

A 股的压力以及风险释放后的两条宏观逻辑

宏观驱动型大类资产配置研究系列四

证券研究报告

2021 年 09 月 25 日

● 核心结论

经济基本面特征决定短期市场风格。今年关注度较高的三类A股资产——茅指数、宁指数与上游原材料行业指数走势分别以经济增长、无风险利率与PPI同比为锚。上游原材料又分三类：以国内供给侧改革逻辑驱动的钢铁、煤炭、化工品及铝等，以锂为代表的新能源汽车产业链的上游原材料，以原油及铜为代表的全球定价商品。截止今年8月涨势突出的是前两类。

年内A股已经演绎两轮抱团接力，皆由宏观基本面驱动。第一次发生在春节后；第二次出现在8月。2月国内经济数据同比见顶令估值偏高的“茅指数”自春节后开始调整。3月无风险利率中枢下移后不仅确认了经济基本面转差，亦给了宁组合指数更多估值空间，资金开始更为抱团于宁组合，市场出现了年内第一次“抱团接力”。8月10年期国债收益率反弹，宁指数同步调整，表明宁指数已开始对无风险利率敏感。但此时PPI同比仍在走高，令上游原材料吸引力超越宁指数，上游原材料行业指数开始加速走高，市场出现了年内第二次“抱团接力”。

未来1-2个月A股市场或波动加剧，调整压力渐增。当下国内内需及出口仍处放缓阶段，无风险利率下行空间却已有限，茅指数与宁组合暂时难有持续性机会。去年Q4到今年Q2，供给收缩是部分国内定价商品的核心矛盾，但今年Q3钢厂高炉开工率连创新低的同时螺纹钢价格却未现新高。可见，限产因素已不再是国内定价商品的核心矛盾，此类商品已开始为需求下滑等风险定价。叠加10-11月美国大概率落地加税靴子并引发美股调整等外部隐患，未来1-2个月国内市场或波动加剧。

年底或迎第三次抱团接力，全球定价周期资产或受关注。我们预计调整后，Q4末市场或将迎来一条新的线索：中美共同发力基建，铜及原油等全球定价周期品关注度或将提高。其中，原油逻辑比铜更加顺畅。明年需求继续回暖、页岩油产量或遇瓶颈，尽管短期或有调整压力，但中期看原油价格中枢大概率上移；相反，中国房地产投资下滑前景或将掣肘明年铜需求，因此铜的逻辑存在中期瑕疵。若中美贸易关系缓和，金属制品、塑料制品及电气设备领域标的亦将受益。

明年或现“猪油共振”，大众消费品（非高端消费品）或值得关注。生猪养殖利润也降至冰点，看多生猪价格已是高风险收益比策略。一旦猪肉价格上涨，且猪油同涨，则明年国内CPI同比大概率上破2%。可见，PPI与CPI剪刀差有望于明年大幅收敛，一旦如此，明年大众消费品的风险收益比亦将明显好于上游原材料行业。

风险提示：国内经济基本面超预期；国内货币与财政政策超预期；原油及生猪价格不及预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、经济基本面特征决定短期市场风格	4
二、年内 A 股已经演绎两轮抱团接力	4
三、未来 1-2 个月 A 股市场或波动加剧，调整压力渐增	5
(一) 内需及出口仍处放缓阶段，无风险利率下行空间却已有限	5
(二) 国内主导的上游原材料涨价逻辑开始动摇，未来 1-2 个月国内市场或波动加剧	7
四、年底或迎第三次抱团接力，全球定价周期资产或受关注	7
(一) “中美共同发力基建”或将助力铜油等全球定价周期资产	7
(二) 相比之类原油比铜的逻辑更为顺畅	8
1. 原油需求接近疫前，但仍有较大回升空间	10
2. 页岩油资本开支未增，明年全球原油或现供需吃紧	10
五、明年或现“猪油共振”，大众消费品或值得关注	11
(一) 看多明年的生猪价格或为高性价比策略	11
(二) “猪油共振”下明年 CPI 同比大概率上破 2%	13
(三) PPI 与 CPI 剪刀差收敛后，权益主题或有上游转向下游，大众消费品有望受关注	13
六、风险提示	14

图表目录

图 1：茅指数与中国制造业 PMI	4
图 2：宁组合指数与 10 年期国债收益率 (%)	5
图 3：4 个申万上游原材料行业指数年内走势 (2021.1.4=100)	5
图 4：中国出口同比增速与剔除价格因素的实际出口同比增速	6
图 5：美国销售总额同比与库存总额同比	6
图 6：南华螺纹钢指数与全国钢厂高炉开工率	7
图 7：国际铜价与美国基建预期	8
图 8：全球石油需求量 (百万桶/天)	9
图 9：美国机场客运量	9
图 10：英国希斯路机场客运量	9
图 11：日本入境旅客人数	9
图 12：韩国出入境人数	9
图 13：美国完井数与原油产量	10
图 14：美国已打未完井数与完井数	10
图 15：全美原油商业库存与 WTI 原油价格	11
图 16：2000-2019 年 WTI 原油 Q4 均价环比变化幅度	11

图 17: 全国能繁母猪存栏量	12
图 18: 全国盈利钢厂占比与螺纹钢价格指数	12
图 19: 生猪养殖预期盈利与生猪存栏同比.....	13
图 20: 中国 CPI 同比与猪肉分项同比	13
图 21: PPI 与 CPI 剪刀差 VS 消费行业指数与原材料行业指数比值.....	14

一、经济基本面特征决定短期市场风格

我们在8月24日报告《宏观视角下：A股因何抱团？风格何时切换？》中指出，今年2月以来国内基本面有三点特征：经济增长见顶逐月放缓、无风险利率中枢下移、PPI同比持续上升。上述基本面变化也在持续影响A股风格。“茅指数”下挫与经济数据见顶回落同步、“宁组合指数”8月调整与10年期国债收益率反弹同步、上游原材料行业指数走高与PPI同比冲顶一致。也就是说，当前茅指数、宁指数与上游原材料行业指数走势分别以经济增长、无风险利率与PPI同比为锚。

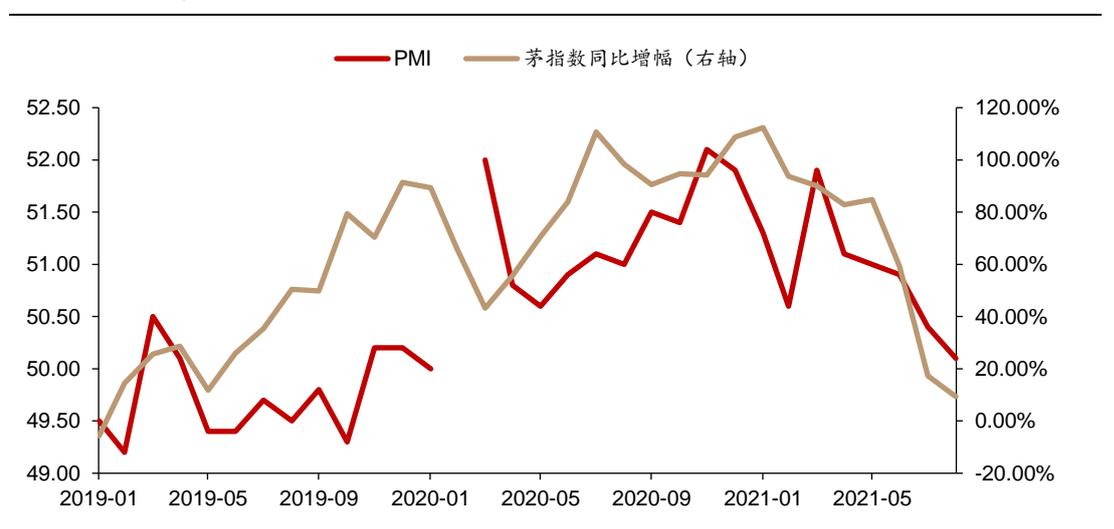
事实上，上游原材料又会分为三类：以国内供给侧改革逻辑驱动的钢铁、煤炭、化工品及铝等，以锂为代表的新能源汽车产业链的上游原材料，以原油及铜为代表的全球（海外）定价商品。截止今年8月涨势较为突出的以前两类为主。

二、年内A股已经演绎两轮抱团接力

今年国内A股市场出现了两次上涨接力：第一次发生在春节后；第二次出现在8月。2月国内经济数据同比见顶令估值偏高的“茅指数”自春节后开始调整。由于市场权重较高叠加海外波动，茅指数调整初期亦引发A股指数整体下挫。但3月无风险利率中枢下移后不仅确认了经济基本面转差，亦给了宁组合指数更多估值空间，资金开始更为抱团于宁组合指数，市场出现了年内第一次“抱团接力”。

8月10年期国债收益率反弹，宁指数同步调整，表明宁指数已开始对无风险利率敏感。但此时PPI同比仍在走高，令上游原材料吸引力超越宁指数，上游原材料行业指数开始加速走高，市场出现了年内第二次“抱团接力”。

图1：茅指数与中国制造业PMI



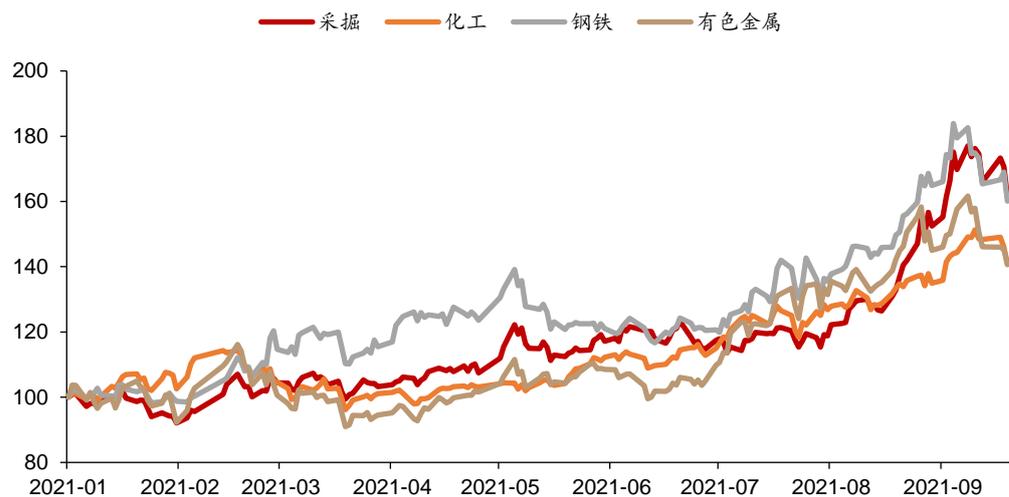
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：宁组合指数与10年期国债收益率（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图3：4个申万上游原材料行业指数年内走势（2021.1.4=100）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

三、未来1-2个月A股市场或波动加剧，调整压力渐增

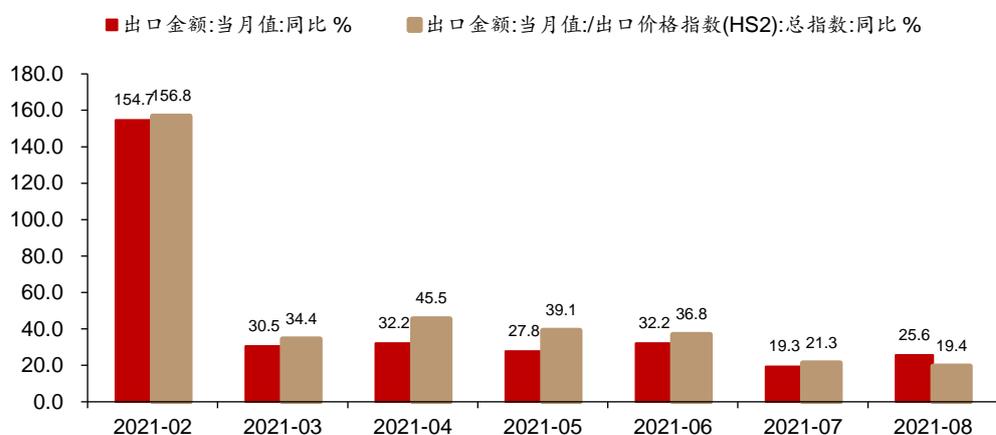
（一）内需及出口仍处放缓阶段，无风险利率下行空间却已有限

我们在9月6日报告《出口因素驱动的投资逻辑》中指出疫后中国出口存在四点拉动力，分别是：防疫物资、全球复苏、美国财政转移支付及地产销售热带动的耐用品需求、供给替代。与名义出口金额同比走势仍存波动不同，5月以来剔除价格因素后的实际出口同比增速已然持续放缓。除基数效应外，实际出口增速变化亦反映了上述四点拉动力均在逐步转差。往后看，美国大概率于Q4结束被动补库存进入主动去库存，一旦同期海外疫情降温并同时显著削弱防疫物资与供给替代的出口支撑力，中国出口增速或面临大幅下滑。内需尚未企稳，再叠加出口持续放缓，Q4国内实际GDP同比增速将进一步降至5%下方。

无风险利率走势除受基本面驱动外，还要看供需因素。7月突如其来的降准令10年期国债收益率快速下行，但8月市场并未等到预期中的进一步降准甚至降息，反而等到了专项债加速发行。央行宽松不及预期叠加利率债供给压力加大之下，10年期国债收益率于8月反弹。就近期而言，美联储或将于Q4公布Taper时间表，美元与美债收益率均有走强的势头。此外，韩国等新兴国家也进入加息之列，国内货币政策虽以我为主，但大概率没有太多放松空间。一旦Q4中后期社融增速见底、专项债发行进一步提速，10年期国债收益率更难走低。

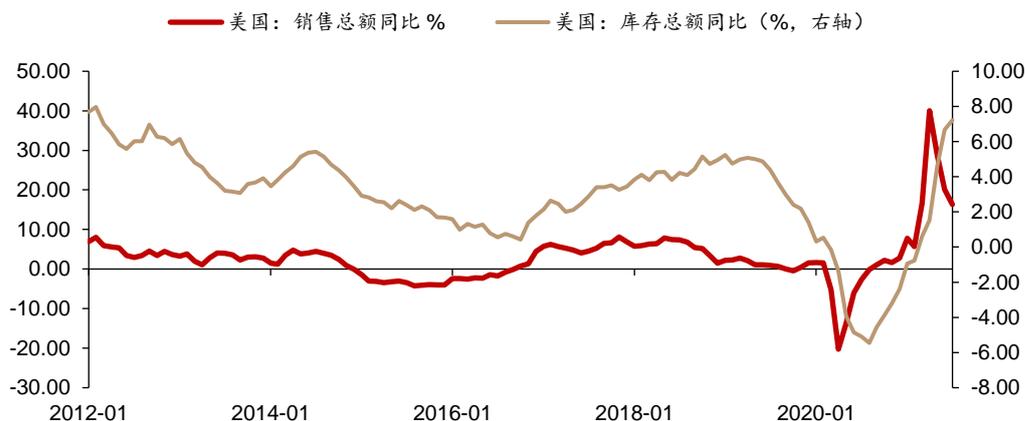
由此可见，今年以来A股市场中关注度较高的三条主线中的前两条——茅指数与宁组合——暂时难有持续性机会。

图4：中国出口同比增速与剔除价格因素的实际出口同比增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图5：美国销售总额同比与库存总额同比



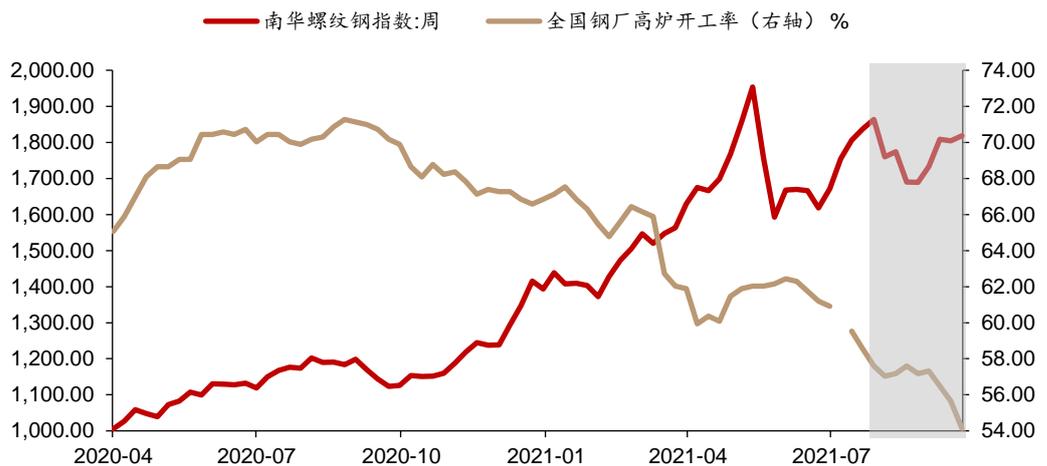
资料来源：Wind，西部证券研发中心

（二）国内主导的上游原材料涨价逻辑开始动摇，未来1-2个月国内市场或波动加剧

由图3可知，经历过8月加速上涨后，9月以来A股上游原材料行业指数出现明显调整，或与供需以及能耗双控是否将会一刀切等前景分歧有关。由图6可知，去年10月后随着全国钢厂高炉开工率回落、螺纹钢价格快速大幅走高，而今年Q3全国钢厂高炉开工率连创有数据以来的新低但螺纹钢价格仅能维持高位波动却未现新高。可见，去年Q4到今年Q2，限产与供给收缩是部分国内定价商品的核心矛盾，而Q3以来限产因素已不再是核心矛盾。我们认为这一变化说明两点：首先，贵了之后市场开始变得脆弱；其次，国内主导商品开始为需求下滑风险定价。

这一变化与2月茅指数下挫与8月宁组合调整极为相似，都是高处不胜寒的结果。由此可见，我们在报告《宏观视角下：A股因何抱团？风格何时切换？》中担忧的情形——若经济增速和PPI同比共振放缓的同时无风险利率回升的“两下一上”局面出现，茅指数、宁指数与上游原材料行业指数或面临同步调整并引发A股出现指数层面的调整——看似有望临近。叠加10-11月美国大概率落地加税靴子并引发美股调整等外部隐患，我们预计未来1-2个月国内市场或波动加剧。

图6：南华螺纹钢指数与全国钢厂高炉开工率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

四、年底或迎第三次抱团接力，全球定价周期资产或受关注

（一）“中美共同发力基建”或将助力铜油等全球定价周期资产

与春节后及8月情况类似，市场调整并非是熊市开启，而是新旧逻辑的切换。上游原材料会分为三类：以国内供给侧改革逻辑驱动的钢铁、煤炭、化工品及铝等，以锂为代表的新能源汽车产业链的上游原材料，以原油及铜为代表的全球（海外）定价商品。截至今年8月涨势较为突出的以前两类为主，而全球定价商品相对比较“冷静”。我们预计在未来1-2个月市场波动甚至调整后，Q4末市场或将迎来一条新的线索：全球两大经济体——中美——共同发力基建，全球定价周期品关注度或将提高。

首先，“形成实物工作量”的提法很有可能让今年专项债落地效率显著高于往年，那么 Q4 中后期基建投资增速或有较明显的改善。当然考虑到季节因素，明年 3-4 月可能才是基建投资的真正“小高峰”。

此外，4 月国际铜价大涨与 5 月国际铜价大跌皆因拜登基建。4 月初美国参议院议事顾问麦克唐纳给了拜登一个 Option：可以修改 2021 财年财政预算决议，进而市场认为拜登基建可以在本财年落地，随后铜价大涨。进入 5 月高通胀引发市场担忧，为了打压通胀预期，拜登开始有意推迟基建并任由共和党压缩基建规模，导致拜登基建不及预期随后国际铜价大跌。我们在 8 月 25 日报告《基建加税加速推进，拜登新政如何影响资本市场？》中指出拜登基建有望于近期落地。尽管规模上从 3 月底预计的 9820 亿削减至了 5480 亿美元，但开支时间跨度也由 8 年缩减至 5 年，因此对明年而言拜登基建仍有较强意义。且目前国际铜价仍处于 4 月大涨前的水位，表明全球资本市场尚未计入拜登基建影响。

综上所述，Q4 中后期中国财政政策形成的实物工作量将令基建投资增速有所回升，社融同比增速也有望在 9-10 月触底。而众议院完成投票后（预计 9 月 27 日前完成投票）拜登基建将正式落地，由于存在债务上限等因素扰动，预计该政策大概率将在 2022 自然年正式实施。换言之，Q4 中后期市场调整完成后，全球投资者会找到一条“中美共同发力基建”的线索，并对类似铜、原油等全球定价的资源品及周期类资产形成利好。一旦如此，调整压力释放后的 A 股市场或仍抱团资源品及周期类资产，但抱团主题将由国内供给驱动切换到全球需求驱动层面。此外，我们在报告《假若中美贸易缓和，哪些行业最为受益？》中提到，若中美贸易关系缓和，金属制品、塑料制品及电气设备领域标的亦将受益。

图 7：国际铜价与美国基建预期

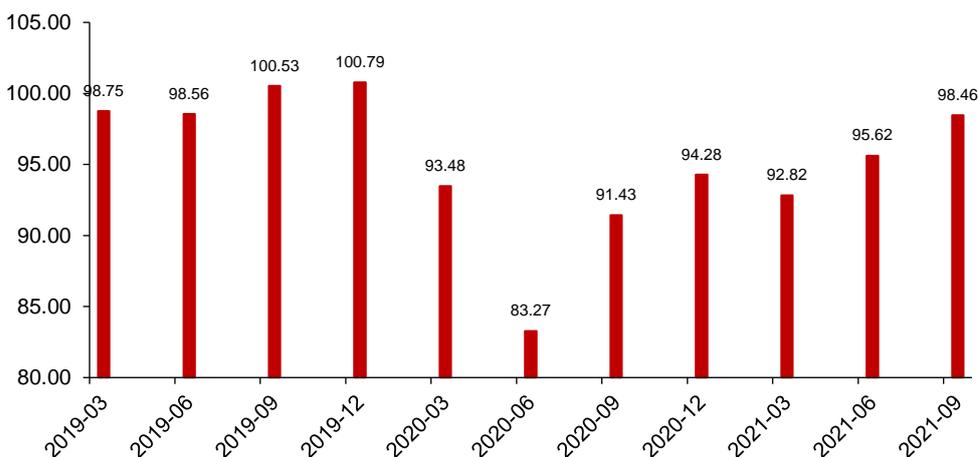


资料来源：Wind，西部证券研发中心

（二）相比之类原油比铜的逻辑更为顺畅

尽管在中美共同发力基建的提振下，铜亦受益，但国内房地产投资料将下行并对铜的需求形成掣肘，进而铜的中期逻辑存在瑕疵。相比之下，原油的中长期逻辑更加顺畅。9 月中旬国际原油价格大涨与飓风艾达登陆美国带来的临时扰动有关。加上我们在报告《多事之秋，美国债务上限问题或被放大》中提示过的未来 1-2 个月美国存在诸多风险事件，短期看国际油价调整风险不低。但自年底往后看的一年，国际原油价格中枢有望持续抬升。

图8：全球石油需求量（百万桶/天）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图9：美国机场客运量



资料来源：TSA，西部证券研发中心

图10：英国希斯路机场客运量



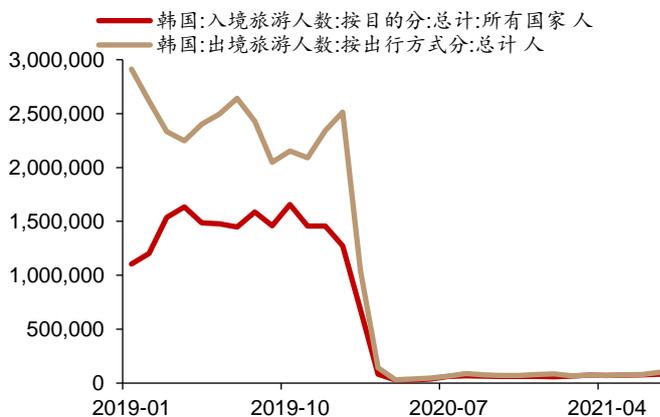
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图11：日本入境旅客人数



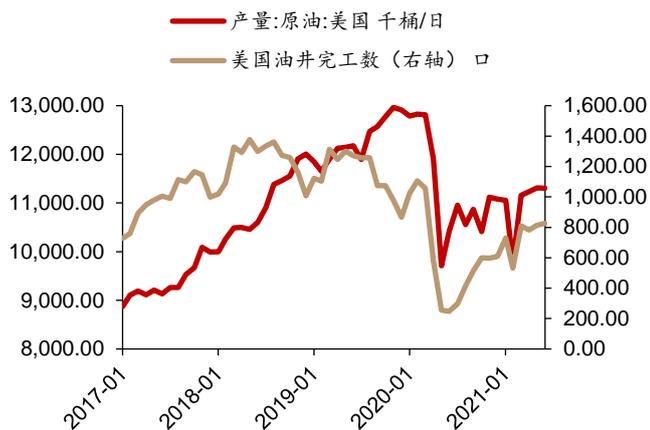
资料来源：TSA，西部证券研发中心

图12：韩国出入境人数



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 13: 美国完井数与原油产量



资料来源: TSA, 西部证券研发中心

图 14: 美国已打未完井数与完井数



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

1. 原油需求接近疫前，但仍有较大回升空间

如图 8 所示，去年 Q3 起全球石油需求量快速恢复，目前已经接近疫前水平。与此同时，如图 9-12 可知当前全球航空仅为有限恢复。日前美国表示将于 11 月进一步放宽对国际游客出入境的限制。可见，在各国有序接种疫苗后国际航班有望加速恢复，未来一年原油需求仍有较大提升空间。这意味着即便 OPEC 自 8 月开始每月增产 40 万桶/天直至恢复至疫前供给水平也不会对油价产生明显利空。进而，抛开短期扰动，未来一年原油价格的方向和中枢大概率取决于美国页岩油供给水平。

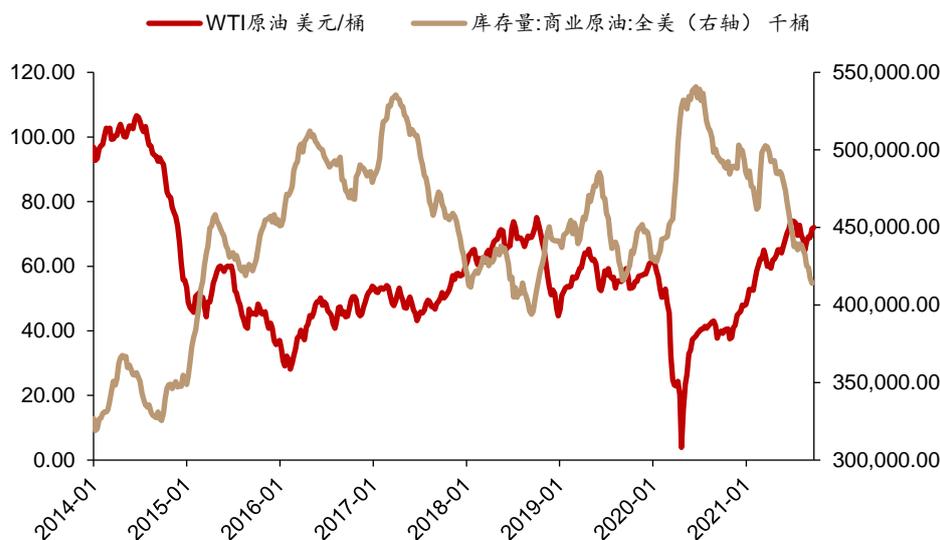
2. 页岩油资本开支未增，明年全球原油或现供需吃紧

如图 13 所示，美国原油产量滞后于完井数大约 3-6 个月，而后者受到页岩油资本开支的约束。如图 14 所示，去年 7 月以来美国原油已开未完钻井数骤降表明过去一年多美国页岩油方面未增加资本开支，都是依靠前期投入释放原油供给。这也是今年高油价背景下美国原油供给始终未能快速恢复至疫前的主因。但问题是为什么高油价下美国页岩油并无资本开支呢？主因是拜登新能源战略将约束页岩油长期发展并加剧了传统能源投资风险，因此无论是能源企业亦或是风投资基金均会在页岩油领域实施止盈甚至止损动作。

但页岩油油井衰减期及生产周期极短，完井后 3-6 个月为出油峰值，再往后两年油井出油量就会衰减到峰值的 25% 附近，因此只要没有足够的资本开支，页岩油供给很快就会减少。由美国原油已开未完井数及完井数估计，明年美国原油产量也难以回升至疫前高点水平。

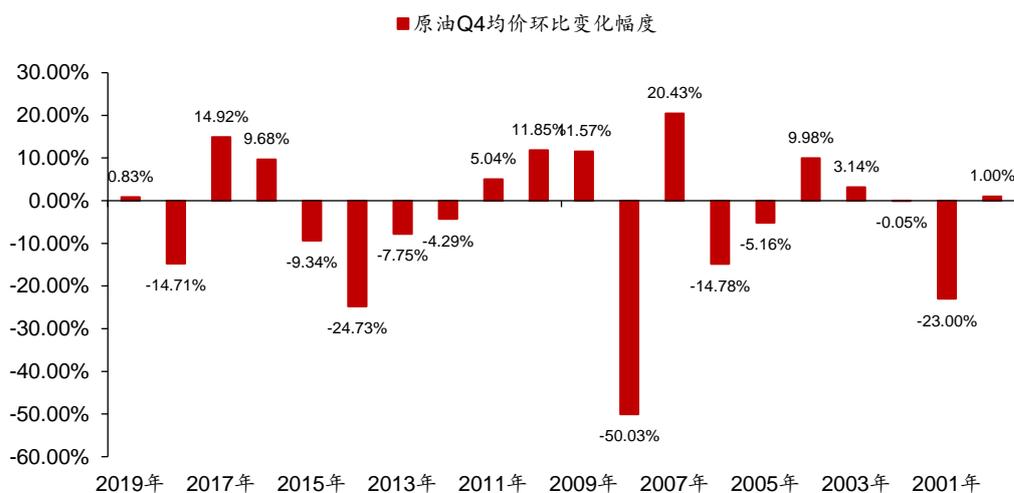
换言之，明年全球原油需求大概率高于疫前，而供给则可能低于疫前，全球原油库存将进一步回落，油价中枢大概率进一步抬升。当然，就短期而言，油价存在调整可能。2000-2019 年间有 10 年 Q4 原油均价低于 Q3，说明 Q4 原油并无供需季节性，因此历年 Q4 原油价格就很容易受到同期宏观事件影响。基于前文，未来 1-2 个月内海外风险事件较为集中，假若风险偏好降温，油价亦有可能受到约束。简言之，我们认为国际原油价格走势的短期变化存在不确定性，但年底往后看的一年时间内油价中枢上移则为大概率。

图 15: 全美原油商业库存与 WTI 原油价格



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 16: 2000-2019 年 WTI 原油 Q4 均价环比变化幅度



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

五、明年或现“猪油共振”，大众消费品或值得关注

(一) 看多明年的生猪价格或为高性价比策略

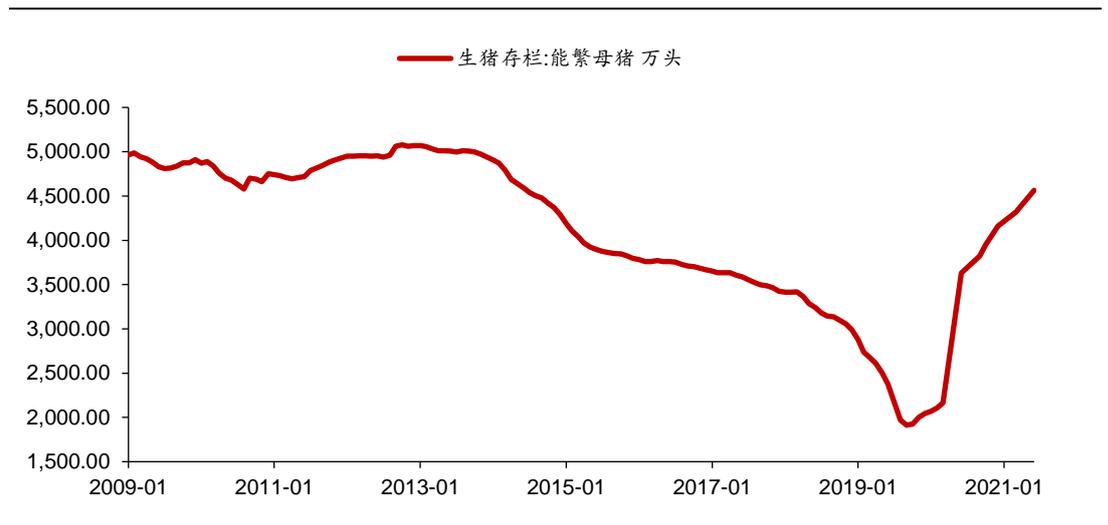
除了原油价格中枢有望抬升外，明年的猪肉价格也值得期待。农业农村部印发《生猪产能调控实施方案（暂行）》（下简称《方案》）提出，以能繁母猪存栏量变化率为核心调控指标，分级建立生猪产能调控基地，构建上下联动、响应及时的生猪生产逆周期调控机制。方案提出，十四五”期间，能繁母猪正常保有量稳定在 4100 万头左右，最低保有量不低于 3700 万头。但如图 17 所示，今年 Q2 末全国能繁母猪存栏量为 4564 万头，显著高于《方案》给出的目标值，因此政策层面并无进一步提高全国能繁母猪存栏量的意图。

从市场角度看，商品的价格周期背后是盈利和产能周期。市场通常会认为 2016-2017 年钢材价格上涨是供给侧改革的结果。事实上，供给侧改革确实助长了钢材价格，但真正扭转

钢材价格方向的应该是行业盈利企业占比。如图 18 所示，2015 年 7-8 月及 10-12 月全国钢厂盈利占比仅为个位数。持续半年之久的个位数盈利占比大概率会触发钢厂出现市场化、自发地供给收缩，即便没有供给侧改革，钢材价格也应止跌企稳。当然，盈利占比指标最多只能用于判断商品价格拐点，多数时间我们并不能通过该指标预判商品价格走势。

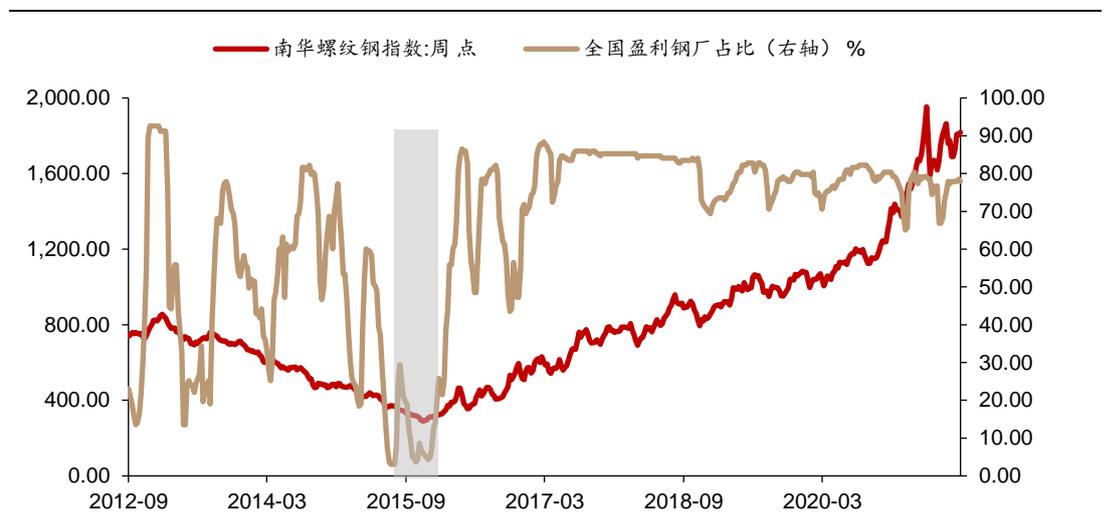
回到当下，目前生猪养殖利润也降至冰点，而生猪存栏及同比却在较高水平。作为时间的朋友，看多生猪价格虽然会消耗一些时间价值，但是看似已经是高风险收益比策略。

图 17：全国能繁母猪存栏量



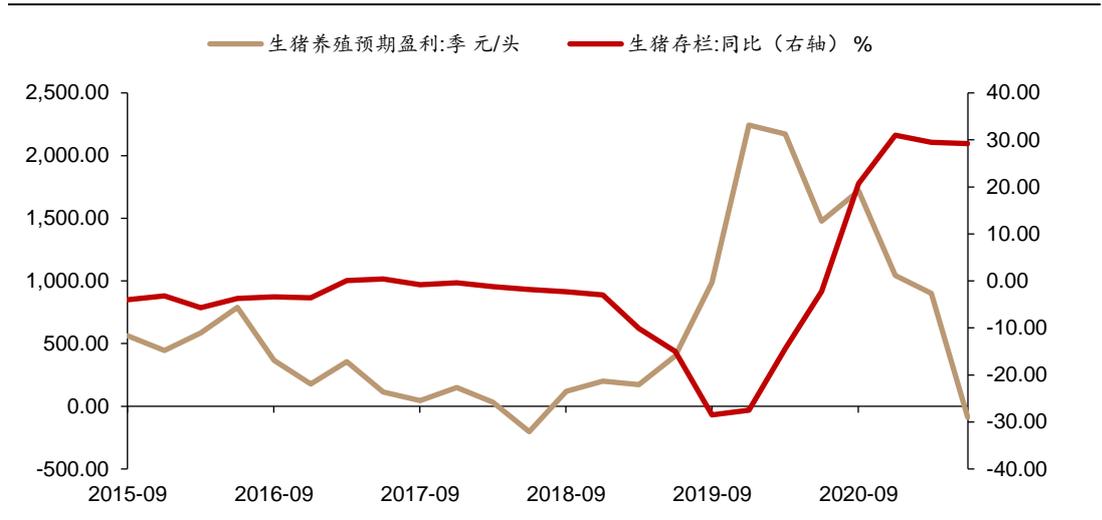
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 18：全国盈利钢厂占比与螺纹钢价格指数



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 19: 生猪养殖预期盈利与生猪存栏同比

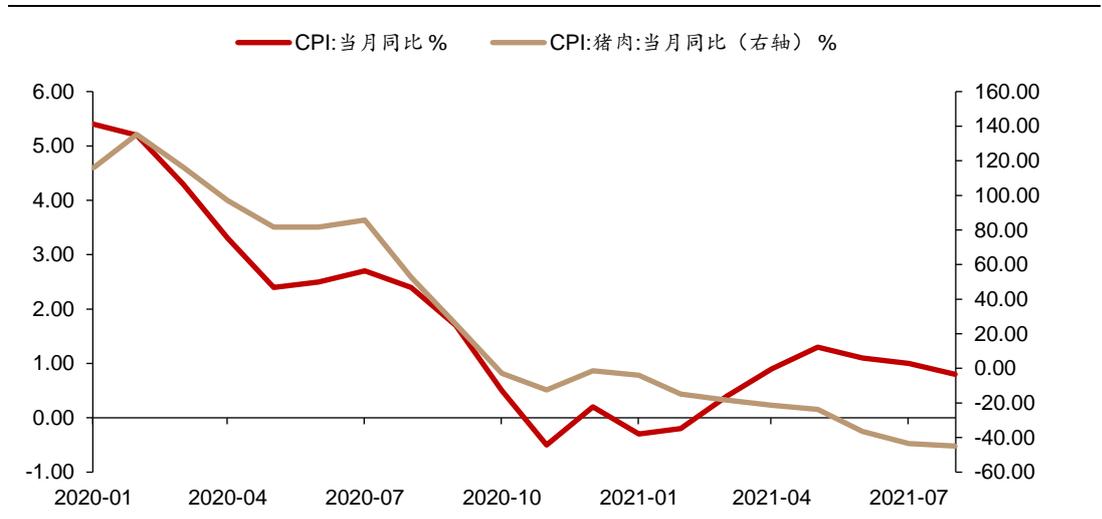


资料来源: Wind, 西部证券研发中心

(二) “猪油共振”下明年CPI同比大概率上破2%

8月中国CPI同比仅0.8%，其中猪肉分项同比为-44.9%。由于猪肉权重2.43%，因此猪肉对8月当月CPI同比的拖累高达1.09%，也就是说剔除猪肉因素，8月中国CPI同比为1.9%。低基数下，只要明年猪肉价格不跌，对CPI同比就会变相形成1.1个百分点的正贡献；一旦猪肉价格上涨，且猪油同涨，则明年国内CPI同比大概率上破2%。

图 20: 中国CPI同比与猪肉分项同比

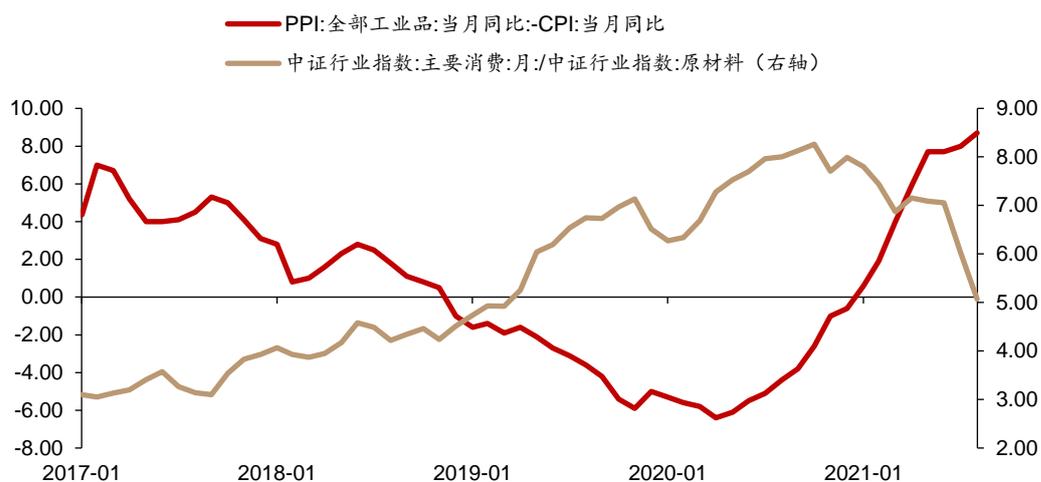


资料来源: Wind, 西部证券研发中心

(三) PPI与CPI剪刀差收敛后，权益主题或有上游转向下游，大众消费品有望受关注

基于前文，国内定价上游原材料价格暂遇瓶颈，明年猪油共振逻辑下CPI同比有望回升并上破2%，进而PPI与CPI剪刀差有望于明年大幅收敛。再从投资性价比的角度看，一旦PPI与CPI剪刀差收敛，大众消费品的风险收益比亦将明显好于上游原材料行业。

图 21: PPI 与 CPI 剪刀差 VS 消费行业指数与原材料行业指数比值



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

六、风险提示

国内经济基本面超预期; 国内货币与财政政策超预期; 原油及生猪价格不及预期。

宏观专题报告

联系我们

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C
联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。

所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。