

低利率时期如何做绝对收益投资？

策略研究 · 策略专题

证券分析师：王 开
021-60933132
wangkai8@guosen.com.cn
S0980521030001

证券分析师：陈凯畅
021-60375429
chengkaichang@guosen.com.cn
S0980523090002

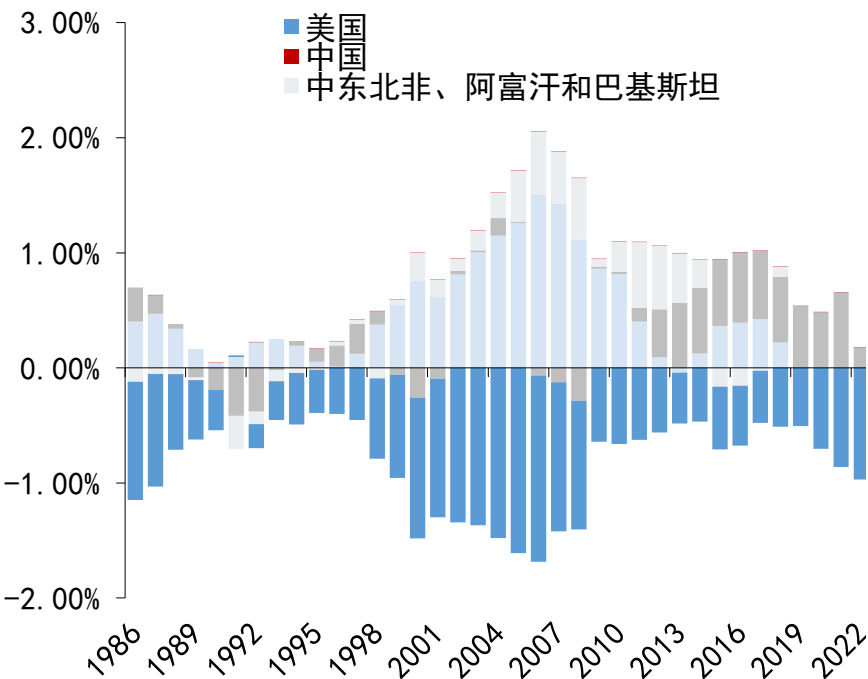
- **全球低利率环境的形成：**主要源于经济结构性变化与政策市场联动效应。2008年金融危机后全球避险情绪升温导致储蓄率攀升至历史高位，而资本产出率持续下降形成储蓄投资缺口；人口老龄化和全要素生产率增长乏力导致潜在经济增速放缓；利率作为资金成本的锚被动反映实体经济回报率的下滑，形成了“低利率-低增长”的循环。因此，在资产端，固收类资产收益率持续走低加剧再投资风险，传统安全资产票息吸引力下降；在负债端，保险等机构面临负债成本调整滞后带来的利差损风险，倒逼其减少刚性兑付产品。新古典主义理论认为潜在经济增速主导长期利率趋势，这一观点得到美日欧近40年经验的印证，这些经济体利率下行均伴随着人口老龄化与生产率增速放缓的典型特征。
- **日韩：**日本自1990年代泡沫破裂后即进入长期低利率周期，1999年实施零利率政策，2016年进一步推行负利率政策，10年期国债收益率长期低于0.2%。韩国2015-2022年基准利率维持在1.25-1.5%的历史低位，2020年疫情期间降至0.5%的纪录低点。日本在低利率环境下采取了“权益增配+超长久期”的核心策略，GPIF将权益配置提升至80%以上，同时寿险机构大幅增持超长期国债占比40-50%。韩国NPF则呈现出“科技导向+集中投资”的特点，权益资产占比从23%跃升至48%，并重点配置三星电子等科技龙头企业，前十大持仓占权益资产的42%。
- **欧洲：**欧元区2014年实施负利率政策，德国10年期国债收益率2019年首次跌破零至-0.19%，挪威虽维持正利率但长期处于1%以下，2020年紧急降息至0%，欧洲机构采取“长久期+另类扩容”的应对策略。挪威GPFG将公司债配置比例提升至24.9%，德国安联保险则拉长久期并实施“杠铃策略”——高评级债券配长久期、低评级债券配短久期。法国安盛集团通过“三大支柱”策略实现收益韧性，另类投资占比达25-30%，年化回报稳定在6-8%。意大利忠利保险则集中投资BBB级债券，并通过基础设施投资锁定长期收益。
- **北美：**美联储在2008年后维持0-0.25%近零利率长达7年，2020年疫情期再次降至0-0.25%。加拿大2010-2017年政策利率长期低于1%，2020年降至0.25%。美国寿险业形成了“权益主导+信用下沉”的配置模式，独立账户权益配置超70%，同时通过增持企业债和拉长久期来增厚收益。加拿大养老金CPP采取“私募股权+公开市场均衡”策略，私募股权与公开股票配置趋于均衡重点布局科技、消费和金融行业。
- **低利率下绝对收益资金启示：**丰富债券品种，拉长久期和适度信用下沉等以实现收益增厚，关注权益资产及另类资产配置机会，推动经营结构的重塑改善。通过“高股息+信用溢价+另类收益”构建多层次收益来源，拓展如新能源基础设施项目等另类资产；通过“超长久期资产+滚动配置”缓解再投资风险。虽然红利资产相较国债具有显著收益优势，但其年化波动率高于国债倍，红利资产在风险收益特征上无法完全替代债。未来需密切关注AI技术革命对生产率的影响，这可能是改变长期利率走势的关键变量。
- **风险提示：**本文所列举产品仅作复盘，不作为投资推荐依据；海外货币政策节奏和幅度的不确定性；海外局部地缘冲突风险。

- [01]** 低利率环境形成背景及对资产配置的挑战
- [02] 绝对收益资金股债配置分析之一：日韩篇
- [03] 绝对收益资金股债配置分析之二：欧洲篇
- [04] 绝对收益资金股债配置分析之三：北美篇
- [05] 国内低利率环境下投资启示
- [06] 适应低利率：红利替债的可行性探讨

低利率、负利率成因：过度储蓄和有效投资不足

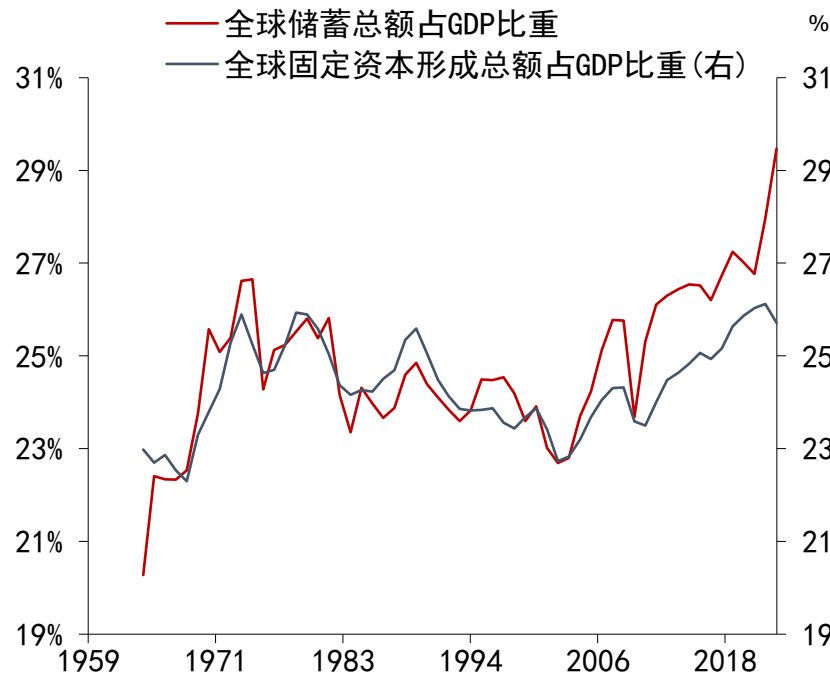
- 过度储蓄和有效投资不足引至资本产出率下降，形成低利率环境。2008年次贷危机爆发后，中长期的避险情绪驱动居民的储蓄行为加剧，储蓄率达到历史高点，而全球资本产出率却出现了显著的下行，与储蓄率间形成缺口。
- 资本产出率是投资回报率的影子指标，后者则是全球债券价格背后的锚。利率作为市场资金成本的重要表征，最终是由社会平均回报率决定的，即实体经济的变化直接反映在社会平均回报率上，并带来利率尤其是政策利率“被动”动态调整。

图：全球主要经济体的经常账户盈余和赤字占GDP情况



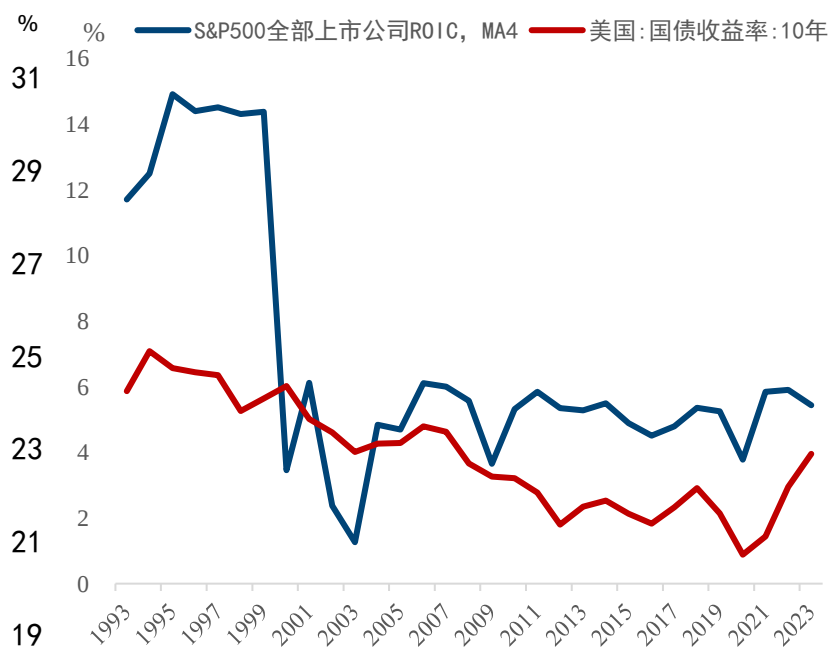
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：全球储蓄快速增长，明显超出固定资本形成增长斜率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国的ROIC与长期利率走势基本一致

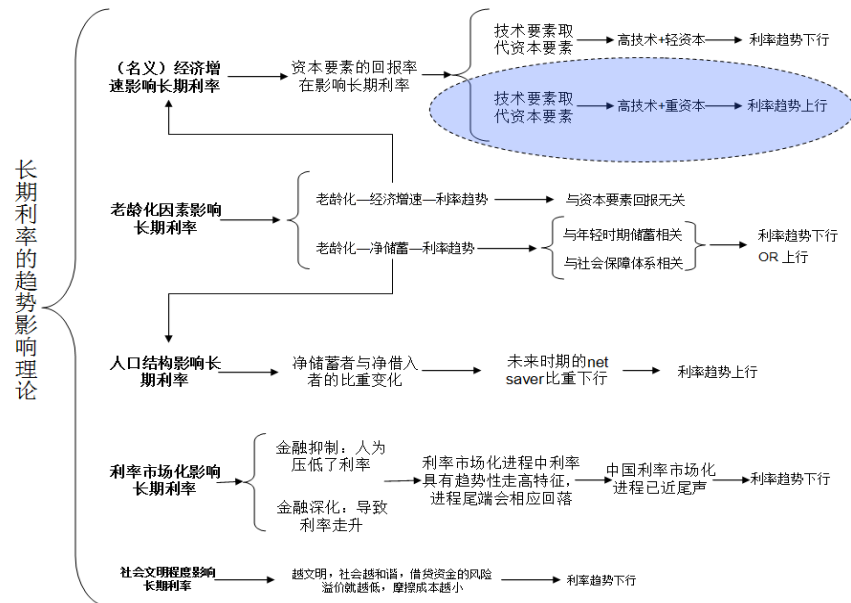


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

长期利率影响理论

- 利率反映了资本的边际回报率，潜在增长率放缓决定利率下行趋势。长期来看均衡实际利率或自然利率主要由经济的潜在增速决定，与经济 and 政策的短期波动关系不大。潜在增长能力是实际利率的基础决定因素。在新古典主义的IS-LM分析框架下，当潜在经济增速下降时，表现为IS曲线向左下方移动；此时，社会总产出/总需求下降，投资需求减少，带动资金需求下降，利率（自然利率）会沿着LM曲线向左下方移动，并形成更低的均衡利率（自然利率）。
- 潜在经济增速主要取决于全要素生产率增长、人口结构变化等因素。根据索洛经济增长模型，潜在经济增速进一步取决于全要素生产率和人口增速。二战后至80年代，美日德均经历利率上升期，背后是科技革命带来生产效率提高、婴儿潮丰富劳动供给；80年代以来利率持续下行是经济增长放缓的反映，背后是技术进步红利殆尽、人口老龄化。
- 从国际经验来看，由于人口老龄化和全要素生产率增速下降，近40年来包括美国在内的全球主要经济体潜在增速明显放缓。伴随经济增长放缓，与之相适应的货币政策和金融条件也趋于宽松，主要发达国家10年期国债收益率出现明显下行。

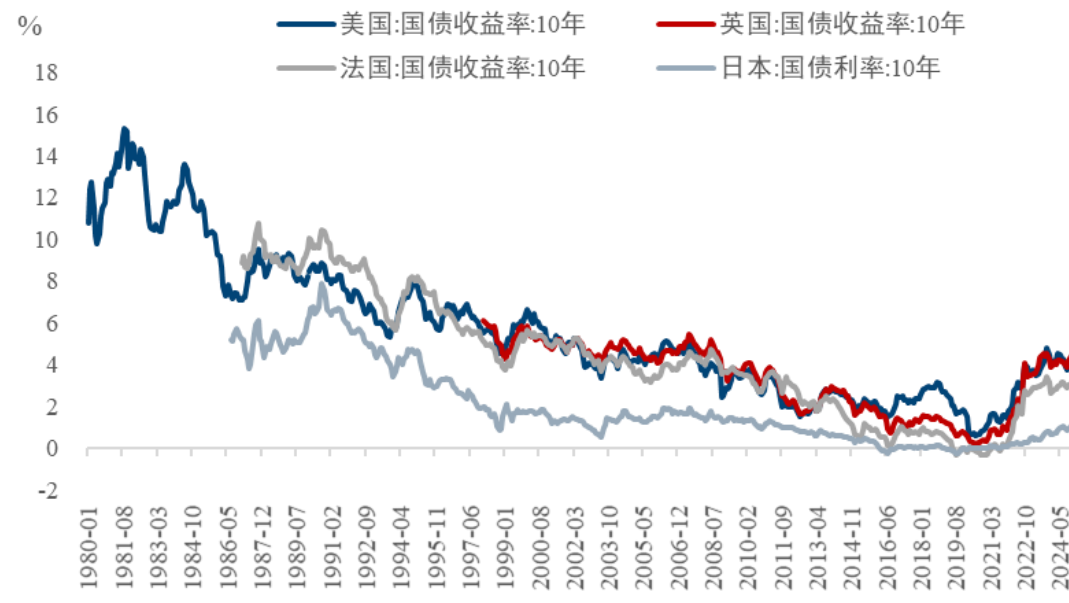
图：长期利率的趋势影响理论



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：主要发达国家长期国债收益率大幅下行

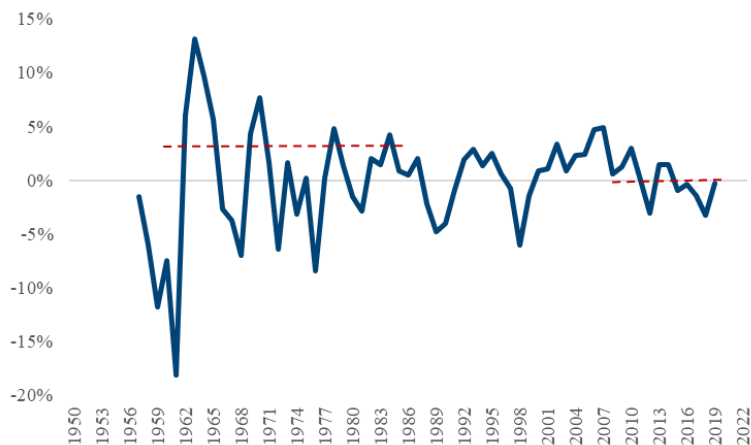


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我国长期利率中枢出现正常经济周期中的下行

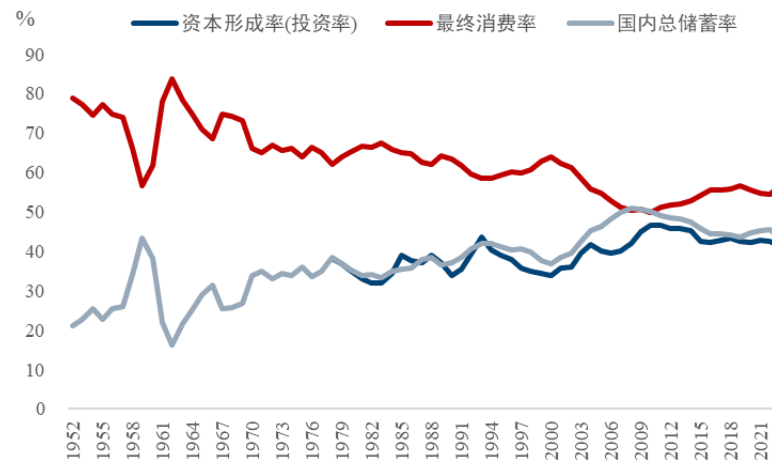
- 人口红利趋于消退。从人口结构（青年/中年人口比）来看，OECD国家的青年/中年人口比例与利率之间普遍具有正相关关系。我国青年/中年人口比从2008年1.08逐年下滑至2022年的0.84。
- 资本形成总量和结构正在发生变化。2010年后我国最终消费占GDP的比重明显上升，相应资本形成率开始下降。
- 我国产业结构也在发生明显变化，轻资本的第三产业占比上升，资本的重要性相对下降或将压低长期利率。
- 全要素生产率增速中枢与经济增长率呈正向相关关系，生产率的提高会推动经济增长，并增加对投资资金的需求，从而推动利率上升，然而，当前我国的全要素生产率处于低速增长状态。

图：我国全要素生产率增速中枢有所下降



资料来源：Penn World Table 10.01，国信证券经济研究所测算

图：2010年后资本形成率下降

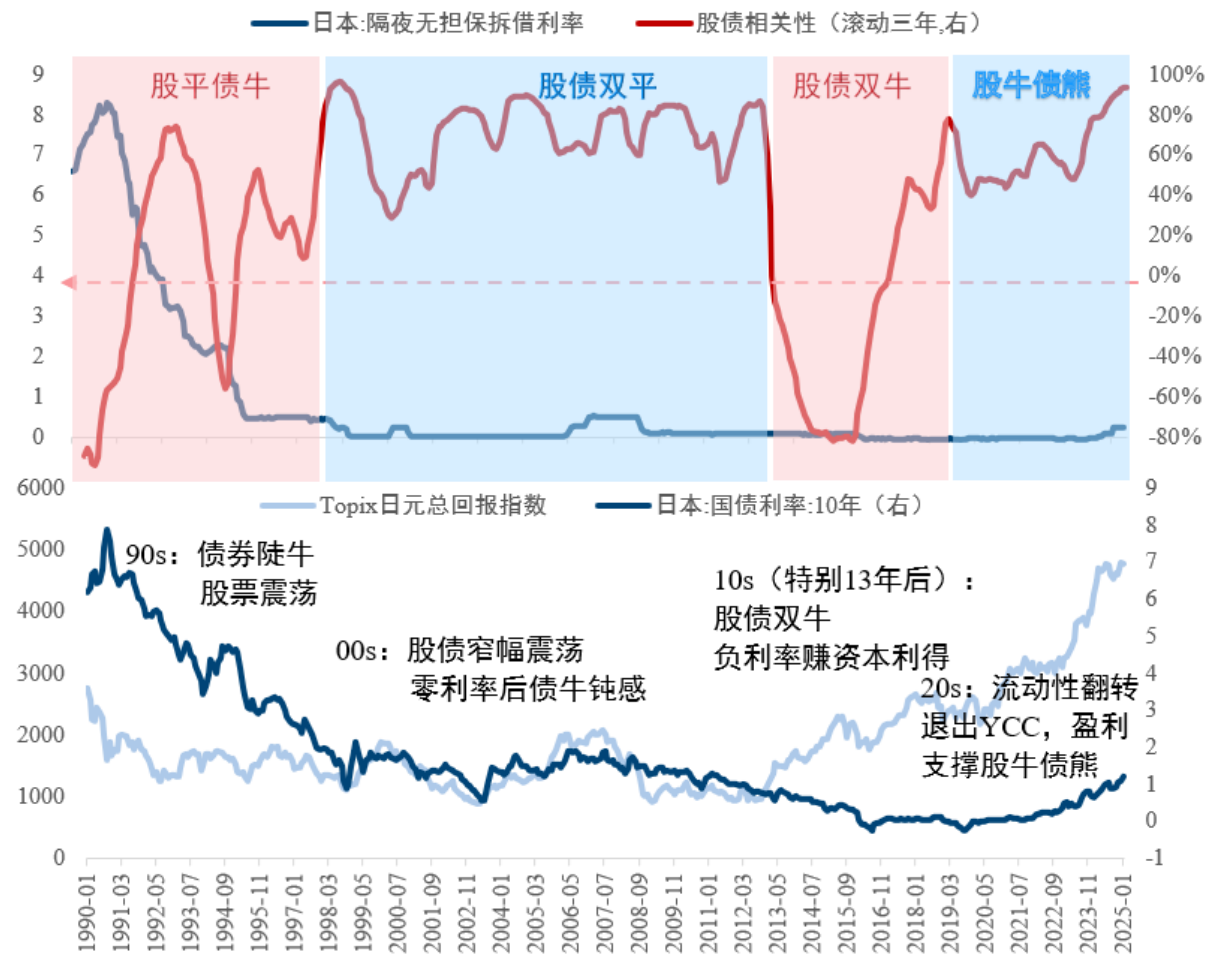


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

低利率环境下的股债表现情况

- 不同利率环境下，股债资产之间的关系有所不同，市场中投资者对风险资产的偏好以及债券市场的波动性也有所不同。
- 低利率环境给资产配置带来了诸多挑战，因为整体资产的实际收益率下降。同时，低利率意味着流动性供给相对需求更为充裕，常常会出现“资产荒”的情况。
- 在利率快速下降的初期，债券投资短期内会产生大量资本利得，通常会跑赢股票等其他大类资产。而在零利率甚至负利率时代开启后，债券收益率进一步下降的空间有限，保持低位震荡，债券票息的吸引力下降。由于比价效应的存在，投资者更倾向于投资股票而非债券，尤其是高股息股票的性价比更加突出。后期，如果低利率能够与扩张型财政政策配合发力，带动经济逐步企稳，股市有望进一步跑赢其他资产。

图：以日本为例看低利率时期各阶段股债表现情况

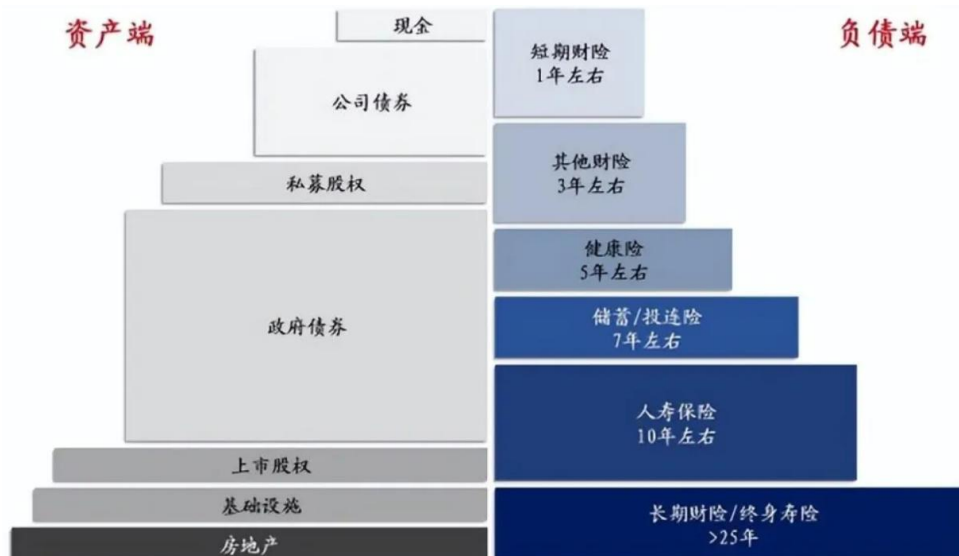


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

利率变化对保险公司的影响路径

- 利率风险管控是保险资产负债匹配的核心目标之一。利率上行周期中资产负债久期错配对保险公司的影响以负债成本和退保风险的上升为主，整体影响有限。保险公司盈利对利率下行更为敏感，低利率环境下，保险公司投资包括再投资回报首当其冲。
- 资产端：保险资金长期、稳定的固有属性导致保险资金配置多倾向于固收类资产，利率下行直接导致保险资金新增固收投资收益率降低，短期固收类资产面临再投资风险。长期低利率环境下，长久期高回报优质资产的荒芜使得保险公司投资难度提升，最终通过影响投资收益水平影响保险公司整体利润水平；
- 负债端：预定利率等负债成本相较资产端调整更为滞后，利率长期下行环境中，为使得高利率时期推出的高担保利率产品利差损可控，新产品预定担保利率将被迫迎来校正性质的压降。因此，在储蓄产品折现率降低，投保人所需缴纳保费额度增加的情况下，新产品竞争力将下降，最终导致市场保险需求整体降低，使保险公司负债端收入水平承压。

图：资产负债端期限与流动性匹配示意图



资料来源：Kessler, Denis, et al. "The macroeconomic role of insurance." The economics, regulation, and systemic risk of insurance markets 2 (2017): 20-54., 国信证券经济研究所整理

- [01] 低利率环境形成背景及对资产配置的挑战
- [02] 绝对收益资金股债配置分析之一：日韩篇
- [03] 绝对收益资金股债配置分析之二：欧洲篇
- [04] 绝对收益资金股债配置分析之三：北美篇
- [05] 国内低利率环境下投资启示
- [06] 适应低利率：红利替债的可行性探讨

日本先后经历“低利率”、“零利率”到“负利率”周期

- **低利率时期（1991-1998）**：政策利率快速调整，债券收益率快速下行，资产泡沫破裂，股票市场大幅下挫。（股熊债牛）
- **零利率时期（1999-2016）**：（1）2008-2012年：经济持续低迷的背景下，股市长期不景气。（2）2013-2016年：安倍经济政策带动日本经济持续温和回升，日经指数迎来持续上行期。央行通过不断加码QE、QQE、YCC等货币政策工具以推动经济增长，债券收益率长期维持在低位。（股债双平→→股债双牛）
- **负利率时期（2016-2024.02）**：在“安倍三支箭”的影响下，日股实现大幅反弹，迎来持续上行期。（股债双牛→→股牛债平）

图：日本低利率环境下的股市表现



图：日本低利率环境下的国债收益率情况



资料来源：Wind, 彭博, 许坤等（2020）。《日本货币政策框架: 目标、工具与操作实践》，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind, 彭博, 许坤等（2020）。《日本货币政策框架: 目标、工具与操作实践》，国信证券经济研究所整理

高股息长期跑赢，存量债券久期拉长

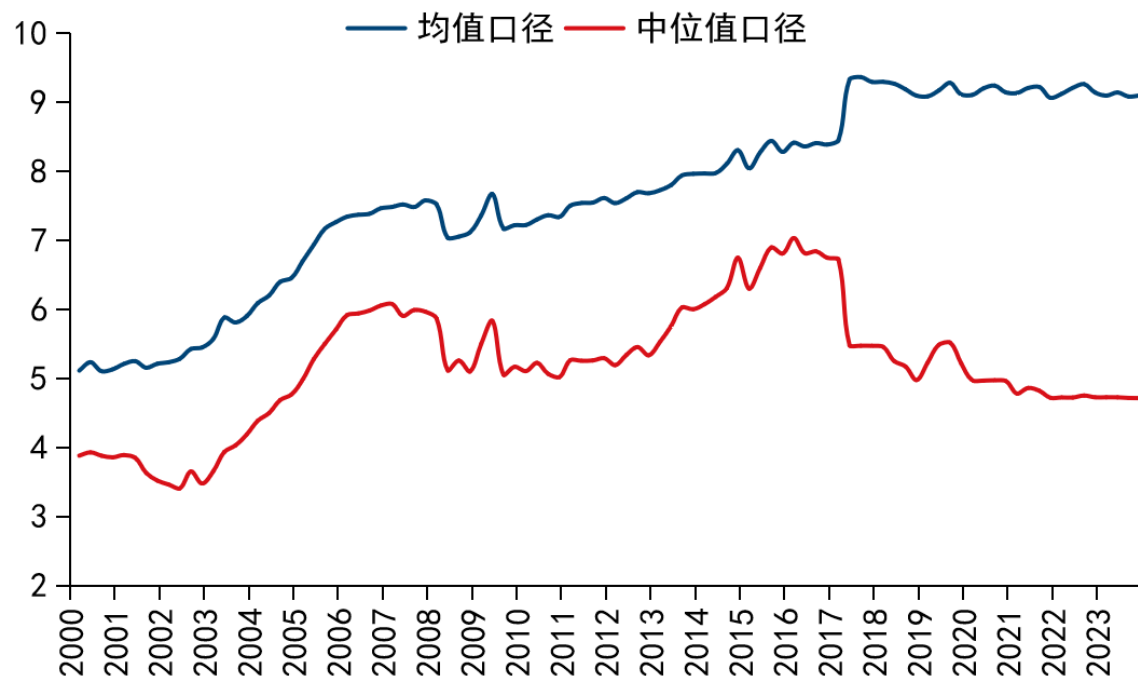
- **高股息股票跑赢东证指数。**高股息股票在低利率环境下提供了相对稳定的现金回报，成为投资者在不确定性中寻求稳定收益的重要选择。
- **低利率环境下，日本存量债券的久期有所拉长。**日本劳动人口下降较快，老龄化拖累潜在增速走低，企业在国内的投资动力较弱，融资需求低迷，银行面临贷款投放难的问题，而债券投资收益率低，日本银行业缺乏发行金融债的需求，国内信用债的供给收缩，低利率环境下新发行的国债以长期国债为主。

图：日本红利指数跑赢东证指数



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

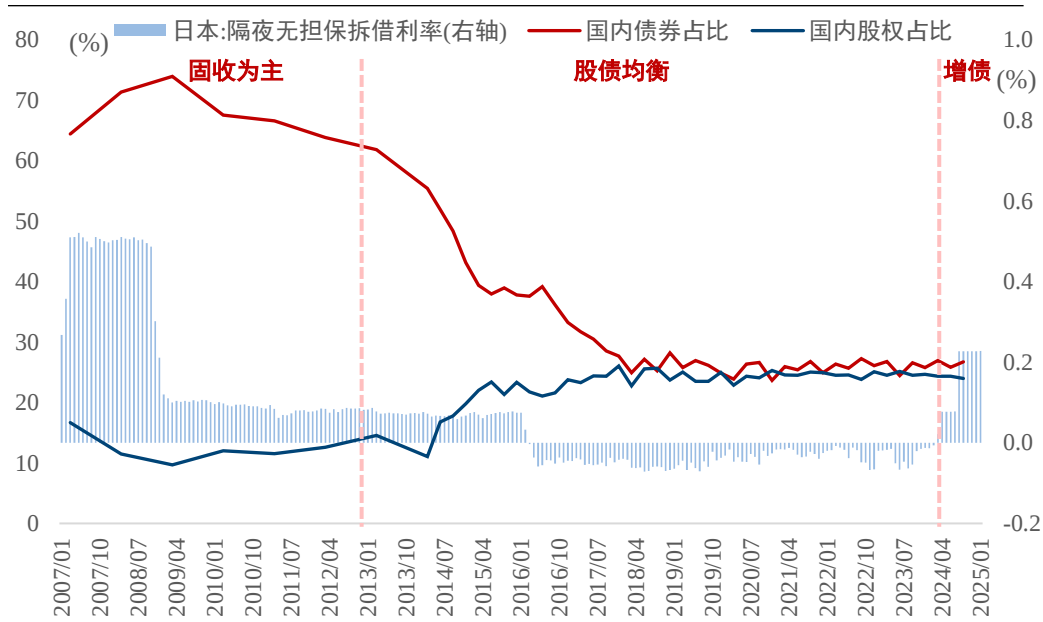
图：日本存量债券久期变化（年）



资料来源：日本投资信托，国信证券经济研究所整理

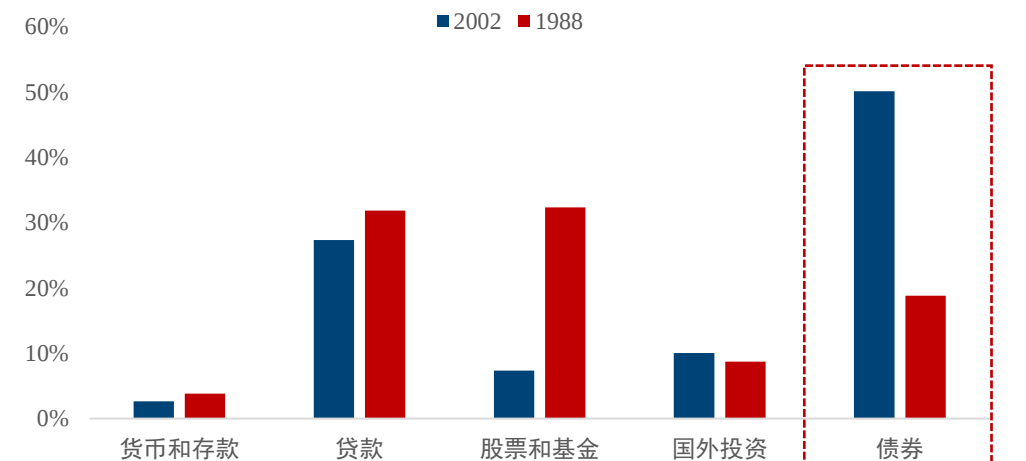
日本GPIF&寿险业：权益类资产占比提升，股债逐渐均衡

图：GPIF的股债资产配置情况



资料来源：GPIF年报，Wind，国信证券经济研究所整理

图：日本寿险业1988及2002年的各资产配置情况



资料来源：日本央行，Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

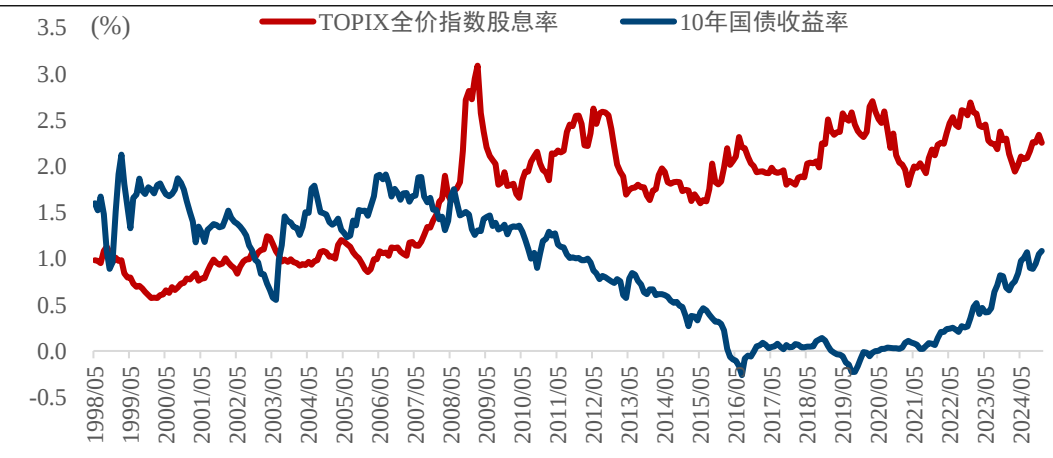
图：GPIF 政策资产组合及各类资产配比偏差范围变化

时段	内容	国内债券	海外债券	国内股票	海外股票	短期资产
2006年4月~2013年6月	政策资产组合	67%	8%	11%	9%	5%
	浮动范围	±8%	±6%	±5%	±5%	
2013年6月~2014年10月	政策资产组合	60%	11%	12%	12%	5%
	浮动范围	±8%	±6%	±5%	±5%	
2014年10月~2020年3月	政策资产组合	35%	15%	25%	25%	
	浮动范围	±10%	±9%	±4%	±8%	
2020年4月至今	政策资产组合	25%	25%	25%	25%	
	浮动范围	±7%	±6%	±8%	±7%	
		±11%		±11%		

国内债券 ↑ 国内股票 ↓

资料来源：GPIF年报，国信证券经济研究所整理

图：2008年之后，日本股票收益率高于债券收益率

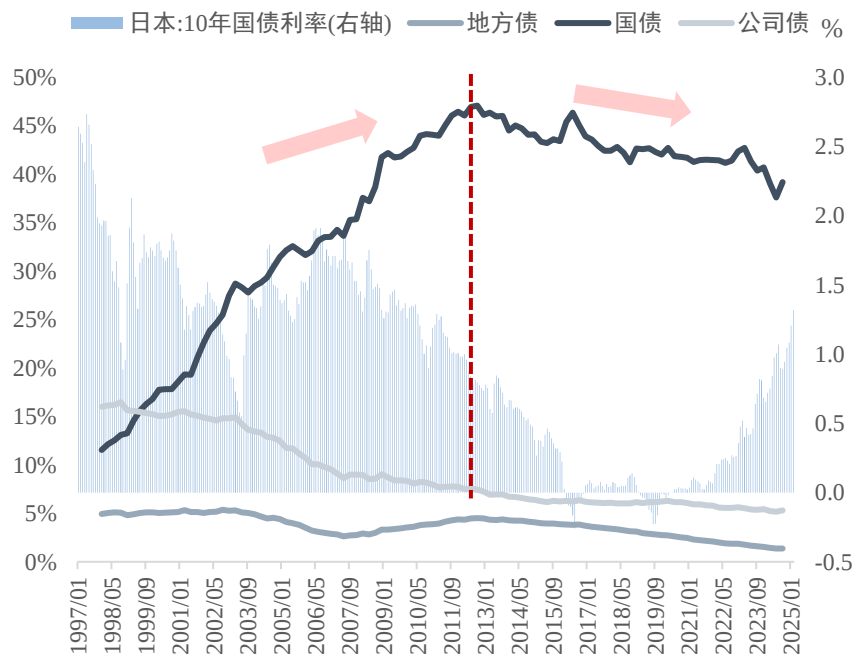


资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

日本GPIF&寿险业：拉长久期、适度信用下沉以提高回报

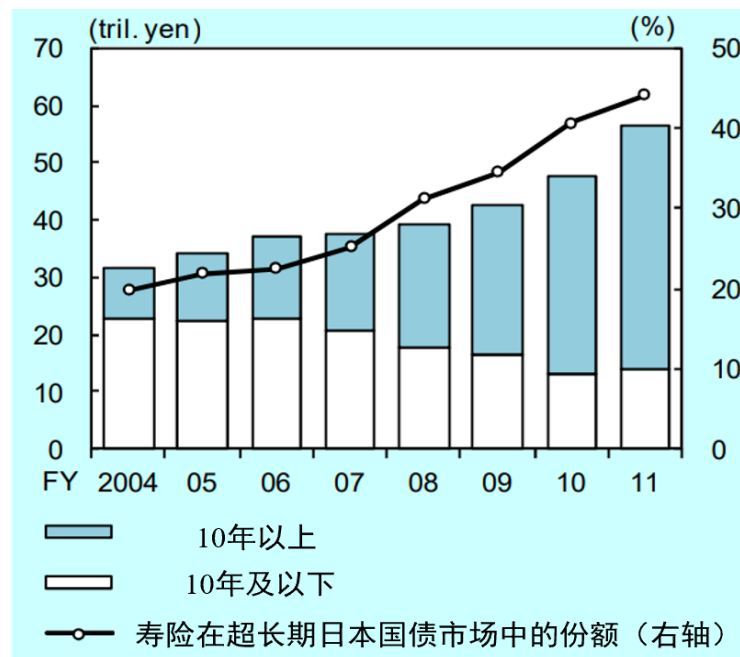
- 日本寿险行业倾向于延长投资期限，其主要债券投资组合由国债构成，且国债投资比例已提升至40%至50%的区间。截至2011年，日本超长期国债的持有人结构中，寿险公司占比已接近50%。
- 适度信用下沉。在核心国债资产为负收益的情况下，日本寿险资金适度放宽了风险偏好，特别是在2016年“负利率”环境下增持了公司债，通过赚取信用风险溢价来提升组合收益。

图：日本寿险业各券种类别占比及国债收益率走势



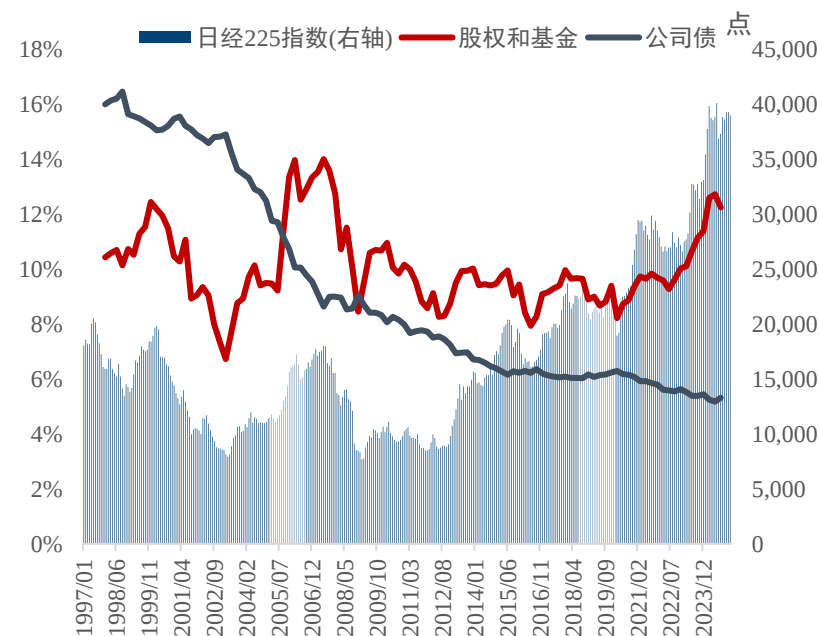
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：按剩余期限划分的日本国债持有量以及寿险公司在超长期日本国债市场中的份额



资料来源：日本央行，国信证券经济研究所整理 注：除日本邮政保险外的日本人寿保险协会会员均计算在内

图：权益资产与股市走势基本一致

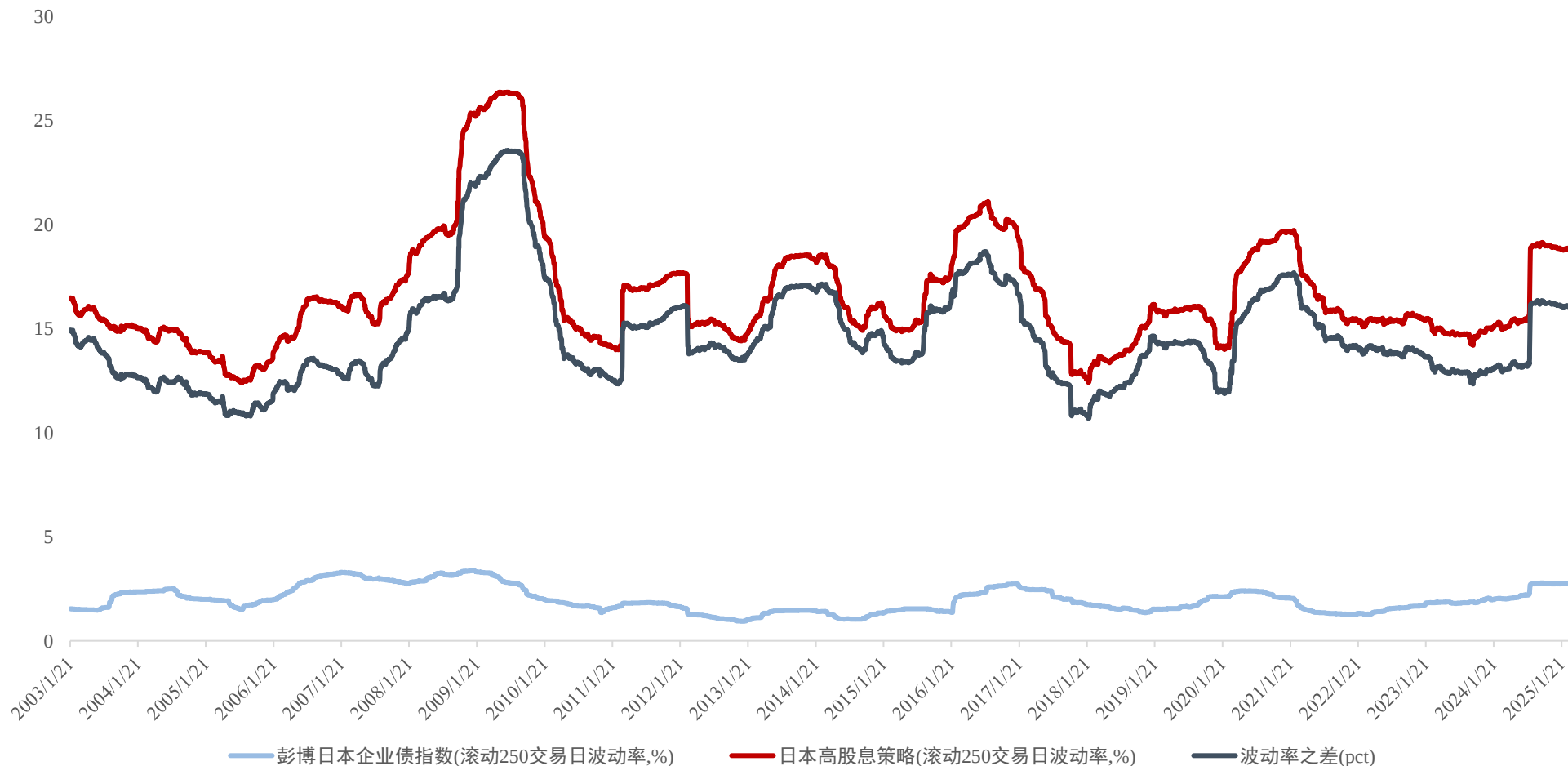


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

日本红利策略与债券资产的波动率对比

- 我们取2002年以来彭博日本企业债指数和日本高股息策略均有日频数据的阶段进行对比，从滚动250交易的波动率上看，日本高股息策略相对固收类资产同样无法做到相近的波动率，高股息策略波动率最佳情形为12%附近，而企业债波动率控制的最差情形仅为3.4%，两者相差甚远。

图：日本红利策略与债券资产的波动率对比

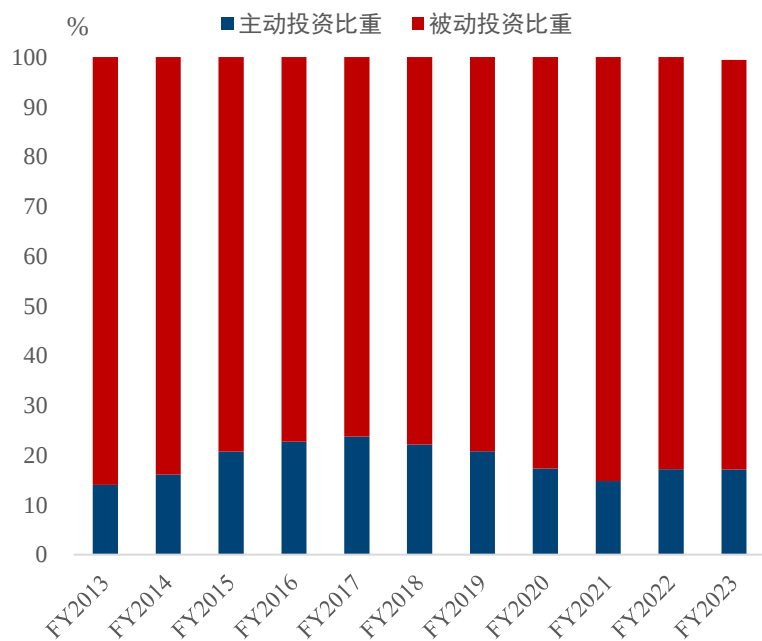


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

日本GPIF&寿险业：被动投资间接增厚收益

- 被动型投资策略为GPIF的主流风格，GPIF的被动投资规模持续扩大，2023财年比重高达82.31%。近年来，GPIF的被动投资平均占比已超过八成。
- 以被动投资为主的管理模式有利于GPIF在低利率环境中间接增厚投资收益。近年来，伴随被动投资占比上升，GPIF所支付的管理和托管费用下降，2021年以来管理费用占基金规模的比重持续低于0.02%，间接增厚了收益。

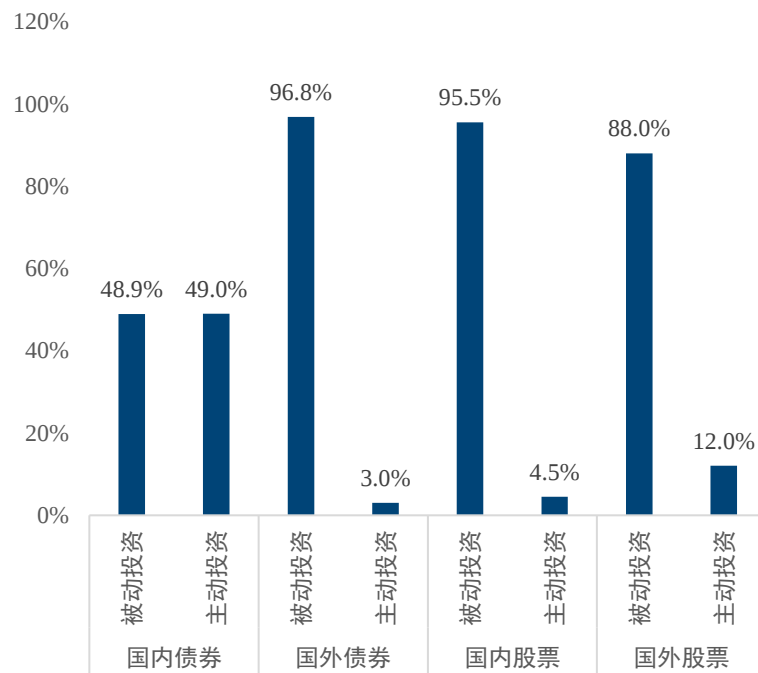
图：近年来GPIF被动投资占比超80%



资料来源：GPIF年报，国信证券经济研究所整理

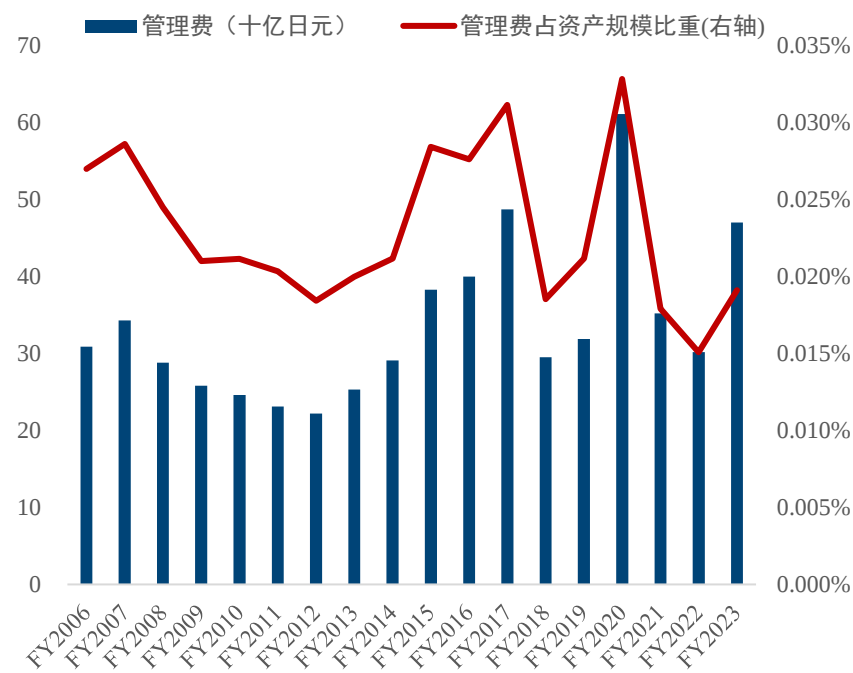
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：2023财年各资产类别的主动与被动投资占比情况



资料来源：GPIF年报，国信证券经济研究所整理

图：GPIF管理费用及占基金资产规模的比重

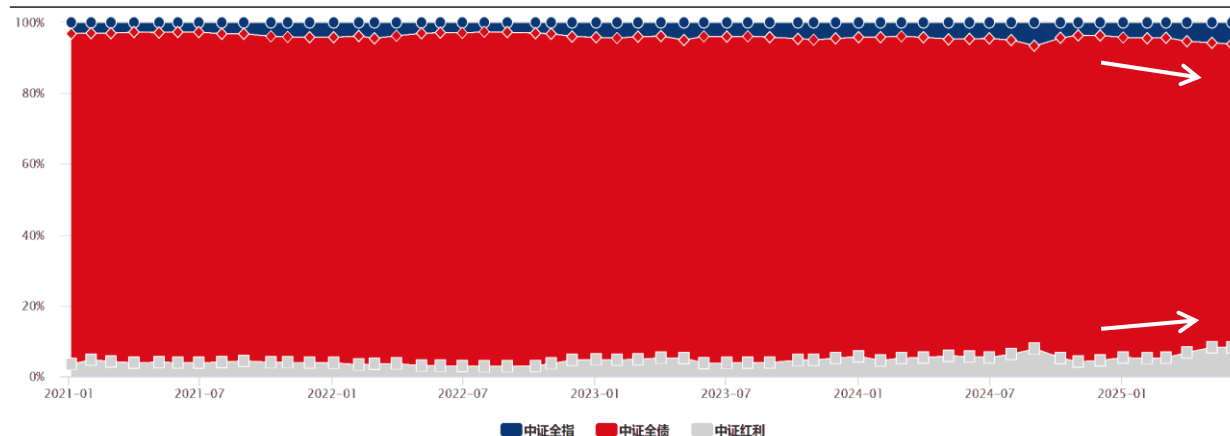


资料来源：GPIF年报，国信证券经济研究所整理

红利资产在股债配置中思路范式的转变

- 前几年股市震荡阶段，红利资产因其高股息和防御属性，被广泛视为权益类股票的替代品，用于降低组合波动并提供收益安全垫。在2021年至2023年，相较于各持有半仓中证全指和中证全债，将中证全指中占总仓位的一成资金分配给中证红利指数，总回报增加了5.46%
- 然而，随着利率中枢下移，债券票息收益显著压缩，传统纯债资产的“安全垫”效应弱化，红利资产的逻辑已从“替股”转向“替债”。在风险平价模型优化的动态持仓权重当中，近期出现债券资产权重下降，红利资产权重上升的趋势。

图：风险平价模型下的权益类股票资产、债券资产和红利资产的持仓权重



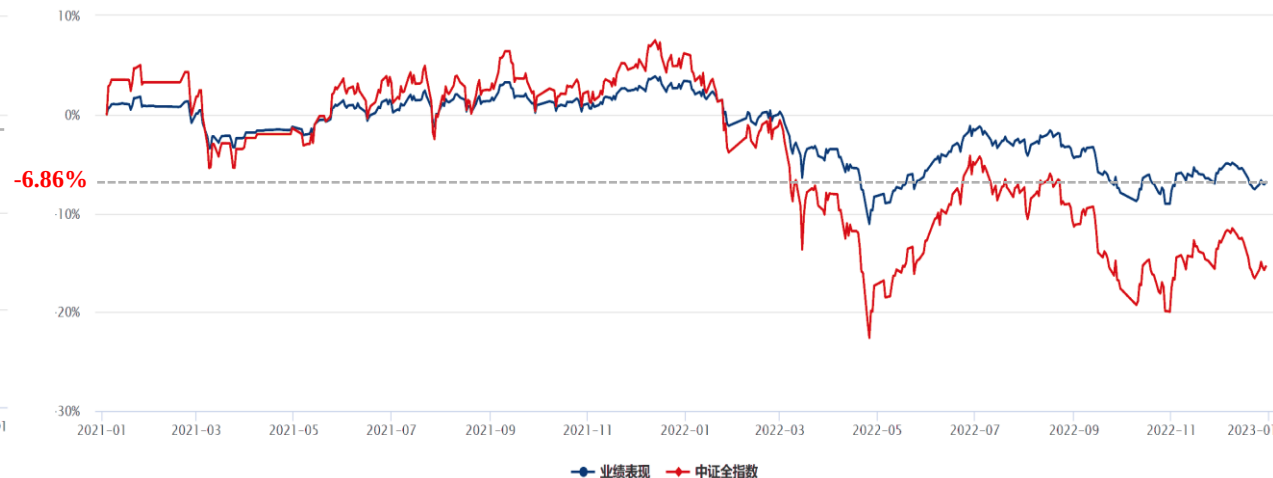
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：日本红利策略与债券资产的波动率对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：日本红利策略与债券资产的波动率对比

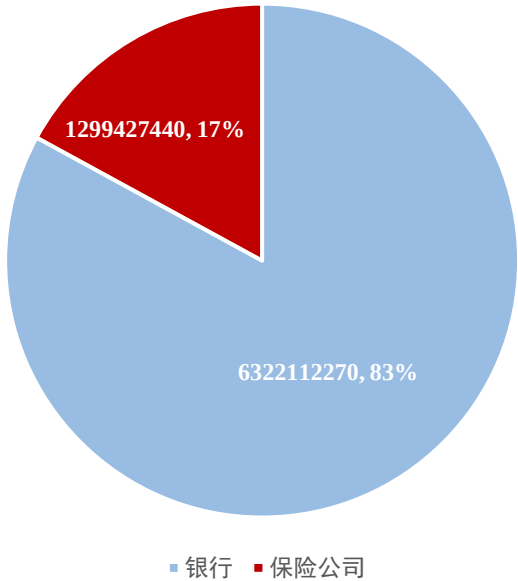


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

彭博日本高股息50指数：银行和保险公司持仓对比

- 针对彭博日本高股息50指数的成分股，分析各高股息股票中，股东为银行或保险公司的情况（参考彭博最新截面数据）：
- （1）占比方面：银行占比：平均 10.27%（最高25.82%，最低4.32%）；保险公司占比：平均 3.55%（最高15.59%，最低0.22%）
- （2）整体持仓头寸方面：银行远超保险公司。银行持仓的总头寸约为63亿元，保险公司持仓的总头寸约为13亿元，银行和保险公司的持仓规模比约为5:1。
- （3）持仓占比突破举牌线情况：
 - 银行：持仓平均占比为 10.27%，显著高于5%举牌线。银行可能通过信托账户代持分散持仓（名义持有人统一为银行，但实际受益人为多个客户），规避单账户举牌披露义务。该操作下，银行虽未触发单账户披露，但银行整体对部分成分股形成实质性控盘（如最高持股25.82%可深度影响公司治理）
 - 保险机构：平均持仓 3.55%，低于5%举牌线，反映多数成分股的保险公司持仓低于5%，和银行的关键差异可能在于，保险机构更易因单账户集中持仓触发举牌（需披露），而银行可以通过信托账户规避。

图：彭博日本高股息50指数成分股的银行与保险机构持仓总头寸及其占比



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：彭博日本高股息50指数成分股的银行与保险机构持仓占比及头寸情况

	银行持仓占比 (%)	银行持仓头寸	保险公司持仓占比 (%)	保险公司持仓头寸
最大值	25.82	3331598130	15.59	345853432
最小值	4.32	3332801	0.22	407472
平均值	10.2708	126442245.4	3.5526	25988548.8

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

韩国低利率环境形成及股债表现

■ 低利率时期（2015年6月-2022年4月）：

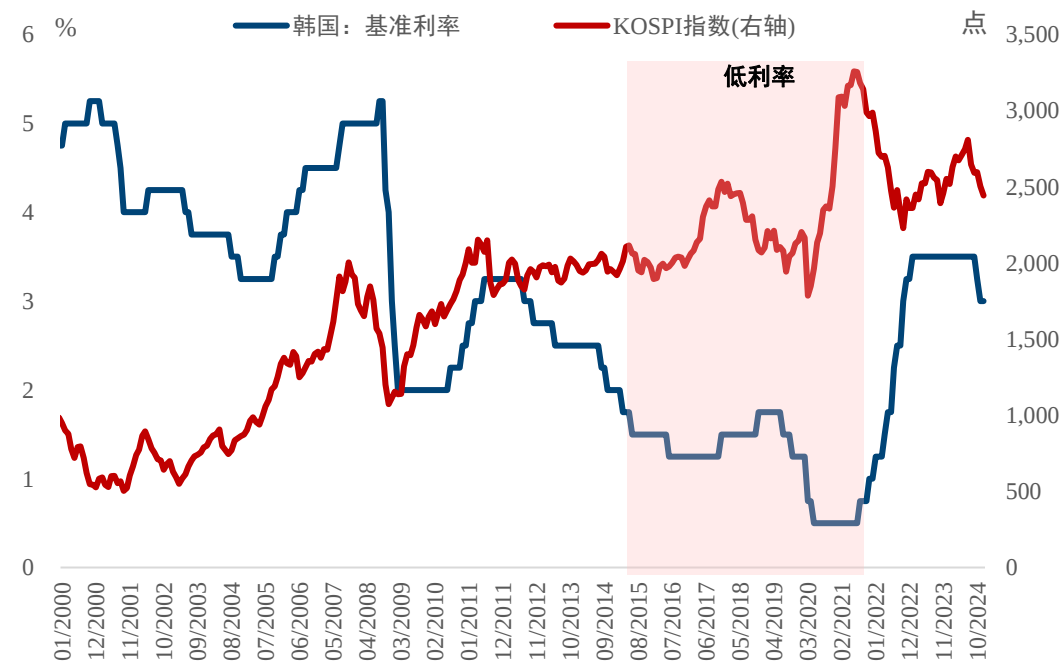
- 2016-2017年间，韩国股市明显提升，科技行业表现尤为突出。韩国股市明显提升，三星电子等科技公司的强劲表现带动了股市向好，科技行业表现尤为突出。
- 2018-2020年，出口市场受挫，韩国经济遭受重创，股市大幅下跌。自2018年以来，中美贸易摩擦加剧，全球经济不确定性增加。此外，朝鲜半岛局势的紧张也严重影响了投资者信心，导致外资流出。

图：韩国政策利率与国债收益率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：韩国政策利率与股市走势

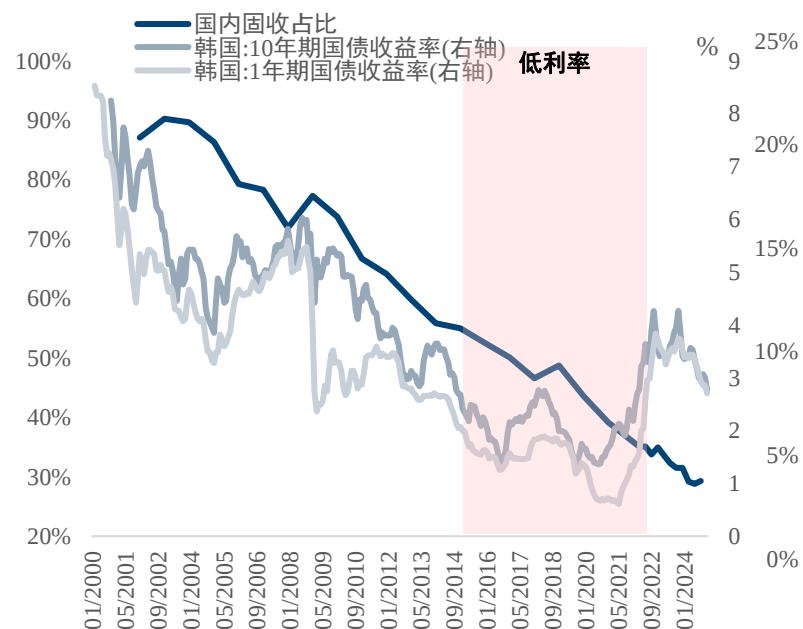


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

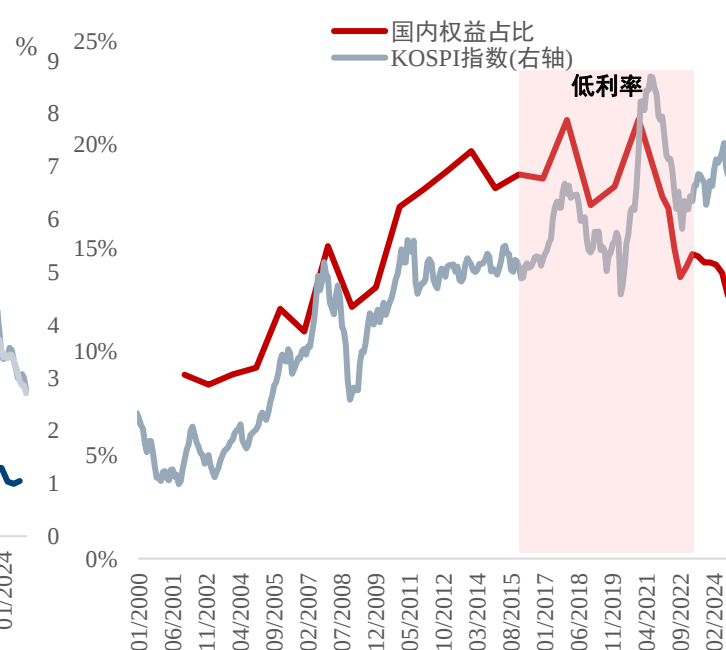
韩国NPF：固收资产为主，权益投资比重增加

- 国内固收资产占主要地位，但占比持续下滑；权益占比明显提升。战术资产配置中，NPF逐步增加权益投资的比重，从保守型投资向均衡型投资转型。2011年以来，权益资产占比显著提升，从23%跃升至2023年的48%，国内权益的占比始终保持在15%以上的水平。
- NPF的权益资产配置与股市走势呈现出高度的同步性，而固定收益资产的占比则持续下滑。低利率时期，受股市波动较大的影响，权益资产的占比也随之出现较大波动，与股市走势保持高度一致；NPF国内固收资产的占比下滑趋势较为显著。

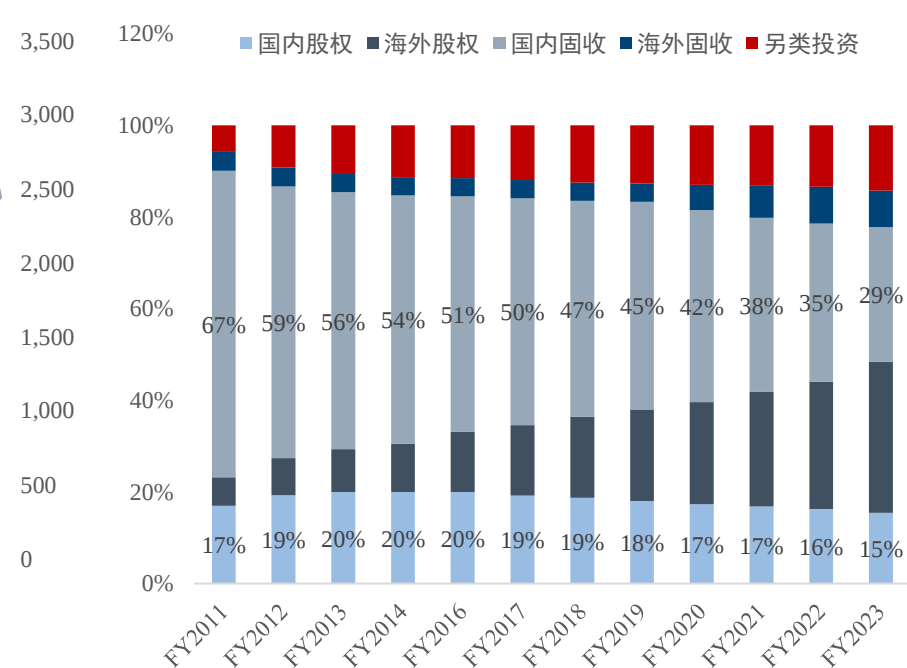
图：NPF国内固收资产占比与国债收益率走势



图：NPF国内权益资产占比与股市走势



图：NPF战术投资组合各资产占比变动情况

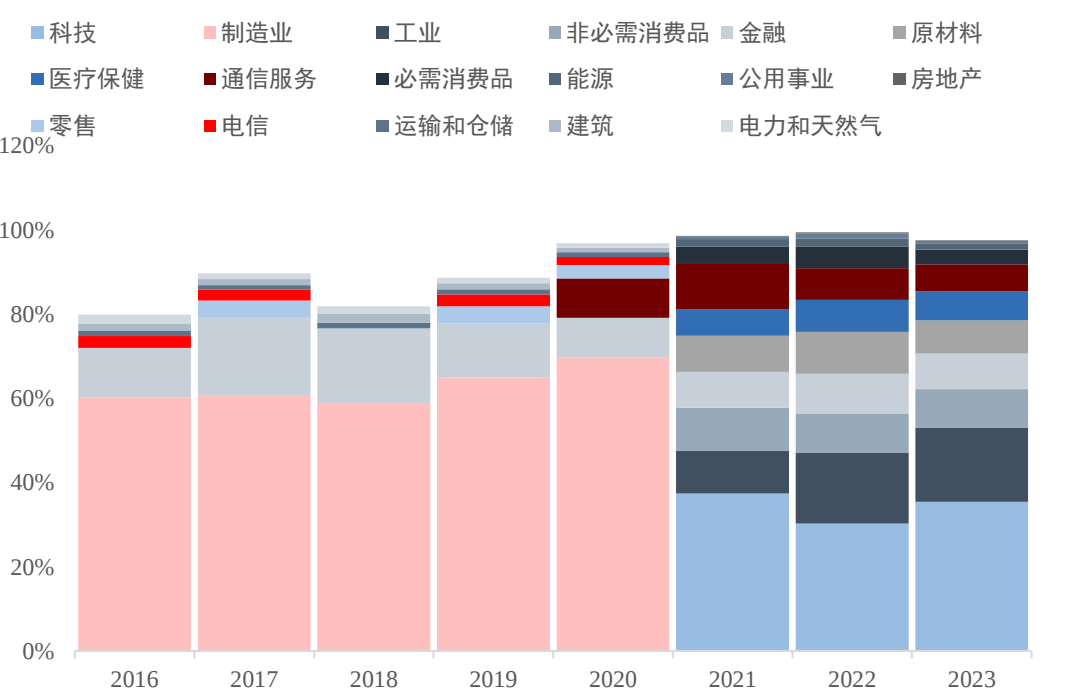


韩国NPF：科技领域权益投资提升，投资于少数优质大型公司



- 本国权益投资的行业配置方面，消费和金融领域持仓稳定，科技领域权益投资提升。在前十大韩国重仓股中，科技板块的持仓市值占比明显高于其他板块。
- NPS集中投资于少数优质大型公司并长期持有。NPF的前十大持仓公司多为韩国的全球知名企业，前十大持仓的总投资数额占NPS全部国内权益资产的42%。

图：NPF国内权益资产的具体构成



资料来源：NPS年报，国信证券经济研究所整理注：2020年分类为制造业，2021年后行业统计口径调整，制造业细分为工业等多行业
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：NPF前十大持仓公司构成情况

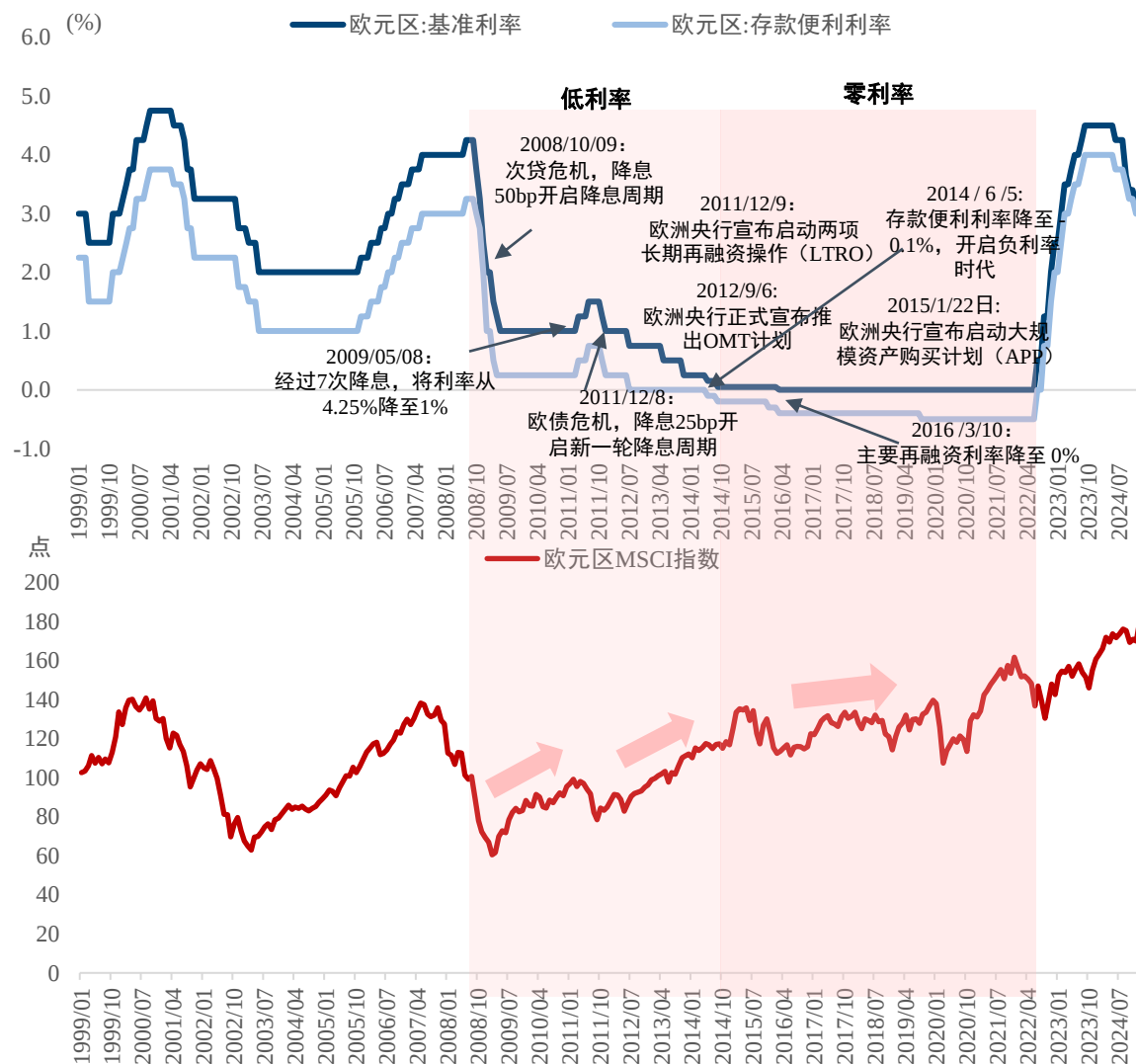
序列	2019年			2023年		
	公司名称	投资金额（亿韩元）	NPF对其投资占比	公司名称	投资金额（亿韩元）	NPF对其投资占比
1	三星电子	341, 048	7.3%	三星电子	353, 767	10.6%
2	SK半导体	82, 235	8.0%	SK半导体	70, 142	10.2%
3	LG化学有限公司	55, 196	5.5%	NAVER	35, 411	11.5%
4	三星生物制剂	36, 167	6.7%	现代摩比斯株式会社	27, 138	11.1%
5	NAVER	33, 861	9.3%	现代汽车公司	26, 905	10.5%
6	现代汽车	30, 759	7.2%	浦项制铁公司	24, 335	11.8%
7	起亚	28, 576	7.1%	LG化学有限公司	22, 312	10.0%
8	浦项制铁公司	26, 894	6.4%	SK电讯株式会社	21, 395	11.1%
9	三星SDI	24, 678	7.6%	新韩金融集团	20, 341	9.9%
10	LG化学有限公司	23, 484	6.7%	韩国国名银行	19, 760	10.0%
总计		682, 898			621, 506	
占国内股票投资额比重		51.6%			42.0%	

资料来源：NPS官网，国信证券经济研究所整理

- [01] 低利率环境形成背景及对资产配置的挑战
- [02] 绝对收益资金股债配置分析之一：日韩篇
- [03] 绝对收益资金股债配置分析之二：欧洲篇
- [04] 绝对收益资金股债配置分析之三：北美篇
- [05] 国内低利率环境下投资启示
- [06] 适应低利率：红利替债的可行性探讨

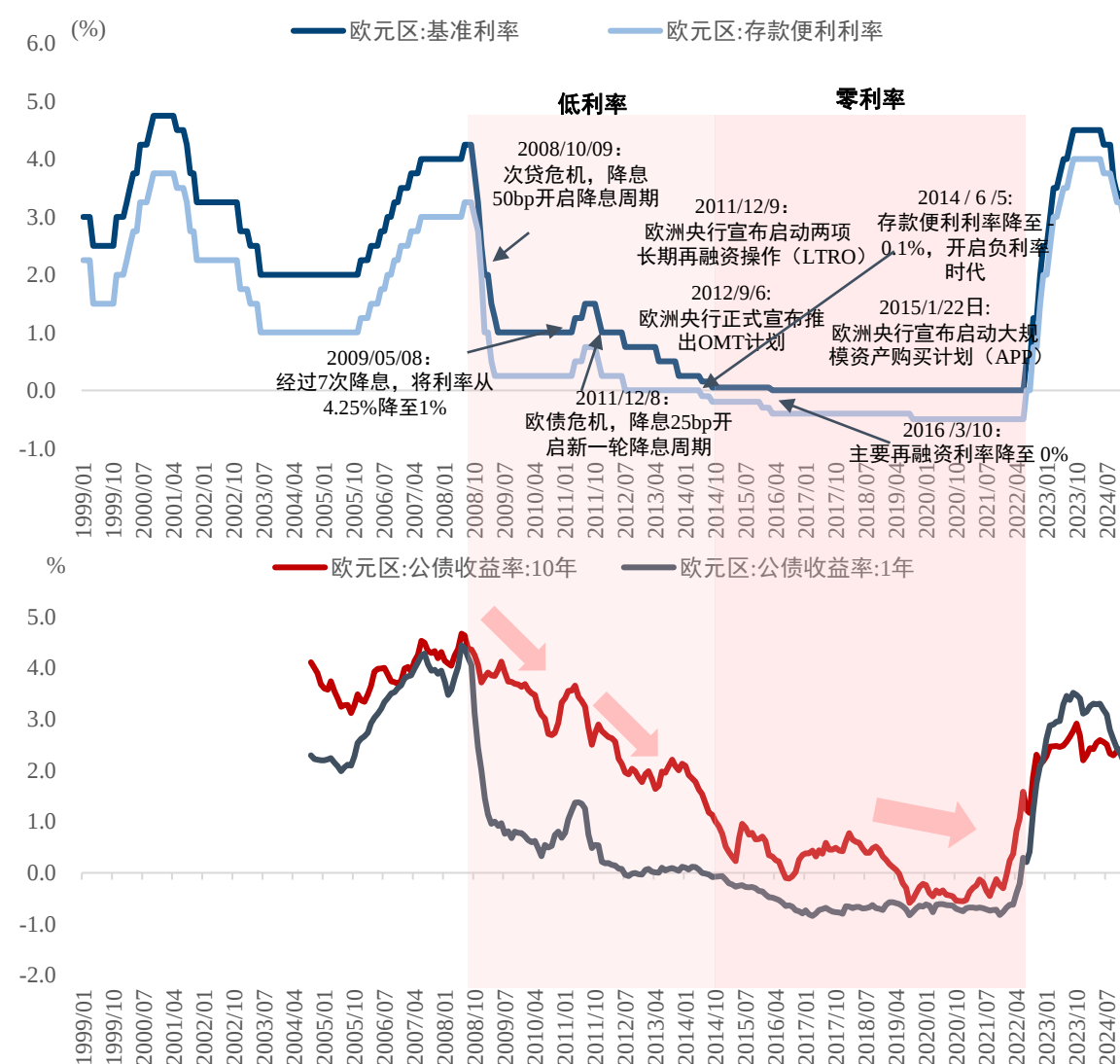
欧元区：多重危机持续冲击，推动欧元区低利率环境形成

图：低利率环境下欧元区政策利率变化及股市表现



资料来源: Wind, 彭博, 国信证券经济研究所整理

图：低利率环境下欧元区政策利率变化及债券收益率变化情况



资料来源: Wind, 彭博, 国信证券经济研究所整理

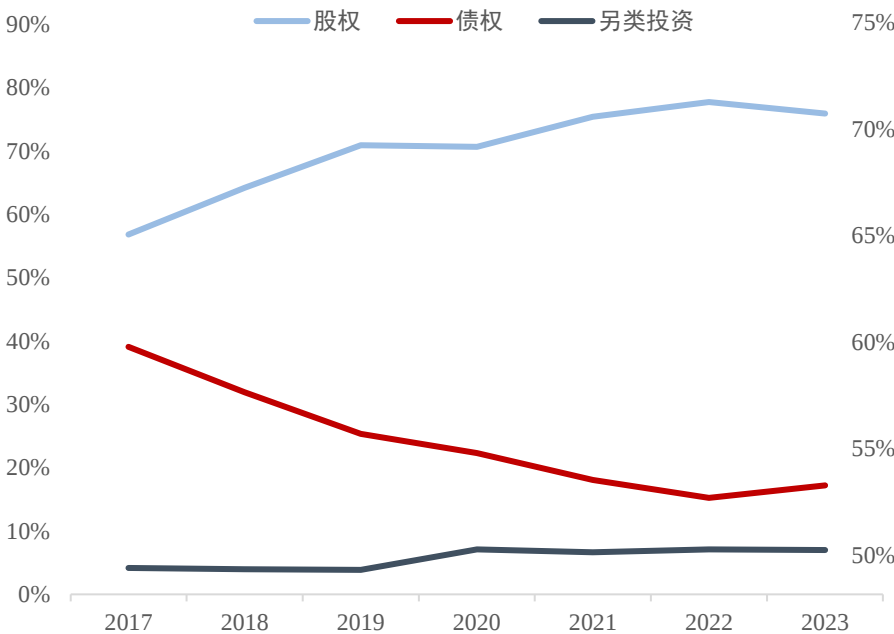
德国BVK&挪威GPFG: 权益投资为主，零利率时期权益资产提升幅度大



国信证券
GUOSEN SECURITIES

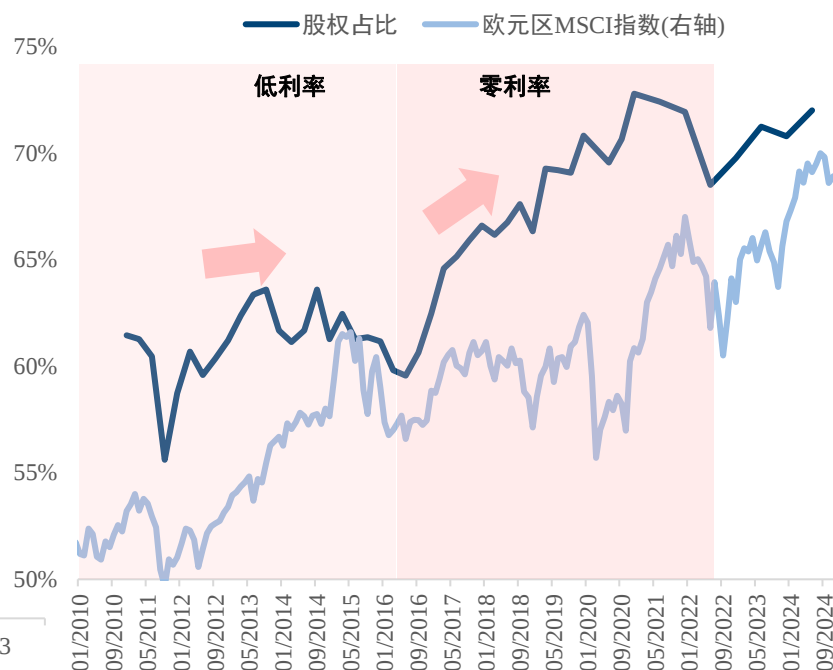
- 权益资产占比明显提高，零利率时期权益资产配置的提升幅度更大。2019-2021年，随着欧元区进入零利率周期，德国等国10年期国债收益率为负，这较大程度地制约了传统债券增厚收益途径的实现。
- GPFG权益配置与股市走势一致，2016年权益占比下行较大。2016年，欧洲经济面临了多重挑战，在经济增长疲弱预期下，欧元区股市明显走弱。GPFG的权益配置与股市走势一致，在2016年9月降低权益资产比重至59.8%。
- 加息周期：适时调整投资组合，增配固收资产。2022年，面对不断上升的通胀压力，欧洲央行开始转变货币政策方向，欧元区进入加息周期，利率上升带动债券市场收益率提升。

图：德国BVK投资组合变动情况



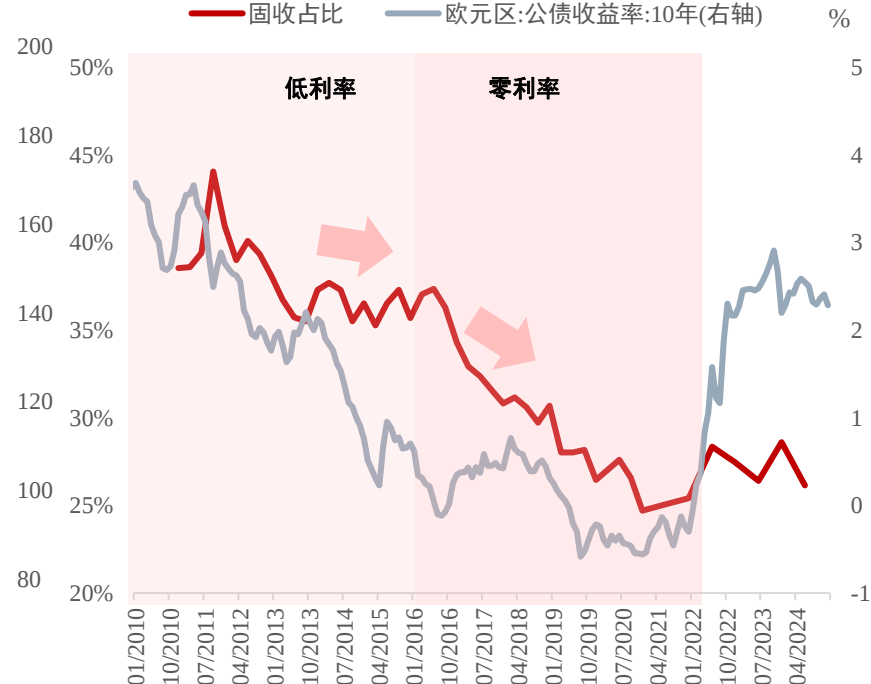
资料来源：BVK年报，国信证券经济研究所整理

图：GPFG权益资产占比与股市走势



资料来源：GPFG年报，Wind，国信证券经济研究所整理

图：GPFG固收资产占比与债券收益率走势

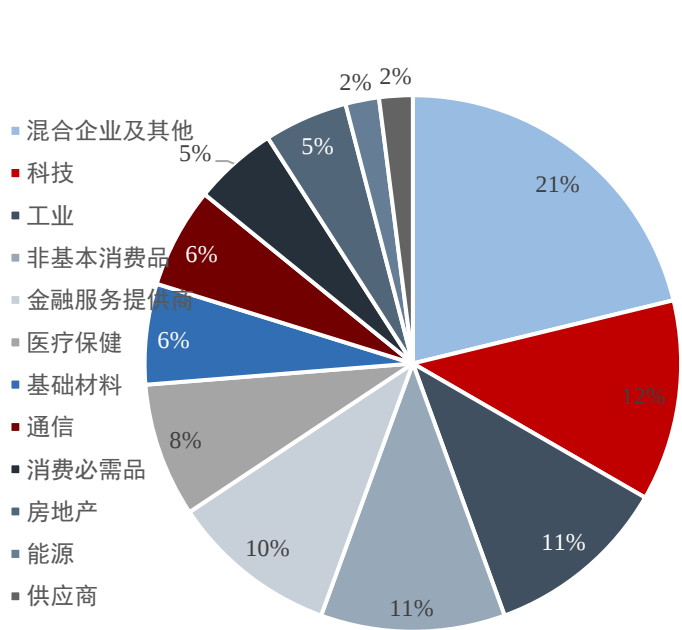


资料来源：GPFG年报，Wind，国信证券经济研究所整理

德国BVK&挪威GPFG:行业配置分散，科技、医药等占比上升

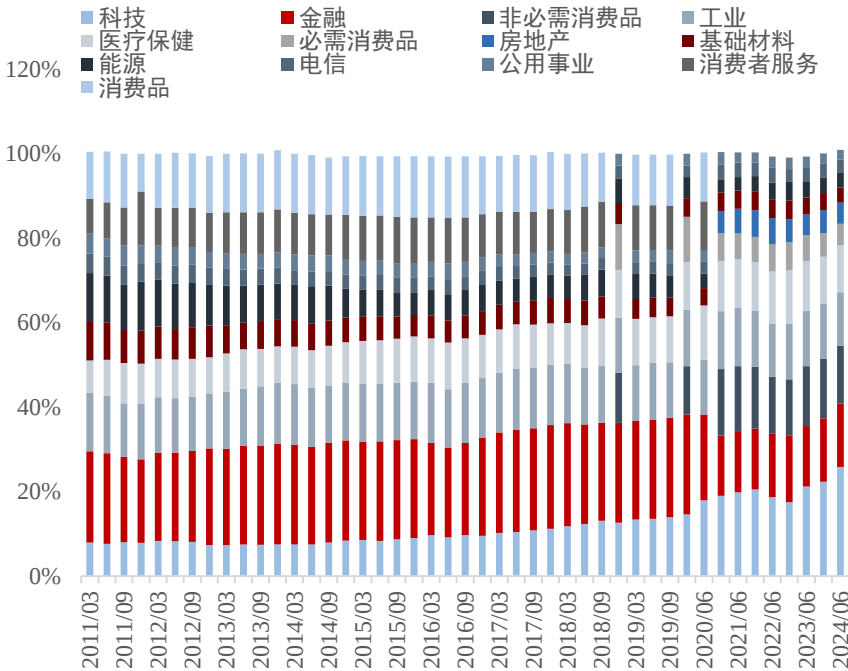
- 行业分布均匀，科技、工业、金融、消费等行业占比大。自GPFG1998年投资于权益市场以来，共有230多只股票成为持有至今的核心资产（长期持有且对基金整体组合起到重要意义），其中科技、工业、金融、消费等行业占比超过50%。
- 增配科技、医药行业，消费、金融、工业等领域的占比保持稳定，而原材料、能源等行业的占比呈现持续回落的态势。

图：德国BVK2021年股票行业组成情况



资料来源：BVK年报，国信证券经济研究所整理

图：GPFG各行业权益投资额占比



资料来源：GPFG年报，国信证券经济研究所整理

图：GPFG各行业权益投资收益情况（%）

	能源	金融	公用事业	医药健康	原材料	电信	工业	科技	消费平均
2010	9.1	4.0	-2.2	6.1	25.2	10.4	22.2	12.5	19.3
2011	-2.4	-19.2	-9.8	10.2	-22.2	-2.3	-13.8	-5.3	-3.3
2012	0.4	29.7	4.0	18.1	13.2	2.9	20.5	14.5	23.5
2013	16.1	27.1	16.4	35.0	5.1	37.5	29.4	30.6	30.5
2014	6.9	9.9	22.4	21.9	5.8	3.3	4.5	8.4	7.8
2015	-13.7	2.3	-3.7	14.1	-8.4	5.2	1.5	8.0	9.3
2016	29.1	7.9	7.1	-4.6	25.1	4.6	14.0	14.9	3.4
2017	4.1	19.3	13.7	16.1	27.1	4.1	22.9	32.4	18.2
2018	-9.5	-12.7	1.7	1.8	-15.5	-8.5	-15.4	-5.3	-9.3
2019	12.9	23.7	26.9	24.3	18.3	13.9	30.3	42.3	24.4
2020	21.0	-6.3	10.3	13.7	-25.3	1.7	17.2	41.9	17.0
2021	26.8	26.6	9.9	17.2	19.0	6.9	20.8	30.2	12.6
2022	30.8	-3.2	-3.8	-6.2	-7.6	-12.0	-15.7	-31.4	-15.9
2023	6.0	18.3	5.5	5.0	10.8	11.9	22.1	51.9	26.0

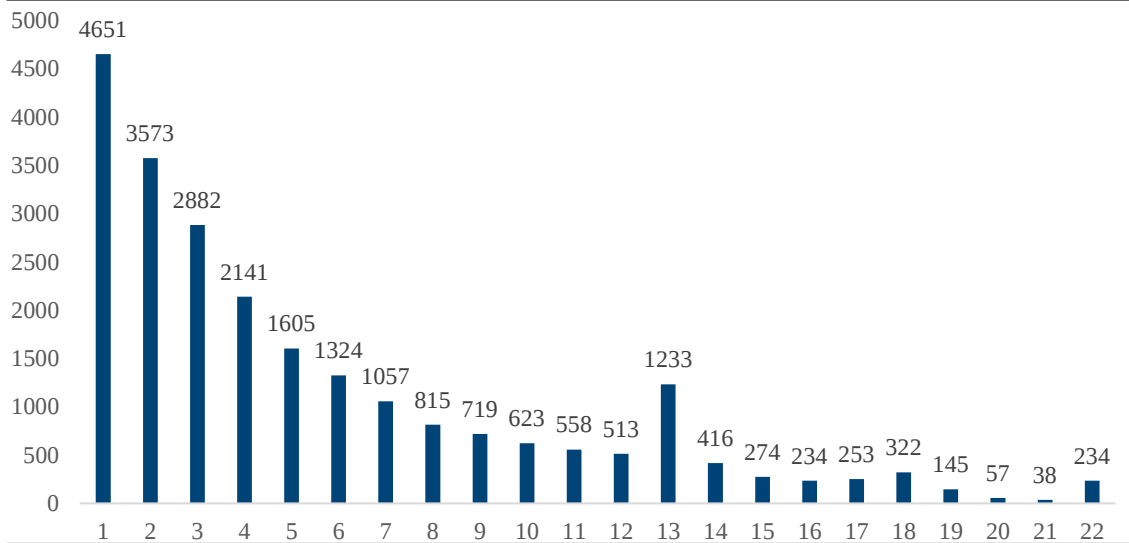
资料来源：GPFG年报，国信证券经济研究所整理



- ✓ 顺应科技革命、产业革命的高新技术产业
- ✓ 经济下行时期的高性价比消费行业
- ✓ 人口老龄化背景下的银发经济、医疗保健相关行业

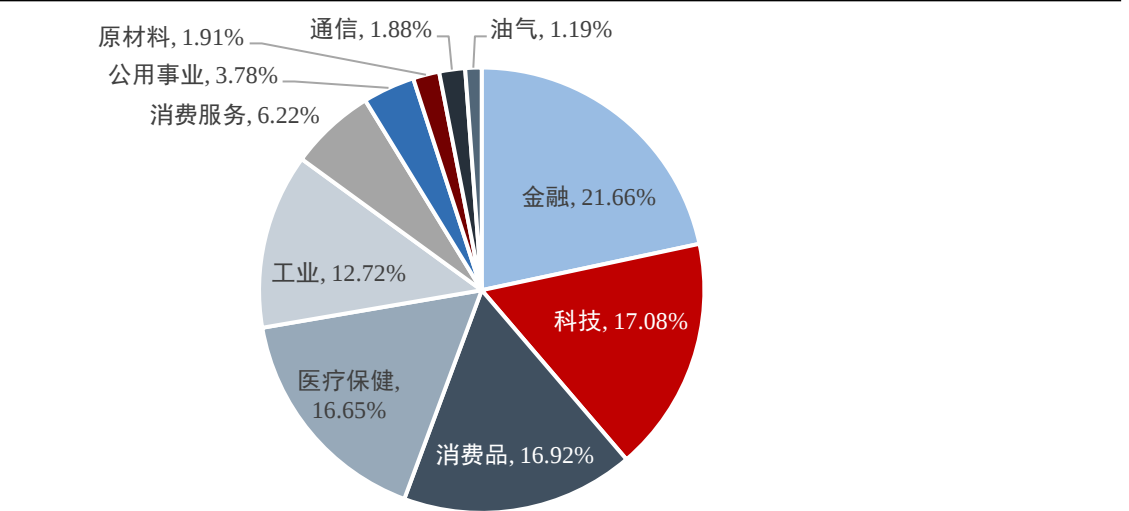
挪威GPFG：重仓股持有时间长、以核心资产及高成长公司为代表

图：GPFG个股持有时间分布



资料来源：NBIM，国信证券经济研究所整理 注：截至2019年12月31日

图：GPFG持有22年的个股行业分布



资料来源：NBIM，国信证券经济研究所整理 注：截至2019年12月31日

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：2019年GPFG前20大重仓股

公司名称	持有期数 (年)	所在国	所属行业	2019年持 有市值(亿 美元)	2019年持仓市 值占股票投资 市值比例	2019年持 仓占公司 股本比例
苹果公司	13	美国	科技	133.11	1.64%	1.02%
微软公司	22	美国	科技	119.08	1.46%	0.99%
谷歌	5	美国	科技	88.57	1.09%	0.96%
雀巢	22	瑞士	消费品	81.58	1.00%	2.53%
亚马逊	18	美国	消费服务	78.1	0.96%	0.85%
罗氏制药	18	瑞士	医疗保健	62.93	0.77%	2.25%
荷兰壳牌	15	英国	油气	59.4	0.73%	2.55%
阿里巴巴	4	中国	消费服务	59.17	0.73%	1.04%
Facebook Inc	8	美国	科技	52.62	0.65%	0.90%
诺华制药	22	瑞士	医疗保健	50.76	0.62%	2.12%
伯克希尔哈撒韦	22	美国	金融	45.2	0.56%	0.68%
台积电	18	中国台湾	科技	43.52	0.53%	1.52%
三星电子	18	韩国	科技	41.26	0.51%	1.29%
强生	22	美国	医疗保健	40.06	0.49%	1.04%
腾讯控股	15	中国	科技	38.76	0.48%	0.84%
摩根大通	16	美国	金融	37.59	0.46%	0.86%
道达尔	17	法国	油气	33.53	0.41%	2.33%
美国银行	22	美国	金融	33.43	0.41%	1.06%
宝洁公司	11	美国	消费品	32.33	0.40%	1.04%
汇丰控股	22	英国	金融	32.27	0.40%	2.03%

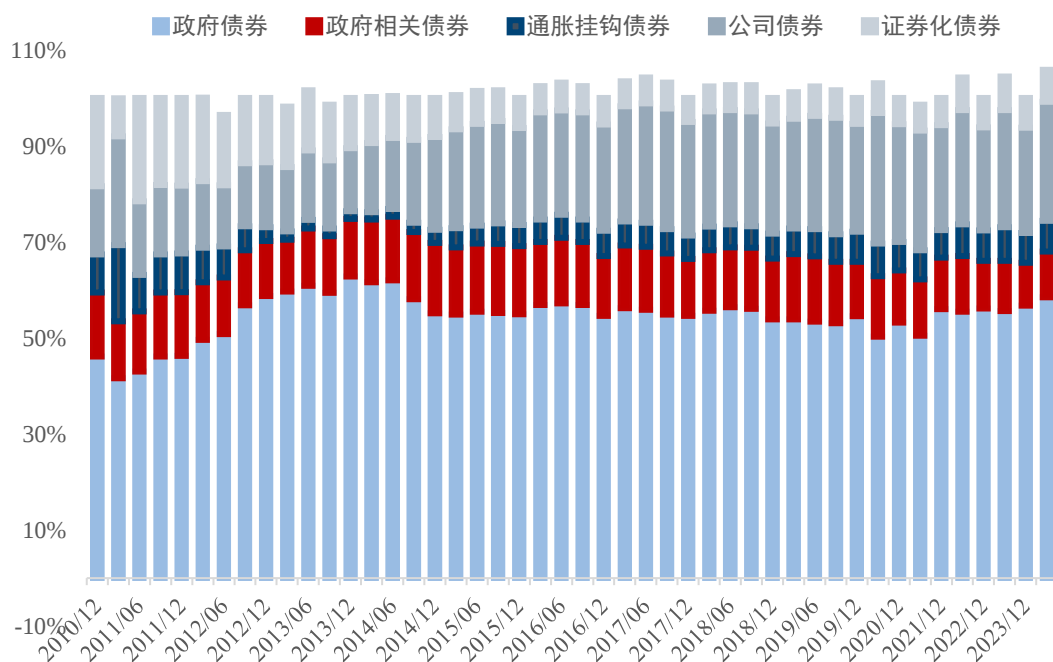
资料来源：NBIM，国信证券经济研究所整理 注：截至2019年12月31日

挪威GPFG&德国寿险业：拉长资产久期以缩小错配缺口，增配公司债



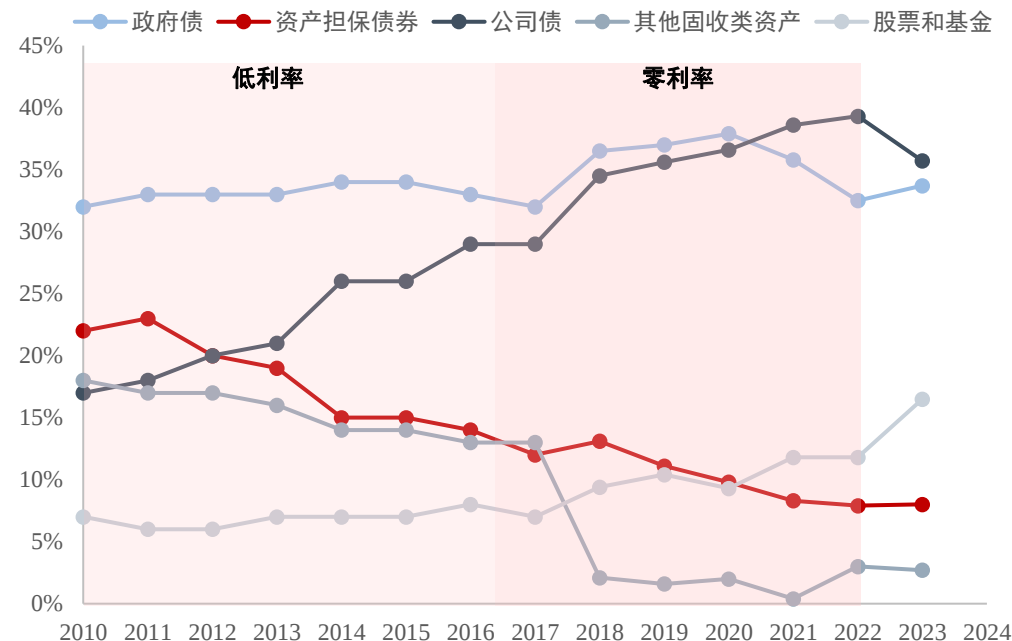
- GPFG持有的固收资产以政府债券为主，公司债占比呈现扩张趋势。政府债券（government bonds）和政府相关债券（government-related bonds）两类债券占比保持在70%以上。自2016年以来，相比于政府债券，公司债占比呈现扩张趋势，占全体固收资产的比重自2014年6月的14.8%提升至2021年上半年的24.9%。
- 德国寿险业通过持续拉长资产久期以缩小错配缺口。政府债的占比总体呈上升态势，尤其是进入零利率时期，通过持有长久期国债以实现收益增厚，政府债占比自2017年的32%提升至2020年的38%。
- 安联不断加大公司债的投资比重，占比由2010年的17%上升至2023年的36%，零利率时期公司债占比提升速度加快。

图：GPFG各类型债券资产占比



资料来源：GPFG年报，国信证券经济研究所整理

图：安联集团各类别资产的比重变化情况

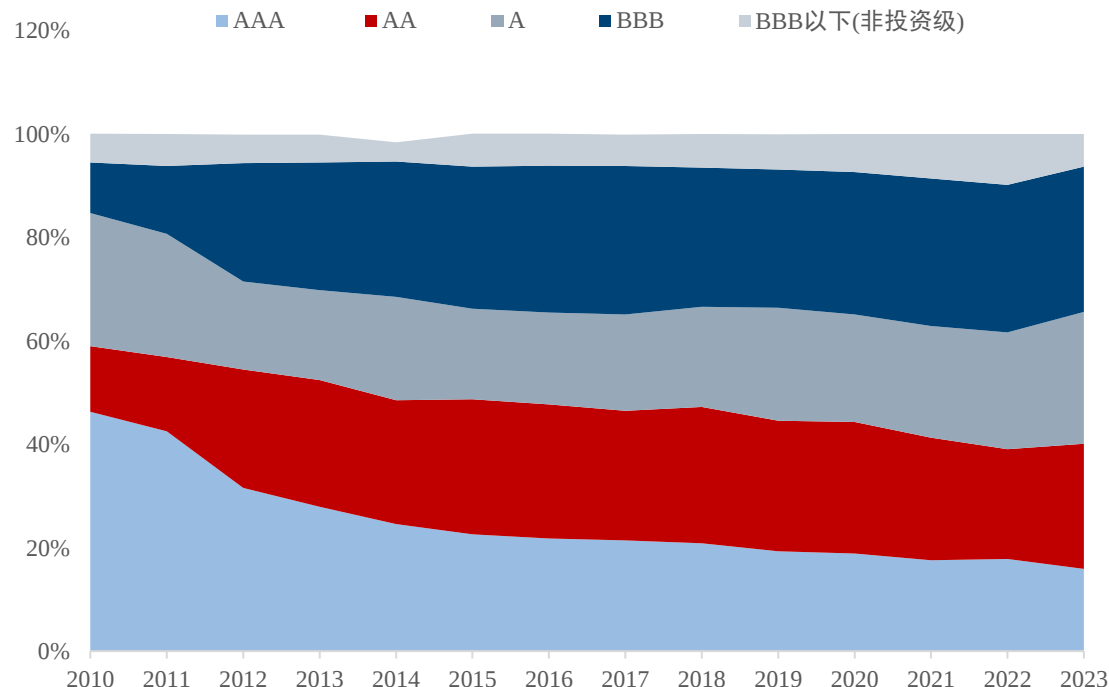


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

德国寿险业:适度下沉信用,采用杠铃型策略

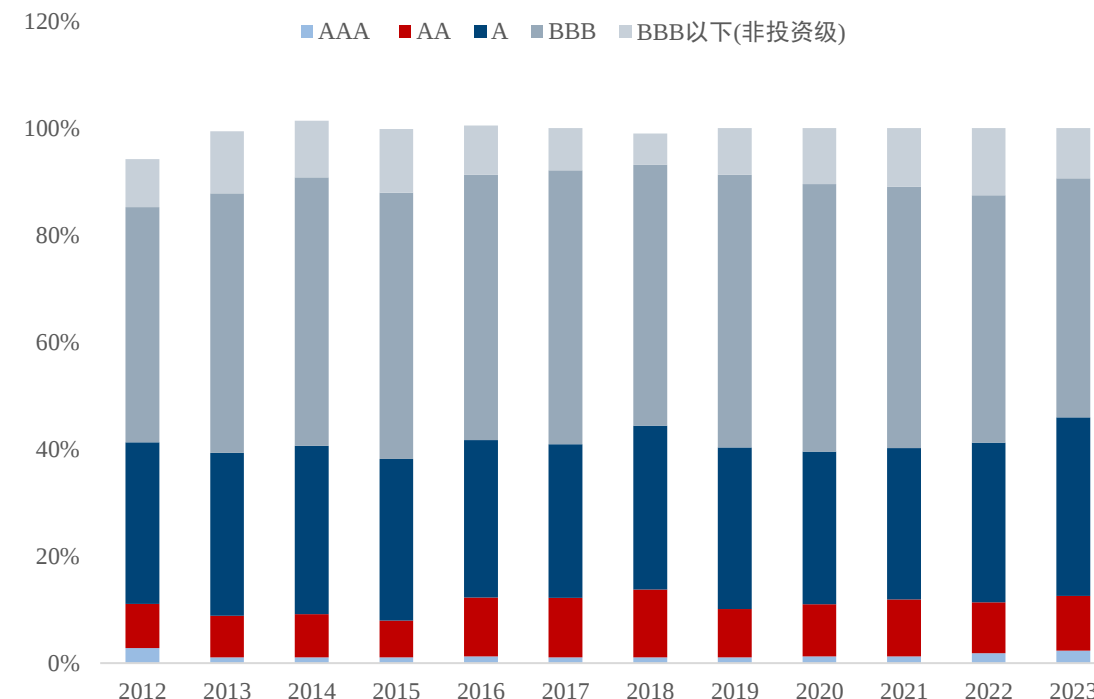
- 低利率环境下,德国安联信用下沉的深度和广度均有所扩大。在下沉深度方面,截至2022年,德国安联持有投资级以下债券占比提升。在下沉广度方面,德国安联的信用下沉主要集中在AA至BBB级中,该信用评级区间的债券占比逐渐提升。
- 杠铃型策略也是其重要的资产配置策略,即在高信用评级的投资倾向于长久期,低信用评级的投资倾向于低久期来资本最优化。

图:德国安联固收类资产中各等级占比(%)



资料来源:公司年报,国信证券经济研究所整理 注:按照标普评级, BBB 以下为非投资级

图:德国安联企业债中各等级占比(%)

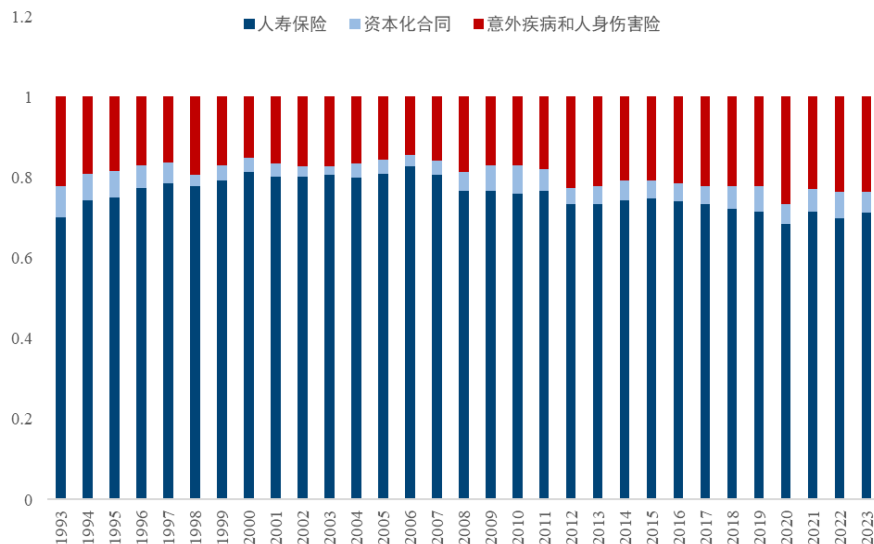


资料来源:公司年报,国信证券经济研究所整理 注:按照标普评级, BBB 以下为非投资级

法国保险业的资产端策略和保险产品策略

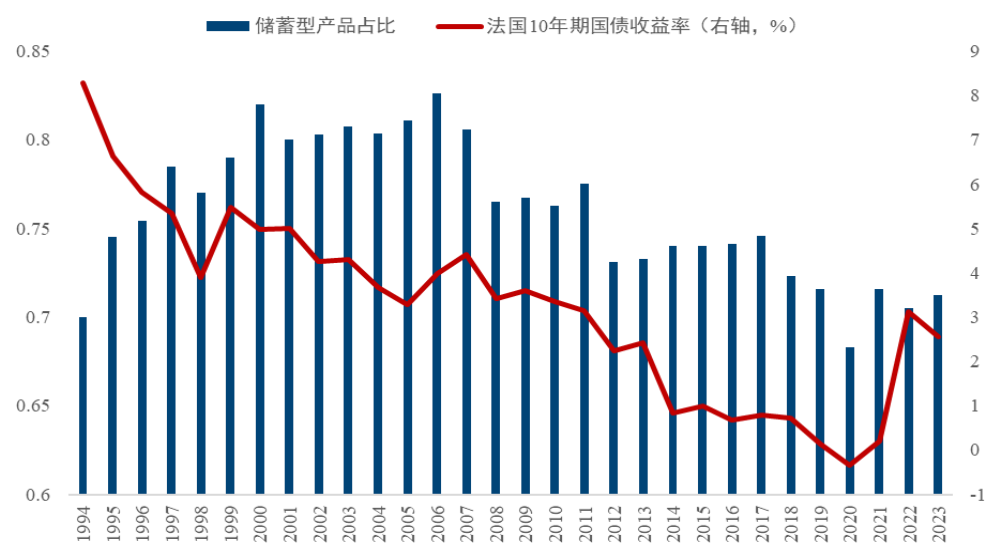
- 从负债端来看，法国保险业调整寿险定价利率，并降低储蓄型产品占比。
- 调整寿险定价利率，法国寿险定价利率动态调整至1.2%-1.5%。法国寿险注重负债成本管理，将定价利率动态调整至1.2%-1.5%，与10年期国债收益率（2.1%）挂钩，缓解了利差损压力。这一调整促使保险公司更加注重浮动收益产品的设计，例如投连险与分红险的市场份额稳步扩大，部分产品甚至实现零保证收益，将利率风险转移至客户端。
- 法国保险业呈现储蓄型产品先上升后下降的特点，转折点在2007年前后。法国寿险产品分为：1）储蓄及退休险（储蓄类）：包括人寿保险和资本化合同（一种用于中长期投资的储蓄产品）；2）健康及保障险（保障类）：包括意外事故险、疾病和人身伤害保险。2007年之前法国储蓄产品占比上升，根据法国保险联合会数据，储蓄型产品占比由1993年的70.2%上升至2006年的82.7%。到2006年时，法国10年期国债利率已经下降至4%左右水平，储蓄险竞争力相对减弱，叠加2009年后股市长期上行，其占比缓慢下降。直到2021年利率回升后，储蓄产品占比才有所回升。

图：法国寿险业产品结构（总保费口径）（1993-2023）



资料来源：法国保险联合会（French Insurance Federation），国信证券经济研究所整理

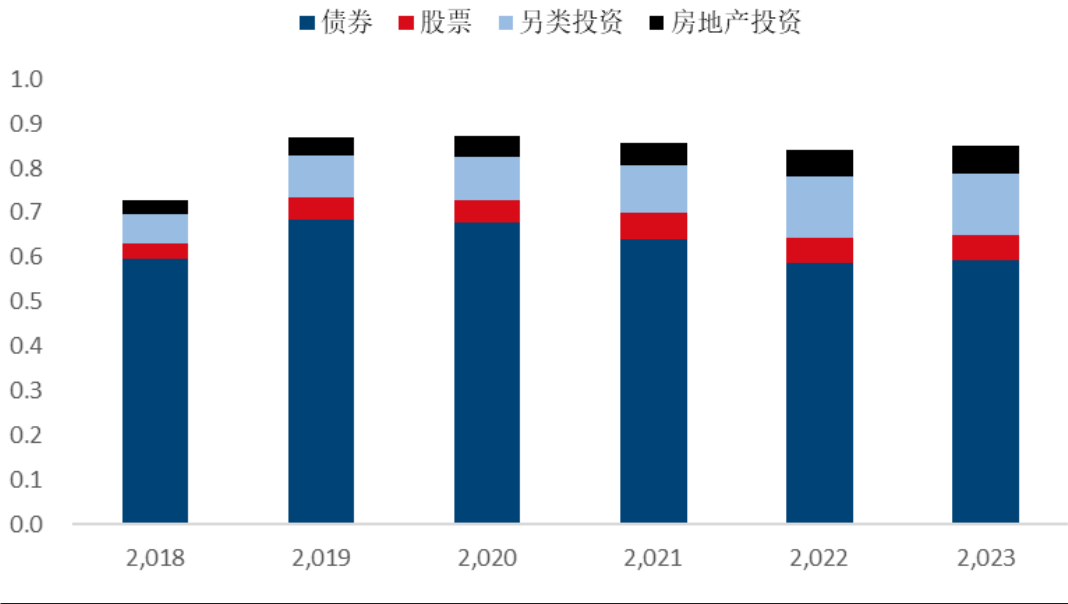
图：法国储蓄型产品占比和利率变化（1993-2023）



资料来源：法国保险联合会（French Insurance Federation），Wind，国信证券经济研究所整理

法国安盛在低利率周期中，通过拉长久期、信用下沉、另类扩容三大资产策略实现收益韧性，同时以浮动收益产品创新与保障型转型重塑负债结构。安盛作为行业标杆，安盛集团的投资策略体现了法国保险业的典型特征。其历年投资收益率（ROI）在2020年因疫情下滑至3.11%后，通过信用下沉与另类资产增配迅速反弹，2023年恢复至6.52%。资产配置以债券为主导（64.6%），其中政府债占比58%，久期超过5年的债券占72%。权益资产虽占比18%，但行业集中度显著，科技与医疗领域合计贡献55%的收益。另类投资占比14%，以基础设施与房地产为核心，年化回报率稳定在6%-8%，彰显策略有效性。

图：2018-2023年安盛资产配置类型占比变化



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

法国安盛集团的资产组合策略

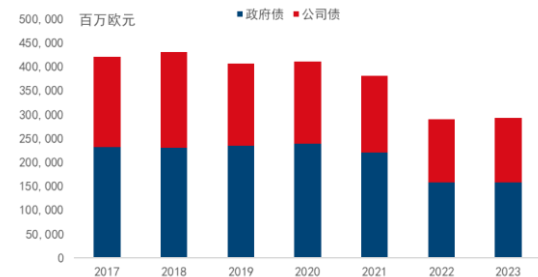
负债端：以浮动收益产品创新与保障型转型重塑负债结构

- 优化产品结构。近年来，安盛集团减少了利润率较低的储蓄型寿险业务，转而加大健康险和投资连结保险的发展力度。在财险业务板块，安盛集团开发了更多简单型财险产品，并采用标准化定价策略，以降低综合成本率。此外，安盛集团在财险领域逐步拓展到新兴风险领域，如网络安全和能源转型相关的保险产品。
- 推动产品创新。为应对低利率压力，保险公司推出多元创新产品，例如安盛“挚汇”支持9种保单货币分拆转换，2024年进一步优化权益配置。与欧元区隔夜利率（€STR）联动，降低刚性兑付风险。

资产端：拉长久期+信用下沉+另类扩容

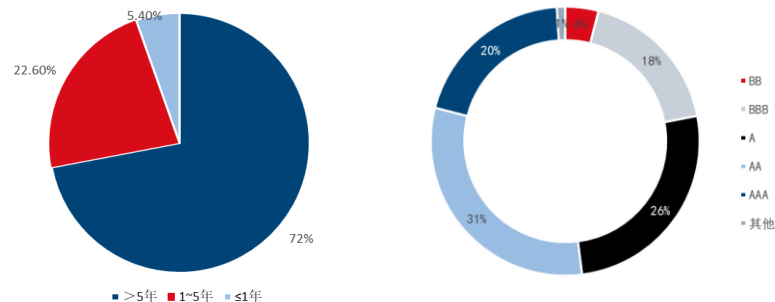
- 提升权益资产配置。安盛采取固收主导，权益与另类占比稳步提升策略。其2023年资产配置显示，其权益资产配置从2015年的4.9%升至2023年的7.1%，其中科技（30%）、医疗（25%）及能源转型（20%）成为核心赛道。
- 增加另类资产比重。2023年，安盛另类投资占比约25%-30%，主要包括实物资产投资（如地产及基金类实物资产，占比11%）、私募股权、对冲基金等。
- 以固收资产为核心，安盛采用拉长久期、增配公司债、适度信用下沉等策略实现固收资产收益增厚。固收类资产作为安盛的核心配置资产，多年来占比在60%以上。2023年，安盛集团固收类资产总额3397亿美元，占比64.6%。
- 券种选择方面，政府债稳定基础，公司债提升收益。2023年安盛政府债占比50.6%（规模约15814亿欧元），集中于法国（19%）、德国（7%）及意大利（6%）等高信用评级主权债。此类资产流动性强、违约风险低，为组合提供稳定票息收入（平均收益率约2.1%），并作为“安全垫”对冲市场波动。公司债占比43.3%（规模约13535亿欧元），通过适度信用下沉策略，安盛以可控风险换取更高收益。
- 增强久期管理，提高长久期债券占比。久期超过5年的债券占比从2015年的不足50%提升至2023年的72%，匹配长期负债（如寿险保单）的现金流需求。
- 适度信用下沉。数据显示安盛的固收组合中，BBB级债券占比18%，AAA级与AA级分别占20%和31%，显示出在风险可控范围内对收益的主动追求。
- 此外，安盛通过区域分散化策略进一步降低风险，政府债券投资覆盖法国（19%）、德国（7%）及意大利（6%），并逐步拓展至日本等亚洲市场，降低单一主权风险。

图：安盛公司债和政府债规模变化情况



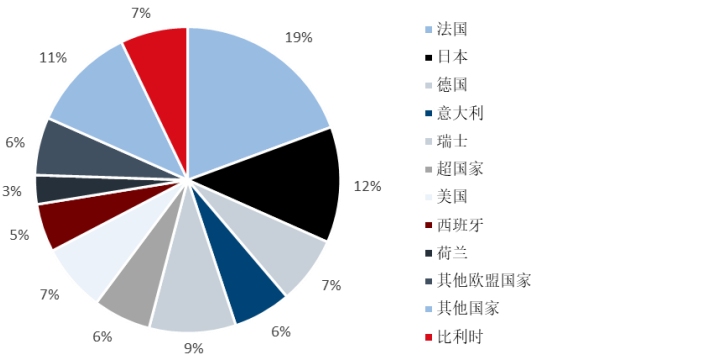
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图：2023年安盛固收类投资期限占比、评级占比



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图：2023年安盛债券投资地域分布



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

意大利基本国情和保险业发展

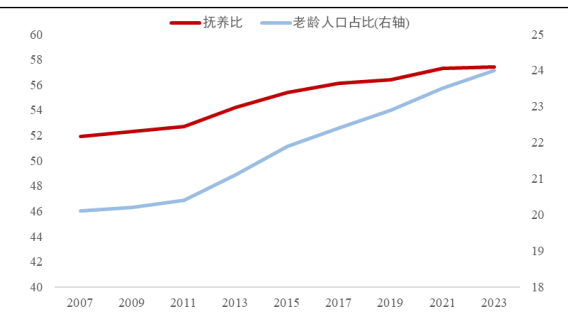
在欧洲低利率时期（2009-2022），意大利的人口结构和老龄化趋势发生了显著变化，对经济增长、劳动力市场及财政政策产生了深远影响。

- **出生率持续下降，人口增长停滞。**出生率（每千人）从2009年的9.6‰下降至2022年的6.8‰，在低利率时期下降了约30%。总生育率（TFR）从1.4降至1.3（2017年），2023年进一步降至1.2，远低于世代更替水平（2.1），显示意大利人口自然增长能力严重不足。自然增长率（每千人）从2009年的-0.4‰下降至2022年的-5.1‰，呈现加速萎缩的趋势。结婚率（每千人）在低利率时期维持在3.1‰-3.2‰，较2007年（4.3‰）有所下降，反映出婚育观念的改变。
- **老龄化加剧，65岁及以上人口占比迅速上升。**65岁及以上人口占比：2009年为20.2%，2016年为22.4%（零利率政策开始），2023年为24.0%低利率时期内，老龄人口比重上升了3.8个百分点，老龄化加速。老龄化指数2009年为143.7，2016年为165.9，2023年为193.1低利率时期该指数增长超过50点，表明老龄人口远超年轻人口，社会赡养负担加重。
- **劳动力人口缩减，抚养比持续上升。**劳动年龄人口（15-64岁）占比从2009年的65.7%下降至2023年的63.5%，劳动力减少，影响经济增长。老年抚养比从2009年的30.8%增长至2023年的37.8%，增加了7个百分点，意味着每100名工作人口需要供养更多的老年人。

老龄化加剧不仅对养老金体系形成压力，同时也促使居民增加健康险和人寿保险的配置，进而影响保险市场结构。

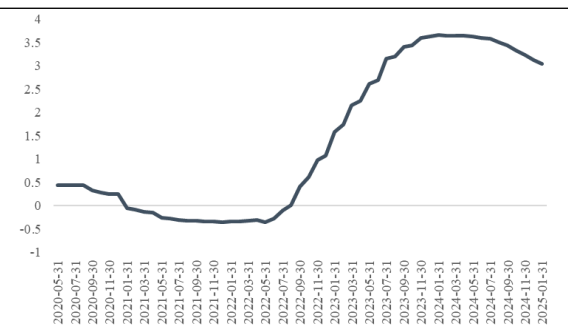
- **人口结构倒逼保险刚性需求。**老龄化加速，2023年意大利65岁以上人口占比达24%（欧盟最高之一），老龄化指数193.1（年轻人口不足老龄人口半数），公共养老金替代率约70%但可持续性存疑，催生健康险（长期护理险）与储蓄型寿险的配置需求。低利率环境下的替代选择，居民储蓄率2024Q3回升至9.2%，但存款收益受ECB降息压制（2025年存款利率2.75%），储蓄型寿险（保证收益+分红）成为中低风险资产的核心替代。
- **保险的“防御+收益平衡”角色凸显。**保险占比超欧盟平均，居民金融资产中保险与养老金占比23.1%（欧盟均值28.4%），其中寿险（16.9%）远超西班牙（7.0%），反映其弥补养老金缺口的核心功能。风险偏好分化，直接持股占比23.8%（非上市股权占55.7%），但流动性低；保险成为分散风险、锁定长期收益的核心工具。
- **从资产收益率表现来看，**受欧洲央行（ECB）宽松政策影响，意大利月平均名义收益率在2021年长期处于负值，这使得寿险公司面临较大的再投资收益压力。从意大利2015-2023年保险投资的平均回报率来看，意大利回报率整体下降，从2015年的3.8%下降至2022年的2.5%，2023年回升至2.6%。在低投资收益的背景下，保险业亟需改变投资和产品策略。

图：意大利老龄化、抚养比变化



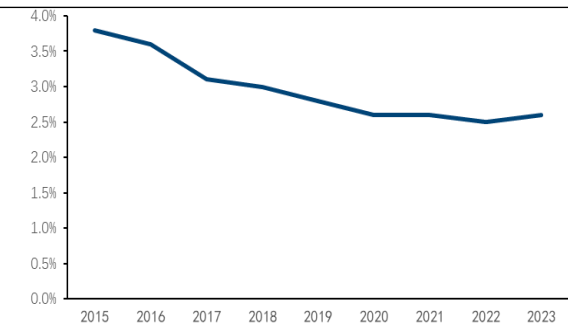
资料来源：ISTAT，国信证券经济研究所整理

图：意大利零息政府债券平均名义收益率走势



资料来源：ECB，国信证券经济研究所整理

图：2015-2023年意大利保险投资的平均回报率



资料来源：ISTAT，国信证券经济研究所整理

意大利保险业的产品端、资产端策略

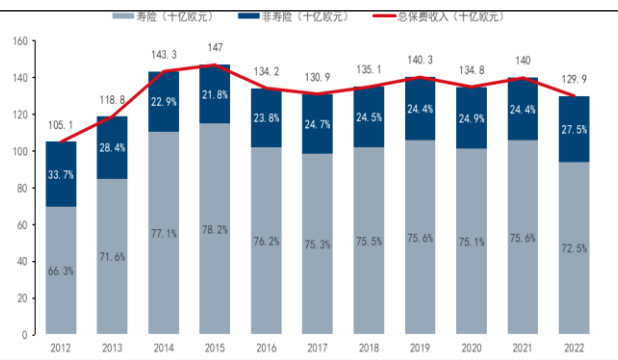
产品端：非寿险市场扩大，保险投资型产品（IBIP）持续增长

- 意大利保险市场增长稳定，寿险仍占主导地位，但非寿险市场正在扩大。2012-2022年，意大利寿险占比始终较高，在2015年达到78.2%的最高值，但2022年降至72.5%。非寿险占比有所上升，从2015年的21.8%上升到2022年的27.5%。总的来看，保险市场仍以寿险为主，但非寿险的市场占比在逐步增长，可能受到业务扩张的影响。
- 细分非寿险产品组成来看，财产保险、健康保险占比增加，汽车保险占比下降。通过2013-2023年主要非寿险（汽车险、财产险、健康险、第三方责任险等）的市场占比，可以看出汽车保险占比下降，从2013年的55.4%降至2023年的42.4%。
- 财产保险、健康保险占比增加，财产险从16%增至20.2%，健康险从14.9%增至19.5%。第三方责任险（T.P.L.）和其他险种占比也有所上升。保险市场从传统的汽车保险向健康保险、财产保险等更多元化的方向发展，可能与市场需求变化、政策法规调整及消费者风险意识增强有关。
- 保险投资型产品（IBIP）持续增长，分红险产品占比较大。通过2021-Q3至2023-Q4各季度的IBIP（投资型保险产品）数量及不同类型的占比分析，可以得出IBIP产品数量持续增长，从2021-Q3的576种增加到2023-Q4的634种。分红型保险产品占比稳定，在36%-40%之间波动。单位连结保险产品维持在29%-31%之间。混合型保险产品占比在31%-35%之间，变化不大。投资型保险产品市场在增长，其中分红型保险产品占比有所增加，反映出投资者对稳定收益的偏好。

资产端：适度信用下沉以获取投资收益，增配另类资产

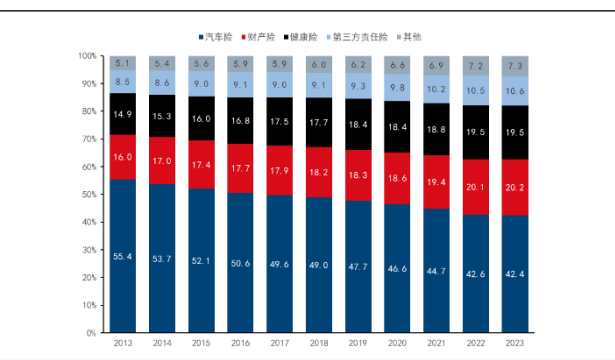
- 适度信用下沉获取收益。低利率环境下，国债、政策性金融债等高等级债券收益率显著下降，难以覆盖保险资金的负债成本。如2023年欧元区主权债券平均收益率仅1.5%，而保险公司需支付3%以上的保单成本，利差倒挂压力倒逼信用下沉。而通过适当下沉信用评级等措施可以实现较为稳健的投资收益。因此意大利保险机构通过配置信用评级较低的资产，在合理风险范围内适度信用下沉，以达到获取收益的目的。
- 低利率环境下，意大利保险机构通过配置另类资产实现降低风险，获取收益的目标。另类资产具有以下几点优势：利率下行时期，国债、企业债等传统固收类资产的收益率显著下降，难以覆盖负债端成本；权益类资产虽然潜在收益较高，但波动性大，与保险资金追求的长期稳健收益目标存在冲突。二者皆存在缺陷；另类资产通过非公开市场交易和长期持有，可降低短期市场波动的影响。其中对基础设施的投资具有稳定现金流与抗通胀两种属性。基础设施项目（如收费公路、可再生能源电站）通常具有20-30年的运营周期，能产生可预测的现金流，与保险资金的长期负债（如寿险保单）完美匹配。部分基础设施项目（如水电、交通）的收入与通胀挂钩，可对冲长期通胀风险；寿险和养老险的负债久期通常长达20-30年，而传统债券久期较短（如10年期国债）。基础设施和私募股权等另类资产的久期更长（可达30年以上），能更好匹配负债端现金流需求；另类资产与传统资产（股、债）的相关性较低，加入组合后可降低整体波动性。例如，基础设施和房地产的收益与经济周期弱相关，能在衰退期提供保护。

图：意大利保险产品类型占比（寿险与非寿险）



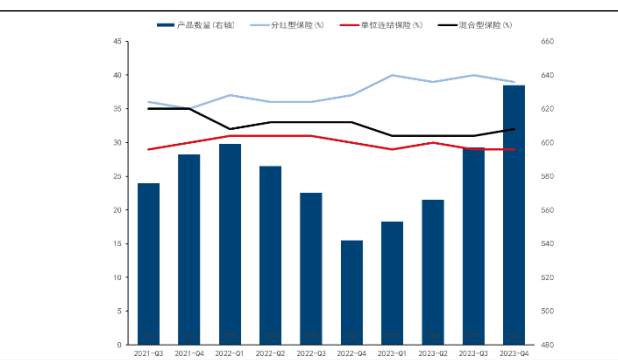
资料来源：ISTAT，国信证券经济研究所整理

图：意大利非寿险各细分产品占比



资料来源：ECB，国信证券经济研究所整理

图：意大利投资型保险产品的发展情况

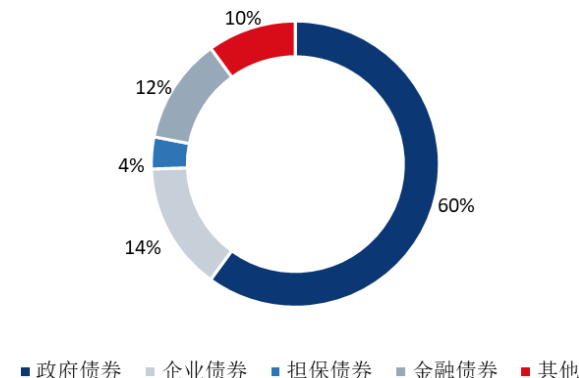


资料来源：ISTAT，国信证券经济研究所整理

意大利忠利集团的资产组合策略

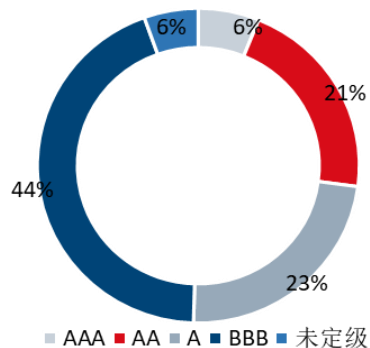
- **增配企业债券，运用信用下沉策略，集中投资BBB级产品。**在固定收益类资产中，忠利保险集团更加关注企业债与政府债，并且对于低评级债券保持较高的持仓比例。在2022年投资的固定收益资产总计为289066亿欧元，其中政府债券与企业债券持仓占比达74%，其中政府债券主要来自于意大利、法国、西班牙，分别占30.9%、17.8%和14.3%。固收类信用评级方面，以企业债券为例，AAA级产品占6%，AA级产品占21%，A级产品占23%，BBB级产品占44%，未定级产品占6%。从整体信用评级角度来看，低利率环境下，忠利集团更偏好低评级产品，自2015年至2022年，其对BBB级评级产品的占比维持在40%至46%之间，在所有评级类别中占比最高。面对低利率市场环境，在合理可控的风险范围内，适度的信用下沉有助于提高忠利集团固收类产品整体盈利水平，获取收益。
- 在维持固收产品占比80%+的基础上，运用**提升权益资产配置策略**。低利率导致固收类资产收益下降，权益资产的长期预期收益率显著高于固收资产，可填补收益缺口。并且低利率常伴随宽松货币政策和经济增长预期，权益市场可能存在结构性机会。从2015年起，忠利集团的权益投资占比由4.9%上升至7.1%，并且呈现稳步的上升趋势。权益投资是投资策略的一个必然组成部分，但这不能改变险资整体“固收+”的投资属性，因为保险投资受到负债的约束。保险公司向客户承诺了一定程度的回报（刚兑属性），权益投资对收益的增厚是建立在完成保证回报的基础之上，而不能危及保证回报。由此忠利集团在维持固收产品占比80%+的基础上，通过逐步适度地提升权益资产配置份额，以弥补固收类资产的收益缺口。
- 运用增加**另类资产配置策略**。忠利集团针对不动产投资的比例自2015年的3.7%上升至2023年的5.8%，借以实现风险分散化；并且投资西班牙太阳能电站，通过长期电力购买协议（PPA）锁定稳定收益，年化回报率达6%-8%。
- 运用**优化产品结构策略**，在欧洲市场推出“保障+储蓄”混合型产品，在亚洲市场主推投连险和健康险。忠利集团提高发展保障型和浮动收益型产品占比，降低寿险配置比例，以实现优化产品结构策略。在欧洲市场推出“保障+储蓄”混合型产品，降低保证收益比例；在亚洲市场主推投连险和健康险，控股的中意财产保险有限公司推出投连险“鸿运连连”等产品，2023年中意人寿投连险规模同比增长25%。

图：忠利集团固收资产内部占比情况



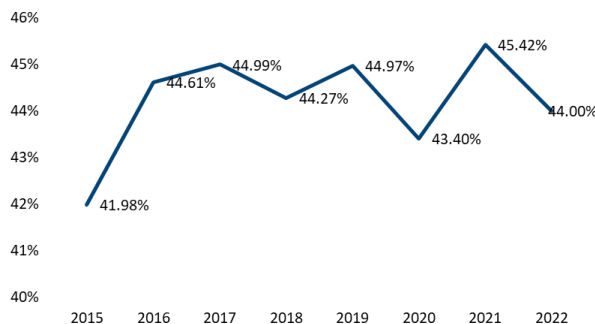
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图：忠利集团固收类评级占比情况



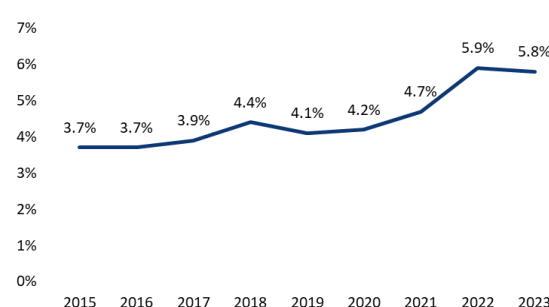
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图：忠利集团BBB级占比情况



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图：忠利集团不动产投资占比情况



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图：忠利集团权益投资占比情况



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

- 意大利人寿保险公司Eurovita在2023年宣布破产，并由政府接管。监管机构IVASS为防止资金外流，暂停了其保单的提前赎回，影响了约35万名客户，涉及总金额约150亿欧元。Eurovita面临巨大的资本缺口，其资本需求估计至少为4亿欧元。尽管英国投资基金Cinven在2022年2月向公司注资1亿欧元，但这远不足以解决问题。Cinven还试图通过回购债券来支持公司，但这些措施仍未能避免破产。Eurovita的破产引发了对欧洲保险业稳定性的担忧，凸显了保险公司在低利率环境下和利率快速上升时面临的巨大风险。这一事件也促使监管机构和市场参与者重新审视保险公司的资产负债管理和风险控制策略。

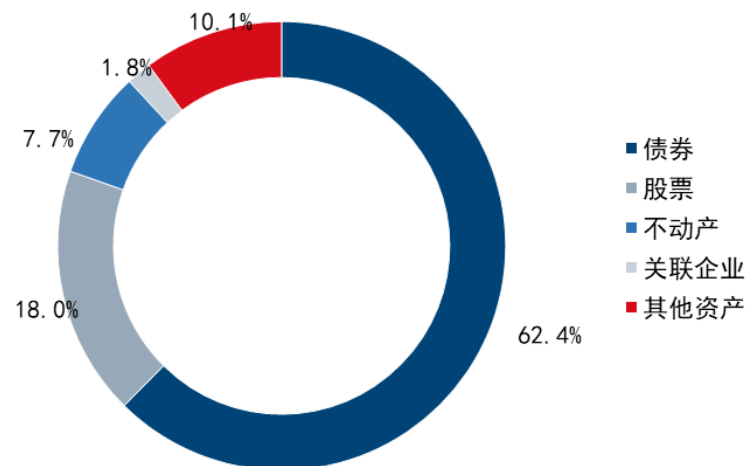
破产原因

- **低利率环境下的资产错配。**首先，过度依赖政府债券。Eurovita资产组合中大量配置法国、德国等主权债券，这些债券在低利率时期票息极低（接近零利率），但被视为“无风险资产”。其次，利率快速上升冲击。2022年起欧洲央行激进加息（基准利率从0%升至3%），导致存量低息债券市价暴跌。
- **会计规则加剧资产负债表恶化。**根据国际会计准则，Eurovita需按市价（Mark-to-Market）列报债券资产价值，利率上升直接导致资产端大幅缩水，负债端（储蓄型保单的刚性兑付）却未同步调整，形成巨额缺口。
- **流动性危机与挤兑风险。**在危机爆发初期，为防止资金外流，Eurovita暂停保单赎回，但此举加剧客户恐慌。
- **行业共性与监管局限。**长期低利率迫使险企追逐收益，大量配置主权债；而监管机构（如Solvency II）对主权债风险权重设定过低，未充分预警利率反转风险，这也是欧洲保险业的普遍问题。

希腊VDV保险公司低利率时期破产

- VDV是一家小型寿险公司，业务主要在德国（65%保单）和希腊（35%保单），总持有约1万件寿险合同。2010年9月，希腊保险监管机构（PISC）对VDV采取停业措施，2011年1月正式进入破产清算。
- 其破产直接原因主要有以下几点：
- **负债超过资产与财务造假。**PISC调查发现，VDV在财务报告中虚假列支了4209万欧元的企业债及股票，并虚构银行担保以掩盖资产负债缺口。监管机构要求公司补足缺口，但管理层未采取有效措施，最终触发破产清算。
- **国债投资风险暴露。**希腊保险业普遍将高比例资产配置于国债（2011年末行业平均债券占比62.4%，部分公司甚至达90%以上）。VDV同样大量持有国债，过度依赖国债投资，而低利率时期的高比例投资在利率上升后导致资产大幅缩水。而后遭遇希腊主权债务危机冲击，2010年希腊政府财政恶化，国债信用评级骤降，价格暴跌，直接冲击保险公司资产端，形成系统性危机。尤其是低利率环境下，保险公司依赖债券投资的利差收益空间被压缩，迫使部分企业转向高风险资产或通过财务造假维持账面平衡。VDV因长期低收益国债投资无法覆盖负债成本，加剧了财务脆弱性。
- **利率政策突变的风险。**为应对债务危机，希腊及欧洲央行上调利率，导致存量债券价格下跌，进一步恶化资产端价值。这一机制与2019年中国人民保险集团董事长缪建民警告的“低利率转向加息周期导致利差损”风险一致。

图：2011年末希腊保险公司资产构成



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

意大利、法国、希腊低利率时期保险业启示

- 意大利保险业及时调整产品结构，增加保障型产品占比。其中，寿险仍占主导地位，占比在70%以上，但非寿险市场正在扩大。细分非寿险产品组成来看，财产保险、健康保险占比增加，汽车保险占比下降，保障型产品增加。此外，保险投资型产品（IBIP）持续增长，受投资者偏好稳定收益的影响，分红型保险产品占比最大，且呈现增加态势。
- 意大利忠利集团同时在资产端和负债端发力，（1）资产端，维持固收产品占比80%+的基础上，适度提升权益资产占比、增加不动产等另类资产配置；并适度进行信用下沉以增厚收益，集中投资BBB级产品。（2）产品端，提高发展保障型和浮动收益型产品占比，降低保证收益比例，优化产品结构以进一步降低新增产品负债压力。
- 为应对负债端压力，德国寿险业调整寿险定价利率，法国寿险定价利率动态调整至1.2%-1.5%，与10年期国债收益率（2.1%）挂钩，并持续下降储蓄型产品占比。
- 法国安盛在低利率周期中，通过拉长久期、信用下沉、另类扩容三大资产策略实现收益韧性，同时以浮动收益产品创新与保障型转型重塑负债结构。具体产品类型来看，安盛加大健康险和投资连结保险的发展力度，并在财险领域逐步拓展到新兴风险领域。
- 就资产配置而言，安盛以固收资产为核心，采用拉长久期、增配公司债、适度信用下沉等策略实现固收资产收益增厚，其中久期超过5年债券的占比明显提升。在权益资产配置方面，受老龄化及新兴科技革命的影响，安盛重视科技和医疗布局。此外，进一步通过区域分散化策略进一步降低风险。
- VDV的破产，给我们带来如下启示：投资结构优化，需分散资产配置，避免过度依赖单一资产（如国债）；加强利率风险管理，建立利率波动对冲机制，如久期匹配或多元化投资组合；强化监管与透明度：加强财务审计与风险预警，防止造假行为。Eurovita的破产，给我们带来如下启示：强化利率敏感性测试，预设极端情景下的压力应对方案；推动产品转型，减少刚性兑付储蓄险，增加浮动收益型及保障型产品。
- 此外，结合欧洲保险公司破产经验来看，保险公司在进行新业务发展时，需要强化承保能力，科技赋能需与实际风险管理结合，避免盲目扩张。

- [01] 低利率环境形成背景及对资产配置的挑战
- [02] 绝对收益资金股债配置分析之一：日韩篇
- [03] 绝对收益资金股债配置分析之二：欧洲篇
- [04] 绝对收益资金股债配置分析之三：北美篇
- [05] 国内低利率环境下投资启示
- [06] 适应低利率：红利替债的可行性探讨

美国低利率时期：利率由快速下行转为低位震荡

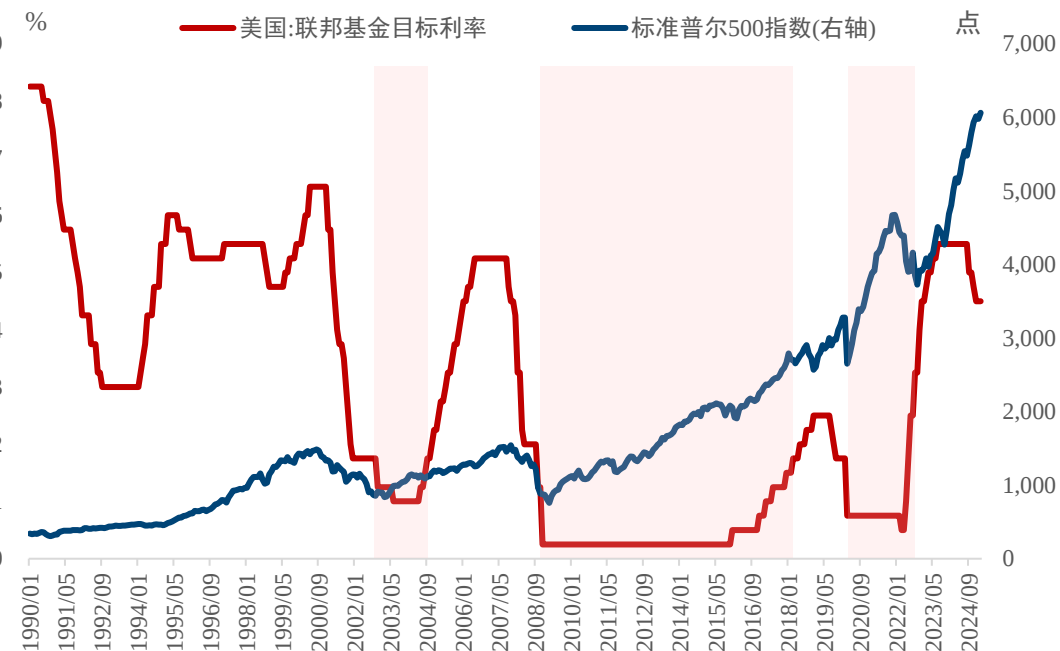
- **阶段一：2008年10月至2008年12月**，利率快速下行期，债市表现最佳，股市受金融危机影响明显下调。期间，债券市场，多数情况长端下行更快，信用利差收窄，国债的配置机会优于信用债。权益市场，防御型板块如公用事业等占优，顺周期板块如金融等受冲击显著，同时，市场中长期主线（如科技股）板块也相对抗跌。
- **阶段二：2009年至2018年3月**，债市进入低位震荡期，美股整体表现较好。一方面，美联储在金融危机后实施了多轮量化宽松政策，向市场注入大量流动性，推动股市上涨；另一方面，美国经济在2010年后逐渐复苏，企业盈利增长，为股市提供了基本面支持。

图：美国政策利率和10年国债收益率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国政策利率和标普500走势

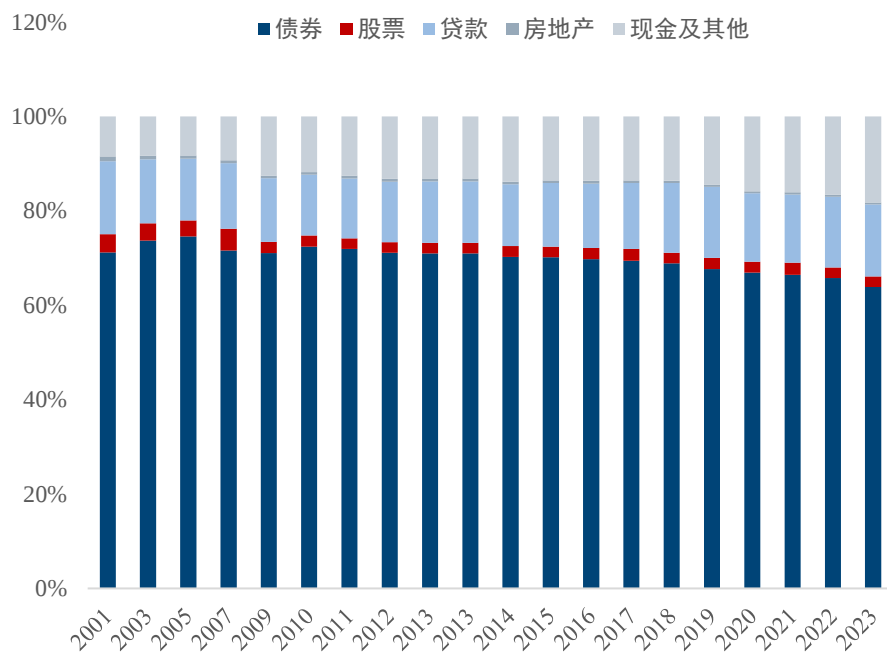


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

美国寿险业：泛固定收益类占比回落，权益类配置比例持续提升

- 一般账户中，债券占比长期保持在70%左右，且债券占比不断下降；独立账户的资产配置中，股票占比基本保持在70%以上，债券的占比则在20%以内，提升权益类资产占比是其增厚收益的有效途径。
- 美国寿险业泛固定收益类占比回落，其中抵押贷款及保单贷款持续下降，权益类资产配置比例持续提升。

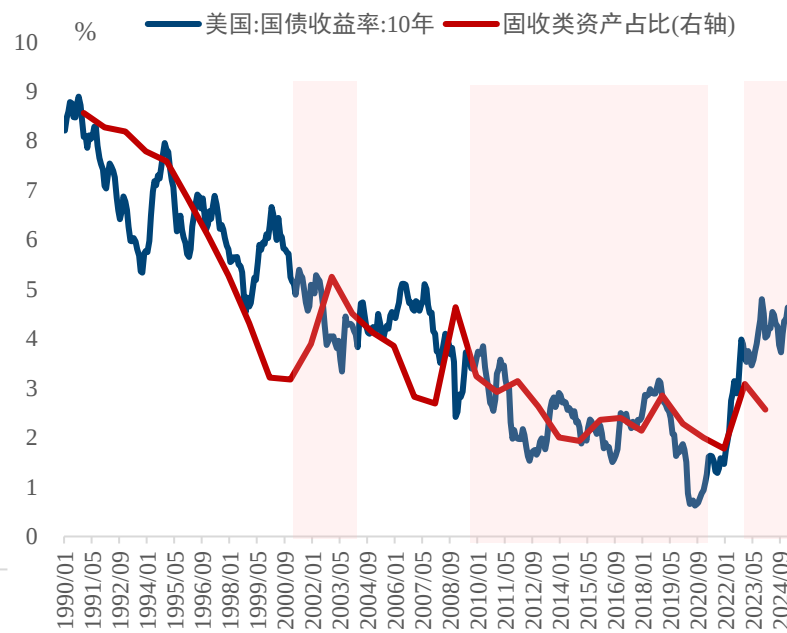
图：美国寿险业一般账户资产组成情况



资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理 注：结合ACLI披露情况，贷款包括抵押贷款和保单质押贷款

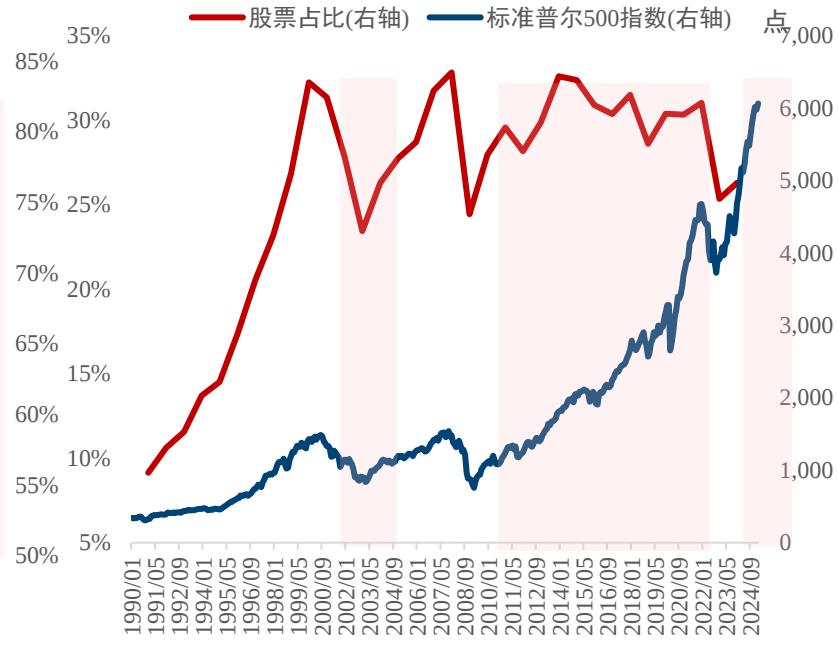
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：美国寿险业固收配置情况和10年国债收益率走势



资料来源：ACLI，Wind，国信证券经济研究所整理 注：结合ACLI披露情况，固收类资产包括债券、抵押贷款和保单质押贷款

图：美国寿险业股票配置情况和标普500走势

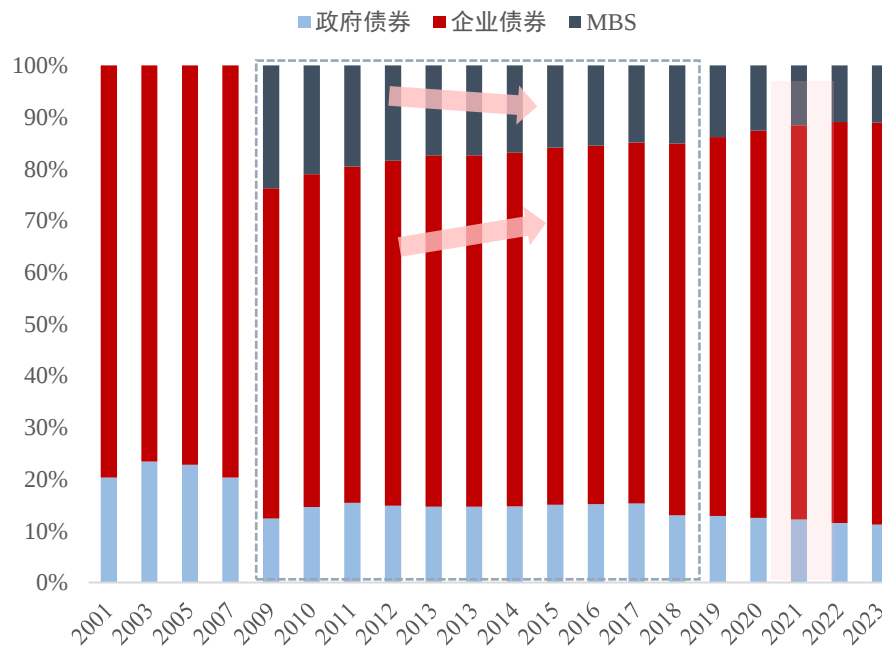


资料来源：ACLI，Wind，国信证券经济研究所整理

美国寿险业：增持企业债、并拉长资产久期

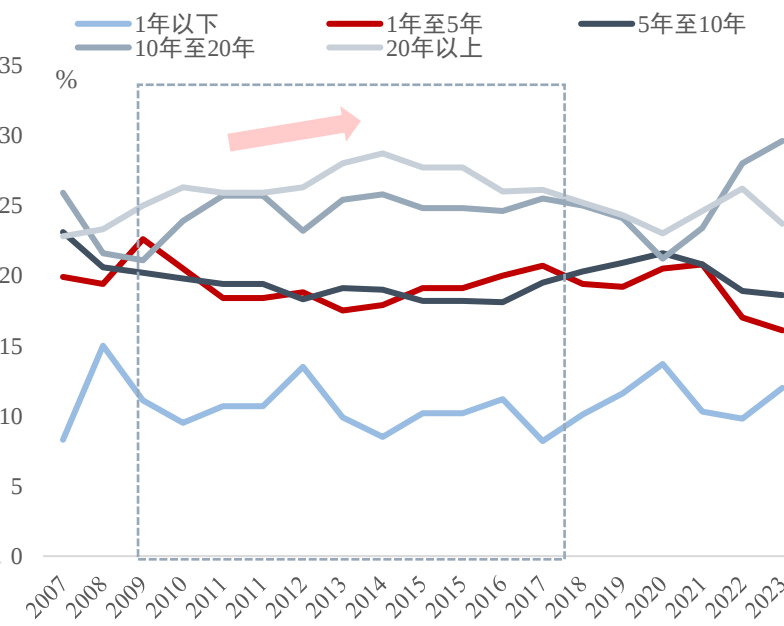
- 美国寿险业资产中企业债占比远高于其他券种，且呈增加态势。企业债占比明显增加，政府债占比相对稳定；受金融危机影响，MBS占比回落幅度较大。
- 美国寿险公司在债券配置上表现出在低利率时期拉长久期的特征，具体表现为剩余期限20年以上的政府债券和5年以上的企业债券占比增加。自2008年起，寿险公司配置债券的平均剩余期限开始上升。到2018年，剩余期限20年以上的政府债券占比从23.3%显著增加至25.2%，而剩余期限5年以上的企业债券占比从58.2%提升至67.3%。

图：美国寿险业一般账户各债券券种占比情况



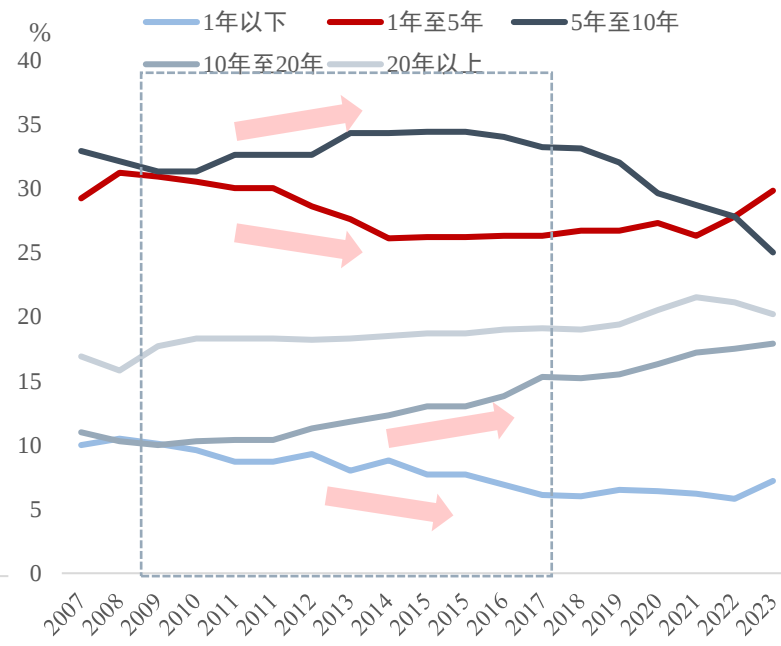
资料来源：ACLI，国信证券经济研究所

图：美国寿险业各期限政府债占比情况



资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理 注：结合ACLI披露情况，固收类资产包括债券、抵押贷款和保单质押贷款

图：美国寿险业各期限企业债占比情况

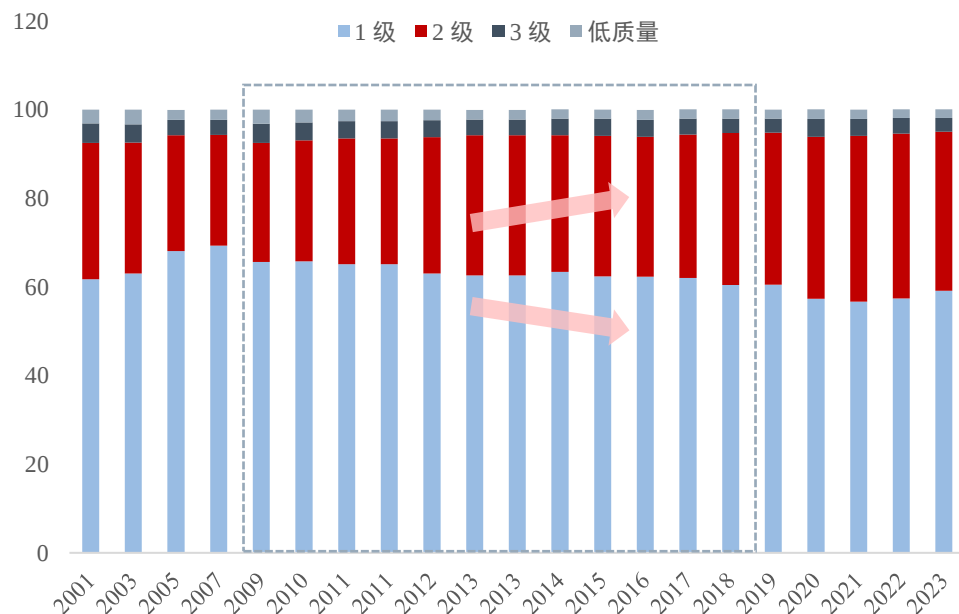


资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理 注：结合ACLI披露情况，贷款包括抵押贷款和保单质押贷款

美国寿险业：适当降低债券评级以获取信用利差收益

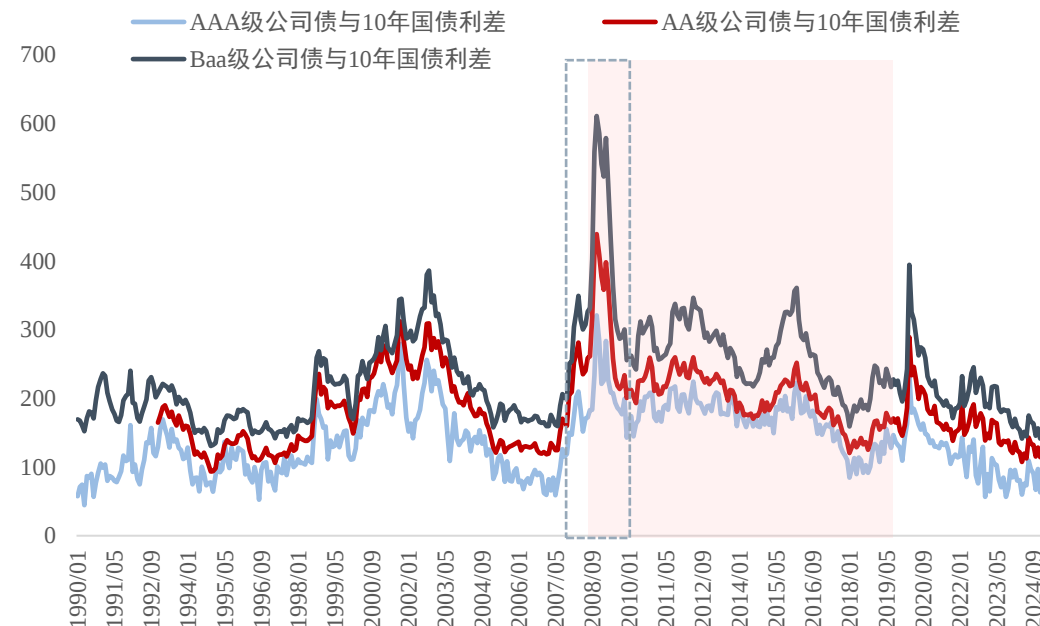
- 美国寿险公司在债券配置上通过适当降低债券评级来获取信用利差收益。美国寿险公司一般账户投资的债券中，2008年之前1级债券占比接近70%，到2018年已下降至60.4%，而2级债券的占比则从25%左右逐步增加至34.3%。
- 从信用溢价的角度来看，保险公司在信用溢价较高时倾向于增加评级为2级的债券配置。在2008—2010年期间，美国高质量市场10年期企业债的信用溢价在2008年和2009年超过了3个百分点，远高于其他年份。信用溢价飙升，2级债券的配置也相应增加。

图：低利率时期美国寿险业债券信用有所下沉



资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理 注：结合ACLI披露情况，评级为4、5、6级的债券归为低质量债券

图：美国各评级企业债信用溢价变动情况

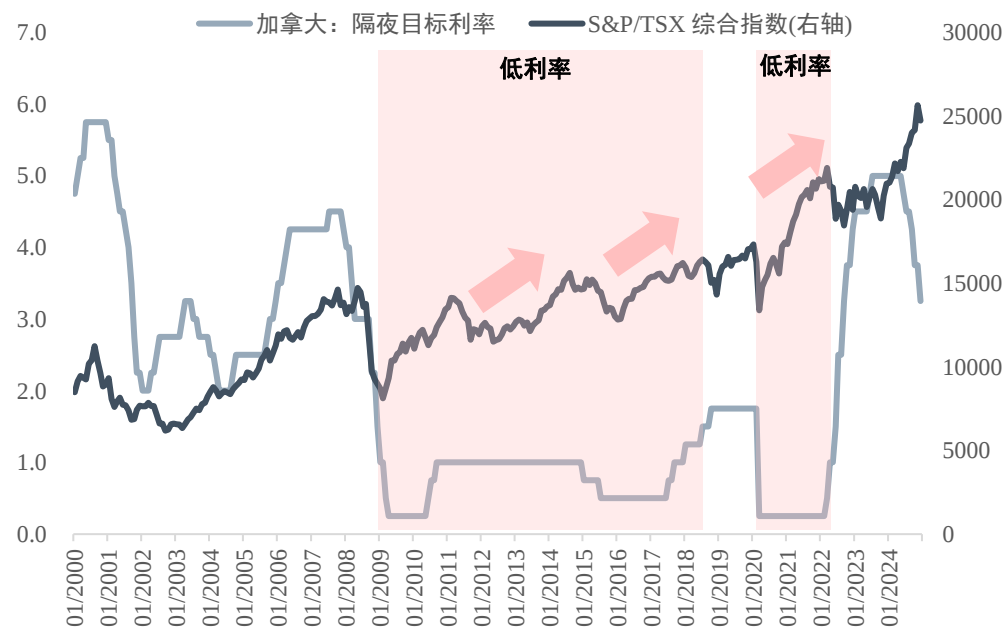


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

加拿大低利率时期：股市整体呈现出上涨趋势

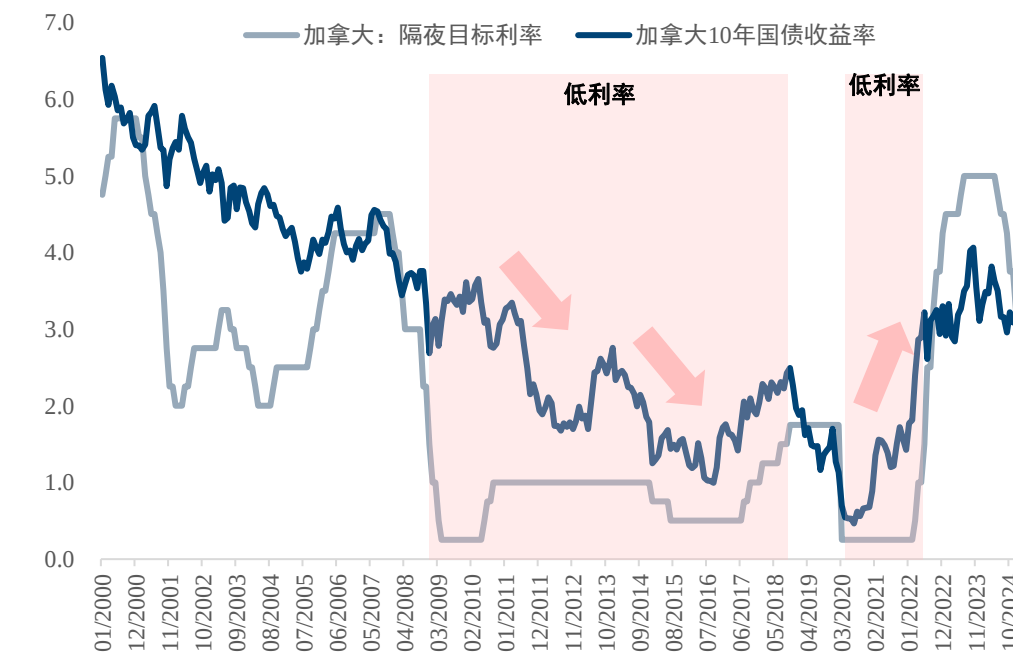
- 加拿大低利率时期可划分为两个阶段：2008年12月至2018年9月，2020年3月至2022年6月。在此期间，股市整体呈现出上涨趋势，而债市的走势则与政策利率的变动基本保持一致，主要受到加息和降息周期的影响。

图：加拿大政策利率与股市走势



资料来源：彭博，CEIC，国信证券经济研究所整理

图：加拿大政策利率与国债收益率走势



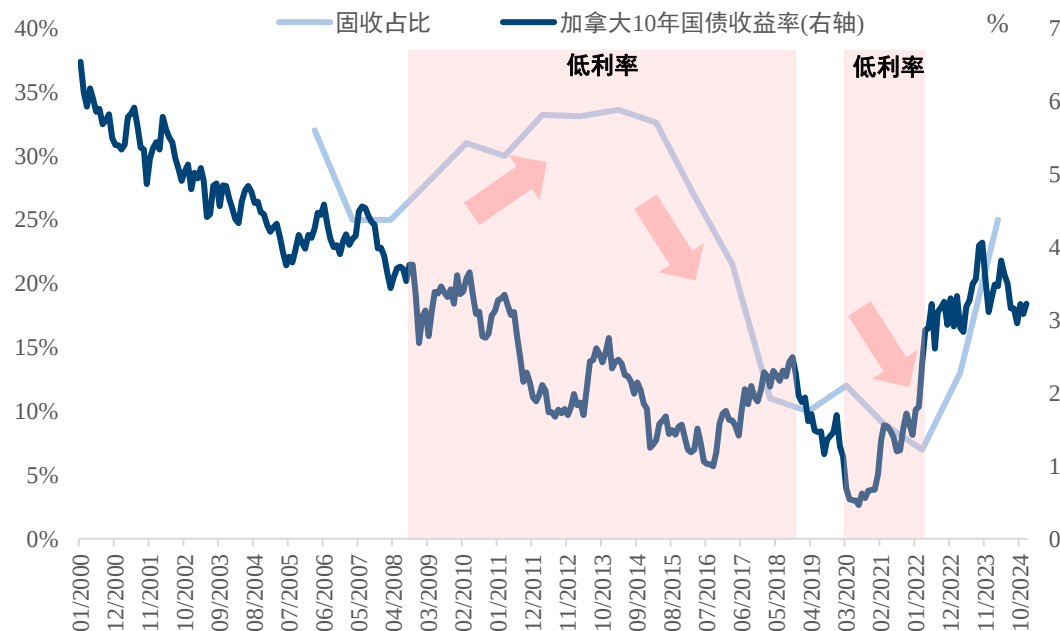
资料来源：彭博，CEIC，国信证券经济研究所整理

加拿大CPP：权益投资为主，股债配置变化分为三个阶段

■ 低利率时期，CPP的股债配置变化大致可以分为三个阶段：

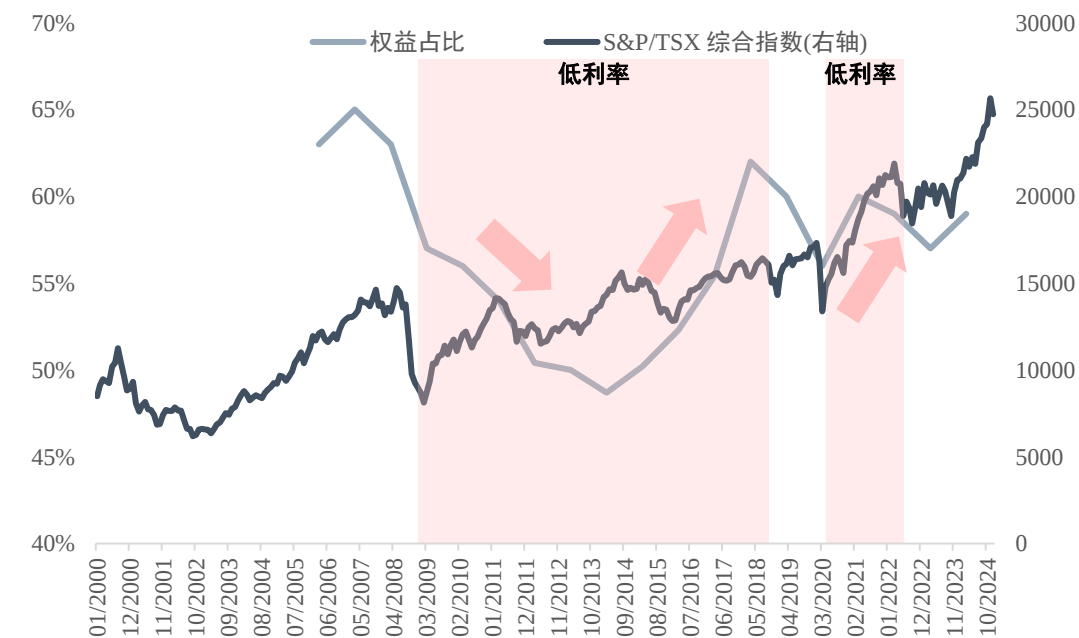
- ✓ **2008-2014年：**金融危机爆发后，CPP减少了权益资产的配置，使其占比逐步下降至50%，而固定收益资产的占比则逐步回升至33%。
- ✓ **2015-2018年：**权益资产占比逐步回升至约60%，主要得益于私募股权投资的增长。与此同时，固定收益资产的占比则回落至11%，其中政府债券的占比下降，而其他债券的占比有所上升。
- ✓ **2020年至今：**股债配置与股票市场和债券市场的走势密切相关，总体上延续了权益配置上升而固定收益配置下降的趋势。

图：CPP固收资产配置与国债收益率走势情况



资料来源：CPP年报，彭博，国信证券经济研究所整理

图：CPP权益资产配置与股市走势情况



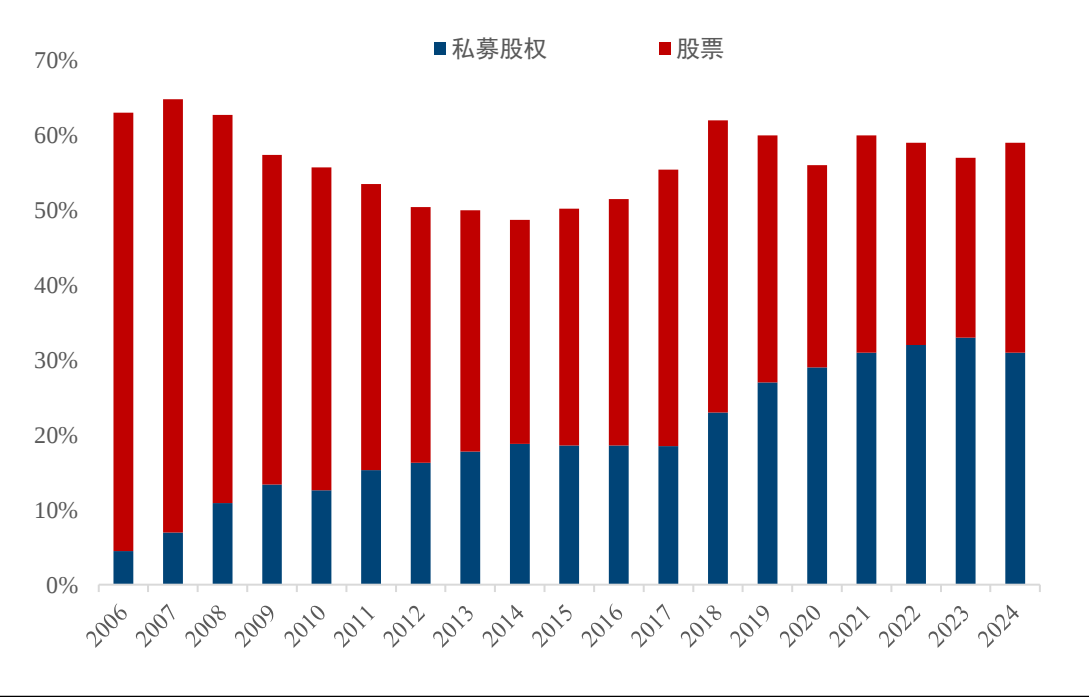
资料来源：CPP年报，彭博，国信证券经济研究所整理

加拿大CPP：私募股权与公开市场股票占比趋于均衡



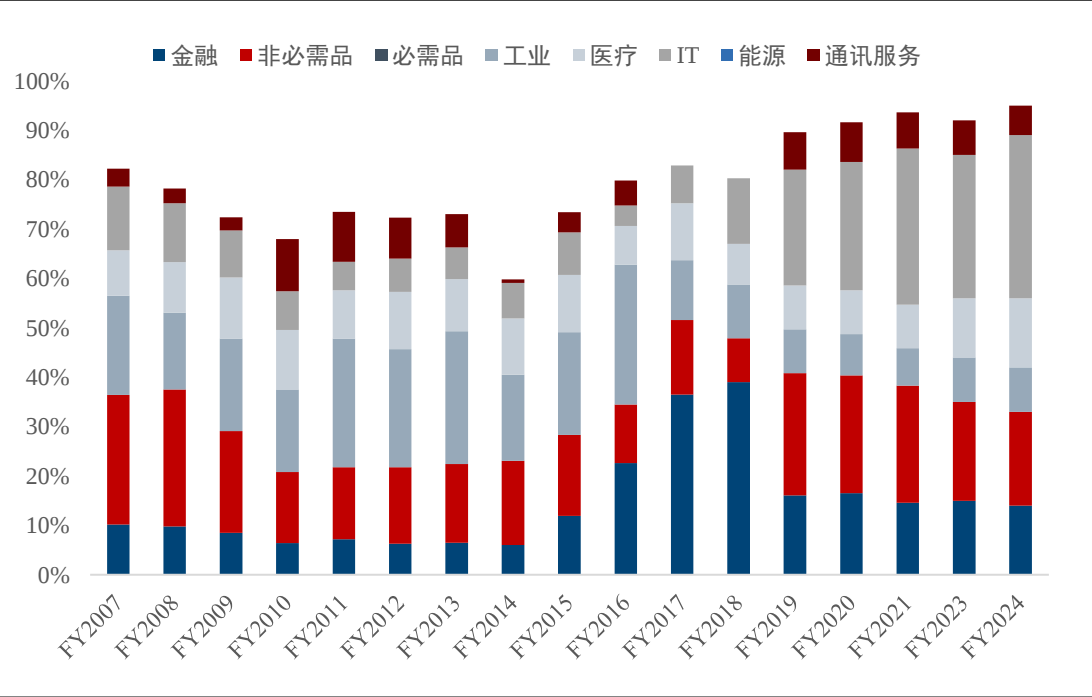
- CPP的权益资产中，私募股权占比上升，近年来私募股权与公开市场股票的占比已趋于相对均衡。2019年以来，私募股权和公开市场股票的占比基本持平。
- CPP的私募股权投资涉及多个行业，其中科技、消费（包括必需品和非必需品）以及金融行业的占比相对较高。
 - （1）多元化分散化原则：私募股权投资涵盖科技、消费（必需品+非必需品）、医疗、金融等多个行业，实现了均衡配置。
 - （2）行业占比趋势：近年来，科技和通讯服务行业的占比显著回升。医疗和非必需品消费行业的占比虽有波动，但在整体投资组合中始终保持一定比重。金融和能源行业的占比波动较大，显示出明显的顺周期特性。

图：CPP权益资产的具体构成



资料来源：CPP年报，国信证券经济研究所整理 注：横轴为加拿大财年

图：CPP私募股权的行业投资结构

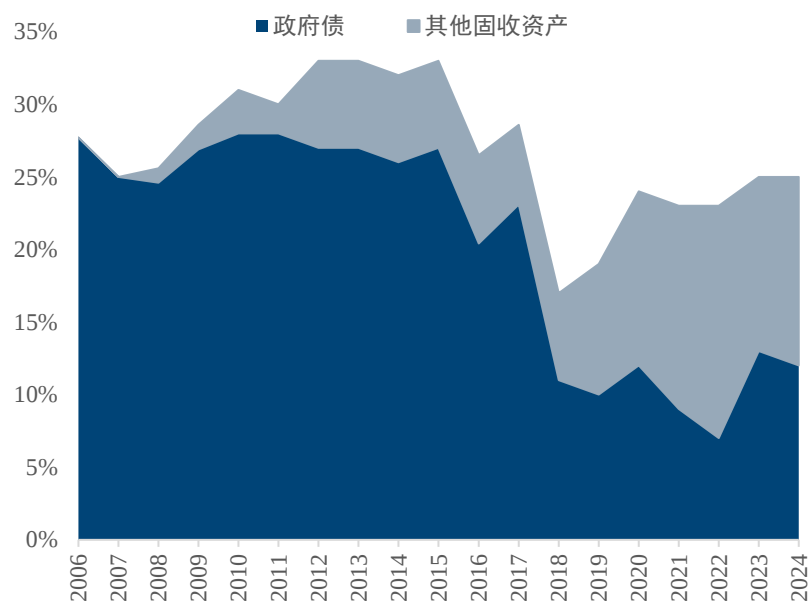


资料来源：CPP年报，国信证券经济研究所整理

加拿大CPP：固收资产偏好金融和房地产领域

- 近年来，CPP的固收资产配置逐渐从政府债转向金融债、企业债等多元化的固收资产。
- 在其他固收资产中，CPP在行业上偏好金融和房地产。从行业分布来看，其他固收资产的行业投向较为稳定，其中金融行业占比约四成，房地产行业占比约一成半，工业行业占比约一成，IT、医疗和消费行业合计占比约两成。

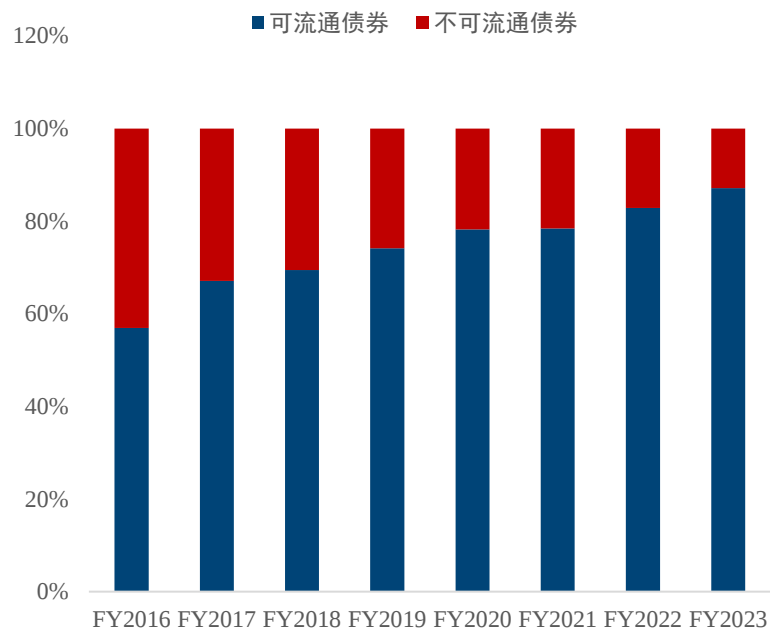
图：CPP固收资产的具体构成



资料来源：CPP年报，国信证券经济研究所整理 注：横轴为加拿大财年

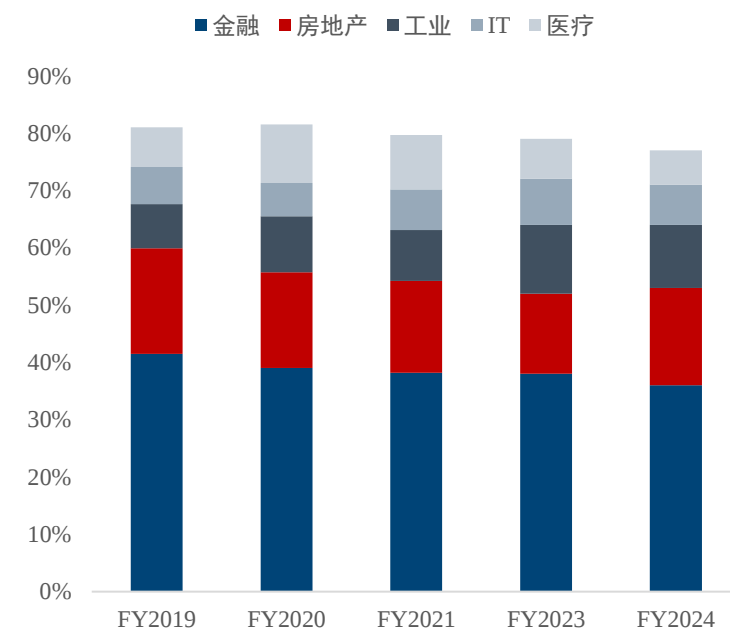
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：CPP可流通政府债的配置明显上升



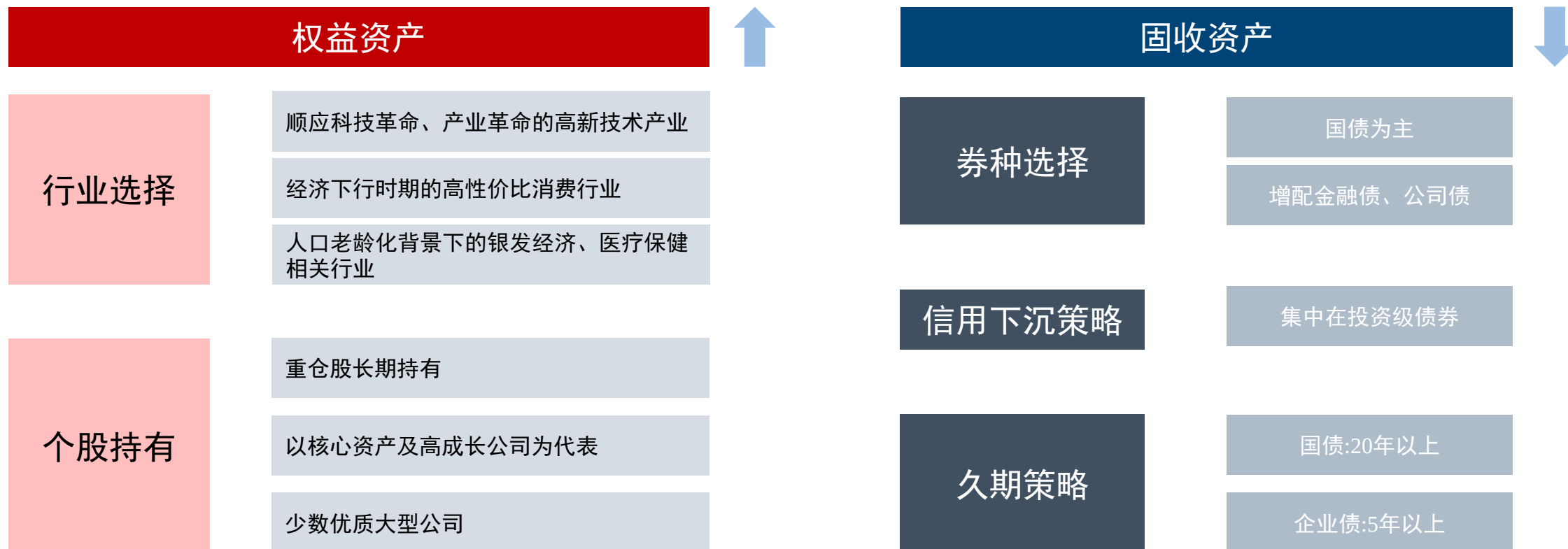
资料来源：CPP年报，国信证券经济研究所整理

图：CPP其他固收资产的行业配置情况



资料来源：CPP年报，国信证券经济研究所整理

- [01] 低利率环境形成背景及对资产配置的挑战
- [02] 绝对收益资金股债配置分析之一：日韩篇
- [03] 绝对收益资金股债配置分析之二：欧洲篇
- [04] 绝对收益资金股债配置分析之三：北美篇
- [05] 国内低利率环境下投资启示
- [06] 适应低利率：红利替债的可行性探讨



私募股权投资?

低利率时期全球养老金股债配置分析

图：加拿大、挪威、日本、韩国、德国公共养老储备基金规模和管理体制

国家		日本	韩国	加拿大	挪威	德国
基金名称		公共养老基金 (GPIF)	国家养老基金 (NPF)	养老金计划储备基金 (CPP)	全球政府养老基金 (GPFG)	BVK养老金计划
建立时间		2006	1998	1997	1990	1995
基金类型		SSRF	SSRF	SSRF	SPRF	SSRF
规模	金额（美元）	16253亿	8023亿	4690亿	15575亿	1205亿
行政管理	主管部门	厚生劳动省	卫生福利部（MOHW）	退休金计划(CPP)	财政部	
	职责	指导基金的投资目标和中长期规划，并对行政办公室的业务执行情况进行监督。	内设NPF管理委员会和专家评估委员会，管理委员会讨论基金发展指南，审议和制定基金发展计划和具体经营措施。	负责养老金计划的设计、融资政策和行政管理，对加拿大联邦及省政府负责	制定GPFG的制定关键性限制，包括基准的投资组合、基准投资回报率和风险上限，并报挪威议会申请批准	
管理实体	名称	年金基金管理运用独立行政法人（GPIF）	国民年金管理公团(NPS)	CPP投资委员会(CPPIB)	挪威（中央）银行	德国巴伐利亚供应商会（BVK）
	任命	理事长由厚生劳动大臣直接任命	主席由卫生福利部委任，并报请总统批核	联邦财政部长与各省财政部长协商后，在提名委员会的协助下任命董事会成员。提名委员会主席由联邦任命，各省任命一名代表	按照挪威银行的规则由银行董事会聘任	德国BVK是公共法律下的自我管理组织
	职责	内设资产运用委员会、监察委员会和行政办公室，资产运用委员会负责制订政府养老金投资基金的中期计划，并对行政办公室运行的业务执行情况进行监督	内设基金管理中心(NPSIM)专门负责战略资产配置、投资、市场监测及投资组合管理，另设有国民年金研究所、风险管理委员会、审计办公室、合规专员	只负责对CPP转移给它的基金进行投资管理——CPPIB董事会批准投资政策，与管理层一起确定组织的战略方向，并做出关键的运营决策	挪威银行董事会将该基金的业务管理委托给下属投资管理部门(NBIM)，NBIM依据基准投资政策灵活地选择投资对象	

资料来源：刘文等（2020）.《国际视角的公共养老储备基金资本化运作及投资业绩研究》，各国公共养老储备基金管理机构网站，国信证券经济研究所整理 注：由于各国的财政年度划分不同，规模数据截止到各国最新年报期末，韩国、挪威、德国是2023-12-31，加拿大、日本是2024-03-31

各国养老金股债配置的同与不同



图：各国养老金股债配置的同与不同

公共养老金		日本GPIF	韩国NPF	德国BVK养老金计划	挪威GPFG	加拿大CPP
低利率时期		•低利率时期（1991-1998） •零利率时期（1999-2016） •负利率时期（2016-2024.02）	低利率时期（2015年6月-2022年4月）	•低利率时期（2009年2月-2016年2月） •零利率时期，存款便利利率实现“负利率”（2016年3月-2022年6月） •加息初期的低利率环境（2022年7月-2022年10月）		低利率时期（2008年12月-2018年9月，2020年3月-2022年6月）
主动/被动投资占比		•被动投资为主 •主动投资比重17.12%，被动投资比重82.31%	•主动投资占比较大 •国内股权主动投资比重70%，海外股权主动投资比重53%			•主动投资为主 •主动投资比重60%，被动投资比重40%
股债大类	股债配置比重	国内固收比重26.95%；国内权益比重24.33%	国内固收比重29.3%；国内权益比重12.7%	•权益投资为主 •权益比重75.88%；固收比重17.16%	•权益投资为主 •权益比重70.8%；固收比重28.6%	•权益投资为主 •权益比重59%；固收比重25%
	股债配置趋势	国内债券比例降低，权益类资产占比提升，股债逐渐均衡	•权益投资比重增加，国内权益的占比始终高于15% •国内固收资产占主要地位，但占比持续下滑 •权益资产配置与股市走势呈现出高度的同步性，而固定收益资产的占比则持续下滑。	•零利率时期：BVK更加注重股票投资 •加息周期：适时调整投资组合，增配固收资产	•权益资产占比明显提高，低利率时期维持在60%以上，固收资产配置下降 •权益配置与股市走势一致 •零利率时期更侧重于权益资产的配置，且提升幅度更大	•2008-2014年：减少了权益资产配置，提升固定收益资产占比 •2015-2018年：权益资产占比回升，固定收益资产占比回落 •2020年至今：延续了权益配置上升而固定收益配置下降的趋势
权益资产	行业配置情况		增配科技行业，消费、金融、工业等领域占比保持相对稳定	科技、消费、工业、金融行业的占比相对较高，科技产业呈现增配态势	行业配置较为分散，科技、工业、金融占比较大，科技、消费占比上升，而能源、原材料占比下降	私募股权占比上升，私募股权与公开市场股票占比趋于相对均衡 私募股权投资涉及多个行业，其中IT消费（包括必需品和非必需品）以及金融行业的占比相对较高
	重仓券情况		倾向于投资具有较强竞争力和稳定收益的大型企业 重仓股选择较为稳定，多长期持有		重仓股选择较为稳定，多长期持有 重仓股排名变化一定程度反映了经济发展驱动力的结构变化	
固收资产	债券品类配置情况		市政债券的投资占比持续攀升，而国债、公司债等资产的配置比重则逐步缩减		固收资产以政府债券为主，公司债占比呈现扩张趋势	从政府债向金融债、企业债等多元化类型转移 可流通政府债的配置明显上升，其他固收资产的行业上偏好金融和房地产

资料来源：刘文等（2020）.《国际视角的公共养老储备基金资本化运作及投资业绩研究》，各国公共养老储备基金管理机构网站，国信证券经济研究所整理 注：由于各国的财政年度划分不同，规模数据截止到各国最新年报期末，韩国、挪威、德国是2023-12-31，加拿大、日本是2024-03-31

低利率时期全球寿险增厚资产端收益方式分析



图：低利率时期全球寿险增厚资产端收益方式分析

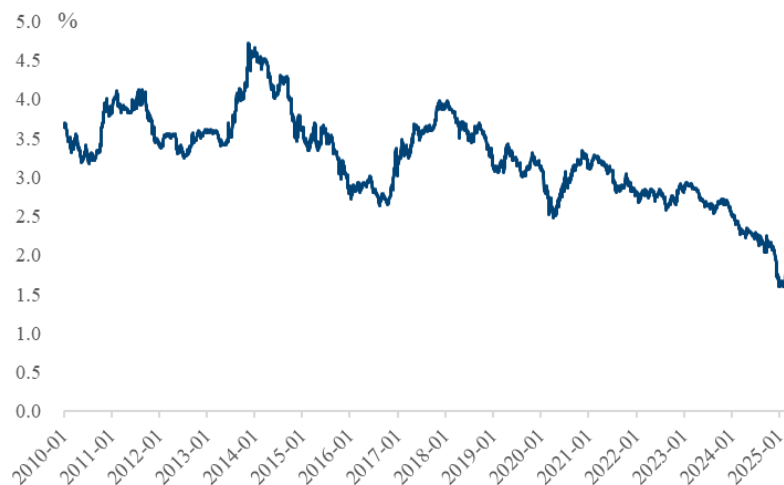
资产配置方式	具体体现
资产配置保守，固收类资产占比比较高	(1) 德国寿险资产配置中，固收类资产占比长期保持在80%以上，受德国债券市场情况和监管政策影响，固收类资产中贷款占比远高于其他国家，2021年占比达28.9%。 (2) 日本寿险业资产配置的風格在2000年前后发生较大变化，由主要持权益类资产转为固收类资产为主，低风险的债权类资产比重由80年代的不到20%提升至目前的47.2%。 (3) 美国寿险业一般账户中，债券占比长期保持在70%左右。
权益资产占比逐渐上升，固收资产配置总体呈现下降态势	(1) 伴随着德国股市长期向好，德国寿险业加强主动管理，适度增配权益类资产，权益类资产占比自2012年的5.6%提升至2021年的14%。尤其是进入零利率时期，德国寿险业权益资产占比明显提升。 (2) 受益于股市回暖，权益资产投资收益率相对较高，2012年之后，日本寿险业权益资产的比重逐步上升。 (3) 美国寿险业泛固定收益类占比在回落，权益类资产配置比例持续提升，一般账户债券占比从2010年的72.4%左右逐渐降低至2023年的63.8%。
加大公司债等的投资比重	(1) 德国安联集团固收类资产中公司债占比较高，由2010年的17%上升至2023年的36%。 (2) 2016年，在进入“负利率”环境后，日本寿险资金适度增持企业债，通过赚取信用风险溢价来提升组合收益。 (3) 美国寿险业资产中企业债占比远高于其他券种，配置比例接近50%。
适当降低债券评级来获取信用利差收益	(1) 低利率时期，德国安联信用下沉的深度和广度均有所扩大，其信用下沉主要集中在AA至BBB级中。 (2) 自2008年以来，美国寿险公司逐步增加评级为2级的债券配置，占比则从25%左右逐步增加至34.3%，尤其是在信用溢价较高时。
持续拉长资产久期以缩小错配缺口，并锁定长期收益	(1) 德国政府债占比总体呈上升态势，尤其是进入零利率时期。 (2) 日本寿险行业主要债券投资组合由国债构成，且国债投资比例已提升至40%至50%的区间。 (3) 低利率时期，美国寿险业剩余期限20年以上的政府债券和5年以上的企业债券占比增加。

资料来源：刘文等（2020）.《国际视角的公共养老储备基金资本化运作及投资业绩研究》，各国公共养老储备基金管理机构网站，国信证券经济研究所整理 注：由于各国的财政年度划分不同，规模数据截止到各国最新年报期末，韩国、挪威、德国是2023-12-31，加拿大、日本是2024-03-31

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

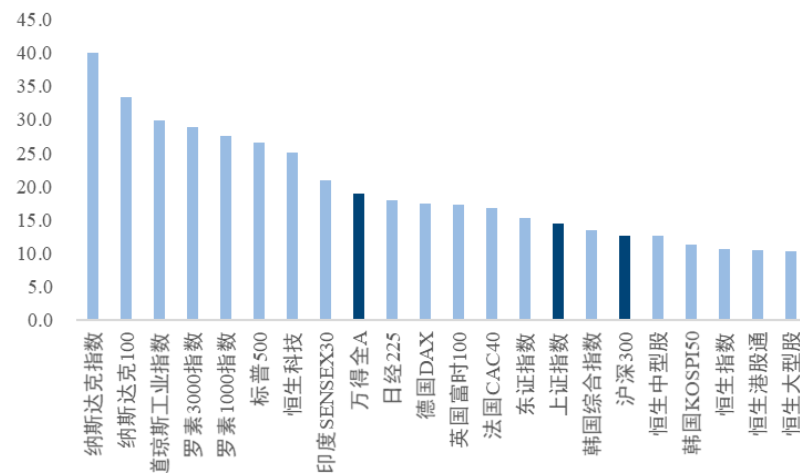
- 就短期内利率走势而言，尽管长期利率下行趋势仍在，考虑到当前10年期国债收益率已低于1.7%，一定程度上已经透支长期逻辑和降息预期，不宜再简单用长期叙事来判断短期市场走势，10年期国债收益率向下空间不足、波动增大，有可能转入了震荡格局。从两年以上的周期视角审视，需要关注AI科技革命的深远影响。比如AI创造新的就业机会、可能会替代大量就业。财富向科技巨头汇集下，总需求不足影响需要提防。这一背景下，长期利率上行空间也会有限，甚至有继续下行空间。
- 债券市场方面，由于2025年货币政策将进一步宽松，预计债券收益率将处于历史相对低位，甚至短期内继续下探。在国内经济从有效需求不足到供需再平衡的中长期背景下，债券收益率曲线年内可能呈现更加陡峭的走势，但如果供需再平衡速度加快、物价出现有效回升，10年期国债收益率也可能会重新回到2%以上，进而与当前5%的GDP增速更加匹配。
- 股票市场方面，由于市场情绪领先经济趋势，叠加无风险收益率较低而整体估值不高，以及政策对市场的大力呵护等因素，2025年A股和港股市场预计还有进一步上升的空间。

图：2024年四季度以来10年期国债收益率跌破2%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所测算

图：全球主要股票市场指数估值情况

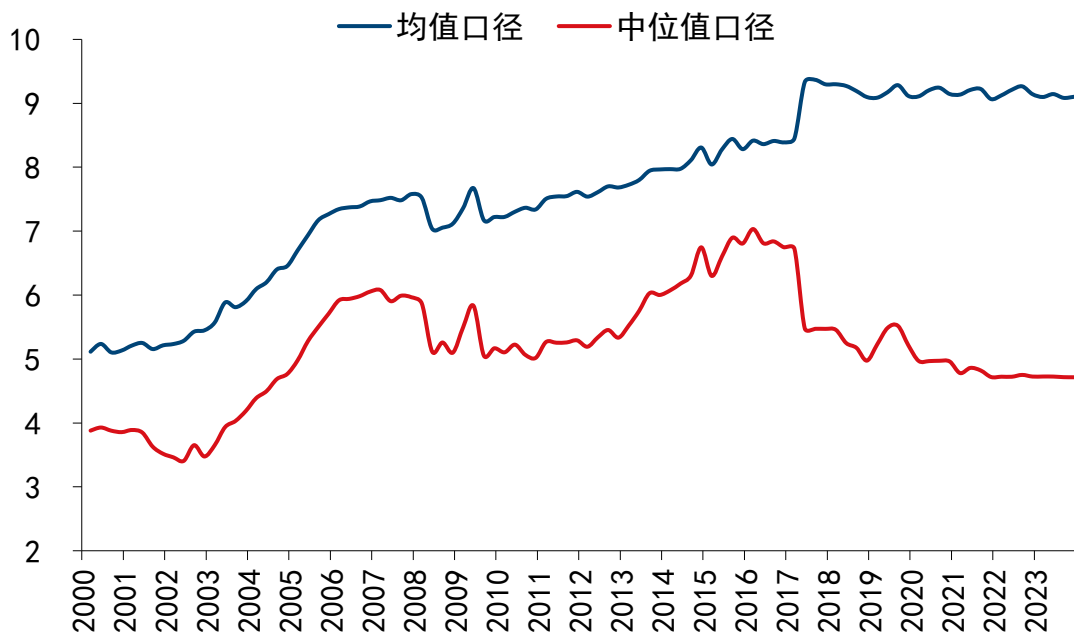


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从日本低利率时期看存量债券久期拉长

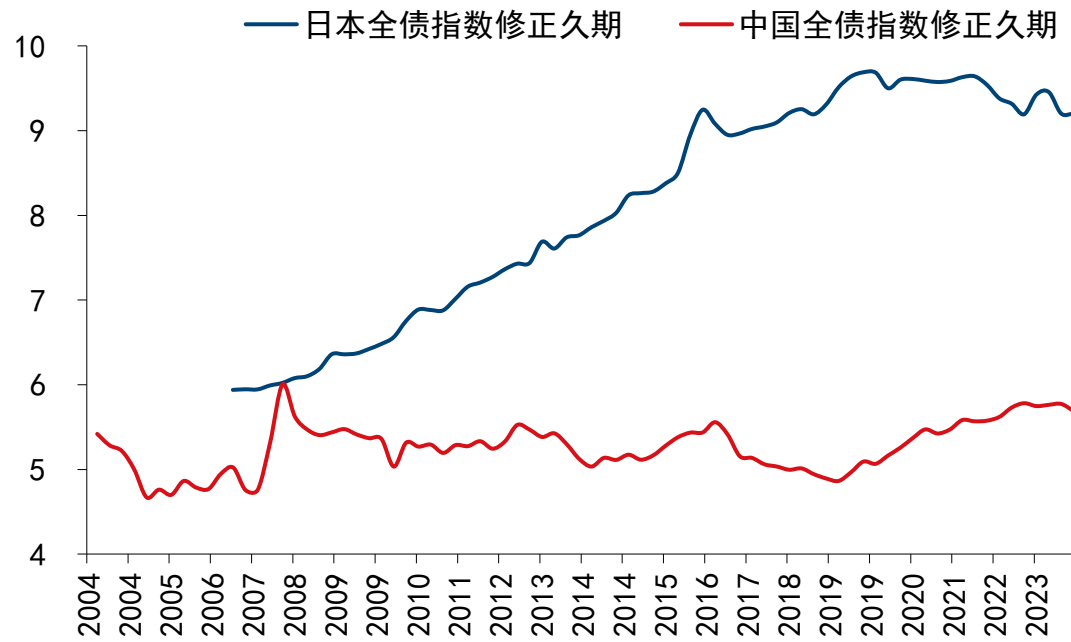
- 无论是从发行还是配置上看，日本存量债券和公募配置债券的久期都有拉长。
- 均值口径下，日本存量国债久期从2000年的五年一路上升至9-10年，相比之下国内债券久期一直在5年附近；中位值口径下日本存量国债的久期从4年上升至2016年峰值的7年附近，近些年来由于利率中枢略有走高，久期回落至5年附近。
- 从债券型公募配置的期限结构来看，长期国债占比从2013年的5%一路上升至20%附近。

图：日本存量债券久期变化（年）



资料来源：日本投资信托，国信证券经济研究所整理

图：日本债券指数和中国债券指数久期（年）对比

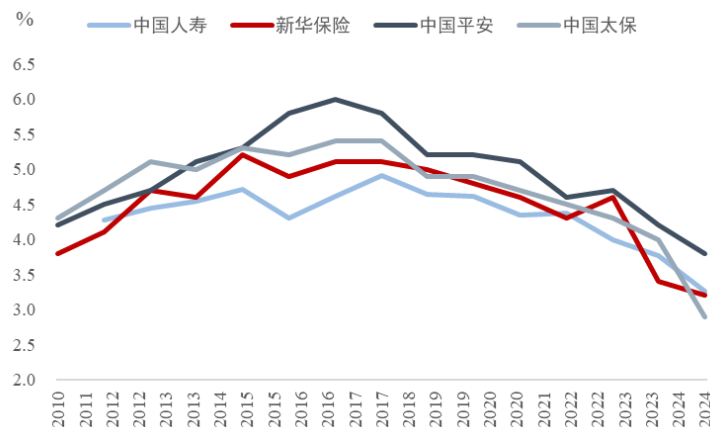


资料来源：日本投资信托，国信证券经济研究所整理

我国保险业特征

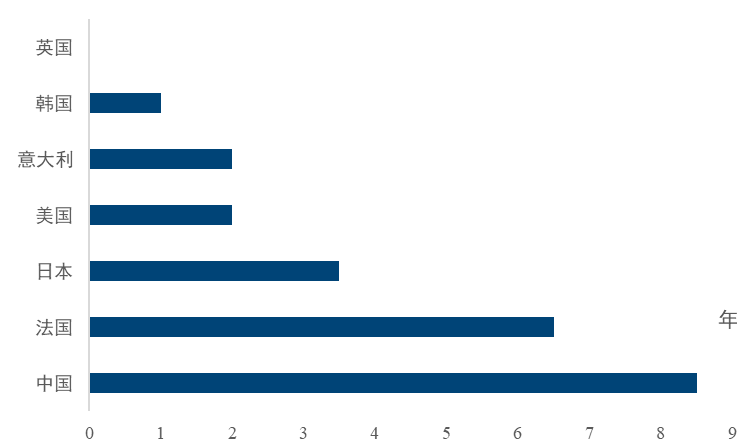
- 净投资收益是险资投资表现的核心和压舱石。从当前险资投资收益率水平的变化情况也可以看到，近年来随着长端利率的持续下行，上市险企的净投资收益率普遍承压。由于行业性数据缺失，以中国平安、中国太保、中国人寿和新华保险四家上市险企为代表进行分析，可以看到2017年以来险资的投资收益率呈现下降态势，2024年三季度中国太保净投资收益率仅为2.9%。利息收入对净投资收益的贡献最大，长端利率的持续下行导致上市险企的净投资收益率持续承压。
- 除了新单带来的保费会面临较大配置压力外，由于我国人身险行业资产端久期普遍短于负债端久期，存量保单对应投资到期后会面临再投资的问题，久期缺口较大也是面临的重要问题。截至2023年，根据第十四届中国金融发展论坛：中国传统险平均资产久期约7年、负债久期约16年，久期缺口约9年，存在较高的利率风险敞口。久期缺口的存在使得保险负债在低利率下的价值增长快于保险资产的价值增长，保险机构面临的利率风险敞口加大。此外，资产负债久期错配导致资产端投资收益下降速度快于负债端成本变化，叠加当前我国长久期优质资产仍较为稀缺，保险公司面临一定再投资风险和潜在利差损风险。
- 较大的久期缺口和我国固收类可供投资的中长期资产有限的国情有关。目前我国固收类可供投资的中长期资产十分有限，截至2022年，10 年以上债券余额占比不足10%，中短期债券为主的固收类配置未能起到较好的期限匹配作用，在利率下行周期中“长钱短配”结构将使保险公司面临更高的再投资风险。

图：上市险企年化净投资收益率变化情况



资料来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华公司公告，国信证券经济研究所整理

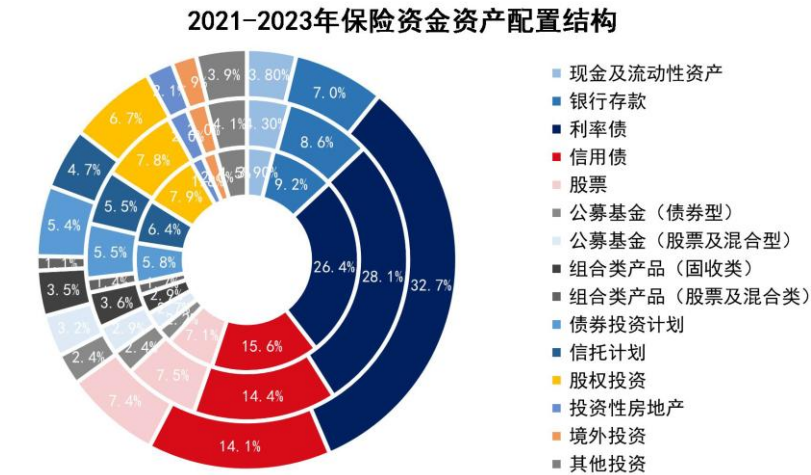
图：我国寿险行业久期错配缺口较高



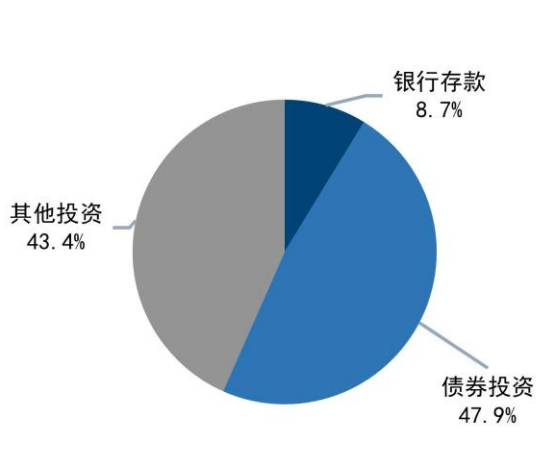
资料来源：IMF，国信证券经济研究所整理

- 我国保险业以固定收益率产品为主要配置资产。根据金融监督管理总局数据，截至2024年底，保险公司资金运用余额共计332,580亿，其中银行存款投资29,081亿，占比8.7%，债券投资159,242亿，占比47.9%，其他投资144,256亿，占比43.4%。与美国、日本大类资产配置结构相似，我国保险业资产配置也以固收类资产为主。目前我国保险资金运用分布中债券和银行存款的投资占比超过50%，且趋势上呈现上升态势。其中，债券投资比例继续提升，我们认为保持较高比例的固收类资产有利于拉长资产久期，对负债长久期资金的适度匹配可有效降低流动性风险；银行存款比例较5年前下降约5.1pct，银行存款比例的下降可提升资金的运用效率。股票和证券投资基金占比相对比较稳定，基本维持在10%-15%的区间，参考保险业协会统计口径，2021-2023年保险配置的权益类资产（股权投资+股票投资）占比相对稳定，约为15%左右；其他类投资比例近年来有所下降，可能系非标资产、不动产的投资收益率近年来有所下滑。
- 此外，从历史经验来看，保险机构权益投资意愿与股债性价比较为相关。因保险公司风险偏好相对较低，当权益市场位于低位时，即股债性价比较高时，保险公司加仓意愿较强。

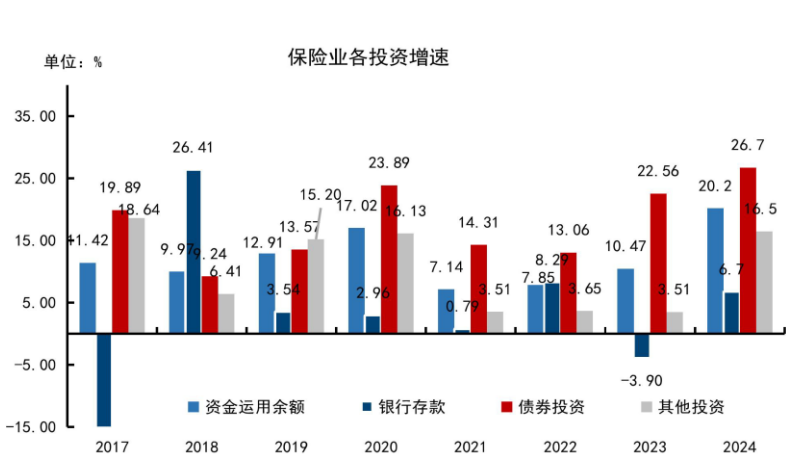
图：保险机构资产配置结构（单位：%）



图：2024年末保险业资金配置比例



图：保险业各类投资增速



资料来源：保险业协会，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所测算

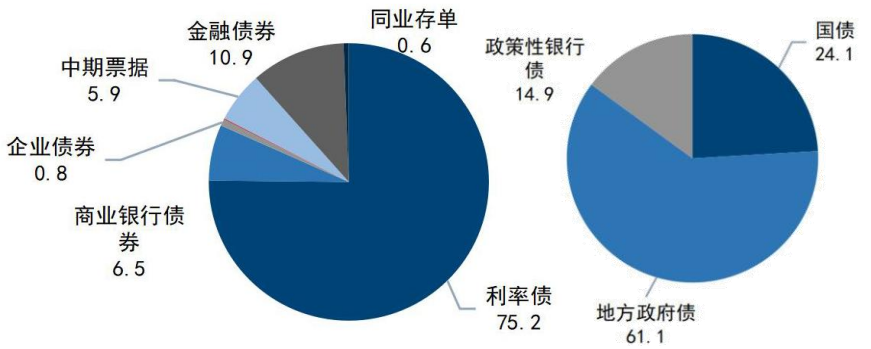
资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所测算

保险机构债券投资特点



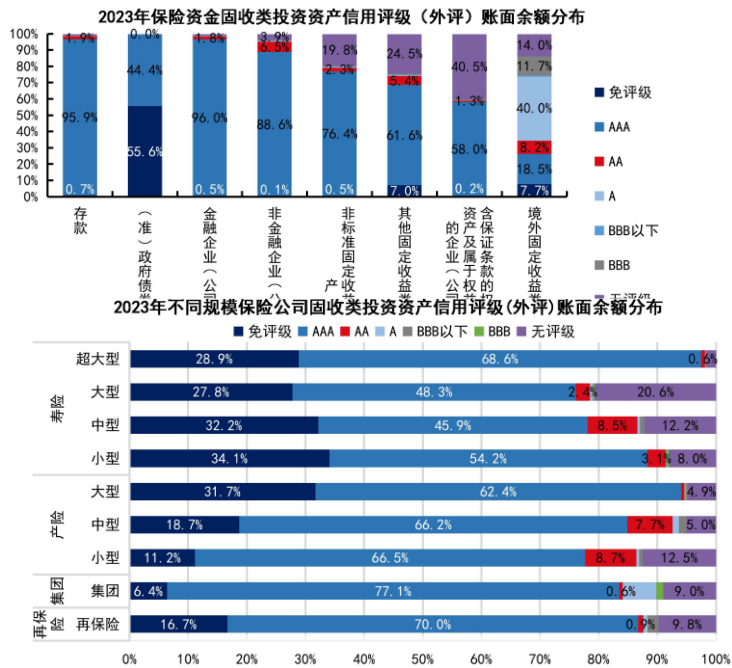
- **债券投资比例相较海外偏低**，近年来持续提升。以2022年资产配置中债券占比情况为例，我国达到45.4%，低于美国65.7%和日本（不包含国外债券资产）48.6%的占比，但近年来差距不断减小。债券作为固定收益资产中的标准化资产，在海外投资尚未打开局面的前提下，其配置比例与本国债券市场整体发达程度直接相关。
- **从券种分布上看**，险资重点投向**利率债**，尤其是地方政府债。保险机构在进行资产配置时需要考虑资产和负债在久期、规模和流动性的匹配，因而，期限更长、更易拿量、流动性风险更低的利率债更契合其配置诉求。利率债不仅是保险配置力度最大的债券资产，并且其托管规模呈现逐步攀升的趋势，从中债登和上清所投资者托管数据来看，按债券托管口径来看，2024年12月，保险机构利率债投资占比75.2%；而信用债的托管规模则长期稳定在7,500亿元以下。在具体券种的选择上，保险资金对地方政府债的持有规模最大，占全部利率债的比重达61.1%；国债、政策性银行债次之，比例分别为24.1%/14.9%。
- **从信用等级上看**，大多投向**AAA级信用债**，风险控制严格。我国监管对险资投资债券信用等级限制要求近年来有所放宽，截至目前，保险公司上季末综合偿付能力充足率为200%（含）以上且具备信用风险管理能力的，取消对所投资非金融企业债券的外部信用评级要求；保险公司上季末综合偿付能力充足率为120%（含）以上且具备信用风险管理能力的，投资的非金融企业债券的主体和债项，应具有国内信评机构评定的BBB级（含）或相当于BBB级以上的信用级别；对于不满足前述条件或监管规定的其他情形时，投资的非金融企业债券应为AA级（含）或相当于AA级以上的信用级别。从保险业协会统计口径来看，保险公司固收类资产整体评级较高。从2023年末保险公司固定收益类投资资产信用评级(外部评级)账面余额分布来看，AAA级资产、免评级资产分别占比63.59%和28.49%，二者合计占比92%。此外，超大型机构资产信用评级相对最高。从AAA级资产、免评级资产分布情况来看，超大型寿险资产这两类资产合计占比相对最高，高达97%的水平。可以看出，各险企对债券信用要求较为严格，风险偏好稳健，不靠信用下沉博收益。
- **从期限结构上看**，持续增配**中长期债券**，但与负债仍存在较大久期敞口。IMF发布的《Global Financial Stability Report》中提到久期缺口：中国（8.5年）>法国（6.5年）>日本（3.5年）>美国（2.0年）~意大利（2.0年）>韩国（1.0年）>英国（0年）。我国寿险行业缺口较海外其他国家更大，受十年国债收益率快速下行带来的影响或将更大。截至2023年，根据第十四届中国金融发展论坛：中国传统险平均资产久期约7年、负债久期约16年，久期缺口约9年，存在较高的利率风险敞口。面对利率下行的大趋势，为了降低利率和再配置风险，各险企正逐步加大长久期资产的配置力度。从债权资产配置来看，2018-2022年中国平安和中国太保均不断提升5年期以上债权资产的投资，进而提升资产久期。2022年中国平安和中国太保5年以上债权投资比例分别达69.8%和85.8%，但与负债久期仍存在较大风险敞口。

图：保险机构各类债券投资、品种占比（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据为截至2024年12月

图：保险公司固收资产信用评级结构、余额分布

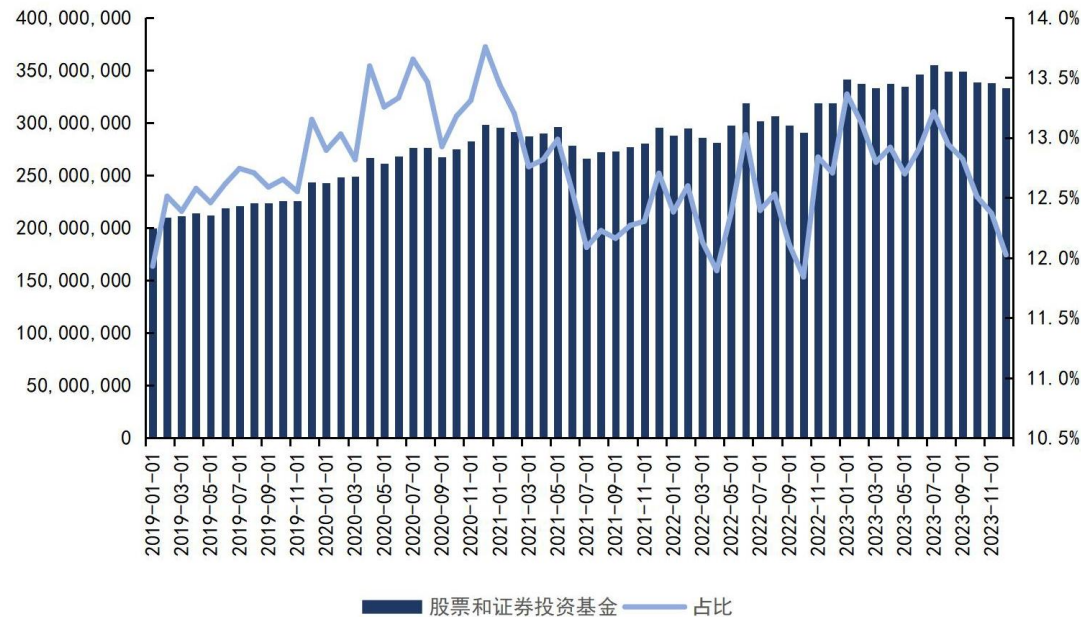


资料来源：保险业协会，国信证券经济研究所整理

绝对收益资金对股票基金委托投资特点

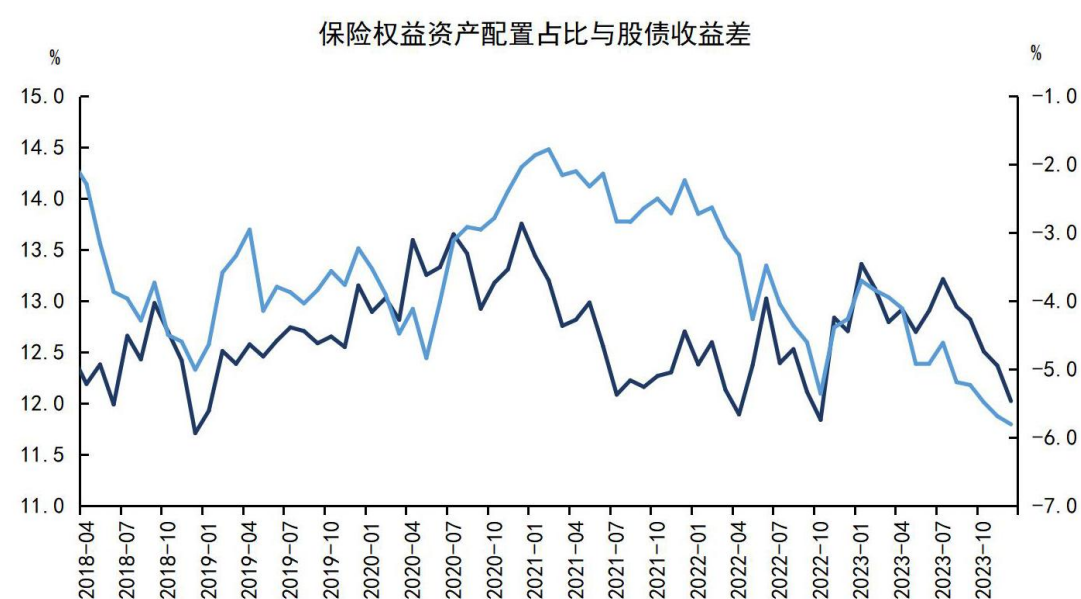
- 股票占比相比海外更高，新会计准则下受市场波动影响显著增加。2013-2022年，我国保险业股票配置比例基本保持在10%-14%的水平，其中2013-2017年股票投资比例平均为12.4%，2018-2022年平均为12.8%，提升0.4pct。美国和日本2018-2022年股票投资占比分别稳定在4.5%-6%和2%-3%的区间内。
- 我国股票及基金的高比例配置，虽然在一定程度上有助于收益率的提升，但也抬升了其投资收益对资本市场波动性的敏感度，最终造成综合投资收益率的较大幅度波动。目前，各上市险企业绩基本已采用IFRS 9新金融工具会计准则，在新准则下，原计入AFS中股票资产大部分被重分类至FVTPL，权益市场波动将直接导致险企股票资产价格变动从而增加投资收益波动；被重分类至FVOCI的股票资产，其公允价值变动虽不计入当期损益，但后续处置时的资本利得也无法计入投资收益。以上两方面均加大了投资收益的波动性，险企权益资产配置难度增加。

图：保险股票和证券投资基金投资规模及占比（单位：万元，%）



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图：保险机构配置权益资产与股债收益差的关系



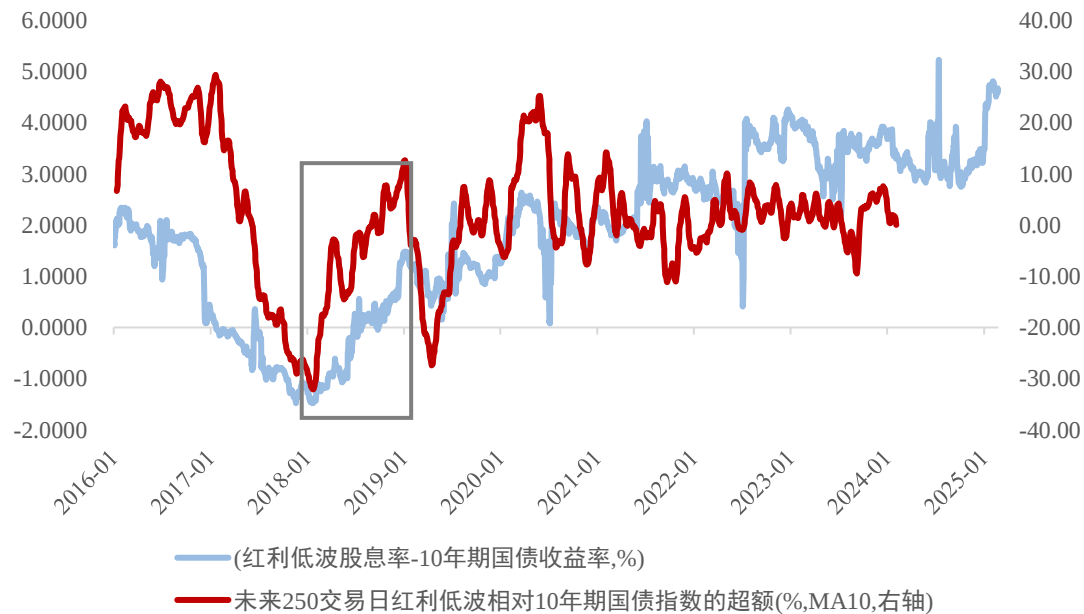
资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

- [01] 低利率环境形成背景及对资产配置的挑战
- [02] 绝对收益资金股债配置分析之一：日韩篇
- [03] 绝对收益资金股债配置分析之二：欧洲篇
- [04] 绝对收益资金股债配置分析之三：北美篇
- [05] 国内低利率环境下投资启示
- [06] 适应低利率：红利替债的可行性探讨

历史上利率下台阶阶段，红利资产赔率抬升

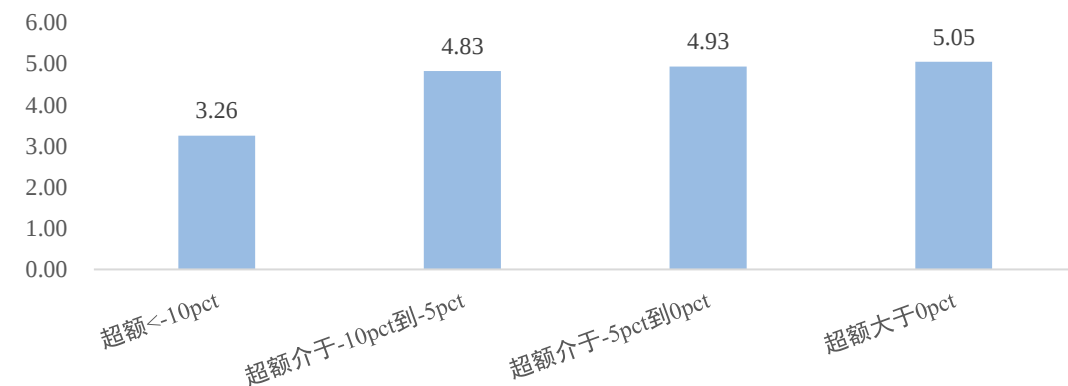
- 利率下行，红利资产赔率抬升，且当前股息率情形下替代债券不会大幅跑输。
- 我们以10年期国债收益率和红利低波股息率进行比较，不难发现在红利低波股息率与10年期国债收益率轧差上升的时间段，未来250个交易日红利低波相对国债的超额收益快速抬升，典型的区间段是2018年到2020年，红利低波相对10年期国债未来一年的超额收益从-30pct提升至24pct。
- 具体拆解未来一年红利低波相对债券大幅跑输的情况，多发于红利低波本身股息率不高的时点。当前红利低波股息率在6%以上，10年期国债收益率不到1.8%，红利资产替代债券不存在大幅跑输的忧率。

图：红利低波相对国债的超额收益



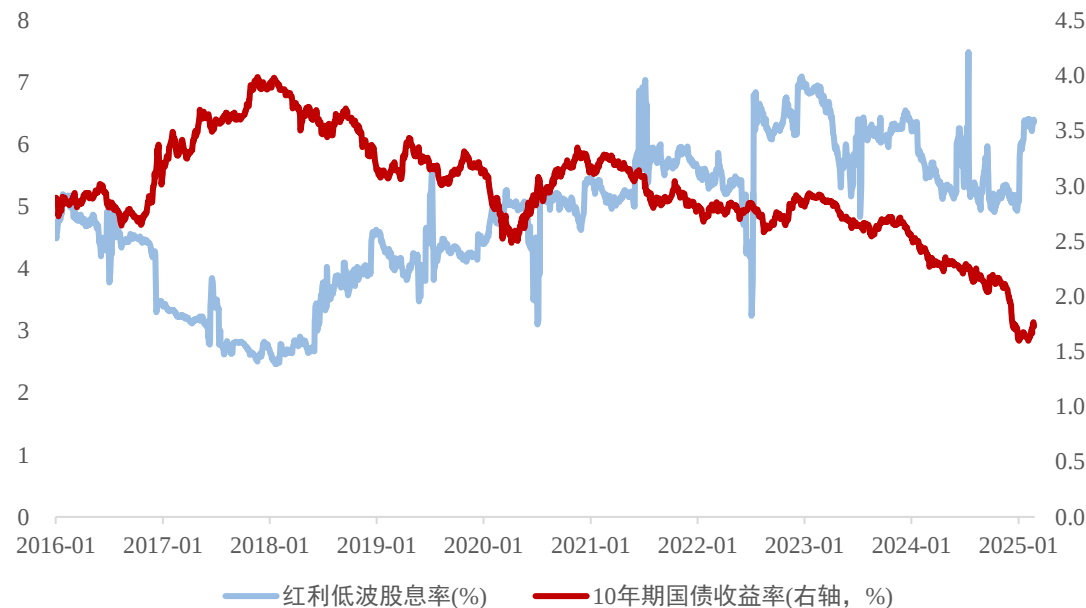
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：拆解未来一年红利低波相对债券大幅跑输的情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：10年期国债收益率和红利低波股息率

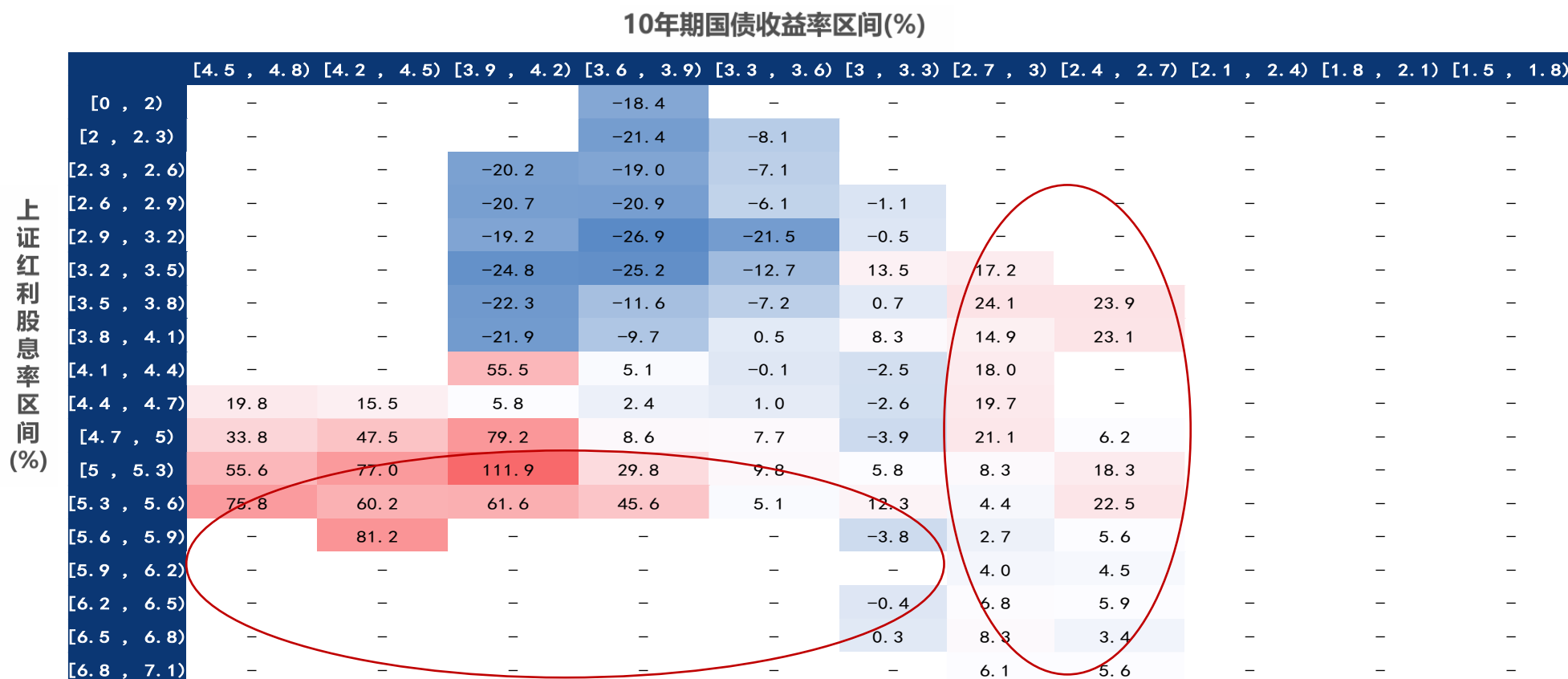


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

红利资产替代债券资产的敏感性分析

- 红利资产相对债券，在当前时代背景下能够实现收益放大。我们取风格更纯、且股息率序列可得时间更长的上证红利指数，基于其股息率与十年期国债收益率对应的分布区间，进行敏感性分析。从日频样本点的敏感性分析看，2010年以来在股息率大于5%的任意时间点用红利资产替代债券资产，在未来一年的赔率上优势显著；在国债收益率降至3%以下时，用风格纯度更高的上证红利代替债券资产，能够实现收益放大，且胜率确定性极高。

图：基于其股息率与十年期国债收益率对应的分布区间进行敏感性分析



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

注：图中热力图为2010年以来对应情况下买入上证红利考虑股息收益持有一年相对10年期国债的超额收益平均值(%)注：“-”为不存在这样的情景组合。

分年度对比不同红利指数与债券资产的波动率



- 红利资产控制波动能力显著劣于债券。我们取主流红利指数与中证10年国债、上证10年国债进行近10年的波动率对比，主流红利指数近10年波动率远高于债券指数。尽管红利资产在A股中相对波动较低，但近10年来仅有2015、2016、2019、2024这样有快速上涨行情的市场环境中，波动最低的红利指数相对全A的波动优化能在5pct以上，但相对长期波动低于3%的债券类资产仍有显著差距。

图：主流红利指数与中证10年国债、上证10年国债进行近10年的波动率对比

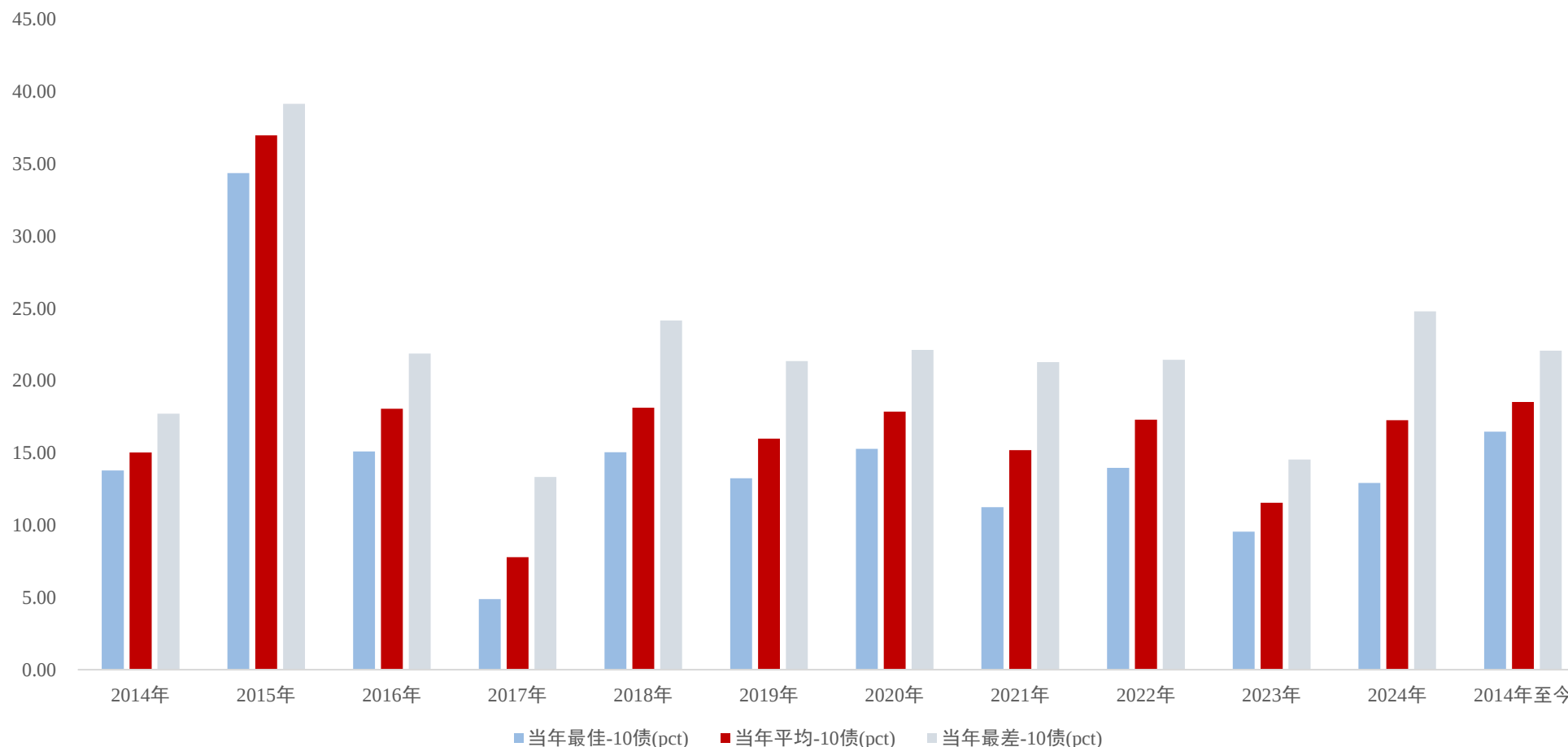
指数名称	年度波动率(%)											2014年 至今
	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	
中证红利	18.02	41.81	22.58	9.32	19.18	17.76	21.01	16.26	20.28	11.09	19.18	21.16
上证红利	18.19	41.60	21.52	8.72	18.03	16.33	20.29	17.97	20.15	11.69	19.23	20.89
深证红利	21.47	42.37	23.05	16.11	26.37	23.48	25.30	23.51	23.80	16.08	22.09	24.77
红利低波	17.53	39.54	19.49	9.23	19.49	16.02	20.66	17.86	19.86	12.85	19.20	20.48
国企红利	18.53	41.67	19.90	9.45	18.98	17.83	20.77	18.32	20.37	12.72	20.02	21.21
央企红利	19.63	42.09	19.60	8.61	18.59	15.39	18.57	18.42	17.74	14.68	18.63	20.74
沪深300红利	19.13	39.68	19.24	10.18	19.14	17.10	20.81	15.56	19.10	13.73	18.07	20.44
300红利低波	19.98	38.12	17.88	8.96	17.92	16.65	18.45	13.48	16.33	13.29	15.54	19.16
红利质量	19.27	38.53	24.67	13.82	26.36	21.92	24.74	21.38	21.27	13.40	27.41	23.81
红利潜力	18.68	37.58	19.04	15.85	25.47	20.37	22.78	20.67	21.78	15.33	20.89	22.36
红利低波100	18.16	40.48	21.14	7.66	17.26	16.29	19.07	13.55	17.59	11.52	19.20	19.92
东方红红利低波	17.67	37.67	20.08	9.75	18.28	16.61	19.64	14.15	17.09	12.12	17.99	19.46
标普A股红利	17.82	41.27	22.81	9.57	19.37	19.77	21.28	15.39	20.21	11.51	21.09	21.41
平均值	18.77	40.18	20.85	10.56	20.34	18.12	21.03	17.42	19.66	13.08	19.89	21.22
中证10年国债	3.76	3.22	2.79	2.78	2.21	2.14	3.17	2.23	2.36	1.54	2.62	2.70
上证10年国债	3.28	2.93	2.20	2.01	1.68	1.57	2.77	1.87	1.89	1.18	2.24	2.24

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

年度最优情形，红利资产无法接近债券波动率水平

- 对比当年各类红利指数最优、平均、最劣情形，在最好的年份、波动最小的红利资产(2017年的红利低波100指数)，年化波动也比债券高出近5个百分点。

图：全部红利策略与10年期国债指数波动控制控制情况对比

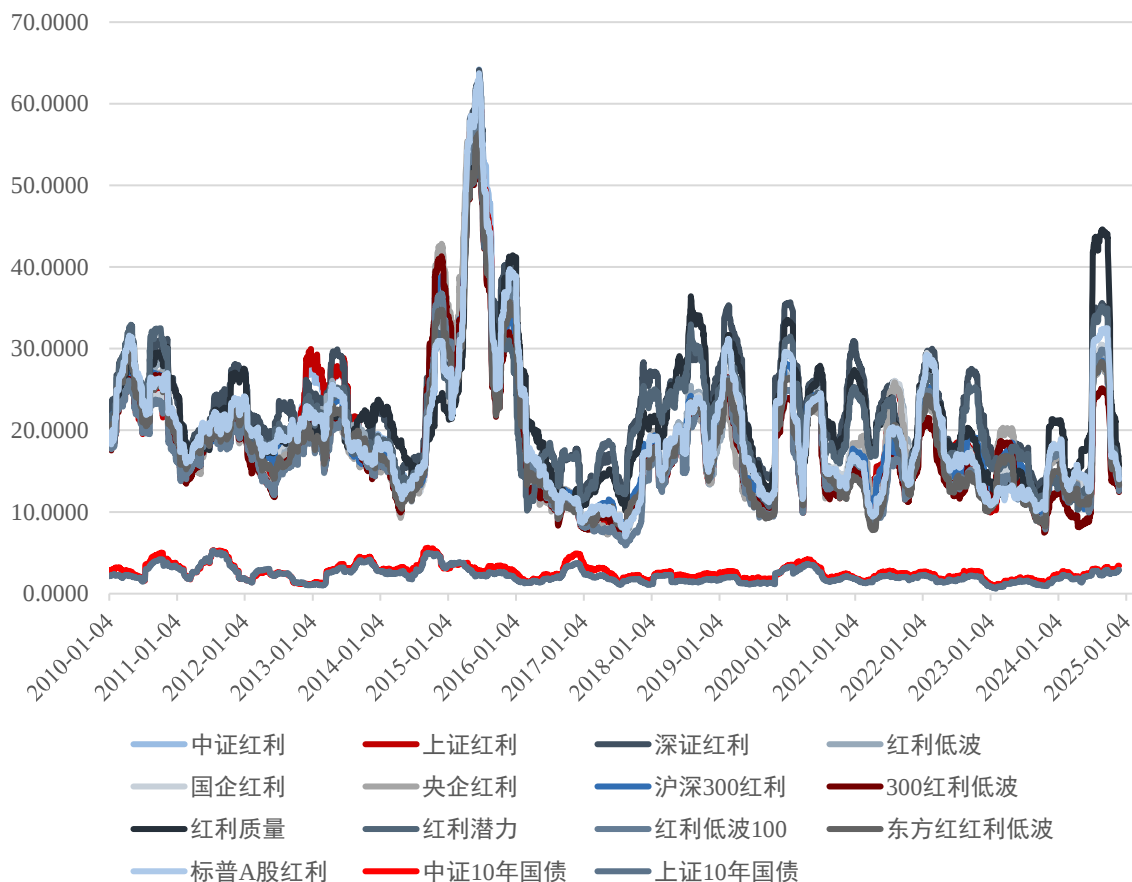


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

不同红利指数与债券类资产滚动波动率对比

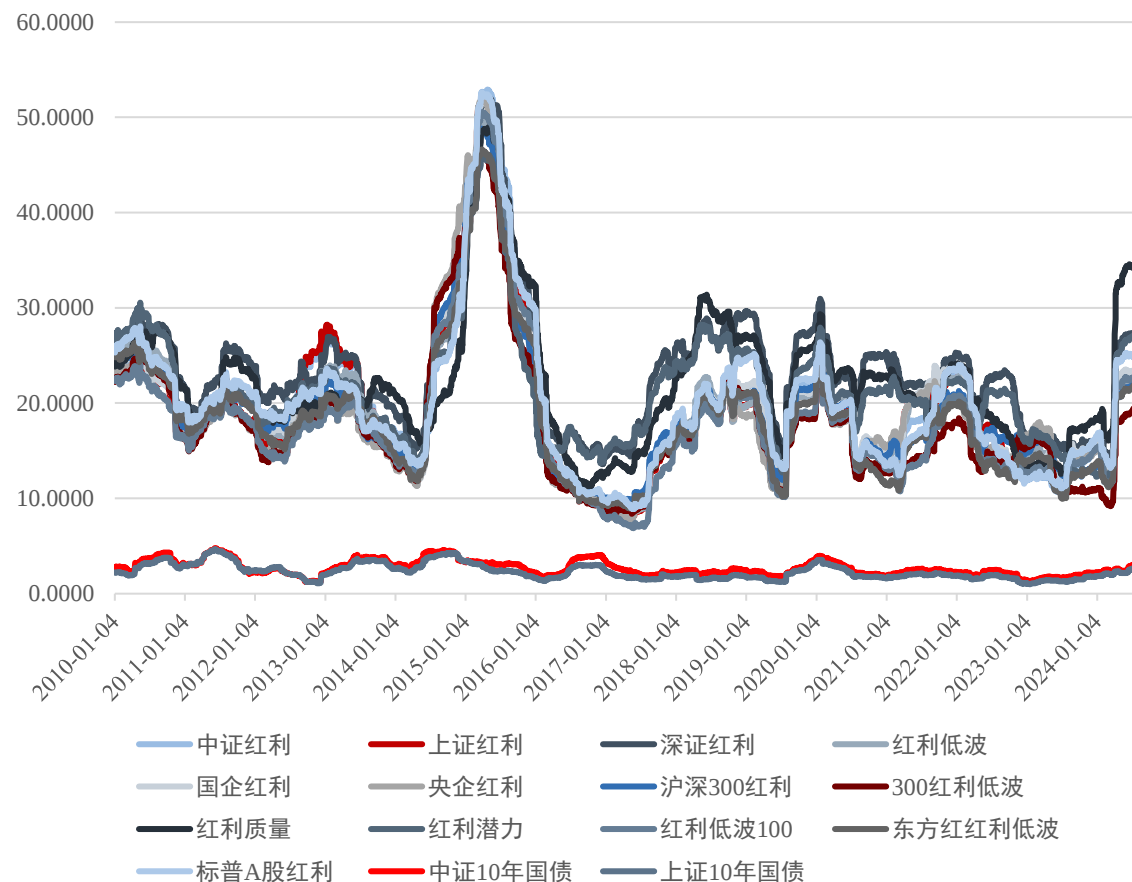
- 从中短期维度看，持有3个月左右，尽管不同类型的红利策略在不同时点上的滚动波动率可能有较大差异，但我们同样无法找到波动率能够逼近债券的红利资产。

图：主流红利策略滚动60日年化波动率与债券对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主流红利策略滚动120日年化波动率与债券对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

综合风险收益情况看红利资产替代债券可行性



- 综合风险收益情况看，红利策略和债券类资产在Calmar比率上差异明显，过去10年中两者相近的年份仅有2014年，因此红利资产在风险收益特征上无法完全替代债。

图：红利策略和债券类资产的Calmar比率比较图

指数名称	年度Calmar											2014年 至今
	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	
中证红利	5.94	0.62	-0.33	2.65	-0.67	0.83	0.24	0.89	-0.35	0.07	0.69	0.17
上证红利	7.35	0.22	-0.35	2.77	-0.66	0.62	-0.34	0.40	-0.15	0.19	0.82	0.11
深证红利	4.30	0.35	-0.32	4.55	-0.74	4.23	1.54	-0.47	-0.60	-0.53	0.39	0.14
红利低波	6.84	0.32	-0.21	3.63	-0.66	1.03	-0.17	0.66	-0.12	0.45	1.06	0.18
国企红利	7.52	0.14	-0.30	4.08	-0.59	0.91	-0.16	0.58	-0.06	0.23	0.81	0.18
央企红利	11.84	-0.09	-0.44	2.38	-0.50	0.49	-0.43	0.85	-0.27	0.60	1.78	0.17
沪深300红利	6.38	0.18	-0.29	5.30	-0.66	1.57	0.18	-0.23	-0.36	-0.14	1.70	0.19
300红利低波	8.11	0.37	0.02	3.51	-0.66	1.14	-0.45	0.41	-0.33	0.85	2.29	0.26
红利质量	1.54	1.31	-0.08	6.64	-0.59	2.87	2.46	0.48	-0.73	-0.32	0.16	0.32
红利潜力	4.34	0.78	0.15	6.87	-0.74	3.53	1.69	-0.46	-0.44	-0.45	0.62	0.28
红利低波100	9.76	0.69	-0.07	2.23	-0.61	0.75	-0.13	1.37	-0.24	0.75	0.77	0.24
东方红红利低波	8.32	0.74	-0.27	5.15	-0.71	1.61	0.28	1.14	-0.21	0.59	2.56	0.34
标普A股红利	6.58	0.76	-0.30	1.18	-0.76	0.61	0.09	1.59	-0.47	0.70	0.38	0.16
平均值	6.83	0.49	-0.21	3.92	-0.66	1.55	0.37	0.56	-0.33	0.23	1.08	0.21
中证10年国债	5.47	4.62	0.19	-0.80	5.75	1.81	0.56	4.42	0.88	4.11	8.28	0.70
上证10年国债	5.35	5.11	0.39	-0.80	8.30	2.57	0.49	5.76	2.26	5.56	7.79	0.87
中证企业债	6.43	14.44	1.12	0.83	11.79	11.96	2.07	23.53	1.42	12.60	5.46	1.83
标普中国债券	6.09	5.18	0.65	-0.15	9.79	4.87	1.00	9.88	3.13	7.04	6.62	1.23

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

低利率环境下的我国绝对收益资金策略建议：资产端



丰富债券品种，拉长久期和适度信用下沉等以实现收益增厚。固定收益投资仍为寿险投资的压舱石，在债券资产的配置方面，债券品种和久期的选择成为重点。

- 通过信用下沉、波段交易等实现超额收益。信用下沉策略的低收益难以匹配其高风险，寿险公司需要调整思路，通过波段交易寻求超额收益。寿险公司需要将自身体量较大、负债稳定等特征作为优势，最大程度地实现投资收益。
- 建议构建多元化的债券组合，配置高等级长久期的债券，以获得更高的利息收入，捕捉息差收窄和曲线骑乘的投资收益。比如探索拓展投资范围，抓住高息海外债投资机会。在美国经济通胀中枢仍然偏高的背景下，海外资产预期收益保持高位，可以考虑拓展投资范围，抓住海外高息资产的投资机会。其中，国有银行中资美元债、“一带一路”沿线国家国债等品种的静态收益、资本利得、资产久期、资产容量等特征都十分契合当下寿险公司的资产配置需求。
- 拉长资产久期，缩小负债和资产之间的久期缺口。在当前我国资产负债缺口仍大的背景下，增配长久期利率债尤其重要，即在保证信用安全的前提下，加大长久期资产的投资力度，以等待寿险公司负债成本中枢稳步下行，并有助于把握波段交易机会。此举相当于冻结了当前的利差损敞口，即使后续资产收益率进一步降低，随着存量资产和负债之间的久期已经实现匹配，利差损的规模也不会出现显著恶化，实现以“时间换空间”。
- 此外，加强市场动态跟踪，通过战术资产配置增厚收益，在长期与短期风险偏好之间进行选择时，同时注意防控风险。从市场微观结构来看，在债券牛市中，各类债券的收益率不是同步下行，而是轮动下行。这就意味着不同时期各类资产之间的性价比有高下之分，需要投研人员对市场动态及资产比价开展更加细致的跟踪。可以考虑通过积极的战术资产配置增厚投资收益，积极寻找“凸点”资产，动态捕捉更具有性价比的资产品种。

关注权益资产及另类资产配置机会。由于寿险资金体量过大，无法过度下沉信用，可考虑在控制久期缺口的条件下，通过更加多元化的资产配置获取收益，包括但不限于增加权益资产占比，投资海外股债资产、增加大宗商品等另类资产配置。

- 建议关注权益类资产结构性的投资机会，尤其是关注受益于转型发展的成长型标的，以及具备持续稳定派息能力的红利产品。根据海外经验，在海外投资限制和国内债券市场结构性缺陷下，股票类资产可能是为数不多的可以提升收益率的领域。目前我国保险业股票资产配置比例并不低，但在存量结构上，具备固定收益特征的高股息蓝筹股或将扮演更为重要的角色。利率下行时期，险资可适当增配权益类资产，增加高股息股票的分配及长期股权投资的比例，以提高收益率。一方面，随着新会计准则IFRS9推出，险企在股票投资方面可以加重价值投资，加大高股息、低估值蓝筹配置，高股息股票可带来稳定和可持续的股息收入，计入损益表。另一方面，重点布局长期股权投资，稳定投资收益。此外，随着DeepSeek现象的出现，中国科技股的投资机会有望增加。因此，在策略具体实施方面，建议可以采用杠铃策略，一边关注高息股，一边关注科技股。
- 非标资产仍是稳定收益主力军，传统非标萎缩下应挖掘REITS等新型另类资产。另类产品的长期特征与保险资金期限天然适配，而目前我国传统股权、债券类传统非标资产将面临收益率下行与规模萎缩的双重压力。随着国内经济结构转型发展，新型基础设施需求不断扩大，REITs等兼具稳定分红现金流与估值增长空间的新型资产潜力巨大。2023年，国内5家保险资产管理公司已获试点展开ABS及REITs业务，有望充分发挥保险资金在基础设施领域的长期经验优势，为优化保险资产配置、提升利润提供有力的支持。由此可见，新能源、高速公路、保障性住房、仓储物流、产业园区、旅游景区、数据中心、购物中心、养老地产等均为未来可探索的投资方向。

负债端投资策略

- 除了调整资产配置组合，保险公司仍需推动经营结构的重塑改善。
- 降低在保产品或者新发产品利率，以对冲投资收益下降的压力，降低储蓄性产品的吸引力，调整产品结构。
- 扩大资产管理业务占比，提高费用收入的占比，加强资产管理条线的人才建设与激励。
- 加大分红险产品的设计和发售，扩大健康险或者防护险产品发售比例，降低保险公司对投资收益的依赖，减弱对低利率风险的暴露，这也是各国保险公司应对低利率时期的利差损风险最为可行的方式。

具体产品品种的选择

- 人口老龄化是中国经济发展和社会变迁的重要逻辑，老龄化的加速到来促使大众对健康、养老的保险保障需求显著提升。在“健康中国”战略大背景下，寿险业亟需发挥独特优势，抢抓长寿时代机遇，积极发展商业医疗险、长期护理险等，积极拥抱第三支柱养老金，共建养老大市场
- 分红险符合顶层基调，利率低位波动和预定利率动态调整的现实背景下，分红险优势更加突出。一方面，为防范化解保险行业利差损风险，监管持续深化供给侧结构性改革、从顶层设计层面定调鼓励浮动收益型产品；卓有成效的渠道转型也使得代理人质态大幅改善，分红险销售能力显著提升。2024年下半年以来保险公司纷纷加快产品供给节奏，截至11月末分红型产品在行业人寿保险中的占比已达41%、在年金保险中的占比为34%，2025年更是通过对渠道佣金、客户利益等方面的差异化设置，重点推动分红险销售，多家上市险企已明确未来分红险销售目标占比在50%以上。另一方面，利率低位波动和预定利率动态调整使得分红险兼具保底和浮动收益的优势更加突出，有利于促进客户需求转变。

- **低利率环境下，红利资产可以对债券形成较好补充，但考虑风险收益特征后难以完全平替。**1) 收益率视角：历史上利率下台阶阶段，红利资产赔率抬升，当前红利低波股息率在6%以上，10年期国债收益率不到1.8%，这一股息率轧差逐渐走扩的基本假设下，红利资产替代债券不存在大幅跑输的忧率；2) 波动率视角：红利资产控制波动能力较债券仍有差异。主流红利指数近10年波动率远高于债券指数，在最好的年份、波动最小的红利资产(2017年的红利低波100指数)，年化波动也比债券高出近5个百分点。如果我们考虑缩短持有期间，持有3个月或6个月维度，同样无法找到波动率接近债券的红利资产；3) 综合风险收益情况看，红利策略和债券类资产在Calmar比率上差异明显，过去10年中两者相近的年份仅有2014年，因此红利资产在风险收益特征上无法完全替代债券。
- **借鉴海外经验，日本低利率时期的红利资产在波动性方面同样无法完全替代债券。**以10年期日本国债收益率在2%点位以下阶段，作为日本高股息策略波动率的测算区间，自1997年10月以来，日本10年期国债收益率持续在2%以下运行。选取2002年以来彭博日本企业债指数和日本高股息策略均有日频数据的阶段进行对比，从滚动一年间交易的波动率上看，日本高股息策略相对固收类资产同样无法做到相近的波动率，高股息策略波动率最佳情形为12%附近，而企业债波动率控制的最差情形仅为3.4%，两者相差甚远。
- **红利资产在股债配置中思路范式由“替股”转向“替债”。**前几年股市震荡调整阶段，红利资产因其高股息和防御属性，被广泛视为权益类股票的替代品，用于降低组合波动并提供收益安全垫。然而，随着利率中枢下移，债券票息收益显著压缩，传统纯债资产的“安全垫”效应弱化，红利资产的逻辑已从“替股”转向“替债”。
- **债基产品表现洞察：利率单边快速下行期间，相对跑赢比例受限。**按照国内纯债基金口径来看，过去四年半以来，短债+中长债基金产品跑赢基准的比例大体在40-70%不等，平均在57.6%。国内一般规律为：利率下行大幅、快速的债牛年份，纯债债基很难跑赢基准指数，如2024年有近六成债基跑输了基准指数，而一般债牛年份如2021-2023年，半数以上债基跑赢基准。如果按照中债综合系列指数挂钩产品为样本，2023年有71.9%的纯债债基能跑赢基准指数，2024年跑赢基准的产品比例最低。以宽泛口径（中债指数+存款基准样本）则过去四年半时间平均仅有27.8%的产品能跑赢基准，叠加存款利率按照一定比例作为基准后，跑赢的比例再度被压低。
- **日本红利资产的持仓者中，银行和保险公司的持仓情况差别较大。**以日本高股息指数中标的作为持仓样本统计，在占比方面：银行平均占比为10.27%（按标的看在4.32-25.82%不等）显著高于5%举牌线，保险公司平均占比为3.55%（按标的看在0.22-15.59%不等），低于5%举牌线。整体持仓头寸方面：银行持仓的总头寸约为63亿日元，保险公司持仓的总头寸约为13亿日元，银行和保险公司的持仓规模比约为5:1，日本本土资金对高股息标的配置方面，银行远超保险公司。

- (1) 本文所列举产品仅作复盘，不作为投资推荐依据；
- (2) 海外货币政策节奏和幅度的不确定性；
- (3) 海外局部地缘冲突风险

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