

2018年6月11日 (总第51期)

一财研究

Yicai Research



www.cbnri.org

编者按：

2018年6月“第一财经首席经济学家信心指数”为50.75，略低于上月，连续22个月保持50线上方。经济学家们对中国未来一个月经济形势保持乐观。针对近期一些投资激进、杠杆率过高的企业出现债券违约的现象，本次调研中的12位首席经济学家表示，目前整体违约形势可控，出现系统性金融风险的概率不大，债券违约率的暂时性上升会给短期经济增长带来一定压力，但最终将有利于债券市场的长期健康发展，实现风险与收益的匹配。

国内宏观经济方面，统计局公布5月制造业PMI数据，总指标为51.9，较上月上涨0.5个百分点，显示制造业整体景气水平较上月有所回升。但在手订单和产成品库存指标5月仍在下降，且均低于过去24个月中位数水平，未来制造业走势仍有待观察。

国际局势方面，俄罗斯总统普京于8日抵达北京，进行新任期的第一次国事访问，并就朝鲜半岛局势、伊朗核问题等共同关心的问题与中国国家主席习近平深入交换了意见。我们认为，朝方的安全关切和保证，乃至未来的经济建设离不开与中俄的合作。中俄在半岛问题默契合作还需要继续。

全球在贸易和生产网络方面正发生根本性的变局，同时，也面临着科技进步和人口结构变化的挑战。2018年6月15日，东盟与中日韩宏观研究办公室（AMRO）将联合第一财经研究院等机构共同举办《AMRO 2018年东亚经济展望报告发布会——变化世界中的经济韧性与增长》。期待您的参与。

联系我们
cbninstitute@yicai.com
微信
cbn_research



目录

【首席调研】

本轮债券违约潮源自金融领域去杠杆 有利于债券市场长期健康发展.....1

【宏观与央行】

上周美元指数触及 95 人民币指数下跌.....3

PMI 回升 制造业向好.....5

穆迪: 全球经济增长近期展望保持强劲 下行风险浮出水面.....7

【国际观察】

普京年内可能与金正恩举行会晤.....8

本届 G7 峰会难达共识 贸易争端将成为最重要话题.....9

【科技与创新】

解开生产率增长迟缓的谜团..... 10

【活动预告】12

【首席调研】

本轮债券违约潮源自金融领域去杠杆
有利于债券市场长期健康发展

何啸 / 第一财经研究院研究员

经济学家们对中国未来一个月经济形势保持乐观，2018年6月“第一财经首席经济学家信心指数”为50.75，略低于上月，连续22个月保持50线上方。

具体指标预测方面，5月新增贷款、社融数据都较上月下降，M2增速高于上月。消费有所上升，CPI同比增速较为稳定，PPI同比增速上升；固定资产投资增速稳中有降；贸易顺差较上月增加。

金融领域去杠杆逐步深入，2018年以来，资管新规颁布、影子银行监管加强、非标融资受限，实体企业融资渠道变窄，融资成本上升，这导致

一些投资激进、杠杆率过高的企业出现债券违约。本次调研中，12位首席经济学家表示，目前整体违约形势可控，出现系统性金融风险的概率不大，债券违约率的暂时性上升会给短期经济增长带来一定压力，但最终将有利于债券市场的长期健康发展，实现风险与收益的匹配。

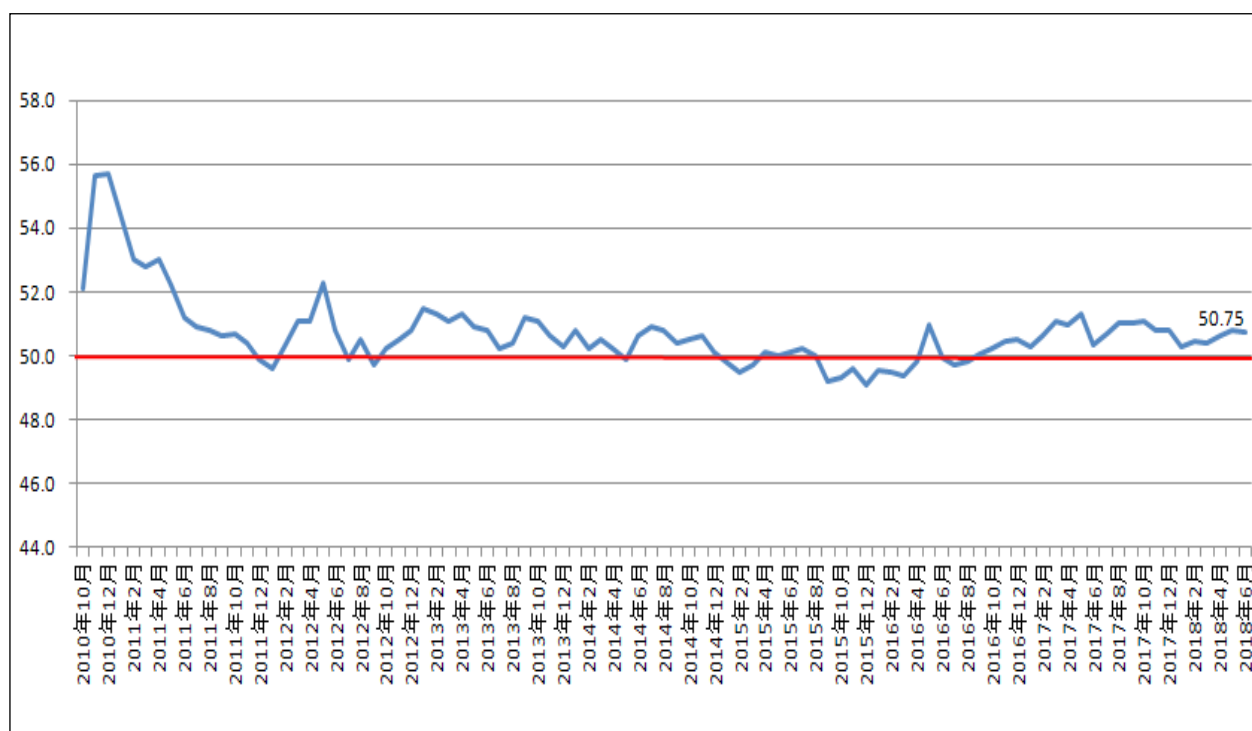
5月美元指数上涨1.84%，期间人民币对美元汇率先升后贬，经济学家们预计6月底人民币对美元将由5月底数据（5月31日人民币对美元中间价为6.4144）升值至6.39，同时，本月他们对年底人民币对美元中间价的预期与上月底的预期保持稳定，仍为6.44。

表1 第一财经首席经济学家调研：2018年6月

指标	2018年4月 公布值	2018年5月 预测均值	2018年5月 预测中位数	2018年5月 预测区间	较上月数值的变化情况
信心指数（2018年6月）	--	50.75	50.75	50-51.6	--
CPI, %	1.80	1.80	1.80	1.6-2	→
PPI, %	3.40	3.93	3.90	3.7-4.3	↑
社会消费品零售总额: %	9.40	9.58	9.60	9.2-9.9	↑
工业增加值: %	7.00	6.85	6.80	6.2-7.2	↓
固定资产投资累计增速: %	7.00	6.99	7.00	6.8-7.2	↓
全国房地产开发投资累计增速: %	10.30	9.99	10.00	9.5-10.3	↓
贸易顺差: 亿美元（公布值为249.2）	287.80	329.23	327.00	250-414	↑
出口, %（公布值为12.6）	12.90	11.10	10.60	6-18.2	↓
进口, %（公布值为26）	21.50	18.20	18.50	13-23.8	↓
新增贷款: 万亿元	11800.00	11321.19	12000.00	1345-13500	↓
社会融资总量: 万亿元	1.56	1.37	1.40	1.1-1.5	↓

M2 同比, %	8.30	8.50	8.50	8.2-9.4	↑
官方外汇储备: 万亿美元 (公布值为 31106.2)	31248.50	31144.33	31100.00	31000-31500	↓
存款基准利率, % (6 月底)	1.50	1.50	1.50	1.50	→
贷款基准利率, % (6 月底)	4.35	4.35	4.35	4.35	→
存款准备金率, % (6 月底)	15.50	15.50	15.50	15.50	→
人民币对美元 (2018 年 5 月底)	--	6.39	6.40	6.25-6.46	--
人民币对美元 (2018 年底)	--	6.44	6.50	6.2-6.7	--

图 1 第一财经首席信心指数



[【查看全文】](#)

【宏观与央行】

上周美元指数触及 95 人民币指数下跌

(2018.5.2-6.1)

阚明昉 黄慧红 / 第一财经研究院研究员

截至 6 月 1 日的一周，第一财经研究院人民币名义有效汇率指数（NEER）下跌 0.4%，收于 95.65；第一财经研究院人民币实际有效汇率指数（REER）下跌 0.45%，收于 109.18。

周内人民币对大部分篮子货币贬值，其中人民币对瑞士法郎贬值 1.02%，对日元贬值 0.84%，对美元贬值 0.33%；人民币对加元升值 0.11%，对英镑升值 0.31%。这也导致了第一财经研究院人民币 REER 和 NEER 指数双双下跌。

汇率市场纪要

5 月 30 日，美联储公布褐皮书表示，尽管全球贸易存在风险，但美国工厂在 4 月末和 5 月初增产，制造业正在加速。而疲软的消费支出使经济保持温和增长（Moderate）。此次美联储对经济增长的评估略有提升。

1 日，共有 226 家 A 股大盘股公司被纳入 MSCI 新兴市场指数。按 MSCI 公布的进程表，A 股首次纳入将在 2018 年 6 月 1 日、9 月 3 日分两次完成。此外，最近中国密集出台扩大开放促进经济升级举措，措施由点及面，逐步深入。

值得一提的是，全球范围内贸易战继续发酵。美东时间 29 日，白宫就 3.22 总统备忘录的进展情况发布说明，一是于 6 月 30 日前公布对中国的投资限制和强化出口管制措施，并于不久后实施；二是继续就中国违反贸易相关知识产权的行为在 WTO 框架下进行诉讼；三是 6 月 15 日公布加征 25% 关税的 500 亿美元商品的最终清单，并于此后不久实施。另一半，31 日美国宣布对主要贸易伙伴加拿大、墨西哥和欧盟附加征收 25% 的钢铁关税和 10% 的铝关税，从美东时间 6 月 1 日零点起生效。

图 1. 第一财经研究院人民币 NEER 与
第一财经研究院 REER 走势 (截至 2018.6.1)

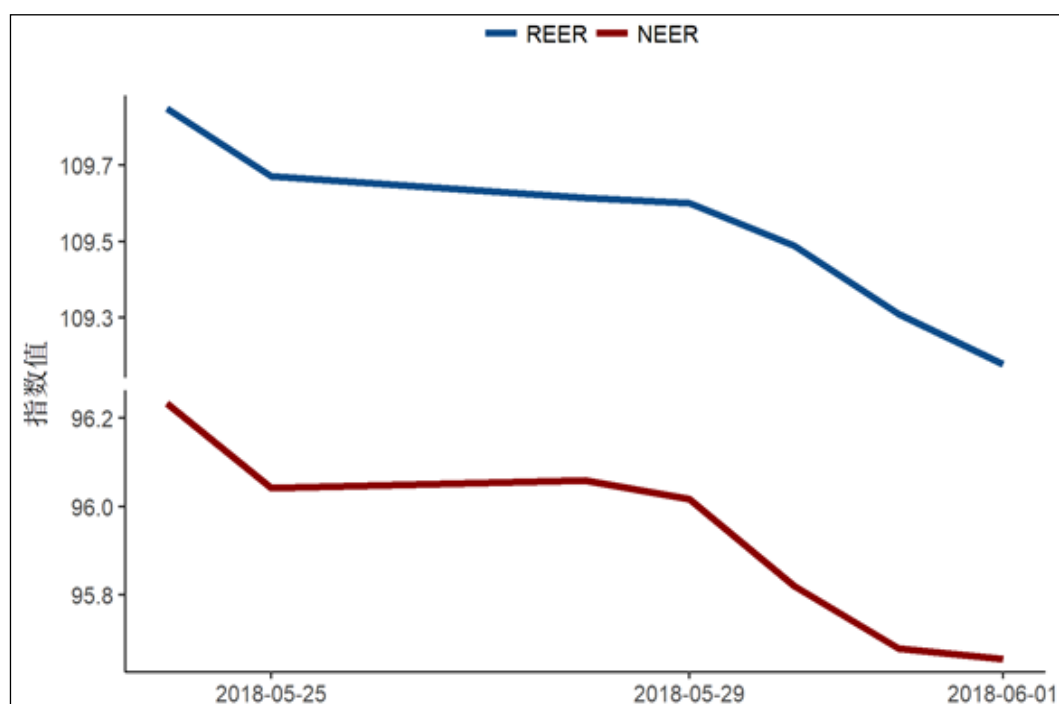


图 2. 周内第一财经研究院人民币指数成分货币对人民币币值的变化

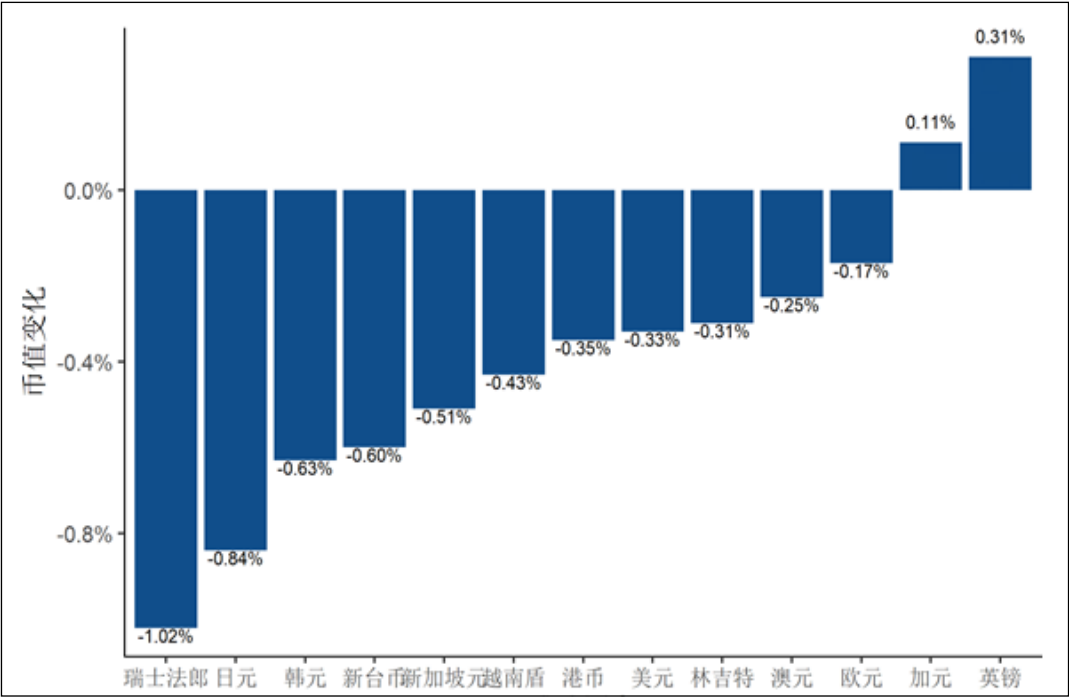


图 3. 周内人民币对美元中间价下跌、美元指数上涨



来源：Bloomberg、CEIC、CFETS、第一财经研究院

[【查看全文】](#)

PMI 回升 制造业向好

(2018.5.28-6.3)

马绍之 / 第一财经研究院研究员

统计局公布 5 月制造业 PMI 数据，总指标为 51.9，较上月上涨 0.5 个百分点，显示制造业整体景气水平较上月有所回升。从细分指标来看，需求回暖是制造业景气情况改善的主要原因。

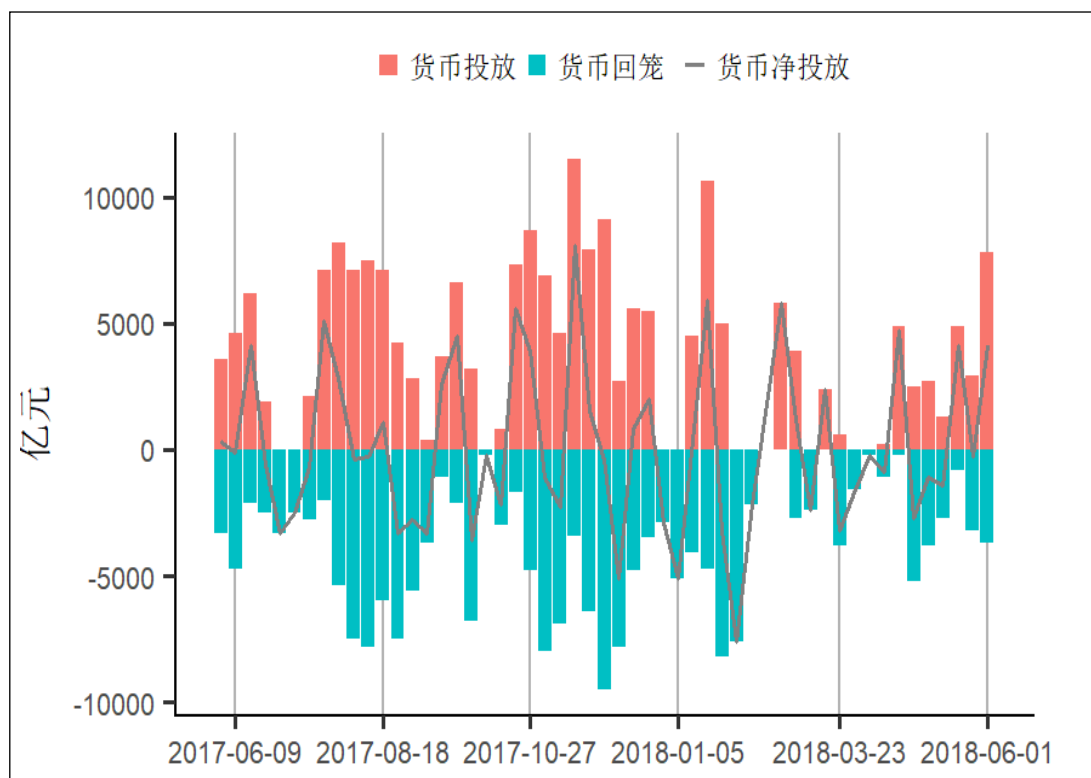
生产指标、新订单指标和新出口订单指标均有所回升，由此带动价格上涨，出厂价格与原材料价格指数也同步走高，这进一步确认了近期制造业向好的趋势。但在手订单和产成品库存指标 5 月仍在下降，且均低于过去 24 个月中位数水平，未来制造业走势

仍有待观察。

上周央行货币净投放 4100 亿元，但货币市场流动性状况整体仍趋于紧张，银行间市场利率显著走高。

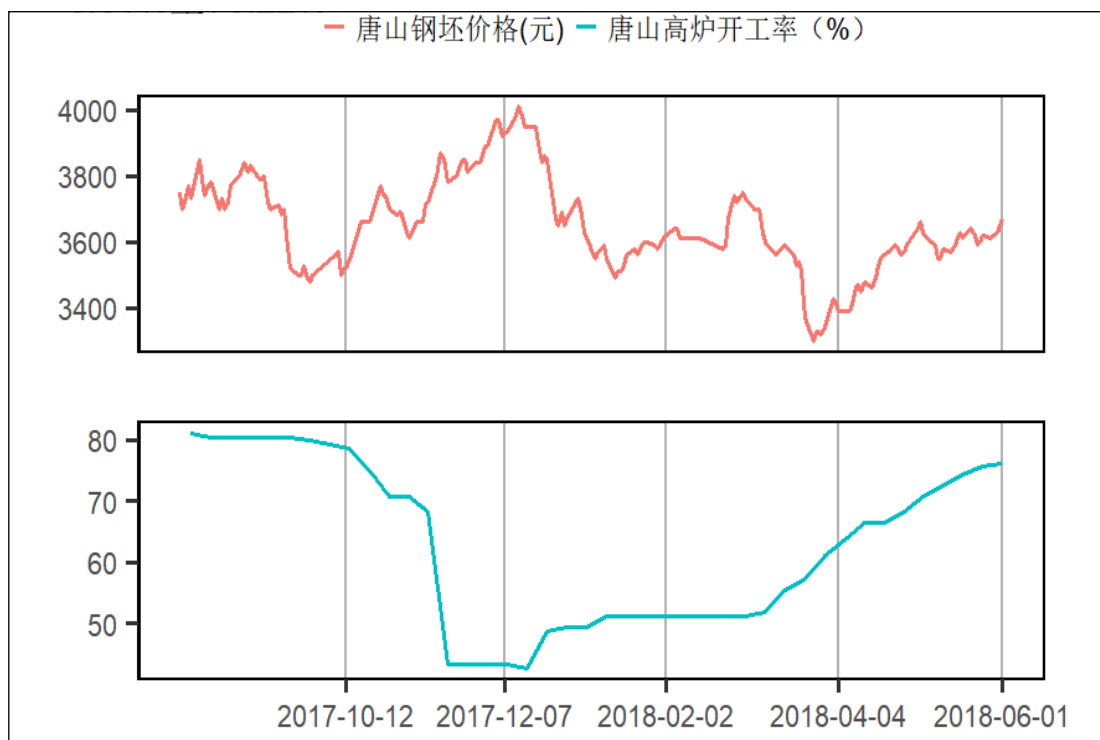
工业原材料方面，钢铁价格持续走高；随着梅雨季节的到来水泥价格趋于稳定。从发电耗煤来看，近期发电日均耗煤远高于去年同期水平，但动力煤价格仍处于低位。国际方面，美元指数近 4 月来持续走高，受此影响人民币对美元汇率有所回调。

图 1. 上周央行货币净投放环比上涨 4400 亿元至 4100 亿元

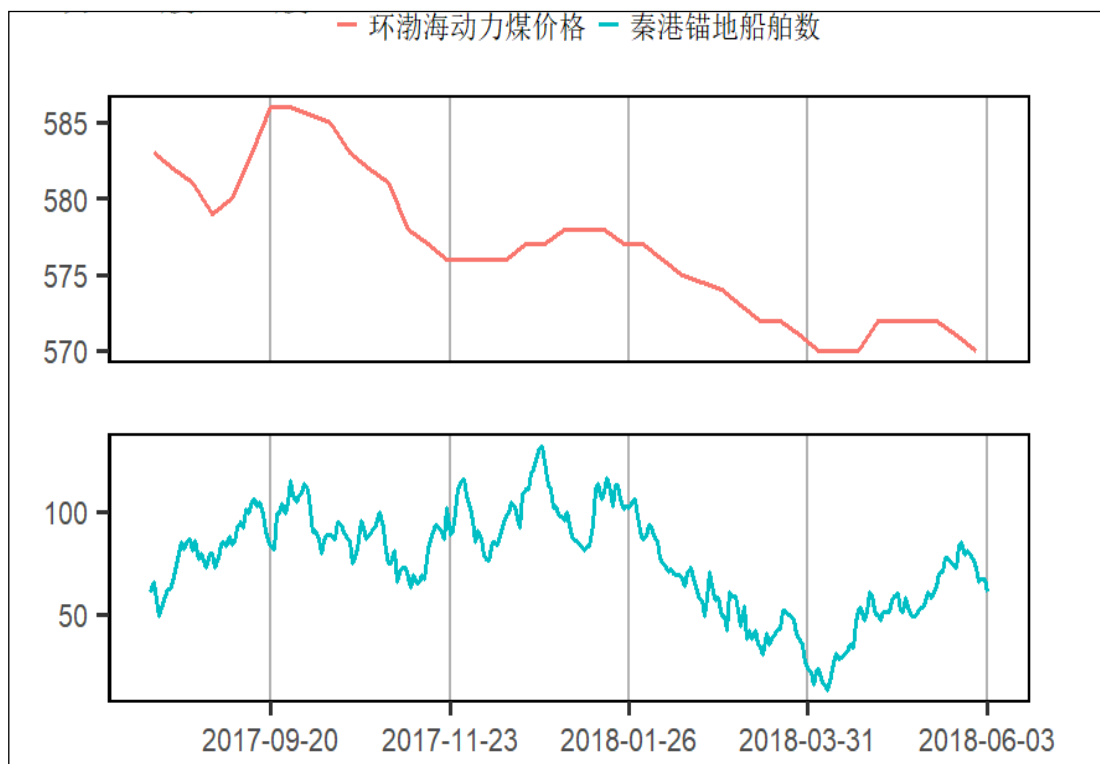


来源：Wind、第一财经研究院

**图 2. 唐山钢坯价格上涨 1.38% 至 3670 元，
唐山高炉开工率上涨 0.61% 至 76.22%**



**图 3. 环渤海动力煤价格下跌 0.18% 至 570 元，
秦港锚地船舶均值下跌 8.71 艘至 70 艘**



来源：Wind、第一财经研究院

[【查看全文】](#)

穆迪：全球经济增长近期展望保持强劲 下行风险浮出水面

整理：吴越 / 第一财经研究院研究员

一周经济观点

◆穆迪预测，2018年全球经济增长将维持2017年的强劲态势。但是，由于发达经济体接近充分就业、借贷成本提高、发达和新兴市场信用环境收紧，将制约经济进一步增长，经济增速将在2018年底和2019年趋于温和。穆迪预测，G20国家2018和2019年经济增长分别为3.3%和3.2%，其中发达国家增速分别为2.3%和2%，新兴市场增速为5.2%。

◆穆迪预测，全球货币政治整体不变。美国处于加息周期，今年和明年加息次数预计均为3次。欧央行很可能在今年底停止增加资产购买，并在明年上半年提高存款利率，目前为-0.4%。日本央行将在未来两年维持目前的货币政策。

◆自2月以来，全球金融环境趋紧，这是由于市场考虑了美国货币政策正常化提速的因素。如果欧洲政策放松放缓，将使全球环境进一步收紧。经济增长的下行风险源于新兴市场动荡、油价上涨和贸易纠纷。

◆惠誉表示，在中国公司债务增速稳步下降到与名义GDP增速一致的情景假设下，中国GDP增速将在中期每年下降1个百分点。增长放缓将来自于大幅降低的企业信贷需求导致的投资放缓。

◆中国企业债务问题在中期都将是经济下行风险的重要因素。2017年，中国公司债务包括平台债务占GDP比小幅下降，但是规模增长仍达到11%，远高于惠誉预测的中国中期名义GDP可持续增长率。

◆2017年，中国政府债务占GDP比达168%，按照国际标准看是很高的。快速增长的公司债务显示公司财务赤字，其占GDP比的估计值2017年为13%。惠誉的分析显示，中国公司债务占GDP比如果在2022年达到稳定状态，企业投资增速比基本情景每年会下降5个百分点。这将使中国实际GDP增速降至4.5%左右。在此情景下，中国企业债务占GDP比将在2022年后开始进入下降通道，且不会进一步降低投资占GDP比。

一周评级

◆穆迪将土耳其本、外币发行主体及高级无担保债务等级Ba2的评级列入下调观察列表。依据为宏观经济政策未来方向不确定性上升，目前外部脆弱性已经很高，一旦情况持续将对经常账户平衡产生压力。（2018.6.1）

◆穆迪将意大利本、外币发行主体及高级无担保债务等级Baa2的评级列入下调观察列表。依据为政治风险升级，大概率进行秋季选举。考虑到即将上台的联合政府的财政计划，以及结构性改革努力停滞甚至逆转的风

险，该国财政实力可能出现实质性削弱。（2018.5.29）

◆惠誉将突尼斯长期本、外币主体违约等级B+的展望由稳定调为负面，确定其短期本、外币主体违约等级为B，评级上限为BB-。依据为较高且不断增加的公共和外部债务显示外部压力增加、政府是否有能力实行必要的政策降低宏观不平衡、社会不满、政治紧张和繁忙的选举日程的不确定性高。（2018.6.1）

[【查看全文】](#)

【国际观察】

普京年内可能与金正恩举行会晤

马鑫 / 第一财经研究院研究员

俄罗斯并不希望半岛问题完全在中国和美国的掌控之下，而希望俄方能在朝鲜半岛问题上突出影响，在中立的调节上发挥作用。

俄罗斯总统新闻秘书佩斯科夫1日表示，俄总统普京今年可能与金正恩举行会晤。就在前一天，俄外长刚到访朝鲜，并与金正恩举行会谈。这是2009年俄朝中断互访后，俄外长时隔9年再度踏足朝鲜国土。俄外长此举被认为是在“特金会”前，通过会晤了解朝鲜方面的谈判态度，以便之后参与到朝鲜半岛变局当中。

有评论认为，俄罗斯近期积极介入朝鲜问题，体现其存在感，很大程度上是因为在一些地区处于和美国对抗的被动和劣势地位。

近段时间，美国及其盟友与俄罗斯在海上、空中、陆地全方位暗暗较劲。美出台《国家安全战略报告》及《国防战略报告》，将中俄明确列为“战略竞争对手”，表明美国重新将大国竞争放在首位，这意味着其在遏制俄罗斯方面将有更多行动。俄罗斯通过积极介入朝鲜问题，试图恢复并寻找机会渐渐扩大对朝鲜半岛的影响，稳固自己在亚太地区的地位。同时，也可以借此在和美国的对抗中多掌握一些主动权。

实际上，由于俄朝特殊的地缘关系，在朝核问题上，俄罗斯一直发挥着应有的建设作用，从未有过缺位。六方会谈时期，俄多次提出解决问题的倡议。六方会谈中断后，俄与国际社会一道谴责来自各方的挑衅，呼吁恢复六方会谈。

去年上半年，当美大兵压境，形势一触即发时，俄明确发出了不容半岛爆发战争的呼吁。今年以来，半岛形势趋缓，俄充分肯定和支持来之不易的和解进程，对朝、韩双方展现的灵活姿态大加赞赏，支持朝参加平昌冬奥，鼓励“文金会”举行及《板门店宣言》达成，高度评价朝炸毁核试验场的“弃核”行动。对特朗普突然“变脸”，宣布取消美朝峰会，俄表示不解和遗憾，并希望“特金会”最终能够举行。当特朗普态度再度反转，称会晤照常举行时，俄同样是第一时间发声给予了肯定和支持。

不过，俄罗斯在东北亚地区的影响力非常有限。中国社科院俄罗斯外交室副主任、研究员李勇慧表示，俄方在中方的协助之下，确定了在朝鲜半岛问题上的立场。俄罗斯并不希望半岛问题完全在中国和美国的掌控之下，而希望俄方能在朝鲜半岛问题上突出影响，在中立的调节上发挥作用。

不可否认，俄罗斯是朝鲜半岛和平与稳定的十分重要的“稳定器”。在朝核问题上，俄方多次提到中俄方案，支持中方提出的“双轨思路”，与中方高度契合。朝方的安全关切和保证，美韩提供不了，朝未来的经济建设更离不开与中俄的合作。中俄在半岛问题默契合作还需要继续。

本届 G7 峰会难达共识 贸易争端将成为最重要话题

马鑫 / 第一财经研究院研究员

由于美国已将七国集团中的其他六国全部纳入征收进口钢铝关税的范围，G7 内部已形成 1 对 6 的格局。如何保持 G7 的完整性，成分本次峰会的主要挑战。

G7 峰会将于 8 日至 9 日在加拿大魁北克省举行，美国与其主要盟友将面临严重分歧。

贸易争端将成为本次峰会最重要话题，G7 其他各国首脑首度有机会与特朗普当面交涉。特朗普宣布从 6 月 1 日起针对欧盟、加拿大和墨西哥加征 25% 的钢铁产品关税和 10% 的铝制品关税。欧盟随后对美国作出正式反击，向 WTO 作出投诉，指美国的措施违反 WTO 规则，并提交长 8 页的货品清单，列出欧盟报复措施打击的美国产品。特朗普政府挑起贸易战让西方盟友怨声载道。白宫首席经济顾问库德洛 6 日表示，特朗普对贸易的强硬立场不会退却，这一表态被外界认为已为此次峰会定调。各国与美方在贸易上的矛盾可能会把这次 G7 峰会变成一次“摊牌大会”，争议将公开化。美媒认为，贸易并不是造成 G7 峰会气氛尴尬的唯一原因。由于美国在贸易、气候变化和外交政策上的“格格不入”，峰会议题将变得复杂。

法加德合力抱团，本次 G7 峰会难达共识。加拿大总理贾斯廷近期分别与德国总理默克尔、法国总统埃马克龙通电话，就应对美方贸易政策协调立场。默克尔和马克龙做好了在 G7 峰会上挑战美国的准备，并警告美国，如不能做出重大让步，德法将不签署 G7 联合公报。由于美国已将七国集团中的其他六国全部纳入征收进口钢铝关税的范围，G7 内部已形成 1 对 6 的格局。如何保持 G7 的完整性，成分本次峰会的主要挑战。彼得

森国际经济研究所所长认为，美国对盟友“开炮”后，这些国家很难再次建立起对美国的信任。

斗而不破，仍是盟友与美国之间的基本状态。“围殴”也好，“摊牌”也罢，专家们认为，各国可能会尽情“攻击”美国，但并不会与美国“决裂”。目前，欧美围绕钢铝关税问题仍有谈判余地。G7 其他国家只是希望进一步对特朗普施压，促其改变态度，或者作出其他一些技术性让步。双方最终还是能够找到妥协空间，这本身也是 G7 峰会存在的意义之一。

对于美国与盟友未来关系，专家有不同解读。有专家表示，美国与盟友关系不顺可能只是暂时现象，会随着特朗普的离任而消失。而一些专家认为，美国与传统盟友关系的逐渐疏远并不是暂时的，而是长期性的。尽管美国的政治钟摆会不断摆动，但盟国已经不可能再像过去那样充分利用美国的巨大市场，未来的局面可能更加困难。

【科技与创新】

解开生产率增长迟缓的谜团

作者：Myron Scholes/ 诺贝尔经济学奖获得者
James Manyika/ 麦肯锡全球研究院主席

翻译：赵健榆 / 第一财经研究院研究员

在观察多个发达经济体在 08 年金融危机后十年间（同时也是生产率增长急剧恶化的时期）的发展状况之后，我们发现了三大突出特点：资本密集度的增长率徘徊在历史低位、数字化，及需求复苏疲软。

近年来，生产率增长迟缓一直困扰着美国及其他发达经济体。经济学家对此提出了一系列看法，从测量方法有误到“长期停滞”（secular stagnation）理论，再到质疑技术创新是否真正对生产率有提升作用。但解开这一谜团的关键实际在于如何理解经济中各类因素的互动作用（economic interactions）。

在观察多个发达经济体在 08 年金融危机后十年间（同时也是生产率增长急剧恶化的时期）的发展状况之后，我们发现了三大突出特点：资本密集度的增长率徘徊在历史低位、数字化，以及需求复苏疲软。

首先，2000 至 2004 年，美国资本密集度的年复合增长率为 3.6%；2010 至 2014 年，该数字降至 0.4%，为二战后最差的表现。通过解析劳动生产率的构成部分，我们就会发现资本密集度增长的放缓严重影响了包括美国在内多个国家的生产率增长。

设备和设施方面投资的衰减削弱了资本密集度的增长，公共部门投资的下降更是雪上加霜。20 世纪 80 年代至 21 世纪初，美、德、法、英等国的公共部门投资均经历了 0.5-1% 不等的长期衰减，而且此后也没有好转迹象，并导致了严重的基础设施鸿沟（infrastructure gaps）。

遭受金融危机之后，对包括软件和研发等无形资产领域的投资反倒恢复得很快。这也反映出数字化浪潮正处于上升势头，且正席卷各个行业。

这里说的数字化主要是指数字技术，如云计算、电子商务、移动互联网、人工智能、机器学习和物联网。除了优化生产流程，这些技术还将推动商业模式转型、改变价值链，并且让行业间的界限更加模糊。相较于上世纪 90 年代 ICT 技术的蓬勃发展，当下这股浪潮在创新技术的广度及多样性上更进一步——新产品（如电子书）、新特征（如实时定位）、新的推送方式（如流媒体），以及新的商业模式（如 Uber 和 TakRabbit）。

不过二者也有不少相似之处，尤其在影响生产率增长方面。经济学家罗伯特·索洛（Robert Solow）曾有著名论断，ICT 革命引发的变化随处可见，生产力的统计数据除外。这个“索洛悖论”（the Solow Paradox）在美国的生产率受技术、零售和批发等领域激发而大幅提升才得到解答。现在，我们或许处于索洛悖论的第二轮，即数字技术已经随处可见，但还未对生产率增长产生推动作用。

MGI（麦肯锡全球研究所）发现，对于

科技、媒体、金融等行业来说，资产、日常运营及员工辅助方面可以实现高度数字化，并大幅提高生产率。但这些部门在 GDP 和工作岗位提供中的比重相对较小，而像医疗、零售等比重较大的部门，其数字化程度较低，生产率的提升也不尽如人意。

此外，MGI 认为，虽然数字化浪潮有望为生产率显著增长创造机会，但这些益处尚未形成一定规模。麦肯锡在最近的调研中发现，全球性企业中能够让其核心业务、产品及服务实现自动化或数字化的比例不到三分之一。这反映了数字化应用中出现的融合障碍和滞后效应，还有巨大的转型成本。一些正处于数字转型期的公司表示，他们核心产品或服务的市场份额中有大约 17% 是被自家数字产品或服务蚕食掉的。此外，企业经营所产生的信息只有不到 10% 可以实现数字化并加以分析。但凭借区块链、云计算或物联网，这些数据将变得更易获取。新模式及人工智能也将促使企业通过此前未发现的投资机会进行创新和增值。

最后一种特征是需求疲软。我们从企业决策者处得知，需求对投资至关重要。MGI 去年的一项调研发现，正是由于需求或需求预期出现增长迹象，47% 的企业亦增加了他们的投资预算。

对于各行业来说，金融危机后需求复苏乏力是拖累投资的关键因素。金融危机增加了消费者和投资需求对未来趋势的不确定感，关于投资及提高生产率的决策也就自然延后。而当需求开始复苏时，诸多行业由于拥有过剩产能以及可供扩张的充足空间，反而不需要在新设备和设施等方面追加投资。

随着越来越多的企业学习和采纳数字解决方案，新产生的雇佣关系与投资机会将使需求复苏得到强化，我们也期待生产率增长能有所改观。生产率增长牵涉到各种因素，但未来想要驱动和改变经济活动，提高收入及福利还得依靠 21 世纪的新蒸汽机，即数字化、数据及数据分析这三者。

（如有侵权，请联系我们）



【活动预告】

AMRO 2018 年东亚经济展望报告发布会 ——
变化世界中的经济韧性与增长


AMRO 2018年东亚经济展望报告发布会
—— 变化世界中的经济韧性与增长 ——
AMRO's ASEAN+3 Regional Economic Outlook 2018:
Resilience and Growth in a Changing World

主办 Host:
东盟与中日韩宏观经济研究办公室 (AMRO) 复旦大学经济学院
ASEAN +3 Macroeconomic Research Office (AMRO) The School of Economics, Fudan University

复旦大学泛海国际金融学院
Fanhai International School of Finance, Fudan University

承办 Organizer:
第一财经研究院 复旦大学经济学院全球校友会
Yicai Research Institute Alumni Association, School of
Economics, Fudan University

在东盟与中日韩宏观经济研究办公室 (AMRO) 近期发布的年度旗舰《2018 年东亚经济展望报告》(ASEAN+3 Regional Economic Outlook (AREO) 2018, 下称“报告”) 中, AMRO 以《在不断变化的世界中保持韧性与增长》为题推出了专题报告, 探讨了在技术及贸易与生产网络发生根本性及全球性变化的情况下, 东盟与中日韩地区该如何继续保持弹性及增长动力。

2018 年 6 月 15 日, 东盟与中日韩宏观研究办公室 (AMRO) 将联合复旦大学经济学院、复旦大学泛海国际金融学院、第一财经研究院、复旦大学经济学院全球校友会共同举办《AMRO 2018 年东亚经济展望报告发布会——变化世界中的经济韧性与增长》, 深入解析专题报告的结论, 并与专家学者一起探讨这一话题。

【报名通道】

版权声明：

“一财研究”系第一财经研究院的电子出版物系列产品，版权为第一财经研究院所有。本产品仅供广大用户研究、学习之用，不构成投资参考。

本报告的版权由第一财经研究院所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。