

资产负债表的变迁 ——走出负利率的日本银行业（1）



林英奇 分析员

SAC 执证编号: S0080521090006
SFC CE Ref: BGP853
yingqi.lin@cicc.com.cn



许鸿明 分析员

SAC 执证编号: S0080523080007
SFC CE Ref: BUX153
hongming.xu@cicc.com.cn



李佩凤 分析员

SAC 执证编号: S0080521070004
SFC CE Ref: BTO526
peifeng.li@cicc.com.cn

- 银行 | 欧美银行业风险推演：基本框架 (2023.03.30)
- 银行 | 欧美银行业风险推演（2）：中小银行危机蔓延 (2023.05.05)
- 银行 | 欧美银行业风险推演（3）：纽约社区银行风险再起 (2024.02.05)
- 银行 | 美国银行追踪：经济数据催化衰退交易，衰退交易放大金融风险，关注政策对冲 (2024.08.07)

更多作者及其他信息请见文末披露页

观点聚焦

投资建议

本篇报告是“走出负利率的日本银行业”系列报告的第一篇。日本银行业资产负债表变迁的背后本质是居民、企业部门和政府部门杠杆率变化的宏观映射，在资产价格下跌和投资回报预期低迷的环境下，居民和企业出现“资产负债表衰退”，同时财政发力加杠杆，资产供给的此消彼长导致银行的主业从放贷向金融同业转向。日本能够保持长期低利率，汇率并未大幅贬值，主要得益于出海“再造一个日本”，出口贸易和投资收益回流对冲了资本账户逆差。杠杆的迁移、低利率、主动出海、稳定的汇率为日本经济缓慢走出低迷赢得了宝贵的时间。

理由

资产负债表的变迁：从放贷到买债。90年代初日本地价快速下跌后，企业和居民由于资产价格下跌、资产负债表受损选择通过减少投资和消费、增加储蓄和偿债，开启长达30年的去杠杆现象，即“资产负债表衰退”。企业和居民部门宏观杠杆率分别从90年代的140%和68%下降到2012年的100%和61%。同时，90年代后期财政政策发力，政府代替企业和居民成为最重要的加杠杆主体，政府宏观杠杆率从1997年的100%左右上升至2023年的218%。反映到银行资产负债表上，由于居民和企业持续偿债，银行资产中贷款占比从90年代的约60%持续下降至2023年的约40%，而在宽松的货币政策和低利率环境下，金融投资占资产比重从90年代的16%上升至2012年的34%，现金和同业资产从90年代的8%上升到2022年的27%，银行的主业从“放贷”向金融投资和同业业务转向。

后地产时代的信贷投向。1990年代日本资产负债表衰退的环境下，各类贷款增速普降，特别是现金流相对充裕的制造业等增速下降更快。而居民按揭贷款由于购房需求仍然存在、低利率环境下早偿率不高，增速相对其他企业贷款而言降幅更低，反而超越制造业贷款成为最主要信贷投向。此外，房地产此前作为较为安全的抵押品价值下降，90年代后地产抵押贷款占比下降，利率更高的第三方担保贷款和信用贷款占比上升。居民贷款方面，消费者收入预期低迷的环境下消费贷占比也从80年代贷款占比的4%下降到2023年末的2%。

（下页继续）

风险

海外投资风险，汇率波动风险，经济复苏不及预期。

“资产荒”中的金融投资。2001 年之前日本商业银行金融投资中股权投资占比持续上升，主要由于银行和企业之间的交叉持股，2002 年后监管政策限制银行持股实体企业，股权投资占比下降；2000 年后，随着政府加杠杆，国债投资占比上升；2012 年后 QQE 政策后利率进一步下降，日本商业银行逐步增加出海业务，增加境外债券投资。在低利率环境下，日本商业银行拉长资产久期，以获得更高的利息收入，2012 年后，日本银行业债券投资中 10 年以上债券占比从 2012 年的 13% 上升至 2020 年的 40%。

低利率如何稳汇率？尽管 1990 年后日本进入低利率时代，但汇率并未出现单边大幅贬值，主要由于出口和海外投资收益支撑经常账户顺差，对冲了资本账户逆差。海外投资收益的来源是日本企业和居民出海、“再造一个日本”，截至 2023 年末日本对外直接投资存量规模为 300 万亿日元，持有境外证券资产 617 万亿日元，合计规模相当于 2023 年 GDP 的 1.5 倍。境外投资收益 35 万亿日元，相当于日本 2023 年 GDP 的 6%。2023 年日本国民总收入达 4.4 万亿美元，高于日本国内生产总值 4.2 万亿美元，显示日本境外收益对居民的收入贡献。

海外买债的风险。长期低利率环境下日本银行业海外业务资产占比提升，叠加日本银行业资产端久期拉长，负债端久期缩短，银行业期限错配程度上升。根据日本金融厅，日本大型银行久期错配提升主要由于长期固定利率贷款的增加，城市银行久期上升主要由于贷款期限上升、以及长债占比增加。与美国相比，日本商业银行浮动利率贷款占比更高，债务重定价风险可能也相对更高。2022 年以来海外加息贡献息差，但利率长期处于高位可能导致部分银行抛售高利率债券形成“浮亏”拖累净利润。日本第五大银行农林中央金库计划持有大量美债且计划在 2024 财年内售出，公司预计其 2024 财年净亏损将达到 1.5 万亿日元，一定程度上体现出高利率环境下的金融机构风险。

资产负债表变迁的启示。日本银行业资产负债表变迁的背后本质是居民、企业部门和政府部门杠杆率变化的宏观映射。在资产价格下跌和投资回报预期低迷的环境下居民和企业去杠杆，出现“资产负债表衰退”，同时财政发力加杠杆，资产供给的此消彼长导致银行的主业从放贷向金融同业转向，银行加大债券投资、拉长资产久期、增加海外投资比例。此外，日本能够保持长期低利率，汇率并未大幅贬值，主要得益于出海“再造一个日本”，出口贸易和投资收益回流对冲了资本账户逆差。杠杆的迁移、低利率、出海、稳定的汇率为日本经济缓慢走出低迷赢得了宝贵的时间。

目录

日本银行业资产负债表的变迁	4
经济长周期下的银行	4
资产端：信贷占比下降	5
杠杆率：“资产负债表衰退”下的分化	8
后地产时代的信贷结构	9
金融投资：“资产荒”下的配置策略	13
负债端：银行流动性如何变化？	15
低利率如何稳汇率？	17
海外买债的金融风险	20
风险提示	23



日本银行业资产负债表的变迁

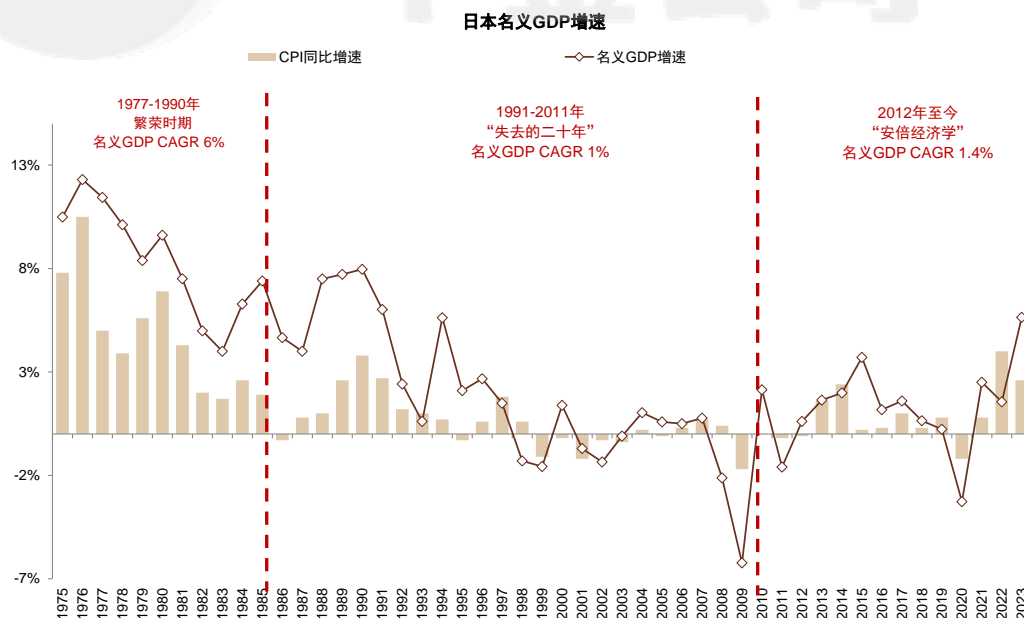
经济长周期下的银行

根据日本的宏观和金融周期特征，可以将 1970 年~2024 年分为三个主要时期，分别是 1990 年前的经济繁荣时期、1991~2012 年“失去的二十年”、以及 2012 年至今的“安倍经济学”及疫情后时代，具体看：

- 1970 年~1990 年经济繁荣时期：**这一时期日本经济快速增长，年平均 GDP 增速达 6%。1980 年代以来地产及股票价格进一步上涨；1985 年广场协议导致日元大幅升值，日本央行多次降息应对，进一步推动资产泡沫形成。1989 年~1990 年，日本央行将贴现率从 3.25% 快速上升至 6% 以抑制泡沫，资产价格泡沫在 1991 年破裂并进入经济衰退期。
- 1991 年~2012 年“失去的二十年”：**泡沫破裂后，日本经济陷入通货紧缩及长期停滞，年平均 GDP 增速 1%，CPI 低于 1%，1997 年亚洲金融危机和 2008 年全球金融危机进一步加剧了日本的经济困境。日本银行业前后耗费 15 年处置不良债权。
- 2013 年至今“安倍经济学”及疫情后时期：**2012 年，日本推出“安倍经济学”，通过宽松货币政策、灵活的财政政策和结构性改革，试图摆脱通缩并刺激经济增长。引入量化宽松政策压低长端利率，撬动实体经济需求。2020 年疫情后，日本政府采取了大规模的经济刺激措施，逐步实现复苏。

作为日本银行业介绍的第一篇，本文首先对日本商业银行的信贷投向、债券配置策略、负债结构、杠杆率等角度展开，勾勒“资产负债表衰退”下的日本银行业资产负债表的变迁全貌。

图表 1：日本经济发展三阶段



资产端：信贷占比下降

日本银行业资产与信贷增速在三个阶段主要特征如下：

1. 1977~1990 年日本银行业资产/贷款平均增速均为 5% 较快增速，小幅低于 6% 的 GDP 增速。
2. 1990 年地产快速下跌后，日本银行业的总资产增长停滞，贷款同比增速在 1999 年下跌至 -3%。1998 年日本金融改革对银行进行注资及不良处置后，2003 年日本银行业信贷增速回正，但信贷需求仍较弱。1996 年后尽管货币政策加大宽松，但由于银行不良资产规模较大及资本不足，银行资产投放意愿明显放缓，信贷规模收缩，从 1991 至 2012 年日本年平均资产/贷款增速为 0.7%/-0.2%。
3. 2012 年后货币宽松、财政刺激及结构改革的“安倍经济学”推动经济缓慢复苏，量化宽松政策为金融机构注入大量流动性，2012~2023 年日本年平均资产/贷款增速分别上升至 4.2%/3.1%。

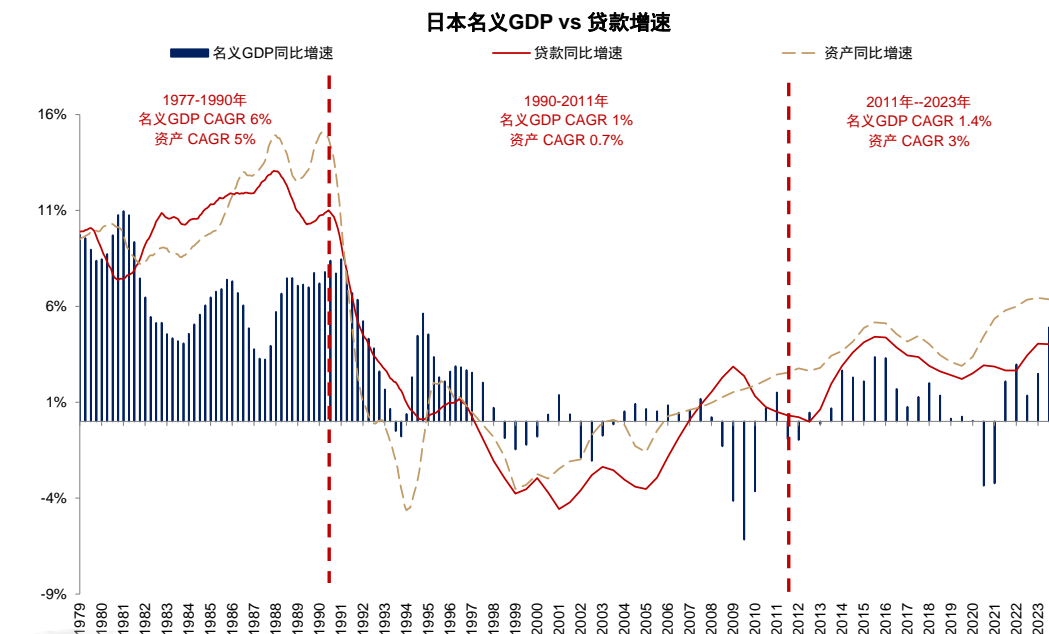
信贷增速下降。日本信贷增速从 1990 年的 10% 逐步下降至 1997 年的 -4%，此后至 2005 年银行不良处置完成前信贷平均增速为 -3%，信贷规模收缩。信贷增速的快速下降主要由于实体企业破产数量增多，银行风险偏好下降并提高信贷标准。此外，日本银行业不良率从 1992 年的 2.4% 上升至 2001 年的 8.4%，银行体系内不良资产较多导致银行信贷供给能力下降。

信贷/总资产比重下降至 50% 以下。1990 年贷款/金融投资/现金和同业资产占比分别为 59%/16%/8%，信贷比重较高且结构基本稳定。1990 年资产价格大幅下跌后信贷占比由 1990 年的 59% 下降至 2011 年的 54%，金融投资占资产比重从 90 年代的 16% 上升至 2012 年的 34%。2012 年后日本步入 QQE 时代，宽松货币政策下银行同业资产占比提升（从 90 年代的 8% 上升到 2023 年的 27%），至 2023 年末信贷占比下降至 43%。

日本银行业的“资金空转”。2012 年日本 QQE 政策推出后，银行业现金和同业资产占比快速上升，从 90 年代的 8% 低位上升至 2023 年的 27%。分银行类型看，2023 年日本的大型银行（即城市银行¹）存放同业/总资产为 30%，是主要的资金融出方，日本区域银行存放同业/总资产比重 16% 相对较低。

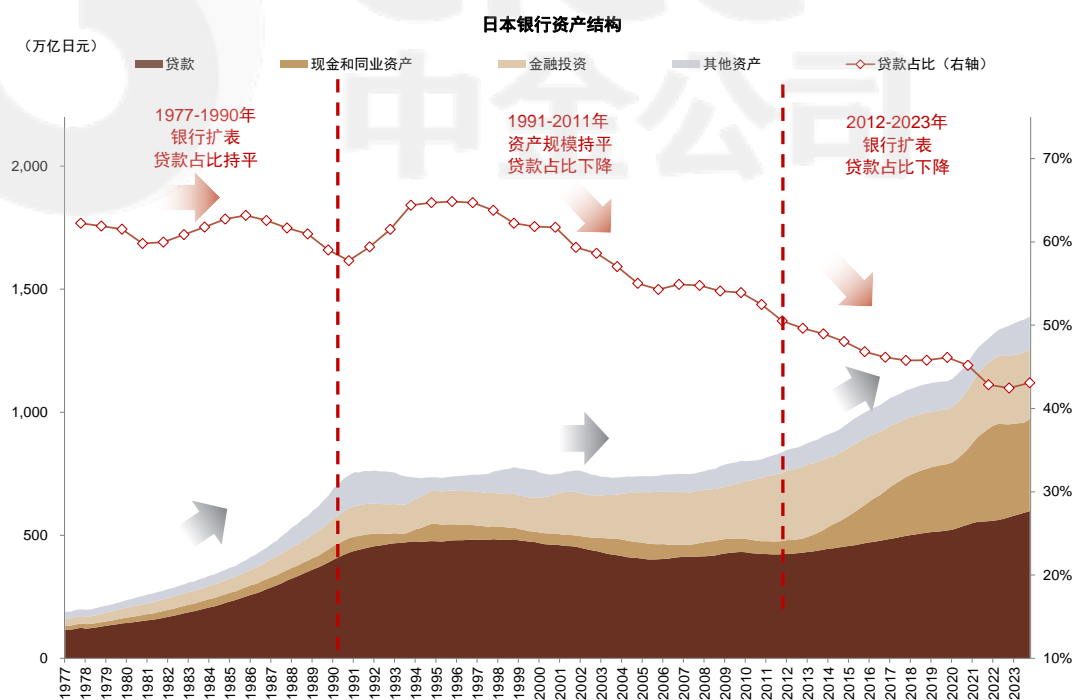
¹ 即 5 个日本的大型银行：瑞穗银行(Mizuho Bank)、三井住友银行(Sumitomo Mitsui Bank)、三菱日联银行(Mitsubishi UFJ Bank)、理索纳银行(Resona Bank)和埼玉理索纳银行(Saitama Resona Bank)

图表 2：银行资产增长中枢与经济增长相匹配



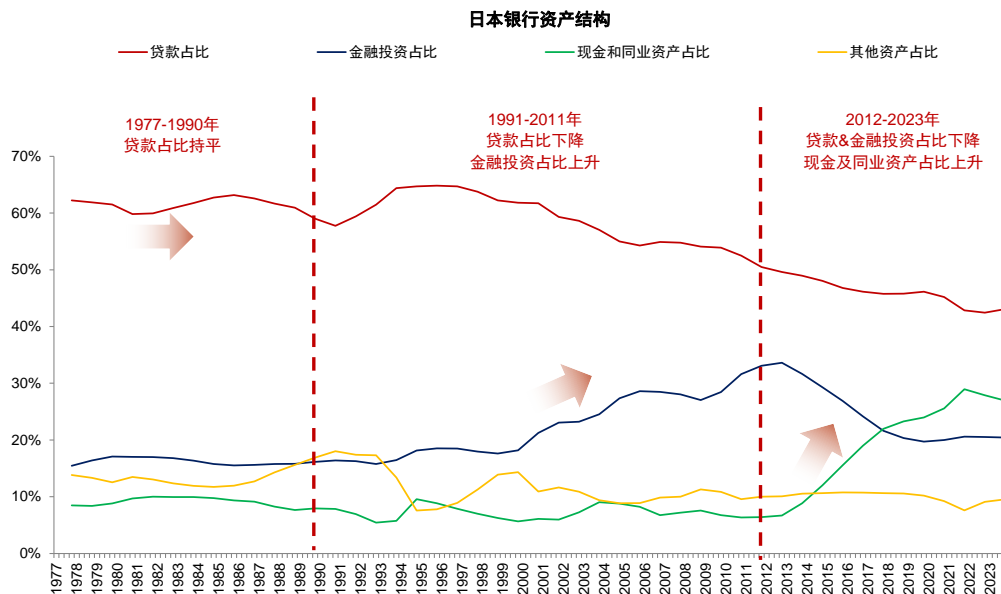
资料来源：Haver, Wind, 中金公司研究部

图表 3：信贷占比持续下降，2023 年末日本银行业贷款占比 43%



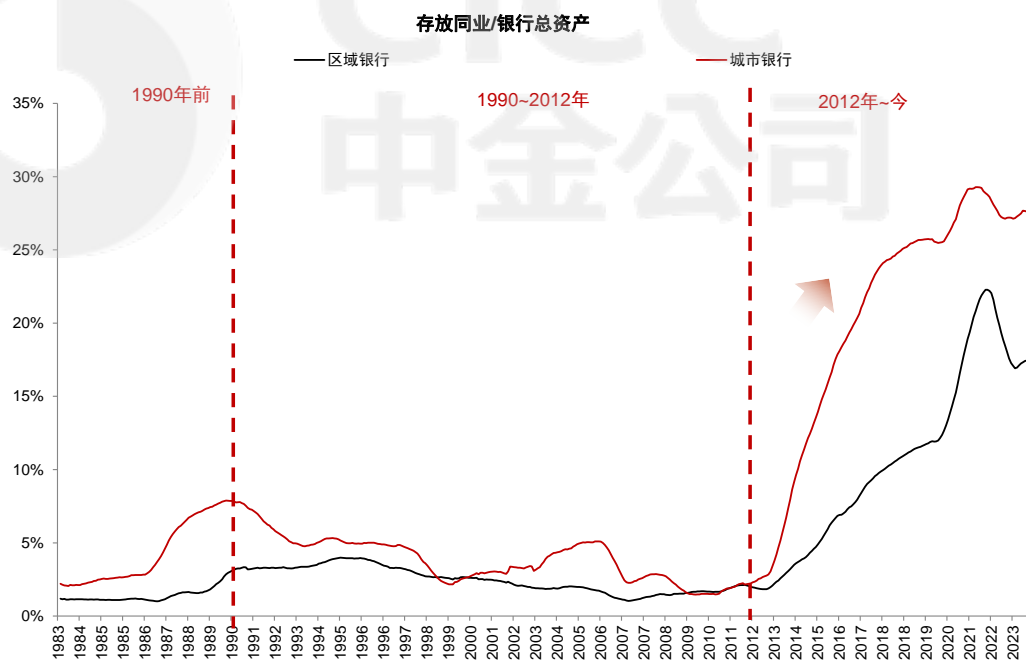
资料来源：Haver, 中金公司研究部

图表 4：日本银行业资产结构：90 年代日本银行业规模小幅增长主要得益于金融投资



资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 5：城市银行同业资产占比更高



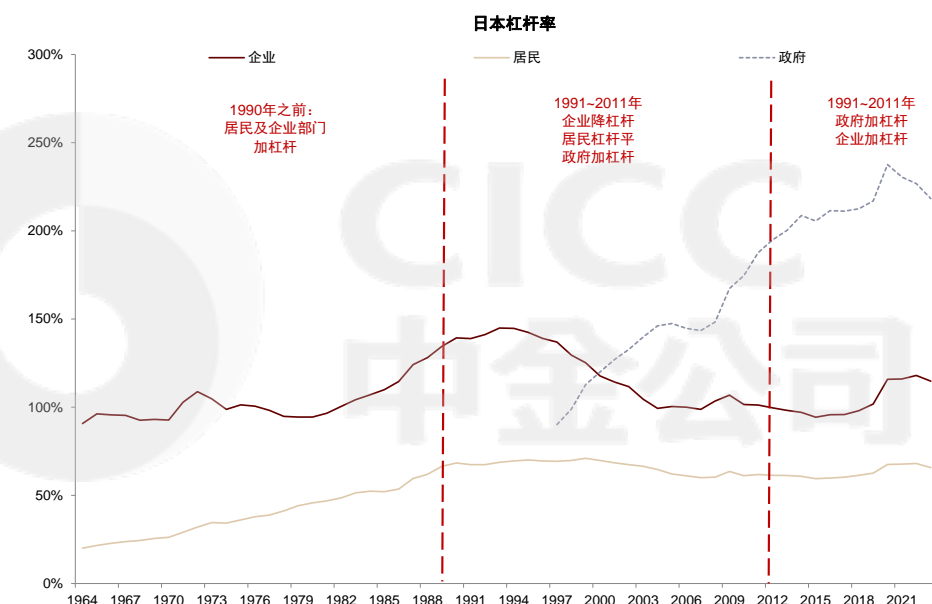
资料来源：Wind，中金公司研究部

杠杆率：“资产负债表衰退”下的分化

谁是加杠杆的主体？截至 2023 年日本宏观杠杆率为 399%，较 1997 年的 300% 上升 100ppt。具体看，居民杠杆率为 66%，1990 年以来基本持平；企业杠杆率为 115% 低于 1990 年的 140%，政府杠杆率上升至 218%，远超过 1997 年的 100%，政府部门是日本 90 年代以来唯一加杠杆的主体。

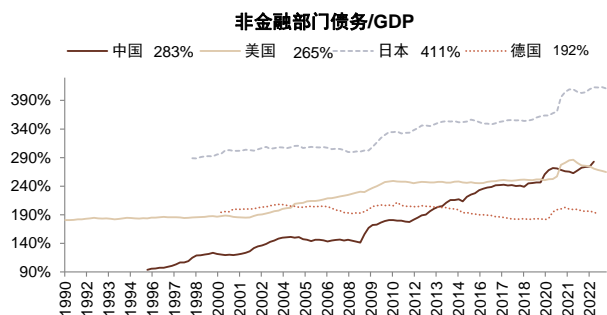
企业杠杆为何降的更快？1980 年以来企业部门加杠杆幅度快于居民部门，1980~1990 年企业部门杠杆率上升 45ppt 至 139%，居民部门杠杆率上升 22ppt 至 68%，企业杠杆率上升更快可能主要由于企业购买房地产以及股票更多，因此房地产泡沫破裂后企业降杠杆也相对更快。房地产泡沫破裂导致企业资产价值缩水，企业不得不转向还债，减少了扩产和投资的意愿；相对而言企业现金流相对更充足，当营业目标从利润优先转为偿债优先后，相比于风险偏好本身较低的居民有更高偿债能力与意愿。

图表 6：日本“失去的二十年”：企业和居民去杠杆、政府加杠杆



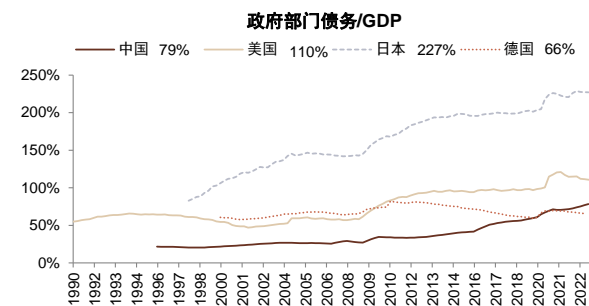
资料来源：BIS, Wind, 中金公司研究部

图表 7：日本非金融部门杠杆率较高



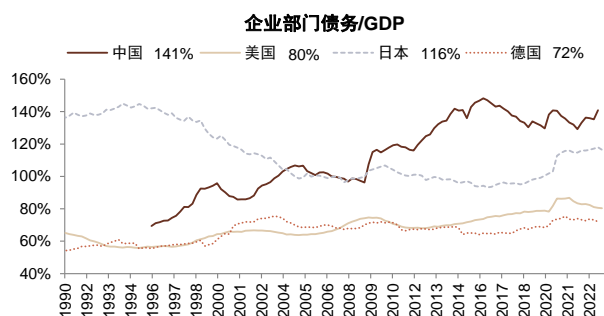
资料来源：Wind, BIS, 中金公司研究部

图表 8：90 年代以来日本政府杠杆持续上升



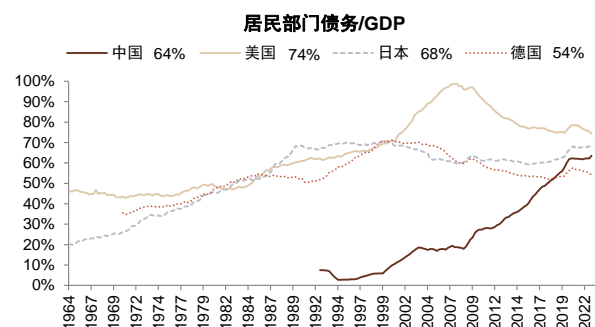
资料来源：Wind, BIS, 中金公司研究部

图表 9：1990~2008 年日本部门企业杠杆下降



资料来源：Wind，BIS，中金公司研究部

图表 10：居民部门杠杆率在 1990 年后基本持平



资料来源：Wind，BIS，中金公司研究部

后地产时代的信贷结构

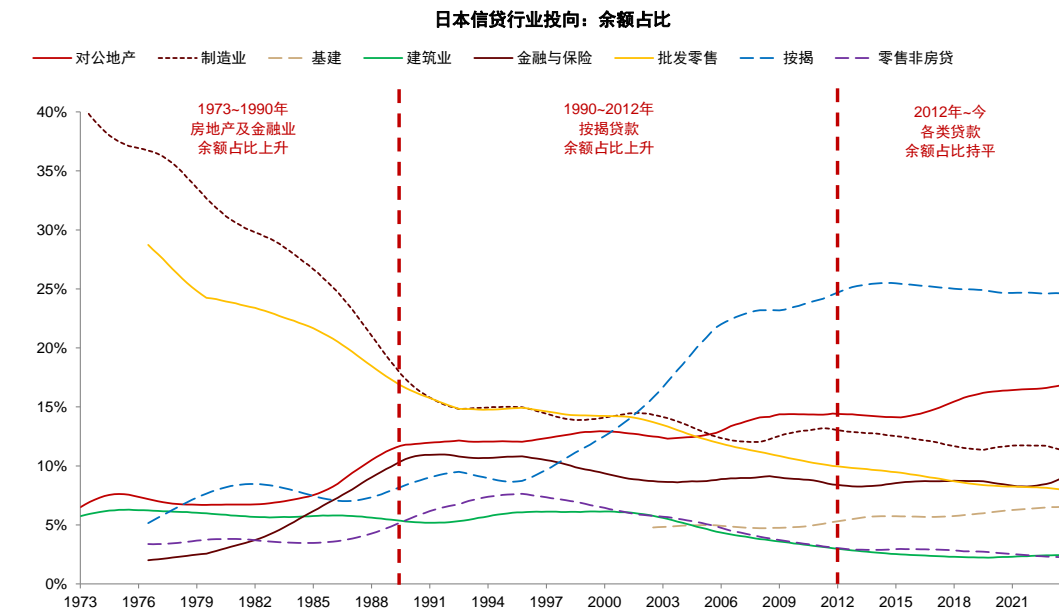
信贷结构的变迁。20 世纪 70 年代至 80 年代末，日本银行业信贷主要投向制造业、批发零售、房地产、金融等行业，其中，房地产贷款余额占比从 1973 年的 6.5% 上升至 1990 年的 12%，金融行业贷款占比从 1977 年的 2% 上升至 11%，大量金融行业贷款通过住专、信托等非银金融机构投入房地产行业。根据日本央行数据，1990 年日本地价下跌后新增地产贷款增速也快速下降。1990 年~2012 年期间对公信贷增速整体较弱，仅居民按揭贷款保持 6% 左右的较快正增长。2012 年后尽管各类贷款增速均有所恢复，按揭贷款仍为最主要的信贷投向，截至 2023 年末新增按揭贷款占比 25%，信贷结构较为稳定。

2002 年后按揭成为最主要信贷投向。过去四十年日本银行业按揭贷款增速始终保持正增长，1990 年后各类对公贷款规模收缩，但按揭贷款仍保持 6% 左右正增长。2002 年按揭贷款占全部贷款余额比重上升至 15%，超过制造业及批发零售业成为第一大类贷款投向。2013~2023 年末按揭贷款余额占全部贷款比重 25% 基本稳定。在利率快速下滑初期（1992~1996 年）日本居民按揭早偿率有所上升，随着利率下降至低位居民提前还贷意愿也有所下降，推动居民杠杆企稳。整体看，居民按揭贷款由于购房需求仍然存在、低利率环境下早偿率不高，增速相对其他企业贷款而言降幅更低，反而超越制造业贷款成为最主要信贷投向。

对公房地产贷款占比基本稳定。1990 年后，分行业看信贷收缩最快的是金融、制造业及批发零售业，对公房地产贷款收缩幅度与行业平均基本相当。1990~2012 年对公房地产贷款占比基本维持在 13% 左右较为稳定。截至 2023 年末，对公房地产贷款余额占比 17%，是除了按揭以外最主要的信贷投向。

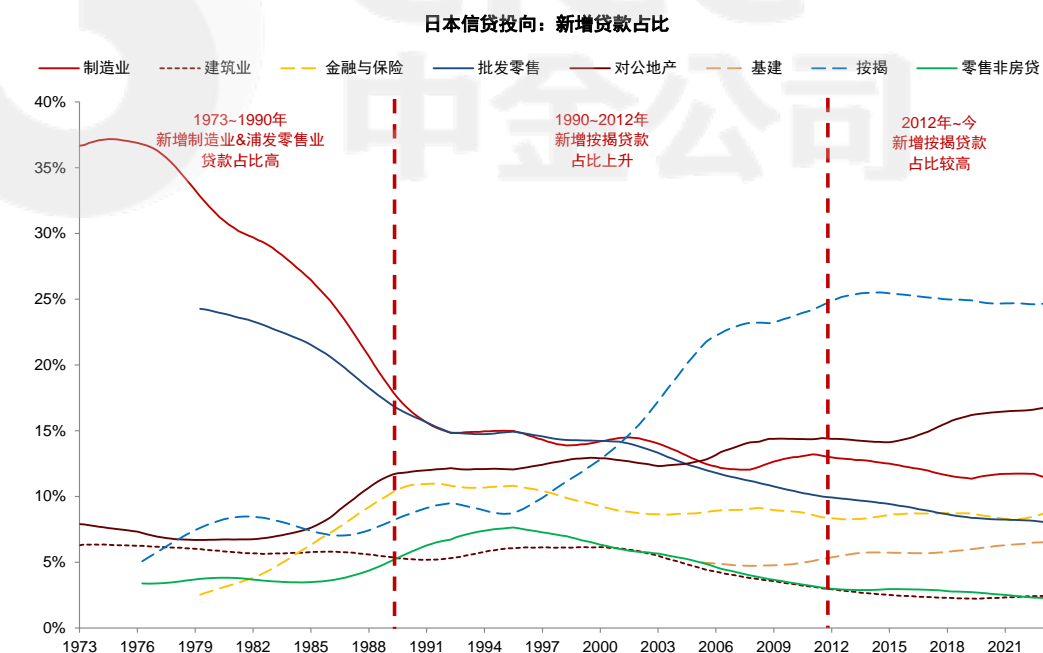
非房消费贷占比收缩。尽管按揭贷款占比持续上升，居民非房消费贷占比在 1996 年后持续下降。截至 2023 年末非房消费贷占比仅 2%，且低于 1980 年的 4%。

图表 11：贷款结构变化：制造业批发零售业贷款占比下降，按揭贷款占比上升



资料来源：CEIC, Wind, 中金公司研究部

图表 12：新增房地产类贷款占比超 40%



资料来源：CEIC, Wind, 中金公司研究部

图13：贷款余额增速：1990~2012 年仅按揭贷款保持正增长

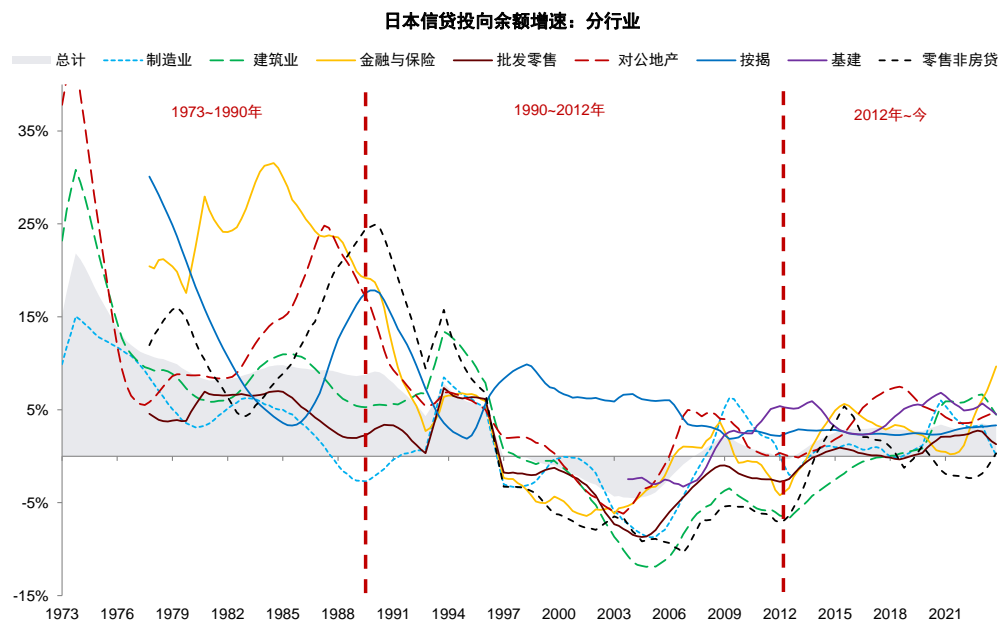
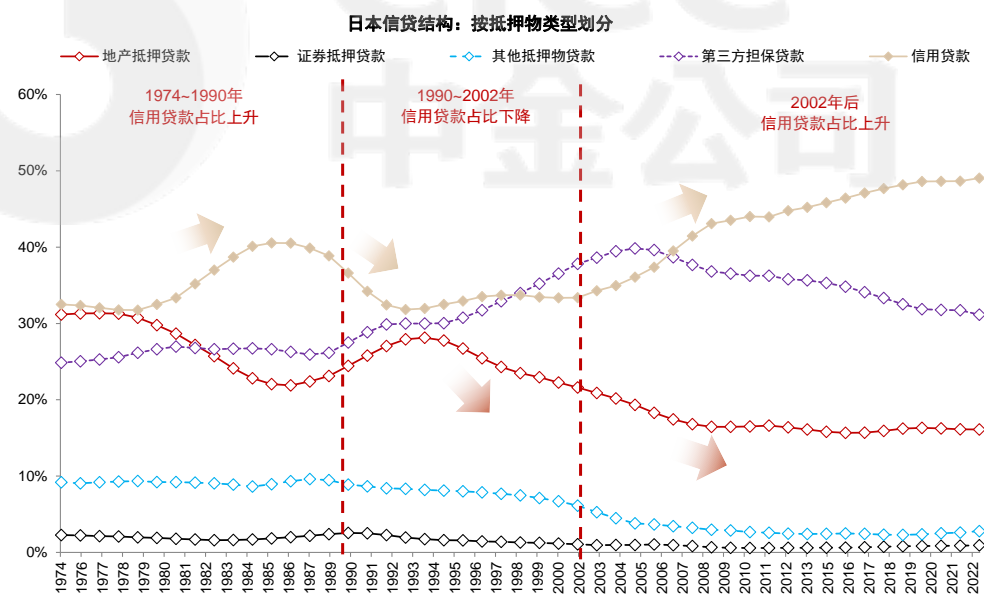
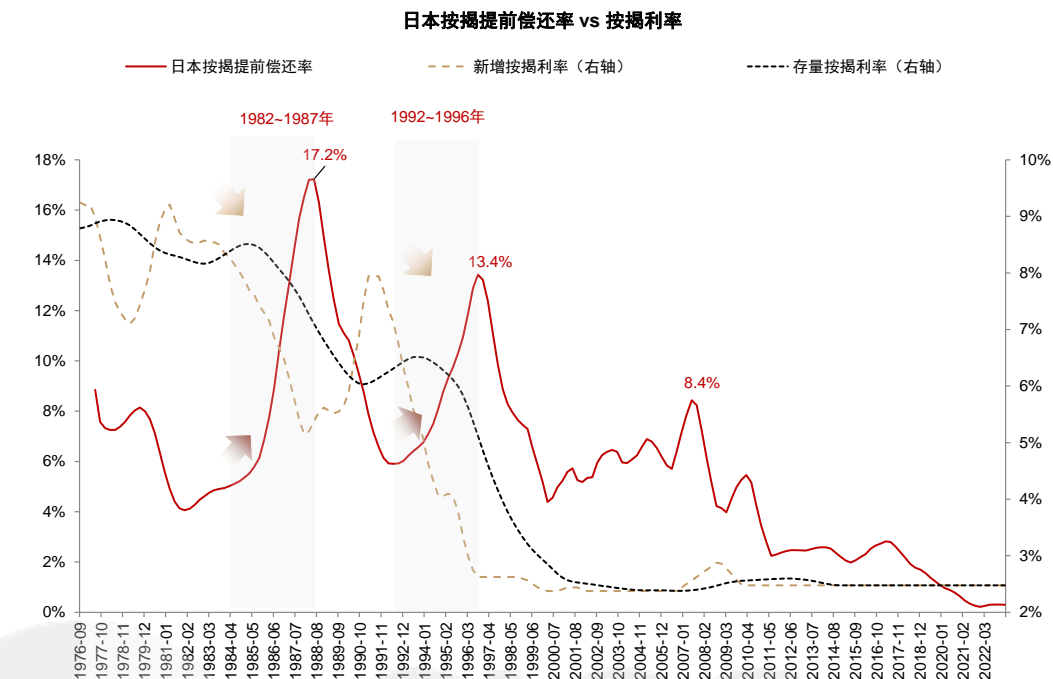


图14：1990 年信用贷款占比下降，第三方担保贷款占比增加



图表 15：存量房贷利率下降后居民提前还贷减少



资料来源：CEIC，Wind，中金公司研究部

金融投资：“资产荒”下的配置策略

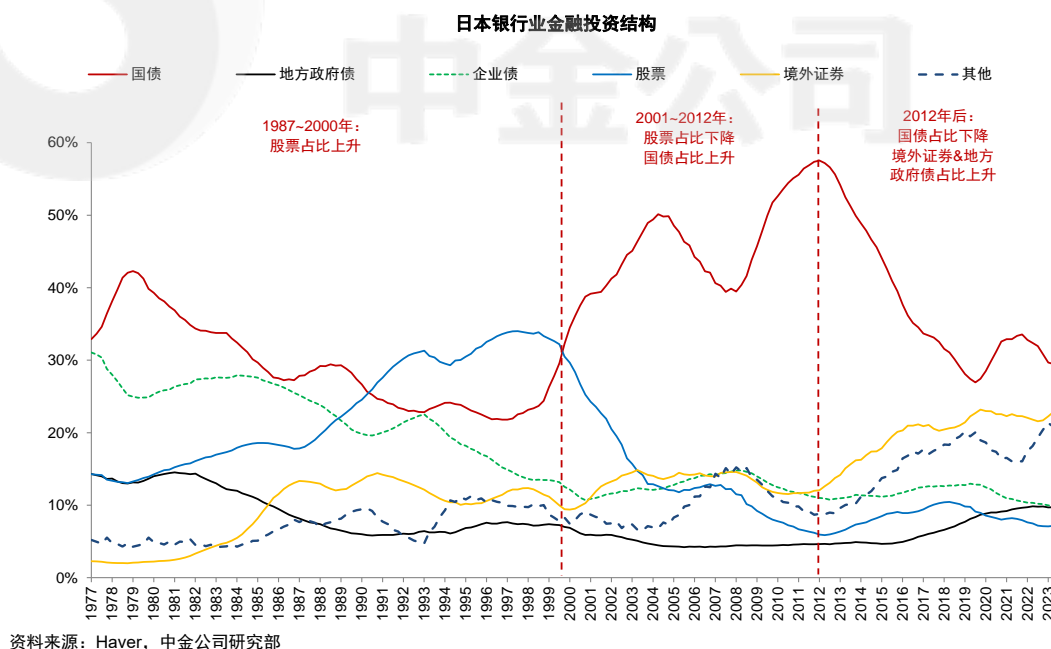
日本商业银行金融投资结构变化主要分为三个阶段：

1. **2001 年之前，股权占比提升：**主要由于日本银行业和企业股权之间普遍存在交叉持股，银行可以持有企业不超过 5% 的股权。2002 年小泉纯一郎改组内阁后推出“金融再生计划”要求到 2006 年 9 月前，日本银行业持有的股票数量不得超过一级资本的 100%²。2001 年后银行股权占比快速下降，至 2005 年已下降至 10%。
2. **2002~2012 年，国债占比上升：**2000 年 8 月日本进入零利率时代，“资产荒”背景下日本商业银行逐步提升国债配置比重，至 2012 年国债占日本商业银行金融投资比重上升至 60%。
3. **2012 年后，境外证券占比提升：**2012 年日本进入 QQE 时代，期限利差进一步压缩。日本商业银行逐步增加出海业务，并增配境外债券配置比重。

拉长资产久期。除了增配债券及境外证券外，日本银行通过增加长期国债的比重，拉长资产久期，以获得更高的利息收入。根据日本银行数据，2012 年后，日本银行业债券投资中 10 年以上债券占比从 2012 年的 13% 上升至 2020 年的 40%

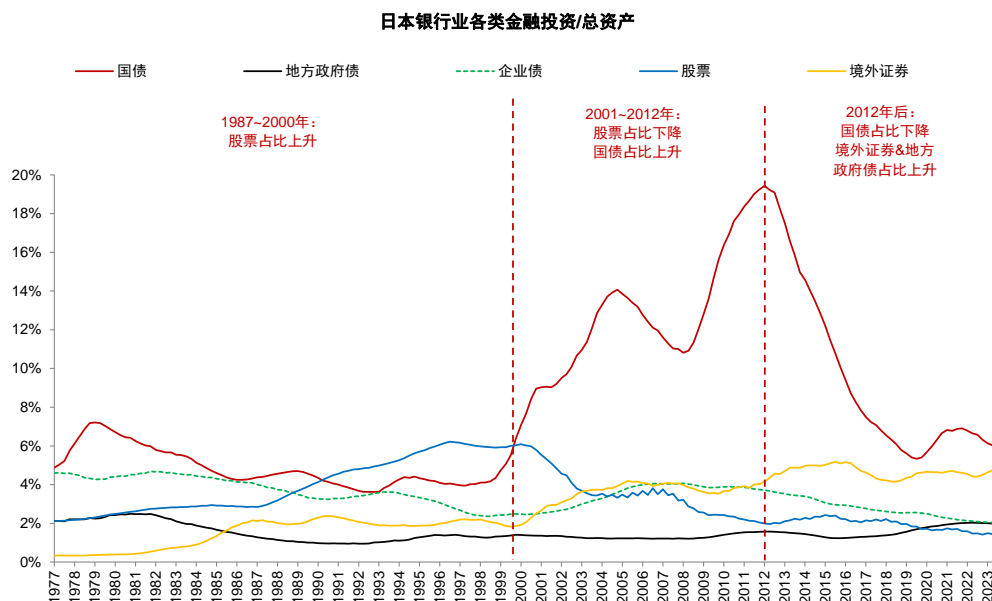
整体看，20 世纪 90 年代的利率下行阶段，日本商业银行逐步增配利率债等安全类资产，并拉长资产久期；2012 年后日本的期限利差及信用利差进一步收窄后，日本商业银行逐步增配境外债券。

图表 16：日本银行业金融投资结构变迁



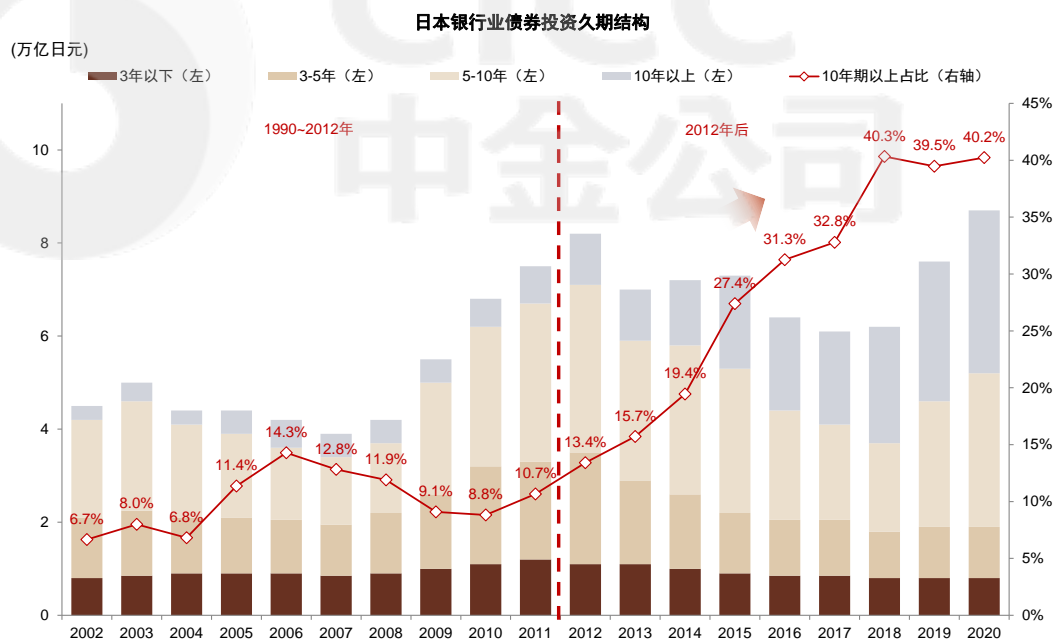
² Fujii, M., and M. Kawai. 2010. Lessons from Japan's Banking Crisis, 1991–2005. ADBI Working Paper 222. Tokyo: Asian Development Bank Institute. Available: <http://www.adbi.org/working-paper/2010/06/29/3922.lessons.japan.banking.crisis.1991.2005/>

图表 17：至 2012 年银行总资产中约 20%投向国债



资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 18：债券投资久期拉长



资料来源：Bank of Japan: 《Financial System Report》March 2022，中金公司研究部

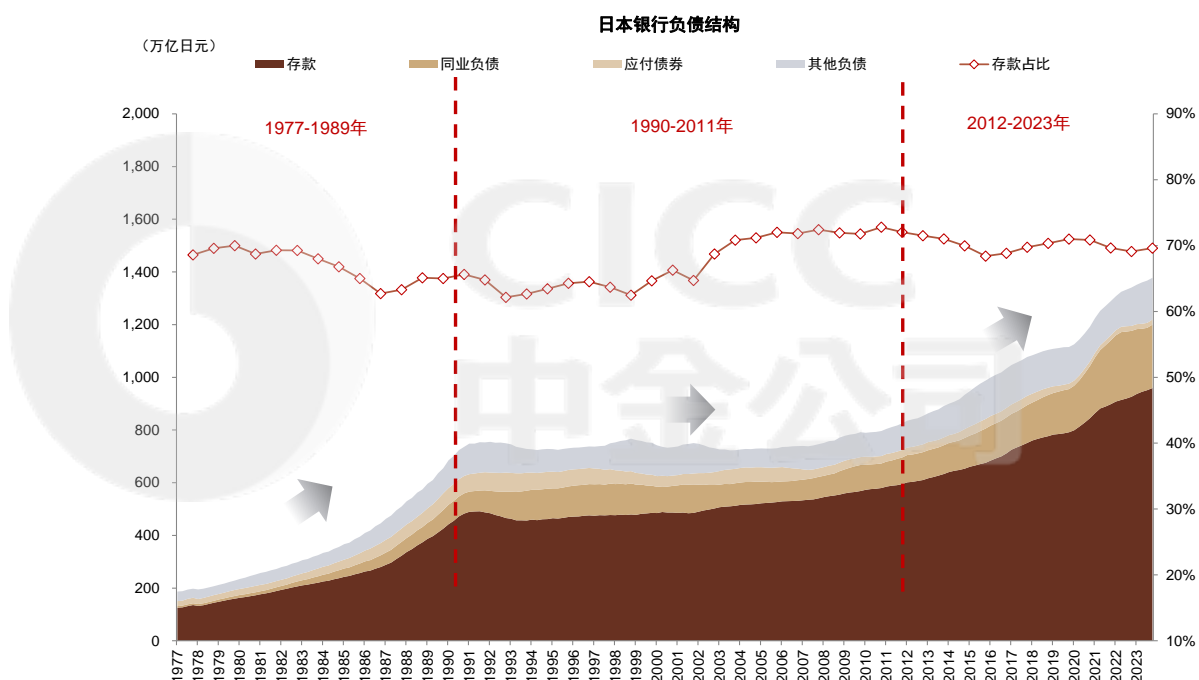
负债端：银行流动性如何变化？

存款占比稳定。从日本商业银行负债端看，1977 年~2023 年存款占负债比重稳定在 65%~70% 区间变化不大。

存款“活期化”。1994 年后日本银行业活期存款占比从 30% 低位上升，定期存款占比下降，主要由于 1994 年完成利率化改革后，除活期存款以外其他存款利率完全市场化，定期存款利率明显下行，定期-活期存款利差收窄。

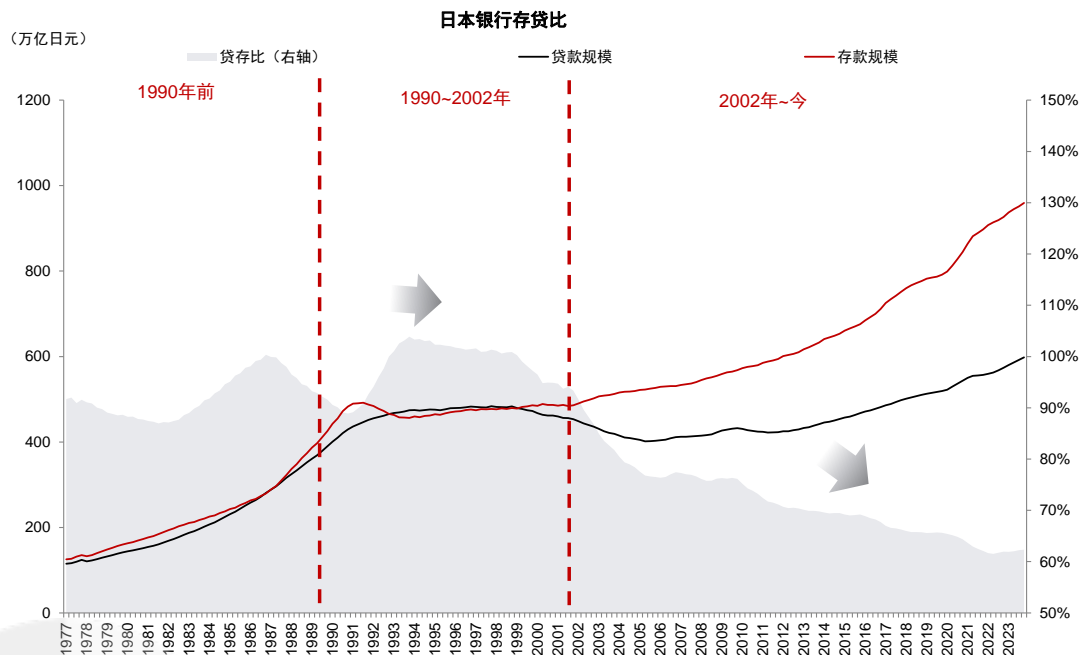
银行流动性更为充足，2002 年后贷存比持续下降。1990 年后，日本银行业贷存比上升，流动性收紧，此后到 2000 年之前贷存比均高于 100%，可能主要由于银行业风险较高，居民存款意愿下降。2002 年后银行存款增长较快，持续快于贷款增长，贷存比持续下降，截至 2023 年商业银行贷存比仅为 62%，较 2002 年的 85% 下降 23ppt。

图表 19：存款占比稳定在 65%~70% 水平



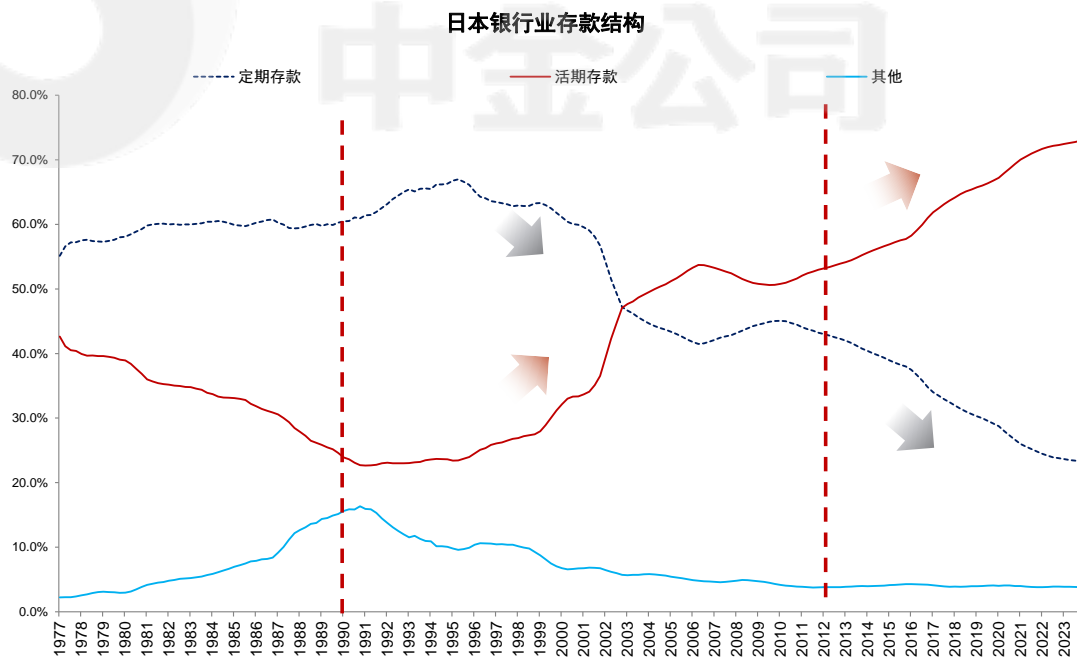
资料来源：Haver, CEIC, 中金公司研究部

图20：2002年后贷存比持续下降



资料来源：Haver, CEIC, 中金公司研究部

图21：活期存款占比上升，2023年末超70%



资料来源：Haver, CEIC, 中金公司研究部

低利率如何稳汇率？

长期低利率环境下的汇率相对稳定。尽管 1990 年后日本大幅降低政策利率并进入长期低利率时代，但日元并未出现单边大幅贬值，汇率相对稳定。我们认为长期低利率环境下，日本海外投资收益的增加支撑日本经常账户顺差，一定程度上对冲了进出口逆差及资本账户逆差。从日本国际收支表看，1990 年至 2023 年日本经常账户持续保持顺差，2010 年以前主要由于服务与贸易进出口顺差，2011 年后货物与服务进出口转为逆差，但对外投资收益回流，日本经常账户仍然保持顺差支撑汇率。

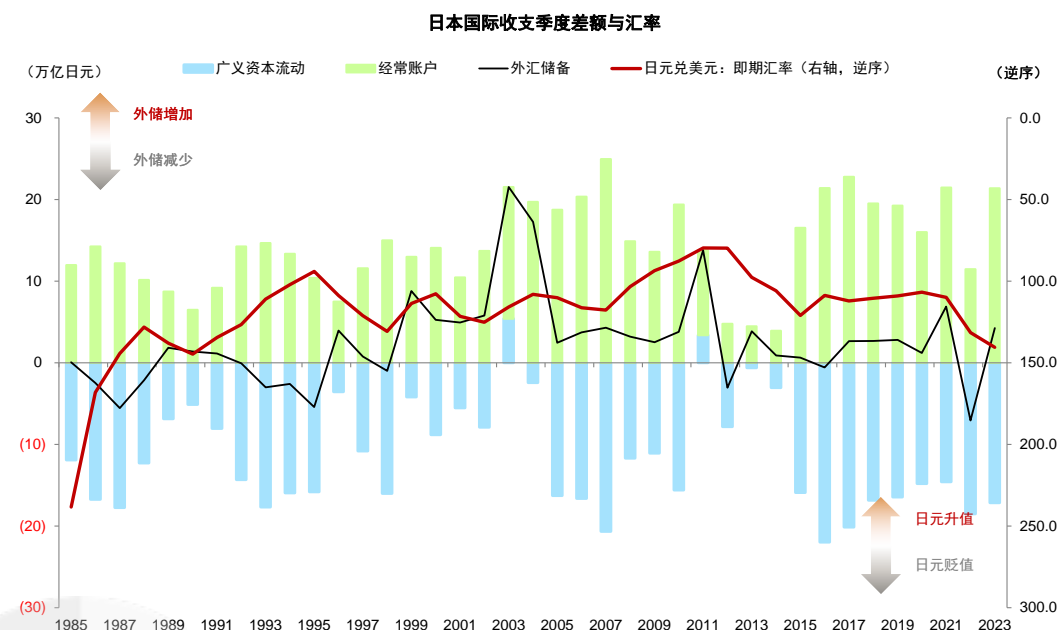
企业出海“再造一个日本”。日本企业和居民大量出海是 2010 年后日本经常账户保持顺差的主要原因。2023 年日本国民总收入达 4.4 万亿美元，高于日本国内生产总值 4.2 万亿美元，显示日本境外收益对居民的收入贡献。截至 2023 年末日本对外直接投资存量规模为 300 万亿日元，持有境外证券资产 617 万亿日元，合计规模相当于 2023 年 GDP 的 1.5 倍。境外投资收益 35 万亿日元，相当于日本 2023 年 GDP 的 6%。

图表 22：长期低利率环境下日元没有持续单边贬值

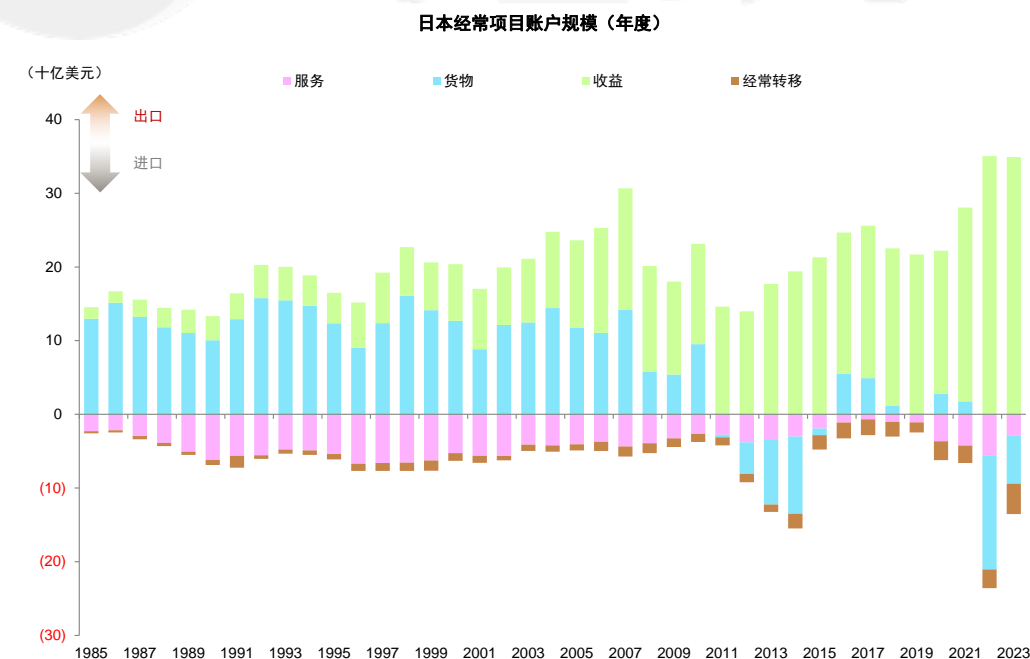


资料来源：Wind，中金公司研究部

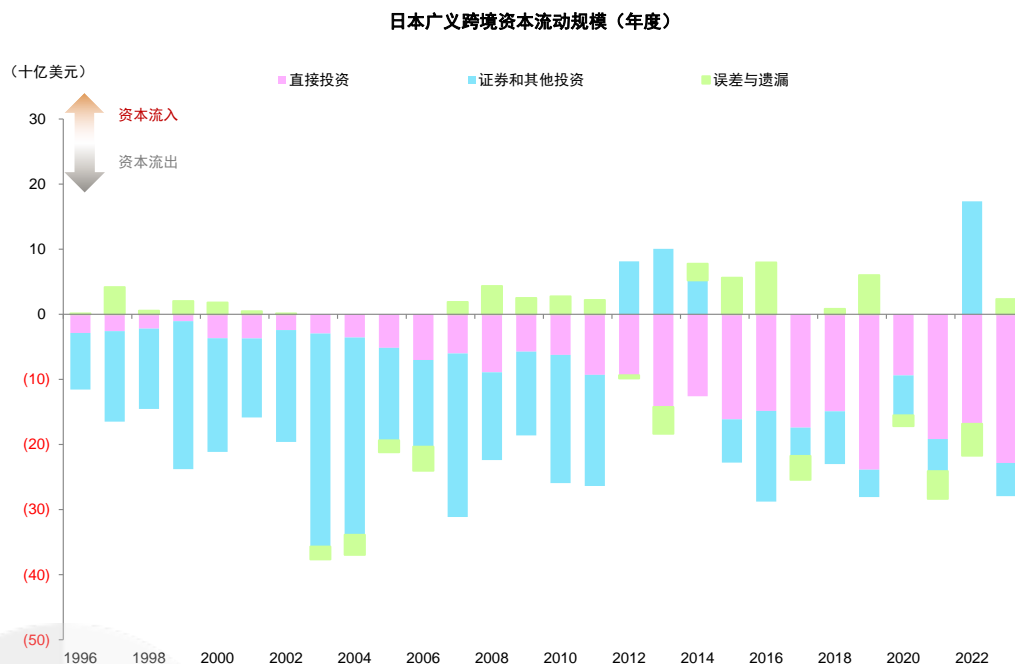
图表 23：日本经常账户持续顺差、广义资本流出



图表 24：经常账户顺差从何而来？2010 年以前主要由于货物出口，2011 年后主要由于对外投资盈利

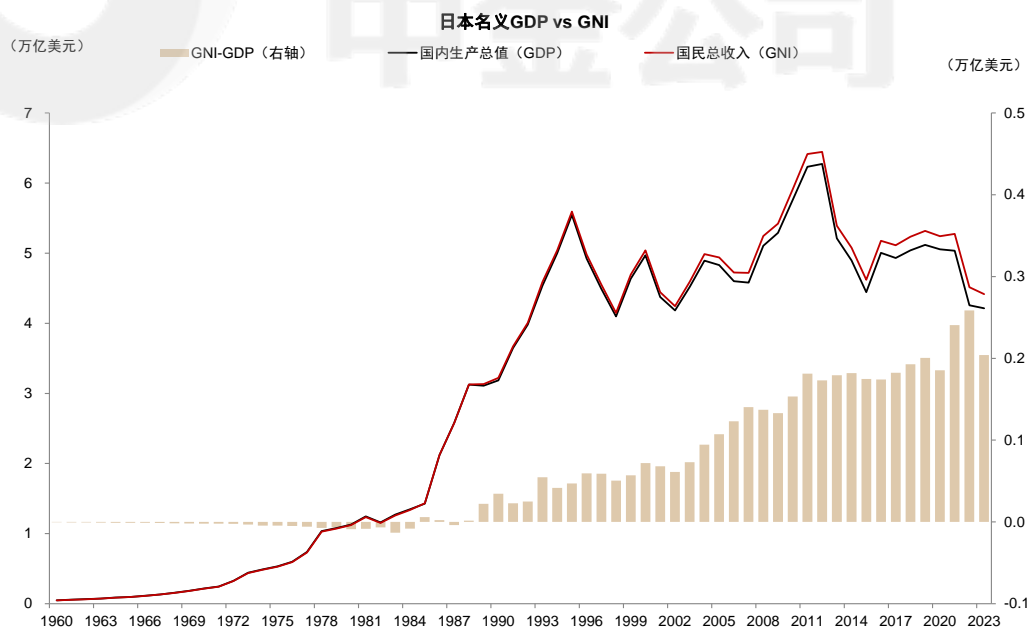


图表 25：资本账户逆差主要由于对外直接投资增加，对外证券投资下降



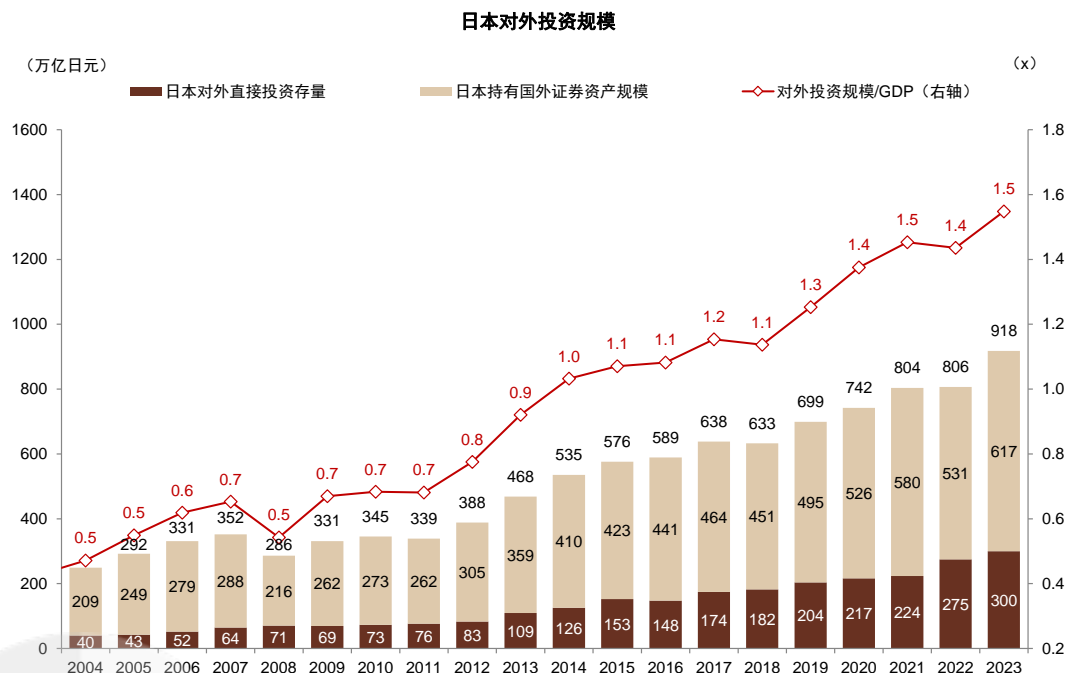
注：广义资本流动包括直接投资、证券和其他投资以及误差与遗漏
资料来源：日本财务省，Wind，中金公司研究部

图表 26：日本企业海外盈利增加，国民总收入持续高于国内生产总值



资料来源：世界银行，Wind，中金公司研究部

图表 27：日本对外投资规模增长加快

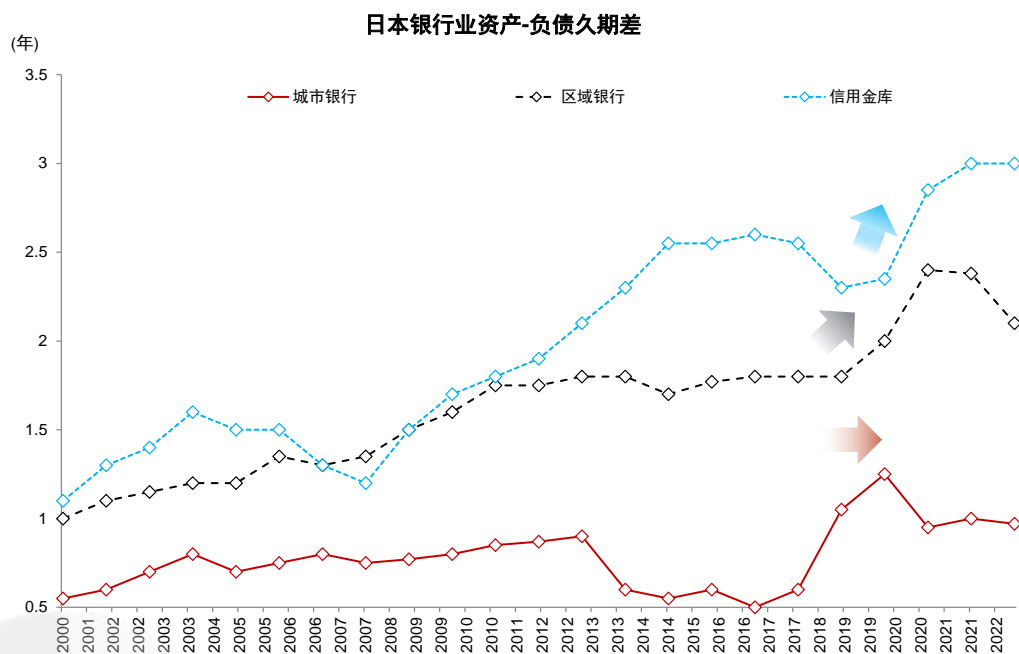


资料来源：日本内阁府，Wind，中金公司研究部

海外买债的金融风险

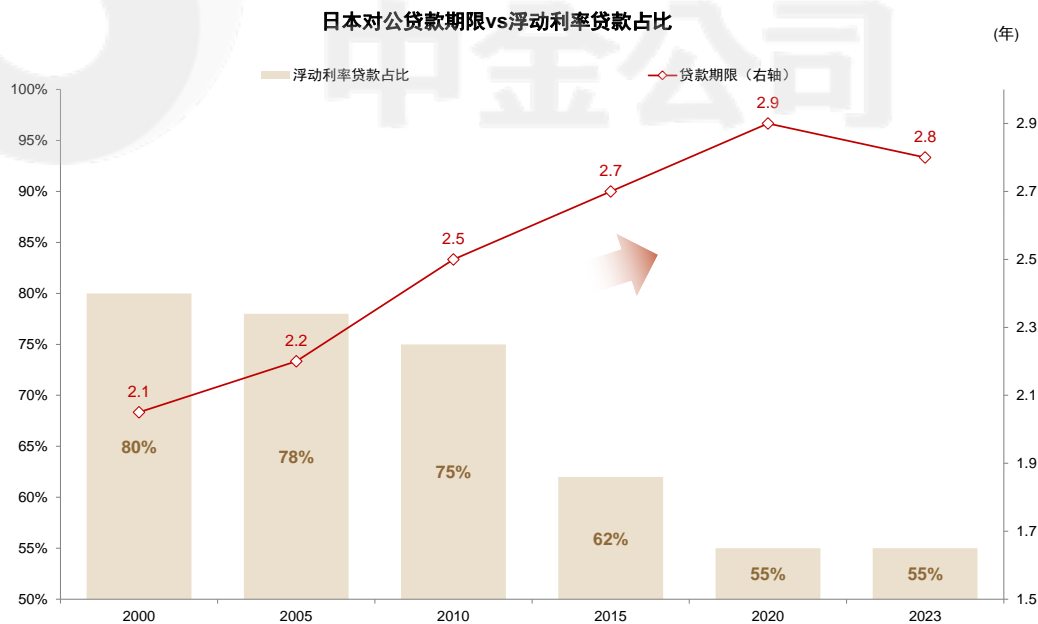
长期低利率环境下日本银行业海外业务资产占比提升，叠加日本银行业资产端久期拉长，负债端久期缩短，银行业期限错配程度上升。根据日本金融厅，日本大型银行久期错配提升主要由于长期固定利率贷款的增加，城市银行久期上升主要由于贷款期限上升、以及长债占比增加。与美国商业银行相比，日本商业银行浮动利率贷款占比更高，债务重定价风险可能也相对更高。2022年以来海外加息贡献息差，但利率长期处于高位可能导致部分银行抛售高利率债券形成“浮亏”拖累净利润。日本第五大银行**农林中央金库**计划持有大量美债且计划在2024财年内售出，公司预计其2024财年净亏损将达到1.5万亿日元，尽管农林中央金库抛售美债主要由于调整资产结构且对公司影响可能相对可控，但其亏损一定程度上体现出高利率环境下的金融机构风险。

图表 28：低利率环境下日本商业银行期限错配程度上升



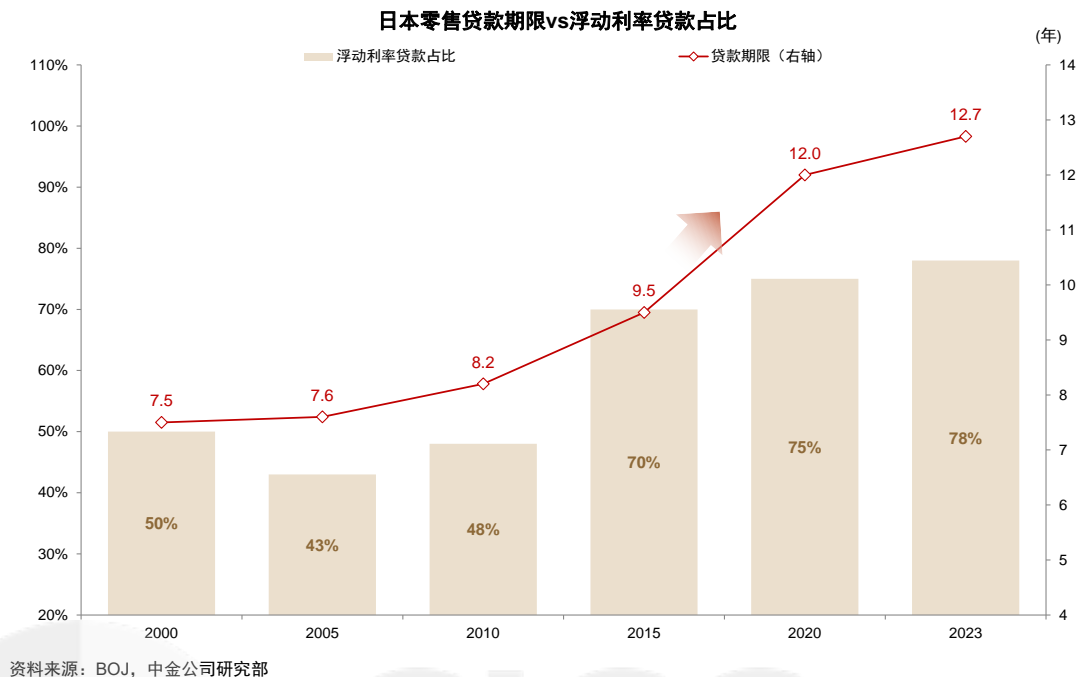
资料来源：BOJ，中金公司研究部

图表 29：2023 年日本对公贷款中，浮动利率贷款占比 55%；全部对公贷款平均期限为 3 年

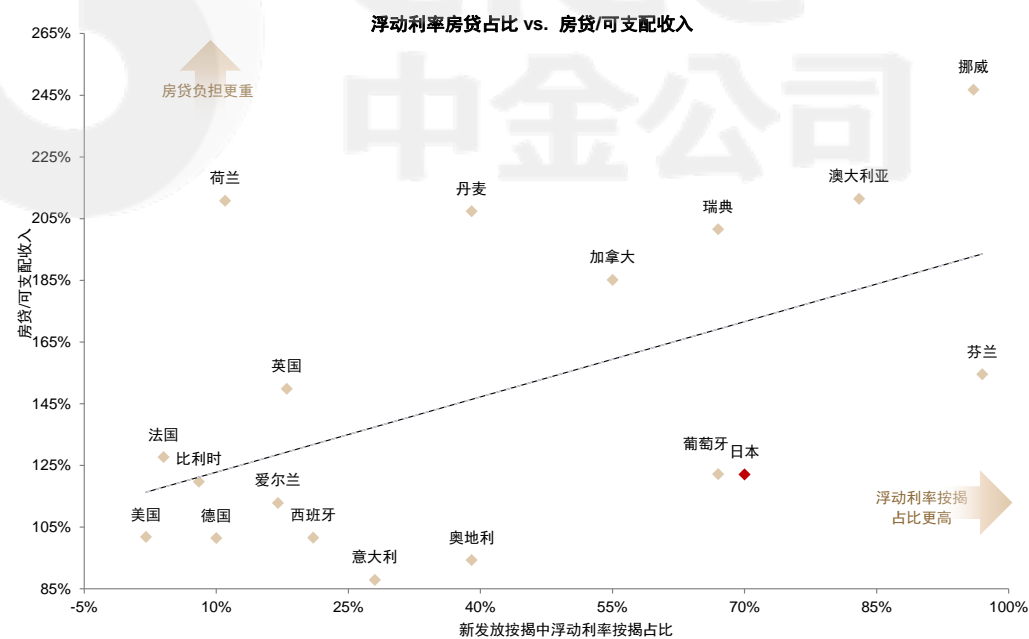


资料来源：BOJ，中金公司研究部

图表 30：2023 年日本零售贷款中，浮动利率贷款占比 78%；全部对公贷款平均期限为 13 年



图表 31：日本居民房贷负担较低，浮动利率贷款占比较高



风险提示

1. 海外投资风险：由于不同国家政策和市场环境差异，可能导致投资回报不稳定。
2. 汇率波动风险：日元汇率波动较大，日元对其他货币的波动可能影响投资收益。
3. 经济复苏不及预期：若日本及海外经济恢复缓慢，可能影响银行盈利。



团队信息



林英奇 分析员

SAC 执证编号: S0080521090006
SFC CE Ref: BGP853
yingqi.lin@cicc.com.cn



许鸿明 分析员

SAC 执证编号: S0080523080007
SFC CE Ref: BUX153
hongming.xu@cicc.com.cn



李佩凤 分析员

SAC 执证编号: S0080521070004
SFC CE Ref: BTO526
peifeng.li@cicc.com.cn



周基明 分析员

SAC 执证编号: S0080521090005
SFC CE Ref: BTM336
jiming.zhou@cicc.com.cn



张帅帅 分析员

SAC 执证编号: S0080516060001
SFC CE Ref: BHQ055
shuaishuai.zhang@cicc.com.cn



丁瑞, CFA 分析员

SAC 执证编号: S0080523120007
SFC CE Ref: BRO301
rui.ding@cicc.com



杨鑫, CFA 分析员

SAC 执证编号: S0080511080003
SFC CE Ref: APY553
xin.yang@cicc.com.cn



陈健恒 分析员

SAC 执证编号: S0080511030011
SFC CE Ref: BBM220
chenjh@cicc.com.cn



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：张莹

北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 72 层、
73 层 01A 单元、74 层 0203 单元
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3
号 丸の内二重橋ビル 2 1 階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32F,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560