

险资另类投资图谱——趋势篇

寻找中国保险股的 Alpha 系列之六

优于大市

核心观点

另类资产是指区别于传统股票、债券、现金等标准化公开市场交易的金融资产，涵盖债权投资计划、股权投资计划、不动产、私募股权基金、基础设施公募 REITs、资产证券化产品等。另类资产一般流动性较差、但有差异化的定价逻辑差异、资产走势与传统股债大类资产相关性低。

加大另类资产布局，已成为险资应对低利率环境的核心战略抓手：一是资产负债匹配需求：寿险公司负债久期普遍达 15 年以上，传统标准化资产久期偏短，易产生期限错配，而基建、不动产类另类资产久期较长，可实现长期负债的现金流匹配。**二是收益增厚诉求：**当前长期利率中枢下移，传统固收资产收益率持续收窄，另类资产通常存在 200-400bp 的流动性溢价，可在可控风险下提升组合收益，有效对冲利率下行带来的利差损压力。**三是对冲降波需求，**另类资产与传统股债相关性低，有效平滑组合波动，契合险资长期稳健的配置目标，尤其是监管层近年放宽险资另类投资比例限制，配置空间持续打开。

海外保险、养老金等机构等已在另类资产实践上探索多年：美国大都会人寿依托寿险资金久期优势，构建“固收打底、另类增效”的均衡架构，通过“内部直投+外部 GP 合作”双轨模式，以另类资产稳健收益覆盖长期负债成本，形成成熟的跨周期投资体系；**耶鲁捐赠基金**突破传统股债配置框架，以多元另类资产为核心，通过低相关性分散配置赚取长期流动性溢价，实现持续复利增值，验证了另类资产与长周期资金的适配逻辑。**黑石**通过份额标准化与可控流动性机制，将非标私募信贷改造为适配险资考核的标化工具，依托优质稳健的信贷底层资产持续增厚组合收益，为长久期机构规模化配置另类信贷提供成熟产品范式。

以资产负债匹配为核心，兼顾收益、风险与政策合规性，险资布局另类资产的四个核心思路：一是**股权布局战略赛道**，依托资金长期属性，通过私募股权、专项股权计划布局半导体、新能源、高端装备等新兴产业，捕捉产业成长收益。二是**深耕稳健固收类另类资产**，聚焦核心城市不动产、保障性租赁住房、基建 REITs 等现金流稳定标的，通过非标转标提升资产流动性与收益确定性。三是**拓展海外配置**，在 QDII 监管框架下适度布局海外不动产、私募股权与基建资产，实现跨市场风险分散。四是**推进康养产业协同布局**，通过投资医疗、康养实体项目，实现资产端长线投资与负债端养老、医疗产品客户运营深度绑定，形成资负协同、客资联动的长效经营闭环。

投资建议：建议关注中国财险、资产负债匹配较好的中国平安、中国太保。

风险提示：保费收入增速不及预期；渠道手续费下降导致销售积极性降低；资产端收益下行等。

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	收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS		P/EV 及 P/B	
					2026E	2027E	2026E	2027E
2328.HK	中国财险	优于大市	13.20	2946	2.01	2.13	0.89	0.84
601318.SH	中国平安	优于大市	51.75	9034	8.64	9.31	0.58	0.54
601601.SH	中国太保	优于大市	29.92	2729	6.16	6.26	0.44	0.41

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 · 保险 II

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：陈莉

0755-81981575

chenli@guosen.com.cn

S0980522080004

证券分析师：王文静

0755-81981648

wangwenjing@guosen.com.cn

S0980526050001

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

《2026 年二季度保险业资金运用情况点评-固收压仓，权益略升，科技长投》——2026-08-16

《离岸信托税收新规点评-跨境财富管理的立体化时代》——2026-07-28

《保险股最新观点更新-否极泰来：当周期向上遇到估值向下》——2026-06-02

《保险资管机构近期行为分析暨 2026 年一季度保险业资金运用情况点评-再平衡进行时》——2026-05-22

《保险业 2026 年一季报综述-银保高景气延续，投资波动放大》——2026-05-10

内容目录

引言：保险资金与另类投资的天然契合	4
另类资产定义与价值	4
保险资金的核心属性：约束与要求	5
行业空间：资金体量持续扩容，另类配置已成长期趋势	6
低利率环境下保险机构配置另类资产的核心动因	7
防范利差损系统性风险，筑牢行业经营安全底线	7
拓宽收益来源，寻求超额回报与差异化收益	8
构建低相关资产组合，实现真正意义上的风险分散	9
拉长资产久期，精准匹配超长周期保险负债	10
海外保险机构另类资产配置经验	10
配置趋势标杆案例：大都会人寿（MetLife）另类资产配置体系	10
耶鲁捐赠基金模式：长期主义另类投资典范	12
产品创新标杆：黑石私募信贷基金（BCRED）	14
政策空间已打开国内险资另类资产配置	16
未上市企业重大股权投资	16
不动产投资	17
基础设施债权投资计划	17
私募股权基金与创业投资基金	18
权益类资产配置比例总闸门	18
行为监管与内控	19
总结及建议	20
另类资产的战略性定位	20
适配险资的“核心+卫星”分层配置体系	20
行业配置经验建议	21
风险提示	21

图表目录

图1：另类资产的三类主要类别	4
图2：10 年期及 30 年期国债收益率（单位：%）	5
图3：保险资金运用余额（单位：亿元，%）	6
图4：人身险公司资产配置占比变化（单位：亿元，%）	7
图5：财产险公司资产配置占比变化（单位：亿元，%）	7
图6：我国保险业规模呈稳定上升趋势（单位：万元，%）	7
图7：1999-2002 年日本寿险三差损益情况（单位：亿日元）	8
图8：MetLife 资产管理规模（按核心业务划分）（截至 2026 年一季度末，单位：亿美元）	11
图9：MetLife 资产管理规模（按客户类型划分）（截至 2026 年一季度末，单位：亿美元）	11
图10：MetLife 资产管理规模（按区域划分）（截至 2026 年一季度末，单位：亿美元）	11
图11：耶鲁基金资产结构（2025 财年）	12
图12：耶鲁捐赠基金历年资产规模（单位：亿美元）	13
图13：黑石私募信贷基金（BCRED）资产配置情况（截至 2026 年 6 月末）	15
图14：黑石私募信贷基金（BCRED）投资的前五大行业（截至 2026 年 6 月末）	16
表1：耶鲁捐赠基金历年收益率表现（费后净回报率）	14
表2：保险资金投资未上市企业股权具体规定	17
表3：险资权益类配置比例监管要求	19
表4：险资相关行为监管与内控	19

引言：保险资金与另类投资的天然契合

在国内资管格局持续迭代、市场利率中枢长期下行的宏观背景下，股票、利率债、信用债等传统标准化资产，凭借稳健收益、充足流动性与可控风险，成为保险资金组合的核心配置基底与压舱石。另类资产依托底层品类多元、收益来源丰富、久期适配灵活的优势，有效拓宽险资配置边界，实现收益增厚、风险分散与久期优化。险资布局另类投资并非短期市场行为，而是资金负债属性与另类资产特征深度契合的长期战略选择。

另类资产定义与价值

另类资产是区别于传统标准化金融资产的差异化投资品类。传统资产以公开市场股票、利率债、信用债、银行存款为主，是保险资金长期核心配置标的；另类资产则覆盖上述品类之外的所有投资领域，结合全球资管通用分类，主要包含五大板块：一是**另类债权**，涵盖基建与不动产债权计划、信托、ABS、私募信贷等非公开固收产品；二是**私募股权**，包含PE、VC、股权投资计划等一级市场权益资产；三是**不动产证券化**，以公募REITs、商业地产REITs为核心；四是**大宗商品及贵金属**，涵盖黄金、能源、工业商品等品类；五是**组合管理工具**，主要为FOF、MOM等跨资产配置产品。相较标准化资产，另类资产标准化程度更低、收益结构多元、久期灵活度更高，能够有效弥补传统资产收益单一、市场相关性集中、久期匹配受限的短板，助力保险资金搭建多元化、稳收益的投资组合。

图1：另类资产的三类主要类别



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从本质上来看，另类投资深度契合资管行业“资产匹配负债、稳健保值增值”的

核心逻辑，可在利率下行、优质固收资产稀缺的市场环境中，依托差异化收益体系与稳定底层现金流对冲利率风险、覆盖刚性负债成本，有效破解险资配置难题。**投资实践层面**，另类资产与公开市场标的相关性较低，能够平滑组合波动、优化风险收益结构，凭借基建、不动产、成熟私募股权等资产的持续收益输出，突破传统资产收益天花板，实现组合稳健增值。**商业模式层面**，另类投资深度对接实体产业，保险资管可依托自身长久期资金优势深耕该赛道，构建差异化投资能力与核心竞争壁垒。

保险资金的核心属性：约束与要求

保险资金的本源是**投保人保费形成的负债资金**，所有投资行为必须先满足负债端约束，再追求资产端收益，这也是险资区别于公募基金、私募、散户等其他市场主体的核心特征。寿险资金作为另类投资的主力资金，其投资行为严格遵循**成本覆盖性、适度流动性、当期收益性**三大刚性要求，构成险资配置的底层约束：

1. 成本覆盖性：刚性负债倒逼绝对收益目标

寿险负债端具备刚性成本约束，行业存量传统寿险沉淀 2.5%、3.0%、3.5% 三档长久期高预定利率保单。依托 2025 年起运行的预定利率动态调节机制，2026 年新单普通寿险、分红寿险预定利率上限分别为 2.0%、1.75%，新增负债刚性成本显著下行。保险资产配置的核心目标是长期投资收益覆盖负债刚性成本，若长期资产收益率低于保单承诺收益，将直接形成**利差损**，侵蚀保险公司净利润、偿付能力甚至生存根基。

从市场环境来看，国内利率中枢长期下移，固收收益空间持续压缩。据 Wind 数据显示，2020 年初至 2026 年中旬，10 年期国债收益率由 3.09% 回落至 1.73%，已无法覆盖寿险行业 2.5%-3.5% 的存量保单刚性负债成本，行业长期面临利差损压力。传统股债配置模式难以支撑险资稳健运营，险资通过另类资产获取稳定绝对收益、实现负债成本全覆盖，成为行业配置转型的核心目标。

图2：10 年期及 30 年期国债收益率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2. 适度流动性：兑付压力要求稳定现金流支撑

保险机构需持续应对保单满期兑付、退保、理赔支出等现金流出，这就要求投资

组合必须保留合理流动性。另类资产普遍存在**低流动性**特征，无法像股票、公募债券一样实时变现，因此险资在筛选另类项目时，**不追求资产高流动性，而是要追求底层资产具备持续、稳定的内生现金流**。例如基建债权计划依靠项目运营收费、REITs 依靠租金分红、成熟 PE 项目依靠企业分红，通过内生现金流应对短期兑付压力，弥补资产流动性不足的短板。

3. 当期收益性：产品形态决定既时回报需求

分红险、万能险、投连险是国内寿险主流储蓄类产品，三类产品收益机制存在明显差异：分红险浮动分红、万能险结算利率、投连险账户净值均与当期投资表现深度挂钩。对比家族信托、高校捐赠基金等无刚性兑付压力的永续长期资本，寿险资金需持续应对理赔、退保、保单满期等常态化现金流出，对投资组合整体当期现金流存在硬性约束。该现金流约束，决定险资另类投资形成“成熟现金流资产为主、早期成长科创标的为辅”的分层配置风格。

行业空间：资金体量持续扩容，另类配置已成长期趋势

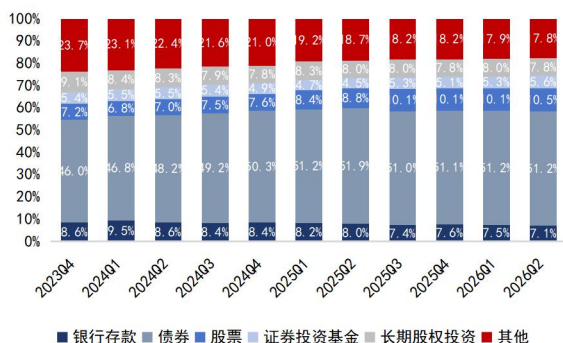
保险资金规模持续快速扩容，为另类资产规模化布局筑牢资金基础。根据国家金融监督管理总局数据显示，2020 年至 2025 年，保险资金运用余额由 21.7 万亿元增至 38.48 万亿元，长期资金规模持续扩张。截至 2026 年二季度，保险公司资金运用余额达 40.8 万亿元，同比增长 12.7%，连续四年实现双位数增长。从配置主体结构看，人身险公司仍然是行业资金运用扩张的核心来源，截至 2026 年二季度末人身险公司投资规模为 36.9 万亿元，较一季度增长 3.7%，占行业整体规模达 90.3%；财产险公司投资规模为 2.5 万亿元，较一季度增长 2.5%，占行业整体规模达 6.2%。资产结构持续从传统固收向多元另类扩容转型，为各类另类资产规模化布局提供了充足资金基底。

图3：保险资金运用余额（单位：亿元，%）



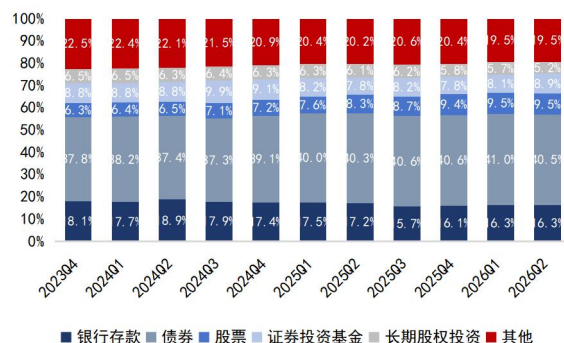
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 人身险公司资产配置占比变化 (单位: 亿元, %)



资料来源: 金管局, 国信证券经济研究所整理

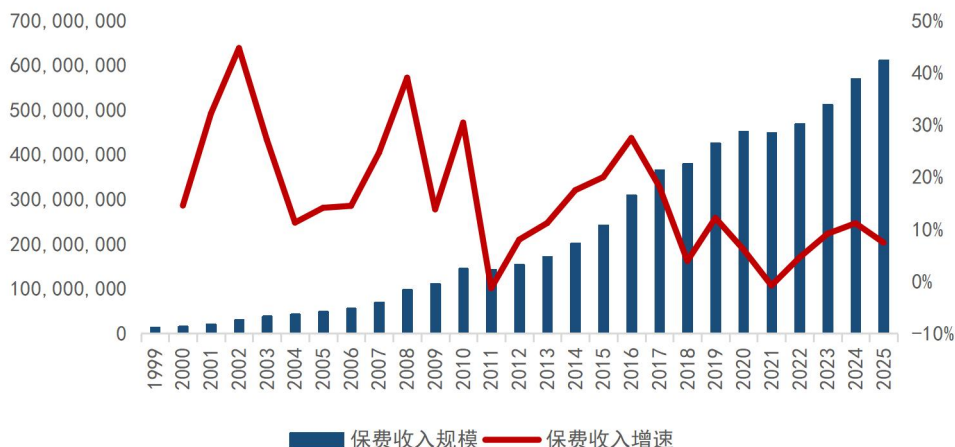
图5: 财产险公司资产配置占比变化 (单位: 亿元, %)



资料来源: 金管局, 国信证券经济研究所整理

2025 年保险业原保险保费收入 6.12 万亿元, 同比增长 7.4%, 保费扩容持续为险资积累长期可投资现金流。万亿级体量的资金持续涌入市场, 而传统高收益、低风险资产供给逐年收缩, “资产荒”从阶段性现象演变为长期常态, 多元化配置另类资产成为行业必然选择。

图6: 我国保险业规模呈稳定上升趋势 (单位: 万元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

低利率环境下保险机构配置另类资产的核心动因

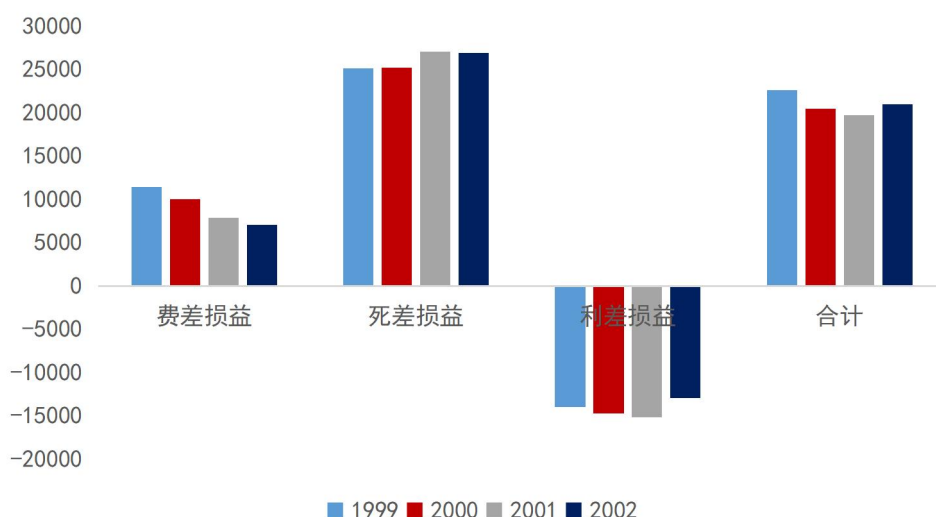
全球主要经济体自 2008 年金融危机后长期维持低利率运行环境, 2020 年全球宽松货币政策进一步固化利率下行趋势, 2025 年国内利率中枢持续走低已经形成长期市场共识。在此宏观大背景下, 保险机构持续加大另类资产配置力度并非短期逐利操作, 而是对冲系统性风险、拓宽收益来源、优化大类资产分散结构、修复资产负债久期匹配关系的四大战略举措。

防范利差损系统性风险, 筑牢行业经营安全底线

利差损是寿险行业最致命的系统性风险，定义为保单长期约定预定收益率高于资产端实际投资收益形成持续性收益缺口。寿险经营利润核心来源于利差，同时利率下行带来的利差压力也是行业最大经营隐患。

上世纪 90 年代日本保险业危机是全球经典警示案例。上世纪 80 年代日本经济泡沫扩张阶段，日本寿险公司大规模发售 6%以上高预定利率长期保单，资产端仅集中配置国债、上市股票等传统标准化资产。1990 年日本经济泡沫破裂，央行开启持续降息周期，十年期国债收益率断崖式跌至 1%以内，存量长久期保单负债成本无法下调，全行业爆发大面积利差损，多家老牌寿险破产重组，行业陷入长达十余年衰退。复盘危机核心诱因是资产结构高度依赖传统标准化资产、另类资产配置严重不足，缺少长效利率对冲工具与久期匹配资产，叠加高成本长久期负债刚性沉淀，最终爆发系统性利差损危机。

图7：1999~2002 年日本寿险三差损益情况（单位：亿日元）



资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

落地至国内市场，行业存量沉淀海量 3.5%高预定利率保单，负债成本刚性、存续周期极长；2025 年优质城投、金融债收益率仅维持 2.4%-2.9%区间，仅依靠传统固收无法覆盖负债收益要求，存在持续性利差损缺口。在此背景下，另类投资成为破解行业利差损困局、对冲利率下行风险的核心抓手与关键手段。

拓宽收益来源，寻求超额回报与差异化收益

低利率环境下，股票、债券等公开市场标准化资产收益持续被压缩，仅依靠二级市场交易难以获取稳定超额收益。另类资产依托一级市场价值挖掘能力与实体资产非流动性溢价，具备显著优于二级市场的长期收益潜力，成为保险资金穿越利率周期、增厚组合收益的核心增量抓手。

从长期维度来看，另类资产超额收益属性凸显。依据 Cambridge Associates (CA) 全球私募股权基准，美元口径滚动 20 年期费后净年化收益率中枢约 14%-16%，显著高于 MSCI 全球成熟市场指数同期 7%-8%的美元总回报水平。私募股权通过深耕实体产业、捕捉企业内生成长、产业整合与估值修复红利，挖掘二级市场无法覆盖的价值洼地，为险资构筑稳定、可持续的超额收益来源。反之，过度依赖标准化公开市场资产，将导致投资收益高度同质化，难以形成差异化竞争优势，无法

适配险资长期负债经营的收益诉求。

尤其是拉长投资期限后，传统经典的“60/40”股债组合的收益水平收敛，而私募股权、私募信贷、基础设施、房地产、黄金等另类资产，凭借流动性溢价、主动管理溢价与低相关性，长期超额收益属性愈发凸显。这并非短期市场现象，而是有充分实证数据支撑的长期规律，比如：

第一，私募股权是超额收益证据最充分的类别。根据 Cambridge Associates 统计，全球私募股权基金指数十年期、二十年期平均回报分别约 12% 和 15%，同期全球主要股票指数仅约 6% 和 7%，前者近乎后者的两倍。Burgiss 数据进一步印证：全球并购及成长基金 20 年年化净回报约 14.5%，同期 MSCI ACWI 约 9.2%，长期超额约 3~5 个百分点/年（均为净费口径）。

第二，私募信贷与实体资产提供稳定高收益回报。Cliffwater 直接贷款指数 20 年年化净回报约 9% 到 11%，约为杠杆贷款的两倍，历史年化损失仅约 1%；MSCI IPD 全球房地产 10 年年化回报 6.4%，Preqin 全球基础设施 7 年年化 6.7%，且房地产现金回报长期稳定在 5% 左右，金融危机期间亦未实质受损。

第三，黄金扮演危机中“对冲型资产”角色。1971 年黄金与美元脱钩以来，金价名义年化约 7.7% 到 9.3%，跑赢同期 10 年期美债（约 6%）与房产（约 5.4%）；六次主要股市崩盘中五次跑赢大盘，与股债相关性接近零。

最后，在组合层面，加配另类的效果同样显著。摩根大通通过长窗口数据显示（1989 年至 2022 年三季度），配置 30% 另类资产的组合，年化回报较传统股债组合高出约 1.16%~2.05%，波动率反而下降 0.29%~3.27%；睿富研究基于 1998 到 2006 年数据显示，45% 股票/25% 债券/30% 另类的组合年化收益 9.6%，较传统组合高 150 个基点、波动低 170 个基点。机构实践层面，NACUBO 调查显示美国大学捐赠基金另类配置占比平均接近 60%，耶鲁捐赠基金过去 20 年年均净收益约 13.9%，1993 年以来仅一年为负。

但超额收益的获得受到严格条件约束。另类资产的超额收益存在明显的幸存者偏差与自报偏差，收益高度集中于头部四分之一管理人，顶尖与垫底管理人年化差距可超 10 个百分点；波士顿学院 CRR 研究（2001—2022）也显示，美国公共养老金将另类配置从 9% 提升至 34% 后，并未获得统计上显著的超额回报。这表明超额收益的兑现依赖优质管理人、长期资金与足够的流动性容忍度，所以另类资产是“有条件的长期优势”，而非无风险的“免费午餐”。

构建低相关资产组合，实现真正意义上的风险分散

基础设施、不动产、大宗商品这类另类资产和股票、债券二级市场行情联动性较弱，资产价格运行逻辑相互独立，能够有效对冲股债同步走弱的极端市场环境，充当投资组合的波动缓冲载体。

在市场阶段性同步调整阶段，资产配置结构的优劣会直观反映在组合稳定性层面。仅依靠传统标准化资产搭建持仓的保险机构，资产走势高度绑定资本市场周期，行情下行阶段净值波动幅度明显更大，整体收益容易随市场行情大幅缩水；而均衡布局多元另类资产的机构，依靠实体项目稳定运营收益对冲二级市场波动，组合波动会得到显著平抑，全年收益表现更具韧性。其中基建债权、公募 REITs 依托底层实体持续产生的经营性现金流，收益兑现不依赖二级市场涨跌，能够在市场调整期形成稳定收益支撑，充分印证另类资产平滑波动、提升组合跨周期抗风险能力的独特价值。

拉长资产久期，精准匹配超长周期保险负债

保险资金以终身寿险、年金险为主，负债久期普遍落在 15 至 30 年长周期区间，但国内公开市场 10 年期以上优质长期债券供给稀缺，2025 年市场存量债券剩余期限大多集中在 1-5 年，行业普遍存在“短资产匹配长负债”的结构性错配，持续暴露利率下行带来的再投资风险。

基建债权、不动产等超长周期另类资产，是险资匹配长久期负债、修复久期错配、对冲再投资风险与利差损压力的核心配置抓手。以美国大都会人寿为海外成熟标杆，其依托与国内险资高度相近的长久期寿险、年金负债结构，淡化二级市场短期收益，重点布局超长周期实体另类资产，通过拉长资产久期收窄久期缺口，依托实体稳定现金流夯实长期收益。实践验证，另类资产抗周期、稳收益优势显著优于传统固收，可有效覆盖负债成本。下文将拆解海外头部机构另类配置实操经验，为国内险资转型提供落地参考。

海外保险机构另类资产配置经验

配置趋势标杆案例：大都会人寿（MetLife）另类资产配置体系

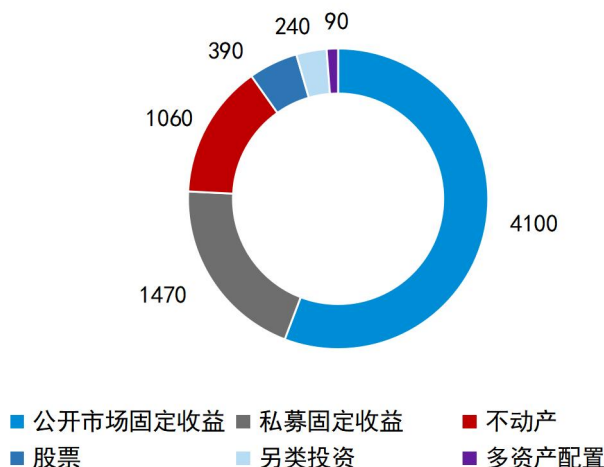
美国拥有全球最成熟、体系最完善的长久期机构另类投资生态，形成了“机构规模化配置、资管产品化创新、体系长期化落地”的完整发展范式，为长久期资金另类资产布局提供了重要参考。从市场实践来看，美国寿险机构依托长久期负债属性、稳定现金流优势，持续扩容另类资产规模，形成适配保险负债特征的稳健配置体系。

大都会人寿作为美国市场规模稳居行业前列、经营体系成熟的头部寿险机构，负债端以长期寿险、养老年金产品为核心，具备资金久期长、现金流稳定、刚性兑付压力平缓的禀赋，与另类资产长期持有、赚取流动性溢价的属性高度契合，其最新资产配置架构能够充分反映美国寿险行业另类投资的成熟运作逻辑，具备极强的行业代表性与参考价值。

从资产配置演化趋势来看，截至 2026 年一季度末，大都会人寿持续优化大类资产组合结构，持续加码另类资产布局，另类资产合计配置占比达 37.69%，成为仅次于公开市场固收的第二大配置板块，直观印证了美国寿险行业逐步摆脱传统固收单一依赖、另类资产持续扩容的长期发展态势。

在具体持仓结构上，公司形成了“固收筑牢底仓、另类多元增收、严控权益波动”的成熟长效配置框架，攻守均衡特征显著。其中，公开市场固定收益规模 4100 亿美元，占比 55.78%，为投资组合提供稳定现金流与安全垫；另类资产成为核心收益增量，涵盖私募固定收益 1470 亿美元（20.00%）、不动产投资 1060 亿美元（14.42%）及狭义另类投资 240 亿美元（3.27%），三类资产合计贡献 37.69% 的配置权重。同时，公司严格收缩权益敞口，股票资产占比仅 5.31%、多资产配置占比 1.22%，有效规避二级市场波动对组合的冲击。

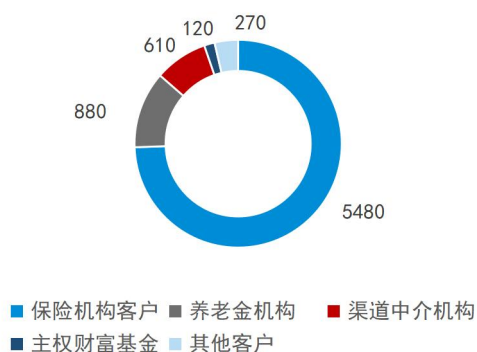
图8: MetLife 资产管理规模（按核心业务划分）（截至 2026 年一季度末，单位：亿美元）



资料来源：MetLife 官网，国信证券经济研究所整理

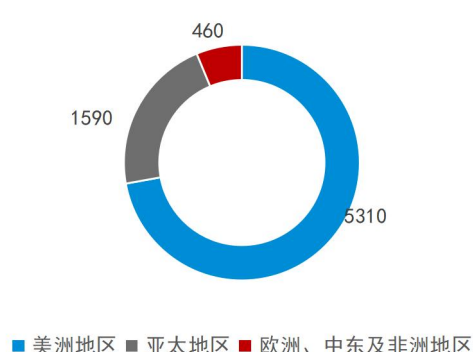
从业务布局维度来看，公司另类资产业务聚焦保险、养老金等长久期机构客户，资金属性与另类资产长周期投资逻辑高度匹配；区域布局以美洲本土为核心、亚太市场为补充，兼顾本土深耕与全球化风险分散。整体而言，大都会人寿通过标准化固收与非标另类资产的均衡配比、多赛道另类资产的分散布局，持续获取非标资产流动性溢价与长期增值收益，精准适配寿险资金久期匹配、稳健运营、严控回撤的核心经营诉求，为全球寿险机构现代化、精细化资产配置提供了优质实践范本。

图9: MetLife 资产管理规模（按客户类型划分）（截至 2026 年一季度末，单位：亿美元）



资料来源：MetLife 官网，国信证券经济研究所整理

图10: MetLife 资产管理规模（按区域划分）（截至 2026 年一季度末，单位：亿美元）



资料来源：MetLife 官网，国信证券经济研究所整理

在投资运作模式上，公司采用“内部自主直投+外部头部 GP 委托”的双轨运作机制，兼顾风险可控性与资产丰富度。针对本土大型基建、核心商业地产、标准化抵押贷款等成熟度高、体量集中的另类资产，依托内部专业投研团队直投运作，压降管理成本、穿透把控底层信用风险；针对海外细分私募信贷、细分领域非标资产、优质并购类股权资产等专业化品类，委托黑石、KKR 等全球头部资管机构管理，借助外部专业投研能力拓宽配置边界，进一步优化资产分散度、降低行业集中度风险。

从投资绩效来看，另类资产长期配置价值持续兑现。依托私募信贷、不动产、私募股权的多元布局，大都会人寿另类板块收益显著优于传统公开市场固收，有效对冲利率下行压力、稳定组合收益水平，持续覆盖寿险长久期负债成本，是组合增厚收益、平滑周期波动的核心增量。

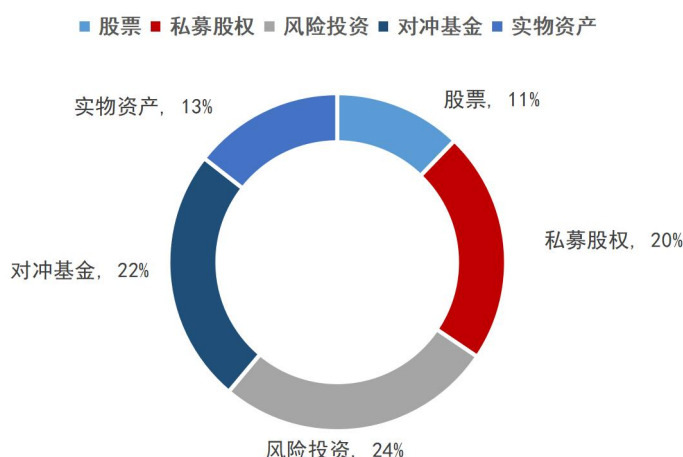
耶鲁捐赠基金模式：长期主义另类投资典范

相较于美国寿险机构渐进式、稳节奏的另类扩容模式与资管机构的产品科技创新模式，耶鲁大学捐赠基金依托专属永续资金属性，构建了极致的长期主义另类投资体系，开创了全球长久期资金多元化配置的标杆范式。大卫·斯文森（David Swensen）创立的“耶鲁模式”突破传统公开市场股债二元配置桎梏，核心内核为依托资金超长久期、无刚性兑付、无集中支取压力的独特禀赋，主动承接非标另类资产长期流动性风险，以广谱另类资产多元化分散配置为核心，赚取长期稳定的非流动性溢价，实现穿越经济周期的复利增值，现已成为全球养老金、保险资金、永续基金等长久期机构配置另类资产的核心参照标准。

1. 资产配置结构：极致多元、重另类轻传统

在资产配置结构上，耶鲁捐赠基金构建了以另类资产为绝对主体的投资体系，彻底弱化传统标准化资产配置权重。据美国特许另类投资协会（CAIA ASSOCIATION）2025 财年最新数据显示，耶鲁基金传统标准化资产配置比例极低，公开上市股票仅占 11%，固收及现金类敞口保持低位，摒弃传统公开市场股债二元底仓思维，依托另类信贷、实物资产构建稳健收益底盘；广义另类资产合计占比高达 79%，具体细分为风险投资 24%、并购私募股权 20%、对冲基金 22%、不动产与自然资源等实物资产 13%。该均衡化另类布局充分体现斯文森多元分散、规避集中风险的核心投资思维，基金不单一押注某一另类赛道，依靠不同品类另类资产的低相关性平抑组合波动，弱化二级市场周期冲击，形成可复制、可持续的长久期资金配置范式。

图11：耶鲁基金资产结构（2025 财年）



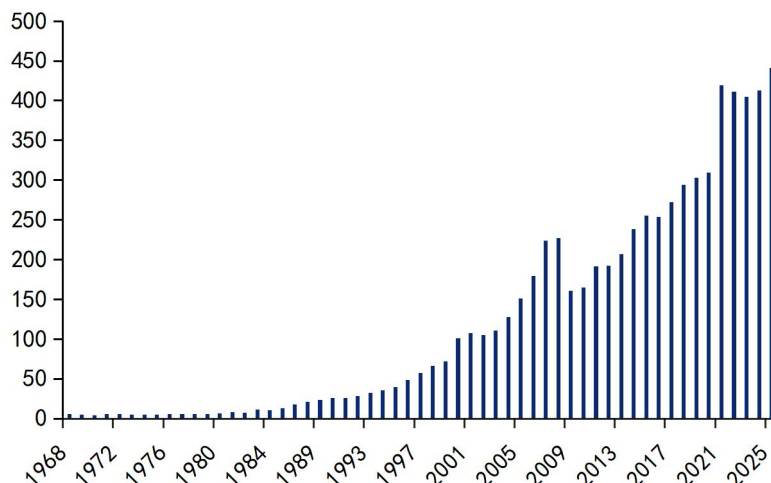
资料来源：CAIA（特许另类投资协会），国信证券经济研究所整理

2. 长期规模演进：模式落地驱动长期复利增长

从长期规模演进维度可直观验证耶鲁另类配置体系的有效性，基金发展历程可清晰划分为斯文森接管前、耶鲁模式落地后两个阶段，模式变革带来增长质变。1985 年斯文森正式执掌基金前，耶鲁捐赠基金体量狭小、增长停滞、配置体系传统单

一，1968-1984 年市场价值长期在 4.2 亿-11.0 亿美元区间窄幅震荡，资产积累能力与抗风险能力较弱。1985 年斯文森正式履职（当年基金规模 13.2 亿美元），全面落地另类资产多元化配置框架后，基金开启四十余年长期扩张通道，仅在金融危机、全球资本市场回调阶段出现阶段性小幅回撤，穿越周期能力突出。截至 2025 财年末（2024 年 7 月 1 日至 2025 年 6 月 30 日），耶鲁捐赠基金市场规模达 441.6 亿美元，稳居全美第二大高校捐赠基金，长期规模增长充分印证另类多元配置的科学性。

图12: 耶鲁捐赠基金历年资产规模（单位：亿美元）



资料来源：YaleUniversity 官网，国信证券经济研究所整理

3. 投资收益表现：穿越周期的长期超额收益

依托极致的另类多元配置体系，耶鲁捐赠基金短期收益随资本市场周期正常波动，但长期复利增值能力显著优于行业平均水平与传统股债组合，充分验证另类资产的抗周期价值与溢价能力。据耶鲁大学官方财报披露，2021-2025 财年，基金费后净收益率分别为 40.2%、0.8%、1.8%、5.7%、11.1%，完整覆盖牛市、震荡、回调等多种市场行情，收益韧性极强。截至 2025 年 6 月 30 日，基金近十年年化收益率达 9.4%，较全美高校捐赠基金十年回报中位数高出 1.4 个百分点，较传统 70% 股票叠加 30% 债券的经典组合年化收益高出 2.2 个百分点，长期超额收益优势显著。在斯文森完整管理周期（1985—2021 年），基金实现 36 年年化收益率 13.7%，长期稳健增值能力充分印证另类多元化配置策略的核心价值。

表1：耶鲁捐赠基金历年收益率表现（费后净回报率）

统计区间	收益率	对比基准说明
2021 财年	40.2%	—
2022 财年	0.8%	—
2023 财年	1.8%	—
2024 财年	5.7%	—
2025 财年	11.1%	—
近十年（2015.7.1 - 2025.6.30）	9.4%	较高校基金中位数+1.4%；较 70%/30%股债组合+2.2%
斯文森全周期（1985 - 2021，36 年）	13.7%	显著高于行业平均水平

资料来源：YaleUniversity 财报，国信证券经济研究所整理

耶鲁模式的成功源于资金属性与投资策略的高度适配。依托捐赠基金无刚性兑付、无集中支取压力的长久期资金优势，基金可主动接纳长锁定期的非标另类资产，赚取公开市场无法获取的非流动性溢价。同时通过极低的股票敞口、跨品类另类资产分散，大幅弱化组合收益与二级市场波动的相关性，实现真正意义上的跨周期稳健复利。

从适配边界来看，耶鲁基金的资金属性与国内保险资金存在本质差异。寿险资金面临持续退保、满期给付、理赔等刚性现金流支出，同时国内监管对另类投资比例、风险资本计提设置严格约束，因此国内险资无法直接复刻耶鲁近 80%的高另类仓位。但耶鲁长期主义投资理念、另类资产多元分散、规避赛道集中风险的核心思路具备极强借鉴价值。国内保险资金可通过优化另类资产结构，均衡布局基建、不动产、私募股权、实物资产等品类，降低单一资产集中度风险，同时拉长投资考核周期、弱化短期净值约束，强化长期收益导向，进一步提升长期投资收益的稳定性与长期收益能力。

产品创新标杆：黑石私募信贷基金（BCRED）

美国寿险另类资产的规模化扩容与规范落地，既源于险资主动调仓增配另类资产，也得益于资管行业的产品模式革新，有效破除了传统非标资产的配置门槛、流动性与风控短板。其中，黑石标准化私募信贷基金（BlackstonePrivateCreditFund, BCRED）作为服务寿险、养老金等长久期资金的标杆产品，通过标准化机制改造，针对性解决了传统私募信贷非标属性强、封闭周期长、参与门槛高、流动性不足的行业痛点，为长久期机构合规化、规模化布局另类信贷提供了成熟范式，具备极高的行业参考价值。

1. 基金设立背景与基本规模

BCRED 为永续型标准化私募信贷产品，精准适配长久期资金稳健增值、风险对冲的配置需求。据黑石官方披露及 SEC 备案文件显示，基金核心 I 类、S 类份额于 2021 年 1 月 7 日正式成立，面向普通机构投资者的 D 类份额于 2021 年 5 月 1 日上线运作。经过五年规模化运营，截至 2026 年二季度末，基金投资组合公允价值

达 776 亿美元，净资产规模约 428 亿美元，是当前全球体量最大、运作体系最成熟的标准化私募信贷产品，已成为美国寿险机构布局另类信贷资产的核心配置标的。

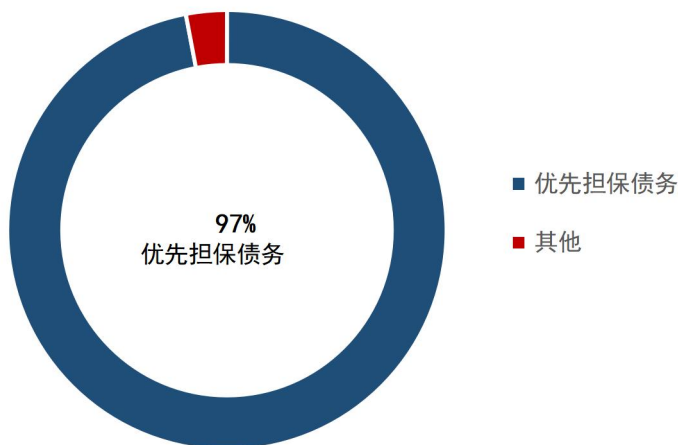
2. 标准化封装创新机制

传统私募信贷属于非标另类资产，普遍存在投资门槛高、7-12 年长期封闭锁定期、流动性匮乏、信息披露不透明的问题，仅头部大型机构可参与布局。BCRED 通过三层标准化创新改造，实现非标资产普惠化、合规化运作，彻底打破行业配置壁垒。第一，份额标准化，将大额非标私募信贷资产拆分为标准化投资份额，大幅降低机构投资准入门槛，适配中小长久期资金配置需求。第二，流动性机制优化，革新传统私募信贷封闭运作模式，搭建“月度申购、季度限额赎回”的半流动机制，季度赎回额度不超过基金净资产 5%，在严控流动性风险的前提下，适配保险机构常态化流动性考核与现金流调配要求。第三，风控与披露标准化，严格遵循 SEC 监管备案规则，定期公示底层资产结构、杠杆水平、行业分布及风险指标，解决传统另类资产估值模糊、风控缺失、信息不对称的痛点，实现“公募化规范运作、私募级超额收益”的核心优势。

3. 底层资产配置特征

BCRED 聚焦传统商业银行信贷覆盖不足的美国中型优质实体企业，核心配置低风险、高稳健性的优先级担保浮动利率贷款，资产防御属性突出。截至 2026 年 6 月末，基金底层资产覆盖近 660 余家实体发行主体，资产结构优质稳健，其中 97% 为优先级担保贷款，平均贷款抵押率（LTV）仅 41%，风控标准严苛。

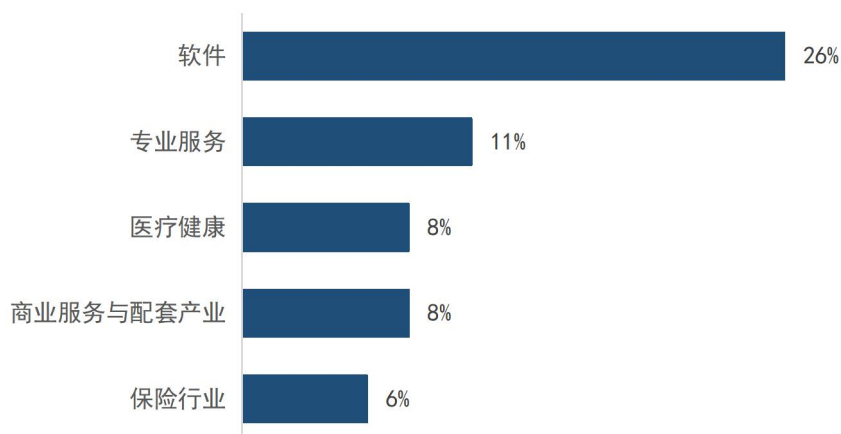
图13：黑石私募信贷基金（BCRED）资产配置情况（截至 2026 年 6 月末）



资料来源：Blackstone 官网，国信证券经济研究所整理

行业配置聚焦抗周期优质赛道，软件占比 26%、专业服务占比 11%、医疗健康占比 8%，通过多行业均衡分散配置，弱化单一行业周期波动风险，持续赚取稳定的非流动性溢价，高度契合寿险资金稳健运营、对冲利率波动风险的核心诉求。

图14: 黑石私募信贷基金（BCRED）投资的前五大行业（截至 2026 年 6 月末）



资料来源：Blackstone 官网，国信证券经济研究所整理

4. 投资收益与行业配置价值

依托优质的底层资产与标准化运作体系，BCRED 成立以来收益表现持续稳健，自 2021 年成立至 2026 年二季度末，I 类份额累计年化净回报率达 9.0%，持续跑赢传统固收资产。整体而言，BCRED 通过份额、流动性、风控披露的全方位标准化创新，有效化解了另类资产“高收益与高流动性难以兼顾”的行业矛盾，将高门槛、长周期、非标化的传统私募信贷，改造为适配长久期机构考核体系的标准化投资工具，为海外保险资金、养老金规模化、精细化布局另类资产提供了成熟范本。

政策空间已打开国内险资另类资产配置

本节从未上市股权、不动产、基础设施债权计划、私募股权基金、权益类比例总闸门、行为监管与内控六个维度，梳理保险资金投资另类资产的现行监管框架与最新规定。

保险资金运用遵循“安全性、流动性、收益性与资产负债匹配”四原则，实行比例监管与偿付能力监管（“偿二代”二期）双重约束。基础性文件为《保险资金运用管理办法》（保监会令〔2018〕1号），明确保险资金可投资范围限定于银行存款、有价证券、不动产、股权等，并规定直接投资股权、购置自用不动产及控股类股权投资须使用自有资金，不得使用保费资金。

未上市企业重大股权投资

依据 2025 年 4 月《关于保险资金未上市企业重大股权投资有关事项的通知》，相关具体规定如下：

表2：保险资金投资未上市企业股权具体规定

约束维度	具体规定
投资范围	保险类企业、非保险类金融企业，以及与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务、科技、大数据产业、现代农业企业；较原规定新增科技、大数据，不再包含能源、资源、新型商贸流通企业
资金来源	必须全部使用自有资金，包括实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润等，实现与保费资金的严格风险隔离
资质门槛	需具备并购整合能力、跨业管理能力及专业人员；直接投资股权账面余额不超过本公司净资产
程序约束	投资环节须向国家金融监督管理总局申请核准，退出环节提交报告
负面清单	八项禁止行为：受控股股东操纵进行投资、以企业作为投资平台绕道投资、以间接或分散投资规避实质控制、向被投资企业提供借款或担保、通过企业向关联方融资或进行利益输送、反向持股或交叉持股、与外部人一致行动或委托外部人行使股东权利等
穿透原则	通过特殊目的载体（SPV）、投资平台、私募基金、信托等间接投资，按穿透原则构成重大股权投资的，须与直接股权投资合并计算
股权层级	金融类子公司股权控制层级原则上不超过三级，非金融类不超过四级

资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

不动产投资

在不动产投资领域，监管层构建了底线约束+比例管控+动态优化的立体化监管体系，明确险资不动产配置的合规边界与发展空间：

1. 禁止直接从事房地产开发建设（监管红线）；
2. 不动产类资产账面余额合计不高于上季末总资产的 30%（其中未在交易市场交易的资产不高于 25%）；
3. 非自用性不动产不高于上季末总资产 15%；单一不动产类资产不高于上季末总资产 5%；
4. 基础设施债权投资计划与不动产相关金融产品合计不高于 20%；同一计划投资不高于发行规模 50%，其他金融产品不高于 20%，保险集团及子公司合计不高于 60%；
5. 自用性不动产须使用资本金，账面余额不高于上年末净资产 50%；
6. 偿付能力层面，REITs 投资风险因子已由 0.6 降至 0.5，配合公募 REITs 常态化发行，为险资搭建“收购——培育——REITs 退出”的配置闭环提供支撑。

基础设施债权投资计划

基础设施债权投资计划是险资投向基建项目的经典另类债权工具，监管在 2021 年修订相关规则后优化了信用评估机制，并设置总量、集中度与管理人资质约束，核心要求如下：

1. 信用评估机制调整：取消外部信用评级强制要求，转由保险资管机构自主开展尽职调查、设计交易结构；
2. 总量与场内场外管控：该品类纳入“其他金融资产”大类管理，合计投资规模不高于上季末总资产 25%，其中非交易市场资产不高于 20%；
3. 集中度约束：单一计划投资不高于发行规模 50%，保险集团及下属子公司合计投资不高于 60%；
4. 管理人资质与风控要求：保险资管机构开展相关业务须具备债权投资计划管理能力（银保监发〔2020〕45 号），产品设置有效的信用增级安排。

私募股权基金与创业投资基金

监管对险资股权投资设置明确的比例红线、集中度管控与机构准入标准，同时 2025 年新规适度放宽投资限制，鼓励险资发挥长久期“耐心资本”优势，加大实体经济股权投资力度。具体监管要求与行业现状如下：

1. 总体比例约束：未上市企业股权与股权投资基金相关金融产品合计投资规模，不高于上季末总资产的 10%。
2. 集中度新规优化：依据金规〔2025〕12 号，2025 年 4 月险资投资单一创业投资基金的规模上限由原 20%上调至 30%，大幅放宽创投赛道配置空间，引导险资精准赋能新质生产力与战略性新兴产业；2025 年险资 LP 认缴出资约 1480.8 亿元，同比增长 14.2%，股权投资参与度持续提升。
3. 机构准入门槛：险资合作的私募投资机构，注册资本或认缴资本不低于 1 亿元。
4. 股权结构合规要求：非保险类金融机构及其子公司，不得实际控制基金或持有普通合伙权益，规避关联风险与管控缺位问题。
5. 投前风控要求：保险机构开展股权投资业务前，需严格评估合作 GP 的投资能力、历史业绩与核心管理团队资质，夯实底层风控体系。

权益类资产配置比例总闸门

2025 年 4 月金规〔2025〕12 号将权益类配置比例由七档简化为五档，按上季末综合偿付能力充足率设定上限：

表3: 险资权益类配置比例监管要求

综合偿付能力充足率	权益类资产占上季末总资产上限
<100%	10%
100%—150%	20%
150%—250%	30% (较旧规+5pct)
250%—350%	40% (+5pct)
≥350%	50% (+5pct)

资料来源: 国家金融监督管理总局, 国信证券经济研究所整理

同时, 税延养老保险普通账户与其他产品账户合并计算投资比例。偿付能力监管层面, “偿二代”二期下调长期持有权益类资产风险因子, 自 2025 年 12 月起, 沪深 300 指数成分股风险因子由 0.3 下调至 0.27, 科创板普通股风险因子由 0.4 下调至 0.36。上述调整降低长期权益配置的资本占用, 有助于引导保险资金增配权益资产并强化长期持有导向。

行为监管与内控

根据《保险资金运用内部控制应用指引(第4号)》第五条、第二十四条, 行为红线包括: 不得签署“抽屉协议”, 不得以名股实债或以企业作为通道开展证券投资; 不得将直接或间接股权投资作为通道, 变相规避监管约束或违规向关联方提供融资。

表4: 险资相关行为监管与内控

时间	文件	核心约束
2024 年 11 月	《保险资产风险分类暂行办法》	优化“初分、复核、审批”三级机制; 穿透识别底层企业/不动产风险; 资产分类纳入内外部审计
2024 年 12 月	《保险资金运用内部控制应用指引(第4号—第6号)》	针对未上市股权、不动产、金融产品三类非标资产明确全流程内控, 强化投决会履职、关联交易控制
2025 年 1 月	《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	国有险企权益投资实行三年以上长周期考核
2025 年 7 月	国有商业保险公司长周期考核通知	考核改为“当年指标 30%+3 年周期 50%+5 年周期 20%”
2026 年	资产负债管理办法(征求意见稿)	对人身险公司设 3 年净投资收益覆盖率>100%、5 年综合投资收益覆盖率>100%硬约束

资料来源: 国家金融监督管理总局, 国信证券经济研究所整理

保险资金另类资产监管呈现“放开投资边界、守住比例与资本约束、强化行为与穿透监管”的演进逻辑: 可投资行业范围持续扩容, 新增科技、大数据等领域;

投资比例上限逐步上调，权益类资产上限提高至 50%，单一创业投资基金集中度上限提高至 30%。同时，监管通过自有资金要求、负面清单、穿透原则、股权层级限制、全流程内部控制、偿付能力风险因子和长周期考核构建系统性约束。总体导向是引导保险资金发挥长期资金和“耐心资本”优势，加大对科技创新、新质生产力、基础设施等实体经济领域的支持力度。

从配置实践看，另类资产的超额收益属性与监管约束共同指向同一结论：保险资金应在偿付能力与投资比例红线以内，以长期视角和专业管理能力为基础，将另类资产作为投资组合的分散与收益增强工具，而非短期套利工具。

总结及建议

另类资产的战略定位

在全球低利率常态化、国内优质固收资产稀缺、资本市场波动加剧的宏观新格局下，传统股、债、存款等标准化资产收益中枢持续下行、投资同质化问题凸显，已难以覆盖保险行业刚性负债成本、支撑长期稳健经营目标。另类资产凭借久期灵活、收益多元、与公开市场低相关、深度锚定实体产业的核心禀赋，彻底突破了传统标准化资产的配置瓶颈，成为新时代保险资金穿越利率周期、缓释系统性风险、增厚组合收益、构筑差异化核心竞争力的核心战略引擎。

对于保险资管机构而言，另类资产不再是传统固收配置的补充工具，而是优化资产负债匹配、破解利差损压力、实现跨周期稳健增值的核心抓手，更是行业摆脱同质化价格竞争、依托实体产业深耕培育专属投资能力、构建长期经营壁垒的核心突破口，是险资实现高质量转型发展的关键支撑。

适配险资的“核心+卫星”分层配置体系

结合保险资金长久期、重安全、稳现金流、控尾部风险的核心属性，以及海外保险机构另类资产配置经验，国内险资可搭建适配自身负债约束与监管要求的“核心底仓稳健打底+卫星资产弹性增效”的立体化另类配置体系，实现安全性、收益性、流动性与久期匹配性的动态平衡。

1. 核心底仓组合：筑牢组合安全垫与收益基本盘

核心组合以现金流稳定、风险可控、久期适配性强的稳健型另类资产为主体，承担“防御盾牌”职能，持续为投资组合输出确定性基础收益，精准匹配保险负债刚性兑付需求，守住行业经营安全底线。核心配置品类以另类债权与公募 REITs 为主：其一，基础设施债权计划、不动产债权计划、优质私募信贷等另类债权资产，依托实体项目持续经营性现金流实现本息兑付，存续期长、收益稳定、抗周期能力强，是险资另类体系中规模最大、安全性最高的底仓资产；其二，公募 REITs 依托法定高比例分红机制，能够持续输出类固收稳定现金流，同时实现非标不动产资产标准化、流动化转型，有效优化组合收益结构、平滑市场波动。二者协同发力，共同构筑险资稳健投资的核心底盘，持续覆盖负债成本、对冲利率下行风险。

2. 卫星增效组合：拓宽收益边界、博取超额回报

卫星组合以高成长、高弹性、具备溢价空间的多元化另类品类为补充，承担“进攻利剑”职能，依托一级市场价值挖掘、实体产业成长红利与跨周期对冲能力，突破传统资产收益天花板，为组合增厚超额收益、打造差异化竞争优势。卫星资

产主要包含私募股权、黄金资产、FOF/MOM 工具及优质高收益另类债权：私募股权依托企业内生成长、产业整合与估值修复，捕捉二级市场无法覆盖的价值洼地，长期超额收益显著，是险资增厚长期收益弹性的核心抓手；黄金资产凭借零信用风险、低相关性、抗通胀、对冲尾部风险的属性，作为专属宏观对冲工具，完善组合全天候防御体系；FOF/MOM 轻量化工具则打破险资投研边界局限，实现小众赛道、多元策略的分散化布局，补齐专业化配置短板。多品类卫星资产功能互补、风险分散，在严控整体组合风险的前提下，持续放大长期收益空间。

行业配置经验建议

1. 坚守现金流优先的底层投资哲学，筑牢稳健经营根基

相较于市场化资管产品的短期逐利逻辑，保险资金另类投资的核心底线是负债成本覆盖与持续现金流回流。无论底仓资产还是卫星资产布局，均需以可持续、可预判、稳定的内生经营性现金流为核心评审标准，优先布局基建、保障性住房、仓储物流、成熟实体企业等抗周期、稳收益赛道，严控无稳定现金流、依赖估值博弈的高风险资产准入。通过依托底层资产常态化现金流兑付，持续应对保单赔付、退保、满期兑付等刚性支出，从根源上规避流动性风险与利差损风险，契合险资审慎稳健的经营本源。

2. 拥抱金融产品创新，依托标准化工具拓宽配置边界

面对传统优质资产供给收缩、资产荒常态化的行业格局，险资需主动依托金融创新工具破解配置痛点、盘活存量资产。一方面，充分利用公募 REITs、ABS 等标准化创新产品，实现传统非标不动产、存量债权资产的“非标转标”，兼顾长期收益属性与标准化流动性优势，拓宽合规配置边界、优化资产流动性结构；另一方面，依托 FOF/MOM、标准化私募信贷等轻量化工具，降低小众赛道、新兴产业的布局门槛，弥补内部投研与项目储备短板，实现另类资产规模化、专业化、精细化布局，适配大中小各类险企的差异化配置需求。

3. 秉持长期价值投资理念，发挥长久期资金专属优势

保险资金久期长、资金稳定、考核周期长效、短期兑付压力可控，具备天然的长期价值投资禀赋，与另类资产长周期锁定期、赚取非流动性溢价的属性高度契合。险资需彻底摒弃短期波段交易、行情博弈的思维，坚持长期产业投资逻辑，深耕高端制造、科技创新、绿色基建、民生保障等政策导向优质赛道，陪伴实体企业长期成长，持续赚取产业成长、估值修复与产业整合带来的长期复利收益。同时借鉴耶鲁模式、大都会人寿等海外成熟机构的长期配置经验，弱化短期净值波动约束，拉长投资考核周期，依托跨周期配置能力穿越市场波动，实现资产长期稳健增值与服务实体经济的双向赋能，推动保险另类投资行稳致远、长效发展。

风险提示

若宏观经济增速不及预期，将压制保险行业整体景气度，比如保费收入不及预期等；资本市场延续震荡；长端利率下行；渠道转型导致保费增速放缓等。

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 $\pm 10\%$ 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

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