

2025 年 01 月 13 日

证券研究报告 | 公募基金专题报告

低利率环境下海外公募基金发展的启示——日本公募基金资管结构变化

公募基金生态观察

分析师：孙书娜

分析师登记编码：S0890523070001

电话：021-20321306

邮箱：sunshuna@cnhbstock.com

分析师：冯思诗

分析师登记编码：S0890524070001

电话：021-20321079

邮箱：fengsishi@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

1、《当前市场下如何做资产配置？—

2024Q3 泛固收型基金季报点评》

2024-10-30

2、《权益市场结构性行情下转债投资具

备高性价比——可转债基金组合策略

报告》2024-10-28

3、《债市波动加大，需要转向防御吗？

—基金组合策略跟踪报告》2024-08-28

4、《债基大额吸金，股债配置均延续一季

度主线：2024Q2 固收型基金季报点评》

2024-07-25

5、《继续增持电子，减持老赛道——

2024Q2 主动权益型基金季报点评》

2024-07-24

投资要点

④引言：迈入 2025 年，债市的根本矛盾未发生改变，在经济迈入高质量发展阶段，“宽货币”格局不改的当下，债券收益率有望维持较低水平，截至 2025 年 1 月 13 日，10 年期国债收益率一度下行至 1.6% 以下，若利率进一步下行并长期保持低利率环境，固收类资管产品的生存空间或受挤压。本文通过探索低利率环境下日本公募基金产品的资产结构变化与发展，给我国新一年资管机构的产品创设提供建议。

④在步入低利率时代后日本公募基金经历了如下四个阶段：第一阶段（1990 年-2000 年）日本股市与地产齐跌，权益资产规模随之收缩。日央行货币政策全面转向宽松，在债券收益率快速下行的大背景下，债券类资产受益于资本利得吸引力增加，债券类基金规模随之大幅提升。第二阶段（2000-2008 年）2001 年，央行首次提出量化宽松政策（QE），随着 10 年期国债收益率降至 1.5% 以下，叠加安信事件引发的高收益债暴雷，债券类基金吸引力大幅下降。全球经济复苏带动日本出口回升，日股反弹，同期含权类基金规模大幅抬升。第三阶段（2008-2012 年）此阶段由于债券收益率长期维持低位，仅剩少量货基和长债基金。2009 年日本经济触底反弹，但这一反弹后继无力，总得来看日股在此期间震荡下行，使得含权类基金规模略有缩减。第四阶段（2012 年至今）2013 年日央行进一步实施 QQE 政策，随着债券收益率的进一步下行，传统的固收类基金规模持续下滑，仅 MRF（类货币基金）规模有所上升。受到“安倍三只箭”的影响，日股实现大幅反弹，助推含权类基金规模的增长。其中，央行增加 ETF 等风险资产的购入，成为含权类基金规模增长的直接推动力。此外，养老金入市进一步推升其规模增长。

④债券型公募基金内部结构变迁：特点一、债券型公募基金规模整体随债券收益率的下行而回升，上行而回落，但当债券收益率稳定低于 1.5% 后，该规律失效，后期债券型公募基金的规模主要由 MRF 贡献。特点二、债券型公募基金投资较多长期国债和海外债券。

④含权类公募基金内部结构变迁：特点一、含权类公募基金以指数基金为主，尤其是 ETF，且两大宽基指数基金规模占比较高。特点二、含权类公募基金有较高比例投资于海外，约占整体资产的 50% 左右，其中海外债主导的固收+基金有较高的吸引力。

④启示一：在债券型公募基金的变迁方面，当前我国的宏观环境和债券收益率的变化与日本 90 年代有一定的相似之处，我们是否需要警惕债券型基金规模的迅速下行？是否能从日本债券型基金的发展历程中得到一些启示？债券型基金的规模的下降需要零利率政策、量化宽松、外部信用冲击等的共同作用，需要居民信心的消退和长期低利率环境的支撑。因此，我国债券型基金短期来看仍

有其发展的土壤。同样地，在日本 90 年代，随着债券收益率的下行，部分债券型基金转而投资境外债券来增厚收益，同样地需要更多承担境外宏观变动的风险和个体的信用风险。对照国内，受限于额度，境外债券型基金的发展有一定的上限，但与日本相同的是在发展的过程中需要更多地做好风险管理。

④**启示二：在权益型公募基金的变迁方面**，我国权益类公募基金面临主动跑不赢被动，在弱势市场下主动权益基金规模收缩，同样与日本 90 年代有一定的相似之处，我们应该如何发展权益型基金？如何推动资金入市形成资金与资产的正向循环？在内部结构方面，我国公募基金自 2023 年加速指数化进程，同样地这一进程背后有国资机构的买入的推动，这与日本 2010 年后央行和养老金的入市有一定的相似之处。这或能为权益市场回升提供一定的动力。**对于资管机构而言，布局和守住指数型基金的赛道也是未来发展的必由之路。**除此以外，资管产品投资海外债券和股票也是日本 90 年代以来的一大趋势，为日本居民理财和资产配置提供多样化的收益来源。**用好 QDII 额度，提供丰富的境外资产选择对我国资管机构当下以及未来发展的重点之一。**

④除了大类资产的变迁以外，日本 90 年代以来一些细分品类的公募基金逆势发展，部分产品具有一定的创新性，具体包括月度支付型产品、REITS 基金、ETF 产品等。在下一篇中我们将会对比中国和日本在这些细分品类上的发展现状并基于此给出我们的展望。

④**风险提示：**日本与国内国情和法规政策不同，基金发展路径或对国内借鉴意义有限；市场环境和宏观经济条件的变化可能影响研究结论的有效性，未来宏观环境的波动可能导致报告中的观点不再适用；本篇报告分析源自历史数据，历史数据并不能代表未来。

内容目录

1. 日本公募资管产品简介.....	4
2. 低利率时期日本公募资管产品变迁.....	4
2.1. 日本公募资管产品变迁.....	4
2.2. 债券类公募基金内部结构变迁.....	6
2.3. 含权类公募基金内部结构变迁.....	8
3. 日本低利率时期公募基金的发展对国内的启示.....	10
4. 风险提示.....	10

图表目录

图 1: 日本公募基金投资形态.....	4
图 2: 日本公募基金规模变迁.....	6
图 3: 固收类公募基金规模在收益率快速下行时上涨, 但在债券收益率长期低于一定水平后失效.....	6
图 4: 含权类公募基金规模整体与日股走势呈现正相关关联.....	6
图 5: 日本债券型公募基金内部结构变化.....	7
图 6: 日本债券类公募基金持有债券券种变化 (单位: 万亿日元)	7
图 7: 指数型基金占比变化.....	8
图 8: 两大宽基指数基金规模占比变化.....	8
图 9: 日本央行持仓 ETF 规模变化 (单位: 十亿日元)	8
图 10: 根据投资国别分类的含权类公募基金规模和占比变化.....	9
图 11: 国内含权类公募基金细分品类规模变化.....	9
图 12: 海外含权类公募基金细分品类规模变化.....	9
图 13: 内外混合含权类公募基金细分品类规模变化.....	9
表 1: 日本公募基金发展结构变化.....	5

引言：2024 年 12 月同业存款利率规范落地，政治局会议强调“适度宽松”的货币政策，中央经济工作会议提及“适时降准降息”，叠加机构年末配置力量，多因素共振提振债市做多情绪，利率再创年内新低。截至 2024.12.31，10 年国债利率下至 1.6752%，30 年国债利率下破 1.9121%。迈入 2025 年，债市的根本矛盾未发生改变，在经济迈入高质量发展阶段，“宽货币”格局不改的当下，债券收益率继续向着历史新低行进。截至 2025 年 1 月 13 日，10 年期国债收益率一度下行至 1.6% 以下，若利率进一步下行并长期保持低利率环境，固收类资管产品的生存空间受到市场的持续关注。本文通过探索低利率环境下日本公募基金产品的资产结构变化与发展，给我国新一年资管机构的产品创设提供建议。

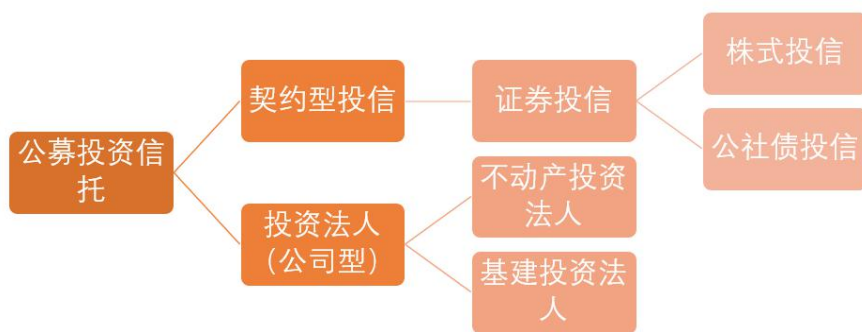
1. 日本公募资管产品简介

在日本，基金即投资信托，无论是公募投资信托还是私募投资信托，都可以按照资产管理实体与资产所有权之间的关系，分为契约型投信和投资法人这两种投资形态。

契约型投资信托的资产管理实体按照信托契约对投资者的资产进行管理，仅投资于证券，按照合同中是否明确规定不可以投资于股票分为公社债投信和株式投信。其中，公社债投信（下文称固收类基金）中包括纯债基金和货币市场基金，株式投信（下文称含权类基金）中为包含股票资产的基金，包含股票型、混合型、月度分红型等多种基金类型。

与契约型投信不同，投资法人的产品形态中，投资者以投资公司的股东身份存在，投资公司的业绩与每个投资人的切身权益直接相关。不动产投资法人，通常指的是 J-REITs（Japan Real Estate Investment Trusts，日本房地产投资信托基金），J-REITs 是一种投资工具，允许个人和机构投资者通过购买信托单位来间接投资于房地产资产；基建投资法人主要指的是那些专注于基础设施投资的投资信托，这些投资信托通常采用特殊目的公司（SPC）的形式，可能会投资于如铁路、公路、机场、港口、能源设施等基础设施项目。

图 1：日本公募基金投资形态



资料来源：JITA，华宝证券研究创新部

2. 低利率时期日本公募资管产品变迁

2.1. 日本公募资管产品变迁

1989 年日本央行加息后，经济泡沫破灭，信贷收紧后的日本股票市场震荡下跌，地产随之崩盘，权益资产规模随之收缩。在日本经济持续下行的大背景下，日央行货币政策全面转向宽松，开启了日本的低利率时代。具体的，在步入低利率时代后，日本公募基金经历了如下四个

阶段：

第一阶段：1990 年-2000 年

自 1991 年到 1995 年底，日央行连续 11 次降息，并于 1999 年将货币基准利率（无担保隔夜利率）降为 0 利率，首次推出零利率，在债券收益率快速下行的大背景下，债券类资产受益于资本利得吸引力增加，债券类基金规模随之大幅提升。

第二阶段：2000-2008 年

2001 年，央行首次提出量化宽松政策（QE），将政策目标从货币基准利率的调整更改为金融机构在央行的活期存款余额，并辅以长期国债的买卖调节市场流动性。随着 10 年期国债收益率降至 1.5% 以下，叠加安信事件引发的高收益债暴雷，债券类基金吸引力大幅下降。

科网泡沫后的全球经济复苏带动日本出口回升，日股也迎来了一波小反弹，同期含权类基金规模大幅抬升。

第三阶段：2008-2012 年

受到美国次贷危机的冲击，日本政府在 2008 年开启全面量化宽松政策，与 2001 年 QE 政策期间必要时直接购买长期国债不同，此次政策变为直接购买长期政府债券。日本央行资产负债表开始扩张，债券收益率进一步下行，此阶段由于债券收益率长期维持低位，固收类基金中仅剩少量货基和长债基金。

2009 年日本经济触底反弹，叠加日本央行重启资产购买计划，日本股市于 2009 年出现拐点。但这一反弹后继无力，并受到日本政坛动荡、欧债危机及日本“311”大地震等冲击，日股维持小幅震荡的走势。总得来看，日股在此期间震荡下行，使得含权类基金规模略有缩减。

第四阶段：2012 年至今

2013 年日央行进一步实施 QQE 政策，将货币政策操作目标调整为基础货币的调节，定于一增加 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。随着债券收益率的进一步下行，传统的固收类基金规模持续下滑，仅 MRF（货币储备基金）规模有所上升。

2012 年安倍晋三出任日本首相，当年年底推出一系列刺激经济政策，被称为“安倍经济学”。受到“安倍三只箭”的影响，日股实现大幅反弹，助推含权类基金规模的增长。其中，央行增加 ETF 等风险资产的购入，成为含权类基金规模增长的直接推动力。此外，养老金入市进一步推升其规模增长。

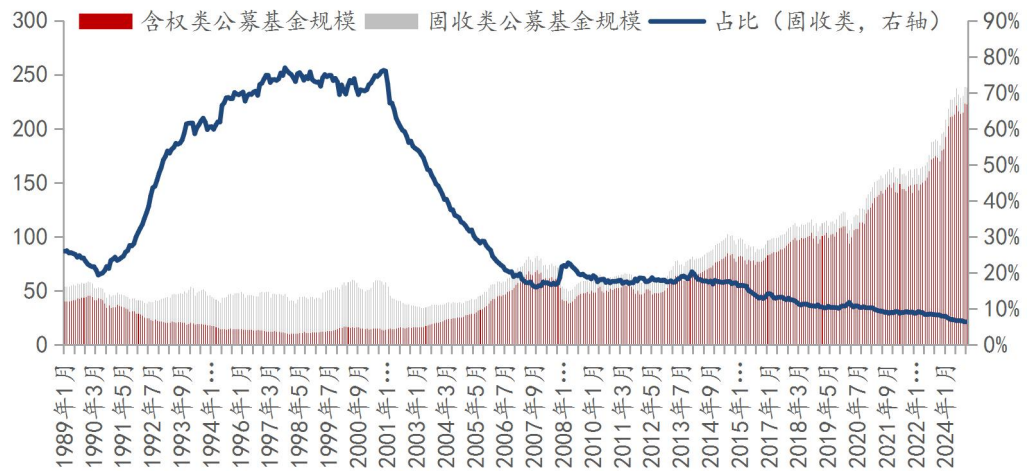
表 1：日本公募基金发展结构变化

	时间区间	固收类公募基金规模变化	含权类公募基金规模变化
阶段一	1990-2000	↑	↓
阶段二	2001-2007	↓↓	↑↑
阶段三	2008-2012	——（保持稳定）	↓
阶段四	2012 至今	——（保持稳定）	↑↑↑

资料来源：JTIA，华宝证券研究创新部

注：箭头数量代表规模变化的剧烈程度，数量越多代表规模上行/下行的幅度越大

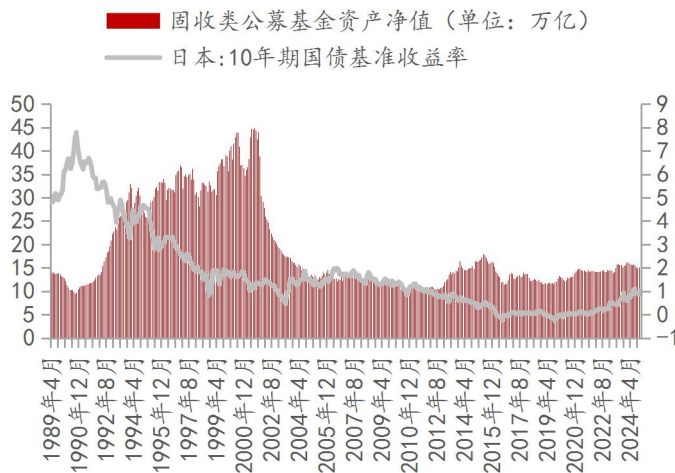
图 2：日本公募基金规模变迁



资料来源：JTIA，华宝证券研究创新部

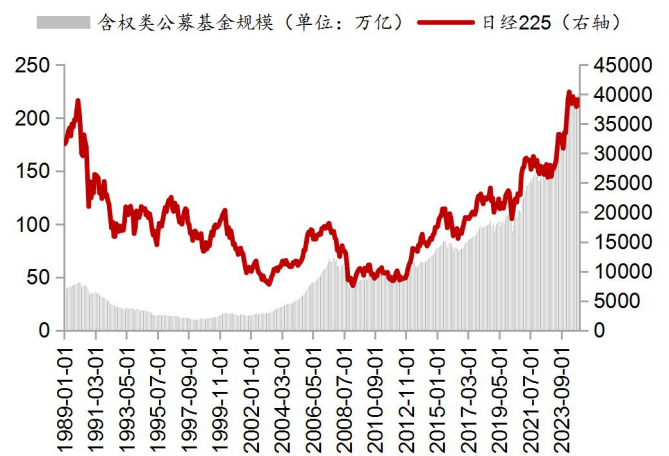
注：图中公募基金的规模单位均为万亿日元

图 3：固收类公募基金规模在收益率快速下行时上涨，但在债券收益率长期低于一定水平后失效



资料来源：JTIA，华宝证券研究创新部

图 4：含权类公募基金规模整体与日股走势呈现正相关关联



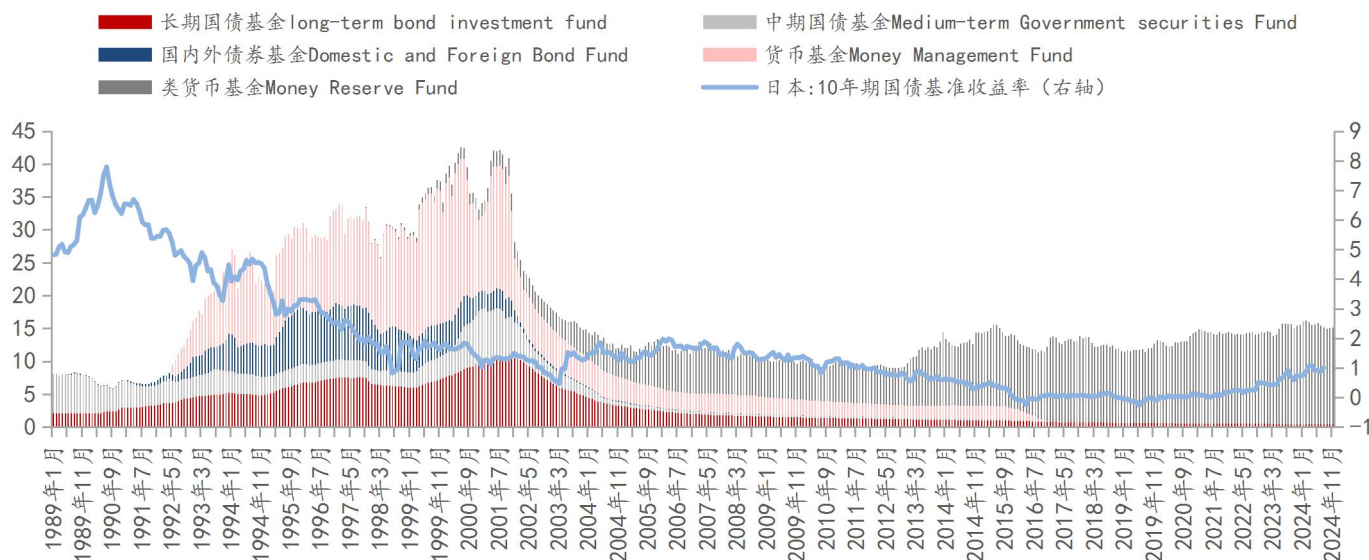
资料来源：JTIA，华宝证券研究创新部

2.2. 债券类公募基金内部结构变迁

特点 1：债券型公募基金规模整体随债券收益率的下行而回升，上行而回落，但当 10 年期国债收益率稳定低于 1.5% 后，该规律失效，后期债券型公募基金的规模主要由 MRF 贡献。在 2001 年之前，债券型公募基金的规模与债券收益率呈现反向变动关系，而在 2001 年以后，债券收益率长期稳定于 1.5% 以下，债券型公募基金规模与债券收益率基本脱钩，转而与类货币基金 MRF 的规模相关性更大。进一步地，2017 年以后传统债券型公募基金基本消失，仅剩极小规模长债基金和 MRF。MRF 由于其特殊的属性从 2001 年以来发展壮大。MRF 主要来源于证券账户的闲置资金和保证金，运作方式与 MMF（货币基金）类似，但对投资标的的评级和期限控制更为严格，具有日常流动性和兑现功能，对收益不做要求。在每日结算、认购和赎回过程中，超过每单位 1 日元本金的金额将作为红利按日支付，其余时间单位净值均保持为

1 日元，其负利率费用由基金管理公司和代销证券公司承担。此外，国内外债券基金在 20 世纪 90 年代萧条时期备受青睐，受 1997 年亚洲金融危机影响海外债券下跌明显，国内外债券基金规模拐头向下，在 2001 年日本施行量化宽松叠加安信事件引发的高收益债暴雷后此类基金基本消失殆尽。

图 5：日本债券型公募基金内部结构变化

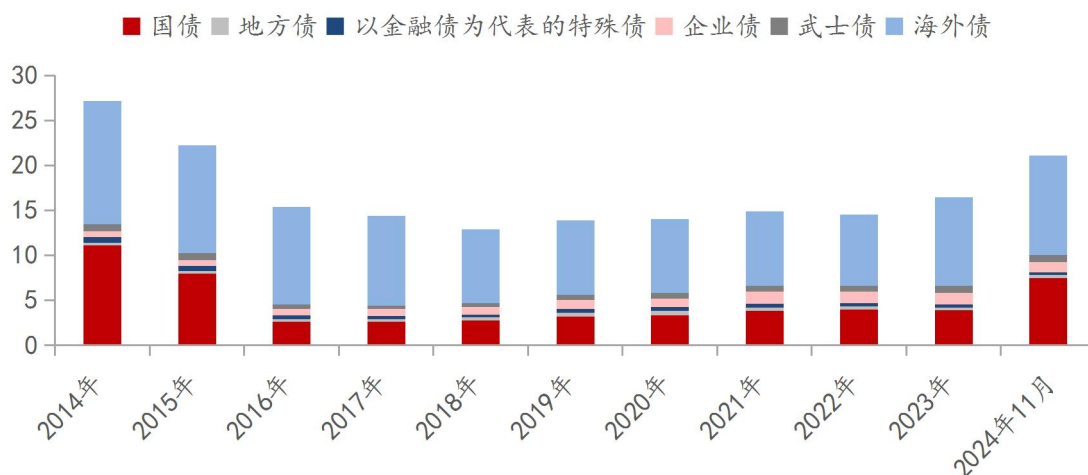


资料来源：JTIA，华宝证券研究创新部

注：细分公募基金的单位均为万亿日元，国债收益率单位为 %

特点 2：债券型公募基金投资较多长期国债和海外债券。过去 20 年，日本劳动人口下降较快，总人口减少，总需求低迷，企业在国内的投资动力较弱，融资需求低迷，银行面临贷款投放难的问题，而债券投资收益率低，日本银行业缺乏发行金融债的需求，国内信用债的供给收缩，低利率环境下新发行的国债以长期国债为主。对应到需求端，债券类公募基金对国内债券的投资也以长期国债为主。伴随着 10 年期国债收益率下行接近 0，债券类公募基金也因此转而投向海外找收益，在资本的自由流动下更多投向海外债券。截至 2024 年 11 月，日本债券类公募基金投向海外债券的规模超过国内债券。

图 6：日本债券类公募基金持有债券券种变化（单位：万亿日元）

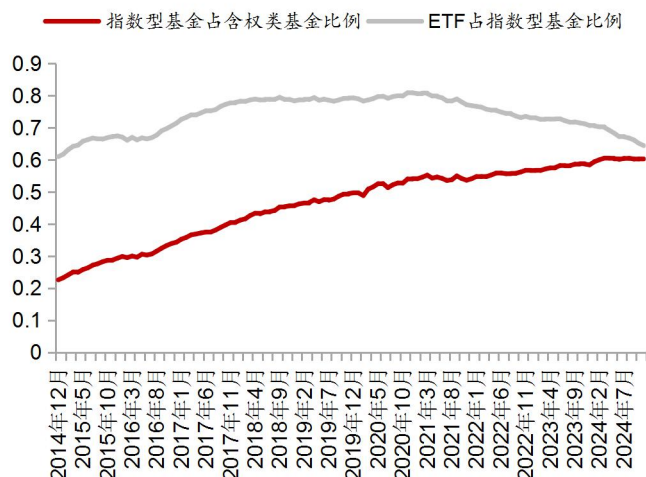


资料来源：JTIA，华宝证券研究创新部

2.3. 含权类公募基金内部结构变迁

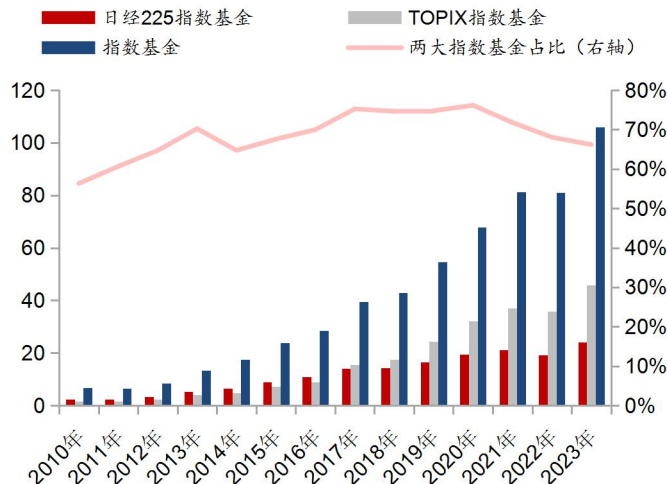
特点 1：含权类公募基金以指数基金为主，尤其是 ETF，且日经 225、TOPIX 两大宽基指数基金规模占比较高。截至 2024 年 11 月，223 万亿日元的含权类公募基金中有超过 60% 的指数型基金，而指数型基金中 ETF 的占比稳定超过 60%。背后的原因主要是自 2010 年开始的日本央行对 ETF 的投资计划，并多次提高限额，截至 2024 年累计持仓超过 35 万亿日元。

图 7：指数型基金占比变化



资料来源：JTIA，华宝证券研究创新部

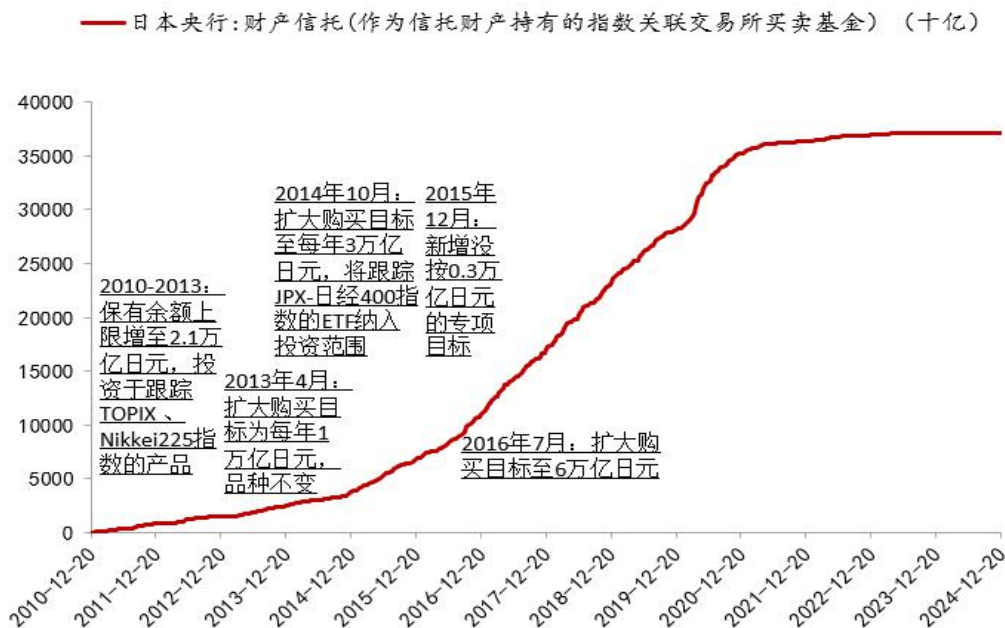
图 8：两大宽基指数基金规模占比变化



资料来源：JTIA，华宝证券研究创新部

注：基金规模的单位为万亿日元

图 9：日本央行持仓 ETF 规模变化（单位：十亿日元）

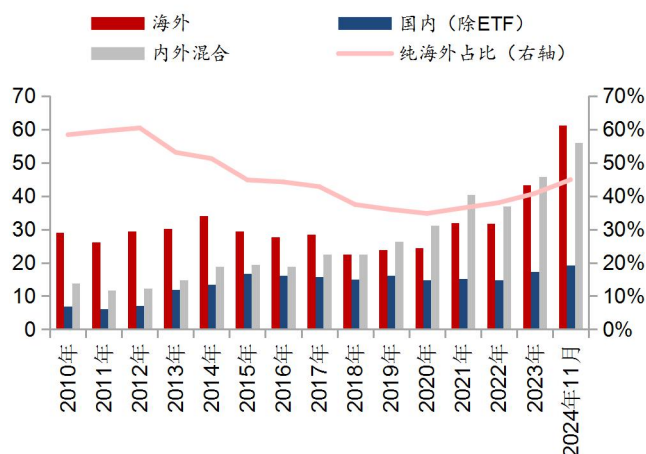


资料来源：日本央行，Wind，华宝证券研究创新部

特点 2：含权类公募基金有较高比例投资于海外，约占整体资产的 50% 左右，其中海外债主导的固收+基金有较高的吸引力。整体来看，在剔除 ETF 之后，含权类公募基金纯投资于海

外的基金占比在 50%左右。2012 年以来，随着安倍经济学的推出，日股企稳，投资于国内资产的比例有所增加。我们可以将含权类公募基金分为固收+型、混合型（偏五五股债类型）和股票型，并根据底层资产所在的区域分布将日本公募基金分为国内型基金、海外型基金和内外混合型基金。在国内含权类基金中，股票型占主导，而固收+型的规模呈现稳步增加的趋势。在海外含权型基金中，固收+型占主导或因对波动性较低的海外高收益债的需求较高，而股票型的规模自 2019 年以来有所增加。在内外混合型基金中，混合型基金占主导，股票型基金的规模在 2020 年后超过了混合型基金。

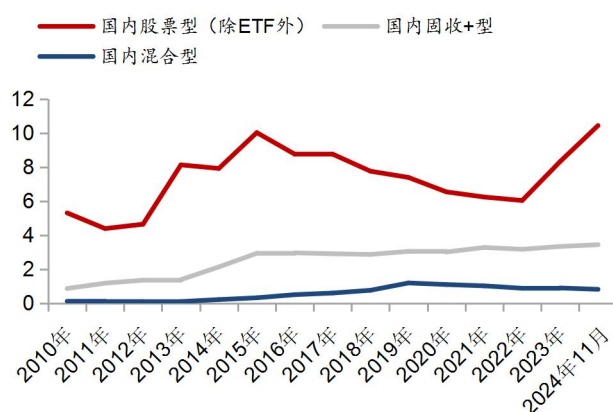
图 10：根据投资国别分类的含权类公募基金规模和占比变化



资料来源：JTIA，华宝证券研究创新部

注：图中所示公募基金规模单位均为万亿日元，除 2024 年外均为年底数据

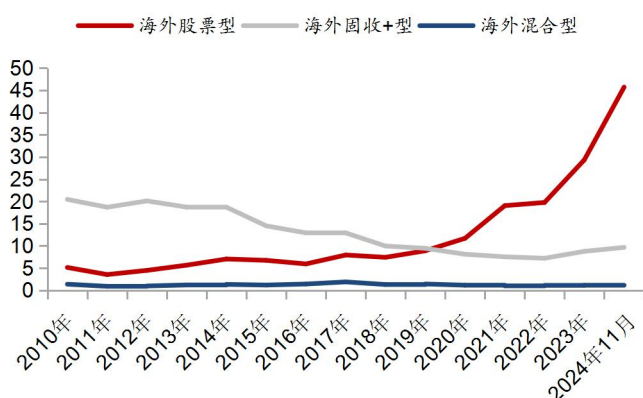
图 11：国内含权类公募基金细分品类规模变化



资料来源：JTIA，华宝证券研究创新部

注：图中所示公募基金规模单位均为万亿日元，除 2024 年外均为年底数据

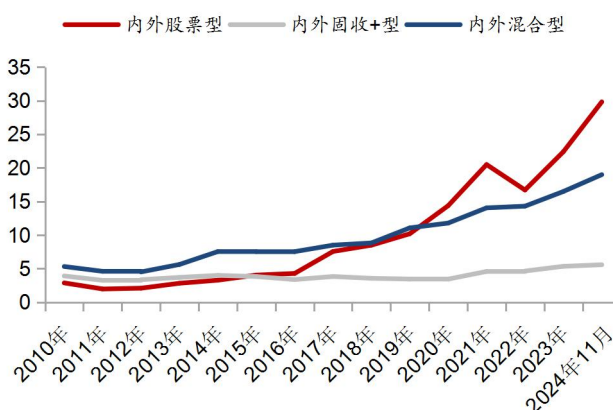
图 12：海外含权类公募基金细分品类规模变化



资料来源：JTIA，华宝证券研究创新部

注：图中所示公募基金规模单位均为万亿日元，除 2024 年外均为年底数据

图 13：内外混合含权类公募基金细分品类规模变化



资料来源：JTIA，华宝证券研究创新部

注：图中所示公募基金规模单位均为万亿日元，除 2024 年外均为年底数据

3. 日本低利率时期公募基金的发展对国内的启示

在债券型公募基金的变迁方面，当前我国的宏观环境和债券收益率的变化与日本 90 年代有一定的相似之处，我们是否需要警惕债券型基金规模的消亡？是否能从日本债券型基金的发展历程中得到一些启示？

我们可以看到，日本债券型基金的大规模下降发生于 2001 年，并在随后的 2-3 年间除特殊品类（MRF）外的日本债券型基金规模几乎归零。实际上，零利率政策始于 1999 年且 10 年期国债收益率也一度触及 1% 以下，但这一时期债券型基金反而受益于资本利得而规模大幅扩张。但是，在 2001 年日本央行首度开启了量化宽松并受到外部信用冲击后，债券型基金的规模出现了大幅萎缩。由此可知，债券型基金的规模的下降需要零利率政策、量化宽松、外部信用冲击等的共同作用，需要居民信心的消退和长期低利率环境的支撑。因此，我国债券型基金中长期来看仍有其发展的土壤。

除此之外，在日本 90 年代，随着债券收益率的下行，部分债券型基金转而投资境外债券来增厚收益，与近两年来国内投资者持续关注 QDII 债基和互认基金的现象不谋而合。但值得注意的是，投资境外债券需要更多承担境外宏观变动的风险和个体的信用风险。对照国内，机构受限于额度，境外债券型基金的发展受到了一定的限制。与日本的情况相同，投资境外债券需更注重风险。

而在含权类公募基金的变迁方面，我国权益类公募基金面临主动跑不赢被动的问题，过去几年股市弱势行情下主动权益基金规模也出现了大幅收缩，同样与日本 90 年代有一定的相似之处，我们应该如何发展含权型基金？如何推动资金入市形成资金与资产的正向循环？

在含权类基金内部结构方面，我国公募基金自 2023 年加速指数化进程，国内国资机构的买入力量的推动与日本 2010 年后央行和养老金的入市有一定的相似之处。这或能为权益市场回升提供一定的动力。对于资管机构而言，布局和守住指数型基金的赛道也是未来发展的必由之路。

除此以外，资管产品投资海外债券和股票也是日本 90 年代以来的一大趋势，为日本居民理财和资产配置提供多样化的收益来源。用好 QDII 额度，提供丰富的境外资产选择也是我国资管机构当下以及未来发展的重点之一。

除了大类资产的变迁以外，日本 90 年代以来一些细分品类的公募基金逆势发展，部分产品具有一定的创新性，具体包括月度支付型产品、REITS 基金、ETF 产品等。在下一篇中我们将会对比中国和日本在这些细分品类上的发展现状并基于此给出我们的展望。

4. 风险提示

日本与国内国情和法规政策不同，基金发展路径或对国内借鉴意义有限；市场环境和宏观经济条件的变化可能影响研究结论的有效性，未来宏观环境的波动可能导致报告中的观点不再适用；本篇报告分析源自历史数据，历史数据并不能代表未来。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。