

固收深度报告 20250430

低利率时代，海外资管机构如何发展？——低利率时代系列（四）

2025年04月30日

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 徐沐阳

执业证书：S0600523060003
xumy@dwzq.com.cn

事件

- 中国政策利率与市场利率中枢持续下移，低利率时代下，资管行业面临资产和资金的差价急剧收窄甚至倒挂的冲击，资管行业格局变化以及产品创新需求增加。基于此，通过分析海外资管行业历史走势，分析我国产品未来发展趋势，有一定借鉴价值。

观点

- 日本：固收资产规模先升后降，政策改革迎来产品创新。**
- 自上世纪90年代初泡沫经济破裂以来，日本长期陷入低利率环境，对资管行业产生了巨大影响。日本投资信托主要分为公募投资信托和私募投资信托，其中公募投资信托主要分为株式投信与公社债投信（即股票型基金和债券型基金）。截至2024年末，日本股票基金规模达到230.2万亿日元，创历史新高，在公募基金总规模中占据主导地位，占比接近90%。近二十年来，由于日本利率环境持续低迷，债券收益率极低，导致债券型基金规模显著下降，截至2024年末，债券型基金合计规模仅15.7万亿日元，在公募基金总规模中的占比不到10%。
- 以10年期国债利率为代表，日本利率下行最迅速的时间段为1990年10月-1998年10月，从8%的高位下行至1%。在此期间，债券型基金的规模和占比并未因票息的下降而萎缩，反而因资本利得的上升而具有吸引力。
- 在利率迅速下行的时期过去之后，依靠传统的投资策略已经无法维持债券型基金的吸引力，同时股市泡沫被刺破，日本机构开始寻求破局之道，主要包括以下两种方法：第一，日本基金大量投资于海外资产，特别是外币债券。根据日本投资信托协会数据，截至2024年末，日本公募投资信托的外币计价债券总额为11.2万亿日元，占债券型基金规模比例为71%。第二，新型的产品应运而生，包括ETF、J-REITs和每月決算型基金。日本ETF类型包括股票型ETF、债券型ETF和商品型ETF等。从数量上看，股票型ETF的数量最多。截至2024年7月有170只，包括106只日本股票型和64只外国股票型。债券型ETF共有52只，且由于日本本土债券收益率较低，机构更倾向于发行外国债券型ETF，两者分别为2只和50只。从投资者持有规模上看，股票型ETF占据绝对性主导地位，占比超过90%。日本股票型ETF和外国股票型ETF分别被持有82万亿日元和1万亿日元。从各类型ETF发展的进程来看，股票型ETF率先发力，债券型ETF的只数于2018年放量。另一类创新型产品为REITs，J-REITs（不动产投资信托基金）是一种投资于日本不动产市场的基金，于2001年发行。通过证券化方式将不动产转化为可交易的金融产品，为投资者提供了参与不动产市场的机会。截至2025年2月，J-REITs的资产总额为121314亿日元，同时存在跟踪对应指数的ETF产品，2012年至2024年期间，该类产品的发行数量由3只上行至21只，投资者持有规模由258亿日元上行至21870亿日元。每月決算型基金是一种具有特殊结算周期的基金，通常每月进行一次结算。这种基金的投资策略相对灵活，可以根据市场环境和投资者需求进行调整，以追求更高的收益和风险控制效果。此类产品一度占公募基金的比例达到50%，但在2015年后，由于频繁进行月度分红的每月结算型基金无法通过复利为投资者获取更高收益，占比有所下降。截至2024年，每月结算型基金规模为222489亿日元，占公募基金总规模的9%。
- 美国：低利率时期短，固收规模上升**
- 近年来，美国的低利率时期分为两轮，分别是2007-2015年和2018-2022年。根据ICI（美国投资公司协会）的分类，美国的基金产品主要可以

相关研究

《周观：年初以来，货币和财政政策的发力节奏如何（2025年第16期）》

2025-04-27

《绿色债券周度数据跟踪（20250421-20250425）》

2025-04-27

分为共同基金、ETF、封闭式基金和单位投资信托四类。截至 2025 年 2 月，美国共同基金资产规模达到 29 万亿美元，ETF 资产规模达到 10.7 万亿美元，二者合计基金市场占比约 99%。

- 其中，共同基金又可以分为长期共同基金和货币市场共同基金，截至 2025 年 2 月，长期共同基金净资产为 22 万亿美元，货币市场共同基金净资产为 7 万亿美元。长期共同基金根据投资标的，又可进一步分为股票型基金、混合型基金和债券型基金。截至 2025 年 2 月，三者的净资产规模分别为 15.2 万亿美元、1.6 万亿美元和 5.2 万亿美元，占比分别为 69%、7%和 24%。美国债券型基金的净资产规模与美债利率之间的关系呈现反向关系，即以赚取资本利得而非票息收入为主，这与日本 1990 年-1998 年的情况类似。同时，由于美联储整体的政策利率相较日本更具有周期性，低利率环境维持时间不长，因此并未出现债券型基金规模和占比大幅萎缩的状态，整体维持平稳。
- 尽管没有出现日本持续低利率时代的困境，但 ETF 的低成本、透明化优势仍然令其兴起，成为美国占比第二的基金产品。截至 2025 年 2 月，ETF 中国内股票型占比约 66%，国际股票型占比约 14%，债券型占比约 18%，混合型占比约 0.4%，商品型占比约 2%。从美国 ETF 的发展进程来看，从 2000 年开始百花齐放。截至 2023 年末，国内股票型、国际股票型和债券型的净资产规模分别为 51000 亿美元、13210 亿美元和 14960 亿美元，2015 年-2023 年期间的年均复合增长率分别为 19%、14%和 20%。
- **低利率环境下，海外资管经验对我国有何启示？**
- 即使固收产品的收益率下降，但对于保险、养老金等长期负债而言，固收产品仍然是其资产配置的重要组成部分。这些机构需要稳定的现金流来支付未来的负债，而固收产品能够提供相对稳定的收益和现金流。同时，对于公募基金产品，从上文日本和美国的经验来看，在利率下行期，由于资本利得效应，债券型基金的规模不降反增。因此，至少从 3-5 年的维度上，不必担心国内的债券型基金规模出现萎缩。
- 在利率迅速下行之时，有两条发展路径，一是如同美国，有清晰的利率政策周期，则债券型基金在利率上行期存在票息效应，在利率下行期存在资本利得效应，其规模将保持震荡向上的态势；二是如同日本，利率长期保持低位，那么传统票息收益空间收窄，资管机构将面临“规模增长与收益下滑”的双重压力。以日本为例，债券型与股票型基金规模的比例将变为 2: 8，债券型基金的规模在 1999 年至 2024 年间下滑将近 60%，而截至 2025 年 2 月，我国开放式基金中，债券型和股票型份额之比为 6: 4。低利率时代催生资管行业结构性变革，日本经验对我国来说具有借鉴意义。
- 首先，指数化固收产品凭借其独特的优势，逐渐成为投资者在低利率环境下寻求稳定收益的新选择。第一，指数化固收产品通常通过跟踪特定的债券指数进行投资，其交易成本相对较低。第二，由于指数化产品采用被动管理方式，不需要频繁调整投资组合，从而降低了交易费用和管理成本。第三，指数化产品的成分和权重公开透明，投资者可以清晰地了解产品的投资范围和风险水平。这有助于降低信息不对称风险，增强投资者的信任度。第四，指数化产品跟踪的是一篮子债券，有助于缓解单一债券流动性不足的风险。此外，随着资本市场的不断开放和国际化程度的提高，海外债券和股票等资产也成为投资者的重要选择，这需要目前“额度管控+资格准入”的制度改革。
- **风险提示：**经济基本面变化超预期，货币政策工具创新，历史及海外经验不代表将来。

内容目录

1. 前言	5
2. 低利率环境对海外资管行业的影响	6
2.1. 日本：固收资产规模先升后降，政策改革迎来产品创新	6
2.2 美国：低利率时期短，固收规模上升	13
3. 低利率环境下，海外资管经验对我国有何启示？	17
4. 风险提示	18

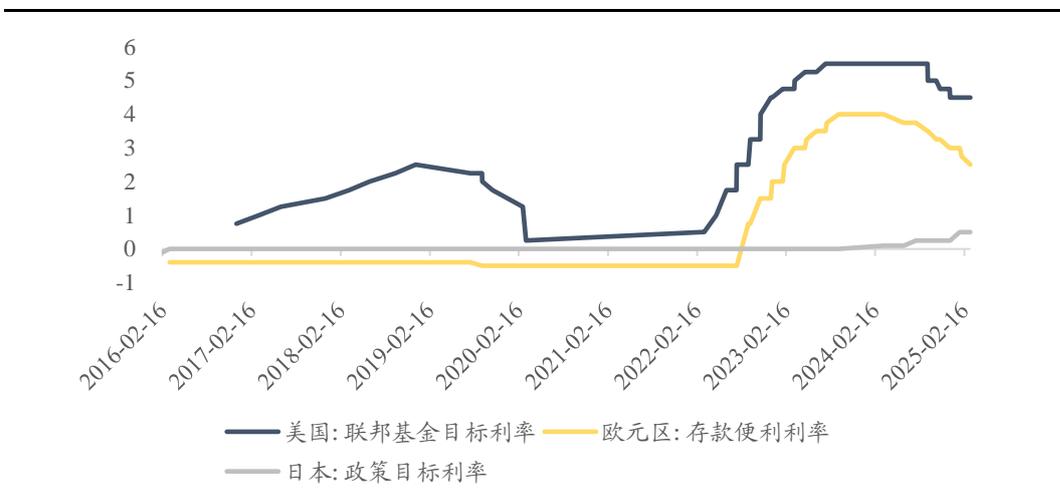
图表目录

图 1:	美国、欧洲和日本都曾经历低政策利率时期 (单位: %)	5
图 2:	美国、欧洲和日本债券收益率 (单位: %)	5
图 3:	日本近年利率及 CPI 变化 (单位: %)	6
图 4:	日本股票型基金和债券型基金规模 (单位: 万亿日元)	7
图 5:	日本股票型基金和债券型基金占比	7
图 6:	日本债券型基金纯资产增减额拆解 (单位: 百万日元)	8
图 7:	日本公募投资信托的外币计价债券规模及占债券型基金比例 (单位: 万亿日元、%)	9
图 8:	日本公募投资信托的外币计价股票规模及占股票型基金比例 (单位: 万亿日元、%)	9
图 9:	日本 ETF 市场数量及投资者持有规模占比 (单位: %)	10
图 10:	日本各类型 ETF 数量 (单位: 只)	11
图 11:	日本各类型 ETF 投资者持有规模 (单位: 亿日元)	11
图 12:	J-REITs 运营模式	12
图 13:	J-REITs 净资产总额规模 (单位: 亿日元)	12
图 14:	每月决算型基金净资产总额规模及占公募基金比例 (单位: 亿日元、%)	13
图 15:	美国利率变化 (单位: %)	13
图 16:	美联储资产及持有国债规模 (单位: 亿美元)	14
图 17:	美国各类型基金产品规模占比 (截至 2025 年 2 月) (单位: %)	14
图 18:	美国共同基金规模变动情况 (单位: 万亿美元)	15
图 19:	美国各类型长期共同基金规模变动情况 (单位: 万亿美元)	15
图 20:	美国各类型长期共同基金规模占比 (单位: %)	16
图 21:	美国各类型 ETF 规模占比 (单位: %)	16
图 22:	美国各类型 ETF 规模变化 (单位: 亿美元)	17
图 23:	中国开放式债券型和股票型基金占比 (单位: %)	18

1. 前言

自 2008 年全球金融危机以来，全球主要发达经济体大多曾经长期处于超低利率甚至负利率状态。虽然截至 2025 年 4 月底，因新冠疫情后通胀抬升，美联储加息至政策利率区间 4.25%-4.5%，但此前长期维持在 0%-0.25%；欧央行存款便利利率为 2.5%，但 2014-2022 年曾实施负利率；日本央行基准利率在 2024 年 3 月前为负，并长期推行收益率曲线控制（YCC）。与此同时，10 年期美债收益率从 1980 年代的 10% 以上一度降至 2020 年的 0.5% 低位，欧元区 10 年期公债利率 2019 年前后在 0% 左右震荡，10 年期日债收益率长期锚定 0%。

图1：美国、欧洲和日本都曾经历低政策利率时期（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：美国、欧洲和日本债券收益率（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

全球低利率环境是多种因素共同作用的结果，包括经济不确定性、低通胀、负利率政策等。这些因素对资管行业产生了深远影响，导致优质高收益资产难寻，债券市场收益明显下降，非标资产收益下行风险上升，权益资产波动较大。

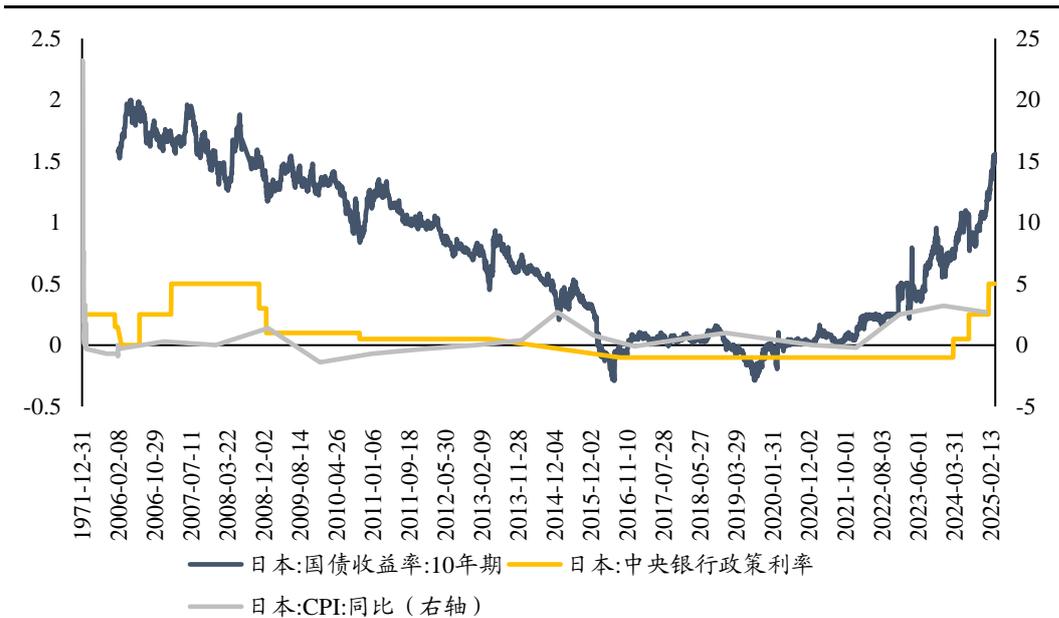
中国虽未实施名义负利率，但政策利率与市场利率中枢持续下移，1年期MLF利率从2016年1月的3.5%降至2025年2月的2%，10年期国债收益率中枢值从2015年的3.4%降至2024年的1.7%。低利率时代下，资管行业面临资产和资金的差价急剧收窄甚至倒挂的冲击，资管行业格局变化以及产品创新需求增加。基于此，通过分析海外资管行业历史走势，分析我国产品未来发展趋势，有一定借鉴价值。

2. 低利率环境对海外资管行业的影响

2.1. 日本：固收资产规模先升后降，政策改革迎来产品创新

自上世纪90年代初泡沫经济破裂以来，日本长期陷入低利率环境，对资管行业产生了巨大影响。为了使国家发展可持续，日本央行持续推行超宽松货币政策，于1999年首次引入零利率政策，政策利率长期维持在0%-0.1%，并在2016年进一步实施负利率政策（-0.1%）。随后在同年9月，推出收益率曲线控制（YCC），将10年期国债收益率目标锚定在0%附近，压制长期利率。在此背景下，日本名义GDP增速长期低于1%，CPI年均涨幅仅0.5%（1995-2020年），形成“低利率、低通胀、低增长”的独特环境。

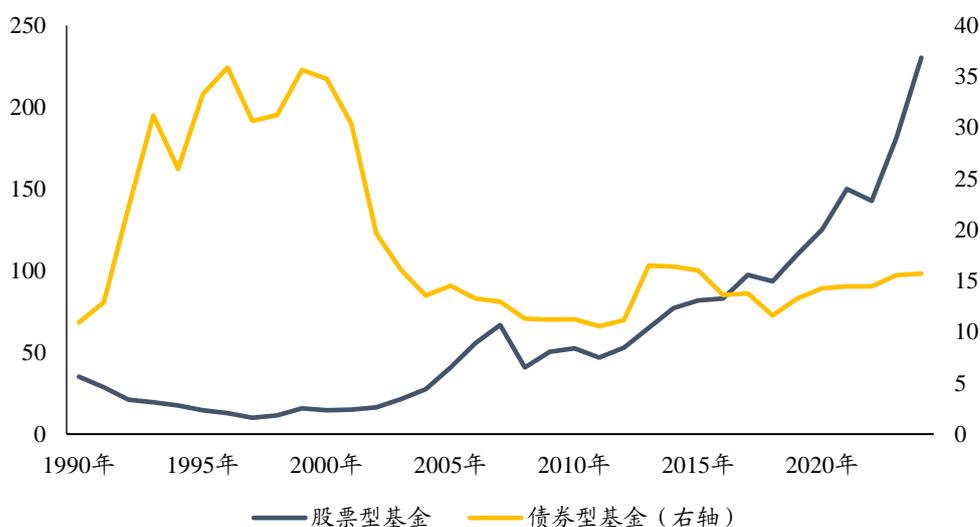
图3：日本近年利率及CPI变化（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

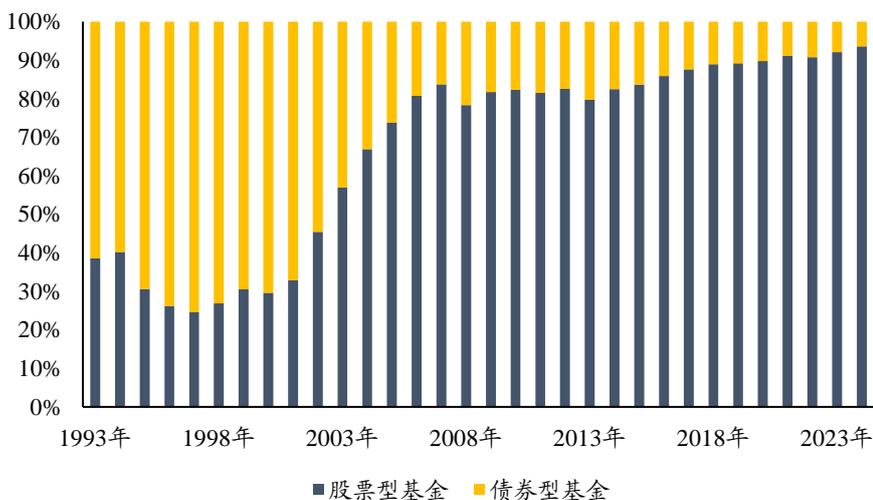
日本投资信托主要分为公募投资信托和私募投资信托，其中公募投资信托主要分为株式投信与公社债投信（即股票型基金和债券型基金）。截至 2024 年末，日本股票基金规模达到 230.2 万亿日元，创历史新高，在公募基金总规模中占据主导地位，占比接近 90%。近二十年来，由于日本利率环境持续低迷，债券收益率极低，导致债券型基金规模显著下降，截至 2024 年末，债券型基金合计规模仅 15.7 万亿日元，在公募基金总规模中的占比不到 10%。

图4：日本股票型基金和债券型基金规模（单位：万亿日元）



数据来源：日本投资信托协会，东吴证券研究所

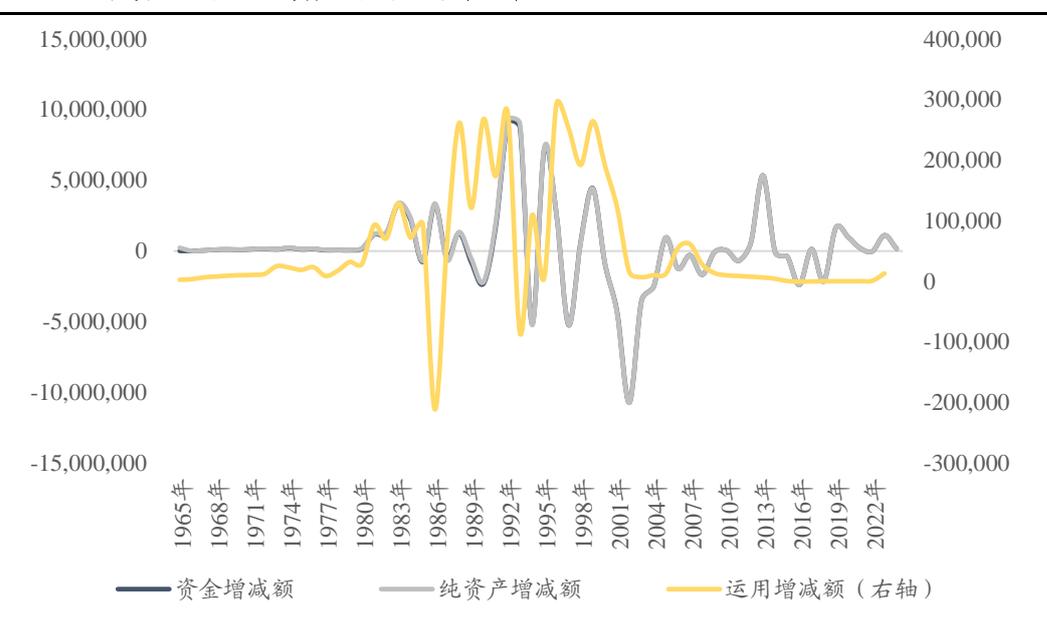
图5：日本股票型基金和债券型基金占比



数据来源：日本投资信托协会，东吴证券研究所

以 10 年期国债利率为代表，日本利率下行最迅速的时间段为 1990 年 10 月-1998 年 10 月，从 8% 的高位下行至 1%。在此期间，债券型基金的规模和占比并未因票息的下
降而萎缩，反而因资本利得的上升而具有吸引力。为此，我们将债券型基金净资产总额的
增减拆分为资金增减额和运用增减额，其中资金增加额包含基金的申购和赎回，运用
增加额为期间产生的收益。可以看到，净资产总额的增减主要由资金增加额主导，其与
运用增加额之间存在良性互动关系，1990-1998 年是 1965 年-2024 年期间，运用增加额
表现最为突出的时间段。

图6：日本债券型基金纯资产增减额拆解（单位：百万日元）



数据来源：日本投资信托协会，东吴证券研究所

但在利率迅速下行的时期过去之后，依靠传统的投资策略已经无法维持债券型基金的
吸引力，同时股市泡沫被刺破，日本机构开始寻求破局之道，主要包括以下两种方法：

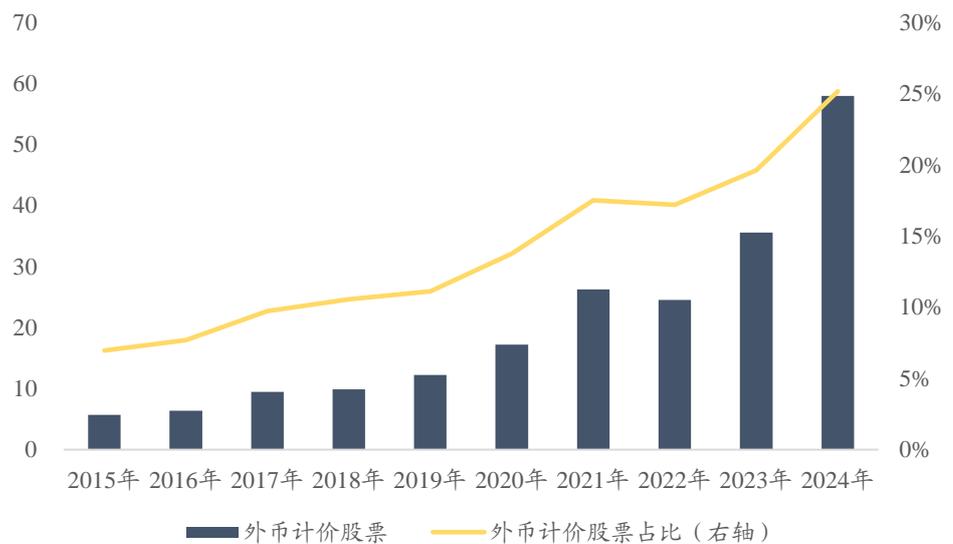
第一，日本基金大量投资于海外资产，特别是外币债券。根据日本投资信托协会数据，
截至 2024 年末，日本公募投资信托的外币计价债券总额为 11.2 万亿日元，占债券型基金
规模比例为 71%。值得关注的是，外币计价股票的总额显著提升，由 2015 年的 8.2 万亿
日元上升至 23.0 万亿日元，占股票型基金比例由 7% 抬升至 25%。

图7：日本公募投资信托的外币计价债券规模及占债券型基金比例（单位：万亿日元、%）



数据来源：日本投资信托协会，东吴证券研究所

图8：日本公募投资信托的外币计价股票规模及占股票型基金比例（单位：万亿日元、%）



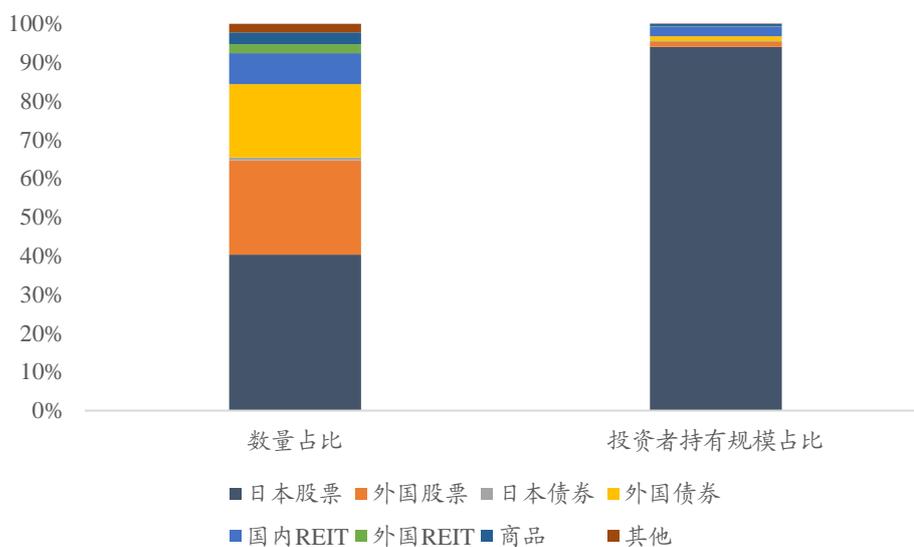
数据来源：日本投资信托协会，东吴证券研究所

第二，新型的产品应运而生，包括ETF、J-REITs和每月决算型基金。

ETF为投资者提供低成本的投资途径。由于ETF采用被动式管理，跟踪特定指数，大大降低了管理成本。另一方面，ETF的交易成本也较为低廉。日本ETF类型包括股票型ETF、债券型ETF和商品型ETF等。从数量上看，股票型ETF的数量最多。截至2024年7月有170只，包括106只日本股票型和64只外国股票型。债券型ETF共有52只，且由于日本本土债券收益率较低，机构更倾向于发行外国债券型ETF，两者分别为2只

和 50 只。从投资者持有规模上看，股票型 ETF 占据绝对性主导地位，占比超过 90%。日本股票型 ETF 和外国股票型 ETF 分别被持有 82 万亿日元和 1 万亿日元。在此可以发现一个现象，虽然外国股票型 ETF 的数量约为日本股票型 ETF 的 50%，但其持有规模却极少，体现出投资者对于日本本土股票型 ETF 的青睐。债券型 ETF 方面，日本债券型 ETF 和外国债券型 ETF 的持有规模分别为 0.23 万亿日元和 1.1 万亿日元，一方面，日本债券型 ETF 的发行只数较少，另一方面，由于收益率较低，投资者也会主动寻求更高收益的外国债券型 ETF。

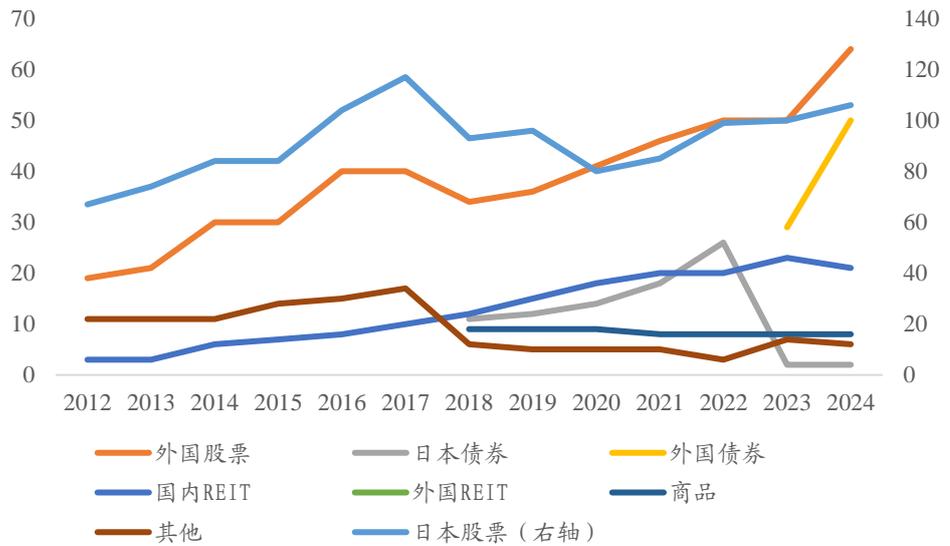
图9：日本 ETF 市场数量及投资者持有规模占比（单位：%）



数据来源：日本交易所集团，东吴证券研究所

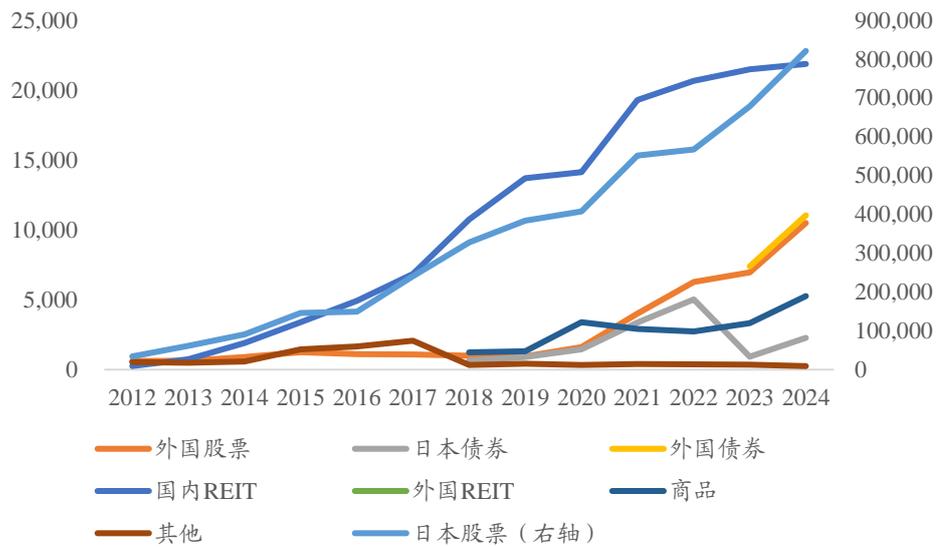
从各类型 ETF 发展的进程来看，股票型 ETF 率先发力，债券型 ETF 的只数于 2018 年放量。股票型 ETF 方面，日本股票型 ETF 的数量和投资者持有规模始终较高，尤其是投资者持有规模，从 2012 年的 34079 亿日元上行至 2024 年的 820860 亿日元。外国股票型 ETF 在 2019 年起数量迅速上行，2019 年至 2024 年期间，数量由 36 只上升至 64 只，投资者持有规模由 955 亿日元上升至 10492 亿日元。债券型 ETF 方面，2023 年前并未区分日本债券型 ETF 和外国债券型 ETF，但我们可以合理推测在此之前同样以外国债券型 ETF 为主，且外国债券型 ETF 在 2024 年美债利率高企时出现了发行放量的情况，显示出投资者对于高收益的追求。

图10: 日本各类型 ETF 数量 (单位: 只)



数据来源: 日本交易所集团, 东吴证券研究所

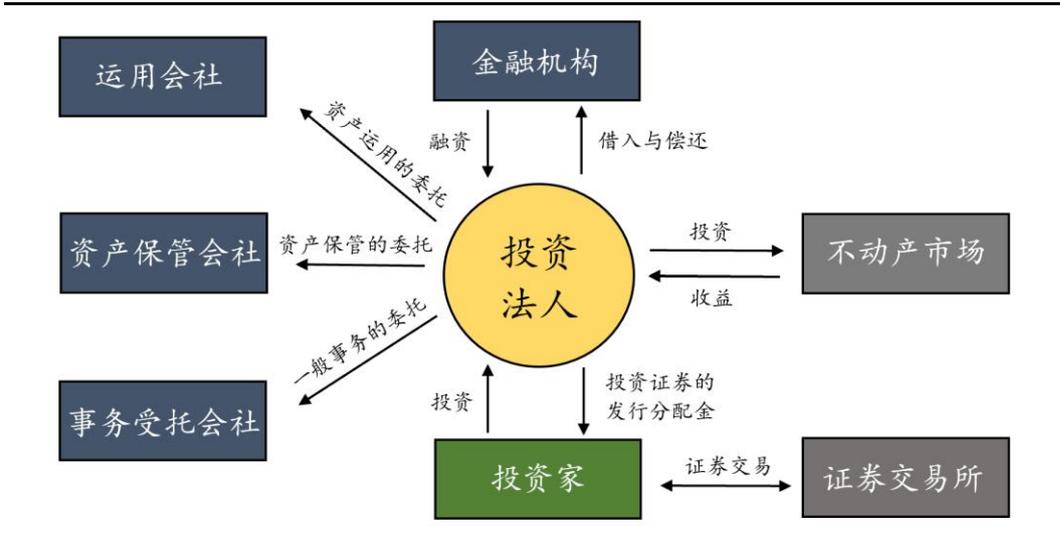
图11: 日本各类型 ETF 投资者持有规模 (单位: 亿日元)



数据来源: 日本交易所集团, 东吴证券研究所

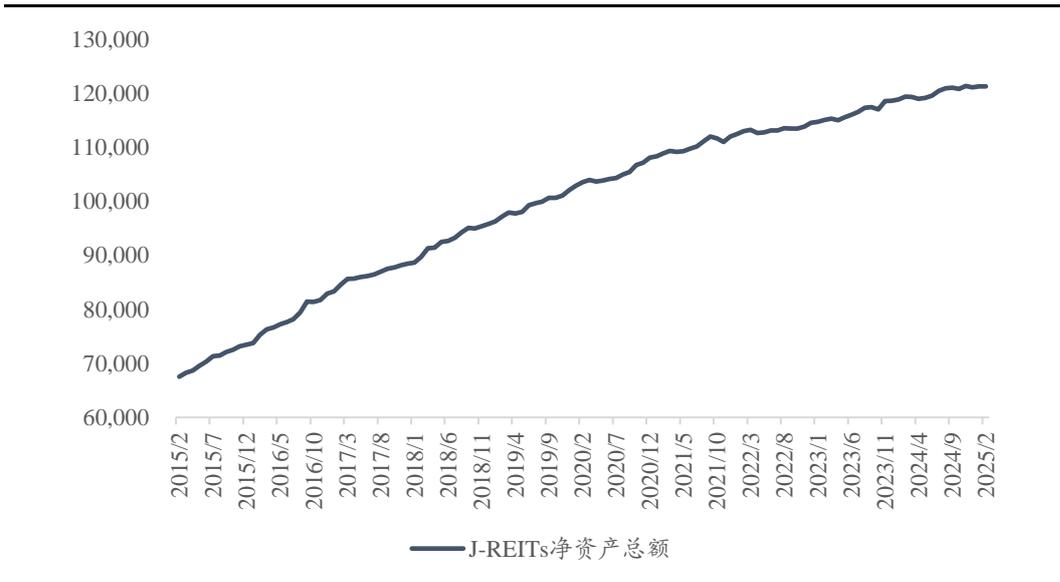
另一类创新型产品为 REITs, J-REITs (不动产投资信托基金) 是一种投资于日本不动产市场的基金, 于 2001 年发行。通过证券化方式将不动产转化为可交易的金融产品, 为投资者提供了参与不动产市场的机会。截至 2025 年 2 月, J-REITs 的资产总额为 121314 亿日元, 同时存在跟踪对应指数的 ETF 产品, 2012 年至 2024 年期间, 该类产品的发行数量由 3 只上行至 21 只, 投资者持有规模由 258 亿日元上行至 21870 亿日元。

图12: J-REITs 运营模式



数据来源: 日本投资信托协会, 东吴证券研究所

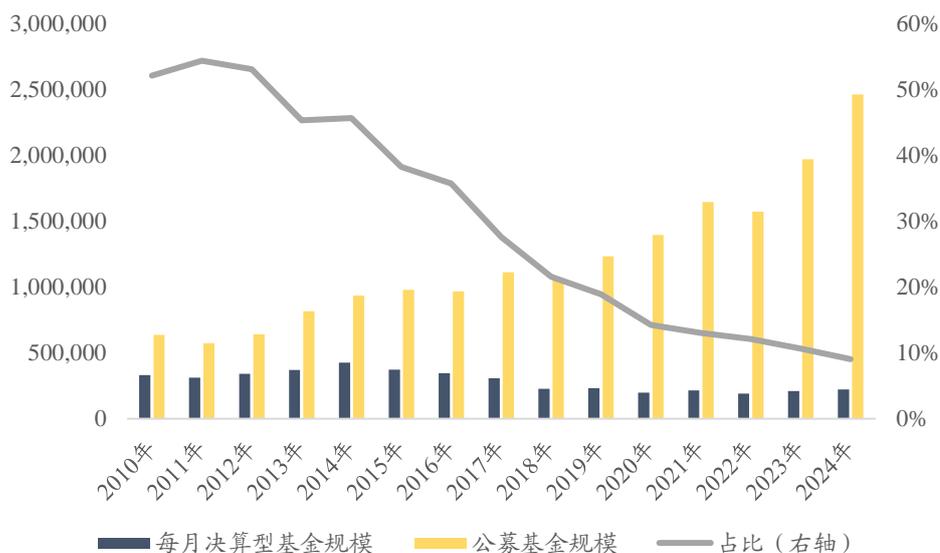
图13: J-REITs 净资产总额规模 (单位: 亿日元)



数据来源: 日本投资信托协会, 东吴证券研究所

每月决算型基金是一种具有特殊结算周期的基金，通常每月进行一次结算。这种基金的投资策略相对灵活，可以根据市场环境和投资者需求进行调整，以追求更高的收益和风险控制效果。此类产品一度占公募基金的比例达到 50%，但在 2015 年后，由于频繁进行月度分红的每月结算型基金无法通过复利为投资者获取更高收益，占比有所下降。截至 2024 年，每月结算型基金规模为 222489 亿日元，占公募基金总规模的 9%。

图14: 每月决算型基金净资产总额规模及占公募基金比例 (单位: 亿日元、%)

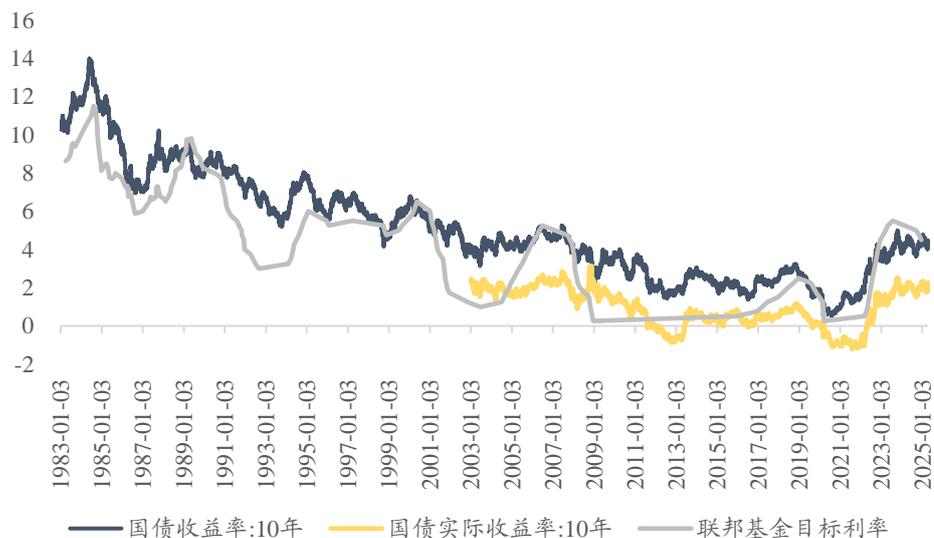


数据来源: 日本投资信托协会, 东吴证券研究所

2.2 美国: 低利率时期短, 固收规模上升

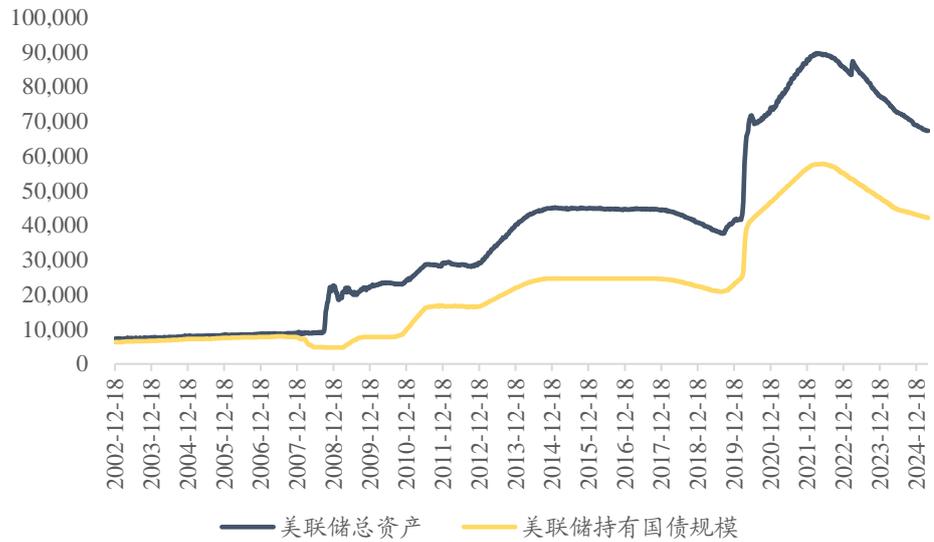
近年来, 美国的低利率时期分为两轮, 分别是 2007-2015 年和 2018-2022 年。在此期间, 联邦基金利率处于 0%-0.25%。美联储资产负债表从 2008 年的 0.9 万亿美元扩张至 2022 年的近 9 万亿美元, 其中国债和 MBS (抵押贷款支持证券) 持仓占比超 70%。10 年期美债收益率从 2007 年的 5% 降至 2020 年的 0.5%, 后因加息周期影响回升。

图15: 美国利率变化 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

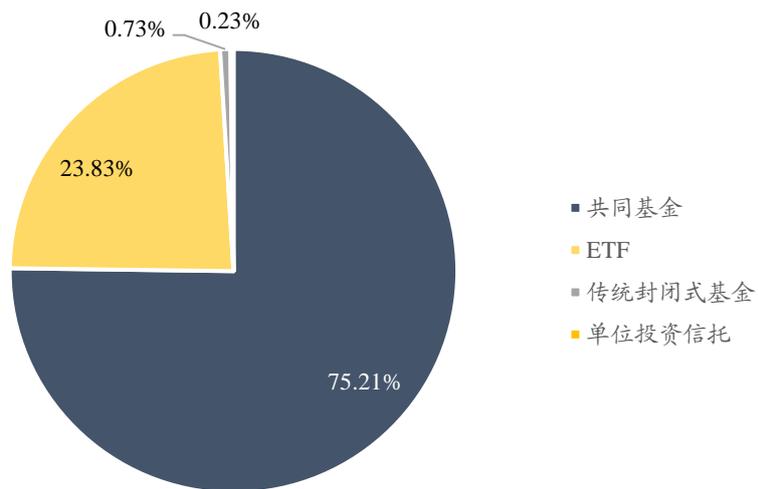
图16: 美联储资产及持有国债规模 (单位: 亿美元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

根据 ICI (美国投资公司协会) 的分类, 美国的基金产品主要可以分为共同基金、ETF、封闭式基金和单位投资信托四类。截至 2025 年 2 月, 美国共同基金资产规模达到 29 万亿美元, ETF 资产规模达到 10.7 万亿美元, 二者合计基金市场占比约 99%。

图17: 美国各类型基金产品规模占比 (截至 2025 年 2 月) (单位: %)

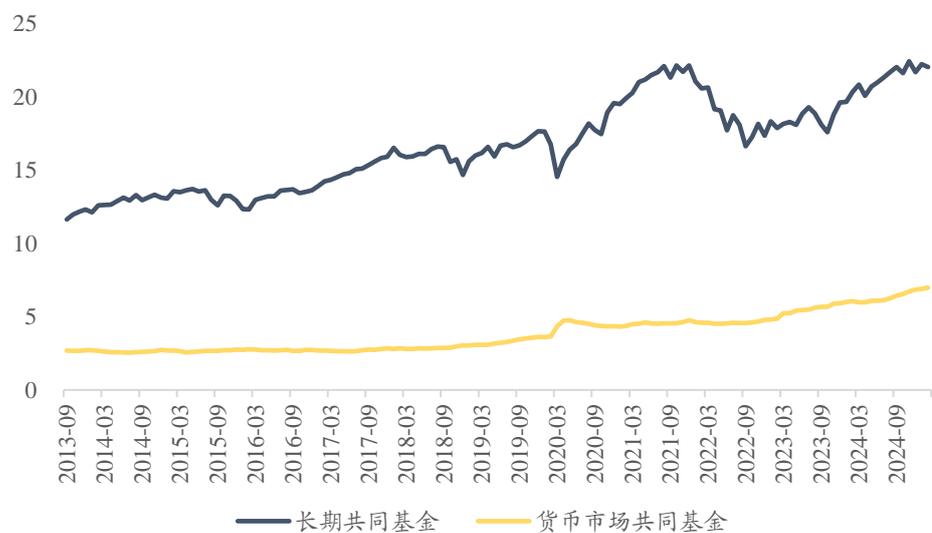


数据来源: ICI, 东吴证券研究所

注: 其中封闭式基金规模为 2024 年末数据, 但由于绝对规模较小, 因此在计算占比时影响不大。

其中，共同基金又可以分为长期共同基金和货币市场共同基金，截至 2025 年 2 月，长期共同基金净资产为 22 万亿美元，货币市场共同基金净资产为 7 万亿美元。两者的净资产均呈现出震荡向上的态势。长期共同基金根据投资标的，又可进一步分为股票型基金、混合型基金和债券型基金。截至 2025 年 2 月，三者的净资产规模分别为 15.2 万亿美元、1.6 万亿美元和 5.2 万亿美元，占比分别为 69%、7%和 24%。由于长期共同基金中，股票型基金的占比接近 70%，因此其净资产的变动与股票指数相关性较高。

图18: 美国共同基金规模变动情况 (单位: 万亿美元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

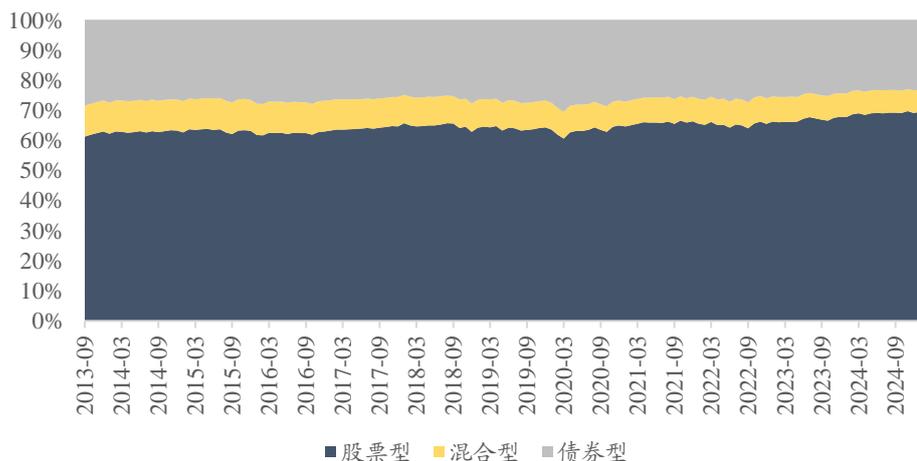
图19: 美国各类型长期共同基金规模变动情况 (单位: 万亿美元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

美国债券型基金的净资产规模与美债利率之间的关系呈现反向关系，即以赚取资本利得而非票息收入为主，这与日本 1990 年-1998 年的情况类似。同时，由于美联储整体的政策利率相较日本更具有周期性，低利率环境维持时间不长，因此并未出现债券型基金规模和占比大幅萎缩的状态，整体维持平稳。

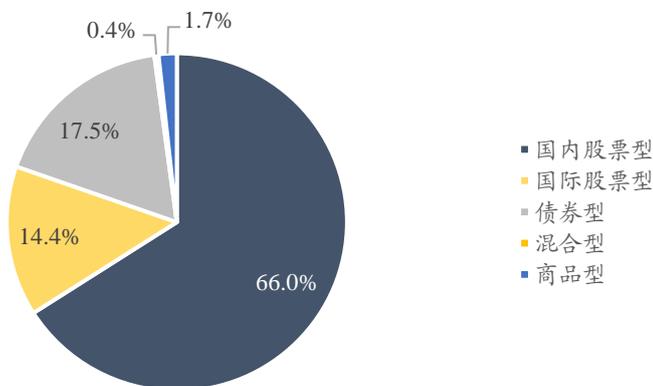
图20: 美国各类型长期共同基金规模占比 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

尽管没有出现日本持续低利率时代的困境，但 ETF 的低成本、透明化优势仍然令其兴起，成为美国占比第二的基金产品。截至 2025 年 2 月，ETF 中国内股票型占比约 66%，国际股票型占比约 14%，债券型占比约 18%，混合型占比约 0.4%，商品型占比约 2%。

图21: 美国各类型 ETF 规模占比 (单位: %)



数据来源: ICI, 东吴证券研究所

从美国 ETF 的发展进程来看，从 2000 年开始百花齐放。截至 2023 年末，国内股票型、国际股票型和债券型的净资产规模分别为 51000 亿美元、13210 亿美元和 14960 亿美元，2015 年-2023 年期间的年均复合增长率分别为 19%、14%和 20%。

图22：美国各类型 ETF 规模变化（单位：亿美元）



数据来源：ICI，东吴证券研究所

3. 低利率环境下，海外资管经验对我国有何启示？

后疫情时代，经济不确定性增加，投资者风险偏好普遍下降，倾向于选择安全性高、流动性好的资产进行配置，因此债券市场吸引了大量资金流入，成为投资者避险的重要选择。以 10 年期国债收益率为代表，从 2020 年末的 3%以上降至 2025 年中的 1.6%左右。

即使固收产品的收益率下降，但对于保险、养老金等长期负债而言，固收产品仍然是其资产配置的重要组成部分。这些机构需要稳定的现金流来支付未来的负债，而固收产品能够提供相对稳定的收益和现金流。同时，对于公募基金产品，从上文日本和美国的经验来看，在利率下行期，由于资本利得效应，债券型基金的规模不降反增。因此，至少从 3-5 年的维度上，不必担心国内的债券型基金规模出现萎缩。

在利率迅速下行之时，有两条发展路径：一是如同美国，有清晰的利率政策周期，则债券型基金在利率上行期存在票息效应，在利率下行期存在资本利得效应，其规模将保持震荡向上的态势；二是如同日本，利率长期保持低位，那么传统票息收益空间收窄，资管机构将面临“规模增长与收益下滑”的双重压力。以日本为例，债券型与股票型基金规模的比例将变为 2: 8，债券型基金的规模在 1999 年至 2024 年间下滑将近 60%，而截至 2025 年 2 月，我国开放式基金中，债券型和股票型份额之比为 6: 4。

图23: 中国开放式债券型和股票型基金占比 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

低利率时代催生资管行业结构性变革, 日本经验对我国来说具有借鉴意义。

首先, 指数化固收产品凭借其独特的优势, 逐渐成为投资者在低利率环境下寻求稳定收益的新选择。第一, 指数化固收产品通常通过跟踪特定的债券指数进行投资, 其交易成本相对较低。第二, 由于指数化产品采用被动管理方式, 不需要频繁调整投资组合, 从而降低了交易费用和管理成本。第三, 指数化产品的成分和权重公开透明, 投资者可以清晰地了解产品的投资范围和风险水平。这有助于降低信息不对称风险, 增强投资者的信任度。第四, 指数化产品跟踪的是一篮子债券, 有助于缓解单一债券流动性不足的风险。

此外, 随着资本市场的不断开放和国际化程度的提高, 海外债券和股票等资产也成为投资者的重要选择, 这需要目前“额度管控+资格准入”的制度改革。

4. 风险提示

(1) **经济基本面变化超预期:** 政策将跟随基本面产生变动, 因而各类政策出台的时点或快于或慢于我们当前预估的基准情形;

(2) **货币政策工具创新:** 在货币政策框架的调整时期, 新型工具可能出台, 从而对资本市场的走向造成影响;

(3) **历史及海外经验不代表将来:** 本文的分析和推论仅针对已有事实, 未来发展具有不确定性。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>