

负利率时代的资产配置选择--欧日经验

摘要

- **负利率的出现打破了许多固有认知，也对资产配置构成新的挑战。**随着全球利率下行，负利率资产规模越来越大，已经攀升至 17 万亿美元的高位，而且在持续增加。在负利率时代如何合理配置金融资产以获得收益对机构投资者和居民来说变得尤为重要。为了给负利率环境下的金融资产配置提供经验，我们将目光转向日本和欧洲。日本从 1999 年开始便进入零利率环境，欧元区则从 2012 年迈入零利率附近。因而重点研究这两个区域居民和金融机构资产配置行为的变化具有较高参考价值。
- **居民部门：弃债买股。**日本居民部门从 1997 年开始便逐步减少对政府债券的配置，金融危机后也减少了对保险、养老基金等类固收资产的配置。日本居民部门对权益的配置与股市的走势高度同步，虽然近期居民部门权益资产配置有小幅回落，但以金融危机为起点，居民部门对权益资产的配置比例总体依然有较明显的回升。欧元区居民部门资产配置变化与日本类似，2012 年欧元区居民开始减少对债券的配置，但期间权益资产配置比例则保持平稳。
- **银行：贷款减少，准备金配置增加替换政府债券。**在实体融资需求不足和银行风险偏好较低的情况下，银行对信贷资产配置的比例均呈现回落的趋势。日本银行从 1997 年开始逐步减少信贷配置比例，2012 年以来欧元区银行信贷配置比例平稳略降。日本央行大幅增加了对准备金的配置而减少对政府债券配置的比例，这是因为日本央行 QE 和 QQE 从日本银行手中大量购买国债，而近期国债利率下行至低于超额存款准备金利率使得日本银行更加偏好超额准备金。由于欧央行 QE 力度不及日央行，并且欧元区超额存款准备金利率较国债更低，因而欧元区银行从 2014 年年末开始逐步增加对超额准备金的配置，但债券配置比例则保持平稳。
- **保险、养老基金：日本保险、养老基金通过配置海外证券保证收益，而欧元区保险、养老基金则凭借加大权益配置提高收益。**由于需要和负债久期匹配，日本保险公司对政府债券的配置比例最高，但 2012 年以来其占比基本稳定在 48% 左右。为了追求收益日本保险公司加大了对海外证券的配置比例。欧元区保险公司则通过债券向权益资产倾斜来满足对收益的要求。因为存在兑付压力，养老基金对投资收益率要求较高。日本养老保险基金加大对海外证券配置。欧洲保险公司则加大对权益资产配置。截止 2019 年 6 月欧元区养老基金中权益资产的配置比例高达 63%。
- **总体来看，负利率环境下资产配置明显向权益转移，因而权益资产更为受益。**负利率环境下居民、保险和养老基金均更加偏好权益资产。负利率对银行部门的负面影响较深，因为其资产配置中正收益率的贷款占比回落，而超额准备金和国债配置都面临负利率，银行资产配置腾挪只是在这“两害”中取其轻而已。但银行并未出现大幅提高风险偏好去追逐高收益的情况，而是通过提高非息收入来弥补利差损失。
- **风险提示：**全球经济超预期下行。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 信贷社融连续超预期后重新审视基建融资状况 (2019-10-16)
2. 3%的通胀与 6%的 GDP，央行会更关注哪个？ (2019-10-15)
3. 全球经济放缓外需走弱，经济平稳更需内需改善 (2019-10-14)
4. 如何理解联储再度扩表 (2019-10-14)
5. 联储扩表但并非 QE，国内经济短期平稳 (2019-10-13)
6. 中美贸易谈判再吹暖风与非标认定范围扩大的政策预示 (2019-10-13)
7. 我们就业压力到底有多大？——就业市场分析报告（二） (2019-10-11)
8. 就业看哪些指标比较有效？——就业市场分析报告（一） (2019-10-09)
9. “美元荒”的原因和机制 (2019-10-09)
10. 暂时的弱平稳不改变放缓的趋势——月度经济预测 (2019-10-08)

目 录

1 长期低利率、负利率对日本投资者行为的影响.....	1
1.1 日本居民部门：减少类固收资产	1
1.2 日本银行：用准备金替换政府债券	2
1.3 日本保险公司、养老基金：增加海外证券配置	3
2 负利率对欧元区投资者行为的影响.....	4
2.1 欧元区居民部门资产配置：减少债券配置	4
2.2 欧元区银行：资产配置变化较小	5
2.3 欧元区保险、养老基金：从债券向权益倾斜	6
3 结论	7

图 目 录

图 1：日本居民部门金融资产配置情况	1
图 2：美国居民部门金融资产配置情况	1
图 3：日本居民股票配置比例与股价基本同步	2
图 4：日本居民债券、保险和养老基金配置比例	2
图 5：日本银行部门资产配置情况	3
图 6：日本银行将政府债券逐步替换为存款准备金	3
图 7：日本保险部门资产配置情况	3
图 8：日本养老基金资产配置情况	4
图 9：日本养老基金加大对政府债券和海外证券的配置	4
图 10：欧元区居民部门金融资产配置情况	5
图 11：欧元区居民减少债券配置	5
图 12：欧元区银行金融资产配置情况	5
图 13：欧元区银行债券配置比例保持稳定	5
图 14：保险公司金融资产配置情况	6
图 15：保险公司债券和权益资产配置比例变化	6
图 16：欧元区养老基金资产配置情况	6

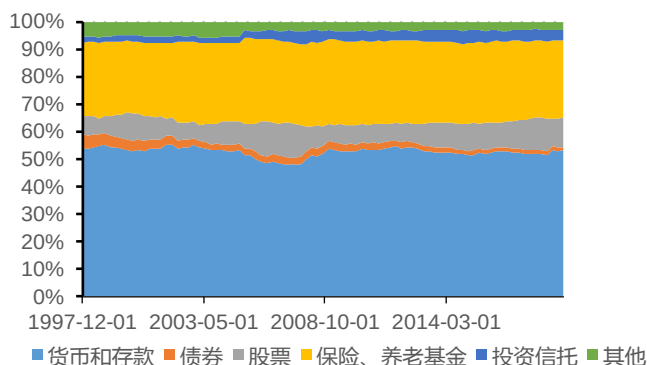
1 长期低利率、负利率对日本投资者行为的影响

当前日本、欧洲等国家的央行早已实行负利率，而全球负利率债券规模也已经升至 17 万亿美元左右的历史新高。负利率的出现打破了许多固有认知，并对机构资产配置构成挑战，在负利率环境如何配置资产以获得目标收益的难度加大。为了给负利率环境资产配置提供经验，我们将目光转向日本和欧洲。首先看日本，日本自 1999 年引入零利率，同时也是全球央行 QE 的鼻祖，并首创了 QQE。可以说日本提供了一个观察低利率、负利率环境对金融机构与居民资产配置行为影响的窗口。

1.1 日本居民部门：减少类固收资产

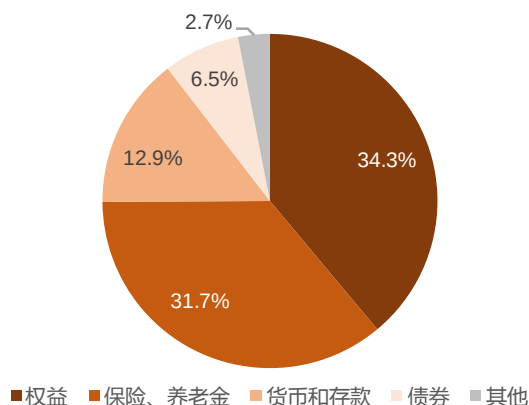
日本居民资产配置总体偏保守，以现金、存款配置为主。日本居民总资产中占比最高当属货币和存款这些现金类资产，1997 年 12 月至 2019 年 6 月，日本居民资产中现金类资产平均占比为 52.7%。而截止 2019 年 3 月美国居民部门现金类资产配置占比仅为 12.9%，欧元区居民部门现金类资产配置比例为 34%。

图 1：日本居民部门金融资产配置情况



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 2：美国居民部门金融资产配置情况



数据来源：CEIC，西南证券整理

日本居民股票配置比例与股市走势同步性较高，因而股票配置和低利率并没有直接的关系。但日本央行采取宽松的货币政策维持低利率，甚至实行负利率，是触发股市上行的重要原因，并间接改变居民对股市的配置。在宽货币推动股市上行阶段，居民会加大对股市配置，而在股市下跌期间，居民则减少配置比例。

日本居民股票配置比例出现明显回升发生在两个时期，一个是 2003 年 3 月至 2006 年 3 月，居民股票配置比例从 5.5% 上行至 12.6%。另一个时期是 2012 年 9 月至 2018 年 9 月，居民股票配置比例从 6.3% 回升至 11.9%。居民股票配置比例上升均处于日本央行加码货币宽松期间。日本央行在 2001 年 3 月日本引入量化宽松，将短期利率目标设定在 0%，并引入前瞻指引，这轮宽松在 2006 年 3 月结束。金融危机后，日本央行加码宽松，于 2010 年 10 月实行全面宽松政策，2013 年 4 月引入 QQE，2016 年 9 月引入收益率曲线控制的 QQE。

图 3：日本居民股票配置比例与股价基本同步



数据来源：CEIC，西南证券整理

长期低利率使得类固收资产收益承压，金融危机后日本居民减少了对类固收资产配置。日本央行货币宽松的带来的低利率和负利率，使得投资国债、保险和养老基金等固收类资产的收益出现下降，因而日本居民也相应减少了配置比例。2009 年 3 月至 2019 年 6 月，居民债券配置比例从 2.9% 降至 1.4%，保险和养老基金配置比例从 31.1% 降至 28.3%。

图 4：日本居民债券、保险和养老基金配置比例



数据来源：CEIC，西南证券整理

1.2 日本银行：用准备金替换政府债券

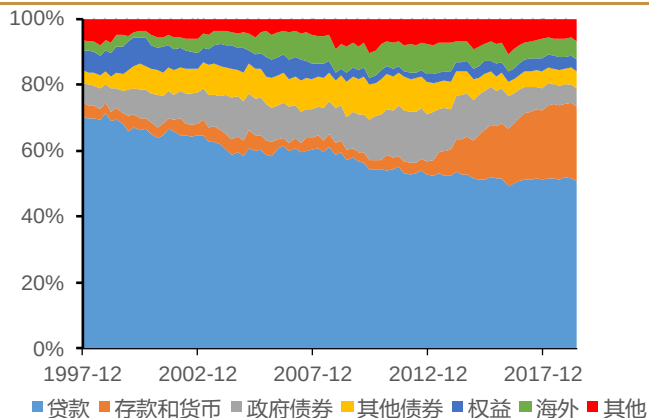
日本银行是受低利率环境负面影响最大的机构。低利率环境造成银行净息差收窄，银行不得不转向提高非息收入以弥补息差收入的减少。利息收入在日本银行业营业收入中的占比从 1997 年 3 月的 76%，逐步降低至 2017 年 3 月的 60%，之后小幅回升至 2019 年 3 月的 65%。

在资产配置方面，由于信贷需求偏弱和银行风险偏好较低，银行贷款配置比例一直在下降。从 1997 年 12 月的 70.5% 震荡下行至 2019 年 3 月的 50.9%，降低了近 20 个百分点。

国债收益率太低，甚至转负使得近年来银行减少了对政府债券配置。对政府债券包括国债的地方债的配置在 1997 年至 2012 年 9 月总体上是增加的，其占比从 6% 上行至 15.6%。

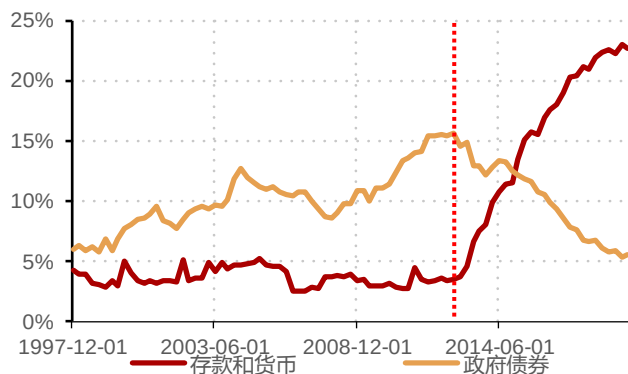
但从2012年12月开始，银行对政府债券配置比例却呈现震荡回落，至2019年3月其占比已经回落至5.4%的历史最低水平，6月小幅回升至5.6%，依然处于历史低位附近。

图5：日本银行部门资产配置情况



数据来源：CEIC，西南证券整理

图6：日本银行将政府债券逐步替换为存款准备金



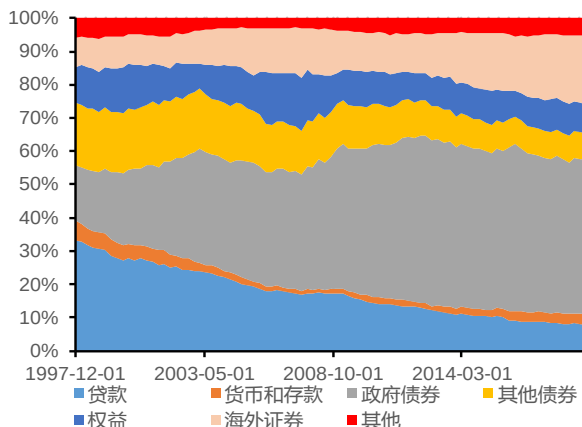
数据来源：CEIC，西南证券整理

在银行对债券配置比例下降的同时，对准备金的配置比例出现明显回升。从2012年12月的3.7%，大幅回升至2019年6月的22.7%。日本央行于2010年10月实行全面货币宽松政策并购买银行账户上的日本国债，并于2013年4月启动QQE大规模购买日本国债，这导致日本银行政府债券减少而存款准备金增加。尤其是2019年下半年以来，日本10年期国债收益率跌幅加深，平均利率为-0.2%，并与超额存款准备金（Policy-rate balance）利率-0.1%倒挂，这加剧了银行将政府债券替换为准备金的行为。

1.3 日本保险公司、养老基金：增加海外证券配置

由于需要和负债久期匹配，日本保险公司对政府债券的配置比例最高，但2012年以来其占比基本稳定在48%左右，不再增长。国债收益率下行并已经转入负区间，这对于保险公司整体盈利构成挑战。作为应对，日本保险公司加大了对海外证券的配置比例，包括债券和股票，海外证券配置比例从1997年末的8.6%稳步上行至2019年6月的20.6%。

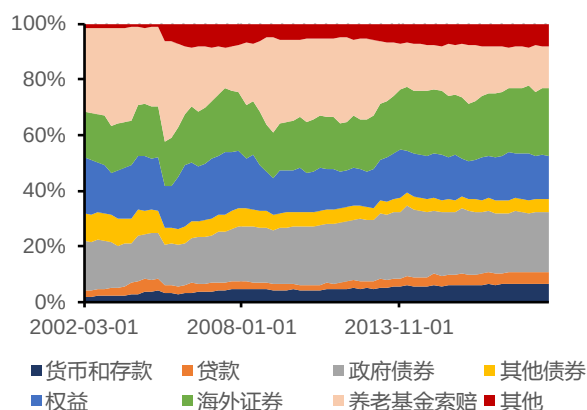
图7：日本保险部门资产配置情况



数据来源：CEIC，西南证券整理

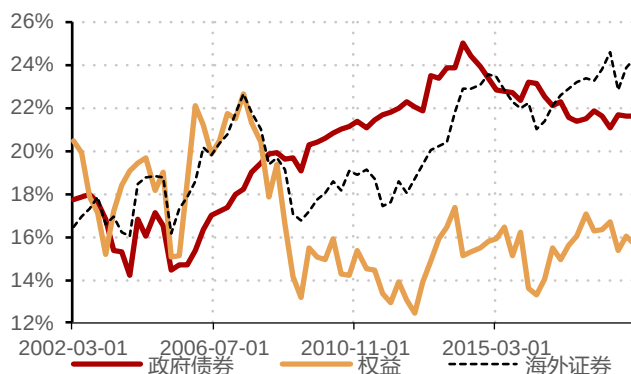
因为存在兑付压力，养老基金对投资收益的要求较高，为了提高收益，养老基金也加大了对海外证券的配置。其占比从 2002 年的 16.5% 逐步攀升至 2009 年 6 月的 24.3%。日本养老基金持有的国债规模比例也不低 2002 至 2019 年 6 月的平均占比为 20%，但从 2014 年开始养老基金对政府债券配置比例在逐步减少，从 2014 年年初的 25%，逐步下行至 2019 年 6 月的 21.6%。养老基金对利率变化更为敏感，因而比保险更早的减持政府债券。日本养老保险对日本权益资产配置比例在 2009 年至 2019 年 6 月保持稳定，平均占比为 15.1%，要低于金融危机前 2002 至 2007 年平均 19% 的占比。

图 8：日本养老基金资产配置情况



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 9：日本养老基金加大对政府债券和海外证券的配置



数据来源：CEIC，西南证券整理

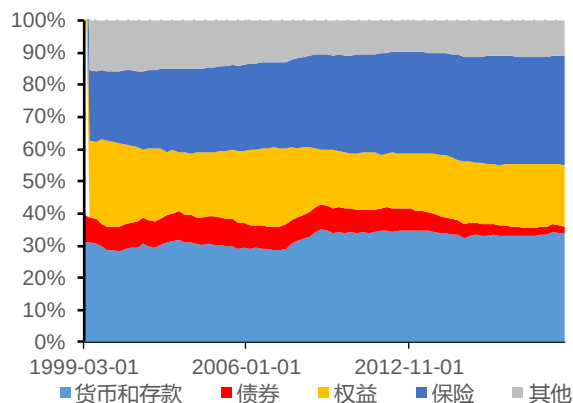
2 负利率对欧元区投资者行为的影响

欧元区从 2012 欧债危机期间便进入了长期低利率环境，存款便利利率降至了 0。2014 年 6 月欧央行更是将存款便利利率下调至 -0.1%。此外，德国、法国等欧元区主要国家国债收益率也大多跌入负值。欧元区也为我们分析低利率环境对居民和机构投资行为影响提供可借鉴经验。

2.1 欧元区居民部门资产配置：减少债券配置

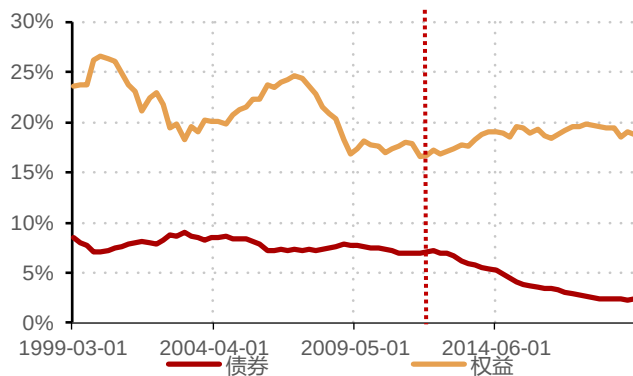
在低利率环境下，欧元区居民部门资产配置的主要变化是减少了对债券特别是长期债券的配置。其占比从 2012 年 3 月的 7.2%，逐步下行至 2019 年 3 月的 2.3%。但居民部门加大了对保险资产的配置，其占比从 2012 年 3 月的 30% 上行 4 个百分点至 2019 年 3 月达到 34%。2012 年以来欧元区居民部门对权益资产配置比例基本稳定在 18.8% 左右。

图 10：欧元区居民部门金融资产配置情况



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 11：欧元区居民减少债券配置



数据来源：CEIC，西南证券整理

2.2 欧元区银行：资产配置变化较小

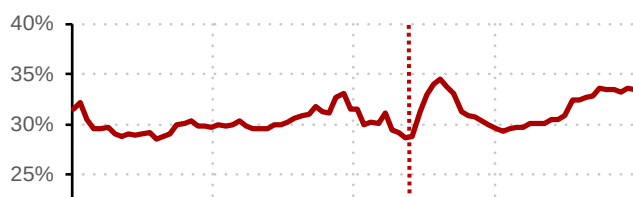
欧元区银行总体资产配置行为变化不大。2012 年以来贷款配置略微减少，债券投资占比小幅上升。贷款占比从 2012 年的 37.6%下行至 2019 年 6 月的 36.7%，减少了 0.9 个百分点。在实体融资需求偏弱的情况下，欧央行货币政策刺激并未能有效刺激信贷回升。而债券配置比例从 2012 年 19%，提高两个百分点至 2019 年 6 月 21%。

债券配置比例平稳，并未出现大幅减少的情况，准备金在欧央行 QE 影响下从 2014 年年末开始稳步回升。这与日本的情况存在差异。背后的差异一方面是欧央行 QE 力度不及日本央行。其次欧元区的隔夜存款利率当前为-0.5%，要低于国债收益率，因而相对来说购买国债比存入欧央行要更为划算。

图 12：欧元区银行金融资产配置情况



图 13：欧元区银行债券配置比例保持稳定



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9603

