

度 GPIF 持有 2.8 万亿日元另类投资资产（占比 1%），年化 IRR 可达 9.97%。

### ❖ 3、基金：债基收缩，股基偏好被动+海外投资

① 低利率时代导致日本固收类基金发展停滞，截至 2023 年末总资产 15.6 万亿日元，仅占公募基金总资产的 8%，而 80 年代这一比重可达 30%-50%左右。历史上大量债券基金产品（如中期债券基金、货币基金等）均已退出日本基金市场；目前固收类基金最主要的产品为货币储备基金 MRF，此类产品主要由证券公司发行、依托其证券交易业务吸引客户，对客户存放于券商账户、用于买卖证券的资金进行活期管理，其收益率均在 0.06%以下。

② 低利率时代股票类基金成为了日本公募基金主要的产品类型，截至 2023 年末日本股基总资产达到 181 万亿日元，占公募基金总资产的 92%，而在 90 年代日本股市泡沫破裂期间股基占基金总规模比重最低曾达到 25%左右。同时目前股基逐步向被动+海外投资切换。被动投资方面，被动型基金占股票基金的比重由 2014 年的 23%提升至 60%，背后的原因有：一则日央行下场购买 ETF，二则日本养老金大量购买 ETF，三则 ETF 管理业绩不亚于主动型产品且费用更低。海外投资方面，股票型基金、剔除 ETF 后股票型基金（主要为主动管理型股基）海外投资比例由 2000 年的不到 20%分别提升至 33.4%、55.6%

③ 低利率时代日本公募基金竞争激烈，头部机构集中度高。日本前 5 大公募管理机构的规模占全行业的 70%，主要为“券商系”资管公司与近年来新合并的头部公司，这一格局自 2015 年以来未发生变化。应对竞争压力，公募基金也普遍采取了降费手段。

### ❖ 风险提示：对低利率时代金融机构资产配置的总结不到位

## 投资主题

### 报告亮点

分析并总结了日本 90 年代进入低利率时代以来，非银金融机构在资产配置层面发生的变化与目前的规律。

### 投资逻辑

日本自 90 年代起逐渐进入低利率时代；2016 年正式进入负利率时代；这带来了非银金融机构资产配置回报率降低的压力，应对这一变局，各类机构在资产配置策略上也发生了较大转变。

寿险在经历了 90 年代行业出清后，其投资的高风险偏好转向稳健为先，贷款+股权类高风险资产占比由 80 年代近 90% 降至目前不到 20%，而债权类资产占比则升至 50% 以上，且以长久期为主；同时随着国内收益率下降，海外资产的比重提升至 22% 以上。

日本政府养老金投资基金 GPIF 由于设立之初就处于低利率环境中，因此其投资策略持续向多元化方向调整。GPIF 持有国内债券、国内权益、外国债券、外国权益资产的占比由 2014 年的 60%、12%、11%、12% 调整为 2022 年的各占 25%，海外与权益资产投资比重显著提升。同时 GPIF 自 2014 年起增加另类投资以获取稳定高收益。

公募基金中，低利率时代导致日本固收类基金发展停滞，货币基金等产品已退出历史舞台，目前固收类基金仅占公募基金总资产的 8%，而 80 年代这一比重可达 30%-50% 左右。股票类基金则成为低利率时代日本公募基金主要的产品类型。投资风格上，日本股基整体也逐步向被动+海外投资切换，被动型基金占股票基金的比重由 2014 年的 23% 提升至 60%，海外投资比例由 2000 年的不到 20% 分别提升至 33.4%。

# 目 录

一、日本低利率时代的特点.....	7
二、寿险：高风险偏好转向稳健为先.....	8
（一）低利率时代寿险机构的变局.....	8
（二）低利率时代寿险机构的投资特点：稳健为先.....	9
三、养老金管理公司：多元化投资以增厚收益.....	11
四、基金：债基收缩，股基偏好被动+海外投资.....	15
（一）低利率时代日本基金业的变局.....	15
（二）公募基金投资结构特点.....	16
1、特点 1：固收类基金发展几乎停滞.....	16
2、特点 2：股票类基金发展迅速，被动与海外投资为主.....	17
3、特点 3：公募基金集中度高，平均费率下降.....	19

# 图表目录

图表 1	日本央行自 1999 年起进入启动零利率	7
图表 2	10Y 国债收益率自 1999 年起长期低于 2%	7
图表 3	银行存贷款息差最低降至不到 1%	7
图表 4	企业债收益率长期偏低，信用溢价一度为负	7
图表 5	90 年代末-2005 年日本银行贷款规模出现收缩	8
图表 6	90 年代以来可转债、金融债等规模均在下降	8
图表 7	80 年代日本寿险以持有风险资产博取高收益为主	8
图表 8	日本寿险对风险类资产配置比例持续偏低	9
图表 9	第一生命保险主要以持有国内债券与外国证券为主	10
图表 10	生命保险同样以持有国内债券与外国证券为主	10
图表 11	寿险持有日本超长期国债近 50% 的存量规模	10
图表 12	寿险通过拉长久期获得相对稳定的债券收益	10
图表 13	第一生命保险资产端特点：债券久期长	11
图表 14	第一生命保险的投资收益与国内债券投资收益走势大致相同	11
图表 15	日本生命保险持有的债券资产久期也较长	11
图表 16	伴随人口自然增长率转负，日本养老金收入增长停滞	12
图表 17	GPIF 投资方向多元化，投资结构呈现“出海”的趋势。	12
图表 18	2020 年以来外国权益对 GPIF 收益贡献最大	13
图表 19	近 10 年权益资产回报显著提升	13
图表 20	权益回报优于债券、外国资产回报优于国内	13
图表 21	GPIF 的投资回报可分为利息股息收入和资本利得	14
图表 22	外国债券、国内权益、外国权益对收益的贡献分别约 30% 左右	14
图表 23	GPIF 从 2001 财年到 2022 财年末的累计收益率 3.59%	14
图表 24	目前 GPIF 被动投资占比超 8 成	15
图表 25	截至 2023Q1 持有另类投资 2.8 万亿日元	15
图表 26	截至 2022 年另类投资年化 IRR 为 9.97%	15
图表 27	当前日本债基几乎停滞，股票基金快速扩张	16
图表 28	日本固收类公募仅剩 MRF 与长债基金两类	17
图表 29	MRF 产品收益率低，主要依托证券公司发行	17
图表 30	日本股票类基金以被动投资为主	18
图表 31	日本央行持有股票 ETF 比重最高达到 70%	18
图表 32	日本主动管理基金投资回报与夏普比率均弱于被动管理基金	18
图表 33	股票基金海外投资比例高，且主动管理投资海外比例更高	19

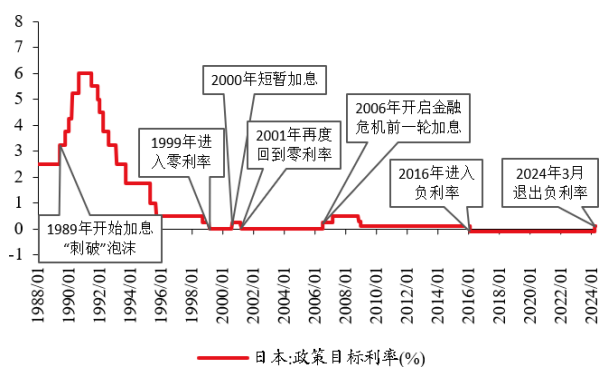
图表 34	日本股票类公募基金销售佣金费用率持续下降（单位：%） .....	19
图表 35	日本股票类公募基金管理费用率也持续下降（单位：%） .....	19
图表 36	日本公募基金净资产占全行业比重：头部集中且稳定 .....	20

## 一、日本低利率时代的特点

日本从 90 年代起逐渐步入低利率时代，2016 年日央行将政策利率降至-0.1%，正式进入负利率时代。日本自 1989 年收紧经济政策“主动刺破泡沫”后，陷入所谓“失去的三十年”：股市、房地产等资产价格暴跌、银行不良资产大幅提升、经济失速-通胀紧缩陷入循环，私人部门进入去杠杆阶段，而正是这一背景下日本开始逐渐步入低利率时代：

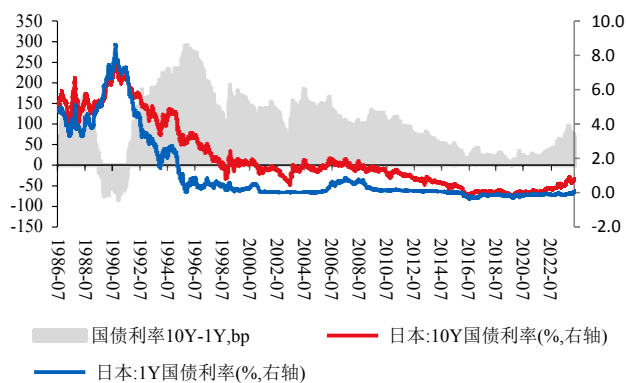
低利率时代的特点，一是利率水平低。基准利率方面，日本央行自 1999 年起进入零利率，此后政策利率从未突破过 0.5%。市场利率方面，各类债权类资产收益率持续下降，10Y 国债收益率自 1999 年起长期低于 2%，2016-2020 年间持续处于负利率，同时期限溢价持续收窄；企业债有效收益率自 1997 年起降至 2% 以下，信用溢价一度为负；同时存贷利率同步下降，银行长期贷款利率由 80 年代的 6%-8% 降低至 2% 左右，存贷款息差最低降至不到 1%。

图表 1 日本央行自 1999 年起进入启动零利率



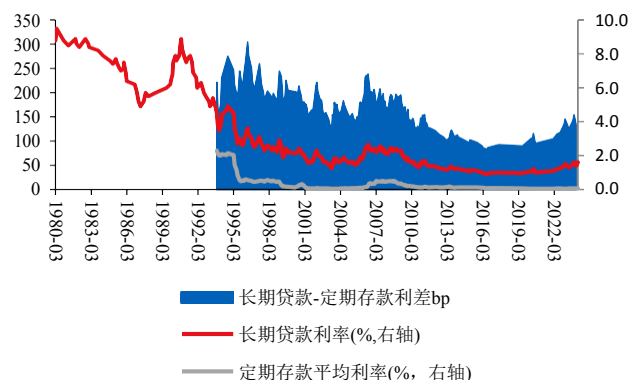
资料来源：wind，

图表 2 10Y 国债收益率自 1999 年起长期低于 2%



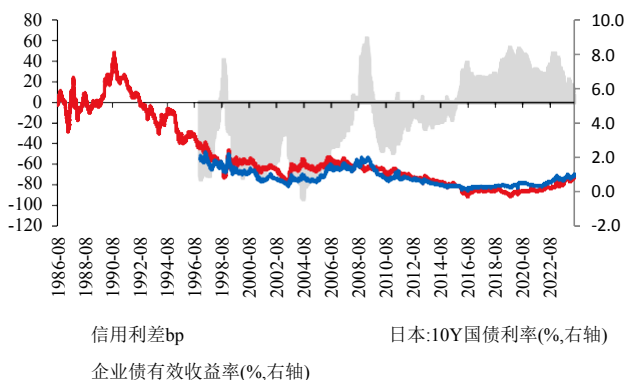
资料来源：wind，

图表 3 银行存贷款息差最低降至不到 1%



资料来源：wind，

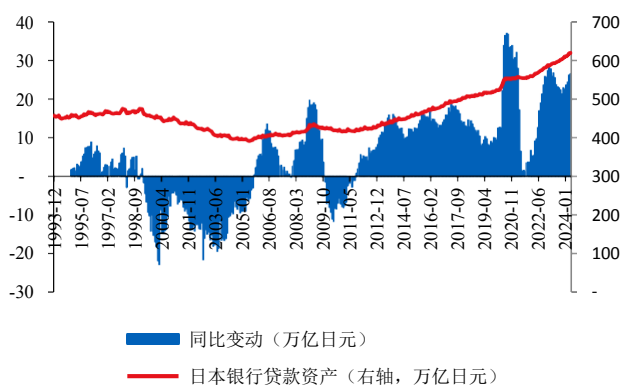
图表 4 企业债收益率长期偏低，信用溢价一度为负



资料来源：wind，

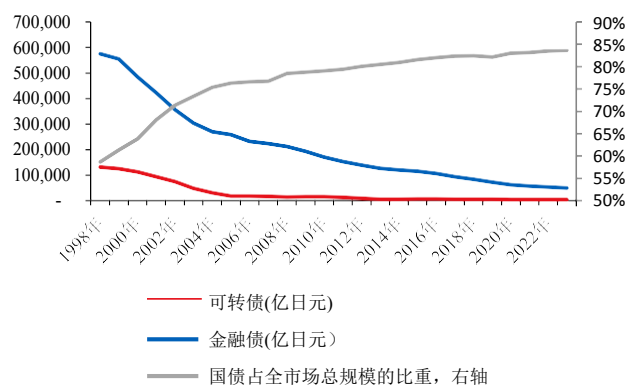
二是金融市场中各类非政府债权资产规模几乎不再扩张，境内投资面临“资产荒”。银行贷款方面，90 年代银行业贷款资产余额仅小幅缓慢提升，90 年代末-2005 年贷款资产余额出现收缩。债券方面，企业债、MBS、金融债等非政府债券规模均在收缩，债券市场中国债的比重持续上升，由 1998 年占比 58% 提升至 2023 年占比 84%，可选择的债权类产品大幅收缩。

图表 5 90 年代末-2005 年日本银行贷款规模出现收缩



资料来源: wind,

图表 6 90 年代以来可转债、金融债等规模均在下降



资料来源: 日本证券业协会,

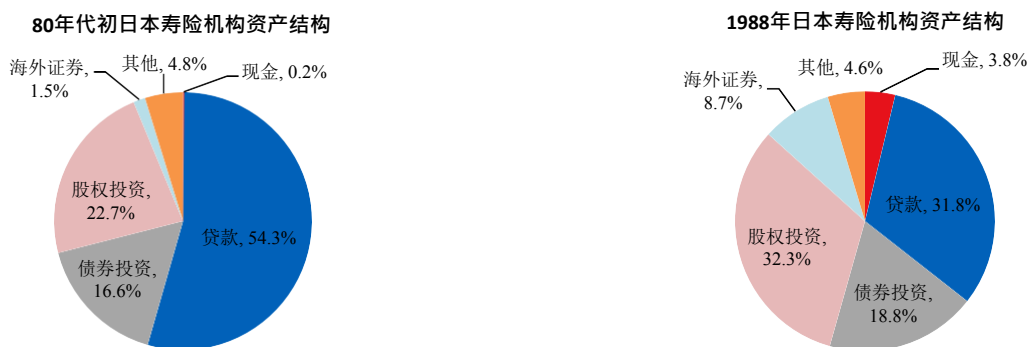
下文, 我们将分析日本非银金融机构在低利率时代资产配置策略上发生的变化。

## 二、寿险：高风险偏好转向稳健为先

### (一) 低利率时代寿险机构的变局

80 年代期间, 日本经济增速快、权益资产回报较高, 寿险机构资产结构以持有风险类资产博取高收益为主。根据日央行金融机构资金流量表数据, 80 年代初日本寿险机构资产结构中, 贷款、股权投资占比分别为 54.3%、22.7%; 且伴随股市上涨, 1988 年股权投资占比最高达到 32.2%。这一时期的高投资回报也促使日本寿险结构推出大量高预定收益率的寿险产品, 为后续寿险行业的风险埋下了伏笔。

图表 7 80 年代日本寿险以持有风险资产博取高收益为主



资料来源: BOJ,

90 年代伴随泡沫经济破裂, 日本股票市场暴跌、银行出现大量不良贷款, 对寿险结构投资回报形成较大冲击。资产回报率的下降导致大量寿险机构无法偿付预定收益而出现利差损, 最终在 1997 年日本国内金融危机期间、以日产生命保险为首, 陆续有 9 家保险公司破产重组。不过 1996 年日本金融自由化改革允许寿险与财险混业经营, 大量财险公司设立寿险子公司, 一定程度对冲了传统寿险公司的萎缩, 主体数量的增加带来 1997-2002 年期间日本寿险机构总资产规模也实现了年均同比+0.9%的小幅增长。从这一时期的投资

结构来看，受到风险资产暴跌的影响，寿险股权投资占比快速下降，2002 年降至 6.7% 的历史最低水平；而债券投资占比则快速提升，2002 年末已达到 51%，成为寿险最大的投资类别。

**2001 年起，为应对寿险行业的危机，日本修订了对保险业的监管，带来保险业的再度扩张。**一方面大藏省改为财务省，成立金融厅专门负责银行、保险等金融行业的监管；另一方面，2001 年起逐步解禁银行代销保险产品、2007 年彻底放开对银保渠道的限制，从而带来了寿险机构规模的再度扩张。

## （二）低利率时代寿险机构的投资特点：稳健为先

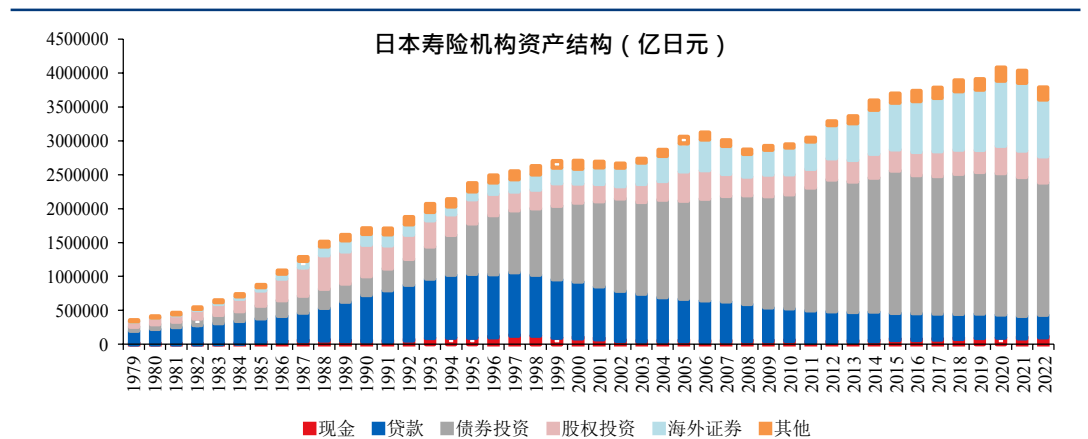
在经历了 90 年代寿险行业的出清后，日本寿险机构的资产配置特点切换为以低风险的债权类资产为主，通过拉长久期和出海提高回报，高风险的贷款与股权投资比重则长期处于低位。在稳健的投资组合影响下，目前日本寿险机构的投资收益率并不高。

**特点 1：风险偏好下降，对风险类资产配置比例持续偏低。**80 年代日本进入低利率环境之前，日本寿险的投资结构中贷款、股票占比较高，占比最高分别达 55%、32%，而在经济泡沫破裂阶段房地产、股票受损最大，大幅冲击险资甚至带来大量保险机构破产。此后，险资的资产配置结构中股票与贷款资产的比重持续较低，且当前日本长期贷款利率也低于超长期国债收益率，持有贷款性价比并不高，因此截至 2022 年贷款、股权投资分别占寿险总资产的 8.7%、10.2%。

**特点 2：增持外国债券。**由于日本低利率环境下与海外、特别是美国国债的息差大幅走阔，即便考虑对冲成本后仍有较大套利空间，因此险资大量增配外国债券，目前寿险持有海外证券占比由 90 年代初的 10% 左右提升至 22% 以上，仅次于持有本国债券。

而从当前日本主要的两大寿险公司数据也可看到，日本生命保险、第一生命保险目前持有国内债券的占比均为最高，分别达到 41%、52%；其次为外国证券，占比分别为 25%、18%；而贷款、房地产投资目前占比均已经非常低，普遍在 10% 以内。

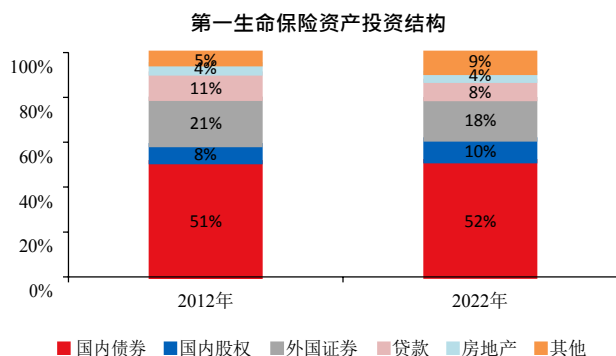
**图表 8 日本寿险对风险类资产配置比例持续偏低**



资料来源：BOJ，

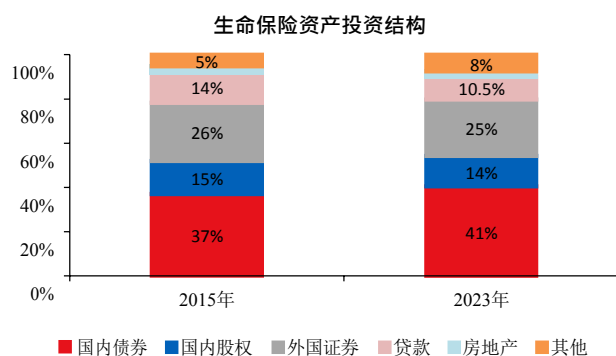


图表 9 第一生命保险主要以持有国内债券与外国证券为主



资料来源：第一生命保险年报，

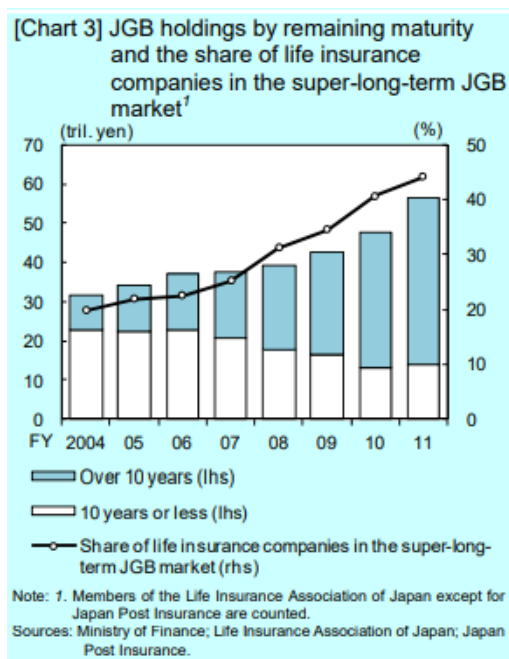
图表 10 生命保险同样以持有国内债券与外国证券为主



资料来源：日本生命保险年报，

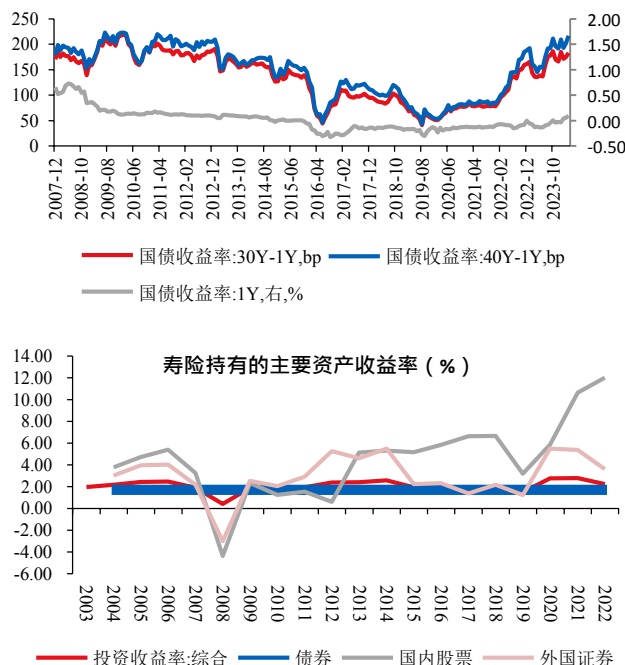
**特点 3：增持超长期国债·通过拉长久期提高回报。**2000 年以来，日本寿险公司持续增加国内国债的持有量，目前日本国债持有人结构中 18.6%为保险公司持有（仅次于日央行），本国国债占寿险公司持有有价证券的接近 50%。而在久期结构中，低利率环境下寿险公司特别增加了对超长期国债（10 年以上）的购买，截至 2011 年日本超长期国债持有人结构中接近 50%由寿险持有。由于低利率环境下日本 30Y、40Y 国债期限利差仍有 100-200bp 左右，因此通过拉长久期的方式，寿险公司将其债券投资收益率稳定在 1.7%左右。而从当前日本主要的两大寿险公司数据也可看到，日本生命保险、第一生命保险持有的债券资产久期均在 11-12 年左右，且其整体投资收益率与国内债券投资收益率走势大致相同。

图表 11 寿险持有日本超长期国债近 50%的存量规模



资料来源：BOJ1，

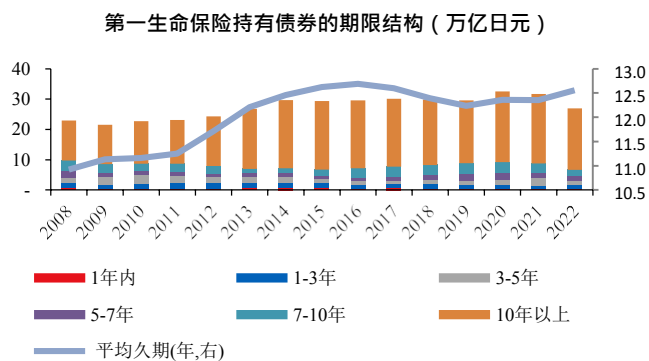
图表 12 寿险通过拉长久期获得相对稳定的债券收益



资料来源：wind，

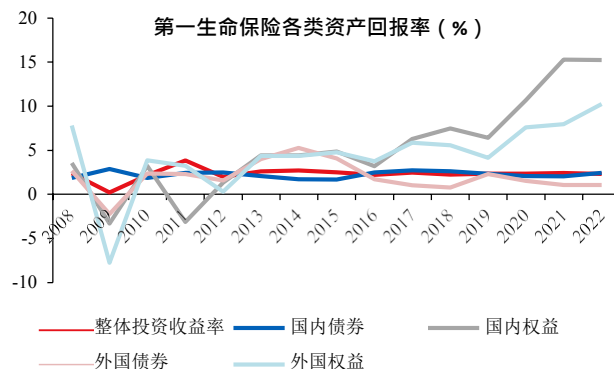
<sup>1</sup> Kan, K., Kurachi, Y., Fukuda, Y., & Nishioka, S. (2013). Japanese Life Insurance Companies' Balance-Sheet Structure and Japanese

图表 13 第一生命保险资产端特点：债券久期长



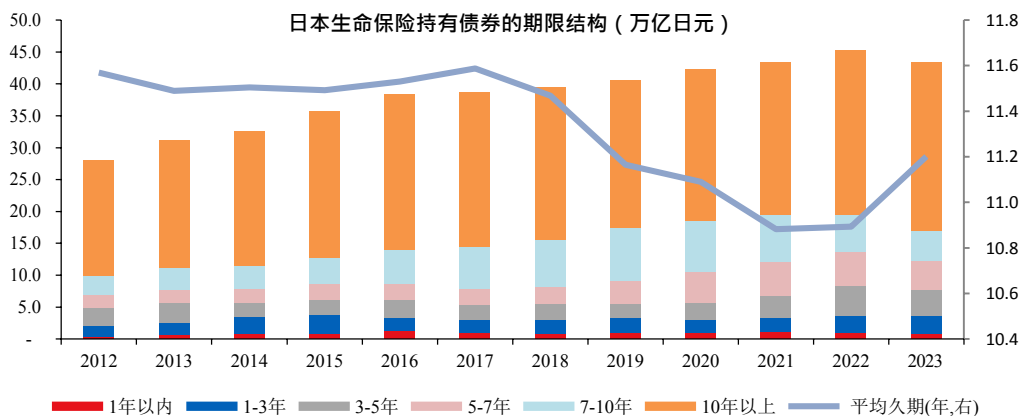
资料来源：第一生命保险年报，

图表 14 第一生命保险的投资收益与国内债券投资收益走势大致相同



资料来源：第一生命保险年报，

图表 15 日本生命保险持有的债券资产久期也较长



资料来源：日本生命保险年报，

### 三、养老金管理公司：多元化投资以增厚收益

日本养老金绝大部分由政府养老金投资基金 **GPIF** 进行管理。早期日本养老金主要投向回报较低的政府项目，然而由于日本人口老龄化问题，2000 年以来养老金“池子”增长停滞，养老金机构的养老保险存量收入维持在 150 万亿日元上下波动，叠加低利率时代投资回报偏低，这带来对养老金的投资管理要求进一步提高来支撑不断增长的养老金支付需求。2001 年日本设立 GPIF (Government Pension Investment Fund, 政府养老金投资基金) 专门对日本国民养老金与厚生年金保险进行投资管理。截止 2023 年 Q3 日本 GPIF 的资产管理规模达到 224.7 万亿日元 (约 1.5 万亿美元)，是世界上最大的政府养老基金之一，因此对日本养老金在低利率下投资结构的研究我们主要关注 GPIF 的情况。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/268137111012006110>