

## 疫情防控放开后会有报复性消费吗

随着各地疫情防控逐渐放松，市场抱着热烈的期待等候消费复苏。疫情闯关之后，中国能否迎来一次报复性消费？海外国家经验或许可以参考。

### ➤ 如何定义报复性消费？

观察并评判海外国家是否有报复性消费，我们首先需要给出一个判断标准。所谓报复性消费，通俗理解便是疫情放开之后，消费超额表达，消费指标一举超过应该有的潜在趋势。

构建一个简单的标准衡量，核心消费指标是否超过了疫情之前的趋势线，若是，则定义为报复性消费。若否，则疫情放开之后未能迎来报复性消费。

### ➤ 海外国家疫情放开之后，多数国家未迎来强烈而又持久的报复性消费。

第一类，消费超过疫情前趋势线，以美国为代表。

第二类，消费短暂超过趋势线后回落，以欧洲为代表。

第三类，消费长期低于趋势线，以日韩为代表。

纵观主流国家，疫情放开之后，日本报复性消费并不明显，韩国则在疫情初期出现了一轮报复性消费，但高度仅刚达到趋势线，且很快回落。

欧洲在疫情后同样存在报复性消费，但部分国家（如德国）的消费支出在 2022 年急转直下。

只有美国在疫情后存在明显的报复性消费，且持续性很强。

### ➤ 报复性消费规律之一，迎来报复性消费的国家之前均经历过财政刺激。

报复性消费的强度排序上，美国>欧洲>韩国>日本。

整理各国财政计划和财政赤字数据后，我们发现美欧日韩在疫情期间的均实施了一定程度财政刺激。财政力度排序为“美国>日本>法国>德国>韩国”。

只不过美国财政刺激着力于居民部门，欧洲和韩国着力于企业部门，这基本与各国消费修复强度对应。如此看来，日本财政力度和消费表现明显是一个异类，我们认为原因在于日本 2021 年持续收紧防疫管控政策。

总体而言，一个国家在防疫管控放开后（且不再重新收紧），报复性消费弹性，取决于财政刺激力度和方向（如，是否直接刺激居民部门）。

### ➤ 报复性消费规律之二，报复性消费的商品结构主要集中在耐用品。

财政补贴引发的报复性消费中，各类消费项目的增长速度有所不同。

数据显示，各国的报复性消费主要集中在耐用品。

美欧日韩等国推出财政刺激后，耐用品消费均迎来脉冲式上行。且美欧韩耐用品消费均一度冲至趋势线以上，但至今仅有美国耐用品消费仍维持在趋势线之上。

各国服务消费修复则相对平稳，基本随着疫情防控趋松而增长。

### ➤ 报复性消费规律之三，疫后消费修复的持续性关键在于经济增长动能。

美国消费修复的持续性要强于其他国家；对比德法，法国持续性要优于德国；在日韩中，2022 年日本消费修复好于韩国。

一个国家消费支出大致由居民收入所决定。因此，以上国家消费修复持续性的差异主要是来源于居民收入增速的差异。德国和韩国居民收入的增速在 2022 年均出现明显下滑。

居民收入并非无源之水，其来源于经济体的各项经济活动。经济体的增长动能越强，居民收入增速往往越高。

我们认为，因为韩国出口在 2022 年随着全球经济周期走弱而大幅下滑，导致韩国增长动能弱于日本，从而居民收入和消费增速均更差。

同为财政强刺激国家，例如美欧，二者消费修复持续性却明显存异，主要还是因为疫后增长动能差距较大。首先，俄乌冲突导致美欧贸易差额分化，美国优于欧洲；其次，美国房地产投资强于德法，美国投资动能强于欧洲。

### ➤ 如何看待中国迎来报复性消费的可能性？

总结海外经验，我们可以得到报复性消费三点结论：（一）报复性消费出与财政刺激有关。（二）报复性消费主要发生在耐用消费品。（三）疫后消费修复的持续性，依赖于疫后经济本身的增长动能。

以此判断中国疫后消费走势，可能出现阶段性局部板块的报复性消费。但消费修复的持续性取决于经济增长。基于我们 2023 年经济展望，预计全年中国出口增速将下滑至-8%，基建增速较 2022 年收敛，地产将成为增长动能的关键。

因此，可归为一个结论，中国消费持续性最终取决于地产。

### ➤ 风险提示：疫情发展超预期；经济趋势超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 谭浩弘

执业证书：S0100522100002

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

### 相关研究

1. 宏观事件点评：超额流动性系列研究（三）：超额储蓄能否如期释放-2023/01/05
2. 宏观专题研究：疫情达峰后的消费修复路径-2023/01/05
3. 2023 年宏观经济及资产配置展望（六）：2023 年消费：场景修复后的反弹-2023/01/04
4. 超额流动性系列研究（二）：超额储蓄三问：能否释放、流向何处、谁来“买单”-2023/01/03
5. 全球大类资产跟踪周报：流动性逆风暂缓-2023/01/02

# 目录

<b>1 疫情放开后海外国家的消费反弹路径</b> .....	<b>3</b>
1.1 消费超过疫情前趋势线：以美国为代表.....	3
1.2 消费短暂超过趋势线后回落：以欧洲为代表.....	4
1.3 消费长期低于趋势线：以日韩为代表.....	4
<b>2 疫情后报复性消费的两个特征</b> .....	<b>6</b>
2.1 疫情防控放开后的报复性消费往往和财政刺激相伴.....	6
2.2 各国报复性消费主要集中在耐用品.....	8
<b>3 经济增长动能是消费修复持续性的关键</b> .....	<b>11</b>
3.1 居民收入持续性决定了消费的持续性.....	11
3.2 居民收入疲软的主因是经济增长动能不足.....	11
<b>4 风险提示</b> .....	<b>15</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>16</b>

## 1 疫情放开后海外国家的消费反弹路径

随着各地疫情防控逐渐放松，市场抱着热烈的期待等候消费复苏。疫情闯关之后，中国能否迎来一次报复性消费？我们将通过海外国家的经验给出参考。

观察并评判海外国家是否有报复性消费，我们首先需要给出一个判断标准。

所谓报复性消费，通俗理解便是疫情放开之后，消费超额表达，消费指标一举超过应该有的潜在趋势。

构建一个简单的标准衡量，核心消费指标是否超过了疫情之前的趋势线，若是，则定义为报复性消费。若否，则疫情放开之后未能迎来报复性消费。

### 1.1 消费超过疫情前趋势线：以美国为代表

在新冠疫情爆发后，美国迅速开启了多轮大规模财政刺激。在这之后，美国居民消费快速反弹。以 NIPA 口径的消费支出计算，美国实际个人消费支出在 2021 年 3 月份回到疫情前的趋势线，且截至 2022 年 11 月，美国实际个人消费支出仍高于疫情前趋势线 0.6%。

另一方面，美国零售数据在 2020 年 8 月份便修复至趋势线上，后续更是持续高于疫情前趋势。截至 2022 年 11 月，美国零售销售额高于疫情前趋势线 18.6%。不过，这与美国当前高企的通胀增速密不可分。

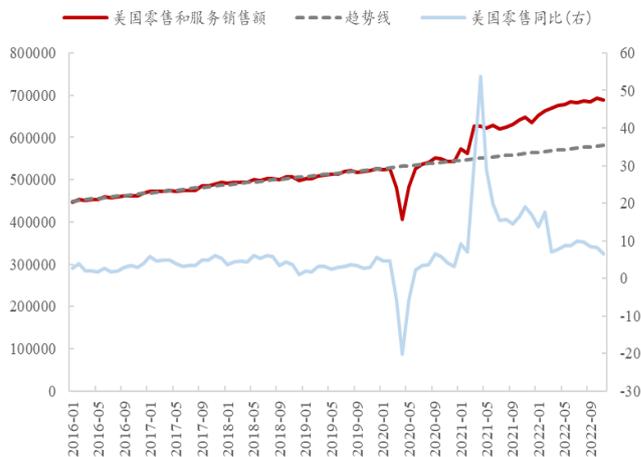
**从数据看，美国在疫情后存在明显的报复性消费，且持续性很强。**

图1：美国实际个人消费支出（单位：百万美元）



资料来源：Wind, BEA, 民生证券研究院

图2：美国零售数据（单位：百万美元）



资料来源：Wind, 民生证券研究院

## 1.2 消费短暂超过趋势线后回落：以欧洲为代表

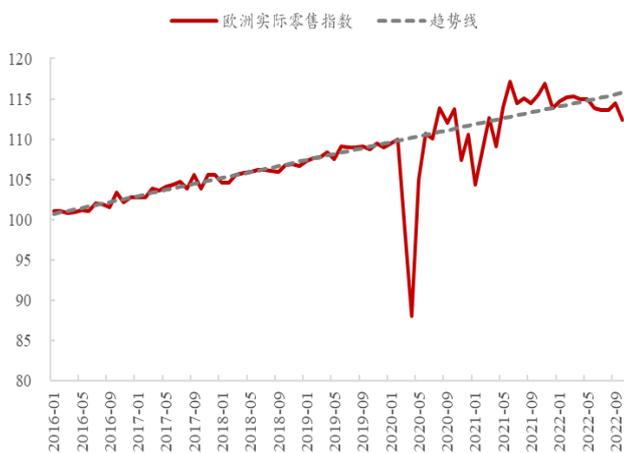
欧洲疫情后消费的恢复并不像美国一般“一帆风顺”。以零售销售指数为例，欧元区实际零售销售指数一度在 2020 年 Q3 和 2021 年 Q2-Q4 超过了疫情前的趋势线。不过，进入 2022 年后，欧元区实际零售销售指数再次跌破趋势线。

不同国家的修复程度同样各有差异。德国实际零售销售指数的走势与欧元区整体相似，都是在 2022 年后便跌破疫情前的趋势线。法国消费端的修复明显更加持久，法国实际零售销售指数在 2020 年 6 月修复至疫情前的趋势线后，便基本再未跌至趋势线以下。

截至 2022 年 11 月，欧元区、德国和法国实际零售销售指数分别是疫情前趋势线的 97.1%、94.1%和 101.5%。

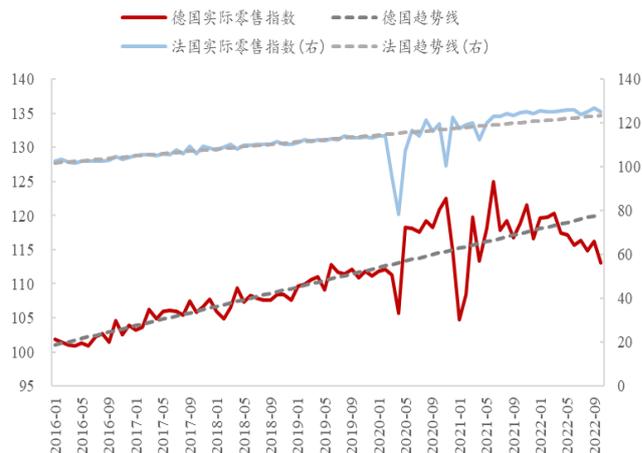
从数据看，欧洲在疫情后同样存在报复性消费，但部分国家（如德国）的消费支出在 2022 年急转直下。

图3：欧元区零售销售指数动态



资料来源：欧盟统计局，民生证券研究院

图4：德法零售销售指数动态



资料来源：欧盟统计局，民生证券研究院

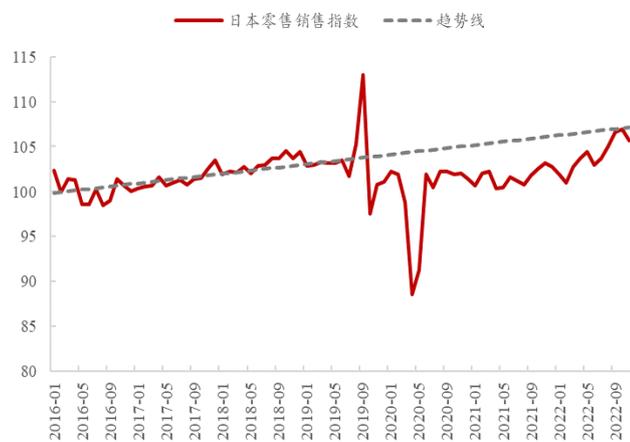
## 1.3 消费长期低于趋势线：以日韩为代表

日本方面，疫情后零售端恢复持续但缓慢，基本上随着疫情防控的放开而逐渐往上。截至 2022 年 11 月，日本实际零售销售指数比疫情前趋势线低 1.3%。

韩国方面，新冠疫情爆发初期零售端受到的冲击显著小于日本。因此韩国实际零售销售指数在 2021 年 4 月份便回到了疫情前趋势线的水平，并持续了一段时间。但随着国内需求的走软，2022 年韩国零售销售指数再次回落至趋势线以下。

在数据层面，日本的报复性消费并不明显，韩国则在疫情初期出现了一轮报复性消费，但高度仅刚达到趋势线，且很快回落。

**图5：日本零售销售指数动态**



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

**图6：韩国零售销售指数动态**



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 2 疫情后报复性消费的两个特征

### 2.1 疫情防控放开后的报复性消费往往和财政刺激相伴

文章第一部分我们提到，美国、欧洲和韩国在新冠疫情期间有明显的报复性消费痕迹，日本则没有。在报复性消费的强度上，呈现“美国>欧洲>韩国>日本”的特征。

可以看到，美国、欧洲和韩国在疫情期间的报复性消费背后都有着财政刺激的影子。

美国在 2020 年新冠疫情爆发之初推出了一系列的财政刺激法案以稳定经济增长和居民企业部门的资产负债表，光是在 2020 年额外推出的财政计划便超过 3 万亿美元规模。进入 2021 年，拜登政府又接连推出《美国救助计划》与《基础设施和就业法案》等财政刺激。美国对居民的财政补贴催生了大量的消费支出，美国消费“报复性反弹”。

欧洲方面，德国在 2020 年 3 月公布了补充财政计划和成立经济稳定基金，其规模分别为 1223 亿欧元和 9570 亿欧元。同年 6 月份，德国通过了第二份抗击疫情的补充财政计划，规模达 1300 亿欧元。德国财政计划着重于为中小企业提供贷款，尽量使企业不要解雇员工。德国同样对家庭发放了现金补贴，但规模较低。

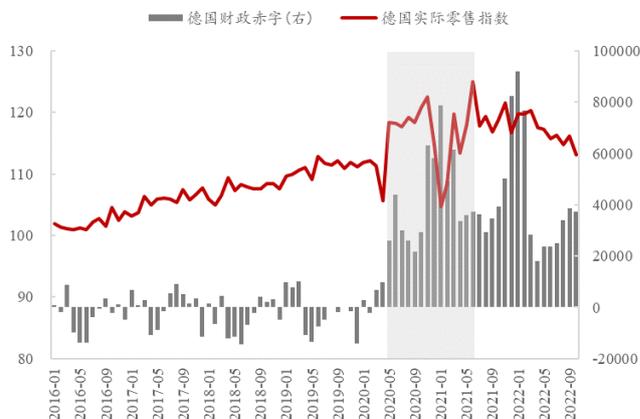
韩国方面，韩国政府在 2020 年初针对新冠病毒发布了规模分别为 732 亿美元和 569 亿美元的实体经济支持计划和金融稳定支持计划。随后，在 2020 年全年，韩国还陆续发布了 4 个补充财政计划以刺激经济。2021 年和 2022 年，韩国同样有补充财政计划推出。韩国的财政刺激同样着力于救助中小企业，对居民部门的补助较少。

图7：美国消费和财政赤字（单位：百万美元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：德国零售和财政赤字（单位：百万欧元）



资料来源：Wind，欧盟统计局，民生证券研究院

图9：法国零售和财政赤字（单位：十亿欧元）



资料来源：Wind，欧盟统计局，民生证券研究院

图10：韩国零售和财政赤字（单位：十亿韩元）



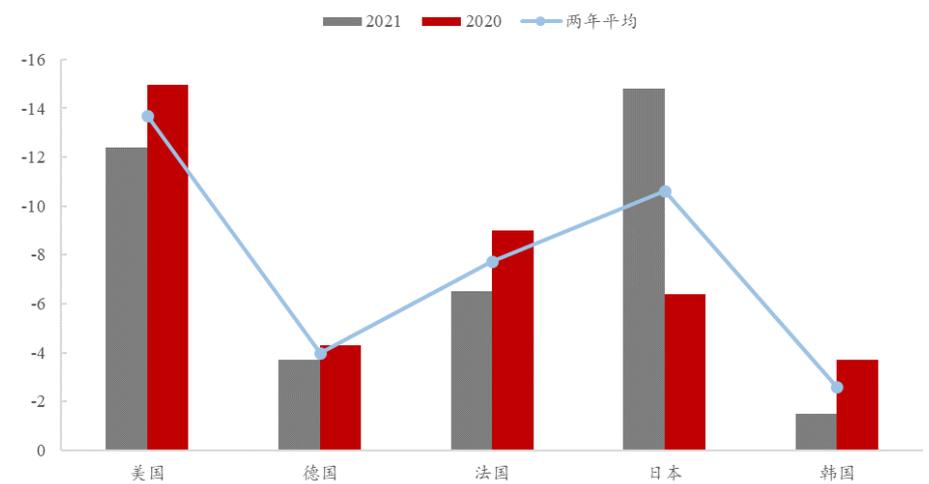
资料来源：Wind，民生证券研究院

在 2020-2021 年间，各国财政赤字规模排序为“美国>日本>法国>德国>韩国”，基本与各国消费修复强度对应，仅日本例外。

美国两年平均财政赤字占 GDP 规模达-13.7%，为 5 个国家中最高（赤字越高，负值越大）。韩国两年平均财政赤字占 GDP 规模仅为-2.6%，为 5 个国家中最低。

然而，我们发现日本两年平均财政赤字占 GDP 规模也高达-10.6%。日本在 2020-2021 年同样实行了大规模财政刺激以稳定经济增长，虽然刺激方向并非专注于居民部门，但理论上日本消费的修复强度不应该弱于韩国。

图11：各国财政赤字占 GDP 比重（单位：%）

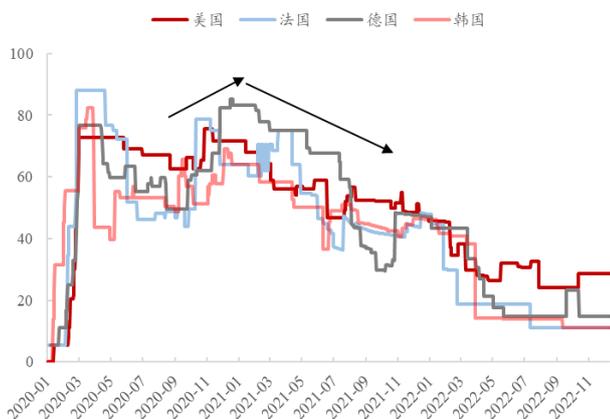


资料来源：Wind，民生证券研究院

### 日本消费的疲软，可能与该国过于严格的防疫管控政策有关。

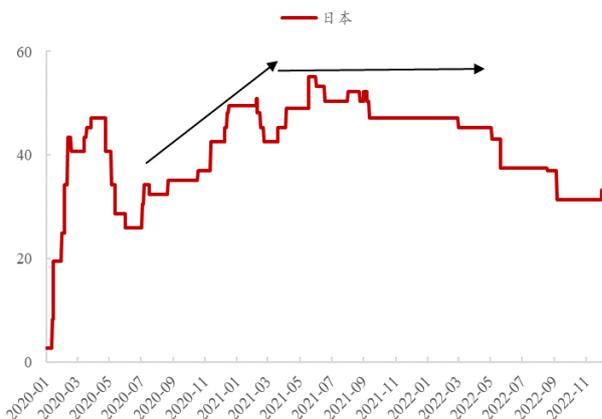
根据各国的疫情管控严格指数，可以看到，美欧日韩等国在 2020 年中放松疫情管控后，均在 2020 年冬天重新收紧管控。但不同的是，日本在重新收紧疫情防控后，维持较严格的管控政策直至 2022 年 3 月开始“全面放开”。美欧韩等国则是在 2021 年初又重新开始放松防疫管控政策，各国管控严格指数从 2021 年初开始便趋势性下降。日本和其他国家在防疫管控放开节奏上的差异带来了较弱的消费复苏。

图12：各国疫情防控严格指数



资料来源：Wind，民生证券研究院

图13：日本疫情防控严格指数



资料来源：Wind，民生证券研究院

总的来说，一个国家在防疫管控放开后（且未来不迎来持续性的重新收紧），报复性消费的高度往往取决于财政刺激的力度以及财政刺激的方向（如是否以居民部门为主）。

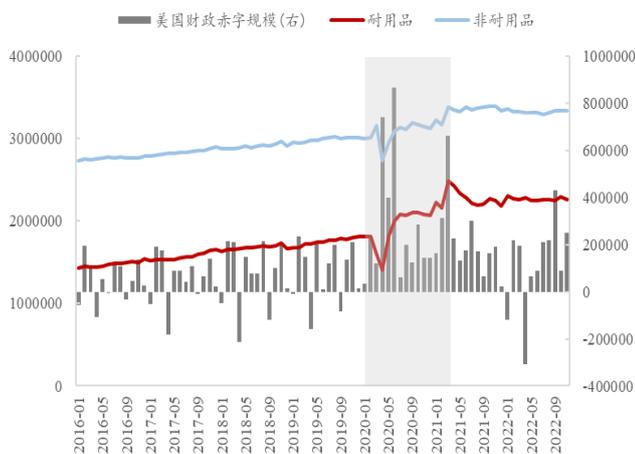
## 2.2 各国报复性消费主要集中在耐用品

在财政补贴引发的报复性消费中，各类消费项目的增长速度有所不同。数据显示，各国的报复性消费主要集中在耐用品。

美国方面，耐用品消费在疫情后最高峰（2021 年 3 月）高出疫情前趋势线 29.1%，而非耐用品最高峰（同样是 2021 年 3 月）仅高出趋势线 8.7%。截至 2022 年 11 月，美国耐用品消费仍高于疫情前趋势线 9.0%，而非耐用品消费仅高出趋势线 3.0%。

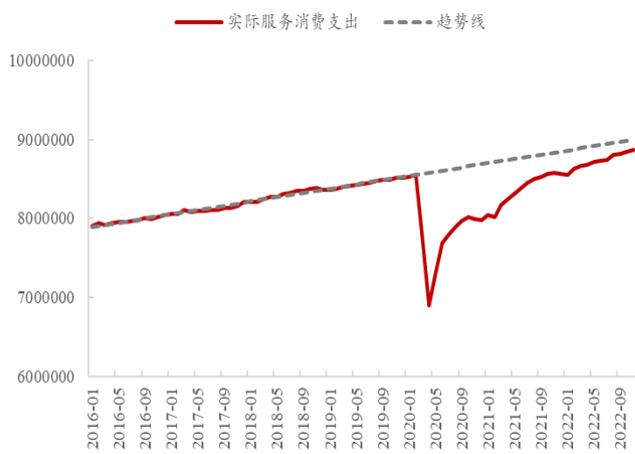
美国的服务消费支出的修复十分平稳，并没有呈现明显的报复性消费特征。截至 2022 年 11 月，美国服务消费支出仍低于疫情前趋势线 1.4%。

图14: 美国商品消费和财政赤字(单位: 百万美元)



资料来源: Wind, BEA, 民生证券研究院

图15: 美国服务消费动态 (单位: 百万美元)

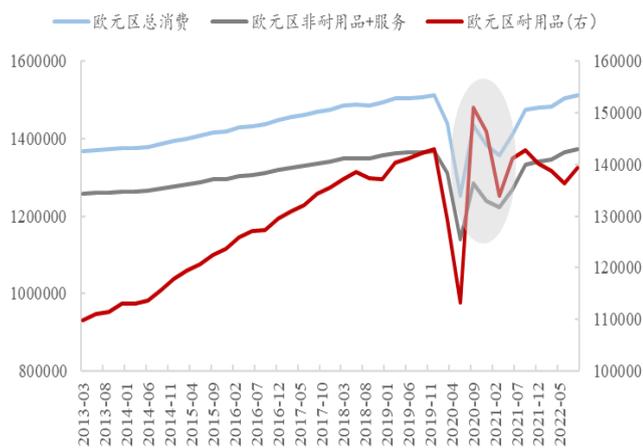


资料来源: BEA, 民生证券研究院

欧洲方面, 欧元区各项消费中, 仅有耐用品消费在 2020 年下半年短暂突破过疫情前的趋势线。虽然欧元区非耐用品消费和服务消费当时均有所反弹, 但反弹力度较小。

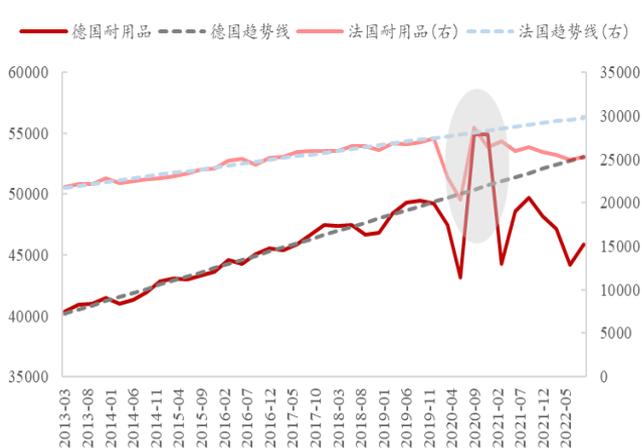
同样地, 德国和法国的报复性消费也集中在耐用品领域。不过, 欧洲地区报复性消费的持续性较低。截至 2022 年 9 月, 德国与法国耐用品消费仅为疫情前趋势线的 86.4%和 84.7%。

图16: 欧元区各项消费动态(单位: 百万欧元)



资料来源: 欧盟统计局, 民生证券研究院

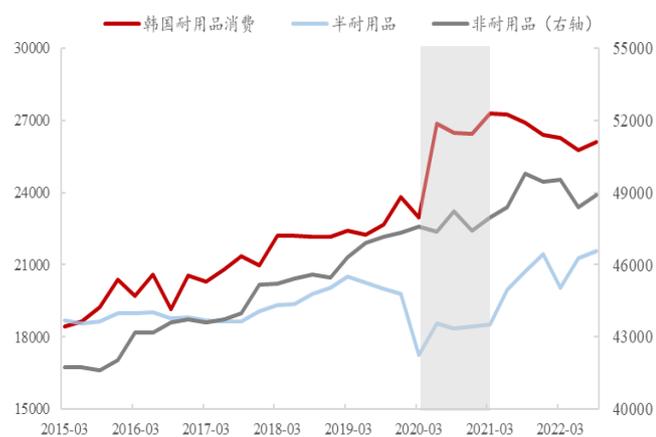
图17: 德法耐用品消费动态 (单位: 百万欧元)



资料来源: 欧盟统计局, 民生证券研究院

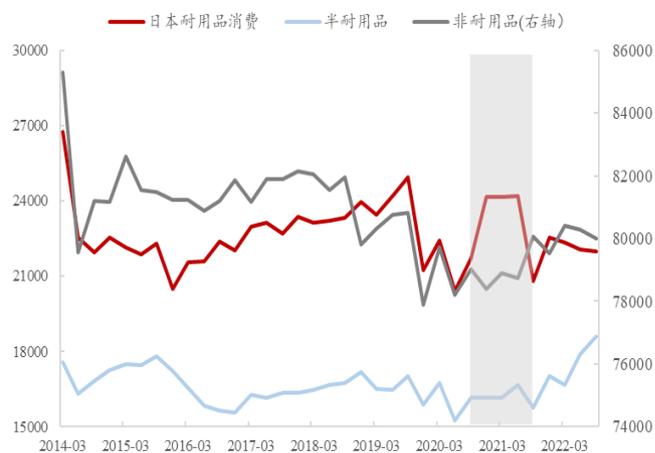
日韩方面, 韩国耐用品的报复性消费在 2020 年下半年十分明显, 其他品类消费则相对疲软。而日本虽然在 2020 年下半年至 2021 年上半年出现了耐用品消费的反弹, 但程度十分有限, 并没有回到疫情前的趋势线。

图18: 韩国各类消费动态 (单位: 十亿韩元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图19: 日本各类消费动态 (单位: 十亿日元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 3 经济增长动能是消费修复持续性的关键

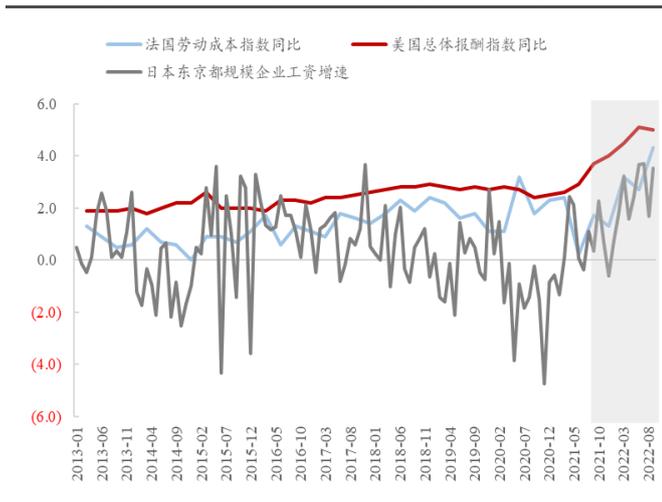
#### 3.1 居民收入持续性决定了消费的持续性

从文章的第一部分可以看到，德国与韩国的居民消费在 2022 年均出现了比较明显的下滑；日本居民消费则在疫情防控放开后恢复良好；美国与法国的居民消费一直维持在趋势线以上。

按照居民消费的统计方法，一个国家的消费支出大致由居民收入所决定。因此，以上国家消费修复持续性的差异主要是来源于居民收入增速的差异。

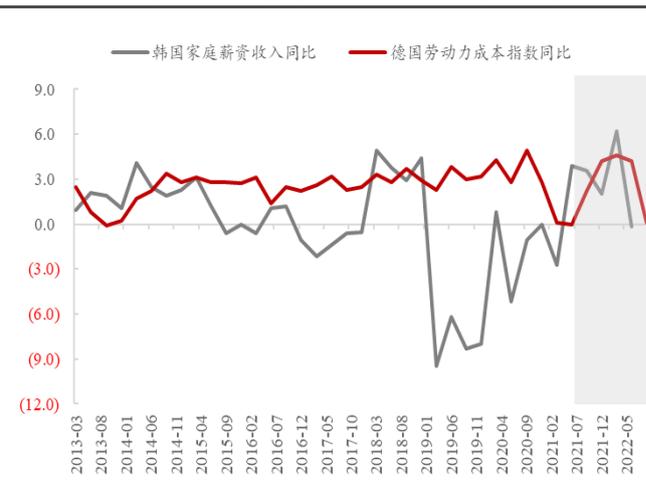
可以看到，对于美国、法国和日本来说，居民收入/工资增速在 2022 年均出现了明显的提振，从而对冲了全球高通胀所带来的消费负面冲击。但是在韩国与德国，2022 年我们却看到了居民收入增速的回落。这一现象解释了韩国与德国消费增速在 2022 年的疲软。

图20：美日法 2022 居民收入增速较高（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图21：德韩居民收入增速在 2022 年下滑（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

#### 3.2 居民收入疲软的主因是经济增长动能不足

居民收入并非无源之水，其来源于经济体的各项经济活动。简单来说，经济体的增长动能越强，居民收入增速往往越高。

韩国以半导体为代表的制造业见长，因此出口是韩国经济十分重要的一环。2022 年 3 季度，净出口占韩国实际 GDP 比重达 5.13%，近十年最高值超 8.0%，这一比例对比全球其他国家都处于较高水平。

在 2022 年，随着全球经济周期的下行，得益于疫情期间强劲外需的韩国出口遭遇“滑铁卢”。截至 2022 年 12 月，韩国出口金额同比增速下滑至-9.5%，较

2021 年的出口增速峰值下降了 55 个百分点。由于自身支柱产业的疲软，韩国居民收入增速在 2022 年也被拖累下行。

反观日本，不仅出口同比增速在 2022 年迎来反弹，经济另一支柱——企业资本开支也较为繁荣。截至 2022 年 3 季度，日本私人企业设备投资同比增速录得 3.81%，已经接近 2021 年 6 月 4.35% 的高位水平。

因此，我们看到在 2022 年日本居民收入增速表现明显优于韩国，从而带动日本消费较快回升。

图22：净出口占韩国实际 GDP 比重（单位：%）



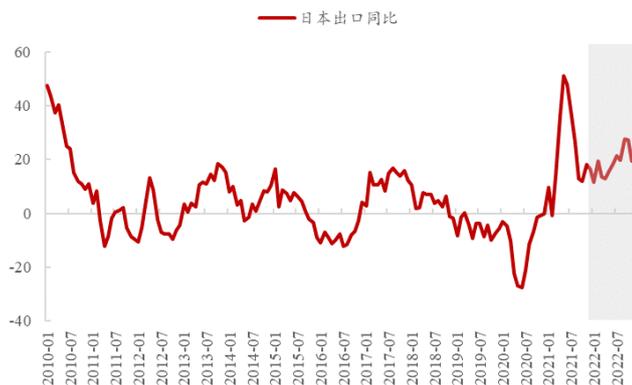
资料来源：Wind，民生证券研究院

图23：韩国出口增速 2022 年下滑严重（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图24：日本出口增速动态（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图25：日本企业投资增速 2022 年上升（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

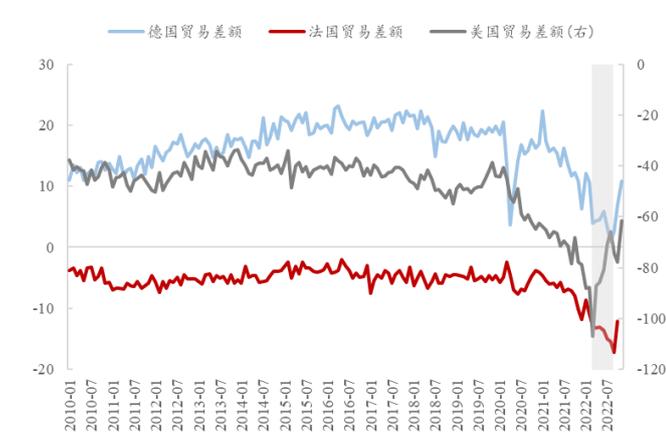
欧洲国家普遍能源对外依赖程度较高，需要进口大量能源。在俄乌冲突后，因供应受限，国际原油及天然气价格飙升，这直接导致欧洲国家经常账户的大幅恶化，贸易顺差快速下降。另一方面，美国凭借丰富的页岩油气资源，已经基本实现能源

自给。同时，借俄罗斯降低对欧洲能源供应的机会，美国在俄乌冲突后向欧洲出口大量天然气。

因此，我们可以看到从 2022 年 2 季度开始，作为贸易赤字国的美国，贸易逆差正迅速收窄；而欧洲国家（以德法为例）的贸易差额却快速走低。美欧经常账户动态的差异是两个地区经济增长动能差距的一大重要原因。

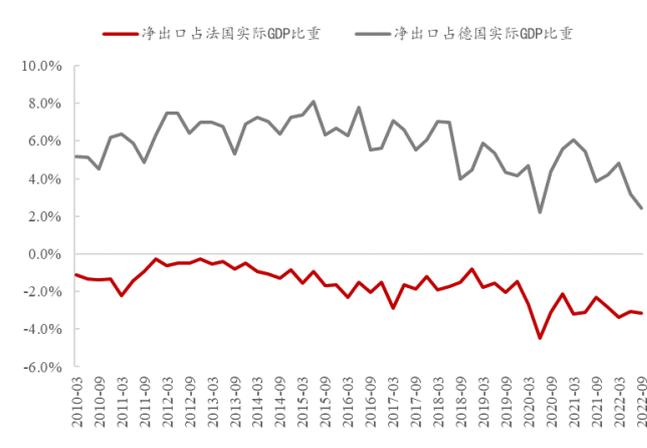
另外，虽然法国同样面临着贸易差额的恶化，但是历史上出口对于法国经济的贡献远低于德国，这表明对外贸易对法国的重要性偏低。这也是为什么德国居民收入和消费支出在俄乌冲突后较快下降，但是法国却零售销售一直维持在趋势线之上的原因之一。

图26：美德法贸易差额(左:十亿欧元,右:十亿美元)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图27：出口对于法国经济的贡献远低于德国



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 房地产投资是美欧经济增长动能差异的另一大因素。

虽说在 2022 年美联储开启紧缩周期后，美国房地产销售表现不佳。但是可以看到，美国私人部门建造支出的同比增速仍然维持在偏高水平，且在 2022 年显著高于德法两国。

造成这一差距的因素很多，比如说美国居民部门更强的资产负债表。以及美国更加优秀的人口结构等。总之，房地产行业可能自身贡献的产值不高，但是由于与其上下游涉及的产业链众多，房地产的兴盛往往可以带动各行业的繁荣。因此，美国相比于欧洲在房地产领域的增速优势，是其居民收入以及居民消费的增长动能更强的另一重要原因。

图28：美国房地产投资动能比欧洲更强（单位：%）



资料来源：Wind, 民生证券研究院

## 4 风险提示

- 1) **疫情发展超预期。**若防控政策再次重大变化，将对经济产生较大影响。
- 2) **经济趋势超预期。**若经济增速向上或向下超出预期，则政策力度可能将有相应调整，可能打破疫情对经济影响的规律。

## 插图目录

图 1: 美国实际个人消费支出 (单位: 百万美元)	3
图 2: 美国零售数据 (单位: 百万美元)	3
图 3: 欧元区零售销售指数动态	4
图 4: 德法零售销售指数动态	4
图 5: 日本零售销售指数动态	5
图 6: 韩国零售销售指数动态	5
图 7: 美国消费和财政赤字 (单位: 百万美元)	6
图 8: 德国零售和财政赤字 (单位: 百万欧元)	6
图 9: 法国零售和财政赤字 (单位: 十亿欧元)	7
图 10: 韩国零售和财政赤字 (单位: 十亿韩元)	7
图 11: 各国财政赤字占 GDP 比重 (单位: %)	7
图 12: 各国疫情防控严格指数	8
图 13: 日本疫情防控严格指数	8
图 14: 美国商品消费和财政赤字(单位: 百万美元)	9
图 15: 美国服务消费动态 (单位: 百万美元)	9
图 16: 欧元区各项消费动态(单位: 百万欧元)	9
图 17: 德法耐用品消费动态 (单位: 百万欧元)	9
图 18: 韩国各类消费动态 (单位: 十亿韩元)	10
图 19: 日本各类消费动态 (单位: 十亿日元)	10
图 20: 美日法 2022 居民收入增速较高 (单位: %)	11
图 21: 德韩居民收入增速在 2022 年下滑 (单位: %)	11
图 22: 净出口占韩国实际 GDP 比重 (单位: %)	12
图 23: 韩国出口增速 2022 年下滑严重 (单位: %)	12
图 24: 日本出口增速动态 (单位: %)	12
图 25: 日本企业投资增速 2022 年上升 (单位: %)	12
图 26: 美德法贸易差额(左:十亿欧元,右:十亿美元)	13
图 27: 出口对于法国经济的贡献远低于德国	13
图 28: 美国房地产投资动能比欧洲更强 (单位: %)	14

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026