

如何展望存款搬家资金流向？



王子瑜 分析师

SAC 执业编号: S0080522070019
SFC CE Ref: BTC623
ziyu.wang@cicc.com.cn



李少萌 分析师

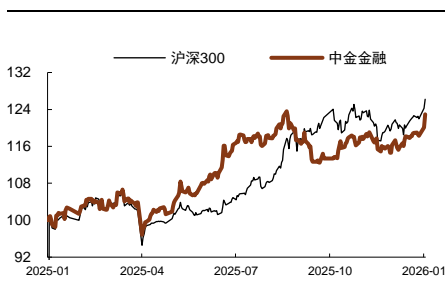
SAC 执业编号: S0080524060011
shaomeng.li@cicc.com.cn



林英奇 分析师

SAC 执业编号: S0080521090006
SFC CE Ref: BGP853
yingqi.lin@cicc.com.cn

纵轴: 相对值 (%)



中金一级行业: 金融

资料来源: Wind, 彭博资讯, 中金公司研究部

- 金融 | 公募基金销售新规落地, 机构业务怎么做? (2026.01.04)
- 银行 | 理财2026年展望: 存款搬家、资产配置新叙事 (2025.12.10)
- 银行 | 理财增配含权基金——3Q25理财委外回顾 (2025.11.16)
- 银行 | 银行自营资产配置的线索——上市银行1H25金融投资业务综述 (2025.09.23)
- 金融 | 商业银行机构、零售客群服务手册: 公募基金第三阶段降费的影响 (2025.09.21)

更多作者及其他信息请见文末披露页

行业动态

行业近况

资本市场现阶段对于存款搬家的关注明显提升, 这一叙事的确定性似乎正在逐步增强; 年初至今保险开门红和股市积极的表现, 也一定程度印证了存款资金活化的潜力。我们在报告《[理财 2026 年展望: 存款搬家、资产配置新叙事](#)》提及, 2026 年居民有望在 2025 年存款搬家的趋势下, 额外再新增约 2-4 万亿元左右的活化资金流向非存款投资领域。那么存款搬家后, 居民资金将流向何处? 哪些领域与产品更有望受益?

评论

2026 年存款到期节奏将更为前置。基于 42 家 A 股上市银行存款重定价结构, 我们测算 2026 年居民长期限定存将有 32 万亿元到期 (2 年及以上), 同比多增 4 万亿元; 其中 61% 的存款或将在 Q1 到期, 对比 23-25 年 51%-58% 的水平, 今年存款到期的节奏更为前置。考虑到银行存款重定价的幅度也进一步走扩, 我们对一季度整体资金活化的空间更为乐观。

居民风险偏好的启示。基于现阶段中国居民资产负债表与收入预期的表现, 并参照日本低利率时代居民金融资产变迁的历史, 我们认为在 2026 年中国居民具备风险偏好小幅上行的条件, 居民资产配置将呈现存款活期化、产品资管化的特征; 但风险偏好的快速改善还需要依靠居民资产负债表的修复, 现阶段可能并不显著。

资金流向展望: 看好保险、固收+、私募基金的增量。1) 我们看好保险需求增量, 尤其是来自银保渠道的转化; 分红险稳健收益的特征已具备稀缺性, 银行财富管理转型也有望带动产品增量。年初以来保险开门红的趋势已有所印证, 保费收入有望同比多增。2) 银行理财卡位优势明显, 但需关注平滑估值整改后的净值波动压力, 部分投资者仍对理财真实风险存在预期差, 26 年理财增速预计为 8-12%。3) 固收+产品星辰大海, 低利率环境与资本市场改革深化均有望提升固收+产品的性价比, 基金销售费改正式稿也保障了个人持有债基的流动性 (7 日免赎)。4) 中高风险投资中, 我们看好私募基金景气度有望延续, 其主要受益于实体投资减弱带动私行业务景气度、量化私募赚钱效应等; 而存款搬家资金直接流入股市、配置主动股混基金, 则需居民资产负债表的支撑。5) 定存流动性补偿降低后, 货币基金的配置需求也有望延续。

风险

银行扩表意愿增强; 资本市场波动; 居民资产负债表恶化。

目录

如何展望存款搬家资金流向?	3
存款到期节奏的线索	3
居民风险偏好的启示	6
资金流向展望	9

图表

图表 1: 居民长期存款到期规模测算 (基于重定价结构, 与实际合同期限可能存在小幅误差)	3
图表 2: 2026 年居民长期定存到期节奏更为前置, 一季度存款到期量或占全年的 61% (按照存款发行当年月度居民定存净增量结构分布测算, 并不代表实际到期量, 我们仅对到期分布做大致预估; 从绝对数额上来看部分月份为负主要由于往年当期居民定存净减少)	4
图表 3: 银行新发零售定存报价: 2026 年长期存款重定价幅度将走扩	4
图表 4: 存款搬家趋势在 2024 年已开启	5
图表 5: 超额储蓄具备潜在的资金活化空间	6
图表 6: 日本居民金融资产配置时间序列数据	7
图表 7: 近年来, 日本居民收入上行改善资产负债表与收入预期	7
图表 8: 中国大陆现阶段房价或仍有下行压力	8
图表 9: 2024 年末房地产占中国居民总资产的 49%, 近年来呈现下行趋势	9
图表 10: 基于中性预期, 我们预计 2026 年理财行业规模增长 8% 左右至 36.0 万亿元	11
图表 11: 纯固收低波理财预计仍是基本盘, 含权理财有望实现 20% 的同比增速	11
图表 12: 私募基金销售实现较快的同比增长	12
图表 13: 中资商业银行私人银行业务景气度进一步提升	12
图表 14: 招商银行私行客户数同比增速达 15.3%	13
图表 15: 招商银行代理私募基金增速领先	13
图表 16: 个人投资者持有公募基金份额变化: 1H25 个人持增持固收+债基以及被动指数型基金, 减持主动股混基金 (当期累计, 单位: 十亿份)	13

如何展望存款搬家资金流向？

存款到期节奏的线索

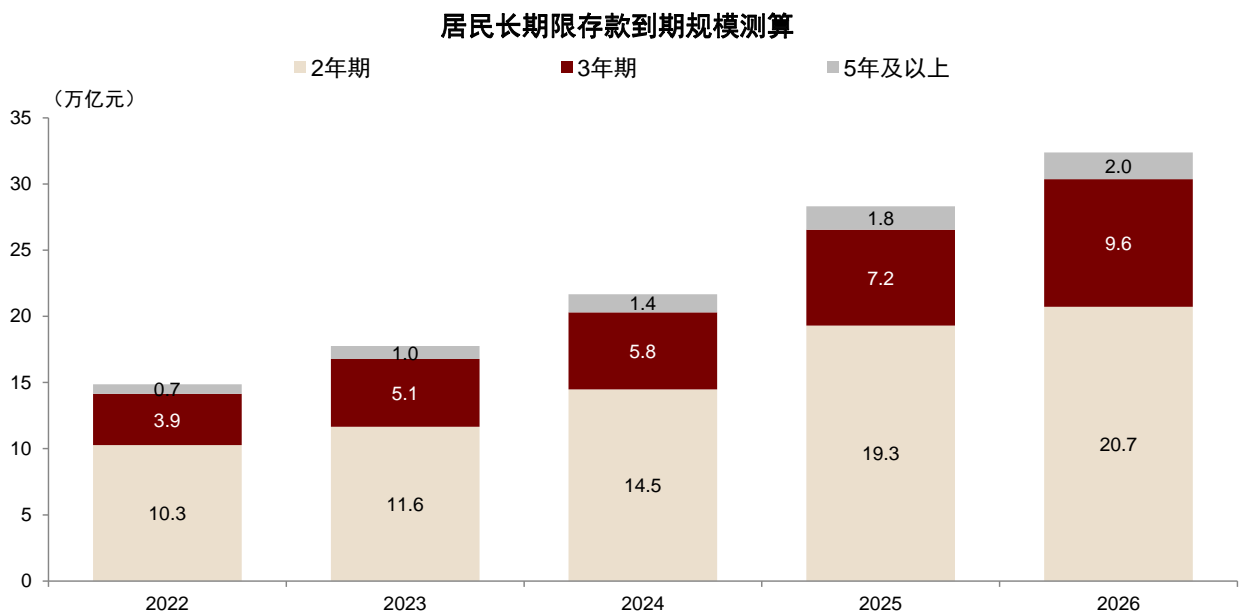
居民存款到期规模扩大。基于 42 家 A 股上市银行存款重定价期限结构，我们对 2026 年到期的居民存款体量进行测算。整体来看，2026 年将有 20.7 万亿元、9.6 万亿元、2.0 万亿元的 2 年期、3 年期、5 年期及以上居民定期存款到期，相较 2025 年同比多增 4 万亿元；我们测算上述存款重定价后，定价将分别下行 72bp、142bp、168bp，更大幅度的重定价将推动定期存款搬家。其中，由于 2023 年居民新增定期存款体量较大，我们预计 2026 年累计到期 3 年期定期存款规模将达到 9.6 万亿元，比 2025 年多增 2.4 万亿元。

从全年到期节奏层面来看，2026 年存款到期节奏将更为前置。倘若按照存款发行当年度居民定存净增量结构分布测算，我们预计 2026 年 61% 的居民长期定期存款将在 Q1 到期，对比 23 年、24 年、25 年 51%、57%、58% 的水平，今年存款到期的节奏更为前置，对一季度整体资金活化的空间更为乐观。

定价层面呈现出定存期限利差收窄、重定价幅度扩大的特征。截至 2025 年 10 月末，商业银行新发零售定期存款 3 个月、1 年期、3 年期、5 年期的定价水平分别为 0.94%、1.28%、1.69%、1.52%。3 年期与 1 年期存款的期限利差为 41bp，对比 25 年初 50bp、以及 21 年初 144bp 的期限利差水平已明显收窄。重定价层面，倘若在 2026 年开年居民重新配置 3 年期定存，则重定价幅度为 142bp，相较 25 年初的 116bp 走扩 28bp；5 年期存款重定价幅度也同比走扩 54bp 至 168bp。

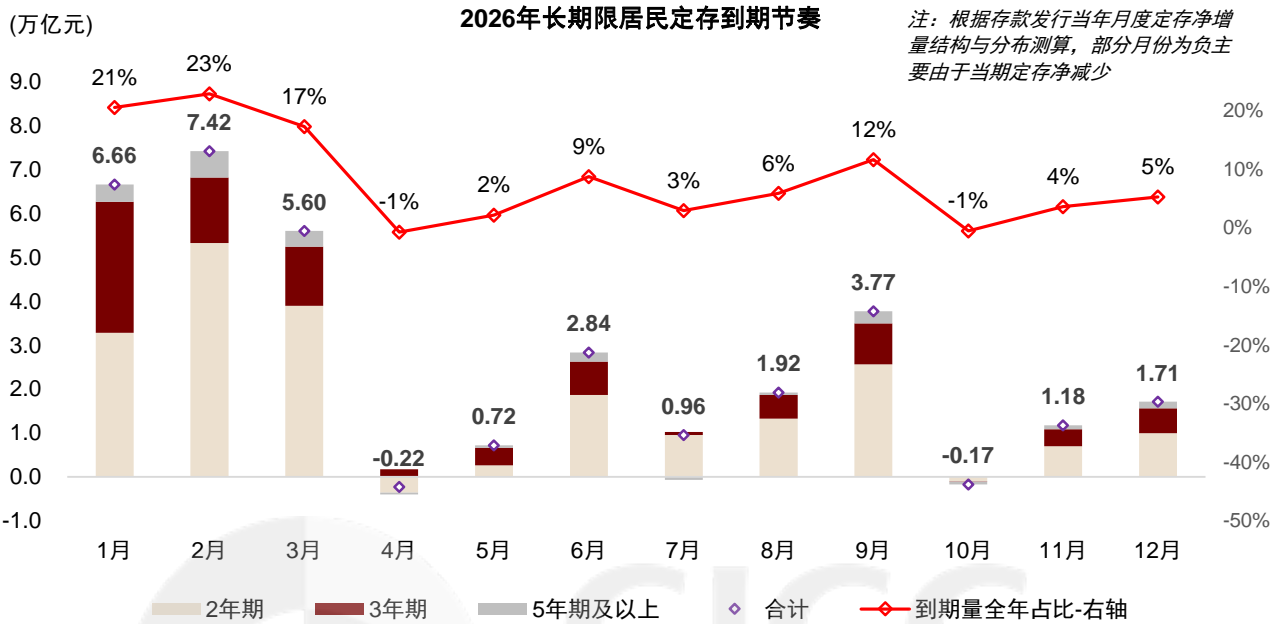
综上，考虑到银行存款到期更为前置、重定价的幅度也进一步走扩，我们对今年一季度整体资金活化的空间较为乐观。

图表 1：居民长期定期存款到期规模测算（基于重定价结构，与实际合同期限可能存在小幅误差）



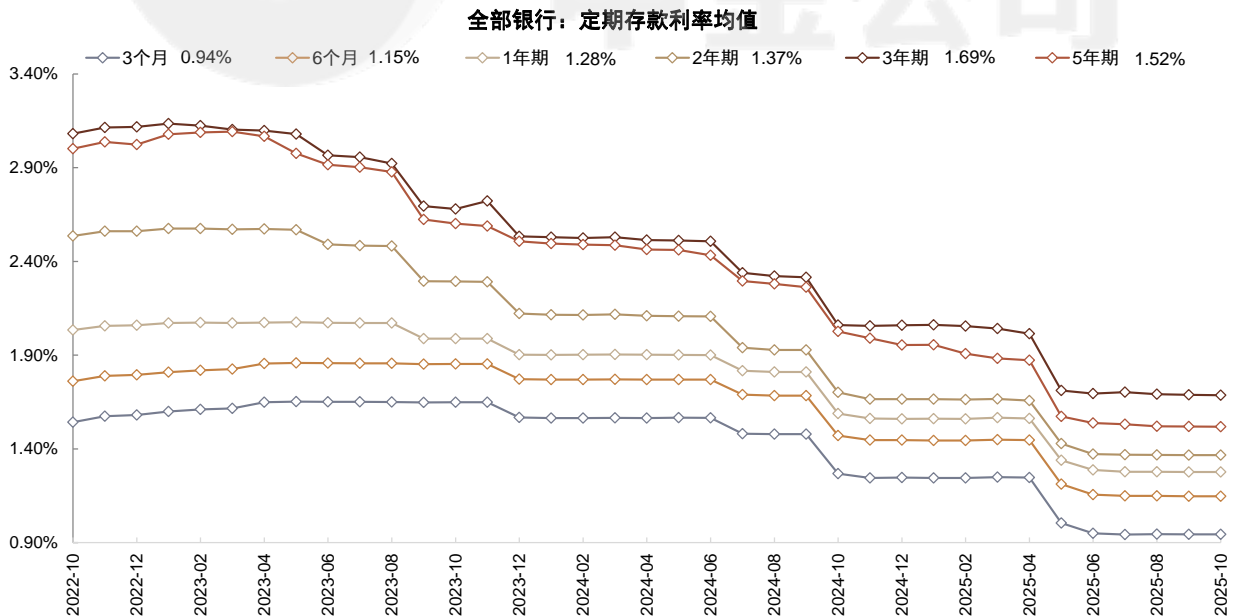
资料来源：公司公告，Wind，中金公司研究部

图表 2：2026 年居民长期定存到期节奏更为前置，一季度存款到期量或占全年的 61%（按照存款发行当年月度居民定存净增量结构分布测算，并不代表实际到期量，我们仅对到期分布做大致预估；从绝对数额上来看部分月份为负主要由于往年当期居民定存净减少）



资料来源：公司公告，Wind，中金公司研究部

图表 3：银行新发零售定存报价：2026 年长期限存款重定价幅度将走扩

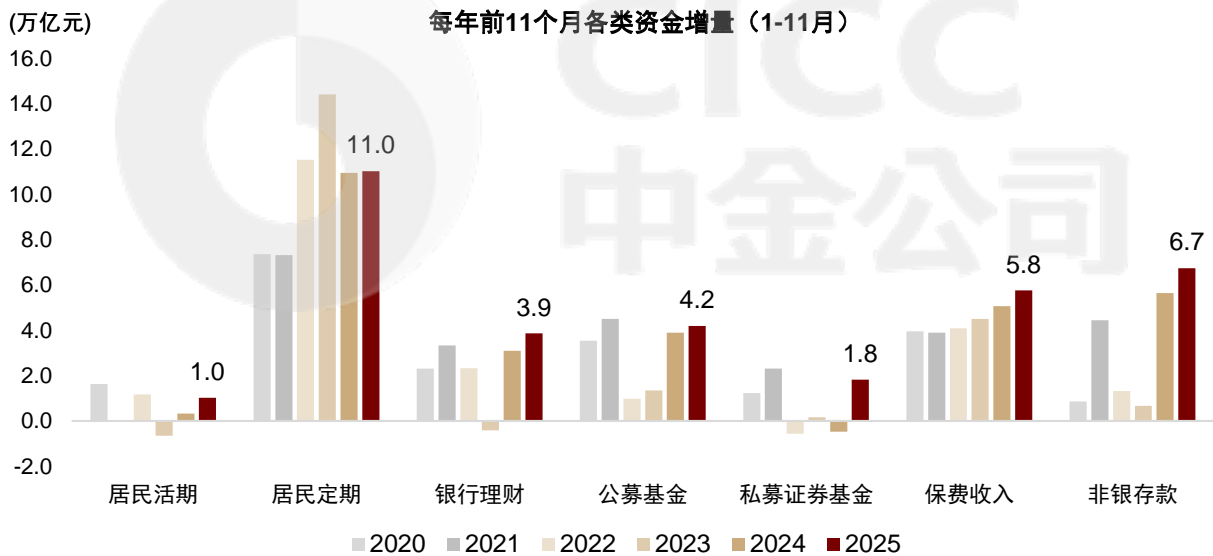


资料来源：融 360，中金公司研究部

存款搬家趋势在 2024 年已开启。对比近 5 年 1-11 月各类资金净增量情况，可以看到 2024 年开始居民定期存款净增量呈现下行趋势，同期银行理财、公募基金、保费收入、非银存款（部分增量反映居民资金入市）等迎来规模增长。2025 年前 11 个月，居民定期存款相较 2023 年同期少增 3.4 万亿元，同期银行理财、公募基金、私募证券基金多增 4.3 万亿元、2.8 万亿元、1.7 万亿元，保费收入也比 2 年前同期多增 1.2 万亿元。非银存款在 24-25 年增量较为显著，除了股市活跃度提升的影响之外，也有理财等非银资管产品增配存款的影响。

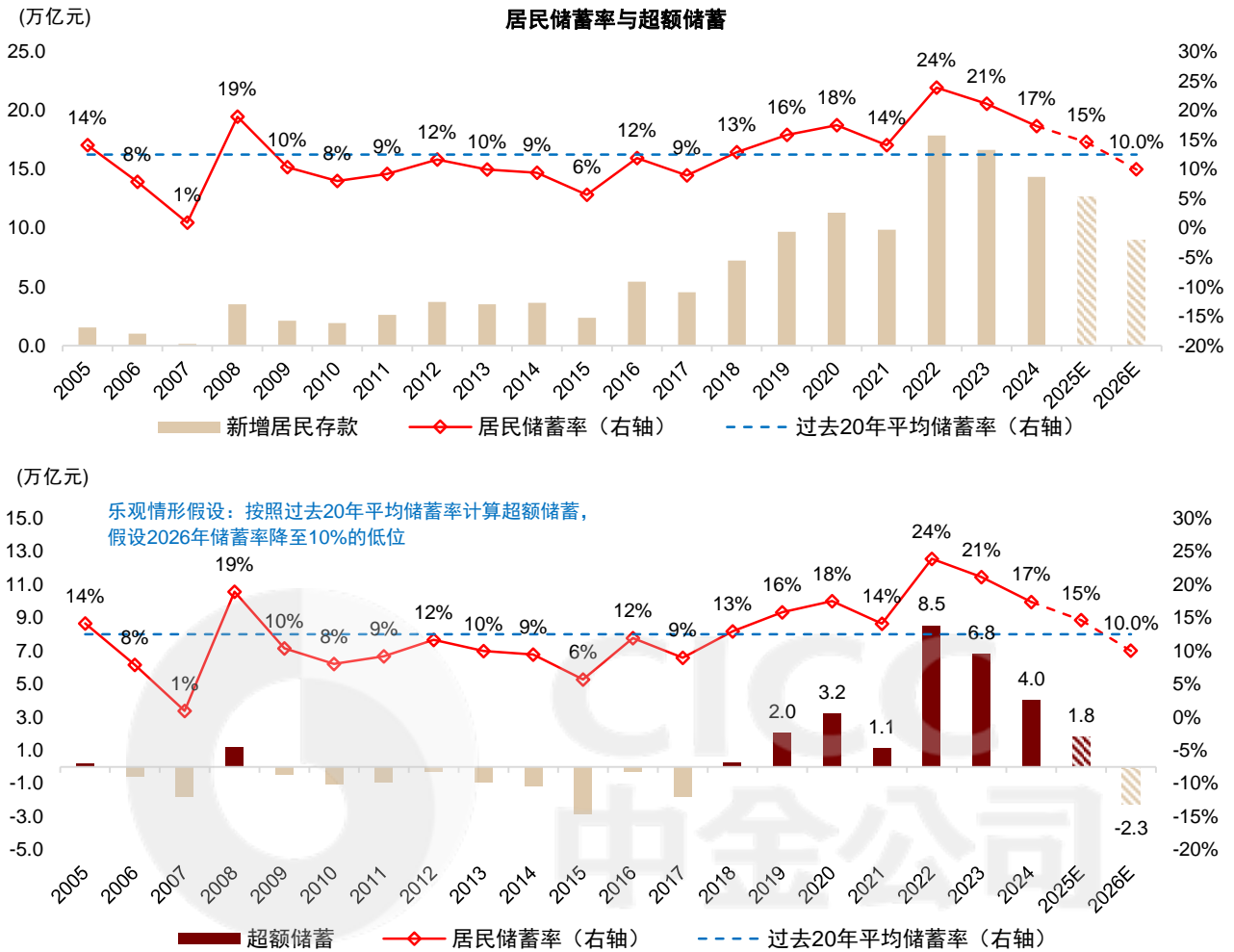
从超额储蓄看资金流向。我们将居民每年新增的存款规模、除以当年居民可支配收入，定义为居民的储蓄率。过去 20 年，我们测算中国居民的平均储蓄率为 12.5%，其中近 5 年（2020-2024）居民储蓄率分别为 18%、14%、24%、21%、17%；基于 2025 年 1-11 月资金流向的变化，我们测算 2025 年居民储蓄率或降至 14.6%左右的水平。我们在报告《[理财 2026 年展望：存款搬家、资产配置新叙事](#)》提及 2026 年居民有望在 2025 年存款搬家的趋势下，居民储蓄率有望降至 10%-12.5%左右的水平，相较 2025 年可额外再新增约 2-4 万亿元左右的活化资金。考虑到消费意愿仍较弱、以及房地产需求有限，我们预计上述活化资金大概率流向投资领域。

图表 4：存款搬家趋势在 2024 年已开启



注：保费收入口径为流入数据，而存款、理财、基金、私募口径均为净增，一定程度不直接可比
资料来源：Wind，普益标准，中金公司研究部

图表 5：超额储蓄具备潜在的资金活化空间



资料来源：公司公告，Wind，中金公司研究部

居民风险偏好的启示

低利率时代的居民金融资产配置——来自日本的经验。低利率的环境推动居民增配固收+、股混型等含权产品，但低利率水平并非充分条件，也并非单一的驱动因素。

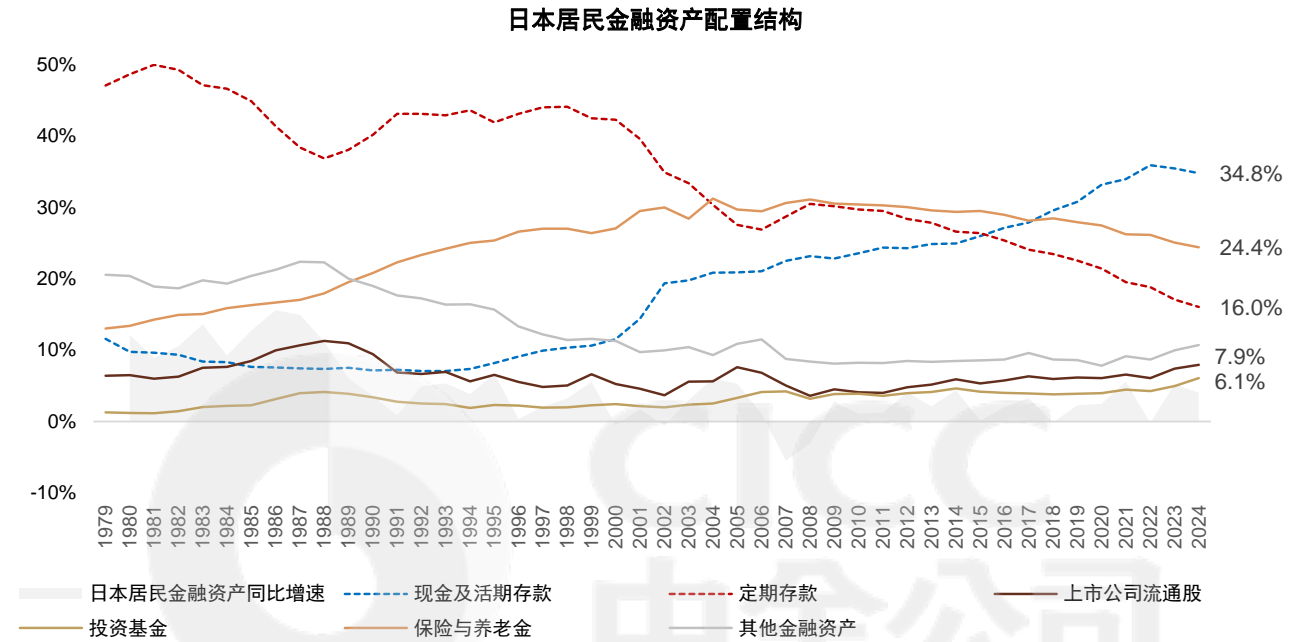
我们看到 2012 年-2022 年的区间，日本处于较低的利率环境，居民逐步减少定期存款的配置比例；同时受益于安倍经济学以及日本企业出海“再造一个日本”，企业整体业绩表现回暖带来股市回报率提升。但在上述双重驱动因素之下，日本居民并没有明显提升金融资产配置端的风险偏好，配置股票和基金（主要为权益产品）的比例仅有小幅提升，而更多的居民资金则流向了活期存款，相当于居民在存款期限利差收窄的背景下，投资意愿仍偏审慎，我们认为社会老龄化、收入预期带来的焦虑、以及仍在磨底的房地产市场，共同使得日本居民风险偏好提升的幅度并不大。

直到 23-24 年，受益于日本房价上行、以及“春斗”下日本工资更快的上涨，居民资产负债表以及未来预期得到快速改善，这推动日本居民风险偏好迎来快速提升，

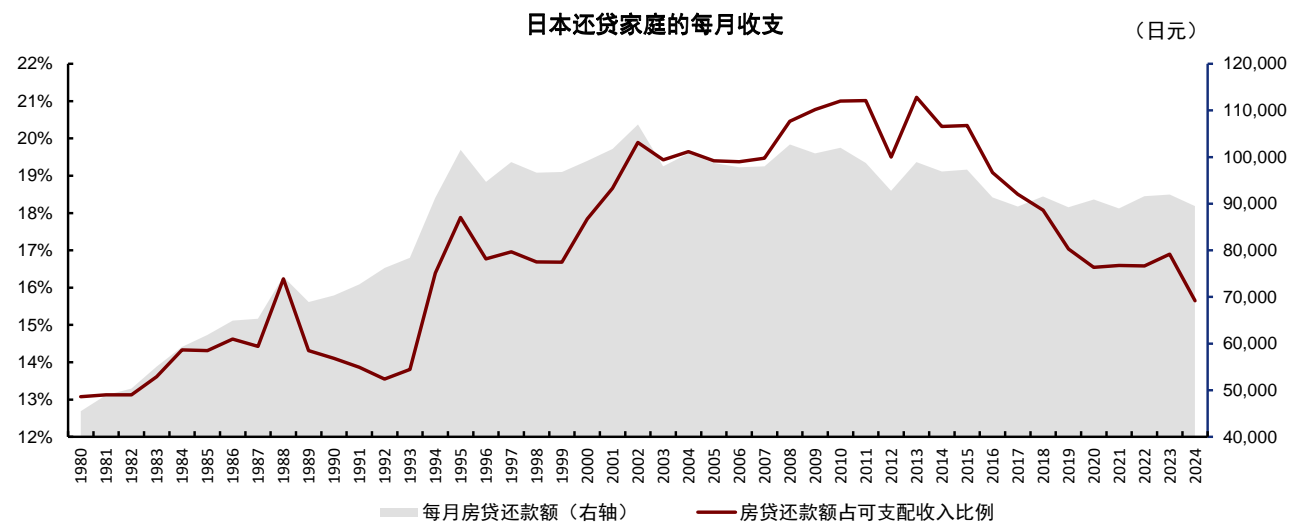
居民配置股票、基金的比例 2 年内均累计提升 1.8pct 至 7.9%、6.1%。可以看到，风险偏好提升“斜率最高”的这一段背后，居民资产负债表的表现尤其重要，同时也能够更快推动产品资管化，提升资管产品占居民金融资产的比例。

更多内容可参考 [《日本低利率时代系列研究：财富管理篇》](#) [《日本低利率时代系列研究：资管篇》](#)

图表 6：日本居民金融资产配置时间序列数据



图表 7：近年来，日本居民收入上行改善资产负债表与收入预期



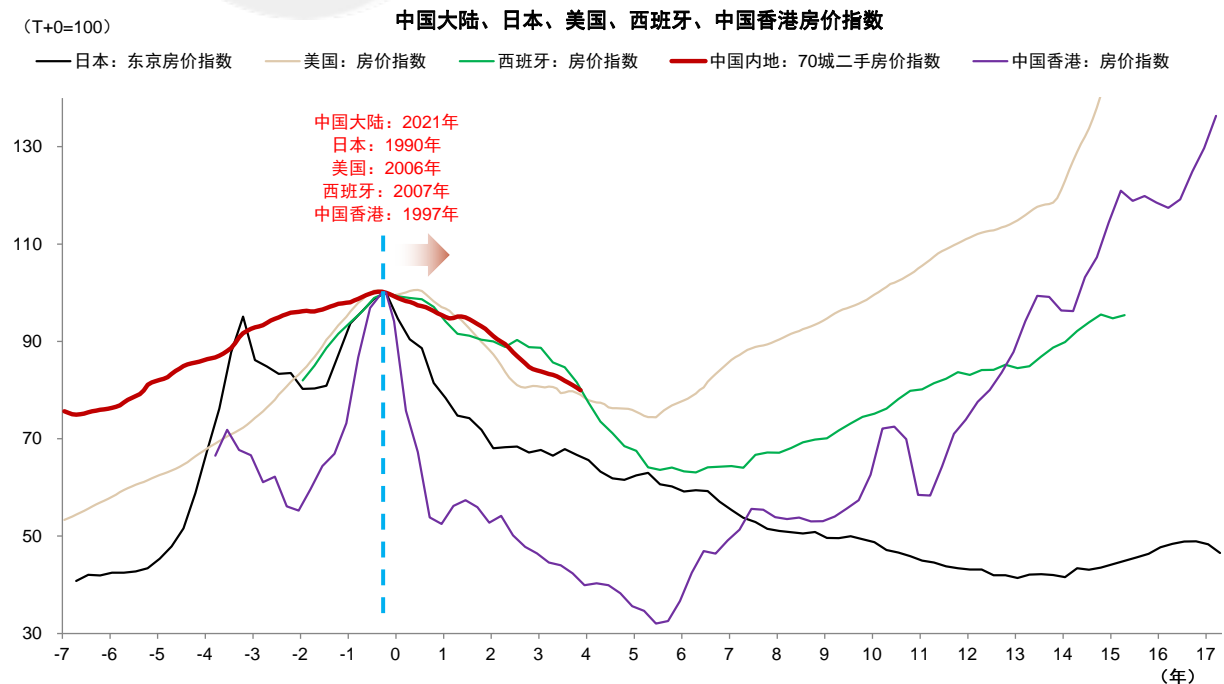
所以，低利率环境和股市具备赚钱效应并不能完全有效推动存款资金逐步进入股市，背后居民资产负债表的压力与预期更为重要。基于现阶段中国居民资产负债表的表现、以及日本低利率时代居民金融资产变迁的启示，我们认为在 2026 年居民具备风险偏好小幅上行的条件，资产配置将呈现存款活期化、产品资管化的特征；含权产品增量可期、但现阶段的增量弹性可能算不上显著。

房价、收入、消费的线索。从居民存量资产的视角来看，2024 年末，房地产资产占中国居民总资产的比例为 49%，是居民财富重要的组成部分。基于中国内地 70 城二手房价指数，中国房价已累计下行 4 年左右时间；而参考国际房地产风险化解的经验，房价平均需要 6-7 年左右的时间触底。另外，现阶段房地产成交量也处于低位，供需相对不平衡也易造成价格端下行的压力。整体而言，房地产资产的缩水对居民资产负债表造成压力。

此外，部分居民收入端也存在预期下行的压力，以上因素也导致居民消费意愿偏弱。2025 年 11 月末，社会消费品零售额 (TTM) 同比增长 3.1%，增速中枢持续下行；在借贷需求层面居民短期消费贷款余额同比降低 5.5%，有一定信用收缩趋势。我们认为，以上特征其实能够侧面体现出居民资产负债表端的压力，限制了风险偏好快速的提升；尽管低利率环境驱动部分客群提升风险资产配置，但短期来看可能与 2015 年、2020 年的牛市情景仍存在一定的差距。

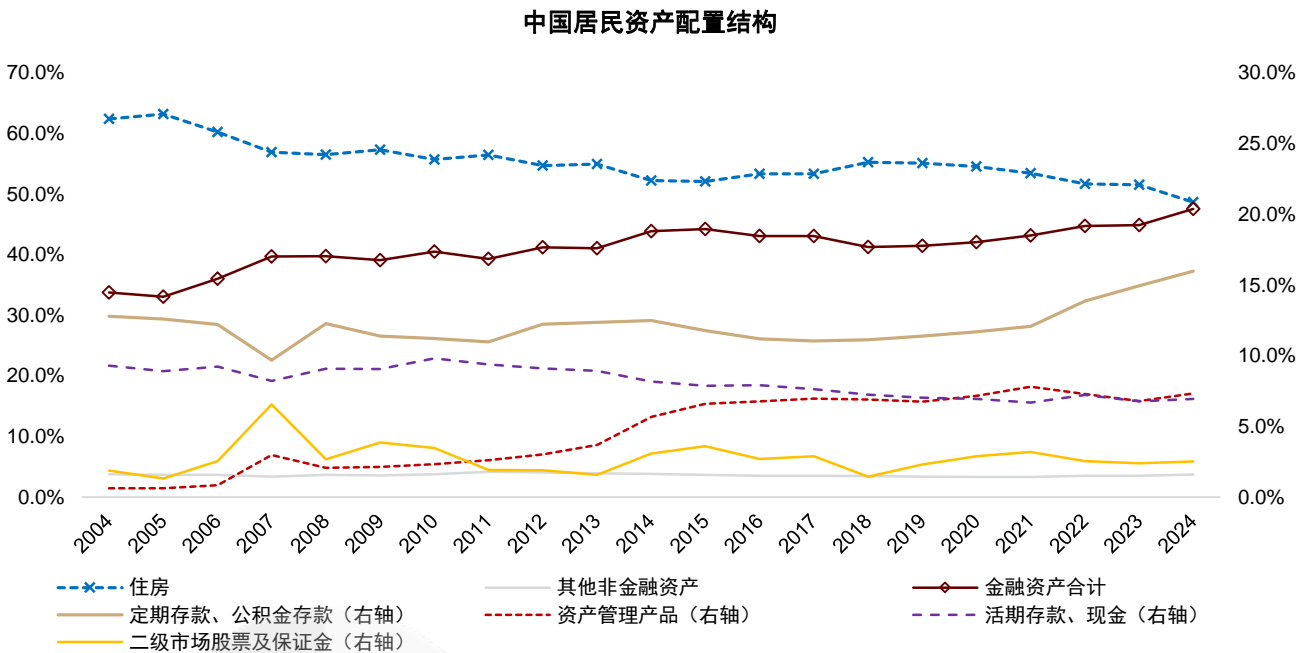
银行渠道产品货架设置也遵循上述思路。从商业银行视角来看，由于居民整体未来现金流有一定的脆弱性，如果在现阶段大规模上架中高波产品，倘若发生一定的回撤则可能导致客户较大的流失压力。所以我们认为，商业银行现阶段更愿意按照循序渐进的方式逐步丰富产品货架，通过固收+等产品承接部分增厚收益的需求；稳健低波产品或仍是基本盘。

图表 8：中国大陆现阶段房价或仍有下行压力



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 9：2024 年末房地产占中国居民总资产的 49%，近年来呈现下行趋势



资料来源：Wind，中金公司研究部

资金流向展望

基于上述分析，考虑到消费意愿仍较弱、以及房地产需求有限，我们预计存款活化资金大概率流向投资领域；且 2026 年存款搬家后的资金多数仍将寻求偏稳健型的产品，短期内风险偏好提升的速率可能并不快。

- ▶ **保险产品：看好保险需求增量，尤其是来自银保渠道的转化。**我们看好 2026 年保险业保费收入有望呈现积极增长态势，零售客户需求成为核心驱动力，其中分红险的表现尤为值得期待。在低利率环境延续、银行存款利率持续走低且大量存款集中到期的背景下，零售客户对长期稳健的财富保值增值工具需求愈发强烈；随着理财产品平滑估值得到整改，我们认为保险稳健收益的特征得到进一步突显。作为行业转型的核心方向，分红险凭借“保证收益 + 浮动分红”的双重模式，既锁定本金安全、同时也能够享受到一定的弹性。年初以来保险开门红的趋势也一定程度印证了需求。另外，在低息差时代，多数商业银行也在积极开展财富管理转型，零售业务逐步从考核存款规模到考核零售 AUM 进行过渡；另外，在基金降费背景下代理保险的手续费收入更为可观。我们看好在银行零售渠道端 2026 年保险销售的增量。
- ▶ **银行理财：卡位优势明显，但需关注平滑估值整改后的净值波动压力。**理财产品在商业银行体系内具备明显的卡位优势，收益比存款略高、且实际波动并不大的特征，有望吸引较多居民的资金；现阶段零售投资者持有的理财产品规模近 30 万亿元，也是居民持有规模最大的资管产品。但考虑到平滑估值整改在 2025 年得到大力推进，我们认为需关注 2026 年理财实际波动“预期差”的风险，相当部分居民可能对理财实际的风险认知并不充分。随着平滑净值手段的

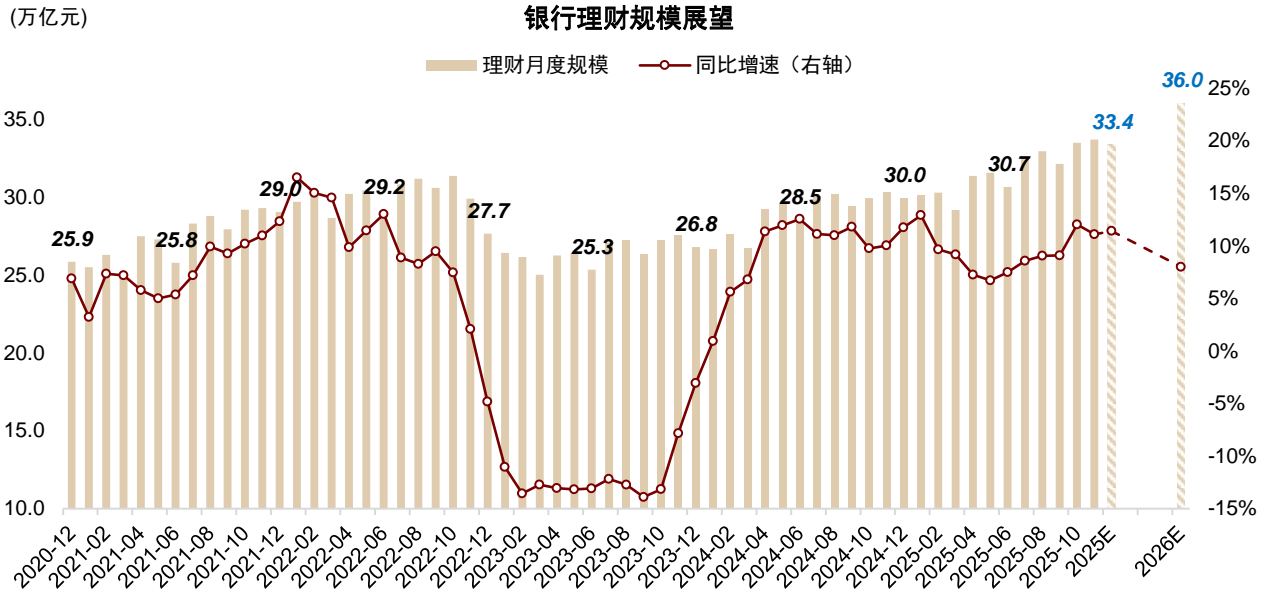
缺失，理财更难去应对阶段性的债市调整，流动性环境变化、股债跷跷板等因素可能导致阶段性债市回调，并造成理财产品潜在的产品赎回压力。综合上述因素，我们预计 2026 年理财行业有望实现 8% 的规模增长、增速边际有所放缓，行业有望扩容 2.6 万亿元至 36.0 万亿元；不过，倘若债市整体呈现稳中改善趋势，则我们预计理财 2026 年有望持续 11-12% 左右的增速水平，规模扩容至 37.4 万亿元。

- ▶ **固收+产品星辰大海。**在低利率时代的大背景下，我们看好固收+产品性价比优势愈发凸显，成为居民资产配置的核心方向之一。一方面固收+产品可以一定程度守住安全垫，另一方面资本市场改革深化以及景气赛道/优质标的盈利韧性，均有望为“+”的部分提供丰富的潜在收益来源。从商业银行视角来看，为了避免存款搬家后资金流失，部分零售渠道也在积极扩展固收+产品的布局。从公募基金份额数据来看，1H25 居民净增持固收+债基约 840 亿份。此外，[《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》](#)规定个人投资者持有债券基金 7 日以上可免赎回费，固收+债基的流动性也得到了保障。
- ▶ **中高风险投资：私募基金景气度有望延续。**尽管从广义大众的样本来看，风险偏好提升可能是个相对缓慢的过程，但近 2 年中国居民风险偏好呈现明显的结构性特征，高净值人群风偏改善幅度更为明显。根据商业银行零售数据，我们统计截至 1H25 末，商业银行私人银行 AUM 同比增速达 15.6%，同期零售 AUM 同比增速为 11.2%，近一年来增速差距进一步扩大；同时，商业银行私人银行客户数也同比增长 14.0%，增长明显提速。银行私行业务较高的景气度，我们认为主要由于：1) 实体投资边际减弱，企业主财富管理投资需求边际增强，银行私行获得更多增量资金。2) 私行客户整体风险承受能力更高、投资专业度也相对更强，在此轮牛市中对于增配权益资产也更为敏感。3) 部分量化私募产品超额明显，私行客户配置需求得到加强；2025 年（前 11 个月）私募证券投资基金备案规模（4337 亿元）同比增速高达 255%。另外，从银行财富收入来看，代销私募基金产品手续费收入弹性领先于公募基金产品。以上逻辑或在 2026 年得到延续，我们看好私募基金产品需求的景气度。

而对于居民存款搬家资金直接流入股市、或配置主动股混基金，我们对此暂时并不乐观；现阶段或更多体现为投资经验相对丰富的客群有加仓意愿。上述领域需要居民资产负债表改善、以及股市相对持续的赚钱效应支撑。

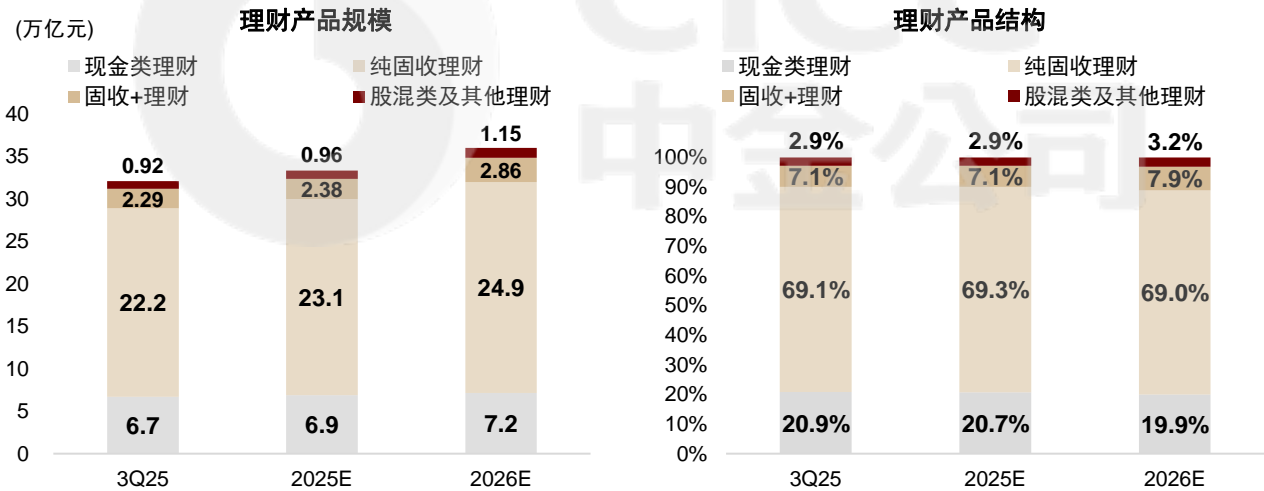
- ▶ **流动性管理需求：**随着存款期限利差收窄，配置定期存款的流动性补偿快速降低，所以我们预计尽管货币基金的回报并不高，但是流动性的优势或推动居民资金增配，2026 年货币基金有望实现同比多增。与此对应，存款端也将呈现存款活期化、定存短期化的趋势。

图表 10：基于中性预期，我们预计 2026 年理财行业规模增长 8%左右至 36.0 万亿元



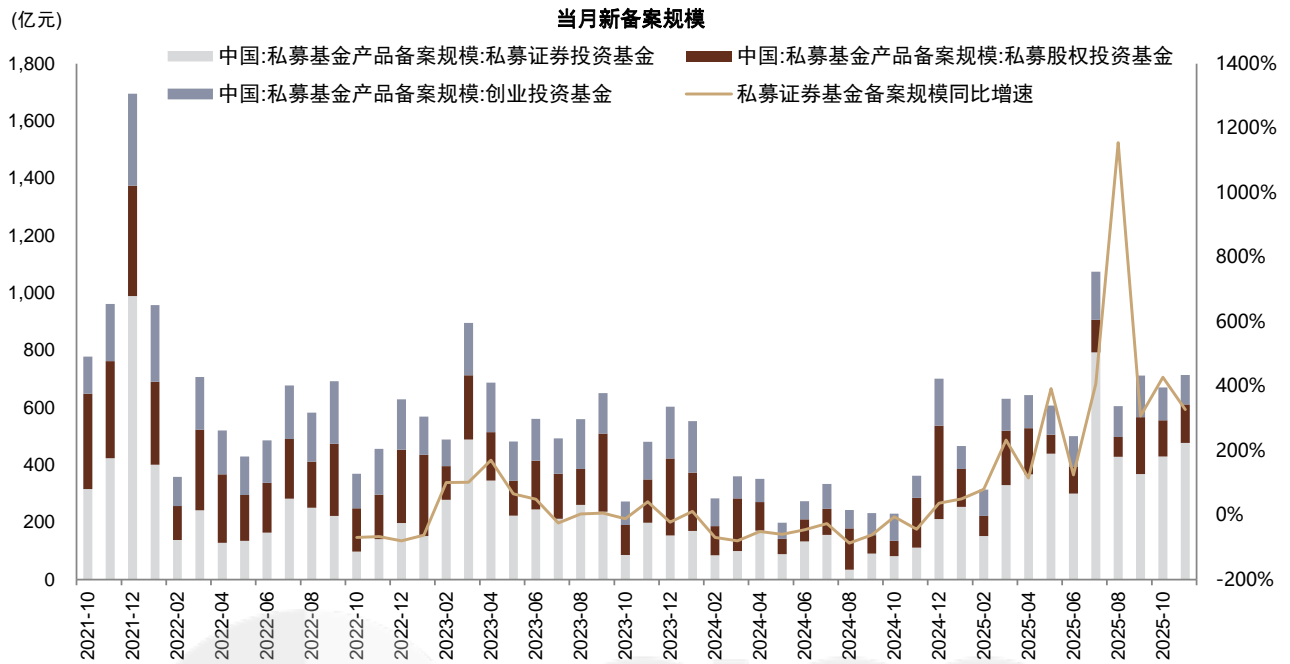
资料来源：银行业理财登记托管中心，普益标准，中金公司研究部

图表 11：纯固收低波理财预计仍是基本盘，含权理财有望实现 20%的同比增速



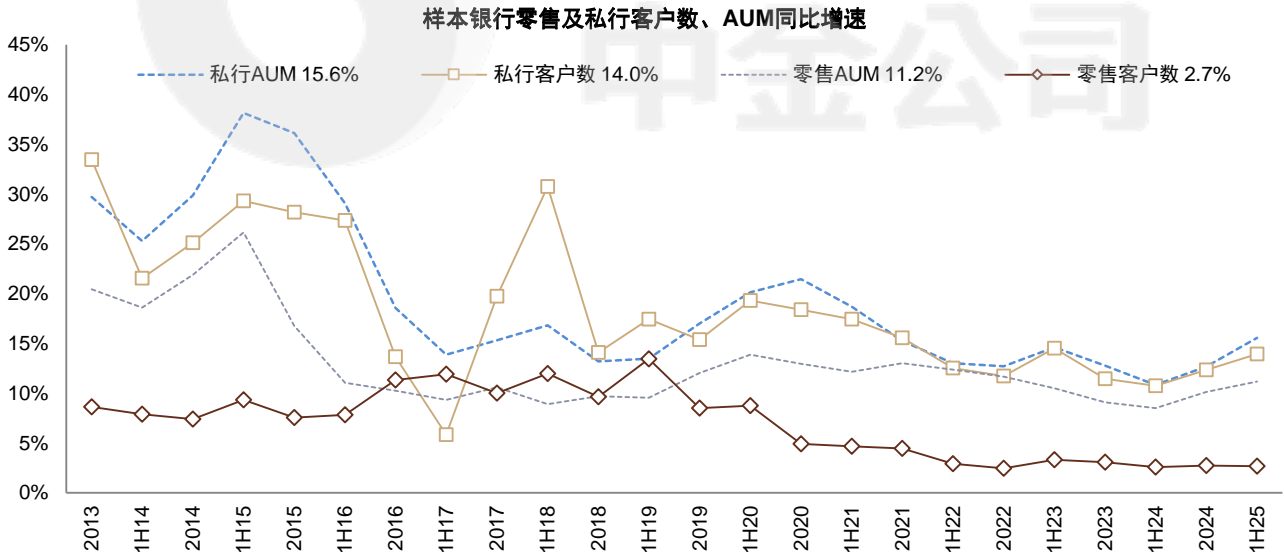
注：固收+理财指含权固收类理财，权益资产包括二级市场股票、优先股、股权类资产等
资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

图表 12：私募基金销售实现较快的同比增长



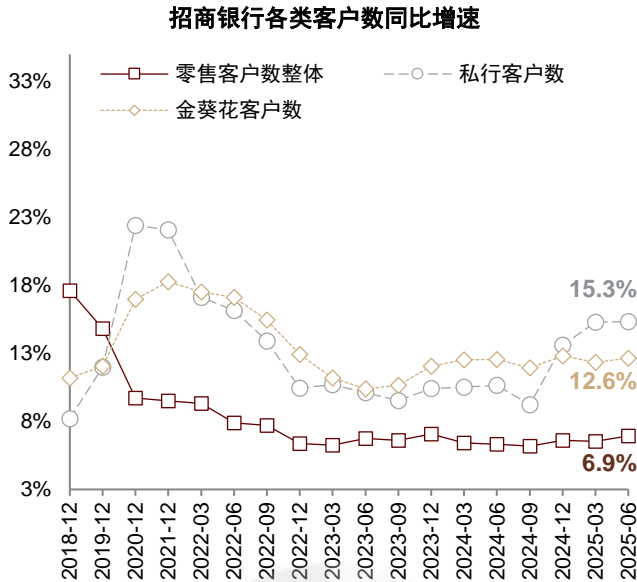
资料来源：公司公告，Wind，中金公司研究部

图表 13：中资商业银行私人银行业务景气度进一步提升



资料来源：公司公告，Wind，中金公司研究部

图表 14：招商银行私行客户数同比增速达 15.3%



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 15：招商银行代理私募基金增速领先

	2022	2023	2024	1-3Q25
财富管理手续费及佣金收入	309.0	284.7	220.1	206.7
YoY	-14.3%	-7.9%	-22.7%	18.8%
代理保险收入	124.3	135.9	64.3	53.3
YoY	51.3%	9.3%	-52.7%	-7.1%
代理信托计划 (私募基金) 收入	39.8	32.1	21.3	25.2
YoY	-47.2%	-19.4%	-33.7%	46.8%
代理理财收入	66.5	54.2	78.6	70.1
YoY	5.6%	-18.4%	44.8%	18.1%
代理基金收入	66.0	51.8	41.7	41.7
YoY	-46.4%	-21.5%	-19.6%	38.8%
代理贵金属收入	3.5	3.4	3.3	2.7
YoY	79.1%	-2.8%	-4.4%	7.7%
代理证券交易收入	9.0	7.3	11.1	13.8
YoY	-29.5%	-19.0%	51.6%	78.5%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 16：个人投资者持有公募基金份额变化：1H25 个人持增持固收+债基以及被动指数型基金，减持主动股混基金 (当期累计，单位：十亿份)

Wind分类	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/6/30	2023/12/31	2024/6/30	2024/12/31	2025/6/30
股票型基金	26	319	285	237	134	180	38	91	13
普通股票型基金	-20	116	77	-3	4	-11	-17	-23	-22
被动指数型基金	40	202	176	217	118	181	55	115	33
增强指数型基金	7	1	33	23	11	9	0	0	1
混合型基金	-5	1,057	1,138	-99	-151	-194	-185	-248	-154
偏股混合型基金	70	789	762	106	-44	-96	-100	-154	-120
平衡混合型基金	5	35	-9	-5	-3	-2	-2	-3	-2
偏债混合型基金	14	214	348	-180	-95	-61	-51	-50	-3
灵活配置型基金	-94	19	36	-21	-9	-35	-33	-42	-28
债券型基金	160	-8	360	184	212	132	499	-153	19
中长期纯债型基金	45	-6	22	19	61	34	243	-5	42
短期纯债型基金	35	-29	156	46	143	86	178	-154	-87
混合债券型一级基金	37	-9	30	51	43	-2	84	-54	46
混合债券型二级基金	42	33	143	-38	-22	-10	16	-17	38
可转换债券型基金	2	-0	5	-1	-1	-1	-0	-1	-0
被动指数型债券基金	-0	2	3	107	-11	24	-22	77	-21
增强指数型债券基金	-0	-0	0	1	0	0	1	-0	0
货币市场型基金	-207	490	694	960	925	554	945	681	794
另类投资基金	10	13	3	-14	0	1	9	8	19
股票多空	6	8	-3	-7	-0	-1	-0	-1	-1
商品型基金	3	5	5	-7	0	2	9	9	20
REITs	-	-	1	0	0	0	-0	-0	-0
类REITs	0	0	0	0	0	-0	-0	-0	0
国际(QDII)基金	4	16	91	80	25	61	6	28	-24
国际(QDII)股票型基金	5	13	83	82	26	60	3	24	-27
国际(QDII)混合型基金	-2	-0	16	-1	-1	0	1	-1	1
国际(QDII)债券型基金	2	-4	-0	-1	1	0	2	5	1
国际(QDII)另类投资基金	-0	7	-7	-0	-1	-0	0	1	1
FOF基金	18	37	100	10	-18	-9	-15	-12	19
股票型FOF基金	-	-	-0	1	0	-0	-0	-0	-0
混合型FOF基金	18	37	100	7	-17	-10	-14	-13	10
债券型FOF基金	-	-	0	3	-1	1	-1	1	9
全部基金	5	1,923	2,671	1,358	1,128	724	1,296	395	687

资料来源：Wind，公司公告，中金公司研究部

团队信息



王子瑜 分析员

SAC 执证编号: S0080522070019
SFC CE Ref: BTC623
ziyu.wang@cicc.com.cn



李少萌 分析员

SAC 执证编号: S0080524060011
shaomeng.li@cicc.com.cn



林英奇 分析员

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



张帅帅 分析员

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



许鸿明 分析员

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



CICC
中金公司

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：金灿

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

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 29 层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市南山区科苑南路 2801 号

中金大厦 17-21 层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319 5000

传真: (86-755) 8319-9229

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

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, 32nd Floor,

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

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

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

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