

专题报告

从大萧条到长期停滞

2020年6月4日

——我们是不是低估了汇率协调的作用

主要预测

| % | 2019 | 2020E |
|---------|------|-------|
| GDP | 6.2 | 2.5 |
| CPI | 2.9 | 2.9 |
| PPI | -0.3 | -1.4 |
| 社会消费品零售 | 8.0 | 2.5 |
| 工业增加值 | 5.7 | 2.0 |
| 出口 | 0.5 | -4.6 |
| 进口 | -2.8 | -3.2 |
| 固定资产投资 | 5.4 | 6.2 |
| M2 | 8.7 | 10.8 |
| 人民币贷款余额 | 12.3 | 12.8 |
| 1年期存款利率 | 1.50 | 1.5 |
| 1年期贷款利率 | 4.35 | 4.35 |
| 人民币汇率 | 6.90 | 6.72 |

最新数据（4月）

| | |
|------|-------|
| 工业 | 3.9 |
| 城镇投资 | -11.8 |
| 零售额 | -7.5 |
| CPI | 3.3 |
| PPI | -3.1 |

资料来源：CEIC、招商证券

谢亚轩

xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

罗云峰

luoyunfeng@cmschina.com.cn
S1090518110003

张一平

zhangyiping@cmschina.com.cn
S1090513080007

刘亚欣

liuyaxin@cmschina.com.cn
S1090516100001

高明

gaoming3@cmschina.com.cn
S1090518010002

张秋雨

zhangqiuyu@cmschina.com.cn
S1090519010001

核心观点：

强美元和人民币所带来的收缩效应可能是当前全球经济陷入长期停滞状态的一个原因。2013年以来，美元有效汇率较之此前升值11%，人民币较之此前升值22%。强货币对当前全球经济增长两个最重要的发动机产生抑制作用。进一步看，在经济和金融高度全球化的今天，强美元对国际贸易、国际资本流动和新兴经济体金融风险产生的负的外部效应更甚于以前。而中国在全球经济和贸易中的地位也已今非昔比，这使得强人民币对中国经济乃至全球经济甚至政治关系的负面影响要远甚于此。一言以蔽之，强美元和人民币所带来的收缩效应可能是当前全球经济陷入长期停滞状态的一个原因。

日元和欧元的贬值未能带来全球走出长期停滞。强美元和强人民币有经济基本面的因素，但是与日元和欧元在2013年的贬值也不无关系。而由于种种原因，日元和欧元的贬值没有有效带动当地经济和全球经济走出长期停滞。

从大萧条的教训来看，问题不在竞争性贬值而在于没有汇率协调。艾肯格林的研究表明，问题不在以邻为壑的竞争性贬值，而是在于没有政策协调，没有共同放弃金本位同步贬值。2008年各国央行协同应对全球金融海啸的经验反过来证明，20世纪30年代的问题不在于以邻为壑的货币战，而在于各国央行没有采取更积极的行动和更有效地进行合作。放弃金本位制是20世纪30年代经济危机的一种解决方法，而不是导致经济危机的原因。

非常之时，当有非常之策。当前美国、中国、欧元区和日本搁置争议，加强汇率政策协调，是应对新冠疫情冲击，走出长期停滞状态和严重经济衰退的非常之策。

大萧条被认为是宏观经济学的圣杯，人类历史上这样一次代价惨重的“实验”给经济学家一个不断认识重大经济失败的成因和对策的机会，推动宏观经济学不断进步。认识曲线呈现螺旋型，我们对大萧条成因的认识也不例外。以汇率和汇率政策协调为例，早年的主流观点是：以邻为壑的竞争性贬值导致汇率波动和经济不确定性上升，通过抑制投资而加剧大萧条，代表学者是罗格纳·纳克斯（Ragnar Nurkse）。现代的研究则认为，20世纪30年代的货币贬值的确造成以邻为壑的结果，但主要是由于没有通过汇率政策协调来降低不确定性且没有实施大幅扩张国内信贷的政策，代表学者是巴里·艾肯格林（Eichengreen）和他的著作《黄金镣铐-金本位和大萧条》。他的研究表明，大萧条时期，各国汇率水平和经济复苏之间存在明显的负相关关系。那些放弃金本位及时贬值的国家（英国和丹麦等），其增长恢复情况要显著优于坚持金本位制不贬值的国家（1933年之前的美国）。也就是说，坚持金本位带来的强货币恰恰是大萧条向纵深发展的重要原因，过强（或高估）的汇率对经济增长起抑制作用。

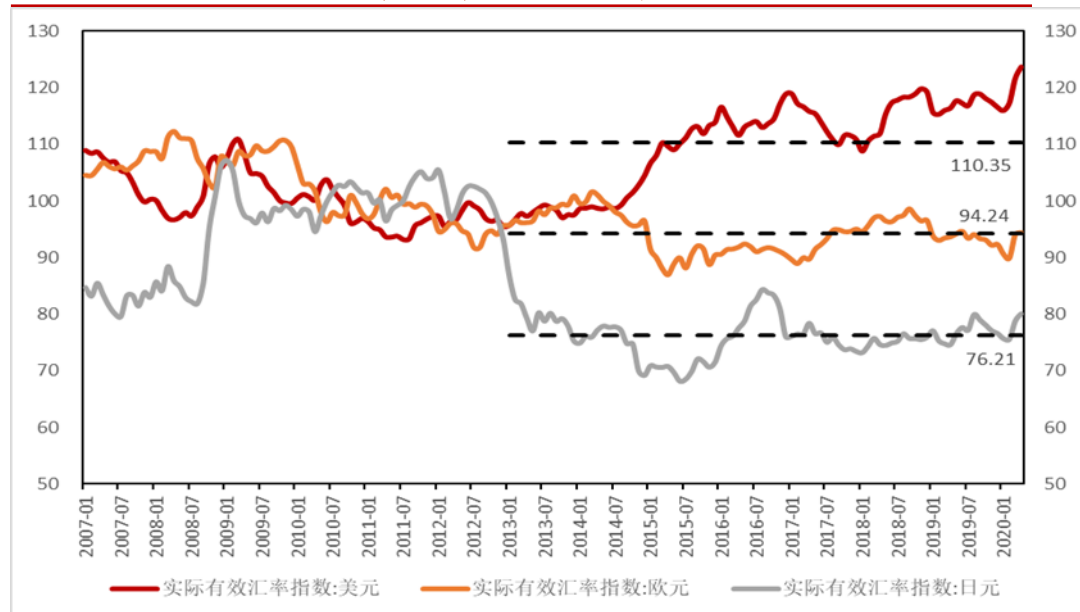
图 1： 2008 年以来多个货币的实际有效汇率

| | 美元 | 欧元 | 日元 | 人民币 |
|----------------|------|-----|------|------|
| 2008 年至 2012 年 | 99 | 102 | 98 | 102 |
| 2013 年至今 | 110 | 94 | 76 | 122 |
| 变动率 | +11% | -8% | -22% | +20% |

资料来源：Wind，招商证券

2013 年以来，美元实际有效汇率升值 11%。如上表和下图所示，2008 年至 2012 年，美元实际有效汇率平均值为 99。而 2013 年至今，美元有效汇率的平均值为 110，美元对篮子货币升值 11%。特别是 2018 年至今，美元有效汇率指数平均值为 117，较之 2008 年至 2012 年平台期 99 的均值升值 18%。

图 2： 美元、欧元和日元实际有效汇率指数（2010 年=100）

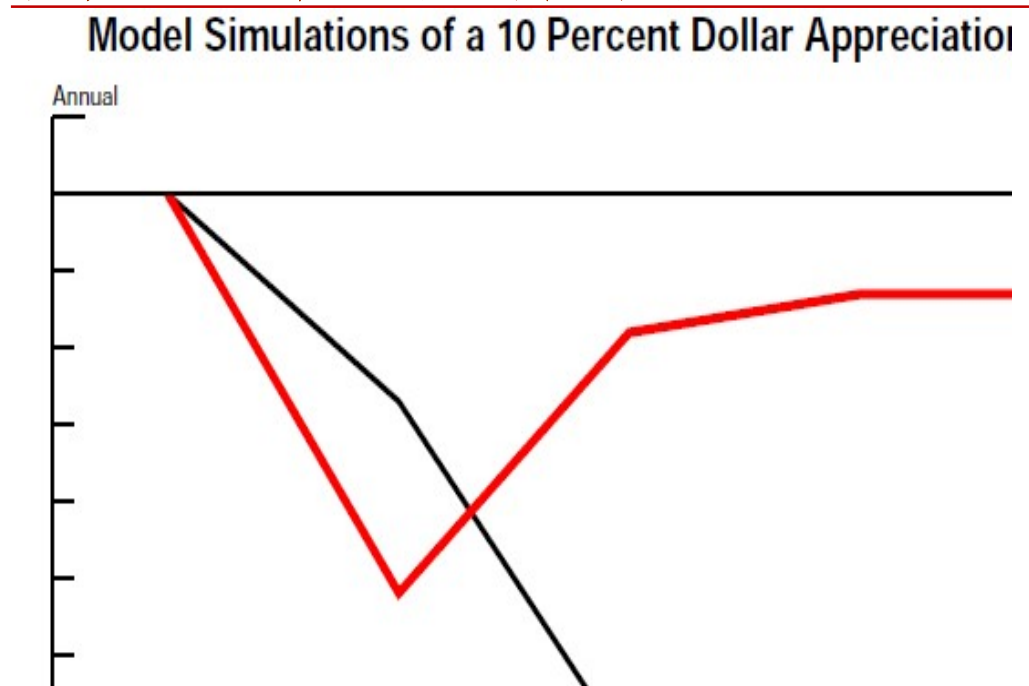


资料来源：Wind，招商证券

强美元对美国经济产生抑制作用。事实上，正如 1929 年至 1933 年受困于金本位的美国经济一样，当前的美国经济同样受到强美元的抑制。正如我在 2016 年 11 月《再谈强美元是把双刃剑》一文中引述，美联储副主席 Stanley Fischer 在 2015 年利用美联储的

模型测算认为，广义美元指数上升对美国经济基本面的影响显著，美元升值越多，对 GDP 增速的负面影响越大。如图，广义实际美元指数升值 10%，美国 GDP 在之后的三年中累积下降 1.5 个百分点（年均 0.5 个百分点）；如果升值 15%，GDP 三年内下降 2 至 2.5 个百分点。一般认为，美国战后 50 年（1947 至 2007 年）GDP 的均值为 3.6%，而 2013 年至今 GDP 的均值为 2.3%。简单估算，两者相差的 1.3 个百分点中，美元有效汇率上升的因素可以解释 0.5 个百分点。

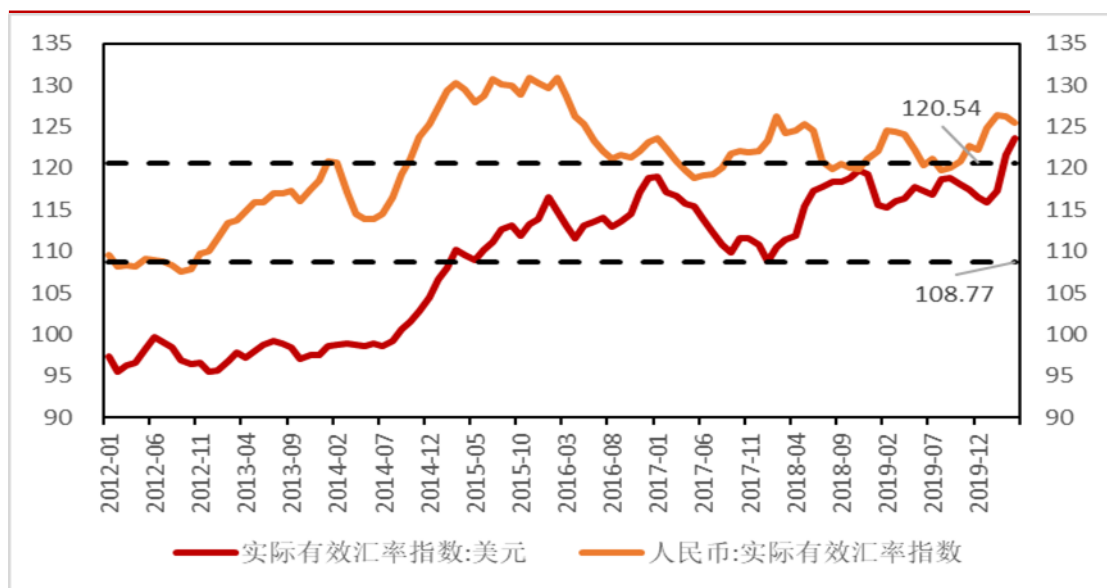
图 3：广义美元指数上升 10% 美国 GDP 下降 1.5 个百分点



资料来源：美联储，招商证券

2013 年以来人民币实际有效汇率的升值幅度达到 20%。2008 年至 2012 年人民币实际有效汇率指数平均值为 102，2013 年至今平均值为 122，升值幅度达 20%。这期间，人民币实际有效汇率升值幅度最大的阶段是 2015 年 1 月至 2016 年 3 月，均值为 130，较之此前平台期的 102 升值 27%。此后，随 2015 年“811”人民币汇率形成机制改革的推进和美元有效汇率指数的回落，人民币有效汇率的升值幅度才稳定在 20% 左右。

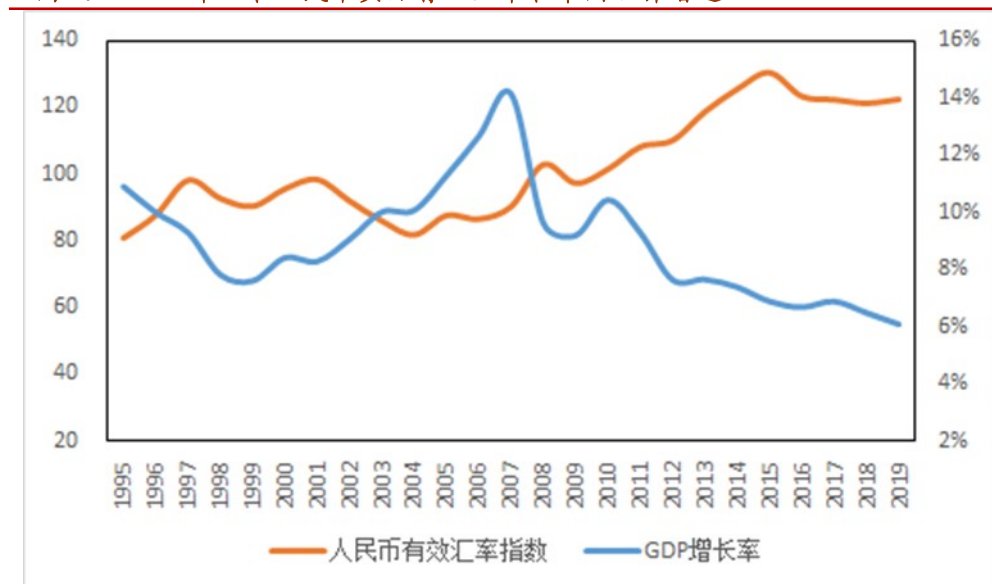
图 4：美元和人民币实际有效汇率指数



资料来源: Wind, 招商证券

强人民币对中国经济增长同样具有收缩效应。遗憾的是,关于此问题的规范研究和测算似乎不多,不新。施建淮在《人民币升值是紧缩性的吗?》(2007)认为从2000一季以来,人民币汇率和经济增速之间表现出明显的负相关性,即人民币实质汇率升值伴随着周期性产出下降,而人民币实质汇率贬值则与周期性产出的扩大相联系。一个标准差的正冲击(汇率升值)发生后,GDP有一个明显的下降,表明汇率升值对GDP具有紧缩性影响,这种紧缩性影响在2年后开始有所减弱。

图 5: 1995 年以来人民币实际有效汇率和中国经济增速

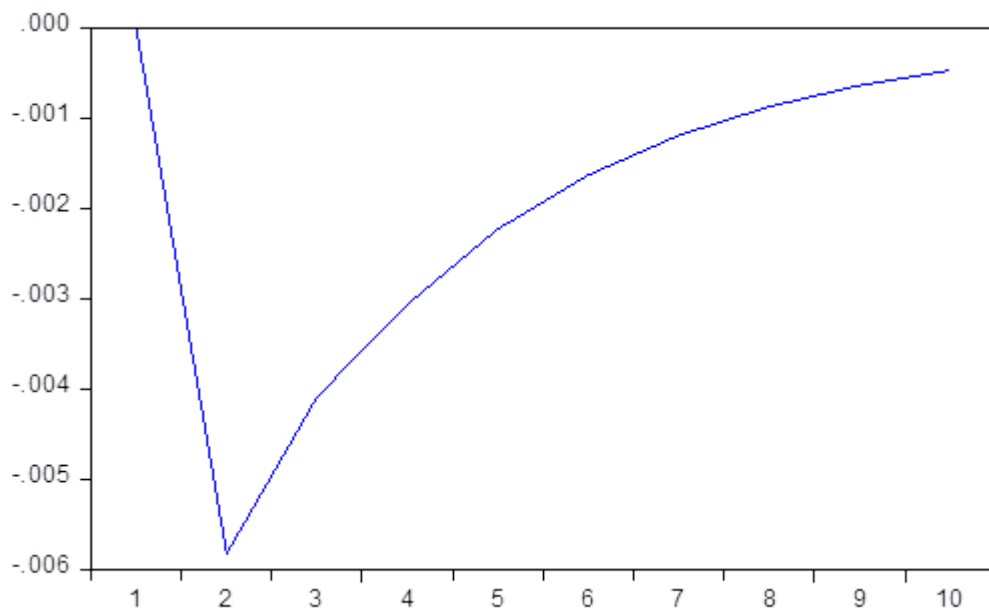


资料来源: Wind, 招商证券

人民币有效汇率上升对中国 GDP 影响的测算。借鉴施建淮(2007)年在《人民币升值是紧缩性的吗?》的研究方法,我们采用人民币实际汇率指数和 GDP 增长率作为代理指标,并用 CPI 作为介于两者之间的“中间”变量,用以代理所有 GDP 和汇率之间的作用渠道。测算结果表明,人民币升值对经济增长产生负面影响,人民币升值 10%,GDP 增长率将下降 0.97 个百分点。从脉冲响应来看,给予一个单位标准差的冲击,其对 GDP 将产生明显的负面影响且在第二年达到最大,负面影响持续时间长达数年之久。1995 年至 2012 年,中国 GDP 平均增速为 9.8%,2013 年以来,中国 GDP 平均增速下降为

6.9%。简单估算，增速落差的 2.9 个百分点中，汇率因素可以解释 0.4 个百分点。

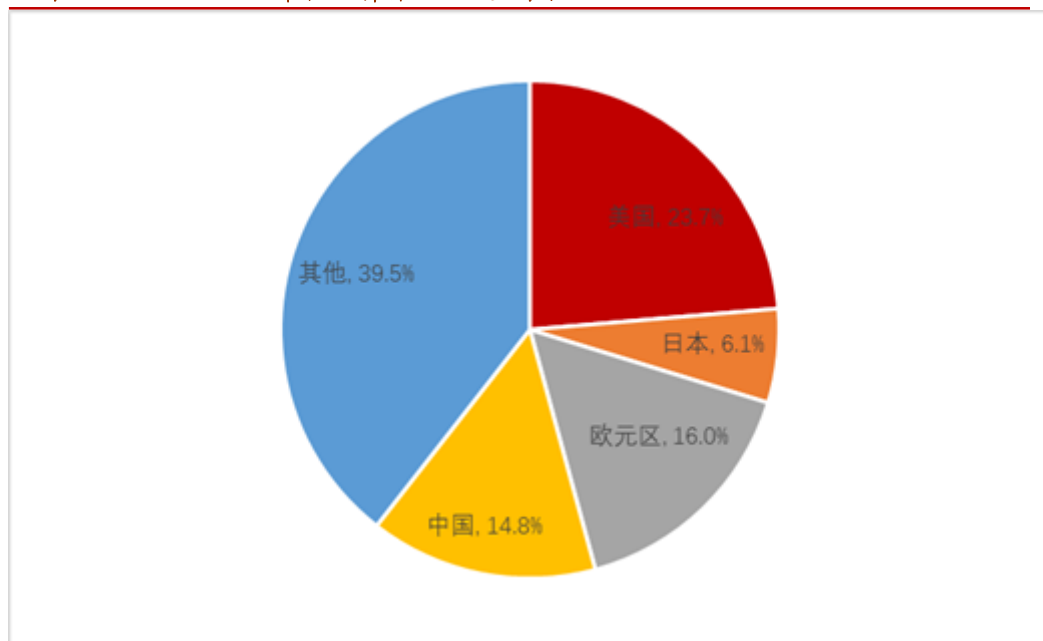
图 6: 人民币实际有效汇率升值的 GDP 脉冲响应



资料来源: Wind, 招商证券

但问题是，中国和美国是当前全球经济增长的发动机。2013 年至 2019 年，全球 GDP 的 23.7% 来自美国，14.8% 来由中国，而欧元区和日本分别为 16.0% 和 6.1%。如果从边际上的增量看，2013 年以来，中国和美国贡献了世界全部的 GDP 增量，而欧元区微弱的正贡献，日本是小幅负贡献。从 GDP 绝对量来看，美国、中国、欧元区和日本是全球经济增长的四个发动机，但是事实上 2013 年以来，主要是中国和美国这两个发动机在带动全球经济增长，而且是在强货币的重压之下，负重前行。

图 7: 2013 至 2019 年各经济体 GDP 全球占比

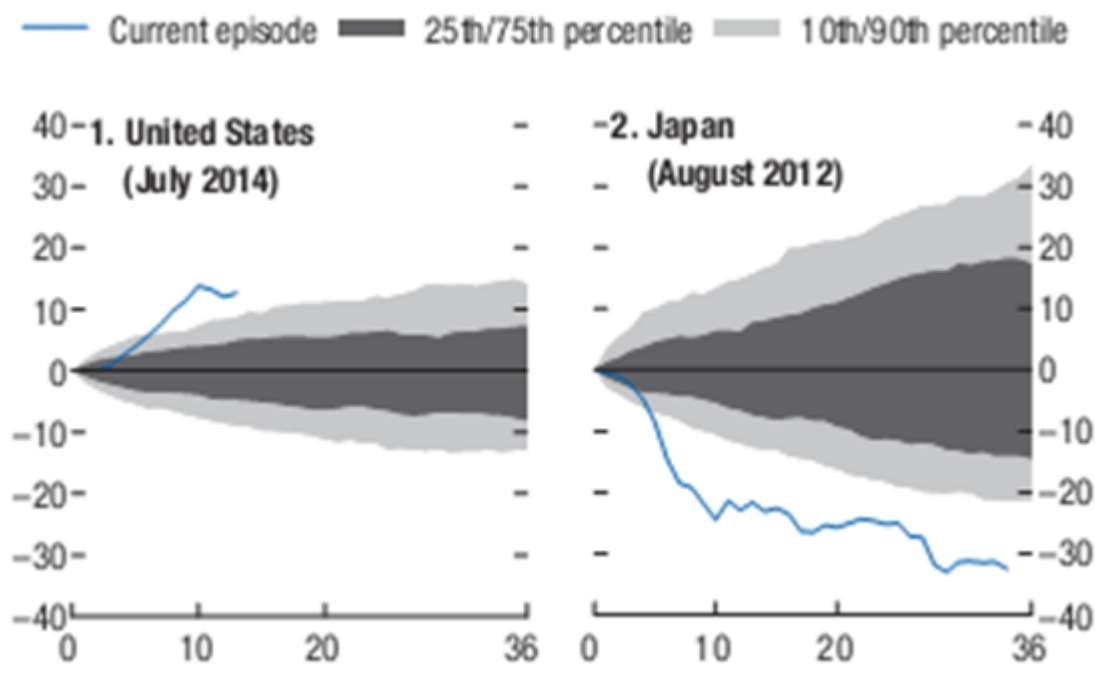


资料来源: Wind, 招商证券

本轮美元和人民币的强势一定程度上源于日元的竞争性贬值。本轮美元走强始于 2013 年，表面看升值原因是美国经济基本面的恢复快于日本和欧元区，因而导致美联储率先

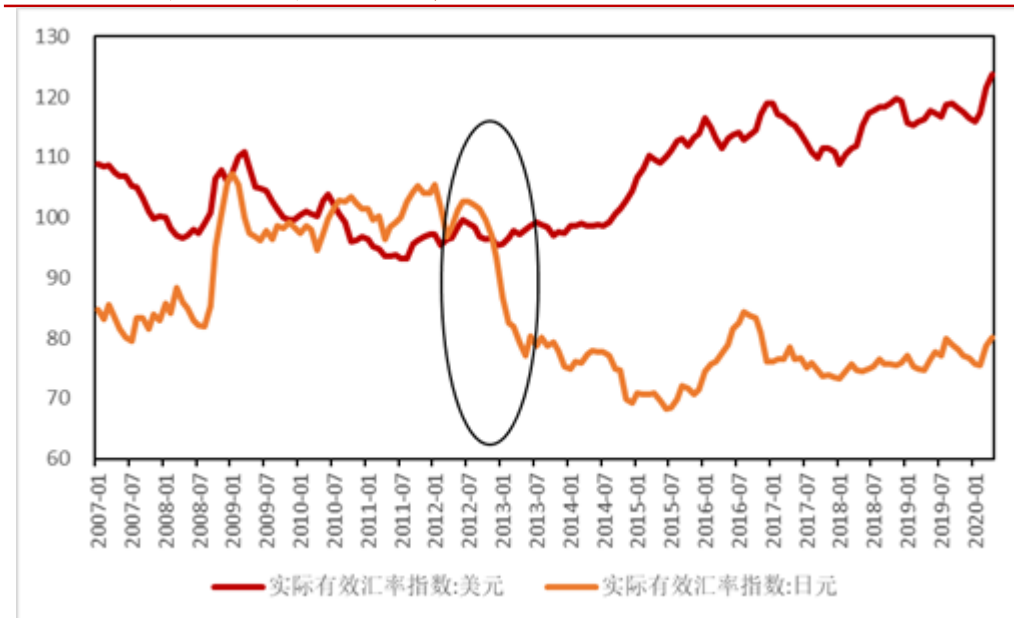
退出量化宽松的货币政策，进而带动美元走强，日元和欧元走弱。但是，也有观点认为，本轮美元的快速走强很可能是肇始于 2012 年 8 月开始的日元脱离经济基本面的竞争性贬值，这可以说是安倍经济学的三支箭之一，日元兑美元汇率从 75 最多曾贬值到 125。日元的贬值通过带动欧元的贬值共同推高美元指数和有效汇率。

图 8: 国际货币基金组织认为 2012 年日元贬值脱离基本面



资料来源：国际货币基金组织，招商证券

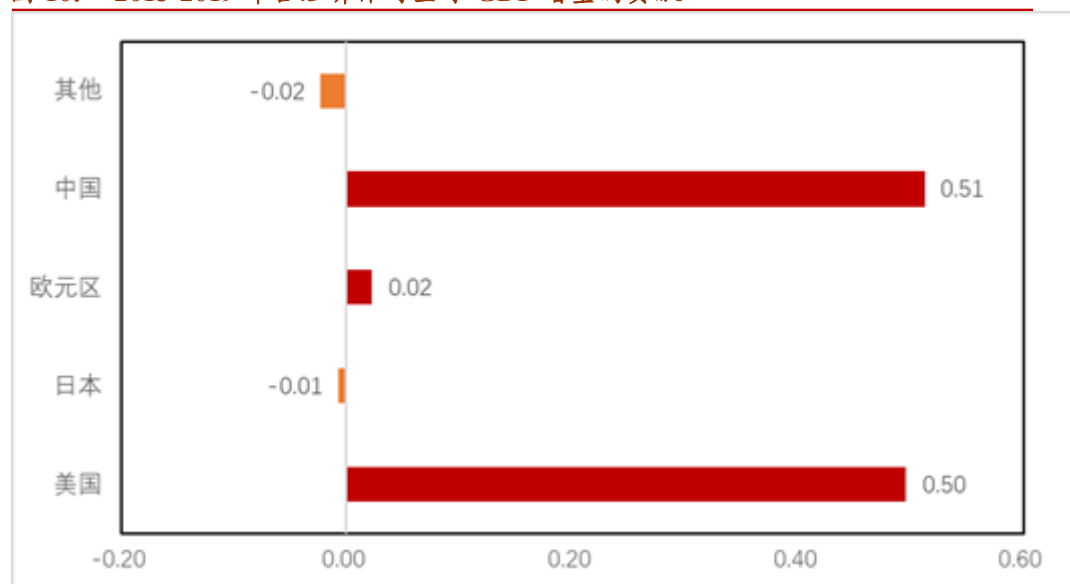
图 9: 2012 年至 2013 年日元的竞争性贬值



资料来源：Wind，招商证券

尽管弱货币对经济具备扩张效应，但弱欧元和日元并未带动全球经济走出长期停滞的泥沼。我做一个不恰当的比喻，全球经济增长有四台发动机，美国、中国、欧元区和日本，但是在 2013 年的时候只有“一桶汽油”--贬值以扩张经济，日本和欧元区通过竞争性贬值抢去汽油，但由于动力不足未能带动全球经济走出长期停滞状态。

图 10: 2013-2019 年各经济体对全球 GDP 增量的贡献

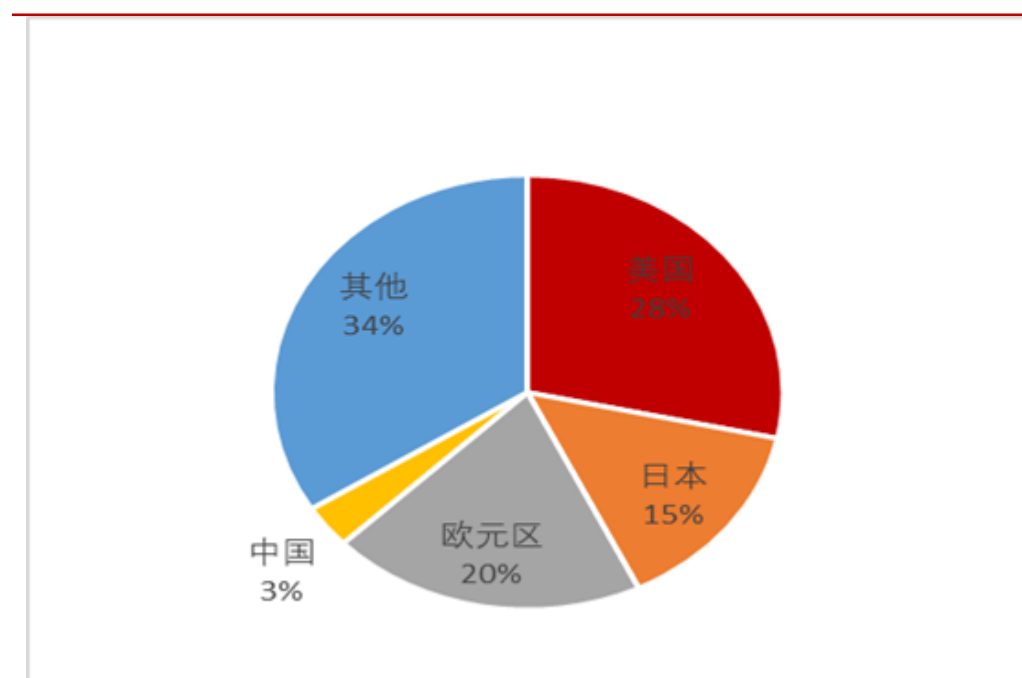


资料来源: Wind, 招商证券

问题来了, 过去也有美元强势的时候, 比如 1996 年至 2001 年, 为何那个时候全球经济可以突破强美元的束缚而走出停滞, 这次不行呢? 对比两个强美元时期, 我想可能的解释包括以下几个:

一是, 欧元区和日本在全球 GDP 的占比已今不如昔。弱货币区域的 GDP 占比越高, 其货币走弱对于全球整体经济的拉动作用越大。1995 年至 2001 年日本和欧元区在全球 GDP 中的占比高达 35%, 因此欧元和日元两个货币在此期间分别贬值 10% 和 16% 对于其经济和全球经济的扩张效应强。而 2013 年至 2019 年, 日本和欧元区在全球 GDP 中的占比下降到 22%, 因此尽管欧元和日元分别贬值 8% 和 22%, 但对其自身经济和全球经济的扩张效应下降。

图 11: 1995 年至 2001 年各经济体 GDP 全球占比



资料来源: Wind, 招商证券

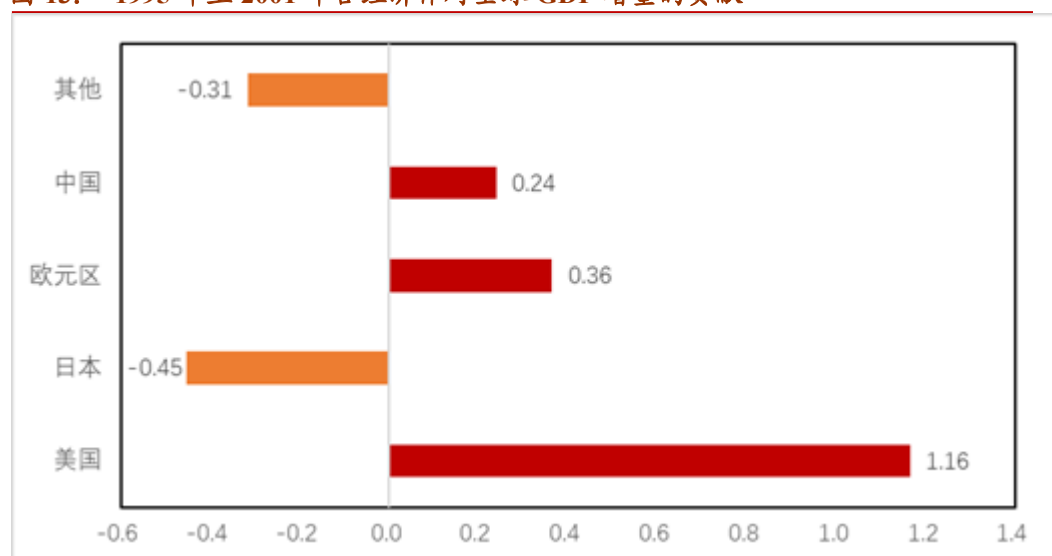
二是，中国在全球 GDP 中占比的已经显著上升。1995 年至 2001 年期间，中国在全球 GDP 中的占比仅为 3%，还称不上全球经济增长的发动机。所以，尽管 1996 年至 2001 年人民币实际有效汇率升值 27%，中国经济也受到严重的抑制效应，出现持续的通货紧缩局面，但对全球经济的负面效应并不大。此后的故事大家都清楚，当强货币的抑制作用逐步消退后，叠加加入世贸组织等其他经济增长因素，中国经济的快速增长对全球经济走出低谷有显著正贡献。但是 2013 年至今，中国在全球 GDP 中的占比已达 14.8%，虽是全球增长的重要贡献者，但却受制于较强的人民币汇率而不能充分发挥动力。一句话，2001 年的时候，中国作为一个全球新的经济增长发动机正在崛起，可以带动全球经济前行；但当前放眼全球，无人能够担此重任。

图 12： 1994 年至 2001 年多个货币的实际有效汇率

| | 美元 | 欧元 | 日元 | 人民币 |
|----------------|------|------|------|------|
| 1994 年至 1995 年 | 101 | 108 | 135 | 73 |
| 1996 年至 2001 年 | 115 | 97 | 114 | 93 |
| 变动率 | +14% | -10% | -16% | +27% |

资料来源：Wind，招商证券

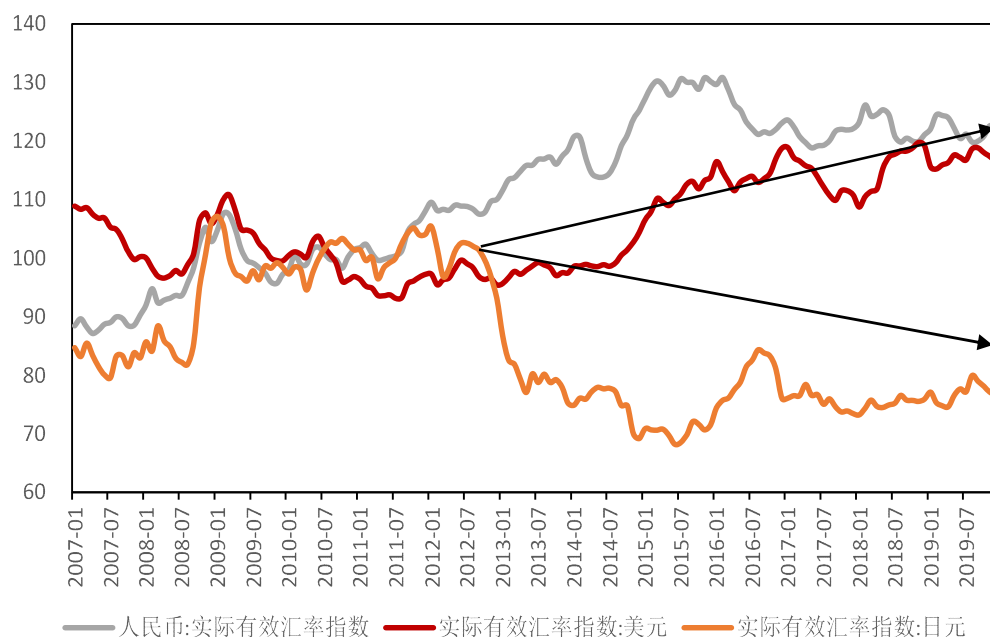
图 13： 1995 年至 2001 年各经济体对全球 GDP 增量的贡献



资料来源：Wind，招商证券

三是，人民币汇率与美元仍未完全“脱钩”。尽管人民币汇率形成机制市场化改革已推进多年，但由于中美之间密切的经济、金融和贸易联系，人民币和美元之间仍未完全“脱钩”，人民币实际有效汇率的波动方向和幅度均显著受到美元有效汇率的影响，同升同贬。反观欧元和日元，不论是当前也好，1996 年至 2001 年期间也罢，欧元、日元和美元之间呈现较明显的反向关系，美元强，则欧元和日元转弱，弱货币带来的经济扩张效应对冲强货币的收缩效应。1996 年至 2001 年，在全球 GDP 中占比 35% 的弱货币欧元区和日本，尚能够和全球 GDP 占比 31% 的强货币美国和中国分庭抗礼。但是，2013 年至 2019 年弱货币的欧元区和日本在全球 GDP 中的占比仅为 22%，已远远不能对冲占全球 GDP 38.5% 的美国和中国受到强货币影响产生的收缩效应。

图 14： 2012 年至今美元、日元和人民币实际有效汇率

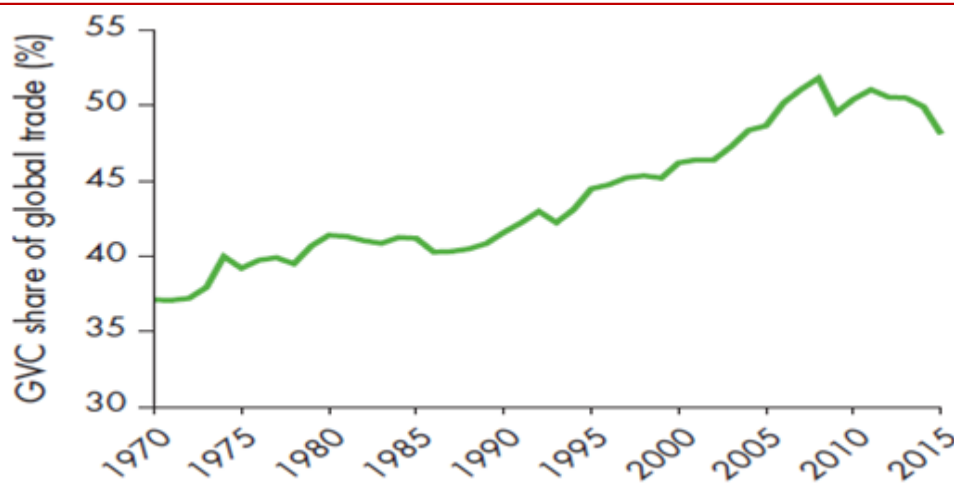


资料来源：Wind，招商证券

四是，随经济和金融全球程度加深，强美元的负外部性更强。美元是全球中心货币，因此美元的强势通过以下重要渠道对于全球经济、国际贸易和国际金融产生重要的外部性，或负面影响。

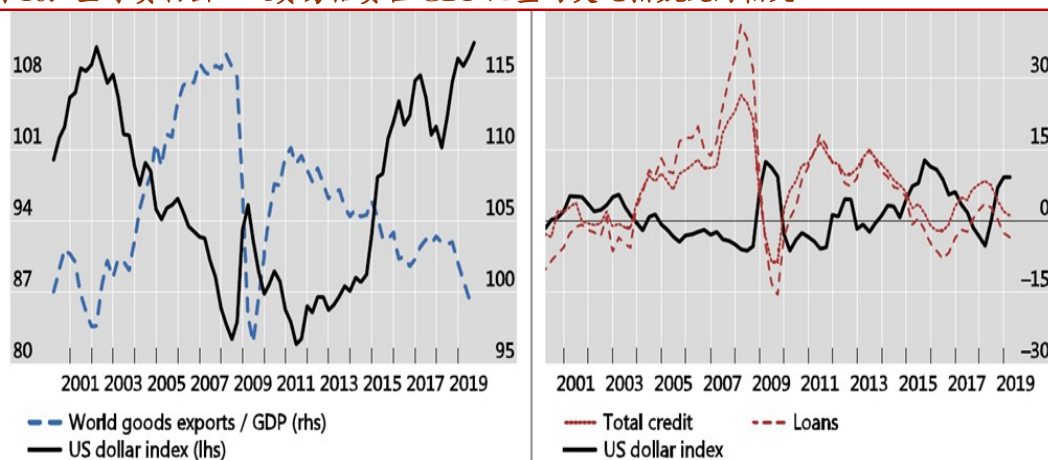
1.强美元导致贸易融资积极性下降，全球产业链贸易由盛转衰。由于美元的国际货币地位，全球融资中以美元标价的比例最高，因此，当美元升值时，企业借强美元的意愿和贸易融资能力下降，全球价值链趋于收缩；反之，当美元贬值时，企业借入弱美元的积极性高，全球贸易融资和价值链较为活跃、趋于扩张。Valentina Bruno, Hyun Song Shin (2019)利用企业的明细出口数据研究发现美元汇率的强弱影响出口。其他条件相同时，在美元升值后，更依赖于银行美元资金的企业其出口受到更大负面影响。这种影响对于生产链较长的公司尤其明显。Gopinath (2019) 的研究显示，在粘性价格和美元结算的假设之下，美元每升值 1%，会带来全球贸易量收缩 0.6%。如下图，全球价值链贸易从 1970 年代开始兴盛，在 2007 年危机之前达到高点。但 2008 年金融海啸之后，特别是 2010 年以来未能再继续扩张而是由盛转衰，其背后的原因很多，但强美元无疑难辞其咎。

图 15: 全球价值链贸易近年来由盛转衰



资料来源：世界银行，招商证券

图 16: 全球货物出口及贸易信贷占 GDP 比重与美元指数反向相关



资料来源：国际清算银行，招商证券

2.强美元使得新兴经济体的汇率波动增大,加剧其陷入货币危机的风险。这一点我在《再谈强美元是把双刃剑》的报告中已分析,2014 年下半年以来挥之不去的人民币贬值预期及其对经济和金融产生的巨大负面影响即是明证,在此不赘述。

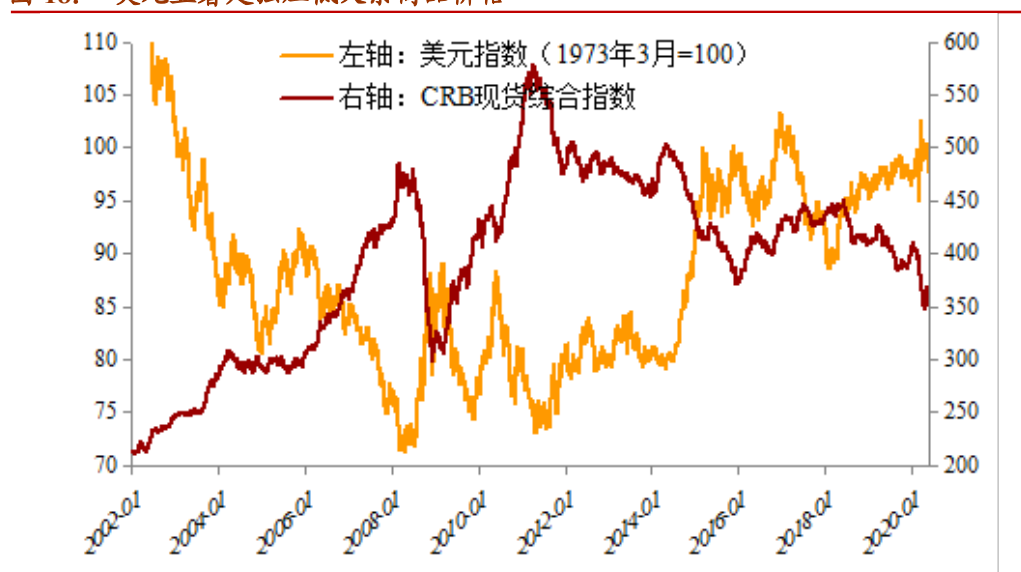
图 17: 新兴市场货币汇率贬值压力加大



资料来源：Wind，招商证券

3.强美元使得大宗商品价格承压,土耳其等商品国家的经济基础动摇,国家风险上升。商品国家的经济和货币汇率均呈现强的顺周期性,当美元强势的时候,不仅商品价格下跌,而且经济增长前景也会受到商品价格走低的负面影响,进一步加剧汇率贬值的预期,增加其发生货币危机、国际收支危机和经济危机的风险。

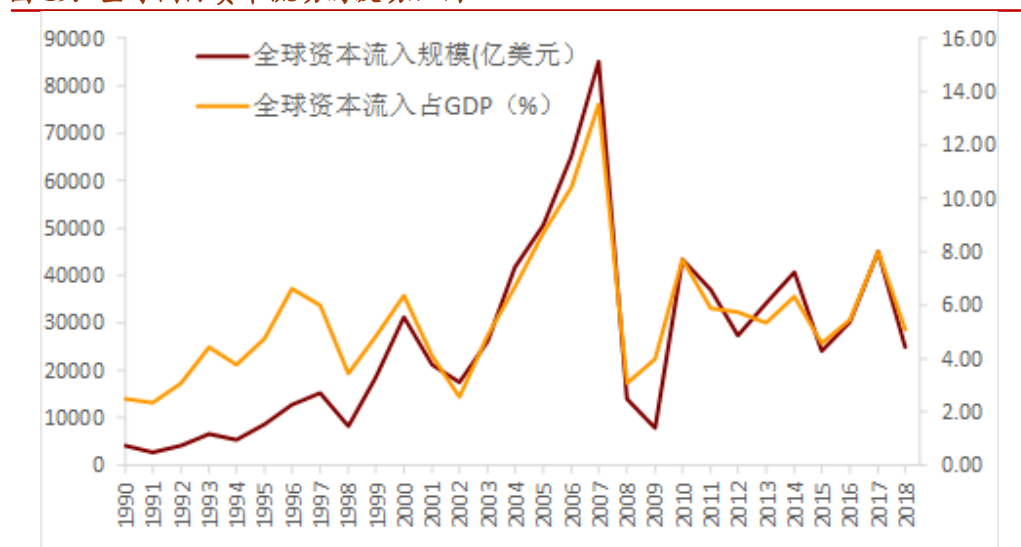
图 18: 美元显著走强压低大宗商品价格



资料来源: Wind, 招商证券

4.强美元增大国际资本流动的波动性，抑制国际资本流动。对银行而言，美元走弱时，企业经营状况的改善从降低不良率等角度改善了银行资产质量，降低了风险，使得银行放款的意愿上升。反之，强美元会抑制银行的贷款意愿。实证结果显示，本币对美元升值通过风险承担渠道（如降低信用风险溢价）使得新兴经济体的金融环境更为宽松。根据 Stefan Avdjiev, Valentina Bruno, Catherine Koch, Hyun Song Shin (2018)对于国家层面和公司层面的研究显示，强美元与跨境银行美元资金更低速增长、从而与新兴市场更低的实际投资有关，一国货币相对美元走弱会触发其实际投资的下降。在美元持续走强的条件下，经济主体会考虑偿还美元负债，并增加持有美元资产，这对应于国际资本流入的下降和国际资本流出的增加。2016年11月15日，国际清算银行研究主管 Hyun Song Shin 称，鉴于美元能够反映全球借贷的景气程度，强势美元之下可能没有赢家。考虑到全球美元负债的增多，美元走强恐导致对投资风险的厌恶程度上升，导致对用于收购相对较波动资产的美元信贷的需求下降。强美元不仅通过影响贸易信贷和贸易融资的积极性严重影响全球价值链贸易，还通过加大新兴经济体风险，抑制全球直接投资和证券投资的积极性。

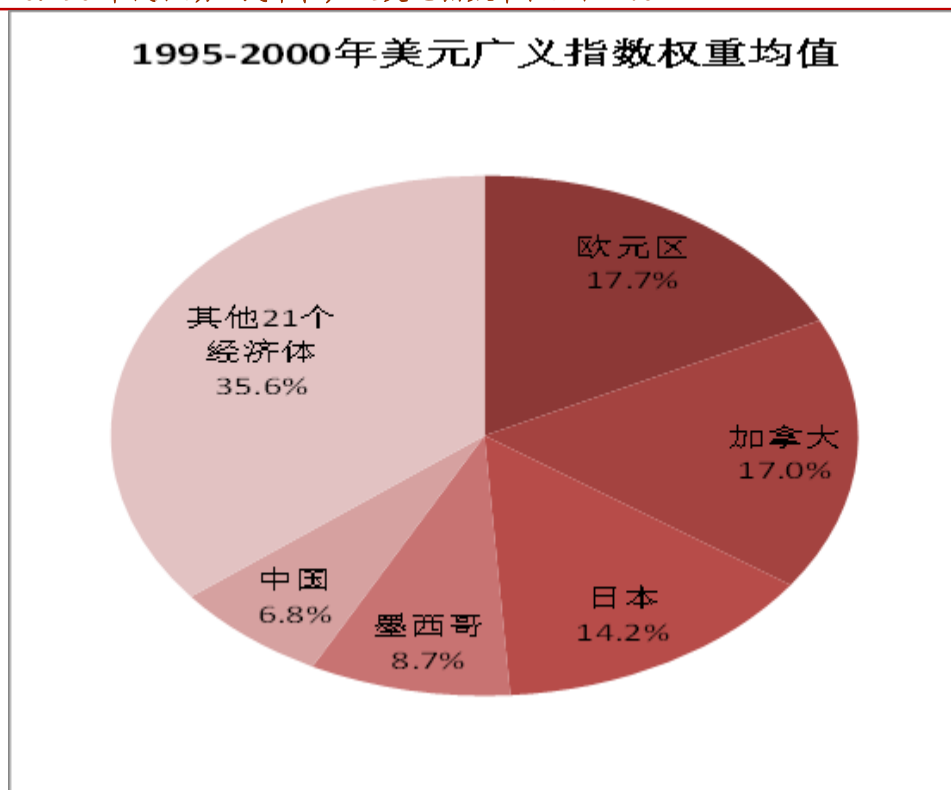
图 19: 全球国际资本流动的波动加剧



资料来源: Wind, 招商证券

5.国际之间的争议呈上升趋势。“和气生财”，和气可以生财，生财才有和气。当全球经济增长的蛋糕不能快速做大的时候，国际之间的争端和风险加剧，进一步恶化全球经济增长的前景。以汇率为例，新兴市场国家的政策制定者们认为，发达国家在 2012—2013 年所采取的量化宽松和通过压低本国汇率促进再通胀政策的做法，是向新兴市场输出通缩。2014—2015 年，随着新兴市场经济的增长和通胀下滑，新兴市场国家也开始像美国、欧元区、日本一样，试图通过压低汇率、输出通缩到其他国家来避免经济下滑，事实上造成了竞争性贬值的不利局面。当前，美国围绕贸易差额问题，与中国、欧元区和日本等多国爆发贸易冲突。从某种程度上说，这些争端与强美元导致的全球收缩不无关系。

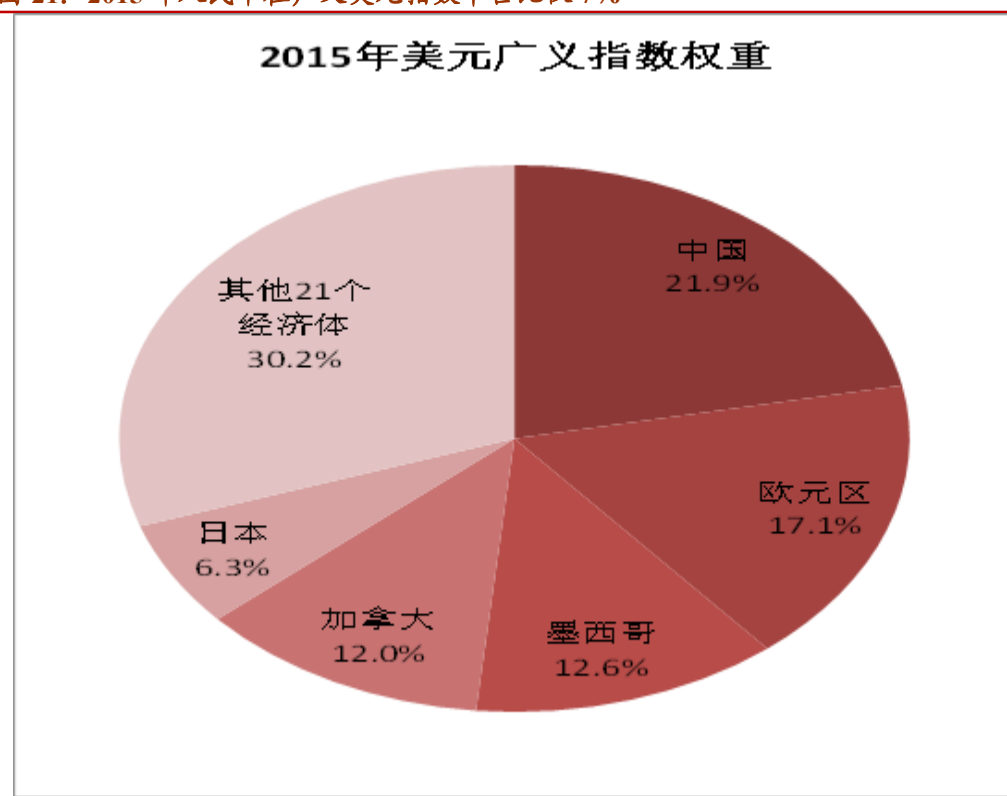
图 20：90 年代后期人民币在广义美元指数中占比仅 7%



资料来源：汤森路透，招商证券

从大萧条的教训看，问题的关键不在于竞争性贬值，而在于没有汇率协调带来的强美元和不确定性。综上所述，表面上问题在于日元和欧元“竞争性”走弱，带来的强美元和强人民币的经济收缩效应，阻碍全球经济走出停滞状态。深刻反思大萧条，艾肯格林的研究表明，问题不在以邻为壑的竞争性贬值，而是在于没有政策协调，没有共同放弃金本位同步贬值。2008 年各国央行协同应对全球金融海啸的经验反过来证明，20 世纪 30 年代的问题不在于以邻为壑的货币战，而在于各国央行没有采取更积极的行动和更有效地进行合作。放弃金本位制是 20 世纪 30 年代经济危机的一种解决方法，而不是导致经济危机的原因。

图 21: 2015 年人民币在广义美元指数中占比仅 7%



资料来源：汤森路透，招商证券

据华盛顿邮报最新的报道，新冠病毒通过攻击人的血管内壁细胞致病，正是因为人肺部的血管丰富所以最先感染，但患者病亡则多因血块凝结造成的中风。因此在给已上呼吸机的重症患者使用血液抗凝剂后，病亡率显著下降。与此相对照，在治疗新冠病毒感染患者时，与其推荐副作用巨大及疗效不明确的羟氯喹，还不如的对症下药，搭配使用抗凝剂被科研和临床证明更加安全有效的药物和治疗方案。

搁置争议，加强汇率政策协调，是应对新冠疫情冲击，走出长期停滞状态和严重经济衰退的非常之策。正如以上对于新冠病毒的分析，症候在肺部，致病在血管内壁。如果说全球长期停滞状态、全球贸易摩擦和中美争端等问题如新冠肺炎疾病一般，其症状尽管表现在比如经济增速低、通胀低、利率低、国际贸易和投资滑坡，政治争端加剧，但其致病原因则可能是在汇率和汇率协调。如果说，全球经济陷入了长期停滞这样的病态，作为医生的各国央行行长和财政部长们以及经济学家，究竟是铤而走险，非要推荐使用现代货币理论和赤字货币化这样的冒险方案，还是认真坐下来加强汇率政策的协调。我想，大萧条的经验和教训已经给出了答案。非常之时当有非常之策，当前，在新冠疫情带来的巨大经济冲击面前，更是需要美国、中国、欧元区和日本负起责任，联合起来加强货币政策和汇率政策协调，带动全球经济走出长期停滞状态。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士、博士。现任招商证券研究发展中心分析师（执行董事），负责宏观经济研究。2013 年新财富最佳分析师宏观经济第六名，卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖。2014 年新财富最佳分析师宏观经济入围奖。2015 年第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第五名，新财富最佳分析师宏观经济第六名。2016 年新财富最佳分析师宏观经济第五名，中证报金牛、第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第四名。

罗云峰：南开大学经济学学士、硕士、博士，中共中央党校政治学博士后。现任招商证券研发中心联席首席宏观分析师（董事）。先后就职于国家发展改革委系统、申银万国证券研究所和安信证券研究所，政、学、商三界逾 10 年宏观固收研究经验。专注于盈利债务周期模型下的全球大类资产配置研究。

张一平：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任研究发展中心宏观经济分析师（董事）。

刘亚欣：美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

高明：中国人民大学国民经济学博士，招商证券应用经济学博士后，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

张秋雨：南开大学经济学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。