日期：2021 年 02 月 03 日

中国通胀全景分析

分析师： 胡月晓
Tel： 021-53686171
E-mail： huyuexiao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870510120021

报告编号：

相关报告：
《变局中寻求稳进》
（2021 年 1 月 8 日）
《消费升级、通胀本质与货币放松》
（2019 年 10 月 8 日）

■ 主要观点

从伪通胀到伪通缩，中国物价未来如何走？

能体现经济周期性变化的是核心 CPI，之所以称 2020 年年初的通胀和年末的通缩，两者都是伪的，是因为中国核心 CPI 一直保持了稳定。2021 年中国物价仍将延续伪通缩下实质平稳的态势，同时分化延续，波动性升高；未来降息仍是大概率事件。

周期管理与核心通胀

通胀是一个宏观经济周期阶段变化的先行和显性指标，价格的持续上涨表明经济景气度提升，反之则反。在市场经济制度下，中期视角下（10 年期长）经济周期演化基本上是需求导向的，即认为供给冲击不具有周期趋势性；由于现代经济体系结构的变化，食品和能源的价格变动通常被认为是供给冲击的结果，因此在政策层面的通胀观察指标是核心 CPI。

中国物价长期平稳趋势形成

当前中国物价走势的分化态势，表面上看很复杂：货币宽松环境下 CPI 高波动中相对高位，核心 CPI 持续低位运行，PPI 持续收缩。但按照笔者观察通胀的三阶段划分，未来物价的长期趋势取决于经济体系中成本要素的变化，长期视角中货币因素已退居次位，中国未来 30、40 年的物价运行，将显著比过去改革后 40 年的物价低一个台阶。

中国物价运行的波动性显著加大

通胀在宏观经济体系中的菲利普曲线关系已失效，由于市场经济建设进程完成和税收体系变化，中国物价的高增长阶段已结束；受农产品资本化的影响，中国物价长期运行基准下台阶的同时，波动性将增加。经常引发市场对中国高通胀预期的重要基础，是农产品价格高涨推高 CPI。

“伪通缩”对宏调政策的影响

中国整体消费价格水平的大波动，主要是食品价格——尤其是猪肉价格，波动的结果。随着生猪生产恢复正常、猪肉涨价进程结束，通胀拐点到来，以及核心 CPI 的平稳，中国物价环境并不构成对降息政策的制约，“降息”仍是未来必不可缺的政策选项，未来再出台仍是大概率事件。

目 录

一、从伪通胀到伪通缩 3

1. 2020 年物价走势：年初通胀→年尾通缩 3

2. 周期管理与核心通胀 4

3. 农产品资本化造就中国 CPI 的高波动性 5

二、中国通胀短期前景 6

1. 2021 年中国物价走势：“伪通缩”下的高波动性 6

2. 防通缩仍应为物价管理重心 8

3. “伪通缩”对宏调政策的影响 9

三、中国物价走势的长期前景 11

1. 物价观察新视角 11

2. 中国物价高增长阶段结束 12

3. 中国物价长期平稳趋势形成 14

4. 中国物价运行的波动性显著加大 14

图

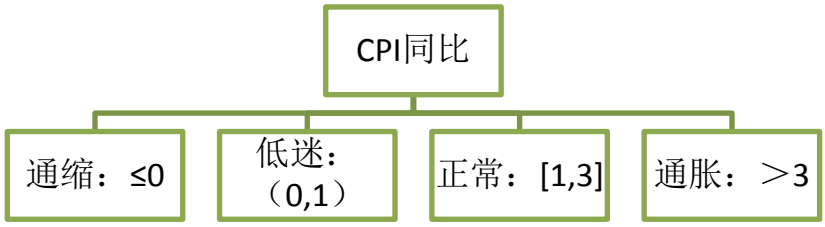
图 1 经济周期和系统性违约 3
图 2 中国物价发展变化态势（当月同比，%） 4
图 3 经济周期和通货膨胀 4
图 4 通货膨胀的组成层次 5
图 5 金融创新提高中国通货膨胀的水准和波动性 6
图 6 中国核心物价的平稳发展态势（当月同比，%） 7
图 7 大宗商品价格已到区间上部（日） 8
图 8 中国核心 CPI 和食品 CPI 走势的显著差异 9
图 9 中国猪肉价格高位盘整中趋下行 10
图 10 中国利率期限结构（YC）仍居高位 10
图 11 通胀观察阶段的变化 11
图 12 中国定基（1978=100）CPI 指数的变化 12
图 13 改革初期 2 个时代持续高通胀的逻辑 13
图 14 食品 CPI 带动整体 CPI 波动的趋势 15

一、从伪通胀到伪通缩

1.2020 年物价走势：年初通胀➡年尾通缩

人们通常以 CPI 同比值来衡量物价的高低和界定物价形势，当然通胀与否的标准是因时因势而定的。对中国当前的物价形势而言，市场认为 CPI 同比在 1-3 之间表示物价正常，超出则意味着通胀，超出上限 50%以上即 CPI 同比超过 4.5 被认为是进入了高通胀状态；而 CPI 跌破 1 则被认为是低物价，跌破 0 就被认为是通缩了。

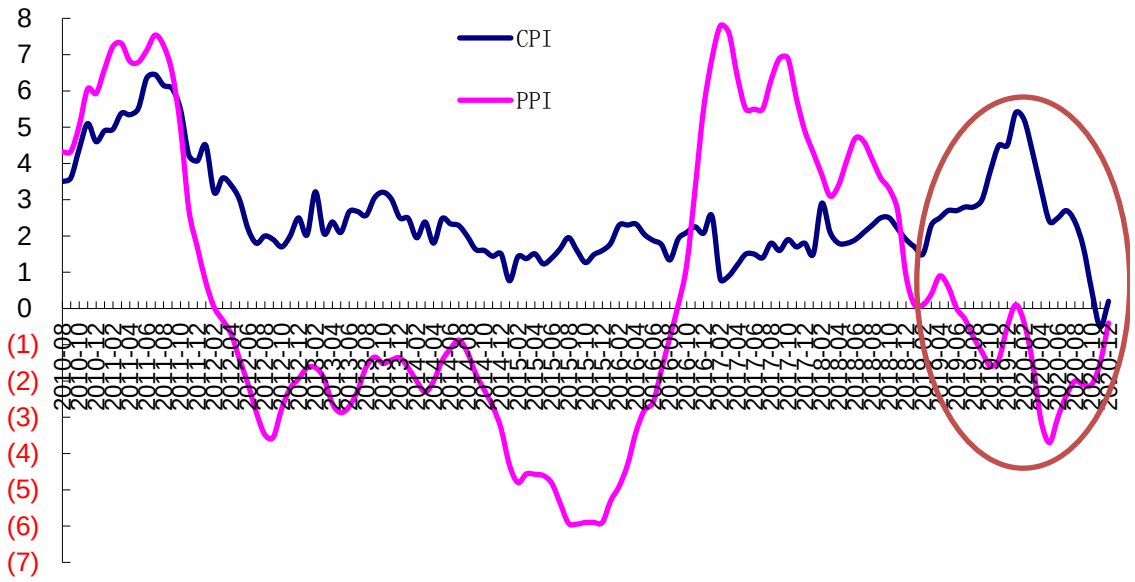
图 1 经济周期和系统性违约



从中国 CPI 同比值的变化历程看，中国物价自 2019 年 4Q 起进入了通胀状态，进入 2020 年后进一步发展成高通胀；由于年初疫情对正常供应的冲击影响，加上中国很久以来就存在的过分充裕货币环境，市场一度强烈预期高通胀将持续发展。

2019 年 2 月份后，中国物价持续上涨，年内由 2 月份的低点 1.5 上涨到 2019 年 12 月份的 4.5；2020 年年初，受疫情扰动影响，消费价格进一步上涨，开年首月达到了 5.4，但随后就一路下滑。2020 年 2Q 后，中国物价则迅速回落，5 月份就重回“2 时代”，9 月份再下降到“1 时代”，11 月份则延续了 10 月份的快速回落态势，下降到-0.5，正式进入以 CPI 同比值衡量的“通缩”时代。

图 2 中国物价发展变化态势（当月同比，%）

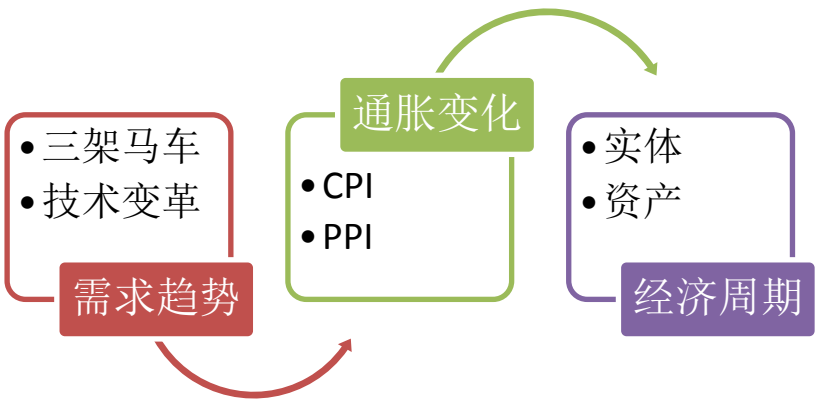


数据来源： Wind，上海证券研究所

2. 周期管理与核心通胀

市场之所以对通胀比较关心，是因为通胀是一个宏观经济周期阶段变化的先行和显性指标，价格的持续上涨表明经济景气度提升，反之则反。在市场经济制度下，中期视角下（10 年期长）经济周期演化基本上是需求导向的，即认为供给冲击不具有周期趋势性；由于现代经济体系结构的变化，食品和能源的价格变动通常被认为是供给冲击的结果，因此在政策层面的通胀观察中要将食品和能源类别排除，新引入核心通胀的概念和指标——这一指标才是真正衡量和经济周期阶段对应的通货膨胀水平。

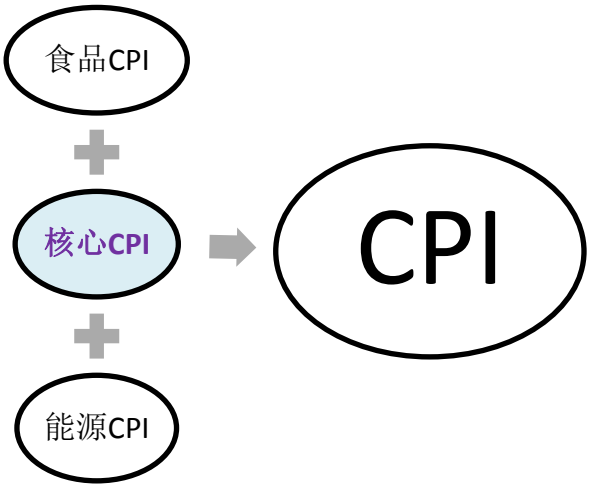
图 3 经济周期和通货膨胀



宏观调控中将价格管理作为需求管理和周期管理的工具，是因为通胀影响需求变化，更进一步的，是通胀和需求之间存在的预期反馈机制。按照通胀和需求间的预期反馈机制进行价格管理，隐含的前提是需求的其他方面是稳定的。然而，在现实世界中，影响到通胀走势变化的，更多地发生在供给方面。由于生产的不稳定，流通、分配渠道不畅造成的供给扰动，价格通常发生非因需求变化的波动，这些波动被认为是非周期性的，因此在宏观经济的周期管理中，需要专门剔除。

一般来讲，比较易受供给因素冲击而发生波动的领域有两类，即食品和能源；农产品生产受天气等非需求因素影响，而以石油为主的能源供应，经常受地缘政治、灾害性天气等非需求因素影响。因此，西方国家的价格统计体系中，对周期管理更能倚重的是扣除食品和能源后的核心通胀指标。

图 4 通货膨胀的组成层次

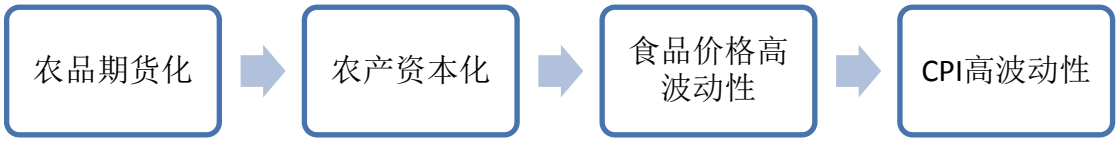


3. 农产品资本化造就中国 CPI 的高波动性

从决定消费价格走势的品种看，农产品仍然是决定性因素。尽管农业集约经营的程度已有所提高，但农产品生产分散型结构仍未有根本改变。相对于美国大农场经营和出口占比高的局面，中国农产品供需两端都是高度分散的；这种情况下农产品期货的增多和金融交易成为市场主流情况下，必然导致价格波动性加大。当前中国农产品的金融化已很普遍，农产品价格的季节性变化，往往在投机交易冲击下产生农产品期货价格的高波动性，从而对商品现货市场产生冲击，使得中国物价的波动性上升。非国际化的农产品期货越来越

多，经营机构出于自身利益大力推广下，一些国人好打“麻将”习性得以转移到农产品期货交易，市场在越来越活跃的同时，农产品的价格波动还有继续增大趋势！

图 5 金融创新提高中国通货膨胀的水准和波动性



在西方，由于生产经营模式主要为大农场、大资本模式，供给端的生产、经营者不仅抗波动能力较强，且对现货市场有着基本的定价权，因而农产品资本化对价格波动影响的“负作用”，能被限制在一定范围内，实践中农产品资本化的价格稳定作用，要表现更明显一点。与海外世界不同，中国农产品生产仍然以小规模经营为主，农户模式仍然是主要经营模式，即使农户联营的合作社等合作组织，也大多是松散型的，以信息共享、风险分担为主要目的合作组织。随着农产品商品化的发展，中间商对市场的价格控制力不断上升，生产环节的农户日益成为农产品市场上价格的被动接受者。在农产品资本化条件下，中国农产品经营的农户既对农产品金融产品价格没有影响力，对农产品现货市场也没有定价权。因此，随着近几年农产品资本化的发展，中国农产品价格波动性有着上升趋势。

属于大宗品的农产品期货还有着国际市场产品“锚”，因此国内农产品市场资本化后波动程度要受到国际市场限制。但是对于属地化、区域性的农产品,资本化后的波动性上升就极易呈现。2013 年 9 月，中国鸡蛋期货上市；2017 年 12 月，中国苹果期货上市；2019 年 4 月、8 月，红枣期货和粳米期货上市。2019 年 3 月后，中国 CPI 突然跃升并在高位运行，食用品价格也打破季节性波动规律，原因就在于鲜果农产品期货炒作带高了现货市场价格。

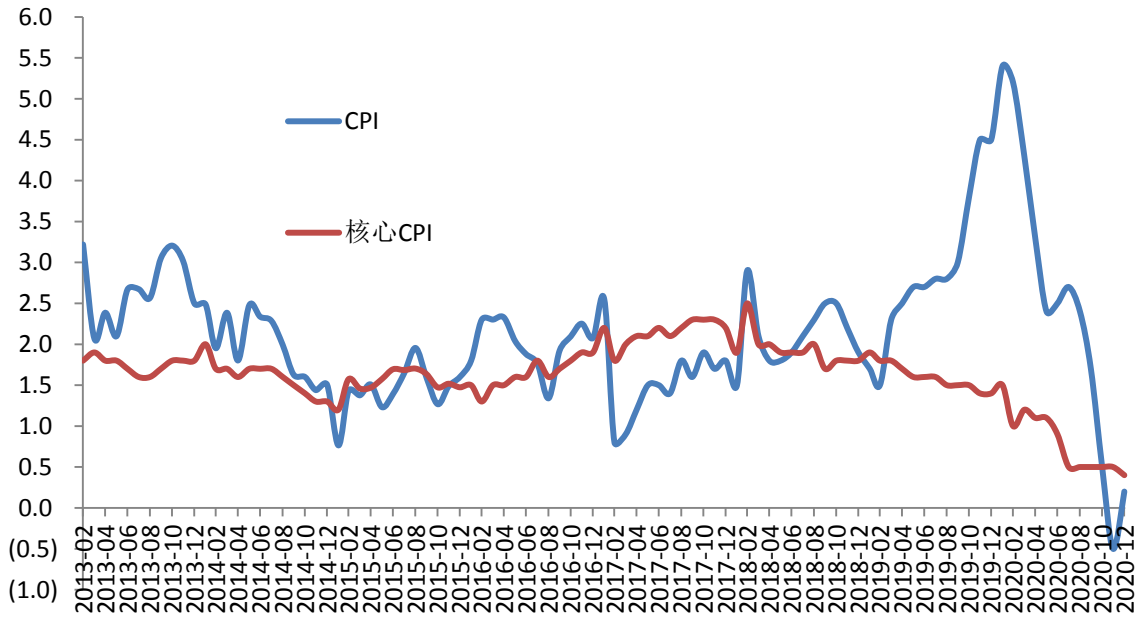
二、中国通胀短期前景

1. 2021 年中国物价走势：“伪通缩”下的高波动性

由于基数差异，2021 年中国经济增速表现将前高后低，但消除基数差异后的经济运行将延续当前的平稳局面，故而真正体现经济变化

的核心 CPI 也将延续平稳态势，CPI 同比负值体现的仍然是“伪通缩”，并和公众感觉继续存在差异。

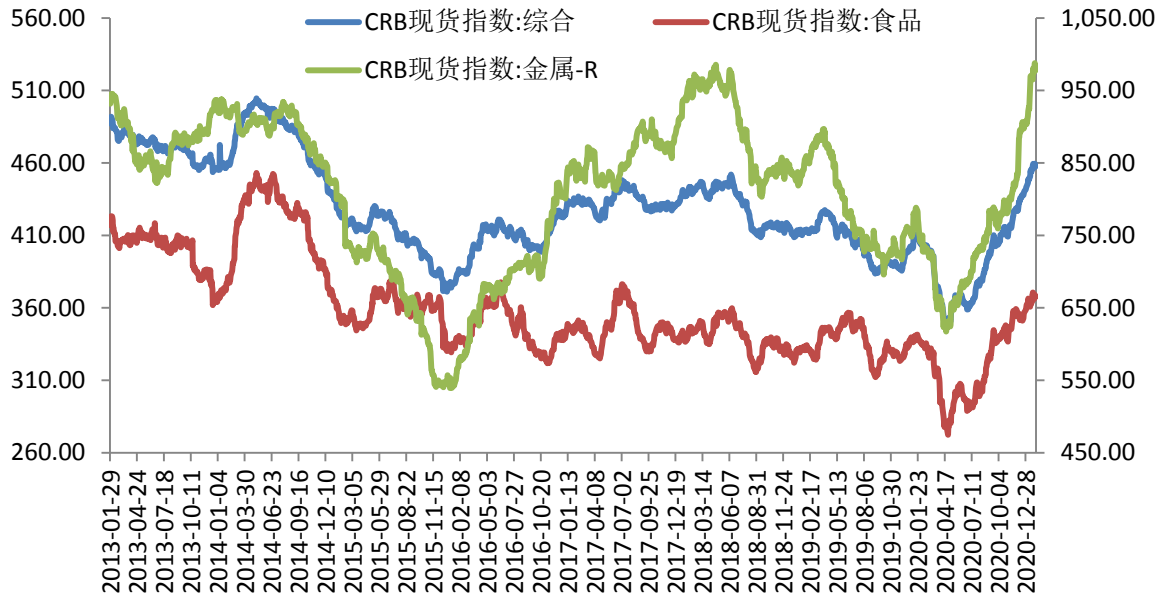
图 6 中国核心物价的平稳发展态势（当月同比，%）



数据来源： Wind，上海证券研究所

整体看，价格的分化态势仍然持续：PPI 将延续缓慢回升态势，并在 2021 年下半年转正；CPI 同比通缩中夹杂高波动，并于年末回归至核心 CPI 水准，并将绕其波动。之所以大概率会有这样的走势，首先在于工业品和消费品的不同走势——工业品运行体现趋势性，伴随经济企稳大宗商品市场企稳，深受大宗影响的工业价格走势将平稳中缓慢回升；消费品在生猪生产恢复后整体价格波动将回归季节性波动规律。其次，2021 年全球经济回稳力度仍较为疲弱，当期经济回升速度和各项经济指标的高水平，主要是基数差异，即 2020 年经济停摆造成低基数的结果。第三，经济回稳主要体现在生产恢复，而非需求复苏，因为价格上涨的动力并不明显。最后，伴随经济社会进入后疫情时代，疫情期间的临时性超宽松货币政策也将后撤，尽管时间进程或延后、力度也将偏弱，但货币环境变化方向不变。

图 7 大宗商品价格已到区间上部（日）

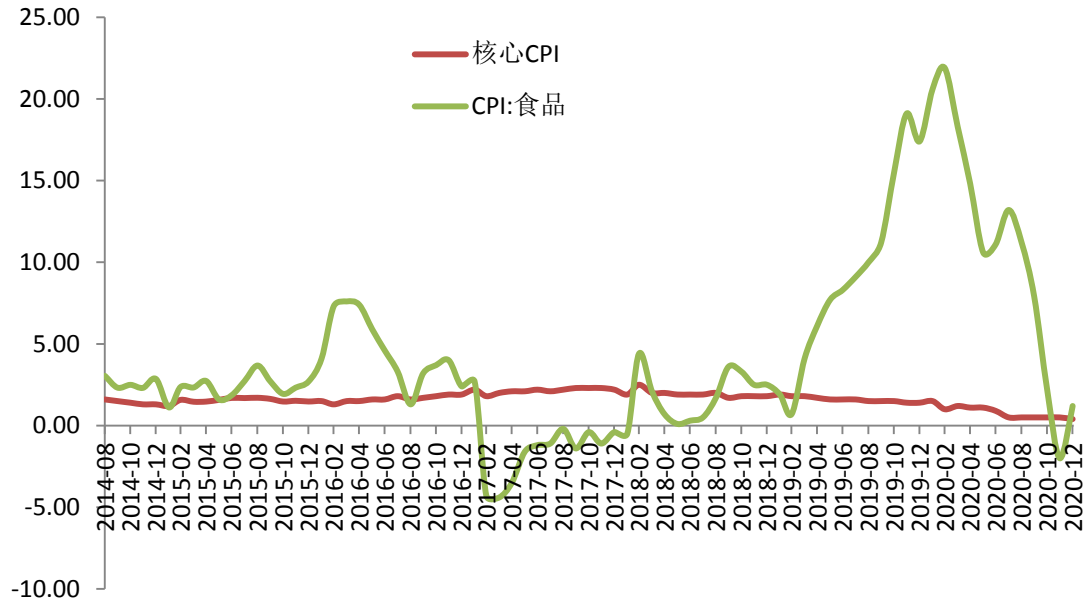


数据来源： Wind，上海证券研究所

2. 防通缩仍应为物价管理重心

中国经济自 2014 年起就步入了“底部徘徊”阶段，经济增长在 6-7 之间徘徊，官方界定经济转型的“增速换挡”期。从经济角度，相对于过去的高增长，这一时期的经济表现是平稳中偏软的，因而真正反映经济阶段本质的价格也因是低迷的。中国在 2020 年之前没有公布核心 CPI，因此市场只能看到 PPI 在脱离油价影响后的不断走低，并自 2019 年下半年后持续位于负值状态运行。然而，从核心 CPI 看，2013-2019 年间一直 1.2-2.5 的区间，表现平稳；2020 年后，因受疫情冲击经济短期下降，核心 CPI 也因此下行，但中国很快控制住了疫情，经济也很快企稳反弹，因此核心 CPI 也在下半年后企稳，这和因受猪肉价格影响而波动较大，并持续下行进入负值状态的 CPI 走势，明显不同。因此，笔者一直强调经济转型期，货币充裕状态带不来高通胀，物价管理的长期重心应是“防通缩”！

图 8 中国核心 CPI 和食品 CPI 走势的显著差异



数据来源： Wind，上海证券研究所

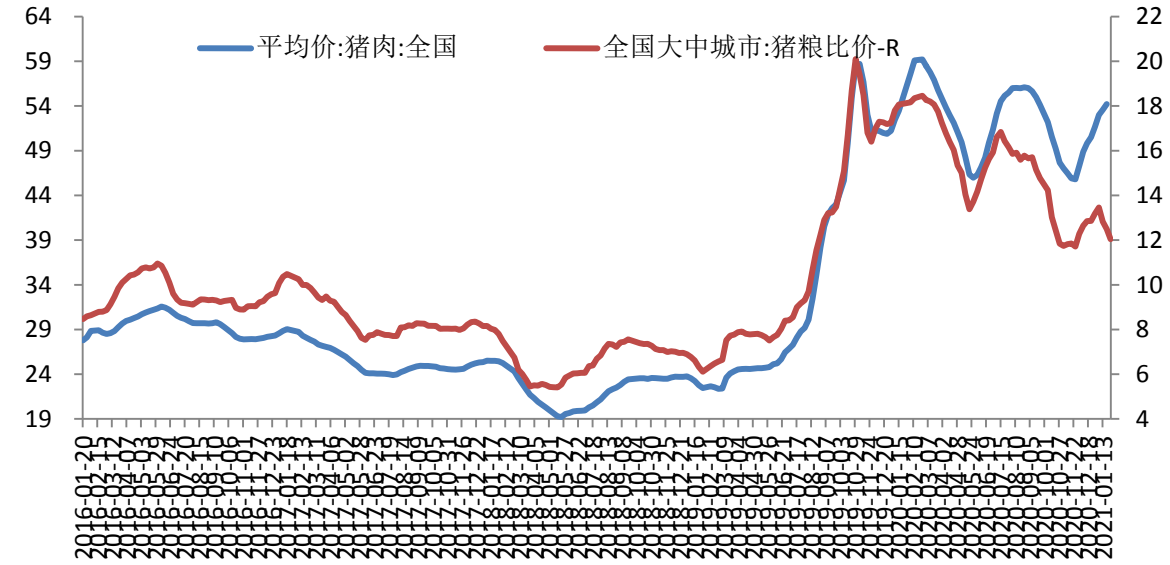
3.“伪通缩”对宏调政策的影响

中国整体消费价格水平的大波动，主要是食品价格——尤其是猪肉价格，波动的结果。随着生猪生产恢复正常、猪肉涨价进程结束，通胀拐点到来，以及核心 CPI 的平稳，中国物价环境并不构成对降息政策的制约，“降息”仍是未来必不可缺的政策选项，未来再出台仍是大概率事件。

笔者一直强调，在价格管理领域方面“防通缩”应该是重点，2020 年 11 月份的中国 CPI 同比速降到-0.5，表明中国结束“伪通胀”，正式步入“伪通缩”阶段。之所以称之前的高通胀和当前的通缩都是伪的，是因为中国核心 CPI 一直保持了稳定。

中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高。按照笔者的货币“二分法”框架，数量工具和价格工具是货币当局可以分开操作的工具，即货币当局对货币数量和货币价格可以单独控制。鉴于当期经济和金融形势的变化，货币当局有可能在维持货币增长平稳的同时，引导利率的下移。

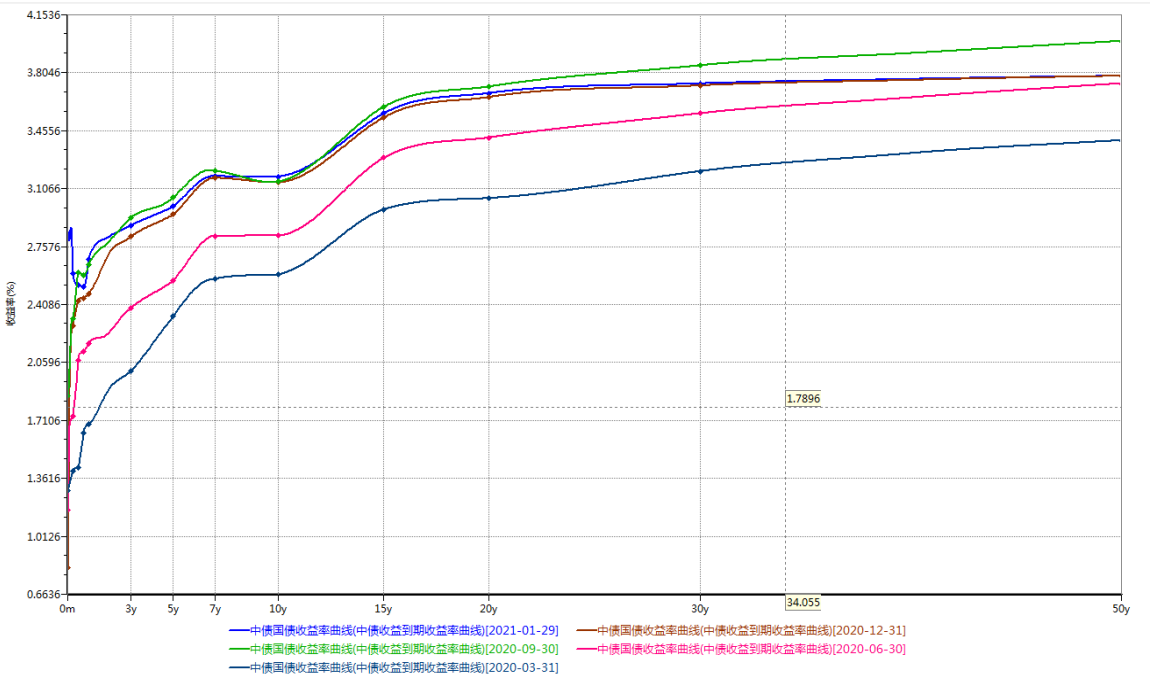
图 9 中国猪肉价格高位盘整中趋下行



数据来源： Wind，上海证券研究所

因此，未来仍需要通过各种降息手段，以达到降低融资利率的目的。不过，物价“通缩”态势，还是有利于未来货币政策的结构化调整，使得货币当局降成本、下压利率曲线高度的空间增大。债市将进入较为确定的回升阶段，股市也将得到提振。

图 10 中国利率期限结构（YC）仍居高位



数据来源： Wind，上海证券研究所

央行在最新一期的货币政策报告(2020 年 3Q)中明示“三个不变”:流动性增长和名义经济增速适应,降低实体融资成本,以及新增投放直达实体。未来金融机构在货币中性政策基调回归的影响下,信用创造速度将放缓。由于“宽信用”的发展,相同信用创造带来的货币增加效应提升,故货币增长仍将维持平稳。

三、中国物价走势的长期前景

1. 物价观察新视角

按照通胀在经济周期中表征作用变化,显然通胀的观察视角和重心经历了以下三个阶段的变化:

图 11 通胀观察阶段的变化



第一阶段,食品价格关注阶段。面包和肉贵了,其它需求就会下降,宏观经济管理的一个重点就是要维护农产品价格稳定。从资本主义经济体系出现直到“二战”,通胀的关注焦点一直在食品价格;彼时国际贸易中农产品进出口的管理,是周期管理中一项不可更缺的重要内容。

第二阶段,核心价格关注阶段。随着生产的进步,食品等基本需求已完全满足,至少在发达资本主义世界整体上已过剩,生活中恩格尔系数已显著下降,其价格的波动已不取决于需求而受制于生产,而供给冲击被认为是非周期性的,因而“二战”后西方观察通胀的关注点纷纷转向了核心通胀,其背后的逻辑是:核心价格变化提供了“乘数-加速数”作用下的周期波动观察视角。“二战”后直至上世纪 90 年代“新经济”的兴起,是通胀的核心价格观察时期。

第三阶段,菲利普曲线失效阶段。由于经济和失业之间的逆向关系,表示失业和物价之间逆向变动的“菲利普曲线”,也可表示为经济和物价之间的同向变动关系,即经济繁荣时期物价通常上行,因此通货膨胀也被认为是一种经济周期现象。自从上世纪 90 年底进入

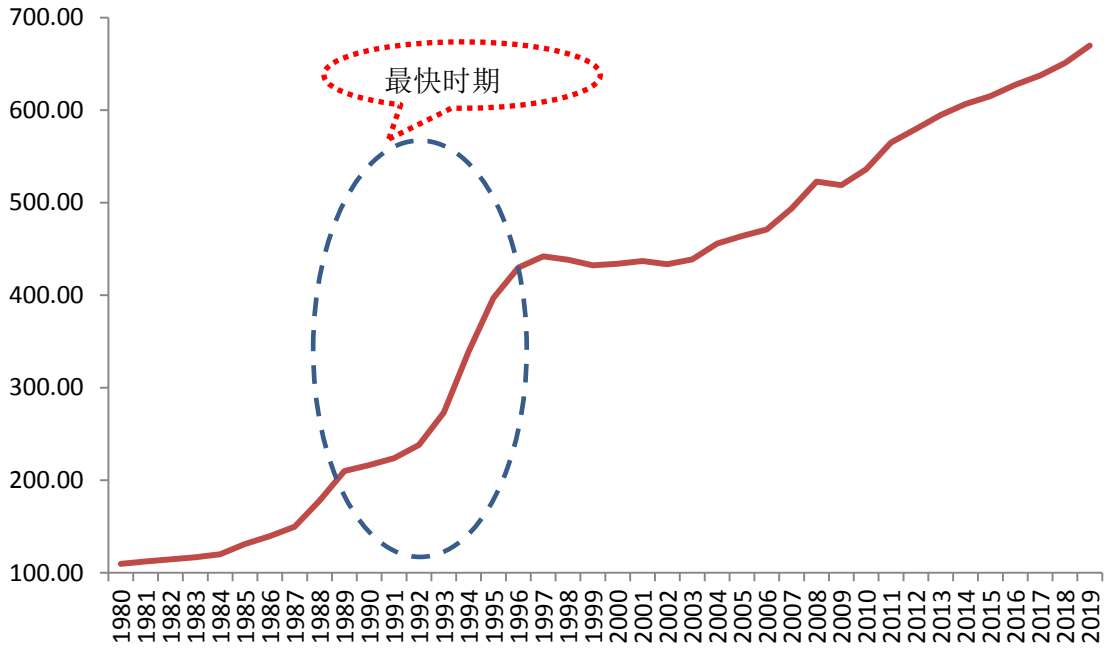
“新经济”时代以来，通货膨胀的变化逐渐脱离了经济周期，通行的看法是，作为新兴产业的信息产业有超高规模经济效应，因而传统向上倾斜的供给曲线转为了向下。

在通胀观察新阶段，面对经济和金融的新变化，中国货币当局创新地将货币政策结构化，改变了传统认为货币政策是总量工具的看法，显然是对货币理论与实践的创新，后人必将逐渐认识到中国货币新实践对货币经济学理论的这一重大贡献！

2. 中国物价高增长阶段结束

长期货币过度充裕的状态让市场对高通胀一直抱有高度敏感的警惕心态，2020 年 1Q 时的高 CPI 运行态势，使得市场一度担心猪肉价格上涨会引发消费价格的全面上涨！2020 年 11 月物价公布后，市场又担心通缩再来！笔者认为，即使从 CPI 角度观察，短期的“通缩”也没有改变中国物价将进入长期低增平稳运行期的趋势；这段长期的物价平稳,将与过去 40 年期间的物价高波动和高增幅状态，形成鲜明对比！从 CPI 定基指数上看（1978=100），中国改革开放 40 年的物价高涨幅，主要发生在上世纪 90 年代，10 年期间物价水准翻番，由 1990 年的 216.4 上升到了 1999 年的 432.2，之前和之后的物价上涨则相对平稳。

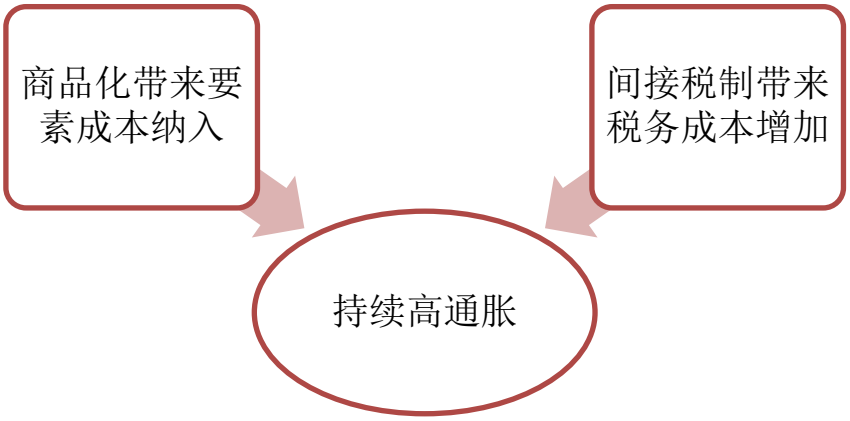
图 12 中国定基（1978=100）CPI 指数的变化



数据来源： Wind，上海证券研究所

显然，正是市场经济导入和间接型税收体制这 2 大改革因素，导致了那段时期中国物价的持续快速上涨。

图 13　改革初期 2 个时代持续高通胀的逻辑



过去中国物价上涨在全球主要经济体中领先的首要原因，是中国改革开放过程本身带来市场化和商品化发展。改革开放之初，中国 3/4 的人生活在半自然经济状态，这种状态决定了中国的很多消费品，尤其是农产品的价格是显著偏低的——很多生产要素并没有在售价上得到体现，农民将剩余农产品出售时，他只要求获得边际成本，通常是他额外的几近于零的劳动力价格，农产品中的土地要素、资本投入等，都没有在售价中得到体现。随着中国商品化进程的发展，市场经济推进扩展了对要素回报的要求，原先商品成本的货币计算中没有被考虑进去的生产要素，越来越多地得到体现，随着生产要素对商品售价渗透率的提高，农产品等商品越来越完整地包含了价格形成的要素；只要商品经济对自然经济的吸收过程在继续，一般物价水平的上涨就不会停止，中国上世界 90 年代价格“闯关”改革时期的高通胀历史，其实就是这个过程在市场中的表现。在城市，国有经济中同样存在着核算的不充分性，随着改革进展，中国市场中商品售价一方面由边际成本定价转向平均成本定价，另一方面无论是边际成本还是平均成本核算中，包含的要素都增加了，于是一般价格水平上涨，货币价值下降。

1993 年之前中国的增值税体系还没有全面铺开，1994 年后中国在经营中间环节征税的增值税、营业税体系全面建立。施加在生产、流通环节的各类直接和间接税收，增加了经营成本，经营者必定要求在售价中得到弥补，于是一般物价水平上涨和货币贬值。生产和技术的进步，投入中工业品比重不断增多，比如农业投入中的化肥、

农机具等相对于劳动和土地的大幅提高，投入要素的工业制成比重增加，意味着其中的税收比重也上升，这就进一步带来了成本的上涨。尽管由于国家经济生产力进步带来了单位产品税率的下降，但工业投入比重的上升，还是导致了税收比重的增加。工业化带来了生产力进步和经济繁荣，但在间接型税收体系下，也带来一般价格水平的上涨。

按照“十四五”规划纲要的建议，中国建立直接型税收体系的未来税改方向不变。随着直接税体系的建立，间接税比重下降，税收对物价的影响将由上世纪 90 年代中期以来的助涨转为助跌。

3. 中国物价长期平稳趋势形成

当前中国物价走势的分化态势，表面上看很复杂：货币宽松环境下 CPI 高波动中相对高位，核心 CPI 持续低位运行，PPI 持续收缩。但按照笔者观察通胀的三阶段划分，未来物价的长期趋势取决于经济体系中成本要素的变化，长期视角中货币因素已退居次位，中国未来 30、40 年的物价运行，将显著比过去改革后 40 年的物价低一个台阶。

未来中国经济结构变动方向是服务化和信息化，工业化阶段已基本结束，信息化提高了各行各业的生产效率，使得单位产品生产成本下降；相对于工业化进展带来的税收纳入增加，相对于工业化，服务化的税收纳入增加效应并不明显，因此即使没有税收体制改革，中国的经济转型和产业升级，也不会再现上世纪 90 年代产品成本中要素成本和税收成本扩展的现象。未来的物价增长，将更多的取决于经济体系本身的技术进步，仅仅因工农生产力进步“剪刀差”而来的农产品价格上涨，是很缓慢的，未来的农产品涨价态势将长期放缓。

未来货币环境或面临 2 个不同发展前景：数字货币对信用货币的替代，货币政策目标转向金融平稳。在人类货币发展史上，信用货币对金属货币的替代，打破了物价长期稳定的历史；未来如发生数字货币对信用货币的替代，那么物价的稳定将重又提高，届时物价的变化可能又需经历差不多一个世纪才能看出来，一代人的时间里几乎感觉不到变动，物价变动最重要意义成了经济历史研究者的统计数字。即使货币替代没有发生，货币政策重心也将由截止当前为止的经济和物价，转向金融平稳，这意味着新世纪以来货币过分宽松状态的终结趋势。

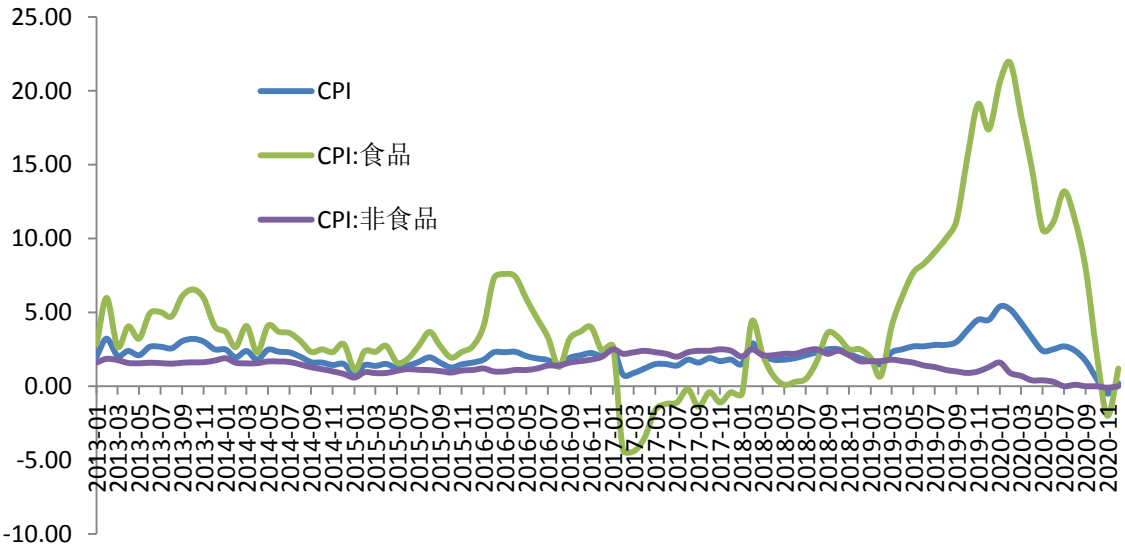
4. 中国物价运行的波动性显著加大

通胀在宏观经济体系中的菲利普曲线关系已失效，由于市场经济建

设进程完成和税收体系变化，中国物价的高增长阶段已结束；受农产品资本化的影响，中国物价长期运行基准下台阶的同时，波动性将增加。

经常引发市场对中国高通胀预期的重要基础，是农产品价格高涨推高 CPI。伴随着越来越多小品种农产品期货的上市，农产品期货交易规模的扩大，农产品价格日益脱离真实商品供求关系的影响，中国农产品价格波动显著加大。无需专门统计数据，市场直观感受就能体会到，2010 年后中国农产品资本化程度显然已领先全球。农产品资本化是指农产品成为金融市场上各种金融产品的挂钩商品；农产品的资本化趋势是指农产品越来越多地成为资本市场上的基础商品，从而农产品市场的运行表现越来越不受自身供求关系的影响，而受金融市场，特别是以农产品为基础物构建的金融衍生市场的影响，则越来越大。

图 14 食品 CPI 带动整体 CPI 波动的趋势



数据来源： Wind，上海证券研究所

农产品资本化，使农产品价格波动也越来越多地呈现波动加剧、幅度变大的规律。在农产品资本化的早期阶段，挂钩农产品的金融商品品种和交易量均比较小，农产品期货等少数几种金融工具，主要发挥了平稳市场的作用。在农产品期货市场中金融类交易占比成为主流之前，农产品自身供求关系和季节性供求规律仍对价格发挥着主导作用。农产品资本化对市场的稳定影响，其实是一把“双刃剑”。金融市场与商品市场不同的一个显著特点是其具有显著的“结清”（clear）特征，即金融商品价格会迅速对各种信息做出反映，这种信息可能是真实的，也可能是虚假的“噪声”(noise)。这说明，在农产品资本化下，农产品市场对各种信息反应的速度加快。在金

融市场上，没有实质因素的“概念”炒作，也可使金融资产价格发生剧烈波动，从而造成与该金融资产相关实物商品的价格波动。农产品资本化，使农产品价格波动也越来越多地呈现波动加剧、幅度变大的规律。

大概是国人的好打麻将习性，各类农产品期货推出后市场交易也一直较为活跃。中国农产品经营的结构——生产端分散、中间端集中、消费端分散，决定了中间商对现货市场价格有着重要影响力。这种结构决定了农产品资本化对价格波动，有着明显的助推作用，使得未来中国通胀走势的复杂性上升，客观上也增加了物价部门对通胀管理的难度，使得货币政策对通胀的影响力下降。

分析师声明

胡月晓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。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。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，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。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。