



2022年9月7日

低利率环境下财富管理市场发展与驱动：以日本为例（一）

✍ 王笑	投资咨询从业资格号：Z0013736	✉ Wangxiao019787@gtjas.com
✍ 万欣	（联系人）期货从业资格编号：F03095575	✉ Wanxin025897@gtjas.com
✍ 毛磊	投资咨询从业资格号：Z0011222	✉ Maolei013138@gtjas.com
✍ 李聶霜玉	（联系人）期货从业资格编号：F03087581	✉ Linieshuangyu024249@gtjas.com
✍ 唐立	（联系人）期货从业资格编号：F03100274	✉ Tangli026575 @gtjas.com

【报告导读】

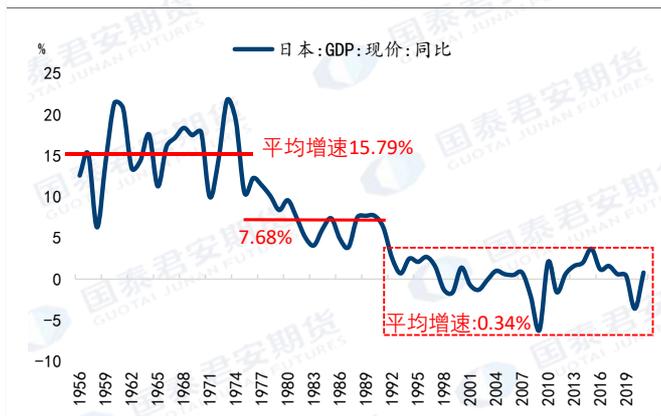
- 1、日本低利率时代的宏观环境特征：上世纪90年代以来，日本地产泡沫破裂，经济处于深度去杠杆环境，地产、股票价值湮灭1500万亿日元，经济增速从8%向零增长靠拢；人均GDP在3万美元高位缓升，产业升级持续推进，基建狂魔对冲地产下行；政策与市场利率单边下行，日本央行自90年代末期开始推出零利率和QE政策，形成了日本长期的零利率乃至负利率的金融环境。
- 2、日本居民资产配置特征：自上世纪90年代地产泡沫破裂以来，从包含金融及实物资产的居民全部资产角度来看，受人口老龄化及房地产泡沫破裂影响，地产配置占比累计降低10个百分点；虽然日本利率持续下降，2020年居民现金和存款的配置比重最高，达34%，比1994年的22%高出10个百分点；同期，保险和养老金占比从12%上升至17%。从金融资产内部构成来看，近30年，居民现金配置比重在全部金融资产中持续超过50%；不过近几年来保险和养老金占比已出现稳步上升；随着股市走势的回升，权益和基金配置占比小幅提升，但整体上随着股市涨跌波动较大。
- 3、居民资产配置“现金为王”总体偏保守，对低利率环境并不敏感，原因在于居民拥有的全部资产中的八成以上由50岁以上的中老年人持有，经历过泡沫经济破裂，楼市、股市崩盘后风险偏好极低。自1995年至今，现金和存款在居民资产中净增额最大。而低利率环境对居民资产配置的影响主要在债券端的配置比例持续降低方面有所体现。
- 4、从财富管理行业与机构资产配置角度看，近二十年来财富管理市场发展较快。由于利率持续处于零利率乃至负利率环境，变化空间不大，叠加前文所描述的居民财富存量和增量部分均在现金存款上，因此我们认为利率对资产配置的驱动作用相对有限；对比金融改革政策不断的推出，特别是养老金第三支柱所涉及的一些免税的优惠，对财富管理行业增长似乎有更积极的促进作用。此外，由于日本本国经济走势低迷，加上日元低成本融资优势，日本机构海外资产配置比例近年来持续提升。

【正文】

1. 日本低利率环境形成的宏观基本面背景

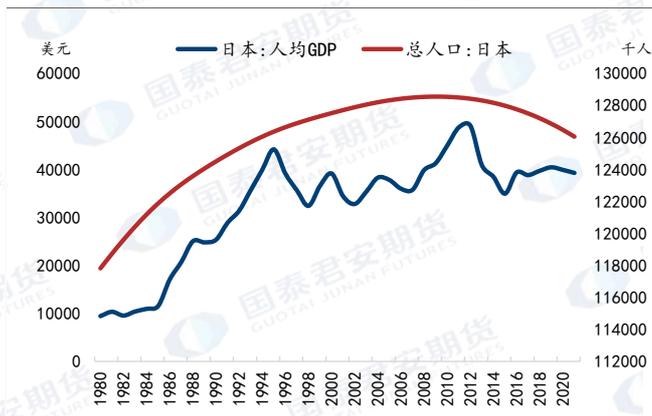
“失落的二十年”日本经济接近零增长。上世纪90年代，日本资产价格泡沫破裂，其中房地产行业首当其冲。日本经济随后持续进入到去杠杆环境，陷入所谓的“失落的二十年”，期间日本平均经济增长率不到1%。

图1：90年代后日本经济低速增长



资料来源：wind、国泰君安期货研究

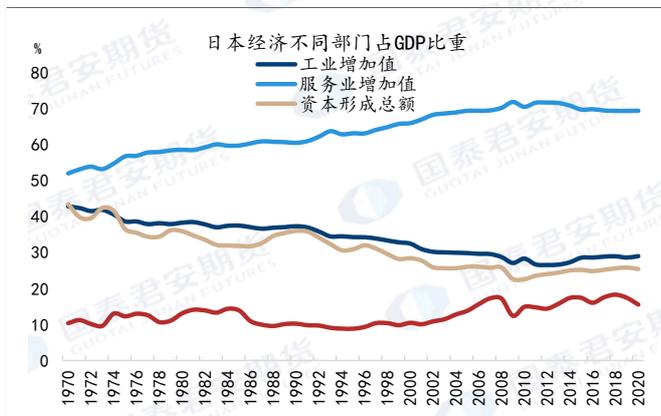
图2：人均GDP在90年代突破3万美元后高位缓升



资料来源：wind、国泰君安期货研究

人均所得在高基数的情况下继续提升，产业转型稳步推进。不过值得指出的是，1992年日本人均GDP已经突破3万美元，并在1995年突破4万美元，随后基本上在3-4万美元平台持续震荡，小幅上升。虽然90年代经济低速增长，但产业继续升级。而为了对冲地产泡沫破裂后经济下滑，日本政府投入了超过100万亿资金进行基础设施建设促进经济增长，被称为“基建狂魔”。

图3：90年代以来日本产业升级不断推进



资料来源：wind、国泰君安期货研究

图4：90年代后日本基建投资规模大幅增加



资料来源：wind、国泰君安期货研究

政策与市场利率携手回落。面对资产价格破裂使得经济开始出现深度衰退，1990年8月开始，日本央行将贴现率从6%的高点开始降息，到了1993年9月贴现率已经降低到1.75%。1995年后银行隔夜拆借利率作为日本基准利率指标。1999年2月起，为因应经济停滞和偿债问题，日本央行将无担保隔夜拆借利率请务必阅读正文之后的免责条款部分

调至 0.15%，同年 3 月 3 日再次调至 0.03%。这意味着在扣除货币经纪商佣金后，利率实际已降为零，即日本央行开始实行零利率政策。

与此同时，日本国债收益率与政策利率同步下行。日本十年期国债收益率从 1990 年的高点 8.1%，持续回落至 1998 年的低至 1% 以下。以一年期国债收益率与 CPI 计算的实际利率在 1996 年进入到负利率区间。

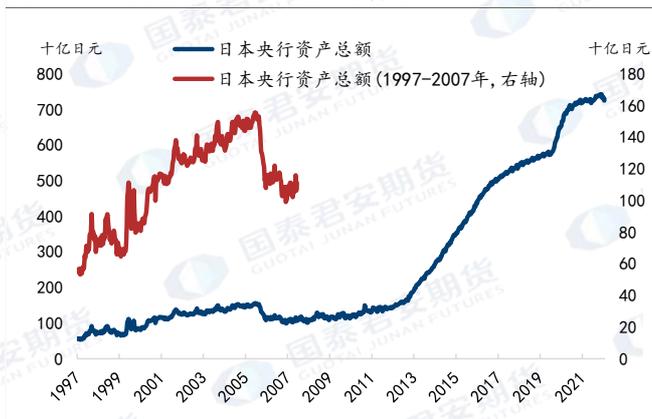
2001 年 3 月，日本央行更是史无前例地推出“量化宽松政策”，藉由买进国债、商业票据、ABS 等方式，为市场挹注了充裕的资金，压低了利率曲线斜率，被认为是量化宽松的鼻祖。

图 5：1990 年开始日本进入到持续的利率下行趋势中



资料来源：wind、国泰君安期货研究

图 6：日央行被认为是 QE 的鼻祖



资料来源：wind、国泰君安期货研究

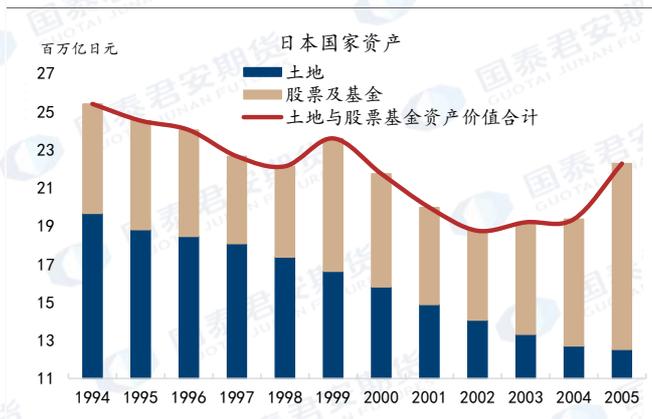
泡沫破裂后资产价格深度调整。在资产价格泡沫破灭后的十年间，日本不动产及股票市值损失约 1500 万亿日元，约等于日本三年的 GDP。资产价格惨烈地崩跌为日后日本的金融体系尤其是银行业危机埋下伏笔。

图 7：资产价格泡沫破裂后几乎崩盘



资料来源：wind、国泰君安期货研究

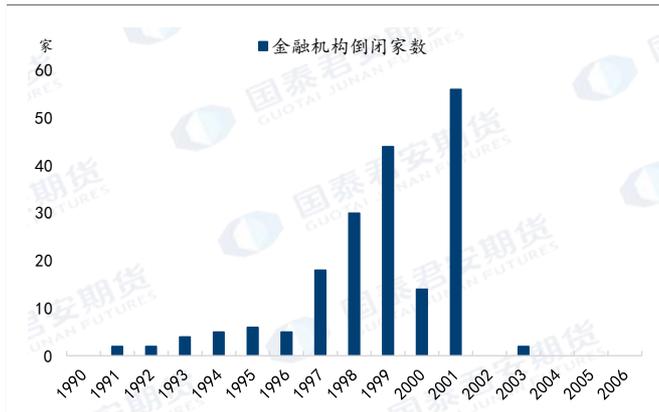
图 8：上世纪 90 年代日本土地与股票市值大幅缩水



资料来源：wind、国泰君安期货研究

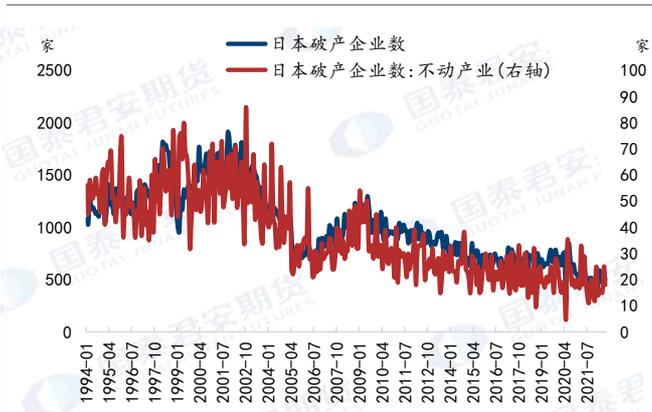
大量金融机构破产倒闭。日本泡沫破裂之后尤其是房地产贷款方面形成了大量不良贷款，自 1991 年开始日本的中小金融机构开始破产。随后金融、经济联动恶性循环加剧风险扩散，自 1995 年开始变得更为明显。受到许多大型信用合作社、地方银行倒闭事件之波及，日本银行体系出现存款挤兑的风潮。1997 年 11 月，日本第 10 大商业银行北海道拓殖银行，拥有百年历史的日本四大证券之一山一证券公司及中等规模的三洋证券公司宣告破产倒闭。曾经是世界第九大银行的日本长期信用银行于 1998 年被收归日本国有。

图 9： 90 年代后期日本金融机构大量倒闭



资料来源：wind、国泰君安期货研究

图 10： 90 年代破产企业数量较多



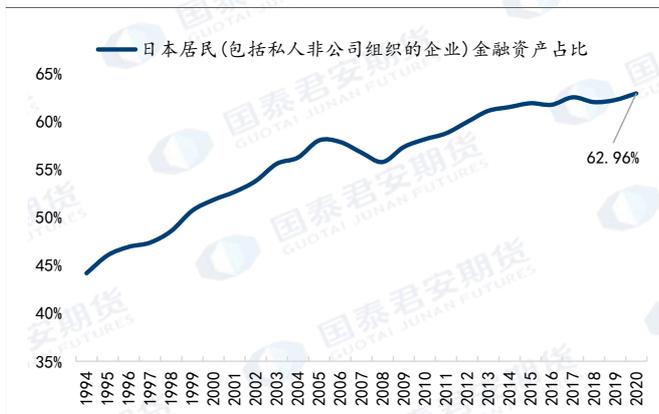
资料来源：wind、国泰君安期货研究

2. 日本居民金融资产配置结构及成因分析

2.1 居民金融资产配置在全部财富中占比趋势性上升

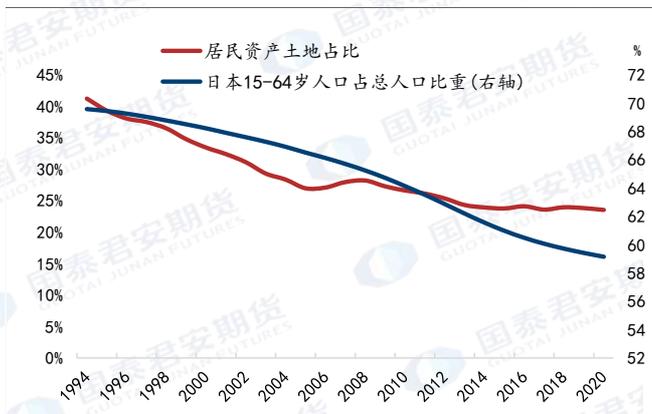
随着日本地产泡沫破裂和人口老龄化加速，居民资产配置中地产占比持续下降。1994 年，日本居民非金融资产配置比例为 55.8%，到了 2020 年，非金融资产配置比例下降至 37%，金融资产配置比例升至 63%。非金融资产配置比例下降主要由土地占比下降贡献，从 1994 年的 41% 下降至 23%。

图 11： 日本居民金融资产配置比例趋势性上升



资料来源：wind、国泰君安期货研究

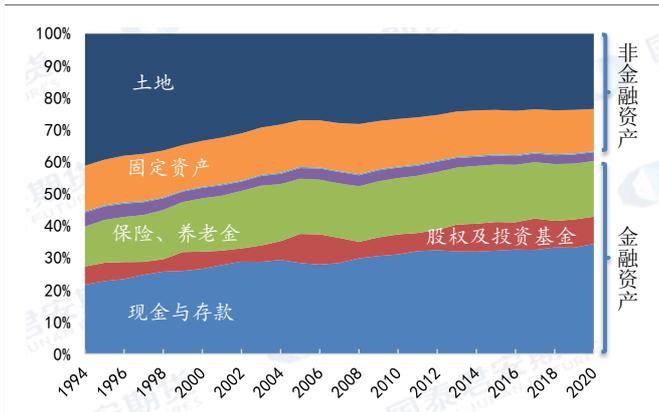
图 12： 土地配置占比与年轻人口占比下降趋同



资料来源：wind、国泰君安期货研究

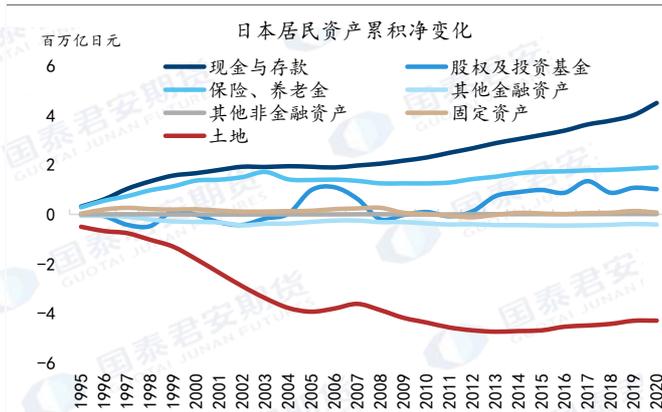
从各类资产累积变化情况看，现金与存款净增加额最多，导致 2020 年居民资产中现金和存款的比重达 34%，比 1994 年的 22% 高出 10 个百分点，其次是保险和养老金(同期从 12% 上升至 17%)。2001 年 10 月，日本启动了养老金第三支柱：iDeCo (个人型定额缴款养老金)，居民收入存入 iDeCo 账户中享有税收优惠。股权和投资基金再次(同期从 6% 上升至 8%)，但股权和投资基金的波动较为显著。

图 13: 非金融资产中主要是土地占比下降 20 个百分点



资料来源: wind、国泰君安期货研究

图 14: 现金和存款在居民资产中净增额最大

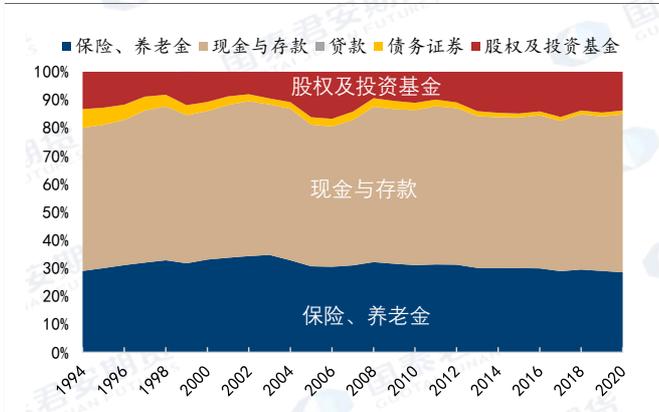


资料来源: wind、国泰君安期货研究

2.2 居民金融资产中现金和存款配置占比长期超过一半

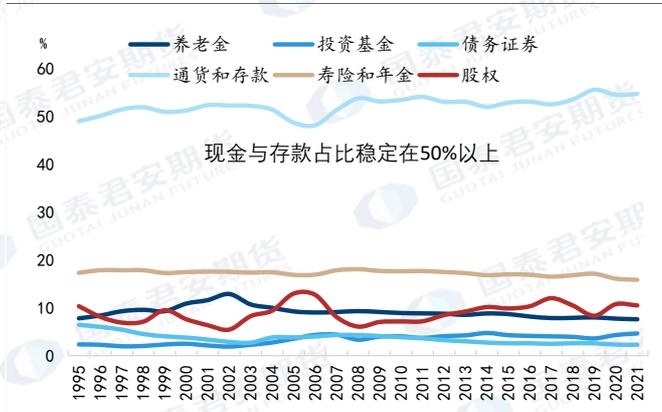
日本在 1990 年经济泡沫破裂后, 长期处于通缩状态。特别是自 1999 年后日本央行多次出台 0 利率、甚至负利率政策, 导致日本个人存款储蓄利率长期低至 0.001%。但即便如此, 日本居民仍不愿承担风险去投资股票等风险资产。无论是日本内阁府口径还是 OECD 统计, 自 1994 年至 2020 年, 日本居民现金与存款的配置比例稳定维持在 50% 以上, 在 50%-55% 的区间浮动, 居民资产配置十分保守。

图 15: 家庭部门金融资产配置(日本内阁府口径)



资料来源: wind、国泰君安期货研究

图 16: 家庭部门金融资产配置比重(OECD 口径)



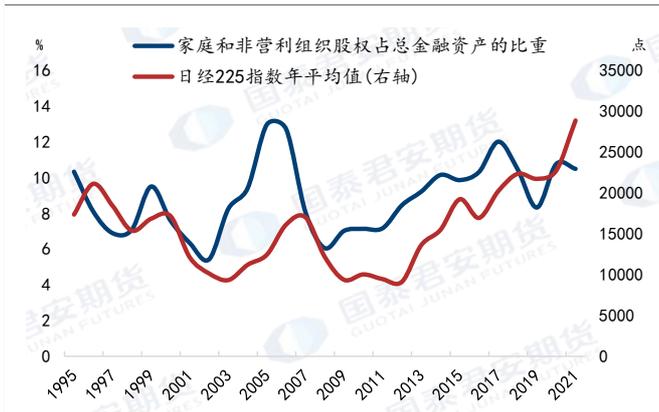
资料来源: wind、国泰君安期货研究

2.3 权益与债券: 配置比例偏低, 但权益趋于上升, 债券下降

日本居民股票配置比例不高, 自 1995 年以来, 平均配置比例为 8.89%。不过随着日本政府对证券投资税收优惠政策的推出, 以及近 10 年来股市的走升, 股票配置比例有所升高。2003 年, 时任小泉政府号召“从储蓄转向投资”, 实行证券税收优惠政策。而拉长期间看, 居民股票配置比例与日经指数走势同步性较高, 这一方面或许是资产价格涨跌使得其在总资产的比例被动变化所致; 另一方面也存在股市涨跌的财富效应带来的对股市偏好的正负反馈效应。

债券方面, 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, 降低了居民对固收资产的配置意愿。债券在日本居民配置中占比较低, 历史峰值不超过 10%, 且整体上出现持续回落态势。

图 17: 日本居民股票配置占比与股市走势相关性高



资料来源: wind、国泰君安期货研究

图 18: 居民债券配置比例持续降低

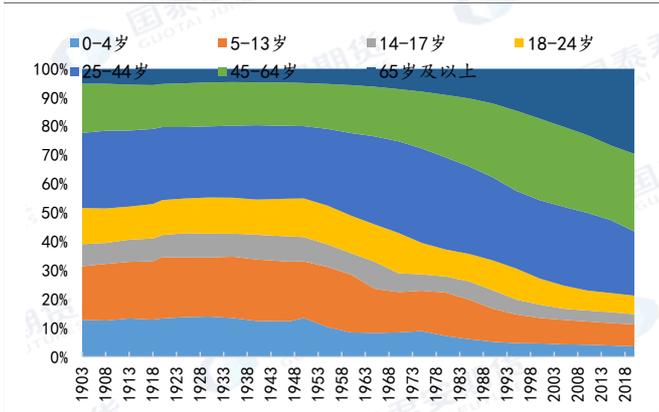


资料来源: wind、国泰君安期货研究

2.4 低风险偏好配置原因: 收入下降且财富集中于中老年人

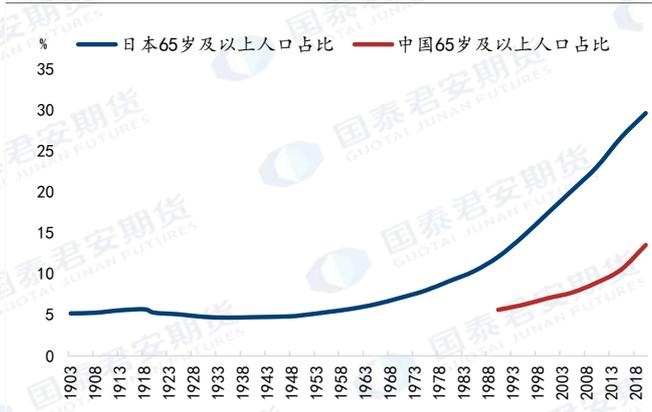
日本老龄化程度居世界第一。2020 年日本年龄中位数为 48.7 岁; 65 岁以上人口占比达 28.9%, 高出其他 G7 国家至少 10 个百分点以上。

图 19: 日本人口结构变化趋势



资料来源: wind、国泰君安期货研究

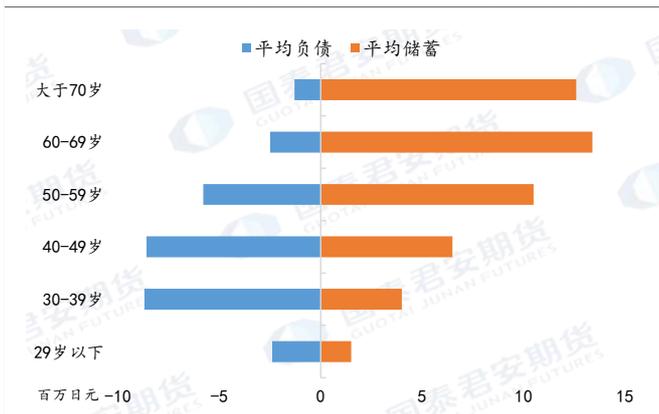
图 20: 目前日本 65 岁及以上人口占比达 30%



资料来源: wind、国泰君安期货研究

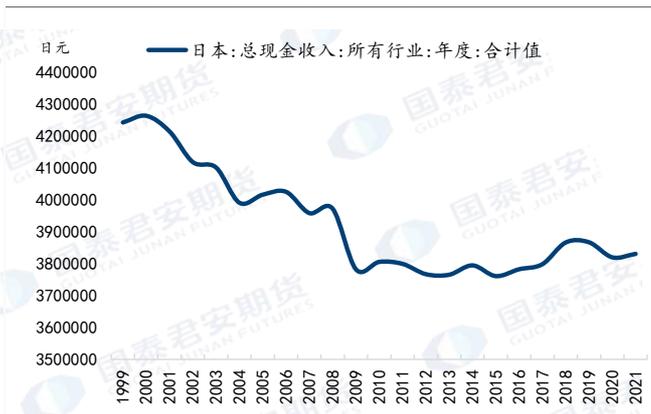
日本居民金融资产八成以上由 50 岁以上的中老年人持有。中老年人由于退職金、财产继承、保险到期金等, 金融资产一下子增加了很多。但是他们多数人, 优先考虑的是如何不让资产“减少”, 而不是怎样继续“增加”, 所以对于投资都很节制。另一方面, 对于中青年一代而言, 经济下行居民收入水平下降, 加上需要把工作收入用在偿还住房贷款和教育上, 导致能够用于投资的资金有限。

图 21: 日本居民财富集中于 50 岁以上中老年群体



资料来源: wind、国泰君安期货研究

图 22: 经济下行期居民收入下降



资料来源: wind、国泰君安期货研究

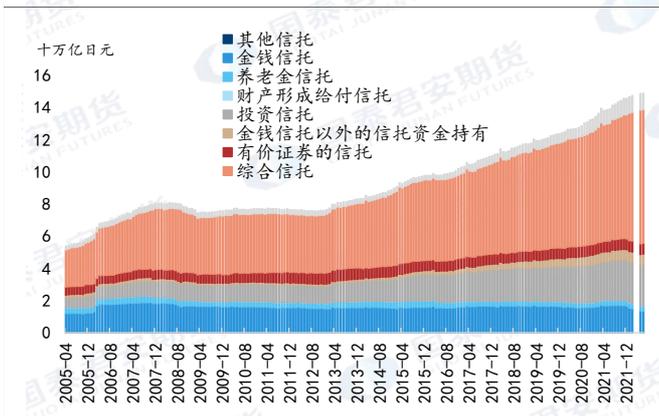
不过，过去由于日本房地产泡沫破裂，股市崩盘，国内缺乏较为可观回报的理财产品，居民金融产品投资意愿偏低。但到了 21 世纪，随着日本债务逐步出清，金融资产价格从底部逐步企稳回升，加上新一代未经泡沫破裂的人群壮大，居民财富配置有多元化和更加丰富的趋势。

3. 行业与机构配置角度看，财富管理市场稳步发展，海外资产配置比例提升

3.1 杠杆出清后财富管理市场稳步发展——以财富管理最大的部门信托业分析

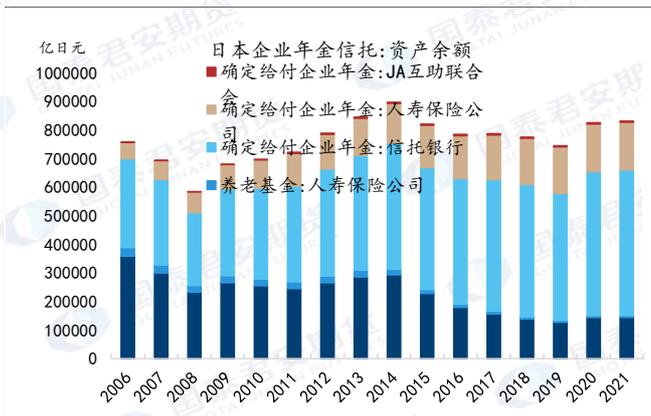
日本银行业主要通过信托银行开展财富管理业务。截至 2022 年 6 月，信托受托余额合计 1487 万亿日元（约 73.44 万亿人民币），其中规模最大的是综合信托。从增速来看，近十年信托余额复合增速达 7%。

图 23: 信托业总负债规模持续增加



资料来源: wind、国泰君安期货研究

图 24: 日本企业年金信托余额

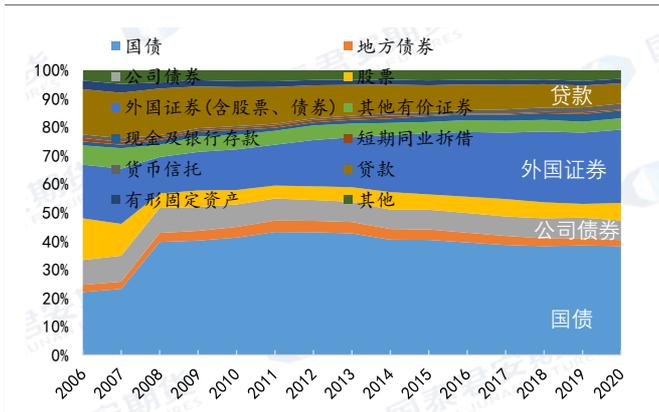


资料来源: wind、国泰君安期货研究

3.2 视角之一: 寿险公司资产配置: 国债最高，但占比下降; 外国债券占比持续上升

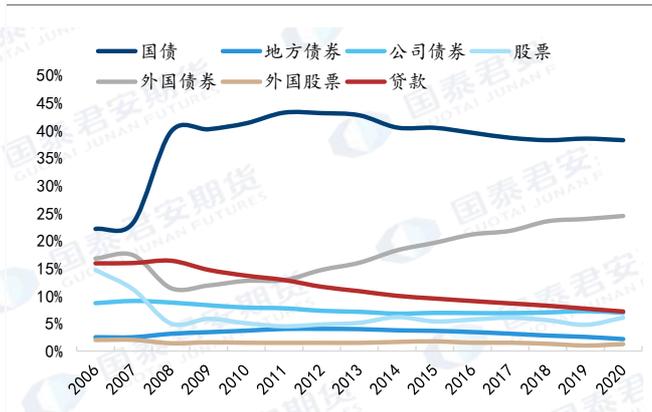
日本寿险公司对政府债券的配置比例最高，但 2012 年占比见高后有所回落。增长较快的部分主要在对海外证券的配置比例上，尤其是海外债券部分，配置比例从 2006 年的 16.8% 稳步上行至 2020 年的 24.5%。

图 25：日本寿险公司资产配置情况



资料来源：wind、国泰君安期货研究

图 26：日本寿险公司资产配置比例变化



资料来源：wind、国泰君安期货研究

3.3 财富管理国际化布局：资金大规模出海投向海外

从总量数据来看，由于日本国内经济去杠杆环境下资产表现不佳，日本企业和投资机构纷纷跨出国门寻找投资机遇，截止到 2021 年末，包括权益、债券等资产投向在内的日本国际投资规模达 859.4 万亿日元。

图 27：日本 GDP 增速与国际投资头寸增速对比



资料来源：wind、国泰君安期货研究

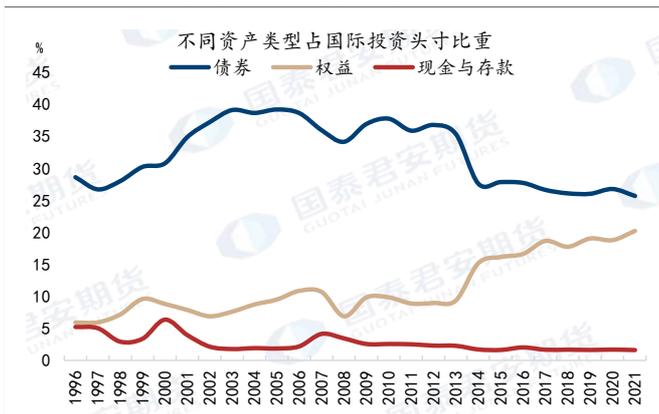
图 28：国际投资持续增加



资料来源：wind、国泰君安期货研究

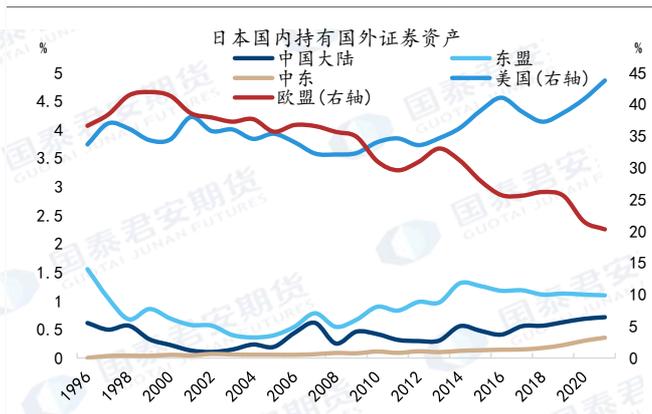
海外证券主要配置于发达国家，以欧美为主，不过近十年美国占比提升，欧盟有所下降。从资产配置角度看，债券占比呈现趋势性下降，并以权益上升为替代。

图 29：国际投资中权益投资上升



资料来源：wind、国泰君安期货研究

图 30：海外证券主要配置于发达国家

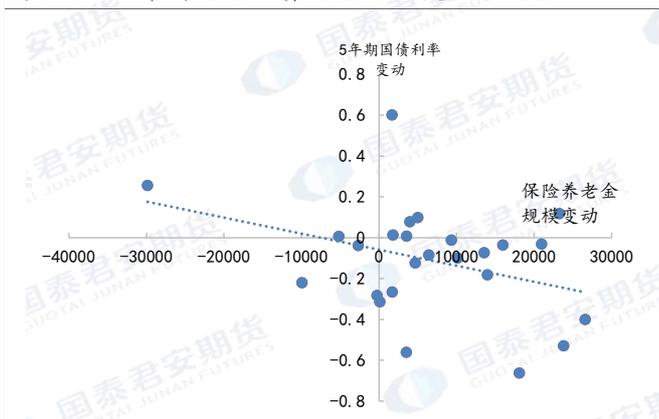


资料来源：wind、国泰君安期货研究

3.4 政策对财富管理行业发展促进较大

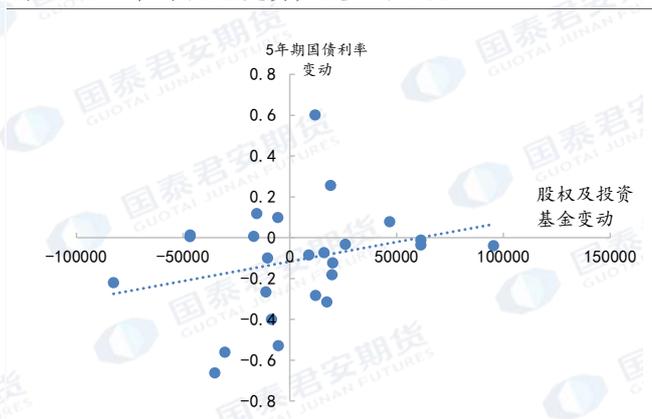
从日本财富管理行业发展进程来看，主要快速发展阶段在 21 世纪的 20 年时间。由于近二十年利率价格持续维持低位变化并不显著，因此财富管理行业发展我们认为受政策推动影响较大：如 **2014 实施养老金第三支柱 NISA(小额投资非课税制度)**，其核心在于为居民提供免除资本利得税（税率为 20.315%）及个税递延的渠道，其助推居民理财热情提升。**iDeCo(个人型定额缴款养老金)制度**，是一种除公共养老金以外提供福利的养老金体系，由个人自行向全国养老基金联合会缴纳缴费金，20 至 65 岁的公共养老金参保人均可加入。iDeCo 由联合会与金融机构签订契约，设计产品，并提供给参与者做选择，最后再由金融机构进行管理的制度。iDeCo 具有税收优惠。当个人使用 iDeCo 时，所有缴款都从收入中扣除，因此减少了应纳税所得额，并减少了当年的所得税和次年的居民税。养老金收据可用于公共养老金扣除，一次性付款可用于退休收入扣除。在一系列金融政策推动下，居民财富在养老产品中的配置占比出现提高。

图 31：利率与保险、养老金规模变动相关性



资料来源：wind、国泰君安期货研究

图 32：利率与权益类资产变动相关性



资料来源：wind、国泰君安期货研究

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

国泰君安期货客户服务电话 95521