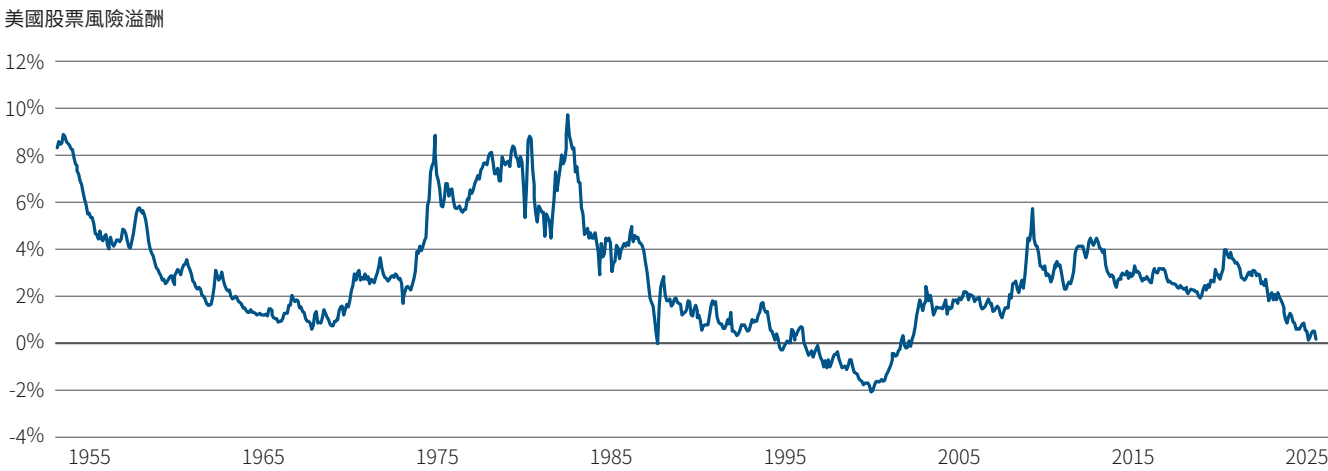
股票風險溢酬（即股票盈餘收益率與債券殖利率之間的差額）可能是資產配置的一大要素，它衡量了股票和債券之間的相對價值。計算該溢酬最直接的方法是以週期調整後的盈餘收益率減去實質（經通膨調整後）的債券殖利率。圖2顯示，美國股票風險溢酬目前為零，正處歷史低點。

若股票風險溢酬均值回升，通常伴隨著債券上漲、股票拋售，或兩者同時發生。圖2顯示前兩次溢酬為零或負值的時期：1987年和1996-2001年。1987年9月股票風險溢酬降至零之後，股市下跌近25%，而30年期實質債券殖利率下滑80個基點。在1999年12月，股票風險溢酬達到圖表期間的最低底，隨後股市跌幅達近40%，至2023年2月才結束。同期間內，30年期實質債券殖利率下滑約200個基點。

此外，目前企業獲利相對GDP比重接近歷史高點。關稅上調及地緣政治的緊張局勢，都有可能對未來企業獲利造成壓力。

圖 2：股票從絕對基礎或是相對於美國公債的價格基礎皆顯得昂貴

截至2025年5月31日	價值	百分位
週期調整後本益比 (CAPE)	35.2	94%
實際股票收益率 (1/CAPE)	2.84%	6%
30年期實質債券殖利率	2.64%	42%
股票風險溢酬 (股票收益率-實質債券殖利率)	0.20%	10%



資料來源：彭博、Robert Shiller線上數據、全球金融數據及PIMCO，截至2025年5月31日。所有價值計算為相對於標準普爾500指數。股票實際收益率是指過去10年的平均實質獲利除以最新價格。30年期實質債券殖利率對應30年期美國通膨調整債券 (TIPS) 的殖利率，以30年期美國公債名目殖利率減去預期通膨率進行回填。為了計算通膨預期，我們根據CIESLAK和POVALA (2015) 校準並預測未來 30年的通膨。



收益優勢仍具吸引力

從估值來看，股票表現優於固定收益的機率偏低，部分原因是高品質固定收益的前景已達長期以來的最佳狀態。歷經疫情後的大幅升息，債券市場已經走出了困境：投資人現在除可受益於較高殖利率外，在各國央行擁有充裕的降息空間下，亦可望有價格上漲的潛力。

預測固定收益的報酬相對簡單：在長期展望期間內，債券投資組合的起始殖利率可以很好地反映預期報酬（見圖3）。截至2025年6月5日，用以衡量高品質債券常用的基準指標 - 彭博美國綜合債券指數和全球綜合債券指數（美元避險）的殖利率分別約為4.74%和4.94%。

有鑑於此，主動式經理人可以透過高品質投資獲得具吸引力的殖利率，構建殖利率為5%-7%左右的投資組合。我們預期將持續偏好高品質資產。

圖 3：債券起始殖利率與未來5年報酬高度相關

殖利率vs.5年期遠期報酬



資料來源：彭博、PIMCO，截至2025年5月30日。過往績效並非未來表現之保證或可靠指標。圖表僅供說明之用，並不代表任何PIMCO產品過去或未來的績效表現。殖利率和報酬適用於彭博美國綜合債券指數。指數未經管理且無法直接投資。

透過主動式管理策略掌握全球機遇

長期的強大推力，如採用當地貨幣、嚴謹的財政政策，以及多元化融資來源，正匯聚成可持續的投資機會。主動式投資管理，可靈活運用各國特有的細微差異與相對價值差異，對應對不可避免的波動至關重要。

在全球市場創造超額報酬（超越市場大盤的報酬）的機會，也比以往任何時候都多（見圖 4）。

許多已開發經濟體擁有具吸引力的債券殖利率，且經濟前景面臨挑戰，債券投資人可望從中受益。此外，我們看到新興市場國家持續展現韌性。從歷史角度來看，在全球多元布局投資相較於單一國家投資，能提供更佳的波動調整後報酬。我們相信，多元分散布局對資產配置者來說是一份免費的午餐。

存續期間與殖利率曲線配置的重要性

固定收益的起始估值具吸引力，加上預期經濟成長放緩，且通膨趨於穩定，我們預期投資組合會比近年來的一般情況下加碼更多存續期間。

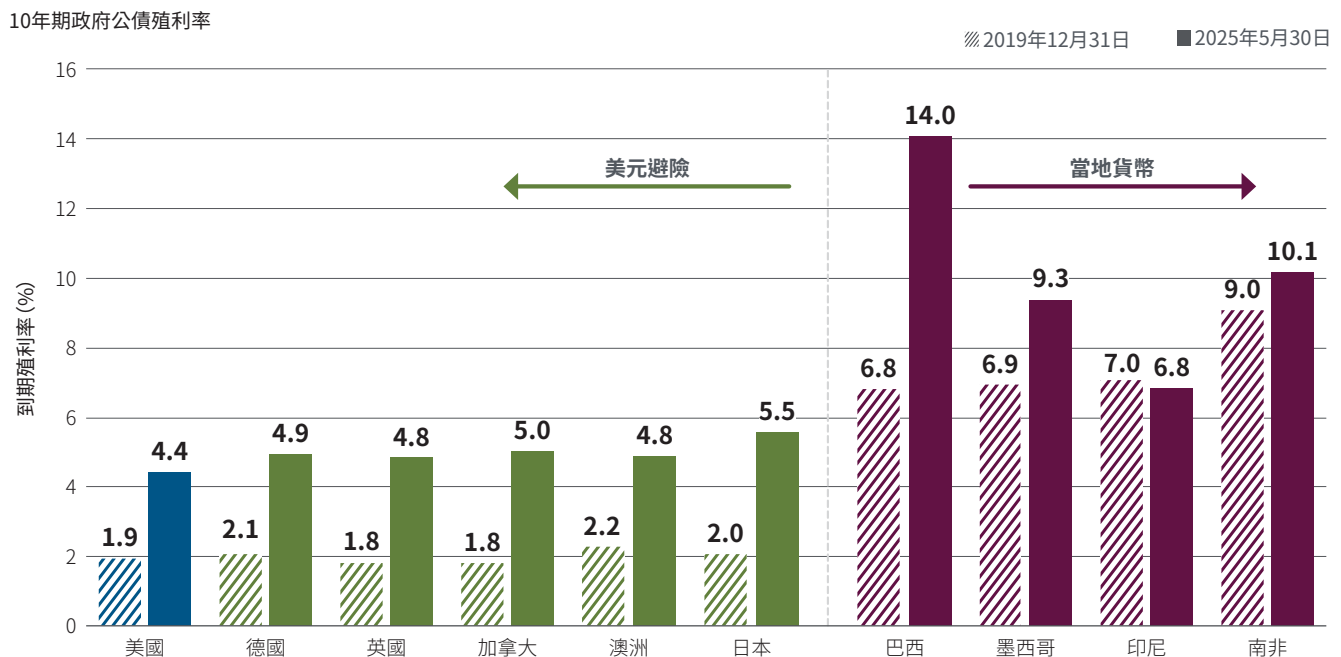
自二戰以來，由於股票和債券之間的負相關性，美國公債在每次經濟衰退時期，皆為投資組合提供避險的功能，而全球高品質債券市場也提供類似的特性。

PIMCO 的核心論點之一仍然是，在長期展望期間內殖利率曲線將再次趨於陡峭，因為相對於持有現金與短期票券，投資人對持有長期債券仍會要求較高的回報。美國公債期限溢酬的估值為正值，且較疫情爆發前十年顯著攀升。鑑於美國就財政預算問題的辯論，殖利率曲線有可能進一步陡峭化。

透過殖利率曲線的配置，主動式管理可強化債券的避險作用。我們預期仍將偏好加碼全球殖利率曲線5至10年期債券，並隨著時間減碼長期債券。即使如此，由於長期實質殖利率已攀升，我們認為其期限溢酬再上升的空間有限。

實際上，如果長債殖利率大幅上升，我們預期將嚴重衝擊股市與信用市場，進而致實質殖利率下修。此外，若有任何市場波動造成金融市場的廣泛動盪，預期各國央行也將動用資產負債表以介入。

圖 4: 全球債券市場提供具吸引力且多元的投資機會



資料來源：彭博、PIMCO，截至2025年5月30日。僅供說明用途。到期殖利率 (YTM) 係指債券持有至到期的預估總報酬。到期殖利率計算債券未來票息支付的現值。指數如下：美國：美國通用10年期政府公債指數；德國：德國通用10年期政府公債指數；英國：英國通用10年期政府公債指數；加拿大：加拿大通用10年期政府公債指數；澳洲：澳洲通用10年期政府公債指數；日本：日本通用10年期政府公債指數；巴西：巴西通用10年期政府公債指數；墨西哥：墨西哥通用10年期政府公債指數；印尼：印尼通用10年期政府公債指數；南非：南非通用10年期政府公債指數。

公司債以外的靈活投資機會

信貸市場提供了豐富的機會，但也存有風險，需要謹慎篩選產業與資產類別，並採取價值型的投資策略。

自全球金融危機以來的這段時期非比尋常：在政府為了因應全球金融危機和新冠疫情而推出大規模政策支持之下，經濟經歷了長期擴張，積極的放貸也因此受惠。這與全球金融危機爆發前的數十年形成了鮮明對比，當時政府的支持較少，波動較高，對經濟敏感度較高的信貸領域報酬表現也參差不齊。

儘管長期衰退風險升高，信貸利差相對於歷史平均仍然保持在較窄水平，這凸顯出公開發行和私募企業信貸市場中存在的自滿情緒。AI人工智慧的進展有可能引發市場波動，因為槓桿貸款和私人直接貸款市場，大幅配置科技和其他受AI人工智慧趨勢引導的產業。美國股市估值上升後的回檔修正，也可能帶動更廣泛的風險資產重新定價。不同於近期「逢低買入」的時代，在財政空間有限的情況下，可能會出現多年來首次真正信貸違約週期，這將令許多投資人措手不及。

在成長疲軟的環境下，品質較低、經濟敏感度較高的公司將面臨風險。短期利率上升可能會對在浮動利率債券市場借款的中型企業構成較大的挑戰。我們對企業私募信貸領域持謹慎看法，因為這些領域的資本形成速度超過了可投資機會，可能導致報酬的表現不佳。私募股權及私募信貸領域的壓力也日益顯現，在經濟衰退時期可能會急劇惡化。

長期來看，公開發行市場和私募市場之間可能會出現一些整合。然而，流動性、透明度、信用品質，和結構性等重要因素，也將阻礙其進一步的整合。因此，能橫跨公開發行和私募市場，且具全球投資能力的主動式管理人，由於能夠掌握公開發行市場和私募信貸市場不同領域之間的價值錯位，從而能更好地服務投資人，客觀地提供兼顧流動性、真實信用品質，和相對估值的解決方案。

未來更嚴格的銀行資本和流動性規則，可望持續將美國許多貸款活動，推向私募信貸市場，尤其是資產抵押融資。這為投資人在曾經由地區銀行主導的領域提供了機會。我們持續在消費、住宅抵押貸款、房地產，及實物資產等高品質領域看到具吸引力的投資機會，且這些領域的起始條件和估值，顯然較企業信貸佳。

論壇簡介

PIMCO為全球主動式固定收益領導品牌，深厚的投資專業橫跨公開與私募市場。PIMCO投資流程經歷半世紀的淬煉與各種市場環境的考驗，長期經濟展望論壇和週期經濟論壇的結晶作為建構投資流程的根基。來自全球的投資專家每年四次一同探討全球市場和經濟情勢，掌握具備深遠影響的投資趨勢。在這些廣泛的討論中，我們應用行為科學實踐，以最大限度地提高思想的交流，挑戰我們的假設，對抗認知偏見，並產生包容性見解。

在一年一度的長期展望論壇中，我們聚焦於未來5年的經濟前景，讓我們在布局投資組合的過程中，掌握全球經濟結構性變化及趨勢帶來的投資機會。我們深信多元投資觀點是締造優異投資成就的關鍵。故此，我們邀請諾貝爾經濟學獎得主、決策官員、投資人、與歷史學家，從多元的角度為我們帶來真知灼見。此外，PIMCO全球諮詢委員會亦積極參與討論，委員會成員均為享譽全球的經濟和政治專家。

週期展望論壇每年舉行三次，聚焦於展望未來6至12個月的經濟前景，分析各個主要已開發經濟體和新興市場經濟體的景氣週期動態，洞悉可影響投資組合配置的貨幣和財政政策、市場風險溢價及相對評價的潛在變化。



過往表現並非未來結果的保證或可靠指標。

所有投資均有風險且可能造成損失。投資於債券市場須承受若干風險，包括市場風險、利率風險、發行機構風險、信用風險、通貨膨脹風險以及流動性風險。大多數債券以及債券投資策略之價值會受到利率變動的影響。若屬存續期較長的債券或債券策略，其敏感度與波動性大多高於存續期較短的券種；當利率走升，債券價格通常會下跌，且低利率環境亦提高此風險。債券的交易參與量縮減，可能導致市場流動性降低，以及價格波動加劇。債券投資贖回時，其價值可能高於或低於原始購債成本。投資於外幣計價及／或在海外註冊的證券可能因匯率波動而涉及較大風險，亦可能涉及經濟和政治風險，若投資於新興市場，相關風險可能更高。抵押貸款和資產抵押證券可能對利率變動表現敏感，或須承受提早還款風險。儘管該類證券通常由政府、政府機構或私人提供擔保，但不保證擔保人必然履行相關責任。文中提及機構和非機構抵押貸款支持證券是指在美國發行的抵押貸款。政府發行的通膨連結債券（ILBs）為固定收益證券，其本金價值依據通膨率定期調整；當實質利率上升，通膨連結債券的價值隨之下降。美國政府發行的通膨調整證券（TIPS）即是 ILB。股票則有可能因為實際或臆測之市場狀況、經濟變動或產業狀況等，出現跌價。管理風險是指投資經理人所使用的投資技巧及風險分析未能達到預期結果，以及若干政策或發展可能影響投資經理人在管理策略方面所能運用之投資技術與相關風險。特定一檔證券或一整類證券的信用品質，並不足以確保整體投資組合的穩定或安全必然無虞。多元配置概不擔保絕無損失。有關金融市場趨勢或投資組合策略的陳述與聲明，均以當前市況為準，市場狀況仍將有所波動。概不保證相關投資策略必然適用於任何市況，或適合所有投資人。個別投資人應自行評估個人長期投資能力，尤其是在市場下跌期間。投資人做出投資決策前，應先諮詢投資專業人士之意見。展望及策略均有可能變動，恕不另行通知。

有關金融市場趨勢或投資組合策略的陳述與聲明，均以當前市況為準，市場狀況仍將有所波動。概不保證相關投資策略必然適用於任何市況，或適合所有投資人。個別投資人應自行評估個人長期投資能力，尤其是在市場下跌期間。投資人在作出投資決策前，應先諮詢投資專業意見。展望及策略均有可能變動，恕不另行通知。

相關性乃是衡量兩項證券漲跌關係的統計指標。不同指數或證券之間的相關性，或與通膨之間的關係，係以特定期間的資料為基礎。在未來或不同的時段內，前述相關性可能出現相當大的差異，從而導致較大的波動性。

本資料之發布僅供資訊參考之用，不應視同投資建議，亦不得視為推薦任何特定證券、策略或投資產品。本文資訊均得自經研判為可靠之來源，惟不保證必然正確無誤。

PIMCO提供服務給合格機構、金融中介機構及機構投資人。個別投資人應諮詢財務專業意見，根據自身財務狀況做出最適合的投資選擇。本資料包含基金經理人的見解，相關見解可能有所異動，恕不另行通知。本資料之發布僅供資訊參考之用，不應視同投資建議，亦不得視為推薦任何特定證券、策略或投資產品。本文資訊均得自經研判為可靠之來源，惟不保證必然正確無誤。未經明文書面同意，不得以任何形式複製或在其他刊物引述本資料的任何內容。PIMCO是Allianz Asset Management of America LLC在美國和全球各地的商標。品浩是Allianz Asset Management of America LLC在亞洲各地的註冊商標。品浩太平洋證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理 | 本公司地址為台北市信義區忠孝東路五段 68 號 40 樓，電話：(02) 8729-5500，經主管機關核准之營業執照字號為(112)金管投顧新字第 015 號。