

存款潮涌，逐险而行

——中国居民财富搬家路线图暨非银金融行业投资机会

行业研究 · 深度报告

非银金融

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

证券分析师：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

S0980525070007

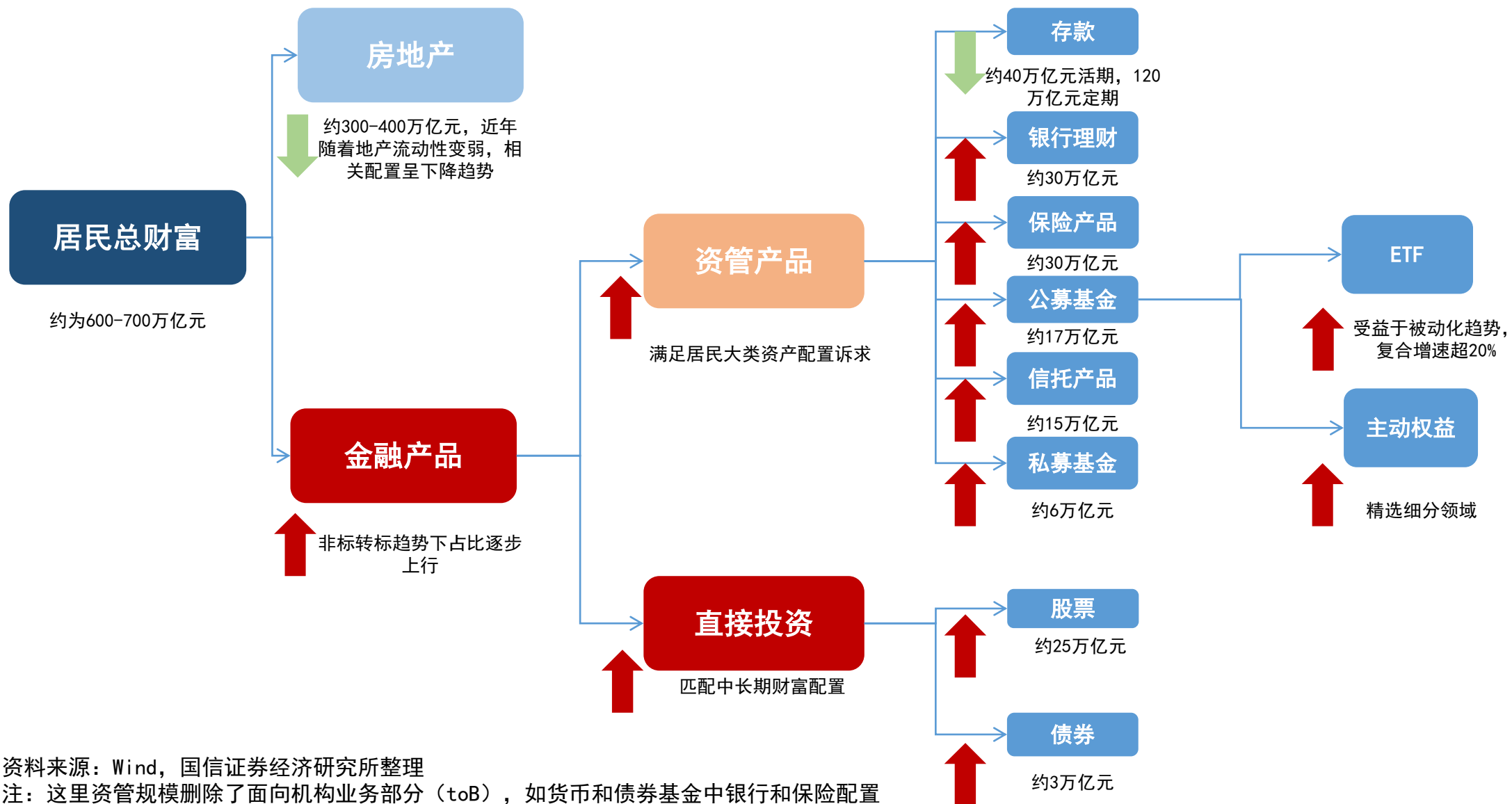
- **存款搬家如同财富的“活水”，有利于增量资金涌入风险资产。**存款利率中枢持续下降，代表性全社会无风险利率下行，促进风险资产尤其是高股息资产估值企稳，实现包括银行理财、保险资管和公募基金在内资管机构规模扩张，最终带来股票市场估值回归。近年来，居民存款扩张到160万亿元，其中定期存款占比接近75%。随着存款利率持续下降，客户不再满足于低息存款收益，而主动寻求更高回报和多元配置，这促使银行理财子公司、公募基金、保险资管等机构积极开发符合不同风险收益需求的理财产品；机构间的竞争刚开始，这推动了产品创新与策略多元化，尤其从传统泾渭分明的权益、固收拓展至跨境、量化、另类投资等领域。
- **存款搬家持续，非银金融板块凭业绩弹性体现显著投资机会，维持行业“优于大市”评级。**资本市场一轮牛市分为三个阶段，其中**第一阶段即估值修复阶段**：市场从悲观低点启动，优质资产因基本面企稳或政策转向率先反弹，低估值板块引领股指温和回升，2024年924行情是典型的“估值修复”阶段；**第二阶段即热点轮动阶段**：随着流动性宽松与风险偏好升温，资金扩散至成长赛道和主题概念，居民财富跑步进入股市，行业轮动加快，赚钱效应吸引增量资金入场，成交量持续放大，随着市场交易放大，当下是典型的市场第二阶段特征；**第三即估值泡沫化阶段**：市场情绪主导资金流动，题材炒作不断，低质个股补涨，估值指标大幅超过历史均值，杠杆资金助推下呈现全面上涨，这一阶段追求绝对收益的机构常常且战且退。
- **风险提示**：政策不及预期、监管趋严、保险保费收入不及预期、投资收益承压、资本市场景气度下降等。

[01] 存款篇：居民财富搬家的拐点

[02] 大势篇：风险偏好提升的源泉

[03] 资管篇：哑铃结构修正的判断

我国居民财富：房地产占比下行，非标转标利好资管



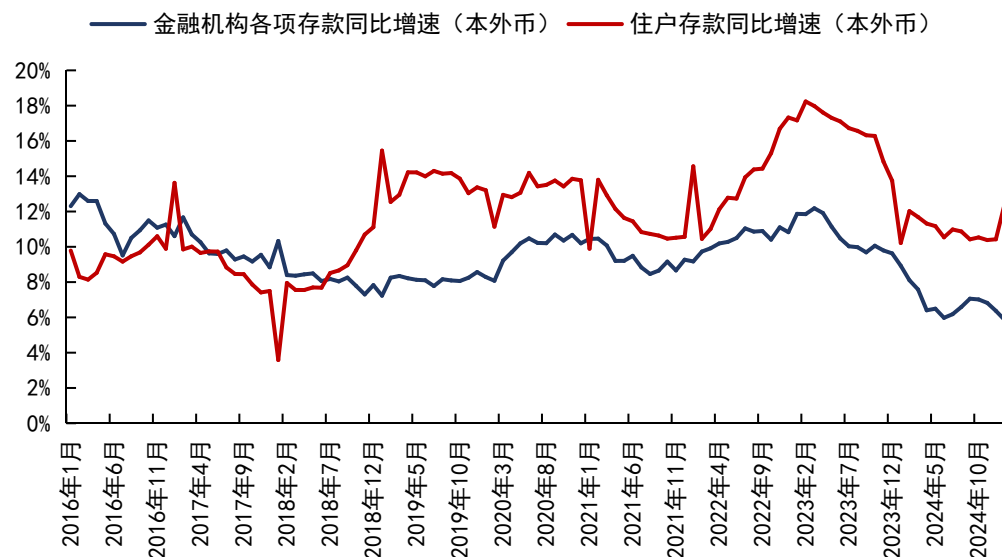
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：这里资管规模删除了面向机构业务部分（toB），如货币和债券基金中银行和保险配置的部分

理财刚兑打破/基金波动放大，2022年以来居民财富回归存款

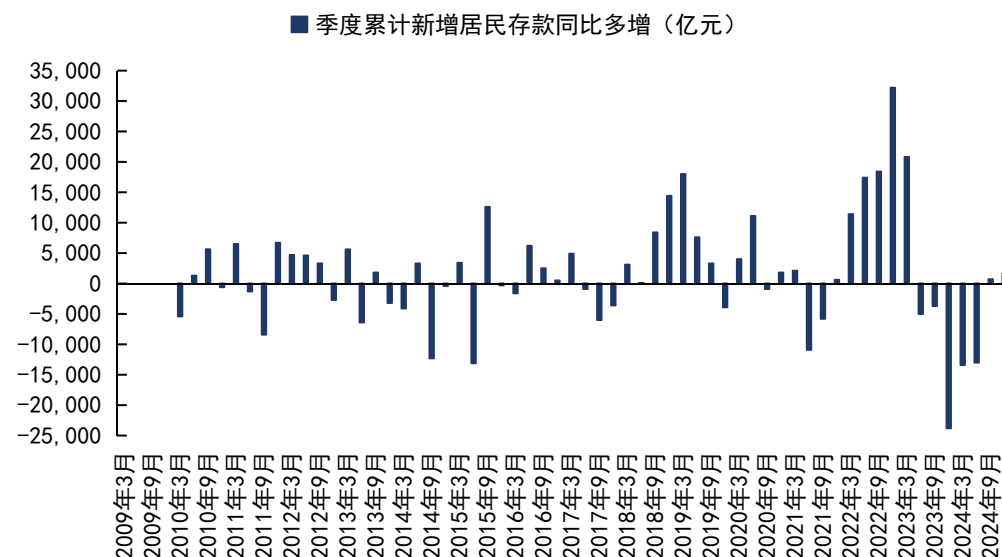
- 2022年以来，居民存款（本外币）持续增长，增速相对保持平稳。2025年1月，居民存款较2024年末增加5.56万亿元，存款总量同比上升12.40%。
- 2023年一季度以来，季度累计新增居民存款同比少增，居民储蓄意愿有所下滑。

图：居民存款（万亿元）持续增长



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2009年-2024年季度累计新增居民存款同比变动

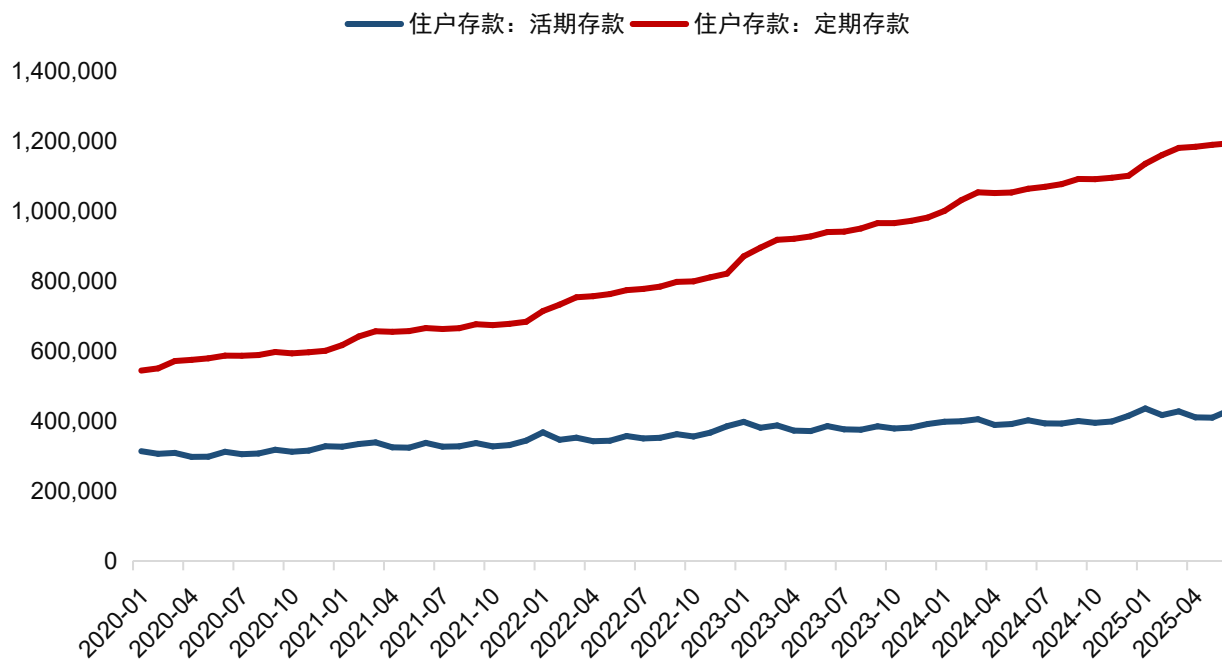


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

居民活期存款规模平稳，定期存款稳步增长

- 2022年以来，居民存款（本外币）持续增长，增速相对保持平稳。2025年1月，居民存款较2024年末增加5.56万亿元，存款总量同比上升12.40%。
- 居民存款定期化趋势明显：2023年初居民定期存款比重已经超过70%，2025年比重已达到72.28%。

图：住户存款定期化趋势明显（单位：亿元）

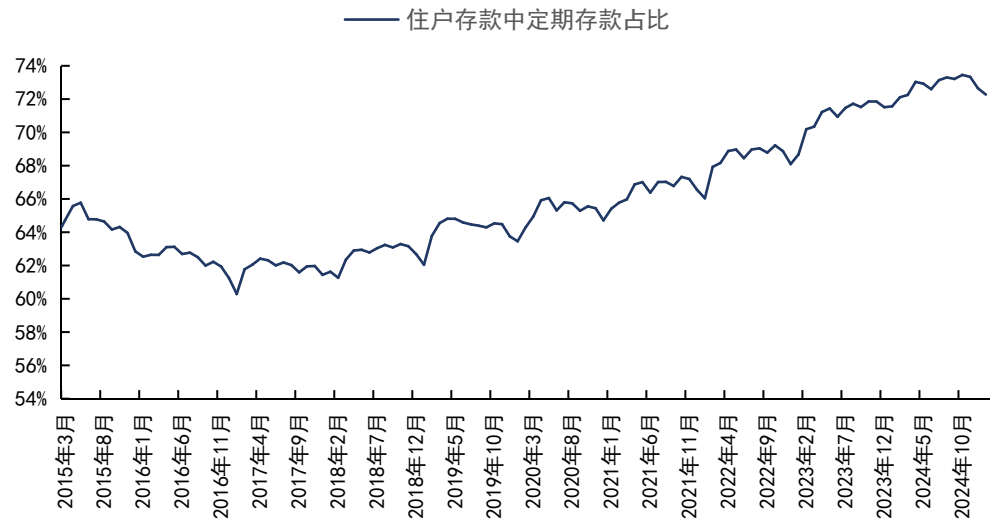


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

结构上居民存款定期化趋势明显

- 居民存款定期化趋势明显：2023年初居民定期存款比重已经超过70%，2025年比重已达到72.28%。
- 居民存款新增量呈下降趋势：从2024年不同省份新增居民存款绝对规模和占比变动来看，东部沿海地区下降趋势显著，如浙江、河北、江苏、上海和广东。

图：住户存款定期化趋势明显



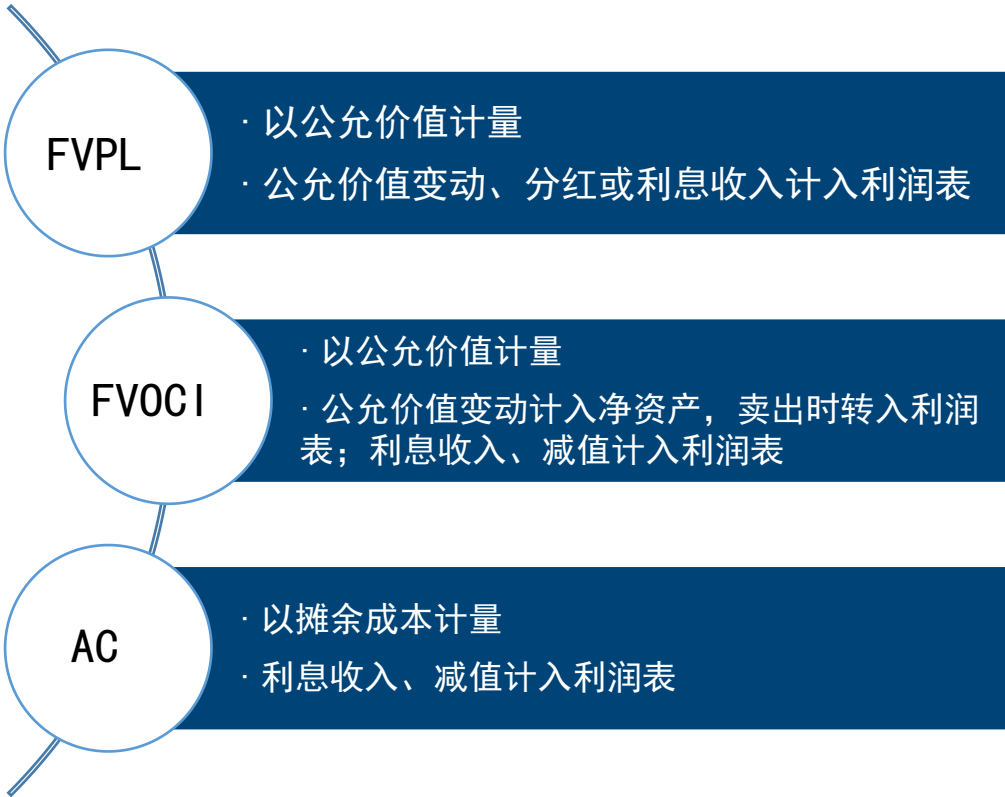
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2023-2024年各省份新增住户存款情况

省份	新增住户存款（亿元）			占金融机构新增住户存款比重		
	2023年	2024年	同比多增	2023年	2024年	同比变化
广东	13071	11641	-1430	7.84%	8.10%	0.25%
江苏	15328	13158	-2170	9.20%	9.15%	-0.04%
浙江	15398	10147	-5251	9.24%	7.06%	-2.18%
山东	12197	11206	-991	7.32%	7.79%	0.48%
上海	7528	5780	-1748	4.52%	4.02%	-0.50%
北京	7188	6555	-633	4.31%	4.56%	0.25%
河北	9680	7273	-2406	5.81%	5.06%	-0.75%
四川	8414	8380	-34	5.05%	5.83%	0.78%
湖北	6956	6123	-833	4.17%	4.26%	0.09%
安徽	6697	6291	-406	4.02%	4.38%	0.36%
湖南	5510	4849	-661	3.31%	3.37%	0.07%
陕西	4624	4388	-236	2.77%	3.05%	0.28%
福建	4349	3478	-871	2.61%	2.42%	-0.19%
山西	4145	3278	-868	2.49%	2.28%	-0.21%
江西	4509	4192	-316	2.71%	2.92%	0.21%
重庆	3360	3081	-279	2.02%	2.14%	0.13%
内蒙古	2706	2203	-503	1.62%	1.53%	-0.09%
吉林	-	-	-	-	-	-
广西	2573	2475	-98	1.54%	1.72%	0.18%
云南	2534	2271	-264	1.52%	1.58%	0.06%
贵州	2011	1788	-223	1.21%	1.24%	0.04%
新疆	1873	1624	-249	1.12%	1.13%	0.01%
甘肃	1924	1768	-155	1.15%	1.23%	0.08%
海南	761	767	5	0.46%	0.53%	0.08%
宁夏	682	563	-119	0.41%	0.39%	-0.02%
青海	429	364	-65	0.26%	0.25%	0.00%
西藏	164	142	-22	0.10%	0.10%	0.00%
其他省份	-	-	-	-	-	-
合计	166656	143764	-22892			

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注明：各省份统计口径略有差异，如江苏、广东等统计的是境内住户本外币存款，浙江、江西等统计的是住户本外币存款。

图：不同金融资产的会计处理差异



资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

图：不同类型上市银行金融资产结构

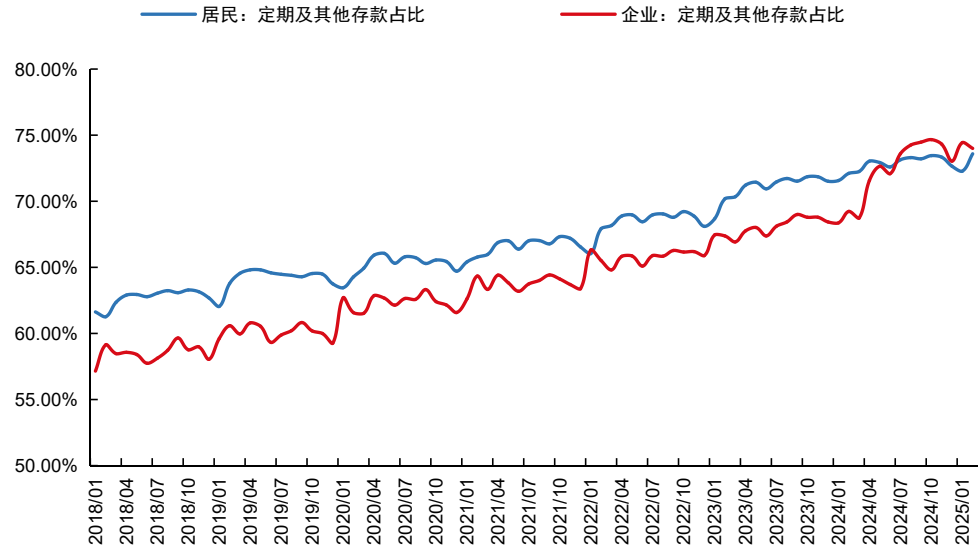
	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31
FVPL					
国有行	9%	9%	9%	8%	8%
股份行	22%	22%	24%	23%	23%
城商行	26%	26%	28%	27%	27%
农商行	15%	16%	14%	16%	14%
合计	15%	15%	15%	14%	14%
FVOCI					
国有行	23%	22%	22%	23%	27%
股份行	22%	21%	23%	23%	25%
城商行	15%	18%	20%	23%	28%
农商行	24%	25%	34%	39%	43%
合计	22%	21%	22%	23%	27%
AC					
国有行	68%	69%	69%	69%	65%
股份行	56%	57%	53%	54%	52%
城商行	59%	56%	52%	50%	45%
农商行	61%	59%	52%	45%	43%
合计	64%	64%	63%	62%	59%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

降息周期下居民存款收益持续下行

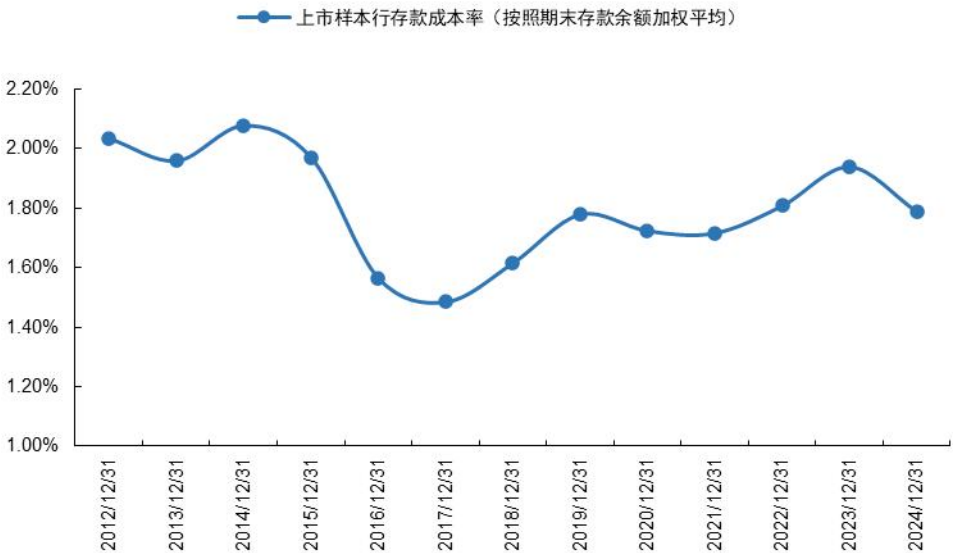
- 存款定期化趋势延续，这也反映了实体部门信心依然不足，需要逆周期政策进一步加码。
- 2023年以来银行存款挂牌利率大幅下调；同时，各家银行进一步加大存款成本管理，一是主动优化存款久期，二是提升存款精细化定价能力，2025-2026年银行存款成本将延续大幅下降趋势。

图：存款类金融机构存款定期化趋势仍在延续



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2024年上市样本行存款成本下降



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表1：工商银行存款挂牌利率

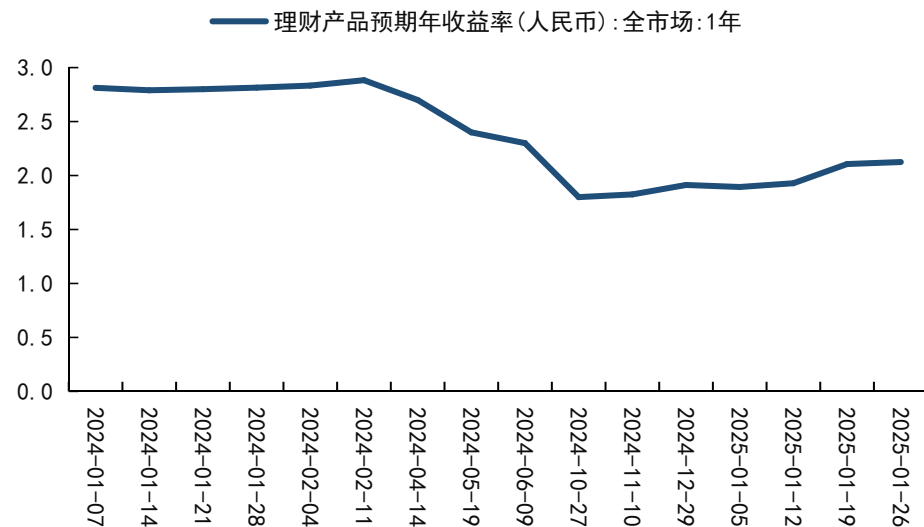
	工商银行挂牌利率						
	2015/10/24	2022/9/15	2023/6/8	2023/9/1	2023/12/22	2024/7/25	2024/10/18
活期	0.30%	0.25%	0.20%	0.20%	0.20%	0.15%	0.10%
3个月	1.35%	1.25%	1.25%	1.25%	1.15%	1.05%	0.80%
半年	1.55%	1.45%	1.45%	1.45%	1.35%	1.25%	1.00%
一年	1.75%	1.65%	1.65%	1.55%	1.45%	1.35%	1.10%
二年	2.25%	2.15%	2.05%	1.85%	1.65%	1.45%	1.20%
三年	2.75%	2.60%	2.45%	2.20%	1.95%	1.75%	1.50%
五年	2.75%	2.65%	2.50%	2.25%	2.00%	1.80%	1.55%
协定存款	1.00%	0.90%	0.90%	0.90%	0.70%	0.60%	0.20%
通知存款							
一天	0.55%	0.45%	0.45%	0.45%	0.25%	0.15%	0.10%
七天	1.10%	1.00%	1.00%	1.00%	0.80%	0.70%	0.45%

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

银行存款利率持续低于理财货基等产品收益率

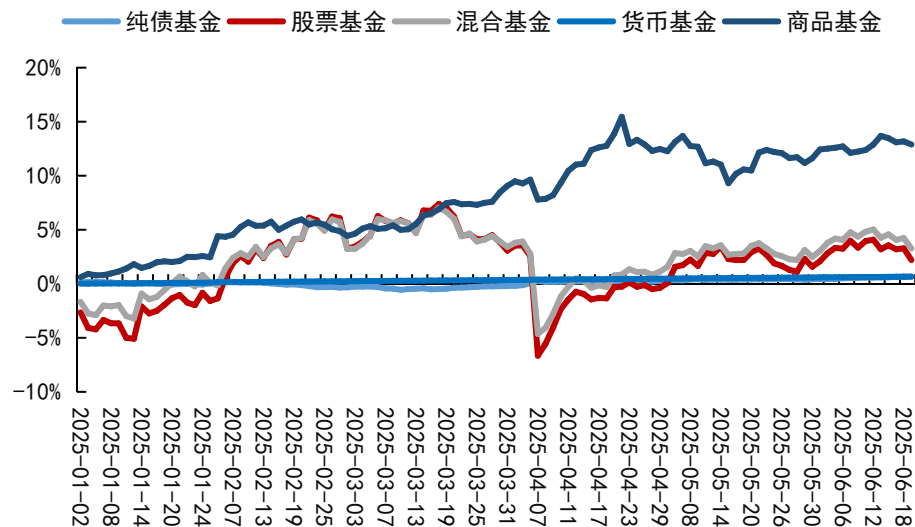
➤ 银行现金类理财目前报价利率在1.4%左右，定开式理财收益报价基准在2.5%左右，这将引导居民存款往银行理财迁徙。

图：理财产品预期年收益率：1年（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：今年以来各类基金收益表现



居民存款搬家已启动：存款利率持续下行，储蓄规模增速下降



➤ 国有大行定存利率持续下行，报价利率回归“1”时代，存款对于居民吸引力逐步减弱。

图：部分国有大行1年期定存利率下行（单位：%）

日期	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行
2012-06-08	3.50	3.50	3.50	3.50
2012-07-06	3.25	3.25	3.25	3.25
2014-11-22	3.00	3.00	3.00	3.00
2015-03-01	2.75	2.90	2.75	2.75
2015-05-11	2.50	2.55	2.50	2.50
2015-06-28	2.25	2.25	2.25	2.25
2015-08-26	2.00	2.00	2.00	2.00
2015-10-24	1.75	1.75	1.75	1.75
2022-09-15	1.65	1.65	1.65	1.65
2023-06-08	1.65	1.65	1.65	1.65
2023-09-01	1.55	1.55	1.55	1.55
2023-12-22	1.45	1.45	1.45	1.45
2024-07-25	1.35	1.35	1.35	1.35
2024-10-18	1.10	1.10	1.10	1.10
2025-05-20	0.95	0.95	0.95	0.95

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：部分国有大行3年期定存利率下行（单位：%）

日期	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行
2012-06-08	4.65	4.65	4.65	4.65
2012-07-06	4.25	4.25	4.25	4.25
2014-11-22	4.00	4.00	4.00	4.00
2015-03-01	3.75	3.75	3.75	3.75
2015-05-11	3.50	3.50	3.50	3.50
2015-06-28	3.25	3.25	3.25	3.25
2015-08-26	3.00	3.00	3.00	3.00
2015-10-24	2.75	2.75	2.75	2.75
2022-09-15	2.60	2.60	2.60	2.60
2023-06-08	2.45	2.45	2.45	2.45
2023-09-01	2.20	2.20	2.20	2.20
2023-12-22	1.95	1.95	1.95	1.95
2024-07-25	1.75	1.75	1.75	1.75
2024-10-18	1.50	1.50	1.50	1.50
2025-05-20	1.25	1.25	1.25	1.25

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

【 01 】 存款篇：居民财富搬家的拐点

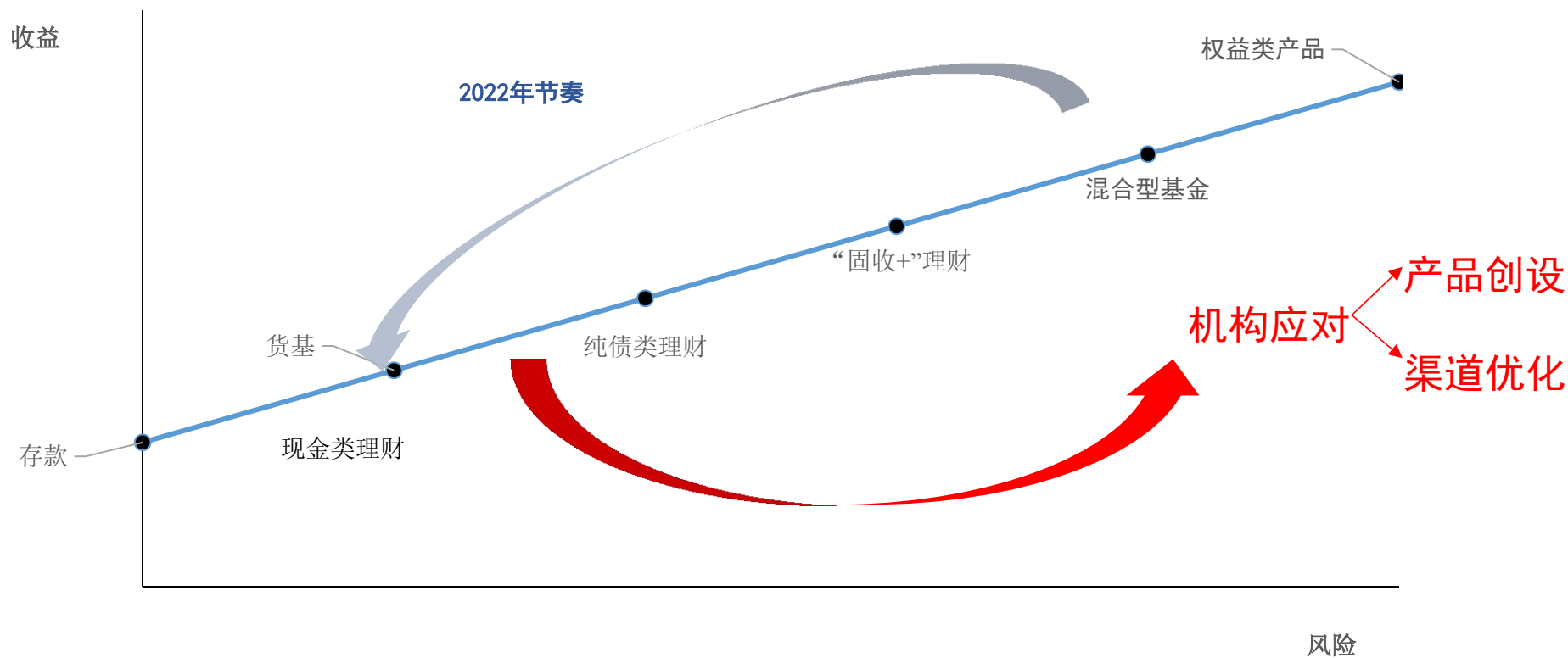
【 02 】 大势篇：风险偏好提升的源泉

【 03 】 资管篇：革故鼎新，资金逐险

追逐高收益回报：居民存款搬家遵循风险偏好提升的路径

- 2022年银行理财刚兑打破过程中，对应了居民风险偏好下降，如从权益类产品回归现金类理财、货币基金和存款；
- 而2024年以来随着存款利率持续下行，居民存款又转向银行理财、债券基金等低风险偏好资管产品，后续有望向二级债基、“固收+”理财、主动权益基金等更高风险偏好的资管产品迁徙。

图：居民财富迁徙路径



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。

财富险中求：高收益回报来自对高风险资产的追逐

➤ 经济处于不同发展阶段时，政府、企业、居民的行为有所不同，对应的金融机构扩张速度也有所不同。

	准备阶段	起飞阶段	成熟阶段	稳定阶段
经济增速	较低	快速	增速下降	较低
政府行为	举债发力	持续举债	降低杠杆	达到均衡
企业行为	重工业	地产基建	产业转型	服务业、新技术
居民行为	基本保障	住房需求	中产崛起	财富管理
商业银行发展	开始起步	走向扩张	增速放缓	从企金到零售， 差异化服务客户
非银金融发展	需求未至	配合融资	走向扩张	定向服务 特定客户

- 根据赛迪顾问预计，中国作为全球重要的机器人生产和消费国，各类型机器人产业规模预计在“十五五”期间大幅增长。机器人技术不断创新发展，智能化水平持续提升，融入大模型等技术，使机器人在感知、决策和执行任务方面更加智能。同时，仿生机器人成为创新焦点，“十五五”时期有望规模化应用，可用于复杂环境作业、服务劳动、帮扶特殊人群等场景。
- 工信部数据显示，截至去年9月底，我国人工智能核心产业规模接近6000亿元，相关企业超过4500家。今年中国人工智能产业将迎来爆发式增长，增速领跑全球。根据赛迪顾问预计，中国人工智能产业在未来10年将呈现出显著的增长趋势，并在全球市场中占据重要地位。

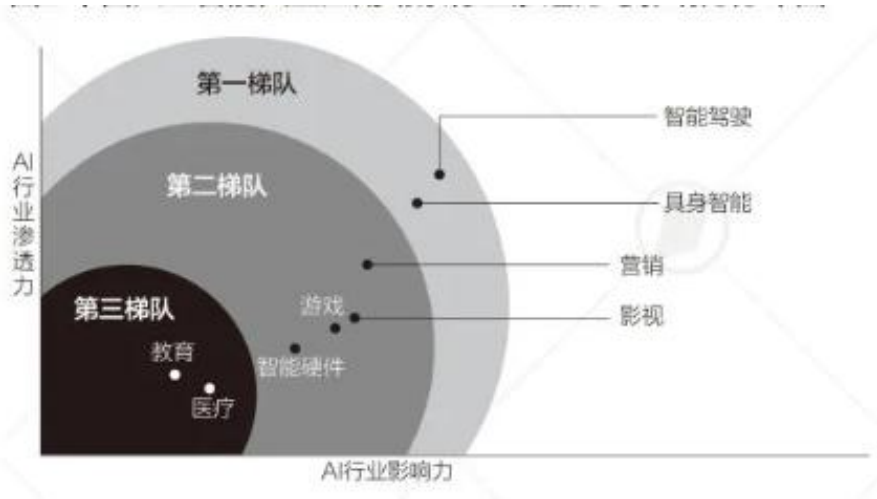
图：全球机器人关键技术演进趋势

	当前主流技术	“十五五”技术趋势	规模化应用时间
软件	离线仿真编程	多机器人自主协同技术	2027
软件	逻辑条件编程控制	机器人大模型	2029
本体/集成制造	运动学机构设计	仿生机构设计	2030
零部件	末端执行器	灵巧手	2026



资料来源：赛迪顾问，国信证券经济研究所整理

图：AI应用场景渗透率与影响力分析

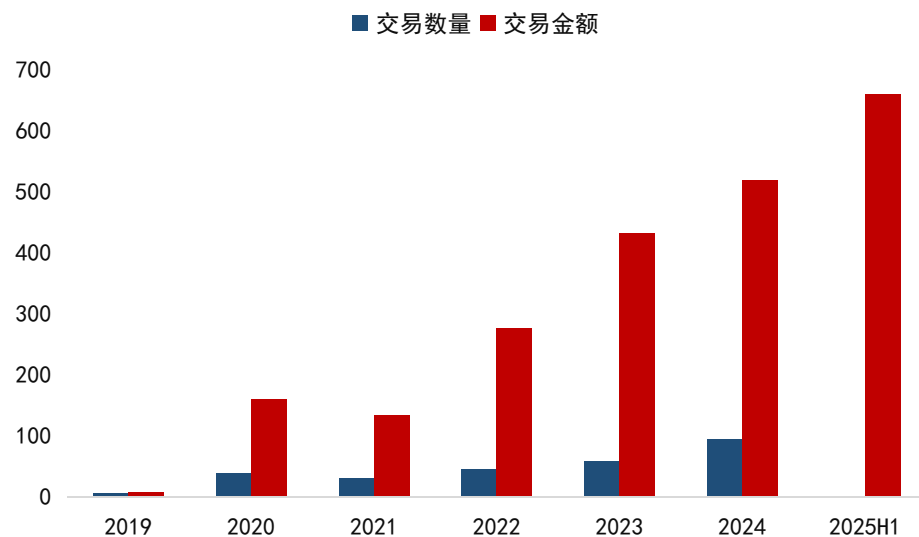


资料来源：赛迪顾问，国信证券经济研究所整理

风险偏好为何提升？我国新兴产业的DeepSeek时刻（续）

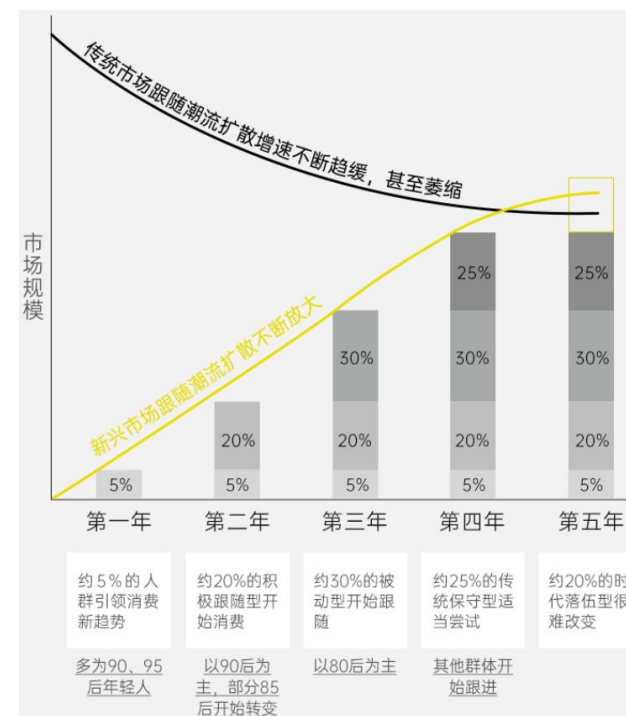
- 经过多年孵化，中国创新药的国际竞争力正在提升。2025年ASCO年会上中国创新药企共贡献73项口头报告，并首次有11项入选“最新突破摘要”（LBA）。此外，中国创新药企出海也正在加速，Licenseout数量和金额呈加速增长趋势。国内政策环境的持续改善：一方面，政策层面趋向保护创新药企利润空间，强化质量评估而非“唯低价论”；另一方面，药监局审评审批效率也有明显提升。
- 在传统市场面临潮流扩散、增速放缓甚至萎缩的大环境下，新兴市场随潮流扩散反而不断放大。新消费热潮——珠宝、玩具、宠物与运动户外、茶饮等行业，成强势崛起之势。

图：中国创新药Licenseout数量和金额呈加速增长趋势（单位：个、亿美元）



资料来源：医药魔方，国信证券经济研究所整理

图：新消费扩散路径，对传统消费替代效应逐步显现



资料来源：MOK莫克，国信证券经济研究所整理

风险偏好为何提升？我国传统产业反内卷



- 本轮“反内卷”政策延续了供给侧结构调整的思路，但其目标更加聚焦于提升市场效率与治理低效竞争。从中央财经委员会会议到相关部委密集表态，反内卷已从行业倡议上升为国家层面的系统工程。
- 政策强调依法依规治理企业低价无序竞争、推动落后产能有序退出，并引导企业提升产品质量和竞争方式的良性化。从汽车、光伏、钢铁到电力、电商等多个领域，政策通过限产、自律、资本金比例限制等方式推动行业出清，并意在以此提升产业集中度和行业盈利能力。

图：“反内卷”政策梳理

时间	会议名称	情况分类
2024. 07. 30	中央政治局会议	要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争
2024. 12. 11	中央经济工作会议	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为
2025. 02. 10	国务院常务会议	要优化市场监管，加强行业自律，共同维护公平竞争、优胜劣汰的市场秩序
2025. 03. 05	政府工作报告	加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争
2025. 03. 06	全国人大经济主题记者会	将分行业出台化解重点产业结构矛盾的具体方案，推动落后低效产能退出，扩大中高端产能供给，让供给侧更好适应市场需求变化
2025. 07. 01	中央财经委第六次会议	推动落后产能有序退出

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

图：各行业反内卷相关措施梳理

行业	反内卷相关内容措施
光伏	《光伏制造行业规范条件》引导地方依据资源禀赋和产业基础合理布局光伏制造项目，鼓励集约化、集群化发展。引导光伏企业减少单纯扩大产能的光伏制造项目，加强技术创新、提高产品质量、降低生产成本。新建和改扩建光伏制造项目，最低资本金比例为30%。
风电	签订行业自律公约《行业维护市场公平竞争环境自律公约》，成立公约执行管理委员会和纪律监督委员会，反对低价恶性竞争，提出依法制定低价恶性竞争行为的认定标准及罚则。央企招标规则调整，不再以最低价作为基准。
钢铁	《维护产业链整体利益共同抵制“内卷式”竞争》加强自律和合作来抵制“内卷式”竞争，加快由“量本位”向“价本位”转变，强化产业链上下游协同治理。
水泥	《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》强化行业自律与协同生产，倡导通过有序行业生态来防止内卷，推动行业在产能严重过剩并且需求下行的情况下，通过主动改善供给侧结构来应对。
电力	坚守成本底线，反对恶性竞争。强化诚信自律，增强契约精神，构建公平良性竞争生态。倡导合理价有序竞争，反对低于成本价的恶性竞争。营造公平稳定的市场环境，建立优胜劣汰市场机制。坚守成本底线，避免扰乱市场秩序行为。保证消费者长远利益及行业可持续发展，避免劣币驱逐良币。
化工	中国化学纤维工业协会涤纶长丝分会发布《涤纶长丝行业高质量发展倡议书》，倡议企业投资项目以现有产能的升级改造为主，避免盲目投资，避免低水平重复建设。
汽车	针对汽车行业的支付账期痼疾，明确大型企业付款账期限制，并通过供应链金融规范遏制内卷衍生问题。要求开展新能源汽车行业“内卷”问题综合整治，并将依法行政意识能力提升作为重点任务。

资料来源：工信部，能源新闻网，中国钢铁工业协会，中汽协，中国政府网，国信证券经济研究所整理

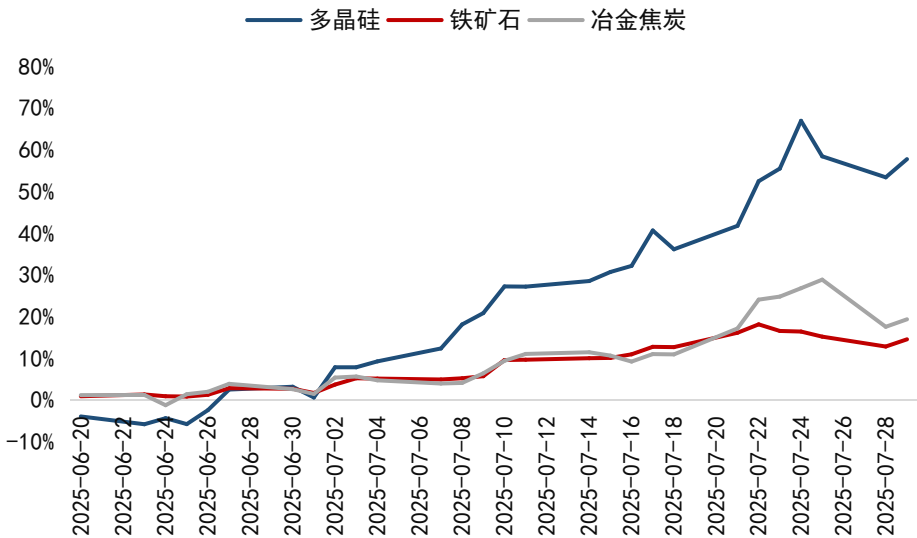
- 新一轮“反内卷”与前两轮供给侧结构性改革既有异曲同工之处，又有新的战略定位，将温和推进中国过剩产能消解，以增量产能限制为主，同时通过升级优化存量产能推动中国制造向全球价值链高端跃升。
- 在“反内卷”因素催化下，大宗商品价格出现连续大涨，并传导至股票市场。

图：本轮“反内卷”与2015年供给侧结构性改革的对比

	2015年供给侧结构性改革	本轮“反内卷”
目标行业	以国有企业为核心的钢铁、纺织等传统产业	传统行业+以私企为主的新兴行业
政策方式	政府主导、财政政策引领市场	行业协会主导、企业自觉遵守
基本策略	控制存量产能，提振增长	控制增量产能，稳定经济
改革任务	去无效产能，优化产业结构	提质增效，创新实现高质量发展
核心焦点	去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板	整治价格战、盲目扩产，鼓励研发、产能升级

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：部分大宗商品价格自6余月下旬以来强势上涨



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

风险偏好为何提升？从“数字货币+稳定币”提出看政策主动调整



- **中国大陆：**稳定币热潮也引发了国内舆论和政策探讨的变化。2025年6月，央行行长潘功胜在2025年陆家嘴论坛上表示，新兴技术在跨境支付领域加速应用。区块链和分布式账本等新兴技术推动央行数字货币、稳定币蓬勃发展，实现了“支付即结算”。其后，国内关于稳定币的舆论导向逐渐转变，业内也开始认可稳定币“蓬勃发展”的潜力。
- **中国香港：**8月1日，《稳定币条例》开始实施，遵循“相同业务、相同风险、相同规则”原则，旨在平衡金融创新与系统性风险，推动香港成为全球虚拟资产中心。

图：香港《稳定币条例》六项核心要求

监管要素	具体要求
储备资产管理	要求100%优质流动资产支撑(现金、国债等)，市值需>流通面值；资产与发行人自有资金严格隔离托管，每月由第三方审计并披露；
赎回保障机制	用户享有法定赎回权，赎回需在1个工作日内完成，不得设置不合理费用或条件；
本地化运营	必须在香港设立实体公司，接受金管局本地化监管；
资本实力要求	除初始2500万港元资本外，需证明持续财务能力；
企业人员要求	控股股东、董事等关键岗位需通过背景审查，确保专业能力与诚信；
风险管理要求	覆盖市场、操作、法律风险，强化反洗钱(AML)与反恐融资(CFT)措施；

资料来源：香港证监会，国信证券经济研究所整理

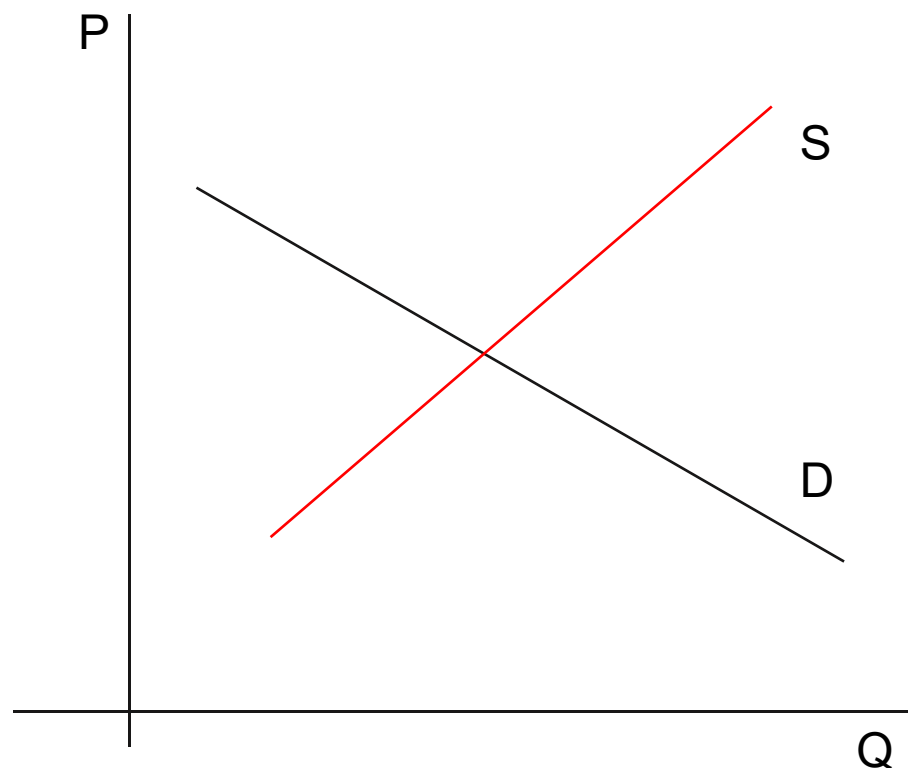
图：已公开表态在港申请稳定币牌照的企业

机构	企业基因	申请情况
蚂蚁数科	科技企业	已启动申请
蚂蚁国际	金融企业	尽快提交申请
连连数字	金融企业	正积极探讨，成立稳定币专责团队
多点数智	零售企业	正筹备申请
京东币链科技	零售企业	香港稳定币进入沙盒测试第二阶段，将在主要的货币国家申请稳定币牌照
渣打银行	金融企业	与安拟集团(Animoca Brands)及香港电讯(HKT)合作申请
圆币科技	金融企业	有意申请
德林控股	金融企业	拟申请香港稳定币牌照

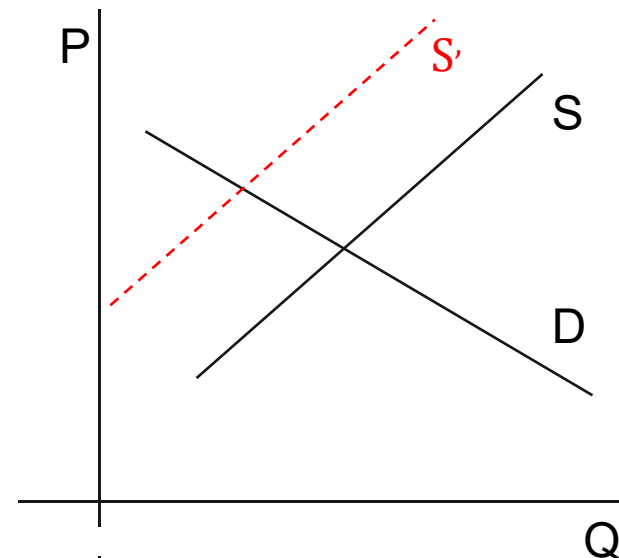
资料来源：香港证监会，国信证券经济研究所整理

风险偏好提升下资产价格波动率放大：故事终究被验证

图：供给侧结构性改革两种路径



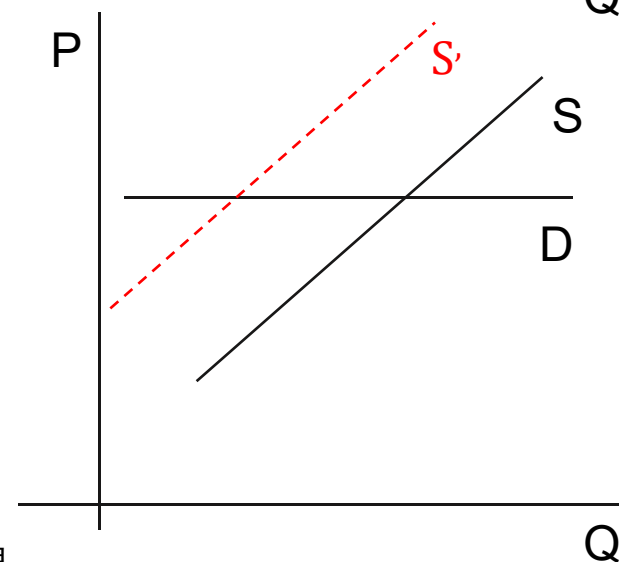
路径一



成功的“反内卷”：
需求充裕实现价格提升

参考：2017年上游资源品供给侧结构性改革

路径二



失败的“反内卷”：
需求不足，价格难以反弹

参考：胶卷、马车、传统手机

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

[01] 存款篇：居民财富搬家的拐点

[02] 大势篇：风险偏好提升的源泉

[03] 资管篇：革故鼎新，资金逐险

✓ 散户资金流动情况

✓ 银行理财资金情况

✓ 公募基金流向情况

✓ 保险资管流向情况

✓ 格局与总结

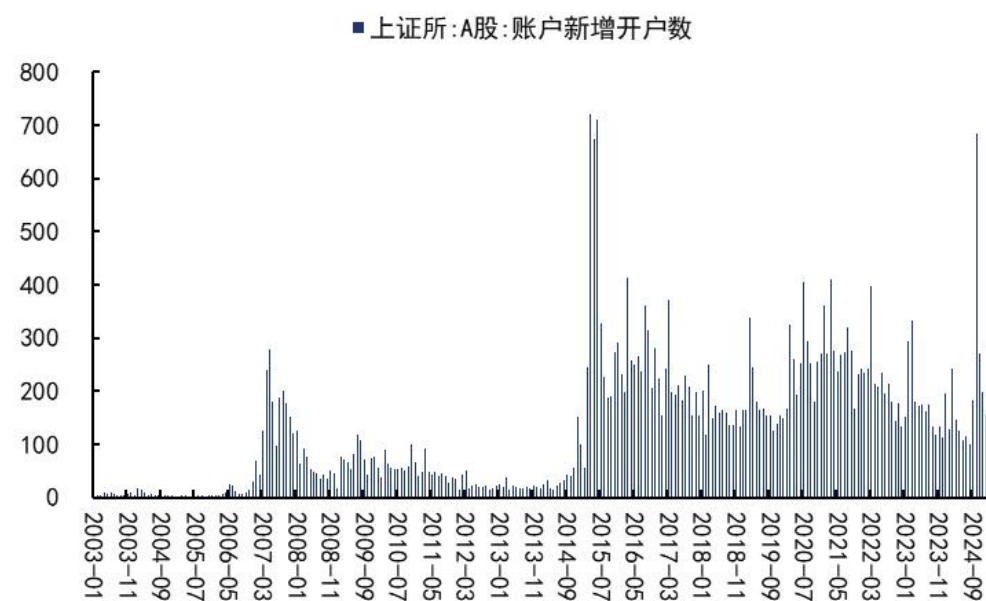
- 市场赚钱效应回归，固收资产持续低利率，会成为催化居民加大权益资产配置的重要因素。2024年9月，A股个人投资者开户数几乎追平2015年牛市期间开户数，显示投资者入市积极踊跃。衡量市场风险偏好的两融资金来看，融资资金持续居于较高水平。

图：两融余额持续提升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：上交所投资者新开账户数（单位：万户）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

从融资占比看当前资本市场并未到泡沫化阶段

➤ 融资规模接近2万亿元水平，但考虑到市值显著扩容，融资占A股票流通市值比约2.5%以内，显著低于2015年接近5%的峰值，整体离市场泡沫化阶段仍有显著距离。

图：两融余额持续提升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：两融余额占A股流通市值比重



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

✓ 散户资金流动情况

✓ **银行理财资金情况**

✓ 公募基金流向情况

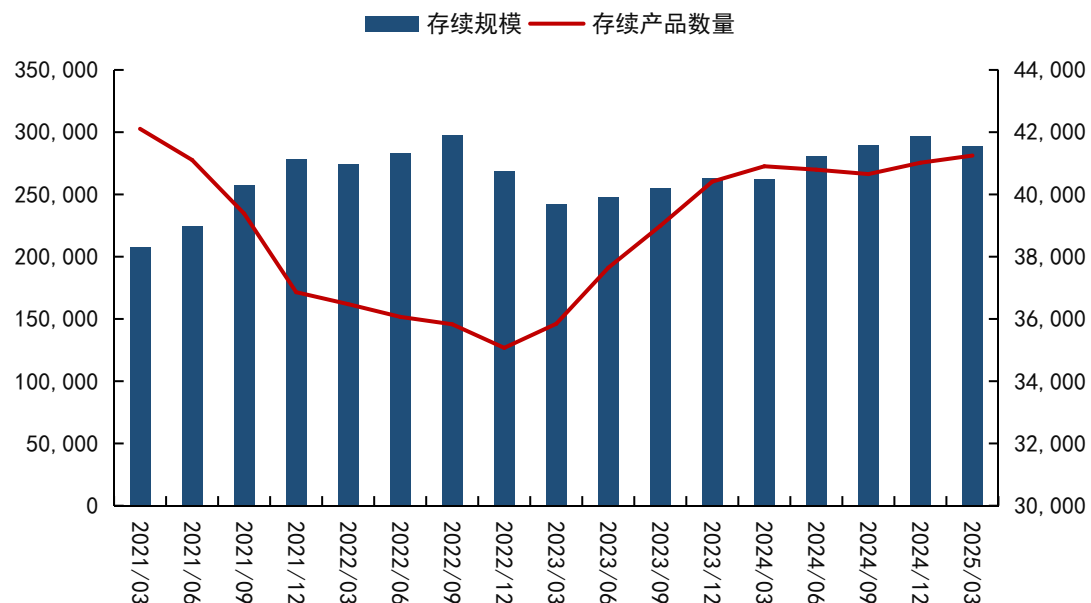
✓ 保险资管流向情况

✓ 格局与总结

银行理财：过去以固收产品为主，“类存款”属性突出

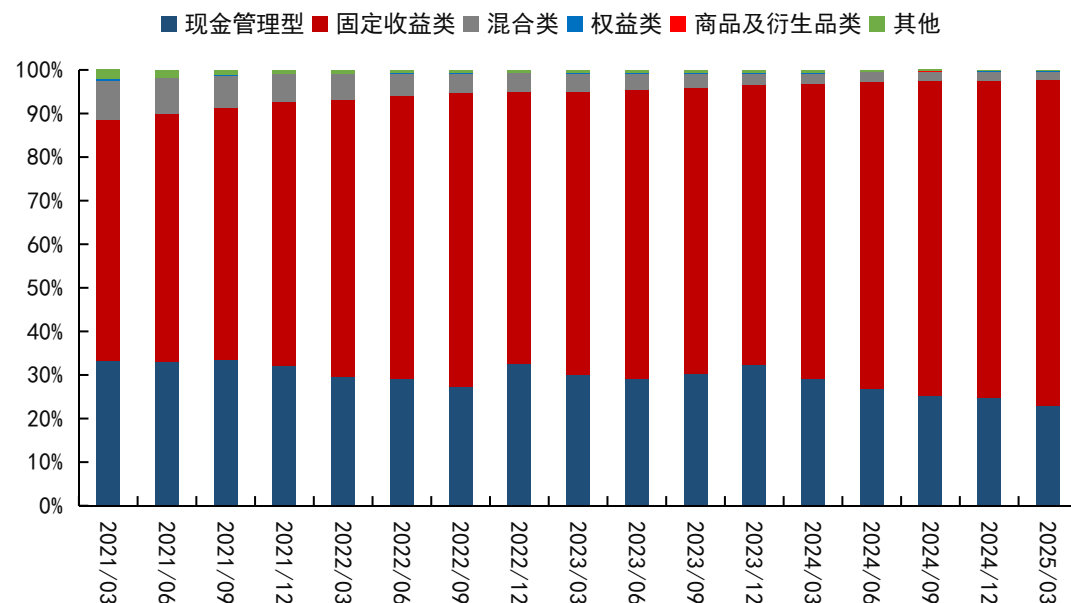
- 银行理财产品主要以固定收益类产品为主。截至2025年3月末，银行理财产品中现金管理型+固定收益类产品占比为97.7%，混合类占比为2.0%，权益类和商品及金融衍生品类占比均不足0.1%。并且，从2021至今，固定收益类产品规模占比不断增加。

图：银行理财存续规模及存续产品数量（单位：亿元、只）



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理
注：左轴为规模，右轴为数量

图：银行理财投资性质规模分布情况



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

理财规模突破31万亿元，负债端成本高企

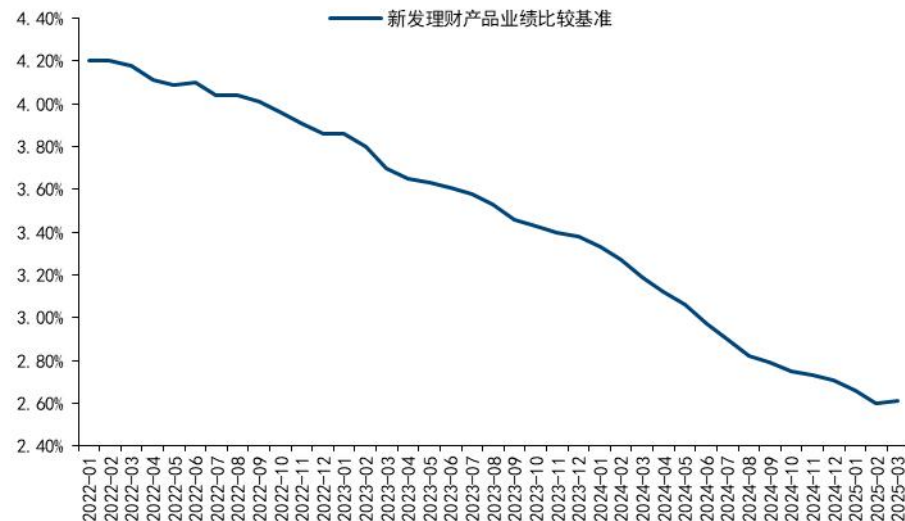
- 从规模来看，2023年以来银行理财规模持续回升，2024年二季度手工补息整顿带来较大贡献。其中理财年报披露的2024年末理财产品，共存续产品存续规模29.95万亿元，同比增加12%
- 今年以来理财规模在30万亿元附近徘徊，我们估计后续规模有望继续增长。一是得益于存款利率下行，近期中小银行存款利率下调，2%以上存款额度紧俏，相比之下新发理财产品业绩比较基准仍有2.6%，吸引力提升；二是母行基于壮大中收业务考虑，也在营销端加大支持。

图：银行理财规模在30万亿元左右



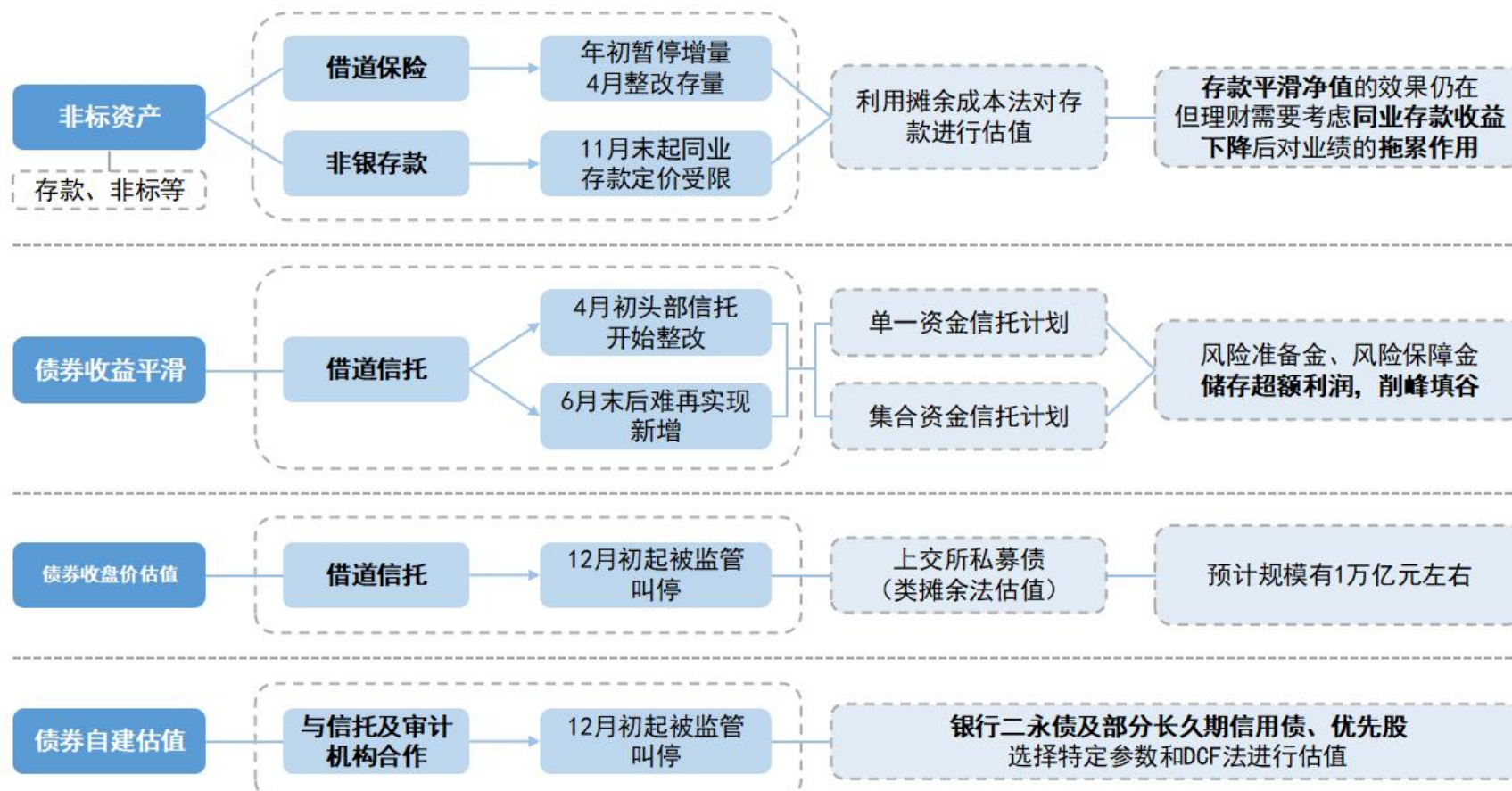
资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

图：新发理财产品业绩比较基准在4月份有所反弹，目前在2.6%左右



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

图：2023年后银行理财平滑估值的探索

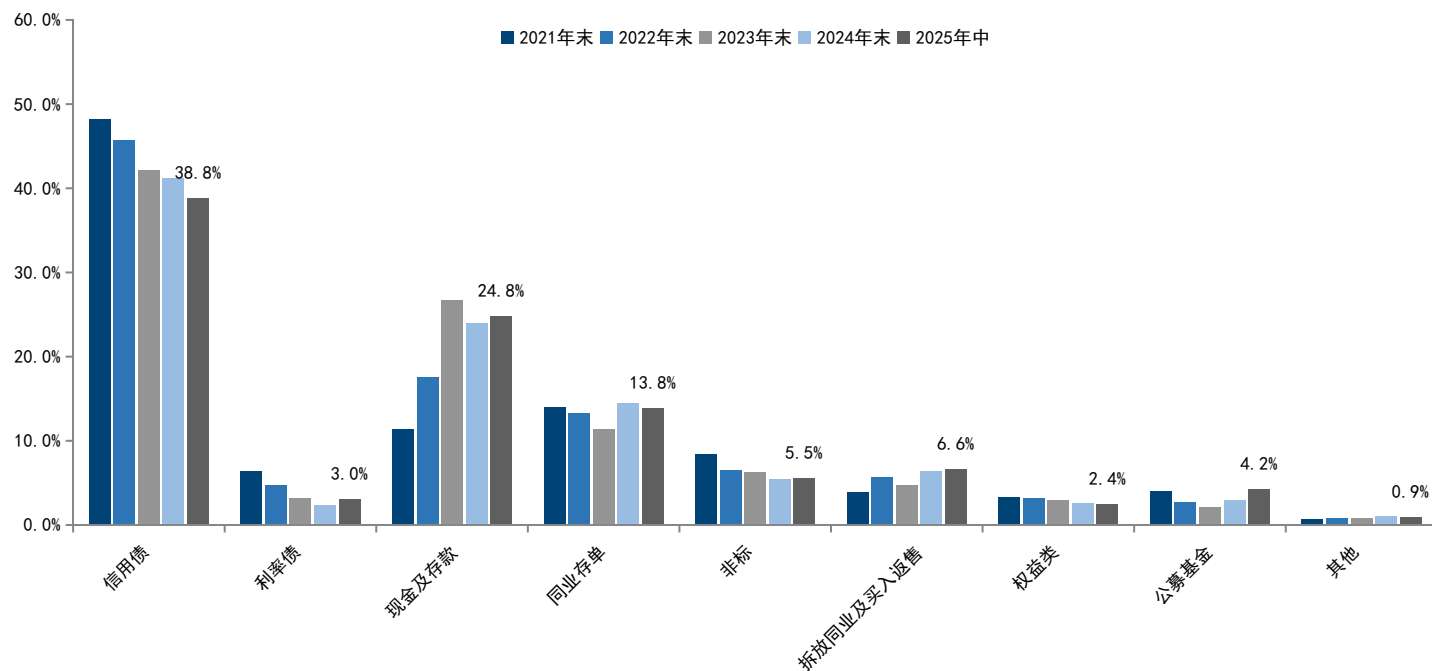


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行理财持续增加权益和基金配置

从资产配置情况来看，银行理财适当增加利率债（增加交易）和基金配置（增加多资产），同时压缩信用债（票息太低）和非标配置（供给不足）。预计随着过去信托收益平滑手段弱化，通过交易和多资产拓展收益来源的手段会持续增加，尤其是6月份以来银行理财显著增加了信用债ETF配置，这使得过去以配置为主的资产流动性和交易机会增加。

图：银行理财产品资产配置情况



资料来源：中国理财网，国信证券经济研究所整理

✓ 散户资金流动情况

✓ 银行理财资金情况

✓ **公募基金流向情况**

✓ 保险资管流向情况

✓ 格局与总结

公募主动权益归来，高质量行动方案塑造行业新范式



➤ 《推动公募基金高质量发展行动方案》以“强监管、防风险、促发展”为核心导向，通过系统性制度重构引导行业从规模扩张转向质量提升。

图：《方案》内容及影响

主旨	重点内容	对应条款	具体影响
费率模式与利益绑定机制改革	对主动管理权益类基金推行浮动管理费率，根据业绩表现分档收取管理费，业绩低于基准需少收费用	第1条	1、 基金公司经营逻辑转变 ：打破“旱涝保收”模式，倒逼机构提升投研能力，管理费收入将与投资者收益深度绑定，头部机构可能凭借投研优势扩大市场份额，中小机构面临转型压力。 2、 行为长期化 ：通过薪酬与业绩的强关联（如三年业绩低于基准10%需降薪），抑制基金经理短期博弈行为，推动投资策略转向长期价值创造。
	强制高管及基金经理自购产品并延长锁定期，绩效薪酬与中长期业绩挂钩	第8条	
考核评价体系重构	全面实施三年以上长周期考核，权重不低于80%，引入基金利润率、盈利客户占比等投资者回报指标	第5条	1、 市场波动率下降 ：长周期考核将降低基金换手率，减少追涨杀跌行为，增强市场稳定性。 2、 行业生态优化 ：考核导向从“规模扩张”转向“回报创造”，推动中小机构聚焦细分赛道（如主题ETF、智能投顾），形成差异化竞争格局。
	修订基金分类评价标准，降低规模排名权重，提升权益类基金占比及投研能力评分	第6条、第9条	
权益投资规模与市场稳定性提升	实施股票ETF“5日快速注册”机制，推动中低波动含权产品扩容	第10条、第11条	1、 资金供给优化 ：权益类基金有望为市场引入长期稳定资金，促进投融资平衡。 2、 风险防控强化 ：通过业绩基准约束，降低行业集中度风险，防范系统性风险传导。
	强化业绩比较基准约束，严控主题基金风格漂移，动态调整产品注册节奏	第2条	
投资者服务能力升级	出台基金投顾管理规定，推广机构投资者直销服务平台	第15条	1、 投资体验改善 ：投顾业务规范化和组合投资服务普及，将提升投资者资产配置效率；信息披露透明化有助于降低信息不对称，增强信任感。 2、 投资成本降低 ：综合费率改革叠加销售费用调降，提升投资者净收益。
	修订信息披露模板，新增跟踪误差、信息比率等透明度指标	第3条	
监管与风控体系强化	完善流动性风险防控机制，建立压力测试和巨额赎回应急预案	第19条	1、 合规水平提升 ：通过分类评价和风险画像，倒逼机构完善内控，新规将进一步遏制违规行为。 2、 行业韧性增强 ：衍生品投资指引的出台将提升风险对冲能力，结合逆周期调节机制，增强行业抗冲击能力。
	严查股权代持、风格漂移等违规行为，修订《证券投资基金法》提升违法成本	第24条	

资料来源：证监会，国信证券经济研究所整理

基准指数与主动股基行业权重差异比较

➤ 强化基准作用下，行业配置或面临纠偏。主动股基对银行与非银金融的低配程度过高，对电子、医药高配程度过高。

图：沪深300、中证A500与主动股基的行业配置权重差异-截至2025Q1末（单位：%）

行业名称	主动股基权重	沪深300权重	主动股基-沪深300	中证A500权重	主动股基-中证A500
电子	15.99	9.50	6.49	10.72	5.27
医药生物	10.83	6.13	4.70	7.58	3.25
电力设备	10.45	7.24	3.21	8.56	1.89
食品饮料	6.87	9.13	-2.26	7.34	-0.47
汽车	6.38	4.64	1.74	5.17	1.21
机械设备	4.29	2.46	1.83	3.19	1.10
通信	4.22	3.24	0.98	3.34	0.88
家用电器	3.86	3.74	0.12	3.80	0.06
计算机	3.56	3.65	-0.09	4.92	-1.36
传媒	3.50	0.71	2.79	1.65	1.85
有色金属	3.30	4.12	-0.82	5.05	-1.75
银行	3.23	14.56	-11.33	9.35	-6.12
国防军工	2.95	1.72	1.23	3.47	-0.52
基础化工	2.90	1.83	1.07	2.82	0.08
交通运输	2.16	3.62	-1.46	3.83	-1.67
社会服务	1.60	-	1.60	0.30	1.30
公用事业	1.58	3.75	-2.17	3.28	-1.70
非银金融	1.50	10.81	-9.31	5.97	-4.47
轻工制造	1.43	0.12	1.31	0.34	1.09
商贸零售	1.36	0.54	0.82	0.67	0.69
房地产	1.21	0.78	0.43	1.00	0.21
石油石化	1.21	1.58	-0.37	1.62	-0.41
农林牧渔	1.12	1.47	-0.35	0.63	0.49
纺织服饰	0.98	0.04	0.94	0.16	0.82
煤炭	0.81	1.39	-0.58	1.16	-0.35
建筑装饰	0.68	1.91	-1.23	1.97	-1.29
美容护理	0.52	0.13	0.39	0.25	0.27
建筑材料	0.48	0.65	-0.17	0.68	-0.20
环保	0.47	-	0.47	0.37	0.10
钢铁	0.44	0.54	-0.10	0.81	-0.37
综合	0.11	-	0.11	-	0.11

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

大型机构带头发行浮动管理费率产品

➤ 5月底，首批浮动管理费率基金已发布。一共26只产品，多由大型机构的资深投资经理进行管理。

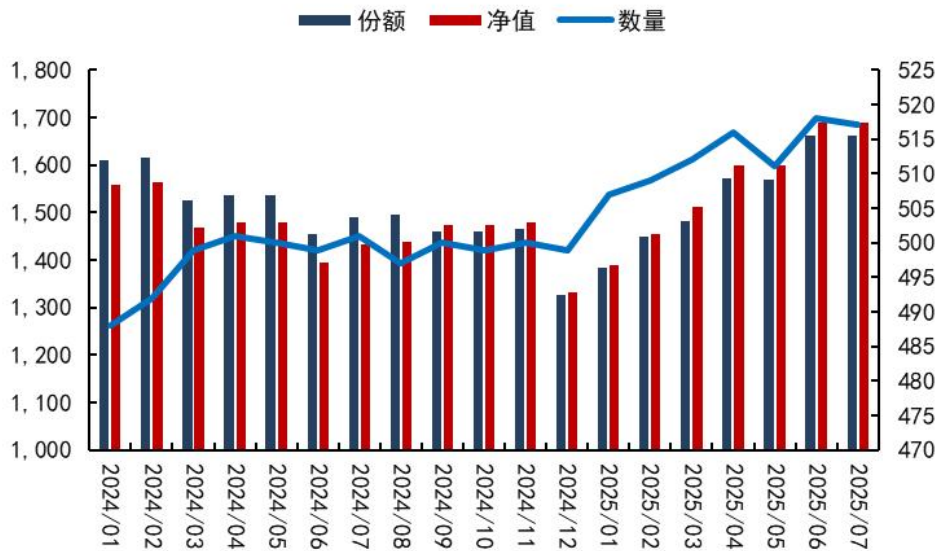
图：首批浮动管理费率基金概况

产品名称	基金公司	托管人	基金经理	基金经理年限(年)
东方红核心价值混合型	东方红资产管理	浦发银行	周云	11.95
富国均衡配置混合型	富国基金	建设银行	孙彬	6.01
嘉实成长共赢混合型	嘉实基金	中国银行	李涛	4.56
天弘品质价值混合型基金	天弘基金	浦发银行	贾腾	5.73
华安竞争优势混合型	华安基金	建设银行	栾超	8.63
交银施罗德瑞安混合型	交银施罗德基金	浦发银行	黄鼎	3.65
汇添富均衡潜力优选混合型	汇添富基金	农业银行	卞正	3.26
华夏瑞享回报混合型	华夏基金	建设银行	王君正	11.14
中欧大盘智选混合型	中欧基金	工商银行	沈悦	5.04
广发价值稳进混合型	广发基金	中国银行	王明旭	6.61
易方达成长进取混合型	易方达基金	中国银行	刘健维	5.87
博时卓睿成长股票型	博时基金	建设银行	田俊维	9.61
银华成长智选混合型	银华基金	建设银行	王晓川	3.02
宏利睿智领航混合型	宏利基金	农业银行	孟杰	4.72
南方瑞享混合型	南方基金	中信银行	李锦文，袁立	6.47
平安价值优享混合型	平安基金	农业银行	何杰	6.77
景顺长城成长同行混合型	景顺长城基金	招商银行	农冰立	6.23
工银瑞信泓裕回报混合型	工银瑞信基金	招商银行	郭雪松	5.70
兴证全球合熙混合型	兴证全球基金	招商银行	陈聪	2.53
招商价值严选混合型	招商基金	交通银行	朱红裕	11.18
万家新机遇同享混合型	万家基金	工商银行	束金伟	5.42
鹏华共赢未来混合型	鹏华基金	--	--	--
大成至臻回报混合型	大成基金	--	--	--
安信价值共赢混合型	安信基金	--	--	--
华商致远回报混合型	华商基金	--	--	--
信澳优势行业混合型	信达澳亚基金	--	--	--

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 2025年以来，FOF产品数量、份额及净值规模均持续扩张，为市场提供增量资金。在财富端，譬如招商银行“长盈计划”下的FOF投资规模持续增长，带动整体FOF规模提升。
- 代表产品：蚂蚁财富“指数+”。“指数+”整合了买宽基、选行业和工具使用的一站式指数投资服务平台，有助于提升用户决策效率和持有体验。

图：FOF产品份额、净值及数量（单位：亿份、亿元、只）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：蚂蚁财富“指数+”基金产品矩阵



资料来源：支付宝APP，国信证券经济研究所整理

✓ 散户资金流动情况

✓ 银行理财资金情况

✓ 公募基金流向情况

✓ **保险资管流向情况**

✓ 格局与总结

➤ 具体来看，保险产品中与利差挂钩较为密切的主要是储蓄型保险，增额终身寿险、分红险、万能险等险种成为市面上主流的储蓄型保险。因各类产品的产品构成、结构差异、收益结算机制等因素的不同，导致各类产品负债成本计算方式需有一定差异。其中，增额终身寿险的特点主要为“固定收益水平”，通过在保险合同中约定固定收益水平（目前为2.5%），为被保险人提供固定的中长期收益率。分红险则在前者基础上提供额外的浮动收益率，并按照年度可分配利润的百分比进行红利分配，为被保险人提供一定的收益弹性。万能险及投连险则具备更强的投资理财属性，因此其收益确定性相对较弱。

表：主流储蓄险对比

险种	收益水平	收益分配模式	保单收益确定性	账户结构	利润来源
增额终身寿险	固定收益率	· 在合同中约定 固定收益水平 （目前为2.5%）	高	无独立投资账户	死差、费差、利差
分红险	浮动收益率（保底+浮动）	· 由 最低保证收益率 （目前为2.0%）叠加 浮动收益率 构成 · 按照年度可分配利润的百分比进行红利分配（例如监管规定最低为可分配利润的70%）	中性	无独立投资账户	死差、费差、利差
万能险	浮动收益率（保底+浮动）	· 由 最低保证收益率 （目前为1.5%）叠加 浮动收益率 构成	较低	独立投资账户+保障账户	主要以利差为主
投连险	浮动收益率（浮动）	· 无最低收益保证，完全取决于投资收益表现	低		

资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

表：各类保险产品对应的资金需求及配置偏好

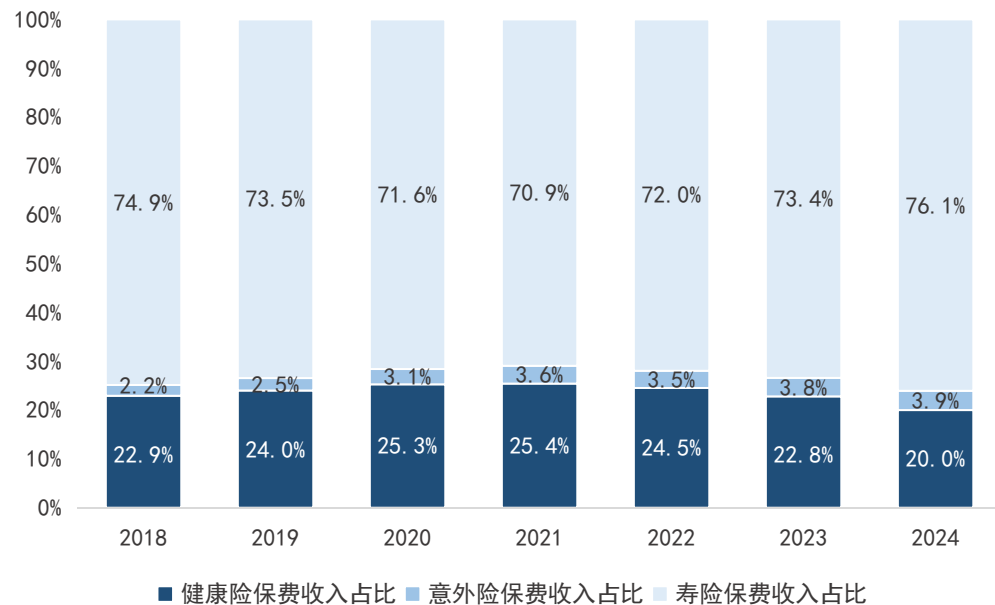
产品大类	产品类型	产品收益率	负债久期	流动性需求	配置偏好
寿险	中期传统险	3.50%	5年左右	中	以固收FVOCI类资产为主，同时配置少量权益
	长期传统险	3.50%	15-20年左右	低	以固收FVOCI类资产为主，同时配置少量权益
	分红险	2.5%-3.0%	15-20年左右	低	倾向于FVTPL权益类资产，提升投资收益
	万能险	2.5%-3.0%	10年左右	高	倾向于FVTPL权益类资产，提升投资收益
健康险	医疗险	不涉及	1年	高	以固收FVOCI类资产为主，同时配置少量权益
	重疾险	不涉及	15-20年左右	低	以固收FVOCI类资产为主，同时配置少量权益
财产险	财险	不涉及	1年左右	高	以固收FVOCI类资产为主，同时配置少量权益

资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理。*注：“产品收益率”为预估存量产品平均值，具体应以各公司实际情况为准。

寿险产品结构向“低保底+高浮动”分红险转型

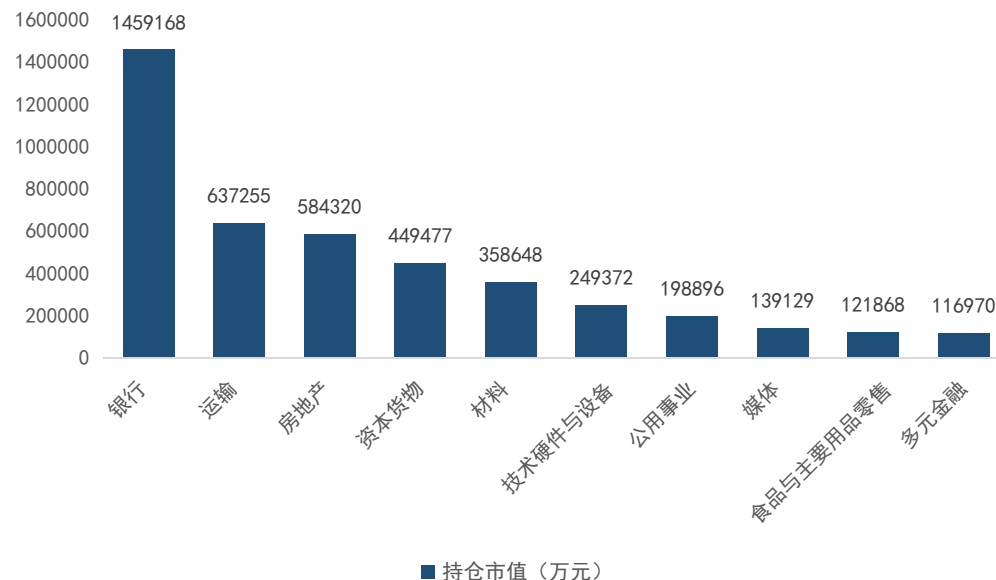
- **定价利率下调，产品结构切换。**分红险具有“低保底+高浮动”的特点，险企通过与被保险人共担投资风险的方式降低刚性兑付成本。在“资产荒”背景下，降低负债端刚性成本及资产负债匹配压力，从而为险资资产配置提供一定的灵活性。在117准则下，分红险采用浮动收费法计量，资产端的波动会被合同服务边际吸收后逐期释放，利润具有较高的确定性和稳定性。在19实施之后，权益资产加大保险公司利润波动，在此背景下，蓝筹股相对稳定的股息部分则可以满足分红险的高收益资产部分的配置需求。预计随着未来分红险保费收入的增长，叠加新会计准则实施，有利于提升险企对于权益类资产配置需求。
- **因负债端刚性偿付压力相对较小，相较于传统账户，分红型账户在权益投资方面更为灵活。**此外，分红险具有收益平滑机制，通过在投资收益较好的年份将一部分盈余“储存”起来，放在“分红特别储备”的账户中，以供在未来投资收益下滑的年份提取。截至2024年中，根据Wind统计的数据，分红型账户共计重仓A股流通股市值498.6亿元，主要投向集中在银行、运输、房地产、资本货物等领域。

图：人身险行业各类保费收入占比（单位：%）



资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

图：分红型账户重仓流通股行业及市值（单位：万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

分红险优势：负债成本浮动有利于减少低利率环境冲击



➤ 从产品逻辑来看，分红险具有“低保底+高浮动”的特点，对险企而言，通过与被保险人共担投资风险的方式降低刚性兑付成本。在“资产荒”背景下，降低负债端刚性成本及资产负债匹配压力，从而为险资资产配置提供一定的灵活性。对分红险而言，由于采用浮动收费法计量，资产端的波动会被合同服务边际吸收后逐期释放，也就意味着分红险利润直接来自合同服务边际的摊销，利润具有较高的确定性和稳定性。从投资角度看，在19实施之后，针对比较波动的权益资产，保险公司倾向于加强配置高息蓝筹股，股息部分就很大程度上可以满足分红险的高收益资产部分的配置需求。预计随着未来分红险保费收入的增长，叠加新会计准则实施，有利于提升险企对于权益类资产配置需求。

表：分红险预定利率及演示利率水平

时间	监管规定	预定利率上限	演示利率
2018-2023年中	无统一上限，三档演示（高/中/低）	未统一	4.5%-6.0%
2023年7月	取消三档演示，改为两档	未统一	4.50%
2024年9月前	预定利率2.5%，演示利率4.5%	2.50%	4.50%
2024年10月后	预定利率降至2.0%，演示利率分化为3.5%或4.0%	2.00%	3.5%-4.0%

资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

表：各类保险产品对应的资金需求及配置偏好

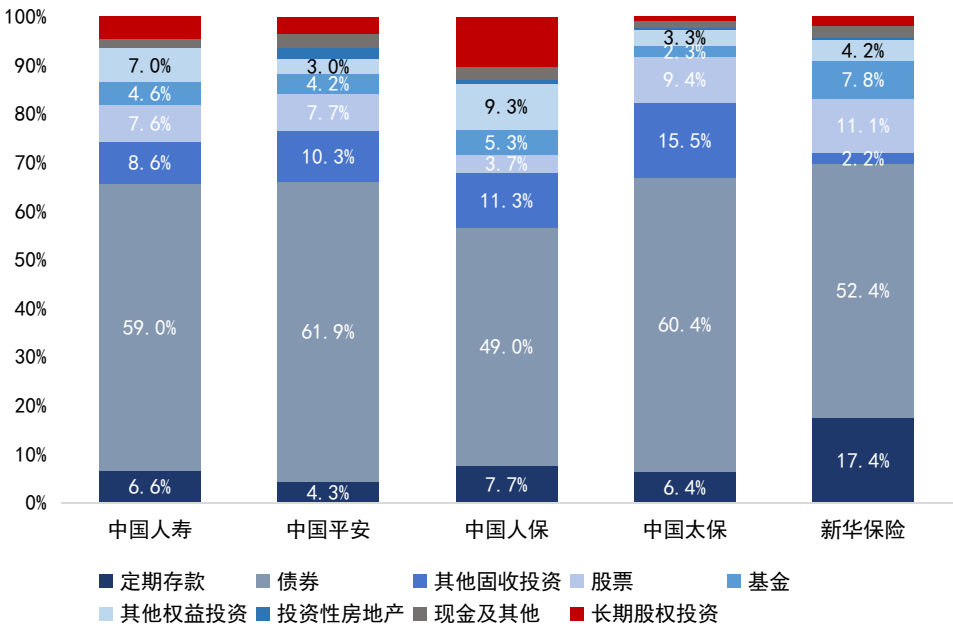
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
1. 保底收益率	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%
2. 演示利率	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.5%	3.8%	3.5%	3.5%
3. 红利分配比例	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
4. 分红实现率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	77.0%	80.0%	80.0%	90.0%
保单实际收益率 =1+(2-1)*3*4	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.3%	3.3%	2.8%	2.6%	2.8%

资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理。*注：“产品收益率”为预估存量产品平均值，具体应以各公司实际情况为准。

资产端：险资权益类资产仍有增配空间

- 截至2024年末，A股5家上市险企权益类资产（包含股票、基金及其他权益投资）投资规模达3.2万亿元，占其总投资资产的17.5%，较监管要求上限仍有一定空间。
- 截至2024年末，上市险企偿付能力充足率均显著高于监管要求，其中中国人寿、中国平安、中国人保、中国太保、新华保险综合偿付能力充足率分别为207.8%/204.1%/281.0%/256.0%/217.6%。按照本次《通知》的要求，上市险企权益投资规模占总资产的比例仍有较大的提升空间。

图：2024年上市险企资产配置比例



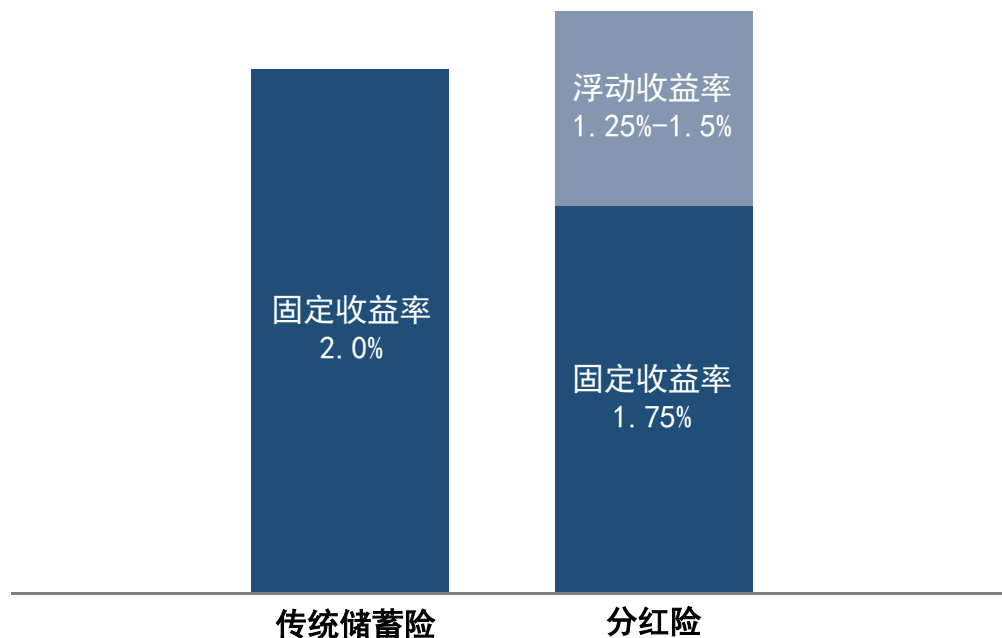
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：保险公司投资单一创业投资基金监管要求

	2024综合偿付能力充足率	总资产（百万元）	权益投资占总资产比例	新规定上下限要求
中国人寿	207.8%	6769546	18.7%	30%
中国平安	204.1%	12957827	6.5%	30%
中国人保	281.0%	1766384	17.0%	40%
中国太保	256.0%	2834907	14.4%	40%
新华保险	217.6%	1692297	22.2%	30%

资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

图：9月份后保险主流销售产品



资料来源：慧保天下，国信证券经济研究所整理

图：保险公司权益配置结构分层建设



资料来源：太平洋保险，国信证券经济研究所整理

✓ 散户资金流动情况

✓ 银行理财资金情况

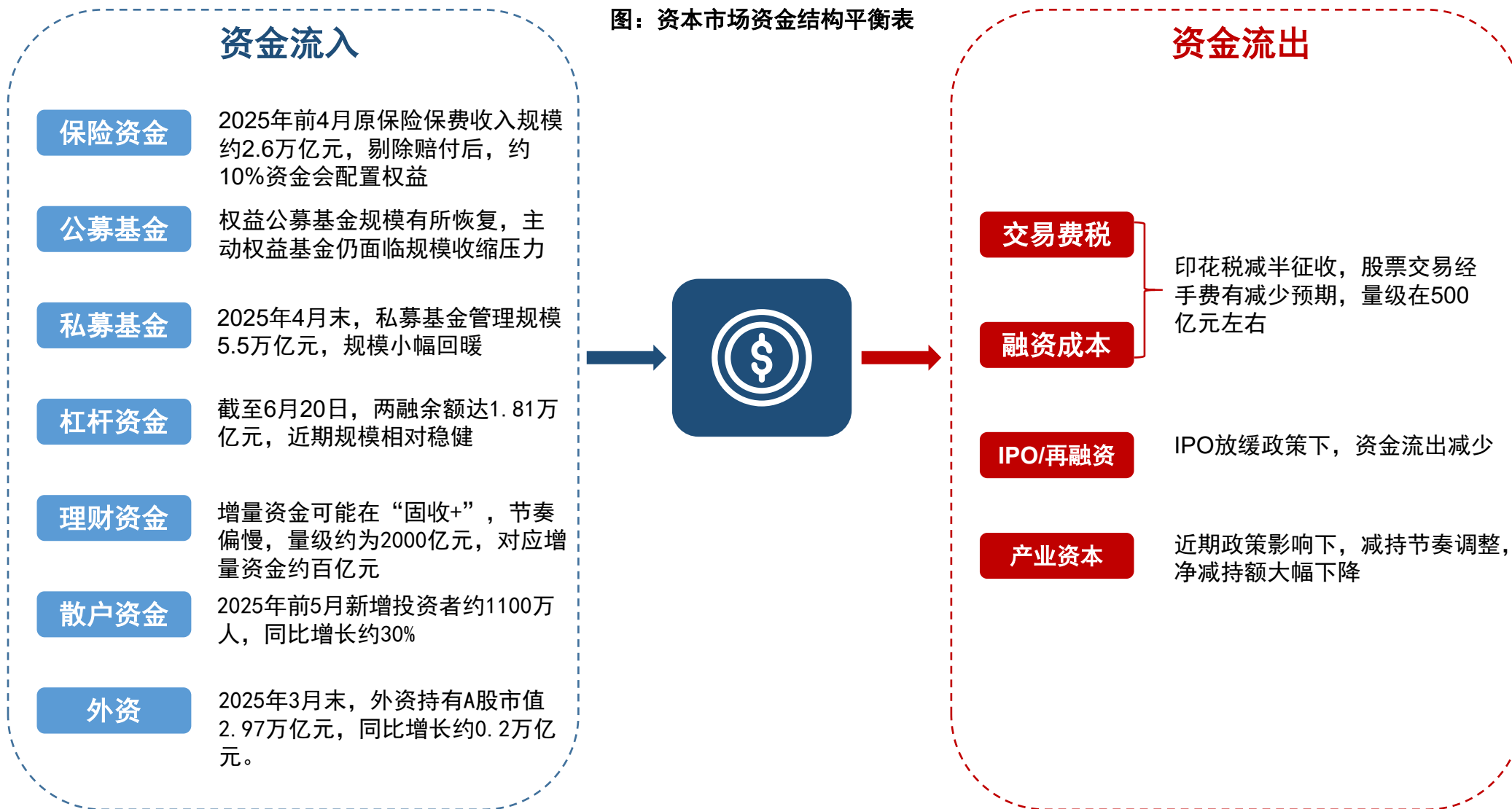
✓ 公募基金流向情况

✓ 保险资管流向情况

✓ **格局与总结**

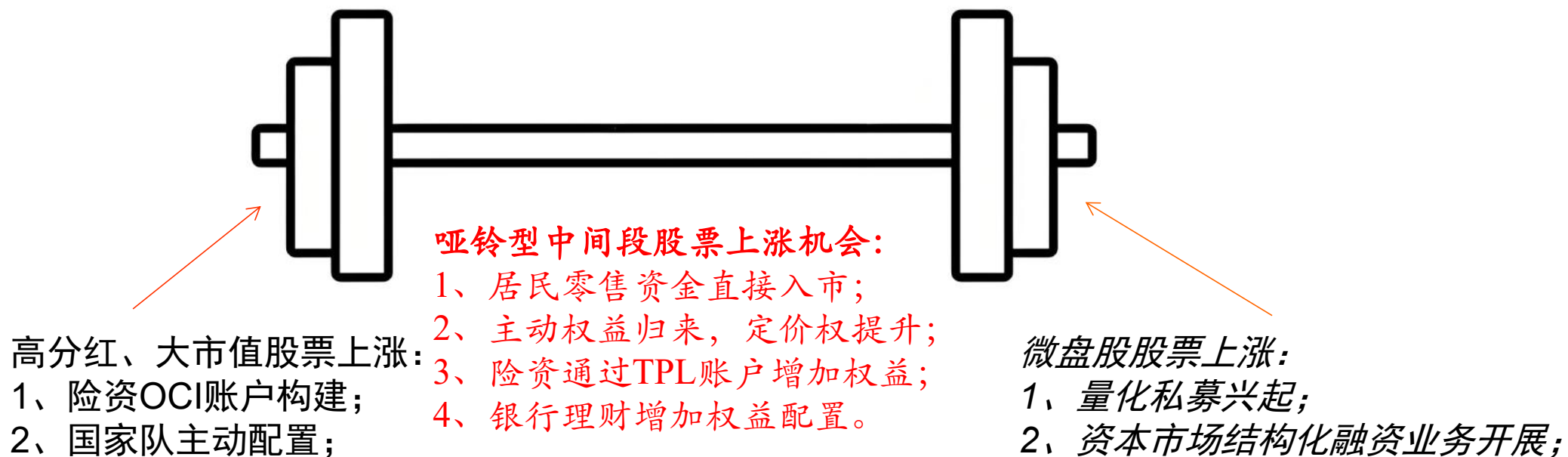
资本市场资金结构：险资量级最确定，资金流入更多元

图：资本市场资金结构平衡表



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：资本市场过去两年形成了极致的“哑铃型”结构



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

➤ 我们建议以PB-ROE框架展望券商后续表现，维持行业“优于大市”评级。在市场持续活跃、赚钱效应显现的背景下，市场成交量放大、两融余额增长、主要股指持续上行等因素将驱动券商估值与盈利双击。重点推荐：（1）低估值、业绩稳健的龙头券商，如华泰证券、中信证券；（2）权益弹性突出、业绩有望充分释放的高弹性标的，如兴业证券、东方证券；（3）经纪&两融市占率持续提升，流量变现能力强大的东方财富。

图：重点公司盈利预测及评级

证券代码	证券简称	投资评级	昨收盘	总市值	EPS		PE	
			(元)	(百万)	2025E	2026E	2025E	2026E
300059. SZ	东方财富	优于大市	24. 18	382, 142	0. 71	0. 79	34. 17	30. 78
600030. SH	中信证券	优于大市	29. 95	443, 875	1. 69	1. 84	17. 77	16. 31
601688. SH	华泰证券	优于大市	20. 59	185, 872	1. 64	1. 81	12. 52	11. 35
600958. SH	东方证券	优于大市	11. 50	97, 711	0. 48	0. 53	24. 13	21. 80
601377. SH	兴业证券	优于大市	6. 72	58, 034	0. 31	0. 34	21. 64	19. 50

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 进入三季度，我们认为行业具备短期保费收入放量、利差损风险收窄、投资收益预期改善等多重催化，叠加大盘风险偏好回升，利好保险股估值持续改善。负债端方面，预定利率确认下调，“炒停售”激活短期保费增速。8月31日前，人身险普通寿险、分红险、万能险预定利率将下调至2%（降幅50bp）、1.75%（降幅25bp）、1.0%（降幅50bp）。近期行业已开始新一轮“炒停售”，利好短期保费的快速放量。资产端方面，投资收益预期改善，利差风险收窄。近期资本市场表现同比改善，叠加利率中枢低位企稳，利好险企资产收益回升。此外，负债端预定利率动态下移，资负联动降低利差损风险，建议关注中国平安、中国太保、中国人寿。

表：保险板块估值及盈利预测

细分板块	公司	代码	评级	营业收入（百万元，%）		归母净利润（百万元，%）		EPS		P/EV	
				2025E	同比%	2025E	同比%	2025E	2026E	2025E	2026E
保险	中国平安	601318.SH	优于大市	1,077,256	4.7%	140,658	11.1%	7.72	8.57	0.60	0.55
	中国太保	601601.SH	优于大市	412,823	2.2%	45,924	2.1%	4.77	4.90	0.46	0.40
	中国人寿	601628.SH	优于大市	548,924	3.9%	108,194	1.2%	3.83	3.88	0.69	0.64

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

- 稳增长政策不及预期、海外经济超预期下滑等带来下半年我国经济复苏低于预期，这会导致投资者行为与理财规模变化很有可能超出预期。
- 金融监管政策出现重大变化导致机构行为发生变化。比如在金融科技语境下，诸如区块链、大数据等技术的发展，对许多金融交易的习惯与方式进行了重构，传统的金融立法难以有效界定并进行监管。层出不穷的新型金融业态和新型金融交易行为难以在现有的法律框架内进行有效的规制，从而在一定程度上存在合规性风险。
- 保险保费收入不及预期、自然灾害频发导致赔付上升，从而导致行业承保利润承压。此外，行业转型不及预期或影响中长期业务增速。长端利率下行及资本市场持续波动将加大险资投资收益压力，加剧利差损风险。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032