机构行为更新专题

共识与变化：一季度居民财富再配置新变局

优于大市

核心观点

低利率环境下，零售存款再定价导致的居民财富再配置成为新共识。低利率环境与资产荒格局正在持续深化：一是经过多轮降息，主要银行定期存款利率已全面跌破2%的关键心理点位，2025年以来居民心中的“无风险利率”下行复苏快于市场利率；二是房地产等传统资产金融属性弱化，居民资金配置寻求新出路。作为催化剂，2022年底理财打破刚兑后涌入定期存款的避险资金（尤其是三年期定存）将在2026年上半年集中到期，形成规模可观的阶段性流动性增量。这种“到期潮”效应，叠加2025年下半年以来资本市场的赚钱效应，共同构成了存款搬家加速的直接触发因素，其背后是居民资产配置从“本金安全优先”向“收益风险平衡”的结构性转变。

与市场认识不同，我们认为本轮存款搬家相对以往，最大变化不在规模而在风险偏好。相比2025年下半年，2026年一季度居民财富再配置的核心特征，是存款搬家从长期缓慢流出转变为脉冲式集中释放，这带来了市场风险偏好的急速提升。居民定期存款作为风险偏好最低的负债端之一，不会大规模直接进入资本市场，更有可能直接通过资管产品和银行、互联网渠道进行再配置，相关产品包括公募基金（尤其是FOF、“固收+”和均衡风格主动权益产品）、银行理财（尤其是多资产产品）、保险产品（尤其是分红险）。为匹配储户原有的低风险偏好，承接产品显著呈现出“低波动、稳健收益”特性。考虑到2025年下半年居民已有一定赚钱效应，这会带动市场风险偏好进一步提升，并推动资本市场持续上行，最近包括险资权益配置仓位有一定比例提升，理财加大多元资产产品营销，也反映了这一判断。

利好风险资产、利好非银金融板块。判断居民存款再配置的节奏将会延续到二季度后期，并影响市场风格：存款搬家的脉冲式释放，一方面，这为A股港股乃至转债等市场提供增量资金，判断一季度增量资金潜在规模可能不少于5000亿元；另一方面，券商将直接受益于市场活跃度提升和资管规模扩张，重点看好机构业务能力强及互联网券商；保险公司分红险迎来销售红利窗口期，需抓住负债端成本优化与资产端完善资产配置轮动机遇；而对包括银行在内的渠道端，倒逼其向财富管理尤其是买方投顾模式加速转型。

风险提示：存款搬家不及预期、资本市场景气度下降、金融监管趋严等。

投资建议：看好资管搬家趋势下非银机构持续收益。保险重点关注受益于负债端超预期潜力强的中国人寿、中国平安及中国财险。券商重点推荐：一是业务条线全面的券商，受益标的：中信、国泰海通、华泰；二是改革提升效率、ROE有望稳步上行、估值略低于行业均值的标的：东方、兴业。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（百万元）	EPS 2025E	EPS 2026E	PE 2025E	PE 2026E
601318.SH	中国平安	优于大市	69.00	1,249,427	7.98	8.71	8.64	7.92
601628.SH	中国人寿	优于大市	48.81	1,379,600	6.07	5.77	8.04	8.46
2328.HK	中国财险	优于大市	16.57	368,563	2.02	2.15	8.20	7.71
600030.SH	中信证券	优于大市	28.57	423,423	1.98	2.21	14.42	12.94
601211.SH	国泰海通	优于大市	21.07	371,441	1.53	1.45	13.77	14.58
601688.SH	华泰证券	优于大市	23.95	216,193	1.90	2.13	12.63	11.22
600958.SH	东方证券	优于大市	10.91	92,698	0.69	0.77	15.77	14.17
601377.SH	兴业证券	优于大市	7.24	62,525	0.39	0.43	18.76	16.80

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

非银金融

优于大市·维持

证券分析师：孔祥
021-60375452
kongxiang@guosen.com.cn
S0980523060004

证券分析师：王德坤
021-61761035
wangdekun@guosen.com.cn
S0980524070008

证券分析师：王京灵
0755-22941150
wangjingling@guosen.com.cn
S0980525070007

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

《现代投资银行进化系列之五-从通道到生态：互联网证券驶向新蓝海》——2025-12-20
《近期基金监管政策对市场长效影响分析-强化工具化方向，短期或增风格博弈》——2025-12-17
《大央行下的资管生态————2026年金融机构配置行为展望》——2025-12-05
《近期证券业并购对行业长期影响分析-券业整合2.0开启，行业长期格局优化》——2025-11-24
《新起点下的双向奔赴——“十五五”下金融发展机会暨2026年非银金融行业策略》——2025-11-11

内容目录

一、不变：存款搬家趋势持续 4
（一）存款低息化：存款利率处于低位且仍具下行压力 4
（二）财富资管化：居民通过资管产品入市 5
二、变化：从缓慢流出到脉冲释放 7
投资建议 10
风险提示 11

图表目录

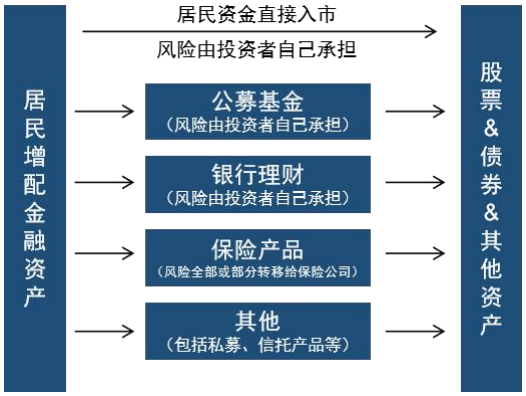
图1： “居民财富行为变化—资管产品承接—资产价格变动”传导机制 4
图2： 各类型银行净息差变化趋势 4
图3： 部分国有大行 1 年期定存利率下行（单位：%） 5
图4： 部分国有大行 3 年期定存利率下行（单位：%） 5
图5： 非银金融机构与住户部门存款同比增速比较 6
图6： 银行理财产品余额（单位：万亿元） 6
图7： 保险资金运用余额及同比增速（单位：万亿元） 6
图8： 公募基金各个品种规模增长状况（单位：亿元） 7
图9： ETF 份额及净值均保持增长（单位：亿份、亿元） 7
图10： 上交所新增开户数（单位：万户） 7
图11： 两融规模及占比（单位：亿元） 7
图12： 中国住户部门资金流量表（金融账户）变化 8
图13： “固收+”基金产品规模今年以来保持快速增长（单位：亿份、亿元） 8
图14： 挂钩中证红利的指数基金规模变化（单位：亿元） 9
图15： 南向通累计净买入金额（单位：亿元） 10

表1： 2024 年以来各类基金收益、回撤及夏普比率 9

一、不变：存款搬家趋势持续

存款搬家形成了本轮资本市场发展的新共识，也是924以来市场行情发动的重要引擎。2024年以来，一方面存款价格处于历史低位，尤其是2025年6月存款利率下调后，居民存款再定价全面低于2.0%，另一方面包括权益、债券、Reits等风险资产形成了一块块洼地，居民存款搬家涌现，比如2025年7月以来出现了显著的“零售存款少增、非银同业存款多增”的现象。居民资金流动推动风险资产价格上涨并对资产管理、财富管理行业形成新的发展模式，居民存款搬家—资管产品承接—资产价格变动的传导机制将持续深入影响资管机构和资本市场发展。

图1：“居民财富行为变化—资管产品承接—资产价格变动”传导机制

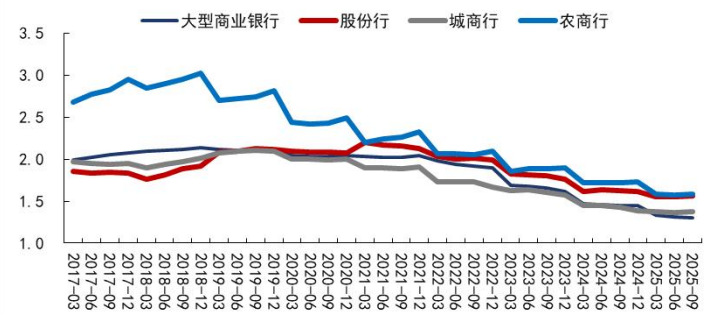


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

（一）存款低息化：存款利率处于低位且仍具下行压力

当广谱利率下降时，银行资产端的贷款与投资收益率率先承压，导致净息差快速收窄，这直接驱动银行通过降低主要负债成本进行对冲。该调整过程呈现滞后性与非对称性：由于存款关乎海量客户与市场竞争力，其利率下调通常慢于贷款，且不同期限调整力度不同，长期限及高成本负债往往成为优先压降对象。这一传导机制从根本上重塑银行负债结构：存款利率吸引力下降可能加速储蓄资金向理财等产品分流，迫使银行从依赖存款利差转向深耕财富管理与主动负债管理，同时对核心存款的竞争也将从价格转向综合金融生态服务。对银行经营而言，存款降息是缓解息差压力的关键举措，但也在考验其负债稳定能力与流动性管理水平。

图2：各类型银行净息差变化趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

利率下行是触发存款搬家的最直接因素。自 2022 年以来，国内存款利率经过多轮调降，活期存款利率已降至 0.2%-0.3%，部分定期存款利率也跌破 2%。2025 年 5 月，新一轮降息政策落地后，1 年期存款利率正式跌破 1%，长期限存款利率调降幅度更大——国有大行 3 年期定存挂牌利率已不足 1.5%，低于部分现金管理类理财产品。这种利率下降现象使得居民被迫寻求更高收益资产。

图3：部分国有大行 1 年期定存利率下行（单位：%）

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

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：部分国有大行 3 年期定存利率下行（单位：%）

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

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资产荒环境下的收益焦虑加剧了存款搬家压力。在广谱利率下行与房地产投资属性弱化的双重催化下，居民缺乏高收益投资标的，处于“资产荒”环境。与此同时，A 股股息率近年来逐步提升，具有一定的投资吸引力；银行理财子公司产品净值回升、公募基金发行回暖形成鲜明的同步效应。这种收益差异使得居民对存款的“收益焦虑”加剧，寻求更高收益资产的动力增强。

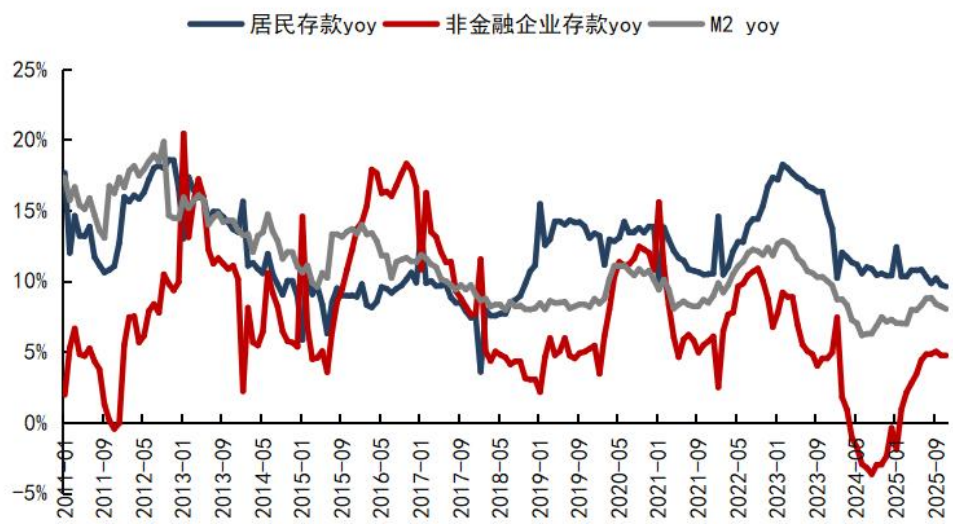
监管政策变化也为存款搬家提供了制度基础。2024 年 4 月，《关于禁止通过手工补息高息揽储 维护存款市场竞争秩序的倡议》发布，明确禁止银行以任何形式向客户承诺或支付突破存款利率授权上限的补息。这规范了银行存款市场秩序，限制了大型企业“低贷高存”的空转套利机会，推动了存款收益率的理性回归。

（二）财富资管化：居民通过资管产品入市

在财富集中化和经济增速放缓的双重背景下，中国居民部门出现了大规模的存款搬家现象，即资金从银行体系流向非银金融领域。中国人民银行公布的住户存款与非银金融金融机构存款数据显示，2025 年初以来，住户存款增速持续下行、非银金融机构存款持续上行。这种“一增一减”的结构性变化标志着居民资产配置正在发生历史性转变。

资本市场赚钱效应则是存款搬家的最终催化剂。2025 年 6 月以来，A 股市场启动新一轮强势上涨，上证指数从 3360 点附近起步，连续突破多个重要整数关口。市场的快速突破有效凝聚了信心，并通过显著的赚钱效应吸引增量资金加速入场，形成“指数上涨-资金流入-成交放量”的正反馈机制。

图5：非银金融机构与住户部门存款同比增速比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

居民存款搬家主要通过多元化渠道实现，不同风险偏好和资金规模的投资者选择各异。这些资金主要通过银行理财、公募基金、保险、直接入市等渠道进行转移。

银行理财与保险渠道：对于原本风险偏好较低的存款储户而言，储户通常选择银行理财和保险产品作为存款替代品。截至 2025 年 9 月末，银行理财产品余额达 32.13 万亿元，较年初增长 2.18 万亿元；保险资金运用余额为 37.46 万亿元，同比增长 16.5%。这类产品凭借其信用背书和专业能力，通过资产配置争取适度的风险溢价，同时通过组合管理降低波动，力求满足储户的"类存款"体验需求。

图6：银行理财产品余额（单位：万亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：保险资金运用余额及同比增速（单位：万亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

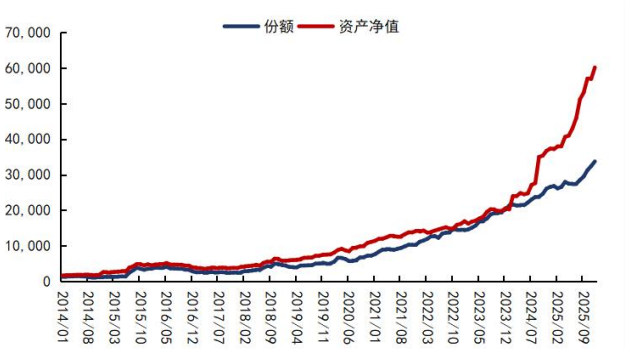
公募基金渠道：特别是股基、债基和货币基金成为短期资金的重要去向。截至 2025 年 12 月末，公募基金管理资产规模 36.43 万亿元、较年初增长近 4 万亿元。全市场 ETF 规模达 6.1 万亿元，其中股票型 ETF 占比超 70%。债券 ETF 规模达到 7,680 亿元，迎来蓬勃发展的黄金时代。ETF 以其"一篮子股票"的标准化配置、实时交易机制和低成本优势，成为短期资金的"快速进出通道"。

图8：公募基金各个品种规模增长状况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：ETF 份额及净值均保持增长（单位：亿份、亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

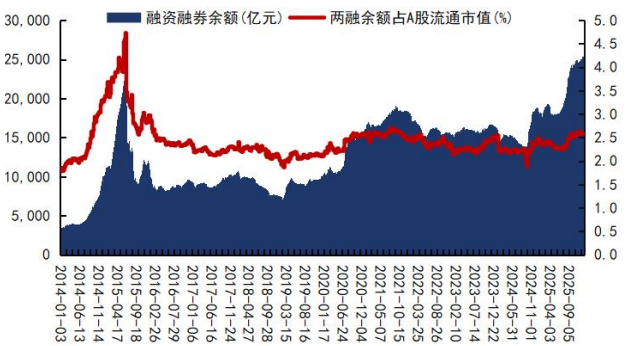
直接入市渠道：风险偏好较高的投资者通过直接开设证券账户进入股市。2025 年以来，股市新开户数据仍然保持良好。2025 年 10 月当月，上交所开户 231 万户，前 10 个月累计开户 2,246 万户、累计同比+10.6%。两融资金是今年以来股市最大的资金流入方之一。截至 2026 年 1 月 8 日，两融余额 26,206 亿元，占 A 股流通市值比重达 2.57%。两融绝对规模已创历史新高，但占股票市值比重与历史高位尚有较大差距（2015 年时占比曾达到 4.5%左右）。

图10：上交所新增开户数（单位：万户）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：两融规模及占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

二、变化：从缓慢流出到脉冲释放

2026 年一季度定存、尤其是三年期定存对应 2023 年理财打破刚兑后的“存款定期化”，这批存款集中到期后会带来脉冲式的搬家效应，使得存款搬家从持续缓慢流出变为脉冲式集中释放，这也会阶段性显著提升风险偏好。

2023 年起，理财逐步打破刚兑后，其产品净值波动成为常态，不再提供稳定的预期收益。这使风险厌恶型投资者认识到理财与本金的潜在波动风险，其资产配置逻辑从“追求略高于存款的收益”转向“本金安全优先”。由于我国居民金融资产中，在存款与股票/基金等高风险资产之间存在巨大的中间光谱，刚性兑付理财原本填补了这一空白。刚兑打破后，这部分资金大量回流至被认为绝对安全的存款体系，构成了存款总量增长及定期化的基础流量。在理财预期收益率波动下行、且不再保本的环境下，定期存款、特别是中长期限存款的利率虽经下调，但其“确定的到期还本付息”属性比较优势凸显。储户为锁定当前看似合意的利率水平，

以抵御未来利率进一步下行的风险，倾向于延长存款期限。这直接表现为银行体系内定期存款增速持续高于活期存款，定期存款占比不断攀升，且期限结构向三年等中长期限倾斜。

图12：中国住户部门资金流量表（金融账户）变化

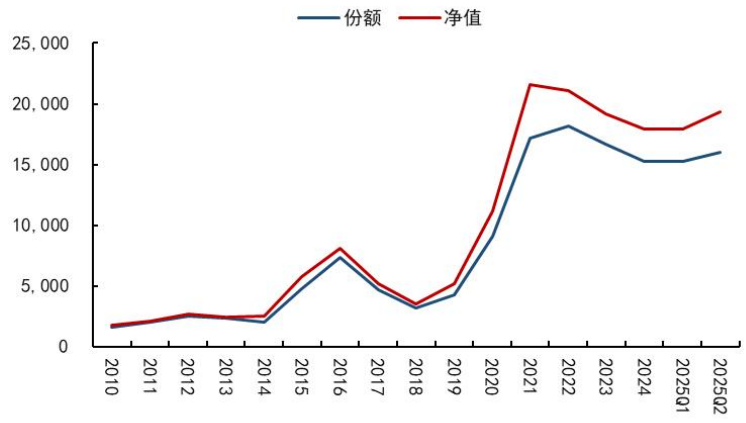
时间	通货	活期存款	定期存款	外汇存款	其他存款	证券公司保证金	保险准备金	债券	股票	证券投资基金	其他(净)
2009-12	5.2%	34.0%	32.8%	0.6%	0.4%	3.5%	13.1%	1.2%	5.2%	-1.6%	5.6%
2010-12	8.1%	36.5%	28.4%	0.1%	1.1%	-1.1%	8.4%	0.2%	7.7%	-0.1%	11.0%
2011-12	6.3%	20.0%	39.9%	0.4%	0.3%	-2.3%	14.0%	-1.0%	4.2%	0.8%	17.6%
2012-12	3.3%	20.4%	40.0%	0.1%	0.2%	-0.4%	14.0%	2.7%	1.9%	3.2%	14.5%
2013-12	3.6%	21.8%	39.2%	0.2%	0.3%	-0.1%	14.5%	4.5%	0.8%	0.4%	14.7%
2014-12	1.3%	5.6%	44.2%	0.3%	0.2%	2.3%	14.9%	1.4%	1.4%	4.3%	24.2%
2015-12	1.7%	16.9%	20.3%	0.9%	0.0%	3.4%	11.8%	4.0%	2.6%	7.3%	31.0%
2016-12	3.8%	24.3%	18.2%	2.0%	5.4%	-1.8%	14.3%	0.2%	3.8%	3.3%	26.3%
2017-12	1.5%	11.9%	21.0%	0.0%	2.4%	-1.0%	14.2%	1.0%	2.3%	4.9%	41.9%
2018-12	1.5%	13.8%	40.3%	-0.2%	2.9%	-0.3%	16.3%	0.8%	1.2%	4.1%	19.5%
2019-12	2.1%	16.4%	42.4%	-0.2%	2.7%	0.9%	13.2%	0.2%	1.3%	1.4%	19.7%
2020-06	2.0%	14.2%	60.2%	0.2%	1.9%	1.0%	9.7%	-0.9%	0.9%	4.2%	6.7%
2020-12	6.4%	22.8%	20.0%	0.7%	3.7%	0.4%	9.8%	0.6%	3.4%	7.3%	24.9%
2021-06	0.1%	8.9%	61.0%	-0.3%	2.2%	0.8%	10.8%	0.0%	1.7%	7.2%	7.6%
2021-12	6.5%	7.5%	22.0%	0.0%	2.5%	0.1%	13.4%	0.0%	2.9%	8.0%	37.1%
2022-06	3.1%	8.7%	62.3%	0.3%	1.2%	0.9%	14.5%	-0.6%	1.2%	4.0%	4.5%
2022-12	8.7%	32.1%	57.6%	0.1%	1.7%	-1.6%	11.3%	0.0%	2.7%	0.1%	-12.9%
2023-06	0.4%	0.2%	85.6%	0.2%	1.4%	0.2%	16.8%	0.4%	1.2%	4.3%	-10.6%
2023-12	7.8%	7.0%	50.7%	-0.1%	2.0%	-1.1%	15.3%	-0.7%	1.4%	2.2%	15.4%
2024-06	2.4%	6.7%	55.3%	0.1%	0.9%	0.6%	17.2%	-0.9%	0.3%	6.2%	11.0%
2024-12	8.4%	11.9%	37.7%	0.9%	1.8%	8.2%	17.7%	0.0%	0.7%	2.0%	10.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

经历过 2024 年“924”开始的风险偏好提升后，承接居民储蓄资金的产品选择更多元、竞争更激烈。除传统理财外，“固收+”产品、红利策略权益产品、港股资产、黄金基金等或将成为热点。

“固收+”基金作为平衡风险与收益的创新产品，成为低风险偏好型资金流出银行存款后的重要过渡选择。在低利率环境下，固收资产的预期回报下降，进行多元投资、大力发展“固收+”基金，成为基金管理公司业务发展的战略选择。这类产品在债券收益下滑之际，适度加入股票、商品等风险资产有望增厚收益。

图13：“固收+”基金产品规模今年以来保持快速增长（单位：亿份、亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2025 年以来，“固收+”基金快速发展。一方面，债券收益率下行至低位水平，为“固收+”基金的发展提供了适宜环境。从业绩表现来看，2025 年 1—5 月，“固收+”基金与纯债基金相比具有一定的优势，风险调整后收益（夏普比率）等指标表现较优。另一方面，政策层面的支持力度在加大。2025 年 5 月，中国证监会发布的《推动公募基金高质量发展行动方案》明确指出，要加大含权中低波动型产品、资产配置型产品的创设力度。截至 2025 年二季度末，全市场“固收+”类产

品规模[1]达 1.93 万亿元，较年初增长 7.6%。

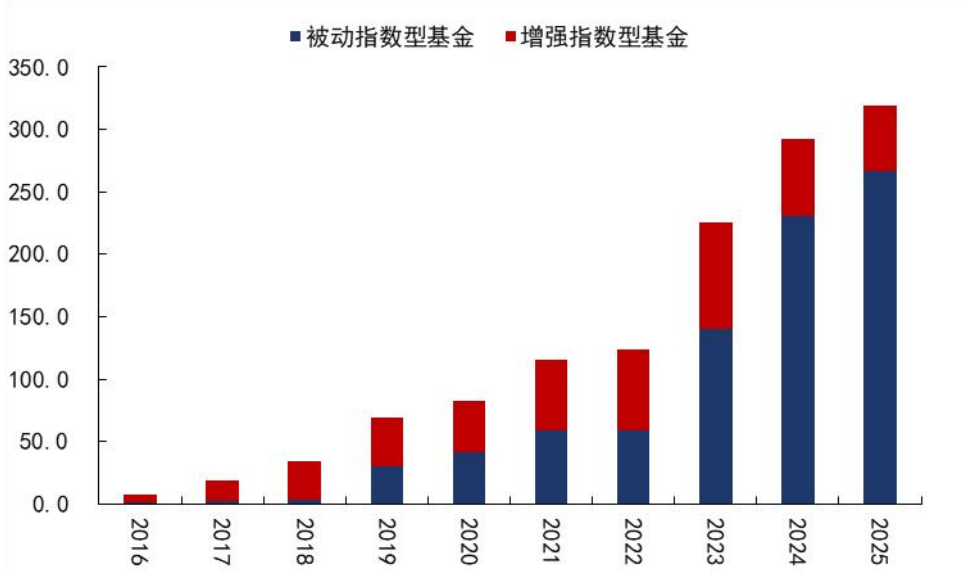
表1：2024 年以来各类基金收益、回撤及夏普比率

基金类别		区间收益（%）		区间最大回撤（%）		夏普比率（年化）	
		2024 年	2025 年前 5 月	2024 年	2025 年前 5 月	2024 年	2025 年前 5 月
“固收+”	偏债混合基金	5.52	0.90	-3.45	-2.26	0.86	0.23
	一级债基	4.88	0.87	-0.64	-0.44	2.72	0.74
	二级债基	5.07	0.89	-2.55	-1.64	0.95	0.27
纯债基金	中长纯债基	4.75	0.37	-0.67	-0.88	4.26	-0.54

资料来源：邹维娜等《低利率环境下“固收+”基金发展探讨》，国信证券经济研究所整理

持续的利率下行与银行理财净值化转型，是驱动“存款搬家”与资金追捧红利策略的共同前提。存款利率吸引力下降，驱动资金寻求更高收益；而传统刚兑型理财产品的消失，迫使资金在净值化产品中寻找波动相对可控的替代品。这导致大量低风险偏好资金从存款体系溢出，进入广泛的“再配置”过程。但是，溢出的资金并非盲目追求高收益，其核心诉求是在可承受的风险范围内获取优于存款的稳健回报。红利策略恰好提供了关键吸引力：其一，稳定的现金股息提供了可预期的现金流，模拟了过往理财产品的“票息”感觉；其二，相对低波动，高股息板块多分布于银行、公用事业、资源等成熟行业，股价波动通常小于成长股，符合避险需求。这使其成为承接存款搬家资金的理想工具。

图14：挂钩中证红利的指数基金规模变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

居民端的“存款搬家”并非无序流出，大部分资金主要通过申购公募基金、保险产品、银行理财等金融产品进入资本市场，这构成了投资机构负债端的增量或存量转换。这些资金普遍带有明确的收益预期和风险偏好：一方面，寻求超越存款利率的收益增强，不甘于低息；另一方面，理财净值化后对波动依然敏感，追求相对稳健。这倒逼投资机构的资产配置，必须在波动的权益市场中寻找具备确定性或性价比的资产，以匹配负债端特性。

为满足上述资金需求，投资机构的配置逻辑集中体现为三类，均与港股形成共振：

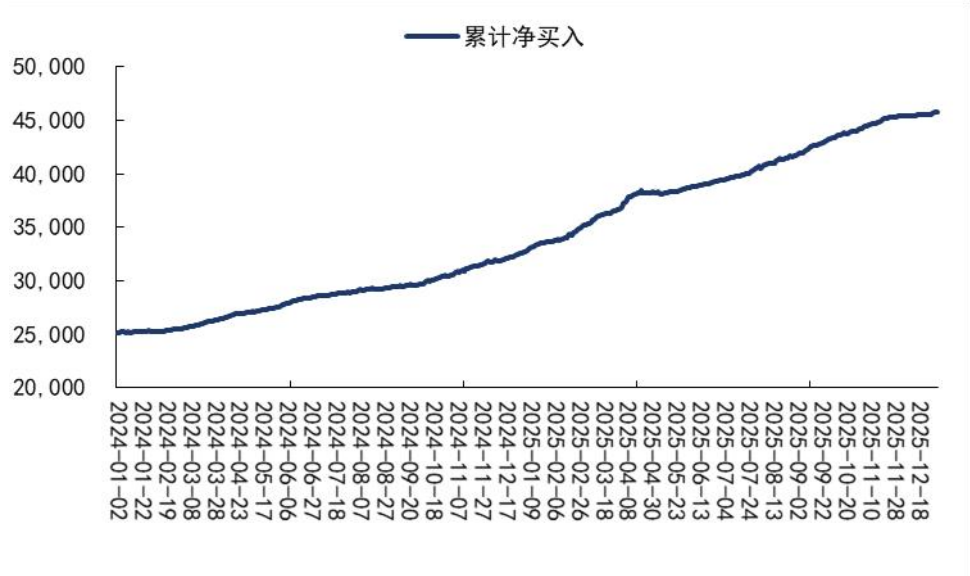
[1] 此处我们统计的“固收+”基金包括偏债混合基金、混合一级债基和混合二级债基。

一是高股息策略的“类固收”替代。为满足稳健收益需求，机构系统性增配高股息资产。港股，尤其是金融、能源、电信等板块的龙头公司，其股息率在全球范围内具备显著比较优势，且估值更低，完美契合“确定性现金流+下行保护”的配置目标，成为承接“类理财”资金的核心方向。

二是“估值洼地”的均值回归博弈。在整体追求“性价比”的配置思路下，港股市场长期处于全球主要市场估值洼地，其深度折价为机构提供了潜在的估值修复空间和安全边际，吸引了追求中长期价值回归的配置型资金。

三是特色稀缺资产的成长性补充。港股汇集了 A 股市场稀缺的互联网龙头、创新药、新消费等“新经济”核心资产。对于寻求成长性的配置资金而言，港股提供了补充 A 股投资组合、进行泛中国资产成长性布局的独特窗口。

图15：南向通累计净买入金额（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议

存款搬家为券商开拓了新业务机遇。一方面，居民资产直接入市，推升股市活跃度与股价，对券商展业产生直接正面影响；另一方面，居民财富资管化，券商与各大资管机构合作关系紧密，亦有利于业务规模扩张。重点推荐：一是资金使用效率高、机构客户储备强、业务条线全面的券商，受益标的：中信证券、国泰海通、华泰证券；二是改革提升效率、ROE 有望稳步上行、估值略低于行业均值的标的：东方证券、兴业证券。

保险行业深化负债端渠道、产品、成本等领域的转型，人均产能及渠道质态得到显著改善。资产端方面，预计险资资产配置需求仍高，对应长债及高分红类资产（以 OCI 计量的资产）配置行情或将延续。2026 年“开门红”状态较佳，在预定利率下调、第四套生命表发布、非车险"报行合一"等背景下，险企正积极调整策略。我们建议关注中国人寿、中国平安及中国财险。

风险提示

存款搬家不及预期的风险；二级市场大幅波动风险；资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险；金融监管趋严的风险；创新推进不及预期的风险等。

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±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

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

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