

低利率环境下的海外实践

一、引言

当前我国国债收益率已经全面低于 2%，是从 2002 年开始有较完整国债交易数据以来的最低值，意味着我们已经进入了低利率时代。就目前来看，长中周期还没有看到明确的拐点，资管机构必须直面低利率环境带来的挑战。同时理财子公司产品规模逾 28 万亿，以传统固收资产为代表的资产欠配日益严峻。

本文通过借鉴与分析欧洲与日本的低利率路径及应对策略，供读者参考。

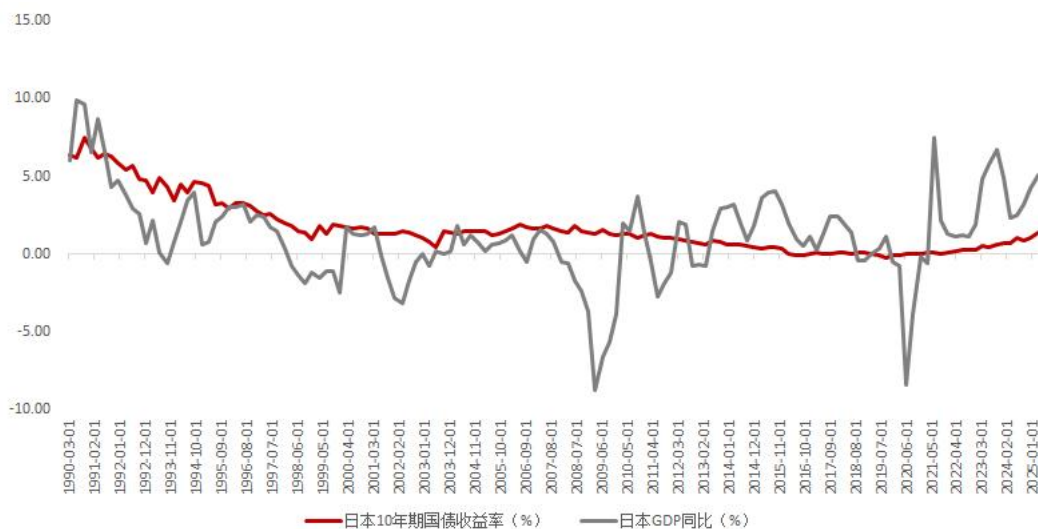
二、海外低利率环境下的资管实践

（一）日本资管机构的配置实践

1. 低利率化的演变路径

自 1990 年代初泡沫经济破灭后，日本经济大幅下行。为应对困局，日本央行开启了持续宽松的货币政策，推动利率水平不断走低，正式步入低利率时代。

图 1：日本经济增长与国债收益率变化情况



数据来源：iFIND，截至 2025 年 3 月 31 日

根据主要经济指标和利率水平的显著变化，这一过程可大致分为四个阶段，具体见下表：

表 1：主要背景及资产走势

时点	主要背景	日本十年期国债走势情况	日经 225 指数走势
1990 年-1999 年	日本地产及金融市场泡沫破裂，日本央行连续多次降息，99 年将无担保隔夜利率降为 0，首推零利率。	从 1990 年初的 6% 降至 1999 年底的 1.8% 左右	日经 225 指数跌逾 50%
2000 年-2008 年	央行首次提出量化宽松政策，辅以长期国债的买卖调节市场流动性，日本进入长期低利率环境。	利率围绕中枢 1.5% 上下波动	股市先跌后涨，04 年后随着全球经济增长，股票行情复苏，日经指数自低点后最高反弹至 18000 左右。
2008 年-2012 年	为应对全球性的次贷危机，日本央行开启全面量化宽松，叠加日本央行扩张资产负债表，购买包括日本政府债券、交易所 ETF 在内的金融资产。	利率持续走低，十年期国债收益率突破瓶颈下行破 1%	总体震荡下行
2012 年-2024 年初	日本央行推出更为激进的量化质化宽松货币政策(QQE)，将货币政策操作目标明确调整为扩大基础货币投放(年增约 60-70 万亿日元)，通过大规模购买日本国债来推动长期利率下降，并扩大 ETF 等风险资产购买量。	10 年期国债利率一度下降至 0% 附近，而后随着经济修复回升	日经 225 自 2012 年的 10000 上涨至 2024 年 3 月的 40000 左右

此后随着通胀回升，2024 年 3 月日本央行采取了历史性的举措，将基准利率从 -0.1% 上调至 0%-0.1% 区间，同时取消了收益率曲线控制 (YCC) 政策，并在 7 月，再次将政策利率从 0% 至 0.1% 提高至 0.25% 左右。这一系列举措标志着日本持续三十年的超低利率环境正迎来转折的开端。

2. 日资资管机构实践

(1) 债基规模先升后降，货币储备基金（MRF）崭露头角

在 1990 年至 2000 年期间，日本债券利率急剧下行。受资本利得驱动以及股市泡沫破裂后债券类资产相对收益良好影响，日本债券基金规模呈现扩张态势。然而 2000 年后，长期的低利率环境降低了债券类资产的吸引力，债券基金规模开始缩减，其结构也随之发生变化。在此背景下，货币储备基金（MRF）逐渐发展成为主流产品。

MRF 诞生于 1997 年，其主要功能是汇集证券账户内的闲置资金，投资于短期金融工具。得益于其低廉的费率和极强的流动性，MRF 特别适合利率趋于零的市场环境，截至 2024 年末，其规模已突破 15.3 万亿日元。

(2) 权益基金规模增长，指数化与低费率成主导趋势

过去三十年间，日本股市经历了几轮显著的上升行情。同时，长期的低利率环境逐步抬升了投资者风险偏好。特别是 2012 年安倍晋三首相上台后，在“量质化宽松”（QQE）政策的强力刺激下，大量流动性涌入日本股市，推动日经指数在随后十年间大幅上涨。与此相应，日本股票型基金规模显著增长，截至 2024 年底已达 230.3 万亿日元。

从结构上看，被动指数型基金在股票型基金中的占比持续提升，至 2024 年末已达 60%。这主要由两方面因素驱动：其一，日本央行实施资产负债表扩张政策，大规模直接购买 ETF 基金；其二，权益基金管理费率的竞争日益白热化，低费率的被动指数型基金获得了显著优势。

(3) 国内低利率叠加日元弱势，驱动海外配置加强

由于日本国内资产收益率中枢长期维持低位，加之日元作为传统国际货币的属性，日本国内投资者逐步加大对海外资产的配置力度，以捕捉不同国家经济周期中的资产波段机会。另一方面，自安倍晋三再度执政后，日元汇率持续疲软，呈现震荡贬值趋势，同时国内借贷利率处于低位，这为日本资金出海提供了极为有利的条件。在上述因素共同作用下，截至 2024 年末，日本的国际投资头寸净资产总额已飙升至 524.67 万亿日元。

图 2：日本国际头寸与汇率变化



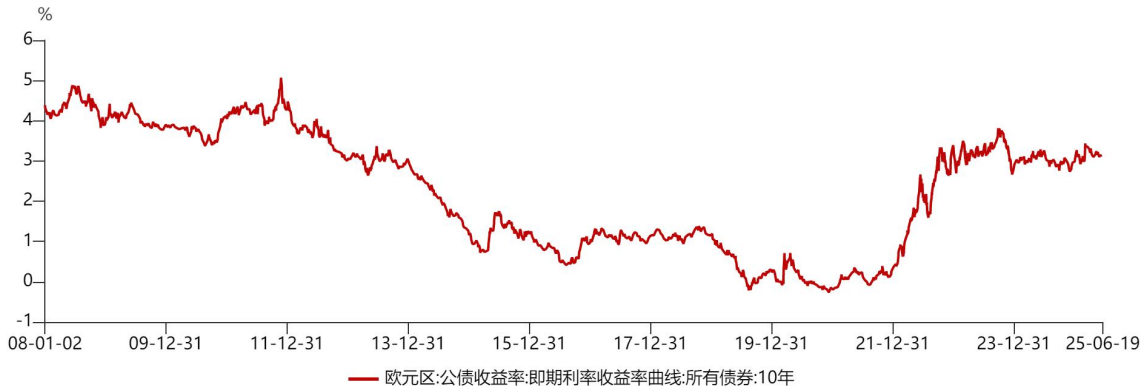
数据来源：iFIND，统计区间 2014 年 3 月 31 日-2025 年 3 月 31 日

（二）欧洲资管机构的配置实践

1. 低利率化的演变路径

2008 年全球金融危机爆发前，欧元区实际 GDP 年均增速约为 2%。后续金融危机及随后蔓延的欧债危机重创欧洲经济，导致 2011 年后 GDP 增速显著下滑至 1.1% 的低位，后续欧洲市场在 2012 至 2021 年间步入低利率时代，直至 2021 年在疫情和能源危机推升通胀之后，才走出低利率。观察欧元区 10 年期公债利率，其演变可划分为三个阶段。2012 年至 2015 年中为利率下行期，2015 年中至 2018 年底的平台期，2018 年底至 2021 年期间，利率迈向零利率/负利率。

图 3： 欧洲 10 年期公债收益率走势



数据来源：iFIND，截至 2025 年 6 月

资产表现方面，2012-2021 年低利率时期，欧元区整体股指、房价表现相对日本更优，MSCI 欧洲指数从 2012 年后基本呈震荡上行态势，整体获得 5.2% 的年化收益率。欧元区房价指数则 2014 年后呈现持续上行态势，2012-2021 年化收益率 3.2%。相比之下，固收类资产收益疲软，欧元区公债及长期存款收益率仅与通胀持平，而汇率持续承压，欧元兑美元年化跌幅达 1.3%。下表为不同阶段的资产表现总结。

表 2：主要背景及资产走势

时点	大类资产表现	关键数据	主要驱动因素
2012-2015 年 利率下行期	债券 > 股票 > 存款 ≈ 物价 > 汇率	德国：DAX 股指年化收益 8%+，房价涨幅较低；法国：CAC40 指数年化 11%+，债券收益 2.1%；意大利：债券年化收益 10%+。	欧债危机后宽松政策推动债券牛市；股市估值修复；汇率承压。
2015-2018 年 利率平台期	股票 > 地产 > 存款 ≈ 债券 ≈ 物价	德国：DAX 指数年化收益 8%+，房价年化 6.6%；法国：房价年化 1.8%，债券收益持平通胀；意大利：债券回报持续领先，股市疲弱。	经济温和复苏，权益资产受益；地产区域分化（德国强，意大利弱）；债券收益空间收窄。
2018-2021 年 迈向零利率/ 负利率	股票 > 地产 > 债券 > 存款 > 汇率	整体：MSCI 欧洲指数年化 5.2%，房价年化 3.2%；德国：DAX 指数年化 10%+；科技行业：2019-2021 年信息技术板块年化 91.25%（欧洲 UCITS 基金）。	负利率政策压制债券收益；科技股领涨；汇率波动加剧。
2021 年至今 后疫情时代	股票 > 地产 > 大宗商品 > 债券	股票：工业（+55.25%）、原材料（+42.82%，供应链修复）；债券：利率回升至 3.0%，久期匹配压力缓解；汇率：俄乌冲突后欧元走弱至 1.05 以下。	通胀超预期终结低利率时代；能源危机推升商品价格；货币政策分化（欧央行加息滞后于美联储）。

2. 欧洲资管机构实践

（1）公募基金、保险公司配置结构与居民资产结构均向权益资产倾斜

符合欧盟可转让证券集体投资计划（UCITS）条例的投资基金，其性质类似于国内的公募基金。在低利率时期，欧洲 UCITS 基金的总规模呈现震荡上行趋势，从 2012 年的 6.2 万亿欧元增长至 2021 年的 13.8 万亿欧元。从结构上看，权益型基金的占比有所提升，而债券型基金的占比则出现下降。权益型基金、债券型基金和混合型基金的规模分别从 2012 年的 2.1 万亿欧元、1.8 万亿欧元和 1.0 万亿欧元，增长至 2021 年的 6.2 万亿欧元、3.4 万亿欧元和 2.3 万亿欧元。货币市场基金（货基）的规模仅在 2012 年出现小幅下滑，此后在 2013 年至 2021 年间持续上涨，到 2021 年规模达到 1.5 万亿欧元。保险公司在 2012 年之后的资产配置也呈现出类似特征，即权益占比上升，债券占比下降。

欧洲居民资产配置方面，居民资产中股权和基金的投资比例持续上升，投资比例从 2012 年初的 23% 提升至 2021 年底的 30.6%。与此同时，现金和债券的配置比例均有所下降：现金占比从 35.2% 降至 33.3%，债券占比从 7.5% 降至 7%。整体观察表明，欧洲居民的风险偏好并未因欧债危机的爆发而受到显著冲击；随着危机影响的初步减弱，其风险偏好反而呈现出明显的上升趋势。

（2）债券内部拉久期

公募基金方面，在低利率环境下，债券型 UCITS 基金提高了其长期债券的配置比重，拉久期偏好明显。这类基金原本就以中长期债券品种为主，在低利率环境中，其对十年以上期限债券的配置比例进一步增长，从 2013 年 17% 的低点升至 2020 年 25%。2021 年走出低利率后，其资产配置策略转向了中短期债券。

保险公司方面，低利率背景同样驱动保险公司资金（险资）拉长投资组合久期。自 2012 年后，保险公司债券配置中，长期债券的占比整体呈现进一步扩张趋势，而短期债券的占比则相应收缩，但 2019 年步入负利率环境后，短期债券的占比则略有上升。

免责声明

一般声明

本文涉及的数据均取自 iFind、普益标准、DM 等三方数据库。

风险提示

理财非存款，产品有风险、投资须谨慎。

本报告由浙银理财编制并发布，仅供参考，报告内容不构成对任何业务及本公司发行管理的理财产品的宣传推介材料，不构成对任何人的投资建议或保证，亦不构成任何形式的要约或法律文件。

本报告内容基于浙银理财认为可靠的、已公开的信息编制，已力求报告内容的客观、公正，但浙银理财对该等信息的准确性、完整性及时效性不作任何明示或暗示的保证，也不保证其所包含的信息或观点不会发生任何变更。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及收益可能会发生波动，报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，不应作为日后回报的预示，浙银理财及其关联机构、员工不会对任何人使用本报告所载内容产生的任何直接或间接损失承担任何责任。

投资者在参考或使用本报告时，应充分了解投资风险，自主作出投资决策，并自行承担投资风险。本报告不保证投资者一定能获得盈利或本金不受损失。

本报告版权为浙银理财所有，未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表等方式侵犯本公司版权。