

相关研究

《中东：“油库”中的机遇——新兴经济研究系列之七》2024.01.19

《“印度制造”：前景如何？——印度经济结构篇》2024.01.12

《低利率环境：哪些企业盈利更稳定？》2024.01.06

低利率环境：配置什么资产？ ——低利率下的资产配置系列一

投资要点：

- 低利率环境会对资产配置带来不少新的挑战，因为整体资产的实际收益率下降。同时，低利率意味着流动性供给相对需求更为充裕，经常会出现“资产荒”的情况。海外不少发达经济体都经历过长期的低利率环境。
- 我们团队推出系列报告，分析低利率环境下的大类资产配置。作为系列的开篇，本文回顾海外经验，重点分析美、日、欧在低利率周期中大类资产的收益变化，寻找有超额表现的大类资产。不过我们也要强调，我国经济增长潜力巨大，稳中向好的基本面不会发生改变，在思考大类资产表现的时候，我们不能简单与海外经验进行对比，必须考虑我国自身的特殊优势和特殊情况。
- 风险提示：对数据、政策理解不到位

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:应镓娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@haitong.com

证书:S0850521080001

联系人:贺媛

Tel:(021)23185639

Email:hy15210@haitong.com

目 录

1. 美欧日的低利率时代.....	4
2. 低利率下：资产表现如何？	7
3. 哪些资产：表现更优？	11
4. 哪些行业：防御属性更强？	14

图目录

图 1	日本央行政策利率和 10 年期国债利率走势 (%)	4
图 2	90 年代后, 日本经济增长和 CPI 同比中枢换挡 (%)	5
图 3	1990 年以后, 日本潜在经济增速持续回落并维持低位 (%)	5
图 4	欧元区基准利率与长短端公债收益率 (%)	6
图 5	2008 年以后, 欧元区自然利率出现较快回落 (LW 方法估计, %)	6
图 6	1929 年以后, 美国进入一轮利率下行周期 (%)	7
图 7	30 年代, 美国经济和通胀两度陷入负增长 (%)	7
图 8	日本长端和短端国债利率走势 (%)	8
图 9	日本政府债全价指数及对应年涨幅 (1986 年=100)	8
图 10	长端和短端欧元区和法国国债收益率 (%)	8
图 11	德国 REXP 债券全价指数及同比 (%)	8
图 12	东证 Topix 指数 (含股息)、日经 225 指数 (1984 年 12 月=100)	9
图 13	德法意大利主要股指 (2004 年=100)	9
图 14	欧元区 STOXX 全收益和净收益指数	9
图 15	利率下行周期中, 美国股市遭遇两轮持续的下跌 (%)	10
图 16	日本新建公寓楼平均单价变化 (万日元/平方米)	10
图 17	欧元区主要经济体的房价指数 (2008 年 6 月=100)	10
图 18	美国 20-30 年代, 名义和实际房价均出现回落 (1890 年=100)	11
图 19	低利率期间, 日本主要大类资产全价指数 (1990 年 12 月=100)	11
图 20	分三个阶段看, 日本主要大类资产年化收益率对比 (%)	12
图 21	低利率期间, 欧元区主要大类资产全价指数 (2007 年 12 月=100)	12
图 22	低利率期间, 欧元区主要大类资产年化收益率对比 (%)	13
图 23	低利率期间, 美国主要大类资产收益指数 (1928 年 12 月=100)	13
图 24	低利率不同阶段, 美国主要大类资产年化收益率对比 (%)	14
图 25	美国 1929-1933 年时期, 分行业指数涨跌幅 (%)	14
图 26	1991-1998 年日本股市分行业涨跌幅 (%)	15
图 27	1999-2012 年日本股市分行业涨跌幅 (%)	15
图 28	欧元区 MSCI 分行业指数累计收益率 (%)	16
图 29	日本各风格股指走势 (1989.12=100)	16
图 30	欧元区各风格股指走势 (2007.02=100)	17

低利率环境会对资产配置带来不少新的挑战，因为整体资产的实际收益率下降。同时，低利率意味着流动性供给相对需求更为充裕，经常会出现“资产荒”的情况。海外不少发达经济体都经历过长期的低利率环境。

我们团队推出系列报告，分析低利率环境下的大类资产配置。作为系列的开篇，本文回顾海外经验，重点分析美、日、欧在低利率周期中大类资产的收益变化，寻找有超额表现的大类资产。不过我们也要强调，我国经济增长潜力巨大，稳中向好的基本面不会发生改变，在思考大类资产表现的时候，我们不能简单与海外经验进行对比，必须考虑我国自身的特殊优势和特殊情况。

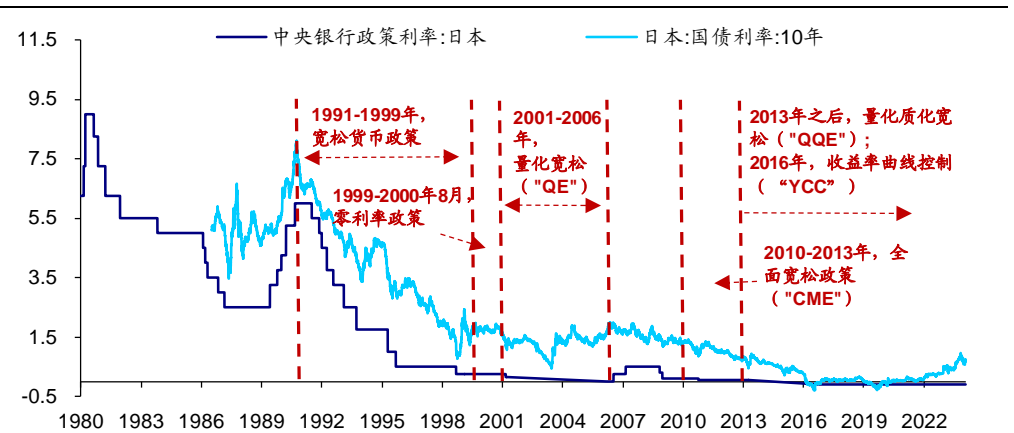
1. 美欧日的低利率时代

首先，我们来回顾低利率环境是如何形成的，货币政策通常如何操作？

近 30 年来，日本经历“低利率”到“零利率”甚至“负利率”周期。90 年代初，日本政府主动收紧挤泡沫，股市、地产市场泡沫先后破裂。居民、企业部门资产负债表受到严重冲击，社会增长动能衰退；实际经济增长和物价快速下跌。为摆脱危机，日本央行转向宽松货币政策，1991 年 7 月到 1995 年 9 月连续 9 次下调政策利率，贴现率对应从 6.0% 降至 0.5%。之后，受到亚洲金融危机影响，1999 年，日本央行又将无抵押银行间隔夜拆借利率实质上降至 0%，开启“零利率”时代。

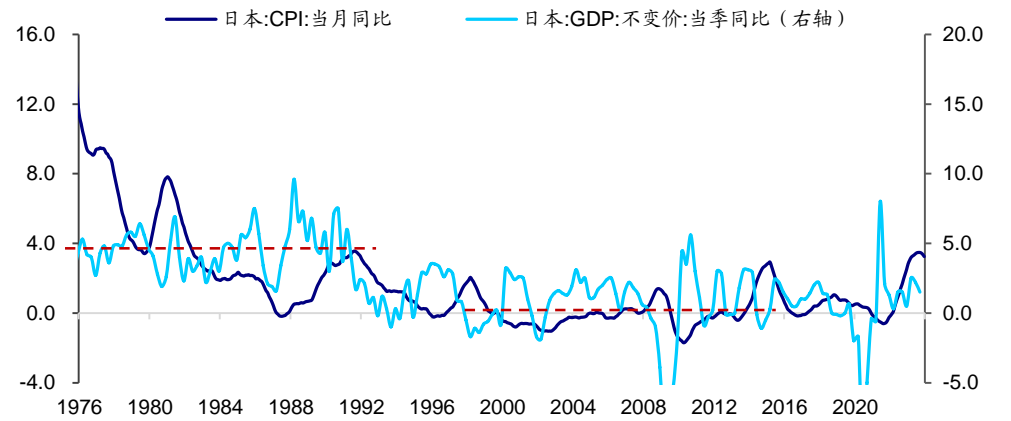
2000 年以来，日本经济虽然时有好转，但整体上未能摆脱低增长、低通胀的局面。为了刺激经济，央行也通过不断加码 QE、QQE、YCC 等货币政策工具长期将利率维持在零左右，甚至到 2016 年宣布实施负利率政策。一直到 2020 年疫情发生后，日本通胀压力明显提升，长期宽松的货币政策才逐渐迎来转折。

图1 日本央行政策利率和 10 年期国债利率走势 (%)

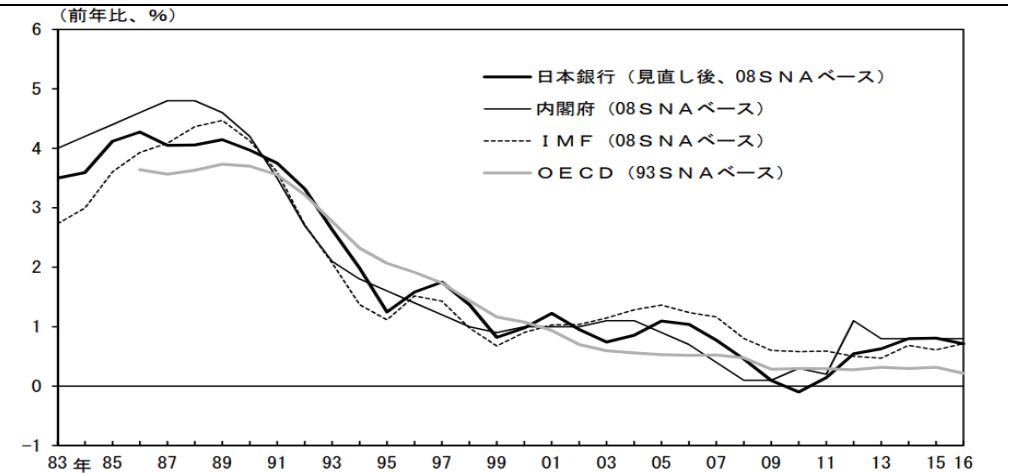


资料来源：Wind, IMF, Bank of Japan, 许坤等《日本货币政策框架：目标、工具与操作实践》，海通证券研究所

另一方面，尽管日本央行长期维持很低的利率，但对经济的刺激效果却不明显。“零利率”以来（1999-2019），日本实际 GDP 增速中枢为 0.79%，较 1990 年以前明显回落。同期，CPI 同比平均只有 0.1%，和 2% 目标缺口仍大。我们认为，泡沫经济破裂只是利率长期下行的原因之一，实际上，由于人口老龄化加剧、制造业外迁等中长期变化，90 年代开始，日本潜在增长率已在较快回落，90 年代初 4% 的潜在增速到 90 年代末已经下跌至 1% 左右。与之相伴，自然利率也在回落，因此日本央行实际上是跟随下调了政策利率，并长期维持偏低水平。

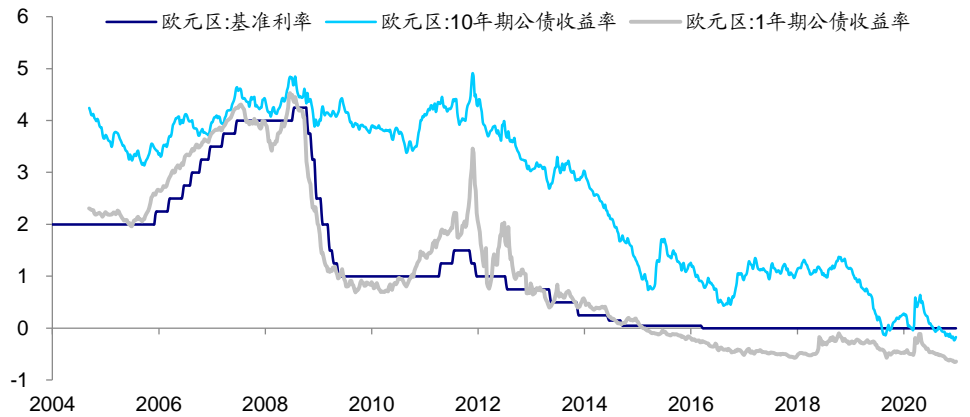
图2 90年代后，日本经济增长和CPI同比中枢换挡（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 1990年以后，日本潜在经济增速持续回落并维持低位（%）


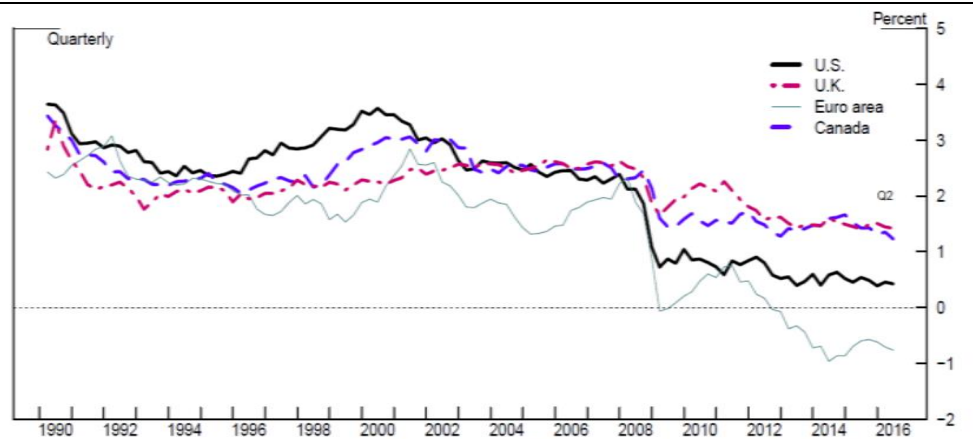
资料来源：日本央行，海通证券研究所

欧元区的利率下行则起始于2008年。08年，美国的次贷危机蔓延为全球金融危机，对欧元区经济造成严重冲击。2009年，欧元区实际GDP增速转负至-4.4%。由此，从2008年10月到2009年5月，欧央行连续7次下调基准利率共325bp，从4.25%降至1.0%，帮助欧洲经济逐步从危机中恢复。但随着欧债危机的到来，第二轮快速降息周期又于2011年末重启，一直持续到2014年6月，欧洲央行将存款便利利率降至-0.1%，正式进入“负利率”时代。

图4 欧元区基准利率与长短端公债收益率 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

类似的，2008年以后由于潜在增长放缓带动自然利率下行，欧元区货币政策也是“被动”长期维持偏低的利率水平，甚至在2014年进入负利率时代。从经济增速看，长期低利率环境也并未带动欧元区的经济迅速恢复。2008-2021年，欧元区平均经济实际增速为0.71%，低于1997-2007年2.33%的水平。

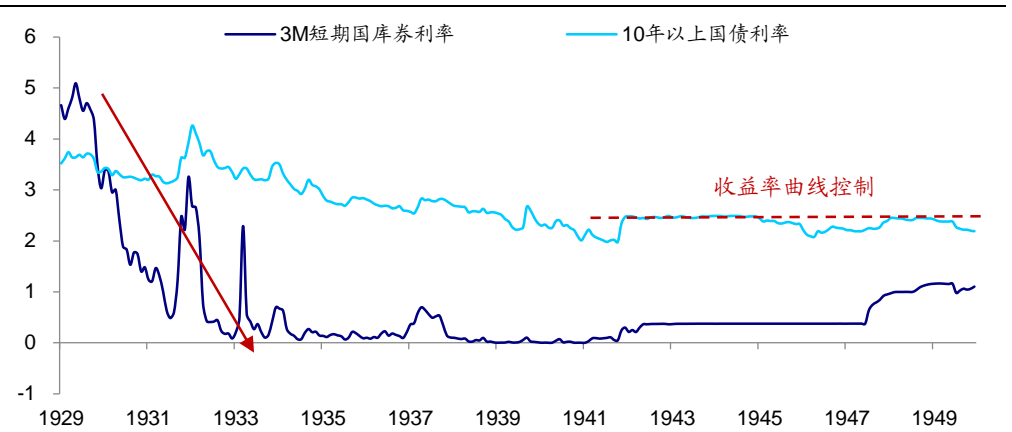
图5 2008年以后，欧元区自然利率出现较快回落（LW方法估计，%）


资料来源：李宏瑾《长期性停滞与持续低利率：理论、经验及启示》，海通证券研究所

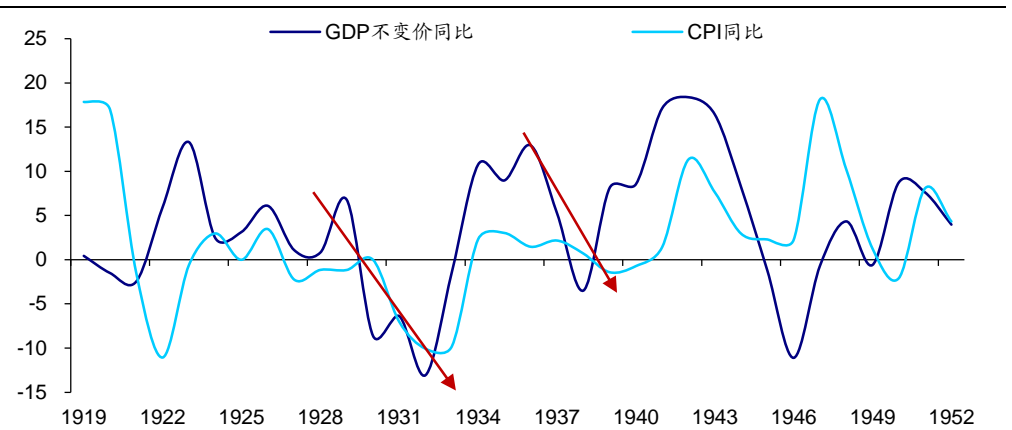
对于美国，除了08年之后的低利率时代，上世纪30年代美国也经历了一波低利率周期。参考短期国库券利率，当时利率高点出现在1929年（5.1%），而后到1933年已降至0.5%以下，并一直保持到1947年。相比于2008年之后的低利率周期（2014年Taper开始），持续时间明显长得多；期间美国还经历了严重的经济衰退和通货紧缩。

具体来看，1929年美国加息刺破资产泡沫，股市大幅下跌拉开经济衰退序幕。为了挽救经济和资产危机，美联储从1930年开始连续降低贴现率。但受金本位制度约束，期间美联储的宽松货币政策出现反复。一直到1933年罗斯福政府放弃金本位，执行宽松货币政策加上扩张型的财政政策才带动经济小幅回升。

值得注意的是，此后由于1937年的二次衰退，加上1939年二战爆发，这一轮低利率得以延续。1942年，为配合二战期间美国财政部融资，美联储开始实施YCC政策，将3M国库券、10年以上国债收益率目标分别设为0.375%和2.5%。直到1947年，美联储才开始逐步退出YCC政策，结束长期的低利率。

图6 1929年以后，美国进入一轮利率下行周期（%）


资料来源：Federal Reserve Bank of St. Louis，海通证券研究所

图7 30年代，美国经济和通胀两度陷入负增长（%）


资料来源：Wind，HSUS，海通证券研究所

2. 低利率下：资产表现如何？

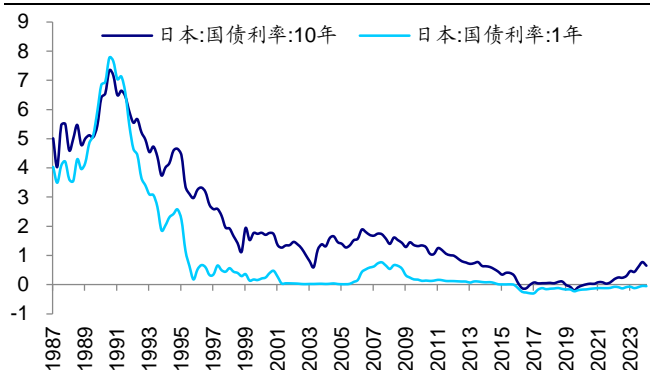
那么海外在长期低利率周期中，大类资产是如何表现的呢？

通常债券收益率先经历快速回落，而后长期低位震荡。对比日欧的经验，随着央行连续降低政策利率，国债、企业债利率随之回落，债券经历长牛行情。其中短端随政策利率更快调整到位，之后随着长端利率下降，收益率曲线逐步走平。而在零利率甚至负利率时代开启后，债券收益率进一步回落空间有限，保持低位震荡。如果经济边际改善，也容易出现短期反弹。

参考日本，1991年日央行启动连续降息，1年期国债利率迅速回落，从9月的6.6%到1995年12月降至0.17%，此前持续超两年的长短端利率“倒挂”结束；10年国债利率到1998年底也降至1.1%。1999年，日央行进入零利率时代以后，长短端利率持续低位波动，收益率曲线长期呈现平坦化趋势。

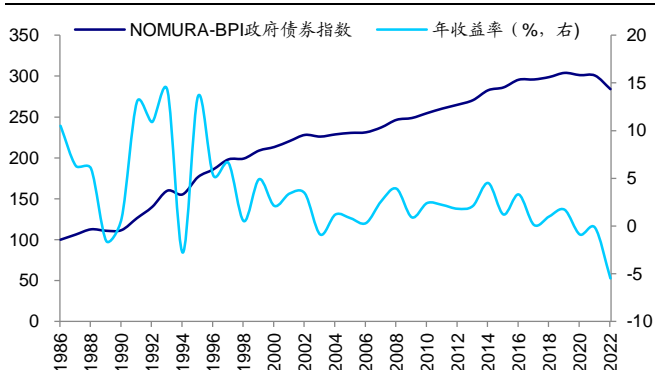
从债券资产收益看，90年代利率快速下行期，债券的配置吸引力明显抬升，NOMURA-BPI政府债全价指数年化涨幅可以达到7.7%（1991-1998年）。而进入零利率时代以后，全价指数上行速度放缓，平均涨幅也回落至2%左右。

图8 日本长端和短端国债利率走势(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

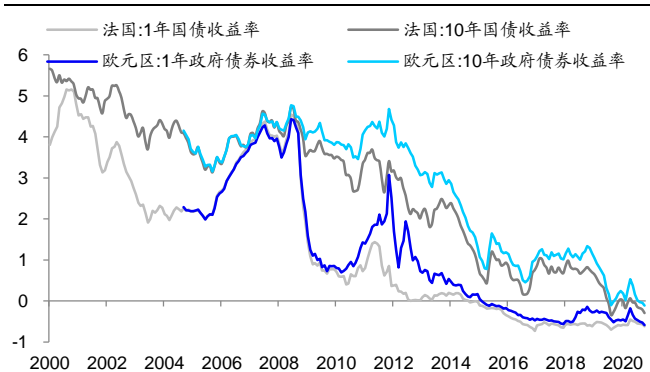
图9 日本政府债全价指数及对应年涨幅(1986年=100)



资料来源: MyIndex.JP, 海通证券研究所

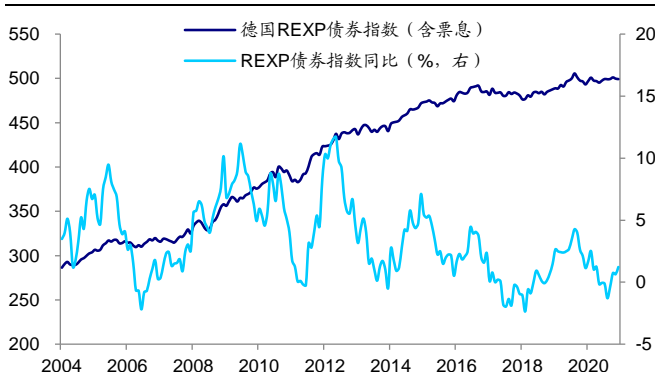
与之类似, 2008年以来, 欧洲债市整体呈现长牛行情。期间, 欧元区10年期政府债收益率长期波动下行, 从2008年6月4.8%到2015年4月降至0.78%水平。考虑票息在内, 利率快速下行期(2008-2014年), 德国REXP债券全价指数年化收益率也可以达到5.5%。

图10 长端和短端欧元区和法国国债收益率(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图11 德国REXP债券全价指数及同比(%)



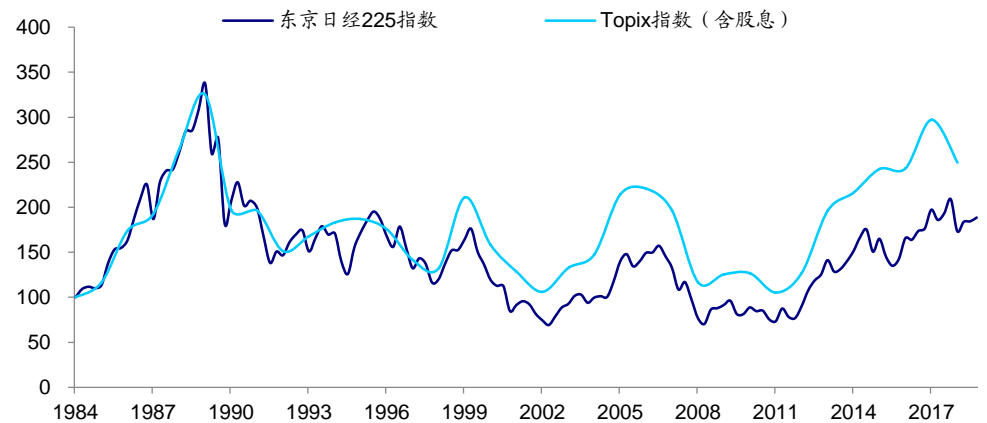
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

股票资产方面, 利率下行初期由于经济衰退压力较大, 股票价格通常也经历大幅下挫。而此后, 尽管流动性比较宽松, 但低利率能否带动估值提升、股市向好, 主要还是和经济表现有关。

典型的比如90年代以来的日本股市。1990年资产泡沫破裂, 股票市场大幅下挫, 到1992年8月日经225指数已跌至14309点, 相比1989年末最高峰跌去63%。之后市场利率持续走低、甚至进入零利率时代, 也没有能够推动股市的持续走牛, 到2009年3月日经225指数已回落至不足7100点, 较1992年时再下跌50%。在经济持续低迷的背景下, 当地企业盈利明显受挫, 主导了股市长期不景气表现。

转机出现在2013年。安倍“三支箭”带动日本经济持续温和回升, 资产价格得以触底反弹, 日经指数也终于迎来了持续上行期。

图12 东证 Topix 指数（含股息）、日经 225 指数（1984 年 12 月=100）

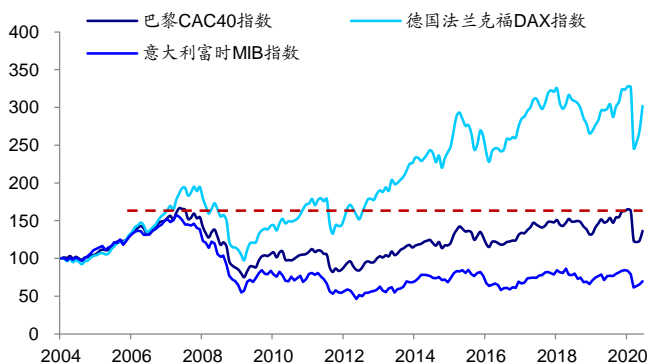


资料来源：Wind，海通证券研究所

接连遭遇次贷危机、欧债危机，欧洲股市在 2008 年后数年也是表现惨淡。2008 年初的 6490 点到 2009 年 3 月 2772 点，08 年金融危机后欧元区 STOXX50 指数下跌幅度接近 60%。而后 2011 年欧债危机发酵，STOXX50 指数再度大幅下跌 32% 至 3354 点（2011 年 5 月-2011 年 9 月）。

不过随着 2011 年末降息周期再次启动，欧洲股市也整体触底企稳。但由于经济基本面不同，主要经济体股市表现也趋于分化。比如 2008 年危机以后，德国依托坚实的工业基础、迅速且有效的刺激方案，实现了经济的较快修复，到 2013 年 DAX 指数就已超过 2007 年时的高点。而像意大利、法国等市场指数尽管呈现持续修复的态势，但回升动力仍显不足。

图13 德法意大利主要股指（2004 年=100）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图14 欧元区 STOXX 全收益和净收益指数

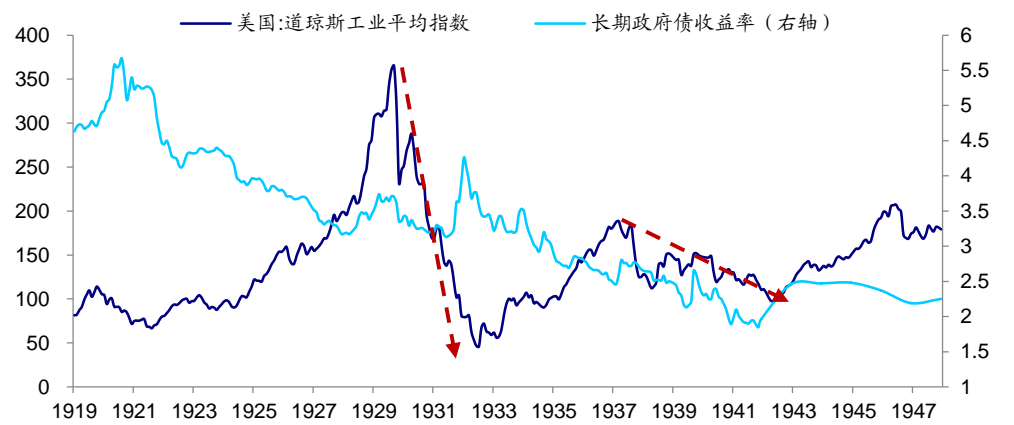


资料来源：Wind，海通证券研究所

上世纪 20-30 年代，美国股市当时经历了较大幅度的调整。道琼斯工业指数从 1929 年 9 月 381.2 点开始下跌，到 1932 年 7 月指数已经跌去 89% 回到 41.2 点。同时发生的还有，当地失业率从 3% 升至 25%、CPI 同比最多降至 -10.7%。直到 1933 年，罗斯福政府推出激进的财政和货币政策，经济逐步回暖，股票市场开启持续上涨。

但是到 1937 年，美国股市再度面临大调整。在此期间，尽管利率重回低位，但由于经济衰退压力较大，加上 1939 年二战爆发，最终这轮股指调整历时超 5 年。

图15 利率下行周期中，美国股市遭遇两轮持续的下跌（%）



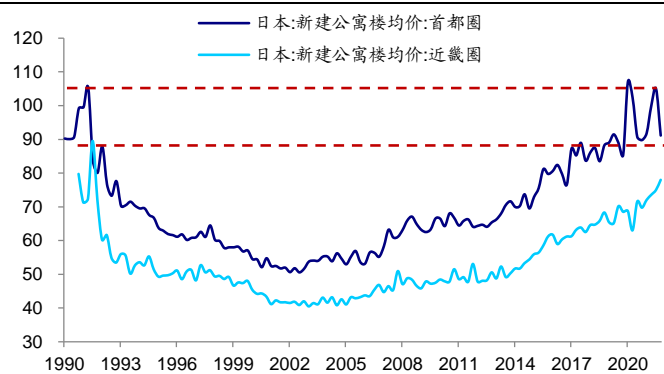
资料来源：Wind，《美国历史统计（千禧年版）》，海通证券研究所

另外，低利率周期中，价格发生较大波动的还包括房地产。

如果是刚经历过泡沫破裂期的房地产市场，后续修复速度就会显著偏慢。比如 1990 年后的日本、还有 2008 年以后爱尔兰、西班牙等地的房地产市场。日本首都圈的新房价格在下跌最快的时候，两年间跌去 64%（1991.05-1993.05）；而后到 2002 年才触底企稳，一直到 2022 年才回到此前高点。爱尔兰、西班牙房价在前 5 年分别跌去 52% 和 36%（2008.06-2013.06），到 2020 年疫情前都没能恢复到 2008 年水平。

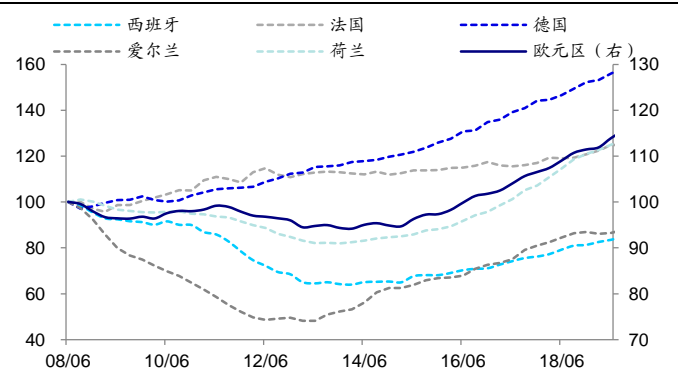
而发展相对健康的德国、法国房地产市场受危机影响就较有限，反而还受益于欧元区整体低利率环境，价格持续走强。

图16 日本新建公寓楼平均单价变化（万日元/平方米）



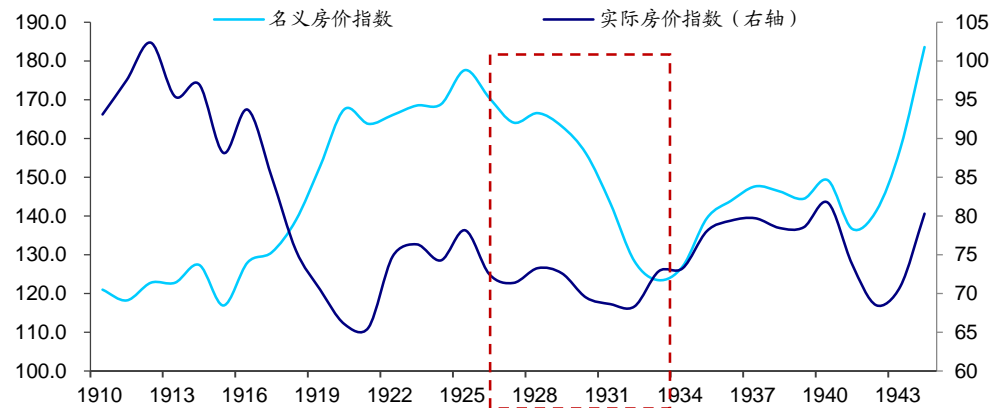
资料来源：Wind，海通证券研究所

图17 欧元区主要经济体的房价指数（2008年6月=100）



资料来源：Wind，海通证券研究所

美国 20-30 年代期间，房地产市场也明显受到经济的拖累，1929 年开始名义房价连续 5 年下跌，累计跌幅达到 30%。一直到 1944 年左右，才恢复到 1928 年房价水平。

图18 美国 20-30 年代，名义和实际房价均出现回落（1890 年=100）


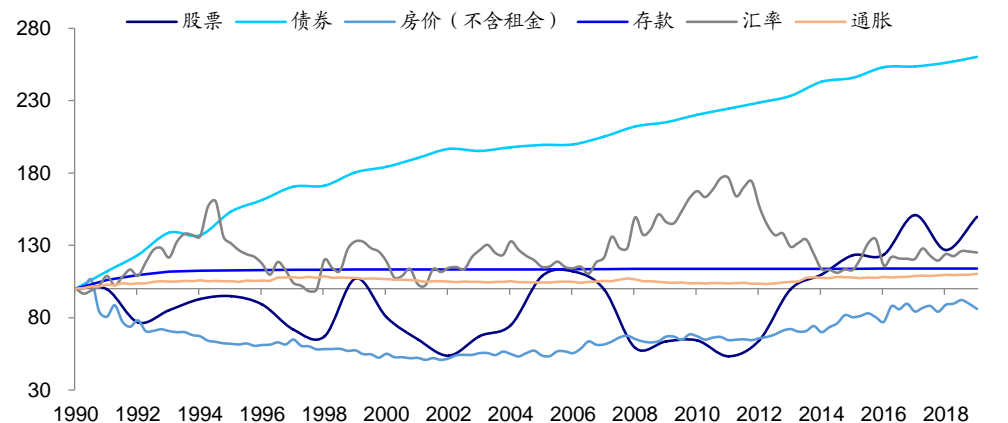
资料来源：Robert J. Shiller, Irrational Exuberance, 3rd. Edition, Princeton University Press, 2015, 海通证券研究所

3. 哪些资产：表现更优？

横向对比来看，低利率阶段哪些大类资产更具配置价值？哪些价格波动更低？

低利率的 30 年间，对比日本各类资产收益率：债券>股票>汇率>存款>物价>房地产。以 1990 年底为起始，日本的债券、股指、日元、存款资产到 2019 年均实现了正收益，且能够跑赢当地的通胀。其中，含票息的债券指数累计涨幅可达 160%，约为股票指数涨幅的 3.2 倍。而商品房价格上，即便是首都圈新房均价也未能回到 1990 年水平。

从价格波动看，尽管累计收益高于存款，股票指数和日元汇率波动幅度明显偏大。尤其是股指到 2013 以后才迎来稳定回升，并回到累计正收益区间。

图19 低利率期间，日本主要大类资产全价指数（1990 年 12 月=100）


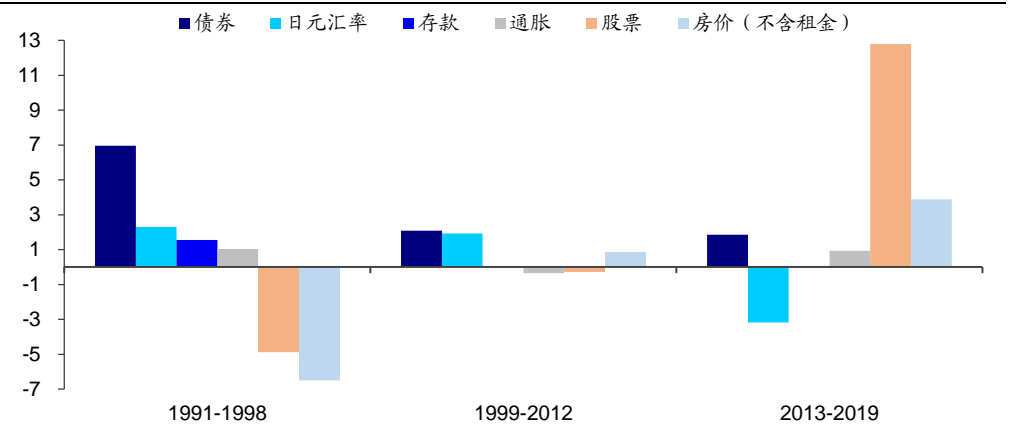
资料来源：Wind, MyIndex, 海通证券研究所，图中为 1990-2019 年区间，股票参考 Topix 股价指数（含股息），债券参考 Nomura-BPI 综合债券指数（全价），房价参考日本首都圈新房均价（不含租金），存款参考 1-2 年定期存款平均利率，汇率参考日元兑美元汇率

分阶段来看，在利率快速下行期（1991-1998 年）和零利率区间（截至 2012 年），债券资产的收益表现都是最优的；尤其是快速下行期，综合债券指数年化涨幅近 7%，大幅跑赢其他资产。同时，两个时期日元汇率尽管波动较大，但也实现了累计正增长，年化涨幅仅次于债券，背后或和日本出口韧性以及美元指数变化有关。存款虽然收益率较薄，但也小幅跑赢了 CPI。另外，期间股市也出现过短期的改善，比如 2003-2006 年间日本股市表现不错，实现了连续 4 年的上涨。

第三阶段，2013 年开始随着日本经济恢复，股票资产的收益率大幅领先（年化收益

12.8%); 房价水平也在逐步修复, 涨幅略超过债券资产。

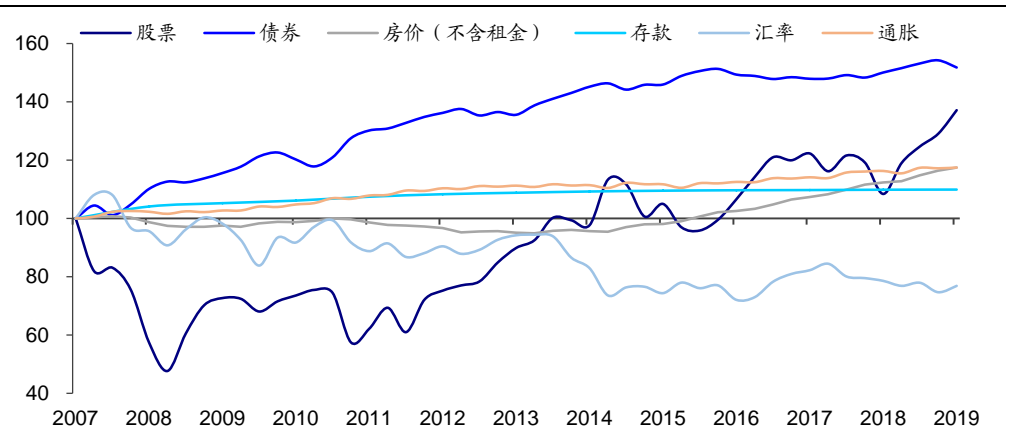
图20 分三个阶段看, 日本主要大类资产年化收益率对比 (%)



资料来源: Wind, MyIndex, 海通证券研究所, 股票参考 Topix 股价指数 (含股息), 债券参考 Nomura-BPI 综合债券指数 (全价), 房价参考日本首都圈新房均价 (不含租金), 存款参考 1-2 年定期存款平均利率, 汇率参考日元兑美元汇率

欧元区整个低利率周期, 大类资产收益率呈现: 债券 > 股票 > 物价 > 房价 > 存款 > 汇率。以 2007 年底作为起始, 到 2019 年, 除欧元兑美元汇率以外, 其他资产最终均实现正增长。但其中平均房价和存款收益长期跑输当地 CPI。从价格波动看, 欧元区股指和汇率的波动率也相对较高。

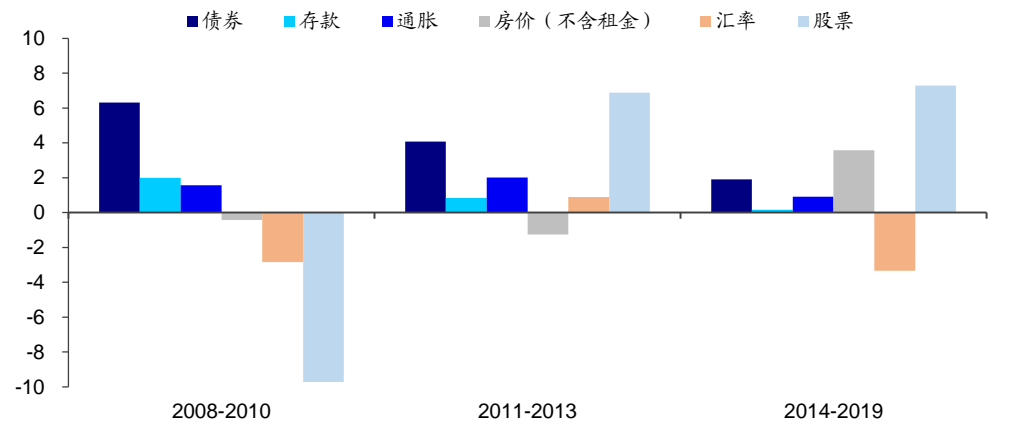
图21 低利率期间, 欧元区主要大类资产全价指数 (2007 年 12 月=100)



资料来源: Wind, CEIC, 海通证券研究所, 图中为 2007-2019 年区间, 股票参考欧元区 STOXX50 全收益指数, 债券参考德国 REX 指数 (全价), 房价参考欧盟统计局公布的欧元区房价指数 (不含租金), 存款参考欧元区 1 年定期存款利率, 汇率参考欧元兑美元汇率

与日本类似, 在利率快速下行阶段 (2008-2010 年), 欧元区的债券资产涨幅也明显领先 (年化 6.3%)。存款类资产也有稳定的收益, 跌幅最大的则是股票资产。

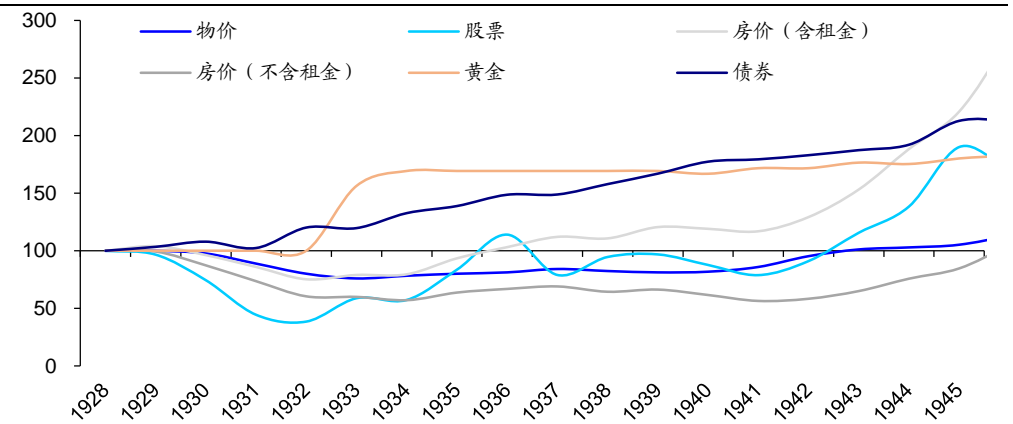
但欧元区从第二轮降息周期开始, 股票就持续领跑其他大类资产。尽管 2011 年欧债危机引发股市大幅调整, 但 12 年下半年开始, 企业盈利修复, 欧元区指数较快反弹, 并收复此前下跌缺口。2011-2019 年欧元区 STOXX50 指数年化收益率达 7.2%。对比之下, 债券和存款类的收益率则持续走低。

图22 低利率期间，欧元区主要大类资产年化收益率对比 (%)


资料来源: Wind, CEIC, 海通证券研究所, 股票参考欧元区 STOXX50 全收益指数, 债券参考德国 REX 指数 (全价), 房价参考欧盟统计局公布的欧元区房价指数 (不含租金), 存款参考欧元区 1 年定期存款利率, 汇率参考欧元兑美元汇率

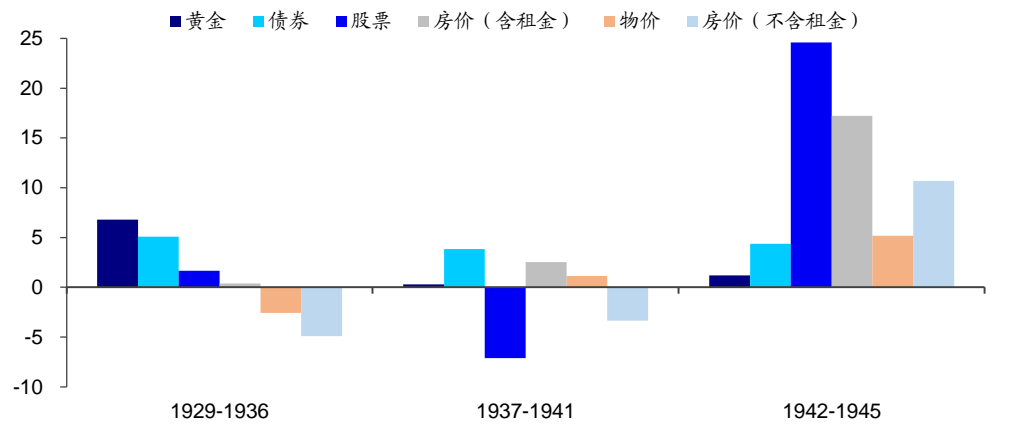
至于美国 20-30 年代低利率区间内, 对比大类资产收益率: 房价 (含租金) > 债券 > 股票 > 黄金 > 物价 > 房价 (不含租金)。从 1929 年开始, 到 1945 年二战结束, 除了不含租金的房价外, 其他资产均实现了正收益。但股票、房价 (含租金) 指数的快速上升期主要从 1942 年才开始, 主要是因为美国在二战期间货币和财政政策大幅刺激, 经济就业不断恢复。

1942 年以前, 债券和黄金是主要的获益品种。政府债指数同样是受益于市场利率的波动回落 (1929-1941 年化 4.6%); 而金价的上漲主要缘于 1933 年美国放弃金本位制度, 将金价从每盎司 20.67 美元提高到 35 美元。

图23 低利率期间，美国主要大类资产收益指数 (1928 年 12 月=100)


资料来源: Óscar Jordà, Katharina Knoll, Dmitry Kuvshinov, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor. 2019. "The Rate of Return on Everything, 1870–2015." Quarterly Journal of Economics, 134(3), 1225-1298., 海通证券研究所, 图中为 1928-1945 年区间, 股票指数和债券指数分别为包含股息和票息的全收益指数

图24 低利率不同阶段，美国主要大类资产年化收益率对比（%）



资料来源：Oscar Jordà, Katharina Knoll, Dmitry Kuvshinov, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor. 2019. "The Rate of Return on Everything, 1870–2015." Quarterly Journal of Economics, 134(3), 1225-1298. 海通证券研究所，股票指数和债券指数分别为包含股息和票息的全收益指数

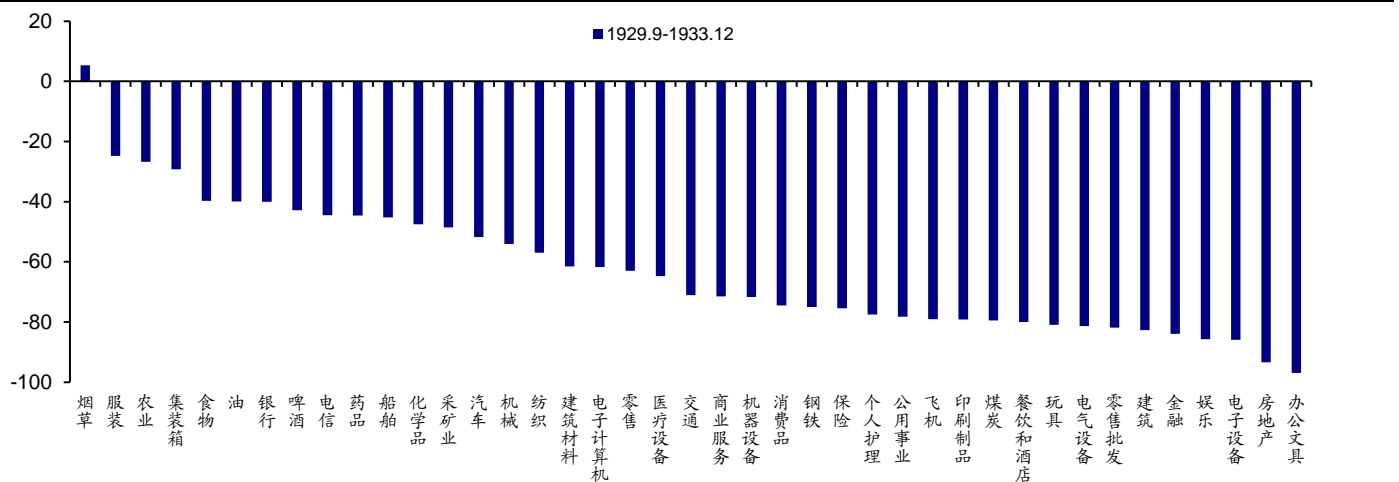
总结来看，在利率快速下行区间，债券市场长期慢牛，存款资产也能获得稳定的收益；但由于经济增长动力偏弱，通常股票和房地产资产表现相对惨淡。而且像美国和日本，这一阶段的持续时间都比较长。权益类资产和房地产更多是经济基本面的“映射”，其走势关键还是看经济能否企稳回升。如果低利率能够和扩张型财政政策配合发力，带动经济逐步企稳，股市、房地产也有望跑赢其他资产。

4. 哪些行业：防御属性更强？

最后，对权益资产表现进行细化。我们重点关注，在利率快速下行以及低位波动初期，哪些行业可以实现相对收益？又是哪些行业最容易受影响？

首先，我们先来看美国 1929-1933 年期间的表现，仅有烟草行业能保持正收益。此外，服装、农业、食物、原油等生活必需品和大宗商品类行业跌幅相对较小。而跌幅较大的包括房地产、建筑、电子设备、电气设备、娱乐、金融等，普遍下跌超过 80%。

图25 美国 1929-1933 年时期，分行业指数涨跌幅（%）



资料来源：Kenneth R. French. 海通证券研究所

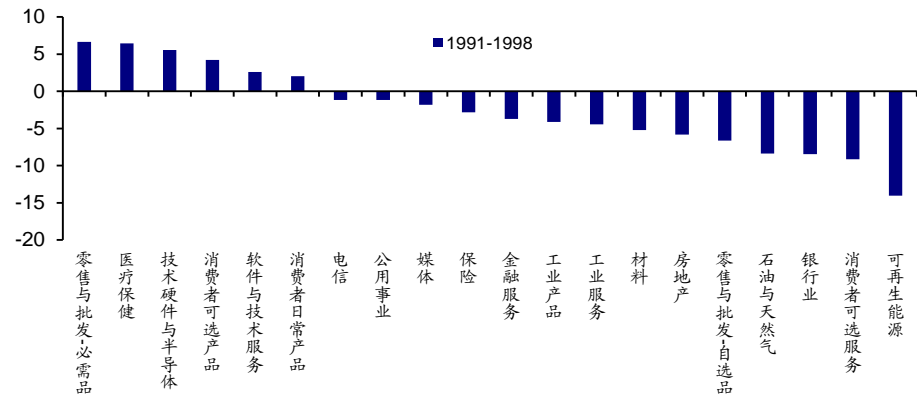
对于日本市场，利率快速下行期（1991-1998 年），消费品、医疗、电子半导体及软件服务业相对表现更优。其中，90 年代日本推动制造业从“厚重长大”向“轻薄短小”升级，其中电子半导体是核心优势产业；软件服务业则受益于 90 年代美国信息技术发展的浪潮。另外，尽管可选消费品板块整体表现也较不错，但主要受京滨、本田、铃木及丰田等汽车企业的表现拉动。1995 年以后，日本汽车依靠轻量型和低油耗等优势重新

打开了全球市场。日本当时表现较好的行业主要集中在出海获取需求的行业和内需偏刚性需求的行业。

跌幅较大的行业主要是可选服务、银行、房地产和能源等。除可再生能源外，可选消费服务受影响最大，股价跌幅较大的公司集中在休闲设施和服务领域，如酒店、旅行、体育场馆及竞马等。

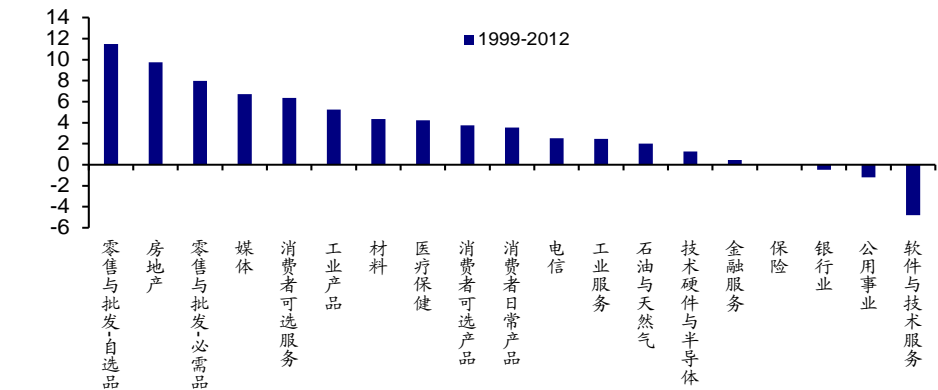
零利率初期（1999-2012年），大多数行业板块实现正收益，尤其是此前跌幅较大的房地产和消费者服务等价格均出现明显修复；而必需品批零依然维持较优表现。此前表现较好的硬件与半导体涨幅相对收窄，软件技术服务行业则是跌幅最大的行业。另外，银行行业和公用事业行业也出现小幅下跌。

图26 1991-1998年日本股市分行业涨跌幅（%）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图27 1999-2012年日本股市分行业涨跌幅（%）

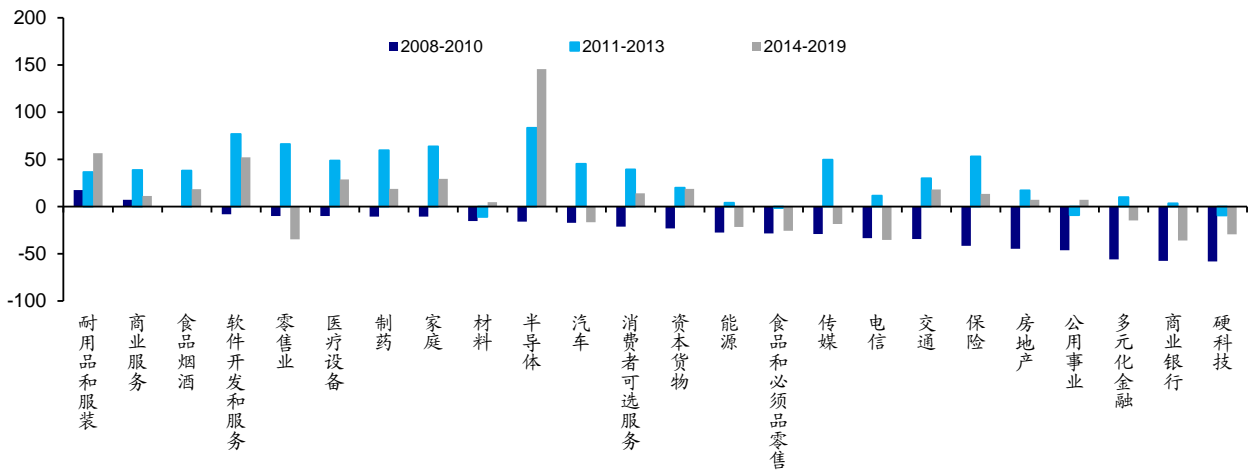


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

欧洲方面，利率下行期（2008-2010年），仅有耐用品和服装、商业服务及食品烟酒行业小幅上涨，软件、零售业、医药相对跌幅较小，受影响比较大的行业主要是硬科技、金融、房地产等领域。

2011-2013年尽管经历了欧债危机对股市的冲击，半导体行业指数依然能实现84%的累计收益，领跑其他板块。排在其后的是软件开发、零售业、医药、保险等行业。欧洲作为“世界半导体研究中心”，在高端研发和制造方面处于全球领先地位。

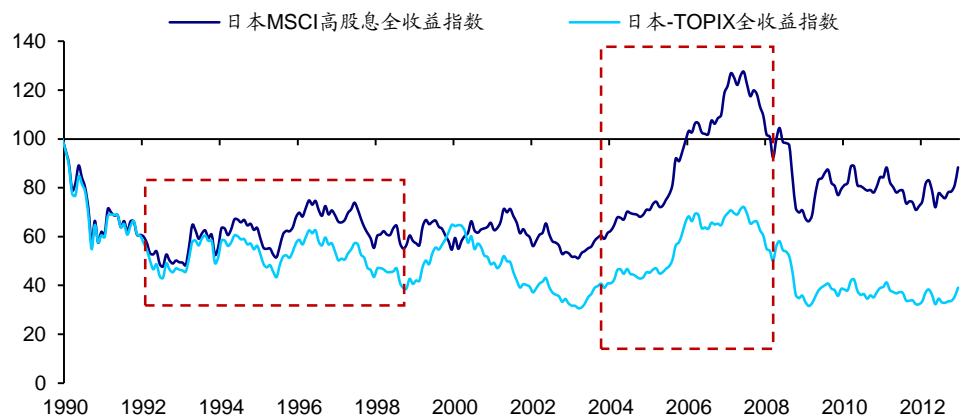
图28 欧元区 MSCI 分行业指数累计收益率 (%)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

另外, 从风格上看, 在利率下行阶段, 高股息风格也容易有相对更优的表现。这一点在长期偏低迷的日本股市更为显著: 日本 MSCI 高股息指数在 1990 年至 2012 年期间实现了长周期的超额收益。尤其是在 1992-1998 年、2000-2008 年两个阶段, “类债券”的高股息板块都体现了不错的配置价值。

图29 日本各风格股指走势 (1989.12=100)

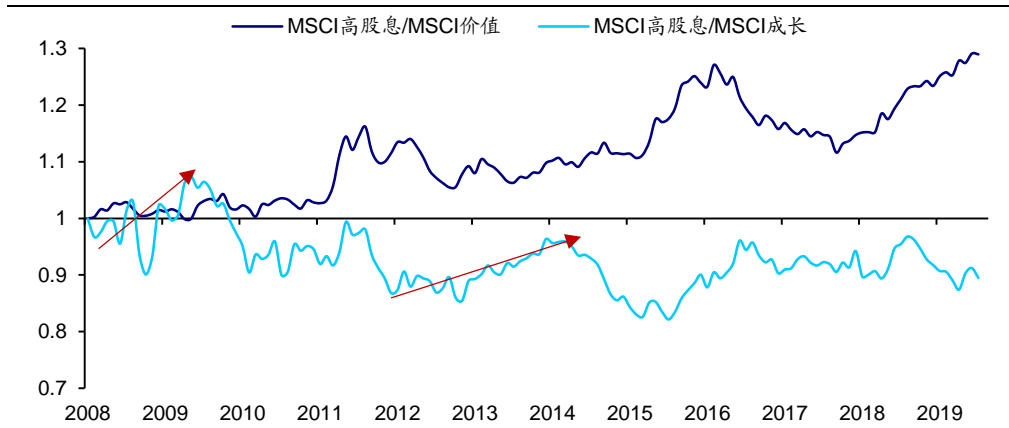


资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

从欧元区情况看, 整体上, 高股息指数表现优于价值指数, 但没有跑赢成长板块。不过在危机导致的股票急跌时期 (2008 年次贷危机、2011 年欧债危机) 高股息指数仍能体现较好的防御属性。

结合前面欧洲半导体行业表现, 我们认为, 在低利率环境下, 如果出现有业绩确定性高的产业趋势, 对应的成长板块会有较高吸引力, 进而也能跑赢高股息风格。

图30 欧元区各风格股指走势（2007.02=100）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

风险提示：对数据、政策理解不到位

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
应稼娴 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。