

证券研究报告 | 行业专题报告

银行

行业评级 强于大市 (维持评级)

2024年9月20日



日本90年代银行业发展回顾

证券分析师:

张宇 执业证书编号: S0210524050005

郭其伟 执业证书编号: S0210523080001

付思雨 执业证书编号: S0210524080005

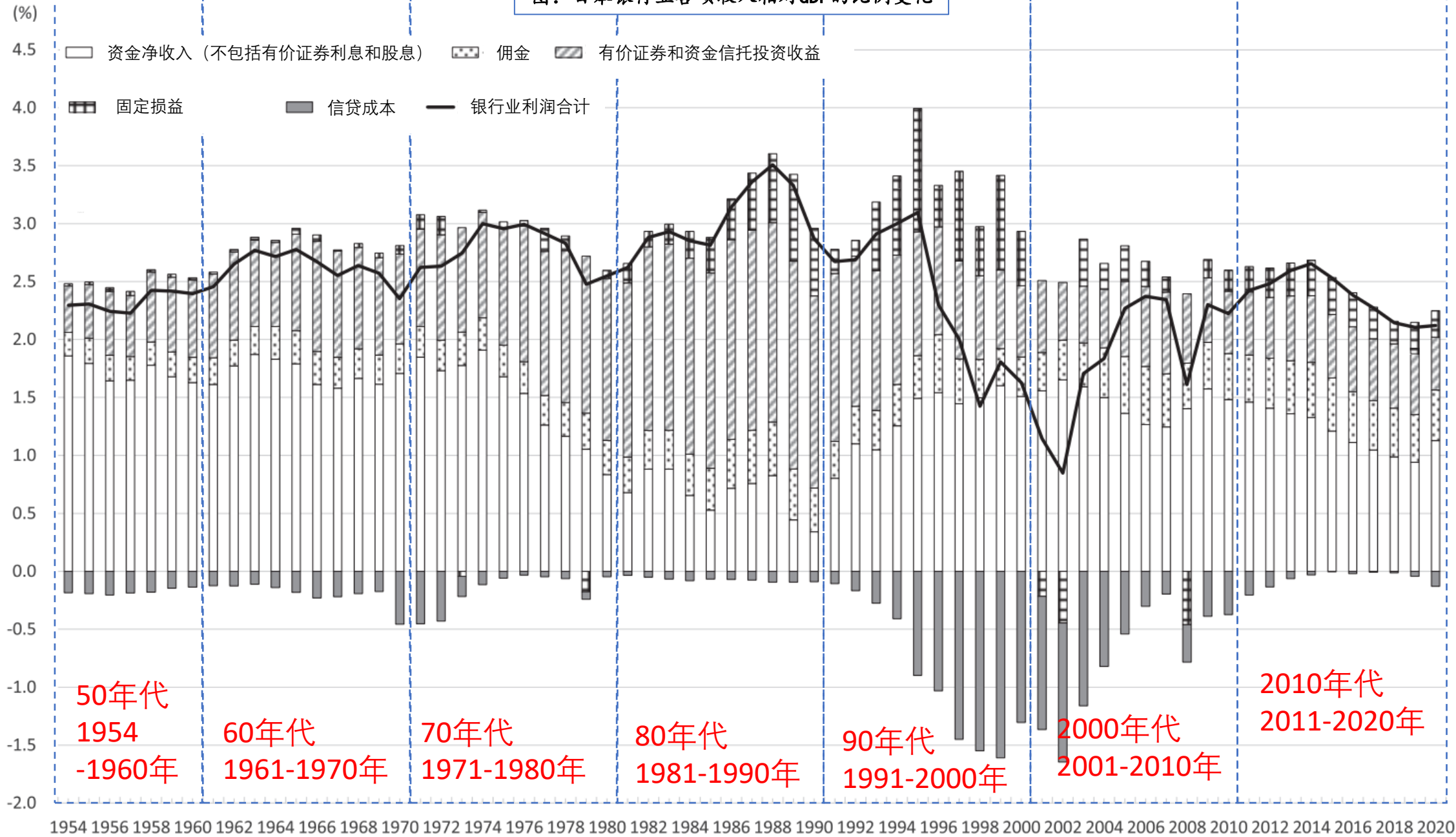
联系人:

谢洁仪 S0210123090012

请务必阅读报告末页的重要声明

- 在1990年代，日本泡沫经济破裂以后，日本银行业经历了一段较长的衰退周期。当时银行机构普遍出现营收增长乏力以及利润缩减的情况。到底当时的银行业发生了什么样的故事，以及银行基本面出现了哪些变化，这是本篇报告希望探讨的问题。
- 我们可以简单将日本银行业的90年代分为四个时期：
- 第一时期是从1989年到1990年，即经济见顶的阶段。为对抗资产泡沫和通胀，日本央行连续加息。日本银行业受加息的影响，其营收和利润开始显露颓势。
- 第二时期是从1991年到1993年，即经济下行的阶段。日本银行业在经济衰退的压力下，资产减值损失扩大，信用风险浮出水面。
- 第三时期是从1994年到1996年，即经济企稳的阶段。日本银行业在经济弱复苏的时候，加快对不良贷款实施出表处置，在1995年使利润出现大幅亏损。
- 第四时期是从1997年到2000年，即金融危机的阶段。日本银行业在亚洲金融危机的冲击下，基本面加速恶化，出现金融机构的倒闭潮。得益于政府积极救助，银行业走出泥潭。
- **风险提示：**历史数据的准确性可能存在缺陷；因为日本的银行业环境存在独特性，所以分析结论未必普适；本文主要基于行业整体进行分析，结论未必适用对个体银行的研究。

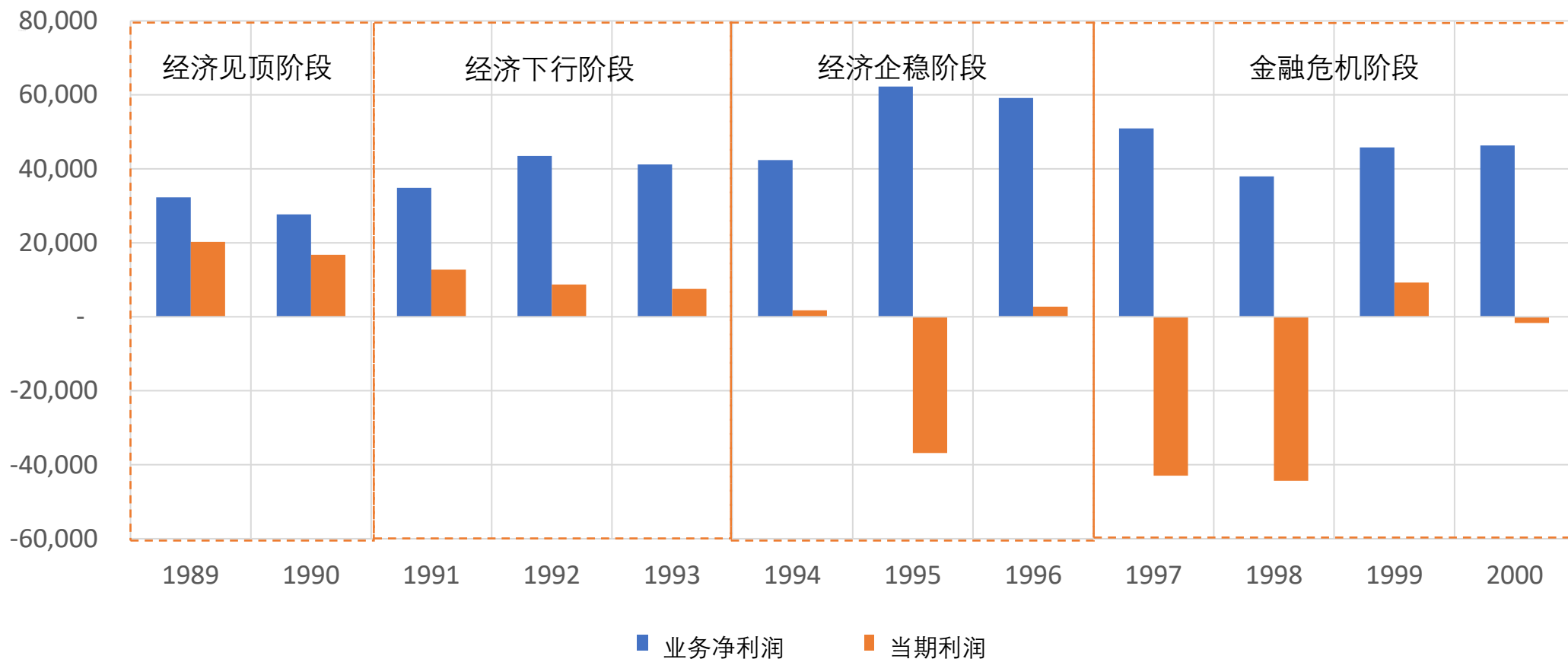
图：日本银行业各项收入相对GDP的比例变化



资料来源：小野有人《日本银行业收入结构的变化》，华福证券研究所

90年代日本银行发展的四个阶段

图：日本银行业的业务净利润和当期利润（亿日元）



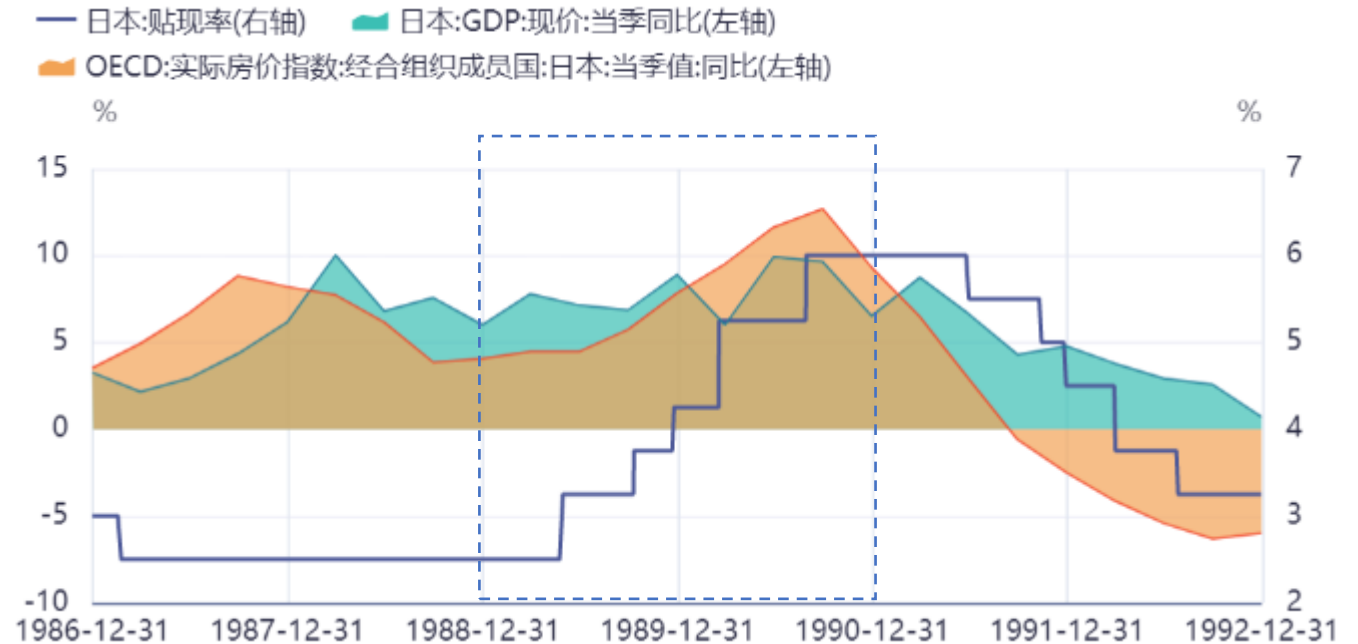
资料来源：日本央行，华福证券研究所

目 录

- 经济见顶阶段：1989-1990年
- 经济下行阶段：1991-1993年
- 经济企稳阶段：1994-1996年
- 金融危机阶段：1997-2000年
- 关键指标分析
- 风险提示

- 1980年代在日美贸易冲突的大背景下，日本大幅刺激内需，导致房价、股价暴涨。
- 为抑制资产价格泡沫，1989年到1990年日本央行连续5次加息，将贴现率从2.5%提高到6%。1990年3月日本政府发布“不动产融资总量限制”的通知，限制银行投放房地产贷款。
- 终于日本房价在1990年第四季度见顶回落。日本经济泡沫破裂时期也从这个时候正式开始。

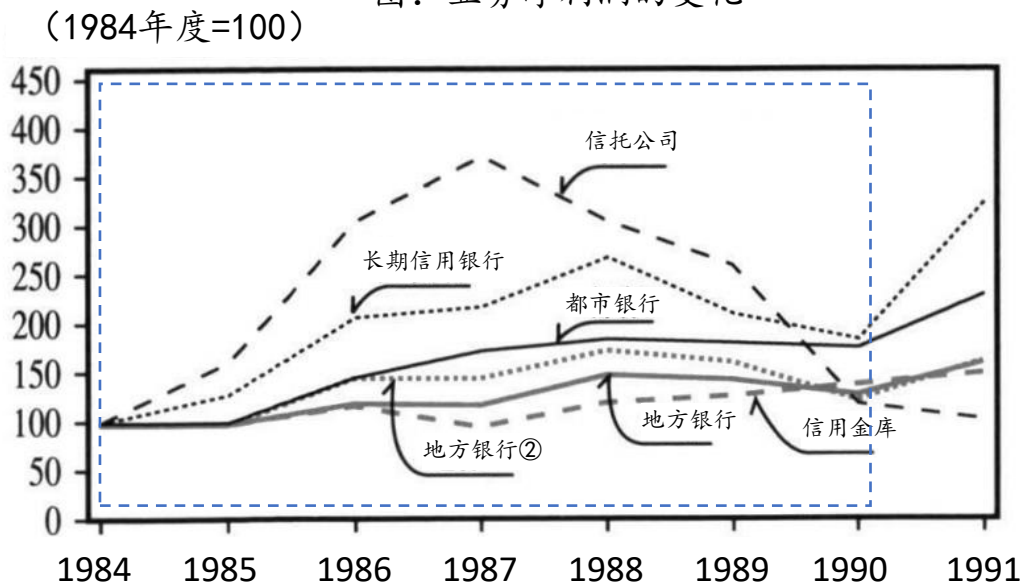
图：日本经济和贴现率的变化趋势



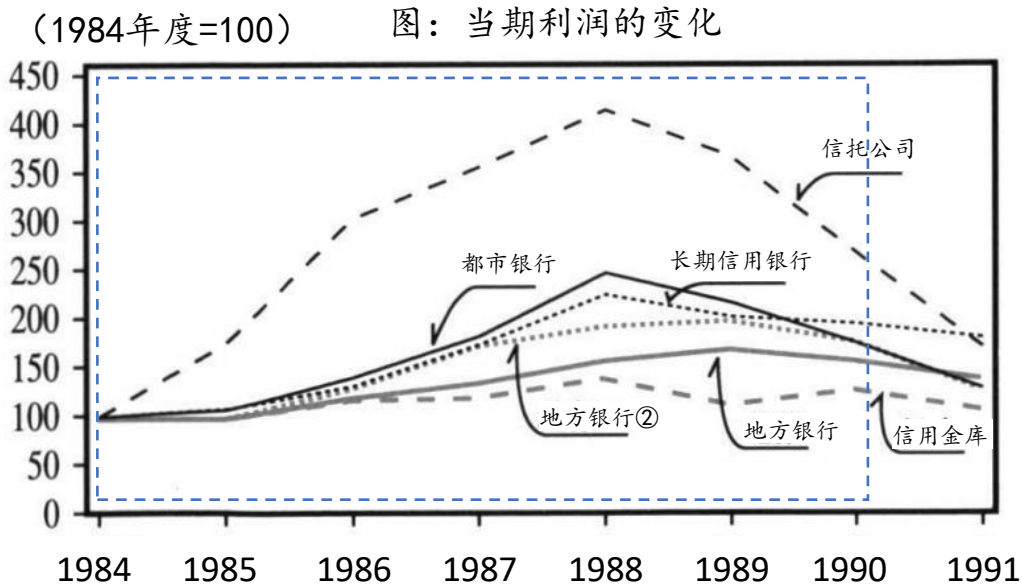
资料来源：ifind，华福证券研究所

- 1980年代日本银行业经历了较长的景气周期。但是到了1989年到1990年，日本银行业主要机构（如都市银行）的盈利都开始见顶回落。反映营收变化的业务净利润（拨备前利润）和当期利润（相当于税后利润）都较1989年的高点下滑。
- 这时期，央行加息导致银行负债成本增加，而资产端债券收益率长期下行，所以净利差收窄。但是因为1988年11月起贷款LPR挂钩市场利率，浮动利率的贷款增加，所以存贷利差上升。
- 贷款减值损失较为稳定，影响较小。

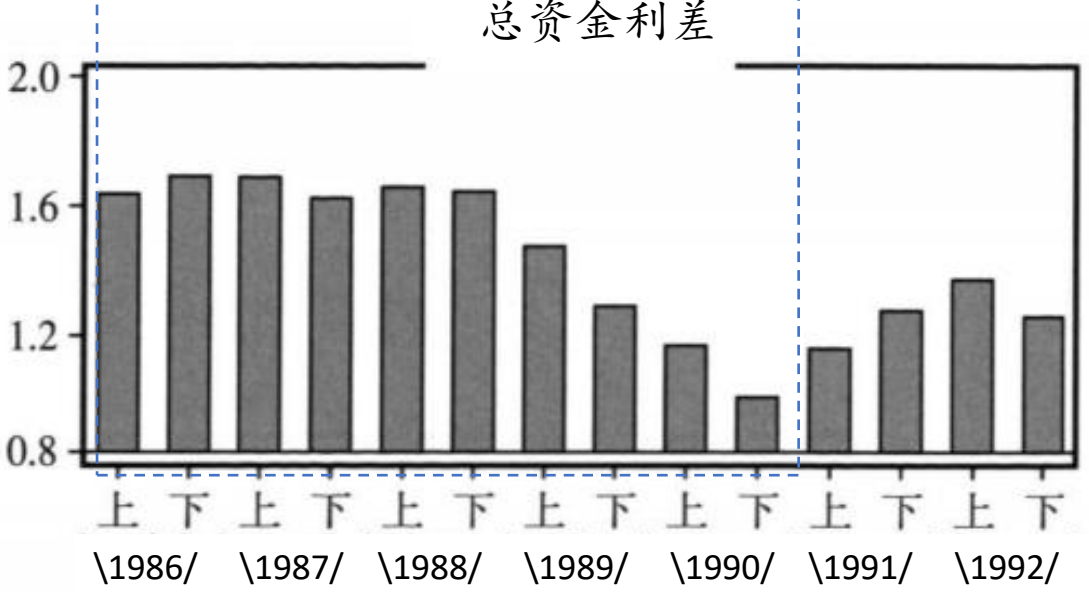
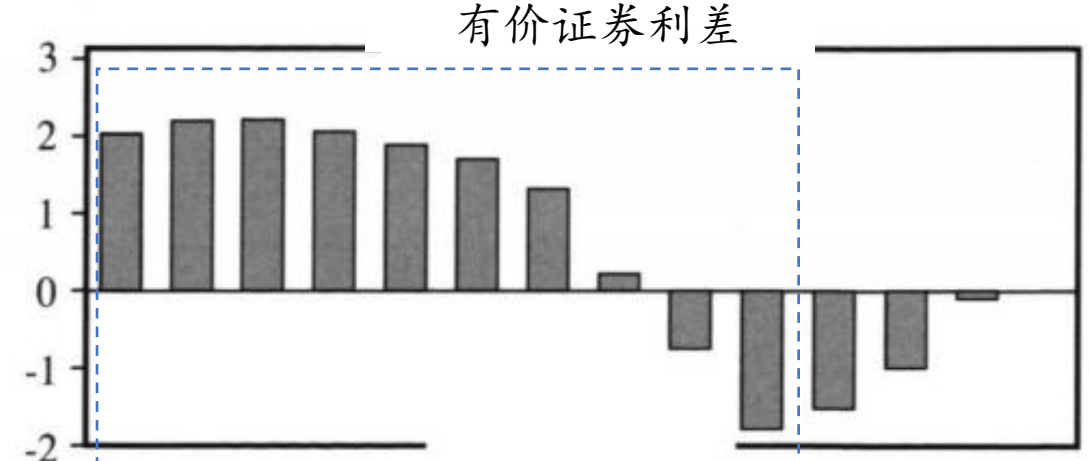
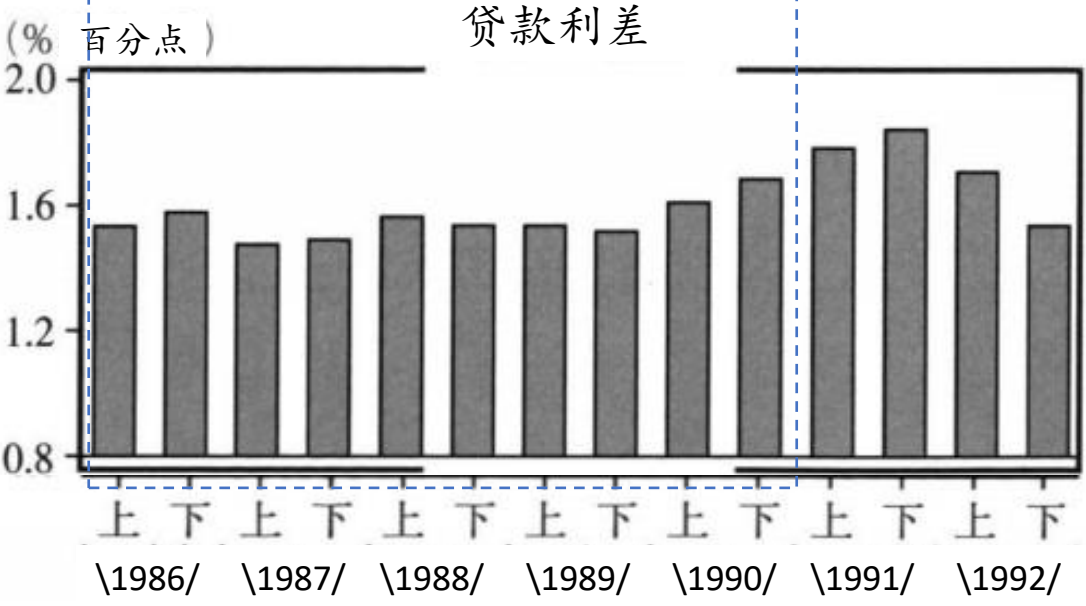
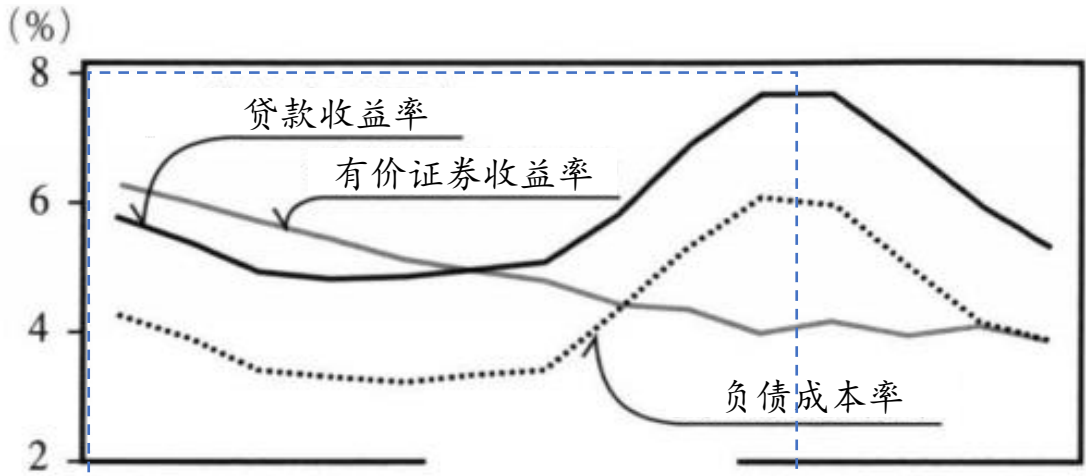
图：业务净利润的变化



图：当期利润的变化



图表：利差的变化（全国银行、国内部门）



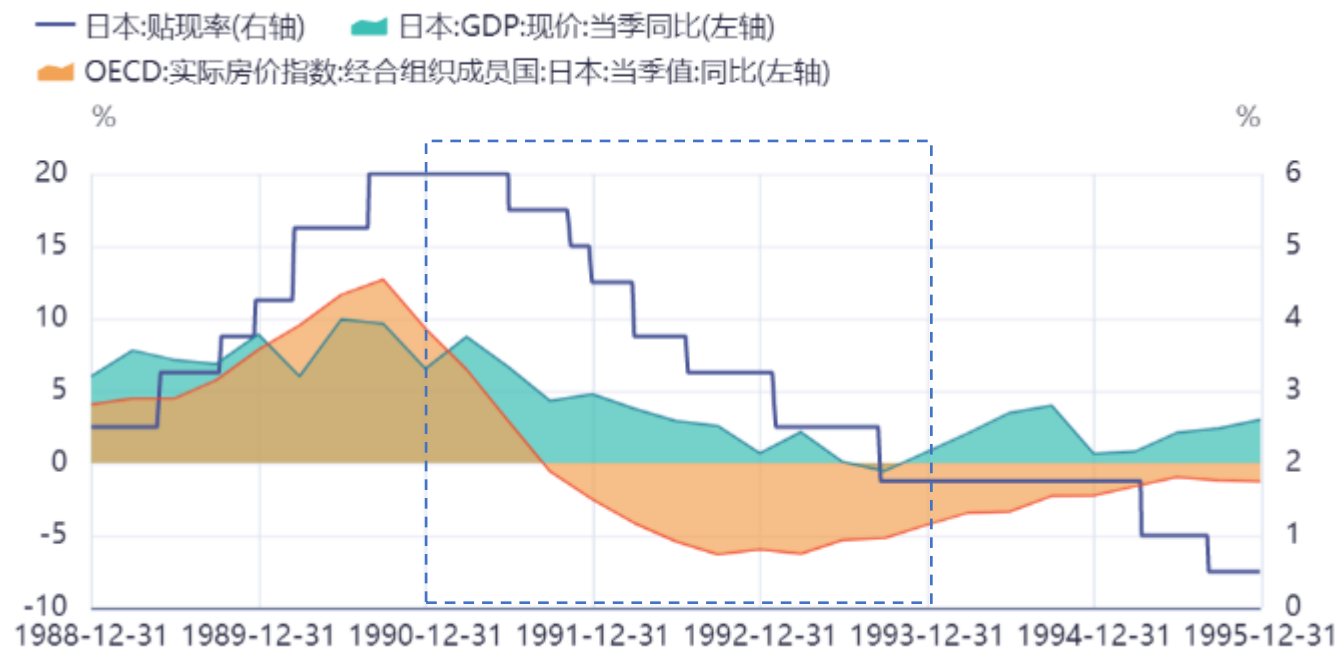
资料来源：日本央行，华福证券研究所

目 录

- 经济见顶阶段：1989-1990年
- 经济下行阶段：1991-1993年
- 经济企稳阶段：1994-1996年
- 金融危机阶段：1997-2000年
- 关键指标分析
- 风险提示

- 1991年5月日本政府通过《地价税法》，日本房地产价格进入下跌的快车道。日本经济在内外需收缩的情况下也出现较快的下行。
- 为实现经济软着陆，1991年到1993年日本央行实施了7次降息，1次降准。
- 日本政府在1992年8月，1993年4月和9月，1994年2月（属于1993财年）都推出“经济对策”，通过拉动公共投资的方式来稳定日本经济。

图：日本经济和贴现率的变化趋势



资料来源：ifind，华福证券研究所

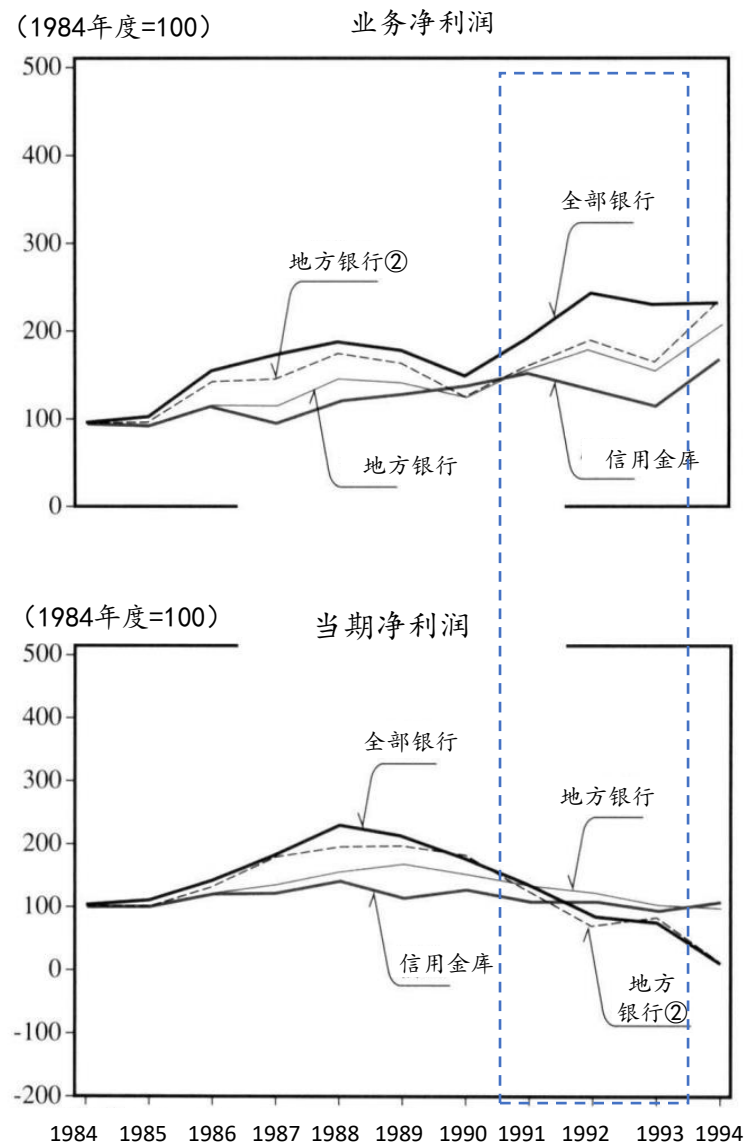
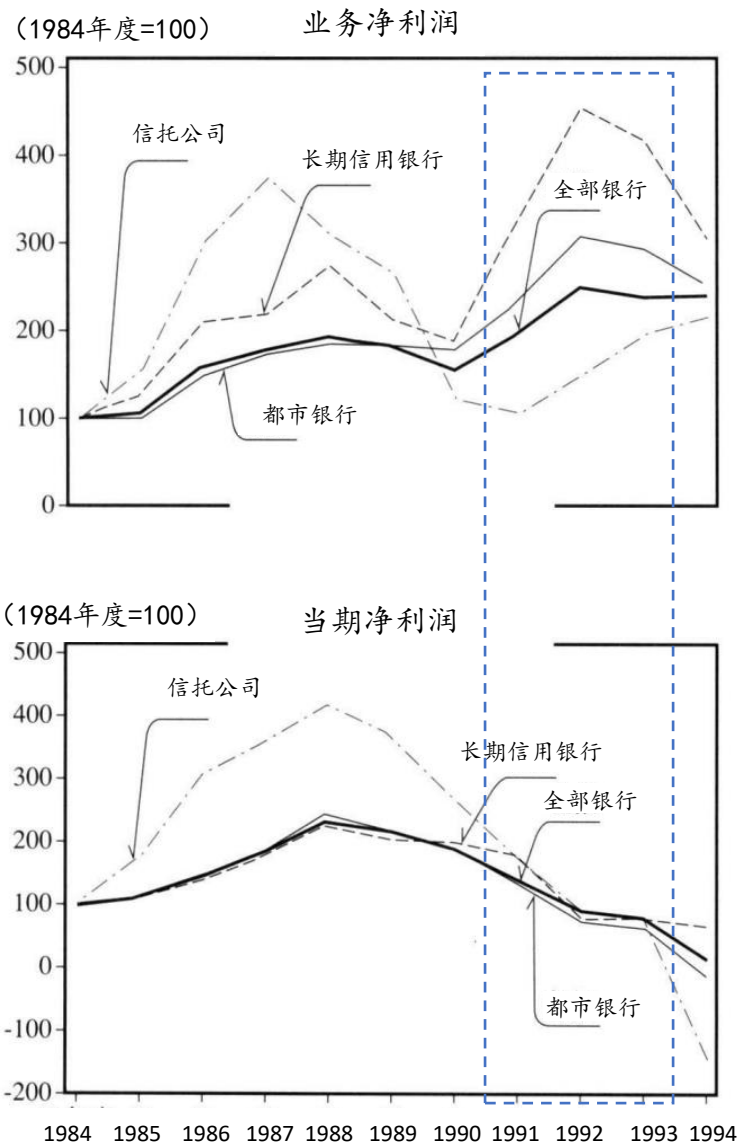
表：1990年代政府经济对策（单位：亿日元）

日期	距离前次经济政策的间隔时间（年，月）	名称	公共投资											合计			
			公共事业等	地方单独事业	住宅金融公库等	科学技术、通信、教育、福祉	其他	中小企业对策	民间设备投资	非贷款政策	雇用对策	减税	地域振兴		抗灾	其他	
1992年8月28日	6·11	综合经济对策	50,000	28,000	8,000			12,000	9,000								107,000
1993年4月13日	0·8	综合经济对策	53,200	35,000	18,000			19,100	5,000		280	1,500					132,000
1993年9月16日	0·5	紧急经济对策	14,500	5,000	29,000		3,000	7,700								800	60,000
1994年2月8日	0·5	综合经济对策	42,000	18,000	12,000			13,600	1,000		100	58,500				7,300	152,500
1995年4月14日	1·2	紧急经济对策				3,300		14,400							51,000	1,300	70,000
1995年9月20日	0·5	经济对策	46,300	10,000	5,200	9,100	43,400	12,900			140				14,100	1,060	142,200
1998年4月24日	2·7	综合经济对策	45,000	15,000			17,000	20,000			500	46,000				23,000	166,500
1998年11月16日	0·7	紧急经济对策	57,000		12,000		24,000				59,000	10,000	60,000	7,000		10,000	239,000
1999年11月11日	1·0	经济新生对策	29,000			23,000	16,000	74,000			10,000					28,000	180,000
2000年10月19日	0·11	经济新生对策	21,000			15,000	11,000	45,000							5,000	13,000	110,000

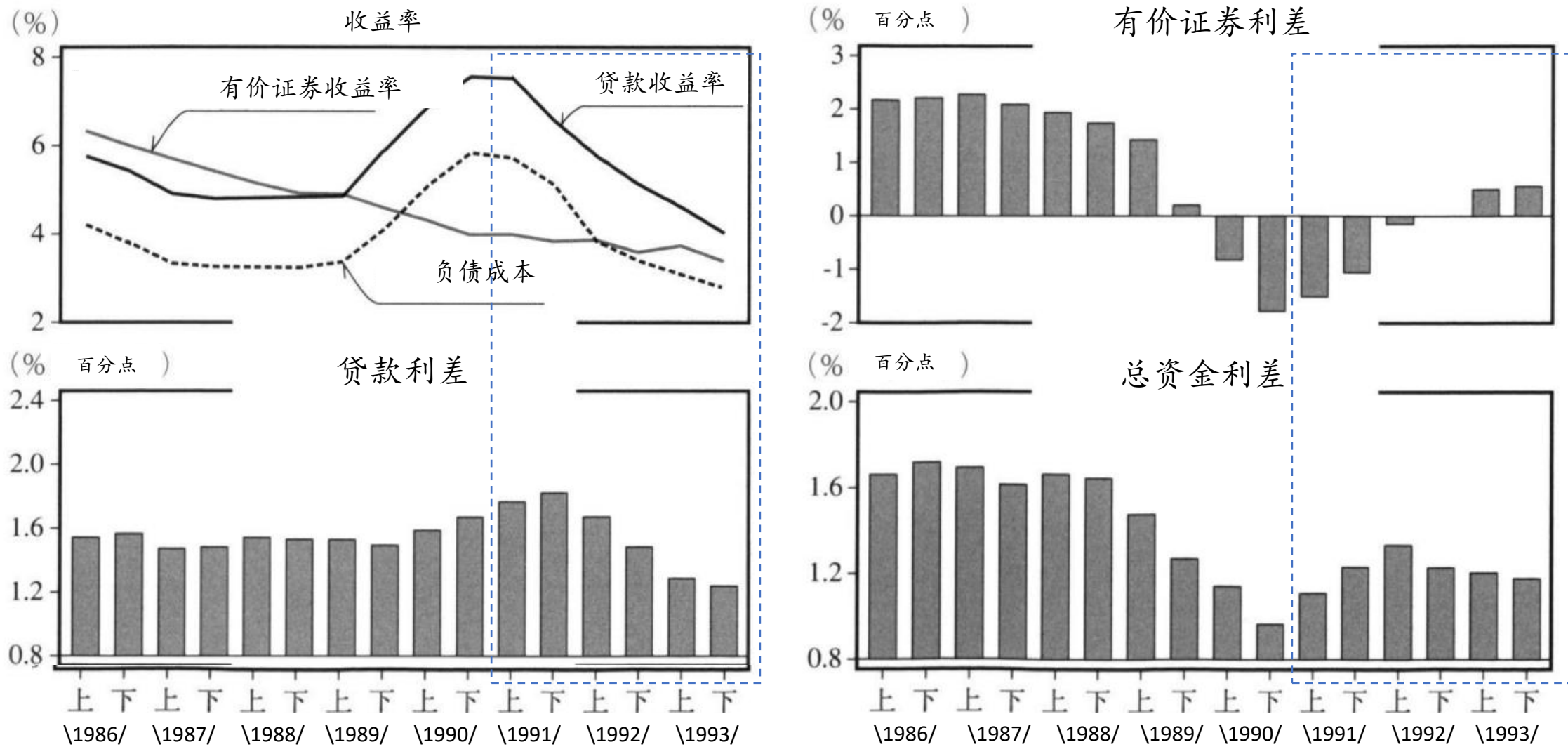
资料来源：鈞雅雄《1990年代日本的财政政策——政策效果和政府债务之间的关系》，华福证券研究所

图：金融机构业务净利润和当期利润的变化

- 从1991年到1993年，银行业的业务净利润（拨备前利润）上升一个台阶，但是当期利润（净利润）持续下降，到1993年当期利润已经较1990年接近腰斩。
- 净利差先升后降。日本央行降息降低了银行的负债成本，因此1991年到1992年银行净利差扩大。期间，贷款需求减少使贷款定价下跌，到1993年存贷利差收窄带动净利差收缩。

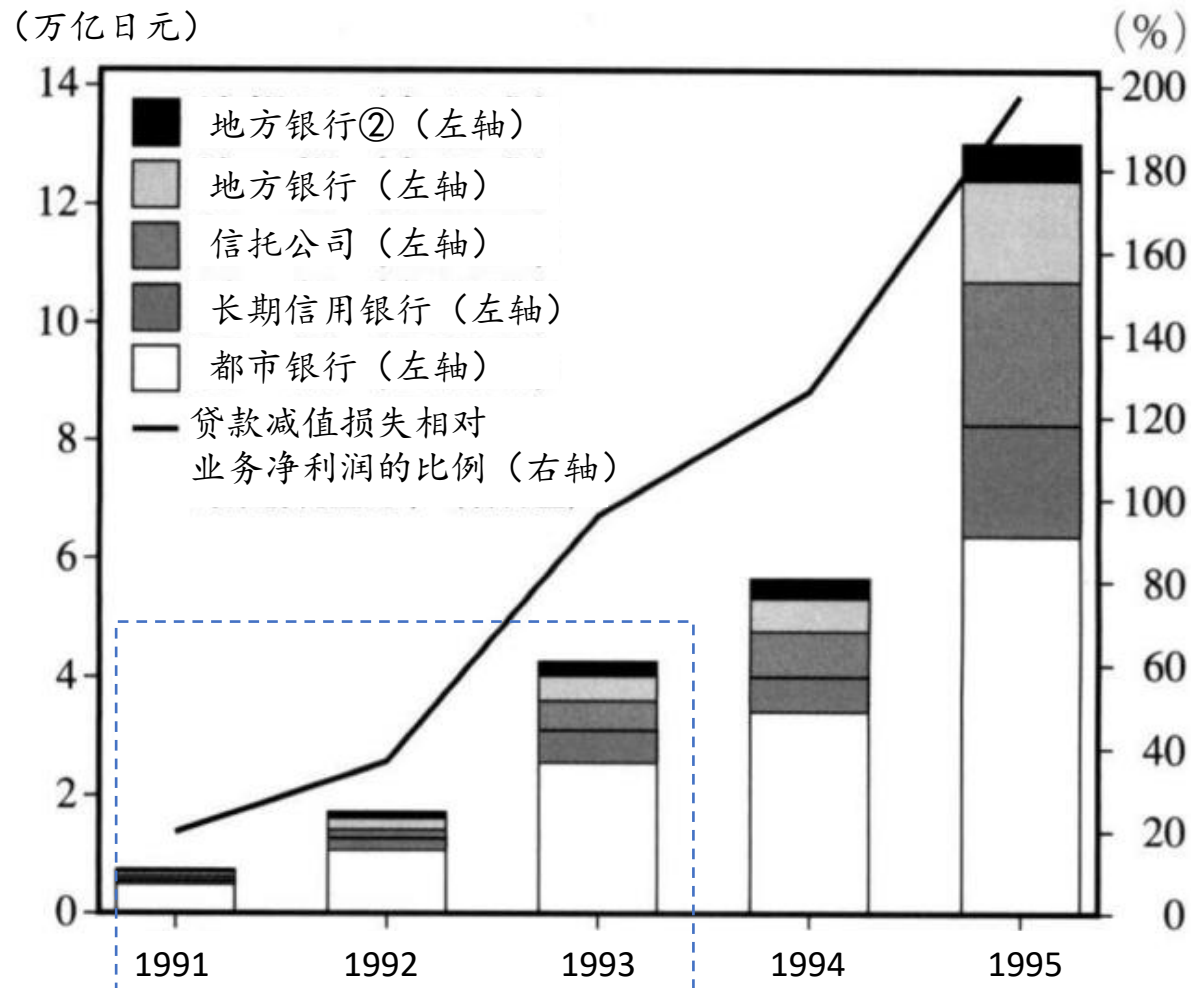


图：利差的变化（全国银行、国内部门）



- 经济下行开始导致金融机构出现信用风险。
- 1991年3月三和信用合作社成为第一家泡沫崩溃后的破产机构。其后1991年8月东洋信用金库、1991年10月东邦互助银行、1993年1月兵庫银行以及住房金融专门公司相继发生风险问题。
- 日本银行多为私人企业，当时的政治舆论环境不允许政府动用财政资金对银行业出手救助。因此银行业主要通过兼并重组、设立行业AMC（1993年1月）的方式自救。但是不良贷款风险并没有得到遏制。

图：贷款减值损失的变化



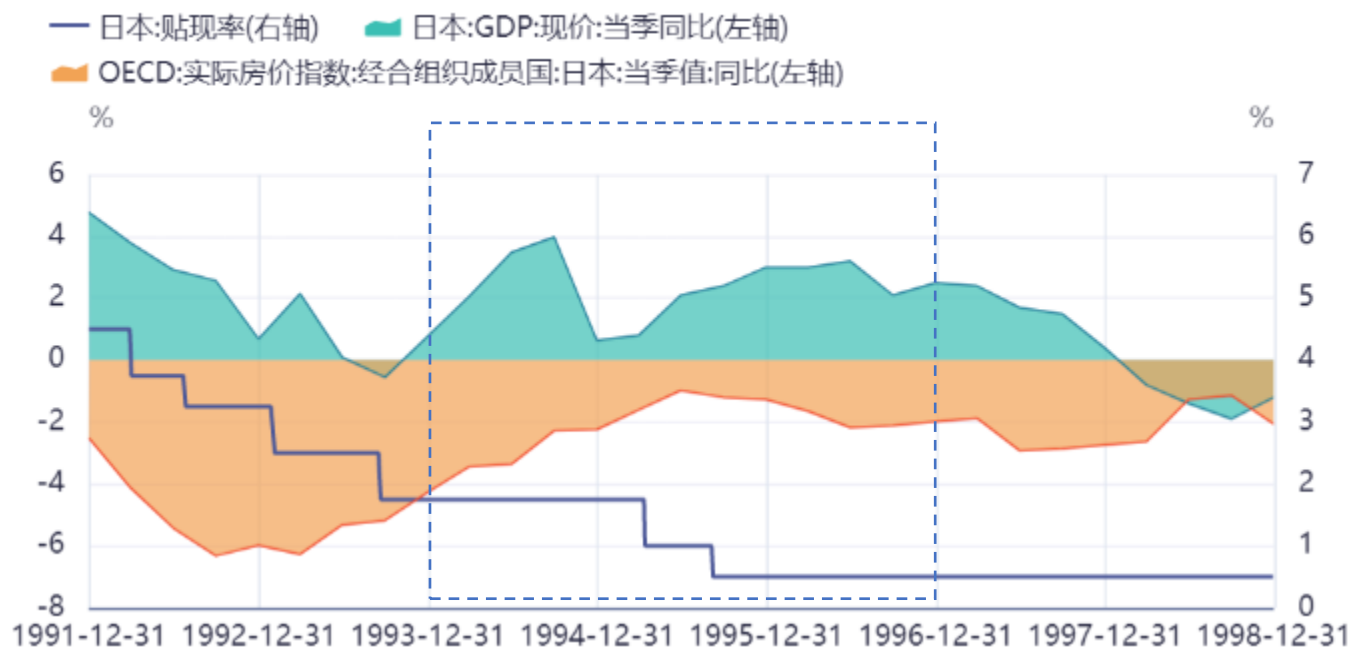
资料来源：日本央行，华福证券研究所

目 录

- 经济见顶阶段：1989-1990年
- 经济下行阶段：1991-1993年
- 经济企稳阶段：1994-1996年
- 金融危机阶段：1997-2000年
- 关键指标分析
- 风险提示

- 到1994年-1996年，日本经济进入企稳复苏的阶段。虽然1995年上半年因为阪神淡路大地震，日本经济出现小幅下滑，但很快通过政府再一次实施“经济对策”，以及央行两度降息，又使经济回到复苏轨道。
- 基于平衡财政的思路，日本政府着手降低财政赤字，开始实施紧财政措施。政府在1994年提出征收消费税，预定于1997年4月1日将消费税税率提高到5%。到1996年，又提出停止所得税、居民税的特别减税。日本央行也逐步按兵不动，减少了货币操作。

图：日本经济和贴现率的变化趋势



资料来源：ifind，华福证券研究所

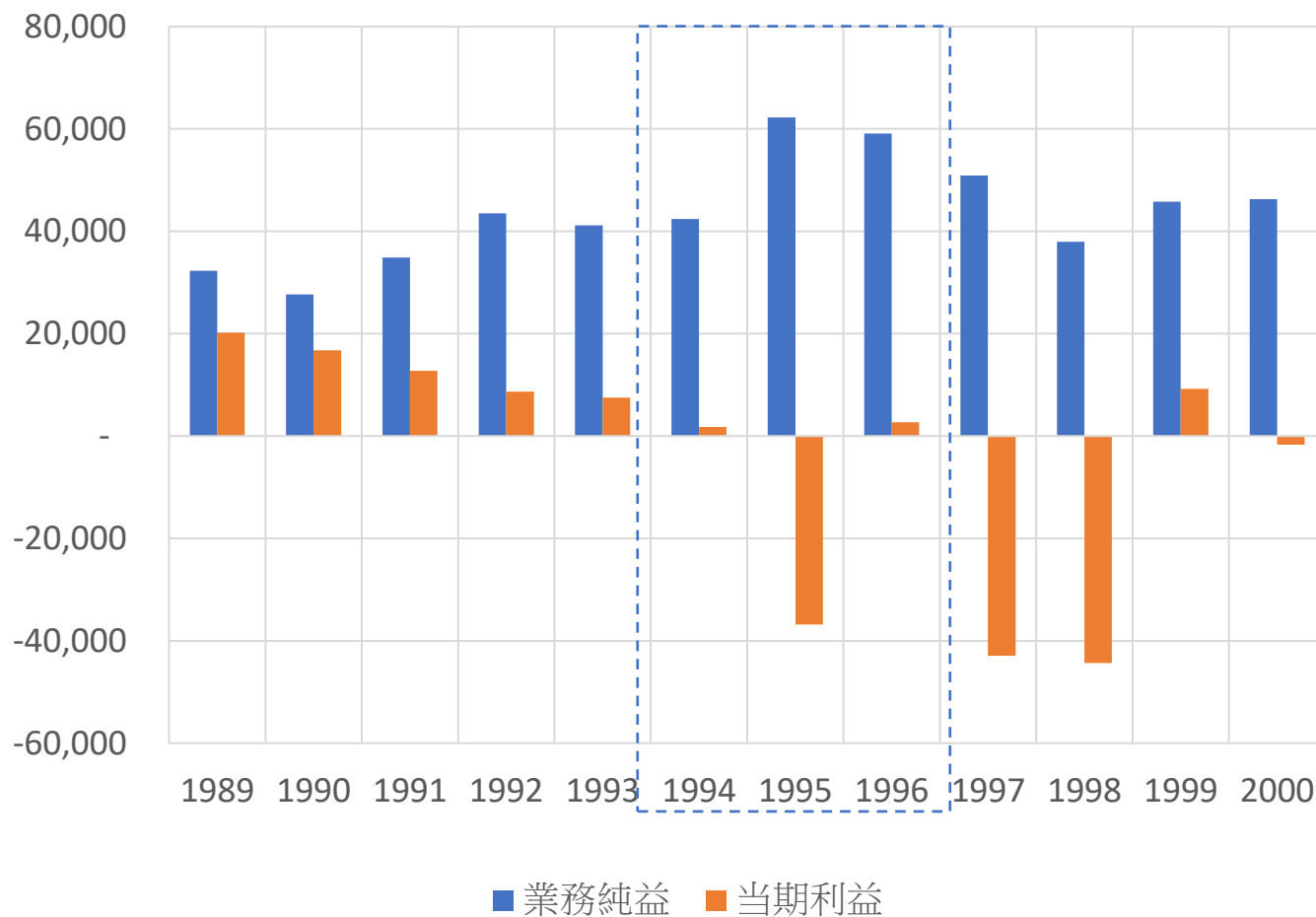
表：1990年代政府经济对策（单位：亿日元）

日期	距离前次经济政策的间隔时间（年，月）	名称	公共投资											合计			
			公共事业等	地方单独事业	住宅金融公库等	科学技术、通信、教育、福祉	其他	中小企业对策	民间设备投资	非贷款政策	雇用对策	减税	地域振兴		抗灾	其他	
1992年8月28日	6·11	综合经济对策	50,000	28,000	8,000			12,000	9,000								107,000
1993年4月13日	0·8	综合经济对策	53,200	35,000	18,000			19,100	5,000		280	1,500					132,000
1993年9月16日	0·5	紧急经济对策	14,500	5,000	29,000		3,000	7,700								800	60,000
1994年2月8日	0·5	综合经济对策	42,000	18,000	12,000			13,600	1,000		100	58,500				7,300	152,500
1995年4月14日	1·2	紧急经济对策				3,300		14,400							51,000	1,300	70,000
1995年9月20日	0·5	经济对策	46,300	10,000	5,200	9,100	43,400	12,900			140				14,100	1,060	142,200
1998年4月24日	2·7	综合经济对策	45,000	15,000			17,000	20,000			500	46,000				23,000	166,500
1998年11月16日	0·7	紧急经济对策	57,000		12,000		24,000			59,000	10,000	60,000	7,000			10,000	239,000
1999年11月11日	1·0	经济新生对策	29,000			23,000	16,000	74,000			10,000					28,000	180,000
2000年10月19日	0·11	经济新生对策	21,000			15,000	11,000	45,000						5,000		13,000	110,000

资料来源：鈞雅雄《1990年代日本的财政政策——政策效果和政府债务之间的关系》，华福证券研究所

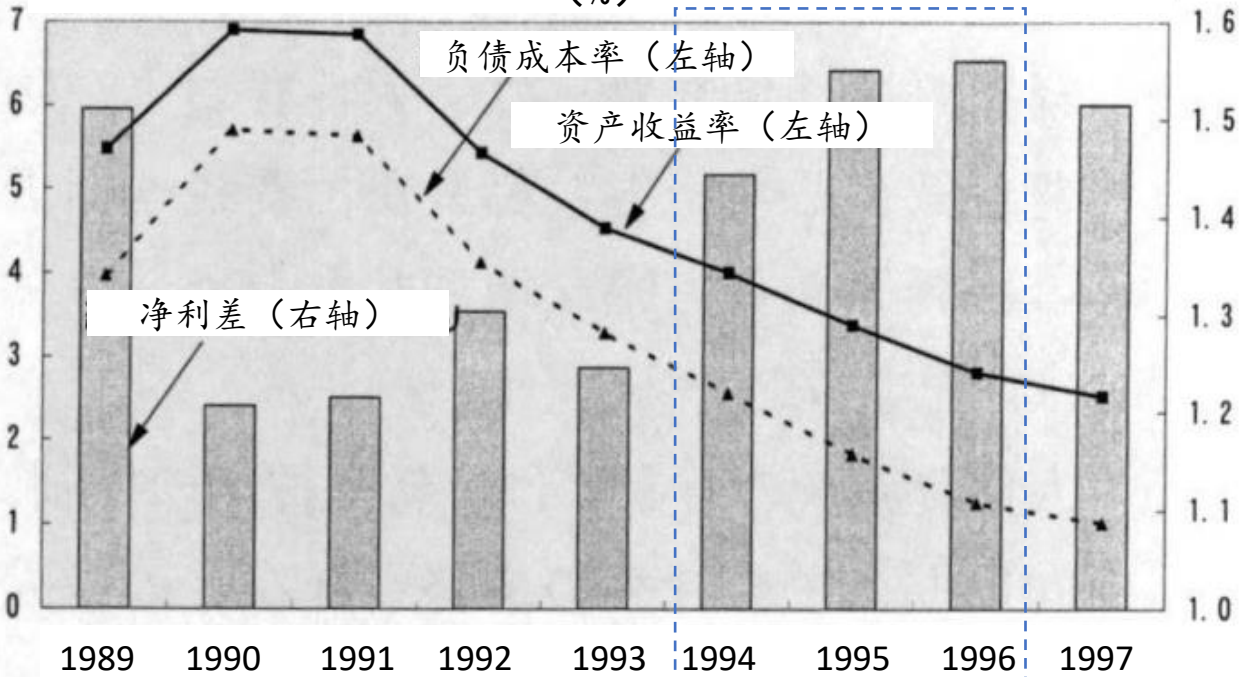
- 1994年到1996年银行的收入和利润出现一定的背离。尤其在1995年业务净利润大涨，但是当期利润发生巨额亏损。这主要是因为银行业集体剥离了对住专的债权，确认了减值损失。
- 银行净利差显著改善。一方面在负债端，日本央行降息继续压低负债成本。另一方面在资产端，对经济的乐观预期提高了贷款需求。居民在消费税实施前的提前消费行为，提高了居民和小微的贷款偏好。预期贷款利率上涨，刺激了居民的购房热情，房贷规模出现较快增长。

图：日本银行业的业务净利润和当期利润（亿日元）



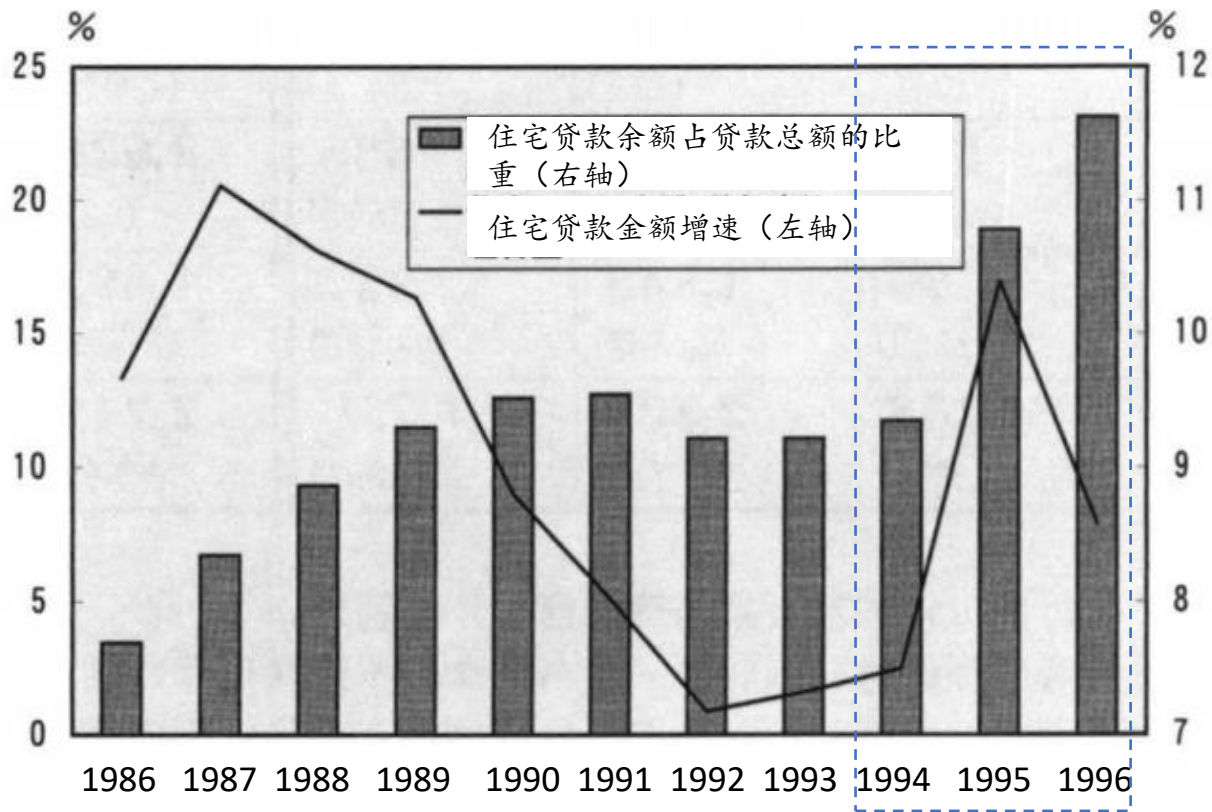
资料来源：日本央行，华福证券研究所

图：全国银行息差、资产收益率、资金成本率变动 (%)



资料来源：日本央行，华福证券研究所

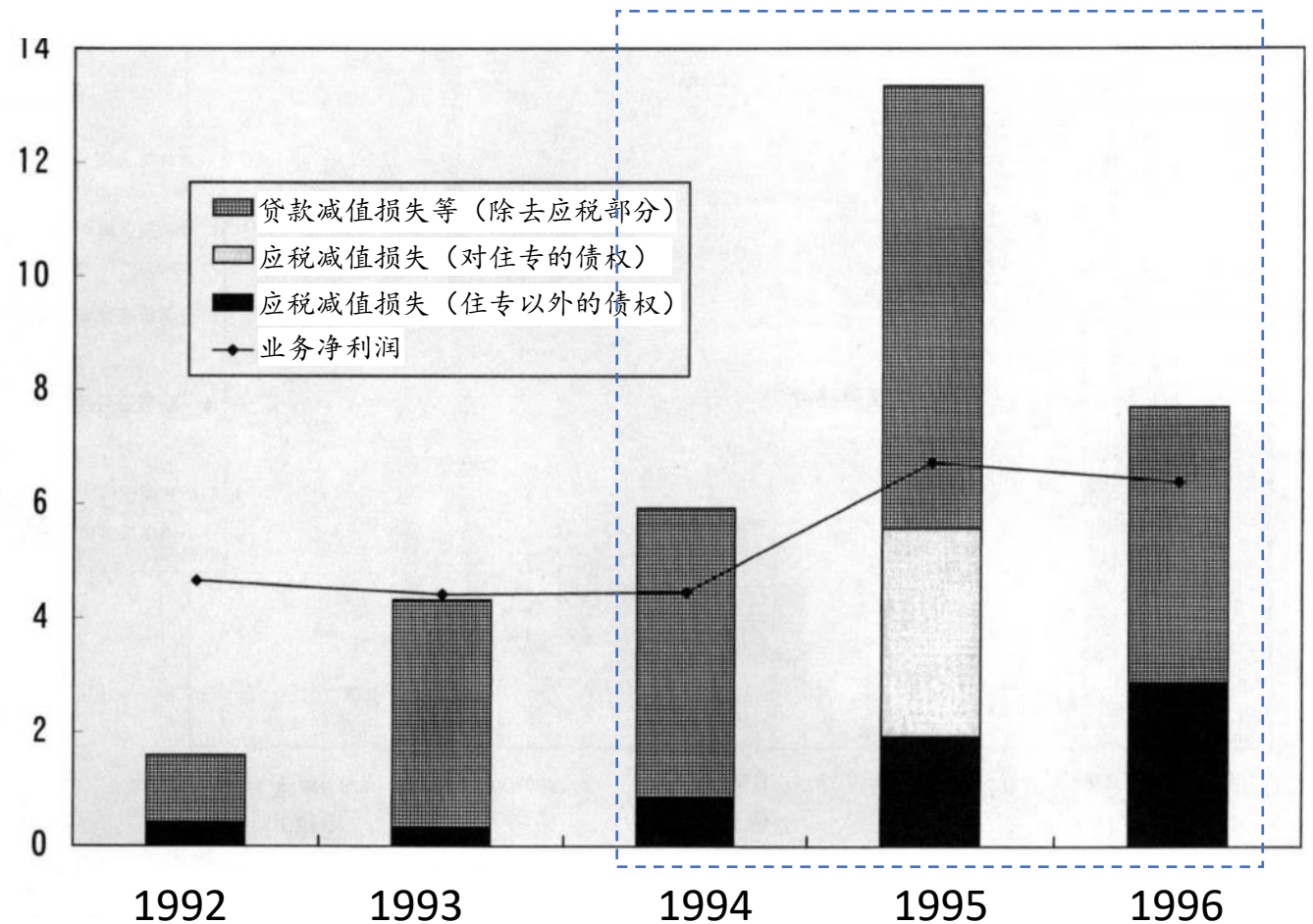
图：全国银行住宅贷款余额的变化趋势



资料来源：日本央行，华福证券研究所

- 不良贷款的风险还在扩散。多家信用合作社和兵库银行相继爆发信用风险。
- 但是日本政府和央行开始参与处置风险。1995年日本央行设立官方AMC，东京共同银行（后被改组为整理回收银行）。同年，政府决定初步拨款并设立专业机构对高达6.27万亿日元的住专问题资产进行处置。1996年国会通过6部关于金融稳定性的相关法规。同年设立专门的机构和基金用于化解不良贷款风险。
- 因此1995年剥离住专债权使银行业出现巨额亏损。

图：全国银行贷款减值损失（万亿日元）



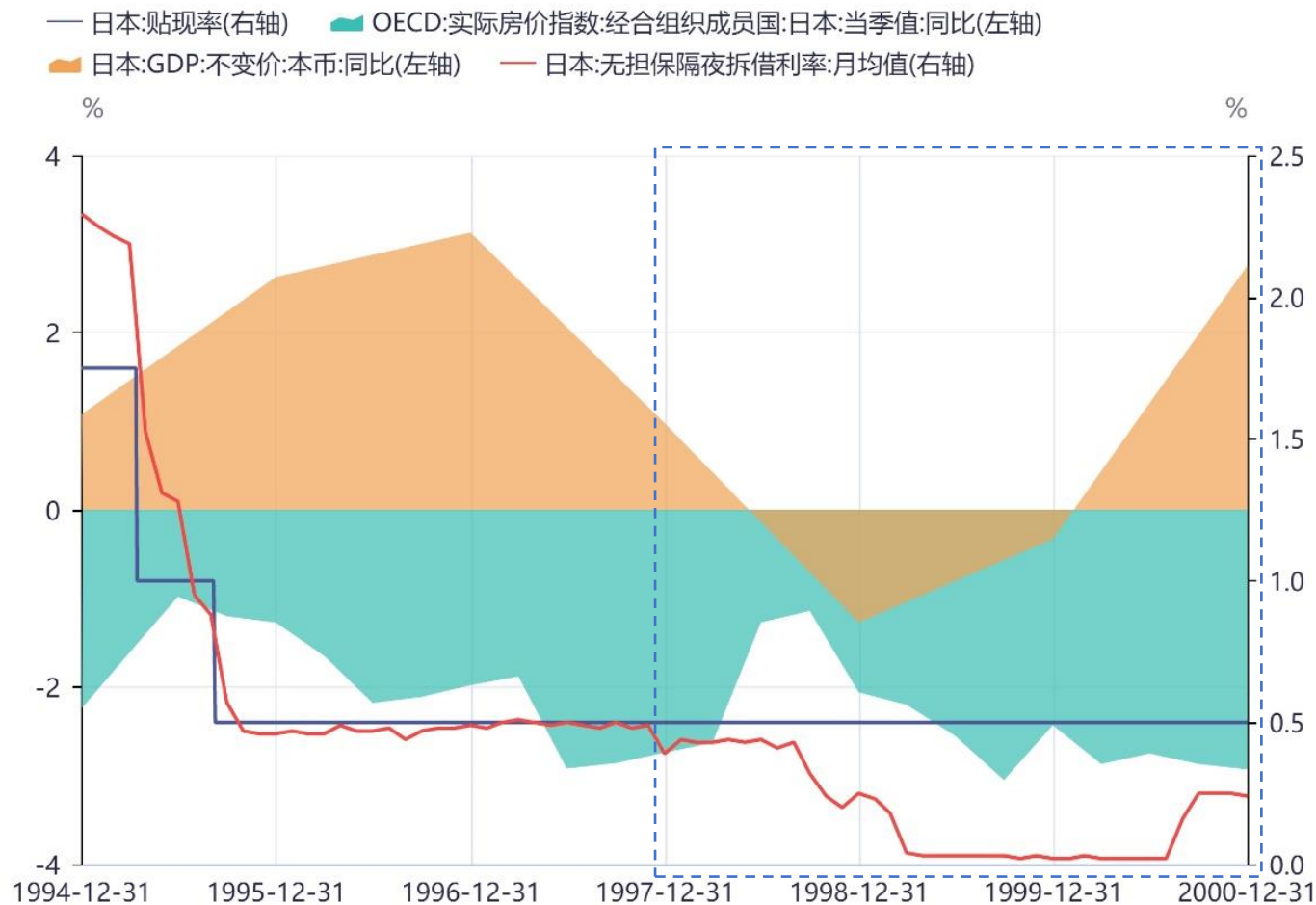
资料来源：日本央行，华福证券研究所

目 录

- 经济见顶阶段：1989-1990年
- 经济下行阶段：1991-1993年
- 经济企稳阶段：1994-1996年
- **金融危机阶段：1997-2000年**
- 关键指标分析
- 风险提示

- 1997年日本遭受亚洲金融危机的冲击，经济恶化。日本金融机构出现倒闭潮。
- 1998年政府推出一系列经济刺激政策。包括16.65万亿日元的综合经济对策和23.9万亿日元的紧急经济对策，并创新制度框架对银行业进行注资。
- 日本央行在1999年2月开始实施零利率政策，宣布将拆借利率保持在尽可能低的水平。
- 经济在1999年-2000年开始恢复。日本央行2000年8月退出零利率政策。

图：日本经济和贴现率的变化趋势



数据来源：ifind，华福证券研究所

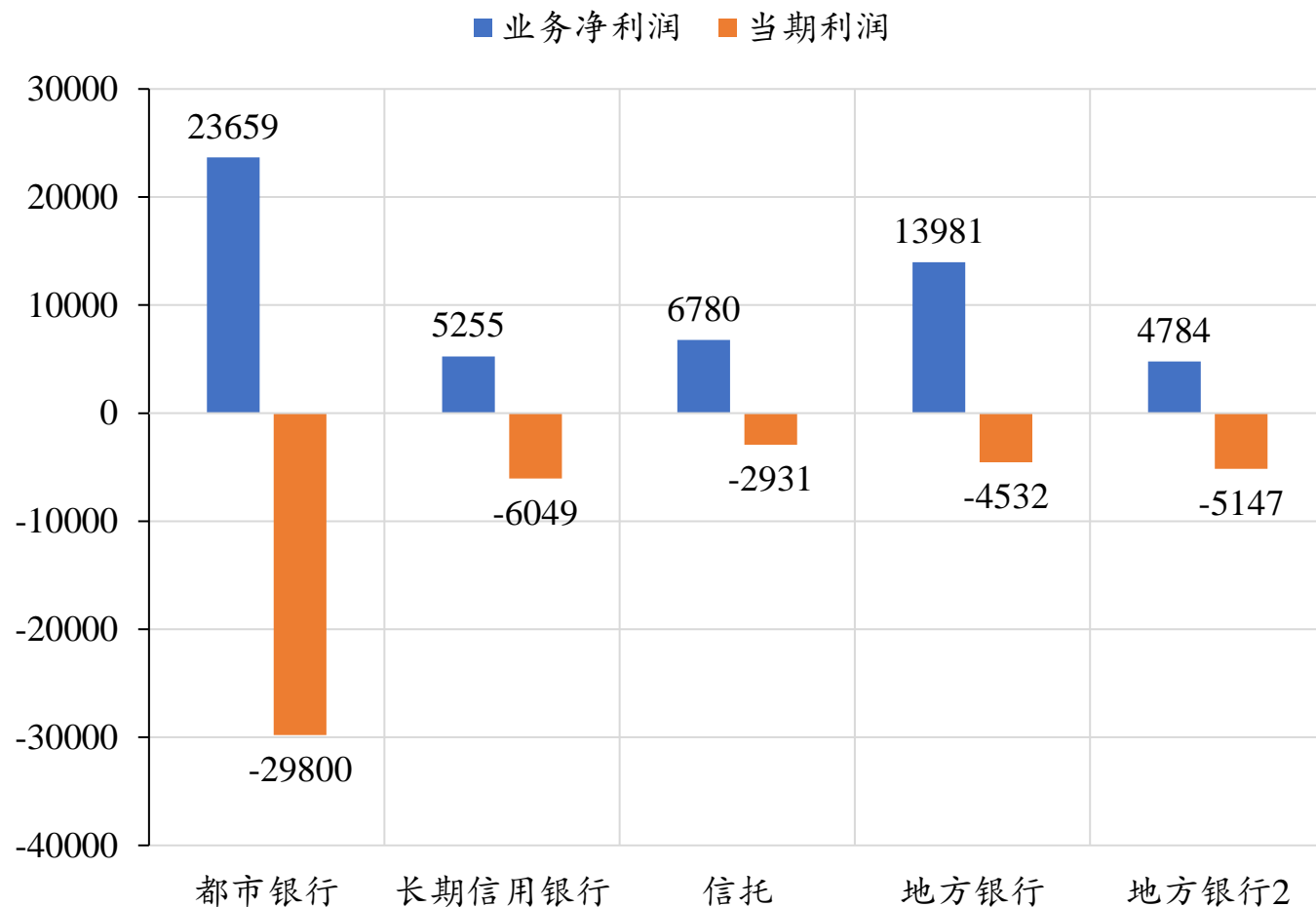
表：1990年代政府经济对策（单位：亿日元）

日期	距离前次经济政策的间隔时间（年，月）	名称	公共投资											合计			
			公共事业等	地方单独事业	住宅金融公库等	科学技术、通信、教育、福祉	其他	中小企业对策	民间设备投资	非贷款政策	雇用对策	减税	地域振兴		抗灾	其他	
1992年8月28日	6·11	综合经济对策	50,000	28,000	8,000			12,000	9,000								107,000
1993年4月13日	0·8	综合经济对策	53,200	35,000	18,000			19,100	5,000		280	1,500					132,000
1993年9月16日	0·5	紧急经济对策	14,500	5,000	29,000		3,000	7,700								800	60,000
1994年2月8日	0·5	综合经济对策	42,000	18,000	12,000			13,600	1,000		100	58,500				7,300	152,500
1995年4月14日	1·2	紧急经济对策				3,300		14,400						51,000	1,300		70,000
1995年9月20日	0·5	经济对策	46,300	10,000	5,200	9,100	43,400	12,900			140			14,100	1,060		142,200
1998年4月24日	2·7	综合经济对策	45,000	15,000			17,000	20,000			500	46,000				23,000	166,500
1998年11月16日	0·7	紧急经济对策	57,000		12,000		24,000			59,000	10,000	60,000	7,000			10,000	239,000
1999年11月11日	1·0	经济新生对策	29,000			23,000	16,000	74,000			10,000					28,000	180,000
2000年10月19日	0·11	经济新生对策	21,000			15,000	11,000	45,000						5,000	13,000		110,000

资料来源：鈞雅雄《1990年代日本的财政政策——政策效果和政府债务之间的关系》，华福证券研究所

- 长期信用银行主要经营长期贷款业务。该类一共三家，分别是日本债券信用银行（日债银）、北海道拓殖银行（拓银）和日本长期信用银行（长银）。
- 1997年4月1日日债银宣布出现巨额亏损。拓银宣布退出海外业务，并计划和北海道银行合并。1998年6月长银也宣布发生巨额亏损。长期信用银行的风险问题对市场造成巨大的心理冲击。
- 1998年政府决定对长银和日债银实施国有化，以稳定市场。

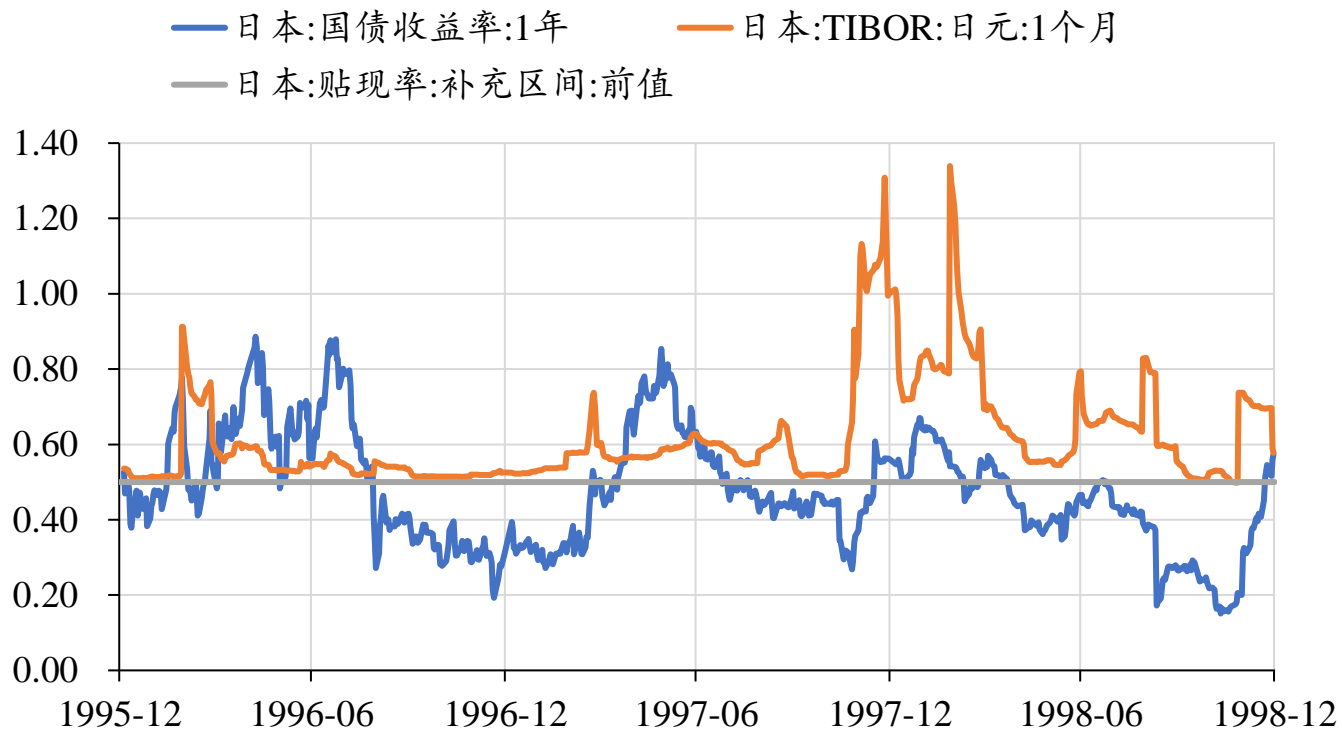
图：1997年度日本银行业盈利情况(亿日元)



数据来源：日本央行《1997年日本金融机关平成9年度决算》，华福证券研究所

- 1997年11月主要金融机构接连出事。
- 11月3日中型券商三洋证券宣布暂停部分业务，并向法院申请重组。这造成银行间市场的第一起违约事件。
- 11月17日长期信用银行之一的拓殖银行申请政府救助和进行重组。
- 11月24日四大券商之一的山一证券宣布停业并决定解散。
- 11月26日德阳都市银行申请政府救助并决定业务重组。
- 日本央行提供大量流动性稳定利率。

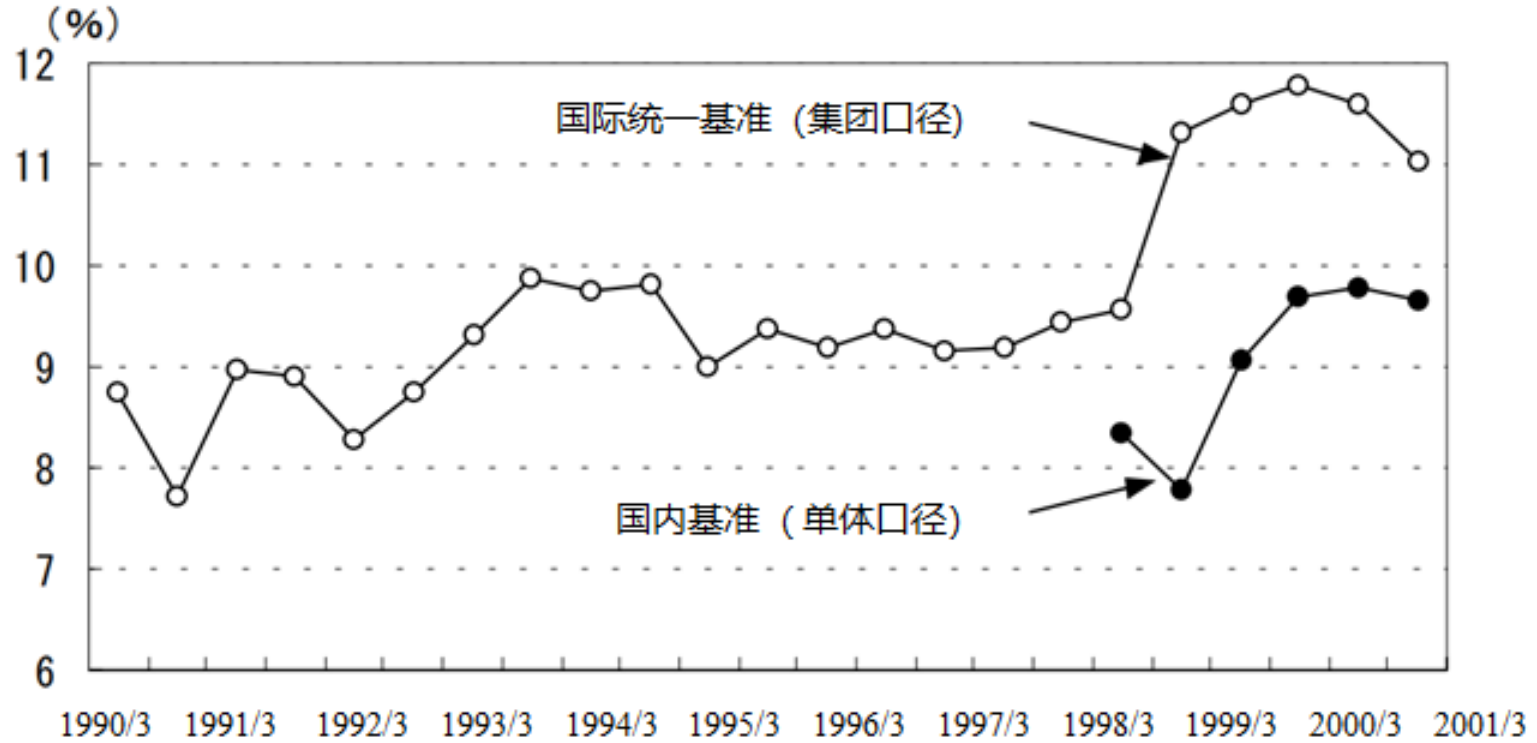
图：日本同业市场利率水平 (%)



数据来源: wind、ifind、华福证券研究所

- 1997年12月政府决定拨款30万亿日元用于处置破产金融机构以及对存量机构做资本补充。30万亿日元被划拨到存款保险公司的账户。其中17万亿日元用于保护破产机构的储户，13万亿日元用于加强存量机构的资本实力。
- 1998年3月首批1.8万亿日元提供给了21家金融机构。
- 1998年10月12日《金融再生法》通过。将救助银行的相关措施彻底制度化。并且政府将1997年13万亿日元救助方案替换为60万亿日元的新方案。
- 1999年3月7.5万亿日元被注入到15家主要的银行。

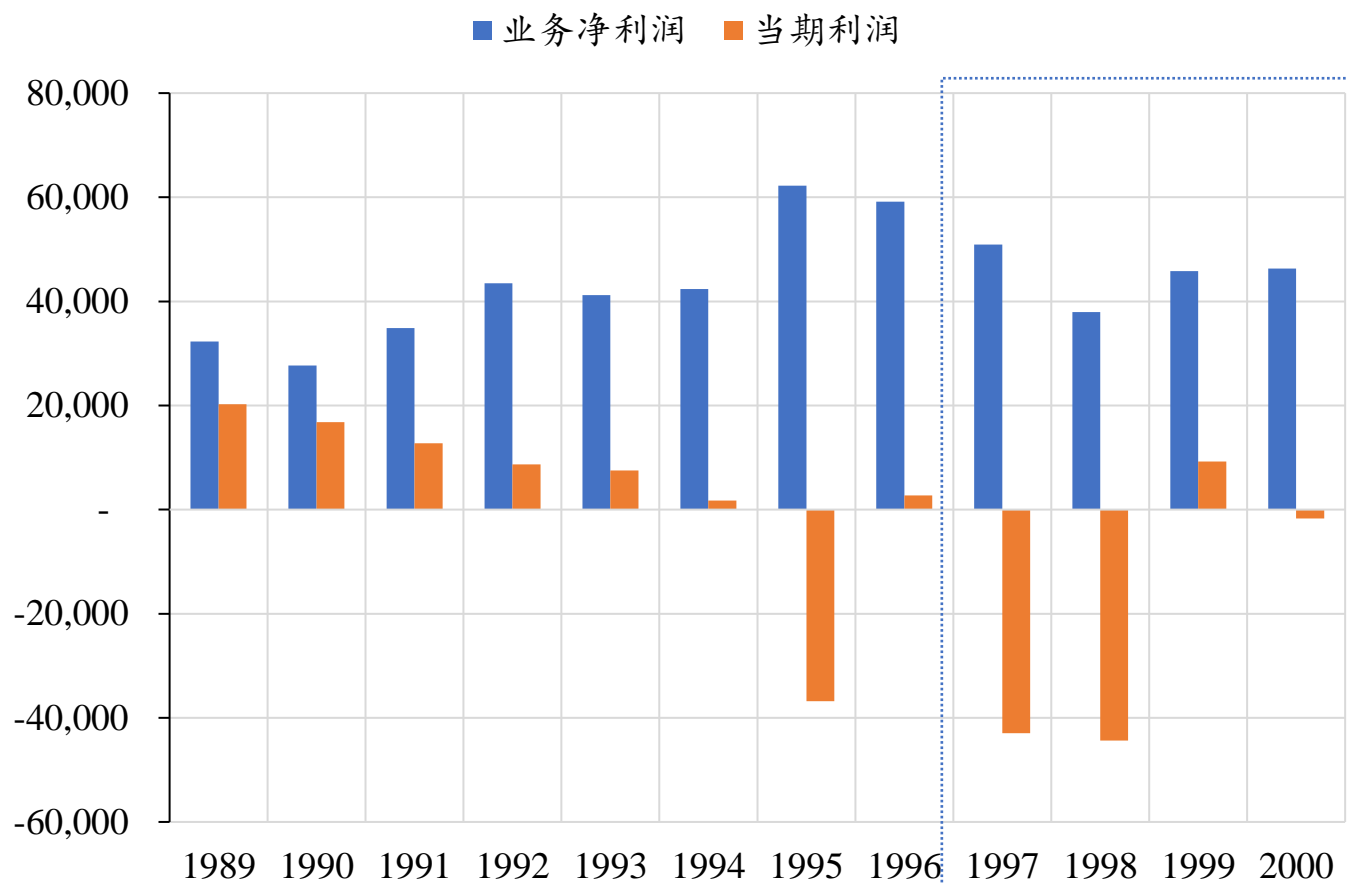
图：日本银行业资本充足率



数据来源：日本央行，华福证券研究所

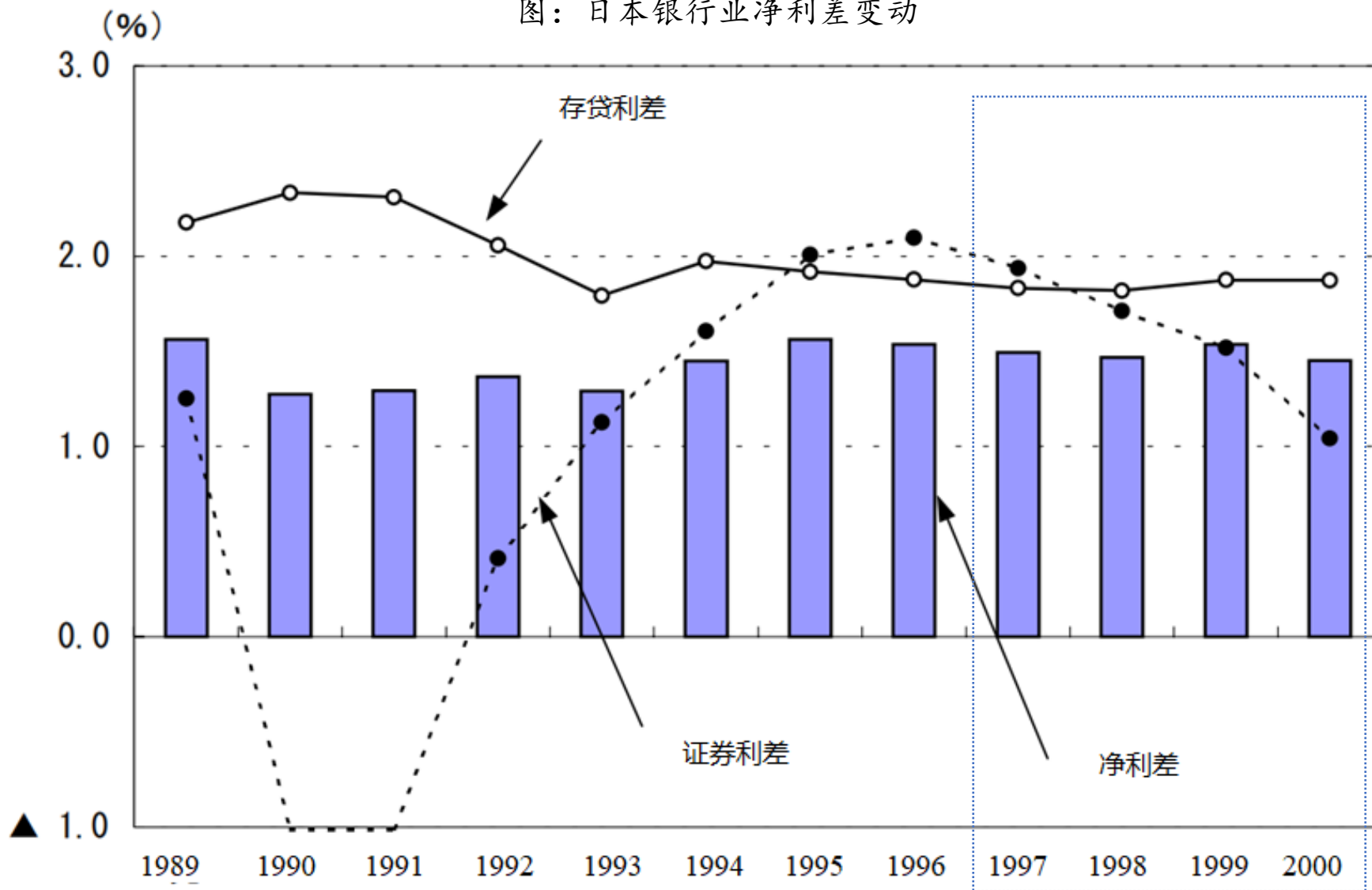
- 1997到2000年，银行业的业务净利润先下降，后随经济恢复出现小幅上升。当期利润在1997年和1998年录得巨额亏损。1999年利润转正，2000年再次小亏。
- 净利差先降后升，和经济波动趋势一致。其中存贷利差在1999年和2000年小幅上升，一方面是经济恢复，另一方面在央行实施零利率之后，银行贷款利率并没有随负债利率下行。银行从风险和盈利出发加强了对客户的筛选，因此贷款定价较为刚性。证券利差因为重定价的时滞影响，持续下降。

图：日本银行业的业务净利润和当期利润（亿日元）



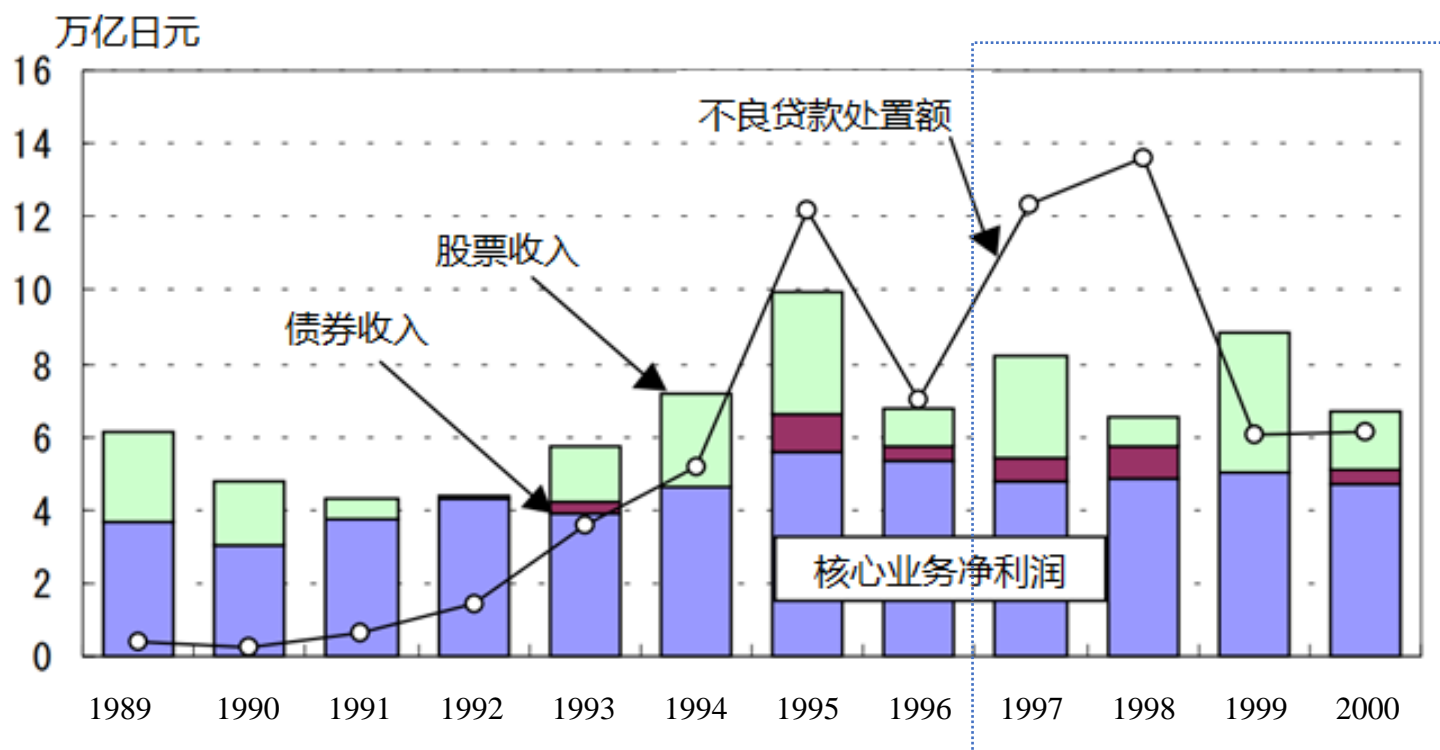
数据来源：日本央行，华福证券研究所

图：日本银行业净利差变动



- 1997年到1998年期间，不良贷款处置额大幅提高，远超核心业务净利润以及债券、股票加总的营业收入。这主要是因为经济下行和抵押品价值下跌，形成了大量新增不良贷款。以及在财政完善监管制度后，政府加大了存量不良贷款出表核销工作，又提高了不良贷款的认定标准，这促使银行业更积极地确认并减记不良贷款。
- 1999年和2000年随着经济复苏，不良贷款增量减少，减值损失得以回落。

图：日本银行业不良贷款处置额



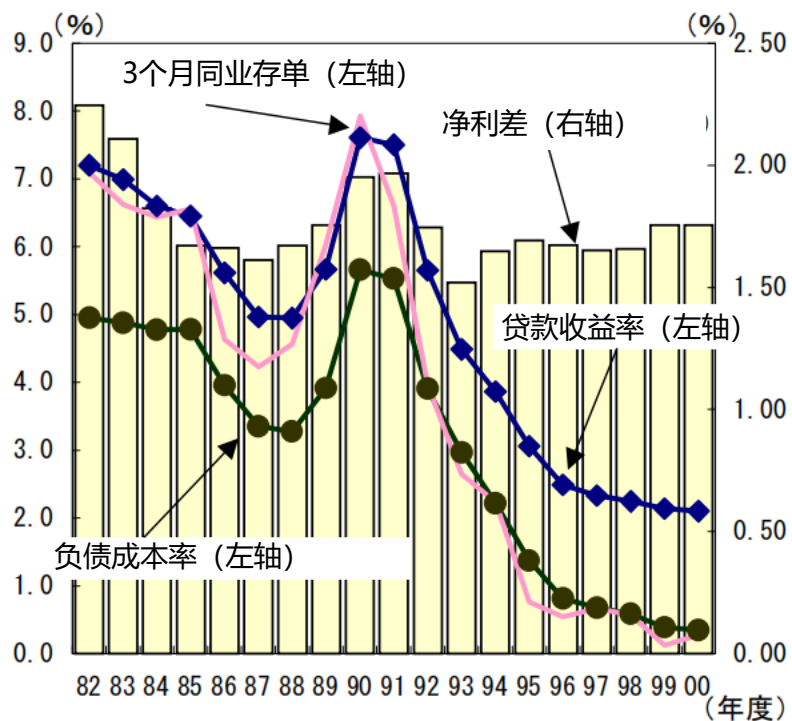
数据来源：日本央行，华福证券研究所

目 录

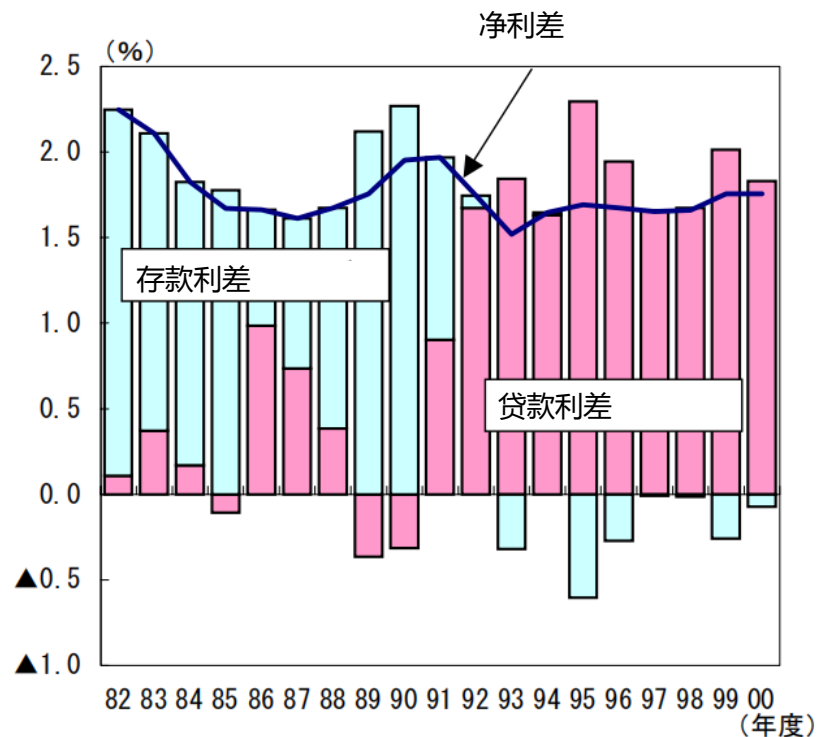
- 经济见顶阶段：1989-1990年
- 经济下行阶段：1991-1993年
- 经济企稳阶段：1994-1996年
- 金融危机阶段：1997-2000年
- 关键指标分析
- 风险提示

- 日本银行业从1977年开始实施利率市场化，到1994年基本结束。从80到90年代，日本银行的净利差总体趋势下降，但阶段性跟随经济上下波动。到90年代尽管日本利率持续下行，但是银行净利差保持基本稳定。
- 如果用3个月CD利率分解净利差，将净利差分为贷款利差和存款利差。那么可以看到（右图）80年代银行净利差主要依靠负债利差支撑，但是到90年代，银行净利差主要来自贷款利差。在低利率环境下，银行更加依靠资产端的风险定价能力来确保稳定的净利差水平。这也部分削弱了低利率货币政策的实施效果。

图：日本利率中枢下降，但银行净利差稳定



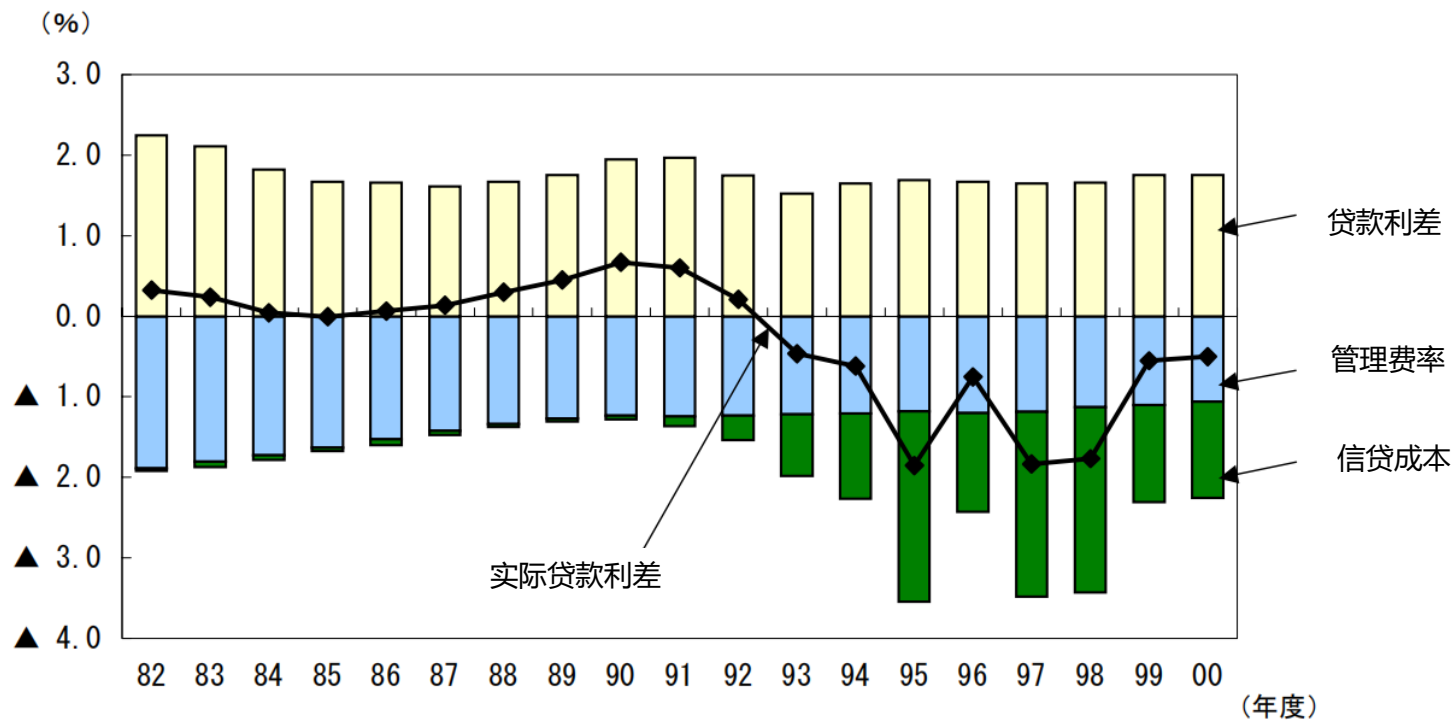
数据来源：日本央行，华福证券研究所



注：存款利差=CD3个月利率-负债成本率；
贷款利差=贷款收益率-CD3个月利率。

- 正因为银行对于净利差的刚性诉求，导致净利差和银行利润的关系弱化。净利差或净息差不能完全反映银行的盈利能力。
- 如右图所示，在90年代尽管贷款利差维持在接近2%的水平，但是扣除管理费率 and 信贷成本以后，实际贷款利差已经低于0%，银行业的主营业务实际上处于收不抵支的状态。
- 类似地情况也体现在业务净利润和当期利润上。尽管业务净利润创新高，银行利润亏损额却是在不断扩大。

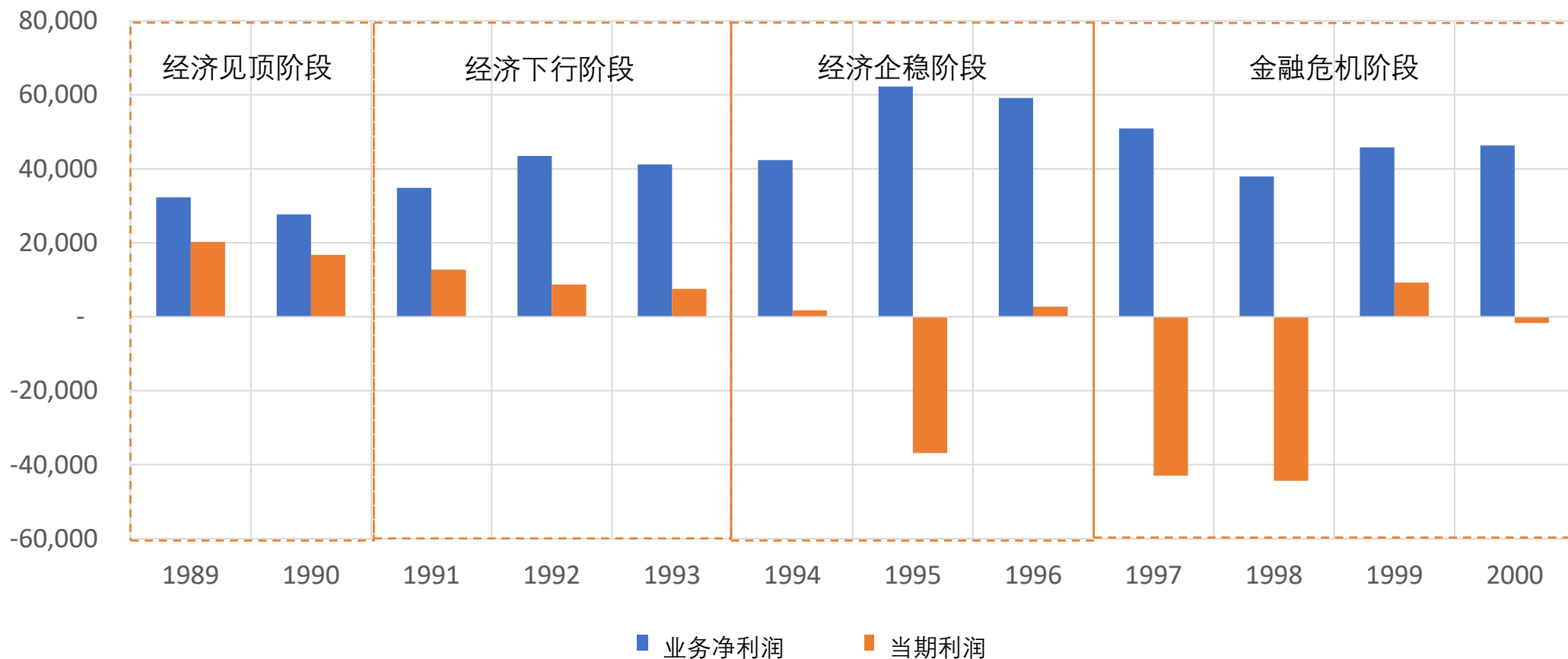
图：日本实际贷款利差逐渐降至0%以下



数据来源：日本央行，华福证券研究所

90年代日本银行发展的四个阶段

图：日本银行业的业务净利润和当期利润（亿日元）



资料来源：日本央行，华福证券研究所

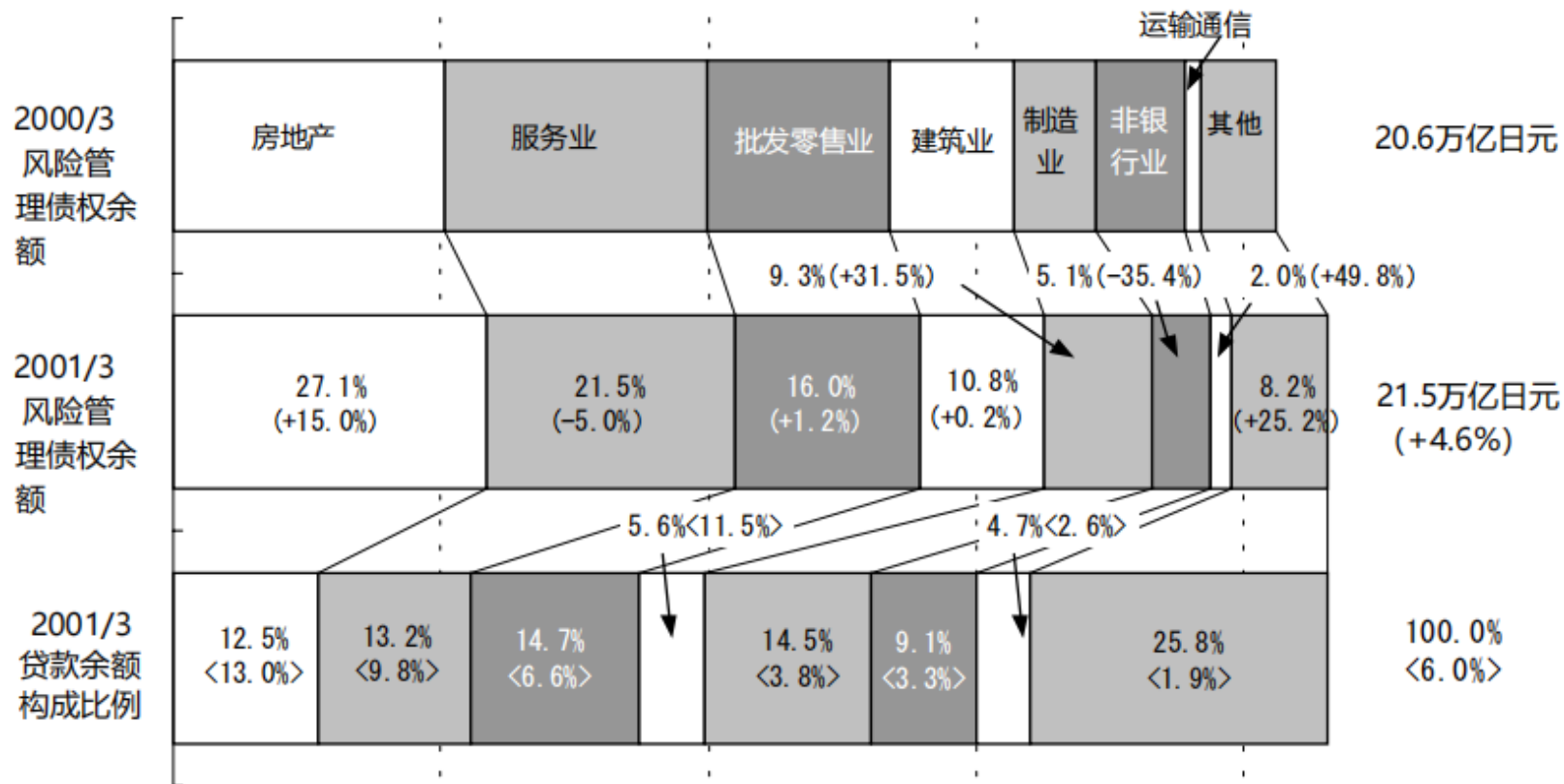
- 在80年代泡沫经济时期，日本银行业主要投放的方向是个人贷款、非银行业、房地产和服务业。
- 90年代银行贷款下降，下降最多的是非银行业、批发零售业和制造业。个人贷款依旧保持了一定的增长。非银行业贷款的变动主要因为90年代剥离了对住宅的债权。
- 银行的不良贷款主要来自房地产业、服务业、批发零售业和建筑业。可以看出风险主要来自房地产相关的行业领域。

表：日本分行业贷款余额（万亿日元）

	1985/3/31	1993/3/31	1993较1985 新增	2001/3/31	2001较1993 新增
全国银行总计	250.8	481.7	230.8	450	-31.6
制造业	67.5	77.7	10.1	66.4	-11.3
建筑业	16.1	30	13.8	28.1	-1.9
运输通信业	9.7	18	8.3	20.4	2.4
批发零售业	58.7	78.2	19.5	65.4	-12.8
非银行业	26.5	74.5	48	38.7	-35.8
房地产业	20.6	58.6	38	58	-0.6
服务业	18.8	56.3	37.5	49.8	-6.4
个人	28.4	82.3	53.9	96.7	14.4

数据来源：日本央行，华福证券研究所

图：日本风险管理债权行业分布趋势
——基于69家披露银行（东京都长信15家、地方银行/地方银行II 54家）

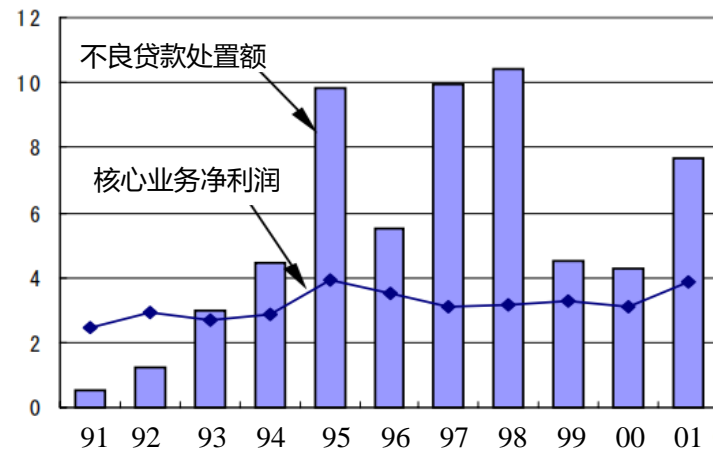


(注) 上段为构成比。下段 () 内为2000/3月末余额比增减率。
<> 内为风险管理债权占贷款的比例

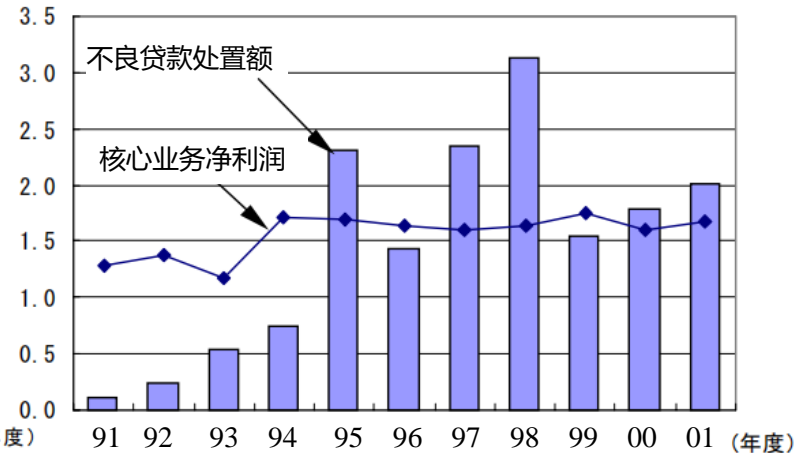
- 90年代日本银行大量倒闭，主要原因是长期缺乏造血能力。除开经济方面的问题，从银行监管方面有以下经验：
1. 更严格确认不良贷款。不只是为了提高风险识别能力，也是为了尽早形成救助银行的社会共识。
 2. 及时实施资本补充，让银行有能力应对预期外的经济波动。
 3. 关注资产价格长期下跌造成抵押品价值受损的问题。
 4. 及时对不良贷款出表处置。

图：不良贷款处置金额变化（万亿日元）

都市银行、长期信用银行、信托公司汇总

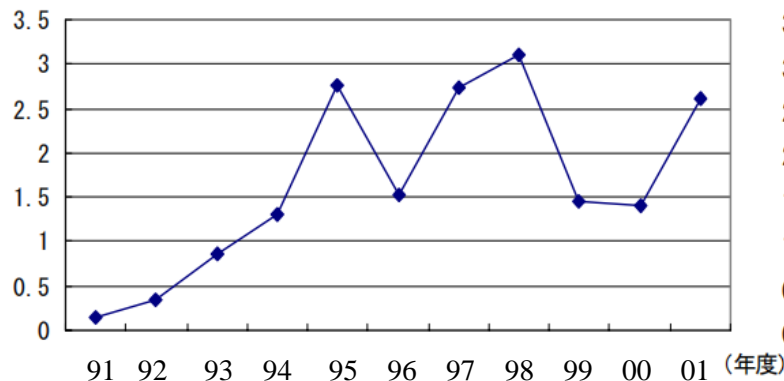


地方银行和地方银行2

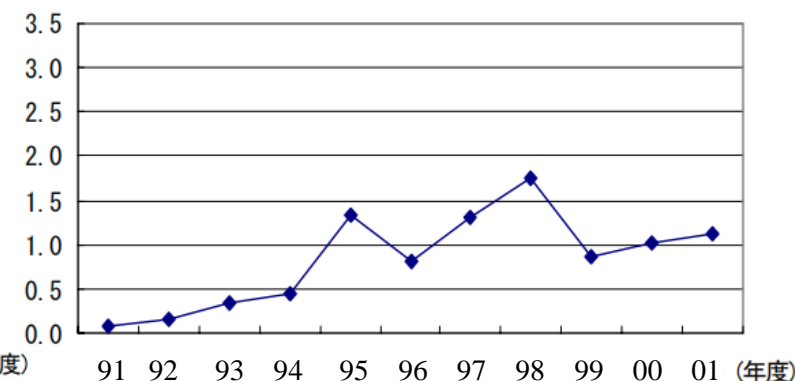


图：信贷成本率（不良贷款处置额/贷款余额，%）

都市银行、长期信用银行、信托公司汇总



地方银行和地方银行2



数据来源：日本央行，华福证券研究所

目 录

- 经济见顶阶段：1989-1990年
- 经济下行阶段：1991-1993年
- 经济企稳阶段：1994-1996年
- 金融危机阶段：1997-2000年
- 关键指标分析
- 风险提示

➤ 历史数据的准确性可能存在缺陷。

- 可获得的历史统计数据未必足够充分、全面和准确。
- 历史数据可能会因为后来的会计和统计制度的调整，出现偏差和修正的情况。

➤ 因为日本的银行业环境存在独特性，所以分析结论未必普适。

- 本文主要对单一国家的银行业环境进行分析，缺少对照研究。
- 银行业的发展过程受到包括经济、监管、个体等多方面影响。

➤ 本文主要基于行业整体进行分析，结论未必适用对个体银行的研究

- 行业整体发展趋势可能受头部机构的影响更大。
- 个体银行的发展受到包括管理层、细分供求市场等因素的影响。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

