

日期: 2010 年 8 月 10 日



首席宏观分析师 胡月晓
021-53519888-1917
huyuexiao@sigchina.com
执业证书编号: S0870208090146

2009 年的信贷过剩和 2010 年的去金融化

报告编号:

相关报告:

《货币政策退出的次序和影响》

(2009 年 11 月 10 日)

《经济转型和资产泡沫》

(2009 年 10 月 12 日)

《2009 钱流何方》

(2009 年 4 月 2 日)

■ 主要观点:

2009 年信贷过剩规模的测算

我们认为超过正常需求的信贷投放最终都将形成沉淀资金或移作它用,即流入股市或楼市。对于 2009 年的正常信贷需求,我们分别采用了收入法(企业经营收入情况与所需信贷资金呈正相关关系)、产出法(工业增加值与信贷资金需求呈正相关关系)和资产法(企业短期贷款与流动资产呈正相关关系,企业中长期贷款与全社会投资呈正相关关系)来进行估算,最终的测算结果取这三种方法的平均值;综合以上测算结果,2009 年人民币贷款流入股市的规模应该在 42979.93 亿元(资产法)至 47492.22 亿元(平均值)之间,占新增贷款的比重在 44.82%和 49.52%之间。更为重要的是,在 2009 年的新增贷款中,闲置资金规模也很庞大,我们测算闲置数量平均数 10740.7 亿元,占新增贷款数量的 11.2%;闲置规模最高可能为 28207.82 亿元,占比为 29.41%(产出法测算)。

投资建议: 回避金融属性

由于中国经济增长的进程看来不太可能被打破,经济增长的持续将构成对资产价格的重要支撑。在金融领域流动性上升的时期,具有金融属性的资产往往上涨幅度最大,比如有色金融价格、房地产等;在流动性向下流动的未来,在投资方向上回避一些过高金融属性资产的“去金融”化行为,或许是一个投资者不得不面对的问题。“去金融”化并不意味着逃离金融领域。

目 录

一、2009 年信贷过剩规模的测算	4
1.1 收入法	4
1.2 产出法	5
1.3 资产法	6
二、超额信贷流向何方?	9
2.1 关于信贷和股市运行	10
2.2 信贷资金流入股市的途径	10
2.3 流入股市信贷规模的测算	11
2.4 结果与评价	13
三、防范信贷资金流入股市的政策建议	13
3.1 不可忽视的闲置资金	13
3.2 防范信贷进入股市的建议	14
四、投资建议	15

图

图 1 信贷规模和企业营业收入（亿元）	5
图 2 信贷规模和工业增加值（亿元）	6
图 3 含票据的短期信贷规模和流动资产关系组合（亿元）	7
图 4 中长期贷款和全社会投资关系组合（亿元）	9
图 5 新增居民贷款和住房销售（亿元）	12
图 6 新增居民贷款和股指间亦存在高相关性（亿元）	13

表

表 1: 生产法计算社会信贷需求量（亿元）	4
表 2: 产出法计算社会信贷需求量（亿元）	5
表 3: 资产法计算的人民币短期信贷需求量（亿元）	7
表 4: 资产法计算的人民币短期信贷需求量（亿元）	8
表 5: 2009 年新增贷款需要量（亿元）	9
表 6: 信贷流入股市规模（亿元）	13

一、2009 年信贷过剩规模的测算

信贷资金的超额投放，意味着信贷投放超过了企业正常经营对信贷资金的需求规模。因此，从总量上测算信贷资金的过剩规模，首先要确定一定时期内、经济系统中信贷资金的需求总量。

测算信贷资金过剩规模，首先要确定社会信贷资金需要基准 X_1 ；我们以三种方法确定社会信贷资金需求规模。

1.1 收入法

在一定的经营规模和产量安排下，企业对信贷资金的需求和生产规模是成比例关系的。这样，我们就可以用工业生产情况，来大体推算全社会信贷资金的需求。

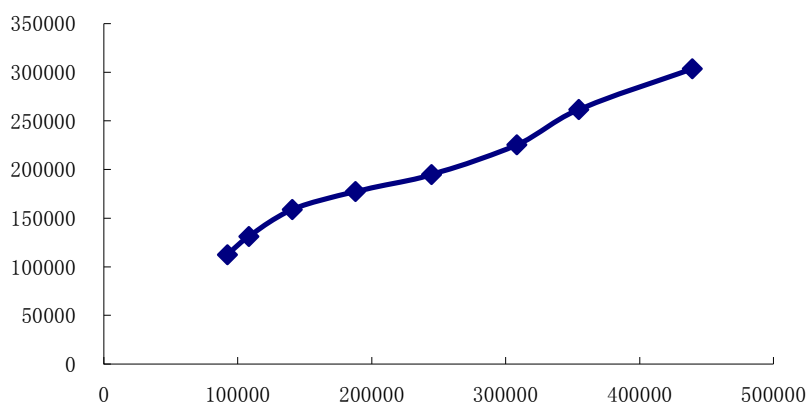
表 1：生产法计算社会信贷需求量（亿元）

年份	信贷规模 (x)	企业经营收入 (y)	计算公式
2001	112,314.70	92,277.99	$y=a+bx$
2002	131,293.93	108,186.50	$a=-138535.60$ $b=1.91$
2003	158,996.23	140,610.31	
2004	177,363.49	187,814.77	
2005	194,690.39	244,593.42	
2006	225,285.28	308,424.15	
2007	261,690.88	354,518.00	
2008	303,394.64	439,463.99	
2009	399684.82	474608.64	

数据来源：Wind，上海证券研究所

观察数据信贷规模和企业经营收入之间的关系，可直观判断两组数据间是线性关系：

图 1 信贷规模和企业营业收入（亿元）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

用OLS法，得到信贷和企业经营收入之间关系的拟合方程如下：

$$Y = -138535.60 + 1.91X$$

$$\begin{matrix} (18744.37) & (0.09) \\ (-7.39) & (20.84) \end{matrix} \quad \dots \dots (1)$$

计算结果显示“a”为 负值，其经济学含义是企业自有资金量，初步可以判定结果符合现实。进一步的统计检验显示，上述拟合曲线的预测模型有较高的合理性和适用性。

代入公式（1），求得2009年的信贷需求量为

$$X = 321017.93$$

由此可得2009年所需的信贷增量：

$$\Delta = 321017.93 - 303394.64 = 17623.29$$

1.2 产出法

以收入法类似，我们可以用工业增加值作为企业经营状况的衡量指标，计算出社会的信贷资金需要量。

表 2: 产出法计算社会信贷需求量（亿元）

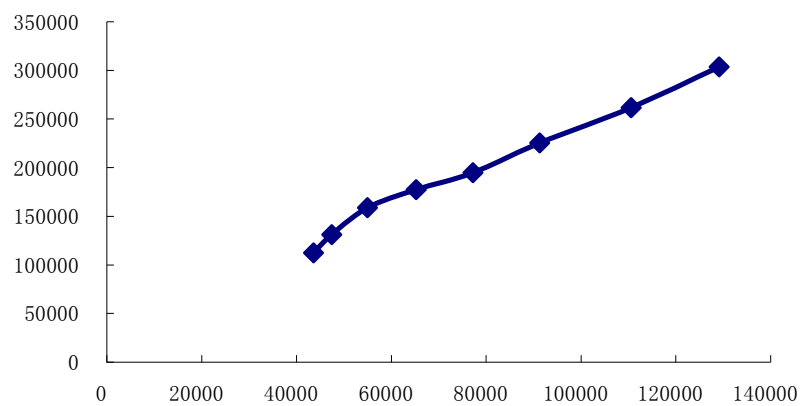
年份	信贷规模 (x)	全部工业增加值 (y)	计算公式
2001	112,314.70	43,580.62	y=a+bx a=-14835.3 b=0.47
2002	131,293.93	47,431.31	
2003	158,996.23	54,945.53	
2004	177,363.49	65,210.03	
2005	194,690.39	77,230.78	

2006	225,285.28	91,310.90	
2007	261,690.88	110,534.90	
2008	303,394.64	129,112.00	
2009	399684.82	134625.00	

数据来源: Wind, 上海证券研究所

信贷规模和工业增加值间的散点图显示, 两组数据间同样满足线性关系。

图 2 信贷规模和工业增加值 (亿元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

我们用同样的方法得出方程:

$$Y = -14835.3 + 0.47X$$

$$\begin{matrix} (4194.22) & (0.02) \\ (-3.53) & (23.03) \end{matrix} \quad \dots \dots (2)$$

“a” 为负值的结果含义与收入法相同。

代入公式 (2), 求得2009年的信贷需求量为

$$X = 318000.64$$

由此得2009年所需的信贷增量

$$\Delta = 318000.64 - 303394.64 = 14606.00$$

1.3 资产法

为保持经营的稳健性和持续性, 对于经营性资产而言, 企业通常会根据自身状况保持相对稳定的财务结构, 虽然个体因行业、经营风格差异会有不同, 但全社会的财务结构通常会操持稳定。因此, 我们可以

根据企业不同类型资产的变动情况，推算企业对信贷资金的需求程度。资产法要分两步计算，**第一步先计算企业经营性贷款的需求**，我们可以根据企业流动性资产的变动情况，推算企业对流动性信贷资金的需求。

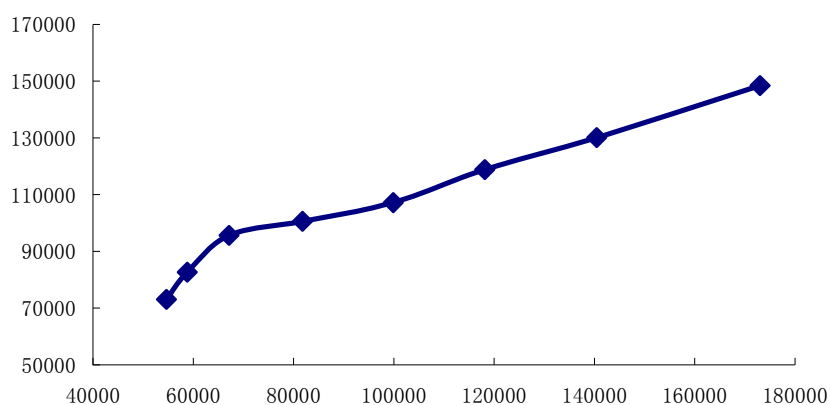
表 3: 资产法计算的人民币短期信贷需求量 (亿元)

年份	短期信贷规模 (x)	全年流动资产 (y)	计算公式
2001	73,076.62	56,594.81	$y=a+bx$
2002	82,651.89	61,191.84	$a=-90440.7$ $b=1.834$
2003	95,594.83	71,795.49	
2004	100,656.12	86,884.71	
2005	107,229.97	105,964.73	
2006	118,772.88	125,432.92	
2007	130,151.80	154,177.71	
2008	148,394.85	184,882.57	
2009		210242.47	

数据来源: Wind, 上海证券研究所

观察数据信贷规模和流动资产之间的关系，可直观判断两组数据间是线性关系。

图 3 含票据的短期信贷规模和流动资产关系组合 (亿元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

用同样的方法得出方程:

$$Y = -90440.7 + 1.834X$$

$$(14342.64) \quad (0.13)$$

$$(-6.30) \quad (14.00) \quad \dots \dots (3)$$

“a”为负值的结果含义与生产法相同。

代入公式(3)，求得2009年的短期信贷需求量为

$$X = 163949.38 \text{ (亿元)}$$

第二步，计算企业投资性贷款的需求。

我们可以根据全社会投资的变动情况，推算企业对中长期信贷资金的需求。

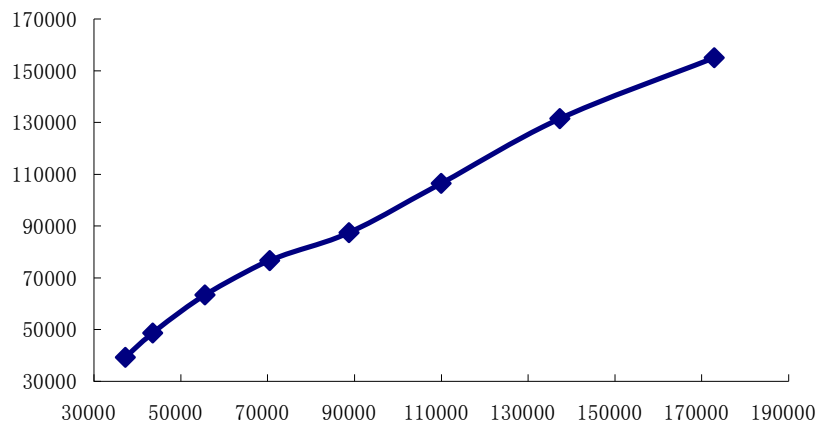
表 4：资产法计算的人民币短期信贷需求量（亿元）

年份	中长期贷款 (x)	全社会投资 (y)	计算公式
2001	39,238.08	37,213.50	y=a+bx
2002	48,642.04	43,499.90	
2003	63,401.40	55,566.60	
2004	76,707.37	70,477.40	
2005	87,460.42	88,773.60	
2006	106,512.40	109,998.20	
2007	131,539.08	137,323.90	
2008	154,999.79	172,828.40	
2009		224845.6	

数据来源：Wind，上海证券研究所

观察数据中长期信贷规模和全社会投资之间的关系，可直观判断两组数据间是线性关系。

图 4 中长期贷款和全社会投资关系组合（亿元）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

用同样的方法得出方程:

$$Y = -15208.09 + 1.18X$$

$$\begin{matrix} (3914.99) & (0.04) \\ (-3.88) & (29.06) \end{matrix} \quad \dots \dots (4)$$

“a”为负值的结果含义与生产法相同。代入公式(4),求得2009年的中长期信贷需求量为

$$X = 203435.33 \text{ (亿元)}$$

第三步, 加总求得2009年全年新增信贷需求量

$$\Delta = 367384.71 - 303394.64 = 63990.07 \text{ (亿元)}.$$

我们取以上3种计算方法的平均值作为 X_1 , 结果如下:

表 5: 2009 年新增贷款需要量 (亿元)

收入法	产出法	资产法	平均
17623.29	14606.00	63990.07	32073.12

数据来源: 上海证券研究所

$$X_1 = 32073.12$$

二、超额信贷流向何方?

我们认为超过正常需求的信贷投放最终都将形成沉淀资金或移作它用, 即流入股市或楼市。我们可以用总额法测算信贷资金流入股市的规模。

2.1 关于信贷和股市运行

就信贷资金与股市之间相关性的研究，当前国内外已有较多论述，在理论上已有颇多建树，其主要成果可归纳总结如下：

2.1.1 股市的进退与信贷收放时点之间的相关性

现有的研究发现，股市起点往往超前于货币流动性的投放，而终点往往滞后于货币流动性的收缩。股市的高低点和货币政策转向起点之间的时间差，给予了我们提前捕捉买点和卖点的机会。政策是行情的发动机，经济是行情的终结者，流动性是连接政策起点和经济终点的纽带，政策起点和经济终点之间并非一条直线，而是由流动性谱写的波动曲线。政策影响行情短期走势，流动性主导中期走势，经济决定长期趋势。即流动性实际上是政策和经济之间的对接口，直接反映投资者预期，因为市场预期、投资决策是通过资金流向来体现的。

2.1.2 银行信贷与资产泡沫之间的相关性

2000 年 Allen 和 Gale 提出基于信贷扩张的资产价格泡沫模型，从投资者利用银行信贷投资风险资产的角度，解释了资产价格的产生和崩溃。通过分析得知，在很多情况下，正是银行信贷扩张吹起了资产泡沫，而信贷会进一步扩张和资产价格会进一步上升的预期又造成了更大的泡沫。未来信贷不确定性越高，泡沫就越膨胀。因为这时信贷扩张已经纳入投资者的融资和投资预期，如果信贷扩张低于预期，或者仅仅低于最高的预期水平，投资者就不能偿还贷款，资金链条断裂经常会产生多米诺骨牌效应，从而造成泡沫的崩溃。从这个意义上说，不一定只有信用紧缩才会触发危机，即使信贷增长没有达到预期水平，也可能造成泡沫的破灭。

2.1.3 信贷市场对资本市场危机性泡沫的影响

研究金融危机的形态和形成机制可以发现，在危机前普遍存在着股票、不动产等价格大量上涨产生泡沫，严重偏离其内在价值的现象，而危机又往往是以这种价格的泡沫破裂为先导的。危机性泡沫的形成有许多原因，在一个制度存在缺陷的金融体系下，银行信贷资金介入股市是其中一个重要因素。已有的研究成果通过建模得到银行信贷资金在危机性价格泡沫形成中的作用机制，认为在社会信用体系还不完善的情况下，银行信贷资金介入股市对价格泡沫的形成具有极大的推动作用，如果银行本身也存在体制上的缺陷，问题会更严重。

2.2 信贷资金流入股市的途径

2.2.1 资金置换

具体表现为企业或个人一方面以正常理由申请或占用大量银行信贷资金，另一方面则用信贷资金置换出自有资金投入证券市场以期获

取高额收益。

2.2.2 贷款回笼

具体表现为信贷资金通过合规的贷款支付形式流入股市。

2.2.3 抵押套现

具体表现为个人客户用款项早已付清的房产办理抵押贷款(贷款用途仍为购买该房产)或利用房产增值办理加按揭贷款(在无须提供相关贷款用途证明材料情况下增加贷款额度)。此类房产抵押贷款套现后,信贷资金实际用途一般无法核实,借款人可以直接将资金投入股市。

2.2.4 曲线入市

具体表现为企业、个人利用单个银行对资金流向监测的局限性,通过复杂的资金划转将信贷资金“洗”成自有资金再流入股市。

2.3 流入股市信贷规模的测算

3.1 企业部门——总额法

直接从信贷规模变动上推算,流入股市的信贷资金量,即为信贷资金流入股市的总额测算法。信贷流入股市,意味着信贷资金的超额投放。超额的基准是企业正常经营对信贷资金的需求规模。因此,从总量上测算信贷资金流入股市规模,首先要确定一定时期内、经济系统中信贷资金的需求总量。

总额法测算流入股市信贷资金规模的步骤如下:

- 1) 确定社会信贷资金需要基准 X_1 ;
- 2) 确定当时经济系统中的资金存量 X_2 ;
- 3) 统计信贷真实投放量 Y ;
- 4) 计算信贷真实投放和社会资金需求之间的差额 $Y - X$ 。

由于超过经济系统正常经营需要的资金可能以多余资金的形式沉淀在企业之间,所以我们需要比较 X_1 和 X_2 的情况,以两者中数值大者作为实体经济中吸纳信贷资金量的基准。

我们已经知道了社会信贷资金需要基准 X_1 ,接下来我们要确定全社会企业的资金存量增加值 X_2 。

我们直接选用企业存款,来衡量全社会企业的资金存量 X_2 。2009年末,企业存款数量为 217109.99亿元,比2008年年底的157632.21亿元增加了59477.78亿元。即:

$$X_2 = 59477.78$$

比较 X_1 和 X_2 的大小,显然:

$$X_1 < X_2$$

从货币创造过程看，贷款首先转变成企业存款，经过企业经营过程中发生的货币流转，企业存款再转化为其它形式资金。企业存款增加大于信贷需要量，表明有部分贷款资金沉淀在了企业账户上，变成了为闲置资金。闲置资金规模为 X_1 和 X_2 间的差额-企业经营扩大所需资金增量 ΔX_2 。短期看，企业经营所需资金增量和贷款增量两者都源自企业经营规模扩大，因此企业经营扩大资金增量和信贷增量间应是成比例的：

$$\frac{\Delta X_2}{157632.21} = \frac{32073.12}{303394.64}$$

从而得：

$$\Delta X_2 = 16663.96$$

因此，企业闲置资金规模

$$X_2 - X_1 - \Delta X_2 = 59477.78 - 32073.12 - 16663.96 = 10740.7$$

第三，确定实际信贷投放量 Y 。

统计结果显示：2009年真实信贷新增投放量为95900亿元。

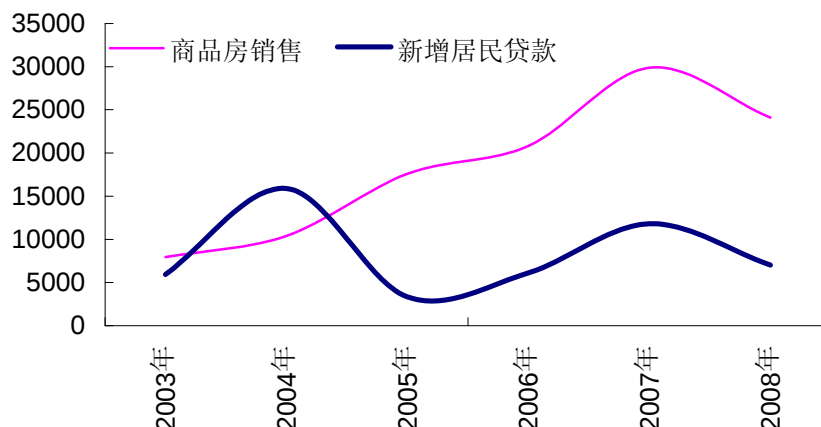
最后，计算流入股市的信贷数量 $Y - X$ 。

$$Y - X = 95900 - 59477.78 = 36422.22 \text{ (亿元)}$$

2.2 居民部门——系数法

以上我们仅是考虑了企业经营活动对信贷的需求变动情况，并未测算居民户贷款的变动情况。在居民户贷款中，按揭贷款占有绝对优势比重。从商品房销售和居民户贷款的变动情况看，两者之间基本没有相关性，2003-2008年间两者的相关系数为-0.023，说明居民买房主要依靠自有资金，这与西方主要依靠借贷消费形成了重大的差异，也从一个侧面说明了中国的储蓄传统。

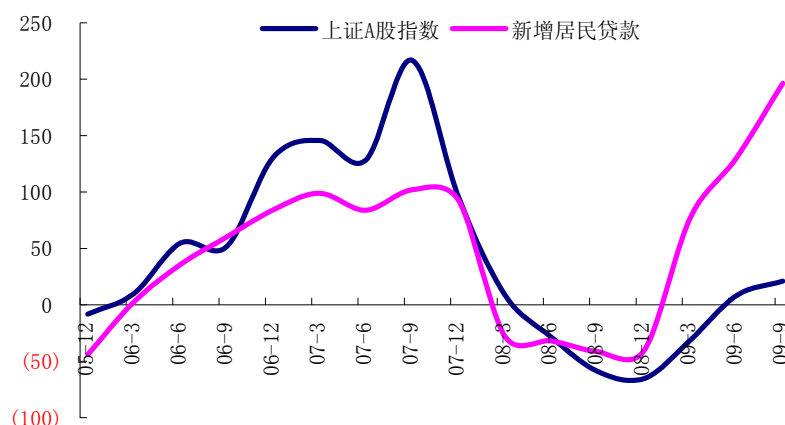
图 5 新增居民贷款和住房销售（亿元）



数据来源：Wind，上海证券研究所

由居民贷款和股市指数的相互关系可以看出，中国的居民贷款变动主要反映股票市场的波动情况。虽然我国的《贷款通则》明文规定，严禁信贷资金流入股市，银监会也三令五申严禁贷款资金流入股市，但信贷资金流入股市现象却屡禁不止，特别是在居民贷款领域，由于缺少像企业那样的严密带后管理手段，个人贷款炒股成常见现象。从实际表现看，新增居民贷款的变动和股指间的联动关系明显，两者间的相关系数为0.55。这意味着大约有45%的新增居民贷款流入了股市。

图 6 新增居民贷款和股指间亦存在高相关性（亿元）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

2009年，我国新增居民贷款累计余额为24600亿元，其中约11070亿元流入了股票市场。

2.4 结果与评价

我们对信贷资金流入股市的测算结果如下：

表 6: 信贷流入股市规模（亿元）

时间	新增贷款	流入股市		
		总计	居民	企业
2009年	95900	47492.22	11070	36422.22

数据来源: 上海证券研究所

三、防范信贷资金流入股市的政策建议

3.1 不可忽视的闲置资金

综合以上测算结果，2009年人民币贷款流入股市的规模应该在42979.93亿元（资产法）至47492.22亿元（平均值）之间，占新增贷款的比重在44.82%和49.52%之间。

更为重要的是，在2009年的新增贷款中，闲置资金规模也很庞大，我

们测算闲置数量平均数10740.7亿元，占新增贷款数量的11.2%；闲置规模最高可能为28207.82亿元，占比为29.41%（产出法测算）。

3.2 防范信贷进入股市的建议

3.2.1 按经济增长需求控制信贷规模

毫无疑问，2009年企业信贷资金大量闲置和大量进入股市，很大原因是这些钱都是银行主动送上门来的，企业按其经营情况根本不需要这么多资金。原先央行曾经制定了全年信贷增长保持在2008年水平、货币供应控制在17%以内的目标，货币供应和信贷增长的这个目标其实已为“保八”预留了相当的余量。但在后来对经济下滑的恐惧中，货币政策的预定目标被远远甩在了后面。这种情况也从一个侧面说明，中国货币当局目前的独立性仍不是很高。

3.2.2 增强货币当局的独立性

央行原先的货币增长和信贷增长目标被大规模突破，也从一个侧面说明，中国货币当局目前的独立性仍不是很高。2009年的超级宽松政策，使得央行政策目标的权威性和公信力都受到很大损害，未来央行再提出政策目标和指向时，由于市场对其信任度的降低，央行未来的政策运作难度和成本都增加。应该说，央行在制定政策目标时有其专业视角和独特性，央行的这种职责不该受到其它干扰。

4.2.3 加强贷后管理

按照我国现行的贷款管理规定，信贷资金是严禁流入股市和用作股权投资的。因此，如此规模的信贷资金进入股市，银行显然也存在管理跟不上的地方。银行贷后管理跟不上的原因，主要为法律依据不足，对企业资金流向的监控手段落后。有鉴于此，银监会专门下发了加强银行贷后管理的规范性文件，如2009年7月27日一日二文（《项目贷款融资指引》和《固定资产贷款管理暂行办法》）规定，银行对贷款可以采用“受托支付”形式。“受托支付”显然大大提高了银行对贷款流向的监测。

3.2.4 加强对商业银行的风险监管

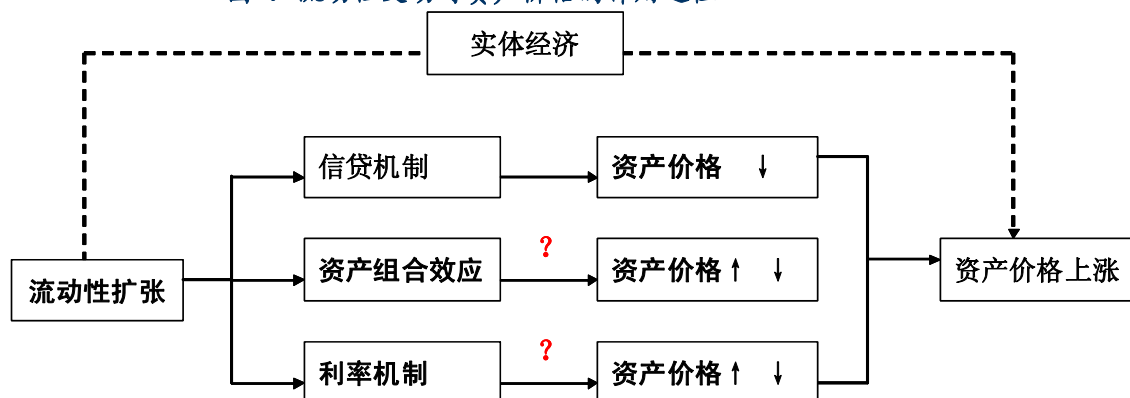
在信贷宽松的条件下，企业以自由资金投资股市，然后再从银行贷款获得经营资金的行为非常普遍。这种资金置换的贷款资金入市形式，在一定范围内是一种正常的市场行为，有利于企业盘活资金和获得财务收益，监管部门不应对此过多干预。但是企业如果进行了过多的资本市场投资，势必积累过多的市场风险，影响企业实体经营部门财务的稳健性，这就需要银行合理审核企业经营行为和加强对贷款风险的全程管理。由于银行经营过程中的“短视”，银行很可能忽视这种市场波动风险，因此监管部门可通过加强对银行贷款风险的管理，促使银行注意客户投资股票风险对贷款安全的影响。

四、投资建议

显然，当前的信贷市场供求状况相对于实体经济的运行来说，仍然处于充盈的状态。210年新增信贷的下降，并不会对实体经济的运行构成大的影响，但对资本市场的流动性变化有很大影响。

我们认为，流动性扩张推动资产价格基础上升的前提是经济扩张，单纯流动性变动对资本市场的影响，充满着不确定性，即流动性扩张要能推动资产价格上涨，必然要伴随有经济的扩张（详见《流动性、经济复苏和资产价格》2009年6月）。

图 7 流动性变动对资产价格的作用途径



2009年过度信贷投放在带来经济企稳回升正效应的同时，其不良后果（主要是地方融资平台风险、吹大的楼市泡沫、更加难以调整的经济结构）也开始日益显现。2010年下半年及更远的2010年，流动性的“刹车”将是一个趋势性的方向，不确定的只是力度和频率！

2009年，中国增加的流动性主要囤积在信贷市场和金融上层体系。未来的流动性紧缩，也将从金融领域开始。由于中国经济增长的进程看来不太可能打破，经济增长的持续将构成对资产价格的重要支撑。在金融领域流动性上升的时期，具有金融属性的资产往往上涨幅度最大，比如有色金融价格、房地产等；在流动性向下流动的未来，在投资方向回避一些过高金融属性资产的“去金融”化行为，或许是一个投资者不得不面对的问题。

房地产市场的需求结构表明，中国的房地产也跟西方一样具有极强金融属性（卖国等许多西方国家，房地产在统计上隶属金融部门），流动性的收缩意味着该行业未来吹大泡沫的基础并不存在，即使没有进一步紧缩的调控政策出台，我们也不应预期楼市价格能延续。

“去金融”化并不意味着逃离金融领域。相反，由于泡沫消除带来的金融基础——实体经济运行渐趋健康，金融机构的风险下降，价值上升，金融服务业本身的吸引力亦会上升。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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，任何机构和个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。