

高质量发展破解低利率谜题（保险篇）

低利率时期全球保险业资产配置

核心观点

利率的走势在短期表现为货币现象，中期受经济基本面的驱动，而长期则与人口结构密切相关。人口结构的变化通过影响潜在经济增长速度，进而对利率的长期走势产生深远影响。在老龄化加剧的背景下，二支柱的企业年金和三支柱的商业保险迎来了重要的发展机遇，然而，老龄化社会的加剧导致潜在经济增速下滑，这反映在中长端利率中枢的持续下行，进一步降低了寿险业投资回报率，并加大了利差损风险。因此，在老龄化与低利率的双重环境下，拓宽投资标的、优化投资结构已成为寿险行业发展的必然趋势。

低利率环境下，各国寿险业资产配置呈现以下特点：

一、寿险资产配置保守，固收类资产占比较高。（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风格在 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。

二、低利率环境下，权益资产占比逐渐上升，固收类资产呈现下降态势。（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%。

三、券种选择方面，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%。

四、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%，在信用溢价较高时配置比例进一步增加。

五、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，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。

风险提示：历史复盘对未来指引有限，资本市场政策出现调整，文中个股仅作数据梳理，不构成投资推荐意见。

策略研究·策略专题

证券分析师：王开

021-60933132

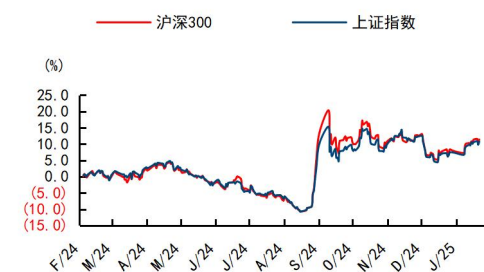
wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	6704.88/7.47
创业板/月涨跌幅(%)	2226.98/7.73
AH 股价差指数	134.45
A 股总/流通市值(万亿元)	80.25/73.44

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《AI 赋能资产配置——DeepSeek 对国信多元资产配置框架的优化》——2025-02-19
- 《资金跟踪与市场结构周观察(第五十三期)——市场成交再度活跃》——2025-02-18
- 《中观高频景气图谱(2025.2)——电子产业链景气提振》——2025-02-17
- 《估值周观察(2月第2期)——交投情绪驱动 AI 持续拔估值》——2025-02-16
- 《策略周思考——从低估值到硬科技》——2025-02-13

内容目录

低利率时期寿险业面临的挑战	4
德国寿险业	7
（一）欧元区低利率环境形成及股债表现	7
（二）寿险业低利率时期资产配置情况	8
日本寿险业	12
（一）日本低利率环境形成及股债表现	12
（二）寿险业低利率时期资产配置情况	14
美国寿险业	17
（一）美国低利率环境形成及股债表现	17
（二）寿险业低利率时期资产配置情况	18
寿险增厚资产端收益方式分析	22
参考文献	24
风险提示	24

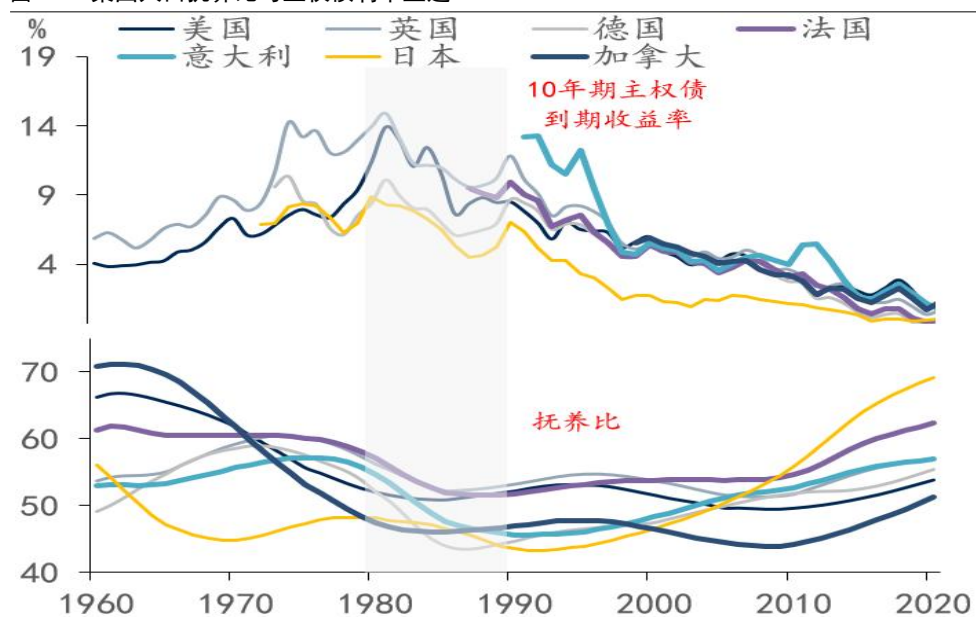
图表目录

图 1: G7 集团人口抚养比与主权债利率互逆	4
图 1: 美国潜在增速是收益率长期的锚	5
图 2: 日本老龄社会下储蓄和投资不足	5
图 3: 保险深度与老龄化程度关系 (2020 年)	5
图 4: 保险密度与老龄化程度关系 (2020 年)	5
图 5: 从绝对规模水平看, 日本居民的资产配置结构变化 (净资产/GDP)	6
图 6: 从相对比例来看, 日本家庭持有的金融资产权重变化	6
图 7: 日本、美国和中国的老齡化程度以及保险资金投资回报	7
图 8: 欧元区主要市场债券收益率走势	8
图 9: 欧元区主要市场股票指数走势	8
图 10: 德国寿险业权益资产和固收资产配置情况	8
图 11: 德国寿险业固收资产投资情况	8
图 12: 德国寿险业固收资产配置和国债收益率走势	9
图 13: 德国寿险业权益资产配置和股票市场走势	9
图 14: 德国寿险业各类别权益资产的比重变化情况	10
图 15: 安联集团各类别资产的比重变化情况	11
图 16: 德国安联固收类资产中各等级占比 (%)	12
图 17: 德国安联企业债中各等级占比 (%)	12
图 18: 日本低利率环境下的股市表现	13
图 19: 日本低利率环境下的国债收益率情况	14
图 20: 日本寿险公司破产情况	15
图 21: 日本寿险业 1988 及 2002 年的各资产配置情况	15
图 22: 日本寿险业各类别资产配置情况	15
图 23: 日本寿险业各券种类别占比及国债收益率走势	16
图 24: 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	16
图 25: 权益资产与股市走势基本一致	17
图 26: 美国政策利率和 10 年国债收益率走势	18
图 27: 美国政策利率和标普 500 走势	18
图 28: 美国寿险业一般账户资产组成情况	19
图 29: 美国寿险业独立账户资产组成情况	19
图 30: 美国寿险业固收配置情况和 10 年国债收益率走势	20
图 31: 美国寿险业股票配置情况和标普 500 走势	20
图 32: 美国寿险业一般账户各债券券种占比情况	20
图 33: 美国寿险业各期限政府债占比情况	21
图 34: 美国寿险业各期限企业债占比情况	21
图 35: 低利率时期美国寿险业债券信用有所下沉	22
图 36: 美国各评级企业债信用溢价变动情况	22

低利率时期寿险业面临的挑战

利率短期是货币现象，中期跟随经济基本面，长期是人口现象，G7 利率的高点对应着抚养比的低点。短期来看，央行通过调整基础货币供给、利率工具等手段来调节市场流动性。例如，当央行实施宽松的货币政策时，增加货币供应量，市场资金充裕，利率会下降。中期来看，利率与经济增长、通货膨胀、投资和储蓄等经济基本面因素密切相关，当经济放缓时，投资需求减少，利率则可能下降。在长期，人口结构的变化对利率走势具有深远影响。

图1: G7 集团人口抚养比与主权债利率互逆



资料来源：万得，彭博，国信证券经济研究所整理

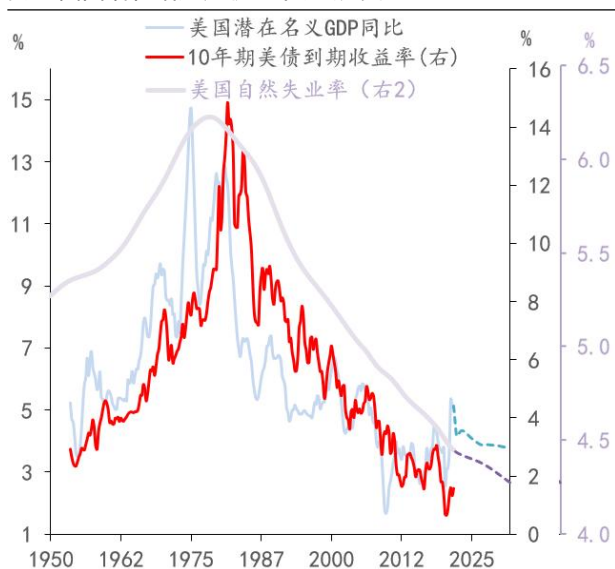
人口结构的变化之所以会影响长期利率走势，主要通过潜在经济增速加以传导：

首先，人口老龄化会压低利率。货币政策是内生的，当潜在经济增速下行时，实体投资回报下滑，货币政策持续宽松，避免造成通缩。在过去的几十年中，我们看到欧、日、美的政策利率持续在低位，甚至转负，政策利率的中枢也在下行。

其次，从美国经验来看，60-80年代是“婴儿潮一代”步入劳动市场的人口红利时代，此时经济繁荣并逐渐见顶。等到婴儿潮一代逐渐退出劳动市场后，经济潜在增速下滑，带动国债利率走弱，十年期美债利率中枢与潜在增速在过去40年间同步下滑。

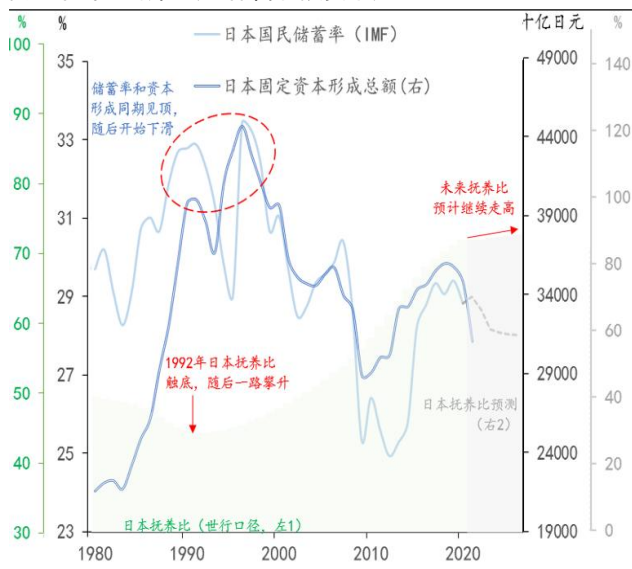
最后，根据日本经验，92年抚养比触底后，居民储蓄和社会投资下滑，国家资产负债表衰退倒逼政府通过负利率政策、加杠杆给经济托底。

图1: 美国潜在增速是收益率长期的锚



资料来源：万得，彭博，国信证券经济研究所整理

图2: 日本老龄社会下储蓄和投资不足

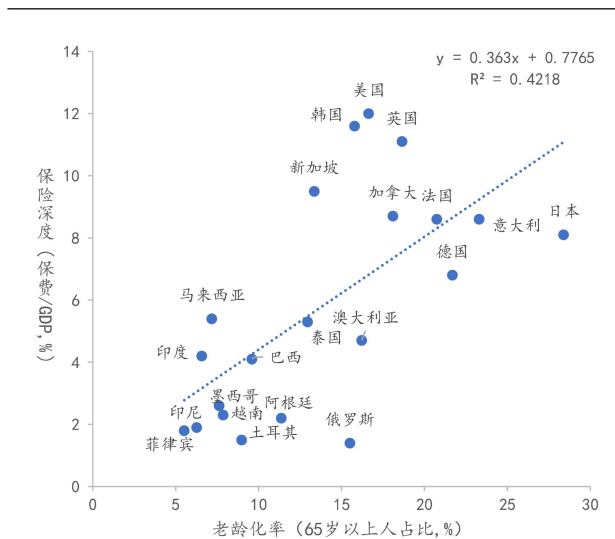


资料来源：万得，彭博，国信证券经济研究所整理

负债端：老龄化语境下保费有扩张机遇

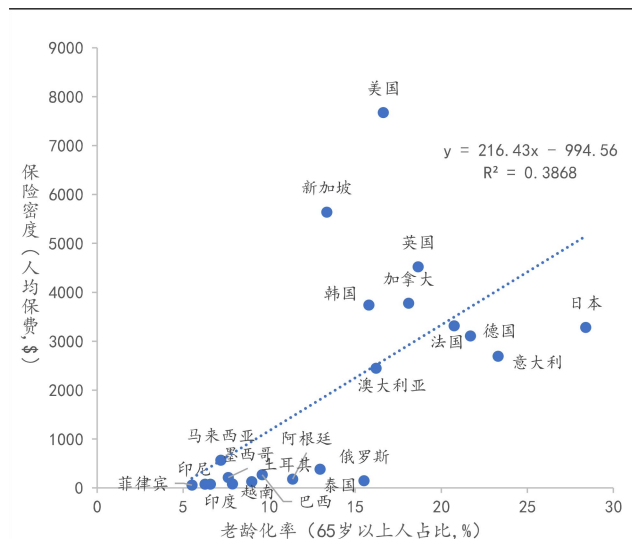
除了对低利率环境的影响，老龄化社会亦加剧了投资端的压力，二支柱的年金和三支柱的商业保险迎来发展机遇。老龄化社会下有利于保险机构做大保费规模，以及银发经济的结构发展，二支柱的年金和三支柱的商业保险迎来发展机遇。从国际经验来看，一国的保险深度、密度与老龄化进程正相关。除去保险思维浓厚的日、意、德、法、英）的保险深度、密度均高于其他国家。

图3: 保险深度与老龄化程度关系（2020 年）



资料来源：万得，彭博，国信证券经济研究所整理

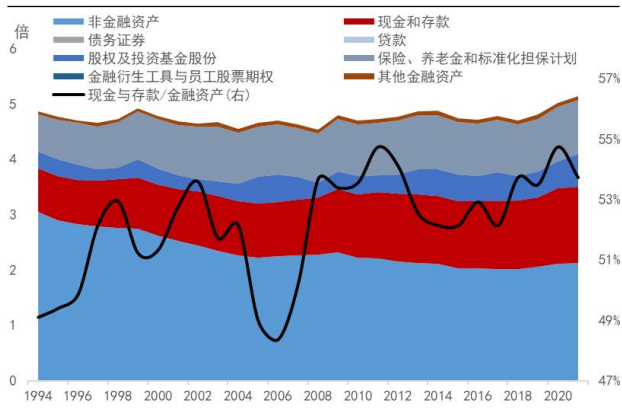
图4: 保险密度与老龄化程度关系（2020 年）



资料来源：万得，彭博，国信证券经济研究所整理

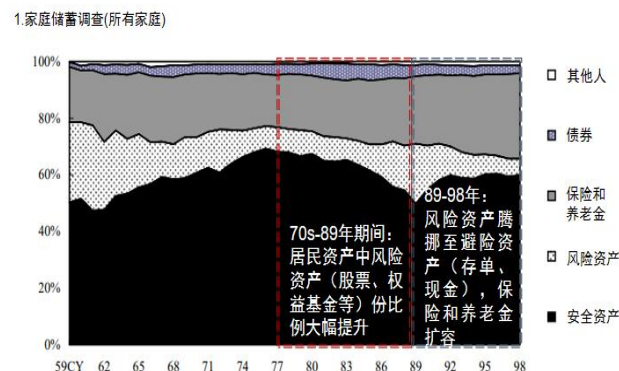
以日本为例，20 世纪 90 年代，日本进入低利率期间，由于收入的不确定性，风险资产回报的恶化和对安全资产的预防性需求，日本家庭更倾向于配置避险资产。其中，现金和存款是日本居民非金融资产中体量最大的一部分，且在近 10 年间占比有扩大态势；其次是保险、养老金和标准化担保计划。

图5: 从绝对规模水平看, 日本居民的资产配置结构变化(净资产/GDP)



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图6: 从相对比例来看, 日本家庭持有的金融资产权重变化



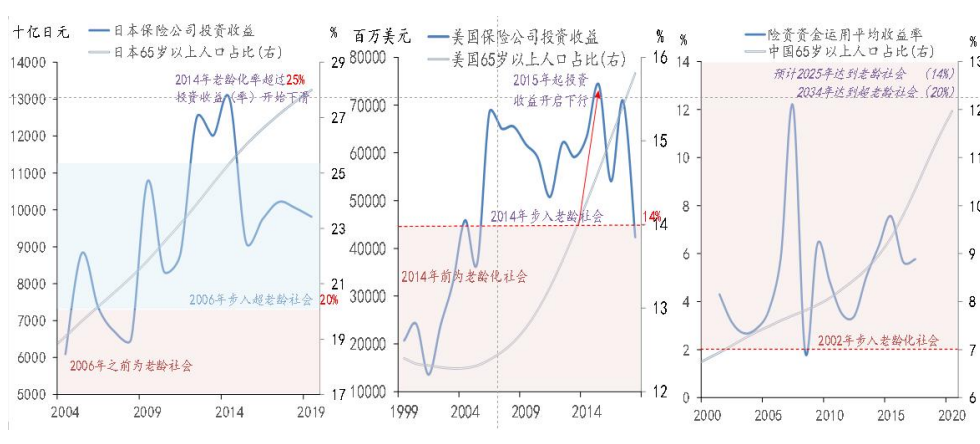
资料来源: 日本银行, 国信证券经济研究所整理 注: 1. 每项资产与未偿金融资产(储蓄)总额的比率。除非另有说明, 否则使用本定义。2. “安全资产”存款、贷款信托和信托资金、在自己公司的存款。3. “风险资产”股票和股票、单位和开放式信托、黄金账户。4. “债券”公共和公司债券, 开放式债券信托。“保险及养老金”人寿及非人寿保险、邮政人寿保险。

资产端: 老龄化对投资回报的拖累风险

然而, 老龄化社会加剧了投资端的压力, 利差损风险加大, 拓宽投资标的、优化投资结构是寿险行业在老龄化、低利率环境下的大趋势。以美国和日本为例, 作为存款中流砥柱的中年人比重下滑、储蓄率降低, 压制了资本形成和潜在增长。基本面的下台阶映射到中长端利率中枢下滑, 以存款和传统债券作为投资标的的险资也面临一定压力。以90年代末、21世纪初日本寿险业危机为例, 日本寿险行业在二十世纪九十年代曾爆发过一次重大的利差损危机, 并且持续时间超过了二十年(1990-2013年)。为摆脱利差损风险, 日本寿险业调整产品结构, 发展健康险、医疗险来替代传统定期寿险, 使得利差维持在110-140%之间; 降低运营成本、提高运转效率、缓和退保率, 费差稳定在33%-50%之间, 但是由于国债利率下滑、利差在1999-2002年间始终为-80%至-60%的区间¹。拓宽投资标的、优化投资结构是寿险行业在老龄化、低利率环境下的大趋势。

¹ 数据来源: 孙立娟, 梁斯, 朱向辉. “非理性繁荣”: 日本保险业危机回顾及对我国的启示[J]. 南方金融, 2014(9): 5. DOI: 10.3969/j.issn.1007-9041.2014.09.015.

图7：日本、美国和中国的老龄化程度以及保险资金投资回报



资料来源：万得，彭博，国信证券经济研究所整理

德国寿险业

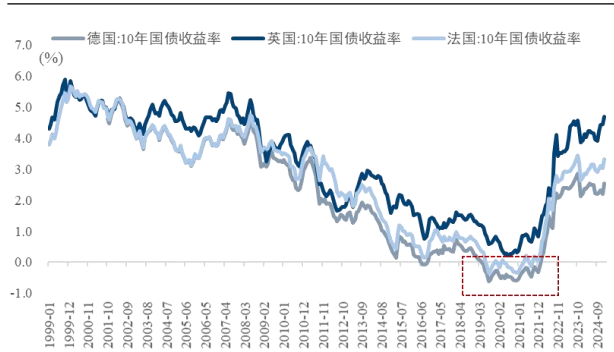
（一）欧元区低利率环境形成及股债表现

欧元区低利率时期总体包括 2009 年 2 月至 2016 年 2 月的低利率时期、2016 年 3 月至 2022 年 6 月的零利率时期。从期间股债表现来看，德国股票短暂回调不改长期上行趋势，债券收益率下行趋势明显，2019 年多次跌入零利率下方。

从德国股票市场来看，尽管期间出现过短暂回调，但长期上行趋势并未改变。2009 年至 2010 年期间，德国股市开始逐步走出低谷，进入复苏阶段。2010 年至 2019 年，德国股市整体呈现震荡上行态势，期间因欧债危机等因素出现过阶段性调整。例如，2015 年至 2016 年期间，受欧债危机余波影响，德国股市曾出现一定幅度的下跌，但随着欧洲央行进一步放宽货币政策，市场又恢复上涨。2020 年，受新冠疫情冲击，德国股市再次出现短暂下跌，但随后在低利率以及经济复苏等因素推动下快速反弹，并在 2020 年 3 月的低点之后的几个月内大幅回升，再创历史新高。

从债券市场来看，德国债券收益率下行趋势明显。2019 年，10 年期德国政府债券的平均收益率多次跌入零利率下方。这一现象与欧元区的利率走势密切相关。从欧元区利率的历史来看，欧洲的低利率时代始于 2009 年，直至 2022 年结束，前后历经 13 年。2008 年全球金融危机爆发后，欧洲央行采取了降息等宽松货币政策，带动德国利率下行，以刺激经济复苏。2010 年至 2019 年期间，利率处于低位震荡期。在这一阶段，欧洲央行的关键利率维持在较低水平，德国的利率也随之被拉低并保持在低位震荡。

图8：欧元区主要市场债券收益率走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图9：欧元区主要市场股票指数走势



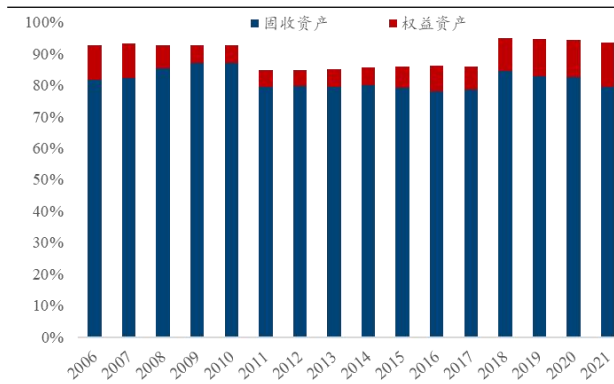
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

（二）寿险业低利率时期资产配置情况

德国寿险资产配置保守，固收类资产占比长期保持在 80%以上。从绝对数值来看，德国寿险资产配置保守，固收类资产占比长期保持在 80%以上，其中贷款占比远高于其他国家，2021 年占比达 28.9%。权益类资产占比明显提升，自 2012 年的 5.2%提升至 2021 年的 14%。固收类资产占据绝对优势和欧元区较低的通胀水平息息相关，德国通胀水平较低使固收类产品吸引力更大。2000 年至今，德国大多数年份的 CPI 同比增速在 2%以下，低于欧元区整体水平也远低于美国，且波动也相对较低，尤其是在 2013 年以前更为明显。

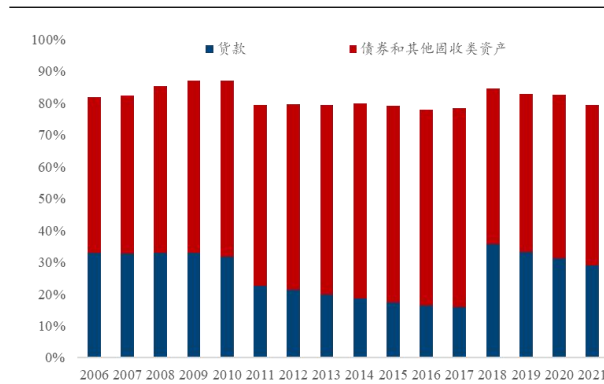
固收类资产中贷款占比较高，其主要原因在于德国债券市场情况和监管政策。一方面，德国直接融资的占比长期低于 60%，低于大多发达国家，国内债券余额比 GDP 在大多数的年份处于 90%–130%之间，也低于美国等发达国家；债券结构上，德国的政府债和金融债占据主要部分，而公司债的占比仅不到 5%，期限上 20 年以上的债券占比也相对较低，因此债券市场不足以满足寿险资金的要求。另一方面，监管政策上对于寿险资金贷款的比例并未有过多的限制，大多的限制主要是针对单一借款人的集中度，因此在贷款收益率本身相对较高的情况下，德国的寿险资金贷款的比例也长期高于大多数国家。

图10：德国寿险业权益资产和固收资产配置情况



资料来源：GDV，国信证券经济研究所整理 注：权益类资产包括贷款、债券和其他固收类资产；固收类资产包括股票和基金、股权投资；2018 年资产分类口径有较大变化，使贷款等占比无法同往期比较

图11：德国寿险业固收资产投资情况

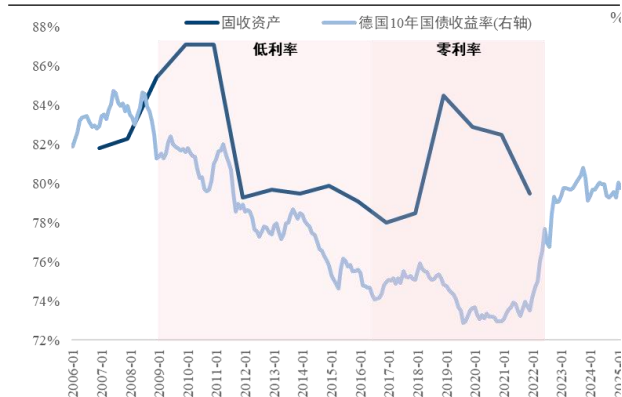


资料来源：GDV，国信证券经济研究所整理 注：2018 年资产分类口径有较大变化，使贷款等占比无法同往期比较

从变化趋势来看，固收资产配置总体呈现下降态势，权益资产占比逐渐上升，零

利率时期占比快速提升。在长端利率下行、利率长期维持低位的背景下，配置固收资产实现的收益增厚效果相对有限，保险资金对固收资产的配置比例小幅下滑。期间，德国股市长期向好的态势为保险资金提供了相对优质的投资标的，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，伴随着长端债券收益率多次出现负利率现象，亟需通过增强股票或另类资产投资以提高投资收益，带动权益资产占比较低利率时期有明显提升。

图12: 德国寿险业固收资产配置和国债收益率走势



资料来源: GDV, 国信证券经济研究所整理 注: 权益类资产包括贷款、债券和其他固收类资产; 固收类资产包括股票和基金、股权投资; 2018年资产分类口径有较大变化, 使贷款等占比无法同往期比较

图13: 德国寿险业权益资产配置和股票市场走势



资料来源: GDV, 国信证券经济研究所整理 注: 权益类资产包括贷款、债券和其他固收类资产; 固收类资产包括股票和基金、股权投资

拆分权益资产的配置情况，权益资产比重的提升得益于股权投资占比的较大上升。从权益资产的具体构成来看，股票和基金、股权投资比重都呈现上升态势，但相比于进一步增加股票配置，股权投资的比重提升幅度更大，尤其是进入零利率时期，长期股权投资（如对未上市企业的投资）可以通过稳定的现金流和长期回报来稳定净投资收益率中枢，减少投资于公开市场股票的较大收益波动，股权投资占比自 2016 年的 3.7% 提升至 2021 年的 8.5%。

图14: 德国寿险业各类别权益资产的比重变化情况

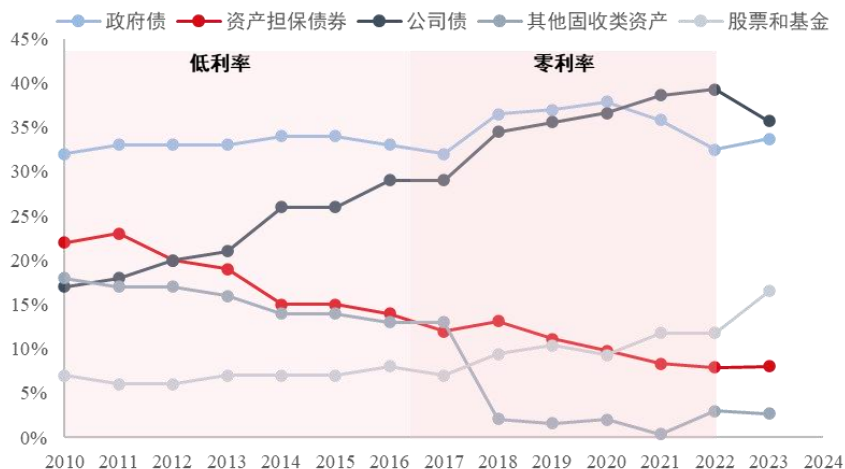


资料来源: GDV, 国信证券经济研究所整理

尽管德国长债收益率持续低位,但德国寿险业投资收益率明显高于10年国债收益率。2021年德国寿险收益率高达3.58%而10年期国债收益率仅为-0.38%,利差约达400bp。除了适度增配权益资产外,德国寿险业作为大部分投资以固收资产构成为主的机构,还通过丰富固收策略以提高收益,比如适度下沉固收资产的信用、拉长久期、增配公司债等获取溢价。

以德国龙头险企安联集团的资产配置作为参考,资产类别上,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。从安联集团保险资金配置结构和变化趋势看,虽然安联集团仍以固收类资产配置为主,但从资产类型看,固收类资产中公司债占比较高,占比由2010年的17%上升至2023年的36%。

图15: 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

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为 9.8%，相比 2010 年提升了 4.2 个百分点。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，从 2010 年至 2023 年，该信用评级区间的债券占比也在逐渐提升，从 48.2%（2012 年）提升至 77.8%（2023 年）。企业债的信用下沉情况尤为明显，AAA 债券占比不足 5%，从 2012 年的 2.8%下降至 2022 年的 1.8%；BBB 级的占比增加最为明显，由 2012 年的 43.9%提升至 2022 年的 46.2%²。

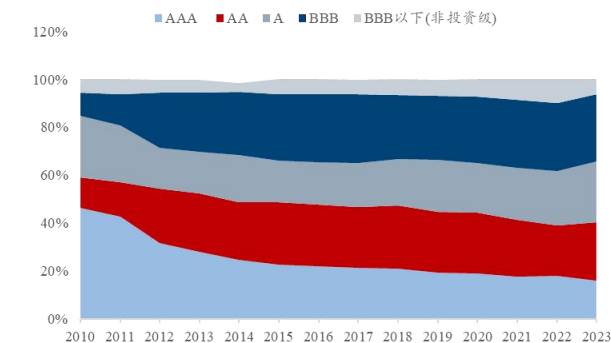
德国寿险业通过持续拉长资产久期以缩小错配缺口。与美国拥有发达的长久期信用债市场不同，德国等欧元区国家拉长久期的资产主要以长久期国债为主。从配置占比变化上看，尽管资产担保债券占比自 2010 年的 22%一路下滑至 2022 年的 8%，但政府债的占比总体呈上升态势，尤其是进入零利率时期，通过持有长久期国债以实现收益增厚，政府债占比自 2017 年的 32%提升至 2020 年的 38%。

同时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³。

² 注：2016 年 1 月 1 日，Solvency II 在欧盟范围内正式生效，成为欧盟保险业的核心监管框架。整体上德国保险公司的投资里风险评级偏高，新的 Solvency II 下取消了关于风险评级的限制。

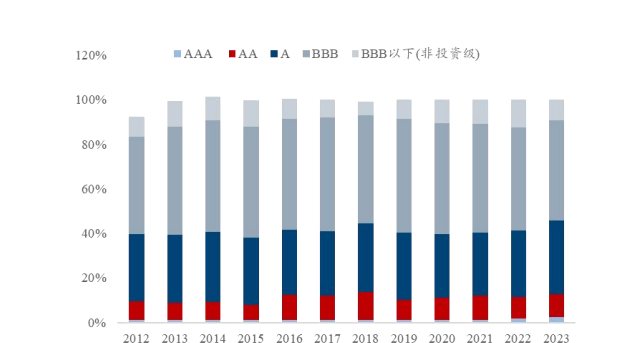
³ <https://mp.weixin.qq.com/s/tADTf-SVpWS7bXuDicx25A>

图16: 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17: 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

日本寿险业

（一）日本低利率环境形成及股债表现

自上世纪 90 年代以来，日本先后经历“低利率”到“零利率”甚至“负利率”周期。（1）**低利率时期（1991-1998）**：20 世纪 80 年代，日本实施金融自由化政策，推动了信贷的快速扩张。1985 年“广场协议”签署后，日元面临显著的升值压力。为了应对这一挑战，日本央行采取了宽松的货币政策，这一政策在一定程度上促成了资产泡沫的逐渐形成。1989 年末，日本央行决定加息，高利率政策刺破泡沫，日本股市崩盘，政策利率随之下调，1991 年 7 月到 1995 年 9 月日本央行连续 9 次下调政策利率，政策利率对应从 6.0% 降至 0.5%⁴。政策利率的连续调整带来债券收益率的快速下行，日本 10 年国债收益率从 1991 年初的 6.5% 左右下行到 1998 年底的 1.5%。从期间股市表现来看，资产泡沫破裂影响下，股票市场大幅下挫，Topix 日元总回报指数自 1990 年的高位累计下跌近 108.9%。

（2）**零利率时期（1999-2016）**：1996 年，日本银行业坏账问题爆发，随后 1997 年日本实施财政紧缩政策，同时亚洲金融危机爆发，这些因素共同导致日本经济陷入衰退。为了应对经济困境，日本央行采取了一系列货币政策措施。1999 年 2 月，日本央行将政策利率降至 0.15%，并在同年 9 月进一步降至 0%，正式开启零利率时代。1999 年 10 月，日本央行开始直接购买 2 年期国债，标志着量化宽松政策（QE）的启动。然而，在 2000 年 8 月至 2001 年 2 月期间，日本央行曾短暂地将政策利率提升至 0% 以上，但随后在 2001 年 3 月又重新将利率降至 0%。

鉴于实际政策利率已降至 0，日本央行将货币政策操作目标由价格转向总量，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。

（3）负利率时期（2016-2024.02）

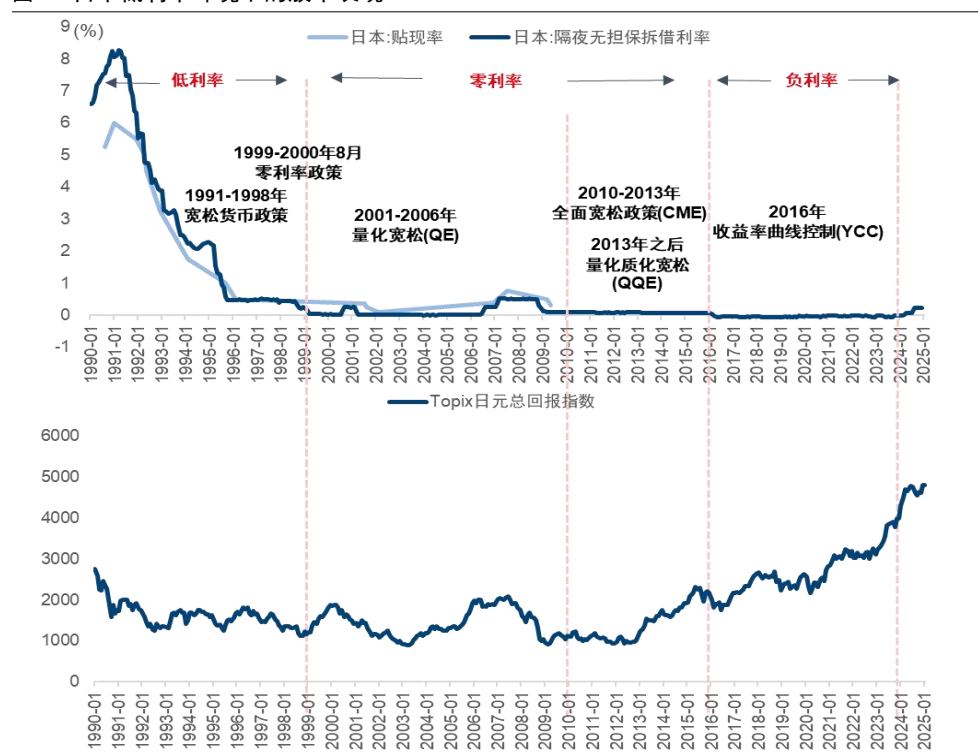
债券曲线走平，期限利差压缩，日股进入持续上行期。2016 年，日本央行引入“负利率”政策，将政策利率设定为 -0.1%，继续推行超宽松货币政策。同年 1 月，日本央行实施负利率（NIR），导致短期利率降至 0 以下并持续多年。2016 年 9 月，日本央行进一步实施收益率曲线控制（YCC），将长期利率维持在接近 0 的水平。反映在资产收益方面，10 年日债收益率总体呈下行趋势，并且在 2016 至 2020 年

⁴ 注：1995 年之前的政策利率是贴现率，1996 年后调整为无抵押隔夜拆借利率

间跌破 0%，期限利差也不断压缩；在“安倍三支箭”的影响下，日股实现了大幅反弹，迎来持续上行期。

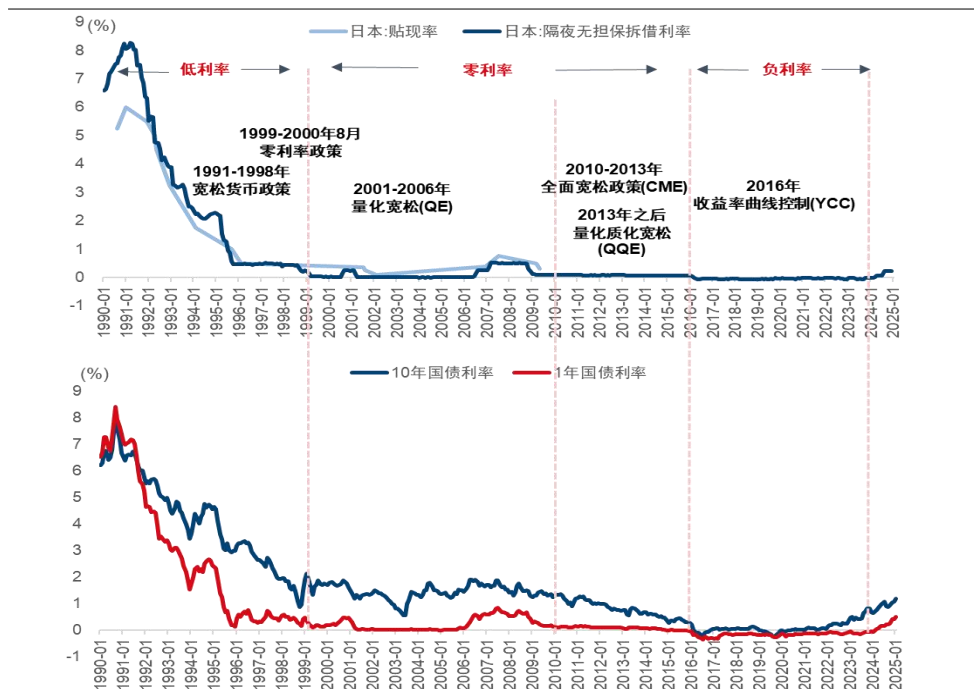
自 2022 年起，随着宏观形势的演变，YCC（收益率曲线控制）的目标区间经历了多次调整放宽。通胀形势的变化为日本央行的政策正常化铺平了道路，利率呈现出逐渐上升的趋势。2024 年 3 月，日本央行宣布上调政策利率，这是自 2007 年以来，时隔 17 年的首次加息，标志着持续多年的负利率政策正式结束。

图18: 日本低利率环境下的股市表现



资料来源：万得，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

图19: 日本低利率环境下的国债收益率情况



资料来源: 万得, 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

(二) 寿险业低利率时期资产配置情况

日本寿险业资产配置的風格在 2000 年前后发生较大变化, 由主要持有权益类资产转为固收类资产为主。20 世纪 80 年代期间, 日本经济增速快、权益资产回报较高, 寿险机构资产结构以持有风险类资产博取高收益为主, 资产结构配置相对激进。根据日央行金融机构资金流量表数据, 1988 年贷款、股权投资占比分别为 31.8%、32.3%。期间伴随股市上涨, 寿险业投资回报增加, 日本寿险推出大量高预定收益率的寿险产品。

90 年代伴随泡沫经济破裂, 日本股票市场暴跌、银行出现大量不良贷款, 对寿险结构投资回报形成较大冲击。利率快速下行和投资市场疲软, 致使寿险业 资产端、负债端双向承压; 寿险业投资收益率十年间从 7-8% 下降至 2-3%, 难以覆盖前期积累的高负债成本, 利差损风险爆发, 最终在 1997 年日本国内金融危机期间、以日产生命保险为首, 陆续有 7 家寿险公司相继破产。

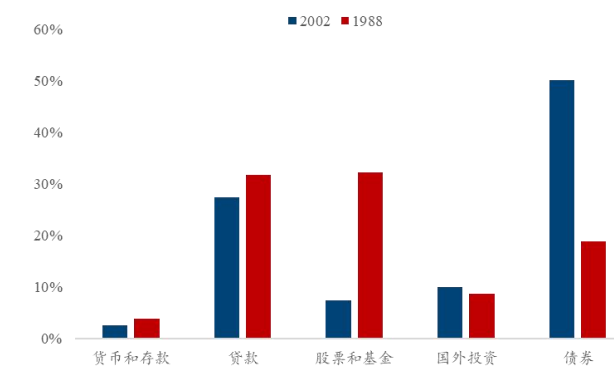
图20: 日本寿险公司破产情况

公司名称	日产生命	东邦生命	第百生命	大正生命	千代田生命	协荣生命	东京生命
成立时间	1909 年	1898 年	1915 年	1914 年	1904 年	1935 年	1895 年
倒闭时间	1997 年	1996 年	2000 年	2000 年	2000 年	2000 年	2000 年
破产前资产总额 (亿日元)	20609	28046	21885	2044	35019	46099	10150
破产后资不抵债额 (亿日元)	3000	6500	3200	365	5950	6895	325
破产前预定利率 (%)	5.5	4.79	4.46	4.05	3.7	4	4.2
破产后预定利率 (%)	2.7	1.5	1	1	1.5	1.75	2.6

资料来源: 周国端.《保险财务管理: 理论、实务与案例》(2015), 国信证券经济研究所整理

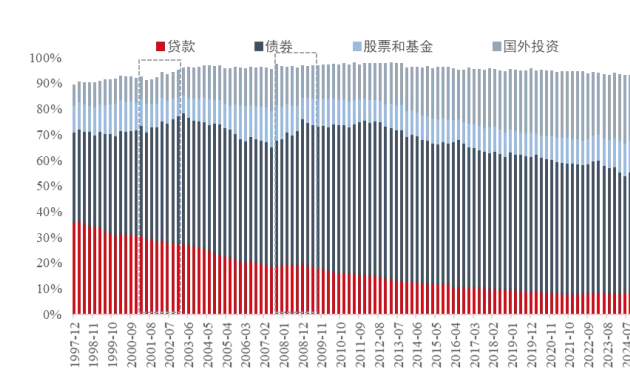
自 1997 年大规模破产危机后, 日本寿险资产配置策略由激进转为保守, 贷款、国内股票占比下降, 国内债券、外国证券占比上升, 债券占比稳定居高。自上世纪 90 年代初泡沫破裂, 贷款和国内股票的配置比例显著下降, 贷款由 1988 年的 31.8% 下降至 2002 年的 27.3%, 国内股票由 1988 年的 32.3% 下降至 2002 年的 7.3%。相对应地, 低风险的债权类资产比重提升, 由 80 年代的不到 20% 提升至目前的 47.2%。总的来看, 国内债券配置比例的大幅增长发生过两次: 一次在 1990-2000 年之间, 资产泡沫带来日本股市低迷, 信用风险升高, 期间由于信贷市场不良贷款率上升, 寿险资金对贷款业务也采取审慎态度, 2002 年债权类资产比重提升至 50.1%; 第二次 2008 年全球金融危机, 全球金融危机波及到日本股市, 且海外资产在这一时期吸引力也在降低, 2008 年国内债券占比由 49.3% 提升至 56.2%, 并且占比升高的趋势延续至 2011 年。

图21: 日本寿险业 1988 及 2002 年的各资产配置情况



资料来源: BOJ, 万得, 国信证券经济研究所整理

图22: 日本寿险业各类别资产配置情况



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

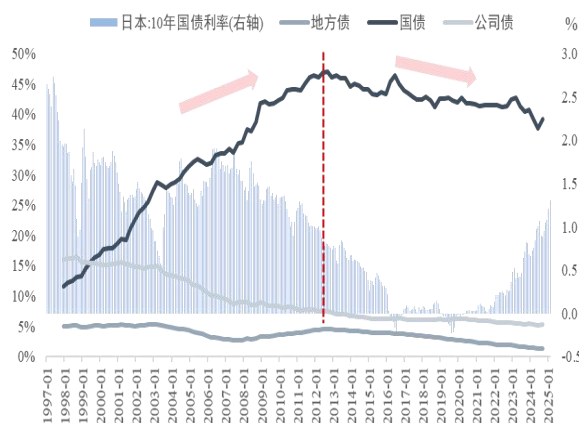
为增厚收益, 日本寿险行业选择拉长债券久期、适度信用下沉和增配权益资产以提高回报。

(1) **拉长久期以提前锁定长期收益。**为了提前锁定长期收益, 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。自 1990 年代以来, 鉴于日本股票市场的持续疲软以及社会整体回报率的下滑, 日本保险公司逐步调整投资策略, 加大对长久期债券的投资力度, 特别是对期限超过 10 年的超长期国债的购入显著增加。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%。考虑到在低利率环境下, 日本 30 年期与 40 年期国债的期限利差仍保持在约 100 至 200 个基点之间, 寿险公

司通过延长投资期限的策略，成功将其债券投资组合的收益率稳定在大约 1.7% 的水平。从当前日本两大主要寿险公司——日本生命保险与第一生命保险的数据来看，它们所持有的债券资产久期均维持在 11 至 12 年左右。

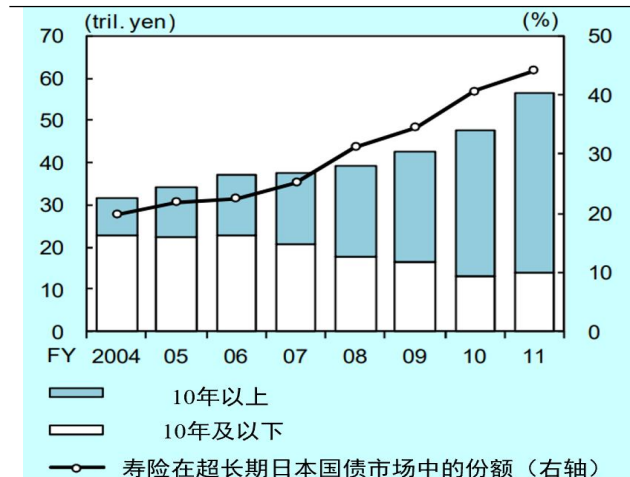
尽管债券在日本寿险公司的资产配置中占据主导地位，但在利率水平过低的情况下，国内债券的配置比例会有所缩减。低利率环境对日本寿险行业的显著影响始于 2011 年，当年 10 年期日本国债收益率跌至 1% 以下时，日本寿险业开始调整债券配置策略，减少国内债券投资，转而积极寻求海外证券投资机会。

图23：日本寿险业各券种类别占比及国债收益率走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图24：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



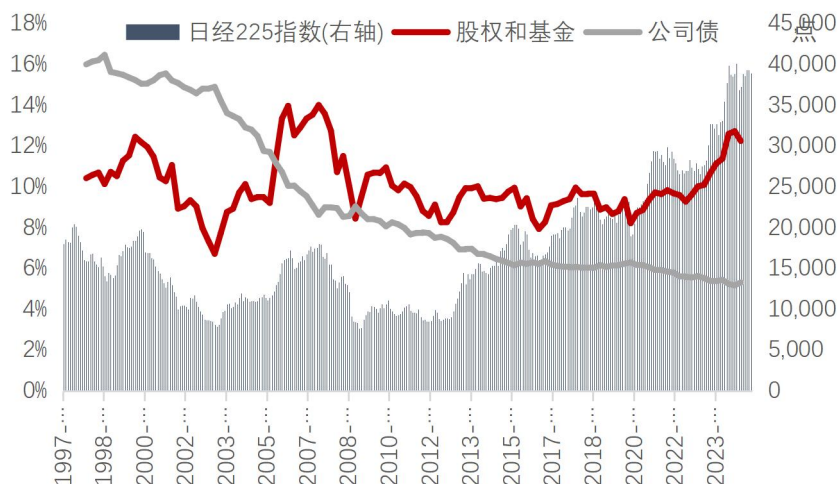
资料来源：BOJ，国信证券经济研究所整理⁵ 注：除日本邮政保险外的日本人寿保险协会会员均计算在内

（2）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”环境下增持了企业债，通过赚取信用风险溢价来提升组合收益。此外，日本寿险业公司债占比始终维持在 5% 以上，高于地方债占比。

（3）适时增配权益资产。2012 年之后，权益资产受益于股市回暖，投资收益率相对较高，能够为寿险业提供更可观的超额收益。日本寿险业权益资产的比重在 2012 年后逐步上升，而企业债等高风险固收资产的占比则有所下降。且从权益资产占比的变化趋势来看，寿险业注重市场环境的变化，其占比情况和股市走势基本一致。

⁵ 资料来源：https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/rev_2013/data/rev13e02.pdf

图25: 权益资产与股市走势基本一致



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

美国寿险业

（一）美国低利率环境形成及股债表现

按照联邦目标收益率小于等于 1.5% 来判定美国的低利率环境，21 世纪以来，美国共有三段低利率时期，分别是 2002 年 11 月至 2004 年 9 月、2008 年 10 月至 2018 年 3 月、2020 年 3 月至 2022 年 6 月。期间，寿险业资产配置总体呈现出增加股票投资的态势，考虑到第二段低利率时期持续时间较长，本报告着重对 2008 年 10 月至 2018 年 3 月的低利率时期进行分析。

为应对次贷危机，2008 年 1 月美联储宣布将利率政策调整至零水准，2008 年 10 月雷曼兄弟破产，美联储再次降息 50bp 至最低利率 0.25%，推动美国迈进低利率时期；虽然在 2015 年逐步进入加息周期，利率环境仍处于历史低位。

阶段一：2007 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。

随着房地产和金融市场风险不断发酵，美联储从 2007 年 9 月开始连续降息。到 2008 年底，短端利率由 2007 年 9 月的 5% 下行至 0% 附近，10 年期美债利率也回落近 250BP 至 2.1% 附近。房地产市场崩溃，导致金融机构遭受重创，市场信心崩溃，美股在年初开始出现大幅下跌，之后，伴随着雷曼兄弟宣布破产，市场恐慌情绪加剧，股市进一步下挫，道琼斯工业平均指数在 11 月 20 日跌破 8,000 点，创下 2003 年以来的最低点。

美债利率快速下行期间债市表现最佳，汇率次之，风险资产回调。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。大盘多数情况下优于小盘。商品方面，黄金一枝独秀。从大类资产整体来看，美股>美债>美元>商品。期间美股涨 169%，美债和美元分别上涨 33%、28%。

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。

2010 年，美国经济开始回暖，但复苏之路依然比较坎坷。美联储在 2010 年 10 月和 2012 年 9 月分别推出了第二轮和第三轮 QE，带动长短端利率持续低位振荡调整。而后一直到 2015 年 12 月美联储加息，短端利率才开始逐步上行。伴随着多轮量化宽松政策的实施，到 2016 年 10 年期国债收益率已降至 2% 左右。

2009 年至 2018 年，美国股市经历了长达十年的牛市，根据高盛的数据，2009 年至 2018 年期间，美股的年化回报率达到 15%，远高于自 1880 年以来所有十年期的平均水平⁶。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。

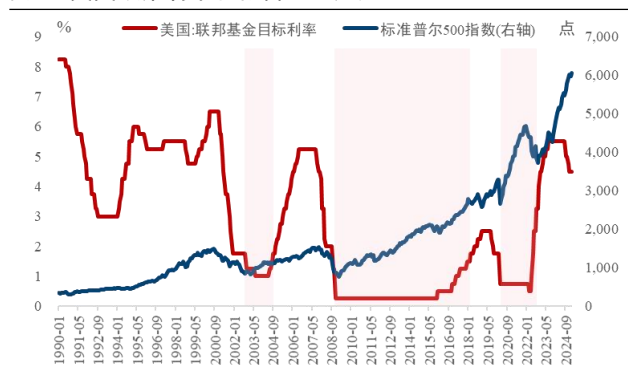
期间，债市走势经历了较为明显的波动，10 年期国债收益率整体呈现出先降后升的态势。受经济复苏缓慢、市场避险情绪以及美联储量化宽松政策（QE）的影响，2010 年-2012 年，国债收益率持续走低。进入 2013 年，随着经济复苏迹象增强，市场认为美联储会逐步退出量化宽松政策，10 年期国债收益率开始上升，2013 年底，收益率升至 3% 左右。2014 年-2016 年前半年，国债收益率波动下降，2016 年 1 月收益率下破 2%，半年后首次破 1.4%。2016 年 7 月后，10 年期国债收益率逐渐回升，期间伴随着特朗普政府减税政策以及经济数据的改善，2018 年底，10 年期国债收益率达到 3.2% 左右。

图26: 美国政策利率和 10 年期国债收益率走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图27: 美国政策利率和标普 500 走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

（二）寿险业低利率时期资产配置情况

美国寿险的资金账户分为两大类，一般账户与独立账户，一般账户的资产管理规模约为独立账户资产管理规模的 2 倍。一般账户的负债端主要是传统寿险和年金险等由保险公司承担风险的产品，投资上受美国保险监督官协会（NAIC）和各州的其他相关规定的监管，资产管理活动并不以超额收益为目标，通常采用较保守的投资策略以换取风险小的投资收益；独立账户的负债端则主要是万能险、投资险、变额年金等投资型保单，投资范围和比例也相对自由，相比一般账户投资策略和资产配置更为激进，资产管理目标在于获得超额收益。

寿险一般账户对于各类资产的投资比例有明确的限制。根据 NAIC 的《保险投资示

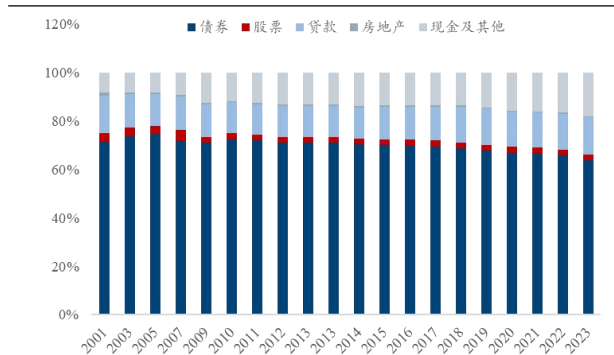
6

<https://www.cnbc.com/2019/03/15/the-stock-markets-gain-in-the-last-10-years-is-one-of-its-best-runs-since-the-1800s.html>

范法》，寿险一般账户的投资限制主要包括：1. 中低评级债券占比不得超过 20%；2. 股票占比不得超过 20%；3. 直接贷款占比不得超过 45%；4. 投资性地产占比不得超过 20%；5. 海外资产占比不得超过 20%；6. 其他针对单一机构的集中度限制。

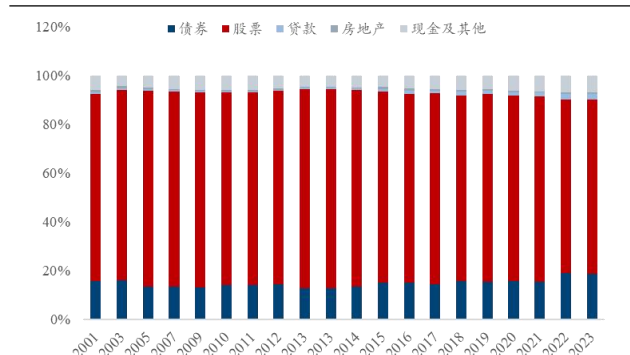
从资产占比情况来看，一般账户中，债券占比长期保持在 70%左右，且债券占比不断下降；独立账户的资产配置中，股票占比基本保持在 70%以上，债券的占比则在 20%以内，提升权益类资产占比是其增厚收益的有效途径。2023 年，美国寿险一般账户的资产配置中，债券占比 63.8%（大多为公司债，占比近 50%）、股票占比 2.3%、抵押贷款占比 12.8%、保单质押贷款占比 2.4%、地产占比 0.4%、其他投资合计占比 18.2%。从长期变化趋势来看，一般账户呈现出债券占比不断下降的长期趋势，债券占比从 2010 年的 72.4%左右逐渐降低至 2023 年的 63.8%；股票的占比从 2010 年至 2018 年基本保持在 2.5%左右，相对稳定。聚焦于独立账户，低利率时期，美国寿险机构通过提升权益类资产占比以满足更高的收益需求。截至 2018 年，权益类资产在独立账户中的占比高达 76.2%。

图28：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

图29：美国寿险业独立账户资产组成情况



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

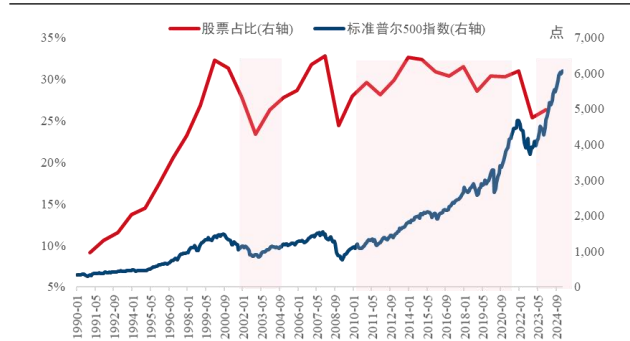
低利率时期，美国寿险业泛固定收益类占比在回落，其中抵押贷款及保单贷款持续下降，权益类资产配置比例持续提升。长期持续的低利率环境推动寿险业亟需通过丰富资产类别进而实现收益增厚，强劲的美股走势恰好为寿险业提供增配股票资产的契机。低利率环境下，债券收益率下降，而股票市场的长期回报潜力相对更高。尤其是在经济复苏进程中，股票市场可能迎来估值提升，因此，增加权益类资产配置更有利于提升资产收益。从美国寿险业资产配置趋势来看，低利率时期泛固定收益类占比在回落，其中抵押贷款及保单贷款持续下降，权益类资产配置比例持续提升。

图30: 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, 万得, 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31: 美国寿险业股票配置情况和标普 500 走势

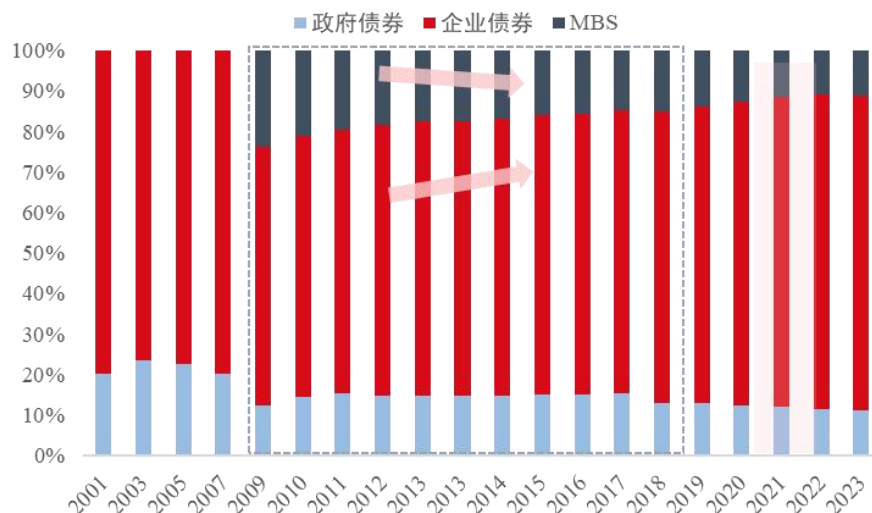


资料来源: ACLI, 万得, 国信证券经济研究所整理

在利率下行的环境下，增持企业债、信用下沉、以及拉长资产久期是美国寿险资金提高投资收益率的重要方法。由于影响保险公司负债成本和利差的主要是一般账户，我们重点以一般账户进行分析。考虑到寿险需要考虑其资金长期、稳定的本质属性，且 NAIC 对美国寿险业一般账户的投资比例有一定限制，一般账户中债券的配置比例在大多数情况下不太可能大幅下降，但是在债券期限、信用上的配置可以帮助寿险业适应低利率环境。

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。首先，从券种组成来看，美国寿险大类资产配置以公司债为主，配置比例接近 50%，其次为抵押贷款支持证券（MBS）（2018 年占比 9%）和国债（2018 年占比 10.4%）。从变化趋势来看，低利率时期，企业债占比明显增加，自 2009 年的 45.4% 提升至 2018 年的 49.5%；政府债占比相对稳定，持续稳定在 10% 左右；受金融危机影响，MBS 占比回落幅度较大，2009 年的 16.9% 下降至 2018 年的 10.4%。

图32: 美国寿险业一般账户各债券券种占比情况

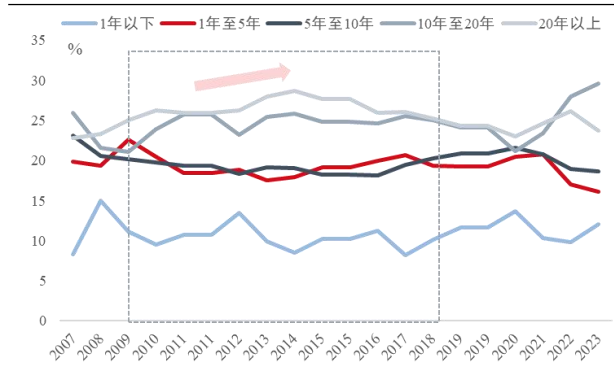


资料来源: ACLI, 国信证券经济研究所整理

从资产久期来看，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。在低利率环境下，增加长久期债券配置是获取期限溢价的关键策略，同时充分发

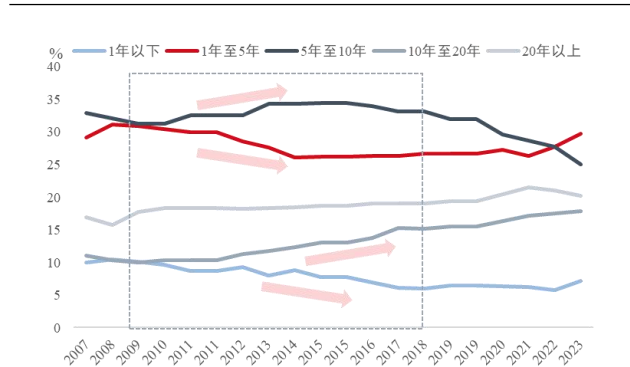
挥保险资金的长期性优势，是保险公司在利率下行环境中维持稳定收益率的首选策略。自 2008 年起，寿险公司配置债券的平均剩余期限开始上升。到 2018 年，剩余期限 20 年以上的政府债券占比从 23.3% 显著增加至 25.2%，而剩余期限 5 年以上的企业债券占比从 58.2% 提升至 67.3%。债券久期的提升主要有两个原因：首先，寿险公司需要考虑资产负债在期限上的匹配性。在低利率时期，保单持有行为的变化等因素可能导致负债期限延长，因此资产端需要相应调整以匹配负债端的变化；其次，在低利率时期，短期债券收益率相对较低，而长期债券的投资收益更高、吸引力更强。

图33: 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34: 美国寿险业各期限企业债占比情况

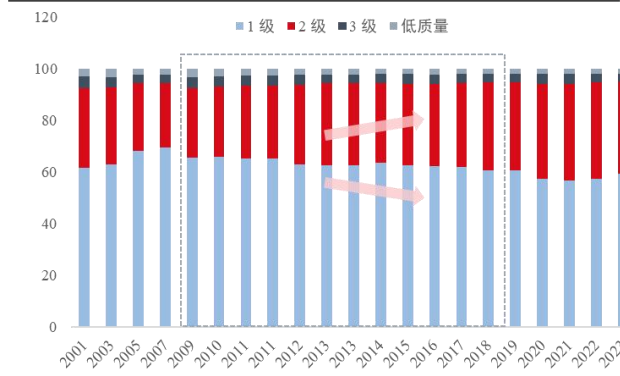


资料来源: ACLI, 万得, 国信证券经济研究所整理

此外，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。从寿险业配置的债券评级来看，自 2008 年以来，保险公司逐步增加评级为 2 级的债券配置（评级范围为 1~6，数字越大，评级越低），而评级为 1 级的债券占比则有所下降，评级为 3~6 级的债券占比较低且变化较小。具体而言，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。例如，在 2008—2010 年期间，对比美国高质量市场 10 年期企业债与 10 年期国债收益率，可以发现美国高质量市场 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。在这一时期，信用溢价飙升，2 级债券的配置也相应增加。相对而言，在 2006—2008 年期间，保险公司主要增加评级为 1 级的优质债券配置，因为当时的信用溢价较低（见图 35）。

图35: 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36: 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

寿险增厚资产端收益方式分析

利率的走势在短期表现为货币现象，中期受经济基本面的驱动，而长期则与人口结构密切相关。人口结构的变化通过影响潜在经济增长速度，进而对利率的长期走势产生深远影响。在老龄化加剧的背景下，二支柱的企业年金和三支柱的商业保险迎来了重要的发展机遇，保费规模也随之扩张。然而，老龄化社会的加剧导致潜在经济增速下滑，这反映在中长端利率中枢的持续下行，进一步降低了寿险业投资回报率，并加大了利差损风险。因此，在老龄化与低利率的双重环境下，拓宽投资标的、优化投资结构已成为寿险行业发展的必然趋势。

一、寿险资产配置保守，固收类资产占比较高。（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风格在 2000 年前后发生较大变化，由主要持有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。

二、低利率环境下，权益资产占比逐渐上升，固收资产配置总体呈现下降态势。在长端利率下行、利率长期维持低位的背景下，配置固收资产实现的收益增厚效果相对有限，增配权益资产成为寿险业增厚收益的有效方式之一。（1）低利率环境下，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，伴随着长端债券收益率多次出现负利率现象，亟需通过增强股票或另类资产投资以提高投资收益，带动德国寿险业权益资产占比较低利率时期明显提升。（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）从美国寿险业资产配置趋势来看，低利率时期泛固定收益类占比在回落，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，美国寿险业一般账户的债券占比从 2010 年的 72.4% 左右逐渐降低至 2023 年的 63.8%。

三、券种选择方面，加大公司债等的投资比重。除了适度增配权益资产外，寿险业作为大部分投资以固收资产构成为主的机构，需要丰富固收策略以提高收益，持有收益更高的公司债等信用债品种是其选择之一。（1）德国安联集团固收类资产中公司债占比较高，且占比逐渐上升，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%；从变化趋势来看，低利率时期企业债占比明显增加，自 2009 年的 45.4% 提升至 2018 年的 49.5%。

四、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，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也在逐渐提升，从 48.2% (2012 年) 提升至 77.8% (2023 年)。(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%，评级为 1 级的债券占比则有所下降。尤其是在信用溢价较高时，增加 2 级债券的配置，比如，信用溢价飙升的 2008—2010 年期间，2 级债券的配置也相应增加。

五、持续拉长资产久期以缩小错配缺口，并锁定长期收益。在低利率环境下，增加长久期债券配置是获取期限溢价的关键策略，同时充分发挥保险资金的长期性优势，是保险公司在利率下行环境中维持稳定收益率的首选策略。(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，政府债占比自 2017 年的 32% 提升至 2020 年的 38%。(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，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%。(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。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%。

此外，杠铃型策略也是德国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。

参考文献

孙立娟, 梁斯, 朱向辉. "非理性繁荣": 日本保险业危机回顾及对我国的启示[J]. 南方金融, 2014(9):5.

杨琳, 郭祥, 蒋亚男, 等. 低利率时代的保险资金配置研究[J]. 保险理论与实践, 2021, 000(006):P.46-86.

王开. 全球低利率下的债市发展新机遇[J]. 中国外汇, 2021(6):54-56.

周国端. 保险财务管理: 理论/实务/案例[M]. 中信出版社, 2015.

管清友. 低利率环境下的国际资产配置经验[J]. 中国外汇, 2016(18):1.

风险提示

- (1) 历史复盘对未来可能具有一定的参考价值，但其意义可能较为有限。
- (2) 资本市场政策可能出现调整，同时，宏观和微观流动性也可能会持续波动。
- (3) 文中个股仅作数据梳理，不构成投资推荐意见。

免责声明

分析师声明

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。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

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中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 层

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