

行业研究

低利率环境下的日本银行业经营

——海外银行镜鉴日本系列之一——

要点

日本泡沫经济及低利率环境演进：① **泡沫形成。**70-80 年代日本全面金融自由化浪潮为经济泡沫及银行业危机埋下隐患，1985 年“广场协议”后日元升值压力加大，期间宽松货币环境下市场投机情绪渐浓，金融、地产泡沫形成。② **泡沫破裂。**1990 年 8 月货币政策“急转弯式”加息叠加地产融资政策收紧，泡沫破裂引发“债务型”通缩，金融机构不良债权问题积重难返，90 年代末出现机构破产浪潮。③ **低利率环境，**较长时期内超宽松货币政策，叠加通缩等内部结构性问题阻滞，经济步入长期“低通胀、低增长、高杠杆、低利率”阶段。

低利率环境下银行业经营：传统盈利模式重塑。泡沫破裂后，日本金融体系、监管制度均步入改革重塑阶段，货币政策较长时期维持宽松基调，广谱利率持续下行。期间银行经营模式亦有所转变，主要呈现以下特征：

① **量：**资产端，实体融资需求收缩，信贷投放降速，低风险、高流动性资产配置力度提升。1994-2023 年间日本国内银行总资产、贷款及贴现 CAGR 分别为 2.2%、0.8%，期间贷款及贴现占资产比重自 65%降至 44%，证券投资、同业存放占比自 23%提至 44%。负债端：定期存款增长承压，负债久期缩短。

② **价：**低息环境下存贷增长匹配性弱化，资产收益率下降、负债成本维持刚性，息差持续承压。日本银行业 NIM 自 2000 年 1.5%附近逐步下行企稳至 2021 年 0.5%左右。

③ **非息：**低利率环境限制、分业管制放松、产品创新兴起等因素促使银行非息收入渠道拓宽，1997-2023 年中收占比自 20%走升至 31%，其中都市银行得益于多元化业务布局非息收入占比更高。

④ **风险：**泡沫时期企业投机情绪升温，银行信贷无序扩张，实体、金融领域风险持续累积。主银行制度与“护送船队”模式下，泡沫破裂初期银行体系不良债权问题未得到及时处置。后经历两轮金融体制改革及不良债权集中处置，日本银行业不良率逐步下行至稳态水平，基本实现了前期存量风险大幅出清。

⑤ **资本：**危机后政府注资叠加监管从严，银行业资本储备逐步增厚，资本充足率水平向海外经济体靠拢。

⑥ **业绩表现与行业特征：**低利率环境下银行业绩进入低增速、低波动稳态阶段，都市银行盈利表现更稳健。多次并购重整浪潮中行业集中度持续提升，马太效应显现。

后泡沫时代银行板块行情回顾：金融危机后宽松政策环境叠加长期结构性问题，日本经济整体呈现“低通胀、低增长、低利率”格局。这一时期内，**从股价层面看**，日股银行板块与大盘同向波动，相对收益表现平淡，头部都市银行及优质地方银行仍可走出独立行情。**从估值层面看**，低利率环境下板块估值整体下移至历史低位，优质银行存在一定溢价空间，都市银行估值普遍高于地方银行。**从股息层面看**，板块高股息优势突出，都市银行股息率普遍高于行业水平，地方银行分红比例差异较大。近年来，疫后通胀水平回暖，日股开启新一轮上涨行情，年初日央行加息，YCC 结束，期限利差走阔缓解银行息差压力，银行板块跑出较强相对收益。

风险提示：日央行加息节奏或幅度超预期；通胀指标修复、经济复苏持续性、稳定性不及预期；个股样本选择偏误可能影响最终结论判断。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

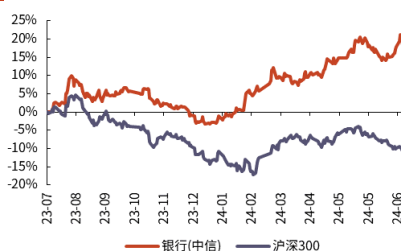
010-56513033

wangyf@ebcn.com

联系人：赵晨阳

zhaochenyang@ebcn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

投资聚焦

现阶段我国宏观环境同后泡沫时代日本有部分相似之处，均面临人口老龄化、高储蓄化等问题，以及后发优势趋弱后，经济增速降档、广谱利率走低等压力。当前通胀指标上修缓慢，市场预期偏弱，有效需求不足问题有待解决。对于商业银行而言，信贷供需矛盾相对突出，息差运行持续承压，盈利空间收窄。尾部机构风险化解能力受挫，经营稳健性下降。我们回顾分析 90 年代泡沫破裂后，低利率环境下日本经济环境变迁、银行经营发展变化，以期对国内银行经营发展思路形成一定参考借鉴。

创新之处

报告较为全面地分析了日本经济泡沫破裂后经济环境变迁、金融体制改革等演进过程。从量、价、中收、风险、资本、业绩表现等方面入手，复盘了 90 年代泡沫破裂至今低利率环境下的日本银行业发展脉络，总结经营模式及特征，对照不同期间银行股股价表现。

后泡沫时代日本银行业经营挑战及发展路径

泡沫破裂后，资产价格下跌引发的长期通缩侵蚀私人部门资产负债表，居民企业消费、投资动能减弱，广谱利率持续下行，经济增长陷入“失去的三十年”，“低通胀、低增长、低利率”环境下，银行经营亦面临诸多挑战。**短期看**，不良债权问题积重难返，银行无法有效化解自身风险；**中长期看**，低利率环境挤压息差，存贷业务盈利空间压缩，转型发展压力加大。

针对不良债权问题，经历多轮政府注资及监管机制改革，银行业存量风险逐步清降，资产质量趋稳，资本储备增厚。**低利率环境下，日本不同类型银行展业思路有所差异**。都市银行侧重推动高附加值、低风险的轻资本业务，拓宽非息收入渠道，同时加大海外资产配置力度，提升国际化经营能力。地方银行则以本地市场为原点密植网点，向中小企业和 C 端客户提供“全生命周期”服务，适时寻找合并重组机会，整合域内资源及市场优势。

对国内银行经营启示

回顾低利率环境下日本商业银行的展业路径，**对我国银行业长期经营发展启示主要有三点**：**一是**加强前瞻性资产负债规划，实施“低利率地区融资、高利率地区投放”策略。广谱利率运行承压背景下适度提升非信贷类资产配置比例，防范跨境风险前提下强化境外分支机构管理，加大海外资产配置力度。**二是**做好息差管理。负债成本相对刚性情况下，广谱利率走低挤压传统业务利差，资产端应适当拉长资产端久期，做好风险防控的前提下适度加大客户下沉力度，深耕中小企业及零售客群；负债端做好场景搭建，积极拓展低成本资金来源，压降负债端久期。**三是**推动业务轻资本化转型，加大中间业务发展，提升综合化经营能力。零售端应强化财管业务，增强客户粘性；对公端加码投行、交易银行建设，推动“投贷联动”双向赋能。

目 录

1、日本泡沫经济破灭后步入低利率环境	7
1.1 全方位金融自由化叠加高强度宏观刺激政策催生 80 年代末经济泡沫	7
1.2 90 年代初经济泡沫破裂触发银行业危机	8
1.3 后泡沫时代日本经济步入低增长、低利率时期	9
2、低利率环境下的银行业经营：传统盈利模式重塑	11
2.1 都市银行、区域性银行为日本金融体系主体机构	12
2.2 资产端：信贷投放降速，低风险、高流动性资产配置力度提升	13
2.3 负债端：定期存款增长承压，负债久期缩短	15
2.4 低利率环境下银行业净息差持续承压	16
2.5 中间业务营收贡献度提升，都市银行表现较优	18
2.6 多轮改革清降存量风险，资产质量逐步企稳	20
2.6.1 泡沫时期信贷无序扩张等多重因素推升系统性风险	20
2.6.2 泡沫破裂初期不良债权问题并未有效解决，银行业资产质量持续恶化	22
2.6.3 多轮改革处置不良债权，资产质量逐步改善企稳	23
2.7 危机后多轮政府注资叠加监管框架从严，行业资本储备逐步增厚	25
2.8 银行业 ROE 中枢下移，行业集中度持续提升	26
3、日股银行板块行情回顾	29
3.1 股价复盘：板块走势相对平淡，优质个股具备独立行情	29
3.2 估值：板块估值下移，优质银行存在一定溢价	31
3.3 股息：板块高股息优势突出，个股分红比例差异较大	32
4、风险提示	35

图目录

图 1: 1960 年来日本 GDP 现价增速大致经历三阶段	7
图 2: “广场协议”后日元汇率升值	8
图 3: “广场协议”后日元升值抑制出口	8
图 4: “广场协议”后日央行跟随开启降息周期	8
图 5: 1970-1990 年间 M2/GDP 自 103% 提升至 187%	8
图 6: 1990 年后房地产泡沫破裂	9
图 7: 90 年代泡沫破裂后经济增速降档、失业率走高	9
图 8: 1992-2001 年间日本银行资产质量持续恶化	9
图 9: 1990 年代企业破产宗数明显增多	9
图 10: 2000 年以来日本通胀水平不及欧美主要经济体	11
图 11: 后泡沫时代日本经济增长表现不及欧美主要经济体	11
图 12: 日元有效汇率指数 2012 年后波动下行	11
图 13: 各国 10Y 期国债收益率走势对比	11
图 14: 日本金融体系以间接融资为主	12
图 15: 日本银行业金融机构类型	13
图 16: 日本都市、区域性银行存贷款占民间机构存贷比重七成	13
图 17: 1990 年以来日本银行业资产增速明显下行	14
图 18: 1985 年后信贷增速迅速下行后逐步企稳	14
图 19: 现金及存放同业占比持续提升	14
图 20: 储蓄投资账户中政府债、企业债为主要投资品种	14
图 21: 都市银行贷款占比压缩, 存放同业、证券投资占比提升	15
图 22: 区域银行信贷仍占大头, 适当增加存放同业及证券投资	15
图 23: 银行存款中定期、普通存款占比超八成	16
图 24: 2006 年左右日本银行业 2Y 以上存款占比逐步压降	16
图 25: 2010 年来公司存款增速相对更高	16
图 26: 公司、个人存款中定期存款比重逐步下降	16
图 27: 后泡沫时代银行业存贷利差持续下行但降幅边际趋缓	17
图 28: 2000 年来海外主要经济体银行业息差走势对比	17
图 29: 2000 年来日本国内银行无担保贷款占比持续提升	17
图 30: 2000 年来日本国内银行低息贷款占比持续走高	17
图 31: 日本地方性中小银行贷款利率存在一定相对优势	17
图 32: 日本银行业存款端期限利差持续收窄	17
图 33: 2023 年头部都市银行息差分布在 0.48-1.05% 区间	18
图 34: 2023 年区域性样本行息差收窄至 0.7-0.9% 区间	18
图 35: 低利率环境下银行业非息收入增长稳定性相对更高	19
图 36: 低利率环境下日本银行业非息收入占比整体提升	19
图 37: 日本国内银行非息收入结构	19
图 38: 行业非息收入占比提升, 都市银行优势明显	19
图 39: 都市银行除手续费外其他非息业务分布更为均衡	20

图 40: 地方银行手续费占非息收入比重更高	20
图 41: 经济泡沫时期建筑、地产相关投资持续拉升	20
图 42: 泡沫时期贷款向地产、金融等领域倾斜.....	20
图 43: 泡沫时期制造业企业盈利能力下降.....	21
图 44: 泡沫时期企业研发增速下降, 非制造业盈利增长提速.....	21
图 45: 主银行制度下都市银行股权投资占资产比重持续走高.....	21
图 46: 银行资产质量表现明显滞后于经济基本面表现.....	22
图 47: 泡沫破裂后私人消费、投资对 GDP 拉动作用减弱	22
图 48: “金融再生计划”落地后各类银行不良率自峰值逐步回落	24
图 49: 2010 年后不良贷款处置损失维持低位	24
图 50: 2002 年后日本银行资本充足率呈波动上行走势	26
图 51: 都市银行权益乘数明显高于行业及区域性银行.....	26
图 52: 金融危机后日本银行业营收步入低增长、低波动阶段.....	27
图 53: 危机后日本银行业逐步扭亏为盈步入稳态.....	27
图 54: 都市银行 ROA 表现持续优于地方银行	27
图 55: 2005 年来都市银行 ROE 表现持续优于地方银行	27
图 56: 都市银行营收表现相对稳健.....	28
图 57: 区域性银行营收增速波动较大	28
图 58: 区域性银行数量下降, 行业整合力度提升.....	28
图 59: 2000 年来日本银行业集中度持续提升.....	28
图 60: 1980 年代以来东证指数及银行板块走势对比	30
图 61: 2001 年来代表性都市银行相对板块指数表现	31
图 62: 2001 年来代表性地方银行相对板块表现.....	31
图 63: 2012 年后东证银行板块估值同市场整体水平分化加大	32
图 64: 近年来代表性都市银行 PB 上修至 0.9-1.2 倍区间	32
图 65: 代表性地方银行 PB 分化相对较大.....	32
图 66: 2010 年后东证银行业股息率持续高于市场整体水平.....	33
图 67: 代表性都市银行股息普遍高于行业水平.....	33
图 68: 代表性地方银行股息水平分化相对明显.....	33
图 69: 代表性都市银行分红比例逐步提升至 30-40%.....	34
图 70: 代表性地方银行分红比例差异较大.....	34

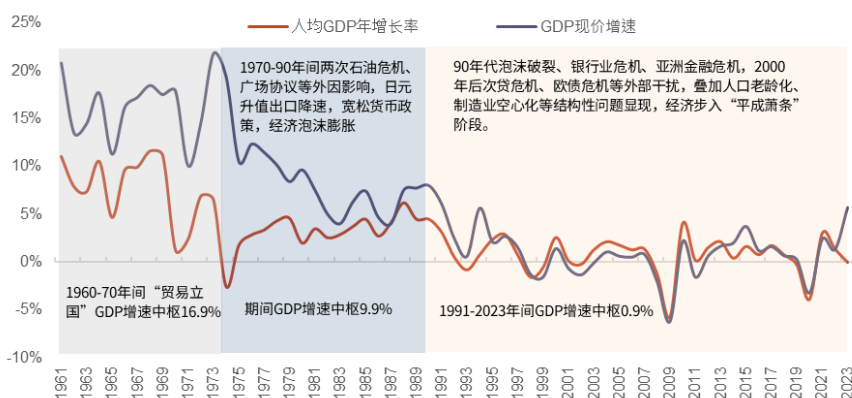
表目录

表 1：1990 年以来日本货币政策操作	10
表 2：1992-2002 年间存款保险机构救助机构及注资情况	23
表 3：1990 年代日本经济泡沫破裂后银行业危机化解与不良资产处置举措	24
表 4：危机期间 DICJ 财务援助及资金收回情况（单位：万亿日元）	25
表 5：1992-2005 年间日本主要银行资本补充规模及资本充足率情况（单位：万亿日元、%）	25
表 6：1990-2019 年间日本不同类型银行机构数量变动情况（单位：家）	28
表 7：1997 年以来主要东证行业指数区间涨跌幅（单位：%）	30

1、日本泡沫经济破灭后步入低利率环境

二战后日本经济发展大致经历高、中、低速增长三个阶段。其中：① 战后至 1970 年代经历发展“黄金时代”，期间工业发展迅速，贸易自由化转型加速，经济完成战后复苏步入高速增长期，1955-1970 年间 GDP 现价 CAGR 为 15.6%，明显高于同期英美等其他海外主要经济体。② 70 年代至 80 年代经济增速降档、资产泡沫形成阶段，期间受石油危机、“广场协议”等多重因素干扰，1970-1989 年 GDP 现价 CAGR 降至 9.5%。③ 90 年代经济泡沫破裂后，经济步入低增速时期，期间银行业危机、亚洲金融危机、次贷危机等外部冲击叠加日本国内政策制度、经济结构性问题显露，经济增长动能趋弱，1990-2023 年间 GDP 现价 CAGR 降至 0.9%，整体呈现低增长、低波动特征。

图 1：1960 年来日本 GDP 现价增速大致经历三阶段



资料来源：World Bank, 光大证券研究所；数据时间：1961-2023 年

1.1 全方位金融自由化叠加高强度宏观刺激政策催生 80 年代末经济泡沫

全面金融自由化浪潮埋下银行业危机的种子。进入 70 年代中后期，日本“后发优势”转弱，资本边际产出降低，经济增长动能放缓。同时，1973、1979 年两次石油危机对全球经济形成冲击，日本前期能源依赖、出口导向型经济增长有所受挫。在国际金融自由化浪潮驱动以及内部财政赤字、债务压力下，日本政府以国债交易管制为契机推动利率市场化、金融自由化变革，1977 年日本放开银行承销国债的市场交易限制，推动国债利率市场化进程，后逐步放开银行拆借利率、票据、存单、存款利率等管制，解除银行、证券、信托机构间分业界限，进一步开放资本市场及外汇管制。利率市场化背景下，前期固定存贷利差保护弱化，盈利水平受到一定影响；同时伴随资本市场开放，直接融资渠道占比提升对银行展业空间也形成挤压。监管机制改革尚未跟进、淘汰机制缺位的情况下，银行倾向通过提升风险容忍度来维持盈利水平，也为后续银行业危机埋下伏笔。

“广场协议”签署推动日元大幅升值，抑制出口动能，市场投机情绪升温。1985 年美国在贸易财政双赤字压力下推动 G5 成员国签署“广场协议”，实现美元贬值，改善国际收支不平衡状况。1985 年 9 月-1988 年 9 月，美元兑日元月均汇率自 237 降至 134，日元升值幅度达 43%。日元大幅升值对出口形成压制，1985-88 年间日本出口、制造业增加值年均增速分别为-3.9%、4.8%，低

于 1980-84 年间的 12.8%、5.8%。实体产业景气度下滑，投资回报率边际走弱，资金逐步向金融、地产领域迁移。

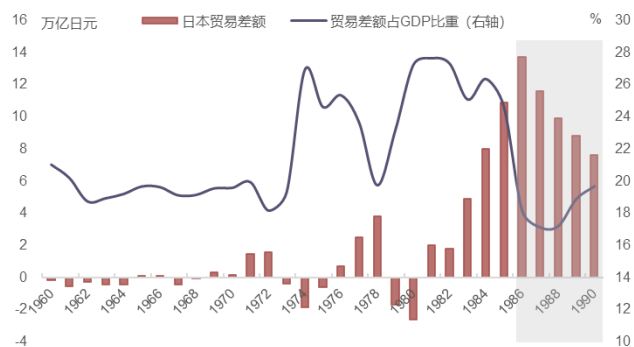
宽松的货币财政政策环境催生资产泡沫膨胀。“广场协议”后为缓解日元升值对经济增长的负面冲击，1986 年初日本开启降息周期，截至 1987 年 2 月贴现率降幅达 250bp。1986-1989 年间 M2 年均增速维持 10% 以上，M2-GDP 增速差持续走阔，市场流动性宽松，资金淤积在金融、地产领域催生资产泡沫。1985-1989 年，GDP、制造业增加值年均增速分别为 6.3%、4.8%，东证指数累计涨幅达 214%，6 个主要城市土地价格累计涨幅达 146%。

图 2：“广场协议”后日元汇率升值



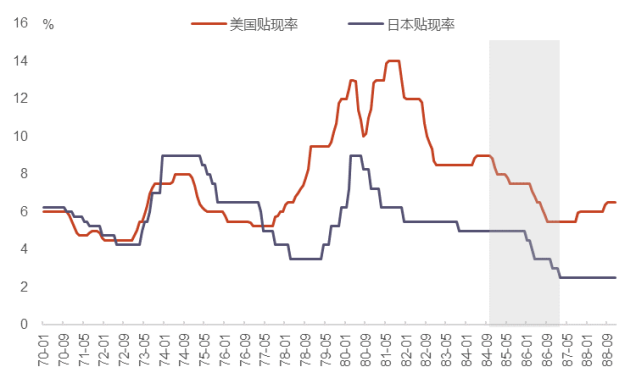
资料来源：，光大证券研究所；数据时间：1980 年 1 月-1999 年 12 月

图 3：“广场协议”后日元升值抑制出口



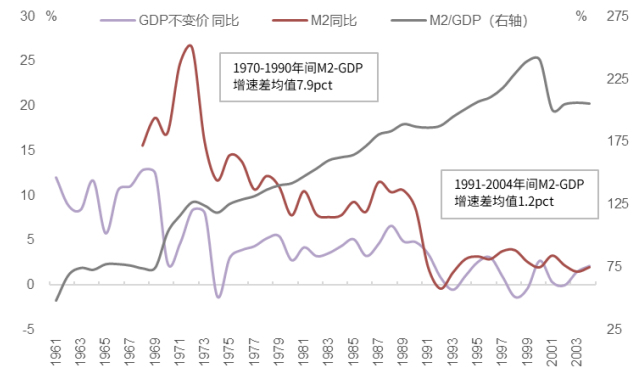
资料来源：World Bank，光大证券研究所；数据时间：1960-1990 年

图 4：“广场协议”后日央行跟随开启降息周期



资料来源：IMF，，光大证券研究所；数据时间：1970 年 1 月-1988 年 12 月

图 5：1970-1990 年间 M2/GDP 自 103% 提升至 187%



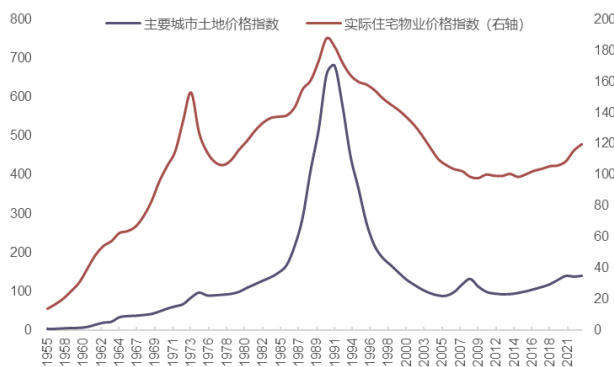
资料来源：World Bank，BOJ，，光大证券研究所；数据时间：1961-2004 年

1.2 90 年代初经济泡沫破裂触发银行业危机

货币政策过急转向刺破泡沫，经济增速再度下行。1987-1988 年降息周期结束资产价格上涨，日本仍维持较低利率水平，而期间欧美等国已开启加息进程。直至 1989 年 5 月日本再度跟随加息，截至 1990 年 8 月期间加息五次，贴现率自 2.5% 升至 6%，单次加息幅度在 50-100bp，货币政策急速转紧。1990 年 3 月大藏省发布《关于控制土地相关融资的规定》实施对土地融资的总量管控，政策收紧信号强化，资产泡沫破裂。东证指数自 1989 年末的 2881 点降至

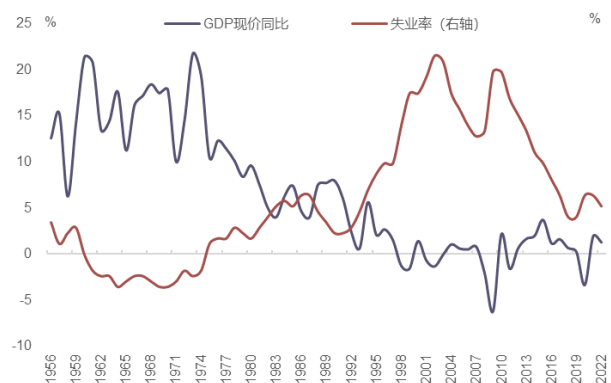
1992 年中的 1123 点低位，实际住宅物业价格指数自 1991 年 189.3 高点降至 1994 年末 159.9 的阶段低点。

图 6：1990 年后房地产泡沫破裂



资料来源：CEIC，光大证券研究所；时间：1955 年-2023 年

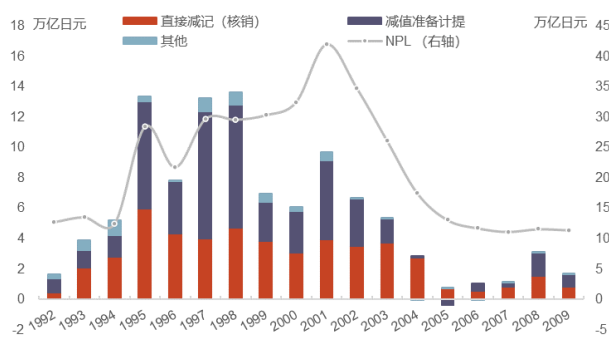
图 7：90 年代泡沫破裂后经济增速降档、失业率走高



资料来源：，光大证券研究所；时间：1956-2022 年

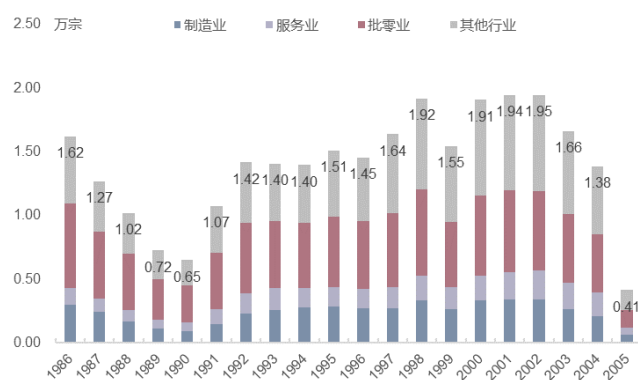
泡沫破裂后债务通缩，经济-金融风险传导加剧，资产质量恶化触发银行业危机。泡沫破裂后，资产价格下跌，经济陷入债务型通缩，居民企业资产负债率衰退。CPI 增速自 1990 年的 3.1% 降至 2000 年的 -0.7%，期间 GDP 增速自 7.96% 降至 1.39%，失业率自 2.1% 走升至 4.7%，1995-2003 年间年均企业破产数量达 1.72 万宗。银企经营深度绑定情况下，实体领域风险迅速传导至金融体系。同时，受 1997 年亚洲金融危机波及，银行坏账规模增多，资产质量逐步恶化，北海道拓殖银行、山一证券等多家机构出险破产。FSA 数据显示，1999-2002 年间银行业不良率自 6.2% 波动上行至 8.4% 峰值，其中都市银行不良率自 5.1% 上行至 8.7%，地方银行自 6.2% 上行至 8%，1995-1998 财年银行业年均损失贷款拨备为 14.6 万亿日元，明显高于 1992 年的 3.7 万亿日元。

图 8：1992-2001 年间日本银行资产质量持续恶化



资料来源：FSA，光大证券研究所；注：上图时间为财年，NPL 为不良贷款规模，亦称“Risk Management Loans”

图 9：1990 年代企业破产宗数明显增多



资料来源：CEIC，光大证券研究所；注：数据标签为年内破产企业宗数总和

1.3 后泡沫时代日本经济步入低增长、低利率时期

泡沫破裂后日本步入低速增长阶段。经济泡沫破裂后，日本政府初期主要采取降息、财政刺激等措施应对，日央行贴现率自 1990 年 8 月末的 6% 逐步降至 2001 年 9 月的 0.1%，广义政府负债/GDP 自 1994 年的 86% 逐步上行至 2001 年的 147%，政府部门杠杆水平明显高于同期英美等经济体，货币、财政政策

操作空间持续收缩。同时，日本政府开启大范围体制改革与经济复兴战略，其中力度较大、影响较为深远的主要有桥本时期的“金融大爆炸”与小泉时期的“金融再生计划”。

- ① 1996 年 11 月桥本政府推出金融、财政、行政等六大领域改革方案，其中金融改革在自由、公正、全球化原则下，推出市场竞争机制，废除长短期资金分离限制，推动各类交易手续费自由化，推动境内外资本交易自由化等多项举措。
- ② 2001 年小泉政府接棒上任，实施“金融再生计划”处置金融机构不良债权，推动机构并购重整剥离坏账，同时期间维持宽松货币政策，零利率+量化宽松并行，推广“非正式雇佣”模式提升就业率。虽然经历了力度较大的系列体制改革和政策调整，1996-2006 年间日本 GDP 现价 CAGR/年均增速分别为 -0.01%/0.25%，低于同期美国（5.5%/5.5%）、英国（4.9%/5.1%）等其他海外经济体。

后受全球金融危机等外部冲击，叠加通缩、高负债等内部结构性问题，经济增速再度回落。2007-2011 年间日本 CPI 年均增速-0.2%，低于同期英美等海外经济体均值 2.08%，通缩压力仍有持续，债务负担加大，期间日本债务负担率（未偿还国债余额/GDP）自 100.6%上行至 134%，期间 GDP 年均增速为 -1.4%，低于同期美国（2.48%）、英国（2.5%）。

- ③ 2012 年安倍政府上台推行货币宽松、财政刺激、结构改革“三支箭”政策刺激消费，提升通胀，拉动 GDP 增长。其中，**货币政策层面**，初期主要实施大规模量化宽松政策，2016 年后日央行推行负利率政策，引导银行放贷，鼓励投资。**财政政策层面**，实施灵活的财政刺激政策，增加财政预算开支，延缓提升消费税政策。**结构改革层面**，主要包括公共基金管理、企业创投生态建设、企业所得税改革等十余项制度方面重塑等。

2012-2020 年间日央行资产端政府债购买 CAGR 达 21.4%，政府债占资产比重自 72%升至 76%；年均隔夜无担保拆借利率自 2012 年的 0.08%降至 2020 年的-0.04%。期间通胀波动上行，年均 CPI 增速上修至 0.64%，高于 2000-2007 年间的-0.33%，但尚未实现 2%的通胀目标；期间 GDP 不变价年均增速 0.95%，略低于 2000-2007 年间的 1.45%，经济增速水平略低于金融危机前，“低利率、低通胀、低增长”状态尚未出现显著改观。

表 1：1990 年以来日本货币政策操作

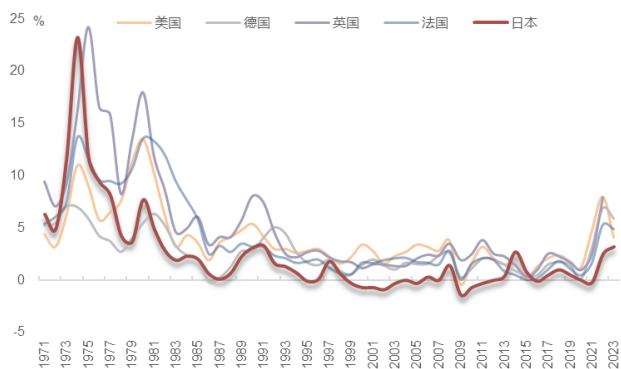
时期	货币政策	目标	具体情形
1991/7-1998/9	快速降息	控制贷款基准利率和隔夜拆借利率	日本央行 9 次降低贷款基准利率，从 1991 年的 6%降至 1995 年的 0.5%；降低隔夜拆借利率，1998 年 9 月日本银行将其目标水平由 0.5%降至 0.25%
1999/2-2006/7	ZIRP(零利率政策)	控制隔夜拆借利率	1999 年 2 月日本银行推出了零利率政策，通过向货币市场投放大量流动性使隔夜拆借利率维持在较低的水平，同时前瞻性指引指向降低长期利率
2001/3-2006/3	QE	控制央行经常账户余额	2001 年 3 月开始实施的 QE 政策继续降低了日本的名义利率
2010/10-2013/3	CME(全面货币宽松)	控制隔夜拆借利率	央行购买主权债券、公司债券和 REITs 等风险资产，前瞻性指引设定 2%的通胀目标
2013/4-2016/9	QQE	增强货币流通基础	量化加质化宽松，购买大量 10 年期国债以降低长期利率并购买风险资产；2016 年 1 月，追加负利率政策，超额准备金存款利率自降至-0.1%
2016/9-2024/3	QQE+YCC	控制短期与长期利率	2016 年 9 月推出收益率曲线控制--央行将短期政策利率目标设定为 0.1%，将 10 年期国债收益率目标设定在接近 0%的水平并以此价格购买国债；通胀超调承诺--央行承诺维持货币基础的增长直至达到 2%的价格稳定目标

资料来源：BOJ，《日本走出萧条过程中的货币政策——近年来的零利率政策与数量宽松政策分析》（刘瑞），《日本负利率政策：理论与实务》（刘瑞），《20 世纪 90 年代的日本经济》（王洛林、余永定、李薇），《日本长期通货紧缩与量化宽松货币政策——理论争论、政策实践及最新进展》（刘瑞），光大证券研究所

2020 年疫情影响下，受大宗商品价格上涨、宽货币政策等因素驱动，日本通胀水平有所提升，CPI 增速自 2020 年的 0%升至 2023 年的 3.2%，期间实际 GDP 年均增速 0.3%，维持正增。2024 年 3 月，日央行将无担保隔夜拆借利率

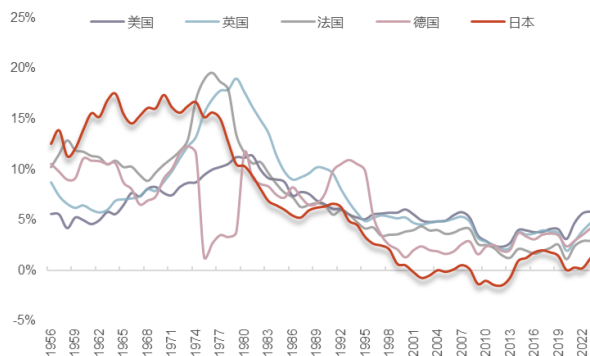
目标区间调整至 0-0.1%，将银行超额准备金存款利率自前期-0.1%提升至 0.1%，同时放弃 YCC 对 10Y 国债利率 0.1%上限的参考约束，结束了 2016 年来的负利率时代。

图 10：2000 年以来日本通胀水平不及欧美主要经济体



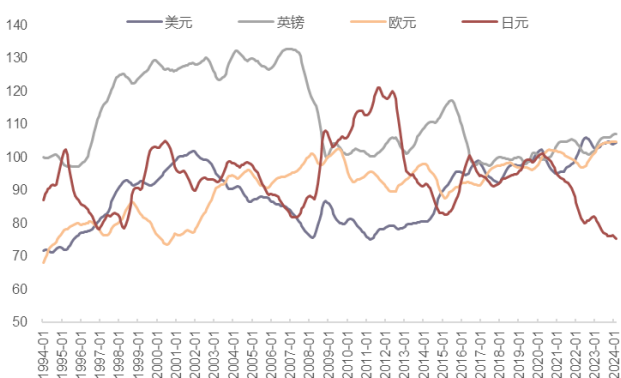
资料来源：，World Bank，光大证券研究所；注：时间区间为 1970-2023 年，数据为 CPI 同比增速

图 11：后泡沫时代日本经济增长表现不及欧美主要经济体



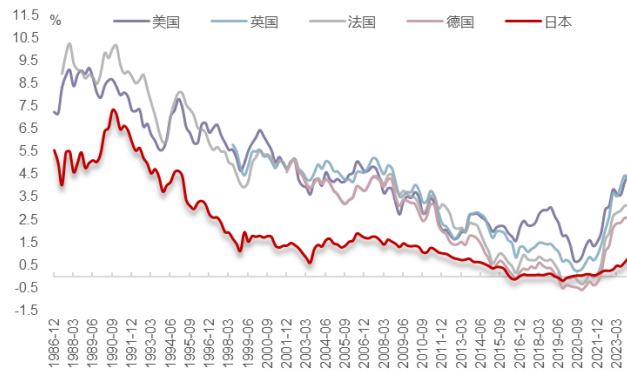
资料来源：，日本内阁府，美国经济分析局，英国统计局，欧盟统计局，光大证券研究所；注：数据为年度 GDP 现价增速，时间：1956-2023 年

图 12：日元有效汇率指数 2012 年后波动下行



资料来源：，OECD，光大证券研究所；注：数据时间为 1994 年 1 月-2024 年 2 月

图 13：各国 10Y 期国债收益率走势对比



资料来源：，各国央行，光大证券研究所；注：数据时间为 1986Q4-2024Q1

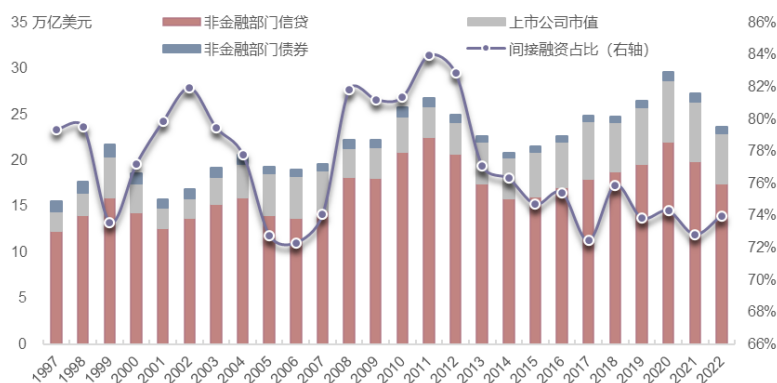
2、低利率环境下的银行业经营：传统盈利模式重塑

90 年代泡沫破裂后，日本政府逐步推进深化金融体系、监管制度等方面改革，助力不良债权处置出清。同时，利率市场化进程加速，货币政策较长期保持宽松状态，基准利率由“零利率”向“负利率”过渡。外部环境变化影响机构展业状况，期间银行行为及经营模式均有所转变。

2.1 都市银行、区域性银行为日本金融体系主体结构

日本融资模式以间接融资为主，直接融资为辅。二战后 1960s-70s 日本经济高速增长，期间经济金融制度管制特征突出，金融体系以银行主导的间接融资为主。1980s-90s 金融自由化浪潮下，逐步放松金融市场准入限制以及前期严格的分业管制，企业债券发行、股票融资渠道逐步畅通，直接融资占比逐步提升。2000 年来，伴随银行体系内不良债权逐步清降，机构合并重整，行业向成熟的商业化方向发展，间接融资比重逐步趋稳。日本非金融部门信贷规模仍明显高于股权及债券融资，2022 年信贷占融资渠道比重约 74%。

图 14：日本金融体系以间接融资为主



资料来源：BIS，光大证券研究所

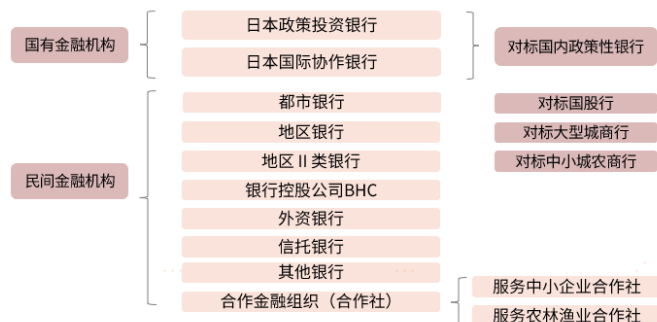
民间金融机构为日本银行体系主体。根据日本银行业协会口径，日本金融机构可大体分为国有机构和民间机构两类，其中国有机构主要包括日本政策投资银行和日本国际协作银行两家，其功能及定位同国内政策性银行相似。民间金融机构主要包括都市银行、区域性银行（包括地方银行和第二地方银行）、信托银行、合作社等。其中都市银行和地方银行居主体位置，两类机构存贷款业务份额占比约 60%。具体来说：

1) **都市银行**总部设立在东京、大阪等核心城市，分支机构遍布全国，属于全国性银行，主要有三菱 UFJ、瑞穗集团、三井住友等 5 家，其存贷市场份额较高。截至 2024 年 3 月末，都市银行存贷规模分别 478、230 万亿日元，占行业比重分别为 48%、37%。

2) **地方银行**隶属于日本地方银行协会，总部设在县域核心城市，展业范围集中在县内，同当地企业 B/政府 G 端客户联系较为紧密，主要包含北海道、青森等 62 家成员银行。截至 2024 年 3 月末，地方银行存贷规模分别为 332、257 万亿日元，占行业比重分别为 34%、41%。2023 年 3 月末数据显示，地方银行存款当中近 70% 为零售存款，25% 为公司存款；贷款主要集中在中小企业和零售客群，占比分别为 43%、28%，大中型企业和政府类客户占比均在 10% 左右。

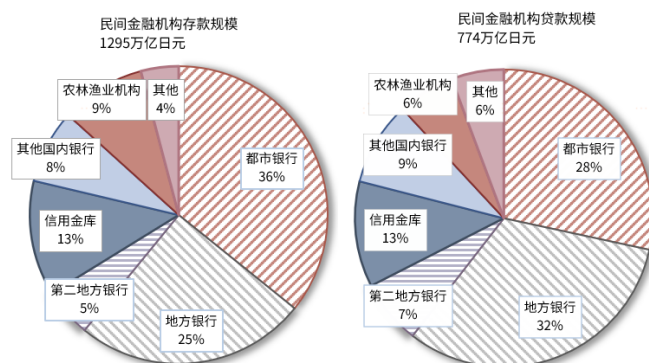
3) **第二地方银行**前身是 1951 年《银行法》设立的股份制银行，后 1989 年被划归至地方银行，隶属于日本第二地方银行协会。成员机构规模相对更小，服务于所在地及周边区域的中小企业及个人客户，可类比国内中小城农商行，涵盖北洋、仙台、福岛等 37 家银行。截至 2023 年 3 月末，第二地方银行存贷规模占行业比重均在 10% 以内。

图 15：日本银行业金融机构类型



资料来源：JBA，光大证券研究所绘制；注：其他银行包括住宅专业金融公司等

图 16：日本都市、区域性银行存贷款占民间机构存贷比重七成



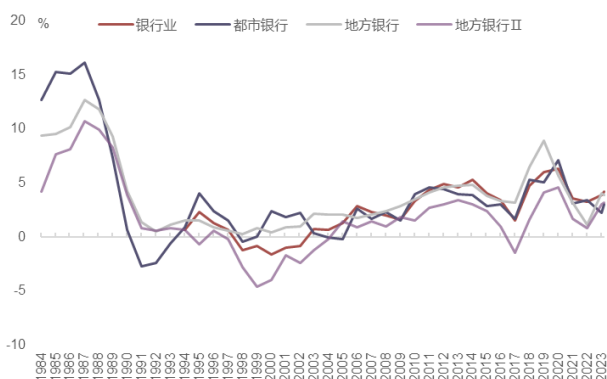
资料来源：RBAJ（日本地方银行协会），BOJ，光大证券研究所；数据时间：2023 年 3 月；注：其他国内银行包括信托银行（不含日本邮政银行），其他银行包括商工组合中央金库、信用中央金库、全国信用合作社、农林中央金库、劳动金库等

2.2 资产端：信贷投放降速，低风险、高流动性资产配置力度提升

泡沫危机后，信贷需求收缩拖累银行规模扩张节奏。1980 年来，日本银行资产扩张历程可大体分为三个阶段：

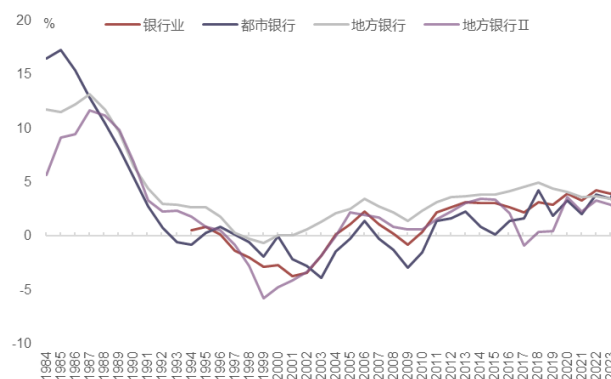
- 1) 为对冲 1985 年“广场协议”后日元升值影响，货币政策再度转入宽松阶段，贴现率自 1983 年的 5% 逐步降至 1987 年初的 2.5%，期间 M1、M2 增速分别自 2.1%、7.6% 上行至 6.8%、11.5%，都市及地方银行年均信贷增速在 11.3% 左右，货币信用扩张提速，推动银行业快速扩表。1983-1990 年间都市、地方、第二地方三类银行合计贷款、资产 CAGR 分别达 10.7%、11.8%。
- 2) 90 年代泡沫破裂后，经济步入“平成萧条”阶段，债务通缩压力下企业居民资产负债表衰退，实体融资需求走弱。期间货币政策虽再度转松，但通缩背景下实际利率下行幅度有限，难以有效刺激信用需求扩张。贴现率自 1990 年 6% 高位降至 2001 年的 0.1%，后维持零利率状态，而实际利率自 1990 年 4.15% 降至 2001 年的 3.09%，后基本维持 3% 左右相对稳定状态。同时，前期无序扩张的信贷资产质量恶化，风险暴露增加，抑制信贷供给能力，银行扩表速度明显下降，1990-2010 年间三类银行合计贷款、资产 CAGR 分别降至 0.06%、0.75%。
- 3) 2010 年后安倍政府再度加码宽松货币政策，制定 2% 通胀目标，推出大规模量化宽松，2016 年实施“负利率”政策。伴随宏观经济环境回暖，信用扩张节奏复苏，推动银行规模扩张稳步提速，2010-2023 年日本国内银行贷款、资产规模 CAGR 分别回升至 2.92%、4.26%。

图 17：1990 年以来日本银行业资产增速明显下行



资料来源：BOJ，光大证券研究所；注：数据为 3YMA，时间为 1984-2024 年 2 月，年度数据

图 18：1985 年后信贷增速迅速下行后逐步企稳



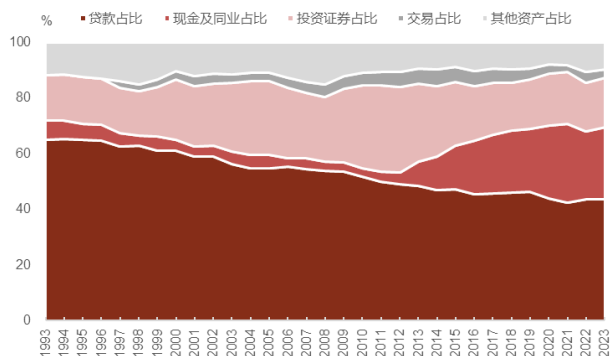
资料来源：BOJ，光大证券研究所；注：数据为 3YMA，时间为 1984-2024 年 2 月，年度数据

资产结构层面看，贷款占比下降，现金及同业资产占比持续提升，证券资产配置强度加大。一方面，低增长、低利率环境下，实体融资需求转弱；另一方面，泡沫破裂后商业银行集中处置存量不良资产，对资本形成较大侵蚀，稳定资本充足率诉求强化，资产结构向“轻资本化”调整，贷款和票据贴现占资产比重自 1993 年的 65%降至 2023 年的 44%。信贷增速走弱情况下，银行资产逐步向证券投资方向转移，日本国内银行证券投资占总资产比重自 1995 年的 17%提升至 2011 年的 30%以上，后收益率曲线下移，证券投资占比降至 2023 年的 18%。

分标的看，国债、地方政府债为主要投资券种，二者占证券投资比重自 1993 年的 30%提升至 2011 年的 67%。后续伴随日本经济步入低利率、低通胀、低增长阶段，银行证券投资中国内资产占比逐步下降，海外资产占比持续提升，自 2011 年的 12%上行至 2024 年 2 月末的 31%。

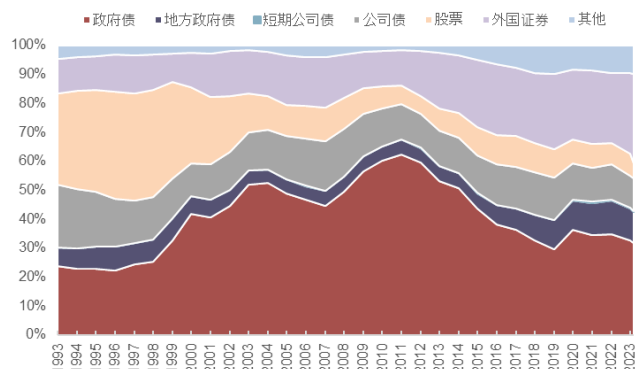
极低利率环境下，低风险、高流动性的同业等资产占比明显提升。2012 年安倍政府上台后开启大规模量化宽松，进入“零利率”时代。资产配置效率下降，机构对于低风险资产偏好有所提升，同业存放占总资产比重自 2012 年的 3%提升至 2024 年 5 月的 25%，都市银行、区域性银行这一比重分别自 2012 年的 3.5%、1.8%提升至 2024 年 5 月的 29%、16%。

图 19：现金及存放同业占比持续提升



资料来源：JBA，光大证券研究所，年度数据

图 20：储蓄投资账户中政府债、企业债为主要投资品种

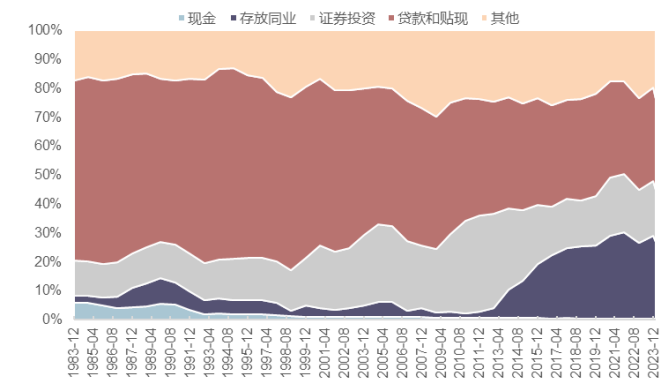


资料来源：JBA，光大证券研究所；数据时间：1993 年-2023 年，年度数据

分银行类型看：① 都市银行贷款增长相对缓慢，2000-2023 年间贷款及贴现 CAGR 为 0.2%，低于期间 3% 的资产增速，占资产端比重持续压缩，自 1994 年的 66% 降至 2024 年 2 月的 31%；期间对应存放同业、证券投资份额提升，分别自 4.9%、14.2% 提升至 26.5%、18.2%。其中证券投资层面，主要集中配置国债及外国证券，二者占证券投资比重分别自 1994 年的 16%、10% 提升至 2024 年 2 月的 41%、36%，国内股票、公司债占比均逐步降至 10% 以内。

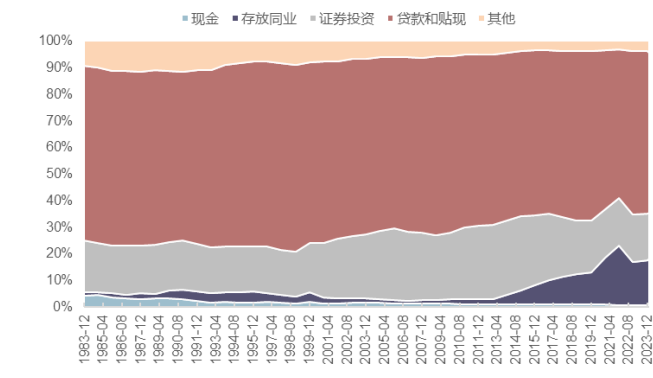
② 区域性银行贷款增长相对更快，2000-2023 年贷款及贴现 CAGR 为 2.7%，占资产端比重自 68% 降至 60% 左右。期间存放同业占比持续走升，自 2.4% 提升至 17.5%，证券投资基本稳定在 20% 左右。其中，地方政府债、国债及公司债为主要投资标的，截至 2024 年 2 月占比分别为 24%、20%、18%；同时亦加强外国证券配置，占证券投资比重自 2000 年的 9% 提升至 2024 年 2 月的 17% 左右。

图 21：都市银行贷款占比压缩，存放同业、证券投资占比提升



资料来源：BOJ，光大证券研究所，时间：1983 年 12 月-2024 年 2 月

图 22：区域银行信贷仍占大头，适当增加存放同业及证券投资



资料来源：BOJ，光大证券研究所，时间：1983 年 12 月-2024 年 2 月

2.3 负债端：定期存款增长承压，负债久期缩短

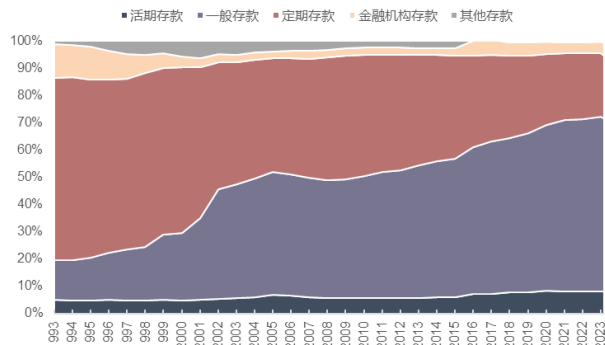
泡沫破裂后，银行业存款增长大体呈现“U”型走势。1980-1990 年泡沫破裂前期，宽松政策背景下银行业扩表提速，存款稳步增长，1983-1990 年间都市银行和区域性银行存款 CAGR 达 12%。泡沫破裂后，银行业风险集中暴露，危机期间存款流失压力加大，1991-2001 年间日本国内银行存款 CAGR 降至 0.1%。后伴随存量风险出清，以及多轮政策刺激下经济景气度修复，存款增速逐步上修，2001-2012、2012-2023 年间 CAGR 分别达 2.1%、4.3%。

结构层面，定期存款规模持续压缩，一般存款等活期存款占比走高，存款久期缓幅压降。利率市场化改革后，定活存款利差收窄，对应定期存款占比逐步压降。截至 2024 年 2 月，日本国内银行中定期存款占比为 23%，低于 1993 年末的 67%，期间一般存款等活期存款占比自 20% 左右扩张至 72%。定期存款中，1Y 以内期限占比近年有所提升，但基本稳定在 30% 左右；1Y 以上期限存款占比有所压降，测算存款端久期自 1993 年的 12 个月左右逐步拉长至 2006 年的 24 个月左右，后逐步压降至 2024 年 2 月的 21 个月左右。低利率环境下，银行存款端定期存款占比有所下降，久期缩短。

分机构类型看，2000 年来都市银行负债端存款占比基本稳定在 66% 附近，其中定期存款占比持续压降，自 1983 年的 60% 降至 2024 年 2 月的 15% 左右。区域性银行中存款占负债端比重亦呈波动下行走势，但仍高于都市银行，截至

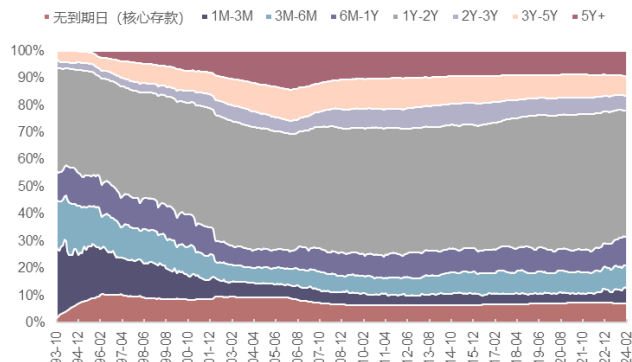
2024 年 2 月存款占负债端比重为 77%，较 2000 年下降 13pct。其中，定期存款占比自 1983 年的 63% 降至 2024 年 2 月的 26%，略高于都市银行。

图 23：银行存款中定期、普通存款占比超八成



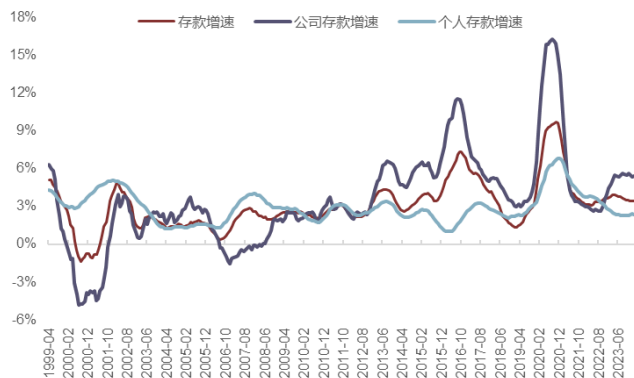
资料来源：BOJ，光大证券研究所；注：活期存款为 current deposit，一般存款为 ordinary deposit，二者均为 demand deposit；时间：1993-2024 年 2 月，年度数据

图 24：2006 年左右日本银行业 2Y 以上存款占比逐步压降



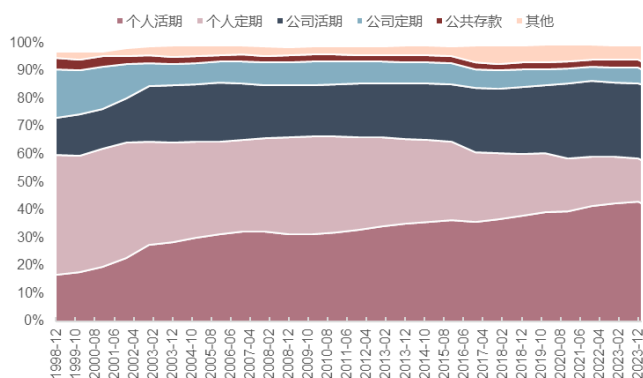
资料来源：BOJ，光大证券研究所；时间：1993 年 10 月-2024 年 2 月，月度数据

图 25：2010 年来公司存款增速相对更高



资料来源：BOJ，光大证券研究所；时间：1999 年 4 月-2024 年 2 月

图 26：公司、个人存款中定期存款比重逐步下降



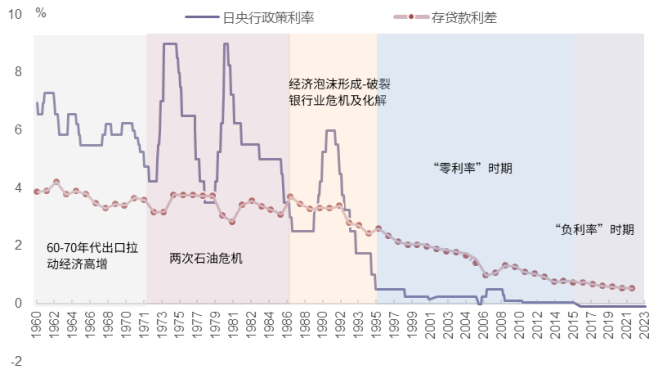
资料来源：BOJ，光大证券研究所；时间：1998-2024 年 2 月，年度数据

2.4 低利率环境下银行业净息差持续承压

泡沫危机以来，银行业 NIM 走势可分为三阶段。① 泡沫破裂后大幅降息阶段。1991-95 年间贴现率自 6% 降至 0.5%，期间日本银行业存贷利差自 3.39pct 降至 2.6pct，累计收窄 79bp。② 1996-2015 年间“零利率”时期，期内贴现率自 0.5% 降至 0.05%，期间银行业存贷利差自 2.36pct 降至 0.74pct，累计收窄 162bp。③ 2016-2023 年“负利率”时期，贴现率自 0.05% 降至 -0.1%，下调 15bp；期内存贷利差自 0.67pct 收窄至 0.54pct，累计收窄 13bp。

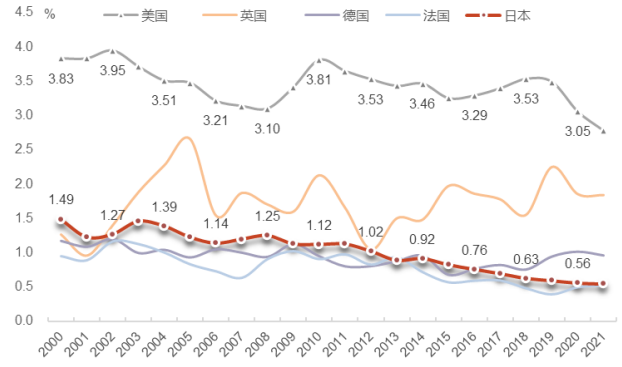
息差持续收窄原因或在于存贷增长匹配性弱化导致的资产收益率走弱和负债受“零利率”下限约束。资产端，低利率环境下，贷款定价持续下行，高利率贷款占比持续压降，利率在 1%-3%、3%-5%、5% 以上三类贷款占比分别自 2000 年的 76%、14%、1.6% 降至 2024 年 2 月的 26%、1.2%、1%。负债端，受“零利率”下限约束，存款成本呈现一定刚性，存贷利差收窄。2010 年以来，日本国内银行贷款利率自 1.60% 下行至 2024 年 2 月的 0.74%，期间存款利率则自 0.125% 降至 0.056%，存贷利差自 1.48% 收窄至 0.68%。

图 27：后泡沫时代银行业存贷利差持续下行但降幅边际趋缓



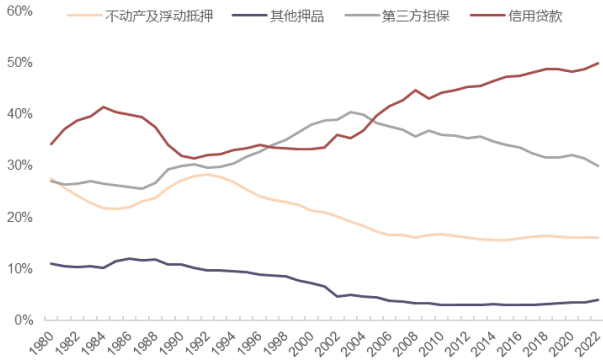
资料来源：World Bank，光大证券研究所；存贷款利差，数据时间1960-2021年

图 28：2000 年来海外主要经济体银行业息差走势对比



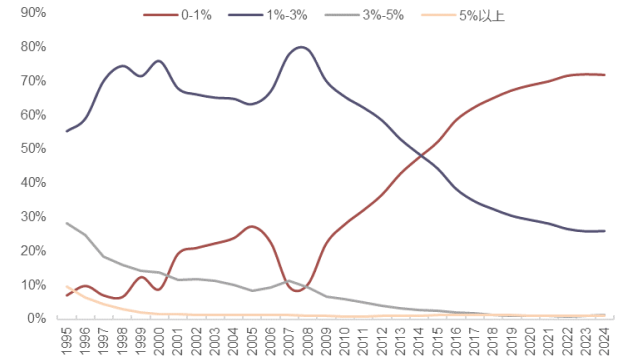
资料来源：World Bank，光大证券研究所；时间：2000-2021年

图 29：2000 年来日本国内银行无担保贷款占比持续提升



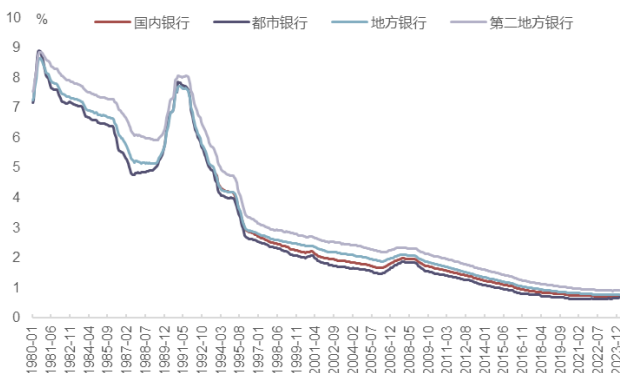
资料来源：BOJ，光大证券研究所；时间：1980-2022年

图 30：2000 年来日本国内银行低息贷款占比持续走高



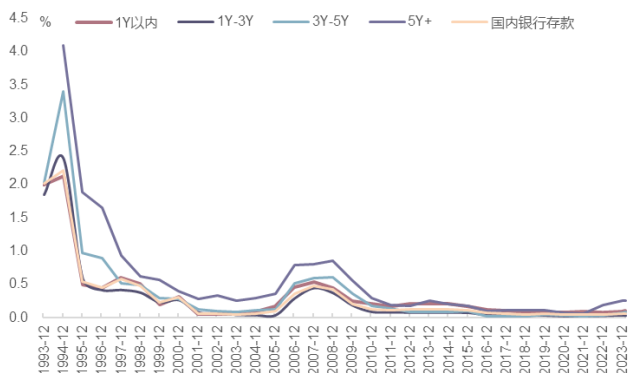
资料来源：BOJ，光大证券研究所；注：2024年截至2月末

图 31：日本地方性中小银行贷款利率存在一定相对优势



资料来源：BOJ，光大证券研究所；时间：1980年1月-2024年2月

图 32：日本银行业存款端期限利差持续收窄

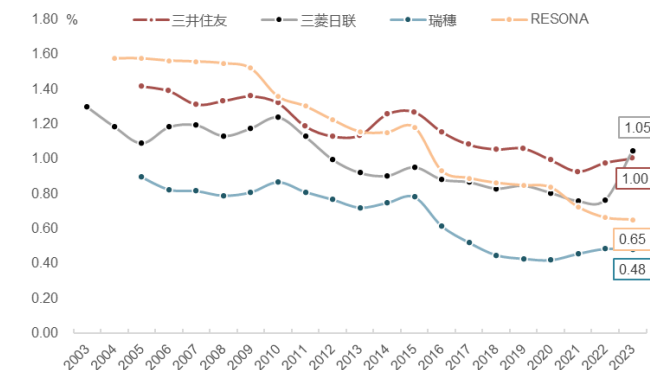


资料来源：BOJ，光大证券研究所，时间：1993年-2024年2月，年度数据

分机构类型看，都市银行、区域性银行存贷利差均呈收窄态势，但地方银行贷款利率仍保持一定优势。从几家样本本行情况看，三井住友、三菱 UFJ 两家头部

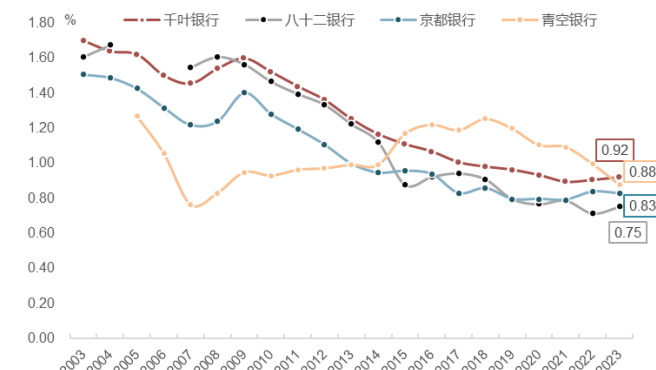
银行息差仍保持在 1%以上，理索纳、瑞穗等 NIM 同行业水平相近。千叶、京都等代表性地方银行 NIM 分化较小，集中在 0.7-0.9%，高于行业整体水平。

图 33：2023 年头部都市银行息差分布在 0.48-1.05%区间



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 34：2023 年区域性样本行息差收窄至 0.7-0.9%区间



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

2.5 中间业务营收贡献度提升，都市银行表现较优

非利息收入增速稳定性高于利息收入，占营收比重逐步提升。1998-2023 年间，日本国内银行营收增速均值-0.9%，利息、非息收入增速中枢分别为-0.5%、-0.1%，增速标准差分别为 0.19、0.13，非息收入增长波动性相对较低。分两阶段看：

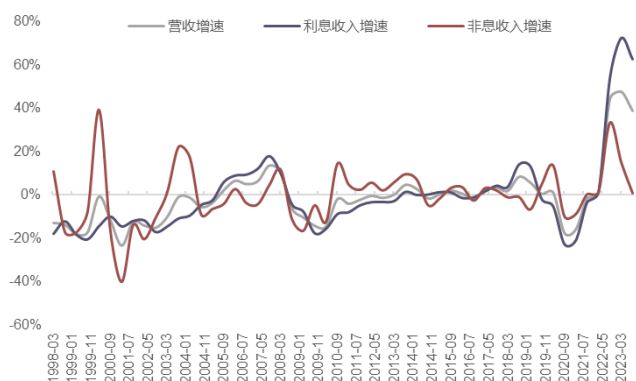
- ① 1998-2009 年间日本国内银行营收整体呈负增长状态，期间营收增速均值中枢为-6.2%。其中，利息收入受信贷降速、息差收窄等影响增速中枢为-6.5%，非息收入增速波动性较高，均值中枢约-3.8%，略好于利息收入，期间非息收入占营收比重自 26%提升至 29%附近。
- ② 2010 年 35 万亿日元资产购买计划开启大规模 QE 操作，宏观政策刺激叠加存量风险逐步清降，银行信贷增速上修，息差降幅收窄，利息、非息收入均回正。2010-2023 年间利息、非息收入增速均值分别为 2.6%、2.2%，期间非息收入占比小幅提升 2pct 至 31%。

经济萧条时期非息收入占比提升背后或有三方面因素支撑。（1）从制度层面看，90 年代商业银行证券相关从业限制陆续放开，拓宽银行业务范围，为后续增长塑造较好制度环境。（2）低利率环境下，信贷规模扩张节奏放缓叠加息差挤压，传统存贷业务增长空间受限，促使银行积极拓展投行、财富管理、证券经纪等综合化业务，同时强化业务风险抵御能力。（3）利率市场化推进及分业经营管制退出催生较多金融创新产品，如市场利率联动型存款、国债基金、大额信托等，一定程度上增加银行交易收入。

非息收入结构方面，手续费及佣金占比稳定在 50%左右，证券销售收入占比逐步提升。银行非息收入主要由手续费及佣金、贸易收入、其他营业收入、其他收入、信托账户佣金构成。其中，手续费佣金占非息比重基本稳定在 50%左右，是主要构成部分。其他收入占非息收入的 20%左右，其中超八成贡献来自于股票和其他证券销售收益。其他营业收入对非息贡献度亦在 20%左右，其中外汇交易收入、债券销售收入为主要构成部分，2021-2023 年间二者占其他营业收入比重分别为 41%、45%。剩余贸易收入主要涉及与贸易相关的金融衍生

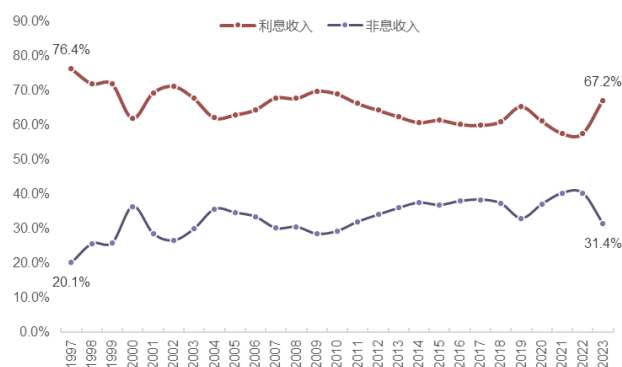
品交易收入，占非息收入比重在 2-3%左右，信托账户佣金收入占比基本稳定在 5%左右。

图 35：低利率环境下银行业非息收入增长稳定性相对更高



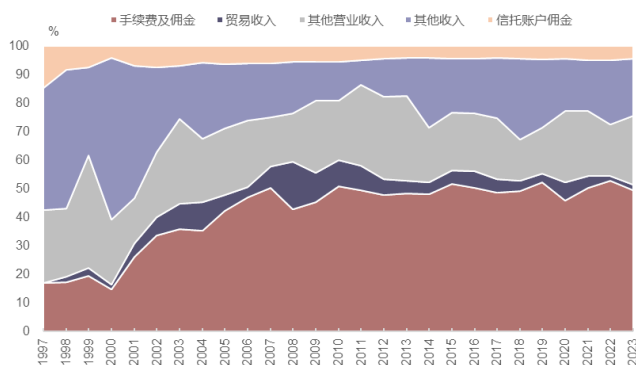
资料来源：JBA, CEIC, 光大证券研究所；数据为 3YMA 半年度数据；时间：1998 年 3 月-2023 年 9 月

图 36：低利率环境下日本银行业非息收入占比整体提升



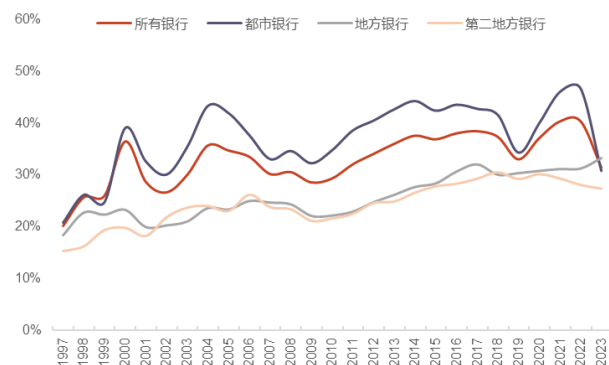
资料来源：JBA, CEIC, 光大证券研究所；时间：1997-2023 年

图 37：日本国内银行非息收入结构



资料来源：JBA, CEIC, 光大证券研究所，注：数据为各项占非息收入比重

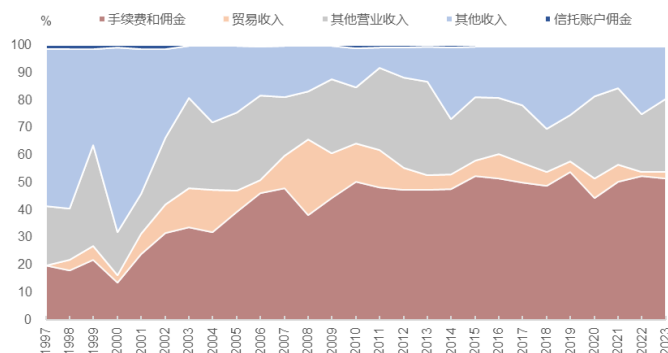
图 38：行业非息收入占比提升，都市银行优势明显



资料来源：BOJ, 光大证券研究所

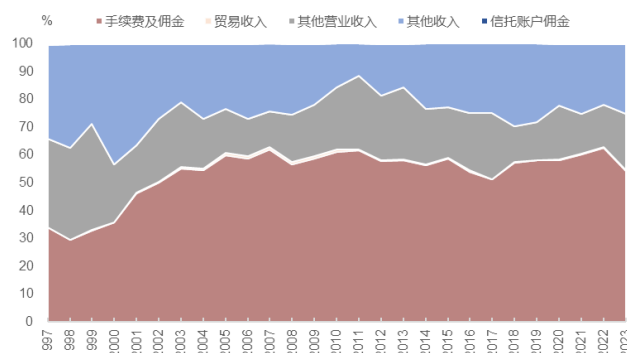
分银行类型看，都市银行综合化金融服务能力更强，非息占比相对更高，业务更加多元化。综合化经营程度较高的都市银行 2021-2023 年非息收入占比均值为 41%，高于地方银行、第二地方银行的 32%、28%。都市银行非息收入结构同行业结构类似，手续费及佣金占比在 50% 以上，其他营业收入、其他收入占比均在 20% 以上。区域性银行非息收入中手续费占比更高，达 60% 以上，而其他营业收入占比较低，在 15% 左右。对比而言，都市银行除手续费收入外的其他非息业务发展相对均衡，区域性银行则重点集中在股票、债券销售业务，外汇交易、衍生品交易等业务相对较弱。

图 39：都市银行除手续费外其他非息业务分布更为均衡



资料来源：JBA, CEIC, 光大证券研究所

图 40：地方银行手续费占非息收入比重更高



资料来源：JBA, CEIC, 光大证券研究所；注：区域性银行包括地方银行、地方银行 II

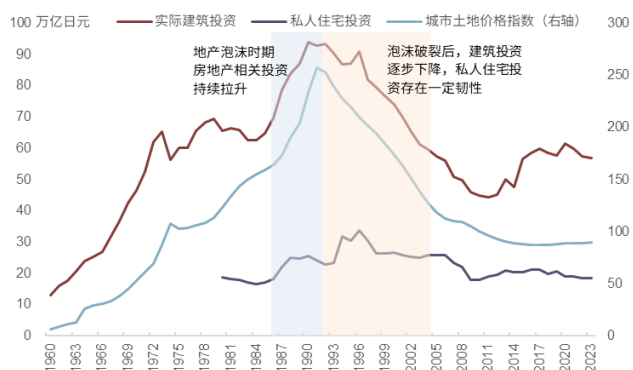
2.6 多轮改革清降存量风险，资产质量逐步企稳

2.6.1 泡沫时期信贷无序扩张等多重因素推升系统性风险

泡沫时期商业银行信贷无序扩张，涉房贷款占比持续提升。1980-1990 年间货币政策过度宽松，商业银行扩表节奏维持高位，1983-1990 年间日本国内银行贷款及贴现规模 CAGR 达 11.2%，高于期间 7.2% 的名义 GDP 复合增速。期间银行贷款结构亦经历了较大幅度调整。一方面，1980 年后金融自由化、利率市场化进程加速推进，前期管制经济下商业银行的存贷利差优势逐步消减，这一背景下银行信用下沉力度加大，高收益的房地产抵押贷款规模及占比持续提升。

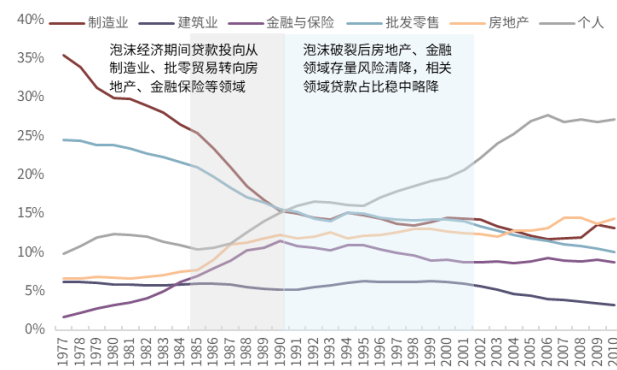
另一方面，土地、房地产等相关领域账面资产膨胀，以房地产抵押为主的建筑、地产、金融服务等投向占比持续提升，同时银行对制造业、批零贸易等领域放款明显减少，资产泡沫导致银行放贷行为扭曲，金融资源在行业间再分配。制造业贷款占比自 1970 年的 44% 左右逐步压降至 1990 年的 15%，而期间房地产相关的金融与保险、房地产领域贷款占比则分别自 0、4.4% 提升至 11.6%、12.3% 附近。

图 41：经济泡沫时期建筑、地产相关投资持续拉升



资料来源：，光大证券研究所；数据时间：1960-2023 年，其中私人住宅投资数据为 1980-2023 年

图 42：泡沫时期贷款向地产、金融等领域倾斜

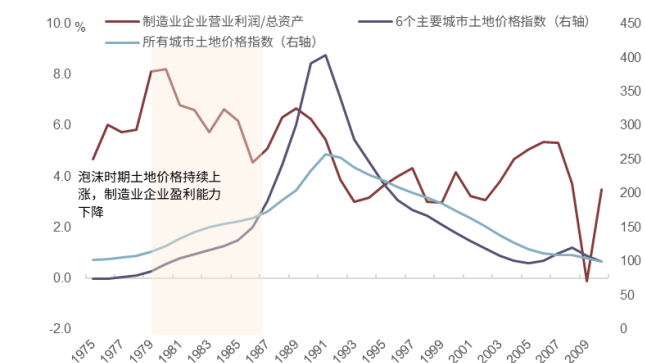


资料来源：，光大证券研究所；注：数据为贷款行业投向占比

实体企业投机情绪升温，潜在风险持续累积。经济泡沫时期通胀高企，土地价格上涨，企业经营成本增加，盈利能力受挫，产业“空心化”程度加剧。实体领域投资机会减少，资金进一步向股市、地产迁移，实体投机情绪升温。BIS 数据显示，1980-1990 年间日本居民杠杆率自 46% 升至 68%，非金融企业杠

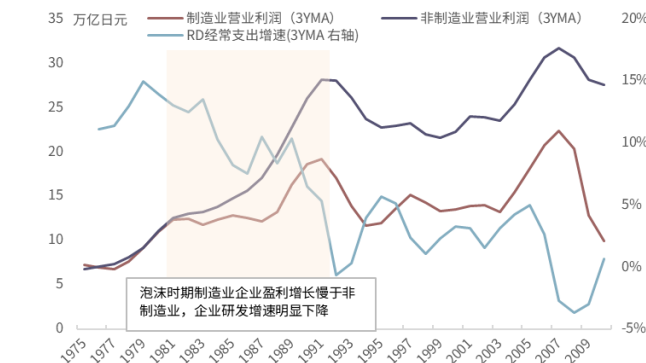
杆率自 94% 升至 139%，实体企业加杠杆投机现象突出。期间日本城市土地价格指数自 123 点升至 233 点，涨幅 89%，6 个主要城市土地价格指数自 96 点升至 392 点，涨幅 308%；期间制造业企业营业利润累计增幅为 51%，非制造业企业营业利润累计增幅为 114%。

图 43：泡沫时期制造业企业盈利能力下降



资料来源：，光大证券研究所；数据时间：1975-2010 年

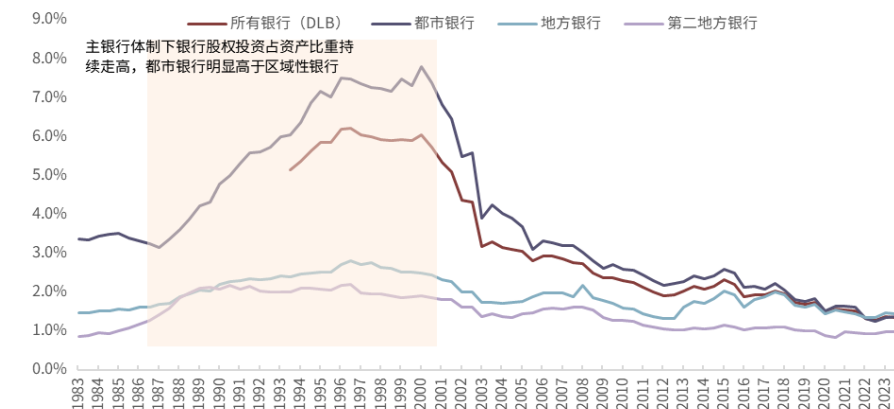
图 44：泡沫时期企业研发增速下降，非制造业盈利增长提速



资料来源：，光大证券研究所；数据时间：1975-2010 年

主银行制度下商业银行同实体企业高度绑定，加剧机构间风险传导扩散。主银行制是日本工商企业、银行等金融机构间包括法定惯例、制度安排等在内的公司融资和治理体系，即实体企业以一家银行作为其主要贷款行并接受其财务监管的银企结合制度。这一制度在 1927 年日本昭和银行危机后逐步建立，并在二战及战后时期对特定行业给予金融资源支持。一般来说，主银行为企业提供长期存贷、担保、清算等业务，同时也作为企业主要股东对企业进行一定监督管理。企业正常经营时期，主银行通过与企业深度绑定获取长期稳定存贷业务利息收入、手续费等非息收入及资本利得，同时发展上下游相关 B 端客户基础。战后管制经济背景下，主银行制度有效推动了头部银行业务扩张，支持了实体企业发展，一定阶段内实现了银企双赢局面。1980 年东证一部 39% 的上市公司第一或第二大股东是其主银行，72% 的上市公司主银行在其前五大股东当中。泡沫时期，实体企业房地产等领域投机情绪升温，银企深度绑定情况下，商业银行通过持股、放贷等方式直接或间接加大了高风险资产配置。都市银行、地方银行股票投资占资产比重分别自 1983 年的 3.3%、1.5% 提升至 1990 年 5%、2.3%。

图 45：主银行制度下都市银行股权投资占资产比重持续走高



资料来源：BOJ，光大证券研究所；注：数据时间 1983 年 6 月-2023 年 12 月，半年度数据

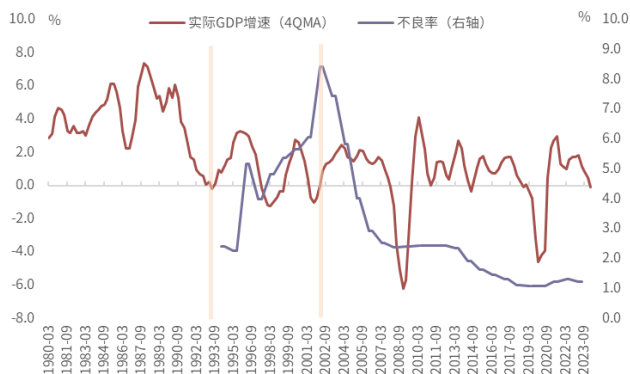
2.6.2 泡沫破裂初期不良债权问题并未有效解决，银行业资产质量持续恶化

主银行制度与“护送船队”模式减缓实体、金融体系风险暴露出清进程

- ① 主银行制度下，银企深度绑定，银行为企业提供隐性担保。泡沫破裂后，房地产等抵押资产价格下跌，一方面，银行股权投资、地产抵押贷款等资产估值缩水，侵蚀银行资本储备，削弱机构风险化解能力；另一方面，实体资产负债表受损，偿债能力下降，银行潜在不良债权增多。而在主银行制度下，当企业面临偿债压力时，主银行一般会出于长期经营及社会责任角度继续提供贷款进行救助，承担企业“最后贷款人”角色。这一模式下企业道德风险攀升，同时加剧了危机期间实体-金融体系内风险传播扩散，拖累了实体领域落后产能淘汰以及银行不良资产出清步伐。
- ② “护送船队”模式下，政府为金融机构提供隐性担保。战后日本推行“护送船队”金融监管体系，即政府的行政指引和监管部门的举措需保障金融机构稳定经营，防止出现破产出险情况。“护送船队”模式将金融监管分为三阶段，即限制竞争管制、防范风险管制、对出险机构救助。这一模式有效支持了金融机构早期发展，为战后经济复苏提供了相对稳定的金融环境。有效监管体系缺位情况下，政府为金融机构提供隐性担保，一定程度上推升了机构道德风险，泡沫期间银行多采取较为激进的信贷投放策略，加大高风险资产配置力度。泡沫破裂后，经营稳定性较弱的尾部机构率先出险，期初政府大多通过注资或指导相关机构实施救助性并购化险，但这一模式无法实现风险有效清降，反而加剧风险在机构间传导。

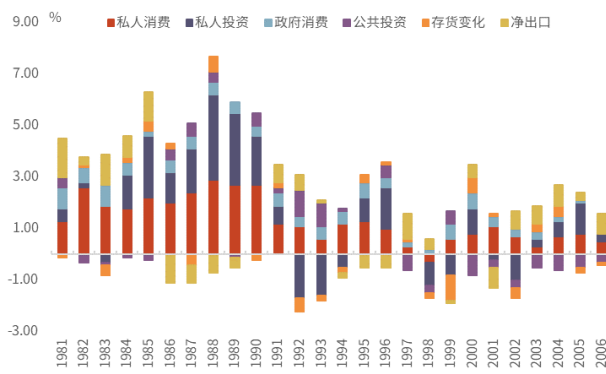
主银行制度与“护送船队”模式下，银行体系风险暴露速度放缓，不良债权问题未得到及时处置。泡沫破裂后，股价、房地产价格下跌，侵蚀实体资产负债表，居民企业消费、投资动能减弱，银行经营环境恶化，资产质量受损，营收盈利承压，无法有效化解自身风险。“护送船队”模式叠加监管体系缺位，期初政府及监管部门对地产价格下跌程度及其影响有所低估，且银行并未完全披露不良资产规模。一方面，会计政策允许银行股票及房地产投资以成本而非市价计量入表，另一方面，部分银行通过延期、借新还旧等方式粉饰报表，行业整体不良债权问题暴露相对滞后。IMF 数据显示，日本实际 GDP 增速自 1990 年的 5.3% 下行至 1994 年阶段性底部 0.9%，其中私人消费、投资增速分别自 2.7%、1.9% 降至 1.2%、-0.5%，而商业银行不良率则是在 2002 年 3 月见顶，达到 8.44%。

图 46：银行资产质量表现明显滞后于经济基本面表现



资料来源：FSA，，光大证券研究所；数据时间：1980 年 3 月-2024 年 3 月季度数据

图 47：泡沫破裂后私人消费、投资对 GDP 拉动作用减弱



资料来源：，光大证券研究所

2.6.3 多轮改革处置不良债权，资产质量逐步改善企稳

1992-1998 年兵库银行、阪和银行、北海道拓殖银行、日本长期信用银行等机构相继破产，期间日本政府虽采取注资等紧急措施应对，但资金使用效率较低，且注资时缺乏严格审查监管，政策效果有限。银行业危机背景下，存量不良清降、金融体制改革“箭在弦上”，期间主要经历两阶段改革：

- ① 1997 年 6 月，桥本龙太郎挂帅推行“大爆炸式”金融改革，旨在废除政府、非政府管制，放弃政府保护模式，增强金融市场竞争力。主要推动改组成立整理回收机构（RCC）专门负责金融机构破产处置及债权回收，构建金融机构破产处理机制框架，推动金融体制改革，提升日央行及金融监管部门独立性等。1998-2002 年间日本存款保险机构（DICJ）累计救助机构达 158 家，为机构注资合计约 22.5 万亿日元。

表 2：1992-2002 年间存款保险机构救助机构及注资情况

	救助案例 (家)	注资规模（十亿日元）				
		正常金融机构	破产金融机构	购买资产	借款	债务承担
1992	2	20	-	-	8	-
1993	2	45.9	-	-	-	-
1994	2	42.5	-	-	-	-
1995	3	600.8	-	-	-	-
1996	6	1315.8	-	90	-	-
1997	7	152.4	-	239.1	-	4
1998	30	2674.1	-	2681.5	-	-
1999	20	4637.4	-	1304.4	-	-
2000	20	5153	-	850.1	-	-
2001	37	1639.4	-	406.4	-	-
2002	51	2332.5	-	794.9	-	-
合计	180	18613.8	0	6366.4	8	4

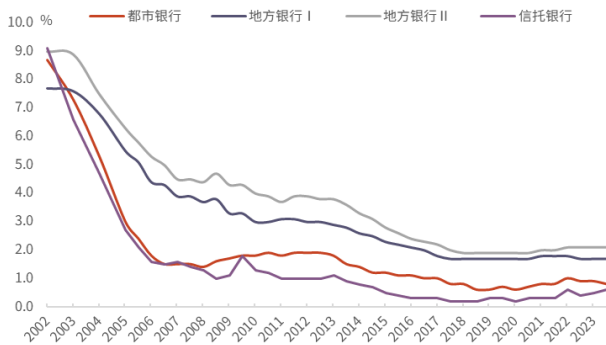
资料来源：DICJ 官网，光大证券研究所整理

- ② 小泉政府“金融再生计划”集中处置不良资产。2001 年金融厅对 15 家政府注资银行进行特别检查，暴露出的银行坏账问题仍较为严重。2002 年 10 月小泉政府出台“金融再生计划”，要求主要银行¹在 2006 年 9 月前将股权投资规模降至 100%一级资本以内；一年内降低 50%的银行新增不良，两年内降低 80%新增不良，并在 2005 年 3 月前实现坏账率由 2002 年 3 月的 8.4%降至 4%的目标。同时，通过对主要银行贷款分级分类检查、大户风险监控、问题贷款披露等方式推动银行强化对不良贷款分类和拨备计提。
- ③ 经历两阶段金融体制改革及不良债权集中处置，日本银行业不良率逐步下行至稳态水平，基本实现了前期存量风险大幅出清。BOJ 数据显示，主要银行不良率自 2002 年 8.7%峰值水平逐步降至 2006 年 1.5%左右低位，区域性银行不良率自 8%降至 4.4%。后续虽遭遇次贷危机、欧债危机、自然灾害等外部冲击，银行不良率仍相对稳定，未出现大幅提升。2013 年借鉴美国等海外经济体危机处置经验，日本通过修订《存款保险法》等方式建立金融机构有序处置框架。伴随监管框架不断完善，银行业不良率再度走

¹ 共包含 13 家，分别为第一劝业、三井住友、东京三菱、UFJ、大和、朝日、富士等 7 家都市银行，日本兴业 1 家长期信用银行，以及瑞穗信托、三菱信托、UFJ 信托、三井信托、住友信托等 5 家信托机构

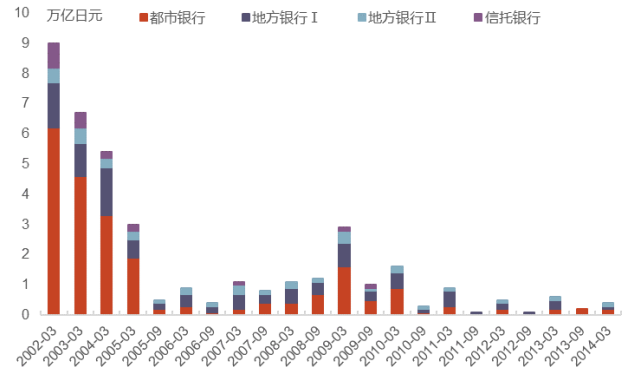
低，主要银行不良率自 2013 年的 1.5% 降至 2023 年的 0.8%，区域性银行不良率自 2.9% 降至 1.7%。

图 48：“金融再生计划”落地后各类银行不良率自峰值逐步回落



资料来源：FSA，光大证券研究所；注：时间为 2002 年 3 月-2023 年 9 月，其中 2005 年 3 月-2023 年 9 月为半年度数据

图 49：2010 年后不良贷款处置损失维持低位



资料来源：FSA，光大证券研究所；注：时间为 2002 年 3 月-2014 年 3 月，其中 2005 年 3 月-2014 年 3 月为半年度数据

表 3：1990 年代日本经济泡沫破裂后银行业危机化解与不良资产处置举措

阶段	发布时间	法案/计划	主要内容/举措
“护送舰队”模式事后处置	1991 年	存款保险制度首次提供援助资金	· 存款保险机构 (DICJ) 采取偿付、购买/接管两种方法，向破产金融机构融资。 · 偿付法即赔付存款，保障存款人权益； · 购买/接管法即收购不良资产，再配合“过渡银行”制度进行处置。
	1993 年	成立共同债权收购公司	主要由民间机构出资设立，评估收购各金融机构附有不动产抵押的不良债权，出售担保物。
	1993 年	成立住宅金融债权管理公司	由住专母行与日央行共同出资设立，受让 7 家“住专”6.1 万亿日元资产，期间流动资金由母体行及其他金融机构以低息融资方式提供。
	1995 年	东京共同银行	由日央行及民间机构共同出资设立，承接出险中型信用社，负责接转存款兑付、资产回收等业务。
	1996 年	将东京共同银行改组成为整理回收银行 (RCC)	接管破产金融机构，收回处理不良债权；接受 DICJ 委托，以优先股及次级债券等方式向资本充足率低的银行注资。
	1996 年	修改存款保险条例	· 冻结银行最高偿付限额，赔偿金额无上限，冻结期限为五年。 · 允许 DICJ 以收购资产的方式，委托 RCC 向濒临破产的金融机构融资。
金融“大爆炸”改革	1992 年	成立证券交易等监督委员会	专门负责监督检查幕后交易、操纵市场、为主要客户填补损失等不公正的交易行为。1998 年 6 月以后移交内阁府，由内阁府直接领导。
	1998 年	成立金融监督厅	将原属大藏大臣的权限如金融机构检查监督权、审批权、业务改善或停止命令权、金融机构关闭或合并决定权等权力，转移至金融监督厅。
事前预防、事后处置、债务人保护并行	1998 年	《金融机能再生紧急措施法》《金融机能早期健全化紧急措施法》	明确通过健全金融机构、向大型银行注入资本、利用公共资金的方式保护金融系统。
	1998 年	日本银行向危机银行注资	日本政府筹集 13 万亿日元成立公共基金，向出现危机的银行注资。但出于对陌生政策的谨慎考虑，21 家大型银行只接受了其中的 1.82 万亿日元。
	1998 年	《金融稳定法》	首次规定通过设立“金融危机管理账户”，对陷入危机的金融机构实施防御性注资。为此，日本政府在 1998 年度的政府第一次补充预算中向该账户划拨 30 万亿日元公共资金。
	1998 年	《金融再生法》 《金融早期健全化法》	在本次的应对措施中，准备了 60 万亿日元的资金，该项资金做分配如下： · 其中 25 万亿日元根据《金融早期健全化法》的规定，用于非资不抵债银行的资本金注入 · 18 万亿日元用于对根据《金融再生法》实施破产金融机构处理中规定的救助合并银行及过渡银行的资本金注入等； · 其余 17 万亿日元由存款保险机构用于保护储户。
	1999 年	日本银行向危机银行进行第二轮注资	向 15 家银行注入 7.7 万亿日元，并计入一级资本。15 家银行的平均资本充足率在半年内由 9.7% 提升至 11.6%。
“金融再生计划”时期	1999 年	设立金融再生委员会	分类处置破产金融机构的资产，最终使之合并、放入过渡银行或实行清算。
	1999 年	金融再生委员会发表指向金融再生的“运营的基本方针”	明确强调不会再将银行不良债权问题拖延下去。同年 3 月，日本政府批准通过了日本 15 家大型银行的资金注入申请（合计 7 万亿日元）。
	2002 年	“金融再生计划”正式推出	· 要求到 2004 财年末，日本银行业的不良资产余额缩减到 2001 财年末的一半。 · 要求大型银行将 2002 年 9 月前的不良资产在两年内处理完毕，9 月后的在三年内处理完毕。
	2002 年	宣布问题银行国有化计划	政府以收购股权方式向银行注资。
	2003 年	成立产业再生机构	· 设立目的是援助和扶持具有一定的经营资源，但负债过多的企业。 · 存续期为 5 年，2 年用于收购债权，3 年用于完成再生计划。 · 通过合并、业务让渡、部门精简等方式，配合 DES、DDS、DIP 等工具，对企业实施再生支援和有关债权的回收。

资料来源：《日本银行业不良资产的处置与启示》（吕慧），《日本处理破产金融机构回收不良债权的措施》（杨华柏），《日本的“金融大爆炸”改革及对我国的启示》（刘海龙、周平），《日本金融监管架构的变迁与启示》（张承惠、王刚），光大证券研究所整理

2.7 危机后多轮政府注资叠加监管框架从严，行业资本储备逐步增厚

经济泡沫破裂后商业银行经历多轮政府注资增厚资本储备。受制于财政部较强的政策约束，商业银行前期贷款损失准备计提难度较大，拨备及资本储备规模相对有限，较难有效对冲潜在资产质量风险。泡沫破裂后，日本银行业进入不良债权集中处置阶段，1992-2004 年间行业贷款准备计提和直接核销成本累计 96 万亿日元。巨额核销处置叠加 1997 年金融危机冲击对商业银行盈利空间形成较大挤压，难以通过利润留存实现资本有效补充。同时，出于对银行资产质量及资本情况担忧，1990 年后日本商业银行普遍面临评级下调、股价下跌情况，市场化资本补充渠道不畅。这一背景下，日本政府通过多轮注资增厚银行业资本储备，避免出现更大范围的机构破产浪潮。当局主要在 1998 年 3 月、1999 年 3 月进行两轮大规模注资，注资规模分别达 1.8 万亿、7.5 万亿日元，集中注资后行业资本充足率升至 12% 左右。截至 2008 年 9 月，政府通过资金援助、资本注入、资产购买等方式累计向银行注资 47 万亿日元，后续累计收回 25 万亿日元。

表 4：危机期间 DICJ 财务援助及资金收回情况（单位：万亿日元）

金融援助类型	财务援助额度 A	累计回收额度 B	A-B
资金援助	18.9	-	10.4
资产购买	9.8	9.7	0.1
资本注入	12.4	10.5	1.9
其中：1997-2001	10.4	-	-
2002-2006	2	-	-
其他	6	4.9	1.1
其中：特别危机管理借款	4.2	4.2	0
合计	47.1	25.1	13.5

资料来源：Mariko Fujii, Masahiro Kawai, Lessons from Japan's Banking Crisis 1991-2005; DICJ, 光大证券研究所；注：10.4 万亿日元资金援助通过特别政府债发行募集，最终由纳税人承担；数据统计截至 2008 年 9 月

表 5：1992-2005 年间日本主要银行资本补充规模及资本充足率情况（单位：万亿日元、%）

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
资本补充合计	0	0	0.2	0.1	0.8	2.1	9.3	0	0	0.2	1.8	2	1.3	0.1
政府注资	-	-	-	-	-	1.5	7.3	-	-	-	-	2	-	-
市场化资金注入	0	0	0.2	0.1	0.8	0.6	2	0	0	0.2	1.8	0	1.3	0.1
资本充足率 (%)	9.3	9.8	9	9.2	9.1	9.6	12	12.3	11.7	10.8	9.4	11.1	11.6	12.2

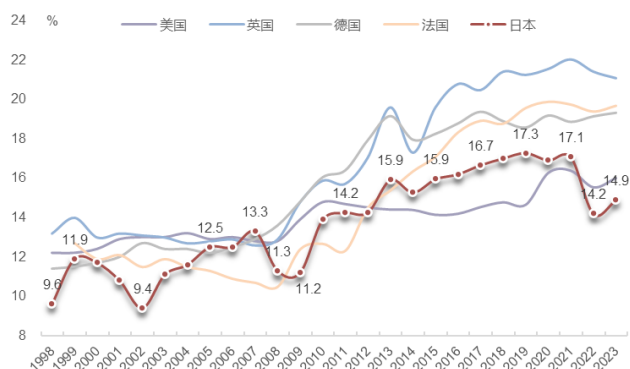
资料来源：Sato, Basel II to Ginkou-Kantoku (Basel II and Bank Regulation - New Capital Adequacy Ratio); Mariko Fujii, Masahiro Kawai, Lessons from Japan's Banking Crisis 1991-2005

国际监管标准制定叠加国内资本约束明确，银行业资本储备逐步增厚，资本充足率水平向海外经济体靠拢。1988-2004 年间巴塞尔协议反复修订确立最低风险资本要求、资本充足率监管、内部评估过程市场监管“三支柱”体系。日本银行业对资本金监管要求逐步向国际规则靠拢，期间政府多次集中注资补充机构资本，同时加强对机构内源资本补充要求及资本水平的监督。2002-2020 年间，日本银行业资本充足率自 9.4% 提升至 16.9%，高于 2020 年美国银行业的 16.3%，同海外经济体差距持续缩小。

分银行类型看，都市银行权益乘数相对更高。21 世纪初受巴塞尔国际监管要求趋严叠加日本国内“30%原则”强化，银行业资本水平逐步提升，都市银行财务杠杆率下降更为明显。2008-09 年间，受金融危机影响资产价格波动加剧，

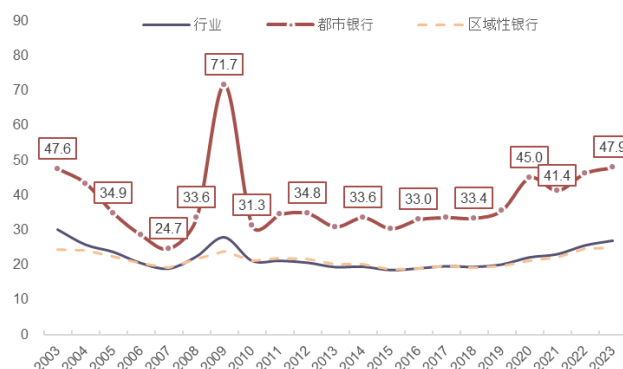
银行所有者权益项下可供出售类金融资产（AFS）大幅下降，致使期间银行杠杆水平暂时性走高。2010 年以来，行业财务杠杆稳中有升，都市银行明显高于行业整体水平。

图 50：2002 年后日本银行资本充足率呈波动上行走势



资料来源：World Bank, CEIC, 光大证券研究所

图 51：都市银行权益乘数明显高于行业及区域性银行



资料来源：JBA, CEIC, 光大证券研究所测算

2.8 银行业 ROE 中枢下移，行业集中度持续提升

回顾 90 年代泡沫破裂后日本银行业经营表现，大体可分为四个阶段：

(1) 90 年代末-2004 年，不良债权处置清降，行业进入并购重整阶段。泡沫破裂后经济景气度转弱，银行业坏账规模显著升高，拖累银行营收盈利表现。银行业危机初期日本政府主要通过注资、推动机构间并购重组等方式救助出险机构，维护金融体系稳定性。但行业不良债权问题积重难返，叠加期间财政紧缩等激进改革举措拖累经济修复节奏，银行业经营环境恶化，基本面表现走弱。1998-2004 年间银行营收维持负增长状态，增速均值中枢-11.6%，除个别年份外，多数年份银行整体呈亏损状态，营业利润、净利润均为负。期间银行业 ROA、ROE 中枢分别为-0.3%、-9.2%，低于非金融企业 1.8%、7.7%的中枢水平。

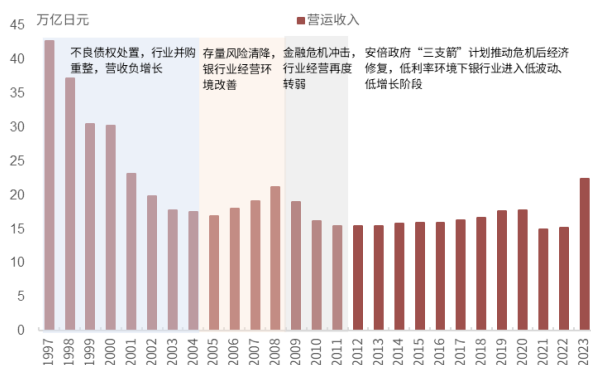
(2) 2005-2008 年间，经济景气度恢复叠加存量风险清降，行业基本面改善带动业绩恢复正增。2001 年小泉政府上台着手解决不良债权问题，同年推行《金融再生计划》明确银行业不良债权处置路径，强化被救助机构监管与治理，处理存量风险的同时推动行业出清，提升机构市场化经营程度。伴随存量不良逐步清降，经济景气度回升，银行业经营环境逐步改善。2002-2006 年间日本 GDP 不变价 CAGR 为 1.72%，高于 1997-2001 年间的 0.38%，2005-2008 年间银行营收增速中枢反弹至 4.9%，结束 1990 年代末后逐年递减态势，净利润亦扭亏为盈，行业基本面显著改善。期间银行业 ROA、ROE 中枢分别为 0.36%、7.7%，仍低于非金融企业中枢 2.7%、11.7%。

(3) 2008-2011 年受金融危机波及，银行业营收盈利再度转弱。全球金融危机冲击下日本国内经济增长亦出现下挫，2008-2011 年间日本 GDP 不变价 CAGR 为-0.6%。期间日央行先后采取降息、扩大美元供给、加码公开市场操作、购买国债等举措向市场注资，放宽企业融资担保条件，刺激实体融资需求。同时，日本政府向金融机构注资强化机构经营稳健性，期间通过《金融机能强化法》修正案，向机构注入 2 万亿日元公共资金，注资对象从地方中小机构扩容至大银行，2008-2011 年间银行业营收、净利润 CAGR 分别自 2005-2008 年间的 7.8%、18%回落至-9.8%、5.7%，行业 ROA、ROE 中枢分别为 0.14%、2.81%，低于非金融企业中枢 2.2%、6.5%。

(4) 后危机时代银行营收盈利进入低增阶段。① 2012-2015 年间安倍政府推出“三支箭”计划，通过货币量化宽松、财政支出扩张、提振民间投资举措推动危机后日本经济复苏，期间日本 GDP 不变价 CAGR 为 1.3%，高于 2006-2010 年间的-0.4%，对应期间银行营收、净利润 CAGR 分别上修至 1%、9.7%，ROA、ROE 中枢分别为 0.33%、6.6%，期间非金融企业中枢分别为 3%、10.2%。

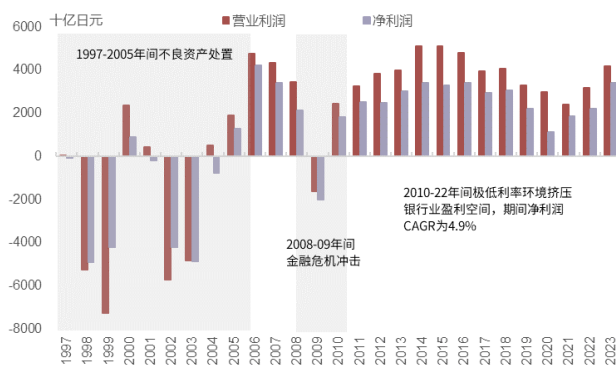
② 2016 年后日本步入负利率阶段，期间经济呈现“低通胀、低增长”特征，2016-2023 年间 GDP 不变价 CAGR 降至 0.43%。银行业营收、净利润步入低波增长阶段，2020 年受疫情扰动，业绩出现负增长，整体看期间行业营收、净利润 CAGR 分别为 4.9%、-0.02%，对应 ROA、ROE 中枢分别为 0.22%、4.6%，低于期间非金融企业中枢 3.2%、13%。

图 52：金融危机后日本银行业营收步入低增长、低波动阶段



资料来源：JBA，CEIC，光大证券研究所

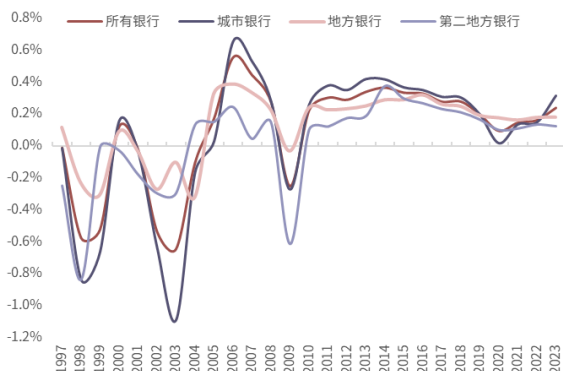
图 53：危机后日本银行业逐步扭亏为盈步入稳态



资料来源：JBA，CEIC，光大证券研究所

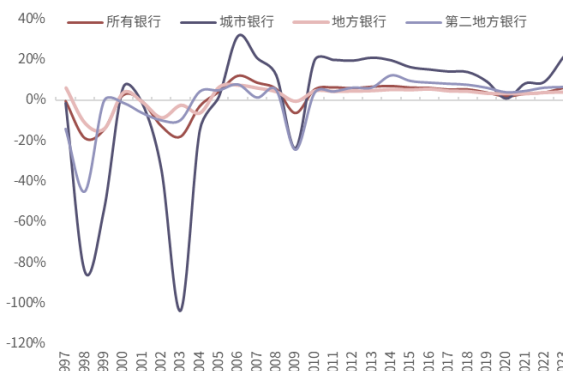
分银行类型看，低利率时期内都市银行业绩表现更优。相对区域性银行而言，都市银行规模优势更明显，综合化经营及跨域业务布局使其能够更好平衡风险收益。在国内低利率环境下，都市银行在海外投资、证券销售、交易等中间业务领域优势相对突出，营收盈利表现好于区域性银行。2012-2023 年间都市银行 ROA、ROE 中枢分别为 0.28%、14.2%，高于区域性银行中枢水平 0.21%、5.7%，以及行业整体的 0.25%、5.2%。

图 54：都市银行 ROA 表现持续优于地方银行



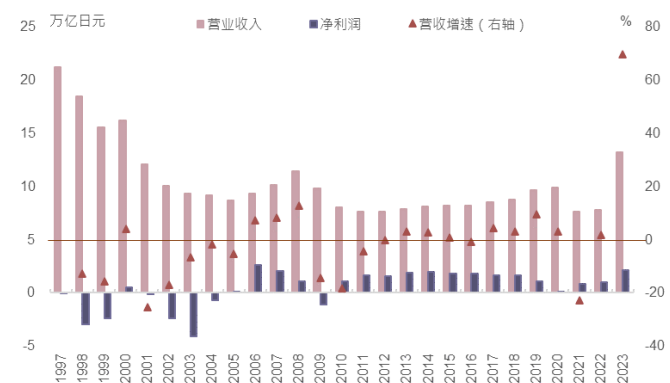
资料来源：JBA，CEIC，光大证券研究所

图 55：2005 年来都市银行 ROE 表现持续优于地方银行



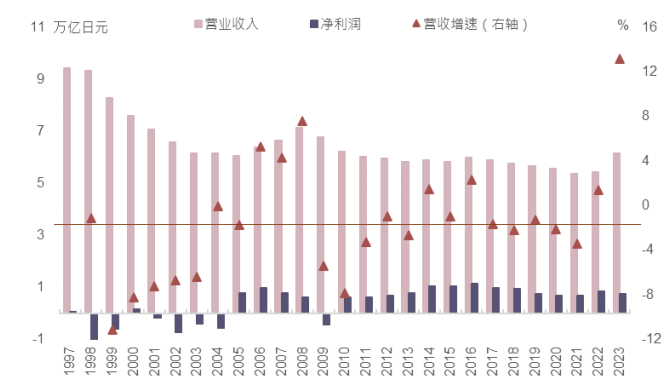
资料来源：JBA，CEIC，光大证券研究所

图 56：都市银行营收表现相对稳健



资料来源：JBA, CEIC, 光大证券研究所

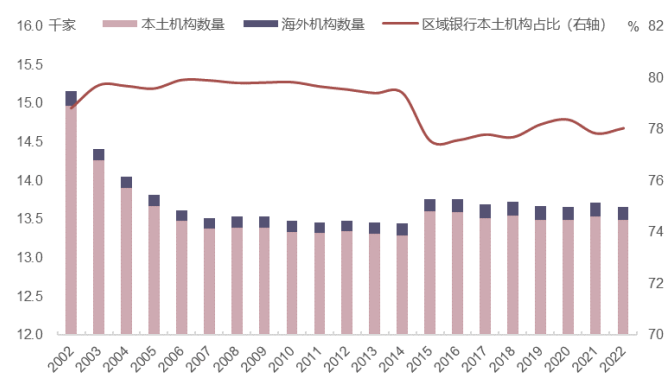
图 57：区域性银行营收增速波动较大



资料来源：JBA, CEIC, 注：区域性银行包括地方银行、地方银行 II

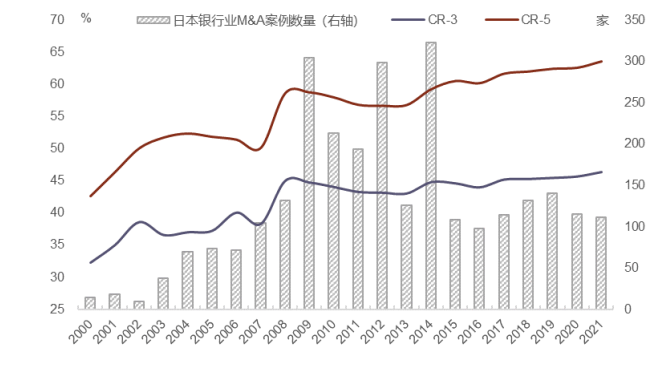
行业并购重整步伐加快，集中度持续提升。2022 年日本银行业机构数量 1.37 万家，较 2002 年减少 1496 家。次贷危机以来，日本银行业并购重组频次显著提升，行业 CR3、CR5 分别自 2000 年的 32%、43% 提升至 2021 年的 46%、64%，资源持续向头部大行聚集。金融危机、疫情等外部冲击使得地区中小企业相继破产，区域性银行受挫严重，第二地方银行机构数量自 2002 年 4037 家降至 2022 年 2708 家。

图 58：区域性银行数量下降，行业整合力度提升



资料来源：Zephyr, 光大证券研究所

图 59：2000 年来日本银行业集中度持续提升



资料来源：Zephyr, World Bank, 光大证券研究所

表 6：1990-2019 年间日本不同类型银行机构数量变动情况（单位：家）

	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2016	2017	2018	2019
都市银行	13	11	9	7	6	5	5	5	5	5
地方银行	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64
第 II 类地方银行	68	65	60	48	42	41	41	41	40	39
信托银行	16	23	33	26	19	16	16	16	15	14
长期信用银行	3	3	3	1	0	0	0	0	0	0
其他银行	-	-	-	9	16	15	15	15	13	15
银行控股公司	-	-	-	12	15	17	18	20	22	25
合计	164	166	169	146	131	126	126	126	124	122

资料来源：JBA, 光大证券研究所；注：信托银行包括外资信托银行，其他银行包括 RCC 等

总结来看，泡沫破裂后日本经济整体转入低增长阶段，实体部门缩表去杠杆、不良债权风险暴露、亚洲金融危机冲击等多重因素影响下，银行业面临破产重整浪潮。伴随多轮集中改革化险、机构出清，行业基本面逐步修复。金融危机后，经济步入“低增长、低通胀、低利率”阶段，银行业经营面临融资需求增长放缓、息差收窄等困境，传统业务盈利空间萎缩。这一背景下，机构通过加大海外资产配置力度、提高中间业务收入占比等方式稳定营收利润。整体来看，危机后日本银行业 ROA、ROE 中枢呈现底部反弹后企稳走势。

3、日股银行板块行情回顾

3.1 股价复盘：板块走势相对平淡，优质个股具备独立行情

回顾 90 年代末至今日本银行股股价走势，参考政策基调及宏观环境景气度变化，大致可分为如下几个阶段：

(1) 1997-2001 年危机期间银行板块面临业绩、估值双杀。泡沫破裂后通缩压力加大，实体资产负债表衰退，银行不良债权问题持续累积，中小金融机构陆续破产。1997 年亚洲金融危机影响下，日本金融体系风险持续发酵，1997 年北海道拓殖银行、山一证券等大型机构破产，次年日本长期信用银行、日本债券信用银行先后破产，行业开启破产重整浪潮。1997-2001 年间东证指数自 1508 点跌至 1032 点，累计跌幅达 32%。期间多数行业均有不同程度下跌，其中银行板块领跌，累计跌幅 66%。

(2) 2002-2006 年不良债权问题逐步解决，银行股走势迎来困境反转。期间金融体系制度架构重塑，不良债权逐步清降，机构合并重整。同时货币环境维持宽松充裕，零利率+量化宽松推动通胀上修，刺激信贷扩张，经济景气度逐步回暖向好。期间东证指数自 1054 点回升至 1681 点，基本回归 90 年代末水平，累计上涨近 60%。期间多数行业实现较高绝对收益，钢铁、房地产等板块领涨，银行板块涨幅约 99%，跑赢大盘约 39pct。

(3) 2007-2011 年内外冲击经济景气度再度转弱，银行板块有所回调。2008 年次贷危机蔓延，全球经济增长放缓，国内复苏进程停滞。2011 年福岛地震叠加核泄露事件，及海外欧债危机冲击，市场交投情绪再度转冷。期间东证指数自 1699 点下探至 729 点低位，累计跌幅 57%，主要行业指数均有下挫，其中银行指数领跌，跌幅 76%。

(4) 2012-2016 年复苏行情下银行股绝对收益较好。安倍政府推出“三支箭”刺激政策，货币政策在原有零利率+QE 基础上再度加码，刺激总需求。伴随经济持续复苏，市场表现回暖，期间东证指数自 743 点回升至 1519 点，接近危机前峰值水平，累计涨幅 108%。其中建筑、地产、食品等行业领涨，银行指数累计涨幅约 100%，小幅跑输大盘约 8pct。

(5) 2016-2023 年“负利率”政策环境下银行息差承压，板块绝对收益尚可，相对收益平淡。后危机时代，期间货币政策宽松再加码，实施负利率+QQE 模式，提升对国债、商票等资产购买额度，同时扩大对商业银行发放的低息贷款规模。经济延续平稳低增模式，通胀指标在外围因素影响下逐步回升，市场长期慢性通缩预期有所改善。2016-2023 年间东证指数累计涨幅 57%，机械、信息通信行业领跑，银行板块上涨 23%，相对大盘表现较为平淡。

(6) 2024 年通胀预期改善，YCC（收益率曲线管控）政策放开，期限利差走阔，板块迎来估值修复，跑出较好相对收益。年初以来日本经济基本面延续通胀预期修复行情，一方面，伴随物价水平提升，企业定价权逐步回归，盈利空间有望打开，推动市场预期修复；另一方面，薪资上涨有利于提振消费，改善内需。3 月“春斗”工会谈判结果显示 2024 财年大企业正式员工月薪涨幅将提至 5.28%，中小企业月薪平均涨幅 3.62%，薪资上行有望提振需求。3 月 19 日，日央行宣布将基准利率上调至 0-0.1% 区间，停止 YCC 和资产购买计划。负利率政策虽结束，但短期内或仍维持相对宽松货币金融环境，经济仍处在低利率阶段内。2024 年以来（截至 6 月 28 日），东证指数累计涨幅约 18%，且指数点位接近泡沫经济时期前高水平。分行业看，银行、机械、电力与煤气板块表现亮眼，银行涨幅近 40%，相对收益表现较好。

表 7：1997 年以来主要东证行业指数区间涨跌幅（单位：%）

	银行业危机	小泉政府	金融危机	安倍政府	负利率环境	零利率环境
行业指数	1997-2001	2002-2006	2007-2011	2012-2016	2016-2023	2024
制药业	30.0	41.8	-47.1	133.1	19.6	9.1
电力与煤气	1.8	57.2	-67.7	45.3	-4.2	20.9
运输设备	-15.9	121.0	-59.3	144.3	30.2	20.2
化学品	-19.7	74.7	-48.2	114.9	64.2	9.9
信息通信	-20.7	-1.5	-37.1	131.6	80.3	7.4
食品	-26.5	81.1	-37.0	141.0	17.6	5.2
东证指数	-31.5	59.5	-57.1	108.3	56.7	18.1
机械	-42.3	135.7	-46.1	92.2	81.0	26.5
房地产	-45.1	241.1	-68.3	143.5	12.1	16.5
纺织品与服装	-47.0	90.4	-51.9	84.5	-10.0	5.3
渔农林业	-48.4	49.5	-45.8	100.2	12.4	5.6
建筑业	-51.8	50.5	-45.4	159.2	40.2	9.9
钢铁	-62.1	360.3	-69.5	28.5	41.0	3.8
采矿业	-62.8	140.7	-50.7	-2.2	59.0	20.3
银行	-65.7	99.1	-76.0	100.0	23.2	38.6

资料来源：TSE，CEIC，光大证券研究所整理；注：数据时间为 1997 年 6 月 2 日-2024 年 6 月 28 日

图 60：1980 年代以来东证指数及银行板块走势对比



资料来源：，光大证券研究所；数据时间：1983 年 1 月 7 日-2024 年 6 月 28 日

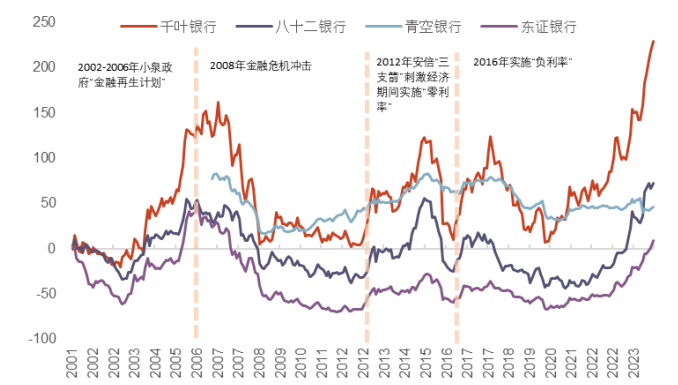
板块走势相对平淡情况下，头部大行及优质地方银行仍可跑出独立行情。分银行类别看，都市银行中三菱 UFJ、三井住友、瑞穗集团三家头部长期跑赢行业。截至 2024 年 6 月 28 日，东证指数、东证银行 2003 年来累计涨幅分别为 235%、132%，银行板块相对大盘而言表现平淡。个股方面，三菱 UFJ、三井住友、瑞穗集团三家期间累计涨幅分别为 271%、385%、217%，均跑赢行业指数。2011 年来极低利率环境下，东证指数、东证银行指数累计涨幅分别为 203%、170%，期间三菱 UFJ、三井住友、瑞穗累计涨幅分别达 289%、266%、115%，分别跑赢板块 119、96pct，跑输板块 55pct。地方银行中千叶银行表现较为亮眼，2003 年来累计涨幅达 306%，跑赢板块指数 174pct，2011 年来低利率阶段内累计涨幅 170%。

图 61：2001 年来代表性都市银行相对板块指数表现



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所；时间：2001 年 4 月-2024 年 6 月

图 62：2001 年来代表性地方银行相对板块表现



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所；时间：2001 年 4 月-2024 年 6 月

3.2 估值：板块估值下移，优质银行存在一定溢价

低利率环境下，日股银行板块估值整体下移，同大盘差距拉大。从估值角度看，① 90 年代泡沫破裂后银行板块估值受不良债权、1997 年亚洲金融危机等内外因素扰动波动下行，东证银行指数 PB 自 1993 年 10 月的 3.4 倍左右逐步下行至 2001 年的 1 倍以下，市场关注核心在于板块资产质量问题。

② 2002 年小泉政府推出“金融再生计划”，集中处置不良债权问题，推动金融监管体系改革，推动存量风险持续清降，银行股实现困境反转，PB 估值从底部逐步上修至 2006 年末的 2 倍以上。

③ 2008 年全球金融危机冲击，日本经济景气度再度回落，银行板块估值亦大幅回调至前期低点。

④ 2012 年安倍政府推出“三支箭”经济刺激计划，经济景气度逐步回暖带动大盘估值上修。期间货币政策宽松，利率由零转负，收益率曲线平坦化趋势加深，银行息差承压，期间估值维持较低水平。观察到 2012 年来银行板块同大盘间估值差明显走阔，PB 自 0.3 倍提升至 2013 年 0.9 倍左右。

⑤ 2024 年来，疫后通胀水平逐步上修背景下，年初日央行加息，结束 YCC 政策，货币政策开启正常化回归模式。期限利差走阔，银行 NIM 承压趋势缓解，带动板块估值有所上修。

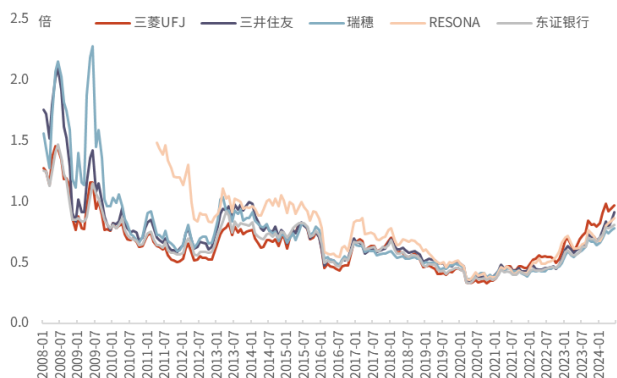
图 63：2012 年后东证银行板块估值同市场整体水平分化加大



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所；注：数据为周度频次；时间：1993 年 10 月 1 日-2024 年 6 月 28 日

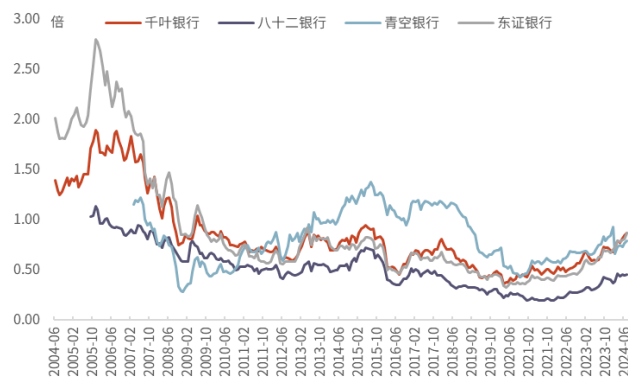
个股层面看，优质银行存在一定估值溢价空间。拉长周期看，头部都市银行估值持续高于行业水平，且近年来各家行估值水平差异相对较小。截至 2024 年 6 月 28 日，三菱 UFJ、三井住友、瑞穗等机构 PB（LF，下同）估值自疫情期间 0.4 倍左右底部位置逐步上修至 0.9-1.1 倍区间。千叶银行、青空银行等代表性地方银行估值亦高于行业整体水平，且同都市银行差异较小，但各家行分化相对明显。截至 6 月 28 日，千叶、八十二、青空三家银行 PB 估值月内中枢分别为 0.85、0.44、0.76 倍，除千叶外，其余几家均低于 0.81 倍的行业均值，较头部都市银行仍有一定差距。

图 64：近年来代表性都市银行 PB 上修至 0.9-1.2 倍区间



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所；时间：2008 年 1 月-2024 年 6 月

图 65：代表性地方银行 PB 分化相对较大



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所；时间：2004 年 6 月-2024 年 6 月

3.3 股息：板块高股息优势突出，个股分红比例差异较大

回顾 1994 年来市场整体及银行板块股息率情况，从相对走势角度看可大致分为两个阶段：

(1) 2010 年前银行业股息率同市场整体水平较为接近，1994-2009 年东证指数、东证银行指数股息率（TTM）中枢分别为 1.07%、0.85%。

(2) 2010 年来，大盘股息率基本围绕 2.1% 中枢小幅波动，而银行板块股息率则呈现震荡上行走势，自 2010 年初的 2.53% 提升至 2020 年峰值 5.97%，后受疫情等因素影响有所回调。截至 2024 年 6 月 28 日，2010 年来东证银行板块股息率均值为 3.31%，高于 2.11% 市场整体水平。极低利率环境下，银行板块高分红、高股息优势较为明显。

对比银行板块估值及股息率走势，多数情况下二者走势相悖，即估值回调阶段，分红相对稳定，对应股息率走势平稳甚至有所上行。而 2002-2006 年间板块估值及股息率均出现回调走势，一定程度反映出期间银行板块受益于宏观环境回暖及资产质量改善，在估值与业绩上出现双击，期间绝对及相对收益均有较好表现。

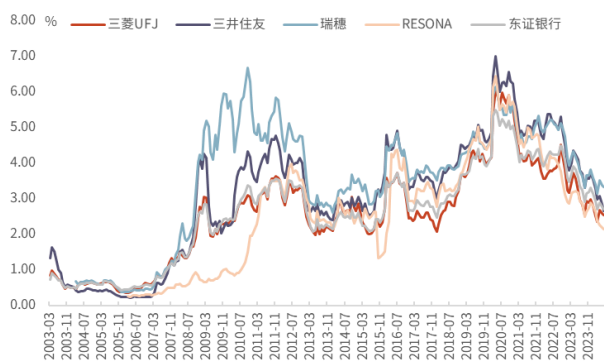
从几家代表性银行情况看，都市银行股息率普遍高于行业水平，地方银行分化相对明显。截至 2024 年 6 月 28 日，三菱 UFJ、三井住友、瑞穗等头部都市银行月内股息率均值中枢集中在 2.2-3.3% 区间，其中三井住友、瑞穗两家分红比例更高，2023 财年分别为 37%、39%，对应股息率 2.7%、3.4%，相对较高。地方银行中，青空银行 2016 年来分红比例基本保持 50% 左右高位，对应股息率 3.1%，明显高于行业均值 2.7%；其余几家分红比例在 30% 左右，股息率在 2.3% 附近，地方银行情况出现一定分化。

图 66：2010 年后东证银行业股息率持续高于市场整体水平



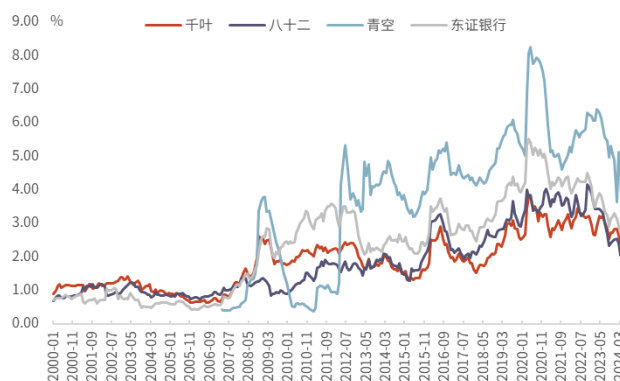
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所；注：数据为周度频次，股息率为 TTM；时间：1993 年 8 月 6 日-2024 年 6 月 28 日

图 67：代表性都市银行股息普遍高于行业水平



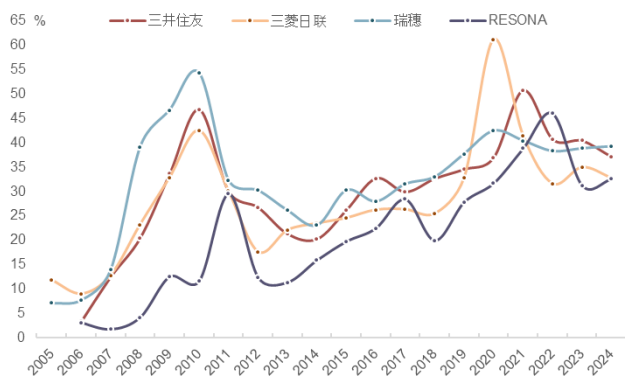
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所；时间：2003 年 3 月-2024 年 6 月

图 68：代表性地方银行股息水平分化相对明显



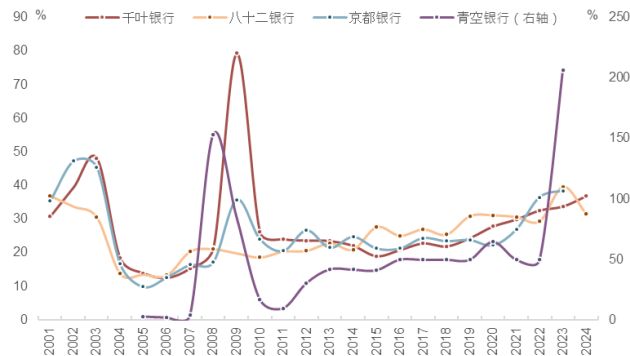
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所；时间：2000 年 1 月-2024 年 6 月

图 69：代表性都市银行分红比例逐步提升至 30-40%



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所；时间：2005 年 3 月-2024 年 3 月，年度数据

图 70：代表性地方银行分红比例差异较大



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所；时间：2001 年 3 月-2024 年 3 月，年度数据

日股银行板块表现相对平淡，较长时段内未能跑赢大盘，但部分优质银行仍可取得亮眼表现。人口红利消弭拖累全要素生产率增长，日本国内高储蓄、低消费结构下内需不足，危机后全球经济增速放缓叠加竞争格局更加激烈拖累出口，日本经济景气度较长时期内相对低迷。具体来说：

1) **基本面角度看**，信用扩张节奏趋缓，超低利率环境挤压本土银行业息差，传统业务盈利空间收窄，银行营收呈稳定递增态势，ROE 中枢下移。个股层面，头部都市银行及优质地方银行业绩表现更为稳健，一定程度上脱离行业平淡走势，更易跑出独立行情。

2) **估值角度看**，危机后银行业估值持续下行，2013-2020 年间极低利率阶段银行板块同大盘估值差距走阔，东证银行指数 PB 基本稳定在 0.6 倍左右历史低位。疫后复苏阶段，受益于经济基本面转好及市场预期改善，板块估值持续上修。截至 2024 年 6 月 28 日，东证银行 PB 自 2021 年初的 0.36 倍左右波动上行至 0.85 倍。个股层面，三菱 UFJ、三井住友、瑞穗集团三家巨头估值较高，地方银行分化相对明显，千叶等基本面优质的样本行存在一定估值溢价。

3) **分红角度看**，2010 年来日股银行板块股息率明显高于大盘，都市银行经营稳健，分红比例较高且相对稳定，股息率总体高于行业整体水平；区域银行分红水平差异较大，股息率出现一定分化，青空银行等优质个股表现相对突出。

疫后复苏阶段通胀水平回暖，日股开启新一轮上涨行情，银行板块跑出较强相对收益。疫情背景下供应链紧张叠加地缘政治风险升温，外生供给冲击推动通胀预期上行。同时，为应对疫情冲击，日央行继续保持超宽松货币政策，加大国债、风险资产购买力度释放流动性。经济基本面修复，市场预期改善推动日股开启上涨行情，其中银行板块迎来基本面改善及估值修复双击。截至 2024 年 6 月 28 日，2020 年 4 月以来东证指数累计上涨 112%，银行板块上涨 238%，绝对及相对收益均有亮眼表现。

往后看，日本短期内通胀回暖推动的日股业绩、估值双重修复仍有望持续，经济基本面改善、货币政策宽松基调不改或对银行板块上行走势形成一定支撑。中长期视角看，技术进步放缓、人口老龄化、储蓄化等结构性问题仍未解决，经济增长稳定性、持续性待观察，低利率环境并未出现根本性扭转。这一趋势下，日本商业银行经营所面临的问题与挑战长期存在，机构或通过业务布局外拓、转型发展等方式跑出独立行情。

4、风险提示

- 1、日本货币政策正常化进程提速，日央行加息节奏或幅度超预期。
- 2、日本通胀指标修复不及预期，消费生产循环不畅，经济复苏持续性、稳定性不及预期。
- 3、日本银行问题研究中的样本选择偏误可能影响最终结论判断。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP