

宏观研究

财政支出如何激活消费活力和填补疫情空白？

——政策研判专题研究

宏观专题报告

2020年05月20日

报告摘要：

新冠疫情特殊情况下，财政政策固然要积极，但不能包办一切。在消费性支出和投资性支出上财政需要发力，但定位为引导，而不是强刺激。

● 方向：疫情不改居民消费结构改善趋势，财政注重民生支出

虽然疫情在一季度大幅提高了商品消费占比，但服务消费占比上升的长期趋势并不会被打断。服务业在疫情结束之前仍将承压，但是也催生出了一些新的服务形式。居民消费需求只是受到短暂抑制，消费能力仍在。近年来，政府投资意愿逐渐下降，以公共消费为代表的消费性支出越发受到重视。

● 空间：存款增速回升，居民消费能力修复

虽然我国居民杠杆上升速度较快，但是债务偿付压力仍低于美国等发达国家。过去三次的货币宽松周期开启均会带动居民快速加杠杆，主要的加杠杆对象是房地产。在“房住不炒”的政策约束下，此次货币宽松周期并未明显提高居民杠杆的上升斜率，加上减税降费的落地生效，居民存款增速重回高位，消费空间已经打开。在不依赖房地产释放需求的前提下，作为消费两大组成之一的公共消费（政府消费）需要发力填补居民消费疲软期。

● 引导：投资性支出催生新需求，消费性支出发挥多重作用

财政投资性支出从供给端调控需求，同时能创造出新的需求。尽管我国资本存量偏高和边际收益下降，但是投资对经济增长的拉动具有持续性，效果可能仍显著大于消费性支出。消费性支出偏重短期效应，主要是政府以各种形式直接购买商品和服务。除了可选商品消费的补贴支出外，科教文卫等服务业均有发力点，进一步减税降费帮扶受疫情影响较大的企业度过难关。

● 未来展望：财政政策固然要积极，但不是强刺激

财政政策固然要积极，但不能包办一切。财政政策不仅需要发挥两大最终消费的此消彼长作用，还要兼顾税收减少的问题。我们此前判断，财政政策的基调仍是灵活有效，不走强刺激的老路，目前看法不变。我国居民的消费只是被抑制，并未消失，但短期内需要公共消费发力予以引导和补充。投资对经济增长的影响仍较大，财政支出需要两手抓。

● 风险提示：

全球经济前景恶化、宽松政策不及预期、新冠疫情超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

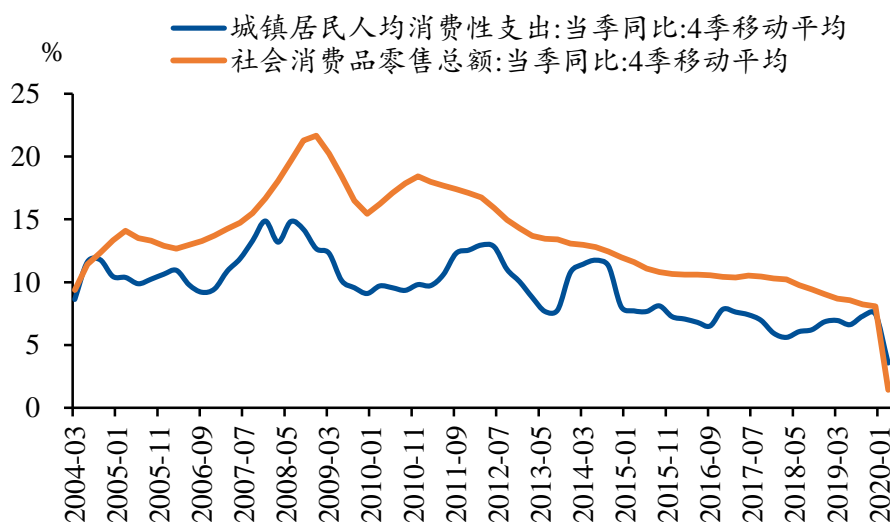
一、方向：居民结构改善，政府注重民生.....	3
1.1 居民消费拆解：社零和消费性支出的背离	3
1.2 疫情不改服务消费上升趋势，挑战传统服务模式	4
1.3 财政支出拆解：投向高度集中，投资意愿下滑	5
二、空间：从金融状况看居民消费能力发展.....	7
2.1 我国居民杠杆率上升过快，地区差距明显	7
2.2 居民偿债压力较低，新一轮加杠杆周期弱开启	8
2.3 存款指标修复意味着居民消费能力回升	10
三、引导：消费性支出和投资性支出的博弈.....	12
3.1 财政支出乘数：投资性支出与消费性支出的平衡	12
3.2 财政支出与居民消费的互动	12
四、未来展望：财政政策固然要积极，但不是强刺激.....	14
风险提示	14

一、方向：居民结构改善，政府注重民生

1.1 居民消费拆解：社零和消费性支出的背离

社零、消费性支出和最终消费的统计口径和方法有所区别。社零统计来自商品供应端；消费性支出来自居民问卷调查，属于商品需求端；最终消费则来自投入产出表的核算。统计方法和口径的差异必然会导致三种数据结果有所差别。另一方面，三者的部门分类也存在较大差异。社零消费品的需求部门主要分为集团消费和居民消费，其中集团消费包含企事业单位和政府机关。GDP 支出法中的最终消费仅有两部门：政府和居民，其中非营利机构提供的商品和服务纳入居民部门。需要注意的是，社零仅含有餐饮收入一个服务项，居民消费性支出和最终消费则包含多种服务支出。因而，社零和居民消费性支出时而同步，时而背离（图 1）。

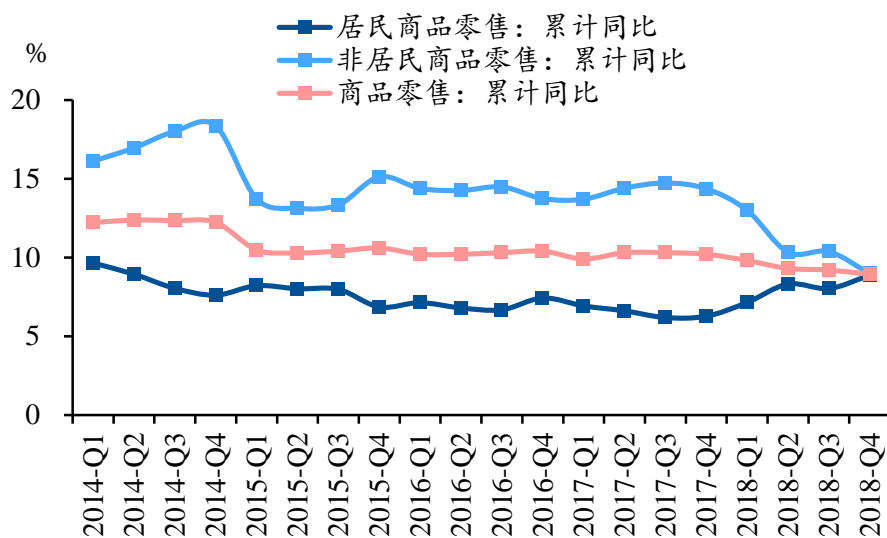
图 1：相较于社零的长期下滑，居民消费支出更具波动性



资料来源：Wind，民生证券研究院

居民消费改善和政府“缩衣紧食”可能是社零和居民消费支出背离的原因之一。近年来，我国居民消费结构持续改善，服务占比逐渐上升，2019 年三四季度服务占比均高于 50%。过去两年的减税降费力度较大，提高了居民的可支配收入，是消费增速持续上升的主要原因之一。同时，财政状况越发吃紧，政府屡次表示“缩衣紧食”，一定程度上抑制了集团消费。我们在此前消费专题中对社会商品零售进行拆分和研究，发现 2018 年集团商品消费下滑，与同期的企业销售费用增速下滑一致（图 2）。

图 2：2018 年非居民部门商品零售下滑推动商品零售下滑

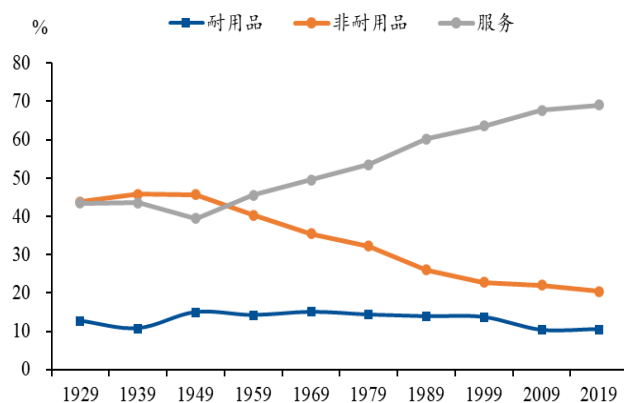


资料来源: Wind, 民生证券研究院

1.2 疫情不改服务消费上升趋势，挑战传统服务模式

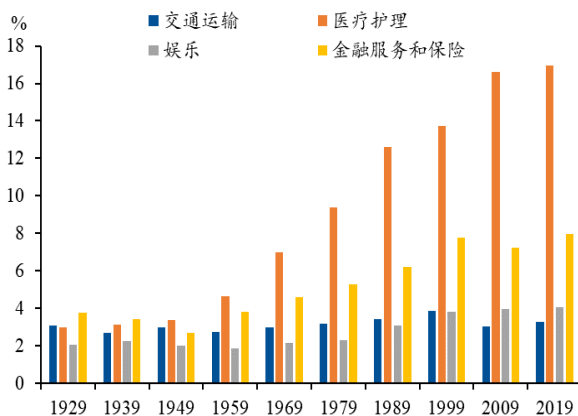
服务占比上升是长期趋势，需要观察疫情会否改变消费形式和习惯。以美国为例，在居民财富积累过程中，居民消费结构的改善体现在服务占比稳定上升，非耐用品消费占比受到服务消费挤出，耐用品消费占比则一直较为平稳（图 3）。在服务消费中，占比上升较快的是医疗护理和金融保险，娱乐和交运的上升相对缓慢（图 4）。我国居民消费结构也是如此：从 2013 年至 2019 年，食品和衣着消费占比有所下降，医疗保健、通信和文娱娱乐占比均有不同程度的上升（图 5）。在疫情的冲击下，服务业大面积被关停，导致 2020 年一季度服务消费占比较去年一季度和四季度分别下滑 0.5 和 2.8 个百分点，餐饮旅游的营收损失最为突出（图 6）。但是，服务占比长期上升的趋势并不会受疫情冲击而改变，潜在的改变是服务形式和消费习惯。近来，物流和医疗问诊等传统线下服务开始转向线上或非接触式服务，疫情后是否持续有待观察。

图 3：美国居民消费：服务占比上升，非耐用品下降



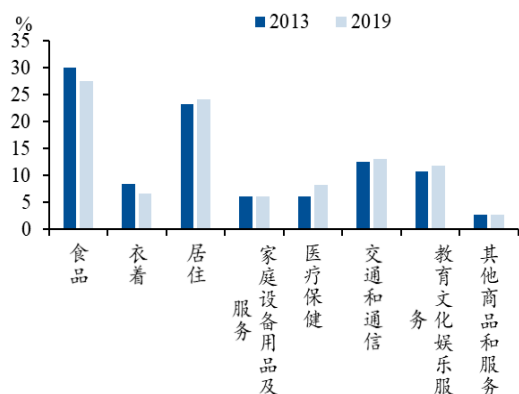
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 4：美国居民服务消费结构变化



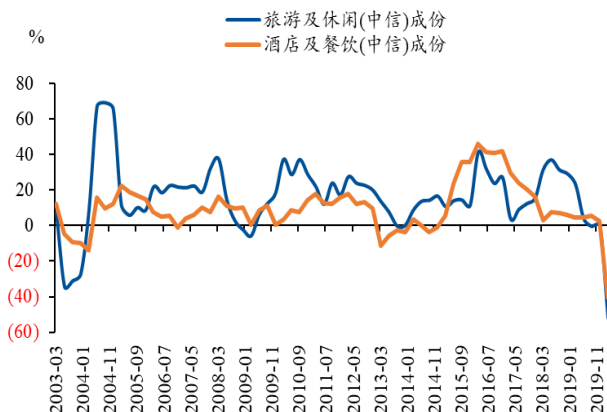
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 5：我国居民消费结构稳定改善，服务占比上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：与美国相似，餐饮旅游服务业营收下跌创记录

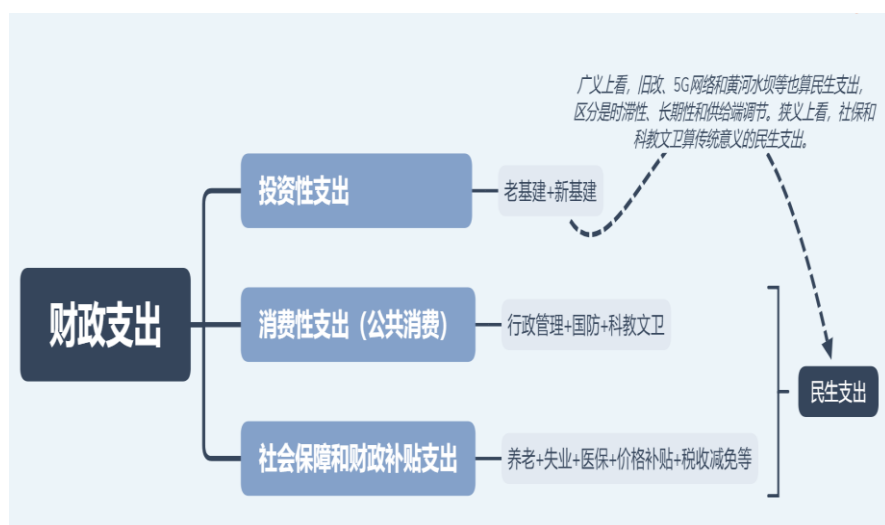


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 财政支出拆解：投向高度集中，投资意愿下滑

何为财政支出中的公共消费？财政支出的流向大体上可以分为四类，分别是投资性支出、消费性支出、社会保障和财政补贴支出（图 7）。投资性支出的主要内容是基建，与 GDP 中的固定资产形成额挂钩。消费性支出也称公共消费，主要包含行政管理、国防和科教文卫。通常情况下，消费性支出用政府最终消费来衡量。社会保障支出和财政补贴的作用是财富再平衡。严格意义上说，第三类支出并非公共消费，与绝对公平原则存在稍许背离。但是，由于社保就业和财政补贴支出具有广泛的正外部性，我们在分析时将其纳入到公共消费。另外，投资性支出从供给端调节，消费性支出从需求端调节，前者存在时滞性和长期性。投资性支出可以创造新的需求方向，消费性支出则是在原有供给基础上拉动需求释放，需要根据宏观状况来调整两者之间的比例。

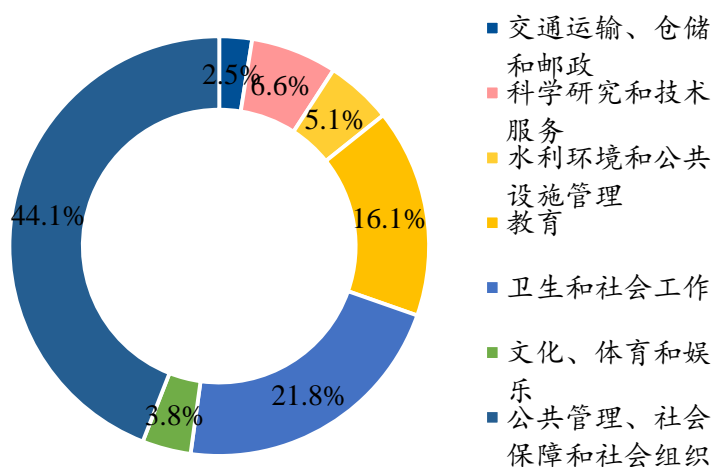
图 7：财政支出的四大分项



资料来源：民生证券研究院

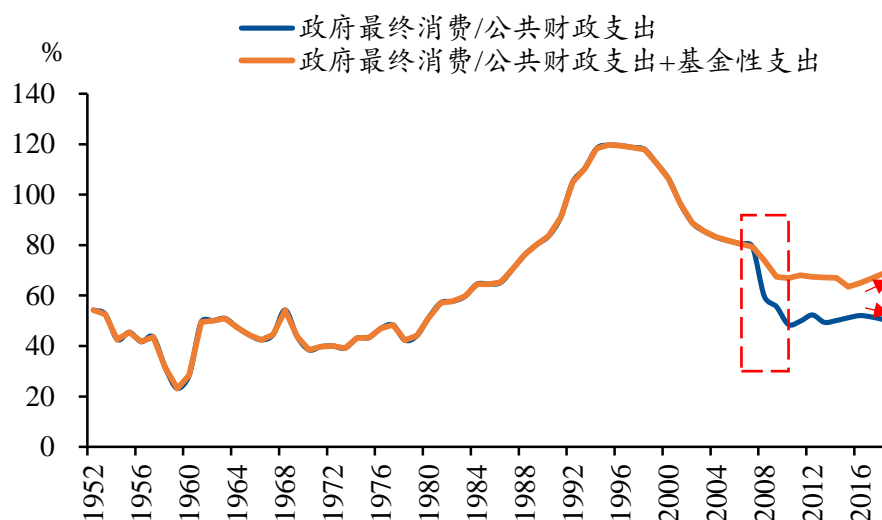
公共消费集中于服务业，财政支出重点由投资转向民生支出。根据 2017 年投入产出表（42 部门）数据显示，政府最终消费集中于第三产业的 9 个部门和农林牧渔，其中占比前七的部门合计约 97%，按排名顺序分别是公共服务、卫生、教育、科研、水利、文化和交运（图 8）。因为公共财政支出能分别形成公共消费和固定资产投资，我们使用政府最终消费/公共财政支出来粗略观察下政府投资意愿。政府最终消费在公共财政支出的占比从 1998 年后开始呈现下滑趋势，与我国过去 20 多年依赖投资拉动经济相符；在经历 4 万亿元基建和棚改以后，投资意愿大致上见顶，重点转向民生支出（图 9）。值得注意的是，广义财政支出显示政府仍有稳投资需求，考虑到疫情对经济造成的广泛影响，预计今年两者背离可能会进一步走扩。

图 8：政府最终消费高度集中，公共服务、卫生和教育位居前三



资料来源：统计局，民生证券研究院

图 9：政府投资意愿下滑，稳投资可能更加依赖基金性支出



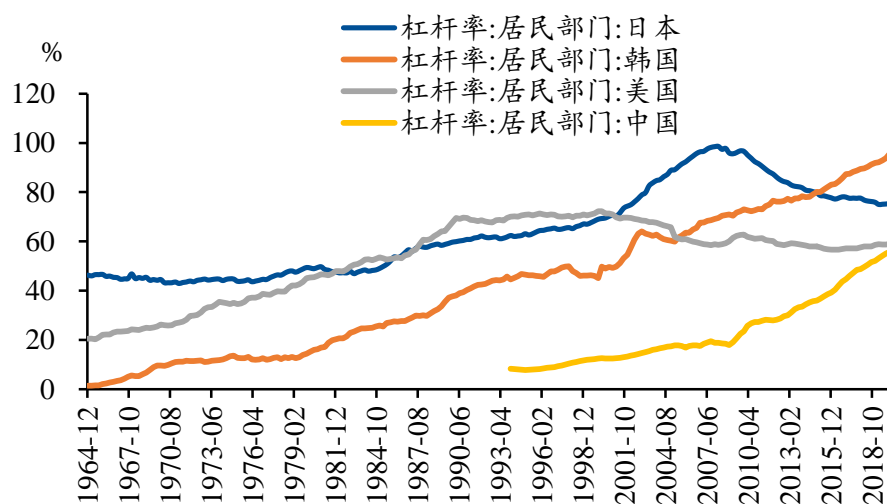
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、空间：从金融状况看居民消费能力发展

2.1 我国居民杠杆率上升过快，地区差距明显

我国居民杠杆率上升速度较快。当前，我国居民杠杆率的绝对水平并不高，2020 年一季度为 57.7%，接近日本水平，大幅低于韩国和美国（图 10）。韩国、日本和美国的居民杠杆周期各有特色：美国在 2008 年触顶后持续下降，说明次贷危机提高了美国家庭防风险意识；日本在上世纪 90 年代初房地产泡沫破裂后杠杆率走平，随着老年化加剧，进入长期去杠杆周期；韩国则是一直处于加杠杆周期，与韩国政策激励居民信贷和房价鲜有负增长有关。我国居民杠杆率从 2009 年一季度 19% 上升至 2019 年四季度 55.8%，年均增速约为 18%，显著快于美日韩在快速加杠杆时期的表现。以韩国为例，韩国花了 30 年才从不到 20% 的杠杆率升至近 60%，而我国仅花了 11 年。

图 10：我国居民杠杆率绝对水平仍较低，但是上升速度较快



资料来源：Wind，民生证券研究院

居民杠杆区域分化明显。2015 年至 2017 年居民快速加杠杆的地区基本上以一线城市、沿海省份和华北区为主，上海、海南、河南和深圳位居前四，年均提升都在 8% 以上；云南、陕西和新疆等中西部、东北部分的居民债务增速相对缓慢，绝对水平也是处于中下游（表 1）。究其原因，可能与房地产区域化有关，上一轮地产周期带动的房价上涨集中在债务加速较快的地区。

表 1：分区域以“居民债务/名义 GDP”衡量的居民杠杆率（%）

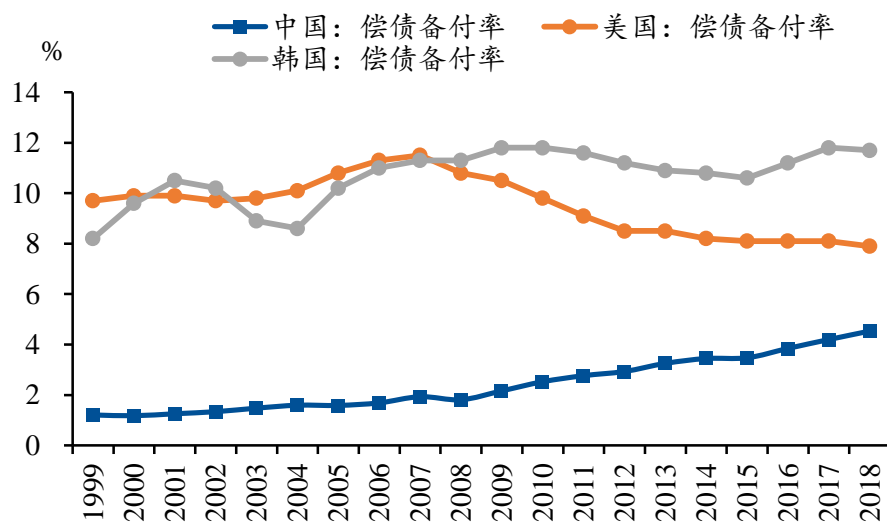
地区	2017 年	2016 年	2015 年	年均提升
上海	65.5	57.5	46.1	9.7
海南	43.5	31.6	24.4	9.6
河南	44.1	34.9	27.1	8.5
深圳	78.6	77.6	62.5	8.1
天津	34	27.1	20.2	6.9
广东	59.1	54.2	45.5	6.8
辽宁	38	36.1	25.4	6.3
河北	41.1	36.9	30	5.6
浙江	65.4	58.9	54.9	5.3
安徽	47.3	43	36.9	5.2
北京	58.8	55.1	48.6	5.1
江苏	38.2	35.1	28.8	4.7
内蒙古	32.4	25.5	23.7	4.4
福建	57.5	52.9	49	4.3
江西	49.2	44.9	41.4	3.9
西藏	37	32.4	29.3	3.9
甘肃	59.8	56.5	52.3	3.8
湖北	32.4	28.6	24.9	3.8
广西	41.5	37.8	34.3	3.6
吉林	21.8	18.5	15.8	3
山东	27.6	24.3	22.2	2.7
青海	23.8	20.2	18.6	2.6
湖南	31.5	28.9	26.9	2.3
山西	27.9	26	23.3	2.3
重庆	50.6	45.7	46.4	2.1
黑龙江	30.9	29.8	26.8	2.1
贵州	45.8	44.3	42.2	1.8
宁夏	49.3	46.1	46.6	1.4
四川	40.8	39.8	38.9	0.9
新疆	34.6	36.1	32.8	0.9
陕西	32.2	31.5	31.1	0.6
云南	41.8	41.5	42	-0.1

资料来源：胡杨和陈子曦（2019），民生证券研究院

2.2 居民偿债压力较低，新一轮加杠杆周期弱开启

我国居民偿债压力相对较低。我们使用住户贷款余额、5 年期贷款利率和国民可支配收入来计算偿债备付率。为了与 BIS 数据具有可比性，我们不使用城镇居民家庭调查的人均可支配收入，同时将债务久期锁定在 18 年。相较美国和韩国的偿债备付率，我国居民的偿债压力相对较低，主要原因是我国居民没有借贷消费传统，总体债务水平较低，其中大部分债务为房贷（图 11）。另外，虽然我国居民债务上升速度较快，但是利率基本上处于下行趋势，导致偿债压力的上升速度相对较缓。由此表明未来居民举债消费仍有空间，但是缺乏去杠杆的加息会越来越难。这一点从利率中枢逐渐下滑也可以看出来。

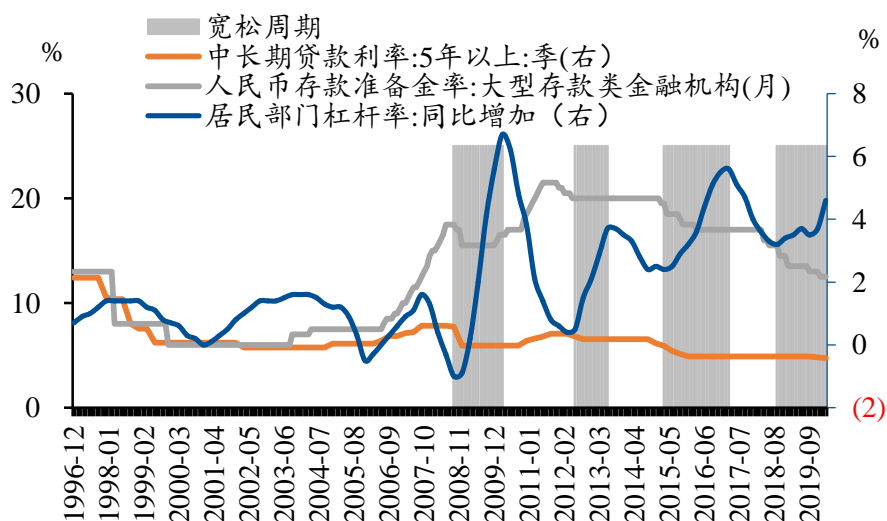
图 11：我国居民债务偿债压力仍较低，但未曾经历明显的去杠杆



资料来源：Wind，BIS，民生证券研究院

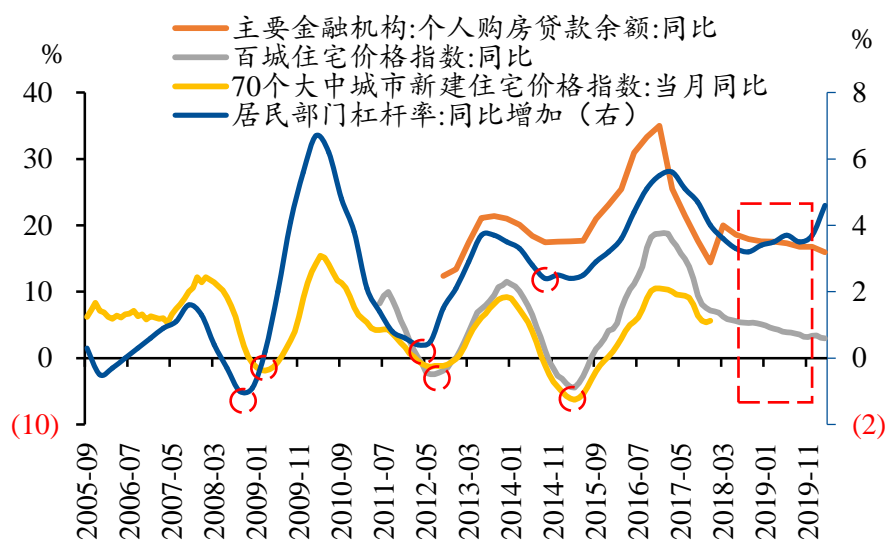
我国居民杠杆周期与货币周期和房地产周期一致。在过去三次宽松周期内，我国货币政策方向与房地产政策较为一致：宽松货币鼓励加杠杆，配合房地产政策放松来刺激需求释放（图 12）。当货币转向宽松周期时，居民偿债压力下降，大件商品消费的需求上升，尤其是房屋消费。居民可以通过购房来锁定长期低利率，达到央行刺激内需的目的。但是，这一轮宽松周期的杠杆上升斜率远低于前三轮杠杆周期，主要是受“房住不炒”和房价长效机制的影响；纵观前三轮地产周期，杠杆上升拐点领先于房价，与房贷走势较为一致，说明过去居民加杠杆的主要动力是房价上涨预期和购房需求释放（图 13）。综合来看，这一轮居民加杠杆比较微妙：债务增速与名义 GDP 双双下滑，宽松货币政策仅是维持两者之间的相对趋势，并无明显的强刺激意图。

图 12：货币宽松周期开启推动居民加杠杆，新一轮周期弱开启



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13：“房住不炒”和长效机制见效，杠杆上升斜率放缓

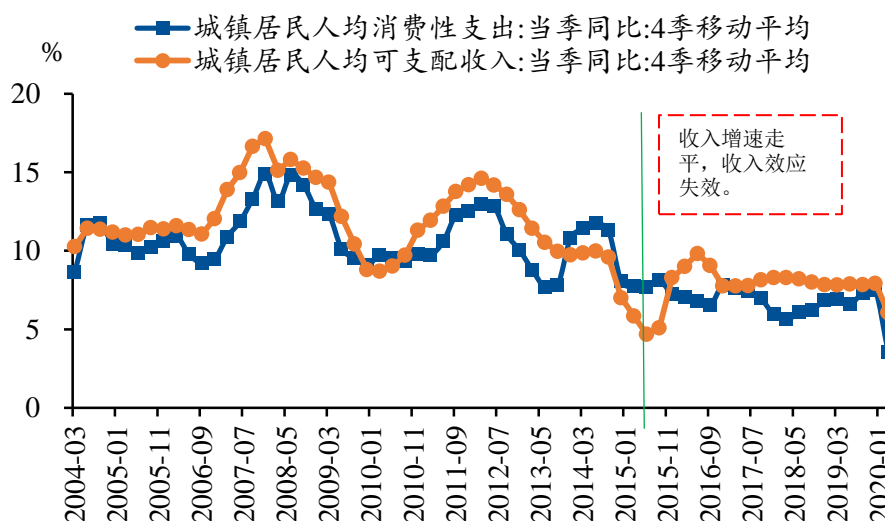


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.3 存款指标修复意味着居民消费能力回升

收入效应短暂失灵。长期收入假说认为居民消费由两大因素决定：预期收入和流动性限制。过去，我国居民收入增速与消费支出增速之间的关系一直较为稳定，符合长期收入假说（图 14）。但是，从 2014 年下半年开始，收入增速逐渐走平，同时伴随着支出增速持续低于收入增速，不仅引发消费降级的讨论，而且打破了收入与支出的同向关系。该情况直到 2018 年二季度才有所改善。导致收入效应失灵的一个重要原因是消费能力的过度透支，流动性受到限制。

图 14：2015 年后收入与支出的同向关系被打破

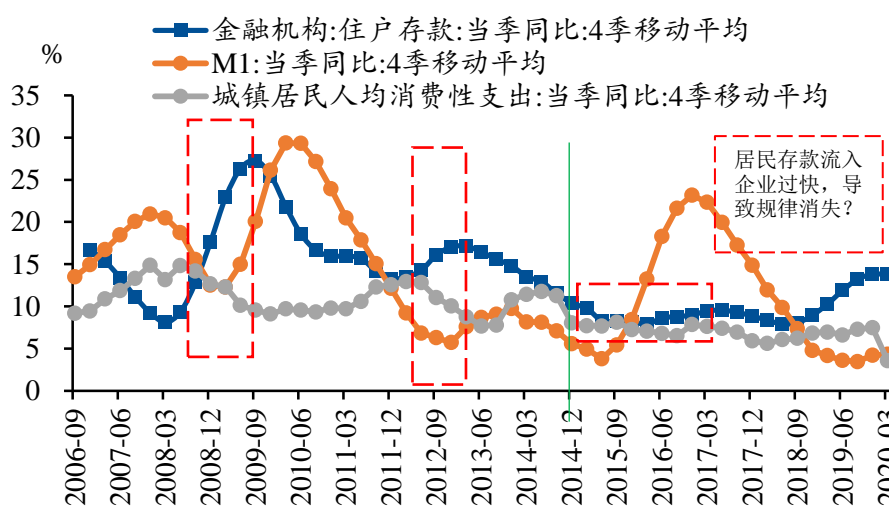


资料来源：Wind，民生证券研究院

存款规律被打破，房价长效机制促进消费能力修复。我们以金融机构住户存款作为居民消费能力指标。在 2015 年以前，支出、存款与 M1 之间存在稳定关系：居民在减少

支出时会提高存款，进而引导 M1 上升；在增加支出时消耗存款，M1 随之下降。当居民储蓄处于高位时，消费空间充足，有足够动力去增加支出或购房。但是，2015 年第三轮地产周期和 2017 年房价长效机制打破了三者之间的关系：第三轮房地产周期并未出现存款和支出的显著负向关系，M1 的爆发主要来自企业部门。一种解释是居民存款透支非常快，通过购房或者购买资管产品进入了企业的口袋（图 15）。随着减税降费的实施和房价长效机制的建立，居民的支出和存款都有了不同程度的回升，尤其是存款。因为非金融企业去杠杆，M1 的回升显著弱于居民存款。

图 15：支出、存款和 M1 的规律在第三轮周期后发生改变



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、引导：消费性支出和投资性支出的博弈

3.1 财政支出乘数：投资性支出与消费性支出的平衡

投资性支出有掣肘，消费性支出偏重短期效应。财政支出乘数的表达式为每一万亿元财政支出增量可以拉动多少万亿元 GDP 增量。王国静和田国强（2014）及王立勇和徐晓莉（2108）对财政支出乘数研究发现：政府投资性支出乘数显著大于消费性支出，一个重要原因是投资可以加杠杆，而公共消费属于损耗性支出（图 16）。那么，为什么我国不继续靠投资支出来提升潜在产出呢？主要原因是我国资本存量较高，边际收益已经显著下滑，加上投资性支出会对非国有经济产生一定的挤出效应，需量力而行。另一方面，如果短期需求不足的持续时间过长，产出缺口难以弥补，可能会引发大量的企业倒闭和较高的失业人数，最终对潜在产出造成永久性伤害。一个理想的平衡状态应是财政支出同时兼顾资本结构改善和短期需求回升。

图 16：投资性支出对长期经济增长的拉动作用显著强于消费性支出

长期乘数效应	M0 模型	M1 模型	M2 模型
投资性支出乘数(国有)	2.7903	—	—
投资性支出乘数(非国有)	1.3311	—	—
消费性支出乘数(国有)	0.1645	—	—
消费性支出乘数(非国有)	0.1064	—	—
投资性支出乘数(总体)	4.1214	5.3434	6.1760
消费性支出乘数(总体)	0.2709	0.3143	0.4460

资料来源：王立勇和徐晓莉（2018），民生证券研究院

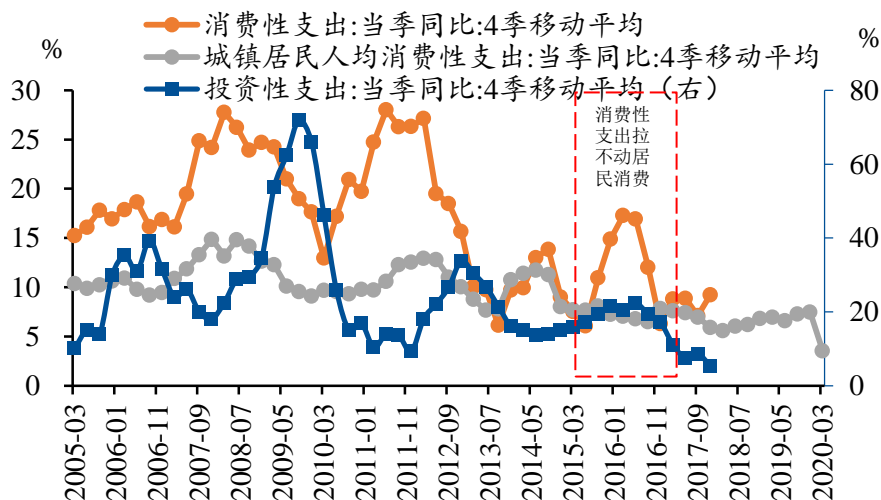
3.2 财政支出与居民消费的互动

消费性支出与居民消费较为同步，投资性支出作用较为滞后，偏向长期影响。我们以固投预算内资金作为政府投资性支出指标，以公共财政支出与预算内资金的差值作为政府消费性支出指标。通常情况下，政府支出是有限的，需要在投资与消费之间做出选择：当投资支出上升时，可能需要减少消费支出，如 2008 至 2009 年和 2012 年；两者在 2015 年至 2016 年出现同步（图 17）。政府消费性支出和居民消费的走势较为同步，说明公共消费对居民消费具有一定的拉动作用；投资性支出与居民消费则相反，存在一定的时滞性，因为公共品从建设到最终使用需要时间。

疫情的特殊性可能难以使政府消费大幅拉动居民消费，但是可以填补供需缺口。正如上文所述，政府最终消费集中在服务业。因为受疫情影响最大的部门是第三产业，政府消费与居民消费的联动机制可能被打破。侧面上看，这将加大公共消费填补需求不足的压

力，意味着需要更大的公共消费投入。值得注意的是，我国居民消费只是被抑制，并未消失。当居民从疫情的阴影中走出后，需求就会恢复至正常水平，不应短暂需求缺乏而明显放松房控政策，再一次掏空居民的钱包。疫情对于投资性支出的影响相对较小，进一步论证了“早投资，早见效”的重要性。

图 17：消费性支出与居民消费较为同步，投资性支出有时滞性



资料来源：Wind，民生证券研究院

四、未来展望：财政政策固然要积极，但不是强刺激

疫情是消费复苏的最大阻碍，不靠房地产“消灭”储蓄。从一季度消费的具体内容可以看出，服务消费都是受疫情直接抑制的，可选消费则是因疫情导致宏观经济下行而下滑。疫情的一个优点是疫苗和公共卫生系统获得了全球性重视。这次疫情揭示了我国卫生应急系统仍有不足之处，大健康信息化将是今年财政支出的一个重要发力点。对于必须接触式的服务业，财政支出难以对居民消费产生拉动作用，疫情防控也不允许。虽然房地产可以短期内释放需求，但是副作用过于显著，会迅速推高宏观杠杆率，而且许多消费需求只是被疫情抑制，并未消失。等到疫苗问世以后，公共消费的作用将更加显著。我们预计“房住不炒”的原则不会放松，区域性释放住房刚需，平稳房地产健康运行。

财政政策虽迟但到，投资重结构，消费抓升级。新冠疫情的全球蔓延催生了各国有史以来最大规模的财政支出计划。横向对比下，我国前期的财政支出略显单薄。主要原因是今年两会被动推迟，导致财政计划迟迟未被公布。我们此前判断，财政政策的基调仍是灵活有效，不走强刺激的老路，目前看法不变。投资性支出方面，高收益的传统项目可能较为有限，老基建更多是补短板，科技国产替代和制造业升级必不可少，同时加速推进智能化和5G网络等新基建，不仅能够形成有效投资，而且可以促进高新技术服务业发展和孕育出新的需求；消费性支出方面，此前均是财力较好的地方政府出台针对性补贴政策和发放消费券，如消费电子5G手机、家电下乡和新能源汽车等。

风险提示

全球经济前景恶化、宽松政策不及预期、新冠疫情超预期等。

插图目录

图 1: 相较于社零的长期下滑, 居民消费支出更具波动性	3
图 2: 2018 年非居民部门商品零售下滑推动商品零售下滑	4
图 3: 美国居民消费: 服务占比上升, 非耐用品下降	4
图 4: 美国居民服务消费结构变化	4
图 5: 我国居民消费结构稳定改善, 服务占比上升	5
图 6: 与美国相似, 餐饮旅游服务业营收下跌创记录	5
图 7: 财政支出的四大分项	5
图 8: 政府最终消费高度集中, 公共服务、卫生和教育位居前三	6
图 9: 政府投资意愿下滑, 稳投资可能更加依赖基金性支出	6
图 10: 我国居民杠杆率绝对水平仍较低, 但是上升速度较快	7
图 11: 我国居民债务偿债压力仍较低, 但未曾经历明显的去杠杆	9
图 12: 货币宽松周期开启推动居民加杠杆, 新一轮周期弱开启	9
图 13: “房住不炒”和长效机制见效, 杠杆上升斜率放缓	10
图 14: 2015 年后收入与支出的同向关系被打破	10
图 15: 支出、存款和 M1 的规律在第三轮周期后发生改变	11
图 16: 投资性支出对长期经济增长的拉动作用显著强于消费性支出	12
图 17: 消费性支出与居民消费较为同步, 投资性支出有时滞性	13

表格目录

表 1: 分区域以“居民债务/名义 GDP”衡量的居民杠杆率 (%)	8
--	---

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。