

# 海外银行镜鉴系列

## 泡沫破灭后，日本银行如何生存？

超配

### 核心观点

**泡沫破灭后日本银行资本市场表现。**1990年代初至2003年一季度，东证银行业指数累计下跌了91%，跑输大盘指数约20个百分点。东证银行业指数除了2003年二季度至2006年一季度迎来一波大反弹，以及2023年以来跟随大盘有所上涨，其他时期均表现低迷，且长期持续跑输大盘。估值上，2011年之后日本东证银行指数PB估值长期在0.5x附近震荡，近期有回升到0.8x以上。另外，日本大型银行在盈利和估值上都优于中小银行，在长期低增长低利率大环境下，日本并没有出现小而美的银行。

**2000年至2003年日本银行业连续四年亏损。**(1)泡沫经济破灭后，日本银行业深陷不良泥沼，处置不良成本巨大，这是造成亏损的核心因素。除了房地产泡沫破灭、经济陷入困境外，不良大幅攀升也与日本政府早期对不良问题重视程度不够息息相关。大规模处置不良的同时，日本银行业不良率仍达到8.4%的峰值。2005年不良率降到3.5%左右，2014年之后降到2.0%以下。

(2)净息差收窄至1.0%以下，并且无法通过规模扩张来对冲净息差的收窄，盈利能力大幅下降。直到2004年全球经济开始复苏，以及不良债权问题得到解决，日本银行业才迎来喘息之际，扭亏为盈。

**经过阵痛转型，日本银行业ROE自2011年以来长期维持在约5.0%。**不良处置付出了巨大成本，但轻装上阵后的日本银行业才有了生存下去和优化经营策略的机会。日本都市银行强强联合，地方银行间也不断合并求生，而非传统的好吞坏或者强吞弱的形式，日本11家都市银行经过一番分化组合后形成5家，日本前五大银行总资产份额从1996年的38.8%提升到了2017年的64.4%，抗风险能力和综合化经营能力提升。一方面，伴随企业竞相出海，日本银行也逐步加大了海外业务布局。2023年3月末，三菱日联金融集团、三井住友金融集团和瑞穗金融集团海外贷款占比分别达到35.1%、40.2%和38.50%，2022财年海外业务分别贡献总收入的58.5%、34.0%和53.1%。另一方面，日本银行业积极探索综合化经营，发力中间业务和交易业务，三大行非利息收入占净收入比重从2000年初的约20%提升至近年来的约60%。并且日本银行对贷款投放和资产配置都采取更谨慎的态度，信用成本和不良率长期在低位运行。

**投资建议：**日本银行业长期以来5.0%的ROE对应了约0.5x的PB估值。当前我国经济和利率环境都明显好于日本，银行的盈利能力相对较好。但当前估值处在低位，我们认为伴随后续业绩增长预期平稳，估值下行风险很小。若宏观经济持续恢复向好，有望推动银行板块的估值修复，我们维持行业“超配”评级。

**风险提示：**宏观经济大幅下行，可能从净息差、资产质量等方面影响银行业。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
002142.SZ	宁波银行	买入	21.48	1,418	3.75	4.10	5.7	5.2
600036.SH	招商银行	买入	31.48	7,939	5.61	5.98	5.6	5.3
601528.SH	瑞丰银行	买入	5.08	100	1.22	1.48	4.2	3.4
601128.SH	常熟银行	买入	6.95	190	1.21	1.42	5.8	4.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究·行业专题

#### 银行

#### 超配·维持评级

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

证券分析师：王剑

021-60875165

cnwangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《银行理财2024年3月月报-保险资管借道收窄，理财配债意愿增强》——2024-03-06

《银行业2024年3月投资策略-业绩增长预期平稳，估值仍有修复空间》——2024-03-01

《2023年监管数据点评-业绩平稳，关注板块“期权价值”》——2024-02-23

《银行理财2024年2月月报-收益“开门红”，规模小回落》——2024-02-05

《银行业2024年2月投资策略-行业利润增长平稳，估值仍处历史低位》——2024-02-03

## 内容目录

日本泡沫经济破灭后，长期低利率低增长 .....	5
泡沫破灭后日本银行业资本市场表现 .....	6
日本银行业陷入亏损，不良处置损失巨大 .....	8
深陷不良泥沼，处置不良损失巨大 .....	9
净息差大幅收窄，贷款规模连续七年负增 .....	11
日本银行如何在负利率环境中实现盈利 .....	13
掀起兼并重组浪潮，提升抗风险和经营能力 .....	13
加大海外资产配置，强化国际化战略 .....	14
转向中间业务和交易业务，风险偏好下降 .....	15
总结和投资建议 .....	19
风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1: 1990 年代日本房地产泡沫破灭 .....	5
图 2: 1990 年代日本央行大幅降息 .....	5
图 3: 居民和非金融企业去杠杆 .....	5
图 4: 1990 年代后日本陷入低增长低通胀 .....	5
图 5: 泡沫破灭后日本东证银行指数表现低迷 .....	6
图 6: 东证银行指数 PB 估值 .....	7
图 7: 东证银行指数 ROE .....	7
图 8: 按总资产划分的四组银行 ROE 和 PB 估值 .....	7
图 9: 总资产排名前 20 的银行 ROE 和 PB 估值 .....	8
图 10: 日本银行业净利润 .....	8
图 11: 日本银行业盈利能力降至低位 .....	9
图 12: 日本银行业不良暴露, 直到 2005 年不良率才降至 3.0% 以下 .....	9
图 13: 日本银行业不良债权的行业构成 .....	10
图 14: 日本银行业处理不良贷款的损失巨大 .....	11
图 15: 日本银行业新增贷款平均利率 .....	11
图 16: 日本银行业计提贷款损失准备前净利润下降 .....	11
图 17: 日本银行业净息差大幅收窄至低位 .....	12
图 18: 2004 年之前日本银行业规模基本没有增长 .....	12
图 19: 日本银行业规模增速 .....	12
图 20: 日本破产银行机构数量 .....	13
图 21: 日本前五大银行总资产份额持续提升 .....	14
图 22: 日本三大银行集团海外业务贡献 .....	15
图 23: 三菱日联金融集团海外收入区域结构 .....	15
图 24: 三井住友金融集团海外收入区域结构 .....	15
图 25: 日本银行业各类资产规模 .....	16
图 26: 日本银行业资产结构 .....	16
图 27: 日本三大银行非息收入贡献 .....	16
图 28: 按揭贷款占贷款总额比重大幅提升 .....	17
图 29: 日本银行业个人贷款占比大幅提升 .....	17
图 30: 日本银行业对公贷款重要行业份额 .....	17
图 31: 日本经济增长低迷, 地产对房地产依赖度并没有降低 .....	17
图 32: 日本银行业信用成本和不良率 .....	18
图 33: 日本银行投资证券结构 .....	18

表1：日本各类银行机构数量 ..... 14

2008 年金融危机爆发后，全球低利率时代到来，加上疫情冲击下主要经济体再次采取极度宽松的货币政策。美国、韩国等经济体都长期处在低利率环境，欧洲和日本则陷入负利率市场。虽然为控制疫情后的高通胀问题，欧美日等经济体不断大幅提升利率，但全球低利率环境主旋律不受此次扰动而改变。

低利率环境给商业银行的盈利模式、市场格局等都会带来巨大变化，我们推出海外银行如何应对低利率的系列报告。1990 年代日本泡沫经济破灭，之后就长期陷入低利率低增长的宏观环境，2016 年开始施行负利率，是最早进入低利率和负利率的发达国家。本篇报告主要分聚焦日本，探讨房地产泡沫破灭后，日本银行业在低利率低增长环境下如何生存以及资本市场表现。

## 日本泡沫经济破灭后，长期低利率低增长

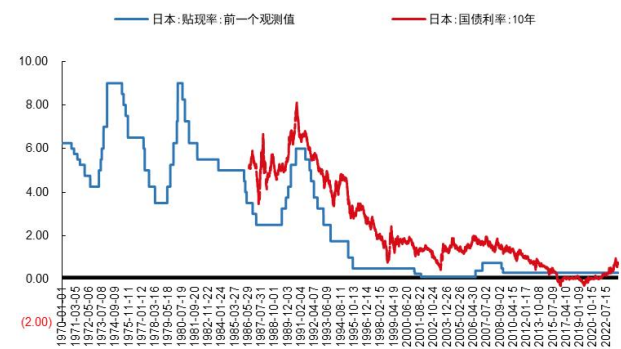
1990 年代日本房地产泡沫被刺破，此后居民和企业持续去杠杆。为了刺激经济，日本采取极度宽松的货币政策，政策利率逐降至零利率状态，2016 年 2 月日本央行正式推出负利率政策。同时，日本大幅扩张财政力度，但长期以来日本经济都没有什么起色，日本经济长期陷入了低利率、低增长、低通胀的状态。

图1：1990 年代日本房地产泡沫破灭



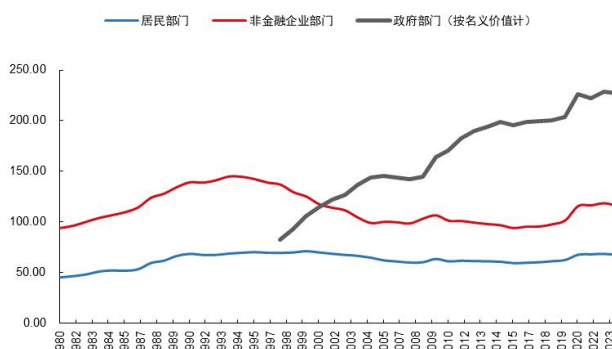
资料来源：FRED，国信证券经济研究所整理

图2：1990 年代日本央行大幅降息



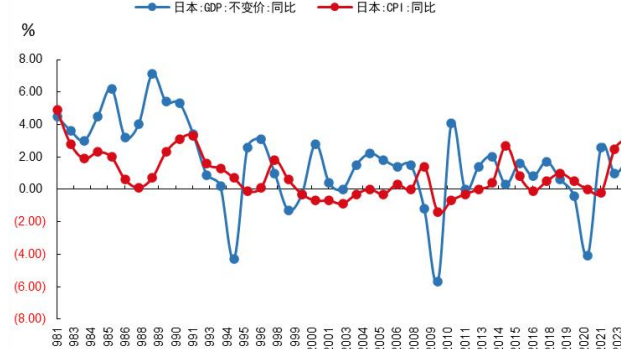
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图3：居民和非金融企业去杠杆



资料来源：BIS，国信证券经济研究所整理

图4：1990 年代后日本陷入低增长低通胀



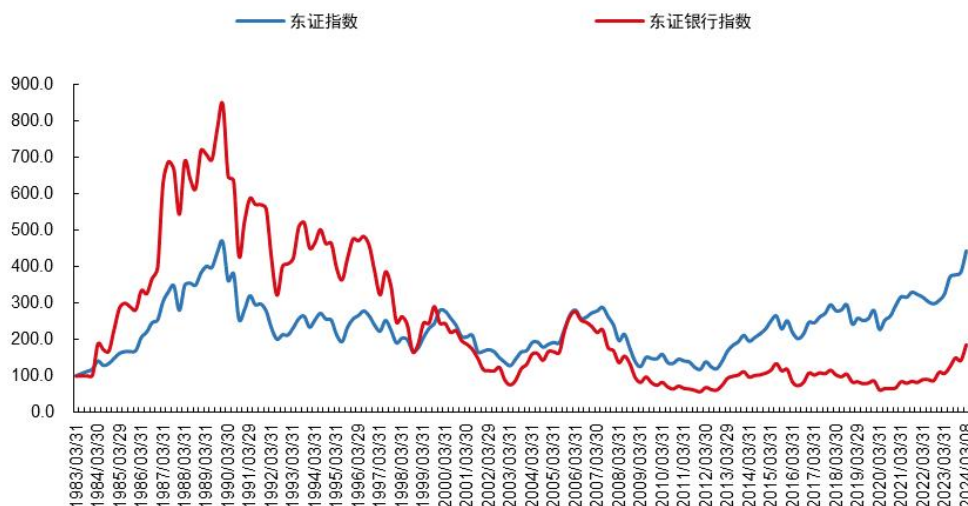
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

## 泡沫破灭后日本银行业资本市场表现

在研究日本银行业经营情况之前，我们先分析日本银行股在房地产泡沫破灭后的资本市场表现。通过 30 多年日本银行股的资本市场波动，来相对应地去研究不同阶段日本银行业的经营情况将更具针对性。

日本股市表现低迷，银行指数跑输大盘，仅 2003 年至 2006 年初有一个大反弹。从股价表现来看，东证银行指数自 1990 年初期一路下跌至 2003 年一季度，东证指数和东证银行指数累计分别下跌 73%和 91%。2003 年二季度至 2006 年一季度东证指数和东证银行指数迎来了一波大反弹，累计分别上涨了 119%和 264%，不过之后均大幅回落，抹掉了所有涨幅。2014 年以来东证指数迎来了一波行情，但东证银行指数却表现持续低迷，2023 年才跟随东证指数有所表现。整体来看，东证银行指数长期跑输大盘。

图5：泡沫破灭后日本东证银行指数表现低迷



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理。注：（1）1983 年一季度末指数价格标准化为 100。（2）数据截止 2024/3/8，下同。（3）为季度末和最新交易日数值，下同。

日本银行业 5.0%的 ROE 对应约 0.5xPB 估值。盈利方面，2011 年以来日本东证银行指数 ROE 长期稳定在约 5.0%的水平，在疫情期间有所下降。相对应的，2011 年之后日本东证银行指数 PB 估值长期在 0.5x 附近震荡，2020 年疫情冲击下 PB 估值降到了 0.3x 附近。但 2023 年以来持续上行，近期 PB 估值已超过 0.8x。

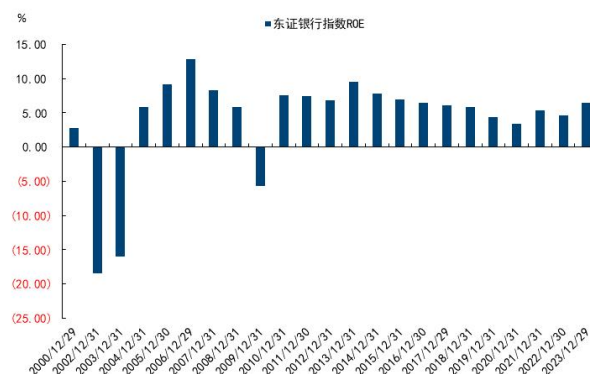


图6: 东证银行指数 PB 估值



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。注: 为季度末和最新交易日数值。

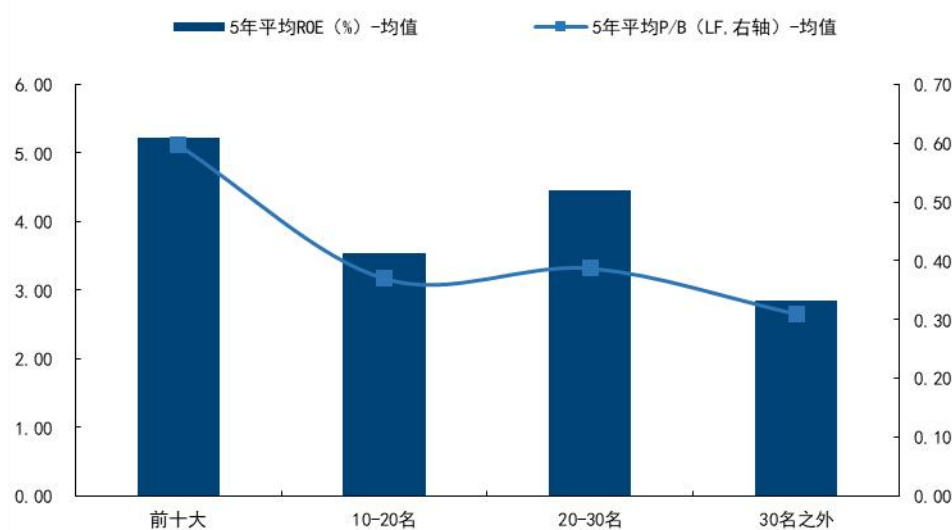
图7: 东证银行指数 ROE



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

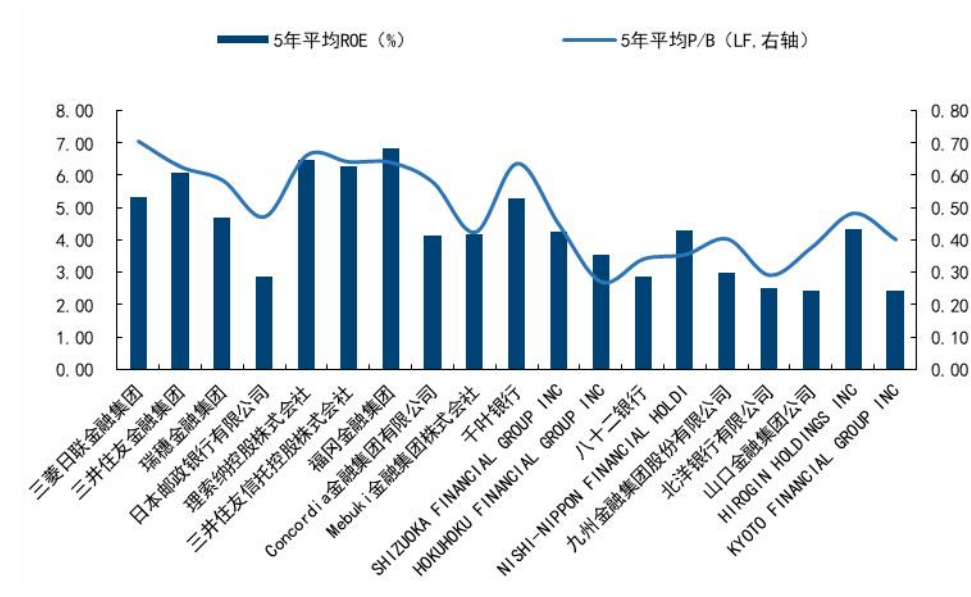
日本大型银行在盈利和估值上都更具优势。我们选取东证银行指数中过去 5 年数据完整的 76 家银行为样本，可以看到日本大型银行盈利能力明显好于中小银行，相对应的大型银行 PB 估值也高于中小银行。在长期低增长低利率大环境下，日本并没有出现小而美的银行，主要是日本低利率低增长环境下，银行主要靠海外市场 and 综合化经营保持盈利，中小银行并不具备优势。

图8: 按总资产划分的四组银行 ROE 和 PB 估值



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图9：总资产排名前 20 的银行 ROE 和 PB 估值

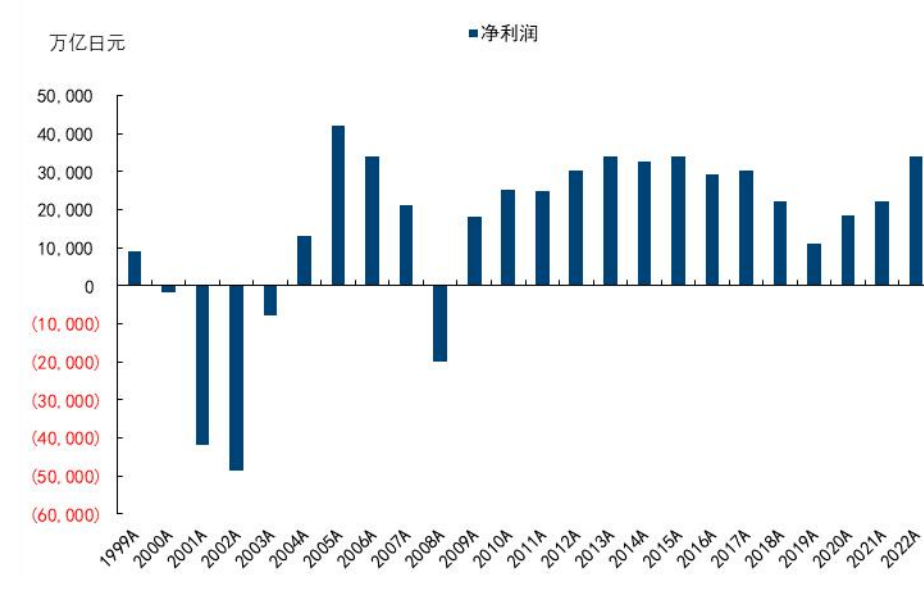


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

## 日本银行业陷入亏损，不良处置损失巨大

泡沫破灭后日本银行生存艰难，陷入亏损。根据日本银行业协会统计，2000年至2003年日本银行业连续四年亏损，直到2004年全球经济开始复苏，日本银行业才迎来喘息之际，扭亏为盈。但2008年的次贷危机再次使得日本银行业陷入亏损。次贷危机之后日本银行业ROA基本维持约0.3%，ROE基本维持在约5.0%，盈利能力不强但比较稳定。

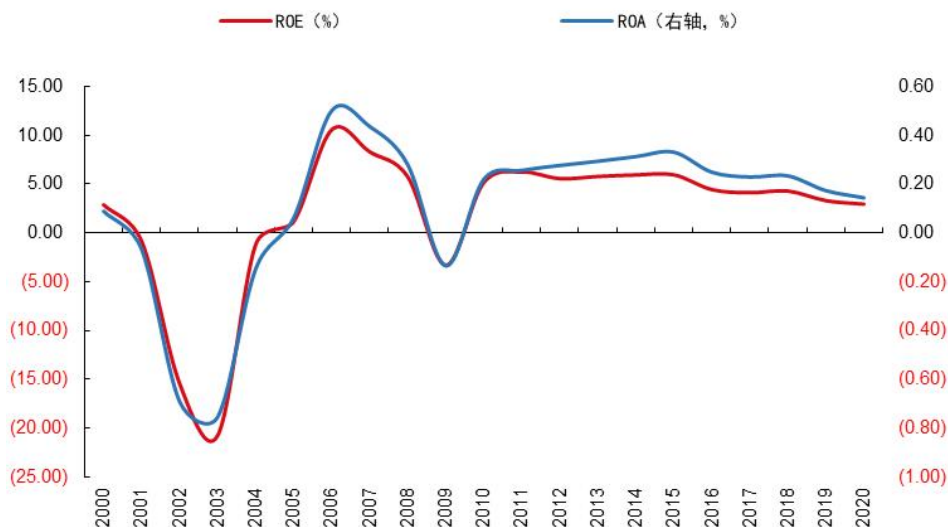
图10：日本银行业净利润



资料来源：日本全国银行协会，国信证券经济研究所整理。注：本报告主要采用的日本财年，是指日本会计系统中采用的一种财政年度，从4月1日开始计算，到第二年3月31日结束，下同。



图11: 日本银行业盈利能力降至低位

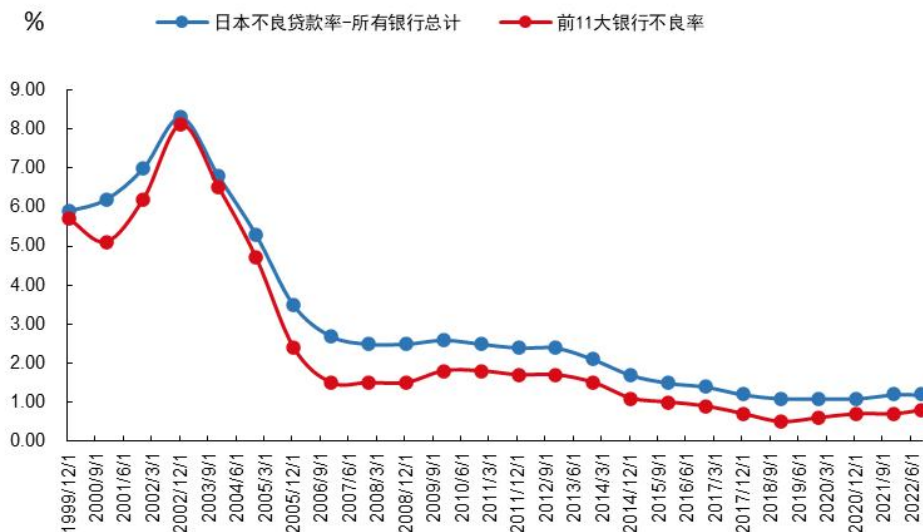


资料来源: FRED, 国信证券经济研究所整理

### 深陷不良泥沼, 处置不良损失巨大

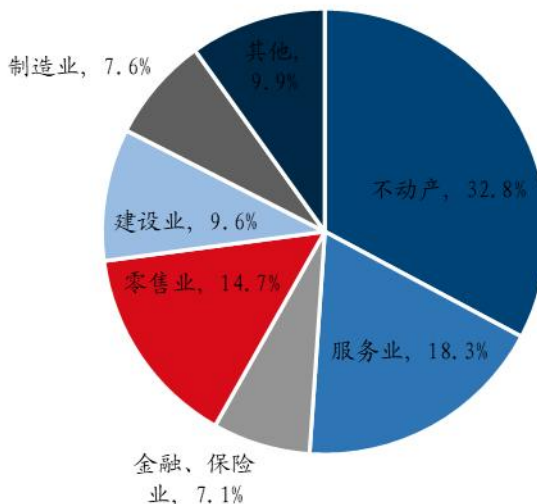
日本银行业一度陷入亏损, 核心是银行处置不良带来巨大损失, 大规模核销后不良率在 2002 年仍达到 8.4% 的峰值。日本泡沫经济破灭后, 居民和企业资产大幅缩水, 很多企业资金链断裂破产, 不良资产大幅增加。尤其是, 日本“主银行制”(指银行和企业之间通过相互持股形成的长期的、稳定的、综合的交易关系) 特殊制度下, 银行风险管理意识较弱, 信用风险不断提升。另外, 银行也开始惜贷, 这又进一步加剧不良上升, 2002 年日本银行业的不良率上升至 8.4% 的峰值, 直到 2014 年日本银行业不良率才降至 2.0% 以下。

图12: 日本银行业不良暴露, 直到 2005 年不良率才降至 3.0% 以下



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图13: 日本银行业不良债权的行业构成



资料来源:《日本银行业不良债权的形成、影响及处理分析》, 李小舟, 2019, 国信证券经济研究所整理

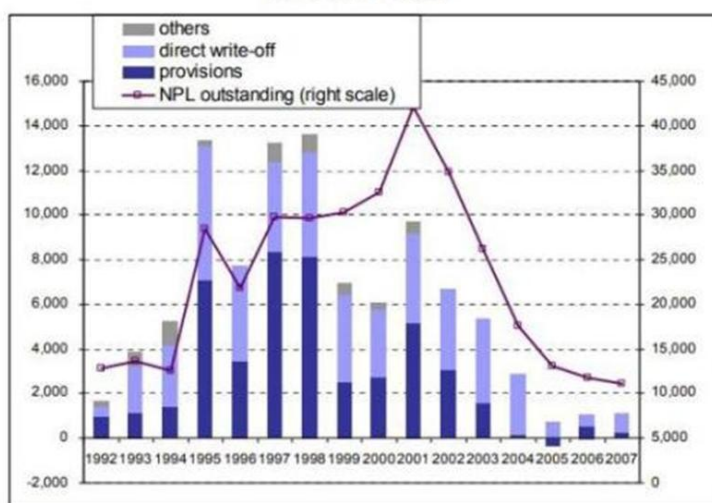
日本银行业不良大幅攀升, 除了房地产泡沫破灭、经济陷入困境外, 也与日本政府早期对不良问题重视程度不够息息相关。由于不良暴露的滞后性, 泡沫破裂的初期日本银行业不良问题并不是太严重, 因此日本政府也是继续奉行“护送船队”制度, 意图通过宏观经济恢复运转和市场消化来解决不良资产问题, 但收效甚微, 导致日本银行业不良问题愈演愈烈。

直至亚洲金融危机给日本经济再一次重击, 1997-1998年北海拓殖银行、日本长期信用银行和日本债券信用银行三家大型银行相继破产, 日本政府才意识到银行不良问题的严重性, 开始积极调整政策措施, 提出“金融再生计划”等策略, 采用政府支持与市场化运作相结合的方式化解不良。该阶段政府对存量不良的处置是卓有成效的, 但成本也是巨大的, 1992-2002年日本为处理不良贷款造成的损失约90万亿日元。但是由于经济持续低迷, 新增不良源源不断, 因此不良余额仍继续攀升, 2002年不良率攀升至8.0%的峰值。面对严重的不良债权问题, 日本当局提出要在三年内将不良贷款率减半的目标, 正式推出“国有化计划”等一系列措施, 不良处置方式更加铁腕。经过这次整治, 日本银行业资产质量得到显著改善, 2005年不良率降到3.5%左右。

2008年全球金融危机爆发, 由于日本银行业经历过房地产泡沫后采取了更谨慎的态度, 因此在美国抵押贷款市场上基本没有敞口, 因此该阶段日本银行业不良率保持了平稳。且之后不良率持续小幅下行, 2014年之后降到了2.0%以下。

图14: 日本银行业处理不良贷款的损失巨大

Figure 2: Outstanding Nonperforming Loans (NPLs) and Losses on Disposal of NPLs (in billions of yen)



Note: Data are for the end of fiscal year. NPLs are "risk management loans" of all banks, whose definition is slightly different from NPLs based on the Financial Reconstruction Law. The numbers referred to in the text are based on the Financial Reconstruction Law, which became available from March 1999.

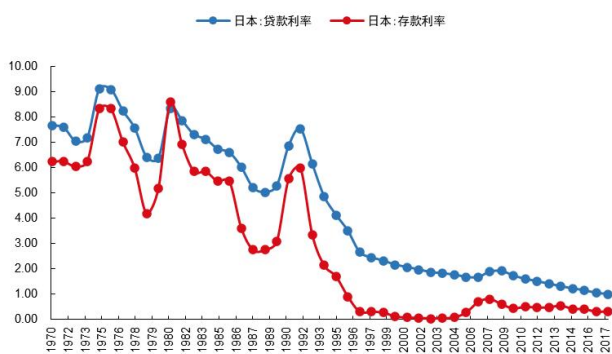
Source: Financial Services Agency, Government of Japan, website.

资料来源：日本金融厅，国信证券经济研究所整理。注明：统计口径除了商业银行外，还包括了信用金库和信用组合等金融机构。

### 净息差大幅收窄，贷款规模连续七年负增

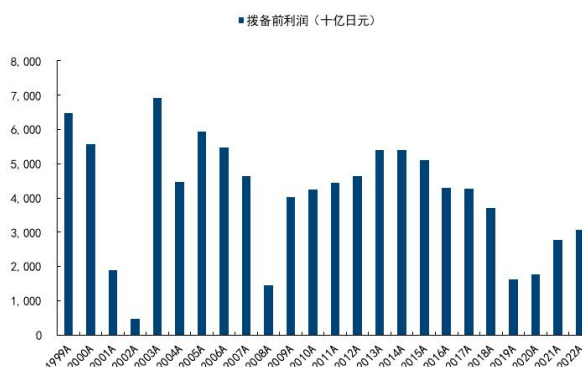
净息差收窄至 1.0% 以下，盈利能力大幅减弱。房地产泡沫经济刺破后，日本长期陷入低利率低增长的环境，银行业贷款利率大幅下降。但由于存款降至零利率后（甚至无法完全降到零利率水平），没办法继续下降，因此日本存贷利差大幅收窄，从 1993 年的 2.72% 一路降至 2017 年的 0.67%，相应的日本银行业净息差也从 2000 年的 1.49% 降至 2020 年的 0.82%。加上经济低迷，实体部门信贷需求疲软，日本银行业无法通过规模扩张来对冲净利息的收窄。泡沫破灭前，日本银行业净利息收入占净收入比重约为 80%，净息差的大幅收窄给银行业带来了巨大冲击。

图15: 日本银行业新增贷款平均利率



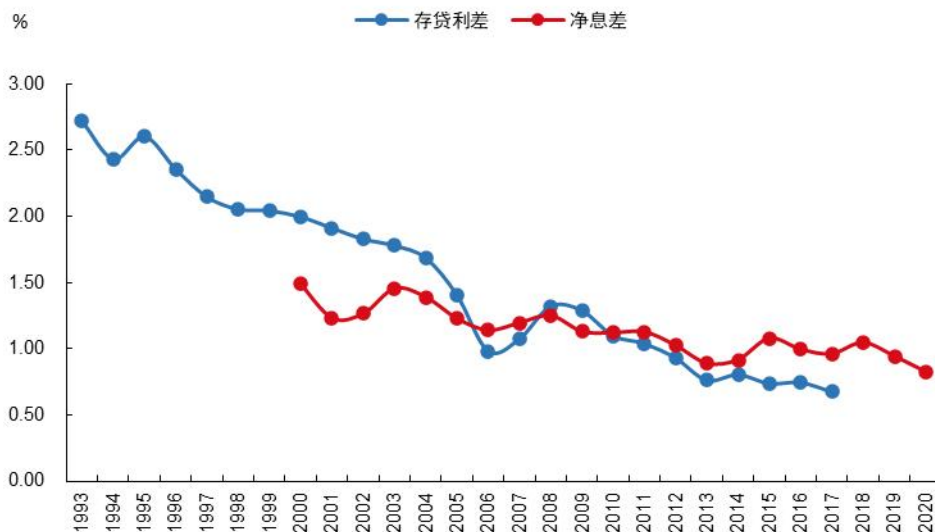
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图16: 日本银行业计提贷款损失准备前净利润下降



资料来源：日本银行业协会，国信证券经济研究所整理

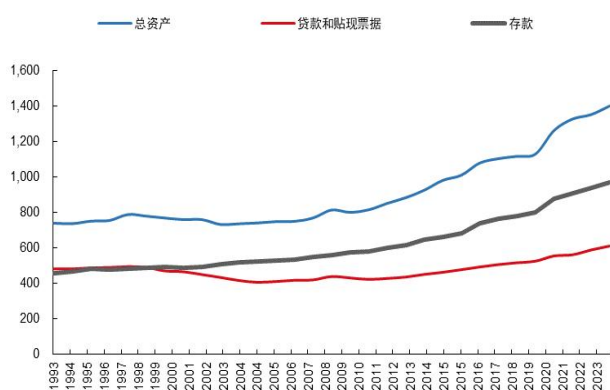
图17: 日本银行业净息差大幅收窄至低位



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

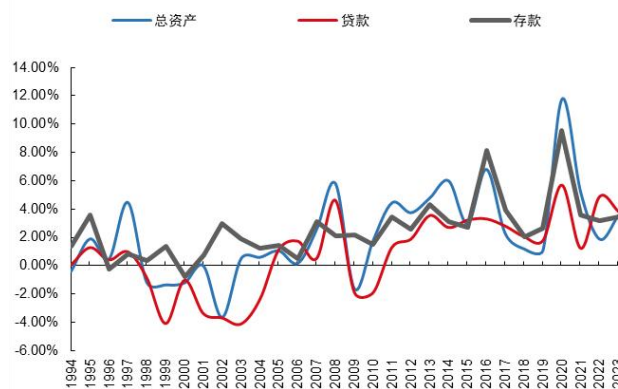
1998-2004 年贷款规模压缩, 2005 年以来也仅维持小幅扩张。房地产泡沫破灭后, 企业和居民持续去杠杆, 实体部门信贷需求疲软。同时, 伴随不良的大幅暴露, 银行也开始惜贷。1997 年的亚洲金融危机使得情况进一步恶化, 日本银行业贷款和贴现票据总额自 1998 年开始连续 7 年负增长, 合计压降了 18.1%, 压降规模接近 90 万亿日元。该阶段总资产规模也下降了 6.1%, 合计压缩了 48 万亿日元。2005 年日本银行业贷款规模才恢复正增长, 2009 年和 2010 年因金融危机再次跌入负增长。2005-2019 年日本银行业总资产、贷款总额和存款总额年均符合增速分别为 2.9%、1.8%和 2.9%。

图18: 2004 年之前日本银行业规模基本没有增长



资料来源: 日本银行业协会, 国信证券经济研究所整理

图19: 日本银行业规模增速



资料来源: 日本银行业协会, 国信证券经济研究所整理

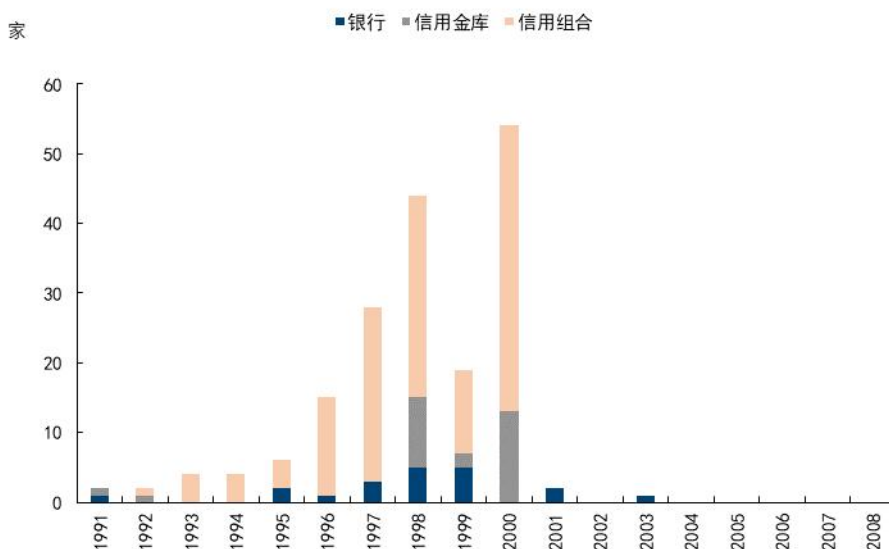
## 日本银行如何在负利率环境中实现盈利

面对国内长期低利率低增长的不利宏观环境，日本银行将目光瞄向了海外市场，海外业务收入贡献大幅上升。同时，积极探索综合化经营，非利息收入占比不断提升。在这个过程中，日本银行业经历了大规模的兼并重组，大型银行集团诞生，以提升抗风险能力和经营能力。在增加收入来源的同时，日本银行业也积极管控成本，不仅压缩国内分支机构降低运营成本，更重要的是降低风险偏好来控制信用成本。多措并举，在负利率环境中日本银行业 ROE 维持在了 5% 的水平。

### 掀起兼并重组浪潮，提升抗风险和经营能力

1998 年之前，日本银行业重组的核心目的是为了化解不良，避免破产，由政府主导，主要是都市银行（类似于我国全国性银行）兼并区域性小银行。1990 年代日本泡沫经济破灭之后，日本银行业陷入了困境，坏账问题使得不少银行都面临破产的危机，资产重组成为不良资产处置的重要手段。加上日本政府初期对问题银行采取的也是“尽量保全”的态度，促使相对健康的大银行兼并出现问题的银行，开启了并购重组的浪潮。

图20: 日本破产银行机构数量



资料来源：FRED，国信证券经济研究所整理

1998 年之后，日本银行业的重组核心是提升经营能力和国际竞争力，按市场化原则重组，主要是都市银行间的重组，前五大银行总资产市场份额提升至 60% 以上。全球金融自由化越演越烈，1999 年美国通过了《金融服务现代法案》，美国大型银行国际竞争力大幅增强。相比较，日本银行业深陷房地产泡沫破灭的泥潭，国际地位大幅下降。为了走出困境，同时也为了应对国际全能型银行的竞争，掀起了日本银行业大规模合并浪潮。日本 11 家都市银行经过一番分化组合后形成现在的 5 大银行，分别为三菱日联（MUFG）银行、瑞穗银行、三井住友银行、大和银行（Resona Bank）和埼玉里索纳银行（Saitama Resona Bank）。

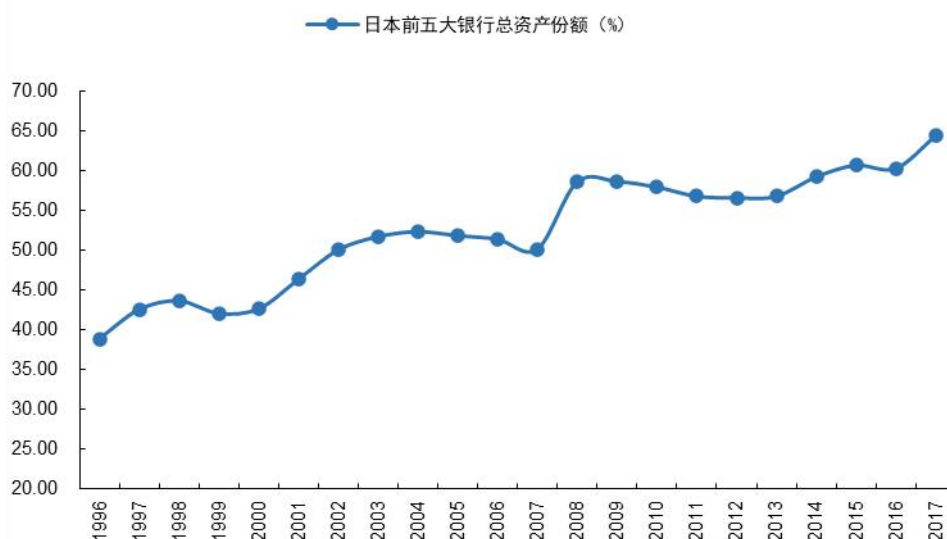
据日本银行业协会统计统计，日本前五大银行总资产份额从 1996 年的 38.8% 提升到了 2017 年的 64.4%。同时，为了提升竞争力，地方银行业加大了合并的进程，区域性银行 11 从 1990 年的 68 家减少了现在的 39 家。



**表1: 日本各类银行机构数量**

	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2016	2017	2018	2019
<b>City banks</b>	13	11	9	7	6	5	5	5	5	5
<b>Regional banks</b>	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64
<b>Regional banks II</b>	68	65	60	48	42	41	41	41	40	39
<b>Trust banks</b>	16	23	33	26	19	16	16	16	15	14
<b>Long-term credit banks</b>	3	3	3	1	0	0	0	0	0	0
<b>Other banks</b>	-	-	-	9	16	15	15	15	13	15
<b>Bank holding companies</b>	-	-	-	12	15	17	18	20	22	25

资料来源: 日本银行业协会, 国信证券经济研究所整理

**图21: 日本前五大银行总资产份额持续提升**


资料来源: FRED, 国信证券经济研究所整理

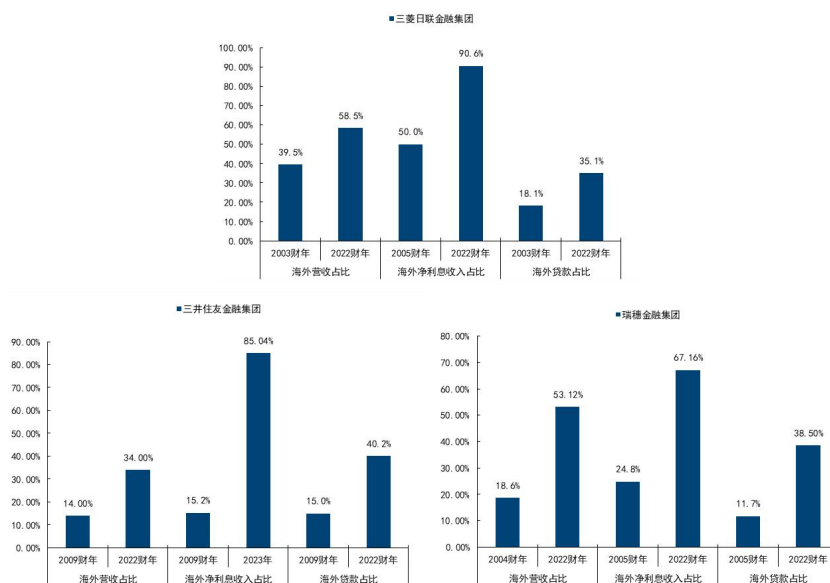
## 加大海外资产配置, 强化国际化战略

由于日本国内利差收窄至极低水平, 并且实体部门进入去杠杆阶段, 金融机构资产配置陷入困境, 因此日本的银行将目光投向了海外市场。房地产泡沫破灭后, 日本经济持续低迷, 面对内需疲软以及出口下降的压力, 日本企业竞相出海。从对外直接投资视角来看, “对外直接投资/GDP” 比值自 1990 年代的 5% 左右不断提升至当前 40% 以上的水平。伴随企业出海, 日本银行业也逐步加大了海外业务布局。2023 年 3 月末, 三菱日联金融集团、三井住友金融集团和瑞穗金融集团海外贷款占比分别达到 35.1%、40.2% 和 38.50% (三菱日联海外贷款只统计了商业海外贷款), 由于日本国内利差极窄, 因此 2022 财年三家银行海外净利息收入占比分别达到了 90.6%、85.0% 和 67.2%。2022 财年三家银行海外营收占比分别为 58.5%、34.0% 和 53.1%。

从三菱日联和三井住友海外收入结构来看, 日本银行业主要是加大了美国以及亚洲区域布局, 主要是这些区域经济仍维持了较好增长, 利差保持在较好水平。

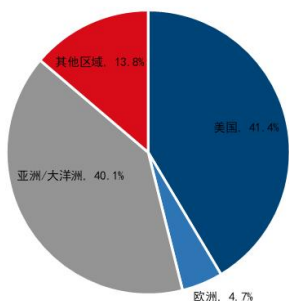


图22: 日本三大银行集团海外业务贡献



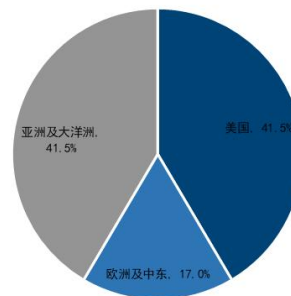
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 三井日联海外贷款只统计了商业海外贷款。

图23: 三井日联金融集团海外收入区域结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图24: 三井住友金融集团海外收入区域结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 转向中间业务和交易业务, 风险偏好下降

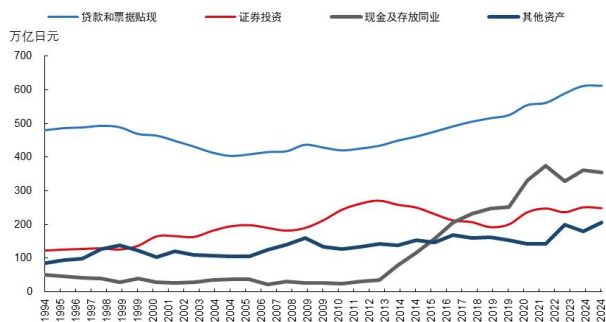
### ■ 加大证券投资 and 同业资产配置

日本银行业直到 1997 年才积极调整资产配置, 由生息资产业务转向交易业务和同业业务。在房地产泡沫破裂初期, 日本政府和金融机构并没有意识到问题的严重性, 认为逆周期宏观政策刺激下经济能够复苏。直到 1997 年亚洲金融危机爆发带来进一步的冲击, 以及政策长期刺激并没有带来日本经济复苏, 居民和企业信心崩塌, 信贷需求大幅下降, 日本银行业资产配置才积极做出应对, 加大了国债的配置, 证券投资占总资产的比重自 1998 年的 16.0% 提升至 2011 年的 30.8%。但之后在日本实行负利率后又出现明显的下降, 截至 2023 年该比例为 17.9%, 基本回到 20 世纪 90 年代末的水平。现金和存放同业资产占比自 2013 年开始持续大幅提

升，从前期的约 5.0%提升至 2023 年的 25.7%。主要反映了负利率环境下资产荒问题严重，且银行也更加偏好低风险资产，这也进一步抑制了经济的复苏。

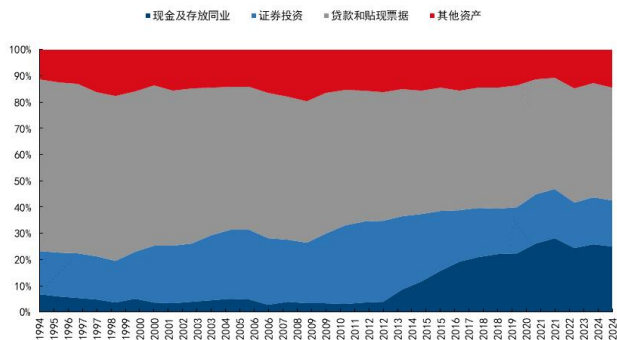
收入结构上，日本银行业非息收入占比持续提升。以日本三大银行为例，非利息收入占净收入比重从 2000 年初的约 20%提升至近年来的约 60%。

图25: 日本银行业各类资产规模



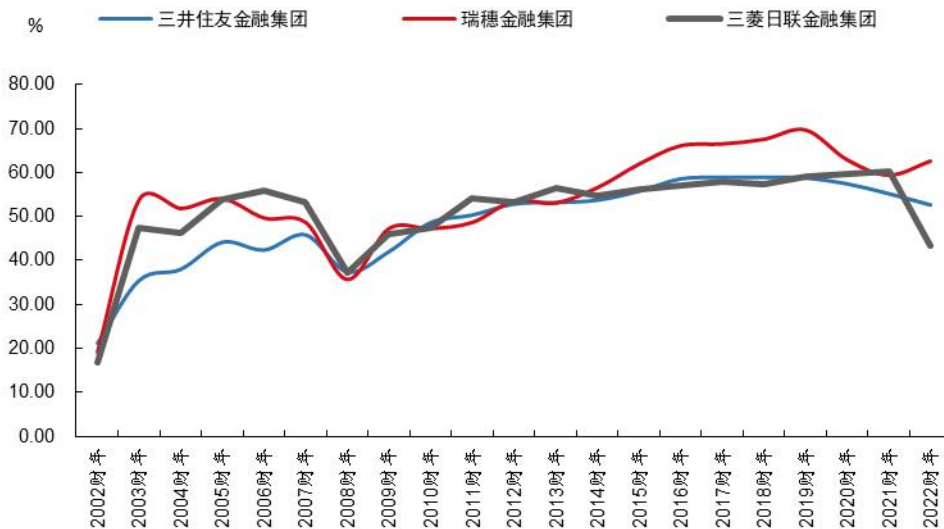
资料来源: 日本央行, 国信证券经济研究所整理

图26: 日本银行业资产结构



资料来源: 日本央行, 国信证券经济研究所整理

图27: 日本三大银行非息收入贡献



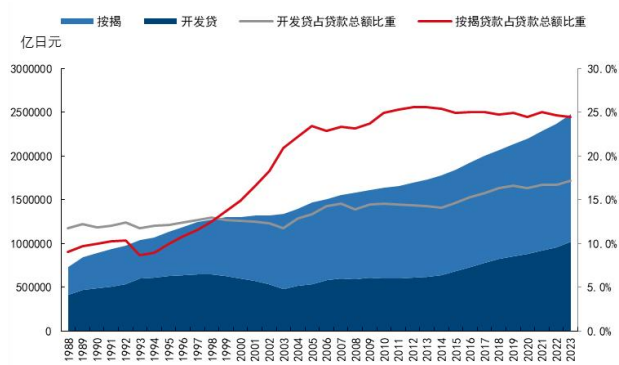
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

### ■ 加大个人贷款投放；开发贷规模压缩但比重提升

贷款结构：个人贷款低速增长，占比持续提升；对公贷款中，政府比例大幅提升，房地产规模压缩的但比重被动提升，批发零售业贷款占比持续下降。根据日本央行公布的“按行业划分的贷款和票据贴现”数据，1994-2005 年在对公贷款压缩的情况下，个人贷款仍保持了年化约 2.8% 的小幅增长，占贷款总额的比重自 1994 年末的 15.9% 提升至 2005 年末的 27.5%，此后一直保持在约 27% 的稳定水平。对公贷款中，为了刺激经济，地方政府贷款规模和占比持续提升。受房地产泡沫破

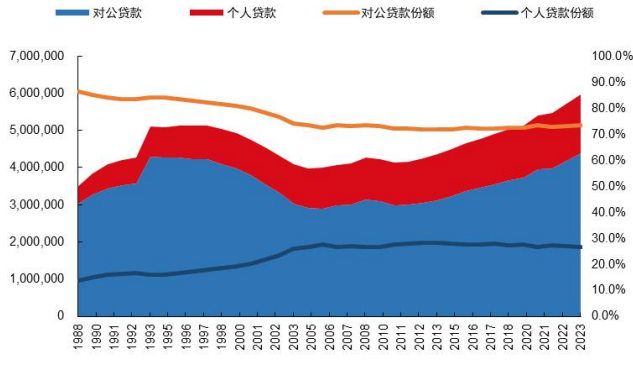
灭冲击，开发贷规模在 1990 年代中后期到 2000 年代初有所下降，但由于中小企业抗风险能力更弱，批发零售业贷款规模压缩更严重，因此房地产贷款占比持续提升。日本房地产对实际 GDP 的贡献度也并没有出现下降，这也表明了房地产泡沫经济破裂后，日本并没有找到新的增长引擎。

图28: 按揭贷款占贷款总额比重大幅提升



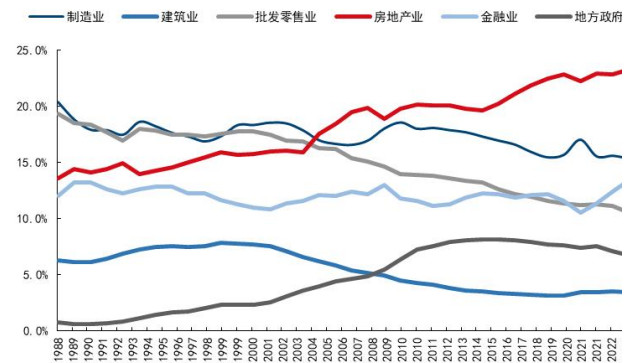
资料来源：日本央行，国信证券经济研究所整理

图29: 日本银行业个人贷款占比大幅提升



资料来源：日本央行，国信证券经济研究所整理

图30: 日本银行业对公贷款重要行业份额



资料来源：日本央行，国信证券经济研究所整理

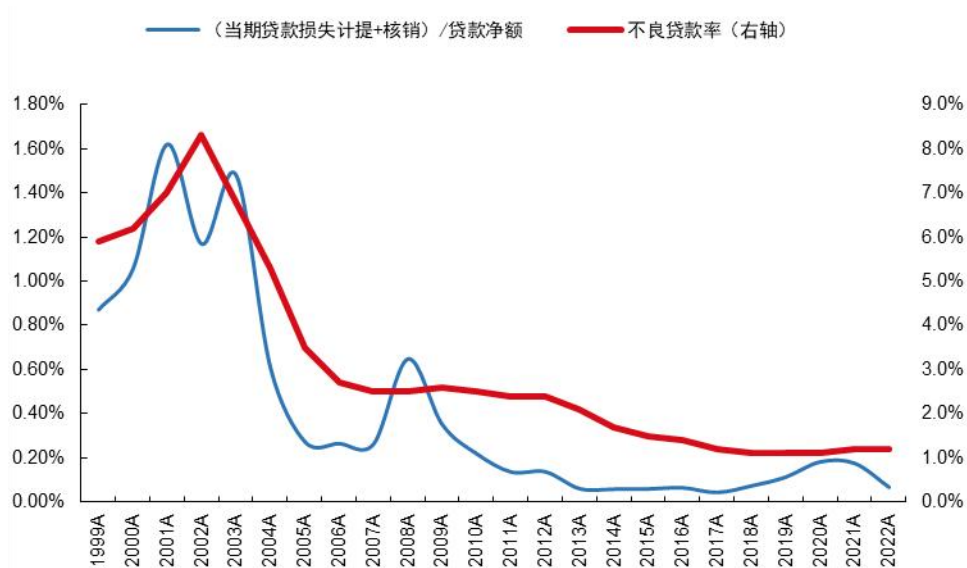
图31: 日本经济增长低迷，地产对房地产依赖度并没有降低



资料来源：日本央行，国信证券经济研究所整理

泡沫破灭后，日本银行业处置不良付出了巨大代价，因此日本银行业贷款投放上开始保持谨慎态度，2011 年以来日本银行业信用成本始终处在低位，不良率也持续下行。2020 年疫情冲击下，日本银行业加大了不良处置和贷款损失准备金计提，但仍保持在 1.0%以内，且不良贷款率也稳定在低位。

图32: 日本银行业信用成本和不良率

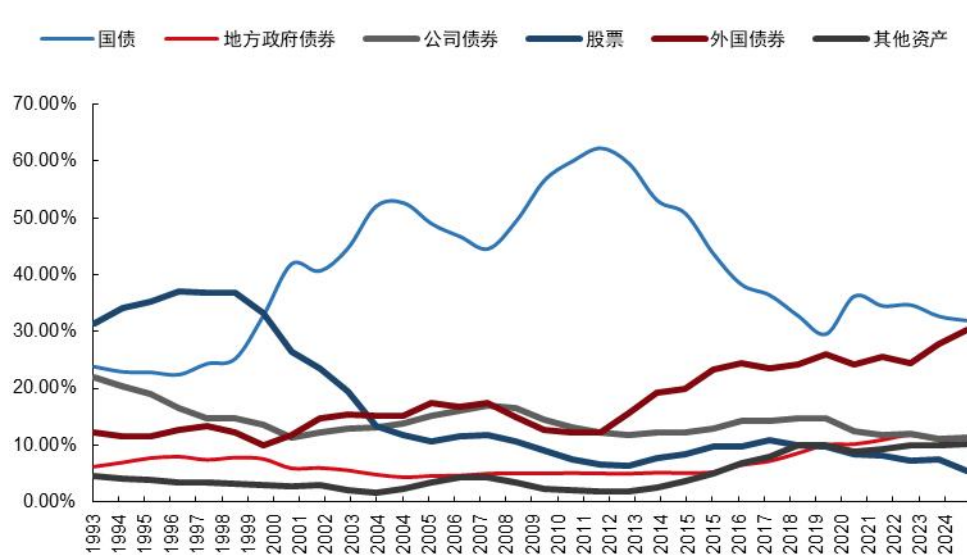


资料来源: 日本银行业协会, 国信证券经济研究所整理。注: 统计口径仅包括商业银行, 不包括信用金库和信用组合等金融机构。

### ■ 证券投资: 从增配国债到增配海外债券

1997 年之前日本银行业证券投资结构较为稳定, 1997 年后日本加大了国债配置比例。在 2011 年日本陷入零低利率环境后, 国债的配置规模大幅压缩, 而是大幅增加了海外债券的配置比例。

图33: 日本银行投资证券结构



资料来源: 日本央行, 国信证券经济研究所整理

## 总结和投资建议

日本银行业在房地产泡沫破灭后，盈利能力大幅下降，并一度陷入亏损当中。经过壮士断腕，大力度化解不良问题，虽然不良处置阶段付出了巨大成本，但轻装上阵后的日本银行业才有了生存下去和优化经营策略的机会。为了提升抗风险能力和综合化经营能力，日本大型金融集团间强强联合以及地方银行间也不断合并求生，而并非传统的好吞坏或者强吞弱的形式。合并后的银行集团将目光瞄向海外，海外收入贡献不断提升。同时，积极调整业务结构，由生息资产转向中间业务和交易业务，提升非息收入比重。经过阵痛转型，日本银行业扭亏为盈，ROE自2011年以来长期维持在约5.0%，相对应的，东证银行指数PB估值也保持在0.5x左右，2023年以来盈利和估值都有所回升。

日本银行业长期以来5.0%的ROE对应了约0.5x的PB估值。当前我国经济和利率环境都明显好于日本，银行的盈利能力相对较好。但当前估值处在低位，我们认为伴随后续业绩增长预期平稳，估值下行风险很小。若宏观经济持续恢复向好，有望推动银行板块的估值修复，我们维持行业“超配”评级。

个股方面，一是建议在行业整体低估值的情况下布局长期前景优秀的银行，包括招商银行、宁波银行；二是推荐以中小微客群为主、特色鲜明的小型农商行，包括常熟银行、瑞丰银行；三是对于追求低波动、绝对收益的资金，建议关注股息率较高且分红记录稳定的银行。

## 风险提示

若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差的负面影响、企业偿债能力超预期下降对银行资产质量的影响等。



# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032