



## 不同经济时期日本银行股表现

### 泡沫破灭后日本银行股复盘

- 日本银行股 1990-2003 的下跌源于不良资产问题未能妥善解决。资产负债表受损，不仅侵蚀了日本银行的盈利能力，同时也不断打击市场的信心。吸取日本的经验教训，全球主要央行在 2008 年金融海啸期间采取了更加快速的措施，避免了金融风险对于实体经济更加深远的冲击。我国金融监管一直强调风险管理意识，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。
- 日本银行股长期破净与宏观环境密不可分。宏观上看 2008 年后，日本经济再次陷入低迷，2011 年东日本大地震使得经济雪上加霜，持续的通缩环境难以改善。从中观上来看，从零利率向负利率持续宽松的货币政策损害了银行的盈利能力，利息收入持续下行，而非利息收入陷入激烈的竞争。
- 日本银行通过开源节流、并购重组渡过逆境，行业集中度持续提升。在经济增速整体下行的大背景下，为了应对利息收入减少带来的营收压力，日本银行一方面增加非利息收入，另一方面通过削减人力成本来控制开支，同时通过大规模的并购重组增强自身的竞争力。90 年代起，日本银行通过并购重组使得行业集中度不断提升，并最终形成了当前三大银行的格局。
- 期限利差影响银行盈利能力，放开 YCC 有利于日本银行股表现。负利率政策导致收益率曲线趋于平坦甚至倒挂，这其实损害了银行的盈利能力。2016 年以来日本银行股的估值随着盈利能力的下降而持续下滑。从基本面来看海外金融冲击对日本国内银行基本面的影响微乎其微，更多地是由于金融动荡导致 YCC 政策调整降温以及避险情绪上升导致的回调。随着海外金融动荡逐渐平息，野村仍然预计日本央行大概率在 6 月对 YCC 政策进行调整，有望对日本银行股形成支撑。
- 风险提示：宏观经济环境变动、日央行政策调整超预期等。

#### 证券研究报告

2023 年 04 月 28 日

#### 分析师

主题研究团队

侯苏寒

suhan.hou@nomuraai-sec.com

SAC 执业编号：S1720520020001

祁宗超

zongchao.qi@nomuraai-sec.com

SAC 执业编号：S1720522050003

## 正文目录

前言 .....	4
泡沫破灭后的挣扎求存（1990-2003） .....	5
泡沫经济的产生:信贷螺旋埋下隐患 .....	5
泡沫破灭后深陷不良资产泥潭 .....	6
风险逐渐暴露的背景下银行板块持续下跌 .....	8
为了应对泡沫破灭，日本央行持续降息 .....	10
大型金融机构倒闭迫使当局采取更为果断的措施 .....	11
银行业应对泡沫破灭：开源节流和并购重组 .....	11
经济复苏与雷曼危机（2003-2012） .....	14
经济复苏银行板块领涨反弹 .....	14
全球率先推出量化宽松政策 .....	15
存贷款差额增大，持续增持日本国债 .....	16
全球金融海啸后宽松货币政策效果不佳 .....	17
美日两次危机的比较 .....	18
安倍经济学及负利率时代（2013-至今） .....	20
极度宽松的货币政策及负利率 .....	20
负利率对日本银行业的影响 .....	20
负利率后日本银行资产负债表变化 .....	21
总结 .....	23
不同阶段的股价及估值与宏观环境密切相关 .....	23
日本银行股长达十多年的下跌源于不良资产问题未能妥善解决 .....	23
日本银行通过开源节流、并购重组渡过逆境，行业集中度持续提升 .....	24
期限利差影响银行盈利能力，放开 YCC 有利于日本银行股表现 .....	24
风险提示 .....	25

## 图表目录

图表 1：九十年代日本企业和家庭部门杠杆率见顶 .....	5
图表 2：泡沫经济时期 CPI 并未随地价出现大幅上涨 .....	5
图表 3：信贷扩张推升日本资产泡沫 .....	6
图表 4：泡沫破灭后，由于地价及股价下跌产生巨额资本损失 .....	7
图表 5：日本银行不良贷款规模及处置损失 .....	8
图表 6：日本银行不良贷款率 .....	8
图表 7：日本平时时代银行板块的主要东向 .....	9
图表 8：泡沫破灭后，日本银行板块经历了漫长的调整 .....	10
图表 9：日本部分银行在九十年代末被评级机构下调评级 .....	10
图表 10：九十年代为应对泡沫破灭，日本央行连续降息 .....	11
图表 11：住友银行九十年代收入变化趋势 .....	12
图表 12：住友银行九十年代净利润和贷款损失拨备 .....	12
图表 13：日本三大银行的整合重组历程 .....	13
图表 14：东证银行指数权重（1993 年底） .....	14
图表 15：东证银行指数权重（2003 年底） .....	14
图表 16：东证银行指数权重（2013 年底） .....	14
图表 17：东证银行指数权重（2022 年底） .....	14
图表 18：东证银行指数盈利水平在 2003 年后持续复苏 .....	15
图表 19：东证银行指数 PB 在 2003 年后逐渐回升 .....	15
图表 20：东证银行指数 2003 年明显反弹 .....	15

图表 21: 2003 年后日本经济回暖, 通缩好转.....	15
图表 22: 量化宽松政策后, 银行准备金活期账户余额维持高位.....	16
图表 23: 日本国内银行存贷比在九十年代后持续下降.....	17
图表 24: 贷款需求下降, 日本国内银行增持日本国债.....	17
图表 25: 日本国内银行持有国债占总资产比例持续上升.....	17
图表 26: 危机后日本经济复苏疲弱.....	18
图表 27: 危机后日元汇率持续升值.....	18
图表 28: 九十年代后日本企业部门明显去杠杆.....	19
图表 29: 2008 年金融海啸后美国家庭部门去杠杆.....	19
图表 30: 2008 年金融海啸与日本泡沫破灭后危机的差异.....	19
图表 31: 安倍经济学下银行板块涨幅落后于东证指数.....	20
图表 32: 负利率引入后经济和通胀短暂回升.....	21
图表 33: 负利率引入后日银短观指数短期回升.....	21
图表 34: 东证银行指数与 10 年日债利率走势.....	21
图表 35: 负利率后日本国内银行资产负债变化.....	22
图表 36: 日本国内银行资产结构变化.....	22
图表 37: 负利率后日本银行盈利能力与估值走低.....	22
图表 38: 东证银行指数及三大银行估值水平.....	23
图表 39: 东证银行指数及三大银行走势 (2003-2012).....	24
图表 40: 东证银行指数及三大银行走势 (2013-2023).....	24

## 前言

美国硅谷银行破产事件一度引发市场对于持续紧缩的货币政策引发潜在金融风险的担忧。日本九十年代泡沫经济破灭，银行不良债权问题萦绕近十年之久，并最终导致日本陷入“失去的二十年”，是被市场所熟知的金融风险向实体经济传导的案例。

另一方面，自 2022 年底日本 YCC 政策调整预期升温后，日本银行股表现强势，但硅谷银行冲击后使得日本银行股回吐了大部分涨幅。日本央行新任行长虽然在新闻发布会上表示当前延续 YCC 政策和负利率政策是合适的，使得日本 YCC 政策调整有所降温，但我们认为回顾日本银行板块自九十年代泡沫破灭以来在日本不同经济政策环境下的历史及表现，有利于我们在当前政策面临变化的时点更好地理解日本银行板块的走势，并能够从中长期的视角去理解我国的银行及大金融板块。

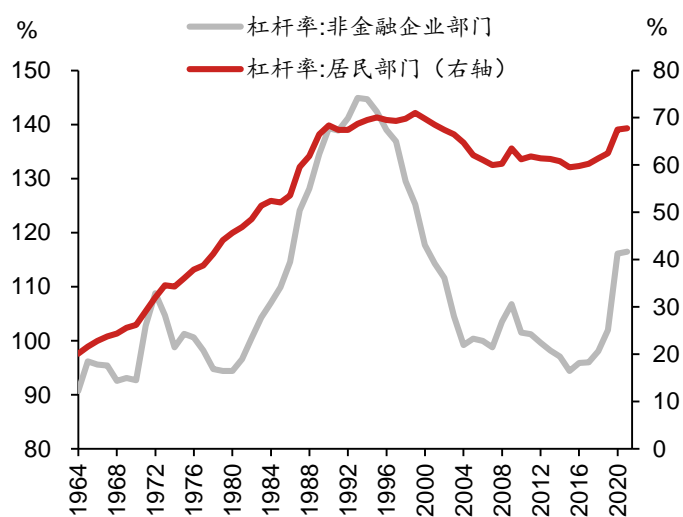
## 泡沫破灭后的挣扎求存（1990-2003）

### 泡沫经济的产生:信贷螺旋埋下隐患

对于日本泡沫经济的产生的原因，学界和资本市场进行了大量的研究与讨论，我们在此前的报告中也进行了不同角度的研究（2022年7月1日《穿越周期的抓手：产业转型与经济趋势》及2022年8月13日《中日房地产盛宴的殊途》），本篇报告中我们不再对此进行细节探讨。

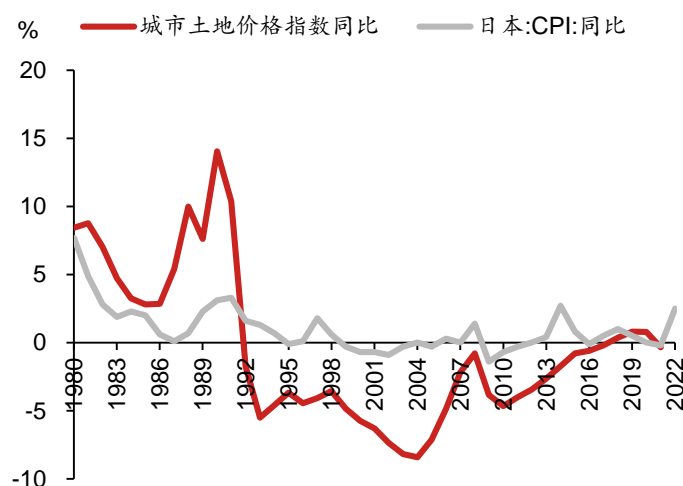
值得注意的是，日本的泡沫经济与历史上的其他经济泡沫情形类似，都表现出持续宽松货币政策下信贷持续扩张，以及私人部门加杠杆的情形。从实体经济的角度来看，日本泡沫时期的通胀水平其实并未出现显著的上升，更多地仅反映在资产价格的大幅上涨上。私人部门持续加杠杆导致土地及股票等资产价格大幅上涨，在泡沫破灭后使得金融体系内积累了大量的不良资产，并最终导致日本陷入到漫长的衰退。

图表 1：九十年代日本企业和家庭部门杠杆率见顶



资料来源：Wind，野村东方国际证券

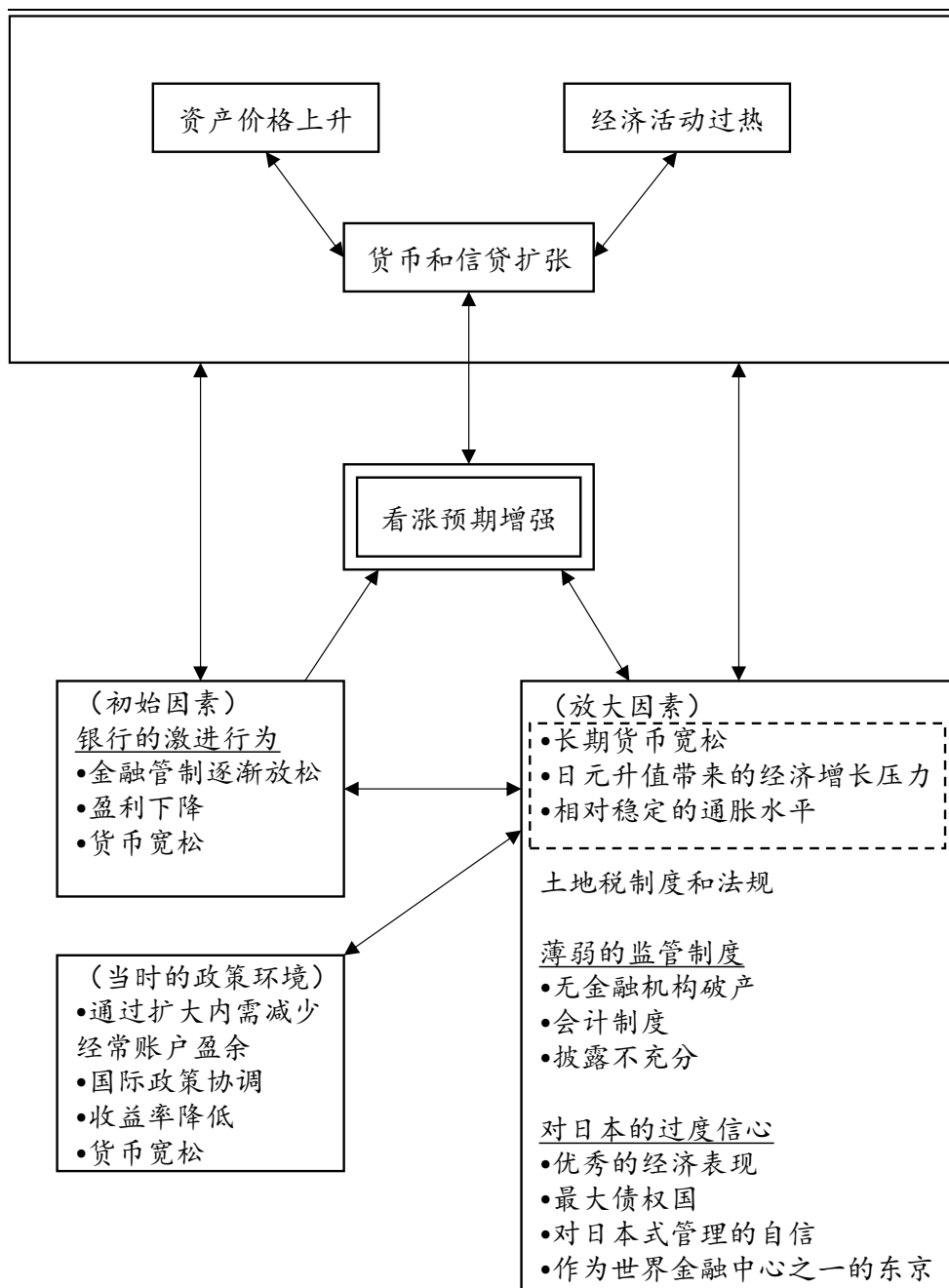
图表 2：泡沫经济时期 CPI 并未随地价出现大幅上涨



资料来源：Wind，野村东方国际证券



图表 3：信贷扩张推升日本资产泡沫



资料来源：The asset price bubble and monetary policy (BOJ, 2001)，野村东方国际证券

## 泡沫破灭后深陷不良资产泥潭

### ■ 宏观层面，国民账户积累产生巨额资本损失

泡沫破灭后，由于资产价格下跌，金融系统深陷不良债权的泥潭，并且因为各种原因迟迟无法得到解决，最终在 1998 年进一步演化成日本国内的金融危机并导致日本“就业冰河时代”的到来。

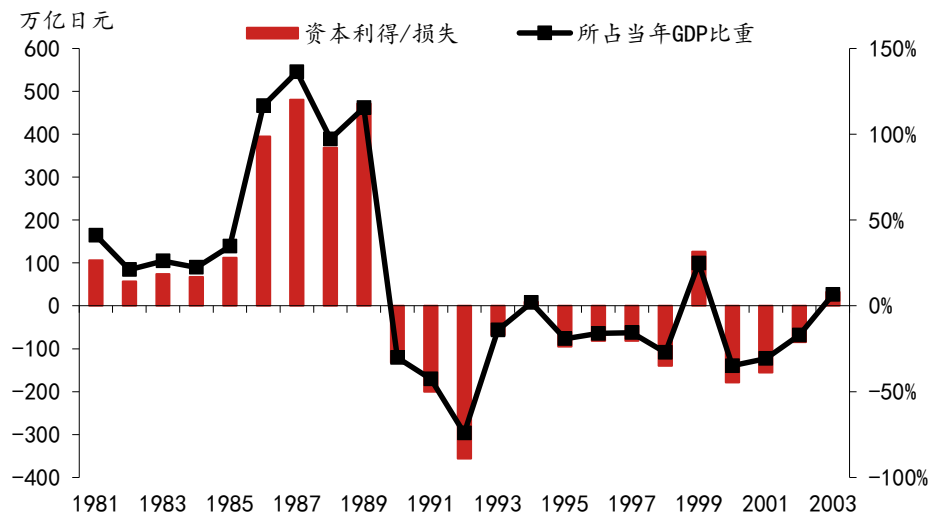
由于土地和股票价格大幅下跌，宏观层面上看日本的国民账户<sup>1</sup>在九十年代持续出现资本损失，中观层面上则表现为日本的银行业积累了大量的不良资产。

泡沫破灭后，虽然日本资产价格出现了大幅调整，但是由于种种原因，日

<sup>1</sup>国民账户体系是用来对国民经济活动进行综合考察和统一核算的制度，亦称作国民核算体系或国民经济核算制度，其缩略语为 SNA。

本银行业的不良资产问题并未得到足够的重视与妥善的处置，一定程度上甚至遭到了掩盖。九十年代中期，随着住宅专业金融公司（“住专”）的不良贷款问题逐渐暴露，银行业的资产质量再次受到市场的质疑。最终伴随着大型金融机构如北海道拓殖银行的破产，日本银行业危机爆发并最终导致日本陷入严重的经济衰退。

图表 4：泡沫破灭后，由于地价及股价下跌产生巨额资本损失



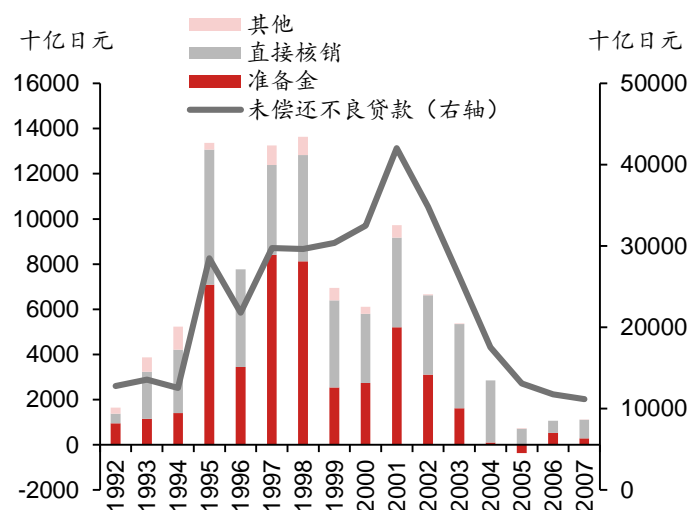
资料来源：日本内阁府，野村东方国际证券

## ■ 中观层面，银行业积累了巨量不良资产

资产价格的大幅下跌导致日本的银行业积累了大量不良资产，并严重侵蚀银行的资本金。顶峰时期，日本银行的不良贷款率达到了近 10%，而处理不良贷款的累计成本超过了 1992 年贷款存量的 20%。如此巨大规模的不良贷款在短期内处理完几乎是难以完成的，因而也是日本不良资产问题拖延如此之长时间的原因之一。

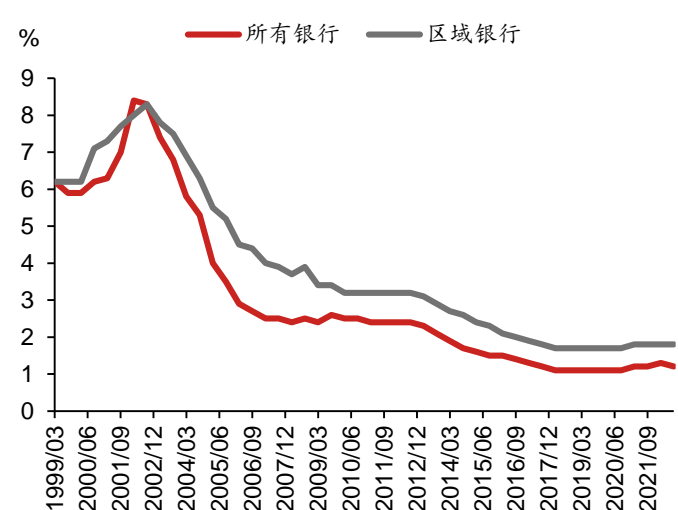
日本主要银行的资本金水平经历了 1998 和 1999 年两轮公共资金的注入才得以修复，贷款损失储备建立，在 2002 年金融再生法案下大规模不良贷款被处置。直至 2003 年理索纳银行获得公共资金的注入，也被视为摆脱泡沫破灭影响的标志。

图表 5：日本银行不良贷款规模及处置损失



资料来源：FSA，野村东方国际证券

图表 6：日本银行不良贷款率



资料来源：Bloomberg，野村东方国际证券

### 风险逐渐暴露的背景下银行板块持续下跌

导致泡沫破灭可能有多重触发因素，例如持续紧缩的货币政策，地缘冲突导致避险情绪上升等，而一旦泡沫破灭后，资产价格与基本面之间就会形成负向的螺旋作用：股价下跌，银行不良资产增加，基本面恶化导致股价进一步下跌。



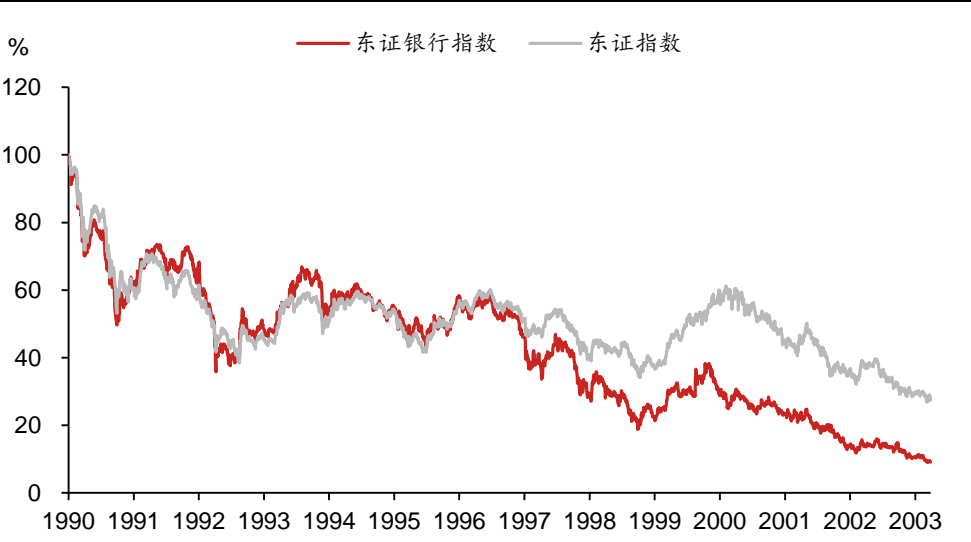
图表 7：日本平时时代银行板块的主要动向

时间	平成时代日本银行板块的主要动向
1989 年（平成元年） 12 月	日经平均指数历史最高点 38915 点（12 月 29 日）
1991 年 7 月	东邦相互银行破产，存款保险首次启动
1994 年 12 月	东京协和信用社、安全信用社破产
1995 年 12 月	内阁会议决定向 7 家住房金融专门公司注入 6850 亿政府资金，处理破产问题
1996 年 4 月	三菱银行和东京银行合并，成立东京三菱银行
1997 年 11 月	三洋证券、北海道拓殖银行、山一证券破产
1998 年 3 月	向 21 家大型银行注入总计达 1.8 万亿日元的政府资金
1998 年 10 月	日本长期信用银行破产
1998 年 12 月	日本债券信用银行破产
1998 年 12 月	金融再生委员会成立
1999 年 1 月	中央信托、三井信托宣布合并
1999 年 3 月	向大型银行注入 7.5 万亿日元的政府资金
1999 年 8 月	日本兴业银行、第一劝业银行、富士银行宣布整合经营业务（次年 9 月成立瑞穗控股公司）
1999 年 10 月	住友银行、樱花银行宣布合并（现在的三井住友银行）
2000 年 7 月	金融厅成立
2000 年 10 月	三和银行、东海银行、东洋信托银行宣布整合经营业务（2011 年 4 月成立 UFJ 控股集团）
2001 年 9 月	大和银行、朝日银行宣布整合经营业务（现在的理索纳银行）
2002 年 10 月	金融担当大臣竹中平藏公布金融再生计划。推动不良债权处置工作
2004 年 7 月	东京三菱、UFJ 银行宣布整合经营业务（现在的三菱 UFJ 银行）
2005 年 4 月	全面解禁存款保险赔付制度

资料来源：Nippon.com，野村东方国际证券

从 1990 年初泡沫破灭到 2003 年不良资产问题基本解决的十多年内，日本银行股基本处于漫长的下跌趋势中。期间虽然也出现过反弹，但反弹的高度均无法突破前期高点，随后便再次下跌并创出新低。一个重要原因是银行系统内的不良资产问题在初期并未得到妥善的处置，泡沫破灭后的风险是一个逐步释放的过程：1995 年之前主要是一些小型金融机构破产事件陆续发生，例如 1991 年 7 月东邦互助银行破产、1992 年 10 月东洋信用金库破产、1993 年 10 月釜石信用金库破产、1994 年 12 月大藏省公布了东京协和信用合作社与安全信用合作社的处理方案。1995 年 12 月内阁会议决定成立东京共同银行和整理回收机构，同年 7 月对宇宙信用合作社、8 月对木津信用合作社发出了业务整改指令，8 月还对兵庫银行提出了破产处理指令。

图表 8：泡沫破灭后，日本银行板块经历了漫长的调整



1995 年末随着“住专”危机的浮现，以及围绕救助产生的争论，银行股开始了新一轮的下跌。随着日本银行风险的不不断暴露，国际评级机构进一步下调日本银行的信用评级。90 年代初主要银行的信用等级是 AA 或者更高，1996 年日本长期信贷银行、日本信贷银行及北海道拓殖银行评级被进一步下调至 BBB 级。

图表 9：日本部分银行在九十年代末被评级机构下调评级

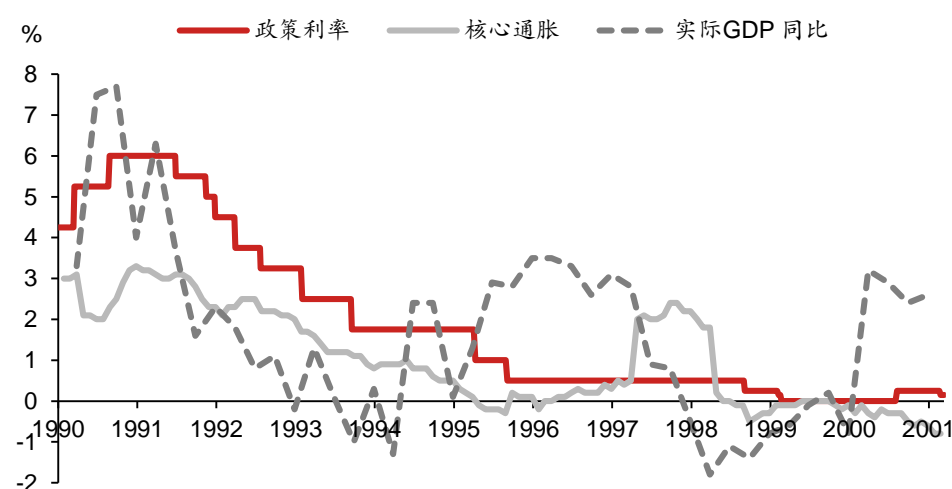
标普、穆迪、JCRI和IBCA的最保守评级													
		1995年中-1997秋					1997年末-1999年3月		1994年4月-2001年末				
旧名称	新名称	3/91	3/92	3/93	3/94	3/95	3/96	3/97	3/98	3/99	3/00	3/01	3/02
兴业	兴业	AAA	AA	AA-	A+	A+	A	A	A-	BBB	BBB+	BBB+	A
日本长期信贷银行	新生	AA	AA-	A	A-	A-	BBB+	BBB+	BBB-	BB-	BBB-	BBB-	BBB-
日本信贷银行	Aozora	AA+	AA	A	A	A	BBB-	BB+	BB+	BB-	BB-	BB	BBB-
第一劝业银行	瑞穗	AA	AA-	AA-	A+	A+	A	A	BBB+	A	A	A	BBB
樱花	樱花	AA+	AA+	AA-	AA-	AA-	A-	A-	A-	BBB	BBB	A-	A-
富士	瑞穗	AA	AA-	A+	A+	A+	A-	A-	BBB+	A	A+	A+	BBB
三菱	东京三菱	AA+	AA	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A	A-	A-	A-	BBB+
朝日	朝日	AA+	AA	A+	A	A	A	A	A	BBB	BBB	BB+	BB+
三和	UFJ	AA	AA	AA-	AA-	AA-	A	A	A	BBB+	BBB+	BBB+	BBB
住友	SMBC	AA+	AA	AA-	A+	A+	A	A	A-	BBB	BBB	BBB+	BBB
大和	大和	AA+	A+	A+	A-	A-	BBB+	BBB+	BBB-	BB+	BB+	BB+	BB+
东海	东海	AAA	AA+	AA-	A	A	A	A	A	BBB-	BBB-	BBB	A
北海道拓殖	-	AA	AA	A	A	.	BBB-	BBB-	BBB-	.	.	.	.
东京	-	AA+	AA+	AA+	AA+	.	AA+	AA+	.	.	.	.	.

资料来源：《日本的银行危机：谁受影响最大？》（宫岛英昭，2003），野村东方国际证券

为了应对泡沫破灭，日本央行持续降息

股市和房地产泡沫相继破灭后，为了遏制资产价格的大幅下跌，日本央行开始调整此前为抑制泡沫而采取的紧缩货币政策，1991 年 7 月将政策利率从 6%下调至 5.5%。不过政策的转宽并未能有效地阻止资产价格的进一步下跌以及其对于实体经济的冲击，1991 年下半年日本经济增长明显放缓。随后日本央行在同年 11 月、12 月，以及 1992 年 4 月、7 月和 1993 年 2 月、9 月进行了连续 6 次降息，至 1993 年 9 月政策利率已下降至 1.75%。1993-1995 年间，日本经济出现阶段性回暖，不过由于日元升值导致出口承压，日本央行于 1995 年 4 月和 9 月，日本央行两次下调政策利率，最终降至 0.5%的低位。

图表 10：九十年代为应对泡沫破灭，日本央行连续降息



资料来源：Bloomberg，野村东方国际证券

## 大型金融机构倒闭迫使当局采取更为果断的措施

由于亚洲金融危机爆发导致经济增长下行，叠加资产价格下跌的双重压力下，日本国内的金融危机高潮在 1997 年 11 月爆发。1997 年，日本四大证券公司之一的山一证券倒闭，中型证券公司三洋证券随后也倒闭。这些证券公司因市场参与者判断其风险较高，因而无法在银行间市场获得短期资金。城市银行北海道拓殖银行同样无法在银行间市场筹集资金，不得不于 1997 年 11 月宣布停止营业。此后到 1999 年春，日本银行在离岸同业拆借市场的拆借成本大幅上升，被称为“日本溢价”。

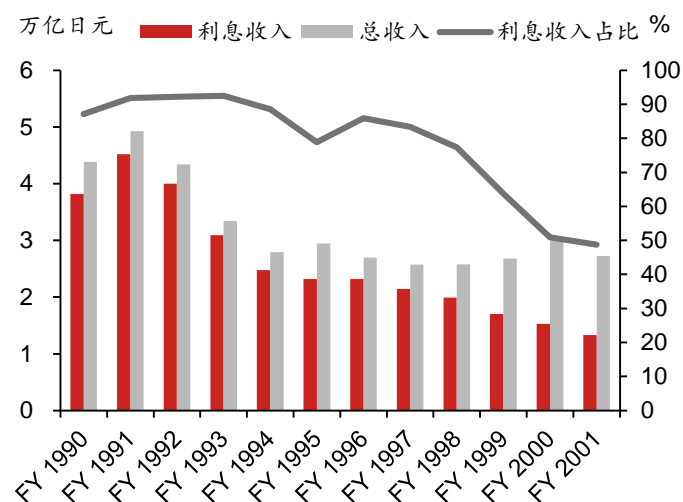
为了应对国内严峻的金融形势，日本政府开始进行大规模的救助，于 1997 年 12 月宣布，至 1998 年 3 月日本存款保险公司（DICJ）将获得高达 30 万亿日元的公共资金，其中 13 万亿日元用于改善银行资产负债表，17 万亿日元用于加强存款保险制度。1998 年 10 月，公共资金增加到 60 万亿日元，占 GDP 的 12% 以上，用于对银行的财政支持。

## 银行业应对泡沫破灭：开源节流和并购重组

### ■ 增加非利息收入，压缩行政成本

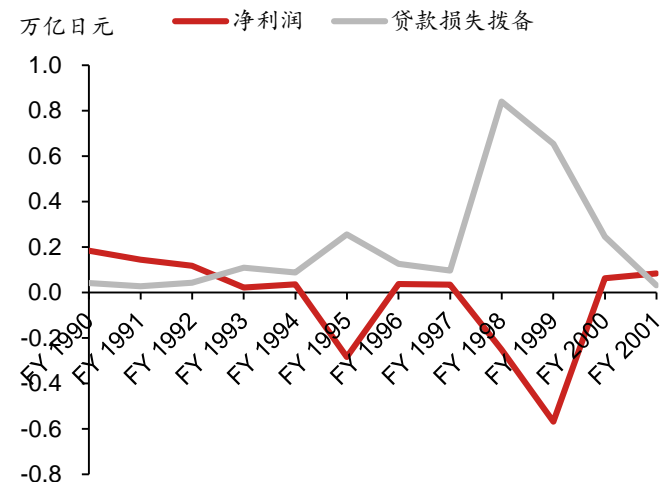
九十年代初经济泡沫破灭后，日本经济增速经历了明显的下台阶，企业贷款意愿低迷，叠加日本央行持续降息，使得日本的银行收入端承压。另一方面，持续下跌的资产价格造成不良贷款持续积累，也在不断侵蚀着日本银行的盈利能力。以住友银行（8318 JT）为例，泡沫经济破灭后的就是年底公司的总收入成持续下降的趋势：总收入在 1991 年录得 4.92 万亿日元，随后持续下行，至 1997 年降至 2.57 万亿日元。收入的下降主要因利息收入的下降导致，1991 年利息收入为 4.52 万亿日元，至 2001 年已降至 1.33 万亿日元。

图表 11：住友银行九十年代收入变化趋势



资料来源：Bloomberg，住友银行 1990-2001 财年报，野村东方国际证券

图表 12：住友银行九十年代净利润和贷款损失拨备



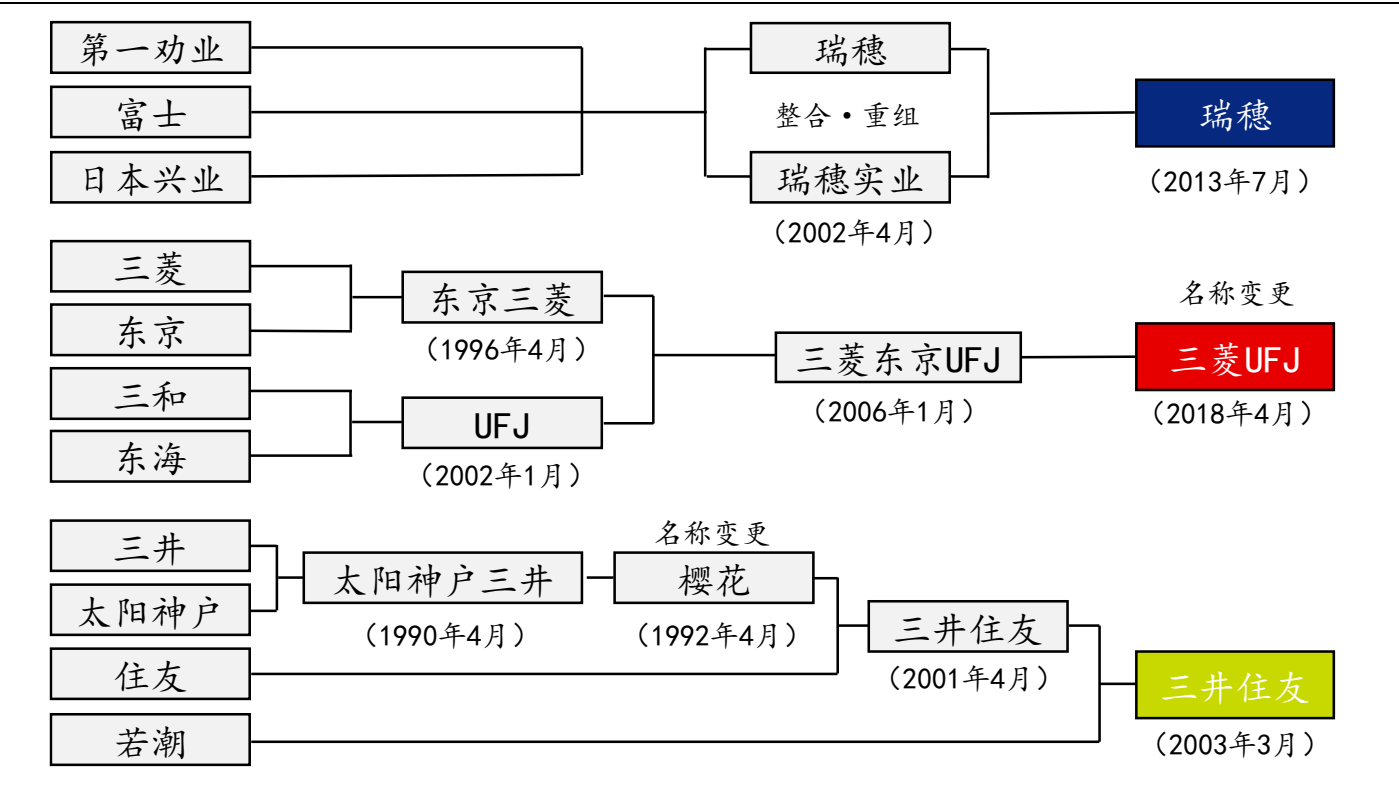
资料来源：Bloomberg，住友银行 1990-2001 财年报，野村东方国际证券

为了应对这一困境，日本的银行一方面努力提高非利息业务收入，如提高收费和佣金，解除银行销售投资信托的禁令，增加债券销售。住友银行来看，公司的总收入先于利息收入见底，利息收入占总收入的比例由 1991 年的 91.8% 持续下降至 2001 年的 48.7%。另一方面持续减少开销节约成本，以此来应对利息收入减少与不良贷款的处置费用，其中一个重要的方式便是通过银行间的合并重组来精简机构，降本增效。

### ■ 银行合并重组带来行业集中度提升

日本银行业快速变化的一个重要催化因素是“金融大爆炸(Big Bang)”计划，目的是为了彻底地解除日本金融系统的管制。这项于 1996 年 11 月公布的计划，成了开始于 70 年代末的解除管制过程的最后一步。“金融大爆炸”计划的一个重要特征就是消除银行业、证券市场和保险业相互之间的限制。结果，日本银行纷纷开始寻找合作伙伴，以在竞争激烈的国内、国际金融环境中生存。

图表 13：日本三大银行的整合重组历程

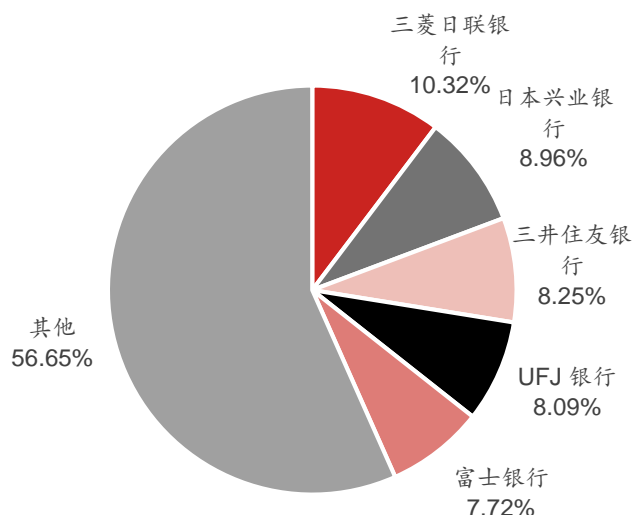


资料来源：三菱 UFJ、三井住友、瑞穗官网，野村东方国际证券

合并浪潮的另一个驱动力是注入大银行的公共资金和在提交给政府的改组计划。注入的公共资金通常采取优先股的形式，以使政府可以在银行无法履行改组计划或者无法支付这些优先股股息的时候实施更强有力的银行管理控制。因此，银行试图通过与其他银行合并、改组其操作和组织来增加收益率。例如，瑞穗金融集团通过关闭 170 家国内和 60 家国外分公司来削减开支。到 2001 年 4 月，这次合并浪潮使得 1993 年初存在的 13 家“城市银行”已经减少到 5 家。

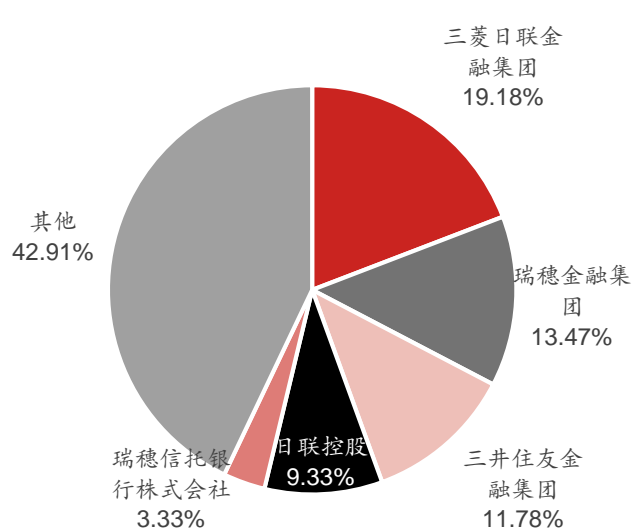
东证银行指数的成分股权重也能清晰地反映日本银行业集中度提升的趋势。1993 年底，东证银行指数第一大权重股为 10.32% 的三菱日联银行，前 5 大权重占比 43.35%。2003 年东证银行第一大权重股是合并重组后权重为 19.18% 的三菱日联金融集团，前 5 大权重占比 57.09%。2013 年东证银行第一大权重股占比为 28.15%，前 5 大权重占比进一步升至 74.46%。2022 年三菱日联金融集团权重进一步升至 31.55%，前 5 大权重占比为 78.00%。

图表 14：东证银行指数权重（1993 年底）



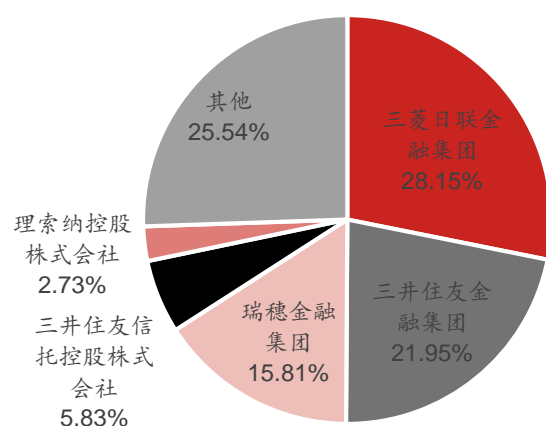
资料来源：Bloomberg，野村东方国际证券

图表 15：东证银行指数权重（2003 年底）



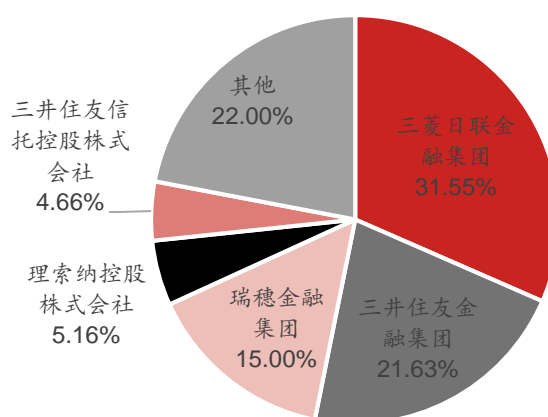
资料来源：Bloomberg，野村东方国际证券

图表 16：东证银行指数权重（2013 年底）



资料来源：Bloomberg，野村东方国际证券

图表 17：东证银行指数权重（2022 年底）



资料来源：Bloomberg，野村东方国际证券

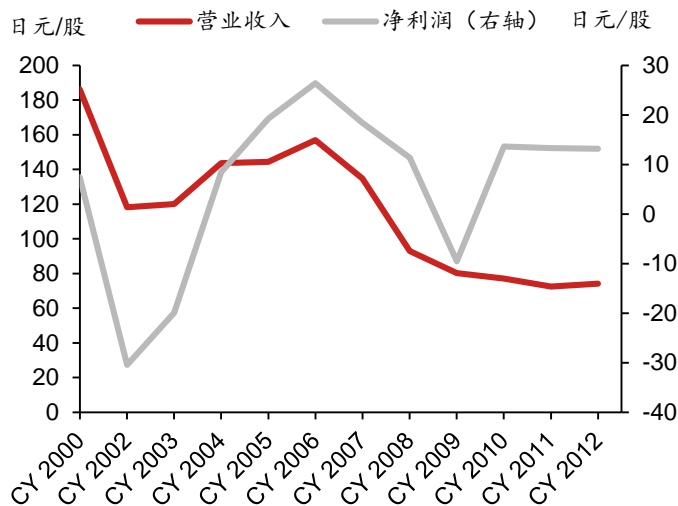
## 经济复苏与雷曼危机（2003-2012）

### 经济复苏银行板块领涨反弹

随着 2003 年银行体系内不良资产问题的基本解决，日本银行板块的盈利与估值均出现了明显的复苏。东证银行指数的收入和盈利均在 2002 年录得历史低点，分别为 118.2 日元/股与-30.5 日元/股，此后持续回升至 2006 年。随着银行板块盈利能力的改善，银行指数的 PB 倍数也从 2001 年的 0.94 上升至 2005 年的 2.8。

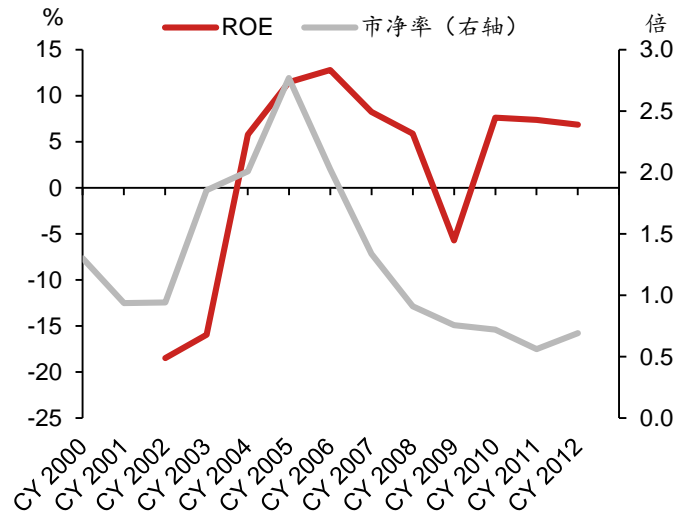


图表 18: 东证银行指数盈利水平在 2003 年后持续复苏



资料来源: Bloomberg, 野村东方国际证券

图表 19: 东证银行指数 PB 在 2003 年后逐渐回升

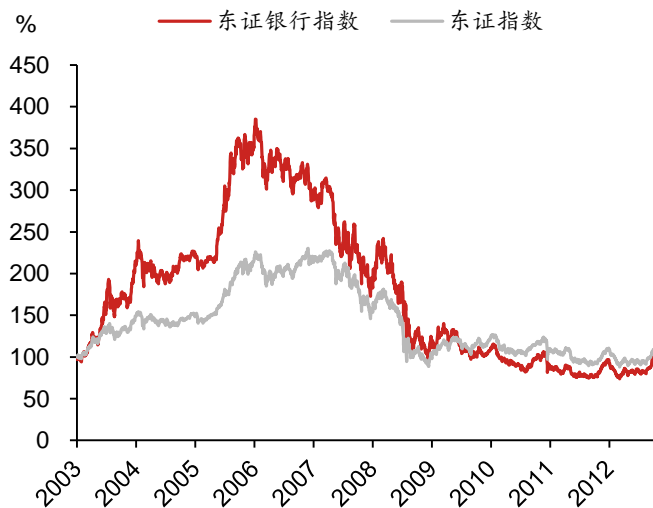


资料来源: 野村东方国际证券

在盈利和估值双升的背景下, 2003-2006 年日本银行股经历了显著的上  
涨, 东证银行指数从 2003 年 4 月 28 日的低点至 2006 年 4 月 7 日的高点上涨  
308.3%, 同期东证指数上涨 130.7%。

日本银行股的大幅上涨, 除了因不良资产问题解决使得行业出现困境翻  
转, 还有全球经济复苏及宽松货币政策推动的作用。全球经济来看, 中国于  
2001 年加入 WTO 带动全球贸易及经济增长, 使得日本通缩状态逐步好转, 经  
济出现明显回暖。

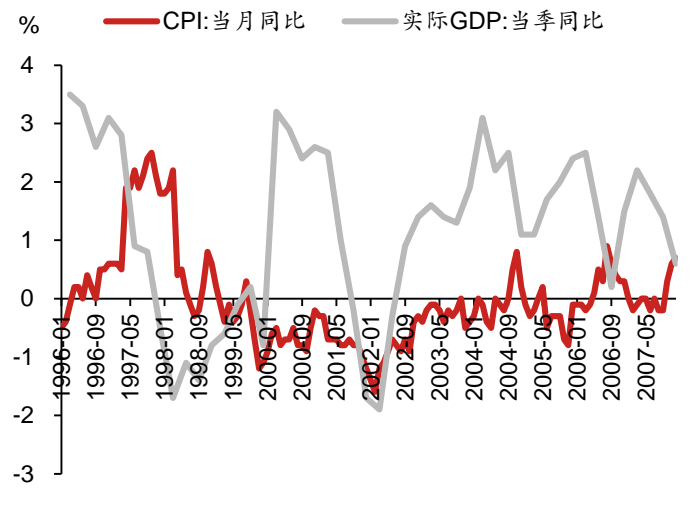
图表 20: 东证银行指数 2003 年明显反弹



资料来源: Bloomberg, 野村东方国际证券

注: 2003 年 4 月 1 日为 100%。

图表 21: 2003 年后日本经济回暖, 通缩好转



资料来源: Wind, 野村东方国际证券

## 全球率先推出量化宽松政策

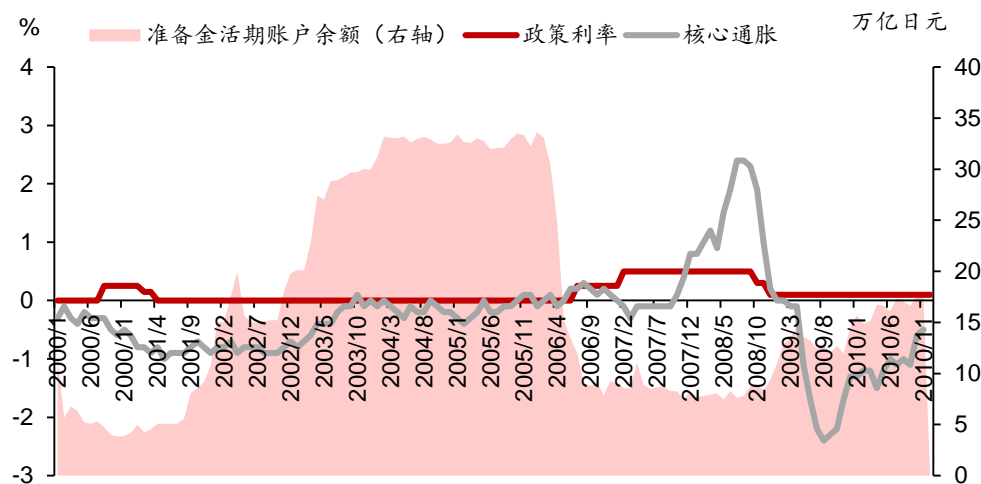
由于 2001 年互联网泡沫破灭导致全球经济大幅下滑, 日本经济增长再次放  
缓, 通缩预期升温, 于是日本央行于 2001 年 2 月将政策利率下调至 0 附近, 同  
时于 3 月推出了量化宽松货币政策。

量化宽松政策主要包含三方面的内容: 首先是通过维持商业银行在日本央  
行较高的准备金活期账户余额来维持充足的流动性供应; 其次是日本央行做出  
承诺, 即在核心通胀 (剔除生鲜食品) 同比增长稳定在 0 值以上之前, 日本央

行将提供充足流动性；最后，作为流动性注入工具，增加对于日本国债的购买。

随着日本经济的复苏及通缩的好转，日本银行于 2006 年 3 月结束了量化宽松政策，并于同年 7 月将政策利率提高至 0.25%。量化宽松政策结束的同时，日本银行股也基本见顶。

图表 22：量化宽松政策后，银行准备金活期账户余额维持高位



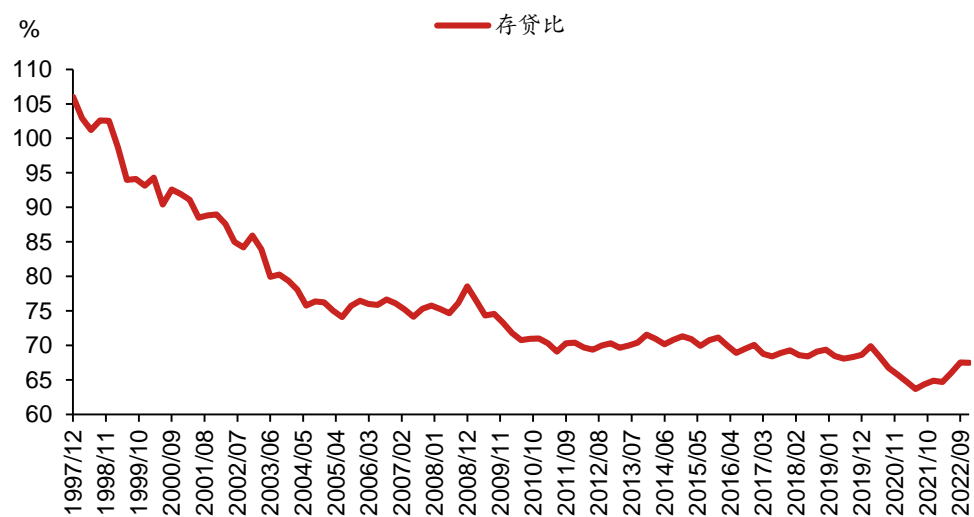
资料来源：Bloomberg，野村东方国际证券

### 存贷款差额增大，持续增持日本国债

由于私人部门持续去杠杆，日本银行的资产负债表发生了显著的改变。在经济高速增长时期，银行通过发放贷款成为资金的主要供给方，但随着经济增速的下行，企业的贷款需求疲弱，特别是九十年代末因为金融危机导致“就业冰河时代”的到来，日本面临持续通缩的压力，居民更倾向于储蓄。

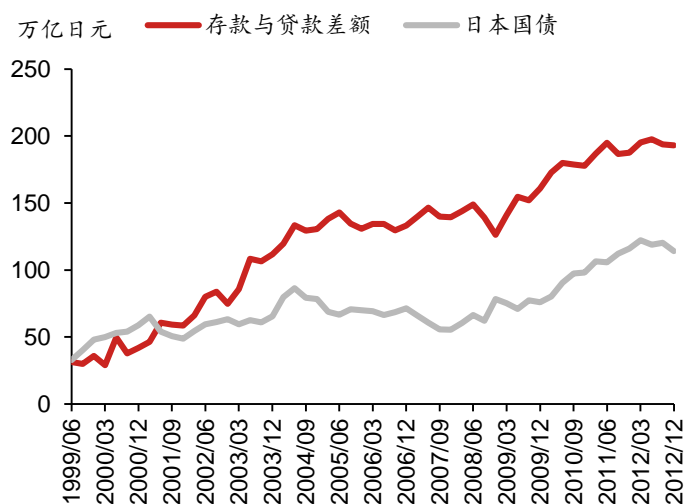
根据日本央行的数据，银行的存贷比自九十年代末持续下降。虽然 2003 年至 2007 年因经济回暖，存贷比处于相对平稳的状态，但随后在雷曼危机和全球金融海啸的冲击下，日本国内银行的存贷比进一步下行。由于存款与贷款差额持续扩大，银行的资产端开始持续增加对于日本国债的配置，由 1999 年 6 月的 32.73 万亿日元增长至 2012 年 3 月的 122.26 万亿日元，日本国债占总资产的比例则从 1999 年 6 月的 4.37% 上涨至 2012 年 3 月的 13.69%。

图表 23: 日本国内银行存贷比在九十年代后持续下降



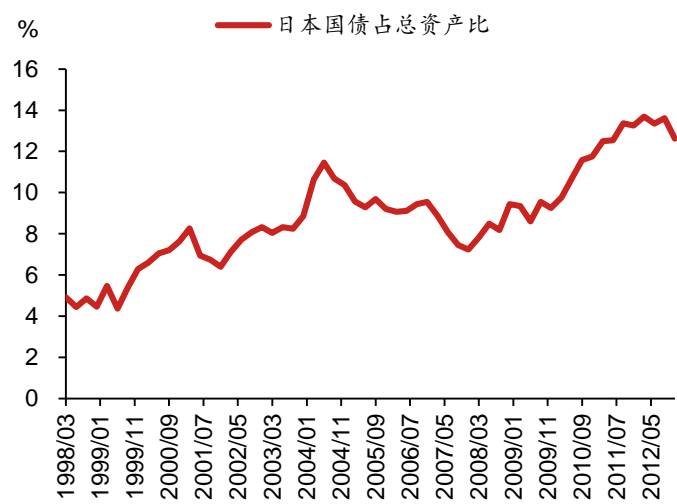
资料来源: BOJ, 野村东方国际证券

图表 24: 贷款需求下降, 日本国内银行增持日本国债



资料来源: BOJ, 野村东方国际证券

图表 25: 日本国内银行持有国债占总资产比例持续上升



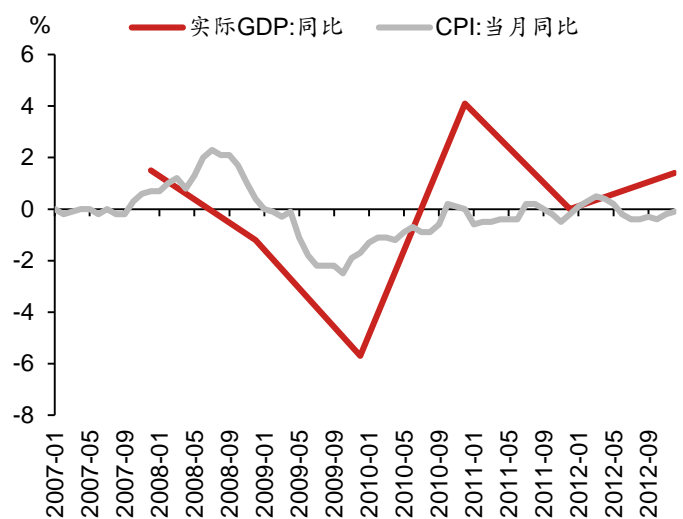
资料来源: BOJ, 野村东方国际证券

## 全球金融海啸后宽松货币政策效果不佳

由次贷危机引发并最终传染全球的 2008 年全球金融海啸不仅使得全球金融市场遭受巨大冲击, 全球主要经济体也经历了显著的衰退。日本刚刚崭露头角的复苏势头随之湮灭, 经济再次面临通缩。日本央行则分别于 2008 年 10 月及 12 月两次下调政策利率 0.2%, 合计下调 0.4%, 政策利率回到接近 0.1% 的水平。

此后日元因为避险属性, 在危机后出现明显升值, 使得危机后的经济复苏尤为疲弱。日本央行在 2010 年 10 月推出了全面宽松货币政策, 一方面将短期政策目标下调至 0-0.1%, 同时承诺在物价稳定目标实现之前将持续维持零利率。另一方面, 持续实施针对日本国债、公司债及 ETF 等资产的购买计划, 以推动长端利率及风险溢价的下行。不过由于 2011 年东日本大地震以及欧债危机等因素的影响, 日本经济表现仍然疲弱, 通缩状态也未出现明显改善。从东证指数及东证银行板块疲弱的走势来看, 也反映出这种基本面因素。

图表 26: 危机后日本经济复苏疲弱



资料来源: Wind, 野村东方国际证券

图表 27: 危机后日元汇率持续升值



资料来源: Wind, 野村东方国际证券

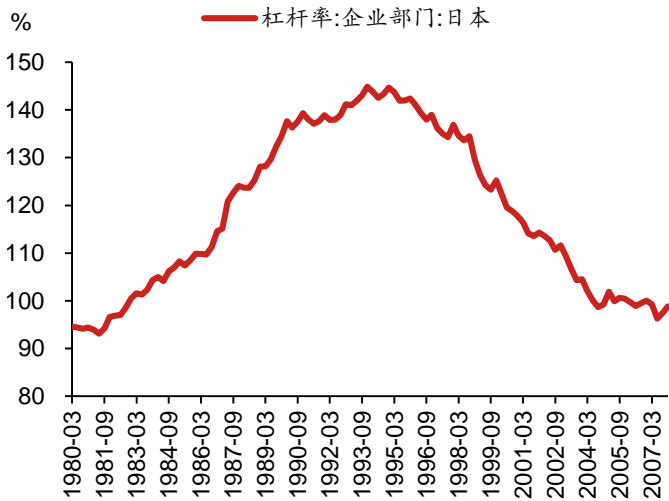
## 美日两次危机的比较

2008 年起源于美国的金融海啸与日本 1990 年代泡沫破灭导致的银行危机有许多相似之处, 尽管最后两次危机的发展以及结局存在着较大的差异。美国金融危机的快速演变与日本挥之不去的不良贷款问题及其解决过程形成鲜明对比。一定程度上说, 二者的差异因为美联储在危机时期充分借鉴了日本泡沫破灭后的经验教训。

两次危机发展的相似之处包括: (1)资产价格泡沫的形成和破裂导致债务水平过度膨胀, 随后在去杠杆的压力下下降; (2)房地产价格崩溃对银行资产质量造成的广泛损害, 以及(3)大型金融机构的破产——日本的山一证券和两家长期信贷银行, 以及美国的雷曼兄弟和其他高杠杆机构。

这两次危机在某些方面也有着很大的不同。首先, 在日本的危机当中, 银行贷款, 特别是由房地产抵押品支持的企业部门的贷款是银行部门的主要问题, 而股价崩溃也损害了银行的资产负债表。在美国为中心的金融海啸中, 证券化是放大全球众多金融机构危机的关键因素。在美国, 去杠杆的主要是家庭部门; 而在日本, 则主要是企业部门。

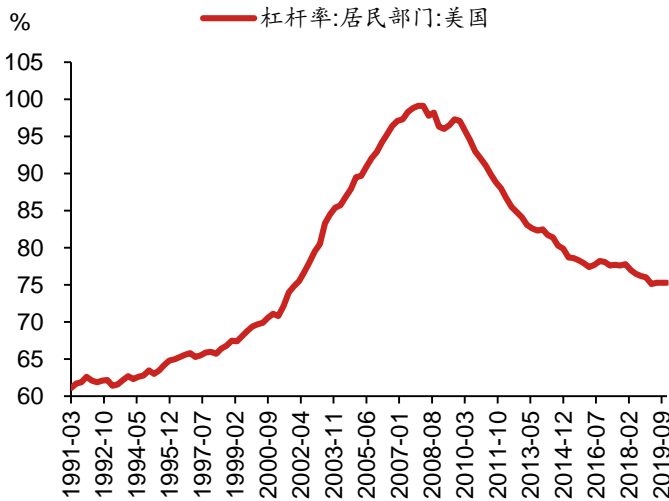
图表 28：九十年代后日本企业部门明显去杠杆



资料来源：Wind，野村东方国际证券

此外，两个国家的会计实务也存在一定的差异。在危机时期，日本的会计和披露准则导致其财务报表完整性缺失的同时，反映经济变化的速度也较慢。相比之下，在 2008 年金融海啸中，财务报表是按季度发布的，并且是基于按市价计算的估值。虽然这种做法的好处是减少了资产估值和银行财务状况所涉及的不确定性，但它往往会反映出极端压力下的市场过度反应。当由于严重的流动性紧缩而导致缺乏可靠的数据时，市场往往会暂时对资产进行错误的定价或过度的低估。

图表 29：2008 年金融海啸后美国家庭部门去杠杆



资料来源：Wind，野村东方国际证券

图表 30：2008 年金融海啸与日本泡沫破灭后危机的差异

美国与日本危机的差异		
	日本	美国
震源	以房地产为抵押的贷款 →问题发展缓慢	按揭贷款及证券化产品 →迫使美国政府迅速反应
会计制度	年度/常规	季度/按市值计价
去杠杆部门	企业部门	家庭部门
本地/全球	局限在国内	迅速蔓延至全球市场

资料来源：野村东方国际证券

## 安倍经济学及负利率时代（2013-至今）

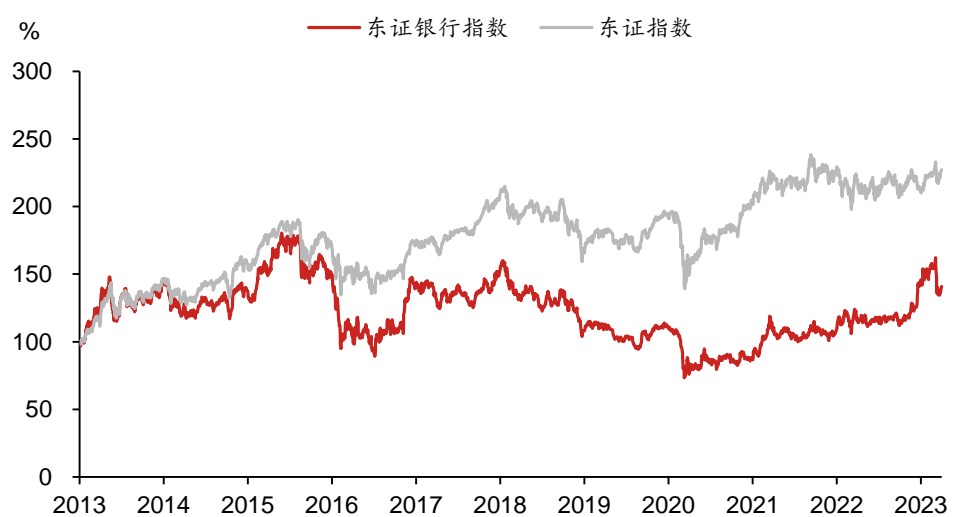
### 极度宽松的货币政策及负利率

安倍政府在 2012 年底上台后，加速实施一系列的经济刺激政策，安倍经济学“三支箭”中的一支便是实施极度宽松的货币政策。日本央行在 2013 年 4 月开始实施量化质化宽松货币政策。

在这一政策框架下，日本央行首先将政策操作目标由利率转为基础货币。其次采取了以下四方面的宽松货币政策：一、相较于全面宽松货币政策时期，进行更大规模的日本国债的购买以推动长端利率下行；二、进一步扩大 ETF 等风险资产的购买规模；三、在 2016 年 1 月将部分银行在央行的活期账户利率由 0 进一步下调至 -0.1%；四、对于 2% 通胀水平的目标作出明确且的承诺，以引导通胀预期上升。

极度宽松的货币政策推动了日本资产价格的上涨，东证指数 2013 年初至 2017 年底涨幅为 104.56%，至 2023 年 3 月底涨幅 125.49%，东证银行指数的涨幅则分别为 49.39% 和 37.88%，明显落后于大盘指数。

图表 31：安倍经济学下银行板块涨幅落后于东证指数



资料来源：Bloomberg，野村东方国际证券

注：2013 年 1 月 4 日为 100%。

### 负利率对日本银行业的影响

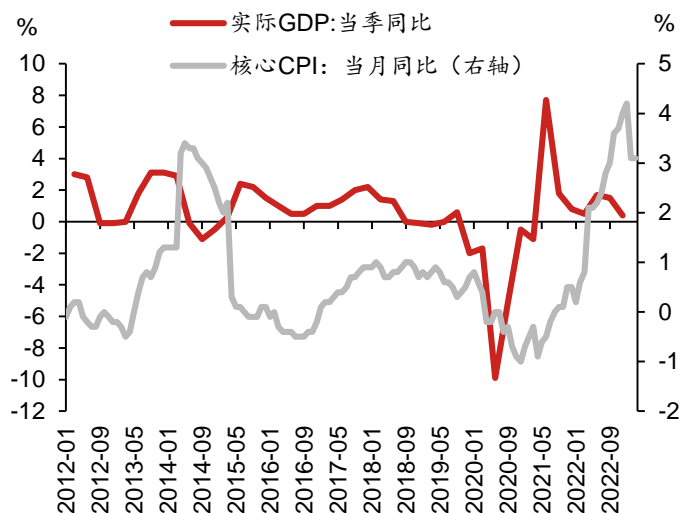
#### ■ 日银希望通过负利率提振通胀和经济

引入量化质化宽松后，在日元迅速贬值的推动下，日本通胀水平的确出现回升，并且上行趋势持续至 2014 年中期。然而，由于原油价格因美国等地的“页岩气革命”而急剧下跌，2014 年中期至 2016 年初日本通胀的上行趋势受到抑制。

日本央行在 2016 年 1 月引入负利率的目的是想通过降低名义利率以及提振通胀预期的方式来压低实际利率，从而刺激消费和投资，推动经济回升。从日本经济的实际表现来看，在负利率实施的初期，确实看到日本核心通胀、经济增速以及景气指数的回升。但这一回升并未能持续太长时间，日本经济在 2018 年后再次明显回落，核心通胀率甚至未能站稳 1%。

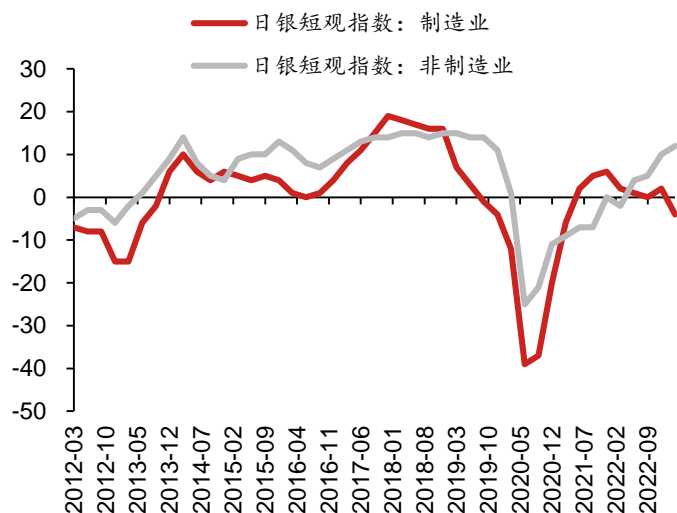


图表 32：负利率引入后经济和通胀短暂回升



资料来源：Wind，野村东方国际证券

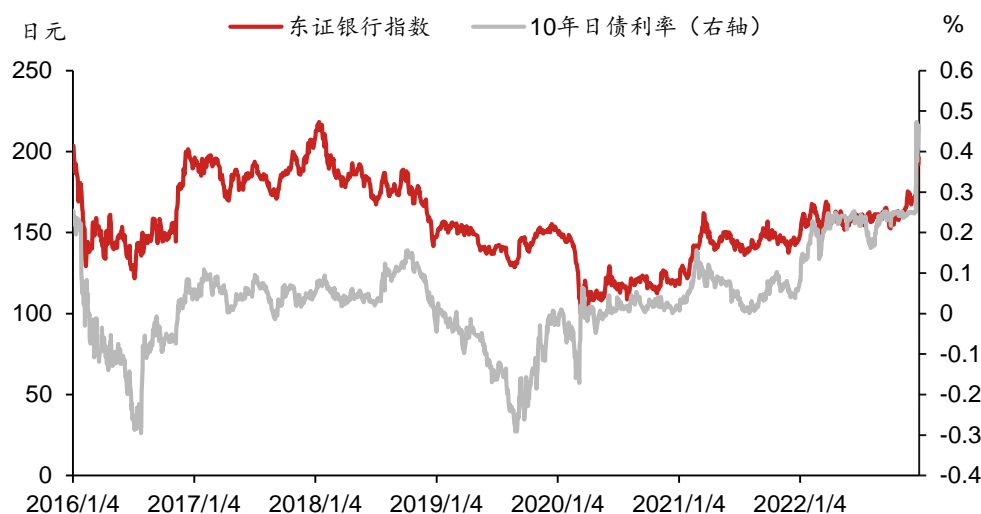
图表 33：负利率引入后日银短观指数短期回升



资料来源：Wind，野村东方国际证券

另一方面，在负利率实施后，短期、长期利率均大幅下降，10年期日债收益率持续下行，并一度深陷负值区间，收益率曲线趋于平坦甚至倒挂。长短端的利率倒挂使得金融机构的盈利能力成为市场的主要担忧。

图表 34：东证银行指数与10年日债利率走势



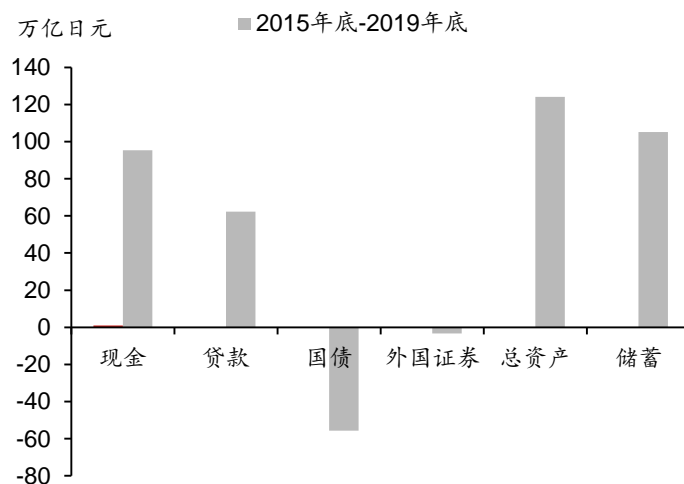
资料来源：Bloomberg，野村东方国际证券

### 负利率后日本银行资产负债表变化

负利率政策实施后，日本国内银行的资产负债表结构出现了明显的变化。日本国内银行对日本国债进行了持续的减持，自2015年底至疫情前2019年底日本国债持有规模减少55.7万亿日元，国债占总资产的比例由2015年底的9.4%下降至3.5%。另一方面，资产中贷款从2015年底至2019年底增长了62.2万亿，但从贷款占银行总资产的比重来看，却从51.4%略降至51.3%。因而贷款的增长基本同比例于日本国内银行资产的增长，负利率对于贷款的刺激作用并没有特别明显。

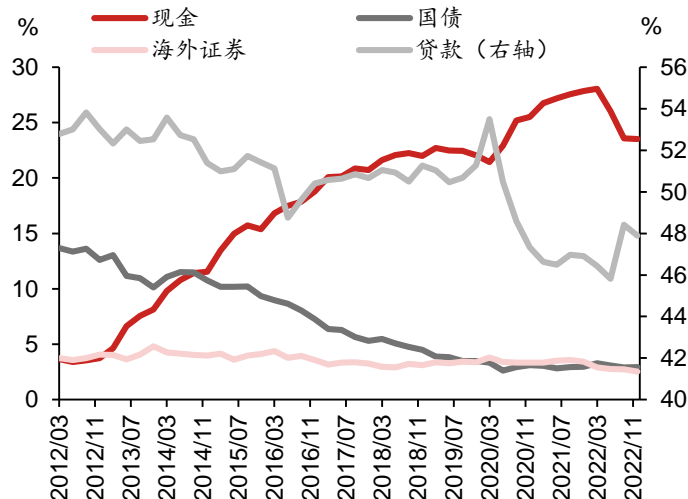
随着日本的商业银行资产规模扩大增长最快的资产是现金资产，自2015年底至2019年底，其规模增长了95.3万亿日元，占总资产的比例从15.4%上升至22.0%（图表36）。

图表 35: 负利率后日本国内银行资产负债变化



资料来源: BOJ, 野村东方国际证券

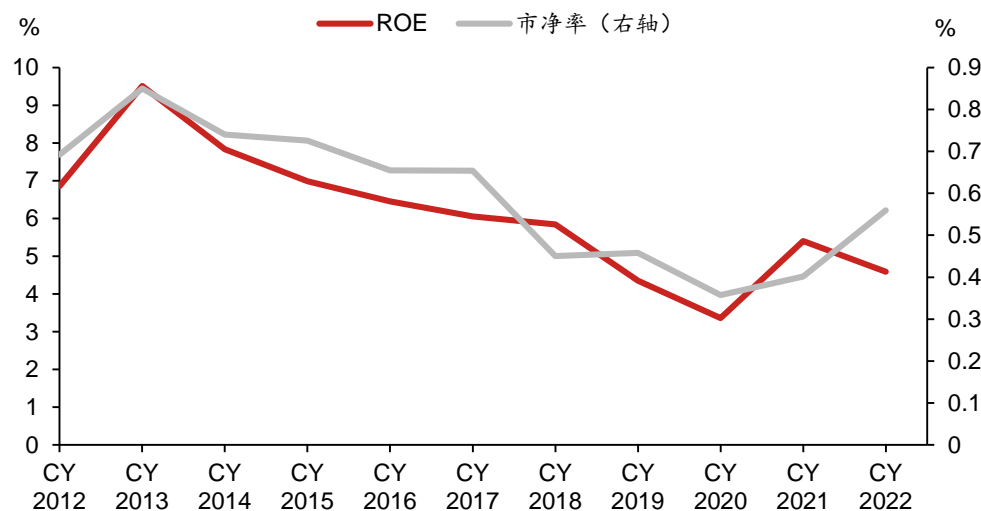
图表 36: 日本国内银行资产结构变化



资料来源: BOJ, 野村东方国际证券

因而虽然负利率降低了日本国内银行的负债端成本, 但多方面的因素使得其资产端的收益下降更多, 包括: 1) 虽然贷款数量增加, 但贷款利率下降, 且贷款占总资产比例并未上升; 2) 长端收益率的下降导致投资收益承压; 3) 负债端更多的储蓄存款, 且储蓄存款更多地体现在现金资产的增加。虽然日本央行希望通过负利率政策快速地实现其通胀目标, 从而为金融机构在中长期构建更好的盈利环境。但是, 日本央行极度宽松的货币政策路径逐渐从“短期决战”转向“持久战”, 从而使得日本银行板块在负利率引进后整体表现较为疲弱。

图表 37: 负利率后日本银行盈利能力与估值走低



资料来源: Bloomberg, 野村东方国际证券

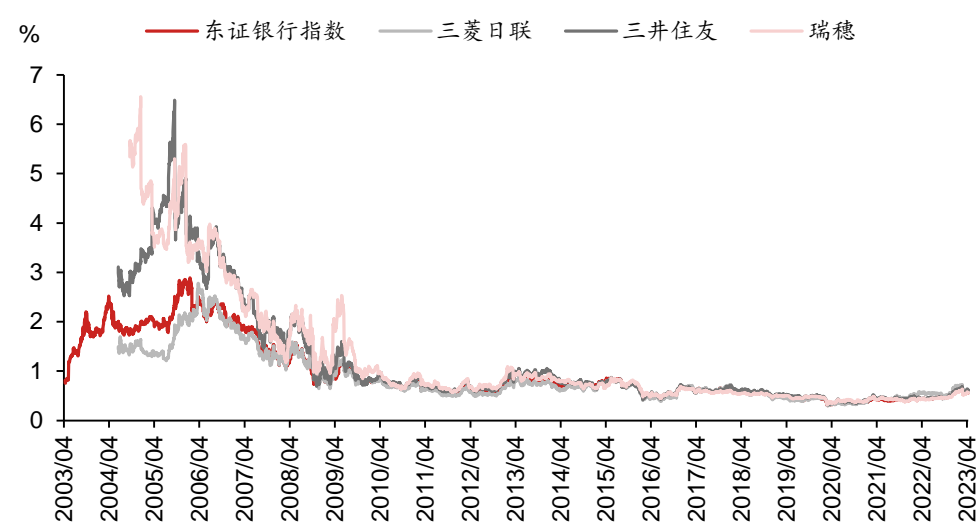
## 总结

### 不同阶段的股价及估值与宏观环境密切相关

在泡沫破灭至 2003 年不良资产问题基本解决的十多年内，日本银行股股价基本处于长期震荡下行的区间内，期间因间歇性的政策出台以及经济的回暖而出现股价反弹基本都会在新一轮的风险爆发后再次下跌。从估值来看，九十年代由于银行资产负债表中不良资产的数据遭到不同程度的掩盖，因而资产负债表的账面价值反映出来的 PB 已经失真。

2003 年后因不良资产问题基本解决，以及新兴经济体带动全球经济增长上行，日本银行股估值水平明显上行。此后在 2007 年次贷危机以及 2008 年雷曼危机导致的全球金融海啸的冲击下日本银行股的估值持续下行，并且估值水平长时间维持在 1 倍 PB 以下。背后的原因从宏观上看 2008 年金融海啸后，日本经济再次陷入低迷，2011 年的东日本大地震使得经济雪上加霜，持续的通缩环境难以改善。从中观上来看，从零利率向负利率持续宽松的货币政策损害了银行的盈利能力，利息收入持续下行，而非利息收入陷入激烈的竞争。

图表 38：东证银行指数及三大银行估值水平



资料来源：Bloomberg，野村东方国际证券

### 日本银行股长达十多年的下跌源于不良资产问题未能妥善解决

由于各方面的原因，日本政府在 20 世纪 90 年代未能迅速果断地解决银行业不良资产问题，使得日本在 90 年代末期爆发了较泡沫破灭初期更为严重的金融危机。不良资产导致的日本银行资产负债表问题，不仅侵蚀了日本银行的盈利能力，同时也不断打击市场的信心。直至 1997-1998 年系统性危机爆发后，日本当局才更加积极主动地解决日本的不良资产问题：包括对脆弱但有存续希望的银行进行公共资本化；对无法存续的银行进行临时国有化；通过严格的“特别检查”对贷款进行更严格的分类以及建立新的机构进行公司债务重组等措施。在 2003 年不良资产问题基本解决后，日本银行股也迎来了困境翻转，录得了可观的涨幅。

吸取日本 90 年代泡沫破灭的经验，全球主要央行在 2008 年金融海啸期间采取了更加快速的措施，避免了金融风险对于实体经济更加深远的冲击。我国金融监管一直强调风险管理意识，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线，能

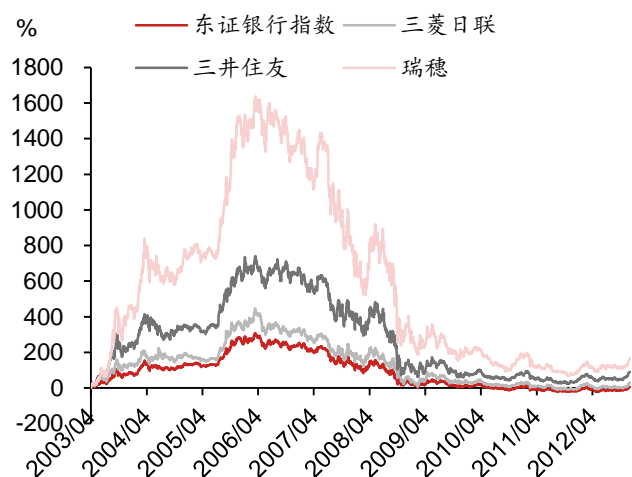
够有效避免因资产负债表问题而导致银行陷入漫长的下跌。

### 日本银行通过开源节流、并购重组渡过逆境，行业集中度持续提升

九十年代泡沫经济破灭后，日本经济增速整体下台阶，这是日本银行股表现不佳的另一个重要原因。2003-2006 年日本银行股出现明显反弹，除了不良资产问题基本解决的原因外，由于中国加入 WTO 以及量化宽松政策推动了日本经济整体呈现阶段性复苏也是重要原因之一。经济持续疲弱的一个表现便是企业的借贷意愿不强，而居民更愿意储蓄，存款与贷款差额持续上升，这使得日本国内银行在九十年代末持续增持日本国债。

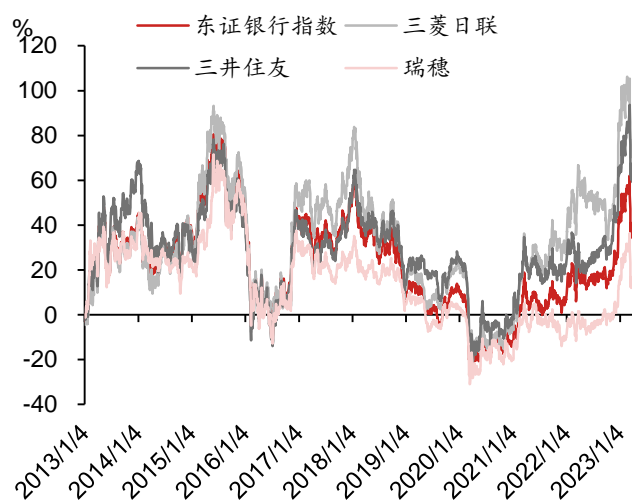
在经济增速整体下行的大背景下，为了应对利息收入减少带来的营收压力，日本银行一方面增加非利息收入，另一方面通过削减人力成本来控制开支，同时通过大规模的并购重组增强自身的竞争力。九十年代起，日本银行通过并购重组行业集中度不断提升，并最终形成了当前三大银行的格局。从三大银行近 20 年的股价及估值表现来看，整体也由于行业指数。

图表 39：东证银行指数及三大银行走势（2003-2012）



资料来源：Bloomberg，野村东方国际证券

图表 40：东证银行指数及三大银行走势（2013-2023）



资料来源：Bloomberg，野村东方国际证券

### 期限利差影响银行盈利能力，放开 YCC 有利于日本银行股表现

安倍经济学极度宽松的货币政策推出后，特别是在 2016 年负利率实施以来，日本银行股整体表现明显落后于东证指数大盘。其背后的原因是，虽然宽松的货币政策有利于刺激经济回暖提振股市，但是由于短期及长期利率均大幅下降，10 年期日债收益率持续下行，并一度深陷负值区间，收益率曲线趋于平坦甚至倒挂，这其实损害了银行的盈利能力。2016 年以来日本银行股的估值随着盈利能力的下降而持续下滑。

去年 12 月由于日本央行超预期放开 YCC 政策长端利率波动范围，日本银行股涨幅明显高于东证指数，三月由于硅谷银行冲击使得日本银行股回吐大部分涨幅。从基本面来看海外金融冲击对日本国内银行基本面的影响微乎其微，更多地是由于金融动荡导致 YCC 政策调整降温以及避险情绪上升导致的回调。随着海外金融动荡逐渐平息，野村仍然预计日本央行大概率在 6 月对 YCC 政策进行调整，有望对日本银行股形成支撑。

## 风险提示

宏观经济环境变动、日央行政策调整超预期等。

附录

相关研究

《老龄化时代的逆势消费升级》	2023.04.03
《创新中不断成长的日本互联网医疗龙头》	2023.03.31
《强势美元、金融紧缩和资产价格》	2022.10.22
《日本房地产市场的“软着陆”》	2022.09.28

联系方式

李远帆 +86 21 66199094 yuanfan.li@nomuraoi-sec.com	吴琳 +86 21 66199037 lin.wu@nomuraoi-sec.com	程瑶 +86 21 66199179 yao.cheng@nomuraoi-sec.com
朱海音 +86 21 66199157 haiyin.zhu@nomuraoi-sec.com	孟丹 +86 10 56329371 dan.meng@nomuraoi-sec.com	梁金萍 +86 21 66199087 jinping.liang@nomuraoi-sec.com
王越 +86 21 66199173 yue.wang@nomuraoi-sec.com		



## 分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，本人不曾，也将不会因本报告的观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

本报告由野村东方国际证券有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认可的已公开资料，包括来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券有限公司及其关联机构（以下统称“野村东方国际证券”）对这些信息的准确性、完整性或时效性不做任何保证，也不保证这些信息不会发生任何变化。特别的，本报告不提供任何与税务相关的信息或意见。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或询价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的推荐或者投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的信息、意见进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的，财务状况和特定需求，并就该等决策咨询专业顾问的意见，同时自行承担所有风险。对于本报告中信息及意见的错误或疏漏（无论该等错误或疏漏因何原因而产生），以及对依据、使用或参考本报告所造成的一切后果，野村东方国际证券及/或其关联人士（包括各自的雇员）均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日（或报告内部载明的特定日期）的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，野村东方国际证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会在本报告中，或在与野村东方国际证券的客户、销售人员、交易人员、其他业务人员的不时交流中，针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的事件进行交易策略分析；这种对短期影响的分析可能与分析师已发布的关于标的证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致。无论该等交易策略分析是否存在上述相反或不一致，均不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

野村东方国际证券可能发出其他与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。本报告反映署名分析师的观点、见解及分析方法，并不代表野村东方国际证券。野村东方国际证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。野村东方国际证券没有将此意见及建议向本报告所有接收方进行更新的义务。野村东方国际证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据仅代表过往表现。过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收方是基于该接收方被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资者考虑而独立做出的。

本报告依据中华人民共和国的法律法规和监管要求于中国大陆提供。

## 特别声明

在法律许可的情况下，野村东方国际证券可能与在本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。野村东方国际证券及其关联人士（包括其雇员）在适用法律允许的范围内，可能自行或代理他人长期或短期持有、买入或卖出本报告涉及的标的证券或其他金融工具。野村东方国际证券亦可能就等证券或其他金融工具承担做市商或流动性提供者的身份。因此，投资者应当考虑野村东方国际证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告仅面向经野村东方国际证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收方才可以使，且接收方具有保密义务。野村东方国际证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为野村东方国际证券的客户。

本报告可能包含来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券重视和保护他人的包括人格权、知识产权在内的合法权益，并已尽最大努力审查信息来源的客观真实性，注明第三方信息来源与权利信息，保护第三方合法权益。当权利人发现本报告可能侵犯其合法权益，权利人可以向野村东方国际证券提出异议，经核实后野村东方国际证券将根据中国法律法规采取措施修改、移除或删除相关内容。除非有该等第三方的事先书面允许，该等信息

不得被再加工或转发。

本报告的版权仅为野村东方国际证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表、引用或再加工。未经野村东方国际证券授权或超出野村东方国际证券授权范围的任何使用，或非由野村东方国际证券作出的对本报告的修改，如果侵犯了第三方知识产权，责任由使用者承担，野村东方国际证券不承担任何责任。除本特别声明第三段所述情况外，野村东方国际证券不承担任何关于更新或修改本报告的义务。

野村东方国际证券对本报告及本免责条款具有修改权和最终解释权。