

日期：2009 年 8 月 26 日



胡月晓
021-53529888-1917
huyue Xiao@sigchina.com

以结构调整化解产能过剩

——2009 年 8 月宏观研究月报

■ 主要观点：

“高投资、低生产”状态继续改善

我国经济运行中“高投资、低生产”的状态开始发生转变。8月份，工业生产的良好势头继续得到保持。工业生产的回暖，主要在于投资结构的改善，即第一产业和第三产业领域投资快速增长的投资特征开始逐渐显现。第二产业投资相对落后，说明新增投资不会重复形成过剩产能。第三产业投资的继续保持快速增长态势，预示着投资对经济拉动和工业生产带动的作用在增强。

十七大四中将为中国经济长远发展再添新力

9月在北京召开中国共产党第十七届中央委员会第四次全体会议，研究加强和改进新形势下党的建设问题。改善党建，无疑将改善中国共产党作为执政党的政府管理水平。政府不仅是经济建设的参与者，而且是市场经济的调节者。双重经济角色对政府的经济施政能力提出了很高要求。世界经济的比较研究和各国经济发展的经验表明，政治效率的提高和公共管理水平的改善，对经济持续增长有重大决定作用。

以结构调整化解产能过剩

要应对气候变化，必须实现结构调整，同时结构调整也是产能过剩治理的必须手段，而中小企业发展，则是顺利进行结构调整的一个必要外部条件。从结构调整的方向上看，通过加大环保领域的投资，实现节能减排目标，是实现产业升级的一个有效途径。

政策再推执行力

在经济企稳回升的关键时期，各级政府和部门多次表示了对既定宏观政策执行和贯彻的力度和决心。我们认为，9月份中央将继续上半年的政策方向，加大既有各项政策的执行力度，宏观调控会沿着既定方向，在结构调整、产业升级、节能减排和环保方面，推出更多的政策和举措。

报告编号：HYX09-HGYB05

相关报告：

《融入世界：2008 后中国经济评述》

《2009：新一轮周期下经济再减速》

《经济窗口行情下增长模式转变——2009 年下半年经济展望》

表 1 当前国民经济运行情况（累计同比增长 %）

年份	2006	2007	2008				2009					
季度	四	一	二	三	四	一	二	三	四	一	二	三*
GDP	11.6	11.7	12.0	12.0	11.9	10.6	10.4	9.9	9.0	6.1	7.1	7.3
生产	14.7	17.6	19.4	18.9	17.4	16.4	16.3	15.4	12.9	5.1	7.0	9.0
消费	13.7	14.9	15.4	15.9	16.8	20.6	21.4	22.0	21.6	15	15	15
CPI	1.5	2.7	3.2	4.1	4.8	8.0	7.9	7.0	5.9	-0.6	-1.1	-1.3
M2	16.9	17.3	17.1	18.5	16.7	16.3	17.23	16.2	17.82	25.51	28.46	28.2

注：“生产”选取工业增加值指标，“消费”选取社会消费品零售总额指标，*代表预测值，红色为本月修正值

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

一、7月经济：货币政策微调

■ 货币政策微调，资金成本上升

7月8日，央行在时隔7个月后重启1年央票发行，此举向市场释放了加大回收流动性力度的强烈信号，表明货币当局开始了宽松货币政策基调下的微调。8月5日，央行发布2009年第二季度货币政策执行报告，明确要适时适度开展货币市场操作，保持银行体系流动性合理适度，稳定市场预期。8月8日，在三部委联合举办的新闻发布会上，人民银行具体解释了货币微调的含义。至此，货币微调正式确立。根据央行表示，我们认为，货币微调的目的，是要进一步加强流动性管理；微调的措施，是根据各阶段银行体系流动性供求及市场环境变化，合理把握公开市场操作力度和节奏；微调的目标，是要通过公开市场操作增强利率弹性，在有效引导市场预期的同时，进一步发挥市场利率调节资金供求关系的作用。

货币微调的政策效应是显现的，央行公开市场操作力度的加大，使得7月份银行间市场利率明显加快了上升速度。7月份后，货币市场利率明显上升。在债券市场上，1年央票重启使短期债券收益率快速上移了40个基点。7月份银行间市场同业拆借月加权平均利率1.32%，比上月高0.41个百分点；质押式债券回购月加权平均利率1.35%，比上月高0.44个百分点，比去年同期低1.41个百分点。央行的动态微调没有改变流动性充裕的局面，但对货币市场的利率产生了重要影响。

■ 流动性分布仍有向上层资本市场流动趋势

7月人民币各项存款增加3993亿元。从分部门情况看：居民户存款减少192亿元。居民储蓄的减少，不可能是消费的突然上升所致。居民储蓄减少，反映了储蓄活期化的现象。活期化的储蓄，变成了居民投资的保证金，流向了资本市场。储蓄活期化，导致了M1比M2更快的上升。7月份，M2和M1增速间的差距再次大幅收窄，M1增长开始接近M2。我们在先前的报告（《HYX09-HGZT03》）中指出：中国此番流动性的增加，主要集中在信贷领域，中国流动性分布有囤积于信贷市场并将向上延伸的趋势。储蓄活期化，以及非金融性公司存款的不升反降，说明了中国流动性分布向上移动的趋势仍没发生改变。7月份的非金融性公司存款中，企业存款减少了450亿元。

■ 信贷大幅回落，金融领域流动性充裕程度有所降低

7月份新增贷款如市场预期快速回落，不仅大大低于6月新增规模，甚至低于去年同期水平。新增贷款下降，并非政策调控结果，而是金融机构自身放贷能力，因前期过分透支而衰竭的结果。从金融机构的

超额准备情况看，当前金融机构的超储率降到了有记录（2001 年）以来的最低点。我们在先前的报告中曾指出，超额准备下降，意味着金融机构放贷能力的下降。6 月份贷款的非正常上升，反映了当前金融市场中流动性的高度充裕，资金充裕导致银行间市场资金利率倒挂，银行类金融机构自然要不顾一切地为资金寻找出路，在商业银行投资渠道狭窄情况下，银行放贷行为近乎疯狂！

2009 年以来，金融领域尤其是商业银行系统的流动性充裕程度快速发展，银行利率甚至出现了“倒挂”现象。在银行间同期拆借市场上，7 天同业拆借的利率 2009 年初迅速下降到 1%左右的水平，低于商业银行同期通知存款 1.35%的年利率水平。在这种情况下，银行增加贷款规模以改善当期经营状况的冲动是非常强烈的。但自进入 6 月份后，银行间资金充裕的情况有所改变，银行间市场利率上升；7 月份后，银行间利差倒挂现象已基本解除。银行开始正视风险。

■ 物价分化走势延续

自 4 月份以来，工业品价格就开始走上了反弹上升之路。虽然 PPI 指数下跌趋势不断扩大，但工业品价格水平实际上在不断上升。7 月份工业品价格环比上涨 1.0%。

与工业品价格走势刚好相反，消费品价格走势延续了缓慢下跌的态势。CPI 数据下跌态势虽然没有持续扩大，基本表现平稳，但消费品价格水平则一路走低。消费品价格下降主要表现为消费物价环比连续下降。7 月份消费品价格与上月持平，环比为 0。

物价走势分化的原因在于今年价格反弹基本上是流动性推动的结果，由于实体经济对货币扩张响应的结构性差异，流动性对不同商品的推动作用也存在差异。一般来说，短期价格变动主要取决于市场供求状况，成本推动对价格变动的作用通常是长期性的。流动性推动的价格演变路径为：CRB → PPI → CPI。第一级的时滞为 1 个月，第二级为 6-12 个月，平均为 8 各月。

■ 工业生产持续回暖，消费总体平稳

7 月份工业生产呈现了稳中有升的态势。投资的快速增长带动了经济的回升，由于基建领域的投资对 GDP 的拉动作用较小，因此即使当前投资保持了比去年高得多的增速，工业生产相对去年仍处于一个较低水平。7 月份投资的行业分布，出现了良好变化，制造业投资和房地产投资呈现了良好的上升势头。虽然总投资增速与前期略有下降，但由于投资结构改善，投资未来对经济拉动的作用会加大，制造业投资和房地产投资对经济的拉动作用要明显强于基建投资。即使未来投资略有下降，工业生产向上的趋势也不会改变。

我们曾多次指出，消费具有平稳的特性，2007-2008 年期间的消费高速增长是由于当期房地产投资高速增长以及高的通货膨胀水平，对当期消

费促进的结果。随着房地产投资的回落和通胀消除，消费将回落到稳定水平，即 14%-16%。我们认为，消费总体上出现大变动的可能性不大。对于消费，我们要关注的是其中消费结构升级的趋势。2009 年以来，在消费总体表现平稳的同时，消费升级特征明显。当前的消费升级主要表现为汽车的普及和旅游市场的扩大。分类别看，7 月份，汽车类增长 32.0%，远高于大部分行业的增长。

二、8 月经济：经济活力进一步上升

■ 国务院常务会议：经济结构调整再上日程

国务院在 8 月召开了 3 次常务工作会议，主题分别为应对气候变化、扶持中小企业发展和产能过剩治理。

表 1 2009 年 8 月国务院常务会议

召开日期	主要内容（经济部分）
8月12日	研究部署应对气候变化有关工作。
8月19日	研究部署促进中小企业发展，出台六大扶持措施。
8月26日	研究部署抑制部分行业产能过剩和重复建设。

数据来源：上海证券研究所

8月12日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署应对气候变化有关工作，审议并原则通过《规划环境影响评价条例（草案）》。应对气候变化，是我国走可持续发展道路的内在要求，国家为此专门成立了应对气候变化的领导机构，制定了《中国应对气候变化国家方案》。为应对气候变化，我国除了加大科技研发投入外，还专门落例如调整经济和产业结构、优化能源结构、节能减排和提高能效等政策和措施，尽力减少温室气体排放。按照我国应对气候变化的工作部署，节能减排和环保领域将迎来一个大的发展机遇。

8月19日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署促进中小企业发展。会议要求继续落实促进中小企业发展的政策措施，在此基础上进一步出台了六大利好扶持措施。这六大利好措施包括：完善政策法律体系；切实缓解中小企业融资难；加大对中小企业的财税扶持；加快中小企业技术进步和结构调整；支持符合条件的中小企业参与家电、农机、汽车摩托车下乡；加强和改善对中小企业的服务等。中小企业是我国就业的主渠道，中小企业为主体的民营经济吸纳了占全国就业人数 75% 的就业人数。中小企业活力增强，客观上为我国加快结构调整准备了条件。在当前经济调整时期，我国进行结构调整的一个主要制约就是就业市场缩小。扶持中小企业发展，通过广开就业门路，为我国经济结构调整的顺利推进，创造了社会条件。

8月26日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署抑

制部分行业产能过剩和重复建设，引导产业健康发展。会议强调要形成引导产业健康发展的合力，当前要重点加强对钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备等行业发展的指导。一要严格市场准入。二要强化环境监管。三要严格依法依规供地用地。四要实行严格的有保有控的金融政策。五要建立信息发布制度。通过深化改革，从体制上解决产能过剩的深层次问题。

综合而言，要应对气候变化，必须实现结构调整，同时结构调整也是产能过剩治理的必须手段，而中小企业发展，则是顺利进行结构调整的一个必要外部条件。从结构调整的方向上看，通过加大环保领域的投资，实现节能减排目标，是实现产业升级的一个有效途径。

■ 价格走势拐点形成

8月的CPI和PPI同比数据差距将略有下降。虽然以同比数据表示的CPI和PPI指数年内仍难以转正，但下降幅度将进入一个逐渐收窄阶段。消费品物价水平，如果没有出现大的冲击，通常波动不大，变化稳定，年内价格的微升，不改CPI指数同比数据为负的局面。PPI同比数据在8月份继续扩大的同时，9月份将明显收窄。

导致工业品和消费品价格同比数据走势出现上述差异的原因，在于去年两者价格变化走势的差异。从价格绝对水平上看，我们预计工业品和消费品的价格在8月份都会出现上涨的势头。但由于去年同期工业品价格的更快上涨，PPI同比数据仍会进一步下跌，而CPI同比降幅则会小幅收窄。

■ 投资继续维持高增长态势，本月增速略升

2009年以来的我国的高投资态势基本上是政府项目带动的结果。从财政资金流转的进程看，政府到位资金通常在3-6月后变为开工资金。只有开工资金才能转化为真实投资，GDP增长。上半年，政府项目资金到位率为90%。大部分政府项目资金在下半年才从账目真正进入真实投资领域，预计政府主导投资增长下半年仍将继续增长。

虽然信贷在下半年中的回落已成定局，但为项目建设所需发放的贷款实际上在上半年都已发放到位，下半年因资金闲置和过早投放而流入股市、楼市的现象将有所减少，全社会资金的使用效率将提高，实体经济领域资金充裕状态将不会发生改变，项目建设不会因缺资金而放缓，投资进程将继续上半年的高速态势。

2009年7月份，我国财政收支状况继续好转。由于下半年经济回暖形势的确定性，我们认为下半年政府的财政收支状况将继续改善。政府财政的好转，意味着政府财政刺激能力的增强，因此，政府有能力将上半年的高投资增速延续下去。当前我国投资的高增长态势主要是政府主导投资带动的，加上基建领域投资具有的长周期性，因此当前的投资规模年内基本不会变化。8月份由于季节性因素，投资增速有小

幅反弹。

■ “高投资、低生产”状态继续改善

7月份，我国经济运行中“高投资、低生产”的状态开始发生转变。8月份，工业生产的良好势头继续得到保持。从发电量的数据上看，国家电力调度通信中心的数据显示，8月上旬发电量同比增长3.6%，8月上旬增速较7月下旬(2.0%)增幅略扩大。排除去年同期基数较低和夏季高温因素的影响，8月上旬真实经济需求的用电量还是呈现了增长态势。用电需求回升表明工业生产正在逐渐恢复。工业生产的回暖，主要在于投资结构的改善，即第一产业和第三产业领域投资快速增长的投资特征开始逐渐显现。第二产业投资相对落后，说明新增投资不会重复形成过剩产能。第三产业投资的继续保持快速增长态势，预示着投资对经济拉动和工业生产带动的作用在增强。分产业看，1-7月份，第一产业投资增长62.5%，第二产业增长27.8%，第三产业增长36.5%。

三、9月经济走势前瞻：宏观调控再推执行力

■ 经济数据有好有忧，扩张财政政策继续上路

7月份全国国有及国有控股企业实现营业收入环比下降7.2%，实现利润环比下降2%。财政部称，国企1-7月主要经济指标继续好转，但营业收入和利润总额出现波动。国企经营状况的波动说明，虽然经济“绿芽”已然萌现，但仍需加倍呵护。从美国情况看，首次申请失业救济人数连续两周增多，可见上周公布的美国7月份失业率下降应该是寻找就业人口减少所致。美国就业市场的形势说明，美国经济运行仍然处在低迷状态。我们认为，由于美国去债务化过程的漫长性，美国经济可以很快见底，但会面临一个比以往更长的复苏。暂别市场一个多月的地方政府债券发行将于8月28日重新启动。从海外市场情况来看，明年欧元区国债发行规模或创新高。发债增加意味着政府支出的扩张，表明全球扩张的财政激励政策在短期内不会改变，甚至仍有扩大的趋势。国务院总理温家宝8月24日在浙江考察时也强调，坚持宏观政策方向不动摇。我们认为，在宏观调控基调不变的情况下，扩张的财政政策会继续得到施行。

■ 货币微调压力不减

8月24日，人民银行、财政部和商务部等在内的六部门负责人表示，将适时扩大跨境贸易人民币结算试点范围。跨境贸易人民币结算有助于减少企业国际贸易中的汇率风险，因而试点扩大有利于我国出口的稳定预期。更为重要的是，跨境贸易人民币结算试点扩大，跨出了我国人民币国际化的实质性步伐，对我国外汇储备的管理有重要影响，

试点范围扩大，降低了我国未来上调存款准备金率的压力。尽管许多发达国家央行昨日表示，近期无意加息。8月25日，奥巴马正式提名伯南克连任美联储主席。如果伯南克获得连任，那么宽松货币政策始作俑者不会轻易改变方向，全球宽松的货币环境将持续，未来的改变也将是缓和、而不是激进的。但是，我们仍然认为，货币微调的压力变数将一直存在。

■ 十七大四中将为中国经济长远发展再添新力

9月在北京召开中国共产党第十七届中央委员会第四次全体会议，主要议程是，中共中央政治局向中央委员会报告工作，研究加强和改进新形势下党的建设问题。新形势下加强党建的目的之一，就是为了“有效应对国际金融危机冲击、保持经济平稳较快发展”。

改善党建，无疑将改善中国共产党作为执政党的政府管理水平。政府不仅是经济建设的参与者，而且是市场经济的调节者。双重经济角色对政府的经济施政能力提出了很高要求。世界经济的比较研究和各国经济发展的经验表明，政治效率的提高和公共管理水平的改善，对经济持续增长有重大决定作用。良好的政府治理环境（governance environment）意味着良好的宏观调控和高效的服务能力，这对一国经济的增长和发展具有极高的重要性。

政府治理的内容是多方面的，按世界银行的定义至少包括对官僚主义的限制、公共部门行政效率的提高、公共金融服务的改善、政治制衡原则的应用等内容。为了便于纵向和横向研究，政府治理水平可用治理指数（governance indicator）来衡量。治理指数通常包括以下四方面的内容：1)政府效率(government effective) 2)管理质量(regulatory quality) 3)法制(the rule of law) 4)反腐体系(control of corruption)。这些内容对经济发展影响的重要性是显而易见的。世界银行按此建立了一套政府治理指数（governance indicators）等一系列相关指数，用于政府公共服务效率改善对经济发展影响的比较研究。研究表明：经济的高速增长伴随着政府治理指数的提高，包括中印在内的新兴市场经济体的不同发展速度表明，政府治理指数提高快的国家和地区获得了相对较快的增长速度；中国相对较快的增长速度伴随者相对较高水平的政府治理指数；与发达经济体相比，发展国家政府治理指数普遍较低，两者间存在较大差距，说明发展中国家存在较大改善空间；中国政府治理指数（包括印度）在发展中国家中仅是稍微好一点，可见导致政府治理指数改善的体制改革收益巨大，政府治理指数仍处较低水平的状况说明，中国为代表的发展中国家体制增长空间仍然巨大，改革边际收益还远未到大幅下降的阶段。

■ 波动经济数据再次加深漫长复苏路预期

日本8月26日公布的临时数据显示，7月份出口总额同比下降36.5%，超过6月份35.7%的降幅，显示日本经济回升基础并不稳固。同日，

美国国会预算办公室发布了大幅调高的赤字预测，预告 10 年赤字将达到 7.14 万亿美元，比该机构 3 月份的预测高出约 2.7 万亿美元。奥巴马政府承认，相比它原先的估计，美国经济衰退幅度更深、对国家财政状况的损害也更大。美国严重的赤字情况，进一步加重了美国经济未来去债务化的压力，压制了美国政府开支的增加。也表明美国刚刚开始的去杠杆历程的漫长，可能超出原先人们的设想，作为全世界发动机的美国需求萎缩将长期延续。世界经济恢复的缓慢进程，决定了未来我国出口的萎靡局势仍将持续。

■ 政策再推执行力

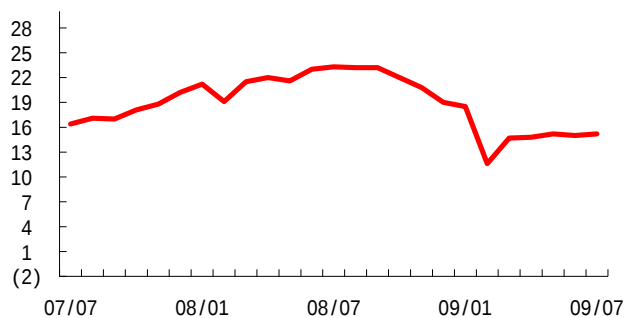
虽然7月的经济数据显示了良好的经济回暖势头，国内市场投资和消费保持旺盛增长，工业增加值和发电量增幅均创今年最好水平，但经济增长的基础仍不稳固。出口额虽逐月回升，但远低于全球经济危机爆发前的水平，内需的增长还不能完全弥补外需大幅萎缩的影响。在政策效应方面，培育内需的长期性措施还未开始见效，但经济好转还只是拉动经济增长的短期投入激励的结果。主要工业产品产能过剩问题仍然严重，至去年底，中国粗钢产能达到6.6亿吨，而国内需求不到5亿吨；水泥产能18.7亿吨，需求只有14至15亿吨；电解铝、煤化工、平板玻璃、烧碱等产能也严重过剩。中国经济回暖进程中，还存在较多的不确定性：

- 1) 外需严重萎缩的局面仍将延续；
- 2) 结构升级和节能减排的紧迫性提高，产能过剩矛盾突出；
- 3) 就业压力持续加大；
- 4) “民工荒”和“打工难”问题同时存在，农民增收难度加大；
- 5) 企业经营未全面回升，一些地区、行业和企业的效益继续下降；
- 6) 信贷过快增长带来潜在风险压力；
- 7) 流动性催生了新一轮价格泡沫。

在经济企稳回升的关键时期，各级政府和部门多次表示了对既定宏观政策执行和贯彻的力度和决心。我们认为，9月份中央将继续上半年的政策方向，加大既有各项政策的执行力度，宏观调控会沿着既定方向，在结构调整、产业升级、节能减排和环保方面，推出更多的政策和举措。

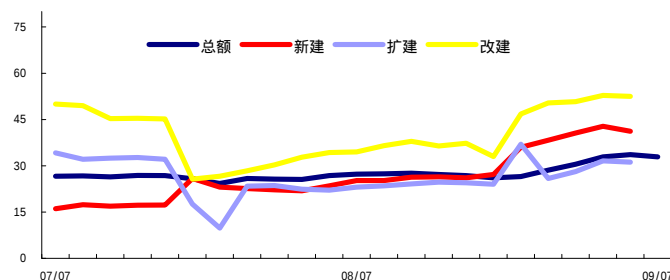
7月宏观经济数据

图 1 7月份社会消费品零售总额月度同比(%)



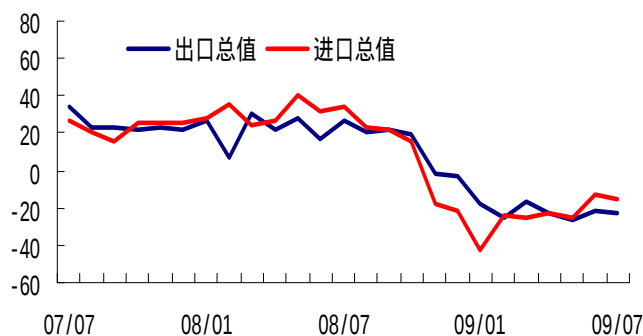
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

图 2 1-7月份固定资产投资累计同比(%)



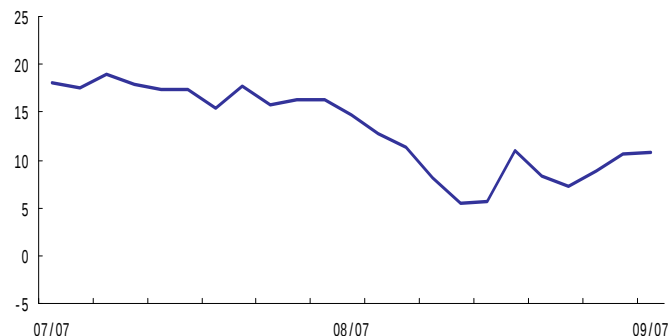
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

图 3 8月份进口总值与出口总值的月度同比(%)



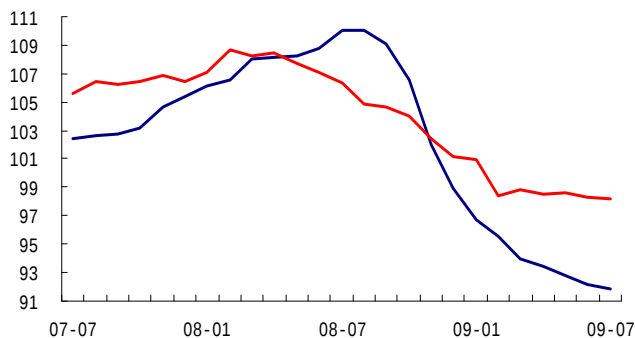
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

图 4 8月份工业增加值月度同比(%)



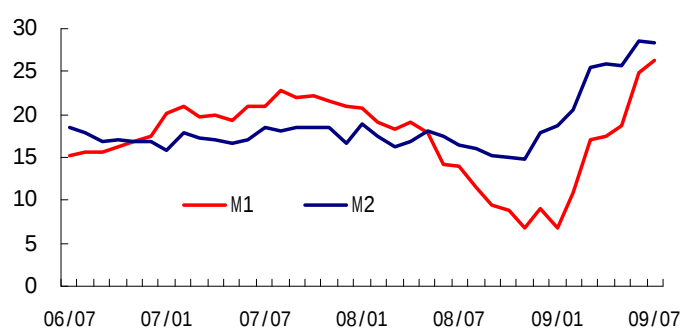
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

图 5 8月份CPI&PPI月度同比(%)



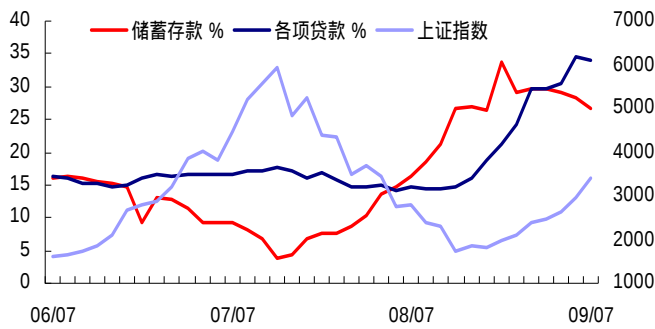
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

图 6 8月份货币供应量增长月度变动(%)



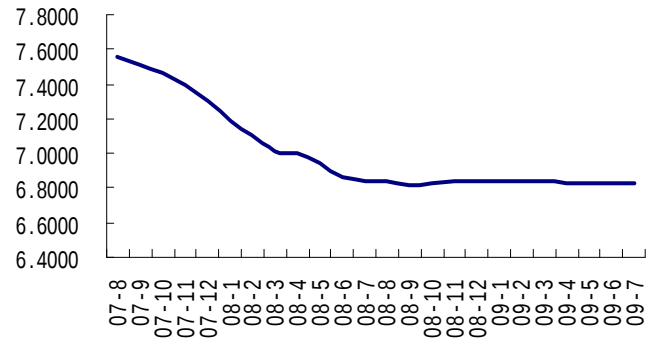
数据来源：人民银行、上海证券研究所

图 7 8 月份储蓄存款余额与各项贷款余额的月度变化



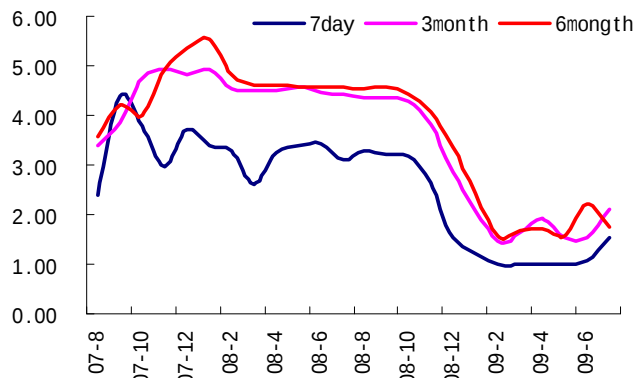
数据来源：人民银行、上海证券研究所

图 8 美元兑人民币期末汇率走势



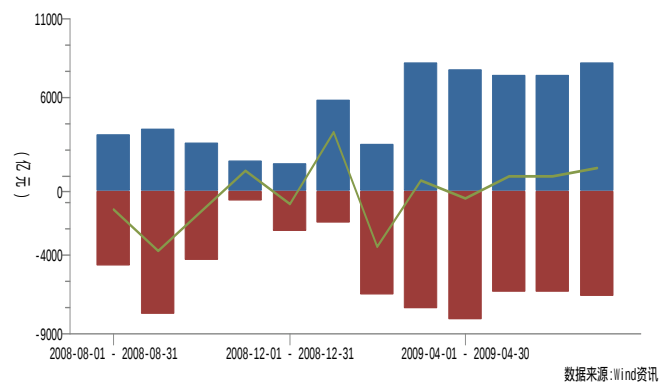
数据来源：外汇管理局、上海证券研究所

图 9 银行间拆借、回购利率



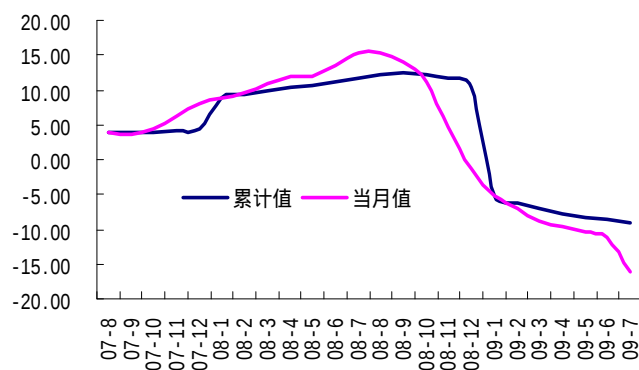
数据来源：wind、上海证券研究所

图 10 央行公开市场操作货币投放与回笼



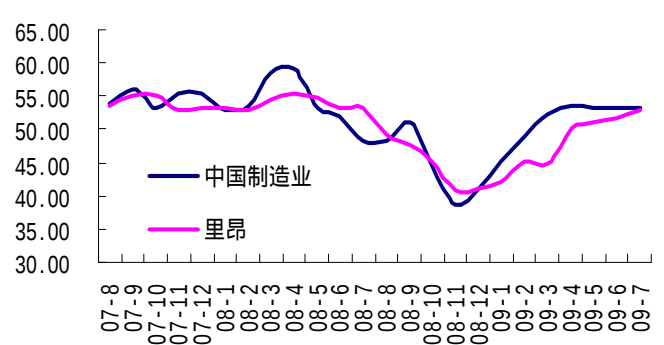
数据来源：WIND、上海证券研究所

图 11 主要工业原材料价格变动（购进价格指数）



数据来源：wind、上海证券研究所

图 12 PMI 订单及库存



数据来源：PMI、上海证券研究所

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。