

“日本启示录”系列（二）

日本房地产泡沫如何走向破裂——金融篇

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

李泉剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



平安观点：

- 本篇报告在《日本房地产泡沫如何走向破裂——政策篇》的基础上，聚焦日本的金融体系和实体经济与房地产泡沫破裂的联系。我们发现：
- 日本金融系统暗含风险，为房地产泡沫的膨胀与破裂提供了基础。一方面，随着日本房地产泡沫的膨胀，“住专”公司贷款规模急速扩大，资产质量不断下降。在日本房地产价格出现下跌后，“住专”公司的坏账问题使得日本银行系统性风险加速暴露。另一方面，1970年代开始，日本政府开始了一系列金融自由化改革，这虽然使得金融系统的活力明显提升，但大型企业“脱离银行”、金融监管体制改革相对落后等现象的出现，均为后续日本房地产泡沫的膨胀与破裂埋下了伏笔。
- 日本金融系统与实体经济过度绑定，使得房地产泡沫破裂产生了更广泛深远的影响。主要体现在：一是，实体企业过度参与金融投机活动。尤其是非金融企业部门大规模购入土地，当土地价格出现下跌时，实体企业资产负债表受损更为严重，进而出现“资产负债表衰退”；二是，“主银行”制度将金融机构、资本市场与实体企业三者牢牢绑定，加剧了金融风险的扩散。一方面，泡沫经济时期股票、土地在日本金融机构资产负债表中的占比不断提升，另一方面，银行在资本市场，尤其是股市中的参与程度更高。
- 房地产泡沫破裂后，日本政府对不良债权的处置滞后，错过了最宝贵的时间窗口。泡沫破裂初期，日本各界均未意识到不良债权将会带来严重后果，政府仍然尝试延续大型金融机构并购中小型金融机构的处理方式，但这反而加重了大型金融机构的经营风险。直到小泉政府上台提出《金融再生计划》，加速不良债权处理，同时配套实施强化监管与治理的措施，提高银行自身的竞争力，日本不良贷款问题才逐步得到解决。
- 回顾日本房地产泡沫膨胀与破灭过程中金融市场与实体经济的关联，结合我国当前的相关情况，可以得到如下启示：第一，加强影子银行体系监管，逐步降低其金融风险。在化解影子银行风险过程中，一方面要避免经济下行期过度放松金融监管政策，防止高风险影子银行“死灰复燃”，另一方面要注意平稳推进，避免影子银行体系过快收缩带来的系统性金融风险。第二，金融开放与金融自由化要循序渐进，尤其是要建立与金融体系相适应的监管体系。对比来看，目前我国金融自由化程度偏低，未来仍有较大改革空间。金融监管体系改革在兼顾金融体系效率的同时，更要注意金融体系的安全性。第三，构建完备的不良贷款处理框架，及时、果断处理银行的不良贷款问题。增强银行抗风险能力和处理不良债权的能力，必要时可通过财政资金充实银行自有资本。

正文目录

一、	金融体系风险暗含	4
1)	“住专”资产质量低下	4
2)	金融自由化加速推进	6
二、	金融体系与实体经济过度绑定	9
三、	不良债权处置滞后	12
四、	结论与启示	16

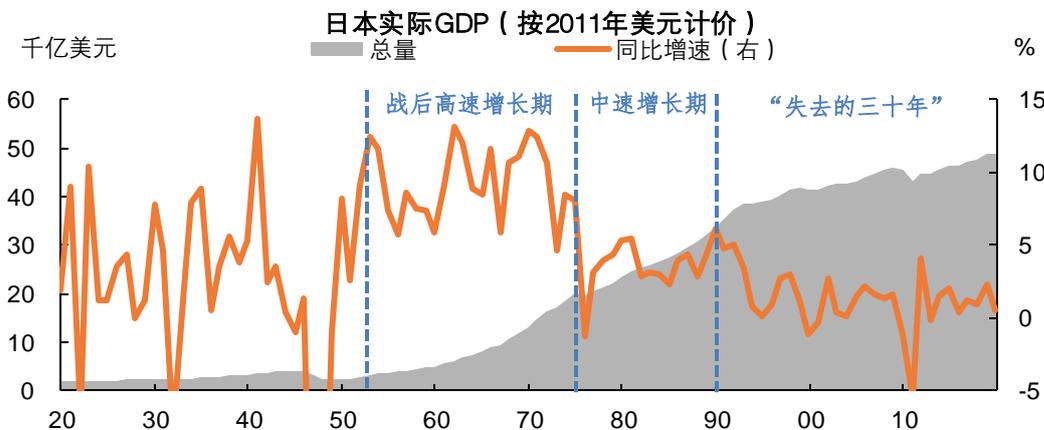
图表目录

图表 1	近百年来日本经济发展情况	4
图表 2	日本“住专”七社股东均为银行等金融机构	4
图表 3	1985 年开始“住专”公司贷款迅速增长	5
图表 4	企业贷款在“住专”公司贷款中占比大幅提升	5
图表 5	日本“住专”七社贷款规模及不良贷款情况（1996 年 2 月）	5
图表 6	二战后日本政府实行的一系列金融管制措施	6
图表 7	1970 年代开始日本企业自有资金更加充裕	7
图表 8	1970 年代开始日本政府大量发行国债	7
图表 9	1970 年代开始日本金融自由化程度不断提升	8
图表 10	日本大型制造业企业出现“脱离银行”趋势	8
图表 11	1990 年代前后日本信用金库等中小金融机构大量破产	8
图表 12	1980 年代日本银行对非银金融机构贷款大幅增长	9
图表 13	1980 年代非金融企业部门杠杆率迅速上升	10
图表 14	横向比较来看日本企业部门杠杆率偏高	10
图表 15	日本泡沫经济时期非金融企业部门是最主要的土地购买方	10
图表 16	日本大多数上市企业拥有主银行	11
图表 17	日本泡沫经济时期土地和公司股份在金融机构资产中的占比明显提高	11
图表 18	银行机构是日本股市重要的投资者	12
图表 19	房地产泡沫破裂后日本不良债权情况	12
图表 20	1995 年开始日本银行类金融机构开始出现破产现象	13
图表 21	本世纪初日本银行业合并重组浪潮	14
图表 22	日本《金融再生计划》主要内容	15
图表 23	我国理财产品收益率明显高于银行负债成本	17
图表 24	资管新规出台后，我国影子银行规模开始下降	17
图表 25	我国金融自由化程度相对较低	18

日本是二战后第一个由发展中经济体跨入发达经济体的国家。日本经济从“高速增长-中速增长-长期停滞”的换挡、作为世界第二大经济体一度遭遇美国战略遏制、人口的老龄化、房地产泡沫的形成与破裂、产业结构的变迁等，对当前中国经济发展提供了较为丰富的历史借鉴。对日本发展历程的对照性回顾，一直是中国宏观经济研究的重要内容。在国际局势波谲云涌，中国着力构建新发展格局的当下，重读历史会给我们带来新的启示。为此，我们推出“日本启示录”系列报告，着眼当前中国经济发展中呈现出的新问题，寻找这个前世界第二大经济体带来的启示。

本系列的第一篇系统梳理泡沫经济时期日本土地、人口、政策相关状况，探究日本房地产泡沫膨胀与破裂的根源所在。但仅从土地、人口、政策方面，显然难以还原上世纪九十年代日本房地产泡沫膨胀与破裂的全貌。作为“日本启示录”系列的第二篇，本文尝试从金融体系和实体经济等方面，进一步探究日本房地产泡沫膨胀与破裂的始末。

图表1 近百年来日本经济发展情况



资料来源: Maddison Project Database, 平安证券研究所

一、金融体系风险暗含

1) “住专”资产质量低下

“住专”全称为住宅金融专业公司，是日本专门从事住宅信贷和房地产信贷的民间信用机构。根据日本政府此前规定，金融机构不能为个人购买房地产提供抵押贷款。为绕过这一限制，1971年部分银行联合出资成立了日本第一家以办理个人住宅抵押贷款为主要业务的住专公司——日本住宅金融会社。住宅金融专业公司最初成立目的是为了加强其股东银行在住宅抵押贷款业务上的竞争力，因此“住专”自身资金来源主要为同业拆借，其自身并不吸收公众存款。

图表2 日本“住专”七社股东均为银行等金融机构

公司	成立时间	股东
日本住宅金融	1971年6月	樱花银行、朝日银行、大和银行、北海道拓殖银行、三井信托银行、东洋信托银行、横滨银行、千叶银行。
住宅贷款服务	1971年9月	第一工业银行、富士银行、三菱银行、朝日银行、住友银行、樱花银行、东海银行
住总	1971年10月	信托银行
综合住金	1972年7月	第二区域银行协会
第一住宅金融	1975年12月	日本长期信贷银行、野村证券

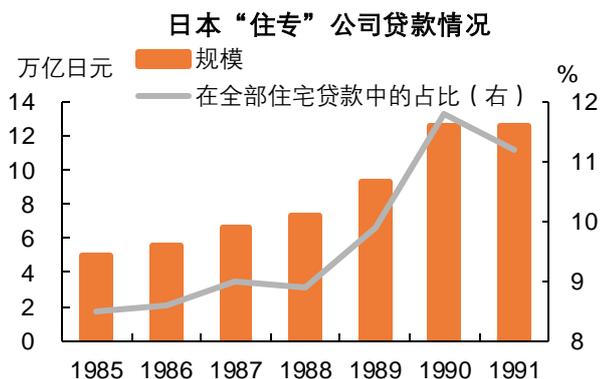
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

地银生保住房贷款	1976年6月	日本人寿保险公司以及部分地方银行
日本住房贷款	1976年6月	日本兴业银行、日本债券信用银行、大和证券、日兴证券、山一证券

资料来源：日本大藏省,平安证券研究所

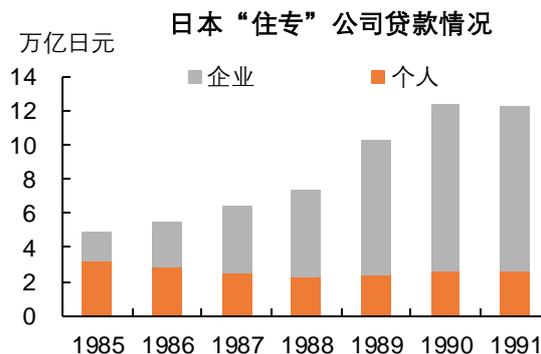
1985年后，随着政府取消对金融业分业经营的限制，以往只能通过向“住专”贷款而间接参与个人住宅贷款业务的股东银行纷纷进入到个人住宅贷款市场，“住专”只能被迫转向为企业发放房地产贷款。1985年至1990年，“住专”公司贷款规模由5.04万亿日元猛增至12.5万亿日元，其中企业贷款增量超过7万亿日元。

图表3 1985年开始“住专”公司贷款迅速增长



资料来源：王丹林 (1996)¹,平安证券研究所

图表4 企业贷款在“住专”公司贷款中占比大幅提升



资料来源：日本大藏省,平安证券研究所

随着日本房地产泡沫的膨胀，“住专”公司贷款规模急速扩大，其资产质量不断下降。一方面，由于“住专”公司不能直接吸收存款，只能从其他金融机构借入资金，与普通商业银行相比，“住专”公司的负债成本相对更高。因此，“住专”公司只能通过信用下沉等方式扩大自身贷款规模，进而导致其资产质量下降；另一方面，“住专”公司作为银行的子公司，在股东银行受到信贷控制后，时常会通过下属的“住专”公司向有业务往来的房地产公司发放贷款，或直接把即将成为坏账的债权转让给“住专”公司。

1992年日本房地产价格出现下跌后，“住专”公司坏账问题开始显现。1991年开始，日本房地产价格出现下跌，以大量土地作为抵押品、资产信用质量低下的“住专”公司首先受到冲击。根据日本大藏省的调查，截至1996年2月七家“住专”公司不良资产总规模达到8.13万亿日元，不良资产比例为75.9%，其中近5万亿日元贷款或将无法追回。

图表5 日本“住专”七社贷款规模及不良贷款情况（1996年2月）

	贷款规模 (亿日元)	不良资产规模 (亿日元)	预期损失金额 (亿日元)	不良资产比例 (%)	预期损失比例 (%)
日本住宅金融	19312	14367	8022	74.4	41.5
住宅贷款服务	14196	10834	5762	76.3	40.6
住总	16094	12907	8796	80.2	54.7
综合住金	11183	9606	5035	85.9	45
第一住宅金融	15058	9914	5839	65.8	38.8
地银生保住房贷款	8779	6951	4100	79.1	46.7
日本住房贷款	22574	16743	11903	74.1	52.7

¹ 王丹林. 关于日本“住专”问题的研究[J]. 中国房地产金融, 1996(2):6.

总计	107196	81322	49457	75.9	46.1
----	--------	-------	-------	------	------

资料来源：日本大藏省,平安证券研究所

“住专”公司坏账问题使得日本银行的系统性风险加速暴露。如前所述，“住专”公司不能直接吸收存款，只能从银行等金融机构拆借资金。日本房地产泡沫破裂后，“住专”主要贷款对象中小房地产公司普遍出现经营亏损，无法按期还贷，甚至丧失了支付贷款利息的能力，且有些企业已资不抵债，“住专”公司即使采取清偿还贷措施，也无法全额收回贷款。而作为“住专”公司资金来源的银行系统，出于对“土地价格绝不会下降”的“土地神话”的信仰，选择通过“住专”公司继续向房地产业追加贷款，政府系统的农林中央金库和县级农业信用社也采取了同一步调。结果在日本泡沫经济崩溃的1990年代前期，出现了“僵尸银行支撑僵尸企业”的局面（Anil Kashyap and Takeo Hoshi,2011），即形成了“地价下跌→房地产公司经营恶化和还贷困难→住专出现不良债权→金融机构增加对住专的低息贷款→住专继续向房地产公司追加贷款→地价继续下跌→房地产公司经营进一步恶化并大量破产→不良债权拖垮住专→住专的股东银行出现危机”的恶性循环。根据日本大藏省的统计，截至1996年3月末，“住专”七社自金融系统的借款总计已达到12.97万亿日元。这也最终引发了一系列日本金融机构破产，其中甚至包括兵库银行、太平洋银行等大型上市银行。

2) 金融自由化加速推进

二战后，为促进经济高速增长，日本针对国内金融行业出台了一系列管制措施，并形成了一套独特的金融体系。日本政府针对金融行业的管制措施主要包括：市场准入管制、分业管制、利率管制、资本流动管制等。其中，市场准入管制提高了大藏省对金融机构及金融系统的掌控力，并通过控制发放新的银行执照严格限制新竞争者进入银行市场，降低了银行间的竞争压力；分业管制通过限制业务活动领域，减少不同金融机构间的竞争，试图充分发挥不同类型金融机构的业务优势；利率管制人为压低国内存贷款利率，一方面为国内重要行业发展提供低成本的资金，另一方面降低日本出口企业的生产成本，提高其国际竞争力；资本流动管制不仅使得国内金融机构专注于国内市场，也有效抑制了其他国家货币政策对于日本的溢出效应。通过一系列金融管制措施，日本成功解决了经济高速增长时期的资金短缺问题。

图表6 二战后日本政府实行的一系列金融管制措施

管制方面	具体内容
市场准入管制	日本银行法、证券法和保险法规定，银行、证券公司和保险公司的开业必须获大藏大臣的批准，且有关当局不仅对金融机构的开始营业进行管制，也对金融机构的停止营业进行管制。另外，金融机构设立分支机构也必须获得大藏大臣批准。
分业管制	1) 长期信贷业务与短期信贷业务的分离。日本政府把从事间接金融业务的银行分两类：一类是以吸收存款为主要资金来源的银行，从事短期金融业务；另一类是以通过金融债和信托等方式筹措资金的银行，从事长期金融业务。2) 银行业务与信托业务的分离。二战后，日本政府将原城市银行的信托部门作为信托银行分离出来专营信托业务，以迫使信托机构发展为长期融资机构。3) 银行业务与证券业务分离。严禁银行从事证券业务、严禁证券公司从事存款吸收业务。这主要是为了避免重蹈美国20年代末银行大崩溃的覆辙，确保储户存款的安全性。
利率管制	1948年日本制定的《临时利率调整法》对银行存款和短期贷款利率设置了上限。长期利率虽然原则上不受限制，但对电力等优质企业发放的贷款利率由政府部门和贷款机构共同商议，实际上也受到限制。
资本流动管制	对国内外资金的流入与流出进行限制。如限制国外资金投资国内证券、对资本输出实行收款、限制国内投资者从事国际金融业务等，以切断国内外金融市场之间的联系，相当于广义外汇管制。

资料来源：吴素萍(1998),平安证券研究所

1970年代开始，随着日本经济由高速增长转型中速增长，日本政府对于金融系统的诸多管制使得其金融系统不再适应国内外的经济环境。日本金融体系与国内外经济环境间的“不兼容”主要体现在以下方面：

首先，随着经济的不断发展，日本企业的自有资金不断增加，直接融资的渠道亦不断拓宽，通过银行等金融机构进行外部融资的需求减弱，以利率管制等方式人为压低利率的必要性也不断降低。1955年至1972年，日本非金融企业现金和存款占总资产的比重由9.40%提升至15.54%，企业自身资金充裕程度明显提升。而在1973年至1990年，日本非金融企业现金和存款占总资产的比重持续保持在12%以上的相对高位，直至房地产泡沫破裂后才出现大幅下滑。从融资方式来看，1980年至1989年，日本企业外部融资中直接融资的比重也由11.9%上升到27.0%

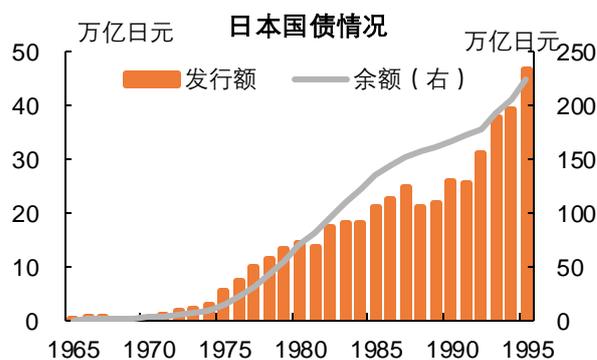
其次，1970年代开始日本政府大量发行国债，并由银行等金融机构承销。当时日本政府为使国债发行不影响到利率管制，对国债发行和流通市场均实施了严格管理。但金融机构以低于市场的利率承销国债，严重影响了其流动性和收益性，并造成了金融机构资金短缺，于是金融机构强烈要求在市场上卖出国债。压力之下，日本政府开始逐步放开国债利率管制，并走向了通往利率市场化的道路。1977年，日本开始放宽对金融机构所持国债的管制，允许商业银行承购的国债自由上市流通。此后，日本政府陆续放开了对银行间拆借利率、银行间票据利率、大额可转让存单（CD）利率等的控制，并于1994年实现了除活期存款利率以外的完全利率市场化。

图表7 1970年代开始日本企业自有资金更加充裕



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表8 1970年代开始日本政府大量发行国债



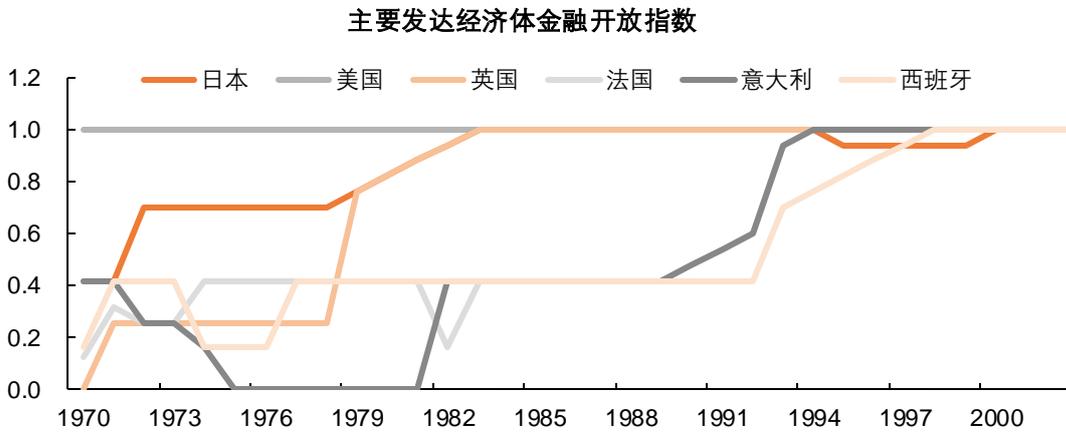
资料来源：Wind,平安证券研究所

再次，1970年代开始，随着日本经济的高速增长，外资金融机构开始要求日本进一步开放其国内金融市场。与此同时，日本国内金融机构也开始参与海外投资，并要求本国监管机构放松管制。在此背景下，日本和美国成立了由政府专家组成的日元/美元汇率、金融和资本市场工作组。1984年，日美联合特别工作组起草的“关于日元/美元汇率、金融和资本市场问题报告”公开发表，明确日本应采取存款利率自由化、金融业务多元化、促进货币市场发展等措施来实行金融自由化。

最后，随着日本国民收入的提高，其对金融产品的需求趋于多样化和复杂化，许多新金融工具、新金融市场开始出现，而这也意味着对分业管制和利率管制的打破。

因此，为使日本金融体系适应国内外经济环境的变化，日本开启了一系列金融自由化改革。在此期间，日本政府以渐进式改革方式推行利率自由化、金融机构经营自由化以及资本流动自由化改革。根据 Menzie Chinn 和 Hiro Ito 编制的金融开放指数（The Chinn-Ito Financial Openness Index），1970年后日本金融开放程度明显提高，甚至一度高于法国、英国等国家。

图表9 1970年代开始日本金融自由化程度不断提升

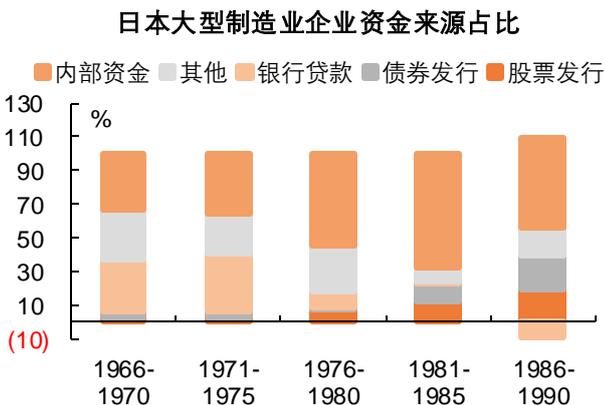


资料来源: Ito and Chinn (2021), 平安证券研究所

日本政府的金融自由化改革虽然使得金融系统的活力明显提升,但也为后续日本房地产泡沫的膨胀与破裂埋下了伏笔。

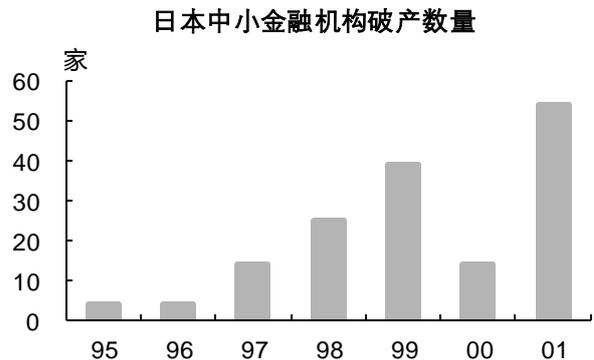
一方面,随着资本市场的开放,日本国内企业的融资渠道开始由银行扩展至股票、债券市场,资质较好的大型制造业企业开始出现“脱离”银行的趋势,1986年至1990年日本大型制造业企业从银行的融资额甚至为负。银行为了应对这一趋势,被迫将重点转向扩大与中小企业之间的业务,中小企业获得的贷款规模急速增长。日本商业银行对中小企业的贷款余额由1984年的105万亿日元增长至1989年末的247万亿日元,而同期对大企业的贷款余额仅增长了不到3万亿日元。而中小企业获得贷款后,并未全部用于生产经营,多数资金流入到房地产市场。因此,中小企业贷款规模的急速扩张,不仅助推了房地产泡沫的膨胀,也使得银行资产质量出现了明显的下降。房地产泡沫破裂后,以中小企业为主要客户的中小规模地方性金融机构(如信用金库)率先出现破产情况,1991年10月三和信用金库成为日本战后首家破产的金融机构。

图表10 日本大型制造业企业出现“脱离银行”趋势



资料来源: 日本央行,平安证券研究所

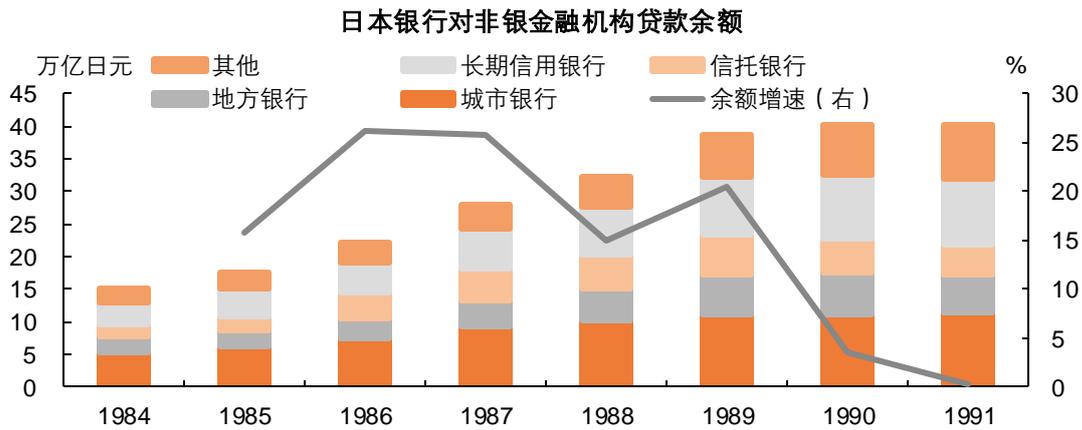
图表11 1990年代前后日本信用金库等中小金融机构大量破产



资料来源: 日本存款保险机构年报,平安证券研究所

另一方面，在日本政府进行一系列金融自由化改革的同时，其金融监管体制的改革却相对落后，助长了房地产市场的泡沫。二战后日本政府对金融机构实行了过分的控制和保护政策，形成了“护送船队”模式的金融监管体系²，以至于出现了“日本金融机构不倒”的神话。进入 1980 年代以后，虽然金融自由化的步伐加快，但政府并未完全放弃对银行经营的干预，从而使银行形成了政府将继续提供隐性担保的预期。因此，在诸多金融管制政策放松后，许多银行采取了较为激进的经营策略，在贷款审查、投资审核等方面过分放松，许多银行甚至通过贷款给信托公司等机构使银行资金直接流入股市及房地产市场，加剧了资产泡沫的膨胀程度。根据野口悠纪雄（2005）³的研究，1984 年末至 1990 年末日本银行对非银行金融机构的贷款规模由 15.1 万亿日元增长至 40.2 万亿日元，其中约有 10.8 万亿日元新增贷款流入了房地产市场。

图表 12 1980 年代日本银行对非银金融机构贷款大幅增长



资料来源：野口悠纪雄（2005），平安证券研究所

二、金融体系与实体经济过度绑定

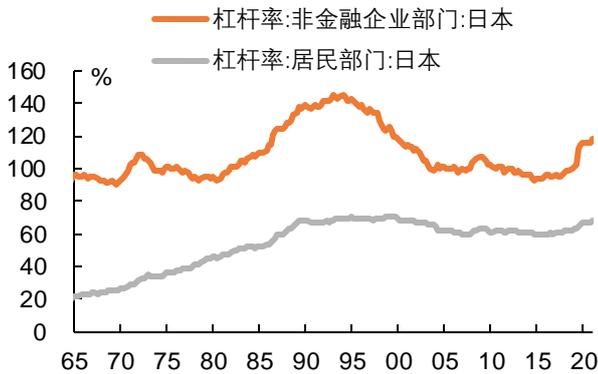
日本泡沫经济时期，金融系统与实体经济联系过于紧密，使得房地产泡沫的破裂产生了更广泛且深远的影响。

一是，**实体企业过度参与房地产投机活动**。1980 年代日本房地产泡沫的形成主要受到非金融企业部门推动，企业部门是房地产的主要购买者。根据日本内阁府的数据，非金融企业部门的土地购买金额由 1980 年的 0.3 万亿日元大幅增长至 1990 年的 16.8 万亿日元，而住户部门反而是当时土地的出售方。在此期间，日本非金融企业部门杠杆率迅速提升，由 1980 年的 94.4% 升至 1990 年的 139.3%，远高于同期其他发达经济体水平，尤其是中小企业过度借贷进入房地产市场后，杠杆率明显上升；而居民部门杠杆率上升相对温和，仅从 45.7% 升至 68.4%，绝对水平实际上与美国（61.1%）、英国（57.7%）等发达经济体相近。非金融企业部门大规模购入土地，使得土地在其资产负债表中占比大幅上升，当土地价格出现下跌时，实体企业资产负债表受损更为严重，进而出现“资产负债表衰退”。

² “护送船队”的金融监管体系形容战后日本金融体系犹如一支船队，政府的行政指导和各种金融监管措施都是为了保护这支船队的每一位成员不掉队，顺利到达“胜利的彼岸”。它将金融监管分为 3 个阶段：即限制竞争的管制、防范经营风险的管制和对困难金融机构的救济。

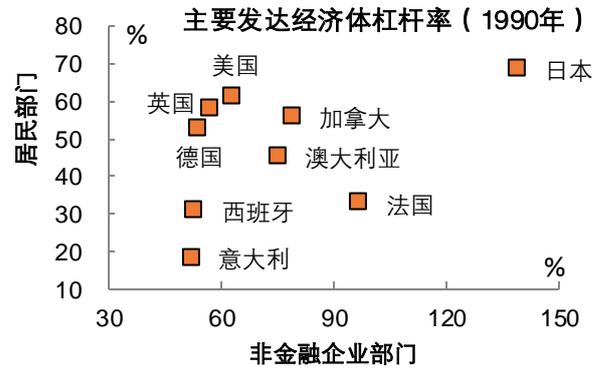
³ [1]野口悠纪雄. 泡沫经济学[M]. 三联书店, 2005.

图表13 1980年代非金融企业部门杠杆率迅速上升



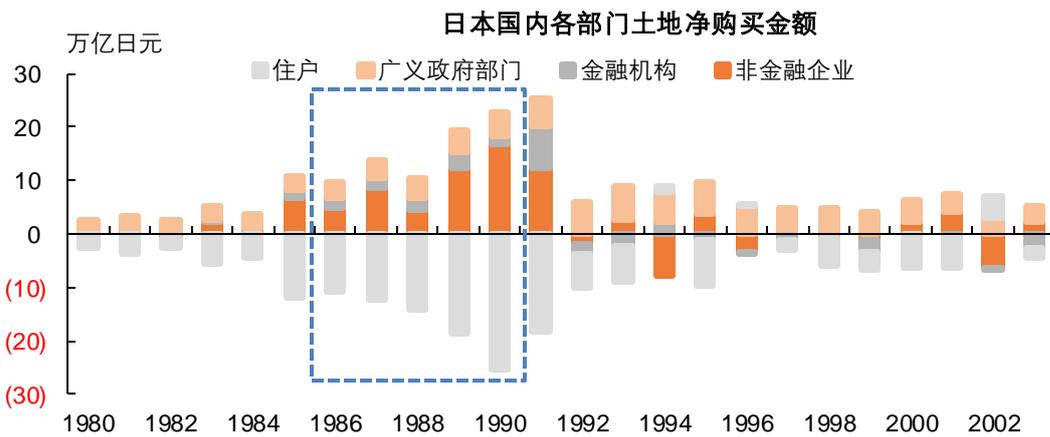
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表14 横向比较来看日本企业部门杠杆率偏高



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表15 日本泡沫经济时期非金融企业部门是最主要的土地购买方



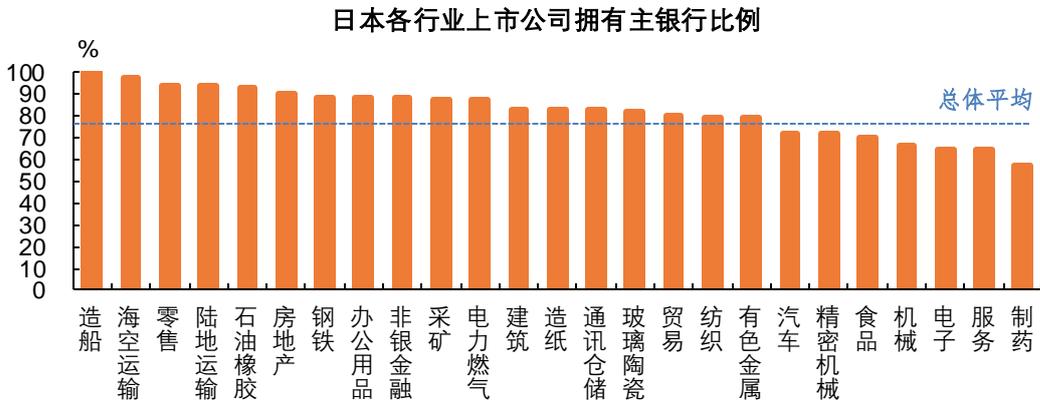
资料来源: 日本内阁府,平安证券研究所

二是，“主银行”制度下金融机构与实体企业的联系更加盘根错节。二战过后，在清理企业不良债权的过程中，日本逐渐形成了主银行制度。尽管日本法律没有明文规定主银行制度，但二战后主银行制度已经成为日本金融界和企业界的一个惯例。根据于潇（2003）⁴的研究，一般认为日本主银行制有以下特征：（1）主银行是客户企业的大股东，主银行一般不持有与自己没有业务或交易关系的企业的股份；（2）向客户企业提供系列贷款。主银行既向企业提供短期贷款，也提供长期贷款。虽然企业所需贷款并不一定全部都由主银行单独提供，但企业大额贷款是由主银行与其他金融机构组成的银团提供的，其中主银行的贷款份额最大，承担的贷款损失责任也更多。当企业不能如期归还贷款或者出现坏帐时，主银行要分担其他金融机构的贷款损失；（3）向客户企业派遣董事或经理。主银行向客户企业派遣人员可以分为两种情况：一是在正常情况下的人员派遣，以大股东身份派遣董事或者经理到客户企业；二是在企业出现问题时，主银行派遣人员接管企业；（4）管理客户企业的结算帐户。主银行几乎都是所属企业的结算银行，由主银行负责企业的帐户管理、现金支付和结算。而根据 Masahiko Aoki 和 Hugh Patrick（2002）⁵的研究，1970年至1991年日本上市公司中，有77%的公司都有主银行。

⁴ 于潇. 日本主银行制度演变的路径分析[J]. 现代日本经济, 2003(6):5.

⁵ Aoki M, Patrick H. The Japanese Main Bank System[J]. Oxford university press, 2002.

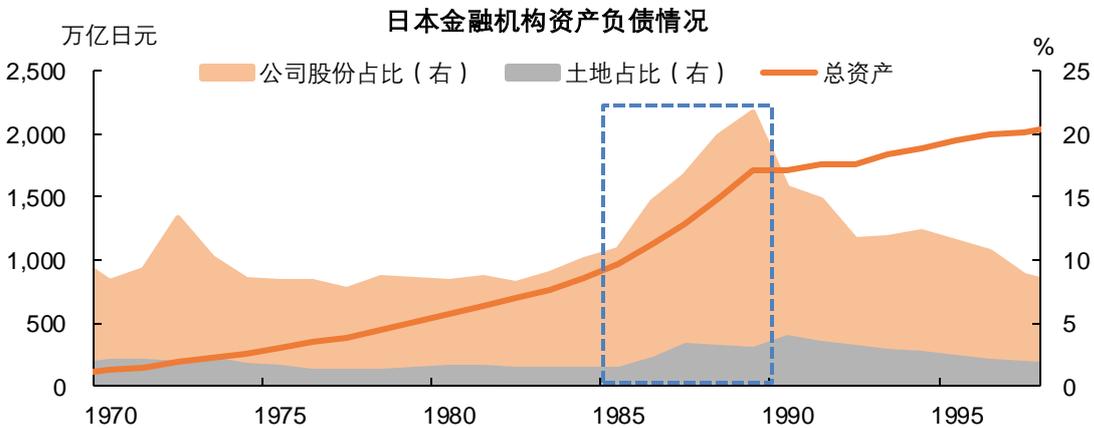
图表16 日本大多数上市企业拥有主银行



资料来源: Masahiko Aoki 和 Hugh Patrick (2002) .,平安证券研究所

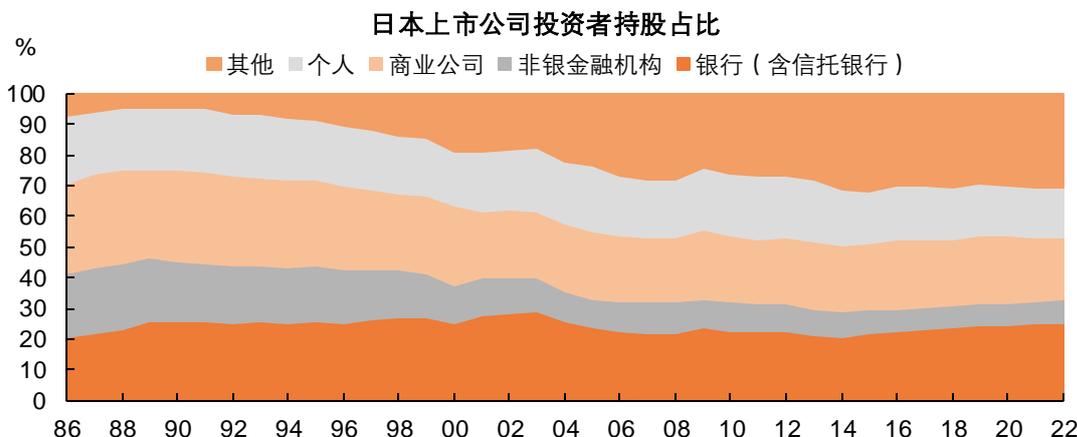
主银行制度的存在将金融机构、实体企业和资本市场三者牢牢绑定，加剧了金融风险的扩散。一方面，泡沫经济时期股票、土地在日本金融机构资产负债表中的占比不断提升。土地、公司股份在日本金融机构总资产中的占比分别由 1985 年的 1.8%、9.0%，提升至 1989 年的 3.3%、18.3%。另一方面，银行在资本市场，尤其是股市中的参与程度更高。1986 年，银行机构持有的股票市值占比达到 20.9%，而 1990 年更是增长至 25.9%。

图表17 日本泡沫经济时期土地和公司股份在金融机构资产中的占比明显提高



资料来源: 日本内阁府.,平安证券研究所

图表18 银行机构是日本股市重要的投资者

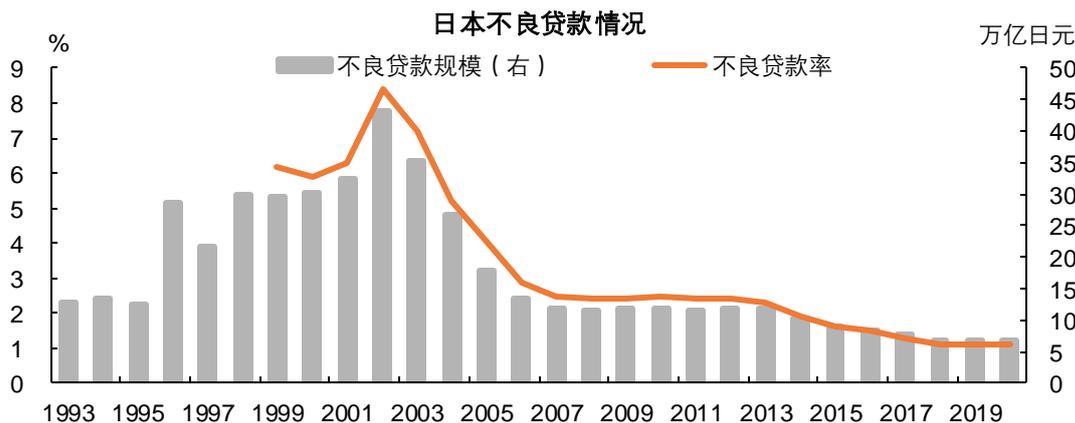


资料来源：东京证券交易所,平安证券研究所

三、不良债权处置滞后

房地产泡沫破裂后，日本国内企业，尤其是中小房地产公司普遍出现经营亏损，无法按期还贷，甚至部分企业陷入资不抵债，金融机构即使采取清偿还贷措施，也无法全额收回贷款，日本金融机构的不良债权规模急速扩张。同时，由于银行等金融机构本身持有大量的企业股票、债券，股价下跌后金融机构本身的资产规模也在缩水，银行支付困难、濒临破产的情况开始出现。但是，房地产泡沫破裂后，日本政府却未及时处置金融系统中的大量不良债权，从泡沫破裂到不良债权得到完全处理，历时近十五年，可以说延误了最宝贵的处置窗口。具体来看，日本政府对于不良债权的处置主要采取了以下措施。

图表19 房地产泡沫破裂后日本不良债权情况



资料来源：日本金融厅,平安证券研究所

➤ 1991年：“护送船队”模式延续

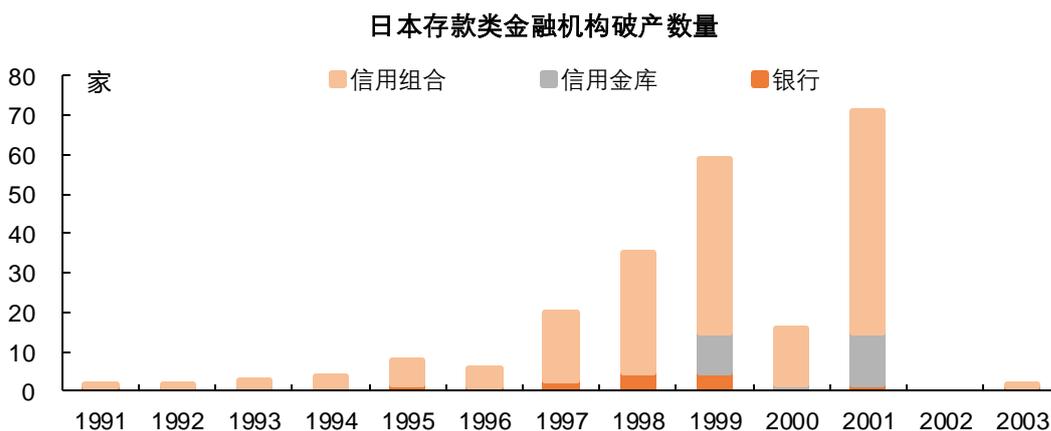
房地产泡沫破裂初期，无论是日本政府、银行还是居民、企业部门，均未意识到不良债权将会带来严重后果，这也导致在相当长的一段时间内日本政府并未及时采取措施，及时处理不良债权问题。一方面，在房地产泡沫破灭后，日本政府、银行

等金融机构乃至企业对宏观经济形势判断过于乐观，对泡沫破灭引发的地价、股价暴跌及其对实体经济的严重冲击认识不足，错失了处理不良债权的最佳时机。以日本央行为例，其 1991 年 7 月公布的《形势资料》指出“由于企业和家庭相对良好的收入环境，日本经济还会持续保持增长”。另一方面，政府与金融机构之间存在的信息不对称性，导致日本政府对于不良债权的实际情况把握不清。企业与金融机构出于种种考量，会通过各种手段掩盖不良资产的存在，导致泡沫爆发初期日本政府难以得知不良资产的具体规模。

房地产泡沫破裂初期，规模较小、资产质量较差的中小规模地方金融机构率先受到冲击，日本政府尝试继续通过“护送船队”模式化解中小金融机构的风险。1991 年 10 月三和信用金库成为二战后日本首家破产的金融机构，随后几年金石信用金库、东洋信用金库等中小型金融机构相继倒闭。对这些陷入经营困境的中小规模金融机构，日本政府力图实行以往的“护送船队”方式，通过行政指导由关联金融机构采取救助性并购或收编为子公司等形式，试图最大限度降低这些金融机构破产对金融体系和经济活动的冲击。

但是，由大型金融机构并购中小型金融机构的做法并未能彻底解决不良债权问题，反而加重了大型金融机构的经营风险。1995 年 8 月，兵库银行成为日本第一家债权破产的地方银行。1997 年下半年，随着亚洲金融危机的爆发，日本国内大型金融机构经营状况愈发艰难。1997 年 11 月，三洋证券、北海道拓殖银行、山一证券、德阳城市银行等大型金融机构因筹资困难相继宣布破产。1998 年 10 月和 12 月，日本长期信用银行、日本债券信用银行相继破产并暂时实行国有化管理。这些大型金融机构破产使日本陷入金融恐慌，银行不良债权问题进一步深化，“惜贷”现象更加突出。

图表 20 1995 年开始日本银行类金融机构开始出现破产现象



资料来源：日本存款保险机构年报,平安证券研究所

➤ 1996 年：“住专”公司正式破产

1995 年下半年开始，随着日本房价的持续下跌，“住专”公司坏账持续增加，难以维持正常经营，破产已不可避免。桥本内阁上台后，把解决“住专”问题和金融体制改革作为头等大事，并决定从 1996 年度政府预算中拨款，用于为“住专”填补亏空。最终，7 家住专公司的 6.41 万亿日元债务，分别通过持有其债权的公私金融机构放弃债权、“赠与”、及政府财政补贴来解决。具体分担机制是，住专的母体银行放弃债权 3.5 万亿日元，其他向住专提供贷款的非母体银行放弃债权 1.7 万亿日元，政府农林系统金融机构“赠与” 5300 亿日元，政府划拨财政补贴资金 6850 亿日元。同时，日本政府从存款保险机构设立的紧急金融安定化筹集资金和金融安定化筹集基金中划拨 2000 亿日元，成立住宅金融债权管理机构，负责住专资产的清偿，7 家住专公司将其自有资产和债权交渡给住宅金融债权管理机构后解散。至此，“住专”公司在日本正式销声匿迹。尽管“住专”公司最终获得了财政资金的注入后以破产收场，但向金融机构注入财政资金的做法还是引发了大众舆论以及部分在野党的强烈抗议。之后近两年时间内，向大型金融机构注入财政资金的主张也被打入了冷宫。

➤ 1998年：金融改革加力

1998年开始，一系列大型金融机构的倒闭使得日本政府不得不放弃以往的“护送船队”模式，转而进行更大力度的改革。具体来说，主要包括以下措施：

1) 大幅注资金融机构

1998年10月，日本政府颁布了《金融再生法》和《金融功能早期恢复法》等新法律，建立了特殊公共行政（临时国有化）制度，同时决定启动注入资金高达60万亿日元的计划，用来解决金融机构的不良债权问题。其中，17万亿日元用于加强存款保险；18万亿日元投入到《金融再生法》在存款保险机构下设的金融再生账户中，用于资助整顿和回收银行，收买不良债权，购买破产银行股份并将其国有化，支持过渡银行的运作；25万亿日元被用来增加金融机构的自有资本。1999年3月，日本政府又向15家大型银行注入了7.45万亿日元的公共资金。

2) 进一步推进金融自由化

日本政府于1998年4月开始实施新的《外汇法》和《银行法》，并对一系列已有法律进行修改。包括：改革对证券融资市场的过度管制，提高直接融资比重和地位，破除传统分业限制，推进金融机构经营业务自由化和资产交易自由化，废除对外汇业务的诸多限制，维护和强化金融安全监管体制，强化日本央行的独立性和对金融市场的调控能力等。

这一系列改革使日本金融市场和资本市场进一步国际化、自由化和公开化，由此掀起了日本银行业大规模合并的浪潮。经过一系列合并后，日本原有的二十多家大银行已归并成为瑞穗、三菱东京、三井住友、日本联合、理索纳五大金融集团。总体来看，这一时期大型金融集团的形成有助于渡过金融危机的难关。虽然银行间的合并重组并未减少不良债权，但通过结合各银行的优势与特点，提高了银行业的整体素质，进而改善金融状况，恢复金融信用，增强抵御金融危机冲击的能力。

图表21 本世纪初日本银行业合并重组浪潮

合并时间	合并公司	合并后名称
2000年9月	第一劝业银行、富士银行和日本兴业银行	瑞穗控股公司
2001年4月	住友银行、樱花银行	三井住友银行
2001年4月	东京三菱银行、三菱信托银行	三菱东京金融集团
2002年3月	三和银行、东海银行、东洋信托银行	日本联合金融控股公司
2002年3月	大和银行、朝日银行	理索纳金融控股公司

资料来源：公司网站，平安证券研究所

3) 改革金融监管机构

日本政府于1998年6月正式设立金融监督厅，在总理府直接管辖下，负责对大多数金融机构的监管。1998年12月，日本政府成立金融再生委员会，旨在整顿金融秩序、重组金融组织、再造金融体系。该委员会作为临时机构，负责执行金融再生法、早期健全法以及金融机构破产和危机管理等方面的立案，并负责处置日本长期信用银行等几家大型金融机构的破产案件。同时，将在此之前成立的金融监督厅归并到金融再生委员会之下，但其仍继续行使其原有的检查和监督职能。2000年3月，日本将对中小金融机构的监管权由地方政府上收至中央政府，交由金融监督厅负责。2000年7月，在金融监督厅的基础上成立金融厅，并将原属于大藏省的金融政策制定权(包括金融制度的规划、提案，以及金融机构破产处置和危机管理等)、企业财务制度检查等职能转移至新成立的金融厅。2001年1月，在全面推行政府机构改革时撤销金融再生委员会，其处置濒临破产金融机构的职能也归到金融厅。至此，日本金融监管权再一次高度集中。金融厅升格为内阁府的外设局，独立全面负责金融监管业务。至2001年为止，一个以金融厅为核心、独立的中央银行和存款保险机构共同参与、地方财务局等受托监管的新的金融监管体制基本框架正式形成，金融厅成为日本金融监管的最高行政部门。

➤ 2002年：《金融再生计划》

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

尽管资产泡沫破裂后,日本政府出台了一系列政策试图解决不良债权问题,但其不良贷款规模仍在不断增长。1998年至2001年期间,虽然日本政府对存量不良债权的处置取得了一些进展,但土地价格的持续下跌、以及亚洲金融危机的爆发使得不良资产“前清后溢”,不良贷款规模继续增长。根据日本金融厅的数据,2002年日本国内不良贷款规模达到43.2万亿日元,不良贷款率增长至8.4%,不良贷款问题仍是阻碍日本经济复苏的主要因素之一。

小泉政府上台后,提出“没有改革,就没有日本经济的复苏”,并任命经济学家竹中平藏为主管宏观经济运行和改革的经济财政大臣,加速不良贷款的处理。2002年,日本政府政府制定了《金融再生计划》,尝试通过更大力度的改革措施解决银行的不良贷款问题,以振兴日本经济。根据日本金融厅的文件,《金融再生计划》主要包括以下措施。

图表22 日本《金融再生计划》主要内容

新的金融系统框架	构筑使国民安心的金融体系	树立以民为主的金融行政、确保结算功能的稳定、维护和整顿金融监管体制等
	高度重视对中小企业的借贷	扩充主要服务对象为中小企业的贷款机构、维护和整顿中小企业再生支持机制、针对中小企业借贷计划未覆盖点的业务改善命令需尽快发出、确保审查能反映中小企业实际情况、维护和整顿中小企业金融监管体制
	2004财年(2005年3月前)彻底解决不良债权问题	维护和整顿政府和日本央行组成的支援体制、根据“特别支援金融机关”进行经营改革、创设新的公共资金制度
新的企业再生框架	“特别支援”关注下的企业再生	推进借贷权责的表外化、灵活使用作为市价参考信息的企业自我审查、DIP融资保证制度
	更加灵活使用整理回收机构及企业再生	强化企业的再生功能、强化企业再生资金的连带功能、创设贷款债券交易市场、扩充证券化功能
	维护和整顿企业再生环境	维护和整顿企业再生的资金支持环境、妥善处理供给过剩问题、制定早期业务再生方针、应对股价变动风险等
	构建企业和产业再生的新机构	
新的金融行政框架	严格进行资产审查	修正资产审查标准、再次实行特别审查、公布企业自我审查和金融厅审查的区别、加强企业自我审查纠正不足的行政处分、经营者须署名证明财务报表的正确性
	充实自有资本	为加强自有资本的税制改革、确认递延税金资产的合理性、关于自有资本比率的外部审计等
	加强治理	优先股向普通股转换、发出健全化计划未完成点的业务改善命令、严格实施早期补救行动

资料来源:日本金融厅,平安证券研究所

实际上,《金融再生计划》的推出也并非一帆风顺。2002年10月日本金融厅长官竹中平藏在与各大银行首脑会晤时,就有部分人对他的激进改革构思表示强烈反对,且当时日本的执政党——自民党内部大部分人也反对其改革计划。不过,在两方面因素的支撑之下,《金融再生计划》最终仍然得以顺利推行:一方面,小泉政府及其本人深刻认识到改革的必要性及困难程度。小泉政府上台后,曾多次要求日本国民忍受改革带来的“阵痛”,并称“改革是需要时间的,说不定我的任期内伴随的痛苦更多些”。另一方面,日本社会经历了长时间的经济不景气之后,思变已经成为社会的主旋律,这也使得小泉政府的改革措施深得民心。竹中平藏曾回忆道,当其制定的改革计划正式公布后,日本国会内部发生了“大骚乱”,对他本人的攻击也愈演愈烈,但国民对其改革计划的支持率却达到了75%。

与以往的政策相比,《金融再生计划》主要做出了两点突破:

一是,政府在注资施救的同时,配套实施了强化监管与治理的措施。包括要求注资银行提供“经营健全化计划”情况报告、向未实现“经营健全化计划”规定目标的银行颁布限期整改命令、以及接管整改不力、业绩大幅下滑、危及市场稳定的注资银行等。

二是，监管与治理由重保护和酌情主义转向重原则与结果。一方面，按照“适者生存”、“强者生存”的市场规律，对各类金融机构进行了优胜劣汰的彻底洗牌；另一方面，在强化监管与治理的组合政策指引下，确立了实现坏账处理与提高银行竞争力并举的治理目标。

《金融再生计划》出台后，在日本经济复苏的大背景下，日本银行业的不良贷款问题逐步得到解决。2002年下半年开始，中国、美国、欧盟等经济体先后开始复苏。在外需回暖的推动下，日本经济景气程度也逐渐回升，实际GDP增长率由2002年一季度的-1.9%升至四季度的1.4%，并在此后不断复苏直至2008年初。在此背景下，日本银行业的不良贷款问题也明显改善：2002年至2005年，日本不良贷款规模由43.2万亿日元大幅降至17.9万亿日元，不良贷款率也由8.4%降至4.0%，并在2006年进一步下降至3%以下。至此，困扰日本经济十余年的不良贷款问题基本得到解决。

四、 结论与启示

上世纪八十到九十年代日本房地产泡沫的膨胀与破裂，及后续的“失去的三十年”，引起了业界及学界长时间的探讨。本文通过系统性梳理泡沫经济时期日本金融体系的相关状况，探究日本房地产泡沫膨胀与破裂的根源所在。研究发现：

1) 日本金融系统的隐含风险更高，为房地产泡沫的膨胀与破裂提供了基础。一方面，在房地产市场扮演重要角色的“住专”公司资产质量低下，抵御风险能力极低，最后只能以破产收场。另一方面，日本金融自由化改革加速推进，但其“护送船队”式的金融监管体系却未与时俱进地改革，部分银行等金融机构采取了较为激进的扩张策略，资产质量不断降低，经营风险持续增加。

2) 日本金融系统与实体经济深度绑定，使得房地产泡沫的破裂产生了更广泛且深远的影响。一是，实体企业过度参与金融投机活动，非金融企业部门成为土地的主要购买者，杠杆水平也不断提升。二是，“主银行”制度下，银行既是企业最大的债主，也是其最大的股东，土地、股份在银行资产负债表中占据重要地位，金融机构、资本市场与实体企业三者之间紧密联系，加剧了金融风险的扩散。

通过对日本房地产泡沫膨胀与破灭过程中金融市场与实体经济关系的回顾，结合我国当前的相关情况，可以得到如下启示：

（一）加强影子银行体系监管，降低金融危机传染风险

按照金融稳定理事会（FSB）的定义，影子银行是指游离于银行监管体系之外、可能引发系统性风险和监管套利等问题的信用中介体系（包括各类相关机构和业务活动）。从日本“住专”公司的经营行为来看，其无疑具有一系列影子银行的特征。在我国，资管新规发布前，以银行理财、信托等资管产品为代表的影子银行体系与日本的“住专”公司具有一些相似之处：从负债端来看，虽然二者资金来源不尽相同（我国银行理财、信托产品资金来源包括个人及机构投资者），但都具备“高成本”的特征。由于“住专”公司只能通过拆借等方式从金融机构融入资金，因此可从当时日本货币市场拆借利率与存款利率来观察“住专”公司的负债成本：在房地产泡沫破裂前的1989年，日本三个月拆借利率均值达到5.5%，而同期日本存款利率均值仅为3.1%左右；从资产端来看，二者资金均有较大比例流向了房地产市场，且母行、股东对资金投向存在一定影响。这些相似之处无疑使得我国金融系统的潜在风险明显增加。

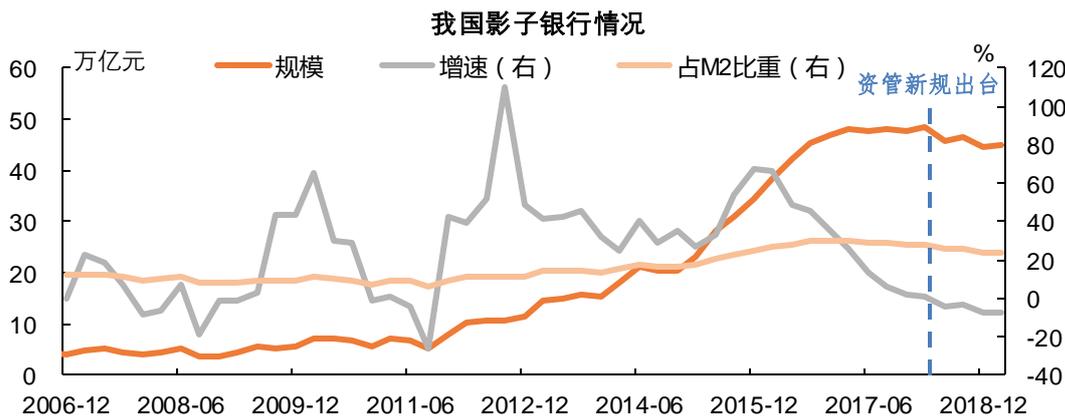
图表23 我国理财产品收益率明显高于银行负债成本



资料来源: Wind,平安证券研究所

但 2018 年 4 月资管新规发布后,我国影子银行体系扩张得到了有效的遏制。2019 年 BIS 的工作论文⁶测算显示,2018 年 3 月至 2019 年 3 月,我国影子银行规模由 48.6 万亿元降至 45.0 万亿元,在 M2 中的占比也由 27.9%降至 23.8%。近期,银保监会相关部门负责人表示,截至 2022 年 6 月末,我国高风险类信贷影子银行规模较历史峰值压降约 29 万亿元,影子银行在我国金融体系中的重要性不断降低。不过,我国影子银行规模仍然较大,与传统银行体系、房地产企业关联度较深,这使得其拆解工作难以“毕其功于一役”。在化解影子银行风险的过程中,一方面要避免经济下行时期过度放松金融监管政策,防止高风险影子银行“死灰复燃”,另一方面也要注意平稳推进整顿规范,避免影子银行体系过快收缩带来的系统性金融风险。

图表24 资管新规出台后,我国影子银行规模开始下降



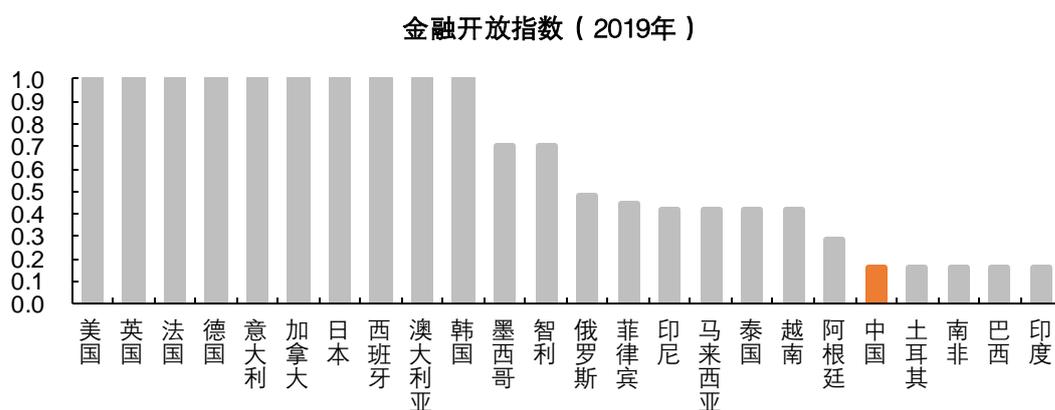
资料来源: BIS (2019),平安证券研究所

(二) 金融开放与金融自由化要循序渐进,金融监管体系要与时俱进

⁶ Sun G.China's Shadow Banking: Bank's Shadow and Traditional Shadow Banking[J]. BIS Working Papers, 2019.

1970 年代开始，日本金融自由化程度快速提高，但金融监管体系却相对落后。这不仅导致金融机构较为激进的经营行为未能得到有效监管，也使得房地产泡沫破裂后大量的不良债权难以得到及时处置。2019 年以来，我国持续推动改革完善 LPR 报价形成机制，建立存款利率市场化调整机制，建设了较为完整的市场化利率体系和利率传导机制。同时，我国金融市场对外开放不断推进，人民币国际化程度不断提升，人民币国际支付份额于 2021 年 12 月提高至 2.7%，超过日元成为全球第四位支付货币。不过对比来看，目前我国金融自由化程度仍低于智利、俄罗斯、马来西亚、墨西哥等与我国发展水平相近的国家⁷，尚不及日本 1970 年代水平，未来仍有较大改革空间。在此背景下，金融监管体系改革在兼顾金融体系效率的同时，更要注意金融体系的安全性。

图表 25 我国金融自由化程度相对较低



资料来源：Ito and Chinn (2021)., 平安证券研究所

（三）构建完备的不良贷款处理框架，及时、果断处理银行不良贷款问题

日本《金融再生计划》主要遵循严格资产评估、充实银行自有资本、强化银行治理机能三项原则，其核心是对不良债权严重的民间银行实行国有化改革。从日本处理金融不良债权的过程中，可以得到如下启示：

首先，了解真实的不良贷款状况。房地产泡沫破裂初期，日本金融监管机构并没有明确不良债权的认定标准。直到 1992 年 12 月，日本大藏省才首次明确日本银行业不良债权的定义，并不定期对金融机构的不良债权情况进行检查。这使得银行对不良债权的处理并不积极，利用多种方式加以隐藏，而且倾向于向原有发生不良的企业追加授信，进一步加大了不良债权的规模。中国的不良贷款率目前较低，截至 2022 年 6 月仅为 1.67%。不过，一旦经济调整压力加重、银行实际不良资产规模或会反弹，令不良资产统计数据可能出现“失真”：一方面，很多企业采取借新还旧、“搭桥”等手段掩盖信用变差的事实；另一方面，银行迫于考核压力，有时也通过“展期”等方式将不良贷款强压下来。从日本经验来看，要防止不良资产风险扩散，明确不良贷款的类别、查明不良贷款的真实余额尤为重要。

其次，构建完备的不良贷款处理框架，必要时通过财政资金充实银行自有资本。日本央行前行长白川方明接受采访时曾表示“为处理不良债权亟需建立必不可少的制度框架，特别是公共资金的投入”。日本前财政大臣竹中平藏也表达过类似的观点。他认为房地产泡沫破裂后，日本经济停滞的原因在于日本政府对动用国库资金向银行注资犹豫不决，而是仅仅以扩大需求面的错误政策来应对；当政府最终采取行动时，却走了弯路，而且也太晚。在我国，通过财政资金充实银行资本已有先例，如早年财政部、中央汇金等为四大行注资，以及近年来发行专项债补充中小银行资本金、接管包商银行等。不过，上述行为均有一定特殊性，因此我国仍需要提前制定针对各种情况、各类机构的普遍性不良资产处理框架。从日本的经验来看，需要注意以下几方面：

⁷ 此处发展水平指 2021 年人均 GDP 水平

一是，政府应加强相关立法并组织建立高层次的协调机构来处理不良债权。在处理不良资产的过程中，日本政府建立了直属内阁府的“金融再生委员会”，协调金融监督厅、日本央行及存款保险机构。同时，日本能够比较成功地处置商业银行大量不良资产，完备的法律、税收、会计框架也发挥了重要作用。因此，我国应该大力推进多方面的制度创新，对坏账准备金的提取和使用、不良资产的处置等都要通过法律条文形式确定下来并不断完善，强化处置不良资产的法律保障。

二是，充分发挥资产管理公司的职能。日本的整理回收机构（RCC）等不良债权回收机构取得了相当大的成功。1999年我国成立了信达、华融、长城、东方四家资产管理公司，专门处理从四大商业银行剥离出来的巨额不良贷款。同时，近年来地方资产管理公司也在不断发展，目前我国地方资产管理公司已达到 59 家。在化解不良债权的过程中，各类资产管理公司可通过发起设立重组基金或纾困基金、建立协作机制和沟通桥梁，帮助企业缓释资金压力、化解存量资源错配、实现项目盘活和企业盘整等方式，发挥积极作用。

三是，合理推进银行重组工作。在房地产泡沫破裂初期，日本政府力图实行以往的“护送船队”方式化解中小金融机构的经营问题。但是，由大型金融机构并购中小型金融机构的做法并未能彻底解决不良债权问题，反而加重了大型金融机构的经营风险。1998 年日本金融改革后的银行重组则比较彻底，注重了各大银行的未来发展前景以及各自的优势与特点，使得国内外市场信心得到恢复，银行业的健康形象得以重建。

最后，提高银行自身实力，增强其抗风险能力和处理不良债权的能力。尽管政府力量介入能够救助陷入困境的金融机构，但政府长时间介入反而可能促成适得其反的道德风险问题，更根本的措施还是在于提升银行的经营水平与盈利能力。在处理银行不良资产过程中，日本政府早期并未从治理不良资产根源上入手，一味纾困（“输血”）导致被救济金融机构的严重道德风险，延误阻碍了金融机构势在必行的内部改革（“造血”）。直到小泉政府将公共财政支持与银行内部改革成效及业绩相联系，把无条件援助变成了有条件的支持，日本金融机构不良贷款问题才得到了明显改善。

风险提示：房地产市场政策差异、财政、货币政策体系差异、房地产市场下行超预期、居民去杠杆力度超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033