



财信证券
CHASING SECURITIES

证券研究报告 | 策略深度报告

2025年1月9日

海外低利率时期的资产配置规律

——策略深度报告

黄红卫 分析师

执业证书编号:S0530519010001

huanghongwei@hncasing.com

此报告仅供内部客户参考
请务必阅读正文之后的免责条款部分

重点强调：当前我国经济韧性强、潜力大、空间广、前景好，正处于产业转型升级的关键时期，本文仅对海外低利率时期的资产配置规律做梳理总结，但海外低利率环境未必适用于我国实际，投资者不可简单对比参考。

(1) 从经济来看，海外低利率环境通常有如下规律：①由特殊催化剂引发资产负债表受损，需漫长时间修复；②相比前10-15年，名义GDP增速中枢下滑约1.5-6个百分点；③CPI中枢明显下移，均回落至2%以下。

(2) 从利率来看，海外低利率环境通常有如下规律：①利率为三阶段走势，依次经历：利率快速下行期（约1-9年）、漫长低位平台期（约7-23年）、利率温和回升期；②政策利率进入平台期后，10Y国债收益率通常还能下行一段时间；③传统货币政策失效，大多采用非常规货币政策，以突破零利率下界。

(3) 大类资产表现来看：①在利率下行期，仅债市能跑赢通胀，平均年化复合回报率高达10.67%；但与经济强挂钩的地产、股市、商品均明显下跌。②在低利率平台期，所有资产年回报率均不高，股市、贵金属、商品、地产、债市通常能跑赢通胀；但现金回报率接近0；③在利率回升期，资产回报率将提升，股市、贵金属能跑赢通胀，地产回报率与通胀相当；但债券市场出现明显负收益，平均年化复合回报率为-4.18%。

(4) 在低利率平台期的股市表现为：①股市估值中枢较为稳定；②行业风格取决于业绩表现，如爆发新技术革命，新兴行业及刚需消费品种表现较佳；如未爆发技术革命，出海类及本土刚需行业表现较好；③如产业升级步伐较快，则成长风格占优，反之则价值风格占优；④除了危机阶段、低利率平台期尾声阶段以外，在低利率平台期的其他时期，中小盘风格通常占优；⑤当区域CPI及国债收益率明显低于2%时，将利好高股息风格，反之则不甚明显；⑥出海是日本低利率平台期的权益有效投资方式，日本权益出海投资兼顾安全性及成长性。

(5) 在低利率平台期，债券平均年化复合回报率仅1.47%，仅轻微跑赢通胀基准（1.10%），可通过高票息策略、信用下沉策略、“固收+资产”策略、出海策略来增厚债市投资回报率。①如判断利率下行，可提前锁定长久期的高票息资产；②在低利率平台期，美国投资级公司债iShares年化复合回报率高达6.10%，远超同期美国10年期国债（1.97%）；③“固收+资产”策略，可考虑加股票、基金、另类资产（地产、商品、贵金属）；④日本出海投资债务证券，优先考虑安全性，其次才是成长性。

(6) 在低利率平台期，总量方面，地产价格年化复合收益率平均值为2.21%，可跑赢同期通胀基准（1.10%），实现保值功能。结构方面，区域经济及人口情况仍是决定地产价格走势的关键。

(7) 在低利率平台期，CRB现货指数（综合）的平均年化复合收益率为2.91%，跑赢同期通胀基准（1.10%），且大多实物商品都有保值属性；分品种来看，在低利率平台期，黄金的收益率及波动性都明显占优。因此“固收+商品”策略可优先考虑黄金。

(8) 投资建议。债市方面，中长期而言，参照美国移动互联网革命后，产业链成功升级，其利率在2016年-2019年再度回升规律。后续随着我国克服关键领域“卡脖子”、科技自主可控、产业成功升级、新旧动能顺利切换、全要素生产率再度走高、全社会投资回报率提升，预计我国利率仍有再度回升的可能性；短期而言，在大规模化债下，城投利差有望缩窄，利率债收益率下行仍有支撑。**权益方面**，重点关注科技成长、自主可控、产业升级等方向。

(9) 风险提示。低利率环境下的资产配置规律失效风险；因数据可得性、代表性问题，可能带来的误差偏大风险；国内利率持续走低的风险；美国、日本、欧洲等发达经济体，其投资规律与我国实际情况相差过大的风险；低利率时期的股市投资策略、债市投资策略出现失效风险；非常规货币政策使用过多，可能衍生的风险问题。



PART 01

低利率时代的特征

1.1 中长期，GDP增速与自然利率走势接近

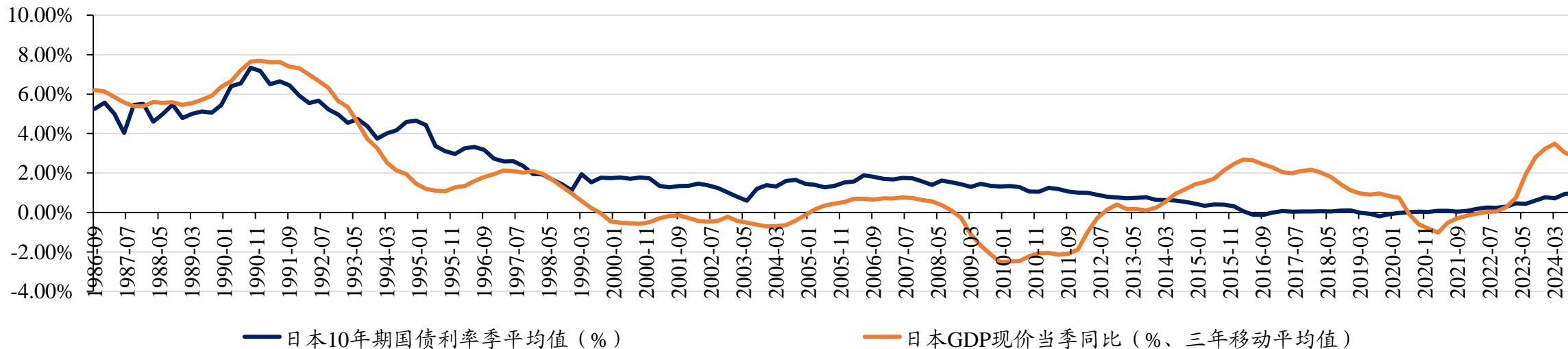
自然利率通常定义为经济处于潜在产出水平的无风险短期实际利率水平。从中长期来看，经济增速与自然利率走势将高度接近。

(1) 从微观主体来看，根据净资产收益率 $ROE = \text{投入资本回报率} ROIC + (ROIC - \text{税后利息率} r) \times \text{净财务杠杆率} DFL$ ，只有税后利息率 $r < \text{投入资本回报率} ROIC$ 时，微观主体才有加杠杆意愿，从而提高潜在 ROE 水平。也即 r 上限由 $ROIC$ 决定。

(2) 宏观层面而言，GDP增速由微观企业增速 g 综合决定。在无外源性资金融入下，企业的潜在增速 $g = d$ （再投资率） $\times ROIC$ 。也即，简单假设再投资率 d 不变情况下，GDP增速也由 $ROIC$ 决定。

(3) 由于 r 、GDP均受 $ROIC$ 影响，因此 r 与GDP的中长期走势较为接近。

图表：中长期看，日本10年期国债收益率随着日本GDP增速走低而走低



注释：上图GDP当季同比采用三年移动平均值数据

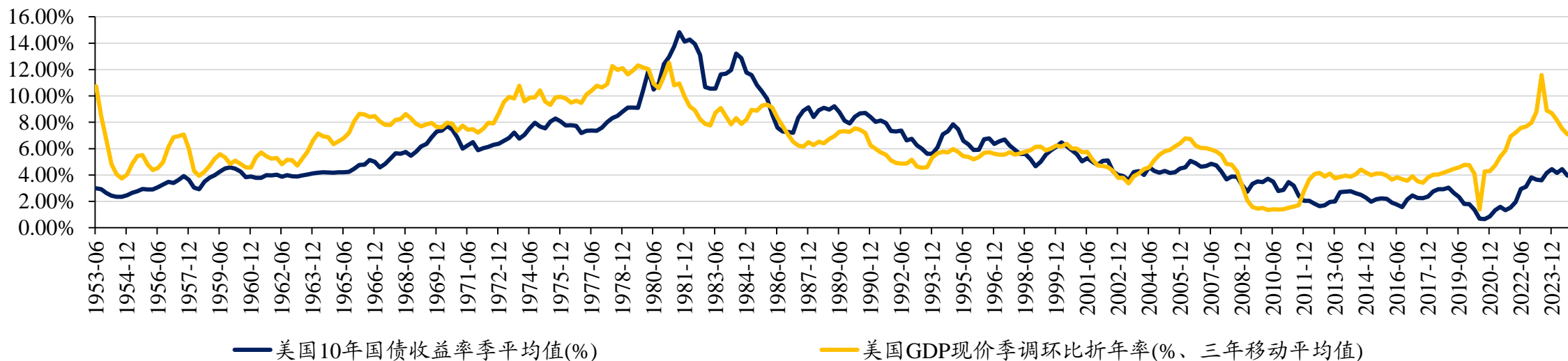
1.1 海外实践看，GDP增速与利率走势接近

从历史来看，海外经济体的利率 r 与GDP的中长期走势也较为接近，呈现同涨同跌走势。

(1) 日本而言，随着泡沫经济破灭，在1990-1999年日本经济增速快速回落期，日本10年期国债收益率也快速下行；2000年以后，日本GDP增速回落至0%附近，日本10年期国债收益率也长期维持在低位。

(2) 美国而言，中长期来看，美国10年期国债收益率与美国GDP增速的走势较为接近。但由于美国GDP增速采用季调后的环比折年率计算，波动较大，因此其与美国国债收益率的相关性相对偏低。

图表：中长期看，美国10年期国债收益率与美国GDP增速的走势较为接近



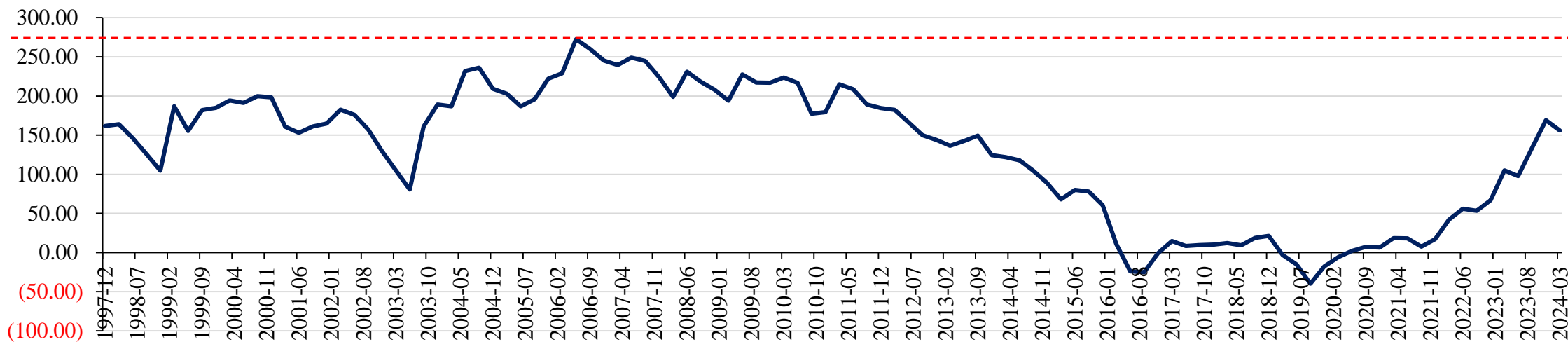
注释：上图GDP当季同比采用三年移动平均值数据

1.2 政府部门杠杆率也决定利率上限

利率作为借贷资金的成本。假设政府部门的还本付息能力不变，当政府部门杠杆率越高时，其对应的利率水平上限也越低。

(1) 日本而言，我们用日本国债收益率 × 政府部门杠杆率来衡量其还本付息能力，其最高值出现在2006年第二季度，上限为2.72。2023年底，日本国债收益率 × 政府部门杠杆率仅为1.69，距离2.72上限仍有一定空间。这也预示着，2024年日本仍有一定加息空间。实际而言，日本在2024年3月、7月进行了两次小幅加息。

图表：从2023年底日本国债收益率 × 政府部门杠杆率的比值来看，日本仍有一定加息空间



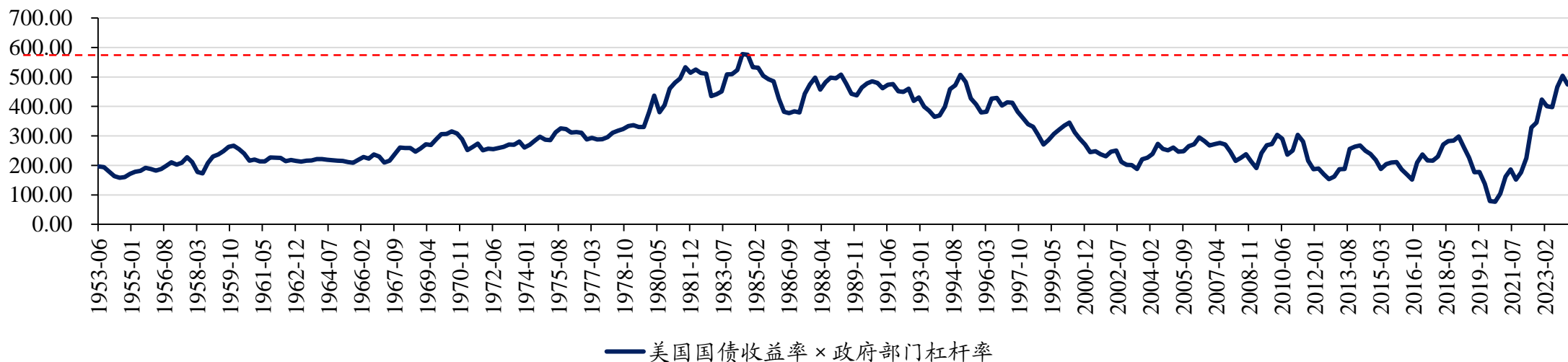
注释：上图单位为%；国债收益率采用10年期季度平均值测算——日本国债收益率 × 政府部门杠杆率

1.2 政府部门杠杆率也决定利率上限

(2) 美国而言，我们用美国国债收益率×政府部门杠杆率来衡量其还本付息能力，其最高值出现在1984年第二季度，上限为5.77。2023年底美国国债收益率×政府部门杠杆率已达5.04，非常接近5.77上限。这也预示着，2024年美国已经加息空间非常小。实际而言，美联储在2024年前三季度维持高限制性利率不变，直到9月份才正式开启降息周期。

从日本、美国案例可看出，政府部门杠杆率对利率上限有较好的指示作用。

图表：从2023年底美国国债收益率×政府部门杠杆率来看，2024年美国已经加息空间非常小



注释：上图单位为%；国债收益率采用10年期季度平均值测算

1.3 常规货币政策工具介绍

- 传统操作上，央行通过政策利率引导货币市场利率。从泰勒规则来看，央行政策利率将受制于自然利率。海外历史上，泰勒规则曾较好预测美联储利率水平走势。
- 泰勒规则认为，实际产出水平是货币政策的短期影响因素，通货膨胀率是货币政策的长期影响因素。央行货币政策应根据当期产出缺口、当期通货膨胀与目标水平的偏差、均衡利率这三个变量来调整利率，从而使通货膨胀率稳定在目标值附近，并将经济维持在充分就业水平。

泰勒规则的形式如下：

$$r^i = r^* + a \times (\pi^i - \pi^*) + b \times (y^i - y^*)$$

其中， r^i 为短期实际利率， π^i 是通货膨胀率， y^i 为实际产出， π^* 、 y^* 分别表示目标通货膨胀和潜在产出水平，通胀缺口和产出缺口的权重分别为a和b， r^* 为均衡实际利率。

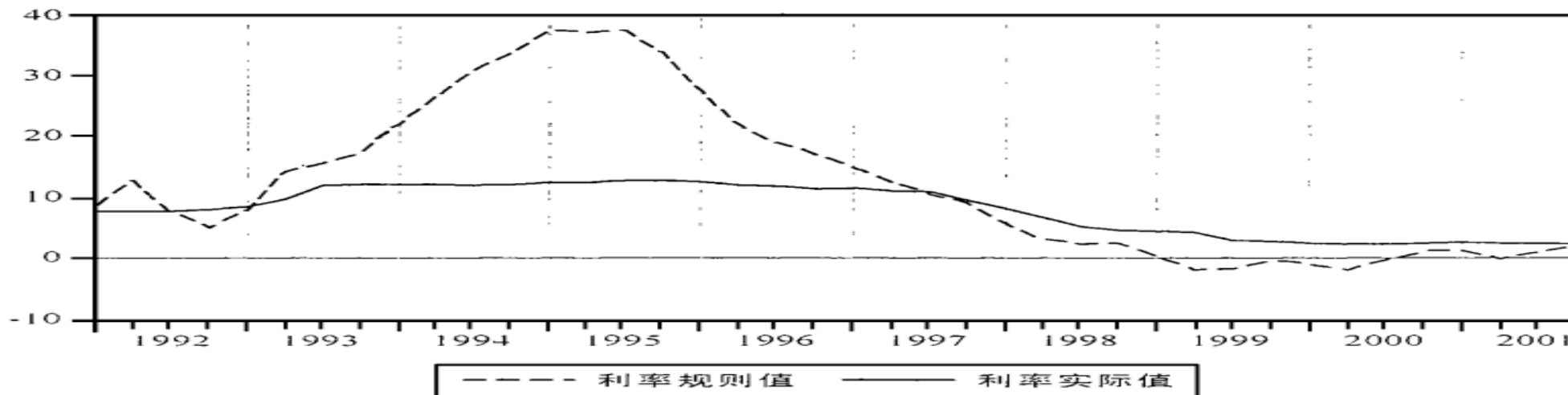
1.3 常规货币政策工具介绍

但泰勒规则等应用时面临两个困难:

(1) 泰勒规则在发展中国家应用受到一定挑战, 原因在于泰勒规则应用成功须满足一定条件: 例如, 利率完全市场化、浮动的汇率制度、以抑制通胀和保持经济稳定增长为双重目标的利率调控。目前中国利率和汇率均未实现完全市场化, 加之中国货币政策兼顾多重目标, 因此泰勒规则在中国的实际应用效果一般。

(2) 由于央行目标利率难以降低至0或负值区间。因此在经济0增长或者通缩背景下, 当自然利率 ≤ 0 时, 可能央行将无法通过降低目标利率来再刺激经济增长。

图表: 泰勒规则此前在中国应用效果一般, 但随着利率、汇率市场化, 泰勒规则效果或将提升



1.4 非常规货币政策介绍

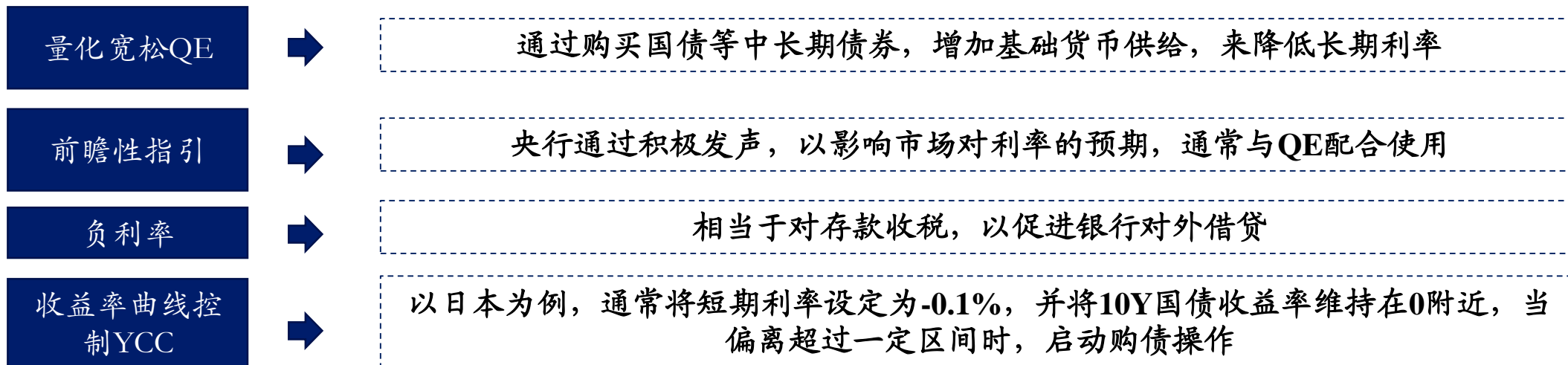
在经济0增长或者通缩背景下，如果自然利率 ≤ 0 时，传统货币政策将失效，无法有效刺激经济增长：

(1) 从微观机制来看，只有利率 $r <$ 投入资本回报率ROIC，企业等微观主体才愿意加杠杆来提升ROE。但现实中，名义利率下限难以突破0，但实体经济的名义投资回报率（尤其是通缩时）却可能远低于0。

(2) 从宏观调控来看，在经济0增长或者通缩背景下，通常商业银行资产负债表受损。为修复资产负债表及预防潜在信贷损失，商业银行通常不愿意向实体经济投放信贷。

从海外长期实践来看，在面临“零利率下界”难题时，海外主要经济体通常采用非常规货币政策，来突破零利率下界。

图表：当潜在经济增速接近0或通缩时，海外经济体通常采用非常规货币政策，以试图突破“零利率下界”



1.4 非常规货币政策实践

海外央行在长期低利率环境实践中，摸索出量化宽松QE、前瞻性指引、负利率、收益率曲线控制YCC等众多非常规货币政策工具，也取得了一定的成绩。

日本央行更是非常规货币政策工具的鼻祖。在长期抗通缩的实践中，日本央行在2013-2017年前后，采用QQE（量化与质化宽松）等方式，通过增加购买ETF风险资产、明确承诺实现2%通胀目标等方式，日本二十年以来首次将实际利率降低至“低于自然利率水平”。在此背景下，日本产出缺口稳步改善、企业利润创下新高、劳动力市场充分就业、核心CPI也有所回升。

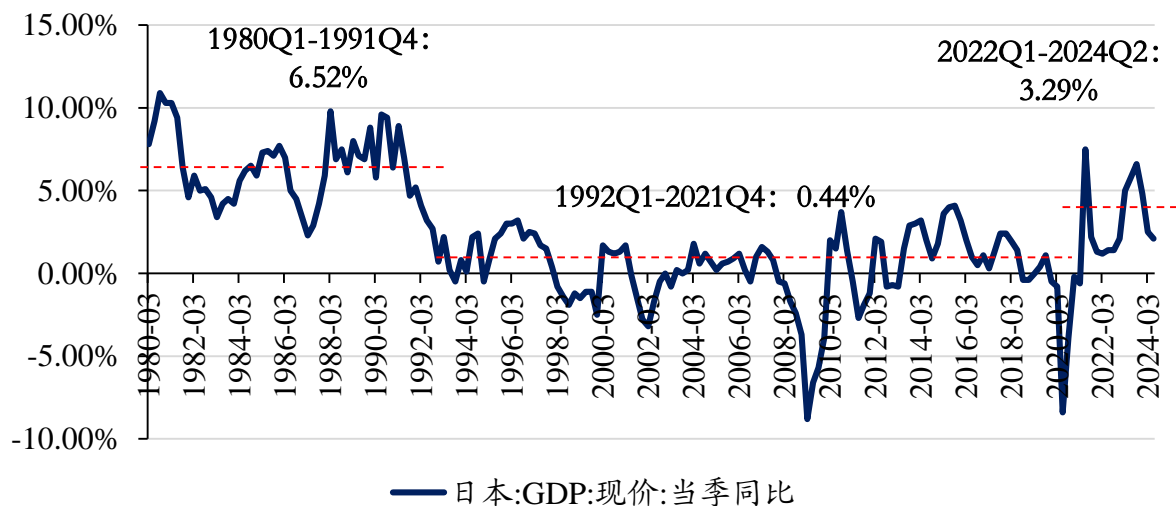
1.5低利率环境案例：日本（1991-2024年）

以日本低利率环境为例，其经济增速及物价水平通常会经历三个阶段：

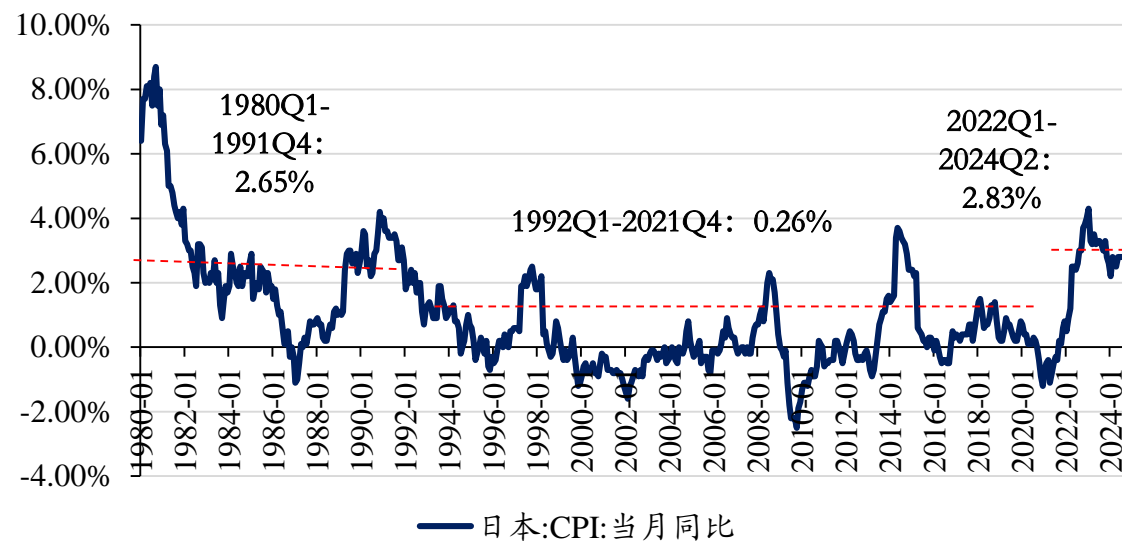
（1）日本经济增速依次经历：经济增速较高时期（1980年Q1至1991年Q4，日本GDP现价当季同比平均值高达6.52%）、经济增速低位平台期（1992年Q1至2021年Q4，日本GDP现价当季同比平均值仅为0.44%），经济增速回升期（2022年Q1至2024年Q2，日本GDP现价当季同比平均值回升至3.29%）等三个阶段；

（2）日本物价水平依次经历：物价较高时期（1980年Q1至1991年Q4，日本CPI当月同比平均值为2.65%）、物价低位平台期（1992年Q1至2021年Q4，日本CPI当月同比平均值为0.26%）、物价回升期（2022年Q1至2024年Q2，日本CPI当月同比平均值为2.83%）等三个阶段。

图表：日本低利率环境的经济特征为经济增长中枢下移、且缺乏右侧改善预期



图表：日本低利率环境的物价特征为物价水平低位震荡

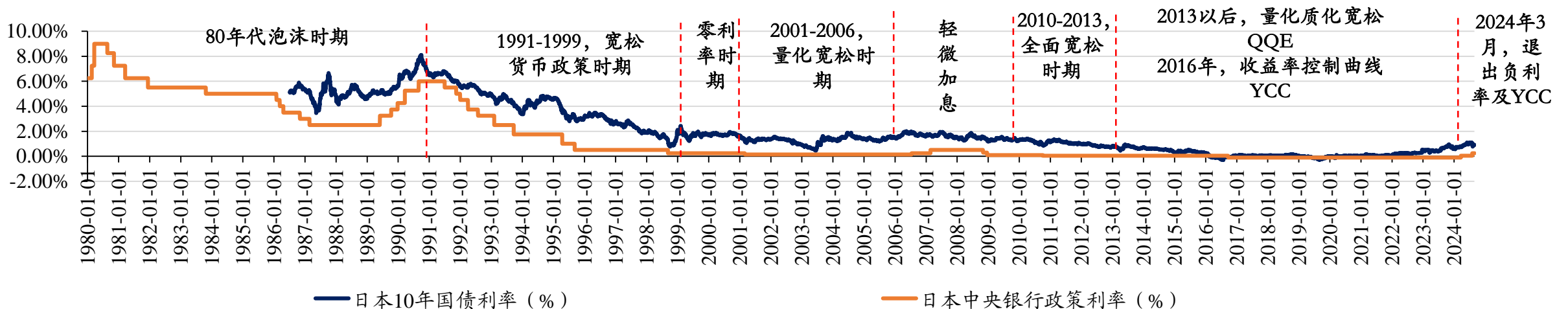


1.5低利率环境案例：日本（1991-2024年）

日本在泡沫经济破灭后，其利率持续下移，主要呈现三个特征：

- （1）利率呈现三阶段走势：**以10年期日本国债收益率为例，依次经历利率快速下行期（1991-1999年）、漫长的利率低位平台期（2000年至2024年）、利率温和回升期（2024年以后）；
- （2）10年期日本国债收益率存在滞后性：**当日本央行政策利率进入低位平台期时，通过收益率控制曲线等方式，10年期日本国债收益率通常还能下行一段时间；
- （3）传统货币政策失效：**在日本经济通缩现象加剧，通过常规降息未能有效刺激经济后，其多次采用非常规货币政策，以突破“零利率下界”。

图表：日本利率持续下移，传统货币政策失效



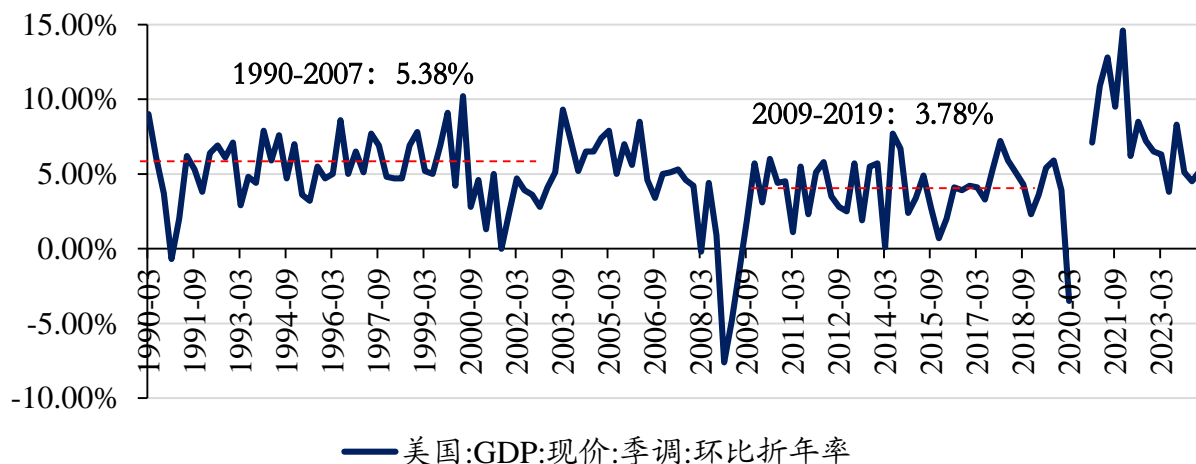
1.6低利率环境案例：美国（2007-2019年）

与日本不同，次贷危机后的美国经济增速及物价水平回落幅度有限，且持续期相对较短：

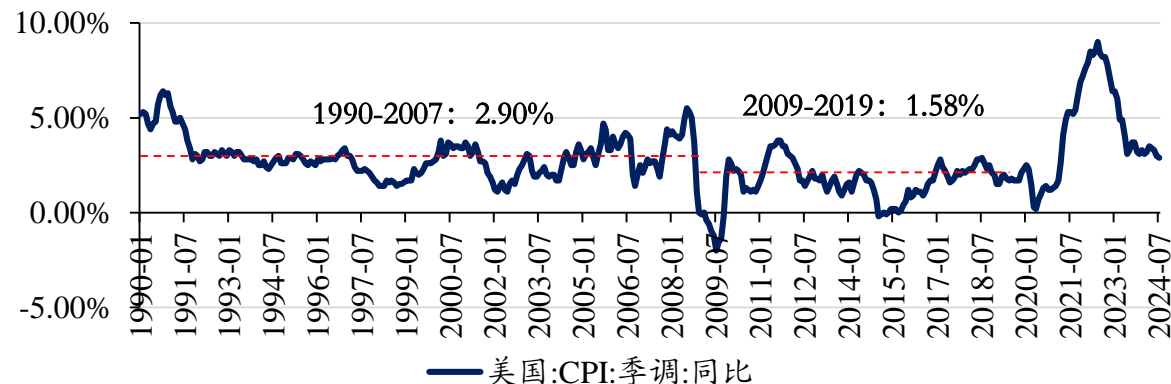
（1）美国经济增长中枢小幅下移：美国GDP现价季调环比折年率平均值从次贷危机前（1990-2007年5.38%）小幅下滑至次贷危机后（2009-2019年3.78%），但下滑幅度相对有限；

（2）美国物价中枢小幅回落：美国CPI季调同比月平均值从次贷危机前（1990-2007年2.90%）小幅下滑至次贷危机后（2009-2019年平均值1.58%），此时略小于2%物价目标中枢；

图表：美国低利率环境的经济特征为经济增长中枢轻微下移、但持续期短



图表：美国低利率环境的物价特征为物价中枢下移至2%以下



1.6低利率环境案例：美国（2007-2019年）

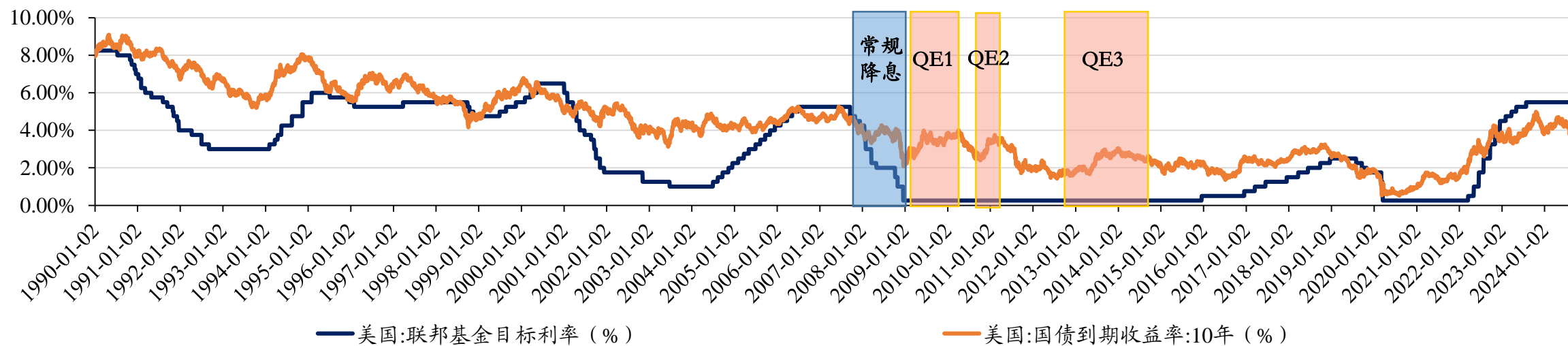
美国在次贷危机后，其利率一度明显下移，主要呈现三个特征：

（1）利率呈现三阶段走势：以美国联邦基金目标利率为例，依次经历利率快速下行期（2007-2008年）、较长的低利率平台期（2009年至2015年）、利率温和回升期（2016年-2019年）。随着次贷危机后资产负债表修复，并抓住移动互联网技术革命红利、产业链成功升级，美国在2016年-2019年利率再次回升；

（2）10年期美国国债收益率存在滞后性：当美联储政策利率进入低位平台期时，通过三轮QE等方式，10年期美国国债收益率通常还能下行一段时间；

（3）传统货币政策失效：2008年底美联储将联邦基金利率降至0-0.25%历史低位后，其多次采用非常规货币政策，以突破“零利率下界”。

图表：美国利率一度明显下移，传统货币政策曾经失效



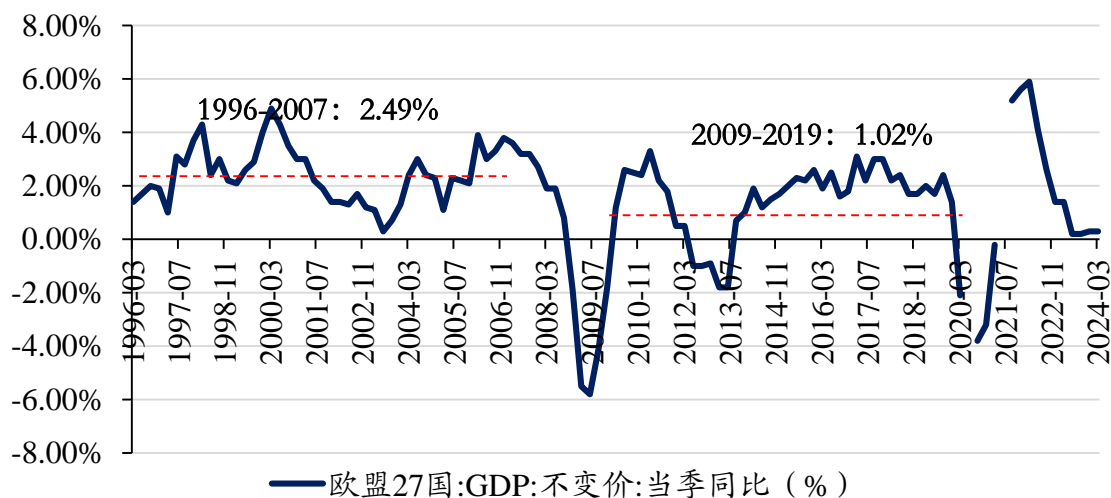
1.6低利率环境案例：欧盟（2011-2022年）

以欧盟低利率环境为例，由于次贷危机与欧债危机时点较为接近，因此我们将二者合并考虑。在二者事件前后，其经济增速及物价水平出现明显回落：

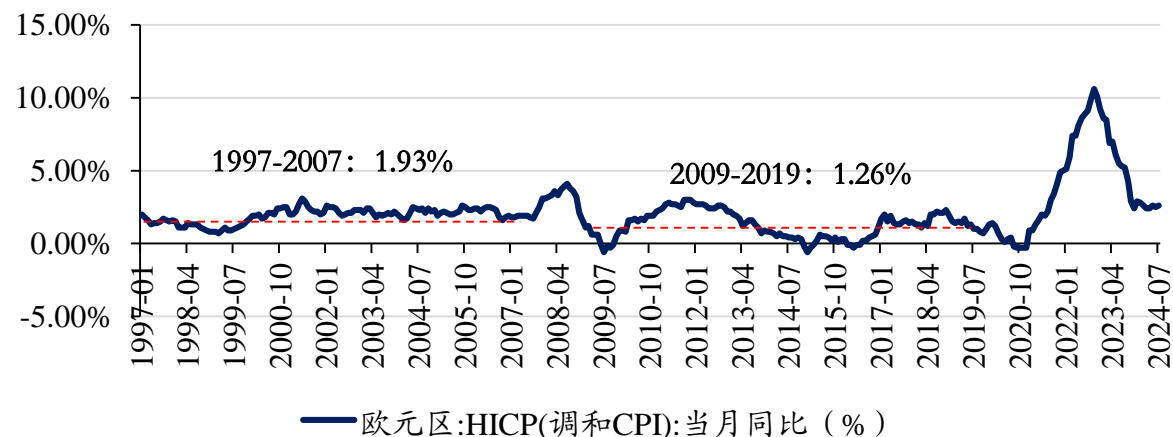
（1）在次贷危机前，欧盟27国不变价GDP当季同比在1996年至2007年的平均值为2.49%；但在次贷危机后，欧盟27国不变价GDP当季同比在2009年至2019年平均值回落至1.02%；

（2）在次贷危机前，欧元区HICP（调和CPI）当月同比在1997年到2007年的平均值为1.93%；但在次贷危机后，欧元区HICP（调和CPI）当月同比在2009年到2019年的平均值回落至1.26%，同样低于2%。

图表：欧盟低利率环境的经济特征为经济增长中枢下移、且缺乏右侧改善预期



图表：欧元区低利率环境的物价特征为物价水平中枢下移至2%以下

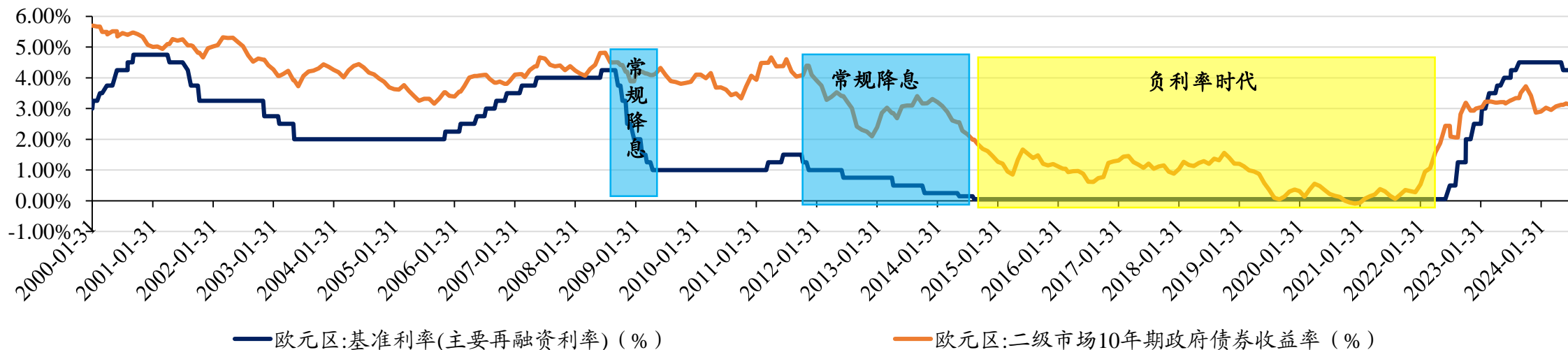


1.6低利率环境案例：欧盟（2011-2022年）

欧元区在次贷危机后，其利率一度明显下移，主要呈现三个特征：

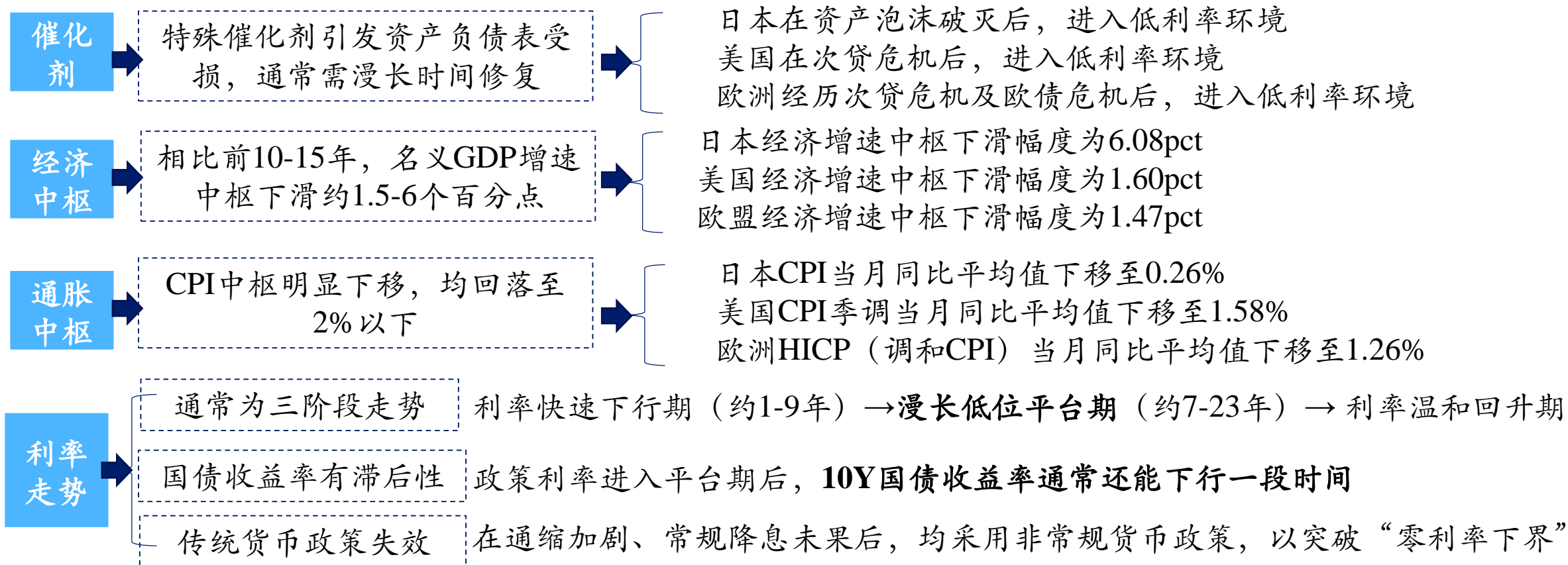
- （1）利率呈现三阶段走势：**以欧元区基准利率（主要再融资利率）为例，依次经历：利率快速下行期（2011-2014年）、较长的低利率平台期（2015年至2022年）、利率温和回升期（2022年以后）；
- （2）10年期欧元区政府债券收益率存在滞后性：**当欧元区政策利率进入低位平台期后，欧元区10年期政府债券收益率通常还能下行一段时间；
- （3）传统货币政策失效：**2014年6月欧央行进一步将隔夜存款利率降至为负，欧元区进入负利率时代，直至2022年7月加息。

图表：欧元区利率一度明显下移，传统货币政策曾经失效



1.7 海外低利率环境的规律总结

通过梳理日本（1991-2024年）、美国（2007-2019年）、欧元区（2011-2022年）等低利率环境前后的经济、物价、利率走势，我们梳理出以下共性规律：





PART 02

国内利率走势回顾

2.1 中国经济增速中枢及物价中枢走势

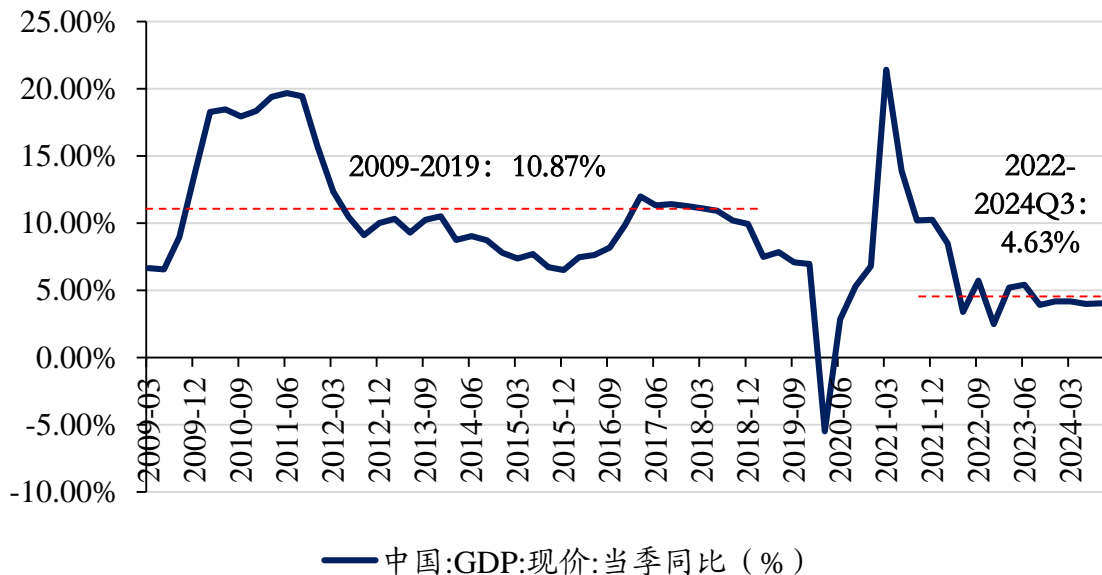
中国经历2020-2022年三年疫情冲击、2021年地产基本面见顶回落后，经济增长及物价均有所回落：

(1) 经济增速方面，中国GDP现价当季同比增速从2009-2019年平均值 10.87%回落至2022年-2024年Q3平均值4.63%，回落幅度为6.24个百分点。

(2) 物价中枢方面，中国CPI当月同比从2009-2019年平均值2.3%回落至2022年-2024年Q3平均值0.87%，回落幅度为1.43个百分点。

鉴于经济增速及物价均对利率走势构成制约，近年来中国利率有所走低。

图表：疫情及地产冲击后，中国经济增速中枢下滑



图表：疫情及地产冲击后，中国物价中枢下滑

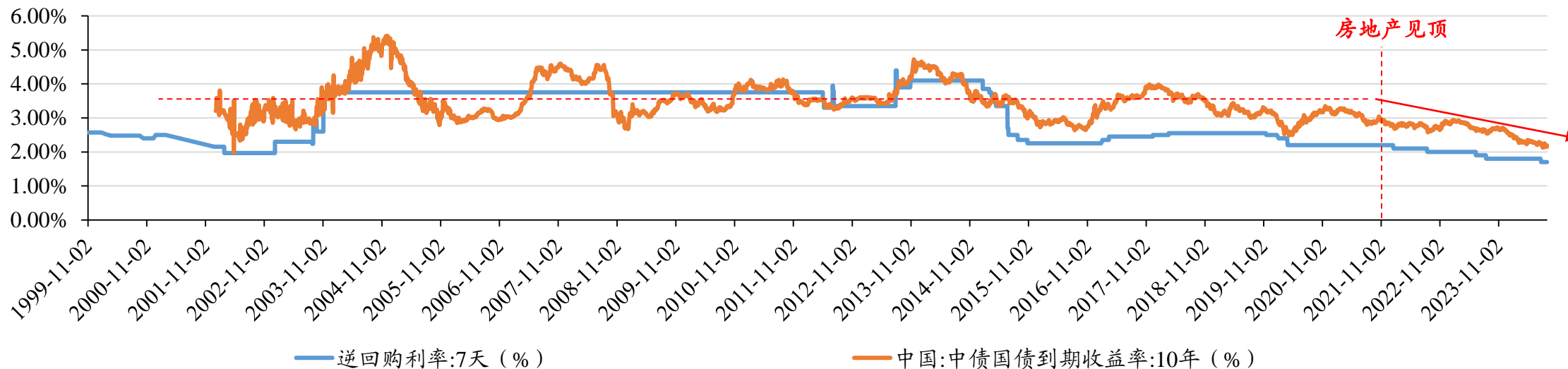


2.2 不可简单对照海外利率走势规律

海外方面，此前日本（1991-2024年）、美国（2007-2019年）、欧元区（2011-2022年）等低利率环境前后的利率走势，其利率在经历快速下行期后，后续还将经历较长的低利率平台期。

目前国内利率尚处于快速下行阶段，以银行存款利率、储蓄型养老保险预定利率、国债到期收益率为代表的无风险收益率均处于下行阶段，后续国内政策利率平台期仍需观察。但我国经济韧性强、潜力大、空间广、前景好，海外低利率环境未必适用于我国实际，不可简单对照海外利率走势规律。我国利率走势主要取决于经济增速潜力，尤其是产业升级步伐及新旧动能切换节奏。

图表：国内政策利率平台期仍需观察



2.3 产业升级成功或是观察利率走势关键

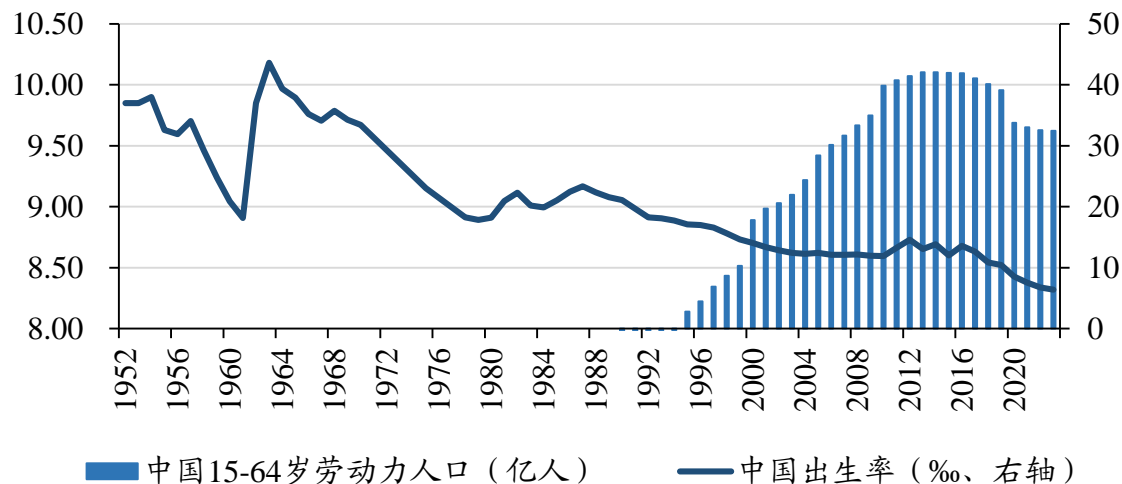
如通过生产函数来拆分经济增长的潜力，可从供给侧将经济增长要素拆分为劳动力、资本和全要素生产率等三个部分：

(1) 劳动力而言，中国15-64岁人口在2013年见顶，从2013年10.10亿人回落至2023年9.62亿人。2016-2017年中国二胎政策消退后，中国出生率也呈现下滑趋势。

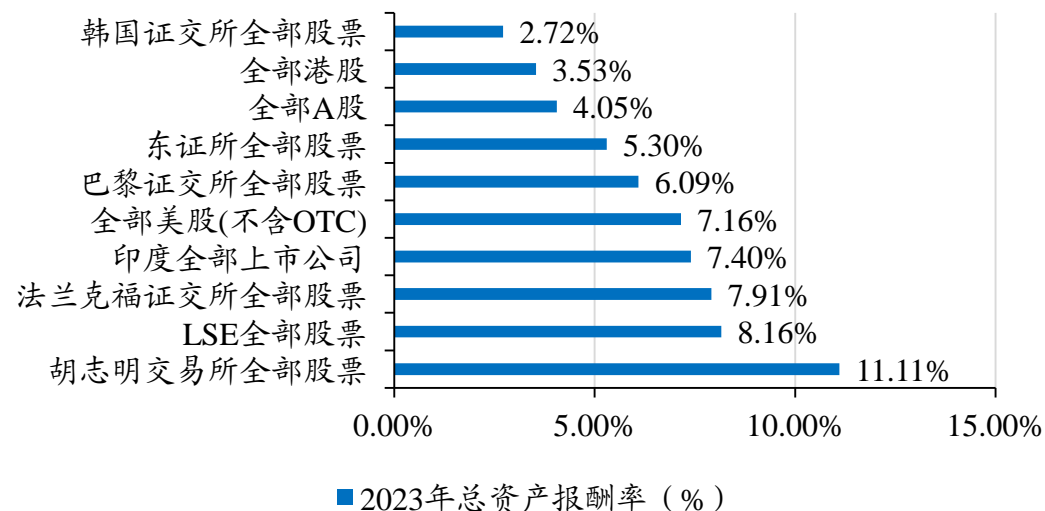
(2) 资本而言，在当下产业环境下，中国整体资本紧缺现象已大幅缓解。我们统计了主要股票市场的资本回报率，全部港股、全部A股在2023年上市公司总资产报酬率分别仅为3.53%、4.05%。

鉴于劳动力、资本等要素回报率表现，后续产业升级成功或将是观察利率走势的关键信号。

图表：从劳动力来看，中国人口红利逐步消退



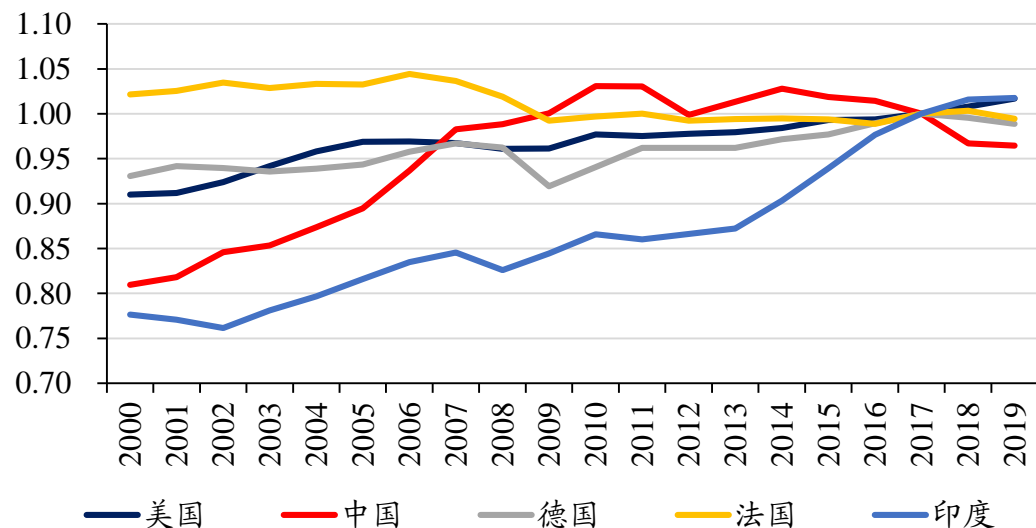
图表：从资本来看，A股总资产回报率仍待提升



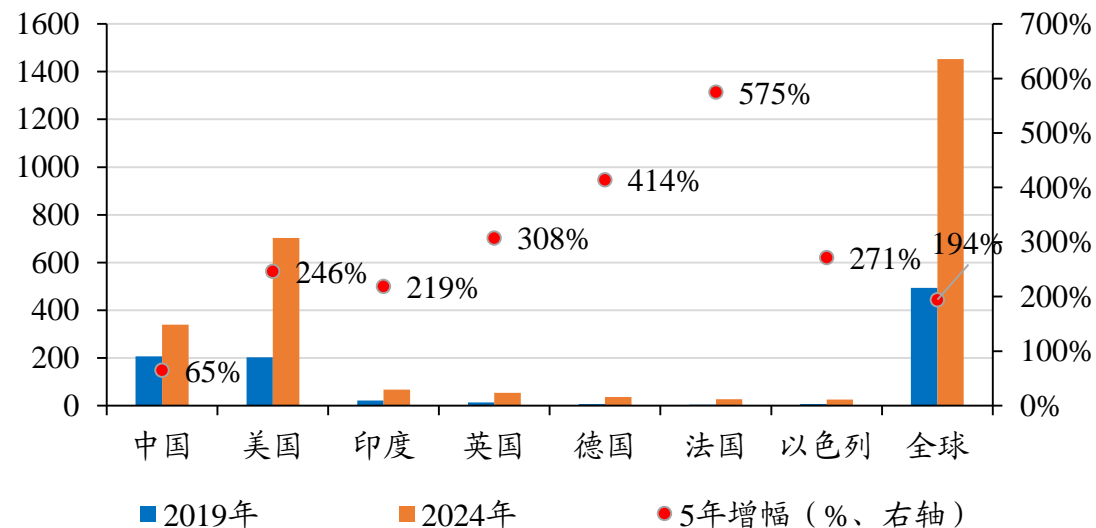
2.4 预计我国利率仍有再度回升的可能性

(3) 全要素生产率而言，目前中国处于经济转型升级、科技自主可控的关键时期。一是从格罗宁根大学测算的中国全要素生产率来看，2018年、2019年其走势略有承压。二是独角兽企业通常被视为新经济发展的一个重要风向标，一般指成立不超过10年且估值要超过10亿美元的未上市企业。根据胡润《2024年全球独角兽榜》，从绝对数来看，2024年初全球共有1453家独角兽企业，其中中国以340家独角兽企业排名全球第二，仅次于美国；但从相对增速来看，从2019年至2024年，中国独角兽企业区间增幅仅65%，落后于同期全球194%增幅。参照美国移动互联网革命后，产业链成功升级，其利率在2016年-2019年再度回升规律。后续随着我国克服关键领域“卡脖子”、科技自主可控、产业成功升级、新旧动能顺利切换、全要素生产率再度走高、全社会投资回报率提升，预计我国利率仍有再度回升的可能性。

图表：格罗宁根大学测算的全要素生产率走势



图表：2019-2024年，中国独角兽增速不占优势





PART 03

不同利率时期的资产 走势规律

3.1 低利率环境的阶段划分

我们根据日本、美国、欧元区的政策利率走势，并综合考虑其经济增速中枢及物价水平，将其低利率时期划分为以下三个阶段（见下表）：

- （1）利率下行期。在该阶段，利率出现快速下行，日本、美国、欧元区平均持续期为4.59年；
- （2）低利率平台期。在该阶段，利率持续在较低位置震荡，政策利率甚至接近0%，日本、美国、欧元区的平均持续时间为12.65年；
- （3）利率回升期。在该阶段，随着通胀回升及经济回暖，利率出现抬升，日本、美国、欧元区平均持续时间为1.53年。

图表：日本、美国、欧元区的低利率环境的划分

区域	利率下行期			低利率平台期			利率回升期		
	起始日期	结束日期	持续时长（年）	起始日期	结束日期	持续时长（年）	起始日期	结束日期	持续时长（年）
日本	1991/7/1	2001/2/28	9.67	2001/3/1	2024/3/20	23.07	2024/3/21	2024/8/28	0.44
美国	2007/9/18	2008/12/16	1.25	2008/12/17	2015/12/16	7.00	2015/12/17	2018/12/20	3.01
欧元区	2011/11/9	2014/9/10	2.84	2014/9/11	2022/7/26	7.88	2022/7/27	2023/9/20	1.15
平均			4.59			12.65			1.53

注释：由于数据统计时长及可得性问题，上图中的日本利率回升期仅统计至2024年8月28日

3.1 大类资产的指标选择

为分析不同低利率阶段的资产配置规律，我们根据代表性、高频性、完整性、普及性等原则，选取了日本、美国、欧元区的地产、股市、债市、通胀、现金、商品、贵金属、外汇等资产指标（见下表）。其中商品、贵金属具有全球资产属性，在各区域的价格差异较小，因此均采用CRB 商品指数、伦敦金现当做典型指标。

图表：低利率环境下，各大类资产的指标选择

资产指标	地产	股市	债市	通胀	现金	商品	贵金属	外汇
日本	OECD实际房价指数-日本	日经 225	10Y日债全收益	美国CPI	日本存款利率	CRB 商品指数	伦敦金现	日元兑美元
美国	OECD实际房价指数-美国	标普500	10Y美债全收益	日本CPI	美国存款准备金利率	CRB 商品指数	伦敦金现	美元指数
欧元区	OECD实际房价指数-欧元区	欧元区STOXX50价格指数（欧元）	10Y欧元区公债全收益	欧元区CPI	欧元区存款便利利率	CRB 商品指数	伦敦金现	欧元兑美元

注释：上表中的指标选取原则，一是考虑指标的代表性；二是考虑指标的公布频率，尽量选取偏高频数据，以求计算结果更为精确；三是考虑指标的披露覆盖时长，尽量能完整覆盖各自的低利率时期；四是参照行业惯例，尽量选择大众普及度高、接受度强的指标。

3.2 利率下行期的资产表现规律（赔率）

我们统计了日本、美国、欧元区在各自利率下行期，各大类资产的平均年化复合回报率，其规律大致呈现：债市 >> 通胀 > 现金 > 外汇 > 0 > 贵金属 > 地产 > 商品 > 股市。

（1）债市大幅领跑。随着利率快速下行，日本、美国、欧元区的债市都大幅走牛，债市的平均复合年化收益率高达10.67%，大幅超过其他资产。

（2）其次为通胀，其平均年化复合收益率2.03%。除债市外的其他资产，均跑输了通胀。但通胀、现金、外汇仍取得正的回回报率。

（3）风险类资产大多下跌。股市、商品、地产、贵金属的平均年化复合回报率分别为-9.42%、-8.57%、-3.39%、-0.47%。

图表：利率下行期，各类资产的年化收益率情况（%）

利率下行期	地产	股市	债市	通胀（基准）	现金	商品	贵金属	外汇
日本	-2.37%	-6.27%	7.85%	0.68%	0.78%	-2.13%	-3.30%	1.47%
美国	-7.39%	-33.54%	17.80%	3.80%	1.09%	-22.49%	13.64%	1.19%
欧元区	-0.41%	11.56%	6.36%	1.62%	0.06%	-1.10%	-11.75%	-1.66%
平均年化收益率 （%、复合）	-3.39%	-9.42%	10.67%	2.03%	0.64%	-8.57%	-0.47%	0.34%

注释：日本利率下行期为1991/7/1至2001/2/28；美国利率下行期为2007/9/18至2008/12/16；欧元区利率下行期为2011/11/9至2014/9/10。平均年化收益率为日本、美国、欧元区的年化收益率进行算术平均计算。其各自的资产指标计算见3.1节大类资产的指标选择；其中地产用通胀进行调整后，将实际回报率调整为名义回报率。

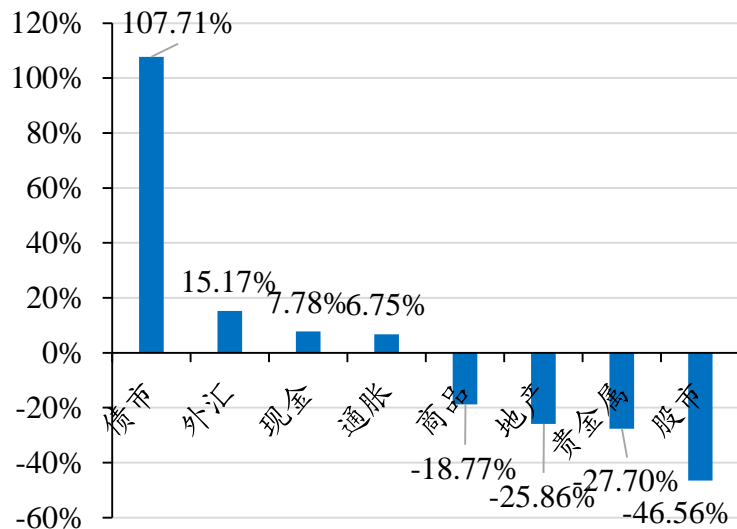
3.2 利率下行期的资产表现规律（胜率）

从日本、美国、欧元区在利率下行期的各类资产表现来看：

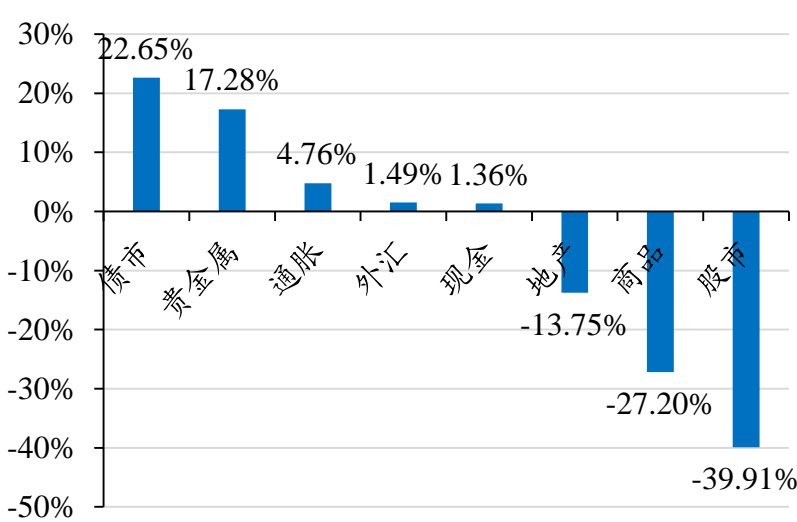
- (1) 债市获胜概率也最高，在日本、美国均排名第一，在欧元区排名第二；
- (2) 通胀获胜概率其次，在日本、美国、欧元区分别排名第四、第三、第三；
- (3) 现金及外汇的获胜概率波动偏大。

综上，在利率下行期，债市将大幅领先所有资产，也是唯一能跑赢通胀的资产。债市无论是概率及赔率均占优。

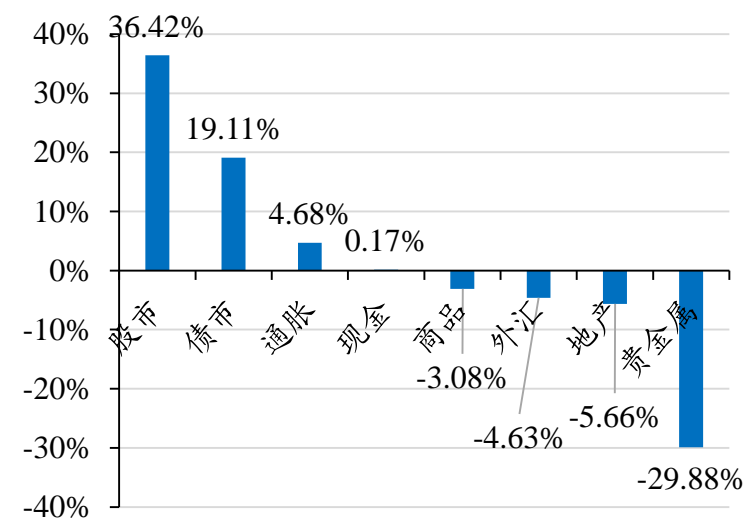
图表：日本1991/7/1-2001/2/28总回报率



图表：美国2007/9/18-2008/12/16总回报率



图表：欧元区2011/11/9-2014/9/10总回报率



注释：上三图统计了日本、美国、欧元区各自在利率下行期的资产总回报率；其各自的资产指标计算见3.1节大类资产的指标选择。

3.3 低利率平台期资产表现规律（赔率）

我们统计了日本、美国、欧元区在各自低利率平台期，各大类资产的平均年化复合回报率，其规律大致呈现：股市 > 贵金属 > 商品 > 地产 > 债市 > 通胀 > 0 ≈ 现金 > 外汇。

（1）股市及贵金属大幅领跑。利率在低位持续震荡，意味着投资股市及贵金属的资金成本降低，在低利率平台期，股市及贵金属的平均年化复合回报率分别高达6.57%、5.60%。

（2）商品、地产、债市表现稍微逊色，在低利率平台期，商品、地产、债市的平均年化复合回报率分别为2.91%、2.21%、1.47%，但均跑赢了同期平均通胀基准（1.10%）。

（3）现金及汇率等资产表现不佳，在低利率平台期，现金的平均年化复合收益率（-0.01%）接近0，外汇的平均年化复合收益率为-0.42%。

图表：低利率平台期，各类资产的年化收益率情况（%）

低利率平台期	地产	股市	债市	通胀（基准）	现金	商品	贵金属	外汇
日本	0.21%	5.11%	1.18%	0.39%	0.13%	3.80%	9.49%	-1.47%
美国	1.73%	12.58%	1.97%	1.38%	0.25%	2.67%	3.07%	3.28%
欧盟	4.68%	2.03%	1.25%	1.53%	-0.40%	2.25%	4.23%	-3.06%
平均年化收益率（%）	2.21%	6.57%	1.47%	1.10%	-0.01%	2.91%	5.60%	-0.42%

注释：日本低利率平台期为2001/3/1至2024/3/20；美国低利率平台期为2008/12/17至2015/12/16；欧元区低利率平台期为2014/9/11至2022/7/26。平均年化收益率为日本、美国、欧元区的年化收益率进行算术平均计算。其各自的资产指标计算见3.1节大类资产的指标选择；其中地产用通胀进行调整后，将实际回报率调整为名义回报率。

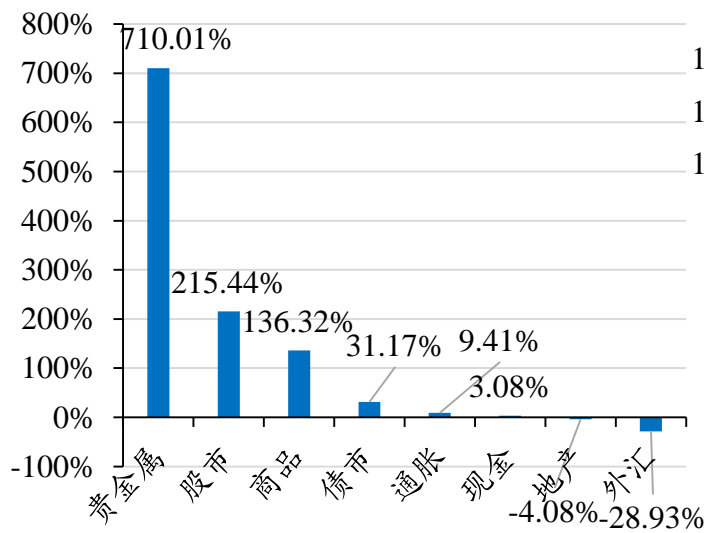
3.3低利率平台期资产表现规律（胜率）

从日本、美国、欧元区低利率平台期的各类资产表现来看：

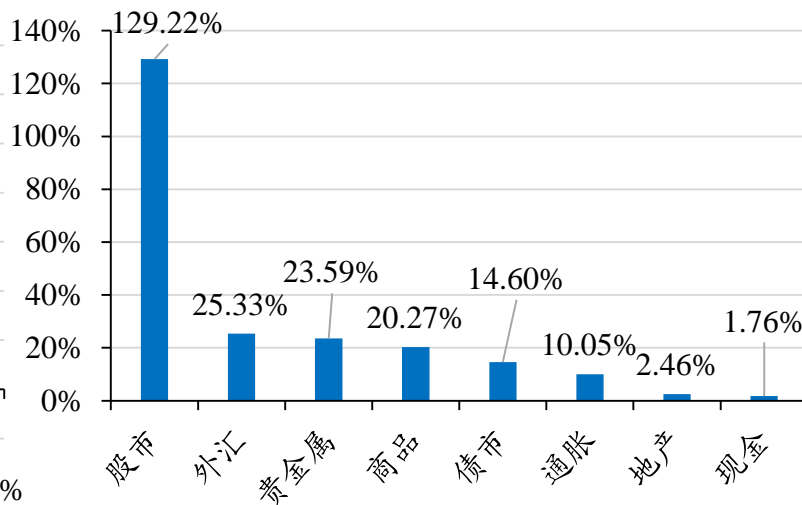
- （1）贵金属获胜概率最高，在日本、欧元区均排名第一，在美国排名第三；
- （2）股市获胜概率波动较大，在日本、美国、欧元区分别排名第二、第一、第四；
- （3）现金获胜概率最低，在日本、美国、欧元区分别排名第六、八、七位。

综上，在低利率平台期，贵金属的获胜概率及赔率均明显占优；股市赔率较好，但干扰因素多、获胜概率波动较大。

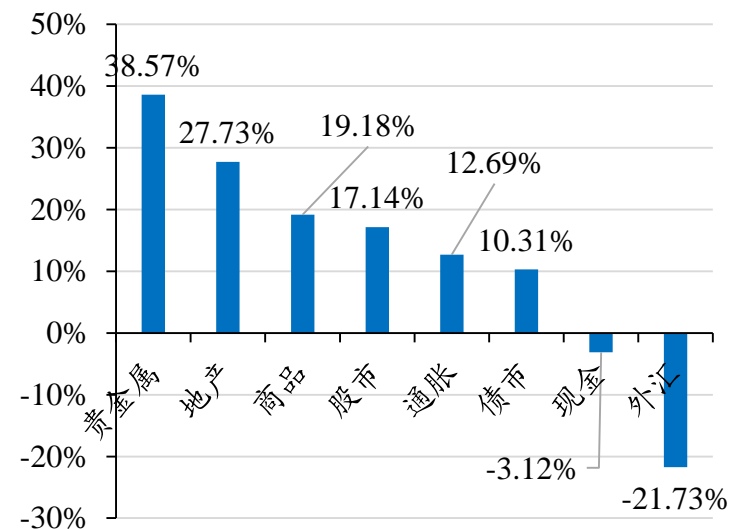
图表：日本2001/3/1-2024/3/20总回报率



图表：美国2008/12/17-2015/12/16总回报率



图表：欧元区2014/9/11-2022/7/26总回报率



注释：上三图统计了日本、美国、欧元区各自在低利率平台期的资产总回报率；其各自的资产指标计算见3.1节大类资产的指标选择。

3.4 利率回升期的资产表现规律（赔率）

我们统计了日本、美国、欧元区在各自利率回升期，各大类资产的平均年化复合回报率，其规律大致呈现：贵金属 > 外汇 > 地产 ≈ 通胀 > 现金 ≈ 股市 > 0 > 商品 >> 债市。

（1）贵金属大幅领跑。在利率回升期，贵金属的平均年化复合回报率高达18.83%。原因主要系：日本及欧盟利率回升期均为2022年下半年以来的数据，此时正值新冠疫情后的全球高通胀时期。因此利率回升及贵金属走强的本质原因，均系通胀推动，与经济基本面关系反而没那么强。

（2）本币相对外币走强。利率回升期通常对应加息环境，因此本币相对外币走强，在汇率市场表现较佳，其对应在外汇市场的平均年化复合回报率为4.65%。

（3）大部分资产跑输通胀。在利率回升期，通常是通胀高企导致利率回升，此时地产回报率与通胀相当，但现金、股市、商品、债市均跑输通胀。债市表现最差，其平均年化复合回报率为-4.18%。

图表：利率回升期，各类资产的年化收益率情况（%）

利率回升期	地产	股市	债市	通胀（基准）	现金	商品	贵金属	外汇
日本	6.69%	-13.14%	-2.13%	2.72%	0.07%	-0.53%	38.71%	10.91%
美国	5.97%	6.49%	0.77%	1.91%	1.14%	3.02%	6.26%	-0.89%
欧盟	-0.35%	9.47%	-11.20%	7.68%	2.21%	-3.96%	11.53%	3.94%
平均年化收益率（%）	4.11%	0.94%	-4.18%	4.10%	1.14%	-0.49%	18.83%	4.65%

注释：日本利率回升期为2024/3/21至2024/8/28；美国利率回升期为2015/12/17至2018/12/20；欧元区利率回升期为2022/7/27至2023/9/20。平均年化收益率为日本、美国、欧元区的年化收益率进行算术平均计算。其各自的资产指标计算见3.1节大类资产的指标选择；其中地产用通胀进行调整后，将实际回报率调整为名义回报率。

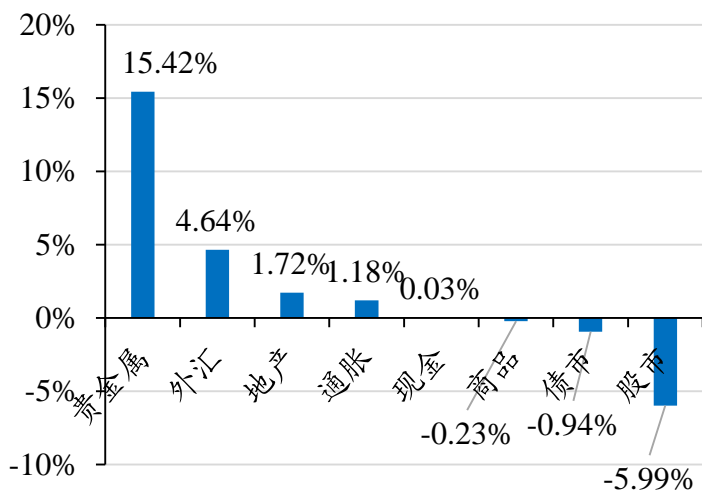
3.4 利率回升期的资产表现规律（胜率）

从日本、美国、欧元区利率回升期的各类资产表现来看：

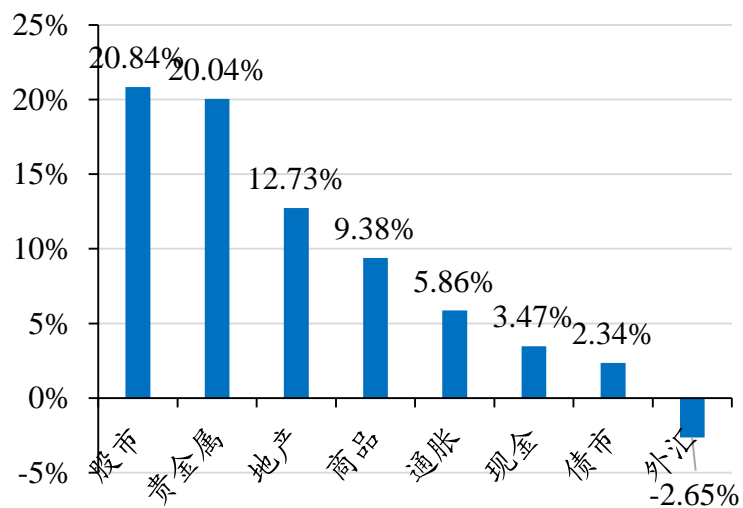
- (1) 贵金属获胜概率最高，在日本、欧元区均排名第一，在美国排名第二；
- (2) 外汇的获胜概率波动较大，在日本、美国、欧元区分别排名第二、第八、第四；
- (3) 债市获胜概率最低，在日本、美国、欧元区分别排名第七、七、八位。

综上，在利率回升期，贵金属的获胜概率及赔率均明显占优；外汇的赔率较好，但干扰因素多、获胜概率波动较大；由于加息环境，债市无论是赔率及胜率都表现最差。

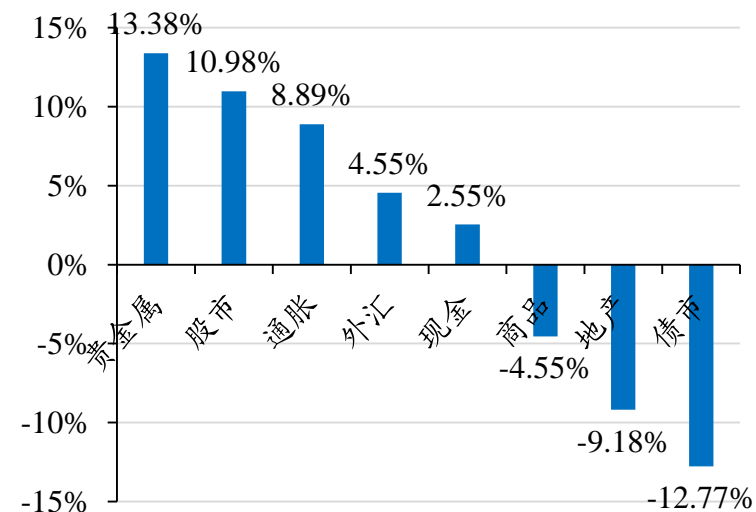
图表：日本2024/3/21-2024/8/28总回报率



图表：美国2015/12/17-2018/12/20总回报率



图表：欧元区2022/7/27-2023/9/20总回报率



注释：上三图统计了日本、美国、欧元区各自在利率回升期的资产总回报率；其各自的资产指标计算见3.1节大类资产的指标选择。

3.5 低利率环境分阶段的资产规律总结

图表：低利率环境三个阶段的资产规律总结

三阶段	利率下行期	低利率平台期	利率回升期
定义及特征	通常由风险事件引发，经济、物价、利率中枢持续下台阶	资产负债表出现缓慢修复，经济、物价、利率在低位平台期出现长时间震荡	资产负债表修复完成或特殊事件（大通胀等），引发利率回升
领涨资产	仅债市能跑赢通胀，平均年化复合回报率高达10.67%	所有资产年回报率均不高，但股市、贵金属、商品、地产、债市通常能跑赢通胀	资产回报率提升，股市、贵金属跑赢通胀，地产回报率与通胀相当
领跌资产	与经济强挂钩的地产、股市、商品均明显下跌	现金回报率接近0	债券市场出现明显负收益，平均年化复合回报率为-4.18%

资料来源：Wind资讯，财信证券

图表：低利率环境的典型案例划分（以日本为例）





PART 04

低利率时代的股市规律

4.1 低利率平台期的股市特征

在低利率平台期，股市的估值中枢较为稳定。我们选取日经225、标普500、德国DAX及法国CAC40分别来衡量日本、美国、欧元区的股市估值表现：

- (1) 市盈率而言，日本、美国、欧洲股市在低利率平台期较为稳定，市盈率中位数平均值为19.49倍；
 - (2) 市净率而言，日本、美国、欧洲股市在低利率平台期较为稳定，市净率中位数平均值为1.78倍；
 - (3) 股息率而言，日本、美国、欧洲股市在低利率平台期较为稳定，股息率中位数平均值为2.41%；
- 截至2024年11月14日，A股市盈率、市净率、股息率分别为12.77倍、1.36倍、2.92%，较低利率平台期的海外股市而言，A股均具有明显的估值及股息率优势。

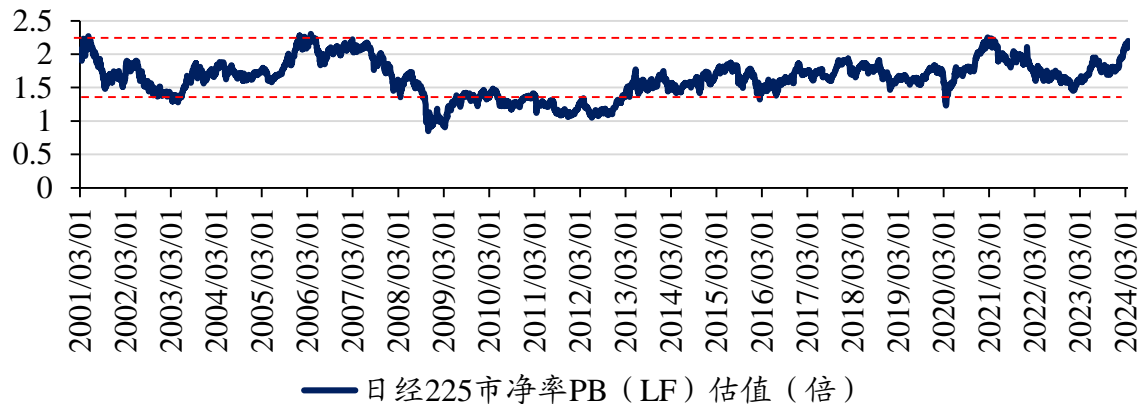
图表：在低利率平台期，股市的估值中枢较为稳定

主流指数	市盈率PE(TTM)中位数	市净率PB(LF)中位数	股息率(近12个月)中位数 (%)
日经225	21.25	1.66	1.63%
标普500	17.26	2.21	2.05%
德国DAX	18.79	1.68	2.77%
法国CAC40	20.65	1.56	3.16%
平均值	19.49	1.78	2.41%
沪深300 (2024.11.14)	12.77	1.36	2.92%

注释：上图表中，日经225、标普500、德国DAX及法国CAC40的统计区间，分别为日本、美国、欧元区的低利率平台期。低利率平台期的阶段划分以3.1章节为准。日经225、标普500、德国DAX及法国CAC40的市盈率、市净率、股息率均为各自在低利率平台期的中位数；沪深300的指标则为2024年11月14日的当天收盘值。

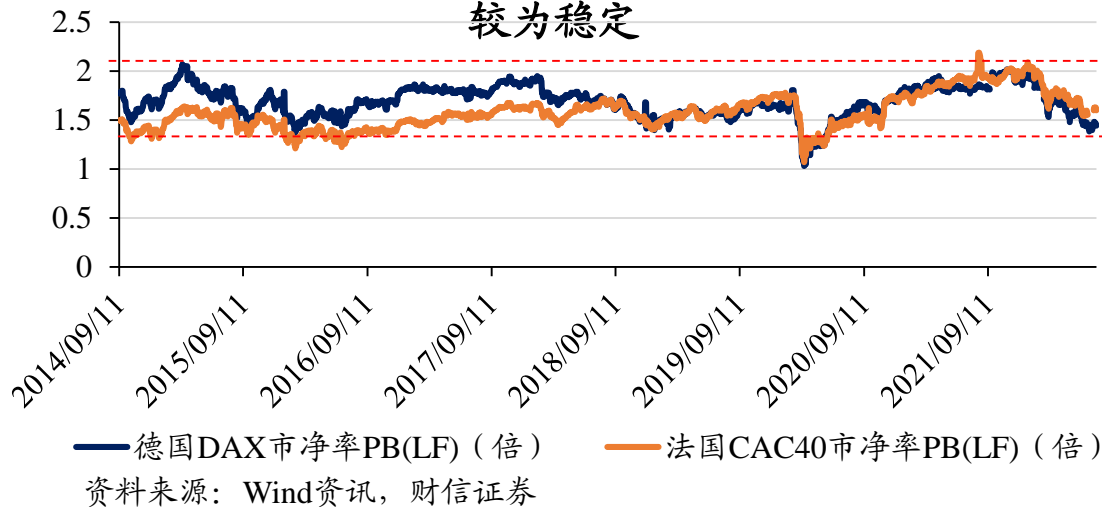
4.1 低利率平台期的股市特征

图表：低利率平台期，日经225市净率估值较为稳定

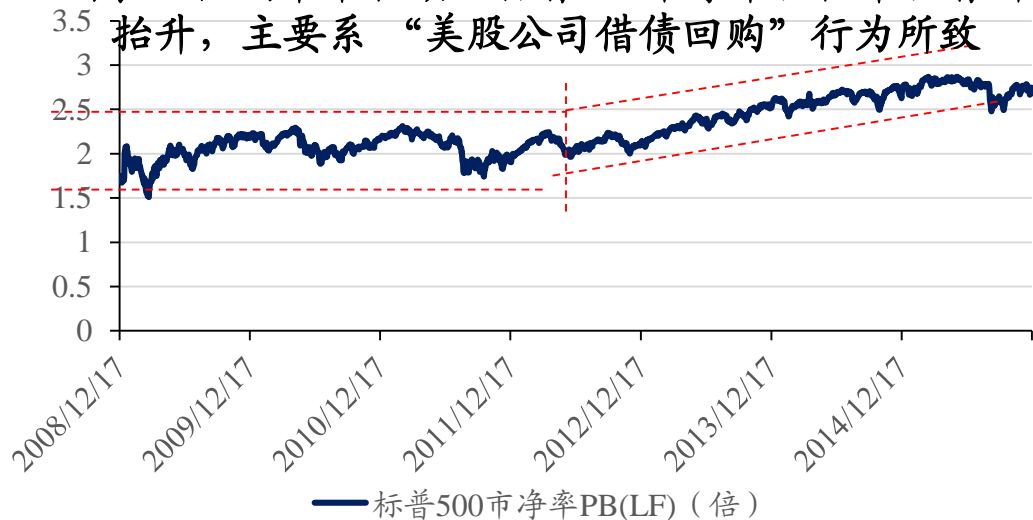


资料来源：Wind资讯，财信证券

图表：低利率平台期，德国DAX、法国CAC40市净率估值较为稳定



图表：低利率平台期，标普500市净率估值中枢有所抬升，主要系“美股公司借债回购”行为所致



资料来源：Wind资讯，财信证券

图表：但低利率平台期，标普500市盈率估值中枢仍较为稳定



资料来源：Wind资讯，财信证券

请务必阅读正文之后的免责条款部分

4.2 低利率平台期的股市特征（行业赔率）

在低利率平台期，我们统计了美国标普500行业、标普日本150行业、标普欧元区行业指数的年化复合收益率的平均值，呈现如下特征：

（1）高增长的新兴行业表现最佳，信息技术、可选消费、医疗保健的平均年化复合收益率分别为11.84%、10.47%、9.05%，其中美股标普500行业中的信息技术、可选消费、医疗保健表现尤为亮眼。

图表：低利率平台期，海外行业指数的年化收益率情况（%）

	细分行业	平均年化收益率	美国标普500行业（年化收益率）	标普日本150行业（年化收益率）	标普欧元区行业（年化收益率）
高增长新兴行业	信息技术	11.84%	17.38%	7.54%	10.61%
	可选消费	10.47%	20.54%	6.17%	4.69%
	医疗保健	9.05%	15.63%	6.29%	5.23%
低增长传统行业	工业	8.13%	12.29%	5.65%	6.44%
	日常消费	7.57%	11.54%	4.84%	6.34%
	材料	5.47%	9.52%	3.07%	3.82%
	通讯服务	4.10%	4.56%	9.81%	-2.07%
金融地产（修复行业）	金融	3.41%	9.62%	2.66%	-2.06%
	房地产	3.35%	13.25%	3.63%	-6.84%
稳定和衰退行业	公用事业	2.03%	5.76%	-1.58%	1.92%
	能源	0.60%	1.90%	1.01%	-1.10%

注释：上表中，美国标普500行业的统计区间为2008/12/17-2015/12/16；标普欧元区行业的统计区间为2014/09/11-2022/07/26；但由于数据可得性，标普日本150行业的统计区间为2008/04/15-2024/03/20，未能完整覆盖其低利率平台期。三者统计区间，均为次贷危机之后。

4.2 低利率平台期的股市特征（行业赔率）

（2）低增长的传统行业表现其次，工业、日常消费、材料、通讯服务行业的平均年化复合收益率分别为8.13%、7.57%、5.47%、4.10%；

（3）金融、地产行业的平均年化复合收益率分别为3.41%、3.35%，位居第三梯队，主要系资产负债表修复的相关行业；

（4）稳定和衰退行业表现最为逊色，公用事业、能源的平均年化复合收益率分别仅为2.03%、0.60%。

图表：低利率平台期，海外行业指数的年化收益率情况（%）

细分行业	平均年化收益率	美国标普500行业（年化收益率）	标普日本150行业（年化收益率）	标普欧元区行业（年化收益率）
高增长新兴行业	信息技术	11.84%	17.38%	7.54%
	可选消费	10.47%	20.54%	6.17%
	医疗保健	9.05%	15.63%	6.29%
低增长传统行业	工业	8.13%	12.29%	5.65%
	日常消费	7.57%	11.54%	4.84%
	材料	5.47%	9.52%	3.07%
	通讯服务	4.10%	4.56%	9.81%
金融地产	金融	3.41%	9.62%	2.66%
	房地产	3.35%	13.25%	3.63%
稳定和衰退行业	公用事业	2.03%	5.76%	-1.58%
	能源	0.60%	1.90%	1.01%

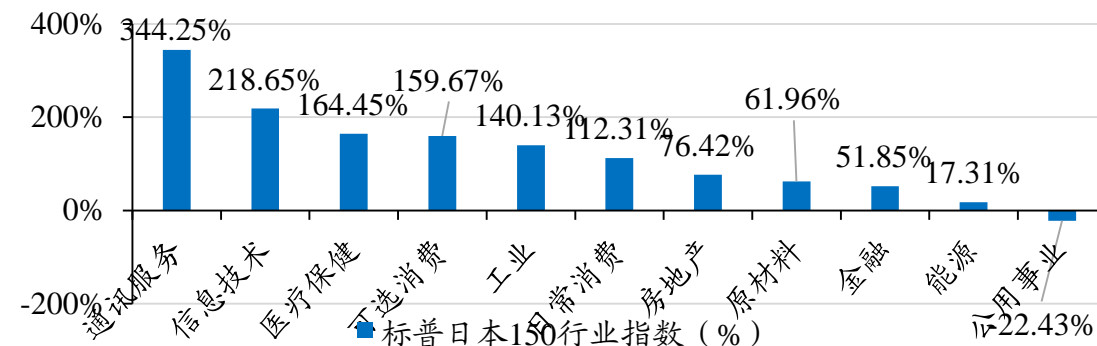
注释：上表中，美国标普500行业的统计区间为2008/12/17-2015/12/16；标普欧元区行业的统计区间为2014/09/11-2022/07/26；但由于数据可得性，标普日本150行业的统计区间为20080415-20240320，未能完整覆盖其低利率平台期。三者统计区间，均为次贷危机之后。

4.2 低利率平台期的股市特征（行业胜率）

从概率来看，信息技术、医疗保健、可选消费等在
日本、美国、欧洲的行业涨跌幅中，排名均较为靠
前。

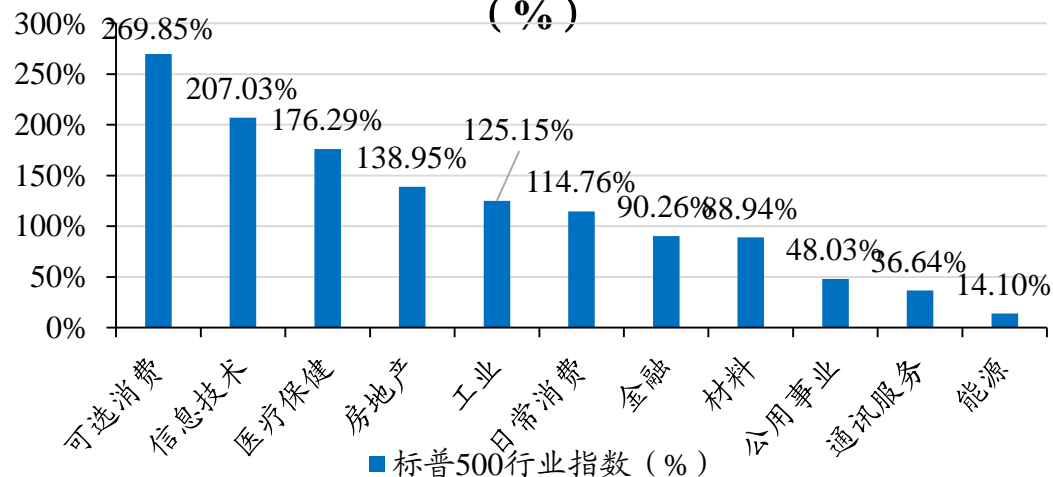
综合概率及赔率来看，高增长新兴行业在低利率平
台期表现更佳。

图表：低利率平台期，标普日本150行业指数涨跌幅（%）

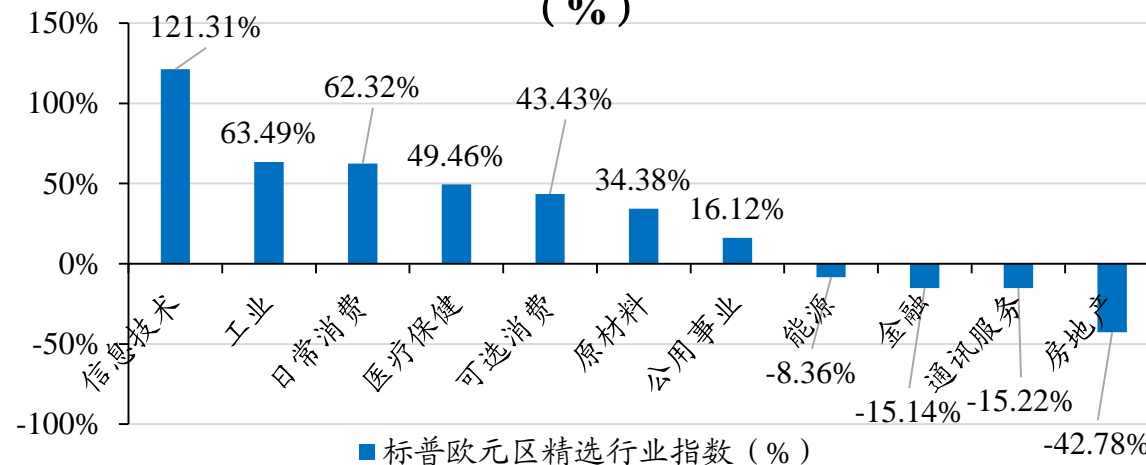


资料来源：Wind资讯，财信证券

图表：低利率平台期，美国标普500行业指数涨跌幅（%）



图表：低利率平台期，标普欧元区精选行业指数涨跌幅（%）



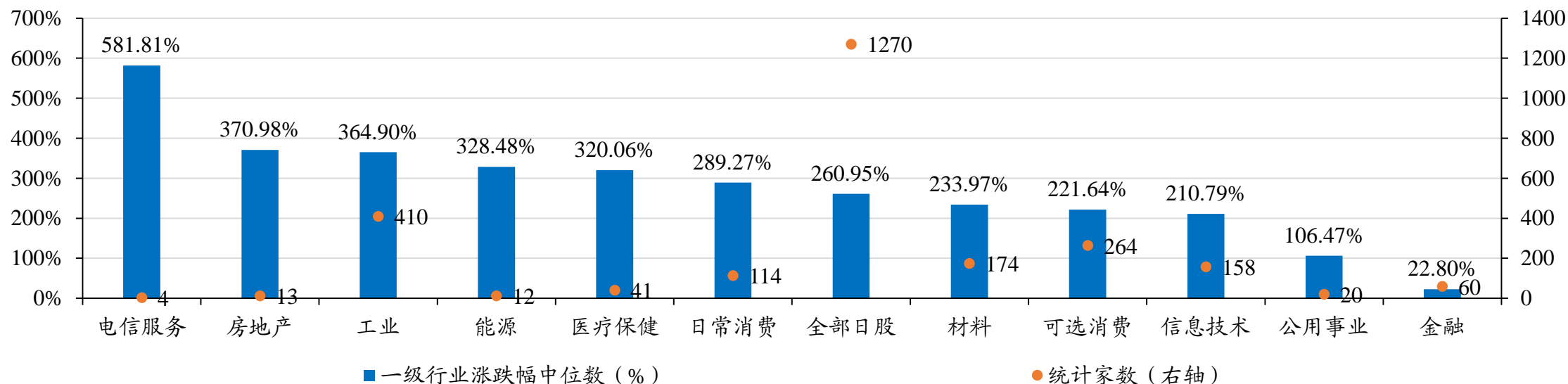
注释：上三图中，美国标普500行业的统计区间为2008/12/17-2015/12/16；标普欧元区行业的统计区间为2014/09/11-2022/07/26；但由于数据可得性，标普日本150行业的统计区间为2008/04/15-2024/03/20，未能完整覆盖其低利率平台期。三者统计区间，均为次贷危机之后。

4.2 低利率平台期的股市特征（日本行业）

从日本低利率平台期（20010301-20240320）来看，内需不足是压制其经济及业绩的关键。我们统计了日本低利率平台期的wind行业涨跌幅中位数情况，表现较好日股的行业可分为两类：

（1）通过比较优势开拓海外潜力区域的行业，例如：出海类（贸易、航空货运、汽车、汽车零部件等）、高端制造类（机械、电力设备、化工等）、高端建筑工程类（建筑工程、交通基础设施）等。在日本国内需求不足的情况下，通过比较优势拓展海外市场，大幅提升了出海类相关板块的业绩。

图表：日本低利率平台期，分Wind一级行业的涨跌幅中位数情况（%）

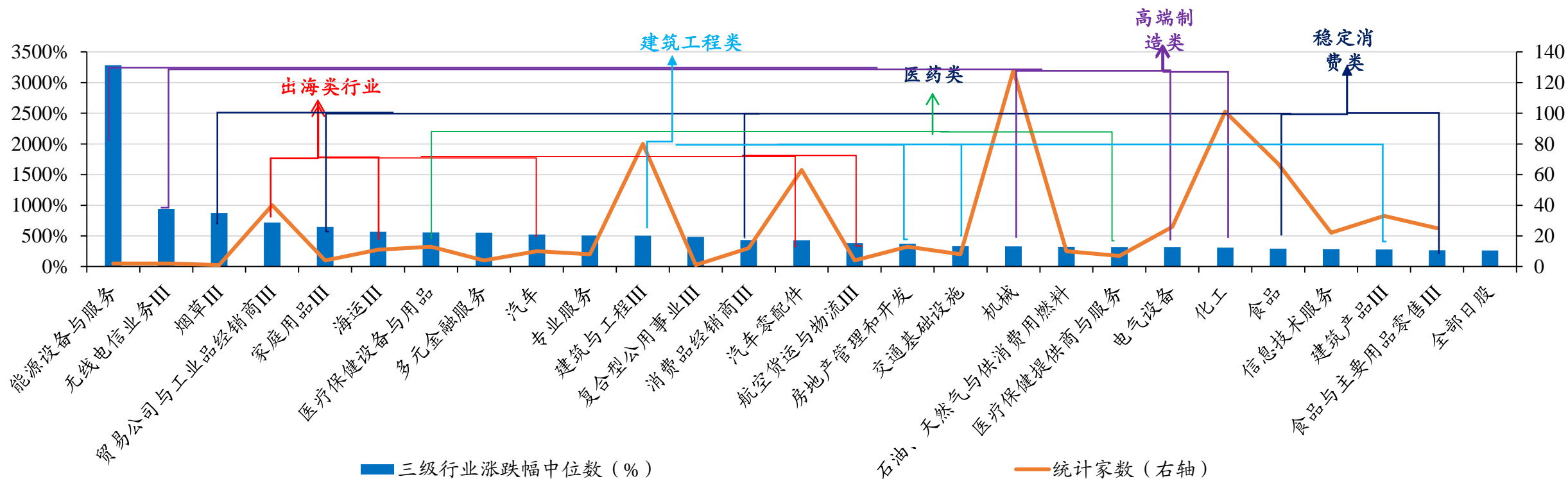


注释：上图中，统计了20010301之前上市的1270家日本上市公司在日本低利率平台期（20010301-20240320）的涨跌幅数据，并按照wind一级行业进行分类，计算各Wind一级行业的涨跌幅中位数。

4.2 低利率平台期的股市特征（日本行业）

（2）日本国内的偏刚需类行业，例如稳定消费类行业（烟草、家庭用品、食品等）、医药类行业（医疗保健设备与用品、医疗保健提供商与服务）。其特征为具备刚需消费属性，不会因为经济低迷而出现需求大幅下滑的情形。

图表：日本低利率平台期，分wind三级行业的涨跌幅中位数情况（%）



注释：上图中，统计了20010301之前上市的1270家日本上市公司在日本低利率平台期（20010301-20240320）的涨跌幅数据，并按照wind三级行业进行分类，计算各行业的涨跌幅中位数。上图仅列示高于全部日股涨跌幅的wind三级行业。

4.3 低利率平台期的股市特征（市值表现）

我们统计了日本、美国、欧洲的MSCI市值指数在其各自低利率平台期年化复合收益率的平均值：

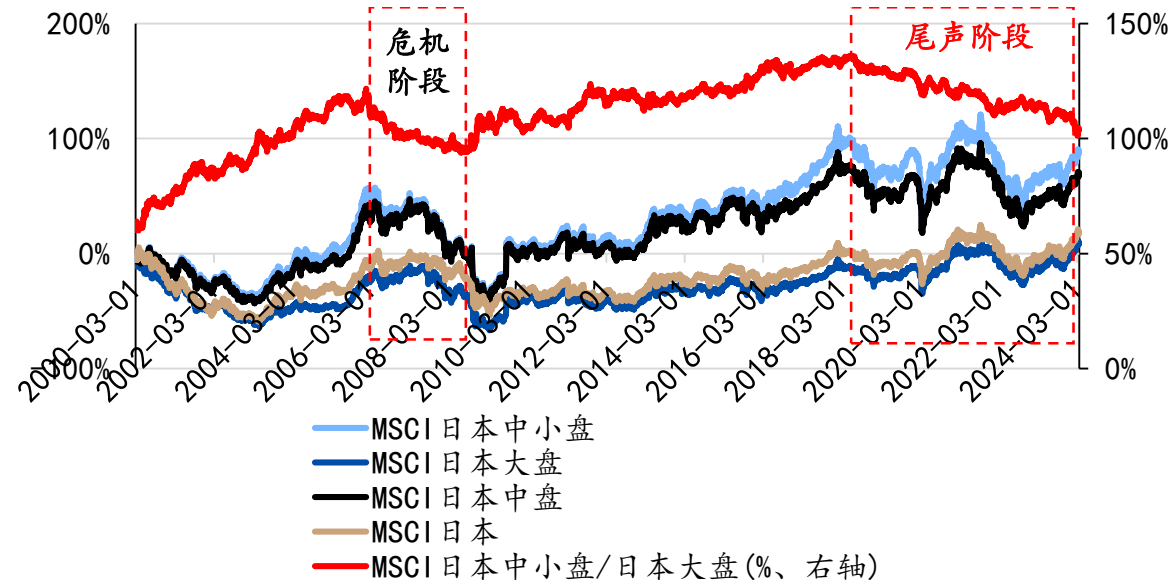
(1) 中小盘指数表现较佳。在低利率平台期，MSCI本地区中小盘的年化复合收益率平均值达6.49%，跑赢MSCI本地区中盘（6.18%）、MSCI本地区大盘（3.87%）、MSCI本地区（4.27%）。

(2) 日本、美国、欧洲在低利率平台期的MSCI区域中小盘/大盘指数走势，除了在危机阶段、低利率平台期的尾声阶段以外，通常都是上行走势。也即，在低利率平台期，中小盘指数通常跑赢大盘。

图表：低利率平台期，MSCI市值指数的年化复合收益率（%）

区域指数	平均年化收益率	日本（年化）	美国（年化）	欧洲（年化）
MSCI本地区中小盘	6.49%	2.67%	15.50%	1.29%
MSCI本地区中盘	6.18%	2.21%	15.59%	0.73%
MSCI本地区大盘	3.87%	0.36%	12.21%	-0.96%
MSCI本地区	4.27%	0.70%	12.72%	-0.62%

图表：低利率平台期，日本MSCI市值指数的走势（%）



注释：上图表中，日本MSCI市值指数、美国MSCI市值指数、欧洲MSCI市值指数的低利率平台期分别为20010301-20240320、20081217-20151216、20140911-20220726，分别统计其年化复合收益率；MSCI本地区的平均年化收益率为日本、美国、欧元区年化复合收益率的算数平均值。

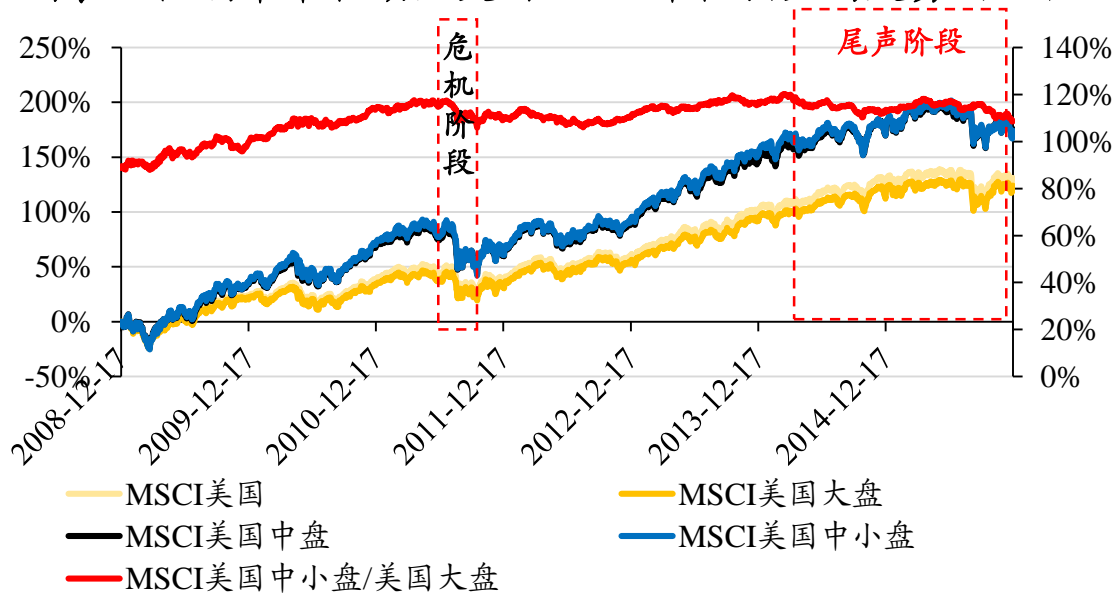
4.3 低利率平台期的股市特征（市值表现）

在低利率平台期，市值越小、其股价表现越好的原因在于：

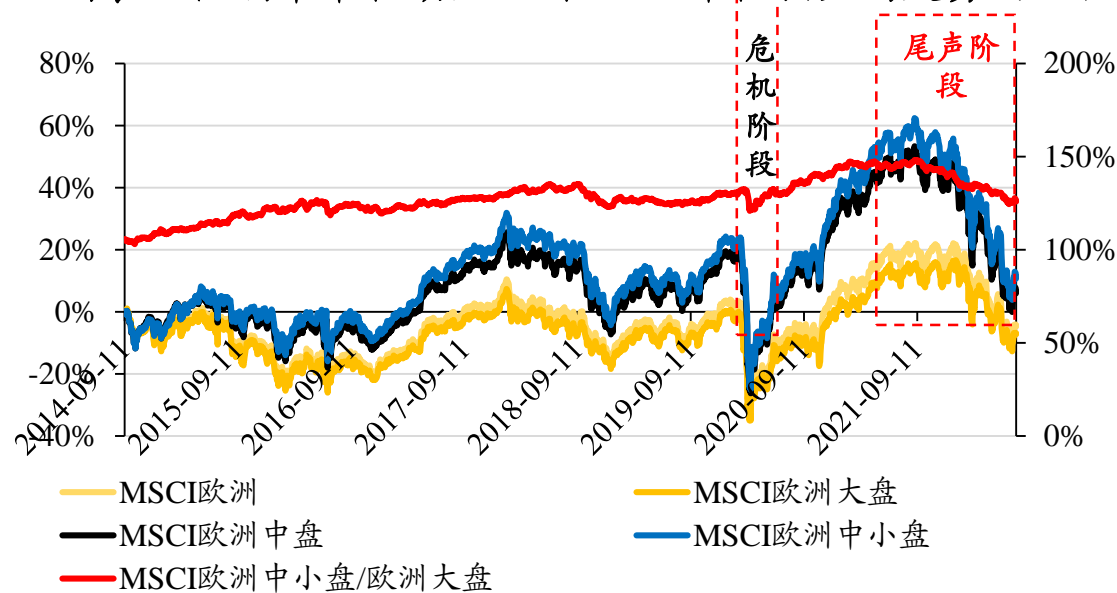
(1) 经济端受冲击更小：在低利率平台期，通常经济增速放缓，此时与传统行业相关的大市值公司股价表现一般，但与新兴行业挂钩的小市值公司表现更为出色。

(2) 估值端更受益于利率降低：小市值公司通常处于成长早期阶段，其业绩及现金流主要集中在远期，根据DDM估值模型，小市值公司的估值对利率的敏感性更大。因此在低利率平台期，更利好小盘股抬升估值。

图表：低利率平台期，美国MSCI市值指数的走势（%）



图表：低利率平台期，欧洲MSCI市值指数的走势（%）



注释：上图表中，日本MSCI市值指数、美国MSCI市值指数、欧洲MSCI市值指数的低利率平台期分别为20010301-20240320、20081217-20151216、20140911-20220726，分别统计其年化复合收益率；MSCI本地区的平均年化收益率为日本、美国、欧元区年化复合收益率的算数平均值。

4.4 低利率平台期的股市特征（风格表现）

我们统计了日本、美国、欧洲的MSCI风格指数在其各自低利率平台期年化复合收益率的平均值：

（1）通常，成长风格指数表现较佳。从平均值来看，在低利率平台期，MSCI本地区成长指数的年化复合收益率平均值达5.84%，跑赢MSCI本地区价值指数（2.70%）、MSCI本地区指数（4.27%）。

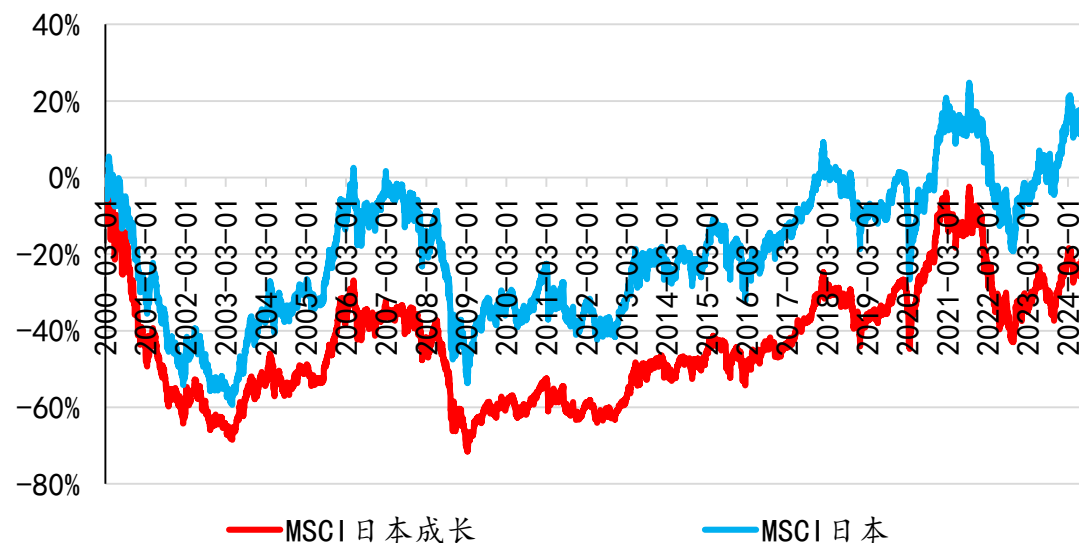
（2）具体风格表现仍取决于经济及业绩表现。以日本为例，其一定程度错过了移动互联网革命红利、产业升级进程受阻，因此在低利率平台期，MSCI日本成长指数还落后于MSCI日本指数。

图表：低利率平台期，风格指数的年化复合收益率（%）

MSCI风格指数	平均年化收益率	日本（年化）	美国（年化）	欧洲（年化）
MSCI本地区成长指数	5.84%	-0.94%	15.93%	2.54%
MSCI本地区价值指数	2.70%	—	9.51%	-4.12%
MSCI本地区指数	4.27%	0.70%	12.72%	-0.62%

注释：上图表中，日本MSCI风格指数、美国MSCI风格指数、欧洲MSCI风格指数的低利率平台期分别为20010301-20240320、20081217-20151216、20140911-20220726，分别统计其年化复合收益率；MSCI本地区的平均年化收益率为日本、美国、欧元区年化复合收益率的算数平均值。但MSCI日本价值指数缺失，未纳入平均值计算。

图表：低利率平台期，日本MSCI风格指数的走势（%）

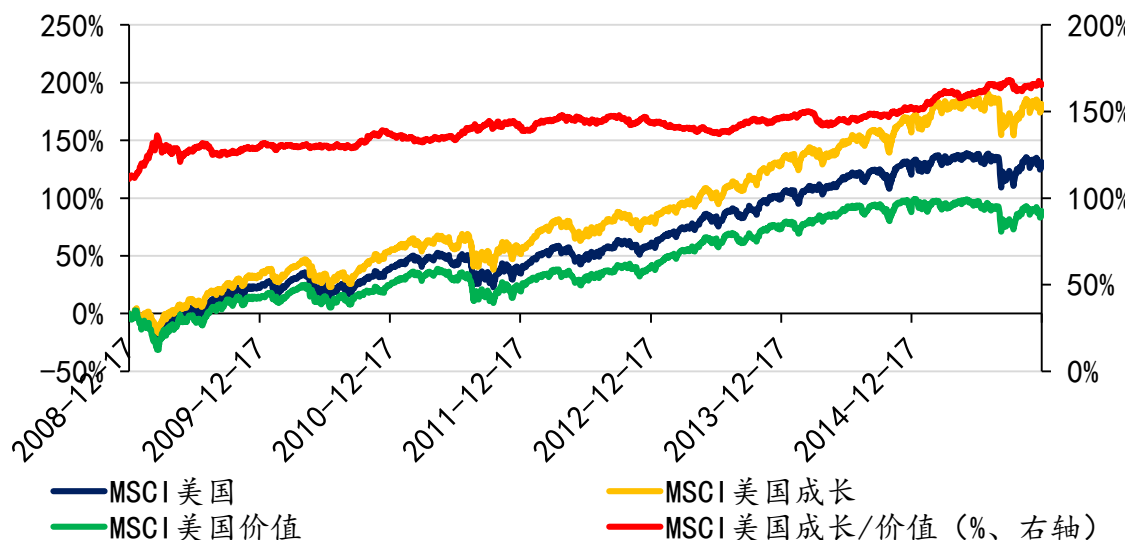


4.4 低利率平台期的股市特征（风格表现）

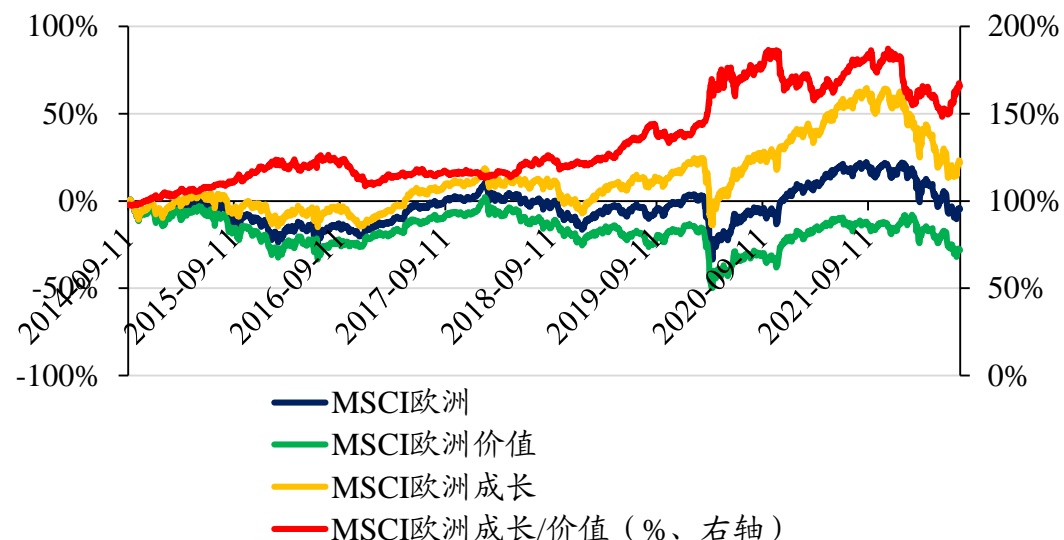
（3）美国在低利率平台期，仍成功抓住了移动互联网革命红利，欧洲产业升级也较为成功，因此美国及欧洲的MSCI成长指数走势强于MSCI价值指数。

总体而言，在低利率平台期，成长或价值具体哪种风格占优，主要取决于产业升级步伐。如果产业升级步伐较快，则成长风格占优；反之则价值风格占优。

图表：低利率平台期，美国MSCI风格指数的走势（%）



图表：低利率平台期，欧洲MSCI风格指数的走势（%）

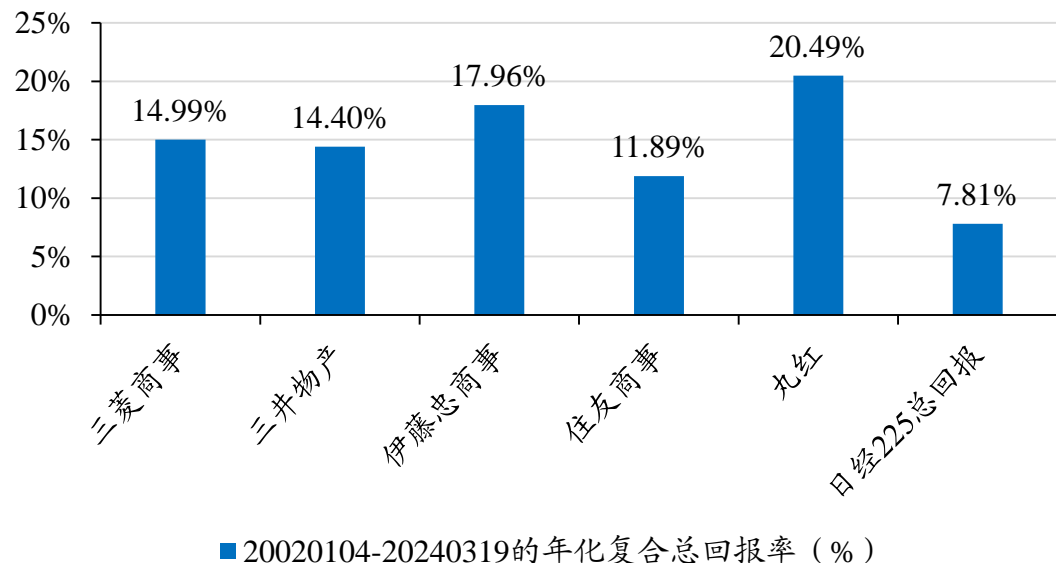


注释：上图表中，日本MSCI风格指数、美国MSCI风格指数、欧洲MSCI风格指数的低利率平台期分别为20010301-20240320、20081217-20151216、20140911-20220726，分别统计其年化复合收益率；MSCI本地区的平均年化收益率为日本、美国、欧元区年化复合收益率的算数平均值。

4.5 低利率平台期股市特征（高股息表现）

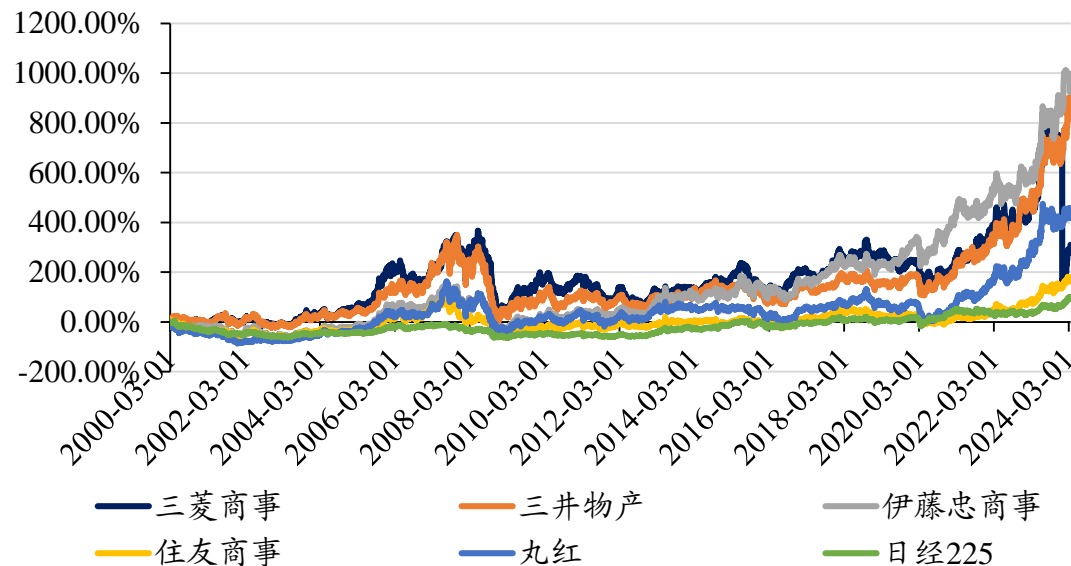
如果用高股息代表的五大商社来简单衡量日本高股息风格，在20020104至20240319期间，后复权后的三菱商事、三井物产、伊藤忠商事、住友商事、丸红的年化复合总回报率分别为14.99%、14.40%、17.96%、11.89%、20.49%，大幅跑赢日经225年化复合总回报率（7.81%）。在低利率平台时期，高股息策略不失为一种较好的投资方式。

图表：低利率平台期，五大商社的年化复合总回报率均超过日经225指数



注释：上图表中，五大商社为后复权后总回报率的年化复合增速；与日经225总回报率的年化复合增速为同一口径。

图表：低利率平台期，五大商社的年化复合总回报率超过日经225指数



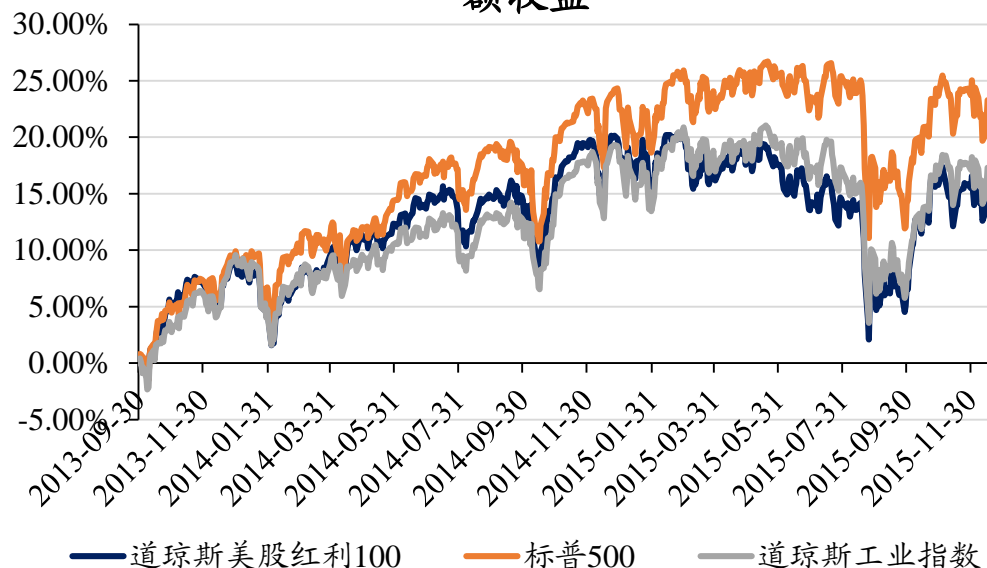
注释：上图表中，五大商社为不复权行情

4.5 低利率平台期股市特征（高股息表现）

反观美国，在20130930-20151216区间，道琼斯美股红利100、标普500、道琼斯工业指数的区间涨跌幅分别为15.82%、23.28%、17.31%，代表高股息风格的道琼斯美股红利100并未有明显超额收益。

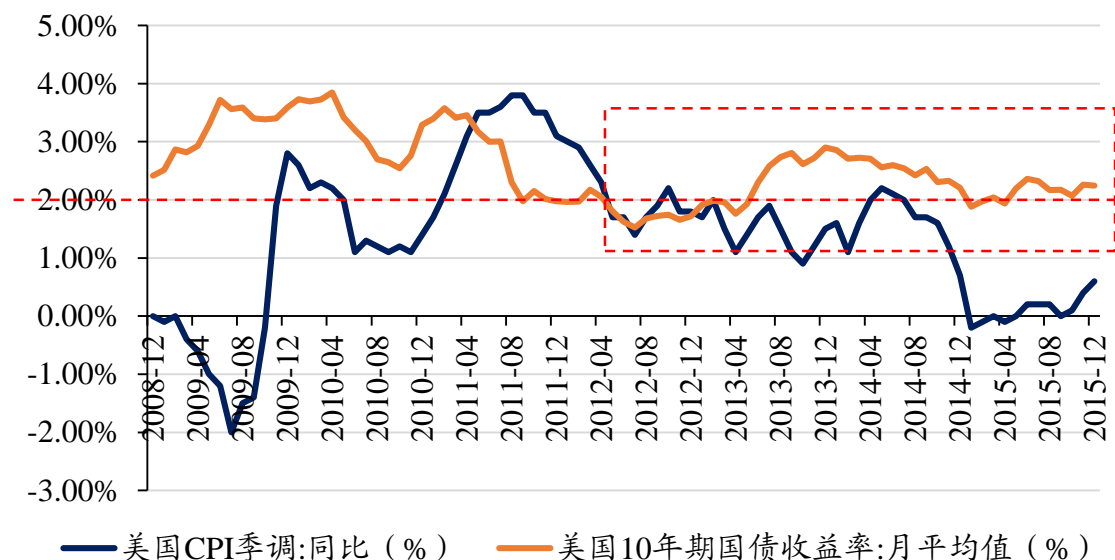
高股息策略在日本股市有效，主要源于日本国内通缩环境、日本物价及国债收益率均长期在低位徘徊；但美国在低利率平台期，美国物价及国债收益率水平仍较高，美国国内通缩迹象并不明显，因此高股息策略在低利率平台期的美股市场并不适用。

图表：美国低利率平台期，高股息风格未见有明显超额收益



注释：上图表中，用道琼斯美股红利100指数代表美股的高股息风格

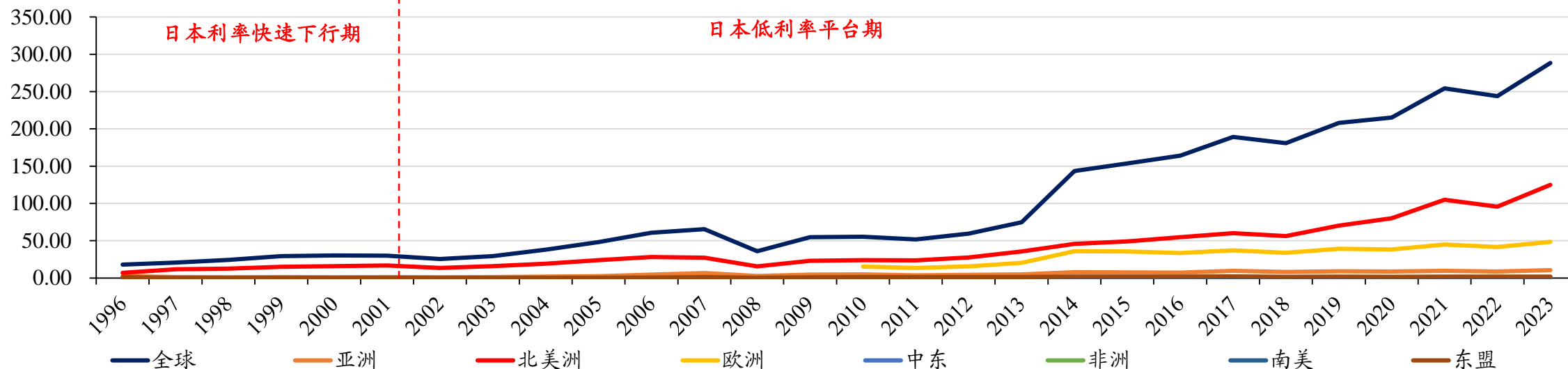
图表：美国在低利率平台期，经济通缩迹象并不明显



4.6 低利率平台期股市特征（出海策略）

出海策略也是日本低利率平台期的权益有效投资方式。在日本低利率平台期，日本国内经济增速明显放慢、投资回报率也下台阶。日本国内持有国外权益证券规模从2000年30.13万亿日元攀升至2023年288.53万亿日元，年复合增速达10.32%，大幅超过同期日本GDP增速。

图表：日本低利率平台期，日本国内持有国外权益证券规模走势（万亿日元）

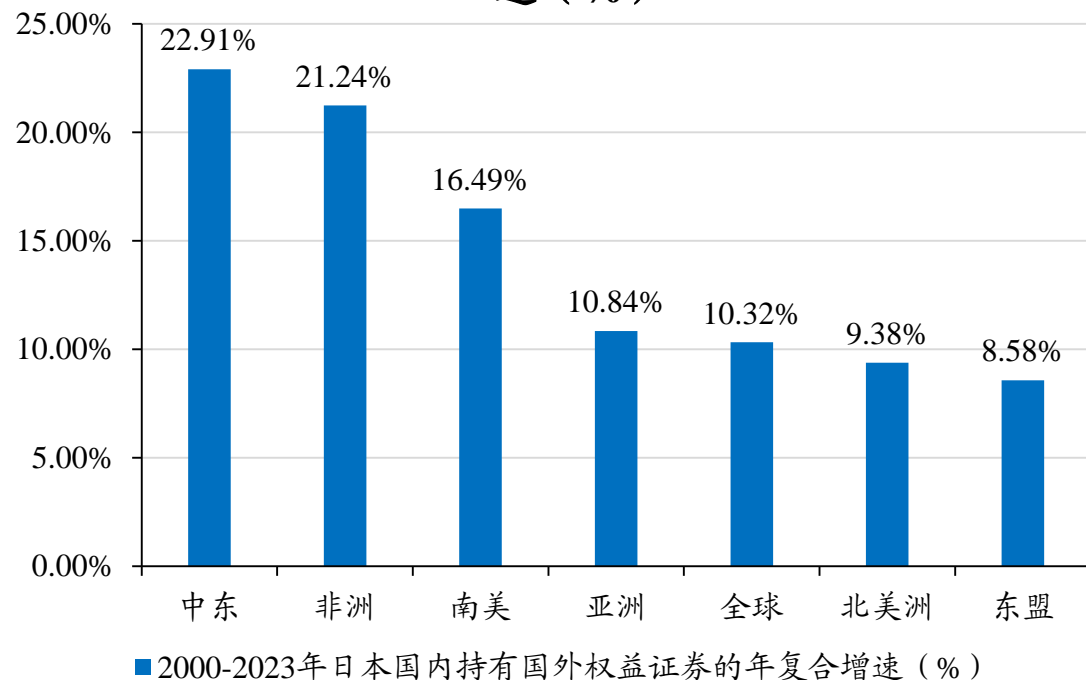


注释：上图表为日本国内持有国外权益证券的分地区走势

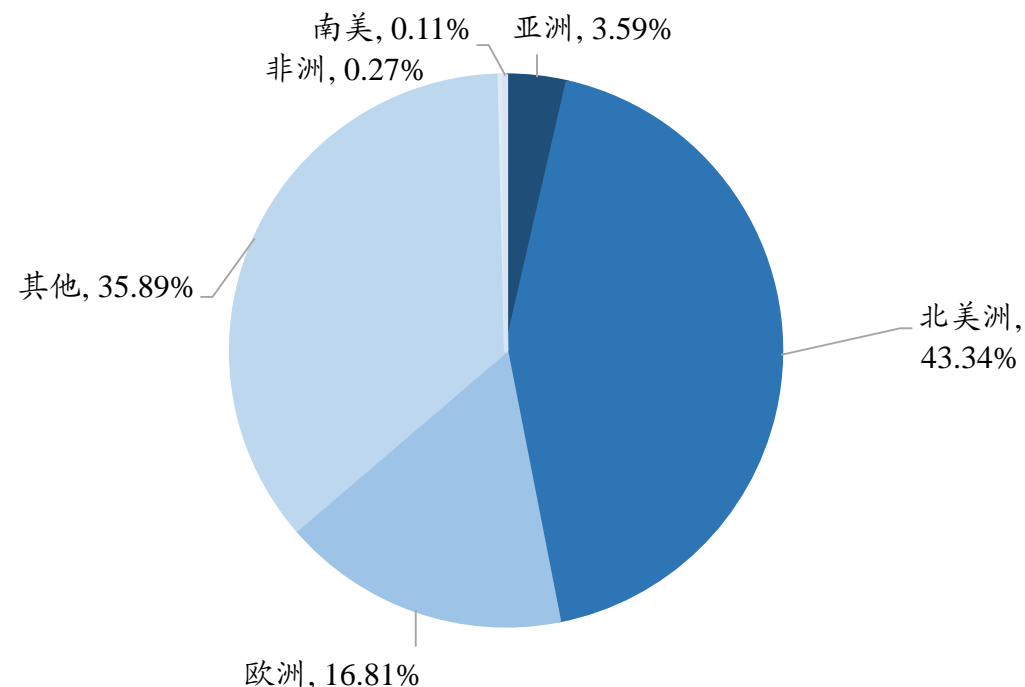
4.6 低利率平台期股市特征（出海策略）

日本出海投资权益证券，兼顾安全性及成长性。从2023年日本在海外的权益投资结构来看，在北美洲、欧洲占比分别高达43.34%、16.81%。但2000-2023年，日本在中东、非洲、南美等区域的权益证券规模的年复合增速（22.91%、21.24%、16.49%），远超过北美洲（9.38%），说明日本出海投资权益证券兼顾安全性及成长性。

图表：分国别看，日本国内持有国外权益证券的年复合增速（%）



图表：2023年日本在海外权益证券的投资结构（%）



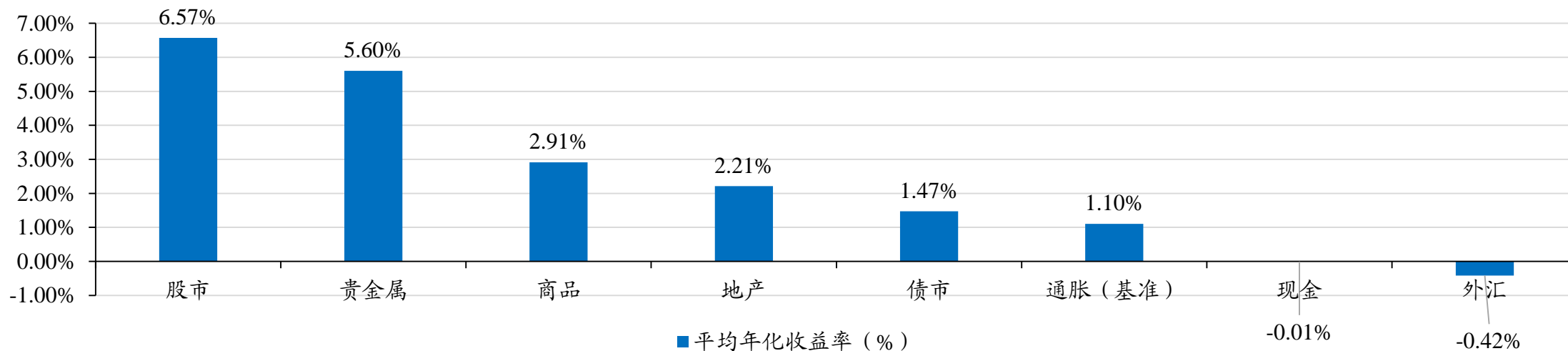
4.6 低利率平台期的股市特征（总结）

（1）**大类资产方面**，在低利率平台期，总体宜降低资产回报率预期。大类资产规律为：股市 > 贵金属 > 商品 > 地产 > 债市 > 通胀 > 0~现金 > 外汇；

（2）**股市估值中枢方面**，在低利率平台期，股市的估值中枢较为稳定，美国/日本/欧洲的市盈率中位数平均值为19.49倍、市净率中位数平均值为1.78倍、股息率中位数平均值为2.41%；

（3）**股市的行业风格主要取决于业绩表现**：①在新技术革命爆发期，通常为新兴行业领涨，其次为刚需消费品种表现较佳；②如果没有发生技术革命，主要看需求，一是通过比较优势开拓海外潜力地区的行业表现较好；二是本土的刚需行业（日常消费、医药）表现较好；

图表：在低利率平台期，大类资产规律为：股市 > 贵金属 > 商品 > 地产 > 债市 > 通胀 > 0~现金 > 外汇



注释：上图表的计算方式，见3.3 章节的低利率平台期资产表现规律（赔率）

4.6 低利率平台期股市特征（总结）

（4）**市场风格方面**，主要看产业升级的速度。如产业升级步伐较快，则成长风格占优；反之则价值风格占优。

（5）**市值风格方面**，除了在危机阶段、低利率平台期的尾声阶段以外，在低利率平台期的其他时期，中小盘指数通常跑赢大盘。在低利率平台期，由于小市值公司在经济端受冲击更小、在估值端更受益于利率降低，因此市值越小，其股价表现也就越好。

（6）**高股息风格方面**，主要取决于通缩环境，当区域CPI及国债收益率明显低于2%时，将利好高股息风格；反之，则高股息风格不甚明显。

（7）**出海方面**，在低利率平台期，出海是日本低利率平台期的权益有效投资方式。日本权益出海投资，兼顾安全性及成长性。



PART 05

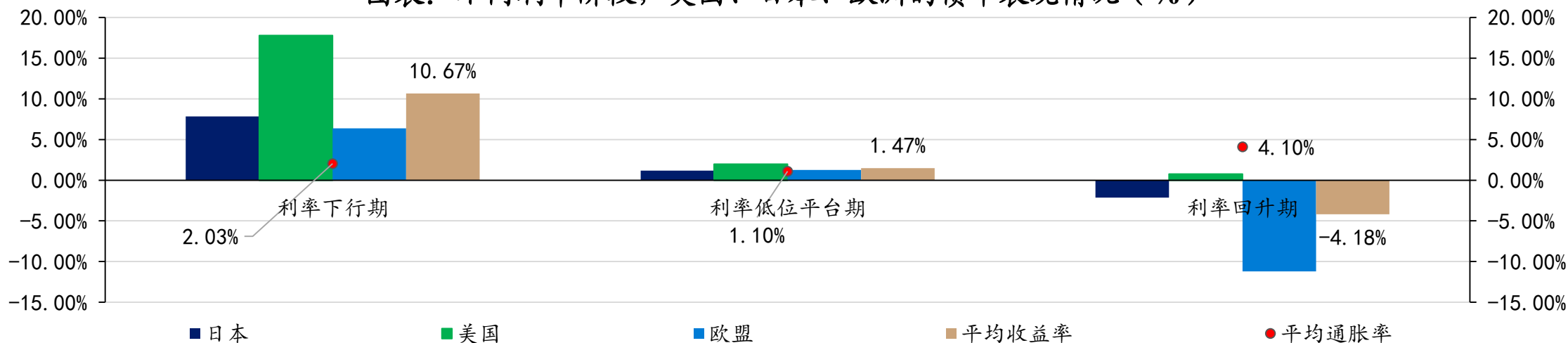
低利率时代的债市规律

5.1 低利率平台期的债市特征

债市在低利率平台期的表现：仍能轻微跑赢通胀

- (1) 在利率快速下行期：从美国、日本、欧洲各自的债市年化复合回报率平均值来看，债券市场将出现“水牛”行情、表现一骑绝尘，平均年化复合回报率高达10.67%，领涨各大类资产；
- (2) 在低利率平台期：从美国、日本、欧洲各自的债市年化复合回报率平均值来看，债市总体表现一般，债券平均年化复合回报率仅为1.47%，仅轻微跑赢通胀1.10%；
- (3) 在利率回升期：通常是高通胀导致加息环境，债券市场出现大幅回撤，平均年化复合回报率为-4.18%，大幅跑输通胀4.10%。

图表：不同利率阶段，美国、日本、欧洲的债市表现情况（%）



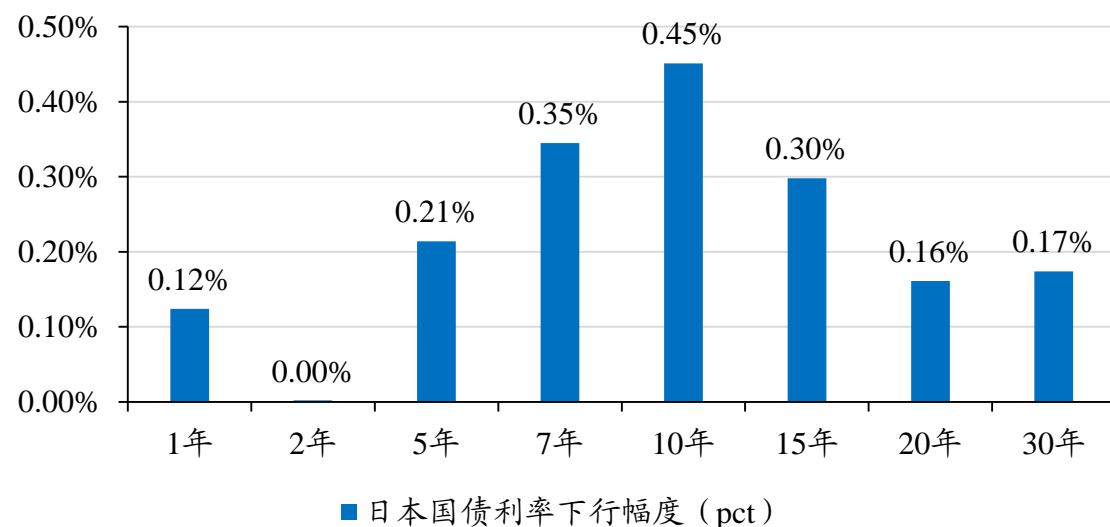
注释：上图表的计算方式，见3.2 利率下行期的资产表现规律（赔率）、3.3 低利率平台期资产表现规律（赔率）、3.4 利率回升期的资产表现规律（赔率）

5.2 低利率平台期的债市策略（票息策略）

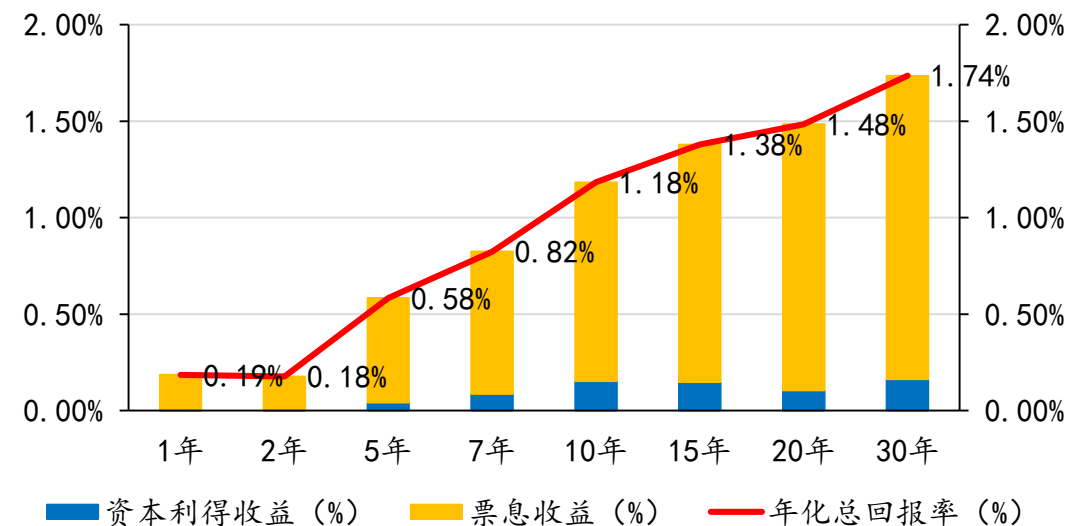
(1) 日本在低利率平台期，国债利率总体呈现窄幅波动，从20010301至20240319，日本1年、2年、5年、7年、10年、15年、20年、30年的国债利率下行幅度在0pct至0.45pct左右。由于日本国债利率在低位窄幅波动，因此如果判断利率下行，提前锁定长久期的高票息资产，将是债市较好的投资策略。

(2) 分期限来看，我们测算在低利率平台期，日本1年、2年、5年、7年、10年、15年、20年、30年国债的年化总回报率分别为0.19%、0.18%、0.58%、0.82%、1.18%、1.38%、1.48%、1.74%。拆解各期限日本国债总收益率的构成发现，中长期国债收益率年化总回报率较高，主要是来自更高的票息收益。

图表：低利率平台期，日本国债利率的下行幅度（pct）



图表：在低利率平台期，日本国债年化总回报率的拆解（%）



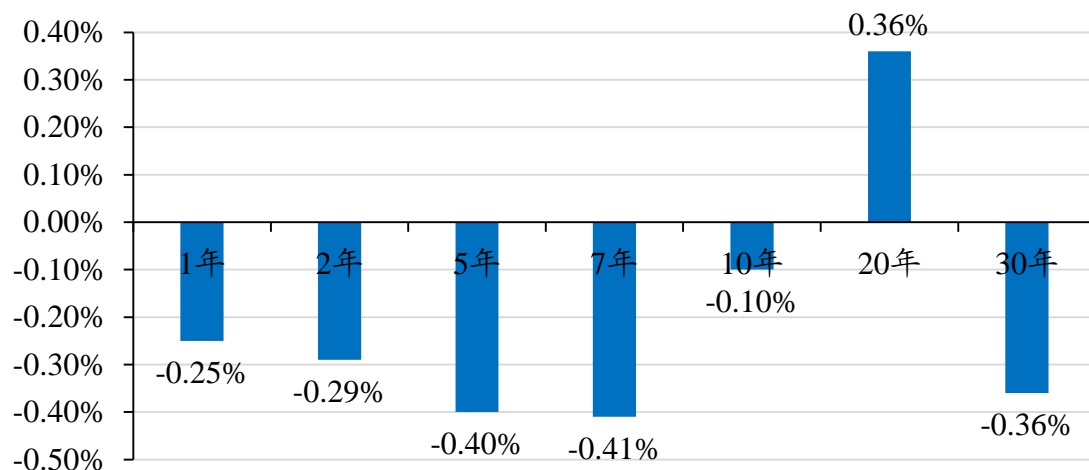
注释：上图表中，日本国债利率计算区间为20010301至20240319；年化总回报率=年化资本利得收益+年化票息收益；资本利得收益率测算采用“债券价格变化 \approx 久期 \times 利率变化”的公式进行粗略计算。

5.2 低利率平台期的债市策略（票息策略）

(1) 美国在低利率平台期，其国债利率总体呈现窄幅波动，在20081217至20151216期间，美国1年、2年、5年、7年、10年、20年、30年的国债利率区间波动幅度在-0.41pct至+0.36pct左右。提前锁定长久期的高票息资产，也是债市较好的投资策略。

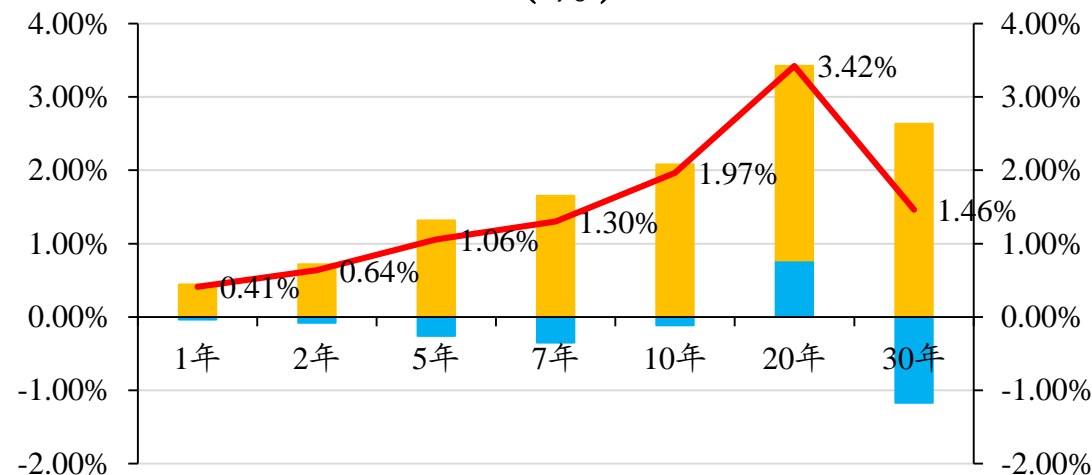
(2) 分期限来看，我们测算在低利率平台期，美国1年、2年、5年、7年、10年、20年、30年国债的年化总回报率分别为0.41%、0.64%、1.06%、1.30%、1.97%、3.42%、1.46%。拆解各期限美国国债总收益率的构成发现，美国中长期国债收益率年化总回报率较高，也主要是来自更高的票息收益。

图表：低利率平台期，美国国债利率的下行幅度（pct）



■ 美国国债利率下行幅度 (pct)

图表：在低利率平台期，美国国债年化总回报率的拆解 (%)



■ 资本利得收益 (%) ■ 票息收益 (%) — 年化总回报率 (%)

注释：上图表中，美国国债利率计算区间为20081217-20151216；年化总回报率=年化资本利得收益+年化票息收益；资本利得收益率测算采用“债券价格变化 \approx 久期 \times 利率变化”的公式进行粗略计算。

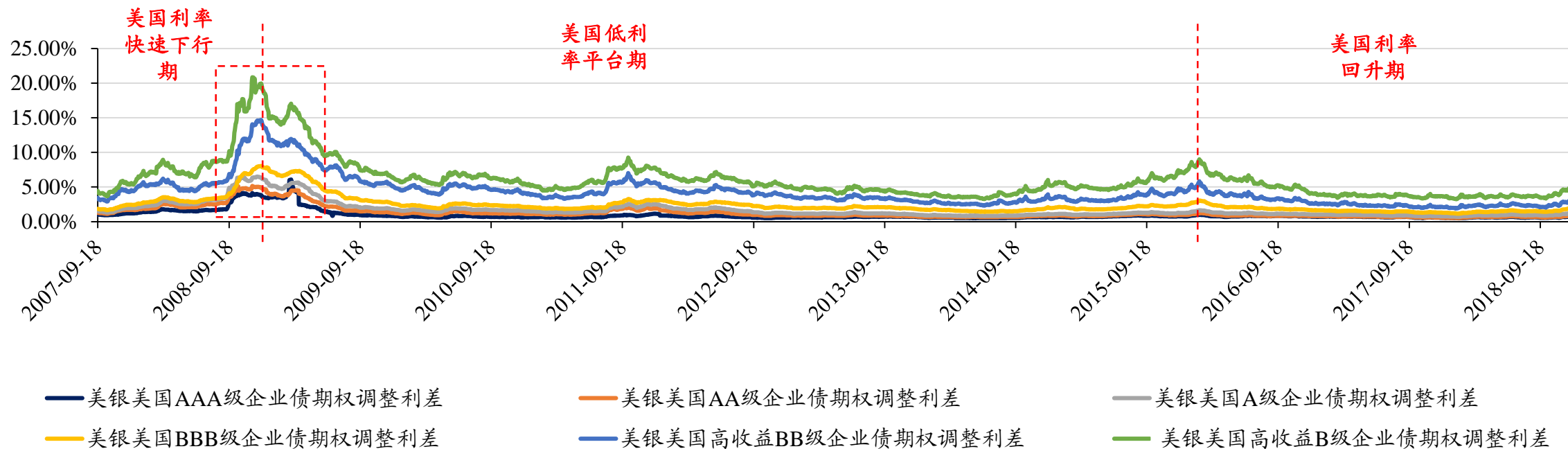
5.3 低利率平台期的债市策略（信用下沉）

企业债投资与信用利差走势密切相关，从不同评级的美银美国企业债期权调整利差来看：

(1) 美国利率快速下行期，通常对应危机时期（如次贷危机），此时经济增速出现较大下滑、企业破产率及违约率较高，因此此时企业债信用利差通常飙升，以反映信用违约增加的风险。

(2) 但在低利率平台期，由于经济增速稳定在一定水平，此时企业资产负债表缓慢修复，企业破产率及违约率不高，因此信用利差在低利率平台期通常较为稳定。

图表：不同利率阶段下，美银美国的企业债期权调整利差走势



注释：美银美国高收益CCC或以下级企业债期权调整利差的波动幅度更大，在上图表中暂未列出，但其趋势与其他评级的较为类似。

5.3 低利率平台期的债市策略（信用下沉）

(1) 在美国利率快速下行期：由于违约率上升、信用利差走扩，公司债表现不及国债。美国10年期国债年化复合收益率高达17.8%，远超同期美国投资级公司债-iShares（-6.32%）；

(2) 在美国低利率平台期：由于违约率稳定，通过信用下沉可显著增厚债市投资收益。在低利率平台期，美国投资级公司债-iShares的年化复合回报率高达6.10%，远超同期美国10年期国债（1.97%）。

图表：不同利率阶段下，美国10年期国债、美国投资级公司债-iShares(ARCA:LQD)的年化复合回报率统计（%）

美债品种——年化复合回报率	美国利率快速下行期	美国低利率平台期	美国利率回升期
美国10Y国债	17.80%	1.97%	0.77%
美国投资级公司债-iShares(ARCA:LQD)	-6.32%	6.10%	2.88%

资料来源：Wind资讯，财信证券

图表：美国投资级公司债-iShares走势图



注释：上图表中，美国利率快速下行期为20070918-20081216；美国低利率平台期为20081217-20151216；美国利率回升期为20151217-20181220。

5.4 低利率平台期债市策略（固收+资产）

（1）通过统计美国、日本、欧洲在各自低利率平台期的各大类资产的平均年化复合收益率情况，从高到低依次为：股市（+6.57%）> 贵金属（+5.60%）> 商品（+2.91%）> 地产（+2.21%）> 债市（+1.47%）> 通胀（+1.10%）> 0 ≈ 现金（-0.01%）> 外汇（-0.42%）。

（2）由于债市回报率仅略微高于通胀，但明显低于股市、贵金属、地产等，因此在低利率平台期，通过“固收+资产”思路，一方面，通过分散化投资降低组合资产波动，可保证投资的稳定性；另一方面，由于股市、贵金属、商品、地产等平均年化复合收益率高于债市，因此通过“固收+资产”方式又可明显增厚组合的投资收益。

（3）“固收+资产”的方式，可考虑加股票、基金、另类资产（地产、商品、贵金属）。

图表：在低利率平台期，各类资产的平均年化收益率情况（%）

低利率平台期	地产	股市	债市	通胀（基准）	现金	商品	贵金属	外汇
平均年化收益率（%）	2.21%	6.57%	1.47%	1.10%	-0.01%	2.91%	5.60%	-0.42%

注释：上图表的计算方式，见3.3章节的低利率平台期资产表现规律（赔率）

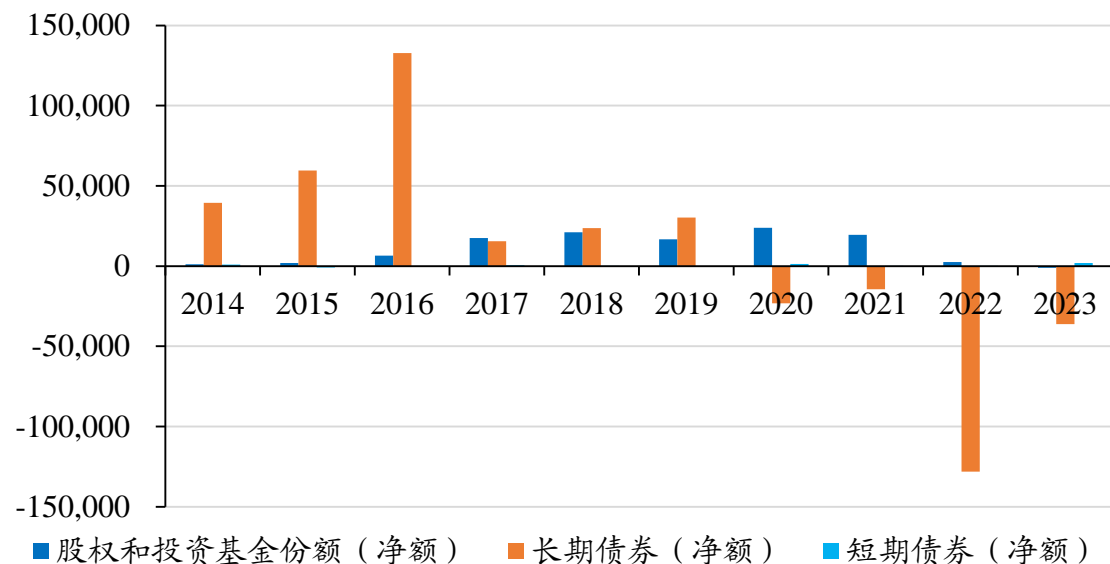
5.4 低利率平台期期债市策略（固收+资产）

从海外实践来看，在低利率平台期，日本、美国等多机构采取“固收+资产”方式来增厚投资收益：

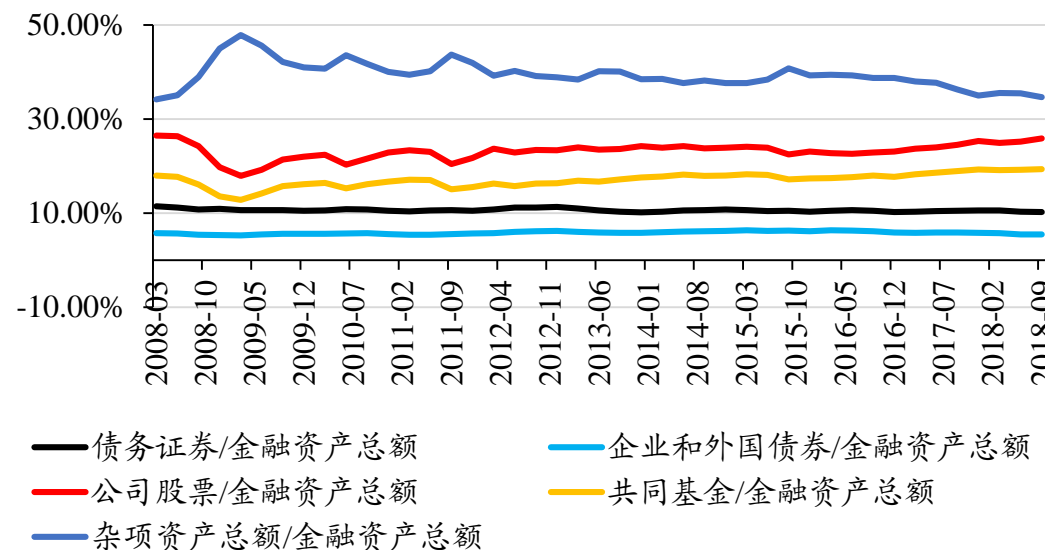
（1）日本方面，在2016年负利率时代后，日本人寿保险公司对股权及投资基金大幅增加。2016-2021年，日本人寿保险公司对股权及投资基金的净额平均值为17524.18亿日元，是2014-2015年平均值的11.70倍；

（2）美国方面，在低利率平台期，美国养老基金对股票及共同基金持有比例也有明显上升。

图表：日本人寿保险公司对股权和投资基金、长期债券、短期债券份额（净额）的走势（单位：亿日元）



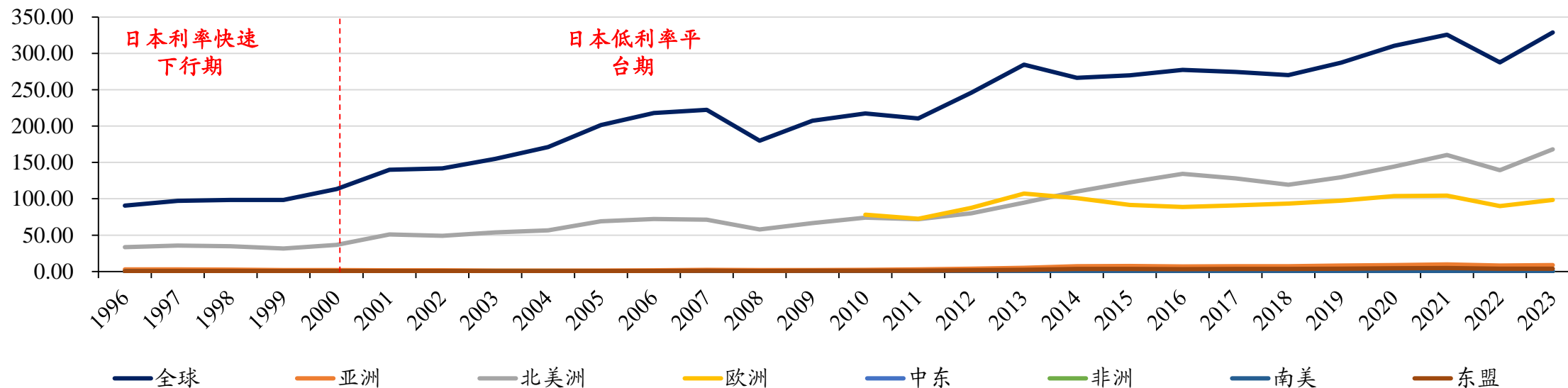
图表：美国养老基金对不同金融资产的配置比例走势（%）



5.5 低利率平台期期债市策略（出海）

出海策略也是日本低利率平台期的债市有效投资方式。在日本低利率平台期，日本国内经济增速明显放慢、投资回报率也下台阶。日本国内持有国外债务证券规模从2000年113.29万亿日元攀升至2023年328.80万亿日元，年复合增速达4.74%，大幅超过同期日本GDP增速。

图表：日本低利率平台期，日本国内持有国外债务证券规模走势（万亿日元）

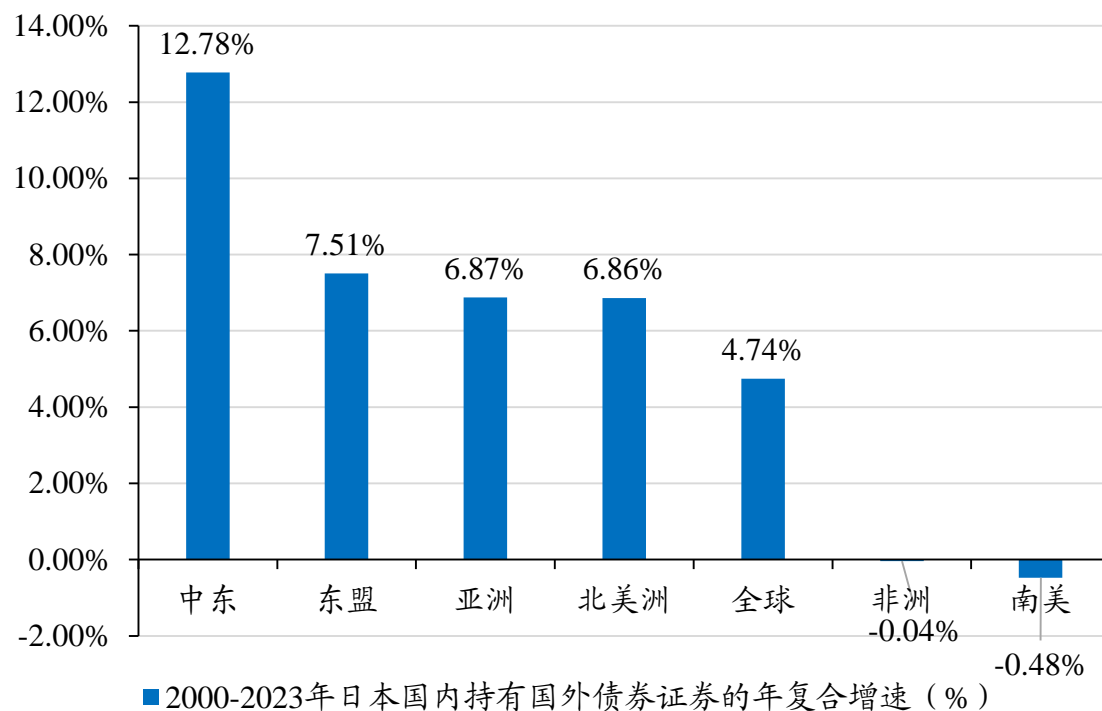


注释：上图表为日本国内持有国外债务证券分地区走势

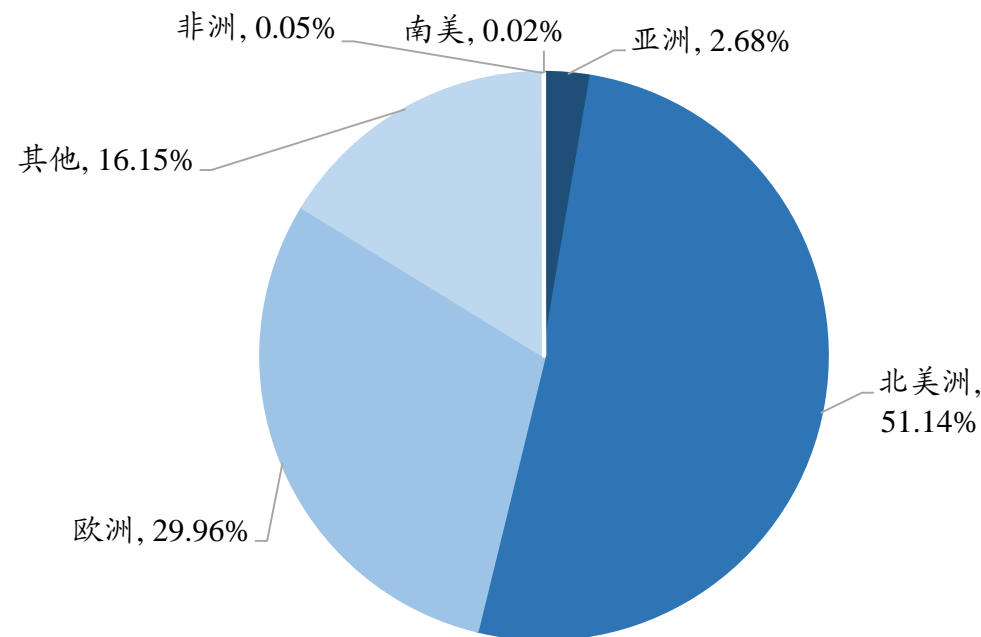
5.5 低利率平台期的债市策略（出海）

日本出海投资债务证券优先考虑安全性，其次才是成长性。从2023年日本在海外的债务证券投资结构来看，在北美洲、欧洲占比分别高达51.14%、29.96%，比“出海投资权益证券”的集中度更高，而且更加聚焦北美及欧洲地区。日本出海投资债务证券优先考虑其政治及经济环境更相似的欧美发达国家，其次才是考虑成长性。

图表：分国别看，日本国内持有国外债务证券的年复合增速（%）



图表：2023年日本在海外债务证券的投资结构（%）



5.6 低利率平台期的债市规律（总结）

从债市表现来看，在低利率平台期，债券平均年化复合回报率仅1.47%，仅轻微跑赢通胀1.10%，主要有以下四种债市跑赢策略：

- （1）高票息策略：**如果判断利率下行，可提前锁定长久期的高票息资产。在低利率平台期，美国、日本的中长期国债收益率年化总回报率较高，主要是来自更高的票息收益。
- （2）信用下沉策略：**在美国低利率平台期，由于违约率稳定，通过信用下沉可显著增厚债市投资收益，美国投资级公司债iShares 年化复合回报率高达6.10%，远超同期美国10年期国债（1.97%）。
- （3）“固收+资产”策略：**在低利率平台期，债市回报率仅略微高于通胀，但明显低于股市、贵金属、商品、地产等。在低利率平台期，通过“固收+资产”思路，既可提升组合稳定性，又可增厚投资收益。“固收+资产”策略，可考虑加股票、基金、另类资产（地产、商品、贵金属）。从海外实践来看，在低利率平台期，日本、美国等多机构采取“固收+资产”方式来增厚投资收益。
- （4）出海策略：**在低利率平台期，出海策略是日本投资债务证券的有效方式。日本出海投资债务证券优先考虑安全性，其次才是成长性。

注释：债市平均年化复合回报率测算标准见3.3 低利率平台期资产表现规律（赔率）



PART 06

低利率时代的地产规律

6.1 低利率平台期的地产规律（总量）

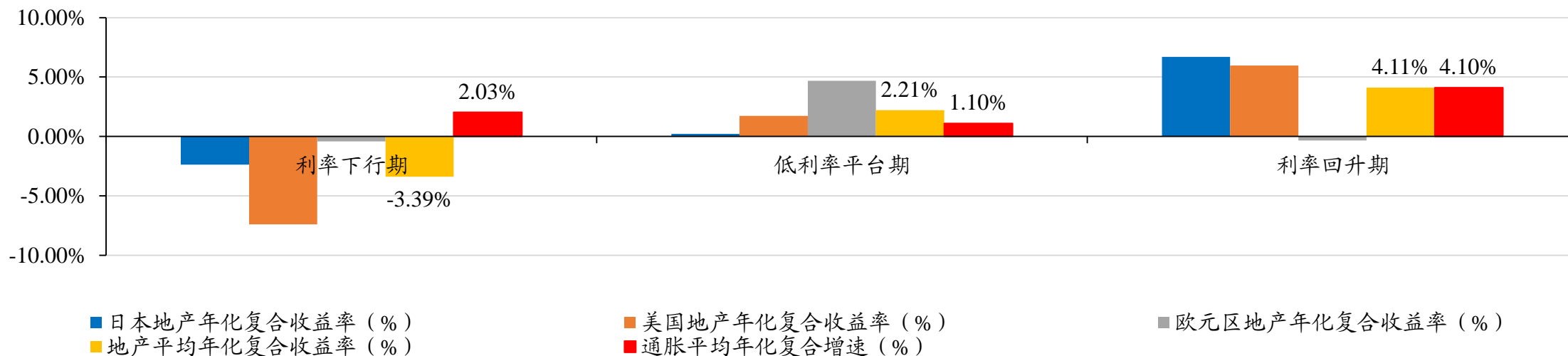
总量层面，在低利率平台期，地产价格的平均年化复合收益率仍能小幅跑赢通胀，实现保值功能：

（1）在利率下行期，美国、日本、欧元区的地产价格年化复合收益率平均值为-3.39%，大幅跑输同期通胀年化增速基准（2.03%）；

（2）在低利率平台期，美国、日本、欧元区的地产价格年化复合收益率平均值为2.21%，跑赢同期通胀年化增速基准（1.10%）约1.11个百分点。

（3）在利率回升期，美国、日本、欧元区的地产价格年化复合收益率平均值为4.11%，与同期通胀年化增速基准（4.10%）基本相当。

图表：不同利率环境下，地产与通胀的年化复合增速（%）



注释：上图表的计算方式，见3.2 利率下行期的资产表现规律（赔率）、3.3 低利率平台期资产表现规律（赔率）、3.4 利率回升期的资产表现规律（赔率）

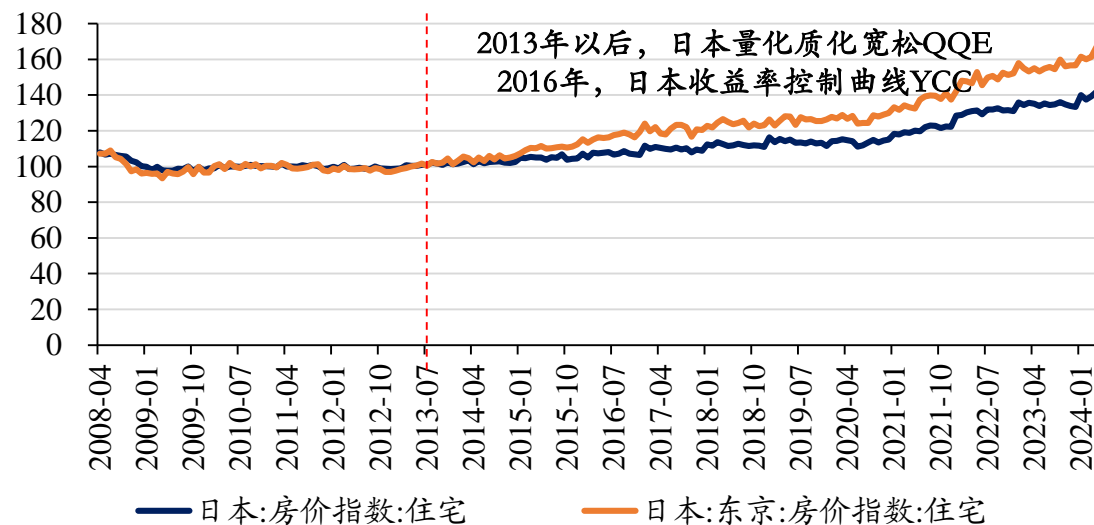
6.2 低利率平台期的地产规律（结构）

结构层面，在低利率平台期，地产价格走势出现结构性分化，区域经济及人口情况是决定地产价格的关键：

（1）日本而言，东京都市圈持续吸引日本人口及经济资源。2008-2013年，东京房价与日本房价走势较为接近。但随着日本2013年实施量化质化宽松QQE以及2016年实施收益率控制曲线YCC，在2013年后，东京房价明显跑赢日本整体房价；

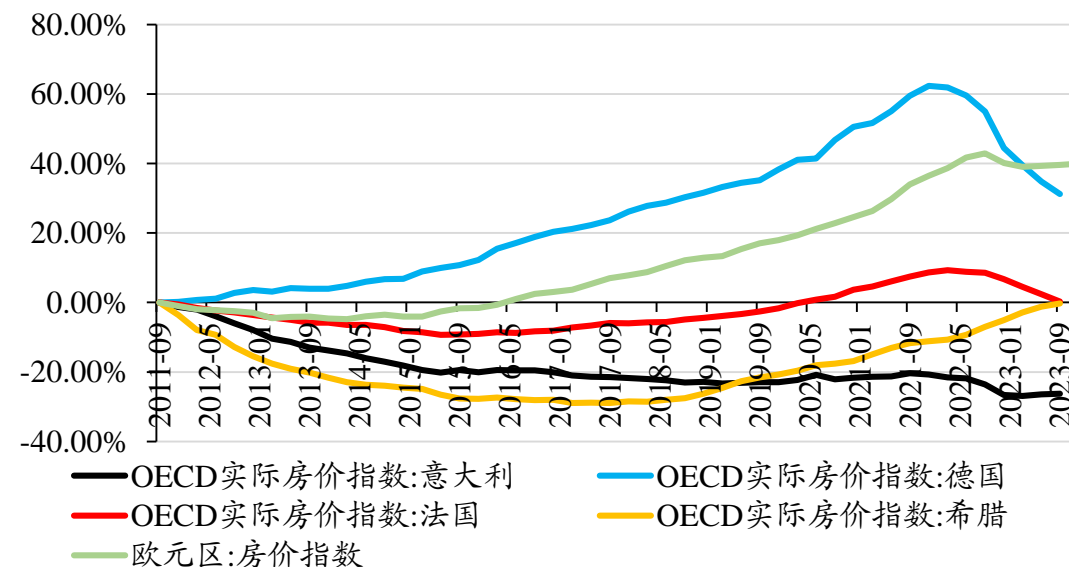
（2）欧元区而言，从欧债危机爆发以来，欧洲内部房价走势出现明显分化，经济增速较好的德国、法国房价大幅跑赢“南欧地区、债务风险较高的意大利及希腊”。

图表：日本房价指数及东京房价指数的走势



注释：欧元区及部分欧洲国家的房价走势已经进行归一化处理，其基准日为2011年9月份

图表：欧元区及部分欧洲国家的房价走势

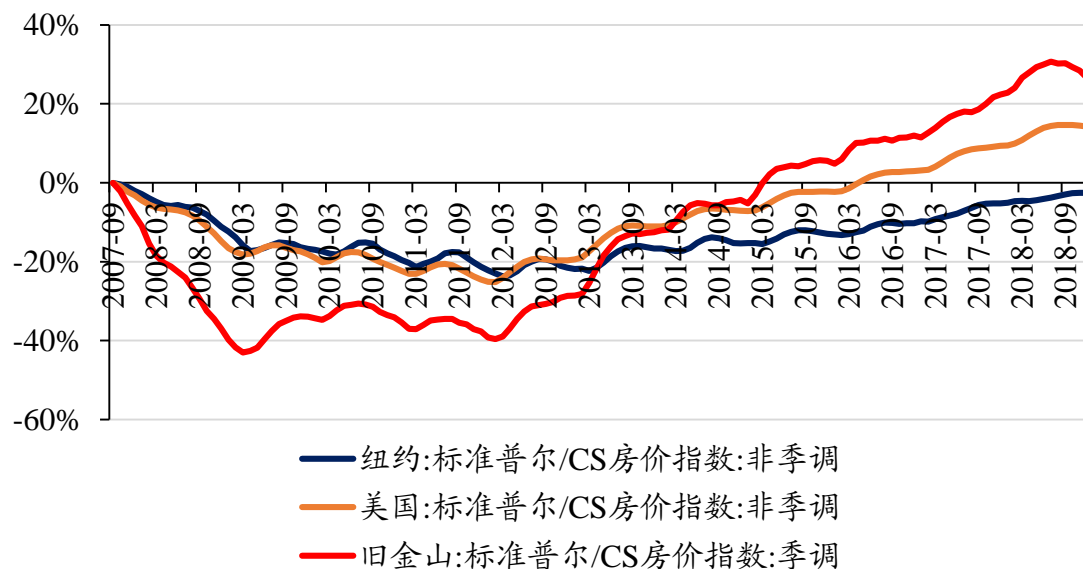


6.2 低利率平台期的地产规律（结构）

（3）美国而言，在次贷危机以后，尤其是2013年移动互联网快速发展时期，旧金山房价跑赢美国整体房价、美国整体房价又跑赢纽约房价。其原因在于，在移动互联网革命浪潮下，旧金山人口增幅领先美国整体、而美国整体人口增幅又领先于纽约。

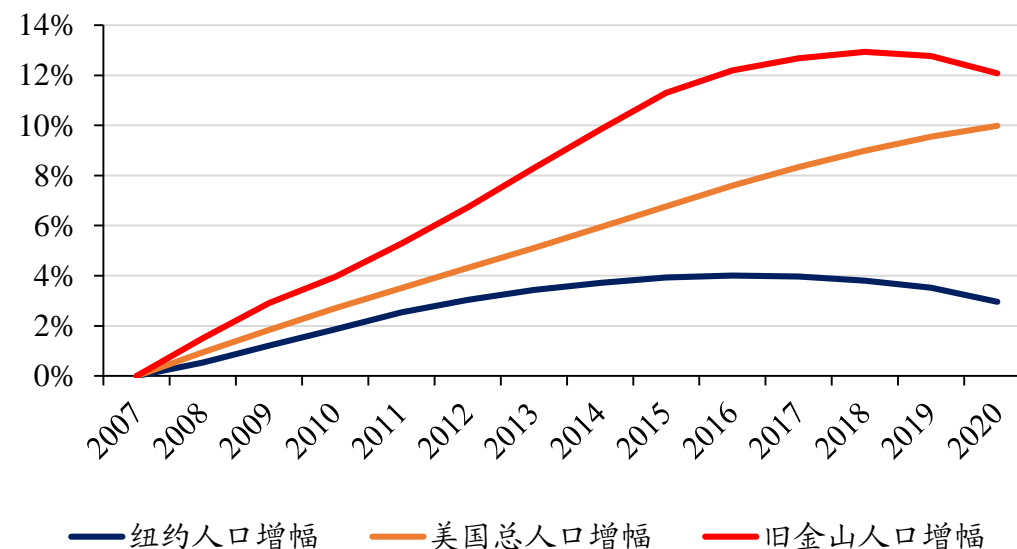
综上，在低利率时期，区域经济及人口情况仍是决定地产价格走势的关键。

图表：美国、纽约、旧金山的标准普尔/CS房价指数走势



注释：上图表中的数据均已经过归一化处理，以计算区间涨跌幅

图表：美国、纽约、旧金山的人口增幅（%）





PART 07

低利率时代的商品规律

7.1 低利率平台期的商品规律（日频）

我们统计了CRB现货指数在低利率平台期的年化复合收益率平均值，并和同期的通胀基准做对比：

（1）从日频数据来看，在低利率平台期，CRB现货指数（综合）的平均年化复合收益率为2.91%，跑赢同期通胀基准（1.10%）约1.81个百分点。实物商品具有保值属性，几乎都能跑赢同期通胀。

（2）从结构来看，CRB现货指数分项中，金属、食品、油脂表现尤为亮眼，在低利率平台期的平均年化复合收益率分别为4.19%、3.13%、5.32%。

图表：CRB现货指数在低利率平台期的年化复合收益率情况（%、日频数据）

低利率平台期	CRB现货指数:综合	纺织品	工业原料	家畜	金属	食品	油脂	通胀（基准）
日本	3.80%	1.45%	3.49%	3.22%	6.96%	4.25%	5.46%	0.39%
美国	2.67%	1.96%	3.17%	4.28%	3.78%	1.96%	3.94%	1.38%
欧盟	2.25%	3.47%	1.62%	1.14%	1.83%	3.17%	6.55%	1.53%
平均年化收益率（%）	2.91%	2.29%	2.76%	2.88%	4.19%	3.13%	5.32%	1.10%

注释：日本低利率平台期为2001/3/1至2024/3/20；美国低利率平台期为2008/12/17至2015/12/16；欧元区低利率平台期为2014/9/11至2022/7/26。平均年化收益率为日本、美国、欧元区的年化收益率进行算术平均计算。指标选择采用CRB现货指数日频数据来计算。

7.1 低利率平台期的商品规律（月频）

我们统计了世界银行商品价格指数在低利率平台期的年化复合收益率平均值，并和同期的通胀基准做对比。

（1）从月频数据来看，在低利率平台期，世界银行商品价格指数中，贱金属、能源、农业、贵金属的平均年化复合收益率分别为3.08%、1.84%、2.31%、5.54%，均跑赢了同期通胀基准（1.10%）。其中贵金属及贱金属表现尤为亮眼。

（2）由于低利率平台期，债市平均年化复合收益率仅为1.47%，因此通过“固收+商品”策略，可显著增厚债市的投资收益。

图表：世界银行商品价格指数在低利率平台期的年化复合收益率情况（%、月频数据）

低利率平台期	贱金属(如铁矿石)	能源	农业	贵金属	通胀（基准）
日本	4.38%	4.61%	3.78%	9.03%	0.39%
美国	2.98%	-4.02%	0.60%	4.03%	1.38%
欧盟	1.87%	4.94%	2.55%	3.55%	1.53%
平均年化收益率（%）	3.08%	1.84%	2.31%	5.54%	1.10%

注释：日本低利率平台期为2001/3/1至2024/3/20；美国低利率平台期为2008/12/17至2015/12/16；欧元区低利率平台期为2014/9/11至2022/7/26，计算时采用其所在月份的数据；平均年化收益率为日本、美国、欧元区的年化收益率进行算术平均计算。指标选择采用世界银行商品价格指数来计算。

7.2 低利率平台期的贵金属规律（赔率）

为分析贵金属内部表现，我们进一步统计了伦敦现货（黄金、白银、铂、钯）在低利率平台期的表现：
（1）从赔率来看，在低利率平台期，黄金、白银、铂、钯的伦敦现货的年化复合收益率平均值分别为+5.60%、+3.61%、-1.16%、+10.21%。钯、黄金、白银在低利率平台期具有较高的投资赔率。

图表：伦敦现货（贵金属）在低利率平台期的年化复合收益率情况（%、日频数据）

低利率平台期	黄金	白银	铂	钯
日本	9.49%	7.68%	1.74%	1.05%
美国	3.07%	3.26%	0.35%	18.18%
欧盟	4.23%	-0.11%	-5.56%	11.40%
平均年化收益率 (%)	5.60%	3.61%	-1.16%	10.21%

注释：日本低利率平台期为2001/3/1至2024/3/20；美国低利率平台期为2008/12/17至2015/12/16；欧元区低利率平台期为2014/9/11至2022/7/26；平均年化收益率为日本、美国、欧元区的年化收益率进行算术平均计算。指标选择采用伦敦现货（黄金、白银、铂、钯）来计算。

7.2 低利率平台期的贵金属规律（波动性）

（2）波动性方面，变异系数可用于衡量数据的离散程度及波动性水平。我们计算了在日本不同利率阶段，伦敦现货（黄金、白银、铂、钯）的变异系数（区间标准差/区间平均值）情况。在日本低利率平台期，黄金、白银、铂、钯的变异系数分别为46.56%、48.69%、32.20%、78.93%。也即，波动性方面，铂<黄金<白银<钯。

综合来看，在低利率平台期，黄金的收益率及波动性都明显占优。“固收+商品”策略，可优先考虑黄金，来提升组合收益率及稳定性。

图表：在日本不同利率阶段，伦敦现货（贵金属）的变异系数情况（%、日频数据）

时期	黄金	白银	铂	钯
日本利率下行期	13.07%	12.53%	15.61%	84.95%
日本低利率平台期	46.56%	48.69%	32.20%	78.93%
日本利率回升期	6.80%	10.70%	3.90%	5.61%

注释：日本利率下行期为1991/7/1至2001/2/28，日本低利率平台期为2001/3/1至2024/3/20，日本利率回升期为2024/3/21至2024/8/28，指标选择采用伦敦现货（黄金、白银、铂、钯）的日频数据来计算。



PART 08

投资建议

重点强调：当前我国经济韧性强、潜力大、空间广、前景好，正处于产业转型升级的关键时期，本文仅对海外低利率时期的资产配置规律做梳理总结，但海外低利率环境未必适用于我国实际，投资者不可简单对比参考。

(1) 从经济来看，海外低利率环境通常有如下规律：①由特殊催化剂引发资产负债表受损，需漫长时间修复；②相比前10-15年，名义GDP增速中枢下滑约1.5-6个百分点；③CPI中枢明显下移，均回落至2%以下。

(2) 从利率来看，海外低利率环境通常有如下规律：①利率为三阶段走势，依次经历利率快速下行期（约1-9年）、漫长低位平台期（约7-23年）、利率温和回升期；②政策利率进入平台期后，10Y国债收益率通常还能下行一段时间；③传统货币政策失效，大多采用非常规货币政策，以突破零利率下界。

(3) 大类资产表现来看：①在利率下行期，仅债市能跑赢通胀，平均年化复合回报率高达10.67%；但与经济强挂钩的地产、股市、商品均明显下跌。②在低利率平台期，所有资产年回报率均不高，股市、贵金属、商品、地产、债市通常能跑赢通胀；但现金回报率接近0；③在利率回升期，资产回报率将提升，股市、贵金属能跑赢通胀，地产回报率与通胀相当；但债券市场出现明显负收益，平均年化复合回报率为-4.18%。

(4) 在低利率平台期的股市表现为：①股市估值中枢较为稳定；②行业风格取决于业绩表现，如爆发新技术革命，新兴行业及刚需消费品种表现较佳；如未爆发技术革命，出海类及本土刚需行业表现较好；③如产业升级步伐较快，则成长风格占优，反之则价值风格占优；④除了危机阶段、低利率平台期尾声阶段以外，在低利率平台期的其他时期，中小盘风格通常占优；⑤当区域CPI及国债收益率明显低于2%时，将利好高股息风格，反之则不甚明显；⑥出海是日本低利率平台期的权益有效投资方式，日本权益出海投资兼顾安全性及成长性。

(5) 在低利率平台期，债券平均年化复合回报率仅1.47%，仅轻微跑赢通胀1.10%，可通过高票息策略、信用下沉策略、“固收+资产”策略、出海策略来增厚债市投资回报率。①如判断利率下行，可提前锁定长久期的高票息资产；②在低利率平台期，美国投资级公司债iShares年化复合回报率高达6.10%，远超同期美国10年期国债（1.97%）；③“固收+资产”策略，可考虑加股票、基金、另类资产（地产、商品、贵金属）；④日本出海投资债务证券优先考虑安全性，其次才是成长性。

(6) 在低利率平台期，总量方面，地产价格年化复合收益率平均值为2.21%，可跑赢同期通胀基准（1.10%），实现保值功能。结构方面，区域经济及人口情况仍是决定地产价格走势的关键。

(7) 在低利率平台期，CRB现货指数（综合）的平均年化复合收益率为2.91%，跑赢同期通胀基准（1.10%），且大多实物商品都有保值属性；分品种来看，在低利率平台期，黄金的收益率及波动性都明显占优。因此“固收+商品”策略可优先考虑黄金。

(8) 投资建议：债市方面，中长期而言，参照美国移动互联网革命后，产业链成功升级，其利率在2016年-2019年再度回升规律。后续随着我国克服关键领域“卡脖子”、科技自主可控、产业成功升级、新旧动能顺利切换、全要素生产率再度走高、全社会投资回报率提升，预计我国利率仍有再度回升的可能性；短期而言，在大规模化债下，城投利差有望缩窄，利率债收益率下行仍有支撑。**权益方面**，重点关注科技成长、自主可控、产业升级等方向。



PART 09

风险提示

- (1) 低利率环境下的资产配置规律失效风险;
- (2) 因数据可得性、代表性问题,可能带来的误差偏大风险;
- (3) 国内利率持续走低的风险;
- (4) 美国、日本、欧洲等发达经济体,其投资规律与我国实际情况相差过大的风险;
- (5) 低利率时期的股市投资策略、债市投资策略出现失效风险;
- (6) 非常规货币政策使用过多,可能衍生的风险问题。

以报告发布日后的6-12个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深300指数15%以上
	增持	投资收益率相对沪深300指数变动幅度为5% - 15%
	持有	投资收益率相对沪深300指数变动幅度为-10% - 5%
	卖出	投资收益率落后沪深300指数10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深300指数5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深300指数变动幅度为-5% - 5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深300指数5%以上

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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，其据此作出的任何投资决策与本公司及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（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段80号顺天国际财富中心28层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438