

海外镜鉴系列（七） 日美资管行业发展对比

策略研究 · 深度报告

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

证券分析师：陈凯畅

021-60375429

chenkaichang@guosen.com.cn

S0980523090002

- 美国资管行业起步较早，经过近百年的发展，如今拥有大批世界顶级的资产管理公司，占据全球资管行业的龙头地位。我们选取代表性的知名资管公司，从其明星基金产品入手，对其风控体系、投资策略和配置框架进行分析研究。结果表明，全球化资产布局、多元化类别配置是打破传统60/40策略壁垒、控制回撤的重要抓手。
- 90年代日本泡沫经济崩溃后，其资管行业面临着经济增长停滞、股市持续低迷以及居民持续增持现金、风险资产配置权重大幅下滑等挑战。资本市场逆境下，日本资管机构通过改善服务、创新产品、布局产业升级赛道和新产品等方式积极应对，取得了一系列成果。
- 日本基金产品的超额收益来自：产业热度主题下的“现象级”产品（布局科技、工业、通讯等）、逆向对冲投资（衍生品+债）、高股息&低估值策略、银发经济主题（老龄化）、全球利基企业（隐形冠军+出海）。日本高股息策略持续相对跑赢，主要赚的是盈利的钱，但涨幅最高的优质大票却并非高股息属性。90年日股代买弹性布局信息通信、电气、精密仪器、服务业；买胜率布局在烟草、生物科技、工业集团企、居家用品行业。

- 【 01 】 美国资管行业的风险防控体系
- 【 02 】 美国资管行业的投资策略和配置框架
- 【 03 】 20 世纪90 年代日本资管行业的挑战和应对
- 【 04 】 日本资管高股息策略和量化投资

代表性基金的公司和投资维度风控体系总结和对比

图1：代表性基金的公司和投资维度风控体系总结和对比

基金名称	风控条线体系	风控策略	多元资产配置和产品设计
1 美国均衡基金	多经理系统旨在通过多元决策分散风险：投资组合被划分为多个部分，每个部分由一名经理管理。每位经理代表了不同的背景、风格和方法。多经理系统支持基金对投资者的长期目标的承诺，在近期的市场噪音和不确定性中追求关键目标	给出不同经济条件、不同股债等资产配置下最大回撤的压力测试	针对养老等特定目标，资本集团在设计产品时会打出“风险规避”标签的主题基金，如American Funds Insurance Series Managed Risk Funds等，通过美国和全球的比例配置（15%vs85%）降低波动性并控制最大回撤。
2 富达平衡基金	投资条线定期向风险委员会报告风险相关事项，包括风险评级、趋势和前瞻性概况；关键风险档案更新；风险偏好指标和违约；关键风险和控制指标；风险事件和审计问题；重大风险事件；其他关键风险和需要注意的问题。	风险识别和评估确保公司了解风险水平，包括重要性和影响。在整个风险评估过程中，会考虑识别和理解个人和汇总风险的根本原因、重要性驱动因素、主题和影响。	基于三要素的风控体系，富达以股票和固定收益组合进行单独的风险评估，经理进行季度基金审查。根据信息基础设施收集的数据和信息，进行风险识别和评估、风险缓冲、风险报告。
3 先锋领航威灵顿基金	打造“目标、平衡、成本、纪律”四大主题的投资理念和低成本优势。以风险评估为基础进行合规监察。好的合规即好的服务，公司每年都要培训营销人员3—4次，基金会执业资格审核中也包含这方面的持续教育计划。目前公司专门监察人员的人员有40人，广义而言，公司的1.2万工作人员全部有监察职责。	开发VAAM模型，用于帮助客户做出有效的资产配置决策它包括两个主要元素：（1）一个模拟广泛资产类别收益分布的全局动态模型；以及（2）协助构建投资组合解决方案的资产配置工具。VCMM中资产收益模拟模型的关键特征包括概率（分布）框架、前瞻性收益假设、对当前市场条件的依赖以及非正态分布的使用。	基于资产的各项经济和金融驱动因素的历史数据，通过蒙特卡罗模拟法预测各类资产的预期回报率、波动性、相关性和资产回报的其他统计学性质，估计超额收益(即预期阿尔法)和主动风险(即跟踪误差和被动基准表现不佳的几率)，最后考虑系统性风险和投资者个人风险偏好，构建投资组合。
4 普信资本增值基金	成立资产配置委员会，在投资组合设计和管理上评估风险敞口，用多资产类别风险模型来进行整体和分项归因，借鉴风险评估工具审议组合的潜在风险等。	四位一体的投研体系，将风控摆在关键位置：普信通过严谨的研究、深厚的经验、审慎的风险管理、前瞻性的观点控制风险的同时最大化收益。	普信管理的资金有2/3来自美国的养老金账户，通过多元化产品投资来分散长寿风险、通胀风险等。推出Spectrum系列FOF产品，通过多资产、多区域属性投资
5 贝莱德多元资产收益基金	创始人结合在黑石中因为地产CMO投资亏损的经验教训，大力推动风险管理系统技术开发，风险量化分析（RQA）团队主要负责贝莱德的投资、交易对手和操作风险，协助构建与指定风险和绩效目标一致的投资组合。该团队还为公司高级管理层和董事会提供独立的风险监督。	开发Aladdin投资组合管理决策支持系统，包含资产、负债、债务、衍生品，来跟踪组合的风险情况并进行压力测试与投资修正。	对行业、发行人、国家、评级等集中度分析，安全和投资组合级风险分析——针对每种证券计算50+次分析。
6 摩根大通收益型基金	具有经验丰富的管理团队。1.公司层面风控条线构成：风险评估和一般决策体系由董事会任命董事会风险委员会，整个风控体系由首席执行官、首席执行官、首席风险官等构成。2.多资产类别投资组合管理团队由高级投资组合经理、风险经理以及量化研究和衍生品专家组成。3.信用违约风险评估体系：在投研层面成立信用风险管理组、信用资产组合组、政策和策略组、特别信用组在销售渠道进行CFS消费者信用风险管理体系。	开发主动风险控制体系Risk as Service，认为高度严格的产品采用定制化风险管理方法。除了计算和跟踪投资组合风险的传	统方法外，公司还根据投资性质和基本业绩更新的频率定制风险管理方法。
7 景顺股票和收益基金	设置全球表现和风险委员会、投资风险委员会、企业风险管理委员会、商业风险管理委员会等并行条线。	构建模型并使用了3000多个因子，跨越了各个经济体、国家和行业的主要资产类别，能够将任何安全的关键性能驱动因素提炼为较小的相关系统因子集。	简化定义资产和负债的相关特征、投资组合风险优化、测试和评估投资组合
8 骏利亨德森平衡基金	风控委员会应由董事会任命，由一名主席和至少一名另外两名董事。每年至少召开两次会议，包括内部财务控制、公司的风险规划、投资限制等	Janus Henderson采用专有的风险管理工具管理投资组合的风险暴露因子。固定收益团队采用全球研究和风险管理系统。股票团队使用屡获殊荣的专有投资组合构建技术。	由于部分基金将投资于投资目的的外国直接投资，投资顾问准备了风险管理程序（“风险管理过程”），以有效地衡量和管理与外国直接投资相关的风险。

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资本集团的多经理分散化风控体系

1. **多经理系统旨在通过多元决策分散风险：**投资组合被划分为多个部分，每个部分由一名经理管理。每位经理代表了不同的背景、风格和方法。多经理系统支持基金对投资者的长期目标的承诺，在近期的市场噪音和不确定性中追求关键目标。

1 **独立性观点：**当管理者协作和分享见解时，每个人都根据自己的信念独立投资。由此产生的投资组合是投资理念的多样化集合，而不仅仅是一个经理的观点。这种方法为投资组合在各种市场条件下创造了良好的潜力。

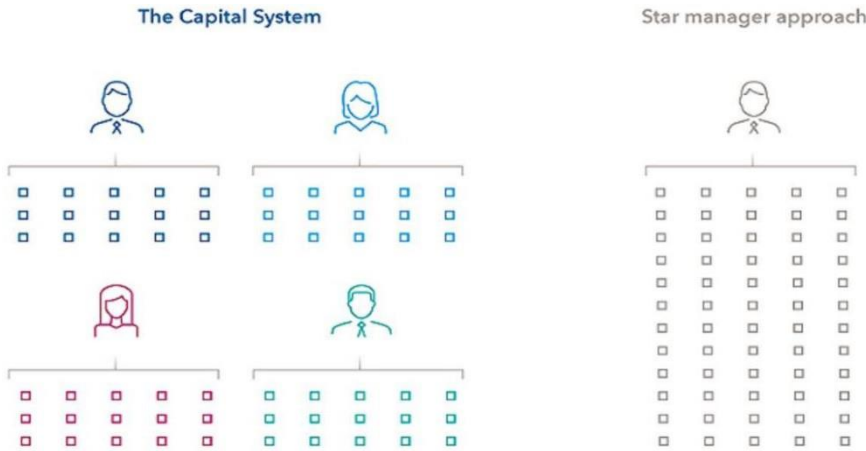
2 **研究驱动型投资：**投资分析师经常参观工厂、设施和总部，这有助于深入了解运营，并为投资决策提供信息。

3 **分析师管理投资组合：**分析师通常有机会实际投资于他们自己推荐的组合。大多数基金都有由分析师管理的投资组合。

2. **资本集团关注的风险：**市场风险、利率风险、通胀风险，力求通过多元化资产配置分散风险，负债端鼓励持有人在回撤即投资机会，结合自己退休目标来选择不同类型底层产品和投资区域的基金；投资端近一年非常关注债券利率飙升风险，但也提醒高收益债与股市的高相关性导致难以规避风险，建议保持所投债券质量。

3. **产品端入手，立足于退休等目标：**针对养老等特定目标，资本集团在设计产品时会打出“风险规避”标签的主题基金，如*American Funds Insurance Series Managed Risk Funds* 等，通过美国和全球的比例配置（15%vs85%）降低波动性并控制最大回撤。

图2：Capital Group的多经理系统示意图



资料来源：Capital Group，国信证券经济研究所整理

图3：Capital Group给出的股债等权策略下最大回撤的压力测试



资料来源：Capital Group，国信证券经济研究所整理

富达基于三要素的风控体系

富达以股票和固定收益组合进行单独的风险评估，经理进行季度基金审查。根据信息基础设施收集的数据和信息，进行风险识别和评估、风险缓冲、风险报告。

1. **风险识别和评估：** 风险识别和评估确保公司了解风险水平，包括重要性和影响。在整个风险评估过程中，会考虑识别和理解个人和汇总风险的根本原因、重要性驱动因素、主题和影响。
2. **风险缓冲：** 通过确定的控制环境、补救流程、风险转移（保险）、资产处置或减少风险敞口、多样化资产配置和抵押品缓冲风险。
3. **风险报告：** 定期向风险委员会报告风险相关事项。包括风险评级、趋势和前瞻性概况；关键风险档案更新；风险偏好指标和违约；关键风险和控制指标；风险事件和审计问题；重大风险事件；其他关键风险和需要注意的问题。

图4：Fidelity风控体系



资料来源：Fidelity，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

先锋的风控体系：VAAM模型下的风控与投资

VAAM模型：Vanguard资产配置模型（VAAM）是专有金融模拟引擎，用于帮助客户做出有效的资产配置决策。它包括两个主要元素：（1）一个模拟广泛资产类别收益分布的全局动态模型；以及（2）协助构建投资组合解决方案的资产配置工具。VAAM中资产收益模拟模型的关键特征包括概率（分布）框架、前瞻性收益假设、对当前市场条件的依赖以及非正态分布的使用。

- 使用VAAM，先锋为客户提供了一个强大的框架来检查潜在的投资组合，权衡各种风险和回报权衡。该模型允许投资者看到各种投资策略（包括高度定制的解决方案）的回报可能分布（覆盖美股、非美股、美债、非美国收市场、另类投资、货币市场和商品等），根据1960年以来的数据生成了数千个模拟，以显示潜在结果的范围以及实现特定风险和回报目标的概率，好处在于给定前提经验时可以测算出极端情境、小概率事件下的投资回报路径。
- 基于资产的各经济和金融驱动因素的历史数据，通过蒙特卡罗模拟法预测各类资产的预期回报率、波动性、相关性和资产回报的其他统计性质，估计超额收益（即预期阿尔法）和主动风险（即跟踪误差和被动基准表现不佳的几率），最后考虑系统性风险和投资者个人风险偏好，构建投资组合。

图5：基于VAAM的投资组合构建过程和案例

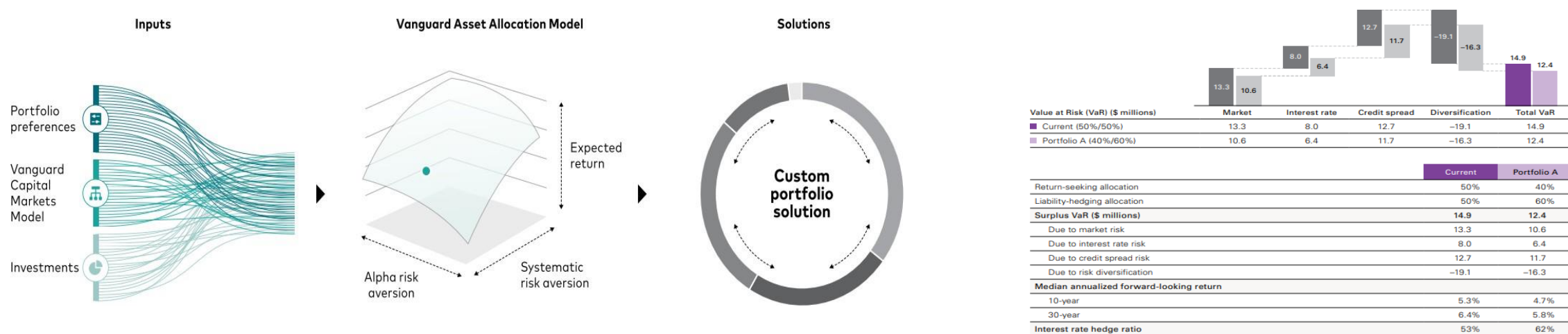
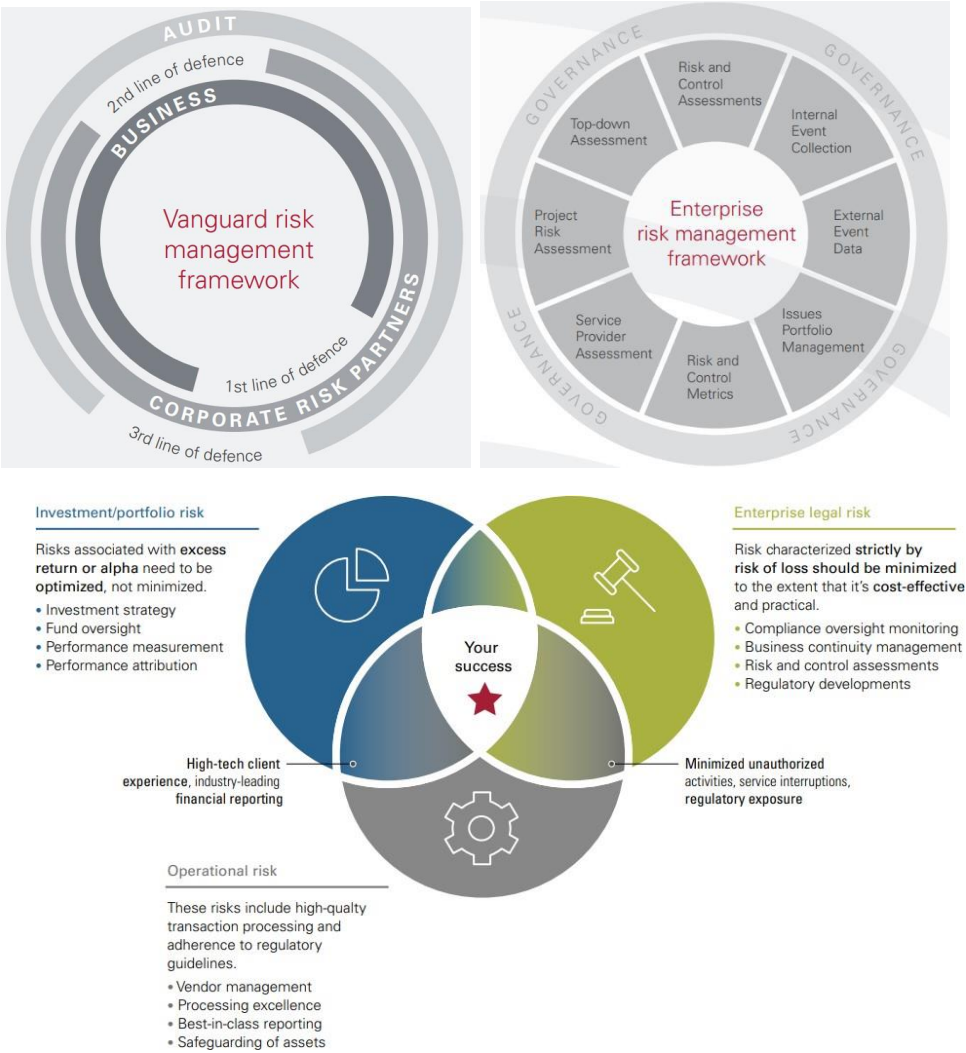


图6：Vanguard的风控体系和框架搭建



1. Vanguard在大类资产配置上除了基于收益目标主线，也有基于风险目标的脉络。
2. 公司层面风险管理框架遵循着以三个理念（承诺、韧性、执行力）落实“三重防护风险”体系（审计、企业风险伙伴、商业）。
3. 在所投资企业层面，关注自上而下、特定风险事件冲击等8个方面的综合考虑。
4. 风控咨询包括寻找法律风险、操作风险和组合风险交叉点并分别提供解决方案。

图7：Vanguard在资产配置中的风险对冲体系

资产组合目标	投资者偏好	资产选择	策略和模型风险
通胀对冲	投资组合的通货膨胀保护基本上相信广泛的股票和债券溢价	静态 - 广泛的股票和债券指数 - 通货膨胀敏感资产，如短期TIPS、商品期货、股票市场的通货膨胀敏感部门等。	- 在没有通胀冲击的情况下表现不佳的风险 - 商品期货等资产 - 可以有广泛的结果分散（长周期） - 模型（长期预测）风险
久期目标	- 限制投资组合利率敏感性 - 舒适的放弃 - 时间溢价 - 基本上相信广泛的股票和债券溢价	- 广泛的股票和债券指数 - 粘结系数和类型 - 权益因素和风格	- 因素风险 - 模型（长期预测）风险
风险目标	- 对投资组合“风险”敏感—风险 =波动性或提款风险 - 重点是预测风险控制	动态 - 粘结系数和类型 - 权益因素和风格 - 波动（VIX） - 衍生品 - 投资组合杠杆	- 业绩不佳的风险 - 模型（短期随机波动和相关性预测）风险

资料来源：Vanguard，国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：Vanguard，国信证券经济研究所整理

- 先锋基金风控模式：每个基金都由其信托的董事会和一组人员管理，受托人监督基金管理，董事会参与基金的风险监督。

图8：先锋基金风控管理模式

先锋基金风控管理模式		
受托人 (监督每个基金的管理)	制定政策	1)选择投资顾问; 2)监控基金运营、合规性、绩效和成本; 3)提名和选择新的受托人; 4)选举基金官员。
	日常风险管理	委托给各个小组: 1)包括投资组合审查、投资管理、风险管理、合规、法律、基金会计和基金金融服务。 2)小组向受托人提供有关投资、估价、流动性和合规性以及 与相关风险的定期报告。
		与基金的内部和外部审计员定期互动，监督基金的风险管理。
董事会 (基金日常运作)	先锋基金的合规计划	1)该计划通过合规专业人员和基金代表每天参与风险管理的业务人员之间的定期跨学科交流。 2)首席合规官定期以书面形式亲自向董事会提交报告

资料来源：Vanguard，国信证券经济研究所整理

普信的风控体系：四位一体投研体系，风控全流程覆盖

图9：T. Rowe Price风控体系



严谨的研究

我们的投资专业人士不只是坐在屏幕后面，他们走进现场与客户、供应商、员工和经理交谈，直接了解公司所处的位置以及未来可能走向何方。



深厚的经验

我们的基金由技术娴熟的投资组合经理管理，他们热衷于探索和理解。他们利用我们公司的规模、资源和严谨的专有研究进行更深入的研究，因此您可以对自己的投资更有信心。



审慎风险管理

我们不等待改变。我们力求走在前面。我们了解地缘政治、市场和经济因素，并在必要时以机会主义甚至防御性的方式应对它们。我们谨慎管理风险，并寻求长期价值最大化。



前瞻

市场是动态的，我们相信投资也应该如此。我们评估何时随波逐流，何时与人群相对。我们努力在中断发生之前预测它，或者在它发生时迅速改变我们的方法。

1. **四位一体的投研体系，将风控摆在关键位置：**普信通过严谨的研究、深厚的经验、审慎的风险管理、前瞻性的观点，控制风险的同时最大化收益。

1 **严谨的研究：**专业的投资团队通过深入的公司调研，直接了解公司所处的位置及未来可能走向的方向。

2 **丰富的经验：**基金由技术娴熟的投资组合经理管理，利用公司的资源和严谨的研究体系进行更加深入的研究。

3 **审慎风险管理：**了解地缘政治、市场和经济因素，并在必要时以机会主义甚至防御性的方式应对它们。

4 **前瞻性的观点：**公司努力在市场剧烈波动前对其进行预测，或在市场发生剧烈波动时迅速改变资产配置方式。

2. **打造系列产品扩大投资范围来降低风险：**普信管理的资金有2/3来自美国的养老金账户，通过多元化产品投资来分散长寿风险、通胀风险等。推出Spectrum系列FOF产品，通过多资产、多区域属性投资来降低风险，满足不同投资人诉求。

3. **风控体系设置：**成立资产配置委员会，在投资组合设计和管理上评估风险敞口，用多资产类别风险模型来进行整体和分项归因，借鉴风险评估工具审议组合的潜在风险等。

图10：基于Aladdin的风控体系

1. Aladdin投资组合管理决策支持系统

Aladdin指Asset（资产）、Liability（负债）、Debt（债务）、Derivative（衍生品）。

2. 投资组合头寸和风险敞口分析

安全和投资组合级风险分析——针对每种证券计算50+次分析；

行业、发行人、国家、评级等集中度分析；

时间序列/趋势分析。

3. 投资组合风险和情景分析

使用分析方法和历史方法来评估风险/跟踪错误；

压力测试——包含不同情形和冲击。

4. 证券估值和现金流预测

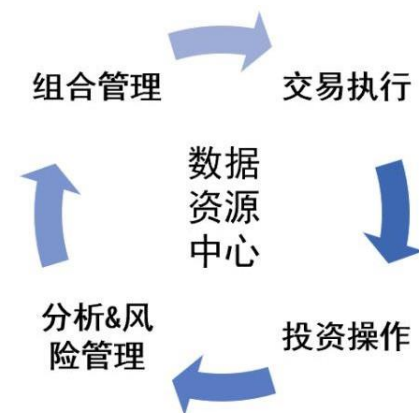
基于实时交易数据评估和分析；

相对价值分析。

5. 绩效和归因

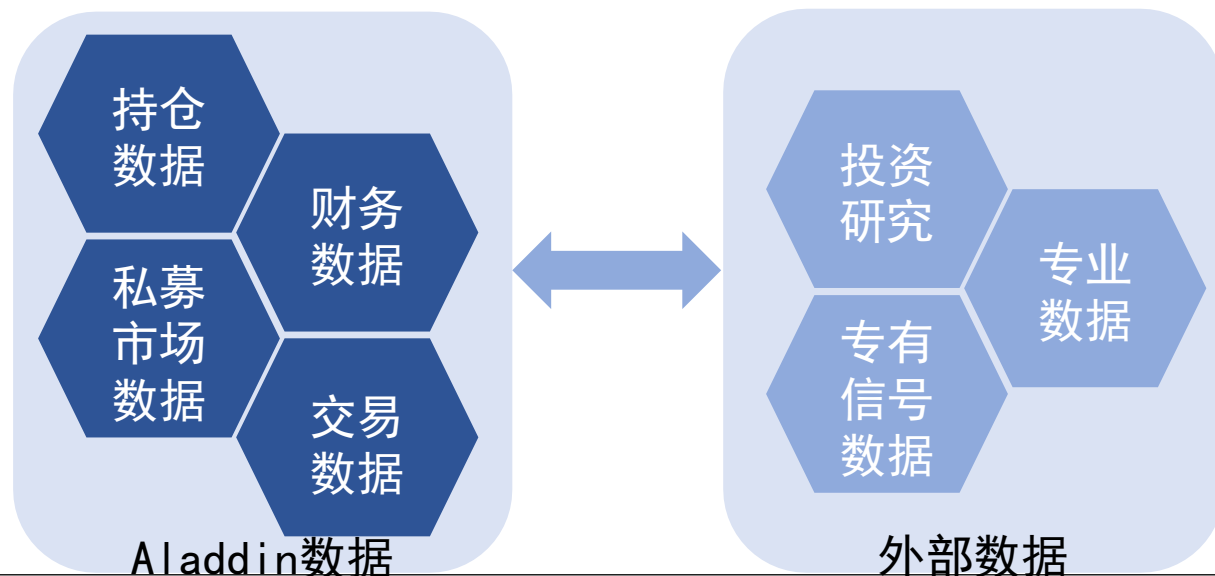
自下而上计算的每日收益；

按战略、国家和部门划分损益。



资料来源：BlackRock，国信证券经济研究所整理

图11：Aladdin综合数据管理系统



资料来源：BlackRock，国信证券经济研究所整理

1. 主动风险控制体系——Risk as Service

高度严格的风险管理和风险预算对整个投资流程至关重要。

2. 风险管理

- 1 经验丰富的管理团队。多资产类别投资组合管理团队由高级投资组合经理、风险经理以及量化研究和衍生品专家组成。
- 2 定制的风险管理方法。除计算和跟踪投资组合风险的传统方法外，公司风控合规根据投资性质和基本业绩更新的频率定制风险管理方法。

3. 风险预算

设定风险预算，衡量其利用率。对投资组合进行压力测试。

4. 产品维度

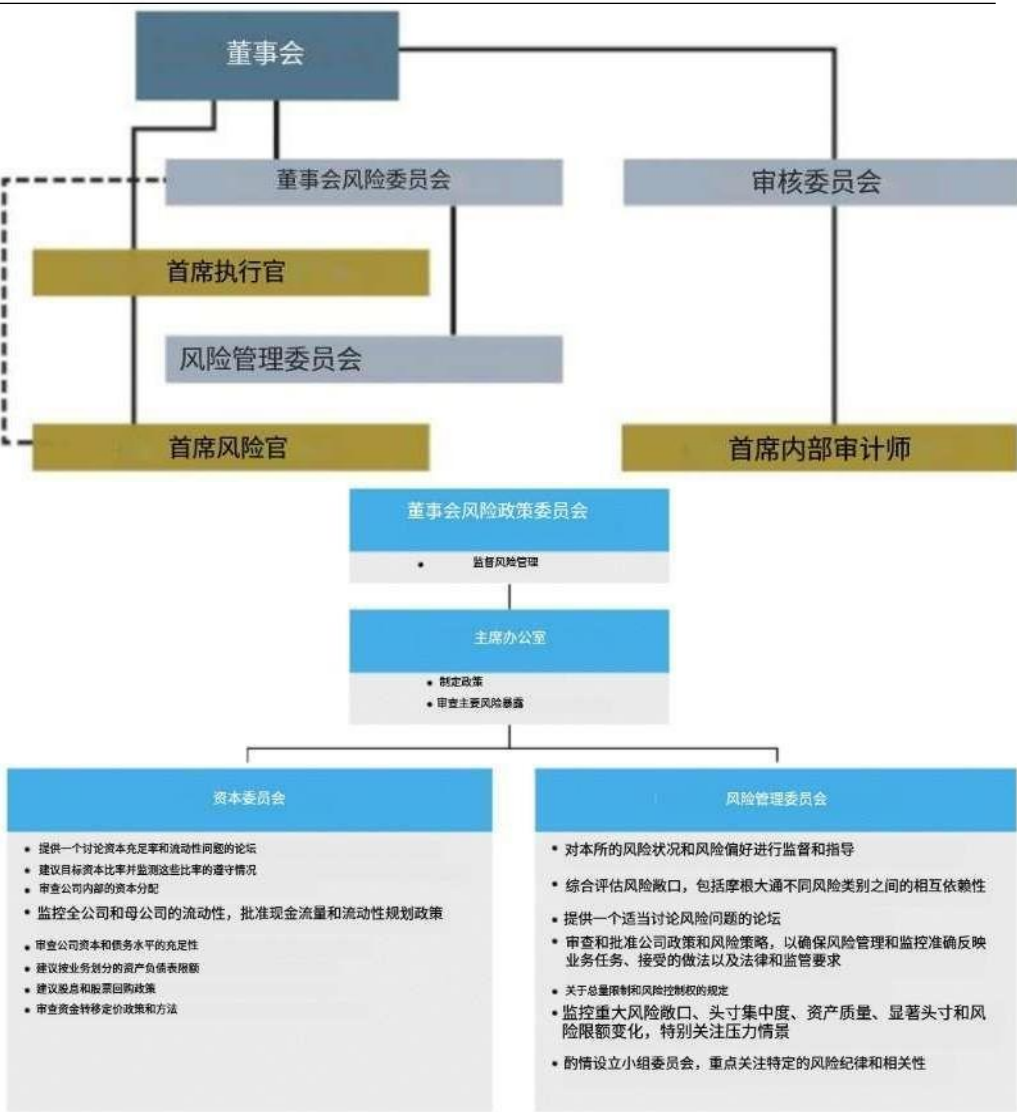
产品层面采用衍生品的使用对冲风险，基金可使用期货合约、远期合约、期权（包括利率期货合约和利率掉期期权）、掉期和信用违约掉期来帮助管理期限、行业和收益率曲线敞口以及信贷/息差波动。基金可利用交易所交易的期货合约进行现金管理，以衍生工具来管理国家主权风险区域信用风险和货币风险敞口等，以增加基金收入并对冲风险。

图12：Risk as Service风控体系



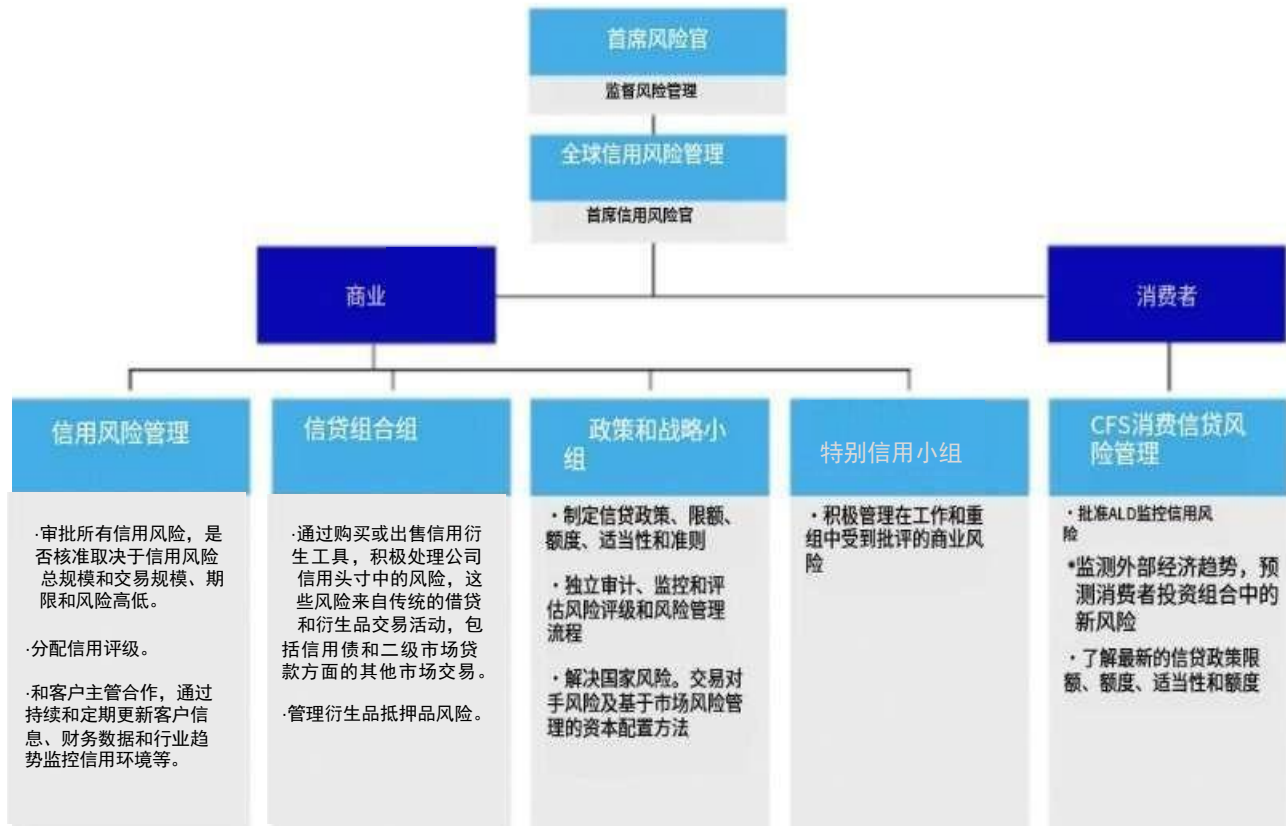
资料来源：JP Morgan，国信证券经济研究所整理

图13：摩根大通的风险控制体系和风险委员会职能



1. 公司层面风控条线构成：风险评估和一般决策体系由董事会任命董事会风险委员会，整个风控体系由首席执行官、首席风险官、首席风险官等构成。
2. 信用风险评估体系：（1）在投研层面成立信用风险管理组、信用资产组合组、政策和策略组、特别信用组；（2）在销售渠道进行CFS消费者信用风险管理体系。

图14：摩根大通的信用风险评估团队构成



资料来源：JP Morgan，国信证券经济研究所整理

资料来源：JP Morgan，国信证券经济研究所整理

景顺风控体系：Invesco Vision的精准回顾

Invesco Vision投资组合管理决策支持系统

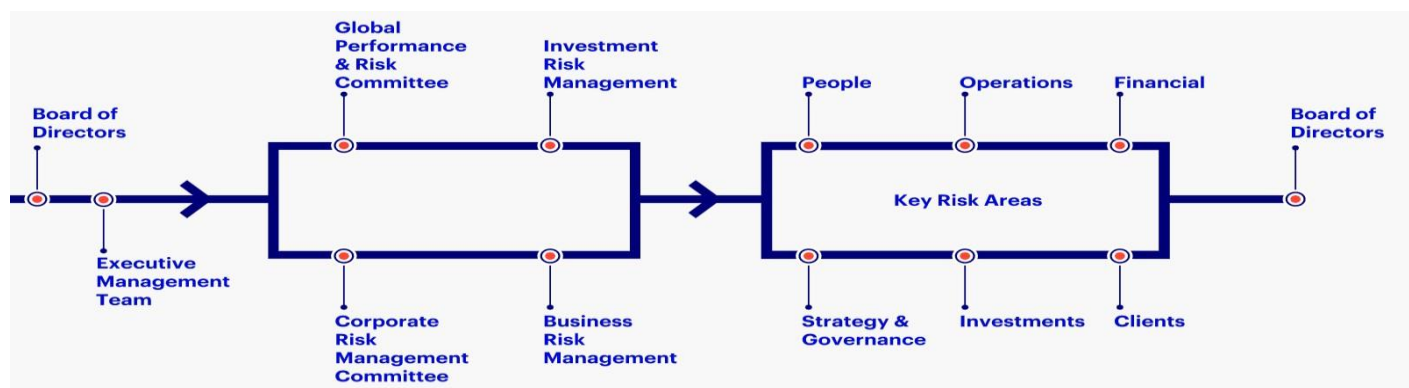
Invesco Vision能够更好地平衡资产和投资组合所带来的风险和收益，并确定最符合投资者特定偏好和目标的解决方案。Invesco Vision主要通过以下步骤平衡风险和收益，构建投资组合：

1. **简化定义资产和负债的相关特征**：Invesco使用多因素风险模型，选择基本因子来构建Invesco Vision内置的全球综合资产类和投资集合的风险和相关性特征。该模型使用了3000多个因子，这些因子跨越了各个经济体、国家和行业的主要资产类别，能够将任何安全的关键性能驱动因素提炼为较小的相关系统因子集。

2. **投资组合风险优化**：稳健的均值-方差投资组合优化通过在收益目标约束中加入惩罚项，将预期收益的不确定性纳入其中，使资产配置比无约束提供的资产配置更多样化。

3. **测试和评估投资组合**：通过评估暴露因素和历史假设情景分析测试和评估投资组合。

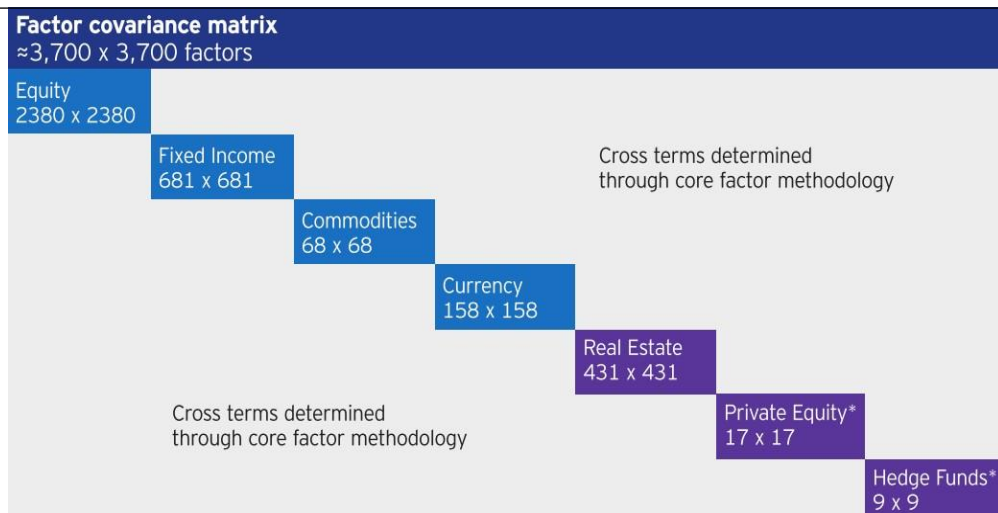
图16：以ESG投资为例看Invesco风控体系和流程



资料来源：Invesco，国信证券经济研究所整理

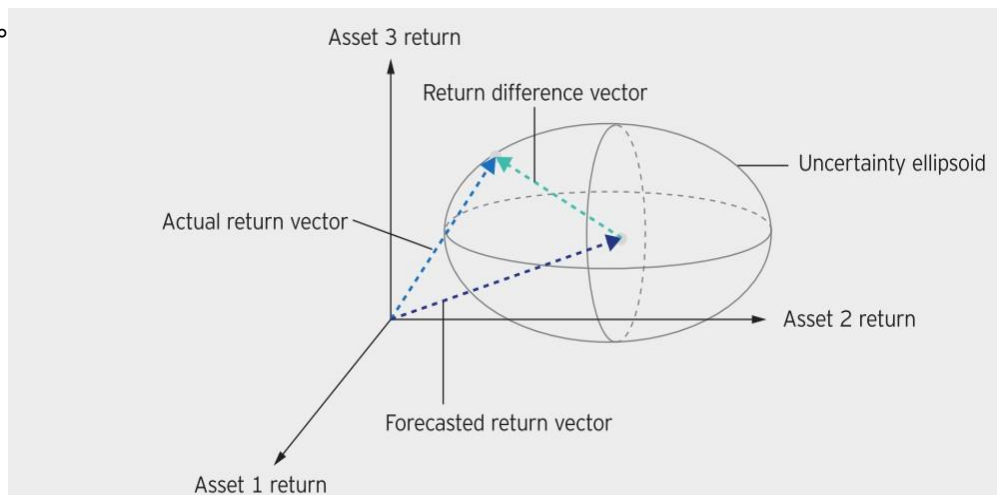
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图15：Invesco Vision基于因子的协方差矩阵



资料来源：Invesco，国信证券经济研究所整理

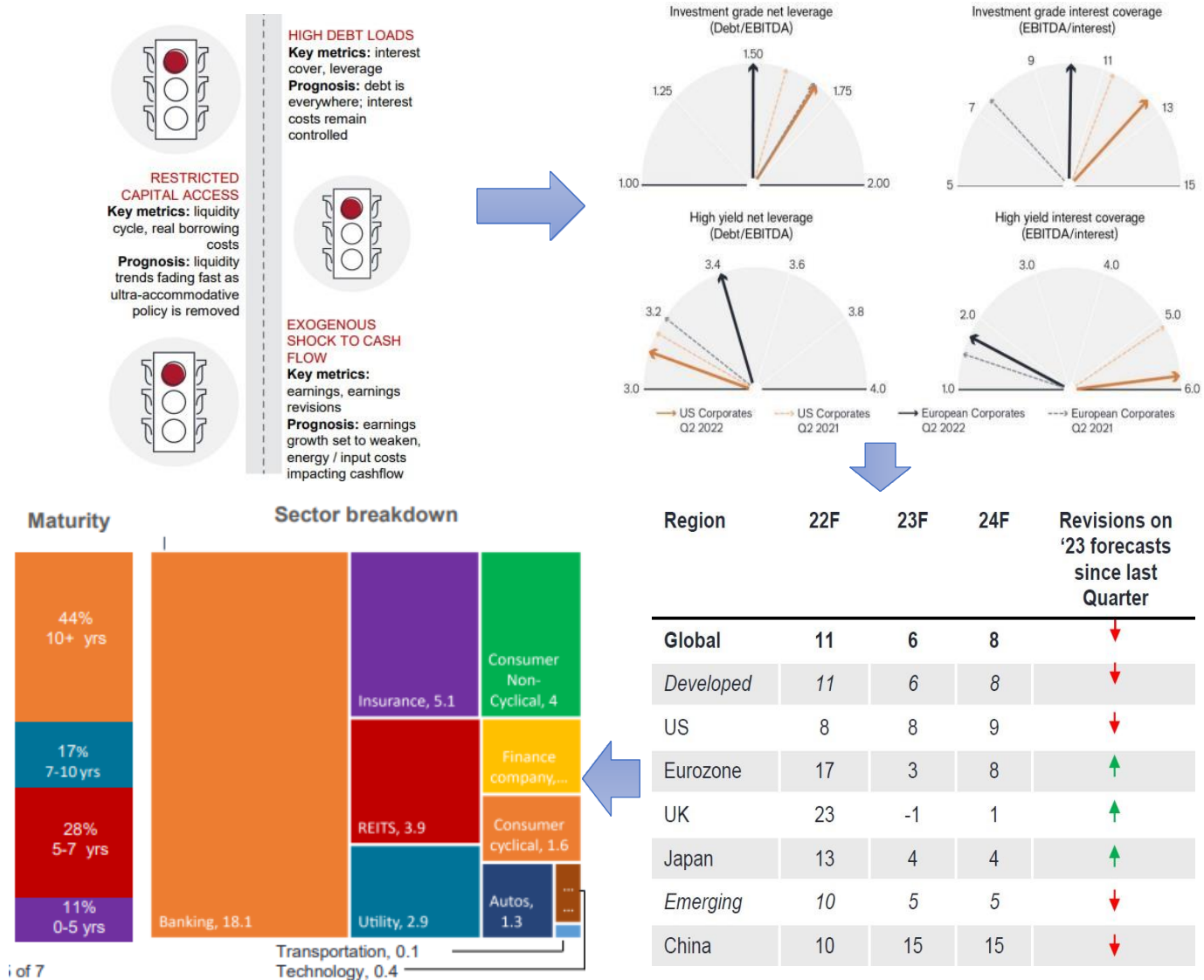
图17：Invesco Vision显示实际收益和预测收益之间距离的不确定性椭圆



资料来源：Invesco，国信证券经济研究所整理

骏利亨德森风险体系：当“仪表盘”遇到“红绿灯”

图18: Janus Henderson的风险控制体系



资料来源: Janus Henderson, 国信证券经济研究所整理

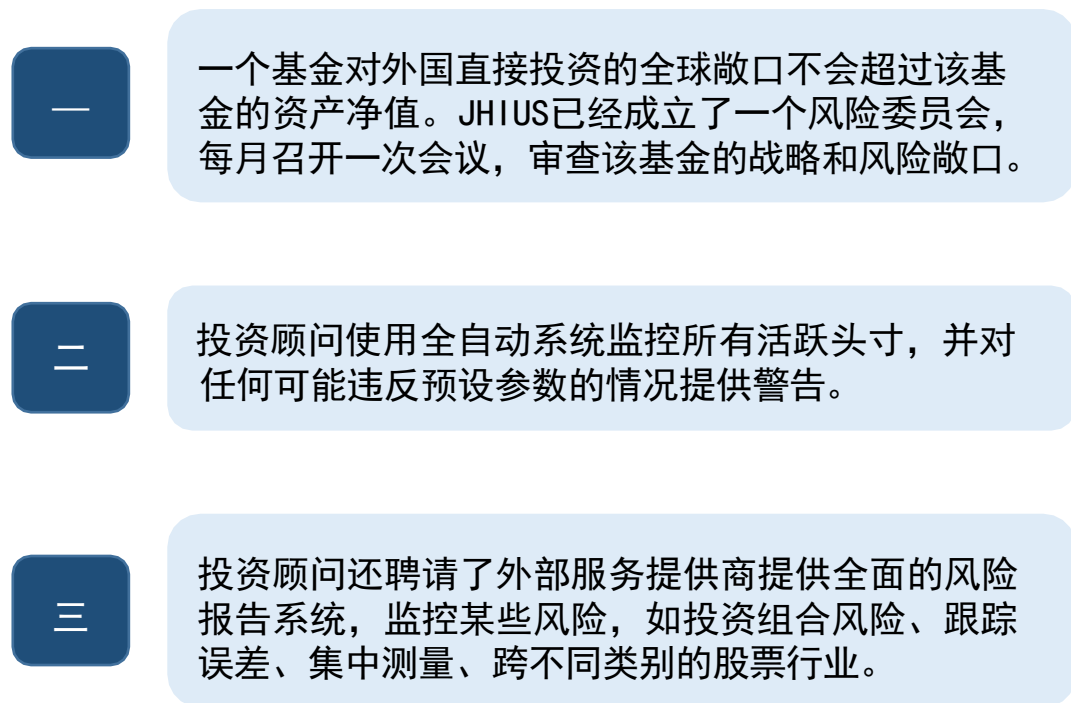
1. Janus Henderson采用专有的风险管理工具管理投资组合的风险暴露因子。固定收益团队采用全球研究和风险管理系统。股票团队使用屡获殊荣的专有投资组合构建技术。在多资产配置角度的风控上重视经济周期, 以及对流动性、债券信用周期的影响, 构建基于信用周期的红绿灯和依据于财务指标的仪表盘, 最终落实到多类别资产、地区的配置观点转变上。

2. 公司设置审计和风险委员会: 风控委员会由董事会任命, 由一名主席和至少一名另外两名董事。每年至少召开两次会议, 包括内部财务控制、公司的风险规划、投资限制等 (Terms of Reference for the Audit and Risk Committee, 2022)。

3. 2022年公司关注风险及解决方案: 非常关注随着美债利率高企、联储强劲加息环境下, 投资者将面临怎样的风险溢价是否重新定价问题, 以及多资产配置的替代性问题, 提出 “The Alternatives universe” 的多资产配置口号, 在相对价值的对称性、股票市场中性、全球宏观、多维度策略、事件驱动等角度进行布局来规避风险。(THE CASE FOR ALTERNATIVES, 2022.10)

- Janus Henderson采用专有的风险管理工具管理投资组合的风险暴露因子。固定收益团队采用全球研究和风险管理系统。股票团队使用屡获殊荣的专有投资组合构建技术。
- 由于部分基金将投资于投资目的的外国直接投资，投资顾问准备了风险管理程序（“风险管理过程”），以有效地衡量和管理与外国直接投资相关的风险。

图19：Janus Henderson投资流程风险管理办法



资料来源：Janus Henderson，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图20：Janus Henderson投资流程



资料来源：Janus Henderson，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 美国资管行业的风险防控体系
- 【 02 】 美国资管行业的投资策略和配置框架
- 【 03 】 20 世纪90 年代日本资管行业的挑战和应对
- 【 04 】 日本资管高股息策略和量化投资

海外资管投资策略、资产配置体系梳理

图21：海外资管投资策略、资产配置体系梳理

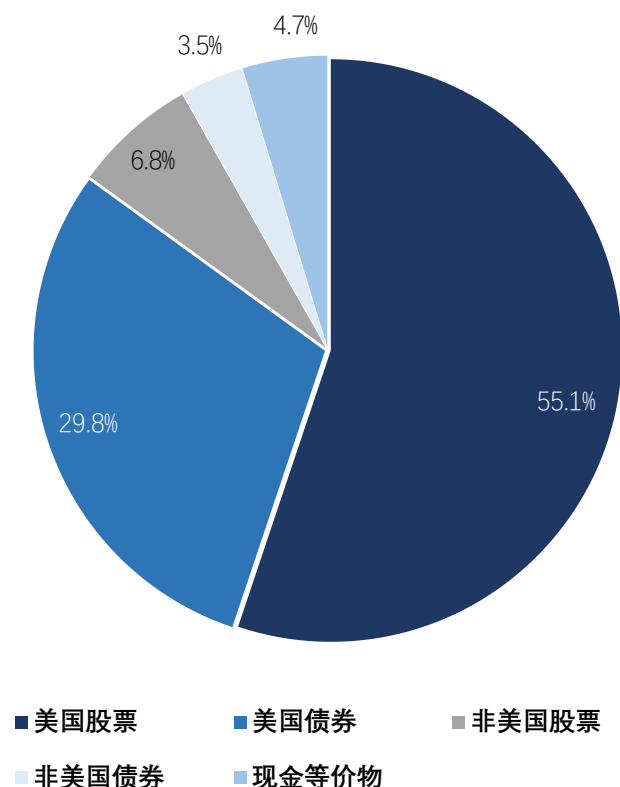
	投资回报和风险回顾	大类资产配置策略	股票策略	债券策略
资本集团美国均衡基金	长期以来该基金的回报表现位于同类基金的前25%分位数，尽管在2019和2020年表现较差。股票选择一直是该基金业绩优异的主要驱动力，管理层及时采取资产配置策略也起到了推动作用，例如，即使在股市大幅上涨的情况下，2021 年大部分新资金流入固定收益部分，这种转变帮助该基金的回报表现重新回到前25%分位数。从近十年的数据来看，该基金风险水平低于同类产品平均水平，较低的β表明该基金风险低于市场，夏普率为0.86，高于同类产品产品的0.62。	相较于其他同类型平衡基金，该基金的首席基金经理在调整股票/债券分配方面具有更高的灵活性，对于组合的资产配置决定完全取决于首席基金经理的市场观点。由于长期以来该基金更青睐股票，有时可能偏离其 60% 股票/40% 债券的基准目标约 10 个百分点，这种激进的态度在牛市期间提振了回报，但使该策略在市场危机中变得脆弱。	股票经理专注于蓝筹股、高股息，例如持仓前五名中的菲利普莫里斯（世界第一大烟草公司）。此类股票占主导地位，部分原因是股票经理力求获得与标普 500 指数一致的收益率。即使股票接近其范围的75%上限，向超大股息支付型股票的倾斜也有助于控制风险。但 10% 的资产可能投资于低股息股票，这为一些以增长为导向的票价留下了空间，例如持仓金对AAA级别的债券持仓占比远超同类型前十名中的谷歌。整体来看，该基金投资于大盘股的比例高于同类型基金，PE偏低、长期盈利能力较好，行业配置上偏防御型。	
富达平衡基金	该基金在市场上行时有着优异的表现，但在市场回撤时表现较差。由于固定收益投资组合倾向于 BBB 级债券，加上该基金对股票的持续增持，以及管理人员对中期前景的关注，导致该基金在较短的时期内与股市暴跌的概率较大，在复苏期间有良好反弹的历史，对于希望在长期内超越典型的美国 60/40 投资组合但又能够忍受阵痛的低迷时期的投资者吸引力较大。	基金投资策略：使用不同的富达经理在不同的市场部门分配资产，股票子投资组合在很大程度上是行业中性的，由专注于行业的经理团队管理，他们希望通过积极的选股来增加价值。投资级债券策略通过行业和证券选择以及收益率曲线定位寻求优异表现。	在股票方面，将行业权重与标普 500 指数挂钩，行业内的选股决策是回报的推动力。该策略根据标准普尔 500 指数行业权重将资产按比例分配给富达的基础行业经理，由于每个经理都有自己的投资理念，该策略容易受到潜在人事变动的影响。整体来看，该基金股票部分市值分布与同类型基金基本持平，以大盘股为主，PE水平较高，偏好科技行业，防御型行业持仓低于同类型。	富达核心债券团队管理着固定收益部分，根据宏观观点和收益率曲线制定投资决策。由于相对于同类型基金更偏好 BBB 级债券，与彭博美国综合债券指数相比，承担了额外的信用风险，削弱了固收作为组合压舱石的作用。
先锋领航威灵顿基金	长期以来该基金的回报表现位于同类基金的前40%分位数，股票选择是该基金业绩优异的主要驱动力，同时债券投资也对收益进行了补充。经风险调整后的长期回报强劲，其 10 年期夏普比率为 0.83，优于同类型基金的 0.62。	根据基金说明的描述，该基金将其60%至70%的资产投资于股票，其余30%至40%的资产主要投资于固定收益证券。实际上，管理层坚持接近 65% 的股权和 35% 的债券配置，基金没有观察到自上而下的战术调整。该基金目前由两位基金经理管理，一人负责股票投资，另一人负责债券投资，长期以来该基金由两位基金经理管理，除了交接班的时期。	在股票方面，重视拥有强大资产负债表和能够有效发展业务的成熟领导者，偏好具有持久优势的高质量、派息大盘股，在估值方面保持纪律。但同时也会持有具有长期增长机会以推动投资资本回报率增加的公司，例如，2021 年初开始持仓 Amazon，并随着估值变得更具吸引力而全年继续购买。整体来看，对大盘股的持仓远超同类型基金，对小盘股没有持仓，PE水平高于同类型基金，行业配置偏防御型。	债券团队寻求持有约 60% 的公司债券和 20% 的应税市政债券和资产支持证券的多元化投资组合，这些投资标的均为投资级债券。其余部分持有用于流动性管理的国债和政府机构证券。整体来看，对公司债券的持仓远高于同类型基金，对A级债券的持有显著高于同类型基金，几乎不持有BBB级以下的品种。久期水平偏短，因此该基金对突然加息更为敏感，在市场压力时期可能表现不佳。
普信资本增值基金	该基金的长期表现不仅强劲，而且极为稳定。除了2016年在近十年的其他年份中回报率均处于同类基金的前25%，多数年份处于前10%。风险调整后结果也十分优异，近十年夏普率为1.04，远高于同类基金的0.62。投资组合顺利度过低迷市场，同时在反弹期间抓住机会。资产配置决策能力是该基金保持优秀表现的驱动因素。	根据基金说明书，该基金通常投资至少50%的总资产在股票，剩余资产通常投资于公司和政府债券（包括抵押贷款和资产支持证券）和银行贷款。首席基金经理对资产配置的决策有着较大的灵活性和自由度，他展示出较高的机会主义投资股票和债券的能力，其战术资产配置能力令人印象深刻。当发现错误定价时积极调整风险敞口，比如当回撤使估值达到更具吸引力的水平时扩大股票敞口。例如，他在2021年年底将股票权重降低2.5%，而在2022年6年进行增持，成功抓住了短暂的反弹后将股票投资组合带回了相对中性的位置。	该基金对股票的投资通常分为两类：较大部分的持仓为长期核心资产，其购买时价格相对于公司资产、收益或其他因素较低，倾向于不受欢迎或被忽视的公司，或者那些面临短期逆风的公司；较小部分的持仓为机会主义投资，预计其价格在短期内会上升，但在长期内不一定会上升。整体来看，对大盘股的持仓占比高于其他同类型基金，行业配置上科技和医疗保健占比偏高。	该基金的债券投资不太能起到典型的股票压舱石作用，在债券品种的选择上相对激进。年目前最大的敞口是公司债券，B级债券的持度过仓占比远超于同类型基金，整体久期较短。和选

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理。
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资本集团美国平衡基金的投资和配置

- 该基金的投资目标是：(1) 资本保全 (2) 当前收入 (3) 资本和收入的长期增长。
- 投资类型：普通股和优先股、债券、可转换债券和现金。
- 产品策略：一种平衡增长和收入投资方法。凭借优质股票和债券的多元化投资组合，这一平衡策略将 50% 至 75% 的资金投资于股票，并灵活地投资于增长型和派息型股票。固定收益部分通常投资于投资级债券，多元化股权投资。

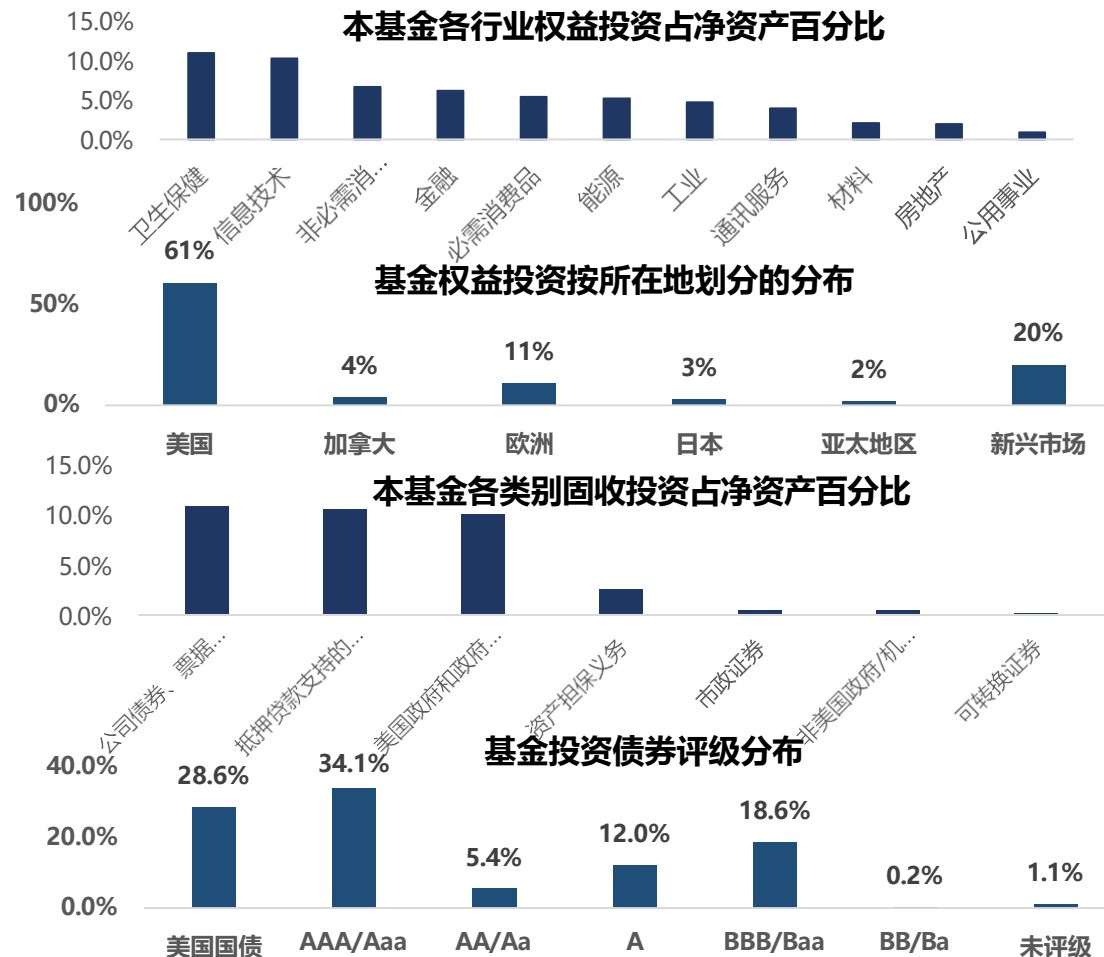
图22：美国平衡基金资产组合



资料来源：资本集团，国信证券经济研究所整理

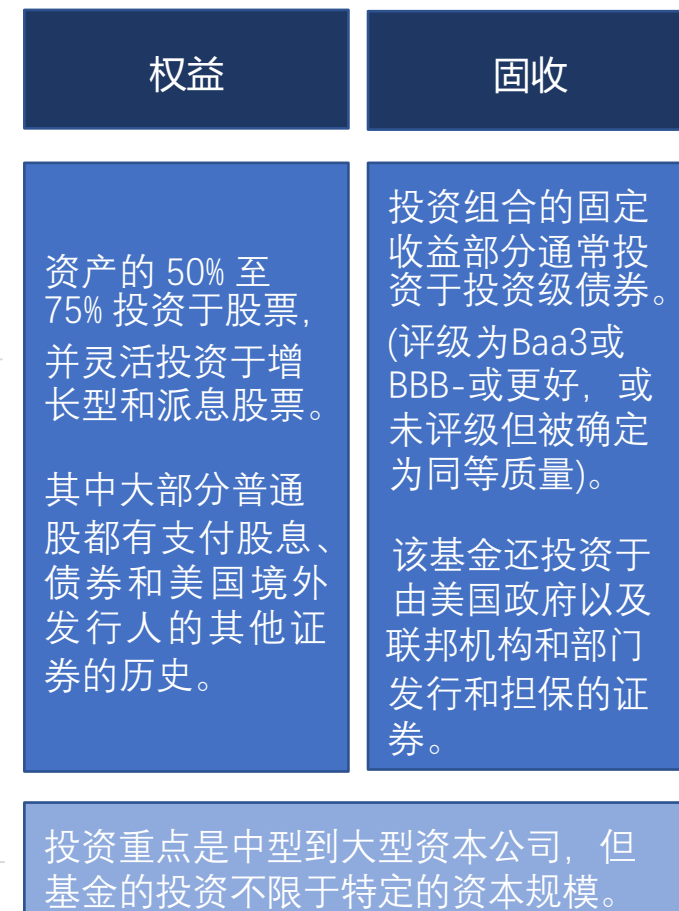
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图23：美国平衡基金资产组合



资料来源：资本集团，国信证券经济研究所整理

图24：美国平衡基金投资方式



资料来源：资本集团，国信证券经济研究所整理

富达平衡基金：大类资产配置策略

- 基金投资策略：**使用不同的富达经理在不同的市场部门分配资产，股票子投资组合在很大程度上是行业中性的，由专注于行业的经理团队管理，他们希望通过积极的选股来增加价值。投资级债券策略通过行业和证券选择以及收益率曲线定位寻求优异表现。
- 富达中央专项基金：**专门提供给其他富达基金共同基金。
- 基金管理策略：**股票组合采用行业中立的方法，结合 12 名以行业为中心的联席经理，他们负责通过证券选择增加价值，逐个股票地构建其子投资组合。每个成员都专注于特定的资产类别或细分市场，另外还有一名首席经理负责确定适当的资产配置、一般团队监督、现金管理和风险监控。

图25：富达权益和固收投资投资流程

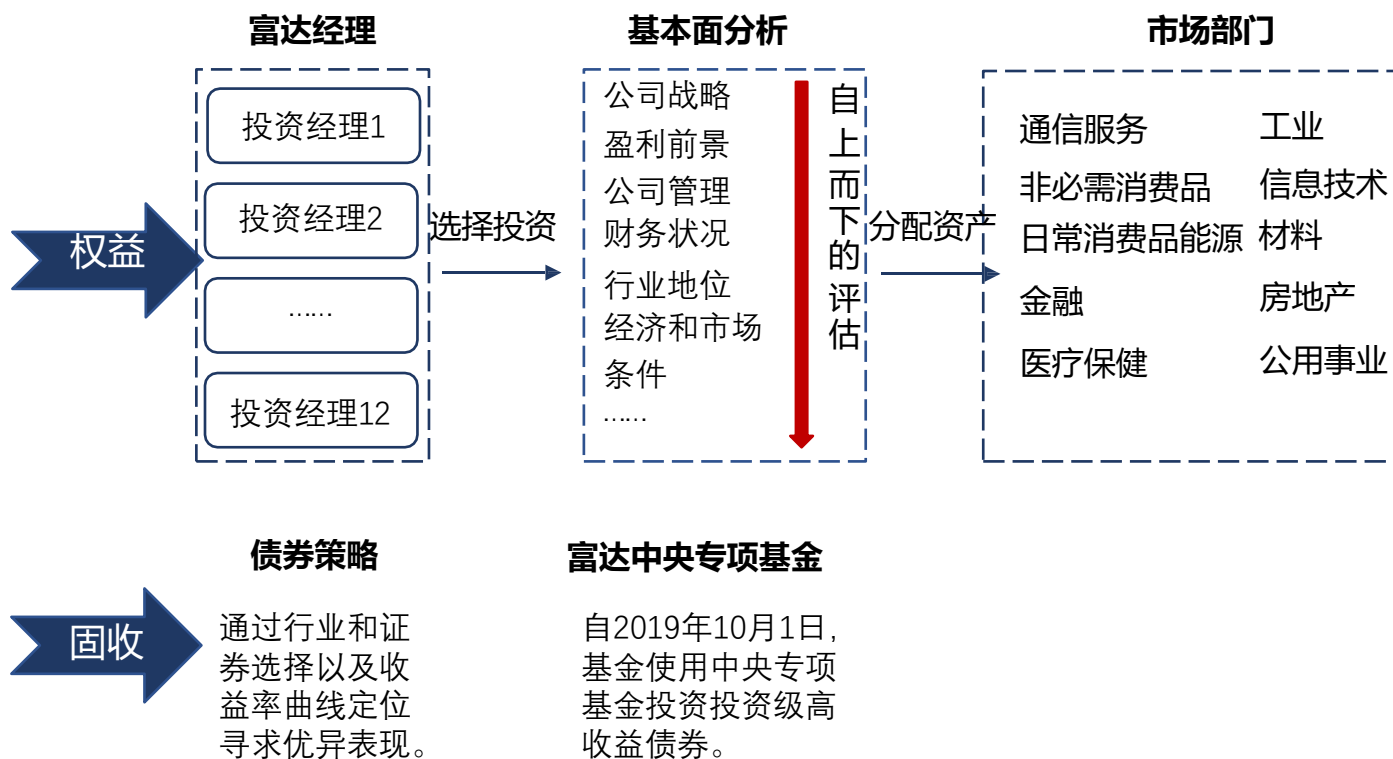
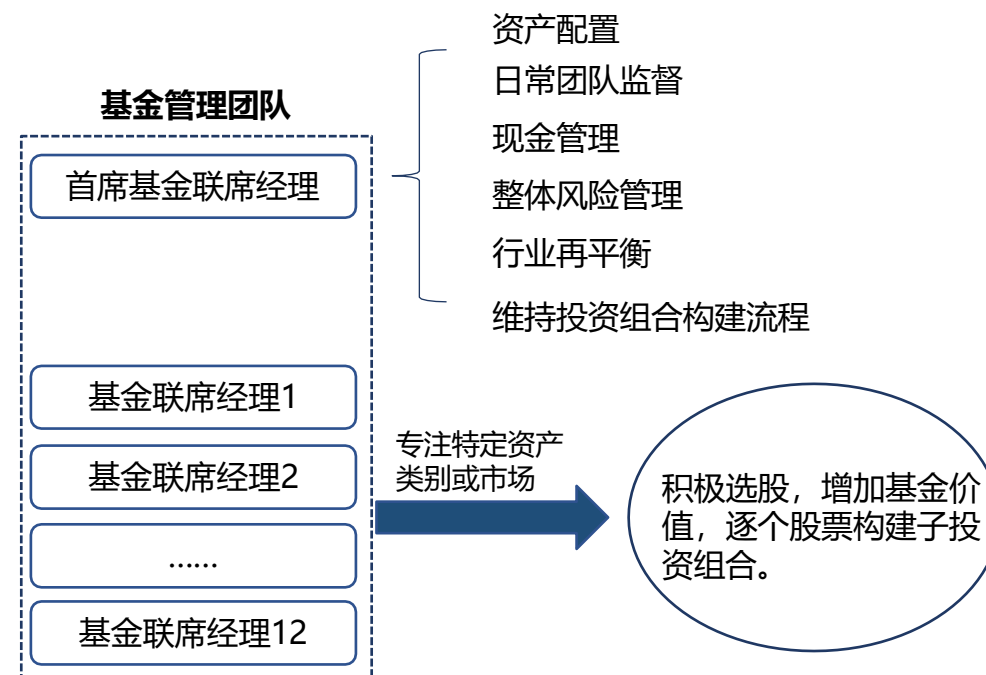


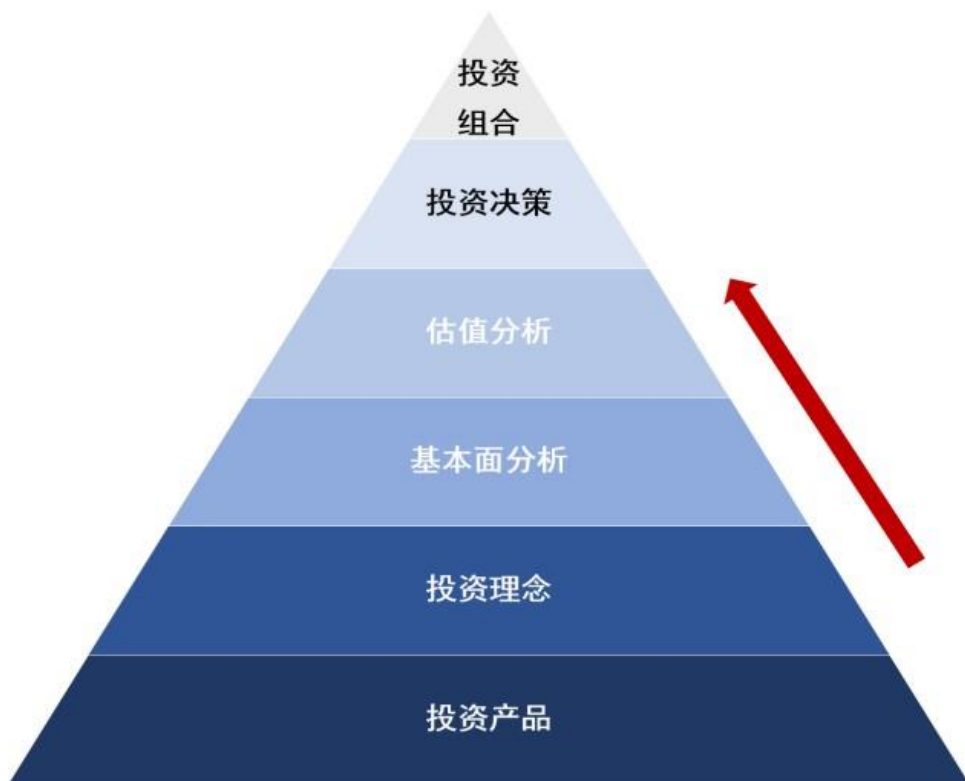
图26：富达投资平衡基金管理策略



富达的投资策略体系

- Fidelity基于主动投资、量化投资、风险管理三大理念，采用自下而上投研框架构建投资组合。
- Fidelity采用收入和多元化方法构建投资组合，充分考虑组合的风险和收益特征。
- 2019年预测地缘政治风险在消退，预计全球GDP增长能实现软着陆；2020年预测财政政策将影响实体经济恢复速度，企业盈利将继续复苏。
- 2020年，降低金融行业资产配置比例至18%，调高可选消费行业资产配置比例至13%。2021年降低金融行业资产配置比例至17%，调高信息技术行业资产配置比例至19%。

图27：Fidelity投研框架



资料来源：Fidelity官网，《Generating Alpha in Bottom-up Systematic Credit Portfolios》（2019）国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图28：Fidelity投资组合构建框架

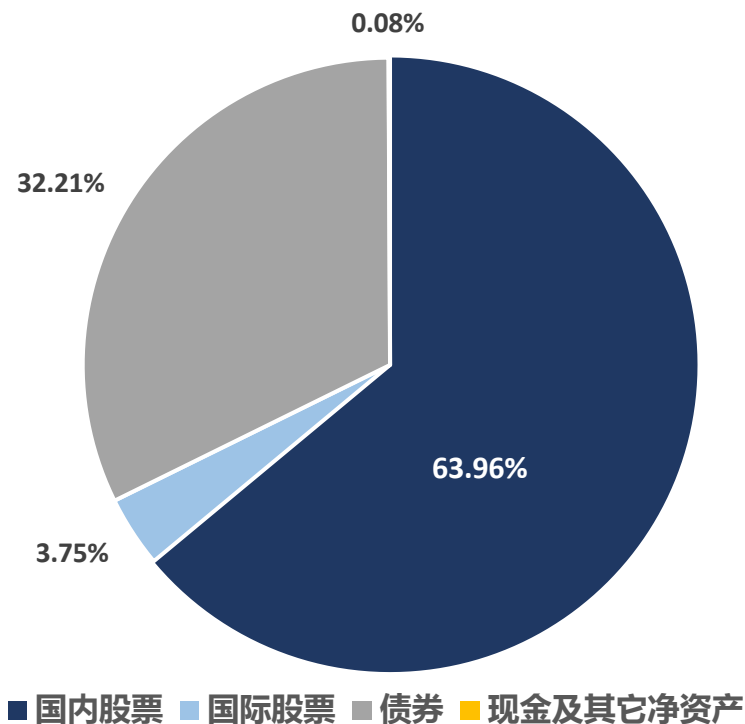


资料来源：Fidelity官网，《Generating Alpha in Bottom-up Systematic Credit Portfolios》（2019）国信证券经济研究所整理

富达平衡基金投资策略

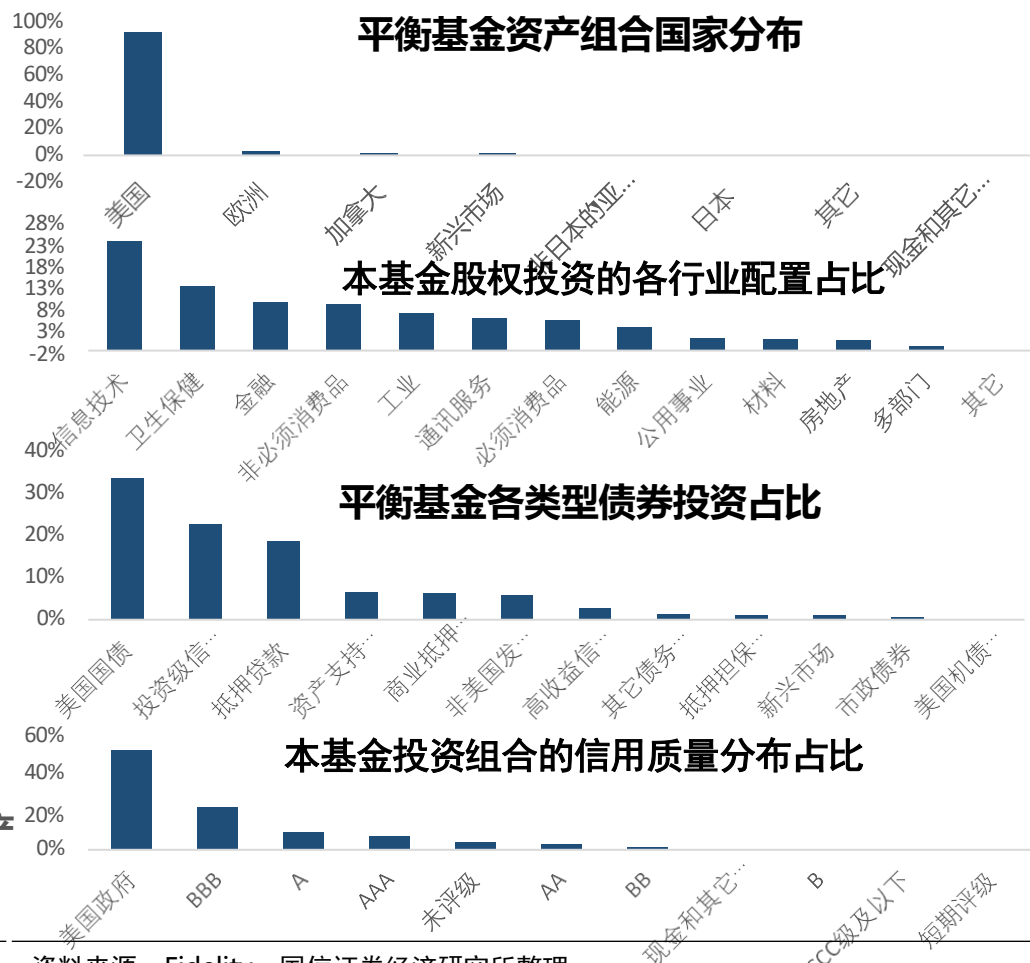
- **投资目标：** 60%/40% 的中性配置投资于股票和债券组合，以寻求与合理风险相一致的收入和资本增长， 维持股票和债券之间的平衡。
- **投资方式：** 该基金在研究研究的支持下，基金经理专注于行业和专业类别的知识与严格的投资组合构建相结合，以提供投资过程的一致性，以寻求随着时间的推移提供有吸引力的风险调整后回报。

图29：平衡基金资产组合



资料来源：Fidelity，国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图30：平衡基金资产分布



资料来源：Fidelity，国信证券经济研究所整理

图31：平衡基金投资方式

权益	固收
当其前景为中性时，将大约 60% 的资产投资于股票和其他股本证券。	大约40%的资产投资于债券和其他债务证券，包括质量较低的债务证券（低于投资级质量的证券，也称为高收益债务证券或垃圾债券），其前景为中性。
顾问不受任何特定投资风格的限制，投资于“成长型”股票或“价值型”股票或两者兼而有之。	
将至少 25% 的总资产投资于固定收益高级证券（包括债务证券和优先股）。	

资料来源：Fidelity，国信证券经济研究所整理

先锋“财富增长目标”的资产配置方案

图32：先锋“财富增长目标”的资产配置方案

资产组合	投资者偏好和观念	资产选择	策略和模型风险
市值加权投资组合	•广泛的股本和债券溢价 •主动风险、因素风险	•广泛的股票和债券指数	•与市场基准无关
因子溢价投资组合	•广泛的股本和债券溢价 •因子溢价和风险 •主动风险	•广泛的股票和债券指数 •权益因素和风格 •粘结系数和类型 •替代品：商品期货、流动替代品	•因素风险 •模型（长期预测）风险
•传统的主动被动投资组合	•广泛的股本和债券溢价 •因子溢价和风险 •主动风险和经理选择	•广泛的股票和债券指数 •活跃资金 •权益因素和风格 •粘结系数和类型 •替代品：商品期货、流动替代品	•主动风险 •因素风险 •模型（长期预测）风险
私人资产投资组合（主动-被动投资组合）	•广泛的股本和债券溢价 •因子溢价和风险 •主动风险和经理选择 •流动性风险溢价	•广泛的股票和债券指数 •私募股权、私人不动产 •活跃资金 •权益因素和风格 •粘结系数和类型 •替代品：商品期货、流动替代品	•流动性风险 •主动风险 •因素风险 •模型（长期预测）风险
ESG投资组合（主动投资组合）	•ESG溢价或非金融偏好 •因子溢价和风险 •主动风险和经理选择	•ESG涵盖或排除策略	•ESG基金选择风险 •ESG质量风险准确性风险 •因子敞口中模型风险 •非金融ESG偏好强度带来风险
直接索引投资组合	•税收损失收获；因子溢价和风险；ESG溢价或非金融偏好	•因子溢价、主动被动或ESG部分	•因子溢价、主动被动或ESG部分
动态调整资产组合	•广泛的股本和债券溢价 •中期回报是时变的 •因子溢价和风险	•广泛的股票和债券指数 •权益因素和风格 •债券因素和风格 •替代品：商品期货、流动替代品	•因素风险 •模型（中期预测）风险
合理避税组合	•广泛的股本和债券溢价 •节税资产 •因子溢价和风险	•广泛的股票和债券指数 •债券：市政债基金 •具有不同收入和价格增值组合的高税收子资产类别	•税收效率计算风险 •因素风险 •模型（中期预测）风险

静态

动态

资料来源：Vanguard，国信证券经济研究所整理。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- Vanguard构建了由市值加权、基于模型的战略性资产配置(SAA)、主动-被动结合和时间变动资产配置(TVAA)四大投资策略。对持有不同目标的投资者，Vanguard提供了多种投资组合解决方案。

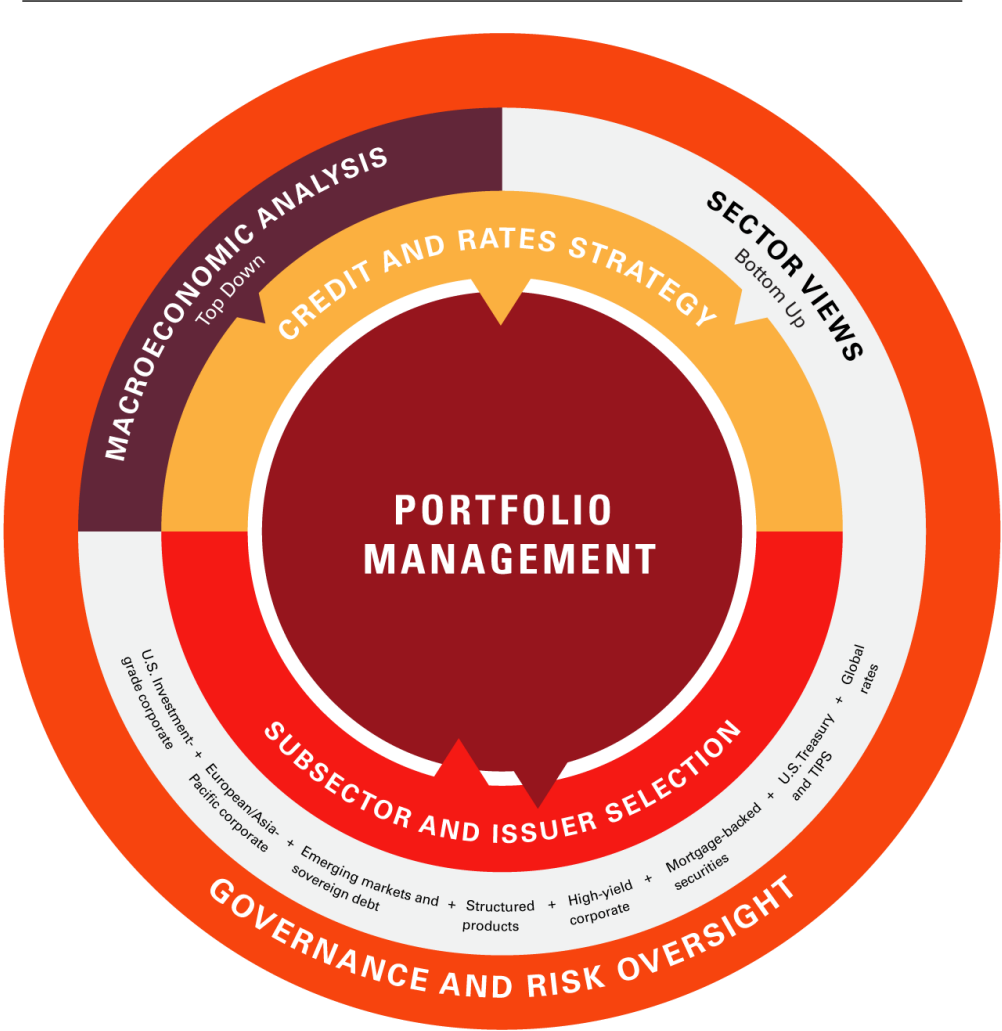
图33: Vanguard资产配置框架

目标	投资方法	投资组合			
财富增长	市值加权	市值加权投资组合			
	SAA	因子溢价投资组合			
	主动-被动	传统主动-被动投资组合	私有资产投资组合	ESG投资组合	指数化投资组合
	TVAA	时间变动投资组合	税收效益投资组合		
风险对冲	SAA	通胀对冲投资组合	阶段目标投资组合		
	TVAA	风险目标投资组合			
回报目标	TVAA	整体收益投资组合	收入目标投资组合		

投资工具	市值加权	SAA	主动-被动	TVAA
资产类别 (系统性) 权益类资产 固定收益类资产	✓	✓	✓	✓
次级资产类别 固定收益因子 权益因子	✗	✓	✓	✓
其他固定收益 通胀保值债券、高收益 债券、 新兴市场货币	✗	✓	✓	✓
其他资产类别 另类流动性资产、 商品	✗	✓	✓	✗
主动投资 多元化投资、集中化投 资、ESG私人投资、直 接指数投资	✗	✗	✓	✗
VCMM回报预期	长期 (静态)	长期 (静态)	长期 (静态)	中期 (动态)

资料来源: Vanguard, 国信证券经济研究所整理。
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图34: Vanguard资产配置与管理框架

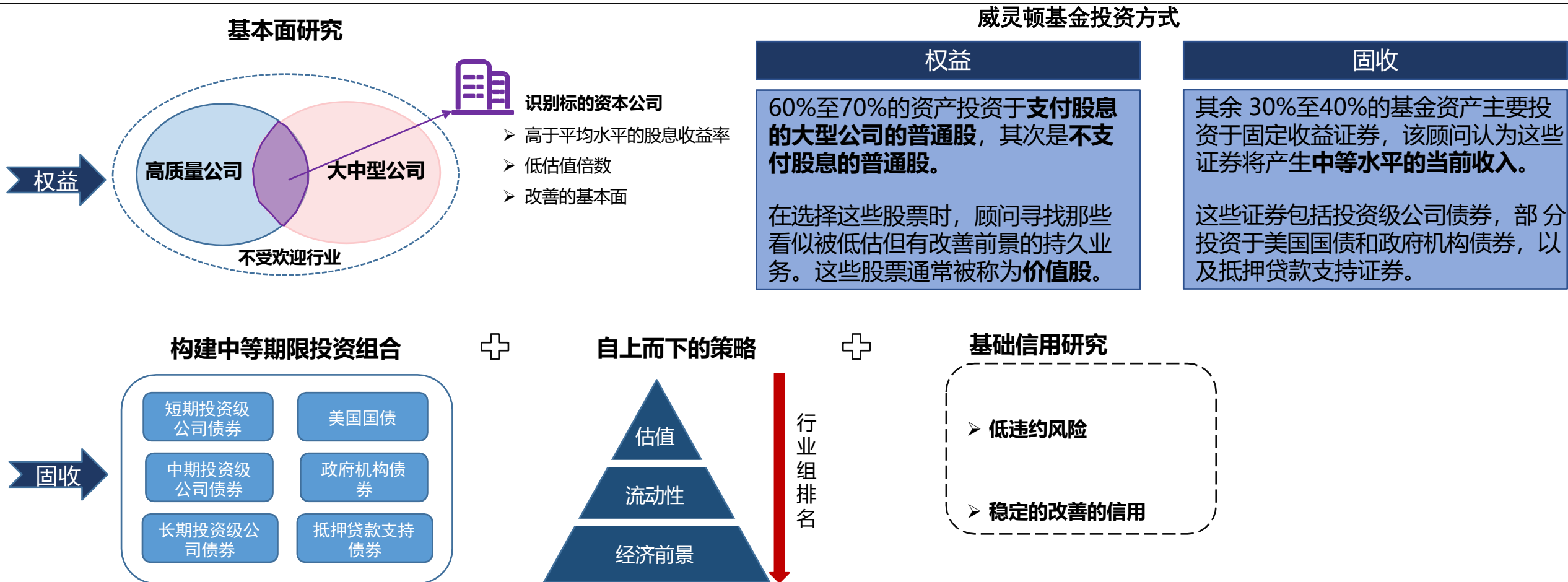


资料来源: Vanguard, 国信证券经济研究所整理。

先锋领航威灵顿基金：大类资产配置策略

- 从产品角度出发：采用保守的方法，强调广泛多元化以降低风险，以追求三个目标：长期资本增值、合理的当期收入和资本保全。由股票和债券组合构建在各种市场周期中都具有具有竞争力回报的“全天候”投资组合。

图35：Vanguard大类资产配置策略



资料来源：Vanguard，国信证券经济研究所整理。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

先锋领航威灵顿基金的投资观点和板块配置

- **基金投资方法：**采用保守的方法，强调广泛多元化以降低风险，以追求三个目标：长期资本增值、合理的当期收入和资本保全。
- **基金投资策略：**股票/债券组合提供了一个“全天候”投资组合，在各种市场周期中都具有具有竞争力的回报。

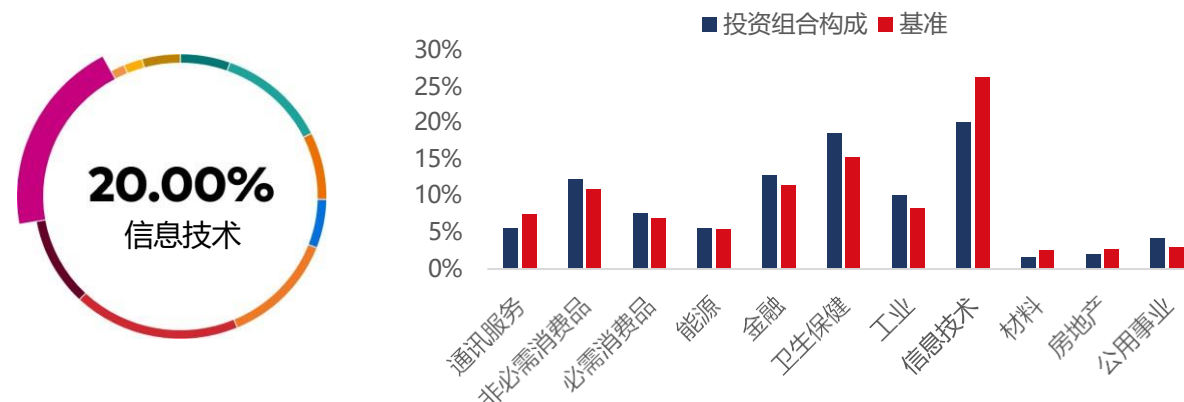
图36：威灵顿基金对整体投资领域看法

行业板块	持有态度
权益	
金融类股	最大的增持板块， 看好 资本充足的全球性银行
投资级公司信用	持续关注
信息技术类股	比重较低，适度 增加 对该行业的投资
固定收益	
政府债券	流动性缓冲、下行保护
机构MBS	流动性缓冲、下行保护
高质量证券化（传统资产支持证券、抵押贷款债券、商业MBS和非代理住宅抵押贷款）	由于基本面依然强劲，持续 看好 证券化行业。
应税市政债券	增持，提供多样化

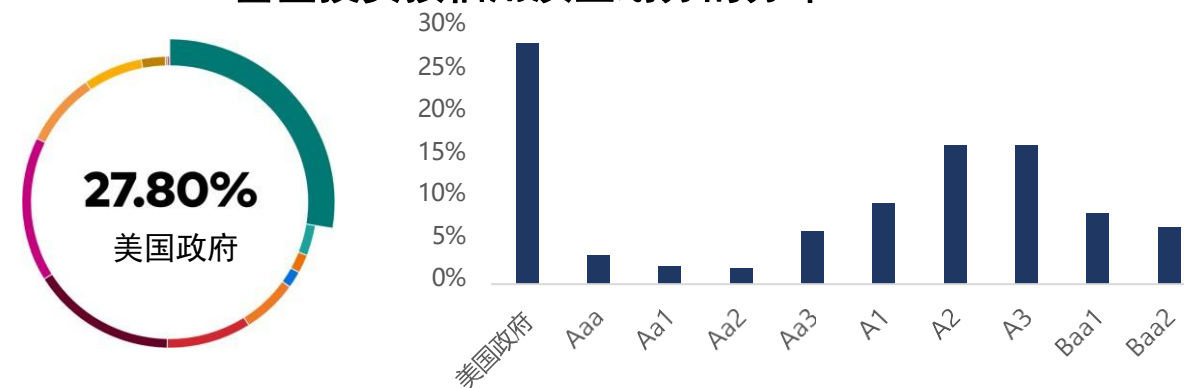
资料来源：Vanguard，国信证券经济研究所整理。数据截至2022. 10. 31。

图37：威灵顿基金投资分布

基金投资按行业划分的分布



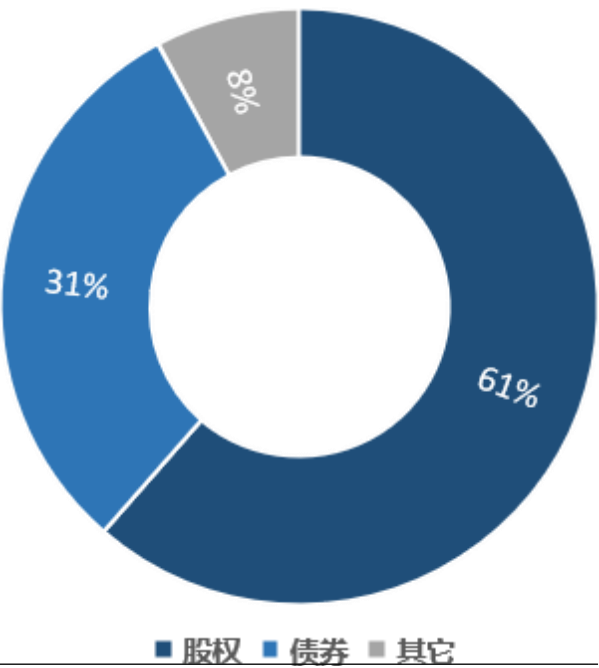
基金投资按信用质量划分的分布



资料来源：Vanguard，国信证券经济研究所整理。数据截至2022. 10. 31。

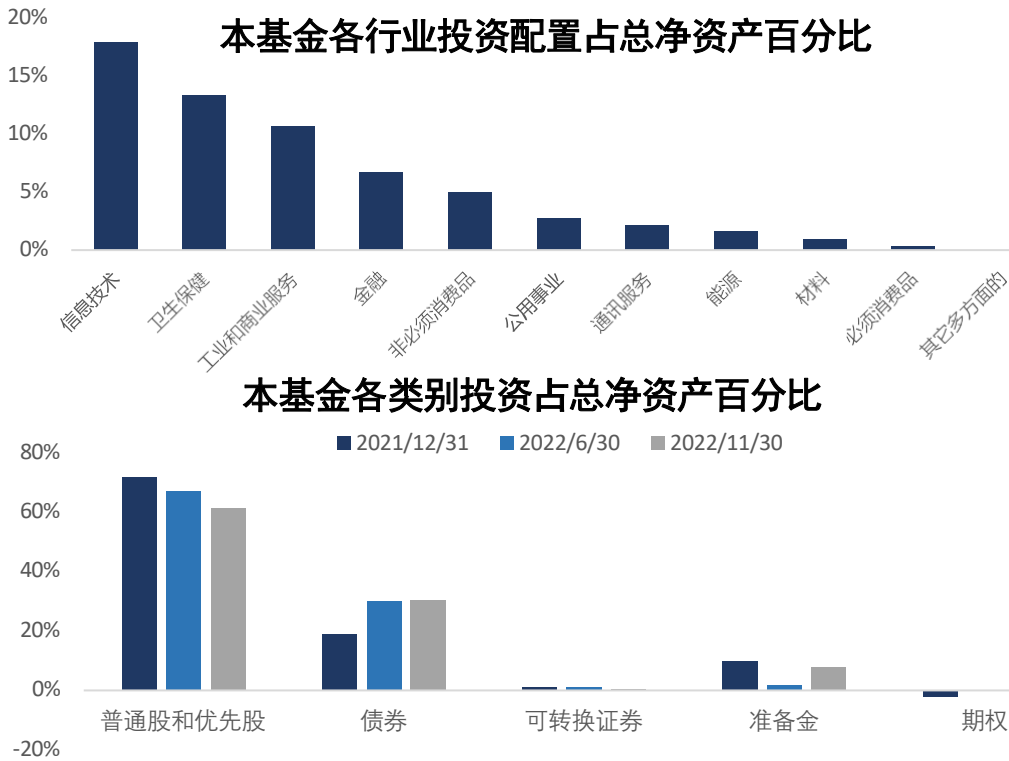
- 投资策略：该基金主要通过投资于普通股来寻求长期资本增值。它可能持有固定收益和其他证券以帮助保持本金价值。分配50%至70%的股权，主要投资于具有高于平均水平的资本增长潜力的成熟美国公司的普通股。其余资产一般投资于其他证券。
- 投资目标：（1）每年产生强劲的风险调整回报（2）在中期（即三年）保存股东资本（3）在整个市场周期（即通常为五年）内产生风险低于整体市场的类似股票的回报。

图38：资本增值基金资产组合



资料来源：普信集团，国信证券经济研究所整理。

图39：资本增值基金投资分布



资料来源：普信集团，国信证券经济研究所整理。

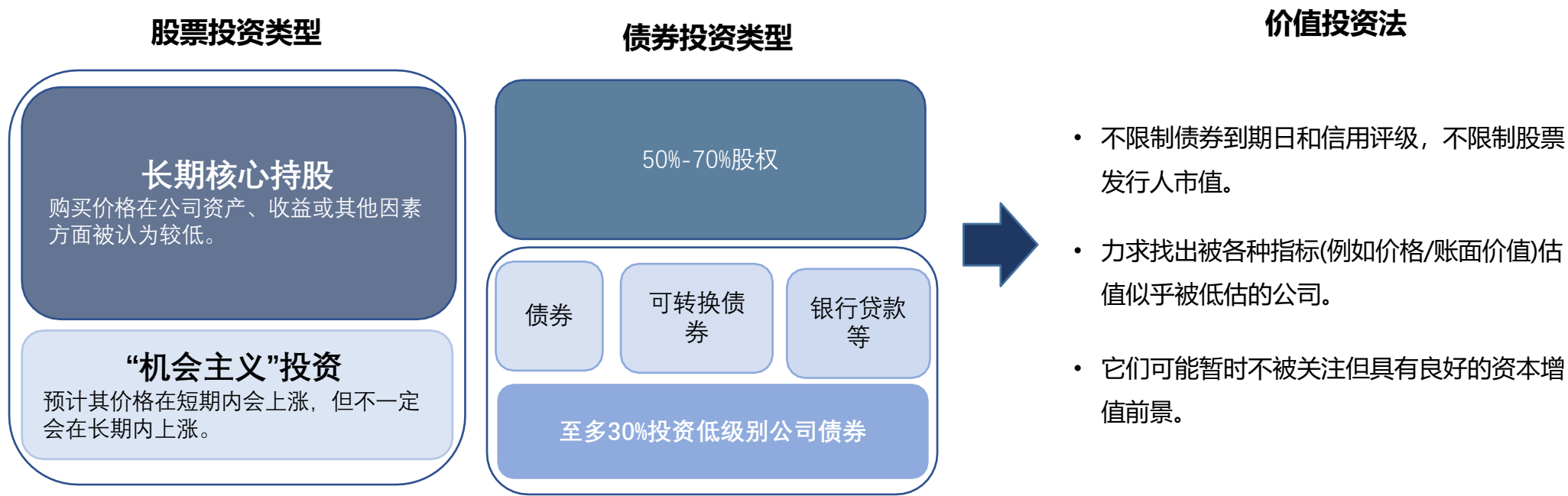
图40：资本增值基金投资方式

权益	固收
分配50% 至 70% 股权，普通股通常至少占总资产的一半。 主要投资于基金经理认为具有高于平均水平的资本增长潜力的成熟美国公司的普通股。	固收部分通常投资于公司和政府债务（包括抵押贷款和资产支持证券）和银行贷款（代表借款人所欠金额的利息贷款人财团）。 最多可将其总资产的 30% 投资于低于投资级别的公司债券（也称为“垃圾债券”）和其他评级低于投资级别的债务工具。
该基金还可以将其总资产的 25% 投资于外国证券。	

资料来源：普信集团，国信证券经济研究所整理。

- **基金投资方法：**为了试图防止损失并获得收益，因此本基金使用价值投资方法来选择投资。该方法存在市场不认证券内在价值或被判断为低估的股票实际上可能被适当定价的风险。寻找被低估的股票需要大量的研究来识别特定的公司，分析其财务状况和前景，并评估股票票的潜在价值被市场认可并反映在其价格中的可能性。

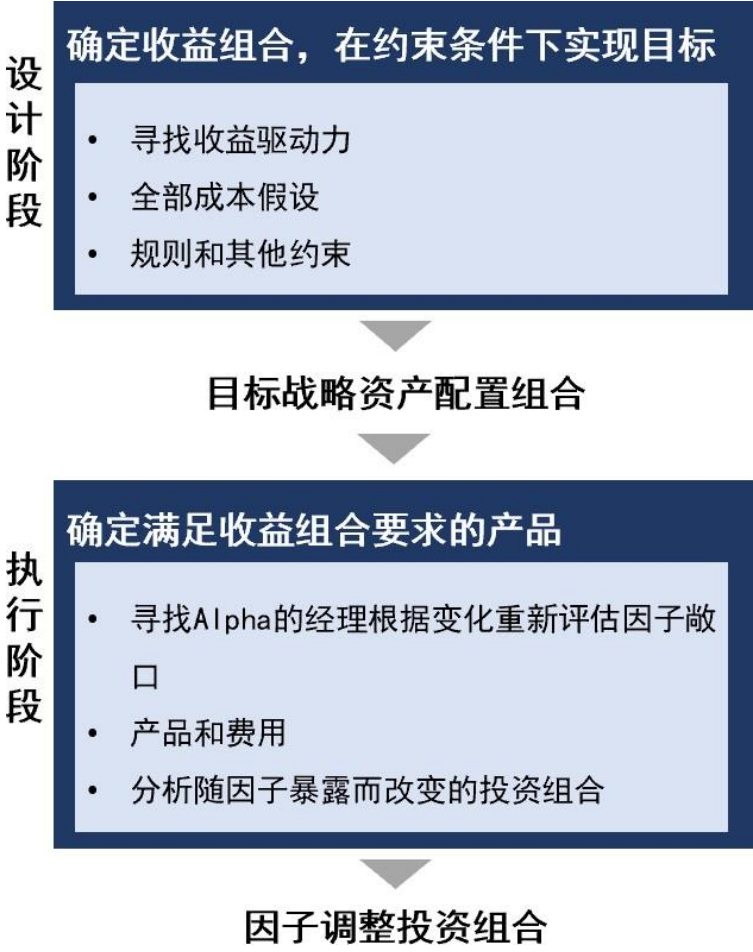
图41：资本增值基金投资方法



资料来源：普信集团，国信证券经济研究所整理。

- Blackrock具备**战略资产配置**和**战术资产配置**两大框架，自上而下寻找投资解决方案。
- 战略资产配置投资组合的构建过程分为两个阶段：**设计**和**执行**；战术资产配置框架主要包含两大因子：**宏观**和**风格**。

图42：BlackRock战略资产配置框架



资料来源：BlackRock，国信证券经济研究所整理。
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图43：BlackRock战术资产配置框架

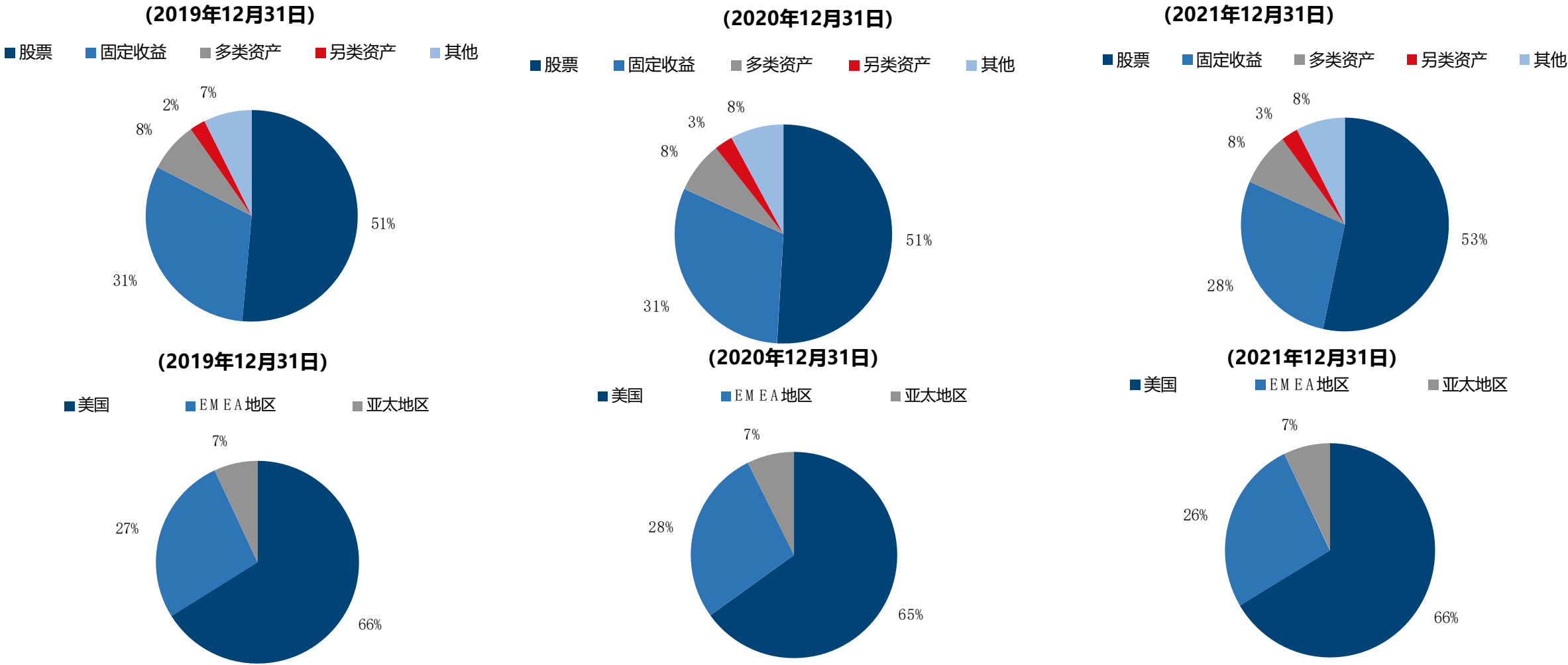


资料来源：BlackRock，国信证券经济研究所整理。

贝莱德各类资产配置权重演变

- 2019年BlackRock略微下调美国资产配置比例，略微调升亚太地区资产配置比例；2020年进一步下调美国资产配置比例，调升亚太地区资产配置比例；2021年提升美国资产配置比例，调低亚太地区资产配置比例。

图44：BlackRock大类资产配置与地区资产配置



- JPMorgan Chase资产配置框架分别从投资方式、投资目标、投资组合、地理多元化的四个角度来展开，并且针对绝对回报策略、全球平衡收入策略、全球均衡风控策略、全球战术资源配置策略、多资产实际汇报策略的五个角度构建独具特色的多资产策略。

图45：JPMorgan Chase资产配置框架：战术型和战略型，绝对收益和相对收益

基于风险			结果导向	
	战略	战术	绝对回报	收入
投资方式	以基准为导向的模型，适合喜欢买入并持有投资方式的客户	在短期市场机会出现时灵活调整投资组合配置	寻求在整个市场周期内跑赢现金的低波动性方法	2-3% 瞄准收益支付投资以追求稳定的收入流
投资目标	创造财富	创造财富	保本	产生收入
投资组合	仅ETF 共同基金/ETF混合	仅ETF 仅共同基金	仅共同基金	仅共同基金 共同基金/ETF混合
地理多元化	全球	全球	全球	全球

资料来源：JPMorgan Chase官网，国信证券经济研究所整理。

图46：JPMorgan Chase多资产策略列举

策略	投资理念
绝对回报策略	采用全球宏观和主题投资方法，投资于不同国家、行业的股票、固定收益、货币和商品，重点关注可能导致风险/回报机会不对称的重大宏观经济转变和结构转型。
全球平衡收入策略	遵循自上而下的全球资产配置方法，在明确定义的风险控制框架内投资于股票、固定收益、商品相关投资和现金。目标是每年 4%的有吸引力的稳定收入。
全球均衡风控策略：固定权重基准	在风险控制框架内采用综合方法进行全球平衡投资，力求在动荡的市场中提供下行保护措施，并在增长市场中提供上行参与。
全球战术资产配置策略	自上而下的全球宏观战略，旨在识别和利用市场、地区、国家和部门之间的低效率定价。投资于全球资产类别，包括股票、债券、货币和商品。
多资产实际回报策略	投资于往往在高通胀或通胀上升期间提供卓越表现的资产，包括美国国债通胀保值证券（TIPS）、黄金、商品和商品股票，以及其他通胀-机会主义相关主题。

资料来源：JPMorgan Chase官网，国信证券经济研究所整理。

摩根大通的投资策略和资产配置框架

- **投资目标：**专注于创造收入，同时使用一种全球范围的、灵活的方法来追求总收益。通过投资于全球股票、固定收益和机会主义资产类别，同时管理风险，追求最高的收益理念。
- **投研团队：**由经验丰富的多资产解决方案团队管理，并能充分获得摩根大通资产类别专家的见解，该基金很可能会进行活跃和频繁的交易。
- **投资过程：**JPMorgan Chase资产配置框架分别从投资方式、投资目标、投资组合、地理多元化的四个角度来展开，并且针对绝对回报策略、全球平衡收入策略、全球均衡风控策略、全球战术资源配置策略、多资产实际汇报策略的五个角度构建独具特色的多资产策略。

图47：JPMorgan Chase自上而下的资产配置思路



资料来源：JPMorgan Chase官网，国信证券经济研究所整理。

摩根大通收益型基金的投资策略和资产配置框架

- 摩根大通收益型基金通过跨资产类别、地区和行业进行战术转移，寻求在全球范围内寻找有吸引力的收益机会。该基金在投资美国和世界其他发达市场、发达市场和新兴市场的广泛股票、固定收益和另类资产类别方面具有显著的灵活性。

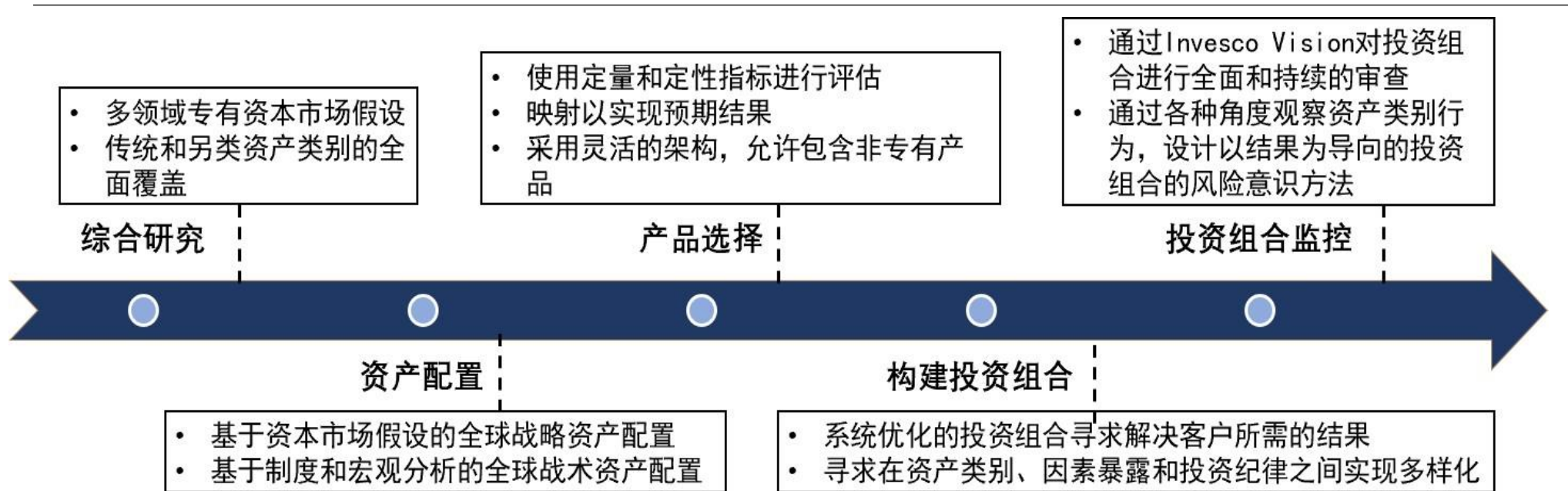
图48：摩根大通收益型基金的投资决策制定步骤



资料来源：JPMorgan Chase官网，国信证券经济研究所整理。

- Invesco专注于四个长期战略目标：实现强劲的长期投资业绩、帮助客户实现投资目标、充分利用全球平台的力量、具备永久高效性。
- 资管管理规模和分布：截至2022年10月31日，Invesco资产管理规模达13606亿美元，其中股票占比46%，债券占比22%，均衡资产占比5%，货币市场资产占比13%，另类资产占比14%。

图49：Invesco的投资流程

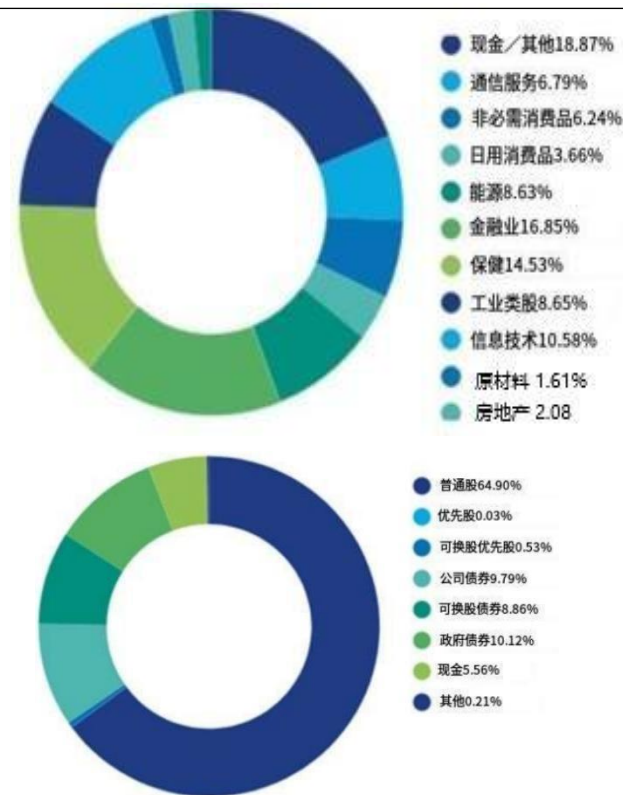
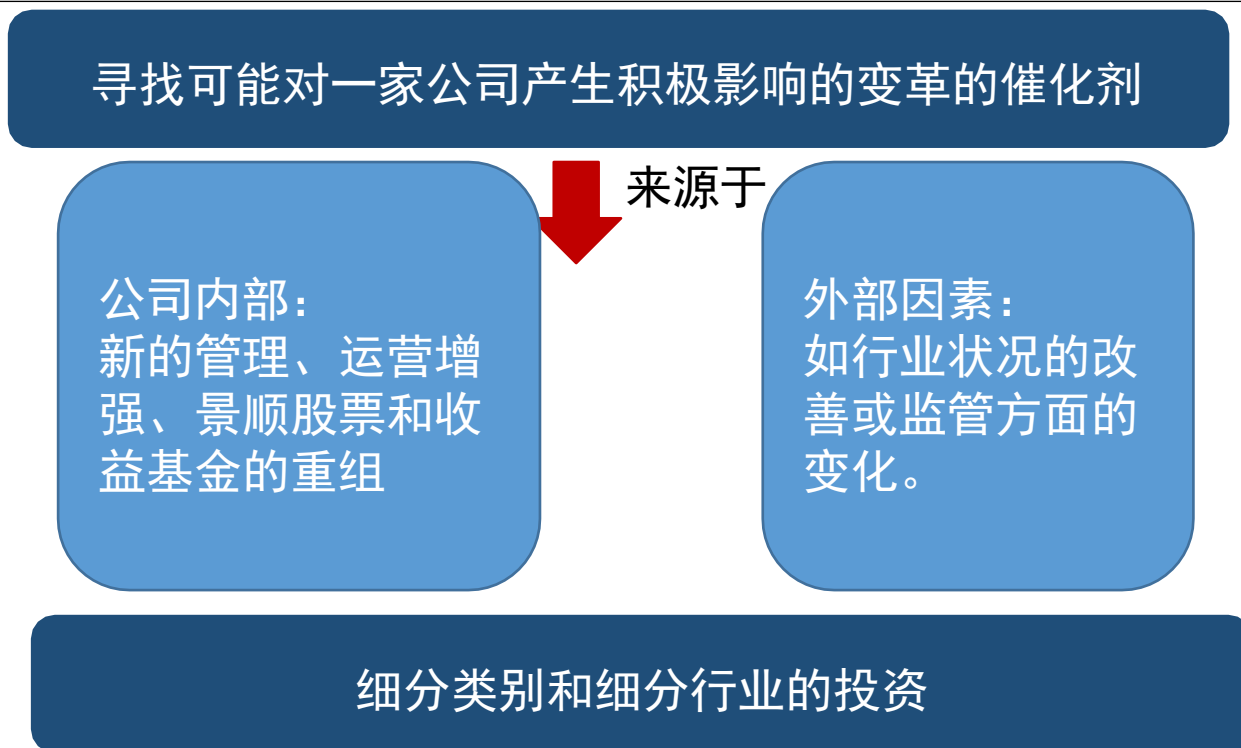


资料来源：Invesco官网，国信证券经济研究所整理。

景顺股票和收益基金的投资理念、策略和配置情况

- **投资策略：**选择证券时关注证券的收益潜力，以及本金和资本的长期增长。投资于投资级债务证券是本基金目前的经营政策。
- **投资目标：**基金策略强调价值型投资风格，即关注具有提高估值特征的被低估的公司。
- **资产配置：**景顺股票和收益基金将其至少80%的净资产（加上任何投资目的的借款）投资于股权和收益证券，以及与这些证券具有类似经济特征的衍生品和其他工具。可将其净资产的25%投资于外国发行人的证券，其中可能包括存托凭证。可投资于衍生工具，包括远期外汇合约、期货合约和期权。可利用远期外币合约来对冲以投资组合证券计价的外币的不利波动。可利用期货合约寻求对某些资产类别的风险敞口，以对冲以投资组合证券计价的外币的不利波动，并管理期限。可将其净资产的15%投资于房地产投资信托。产品净资产至少65%投资于产生收益的股权投资，包括支付普通股或优先股、支付利息的可转债，或零息可转债。

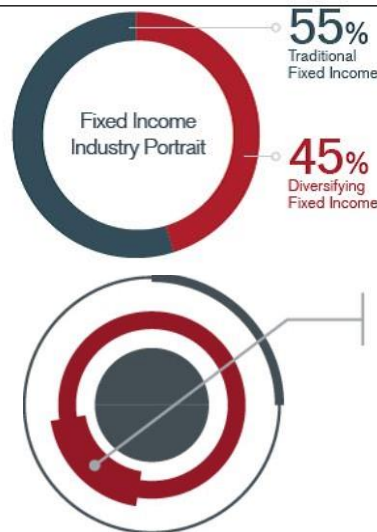
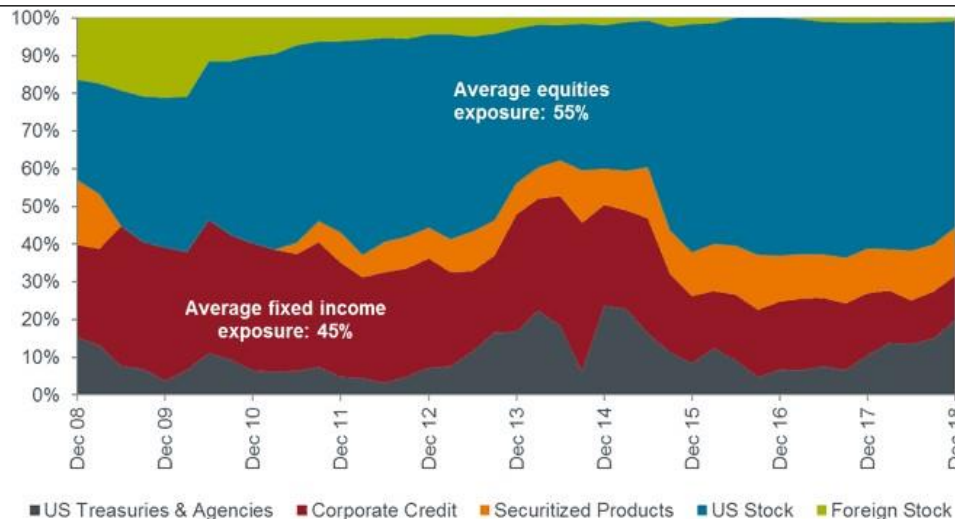
图50：景顺股票和收益基金的投资理念、资产类别和行业构成



资料来源：Invesco官网，国信证券经济研究所整理。

骏利亨德森的投资理念、策略和配置思路

图51：骏利亨德森的各类资产配置比例与变化：股债大体按照55%/45%



多元化固收
配置体系

- 骏利亨德森的资产配置中仍以股票和债券为主，历史上按照股与债平均各占55%和45%比例并动态调整。债券比例也按照传统债和多元化债券各占55%与45%的比例分布，近半数的资产被分散化在美国国债为代表的“核心资产”之外。
- 资产多元分布上注重动态跟踪不同类别资产的波动性来确定风险。
- 国别配置上关注财政赤字问题引发的风险。
- 多维度对多行业ESG风险和投资可行性进行评估。

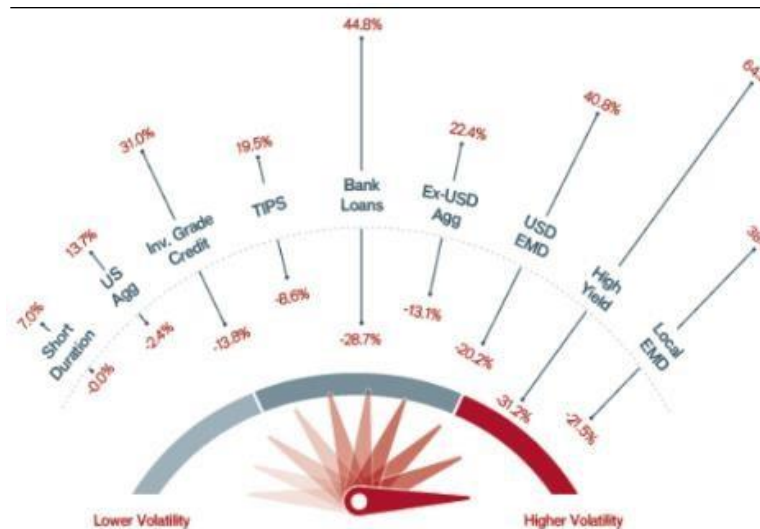
资料来源：Janus Henderson，国信证券经济研究所整理。

图52：骏利亨德森的国别配置：基于财政问题规避风险



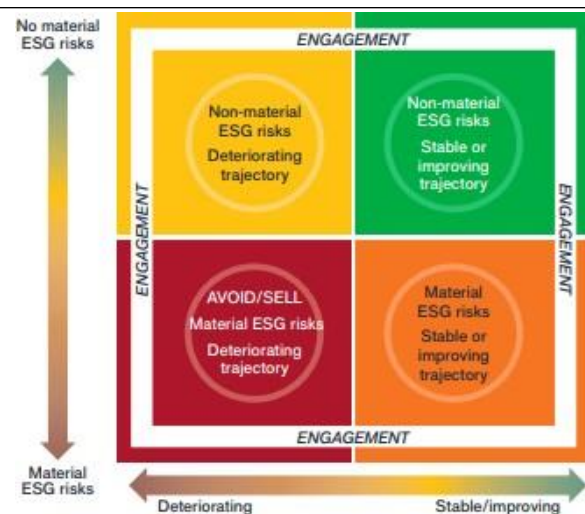
资料来源：Janus Henderson，国信证券经济研究所整理。

图53：骏利亨德森的对各类资产波动性界限的跟踪



资料来源：Janus Henderson，国信证券经济研究所整理。

图54：骏利亨德森ESG风险评估与投资框架



资料来源：Janus Henderson，国信证券经济研究所整理。

- **骏利亨德森平衡基金投资策略：**将大盘成长股与积极的中期债券策略相结合，通过动态资产配置策略，可根据条件从35-65%的股权转移，从而在市场波动之前灵活地进行防御性定位。综合研究使其股票和固定收益分析师能够并肩工作，涵盖相同的全球行业。
- **投资目标：**该基金旨在从资本增长和收入的组合中提供回报。
- **参考基准：**本基金参照平衡指数进行积极管理，平衡指数广泛代表其可能投资的公司和债券，因为这构成了本基金业绩目标的基础。

图55：骏利亨德森平衡基金的动态资产配置策略

股票和债券资产配置的动态方法

- 通过各种市场环境寻求资产类别机会的最佳平衡。
- 动态方法包括次级投资顾问的投资组合管理团队积极参与将基金的投资组合定位为股票和固定收益，而不是在两者之间进行静态分配。

股票

由次级投资顾问使用核心和机会控股的组合。核心资产是指那些被认为具有有机收入增长、可持续盈利和现金流的公司。机会性控股是指那些被认为具有新兴增长潜力或正在经历转型情况的资产。

债券

债券的投资组合是相对于股票元素而构建的，以管理本基金的整体波动性。债务证券的选择是遵循一个自下而上的、由根本上驱动的投资过程。

顾问模式+部门协同是明星产品的共同特征

- 从上述明星产品的管理模式看，顾问模式尤其是多层次的顾问模式是大部分明星基金产品的共性。从区别上看，在二级顾问(sub-advisor)的选择上，以Vanguard、JPMorgan、Janus Henderson为代表的机构会与第三方机构合作，建立更具包容性的顾问体系，资本集团、贝莱德、普信等公司则选择了集团的子公司作为顾问机构。
- 部门协作上，近年来多数明星产品采取了基金经理团队共同管理的方式，团队成员来自固收和权益部门，互相协同。对于景顺股票和收益基金、摩根大通收益型基金这类基金经理来自多资产部门的产品，与基础部门的合作更多在于让基础部门以顾问口径提供投研层面上的支持。

图56：海外资管8个代表产品、管理模式与基础部门合作关系对比

产品	管理模式	和基础资产部门合作关系
资本集团美国平衡基金	多元顾问体系	3个权益部门和1个固收部门
先锋领航惠灵顿基金	第三方顾问体系	第三方资管公司权益和固收部门协同
富达平衡基金	多地域联动多层次顾问体系	基金经理来自权益和固收部门
普信资本增值基金	委员会+重点产品独立平台体系	权益、固收、多资产部门共同协同
贝莱德多元资产收益基金	子公司口径下的多层次顾问体系	多资产部门内部跨组协同
景顺股票和收益基金	第三方顾问体系	基金经理来自不同部门
摩根大通收益型基金	核心顾问+外部协同体系	组内协同+跨部门投研支持
骏利亨德森平衡基金	多元&第三方顾问体系	权益、固收部门协同

资料来源：Bloomberg，各公司官网，国信证券经济研究所整理。

八个代表型产品的各部门目标、投研协作和分工关系对比

图57：代表型产品的各部门目标、投研协作和分工关系对比

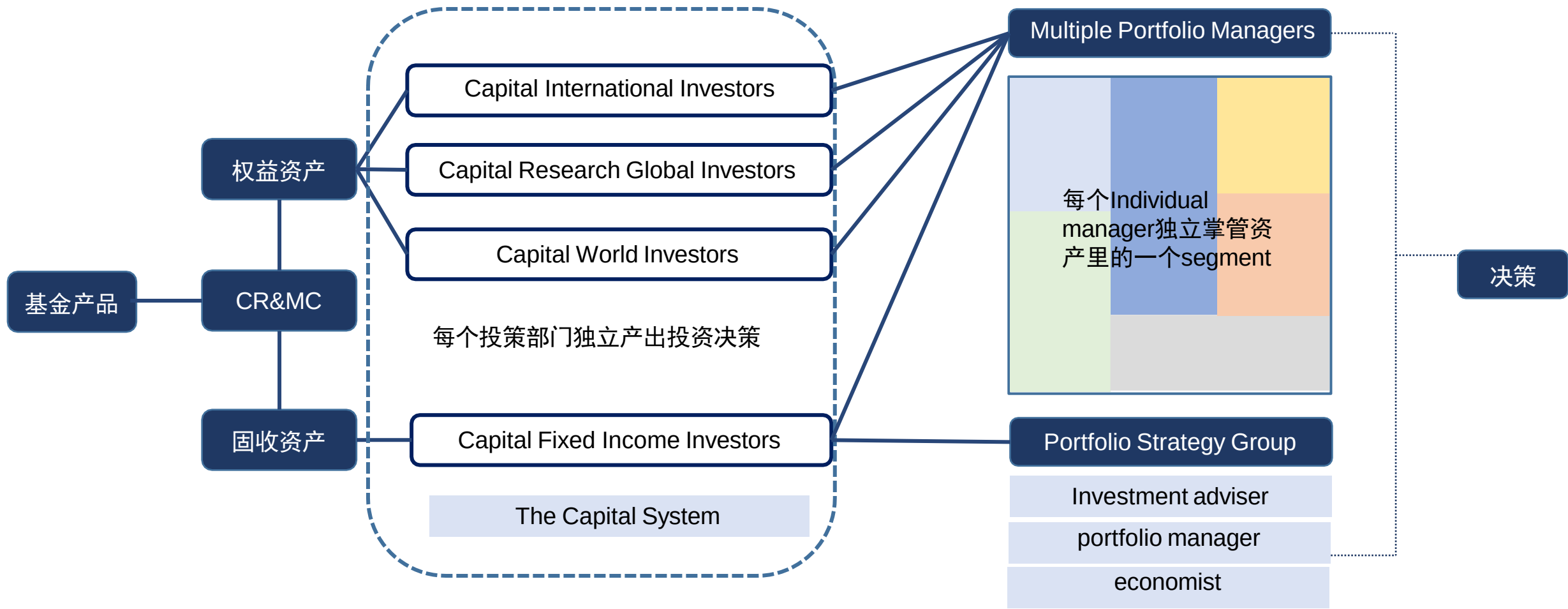
	收益目标协作关系	投研与投资上的分工与协作关系
资本集团美国均衡基金	ABALX秉持资本保全、当前收入、资本和收入的长期增长目标。为实现这些目标，该平衡基金通常将其资产的 50% 至 75% 投资于股票，25%-50%投资于债券。权益部门和固定收益部门分别承担以下投资目标；权益部门：投资于增长型和派息型股票，是收益的主要驱动力。固定收益部门：投资于投资级债券，提供多元化投资以分散风险。	ABALX由资本研究和管理公司担任投资顾问，资本研究和管理公司在投资顾问分析师、投资组合经理和经济学家的意见下，就一系列宏观经济因素确定投资主题，包括期限、收益率曲线和行业配置。权益部门和固定收益部门分别能够对ABALX的研究提供以下贡献；权益部门：可以作为资本研究和管理公司的全资子公司，担任股票资产的投资顾问。固定收益部门：将来可能合并到资本研究和管理公司内，提供固定收益资产的日常投资建议。
富达平衡基金	FBALX属于成长型基金，寻求与合理风险相一致的收入和资本增值。权益部门和固定收益部门分别承担以下投资目标；权益部门：投资于市值超过 100 亿美元且有望实现收入或盈利增长的公司，以实现高资本收益。固定收益部门：持有资产加权平均信用评级为中等，且对利率变化具有中等敏感性的债券。	FBALX采用积极的资产配置策略，通常将其资产的 50% 至 70% 投资于股票，30%-50%投资于债券。权益部门和固定收益部门分别采取以下投资方法；权益部门：秉持选股推动业绩的投资策略。该策略将行业权重与标准普尔500指数联系起来，按比例将资产分配给基础行业。固定收益部门：根据宏观观点和收益率曲线制定投资决策。
先锋领航威灵顿基金	VWELX追求三个投资目标：长期资本增值、合理的流动收入和资本保护。股票/债券组合提供了一个“全天候”的投资组合，在不同的市场周期中具备有竞争力的回报。为实现VWELX整体收益目标，权益部门和固定收益部门分别具有以下投资目标：权益部门：能够带来长期增长收益。固定收益部门：能够获得当下收益。	VWELX秉持自上而下的投资策略，通过对经济前景、流动性和估值的研究选择投资标的。权益部门和固定收益部门分别通过以下方法进行投资： 权益部门：同时使用专用软件实现现金流自适应与目标指数相关性跟踪，完善交易决策实现高效交易。固定收益部门：使用抽样技术来精确匹配关键基准特征，包括行业权重、息票到期日、有效久期、凸性和信用质量。优化后的抽样技术能够避免完全复制指数在实践层面的不可实践，同时优化费用。在投资管理过程中，VWELX提供三分之二的股票和三分之一的债券风险敞口，权益部门和固定收益部门共同管理基金产品在困难的经济和市场环境中提供更高的经济增长率和下行保护。具体来看，权益部门和固定收益部门分别承担以下投资管理责任；权益部门：以合理的估值购买具有竞争力的、具有强大管理团队的成长型企业股票。固定收益部门：如果经济周期和或股票组合出现不利转变，固定收益部门承担分散尾部风险的责任。
普信资本增值基金	PRWCX的主要目标是在调整风险后定期击败标准普尔500指数，为实现该目标，PRWCX需谨慎和及时地转变跨资产类别的风险敞口。PRWCX投资组合跨越股票、可转换债券、投资级企业债、国债、高收益债券、银行贷款和现金，权益部门和固定收益部门分别承担以下投资目标；权益部门：投资于成熟的美国公司的普通股，以获得高于平均水平的资本增长潜力。固定收益部门：帮助保全本金。	——
贝莱德多元资产收益基金	BIICX遵循灵活的资产配置政策，在不牺牲长期资本增长的情况下寻求高于平均水平的收入，为实现该目标，BIICX在全球范围内投资于各种获准投资品，权益部门、固定收益部门、衍生工具部门分别承担以下投资目标。权益部门：提供多元化资产配置。固定收益部门：承担大部分收入任务。衍生工具部门：对冲货币风险。	BIICX采用研究驱动型策略，在宏观团队的支持下，经理们做出基金的资产配置决策。权益部门和固定收益部门的研究团队分别采用以下研究和资产配置方法： 权益部门：标的股票由贝莱德的几个有成就的投资团队管理，团队为各自的资产类别提供市场观点，这有助于为管理团队的战术行动和头寸规模提供信息。固定收益部门：不是模仿现成产品，而是通过基金经理的投入进行定制，以适应该策略，这有助于限制意外风险。
摩根大通收益型基金	JNBAX采用灵活的多资产方法，在全球范围内寻求最佳投资机会，旨在为投资者提供稳定且有吸引力的收入来源。为实现该目标，基金在资产类别、地区和行业之间进行策略性转变，权益部门和固定收益部门分别具有以下投资目标；权益部门：多元化资产配置。固定收益部门：获得稳健收入，适时投资高收益股票以获得更高收入。	基金经理负责整体投资组合，将基础资产的管理权限委托给来自公司众多专业投资团队的经验丰富的专家，各基础资产部门的专家进行基础资产的投资组合决策。基金成立之初有5个基础资产部门，随着投资组合在风险意识和收益机会方面的多样化，这个数字已经增长到22个，由20个人管理，共同构建投资组合。
景顺股票和收益基金	ACEIX的投资目标是当期收入，其次是资本增值，旨在抵御市场的起伏，专注于本金安全的增长和收益潜力。权益部门和固定收益部门分别具有以下投资目标；权益部门：获得积极的投资收益。固定收益部门：分散下行风险，抑制整体投资组合的波动性，并有助于其抵御经济衰退的能力。	ACEIX以收入为导向，这是通过拥有派息股票、美国国债、政府证券、投资级公司债券和可转换债券来完成的。权益部门和固定收益部门分别采用以下研究方法选择基础资产，共同构建投资组合：权益部门：利用价格/收益、营业利润率和资本回报率等典型指标来选择股票。固定收益部门：通常管理18%-24%的投资组合，采用保守的方法进行投资。
骏利亨德森平衡基金	JABRX的投资目标是从资本增长和收入的组合中获取回报。基金采用动态资产配置策略，可根据条件从进行35%-65%的股权投资，从而在市场波动之前灵活地实施防御性措施。权益部门和固定收益部门分别具有以下投资目标；权益部门：投资具有长期成长性公司的股票，以获得资本的长期增值。固定收益部门：分散风险的同时获得收入。	专业研究团队和专门的系统和技术保证基金在风险可控的前提下实现更高的收益，综合研究使股票和固定收益分析师能够共同工作，涵盖全球行业。权益部门和固定收益部门分别具有以下投研方法；权益部门：采用全球研究和风险管理系统和自下而上的研究方法。固定收益部门：使用专用的投资组合构建和协作技术和行业轮动方法。

管理模式对比——美国资本集团均衡基金

多权益部门协同+投顾公司模式

- Capital Research and Management Company是Capital Group的子公司，作为该基金和其他基金的投资顾问团队
- 基金产品的权益资产由三个权益部门共同管理，固收资产由一个固收部门管理，投资决策相对独立

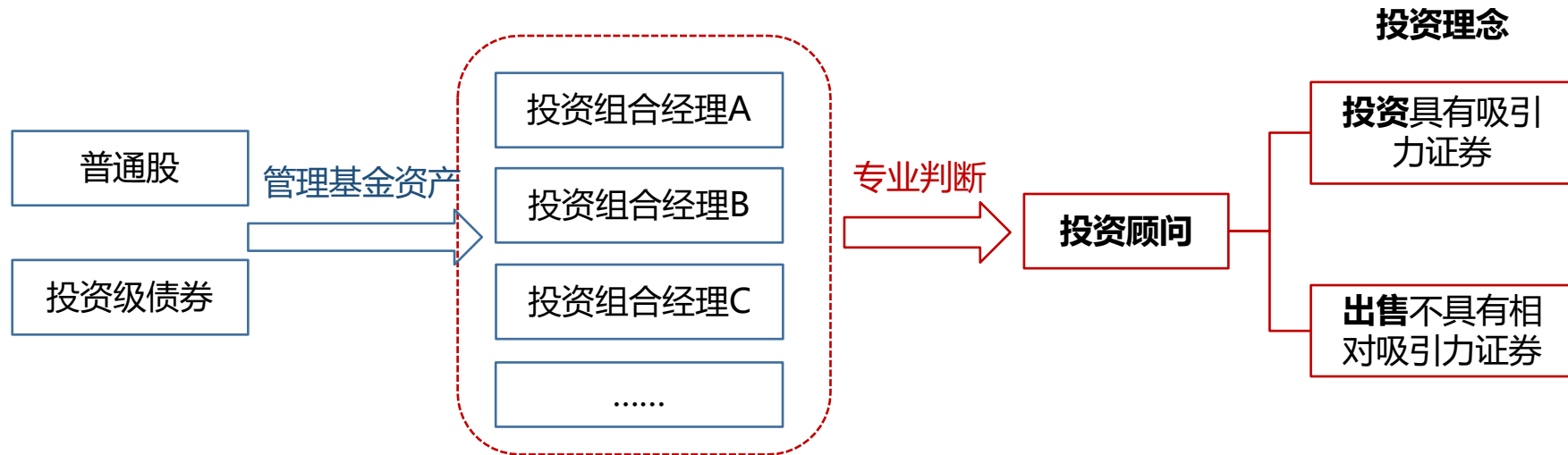
图58：美国资本集团均衡基金管理模式



资料来源：资本集团官网，国信证券经济研究所整理。

- **投资流程：**投资流程将基金分成多个部分，由具有不同背景和方法的投资专业人士独立管理，并以广泛的全球研究成果为后盾。
- **基金管理模式：**使用由多个投资组合经理组成的系统来管理基金的资产。根据这一方法，基金的投资组合被分成由各个经理管理的部分。基金依靠其投资顾问的专业判断来决定基金的投资组合。
- **基本投资理念：**是寻求投资于其认为代表良好的长期投资机会的有吸引力价值的证券。当投资人认为证券不再代表相对有吸引力的投资机会时，可以出售证券。

图59：美国平衡基金管理模式



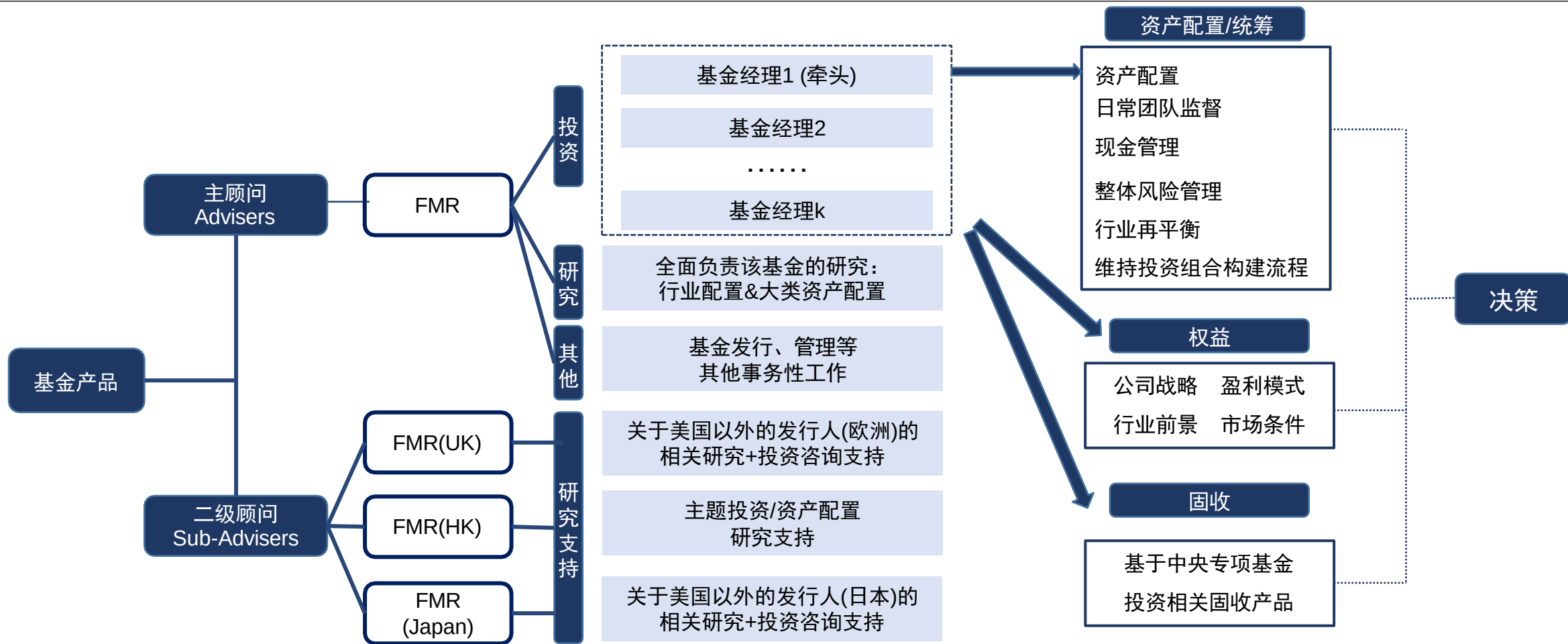
资料来源：资本集团，国信证券经济研究所整理。

管理模式对比——富达平衡基金

多地域联动的多层次顾问体系

- 富达平衡基金投资策略管理体系由三个部分组成，分别是Adviser、Sub Adviser(s)以及Portfolio Managers
- Sub-Advisers包括英国、香港、日本三地的研究公司，根据发行人地域分布对各类资产进行研究
- 多位Portfolio Managers在能力圈内做出投资决策后进行汇总

图60：富达平衡基金管理模式



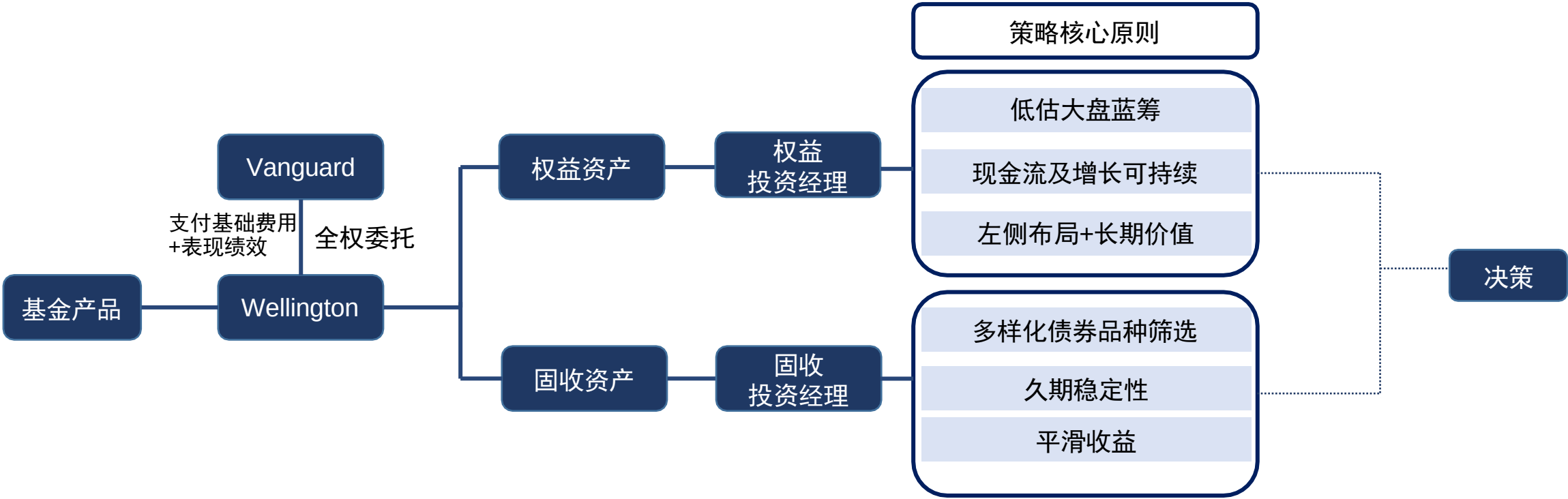
资料来源：Fidelity，国信证券经济研究所整理。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

第三方公司管理模式

- 通过Wellington Management Company LLP管理该产品，Vanguard旗下有超过200家类似的资管公司
- 管理模式核心为主动管理，证券的买入和卖出取决于外部管理机构投策团队的意见，外部管理人同样负责板块与风格的择时配置

图61：先锋领航威灵顿基金管理模式



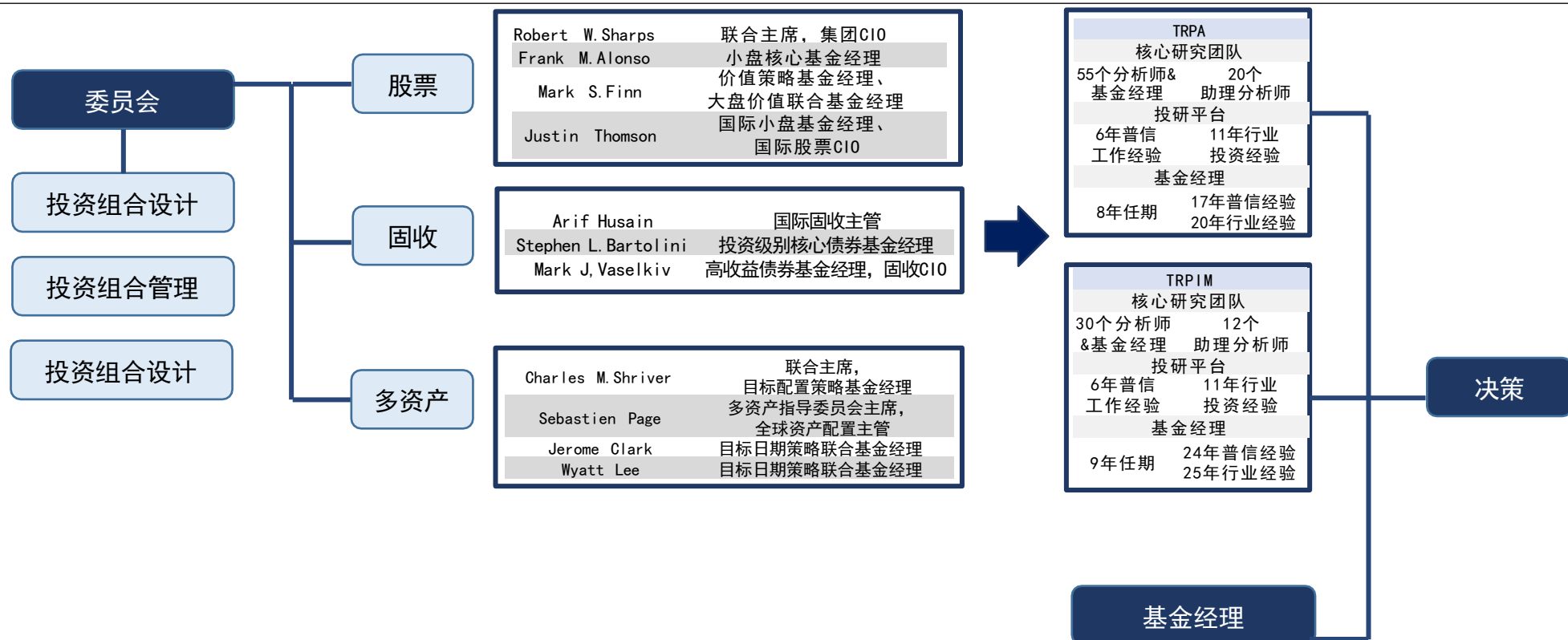
资料来源：Vanguard，国信证券经济研究所整理。

管理模式对比——普信资本增值基金

委员会+重点产品独立平台投研支持模式

- 公司建立资产配置委员会，进行投资组合的设计、管理和基本决策
- 对于**资本增值基金**、美国高收益债券基金、中盘成长型基金等六个明星产品，纳入TRPIM独立平台，发挥资产管理委员会的投研优势
- 基金经理结合投研平台相关资源，共同做出配置&管理决策

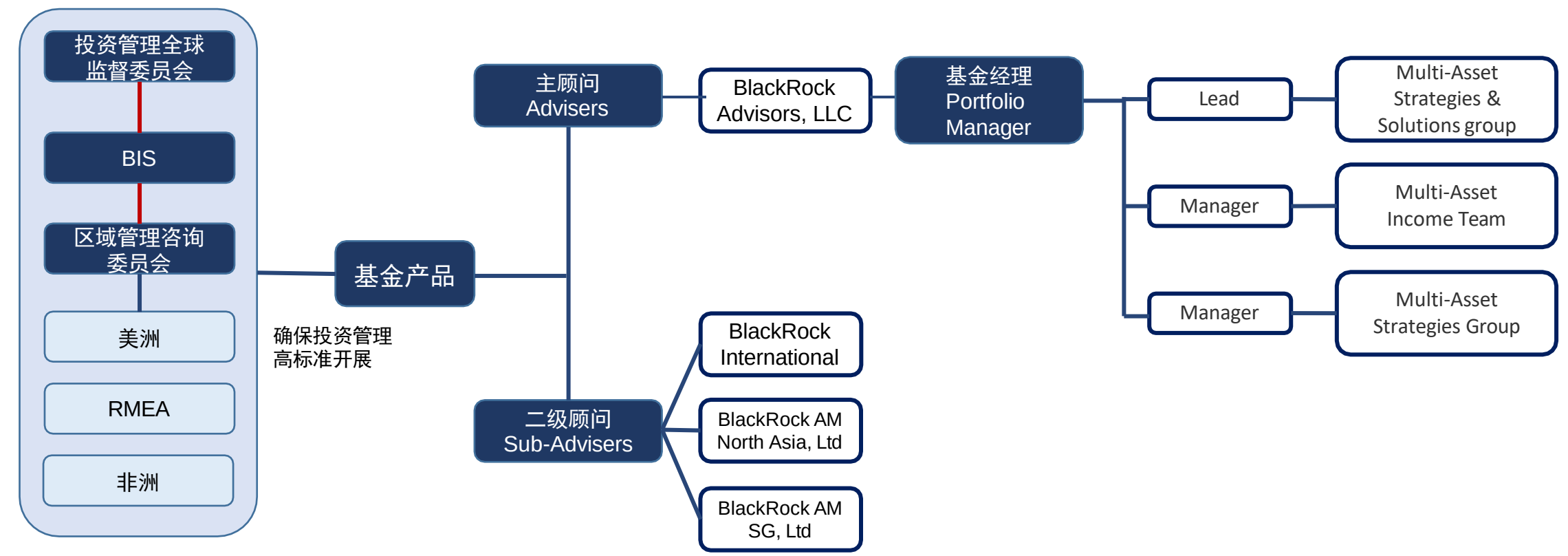
图62：普信资本增值基金管理模式



完善组织架构下的多资产部门协同管理

- 全球范围内设立全球投资监督管理团队 (BlackRock Investment Stewardship, 即BIS, 由超过45个人分布在七座重点城市
- 成立区域管理咨询委员会, 委员会由贝莱德资深专家构成, 保证投资管理高质量开展
- 基金经理来自Multi-Asset部门下的多个组, 共同协同管理该产品

图63：贝莱德多元资产收益基金管理模式

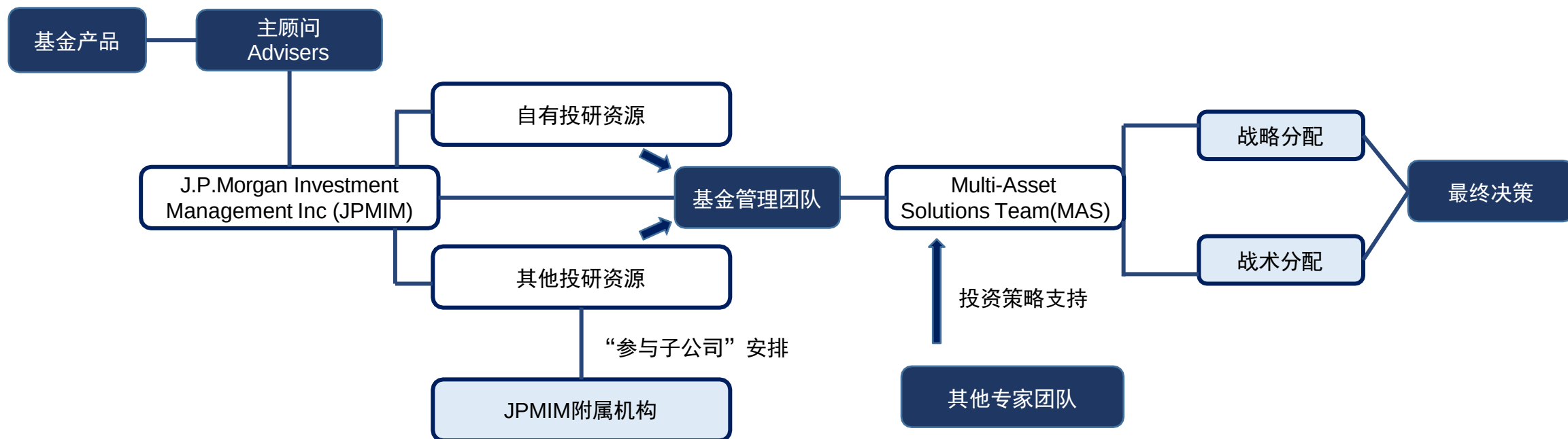


资料来源：BlackRock，国信证券经济研究所整理。
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

核心顾问+外部协同管理机制

- 基金产品管理顾问为J. P. Morgan Investment Management Inc (JPMIM), 名义上未设立二级顾问
- 核心顾问通过“参与子公司”安排(participating affiliate), 向其他机构寻求资源协助, 本质上相当于二级顾问机制
- 基金管理团队为Multi-Asset Solutions Team, 三位基金经理职级高、管理经验丰富

图64：摩根大通收益型基金管理模式

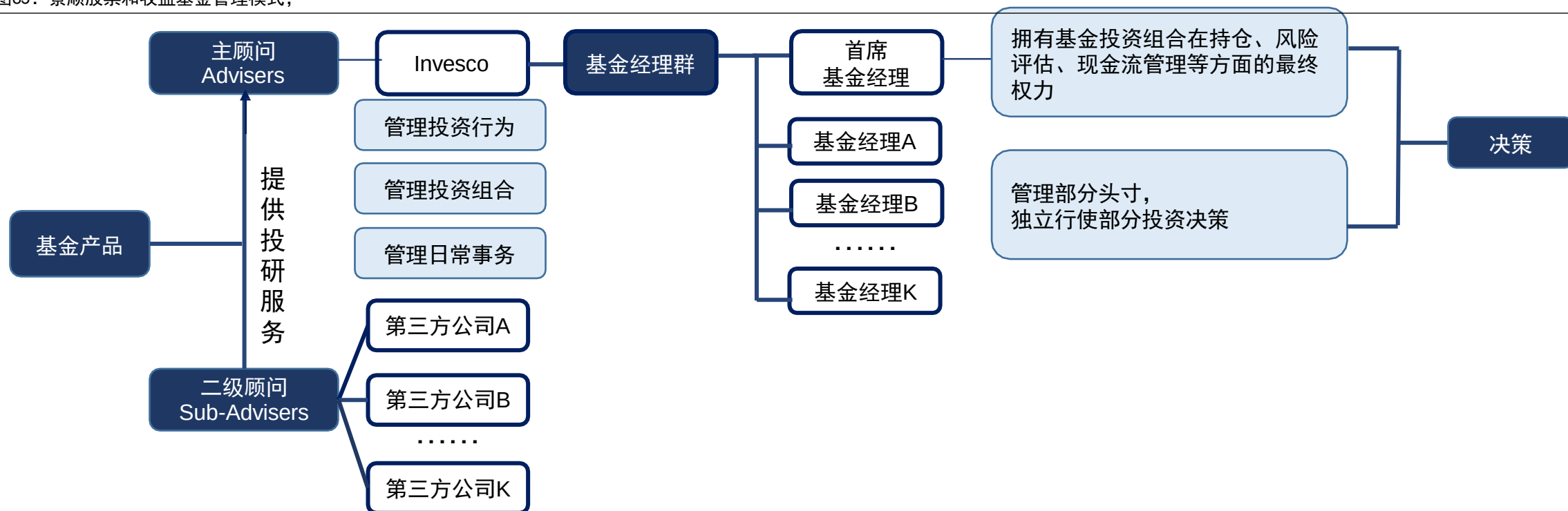


管理模式对比——景顺股票和收益基金

更灵活的第三方顾问聘请模式

- 景顺股票和收益基金主顾问为Invesco Advisers，负责投资行为统筹，投资组合管理，基金日常运营；
- 灵活聘用一个或多个二级顾问公司，不定期提供投研服务，二级顾问公司在征得许可的情况下，可以进行组合管理与交易操作；
- 基金经理群由首席基金经理和多个基金经理共同构成，首席基金经理在持仓、风险评估、现金流管理等方面拥有最终决定权力。

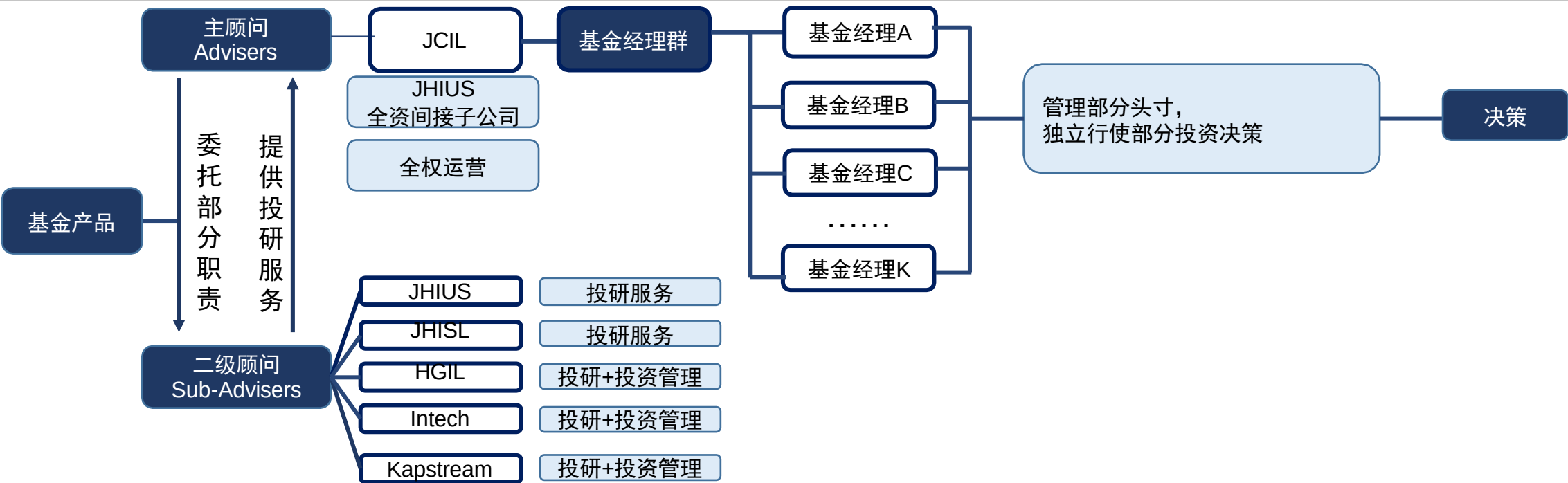
图65：景顺股票和收益基金管理模式；



二级顾问权责分级包干制度

- 多数产品主顾问为JCIL, JCIL是Janus Henderson Investors US LLC的全资间接子公司, JCIL可将部分产品投研服务、全部产品投研服务、部分产品部分头寸的投资管理权限、部分产品不限定头寸的投资管理权限等不同层级的权力或职责委托给二级顾问公司
- HGIL/Intech/Kapstream三家公司分别被授予了一定范围内的投资管理权限
- 基金经理相互协同, 共同做出配置&管理决策

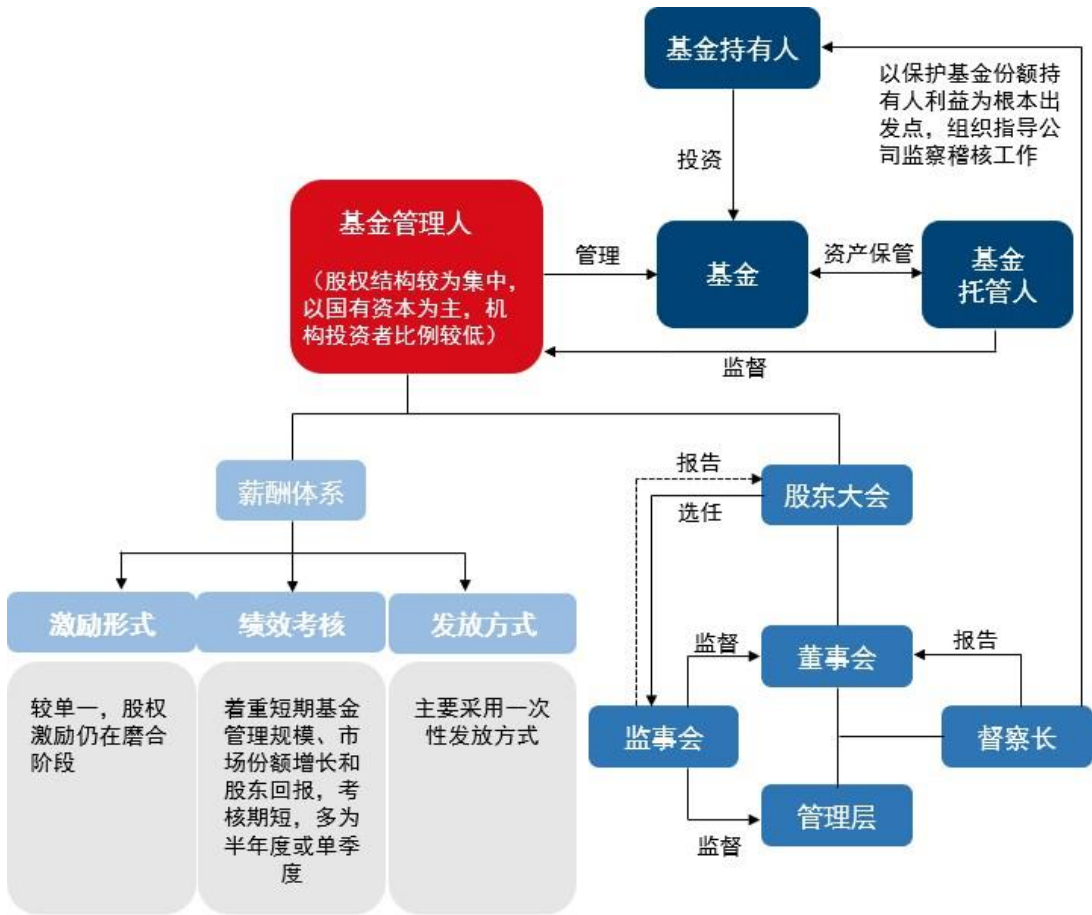
图66: 骏利亨德森平衡基金管理模式



资料来源: Janus Henderson, 国信证券经济研究所整理。

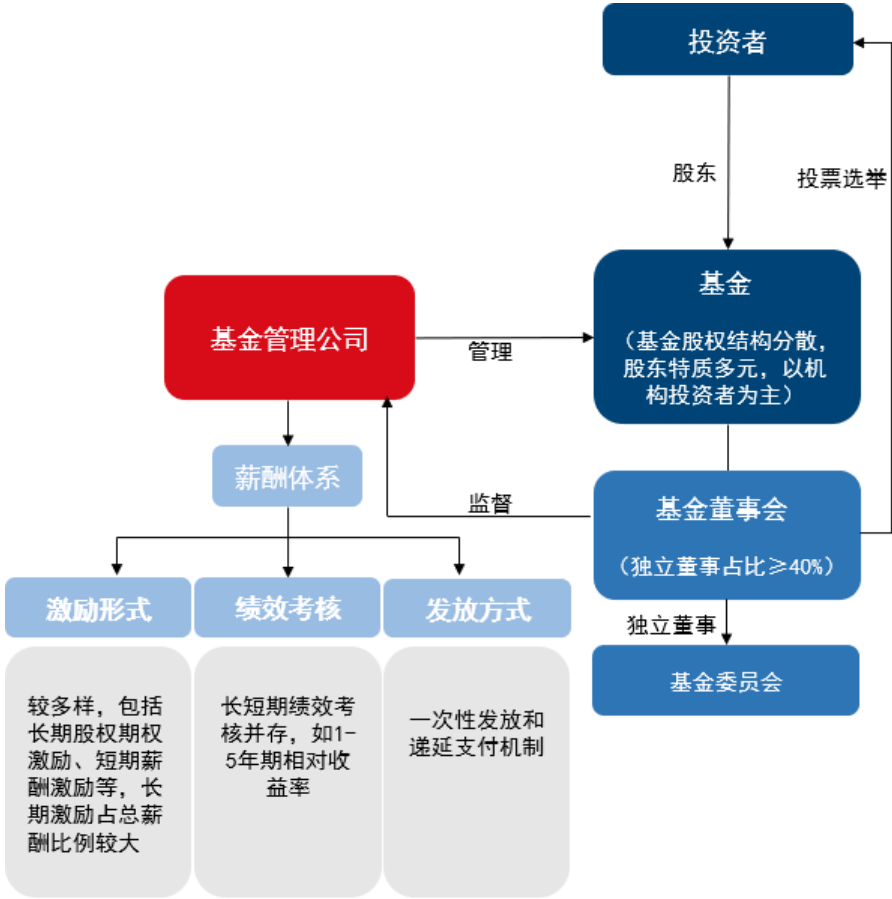
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图67：国内公募基金一般治理体制



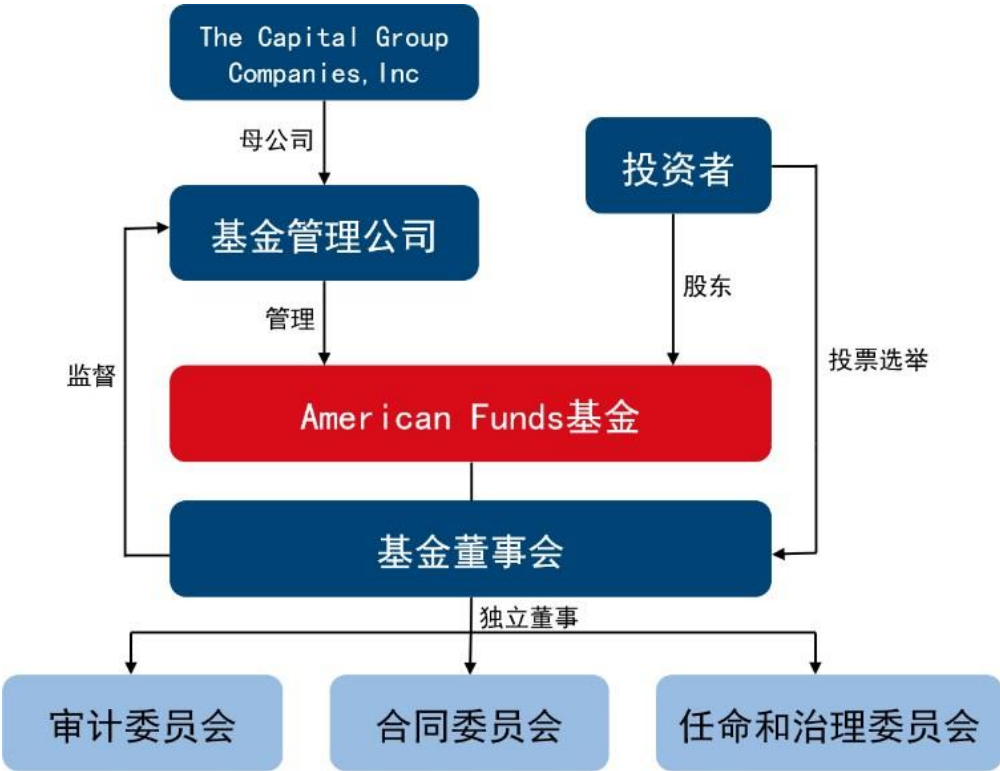
资料来源：Wind，国信证券经济研究所绘制

图68：美国公募基金一般治理体制



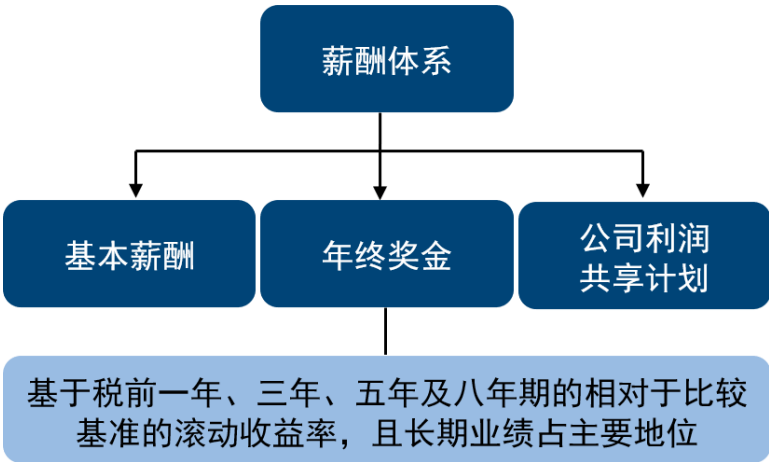
资料来源：Wind，国信证券经济研究所绘制

图69：American Funds治理结构



资料来源：Capital Group, 国信证券经济研究所整理。

图70：Capital Group Companies, Inc. 基金经理薪酬体系



资料来源：Capital Group, 国信证券经济研究所整理。

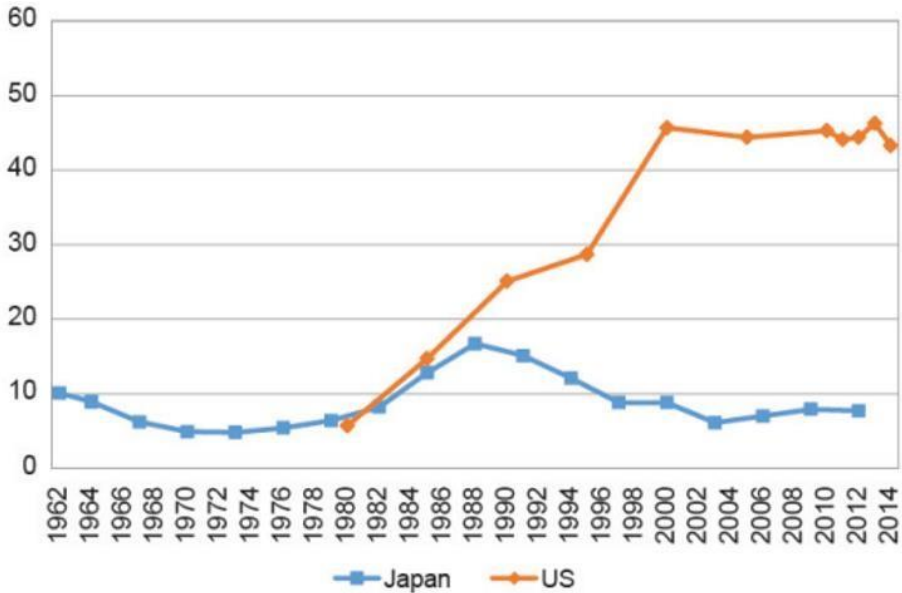
- 【 01 】 美国资管行业的风险防控体系
- 【 02 】 美国资管行业的投资策略和配置框架
- 【 03 】 20 世纪90 年代日本资管行业的挑战和应对
- 【 04 】 日本资管高股息策略和量化投资

日本地产泡沫后期，日本居民购买基金的意愿降低



- 由于缺乏金融投资所需的信息；小额风险资产投资在考虑佣金时是不利的；风险资产投资的税收使其与存款和储蓄相比利润更低等原因，20世纪90年代前，日本居民购买投资信托（基金）的意愿偏低。
- 88年美国和日本居民资产中基金比例都在20%附近，随着两国股市表现差异，美国提升至近50%，日本下降至近10%，直到2013年日本股市慢牛后才有所恢复，但依然没有达到此前90年代初期水平。

图71：美国和日本居民在共同基金中放置的资产比例



资料来源：日本银行，国信证券经济研究所整理

图72：日本家庭持有的金融资产明细表



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

日本社会提税效应对消费的影响

- 日本的养老金是PAYG(现收现付制)，因此劳动年龄人口负担更为集中。基于居民在社保中广泛受益和代际公平的原则，以消费税来支撑社会保障财源的稳定性，消费税的一个特征是具备稳定性，不容易被景气变化所扰动。近年来日本逆发达市场主流趋势来加税，并在安倍经济学“三支箭”宽松政策密集落地时期，逆势提高税率。
- 为什么日本扩增税源，是在消费税上做文章：
 - (1) 消费税：税源稳定，劳动一代等特定人口集中负担的特征也并不明显，具备代际公平性。
 - (2) 个人所得税：税源更侧重勤劳工作人群，而日本经济活力不足、资产负债表衰退的情况下，企业减少融资、加杠杆情绪较弱，年轻人劳动意愿不足。
 - (3) 法人税：特征是税收的规模和经济景气挂钩，税源并不稳定。

图73：日本消费税在税率提升后不断走高，成为主要税源

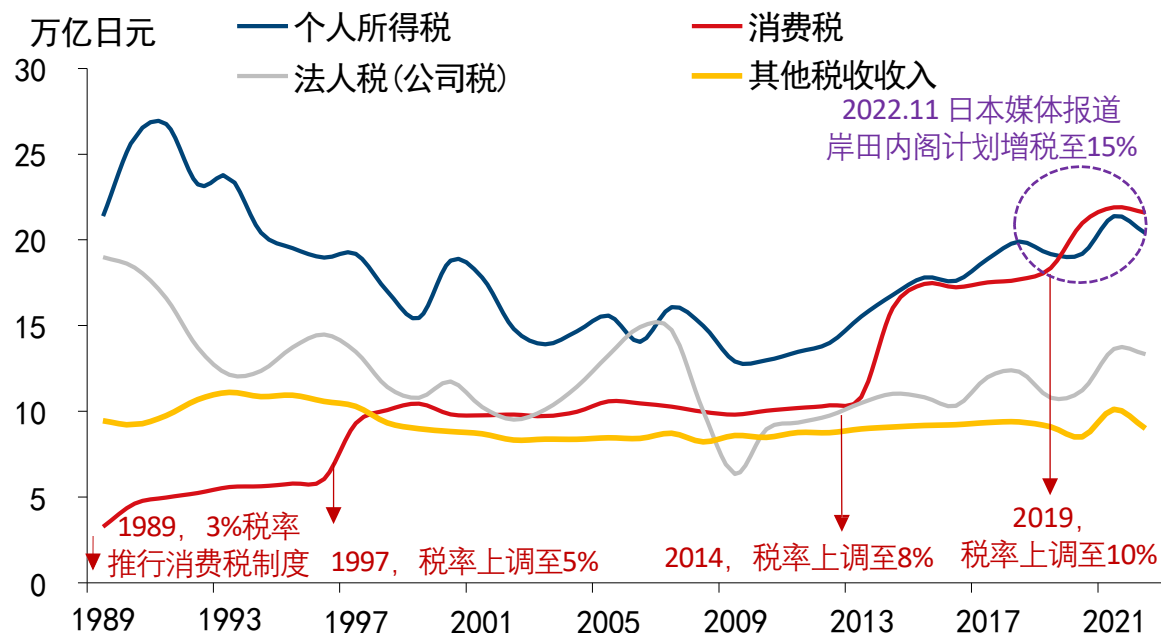
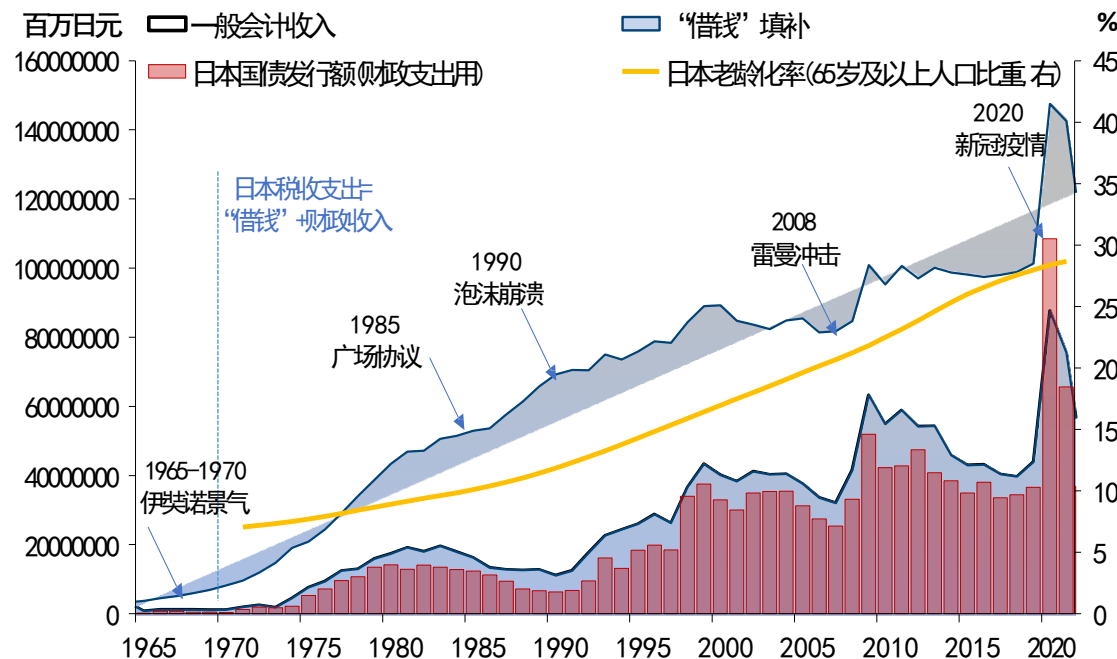


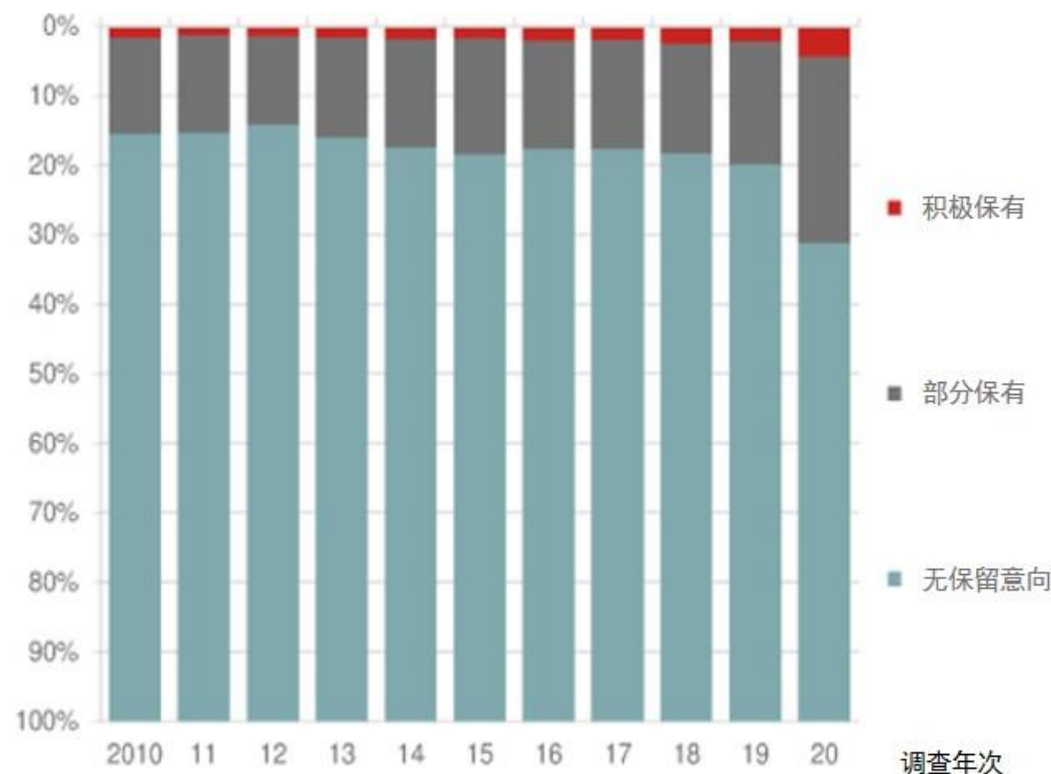
图74：日本老龄化带动赤字缺口趋势项增长，风险冲击年份波动进一步放大



日本居民财富机构和资金流向均体现出强烈的避险属性

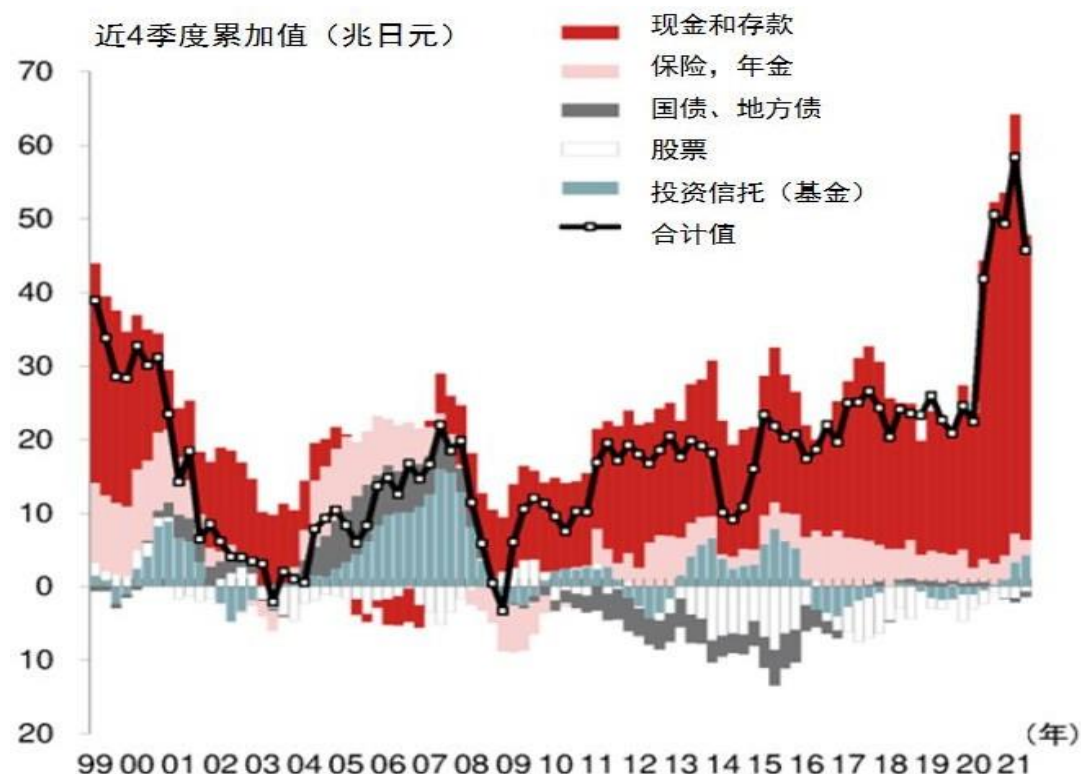
- 日本股票低回报、债券低利率期间居民更多是以现金形式保留资产。
- 90年代以来，日本房地产泡沫破裂，房地产市场持续低迷，房价大幅下跌，导致日本居民非金融资产大幅缩水，从而驱使日本居民资产配置偏好由房地产转向金融资产。从1994年到2021年，日本居民的金融资产配置比重从44.12%增加至63.37%，其中股权及投资基金股份的资产配置比重从5.67%上升至10.03%。
- 从居民投资角度来看，股权与投资基金股份配置比重与股市景气度高度相关。

图75：日本民众对非保本金融产品的排斥力度很强



资料来源：日本银行，国信证券经济研究所整理

图76：日本家庭金融资产增加：存钱或者拿着现金度日

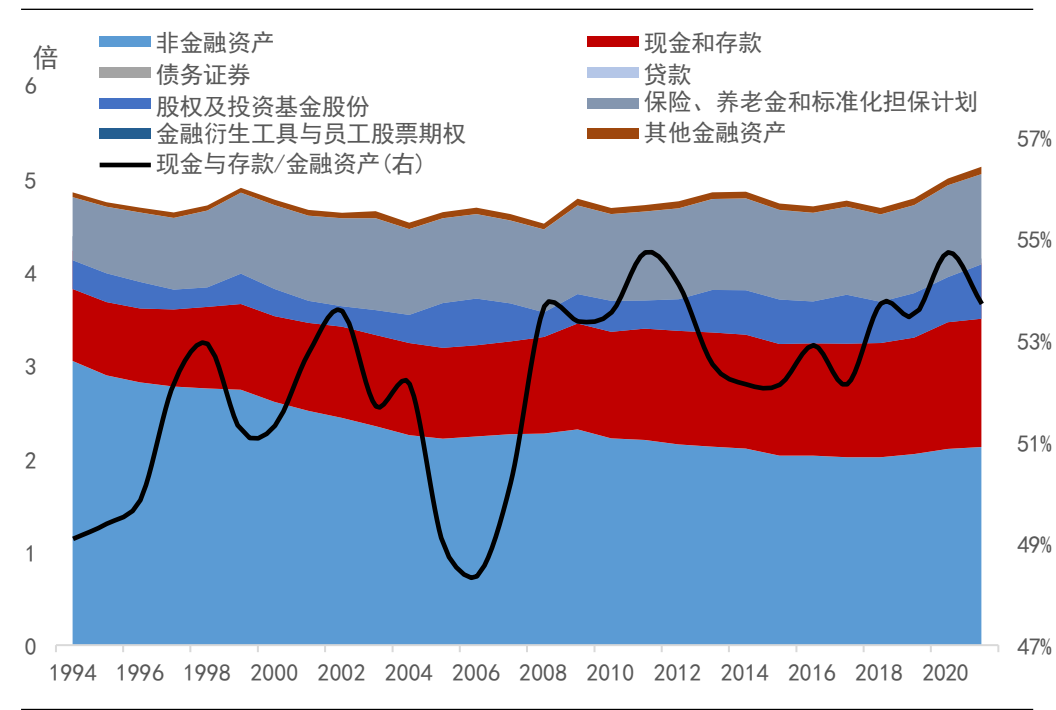


资料来源：日本银行，国信证券经济研究所整理

日本居民资产配置结构：避险资产主导

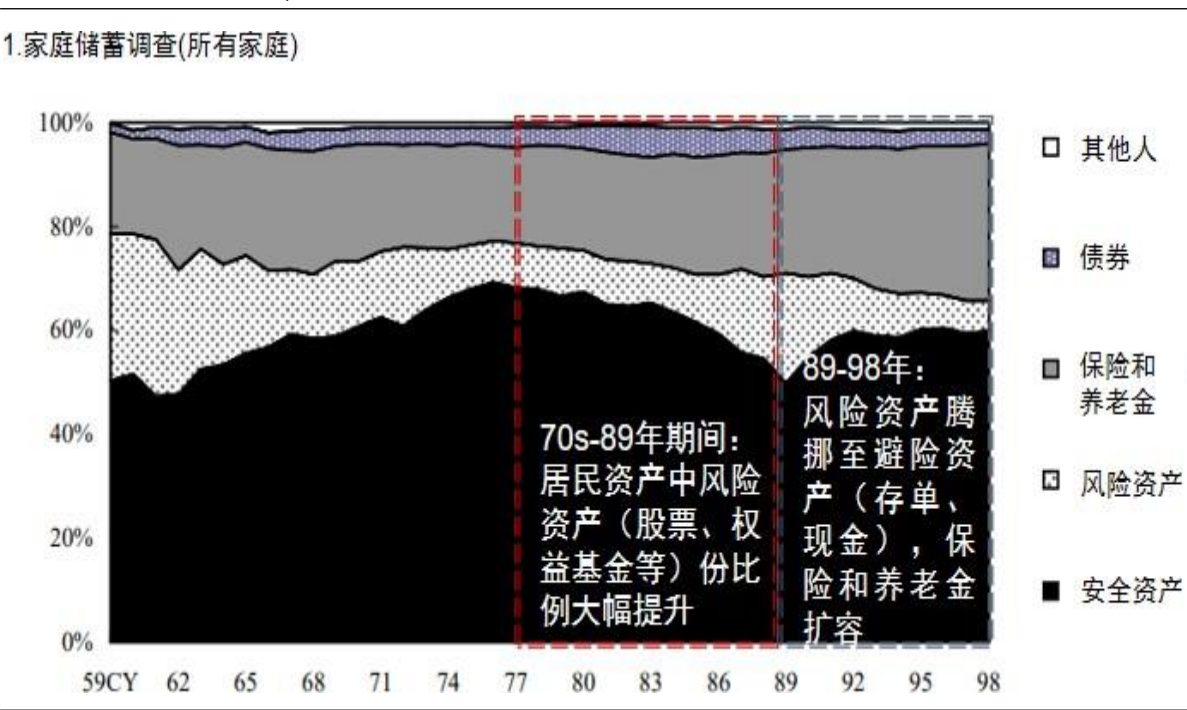
- 进入20世纪90年代，由于收入的不确定性，风险资产回报的恶化和对安全资产的预防性需求，日本家庭比以前更不愿意投资风险资产。
- 现金和存款是日本居民非金融资产中体量最大的一部分，且在近10年间占比有扩大态势；其次是保险、养老金和标准化担保计划。

图77：从绝对规模水平看，日本居民的资产配置结构变化（净资产/GDP）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图78：从相对比例来看，日本家庭持有的金融资产权重变化

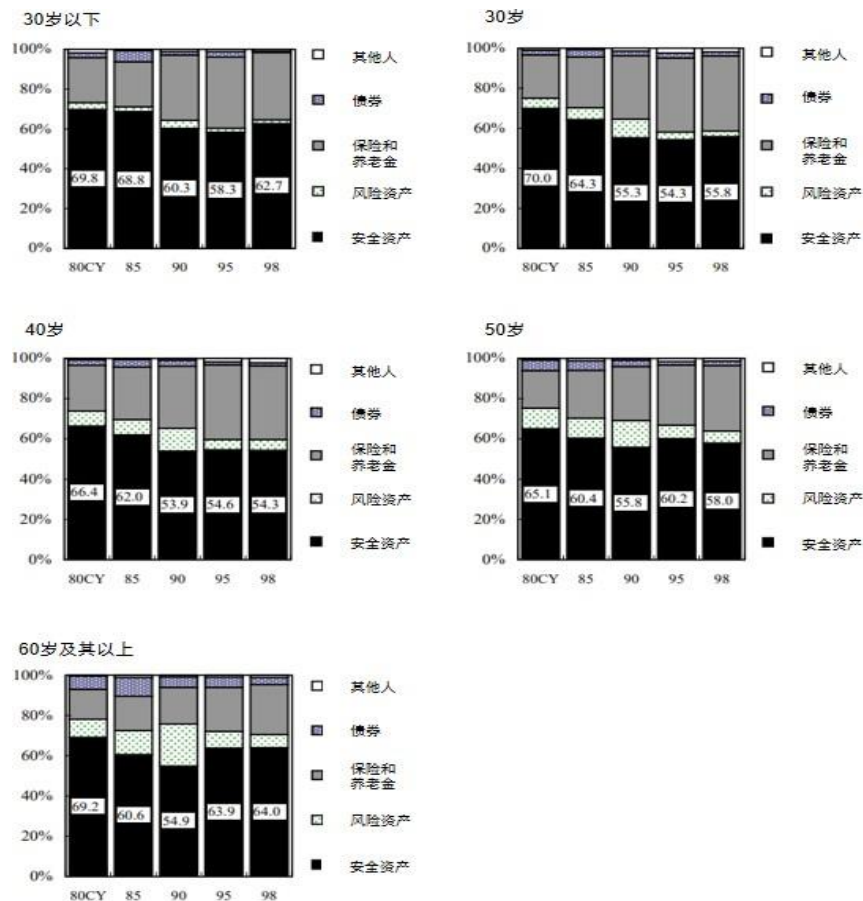


资料来源：日本银行，国信证券经济研究所整理；注：注意事项:1.每项资产与未偿金融资产（储蓄）总额的比率。除非另有说明，否则使用本定义。2.“安全资产”存款、贷款信托和信托资金、在自己公司的存款。3.“风险资产”股票和股票、单位和开放式信托、黄金账户。4.“债券”公共和公司债券，开放式债券信托。“保险及养老金”人寿及非人寿保险、邮政人寿保险。

90年代日本股市下行过程中，中年人风险偏好最高

- 日本90s，年纪较大的人投资避险情绪较高（保守投资），年轻人风险偏好高但资金少（入市较晚），恰恰是中年人（30-40岁）在90s初股市暴跌期间损失惨重（疤痕效应），但也享受了日股长期繁荣的红利（惯性思维），但是风险偏好依然较高，所以这一代在安全资产上占比更低（20岁群体从85年的70%左右降至90年代末的63%，30岁群体从70%降至56%，40岁从66%降至54%，50岁群体从65%降至58%，60岁群体从70%降至64%。在日股熊市期间年龄的呈现避险特征明显。

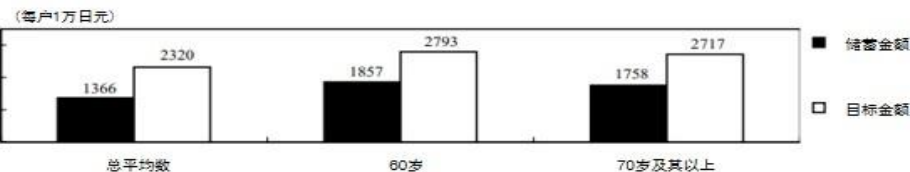
图79：日本按户主年龄划分的金融资产持有量明细表(所有家庭，1999年统计)



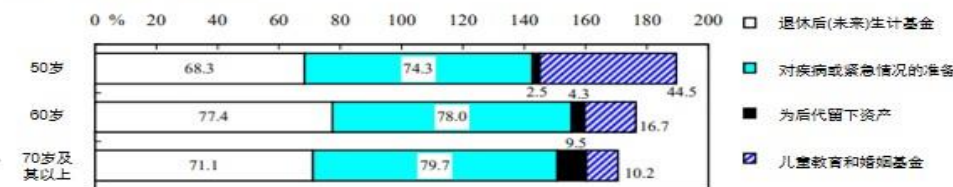
注：金融资产的定义和计算方法与图表1相同

图80：日本老年人的储蓄行为及其目的(所有家庭，1999年统计)

1. 储蓄及其目标数额(1999年)

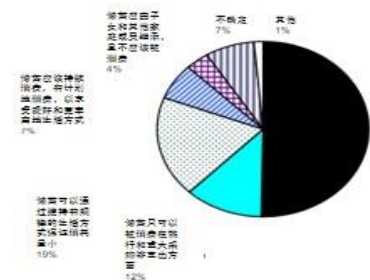


2. 老年人储蓄目的(1999年)

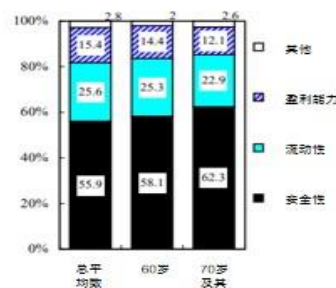


注：仅列出主要答复，多个答复最多允许三个答复。

3. 关于老年人储蓄消费的理由推理(1996)



4. 储蓄的选择标准(1999)

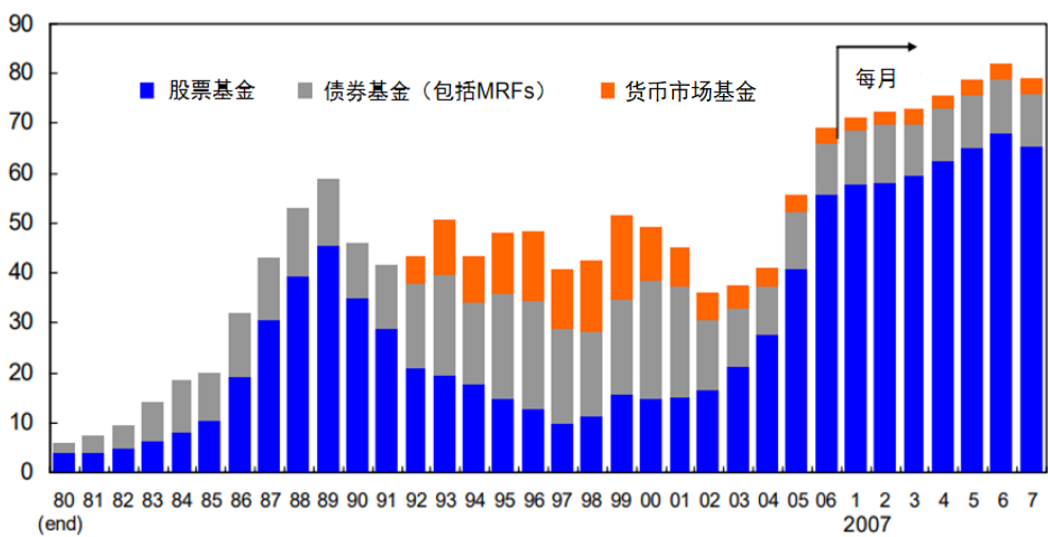


注：盈利能力：“更高的回报”，“预期未来会升值”
安全：“保证本金”，“金融机构信誉”
流动性：“易于兑换现金”，“即便是小额的存款和取款也很容易”

日本股票型基金的净资产在99-07年间的回暖期

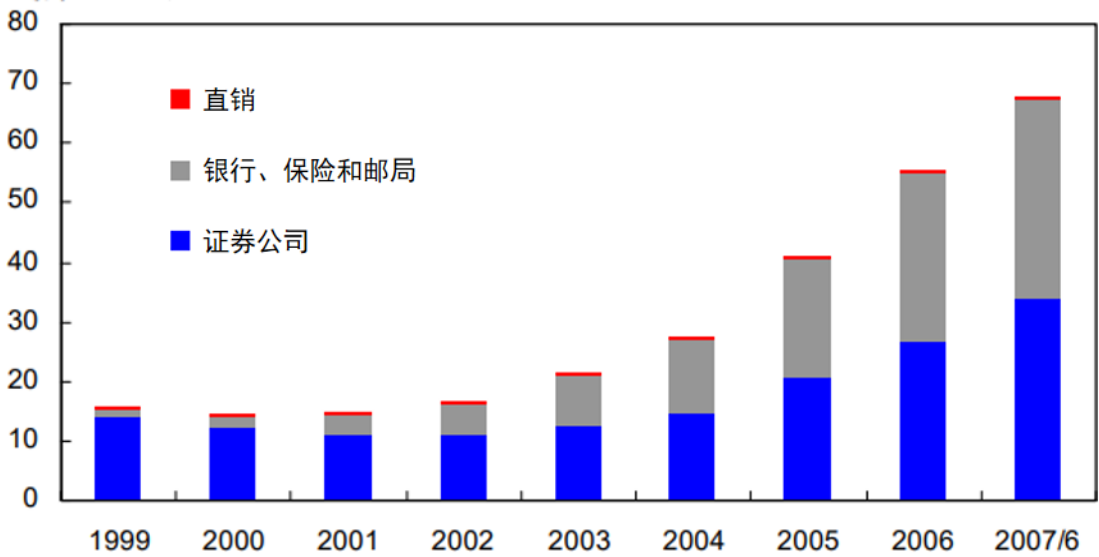
- 2003年以后，日本基金业市场有所回升，主要是由于股票型基金的增加。
- 考虑到日本股市1999年至2007年处于震荡上行阶段，因此股票型基金净资产的增加主要归功于股市的表现。同时投资信托基金的分销渠道不断扩大也有助于共同基金的增长

图81：日本按投资类型划分的投资信托基金净资产（单位：万亿）



资料来源：东证所，国信证券经济研究所整理

图82：日本按发行渠道划分的股票基金净资产（单位：万亿）

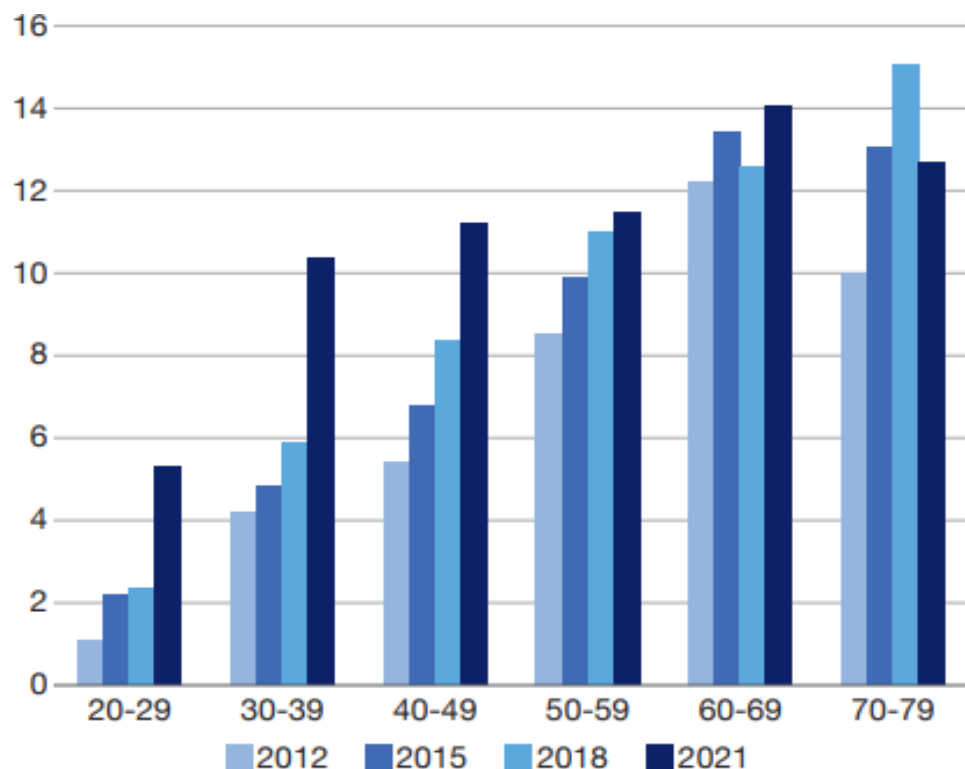


资料来源：东证所，国信证券经济研究所整理

近年来日本持有基金的人群以老年人为主，意向偏长期投资

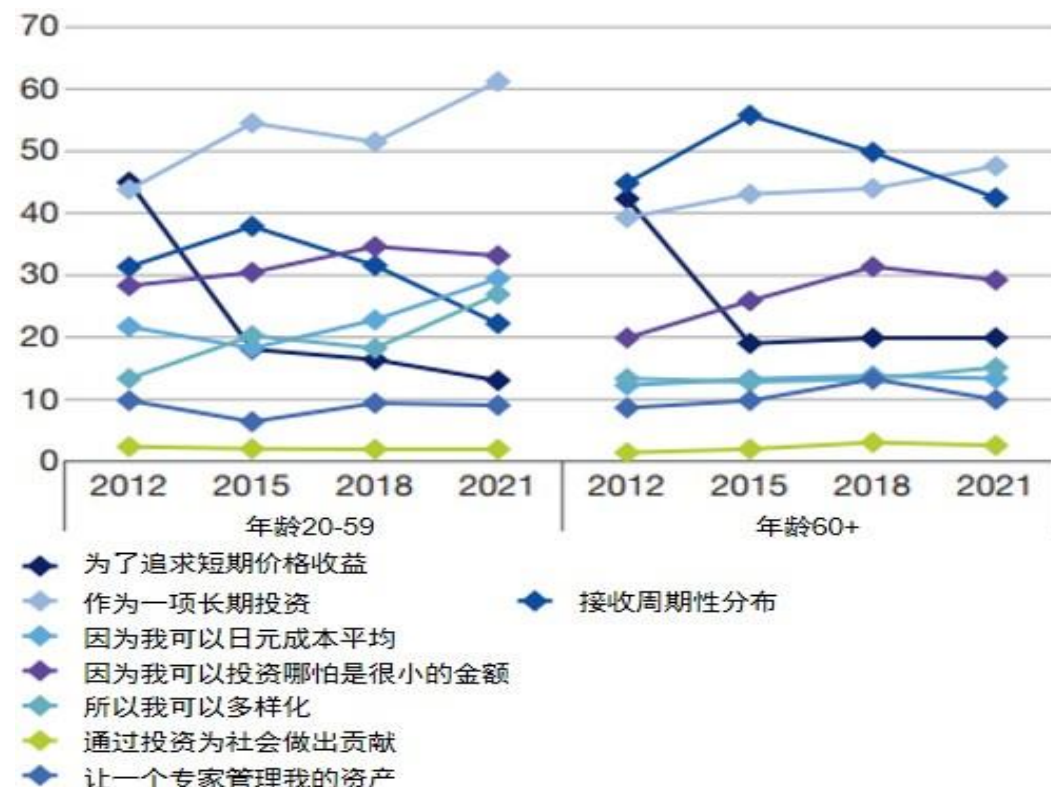
- 无关风险偏好，关乎资金存量和过往经验：近年来日本持有基金的人以50岁以上的富裕年龄人群为主，特别是70岁以上的“团块世代”，在60年代享受过日本经济繁荣带来的红利（并非日本老年人开始投资了，而是日本享受过时代红利的富裕群体年纪大了）。
- 从购买投资基金的原因来看，日本中青年人群长期投资属性的意向近年来占比从40%提升至60%以上，而60岁以上老年人投资的意向也从短期追求高回报的思维范式开始变为长期投资的导向。

图83：日本持有投资信托基金的日本人所占比例（按年龄段划分，单位：%）



资料来源：日本全国证券投资调查(JSDA)，国信证券经济研究所整理

图84：日本居民购买投资信托基金的原因

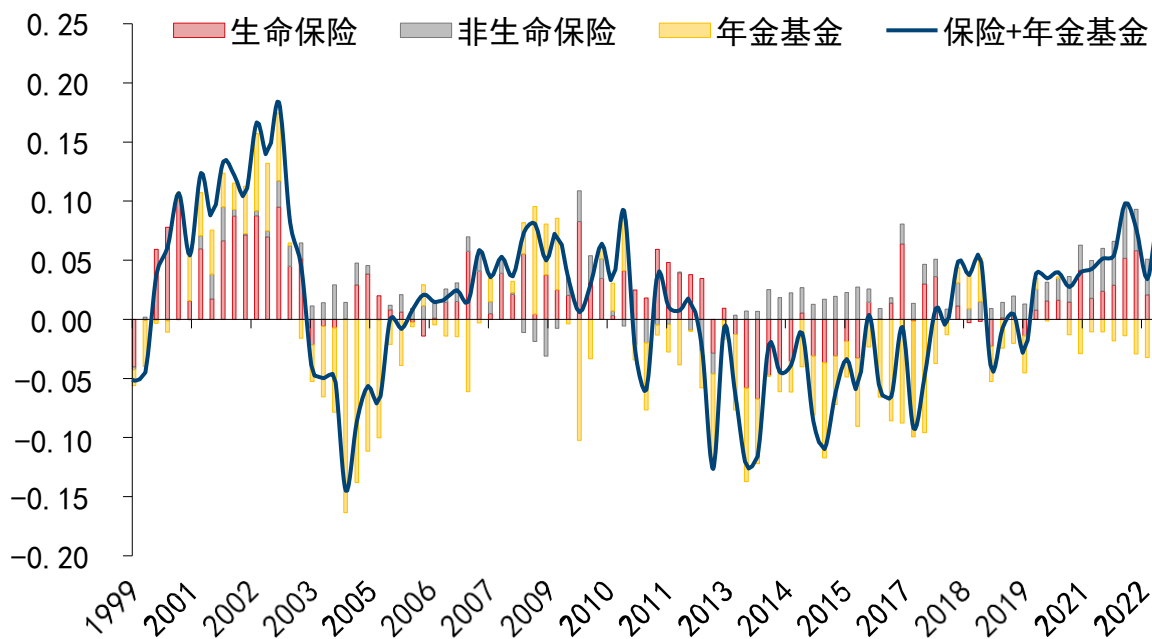


资料来源：日本全国证券投资调查(JSDA)，国信证券经济研究所整理

各部门资金盈亏：保障型保险和存款机构资金充足，基金和年金资金不足

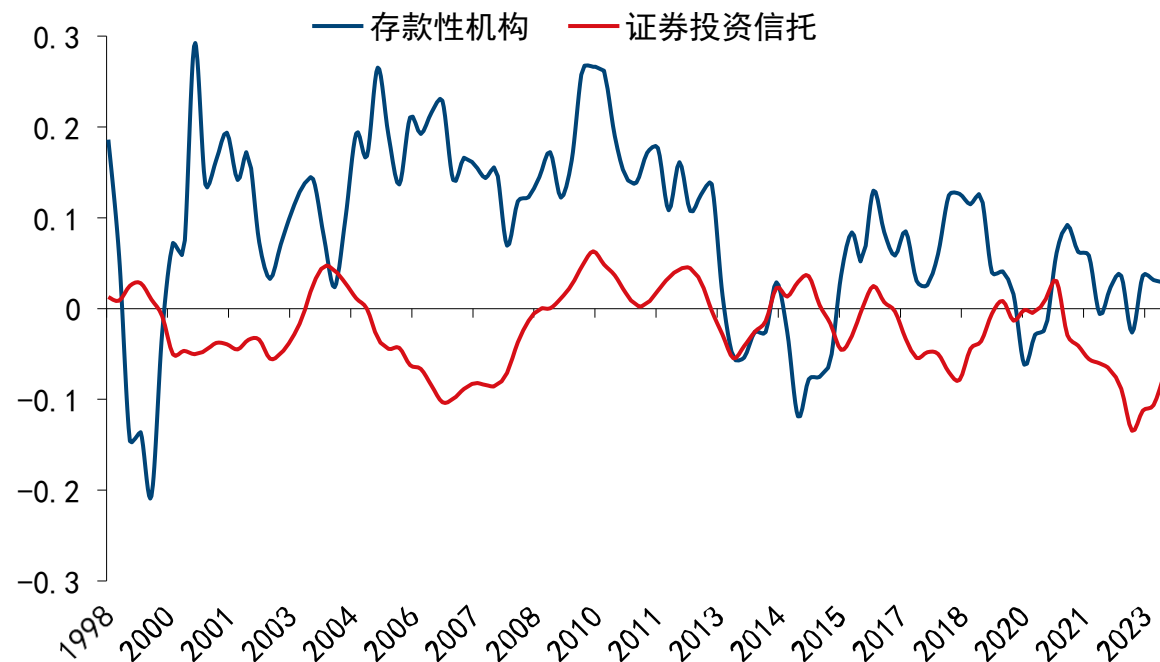
- 日本的保险资金：寿险和非寿险近年来处在资金盈余状态，年金部门处在资金不足状态；
- 存款性机构还是典型的资金盈余部门，证券投资信托处在资金不足状态。

图85：日本各类金融机构资产盈余（+）/不足（-）的分布



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

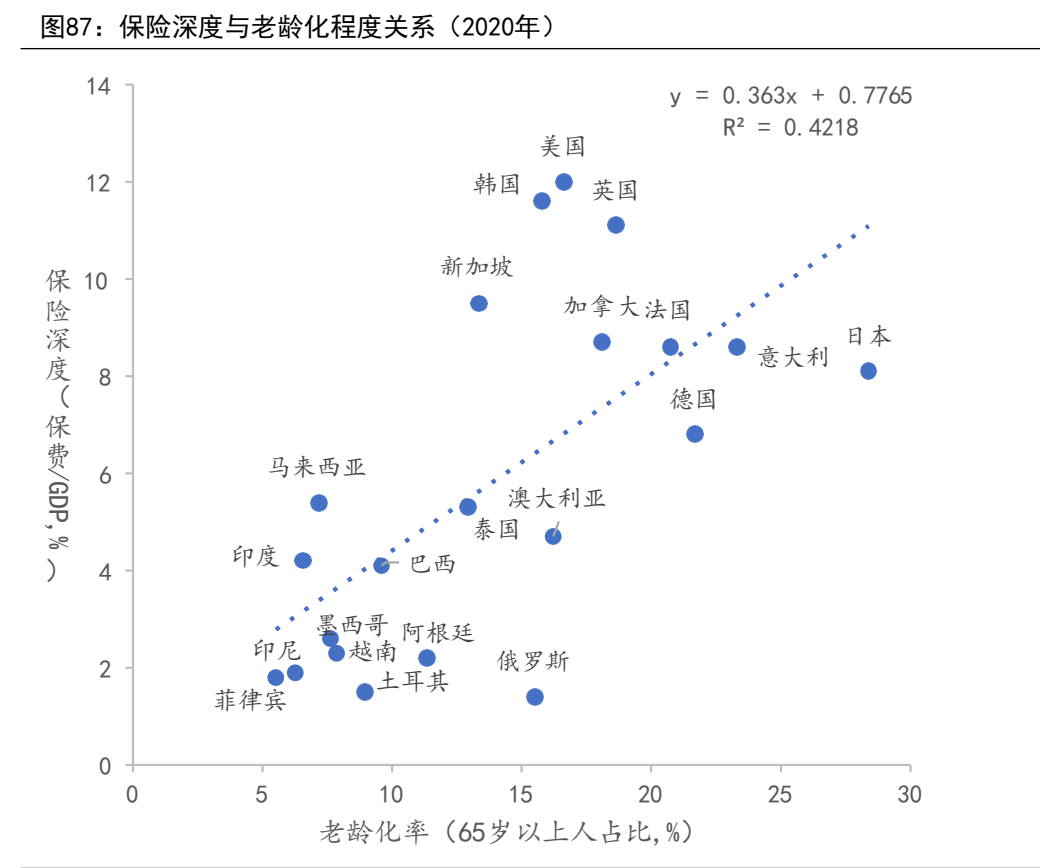
图86：日本存款机构、证券基金和年金的资产盈余（+）/不足（-）的分布



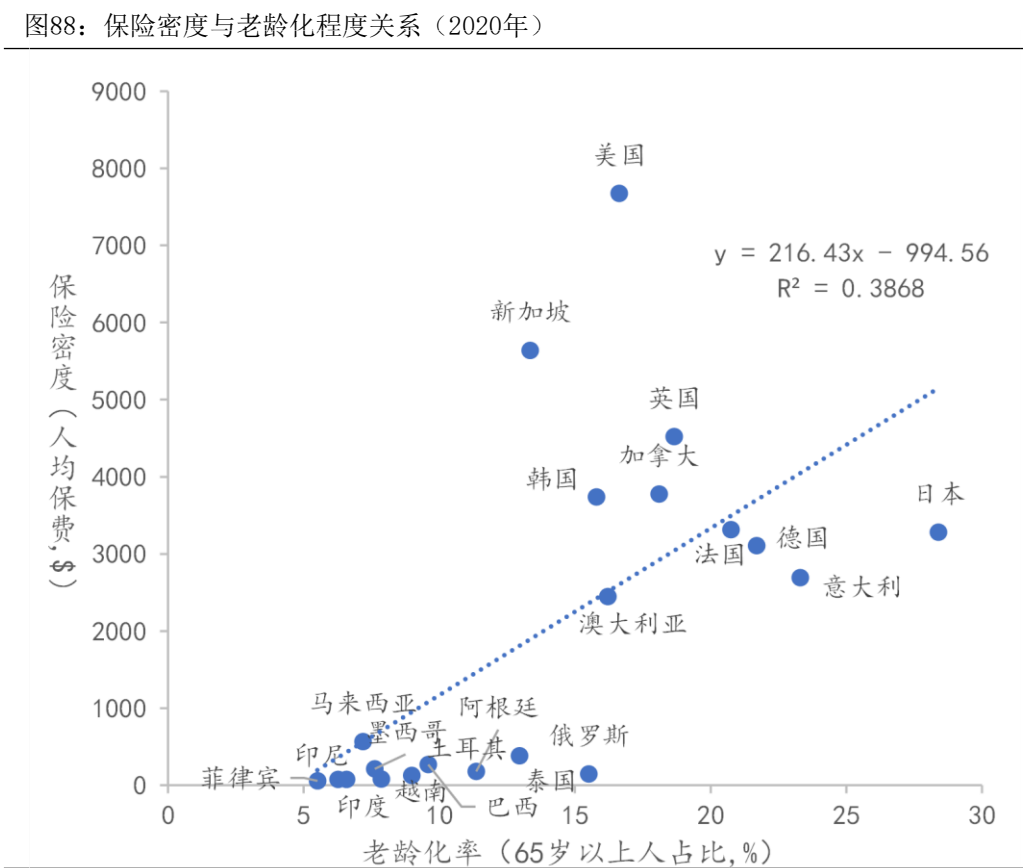
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

保险负债端：老龄化语境下保费有扩张机遇

- 老龄化社会下保险公司的机遇：有利于吸纳保费，做大做强保险行业。
- 按照国际经验，一国的保险深度、密度与老龄化进程正相关。典型的老龄化国家（日、意、德、法、英）的保险深度、密度均高于其他国家。



资料来源：瑞再、Bloomberg、国信经济研究所整理。

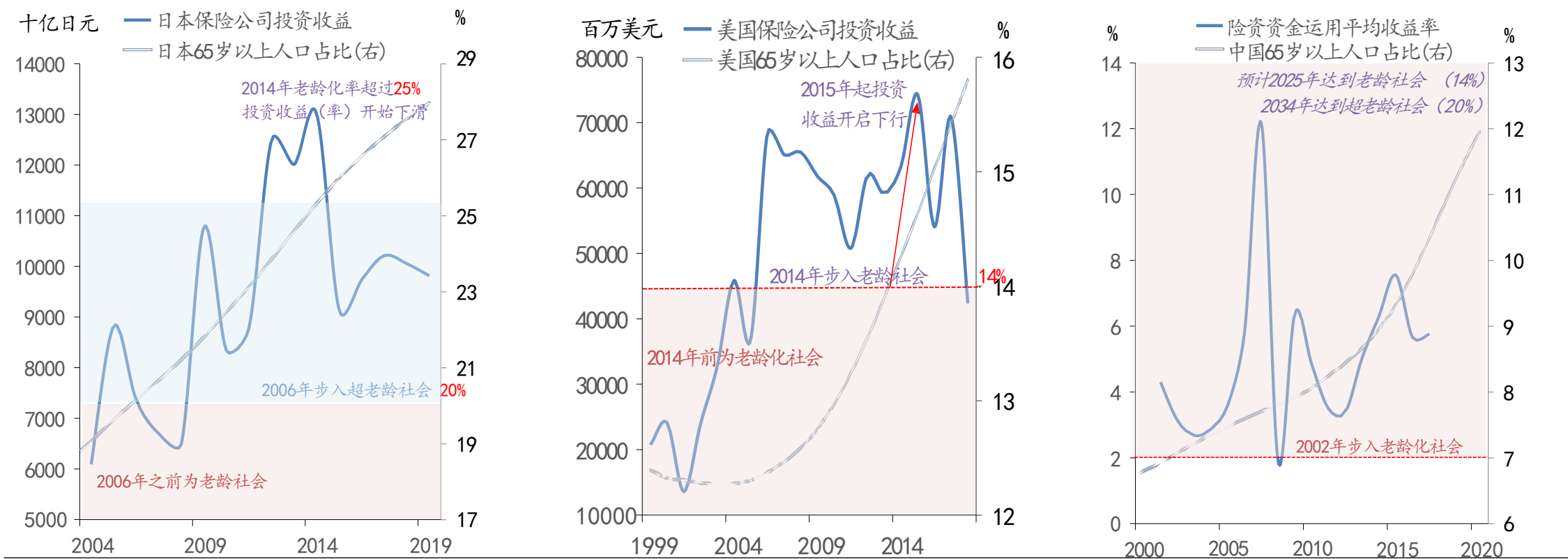


资料来源：瑞再、Bloomberg、国信经济研究所整理。

资产端：老龄化对投资回报的拖累风险

- 老龄化对储蓄率、资本形成有负面影响，进而对潜在增速、利率形成压制。
- 投资端面临资本回报下滑的压力，甚至“利差损”的风险。
- 日本1999~2002年间寿险危机，“三差”中只有利差持续为负贡献。

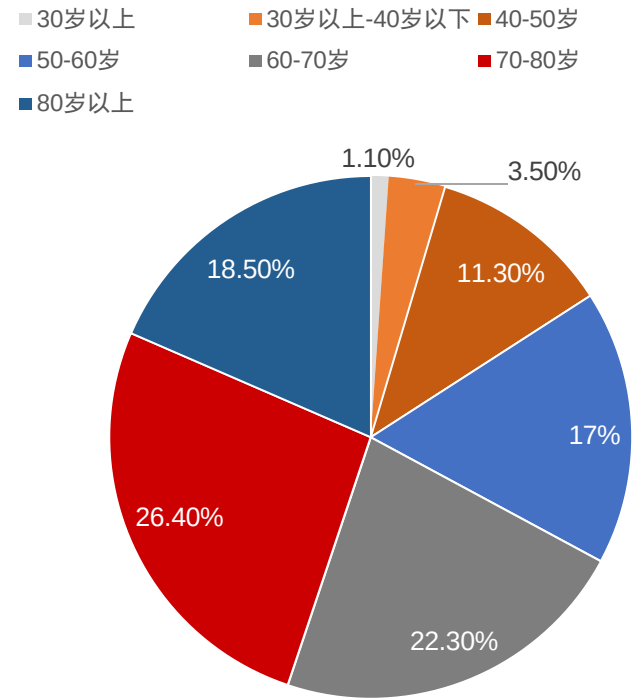
图89：日本、美国和中国的老龄化程度以及保险资金投资回报



资产端：日本老年人投资比例较高

- 日本股市持股者近66%为60岁以上老年人。
- 2012-2017年间，老年高收入人群比例上升明显。

图90：日本股市的持股者集中于老年人



资料来源：日本证券保管转账机构，国信证券经济研究所整理

图91：2012-2017（安倍经济学）：各年龄段高收入人群比例增加，年长者更突出

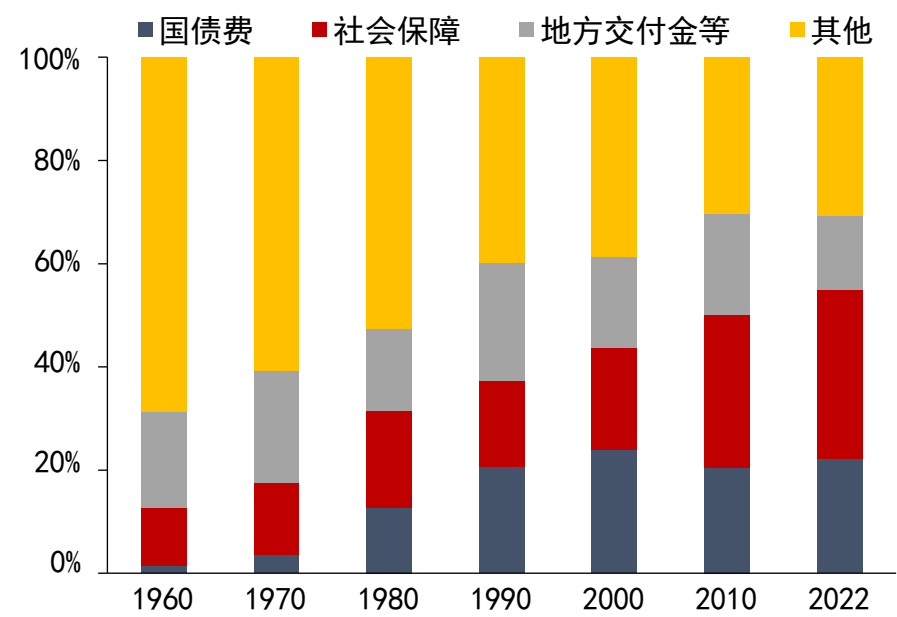


资料来源：日本内阁府，国信证券经济研究所整理

老龄化问题下日本财务结构的再分配

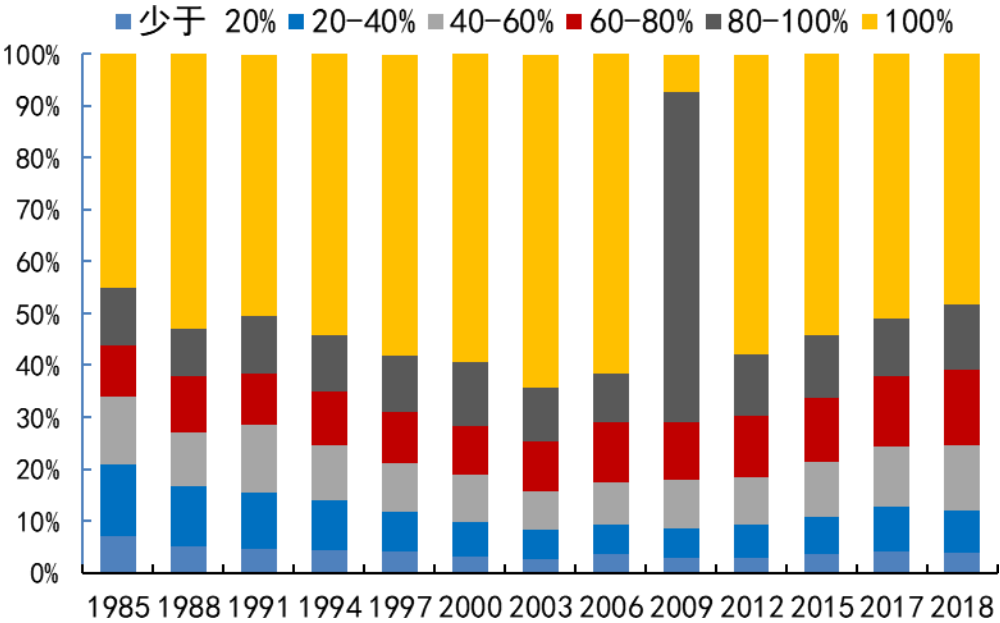
- 日本财政结构的恶化：自60年代以来，日本财政预算项目里国债发行和社会保障费用的比例在逐渐增大；与此同时，公共事业、教育、国防等政策经费比例在持续减少。
- 日本高龄老人的社会保障成为重要的福利资金来源。

图92：日本人口老龄化加剧财务状况的恶化



资料来源：日本证券保管转账机构，国信证券经济研究所整理
注：其他费用包括公共事业、教育经费、国防经费等等，2022年的其他项包括新冠疫情及原油价格飙升的应对费用（6.1兆日元，占比为5.5%）。

图93：日本老龄家庭按公共养老金占全部收入的比例分布

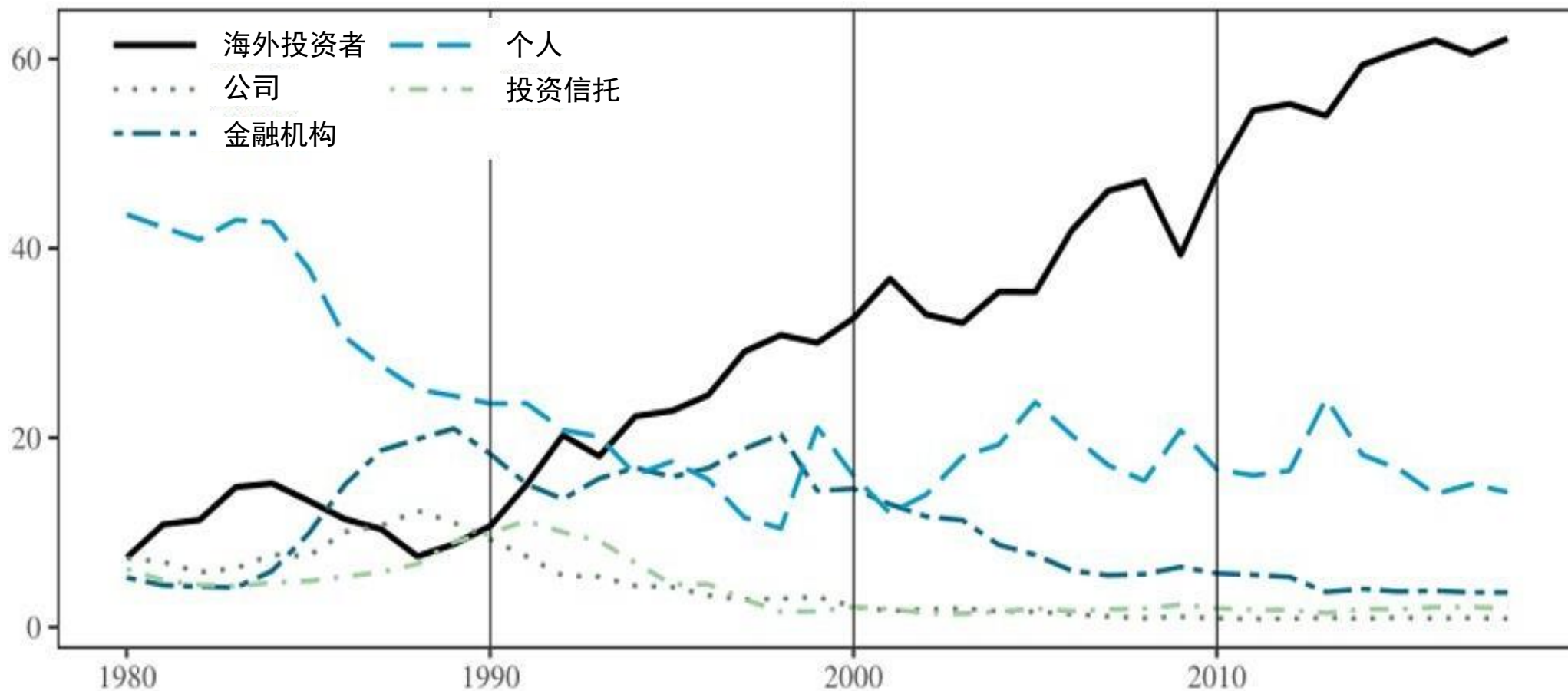


资料来源：日本证券保管转账机构，国信证券经济研究所整理

海外投资者在日本股市中占据重要地位

- 20世纪80年代以来，海外投资者占日本股市外资交易比重不断攀升，已超过60%；个人占外资交易的比重不断萎缩。

图94：日本股市的外资交易量（单位：%）

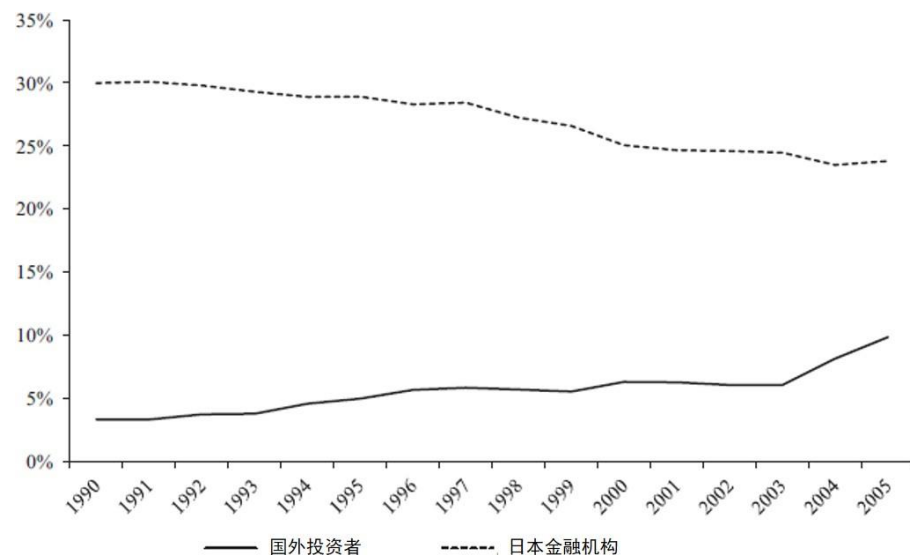


资料来源：Iwatsubo and Watkins(2021)，国信证券经济研究所整理

日本股票所有权结构和派息情况

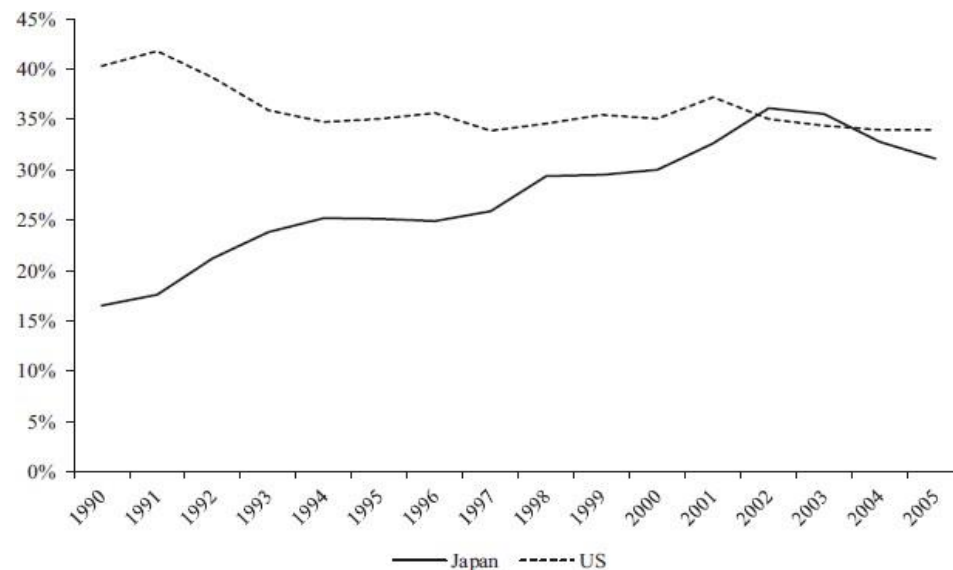
- 20世纪90年代，在东京证券交易所上市的日本股票的所有权中，外国投资者所占的比例稳步增加，而日本国内金融机构所占的比例虽然逐渐下降，但仍然较高。
- 20世纪90年代以来，日本公司的平均派息企业的比率稳步上升至36%，达到美国公司的普遍水平。

图95：国内外金融机构对日股持有份额的变迁



资料来源：Jung J, Mun E. Bending but Not Breaking?: Foreign Investor Pressure and Dividend Payouts by Japanese Firms[C]//Sociological Forum. 2016, 31(3): 663-684.,国信证券经济研究所整理

图96：1990-2005年日本和美国公司的股息支付率



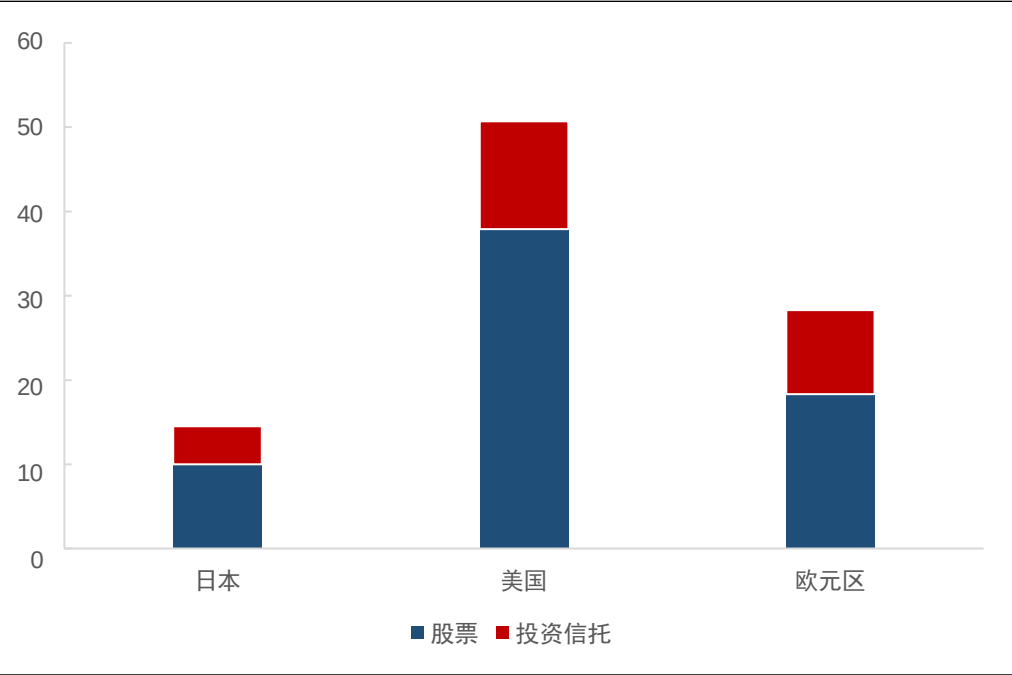
资料来源：Jung J, Mun E. Bending but Not Breaking?: Foreign Investor Pressure and Dividend Payouts by Japanese Firms[C]//Sociological Forum. 2016, 31(3): 663-684.,国信证券经济研究所整理

(注)平均股息率是分别使用在东京证券交易所上市的日本企业和在纽约证券交易所上市和在纳斯达克上市的美企业的数据库计算的。不支付任何股息的公司被排除在外

股票及投资信托占日本家庭金融资产的比例较低

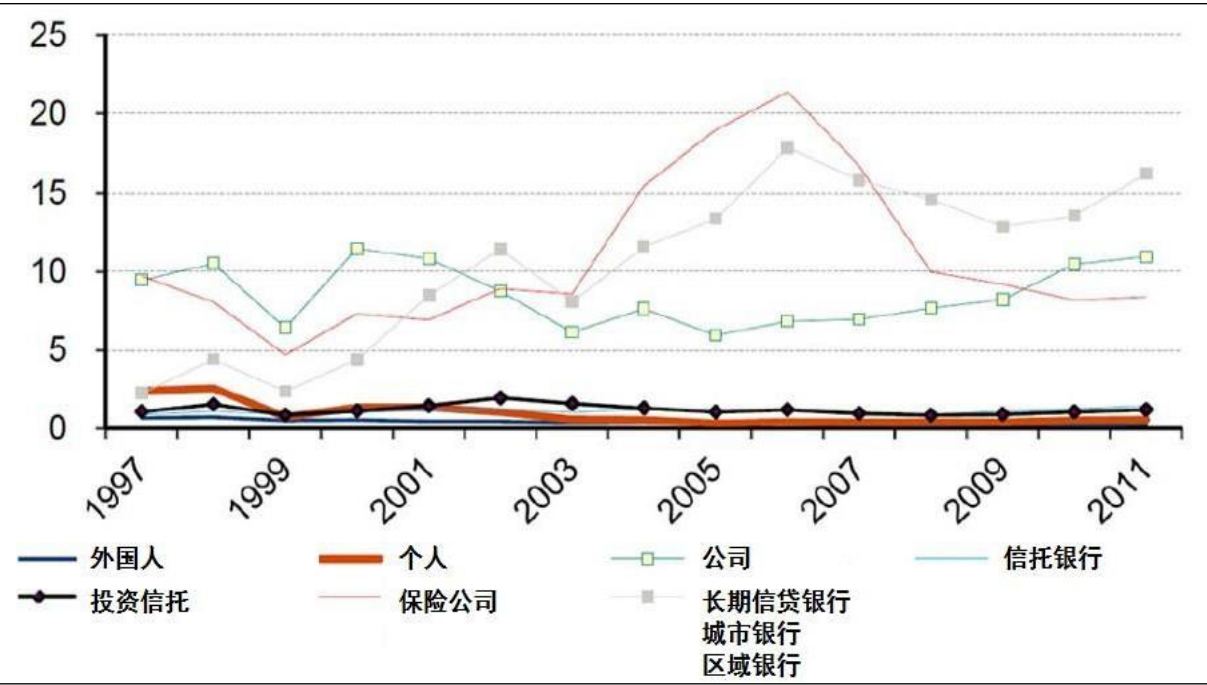
- 日本股票和投资信托在家庭金融资产中的占比远小于美国和欧元区水平，合计仅占家庭金融资产的约15%。
- 2006年后，日本股市中保险公司和长期信贷银行的持股期间逐渐减少，而公司的持股时间不断上升，这可能是由于公司对股票的分红回购。

图97：日本，美国，欧洲股票及投资信托在家庭金融资产中的占比（单位%）



资料来源：日本银行，国信证券经济研究所整理

图98：按股东类型划分的日股平均持有时期

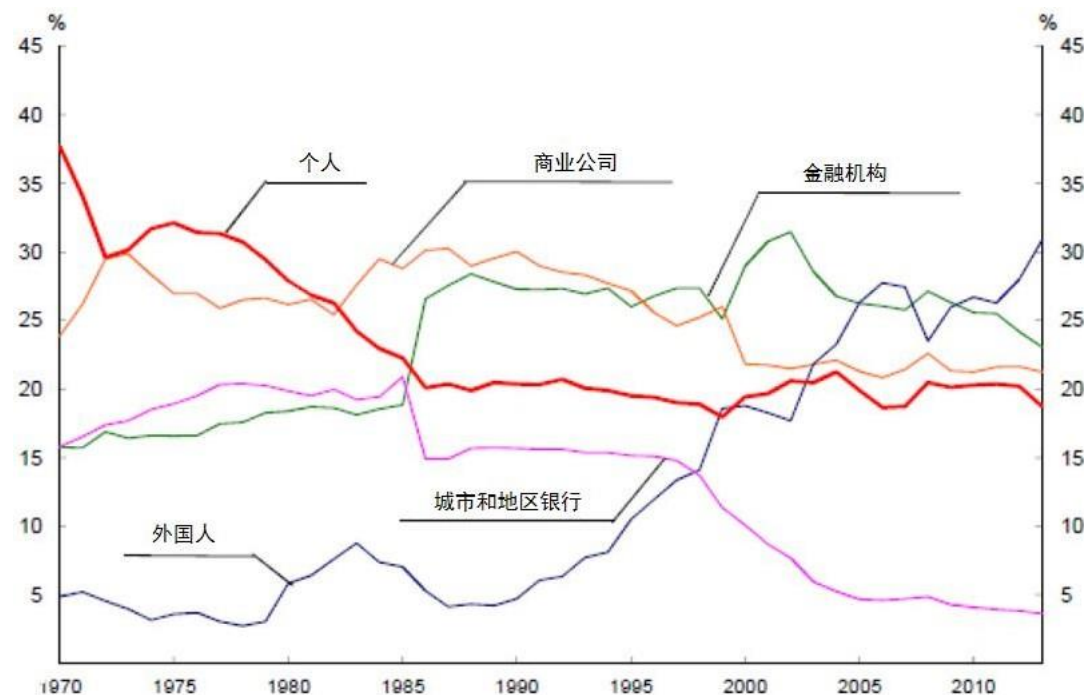


资料来源：日本银行，国信证券经济研究所整理

从持股结构看各类型机构分阶段对日股的信心

- 1970-1985年间个人持股占比持续下降，空缺主要由商业公司、金融机构以及外资弥补。
- 1985年以后，城商行持股比例降低明显，商业公司比例也呈下降态势；外资顶替了绝大部分持股。
- 目前外资在日本股市中的持股比例较高，超过30%。

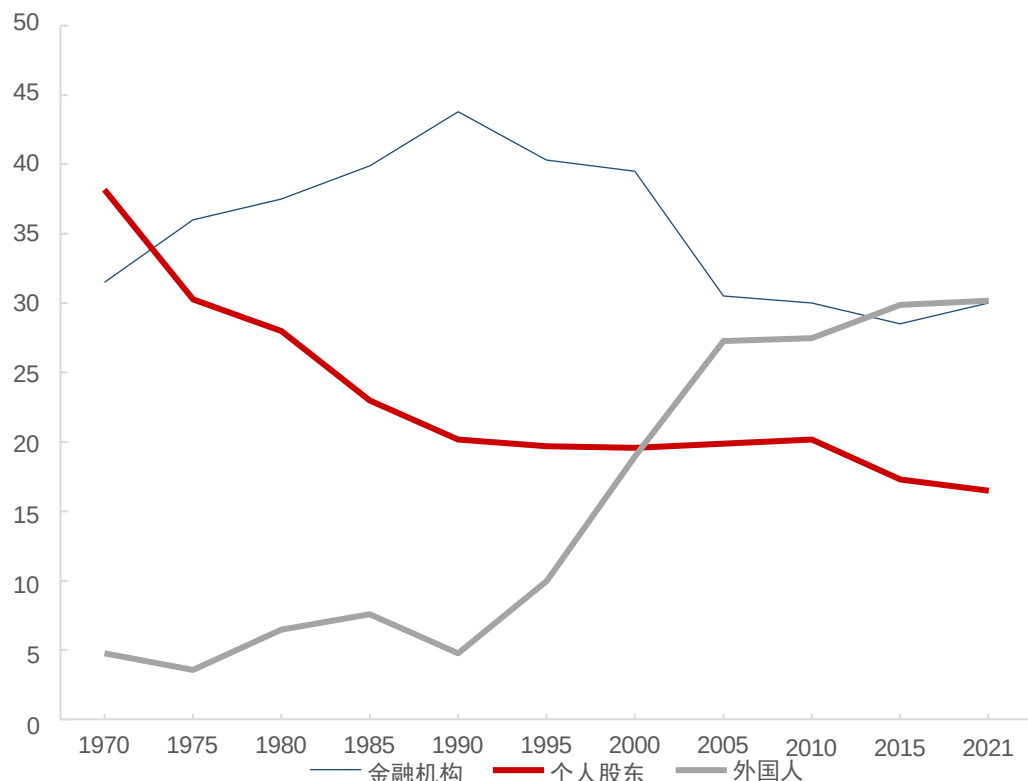
图99：日本股票-按股东类型划分的持股趋势



附注：1.自1985年调查以来，一直以“股份单位”为基础进行调查
2.金融机构的市场价值不包括城市和地区银行

资料来源：日本银行，国信证券经济研究所整理

图100：日本股市中机构、海外和个人投资者的持股比率（单位%）

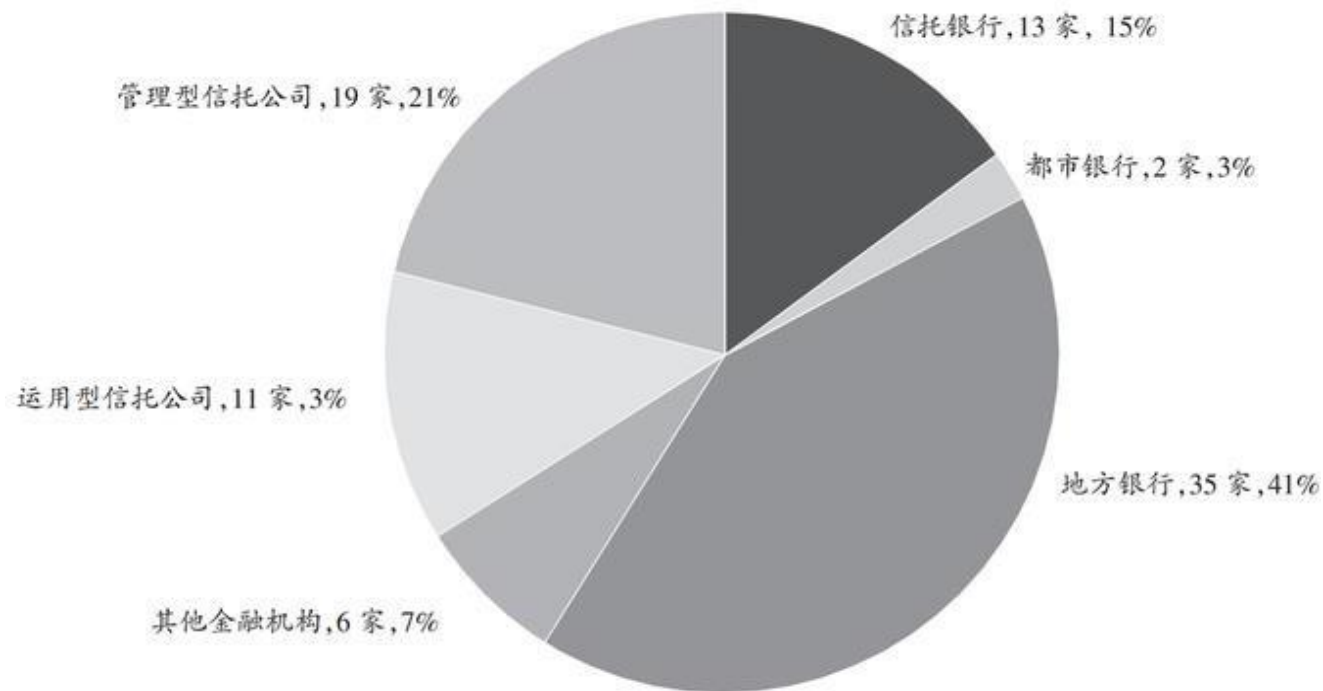


资料来源：东京证券交易所，国信证券经济研究所整理

日本信托类金融机构的构成

- 90年代末~21世纪初，日本信托银行以地方银行占主导。日本的信托银行是在依照《银行法》设立的银行中，依据关于金融机构兼营信托业务的法律，获准兼营信托业务，并且以信托业务为主的银行。
- 根据日本金融厅的统计，截至2002年6月末日本现有87家信托从业机构（不含宣言信托公司和信托契约代理店）。其中，信托银行、都市银行、地方银行等兼营信托金融机构共有56家，占比64%；管理型和运用型信托公司合计有31家，占比36%。

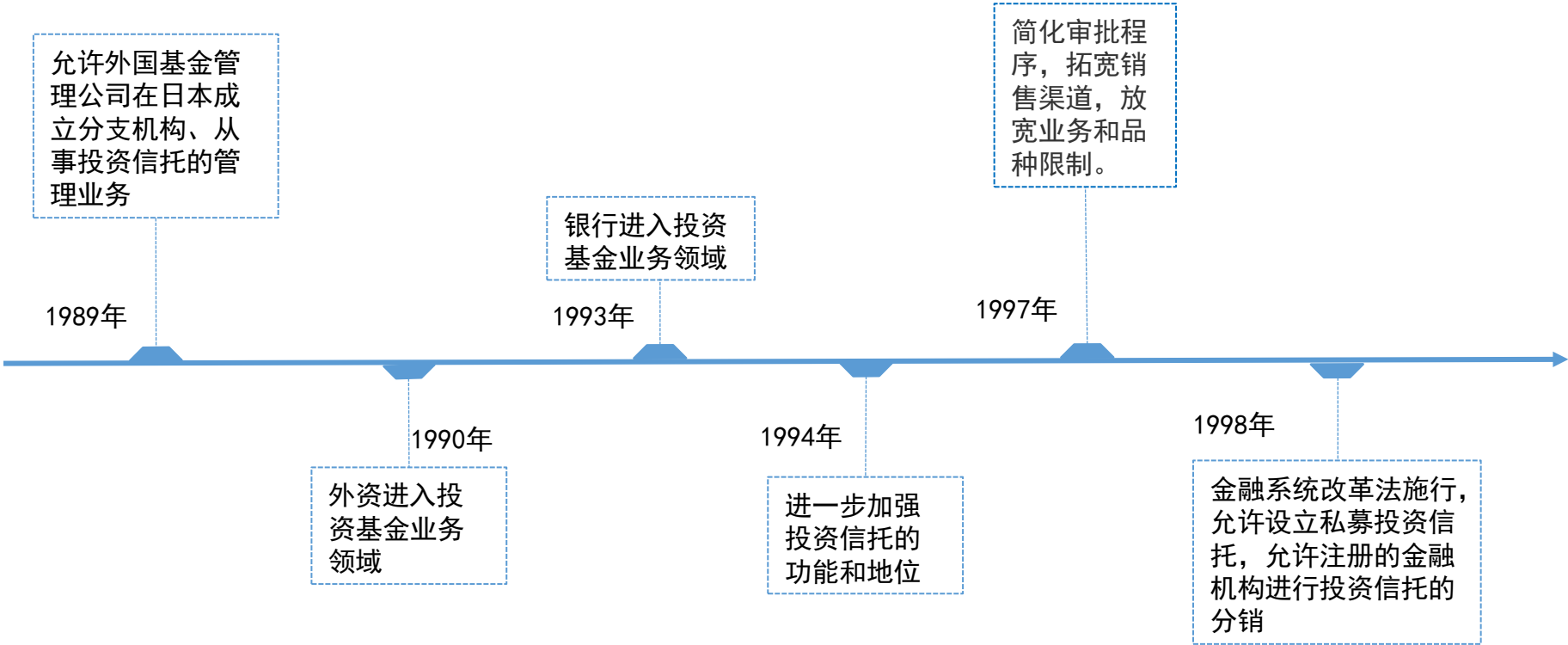
图101：日本信托从业机构组成（2002年6月）



资料来源：日本金融厅，国信证券经济研究所整理

- 20世纪90年代，为适应金融市场国际化、自由化趋势和解决投资信托业本身发展受到的困难和阻碍，日本颁布了一系列针对投资信托行业的改革措施，重点在于扩大对外开放、放宽市场准入条件以及促进产品创新。

图102：20世纪90年代日本投资信托领域部分重要改革



资料来源：东证所，国信证券经济研究所整理

图103：日本股票相关投资产品相关规定

股票投资		累计股票投资额(1993年2月发布)	迷你股票投资(1995年10月发布)
特性	一个库存单位是最低采购量	每个月在固定的日期向经纪公司支付固定的金额，经纪公司购买每个品牌的股票	将一个交易单位库存(通常为1000个单位的股票)换成1/10的单位
支付金额 (交易单位)	50日元价值:1000单位股票 500日元价值:100单位股票 50日元价值:1单位股票	不足以购买单位股票的钱数	1/10的整数倍(最高可达9/10)
品牌	不限	所选品牌不限	所选品牌不限
买入/卖出方法	承诺买入或卖出后的第四个工作日结算	买入:起始价值 预定日销售:申请下一个工作日的起始价格(任何可能的时间)	任何时候都行，订单下一个营业日的起始价值
股东权利	收购人在所有者变更完成后正式成为股东	业主是以“累计股票投资单位”但股票分红根据库存量举行的	所有者以“迷你股票投资单位”的名义，但按持有的股票数量支付股票红利

资料来源：东证所，国信证券经济研究所整理

图104：日本股票佣金制度(计算方法，自1999年4月1日起施行)

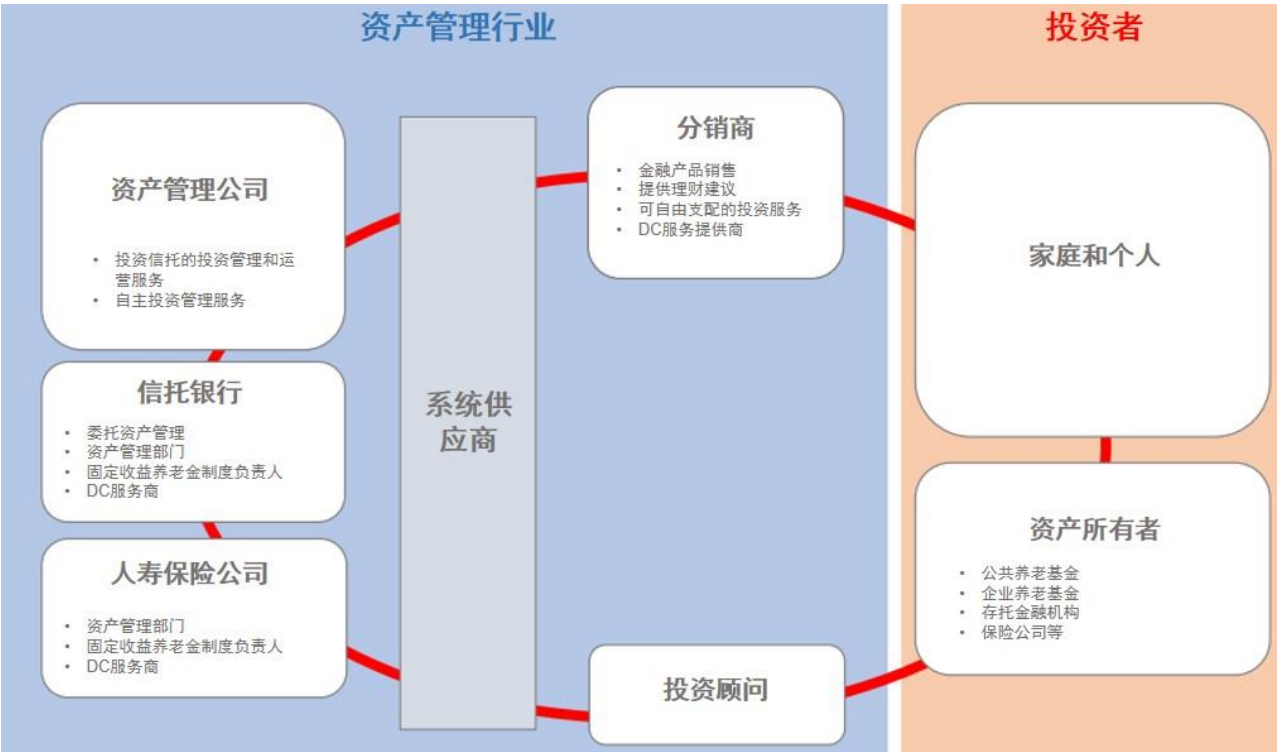
投资金额	计算方法
等于或少于100万日元的	1.15006*
超过100万日元但等于或少于500万日元	0.900%+2, 500日元
超过500万日元但等于或少于1000万日元	0.700%+12, 500日元
超过1000万日元但等于或少于3000万日元	0.575%+25, 000日元
超过3000万日元但等于或少于5000万日元	0.375%+85. 000 yen
超过5000万日元	与经纪公司协商的金额，但等于或超过272,500日元
*如果投资金额的1.150%低于2500日元，则需要支付2500日元 (注) 根据手续费收取消费税	

资料来源：日本中央储蓄信息委员会，《1999年金融产品百科全书》，国信证券经济研究所整理

日本的资产管理业务的弊端

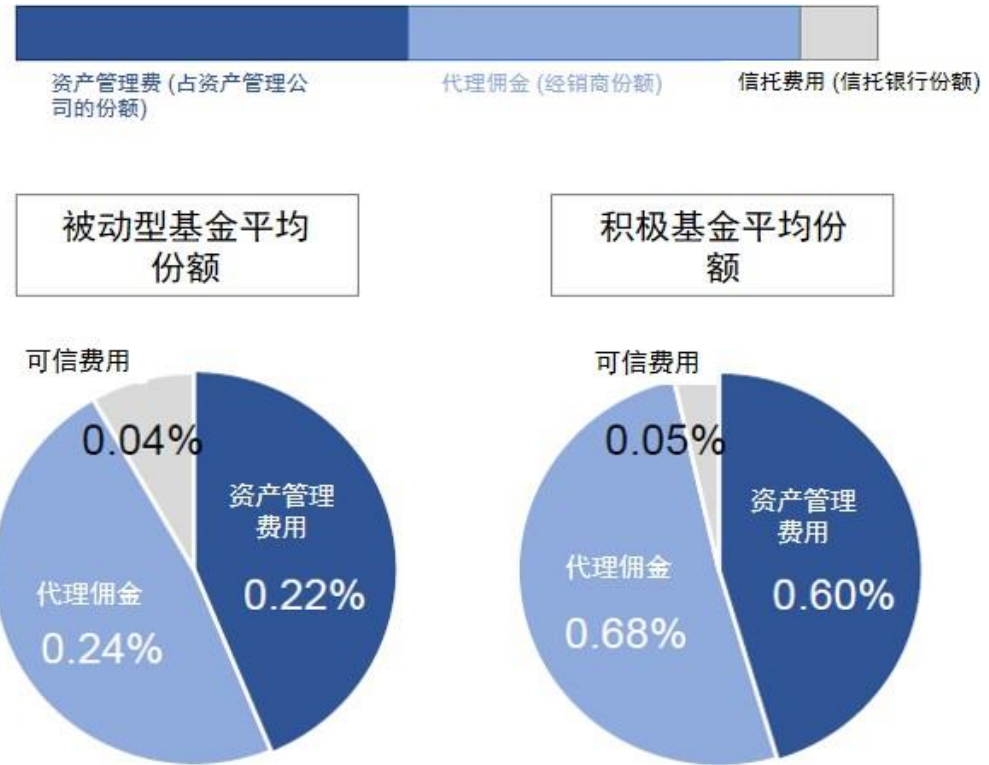
- 由于缺乏支持后台运营的服务商，资产管理公司已经准备好了全功能的内部服务，这成为一个进入壁垒。由于分销商对资产管理公司的产品开发有很强的影响力，这阻碍了资产管理公司之间基于投资管理质量的竞争。
- 日本资管机构的信息披露不充分，许多资产所有者缺乏专业知识和人力资源，也使得投资者很难根据能力来区分资管机构。

图105：日本的资产管理行业和投资者情况



资料来源：FSA，国信证券经济研究所整理

图106：日本资管产品的投资管理费所占份额



资料来源：FSA，国信证券经济研究所整理

日本基金产品打包服务的附加值

- 基金打包服务在日本一直在扩大。一些金融机构为广泛的客户提供这项服务，规定最低服务金额为100万日元。然而，在没有详细披露的情况下，并不清楚基金打包服务是否只是一个结合多个投资信托的产品，还是包括提供定期咨询的服务。
- 在向大众市场拓展服务时，日本基金监管行业鼓励金融机构披露投资管理团队、扣除成本后的历史业绩、费用构成以及服务性质等信息。

图107：日本基金披露费用结构的有利案例

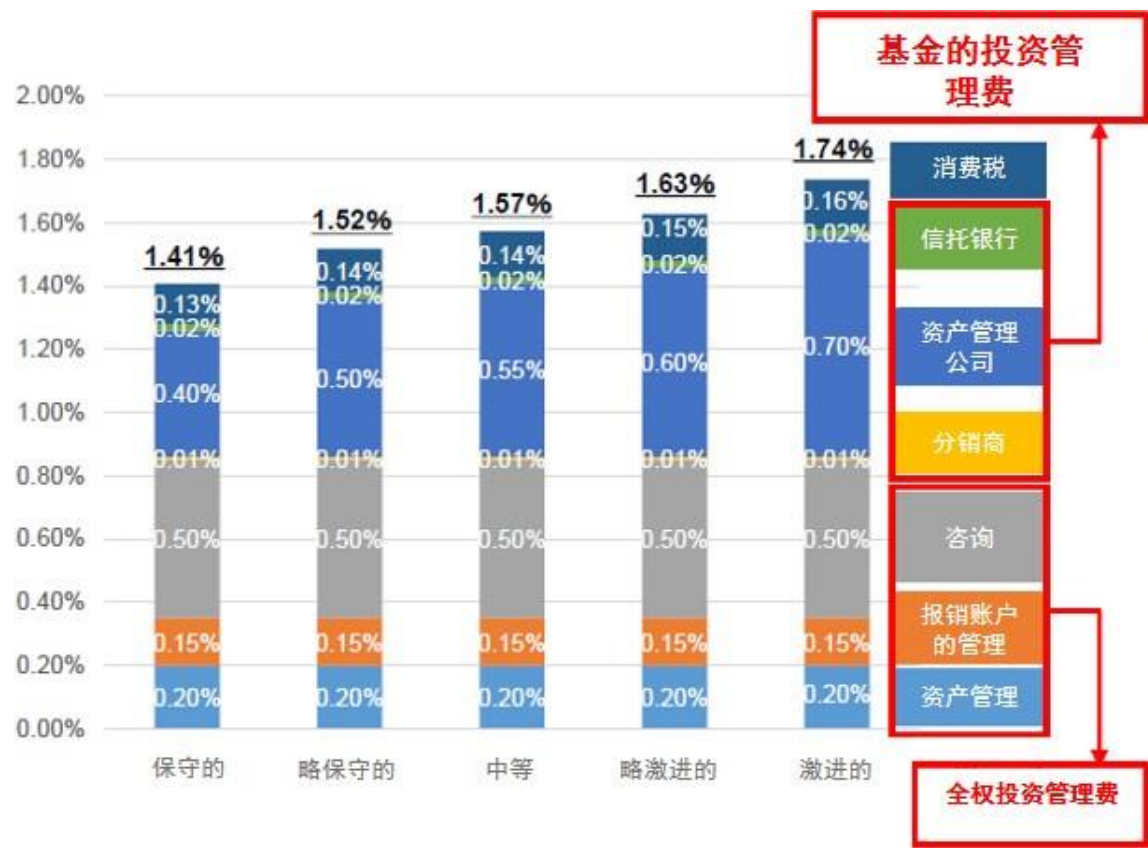
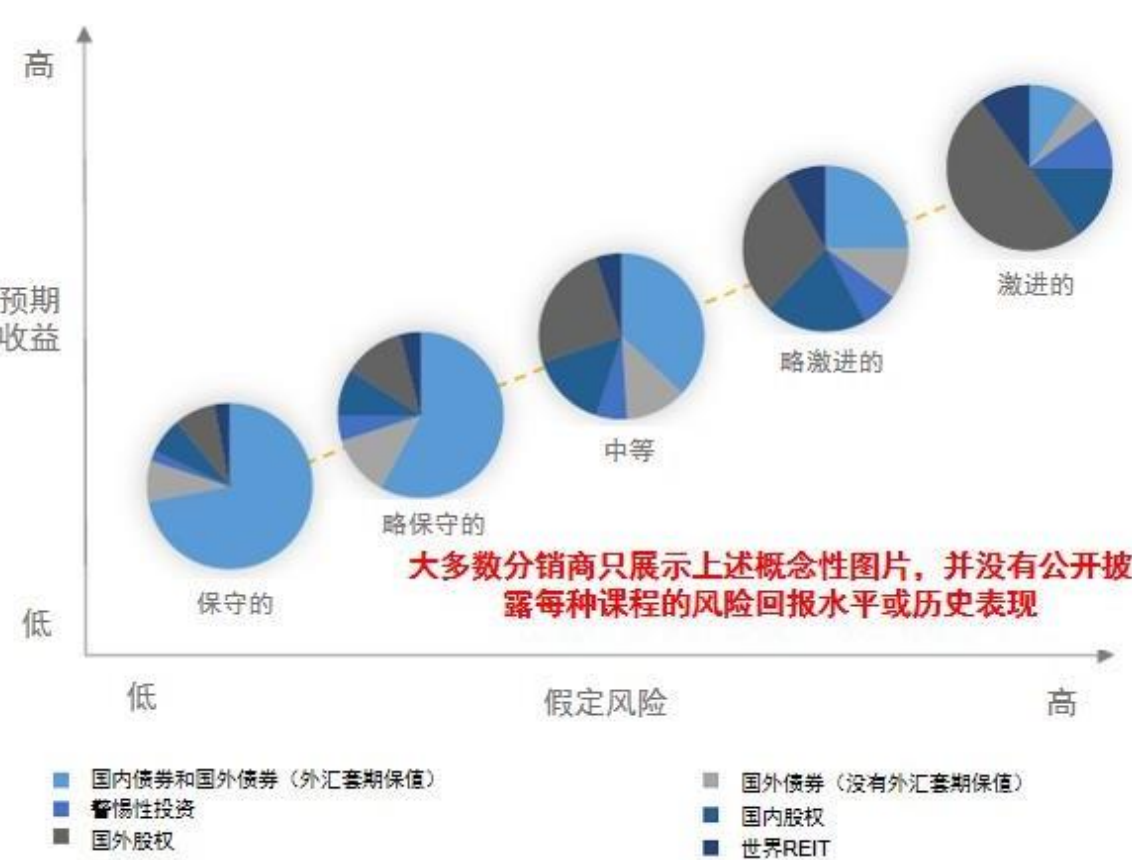


图108：日本基金业披露费用结构的不利案例



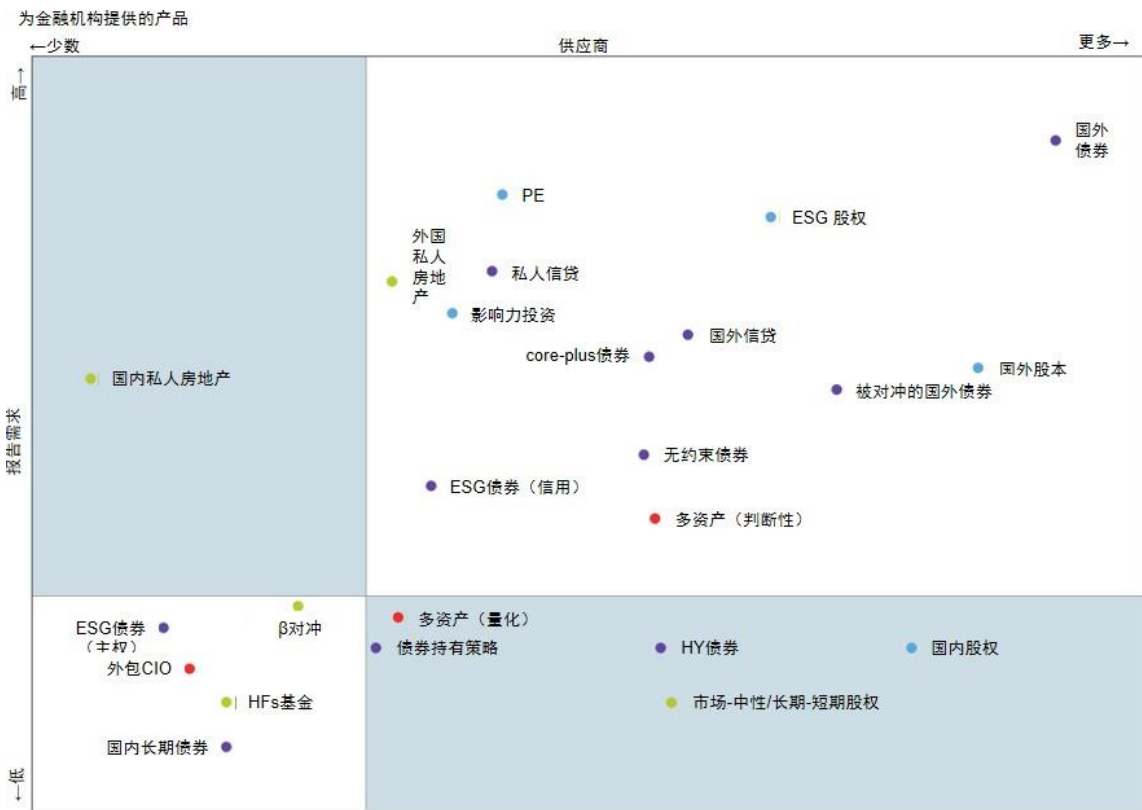
资料来源：FSA，国信证券经济研究所整理

资料来源：FSA，国信证券经济研究所整理

按投资者细分的产品市场趋势

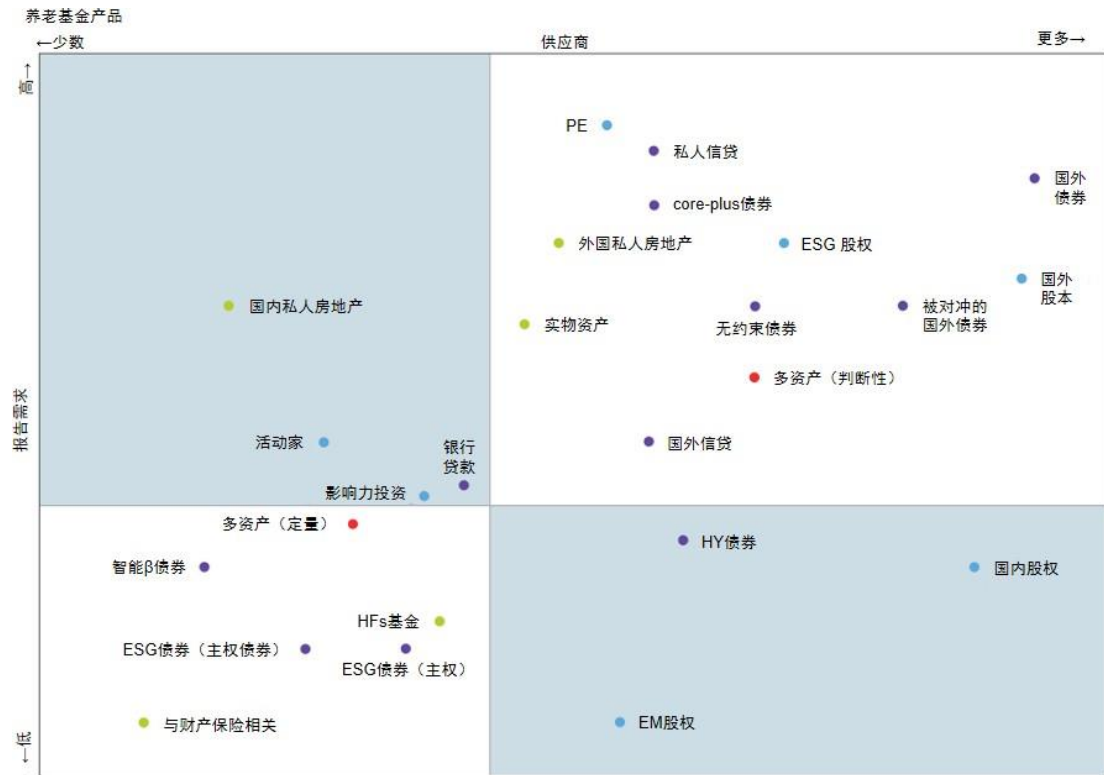
- 在散户投资者细分市场中，需求规模排名最高的产品主要是外国股票产品。
- 在养老基金部门，需求评估在股票和债券资产类别中都是混合的。在股票产品中，私募股权(PE)和ESG策略在需求规模上得分较高。

图109：日本个人投资者产品市场趋势



资料来源：Nomura Research Institute. Japan's Asset Management Business: 2022-23, 国信证券经济研究所整理

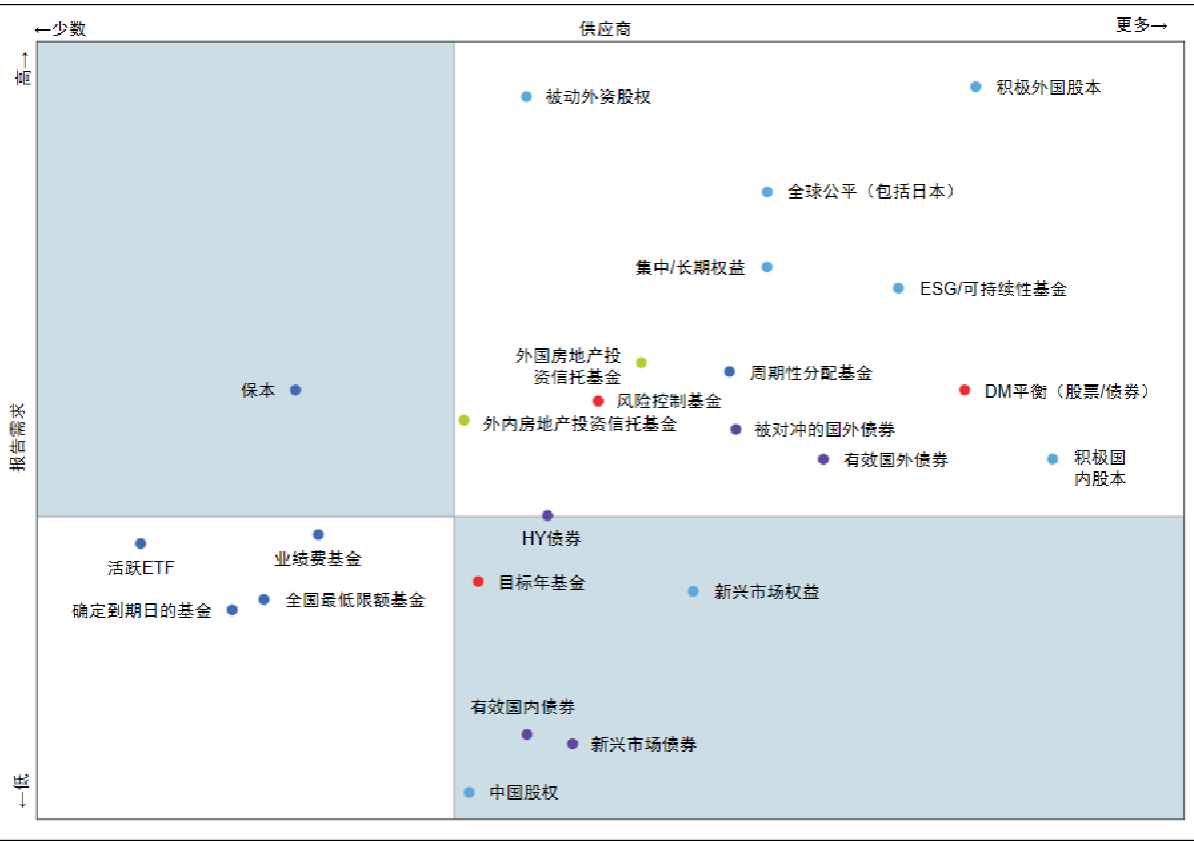
图110：日本养老基金产品市场趋势



资料来源：Nomura Research Institute. Japan's Asset Management Business: 2022-23, 国信证券经济研究所整理

- 在金融机构部门，需求强劲的产品包括外国债券、货币对冲外国债券、外国信贷和核心+债券策略。
- 与养老基金不同，金融机构更感兴趣的是投资于提供相对较高固定回报的特定行业的产品，而不是长期持有的多元化投资组合。

图111：日本金融机构产品市场趋势

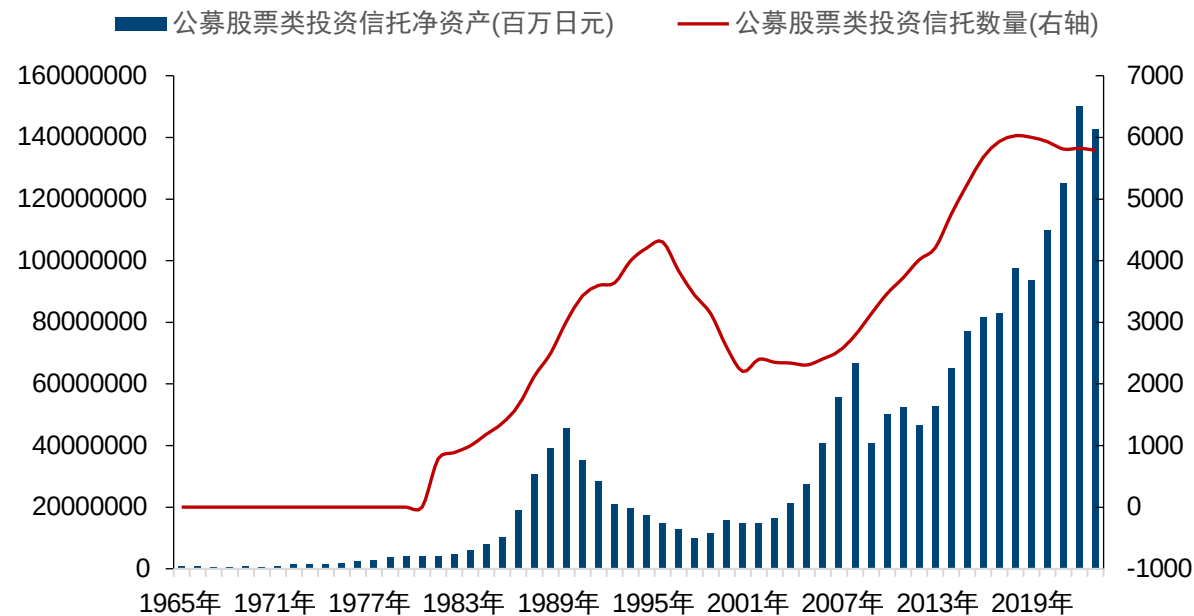


资料来源：Nomura Research Institute. Japan's Asset Management Business: 2022-23, 国信证券经济研究所整理

日本基金规模和数量：公募 vs 私募

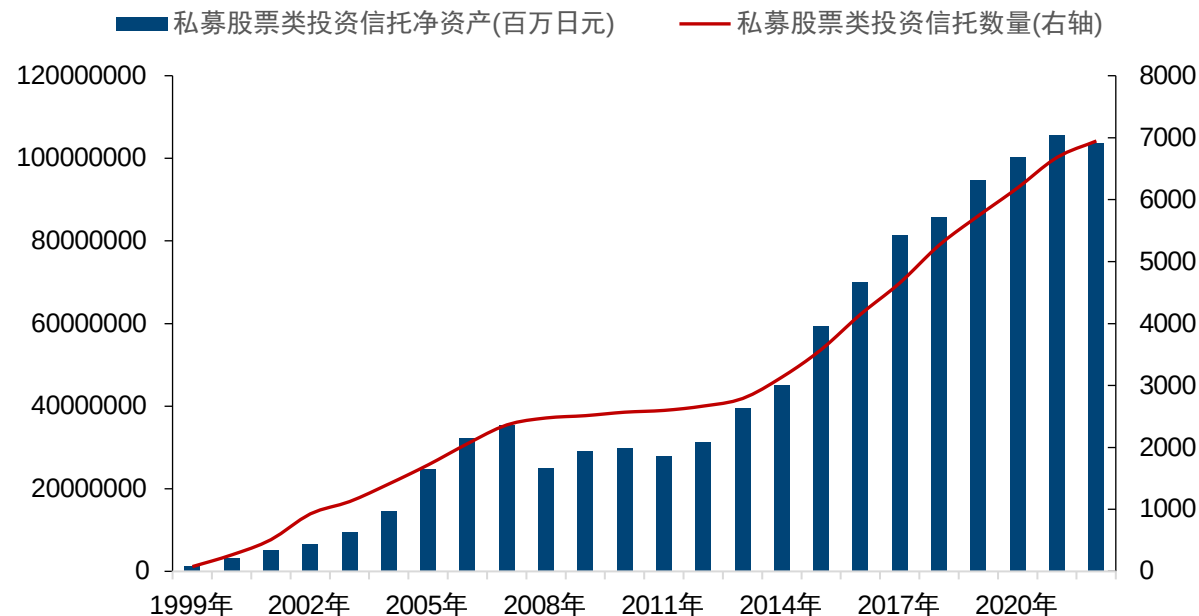
- 日本公募基金规模和数量在1990s有所回落，2000年后再次上升；
- 对比来看，日本私募基金发展较快。截至2022年底，私募基金规模（103万亿日元）已与公募基金（143万亿日元）相差不多，数量（6949支）超过公募基金（5796支）。

图112：日本公募股票类投资信托净资产和数量变化情况



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图113：日本私募股票类投资信托净资产和数量变化情况

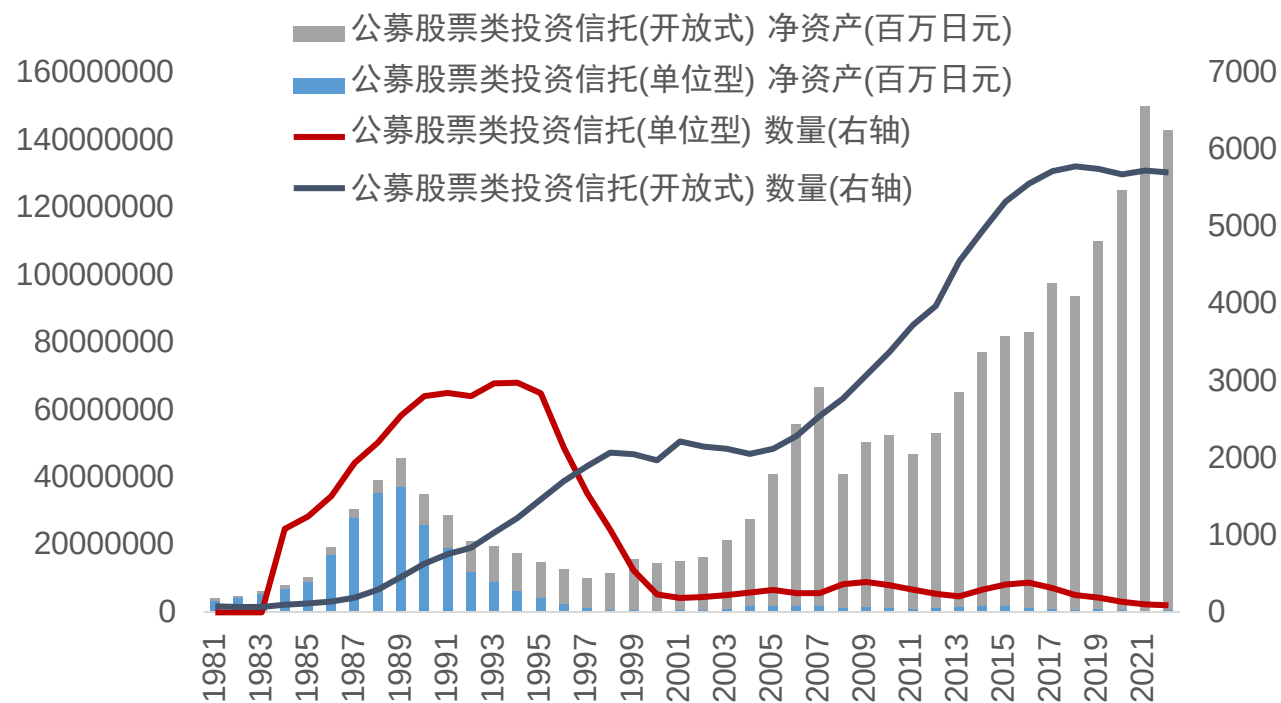


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

日本公募基金拆分：主动 vs 被动

- 据日本投资信托协会，截至2022年底，日本ETF规模（59万亿）逐年扩大，已与其他类型基金（83万亿）相差不大。在数量上，ETF数量较少，仅有243支，而其他基金数量为5553支。
- 日本公募基金还可分为单位型和开放式。追溯到1990s，在基金规模不断缩减的过程中，开放式基金逐步占据主要地位。1990-1999年间，开放式基金占比从26%增加值96%。

图114：日本开放式、单位型公募股票类投资信托净资产和数量变化情况

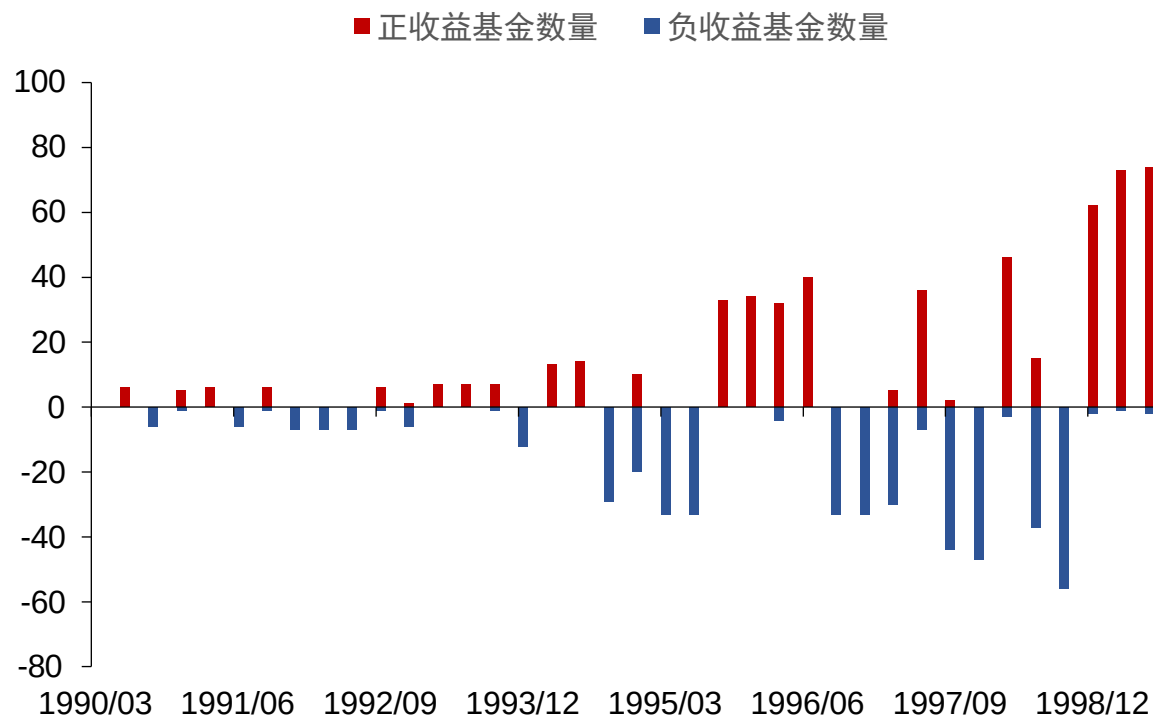


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

90年代日本基金收益情况存在较大分化

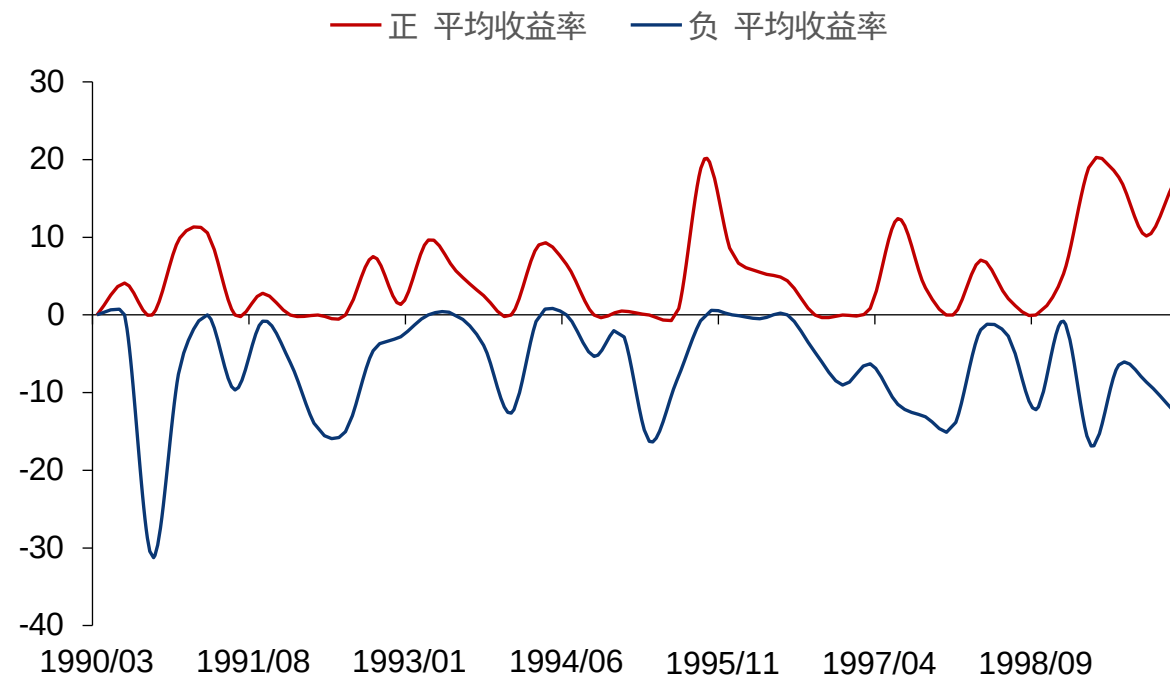
- 从彭博统计的样本基金季度收益率来看（数据中包含103支日元计价、开放式、股票份额50%以上的基金，且剔除缺失收益率的条目）在1990-1999年间，正收益基金和负收益基金的数量、平均收益率存在较大分化，整体来看在99年正向收益基金数量才明显占优。

图115：20世纪90年代日本基金收益情况统计



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图116：20世纪90年代日本基金平均收益率



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

· 90年代是典型的大市值占优，21世纪初中小市值领跑，随后金融危机期间大盘价值抗跌，后续复苏中小市值在2009-2018年期间持续跑赢大市值，2019年后重归大市值风格，在2023年的日股牛市中，以钢铁、航运为代表的大盘价值风格显著领跑。

图117：日本大中小市值板块间轮动



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

90年代日股各行业涨跌幅和胜率排序

- 买弹性：信息通信（54%）、电气（50%）、服务业（33%）、精密仪器（18%）。
- 买胜率：烟草（日本烟草产业株式会社）、生物科技（PeptiDream、Takara Bio、Pharma Foods国际）股票90年代全在上涨，工业集团企业（日立、东芝、京阪、日清纺、TOKAI、诺日士钢机、片仓工业、三重交通株式会社）有2/3的票上涨，居家用品（尤妮佳、狮王、贝亲、阿斯制药、ST公司、Transaction、Niitaka Co Ltd）。

图118：1990-1999日本股市各指数表现情况

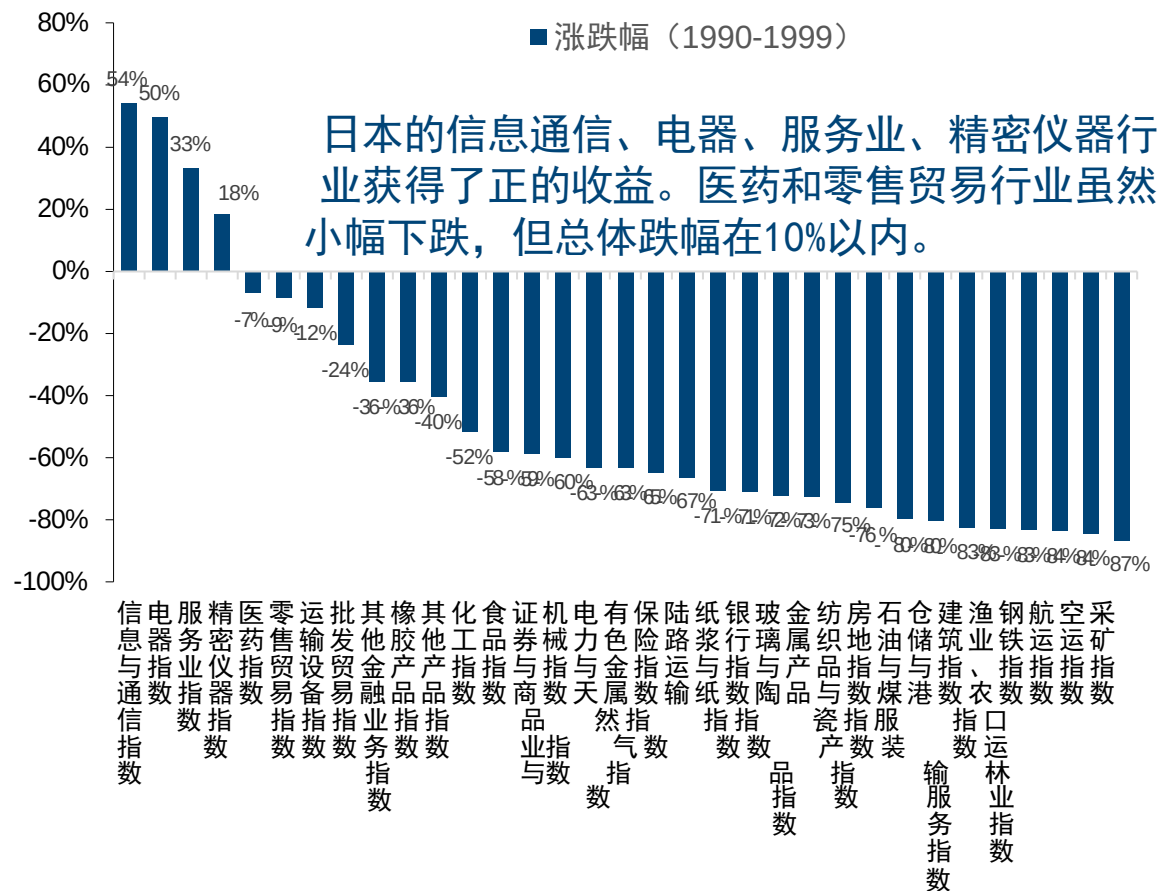
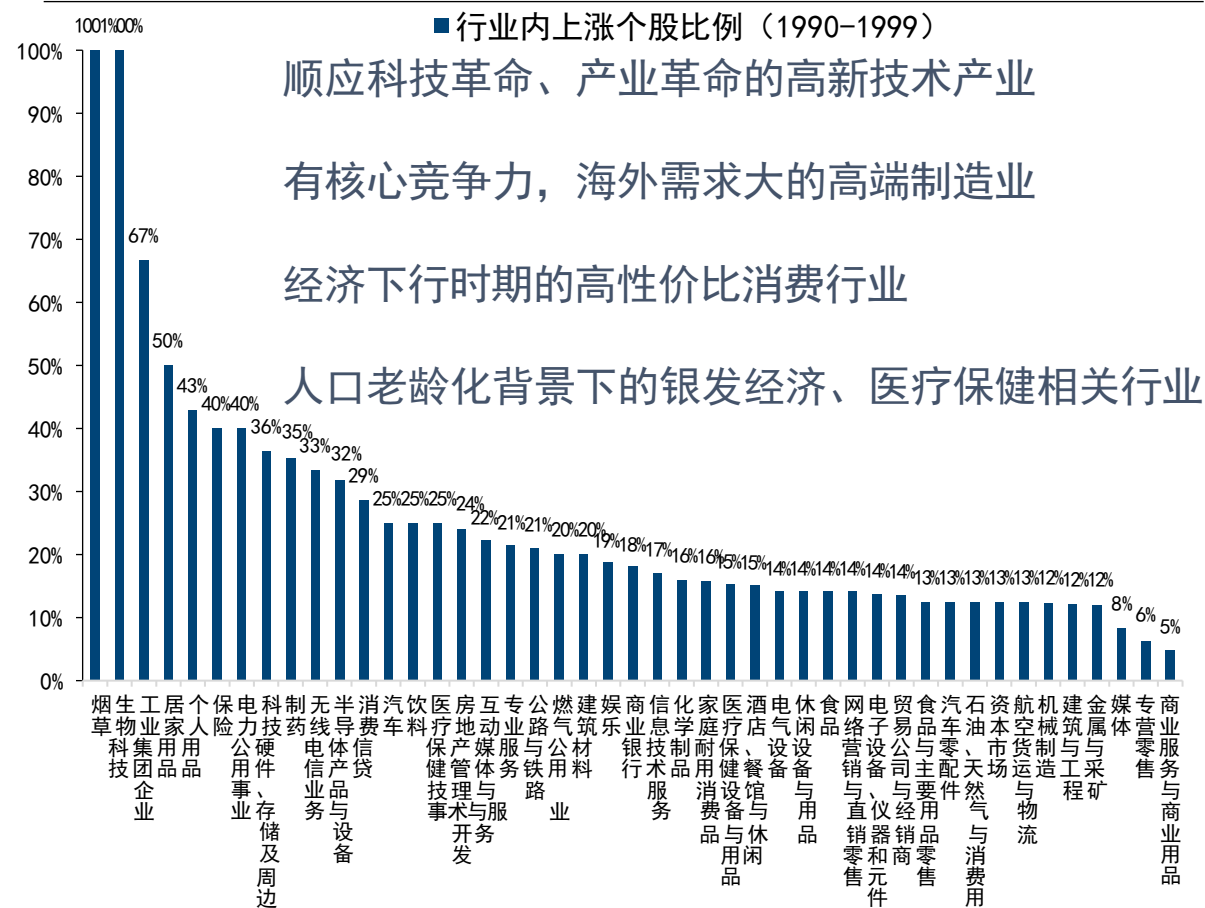


图119：1990-1999日本股市各行业上涨个股比例



90年代日本基金表现占优和表现较弱的代表产品列举

图120：1990-1999日本收益率前七位和后七位基金情况

前七名		居中7名		后七名	
名称	收益率	名称	收益率	名称	收益率
Rainbow Fund Information/Ele	158.72%	Index Portfolio Million/AMOn	1.74%	Super Trend Open/Nomura	-34.76%
Million - Japan Dream Portfo	109.21%	Topix Index Open/Nomura	0.21%	Index Million/MUKAM	-38.61%
Daiwa Best Choice Open	94.58%	Equity Index Fund 225/Daiwa	-8.16%	225 Index Fund/T&D	-43.38%
Sumitomo Mitsui Super Small	87.10%	Index Management Fund 225/AM	-11.22%	Index Fund 225/Nikko	-48.72%
Capital Open/Nikko	69.43%	Taiyo Index P Million/AMOne	-12.13%	MHAM Equity Index Fund 225	-56.19%
Sumitomo Mitsui Japanese Equ	62.98%	Million - Index Portfolio/No	-12.50%	Low Priced Equity Open/Nikko	-58.27%
J Open - Small Cap Stock/MUK	58.97%	Accumulation Equity Fund - M	-13.20%	Japan Low Priced Equity Fund	-62.78%

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

90年代日本表现较好的基金产品主要布局了产业升级赛道

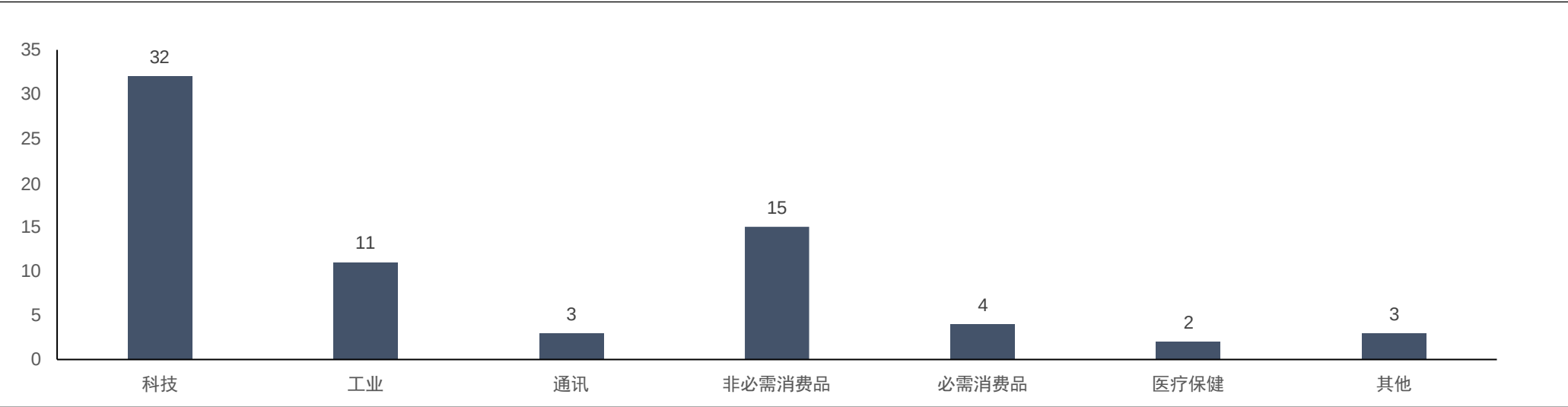
- 1990-1999年间日本表现较好的基金产品主要布局科技、工业、通讯等热门行业赛道。

图121：1990-1999日本收益率前7位基金持仓行业分布

基金名称	科技	工业	通讯	医疗保健	非必需消费品	必需消费品	其他
Rainbow Fund Information/Ele	69.69%	21.53%	3.23%	4.87%	0.69%	0.00%	0.00%
Million - Japan Dream Portfo	13.42%	26.02%	0.68%	1.59%	50.05%	3.04%	5.19%
Daiwa Best Choice Open	29.16%	15.51%	7.60%	12.28%	22.28%	5.48%	7.67%
Sumitomo Mitsui Super Small	32.72%	11.72%	0.00%	41.15%	11.81%	2.60%	0.00%
Capital Open/Nikko	35.55%	17.08%	0.25%	3.22%	6.28%	17.32%	20.30%
Sumitomo Mitsui Japanese Equ	36.74%	13.27%	0.24%	9.90%	28.34%	9.02%	2.49%
J Open - Small Cap Stock/MUK	32.50%	31.86%	9.67%	1.00%	8.11%	7.87%	8.99%

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图122：1990-1999日本收益率前7位基金持仓前十股票行业分布

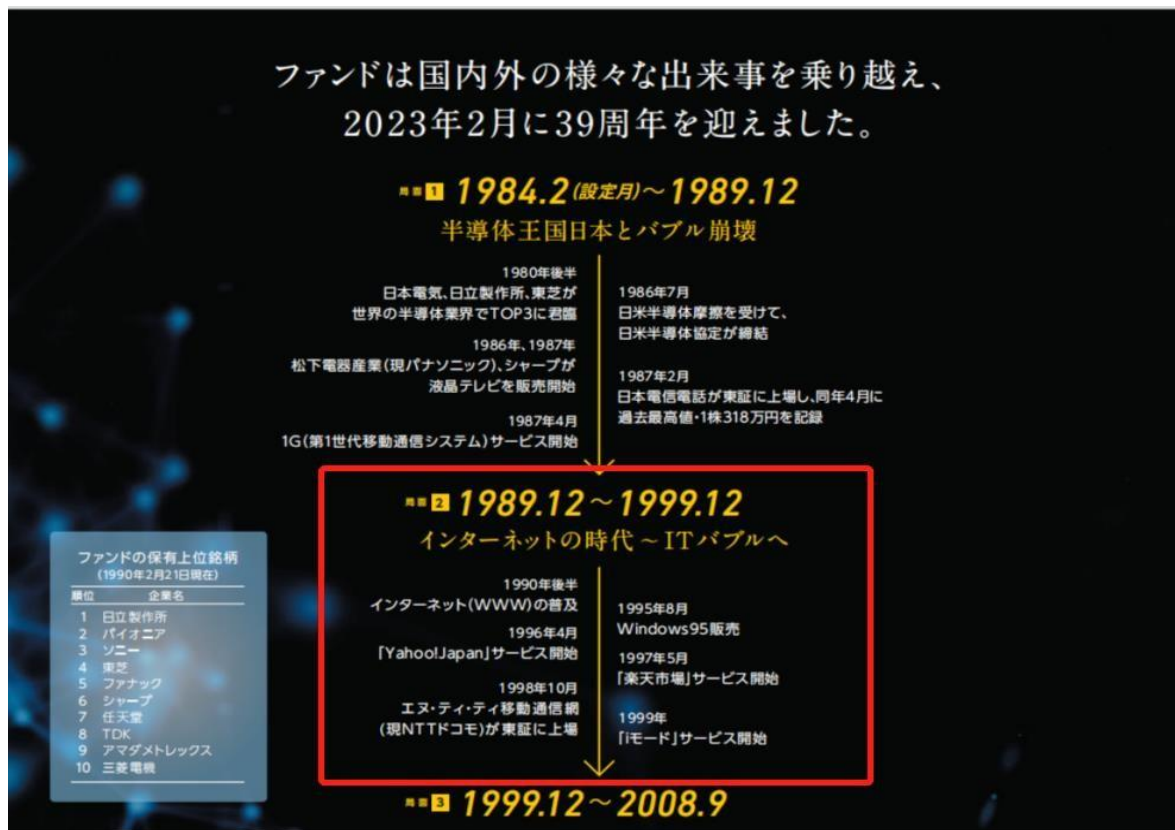


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

产业升级导向的基金产品、逆向投资和低估值策略

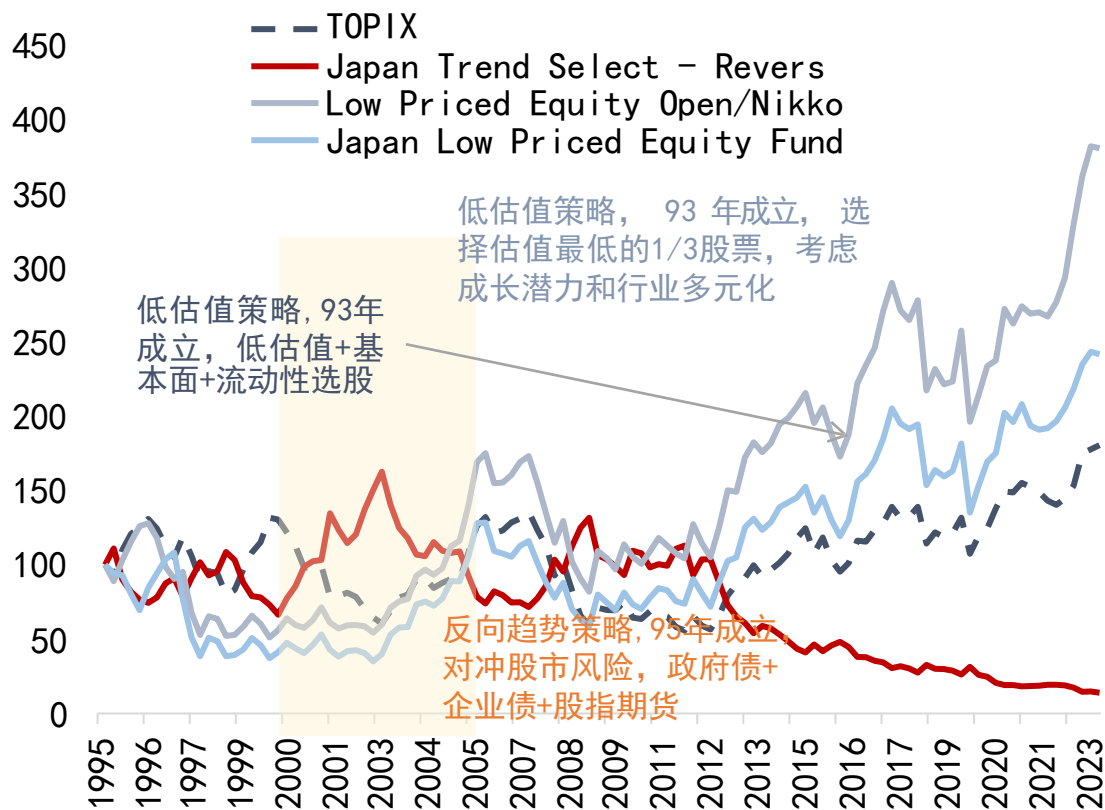
- 90年代依托于产业升级的基金产品跑赢：野村信息电子基金重视设备赛道，重仓日立制作所、索尼、东芝、发那科、夏普、任天堂、TDK、三菱电机等；
- 科网泡沫崩溃后，逆向投资策略短期占优：着眼于对冲股票下跌风险，以衍生品和债券空仓；
- 低估值增强策略：在科网泡沫后兴起，持续显著跑赢大盘。

图123：1990年2月野村信息电子基金的十大重仓股



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图124：逆向投资和低估值策略在日股的表现



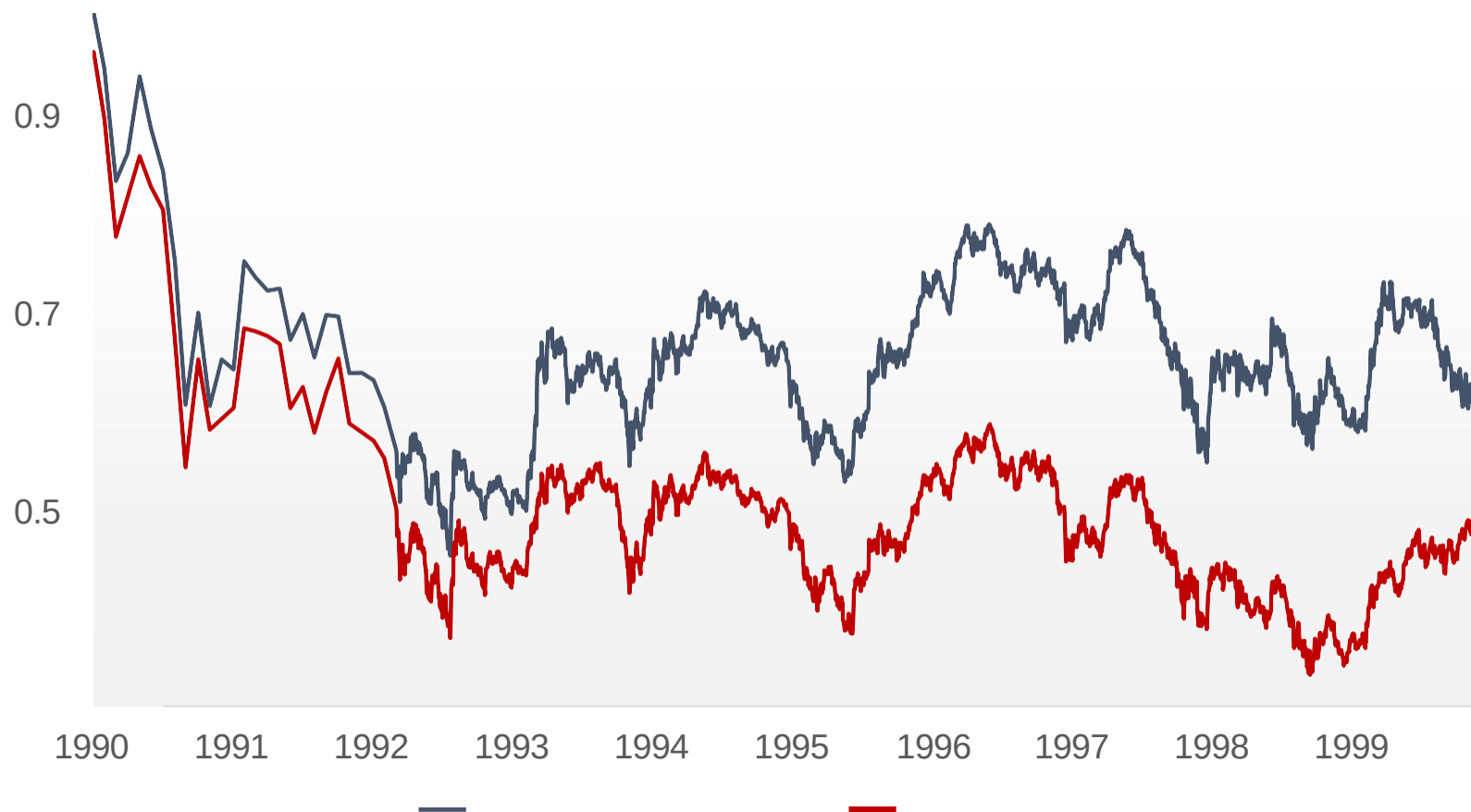
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 美国资管行业的风险防控体系
- 【 02 】 美国资管行业的投资策略和配置框架
- 【 03 】 20 世纪90 年代日本资管行业的挑战和应对
- 【 04 】 日本资管高股息策略和量化投资

日本高股息策略在90年代具有相对优势

- 高股息策略是指在回报率整体下行的环境下，依靠稳定的股息现金流获取 回报。1990-1999年间明晟日本高股息指数总体跑赢 日经225指数。

图125：1990-1999 明晟日本高股息指数和日经225指数相比，具有相对收益

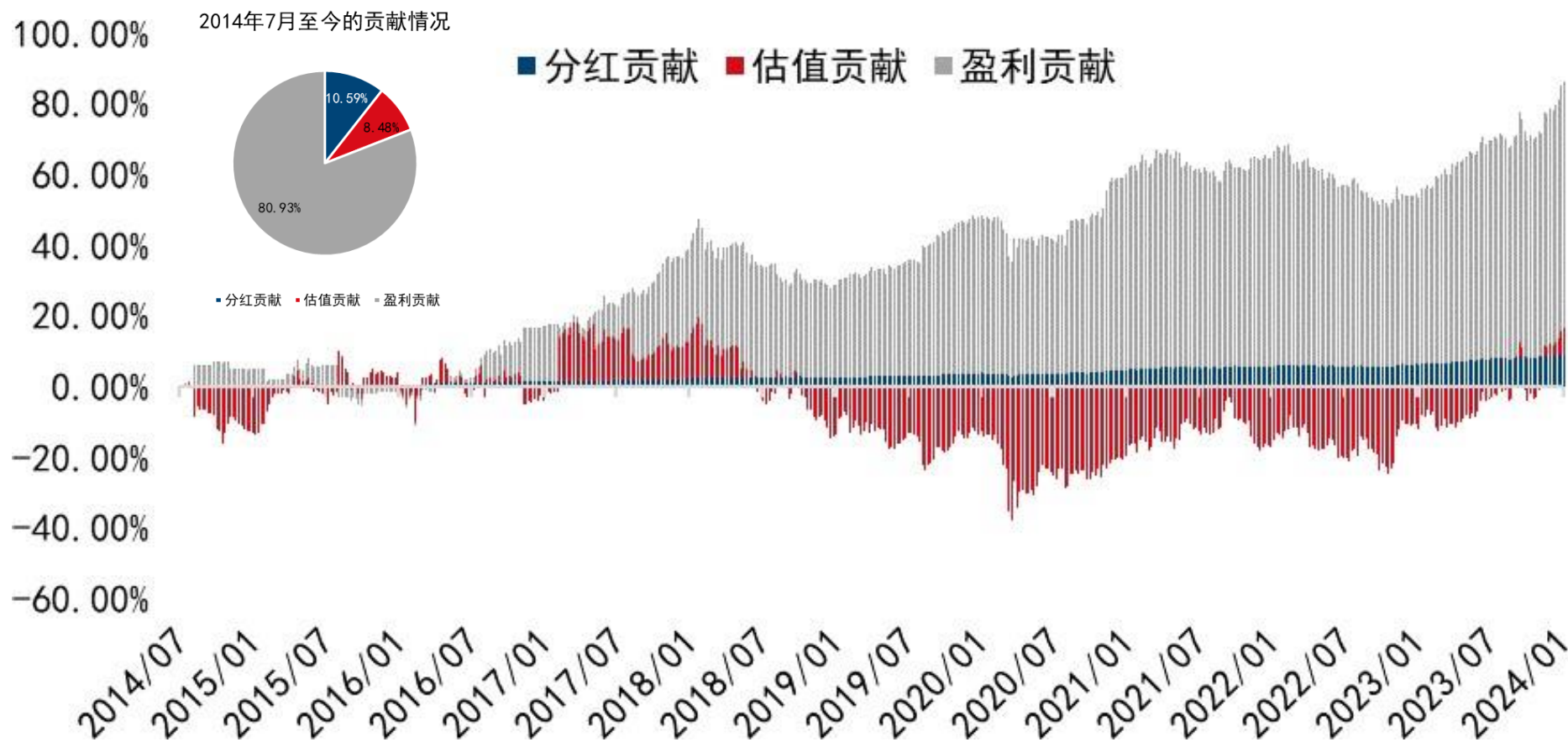


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

日本高股息策略回报来源拆解：盈利贡献了八成回报

- 日本的高股息策略主要回报来自于盈利贡献，自2014年7月至今，盈利贡献了总回报的80.9%。这与日本产业结构升级后的分子端逻辑有紧密的联系。

图126：日本高股息策略在2013年以来慢牛行情中主要是盈利贡献

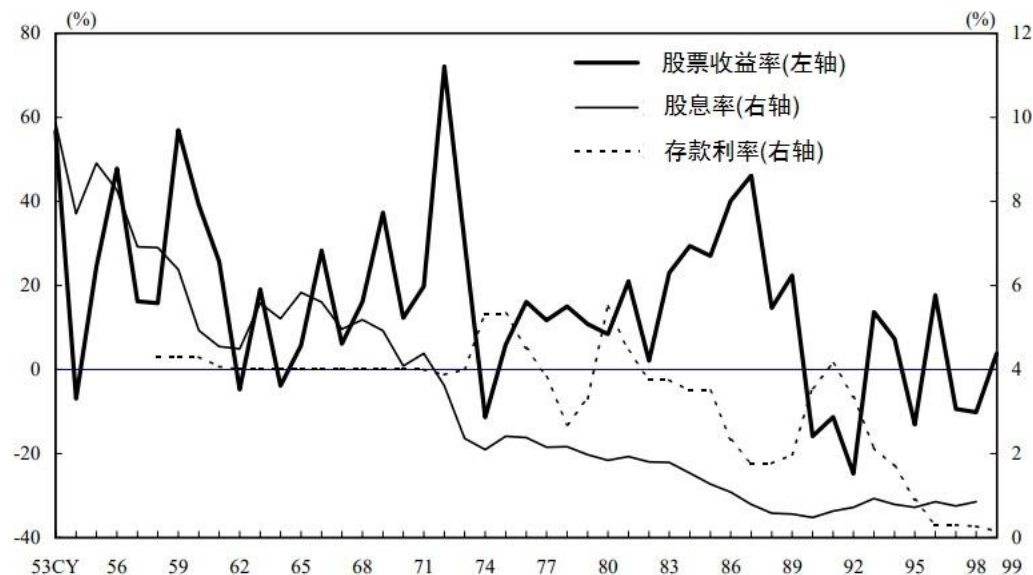


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

90年代日本股票与存款的“两个反超”

- **存款规模反超股票**：58年-88年间仅有4年股票回报跑不过存款，而89-99年股票仅有4年比存款回报高，居民资产开始从风险资产搬家到避险资产中。
- **股票股息反超存款利息**：日本在1995年后才开始迟到的大幅宽松货币政策，此时存款利率才被压制到股息率以下，股票的分红策略回报反超存款，日本主打高股息的产品也是当时如雨后春笋频出。

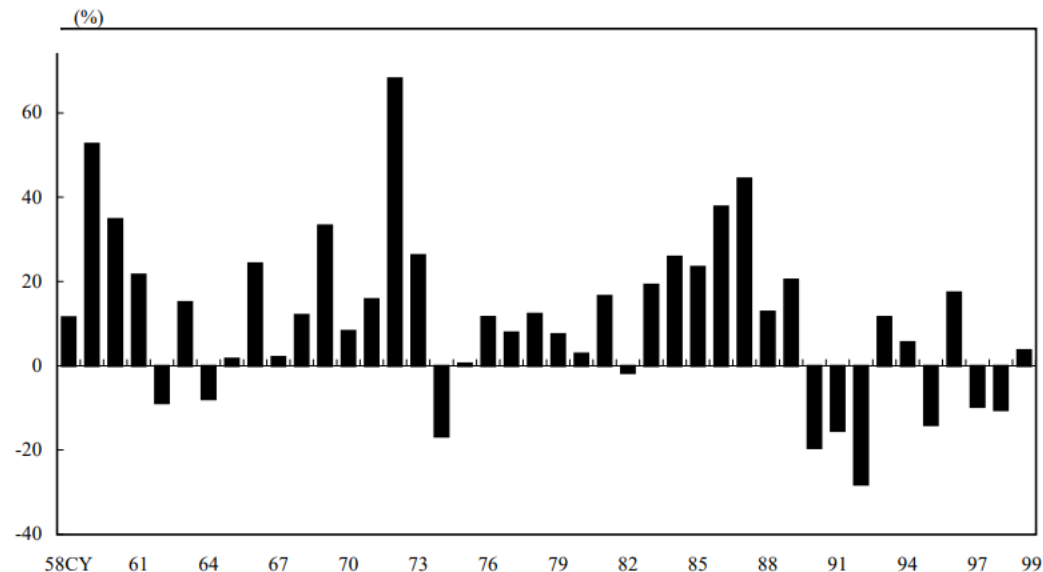
图127：日本股市回报、股息和存款利率



注:1.股票回报率是东京证券交易所第一部门的加权平均数
2.1999年的数字是1月至5月的平均数。

资料来源：日本经济研究所，国际清算银行《国际金融统计》，国信证券经济研究所整理

图128：股票回报率和存款利率间价差在90年代长期转负



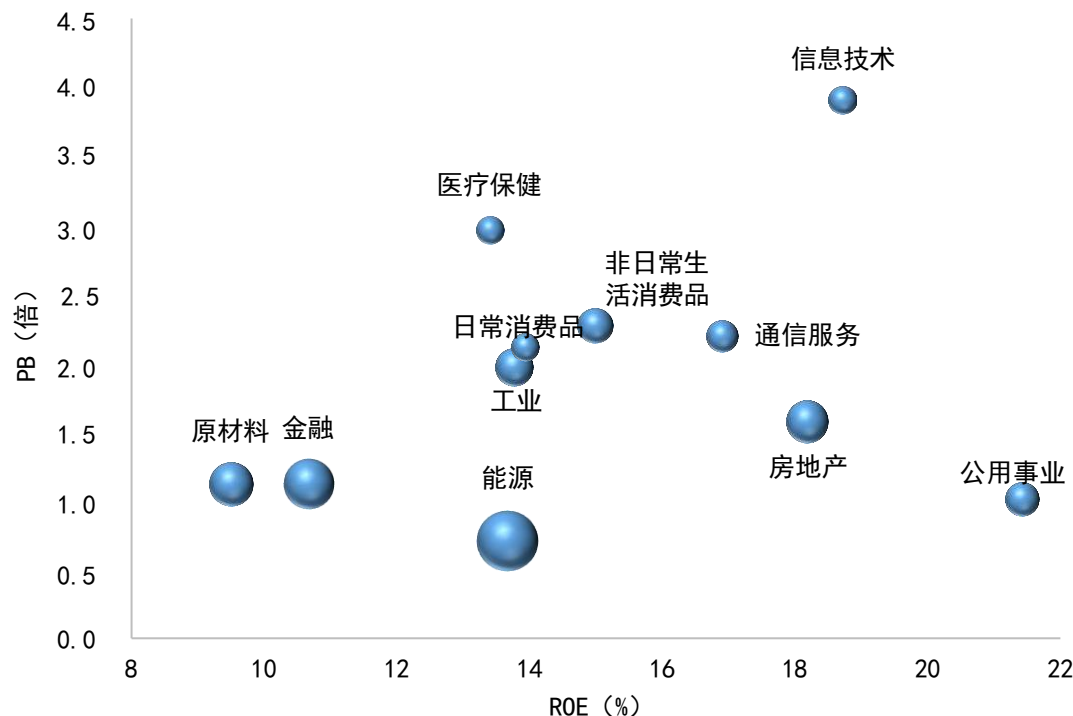
注:1.股票回报率减去存款利率
2.1999年的数字是1月至5月的平均数

资料来源：日本经济研究所，国际清算银行《国际金融统计》，国信证券经济研究所整理

日股长期资本开支较少的行业，分红的意愿也较强

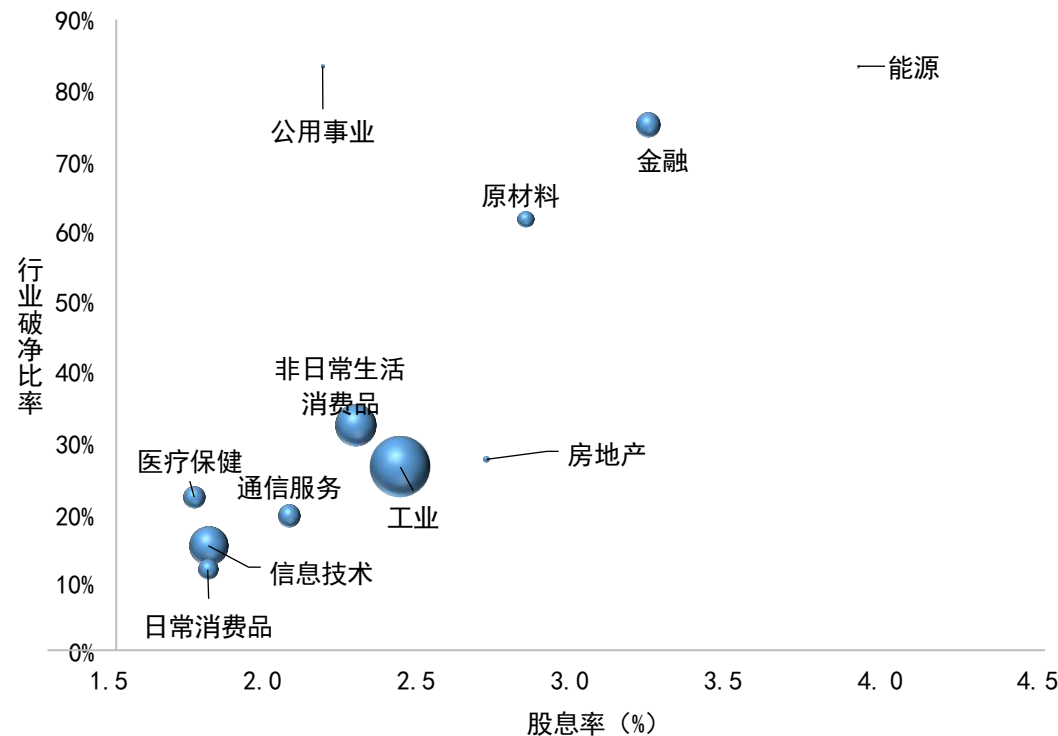
- 日本典型的低PB、高ROE行业集中在原材料、能源和金融三个行业；
- 上述三个行业也是个股破净比例和股息率最高的几个行业。

图129：日本TOPIX的行业分布情况（面积代表股息率）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图130：日本TOPIX的行业分布情况（面积代表市值）

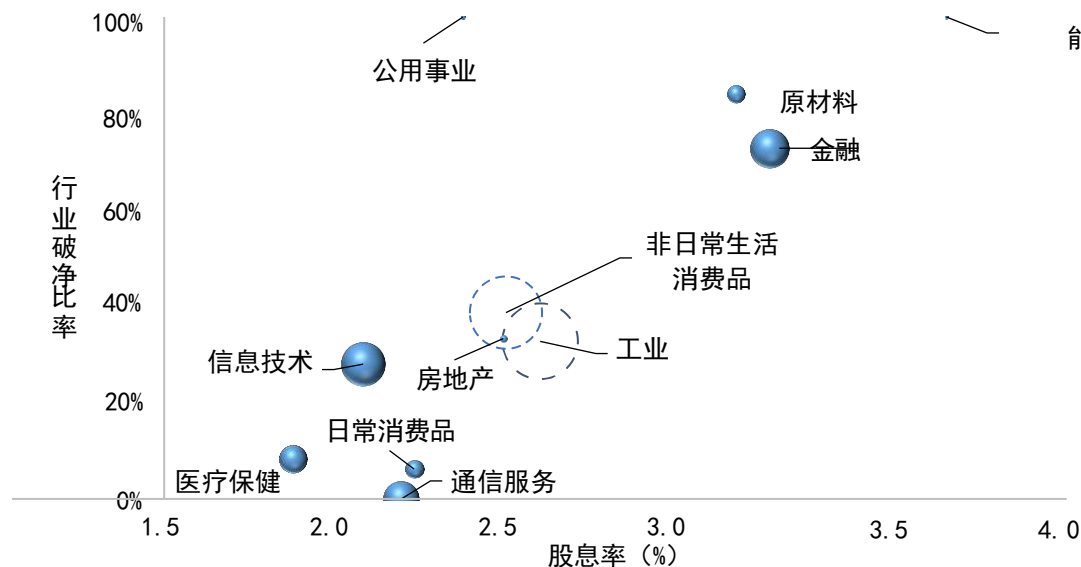


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

日股长期资本开支较少的行业，分红的意愿也较强

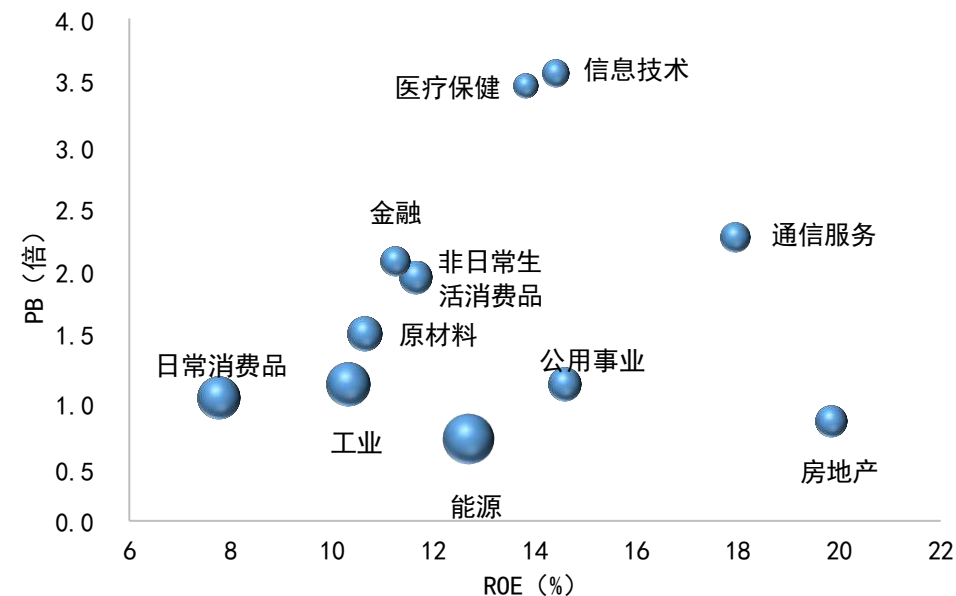
- 日本典型的低PB、高ROE行业集中在原材料、能源和金融三个行业；
- 上述三个行业也是个股破净比例和股息率最高的几个行业；
- 日经225和东证所TOPIX指数均具有上述特征。

图131：日经225的行业分布情况（面积代表市值）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图132：日经225的行业分布情况（面积代表股息率）

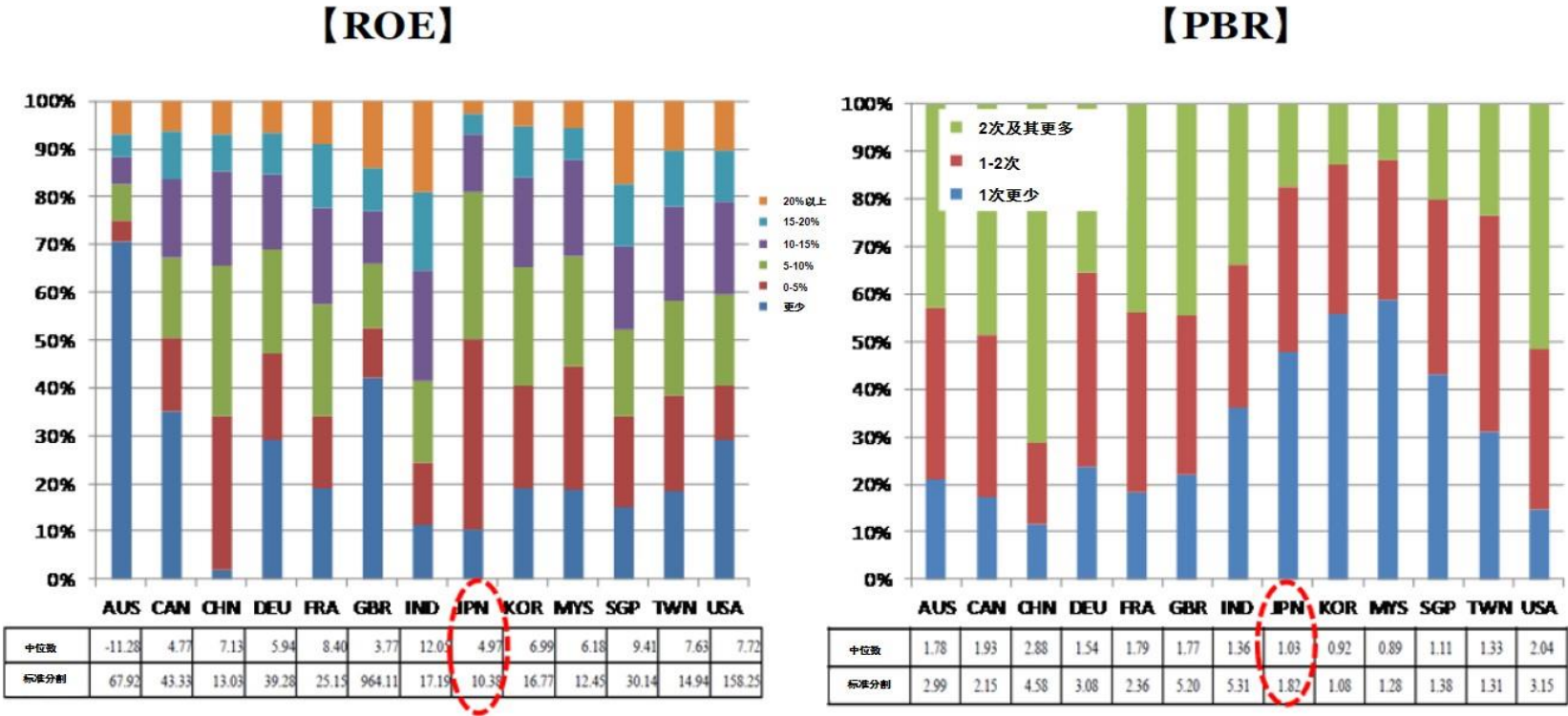


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

日本股市从低PB+中低ROE到低PB+高ROE

- 本世纪初前10年间，日本在全球主要发达地区股市中处在低PB，中低ROE的分布状态，安倍经济学后ROE才有改善。

图133：2000-2010年间，日本股市在主要发达地区股市中处在低PB+中低ROE的定位

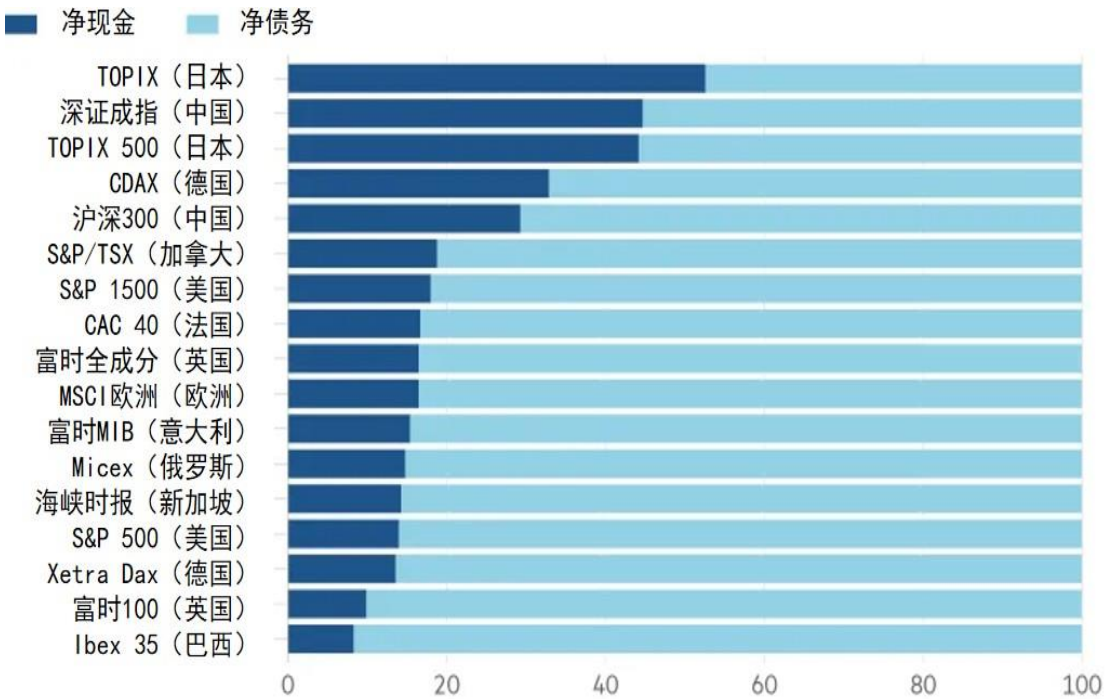


资料来源：Tetsuyuki Kagaya, Associate Professor at Hitotsubashi University “Toward the Sustainable Creation of Value by Japanese Companies-1st Year Achievements by the Corporate Reporting Lab” (2013.7),国信证券经济研究所整理；注：过去10年各企业的中间值是根据Compustat Global 2000年至2010年的数据计算的。该图显示了公司的中值分布。

日本资产负债表问题和企业在手现金现象

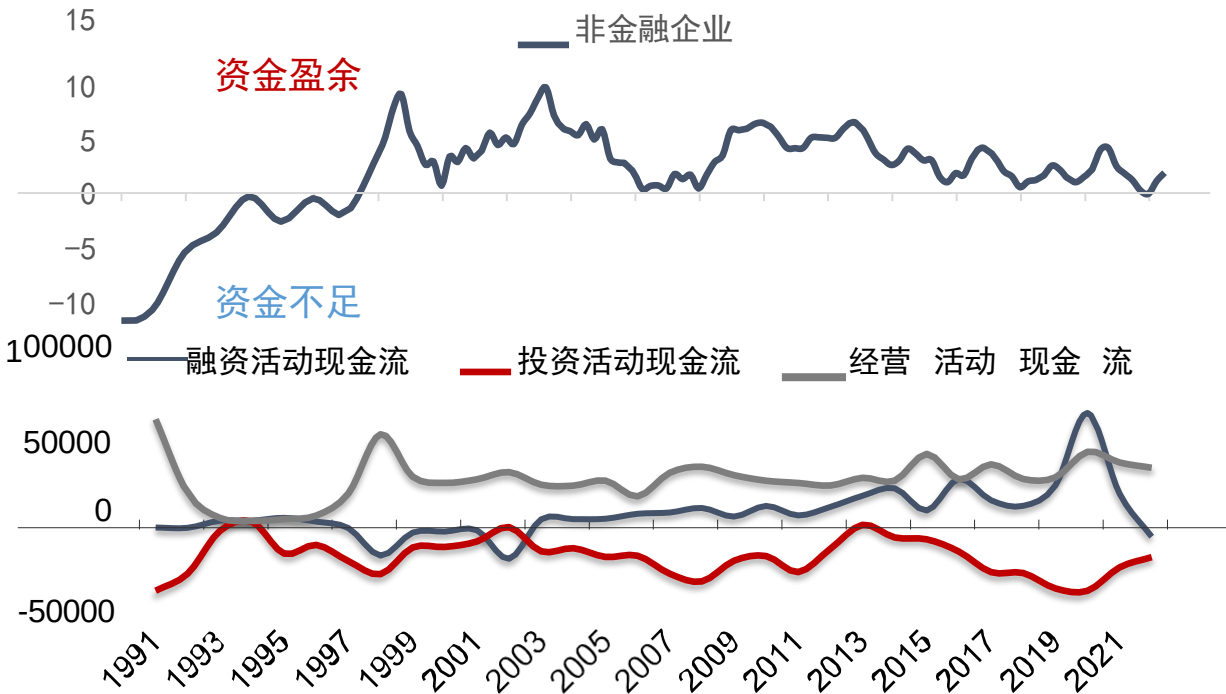
- 资产负债表审慎：日本实体企业从经济繁荣时期大量负债（70-80s），到泡沫崩溃后的大幅偿债和储蓄（90s后），直到安倍经济学后才有所改善（2013年后筹资现金流净流入且走高，量变），2023年底破局（企业部门变为资金不足部门，质变）。
- 企业持有大量现金，没有很高的再投资、扩产能力，通缩环境下以现金留存，后续随着监管引导开始分红。

图134：亚洲经济体持有现金的意愿和比例明显超出西方发达经济体



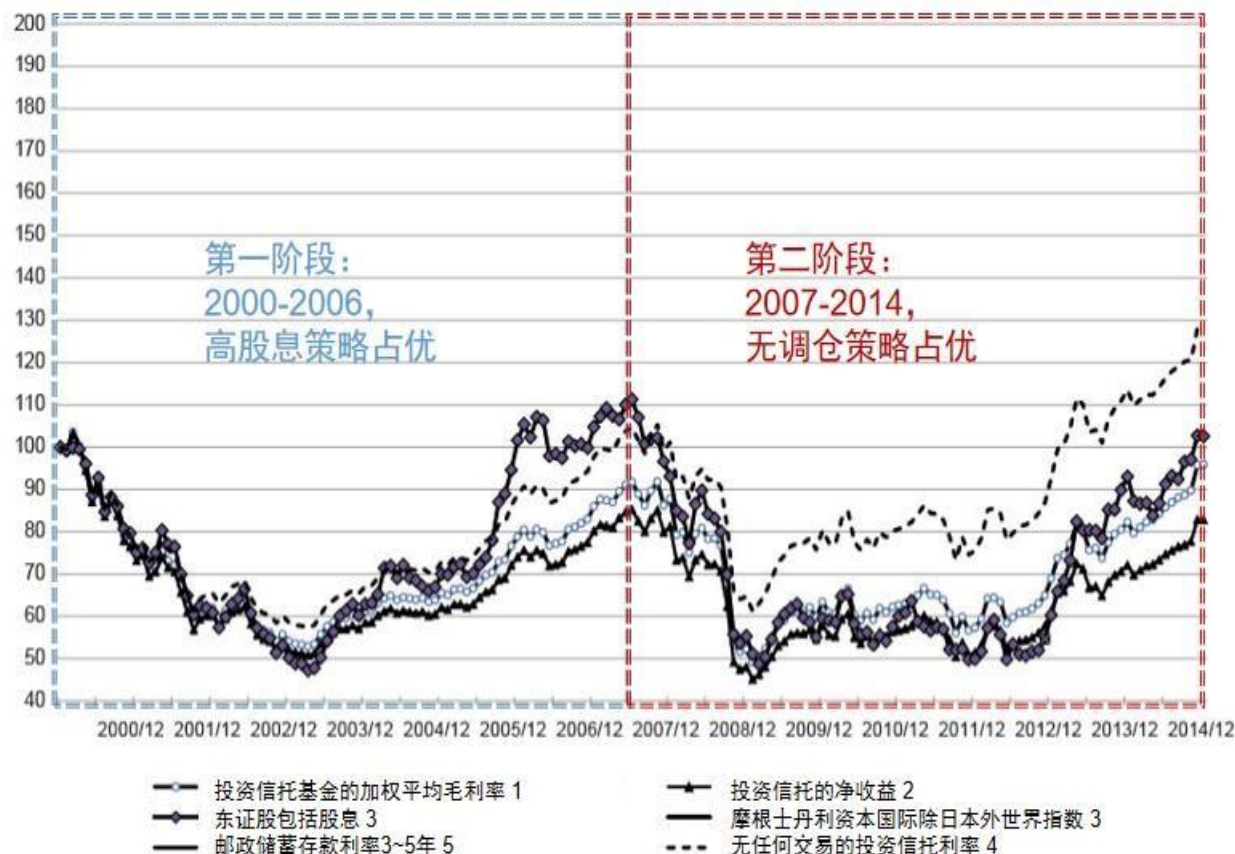
资料来源：Factset, CLSA, 国信证券经济研究所整理

图135：日本实体企业在90年代后即面临资产负债表审慎问题



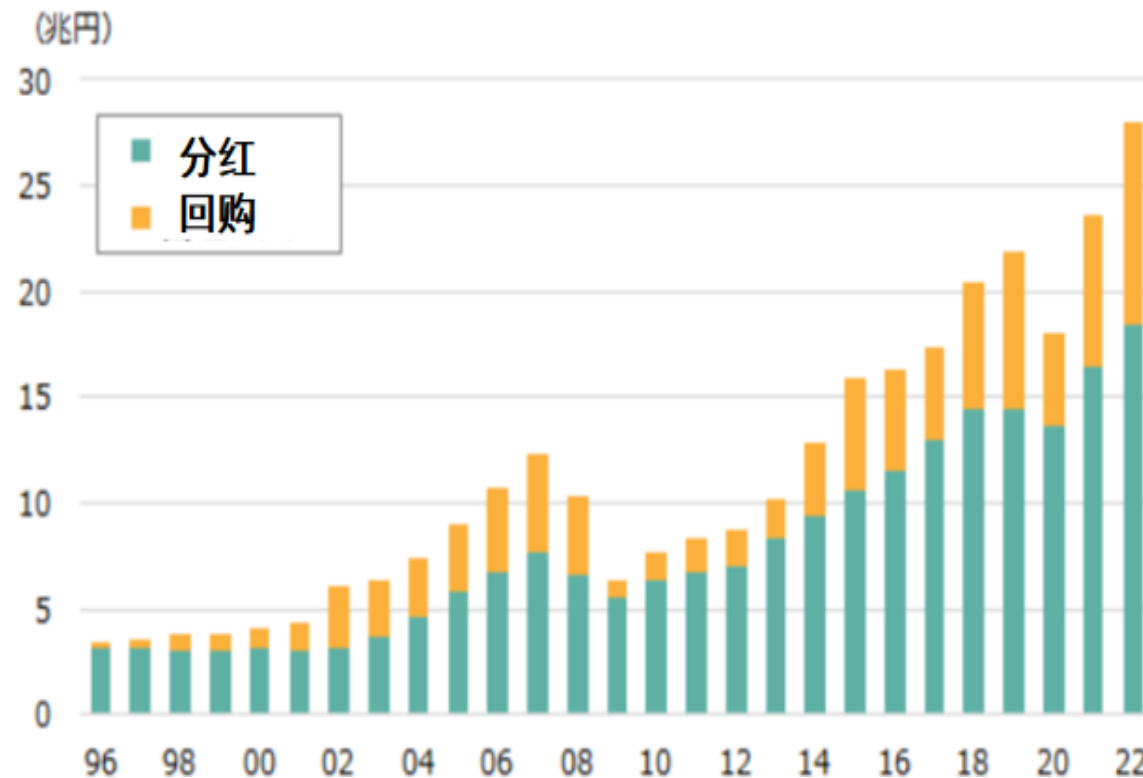
资料来源：Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图136：股票投资信托基金及其他资产的累计回报率(1999年底数值标准化为100)



资料来源：东证所，国信证券经济研究所整理

图137：日本考虑分红和回购的综合股息水平较高

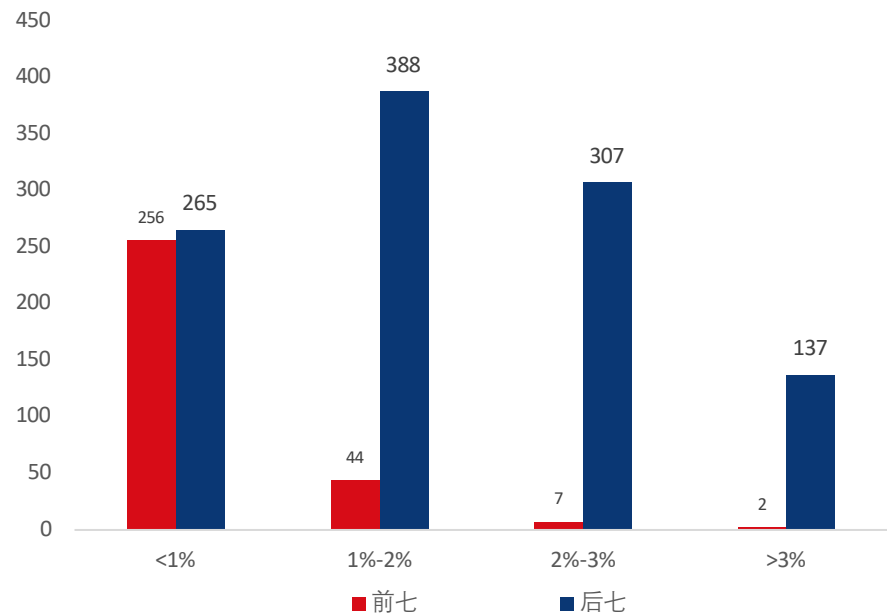


资料来源：东证所，国信证券经济研究所整理

90年代高股息策略能跑出相对收益，但涨的最好的票不是高股息

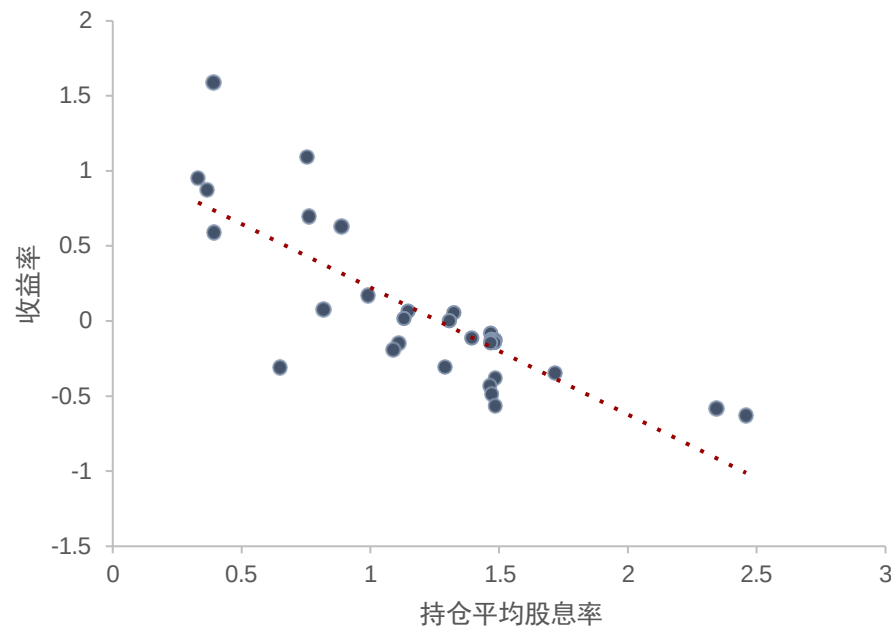
- 1990-1999年间日本收益率前七位的资管产品大多持有股息率较低的产品。
- 1990-1999年间日本资管产品收益率与持仓股票平均股息率呈负相关关系。
- 高股息指数虽然跑赢大盘，但是高收益的基金产品并未在高股息个股上加重砝码。

图138：1990-1999日本收益率前七位和后七位基金持仓股息率



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图139：基金持仓平均股息率和收益率的关系

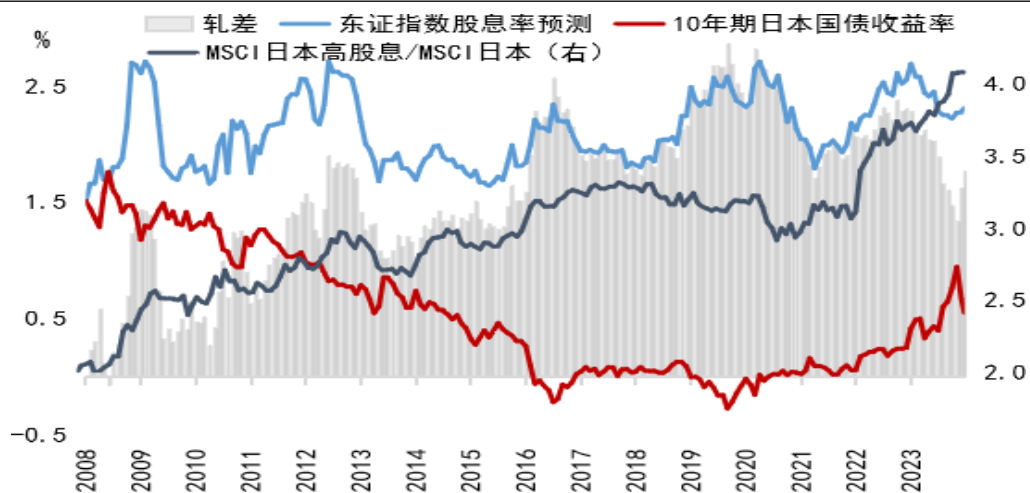


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

从巴菲特案例看低利率时期下的高股息套利策略

- 巴菲特在2023年增持日股是纯套息策略，日元债融资（0.4%无风险利率+100bp信用溢价）+转紧预期（未兑现）前落地+赚取5个点的商社平均股息。
- 2023年7月日股开始回调时，高股息跑赢。当前股息仍强于利息，但在日本货币政策2023年转紧语境下，日元融资进行高股息套利空间被压薄。

图140：日本股市回报、股息和存款利率



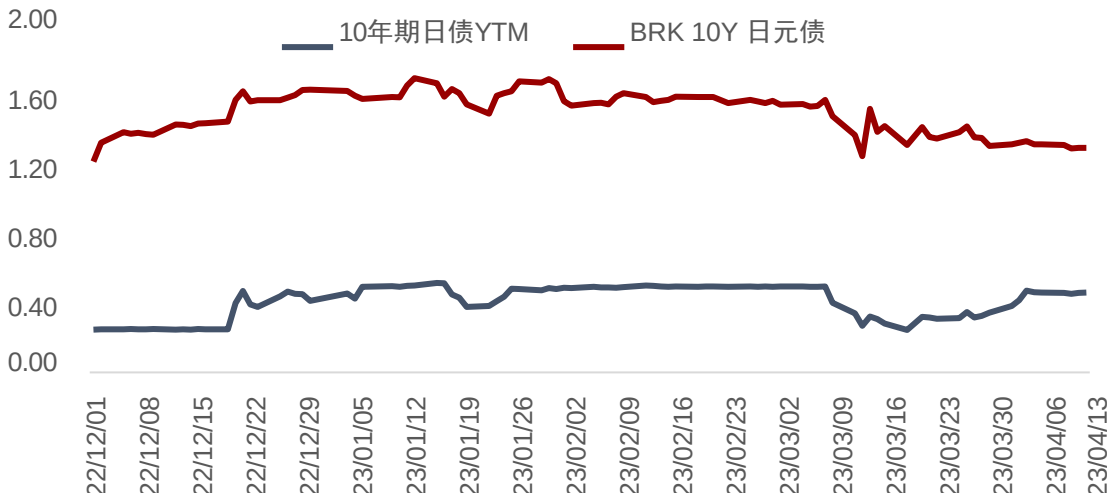
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图142：明晟日本高分红2023下半年大幅跑赢



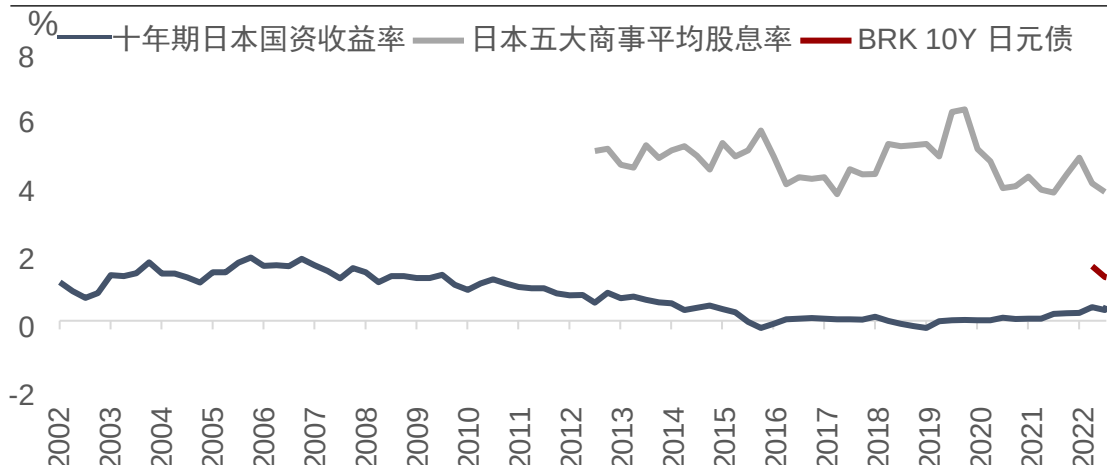
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图141：巴菲特的套利策略：日元债融资收益率、日本五大商社股票股息率



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图143：十年期日本国债收益率、日本五大商社股票股息率、日元债融资收益率



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

价值投资在1990年后日本股市不振中仍奏效

图144：1美元投资于日本总市场指数和具有最高账面市值、股息率、市盈率、现金流-价格比和杠杆-价格比的投资组合的累积收益日本股市的再平衡



资料来源：香港科技大学价值合伙人投资中心，国信证券经济研究所整理

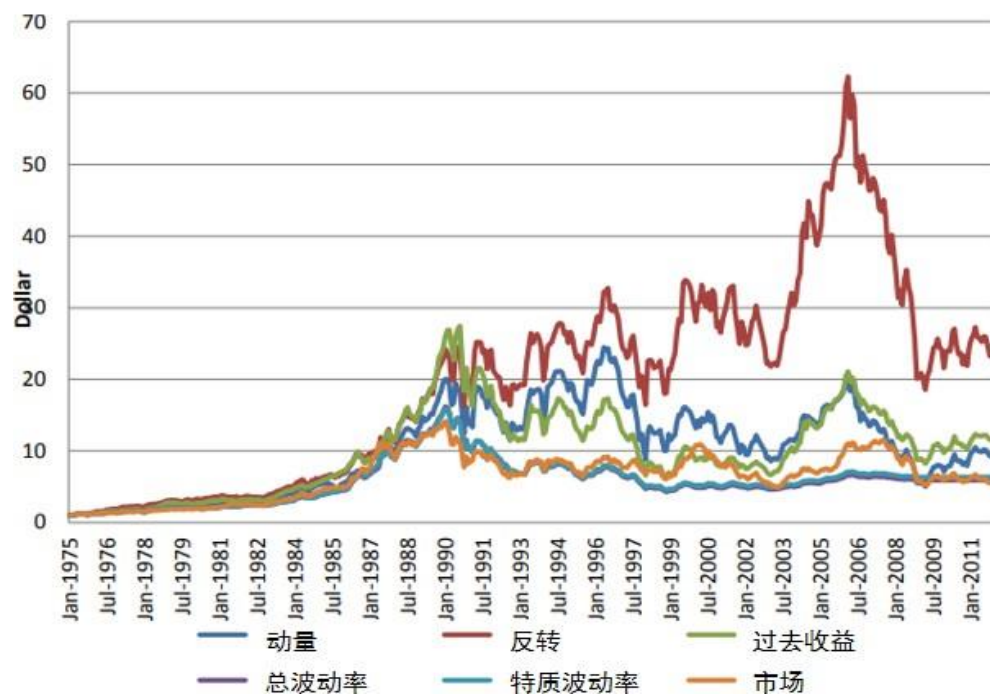
- 香港科技大学价值合伙人投资中心研究了1975年1月至2011年12月期间日本股票市场价值股的表现。
- 1990年至2011年日本股市下跌了62.21%，股市长期熊市期间价值股的表现并不差，低估值和价值投资的策略实际上并未失效。
- 1980年至2011年期间每月进行投资组合再平衡，将1美元投资于具有其价值衡量标准最高值的投资组合中的累积回报（以美元计算）。基于股票账面市值比、股息收益率、市盈率、现金流量比和杠杆率比的价值投资策略分别从1美元增至115.98美元、81.88美元、433.86美元、281.49美元和6.62美元，而1980年至2011年期间，股票市场总额从1美元变成了2.76美元。这意味着这些价值投资策略为投资者带来的回报是日本股市的42.0、29.6、157、102和2.40倍。各种投资策略的有效月复合回报率为1.25%、1.16%、1.60%、1.48%和0.49%，而同期股市总回报率仅为0.27%。

股息率策略在众多投资策略中，表现居于中等偏上游

- 通过将1美元投资于日本全市场指数和过去一个月回报最低值的投资组合的累积收益的比较表明，后者能取得合理有效的回报；
- 日股基于过去6M收益的动量策略、市值策略、总波动率策略，以及每月投资组合再平衡的特质波动率策略，表现均没有反转策略占优。
- 反转策略回报率独占鳌头。特质波动性和基于过去一个月回报最低值的投资组合居中，其他的市值策略、动力策略和总波动率策略表现欠佳。
- 1美元投资于日本全市场指数和规模最大的月度再平衡投资组合的累积收益，以及日本股市的动量、反转、总波动率、特质波动率、账面市值比、股息率策略、盈余收益率策略、现金流收益率策略 和杠杆收益率策略等。结果显示股息率策略 居中，让位于收益定价策略、现金流价格策略等。

图145：反转策略在科网泡沫后、金融危机前超额收益显著，实现了长期跑赢

市场价值、短期反转、动量、总波动率和特质波动率投资策略的累积收益与日本市场收益指数，1975-2011

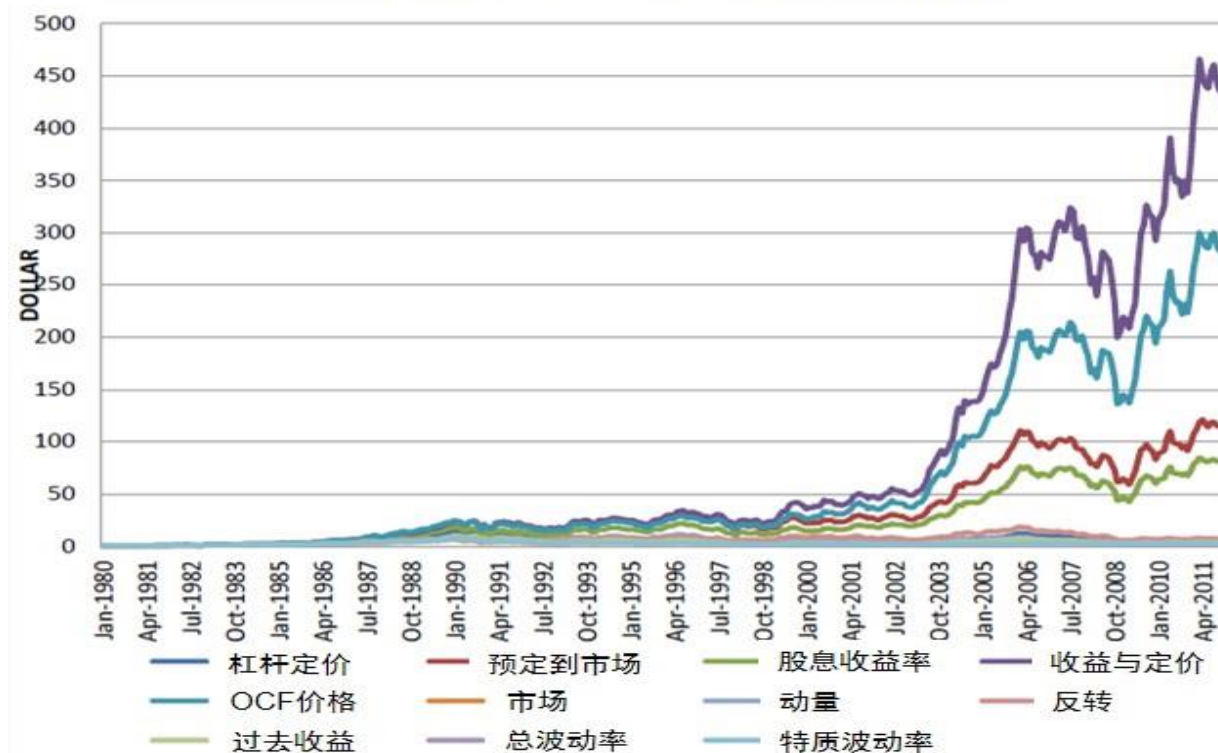


资料来源：香港科技大学价值合伙人投资中心，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

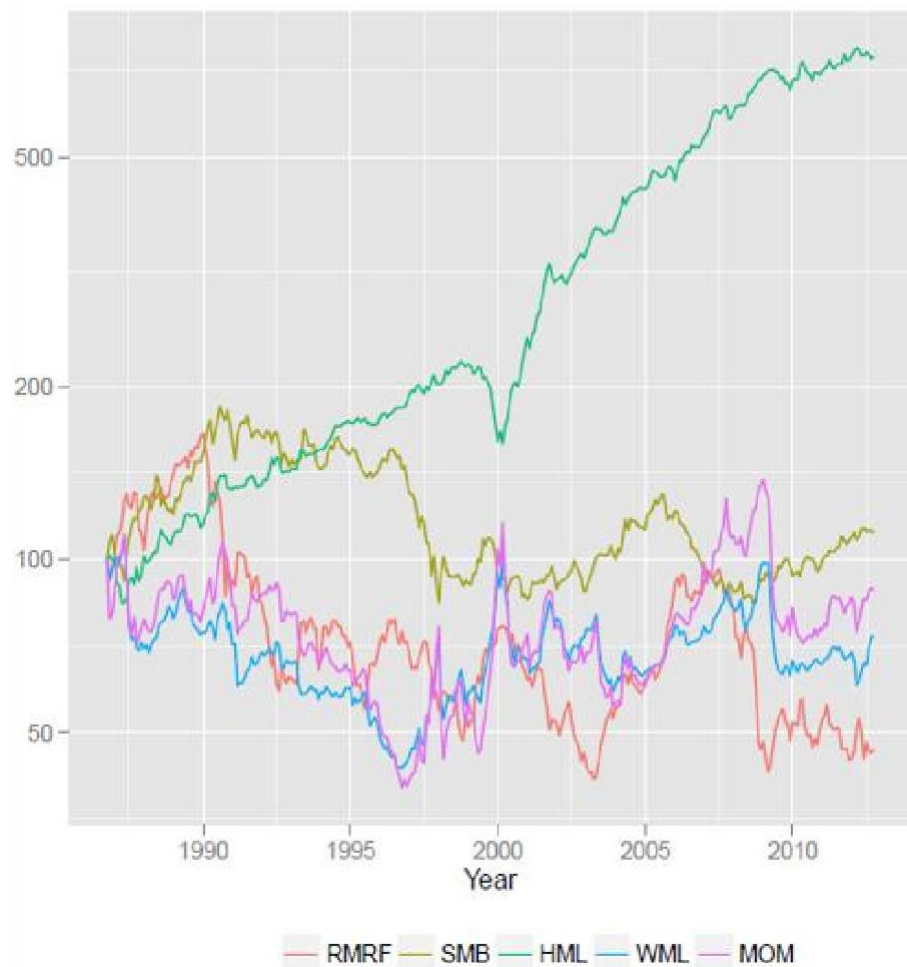
图146：股息收益率策略在众多投资策略中 回报居中

投资策略的累积收益与1980-2011年日本市场回报指数



资料来源：香港科技大学价值合伙人投资中心，国信证券经济研究所整理

图147：弱势股票（反转）策略表现反超其他策略

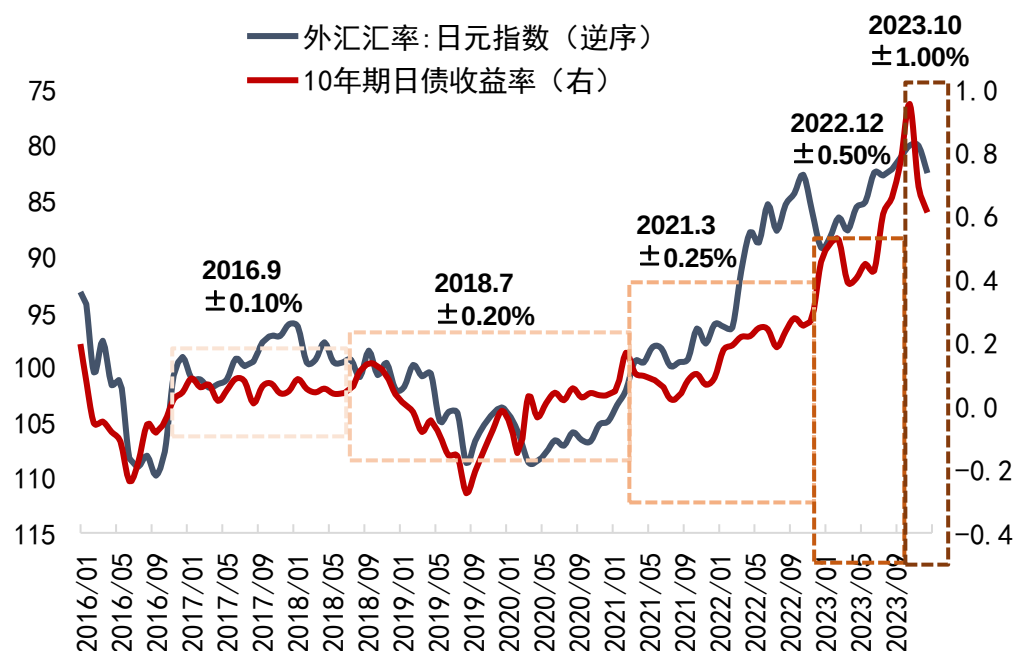


资料来源：东证所，国信证券经济研究所整理；注：该图绘制了市场（RMRF），中小企业，HML，WML和MOM因素的每月时间序列的累积表现。时间序列的计算时间为1986年10月至2012年9月。

- RMRF（Risk-Free Market Return）指的是**市场超额回报率**。RMRF通过计算市场指数的**回报率**减去无风险利率（如国债收益率）来衡量。这个因子反映了投资者在承担市场风险的情况下所能获得的超额报。**计算方法**为 $RMRF = \text{市场收益率} - \text{无风险利率}$ 。
- SMB（Size Minus Big）指的是**市值规模因子**。SMB通常是通过计算小市值股票组合与大市值股票组合之间的收益差异来衡量的。这种因子考虑了小市值股票相对于大市值股票的表现，为投资者提供了一种衡量市值因素对投资组合**回报**的影响的方式。计算方法为： $SMB = \text{收益小市值组合} - \text{收益大市值组合}$ 。
- HML（High Minus Low）指的是**账面市值比因子**。HML通常是通过计算高账面市值比股票组合与低账面市值比股票组合之间的收益差异来衡量的。这种因子考虑了账面市值比对投资组合**回报**的影响，为投资者提供了一种衡量账面市值比因素对股票**回报**的解释。计算方法为： $\text{收益高账面市值比组合} - \text{收益低账面市值比组合}$ 。
- WML（Winners Minus Losers）指的是**弱势股票**。WML通常是通过计算表现良好股票组合的收益减去表现差股票组合的收益来衡量的。这种因子考虑了股票在过去一段时间内的表现对投资组合**回报**的影响。计算方法为 $WML = \text{收益表现良好的股票组合} - \text{收益表现差的股票组合}$ 。
- MOM（Momentum）指的是**动量因子**。MOM通常是通过计算表现良好股票组合与表现差股票组合之间的收益差异来衡量的。这种因子考虑了股票过去表现对投资组合**回报**的影响，为投资者提供了一种衡量动量因素对股票**回报**的解释。计算方法为 $\text{收益表现良好的股票组合} - \text{收益表现差的股票组合}$ 。

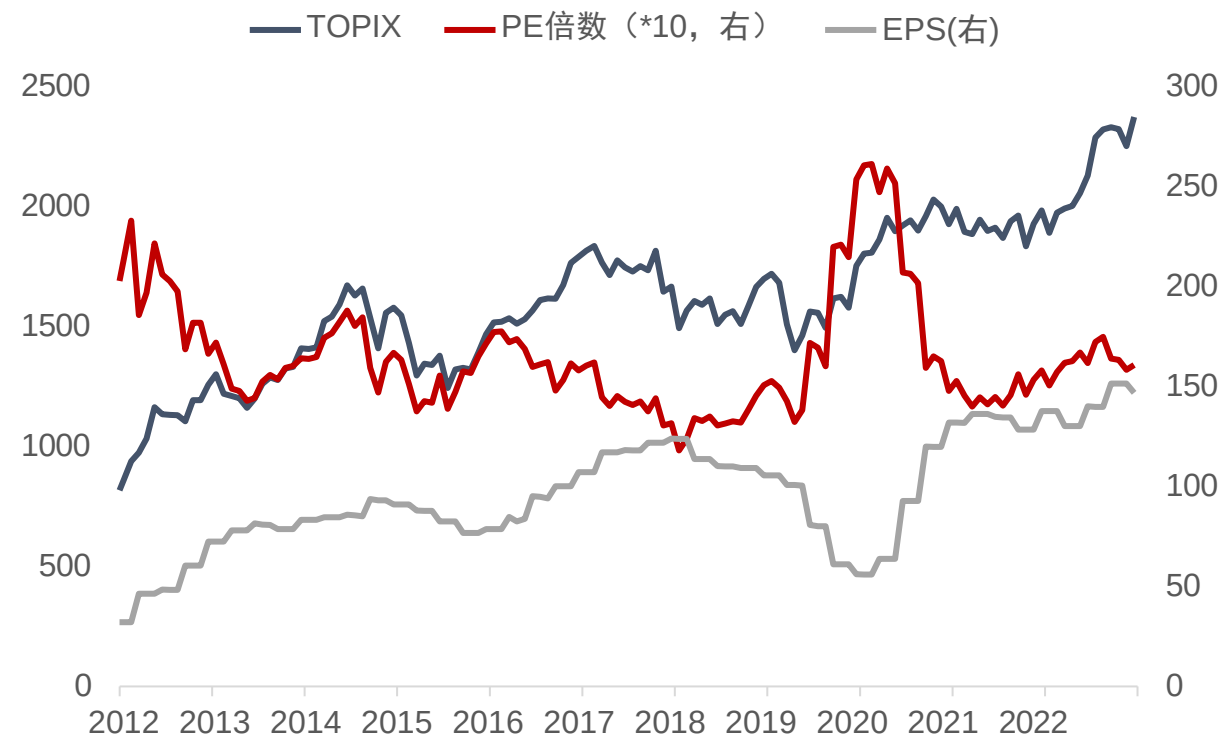
日股2023年牛市：放弃YCC预期落空导致日股估值提振

图148：日本收益率曲线控制下的10年期日本国债收益率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图149：2023年日股走高来自盈利和估值的双向贡献



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2024年关注政策+盈利支持的精密仪器、信息通信和电器行业

- 从低估值+高盈利转为政策支持+高盈利，关注精密仪器、信息通信和电器。传统行业的低估值、高盈利属性助推2023年主要涨幅。低估值、高盈利的行业在只有保险业2023年涨幅没超过20%。在货币政策收紧预期下警惕这类行业的价值陷阱，从分子端和风险情绪角度关注盈利企支持+产业政策呵护的新兴产业。
- 无需担忧日本央行转紧对估值的冲击。日股仍具备低估值特征，近四成上市公司P/B在0.5-1倍间，69%的公司低于1.5倍。经过30年的沉淀日股整体便宜，因此并不需要担忧2023年日本估值提升后货币转紧的冲击。

图150：2023年日股低估值行业上涨更显著

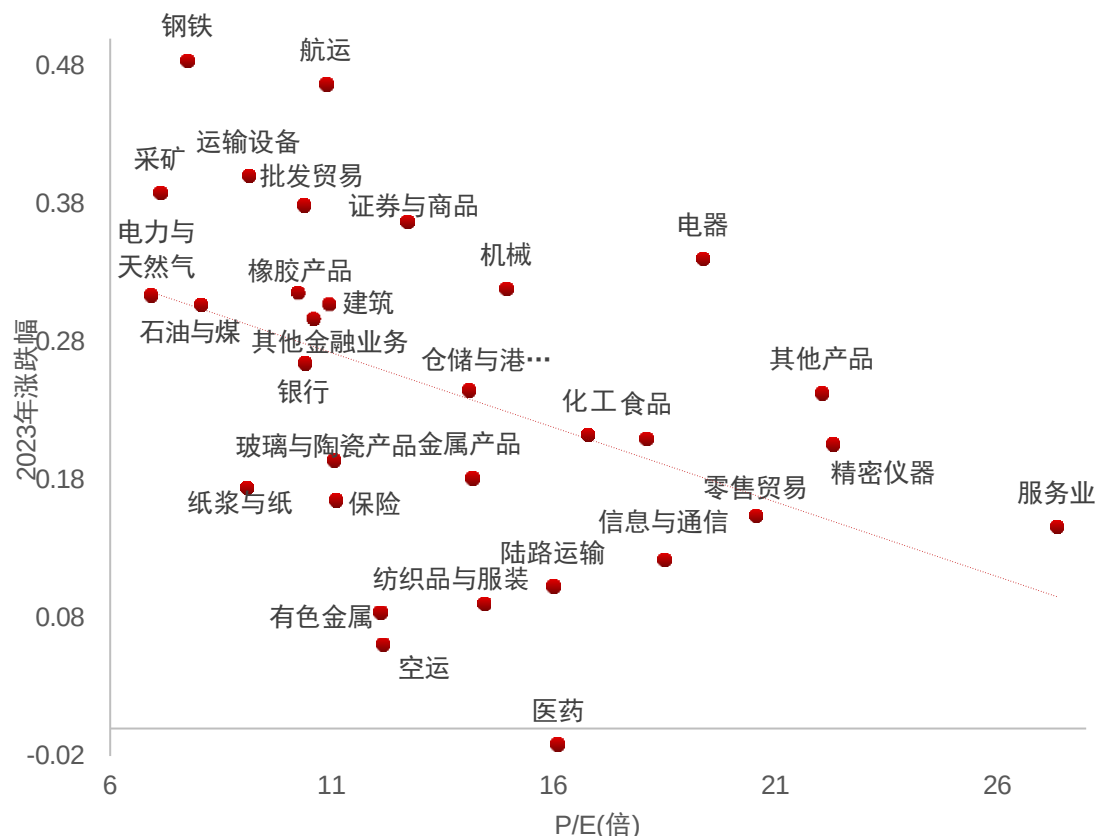
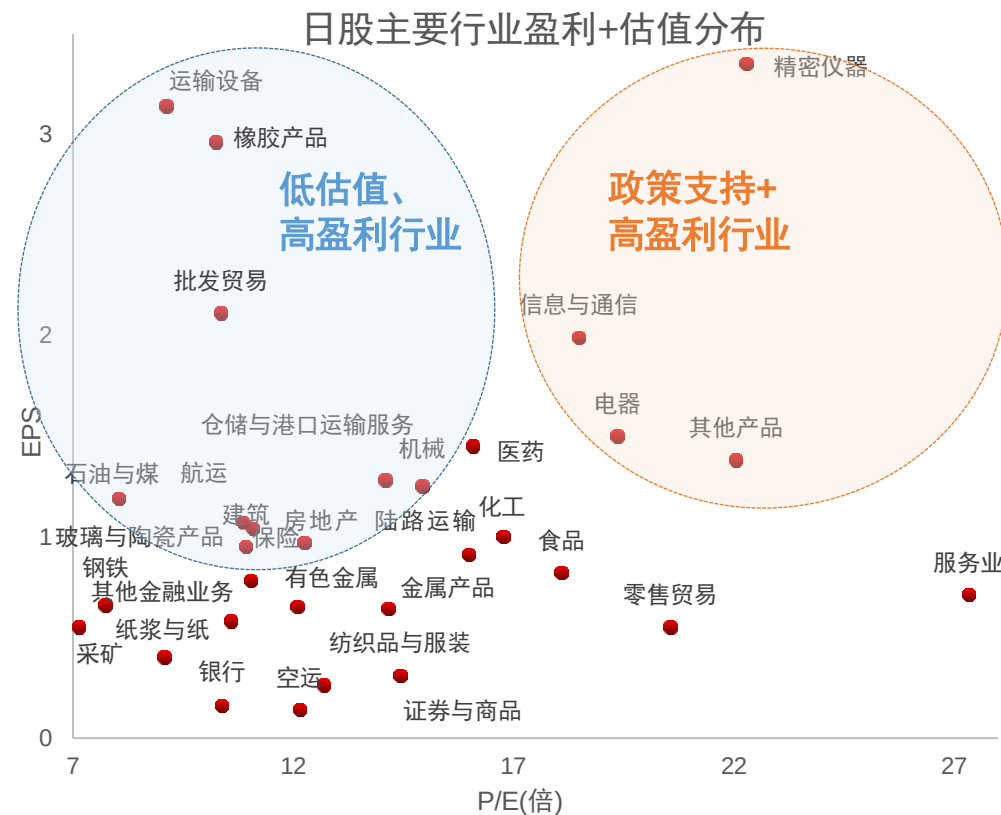


图151：低估值、高盈利的行业在2023年更容易领涨



- 一、全球经济复苏节奏滞后；
- 二、海外流动性收紧，美联储货币政策超出预期；
- 三、海外地缘政治风险和不确定。

免责声明

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032