

高质量发展破解低利率谜题（居民资产配置篇）

海外低利率环境下居民资产配置规律

核心观点

海外低利率的成因是超额储蓄和有效投资不足，不同国家低利率时期资产配置行为出现分化。低利率时期，美国、日本居民非金融资产占比下滑，得益于德国相对健康的房地产市场，德国非金融资产占比温和上涨。风险偏好角度，美国>德国>日本。美国居民在股票和共同基金中配置的资产比例最高，其次为德国，两国在股市上涨中居民部门都有增配，日本居民配置股权比例最低，2014年股市上涨后日本居民的仓位反而有所降低。低利率时期，三国居民均存在增配保险和养老金的行为，日本居民对现金的偏好最强。

日本居民低利率时期偏好货币，对保本型产品需求旺盛。极低的风险偏好语境下，日本居民配置海外资产的比例不高。分阶段来看，1990-1999年，日元相对美元大幅升值，日本债券平均年化收益高达7.7%，这一阶段日本债市是居民部门过度储蓄的“蓄水池”；2000年至2012年，居民部门杠杆持续去化，居民资金多用于债务偿还，叠加日元升值的影响，本文测算出这一时期日本居民配置海外安全资产的收益率并不高。2014年后，日股开始步入长牛，居民部门资金出海动能减弱。

低利率时期，德国三部门资产负债表均相对健康。欧债危机后德国股市长期震荡走平，居民配置固定资产的比例逆势上涨，2021年之后在权益类资产配置比例随股市复苏温和上涨，更多通过保险和养老金间接实现资产全球化配置。低利率时期，德国实体部门资产负债率较为平稳，主要源于德国非金融企业以内源融资为主，企业现金流重组下加杠杆意愿不强，制造业+全球化导向和日本企业的资产负债表承压动因不同。

低利率时期美国大类资产表现为：纳斯达克100>标普500>道琼斯工业指数>美元>COMEX黄金>债券。低利率时期以利率作为久期跷跷板的支点，美股成长跑赢价值，与全球主要经济体相比较高的债券收益率支撑美元在低利率时期逆势走强，黄金上涨得益于美元、美债利率、美国债务三因素共振。相比日、德，美国居民在低利率时期增配股票、养老金和保险，表现出较强的风险偏好。展望低利率时期资产配置，建议关注资产的流动性、安全性、收益性三个维度，适当增配权益类资产、加大多元资产配置策略以对冲风险。行业维度关注产业升级和变革、供需结构改善带来的盈利长期提质增效和投资机遇。

风险提示：历史复盘对未来指引有限，海外地缘问题和货币政策的不确定整，文中个股仅作数据梳理，不构成投资推荐意见。

策略研究·策略专题

证券分析师：王开

021-60933132

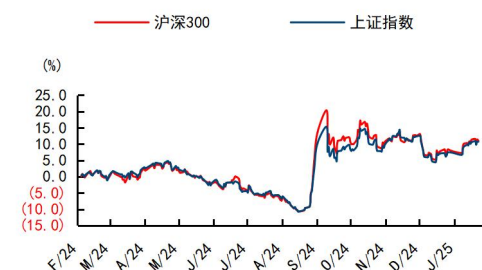
wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	6736.15/6.97
创业板/月涨跌幅(%)	2225.58/5.74
AH股价差指数	135.14
A股总/流通市值(万亿元)	80.39/74.01

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《高质量发展破解低利率谜题（保险篇）-低利率时期全球保险业资产配置》——2025-02-20
- 《高质量发展破解低利率谜题（养老金篇）-从全球养老金看低利率时期资产配置》——2025-02-20
- 《AI赋能资产配置——DeepSeek对国信多元资产配置框架的优化》——2025-02-19
- 《资金跟踪与市场结构周观察（第五十三期）-市场成交再度活跃》——2025-02-18
- 《中观高频景气图谱（2025.2）——电子产业链景气提振》——2025-02-17

内容目录

一、低利率环境下居民资产配置	5
1.1 低利率环境下居民资产配置目标	5
1.2 低利率环境形成背景	5
1.3 低利率环境下不同国家居民资产配置行为分化	5
二、日本低利率时期居民部门资产配置经验	6
日本家庭金融资产中股票和投资信托的占比合计仅为 15%，远小于美国和德国低利率时期的水平。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，特别是在 2014 年，和日股的慢牛复苏密切相关。	7
2.1 泡沫破裂后日本利率波动中下行	7
2.2 低利率时期日本家庭部门持有存款和货币的比例增加	8
2.3 低利率时期日本家庭部门股权占比提升，但并非主动增配行为	10
2.4 低利率时期日本居民部门资金出海幅度有限	13
三、德国低利率时期居民部门资产配置经验	15
3.1 德国低利率时期阶段划分	15
3.2 利率快速下行期居民资产配置行为	16
3.2 低利率时期居民资产配置行为	17
3.3 重启加息后居民资产配置行为	19
3.4 低利率时期流动性宽松并未明显提高德国宏观杠杆率	19
四、美国低利率时期居民部门资产配置经验	21
4.1 美国低利率时期阶段划分	21
4.2 美国低利率时期大类资产表现	22
4.3 低利率时期美国居民部门资产配置	25
四、低利率时期居民部门资产配置展望	27
5.1 低利率时期居民行为：从单边押注地产到多元金融资产配置	27
5.2 低利率时期居民储蓄意愿提升	28
5.3 低利率时代通货、存款、债券配置收益性下降	29
风险提示	30

图表目录

图 1: 财务目标驱动的居民资产配置案例	5
图 2: 生命周期目标配置工具表案例	5
图 3: 全球主要经济体居民部门资产分布的对比	6
图 4: 日本居民资产结构变化: 金融资产和非金融资产比较	6
图 5: 日本、美国、欧洲股票及基金在家庭金融资产中的占比 (单位%)	7
图 6: 次贷危机之后日本国债收益率走势图	8
图 7: 日本居民在股市中的资产配置和核心资产走势密切相关	9
图 8: 低利率时期日本居民更倾向于保本型投资产品	9
图 9: 低利率时期日本居民财富增量主要在现金和存款端	9
图 10: 日本居民财富配置的变迁历程	10
图 11: 日本居民股权财富增长主要是股指的增长, 并非居民主动增配行为	10
图 12: 日本、美国、欧洲家庭财富分布情况	11
图 13: 美国和日本居民在共同基金中放置的资产比例	11
图 14: 日本消费税在税率提升后不断走高, 成为主要税源	12
图 15: 日本居民的资产配置结构变化 (净资产/GDP)	12
图 16: 日本持有投资信托基金的日本人所占比例	12
图 17: 日本股市的持股者集中于老年人	12
图 18: 日本居民通货、存款、贷款总量与日本政策利率	13
图 19: 股权资产以外, 日本居民资产配置以现金和养老金为主	13
图 20: 低利率时期日本居民部门杠杆率	14
图 21: 日本居民投资海外债券收益情况回测	14
图 22: 2013 年至今股市上涨期间居民减持股票	15
图 23: 欧元区中央银行政策利率变化	16
图 24: 欧元区 1 年期和 10 年期公债收益率	16
图 25: 利率快速下行期, 德国居民储蓄和投资行为	17
图 26: 低利率快速下行时期德国居民固定资产和金融资产	17
图 27: 低利率快速下行时期德国居民金融资产分布	17
图 28: 低利率时期德国家庭储蓄率和投资率双升	18
图 29: 低利率时期德国居民固定投资率与 DAX 指数	18
图 30: 低利率时期德国实体部门持有的境外金融资产	18
图 31: 低利率时期德国居民固定资产和金融资产	19
图 32: 低利率时期德国居民金融资产分布	19
图 33: 低利率向高利率转换中, 德国居民资金流向	19
图 34: 德国低利率向高利率转换中居民权益类资产比例降低	19
图 35: 日本三部门杠杆率走势	20
图 36: 德国三部门杠杆率走势	20
图 37: 德国企业内源融资图解	20

图 38: 美国 10 年期国债到期收益率历史走势	21
图 39: 低利率时期美国大类资产表现	22
图 40: 低利率时期, 美国股市收益中估值贡献占比较高, 利率升高后主要靠盈利和情绪带动	23
图 41: 低利率时期美债实际收益率与隐含通胀	24
图 42: 低利率时期, 美债短端利率拆解	24
图 43: 黄金的三因子模型拟合值和实际金价走势	25
图 44: 通胀调整后的黄金的三因子模型拟合值	25
图 45: 美国家庭部门金融资产占比走势	26
图 46: 美国居民部门资产比例分布	26
图 47: 低利率时期美国三部门杠杆率变化趋势	27
图 48: 国内债券市场到期收益率持续走低	27
图 49: 国内居民住房资产占比	27
图 50: 中国居民部门储蓄率和存款利率	28
图 51: 低利率环境下居民储蓄意愿提升	28
图 52: 存款收益趋势性下降	29
图 53: 三次利率倒挂时期短债收益率曲线	29
图 54: 三次利率倒挂时期上证综指的走势	29

一、低利率环境下居民资产配置

1.1 低利率环境下居民资产配置目标

居民部门进行资产的分散化配置，最终是为了实现其财务目标和个人生命周期目标。财务目标里可以分为财富最大化、风险收益平衡和波动最小三种，生命周期目标包括个人养老医疗保险、子女教育基金、购房资金等。

财务目标不关注资金的用途，并且假设资金具有相当长的久期，并可以拥有相对较高的风险偏好。财富最大化指的是通过投资和其他财务管理活动，尽可能增加个人或家庭的净资产。它通常关注于长期资本增值，可能涉及高回报的投资策略。风险收益平衡是指在可接受的风险水平下寻求合理的投资回报。这意味着不是单纯追求最高回报，而是找到一个既能获得满意回报又不会承担过度风险的点。波动最小化侧重于减少投资价值的波动性，保护本金不受市场剧烈变动的影响。适合那些对资金安全性要求较高或者接近退休年龄的人群。

个人生命周期目标从资金的最终用途角度出发，通过资产多元配置实现风险收益的平衡，并确保资金能够在未来的特定时刻满足特定的需求。在低利率环境下，资产配置的语境也发生了深刻变革，本文通过探讨低利率时期日本、美国和欧洲居民资产配置的更迭，来总结居民资产如何在低利率环境下保值和增值的经验。

图1：财务目标驱动的居民资产配置案例

策略类型	资产类别	配置比例	预计年化收益	风险等级	适合人群
财富最大化	股票、私募股权、另类投资	80%-90%	8%-20%	高风险	年轻高收入者
风险收益平衡	混合基金、可转债、房产	50%-60%	5%-8%	中风险	中年家庭
波动最小化	国债、货币基金、年金险	90%-100%	2%-4%	低风险	退休者/风险厌恶者

资料来源：万得，国信证券经济研究所测算

图2：生命周期目标配置工具表案例

目标类型	时间跨度	配置建议	工具举例	注意事项
医疗储备	1-5年	高流动性+保险覆盖	货币基金、短期国债、重疾险	避免长锁定期限产品
子女教育	5-15年	定投+教育信托	指数基金、教育年金	需匹配学费上涨率
退休养老	20年+	权益为主→逐步降风险	养老目标基金、全球REITs	关注通胀对冲
购房规划	3-10年	混合型→保守型过渡	混合基金、大额存单	关注房贷利率波动

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

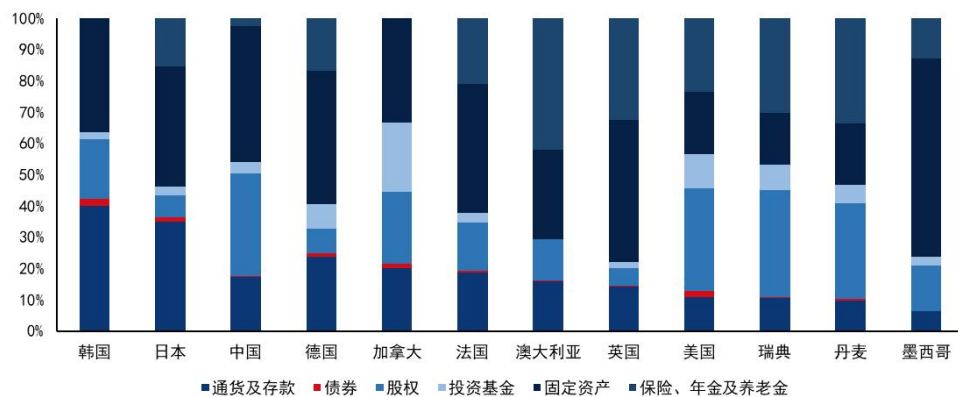
1.2 低利率环境形成背景

全球过度储蓄和有效投资不足引至资本产出率下降，形成低利率环境。2008年次贷危机爆发后，海外过度宽松的财政货币政策驱动居民的储蓄行为加剧，储蓄率达到历史高点，储蓄率的高企、单位产出所需资本的减少导致了储蓄的过剩，进而导致资本过剩，压低资金的使用成本，引发利率趋势性下降。

1.3 低利率环境下不同国家居民资产配置行为分化

居民的资产类型一般都划分为金融资产和非金融资产，金融资产主要包括通货和存款、债券、股票、基金、保险等，非金融资产包括住房、土地、知识产权等。由于国情差异各国居民资产配置的结构存在明显差异，大致可分为四种：一是住宅和土地在居民资产结构中占比较大，代表国家为法国、德国；二是非存款类金融资产占主导地位，代表国家为美国、瑞典；三是金融资产与非金融资产占比相对均衡，代表国家为中国、英国和加拿大；四是偏好持有通货和存款，代表国家为日本。

图3：全球主要经济体居民部门资产分布的对比



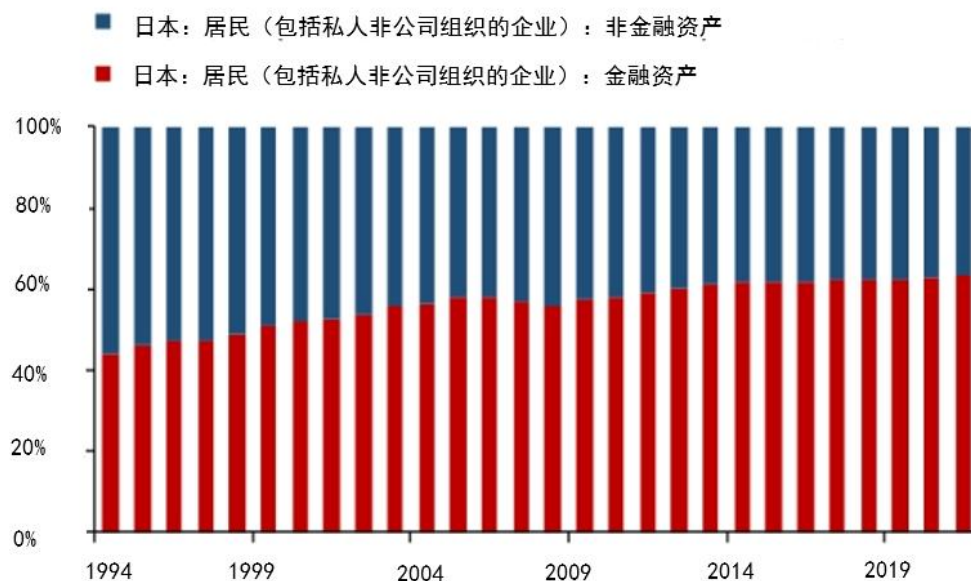
资料来源：OECD 数据库，万得，国信证券经济研究所整理

低利率时期的后半段，各国居民部门持有债券资产的比例都进一步降低，票息保护不足使得居民减少对债权类资产的投资。相比日韩等亚洲国家，欧洲和美洲国家居民财富中保险、年金和养老金的比例都更高，日本养老金资产占比高于韩国。

二、日本低利率时期居民部门资产配置经验

低利率时期，日本居民部门金融资产比例提升，非金融资产比例回落。这主要是因为低利率时期地产回报同步下滑，而金融资产回报率相对稳健。1991年至1998年政策利率引导市场利率快速下行期，野村证券BPI年化涨幅为7.7%，在长期低利率时期，债券收益维持在1%左右。地产泡沫破裂后，由于缺乏新的催化因素，日本股市从90年代到92年跌幅达到63%，由于基本面尚未企稳，到09年日经指数相比92年又近乎腰斩。1991年5月到1993年5月，日本首都圈房价跌幅达到64%，之后持续阴跌，直到2012年才迎来触底企稳。

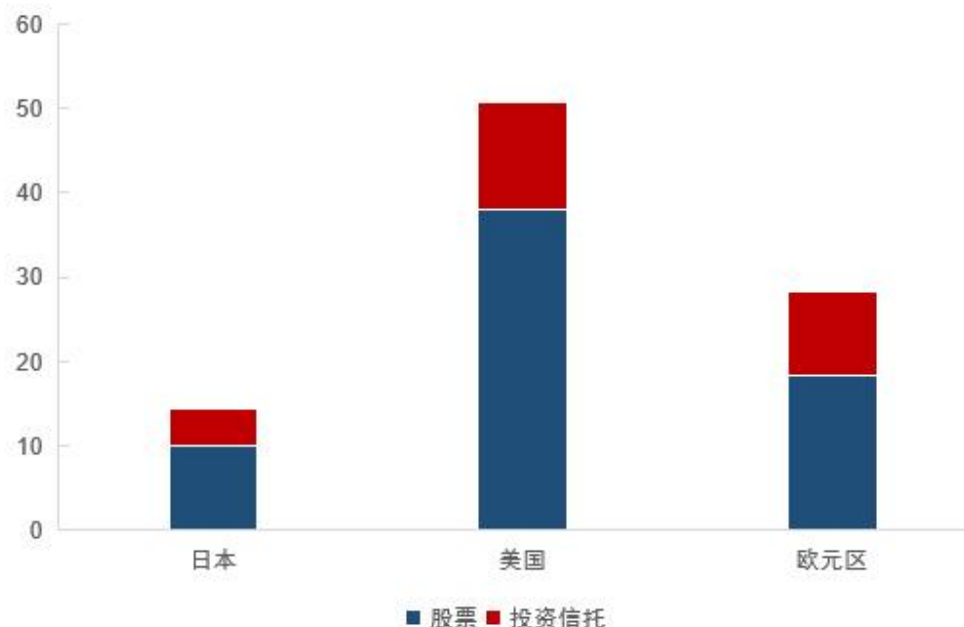
图4：日本居民资产结构变化：金融资产和非金融资产比较



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

日本家庭金融资产中股票和投资信托的占比合计仅为 15%，远小于美国和德国低利率时期的水平。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，特别是在 2014 年，和日股的慢牛复苏密切相关。

图5：日本、美国、欧洲股票及基金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

2.1 泡沫破裂后日本利率波动中下行

90 年代日本政策利率下行引导市场利率下行。1995 年以前政策利率为贴现率，1996 年之后政策利率为隔夜无担保贴现利率。1991 年 7 月到 1995 年 9 月日本央行连续 9 次下调政策利率，政策利率对应从 6.0%降至 0.5%。政策利率的连续调整带来债券收益率的快速下行，日本 10 年国债收益率从 1991 年初的 6.5%左右下行到 1998 年底的 1.5%。从期间股市表现来看，资产泡沫破裂影响下，股票市场大幅下挫，Topix 日元总回报指数自 1990 年的高位累计下跌近 108.9%。

1996 年，日本银行业坏账问题爆发，随后 1997 年日本实施财政紧缩政策，同时亚洲金融危机爆发，这些因素共同导致日本经济陷入衰退。为了应对经济困境，日本央行采取了一系列货币政策措施。1999 年 2 月，日本央行将政策利率降至 0.15%，并在同年 9 月进一步降至 0%，**正式开启零利率时代**。1999 年 10 月，日本央行开始直接购买 2 年期国债，标志着量化宽松政策（QE）的启动。然而，在 2000 年 8 月至 2001 年 2 月期间，日本央行曾短暂地将政策利率提升至 0%以上，但随后在 2001 年 3 月又重新将利率降至 0%。

2000 年代日本央行将货币政策操作目标由价格转向总量，央行通过不断加码 QE、QQE、YCC 等货币政策工具以推动经济增长。2001 年，央行首次提出量化宽松政策（QE），将政策目标从调整货币基准利率转变为金融机构在央行的活期存款余额，并通过买卖长期国债来调节市场流动性。量化宽松政策使得日本 10 年期国债收益率降至 1.5%以下。

图6: 次贷危机之后日本国债收益率走势图



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2008 年之后，日本央行进一步扩表。受到全球金融危机的影响，日本政府于 2008 年开启了全面量化宽松政策。与 2001 年量化宽松政策期间在必要时直接购买长期国债不同，此次政策改为直接购买长期政府债券。日本央行的资产负债表开始扩张，债券收益率进一步下行。

2013 年，安倍政府继续放宽日本央行资产购买计划的范围。日本央行将货币政策操作目标调整为基础货币的调节，计划在一年内增加 60-70 万亿日元，并通过市场操作将 10 年期国债利率水平控制在 0% 左右。2016 年，日本央行引入“负利率”政策，将政策利率设定为 -0.1%，继续推行超宽松货币政策。同年 1 月，日本央行实施负利率（NIR），导致短期利率降至 0 以下并持续多年。

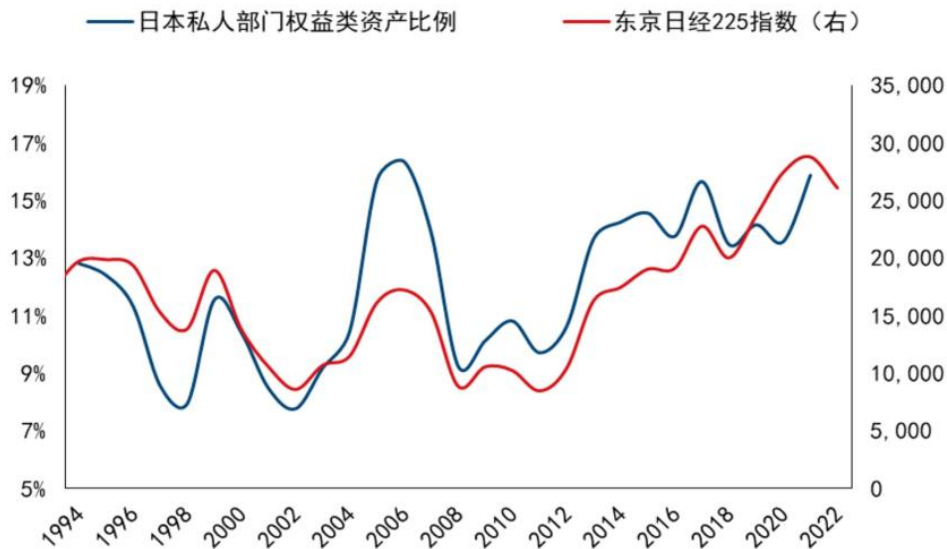
自 2022 年起，随着宏观形势的演变，YCC（收益率曲线控制）的目标区间经历了多次调整放宽。通胀形势的变化为日本央行的政策正常化铺平了道路，利率呈现出逐渐上升的趋势。2024 年 3 月，日本央行宣布上调政策利率，这是自 2007 年以来，时隔 17 年的首次加息，标志着持续多年的负利率政策正式结束。

2.2 低利率时期日本家庭部门持有存款和货币的比例增加

1997 年亚洲金融危机后，低利率语境下居民财富配置发生转变，由于日本通胀处于低位，简单地持有货币和银行存款能够跑赢通胀，叠加日本人口老龄化下风险资产配置的风险偏好收缩。居民财富资产配置中，日本银行的资金比例在早期较低，但在 2005 年后开始显著增长，并在 2010 年后继续保持上升趋势。保险和年金基金的资金比例在整个时间段内相对稳定，但总体上呈缓慢上升趋势。家计净金融资产在整个时间段内也呈上升趋势，尤其是在 2005 年后增速加快。存款类金融机构的资金比例在整个时间段内较为平稳，但在 2010 年后略有下降。

日本居民的权益投资和日股行情相互促进、互为依托。日本经济受 1997 年亚洲金融危机的冲击，增长放缓叠加风险事件导致日本股市回落，居民部门在股市上的配比降低，随着互联网浪潮的兴起，日本股市回暖，成长板块跑赢红利板块，居民对日本科技信心修复，97 到 99 年日本居民部门在股市上的配比提高。2000 到 2007 年，盈利驱动日本股市上涨，居民部门的资产在日本股市上的配比提高，13 年至今，安倍政府推出的“三支箭促进 CPI、PPI 转正，劳动力需求强劲，日本股市走出“慢牛”行情，在此期间，居民部门股权持有比例提升。

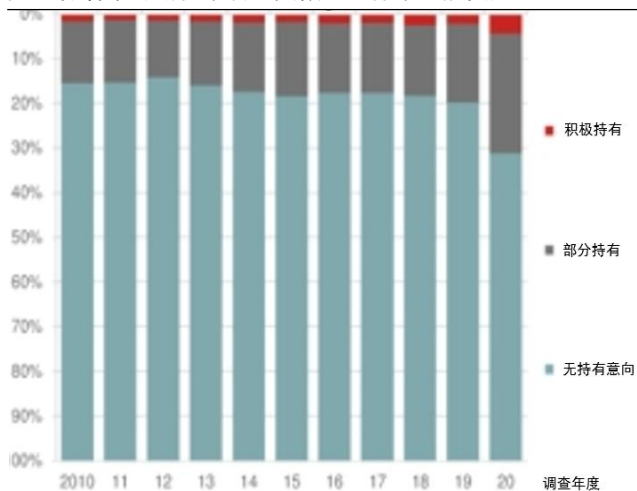
图7：日本居民在股市中的资产配置和核心资产走势密切相关



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

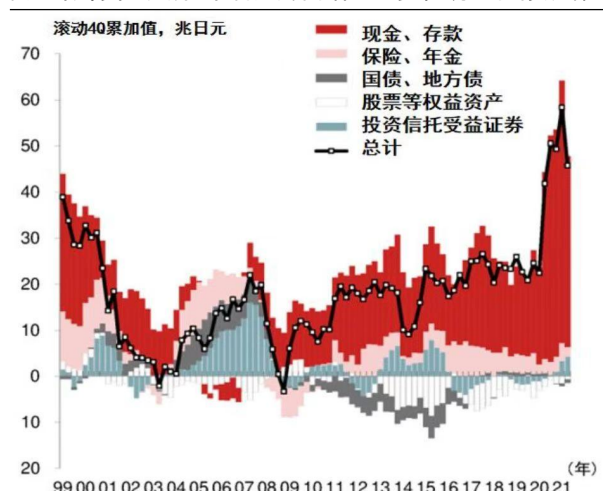
1997年至2019年，日本居民部门逐步修复自身资产负债表，对公司和政府的贷款的配置持续降低。日本居民部门持有的中央政府债券和FILP债券总金额先升后降，在2008年达到顶峰。国债作为逆周期调节的优质无风险金融资产供给，低利率时期受到居民部门的青睐，居民持有国债总额于2008年之前达峰，之后随着国债收益率的持续回落，居民部门持有的国债金额下降。

图8：低利率时期日本居民更倾向于保本型投资产品



资料来源：万得，日本银行，国信证券经济研究所整理

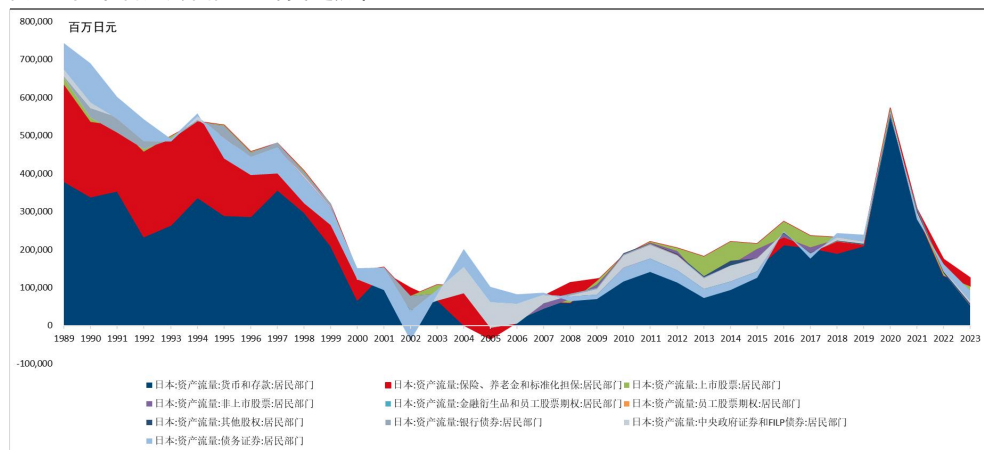
图9：低利率时期日本居民财富增量主要在现金和存款端



资料来源：万得，日本银行，国信证券经济研究所整理

低利率时期日本居民的风险偏好水平不高。调查显示，2010-2020年日本居民对于非保本理财产品持有意愿较低，但股市财富效应驱动该意愿逐渐回升。从1999年到2021年，大部分时间居民持有金融资产总量增加，仅在2002年和2009年出现小幅下滑，2010年以后，现金和存款是居民部门增加最多的金融资产，侧面反映了低利率时期居民风险偏好极低。

图10: 日本居民财富配置的变迁历程

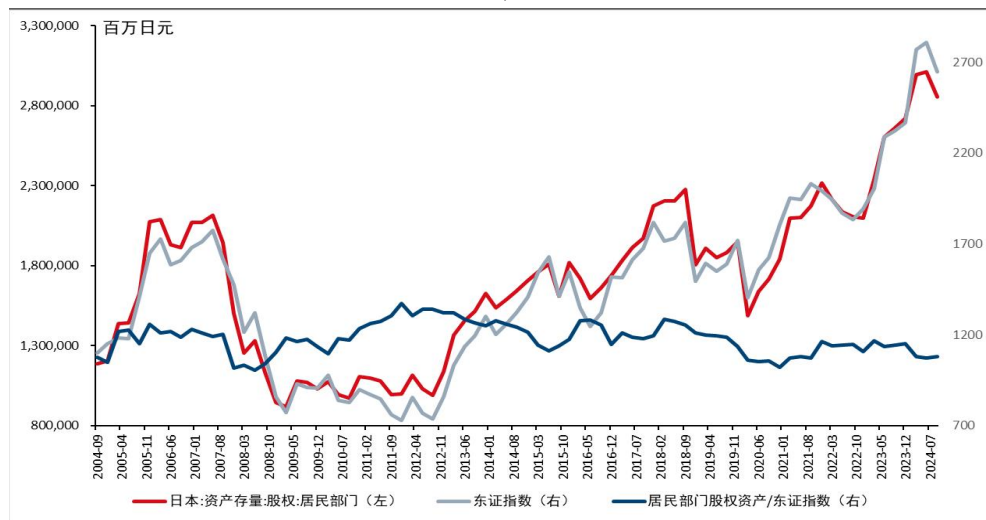


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2.3 低利率时期日本家庭部门股权占比提升,但并非主动增配行为

日本家庭部门拥有的股权财富与东证指数的走势高度一致，是随行就市的行为。如果用日本家庭部门拥有股权总财富除以东证指数表征日本家庭部门持有股票股本总数，发现2004年至今，日本家庭部门非但没有主动增配股票资产的行为，反而逐渐在股市冲高后获利了解，减少股票持仓的暴露。也间接说明日本股市的增量资金并非来自居民部门，而是央行和外资的被动投资增加导致的东证指数上涨。

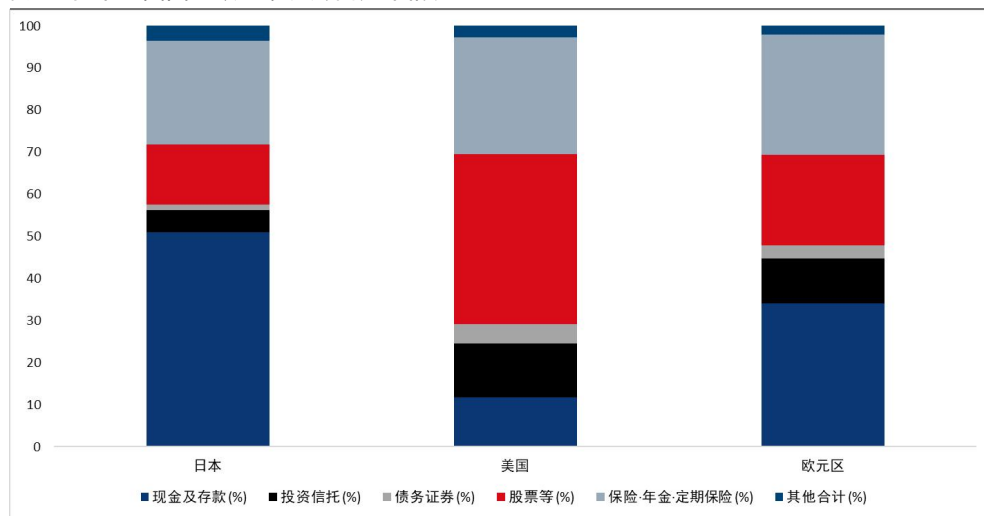
图11: 日本居民股权财富增长主要是股指的增长，并非居民主动增配行为



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

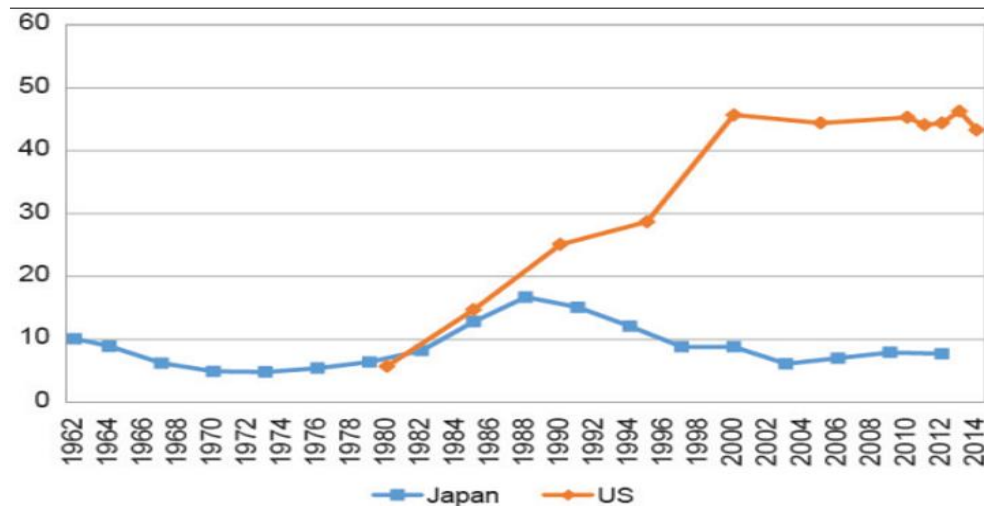
截至2024年8月30日，日本家庭中，现金及存款占家庭金融资产的50.9%，而股票等仅占14.2%。美国家庭中，股票等占家庭金融资产的40.5%，远高于现金及存款的11.7%；在欧元区，现金及存款占家庭金融资产的34.1%，股票等占21.5%。

图12: 日本、美国、欧洲家庭财富分布情况



资料来源：日本银行调查统计局，国信证券经济研究所整理 注：数据截止到 2024 年 8 月 30 日

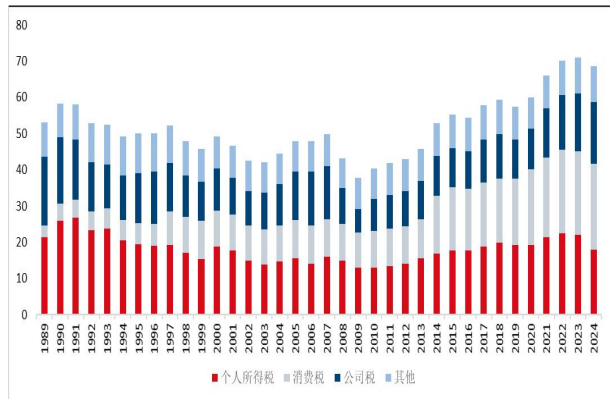
图13: 美国和日本居民在共同基金中放置的资产比例



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

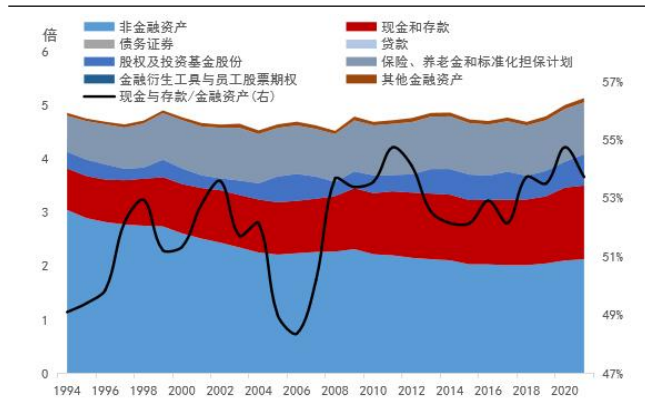
以 1989-1990 年为分界线，利率趋势性分化后日美居民在基金中投放的资产比例大相径庭，低利率时期的日本居民在基金中投放的资产比例逐步回落。1980 年以前，美国居民和日本居民在共同基金中的财富配置比例差距较小，1985 年到 1989 年，美元贬值叠加日本央行采取宽松的货币政策，在此期间，日本股市上涨 237%，股市的财富效应使日本居民在共同基金中的财富占比迅速升高。即使在牛市中，日本居民也相对保守，1985 年到 1989 年，美国标普 500 指数上涨 111%，但美国居民在股市中财富配置比例反而超过日本，美日居民在共同基金中投放的财富比例在 1990 年后进一步拉大。

图14: 日本消费税在税率提升后不断走高, 成为主要税源



资料来源: 日本财务省, 国信证券经济研究所整理

图15: 日本居民的资产配置结构变化 (净资产/GDP)

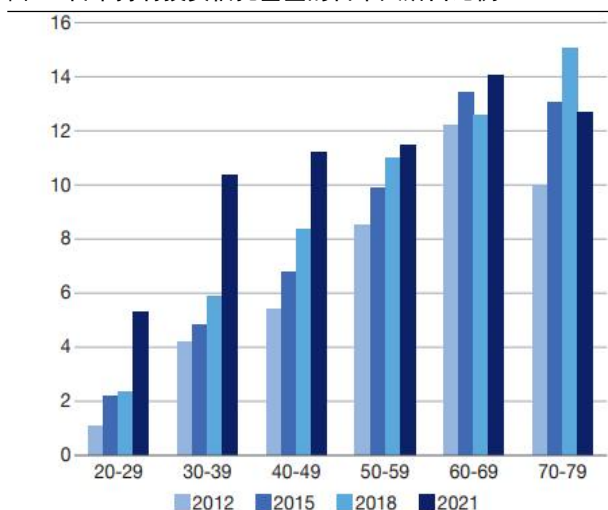


资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

日本居民极低的风险偏好并非来源于人口老龄化。90年代日本并没有进入老龄化社会, 当时为弥补养老金账户的不足而加征的消费税税率只有3%, 当年日本仍然具有较为年轻的人口结构, 日本政府在90年代没有遇到明显的财政赤字问题。进入20世纪90年代, 由于日本居民面临的收入不确定性增强、风险资产回报恶化, 日本家庭比以前更不愿意投资风险资产, 对安全资产的预防性需求增加。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。

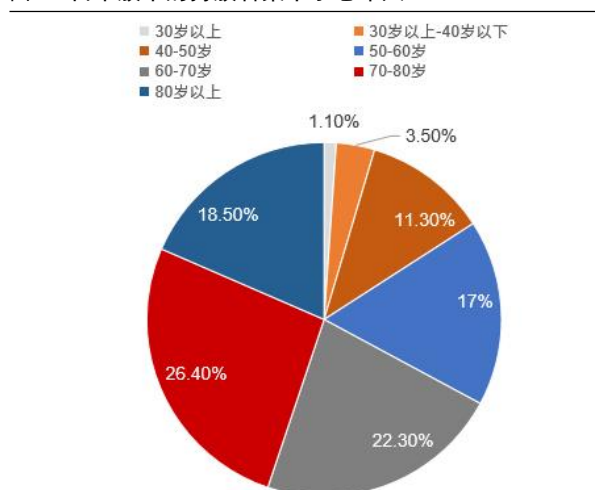
分年龄结构来看:日本90年代, 年纪较大的人投资避险情绪较高(保守投资), 年轻人风险偏好高但资金少(入市较晚), 恰恰是中年人(30-40岁)在90年代初股市暴跌期间损失惨重(疤痕效应), 但也享受了日股长期繁荣的红利(惯性思维), 但是风险偏好依然较高, 所以这一代在安全资产上占比更低(20岁群体从85年的70%左右降至90年代末的63%, 30岁群体从70%降至56%, 40岁从66%降至54%, 50岁群体从65%降至58%, 60岁群体从70%降至64%。在日股熊市期间年龄的呈现避险特征明显。

图16: 日本持有投资信托基金的日本人所占比例



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
注: 按年龄段划分, 单位: %

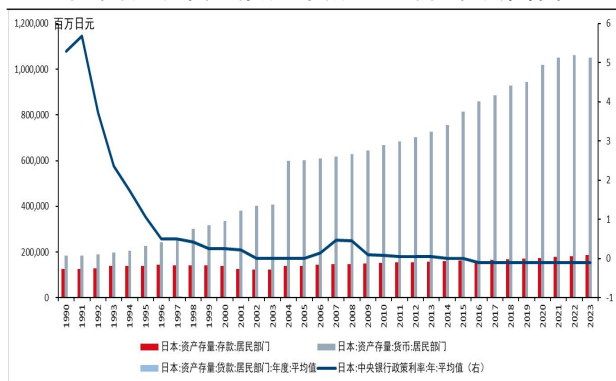
图17: 日本股市的持股者集中于老年人



资料来源: 日本证券保管转帐机构, 国信证券经济研究所整理

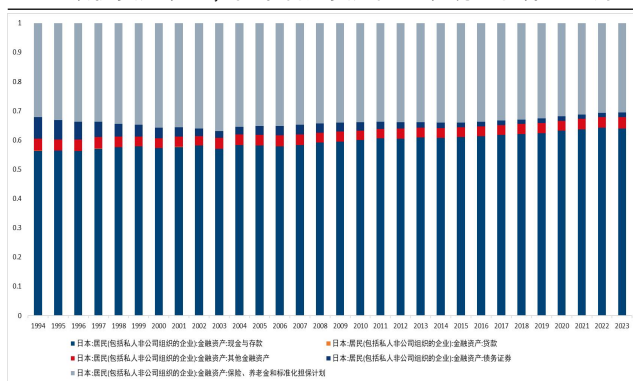
低利率背后的根源是老龄化驱动的潜在增速降低。近年来日本持有基金的人以 50 岁以上的富裕年龄人群为主，特别是 70 岁以上的“团块世代”，在 60 年代享受过日本经济繁荣带来的红利，从这个意义上来讲并非日本老年人开始投资了，而是日本享受过时代红利的富裕群体年纪大了。从购买投资基金的原因来看，日本中青年人群长期投资属性的意向近年来占比从 40% 提升至 60% 以上，而 60 岁以上老年人投资的意向也从短期追求高回报的思维范式开始变为长期投资的导向。因此相对其他经济体的老年人，日本老年人在基金产品上的投资偏好要相对高些。

图 18: 日本居民通货、存款、贷款总量与日本政策利率



资料来源：万得, 国信证券经济研究所整理

图 19: 股权资产以外，日本居民资产配置以现金和养老金为主



资料来源：万得, 国信证券经济研究所整理

低利率环境下为什么还有相当一部分资金投放在固定收益类资产上？和财富集中的中老年群体具有该年龄段下风险偏好整体较低有关。1991-1996 年日本央行快速降息阶段，存款利率的下降导致居民持有存款意愿下降，持有货币意愿上升，九十年代日本利率的快速下降，居民部门的融资成本下降，但是并没有看到居民部门明显的加杠杆、扩张资产负债表的现象，居民贷款行为较为谨慎。上文提到，股权资产配置占比主要受到东证指数走势的影响，并非日本居民部门自发调整家庭资产投放的行为。去除股权资产，日本居民持有养老金占比最高，1998 年占比为 87.8%，到了 2023 年，这一比例回落至 79.7%。日本存款和政府债的利率较低是其占比下降的主因。

2.4 低利率时期日本居民部门资金出海幅度有限

利率的高低大体上反映了 ROIC 的高低，从这个角度讲利率和资产回报率具有同源驱动的效应。日本国内债券收益率从 2000 年到 2019 年长期低于全球平均水平，也低于同样是发达国家的美国和欧洲，本部分对日本居民低海外配置之谜展开分析。1990-1999 年，日本股市、地产下跌，美日汇率从 1990 年 6 月的 153.78 上升至 1999 年 12 月的 102.61，日元相对美元升值 49.77%，在此利率快速下行期间，单纯持有国内债券可以获得年化超过 7.7% 的收益率，且无需面临较大的波动，再加上日元在此期间升值，居民没有必要去配置自己不熟悉的海外资产。2000 年至 2012 年，居民部门杠杆持续去化，将货币和存款用于偿还债务，修复自身资产负债表，这一时期居民部门增配最多的反而是安全稳健的债券资产。

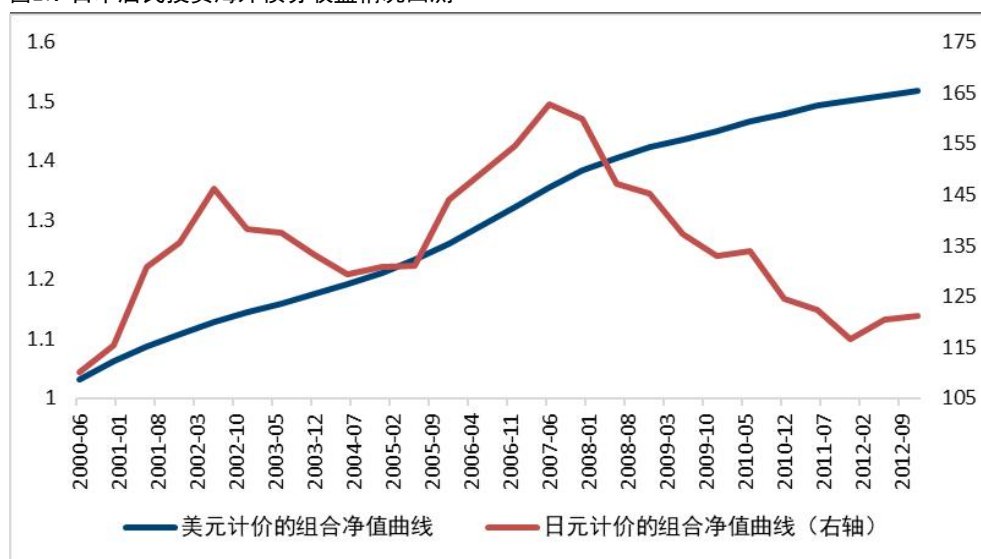
图20: 低利率时期日本居民部门杠杆率



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

这一时期, 日本居民并没有将大量资金用于海外投资, 原因有二: 一方面是人口老龄化加剧降低了居民的风险偏好, 居民极度偏好稳健低波的理财。在当时, 收益率最高、体量最大、安全性最强的无疑是美国的股票和债券资产, 本文对日本居民投资美国 10 年期国债收益展开测算, 假设日本居民配置美国债券都是为了持有到期获取票息收益, 而非对美联储 FOMC 影响的美债利率进行交易。假设一个日本居民在 2000 年初进行美债投资, 并采用哑铃策略, 即将 50% 的比例配置 10 年期美国国债, 将 50% 的比例配置 1 年期美国国债, 对该组合进行美元计价和日元计价的收益回测, 并且不进行汇率的对冲。因为日本居民进行汇率对冲是不现实的, 因为对冲成本较高, 一定程度会压低资金出海的收益率。

图21: 日本居民投资海外债券收益情况回测

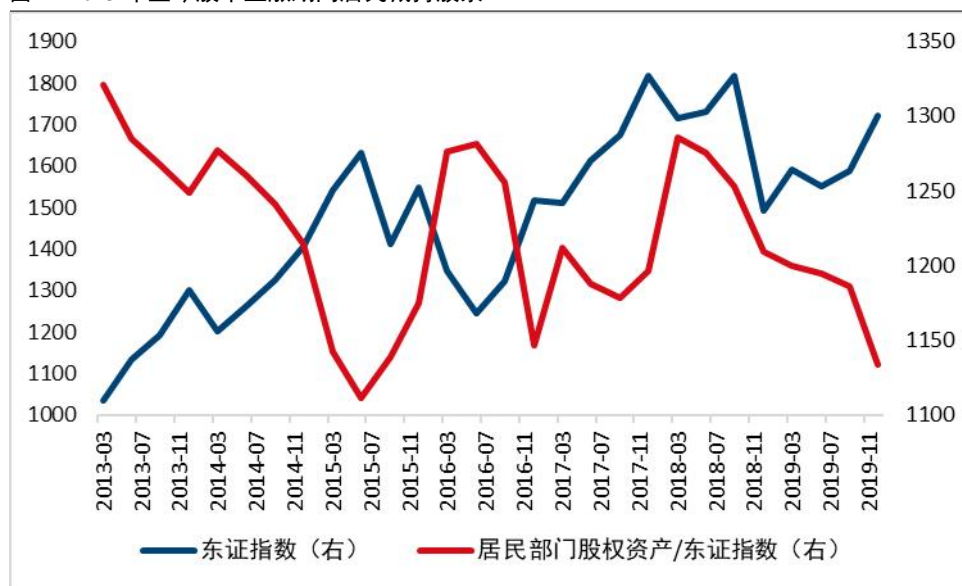


资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理 注: 该回测仅仅作为示意, 没有考虑美债收益下降带来的资本利得以及日本居民投资美国资产的税收问题

本文发现以美元计价投资组合净值曲线波动较低，但是若以日元计价，该组合不但波动大，在期末几乎仅能获得极少的正收益，主要原因是美元对日元的汇率波动所致。实际交易环节中，美国还会对海外非税收居民投资美国市场产生的利息收取 10% 的预提税，进一步压低日本居民出海投资的收益。

2013 年至 2019 年，安倍政府采取宽松货币政策和稳健财政政策，日本经济触底回升，日本股市迎来 10 年长牛，股息率中枢为 1.6%，在此期间日本居民却并没有明显增配股票。这一阶段日本居民没有资金出海的核心原因在于风险偏好的收缩，日本股市长牛期间也未见日本居民增配股市的行为，这点和资本账户自由流通机制下资金偏好国内的行为看似违背，实际上是风险偏好较低和汇兑损益侵蚀浮盈所致。

图22: 2013 年至今股市上涨期间居民减持股票



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

三、德国低利率时期居民部门资产配置经验

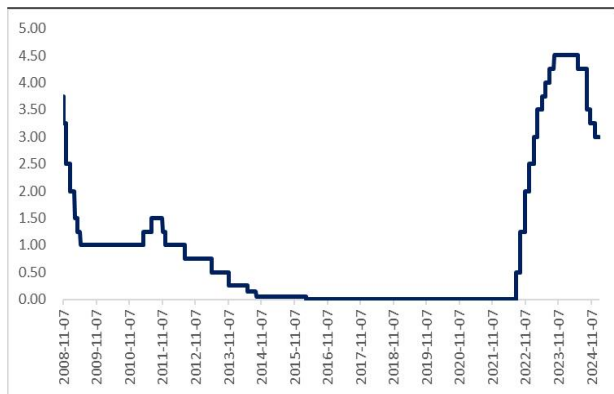
德国低利率时期，债券收益好于股票收益。2008 年到 2014 年德国利率下行期间，德国债券收益较高，REXP 债券全价格指数年化回报超 5.5%，相对日本利率快速下行期的收益略有不及，原因之一是欧央行的“学习效应”，其降息的节奏更为稳健，原因之二是德国在金融危机期间的基本面好于日本在 90 年代泡沫破裂时期经济基本面。德国长期低利率更多是因为欧盟其他成员国的经济问题。在全球主要发达国家在，德国的地产没有过度金融化、制造业逃离产业空心化、政府规避了过高杠杆。在德国，地产不是融资主体，企业以内源融资为主，政府恪守财政纪律对于经济刺激政策较为审慎。在此背景下，德国地产受益于长周期宽松环境，租金回报率优势明显，反而出现上行趋势。

3.1 德国低利率时期阶段划分

2008 年至 2010 年为德国利率快速下降时期，2008 年第四季度，欧元区 GDP 环比下降 1.6%，2009 年第一季度进一步下降 2.5%。失业率大幅上升，通货膨胀率也大幅波动。2008 年 10 月至 2009 年 5 月期间，主要再融资利率从 4.25% 大幅下调

至 1%。存款便利利率从 3.25% 降至 0.25%，边际贷款利率从 5.25% 降至 1.75%。
相比日本，欧元央行货币政策转向节奏更温和——欧元区 10 年期公债收益率从 2008 年 6 月的 4.67% 左右下行至 2009 年 5 月的 3.97%。

图23: 欧元区中央银行政策利率变化



资料来源：万得,国信证券经济研究所整理

图24: 欧元区 1 年期和 10 年期公债收益率



资料来源：万得,国信证券经济研究所整理

2012 年至 2021 年为德国低利率时期。2011 年 7 月，主要再融资利率上调至 1.5% 后，由于经济形势恶化，从 2011 年 11 月开始再次下调，到 2012 年 7 月降至 0.75%，2013 年 5 月降至 0.5%，2014 年 6 月降至 0.15%，9 月更是降至接近“零利率”的 0.05%。存款便利利率在 2012 年 7 月降至 0%，2014 年 6 月进一步降至 -0.1%，开启了欧元区的负利率时代。这一时期，为降低欧元区债券收益率，为市场提供流动性，欧洲央行还实施了一系列非常规货币政策措施，如长期再融资操作（LTRO）、证券市场计划（SMP）、直接货币交易计划（OMT）等。

2014-2015 年，欧元区经济继续恶化，通货膨胀率甚至一度出现负值，陷入通缩边缘。为刺激经济增长，提高通货膨胀率，欧洲央行在这一阶段继续维持超低利率政策。主要再融资利率在 2014 年 9 月降至 0.05% 后，于 2016 年 3 月降至 0%，并一直维持到 2021 年。存款便利利率继续维持在负利率水平，2014 年 9 月降至 -0.2%，2016 年 3 月降至 -0.4%，2019 年 9 月降至 -0.5%。与日本类似，欧洲央行在这一阶段也加大了量化宽松政策的力度。2015 年 1 月，欧洲央行宣布启动大规模资产购买计划（APP），每月购买 600 亿欧元的债券，2016 年 3 月，欧洲央行将每月购债规模扩大至 800 亿欧元，2018 年 12 月结束资产购买计划。

2022 年以来是德国货币政策转向年代，欧元区央行跟随美联储重启加息之路。自 2021 年下半年起，受全球供应链瓶颈、能源价格上涨以及地缘政治冲突等多重因素影响，欧元区通货膨胀率持续攀升，大幅超出欧洲央行设定的 2% 目标水平。2022 年 10 月，欧元区调和消费者物价指数（HICP）同比涨幅达到 10.6%，创下历史新高。

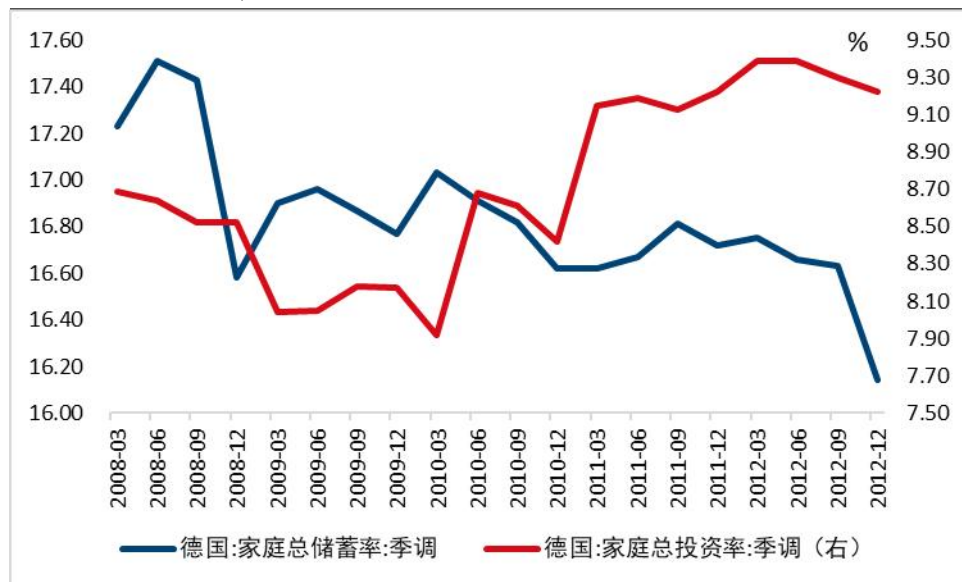
面对不断上升的通胀压力，欧洲央行开始转变货币政策方向，逐步收紧货币政策，启动加息周期。**2022 年 7 月，欧洲央行宣布将主要再融资利率、边际贷款利率和存款便利利率分别上调 50 个基点，分别至 0.5%、0.75% 和 0%，结束了长达 8 年的负利率时代。**这是欧洲央行自 2011 年以来的首次加息，标志着其货币政策的重大转向。

3.2 利率快速下行期居民资产配置行为

2008-2010 年利率快速下行期间，居民储蓄率和居民投资率双降。储蓄率的下降

主要是因为经济的下滑和失业率的提升，投资率下滑是因为企业信心恶化与需求萎缩。2010年至2012年，德国家庭储蓄率和投资率分化，储蓄率继续下降而投资率企稳回升。

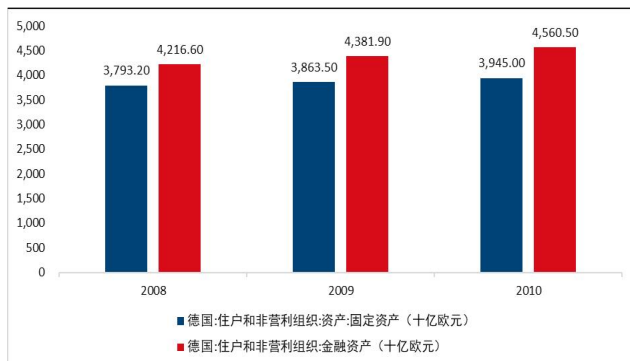
图25: 利率快速下行期，德国居民储蓄和投资行为



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

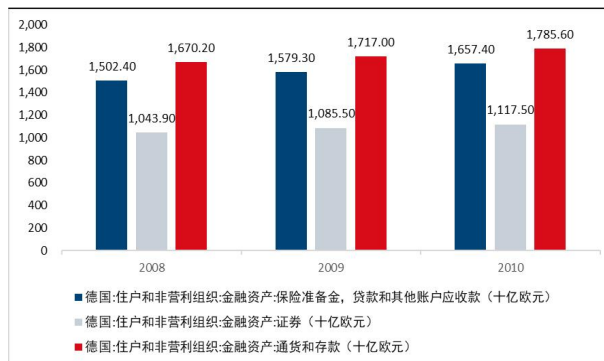
利率下行期间，德国股市和地产均遭受一定程度的下挫。居民部门配置固定资产和金融资产的金额却稳中有升，2008年德国住户和非营利组织持有固定资产37932亿欧元，持有金融资产42166亿欧元，到了2010年利率阶段性低点时，德国住户和非营利组织持有固定资产和金融资产分别上涨至39450亿欧元和45605亿欧元，上涨幅度分别为4.0%和8.1%。金融资产中，保险资产两年累计增长10.3%，证券资产两年累计增长7.1%，通货和存款两年累计增长6.9%。利率快速下行期，居民部门配置保险的意愿最强，持有通货和存款等收益率降低的资产意愿最弱。与美国日本低利率均起源于地产泡沫破裂不同，德国地产较为健康，这导致了低利率时期德国居民配置房地产的比例与美日出现分化。低利率时期居民资产配置风险偏好来看，德国风险偏好强于日本弱于美国。

图26: 低利率快速下行时期德国居民固定资产和金融资产



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图27: 低利率快速下行时期德国居民金融资产分布



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

3.2 低利率时期居民资产配置行为

2013-2019 年为德国持续的低利率时期，德国家庭储蓄率和投资率均出现上行，储蓄率平稳上涨而投资率的波动更大，储蓄率的上行是因为德国居民人口老龄化现象加剧，老年人群风险偏好不高。投资率能够上行得益于德国实体部门健康的资产负债表。

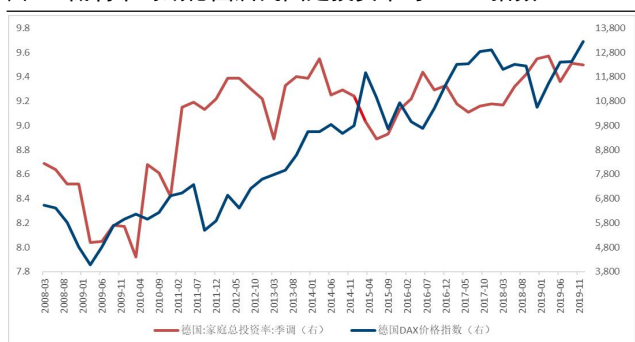
图28: 低利率时期德国家庭储蓄率和投资率双升



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

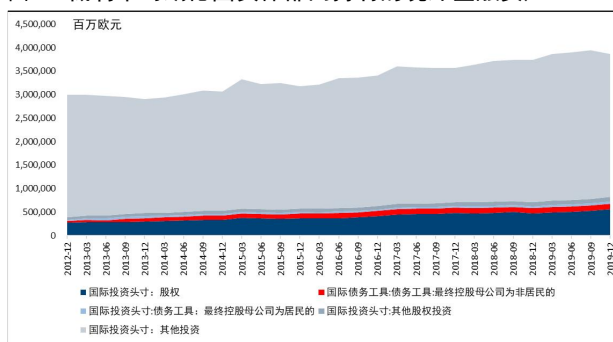
低利率时期德国居民部门家庭投资率的上升得益于德国股市的上涨以及德国居民持有的海外资产增加。从 2008 年至 2019 年，德国 DAX 指数上涨 102.7%，带动德国居民部门投资率从 8.7% 上升至 9.5%，德国居民主动增配股市行为明显，德国境外投资头寸由 2008 年的 2.99 万亿欧元上升至 2019 年的 3.86 万亿欧元，成为全球主要债权国之一。居民部门直接持有海外资产较少，更多是通过资管产品间接增配全球市场，享受全球经济发展带来的红利。

图29: 低利率时期德国居民固定投资率与 DAX 指数



资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

图 30: 低利率时期德国实体部门持有的境外金融资产



资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

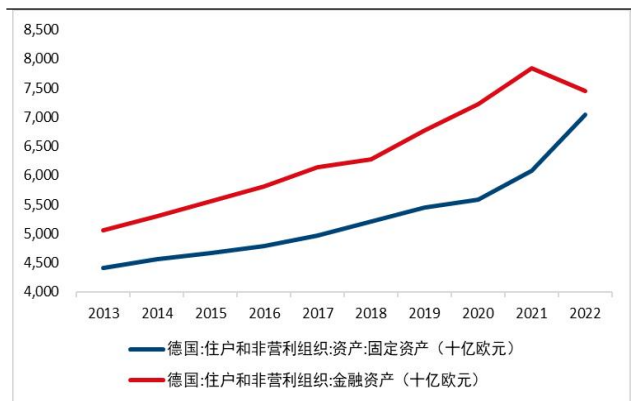
低利率时期德国居民部门固定资产快于金融资产。2013 年至 2022 年，德国住户和非盈利组织固定资产累计涨幅 54.7%，快于金融资产的累计涨幅 40.7%。金融资产中，保险资产累计增幅只有 21%，可能因为低利率环境下保险产品的底层资产收益变差带动保险收益下降。证券资产累计涨幅 67.7%，得益于德国股市在此期间涌现出大量具有全球竞争力的“隐形冠军”企业，通货和存款累计涨幅 59.9%，超过固定资产的 54.7% 的累计涨幅，说明居民部门在低利率时期构建固定资产意

愿不强。

3.3 重启加息后居民资产配置行为

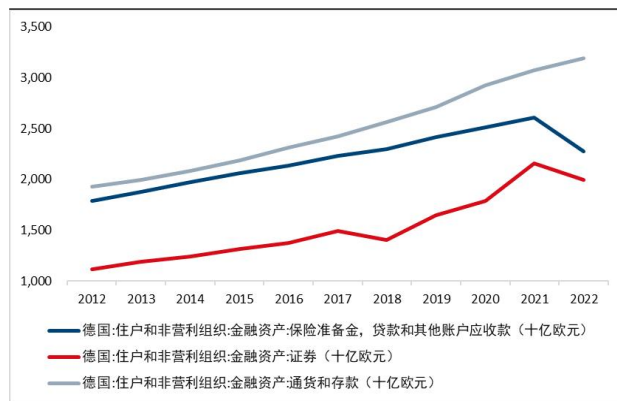
对这一阶段居民资产配置的变动展开分析对于当前被赶超型经济若干年后重回利率上行周期具有借鉴意义。2021 Q3 通胀上行后，居民资金流入通货比例持续上行，在通胀高企情况下居民对现金需求上升，需要更多现金应对日常开支。流动性较差的其他应收款负增长，说明居民更加重视资产的流动性。持有债券增加但增速放缓，配置资金开始买入，但受到利率上行导致的固收产品负偏移，持有债券的增速放缓。

图31：低利率时期德国居民固定资产和金融资产



资料来源：万得,国信证券经济研究所整理

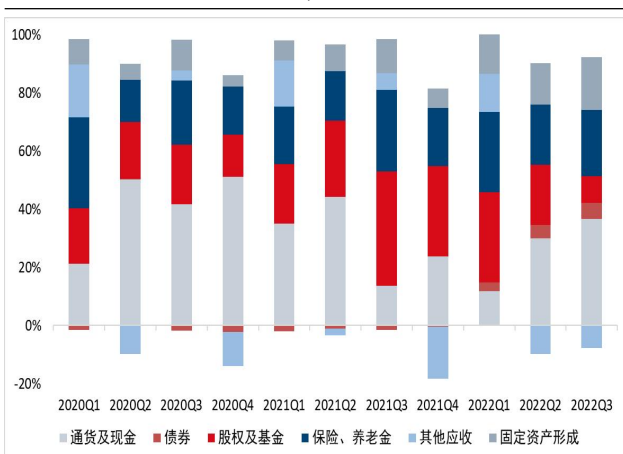
图32：低利率时期德国居民金融资产分布



资料来源：万得,国信证券经济研究所整理

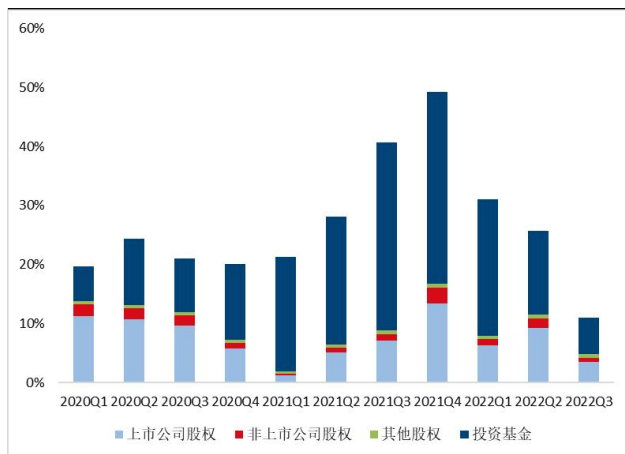
德国经验显示走出低利率困局如果是极端因素所致，则并无益于居民对风险资产的配置。高通胀带来利率上行，提高企业融资成本，经济基本面恶化风险加剧。利率高企大背景下股市难有良好表现，这一时期居民部门降低股权持有比例，赎回投资基金来应对经济滞涨。股权资产占居民金融资产的比例由2021Q4的49%锐减到2022Q3的11%。

图33：低利率向高利率转换中，德国居民资金流向



资料来源：万得,国信证券经济研究所整理

图34：德国低利率向高利率转换中居民权益类资产比例降低

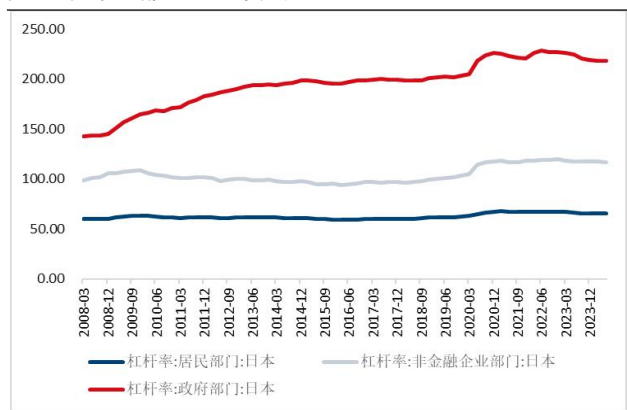


资料来源：万得,国信证券经济研究所整理

3.4 低利率时期流动性宽松并未明显提高德国宏观杠杆率

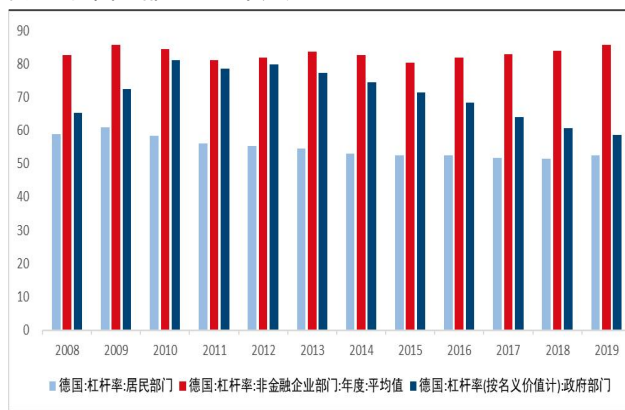
低利率时期，日本和德国居民部门杠杆率相近。2008 年日本居民部门杠杆率水平为 60.2%，略高于德国居民部门 58.8%的杠杆率水平。德国政府部门杠杆率远低于日本，2008 年日本政府部门杠杆率水平为 145.1%，远高于德国政府部门 65.2%的杠杆率水平。从 2008 年至 2019 年，德国非金融企业部门杠杆率也高于日本，日本非金融企业部门杠杆率水平从 2008 年到 2019 年的 12 年平均为 102.1%，超过德国的 83.06%。

图35：日本三部门杠杆率走势



资料来源：万得,国信证券经济研究所整理

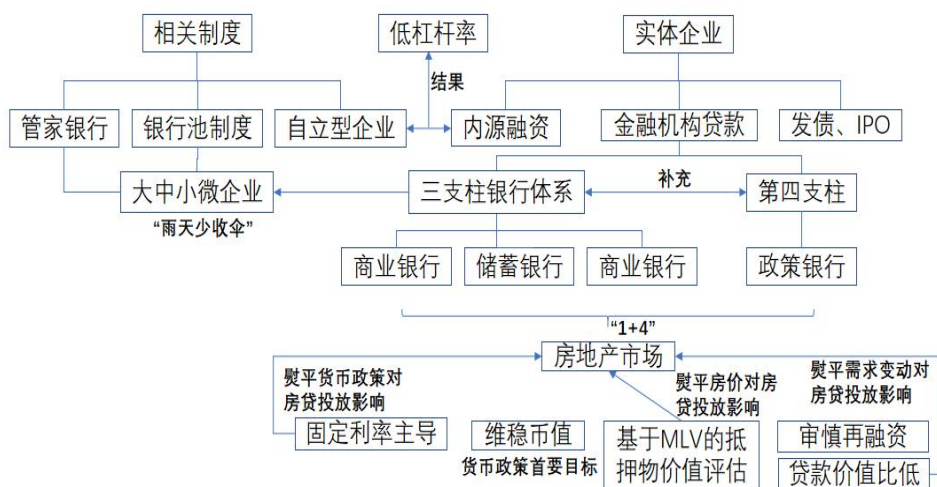
图36：德国三部门杠杆率走势



资料来源：万得,国信证券经济研究所整理

德、日两个非金融部门杠杆率的差异在于相比日本，德国企业倾向采用“内源性融资”。即企业依靠留存收益、自身“造血”，而非依赖高杠杆从银行贷款，或者通过股票或债券来融资。德国企业自有资金和接入资金基本上是 2:1 的关系，除了互联网危机和次贷危机、欧债危机对应的三个年份，德国实体企业资产端的证券一直是正向拉动经济的，土地、楼宇与建筑多数情况也是持续的正向贡献，其他账户应收款、通货和存款大多数情况下是正向拉动的。而 2010 年以后借入资金和自有资金中净值、股份及其他股票构成拖累项。

图37：德国企业内源融资图解



资料来源：张晓朴，朱鸿鸣（2021）《金融的谜题》，中信出版社，国信证券经济研究所整理

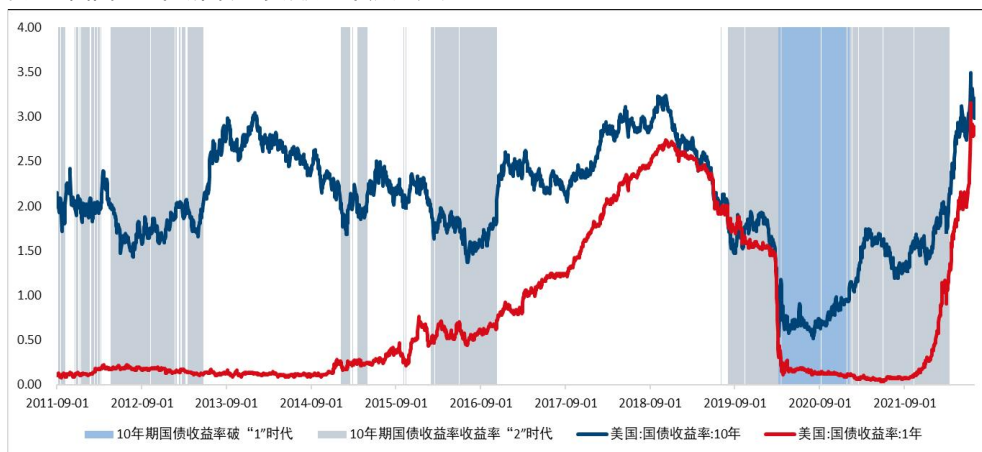
四、美国低利率时期居民部门资产配置经验

4.1 美国低利率时期阶段划分

美国 10 年期国债收益率跌破阈值走向低利率的几次过程复盘：

美国 10 年期国债收益率是全球金融市场的重要指标，跌破关键点位反映了市场对经济增长、通胀及货币政策的变化。（1）2008 年金融危机后（2008-2012 年）：2008 年金融危机爆发，全球经济陷入衰退，美联储将联邦基金利率降至接近零，并推出量化宽松（QE）政策。美联储的宽松货币政策压低了长期利率，经济前景疲软和通缩风险导致投资者转向避险资产，欧债危机加剧了全球市场的避险需求。2008 年底，10 年期国债收益率从约 4% 迅速下降。2011 年欧债危机加剧市场避险情绪，收益率进一步走低。2012 年，10 年期国债收益率首次跌破 2%，最低触及 1.43%（2012 年 7 月）；（2）2014-2016 年：全球经济放缓与低通胀，全球经济增速放缓，尤其是欧洲和中国经济疲软。美国通胀持续低于美联储 2% 的目标。全球经济不确定性加剧了避险需求，低通胀和美联储缓慢加息步伐压低了收益率。2014 年，10 年期国债收益率在 2.5% 左右波动。2015 年美联储加息可能性升温，但全球经济不确定性导致收益率下行。2016 年英国脱欧公投后，市场避险情绪升温，10 年期国债收益率再次跌破 2%，2016 年 7 月最低触及 1.37%。（3）2019-2020 年：贸易摩擦与新冠疫情。2019 年中美贸易摩擦升级，全球经济前景不确定性增加。2020 年新冠疫情暴发，全球经济陷入深度衰退。新冠疫情导致经济前景极度悲观，市场避险情绪高涨，美联储大规模宽松政策压低了长期利率，通胀大幅下降，进一步压低收益率。2019 年 8 月，10 年期国债收益率跌破 2%，为 2016 年以来首次。2020 年 3 月，美联储紧急降息至接近零，并重启量化宽松。2020 年 8 月，10 年期国债收益率跌至历史低点 0.52%。

图 38：美国 10 年期国债到期收益率历史走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

通过上述复盘可见，美国 10 年期国债收益率向下突破通常与经济衰退、低通胀、市场避险情绪及美联储宽松政策密切相关，以下是关键驱动因素：（1）经济衰退风险：经济前景恶化时，投资者转向避险资产，压低收益率。（2）低通胀：通胀低于目标时，实际收益率下降，压低名义收益率。（3）美联储政策：宽松货币政策（如降息和 QE）直接压低长期利率。（4）全球不确定性：地缘政治风险、贸易摩擦等加剧市场避险情绪。未来，美国 10 年期国债收益率的走势将取决于经济增长、通胀动态及美联储政策路径。

整个低利率时期，美国大类资产表现为：**纳斯达克100>标普500>道琼斯工业指数>美元>COMEX黄金>债券**。美元在低利率时期表现较强的原因有二：其一是全球主要经济体在2020年以前信用周期较为同步，美债收益率低点时欧洲和日本的债券收益率更低，美元相对更强。第二是因为美股涨幅对全球资金的虹吸效应，资本和金融账户的顺差超过经常项目的逆差，美元走强。

图39：低利率时期美国大类资产表现

	巴克莱资本美国综合债券	COMEX黄金	美元指数	道琼斯工业指数	纳斯达克100	标普500
2012	0.96%	6.98%	-0.57%	7.26%	16.82%	13.41%
2013	-7.33%	-27.78%	0.55%	26.50%	34.99%	29.60%
2014	18.14%	-2.13%	12.56%	7.52%	17.94%	11.39%
2015	9.71%	-10.37%	9.34%	-2.23%	8.43%	-0.73%
2016	3.05%	8.63%	3.73%	13.42%	5.89%	9.54%
2017	-11.57%	13.29%	-9.89%	25.08%	31.52%	19.42%
2018	2.48%	-1.56%	4.14%	-5.63%	-1.04%	-6.24%
2019	7.70%	18.32%	0.39%	22.34%	37.96%	28.88%
2020	-3.94%	25.11%	-6.73%	7.25%	47.58%	16.26%
2021	3.50%	-3.74%	6.68%	18.73%	26.63%	26.89%
2022	-6.62%	-0.02%	7.84%	-8.78%	-32.97%	-19.44%
2012年至2022年	13.23%	16.95%	29.01%	171.31%	380.27%	205.30%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

4.2 美国低利率时期大类资产表现

4.2.1 低利率时期的美股盈利支撑美股表现

股票涨幅较大主要受益于无风险利率的降低导致企业融资成本降低，企业盈利是美股上涨最主要的驱动力。全样本来看，美联储QE政策压低股权风险溢价，导致风险溢价在整个低利率时期成为美股上涨的第二大驱动力。仅在2019-2022年美债收益率处于底部时期，无风险利率隐含的流动性拔估值因素对美股贡献第超过风险对于美股的贡献。

美股内部，以纳斯达克为代表的成长股跑赢道琼斯为代表的价值股。这并非源于低利率时期流动性宽松单边的“拔估值”行情，而是科技成长板块的盈利水平相对其他板块更高，具备典型的盈利支持属性。在《解密高股息的长久期之谜》报告中，我们提出美股以纳斯达克为代表的成长股折算后具有更长的久期，以道琼斯为代表的价值股久期相对较短，以利率作为久期跷跷板的支点，在2012-2022期间美股低利率时期，可以观察到在大多数时间估值对纳斯达克贡献为正，而对道琼斯贡献为负的现象，体现出成长和价值属性的估值贡献分化。

图40: 低利率时期, 美国股市收益中估值贡献占比较高, 利率升高后主要靠盈利和情绪带动



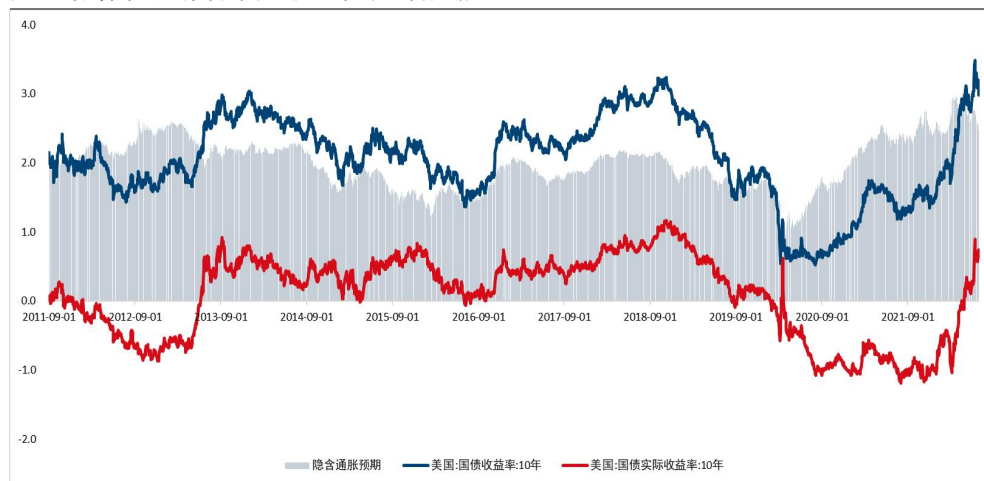
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

4.2.2 低利率时期的美债配置性价比不足

与德国和日本低利率时期的经验不同, 美债收益率长端变动比短端更迅速, 市场围绕美国通胀展开反复博弈, 美国经济强于德日两国, 因此长端美债利率高于德国和日本的长端利率。

用美债到期收益率减去美债 TIPS 收益率得到美债中隐含的长期通胀, 2011 年至 2021 年隐含通胀平均值为 1.98%, 且各年度间波动较小, 说明美联储“市场管理”效果较好, 美国央行信誉较高。观察美债实际收益率, 认为低利率时期美债配置价值并不理想, 美债实际利率以 0 为均值上下波动, 平均值为 0.07%, 相比现金类资产收益有限。

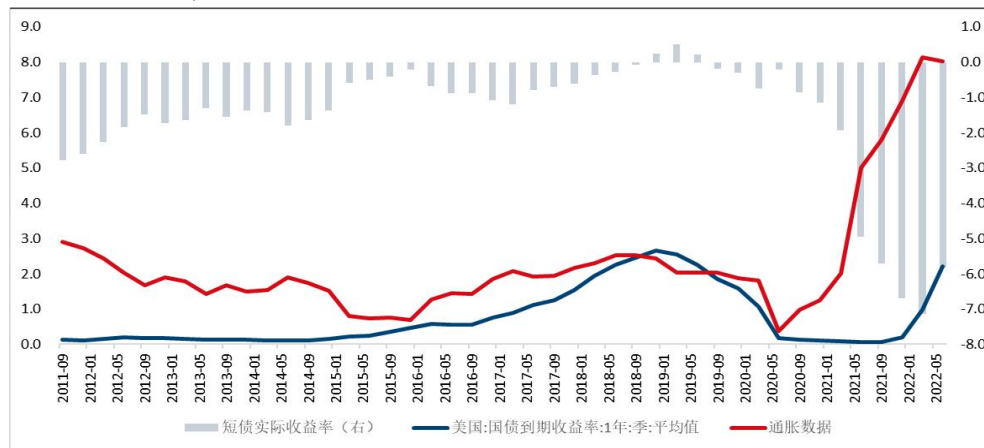
图41: 低利率时期美债实际收益率与隐含通胀



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

本文用 $0.6 \times \text{CPI} + 0.4 \times \text{PPI}$ 来高频拟合美国的通胀数据，其中 CPI 选择核心 CPI 数据，核心 CPI 数据是 CPI 减去能源和食品价格后的数据，能够更好的反应美国经济的内生性问题，以防输入性通胀对于通胀数据的扰动。之后用 1 年期美国国债到期收益率减去通胀数据，得到短债的实际收益，发现低利率时期短债实际收益率大多为负。除了利率快速下行期，美债的资本利得可以弥补票面利率下降的损失，获得较好的收益外，在利率持续低迷期间，持有美债并不是一个最好的选择，短债大多数时期无法跑赢通胀，而长债会在利率上升期间获得负收益。

图42: 低利率时期，美债短端利率拆解

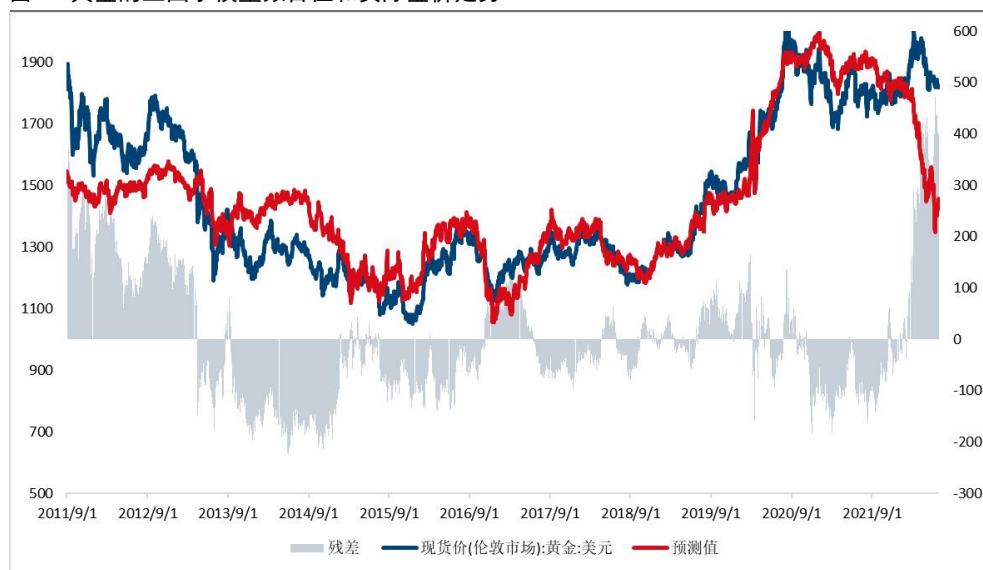


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

4.2.3 低利率时期黄金价格走强得益于美元、美债利率、美国债务共振

低利率时期，黄金价格走势可以拆解为定价之锚、机会成本、系统性风险对冲价值三部分。黄金定价之锚为美元，黄金的货币属性体现在美元的替代效应上，所以美元强则黄金弱，反之亦然。黄金作为不生息类资产，其持有的机会成本是 10 年美债到期收益率，因此美债收益率和黄金价格成反比。信用货币体系最大的风险是美元债务不可持续，而黄金正是用来对冲这一系统性风险的工具，因此美国债务总额越高，对应的黄金价格越有走高动力。

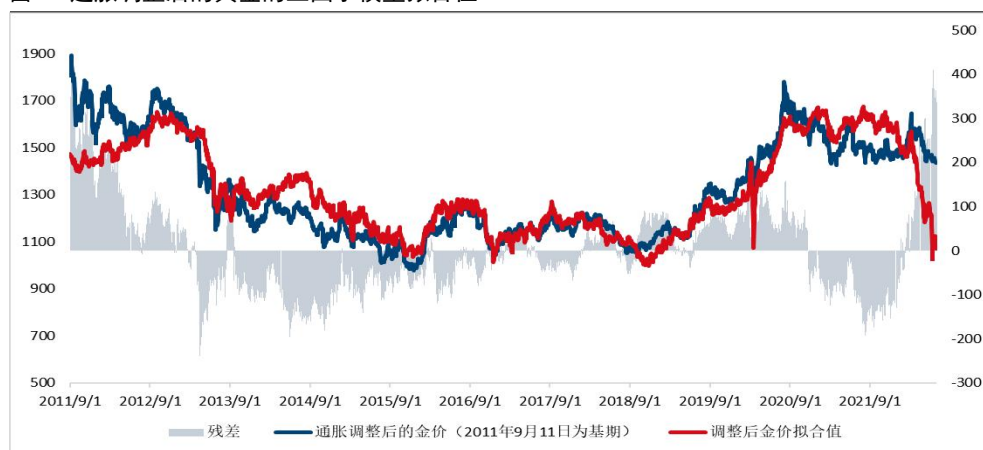
图43: 黄金的三因子模型拟合值和实际金价走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

接下来，本文剔除黄金价格中隐含的通胀水平，得到实际黄金价格。具体方法为将每年的GDP平减指数日度化，以2011年9月11日为基期，算出每日的累计通胀水平，再用实际金价除以累计通胀水平得到实际金价，用美元指数、美债实际收益率、美国债务总额三因子拟合实际金价，该回归结果的决定系数为0.78。低利率时期黄金价格走强主要得益于美债收益的下行，美国债务总额增加和美元走强三方面共振。

图44: 通胀调整后的黄金的三因子模型拟合值

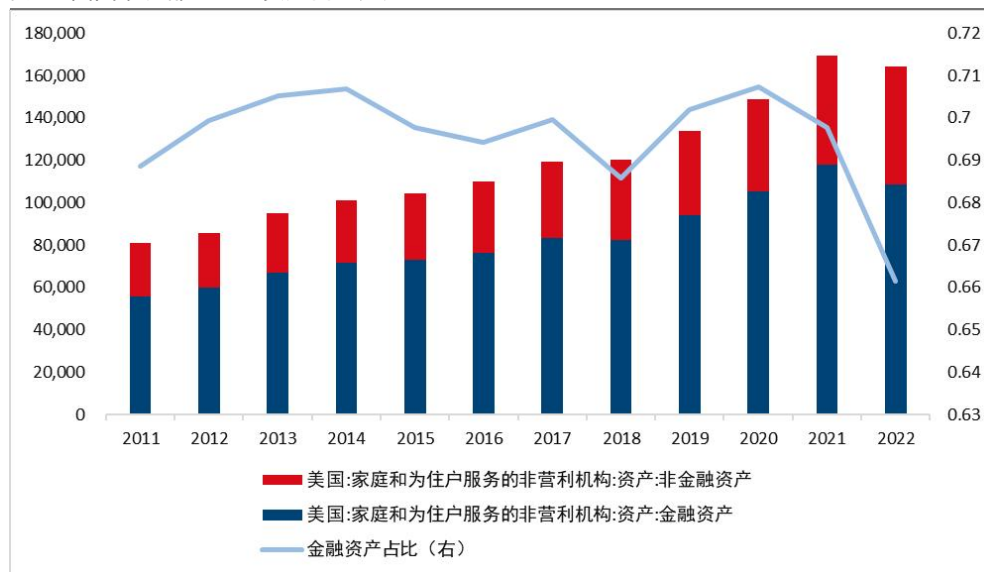


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

4.3 低利率时期美国居民部门资产配置

2011年到2021年，美国家庭资产总额仅在2022年出现小幅度的下降，金融资产占家庭财富的比例从2011年到2013年小幅上升，2014年达到阶段性峰值70.4%后回落，直到2018年才继续开启上升趋势，2020年后，受疫情影响，金融资产占比逐渐回落。2022年金融资产占比为66.15%，处于2011年以来的低点。

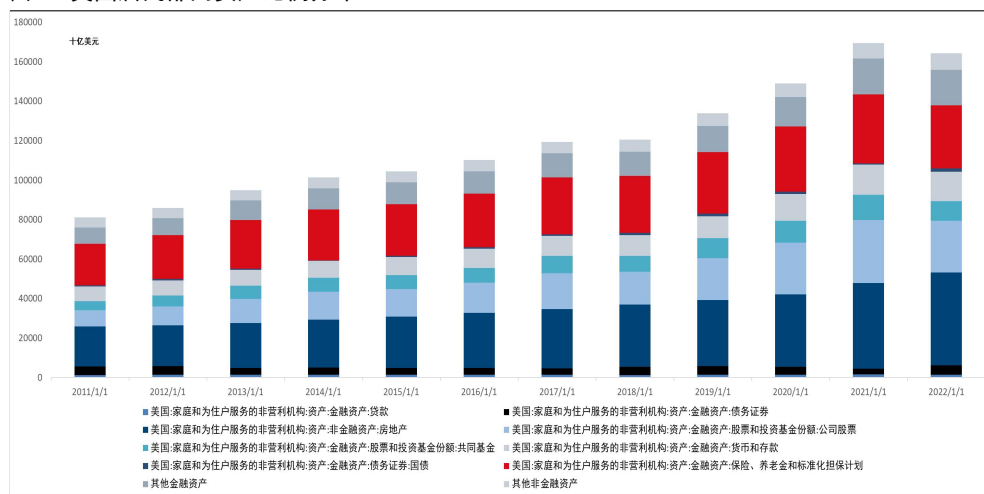
图45: 美国家庭部门金融资产占比走势



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

对低利率时期美国家庭部门资产进一步拆解, 发现低利率时期居民家庭资产主要配置在地产和保险、养老金和标准化担保计划上。相比日本, 美国居民配置在股权和共同基金上的财富比例更高, 配置在货币上的财富比例更低。

图46: 美国居民部门资产比例分布

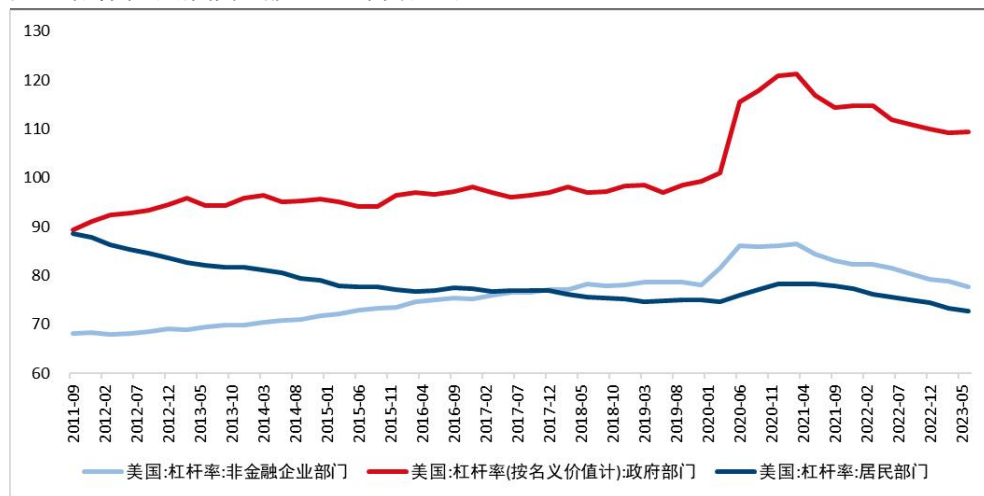


资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

美国居民部门的资产负债表反应美国居民家庭部门财富配置的存量特征, 居民财富存量由居民主动增配某一资产和某一资产价值重估两部分共同构成。居民某一类型财富的增加主要得益于该资产价格的上涨, 和居民主动增配行为关系不大。

本文分析低利率时期美国三部门杠杆率, 发现低利率提高了美国企业的杠杆率, 进而提高了美股 ROE 水平, 支撑美股盈利增长。和日本经验相似, 居民部门在低利率时期去杠杆效应明显, 政府部门加杠杆对冲居民部门去杠杆行为。

图47: 低利率时期美国三部门杠杆率变化趋势



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

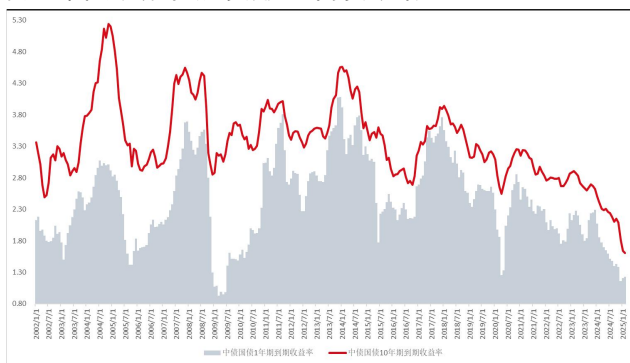
四、低利率时期居民部门资产配置展望

2021 年以后, 由于受到 PPI 持续为负、地产下行导致实体企业融资不足的影响, 中国债券收益率进入下跌通道, 截至 2025 年初, 10 年期国债到期收益率在 1.6% 附近反复波动。

5.1 低利率时期居民行为: 从单边押注地产到多元金融资产配置

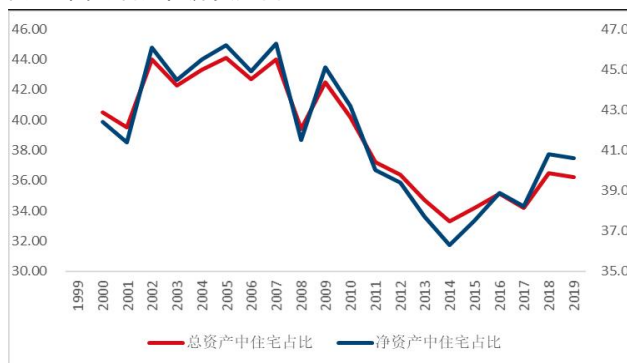
尽管 1999 年以来中国房地产价格持续攀升, 但住房资产在居民总资产中的占比却从 2008 年前的 42% 降至 2016 年后的 35%, 在净资产中的占比由 43% 降至 40%。这一看似矛盾的现象, 本质上是居民资产负债表结构性调整与资产配置行为共同作用的结果, 住房价值提升带来的账面财富增长, 增强其风险承受能力。当基础资产安全垫增厚时, 投资者更倾向将其所支配的增量资金投放于高收益资产, 资产配置更加多元。该分化结构印证了中国居民资产配置正从“单一房产驱动”转向“金融资产+杠杆化房产”的多元形态, 这一转型与我国资本市场深化、利率市场化改革形成历史性共振。

图48: 国内债券市场到期收益率持续走低



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图49: 国内居民住房资产占比



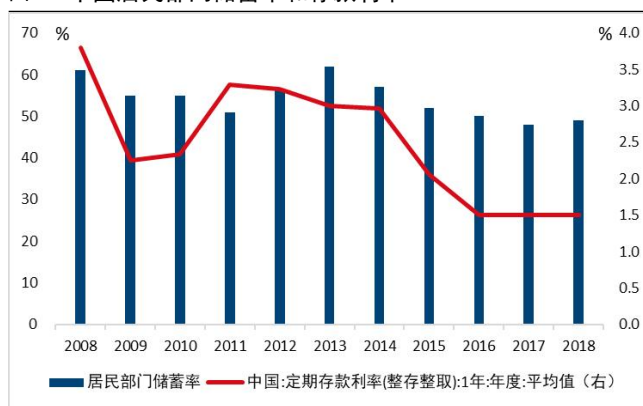
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

2008Q2-2009Q1,全球金融危机爆发,海外需求不足导致出口骤降,GDP增速从2007年的11.4%降至2008年的9.0%。政策推出4万亿提振经济方案,连续下调政策利率引导债市收益率大幅度下滑,债市呈现牛陡格局。10年期限国债到期收益率从2008年8月的4.42%降至2009年1月的2.88%,降幅为154bp,1年期限国债到期收益率:从3.56%降至1.07%,降幅为249bp。2010Q2-2011Q2,受到大规模财政刺激的影响,经济出现过热现象,2010年GDP增速10.3%,2010年11月同比增速5.1%,为了抑制通胀、防止股市和地产过热,央行从2010年10月20日、至2011年7月7日间共计5次加息,每次加息幅度为25bp,债市呈现熊平格局。10年期限国债到期收益率从2010年10月的3.53%升至2011年9月的4.01%,上升48bp,1年期限国债到期收益率从2010年10月的1.99%升至2011年9月的3.81%,上升182bp。2013年监管机构打击影子银行,压空转去杠杆,流动性冲击导致短端利率剧烈波动,2013年6月单月1年期国债收益率从2.84%快速上行至3.24%。2015年GDP增速6.9%,供给过剩导致PPI连续54个月为负,年内央行共计5次降准、5次降息,人民币贷款基准利率比年初降幅达到1.25个百分点。受经济基本面的影响,长短端利率同步下行,债市“资产荒”,10年期限国债到期收益率从2015年1月的3.54%降至2016年8月的2.72%,降幅81bp,1年期限国债到期收益率从2015年1月的3.17%降至2016年8月的2.15%,降幅102bp。2020,新冠疫情暴发打乱全球供应链体系,2020Q1GDP季度增速-6.8%,央行推出1.8万亿再贷款再贴现,10年期限国债到期收益率从2020年1月的3.09%降至2020年4月的2.54%下降55bp,1年期限国债到期收益率从2020年1月的2.29%降至2020年4月的1.25%,降幅104bp。短债到期收益率突破历史新低。2022H2以来,房地产下行周期叠加疫情反复倒闭央行下调政策利率,10年期限国债到期收益率从2022年12月的2.86%降至2025年1月的1.64%,1年期限国债到期收益率从2022年12月的2.24%降至2025年1月的1.21%。

5.2 低利率时期居民储蓄意愿提升

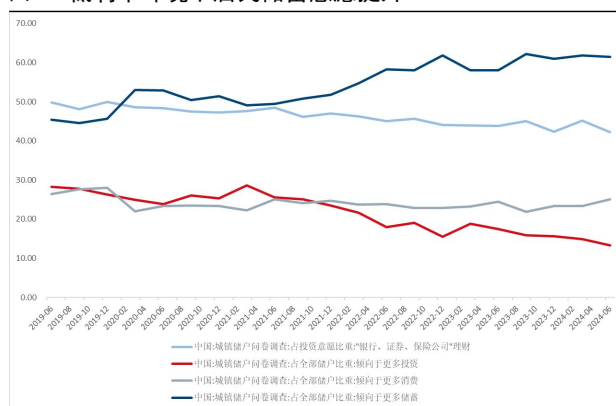
低利率的本质是实体企业融资需求不足以及投资回报率的下降,背后的核心原因是依靠城投和地产的扩张产生信用脉冲能力的下降。低利率时期海外经济体经验显示,均面临不同程度的房价回落,海外居民倾向于将更多的钱用于储蓄而非消费,缺乏优质投资标的导致居民财富中倾向于投资的比例下滑,属于低利率环境中的客观规律。

图50: 中国居民部门储蓄率和存款利率



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所测算

图51: 低利率环境下居民储蓄意愿提升

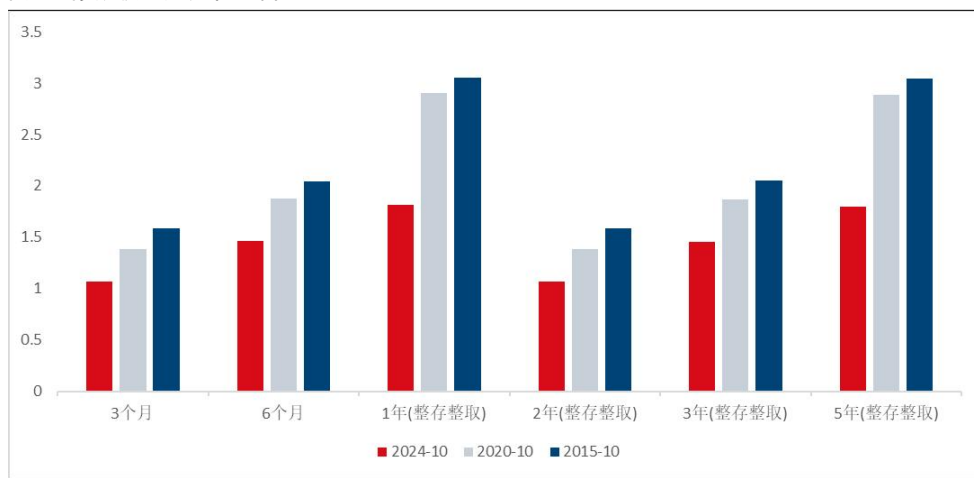


资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

5.3 低利率时代通货、存款、债券配置收益性下降

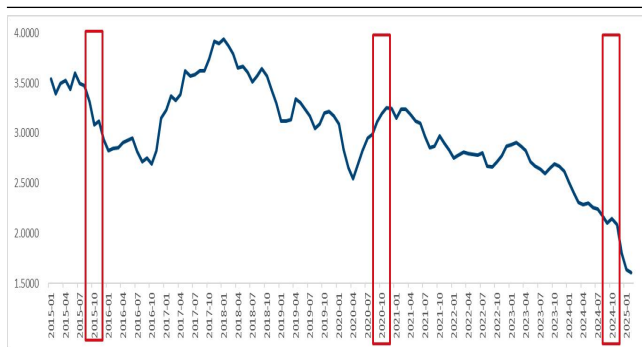
本文通过计算 12 家股份制商业银行和 6 家国有大行每个月不同期限存款利率的算术平均值，发现 1 年期整存整取利率、5 年期整存整取利率分别从 2015 年 10 月的 3.05%、3.04% 下降至 2024 年的 1.81%、1.09%。2015 年 10 月，2020 年 10 月，2024 年 10 月 1 年期整存整取利率和 5 年期整存整取利率均存在不同程度的收益率倒挂现象。事后回看，以 1 年期中债国债到期收益率来衡量，2015 年 10 月，2020 年 10 月向后滚动 1 年的平均收益率均大于向后滚动 5 年的平均收益率，一定程度上验证了市场的价格发现功能。

图52: 存款收益趋势性下降



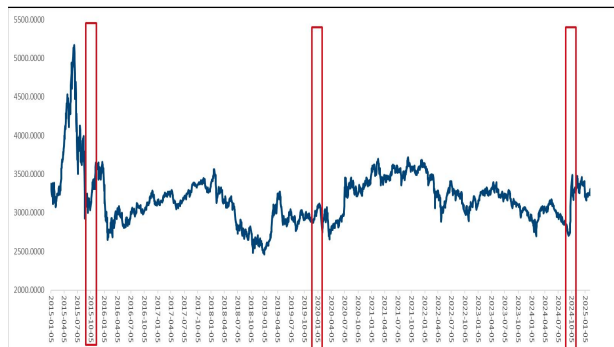
资料来源：万得,国信证券经济研究所整理

图53: 三次利率倒挂时期短债收益率曲线



资料来源：万得，国信证券经济研究所测算

图54: 三次利率倒挂时期上证综指的走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

存款利率的倒挂与股市走势关系不大，2015 年 10 月上证综指处于股市泡沫破裂后的反弹阶段，2020 年 10 月上证综指处于横盘整理阶段，2024 年 10 月上证综指在长期震荡下跌后迎来信心修复，9 月 24 日极速反弹后整体高位震荡。三次低利率时期的倒挂现象都不是因为股市的流动性汲取效应。

在当前市场环境下，国内利率下滑至历史低位，导致居民通过传统储蓄和债券投资获取收益的能力较此前有所降低。该语境进一步强调了采取多元化资产配置策略的重要性，旨在低利率环境中实现流动性和收益性的优化平衡。

风险提示

- (1) 历史复盘对未来指引有限；
- (2) 海外地缘问题和货币政策的不确定性；
- (3) 文中个股仅作数据梳理，不构成投资推荐意见。

免责声明

分析师声明

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。

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

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所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 层

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