

居民消費：升級還是降級？

中央政治局會議和中央經濟工作會議提出要“促進形成強大國內市場”，居民消費無疑是重中之重。因此，判斷我國居民消費到底是“升級”還是“降級”，關乎我國經濟增長的未來前景。

❖ **消費在中國經濟中的地位：**改革開放四十年來，我國經濟增長逐步由投資與出口驅動轉向“消費驅動”的新模式。從國際間比較而言，我國的居民消費占國民生產總值的比重從2010年見底回升，但與美國、歐元區、日本等發達國家仍有相當差距，反映出我國距離“消費驅動型”的經濟增長模式仍有較遠的路要走。

❖ **問題：消費升級還是降級？**近年來，我國主要經濟數據持續下滑，其中與消費相關的指標同樣增長乏力。人們發現某些“低端”商品銷售的迅速增長，個別標榜低價策略的網絡經營平臺意外火爆，都為“消費降級”提供佐證。一是社會消費品零售總額增速下降。二是以涪陵榨菜為代表的低端消費品銷售收入大幅增長及方便面銷量收入五年來首次止跌回升現象，推斷消費降級。三是以拼多多為代表的網絡平臺快速“走紅”論證消費降級。四是2018年汽車零售總額的快速下行，也為消費降級提供證據。這些現象在引發熱議的同時，也增加了社會的焦慮感和悲觀情緒。

上述四個證據片段都值得推敲：一是社消增速雖然下滑，但依然處於擴張階段。隨著經濟的發展，服務類消費逐漸增加，但社消的統計口徑僅包括實物商品消費及餐飲服務消費，而對於其他服務類消費卻並未納入統計，社消增速下滑便斷定消費降級，不能成立。二是涪陵榨菜業績的提升很大程度上源於其商品本身的需求剛性及公司對產品的提價行為，而方便面止跌回升可能源於產品種類和品質的提升。三是近年來我國小城鎮的網絡信息化程度日益提高，拼多多準確定位了細分市場，滿足了人均收入相對較低的小城鎮居民對低價商品及便捷購物的需求，一定程度上可以理解為消費升級的表現。四是汽車零售總額大幅下滑主要源於2017年1月開始的購置稅優惠政策於當年底到期，提前透支了部分潛在汽車消費，以此說明消費降級有失偏頗。

❖ **基於消費者選擇理論的分析框架，理解我國居民消費的總體趨勢：**根據消費者選擇理論，我們可以找到分析消費升級的四個維度：收入、財富、替代和偏好。

(1) 收入效應：可支配收入與預期收入增長支撐消費升級。(2) 財富效應：資產價格與杠杆水平對居民消費產生結構化影響。近年來，隨著房價的快速上漲，居民在居住方面的邊際消費支出占比明顯升高，對其他領域的消費產生了明顯的擠出效應。2008年金融危機以來，我國居民部門的杠杆率明顯走高，其主要原因在於主要城市房價高企與居民加杠杆行為形成的反饋循環，由此產生房價對消費的“雙重擠出”。(3) 替代效應：市場競爭與科技進步提升商品性價比。(4) 偏好改變：消費理念的升級。商品消費和服務消費支出占比的此消彼長正體現了居民消費整體升級的過程。

❖ **總體來看，在收入效應、替代效應和偏好改變的共同作用下，我國居民消費總體仍呈升級趨勢，但財富效應對居民消費有著差異化的影響，其中居民杠杆率的快速升高對居民消費存在“雙重擠出”效應，風險仍然不容小覷。**

❖ 此外，住房、醫療等供給的相對不足，共同形成了對未來居民消費升級的制約。當前的“消費降級論”更多地反映了在經濟下行壓力加大的背景下，部分居民收入效應的減弱，高杠杆對消費擠出效應的增強，以及服務供給相對不足對消費升級形成的制約。

❖ 對此，從推動消費升級的四個維度出發，政府應當從供給端著手，加大對住房、醫療等民生領域的投資力度，鼓勵創新、激發市場主體活力，滿足居民“消費升級”的需求，進而推動我國經濟增長向“消費驅動”轉型，為中國經濟增長提供持續的動力源泉。

丁安華，首席經濟學家

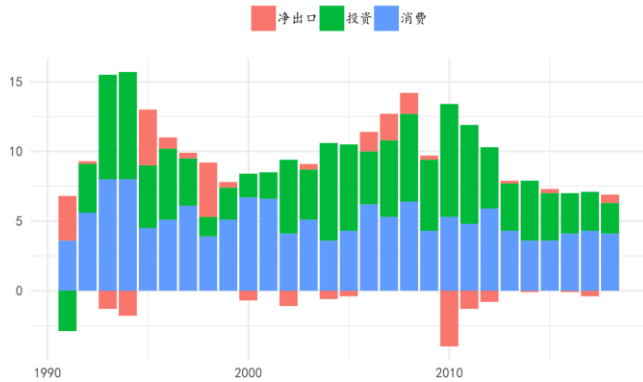
電話：(852) 3761 8901

郵件：dinganhua@cmbi.com.hk

一、引言：消費在中國經濟中的地位

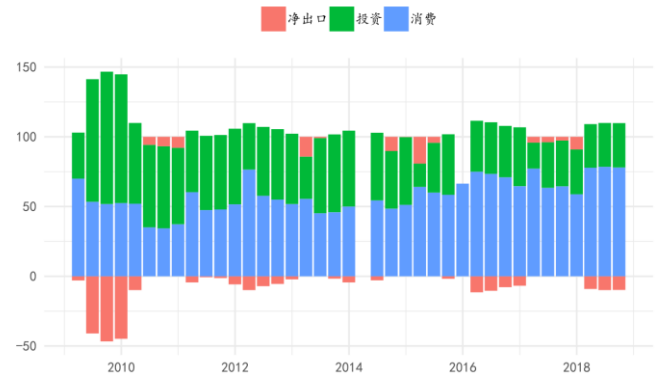
改革開放四十年來，我國經濟增長逐步由投資與出口驅動轉向“消費驅動”的新模式。伴隨經濟增長的放緩，最終消費（含政府消費）對經濟增長的拉動自 2012 年以來有所回落（圖 1），但對經濟增長的貢獻率卻逐年上升，2018 年三季度已達 78.0%（圖 2）。

圖 1: 自 2012 年消費對增長的拉動有所回落 (%)



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

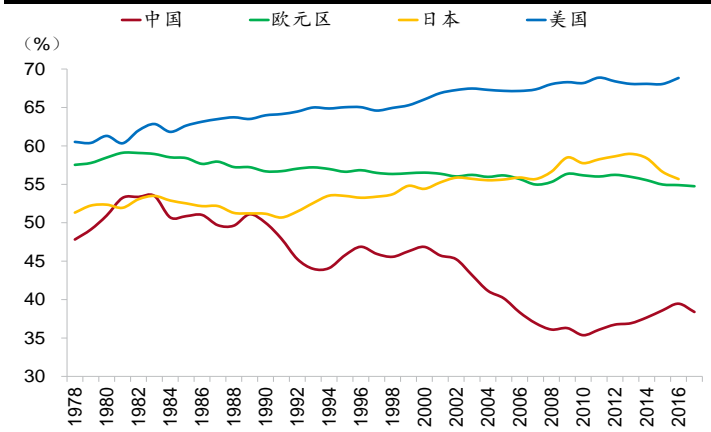
圖 2: 消費對 GDP 增長的貢獻率上升 (%)



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

從國際間比較而言，如果我們只觀察私人消費部分，我國的居民消費占國民生產總值的比重從 2010 年見底回升，2017 年提升至 39.1%。這一水平與美國（69.6%）、歐元區（53.9%）、日本（56.3%）等發達國家仍有相當差距（圖 3），反映出我國距離“消費驅動型”（consumption-driven）的經濟增長模式仍有較遠的路要走。

圖 3：中國居民消費占 GDP 的比重相較美歐日仍有較遠距離



資料來源：World Bank、招商銀行研究院、招銀國際研究

二、問題：消費升級還是降級？

近年來，我國主要經濟數據持續下滑，其中與消費相關的指標同樣增長乏力。人們發現某些“低端”商品銷售的迅速增長，個別標榜低價策略的網絡經營平臺意外火爆，都為“消費降級”提供佐證。一是社會消費品零售總額（下稱社消）增速下降。數據顯示，2018 年 11 月社消同比名義增速為 8.1%（扣除價格因素實際增長 5.8%），為十五年來的最低，且呈繼續下滑趨勢。二是以涪陵榨菜為代表的低端消費品銷售收入大幅增長及方便面銷量收入五年來首次止跌回升現象，推斷消費降級。三是以前多多為代表的網絡平臺快速“走紅”論證消費降級。四是 2018 年汽車零售總額的快速下行，也為消費降級提供證據。

這些現象在引發熱議的同時，也增加了社會的焦慮感和悲觀情緒。國人喜歡聽故事，我們的傳統文化長於歸納而拙於演繹，在方法論上常常陷入以偏概全的困境。上述四個證據片段都值得推敲：一是社消增速雖然下滑，但依然處於擴張階段。隨著經濟的發展，服務類

消費逐漸增加，但社消的統計口徑僅包括實物商品消費及餐飲服務消費，而對於其他服務類消費卻並未納入統計，社消增速下滑便斷定消費降級，不能成立。二是涪陵榨菜業績的提升很大程度上源於其商品本身的需求剛性及公司對產品的提價行為，而方便面止跌回升可能源於產品種類和品質的提升。三是近年來我國小城鎮的網絡信息化程度日益提高，拼多多準確定位了細分市場，滿足了人均收入相對較低的小城鎮居民對低價商品及便捷購物的需求，一定程度上可以理解為消費升級的表現。四是汽車零售總額大幅下滑主要源於2017年1月開始的購置稅優惠政策於當年底到期，提前透支了部分潛在汽車消費，以此說明消費降級有失偏頗。

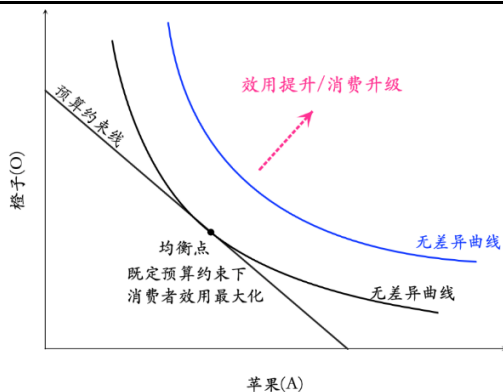
消費增長的確是一個關於經濟轉型的重要問題，有進一步討論之必要。中央政治局會議和中央經濟工作會議提出要“促進形成強大國內市場”，居民消費無疑是重中之重。因此，判斷我國居民消費到底是“升級”還是“降級”，關乎我國經濟增長的未來前景。

三、基於消費者選擇理論的分析框架

消費升級還是降級，問題很重要，需要得到回答。但片段的證據不足以反映問題的全貌，首先要找到正確的方法和分析框架。以經濟學語言來講，“消費升級”的實質是效用水平的提升。預算約束下消費者效用最大化的問題是微觀經濟學消費者選擇理論（Theory of Consumer Choice）研究的主題，即面臨預算約束的消費者如何選擇最優的商品組合以獲取最大的滿足感（圖4）。

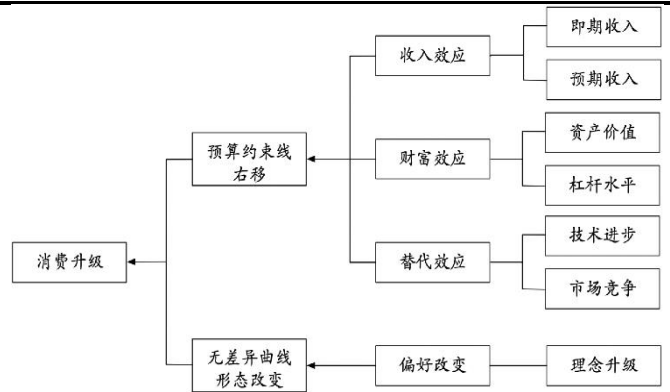
我們回顧一下消費者選擇理論的相關結論。假設消費者的商品籃子中僅有兩種正常商品：蘋果（A）和橙子（O）。消費者將選擇其無差異曲線和預算約束線相切的消費組合以最大化其效用。其中，預算約束線¹表徵既定價格和預算下消費者可以購買的商品組合；無差異曲線則表徵消費者的偏好，線上所有商品組合均給予消費者相同的效用水平。一般情形下，無差異曲線是一條斜率為負的曲線：既定價格水平下，消費者為了獲取同樣的滿足感，在增加一種商品消費的同時必須減少另一種商品的消費；同時，更高/右上方的無差異曲線總是代表更高的效用水平/滿足感，因為對較低的無差異曲線上的任一點，總可以在更高的無差異曲線上找到包含更高效用水平/滿足感的商品組合。

圖 4: 遠離原點的無差異曲線效用水平更高



資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 5: 推動消費升級的主要途徑



資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

在上述模型下，“消費升級”表現為無差異曲線與預算約束線的切點向右上移動。切點的變化或者來自於預算約束線的變化，或者來自於無差異曲線的變化。其中，預算約束線的移動主要來源於收入、價格或是財富的改變，而無差異曲線形態的改變則主要來源於消費者偏好的改變。這樣，我們就可以找到分析消費升級的四個維度：收入、財富、替代和偏好（圖5）。

¹例如，預算約束線可以有如下形式： $P_A Q_A + P_O Q_O = B$ 。其中P為商品價格（price），Q為商品數量（quantity），B表示消費預算（budget）。預算與消費者的收入、預期收入以及財富相關。

（一）收入效應（Income Effect）

收入的增加將推動消費者用以消費的預算上升，提高消費者的購買力。弗裡德曼（Milton Friedman）的永久收入假說（Permanent Income Hypothesis）指出，即期的消費支出不僅僅取決於消費者的即期收入，還取決於預期的未來收入：消費者若知道收入的上升是暫時的，很可能不會大幅增加當期的消費支出。用模型表示，假設價格不變，不論是即期收入還是預期收入的上升，都將使得預算約束線向右平移，推動“消費升級”。

（二）財富效應（Wealth Effect）

消費者的預算約束不僅取決於其即期收入和預期收入，還取決於消費者的財富變化。而“財富效應”則進一步取決於居民資產負債關係，也就是杠桿水平。簡而言之，財富增值有利於“消費升級”，但若居民杠桿水平過高、上升過快則可能制約“消費升級”。席勒（Robert Shiller）等人通過研究美國的歷史數據發現²，房地產市場對消費有著顯著的財富效應，房價上升將刺激消費增長，房價下跌則使消費顯著下降。2001-2005年的美國房價上漲在提振了同期居民消費約4.3個百分點，而2005-2009年的美國房價下跌使得同期居民消費下跌了3.5個百分點。席勒的研究同時發現，美國股市對於美國消費的財富效應則並不顯著。

（三）替代效應（Substitution Effect）

商品價格或“性價比”的改變對應消費者選擇理論中的“替代效應”。商品價格下降意味著在同樣的預算下消費者可以購買更多同等品質的商品，從而實現“消費升級”。商品價格的下降首先與科技進步息息相關；其次，商品“性價比”提升也與市場競爭密切相關。市場競爭無疑將對廠商降低成本和創新形成激勵，為消費者提供更多選擇，進而提升消費者商品組合的“性價比”。

（四）偏好改變（Preference Shift）

由於效用是消費者的主觀感受，因此，消費升級與否很大程度上取決於消費者自身的偏好。隨著經濟的發展和社會文化的演進，消費者的偏好也會發生相應改變，對應到消費者選擇理論，就表現為無差異曲線形態的改變。根據馬斯洛（Abraham Maslow）的需求層次理論³，人類的需求總體可以按照由低到高劃分為生理、安全、社交、尊重和自我實現需求。總體來看，低級階段的需求主要集中在物質消費領域，而中高級階段的需求則通常集中於精神層面（主要體現為服務消費），人們往往是在滿足了低層次需求的前提下，才進一步向更高層次躍進，由此逐步實現需求的升級。

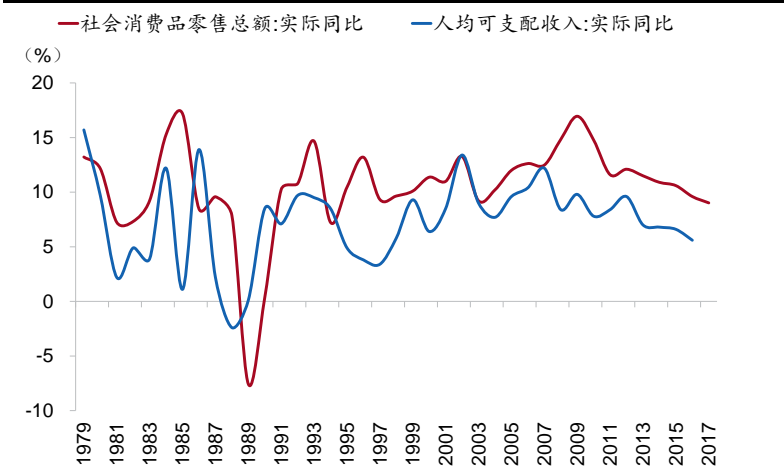
四、理解我國居民消費的總體趨勢

（一）收入效應：可支配收入與預期收入增長支撐消費升級

從我國城鎮居民可支配收入實際同比增速來看，改革開放以來，除個別年份增速出現負增長以外，絕大部分時期都維持了較高的增速，而同期社會消費品零售總額的實際同比增速也維持在較高水平，兩者呈現出較強的相關性（圖6）。雖然我國經濟增速有進一步下行的壓力，但與世界主要國家相比仍處於較高水平，未來可支配收入的增長也將繼續對消費形成支撐。

² Karl E. Case, John M. Quigley, Robert J. Shiller (2013), Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market, NBER Working Paper No. 8606; Karl E. Case, John M. Quigley, Robert J. Shiller (2013), Wealth Effects Revisited: 1975-2012, NBER Working Paper No. 18667.

³ 馬斯洛需求層次理論是行為科學的理論之一，由美國心理學家亞伯拉罕·馬斯洛在1943年在《人類激勵理論》論文中所提出。

圖 6：城鎮居民人均可支配收入與社消實際增速具有較強的相關性

資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

(二) 財富效應：資產價格與杠杆水平對居民消費產生結構化影響

從資產端看，自 1998 年住房制度改革以來，對擁有住房的居民而言，房價的上漲可以增加財富，繼而通過資產抵押變現等方式增加其消費支出。而對於沒有住房的居民而言，房價的上漲會帶動房租的上漲，不僅增加了居住消費支出⁴，而且還會擠壓其他領域的消費。近年來，隨著房價的快速上漲，居民在居住方面的邊際消費支出占比⁵明顯升高，2017 年這一占比達到了 32.9%，對其他領域的消費產生了明顯的擠出效應（圖 7）。國內也有研究認為股市價格波動在不同經濟轉型階段下呈現差異化的財富效應。

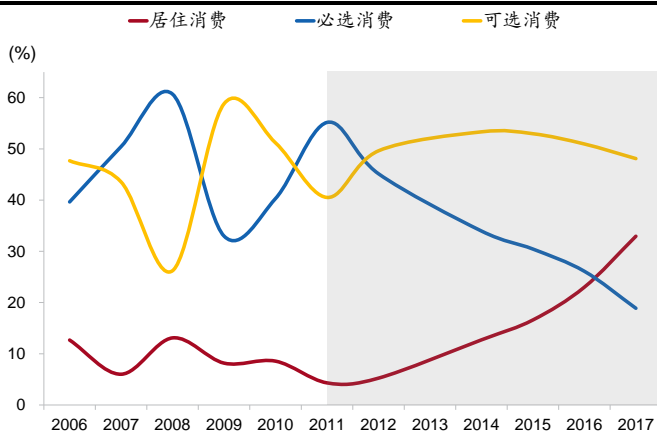
從負債端看，居民的債務水平（居民部門的杠杆率）也是居民消費的重要決定因素。如前所述，居民資產的財富效應很大程度上受到居民杠杆水平的影響。若購房首付款和按揭款對居民產生較大壓力，將對居民消費形成擠出。此外，隨著金融在現代市場經濟發展中的作用日益凸顯及金融工具的廣泛應用，居民可以通過背負一定債務來提高當前的可支配資金，繼而實現提高當前消費能力的目的，例如信用卡、消費貸等業務在國內的廣泛開展，就使得居民可以更主動的實現跨期消費安排，從而實現當期效用的提升。

2008 年金融危機以來，在主要新興市場國家居民部門杠杆率穩中有降的同時，我國居民部門的杠杆率卻明顯走高（圖 8），其主要原因在於主要城市房價高企與居民加杠杆行為形成的反饋循環（feedback effect），由此產生房價對消費的“雙重擠出”：（1）杠杆率上升增加了居民償還貸款的壓力，降低了可支配收入，繼而減少了用於日常消費的支出。住房的需求剛性使得這種“擠出效應”更為顯著。（2）被杠杆推高的房價需要更高的首付金額，因此增加了居民的儲蓄動機，進而導致消費支出被再次壓縮。

⁴我國現行統計中，涉及居民消費支出中的居住支出有兩個口徑，一是住戶調查中使用的居民居住支出口徑，主要是用來反映居民日常消費中用於居住的現金支出情況，主要包括水電燃料費、取暖費、租房房租、物業管理費以及裝修材料等支出費用，不包括購建房支出和自有住房的虛擬房租。二是國內生產總值支出法核算時的居民消費支出中的居住支出口徑，它除包含上述狹義口徑中的居住支出外，還包括自有住房分攤部分或叫虛擬房租。

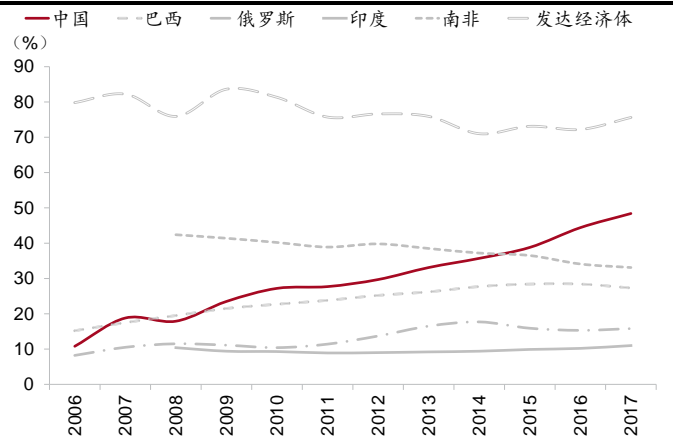
⁵居住的邊際消費支出占比是指當年居住消費支出較上一年的增加額與全部消費支出較上一年的增加額的比重。

圖 7: 居住方面邊際消費支出占比顯著提升



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 8: 我國居民部門杠桿率上升較快

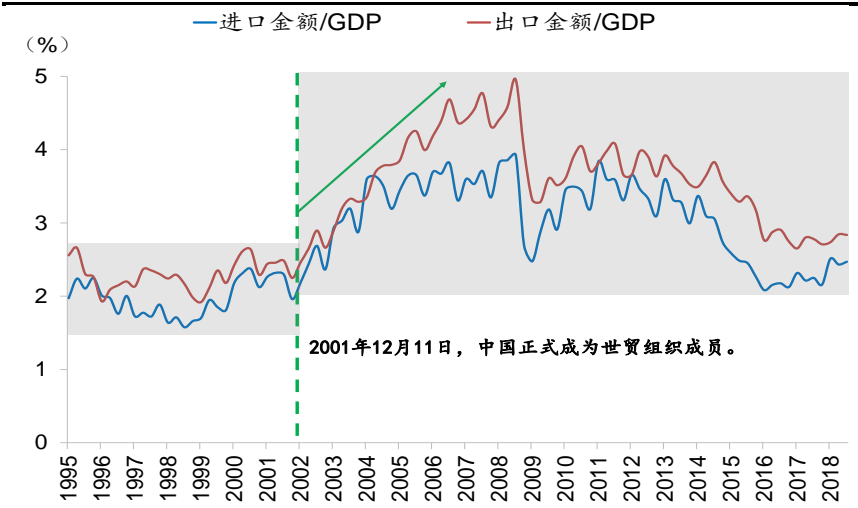


資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

(三) 替代效應：市場競爭與科技進步提升商品性價比

前文對消費升級的界定，包含了居民在消費過程中對不同商品間的理性比較，而這種理性比較就是俗稱的對商品“性價比”的考量。市場競爭的日趨激烈促進了商品供應能力與商品質量的提升。建國以來，我國居民消費經歷了短缺經濟、主要依靠國內市場提供商品，以及充分利用國內、國外兩個市場提供商品的變化過程。隨著生產力的發展與對外開放的逐步擴大，特別是我國加入 WTO 以來，國內商品間、國內商品與進口商品間的競爭也日益激烈，在這一過程中，手工作坊逐漸升級為機器生產，製造工藝也日趨精湛，生產效率與商品質量均得到大幅提升，居民的消費升級也在其中得以逐步實現。例如，我國家電和手機行業的激烈競爭使得家電和手機的品類增加、價格下降、品質提升，進而推動了消費升級。

圖 9: 加入世界貿易組織後，可供國內消費者選擇的商品更為豐富、優質



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

此外，科技的進步也推動了消費模式的升級。網絡技術的快速發展以及淘寶、京東等網購平臺的迅速崛起，深刻地影響了居民的消費行為，重塑了商品的產銷模式。網絡購物不僅可以讓居民在短時間內“足不出戶”地獲取更多的商品信息，而且可以在輕點鼠標間選擇性價比最高的商品，更可以享受快捷支付及送貨上門等服務。省時、省力、省心、省錢的新式購物體驗顯然是在傳統購物消費模式基礎上的升級。

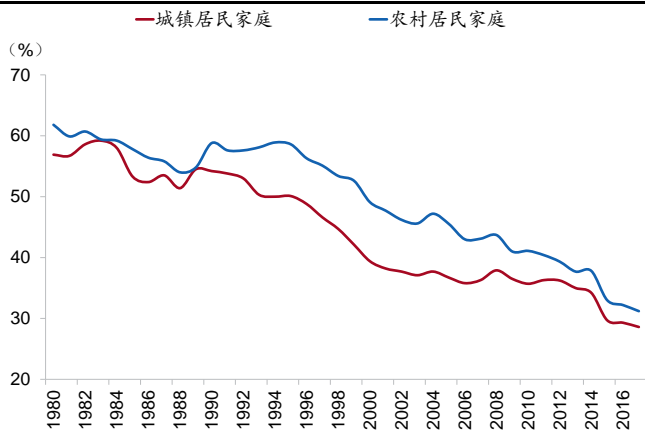
值得一提的是，不同商品性價比的改變可能使得居民的消費結構也發生改變。動態來看，不同商品“性價比”的改變與商品供給端的資源稟賦、產業週期、市場結構等因素息息相關。例如，供給的相對短缺使得我國住房、醫療等服務的價格上升較快，由於居民在相關領域的消費支出彈性較小，因此，當居民收入的增長不足以覆蓋服務支出增加時，服務消費就會對商品消費形成“擠出效應”。

(四) 偏好改變：消費理念的升級

如馬斯洛需求層次理論所揭示的，當生產力和收入水平較低時，消費者必定首先選擇滿足溫飽等基本生理需求。隨著我國居民消費能力和商品供應能力的全面提升，居民消費支出結構的變遷折射出消費理念的深刻變化。改革開放四十年來，我國城鄉恩格爾係數由60%左右大幅下降至30%左右（圖10），說明居民已逐步將更多的消費支出用於最基本生存需求以外的方面。

進一步的數據分析可以發現，1992年以來，除居住（17.5%）外，我國城鎮居民在交通和通信（18.9%）、文化娛樂（16.4%）、醫療保健（16.2%）、教育（13.6%）等方面的服務消費支出複合年化增速均高於人均可支配收入（12.5%）。我國城鎮居民的服務類消費支出占比也隨之上升，而食品、衣著等商品類消費支出占比則顯著下降。商品消費和服務消費支出占比的此消彼長正體現了居民消費整體升級的過程（圖11）。

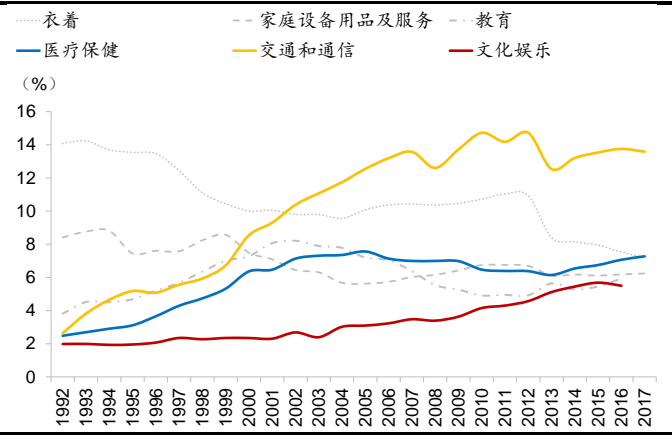
圖10: 我國城鄉恩格爾係數呈明顯下降趨勢



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

注：恩格爾係數=食品類消費支出/消費支出總額

圖11: 服務類消費支出（實際值）占比顯著上升



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

五、結語

消費既是經濟增長的目的，也是經濟增長的重要動力，更是提升人民群眾獲得感、幸福感、安全感的關鍵。鑒於當前社會關於消費升級/降級的討論存在的問題，本文基於消費者選擇理論，從收入效應、財富效應、替代效應和偏好改變四個維度出發，對我國居民消費是否升級作出了總體判斷。

總體來看，在收入效應、替代效應和偏好改變的共同作用下，我國居民消費總體仍呈升級趨勢，但財富效應對居民消費有著差異化的影響，其中居民杠桿率的快速升高對居民消費存在“雙重擠出”效應，風險仍然不容小覷。此外，住房、醫療等供給的相對不足，共同形成了對未來居民消費升級的制約。當前的“消費降級論”更多地反映了在經濟下行壓力加大的背景下，部分居民收入效應的減弱，高杠桿對消費擠出效應的增強，以及服務供給相對不足對消費升級形成的制約。

對此，從推動消費升級的四個維度出發，政府應當從供給端著手，加大對住房、醫療等民生領域的投資力度，鼓勵創新、激發市場主體活力，滿足居民“消費升級”的需求，進而推動我國經濟增長向“消費驅動”轉型，為中國經濟增長提供持續的動力源泉。

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）發表於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並無直接或間接關係。

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	: 招銀國際並未給予投資評級

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，並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，並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。

本報告基於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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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士。