

# 保险

## 境外险资长期资产配置趋势研究—投资端研究之二

**核心结论：**我们对美国、日本、英国、台湾地区及新加坡长周期的寿险资金投资情况进行分析，由于各个国家或地区在宏观环境、资本市场情况、境内可投资资产、负债端业务、监管环境、市场环境等方面均有所差异，因此呈现出不同的资产配置结果。但总结看，呈现以下特征：

- 1) 险资配置坚持审慎投资原则，传统账户资产整体稳健；
- 2) 投连账户偏好差异显著，高配股票；
- 3) 主流国家看，境外投资整体活跃，尤其是低利率地区往往进行较大比例的境外投资；
- 4) 下行的利率环境下，险企通过境外投资、增配权益减配固收以及一定程度的信用等级下沉等措施以降低利率下行对投资端的影响，但仍难以避免收益率长期趋势性下行。

**美国：一般账户以债券为主低配股票，独立账户支撑起权益资产配置规模。**美国一般账户企业债配置过半，股票配置极低约2%，整体投资十分稳健，同时固收类资产通过超长久期和适度提升信用风险容忍度获取溢价，投资收益率较高且长周期保持相对稳定。独立账户受政策、负债产品、资本市场等影响，70年代以后规模持续增长且高配股票，因此总体看长趋势上美国寿险对股票的配置持续增加，18年股票投资占比达28.6%。

**日本：低利率下投资依然稳健，境外投资持续增加。**日本作为典型的低利率国家，从资产配置结果看，整体显现出长久期、稳健配置的特征，对投资端非常保守，不断向规避风险、减小收益波动、充分利用境内外利率差异的趋势发展，近十年一般账户整体收益率水平维持在2%左右。

**英国：宽松监管下权益类及境外高配，信托基金配置显著增加。**英国保险投资监管极为宽松，债券配置相对稳定在40%左右，权益类整体配置较高超过40%，非投连也配置了较高权益，但呈现境内股票到境外股票再到信托基金的模式；此外英国对海外资产同样高配，收益率波动较美、日略高。

**台湾地区：低配权益高配境外，收益率较利率水平具备优势：**台湾地区寿险资金中股票配置持续维持个位数，利率持续下行环境中对所有固定收益类资产（存款、政府债、公司债、保单贷款及放款）配置持续下降，但仍进行非常多元的配置。境外配置由2006年的30.3%提升至2019年的66.4%；近年来主要寿险公司的总投资收益率基本稳定在3.5%以上，较地区利率环境具备优势。

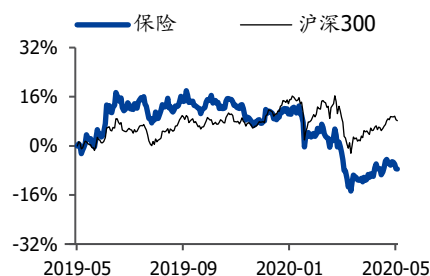
**新加坡：非投连账户权益配置明显增加，投连高配权益。**新加坡非投连账户仍然以债权类为主，占比大约稳定在60%左右，权益证券相较美国的一般账户配置明显更高，2016年以前配置20%以上，2017年以后开始稳定在30%以上，而对不动产、贷款、现金及存款等均持续减配。投连账户高配权益，投资收益率波动显著，尤其是投连账户的综合投资收益率波动较为剧烈。

**投资建议：**当前我国利率环境较以上国家及地区仍具有明显优势，同时由于监管及市场原因，险企对境外投资相对审慎且不可进行放贷款业务，但我国险资当前在专项债、基建非标、上市公司股权等方面仍然具备较大的配置机会，中短期对投资端无需过于担忧，上市险企预计仍能维持净投资收益率的相对稳定。

**风险提示：**长端利率下行风险；资本市场波动风险；资产负债久期缺口增加风险。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

分析师 赵耀

执业证书编号：S0680519090002

邮箱：zhaoyao@gszq.com

### 相关研究

- 1、《保险：2020年版重疾表征求意见 发生率整体下降 价格仍有空间》2020-05-08
- 2、《保险：“险”滩已过 潮平岸阔—保险行业20Q1综述》2020-05-01
- 3、《保险：重疾定义修订进行征求意见 定义规范、赔付下降、短期销售改善》2020-03-31



## 内容目录

1、核心结论 .....	3
2、美国：一般账户以债券为主低配股票，独立账户支撑起权益资产配置规模 .....	3
3、日本：低利率下投资依然稳健，境外投资持续增加 .....	5
4、英国：宽松监管下权益类及境外高配，信托基金配置显著增加 .....	7
5、台湾地区：低配权益高配境外，收益率较利率水平具备优势 .....	9
6、新加坡：非投连账户权益配置明显增加，投连高配权益 .....	11
投资建议 .....	13
风险提示 .....	13

## 图表目录

图表 1：美国寿险业资产配置及收益率情况 .....	4
图表 2：2018 年美国一般账户投资资产情况 .....	5
图表 3：2018 年美国独立账户投资资产情况 .....	5
图表 4：日本寿险资产配置情况 .....	6
图表 5：日本国债收益率及股市情况 .....	6
图表 6：日本寿险分类别投资收益率情况 .....	6
图表 7：英国保险基金配置情况 .....	7
图表 8：英国国债收益率及股市情况 .....	8
图表 9：英国保险基金中债券配置情况 .....	8
图表 10：英国长期险分账户资产配置情况（2013 年） .....	8
图表 11：英国保险业对外投资比例 .....	8
图表 12：英国保险业投资收益率情况 .....	9
图表 13：台湾地区公债收益率及股市情况 .....	9
图表 14：台湾地区金融机构资产规模情况（万亿新台币） .....	9
图表 15：台湾地区寿险资金运用情况 .....	10
图表 16：台湾地区产险资金运用情况 .....	11
图表 17：台湾主要寿险公司近年来投资报酬率情况（%） .....	11
图表 18：新加坡寿险资产配置情况（非投连） .....	11
图表 19：新加坡国债及权益市场情况 .....	12
图表 20：新加坡寿险资产配置情况（投连） .....	12
图表 21：新加坡寿险投资收益率情况 .....	12
图表 22：新加坡寿险综合投资收益率情况 .....	12

## 1、核心结论

我们对美国、日本、英国、台湾地区及新加坡长周期的寿险资金投资情况进行分析，由于各个国家或地区在宏观环境、资本市场情况、境内可投资资产、负债端业务、监管环境、市场环境等方面均有所差异，因此呈现出不同的资产配置结果。但总结看，呈现以下特征：

- **传统账户资产整体稳健：**审慎投资一直以来是险资投资的核心理念，传统账户看，美国一般账户股票配置仅为 2% 左右；日本、台湾地区总资产中股票配置均为 5% 左右，整体险资仍然以固收类为主，配置稳健。
- **投连账户均高配股票：**投连账户与传统账户资产偏好差异显著，美国及新加坡都单独披露了投连账户资产情况，股票的配置比例都在 80% 左右，英国由于基金连锁保险 (Unit-linked Insurance) 的快速发展，使得整体投资资产中权益类占比明显提升。
- **全球主流国家看，境外投资整体活跃，尤其是低利率地区往往进行较大比例的境外投资：**台湾地区、日本境外投资分别占比 66%、25%，以北美固收类资产为主；英国险资境外投资比例也达 30% 以上；美国境外投资同样占到总资产的 15% 左右，以加拿大及欧洲资产为主。
- **下行的利率环境下，险企通过境外投资、增配权益减配固收以及一定程度的信用等级下沉等措施以降低利率下行对投资端的影响。**

## 2、美国：一般账户以债券为主低配股票，独立账户支撑起权益资产配置规模

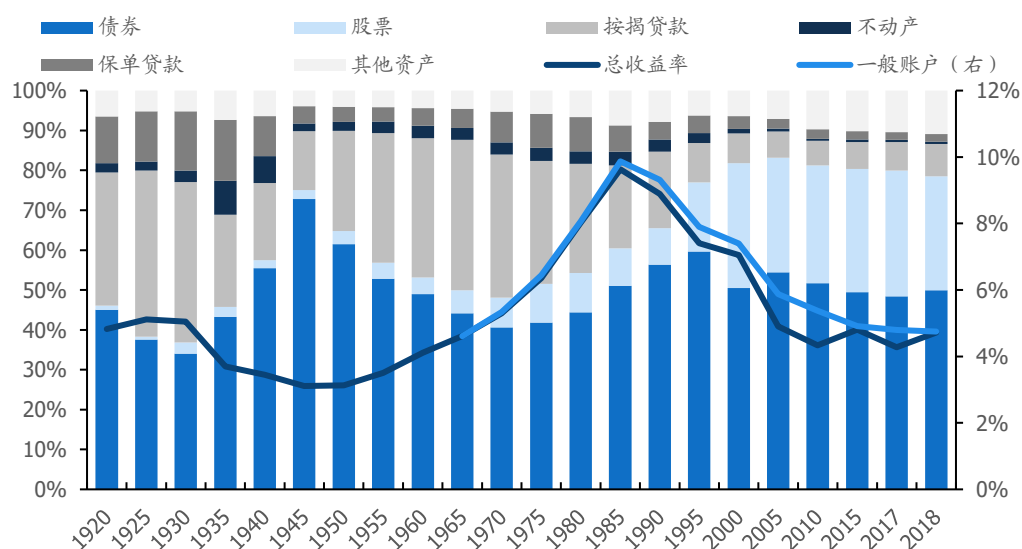
**美国寿险业按照保单责任分为一般账户与独立账户：**一般账户 (General Account) 主要是承担保证收益的保单，如寿险保单；而独立账户 (Separate Account) 主要承担有一定投资风险的保单，如变额年金、变额寿险和养老金产品，对独立账户投资基本没有限制。2018 年美国寿险业总投资资产 7 万亿美元，其中一般账户资产 4.4 万亿美元，较 17 年底增长 1.4%，在总资产中占比 64.4%；独立账户占比自 90 年代以来显著提升，但 18 年规模 2.5 万亿美元，较 17 年底下降 9.2%，占比也下降 2.6 个百分点至 35.6%，主要为美股 18 年开始波动明显加剧。

**主要特征：**一般账户企业债配置过半，股票配置极低，整体投资十分稳健；长期看按揭贷款占比下降最为明显，近 20 年来债券配置同样下降，而随着 70 年代以后独立账户规模的持续增长而总体看长趋势上对股票的配置持续增加，18 年股票投资占比 28.6%。

- **固收类资产通过超长久期和适度提升信用风险容忍度获取溢价：**18 年一般账户国债配置中十年期以上债券占比超过 70%，而对高等级债券中 Class 2 (均为高等级债券，但信用风险高于 Class 1) 持续增配 (07 年 21.0% 提升至 18 年 31.1%) 获取溢价。

- 一般账户以固收类资产尤其债券为主，独立账户股票配置比例较高：2018 年美国寿险一般账户股票配置比例仅为 2%，而企业债配置达 50%；独立账户股票配置超过 75%，但基本只为获取分红而进行的长期持股。
- 独立账户的快速发展及股票配置的增加主要受几方面影响：
  - ✧ 1) 政策方面，60 年代开始美国寿险开始发展独立账户，独立账户资产配置可以突破监管的比例限制，一直以股票为主，而一般账户配置稳健保守。
  - ✧ 2) 产品方面，70 年代前后美国推出了各种寿险产品，包括类似投连险、变额年金、各类投资型寿险等，同时美国养老金体系中的第二支柱的代表 401(K)及第三支柱的 IRA 分别也是在 1978 年及 1974 年开始设立，长期保险及投资型保险资金明显增加。
  - ✧ 3) 利率与股市环境：80 年代开始每美国利率持续下行，同时股票市场长期上行，股票相对收益率优势明显，同样也使得独立账户规模快速扩张。
- 境外发达国家资产同样高配：近年来对境外资产配置基本占到总资产的 15%左右，以加拿大及欧洲债券资产为主，美国寿险业的境外投资明显较产险业更为活跃。

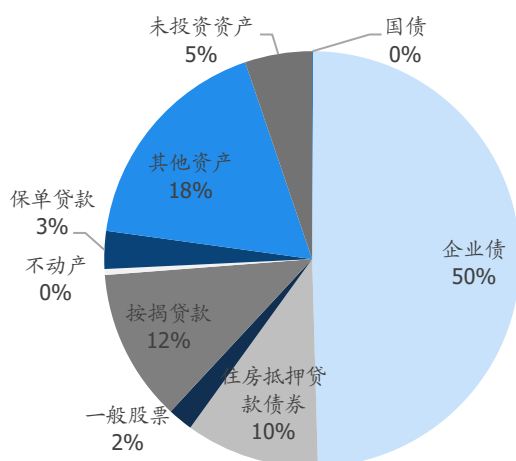
图表 1: 美国寿险业资产配置及收益率情况



资料来源: ACLI, 国盛证券研究所

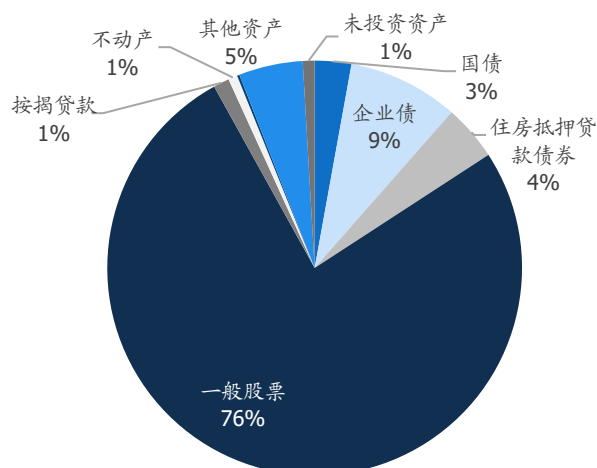
- 投资收益率较高且长周期保持相对稳定：2009 年以来净投资收益率维持 4-5%，其中一般账户在 5%左右。2013 年以来固定收益类资产收益率基本保持在 4.5-5%的水平，即使在 2008 年金融危机期间收益率仍能维持 5%以上，由于独立账户换手较低交易波动并不明显，股票类资产的收益率通常仅略高于股息率，股价的涨跌（未实现的浮盈浮亏）基本未反映在收益率中。

图表 2: 2018 年美国一般账户投资资产情况



资料来源: ACLI, 国盛证券研究所

图表 3: 2018 年美国独立账户投资资产情况



资料来源: ACLI, 国盛证券研究所

### 3、日本：低利率下投资依然稳健，境外投资持续增加

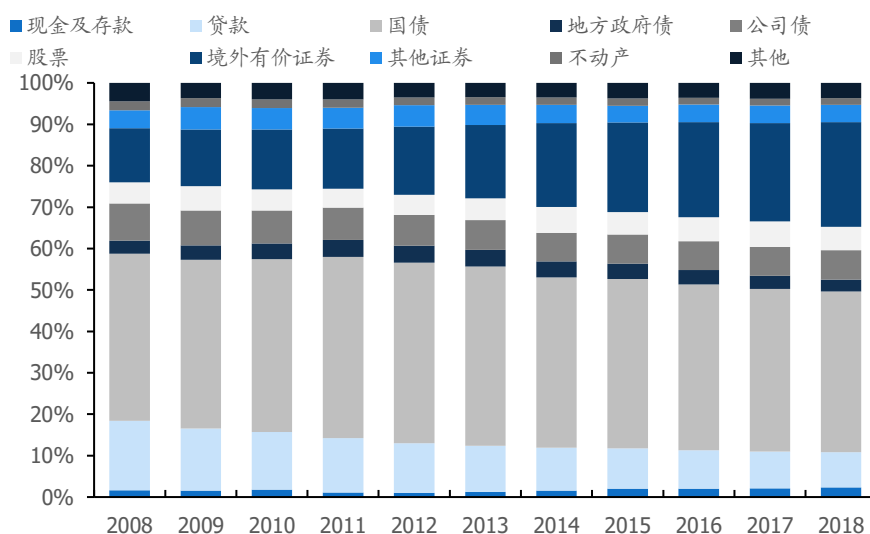
日本是最为典型的低利率国家，90 年代以后利率水平持续走低，甚至 10 年期国债收益率在 2012 年以后也持续低于 1% 且一度在 16 及 19 年出现过负利率的情况。

**主要特征：**从资产配置结果看，整体日本市场显现出长久期、稳健配置的特征，对投资端非常保守。国债一直以来占比 40% 左右，境外资产配置持续增长，2018 年已经提升至 24.9%，其中仍然以利率水平具备优势地区的债券资产为主。对股票持续低配，基本维持在 5-6% 的水平，对现金及不动产的配置同样也都只有 2% 左右。

- 从整体资产配置的趋势看，日本寿险业资产配置不断向规避风险、减小收益波动、充分利用境内外利率差异的趋势发展。最为明显的是政府债（国债+地方政府债）配置从 1995 年的 16.7% 提升至 2018 年的 41.0%、受泡沫经济影响较大的贷款由 1995 年的 35.9% 下滑至 8.6%、股票资产配置在 1995 年有将近 20% 的占比之后持续下降。
- 从更长的周期看，50 年代以来权益持续下行、贷款在 60-80 年代达到高点后持续下行，对债券尤其是国债配置在 2000 年以后持续增加，境外资产在 80 年代以后震荡提升，08 年以后提升趋势更为明显。



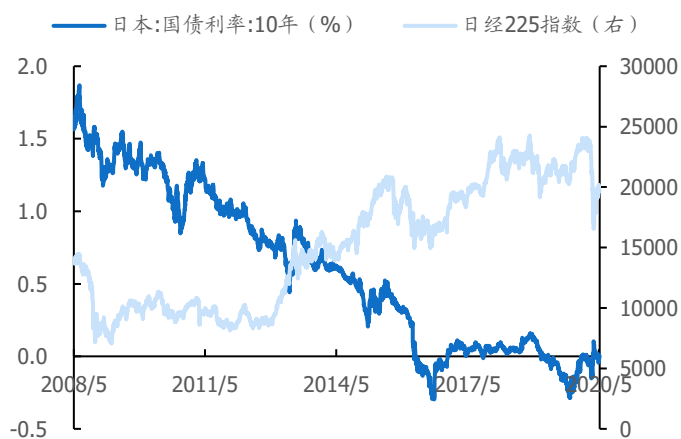
图表4：日本寿险资产配置情况



资料来源：日本寿险行业协会，国盛证券研究所

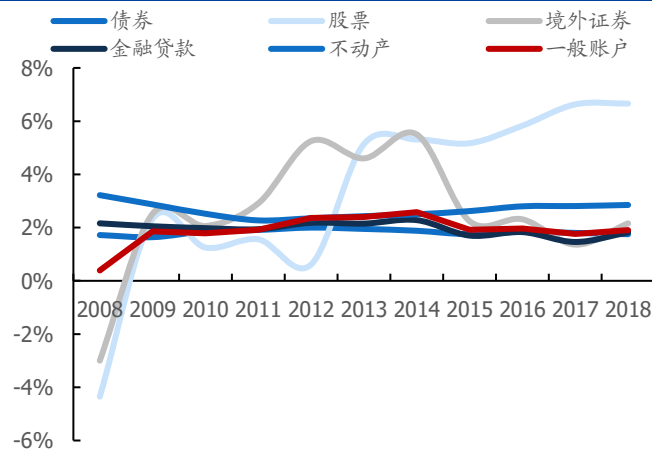
- 日本寿险公司近十年一般账户整体收益率水平维持在 2% 左右，在 2012-2014 年期间主要受益于境内股票和境外有价证券较高的收益水平，使得一般账户收益率水平达到 2.5% 左右，其中股票资产的收益率高于整体，同时波动也相对略高。

图表5：日本国债收益率及股市情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表6：日本寿险分类别投资收益率情况



资料来源：日本寿险行业协会，国盛证券研究所

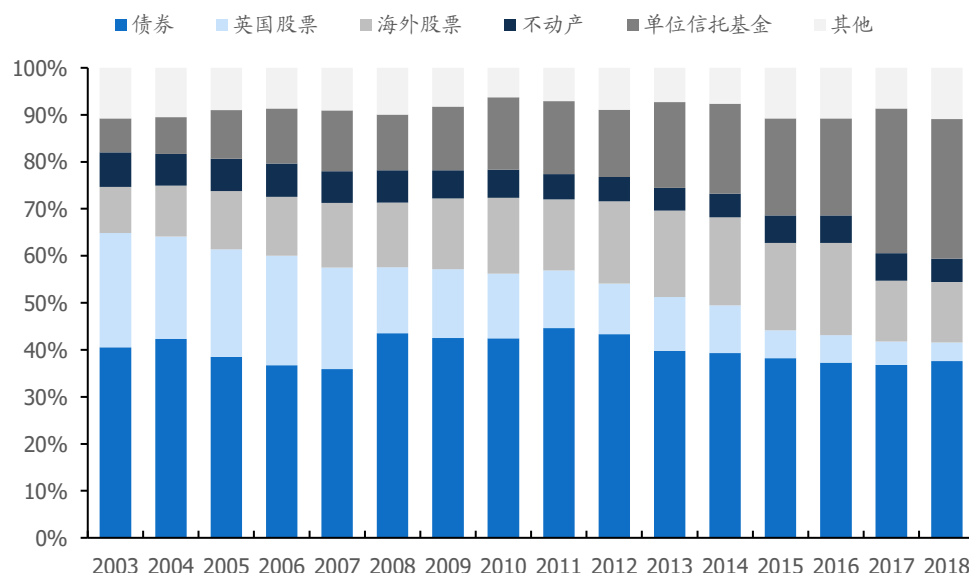
## 4、英国：宽松监管下权益类及境外高配，信托基金配置显著增加

英国 2000 年以来经历了利率温和下行、股市震荡上行的市场环境，作为保险发展历史最为悠久的国家，其投资端监管模式不同于主流国家的大类资产比例限制方式，而是更为宽松，以审慎监管和偿付能力要求间接监管投资业务，因此资产配置也体现出一些差异。

**主要特征：**债券配置相对稳定在 40% 左右，但逐步由公共部门债券转向私人部门债券；权益资产同样是主要的配置资产之一，比例长期维持与债券相近，12 年以后随着利率趋势下行，比例甚至逐步超过债券，但呈现境内股票到境外股票再到信托基金的模式。

- **债券配置相对稳定，但公共部门债券长周期上配置下滑：**英国保险基金（含寿险及非寿险）中对债券配置稳定在 40% 左右，其中公共部门债券由 2003 年的 20.4% 下滑至 2017 年的 14.9%；私人部门债券维持在 20% 左右。
- **长周期看信托基金成为最主要投资方式：**20 世纪 90 年代互联网泡沫以后，英国保险资金投资就呈现较为明显的“去股权、降风险”的趋势；而后随着基金连锁保险（Unit-linked Insurance）保费规模的快速扩张，英国保险基金中投资单位信托基金（Unit Trusts）的比例从 2003 年的 7.2% 提升至 2017 年的 23.5%，成为最主要的投资方式。英国单位信托类似美国共同基金或我国的公募基金，同时以权益市场为主要的投资方向。

图表 7：英国保险基金配置情况



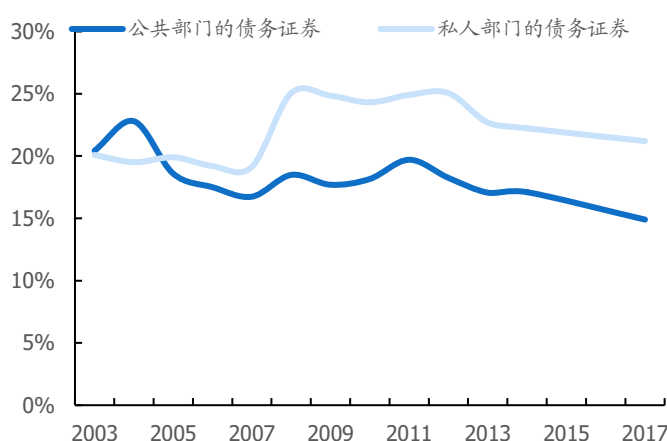
资料来源：ABI，国盛证券研究所

图表 8: 英国国债收益率及股市情况



资料来源: ABI, 国盛证券研究所

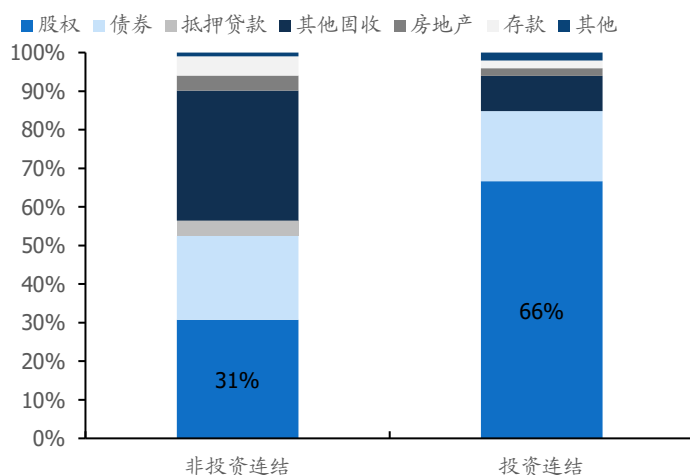
图表 9: 英国保险基金中债券配置情况



资料来源: ABI, 国盛证券研究所

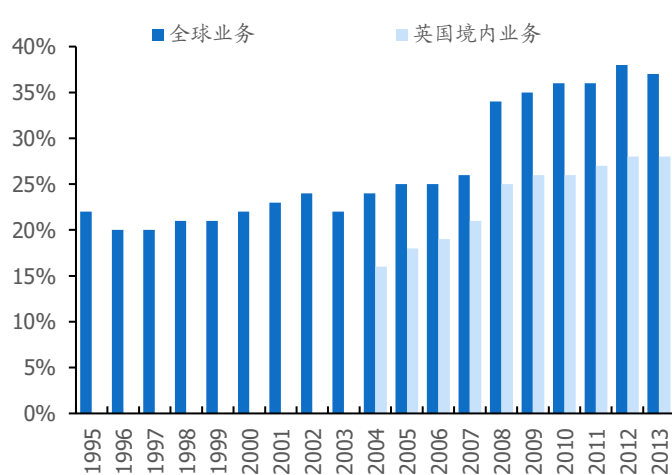
- **权益类整体配置较高, 非投连也配置了较高权益, 同时逐步加配境外、减配境内股票, 对海外资产高配:** 英国整体权益类配置比例较高, 如计算境内股票+海外股票+单位信托基金, 则 2003 年以来基本维持在 40%以上, 2013 年以来均超过 45%。其中, 对境内股票配置由 2003 年的 24.3%持续下降至 2018 年的 3%; 对海外股票配置逐步增加超过境内股票, 但后期都以单位信托基金形式进行投资。分账户看, 即便非投连账户股权类投资也明显超过主流国家, 长期较高的权益配置比例更多与英国 70-80 年代的高通胀的历史因素有关, 此外投连险为英国最主流险种。如再看到整体境外资产情况, 英国与日本类似, 海外投资极为活跃, 全行业接近 40%的资产投资于境外业务, 如仅考虑境内业务比例也接近 30%, 在 08 年金融危机以后境外投资有进一步提升的趋势。
- **投资收益率长期呈现下降趋势, 同时波动相对美国及日本更高:** 英国由于权益资产配置明显更高, 因此投资收益率波动也相对较日本及美国更为明显, 但英国的权益类投资大多同样是以长期持有为目的, 因此波动性较我国更小一些, 2008 年金融危机以前收益率整体在 4%左右, 金融危机后下降至 3.5%左右。

图表 10: 英国长期险分账户资产配置情况 (2013 年)



资料来源: ABI, 国盛证券研究所

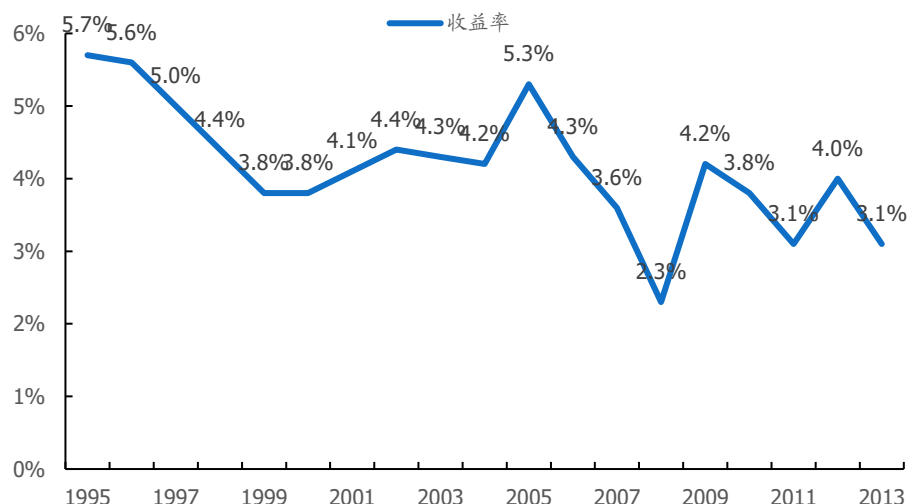
图表 11: 英国保险业对外投资比例



资料来源: ABI, 国盛证券研究所



图表 12: 英国保险业投资收益率情况

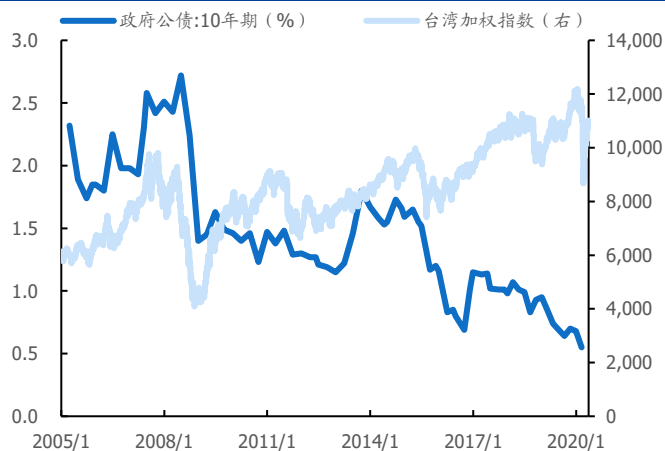


资料来源: ABI, 国盛证券研究所

## 5、台湾地区：低配权益高配境外，收益率较利率水平具备优势

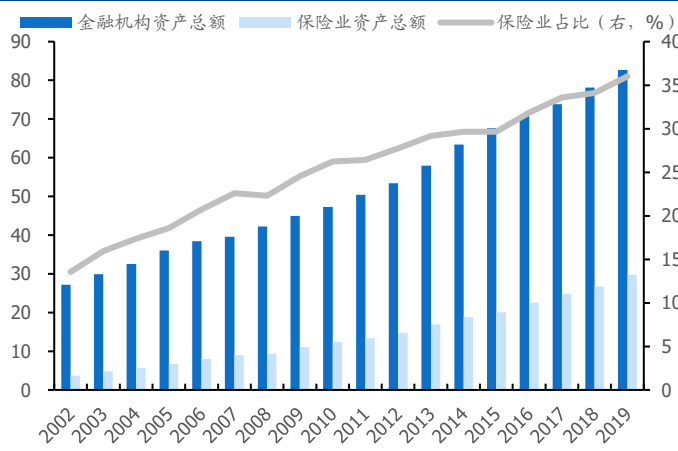
台湾地区 2000 年以后 10 年期政府债利率温和下行至 1% 以内，而股票市场震荡上行；台湾地区由于保险业资产相对体量大、且地区内可投资资产较为有限，因此寿险业资金投资上与日本寿险投资风格较为相似，但收益率更具优势。

图表 13: 台湾地区公债收益率及股市情况



资料来源: 台湾财团法人保险事业发展中心, 国盛证券研究所

图表 14: 台湾地区金融机构资产规模情况 (万亿新台币)



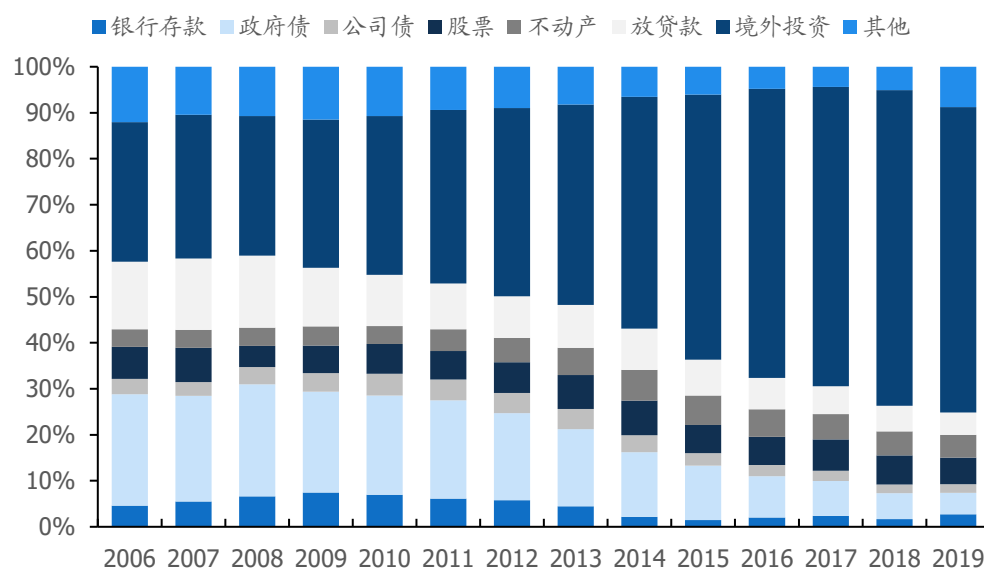
资料来源: 台湾财团法人保险事业发展中心, 国盛证券研究所

**主要特征:** 寿险资金中股票配置持续维持个位数，利率持续下行环境中对所有固定收益类资产（存款、政府债、公司债、保单贷款及放款）配置持续下降，境外配置由 2006

年的 30.3% 提升至 2019 年的 66.4%；产险投资相对更为均衡。

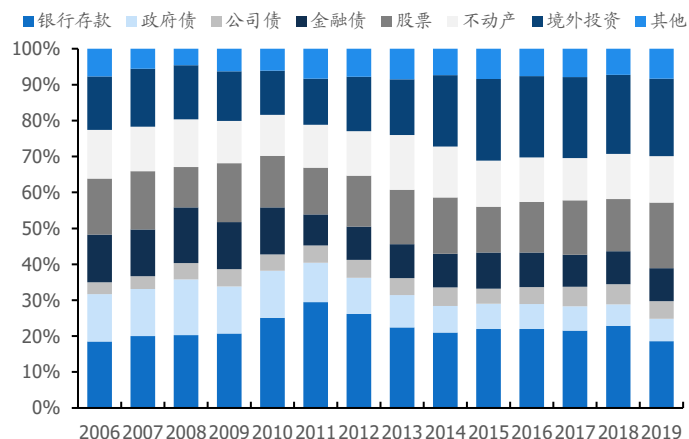
- **以债券为主的境外资产持续高配，与利差水平及监管密切相关：**一方面由于台湾地区的利率水平持续下行；另一方面台湾地区保险业尤其是寿险业资产相对规模较大，占到金融机构总资产的 1/3 以上，承担了对理财及储蓄的需求，且期限也相对更长，而地区内可投资资产尤其是长债及超长债供应相对有限，因此持续增加对境外资产的配置，同时监管层面也应对险企的诉求数次修订相关准则持续放宽境外投资的比例限制，目前对境外投资设立了 45% 的上限。2019 年寿险资金中 2/3 进行境外资产配置（此处境外口径与监管要求的口径存在差异）。境外资产配置大约 90% 为境外债券，其中北美债券占比接近一半；此外海外地产同样受到台湾寿险公司青睐。
- **境内寿险资金进行多元配置：**以 2019 年台湾地区寿险资金运用情况看，除了境外资产以外，对境内资产的配置较为多元，包括股票占比 5.8%、不动产占比 4.9%、放款与保单贷款占比 4.9%、政府债占比 4.7% 等，充分运用了各类资产及投资工具。
- **由于境外资产的高配，主要寿险公司的投资收益率较利率水平具备优势：**以台湾几大寿险公司的收益率情况看，17-19 年总投资收益率基本维持稳定在 3.5% 以上，相对于地区 10 年期政府债不到 1% 的收益率具备优势。

图表 15: 台湾地区寿险资金运用情况



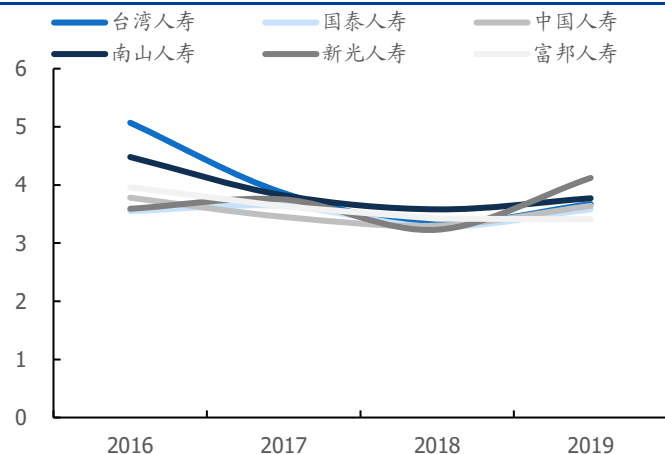
资料来源：台湾财团法人保险事业发展中心，国盛证券研究所

图表 16: 台湾地区产险资金运用情况



资料来源: 台湾财团法人保险事业发展中心, 国盛证券研究所

图表 17: 台湾主要寿险公司近年来投资报酬率情况 (%)

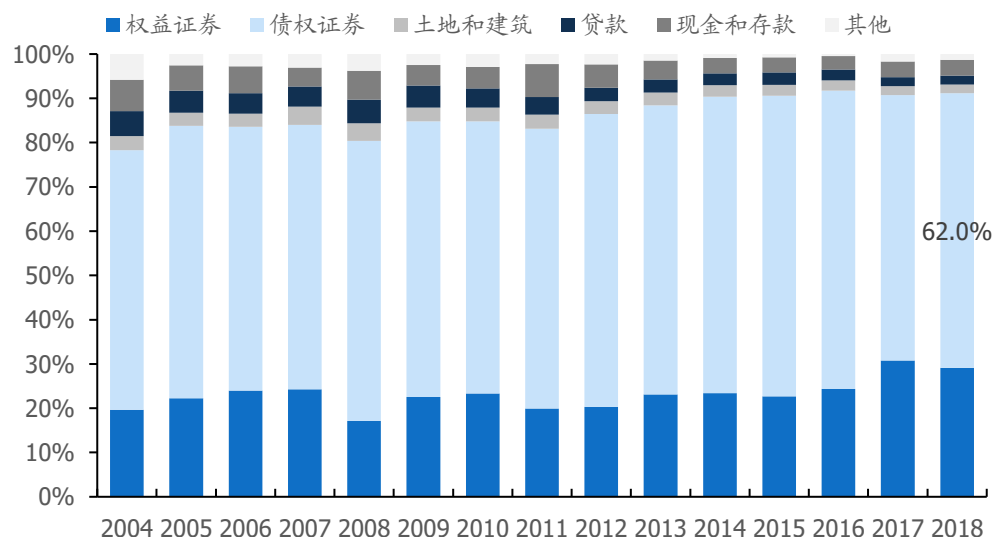


资料来源: 台湾财团法人保险事业发展中心, 国盛证券研究所

## 6、新加坡: 非投连账户权益配置明显增加, 投连高配权益

新加坡利率环境较其他发达国家仍具备一定的优势, 十年期国债收益率 2010 年以来基本维持在 2% 左右, 20 年以后快速下滑至 1% 以内; 权益市场呈现震荡上行趋势。新加坡寿险资金运用同样分非投连账户及投连账户, 其中投连账户权益配置与美国独立账户类似, 达 80% 左右, 因此收益率呈现出极大的波动。

图表 18: 新加坡寿险资产配置情况 (非投连)



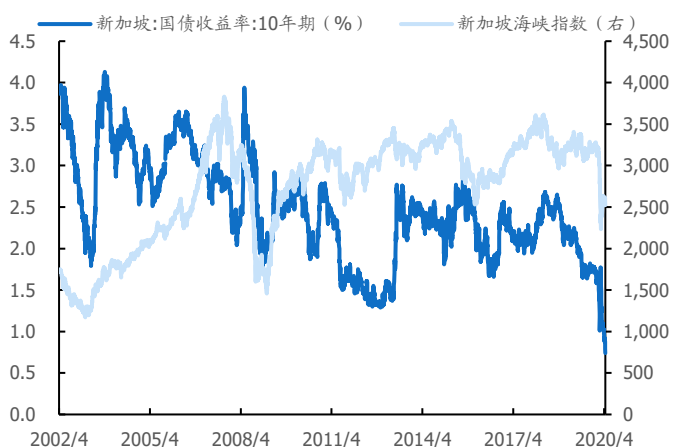
资料来源: MAS, 国盛证券研究所

**主要特征:** 非投连账户仍然以债权类为主, 占比大约稳定在 60% 左右, 权益证券相较美国的一般账户配置明显更高, 2016 年以前配置 20% 以上, 2017 年以后开始稳定在

30%以上，而对不动产、贷款、现金及存款等均持续减配。投连账户高配权益，投资收益率波动显著。

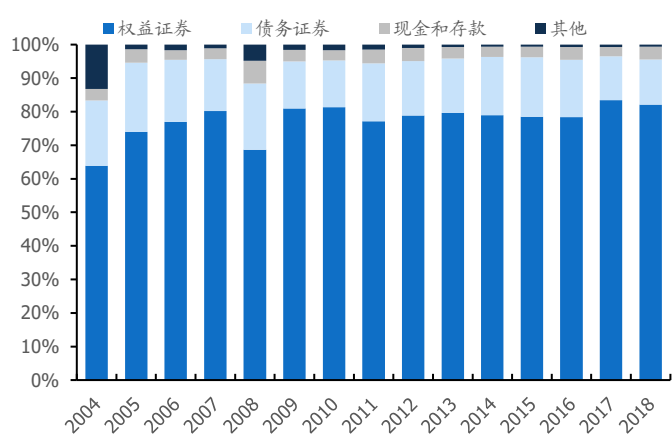
- **非投连以债权配置为主，但股票配置整体增加：**新加坡非投连账户中以债权投资为主，占比稳定在60%左右，长周期上对股票配置尤其在2017年以后明显增加，由2004年的19.6%增长到2018年的29.1%，而对不动产、贷款、现金及存款的配置均呈现下降趋势，总配置占比由2004年的15.9%降至2018年的7.5%。
- **投连账户高配权益，对债权配置仍有下降：**新加坡投连资产规模大约为非投连资产的20%且相对稳定，当前对股票的配置提升至80%以上，对债权配置由2004年的19.5%下降至2018年的13.5%。
- **净投资收益率相对稳定，投连账户波动显著：**新加坡非投连资产当前净投资收益率稳定在3%以上，而非投连不足1.5%；总投资收益率方面，非投连资产2010年以来基本处在3-5%的区间，平均值为3.8%，期间投连资产总投资收益率并不具备优势，平均值仅为2.6%。如测算综合投资收益率口径，非投连资产2010年以来平均为4.2%，投连资产波动则更为显著。

图表 19: 新加坡国债及权益市场情况



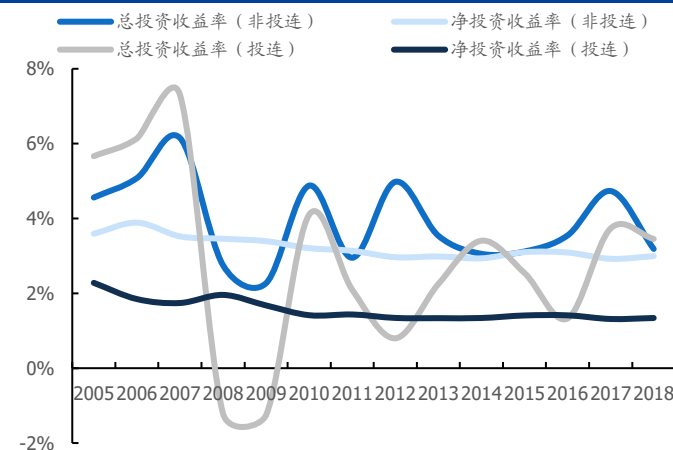
资料来源: MAS, 国盛证券研究所

图表 20: 新加坡寿险资产配置情况 (投连)



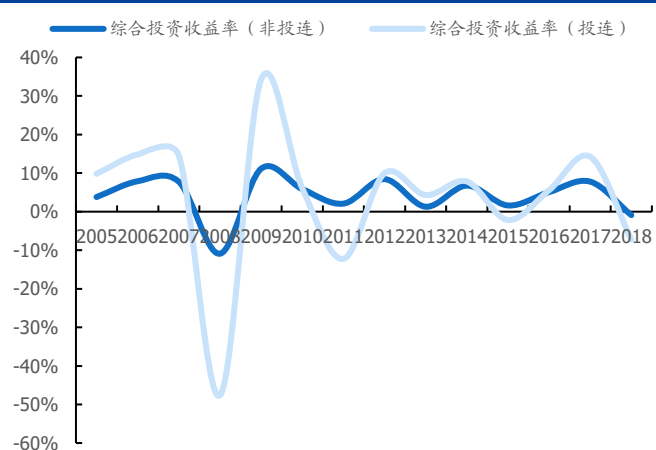
资料来源: MAS, 国盛证券研究所

图表 21: 新加坡寿险投资收益率情况



资料来源: MAS, 国盛证券研究所

图表 22: 新加坡寿险综合投资收益率情况



资料来源: MAS, 国盛证券研究所

- **新加坡寿险资金资产配置原因分析：**新加坡以境外投资为主，同时市场集中度较高且主体基本为外资寿险公司。较高的人均收入水平使得投连险同样较为发达，大约占到总寿险资金的 20%，同时股票市场较日本表现更好，因此整体对权益资产配置也相对更高。

## 投资建议

当前我国利率环境较以上国家及地区仍具有明显优势，同时由于监管及市场原因，险企对境外投资相对审慎且不可进行放贷款业务，但我国险资当前在专项债、基建非标、上市公司股权等方面仍然具备较大的配置机会，中短期对投资端无需过于担忧，上市险企预计仍能维持净投资收益率的相对稳定。

## 风险提示

- 1) 如长端利率持续下行，将给保险公司固收资产再配置带来持续的压力；同时如长期较低的利率环境，也会给公司负债端业务带来压力。
- 2) 权益市场波动将直接影响保险公司的总投资收益率，进而影响当期利润表现；
- 3) 如险企资产负债久期缺口持续增加，对到期资产再配置有一定压力。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

<b>北京</b> 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>上海</b> 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
<b>南昌</b> 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>深圳</b> 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com