

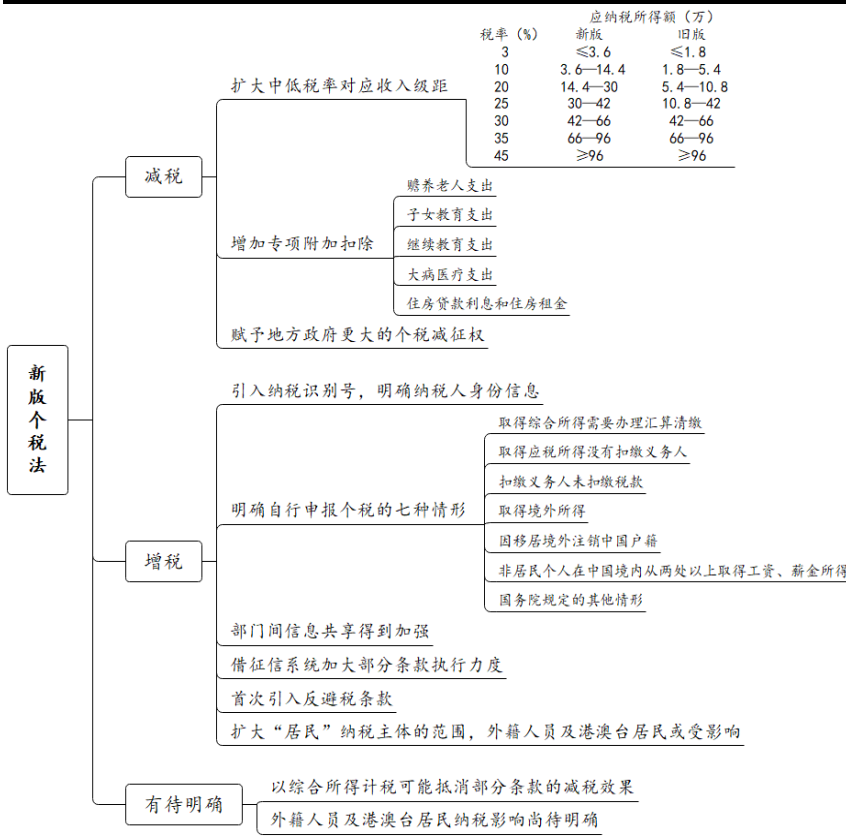
個稅改革能拉動消費嗎？

——基于消費函數的分析

一、結構性減稅：新個稅改革“增減”效果并存

8月31日人大常委會通過新版個人所得稅法，這是我國自個稅立法以來的第七次修改，也是時隔七年的再次修訂。新修訂內容包括擴大中低稅率對應的收入級距、增加專項附加扣除、賦予省一級地方政府更大的減征權限等具有減稅性質的內容，也包括加強個稅征繳和首次引入反避稅條款等具有增稅性質的內容（圖1）。

圖1：新版個稅改革的特徵：“減稅”與“增稅”效果并存



資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

那麼，誰是此次個稅改革的主要受益者？此次個稅改革能否通過可支配收入的增加來拉動消費，從而刺激經濟增長？這是需要認真回答的問題。我們可以從消費函數的視角來做一分析。主流經濟學認為私人消費與可支配收入之間存在穩定的函數關係，可以表述為消費是可支配收入、預期可支配收入和邊際消費傾向的函數：

圖2：個稅改革的影響：基于消費函數的分析

消費是可支配收入、預期可支配收入和邊際消費傾向的增函數

$$C = f(Y - T, Y^e - T^e, MPC)$$

C：消費

$Y - T$ ：可支配收入； Y ：稅前收入； T ：個人所得稅

$Y^e - T^e$ ：預期可支配收入； Y^e ：預期稅前收入； T^e ：預期個人所得稅

MPC：邊際消費傾向（marginal propensity to consume）

資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

丁安華，首席經濟學家

電話：(852) 3761 8901

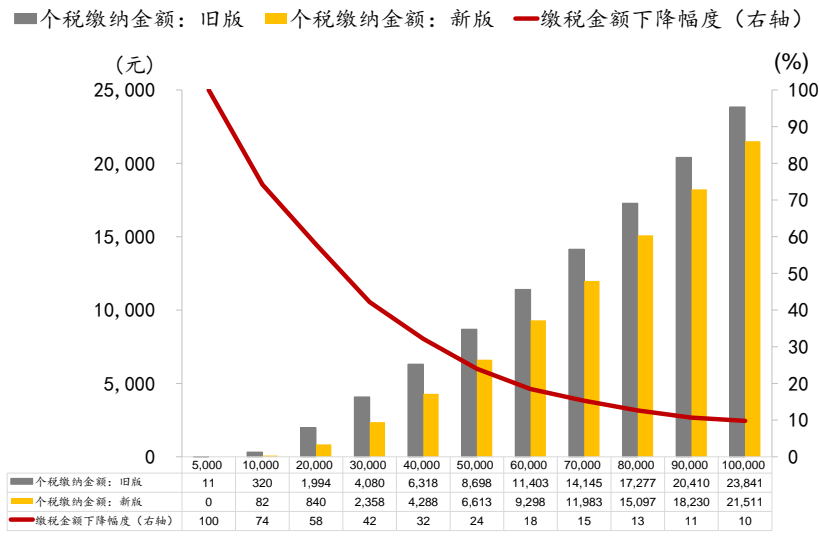
郵件：dinganhua@cmbi.com.hk

二、平均稅率的啓示：誰是此次個稅改革的主要受益者

我們首先破消費函數中的第一個自變量，即可支配收入（Y-T）的變化。

簡單計算可以發現，新版個稅法下所有收入水平對應的個稅繳納金額均較舊版個稅法有所下降；而且收入水平越低，個稅繳納金額的下降幅度也越大。例如，月收入在 5,000 元以下的居民繳稅金額下降幅度達到 100%，而月收入在 100,000 元的居民繳稅金額下降了 10% 左右。以繳稅額的減免幅度計算的曲線呈逐漸下滑走勢，表明低收入階層繳稅金額下降幅度大於高收入階層。直觀地看，低收入階層是本次個稅改革最大的受益群體（圖 3）。

圖 3：個稅繳納金額下降幅度隨收入水平提高而下降



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

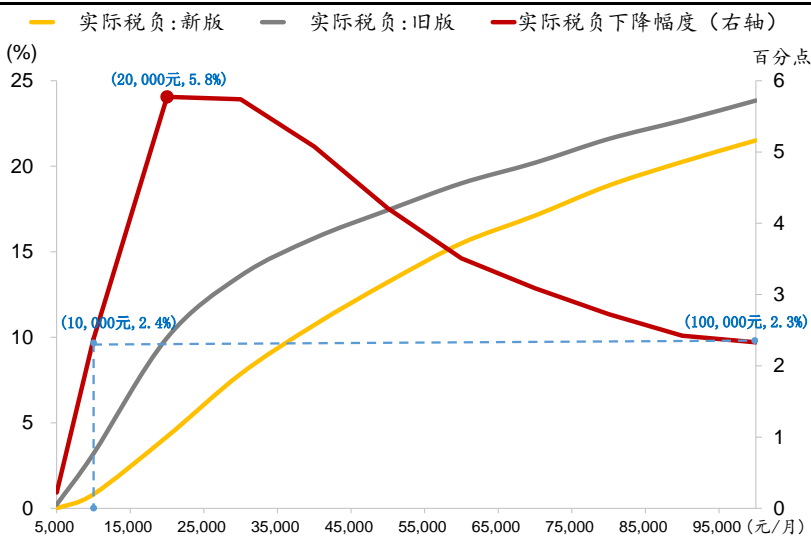
注：1. 數據計算過程參見附錄一；

2. 繳稅金額下降幅度 = (新版個稅法繳稅金額 - 舊版個稅法繳稅金額) / 舊版個稅法繳稅金額

不過，此種簡單計算方法失之偏頗。由於基數原因，不同收入階層的繳稅金額變化幅度失去分析上的意義。而正確的做法，是分析不同收入階層實際稅負的改變，即通過觀察納稅人平均稅率（Average Tax Rate）的變化程度，來判斷哪個收入群體是個稅改革的主要受益者。

平均稅率的計算結果顯示，新版個稅法下不同收入階層的實際稅負較舊版均有不同程度的下降；不過，更為重要的是，我們發現實際稅負下降幅度最大的并非低收入群體（圖 4）。

圖 4：低收入階層實際稅負下降幅度并非最大



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

注：1. 平均稅率 = 月度個稅繳納金額 / 月收入，月收入為扣除五險一金及個稅前的收入；

2. 由於目前新個稅法尚未對年終獎的計稅方式做詳細規定，且不同單位的年終獎計稅方式存在差異，因此，本圖忽略了新舊版個稅法下年終獎對個稅稅負的影響。

(一) 當月收入範圍在 5,000 元至 20,000 元時，居民實際稅負下降幅度隨著收入水平的提高而增大；當月收入為 20,000 元時居民享受的實際稅負從原有的 10% 下降至 4.2%，降幅 5.8 個百分點，為所有收入水平中的最大值。

(二) 當月收入範圍在 20,000 元至 100,000 元時，居民實際稅負下降幅度隨著收入水平的提高而減小；當月收入為 100,000 元時居民享受的實際稅負從原有的 23.8% 下降至 21.5%，降幅 2.3 個百分點，為該收入區間內的最低值。

(三) 當月收入大於 100,000 元時，居民實際稅負下降幅度繼續隨著收入水平的提高而減小，最終的實際稅負下降幅度理論上趨近於 0。

從以上分析可以看出，月收入在 10,000 元至 100,000 元區間的居民（中高收入階層），實際稅負降幅高於月收入在 10,000 元以下的居民（低收入階層）。可見，中高收入階層在本次個稅改革中受益更多。

這種分析的意義在於，不同收入群體具有不同的邊際消費傾向，從而對消費有不同的拉動作用，這一點我在後面還會談到。簡單來說，低收入群體的邊際消費傾向較高，中高收入階層邊際消費傾向較低。新版個稅法下中高收入階層的實際稅負下降幅度更大，這種結構性差異可能對消費水平的提升形成制約。

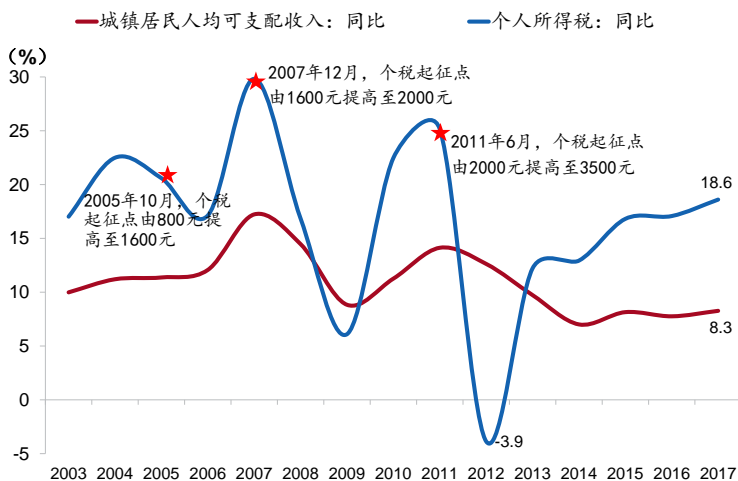
若考慮到新引入的專項附加扣除項，中高收入群體的受益則更為明顯。因為對低收入群體而言，基數較低常常導致扣除項得不到充分使用；而對中高收入群體，專項扣除項可以進一步抵扣其所繳納的個稅，繼而進一步降低其實際稅負。

三、“黃宗義定律”：未來可支配收入的陷阱

現在來討論一下消費函數中的第二個自變量，即未來可支配收入預期（ $Y^e - T^e$ ）的變化。

學者秦輝曾依據明代思想家黃宗義的學說，在其論文《并稅式改革與“黃宗義定律”》¹中總結得出：中國歷史上的稅費改革不止一次，但每次改革後，農民稅負在下降一段時間後又漲到一個比改革前更高的水平。觀察我國歷次個稅改革的數據可以發現，國家徵收的個稅收入，其增速短期下行後便迅速反彈至高位，並且出現個稅收入增速長期高於居民可支配收入增速的特徵（圖 5）。這種現象說明，歷次個稅改革並未對居民可支配收入增速的提升產生積極影響，因而不利于居民可支配收入預期的改善。

圖 5：個稅增速下降短期化且長期高於居民可支配收入增速



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

雖然個稅僅是影響可支配收入增速的諸多因素之一，但個稅改革作為新增的外生變量，理應對可支配收入增速產生直接影響，減稅效果應當體現為居民可支配收入增速的提升。但歷史數據顯示：

(一) 除少數年份外，個稅增速總體上高於居民可支配收入的增速。尤其是 2013 年以來，個稅增速幾乎是居民可支配收入增速的兩倍，而且二者的差距有不斷擴大的趨勢。

¹ 秦輝. (2002). 并稅式改革與“黃宗義定律”. 農村合作經濟經營管理, (3), 6-7.

(二) 個稅增速與居民可支配收入增速間呈現正向關係。除 2005 年個稅改革推動形成 2006 年個稅增速下降與居民可支配收入增速提升的喜人局面之外，其他兩次個稅改革在降低次年個稅增速的同時，居民可支配收入的增速却并未出現提升，反而出現了下降（圖 5）。相關性分析也未發現個稅增速與居民可支配收入增速間有明顯的相關關係（附錄二），指望個稅改革提升居民可支配收入增速并未獲得歷史數據的支持。

經典的消費理論認為，居民消費是居民收入的函數。持久收入消費理論更進一步認為，消費者對未來收入增長的預期將對消費產生重要影響。即使短期可支配收入增多，若消費者不相信收入的增加會持續下去的話，便不會立即增加消費；如果消費者能夠判定收入的增多是持久性的，那麼其消費也會隨之調整到與新的收入相應的水平上。

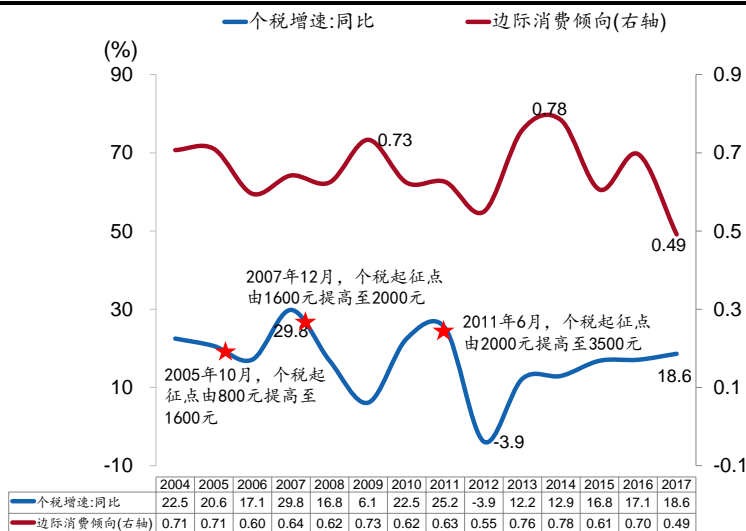
四、消費降級的佐證：邊際消費傾向低迷

最後，我們來看看消費函數中的第三個自變量：邊際消費傾向（MPC）的變化。

近年來，我國居民的邊際消費傾向出現了大幅快速下滑，從 2014 年的 0.78 大幅下降至 2017 年的 0.49，其中緣由值得仔細玩味。從個稅改革的角度而言，寄希望於減稅而提升邊際消費傾向似乎并不現實。

從歷史數據來看，幾次個稅改革并未對居民邊際消費傾向產生一致的影響。2005 年 10 月的個稅改革，起征點由 800 元提高至 1,600 元，個稅增速由 2005 年的 21% 下降至 2006 年的 17%，同時，邊際消費傾向反而從 0.71 下降至 0.60。2007 年 12 月的個稅改革，起征點由 1,600 元提高至 2,000 元，因受全球金融危機的影響，個稅增速大幅下降至 2009 年的 6%，居民邊際消費傾向大幅提高至 0.73，個稅改革對邊際消費傾向的提振似乎較為明顯。2011 年 6 月的個稅改革，起征點由 2,000 元提高至 3,500 元，個稅增速大幅下滑至 2012 年的 -3.9%，但居民邊際消費傾向却并未出現預想中的上升，反而下降至 0.55，個稅改革未能提高居民邊際消費傾向（圖 6）。相關性分析未發現個稅增速與邊際消費傾向間有顯著的相關關係（見附錄二），因此，指望個稅改革提振居民邊際消費傾向至少未能獲得歷史數據的支持。

圖 6：歷次個稅改革與居民邊際消費傾向的關係



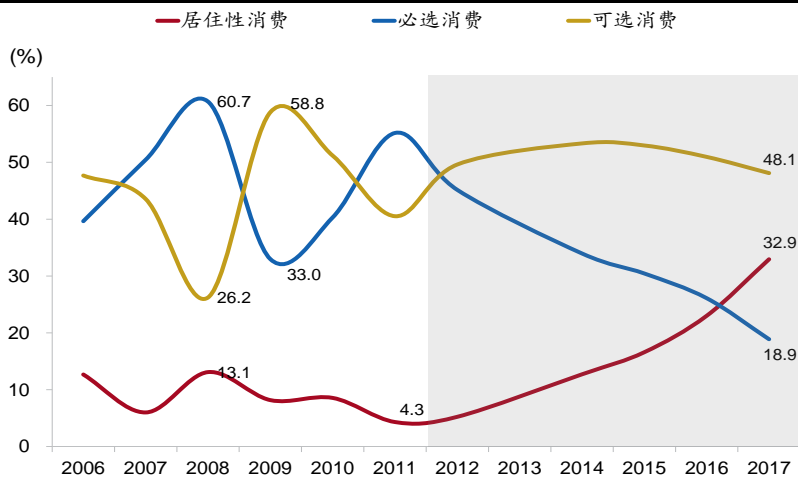
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

要擴大居民消費，就必須扭轉邊際消費傾向快速下降的局面，但這却是單純的個稅改革所無法承受的重任。顯然，邊際消費傾向的改變，背後可能有其它更為重要原因，特別是近年房價快速上升導致的居民杠杆率迅速走高，不僅降低了居民可用于一般消費的可支配收入，還造成了居住性邊際消費支出對其它方面邊際消費支出的壓制，從而形成了對居民消費行為的“雙重擠出”效應。

2011 年以來，居住性邊際消費支出的擠出效應非常明顯：居住的邊際消費支出占當年邊際消費支出總額的比重逐年增長，且斜率愈發陡峭；居民必選消費的邊際支出占比則大幅下降，可選消費的邊際支出占比自 2014 年也呈下降趨勢（圖 7）。如不改變國內房地產業與其他產業的畸形比例結構，預計居民的消費支出將繼續傾向居住領域，未來其他領域的消費升級空間將依舊無法得到擴展。

在我國間接稅為主的稅制下，個人所得稅作為直接稅種在國家財政收入中的比重一直很低。居民對直接稅的變動很敏感，使得個稅改革成為討論關心的話題。新版個稅法正式實施後，僅以5,000元的基本減除標準來計算，繳納個稅的人數就將從目前的1.87億人下降到0.64億人，未來加入專項附加扣除項後，納稅人數將進一步下降。

圖7：居住性邊際消費支出對其他邊際消費支出擠出效應明顯



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

注：1. 曲線表示居住性消費的邊際支出、必選消費的邊際支出與可選消費的邊際支出占當年邊際消費支出總額的比重；

2. 必選消費 = 食品消費 + 衣著消費；

可選消費 = 家庭設備 + 醫療保健 + 交通和通信 + 教育文化娛樂服務 + 其他商品服務。

總之，在曝光效應 (Exposure Effect) 作用下，公眾更習慣用納稅金額的降幅來判斷稅改的收入分布效果。而通過分析更科學的平均稅率可以看到，實際稅負的改變是一條出人意料的“倒U型”曲線，中高收入階層在本次個稅改革中受益更多。

個稅改革當然是利民之舉，值得肯定。但從消費函數的視角分析，結合低收入居民邊際消費傾向更高的事實，新稅改的“小馬”很可能難以拉動消費這輛“大車”。從供給政策的角度而言，降低間接稅（特別是增值稅稅率）才是真正關鍵的改革方向，理解這點就不難看出政府承諾的減稅降費還沒有兌現。更大規模的減稅、更加明顯的降費措施，還是一項未盡的工程，值得我們期待。

附錄一：新版個稅法主要內容

一、優化稅制結構有利于提高居民可支配收入水平

擴大中低稅率對應的收入級距。本次修訂以現行工資、薪金所得月份稅率為基礎，將月份稅率級距調整為年度級距，擴大三檔低稅率的級距，三檔最高稅率的級距則保持不變（圖1）。修訂後，不同收入階層的居民均可享受到個稅降低的政策紅利，而且，個稅繳納金額的下降幅度也隨收入水平的提高而降低（附表1）。這樣的調整不僅適應了上次個稅改革以來居民收入的變化，而且有利于夯實居民消費的收入基礎。

附表1：個稅實際繳納金額降幅隨收入水平降低而提高

月均收入 (元)	五險 10.5%	大額醫療 互助資金 費用 (元)	公積金 12%	扣除五 險一金 的收入 (元)	舊版個稅法		新版個稅法		可支配收入 增加金額 (元)	繳稅金 額降幅 (%)
					應繳個稅 (元)	稅後收入 (元)	應繳個稅 (元)	稅後收入 (元)		
5,000	525	3	600	3,872	11	3,861	0	3,872	11	100
10,000	1,050	3	1,200	7,747	744	7,003	82	7,665	662	89
20,000	2,100	3	2,400	15,497	1,994	13,503	840	14,657	1,155	58
30,000	3,150	3	3,005	23,842	4,081	19,762	2,358	21,484	1,722	42
40,000	4,200	3	3,005	32,792	6,318	26,474	4,288	28,504	2,030	32
50,000	5,250	3	3,005	41,742	8,698	33,044	6,613	35,129	2,085	24
60,000	6,300	3	3,005	50,692	11,403	39,289	9,298	41,394	2,105	18
70,000	7,350	3	3,005	59,642	14,145	45,497	11,983	47,659	2,162	15
80,000	8,400	3	3,005	68,592	17,277	51,315	15,097	53,495	2,180	13
90,000	9,450	3	3,005	77,542	20,410	57,132	18,230	59,312	2,180	11
100,000	10,500	3	3,005	86,492	23,841	62,651	21,511	64,981	2,330	10

資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

注：1. 月均收入為薪資所得；

2. 本表“五險一金”費率均以深圳市相關規定為基礎，不同地區的規定會有所不同，計算數值也會有所差別；

3. 2018年7月1日，深圳市公積金中心對超過繳存基數上限（即25,044元）的繳存基數予以規範調整，統一調整為25,044元。

4. 繳稅金額變化 = (新版應繳個稅額 - 舊版應繳個稅額) / 舊版應繳個稅額；

5. 為計算分析方便，本表假設所有單位均為員工合規繳納社保。

增加專項附加扣除。此次個稅法修訂的最大亮點便是引入了專項附加扣除作為計算綜合所得應納稅額時的扣減項目，具體包括對贍養老人支出、子女教育支出、繼續教育支出、大病醫療支出、住房貸款利息和住房租金的扣除。從中不難發現，每一個專項附加扣除項都對社會公眾的“痛點”實施了“精準治療”。雖然專項附加扣除的具體範圍、標準和實施步驟尚待公布，但對於“上有老、下有小”的社會中堅力量，專項附加扣除項的引入無疑將進一步減輕其稅負，讓中堅力量“堅實”起來。

賦予省一級地方政府更大的個稅減征權。針對殘疾孤老人員和烈屬，以及因自然災害遭受重大損失的個人，新版個稅法規定由省級政府規定個稅減征的具體幅度和期限，并報同級人民代表大會常務委員會備案。自此，省級地政府將不再需要報請國務院批准，而是獲得更大的自主權，這無疑有利于各地方政府更加迅速的針對本地出現的具體情況減征個稅，相關主體受益將更為及時。

二、提高個稅征繳效率有利于穩定個稅繳稅總額

新版個稅法加強了個稅征繳的規範性和效率。一是引入納稅識別號作為納稅申報與扣繳的重要標識，可以進一步明確納稅人身份，有效避免個稅的重複征繳、漏繳、錯繳；二是明確了七種必須自行申報個稅的情況（圖1），有利于提高納稅人的主動申報意識；三是不同部門間通過共享納稅人身份、銀行賬戶、納稅人子女教育、繼續教育、大病醫療、住房貸款利息、住房租金等信息，有利于提高個稅征繳的準確性；四是通過明確將納稅人、扣繳義務人遵守個稅法的情況納入信用信息系統，來加強個稅征繳的執行力度。

新版個稅法首次引入反避稅條款，提高個稅征繳的合規性與公允性。新版個稅法規定稅務機關有權對三種情形按照合理方法進行納稅調整，補徵稅款，並加收利息。而引入反避稅條款更大的背景則是2014年9月中國在G20層面已經承諾將實施的“海外金融賬戶共同申報準則”（CRS）。作為第二批簽署《金融賬戶涉稅信息自動交換多邊主管當局間協議》的國家，中國目前已與58個國家和地區在《多邊稅收徵管公約》（MCAA）框架下激活涉稅信息的自動交換關係，并于今年9月1日開始陸續與激活關係的國家（地區）進行第一次信息交換。

三、部分條款的影響待明確

以綜合所得計稅可能抵消部分條款的減稅效果。相較于舊版個稅法，新個稅法規定對勞務報酬所得、稿酬所得、特許權使用費所得打八折計算收入，在此基礎上再對稿酬所得打七折計算收入額。單從此項規定來看，新規減少了相應科目的應稅收入額，有利于減稅，但新個稅法是按照綜合所得進行扣稅，因此，個別科目的應稅收入下降不代表本科目享受的累進稅率的下降，稅負增加或是減少主要受到綜合所得總額適用稅率的影響。此外，由于將年終獎²納入綜合所得進行計稅的方法尚未明確，因此，對年終獎占薪酬比重較高人群的影響還有待觀察。

外籍人員及港澳臺居民納稅影響尚待觀察。新版個稅法將居住是否滿一年的時間判定標準壓縮至183天，這無疑擴大了“居民”納稅主體的範圍，將對“外籍人員和港澳臺居民”在中國境內的申報納稅義務和任職受雇安排帶來影響，具體影響仍待新個稅法實施條例修訂後進行明確和完善³。

附錄二：個稅增速與居民可支配收入及邊際消費傾向間相關關係驗證

一、個稅增速與居民可支配收入增速間未發現顯著的相關關係

如附表2、3所示，個稅增速與當期居民可支配收入間的相關係數為0.36，一階差分後的相關係數為0.49，均未通過p值檢驗；同時，考慮到個稅改革可能對居民邊際消費傾向影響的滯後效應，我們對個稅增速與滯後一期的居民可支配收入增速數據做進一步相關性分析，發現二者的相關係數為0.43，一階差分後的相關係數為0.18，也均未通過p值檢驗。

附表2：個稅增速與當期居民可支配收入增速間未發現顯著的相關關係

Correlation Probability	INCOME	RTAX	Correlation Probability	DINCOME	DRTAX
INCOME	1.000000	-----	DINCOME	1.000000	-----
RTAX	0.364156	1.000000	DRTAX	0.488204	1.000000
	0.1821	-----		0.0765	-----

資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

附表3：個稅增速與滯後一期的居民可支配收入增速間未發現顯著的相關關係

Correlation Probability	RTAX	INCOME	Correlation Probability	DINCOME	DRTAX
RTAX	1.000000	-----	DINCOME	1.000000	-----
INCOME	0.429294	1.000000	DRTAX	0.175934	1.000000
	0.1256	-----		0.5653	-----

資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

²國稅發[2005]9號文件規定：“納稅人取得全年一次性獎金，應單獨作為一個月工資、薪金所得計算納稅”。年終獎個人所得稅計算方式：1.發放年終獎的當月工資高于3,500元時，年終獎扣稅方式為：年終獎*稅率-速算扣除數，稅率是按年終獎/12作為“應納稅所得額”對應的稅率。2.當月工資低于3,500元時，年終獎個人所得稅=(年終獎-(3,500-月工資))*稅率-速算扣除數，稅率是按年終獎-(3,500-月工資)/12作為“應納稅所得額”對應的稅率。目前，由于單位發放給員工的年終獎形式不同，個人所得稅計算方法也不盡相同。

³現行個稅法實施條例第六條對已成為中國稅務居民的“外籍人員和港澳臺居民”規定了“五年例外規則”，即對已構成中國稅務居民但未滿足連續五年是中國稅務居民的“外籍人員和港澳臺同胞”取得的境外所得（如境外公司支付的股息所得和境外財產轉讓所得等），可免于繳納中國個稅，除非該上述境外所得直接由中國境內公司、企業以及其他經濟組織或個人支付。

9月30日，財政部、稅務總局有關負責人答表示，下一步將考慮對境外人士包括港澳臺人士做出優惠安排。

二、個稅增速與居民邊際消費傾向間不存在明顯的相關關係

如附表4、5所示，個稅增速與當期邊際消費傾向間的相關係數幾乎為零，一階差分後的相關係數為0.19，均未通過p值檢驗；同時，考慮到個稅改革可能對居民邊際消費傾向影響的滯後效應，我們對個稅增速與滯後一期的邊際消費傾向數據做進一步相關性分析，發現二者的相關係數為-0.41，一階差分後的相關係數為-0.34，也均未通過p值檢驗。

附表4：個稅增速與當期邊際消費傾向間未發現顯著的相關關係

Correlation Probability	CONSUME	RTAX	Correlation Probability	DCONSUME	DRTAX
CONSUME	1.000000 -----		DCONSUME	1.000000 -----	
RTAX	0.000985 0.9972	1.000000 -----	DRTAX	0.187061 0.5219	1.000000 -----

資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

附表5：個稅增速與滯後一期邊際消費傾向間未發現顯著的相關關係

Correlation Probability	CONSUME	RTAX	Correlation Probability	DCONSUME	DRTAX
CONSUME	1.000000 -----		DCONSUME	1.000000 -----	
RTAX	-0.408252 0.1473	1.000000 -----	DRTAX	-0.343155 0.2510	1.000000 -----

資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。