

# 日本资本市场：现状分析与产品梳理

## ——海外市场产品研究系列之七

华泰研究

2025年3月25日 | 中国内地

深度研究

### 日本资本市场：历经千帆再度起航

日本的资本市场，具有起步时间较早、发展成熟、开放程度高等特征，是亚洲地区乃至全球最具代表性的市场之一，其股市规模和债市规模均位居全球前列。2012年以来，随着日本经济开启“走出通缩”进程，日本资本市场也从低迷走向复苏，历经千帆再度起航，其中以日经225指数、东证指数为代表的日本股市走势相对强劲，吸引了越来越多海外投资者进入日本市场开展投资活动，截至2024年年底，东京证券交易所各板块市场中，海外投资者的成交金额占比均在35%以上，市场情绪相对高涨。本篇报告是华泰金工海外市场产品研究系列的第七篇报告，将重点聚焦日本资本市场，通过梳理日本资本市场的发展历程、剖析日本经济与资本市场的现状特征，为投资者未来布局日本市场提供参考。

### 日本股市现状：规模庞大，交易活跃，传统行业市值占比高

作为亚洲起步较早的金融市场之一，日本股市发展较为成熟，截至2024年年底，日本交易所集团的上市公司总市值达6.31万亿美元，在全球主要交易所中位列第4名；同时全年股票成交额达7.38万亿美元，是除美国和中国的交易所外，交易最活跃的股票市场。日交所集团旗下的东京证券交易所是日本最重要的股票交易场所，上市企业数目达3874，它们整体呈现以下特征：1) 老牌企业市值规模庞大，1960年之前成立的公司合计市值达3.7万亿美元，占东证所所有上市股票市值的56.7%；2) 传统行业占比高，其中可选消费行业的市值占比达20.8%，工业行业的市值占比达20.4%；3) 以信息技术为代表的科技类行业数量占比位居第二，同时今年以来收益表现相对传统类行业更为优异，在业绩和规模上对传统行业形成追赶态势。

### 日本本土ETF产品挂钩指数集中在日经225和东证指数上

与股票市场类似，日本ETF市场发展也相对成熟，根据东证所披露的数据，截至2023年年底，东证所上市有354只ETF产品，合计规模达155万亿日元，按当时汇率约合1.10万亿美元，其中投资日本股市的ETF数量占比和规模占比均接近半数，是日本ETF市场的主要组成部分。在日股ETF中，跟踪市场宽基指数的ETF规模占比最高，约为97%，其次是主题指数，占比约为1.5%；按跟踪指数划分，跟踪东证指数的ETF规模占比最高，约为61%，其次是日经225指数，约为31%。我们选取规模相对靠前的日股ETF计算其收益表现，结果显示，跟踪东证指数和日经225指数的ETF业绩表现基本类似，近3年的年化收益在10%左右，东证指数ETF相对更稳健，年化波动率和最大回撤率均小于与日经225指数挂钩的ETF。

### 内地投资者可通过QDII和南向通等途径布局日本股市资产

目前境内投资于日股市场的QDII基金有7只，包含1只主动基金，5只ETF和1只ETF联接基金。其中，主动基金摩根日本精选的规模最大，近3年的年化收益率达6.38%；此外，内地投资者还可通过跨境理财通南向通的基金产品布局日股市场，如中银保诚MSCI日本指数基金，近3年年化收益率达7.92%。中国香港和美国投资于日股市场的相关基金产品也较为丰富，其中香港市场的富达日本价值型基金和美国市场的iShares货币对冲MSCI日本ETF近3年收益表现较强，美元计价条件下年化收益分别为13.58%和13.07%，夏普比率均在0.9左右。

风险提示：基金产品收益均为历史收益，并不代表未来收益表现；海外股票市场波动较大，产品形态、监管等方面均与国内不同，投资者应根据自身的风险承受能力和投资目标，审慎选择适合自己的产品，并密切关注基金的持仓分布、投资策略及业绩表现，本报告不涉及对任何产品的推荐。

研究员	林晓明
SAC No. S0570516010001	linxiaoming@htsc.com
SFC No. BPY421	+(86) 755 8208 0134
研究员	陈焯, PhD
SAC No. S0570521110001	chenye@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166
研究员	李聪
SAC No. S0570522100001	licong@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166
研究员	刘志成
SAC No. S0570521110002	liuzhicheng@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166
研究员	韩哲
SAC No. S0570520100006	hanxi@htsc.com
	+(86) 10 5679 3937
联系人	应宗珣
SAC No. S0570123070193	yingzongxun@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388

## 正文目录

<b>日本市场的发展历程：历尽千帆再度起航</b> .....	<b>5</b>
泡沫-失落-复苏，日本经济各阶段的核心特征.....	5
日本经济与资本市场现状：全球第四大经济体，股市规模位居前列.....	9
<b>日本股票市场：传统行业市值占比高，股价核心驱动来源盈利</b> .....	<b>14</b>
日本股市特征：交易制度成熟，消费等传统行业市值占比较高.....	14
日股代表性股指：日经 225 指数和东证指数.....	16
日股价值分析：增长驱动或来源盈利，风险防范可关注汇率.....	21
盈利增长是日股上涨的核心驱动力.....	21
汇率或可作为日股市场风险的风向标.....	22
<b>日本债券市场：低利率环境下投资吸引力相对欠佳</b> .....	<b>24</b>
日本债市由国债主导，低利率环境下收益表现不如日股市场.....	24
全球通胀回升风险或推升日本长债利率.....	25
<b>日本资本市场相关投资工具梳理</b> .....	<b>27</b>
日股相关 ETF 产品挂钩指数主要集中在东证指数和日经 225 指数上.....	27
其他国家地区投资日本市场的基金产品整理.....	29
中国境内可投产品.....	29
中国香港可投产品.....	30
美国可投产品.....	32
<b>附录</b> .....	<b>33</b>
日本东京证券交易所涨跌幅、最小变动单位等规定细则.....	33
风险提示.....	33

## 图表目录

图表 1：日本不同发展时期的 GDP 和 CPI 走势对比.....	5
图表 2：日本三大产业对 GDP 贡献率的变化（1955-1975）.....	6
图表 3：1960 年~1980 年日本 GDP 占全球比重稳步上行.....	6
图表 4：1980 年~1990 年日本对外贸易顺差快速上升.....	6
图表 5：1980 年~1990 年宽松货币政策下，日本股市和地价涨势较强.....	6
图表 6：日本利率进入下行通道，股市、房价快速萎缩（1990-2012）.....	7
图表 7：日本股市和人均 GDP 在 1990 年~2012 年期间增长缓慢.....	7
图表 8：2012 年后日本 CPI 同比震荡回升，日本失业率也呈下降趋势.....	8
图表 9：2012 年后日本股市开始回暖，吸引海外投资者进入日本市场.....	8
图表 10：主要国家 GDP 占全球比重（截至 2023 年）.....	9
图表 11：日本三大产业占 GDP 总值比重（截至 2024 年）.....	9
图表 12：全球主要交易所上市公司市值（2024 年）.....	9
图表 13：全球主要交易所成交金额（2024 年）.....	9

图表 14: 2023 年全球主要交易所衍生品成交量 (合约数)	10
图表 15: 日本对海外的直接投资额和日本全行业企业海外销售额比率	11
图表 16: 日经 225 指数和标普 500 指数净值走势对比	11
图表 17: 日经 225 指数和标普 500 指数同比收益序列对比	11
图表 18: 日本 10 年期国债和美国 10 年期国债利率走势对比	12
图表 19: 日本 10 年期国债和美国 10 年期国债利率同比序列对比	12
图表 20: 全球主要国家股指月度同比序列的相关性矩阵 (2012-1-31~2025-2-28)	12
图表 21: 全球主要国家股指月度同比序列的相关性矩阵 (2017-1-31~2025-2-28)	12
图表 22: 全球主要国家 10 年国债利率月度同比序列的相关性矩阵 (2012-1-31~2025-2-28)	12
图表 23: 全球主要国家 10 年国债利率月度同比序列的相关性矩阵 (2017-1-31~2025-2-28)	12
图表 24: 东证所相关交易制度	14
图表 25: 东证所不同上市日期和成立日期企业的市值分布情况	15
图表 26: 东证所市值规模前 10 的企业中老牌企业占比较高	15
图表 27: 东证所不同行业上市企业市值和数量分布	15
图表 28: 东证所不同行业上市企业 2024 年及今年以来的平均涨跌幅	16
图表 29: 日本市场代表性股指对比	16
图表 30: 日经 225 指数权重排名前 10 大企业信息列表	17
图表 31: 东证指数权重排名前 10 大企业信息列表	17
图表 32: 日经 225 指数权重分布	17
图表 33: 东证指数权重分布	17
图表 34: 日经 225 指数行业分布情况	18
图表 35: 东证指数行业分布情况	18
图表 36: 全球主要股票指数不同时间区间的收益表现 (数据截至 2025-03-21)	18
图表 37: 截至 2025 年 3 月 21 日全球股指的 PE_TTM 对比	18
图表 38: 日经 225 和东证指数的估值处于 2012 年以来的低位水平	18
图表 39: 日本具有代表性的宽基指数列表 (统计区间: 2022 年 3 月 21 日至 2025 年 3 月 21 日)	19
图表 40: 日本具有代表性的风格指数列表 (统计区间: 2022 年 3 月 21 日至 2025 年 3 月 21 日)	19
图表 41: 日本具有代表性的策略指数列表 (统计区间: 2022 年 3 月 21 日至 2025 年 3 月 21 日)	20
图表 42: 日本具有代表性的行业指数列表 (统计区间: 2022 年 3 月 21 日至 2025 年 3 月 21 日)	20
图表 43: 日本 TOPIX 部分行业指数走势	21
图表 44: 日经 225 指数 PE、EPS 和点位净值走势对比	21
图表 45: 东证指数 PE、EPS 和点位净值走势对比	21
图表 46: 日经 225 指数和东证指数 2011 年 12 月月末以来的 EPS、PE 和点位涨跌幅对比	21
图表 47: 全球股指 ROE 主成分因子和周期拟合结果	22
图表 48: 全球股指每股盈利主成分因子和周期拟合结果	22
图表 49: 日经 225 指数走势 2012 年以来和美元兑日元汇率呈现相对明显的正相关	22
图表 50: 今年 7 月美日利差的快速收窄给日股带来了一定的负面冲击	23
图表 51: 日本债券市场规模分布情况 (截至 2024 年年底)	24
图表 52: 日本国债不同类型规模分布情况 (截至 2024 年年底)	24
图表 53: 日本国债及国库短期证券持有人结构变化 (2018 年-2023 年)	24

图表 54: 日本债券综合财富指数 2012 年至今的序列走势 .....	25
图表 55: 日本债券市场综合财富指数和日经 225 指数 2012 年至今的收益-风险特征 .....	25
图表 56: 全球 CPI 同比扩散指数和周期拟合结果 .....	26
图表 57: 日本 CPI 同比近期呈回升趋势, 日债利率有上行压力 .....	26
图表 58: 东证所上市 ETF 挂钩标的数量分布 .....	27
图表 59: 东证所上市 ETF 挂钩标的规模分布 .....	27
图表 60: 东证所日股 ETF 中, 宽基指数 ETF 规模占主导地位 .....	27
图表 61: 东证所日股 ETF 主要跟踪东证指数和日经 225 指数 .....	27
图表 62: 日本东证所上市具有代表性的日股 ETF 产品 (截至 2025-03-21) .....	28
图表 63: 日本市场主要 ETF 收益情况 (2022-03-21 ~2025-03-21, 以日元本币计价) .....	28
图表 64: 日本市场主要 ETF 收益情况 (2022-03-21 ~2025-03-21, 以美元计价) .....	28
图表 65: 日本东证所股市 2024 年全年成交额中, 海外投资者占比较高 .....	29
图表 66: 境内可投资日本的 QDII 基金和跨境理财通南向通基金产品示例 .....	29
图表 67: 境内投资日本的 QDII 基金和跨境理财通南向通基金代表性产品业绩表现 (2022-03-21~2025-03-21, 以人民币计价) .....	30
图表 68: 境内投资日本的 QDII 基金和跨境理财通南向通基金代表性产品业绩表现 (2022-03-21~2025-03-21, 以美元计价) .....	30
图表 69: 境内可投资日本市场代表性基金净值走势 (初始值归一化, 以人民币计价) .....	30
图表 70: 中国香港市场投资日本的 ETF 产品 .....	31
图表 71: 中国香港市场投资日本的具有代表性的非 ETF 产品 .....	31
图表 72: 中国香港市场投资日本的具有代表性的基金产品业绩表现 (2022-03-21~2025-03-21, 以美元计价) ...	31
图表 73: 中国香港投资日本市场基金净值走势 (初始值归一化, 以美元计价) .....	31
图表 74: 美国市场投资日本的具有代表性的 ETF 产品 .....	32
图表 75: 美国市场投资日本的具有代表性的 ETF 产品业绩表现 (2022-03-21~2025-03-21, 美元计价) .....	32
图表 76: 美国投资日本市场具有代表性的 ETF 产品净值走势 (初始值归一化, 以美元计价) .....	32
图表 77: 东证所证券股价最小变动单位限制 .....	33
图表 78: 东证所证券涨跌幅限制 .....	33

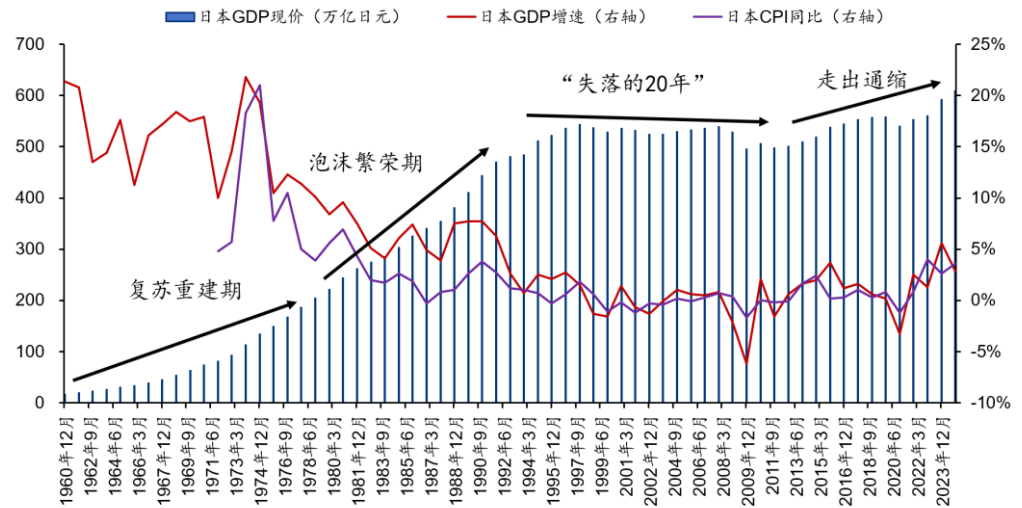
## 日本市场的发展历程：历尽千帆再度起航

日本的资本市场，具有起步时间较早、发展成熟、开放程度高等特征，是亚洲地区乃至全球最具代表性的市场之一，其股市规模和债市规模位居全球前列，而近年来，以日经 225 指数为代表的日本股市走势相对强劲，受到了海内外大量投资者的关注。实际上，日本市场的发展并非一蹴而就的，在近 60 年的时光中，在制度碰撞、政策更迭、全球市场环境变迁的影响下，日本资本市场经历了相对曲折的发展历程。以史为鉴，可以知兴替，在本报告，我们将简要梳理下日本资本市场的发展历程，剖析日本经济与资本市场的现状特征，为投资者未来布局日本市场提供参考。

### 泡沫-失落-复苏，日本经济各阶段的核心特征

基于经济增速、通胀表现、资本市场收益等特征，日本的经济发展一般可分为四大阶段：1) 二战结束后至 1980 年的复苏重建阶段；2) 1980 年至 1990 年的泡沫繁荣阶段；3) 1990 年至 2012 年的泡沫破裂、失落调整阶段；4) 2012 年至今的走出通缩、经济回暖阶段。在本节中，我们将针对上述四个阶段的特征进行简要的回顾，同时，下图中我们展现了不同阶段日本的 GDP 增速和 CPI 同比表现，以供投资者参考。

图表1：日本不同发展时期的 GDP 和 CPI 走势对比

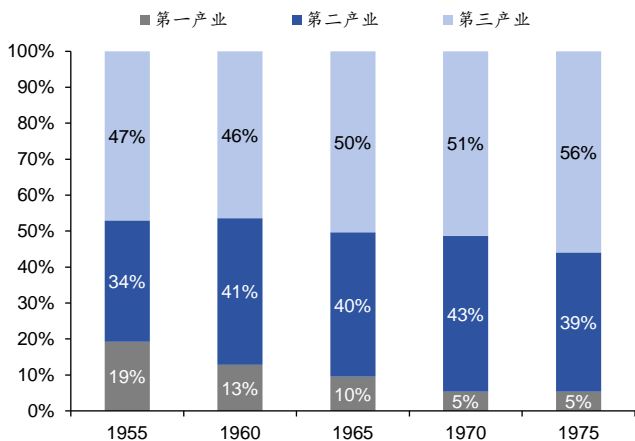


资料来源：Wind，华泰研究

### 复苏重建阶段

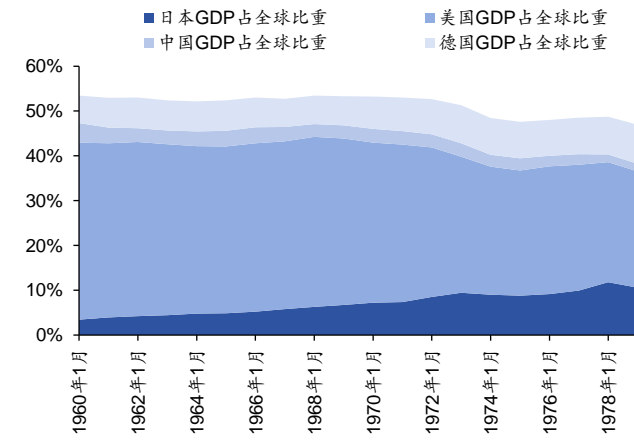
二战结束后，日本社会百废待兴，政府为提振国家经济，发布了一系列刺激工业制造、国民消费的政策，如“倾斜生产方式计划”、“国民收入倍增计划”等，同时美国在战后也大力支援日本的物资供应，在多方因素的支撑下，日本第二产业逐步成熟、第三产业快速发展，产业转型和经济增长稳步推进。1960~1980年间，日本保持了10%以上的GDP高速增长，占全球GDP的比重也达到10%的水平，成为当时全球的重要经济体。

图表2：日本三大产业对GDP贡献率的变化（1955-1975）



资料来源：日本财务省，Wind，华泰研究

图表3：1960年~1980年日本GDP占全球比重稳步上行

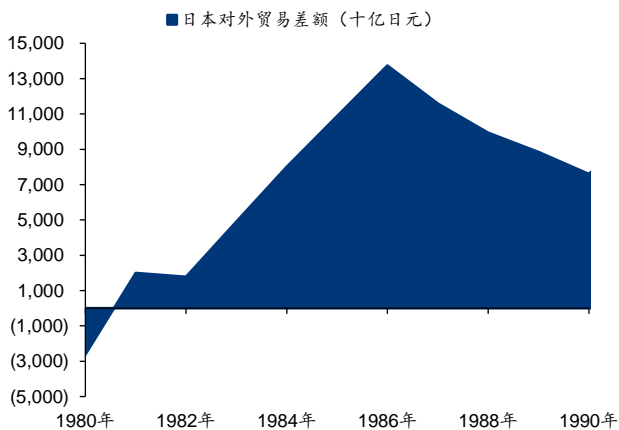


资料来源：Wind，华泰研究

### 泡沫繁荣阶段

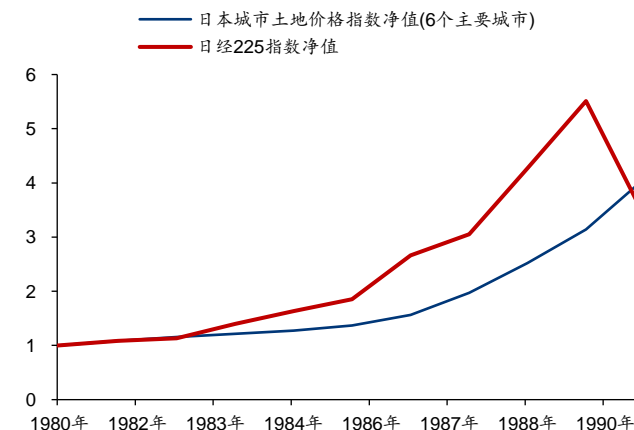
进入80年代后，日本已成为全球重要的制造业中心之一，对美国等国家保持了较高的贸易顺差。1985年，美国为改善其国际收支情况，与日本、德国等国家签订广场协议，诱导美元对主要货币的汇率有序贬值。受此影响，日元进入升值通道，同期日本推行货币宽松政策，大力推动基建和房地产开发，刺激日本内需走强，带动日本投资的快速增长，股票、房产等资产的价格进入快速上行通道，日经225指数在这10年间涨幅接近4倍。由于资金主要流入资本市场，日本实体产业空心化加重，资产泡沫和风险不断累积。

图表4：1980年~1990年日本对外贸易顺差快速上升



资料来源：Wind，华泰研究

图表5：1980年~1990年宽松货币政策下，日本股市和地价涨势较强

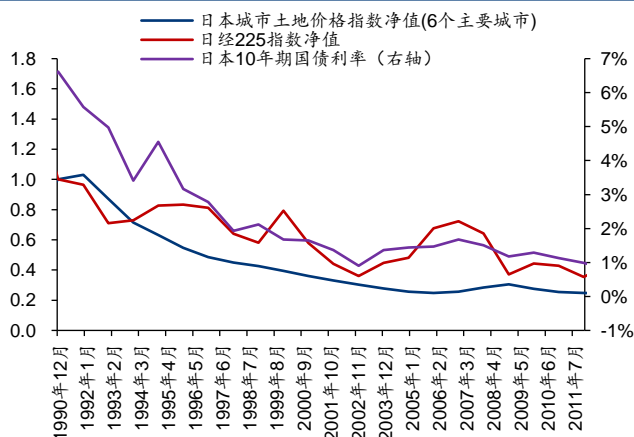


资料来源：Wind，华泰研究

### 泡沫破裂、失落调整阶段

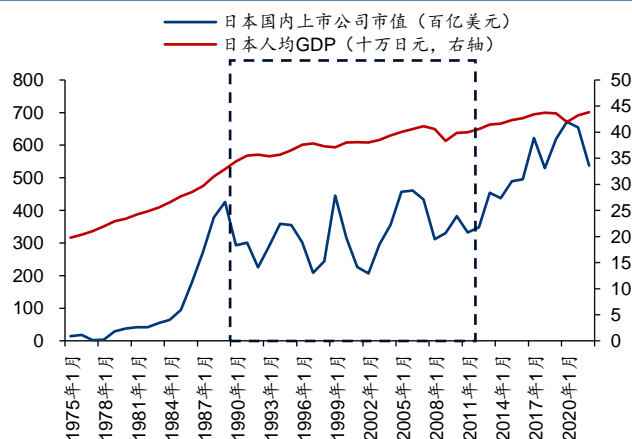
80年代末期，受到资产泡沫堆积的影响，日本CPI同比持续处于2%以上的水平，为应对经济过热，1989年日本央行开启了激进加息，在一年内将再贴现率由2%提升至4%以上。紧缩的货币政策导致市场货币供应量急剧减少，由于缺乏足够的资金支撑，股市、房价的泡沫被戳破，日经225指数和土地价格指数由此开启了下行阶段。泡沫破灭后，日本经济陷入恶性循环，就业萎靡、需求低落，市场陷入长期通缩，经济增速也开始走低。之后，日本又接连经历了1997年的亚洲金融危机、2008年的全球金融危机等“黑天鹅”事件冲击，日本经济难以恢复景气，1990年至2012年期间，日本人均GDP增长缓慢，国内上市公司市值也一直处于偏弱震荡行情。不过，为应对经济衰退，日本货币政策自1990年开始一直处于宽松状态，10年期国债利率不断下行接近零利率，导致日本债市在“失落的二十年”中收益率相对可观。

图表6：日本利率进入下行通道，股市、房价快速萎缩（1990-2012）



资料来源：Wind，华泰研究

图表7：日本股市和人均GDP在1990年~2012年期间增长缓慢

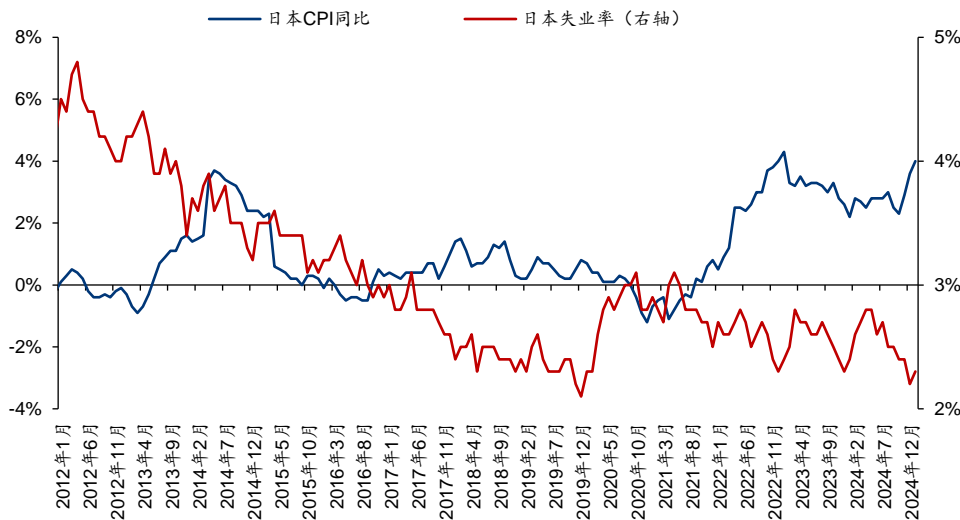


资料来源：Wind，华泰研究

### 走出通缩、经济回暖阶段

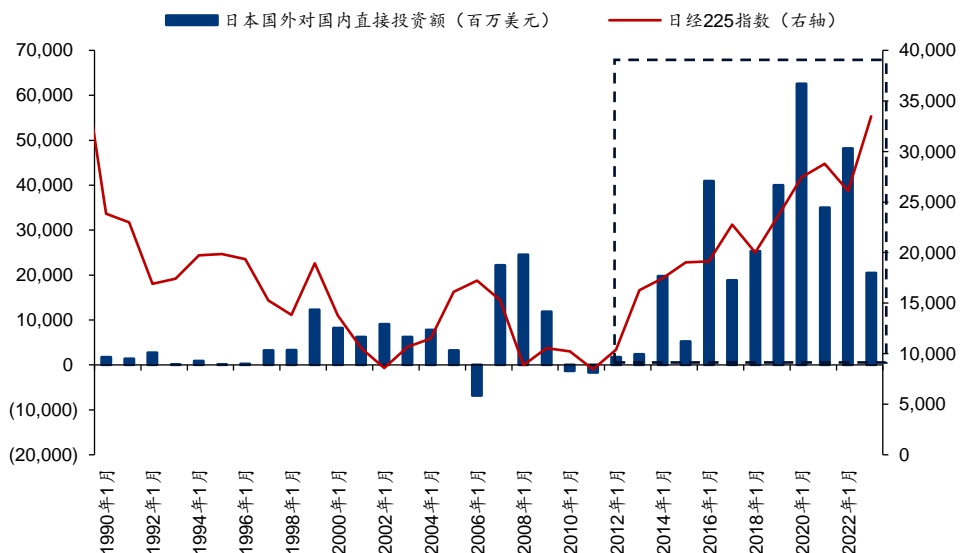
为实现日本经济的复苏增长，2012年安倍晋三上台后，日本政府开始实施一系列刺激性经济政策，包括超宽松货币政策、扩张性财政政策、以及应对老龄化和少子化的结构性改革政策（这三类政策也被称为“安倍经济学”的三支箭）。在政策的刺激下，日本GDP增速开始回升，CPI同比开始上行，通缩的局面得到扭转，失业率也不断下降。资产方面，2012年后日本股市开始回暖，吸引越来越多海外投资者进入日本市场；但受负利率和YCC等宽松货币政策的影响，日本国债利率一直处于极低水平，债市收益表现平平。

图表8：2012年后日本CPI同比震荡回升，日本失业率也呈下降趋势



资料来源：Wind，华泰研究

图表9：2012年后日本股市开始回暖，吸引海外投资者进入日本市场



资料来源：Wind，华泰研究

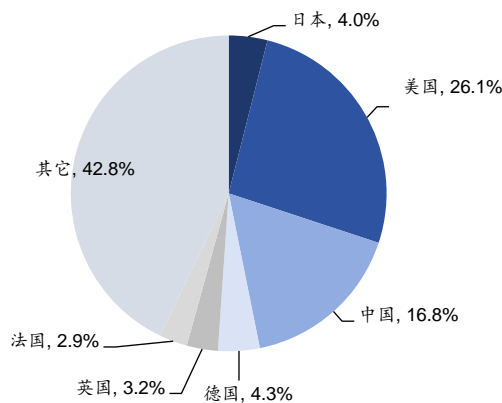
## 日本经济与资本市场现状：全球第四大经济体，股市规模位居前列

自 2012 年日本开启走出通缩进程后，日本的经济和股市开启了稳步上行的趋势，同时疫情期间宽松的货币和财政政策，也导致全球资金向日本市场流动，为日本的回暖复苏再添动力。目前，我们认为日本经济和资本市场的现状主要呈现下列三大特征。

### 特征 1：全球第四大经济体，第二产业和第三产业占主导

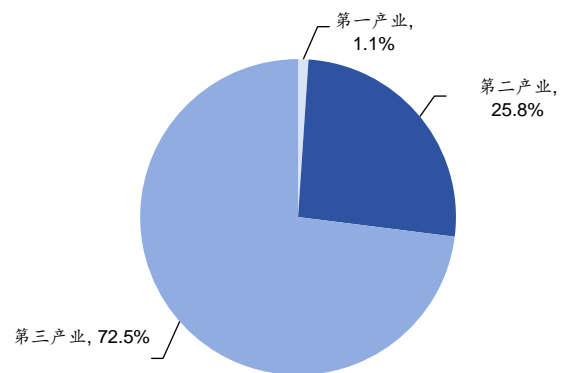
经过十年左右的复苏，截至 2024 年，日本 GDP 总值现价达 609.43 万亿日元，约合 3.88 万亿美元，仅次于美国（29.18 万亿美元）、中国（134.91 万亿人民币，约合 18.48 万亿美元）和欧元区（15.12 万亿欧元，约合 15.69 万亿美元），从规模看为全球第四大经济体。同时，根据世界银行的最新披露数据，截至 2023 年，日本 GDP 占全球的比重为 4%，仅低于美国、中国和德国。从产业分布看，以制造业为代表的第二产业，和以服务业为代表的第三产业，仍是日本经济的核心支柱，是驱动日本经济增速的主要动力。截至 2024 年第 3 季度，日本第二产业占 GDP 的比重为 25.8%，第三产业比重为 72.5%，第一产业仅占 1.1%。

图表 10：主要国家 GDP 占全球比重（截至 2023 年）



资料来源：Wind，华泰研究

图表 11：日本三大产业占 GDP 总值比重（截至 2024 年）

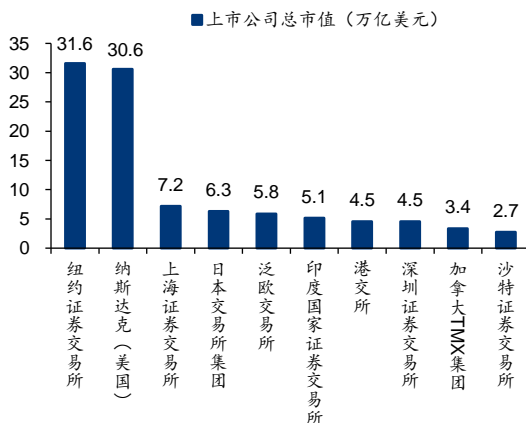


资料来源：Wind，华泰研究

### 特征 2：股市和债市规模庞大，衍生品市场相对规模较小

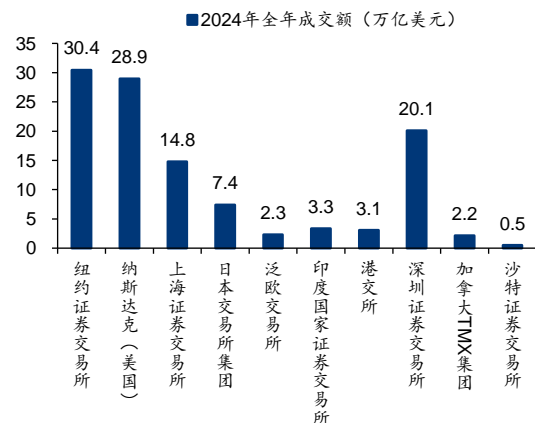
作为亚洲起步最早的金融市场之一，日本不但经济体量庞大，以股市为代表的资本市场规模也位居全球前列。下列图表展现了全球主要国家交易所的股市规模和成交金额，截至 2024 年年底，日本交易所集团的上市公司总市值达 6.31 万亿美元，在全球主要交易所中位列第 4 名；2024 年全年股票成交额达 7.38 万亿美元，是除美国和中国的交易所外，交易最活跃的股票市场。

图表 12：全球主要交易所上市公司市值（2024 年）



资料来源：WFE，华泰研究

图表 13：全球主要交易所成交金额（2024 年）



资料来源：WFE，华泰研究

与股市相似，日本的债市规模也较为庞大，我们以未偿债券余额表征债市规模，截至 2024 年 12 月，日本债券未偿余额约为 1391 万亿日元，以当时汇率折算约合 8.8 万亿美元，高于以上市公司市值计算的日本股市规模。不过，2012 年后日本国债利率一直处于极低水平，日债收益表现相对一般，对海外投资者的吸引力不及股票市场。

和股市位居全球前列的规模相比，日本的衍生品市场规模相对较小，根据全球交易所协会的数据，截至 2024 年年底，日本交易所集团共有衍生品合约数 4.64 亿个，在全球主要交易所中排名 20，衍生品中主要类型为股指期货，合约数共计 3.99 亿个。

**图表 14：2023 年全球主要交易所衍生品成交量（合约数）**

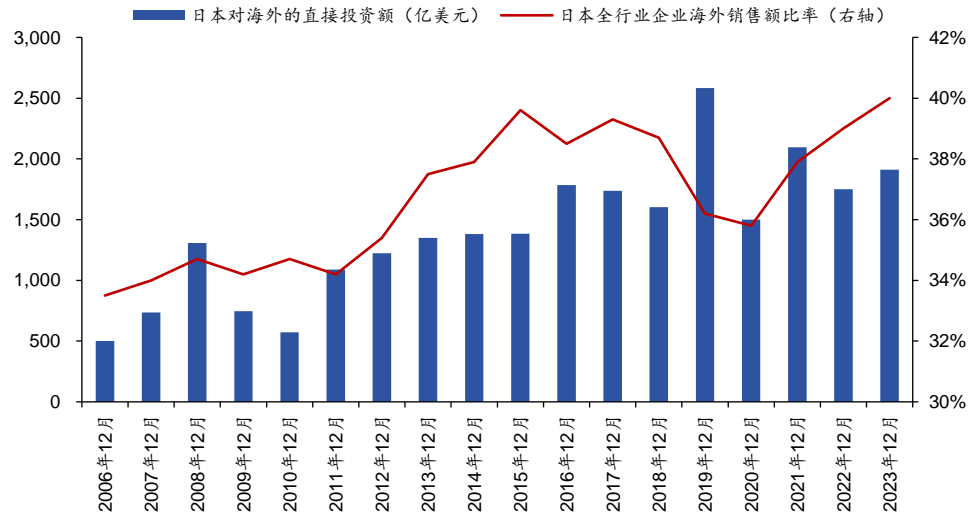
交易所名称	交易所中文名称	单一股票期权	单一股票期货	股指期货	股指期货	其它衍生品合计	衍生品合约合计
National Stock Exchange of India	印度国家证券交易所	1595095613	485206203	121758923797	127823127	1169678616	125136727356
Tehran Stock Exchange	德黑兰证券交易所	2161833092	114234	0	0	19850583463	22012530789
B3 - Brasil Bolsa Balcão	巴西证券交易所 (B3)	1719645489	1544114750	18980878	4230192443	4271868952	11784802512
CME Group	芝加哥商品交易所集团 (芝商所)	0	0	399773861	1325477188	4959848916	6685099965
Cboe Global Markets	芝加哥期权交易所全球市场	1503514093	0	1031575537	0	1231418679	3766508309
Nasdaq - US	纳斯达克证券交易所 (美国)	2030156747	0	13708488	0	1271912300	3315777535
Zhengzhou Commodity Exchange	郑州商品交易所	0	0	0	0	2609598908	2609598908
Korea Exchange	韩国交易所	159806192	1428554026	703892806	111011117	195001557	2598265698
Shanghai Futures Exchange	上海期货交易所	0	0	0	0	2401101103	2401101103
NYSE	纽约证券交易所	1350437975	0	0	0	1017728457	2368166432
Dalian Commodity Exchange	大连商品交易所	0	0	0	0	2268350238	2268350238
Deutsche Boerse AG	德意志交易所集团	173826184	138396685	381349761	403228203	983734390	2080535223
Borsa Istanbul	伊斯坦布尔证券交易所	11199280	1790257444	321930	58059008	153205226	2013042888
MIAX Exchange Group	迈阿密国际证券交易所集团	1015521610	0	315	0	677889714	1693411639
International Securities Exchange	国际证券交易所	825618667	0	0	0	532210041	1357828708
Shanghai Stock Exchange	上海证券交易所	0	0	0	0	1298244540	1298244540
ICE Futures Europe	洲际交易所欧洲分部	12639356	17284278	7428656	22494978	1214862406	1274709674
Multi Commodity Exchange of India	印度多种商品交易所	0	0	0	0	872786334	872786334
Iran Fara Bourse Securities Exchange	伊朗法拉证券交易所	595642584	0	0	0	25574003	621216587
Japan Exchange Group	日本交易所集团	176971	0	28844811	398911462	36232701	464165945

资料来源：WFE，华泰研究

### 特征 3：日本企业具有全球化特征，资产收益与美国等全球主要国家趋同

2012年后，在“出海全球化”政策的推动下，日本企业积极布局海外市场，对外直接投资金额和海外销售比率均呈上行趋势。根据日本政府的最新数据，截至 2023 年年末，日本对海外的直接投资额达 1910 亿美元，同期日本全行业企业海外销售额比率也达到 40%，活跃的海外投资和销售数据显示出日本企业的全球化特征。

图表15：日本对海外的直接投资额和日本全行业企业海外销售额比率



资料来源：Wind，华泰研究

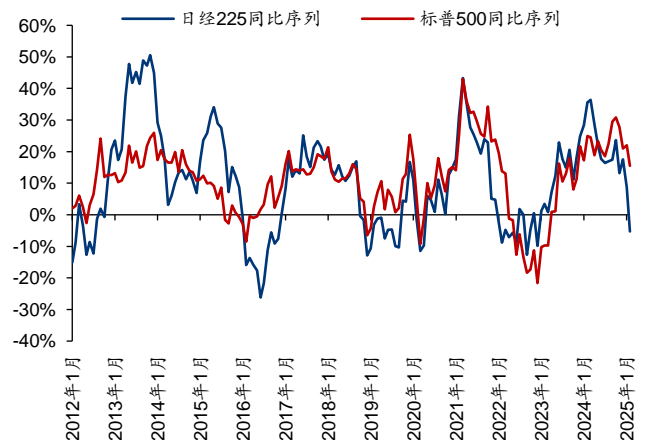
由于日本企业的出海战略，市场对日本资本市场的定价也受到全球市场环境的影响，并导致日本资产的收益近年来表现出与美国等全球主要国家趋同的特征。下列图表展现了日本和美国股市、债市的对比，结果显示，2012年以来，日经 225 指数的净值走势与标普 500 具有较高的一致性，日本 10 年期国债利率也与美国 10 年期国债利率有着一定的相关关系。进一步的，我们通过同比处理（滚动 12 个月收益率）降低数据的高频噪音，并统计了全球主要股指和 10 年期国债利率在月度同比视角下的相关性，结果显示，日经 225 指数的同比收益表现和标普 500 的一致性更加明显，尤其是 2017 年以来，二者的相关系数可达 0.78。相似的，日债利率和美债利率同比序列也具有一定的相关性，2012 年以来相关系数可达 0.49。

图表16：日经 225 指数和标普 500 指数净值走势对比



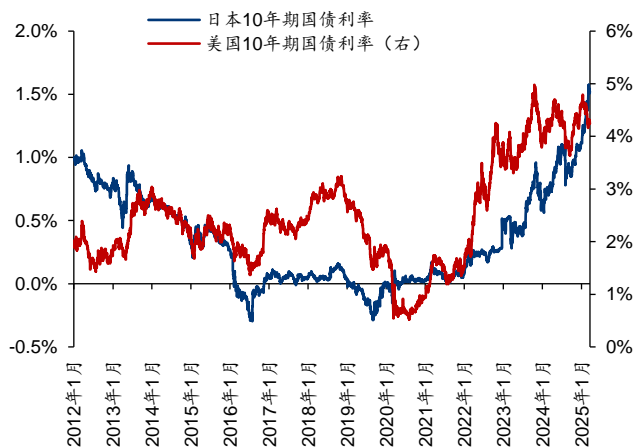
资料来源：Wind，华泰研究

图表17：日经 225 指数和标普 500 指数同比收益序列对比



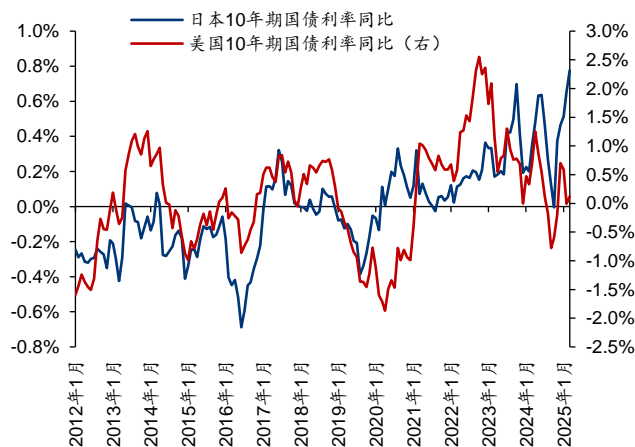
资料来源：Wind，华泰研究

图18: 日本 10 年期国债和美国 10 年期国债利率走势对比



资料来源: Wind, 华泰研究

图19: 日本 10 年期国债和美国 10 年期国债利率同比序列对比



资料来源: Wind, 华泰研究

图20: 全球主要国家股指月度同比序列的相关性矩阵 (2012-1-31~2025-2-28)

	日经 225 指数	东证指数	纳斯达克综合指数	标普 500 指数	德国 DAX 指数	法国 CAC40 指数	英国富时 100 指数	上证指数
东证指数		97%						
纳斯达克综合指数	63%	55%						
标普 500 指数	66%	61%	91%					
德国 DAX 指数	74%	75%	70%	80%				
法国 CAC40 指数	69%	73%	47%	65%	83%			
英国富时 100 指数	44%	51%	21%	53%	65%	75%		
上证指数	46%	46%	33%	27%	46%	38%	11%	
恒生指数	49%	48%	57%	58%	67%	48%	47%	47%

资料来源: Wind, 华泰研究

图21: 全球主要国家股指月度同比序列的相关性矩阵 (2017-1-31~2025-2-28)

	日经 225 指数	东证指数	纳斯达克综合指数	标普 500 指数	德国 DAX 指数	法国 CAC40 指数	英国富时 100 指数	上证指数
东证指数		94%						
纳斯达克综合指数	75%	62%						
标普 500 指数	78%	71%	91%					
德国 DAX 指数	75%	78%	70%	82%				
法国 CAC40 指数	60%	67%	41%	64%	78%			
英国富时 100 指数	38%	53%	12%	45%	63%	80%		
上证指数	42%	39%	58%	57%	67%	41%	24%	
恒生指数	45%	42%	56%	55%	62%	39%	38%	62%

资料来源: Wind, 华泰研究

图22: 全球主要国家 10 年期国债利率月度同比序列的相关性矩阵 (2012-1-31~2025-2-28)

	日本 10 年期国债	美国 10 年期国债	德国 10 年期国债	英国 10 年期国债	法国 10 年期国债
美国 10 年期国债	49%				
德国 10 年期国债	61%	85%			
英国 10 年期国债	56%	89%	93%		
法国 10 年期国债	64%	79%	96%	87%	
中国 10 年期国债	16%	43%	37%	37%	27%

资料来源: Wind, 华泰研究

图23: 全球主要国家 10 年期国债利率月度同比序列的相关性矩阵 (2017-1-31~2025-2-28)

	日本 10 年期国债	美国 10 年期国债	德国 10 年期国债	英国 10 年期国债	法国 10 年期国债
美国 10 年期国债	40%				
德国 10 年期国债	43%	83%			
英国 10 年期国债	39%	85%	93%		
法国 10 年期国债	47%	83%	98%	92%	
中国 10 年期国债	-6%	25%	23%	8%	16%

资料来源: Wind, 华泰研究



至此，我们对日本经济和资本市场的发展历程和现状建立了相对概括性的梳理。整体来看，在宽松的货币与财政政策等因素的支持下，日本经济或已走出通缩困境，“历尽千帆再度起航”。从配置资产的角度看，受经济回暖的影响，日本股市再度展现出较高的投资吸引力；而受到低利率环境的制约，虽然日本债市具有较大的规模，但收益表现较为一般。在本篇报告后文的内容中，我们将对日本的股市、债市进行更为深入的分析，并对 2012 年以来收益表现较强的日股资产梳理相对应的可投产品，以供投资者参考。

## 日本股票市场：传统行业市值占比高，股价核心驱动来源盈利

### 日本股市特征：交易制度成熟，消费等传统行业市值占比较高

在日本国内，股票交易市场主要由日本交易所集团旗下的东京证券交易所（以下简称东证所）主导，其下主要分为三个市场板块：**Prime 市场**、**Standard 市场**和**Growth 市场**，分别对应大型规模上市企业、中等规模上市企业和成长创新型中小企业。除东证所外，其他交易所则包括名古屋证券交易所、札幌证券交易所和福岡证券交易所等。札幌证券交易所和福岡证券交易所主要上市公司多为当地企业，属于地区性证券交易所；名古屋证券交易所的规模和交易量则远低于东证所。后文如无特殊说明，对日本股市的研究主要以东证所为主。

东证所的交易制度相对成熟，相关规定可参见下列表格。值得一提的是，与国内不同，东证所在交易环节会收取交易费和准入费两大费用，其中交易费一般适用于竞价交易，根据交易规模和股票所属市场差异化收取，一般而言，随着每月交易金额的增加，交易费率逐步递减；相同交易规模的情况下，各板块交易费率从大到小排序为：**Growth 市场**、**Standard 市场**、**Prime 市场**；准入费适用范围更广，包括常规交易和竞价交易，基于订单数量，每单收取一定的费用，每月订单量越大，费率越低。此外，东证所根据股价设定每日的涨跌限制和股价最小变化单位，在保证流动性的同时，稳定股票的价格波动，防范极端场景冲击。

**图表24：东证所相关交易制度**

重要时间	
早盘交易时间	9:00-11:30
午盘交易所订单输入与修改开放	12:05
午盘交易时间	12:30-15:30
收盘集合竞价时间	15:25-15:30
订单类型	
限价订单	以特定价格交易的订单，如：以不超过 XX 日元的价格买入
市价订单	按照订单提交时市场上的可得价格执行，优先级高于限价订单
交易相关规定	
涨跌限制	根据股票的基准价格，设定有不同档位的涨跌限制，具体可参见附录。基准价格一般为上一交易日的收盘价。一般而言，对于股价在 10000 日元以上的股票，涨跌幅一般不能超过 $\pm 30\%$ ，详情可参考附录。
最小股价变动单位	根据股票当前价格和流动性等因素，会设置不同的最小股价变动单位，一般而言股价越高、流动性越差，最小股价变动单位越大，详情可参见附录。
清算与交收周期	T+2
费率相关规定	
基本费用	对于一般交易参与者需缴纳 50 万日元才能进行交易。
交易费用	主要针对竞价交易环节，小额交易不收费，大额交易根据每月交易额规模、股票上市板块呈阶梯式收费，一般而言，每月交易规模越大，板块越成熟，交易费率越低。
准入费用	根据每月订单量阶梯式收费，订单量越大每个订单的费用越低。
其它费用	根据使用的交易系统设置收取一定的使用费。

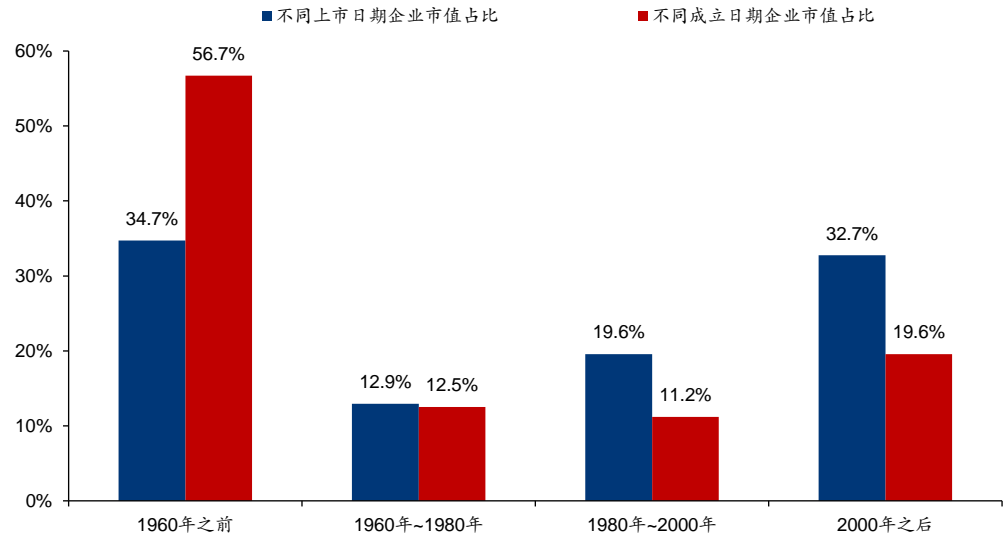
资料来源：日本交易所集团，华泰研究

截至 2025 年 3 月 21 日，东证所上市股票共有 3874 只，它们整体呈现以下特征：

- 1) 老牌企业市值规模庞大：在 3874 只股票中，有 296 只股票上市日期早于 1960 年，虽然数量不及整体上市企业的十分之一，但它们的市值规模占东证所所有股票市值规模的 30% 以上，其中不乏味之素、松下、丰田汽车、尼康这类的老牌大型企业。如果将筛选条件设定为公司成立日期早于 1960 年的话，相关企业合计市值达 553 万亿日元，约合 3.7 万亿美元，占东证所所有上市股票市值的 56.7%。从市值排序来看，规模前 10 的股票中，仅有 3 家企业上市日期晚于 2000 年，市值最大的丰田汽车上市日期为 1949 年，成立日期为 1937 年，是名副其实的老牌大型企业；
- 2) 消费等传统行业占比较高：从 Wind 一级行业分布来看，传统行业在日股市场上具有举足轻重的地位，其中可选消费行业的市值占比达 20.8%、数量占比达 19.1%，工业行业的市值占比达 20.4%、数量占比达 26.4%。值得一提的是，以信息技术为代表的科技类行业也具有较高的市值和数量占比，对传统行业形成追赶态势；

3) 今年以来科技相关行业收益表现相对优异: 今年以来, 东证所所有上市股票涨跌幅均值约为 4.9%, 其中医疗保健、金融、房地产、通讯服务等行业的收益表现排名前列, 而去年平均涨幅较高的能源、公用事业行业今年以来的收益表现则相对一般。

图表25: 东证所不同上市日期和成立日期企业市值分布情况



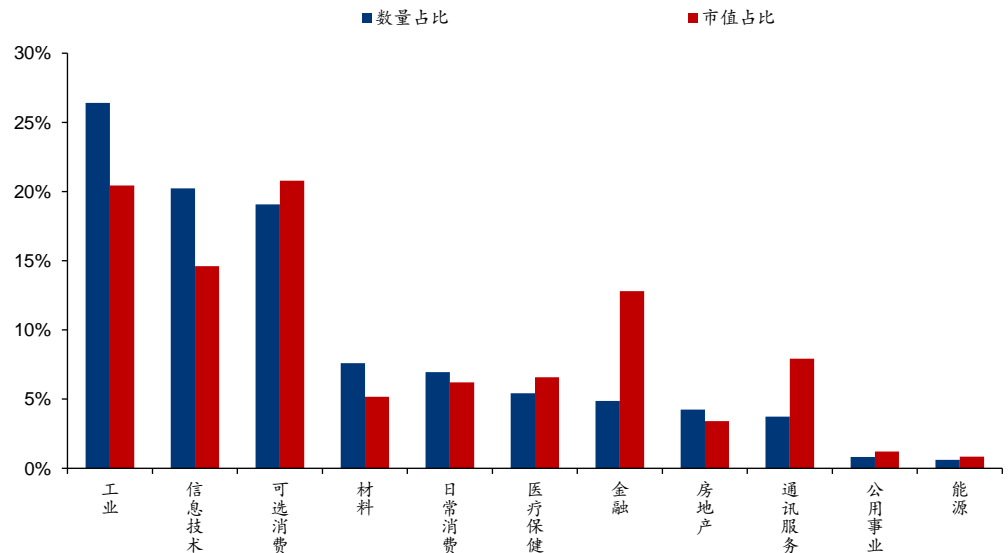
资料来源: Wind, 华泰研究

图表26: 东证所市值规模前 10 的企业中老牌企业占比较高

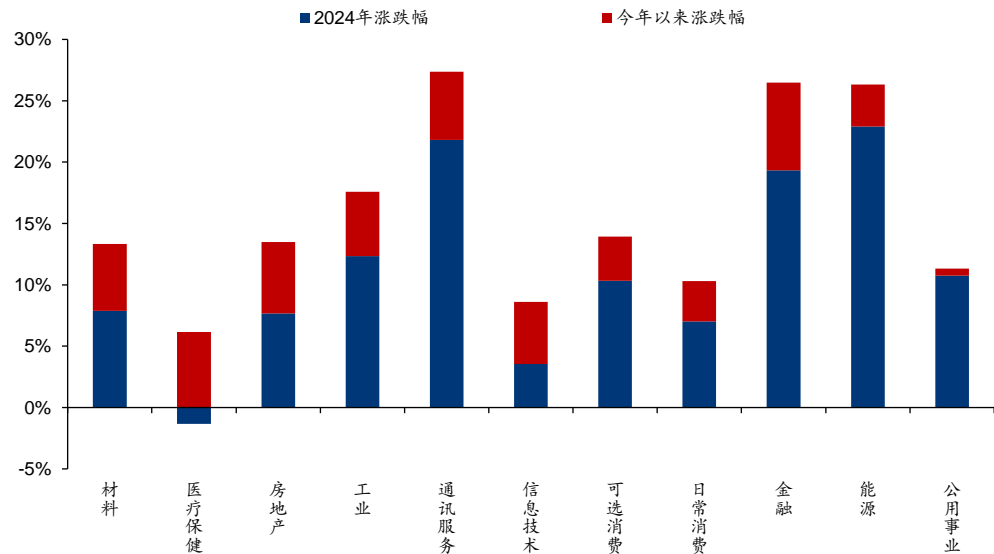
代码	证券名	行业	成立日期	上市日期	市值(亿日元)
7203.T	丰田汽车	可选消费	1937/8/28	1949/5/16	449288.42
8306.T	三菱日联金融	金融	2015/10/5	2001/4/1	268627.25
6758.T	索尼	可选消费	1946/5/7	1958/12/1	232585.84
6501.T	日立	信息技术	1920/2/1	1949/5/16	172541.47
8316.T	三井住友金融集团	金融	2002/12/2	2002/12/1	160388.75
6861.T	基思士	信息技术	1974/5/27	1989/12/25	149086.31
9983.T	迅销	可选消费	1963/5/1	1997/4/2	144281.39
7974.T	任天堂	通讯服务	1947/11/20	1983/7/21	141492.28
6098.T	RECRUIT	工业	1963/8/26	2014/10/16	135122.06
9432.T	日本电报电话	通讯服务	1985/4/1	1987/2/9	134919.97

资料来源: Wind, 华泰研究

图表27: 东证所不同行业上市企业市值和数量分布



资料来源: Wind, 华泰研究

**图表28：东证所不同行业上市企业 2024 年及今年以来的平均涨跌幅**


资料来源：Wind，华泰研究

### 日股代表性股指：日经 225 指数和东证指数

日本股市的指数体系相对比较完备，其中最重要的宽基指数有两个：日经 225 指数和东证指数，它们也是全球投资者投资日本股票市场最主要的挂钩指数。日经 225 指数顾名思义，其成份股数量为 225 只，为东证 Prime 市场板块中成交量、流通性排名靠前的股票，以反映日本市场上具有代表性的企业的整体表现。东证指数则以全面覆盖的编制思想为原则，主要囊括东证 Prime 板块中的上市企业，截至 2025 年 1 月底，成份股数量高达 1696 只，合计市值占东证所上市企业总市值 90% 以上。

**图表29：日本市场代表性股指对比**

	发布机构	成份股个数	主要选股指标	加权方式
日经 225 指数	日本经济新闻社	225	成交量、市场流通性	价格
东证指数	日本交易所集团	1696	成交量、自由流通市值	自由流通市值

资料来源：Wind，华泰研究

从编制方法上看，东证指数的成份股基本覆盖日经 225 指数的成份股，不过，它们在权重计算上存在差异：日经 225 指数按价格加权，价格越高的股票对指数的影响越大；东证指数则采取相对常见的市值加权方法，成份股的自由流通市值越大，其权重占比也越高。从成份股的信息来看，截至 2025 年 3 月 21 日，日经 225 指数权重最大的股票是优衣库的母公司迅销，权重高达 11.88%，而前十大成份股权重合计约为 42.3%，几乎占据日经 225 的半壁江山，值得一提的是，日股中市值最大的丰田汽车，在日经 225 指数中的占比仅有 1.10%；东证指数权重最大的成份股为丰田汽车，权重约为 3.69%，三菱日联金融、日立和索尼等知名企业紧随其后，权重均在 2% 以上，前十大成份股权重合计约为 21.3%。整体来看，两个指数的权重均较为集中，50% 的成份股贡献了 90% 以上的权重比例。

图表30: 日经 225 指数权重排名前 10 大企业信息列表

代码	简称	所属行业	收盘价	权重	总市值(亿日元)	2024 年 ROE
9983.T	迅销	可选消费	45,920	11.88%	146127.07	19.39%
8035.T	TOKYO ELECTRON	信息技术	22,330	6.02%	105315.59	21.67%
6857.T	ADVANTEST	信息技术	8,704	5.67%	66684.93	15.58%
9984.T	软银集团	通讯服务	7,964	4.61%	117070.42	-2.25%
6098.T	RECRUIT	工业	8,000	2.68%	131987.36	19.50%
9433.T	KDDI	通讯服务	4,855	2.56%	106414.14	12.30%
6762.T	TDK	信息技术	1,615	2.49%	31383.62	7.88%
4063.T	信越化学工业	材料	4,466	2.39%	88649.92	12.78%
4543.T	泰尔茂	医疗保健	2,770	2.10%	41011.5	8.73%
4519.T	中外制药	医疗保健	6,829	1.70%	114662.85	21.96%

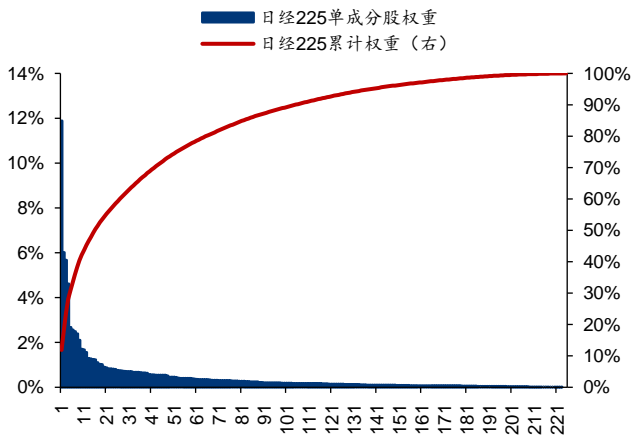
资料来源: Wind, 华泰研究

图表31: 东证指数权重排名前 10 大企业信息列表

代码	简称	所属行业	收盘价	权重	总市值(亿日元)	2024 年 ROE
7203.T	丰田汽车	可选消费	2,839	3.69%	448419.69	15.81%
8306.T	三菱日联金融	金融	2,106	2.72%	254145.99	8.10%
6501.T	日立	信息技术	3,798	2.64%	173961.38	11.08%
6758.T	索尼	可选消费	3,651	2.47%	224529.59	13.10%
6098.T	RECRUIT	工业	8,000	1.98%	131987.36	19.50%
6861.T	基恩士	信息技术	61,080	1.81%	148551.25	13.95%
8316.T	三井住友金融集团	金融	3,982	1.74%	154678.62	6.86%
8058.T	三菱商事	工业	2,742	1.49%	110273.85	11.27%
8001.T	伊藤忠商事	工业	7,115	1.41%	112764.9	15.65%
8766.T	东京海上控股	金融	6,023	1.39%	119134.94	15.80%

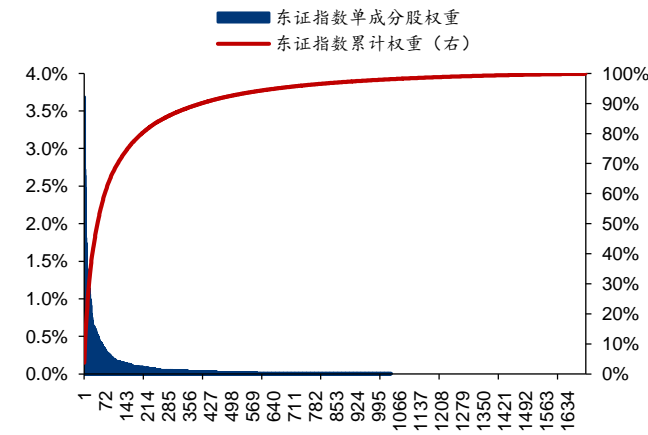
资料来源: Wind, 华泰研究

图表32: 日经 225 指数权重分布



资料来源: Wind, 华泰研究

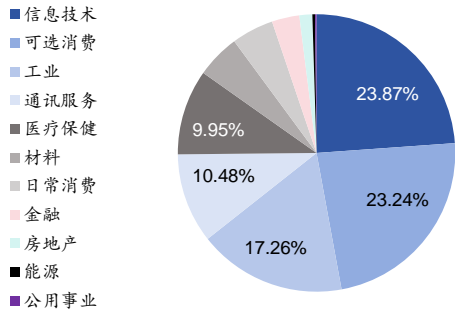
图表33: 东证指数权重分布



资料来源: Wind, 华泰研究

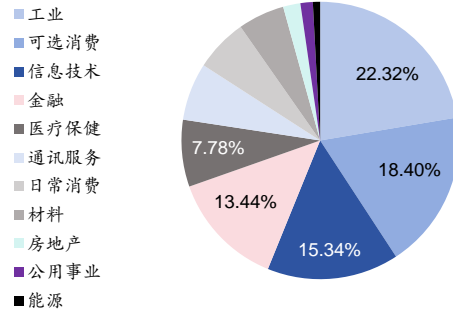
从行业分布上看, 根据 Wind 一级行业分类, 截至 2025 年 3 月 21 日, 日经 225 指数相对偏重于科技类板块, 信息技术行业权重占比最高, 为 23.87%, 成份股中权重排名第二的东京电子和排名第三的爱德华测试, 均为科技领域的龙头企业。除科技板块外, 日经 225 指数其它权重排名靠前的行业为: 可选消费 (23.24%)、工业 (17.26%)、通讯服务 (10.48%) 和医疗保健 (9.95%)。东证指数的行业分布则与东证所所有上市企业整体特征相一致, 工业和可选消费等传统行业权重占比较高, 分别为 22.32% 和 18.40%, 其它权重排名靠前的行业为: 信息技术 (15.34%)、金融 (13.44%) 和医疗保健 (7.78%)。与日经 225 指数相比, 东证指数相对侧重于价值型、资源型等行业板块。

图表34： 日经 225 指数行业分布情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表35： 东证指数行业分布情况



资料来源：Wind，华泰研究

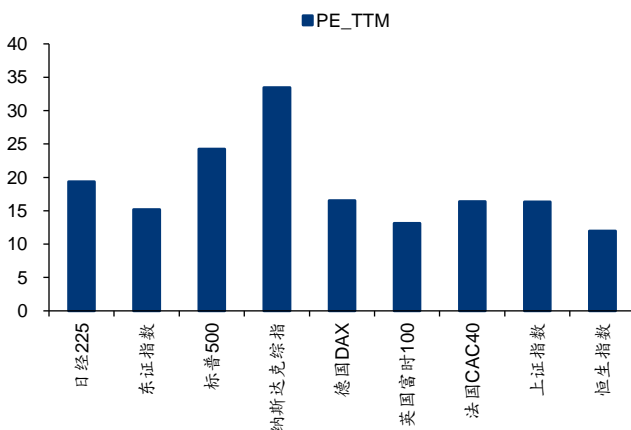
从指数业绩来看，截至 2025 年 3 月 21 日，日经 225 指数 2012 年以来的年化收益率可达 8.11%，长期收益能力较强。即使统一至美元计价，也能保持在 4% 左右。由于投资者可以在外汇市场上锁定远期汇率，日元贬值对投资收益带来的影响能得到一定的控制，因此我们在计算日本本土股指和产品收益时，一般以日元计价的收益为主要参考。东证指数由于覆盖范围较广、成份股数量较多等原因，业绩表现略有落后，但 2012 年以来在全球主要市场中收益表现依然相对亮眼。从估值水平出发，截至 2025 年 3 月 21 日，日经 225 指数的 PE\_TTM 为 19.35，东证指数的 PE\_TTM 为 15.18，横向对比相对低于美股同期估值水平，纵向对比也处于 2012 年以来的低位水平。

图表36： 全球主要股票指数不同时间区间的收益表现（数据截至 2025-03-21）

指数	今年以来收益率	2024 年全年收益率	近 3 年年化收益率	近 5 年年化收益率	2012 年以来年化收益率
日经 225 指数	-5.56%	19.22%	8.11%	12.01%	8.11%
东证指数	0.69%	17.69%	9.23%	11.39%	7.28%
纳斯达克综合指数	-7.91%	28.64%	5.93%	14.00%	10.54%
标普 500 指数	-3.64%	23.31%	5.65%	13.21%	8.17%
德国 DAX 指数	14.98%	18.85%	11.37%	13.87%	7.33%
法国 CAC40 指数	8.97%	-2.15%	4.71%	9.93%	5.00%
英国富时 100 指数	5.80%	5.69%	3.51%	7.29%	2.32%
上证指数	0.39%	12.67%	0.77%	2.84%	2.24%
恒生指数	18.09%	17.67%	2.56%	0.53%	1.32%
日经 225 指数（美元计价）	-0.58%	6.95%	2.72%	7.50%	4.43%
东证指数（美元计价）	6.00%	5.58%	3.78%	6.90%	3.63%

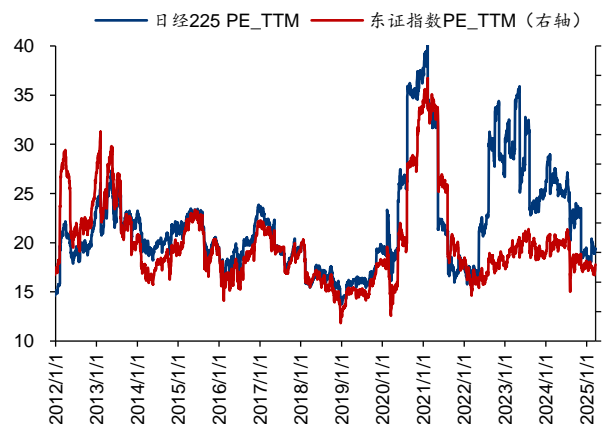
资料来源：Wind，华泰研究

图表37： 截至 2025 年 3 月 21 日全球股指的 PE\_TTM 对比



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表38： 日经 225 和东证指数的估值处于 2012 年以来的低位水平



资料来源：Bloomberg，华泰研究

除日经 225 指数和东证指数外，我们将日本其它具有代表性的指数梳理如下，并附上近 3 年的收益表现，以供投资者参考。从指数类型上看，除常见的宽基、行业类股指外，东证所还发布有类似 2 倍杠杆、1 倍反向的多空策略类指数，指数体系相对丰富。从指数收益表现看，近 3 年日本股市整体呈现大盘优于小盘、价值优于成长、周期红利型行业优于消费类行业的特征，其中 TOPIX 银行和保险行业指数的年化收益率可达 30% 以上。

**图表39：日本具有代表性的宽基指数列表（统计区间：2022年3月21日至2025年3月21日）**

证券代码	证券简称	基期	年化收益率	年化波动率	最大回撤率	夏普比率	Calmar 比率
TOPXC.T	东证 TOPIXCORE30 指数	1998/4/1	16.77%	20.68%	-27.43%	0.81	0.61
TSIL.T	东证 TOPIX 大型股指数	1968/1/4	15.37%	19.31%	-25.84%	0.80	0.59
TOPX100.T	东证 TOPIX100 指数	1998/4/1	15.37%	19.31%	-25.84%	0.80	0.59
TOPX500.T	东证 TOPIX500 指数	1998/4/1	14.12%	18.41%	-24.36%	0.77	0.58
JPXNK400.NK	东京证券交易所日经 400 指数	2013/8/30	14.06%	18.48%	-24.36%	0.76	0.58
TOPX1000.T	东证 TOPIX1000 指数	2003/9/12	14.02%	18.24%	-24.06%	0.77	0.58
TS1EX.T	Ex-东京证券交易所第一部分指数	2022/4/1	13.71%	18.31%	-23.94%	0.75	0.57
TSPM.T	东京证券交易所主要市场指数	2022/4/1	13.28%	18.20%	-23.98%	0.73	0.55
TSPMC.T	东京证券交易所主要市场综合指数	2022/4/1	13.28%	18.20%	-23.97%	0.73	0.55
TOPXL.T	东证 TOPIX70 大盘股指数	1998/4/1	13.22%	17.84%	-23.30%	0.74	0.57
TOPXS500.T	东证 TOPIX500 小盘股指数	2018/8/31	12.47%	16.62%	-19.49%	0.75	0.64
TOPXS.T	东证 TOPIX 小盘股指数	1998/4/1	12.34%	16.55%	-20.22%	0.75	0.61
TSIS.T	东证 TOPIX 小型股指数	1968/1/4	12.34%	16.55%	-20.22%	0.75	0.61
TOPXM.T	东证 TOPIX400 中盘股指数	1998/4/1	11.22%	16.81%	-20.92%	0.67	0.54
TSIM.T	东证 TOPIX 中型股指数	1968/1/4	11.22%	16.81%	-20.92%	0.67	0.54
TSSM.T	东京证券交易所标准市场指数	2022/4/1	9.54%	12.83%	-18.48%	0.74	0.52
TSSM20.T	东京证券交易所标准市场 TOP20 指数	2022/4/1	7.85%	14.85%	-16.86%	0.53	0.47
TSPM150.T	JPX 主要 150 指数	2023/5/26	7.62%	20.46%	-23.34%	0.37	0.33
TOPXMC.T	东证微型市值指数	2023/8/18	4.03%	20.76%	-21.67%	0.19	0.19
TREIT.T	东证 REIT 指数	2003/3/31	-4.18%	12.62%	-21.09%	-0.33	-0.20

资料来源：Wind，华泰研究

**图表40：日本具有代表性的风格指数列表（统计区间：2022年3月21日至2025年3月21日）**

证券代码	证券简称	基期	年化收益率	年化波动率	最大回撤率	夏普比率	Calmar 比率
TOPX500V.T	东证 500 价值指数	2008/11/25	19.5%	19.0%	-25.1%	1.03	0.78
TOPXV.T	东证价值指数	2008/11/25	19.4%	18.7%	-24.7%	1.03	0.78
TOPXSV.T	东证小型价值指数	2008/11/25	17.9%	16.9%	-20.3%	1.06	0.88
TOPXC30V.T	东证核心 30 价值指数	2023/8/18	13.8%	27.3%	-28.5%	0.50	0.48
TOPXL70V.T	东证大型 70 价值指数	2023/8/18	10.1%	24.9%	-24.6%	0.41	0.41
TOPX500G.T	东证 500 成长指数	2008/11/25	8.6%	19.0%	-23.5%	0.45	0.37
TOPXG.T	东证成长指数	2008/11/25	8.5%	18.7%	-23.2%	0.45	0.37
TOPXSG.T	东证小型成长指数	2008/11/25	6.8%	16.9%	-20.1%	0.40	0.34
TOPXM400G.T	东证中型 400 成长指数	2023/8/18	4.7%	20.0%	-18.9%	0.24	0.25
TOPXM400V.T	东证中型 400 价值指数	2023/8/18	4.7%	22.6%	-22.3%	0.21	0.21
MTHR.T	东京证券交易所成长市场 250 指数	2003/9/12	-3.5%	27.5%	-43.9%	-0.13	-0.08
TOPXC30G.T	东证核心 30 成长指数	2023/8/18	-5.0%	26.6%	-26.5%	-0.19	-0.19
TOPXL70G.T	东证大型 70 成长指数	2023/8/18	-5.6%	22.3%	-22.3%	-0.25	-0.25
TSGM.T	东京证券交易所成长市场指数	2022/4/1	-6.2%	26.1%	-42.5%	-0.24	-0.15
TSGMC.T	东京证券交易所成长市场核心指数	2022/4/1	-6.7%	33.8%	-45.9%	-0.20	-0.15

资料来源：Wind，华泰研究

**图表41：日本具有代表性的策略指数列表（统计区间：2022年3月21日至2025年3月21日）**

证券代码	证券简称	基期	年化收益率	年化波动率	最大回撤率	夏普比率	Calmar 比率
TPXHY40.T	东证高股息收益率40指数	2017/8/25	35.7%	29.4%	-25.4%	1.22	1.41
TOPXLEV2.T	东证杠杆(2倍)指数	2011/12/30	25.6%	36.3%	-43.7%	0.71	0.59
TDV100.T	东京证券交易所股息焦点100指数	2010/2/26	18.8%	16.5%	-20.5%	1.14	0.92
TREITINV2.T	东京证券交易所REIT双反向(-2倍)指数	2018/12/7	7.8%	22.8%	-18.6%	0.34	0.42
TREITINV1.T	东京证券交易所REIT反向(-1倍)指数	2018/12/7	4.5%	11.4%	-9.7%	0.39	0.47
TREITLEV2.T	东京证券交易所REIT杠杆(2倍)指数	2018/12/7	-11.9%	22.8%	-30.6%	-0.52	-0.39
TOPXINV1.T	东证反向(-1倍)指数	2011/12/30	-15.2%	18.2%	-40.8%	-0.83	-0.37
TOPXINV2.T	东证双重反向(-2倍)指数	2011/12/30	-30.3%	36.3%	-68.0%	-0.83	-0.45

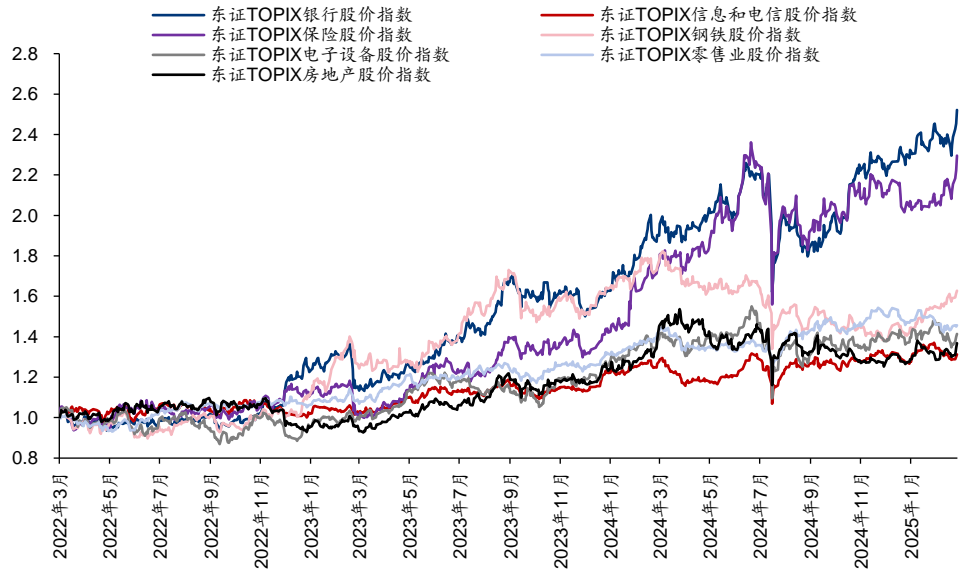
资料来源：Wind，华泰研究

**图表42：日本具有代表性的行业指数列表（统计区间：2022年3月21日至2025年3月21日）**

证券代码	证券简称	基期	年化收益率	年化波动率	最大回撤率	夏普比率	Calmar 比率
IBNKS.T	东证 TOPIX 银行股价指数	1992/1/6	38.95%	26.89%	-28.26%	1.45	1.38
IINSU.T	东证 TOPIX 保险股价指数	1992/1/6	32.38%	28.73%	-33.96%	1.13	0.95
IPETE.T	东证 TOPIX 石油和煤矿股价指数	1968/1/4	23.66%	26.95%	-27.13%	0.88	0.87
IMISC.T	东证 TOPIX 其他产品股价指数	1968/1/4	21.69%	22.24%	-25.02%	0.98	0.87
IWHOL.T	东证 TOPIX 批发业股价指数	1992/1/6	20.51%	24.00%	-29.03%	0.85	0.71
IWHSE.T	东证 TOPIX 仓库和港口运输服务股价指数	1968/1/4	20.05%	16.19%	-16.97%	1.24	1.18
IMING.T	东证 TOPIX 矿业股价指数	1968/1/4	19.51%	34.00%	-29.77%	0.57	0.66
ISECU.T	东证 TOPIX 证券股价指数	1992/1/6	18.42%	26.10%	-32.94%	0.71	0.56
ICNST.T	东证 TOPIX 建筑业股价指数	1968/1/4	18.02%	18.65%	-20.21%	0.97	0.89
IStEL.T	东证 TOPIX 钢铁股价指数	1968/1/4	17.99%	23.19%	-26.47%	0.78	0.68
IMCHN.T	东证 TOPIX 机械设备股价指数	1968/1/4	16.85%	23.91%	-29.83%	0.70	0.57
ITXTL.T	东证 TOPIX 纺织品股价指数	1968/1/4	15.43%	19.48%	-17.26%	0.79	0.89
IEPNG.T	东证 TOPIX 电力和天然气股价指数	1968/1/4	15.31%	23.59%	-26.97%	0.65	0.57
INFRO.T	东证 TOPIX 非铁金属股价指数	1968/1/4	15.00%	26.82%	-29.39%	0.56	0.51
IRUBR.T	东证 TOPIX 橡胶产品股价指数	1968/1/4	14.52%	21.80%	-28.51%	0.67	0.51
IRETL.T	东证 TOPIX 零售业股价指数	1992/1/6	13.62%	15.28%	-17.70%	0.89	0.77
IFINS.T	东证 TOPIX 其他融业务股价指数	1992/1/6	13.59%	22.05%	-25.18%	0.62	0.54
ISHIP.T	东证 TOPIX 海运股价指数	1968/1/4	12.47%	36.16%	-35.09%	0.34	0.36
IELEC.T	东证 TOPIX 电子设备股价指数	1968/1/4	12.47%	24.12%	-29.32%	0.52	0.43
ITEQP.T	东证 TOPIX 运输设备股价指数	1968/1/4	11.70%	26.68%	-37.42%	0.44	0.31
IRLTY.T	东证 TOPIX 房地产股价指数	1968/1/4	11.12%	21.94%	-24.51%	0.51	0.45
IFOOD.T	东证 TOPIX 食品股价指数	1968/1/4	10.74%	14.15%	-15.32%	0.76	0.70
ICOMS.T	东证 TOPIX 信息和电信股价指数	1968/1/4	9.70%	15.85%	-18.86%	0.61	0.51
IMETL.T	东证 TOPIX 金属制品股价指数	1968/1/4	9.00%	18.90%	-21.08%	0.48	0.43
IFISH.T	东证 TOPIX 渔业和林业股价指数	1968/1/4	8.56%	16.64%	-17.09%	0.51	0.50
IGLSS.T	东证 TOPIX 玻璃和陶瓷股价指数	1968/1/4	8.52%	19.71%	-23.68%	0.43	0.36
IPRCS.T	东证 TOPIX 精密仪器股价指数	1968/1/4	6.97%	24.04%	-22.36%	0.29	0.31
IPHAM.T	东证 TOPIX 药品股价指数	1992/1/6	5.94%	18.92%	-21.02%	0.31	0.28
IAIRL.T	东证 TOPIX 空运股价指数	1968/1/4	5.43%	18.81%	-28.45%	0.29	0.19
IRAIL.T	东证 TOPIX 陆上交通股价指数	1968/1/4	4.32%	16.29%	-23.65%	0.27	0.18
ICHEM.T	东证 TOPIX 化学品股价指数	1992/1/6	3.86%	18.54%	-20.40%	0.21	0.19
ISVCS.T	东证 TOPIX 服务业股价指数	1968/1/4	3.50%	20.57%	-21.73%	0.17	0.16
IPAPR.T	东证 TOPIX 纸浆和造纸股价指数	1968/1/4	2.15%	19.61%	-27.82%	0.11	0.08

资料来源：Wind，华泰研究

图表43：日本 TOPIX 部分行业指数走势

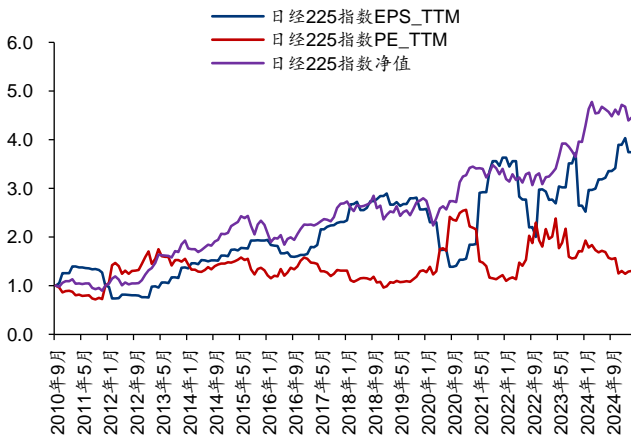


资料来源：Wind，华泰研究

**日股价值分析：增长驱动或来源盈利，风险防范可关注汇率**  
盈利增长是日股上涨的核心驱动力

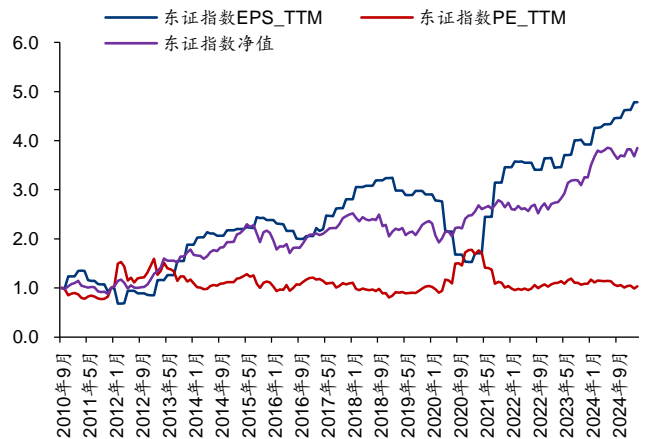
在前期报告《经济周期实证、理论及应用》(2024-01-10)中我们曾指出，股票资产收益的两大核心驱动因素是估值和盈利，股票价格的上涨是估值上涨和盈利增长的共同作用结果。我们选用市盈率 PE 作为估值指标，每股收益 EPS 作为盈利指标，对日股市场的代表性指数日经 225 指数和东证指数进行收益的拆分，结果如下列图表所示。值得注意的是，由于指数会进行成分股调整，以及指数的估值、盈利指标是采用其所有成分股的估值和盈利指标通过特定的公式计算而得，因此上面的增长率公式对于指数来说并不严格成立，但我们还是可以参考指数的估值和盈利增长数据进行定性分析。

图表44：日经 225 指数 PE、EPS 和点位净值走势对比



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

图表45：东证指数 PE、EPS 和点位净值走势对比



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

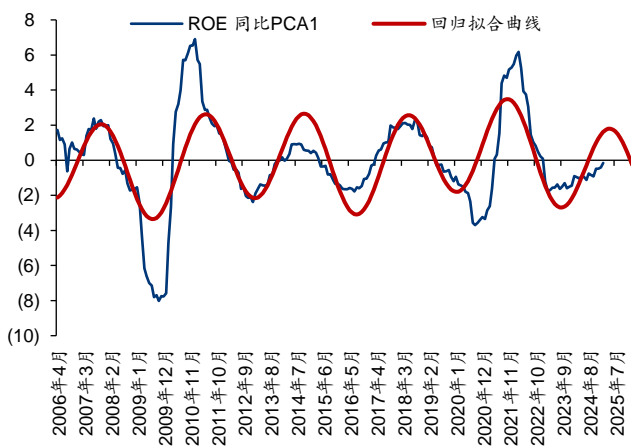
图表46：日经 225 指数和东证指数 2011 年 12 月月末以来的 EPS、PE 和点位涨跌幅对比

	EPS 涨跌幅	PE 涨跌幅	点位涨跌幅
日经 225 指数	280.34%	23.94%	328.03%
东证指数	379.83%	-0.39%	271.28%

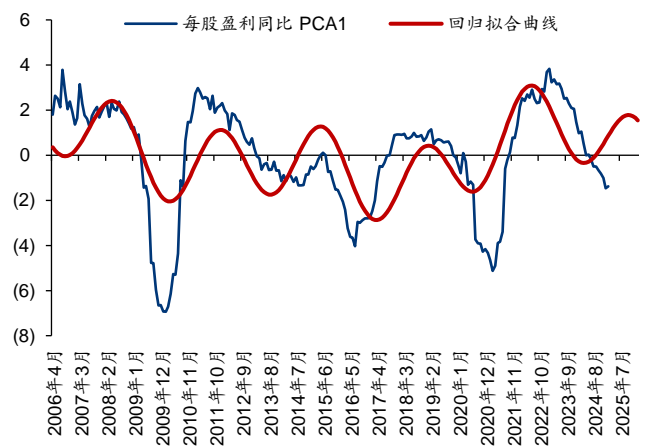
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究，数据区间：2011-12-31~2025-03-21

从结果中可以看到,2011年12月31至2025年3月21日,日经225指数累计上涨328.03%,其中EPS累计上涨280.34%,PE累计上涨23.94%;东证指数累计上涨271.28%,其中EPS累计上涨379.83%,PE累计下跌0.39%。可以看到,自日本经济在2012年开启走出通缩进程后,日股的上涨主要系EPS的上升推动,即日本企业的盈利改善是驱动日股市场收益增长的核心因素。

从前文内容可知,日本是一个典型的出口经济国家,海外收入占比较高,因此日股企业的盈利表现,或主要受全球经济的影响。下图展现了全球主要国家股票市场的ROE同比序列第1主成分因子和每股盈利同比序列第1主成分因子的表现(相关因子的构造方法可参见《经济周期实证、理论及应用》(2024-01-10)),结果显示,两类因子具有较为显著的3年左右的周期特征,而目前全球ROE处于周期筑底阶段,每股盈利则趋近周期低位,如果两类因子能拐头回升,离开底部重返周期上行通道,那么日股或有望迎来新一波的上升行情。

**图表47: 全球股指ROE主成分因子和周期拟合结果**


资料来源: Wind, 华泰研究

**图表48: 全球股指每股盈利主成分因子和周期拟合结果**


资料来源: Wind, 华泰研究

### 汇率或可作为日股市场风险的风向标

鉴于日股企业与全球经济的紧密关系,我们判断汇率或是影响日股市场波动的一个重要因素,可作为日股市场风险的风向标。下图展现了美元兑日元和日经225指数的净值走势图,可以看到,2012年以来,二者呈现相对明显的正相关关系,当美元兑日元下降(日元升值)时,日经225指数收益往往表现不佳,而当美元兑日元上升(日元贬值)时,日经225指数则以上行趋势为主。

**图表49: 日经225指数走势2012年以来和美元兑日元汇率呈现相对明显的正相关**

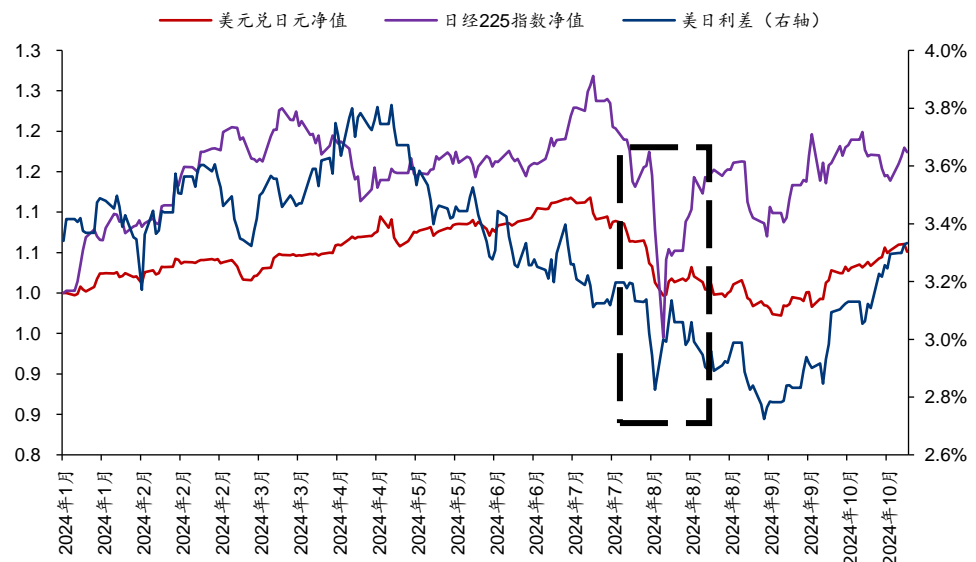

资料来源: Wind, 华泰研究

我们认为导致这种现象的主要原因在于，由于日股企业中出口型企业占比较高，日元的贬值会令它们的相对竞争力更强，进而提升企业的营收表现。因此，在日元贬值时，日股往往会表现出更强的行情。反之，日元升值时，市场对日股企业的盈利预期或将下调，导致日股行情陷入震荡或下行。

此外，我们认为，针对日元的汇率对冲交易和套息交易也是导致日股走势与日元价值呈现负相关的重要因素。汇率对冲交易，一般指投资者利用外汇远期合约，提前锁定未来的汇率，以降低外汇波动对投资收益的影响。远期合约中日元的未来汇率一般受利率平价理论影响。以日元兑美元为例，其远期兑换率与即期兑换率间的差额和日本与美国的利率差额方向基本是一致的，当前日本利率水平远低于美国利率水平，所以日元兑美元的远期兑换率一般会小于即期兑换率，相同数量的日元通过远期合约可以在未来兑换更多的美元。海外投资者在投资日股市场时，如果对日元汇率进行对冲，不但可以预防日元贬值给投资收益带来的负面影响，还可以享受到远期兑换率低于即期兑换率带来的对冲收益。因此，日元贬值并不会影响海外投资者对日股的投资热情，相反，由于对日本出口企业盈利存在改善预期，海外投资者会更加积极配置日股市场，导致日股出现上涨行情。

日元套息交易，则一般指投资者借低息资产、买高息资产，以此赚取两类资产间息差带来的利润。在外汇市场上，由于 21 世纪以来日本长期实施低利率政策，日元成为了世界上相对稳定的低息资产，借入日元投资其它资产的日元套息交易也成为全球金融市场的主流交易之一。但是，如果日本利率开始走强、日美利差开始收窄，那么投资者借入日元的成本将会提高，套息交易的收益会降低，甚至出现亏损情况。为防止损失进一步扩大，套息交易者会将资金其它资产中抽离以偿还日元借款，即出现套息交易反转现象。借日元投资日股的套息交易者会将资金从日股中抽离，给日股带来下行风险；借日元兑换美元的套息交易者会重新将美元兑换成日元，进而导致市场对日元的需求上升，放大日元升值压力。此时，在套息交易反转的推动下，市场将会出现日股和美元兑日元汇率同时下行的现象。如下列图表所示，美元兑日元、美日利差和日经 225 指数在 2024 年 7-8 月的快速下行，或是日元套息交易反转所带来市场风险的现实演绎。

**图表50：今年7月美日利差的快速收窄给日股带来了一定的负面冲击**



资料来源：Wind，华泰研究

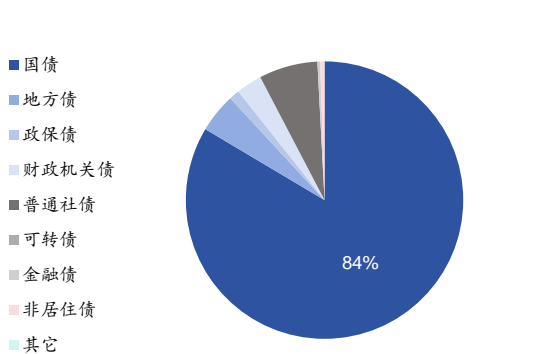
整体来看，在企业出海、汇率对冲、套息交易等多方面影响下，日元汇率或可作为指示日股风险的风向指标，当日元开始升值时，日股市场或有较大概率陷入震荡或下跌行情；而当日元开始贬值时，在锁定远期汇率的情况下，日股或迎来较好的配置时机。建议对日股感兴趣的投资者持续关注日元汇率走势，择时调整相关资产仓位。

## 日本债券市场：低利率环境下投资吸引力相对欠佳

### 日本债市由国债主导，低利率环境下收益表现不如日股市场

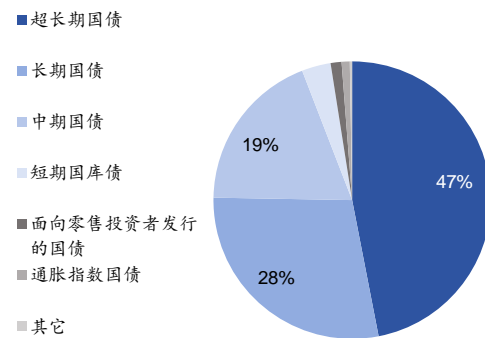
在日本国内，债券市场主要由 8 类债券构成：国债、地方债、政保债、财政机关债、普通社债、可转债、金融债和非居住债。我们以债券未偿余额作为规模指标，截至 2024 年年底，国债规模占债市总规模的比例高达 83%，其余债券类型占比均不足 10%。日本国债属于利率债，其类型可分为短期国库债、中期国债、长期国债、超长期国债、通胀指数国债、面向零售投资者发行的国债等，其中 15 年以上的超长期国债规模在国债总规模中占比最高，接近 50%，其次为长期国债和中期国债，占比分别为 28% 和 19%。整体来看，在日本债市中，国债占据绝对主导地位，而在各类国债类型中，超长期和长期国债的规模位居前列。

图表51：日本债券市场规模分布情况（截至 2024 年年底）



资料来源：日本证券业协会，华泰研究

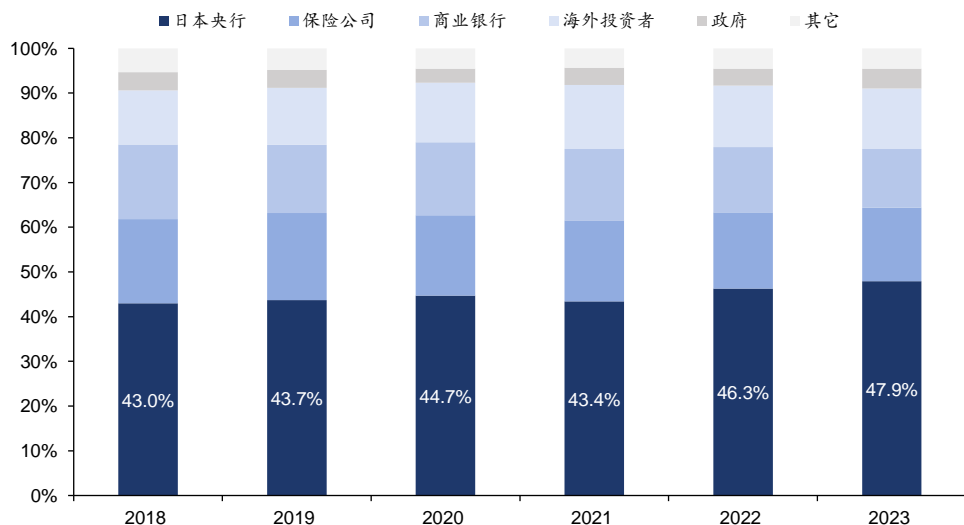
图表52：日本国债不同类型规模分布情况（截至 2024 年年底）



资料来源：日本证券业协会，华泰研究

从投资者结构看，日本国债近 5 年持有人相对稳定。在日本货币政策宽松力度持续扩大的背景下，日本央行购买的国债购买规模突破 500 万亿日元，成为了日本国债的最大持有人。根据日本财务省披露的最新数据，截至 2023 年末，日本央行持有国债及国库短期证券的规模约 585 万亿日元，占比 47.9%；保险公司持有 202 万亿日元，占 16.5%；商业银行等持有 160 万亿日元，占 13.1%；海外投资者持有 165 万亿日元，占 13.5%；政府持有 55 万亿日元，占 4.5%，其中主要是公共养老金持 54 万亿日元；除此外还有年金基金、家庭和个人持有等，但持有量都比较小，均不足 3%。

图表53：日本国债及国库短期证券持有人结构变化（2018 年-2023 年）



资料来源：日本财务省，华泰研究

由于日本近年来一直维持低利率状态，日本国内的债券类资产的收益表现不如股票资产。下列图表展现了日本债券市场综合财富指数的收益-风险特征，结果显示，2012 年至今，日本 10 年期国债全价指数年化收益率仅有 0.02%，远不及同期日经 225 指数的 8.14%，投资吸引力相对欠佳。实际上，21 世纪以来，日本债券基金规模一直难有起色，低于同期股票基金规模。不过，日本国债的波动率很低，对于日本本土投资机构而言，在日股波动风险较高的时候或可考虑作为现金管理工具进行一定仓位的配置。

图表54：日本债券综合财富指数 2012 年至今的序列走势



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表55：日本债券市场综合财富指数和日经 225 指数 2012 年至今的收益-风险特征

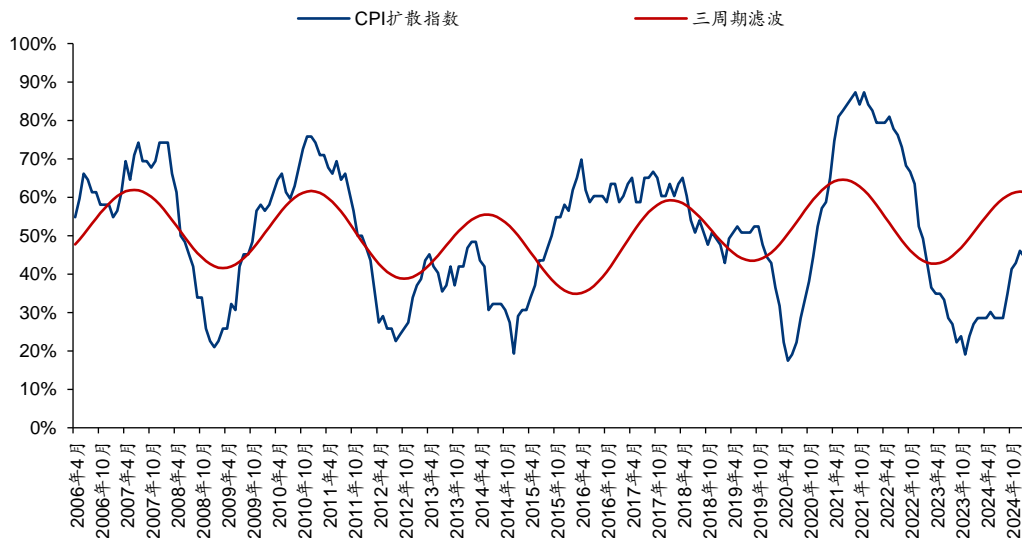
	年化收益率	年化波动率	最大回撤率	夏普比率	Calmar 比率
日债综合财富指数	0.03%	2.04%	-12.48%	0.0150	0.0024
日经 225 指数	11.53%	20.14%	-31.80%	0.5726	0.3627

资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

## 全球通胀回升风险或推升日本长债利率

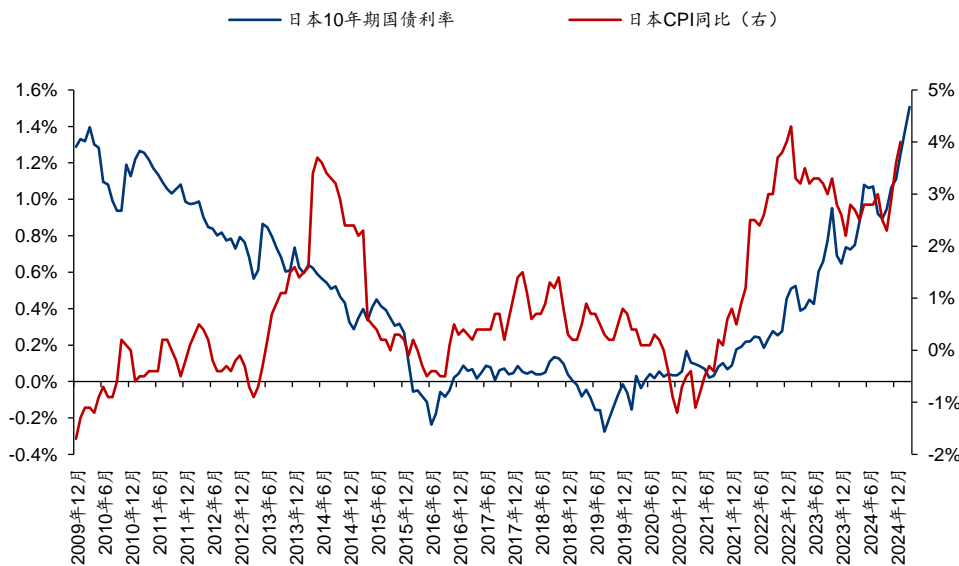
对于日本债券市场的未来走势，我们认为，全球存在通胀回升的风险，而这将导致日本长债利率易涨难跌。下列图表展现了全球 CPI 扩散指数的走势和周期预测结果（具体构造方法参见《扩散指数视角下的宏观周期状态》（2024-08-29）），可以看出，当前 CPI 扩散指数仍处于上行周期，且近期趋势相对坚挺，或表明全球出现二次通胀的可能性很高。同时，从 2022 年 4 月至今，日本的 CPI 同比一直维持在 2% 以上，今年 1 月更是达到了 4%，通胀中枢处于 10 年来的相对高位水平，高通胀环境下，日本央行预计将面临更大的加息压力。实际上，2025 年以来，日本央行对加息整体持积极态度，且在 2025 年 1 月下旬将关键利率上调 25 个基点至 0.5%，加息幅度为 2007 年 2 月以来最大。加息进程的开启，短期内或令日债收益表现更加低迷，但随着利率中枢上移、货币政策正常化有序推进，未来日本低利率环境可能得到改善，债券收益表现可能回归正轨。

图表56：全球 CPI 同比扩散指数和周期拟合结果



资料来源：Wind，华泰研究

图表57：日本 CPI 同比近期呈回升趋势，日债利率有上行压力



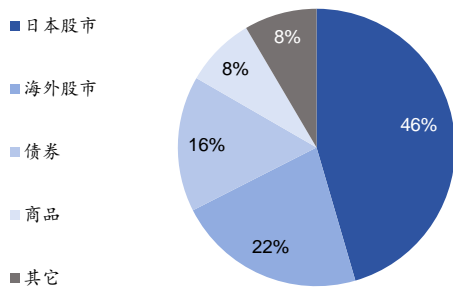
资料来源：Wind，华泰研究

## 日本资本市场相关投资工具梳理

### 日股相关 ETF 产品挂钩指数主要集中在东证指数和日经 225 指数上

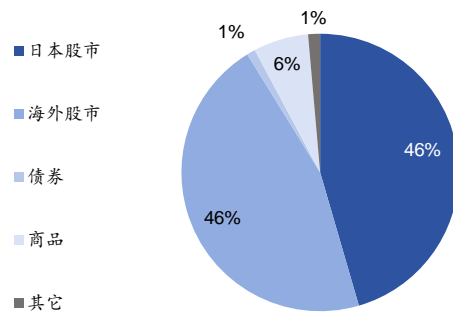
与股票市场类似，日本 ETF 市场发展也相对成熟，根据东证所披露的数据，截至 2023 年年底，东证所上市有 354 只 ETF 产品（包含日本本土成立和海外挂牌上市的产品），合计规模达 155 万亿日元，按当时汇率折算约合 1.10 万亿美元。下图展现了在东证所上市可交易的不同挂钩标的的 ETF 数量和规模分布情况。从数量上看，挂钩标的为日股的 ETF 数量占比最高，达到 46%，其次是挂钩海外股市的 ETF，数量占比为 22%，第三是挂钩债券市场的 ETF，数量占比达 16%；从规模上看，占比前两位的依然是挂钩日股的 ETF 和挂钩海外股市的 ETF，二者规模接近，各占总规模的 46%，其中海外股市 ETF 主要跟踪美股标普 500、纳斯达克 100 等指数。

图表58：东证所上市 ETF 挂钩标的数量分布



资料来源：日本交易所集团，华泰研究，截至 2023-12-31

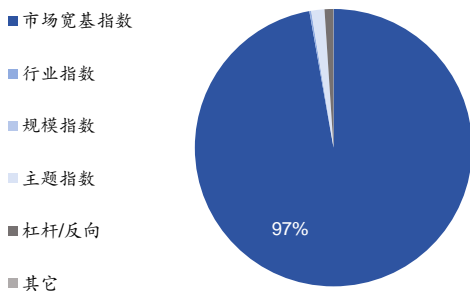
图表59：东证所上市 ETF 挂钩标的规模分布



资料来源：日本交易所集团，华泰研究，截至 2023-12-31

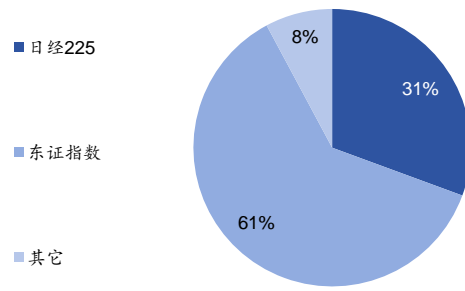
进一步的，我们将目光主要聚焦于投资日本国内股票市场的 ETF，按它们的股指类别进行了更细化的梳理，如下图所示。结果显示，跟踪市场宽基指数的 ETF 规模占比最高，约为 97%，其次是主题指数，占比约为 1.5%；按跟踪指数划分，跟踪东证指数的 ETF 规模占比最高，约为 61%，其次是日经 225 指数，约为 31%，两者合计规模占比达 92%。

图表60：东证所日股 ETF 中，宽基指数 ETF 规模占主导地位



资料来源：日本交易所集团，华泰研究，截至 2023-12-31

图表61：东证所日股 ETF 主要跟踪东证指数和日经 225 指数



资料来源：日本交易所集团，华泰研究，截至 2023-12-31

基于 Wind 数据库，我们基于规模等特征，选取 10 只具有代表性的日股 ETF 的相关信息整理如下。可以发现，下列产品中，规模排名前三的 ETF 均挂钩东证指数，发行公司分别为野村资产、Nikko（日兴资产）和 Daiwa（大和资产）。这三家管理机构也是日股 ETF 市场上最主要的 ETF 发行商。除东证指数外，规模排名前列的 ETF 挂钩指数还有日经 225 和 JPX-日经 400 指数。

**图表62：日本东证所上市具有代表性的日股ETF产品（截至2025-03-21）**

ETF 代码	ETF 简称	基金成立日	基金管理人	基金规模（日元，十亿）	基金规模（美元，亿）
1306.T	NEXT 东证股价指数 ETF	2001/7/11	野村アセットマネジメント株式会社	23,745.81	159.02
1308.T	Nikko 东证股价指数 ETF	2001/12/20	Nikko Asset Management Co., Ltd	11,281.98	75.55
1305.T	iFree 东证股价指数 ETF	2001/7/11	Daiwa Asset Management Co. Ltd	10,762.31	72.07
1321.T	NEXT 日经 225 指数 ETF	2001/7/9	野村アセットマネジメント株式会社	10,403.45	69.67
1330.T	Nikko 日经 225 指数 ETF	2001/7/9	Nikko Asset Management Co., Ltd	5,014.55	33.58
1320.T	iFree 日经 225 指数 ETF	2001/7/9	Daiwa Asset Management Co. Ltd	4,606.83	30.85
1348.T	MAXIS 东证股价指数 ETF	2009/5/14	三菱 UFJ アセットマネジメント株式会社	3,399.18	22.76
1346.T	MAXIS 日经 225 指数 ETF	2009/2/24	三菱 UFJ アセットマネジメント株式会社	2,352.81	15.76
1475.T	iShares 核心东证指数 ETF	2015/10/19	ブラックロック・ジャパン株式会社	1,979.54	13.26
1591.T	NEXT JPX-日经 400 指数 ETF	2014/1/24	野村アセットマネジメント株式会社	1,660.63	11.12

资料来源：Wind，华泰研究

**图表63：日本市场主要ETF收益情况（2022-03-21~2025-03-21，以日元本币计价）**

	区间收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	Calmar 比率
NEXT 东证股价指数 ETF	57.89%	11.06%	14.94%	-23.98%	0.74	0.46
Nikko 东证股价指数 ETF	57.89%	11.06%	14.93%	-23.97%	0.74	0.46
iFree 东证股价指数 ETF	57.89%	11.06%	14.94%	-23.97%	0.74	0.46
NEXT 日经 225 指数 ETF	48.45%	9.50%	16.90%	-25.51%	0.56	0.37
Nikko 日经 225 指数 ETF	48.33%	9.48%	16.90%	-25.50%	0.56	0.37
iFree 日经 225 指数 ETF	48.49%	9.51%	16.90%	-25.50%	0.56	0.37
MAXIS 东证股价指数 ETF	57.84%	11.05%	14.94%	-23.98%	0.74	0.46
MAXIS 日经 225 指数 ETF	48.36%	9.49%	16.90%	-25.51%	0.56	0.37
iShares 核心东证指数 ETF	57.96%	11.07%	14.93%	-23.97%	0.74	0.46
NEXT JPX-日经 400 指数 ETF	58.10%	11.10%	15.20%	-24.36%	0.73	0.46

资料来源：Wind，华泰研究

**图表64：日本市场主要ETF收益情况（2022-03-21~2025-03-21，以美元计价）**

	区间收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	Calmar 比率
NEXT 东证股价指数 ETF	26.33%	5.52%	16.51%	-21.03%	0.33	0.26
Nikko 东证股价指数 ETF	26.33%	5.52%	16.50%	-21.02%	0.33	0.26
iFree 东证股价指数 ETF	26.33%	5.52%	16.51%	-21.03%	0.33	0.26
NEXT 日经 225 指数 ETF	18.78%	4.03%	18.20%	-21.76%	0.22	0.19
Nikko 日经 225 指数 ETF	18.68%	4.01%	18.20%	-21.77%	0.22	0.18
iFree 日经 225 指数 ETF	18.81%	4.04%	18.20%	-21.73%	0.22	0.19
MAXIS 东证股价指数 ETF	26.29%	5.51%	16.51%	-21.03%	0.33	0.26
MAXIS 日经 225 指数 ETF	18.71%	4.02%	18.20%	-21.76%	0.22	0.18
iShares 核心东证指数 ETF	26.39%	5.53%	16.50%	-21.02%	0.33	0.26
NEXT JPX-日经 400 指数 ETF	26.49%	5.55%	16.77%	-21.64%	0.33	0.26

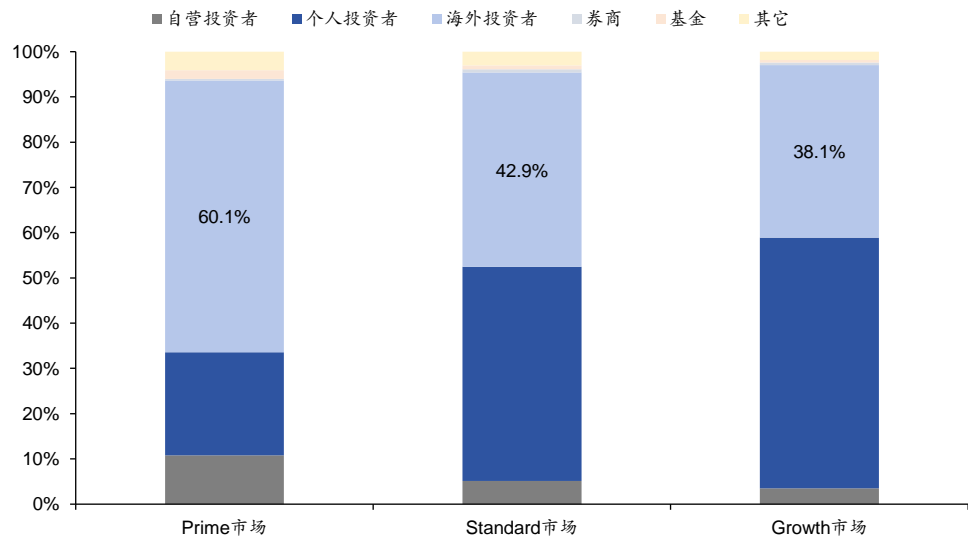
资料来源：Wind，华泰研究

从收益上看，跟踪东证指数和日经 225 指数的 ETF 业绩表现基本类似，近 3 年的年化收益在 10% 左右（本币计价），东证指数 ETF 相对更稳健，年化波动率和最大回撤率均小于与日经 225 指数挂钩的 ETF。如果转换为美元计价，上述 ETF 的业绩表现有所降低，但正如前文所述，海外投资者进入日本市场时一般会进行汇率对冲以降低日元汇率波动对收益的影响，因此以日元本币计价的 ETF 业绩表现或更加契合相关产品的收益能力。

## 其他国家地区投资日本市场的基金产品整理

从前文可知，日本股票市场规模在全球位居前列，且 2012 年以来的收益表现较为出色，吸引越来越多的海外投资者参与其中。2024 年全年，海外投资者在东证所三大市场板块的成交金额占比均在 35% 以上，其中 Prime 市场板块占比超过 60%，由此可见，对于日本股市而言，外资是重要的市场参与者。但是海外资本直接投资日本股市需要通过 FPI 途径注册为外国投资机构（FII）以及外国投资者（FPI）。本部分我们将介绍非日本本土上市的日股相关基金，以作为投资者更便利的投资工具。

图表65：日本东证所股市 2024 年全年成交额中，海外投资者占比较高



资料来源：日本交易所集团，华泰研究

## 中国境内可投产品

目前境内投资于日股市场的 QDII 基金有 7 只，包含 1 只主动基金，5 只 ETF 和 1 只 ETF 联接基金。除 QDII 渠道外，粤港澳大湾区的境内投资者还可以通过跨境理财通的南向通道，投资部分香港上市的日股相关基金，如中银保诚 MSCI 日本指数基金等，跨境理财通南向通相关投资方法可参考我们的前期报告《南向通助力投资者布局全球资产——海外市场产品研究系列之三》（2025-01-16）。

从规模上看，以人民币计价，主动基金摩根日本精选的规模最大，为 20.33 亿元，其次是华安三菱日联日经 225ETF，规模达 13.64 亿元；从业绩表现来看，同样以人民币计价，跨境理财通南向通中的中银保诚 MSCI 日本指数基金的近 3 年的年化收益率可达 7.92%，夏普比率为 0.48，高于我们所列举的 QDII 基金，而在所有 QDII 基金中，南方东证指数 ETF 表现较强，近 3 年年化收益率达 7.76%。受汇率波动影响，以美元计价的相关指数产品收益表现相对较低，近 3 年年化收益率约在 4% 左右。

图表66：境内可投资日本的 QDII 基金和跨境理财通南向通基金产品示例

证券代码	证券简称	基金成立日	基金管理人	基金规模（人民币，亿元）	基金规模（美元，亿元）
007280.OF	摩根日本精选	2019/7/31	摩根基金管理(中国)有限公司	20.33	2.83
513880.OF	华安三菱日联日经 225ETF	2019/6/12	华安基金管理有限公司	13.64	1.90
513520.OF	华夏野村日经 225ETF	2019/6/12	华夏基金管理有限公司	10.14	1.41
513800.OF	南方东证指数 ETF	2019/6/12	南方基金管理股份有限公司	7.71	1.07
159866.OF	工银大和日经 225ETF	2021/3/24	工银瑞信基金管理有限公司	6.18	0.86
513000.OF	易方达日兴资管日经 225ETF	2019/6/12	易方达基金管理有限公司	6.16	0.86
020712.OF	华安三菱日联日经 225 联接	2024/2/7	华安基金管理有限公司	1.14	0.16
BOC000073.OF	中银保诚 MSCI 日本指数基金	2017/2/24	中銀國際英國保誠資產管理有限公司	1.24	0.17

资料来源：Wind，华泰研究，规模统计截至 2025-03-21

**图表67：境内投资日本的 QDII 基金和跨境理财通南向通基金代表性产品业绩表现（2022-03-21~2025-03-21，以人民币计价）**

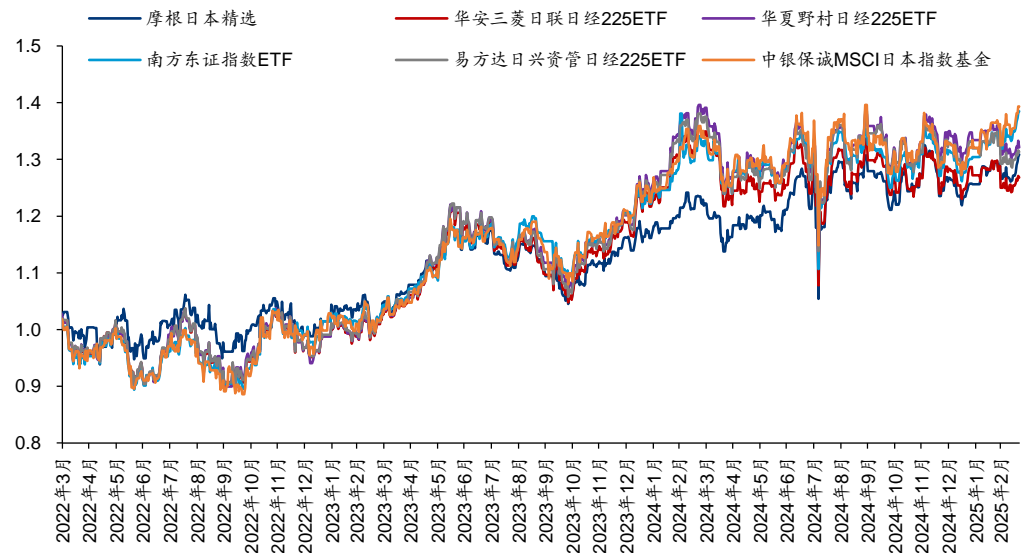
	区间收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	Calmar 比率
摩根日本精选	30.87%	6.38%	16.39%	-17.88%	0.39	0.36
华安三菱日联日经 225ETF	26.81%	5.61%	16.74%	-20.44%	0.34	0.27
华夏野村日经 225ETF	32.12%	6.61%	15.55%	-18.06%	0.43	0.37
南方东证指数 ETF	38.47%	7.76%	15.83%	-19.86%	0.49	0.39
易方达日兴资管日经 225ETF	31.29%	6.45%	16.05%	-17.58%	0.40	0.37
中银保诚 MSCI 日本指数基金	39.32%	7.92%	16.58%	-16.93%	0.48	0.47

资料来源：Wind，华泰研究

**图表68：境内投资日本的 QDII 基金和跨境理财通南向通基金代表性产品业绩表现（2022-03-21~2025-03-21，以美元计价）**

	区间收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	Calmar 比率
摩根日本精选	16.13%	3.50%	16.91%	-18.33%	0.21	0.19
华安三菱日联日经 225ETF	12.53%	2.75%	17.25%	-21.44%	0.16	0.13
华夏野村日经 225ETF	17.24%	3.72%	16.26%	-21.79%	0.23	0.17
南方东证指数 ETF	22.88%	4.85%	16.21%	-21.51%	0.30	0.23
易方达日兴资管日经 225ETF	16.51%	3.57%	16.56%	-21.39%	0.22	0.17
中银保诚 MSCI 日本指数基金	23.63%	4.99%	16.46%	-22.59%	0.30	0.22

资料来源：Wind，华泰研究

**图表69：境内可投资日本市场代表性基金净值走势（初始值归一化，以人民币计价）**


资料来源：Wind，华泰研究

### 中国香港可投产品

根据 Wind 数据披露，中国香港市场的日本相关基金产品较为丰富，目前有 6 只 ETF 产品，其中有 4 只发行于 2024 年，说明最近一年国内投资者对日本市场的关注度也在持续升温。最大的 ETF 产品是华夏基金在 2016 年发行的华夏 MSCI 日股（美元对冲）ETF，基金规模达 2.7 亿美元。除 ETF 产品外，香港市场还有 48 只主动基金和 5 只指数基金，其中规模在 10 亿美元以上的主动基金有 4 只，最大的是瀚亚投资于 2011 年发行的日本动力股票基金，规模合计有 25.53 亿美元。从业绩上看，在美元计价的情况下，华夏 MSCI 日股（美元对冲）ETF 近 3 年收益表现相对优异，可达 13.34%，强于同期的日经 225 指数和东证指数，同时摩根日本股票基金、富达日本价值型基金近 3 年的年化收益率和夏普比率也有不错的表现。

图表70：中国香港市场投资日本的ETF产品

证券代码	证券简称	基金成立日	基金管理人	基金规模 (美元, 亿元)
3160.OF	华夏 MSCI 日股(美元对冲)ETF	2016/2/12	华夏基金(香港)有限公司	2.70
7515.OF	南方东英 2 倍做空日经 225ETF	2024/5/24	南方东英资产管理有限公司	0.13
3153.OF	南方东英日经 225 指数 ETF	2024/1/26	南方东英资产管理有限公司	0.13
3410.OF	恒生日本东证 100ETF	2024/7/2	恒生投资管理有限公司	0.13
7262.OF	南方东英 2 倍做多日经 225ETF	2024/5/24	南方东英资产管理有限公司	0.10
3150.OF	Global X 日本全球领导 ETF	2023/11/23	未来资产环球投资(香港)有限公司	0.03

资料来源：Wind，华泰研究，规模统计截至 2025-3-21

图表71：中国香港市场投资日本的具有代表性的非ETF产品

证券代码	证券简称	基金成立日	基金管理人	基金规模 (美元, 亿元)
EAS000074.OF	瀚亚投资-日本动力股票基金	2011/2/7	Eastspring Investments (Luxembourg) S.A.	25.53
JPM000281.OF	摩根日本股票	2000/10/13	JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.	23.16
INV000146.OF	景顺日本股票优势基金	2011/9/30	Invesco Management S.A.	21.71
ASI000048.OF	高盛日本股票投资组合	2021/11/24	Goldman Sachs Asset Management B.V.	18.28
FID000229.OF	富达基金-日本价值型基金	2009/9/18	FIL Investment Management (Luxembourg) S.A.	14.44
SCH000124.OF	施罗德日本股票基金	2013/3/27	Schroder Investment Management (Europe) S.A.	12.44

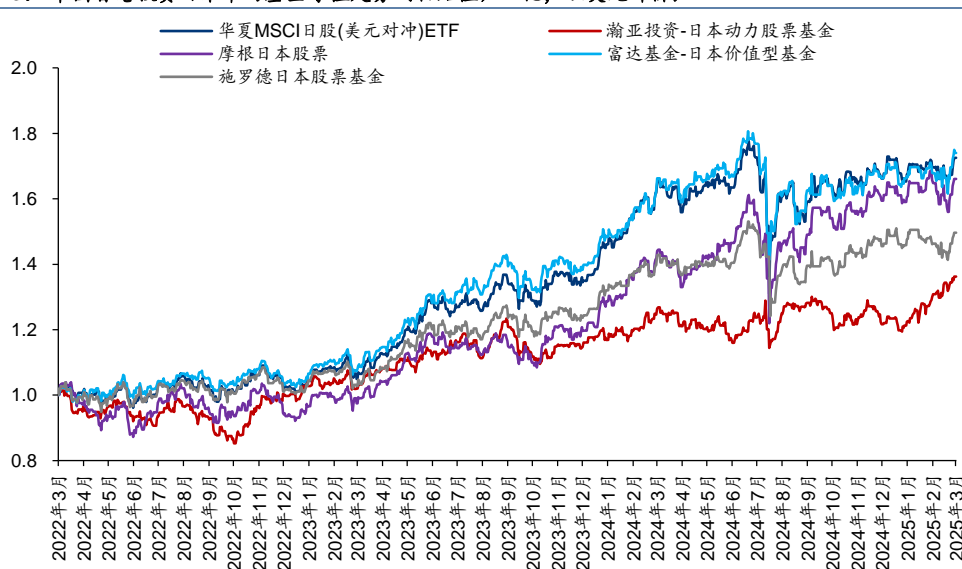
资料来源：Wind，华泰研究，规模统计截至 2025-03-21

图表72：中国香港市场投资日本的具有代表性的基金产品业绩表现 (2022-03-21~2025-03-21, 以美元计价)

	区间收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	Calmar 比率
华夏 MSCI 日股(美元对冲)ETF	72.51%	13.34%	15.90%	-26.32%	0.84	0.51
瀚亚投资-日本动力股票基金	36.28%	7.37%	13.12%	-15.98%	0.56	0.46
摩根日本股票	66.10%	12.36%	16.54%	-24.32%	0.75	0.51
富达基金-日本价值型基金	74.04%	13.58%	14.68%	-21.75%	0.92	0.62
施罗德日本股票基金	49.65%	9.70%	14.28%	-18.89%	0.68	0.51

资料来源：Wind，华泰研究

图表73：中国香港投资日本市场基金净值走势 (初始值归一化, 以美元计价)



资料来源：Wind，华泰研究

美国可投产品

美国投资于日本市场的上市 ETF 种类较为丰富，从跟踪指数的类型看，包含有 JPX-日经 400、MSCI 日本、日本小盘股等，我们基于规模和数据可得性等因素，选取了其中部分具有代表性的 ETF 产品，将其信息整理如下，供投资者参考。从业绩表现看，在以美元计价的条件下，iShares 货币对冲 MSCI 日本 ETF 收益表现较强，其跟踪的指数是经汇率对冲后的 MSCI 日本指数，该 ETF 产品年化收益率可达 10% 以上，优于同期日经 225 等日股主要指数的收益表现。

图表74： 美国市场投资日本的具有代表性的 ETF 产品

证券代码	证券简称	基金成立日	基金管理人	基金规模 (美元, 亿元)
EWJ.P	iShares MSCI 日本 ETF	1996/3/12	BlackRock Fund Advisors.	157.29
HEWJ.P	iShares 货币对冲 MSCI 日本 ETF	2014/1/31	BlackRock Fund Advisors.	4.08
EWJV.O	iShares MSCI 日本价值 ETF	2019/3/5	BlackRock Fund Advisors.	2.71
TOK.P	iShares MSCI 国际 ETF	2007/12/10	BlackRock Fund Advisors.	2.62
FJP.O	FT 日本 AlphaDEX ETF	2011/4/18	FIRST TRUST ADVISORS L.P.	2.02
SCJ.P	iShares MSCI 日本小盘股 ETF	2007/12/20	BlackRock Fund Advisors.	1.08
JPXN.P	iShares JPX 日经 400 指数 ETF	2001/10/23	ブラックロック・ジャパン株式会社	0.90

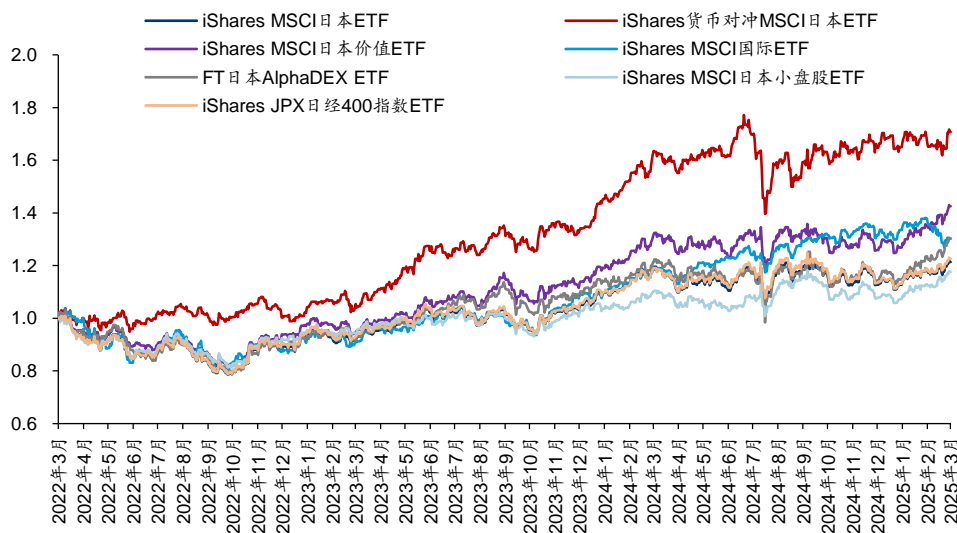
资料来源：Wind，华泰研究，规模统计截至 2025-03-21

图表75： 美国市场投资日本的具有代表性的 ETF 产品业绩表现 (2022-03-21~2025-03-21, 美元计价)

	区间收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	Calmar 比率
iShares MSCI 日本 ETF	21.34%	4.54%	14.56%	-22.35%	0.31	0.20
iShares 货币对冲 MSCI 日本 ETF	70.71%	13.07%	14.74%	-21.20%	0.89	0.62
iShares MSCI 日本价值 ETF	42.51%	8.48%	13.89%	-19.45%	0.61	0.44
iShares MSCI 国际 ETF	30.22%	6.25%	13.65%	-23.22%	0.46	0.27
FT 日本 AlphaDEX ETF	30.24%	6.26%	16.44%	-23.20%	0.38	0.27
iShares MSCI 日本小盘股 ETF	17.57%	3.79%	12.87%	-18.66%	0.29	0.20
iShares JPX 日经 400 指数 ETF	22.53%	4.78%	14.32%	-21.87%	0.33	0.22

资料来源：Wind，华泰研究

图表76： 美国投资日本市场具有代表性的 ETF 产品净值走势 (初始值归一化, 以美元计价)



资料来源：Wind，华泰研究

## 附录

### 日本东京证券交易所涨跌幅、最小变动单位等规定细则

图表77：东证所证券股价最小变动单位限制

当前股价 P	最小股价变动单位	
	TOPIX500 成份股	其它
P < 1000 日元	0.1 日元	1 日元
1000 日元 ≤ P < 3000 日元	0.5 日元	1 日元
3000 日元 ≤ P < 5000 日元	1 日元	5 日元
5000 日元 ≤ P < 10000 日元	1 日元	10 日元
10000 日元 ≤ P < 30000 日元	5 日元	10 日元
30000 日元 ≤ P < 50000 日元	10 日元	50 日元
50000 日元 ≤ P < 100000 日元	10 日元	100 日元
100000 日元 ≤ P < 300000 日元	50 日元	100 日元
300000 日元 ≤ P < 500000 日元	100 日元	500 日元
500000 日元 ≤ P < 1000000 日元	100 日元	1000 日元
1000000 日元 ≤ P < 3000000 日元	500 日元	10000 日元
3000000 日元 ≤ P < 5000000 日元	1000 日元	5000 日元
5000000 日元 ≤ P < 10000000 日元	1000 日元	10000 日元
10000000 日元 ≤ P < 30000000 日元	5000 日元	10000 日元
30000000 日元 ≤ P < 50000000 日元	10000 日元	50000 日元
50000000 日元 ≤ P	10000 日元	100000 日元

资料来源：日本交易所集团，华泰研究

图表78：东证所证券涨跌幅限制

基准股价 P	涨跌限制(±)	基准股价 P	涨跌限制(±)
P < 100 日元	30 日元	100000 日元 ≤ P < 150000 日元	30000 日元
100 日元 ≤ P < 200 日元	50 日元	150000 日元 ≤ P < 200000 日元	40000 日元
200 日元 ≤ P < 500 日元	80 日元	200000 日元 ≤ P < 300000 日元	50000 日元
500 日元 ≤ P < 700 日元	100 日元	300000 日元 ≤ P < 500000 日元	70000 日元
700 日元 ≤ P < 1000 日元	150 日元	500000 日元 ≤ P < 700000 日元	100000 日元
1000 日元 ≤ P < 1500 日元	300 日元	700000 日元 ≤ P < 1000000 日元	150000 日元
1500 日元 ≤ P < 2000 日元	400 日元	1000000 日元 ≤ P < 1500000 日元	300000 日元
2000 日元 ≤ P < 3000 日元	500 日元	1500000 日元 ≤ P < 2000000 日元	400000 日元
3000 日元 ≤ P < 5000 日元	700 日元	2000000 日元 ≤ P < 3000000 日元	500000 日元
5000 日元 ≤ P < 7000 日元	1000 日元	3000000 日元 ≤ P < 5000000 日元	700000 日元
7000 日元 ≤ P < 10000 日元	1500 日元	5000000 日元 ≤ P < 7000000 日元	1000000 日元
10000 日元 ≤ P < 15000 日元	3000 日元	7000000 日元 ≤ P < 10000000 日元	1500000 日元
15000 日元 ≤ P < 20000 日元	4000 日元	10000000 日元 ≤ P < 15000000 日元	3000000 日元
20000 日元 ≤ P < 30000 日元	5000 日元	15000000 日元 ≤ P < 20000000 日元	4000000 日元
30000 日元 ≤ P < 50000 日元	7000 日元	20000000 日元 ≤ P < 30000000 日元	5000000 日元
50000 日元 ≤ P < 70000 日元	10000 日元	30000000 日元 ≤ P < 50000000 日元	7000000 日元
70000 日元 ≤ P < 100000 日元	15000 日元	50000000 日元 ≤ P	10000000 日元

资料来源：日本交易所集团，华泰研究

### 风险提示

基金产品收益均为历史收益，并不代表未来收益表现；海外股票市场波动较大，产品形态、监管等方面均与国内不同，投资者应根据自身的风险承受能力和投资目标，审慎选择适合自己的产品，并密切关注基金的持仓分布、投资策略及业绩表现，本报告不涉及对任何产品的推荐。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，林晓明、陈烨、李聪、刘志成、韩哲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师林晓明、陈焯、李聪、刘志成、韩哲本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司