

2025 年 3 月 3 日

海外低利率时代下固收产品的变迁史

证券分析师

肖逸芳 A0230524110001
xiaoyf@swsresearch.com
邓虎 A0230520070003
denghu@swsresearch.com
蒋辛 A0230521080002
jiangxin@swsresearch.com

联系人

肖逸芳
(8621)23297818x
xiaoyf@swsresearch.com

- **美国低利率时代下固收产品的创新突破：**2000 年以来，在全球经济格局深刻变革的背景下，美国金融市场经历了多轮完整的经济周期更替。在这一系列利率波动中，美国资产管理行业经历了深刻的结构性调整。货币市场基金、债券基金等固收类产品规模随着利率环境的变化而起伏，在低利率的环境下围绕“降本增效”的逻辑进行发展，一方面，发展出 ETF、指数型基金等低成本产品，另一方面，孕育出高收益债、核心+、通胀保护、浮动利息等多样化的投资策略增厚投资收益。
- **日本低利率时代下固收产品的兴衰史：**日本的低利率时代追溯至 20 世纪 90 年代，经历了从传统降息到零利率政策，再到量化宽松和负利率政策的演变，在“失去的三十年”的漫长岁月里，日本债券基金市场经历了深刻的变革，既孕育出一系列极具本土特色的产品形态与投资策略，也见证了各类创新型产品从问世到辉煌到黯然退场，极具借鉴意义。当前，日本公募债券基金市场仅留存长期债券基金和货币储备基金。
- **低利率时代和债基市场的消亡并无直接因果：**同样经历了较长时间的低利率时代，日本债券基金近乎消亡而美国债券基金市场仍生机盎然，其背后的原因值得我们深入探讨。综合来看，两国的市场深度、政策环境和经济环境等起到了重要作用。美国债券基金市场的成功在于其多元化、创新性和市场化，而日本债券基金市场的困境则反映了其经济结构、文化偏好和政策限制的深层次问题。
- **低利率时代下大固收板块的破局方案：**1) **阶梯式投资法：**日本出现阶梯式投资的国债基金以应对其长期低利率环境、经济不确定性和投资者的风险厌恶需求。通过分散债券的到期期限，平衡收益与风险，提供稳定的现金流和较低的投资波动性；2) **出海寻求资产替代：**在日本债券收益率全面走低的时代，出海投资的确是合理的追求更高投资收益的方式；3) **抓住信用利差带来的生存空间：**美国低利率时代下高收益债基金规模上升较快，其中美国核心+策略债券基金的总规模约有 3779.84 亿美元，通过高等级信用债打底，投资高收益债、新兴市场债券增厚收益，弥补传统固收产品在低利率时代下的收益欠缺；4) **发展类固收产品：**比如每月分红型基金、J-REITs 等，达到类似传统固收产品能产生稳定现金流的效果；5) **指数化与工具化：**无论是美国还是日本，近年来公募市场的一大发展趋势便是被动化管理和降费让利；针对通胀预期和加息周期，亦可打造类似通胀保护策略、浮息债券基金等产品，为具备特殊需求的客户量体裁衣。
- **风险揭示与声明。**本报告对于基金产品、指数的研究分析均基于历史公开信息，可能受指数样本股的变化而产生一定的分析偏差；此外，基金管理人的历史业绩与表现不代表未来；指数未来表现受宏观环境、市场波动、风格转换等多重因素影响，存在一定波动风险。本报告仅对基金历史业绩进行分析，不代表对基金未来资产配置情况的预测；本报告不涉及证券投资基金评价业务，不涉及对基金产品的推荐，亦不涉及对任何指数样本股的推荐；投资者阅读本报告时，应结合自身风险偏好及风险承受能力，充分理解指数编制规则、样本股变化、历史表现等综合因素可能对指数走势、基金产品业绩产生的影响；本报告内容仅供参考，投资者需特别关注指数编制公司、基金公司等官方披露的信息。



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

目录

1. 美国：降本增效逻辑下的债基图谱多元化	5
1.1 长达 7 年的低利率时代：债基的多元化发展初见端倪	5
1.2 后疫情时代政策利率再创新低，指数化和工具化成关键	8
2. 日本：一窥负利率环境下的生存智慧	10
2.1 利率快速下跌期，债基规模创历史新高	12
2.2 漫长的零利率时代见证了各类债基的规模缩减乃至消亡	14
2.3 负利率时代下的海外配置大迁徙和债基定位的工具化	14
3. 低利率与债基市场的消亡并无直接因果	15
3.1 市场深度与产品密度	15
3.2 政策背景与策略空间	16
3.3 经济环境与创新宽度	17
4. 低利率时代下大固收板块的破局方案	18
4.1 阶梯式投资法：大和日本政府债券	18
4.2 出海寻求资产替代：大和全球债券	20
4.3 信用利差的获利空间：超三千亿美元市值的核心+策略	22
4.4 类固收产品的全新创作：J-REITs	23
4.5 产品定位的革新：指数化与工具化（TIPS、通胀保护、资金中转站）	25
4.6 精准定位目标客群：每月分红型基金	30
5. 风险提示及声明	30

图表目录

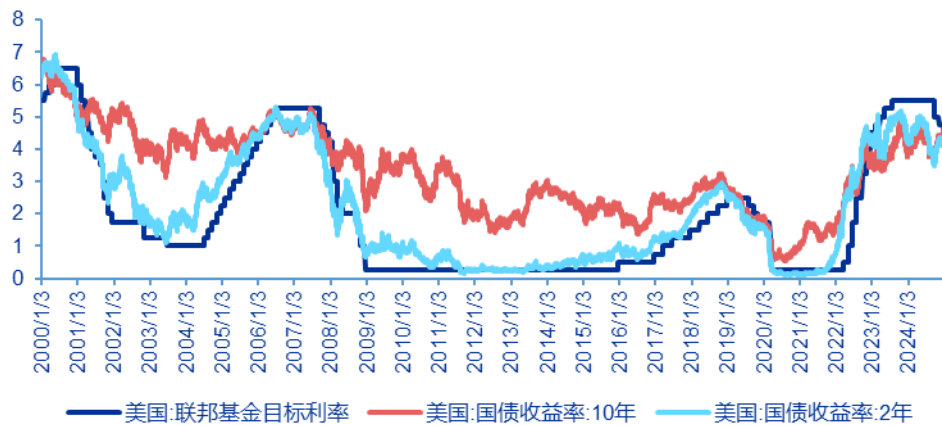
图 1: 2000 年以来美国 10 年期、2 年期国债收益率以及联邦基金目标利率 (%)	5
图 2: 2000 年以来美国共同基金的规模变化(单位: 万亿美元)	6
图 3: 2000 年以来美国各类型债券基金的规模变化(单位: 万亿美元)	7
图 4: 金融海啸的巨震下固收产品的大发展阶段和低利率时代落幕后固收产品的稳增长	7
图 5: 美国共同基金的资金流入 (单位: 千亿美元)	8
图 6: 美国债券 ETF 的发展 (单位: 亿美元)	8
图 7: 通胀保护类基金规模 (单位: 亿美元)	9
图 8: 浮息债券基金规模 (单位: 亿美元)	9
图 9: 2022 年美国债券基金经历了 2000 年以来最大的净资金流出	10
图 10: 日本 10 年期国债收益率、贴现率、隔夜拆借利率 (%)	11
图 11: 日本资管行业的基本格局 (货币单位: 日元)	11
图 12: 1980-2000 年间日本公募证券投资基金的规模变化 (单位: 万亿日元)	13
图 13: 1980-2000 年间日本各类债券型基金的规模变化 (单位: 万亿日元)	13
图 14: 2001-2015 年间日本各类债券型基金的规模变化 (单位: 万亿日元)	14
图 15: 2015 年以来外币债券资产占比常年维持 50%以上 (单位: 万亿日元)	15
图 16: 1998 年来日本债券市场余额 (单位: 万亿日元)	16
图 17: 美国与日本的国债期限利差对比 (单位: %)	17
图 18: 1990 年以来美国与日本的 GDP 增速同比	17
图 19: 1990 年以来美国与日本的 CPI 当月同比	17
图 20: 美国、日本及欧元地区的个人投资者的资产配置情况	18
图 21: 大和日本政府债券 (每月分配型) 的投资方案	19
图 22: 大和日本政府债券 (每月分配型) 的收益分配逻辑	19
图 23: 大和日本政府债券 (每月分配型) 的业绩走势及规模变化	20
图 24: 大和全球债券 (每月分配型) 的投资方案	20
图 25: 大和全球债券的券种投资分布	21
图 26: 大和全球债券的地区投资分布	21

图 27: 部分发达国家的 5 年期国债到期收益率与日本的对比	21
图 28: 大和全球债券（每月分配型）的业绩走势及规模变化.....	22
图 29: PIMCO Total Return Fund 的投资业绩	22
图 30: 日本 J-REITs 的发展情况	23
图 31: 大和 J-REIT 的业绩走势及规模变化	24
图 32: 大和 J-REIT 的资产分布.....	24
图 33: 大和 J-REIT 持有的 reits 类型分布	24
图 34: 2010 年以来美国主被动管理型基金的规模占比变化.....	25
图 35: 美国主动管理型共同基金的管理费率（%）	26
图 36: 美国指数共同基金的管理费率（%）	26
图 37: 美国主动管理型 ETF 的管理费率（%）	26
图 38: 美国指数 ETF 的管理费率（%）	26
图 39: 日本股票指数基金 VS 主动股票基金的规模	27
图 40: 日本股票基金的管理费	27
图 41: Vanguard Short-Term Inflation-Protected Securities ETF 的规模 ..	29
图 42: 野村 MRF 过去七日年化收益展示	29
图 43: 2010 年以来每月分红型基金产品的规模（万亿日元）	30
表 1: 美国债基市场 2024 年年内资金流变化（单位：亿美元）	10
表 2: 大和日本政府债券所持各类债券的占比.....	18
表 3: PIMCO Total Return Fund 的投资情况	22
表 4: 大和 J-REIT 的前十大持仓明细	25
表 5: 美国成立最早的和当前规模最大的 10 只 TIPS 和通胀保护债券基金	28
表 6: 野村 MRF 的投资组合	29

1. 美国：降本增效逻辑下的债基图谱多元化

2000 年以来，在全球经济格局深刻变革的背景下，美国金融市场经历了多轮完整的经济周期更替。在这二十余年，美联储的货币政策经历了从宽松到紧缩再到宽松的多次转换，利率环境也随之呈现出显著的波动特征。特别是在 2008 年全球金融危机期间，为应对经济衰退，美联储实施了量化宽松政策，联邦利率一度下探至近乎于零利率状态。而在经济复苏阶段，随着货币政策正常化进程的推进，在 2023 年美联储激进加息周期中，联邦利率更是突破了 5% 的关口，创下近二十年新高。

图 1：2000 年以来美国 10 年期、2 年期国债收益率以及联邦基金目标利率 (%)



资料来源：wind，申万宏源研究；数据截至：2025/2/19

大固收产品的双轮驱动发展模式：在这一系列利率波动中，美国资产管理行业经历了深刻的结构性调整。货币市场基金、债券基金等固收类产品规模随着利率环境的变化而起伏，但大型固收基金管理机构始终围绕“降本增效”这一核心战略进行布局。在“降本”方面，通过金融科技的应用和运营流程的优化，**持续降低管理成本让利投资者**；在“增效”方面，则通过**创新产品设计、优化资产配置策略、加强风险管理等手段**，提升投资回报和风险调整后收益。这种双轮驱动的发展模式，使得大固收基金在利率周期的波动中保持了相对稳定的发展态势，并逐步确立了在资产管理行业中的重要地位。

1.1 长达 7 年的低利率时代：债基的多元化发展初见端倪

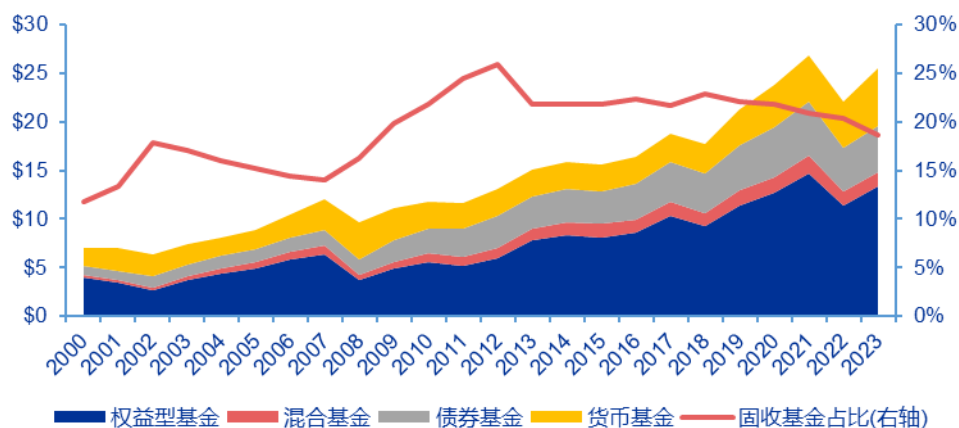
一、2007.9-2008.12：金融海啸下，伴随着美国权益基金的规模呈现断崖式回落，固收产品规模不增但占比激增

2007 年，随着房价的下跌，次级抵押贷款的违约率开始上升，金融机构由于担心违约风险，开始减少贷款，导致信贷市场紧缩。2007 年 8 月，流动性危机爆发，银行间市场利率飙升，信贷变得更加紧张。为了缓解金融市场的紧张局势和刺激经济，美联储在 2007 年 9 月开始降低联邦基金利率。2008 年，随着雷曼兄弟的倒闭和其他

金融机构的困境，金融危机加剧。美联储继续降低利率，以稳定金融市场和支持经济增长。到 2008 年底，联邦基金利率降至接近零的水平。

在这场金融海啸的席卷下，美国资管行业的结构迎来了巨变。伴随着标普 500 指数的跳水，美国权益类基金遭遇了巨大的冲击，规模呈现出断崖式回落，2008 年单年度规模下滑 2.76 万亿美元。与此形成鲜明对比的是，固定收益类产品虽然也面临规模停滞甚至小幅萎缩，但在整个资产管理行业中的占比却显著提升，尤其货币市场基金作为“避风港”吸引了大量资金流入，2008 年规模一度突破 3.8 万亿美元，较年初增长 24.20%。

图 2：2000 年以来美国共同基金的规模变化(单位：万亿美元)



资料来源：ICI，申万宏源研究；数据截至：2023/12/31

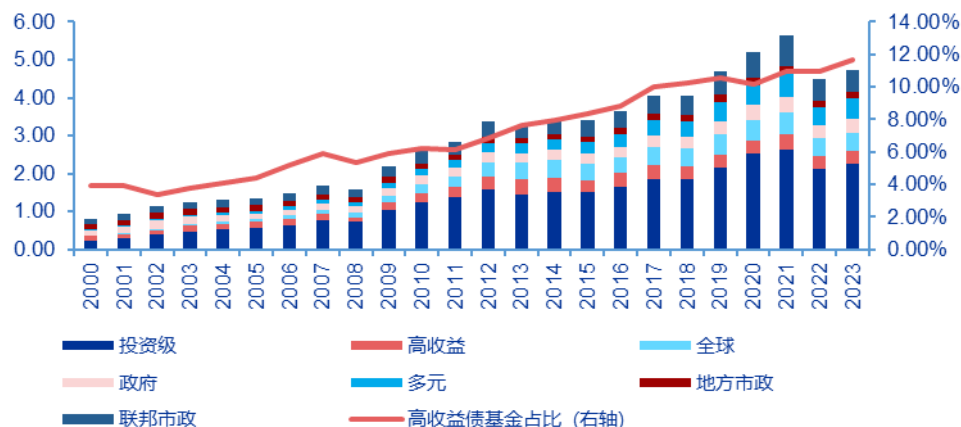
该阶段结构性的巨变主要源于两个因素：一方面投资者风险偏好急剧下降，“避险”成为首要考虑，大量资金从权益市场撤离；另一方面，美联储大幅降息至接近零利率水平，使得债券价格大幅上涨，固收产品展现出较好的抗风险特性。

二、2009.1-2012.12：一波三折的经济复苏中，利率进入低位震荡阶段，固收产品市占率逐年攀升并迸发出多种新形态

在 2009 年至 2012 年间，在量化宽松政策推动下，美国债券型基金规模从 2008 年底的 1.57 万亿美元增长至 2012 年底的 3.39 万亿美元。由于金融危机后《多德-弗兰克法案》的实施加强了对货币市场基金的监管，要求提高流动性储备，这在一定程度上推动了资金从货币基金向债券基金的转移，货币市场基金规模则有所下滑，而债券型基金则在一定程度上承接了这部分避险资金的需求。

从产品内部结构上看，长期低位震荡的利率水平催生了固收类产品的多元化发展。除了传统的政府债、投资级公司债基金外，一些有收益增厚属性的产品比如高收益债基金、新兴市场债基金快速发展，其中高收益债基金，规模从 2009 年的 1961 亿美元激增至 2012 年的 3404 亿美元。

图 3：2000 年以来美国各类型债券基金的规模变化(单位：万亿美元)



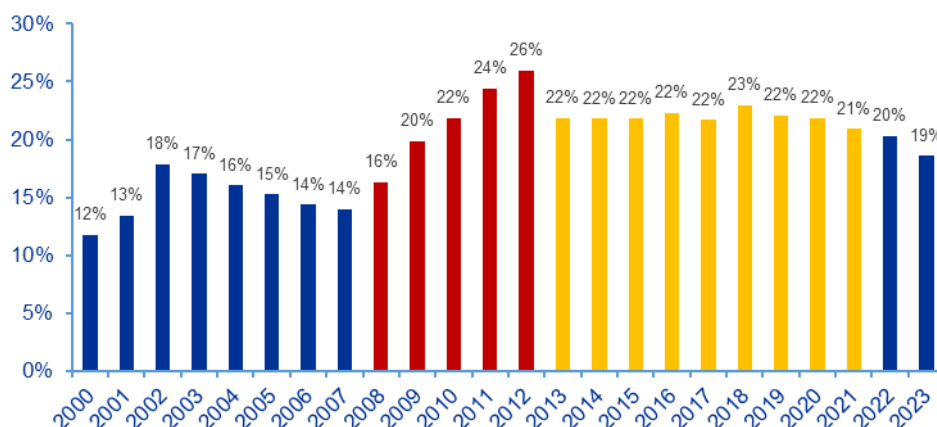
资料来源：ICI，申万宏源研究；数据截至：2023/12/31

三、2013.1-2015：低利率时代的尾声，债券基金市场的发展相对平稳

该阶段见证了美国低利率时代阶段性落幕与经济复苏的加速，并以货币政策收紧收尾。这一时期美国经济稳健增长，GDP 增速持续改善，失业率显著下降。2013 年 5 月，美联储前主席伯南克首次暗示可能减少资产购买计划，这一预告引发了市场对未来流动性紧缩的忧虑。10 年期国债收益率在短短数月飙升，这一市场动荡现象被广泛称为“**缩减恐慌**”。2013 年底，美联储宣布将逐步缩减资产购买规模，并在 2014 年 10 月彻底结束了量化宽松政策。2015 年 12 月，美联储采取了加息措施，标志着短期利率的逐步上升，为经济复苏注入了新的活力。

该阶段，债券基金的规模占比相对平稳，且各类型债基的竞争格局也无明显改变，不过，在美联储缩减 QE 和采取加息措施的 2013、2015 年，债券基金的绝对规模数值有阶段性下滑。

图 4：金融海啸的巨震下固收产品的大发展阶段和低利率时代落幕后固收产品的稳增长



资料来源：ICI，申万宏源研究；数据截至：2023/12/31

1.2 后疫情时代政策利率再创新低，指数化和工具化成关键

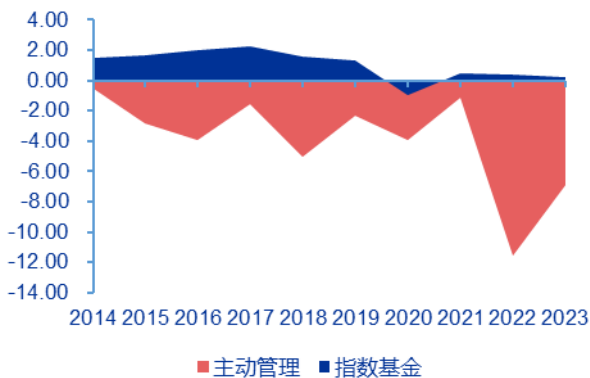
一、2016-2018：美国固收产品在加息周期中寻求突破的关键时期

2016 年至 2018 年是美国固定收益类产品在加息周期中寻求突破的关键时期，该阶段美联储多次加息，联邦基金利率从 0.5% 升至 2.5%。

被动管理型产品受到市场关注：2014 年起，美国共同基金市场的被动管理型产品逐渐崛起，主动管理型基金连续 10 年呈现资金的净流出。

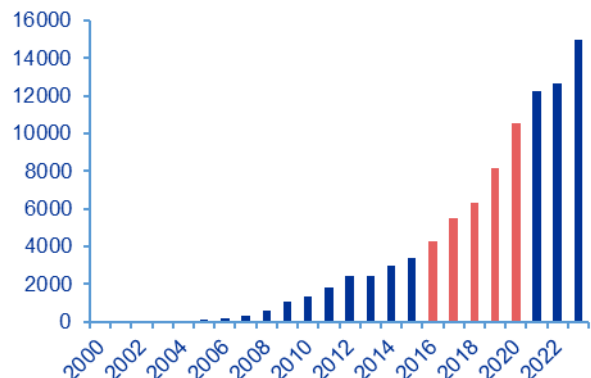
债券 ETF 种类从单一到多元化：随着美国 ETF 监管框架逐步完善，2016 年以来，美国的债券 ETF 也进入规模快速攀升的通道，该阶段见证了债券 ETF 从过去由单一的高收益债、投资级债券 ETF 主导的市场，向 Smart Beta 债券 ETF、ESG 债券 ETF 等创新产品百花齐放的市场的过度。

图 5：美国共同基金的资金流入（单位：千亿美元）



资料来源：ICI, 申万宏源研究；数据截至：2023/12/31

图 6：美国债券 ETF 的发展（单位：亿美元）



资料来源：ICI, 申万宏源研究；数据截至：2023/12/31

二、2018.12 -2021：政策利率再创历史新低，固收基金市占率不增反降

2018.12 -2021 期间，美国固定收益类产品经历了从货币政策紧缩到宽松的快速转换。2018 年 12 月最后一次加息至 2.5%，美国经济数据转弱叠加苹果盈利预警，美债利率逐步进入下行通道，2019 年底全球疫情引发经济冲击，2020 年 3 月美联储将联邦基金利率目标区间下调至 0% 至 0.25% 的历史低位，这是自 2008 年全球金融危机以来的又一次相对极端的宽松政策。

在此期间，尽管美国债券利率快速下滑，但固收基金规模占比呈现出“不增反降”的现象，与 2008 年金融危机时期形成鲜明对比，这一点与两阶段市场环境的变化以及投资者心理预期的改变有关。具体而言，2008 年系统性金融危机，风险资产暴跌，投资者有强烈的避险情绪，资金也从股市转移至债市和货基市场；而 2018-2021 年间美国市场环境，局部冲击后政策强力干预，股市整体表现强劲，市场主流的投资观点发生变化，长期低利率的预期降低了市场对于固收产品的配置意愿，同

时由于对政策支持的强烈信心间接增强了其风险偏好，最终使得固收类产品的规模占比不增反降。

不过，值得注意的是，对通胀的担忧以及对未来加息的担忧促使资金转向抗通胀资产以及浮息债券基金，2021 年底通胀挂钩基金规模突破 2000 亿美元创历史新高而浮动利率债券基金则又来到 1007 亿元的小高点。

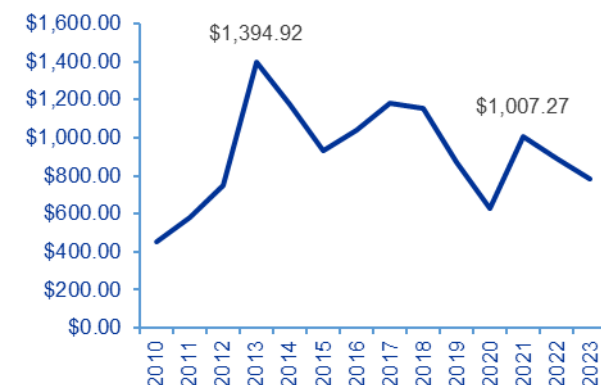
其中，通胀保护类基金是一类主要投资于通胀保值债券（TIPS）的基金，TIPS 的本金和利息支付随通胀率（以消费者价格指数 CPI 衡量）调整，因此可以为投资者提供通胀保护；而浮息债券基金，顾名思义是一类投资于浮息债券的基金，浮息债券的利息支付会随市场利率变化而调整，通常与基准利率（如 LIBOR 或 SOFR）挂钩，并加上固定利差，这种特性使浮息债券在利率上升时表现更好，不过浮息债券多由信用评级较低的企业或金融机构发行，因此大部分具有高收益属性，信用风险较高。

图 7：通胀保护类基金规模（单位：亿美元）



资料来源：ICI, 申万宏源研究；数据截至：2023/12/31

图 8：浮息债券基金规模（单位：亿美元）

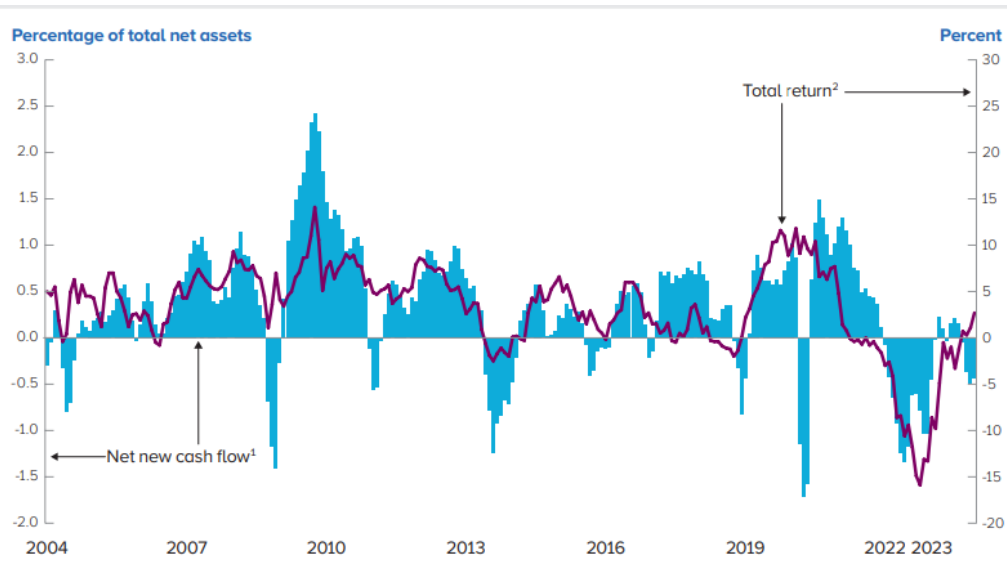


资料来源：ICI, 申万宏源研究；数据截至：2023/12/31

三、2022 年以来，美联储重启加息，固收产品进入调整和转型阶段

2022 年以来，在高通胀和激进加息的环境下，美国固定收益类产品经历了显著调整和转型。2022 年以来，美联储启动 40 年来最陡峭的加息政策，累计加息 500 个基点，10 年期国债收益率突破 5%。该阶段尤其是 2022 年间，美国债基市场收益不佳，也迎来了比较明显的资金流出。

图 9：2022 年美国债券基金经历了 2000 年以来最大的净资金流出



资料来源：ICI，申万宏源研究；数据截至：2023/12/31

2024 年，市场普遍预期美联储将开始降息以应对经济增长和通胀回落，固收基金的吸引力又有所增强，资金流入量创下近年新高，据估测数据年内总资金流入达到 1928 亿美元。

表 1：美国债基市场 2024 年年内资金流变化（单位：亿美元）

月度资金流	投资级	高收益	政府	多元	全球	市政
1/31/2024	107.58	15.55	21.26	66.45	53.39	61.97
2/29/2024	154.81	14.36	29.39	88.33	59.24	29.20
3/31/2024	134.23	7.83	17.93	51.50	29.55	25.14
4/30/2024	76.85	-13.90	-14.53	37.20	2.44	-9.10
5/31/2024	-17.36	22.98	-4.72	41.90	23.63	11.49
6/30/2024	-69.11	-7.54	-4.04	16.87	6.36	-5.10
7/31/2024	2.43	20.68	0.98	44.49	43.08	24.46
8/31/2024	-51.30	-7.34	7.33	59.84	-12.15	42.46
9/30/2024	10.75	5.40	-20.16	83.77	11.70	48.84
10/31/2024	202.75	12.12	-13.05	52.81	30.94	55.85
11/30/2024	37.51	8.12	0.23	43.25	24.92	29.39
12/31/2024	60.82	1.67	-3.10	17.19	9.72	-20.09
累计	649.96	79.93	17.52	603.60	282.82	294.51

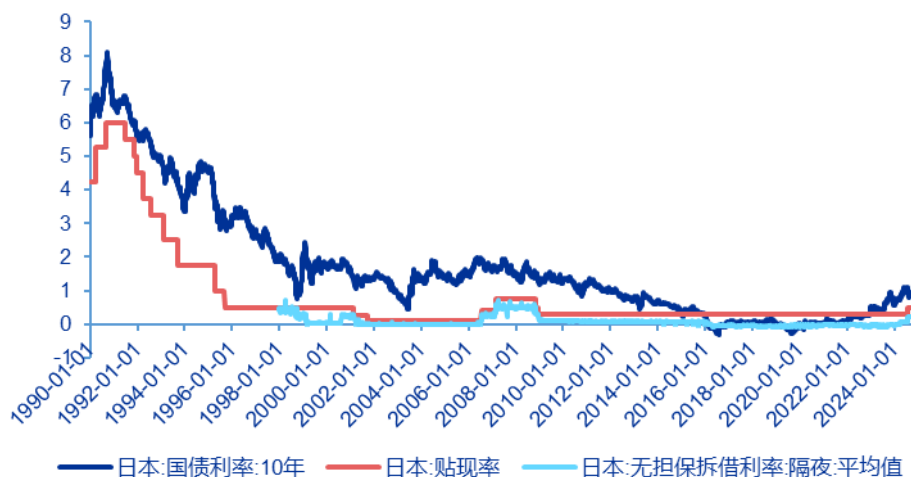
资料来源：ICI，申万宏源研究；数据截至：2024/12/31

2. 日本：一窥负利率环境下的生存智慧

与美国相对短暂的低利率时代相比，日本的低利率时代持续时间更长，日本的低利率时代追溯至 20 世纪 90 年代，经历了从传统降息到零利率政策，再到量化宽松和负利率政策的演变，尽管日本央行采取了较为激进的货币政策，但通缩和经济低迷

的问题仍未完全解决。在“失去的三十年”的漫长岁月里，日本债券基金市场经历了深刻的变革，既孕育出一系列极具本土特色的产品形态与投资策略，也见证了各类创新型产品从问世到辉煌到黯然退场，极具借鉴意义。

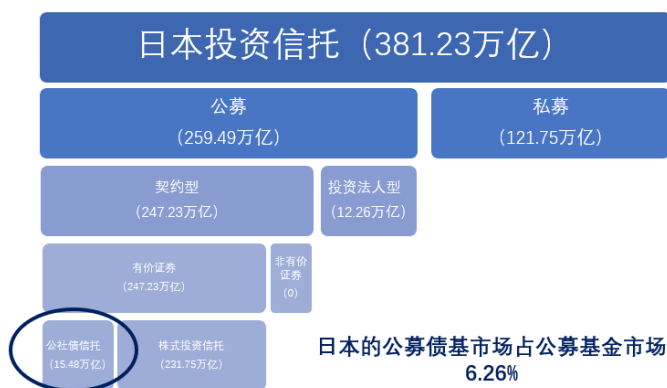
图 10：日本 10 年期国债收益率、贴现率、隔夜拆借利率 (%)



资料来源：wind，申万宏源研究；数据截至：2024/12/31

由于，日本基金的称谓和分类较为复杂，此处我们先对日本的公募基金市场进行分析。日本的投资产品以投资信托的形式存在，既有公募形式亦有私募形式。其中公募投资信托，按照投资形态不同可进一步分为契约型与投资法人型，其中契约型有一类产品专门进行有价证券投资，被称为证券投资型托，类似于我国的公募证券投资基金。按照投资范围的差异，契约型公募信托可进一步分为株式投资信托、公社债投资信托，分别对应股票型基金和债券型基金。按照人民币：日元约为 1：20 进行粗略换算，截至 2025 年 1 月末，日本公募证券投资基金约 12.36 万亿人民币市值，其中债券基金市场仅占 6.26%，约 7742 亿人民币市值。

图 11：日本资管行业的基本格局（货币单位：日元）



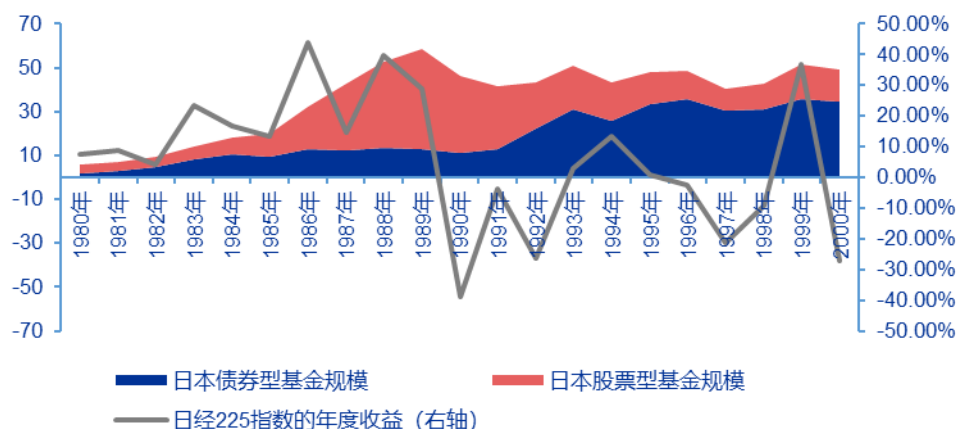
资料来源：日本投资信托协会，申万宏源研究；数据截至：2024/12/31

日本公募债券型基金共 5 种，分别为长期债券型、中期国债型、国内外债券基金、MMF（货币管理基金）、MRF（货币储备基金，用于在证券账户中留存资金的投资），现仅存长期债券型基金和 MRF，各类产品的大致发展历程如下：**中期国债基金**，1980 年推出的产品，主要投资于中期政府债券，后期由于国债收益率的持续降低于 2016 年退出市场；**长债基金**，1976 年推出，曾是日本固定收益类基金中最为重要的一种，主要投资于长期公司债券，由于日本公司债余额的逐渐减少和利率的持续降低，规模逐步减少，当前仅少量产品留存；**国内外债基**，1989 年推出，通过投资海外市场债券为投资者带来相对较高的收益，由于海外投资渠道越发丰富，国内外债基的生存空间受到挤压，该类产品最终于 2013 年退出日本债基市场；**MMF（货币管理基金）**，1992 年推出，主要投资于短期债券、可转让存款和商业票据等货币市场工具，为投资者提供了一种短期资金管理和投资的渠道，受到安然事件的影响规模大幅收缩，受到货币市场利率的影响逐渐没了收益，最终在 2017 年退出市场；**货币储备基金 MRF（货币储备基金）**，1997 年推出，主要投资于短期国债、回购协议和商业票据等低风险资产，并且个人投资者可以通过券商账户方便地购买 MRF，且在购买其他金融资产时，MRF 能够自动赎回，这一过程无需支付任何申赎费用，具有相对更强的便捷性，是当前日本债券基金市场上规模最大的品种。

2.1 利率快速下跌期，债基规模创历史新高

1980 年代日本实施宽松货币政策，导致资金大量流入股市，股价飙升。1989 年末，日本采取高利率政策，股市泡沫破裂，股市崩盘，经济进入严重衰退阶段，企业投资和消费需求大幅下降，物价开始下跌，通缩压力显现。日本央行在 1991 年开始逐步降低利率，到 1995 年将基准利率降至 0.5%，1999 年日本央行首次引入零利率政策，通过央行购买资产投放流动性，将政策利率降至 0 附近。由于国债利率的断崖式下跌（以 10 年国债利率为例，从 1990 年接近 8% 下探至 1998 年不到 1%）以及股市的持续低迷，银行与保险机构疯狂追逐有限的正收益资产，日本债券基金也成香饽饽，在 1996 年底，日本的债券基金规模达到了创纪录的 35.89 万亿日元，此后一直保持在 30 万亿日元的水平，并在 1999 年底恢复到 35 万亿日元的水平。

图 12：1980-2000 年间日本公募证券投资基金的规模变化（单位：万亿日元）

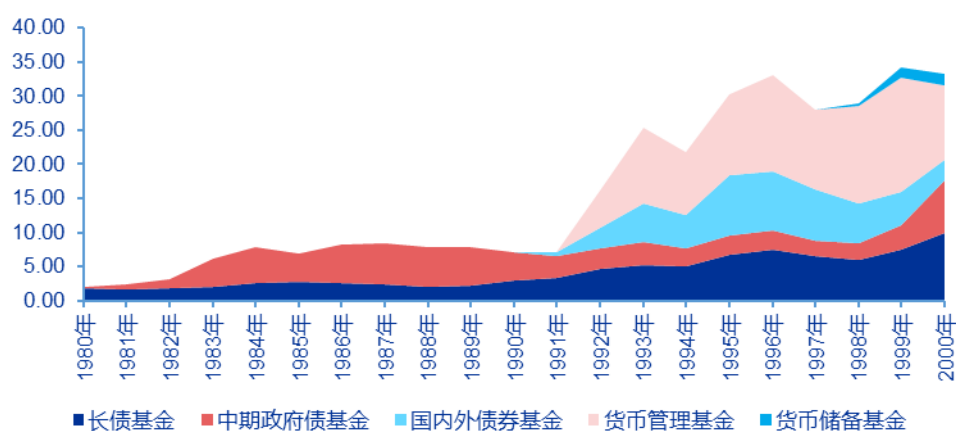


资料来源：日本投资信托协会，wind，申万宏源研究

该阶段主导日本债券型基金市场的产品是问世于 1992 年的货币管理基金，简称 MMF（Money Management Fund）。该产品投资于短期货币市场工具，如商业票据、短期国债、银行存款等，类似于我国的货币基金，具备流动性高、风险低、收益率低的基本特征，比较适合短期资金管理。这类产品快速崛起的逻辑可以类比 08 年金融危机下，美国货币市场基金规模快速上升的状态，由强烈的避险诉求所驱动，1999 年其规模达到峰值，为 16.79 万亿元。

除此之外，可以看到国内外债券基金的规模也有阶段性的上升，这类产品诞生于 1989 年，通过投资海外市场债券为本国利率较低的日本投资者带来了相对较高的收益率，该类产品在 1995 年的规模曾达到 8.81 万亿日元。然而，随着全球化的不断深入和金融市场的日益开放，日本投资者对于海外债券的投资渠道逐渐增多，限制也逐渐放宽，这类产品的吸引力也逐渐降低，最终于 2013 年退出了日本公募证券投资基金市场。

图 13：1980-2000 年间日本各类债券型基金的规模变化（单位：万亿日元）



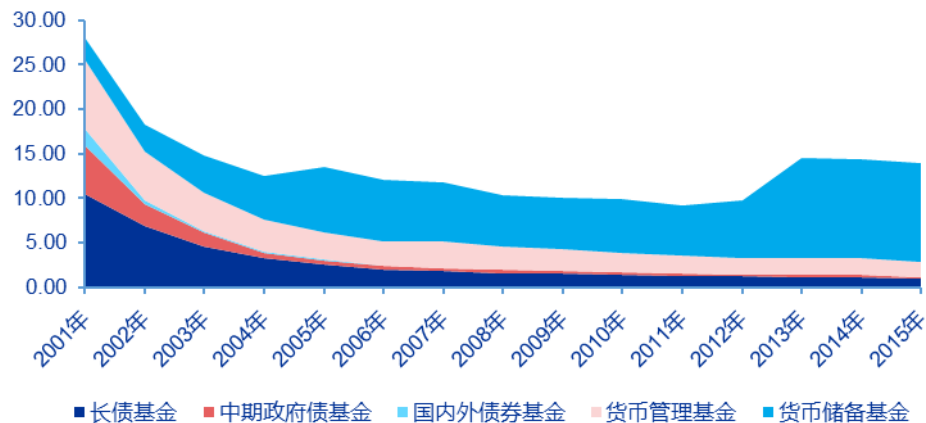
资料来源：日本投资信托协会，申万宏源研究

2.2 漫长的零利率时代见证了各类债基的规模缩减乃至消亡

自 1999 年日本央行首次引入零利率政策起，期间虽有反复，但安然事件、全球金融危机、东日本大地震、福岛核事故的接踵而至，使得日本依旧无法摆脱通缩和经济低迷的问题，零利率时代一直维持至 2016 年日本央行引入负利率政策，日本迈入负利率时代。

漫长的零利率时代见证了日本各类债券型基金的规模缩减乃至消亡。其中，安然事件无疑是日本金融市场发展史上的一个重要转折点。辉煌一时的 MMF，有部分产品通过投资海外资产（包括美国商业票据）追求更高收益，因此间接持有了安然的商业票据。安然事件的爆发引发投资者对 MMF 安全性的担忧，最终导致 MMF 在遭遇了巨额赎回，其投资诉求逐渐由功能相似但投资更加透明、风险更低的且交易成本更低的货币储备基金 MRF 所承接。昔日第二大规模的长债基金，市值从 2000 年底的 9.93 万亿下滑至 2015 年底的 0.98 万亿，而国内外债券基金的生命周期仅持续了 24 年便于 2013 年落幕，中期政府债基金于 2016 年退出市场。

图 14：2001-2015 年间日本各类债券型基金的规模变化（单位：万亿日元）



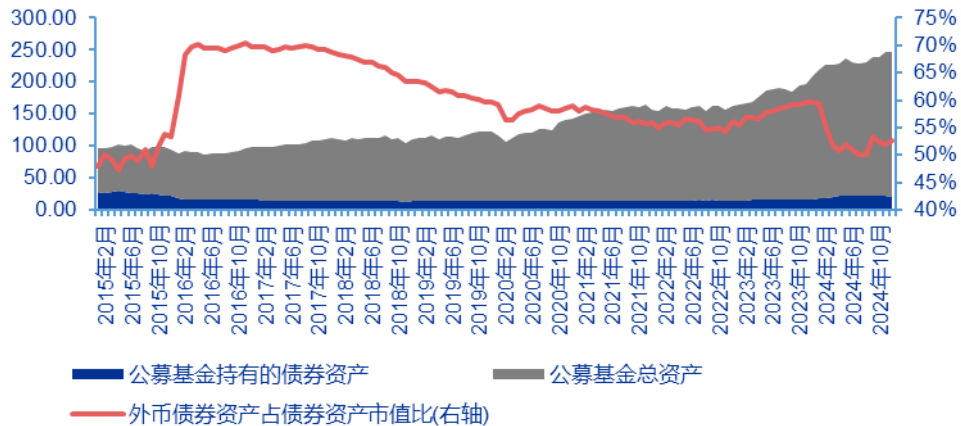
资料来源：日本投资信托协会，申万宏源研究

2.3 负利率时代下的海外配置大迁徙和债基定位的工具化

2016 年，日本央行引入负利率政策，将金融机构存放在央行的部分准备金利率降至 -0.1%，并于同年引入 YCC 政策，将 10 年期国债收益率目标设定在 0% 左右，YCC 政策导致国债市场流动性下降，收益率曲线人为压低。尽管实施了大规模宽松政策，日本央行 2% 的通胀目标始终未能持续实现，不过日经 225 指数在 QQE 推动下显著上涨，企业盈利改善。

海外配置大迁徙：该阶段日本公募债券基金仅存少量的长期债券基金和 MRF，所持债券资产中长期有 50% 及以上是外币债券，2016 年以来该比例快速上升，曾在 2016 年 5 月突破 70% 后续又维持在 55% 左右。

图 15：2015 年以来外币债券资产占比常年维持 50%以上（单位：万亿日元）



资料来源：日本投资信托协会，申万宏源研究；数据截至：2025/1/31

交易活跃的 MRF 担任短期资金中转站的角色：当前日本交易最活跃的公募债券基金品种为 MRF，该产品主要投资于短期国债、回购协议和商业票据等低风险资产，为投资者提供了一种相对安全的投资选择。MRF 的投资标的经过严格的评级和期限限制，确保了投资组合的安全性和流动性，使其主要面向对风险敏感的个人投资者。个人投资者可以通过券商账户方便地购买 MRF，且在购买其他金融资产时，MRF 能够自动赎回，这一过程无需支付任何申赎费用，极大地提升了投资的便捷性。

3. 低利率与债基市场的消亡并无直接因果

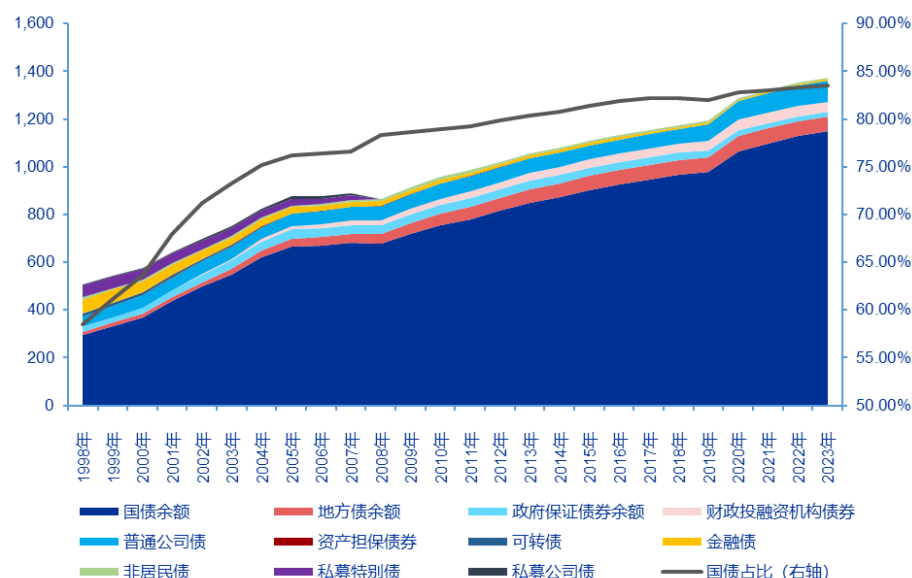
同样经历了较长时间的低利率时代，日本债券基金近乎消亡而美国债券基金市场仍生机盎然，其背后的原因值得我们深入探讨。综合来看，两国的市场深度、政策环境和经济环境等起到了重要作用。美国债券基金市场的成功在于其多元化、创新性和市场化，而日本债券基金市场的困境则反映了其经济结构、文化偏好和政策限制的深层次问题。

3.1 市场深度与产品密度

美国债券市场是全球最复杂多元的市场之一，涵盖国债、公司债、市政债、抵押贷款支持证券（MBS）等多种产品，在低利率时代，高收益债基成为规模增长的主力军，投资级债券基金亦是美国债基市场的基石，政府债基金和市政债基金都是比较小的组成部分。反观日本，其债券市场以国债为主，1998 年以来，日本的国债占比逐步增加，当前国债余额占日本债券市场余额超过 80%，且依然有向上增长的趋势，公司债和其他债券品种较少，有限的市场深度使得本土产品的发展比较有限，产品密度较高。

不过，日本债券市场相对单一的格局与国家文化、企业文化、市场体量，包括经济环境等因素都有关系。以高收益债为例，一方面，企业倾向于通过银行贷款融资，而非发行公司债或高收益债，同时日本投资者普遍厌恶风险，企业也倾向于维持高信用评级，导致高收益债市场发展受限，另一方面即使存在少量高收益债，市场流动性也较差，难以支撑大规模的债券基金。

图 16：1998 年来日本债券市场余额（单位：万亿日元）

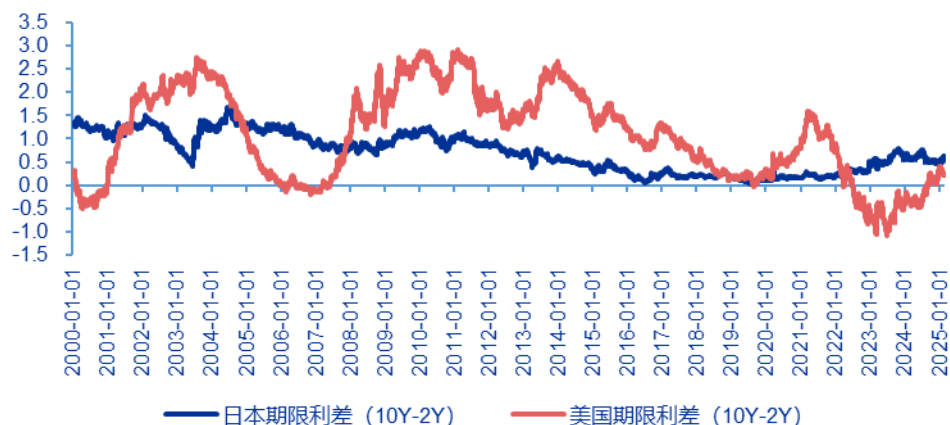


资料来源：日本投资信托协会，申万宏源研究；数据截至：2025/1/31

3.2 政策背景与策略空间

尽管长期低利率，但美联储的货币政策调整（如加息、降息）仍会带来利率波动，而且美国国债收益率曲线在某些时期会变得陡峭，为债券基金提供期限套利机会，因此常规的骑乘策略、波段策略依然能在低利率时代有效运行。反观日本，央行通过量化宽松（QQE）和收益率曲线控制（YCC）等政策对债券市场进行干预，最终导致国债收益率极低甚至为负同时日本国债收益率曲线长期扁平，压缩了债券基金的运作空间。从数据上看，两国 2000 年以来的期限利差走势差异很大，美国的起伏较大而日本的则越发平缓且稳定在较低的水平，尤其是 2016 年日本引入 YCC 政策后大幅压缩了国债的期限利差。

图 17: 美国与日本的国债期限利差对比 (单位: %)



资料来源: wind, 申万宏源研究; 数据截至: 2025/2/25

3.3 经济环境与创新宽度

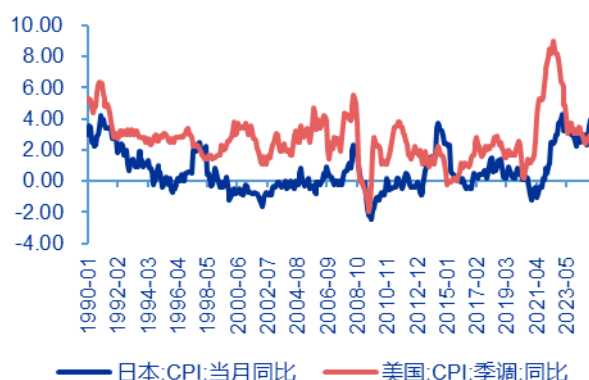
从经济环节上看，美国经济长期保持增长，企业盈利能力和偿债能力较强，支持了高收益债等品种的发展，同时部分时间内美国较高的通胀预期，为债券基金提供了对冲通胀的机会，间接支撑了高收益债基、通胀保护基金等另类基金的发展与繁荣。

图 18: 1990 年以来美国与日本的 GDP 增速同比



资料来源: wind, 申万宏源研究; 数据截至: 2024/12/31; 单位: %

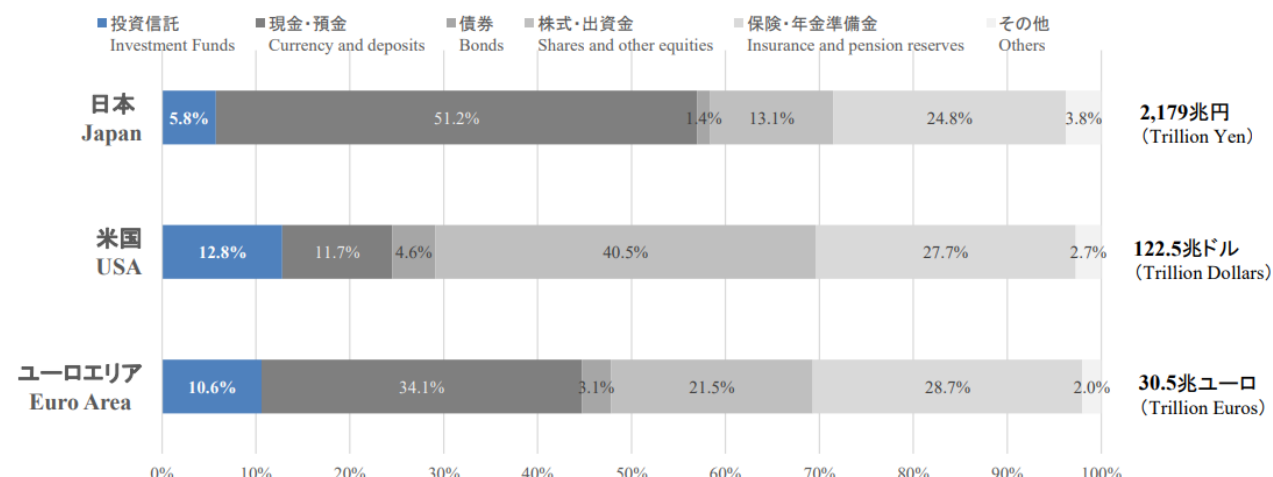
图 19: 1990 年以来美国与日本的 CPI 当月同比



资料来源: wind, 申万宏源研究; 数据截至: 2025/1/31; 单位: %

反观日本，其经济长期处于低增长和通缩状态，企业盈利能力较弱，高收益债市场难以发展，不仅如此日本的通缩预期又进一步抑制了投资者对于债券基金的需求，因为投资者更倾向于持有现金而非债券。从美国、日本及欧元地区的个人投资者的资产配置情况看，日本国民的金融资产中现金和存款的占比达到 51.2%，而这一数据在美国仅 11.7%，由此可见日本国民的风险偏好比较低。

图 20：美国、日本及欧元地区的个人投资者的资产配置情况



资料来源：Bank of Japan Japan: End of September 2024 USA, Euro Area: End of March 20

4. 低利率时代下大固收板块的破局方案

4.1 阶梯式投资法：大和日本政府债券

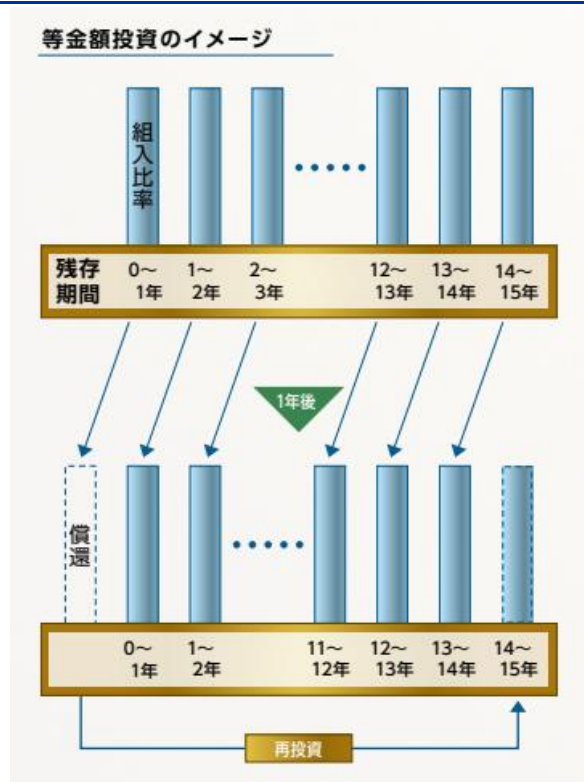
大和日本政府债券成立于 2006 年，主要投资于剩余期限不超过 15 年的日本政府债券，并采用阶梯式的投资方法，尽可能等比例投资于剩余期限不同的日本政府债券，每当持有债券到期时，赎回资金将再投资于长期债券。

表 2：大和日本政府债券所持各类债券的占比

剩余期限	投资占比	剩余期限	投资占比
0~1 年	6.60%	8~9 年	6.60%
1~2 年	6.60%	9~10 年	6.60%
2~3 年	6.60%	10~11 年	6.60%
3~4 年	6.60%	11~12 年	6.50%
4~5 年	6.50%	12~13 年	6.60%
5~6 年	6.60%	13~14 年	6.60%
6~7 年	6.60%	14~15 年	6.60%
7~8 年	6.60%	15 年以上	-

资料来源：大和证券官网，申万宏源研究；数据截至：2025/1/31

图 21：大和日本政府债券（每月分配型）的投资方案



资料来源：大和证券官网，申万宏源研究

基金采用月度分红形式进行定期的现金流给付。不过，这种现金流的给付本质上是从基金的净资产中扣除，包括了资产增值和票息的部分。

图 22：大和日本政府债券（每月分配型）的收益分配逻辑

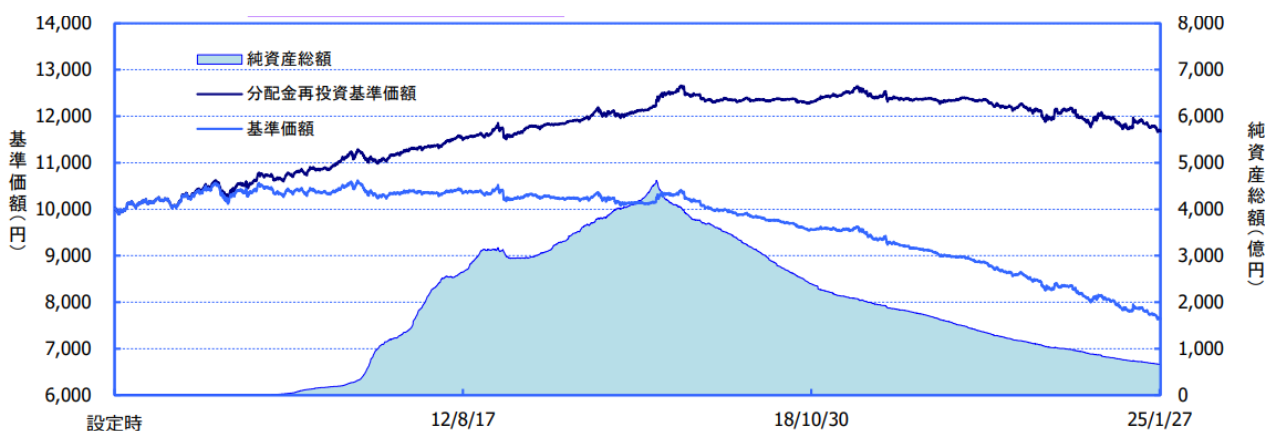


资料来源：大和证券官网，申万宏源研究

这类产品的投资逻辑看似简单，宛如“躺平式”投资方案，实际上是日本特殊的债券市场环境下的产物。日本出现阶梯式投资的国债基金，主要是为了应对其长期低利率环境、经济不确定性和投资者的风险厌恶需求。这种投资策略通过分散债券的到期期限，平衡收益与风险，提供稳定的现金流和较低的投资波动性，特别适合日本的经济和金融市场环境。自 2006 年 6 月 12 日成立以来，该基金规模逐步增长，在 17

年-18 年间受到投资者的高度青睐,届时规模接近 5000 亿日元,后续规模虽慢慢下滑,但截至 2025/1/31,该产品仍有 658 亿日元的总资产规模。

图 23: 大和日本政府债券 (每月分配型) 的业绩走势及规模变化

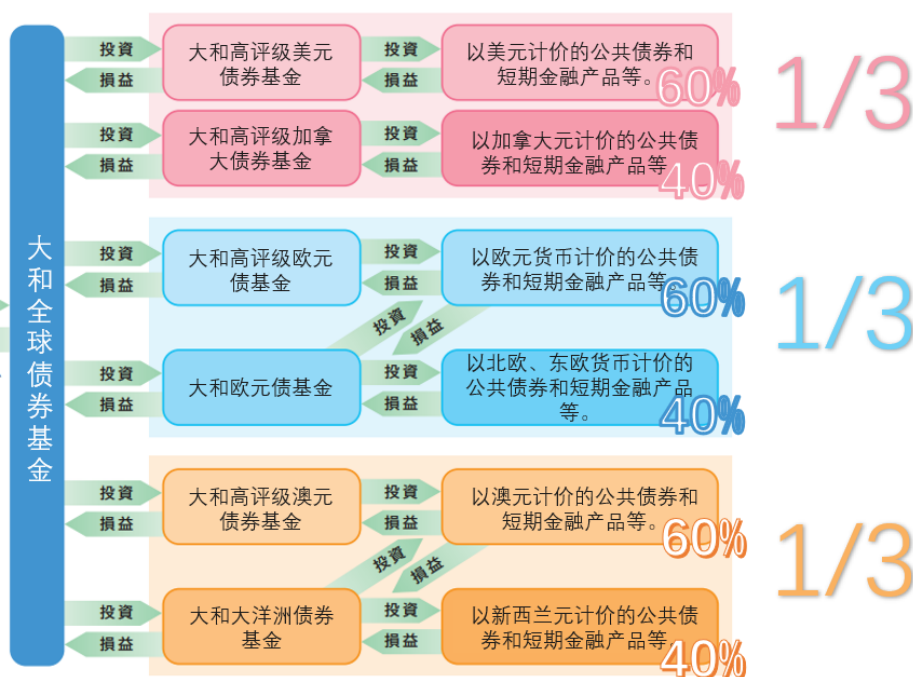


资料来源：大和证券官网，申万宏源研究；数据区间：2006/6/12 - 2025/1/30

4.2 出海寻求资产替代：大和全球债券

大和全球债券成立于 2003/10/23, 主要投资于其他发达国家的投资级公司债和国债, 通过对美国、欧洲和大洋洲这三个货币区的投资实现货币多元化, 并在每个货币区, 以 60/40 的比例分配。该基金以 FOF 的形式进行管理, 每个子领域都由大和证券的某只基金所替代。

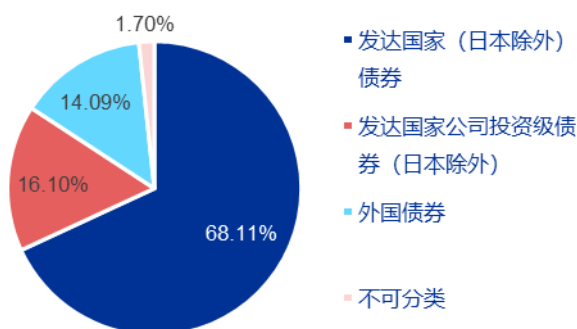
图 24: 大和全球债券 (每月分配型) 的投资方案



资料来源：大和证券官网，申万宏源研究；数据截至：2025/1/30

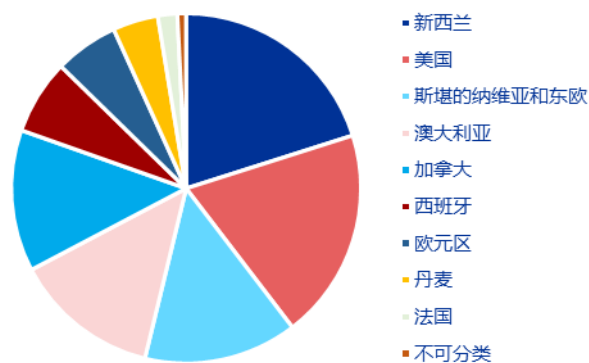
从当前的投资分布上看，发达国家政府债占比达到 68.11%，其次是发达国家的投资级公司债占比达到 16.10%，投资地区以新西兰、美国等国家为主。

图 25：大和全球债券的券种投资分布



资料来源：大和证券官网，申万宏源研究；数据截至：2024/9/30

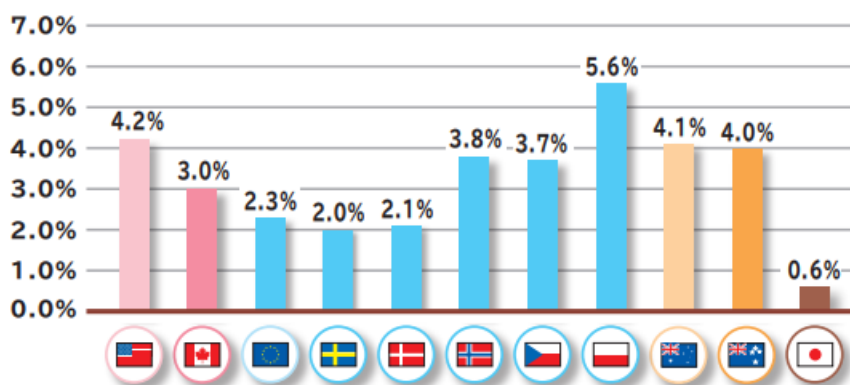
图 26：大和全球债券的地区投资分布



资料来源：大和证券官网，申万宏源研究；数据截至：2024/9/30

在日本债券收益率全面走低的时代，出海投资的确是合理的追求更高投资收益的方式。除了在投资地区上进行分散外，大和全球债券基金的子基金也被要求主要投资于评级高于 AA 级的债券为产品提供较高的信用评级保证，符合日本国民追求本金安全性的投资诉求。

图 27：部分发达国家的 5 年期国债到期收益率与日本的对比



资料来源：大和证券官网，申万宏源研究；数据截至：2024/10

基金成立后迅速获得了市场的认可，2000 年代规模曾突破 15000 亿日元，后续随着投资者投资海外债券的工具增多，规模也有所下滑，不过截至 2025/1/31，该产品的规模仍有 793 亿日元。

图 28：大和全球债券（每月分配型）的业绩走势及规模变化

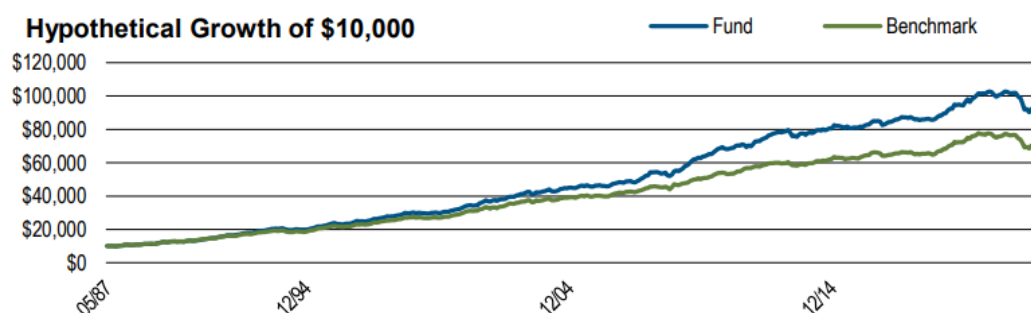


资料来源：大和证券官网，申万宏源研究；数据区间：2003/10/23 - 2025/1/30

4.3 信用利差的获利空间：超三千亿美元市值的核心+策略

目前，美国核心+策略债券基金（Core Plus Bond Fund）的总规模约有 3779.84 亿美元。其中，PIMCO Total Return Fund 是该策略的代表产品，成立于 1987 年，有超过 30 年的投资历史，当前规模为 458.19 亿元，是美国债基规模最大的产品之一。截至 2024/12/31，该产品的年化投资收益为 6.66%，历经多轮经济周期的检验，其业绩表现依然令人满意。

图 29：PIMCO Total Return Fund 的投资业绩



资料来源：PIMCO 官网，申万宏源研究；数据截至：2025/1/31

投资策略上，该基金以投资级债券打底，并额外配置了垃圾债、新兴市场债、衍生品、现金等价物以及基金。衍生品投资主要涉及债券期货、远期利率协议、期权等，垃圾债主要为部分企业债。

表 3：PIMCO Total Return Fund 的投资情况

投资板块	占比
US Government - Treasury	44.40%
US Government - Agency	0

Swaps and Liquid Rates	-15.80%
Securitized	67.90%
Invest. Grade Credit	20.80%
High Yield Credit	0.50%
Non-USD Developed	6.00%
Emerging Markets	6.00%
Municipal	0.60%
Other	1.10%
Net Other Short Duration Instruments	-31.60%

资料来源：Pimco 官网，申万宏源研究；数据截至：2024/12/31

最新投资观点：PIMCO 是一家以主动管理债券基金著称的资管公司，在管理 PIMCO Total Return Fund 的时候也可以体现出主动管理的操作思路。当前，美国降息的市场预期较高，PIMCO Total Return Fund 也随之拉高了产品的久期（当前久期 6.69 年），以捕获利率下行周期的资本利得。由于特朗普上任后可能会带来一些不确定性的风险，因此未来基金继续在美国以外寻找机会，并长期投资于澳大利亚和英国市场，同时降低对投资级公司债的配置，更多投资于高质量的证券化资产，例如美国非机构住宅 MBS 和 AAA 级 CLO 部分；此外，基金也会关注 TIPS 类资产的运用，保持多头以对冲通胀超调的可能性。

4.4 类固收产品的全新创作：J-REITs

2001 年 J-REITs（日本不动产投资信托）问世，旨在通过资产证券化的方式处置不良资产并复苏房地产市场。J-REITs 的正式名称为“特定目的公司法”，其目的是通过资产证券化的方法来处置抵押资产或担保债券，帮助企业盘活资产，增强流动性。自问世以来，J-REITs 的资产规模不断扩张，尽管在次贷危机期间规模有所回落，其 2012 年开始又重启涨势，当前规模约 15 万亿日元。

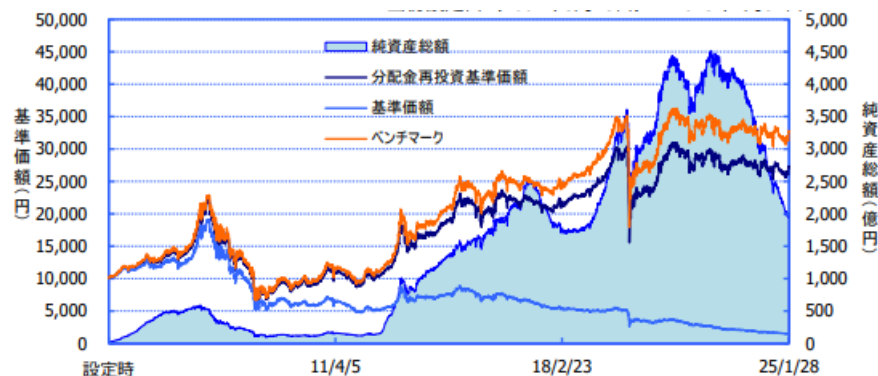
图 30：日本 J-REITs 的发展情况



资料来源：日本不动产证券化协会，申万宏源研究；数据截至：2025/1/31

以大和 J-REIT 为例，该产品成立于 2004/05/18，成立之初的 2000 年代曾有受到市场的关注后续规模慢慢下滑，历经几轮规模起落，巅峰时期市值曾达到 4500 亿日元的高点，当前总资产 2008 亿日元。

图 31：大和 J-REIT 的业绩走势及规模变化

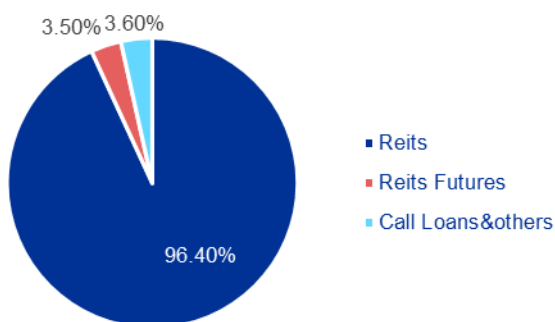


资料来源：大和证券官网，申万宏源研究；数据区间：2004/5/18 - 2025/1/30

该产品的产品形式类似于 FOF 且是一只指数型基金，主要投资于日本的 REITs（房地产投资信托基金），从而达到追踪东京证券交易所 REIT 指数的投资效果。虽然类似于 FOF，但是在日本这种管理方式被称为家族型基金（Family Fund），与 FOF 共同构成两类特殊的投资形态。“家族基金”是指将多个“子基金”（baby fund）资产汇集成“母基金”（mother fund）进行运作的制度，汇集后的资金最终由“母基金”实际对外投资。原则上“子基金”与“母基金”由同一家管理公司设立，母基金层面不能二次收取管理费用。

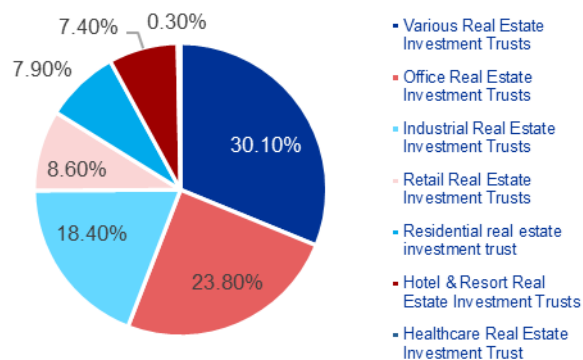
大和 J-REIT 当前主要投资的 reits 种类包括 Various Real Estate Investment Trusts、Industrial Real Estate Investment Trusts、Hotel & Resort Real Estate Investment Trusts、Office Real Estate Investment Trusts 等。为了投资效率，有的时候基金也会投资于相关的 reits 期货。

图 32：大和 J-REIT 的资产分布



资料来源：大和证券官网，申万宏源研究；数据截至：2025/1/31

图 33：大和 J-REIT 持有的 reits 类型分布



资料来源：大和证券官网，申万宏源研究；数据截至：2025/1/31

表 4: 大和 J-REIT 的前十大持仓明细

序号	名称	分类	占比
1	Japan Building Fund	Office Real Estate Investment Trusts	7.30%
2	Real estate	Office Real Estate Investment Trusts	5.70%
3	Japan City Fund Investment Corporation	Retail Real Estate Investment Trusts	4.70%
4	Nomura Real Estate Master F	Various Real Estate Investment Trusts	4.50%
5	GLP Investment Corporation	Industrial Real Estate Investment Trusts	4.30%
6	KDX Real Estate Investment Corporation	Various Real Estate Investment Trusts	4.10%
7	Japan Prologisrito	Industrial Real Estate Investment Trusts	4.10%
8	Invincible Investment Corporation	Hotel & Resort Real Estate Investment Trusts	3.50%
9	Daiwa House REIT Investment Corporation	Various Real Estate Investment Trusts	3.50%
10	TREIT Futures 0612	---	3.40%

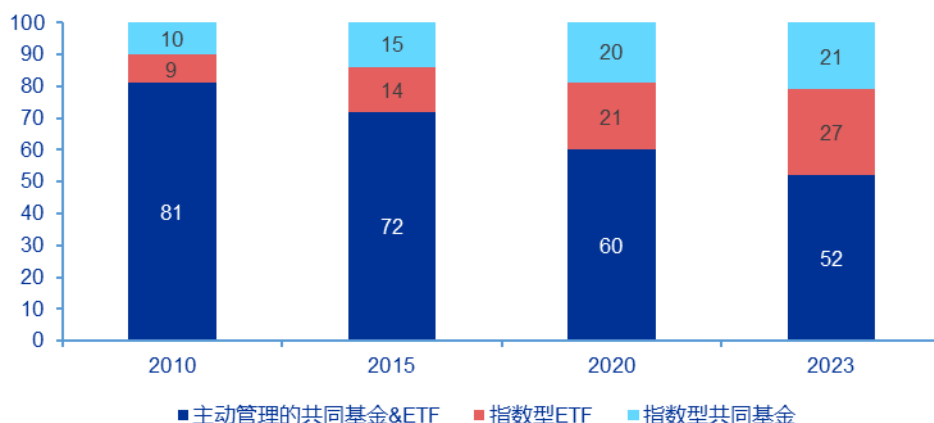
资料来源：大和证券官网，申万宏源研究；数据截至：2025/1/31

4.5 产品定位的革新：指数化与工具化（TIPS、通胀保护、资金中转站）

一、指数化投资：让利于民

过去二十年中，美国的指数基金的运营和普及无疑是非常成功的。指数型共同基金于 1970 年代首次推出，随后在 1990 年代推出指数 ETF。截至 2023 年底，这两类指数基金的总净资产已增长至 13.3 万亿美元，指数基金资产在美国基金市场的占比也越来越高。截至 2023 年底，指数共同基金和指数 ETF 合计占长期基金资产的 48%，显著高于 2010 年底的 19%。

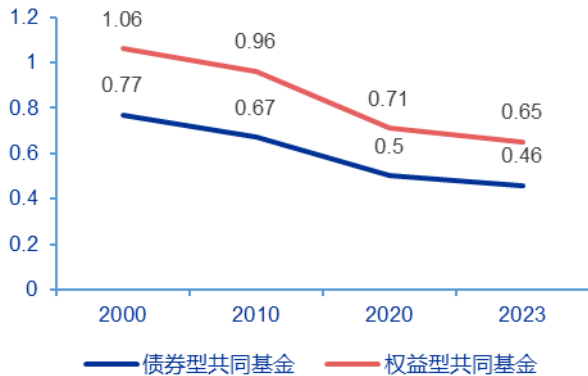
图 34: 2010 年以来美国主被动管理型基金的规模占比变化



资料来源：ICI，申万宏源研究；数据截至：2023/12/31

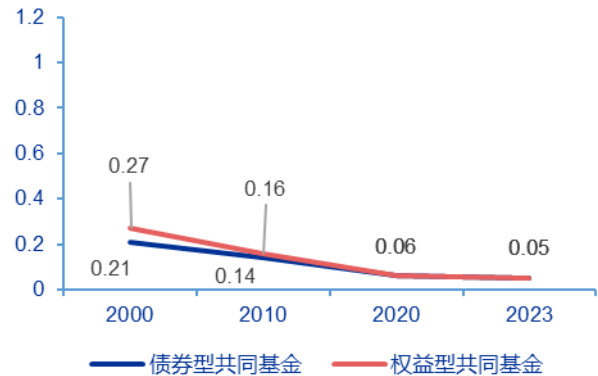
指数型基金市占率的提高进一步推动了共同基金费用比率的下降。此外，由于共同基金和 ETF 也在持续争夺市场份额，低费率的 ETF（尤其是指数 ETF）的增长为美国共同基金费用率下降起到重要的推动作用。

图 35：美国主动管理型共同基金的管理费率（%）



资料来源:ICI, 申万宏源研究;数据截至:2023/12/31

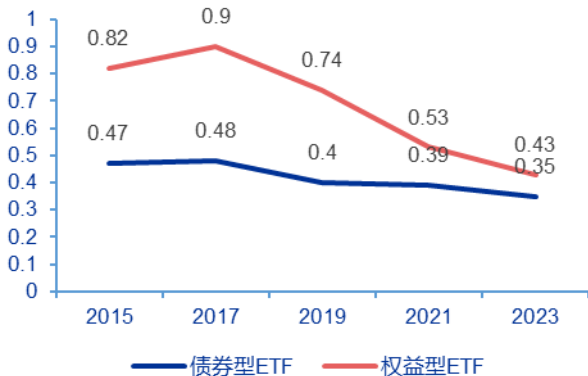
图 36：美国指数共同基金的管理费率（%）



资料来源:ICI, 申万宏源研究;数据截至:2023/12/31

指数基金和主动管理型共同基金的平均费用率呈下降趋势，也从侧面反映了投资者越来越偏好低费率基金的投资特征。从统计资料上看，美国投资者对指数共同基金的需求不成比例地集中在成本最低的基金中。截至 2023 年底，费用率处于最低四分位数的指数股票共同基金持有指数股票共同基金净资产的 86%。不过，这种现象并非指数共同基金所独有，成本最低的主动管理共同基金的资产比例也很高（72%）。

图 37：美国主动管理型 ETF 的管理费率（%）



资料来源:ICI, 申万宏源研究;数据截至:2023/12/31

图 38：美国指数 ETF 的管理费率（%）



资料来源:ICI, 申万宏源研究;数据截至:2023/12/31

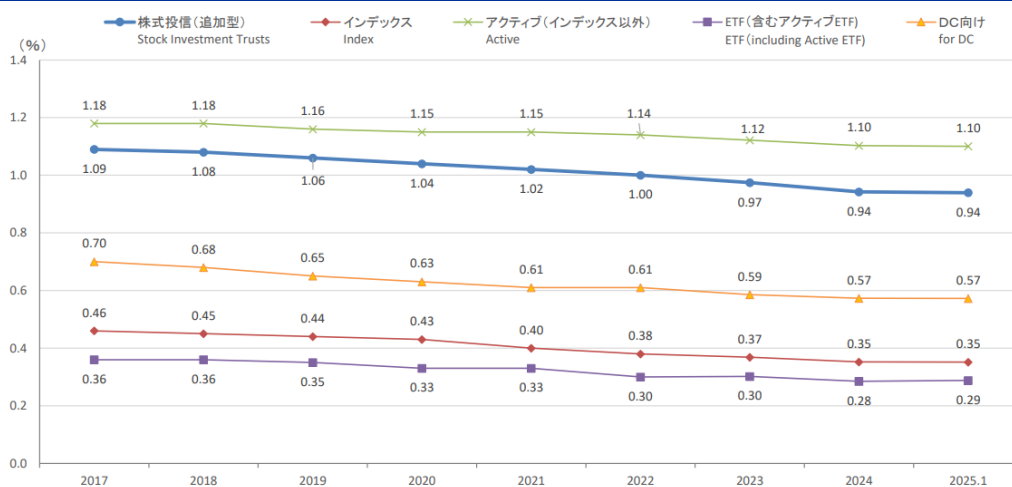
相似的情况在日本公募基金市场也可以见到，比如指数型股票基金的市占率从 2015 年的 11.9%增长到 2025 年 1 月份的 36.2%，同时公募基金也有明显的降费趋势。

图 39：日本股票指数基金 VS 主动股票基金的规模



资料来源：日本投资信托协会，申万宏源研究；注：不含 ETF

图 40：日本股票基金的管理费



资料来源：日本投资信托协会，申万宏源研究

二、TIPS 和通胀保护债券基金

为应对通胀风险，美国财政部于 1997 年首次发行通胀保值债券（TIPS），TIPS 的本金和利息支付随通胀率(以消费者价格指数 CPI 衡量)调整，为投资者提供通胀保护。随着 TIPS 市场的逐步成熟，基金公司开始推出 TIPS 基金，为投资者提供便捷的投资工具。一些大型基金公司（如 Invesco、Pimco、Vanguard、Fidelity）率先推出 TIPS 基金，吸引机构和个人投资者。2008 年全球金融危机后，投资者对安全资产的需求增加，

TIPS 基金因其通胀保护特性受到青睐。TIPS 基金包括主动管理型和指数型，TIPS-ETF 因其低费用和高流动性受到投资者欢迎。

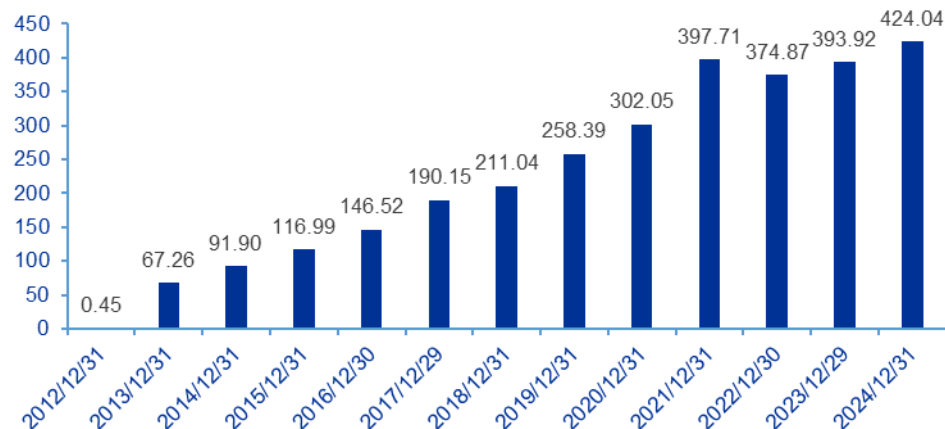
表 5：美国成立最早的和当前规模最大的 10 只 TIPS 和通胀保护债券基金

成立最早的 10 只基金			
代码	名称	成立日	最新规模（亿美元）
SHTIX US Equity	INVESTCO SHRT DUR INFL PR-A2	1987/12/15	3.74
LSGSX US Equity	LOOMIS SAY INFL PR SEC-INST	1991/5/20	1.01
PRRIX US Equity	PIMCO REAL RETURN FUND-INST	1997/1/29	74.05
ACITX US Equity	AMER CENT INFL-ADJ BND-INV	1997/2/10	23.49
VIPSX US Equity	VANGUARD INFL PROCT SEC-INV	2000/6/29	261.68
WAIIX US Equity	WESTERN ASSET INF IN PL BD-I	2001/3/1	0.48
PRAIX US Equity	PIMCO LNG-TRM RL RTRN-INST	2001/11/12	3.89
TCILX US Equity	NUVEEN INFL LINKD BOND FND-A	2002/10/1	29.36
PRIPX US Equity	T ROWE PR INFL PROT BND-INV	2002/10/31	4.60
HIPAX US Equity	HARTFORD INFLATION PLUS-A	2002/10/31	3.12
当前规模最大的 10 只基金			
代码	名称	成立日	最新规模（亿美元）
VTAPX US Equity	VANGUARD S/T INFL PROT-ADM	2012/10/16	425.89
VIPSX US Equity	VANGUARD INFL PROCT SEC-INV	2000/6/29	261.68
BFIAX US Equity	AMERICAN FNDS INFL LNK-A	2012/12/14	137.31
FSTDY US Equity	FIDELITY SER 5+Y INFL-PR	2021/8/6	109.74
FSPWX US Equity	FIDELITY SAI INFL-PR BD INDX	2024/8/16	103.93
FSTZX US Equity	FIDELITY SER 0-5Y INFL-PR	2021/8/6	91.17
FIPDX US Equity	FIDELITY INFL PROT BD-INS PR	2012/5/16	90.67
TRBFX US Equity	T ROWE PR LTD DUR INFL-INV	2006/9/29	82.69
PRRIX US Equity	PIMCO REAL RETURN FUND-INST	1997/1/29	74.05
DIPSX US Equity	DFA INFLATION PROTECT SEC	2006/9/18	50.81

资料来源：Bloomberg,申万宏源研究；数据截至：2025/1/31

当前，美国规模最大的一只 TIPS 类债券基金为 Vanguard Short-Term Inflation-Protected Securities ETF，成立于 2012 年，主要追踪 Bloomberg U.S. Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) 0-5 Year Index 的走势。该指数是一个市值加权指数，包含美国财政部发行的所有剩余期限少于 5 年通胀保护型债券。由于基金本身投资于中短久期的债券，因此面临的利率风险也较低。主要对标的客群是一些担心通胀飙升以及加息可能性会拖累长期国债价值的投资者。自产品成立以来，基金规模增长相对平稳，且与通胀预期、债券市场收益等指标有一定关联，比如 2018、2022 年都曾出现小幅的规模下滑，截至 25/1，基金的规模为 425.89 亿美元。

图 41: Vanguard Short-Term Inflation-Protected Securities ETF 的规模

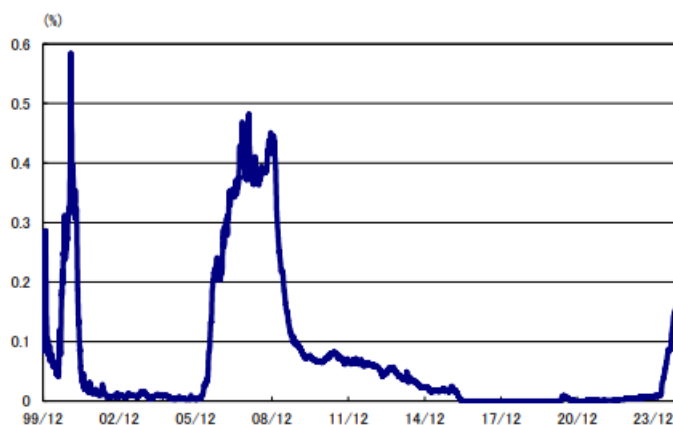


资料来源: bloomberg, 申万宏源研究; 数据截至: 2024/12/31; 单位: 亿美元

三、现金管理工具+资金中转站

当前日本交易最活跃的公募债券基金品种 MRF 便是工具化逻辑下的产物之一: 以野村 MRF 为例, 该产品通过投资短期的金融资产比如隔夜拆借存款、CP 等实现正收益, 截至 2025/2/25 日, 过去七日的滚动年化收益为 0.278%, 长期看堪堪维持正收益但胜在安全性高且工具性强。

图 42: 野村 MRF 过去七日年化收益展示



资料来源: 野村证券官网, 申万宏源研究; 数据截至: 2025/1/31

表 6: 野村 MRF 的投资组合

债券	
一年以内的债券	0.80%
超过一年的债券	0
短期金融资产	
CP	59.10%
CD	0.00%
货期贷款	0.80%
隔夜拆解贷款	39.90%

现金

1.2%

资料来源：野村证券官网，申万宏源研究；数据截至：2025/1/31

4.6 精准定位目标客群：每月分红型基金

日本每月分红型产品的发展历程与日本的经济环境、投资者需求以及金融市场创新密切相关。这类产品旨在通过分红为投资者提供稳定的现金流，曾在老年人群体当中备受追捧。据现有数据看，该类产品在 2011 年占日本公募基金市场的比例曾高达 54.32%。由于后续日本金融厅的监管趋严、日本 ETF 的兴起对每月分红型产品形成挤压等多方面因素，每月分红型基金规模自 2012 年以来逐渐下降。当前，这类产品规模为 22.25 万亿日元，占公募基金比重约 9%。

图 43：2010 年以来每月分红型基金产品的规模（万亿日元）



资料来源：日本投资业协会，申万宏源研究；数据截至：2024/12/31

5. 风险提示及声明

本报告对于基金产品、指数的研究分析均基于历史公开信息，可能受指数样本股的变化而产生一定的分析偏差；此外，基金管理人的历史业绩与表现不代表未来；指数未来表现受宏观环境、市场波动、风格转换等多重因素影响，存在一定波动风险。

本报告仅对基金历史业绩进行分析，不代表对基金未来资产配置情况的预测；本报告不涉及证券投资基金评价业务，不涉及对基金产品的推荐，亦不涉及对任何指数样本股的推荐；投资者阅读本报告时，应结合自身风险偏好及风险承受能力，充分理解指数编制规则、样本股变化、历史表现等综合因素可能对指数走势、基金产品业绩产生的影响；本报告内容仅供参考，投资者需特别关注指数编制公司、基金公司等官方披露的信息。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。