

证券 II 行业

海外镜鉴：低利率时代资产配置研究

行业评级

买入

前次评级

买入

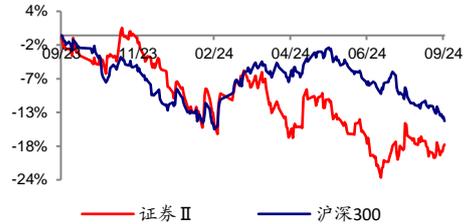
报告日期

2024-09-10

核心观点：

- **利率是全球金融机构资产配置的指挥棒，其升降对大类资产的配置产生重要影响。**本篇报告聚焦低利率时代美日两国公募资管、保险资管和投资银行三类机构的资产配置结构变化，以期为国内提供启示。
- **公募资管：利率下行期间，固收产品占比增长；利率低至一定程度时，固收产品规模开始萎缩。**美国共同基金、封闭式基金、ETF 中债券型占比随利率下降而上升；共同基金中货币型、股票型之间的轮动主要由股市走势决定。日本固收基金在利率从高位下行至低位期间，规模与占比皆增长；但当 10Y 国债利率下降至 **1.3%** 左右时，固收规模开始衰退；股票型基金规模增长主要依靠股市上升。
- **保险资管：股债配比受利率影响较小；低利率时拉长久期、信用下沉；本国利率水平过低时积极投资海外证券。**寿险出于资产负债匹配性、稳健性等考量，在利率变动的环境中无法大幅度调整股债配比。低利率时期，美国寿险机构采取了拉长久期、信用下沉的方式来弥补低利率环境中的低投资收益率问题。日本寿险自 1997 年大规模破产危机后资产配置策略一向稳健保守、债券占比稳定居高；10Y 日债利率在 2011 年低至 1% 以下时，日本寿险开始积极投资海外证券、减少国内债券配置。
- **投资银行：低利率时期，利润低的业务即两融、贷款用资占比下降；投资、做市业务用资占比与持有的投资资产和交易性资产中固收类占比的变化趋势与利率水平绝对位置有关。**两融、贷款的利润水平与利率高度相关，低利率时利润微薄，因此用资占比显著较低。通常低利率时，投资、做市交易的用资占比会因收益率较高而有所提升，持有的投资资产和交易性资产中固收占比也会因资本利得增加而有所提升；但若利率绝对水平过低（如日本 2016 年 10Y 国债利率低至负值），投资、做市业务也会因利差空间缩小受到冲击而用资占比降低，持有的投资资产和交易性资产中固收占比亦将有所下降。
- **参考海外金融机构低利率时期资产配置演变经验：**资管在利率下降时期可以加大固收资产配置力度，为预防过低利率导致的债券收益率低可以提前布局其他资产投资；寿险机构在调整股债配比上的可操作空间较小，但可以考虑调整久期结构和信用等级结构来保证收益水平；券商当前本就处于去方向化的进程中，低利率环境恰好是调整业务结构的契机，其中两融、质押业务在低利率时期收益率较低，而固收交易、固收投资收益率提升，值得倾斜资源，但中长期看，大力发展 FICC、做市、衍生品等业务依然是坚定方向。
- **风险提示：**经济增长超预期，政策存在发生重大变化的可能；利率下行幅度不及预期；人民币汇率波动、地缘政治风险升级；美国日本历史经验具有局限性，对中国借鉴意义或有限。

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

严漪澜



SAC 执证号：S0260524070005



0755-88286912



yanyilan@gf.com.cn

请注意，严漪澜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 证券 II 行业：头部券商开启整合大幕，供给侧改革助推行业估值修复 2024-09-06
- 证券行业 2024 年中报总结：泛自营为业绩胜负手，出海为业务加速点 2024-09-04
- 证券 II 行业：券商股权整合更进一步，建议关注行业估值修复 2024-08-22

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
中国银河	601881.SH	CNY	11.35	20240830	买入	14.69	0.71	0.82	15.99	13.84	0.92	0.88	7.00%	7.30%
华泰证券	601688.SH	CNY	12.83	20240901	买入	20.80	1.53	1.54	8.39	8.33	0.62	0.58	7.60%	7.20%
中信证券	600030.SH	CNY	18.88	20240829	买入	23.08	1.36	1.54	13.88	12.26	0.98	0.92	7.30%	7.80%
东方证券	600958.SH	CNY	8.45	20240830	买入	10.41	0.35	0.44	24.14	19.20	2.17	1.72	5.50%	5.90%
国泰君安	601211.SH	CNY	14.70	20240831	买入	18.75	1.13	1.22	13.01	12.05	0.78	0.73	6.60%	7.00%
东方财富	300059.SZ	CNY	10.52	20240825	增持	12.26	0.49	0.55	21.36	19.11	2.02	1.82	9.45%	9.54%
招商证券	600999.SH	CNY	15.05	20240901	买入	19.32	1.02	1.02	14.75	14.75	1.01	0.94	8.00%	8.80%
东吴证券	601555.SH	CNY	6.07	20240825	买入	7.85	0.38	0.42	15.97	14.45	0.70	0.63	5.20%	5.60%
财通证券	601108.SH	CNY	6.40	20240829	买入	7.40	0.48	0.52	13.33	12.31	0.82	0.79	6.60%	8.30%
兴业证券	601377.SH	CNY	5.10	20240901	买入	6.39	0.23	0.25	22.17	20.40	0.79	0.74	3.30%	3.40%
同花顺	300033.SZ	CNY	100.34	20240826	买入	110.81	2.77	3.35	36.22	29.95	6.44	5.09	19.50%	22.50%
HTSC	06886.HK	HKD	8.48	20240901	买入	14.36	1.53	1.54	5.06	5.03	0.37	0.35	7.60%	7.20%
中信证券	06030.HK	HKD	11.76	20240829	买入	16.89	1.36	1.54	7.89	6.97	0.56	0.52	7.30%	7.80%
东方证券	03958.HK	HKD	3.32	20240830	买入	4.44	0.35	0.44	8.66	6.89	0.78	0.62	5.50%	5.90%
国泰君安	02611.HK	HKD	8.07	20240831	买入	13.62	1.13	1.22	6.52	6.04	0.39	0.37	6.60%	7.00%
中金公司	03908.HK	HKD	8.24	20240901	买入	12.58	1.05	1.12	7.16	6.71	0.40	0.37	4.80%	5.40%
招商证券	06099.HK	HKD	6.04	20240901	买入	7.80	1.02	1.02	5.40	5.40	0.37	0.34	8.00%	8.80%

注：可比性下仅呈现部分更新最新业绩的公司，A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算。数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

一、美国、日本利率走势及背景复盘	7
(一) 美国利率变动及背景复盘	7
(二) 日本利率变动及背景复盘	10
二、公募资管机构低利率时期资产配置演变	13
(一) 美国公募资管机构低利率时期资产配置演变	13
(二) 日本公募资管机构低利率时期资产配置演变	18
三、险资低利率时期资产配置演变	21
(一) 美国寿险低利率时期资产配置演变	21
(二) 日本寿险低利率时期资产配置演变	24
四、投行低利率时期资产配置演变	26
(一) 高盛低利率时期资产配置演变	26
(二) 摩根士丹利低利率时期资产配置演变	32
(三) 野村低利率时期资产配置演变	35
(四) 海外投行低利率时期资产配置演变总结	37
五、美、日不同类型机构低利率资产配置比较与对我国金融机构的启示	38
(一) 美国、日本不同机构低利率资产配置总结比较	38
(二) 海外金融机构低利率时期资产配置演变对我国的启示	40
六、风险提示	41

图表索引

图 1: 美国联邦基金利率 (%)	7
图 2: 2006-2016 年美国房产价格走势	8
图 3: 2006-2016 年美国主要股指走势	8
图 4: 2006-2016 年美国投资与消费信心指数走势	8
图 5: 2006-2016 年美国失业率 (%) 与 GDP 同比 (%) (右轴)	8
图 6: 1999-2016 年 10Y 美债利率 (%) 与美国名义 GDP 增速 (%) (右轴)	9
图 7: 2018-2023 年美国 PMI 与 CPI 数据 (%) (右轴)	10
图 8: 2018-2023 年美国主要股指走势	10
图 9: 2013-2024 年 10Y 美债利率 (%) 与美国名义 GDP 增速 (%) (右轴)	10
图 10: 日本基准贴现与基准贷款利率、无担保隔夜拆借利率走势 (%)	11
图 11: 日本 GDP 增速 (%) 与 CPI 同比 (%) (右轴)	11
图 12: 日本房地产价格与东京日经 225 指数走势	11
图 13: 10Y 日债利率 (%) 与日本名义 GDP 增速 (%) (右轴)	13
图 14: 美国共同基金规模 (百万美元) 与占公募资管比例变化	14
图 15: 美国各类型共同基金占比与 10Y 美债利率 (%) (右轴)	14
图 16: 美国共同基金债券型占比与 10Y 美债利率 (%) (右轴)	15
图 17: 美国共同基金债券型占比与贴现因子	15
图 18: 美国共同基金股票型、混合型占比与 10Y 美债利率 (%) (右轴)	16
图 19: 美国共同基金货币型占比与 10Y 美债利率 (%) (右轴)	16
图 20: 美国共同基金股票型占比与纳斯达克综指 (右轴)	16
图 21: 美国共同基金股票型占比与养老资产规模 (十亿美元, 右轴)	16
图 22: 美国封闭式基金各类型占比与 10Y 美债利率 (%) (右轴)	17
图 23: 美国 ETF 各类型占比与 10Y 美债利率 (%) (右轴)	17
图 24: 日本投资信托产品类型架构	18
图 25: 日本公募资管固收基金规模 (百万日元) 与占比	18
图 26: 日本公募资管各类型固收基金规模 (百万日元) 与 10Y 日债利率 (%) (右轴)	19
图 27: 日本公募资管股票型基金规模 (百万日元) 与东京日经 225 指数 (右轴)	21
图 28: 美国寿险资产配置与 10Y 美债利率 (%) (右轴)	22
图 29: 美国寿险证券配置与 10Y 美债利率 (%) (右轴)	22
图 30: 美国寿险配置债券剩余期限结构与 10Y 美国国债利率 (%) (右轴)	22
图 31: 美国寿险配置债券信用等级分布和与 10Y 美债利率 (%) (右轴)	23
图 32: 美国寿险高信用等级债券占比 (%) 与 10Y 美债利率 (%) (右轴)	23
图 33: 美国寿险债券平均信用等级与 10Y 美债利率 (%) (右轴)	23
图 34: 美国寿险一般账户资产配置与 10Y 美债利率 (%) (右轴)	24
图 35: 美国寿险独立账户资产配置与 10Y 美债利率 (%) (右轴)	24
图 36: 美国寿险一般账户中债券占比与贴现因子	24
图 37: 美国寿险独立账户中债券占比与贴现因子	24
图 38: 日本寿险资产配置与 10Y 日债利率 (%) (右轴)	25

图 39: 日本寿险国内债券占比与 10Y 日债利率 (%，右轴)	26
图 40: 日本寿险外国证券占比与 10Y 日债利率 (%，右轴)	26
图 41: 第一次低利率时期高盛资产端结构与 10Y 美债利率 (%，右轴)	27
图 42: 第一次低利率时期高盛两融业务用资占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)	28
图 43: 第一次低利率时期高盛持有的金融工具规模 (百万美元) 与 10Y 美债利率 (%，右轴)	28
图 44: 第一次低利率时期高盛用资业务用资占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)	28
图 45: 第一次低利率时期高盛金融工具中固收占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)	29
图 46: 第一次低利率时期高盛金融工具中股票占比与纳斯达克综指	29
图 47: 第二次低利率时期高盛资产端结构与 10Y 美债利率 (%，右轴)	29
图 48: 第二次低利率时期高盛用资业务用资占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)	30
图 49: 第二次低利率时期高盛两融、贷款用资占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)	30
图 50: 第二次低利率时期高盛投资业务用资占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)	31
图 51: 第二次低利率时期高盛投资资产结构与 10Y 美债利率 (%，右轴)	31
图 52: 第二次低利率时期高盛交易性资产占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)	31
图 53: 第二次低利率时期高盛交易性资产中债务占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)	31
图 54: 第二次低利率时期高盛交易性资产中股票占比与纳斯达克综指	32
图 55: 第二次低利率时期高盛交易性资产中衍生品占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)	32
图 56: 第一次利率时期摩根士丹利资产端结构与 10Y 美债利率 (%，右轴)	32
图 57: 第一次利率时期摩根士丹利两融业务用资占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)	33
图 58: 第一次低利率时期摩根士丹利投资、做市业务用资占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)	33
图 59: 第一次低利率时期摩根士丹利用资业务用资占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)	33
图 60: 第一次利率时期摩根士丹利金融工具中债务占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)	34
图 61: 第一次利率时期摩根士丹利金融工具中股票占比与纳斯达克综指	34
图 62: 第二次利率时期摩根士丹利资产端结构与 10Y 美债利率 (%，右轴)	34
图 63: 第二次利率时期摩根士丹利投资、做市业务用资占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)	35
图 64: 第二次利率时期摩根士丹利两融、贷款业务用资占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)	35
图 65: 第二次低利率时期摩根士丹利交易性资产结构与 10Y 美债利率 (%，右轴)	35
图 66: 野村日本区域收入占比	36
图 67: 野村欧美区域收入占比	36
图 68: 野村资产端结构与 10Y 日债利率 (%，右轴)	36
图 69: 野村投资、做市交易业务用资占比与 10Y 日债利率 (%，右轴)	37
图 70: 野村两融、贷款业务用资占比与 10Y 日债利率 (%，右轴)	37

图 71: 野村持有的非交易债券占比与 10Y 日债利率 (% , 右轴)	37
图 72: 野村持有的交易性资产中固收占比与 10Y 日债利率 (% , 右轴)	37
图 73: 10Y 国债收益率 (%) 与 GDP 不变价累计同比 (% , 右轴)	40
图 74: 中国公募资管开放式基金中货币型、债券型占比与 10Y 国债利率 (% , 右轴)	41

表 1: 1999 年以来日本货币政策梳理.....	12
表 2: 共同基金、封闭式基金、ETF、单位投资信托特征比较.....	13
表 3: 日本公募资管固收基金占比与规模变化过程梳理	19
表 4: 日本寿险国内债券与外国证券投资收益率	26
表 5: 美日公募资管、寿险、投行资产配置演变主要特征及主要原因	38

当前，我国利率下降至较低水平；资管、保险、券商等金融机构均面临着低利率时期资产配置的问题。美国、日本历史上都经历过低利率时期，不同的经济、金融环境背景下，不同的机构的资产配置演变过程，都值得我国金融机构分析研究并学习借鉴，以在低利率时期做出更优的资产配置战略决策。

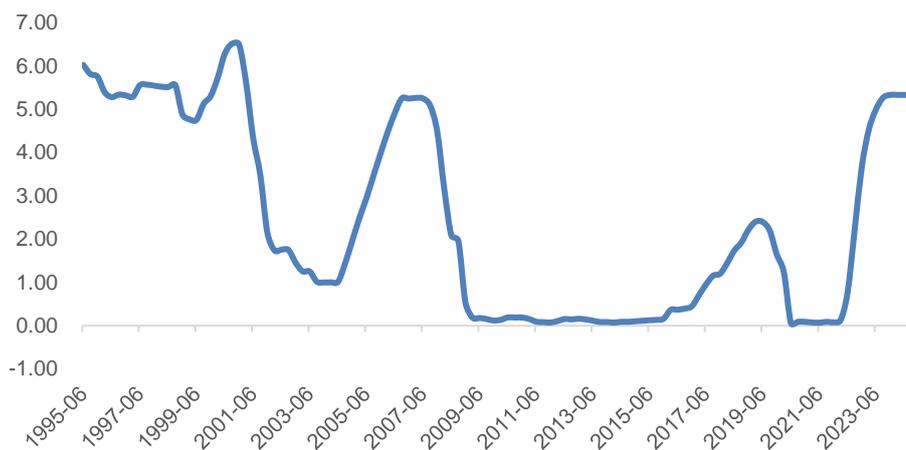
一、美国、日本利率走势及背景复盘

以国债利率变动为线索研究低利率时期金融机构资产配置演变，需要对国债利率变动的背景有深刻全面的理解；美国、日本在过去30-35年都经历了经济背景与金融环境的一系列变动，国债利率的变动是宏观经济、货币政策、通胀预期、国际环境等等多种因素综合作用的结果。

（一）美国利率变动及背景复盘

自21世纪以来，美国经历过两次政策利率大幅下行至接近0的水平并在一段时间内维持低位的情形：第一次低利率时期开始于2008-2009年，延迟至2015年；第二次低利率时期开始于2020年，持续至2022年3月。下文分别称美国第一次低利率时期和美国第二次低利率时期。

图 1：美国联邦基金利率（%）

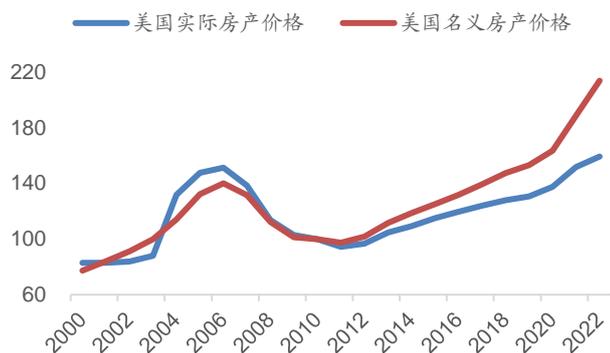


数据来源：同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

1.美国第一次低利率时期背景与利率走势

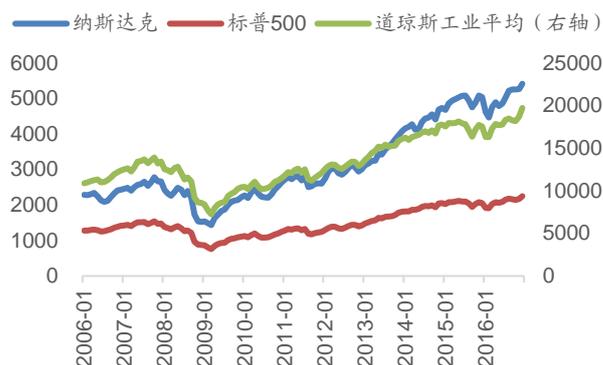
2008-2009年低利率时期的开启发生在全球金融危机的背景下。互联网泡沫后宽松的货币政策推动了美国较快的增长，而2006年房地产泡沫开始破裂、房价下跌导致了次贷危机逐渐显现。2007年开始，次贷危机的负面影响以飞快的速度扩散至全球金融系统的各个领域，金融机构倒闭、信贷市场冻结、股市崩盘等问题严重打击了全球经济发展。2008年9月雷曼兄弟等金融机构破产引发了更大程度上的恐慌，许多银行与其他金融机构陷入困境，流动性危机加剧，金融体系受到严重威胁。

图 2: 2006-2016年美国房产价格走势



数据来源: 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

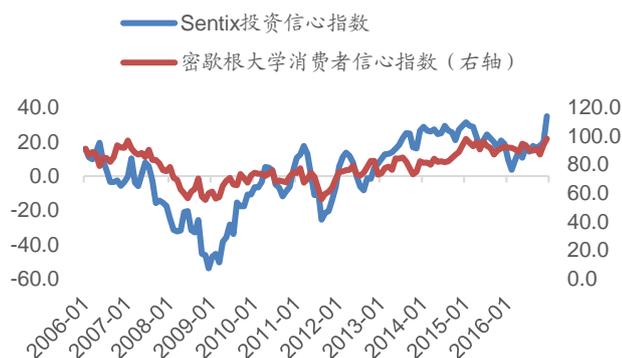
图 3: 2006-2016年美国主要股指走势



数据来源: 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

金融危机的背景下, 美国企业投资与消费支出均大幅下降, 失业率也急剧上升, 2008年四季度和2009年一季度经济甚至出现了负增长。美联储为应对金融危机对整个经济体带来的负面影响选择了降息来刺激投资和消费。即便联邦基金利率不断降低直至接近0的水平, 但由于刺激经济复苏、恢复金融市场稳定等目标仍然不达预期且存在有效零利率下限, 美联储在2008年11月底、2010年11月、2012年9月分别开启了3次非常规货币政策操作的量化宽松。量化宽松下美国经济逐渐复苏, 但自金融危机爆发之后的7-8年时间里, 联邦基金利率始终维持在较低水平; 直到2017年计划开始缩表, 政策利率才回到1%以上。

图 4: 2006-2016年美国投资与消费信心指数走势



数据来源: 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

图 5: 2006-2016年美国失业率 (%) 与GDP同比 (%) (%, 右轴)

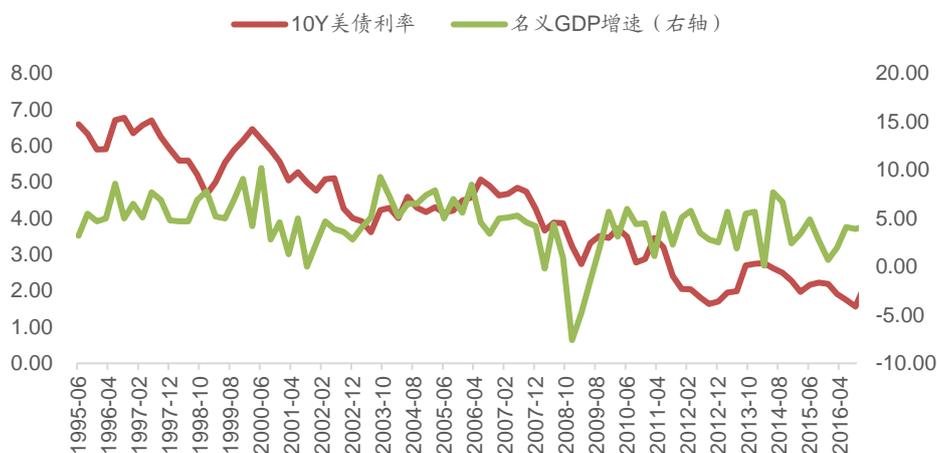


数据来源: 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

2008年至2012年, 10年期美债利率中枢整体呈下降趋势。全球金融危机使美国经济增长遭遇重创, 但2009年年底左右美国名义GDP增速开始回到正常水平并趋于稳定; 而利率方面, 政策利率仍然维持在近零水平, 10Y美债利率也在QE等货币政策工具的控制下维持着下行趋势。2008年1月至2012年9月, 10Y美债利率由3.74%下行202bp至1.72%; 期间出现过两次利率大幅下行短期内又回升的情形, 一次在2008年12月左右, 一次在2010年10月左右, 均由QE操作导致。2012年11月开始, 尽管政

策利率仍然维持在低位，但美联储购债规模缩减以及经济复苏预期改善使得10Y美债利率开始逐渐回升；但不久后经济增长的停滞使得长端利率再一次进入了阶段性下行周期，直至2016年年中。

图 6: 1999-2016年10Y美债利率 (%) 与美国名义GDP增速 (%，右轴)



数据来源：同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

2.美国第二次低利率时期背景与利率走势

2020年低利率时期开始的直接压力来自于COVID-19疫情对经济的严重损伤，但贸易摩擦、经济增速放缓等原因早在2019年初就为政策利率接近零下限和非常规货币政策操作埋下了伏笔。2018年开启的中美贸易摩擦使全球贸易局势弥漫着紧张的气氛，全球经济增长放缓，面临不确定性的企业选择了放缓投资增长；IMF下调全球经济增长预期也对美国经济造成了一定负面影响。2019年美国国内出现了经济疲软的信号，制造业衰退、投资与消费支出下降；就业表现强劲但通胀率持续低于美联储2%的目标水平。此外，全球金融市场波动性增加带动投资者避险情绪上升，大量资金流入美国国债。美联储为了应对上述风险和问题选择了进行预防性降息，试图在经济进入衰退前通过低利率提供额外的刺激以应对经济衰退带来的负面影响。然而2020年年初爆发的COVID-19疫情给美国经济带来了意料之外的较大冲击：经济活动急剧下降、投资消费大幅减少；3月9日-3月18日标普500指数四次跌幅超7%，触发一级熔断机制；流动性危机严重凸显。美联储不得不在降息至接近零的水平同时采取无限量量化宽松与前瞻性指引等手段来支持经济复苏和金融市场稳定运作。自2020年年初开始，政策利率维持近零水平约两年，直至2022年美联储开始缩表。

图 7: 2018-2023年美国PMI与CPI数据 (%，右轴)



数据来源: 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

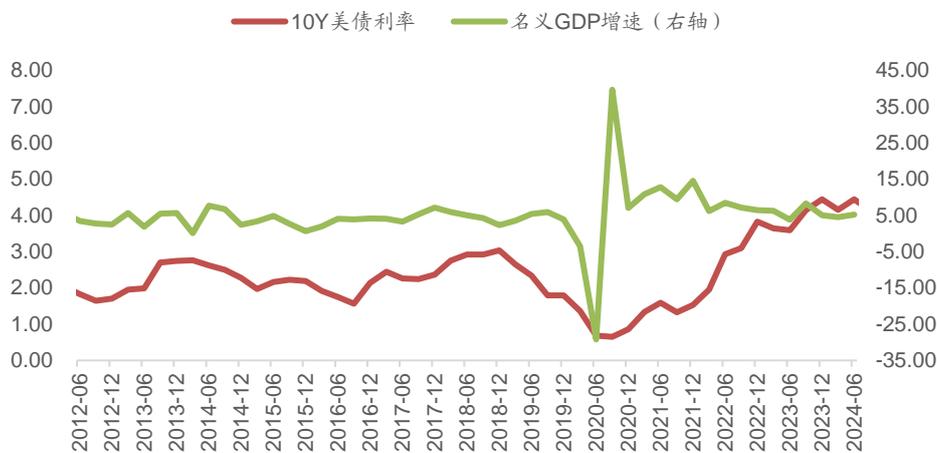
图 8: 2018-2023年美国主要股指走势



数据来源: 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

2019年至2020年中，10Y美债利率整体呈下降趋势；2020年9月经济增速回升后利率进入上行期。相比于第一次低利率时期，此次美债利率的回升节奏更加迅速，在2020年3月美股熔断、量化宽松开始后不到半年就终止了下降趋势并开始缓慢回升。2021年年底政策利率结束了在近乎零水平的维持，此时10年期美债利率回升的节奏也逐渐加快。

图 9: 2013-2024年10Y美债利率 (%) 与美国名义GDP增速 (%，右轴)



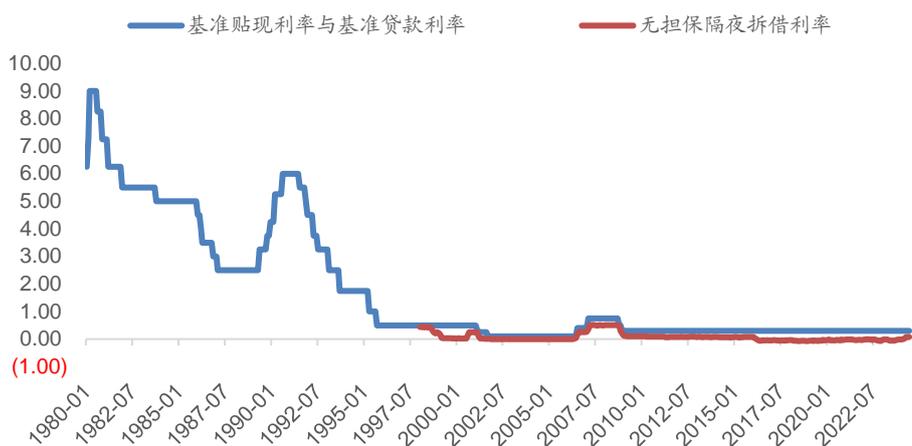
数据来源: 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

(二) 日本利率变动及背景复盘

1. 政策利率变化走势及背景与货币政策梳理

80年代初，日本银行设定了基准贴现与基准贷款利率作为货币政策工具来调节货币供应量和经济活动；1998年开始，无担保隔夜拆借利率开始作为日本货币政策的主要操作目标；日本的政策利率在过去35年随着经济增速等因素的变动发生了一系列变化。

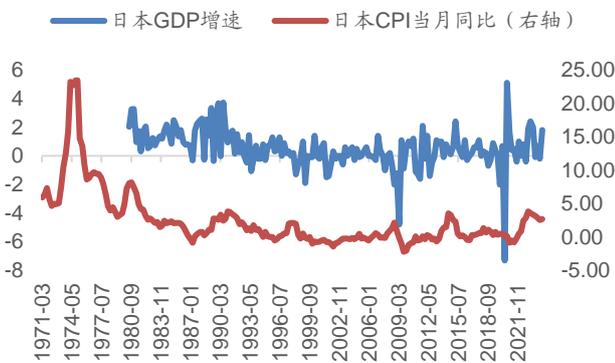
图 10: 日本基准贴现与基准贷款利率、无担保隔夜拆借利率走势 (%)



数据来源: BOJ (日本银行), 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

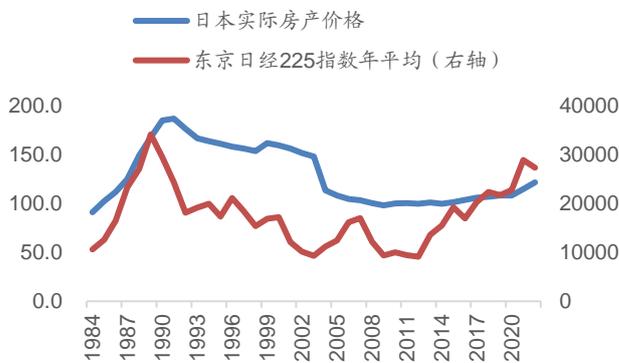
70年代的石油危机导致全球通货膨胀上升, 80年代初日本仍然使用高利率手段控制通胀。1980年下半年开始, 日本进入了相对稳定的低通胀环境, 且经济增速放缓的问题逐渐显现, 因此政策利率持续大幅降低, 由1980年7月的9%降至1987年的2.5%。80年代末, 资产价格迅速上升, 房地产泡沫与股市泡沫急剧膨胀; 为防风险扩大日本银行采取了加息的手段, 将政策利率提高至6%, 然而还是没能阻止泡沫破裂。90年代初开始, 日本进入了长期的经济增长停滞, 政策利率一路下降至接近零的水平。

图 11: 日本GDP增速 (%) 与CPI同比 (%) (右轴)



数据来源: 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

图 12: 日本房地产价格与东京日经225指数走势



数据来源: 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

无担保隔夜拆借利率于2001年10月首次降至零下限, 此后直至2006年仅发生极短期的极小幅度变动; 2006年经济复苏曙光初现, 此利率开始上调, 2007年上升至超过0.5%; 紧接着全球金融危机的冲击使得日本经济复苏进程中道崩殒, 此利率再次下调至0.1%以下; 2016年日本进入YCC, 无担保隔夜拆借利率在此后长达八年的时间里持续为负, 直至2024年3月YCC结束的历史性时刻。

日本银行除了调节作为主要货币政策工具的政策利率外, 也曾多次实施非常规货币政策操作。经济复苏预期好转曾带来数次宽松政策的调整改变, 但长期的经济增长压力和全球金融危机突发等因素仍然使日本货币政策的长期基调保持宽松。

表 1: 1999 年以来日本货币政策梳理

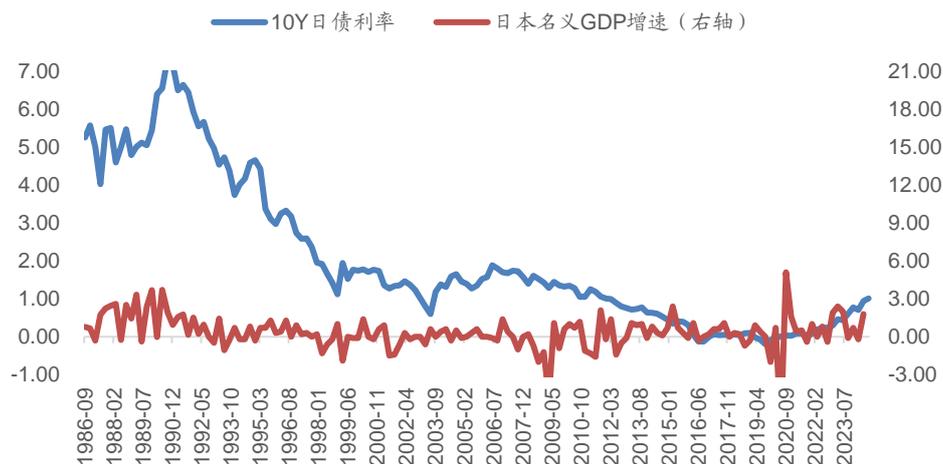
时期	货币政策	具体操作
1999/02 -	ZIRP	通过公开市场操作，维持无担保隔夜拆借利率在接近零的水平；
2000/08	(零利率政策)	向市场注入大量流动性，以确保银行系统中充足的资金供应
2000/08 -	暂时结束 ZIRP	鼓励无担保隔夜拆借利率平均保持在 0.25% 的水平；2001 年 2 月将目标无担保隔夜拆借利率水平降至
2001/03		0.15%
2001/03 -	QE (量化宽松) 与	将货币政策主要操作目标由无担保隔夜拆借利率变为央行经常账户余额；无担保隔夜拆借利率控制在 0% 左
2006/03	ZIRP 并行	右；增加央行经常账户余额；大规模购买长期国债和资产支持证券以增加市场流动性、压低长期利率
2006/03 -	结束 QE，继续	将货币政策主要操作目标由央行经常账户余额变为无担保隔夜拆借利率；无担保隔夜拆借利率继续控制在
2006/07	ZIRP	0% 左右；缩减经常账户余额
2006/07 -	结束 ZIRP	鼓励无担保隔夜拆借利率平均保持在 0.25% 的水平
2008/12		
2008/12 -	逐步恢复 ZIRP 与	将无担保隔夜拆借利率控制在 0.1% 以下；增加国债购买规模并扩大可购买的国债范围
2010/10	QE	
2010/10 -	CME	将无担保隔夜拆借利率控制在 0-0.1%；启动并扩大资产购买计划，购买的资产涵盖政府债券、企业债券、
2013/03	(全面货币宽松)	商业票据、ETF 和 J-REITs；实施固定利率资金供应操作，向金融机构提供长期低息资金；增加长期国债和
		风险资产购买规模；设定并逐步提高通胀目标至 2%
2013/04 -	QQE	在 CME 的基础上延长购买国债的平均剩余期限；设定每年 60-70 万亿日元的基础货币增量目标；承诺在通
2016/09	(增强量化宽松)	胀率达到 2% 之前持续 QQE
2016/09 -	YCC	设定短期政策利率为 -0.1% 并通过公开市场操作维持短期利率在目标水平；设定 10 年期国债收益率目标为
2024/03	(收益率曲线控制)	0% 左右并通过大规模购买国债，调节市场需求和供应，维持收益率目标；进行固定利率购债操作，以固定
		利率无限量购买国债，灵活调整国债购买规模和频率

数据来源：BOJ，广发证券发展研究中心

2.10Y 日债利率变化趋势

90 年代开始，日本经济增速始终维持在较低水平；日本 10Y 国债利率的走势大致贴合政策利率变化的趋势。90 年代初资产泡沫破灭，股市和房地产价格下跌导致不良贷款激增，经济增长陷入停滞，企业和消费者在经济低迷的情境下信心严重受挫；因而国债作为安全资产价格上升、利率下降，且力度较大的宽松货币政策进一步推动长期国债利率下行。2003 年经济复苏的信号逐渐明朗，利率开始缓慢回升；直至 2008 年全球金融危机爆发，日本长债利率再次开始长期缓慢的下行。2016 年收益率曲线控制措施开始后，日本 10 年期政府债券收益率一度下降至负，长期徘徊在 0 上下，2022 年开始缓慢回升，至今已回升至 1% 以上。

图 13: 10Y日债利率 (%) 与日本名义GDP增速 (%，右轴)



数据来源: BOJ, 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

二、公募资管机构低利率时期资产配置演变

(一) 美国公募资管机构低利率时期资产配置演变

美国的公募资管产品可分为 4 种类型, 分别是共同基金、封闭式基金、ETF、单位投资信托; 这四种集体投资工具分别有不同的特征和优势。

表 2: 共同基金、封闭式基金、ETF、单位投资信托特征比较

	共同基金	封闭式基金	ETF	单位投资信托
结构	开放式基金, 允许投资者随时买入和赎回份额	固定数量的份额在首次公开发行后在证券交易所上市交易, 不接受新资金投入	开放式基金, 在证券交易所上市交易, 交易时间内买卖	一组固定投资组合, 在设立时定义, 不进行主动管理
定价	每日收盘后计算 NAV, 以此价格进行买卖	在交易所按市场价格买卖, 价格可能高于或低于 NAV	在交易所按市场价格买卖, 价格可能与 NAV 略有不同	NAV 按市场价格计算, 单位信托到期可按 NAV 赎回
费用	较高	较高	较低	中等偏高 (管理费低, 但设立费、销售费高)
流动性	高, 投资者可以每天买卖	较高, 但受限于市场交易, 价格波动可能较大	非常高, 投资者可以在交易时间内随时买卖份额	有限, 到期前可按 NAV 赎回, 但市场上流通较少
投资标的	多样化	多样化	多样化	通常是股票或债券
总结	适合希望专业管理和日常流动性的投资者, 但费用较高	适合希望获得特定投资策略和潜在高回报的投资者, 但价格波动较大	适合希望在交易时间内灵活交易、费用较低且分散投资的投资者	适合希望投资固定组合并持有到期的投资者, 但流动性有限
2023 年规模	25.5 万亿美元	2487 亿美元	8.1 万亿美元	770 亿美元

数据来源: ICI (美国投资公司协会), Investopedia, 广发证券发展研究中心

其中, 共同基金、封闭式基金、ETF 规模大, 流动性高; 而单位投资信托本质上一种信托, 具有更特殊的投资目的和运作方式等, 对利率变化的反应并不具有代表性。因此, 主要研究低利率对共同基金资产配置的影响, 简单说明封闭式基金、ETF 在利率变化之中的资产配置演变。

1. 共同基金

共同基金是美国主要的集体投资工具，面临近些年来 ETF 规模的快速增长以及对其他投资工具市场份额的吞噬，但在所有集体投资工具规模中的占比仍然超过 75%。美国共同基金规模庞大、种类齐全，其资产配置变化与利率环境变动的相关关系比较具有研究价值。

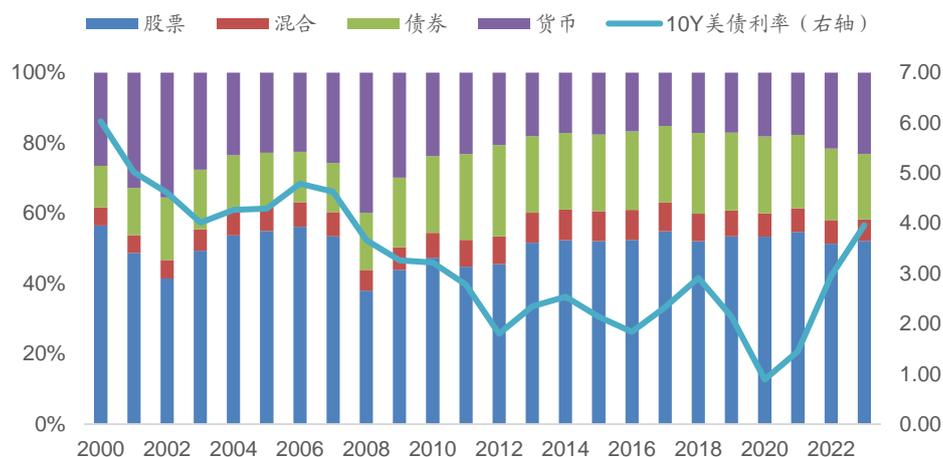
图 14: 美国共同基金规模 (百万美元) 与占公募资管比例变化



数据来源: ICI, 广发证券发展研究中心

共同基金可分为四种类型: 股票型、混合型、债券型、货币型。自 2000 年以来, 美国共同基金中股票型占比最大, 在 50% 上下浮动; 债券型、货币型两种固收基金合计占比在 40% 上下浮动, 2011 年以前货币型基金占比高于债券型基金, 2011-2021 年货币型基金占比低于债券型基金, 2022 年至今仍是货币型基金占比高于债券型; 混合型基金占比始终较小, 波动幅度也不大, 占比在 5%-9% 之间波动。

图 15: 美国各类型共同基金占比与 10Y 美债利率 (%) (%, 右轴)



数据来源: ICI, 广发证券发展研究中心

美国第二次低利率时期并没有对共同基金资产配置产生太大的影响。各类型的共同基金几乎都是在各自的由基金市场发展方向、投资者偏好变化等决定的演变方向上

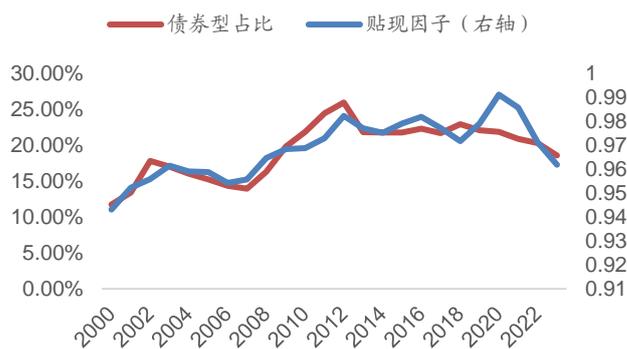
行进，或发生较小程度的波动。

第一次低利率时期给美国共同基金资产配置带来的影响相对较大一些；利率变动对债券型共同基金配置比例变化的解释性极强：债券型共同基金占比和 10Y 美国国债利率几乎呈严格的负相关关系，利率上升则债券型共同基金占比下降，利率下降则债券型共同基金占比上升。

图 16: 美国共同基金债券型占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)



图 17: 美国共同基金债券型占比与贴现因子



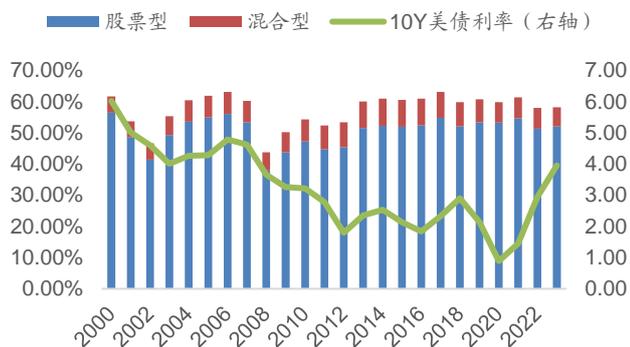
数据来源: ICI, 广发证券发展研究中心

数据来源: ICI, 广发证券发展研究中心

注: 贴现因子 = $1 / (1 + 10Y \text{ 国债利率})$

股票型、混合型和货币型共同基金占比随利率变动的趋势则更为复杂。以 2008-2009 为分界点: 2008 年及以前, 利率升高则股票型和混合型共同基金占比上升、货币型共同基金占比下降, 利率降低则股票型和混合型共同基金占比下降、货币型共同基金占比上升; 2009 年-2012 年, 利率持续降低, 但此阶段股票型和混合型共同基金占比上升、货币型共同基金占比下降, 与前一阶段受利率影响而变化的趋势完全相反。

图 18: 美国共同基金股票型、混合型占比与10Y美债利率 (%)，(右轴)



数据来源: ICI, 广发证券发展研究中心

图 19: 美国共同基金货币型占比与10Y美债利率 (%)，(右轴)



数据来源: ICI, 广发证券发展研究中心

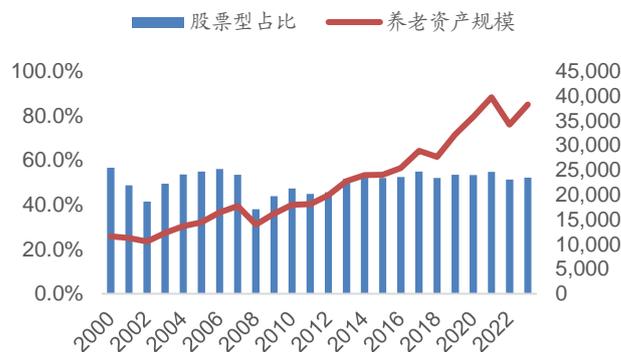
之所以利率变动在两个阶段对股票型、混合型和货币型共同基金配置比例的影响方式不同，是因为股市和利率的相关关系在前后两个阶段有所不同。除 2007、2008 年因金融危机股市回调，2002 年以来美国股市在互联网泡沫开启后的宽松周期和创新周期持续走高；且 2002 年至金融危机前美国养老金规模保持稳定的增长。这很好地解释了 2008 年及以前利率上涨则股票型、混合型占比上升而货币型占比下降，因为权益产品的回报率更高。而 2009 年至 2012 年，走过全球金融危机的美国股市逐渐回暖，同时低利率为股市复苏提供了良好的融资环境。此阶段股票型、混合型占比上升而货币型占比下降的主要原因亦是股市的增长，同时宽松货币政策下利率下行也为债券型基金和货币型基金的增长提供了空间，两者占比也始终能维持在 35%-45%。

图 20: 美国共同基金股票型占比与纳斯达克综指 (右轴)



数据来源: ICI, 广发证券发展研究中心

图 21: 美国共同基金股票型占比与养老资产规模 (十亿美元, 右轴)



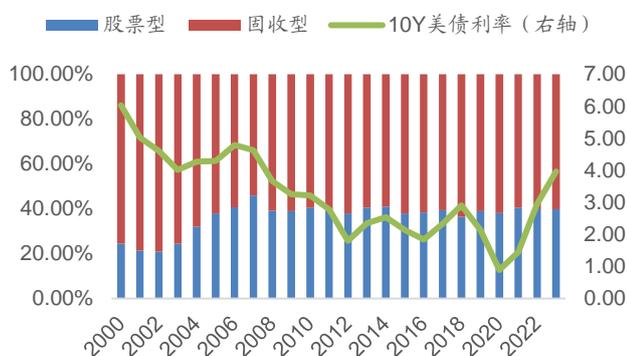
数据来源: ICI, 广发证券发展研究中心

2. 封闭式基金、ETF

封闭式基金可分为股票型和固收型两种，2000年以来固收型占比更大，近年来占比在60%上下浮动。ETF可分为股票型、债券型、混合型、商品型，最初的ETF全部都是股票型，近年来其他类型ETF也逐渐发展起来，目前股票型ETF占比在80%上下波动。

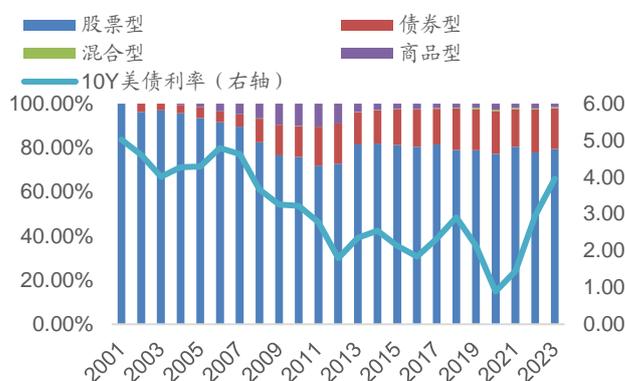
与共同基金相同的，封闭式基金和ETF在美国第二次低利率时期受低利率环境和利率波动的影响并不大，但第一次低利率期间表现出了一定的资产配置演变上由利率变动导致的方向性变化。2006-2015年：固收型封闭式基金规模占比和10Y美国国债利率的变动方向几乎完全相反，利率下降则固收占比上升、利率上升则固收占比下降；债券型ETF规模占比和10Y美国国债利率的变动方向也几乎完全相反。2015年之后，封闭式基金、ETF的资产配置演变和利率变化的相关性不大。

图 22: 美国封闭式基金各类型占比与10Y美债利率 (%)，(右轴)



数据来源：ICI，广发证券发展研究中心

图 23: 美国ETF各类型占比与10Y美债利率 (%)，(右轴)



数据来源：ICI，广发证券发展研究中心

3. 美国资管低利率时期资产配置演变总结

美国第一次低利率时期的低利率环境与利率变动对资管机构资产配置的影响较大，而第二次则不甚明显。第一次低利率时期不仅持续时间较长，而且经济增长、货币政策等因素的作用也都更深刻复杂，可以说从2006年房价下跌就已经开始酝酿这一场金融危机以及随之而来的低利率时期；而第二次低利率时期不仅持续时间较短，其最终局面的产生也很大程度上来自COVID-19疫情这场意外，资管机构与投资者对这段低利率时期的看法往往更乐观，所以2020年左右的低利率并没有对资产配置产生结构性的、显著的影响。

共同基金的资产配置演变最具有代表性。债券型占比的变化与利率变化方向相反，低利率时债券型基金占比更高，反映了利率下降时债券资本利得的增加以及此时期投资者对稳定性更高的投资工具的偏好；封闭式基金中的固收型和ETF中的债券型同样有此演变规律。而共同基金中的股票型、混合型、货币型的占比变化则主要受股市走势等因素影响。

(二) 日本公募资管机构低利率时期资产配置演变

1. 日本投资信托简介

在日本，基金即投资信托；日本投资信托的产品类型架构如下图所示；研究资产配置演变的重点放在公募投资信托中的契约型投资信托。契约型投资信托投资于证券，按照合同中是否明确规定不可以投资于股票分为公社债投信和株式投信；公社债投信（下文称固收基金）中包含纯债基金和货币市场基金，株式投信（下文称股票型基金）中包含纯债基金和货币市场基金以外的各种基金，也包括主要投资于债券、少量投资股票等其他资产的基金和投资于不动产的基金等等。

图 24: 日本投资信托产品类型架构

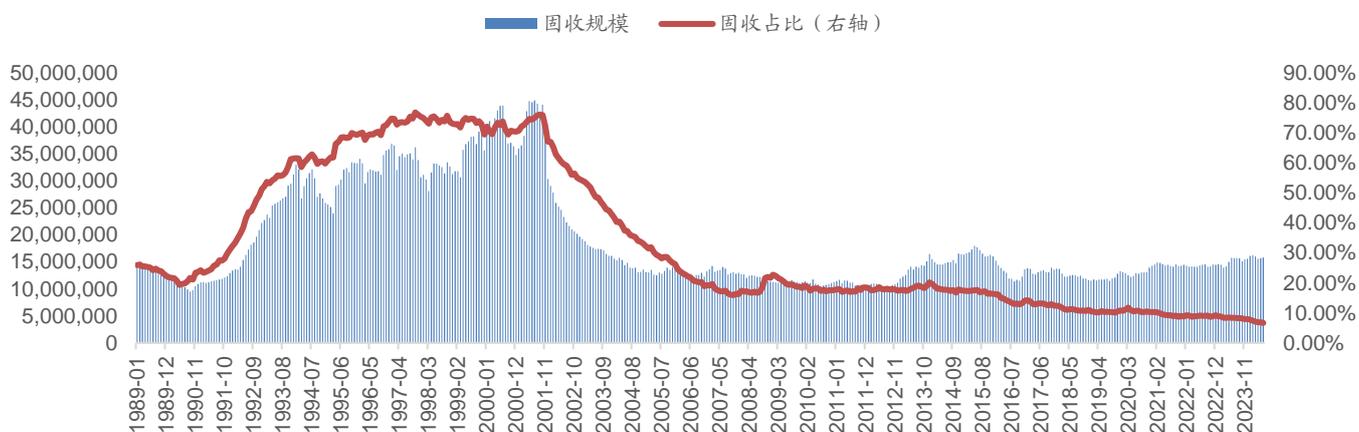


数据来源：JITA（日本投资信托协会），广发证券发展研究中心

2. 日本公募型资管资产配置演变梳理及分析

日本固收基金规模与占比的变化与利率走势高度相关，且不同阶段与利率的相关性特征各不相同。

图 25: 日本公募资管固收基金规模（百万日元）与占比



数据来源：JITA，广发证券发展研究中心

日本公募资管固收基金的规模与占公募资管比例的长期变化趋势整体同频；但股

市繁荣、金融危机、安倍经济学启动资产购买计划、YCC 等因素导致固收规模与占比的走势偶有不同。对各个阶段占比、规模的长期变化趋势及变化背后的原因进行总结，可以更好地理解日本公募资管资产配置演变的过程。

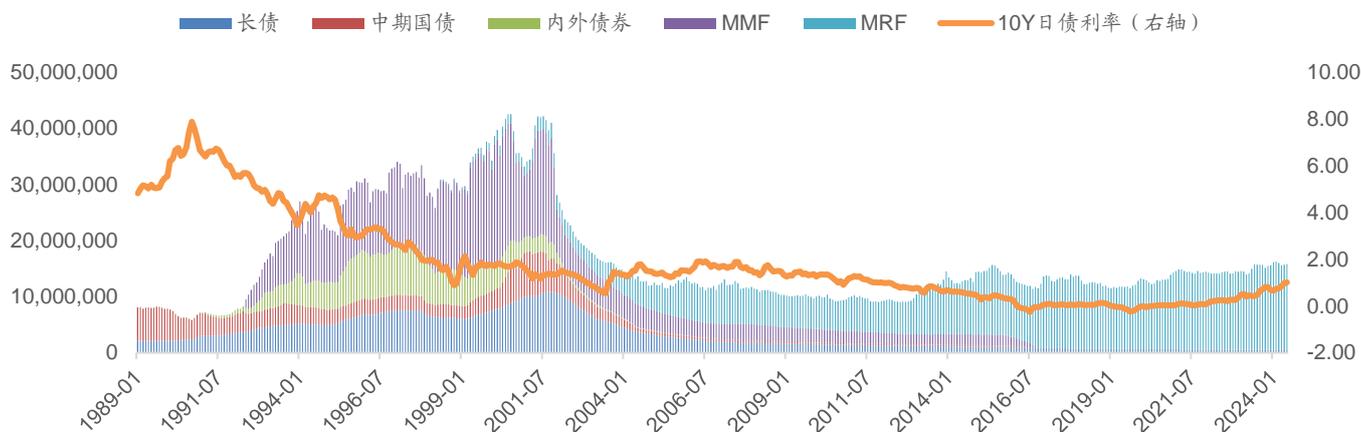
表 3: 日本公募资管固收基金占比与规模变化过程梳理

时期	占比变化	占比变化范围	规模变化	规模变化范围 (日元)	原因
1990 年 5 月至 1997 年 10 月	提升	由 19.3% 提升至 76.9%	提升	由 10.3 万亿提升至 36.2 万亿	利率下降，投资债务工具资本利得增加，固收产品吸引力上升
1997 年 10 月至 2001 年 9 月	波动	在 69.4% 至 76.9% 之间波动	提升	由 36.2 万亿提升至 42.4 万亿	利率仍在下降，固收产品发展仍然火热；股市逐渐稳定，股票型基金规模开始上涨
2001 年 9 月至 2005 年 5 月	下降	由 76.1% 下降至 29.4%	下降	由 42.4 万下降至 12.5 万亿	安然事件导致固收大量资本流出；很快利率下降到过低水平 (1.3%)，固收产品票面利率低、利差收益空间小，逐渐失去吸引力；股市回暖，股票吸引力上升
2005 年 5 月至 2012 年 12 月	下降	由 29.4% 下降至 17.4%	波动	在 10.4 万亿至 14.5 万亿之间波动	长端利率较平稳，固收产品规模不进不退；尽管受到全球金融危机冲击，但股票型产品规模总体保持扩张
2012 年 12 月至 2015 年 5 月	波动	在 16.8% 至 20.2% 之间波动	提升	由 11.1 万亿提升至 18.0 万亿	央行大规模资产购买计划间接推升国债价格，使得固收类产品价格上升、吸引力增强；但央行同时购买以股票为主要底层资产的 ETF，且股市此阶段稳定上涨
2015 年 5 月至 2016 年 8 月	缓慢下降	由 17.6% 下降至 12.9%	下降	由 18.0 万亿下降至 11.4 万亿	此阶段日本经济增速阶段性下滑，10Y 日债利率由 0.5% 左右跌至负值，固收产品收益率过于微薄
2016 年 8 月至今	下降	由 12.9% 下降至 6.7%	缓慢增加	由 11.4 万亿提升至 15.8 万亿	YCC 控制 10Y 日债收益率在 0% 左右，除 MRF 以外的固收类产品几乎完全失去吸引力；但 MRF 有其存在的必要性，规模随着公募资管的持续发展缓慢增长

数据来源: JITA, 广发证券发展研究中心

股市走势、资管市场发展程度、非常规货币政策等因素均会影响到固收基金占比的变化，但各类型固收基金规模的变化可以较为直观、更有说服力地说明利率水平变化对固收产品发展的影响。因此有必要梳理各个类型固收基金在利率变动过程中的发展历程。

图 26: 日本公募资管各类型固收基金规模 (百万日元) 与 10Y 日债利率 (%，右轴)



数据来源: JITA, 广发证券发展研究中心

根据日本投资信托协会统计数据，长债基金和中期政府债券基金是最早的两种固收基金，1999 年以前规模非常缓慢地震荡式增加；1999 年的 ZIRP 政策使得收益率

曲线陡峭化，此后约两年时间中，长债基金和中期政府债券基金规模较快增长。海内外债券基金（一种国内债券与国外债券各投资约 50% 的基金）问世较晚，规模走势与长债基金、中期政府债券基金大致相同，但 90 年代中期其受到的投资者的广泛追捧导致其规模急剧扩张，仅 1995 年年初到年底便由 4.8 万亿日元增长至 8.8 万亿日元。MMF（Money Management Fund，货币管理基金，一种主要投资于高信用等级、强流动性短期金融工具的现金管理工具）在股市泡沫破裂的背景下问世，作为流动性高、灵活性强的基金，很好地容纳了从股票市场流出的资金，设立不久便在固收基金中占据相当大的份额，甚至可以说 90 年代初-21 世纪初固收基金规模的增长主要是来自于 MMF 规模的增长：1992 年 4 月至 2001 年 5 月，日本公募固收基金规模由 14.1 万亿日元增长至 44.8 万亿日元，MMF 规模从 0 增长至 18.9 万亿日元，对固收基金规模增量贡献超过 60%。

2001 年 3 月量化宽松政策颁布，中期政府债券基金规模开始缩减。2001 年 4 月，日本信用债开始按市值计价，含有大量长期信用债的长债基金吸引力下降，无法再维持此前的规模增长节奏。2001 年 10 月发生的安然事件对日本金融市场产生了较大的冲击，根据纽约时报：多家日本资管公司的债券基金中配置了安然公司债券，5 支 MMF 跌破面值；更要紧的是安然作为优质的高收益债券发行方，其丑闻一定程度上加剧了日本投资者对企业债券和其他信用资产的不信任，固收基金大量持有的高收益债券资产价格急剧下跌，大规模资金撤出投资于企业债券的固收基金。日本投资信托协会数据显示，半年时间内日本 MMF 规模缩减了超 2/3；海内外债券基金受到的影响更大，半年时间规模缩减近 80%；中期政府债券基金的规模一年内缩减超 50%；长债基金的规模也从此刻开始下降，只是下降态势较前三者而言相对缓和。

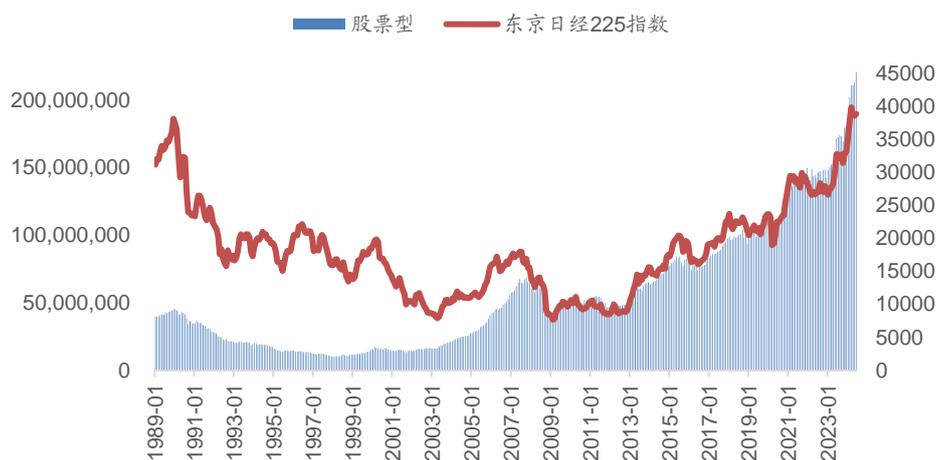
安然事件的突然发生一定程度上分散了利率过低导致固收基金规模下降重要规律的注意力。安然丑闻曝光前，日本固收基金规模绝大多数时与 10Y 日债利率变动方向相反。安然事件发生约 8-9 个月内，资管市场处于消化此次冲击的阶段，根据日本投资信托协会数据，公募资管总规模下降约 20 万亿日元，流向了更稳健保守的银行存款等；据日本银行数据，此期间日本银行存款总额增加了约 22 万亿日元。2002 年 7 月左右，安然事件导致的避险情绪已经基本消失，但此时利率走低，日本公募资管固收基金的规模仍在持续缩减：说明过低的利率导致固收类产品失去了竞争力。此时 10Y 日债利率中枢大约处于 1.3% 上下。

在固收基金市场自身受到冲击之余，日本股市于 2003 年开始复苏；使得大量固收基金中的资金流入股票型基金。此后，除 MRF（Money Reserve Fund，货币储备基金，用于购买股票和基金、支付银行卡费用、工资转账等的一般证券账户的专用共同基金）外的固收基金规模不断缩减；海内外债券基金由于投资者偏好的变化于 2013 年彻底退出日本基金市场；2016 年 YCC 政策则直接宣判了中期政府债券基金、MMF 的“死刑”，这两种固收基金也在 YCC 前后相继彻底消失。长债基金的规模始终在缓慢下降，至今保有约 4.6 万亿日元。MRF 由于其运作的特殊性、属于和投资其他产品并不冲突的“余额宝”类型产品，在问世的二十多年间规模稳中有进，并没有衰退的迹象。

日本公募资管股票型基金的规模与占比走势由日本股市走势主导。据日本投资信托协会数据，上世纪 90 年代初，日本股市泡沫破裂，90 年代股市一路下行，公募资管股票类产品规模由最高 45 万亿日元跌至 1997 年 12 月的不足 10 万亿日元。90 年代末日本股市短暂回升，股票型产品的规模也有短暂的小幅回升；但紧接着伴随

日经 225 指数由 2000 年 2 月的 19685 点跌至 2001 年 9 月的 9996 点，股票型产品规模再次萎缩。2003 年开始，日本股市进入了长期回暖的节奏，公募股票型产品的规模持续扩张直至全球金融危机风险显现，至 2007 年 10 月达 69 万亿日元；金融危机的冲击蔓延暂时中断了股票型基金的规模扩张并使之衰退，2009 年 1 月日本公募股票型规模退回 38 万亿日元。此后的 15 年中，日本股市长期趋势为稳定上涨，股票型公募基金的规模也随之稳定增加，至今已达 222 万亿日元。

图 27：日本公募资管股票型基金规模（百万日元）与东京日经225指数（右轴）



数据来源：JITA，广发证券发展研究中心

3. 总结日本公募型资管机构资产配置演变过程

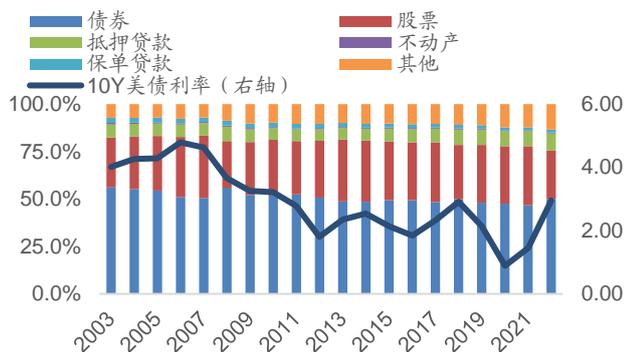
总结日本固收基金在过去 35 年左右的资产配置演变趋势。长期来看，资产配置演变是股市与利率环境的共同作用结果。利率环境对固收规模的影响有几种特征：利率从较高水平降至较低水平的过程中，固收产品规模会不断提升；利率已经低到一定水平再继续降低时（长端利率不触及负利率），固收产品的规模将会开始下降；长端利率触及负利率时，除 MRF 以外的固收产品规模将急剧缩减、占比也会降到极低的水平。股票型基金的规模扩张与股市上涨强相关；在利率下降至过低水平、固收产品不再具有竞争力，占比也会不断增加。

三、险资低利率时期资产配置演变

（一）美国寿险低利率时期资产配置演变

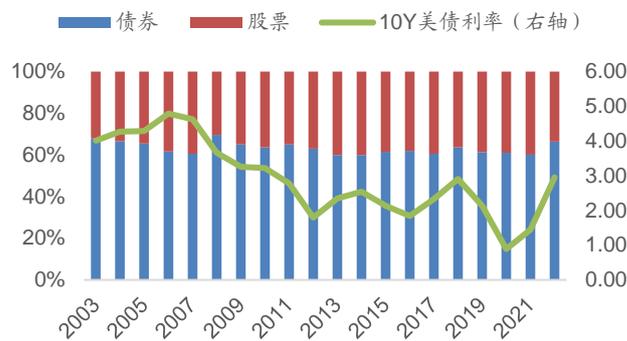
美国寿险的资产配置方向主要有债券、股票、抵押贷款、保单贷款、不动产和其他资产（包括短期投资、现金及现金等价物、衍生品等）这几种选择；近二十年来，证券资产（债券和股票）的配置比例有所下降，贷款的配置比例上下浮动幅度不大。相比于公募资管机构可以在不同利率环境下灵活转换股票、债券之间的配置比例，寿险需要考虑其资金长期、稳定的本质属性；债券的配置比例在大多数情况下都不太可能大幅下降，但是在债券期限、信用上的配置可以帮助险资适应不同的利率环境。

图 28: 美国寿险资产配置与10Y美债利率(%, 右轴)



数据来源: ACLI (美国生命保险协会), 广发证券发展研究中心

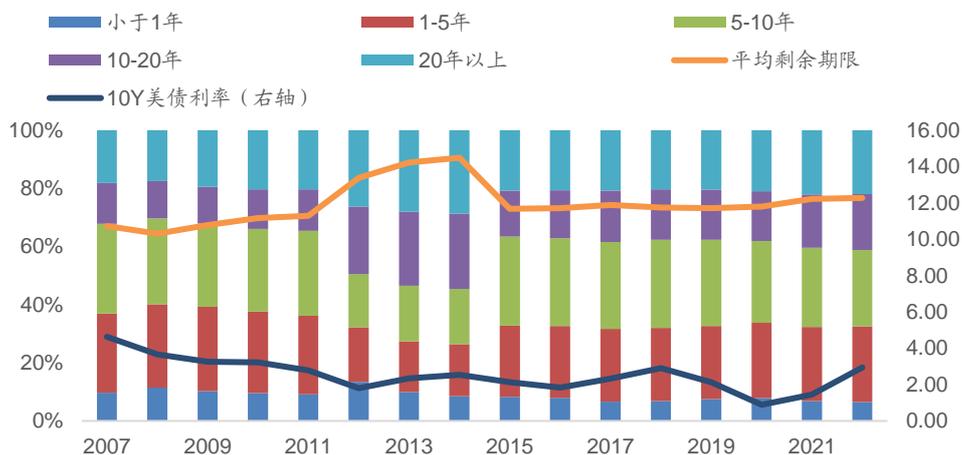
图 29: 美国寿险证券配置与10Y美债利率(%, 右轴)



数据来源: ACLI, 广发证券发展研究中心

美国寿险在债券配置上呈现出低利率时期拉长久期的特点; 自 2008 年开始, 寿险配置债券的平均剩余期限开始升高。据美国生命保险协会数据, 2011 年-2014 年剩余期限 20 年以上的债券占比从 20.3% 大幅增加至 28.7%, 导致所配债券的平均剩余期限也大幅提升。主要有两点原因: 首先, 寿险公司需要考虑资产负债在期限上的匹配性, 低利率时期保单持有行为变化等因素可能导致负债的期限拉长, 从而资产上需要做出相应的调整; 第二, 低利率时期短期债券收益率相对较低, 此时长期债券的投资收益更高、吸引力更强。

图 30: 美国寿险配置债券剩余期限结构与10Y美国国债利率(%, 右轴)

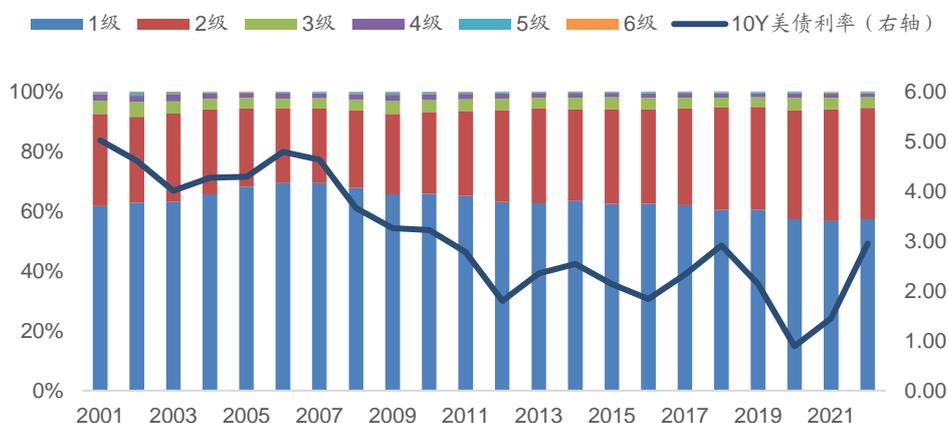


数据来源: ACLI, 广发证券发展研究中心

美国寿险在债券配置上还呈现出利率下降时期信用下沉的特点。2008 年-2009 年、2020 年这两段利率下降的时期, 高信用等级(1 级、2 级)债券的配置比例有所下降, 平均信用评级也在下降(数值上升); 而 2010 年-2013 年和 2021 年这两段度过危机、利率水平持续较低的时期, 高信用等级债券的配置比例却在上升。利率下降时期, 高信用评级债券往往收益率较差, 出于保持投资回报率、满足支付需求等考虑, 寿险业会下调债券配置评级要求, 通过信用下沉来提高投资收益。而当

走过危机（全球金融危机、COVID-19 疫情）时，经济复苏预期转好，此时企业财务状况转好、信用风险降低，寿险业也会随之提升评级要求，而且在经济复苏、金融市场较稳定的情况下信用利差也会降低，所以寿险此时的债券配置信用水平会有所回升。

图 31：美国寿险配置债券信用等级分布和与10Y美债利率（%，右轴）



数据来源：ACLI，广发证券发展研究中心

图 32：美国寿险高信用等级债券占比（%）与10Y美债利率（%，右轴）



数据来源：ACLI，广发证券发展研究中心

图 33：美国寿险债券平均信用等级与10Y美债利率（%，右轴）

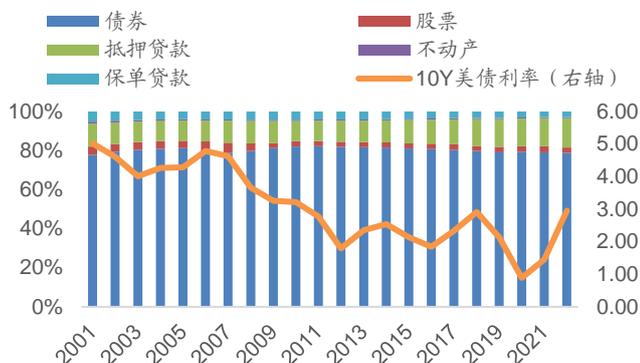


数据来源：ACLI，广发证券发展研究中心

美国寿险的资金账户分为两大类，一般账户与独立账户，一般账户的资产管理规模约为独立账户资产管理规模的 2 倍；这两种账户在资产配置演变上的不同特征更能说明寿险资产配置随利率变动变化幅度较小的原因。一般账户的负债端主要是保障型保单，资产管理活动并不以超额收益为目标，通常采用较保守的投资策略以换取风险小的投资收益；独立账户的负债端则主要是投资型保单，相比一般账户投资策略和资产配置更为激进，资产管理目标在于获得超额收益。在利率变动的过程中，一般账户债券型和股票型资产配置受影响程度是很小的，但自 2010 年以来呈现出债券占比不断下降的长期趋势；而独立账户的债券配置比例呈现出和利率的一定相

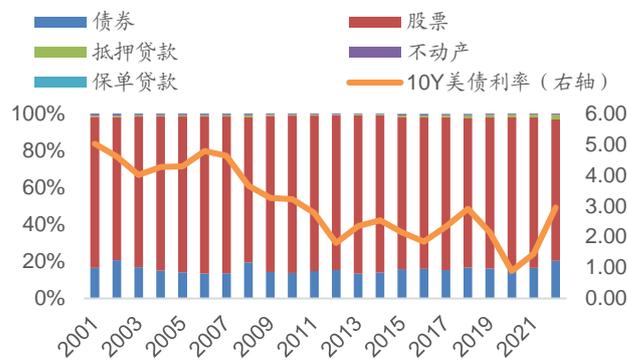
关性。这有力地证明，寿险资产配置随利率变动而变化幅度远小于公募基金是因为机构本身的经营理念、监管要求等制约因素：投资收益覆盖负债成本、风险可控才是第一要务。

图 34：美国寿险一般账户资产配置与10Y美债利率（%，右轴）



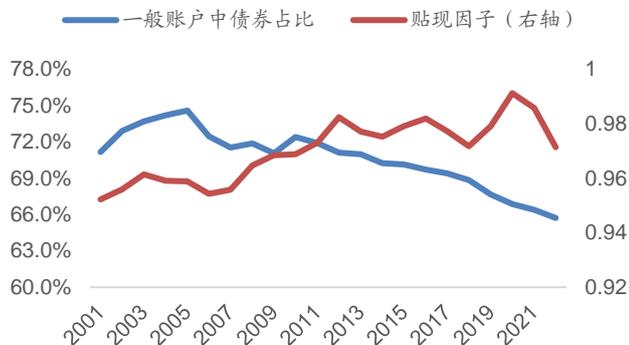
数据来源：ACLI，广发证券发展研究中心

图 35：美国寿险独立账户资产配置与10Y美债利率（%，右轴）



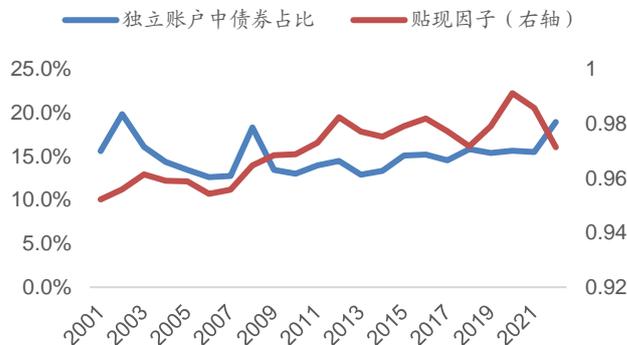
数据来源：ACLI，广发证券发展研究中心

图 36：美国寿险一般账户中债券占比与贴现因子



数据来源：ACLI，广发证券发展研究中心

图 37：美国寿险独立账户中债券占比与贴现因子



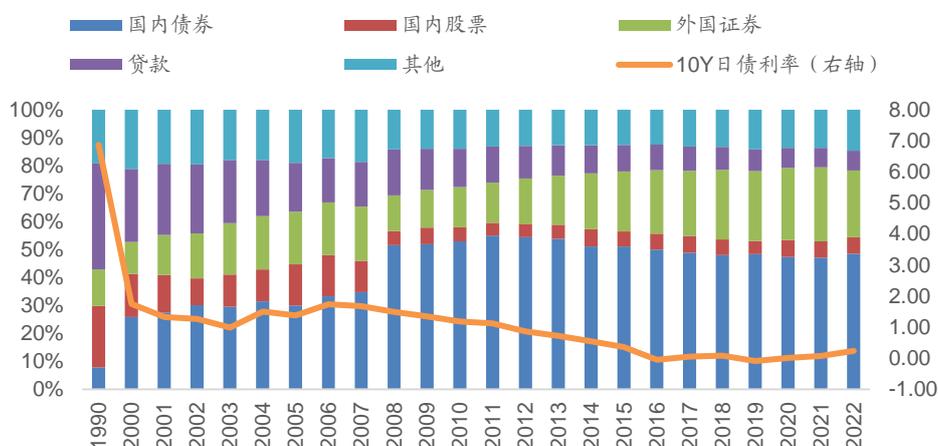
数据来源：ACLI，广发证券发展研究中心

（二）日本寿险低利率时期资产配置演变

日本寿险机构的资产端主要有证券、贷款、房地产、其他资产等等；其中证券可以进一步分为国内债券、国内股票、海外证券。据日本生命保险协会数据，自上世纪 90 年代初泡沫破裂，贷款和国内股票的配置比例显著下降，贷款由 37.9% 下降至如今的 7.1%，国内股票由 22.0% 下降至如今的 5.9%。原因在于：90 年代初及以前，保费的高速增长加大了寿险资产配置的的压力，而泡沫的积累更是推动寿险的资产配置风格格外激进，激进的资产配置策略带来了较大的信用风险敞口，导致了

1997 年左右日本寿险行业受到多家公司破产等重大打击；经历过危机的日本寿险行业开始调整为更保守、风险更小的资产配置策略，久期长、风险低的国债等固收资产的配置比例逐渐升高。

图 38：日本寿险资产配置与10Y日债利率（%，右轴）



数据来源：LIAJ（日本生命保险协会），广发证券发展研究中心

由贷款和国内股票撤出的资产，一部分流入国内债券，一部分流入了外国证券。据日本生命保险协会数据，国内债券配置比例的大幅增长发生过两次：一次在 1990-2000 年之间，期间日本股市低迷、信用风险升高，债券是更优的配置选择，1990 年至 2000 年，国内债券占比由 7.8% 提升至 25.9%；第二次是 2008 年全球金融危机，全球金融危机波及到日本股市，且海外资产在这一时期吸引力也在降低，2008 年国内债券占比由 34.8% 提升至 51.6%，并且占比升高的趋势延续至 2011 年。外国证券的配置比例增长在全球金融危机时发生了倒退，2008 年由 19.4% 降至 12.8%，但此后直至 2021 年一直保持着相对稳定的增长节奏，尤其是 2011 年以后。原因在于：2011 年开始，日本本国的利率水平过低，10Y 日债利率中枢低于 1.0%，国内债券的收益率大幅下降，而寿险机构出于资产负债的匹配性、稳定性等诸多考量不能将资产转移到国内股票、贷款这类收益高但稳定性差且风险高的资产，此时外国证券尤其是债券就成了最好的选择，收益率较国内债券更高，风险水平低于国内股票与贷款。

图 39: 日本寿险国内债券占比与10Y日债利率(%, 右轴)



数据来源: LIAJ, 广发证券发展研究中心

图 40: 日本寿险外国证券占比与10Y日债利率(%, 右轴)



数据来源: LIAJ, 广发证券发展研究中心

表 4: 日本寿险国内债券与外国证券投资收益率

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
国内债券投资收益率(%)	1.88	1.75	1.84	1.80	1.75	1.69	1.62	1.51	1.51
外国证券投资收益率(%)	5.50	2.24	2.31	1.36	2.16	1.22	5.5	5.36	3.61

数据来源: LIAJ, 广发证券发展研究中心

总的来说, 日本寿险资产配置的整体演变趋势在上世纪 90 年代发生了重大转折, 整体风格和策略由激进转为保守, 贷款、国内股票占比下降, 国内债券、外国证券占比上升。低利率环境对日本寿险的影响主要发生在 2011 年, 当利率过低时, 国内债券的配置比例就会下降。日本公募也有相似的发展规律, 但相比起来, 寿险对低利率的接受程度更高, 或者说导致国内债券吸引力下降的“利率临界点”更低。

四、投行低利率时期资产配置演变

海外投行的资产配置演变主要体现在其用资类业务资产占比的变化上, 用资类业务即重资产业务, 主要包括做市交易、两融借贷、一二级投资。以高盛和摩根士丹利为例, 研究美国低利率时期投行资产配置演变; 以野村为例, 研究日本低利率时期投行资产配置演变。

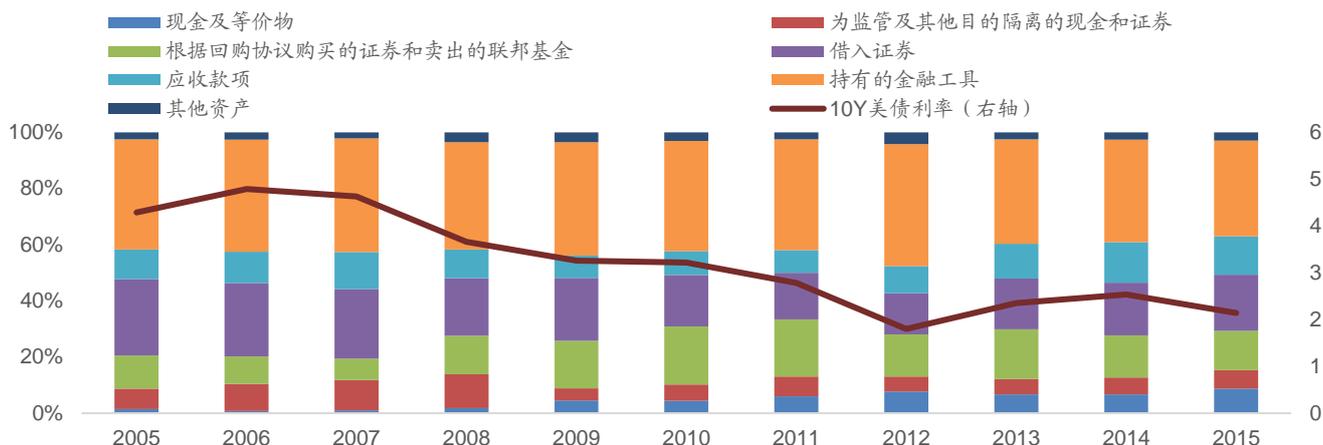
(一) 高盛低利率时期资产配置演变

1. 美国第一次低利率时期高盛资产配置演变

高盛的资产端主要包括现金及等价物、为监管及其他目的隔离的现金和证券、根据回购协议购买的证券和卖出的联邦基金、借入证券、应收款项、持有的金融工具、其他资产; 不同的阶段资产端的分类方式和披露方式稍有不同。此阶段, 持有的金融工具包括了一二级自营投资、做市、贷款业务上的用资; 借入证券反映的是高盛

在融资业务上的用资情况，融券业务的用资情况体现在负债端的借出证券科目上。

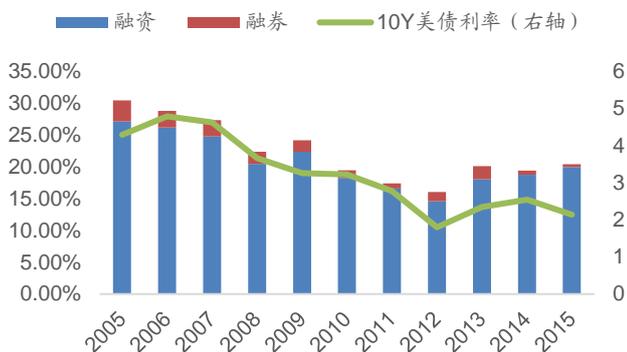
图 41：第一次低利率时期高盛资产端结构与10Y美债利率（%，右轴）



数据来源：高盛年报，广发证券发展研究中心

第一次低利率时期，高盛融资、融券业务用资占比显著较低，一二级自营投资、做市、贷款业务用资占比变动幅度不大但规模走势与利率呈一定程度上的负相关。低利率时期，两融业务利差收益率下降、利润水平下降，因此有较大幅度上规模的萎缩与占比的下降。持有的金融工具中用于投资、做市交易的资产占比较高，贷款略低，因此此项资产对应的业务相比于整个投行机构其他用资业务的盈利水平和收益率并没有受到低利率的显著冲击，故而占比波动较小。虽然占比波动不大，但高盛持有金融工具的规模在 2007 至 2008 年受金融危机的影响发生了很大程度的缩减：金融危机后，美国出台了《多德-弗兰克法案》以限制投资银行从事大规模的自营投资业务、减少自营投资业务带来的系统性风险，因此此后一段时间高盛持有的金融工具规模相较于金融危机前一直处于较低的水平。2008 年后，高盛持有金融工具的规模基本上和利率变动方向相反、在利率下降的过程中稳步增长：一方面，低利率时期美国股市迎来复苏，来自股票的收益有所提升；另一方面，利率下降使债券资本利得上升，且流动性宽松促进了固收交易的开展。

图 42: 第一次低利率时期高盛两融业务用资占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)



数据来源：高盛年报，广发证券发展研究中心

图 43: 第一次低利率时期高盛持有的金融工具规模 (百万美元) 与 10Y 美债利率 (%，右轴)



数据来源：高盛年报，广发证券发展研究中心

根据高盛年报披露的数据，第一次低利率时期，高盛重资产业务用资占比整体偏低，由约 70% 下降至不足 60%。投资、做市、贷款业务用资占比波动幅度不大，但两融业务用资占比大幅下降，因此用资业务整体用资占比下降。此阶段，高盛资产端现金及等价物、根据回购协议购买的证券和卖出的联邦基金占比均有所上升：现金及等价物占比上升是因为 2008 年金融危机后，高盛转型为银行控股公司，传统银行业务规模与占比有所增加；根据回购协议购买的证券和卖出的联邦基金则是因为低利率时期回购业务的活跃而占比上升。

图 44: 第一次低利率时期高盛用资业务用资占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)



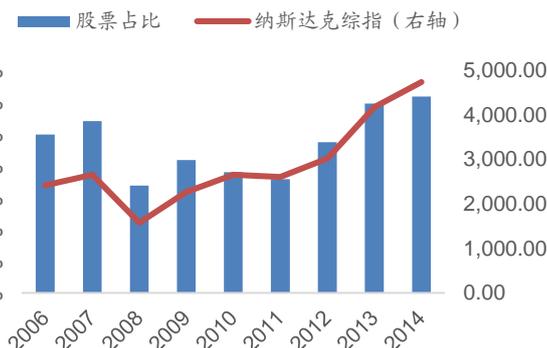
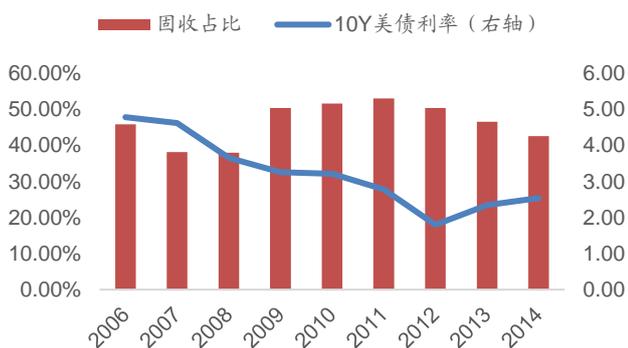
数据来源：高盛年报，广发证券发展研究中心

高盛持有的金融工具包括货币市场工具、债务工具、贷款、股票和可转债、商品、衍生品这几类；第一次低利率时期各种金融工具的变化各不相同。贷款占持有的金融工具比例受利率环境的影响不甚显著，其变化趋势可能是出于公司业务结构调整等原因。固收类金融工具占比在 2006 年至 2008 年有所下降，此期间金融市场的不稳定性和逐步降低的流动性或许是高盛减持固收类金融工具的理由；2008 年之后，较低的利率和宽松的货币政策带来了后金融危机时期资产价格改善、流动性宽

松等利好 FICC 等业务条件，因此此阶段固收的持有占比较前一阶段显著更高，且固收占比大体上和 10Y 美债利率走势反向变动，体现了利率降低时资本利得增加以及固收类金融工具的优势。权益类金融工具占比的变化主要和美股股市的走势相关联，股市走高时权益类资产的占比有显著的上升，和利率的相关性较低。高盛年报披露的数据显示，衍生品的占比在此阶段通常在 20% 上下浮动，但 2008 年，高盛固收、权益类的金融工具持有占比均较低，这一年衍生品的持有占比高达 38.5%，体现了衍生品在风险管理上的重要作用。商品的占比始终较低。

图 45: 第一次低利率时期高盛金融工具中固收占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)

图 46: 第一次低利率时期高盛金融工具中股票占比与纳斯达克综指



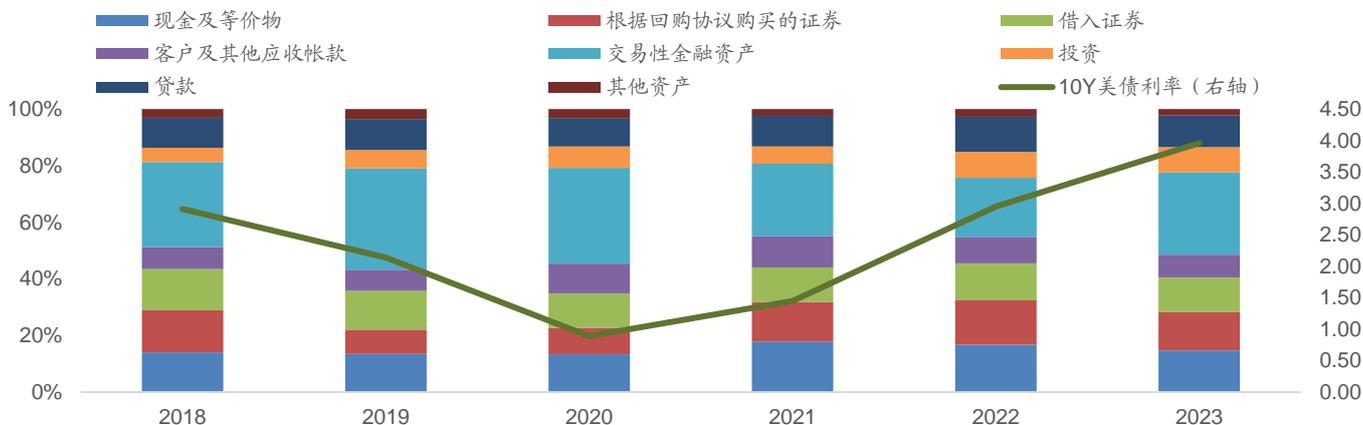
数据来源：高盛年报，广发证券发展研究中心

数据来源：高盛年报，广发证券发展研究中心

2. 美国第二次低利率时期高盛资产配置演变

第二次低利率时期高盛的资产端在过去的基础上将持有的金融工具清晰地分出了交易性金融资产、投资、贷款，其中的交易性金融资产是用于做市交易和风险管理的金融资产。

图 47: 第二次低利率时期高盛资产端结构与 10Y 美债利率 (%，右轴)



数据来源：高盛年报，广发证券发展研究中心

结合资产端与负债的情况来看：第二次低利率时期高盛用资业务整体占比波动幅度不大。做市业务用资占比在 2022 年及以前大体上与利率反向变动：利率下降，做

市业务中大量占比的债券价格上升，因而用资占比上升；利率上升，债券价格下跌、做市风险增加，因此用资占比下降。而投资业务用资占比受利率影响较小，几乎一直保持稳定增加的趋势，仅在 2021 年因投行业务空前旺盛用资占比上升的势头有中断。两融、贷款业务用资占比均与利率水平变化较为一致：利率低时，两融、贷款业务利差收益低，利润水平低，因此用资占比较低。

图 48：第二次低利率时期高盛用资业务用资占比与 10Y 美债利率（%，右轴）



数据来源：高盛年报，广发证券发展研究中心

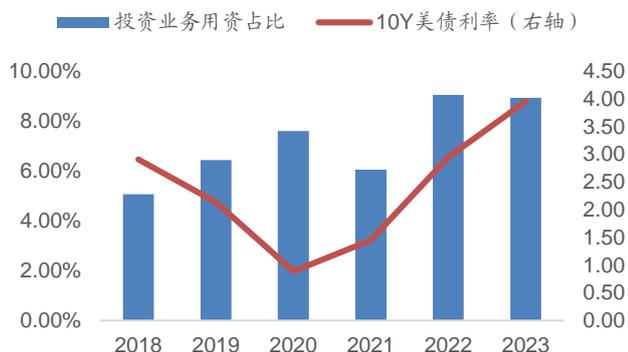
图 49：第二次低利率时期高盛两融、贷款用资占比与 10Y 美债利率（%，右轴）



数据来源：高盛年报，广发证券发展研究中心

投资业务虽然整体用资占比受利率影响较小，但其内部结构在此阶段发生了很大程度上的变化。投资业务包括与投资活动相关的股票、债务工具，与资产负债管理活动相关的债券——分为可出售（Available-for-sale）和持有至到期（Held-to-maturity）两种，以及股权投资。根据高盛年报数据，2018 年至 2023 年期间，为投资目的持有的股票和债务工具占比均大幅度下降，从合计超 70% 降至合计不足 20%。利率水平较低的 2020 和 2021 年，可出售债券的占比非常高、超过 50%，而在利率回升的 2022 和 2023 年，持有至到期的债券占比较高，因为利率较高时将债券持有至到期从而获得的票息收益较高。股权投资的占比始终较低，在 1% 以下。

图 50: 第二次低利率时期高盛投资业务用资占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)



数据来源: 高盛年报, 广发证券发展研究中心

图 51: 第二次低利率时期高盛投资资产结构与 10Y 美债利率 (%，右轴)



数据来源: 高盛年报, 广发证券发展研究中心

高盛年报披露的数据显示, 做市交易业务的用资占比在 2019-2022 年发生了幅度不小的下降, 由 36% 降至 21%; 一方面原因在于 COVID-19 疫情及之后全球地缘政治矛盾激化使市场波动性上升; 另一方面原因则是高盛在 2020 年左右开始了财富管理、资产管理等业务的大力投入。交易性资产中, 债务工具占比变化幅度较小, 股票占比的变化趋势与股市走势高度趋同, 商品的占比始终较小, 低利率时期占比稍有提升, 衍生品的占比变动趋势不甚明朗, 在债务工具、股票占比均较低时占比更高。

图 52: 第二次低利率时期高盛交易性资产占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)



数据来源: 高盛年报, 广发证券发展研究中心

图 53: 第二次低利率时期高盛交易性资产中债务占比与 10Y 美债利率 (%，右轴)



数据来源: 高盛年报, 广发证券发展研究中心

图 54: 第二次低利率时期高盛交易性资产中股票占比与纳斯达克综指



数据来源: 高盛年报, 广发证券发展研究中心

图 55: 第二次低利率时期高盛交易性资产中衍生品占比与10Y美债利率(%, 右轴)



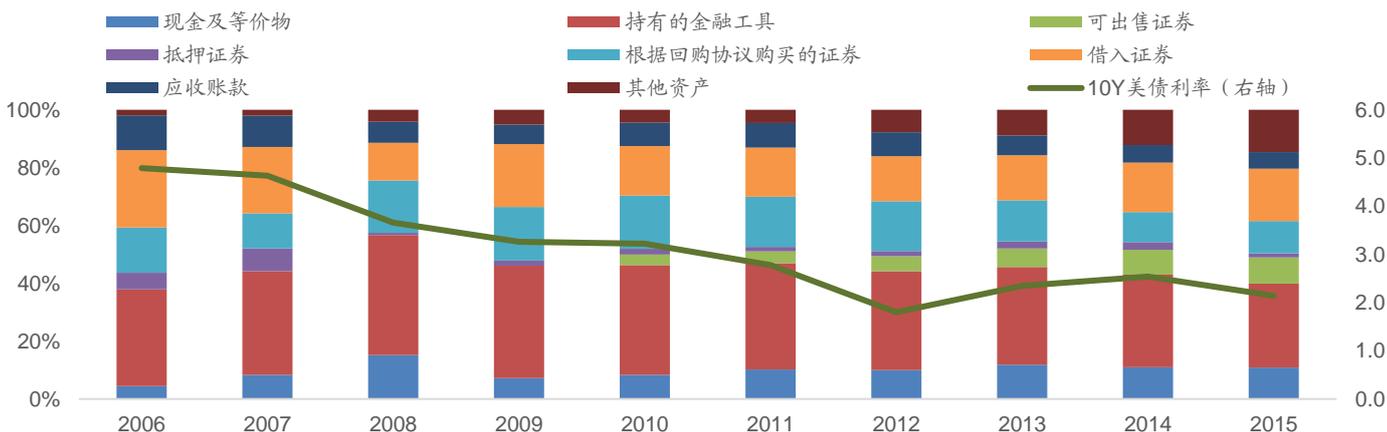
数据来源: 高盛年报, 广发证券发展研究中心

(二) 摩根士丹利低利率时期资产配置演变

1. 第一次低利率时期摩根士丹利资产配置演变

摩根士丹利的资产端可以分为现金及等价物、持有的金融工具、可出售证券、作为抵押品的证券、根据回购协议购买的证券、借出证券、应收账款、其他资产。其中，持有的金融工具和可出售证券反映的是一二级投资和做市交易的总体用资情况，借入证券反映的是融资业务的用资情况；融券业务的用资情况反映在负债端的借出证券科目上。

图 56: 第一次利率时期摩根士丹利资产端结构与10Y美债利率(%, 右轴)



数据来源: 摩根士丹利年报, 广发证券发展研究中心

第一次低利率时期，摩根士丹利的融资业务同样因利差收益较低、利润较低在低利率时用资占比较低；投资、做市交易业务作为利润更高、收益更高的业务，用资占比相较于2006、2007年有所提升。但2008年后，投资、做市业务的用资占比逐年下降；这同样是因为金融危机后监管政策的变化使高风险业务占比下降。

图 57: 第一次利率时期摩根士丹利两融业务用资占比与10Y美债利率(%, 右轴)



数据来源: 摩根士丹利年报, 广发证券发展研究中心

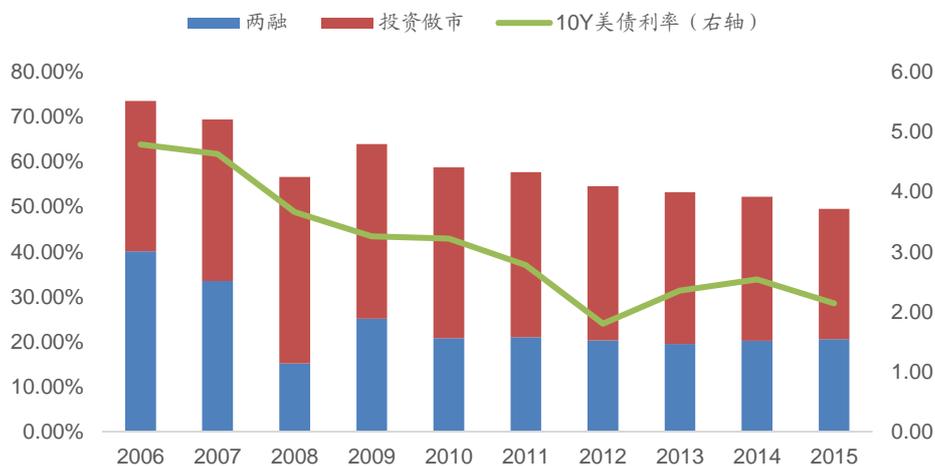
图 58: 第一次低利率时期摩根士丹利投资、做市业务用资占比与10Y美债利率(%, 右轴)



数据来源: 摩根士丹利年报, 广发证券发展研究中心

第一次低利率时期, 摩根士丹利用资业务整体占比有显著的下滑, 主要是两融业务占比下降的结果; 同时两融与投资、做市的关系发生了翻天覆地的变化。2006年, 两融用资占比高于投资做市; 2007年, 投资做市用资占比反超两融; 2008年-2015年, 投资做市用资占比则远高于两融占比, 反映了利率水平低时摩根士丹利更倾向于加大在利润能力受利率影响小的业务上的用资力度, 缩减受利率影响利润水平大幅降低的两融业务用资。

图 59: 第一次低利率时期摩根士丹利用资业务用资占比与10Y美债利率(%, 右轴)



数据来源: 高盛年报, 广发证券发展研究中心

在摩根士丹利持有的金融工具中: 债务工具占比在低利率时期占比较高, 股票占比和股市走势高度相关, 衍生品作为另一类比重较大的金融工具, 其占比和利率、股市等因素的相关性不大, 作为固收、权益类资产之外的补充, 接收了金融市场不定时流出固收类和权益类的资金。

图 60: 第一次利率时期摩根士丹利金融工具中债务占比与10Y美债利率(%, 右轴)



数据来源: 摩根士丹利年报, 广发证券发展研究中心

图 61: 第一次利率时期摩根士丹利金融工具中股票占比与纳斯达克综指

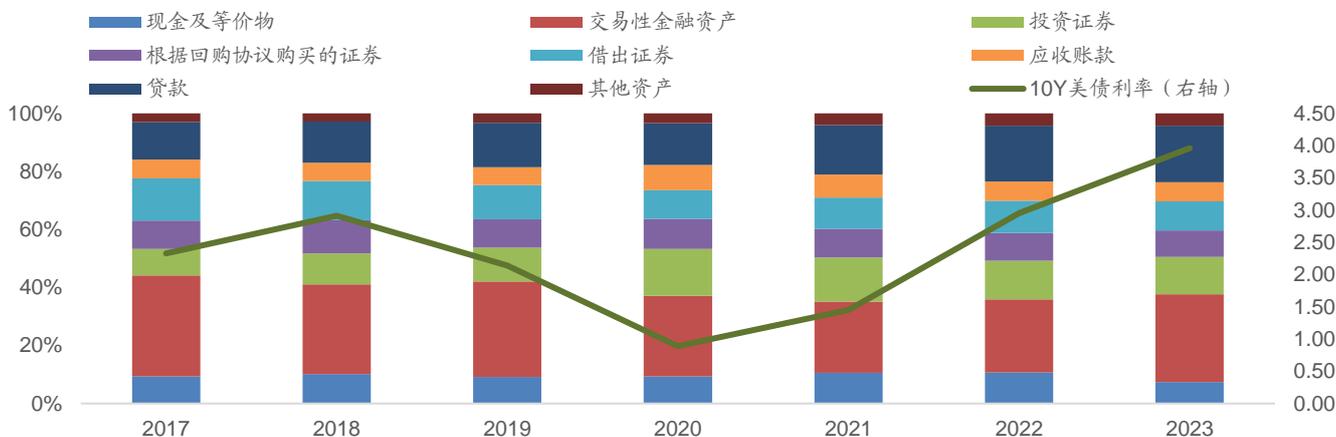


数据来源: 摩根士丹利年报, 广发证券发展研究中心

2.第二次低利率时期摩根士丹利资产配置演变

此阶段, 摩根士丹利的资产端有现金及等价物、交易性金融资产、投资证券、根据回购协议购买的证券、借出证券、应收账款、贷款和其他资产。其中, 交易性金融资产和投资证券分别反映的是做市交易业务和投资业务的用资情况。

图 62: 第二次利率时期摩根士丹利资产端结构与10Y美债利率(%, 右轴)



数据来源: 摩根士丹利年报, 广发证券发展研究中心

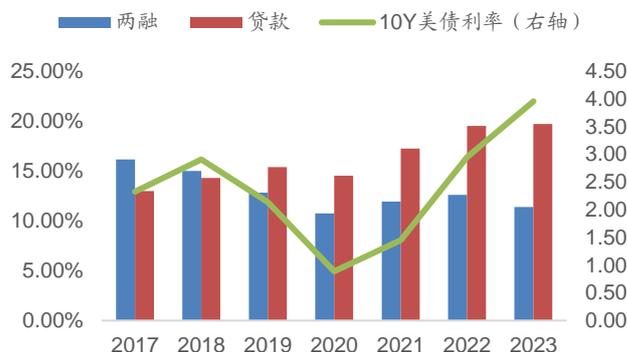
摩根士丹利年报数据显示, 第二次低利率时期摩根士丹利做市业务整体用资占比变化幅度不大, 2017-2023年在70%上下波动。其中, 做市交易业务自2020年开始受市场波动性上升、公司业务结构调整等因素影响用资占比较低。两融业务因低利率时期利差收益低、利润微薄而用资占比有所下降。贷款业务自2017年以来用资占比整体保持上升, 2020年这种趋势因低利率时贷款业务利润水平过低被短暂中断。投资业务占比在低利率时期显著偏高: 摩根士丹利持有的投资证券全部是固收类资产, 包括国债、政府机构证券、MBS等, 利率下降此类资产价格上涨, 因此低利率时期摩根士丹利的持有占比有所增加。

图 63: 第二次利率时期摩根士丹利投资、做市业务用资占比与10Y美债利率(%, 右轴)



数据来源: 摩根士丹利年报, 广发证券发展研究中心

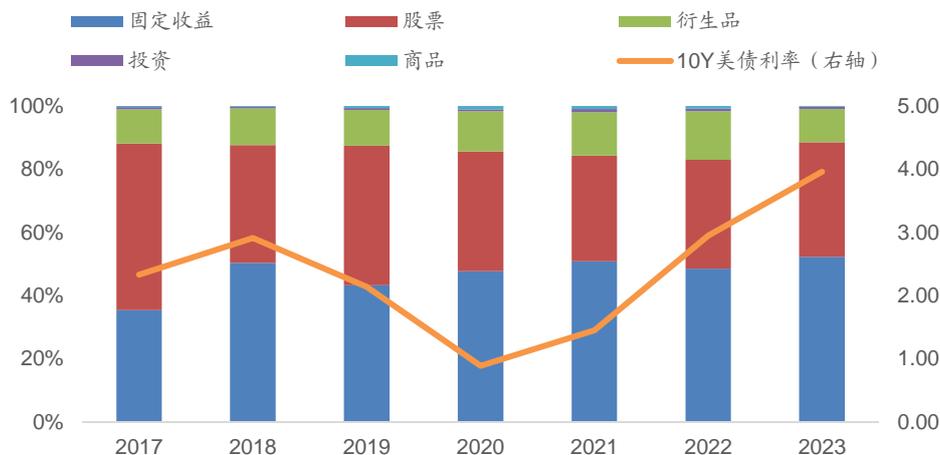
图 64: 第二次利率时期摩根士丹利两融、贷款业务用资占比与10Y美债利率(%, 右轴)



数据来源: 摩根士丹利年报, 广发证券发展研究中心

第二次低利率时期摩根士丹利持有的交易性金融资产的结构变化和利率相关性较低。

图 65: 第二次低利率时期摩根士丹利交易性资产结构与10Y美债利率(%, 右轴)



数据来源: 摩根士丹利年报, 广发证券发展研究中心

(三) 野村低利率时期资产配置演变

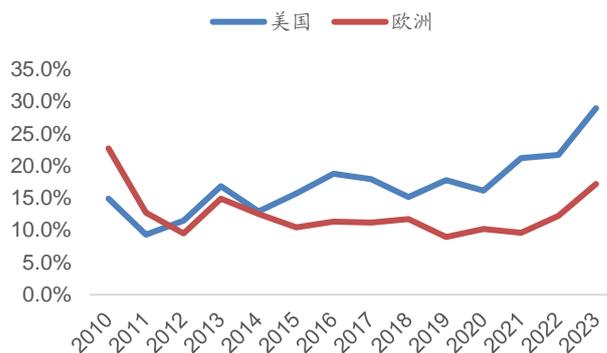
野村作为日本本土最大的证券公司，早在 20 世纪 70 年代就开始了国际扩张，在纽约、伦敦、香港等地设立分支机构以进入海外市场；2008 年全球金融危机，野村收购了雷曼兄弟在亚太地区的业务，并获得了大量的专业人才、客户资源和业务网络，迅速提升了其在全球资本市场的竞争力，显著提升了其在投行领域的国际地位。根据野村控股年报披露的数据，除日本外，野村的业务在美国、欧洲、亚太地区都有分布：2021 年以前，日本地区业务收入占总收入比例在 65%-75% 上下，2021 年以来随着海外业务规模的扩大，此比例急剧下降，2023 年已降至 50%，随之欧美业务收入占总收入的比例已经接近 50%。可见，野村业务结构、资产配置上的变化既受到日本利率变化的影响，同时也会受到美国、欧洲等利率变化的影响。

图 66: 野村日本区域收入占比



数据来源: 野村控股年报, 广发证券发展研究中心

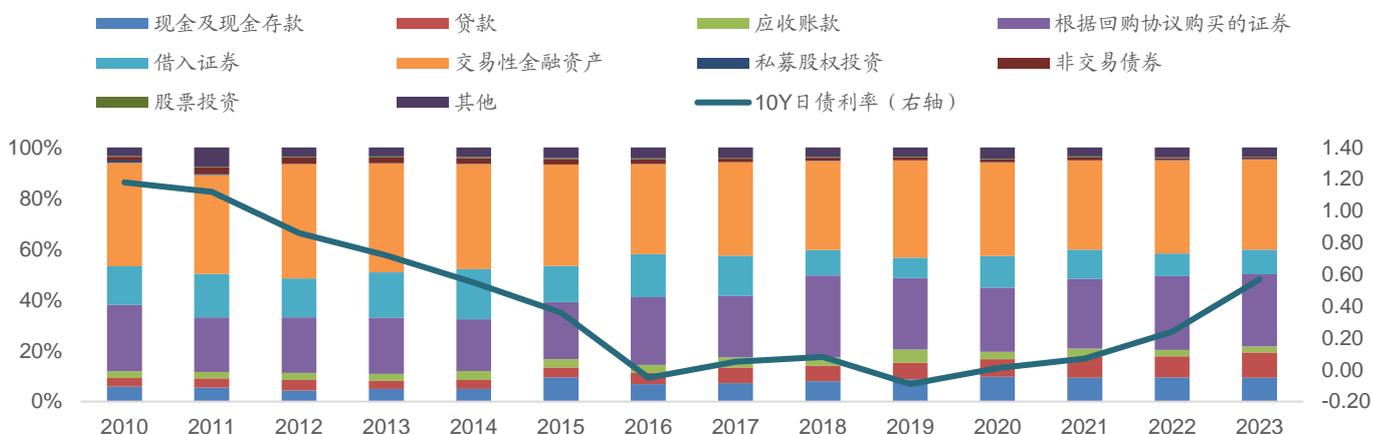
图 67: 野村欧美区域收入占比



数据来源: 野村控股年报, 广发证券发展研究中心

野村的资产端有现金及现金存款、贷款、应收账款、根据回购协议购买的证券、借出证券、交易性金融资产、私募股权投资、非交易债券、股票投资和其他资产。交易性金融资产即为交易目的持有的金融工具: 或是用于短期内通过出售获取利润, 或是作为为了短期利润或套利获利目的而持有的资产组合的一部分, 或是衍生品。私募股权投资、非交易债券、股票投资则都属于自营投资的范畴。借入证券反映了野村在融资业务上的用资情况, 负债端的借出证券反映了融券业务的用资情况。

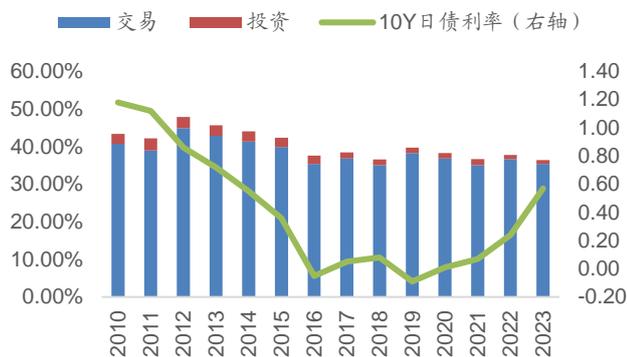
图 68: 野村资产端结构与10Y日债利率(%, 右轴)



数据来源: 野村控股年报, 广发证券发展研究中心

2016年-2018年日本的极低利率环境对野村用资业务的用资情况产生了一定影响。此阶段投资收益率较低、利差较窄, 因而投资与做市业务用资占比稍稍偏低。同时, 自 2015 年日本利率降至较低水平开始, 融资融券业务用资占比就因利差收益低下降到较低的水平。贷款业务整体上呈用资占比平稳上升的趋势, 受利率影响较小; 可能与公司业务结构调整有关。

图 69: 野村投资、做市交易业务用资占比与10Y日债利率 (%)，(右轴)



数据来源: 野村控股年报, 广发证券发展研究中心

图 70: 野村两融、贷款业务用资占比与10Y日债利率 (%)，(右轴)



数据来源: 野村控股年报, 广发证券发展研究中心

在投资业务范畴内，野村持有一定量的非交易债券，即长期持有而非用于短期交易获利的债券，收益主要来自票息；非交易债券的占比自2011年以来一直与日债利率走势高度相关，2016年YCC后此比例发生骤降，此后一直维持在较低的水平。交易性资产中固收类金融工具的占比在过去十五年中变动方向大致与日债利率变动方向相反，利率降低时资本利得增加，固收占比上升；而2020-2021年，日债利率从极低水平缓慢回升，固收产品利差空间小且价格下跌，因此野村持有的交易性固收资产占比骤减。

图 71: 野村持有的非交易债券占比与10Y日债利率 (%)，(右轴)



数据来源: 野村控股年报, 广发证券发展研究中心

图 72: 野村持有的交易性资产中固收占比与10Y日债利率 (%)，(右轴)



数据来源: 野村控股年报, 广发证券发展研究中心

(四) 海外投行低利率时期资产配置演变总结

高盛、摩根士丹利在低利率时期的资产配置演变过程有以下规律。低利率时期，贷款、融资融券业务因收益低而用资占比降低。投资、交易业务作为利润更高的用资业务在第一次低利率时期用资占比有所升高；第二次低利率时期受市场波动性、公

司业务结构调整等因素影响程度更大，因此与利率的相关关系并不十分显著（尤其是摩根士丹利）。交易性资产中固收占比在第一次低利率时期与利率变动方向相反，在第二次低利率时期变动幅度不大、与利率相关性较低。用作投资的固收资产在低利率时占比较高；且低利率时固收资产更多被持有为可出售证券，利率回升时更多被持有为持有至到期债券。

野村的业务全球化程度较高，因此资产配置受到日本、美国、欧洲等多个国家和地区利率变动的影响；而不同国家和地区的利率演变进程往往不同，野村的资产配置演变过程是复杂的、难以厘清原因的。尽管如此，仍有值得参考之处：低利率时期，野村两融业务因利润微薄用资占比大幅下降，投资、做市交易业务也因利差空间的缩小受到一定冲击，用资占比稍有下滑。持有的非交易债券在 YCC 之下、10Y 日债利率触及零后占比发生大幅下降；交易性资产中固收占比同样在 YCC 后有所下降，利率由低位缓慢回升时会降至更低。

五、美、日不同类型机构低利率资产配置比较与对我国金融机构的启示

（一）美国、日本不同机构低利率资产配置总结比较

对美国、日本的资管、寿险、投行资产配置演变过程中呈现出的主要特征进行总结。

表 5：美日公募资管、寿险、投行资产配置演变主要特征及主要原因

机构	资产配置演变主要特征	主要原因
美国公募资管	债券型占比走势和利率高度相关； 股票型、混合型和货币型的占比变化主要由股市走势决定 利率由高位下降至低位时，固收产品规模大幅增加	利率下降，资本利得增加 股市走高，股票型、混合型收益率提升 利率下降，资本利得增加，固收产品吸引力上升
日本公募资管	长端利率下降至 1.3% 左右时，固收产品规模开始急剧萎缩 长端利率降至 0 时除少量长债基金和 MRF，其他固收均规模清零	利率已低至下限，固收产品收益过低，失去吸引力 收益率无法覆盖佣金率，多种固收产品没有生存空间
美国寿险	低利率时期债券配置久期拉长 利率下降时期债券配置信用下沉	考虑资产负债匹配性；短期债券收益率差 高信用等级债券收益率差
日本寿险	2000 年相比 1990 年债券配置比例大幅增加 2011 年开始，国内债券占比开始下降，海外证券占比提升	破产潮后日本寿险资产配置策略更稳健保守 日债利率过低，收益率过低，寻求更高收益的资产
海外投行	低利率时期，贷款业务用资占比下降，两融业务用资占比大幅下降 高盛、摩根士丹利在第一次低利率时期，投资、交易用资占比有所上升；投资证券中固收资产低利率时占比较高；低利率时固收资产更多被持有为可出售证券，利率回升时更多作为持有至到期债券 野村在低利率时期，投资、交易用资占比有所下降；在利率下行过程中非交易债券持有占比降低；交易资产中固收占比在零利率后降低，利率由低位回升时更有剧烈下降	两融、贷款利润水平受利率影响大，低利率时收益低 投资、交易收益率高，利润水平受低利率影响较小； 低利率时，固收产品资本利得增加；利率回升时，票息收益增加 日本利率水平过低，投资、交易两项业务同样因利差空间缩小、投资收益率低而用资占比下降；且过低的利率水平导致债券持有收益低、交易回报低

数据来源：广发证券发展研究中心

公募资管机构的显著特征在于资产配置很大程度上是由终端投资者决定的，资产管理的主要目的是获取收益，受制约程度非常低；因此，相较寿险、投行两类机构受低利率环境影响更大，利率变化过程中资产配置变化最明显的是公募资管机构。美

国、日本的资管机构都根据利率的变化调整股债配比，以实现风险范围内收益最大化。

寿险的资产管理目的很大程度上要考虑资产负债匹配性、资金的稳定性，所以相比于资管机构，寿险股债配比受到利率的影响较小；尤其是利率条件不利好固收类产品时股票占比增大的现象鲜少发生。

投行的用资结构在低利率时期变化灵活，持有的金融工具和投资证券的结构也在利率变动的不同阶段调整幅度显著。相比于寿险，投行受监管、资产负债匹配性的制约程度也相对较小，在利率水平、流动性、市场活跃程度等因素共同形成的不同市场环境，出于盈利的目的可以灵活地调整其用资结构：扩大盈利水平高的业务的规模与用资占比，缩减利润率低的业务的规模与用资占比；扩大收益率高的金融工具的持有占比，以高回报率为目标调整债券持有方式。

美国的公募资管、寿险反映出的共同特征是：在长期利率下降或低利率时期，资产配置会受到影响，但对于 COVID-19 疫情引起的短暂的低利率时期（1-2 年）不会做出太大反应。第一次低利率时期的背景是 2008 年全球金融危机，此次危机从 2006 年房地产泡沫破裂就已开始蓄力，危机后市场对经济复苏所需要的时间预期较长，且助力经济复苏的宽松货币政策也力度大、持续时间久，因此此次低利率对金融机构资产配置的影响较为深刻。而 2020 年的低利率，疫情既是导火索也是主要原因，这样的低利率预期持续时间较短，且经济复苏的需求较金融危机后更弱，因此对金融机构资产配置的影响也稍弱一些。

日本的公募资管、寿险都有“固收占比增长利率临界点”的概念存在，寿险的利率临界点低于资管的利率临界点。日本公募基金在 2002 年 10Y 日债利率低到 1.3% 左右就开始缩减债基规模，而日本寿险在 2011 年 10Y 日债利率低到 1% 以下才开始减持国内债券、增配海外证券。

美国、日本的公募资管机构相比较，美国股债配比受利率变化的影响相比于股市走势的影响优先级更高；债券占比的首要解释因素是利率变动，且债券占比与利率变动方向高度吻合。原因在于美国利率市场化的程度更高，债券市场更发达。相较之下，日本由于 30 多年来一直处于宽松货币政策调控之下，利率水平受政策这一决定性力量的干扰较大、波动幅度极窄，因此低利率对股债配比的影响单向且力量渐弱，股市复苏造成的影响较美国来说更显著一些。

美国、日本的寿险相比较，日本的债券配置占比更高，策略更保守稳健。原因来自很多方面：首先日本的利率水平长期较低，投资于债券获得的收益十分有限，而美国债券投资可以获得更高水平的收益，有更广阔的空间在其他资产上进行更高风险的投资；其次日本寿险的监管环境较美国更严格，对风险资产的持有比例有更严苛的限制，因此日本在低风险资产上的配比整体更高；第三日本寿险的负债期限通常较长，出于资产负债匹配性的考量机构倾向于持有长期、低风险的资产，而美国寿险的负债结构更多元化，允许机构在资产配置上有更多的选择；此外日本与美国的企业文化大相径庭，日本历史留给社会以保守稳健的价值取向，且寿险行业本经历过多家公司破产的重大危机，因此日本寿险机构在资产配置上更注重稳定性，而美国企业文化相对进取，更注重创新和收益最大化，因此其资产配置风格相对激进、更加多元。

作为美国投行代表的高盛、摩根士丹利与作为日本券商代表的野村在低利率时期资产配置上有异有同。高盛、摩根士丹利与野村都在低利率时两融、贷款业务用资占

比较低。但低利率时期投资、做市交易业务，高盛、摩根士丹利用资占比更高，而野村占比更低；且高盛、摩根士丹利受低利率影响提升了固收资产的持有占比与交易资产中固收占比，而野村恰恰相反：原因同样在于利率降低本应该促进、利好固收资产配置与固收交易，但过低的利率水平会压缩这些业务的利润空间——10Y 美债利率最低时中枢在 1% 上下，而 10Y 日债利率在 2016 年低到了负值水平。

（二）海外金融机构低利率时期资产配置演变对我国的启示

1. 中国当前低利率背景

当前中国利率处于较低水平，且利率走低的势头仍未扭转。各种因素综合作用形成了这种局面，而其中最主要的是经济增速放缓。导致经济增速放缓的结构性因素包括内需不振外需不足、人口老龄化问题凸显、低成本竞争优势不可持续等等。而各个消极影响因素的调整也都面临着各种各样的挑战，且环环相扣，相互作用：内需问题的解决需要实现从投资驱动向消费驱动的转型，而人口出生率下降、劳动年龄人口比例下降对消费需求产生了严重的负面影响；低用工成本、低环境要素成本竞争优势的不可持续使低端制造业竞争力下降，而被寄予希望的高端制造业的转型升级又面临着技术和创新的挑战；地方政府在过去十几年积累了大量债务，如今已经无法维持债务的高速增长以持续刺激投资和消费，经济增速放缓的背景下偿债压力逐渐成为重负，而作为地方财政收入支柱的房地产业又在近两年陷入了困顿。

图 73：10Y 国债收益率 (%) 与 GDP 不变价累计同比 (%)，(右轴)



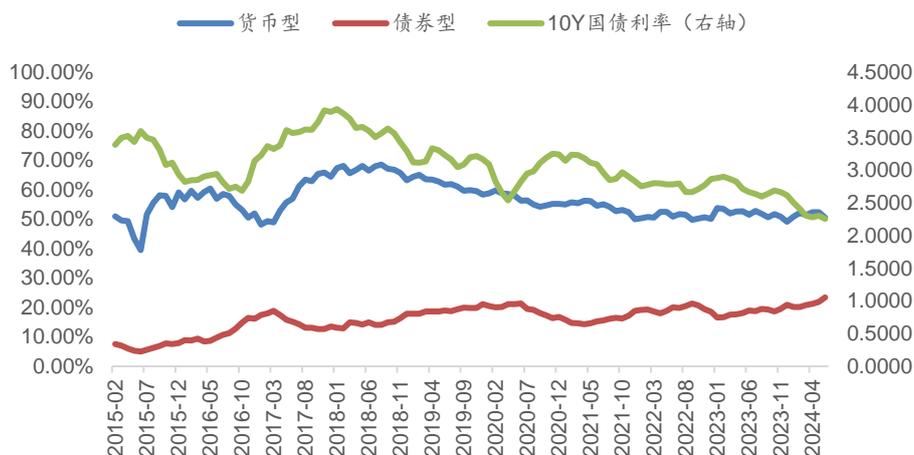
数据来源：同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

人口结构问题、产业升级转型问题、地方债务问题等都是需要长期探索并找到解决方案的历史任务，在未来相当长的一段时间内仍将持续；因此中国的低利率环境也可能将持续一段时间；公募资管、寿险、券商等机构应该做好应对低利率环境的资产配置策略准备。

2. 海外金融机构资产配置演变的启示

我国公募基金可以参考美国、日本的历史经验，在利率下行期加大配置债券的力度；事实上，过去十年来我国公募基金债券型占比的变动趋势也几乎一直与利率变动方向相反，而货币市场基金的占比往往与利率变动方向相同。

图 74: 中国公募资管开放式基金中货币型、债券型占比与10Y国债利率
(%, 右轴)



数据来源: 中国证券投资基金业协会, 广发证券发展研究中心

但是, 要警惕当利率低至一定程度时, 债券资产的收益可能过低导致无法覆盖佣金等综合成本, 从而出现管理规模增长停滞甚至萎缩的情况。

保险机构受监管等因素制约不能自由地大幅度调节股债比例, 但在低利率时期可以考虑调整所配置的债券的久期结构和整体信用等级, 或适当增加权益资产配置, 以在低利率时期获得更高的投资收益。

随着佣金在监管、竞争等因素推动下不断降低的形势深化, 重资产类业务在当下及未来对我国券商来说是重中之重。参考海外投行低利率时期重资产类业务发展的规律: 做市业务中, 固收相关的活动如 FICC 在低利率时期受到流动性放松的利好, 有良好的条件大力发展、加大投资力度; 自营投资业务中, 债务工具在低利率时期资本利得提升, 收益率上升, 可以扩大其规模与占比, 且低利率时期债券更多地作为可出售证券而非持有至到期是更好的选择; 两融业务在低利率时期利润较低, 从海外经验来看, 低利率阶段两融业务的用资占比会因利差收益率收窄而处于停滞或下降状况。

六、风险提示

(一) 经济增长超预期, 政策存在发生重大变化的可能

当前中国经济增长较为温和缓慢, 未来可能出现经济增速超预期的情况, 带动利率走势扭转; 且利率走势可能受到货币政策和财政政策超预期收紧或放松的影响。

(二) 利率下行幅度不及预期

当前中国利率处于历史低位, 市场预期利率会进一步下降; 然而若利率下行幅度不及预期、不足以对资管、保险、券商行业发展与机构行为产生影响, 则美国、日本金融机构在低利率时期的发展之路对中国金融机构的借鉴意义将十分有限。

(三) 人民币汇率波动、地缘政治风险升级

人民币汇率波动将很大程度上影响中国金融机构投资境外资产的决策。且目前国际局势复杂，俄乌战争、巴以冲突、伊以冲突等仍在持续；地缘政治风险升级可能会导致监管政策、贸易关系等重要因素发生改变。

（四）美国日本历史经验具有局限性，对中国借鉴意义或有限

考虑到中国当前及未来整个宏观环境与美国、日本过去相比存在一定的差异，历史经验并不一定可复制。

广发非银金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年进入广发证券研究发展中心。
- 刘 淇：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 严漪澜：高级分析师，中山大学金融学硕士，2022年进入广发证券发展研究中心。
- 李怡华：高级研究员，上海财经大学财务管理硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。