

分析师:

王德伦 S0190516030001
李美岑 S0190518080002
王亦奕 S0190518020004
张 兆 S0190518070001
吴 峰 S0190510120002

研究助理:

张 勋 张日升

联系方式:

王亦奕
021-68982351
wangyiyi@xyzq.com.cn

相关报告

解密阿布扎比投资局管理投资之道——海外资金深度研究三
(兴业策略团队 20191125)

挪威主权财富基金的投资二十年——海外资金深度研究二(兴证策略王德伦团队 20190731)

为何对海外投资机构进行深度研究——海外资金深度研究前言(兴业策略团队 20190625)

解密加拿大养老金管理投资之道——海外资金深度研究之一(兴业策略团队 20190619)

海外主流机构如何应对负利率？ ——海外资金深度研究四

2020 年 6 月 10 日

投资要点

★ 负利率常态化时代来临

金融危机后全球迈进“负利率时代”，2020 年以来的各国量化宽松政策将使负利率常态化趋势延续。2008 年爆发全球金融危机以来，全球经济下行。为了提振经济，多国宽松货币政策推动全球进入“负利率时代”。2020 年以来，为了应对新冠疫情对经济带来的冲击，多国量化政策持续加码，使货币环境更加宽松，推动利率进一步下行，负利率常态化将延续。

★ 次贷危机后，海外主流机构如何应对利率下行？

次贷危机之后，以挪威主权基金、加拿大养老金等为代表的海外主流机构采取了多种措施来应对利率下行。我们发现尽管短期波动不能避免，但这些措施能够为投资组合带来显著的长期收益。

——提高权益资产的配置比例。从 2002 年到 2018 年，在 35 个大型主权基金中，股票资产对总资产的占比从 37.4% 上升到 38.5%。2018 年，大型主权基金持有权益资产的比例达到 38.5%，为各类资产中占比最高。

——对核心持仓长期持有。如 GPFG 对重仓股的平均持有时间接近 10 年，CPPIB 重仓股最长持有期达到 10 年等。

——提高另类投资配比。GPFG 从房地产投资中获得超过整体组合的收益率，而 CPPIB 的基础设施投资则带动组合整体收益率上行。

——通过融资融券等方式寻求相对收益。如 GPFG 通过参与 IPO、定增等方式来提高相对收益，阿布扎比投资局更是参与到全球最大 IPO 沙特阿美上市中。

——配置衍生品来对冲风险。通过运用金融衍生品，养老金可以中性化利率下行导致的被动承担的风险，进而优化组合的风险收益特征。

★ 当前负利率常态化下，以 GPFG 为代表的海外主流机构投资策略展望

为了使基金获取长期内的高收益率，并控制投资组合的风险，主权基金需要妥善应对负利率常态化趋势。挪威主权基金作为代表性的主权基金，在《Strategy for Norges Bank Investment Management 2020-2022》内，发布了未来的投资策略，包括维持股权投资的高仓位、寻求对非上市公司的投资机会、加大对可再生能源基础设施的投资、将房地产投资组合对总市值的占比提升至 5%、从融资融券等资本运作中获取收益等，以应对负利率常态化趋势。

风险提示：本文基于历史数据进行客观分析，不构成任何投资建议

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

负利率常态化时代来临	- 4 -
次贷危机后，海外主流机构如何应对利率下行？	- 6 -
提高权益资产的配置比例	- 7 -
忽略短期波动，对核心持仓长期持有	- 12 -
进行多元化资产配置，将另类投资纳入投资组合	- 15 -
通过融资融券等方式寻求相对收益	- 17 -
配置衍生品来对冲风险	- 18 -
海外机构如何应对当前负利率浪潮？	- 21 -
维持七成以上的权益资产配置	- 21 -
扩大对非上市公司的投资来提高收益率	- 22 -
多元化资产配置，将可再生能源基础设施纳入投资组合	- 22 -
提升房地产投资占比	- 22 -
风险提示：本文基于历史数据进行客观分析，不构成任何投资建议	- 23 -
图表 1：次贷危机后，美联储四轮量化宽松	- 4 -
图表 2：多个经济体开始施行负的政策利率	- 5 -
图表 3：美国联邦基金利率自 2015 年 12 月后一路上行	- 5 -
图表 4：2018 年四季度美股各大指数暴跌	- 5 -
图表 5：今年以来在公共事件冲击下，全球货币宽松政策频频加码	- 6 -
图表 6：主权基金各类资产规模均值变化	- 7 -
图表 7：权益类资产占比逐年提升	- 7 -
图表 8：GPFG 配置的权益资产占比是固收和房地产占比总和的两倍	- 8 -
图表 9：GPFG 近 20 年投资收益率情况（单位：%）	- 9 -
图表 10：CPPIB 持仓多元化且较为依赖权益资产	- 9 -
图表 11：CPPIB 持续增配非上市股票	- 10 -
图表 12：CPPIB 基金 2018-2019 各类资产回报率	- 10 -
图表 13：ADIA 目标资产配置	- 10 -
图表 14：次贷危机前，CalPERS 的股票持仓占比过半	- 11 -
图表 15：权益资产贡献了较高的收益（单位：%）	- 11 -
图表 16：次贷危机后，CalPERS 的股票持仓出现下降	- 12 -
图表 17：各类资产收益率情况（单位：%）	- 12 -
图表 18：GPFG 前 50 大重仓股持仓时间分布情况（单位：家）	- 13 -
图表 19：1998 年至今前 50 重仓股中持仓 10 年及以上公司列表	- 13 -
图表 20：2008 年至今持仓超过 10 年的中国公司列表	- 14 -
图表 21：CPPIB 海外重仓股持仓时间个股数量分布	- 15 -
图表 22：CPPIB 海外重仓股持仓时间个股市值分布	- 15 -
图表 23：GPFG 非上市房地产和融资组合总回报比较	- 16 -
图表 24：GPFG（非上市）房地产投资	- 16 -
图表 25：CPPIB 基础设施投资与组合收益率比较	- 17 -
图表 26：CPPIB 持续增仓基础设施投资	- 17 -
图表 27：CPPIB 房地产投资与组合收益率比较	- 17 -

图表 28: CPPIB 持续增仓房地产投资	- 17 -
图表 29: GPF 每年参与的 IPO 数量接近 200 起	- 18 -
图表 30: GPF 获取的融券收入规模	- 18 -
图表 31: 澳大利亚养老金主要运用衍生品来管理风险	- 19 -
图表 32: 各类美国国债持有者占比	- 19 -
图表 33: CalPERS 的固定收益期货头寸	- 19 -
图表 34: 世界养老金将普遍出现缺口	- 20 -
图表 35: CPPIB 持有的利率互换头寸价值	- 20 -
图表 36: 2014-2018 年间全球上市公司数量连续减少	- 22 -
图表 37: 2018 年底 GPF 房产投资分类比例	- 23 -
图表 38: 2020-2022 年 GPF 预计房产投资分类比例	- 23 -

兴证策略团队早在 2017 年起即对外资进行了持续、深入的研究，撰写的“外资流入系列报告”基本上将外资流入的历史背景、规模进度、行为特征、边际影响、估值特征以及长期的生态变革等方面均进行了深度剖析，准确地把脉了近三年外资作为最大边际资金的特点，以及由此驱动的“核心资产”牛市行情。

随着我国资本市场国际化进程的持续推进，借鉴学习海外机构成熟的投资理念能够引导我国投资者进一步树立科学的投资理念。因此，我们在“海外资金研究系列”中选取具有高度评价和声誉，自主决策的海外机构投资者（包括养老金、主权财富基金、大学基金会等）逐个进行系统的分析，以飨读者。我们在前三篇中介绍了加拿大养老金（CPPIB）、挪威主权基金（GPF）以及阿布扎比投资局（ADIA）三家全球知名主流机构的投资策略。本篇作为系列的第四篇，我们将聚焦当前市场最关心的问题之一：海外主流机构如何应对当前的负利率趋势。

负利率常态化时代来临

2008 年金融危机后，全球多个经济体通过货币宽松来提振经济。2008 年爆发全球金融危机以来，全球经济下行，据世界银行数据可知，2009 年全球 GDP 增速为-1.68%，为 1961 年以来的首次负增长。为了提振经济，多个国家货币政策趋向宽松，如美联储的四轮量化宽松及“零利率”政策，推动利率下行。而欧盟、日本等多个经济体，为了刺激通胀或稳定汇率，更是开始施行负的政策利率，2014 年 6 月，欧央行将隔夜存款利率降至-0.1%，打响了全球“负利率”第一枪。

图表 1：次贷危机后，美联储四轮量化宽松

开启时间	具体内容
2008年11月25日	购买政府支持企业房利美、房地美、联邦住房贷款银行与房地产有关的直接债务，还将购买由两房、联邦政府国民抵押贷款协会所担保的抵押贷款支持证券。此外，为促进私有信贷市场状况的改善，联储还决定再购买3000亿美元的较长期国债证券。
2010年11月4日	2011年第二季度以前进一步收购6000亿美元的较长期美国国债，实际上是通过增加基础货币投放，解决美国政府的财政危机。同时，美联储再通过向其它国家“出售”国债，套现还原成美元现金，增加了储备的规模（准备金大幅度增加），为解决未来的财政危机准备了弹药。
2012年9月14日	将0-0.25%超低利率的维持期限将延长到2015年中，在2012年6月底以前买入4000亿美元的美国国债，其剩余到期时间在6年到30年之间；同时出售等量的美国国债，其余到期时间为3年或以下
2012年12月13日	每月采购450亿美元国债，替代扭曲操作

数据来源：新华网，兴业证券经济与金融研究院整理

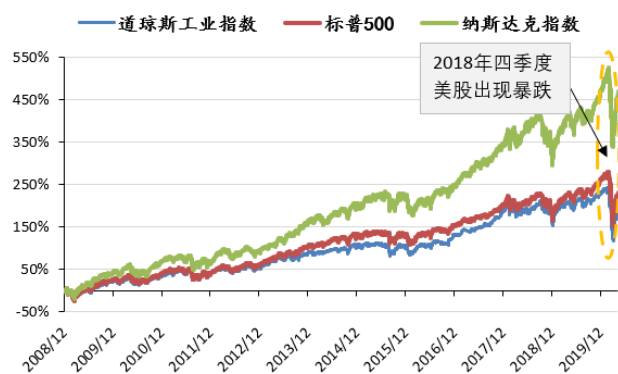
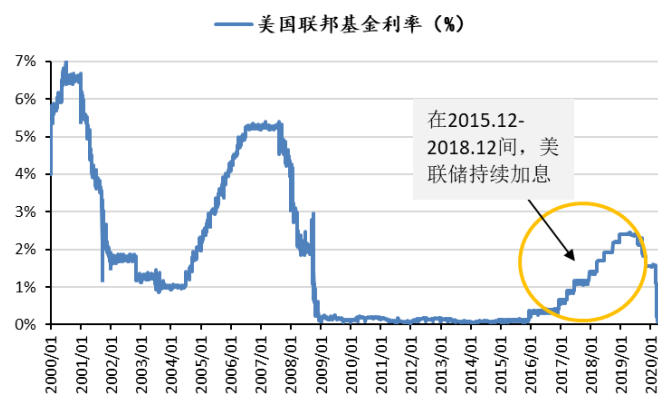
图表 2: 多个经济体开始施行负的政策利率

经济体	时间	举措	背景
欧盟	2014年6月	欧央行将隔夜存款利率降至-0.1%	欧央行2009年6月开始推出长期再融资操作, 2012年9月将隔夜存款利率降至0, 但效果有限。因此, 欧央行于2014年6月开启负利率时代, 同时推出定向长期再融资操作
日本	2016年1月	日本央行对商业银行的新增超额准备金征收-0.1%利率	日本央行2013年推出QE, 国债购买规模快速上升, 但通胀仍然没有达到2%的目标。截至2016年1月, 日本央行持有的国债在全国国债余额中占比超过三分之一, 继续量宽的空间不断压缩, 且当时超额准备金利率也E低至0.1%。因此2016年1月29日引入负利率政策
丹麦	2012年7月	丹麦央行将金融机构在央行的7天存单利率下调至-0.2%	欧债危机期间, 国际资本涌入信用较好的北欧国家, 导致丹麦克朗对欧元升值压力较大, 为维持汇率稳定, 丹麦央行实行负利率政策
瑞士	2014年12月	瑞士央行宣布将超额活期准备金利率设为-0.75%	欧央行实行负利率政策后, 瑞士法郎对欧元的升值压力较大, 且当时瑞士的政策利率已降至0, 为稳定汇率推出负利率政策
匈牙利	2016年3月	匈牙利央行宣布下调隔夜存款利率至-0.05%	大宗商品价格低迷, 加之匈牙利货币福林走强, 使得该国通胀水平持续低于3%的目标

数据来源: 新华网, 兴业证券经济与金融研究院整理

2015 年底美联储打开加息窗口, 也标志着全球此轮 QE 的结束。美联储素有“全球央行”之称, 利率政策具有全球效应。在 2008 年金融危机后, 在长期利率宽松政策的拉动下, 美国经济强劲复苏, 逐步完成历史使命的零利率政策也即将推出历史舞台。在 2015 年 12 月 17 日, 美联储宣布将联邦基金利率提高 25 个基点, 新的联邦基金目标利率将维持在 0.25% 至 0.50% 的区间。此后, 在 2015 年 12 月至 2018 年 12 月间, 美联储一路上调联邦基金利率, 截至 2018 年 12 月 19 日, 美联储已将联邦基金利率上调了 225 个基点, 美联储的联邦基金目标利率区间已达到 2.25%-2.5%。

图表 3: 美国联邦基金利率自 2015 年 12 月后一路上行 图表 4: 2018 年四季度美股各大指数暴跌



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

然而在 2018 年中美关系趋紧叠加美股暴跌的背景下, 美联储再次转“鸽”。进入 2018 年四季度后, 随着中美贸易摩擦不断升温, 全球对经济增速下滑的悲观预期持续升温, IMF 等金融机构陆续调低对经济数据的测算。而在美联储加息预期下, 美股走势在四季度持续承压, 各大指数暴跌。自 2018 年 10 月 1 日至 12 月 31 日,

标普 500、道指和纳指分别重挫 13.97%、11.83%和 17.54%。美股本轮暴跌表明，逐步升高的利率使市场的担忧情绪加重。2019 年 7 月 31 日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点到 2%-2.25%，自 2008 年 12 月以来开启的加息周期就此中断。

负利率债券规模持续膨胀。自 2014 年 6 月欧洲央行首次将隔夜存款利率调至 -0.10% 以来，西方经济中利率为负值的债券、存款乃至贷款等资产规模迅速扩大。国际清算银行数据显示，截至 2019 年 11 月，全球负利率债券规模已超 17 万亿美元，约相当于全球 GDP 的 20%，其中三分之二的欧洲债券到期收益率为负值。

2020 年全球卫生事件影响下，主要经济体纷纷开启新一轮量化宽松，负利率常态化。为应对新冠疫情对经济带来的冲击，多国政策持续加码，使货币环境更加宽松。美联储再次降息至零利率，并推出 7000 亿美元的量化宽松计划；日本央行决定将交易型开放式指数基金（ETF）年购买规模增加一倍至 12 万亿日元，将房地产投资信托基金（J-REIT）年购买规模增加一倍至 1800 亿日元，以及购买 1 万亿美元的日本国债；欧洲央行将采取长期再融资操作、推出 7500 亿欧元紧急购债计划等，为欧元区注入额外的流动性。

图表 5：今年以来在公共事件冲击下，全球货币宽松政策频频加码

时间	国家	举措
2020年3月12日	欧盟	引入临时的额外长期再融资操作 (LTROs)，为欧元区金融体系即时提供流动性支持，这一操作将持续至2020年6月实施定向长期再融资操作 (TLTRO III) 为止 追加1200亿欧元量化宽松
2020年3月15日	美国	3月15日下调联邦基金利率100个基点至0-0.25% 7000亿美元量化宽松计划：其中购买美国国债5000亿美元，购买住房抵押贷款证券 (MBS) 2000亿美元 调降贴现窗口一级信贷利率 (primary credit rate) 150个基点至0.25%、支持存款机构动用当日信用交易 (Intraday Credit)、支持银行动用银行资本和流动性缓冲，并于3月26日将法定准备金率调降至0
2020年3月16日	日本	把ETF的年购买规模从目前的6万亿日元增至12万亿日元 房地产投资信托基金 (J-REIT) 年购买规模增加至1800亿日元 承诺到今年9月底，增加购买2万亿日元的商业票据和企业债
2020年3月18日	欧盟	追加7500亿欧元紧急资产购买计划
2020年3月19日	日本	在计划外购买1万亿日元的日本国债。其中将购买1000亿日元的10-25年期国债，将购买2000亿日元的1-3年期国债

数据来源：新华网，兴业证券经济与金融研究院整理

次贷危机后，海外主流机构如何应对利率下行？

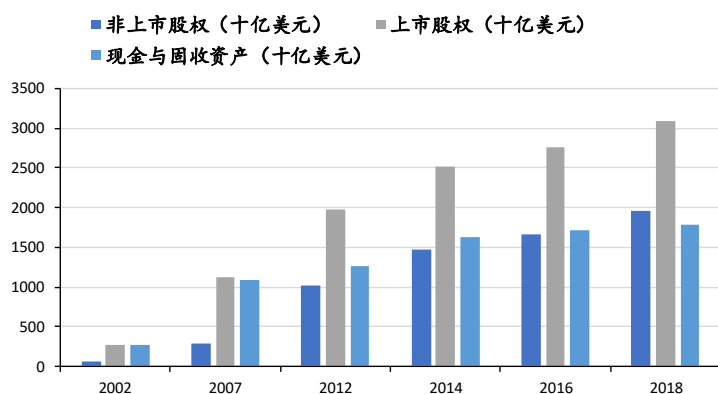
次贷危机之后，以挪威主权基金、加拿大养老金、阿布扎比投资局等为代表的海外主流机构采取了不同的措施来应对利率下行，包括：1) 提高权益资产的配置比例；2) 对核心持仓长期持有；3) 多元化资产配置组合，提高另类投资配比；4) 进行融资融券等资本运作；5) 通过配置衍生品，控制了利率下行环境中的风险。我们发现尽管短期波动不能避免，但这些措施能够为投资组合带来显著的长期收

益。

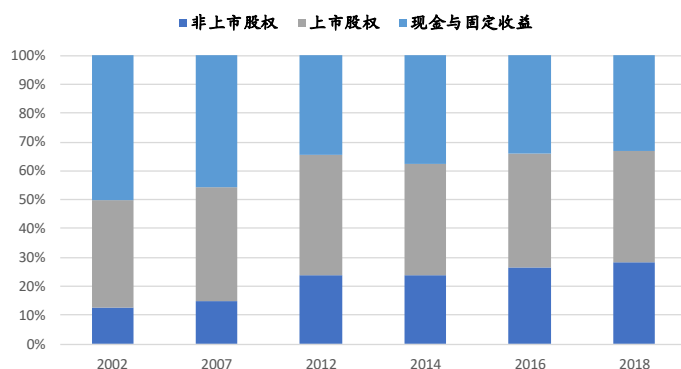
提高权益资产的配置比例

近年来养老金增配权益资产成大趋势。主权基金投资白皮书《How Do Sovereign Wealth Funds Invest? Less and Less Contrarian》选取了 35 个资产规模超过 50 亿美元的大型主权基金（统计时间截至 2018 年底），统计结果显示，从 2002 年到 2018 年，在这 35 个大型主权基金中，股票资产对总资产的占比从 37.4% 上升到 38.5%，总体呈现对权益资产的增配趋势。2018 年，大型主权基金持有权益资产的比例达到 38.5%，为各类资产中占比最高。

图表 6：主权基金各类资产规模均值变化



图表 7：权益类资产占比逐年提升



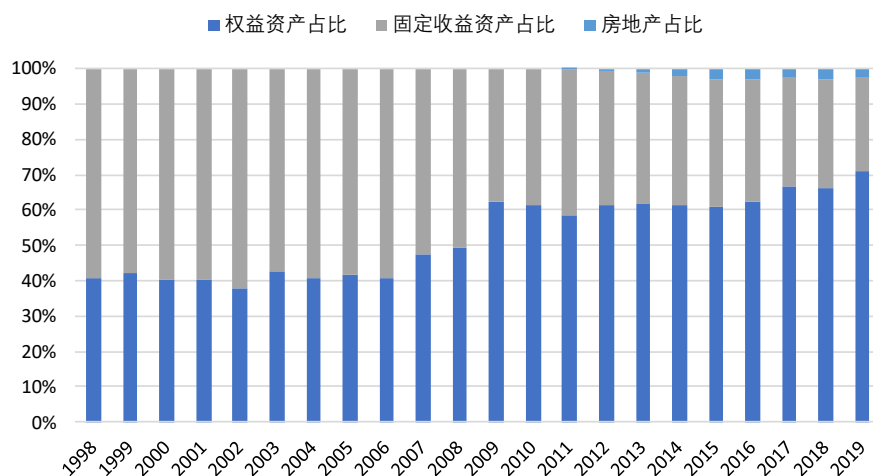
数据来源：SWFC, State Street Global Macro Policy Research

备注：统计范围为规模最大的 35 个主权基金（截至 2018 年排名）

● 挪威主权基金将权益资产配置提高至七成

2008 年金融危机后，货币宽松导致固收资产收益率下滑，挪威主权基金逐步降低债券配比。利率下行趋势下，GPFG 难以从债券市场获得良好的回报。2009-2014 年间，由于全球货币环境趋于宽松，各品种债券的投资收益率也随之下降。在 2009-2014 年间，GPFG 固定收益年化回报率仅为 6.2%，低于整个基金的年化收益 11.3%。在回报率不尽如人意的背景下，GPFG 逐步减配固定收益资产：从 2008 年至 2019 年，GPFG 的固定收益资产占比从 50.37% 下降到 26.47%。

图表 8: GPFG 配置的权益资产占比是固收和房地产占比总和的两倍



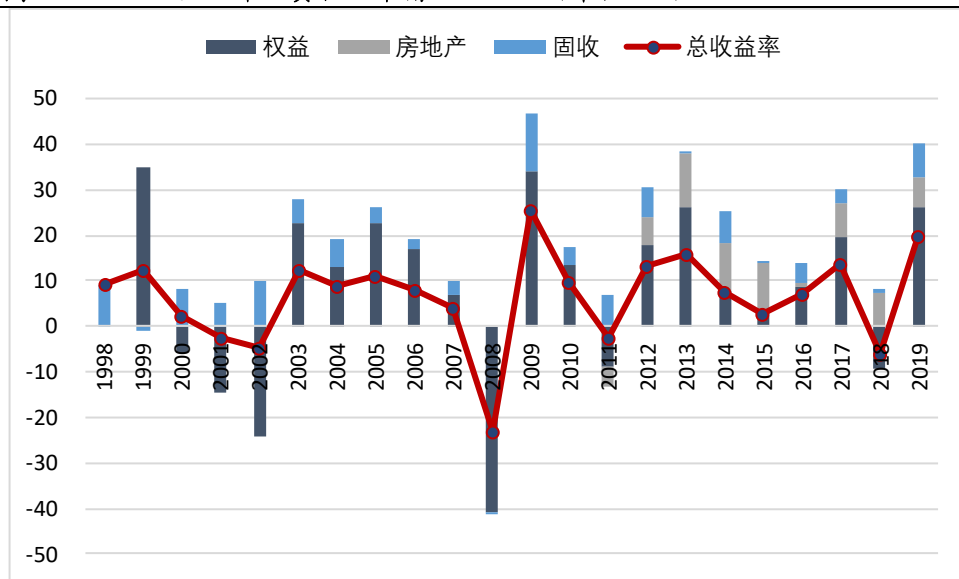
数据来源: NBIM 年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

同时, GPFG 决定增配权益资产来提高投资组合的整体收益率。经济危机后, GPFG 聘请了三位分别来自 Columbia, Yale 和 LBS 的教授进行分析。在对 1998 至 2008 年的历史业绩进行分析之后, 三位作者发现 GPFG 从主动管理中获得的超额回报年化收益率约为 0.24%, 其中主要贡献来自股票投资。虽然超额回报率看似较小, 但基于基金资产规模基数, 主动管理可创造巨大收益¹。在三位学者建议下, GPFG 基金决定加仓权益资产。截至 2019 年底, GPFG 基金的权益性投资对总市值占比已经高达 70.83%, 是整体投资组合的收益率的决定性因素: 2019 年, GPFG 的权益资产投资收益率高达 26.02%, 而整体投资组合收益率也高达 19.95%。

¹ Ang et al., 2009 报告地址为:

<https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/aang/papers/report%20Norway.pdf>

图表 9: GPFG 近 20 年投资收益率情况 (单位: %)

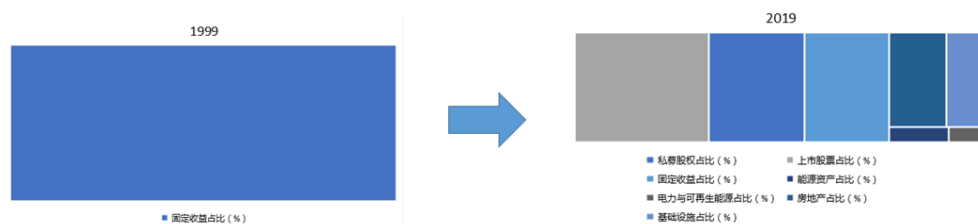


数据来源: NBIM, 兴业证券经济与金融研究院整理

● CPPIB 权益资产配置过半, 私募股权投资成为主要收益来源

CPPIB 初期全部配置政府债券, 但 2004 年开始主动管理后, 权益资产的占比逐步超越债券。在 CPPIB 成立初期, CPPIB 主要采用被动管理模式, 重仓政府债券。1999 年时, CPPIB 对固定收益的投资为 100%, 在 1999-2003 年间, CPPIB 的固定收益资产占比均过半。自 2004 年起, CPPIB 开始一定程度的主动管理, 持仓开始从固定收益资产主导过度到权益资产主导, 2004 年的权益资产占比达到 45.20%, 首次超过固定收益资产 (43.2%)。此后, CPPIB 持续增加权益资产配置, 当前 CPPIB 的固定收益资产占比仅为 21.1%, 而权益资产占比则高达 56.90%。

图表 10: CPPIB 持仓多元化且较为依赖权益资产



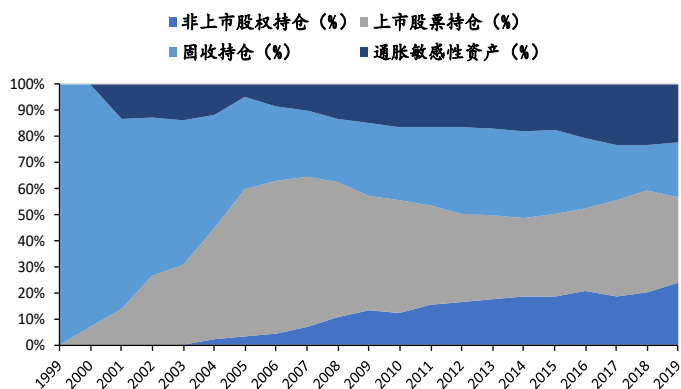
数据来源: CPPIB 年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

与其他机构不同, 非上市股票是 CPPIB 投资组合中主要的收益来源。在增配权益资产过程中, 具有高回报、系统性风险相对较弱特征的非上市股票投资成为了 CPPIB 的配置重点。2004-2019 财年间, CPPIB 对上市股票持仓由 42.7% 下降到 33.2%, 但对非上市股票持仓却由 2.5% 上升到 23.7%, 权益资产总持仓也由 45.2% 上升到 56.9%。而 CPPIB 在海外市场配置的非上市股票收益率也高于上市股票:

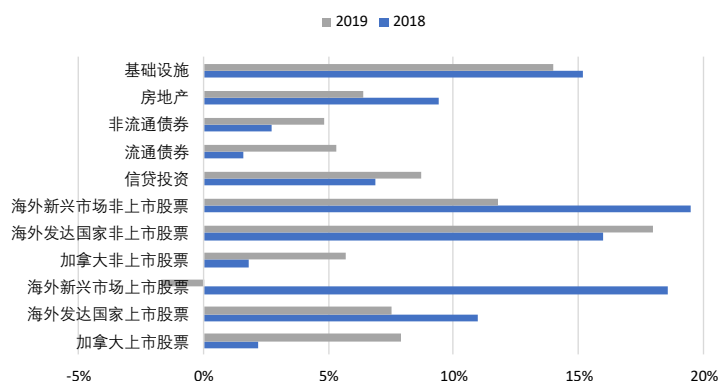
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2019 年 CPPIB 在加拿大/海外发达国家/新兴市场的非上市股票投资收益率分别为 5.7%/18.0%/11.8%，而 CPPIB 在加拿大/海外发达国家/新兴市场的上市股票投资收益率分别为 7.9%/7.5%/-1.7%，非公开发行的权益资产已逐步成为 CPPIB 投资组合中的主要收益来源。

图表 11: CPPIB 持续增配非上市股票



图表 12: CPPIB 基金 2018-2019 各类资产回报率



数据来源：CPPIB 年报，兴业证券经济与金融研究院整理

● 阿布扎比投资局规定股票投资占比需超过 42%

阿布扎比投资局（ADIA）对股票投资占整个资产组合最大比重，旨在为投资者提供长期价值与回报。ADIA 的目标资产配置自其 2009 年披露第一份年报以来均保持不变，是 ADIA 根据长期投资战略而制定的。投资组合以股票为主，整体股票资产最高可占整个资产组合的 62%，最低必须占比 42%。股票资产是 ADIA 高长期收益率的主要支撑，ADIA 考察 20 年和 30 年年化回报率。20 年年化回报率在 5%-8% 的区间浮动，30 年年化回报率相比 20 年更高，处于 6%-9% 的区间波动。

图表 13: ADIA 目标资产配置

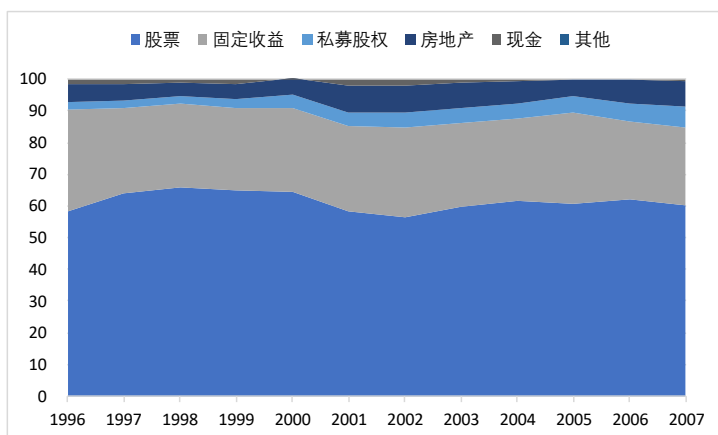
	最小值	最大值
发达市场股票	32%	42%
新兴市场股票	10%	20%
小盘股	1%	5%
政府债券	10%	20%
信贷资产	5%	10%
另类资产	5%	10%
房地产	5%	10%
私募股权	2%	8%
基础建设	1%	5%
现金	0%	10%

数据来源：ADIA 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

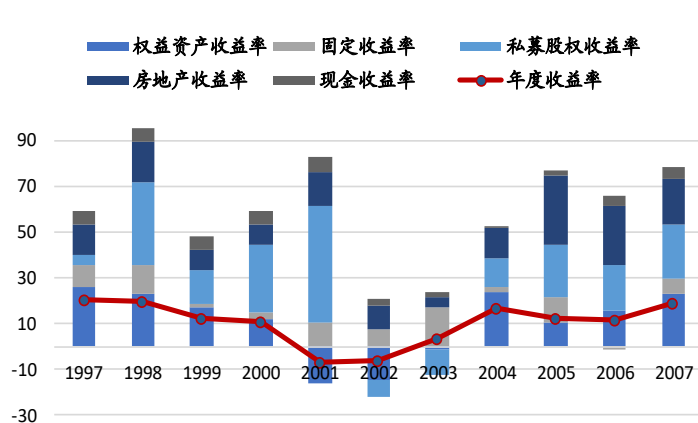
● 前车之鉴：CalPERS 在金融危机后下调权益持仓，收益率持续跑输基准

08 年次贷危机冲击前，偏股的配置结构使 CalPERS 获得了较高的投资收益。1990 年到 2000 年间，美国标普 500 指数增长了 3 倍，美国 10 年期国债收益率却从 8.2% 下降到 6.7%。强劲的股市增长与不断下降的债券利率使得 CalPERS 不得不增加股票配置的投资比例。从 1994 年到 2007 年，其股票资产的配置比例从 40% 左右逐渐提高到 60% 以上，形成了偏股型的资产配置结构。高比例的股票配比也带来了丰厚的投资回报，2007 年，CalPERS 的五年投资回报率高达 12.8%。

图表 14：次贷危机前，CalPERS 的股票持仓占比过半



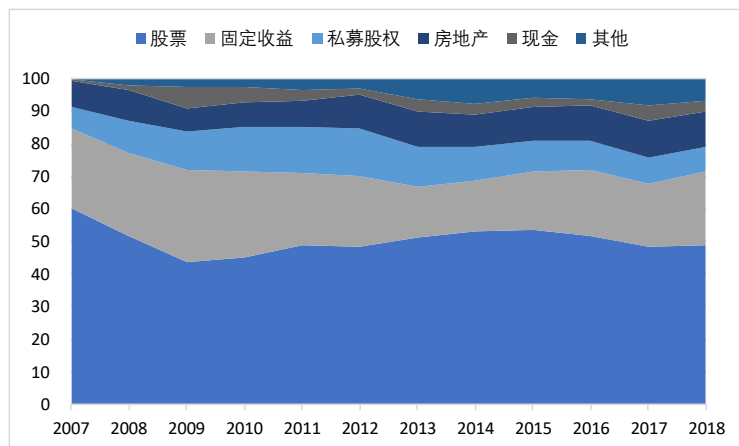
图表 15：权益资产贡献了较高的收益（单位：%）



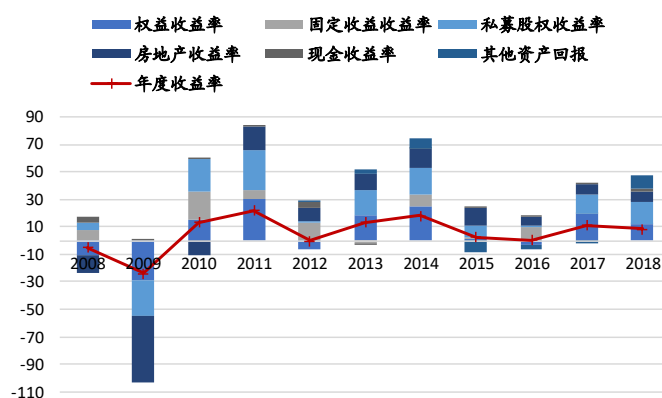
数据来源：CalPERS 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

金融危机冲击下，CalPERS 下调权益资产配置，但持续跑输基准。次贷危机使 CalPERS 的权益资产大幅缩水，导致其在 2008 年与 2009 年的投资收益率仅为 -5.1% 和 -24.0%。对此 CalPERS 通过下调权益类资产配置使其投资风格更为审慎：2010 年开始，权益类资产的战略配置比例下调至 49%，至此一直维持在 50% 上下。比较有意思的是，2008 年之后股票资产的表现现在大类资产中一路走高，CalPERS 也因此错失了提高投资回报的机会，在 2008 至 2018 年的 11 年中仅有 3 年的投资收益高于基准收益率，整体表现不尽如人意。

图表 16: 次贷危机后, CalPERS 的股票持仓出现下降



图表 17: 各类资产收益率情况 (单位: %)



数据来源: CalPERS 官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

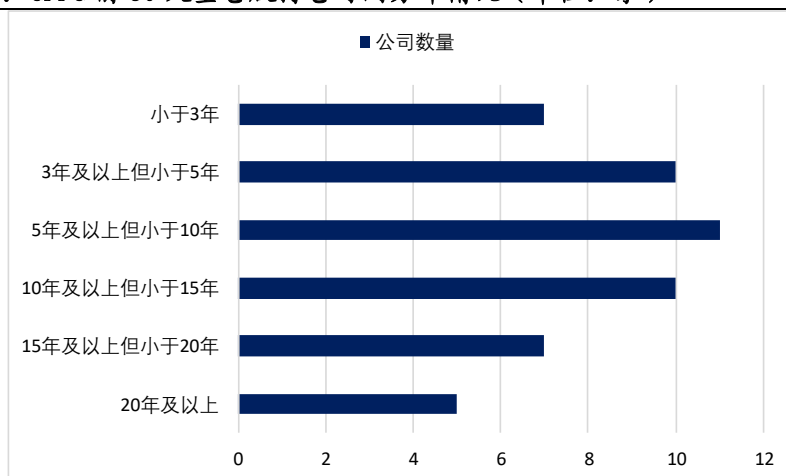
忽略短期波动, 对核心持仓长期持有

尽管持有权益资产的风险相对较高, 短期波动较大, 但长期角度来看收益率十分可观。以 GPFG 为例, 截至 2019 年, GPFG 已获得累计投资收益约 5.36 万亿克朗, 远超挪威政府对其财政拨款 3.13 万亿克朗, 而从其配置情况来看, 1998 主动管理至今, 权益资产的收益率有 14 年超过整个投资组合的收益率。在面临市场波动时, GPFG 等机构都选择对其核心持仓保持长期持有。

● GPFG 对重仓股的平均持有时间接近 10 年

GPFG 长期持有重仓股。GPFG 重仓股 (持仓前 50) 平均持有时间为 9.3 年, 持有时间长于 10 年的股票共有 22 支, 持仓占比为 44%, 其中汇丰控股、诺华制药以及微软集团持有时间超过 21 年, 意味着从 NBIM 成立开始至今对这三家企业的持仓规模从未跌出过前 50 名。

图表 18: GPFG 前 50 大重仓股持仓时间分布情况 (单位: 家)



数据来源: NBIM 年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 19: 1998 年至今前 50 重仓股中持仓 10 年及以上公司列表

地区	国家	公司	行业	持仓时间: 年	持仓市值: 十亿克朗
欧洲	英国	HSBC Holdings PLC	金融	21	27
欧洲	瑞士	Novartis AG	医疗健康	21	39
北美	美国	Microsoft Corp	科技	21	65
欧洲	瑞士	Nestle SA	消费品	20	54
欧洲	德国	Siemens AG	工业	20	16
欧洲	英国	GlaxoSmithKline PLC	医疗健康	19	18
北美	美国	Exxon Mobil Corp	油气	18	23
欧洲	瑞士	Roche Holding AG	医疗健康	17	40
欧洲	英国	BP PLC	油气	17	25
欧洲	法国	TOTAL SA	油气	16	25
欧洲	英国	AstraZeneca PLC	医疗健康	15	17
北美	美国	Pfizer Inc	医疗健康	15	21
北美	美国	Johnson & Johnson	医疗健康	14	29
欧洲	英国	Royal Dutch Shell PLC	油气	14	51
欧洲	德国	Bayer AG	医疗健康	12	16
北美	美国	Intel Corp	科技	12	18
北美	美国	JPMorgan Chase & Co	金融	11	25
北美	美国	Wells Fargo & Co	金融	11	17
北美	美国	Chevron Corp	油气	11	18
北美	美国	Apple Inc	科技	11	63
欧洲	德国	BASF SE	原材料	10	15
北美	美国	Procter Gamble Co/The	消费品	10	19

数据来源: NBIM 年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

对于中国投资方面，GPF 基金对核心资产也秉持了长期持有的策略。GPF 基金总共对 1560 家中国企业进行过投资，其中有 26 家公司持仓时间超过 10 年，这 26 家公司基本都属于现下外资偏好的“核心资产”系列。

图表 20：2008 年至今持仓超过 10 年的中国公司列表

简称	公司	行业	持仓时间：年
中国国航	Air China Ltd	消费服务	11
中国银行	Bank of China Ltd	金融	11
中国人寿	China Life Insurance Co Ltd	金融	11
中国石化	China Petroleum & Chemical Corp	油气	11
中国石油	PetroChina Co Ltd	油气	11
上汽集团	SAIC Motor Corp Ltd	消费品	11
上海机场	Shanghai International Airport Co Ltd	工业	11
中国外运	Sinotrans Ltd	工业	11
潍柴动力	Weichai Power Co Ltd	工业	11
宇通客车	Zhengzhou Yutong Bus Co Ltd	消费品	11
鞍钢股份	Angang Steel Co Ltd	原材料	10
比亚迪	Byd Co Ltd	消费品	10
东方航空	China Eastern Airlines Corp Ltd	消费服务	10
招商银行	China Merchants Bank Co Ltd	金融	10
民生银行	China Minsheng Banking Corp Ltd	金融	10
中海油服	China Oilfield Services Ltd	油气	10
万科 A	China Vanke Co Ltd	金融	10
长城汽车	Great Wall Motor Co Ltd	消费品	10
广深铁路	Guangshen Railway Co Ltd	消费服务	10
华新水泥	Huaxin Cement Co Ltd	工业	10
江西铜业	Jiangxi Copper Co Ltd	原材料	10
贵州茅台	Kweichow Moutai Co Ltd	消费品	10
中国平安	Ping An Insurance Group Co of China Ltd	金融	10
海尔智家	Qingdao Haier Co Ltd	消费品	10
复星医药	Shanghai Fosun Pharmaceutical Group Co Ltd	医疗健康	10
青岛啤酒	Tsingtao Brewery Co Ltd	消费品	10

数据来源：NBIM，兴业证券经济与金融研究院整理

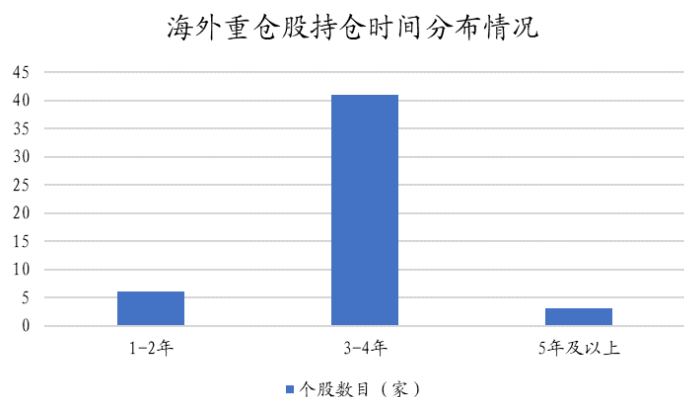
注：由于持仓数据并未有 A 股和 H 股之别，导致部分 A/H 公司无法区分，故所涉及的公司为 A 股或 A/H 股

● CPEB 重仓股最长持有期达到 10 年

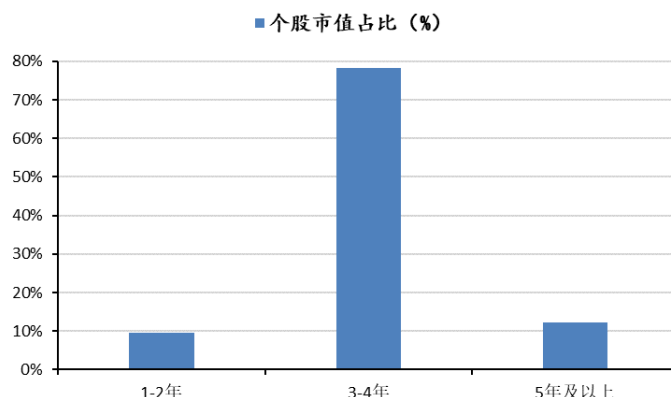
CPEB 重仓股持有期普遍在 3-4 年间，最长持有期达到 10 年。2019 财年中，在 CPEB 持有的重仓股（市值前 50）中，持有时长达 1-2 年/3-4 年/5 年以上的个股分别为 6/41/3 只，对重仓股的总市值占比分别为 9.5%/78.31%/12.19%。其中，而腾讯控股、科塔克-马亨德拉银行、Live Nation Entertainment 三只个股的持有期则超过 5 年。其中，腾讯控股是持有时间最长的重仓股，高达 10 年，体现了 CPEB 长期持有重仓股的导向。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图表 21: CPPIB 海外重仓股持仓时间个股数量分布



图表 22: CPPIB 海外重仓股持仓时间个股市值分布



数据来源: CPPIB 官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

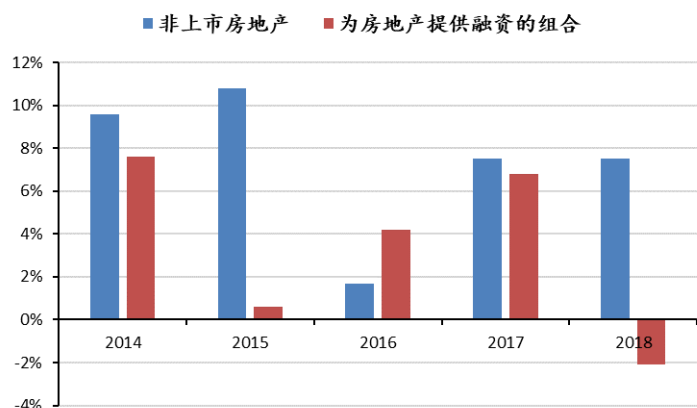
进行多元化资产配置, 将另类投资纳入投资组合

另类投资包括私募股权投资、风险资本、杠杆收购、房地产、绝对收益等资产类型。另类投资虽然通常流动性较低, 但可增加投资组合的多元性, 能够分散风险, 并有望在低利率环境中提高收益率, 适合长期投资者。挪威主权基金和 CPPIB 等都将另类投资作为重要投资策略。

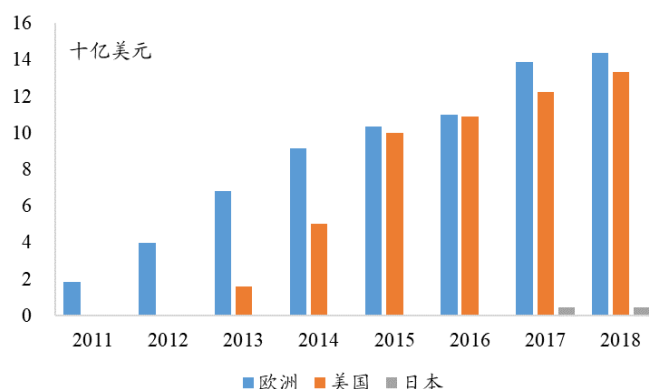
● 房地产投资为 GPFG 带来高于整体组合的资本回报

目前在资产配置上, GPFG 仍然以传统资产为主, 但已在探索对另类资产的配置。股票和固定收益证券一直以来是最主要的投资资产, 截至 2019 年底, GPFG 的总市值中, 权益资产占比为 70.83%, 固定收益占比为 26.47%, 而房地产的市值占比仅为 2.71%。然而, GPFG 于 2017 年将房地产的投资占比基准由 5% 上调至 7%, 表明 GPFG 探索另类资产配置的用意。

图表 23: GPF 非上市房地产和融资组合总回报比较



图表 24: GPF (非上市) 房地产投资



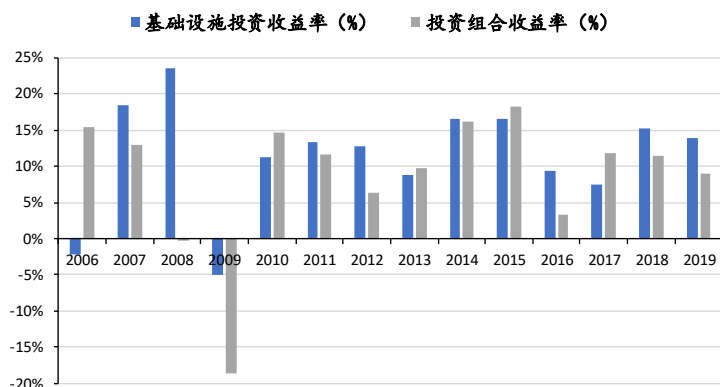
数据来源: NBIM 官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

即使不动产投资的流动性较差,但从历史回报来看,房地产的平均资本回报率高于整体组合。由于不动产投资资金来源于权益、债券资产的出售,为房地产提供融资的股票/债券组合收益为房地产投资的机会成本。将房地产与此融资组合比较来看,2014-2018 年融资组合年总回报率为 3.4%,(非上市)房地产年总回报为 7.4%。从历史回报来看,2011-2018 年期间,基金组合平均年回报为 3.6%,房地产平均资本回报率达 6.1%,高于整体组合资本回报率。

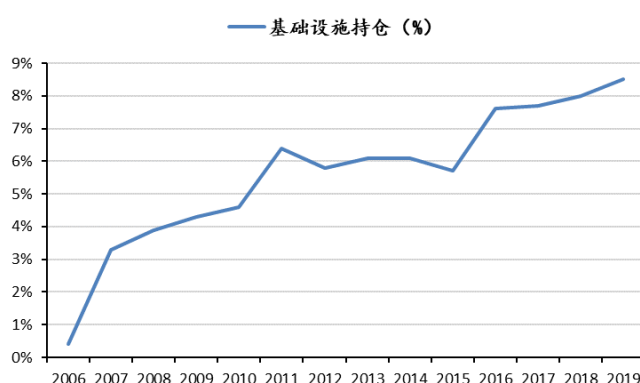
● CPPIB 致力于投资基础设施和房地产等另类资产

CPPIB 持续增配基础设施投资,收益率长期高于投资组合整体。CPPIB 致力在全球范围内进行大型基础设施投资,包括公用事业、交通、电信和能源领域。在 2006-2019 年间, CPPIB 的基础设施持仓由 0.4% 上升到 8.5%。CPPIB 倾向于风险较低、资产密集型、长期回报稳定且可预测的基础设施,因此, CPPIB 更偏好投资发达市场的基础设施。以北美、西欧和澳大利亚等发达市场的基础设施投资占比达到 79.3%,而以拉丁美洲和印度为主的新兴市场则为 20.7%。CPPIB 的基础设施投资收益率长期高于基金整体收益率。在 2006-2019 年, CPPIB 的基础设施投资收益率仅有 4 个年度低于整体,2019 年, CPPIB 的基础设施投资收益率为 14%,高于整体收益率 (9.8%)。

图表 25: CPPIB 基础设施投资与组合收益率比较



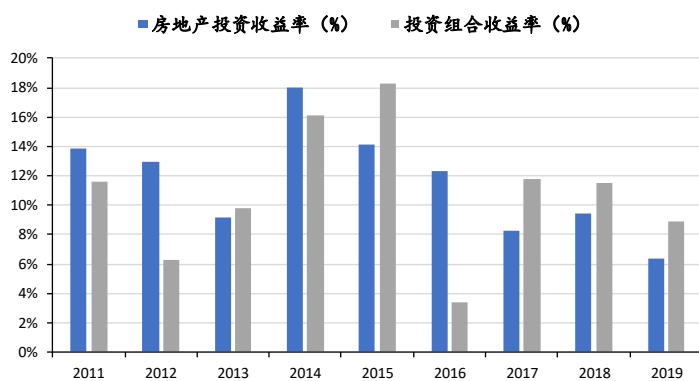
图表 26: CPPIB 持续增仓基础设施投资



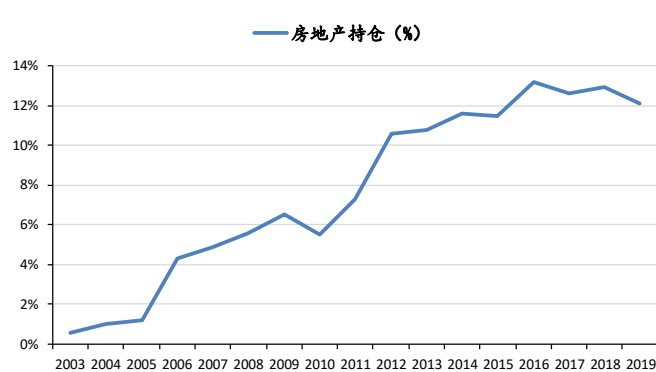
数据来源: CPPIB 年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

除了投资基础设施, CPPIB 重点配置的另类资产还有房地产。2003-2019 年间, CPPIB 的房地产持仓由 0.6% 上升到 12.1%。CPPIB 的房地产投资同样遍及全球, 包括加拿大、美国、英国和澳大利亚为主的发达市场 (房地产投资占比为 82.5%) 和中国、印度和巴西为主的新兴市场 (房地产投资占比 17.5%)。CPPIB 专注投资高质量的商业地产, 包括写字楼、零售、工业和住宅, 并把项目的日常管理委托给经验丰富的本土运营者, 从地产项目运营中获取稳定的长期现金流。在全球投资者疲于应对利率下行、贸易紧张局势加剧、政治不确定性和能源市场波动的环境下, 能够获取稳定收益的房地产投资相对具有吸引力。2011-2019 年间, CPPIB 房地产的投资收益率均值为 11.62%, 高于整体收益率的均值 (10.86%)。

图表 27: CPPIB 房地产投资与组合收益率比较



图表 28: CPPIB 持续增仓房地产投资



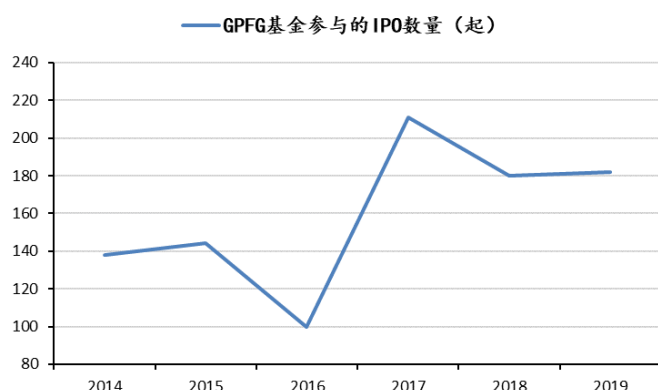
数据来源: CPPIB 年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

通过融资融券等方式寻求相对收益

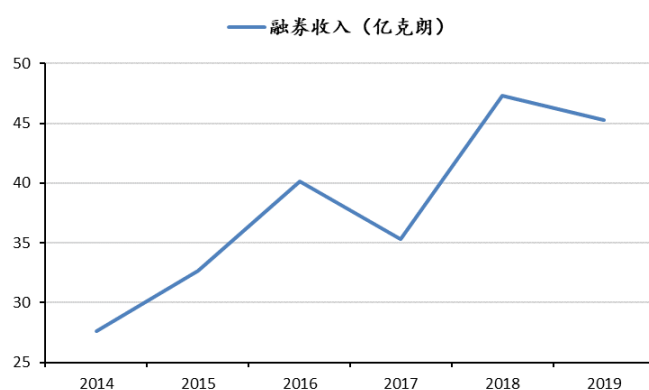
GPFG 主要通过参与 IPO、定增等方式来提高相对收益。融资方面, GPFG 基金通过参与更多 IPO、SEO 中, 通过获取发行溢价以提高收益率。2019 年, GPFG 基

金参与到 182 起 IPO 中，其中包括阿里巴巴集团控股、优步和百威等标的，随着 GPFG 基金参与 IPO 事件的积极度提升，GPFG 基金有望从股票发行的溢价中获取更高收益。融券方面，由于 GPFG 基金长期持有固定收益资产与权益资产，GPFG 基金可发展融券业务，将债券或股票出借给做市商以获取收益。2014-2019 年，GPFG 基金的融券收入从 27.58 亿克朗上升到 45.29 亿克朗，为 GPFG 基金开拓了新的营收增长点

图表 29: GPFG 每年参与的 IPO 数量接近 200 起



图表 30: GPFG 获取的融券收入规模



数据来源: NBIM 官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

阿布扎比投资局也积极参与各类 IPO，其中包括全球最大 IPO——沙特阿美上市。2019 年 12 月，沙特阿拉伯国家石油公司（沙特阿美公司）于 2019 年 12 月 5 日宣布，公司首次公开募股（IPO）的最终定价为每股 32 沙特里亚尔（约合 8.53 美元）。这意味着沙特阿美此次 IPO 将募集 256 亿美元资金，成为全球最大规模 IPO。沙特阿美公司主要依赖沙特及海湾（波斯湾）投资者支持，其中，据新京报报道，阿布扎比投资局也参与到沙特阿美的 IPO 中来，投资金额在 10-15 亿美元间。

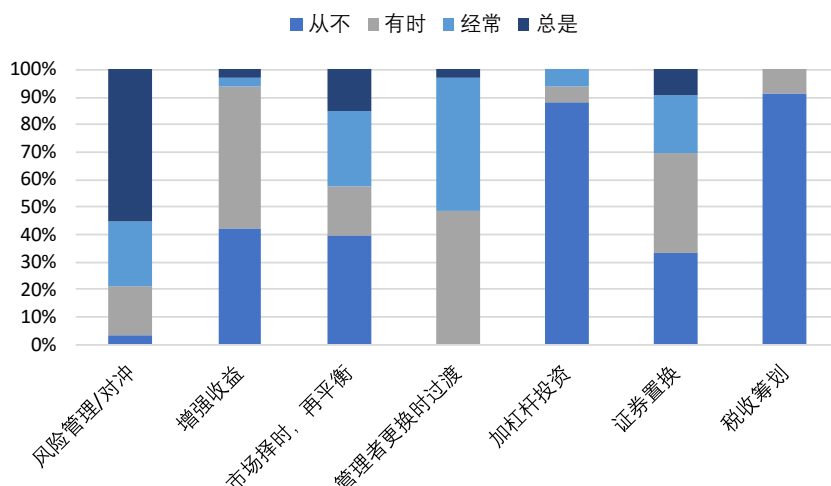
配置衍生品来对冲风险

在利率下行背景下，金融衍生品的运用对养老金的风险控制具有重要意义。每隔数年发生的金融市场动荡，使养老金不得不重视金融市场的短期波动。养老金承担的风险分为两类，一类是主动承担的风险，例如股票风险与信用风险；另一类是被动承担的风险，利率下行会导致固定收益资产的现值会出现波动，进而导致养老金出现被动承担的风险。通过运用金融衍生品，养老金可以中性化利率下行导致的被动承担的风险，进而优化组合的风险收益特征。

当前，多国养老金加强了对金融衍生品的运用。在英国，NAPF2012 年出具的报告显示，英国有 57% 的养老金计划使用衍生品；在美国，Ryan Labs2016 年的报告指出，现阶段 70% 的美国养老金都将衍生品作为其投资策略的一部分。在加拿

大，加拿大银行 2016 年的调查报告表明，2008 年金融危机以来，8 家公共养老金加强了金融衍生品的运用。在澳大利亚，2017 年 Milliman 对澳大利亚政府强积金管理人的调查发现，79% 的养老金“总是”或“经常”利用衍生品进行风险管理或对冲，从不运用的仅占 3%；52% 的养老金“时而”运用衍生品增强收益。

图表 31：澳大利亚养老金主要运用衍生品来管理风险



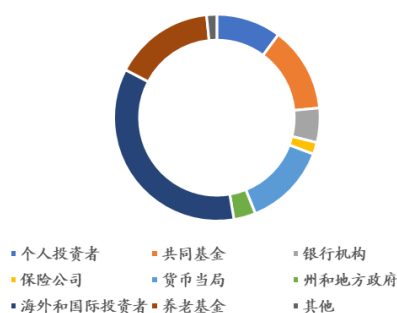
数据来源：《Milliman 2017 Australian Derivative Survey》，兴业证券经济与金融研究院整理

养老金重点配置国债，在利率下行背景下，运用国债期货进行风险对冲的重要性凸显。国债是养老基金配置的重点资产，以美国为例，截至 2019 年，养老金持有 15.73% 的美国国债，仅次于海外和国际投资者（35.32%）。在利率下行的背景下，美国国债收益率也一路下跌，2019 年，30 年期美国国债收益率已为 1.27%。为了对冲收益率下降、国债价格上升带来的投资成本上升，并拉长利率下行背景下的投资组合的久期，养老金可采用国债期货对投资组合进行管理。以 CalPERS 为例，CalPERS 的国债持仓持续上升，截至 2018 年，CalPERS 的固定收益资产持仓为 22.5%，同比上升 3.1 个百分点，而国债对固收资产的占比也从 2014 年的 33.80% 上升到 2018 年的 34.96%。同时，我们同样可以观察到，CalPERS 持有的固定收益期货多头头寸价值，也在持续上升。2016 年，CalPERS 持有的固定收益期货多头头寸价值仅为 337.71 亿美元，而截至 2019 年，对应指标则高达 2995.67 亿美元，远高于固定收益期货空头头寸（125.57 亿美元），可用于多头套期保值。

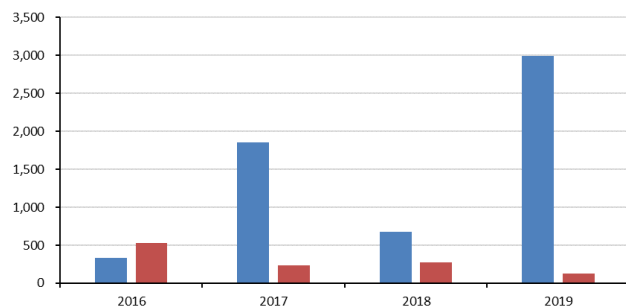
图表 32：各类美国国债持有者占比

图表 33：CalPERS 的固定收益期货头寸

各类美国国债持有者占比 (%)



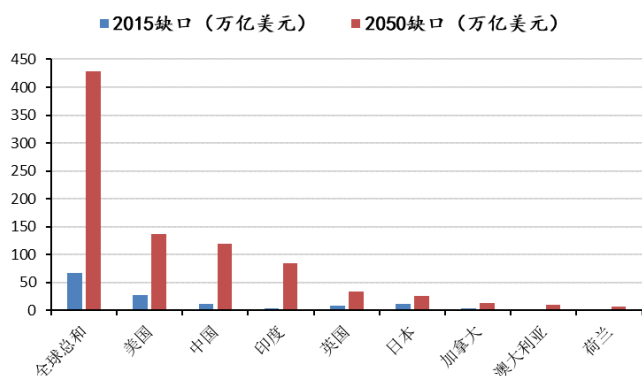
■ 固定权益期货多头 (亿美元) ■ 固定权益期货空头 (亿美元)



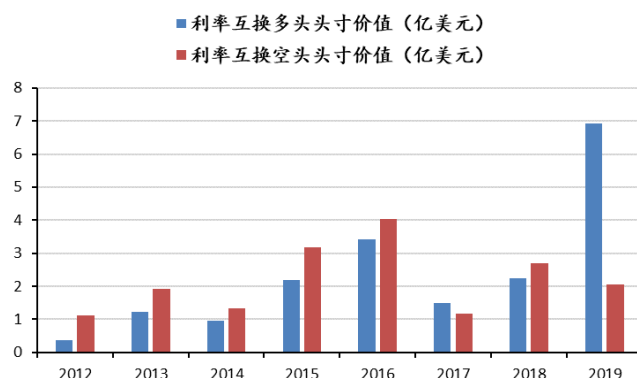
数据来源: Wind, CalPERS 年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

利率下行压力凸显期限错配问题, 利率互换可调整久期。老龄化趋势加大了养老金的支付压力。2017 年 5 月世界经济论坛发布的报告指出, 预计 2050 年全球养老金缺口将达到 400 万亿美元。Adams J 和 Smith D J (2009)²通过案例分析后发现, 由于养老金习惯于通过“借短贷长”获取更高收益率, 导致养老金利率敏感性资产的久期远低于利率敏感性负债。当利率下行, 养老金利息收入的增长慢于利息支出的增长, 即在利率下行的背景下, 期限错配使养老金蒙受损失, 进一步提升了养老金的支付压力。因此, 为了缓解期限错配对养老金的负面影响, 需要将利率敏感性资产对利率敏感性负债的久期差值从负提升到 0。养老金可以选择做多利率互换头寸, 相当于购入一份固定利率债券, 并卖出一份浮动利率债券, 而固定利率债券的久期往往高于浮动利率债券, 进而提升利率敏感性资产的久期。以 CPIIB 为例, 该养老金持续做多利率互换合约, 持有的利率互换多头头寸价值由 2012 财年的 0.37 亿美元上升到 2019 财年的 6.92 亿美元。

图表 34: 世界养老金将普遍出现缺口



图表 35: CPIIB 持有的利率互换头寸价值



数据来源: 世界经济论坛, CPIIB 年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

² Adams J, Smith D J. Mind the Gap: Using Derivatives Overlays to Hedge Pension Duration[J]. Financial Analysts Journal, 2009, 65(4): 60-67.

海外机构如何应战当前负利率浪潮？

为了使基金获取长期内的高收益率，并控制投资组合的风险，海外机构需妥善应对负利率常态化趋势。挪威主权基金在 2020 年 3 月发布了《Strategy for Norges Bank Investment Management 2020-2022》，对未来 3 年进行了投资展望，包括维持股权投资的高仓位、寻求对非上市公司的投资机会、加大对可再生能源基础设施的投资、将房地产投资组合对总市值的占比提升至 5%、从融资融券等资本运作中获取收益等，以应对负利率常态化趋势。

维持七成以上的权益资产配置

未来三年内，GPF 将保持 70% 以上的股权投资份额。2017 年，GPF 基金在股权投资的份额限制提高至 70%，而在 2019 年底，股权投资对总市值的占比已达到 70.83%。GPF 基金为了获取令人满意的长期回报率，愿意承担股票市场的波动风险，因此，GPF 基金将在未来三年内保持 70% 以上的股权投资份额，“不希望战略期间股权份额有任何变动”。尽管为了支付挪威政府的财政支出，GPF 基金需要出售大量资产，但 GPF 基金很有可能选择出售大量固定权益资产，以维持股权投资的高仓位。

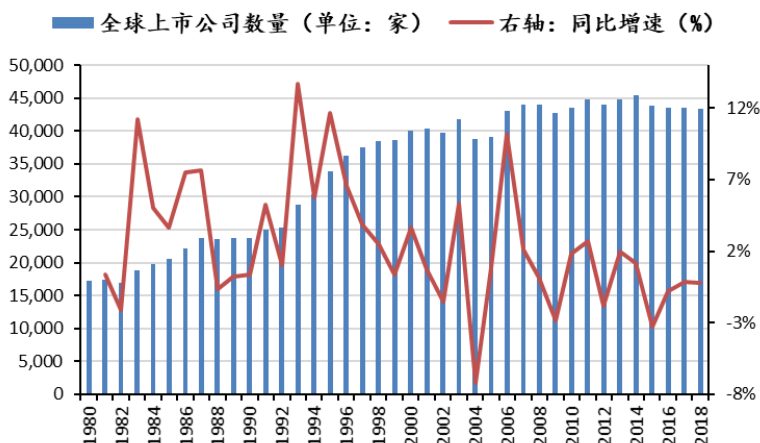
GPF 仍维持目前股债配比策略，在当前冲击后将再度购买股票资产来平衡其投资。尽管近期 GPF 的股票持仓出现缩水，但 CEO 表示从长期角度来看仍看好当前投资策略的前景。我们认为在疫情冲击与经济波动的冲击下，持仓中优秀的核心资产的业绩虽有一时波动，但核心竞争力并无损伤，在行业加速优胜劣汰的背景下，核心资产反而能够受益于集中度的提高。以沙特的 PIF 基金为例，该基金的股权投资占比高达 80%，而据英国《金融时报》称，“未来几周内 PIF 将积极参与交易……吸取 2008 年的教训，购进被低估的资产”。疫情冲击叠加经济波动，反而给核心资产创造了“买点”，给了 GPF 基金寻求“黄金坑”的良机。

挪威政府为应对经济危机，亟需增加财政支出，而 GPF 很有可能通过出售债券，为挪威政府“雪中送炭”。尽管 GPF 已竭力减小油价波动对基金本身经营业绩的冲击，但油价暴跌却会导致挪威政府的石油收入减少，进而影响到 GPF。当下，挪威政府为应对新冠疫情及可能到来的经济持续衰退，拟定了一系列财政支出计划，如每月 200 亿克朗的中小型企业补偿计划、超过 10 亿克朗的基础设施维修计划、超过 10 亿克朗的额外助学贷款计划等。然而，受油价暴跌波及，挪威政府的石油收入减少。为了施行新的财政刺激政策以应对危机，GPF 可能需要“反哺”经济（财政支取上限为 GPF 基金本金的 4%）。近期 GPF 的 CEO 在公开采访中表示，GPF 很有可能会出售债券来支付今年的政府支出。

扩大对非上市公司的投资来提高收益率

在 2020-2022 年的投资策略中，GPF 提出要寻求对非上市公司的投资机会。GPF 认为近年来全球 IPO 增速趋缓，2014-2018 年，全球上市公司数量连续减少，从 2014 年的 43877 家减少到 2018 年的 43342 家，意味着上市投资范围受限。为了获取更多的投资机会及获取更高的收益率，GPF 将考虑投资非上市公司。

图表 36：2014-2018 年间全球上市公司数量连续减少



数据来源：世界银行，兴业证券经济与金融研究院整理

多元化资产配置，将可再生能源基础设施纳入投资组合

GPF 开始投资可再生能源基础设施，进一步提升投资组合的多样性。2019 年 6 月 12 日，挪威议会通过决议，首次授权 GPF 基金投资可再生能源基础设施，未来将可动用 2% 的资产直接投向未上市的可再生能源项目，其中优先投资发达国家的风能与太阳能发电项目。

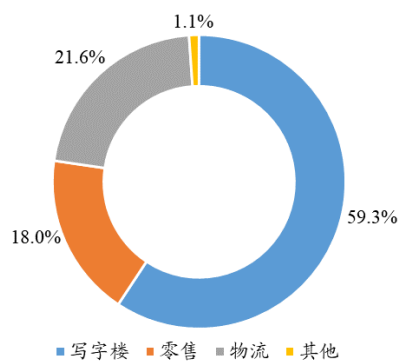
同时在 GPF 基金 2020-2022 年的投资策略中，细化了对可再生能源的投资目标。GPF 基金提出，截至 2022 年底，对可再生能源的投资将达到基金总市值的 1%。由于欧洲与北美的监管环境较为成熟，在能源基础设施的私募投资方面也经验丰富，因此，GPF 将把投资的地域重点放在欧洲和北美。2010 年至 2019 年上半年间，美国与欧洲的可再生能源投资额分别为 3560 亿美元和 6980 亿美元。因此，而投资的项目重点则是受价格波动影响小、现金流稳定的风能与太阳能发电资产。

提升房地产投资占比

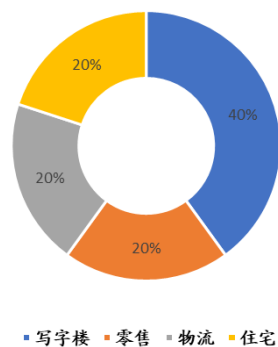
按照 GPF 的投资规划，截至 2022 年，房地产对总市值的占比应提升至 5%。截至 2019 年底，房地产投资对 GPF 基金市值的占比为 2.71%。而 GPF 基金提出，预计在 2022 年时，GPF 的房地产投资对基金市值占比要达到 5%。按细分类别来

看，GPFPG 预计 40%布局写字楼，20%零售商业地产、20%住宅和 20%物流，在房地产投资上也采用多元化策略。

图表 37：2018 年底 GPFPG 房产投资分类比例



图表 38：2020-2022 年 GPFPG 预计房产投资分类比例



数据来源：NBIM 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示： 本文基于历史数据进行客观分析，不构成任何投资建议

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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

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。分析中所做的回报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。本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。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn