

## 一、低利率时代日本居民和金融机构资产配置变化

### （一）潜在经济增速下降导致日本持续低利率

日本在 1980 年代末经历资产泡沫破裂，股市和房地产价格暴跌，企业及家庭资产负债表严重受损，社会增长动能衰退；另外，日本人口老龄化加剧问题明显，日本 65 岁及以上人口占比从 1970 年的 7.1% 升至 2024 年的 29.3%，老龄化加速导致劳动力缺口扩大，进一步导致储蓄率的下降和消费需求的萎缩。

日本自此陷入长达 30 年的经济衰退，日本国内资本存量的积累和劳动生产率的增速下降，潜在经济增长率下降，由 20 世纪 90 年代初的 4% 下降到 1995 年的 1.5% 左右。同时，1990 年代，日本 CPI 增速长期低于目标值 2%，甚至多次出现负增长，形成“通缩预期”，企业和居民倾向于储蓄而非消费或投资。

日本央行为刺激经济，自 1991 年起连续降息，贴现率对应从 6.0% 降至 0.5%；1999 年日本央行将无抵押银行间隔夜拆借利率实质上降至 0%，实施“零利率”政策；2016 年进一步引入负利率政策。与之相伴，日本的自然利率估算值长期在 -1.0%~0.5% 之间波动。用日本银行贷款平均合同利率<sup>1</sup>减 GDP 平减指数同比估算日本实际利率，日本实际利率由 1991 年的 4.47% 下降至 1996 年的 3.12%，在 1997—2010 年，日本实际利率在 1.95%~3.50% 之间震荡，随后继续下行，2015

---

<sup>1</sup> 用 12 个月的月度平均值衡量年度贷款利率，

年日本实际利率为-0.95%，至今基本保持在零利率或负利率水平。截至 2024 年，日本实际利率约-2.07%<sup>2</sup>。

## （二）日本居民资产配置以低风险资产和现金为主，高净值人群增持海外资产

在低利率时代，日本居民资产中金融资产比例不断提高，非金融资产中土地资产规模持续缩小。日本居民部门金融资产与非金融资产占总资产比例分别由 1994 年的 44.19%、55.81%变化至 2023 年的 63.57%、36.43%（图 2），此消彼长，其中土地资产规模由 1994 年的 1 152.54 万亿日元降低到 2023 年的 766.42 万亿日元（图 3）。正是由于 1991 年日本房地产泡沫破裂后土地价格快速回落，导致土地资产规模缩小，进而导致非金融资产规模占居民总资产比例降低。

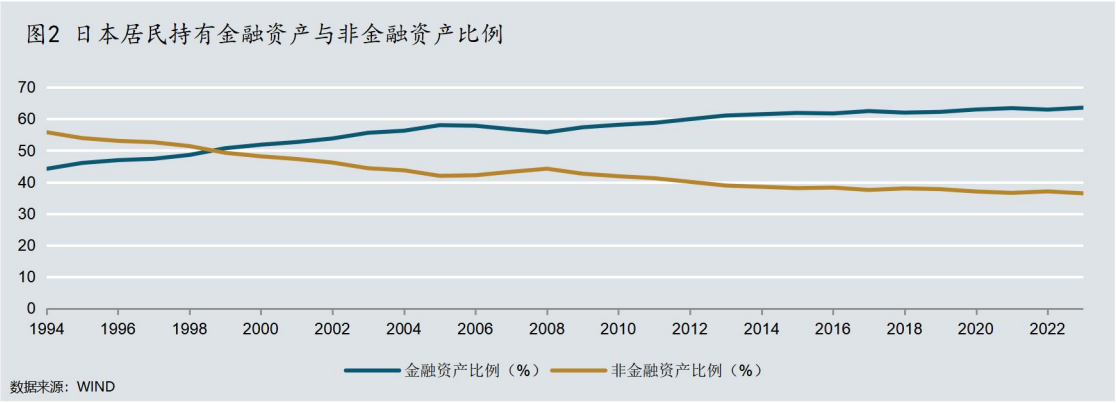
日本长期低利率趋势推动高净值人群大幅增持海外资产，并利用利差套利。日本高净值人群通过低息日元借贷，投资海外高收益资产，例如美股蓝筹股、科技成长股、美国国债、美国 REITs 等，利用日美利差进行套息交易，也被称为“渡边太太”模式。此外，高净值人群也在另类资产进行配置，例如投资东京、大阪等核心地区高端不动产以获取稳健租金收益。最后，高净值人群也可借助传统的信托与家族财富计划，进行财富传承和税务优化。

日本普通投资者以低风险资产与现金为主，更注重稳健性。进入低利率时代后，日本居民现金及存款资产和保险、养老金和标准化担保计划资产所占比例分别稳定在 53%和

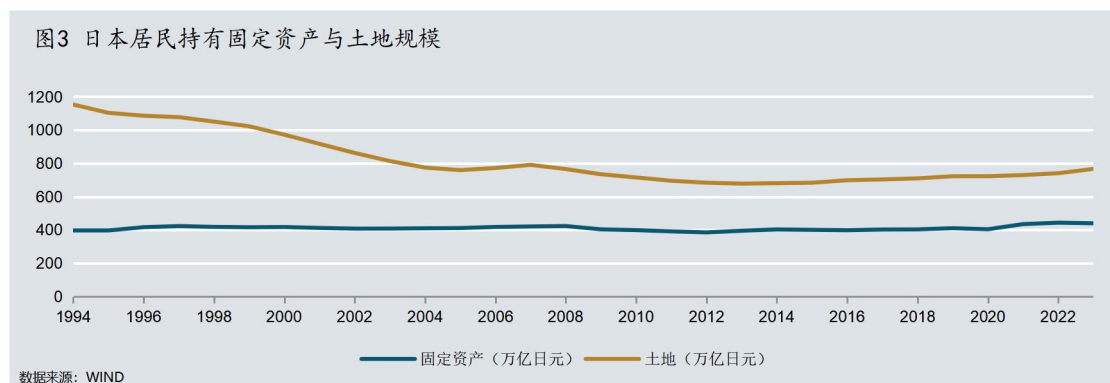
---

<sup>2</sup> 日本银行贷款平均合同利率 2024 年尚未公布 12 月数据，选用前 11 个月平均值 0.83%估算年度利率，2024 年 GDP 平减指数同比为 2.9%。

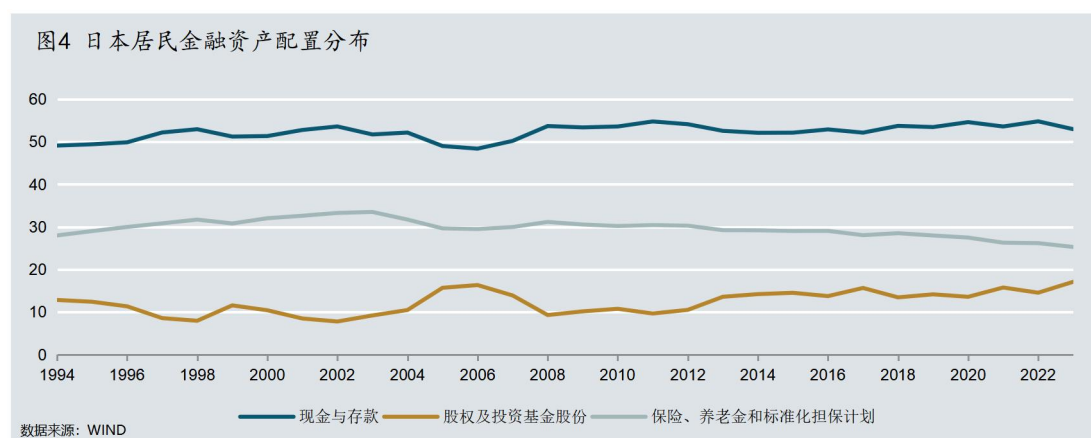
30%左右，而股权和投资基金份额占比则随着股市的走势波动，1994—2002 年，日本股市震荡下行，日经 225 指数下跌超过 50%，股票和投资基金份额占比由 12.82%降低至 7.77%；2003—2007 年，日本股市在经历了长时间低迷后，迎来了一轮较长时间的牛市，之后 2013 年安倍晋三上台，实施“安倍经济学”，受大规模货币宽松政策、财政刺激措施和结构性改革“三箭齐发”的影响，日本股市逐步开启了稳健的复苏之旅，因此日本居民在股权和投资基金份额资产比例有所回升，2023 年占比达到 17.09%（图 4）。



数据来源：从 Wind-EDB 数据库获取两项数据“日本：居民（包括私人非公司组织的企业）：金融资产”“日本：居民（包括私人非公司组织的企业）：非金融资产”。



数据来源: 从 Wind-EDB 数据库获取两项数据“日本: 居民(包括私人非公司组织的企业): 非金融资产: 生产性资产: 固定资产”“日本: 居民(包括私人非公司组织的企业): 非金融资产: 非生产性资产(自然资源): 土地”。



数据来源: 从 Wind-EDB 数据库获取四项数据“日本: 居民(包括私人非公司组织的企业): 金融资产”“日本: 居民(包括私人非公司组织的企业): 金融资产: 现金与存款”“日本: 居民(包括私人非公司组织的企业): 金融资产: 股权及投资基金股份”“日本: 居民(包括私人非公司组织的企业): 金融资产: 保险、养老金和标准化担保计划”; 用后三项数据除以第一项数据可得到后三项数据在不同时间区间内的占比。

### （三）拉长久期的配置策略对日本寿险机构增厚收益效果有限，固收和股票类基金投资随着国内外相对收益的波动而动

低利率时代，日本寿险公司增持超长期国债和外国债券，但增厚收益的效果有限。在 80 年代日本进入低利率环境之前，日本寿险的投资结构中贷款、股票占比较高，占比最高分别达 55%、32%，而在经济泡沫破裂后房地产、股票资产受损最大。此后，险资的资产配置结构中股票与贷款资产的比重持续较低，且当前日本长期贷款利率也低于超长期国债收益率，持有贷款性价比并不高。根据日本保险协会数据，截至 2024 年底贷款、股权投资分别占寿险总资产的 7.0%、3.1%。

由于日本低利率与外国债券、特别是美国国债的息差大幅走阔，即便考虑对冲成本后仍有较大套利空间，因此险资大量增配外国债券，目前寿险持有外国债券占比由 90 年代初的 10%左右提升至 24%以上，仅次于持有本国债券。此外，日本寿险公司增持超长期国债，通过拉长久期提高回报。在久期结构中，低利率环境下寿险公司特别增加了对超长期国债(10 年以上)的购买，根据日本银行数据，截至 2011 年，日本超长期国债持有人结构中接近 50%由寿险持有，明治安田生命保险持有的超长期国债比例由 2002 年的 6.5%提升至 2022 年的 63.6%，近年维持在 65%左右，第一生命保险的超长期国债比例在 2011—2024 年维持在 75%左右。由于低利率环境下日本 30 年、40 年国债期限

利差仍在 100—200bps 左右，因此通过拉长久期的方式，寿险公司将其债券投资收益率也仅稳定在 1.7%左右，增加收益的效果有限。

固收类基金经历了大幅扩张到收窄，日本央行大规模购买 ETF 促进股票指数型基金发行，海外投资比例随国内外股市相对收益而波动。阶段一为 1990—2000 年，日本主动刺破泡沫后，股市暴跌，日本利率大幅下调以刺激经济，股票型基金规模大幅缩水，由 45 万亿日元左右下降至 1997 年最低约 10 万亿日元，同期固收类基金大幅扩张，从 1990 年约 11 万亿日元大幅增长至 2000 年最高 35 万亿日元。阶段二为 2000—2010 年，持续的低利率外加股市的低迷，大量资本流出日本进行海外投资，日本股票基金海外投资比重在 2009 年达到峰值 56.9%，持续低利率环境加大固收类基金的操作难度，大量资金流出固收类基金，固收类基金规模一度回落至最低不到 11 万亿日元后一直停滞。阶段三为 2010—2019 年，在日本央行宽松政策及购买 ETF 的操作支持下，日本国内股市持续上涨，日本股票基金开始扩张，其中被动型股票基金是重要的动力来源，日本国内股市的上涨带动资本回流，海外投资比例回落。阶段四为 2020 年至今，随着海外股市的走强，日本海外投资比例再度上升。截至 2024 年，契约型公募股票型基金规模约 230 万亿日元，约占契约型公募基金总规模的 94%，其中股票型基金海外投资比例约为 27%。

## 二、低利率时代美国居民和金融机构资产配置变化

### （一）近代美国共经历两轮低利率时期

第一轮为 2007—2015 年，根据利率下行速度和经济面基本情况，可将美国的第一轮利率下行周期划分为三个阶段：

**阶段一是 2007 年 9 月至 2008 年 12 月的利率快速下行期。**2007 年在房价持续下跌的影响下，次级抵押贷款市场的风险开始发酵，并通过资产证券化蔓延到更多的金融机构，2008 年雷曼兄弟破产引发金融市场恐慌，资产价格大幅下跌，信贷快速萎缩，美国经济陷入衰退。美国 GDP 环比折年率在 2008 年四季度一度下跌至-8.5%，失业率也大幅上升。美联储紧急干预，在 2007 年 9 月至 2008 年 12 月期间多次降息，将联邦基金利率目标区间由 5%-5.25%下调至 0-0.25%，短端利率快速下降至 0%附近。除降息外，美联储开启首轮量化宽松，大规模购买抵押贷款支持证券和国债以稳定市场。股价和房价暴跌，10 年期美债名义收益率也回落近 250bps 至 2008 年底的 2.1%。

**阶段二是 2009 年 1 月至 2012 年 12 月的低利率中期。**美国经济初步复苏但反复波折，欧债危机加剧其不确定性。为进一步支持经济增长，美联储在 2010 年 10 月和 2012 年 9 月分别推出第二轮和第三轮量化宽松政策，通过购买长期国债压低长端利率。在这一时期，短端利率仍维持低位，长端利率回落幅度和速度均有限，进入低位震荡调整期，股市企稳回升。

阶段三是 2013 年 1 月至 2015 年 12 月的低利率后期。在此时期，美国经济持续复苏，2013 年 11 月失业率已回落至 7% 以下。美联储酝酿退出宽松政策，2013 年 5 月释放缩减购债信号，引发“缩减恐慌”<sup>3</sup>，引发市场对于流动性收紧的担忧，10 年期美债收益率由 2013 年 5 月初的 1.7% 快速上行至 2013 年 9 月的 2.9%，飙升 120bps。美联储在 2014 年 10 月正式结束第三轮量化宽松，2015 年 12 月启动加息，联邦基金利率上调至 0.25-0.5%，低利率时代终结。在此时期，股票领涨，美元走强，房价回暖但仍未达危机前水平。第二轮为 2020—2022 年，自 2018 年开始的中美贸易摩擦叠加 2020 年年初爆发的新冠疫情给美国经济带来了意料之外的重大冲击，使得美国经济活动下降，投资消费减少。为提振美国经济，美联储采取降息及无限量化宽松政策，自 2020 年年初开始，美国联邦基金目标利率调降至 0.25%，直至 2022 年 9 月份恢复至 3.25% 水平。由于第二轮低利率时期持续时间较短，故本文以分析美国 2007—2015 年低利率时期对资产配置的影响为主。

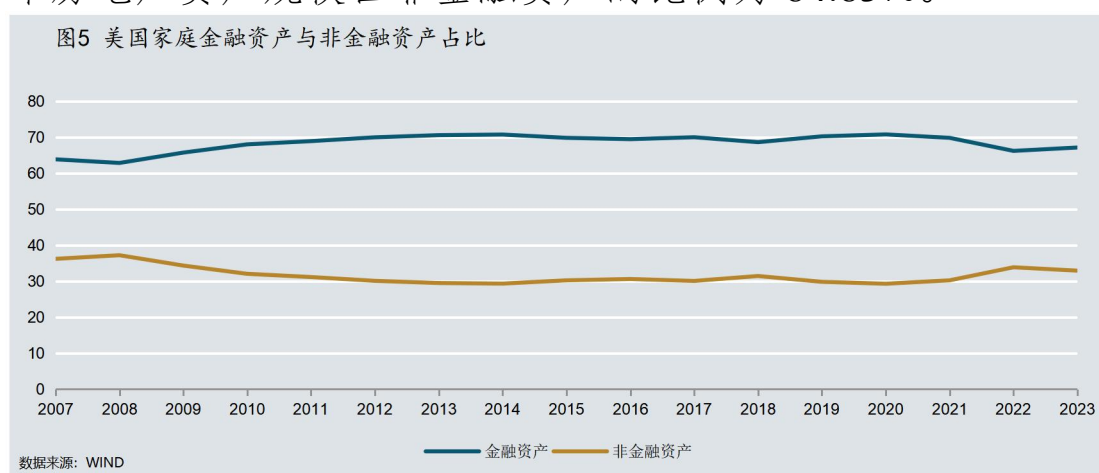
## （二）低利率和股市慢牛的背景下，美国居民股权和投资基金配置维持在较高水平

美国居民资产中金融资产比例提高，非金融资产中房地产资产占比短期回落后有所回升。低利率环境下，股市与债券市场的吸引力增强，美联储通过量化宽松（QE）政策购买国债和抵押贷款支持证券（MBS），直接推高股市和债市价

---

<sup>3</sup> “缩减恐慌”（Taper Tantrum）指当市场预期美联储或其他央行要减少量化宽松（QE）规模，投资者恐慌性抛售债券和新兴市场资产，导致全球金融市场剧烈动荡的现象。

格，居民可通过基金间接增持权益类资产。另外，次贷危机导致美国房地产价格暴跌，2007—2012 年全美房价跌幅超过 30%，居民购房意愿下降。尽管低利率初期刺激了部分购房需求，但由于建筑成本上升、土地短缺及高额的房价和房产税，极大幅度削弱了居民的购房意愿，由此美国居民非金融资产比例呈下降趋势。金融资产与非金融资产占美国居民部门总资产比例分别由 2007 年的 63.82%、36.18% 变化至 2015 年的 69.78%、20.22%（图 5），其中房地产资产规模占非金融资产的比例由 1994 年的 84.33% 降低到 2012 年的 79.71%，在 2015 年回升至 82.37%，仍未恢复至金融危机前水平，2023 年房地产资产规模占非金融资产的比例为 84.83%。

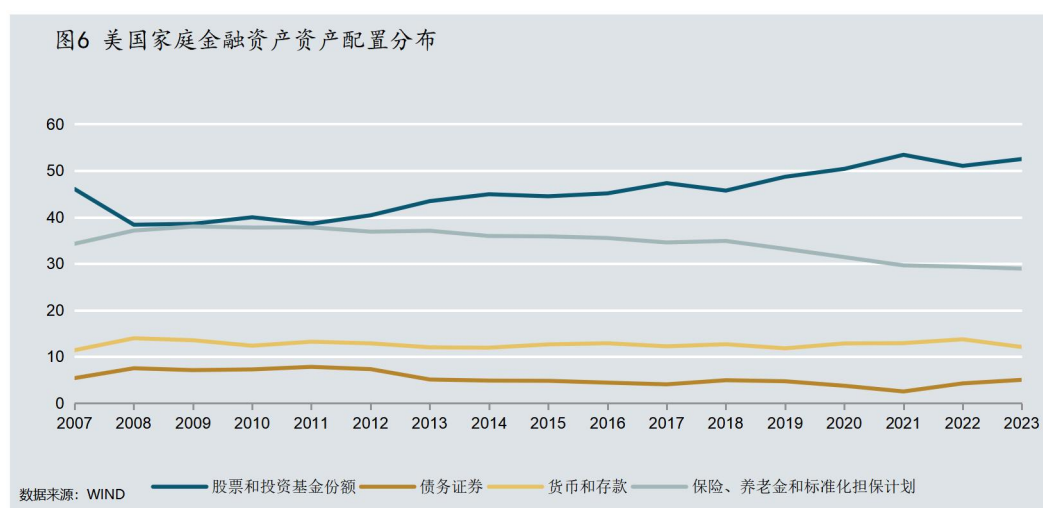


数据来源：从 Wind-EDB 数据库获取两项数据“美国：家庭和为住户服务的非盈利机构：资产：金融资产” “美国：家庭和为住户服务的非盈利机构：资产：非金融资产”。

美国高净值人群在利率快速下行期以防御性策略为主，在低利率前期及后期转向风险资产与另类投资。低利率快速下行期美国股价、房价暴跌，黄金和国债表现较优，以纽约商品交易所 COMEX 黄金期货主力合约为准，2007 年黄金全

年涨幅达 31.6%，彭博美国综合回报指数（Bloomberg US Aggregate Bond Index）全年回报率达 6.9%，标普 500 全年回报率达 3.5%，此时避险资产占主导地位。2009 年后美国股市开启长期“慢牛”，高净值人群通过共同基金、私募股权等渠道增持权益资产，科技和医疗行业称为其核心配置。另外，高净值人群配置对冲基金、衍生品等增强收益，2015 年美国对冲基金规模较 2007 年增长约 53%。

美国居民风险偏好较高，低利率时期股权和投资基金份额维持在较高水平。美国进入低利率时期后，货币和存款比例稳定在 12% 左右。受 2007 年美国股价暴跌影响，股票和投资基金份额占比由 2007 年的 46.05% 下降至 2008 年的 38.37%，2009 年以来美国股市企稳，开启长期“慢牛”时代，美国居民加大对权益资产的投资，2015 年股票和投资基金份额所占比提高为 44.48%，股票和投资基金份额配置比例在整个低利率时代持续维持在 38% 以上，可见美国居民风险偏好较高。保险、养老金和标准化担保计划所占比小幅上升，由 2007 年的 34.27% 上涨至 35.86%（图 6）。



数据来源：从 Wind-EDB 数据库获取五项数据“美国：家庭和为住户服务的非盈利机构：资产：金融资产”“美国：家庭和为住户服务的非盈利机构：资产：金融资产：股票和投资基金份额”“美国：家庭和为住户服务的非盈利机构：资产：金融资产：债务证券”“美国：家庭和为住户服务的非盈利机构：资产：金融资产：货币和存款”“美国：家庭和为住户服务的非盈利机构：资产：金融资产：保险、养老金和标准化担保计划”；用后四项数据除以第一项数据可得到后四项数据在不同时间区间内的占比。

### （三）美国寿险公司在债券配置中拉长久期、信用下沉，被动型基金发展迅速

美国寿险在低利率时期配置债券资产呈现出拉长久期、信用下沉的特点。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，为匹配负债端的长期性，需要配置长久期资产实现现金流匹配；且低利率时期短期债券收益率相对较低，长期债券的投资收益更高、吸引力更强，在短期债券到期后可能面临更低收益的再投资风险；再者，如果投资收益率下降将直接压缩利差空间，甚至产生“利差损”。美国寿险在资产配置上呈现低利率时期拉长久期的特点。自 2007 年开始，美国寿险公司配置债券的平均剩余期限开始升高，2007—2014 年剩余期限 10-20 年、20 年以上的债券占比分别从 14.1%、18.1%增加至 15.8%、20.8%，故美国寿险所配债券的平均剩余期限也大幅提升。利率下降时期，高信用评级债券收益率较差，出于保持投资回报率等考虑，寿险公司会下调债券配置评级要求，通过信用下沉来提高投资收益。从美国寿险公司债券资产质量结构来看，寿险公司适当降低

了高质量（1 级）债券的占比，从 2007 年的 69%下降至 2015 年的 62%，同时高质量（2 级）债券占比从 2007 年的 25% 提升至 2015 年的 32%。

美国共同基金呈现增持债券类资产，减持股票的特点，被动型权益基金发展迅速。在美国 2007—2015 年的低利率环境下，投资者避险情绪较高，对债权类资产需求增加，共同基金增持了国债、公司债券和外国债券。截至 2015 年，债券资产占比较 2007 年底提升了约 12 个百分点，股票占比则下滑约 5 个百分点。由于被动型基金收益率较主动型产品较高且费用较低，金融危机后，被动型基金受到投资者青睐。被动型基金规模从 2007 年的 1.5 万亿美元，占比 20%左右提升至 2023 年的 13.3 万亿美元，占比超过 40%。其中 ETF 基金规模增速最快，从 2007 年的 629 只、6 084 亿美元增长至 2023 年的 3 108 只、8.1 万亿美元，净资产规模占全球 ETF 总规模的 33%。