

日本证券业历史复盘与启示

华泰研究

2024年2月22日 | 中国内地

专题研究

日本证券百余载，观行业演绎启示

日本股票市值排名全球第三（2023年末），曾在泡沫经济破裂后由盛转衰又自量化宽松以来重启上涨行情。股市的变化牵动证券行业的波动和演进，以经纪为核心的业务结构导致行业增长乏力，营业收入、净资产规模均未超过90年代峰值水平，管理费用刚性导致盈利能力有限；格局上，混业经营推动银行系券商进入头部序列，当前野村、大和、瑞穗、三菱摩根士丹利和SMBC日兴龙头地位稳固，同时佣金自由化、NISA等推动互联网券商探索特色化道路，带领行业开启零佣金时代。在此过程中，日本证券业逐渐形成两股差异化发展浪潮，传统龙头夯实综合业务优势，互联网券商破旧立新。

发展脉络：经济奠定底色，开启零佣时代

日本证券业过去的发展主要可以分为四个阶段，其中1990年泡沫经济破裂为行业由盛转衰的转折点。二战后日本经济在多项政策刺激下复苏，证券业快速发展，山一、野村、日兴和大和四大龙头券商格局确立。80年代广场协议推动日元升值，宽松货币政策推动大量资金涌入房市、股市，泡沫滋生。90年代初，货币政策快速收紧击溃泡沫，证券行业经营压力激增。百年券商山一证券宣告破产。1998年启动金融大改革，政策开始鼓励证券行业创新，互联网券商兴起。2013年以来，量化宽松，股市重启上涨行情，但行业佣金战愈演愈烈，2023年互联网券商带领行业开启零佣金时代。

格局演绎：总量增长乏力，龙头地位稳固

日本股市市值排名全球第三（2023年末6.2万亿美元），仅次于美股及A股，股票成交额波动上行。但经纪价格战激烈，IPO体量小（2022年仅738亿日元）、两融规模小（2023年末仅4.3万亿日元，占股市市值0.5%）、资管业务不归属于券商，导致日本券商整体成长性较差。目前行业整体营业收入、净资产规模均未超过90年代峰值水平，净利润虽略高但ROE基本在5%中枢波动，盈利能力有限，主要系管理费率较高、员工成本较为刚性所致。格局上，混业经营推动银行系券商进入头部序列，五大券商龙头地位稳固，同时互联网券商另辟蹊径探索特色化道路。

网络券商：低佣策略鲜明，行业集中度高

日本网上证券交易始于1996年，早期由传统券商首推，但伴随券商准入放宽和佣金自由化，大量的专业互联网券商和外资券商进入市场，以SBI为首的专业互联网券商推行低佣策略抢占零售市场，市占率快速提升。2014年以来，NISA账户的免税机制吸引大量年轻投资者开户，券商NISA账户数和买入额占比明显提升，年轻投资者的参与再次促进互联网券商繁荣。当前行业集中度较高，2020年TOP5垄断全部互联网券商零售交易额的90%以上，SBI和乐天证券客户基础扎实，稳居行业冠亚军位置，二者已于2023年10月推出零佣金账户抢占新NISA市场，助推日本进入零佣金时代。

龙头巡礼：传统五大巨头，新兴势头正猛

传统五大券商在行业中占据较高地位，2022财年营业收入市占率43%、净利润市占率21%（前三大占28%，主要系日兴证券亏损）。从特色看，野村控股为行业翘楚，拥有日本最大的零售机构网络，投行稳居日资券商第一，通过外延并购提升国际化水平。大和仅次于野村，零售业务相对领先，理财师认证人数行业第一。互联网券商于1999年兴起，历经20余年积淀探索出差异化模式。SBI属于软银金融版图，采取低佣获客策略，当前客户规模、交易市占率均居互联网券商之首，2023年10月率先推出零佣金账户。

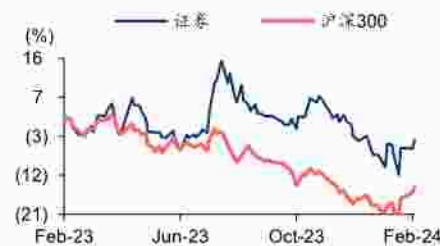
风险提示：日本市场表现不及预期，日本与国内政策存在差异。

证券

增持（维持）

研究员	沈娟
SAC No. S0570514040002	shenjuan@htsc.com
SFC No. BPN843	+(86) 755 2395 2783
研究员	汪煜
SAC No. S0570523010003	wangyu017005@htsc.com
SFC No. BRZ146	+(86) 21 2897 2228
联系人	孙亦欣
SAC No. S0570123070041	sunyixin@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

正文目录

引言	6
寻历史：日本证券市场跌宕起伏	7
1950-1985 年：战后复苏，四大券商格局确立	7
1986-1989 年：经济过热，股市房市泡沫滋生	9
1990-2012 年：泡沫破裂，行业迎来经营危机	11
2013 年以来：量化宽松，股市重启上涨行情	13
观现状：挖掘日本证券业经营本质	15
证券市场：市值全球第三，IPO 规模较小	15
行业概况：盈利能力波动，净资产尚未回归峰值	17
竞争格局：寡头垄断稳固，混业加剧竞争	20
业务拆解：经纪业务为核，投行规模尚小	22
经纪业务：零售竞争激烈，佣金战白热化	22
信用业务：两融规模尚小，收入贡献有限	25
投行业务：格局高度集中，外资排名下滑	26
投资业务：资产占比较高，交易收入趋稳	28
探热点：互联网券商加速掘新机	30
发展脉络：低佣策略鲜明，NISA 创造新机	30
互联网券商格局：CR5 集中度高，SBI 证券居首	32
拆案例：传统与新兴差异化发展	35
野村控股：行业绝对龙头，零售机构双优	35
发展历程：从钱庄店铺迈向国际投行	35
行业地位：零售客群雄厚，机构投行领跑	37
走向国际：收购雷曼兄弟，迎接机遇挑战	38
大和证券：行业排名第二，稳健护航发展	40
发展历程：银证整合塑造行业第二大券商	40
行业地位：日本行业第二，差异赛道发展	43
走向国际：扩展业务边界，持续贡献利润	44
SBI 控股：互联网证券龙头，领导零佣金革命	45
发展历程：政策追随迎发展，紧跟互联网大势	45
低佣策略：推动 Neo 证券化，重组证券业格局	47
多元产品：交易咨询便捷化，致力于未来金融	48
风险提示	49

图表目录

图表 1：日本证券市场及证券行业发展脉络	7
图表 2：1955-1965 年日本 GDP 及同比变动	8



图表 3: 1950-1965 年日经指数走势	8
图表 4: 1955-1965 年日本贸易差额	8
图表 5: 1955-1965 年日本 CPI 同比	8
图表 6: 1960-1965 东京证券交易所股票成交额	9
图表 7: 1962-1968 年日本证券公司及营业部数量变动	9
图表 8: 1961-1983 年日本海外投资者持股比例	9
图表 9: 1980-1989 年日本贴现率	10
图表 10: 1985-1990 年日本 GDP 及日经指数走势	10
图表 11: 1985-1991 东京都市圈土地价格指数	10
图表 12: 1985-1991 年东京证券交易所股票交易额	10
图表 13: 1985-1991 年日本与美国上市公司总市值	10
图表 14: 1988-1991 年日本贴现率	11
图表 15: 1987-2012 年东京都市圈土地价格指数	11
图表 16: 1988-2012 年日经指数走势	11
图表 17: 1988-1992 年东京证券交易所股票成交额	11
图表 18: 1991-2012 年日本贴现率	12
图表 19: 1991-2012 年日本 GDP 及其同比变化	12
图表 20: 1991-1998 年日本证券协会会员佣金收入结构和员工成本	12
图表 21: 金融大改革主要内容	13
图表 22: 2012 年至今年美元对日元汇率	14
图表 23: 2012 年至今日经指数走势	14
图表 24: 2023 年末市值排名前五国家或地区的证券市场和证券行业情况对比	15
图表 25: 中日美头部证券公司对比 (亿美元)	15
图表 26: 1949-2023 年东京证券交易所市值结构	16
图表 27: 1949-2022 年日本国内股票市场成交额	16
图表 28: 1979-2020 年日本国内股票换手率	16
图表 29: 2002-2023 年日本两融余额及占股市市值比例	17
图表 30: 1998-2022 年日本股票承销金额	17
图表 31: 2007-2022 年日本 IPO 规模及 yoy	17
图表 32: 1949-1968 年日本证券行业公司数量	18
图表 33: 2000-2022 年日本国内证券公司结构 (按规模)	18
图表 34: 2000-2022 年日本外资证券公司数量	18
图表 35: 日本证券行业客户账户数	18
图表 36: 日本证券行业总资产及较年初变动	18
图表 37: 日本证券行业净资产及较年初变动	19
图表 38: 日本证券行业扣除证券担保贷款后的杠杆率	19
图表 39: 1990-2022 年日本证券行业营业收入及 yoy	19
图表 40: 1990-2022 年日本证券行业营业收入结构	19
图表 41: 1990-2022 年日本证券行业净利润及 yoy	19
图表 42: 1990-2022 年日本证券行业 ROE	19
图表 43: 1990-2022 年日本证券行业营业总成本及 yoy	20
图表 44: 1990-2022 年日本证券行业成本费用率	20
图表 45: 1990-2022 年销售及管理费及其占总成本比例和管理费率	20

图表 46: 1990-2022 年销售及管理费结构	20
图表 47: 1950-1967 年四大证券公司营业部数量	21
图表 48: 1956.10-1957.09 四大证券佣金收入及经纪佣金收入	21
图表 49: 1991 财年和 1997 财年日本券商营业净收入市占率分布	21
图表 50: 2007 财年和 2015 年度不同类别证券公司数量及其规模市占率	22
图表 51: 2000-2022 年细分佣金收入规模	22
图表 52: 2000-2022 年经纪佣金占佣金收入及营业收入比例	22
图表 53: 1950-1968 年个人投资者持股结构	23
图表 54: 1989-2022 财年投资者持股结构	23
图表 55: 1950-1968 年日本证券行业营业部数量	23
图表 56: 1983-1989 年日本股票成交额结构	24
图表 57: 2014-2022 年日本股票成交额结构	24
图表 58: 2007 财年和 2015 年度五大证券公司营业净收入和经纪佣金市占率	24
图表 59: 1990 年-2022 年证券行业利息收入及 yoy	25
图表 60: 2002-2023 年日本两融余额及占总市值比例	25
图表 61: 证券担保贷款业务流程	26
图表 62: 1967-2023.09 证券担保贷款规模及占证券行业总资产比例	26
图表 63: 1998-2022 年日本股票承销金额及 yoy	26
图表 64: 2007-2022 年日本 IPO 规模及 yoy	26
图表 65: 2000-2022 年日本证券行业投行收入	27
图表 66: 1999-2023 年日本股票承销金额集中度	27
图表 67: 1999-2023 年日本股票承销金额排名	27
图表 68: 2001-2023.09 日本证券行业投资资产规模及较期初变动	28
图表 69: 2001-2023.09 投资资产占扣除证券担保贷款后总资产比例	28
图表 70: 1990-2022 年证券行业交易收入及 yoy	28
图表 71: 2001-2023.09 日本证券行业衍生品规模及较期初变动	29
图表 72: 2001-2023.09 日本证券交易资产结构	29
图表 73: 日本经营互联网证券业务的券商数量及占比	30
图表 74: 日本互联网证券交易账户数	30
图表 75: 日本互联网证券交易金额及占全部委托交易金额的比例	30
图表 76: 2003 财年上半年日本个人投资者委托交易金额市占率	30
图表 77: 一般 NISA 及小额累积 NISA 对比	31
图表 78: NISA 账户数及其结构	31
图表 79: NISA 账户每年买入额及其结构	31
图表 80: 一般 NISA 账户数结构 (按年龄)	31
图表 81: 小额累积 NISA 账户数结构 (按年龄)	31
图表 82: 在证券公司开设的 NISA 账户数及其占比	32
图表 83: 在证券公司开设的 NISA 账户每年买入额及其占比	32
图表 84: 在证券公司开设的一般 NISA 账户数结构 (按年龄)	32
图表 85: 在证券公司开设的小额累积 NISA 账户数结构 (按年龄)	32
图表 86: 新 NISA 账户规则	32
图表 87: 2020 年日本前五大互联网券商个人投资者委托交易额占比 (占比为占全部互联网券商的比例)	33
图表 88: 2023 上半财年五大互联网券商交易佣金率	33

图表 89: 2023 年 9 月末主流互联网券商证券账户数对比.....	34
图表 90: 2023 年 9 月末主流互联网券商客户托管资产规模对比.....	34
图表 91: 野村控股发展历程.....	35
图表 92: 野村控股营业收入结构变化.....	36
图表 93: 野村控股业务结构.....	36
图表 94: 野村控股营业收入规模及同比增速.....	37
图表 95: 野村控股归母净利润及同比增速.....	37
图表 96: 野村控股资产总计及同比增速.....	37
图表 97: 野村控股总资产/净资产比例.....	37
图表 98: 野村控股行业排名及全球业务布局.....	38
图表 99: 野村控股有资产客户账户数量.....	38
图表 100: 野村控股零售客户资产规模.....	38
图表 101: 野村主要部门 08 年前后净收入.....	39
图表 102: 野村主要部门 08 年前后税前利润.....	39
图表 103: 野村证券海外业务税前利润情况.....	39
图表 104: 野村证券各地区职员比例.....	39
图表 105: 大和控股发展历程.....	40
图表 106: 大和控股营业收入结构变化.....	41
图表 107: 大和控股业务结构.....	41
图表 108: 大和控股营业收入规模及同比增速.....	42
图表 109: 大和控股归母净利润及同比增速.....	42
图表 110: 大和控股人力成本支出.....	42
图表 111: 大和控股资产总计及同比增速.....	42
图表 112: 扣除证券抵押贷款后的杠杆率.....	42
图表 113: 大和证券零售业务相关指标.....	43
图表 114: 大和证券机构业务承销和分销规模.....	43
图表 115: 大和证券“2030 愿景”.....	43
图表 116: 大和证券全球办公室与合作伙伴.....	44
图表 117: 大和证券海外业务经常性利润.....	45
图表 118: 大和证券各地区职员比例.....	45
图表 119: SBI 控股业务架构.....	45
图表 120: SBI 证券发展历程.....	46
图表 121: SBI 证券营收变化.....	47
图表 122: SBI 证券净利润变化.....	47
图表 123: Neo 证券化时间线.....	47
图表 124: SBI 总账户数与 NISA 账户数变化.....	48
图表 125: 报告提及公司信息.....	49

引言

回溯历史，日本经济奠定证券市场发展底色，当前零佣时代已开启。战后日本经济历经波折，证券市场随之波动。日本证券业过去的发展主要可以分为四个阶段，其中1990年泡沫经济破裂为行业由盛转衰的转折点。二战后日本经济在多项政策刺激下复苏，证券业快速发展，由山一证券、野村证券、日兴证券和大和证券组成的四大龙头券商格局确立。80年代广场协议推动日元快速升值，宽松货币政策推动大量资金涌入房市、股市，泡沫滋生。90年代初，紧缩的货币政策快速击溃泡沫，证券行业经营压力激增。百年券商山一证券宣告破产。1998年日本政府启动金融大改革，政策鼓励证券行业创新，互联网券商抓住机遇兴起。2013年以来，“安倍经济学”三箭齐发，超级量化宽松启动，股市重启上涨行情，但行业佣金战愈演愈烈，2023年互联网券商带领行业开启零佣金时代。**当前日本证券业逐渐形成两股差异化发展浪潮，传统龙头夯实综合业务优势，互联网券商破旧立新、势头正猛。**

2000年后行业增长放缓，龙头地位稳固，混业经营+互联网浪潮推动银行系、互联网券商发展。日本股市市值排名全球第三（2023年末6.2万亿美元），仅次于美股及A股，股票成交额波动上行，但由于经历泡沫经济破裂和金融危机，2000年后市值增速相对较小。当前证券行业经纪价格战激烈、IPO体量小（2022年仅为738亿日元）、两融规模小（2023年末仅4.3万亿日元，占股市市值0.5%）、资管业务不归属于券商，导致日本证券公司整体依赖于经纪佣金与交易类收入，成长性较差。**目前行业整体营业收入、净资产规模均未超过90年代峰值水平，净利润虽略高但ROE基本在5%中枢波动，盈利能力有限，主要系管理费率较高、员工成本较为刚性所致。**格局上，垄断竞争始终明显，自1998年混业经营开放，银行系券商进入头部序列，五大券商龙头地位稳固；同时1999年佣金自由化和21世纪以来NISA账户持续革新，互联网券商乘革命浪潮另辟蹊径探索特色化道路。

互联网券商低佣策略鲜明，行业集中度高。日本网上证券交易始于1996年，早期由传统券商首推，但伴随券商准入放宽和佣金自由化，大量的专业互联网券商和外资券商进入市场，以SBI为首的专业互联网券商推行低佣策略抢占零售市场，市占率快速提升。2014年以来，NISA账户的免税机制吸引大量年轻投资者开户，券商NISA账户数和买入额占比明显提升，年轻投资者的参与再次促进互联网券商繁荣。当前行业集中度较高，2020年TOP5垄断全部互联网券商零售交易额的90%以上，SBI和乐天证券客户基础扎实，稳居行业冠军位置，二者已于2023年10月推出零佣金账户抢占新NISA市场，助推日本进入零佣金时代。

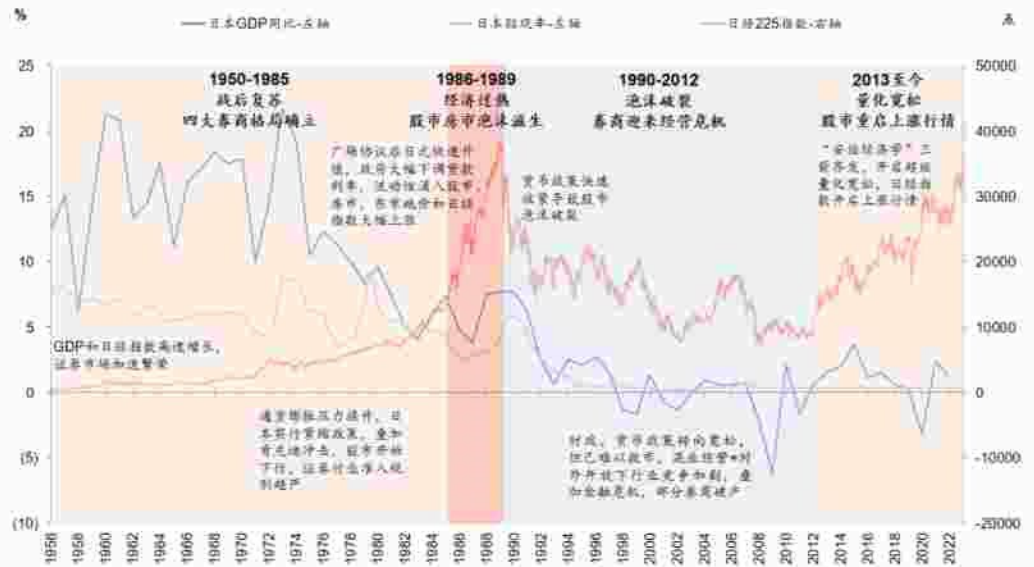
拆解龙头经验，野村、大和为传统券商巨头代表，新兴互联网券商发展势头正猛。传统五大券商在行业中占据较高地位，2022财年营业收入市占率43%、净利润市占率21%（前三大占28%，主要系日兴证券亏损）。从特色看，野村控股为行业翘楚，拥有日本最大的零售机构网络，投行稳居日资券商第一，通过外延并购提升国际化水平。大和仅次于野村，零售业务相对领先，理财师认证人数行业第一。互联网券商于1999年兴起，历经20余年积淀探索出差异化模式。SBI属于软银金融版图，采取低佣获客策略，当前客户规模、交易市占率均居互联网券商之首，2023年10月率先推出零佣金账户。

寻历史：日本证券市场跌宕起伏

纵观日本战后证券市场发展，以1990年泡沫经济破裂为由盛转衰的转折点，证券市场和证券行业发展可分为四个阶段：

- 1) 1950-1985年，战后复苏，四大券商格局确立。战后多项经济刺激举措接连实施，经济快速复苏，证券市场逐步繁荣，证券行业以山一证券、野村证券、日兴证券和大和证券组成的四大寡头格局初步建立。
- 2) 1986-1989年，经济过热，股市房市泡沫滋生。广场协议签订后日元迅速升值，宽松货币政策推动大量流动性涌入房市、股市，泡沫持续膨胀。
- 3) 1990-2012年，泡沫破裂，行业迎来经营危机。货币政策快速收紧击溃泡沫，证券行业经营压力激增。百年券商山一证券宣告破产，互联网券商加入竞争，野村证券、大和证券、瑞穗证券、三菱摩根士丹利证券和SMBC日兴证券组成的新五大寡头垄断格局逐步确立。
- 4) 2013年以来，量化宽松，股市重启上涨行情。“安倍经济学”三箭齐发，股市重振旗鼓开启上涨，行业佣金战愈演愈烈，2023年互联网券商带领行业开启零佣金时代。

图表1：日本证券市场及证券行业发展脉络



资料来源：东京证券交易所，日本内阁府，华泰研究

1950-1985年：战后复苏，四大券商格局确立

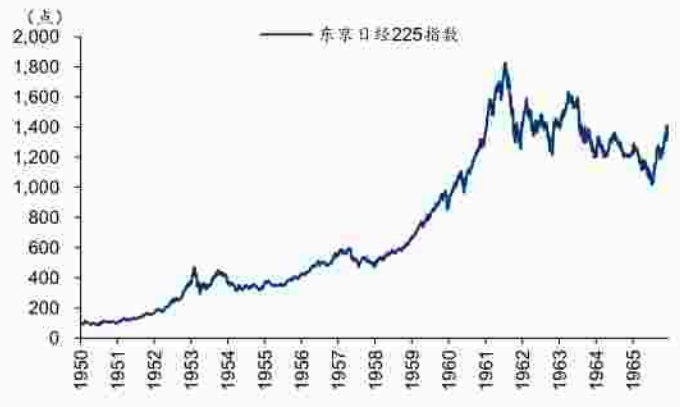
战后多项经济刺激举措接连实施，经济快速复苏。战后初期，日本面临严重的物资短缺和通货膨胀等问题。1946年，日本政府设立“复兴金融金库”，以国家信用为担保发行债券为复苏中的重点产业倾斜必要资金，重工业产业得以扩张，国内基础物资产量增加；1949年，美国盟军统帅部实施“道奇路线”控制政府债务过度扩张，以抑制恶性通货膨胀稳定日本经济，同年日本商工省的贸易厅、石炭厅实现合并，通商产业省设立，政府大力促进重工业发展；1950年，朝鲜战争全面爆发，美军采购量大幅上涨进一步推动日本产业发展，日本经济趋向繁荣。1955-1957年，日本GDP和日经指数均经历较高速增长。

图表2：1955-1965年日本GDP及同比变动



注：GDP数据最早可追溯到1955年第一季度末
资料来源：日本内阁府，华泰研究

图表3：1950-1965年日经指数走势

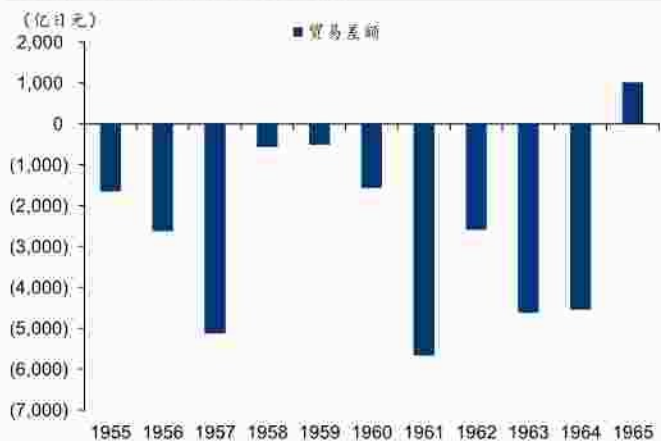


资料来源：东京证券交易所，华泰研究

证券市场加速繁荣，四大证券公司寡头格局强化。1958年，日本经济迎来第二次发展高潮，以黑白电视机、洗衣机和家用电冰箱“三神器”为代表的技术革新支撑日本经济出现“岩户景气”。1958-1961年期间，日本股市大幅上涨，1961年7月18日日经指数达到1829顶峰，较1958年初增长约285%。二战结束初期，由山一证券、野村证券、大和证券和日兴证券四大证券公司构筑的寡头体制就已初步显现并随证券市场的发展逐渐加强。1961年，四大证券公司先后上市发行股票，证券行业的四大寡头格局得以进一步强化。

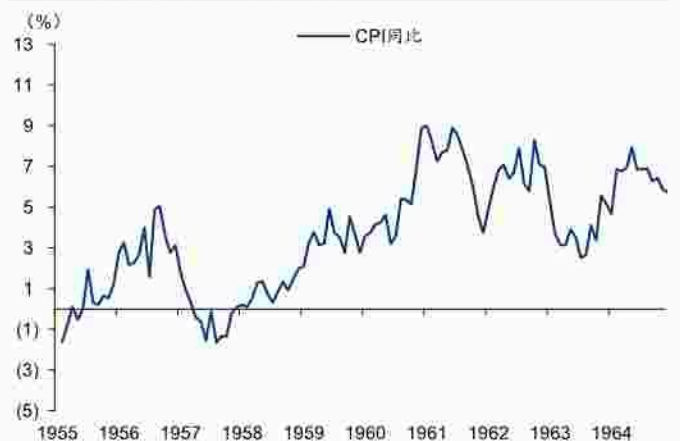
证券市场陷入恐慌，多项监管规则落地。1961年日经指数达峰后持续回落，同时经济过热导致进口快速增长、贸易收支赤字持续扩大并于1961年达到高点，政府为抑制通货膨胀实行紧缩的货币政策，叠加1963年7月美国推行利息平衡税，美国居民海外投资比例大幅下降带来肯尼迪冲击，日本股市大幅下行。1965年3月，日经指数一度跌破1200，并于7月探底。股市下跌过程中，证券行业首当其冲，多家证券公司陷入经营赤字并引发监管忧虑。1965年日本政府修改《证券交易法》，证券业务从登记制转为许可制，伴随证券行业准入要求提高，中小券商面临的经营压力进一步增加，证券行业迎来合并潮，证券公司数量从1963年的593家过渡至1968年的277家。

图表4：1955-1965年日本贸易差额



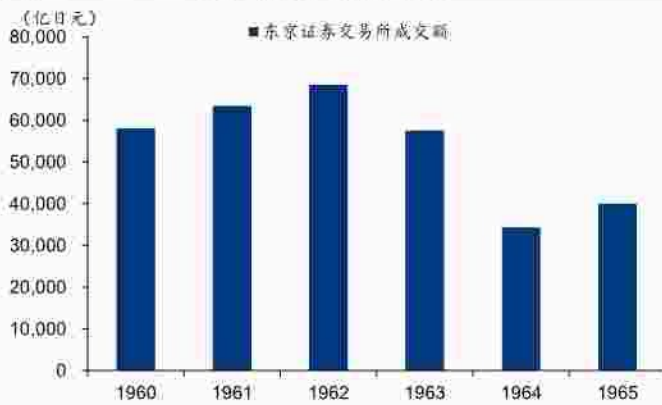
注：贸易差额为负表示进口总值大于出口总值
资料来源：日本内阁府，华泰研究

图表5：1955-1965年日本CPI同比



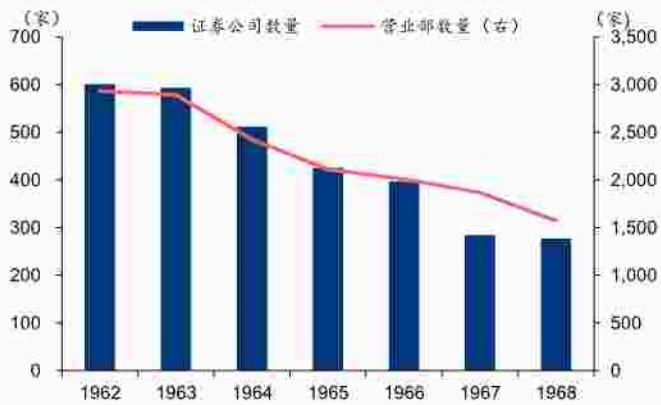
注：CPI数据以1955年为基年
资料来源：国际货币基金组织，华泰研究

图表6：1960-1965 东京证券交易所股票成交额



资料来源：东京证券交易所，华泰研究

图表7：1962-1968 年日本证券公司及营业部数量变动



资料来源：大藏省证券年报，华泰研究

渐进推动对外开放，资本市场步入国际化发展。对证券行业生态优化的同时，日本政府也推行了一系列对外开放的政策。1967 年日本开始实行投资自由化，分阶段放宽对外国投资的限制；1971 年日本制定《外资证券公司法》允许外资券商在日本设立分支机构；1980 年日本对《外汇法》进行重大修改，由“除特殊情况外禁止外汇交易”修改为“除个别情况外自由交易”，开启资本项目自由化；1984 年日元/美元委员会签署《日元/美元协议》(Yen/Dollar Accord)，包含允许外资金融机构进入日本及货币市场，推行日本存款利率市场化，逐步放松外汇交易限制等。多个对外开放的政策推动日本资本市场步入国际化发展阶段，国内市场日元外债发行量、海外市场日本企业外币外债发行量大幅增加，海外投资日本股市比例也大幅上涨，1983 年海外投资者持股比例达 6.3%，较 1961 年+4.6pct。

图表8：1961-1983 年日本海外投资者持股比例

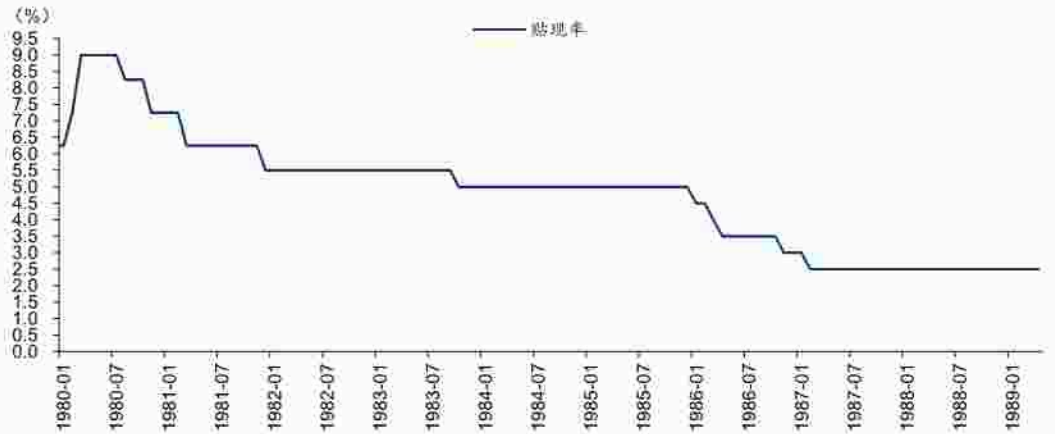


资料来源：日本证券交易所协会，华泰研究

1986-1989 年：经济过热，股市房市泡沫滋生

《广场协议》催化日元升值，股市房市双双高增。1985 年 9 月美国、英国、联邦德国、法国和日本五国财政部长和中央银行行长发表《广场协议》，联合干预外汇市场促使美元贬值。协议签订后，日元快速升值，日本商品出口竞争力受挫，经济陷入严重萧条。为抵御日元升值的紧缩效应，日本政府于 1986 年 1 月-1987 年 2 月期间 5 次下调贴现率，贴现率由 4.5% 降至 2.5%。市场流动性过度充裕导致大量资金涌入股市和房市，股市价格和地价急剧攀升，日经指数大幅上涨，并于 1989 年末达到 38916 巅峰。1987 年日本经济开始明显好转，迈入“平成景气”，但经济泡沫的迅速膨胀，也为后续经济的停滞和衰退埋下隐忧。

图表9：1980-1989年日本贴现率



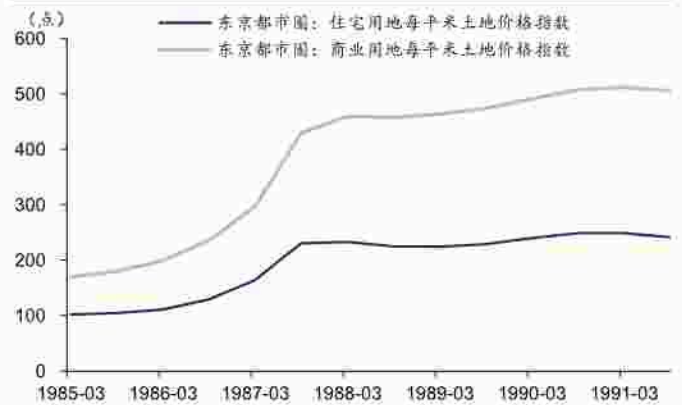
资料来源：日本央行，华泰研究

图表10：1985-1990年日本GDP及日经指数走势



资料来源：日本内阁府，东京证券交易所，华泰研究

图表11：1985-1991年东京都市圈土地价格指数



资料来源：日本国土交通省，华泰研究

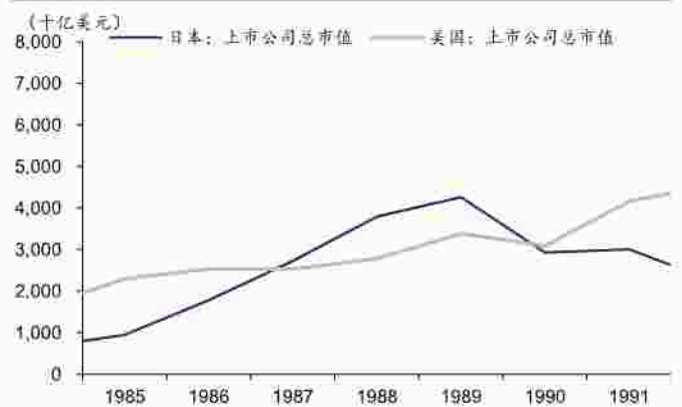
外资券商加入竞争，证券行业高速发展。随着1984年《日元/美元协议》签订，日本证券行业对外开放进程不断加速，循序放开外资准入资质。1984年摩根士丹利成立东京分行并获取证券业务牌照；1985年东京证券交易所为摩根士丹利和美林等6家外国证券公司开放会员；1986年大藏省实施包含融资融券等一系列金融自由化措施，1988年16家外国公司获批东京证券交易所会员；1987年、1989年摩根士丹利先后获批大阪、名古屋两家交易所会员。同时，“平成景气”推动日本股票交易量迅速上涨，日本上市公司总市值于1987年超过美国，股市的上涨也推动证券行业高速发展。

图表12：1985-1991年东京证券交易所股票交易额



资料来源：东京证券交易所，华泰研究

图表13：1985-1991年日本与美国上市公司总市值

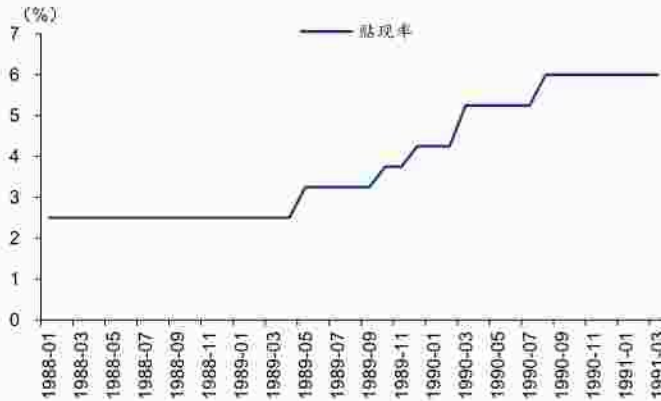


资料来源：世界银行，华泰研究

1990-2012年：泡沫破裂，行业迎来经营危机

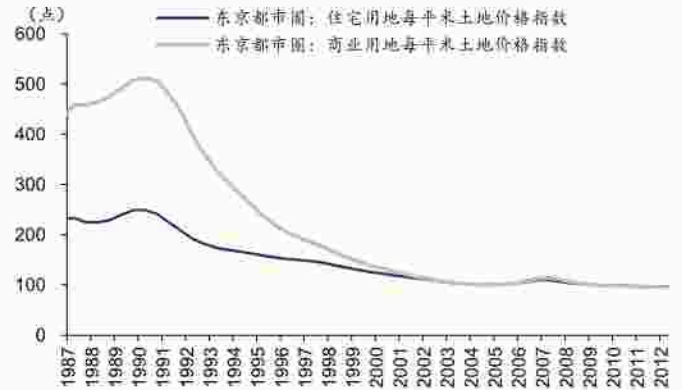
政策紧缩击溃泡沫，股市房市大幅下行。土地价格的持续上涨和股市泡沫的不断扩大引发日本政府警觉，1989年5月日本政府开启紧缩的货币政策，1989-1990年期间5次提高贴现率，从2.5%快速提高到6%，急剧紧缩的货币政策引发货币供应量不断下降；1990年4月，日本银行实施严格的窗口管制，对不动产贷款实行总量限制；1991年日本政府创设地价税，提高土地转让利益税。一系列紧缩政策落地后，日本房市和股市急剧下挫，1990-1992年日本股市成交量大幅下降，引发证券行业收入缩水，同时日本经济“硬着陆”并陷入长期萧条。

图表14：1988-1991年日本贴现率



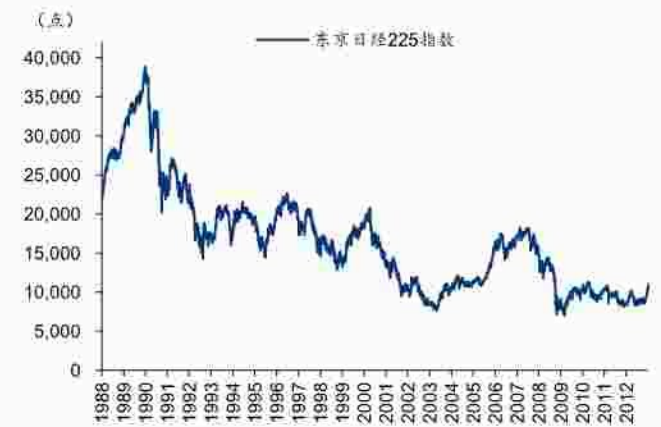
资料来源：日本央行，华泰研究

图表15：1987-2012年东京都市圈土地价格指数



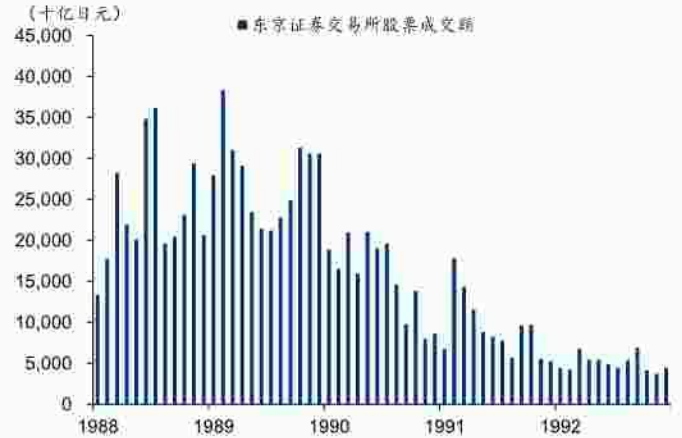
资料来源：日本国土交通省，华泰研究

图表16：1988-2012年日经指数走势



资料来源：东京证券交易所，华泰研究

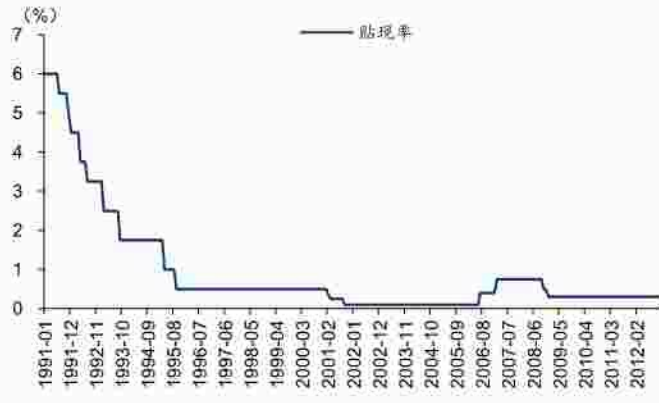
图表17：1988-1992年东京证券交易所股票成交额



资料来源：东京证券交易所，华泰研究

政策转向宽松但其效难显，经济陷入长期低迷。1991-1992年日本经济持续衰退，日本货币政策再次转向宽松以恢复经济，1992年末贴现率降至3.25%，1993年2月降回2.5%，但此时宽松的货币政策已收效甚微。1993年第三季度日本经济触底，经历短暂复苏后于1995年第二季度陷入停滞。1995-1996年日本政府再度开启财政、货币双宽松政策，贴现率降至0附近，经济增速开始小幅回升。1997年亚洲金融危机爆发，日本大量发行国债，经济却未有好转，金融机构丑闻频出，部分中型券商破产。四大证券之一的山一证券因挪用保证金、掩盖损失等问题接受监管调查，于1997年11月24日宣布停止运营，并于1999年6月2日因资不抵债被宣布破产。

图表18: 1991-2012年日本贴现率



资料来源: 日本央行, 华泰研究

图表19: 1991-2012年日本GDP及其同比变化



资料来源: 日本内阁府, 华泰研究

泡沫经济破灭后, 证券行业经营压力激增, 我们认为主要有以下几大原因:

第一, 股市下行导致资产负债表质量恶化, 同时收入下降但成本刚性导致净利润波动。一方面, 证券公司的资产负债表质量发生恶化, 由于泡沫经济被戳破, 股价持续下跌, 担保贷款等和市场高度挂钩的资产价值大幅下跌。另一方面, 证券公司营业收入直接缩水但成本相对刚性, 券商盈利能力大幅下降。收入端, 根据1991年日本证券协会数据, 证券公司营业收入主要以佣金收入为主, 而经纪业务占佣金比例较高, 约为70%。随着股市景气度降低, 交投活跃度下降, 股票成交量下滑, 证券公司营业收入缩水明显; 成本端, 员工成本占营业成本比例总体维持在38%左右。泡沫经济时期, 证券行业竞争激烈, 各公司快速扩张营业部数量以抢占市场份额, 并招聘大量员工进行线下展业获取零售客户。员工成本刚性明显, 短期内成本端难以削减。

图表20: 1991-1998年日本证券协会会员佣金收入结构和员工成本

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
总佣金收入	18,889	14,543	20,476	16,706	18,764	19,436	16,178	15,853
(亿日元)								
经纪佣金收入	12,075	8,885	12,898	9,881	11,577	10,513	8,855	7,264
占比	64%	61%	63%	59%	62%	54%	55%	46%
承销佣金收入	1,630	1,072	1,489	1,873	1,816	2,648	1,187	1,639
占比	9%	7%	7%	11%	10%	14%	7%	10%
认购佣金收入	1,769	1,333	2,418	1,776	2,139	2,550	2,247	2,374
占比	9%	9%	12%	11%	11%	13%	14%	15%
其他佣金收入	3,415	3,253	3,671	3,176	3,232	3,725	3,889	4,576
占比	18%	22%	18%	19%	17%	19%	24%	29%
营业成本 (亿日元)	32,663	27,582	27,441	26,333	26,323	27,475	25,409	24,223
员工成本	12,085	11,011	10,973	10,385	10,243	10,330	9,213	9,118
占比	37%	40%	40%	39%	39%	38%	36%	38%

资料来源: 日本证券协会, 华泰研究

第二, 分业转向混业经营, 许可制转回登记制。1991年6月, 野村证券对养老金福利事业团进行损失补偿等新闻被媒体报道, 之后部分证券公司相关丑闻也被接连揭露, 引发信任危机。为构建公平公正的证券市场, 并推进金融市场全球化, 日本政府决心创新改革。1992年6月, 日本国会通过《金融制度改革法》, 允许银行和券商通过设立子公司的形式进入对方业务领域, 实现业务交叉; 1998年1月解除对设立各形态金融控股公司的限制, 取消各类金融子公司业务范围的限制, 金融行业正式进入混业经营阶段; 1998年证券公司从许可制转回登记制, 并取消了证交所会员的限制。伴随多项改革政策落地, 证券行业竞争加剧。

第三，“金融大爆炸”推行，外资券商加入竞争。由于楼市的下跌，以土地和不动产做担保大量贷出资金成为大额不良贷款。自1995年起，大额的不良贷款成为日本经济发展的一大阻碍。为解决不良贷款问题，1998年4月桥本内阁决定加速金融自由化步伐，开启“东京金融大爆炸”。改革以“自由化、公平化、全球化”为指导，放松原有的金融管制且政府不再兜底，实现从业规则公开化和透明化，保护投资者利益，同时对外开放加深，会计制度和监管体制等多个制度与国际接轨，修订外汇管理法，大量外资券商加入，行业竞争进一步加剧。

图表21：金融大改革主要内容

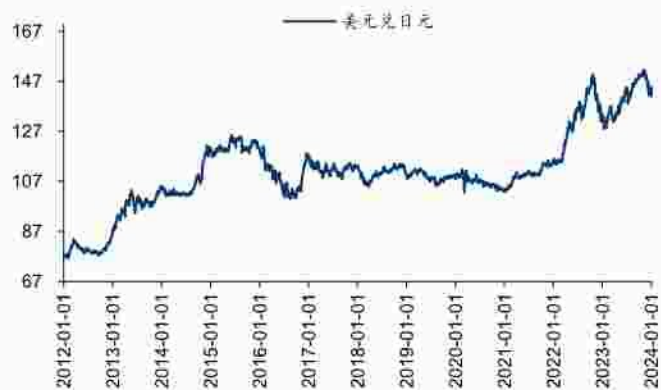
目的	对策	具体内容	计划实施时间	
实现广泛竞争	金融业务的相互融通	废除对银行、证券和信托公司所属子公司的业务范围限制	1997	
		融通寿险、财产险之间及保险公司和其他金融业之间的业务	1997	
		为一般银行自由地发行金融债券作准备	1998	
		放松对金融产品销售的限制	1998	
		废除对租赁、信用卡公司等资的限制	1997	
		允许部分不接受存款的金融机构从事清算业务	1997	
		废除对金融机构业务融通的一切限制	1997	
		解除对设立金融控股公司的禁令	解除对设立各形态金融控股公司的禁令	1997
			维持和设定控股比例的上限	1997
		修改证券交易法和发展资产管理运用	从根本上修改证券交易法	1999
		用服务业	发展资产管理运用服务业	1999
			制定防止弊害的若干措施	1997
		推进资产交易自由化	加强资本市场的功能	降低交易成本
场外交易进一步自由化	1997-1998			
加快引进新金融技术	1998			
改革公司债的发行和流通	1997			
全面引入公司股票期权制度	1998			
放松或废除对资产运用和金融产品设计的限制	放松或废除对保险公司资产运用的限制			1997
	废除对企业养老金的限制			1997
	放松或废除对投资信托公司资产运用的限制			1997
	放松或废除对商品基金运用的限制			1997
	对外汇管理制度进行大幅度的修改			1997
加强完善监管	从制度上改善破产处理体制 向成文法管理型监管转变	从制度上改善存款金融机构的破产处理对策	1997-1998	
		实施支付能力和风险管理能力的监视及预警措施	1997	
		实行信息公开	1997	
		引入附价会计制度	1998	
		强化金融业内的竞争政策	1997	

资料来源：1997年《日本“走向2001年的资本市场振兴计划”（上）》概要图，华泰研究

2013年以来：量化宽松，股市重启上涨行情

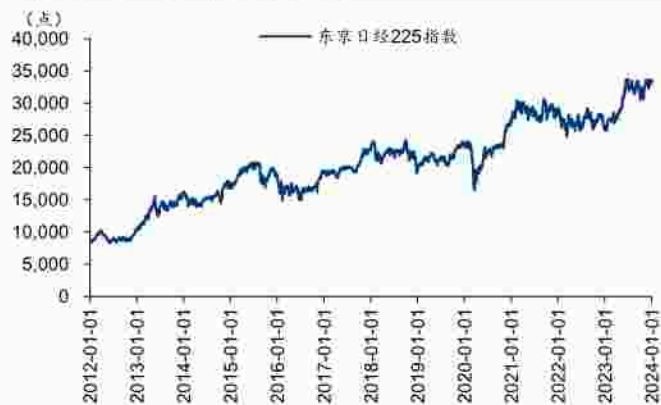
“安倍经济学”三箭齐发，量化宽松重振股市。2012年12月，安倍晋三再度当选日本首相，为挽救“失去的二十年”经济困局，安倍晋三加速实施一系列刺激经济政策。“安倍经济学”三箭齐发：**1) 以量化宽松为主的金融政策**，开启超级量化宽松计划，将通胀目标设定为2%，以摆脱通货紧缩，并实现无期限货币宽松。**2) 以扩大公共支出为主的财政政策**，进行大规模公共投资，并通过提升消费税率来弥补政府收入。**3) 以促进民间投资为主的经济增长政策**，打造国际性商业环境刺激日本经济增长，并改革劳动力市场和商品市场的管制。“安倍经济学”实施后，日元迅速贬值，市场流动性大幅增加，股市提振效果明显，日经指数开启上涨行情，2013年末日经指数较年初上涨约57%，日本经济逐渐走出“通缩”阴影。

图表22：2012年至今年美元对日元汇率



资料来源：日本央行，华泰研究

图表23：2012年至今日经指数走势



资料来源：东京证券交易所，华泰研究

观现状：挖掘日本证券业经营本质

证券市场：市值全球第三，IPO 规模较小

日本股市市值排名全球第三，证券化率相对较高，但证券行业盈利能力相对较差。截至 2023 年末，全球股票总市值前五的国家或地区分别为美国、中国内地、日本、中国香港和印度。其中，日本以 62,355 亿美元的总市值，排名第三。由于日本股市于 90 年代泡沫经济破裂后，景气度较低，2013 年才重启上涨行情，市值增速相对落后，2023 年末市值较 2003 年末市值增加 97%。从总市值占 GDP 的比例来看，总市值前五的地区中日本证券化率相对较高，除中国香港（主要系 GDP 绝对值较低）外仅次于美国，2022 年末为 129%。证券行业总资产与中国 A 股水平相当但净资产规模较小（总资产主要系证券抵押贷款资产贡献，但该业务创收创利能力较弱），盈利能力相对较差。

图表 24：2023 年末市值排名前五国家或地区的证券市场和证券行业情况对比

	2003 年末市值 (亿美元)	2023 年末市值 (亿美元)	2003-2023 市值增速	2022 年末 证券化率	2022 年末证券行业 总资产 (亿美元)	2022 年末证券行业 净资产 (亿美元)	2022 年证券行业 营业收入 (亿美元)	2022 年证券行业 净利润 (亿美元)
美国	135,084	504,673	274%	161%	未披露	未披露	3,505	423
中国 A 股	4,429	95,380	2054%	56%	15,880	4,006	587	212
日本	31,582	62,355	97%	129%	15,623	564	319	25
中国港股	9,563	47,270	394%	1451%	14,524	4,834	1,936	229
印度	2,796	42,024	1403%	97%	未披露	未披露	未披露	未披露

注：美国行业净利润为税前净利润；日本行业数据为 2022 财年数据（2022 年 4 月-2023 年 3 月）；中国香港行业数据包括所有获得港交所证券及证券衍生品交易许可的机构；非美国地区的行业数据均按照年末汇率（资产类数据）或年内平均汇率（收入类数据）折算。

资料来源：Bloomberg，世界银行，SIFMA，日本证券业协会，香港证监会，中国证券业协会，华泰研究

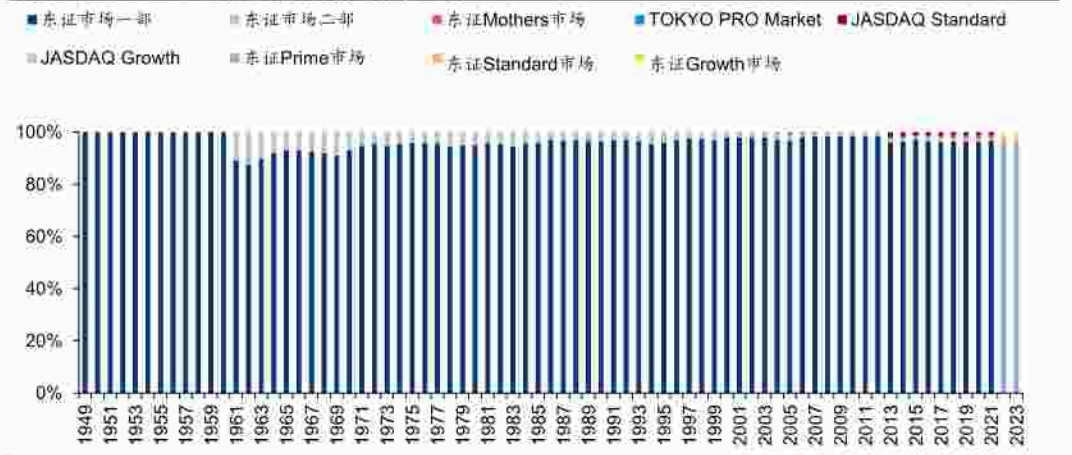
图表 25：中日美头部证券公司对比 (亿美元)

	高盛	摩根士丹利	野村控股	中信证券
2022 年末总资产	14418	11802	3594	1878
2022 年末净资产	1172	1001	237	363
2022 年营业收入	447	534	91	93
2022 年归母净利润	108	105	7	31
2023 年末总市值	1258	1531	143	404

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

东京证券交易所多次重组，新三大板块推出。东京证券交易所设立之初，仅有市场一部。1961 年，东京证券交易所二部设立，主要服务中小企业。1999 年东京证券交易所推出 Mothers 板块，为高增长和新兴公司提供融资平台。2011 年东京证券交易所与大阪证券交易所正式合并。之后东证市场主要分为市场一部、市场二部、Mothers 与 JASDAQ 四大核心板块，与专业投资股票 TOKYO PRO 市场（面向各美国内外企业，但仅供专业投资者参与交易）。其中，东证市场一部一直是日本资本市场融资主体，2021 年末市场一部市值占比高达 96.4%。2022 年 4 月东京证券交易所重新划分为 Prime、Standard 和 Growth 三大市场板块，并保留了 TOKYO PRO Market。截至 2023 年末，Prime、Standard 和 Growth 三大板块市值占比分别为 96.03%、3.16%、0.78%。

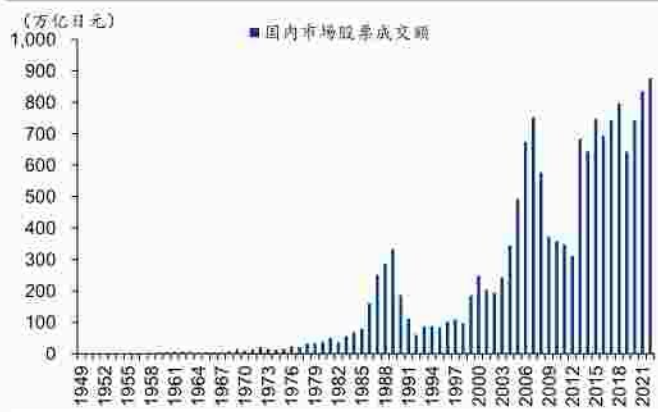
图表26：1949-2023年东京证券交易所市值结构



资料来源：东京证券交易所，华泰研究

近年日本股市成交额稳步提升，换手率波动下滑。日本股票市场成交额在泡沫经济破裂和2008年全球金融危机后都大幅下滑，2013年“安倍经济学”推行后，股市重新进入上行周期，成交额企稳回升。从换手率来看，1979-2005年基本保持在100%以内，经历短期增长后开启波动下滑。2022年度日本国内股票市场成交额为877万亿日元，换手率为94%。

图表27：1949-2022年日本国内股票市场成交额



注：国内股票市场成交额为交易所各市场成交额之和
资料来源：东京证券交易所，华泰研究

图表28：1979-2020年日本国内股票换手率



资料来源：世界银行，华泰研究

信用交易方面，两融规模较小，23年占总市值比例不足1%。2002-2006年日本证券行业两融规模不断增加，但2013年后，两融规模趋于稳定，且规模较小。截至2023年12月末，日本两融余额为43,212亿日元(约为2000亿人民币)，占日本股市市值比例仅为0.5%，而中国同期沪深两市的两融余额为16,509亿人民币，占沪深总市值比例为2.1%。

图表29：2002-2023 年日本两融余额及占股市市值比例



资料来源：东京证券交易所，华泰研究

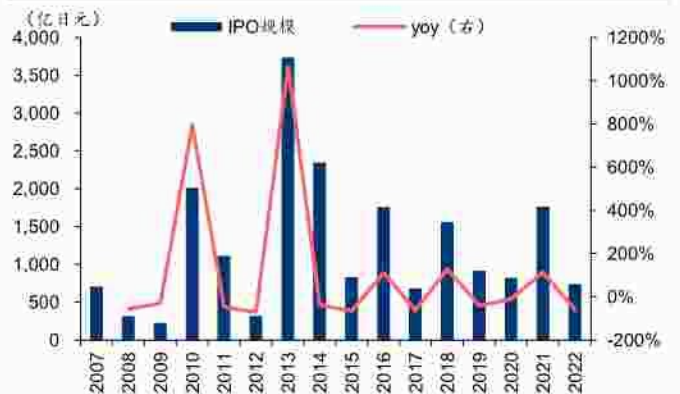
股票发行方面，股权承销规模较小，IPO 规模波动下滑。1999 年东京证券交易所设立 Mothers 板块后，日本股票承销金额发生高速增长但之后波动下滑，其中 IPO 规模于 2013 年达到峰值后逐步回落。2022 年度，日本股票承销规模为 5,895 亿日元，同比-83%，其中 IPO 规模为 738 亿日元，同比-58%。

图表30：1998-2022 年日本股票承销金额



注1：2002 年 12 月之前在东京交易所上市的公司公开招股不计其在内
 注2：2003 年 1 月-2007 年 3 月，新上市公司，GSE Hercules 上市公司，在东京交易所 JASDAQ 以外的公司的公开发行计算在内
 注3：2007 年 4 月起，在东京交易所上市的公司公开发行计入计算
 资料来源：东京证券交易所，华泰研究

图表31：2007-2022 年日本 IPO 规模及 yoy

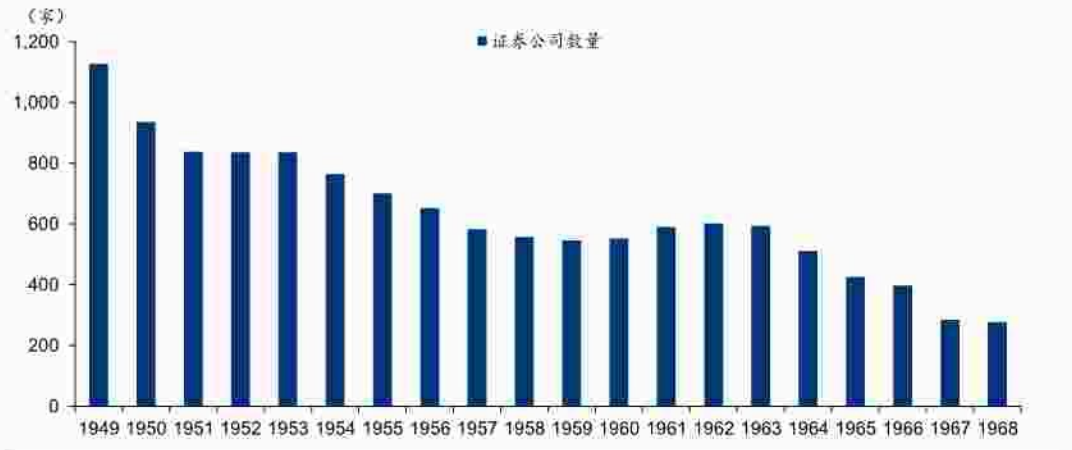


注：IPO 规模自 2007 年开始单独披露，早期未披露
 资料来源：东京证券交易所，华泰研究

行业概况：盈利能力波动，净资产尚未回归峰值

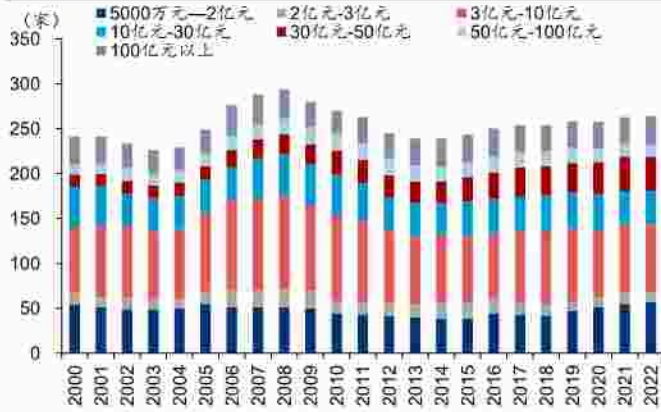
近年证券公司总数企稳回升，但外资券商数量减少。战后初期日本证券市场每年新增证券公司数量少于退出证券公司数量，部分券商被合并或主动合并。1961 年“证券萧条”后，券商数量逐步收缩。2000 年以来，券商数量触底增加后回落，近年来企稳回升，我们认为主要与以下几个因素有关：1) 互联网券商兴起，2003 年-2008 年以 SBI 为首的互联网券商借助互联网革命快速崛起，券商数量出现较明显的增长。2) 金融危机加速外资券商退出节奏，2008 年全球金融危机加剧日本经济下行，证券行业营收波动明显，外资券商退出加速，数量从 2000 年 52 家下降至 2022 年 9 家。3) 2013 年日本经济步入复苏，本土券商数量企稳回升，但外资券商在多年激烈竞争中已陷入颓势，虽然退出节奏放缓，但数量仍保持下滑态势。

图表32：1949-1968年日本证券行业公司数量



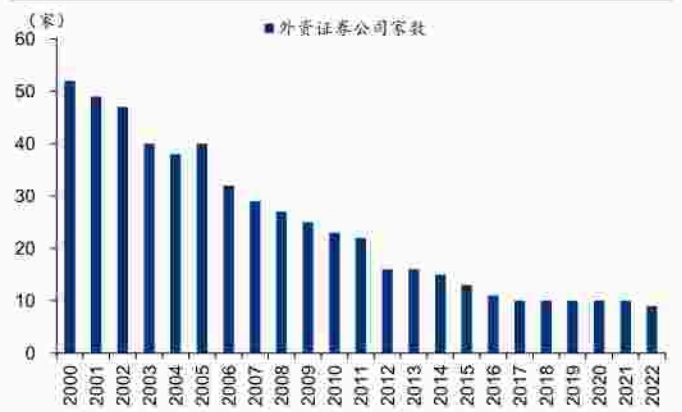
资料来源：大阪府证券局年报，华泰研究

图表33：2000-2022年日本国内证券公司结构（按规模）



资料来源：日本证券协会，华泰研究

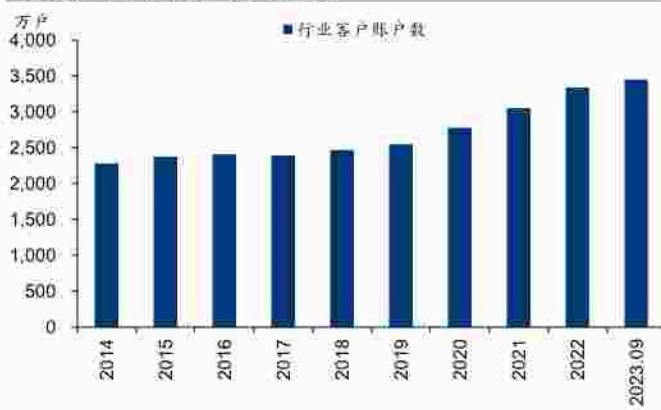
图表34：2000-2022年日本外资证券公司数量



资料来源：日本证券协会，华泰研究

客户账户持续扩容，总资产稳步提升，净资产波动增长，杠杆率维持在 9-14 倍。2014 年以来，日本证券行业客户账户数持续扩容，截至 2023 年 9 月末，客户账户数达 3449 万户；行业总资产虽在几轮股市萧条时期都明显受挫，但整体呈上升趋势，2023 年 9 月末行业总资产规模达 240 万亿日元，较 2008 年金融危机时 98 万亿日元增长明显；行业净资产在泡沫经济前保持高速增长，2008 年后受净利润波动等因素影响，净资产有所下滑，2013 年经济复苏后，行业净资产开启波动增长；剔除证券担保贷款后的杠杆率保持抬升，目前维持在 9-14 倍区间。

图表35：日本证券行业客户账户数



资料来源：日本证券协会，华泰研究

图表36：日本证券行业总资产及较年初变动



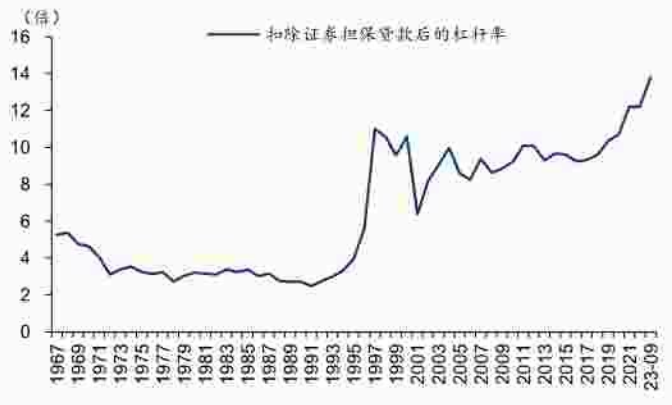
资料来源：日本证券协会，华泰研究

图表37: 日本证券行业净资产及较年初变动



资料来源: 日本证券协会, 华泰研究

图表38: 日本证券行业扣除证券担保贷款后的杠杆率



资料来源: 日本证券协会, 华泰研究

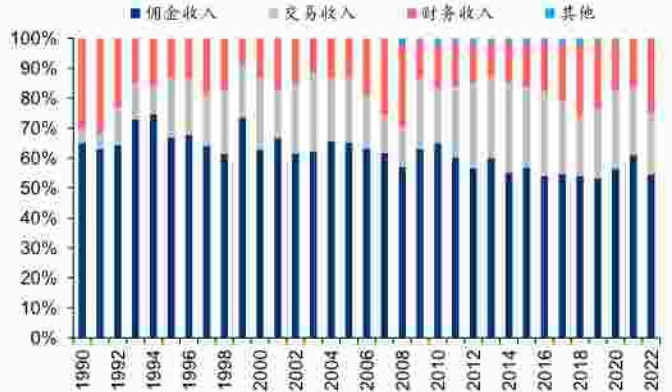
行业营业收入、净利润、ROE 波动较大, 主要系佣金收入占比高且与股市景气度挂钩。日本证券行业营业收入主要分为佣金收入、交易收入、财务收入和其他收入, 其中, 佣金收入一直占据重要地位, 占比约为 60-70%。1990-2010 年, 受泡沫经济破裂、金融危机等事件影响, 股市发生多次震荡, 股票交易量下滑, 佣金收入随市下行, 行业营业收入、净利润和 ROE 波动剧烈, 在多个期间为净亏损。2013 年日本股市开启上涨行情后, 营收和净利润波动趋缓, 但自 1999 年佣金自由化起, 行业佣金战持续, 叠加互联网券商进入市场加剧业务竞争, 佣金率逐步下滑导致行业营收增长略显乏力, 2014 年-2019 年净利润有所下滑, 2022 财年行业 ROE 降至 4.7%。

图表39: 1990-2022 年日本证券行业营业收入及 yoy



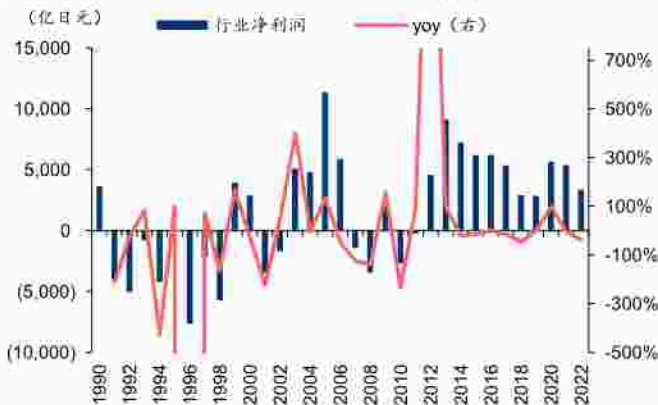
资料来源: 日本证券协会, 华泰研究

图表40: 1990-2022 年日本证券行业营业收入结构



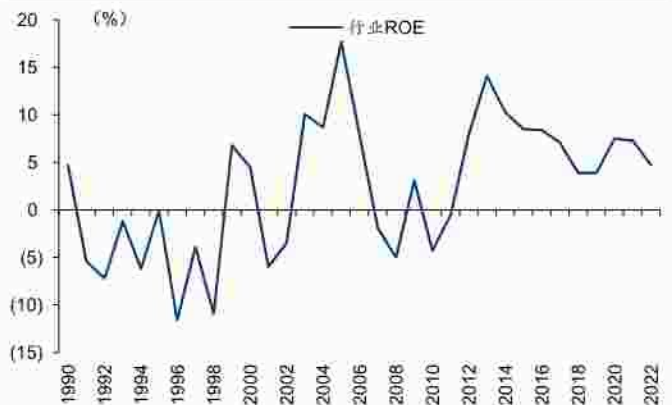
资料来源: 日本证券协会, 华泰研究

图表41: 1990-2022 年日本证券行业净利润及 yoy



注: 部分年份同比变化过大或过小, 为保证图表可读性, 不在图上列示
资料来源: 日本证券协会, 华泰研究

图表42: 1990-2022 年日本证券行业 ROE



资料来源: 日本证券协会, 华泰研究

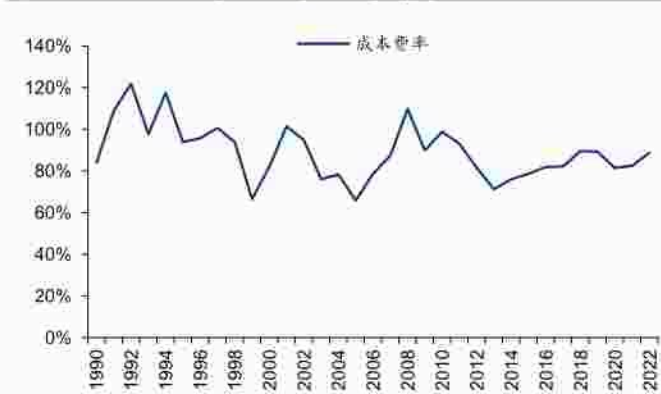
管理费率较高，员工成本较为刚性。成本端，日本证券行业营业总成本规模波动较小，成本费率早期处于高位，2013年后维持在85%左右。具体来看，营业总成本结构相对稳定，分为销售及管理费、交易费用和财务费用，并以销售及管理费为主。1990年来销售及管理费始终占营业总成本78%以上，管理费率相对较高总体保持在65%-80%。员工成本占销售及管理费比例较高，规模相对平稳，仅在2005-2009年期间有较明显的波动。2022财年，日本证券行业营业总成本为37,260亿日元，成本费率为89%，其中销售及管理费为30,260亿日元，占总成本的81.2%，管理费率为72.2%，员工成本为10,320亿日元，占销售及管理费的34.1%。

图表43: 1990-2022年日本证券行业营业总成本及yoy



资料来源: 日本证券协会, 华泰研究

图表44: 1990-2022年日本证券行业成本费率



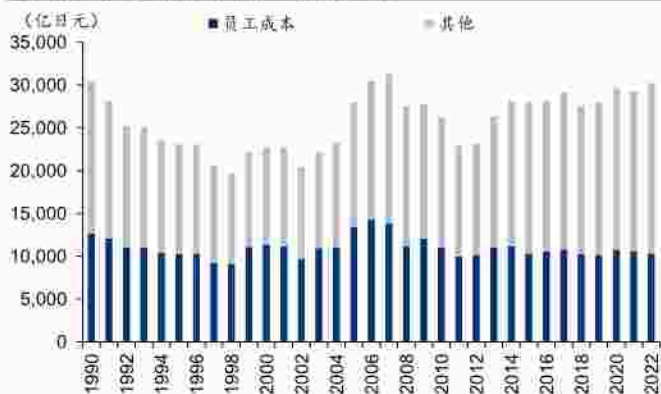
注: 成本费率=行业营业总成本/行业营业总收入
资料来源: 日本证券协会, 华泰研究

图表45: 1990-2022年销售及及管理费及其占总成本比例和管理费率



注: 管理费率=行业销售及及管理费/行业营业总收入
资料来源: 日本证券协会, 华泰研究

图表46: 1990-2022年销售及及管理费结构

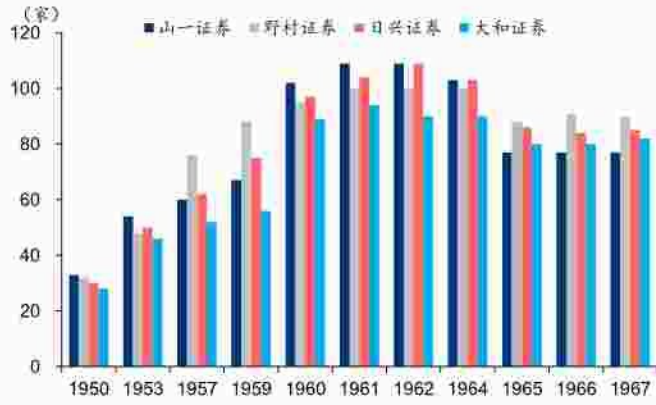


资料来源: 日本证券协会, 华泰研究

竞争格局: 寡头垄断稳固, 混业加剧竞争

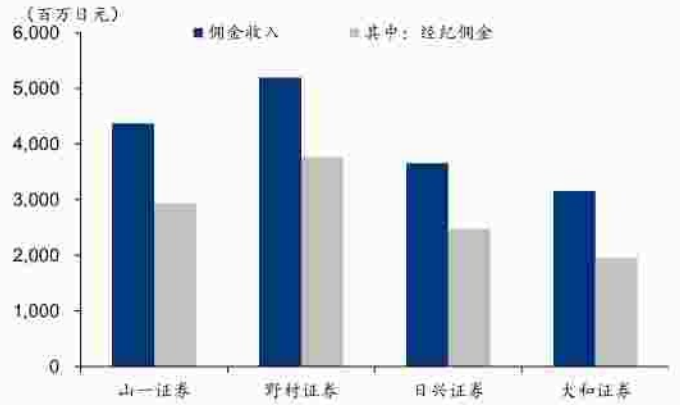
四大寡头格局早成, 山一、野村竞争激烈。二战时日本政府仅允许8家券商从事承销业务, 后合并为5家大券商(山一证券、野村证券、日兴证券、大和证券、日本劝业)。但日本劝业竞争力相对较弱, 逐步淡出头部竞争, 以四大证券公司构成的寡头垄断格局初步确立。1961年四大证券先后上市, 寡头格局进一步强化。早期竞争中, 山一证券以“法人的山一”为定位, 大力开展面向大型法人客户的经纪业务, 在客户资源上占据明显优势。1950年代后期野村证券及时应对大众化市场, 积极发展面向个人投资者的零售业务, 迅速扩张营业部数量, 超越山一证券成为经纪业务第一大券商, 1956.10-1957.09野村证券经纪佣金收入已排名行业第一。四大证券公司寡头格局持续保持, 1997年营业净收入市占率达47.6%, 较1991提升+3pct。但1997年11月, 山一证券因挪用保证金、掩盖损失等问题宣告自主废业, 百年券商退出历史舞台。

图表47：1950-1967年四大证券公司营业部数量



资料来源：日本证券协会，华泰研究

图表48：1956.10-1957.09 四大证券佣金收入及经纪佣金收入



资料来源：2001年《山一破产的研究》河原久，华泰研究

图表49：1991财年和1997财年日本券商营业净收入市占率分布

	1991年财年		1997年财年	
	数量(家)	营业净收入市占率	数量(家)	营业净收入市占率
国内证券公司	210	92.4%	225	85.3%
证交所会员				
四大证券公司	4	44.6%	4	47.6%
综合证券公司	42	37.2%	44	28.4%
中小证券	83	8.5%	81	5.7%
非证交所会员				
中小证券	81	2.1%	77	1.4%
银行系证券子公司	-	-	19	2.2%
外国证券公司	50	7.6%	56	14.7%
证交所会员	25	6.3%	21	12.4%
非证交所会员	25	1.3%	35	2.3%

注：四大证券公司指山一证券、野村证券、日兴证券和大和证券

资料来源：2022年《图说日本证券市场》日本证券经济研究所，华泰研究

混业经营推动银行系券商进入头部序列，同时互联网券商另辟蹊径加入竞争。1998年《金融制度改革法》正式实施，允许银行和券商设立子公司实现业务交叉，银行系券商开始发展壮大。以2家独立券商集团（野村证券和大和证券）和3家银行系券商（瑞穗证券、三菱摩根士丹利证券和SMBC日兴证券）组成的新五大寡头垄断格局逐步确立，五家券商营业净收入市占率从2007年的48%提升至2015年的50%。另一方面，1990年代后期伴随互联网技术的广泛应用和日本金融体系自由化加速，以SBI证券、乐天证券、松井证券、MONEX、au kabu com 证券为首的互联网券商凭借较低的佣金率在零售经纪市场中逐步站稳脚跟。

图表50：2007财年和2015年度不同类别证券公司数量及其规模市占率

	2007财年					2015年				
	数量	净资产	营业净收入	销售管理费	职员数	数量	净资产	营业净收入	销售管理费	职员数
证券行业合计	303家	80,150亿日元	40,400亿日元	30,430亿日元	94,909人	249家	74,740亿日元	40,180亿日元	27,990亿日元	87,117人
其中：	数量	净资产市占率	营业净收入市占率	销售管理费市占率	职员数市占率	数量	净资产市占率	营业净收入市占率	销售管理费市占率	职员数市占率
大型综合券商										
新五大证券公司	9	46%	48%	43%	48%	5	47%	50%	50%	53%
银行系证券公司	3	1%	0.1%	0.2%	0.2%	3	1%	0.3%	0.3%	0.2%
外国证券公司	41	29%	30%	34%	16%	34	21%	20%	17%	9%
小计	53	76%	78%	77%	64%	42	66%	71%	67%	62%
零售券商										
上市证券公司	16	7%	7%	8%	13%	16	7%	6%	8%	14%
银行系证券公司	7	3%	2%	2%	4%	16	5%	3%	4%	6%
中小证券公司	143	8%	6%	7%	13%	83	7%	3%	4%	9%
小计	166	17%	15%	16%	30%	115	19%	13%	16%	28%
非传统券商										
日系券商	61	7%	7%	6%	6%	62	14%	15%	15%	7%
外资券商	23	0.2%	1%	1%	1%	30	1%	2%	3%	2%
小计	84	7%	7%	7%	6%	92	15%	17%	18%	9%

注1：2007财年前2006.04-2007.03，2015年前2015.01-2015.12

注2：新五大证券公司指野村证券、瑞穗证券、三菱爱知北利证券、大和证券和SMBC日兴证券，2007年则包含了新五大证券公司及其合并公司。

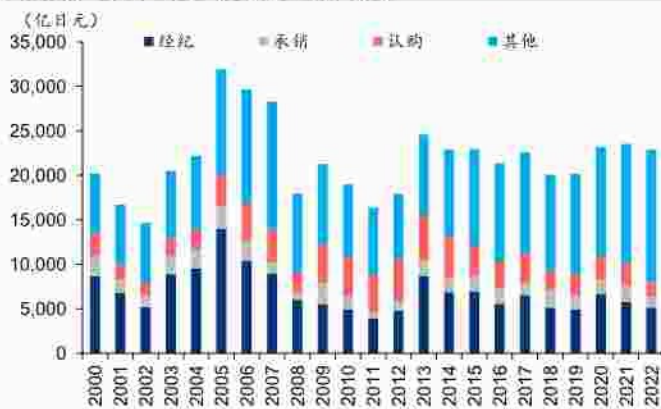
资料来源：2018年《证券公司经营业绩年代分析》日本证券经济研究所、华泰研究

业务拆解：经纪业务为核，投行规模尚小

经纪业务：零售竞争激烈，佣金战白热化

经纪业务为证券行业核心业务，但近年佣金率下滑逐步带动收入占比下降。经纪业务作为日本证券公司核心业务，在佣金收入和营业收入中占据重要地位，2005年经纪佣金占佣金收入和营业收入比例分别高达44%、28%。但伴随佣金自由化政策实施和互联网券商加入竞争，证券行业佣金率不断下调，经纪佣金收入规模逐步萎缩，占佣金收入比例和营业收入比例呈现波动下滑态势。2022财年证券行业经纪佣金收入规模为5,130亿日元，占佣金收入和营业收入比例分别降至22%、12%。

图表51：2000-2022年细分佣金收入规模



资料来源：日本证券协会、华泰研究

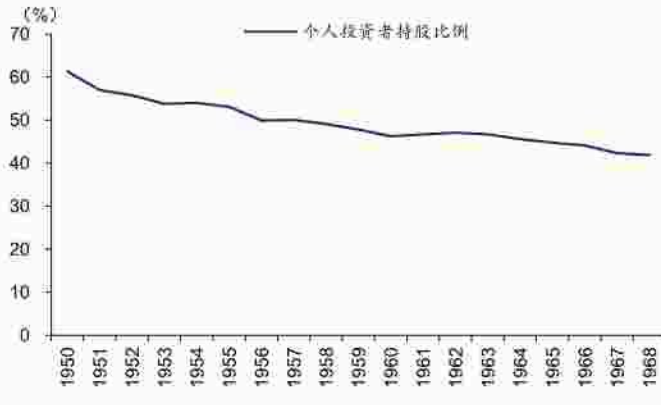
图表52：2000-2022年经纪佣金占佣金收入及营业收入比例



资料来源：日本证券协会、华泰研究

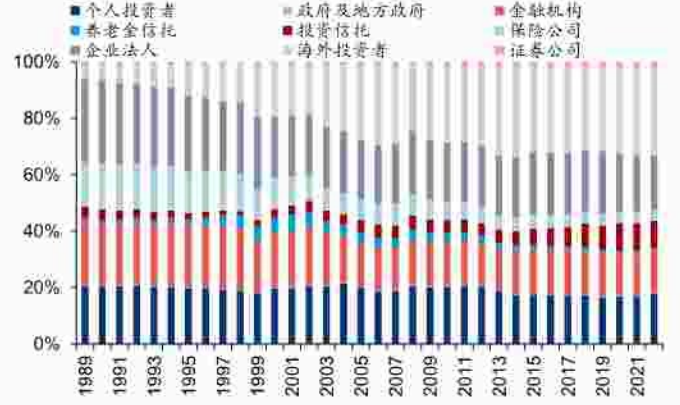
早期个人持股比例较高超 40%，目前保持在 20%左右水平。日本股票市场中投资者主要包含个人投资者、金融机构、养老金信托、投资信托、保险公司、企业法人和海外投资者等。1950-1962 年日本股票市场个人投资者持股比例较高，占比约为 50%-60%。近年来个人投资者持股市值占比趋于稳定，1989 年-2021 年比例维持在 20%左右。截至 2022 财年末，个人持股市值占比为 18%。

图表 53：1950-1968 年个人投资者持股结构



资料来源：日本证券协会，华泰研究

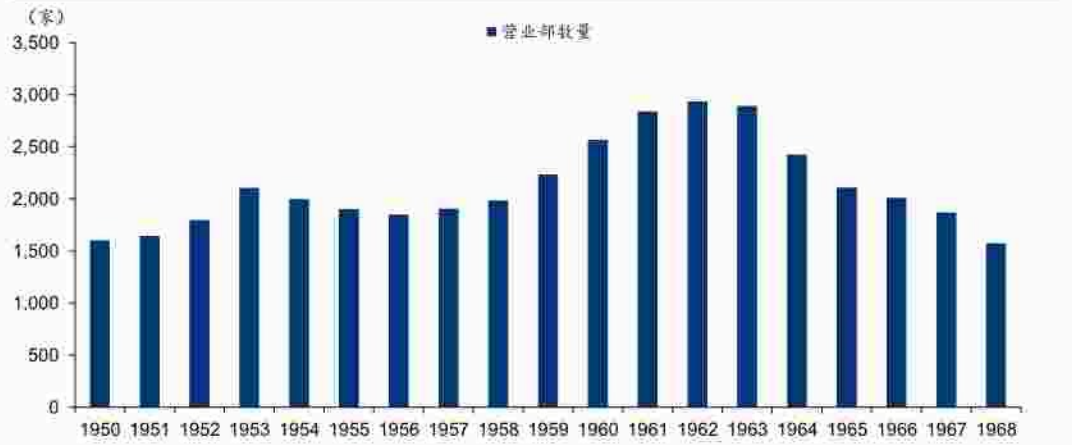
图表 54：1989-2022 财年投资者持股结构



资料来源：日本证券协会，华泰研究

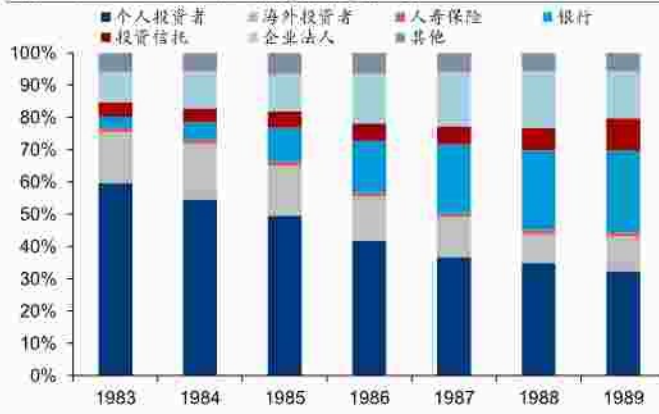
早期个人投资者为股市交易主力，大面积铺设网点成为券商抢占经纪业务份额的主要手段。早期个人投资者作为日本股票交易主力，股票成交额占比约 50%。证券公司为争夺经纪业务市场，通过大量铺设营业部和聘请营业部员工进行线下展业，行业营业部数量由 1950 年的 1,601 家增长至 1962 年的 2,934 家。1961 年，日本股市达峰陷入“证券萧条”后，证券行业业绩随市下滑，1963-1968 年大量营业部被关停，营业部数量开始下降。近年个人投资者在股票成交额占比逐步稳定，约为 20%。

图表 55：1950-1968 年日本证券行业营业部数量



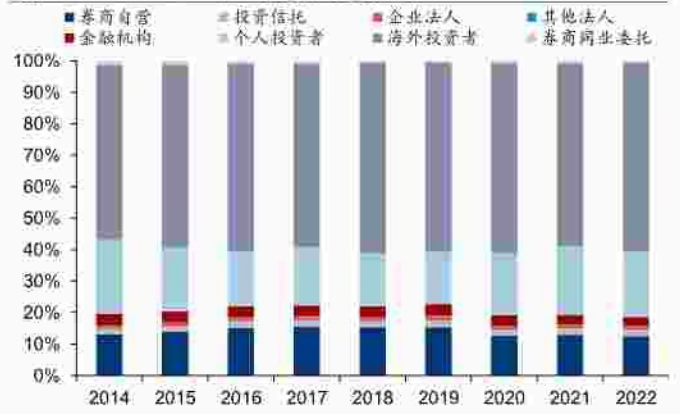
资料来源：大阪府证券手続，华泰研究

图表56：1983-1989年日本股票成交额结构



资料来源：东京证券交易所，华泰研究

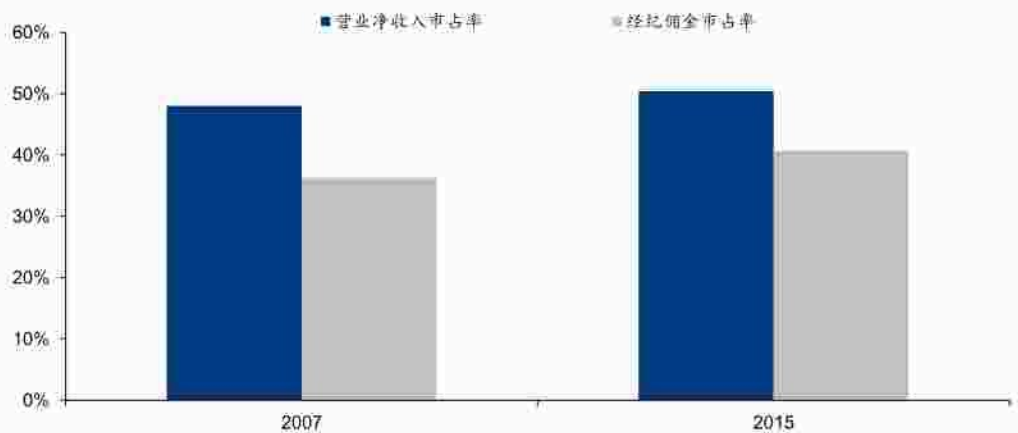
图表57：2014-2022年日本股票成交额结构



资料来源：东京证券交易所，华泰研究

经纪业务门槛相对较低、竞争激烈，佣金集中度低于整体营业净收入集中度。在日本证券行业经纪业务竞争格局中，五大券商虽然具有主导优势，但伴随互联网券商不断以低佣金策略吸引客源，以线上平台拓宽营销渠道抢占零售经纪市场，经纪业务竞争愈发激烈。以五大证券公司为例，2007年财年和2015年度经纪佣金市占率分别为36%、41%，而营业净收入市占率分别为48%、50%，经纪佣金市占率虽有提升但仍低于营业净收入市占率。

图表58：2007财年和2015年度五大证券公司营业净收入和经纪佣金市占率



注1：2007财年为2006.04-2007.03，2015年指2015.01-2015.12

注2：按五大证券公司横野村证券、瑞穗证券、三菱爱知北野证券、大和证券和SMBC日兴证券，2007财年包含广岛五大证券公司及其合并公司。

资料来源：2019年《证券公司经营管理年代分析》华泰证券研究所，华泰研究

互联网券商高速发展，零佣金策略抢占零售市场。1997年，日本政府开始推动金融大改革，倡导金融市场创新，1999年证券行业佣金自由化落地，2000-2002年日本互联网迅速普及。互联网券商积极把握时代机遇迅速崛起，倚靠成本优势和独特营销渠道，不断抢占C端市场，引发证券行业变革。据《证券公司经营管理年代分析》，互联网券商经纪佣金市占率从2007年10.7%提高至2015年14.9%。2023年10月SBI证券和乐天证券为抢占2024年1月实施的新NISA账户客源（新NISA相比现行NISA账户进一步提高投资限额和免税限额，将吸引更多投资者开设账户，且NISA采用“一人一户”制），推出零佣金账户，标志着日本正式进入零佣金时代，进一步加剧经纪业务竞争。

信用业务：两融规模尚小，收入贡献有限

信用业务主要包括两融业务和证券抵押贷款业务，利息收入规模较小。日本证券行业信用业务主要包括融资融券和证券抵押贷款（类似 A 股股票质押业务）两大业务。二者区别主要在于借款用途限制，两融业务的借款仅可用于证券买卖，而证券抵押贷款的资金用途自由。从收入来看，日本证券行业利息业务收入受市场波动明显，整体规模略小，占营收比例约为 15%-25%。2022 年日本证券行业利息收入有所回升，达 10,070 亿日元，同比+62%，占行业营业收入比例为 24%。

图表 59：1990 年-2022 年证券行业利息收入及 yoy



资料来源：日本证券协会，华泰研究

融资融券业务规模较小，两融余额占总市值比例较低，利率多为 2.8%，相对较低。日本两融业务规模较小，截至 2023 年 12 月末，日本两融余额为 43,212 亿日元（约为 2000 亿人民币），占日本股市市值比例仅为 0.5%，而同期中国沪深两市两融余额为 16,509 亿人民币，占沪深总市值比例为 2.1%。业务规模较小叠加利率较低（日本多数证券公司两融利率约为 2.8%），两融利息收入整体规模较小。

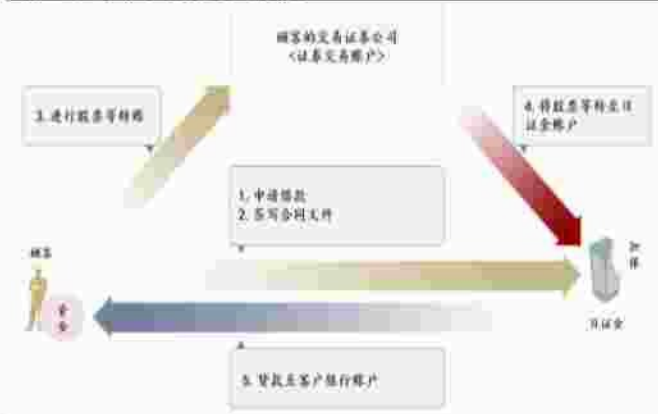
图表 60：2002-2023 年日本两融余额及占总市值比例



资料来源：东京证券交易所，华泰研究

证券担保贷款业务规模较大，但券商仅作为中介参与业务，实际收入贡献有限。证券担保贷款业务是日本证券金融公司面向个人、法人顾客以股票等做抵押，资金用途自由的贷款业务，当前贷款年化利率为 1.8%-3.8%，贷款额度约为 3000 万-10 亿日元。证券担保贷款业务规模较大，占证券行业总资产比例约为 35-55%。截至 2023 年 9 月末，证券担保贷款规模约为 130.4 万亿日元，占总资产比例为 54%。但在此业务流程中，证券公司仅作中介参与业务，负责股票等的转账交易，而由日本证券金融公司进行实际放贷和收取利息。

图表61： 证券担保贷款业务流程



资料来源：日本证券金融公司，华泰研究

图表62： 1967-2023.09 证券担保贷款规模及占证券行业总资产比例



资料来源：日本证券协会，华泰研究

投行业务：格局高度集中，外资排名下滑

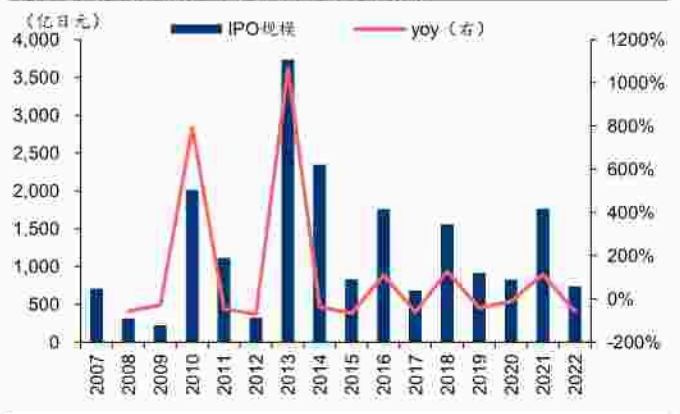
投行业务收入规模较小，IPO 规模波动下滑。日本证券行业投行业务规模较小，1999 年东京证券交易所设立 Mothers 板块后，日本股票承销金额发生高速增长但之后波动下滑，其中 IPO 规模于 2013 年达到峰值后逐步回落。投行业务收入在 20 世纪初波动较为明显，2002-2006 年和 2011-2013 都有所增长，但近年来收入规模趋于平稳，其中 2022 年下滑较多。一方面，2022 年日本股市持续震荡，企业 IPO 热情有所下降；另一方面，2021 年数字、IT 相关服务需求受疫情因素驱动扩大，人工智能、数字转型等科技业 IPO 景气度较高，高基数效应下，2022 年日本 IPO 规模出现明显下滑。2022 年日本股票承销规模为 5,895 亿日元，同比-83%，其中 IPO 规模为 738 亿日元，同比-58%。2022 财年，日本证券行业投行业务收入为 2,860 亿日元，同比-34%。

图表63： 1998-2022 年日本股票承销金额及 yoy



注 1：2002 年 12 月前在东京证交所上市的公司公开招股不计在内
 注 2：2003 年 1 月-2007 年 3 月，新上市公司、OSE Hercules 上市公司，在东京证交所 JASDAQ 以外的公司的公开发行计算在内
 注 3：2007 年 4 月起，在东京证交所上市的公司公开发行被纳入计算
 资料来源：东京证券交易所，华泰研究

图表64： 2007-2022 年日本 IPO 规模及 yoy



注：IPO 数据自 2007 年开始才单独披露，早期未披露
 资料来源：东京证券交易所，华泰研究

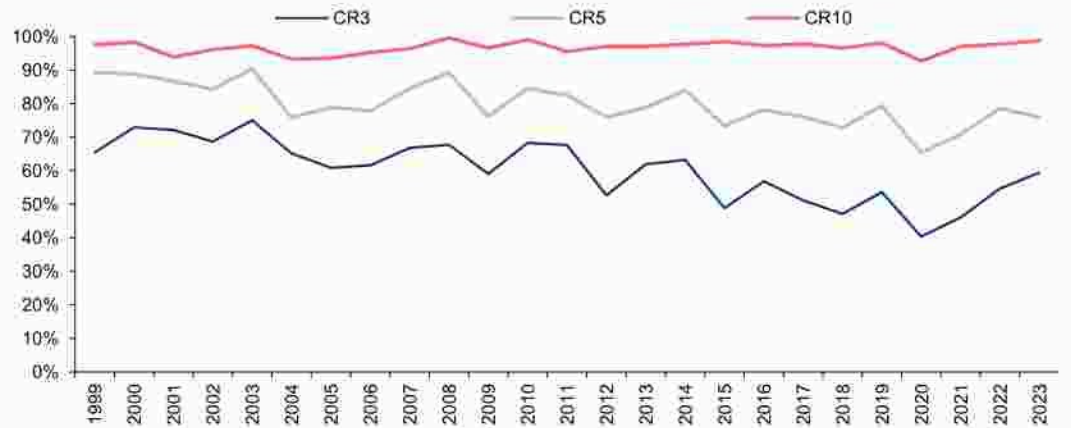
图表65：2000-2022年日本证券行业投行收入



注：投行收入=承销佣金收入+认购佣金收入
资料来源：东京证券业协会，华泰研究

投行业务高度集中，本土券商排名有所提升，野村始终为本土券商龙头。日本证券行业投行业务格局高度集中，1999-2023年股票承销金额集中度虽有波动，但CR3维持在40%-60%，CR5维持在65%-80%，CR10基本高于90%。1999-2007外资券商投行业务较为领先，常年获得行业前五中三个席位，但野村证券投行业务较为强势，多个年份超越外资位列第一。且2007年后外资券商主动收缩业务规模，本土券商排名逐渐提升，其中瑞穗集团和三井住友集团作为银行系集团，市占率持续提升，成为行业前五中重要的银行系力量。2023年度日本股票承销金额CR3、CR5、CR10分别为59%、76%、99%，股票承销金额前五分别为野村控股、三井住友集团、瑞穗集团、摩根大通和摩根士丹利。

图表66：1999-2023年日本股票承销金额集中度



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表67：1999-2023年日本股票承销金额排名

排名	1999	2001	2003	2005	2007	2009	2011	2013	2015	2017	2019	2021	2023
1	花旗	野村	野村	野村	野村	野村	野村	野村	MS	高盛	SMFG	野村	野村
2	野村	花旗	花旗	大和	大和	高盛	SMFG	MS	野村	野村	野村	SMFG	SMFG
3	高盛	大和	大和	花旗	花旗	大和	大和	SMFG	SMFG	大和	瑞穗	大和	瑞穗
4	瑞银	瑞银	MS	高盛	JPM	瑞穗	MS	瑞穗	大和	瑞穗	MS	瑞穗	JPM
5	大和	美林	瑞银	瑞穗	MS	MS	瑞穗	大和	瑞穗	MS	大和	MS	MS

注：SMFG为三井住友金融集团，MS为摩根士丹利，JPM为摩根大通，瑞穗为瑞穗集团，野村为野村控股，大和为大和证券
资料来源：Bloomberg，华泰研究

投资业务：资产占比较高，交易收入趋稳

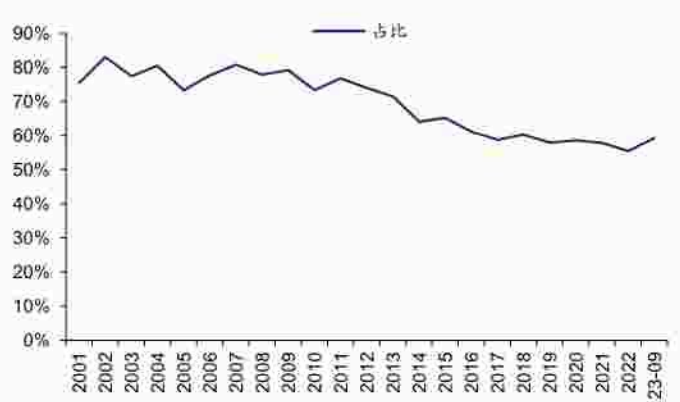
投资资产规模较为稳定，在行业资产负债表中占比较高。日本证券行业投资业务规模经历2001-2007年明显增长后，趋于稳定、波动较小。投资资产占扣除证券担保贷款后行业总资产比例较高，2001-2012年维持70%-80%高位，近年逐步下滑。行业交易收入1990-2005年波动增长，但近年来逐步收缩。截至2023年9月末，证券行业投资资产规模为65.3万亿日元，较2023年3月末（即上一财年初，下同）+29%，占扣除证券担保贷款后总资产比例为59%，较2023年3月末+3pct。2022财年，行业交易收入为8,620亿日元，同比-1%，占总营业收入比例21%。

图表68：2001-2023.09日本证券行业投资资产规模及较期初变动



资料来源：日本证券协会，华泰研究

图表69：2001-2023.09投资资产占扣除证券担保贷款后总资产比例



资料来源：日本证券协会，华泰研究

图表70：1990-2022年证券行业交易收入及yoy



资料来源：日本证券协会，华泰研究

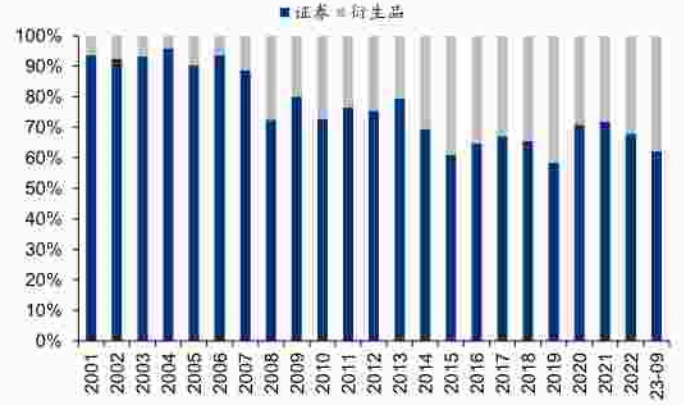
衍生品业务快速发展，券商资产中衍生品规模不断提升。日本衍生品业务快速发展，券商资产负债表中衍生品资产规模迅速提升，2001-2022年复合增长率达11%，在交易资产中占比也持续提高，与普通证券的规模差距逐步缩小。截至2023年9月末，日本证券行业衍生品规模为24.05万亿日元，较2023年3月末增加53%，占交易资产比例提升为38%，较2023年3月末+6pct。

图表71：2001-2023.09 日本证券行业衍生品规模及较期初变动



资料来源：日本证券协会，华泰研究

图表72：2001-2023.09 日本证券交易资产结构



资料来源：日本证券协会，华泰研究

探热点：互联网券商加速掘新机

发展脉络：低佣策略鲜明，NISA 创造新机

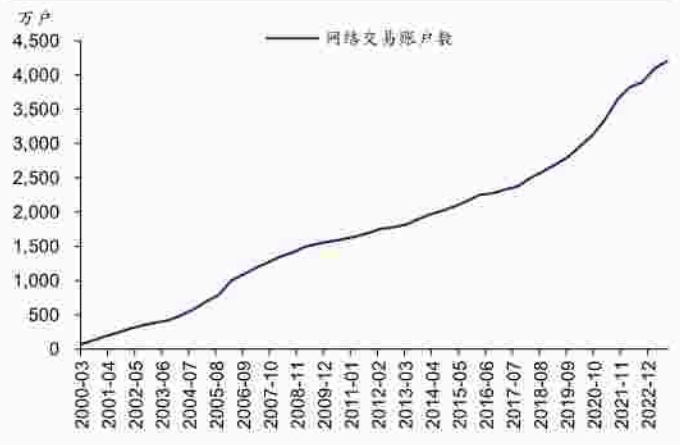
日本网上证券交易始于 1996 年，券商准入放宽和佣金自由化共同推动互联网业务高速发展。1996 年大和证券首推基于计算机网络的证券交易服务，开启日本互联网证券业务的序幕。在此后的一年里，日兴、野村等大型证券公司和部分中坚券商相继开展互联网证券业务，掀起了传统券商进军互联网经纪业务的热潮。同时，1998 年 12 月，日本证券行业准入制度由许可制转回登记制，1999 年 10 月日本实现佣金自由化，大量的专业互联网券商和外资券商也进入日本互联网证券市场。据日本证券业协会披露，截至 1999 年 10 月末参与互联网证券业务的券商共有 47 家，占全部券商数量的比例为 16.5%，而到 2001 年 3 月末，已经达到 67 家，占比 23.1%。

图表73：日本经营互联网证券业务的券商数量及占比



资料来源：日本证券业协会，华泰研究

图表74：日本互联网证券交易账户数



资料来源：日本证券业协会，华泰研究

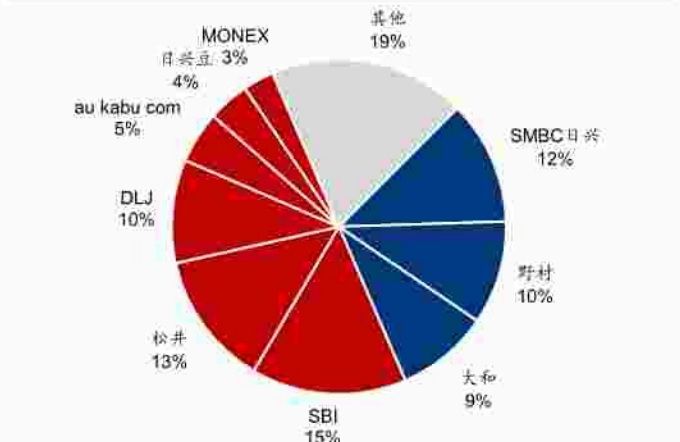
以 SBI 为首的专业互联网券商推行低佣金策略抢占零售市场，市占率快速提升。日本佣金自由化后，以 SBI 为首的大量专业互联网券商涌入市场并推行低佣金策略，行业竞争进一步白热化。SBI 证券的前身是 E-trade，利用其在美国市场低佣金竞争的经验快速抢占日本零售市场。23H1 日本证券行业委托交易金额中约 25% 来自互联网交易，个人投资者对互联网交易的粘性更高。2003 财年上半年，六家领先互联网券商的个人股票代理买卖金额市占率已经达到 69%。

图表75：日本互联网证券交易金额及占全部委托交易金额的比例



资料来源：日本证券业协会，华泰研究

图表76：2003 财年上半年日本个人投资者委托交易金额市占率



注：蓝色为传统券商，红色为专业互联网券商

资料来源：松井证券业绩报，华泰研究

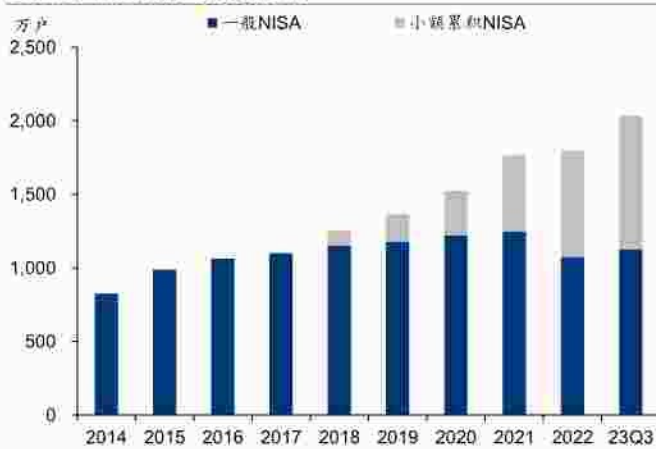
2014 年以来，NISA 账户的免税机制吸引了大量年轻投资者开户。NISA 账户是日本 2014 年推出的为鼓励年轻人提前为养老做准备的免税个人投资账户，可投资于上市公司股票、基金等，配息、资本利得等投资收益在限额和限期内全部免税，比同属养老第三支柱的 iDeCo 账户更突出投资性质。2018 年，日本又在此基础上推出小额累积 NISA 账户，每年投资上限更低且免税期限更长，吸引了大量年轻人开户。从持有人年龄分布来看，截至 23Q3 末，约 46% 的小额累积 NISA 账户来自 40 岁以下的年轻投资者。

图表77：一般 NISA 及小额累积 NISA 对比

	一般 NISA (2014 年创设)	小额累积 NISA (2018 年创设)
年度投资限额	120 万日元	40 万日元
免税持有年限	5 年	20 年
免税持有上限	600 万日元	800 万日元
投资范围	上市公司、投资信托等	符合金融厅标准的投资信托

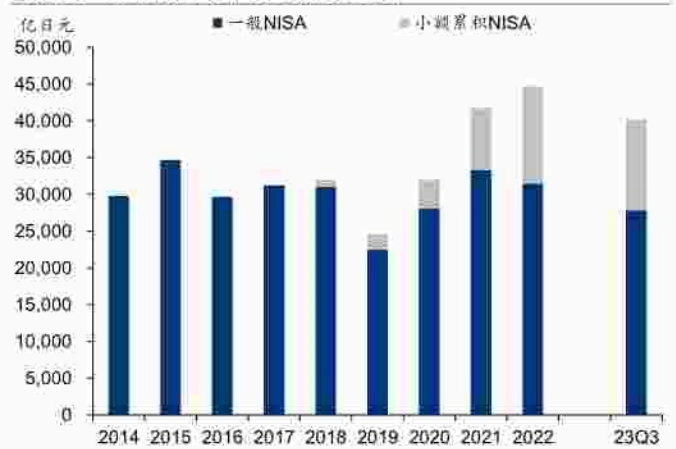
资料来源：日本金融厅，华泰研究

图表78：NISA 账户数及其结构



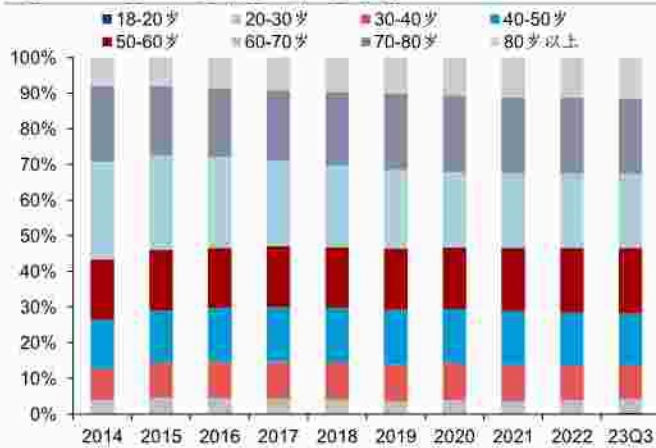
资料来源：日本金融厅，华泰研究

图表79：NISA 账户每年买入额及其结构



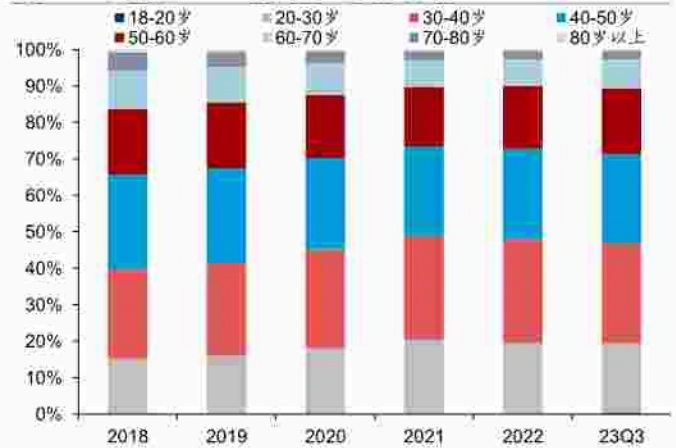
资料来源：日本金融厅，华泰研究

图表80：一般 NISA 账户数结构（按年龄）



资料来源：日本金融厅，华泰研究

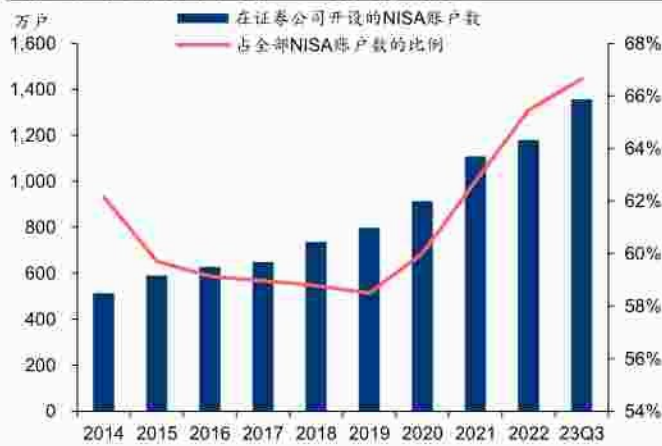
图表81：小额累积 NISA 账户数结构（按年龄）



资料来源：日本金融厅，华泰研究

券商 NISA 账户数和买入额占比明显提升，年轻投资者的参与促进互联网券商繁荣。截至 2023Q3 末，在证券公司开设的 NISA 账户数（不包含青少年 NISA）已达 1356 万户，占全部 NISA 账户数（不包含青少年 NISA）的 67%，且证券公司开设的 NISA 账户年买入额占比整体表现出增长态势，2022 年、2023 年前三季度均超过 70%。从证券公司 NISA 账户的持有人年龄分布来看，截至 23Q3 末，超过 50% 的小额累积 NISA 账户来自 40 岁以下的年轻投资者，这类投资者对互联网交易粘性更高，一定程度上促进了互联网券商的进一步繁荣。

图表82：在证券公司开设的NISA账户数及其占比



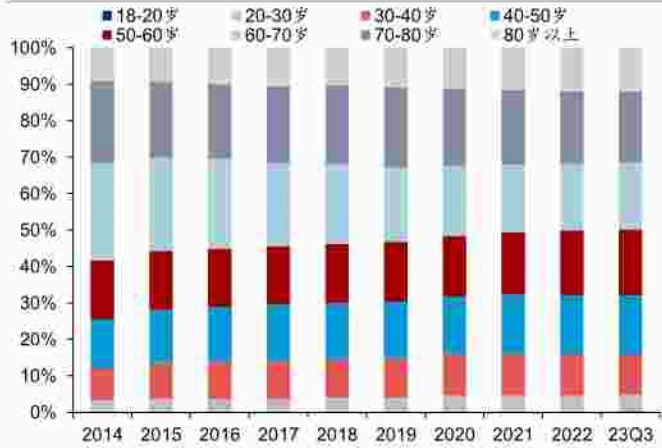
资料来源：日本证券业协会，日本金融厅，华泰研究

图表83：在证券公司开设的NISA账户每年买入额及其占比



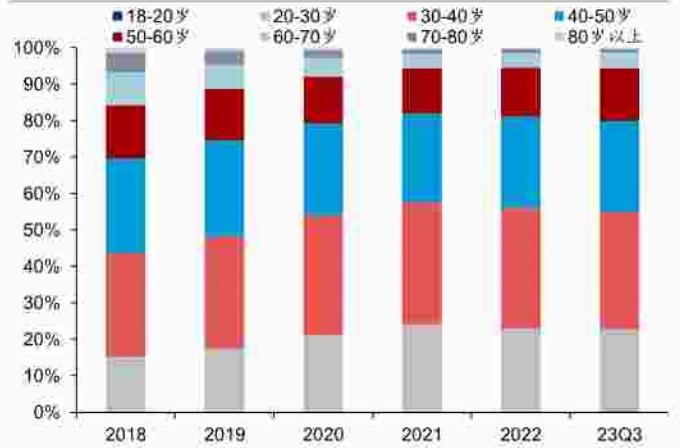
资料来源：日本证券业协会，日本金融厅，华泰研究

图表84：在证券公司开设的一般NISA账户数结构（按年龄）



资料来源：日本证券业协会，华泰研究

图表85：在证券公司开设的小额累积NISA账户数结构（按年龄）



资料来源：日本证券业协会，华泰研究

SBI、乐天证券推出零佣金账户抢占新NISA市场，助推日本进入零佣金时代。2024年日本将实行新NISA制度，将NISA账户重新分类为两大框架，账户的年度投资限额和免税限额大幅提升，免税持有年限延长至无限期，且过去一般NISA账户和小额累积NISA账户仅能二选一持有，新NISA制度允许同时使用成长投资框架和储蓄投资框架。NISA投资限制和免税限制的大幅放宽有望促进日本NISA账户数和买入金额的大幅提升，头部互联网券商如SBI证券和乐天证券已开始为抢占新NISA账户发力，纷纷于2023年10月推出零佣金账户，标志着日本正式进入零佣金时代。

图表86：新NISA账户规则

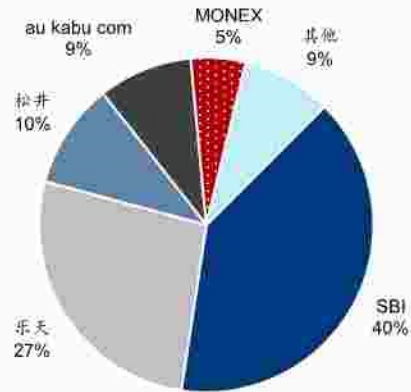
	成长投资框架	储蓄投资框架
年度投资限额	240万日元	120万日元
免税持有年限	无限期	
免税持有年限	1800万日元（其中成长投资框架1200万日元）	
投资范围	上市股票、投资信托等	符合金融厅标准的投资信托

资料来源：日本金融厅，华泰研究

互联网券商格局：CR5集中度高，SBI证券居首

互联网券商集中度较高，TOP5互联网券商垄断全部互联网券商个人投资者委托交易额90%以上。日本互联网券商和传统券商一样呈现出明显的寡头垄断特征，领先互联网券商包括SBI证券、乐天证券、松井证券、MONEX和au kabu com证券，根据SBI年报披露，2020年五家公司的个人投资者委托交易额占全部互联网券商委托交易额的比例达91.3%。其中SBI市占率近40%稳居第一，乐天证券市占率约27%，仅次于SBI。

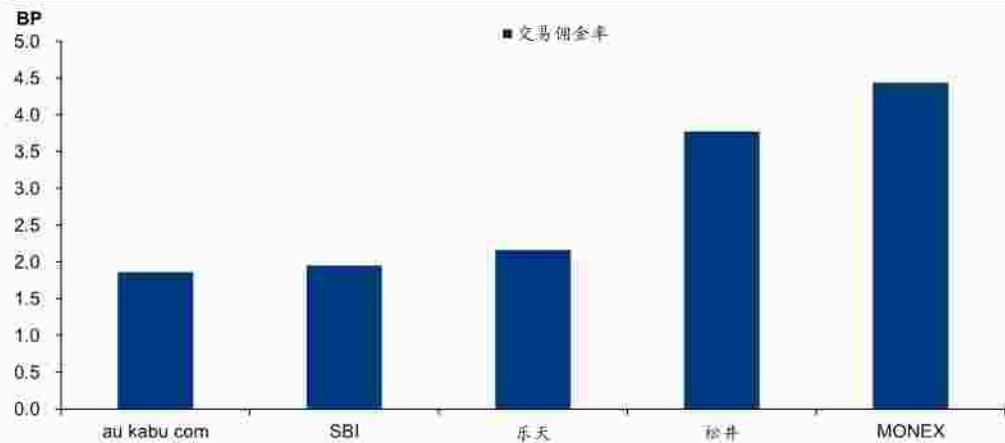
图表87：2020年日本前五大互联网券商个人投资者委托交易额占比（占比为占全部互联网券商的比例）



注：受披露限制暂无法获取更新年份数据
资料来源：SBI 业绩报告，华泰研究

五家领先互联网券商资源禀赋和发展路径各不相同，但多数围绕佣金发力。五家领先互联网券商的发展战略有所差异，SBI 主要采取低佣获客策略，且近年来佣金率仍保持下降趋势，当前客户规模、交易市占率均居互联网券商之首；乐天证券背靠电商集团客户资源优势，业务实力仅次于 SBI；松井证券是最早开展网上证券交易的互联网券商，不推崇通过低佣金策略抢占客户，更注重业务创新，较早推出低利率即时结算保证金交易服务，实现差异化竞争；MONEX 由高盛前员工创始，技术优势稳固，除日股外，美国/虚拟货币交易占比较高；au kabu com 证券持续推动业务平台创新，是首个为个人投资者提供高级排名功能的券商，佣金率基本降至行业最低（除 SBI、乐天新推出的零佣金账户外）。

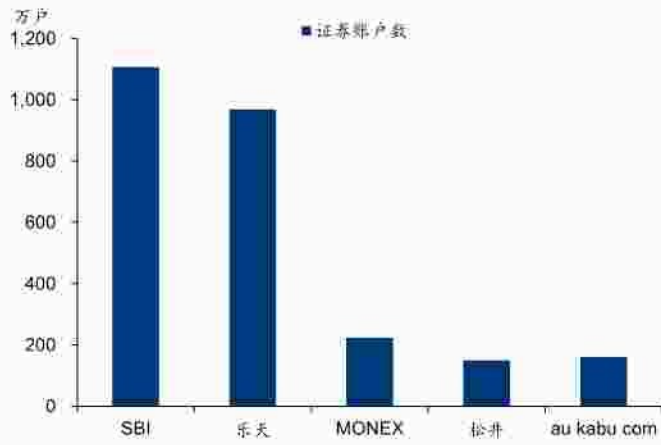
图表88：2023 上半年财年五大互联网券商交易佣金率



资料来源：SBI 业绩报告，华泰研究

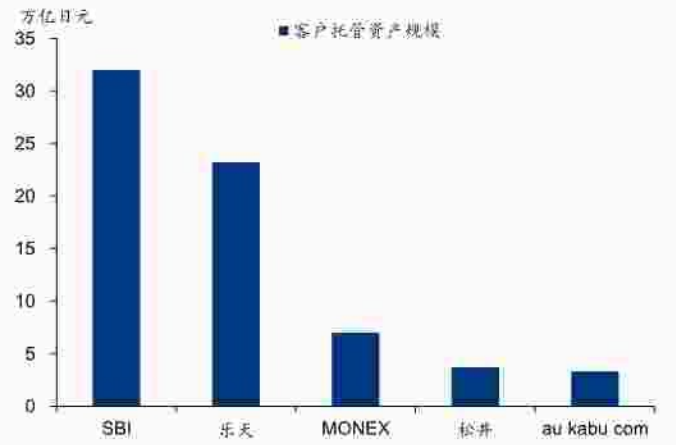
SBI 和乐天证券客户基础扎实，稳居行业冠亚军位置。SBI 过去倚靠低佣金策略快速抢占零售市场，并在互联网券商浪潮兴起初期就积极开展银证合作，吸引了大量投资者开户，于 2006 年成为日本首家经纪综合证券账户突破 100 万户的互联网券商。截至 2023 年 9 月末，SBI 证券的证券账户数达 1106 万户，客户托管资产规模 32 万亿日元，均位列互联网券商首位，且近年来保持稳健增长。乐天证券则充分享受了集团客户资源优势，其股东乐天集团于 1997 年最早在日本开始实践电子商务，当前电商业务市占率领先、客户基础扎实。近年来乐天证券的股票委托交易金额和信用交易余额保持稳步上升趋势，客户账户数和托管资产规模持续扩大，截至 2023 年 9 月末共有 968 万户账户、23.2 万亿日元托管资产，是当前与 SBI 差距最小的互联网券商。

图表89：2023年9月末主流互联网券商证券账户数对比



资料来源：SBI业绩报告，华泰研究

图表90：2023年9月末主流互联网券商客户托管资产规模对比



资料来源：SBI业绩报告，华泰研究

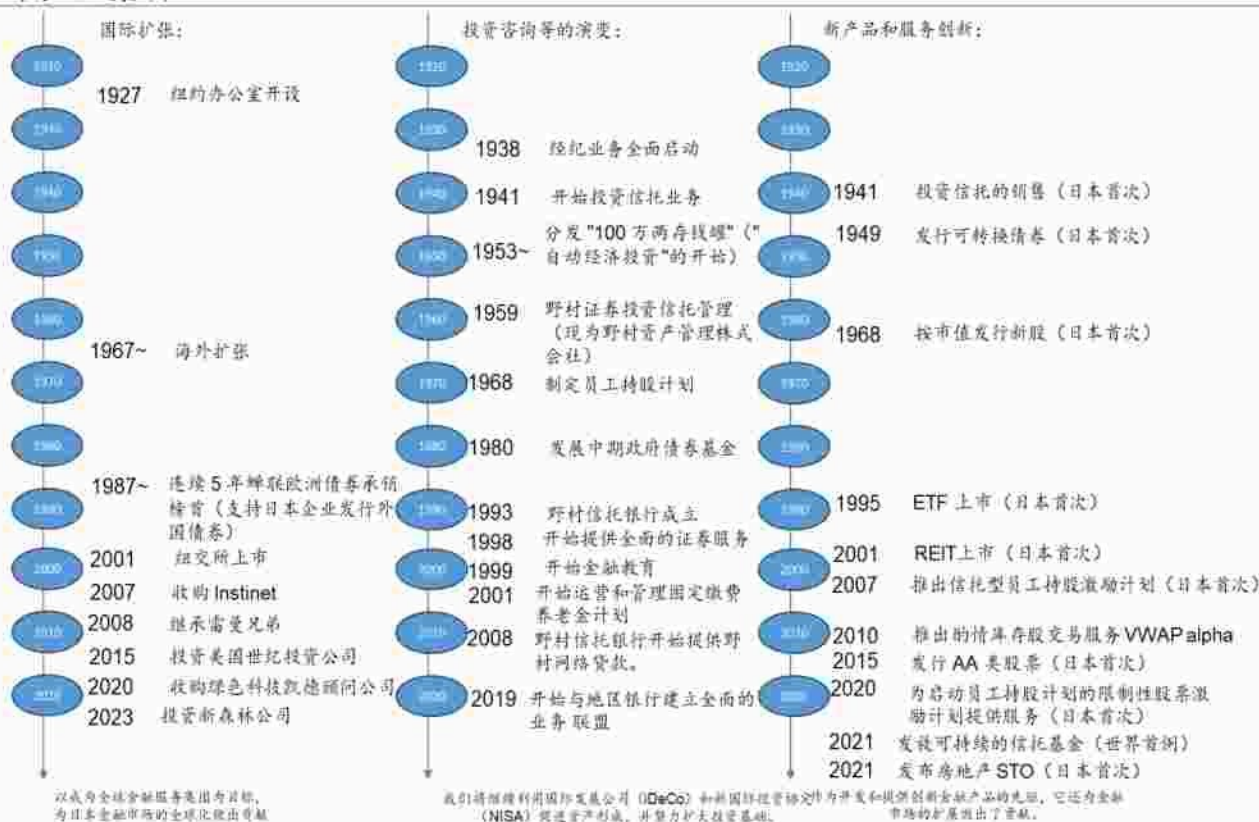
拆案例：传统与新兴差异化发展

野村控股：行业绝对龙头，零售机构双优

发展历程：从钱庄店铺迈向国际投行

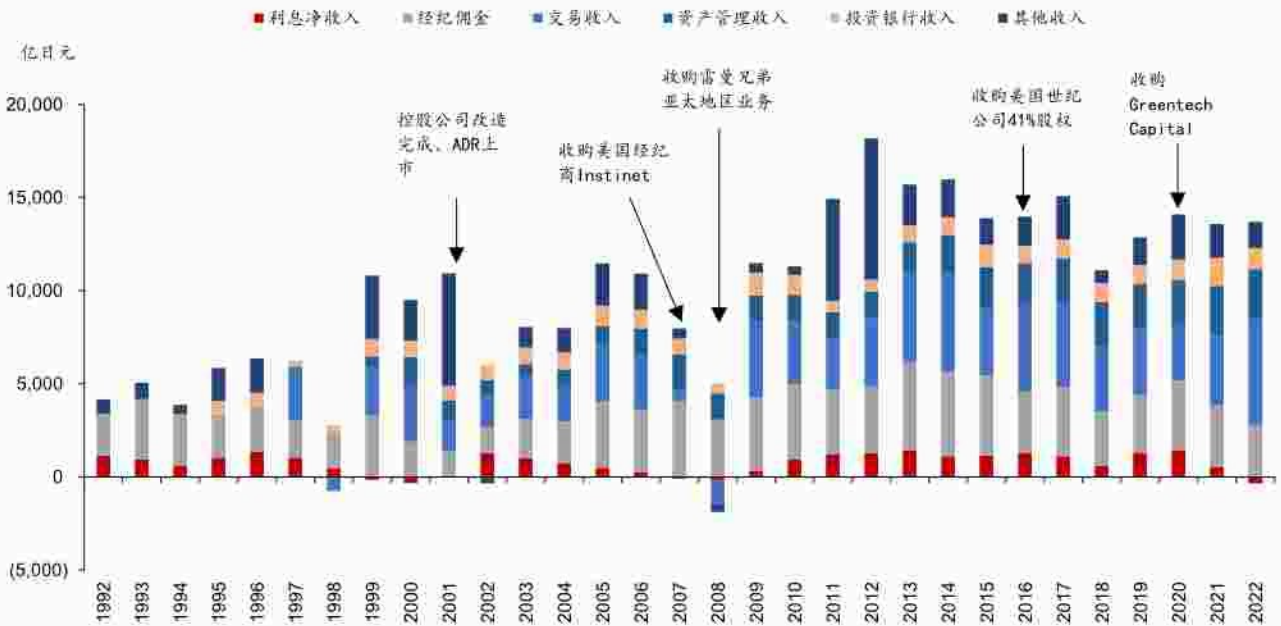
前身为钱庄店铺，百年发展成为国际投行。野村证券创始人是野村德七(Tokushichi Nomura II)，公司前身为其父亲设立的一家钱庄，主要业务是资金融通。野村德七 1878 年出生于大阪，继承了父亲经营数年的老店，业务持续增长。1906 年，野村建立内部研究部门，并负责出版《大阪野村商业新闻》，主营股票经济形势分析，有效提升野村的形象，也为后续的研究业务打下坚实基础。1917 年，野村德七对野村商店进行大型改组，成立“株式会社野村商店”，成为公司制企业；1918 年成立野村银行，集团化逐步形成雏形；1925 年，成立野村证券股份有限公司(NSC)。2001 年野村采用控股公司架构，成立野村控股公司(Nomura Holdings)。2007 年，收购美国的经纪商和交易技术提供商 Instinet。2008 年金融危机，野村证券收购雷曼兄弟在亚太地区(包括日本，中国香港和澳大利亚)的业务，逐步发展成为具有百年历史、业务横跨全球的国际投行。

图表 91：野村控股发展历程



资料来源：公司公告、华泰研究

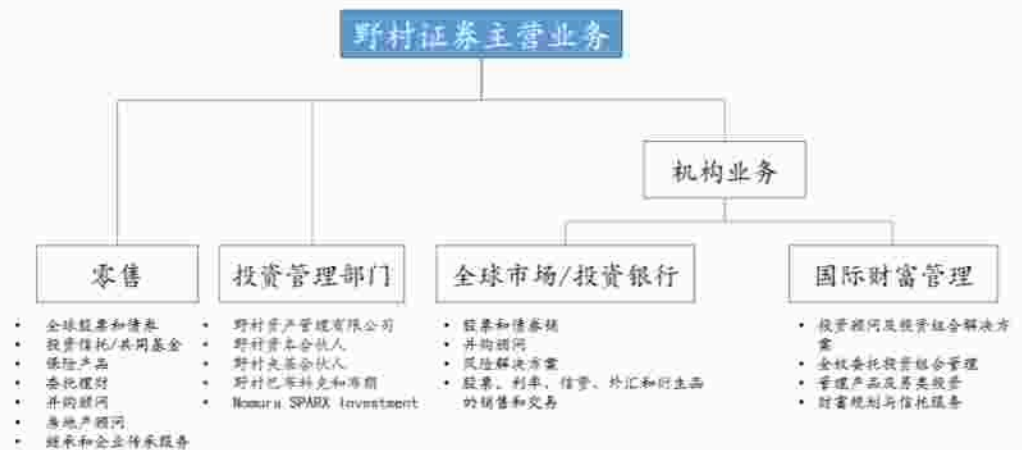
图表92：野村控股营业收入结构变化



注：因考虑到结构的可比性，此处统一为利息净收入，而文中营业收入为利息收入，因此存在一定的口径差异。
资料来源：公司公告，华泰研究

业务范围囊括零售、机构、投资管理。野村目前业务范围包括：**1) 零售**，通过遍布日本的109家分支机构，网络平台和呼叫中心，提供广泛的金融产品和服务。除了股票、债券等传统投资产品外，还提供定制化的咨询服务，包括遗产规划、企业继承、房地产、融资和企业财务咨询等服务。零售客户资产规模达134.4万亿日元（23年9月末），客户数量超过500万（日本市场份额达16%）。**2) 机构**，投资银行部门负责提供融资和顾问服务，全球市场部门负责提供金融产品及解决方案、二级市场流动性服务；此外，为高净值客户、家族办公室等客户提供国际财富管理服务。**3) 投资管理**，主要包括野村资产管理，野村资本合伙人（私募股权），野村夹层合伙人（夹层基金）、野村巴布科克和布朗（租赁及项目融资）和 Nomura SPARX Investment（创投）。

图表93：野村控股业务结构



资料来源：公司公告，华泰研究

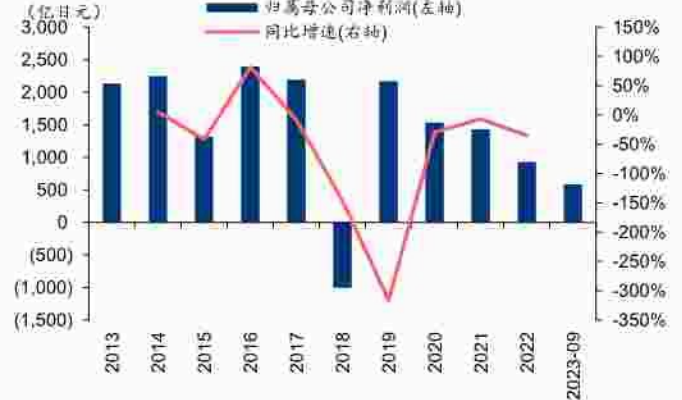
利润波动较大，资产规模及杠杆率相对稳定。野村控股过去 10 年（除 2022 年外）营业总收入较为平稳，处于 1.5-2.0 万亿日元区间波动，2022 年大幅增长主要系财务类收入同比增长较快贡献所致。从利润端看，归母净利润波动相对较大，2015 年曾因投资类收入下降而大幅下滑，2018 年在投资贡献较低叠加财务费用增长的驱动下录得亏损，2019 年转正但随后年份保持下滑态势。从资产规模看，2013 年-2021 年相对平稳，22 年来增长提速主要系抵押融资类资产增长贡献；集团杠杆率基本维持在 15-16x 的中枢水平。

图表 94：野村控股营业收入规模及同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表 95：野村控股归母净利润及同比增速



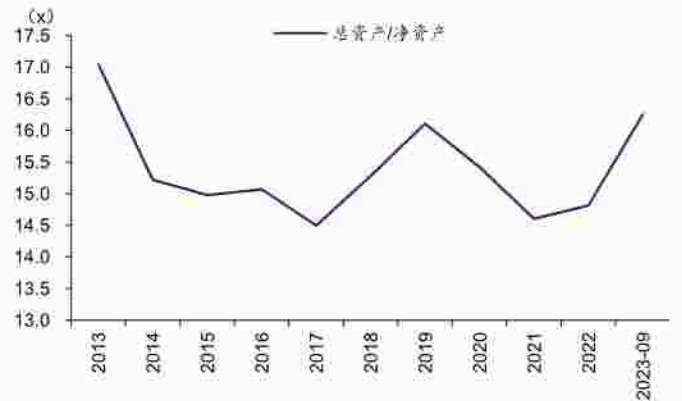
资料来源：Wind，华泰研究

图表 96：野村控股资产总计及同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表 97：野村控股总资产/净资产比例



资料来源：Wind，华泰研究

行业地位：零售客群雄厚，机构投行领跑

日本业务绝对龙头，国际业务竞争力强。2022 财年，野村在日本的业务排名领跑，股票交易量市场份额、日本本土内的 IPO、并购重组业务均排名第一，ESOP 业务市场占有率达 54.7%。截至 2022 财年末，野村证券共有 535 万客户账户，零售客户总资产达到 122 万亿日元。从海外业务看，野村在亚太、欧美等地区均有较强的竞争力。2022 财年在印度 IPO 规模排名第 2、欧洲武士债券发行排名第 2、欧洲政府债交易规模排名第 6、美国 MBS 承销规模排名第 4。公司员工遍及全球，截至 2022 财年末，集团员工共 15131 人，其中亚太区域员工 6320 人，占比 42%；欧洲、美洲分别为 2937、2387，占比 19%、16%。

图表98：野村控股行业排名及全球业务布局



资料来源：公司公告，华泰研究

客户账户数被互联网券商赶超，但资产规模领跑。野村控股有资产客户数量近年来保持平稳，截至2023年9月末，数量达539.6万户，虽然互联网券商SBI具有超过千万级别的账户数量，但其整体客户质量相比野村仍有差距。截至2023年9月末，SBI客户托管资产规模仅32万亿日元，而野村控股零售客户资产规模达134.4万亿日元，零售客群基础雄厚，呈现出综合金融集团的显著优势。

图表99：野村控股有资产客户账户数量



资料来源：Wind，华泰研究

图表100：野村控股零售客户资产规模



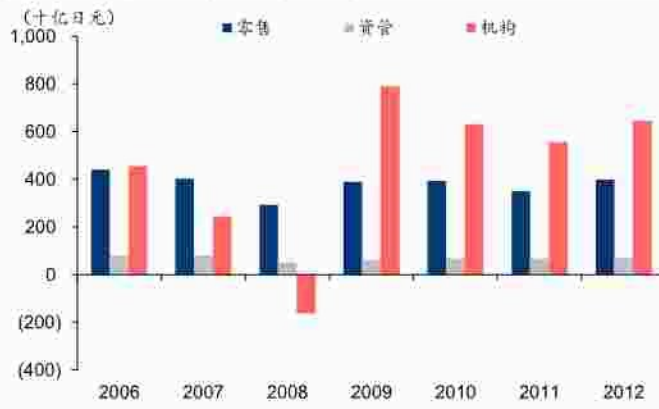
资料来源：Wind，华泰研究

走向国际：收购雷曼兄弟，迎接机遇挑战

野村证券在20世纪便着手进行国际化尝试。1925年12月，大阪野村银行的证券部门独立出来成立野村证券。仅仅在一年后便在纽约开设了办事处，当时恰是东京渡边银行破产，昭和金融恐慌爆发的年份。二战期间办事处因战争而关闭，但在战后不久的1953年，野村再次进入美国市场，重设纽约办事处。80年代末，野村证券国际化业务收入占比已经达到20%。但这一时期的海外业务主要来自欧洲与东南亚地区，在美国的收入占比较低，部分年份不足5%，还未能真正意义上实现全球化。

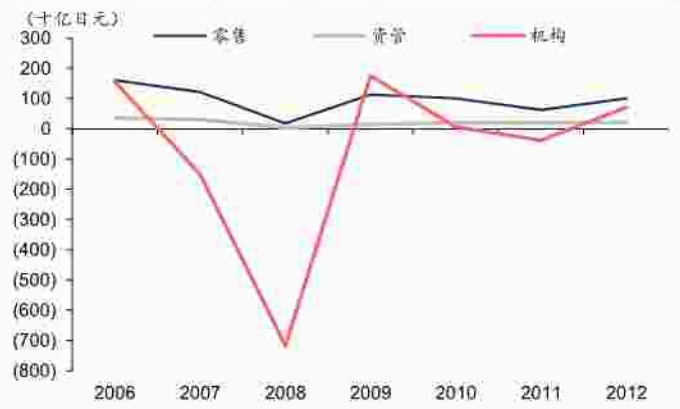
2008年金融危机，野村收购雷曼兄弟亚太地区业务。这一次收购不同于野村以往的国际化尝试。野村证券的国际化大多从设立海外办事处开始，再设立独资和合资公司。与其它投行选择成立合资公司取得参股权不同，野村证券在境外设立子公司或分支机构，基本上以控股为目标，其主要设立100%控股的子公司或分支机构为主。这种方式较为稳健，但周期较长。在金融危机这样短期大变革冲击下，这种模式不再适用，野村因此采用更加激进的直接收购策略。短期的效益是明显的，此次收购使野村一举成为全球最大的独立投资银行。但代价较大，观察野村证券主要的三个部门——零售、资管与机构业务业绩表现，包含全球市场与投资银行业务在内的机构部门波动较大，尤其在收购雷曼的2008年发生较大亏损。

图表101：野村主要部门08年前后净收入



资料来源：Wind，华泰研究

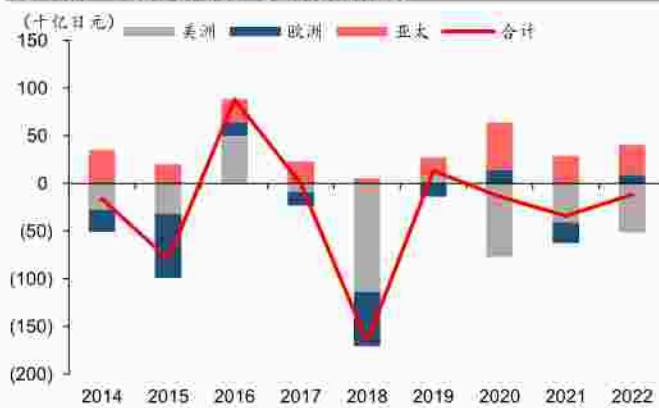
图表102：野村主要部门08年前后税前利润



资料来源：Wind，华泰研究

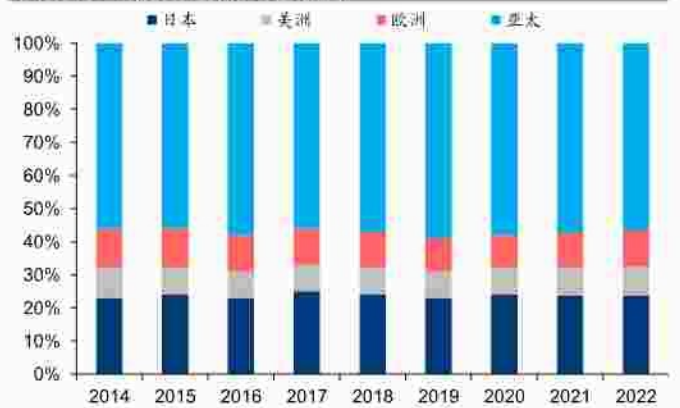
国际业务为野村证券带来长期影响。从2012-2013年度起，境外业务税前利润仅在2016年与2019年为正，在其它年度都有较大幅度的亏损。欧美市场的波动幅度较大，亚洲与大洋洲市场近年来已经趋于稳定，但带来的收益不足以平衡在欧美市场波动造成的损失，目前仍处于靠本国业务盈利填补境外业务亏损的情况。另一方面观察野村证券各地区从业人员比例，近些年来保持了大致平稳，日本国内地区人员比例几乎无变化，主要人员变动来自海外部门，亚洲与大洋洲地区人员比例近年来呈现上涨趋势，欧洲地区人员占比相应减少。

图表103：野村证券海外业务税前利润情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表104：野村证券各地区职员比例



资料来源：Wind，华泰研究

野村证券国际化首先遇到的挑战是“文化碰撞”。野村证券对雷曼兄弟的收购同时也意味着对其8150名员工的继承。作为位列华尔街前五的代表性投行，他拥有着众多一流和大胆的投资银行家。他们过去复杂而激进的投资策略为雷曼带来了繁荣，也最终导致了其覆灭。而在日本这个相对保守内敛的东亚文化圈中，这些员工感受到明显的文化差异。野村证券尚不成熟的欧美地区业务也使这些曾经的投资专家的投资选择变得有限。

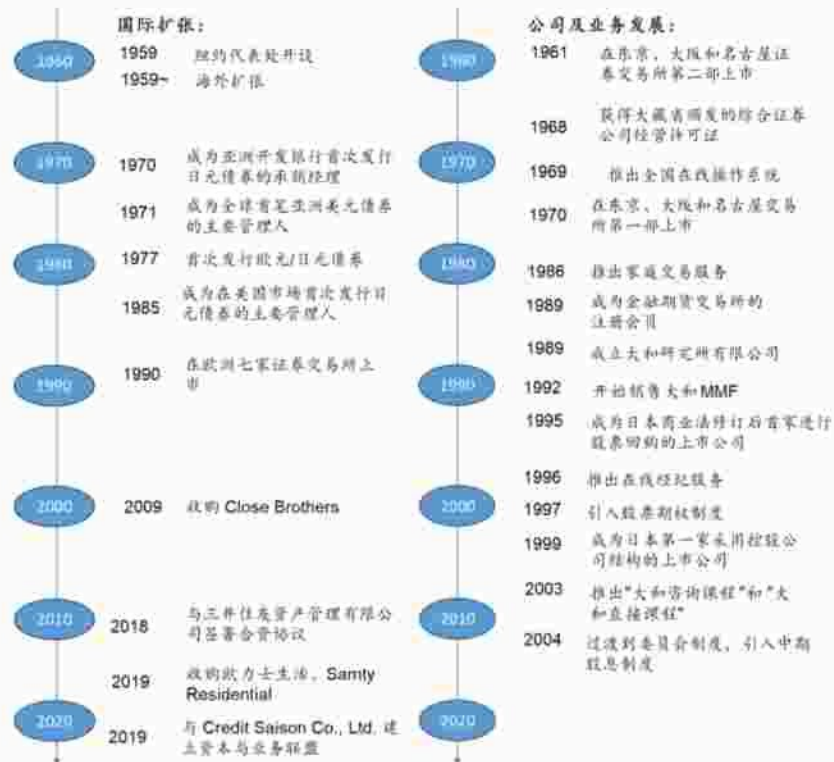
业务差异是野村国际化受阻的另一大原因。从前文日本证券公司的收入结构可以看出，日本证券业的主要业务仍然是经纪业务，以承销为主的投行业务占比低，而雷曼兄弟为代表的美国证券公司以投行业务和丰富的衍生品交易业务见长。野村证券在收购雷曼欧洲业务后，其经纪业务市场份额大幅增长，但投行、并购等雷曼传统优势业务并未出现实质性增长，一定程度上对野村证券本身的收益形成拖累。换言之，野村证券更大程度上通过收购雷曼兄弟带来的全新市场继续推行自己的旧有优势业务，而没有发挥继承雷曼本身在欧美深耕的优势业务，降低了并购雷曼兄弟带来的预期收益。

大和证券：行业排名第二，稳健护航发展

发展历程：银证整合塑造行业第二大券商

大和证券由藤本证券和日本信托银行合并而来，稳居日本证券行业第二。公司创始人藤本清兵卫于 1902 年成立藤本票据经纪公司，1907 年公司被授权作为银行运营，后于 1933 年放弃银行业务成为一家证券经纪公司，并于 1943 年与日本信托银行合并成为大和证券。大和证券 1948 年注册为证券公司，并于 1949 年成为东京、大阪和名古屋证券交易所的会员，此后逐步完成上市并开始开拓海外扩张之路。1999 年，日本“金融大爆炸”引发了大规模的产业重组，大和证券转为控股公司结构，并成为日本第一家采用控股公司结构的上市公司。21 世纪以来，公司积极开展企业合并重组，大和证券株式会社与大和证券资本市场株式会社于 2012 年合并，集团作为“新”大和证券走上新发展道路，逐步成为具有百年历史、仅次于野村证券的日本第二大证券经纪商。

图表105：大和控股发展历程



资料来源：公司公告，华泰研究

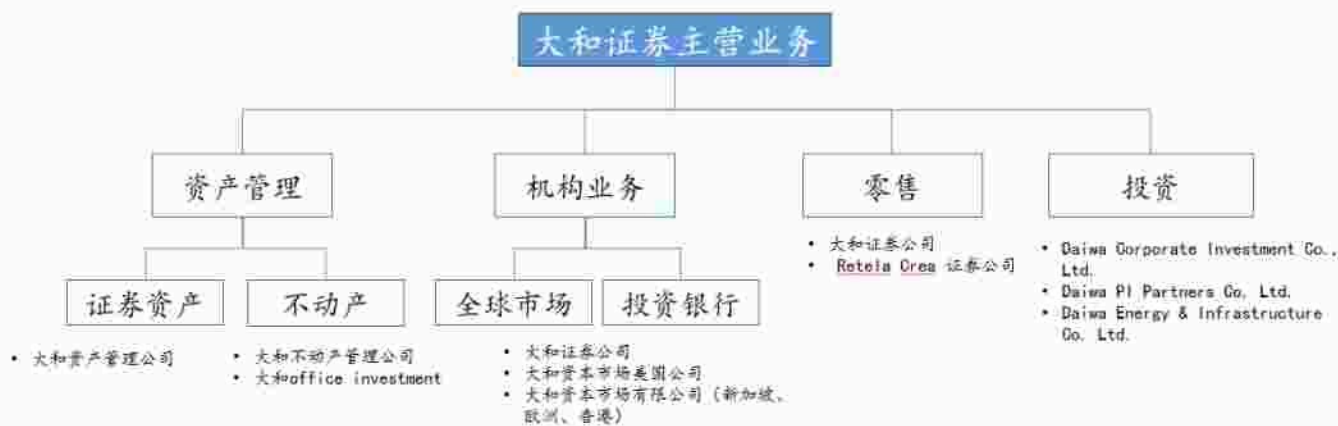
图表106: 大和控股营业收入结构变化



注1: 因考虑到结构的可比性, 此处统计为利息净收入, 后文中营业收入为利息收入, 因此存在一定的口径差异。
 注2: 利息净收入=利息收入-利息成本
 资料来源: 公司公告, 华泰研究

业务范围囊括零售、机构、资产管理、投资。大和集团目前的业务范围包括: 1) **零售**, 通过遍布日本的 182 家分支机构, 网络平台和呼叫中心, 提供广泛的金融产品和服务。除了股票、债券等传统投资产品外, 还提供定制化的咨询服务, 包括投资信托、保全账户服务、保险、银行服务、遗产相关服务等, 当前客户数量超过 300 万。2) **机构**, 投资银行部门负责提供融资和顾问服务, 全球市场部门负责提供金融产品及解决方案、二级市场流动性服务; 在全球 24 个国家地区设有办公室, 2022 财年股权承销和分销规模达到 0.95 万亿日元, 债权达到 10.4 万亿日元。3) **资产管理**, 主要包括大和资产管理, 大和不动产管理等。4) **投资**, 主要包括大和公司投资、大和 PI 合伙人以及大和能源基础设施投资公司等。

图表107: 大和控股业务结构



资料来源: 公司公告, 华泰研究

归母净利润波动下滑, 资产规模及杠杆率相对稳定。大和控股过去 10 年 (除 2022 年外) 营业总收入较为平稳, 处于 5500-7500 亿日元区间, 2022 财年达到 8661 亿日元。但归母净利润较营收波动更大, 一方面是因为在日本券商的利润表结构下, 营业收入中未剔除利息支出, 而利息支出受利率环境影响较大; 另一方面, 公司营业成本主要由人力成本构成 (近年占 50% 左右), 而人力成本较刚性且近年来略有上升, 导致成本端有所承压。从资产规模看, 过去 10 年相对平稳, 2022 财年增长提速主要系抵押融资类资产增长贡献; 集团扣除证券抵押贷款后的杠杆率基本维持在 11-13x 的中枢水平。

图表108: 大和控股营业收入规模及同比增速



资料来源: Wind, 华泰研究

图表109: 大和控股归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 华泰研究

图表110: 大和控股人力成本支出



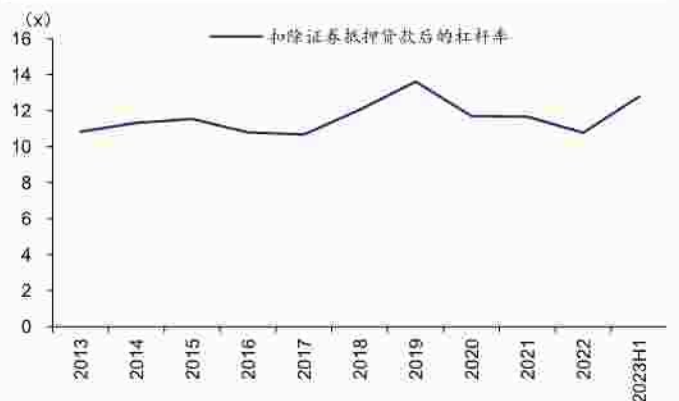
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表111: 大和控股资产总计及同比增速



资料来源: Wind, 华泰研究

图表112: 扣除证券抵押贷款后的杠杆率



资料来源: Wind, 华泰研究

行业地位：日本行业第二，差异赛道发展

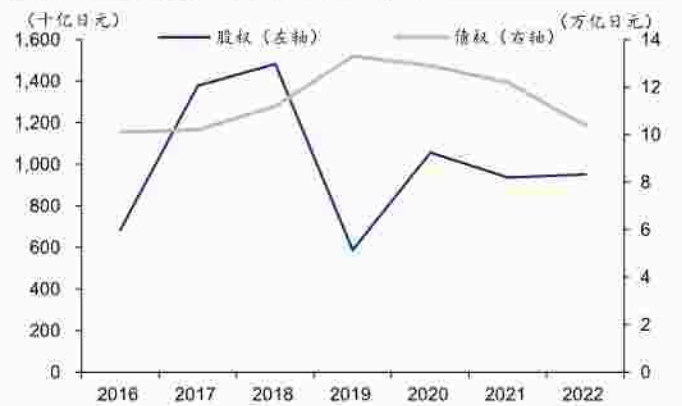
日本市场稳居第二，深耕本土同时发展海外业务。作为行业第二的大和证券，一直以超越第一位的野村证券为最大目标。大和证券深耕日本，零售业务方面日本国内分支机构连年增长，互联网券商的兴起对公司日本国内用户数量产生了一定的影响。为了与野村实现差异化竞争，大和证券以面向富裕层、高年龄层的传统证券业务为核心的同时，还和日本邮政集团开展合作，通过与外部组织的合作（例如与 Credit Saison 的资本和商业联盟）实现业务多样化。大和证券海外业务规模与发展经验总体逊色于野村证券，但大和证券总体遵循自己的发展步伐没有盲目扩张，而是凭借合理的规划有序开拓海外市场，海外业务利润于 2016 财年回正，之后持续为公司创造盈利。截至 2022 财年，集团员工共 14671 人，其中海外员工 1954 人，占比 13%。

图表113：大和证券零售业务相关指标



资料来源：Wind，华泰研究

图表114：大和证券机构业务承销和分销规模



资料来源：Wind，华泰研究

“2030 愿景”明确公司责任与目标，增强公司软实力。大和证券为了在未来时代继续成为社会所依赖的企业，对世界将发生的变化制定前瞻性的愿景并付诸实践。公司于 2021 年 4 月制定“2030 愿景”，阐明了到 2030 年集团发展计划，以“实现客户至上、品质第一”“通过混合策略建立新式资金流通”“追求数字与真实的最佳结合”为基本方针，旨在到 2023 年实现集团整体经营利润达到 2000 亿日元以上的目标。在“从储蓄到可持续发展目标”这一重要理念下，“2030 愿景”通过创造一个可持续的资本循环，实现可持续发展目标。大和证券集团将以“建立信赖”、“重视人才”、“贡献社会”和“保持健康的收益成果”这四大支柱为企业理念，在持续提高企业价值的同时，为实现“2030 愿景”而努力。

图表115：大和证券“2030 愿景”



资料来源：公司公告，华泰研究

走向国际：扩展业务边界，持续贡献利润

上世纪 60 年代，大和证券开启国际化道路。大和证券于 1959 在纽约设立代表处，并于 1964 年在纽约设立大和证券美国公司。随后数十年，公司逐步扩大海外分支机构网络和海外业务范围，在海外业务领域的声誉日隆。公司立足亚洲市场，1970 年成为亚洲开发银行首次发行日元债券的承销机构，并于次年成为全球首笔亚洲美元债券的主要管理人，同年，公司还在中国香港开设子公司，至今公司子公司已遍布新加坡、菲律宾、中国台湾、孟买等多个亚洲国家与地区。同时公司积极扩宽欧洲市场，1964 年在伦敦设立代表处并于 1981 年成立英国子公司，1977 年公司在行业内首次与欧洲投资银行合作发行欧元/日元债券。

图表 116：大和证券全球办公室与合作伙伴

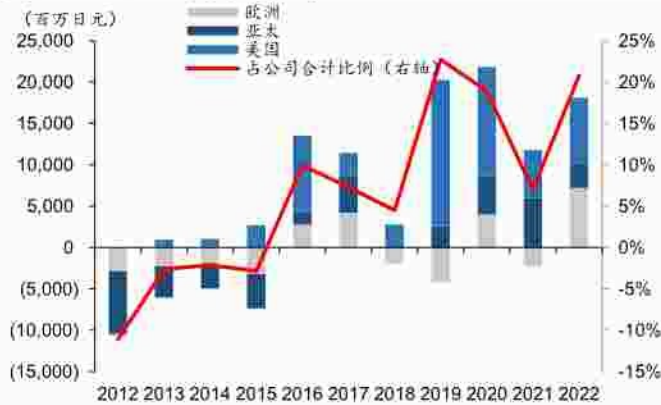


注：数据截至 2021 财年
资料来源：公司公告、华泰研究

过去十余年注重国际收购与合作，扩展业务规模与范围。随着大和证券规模的扩张与声誉的积累，公司过去十余年注重国际收购与合作使公司经营进入良性循环。2009 年公司收购了当时伦敦最大上市投资银行 Close Brothers 的企业融资业务，力图进一步发展在英国的业务并辐射欧洲大陆。2017 年，公司整合了咨询公司 Sagent Advisors 和 Signal Hill 的业务，成立了一家新的北美咨询公司 DCS 咨询，专注于为推动经济增长的公司提供并购咨询和私人资本募集服务。2018 年公司收购金融科技公司 Fintertech，专注于下一代金融领域新金融服务的创建和运营，同年，子公司大和 SB 公司与三井住友资管公司签署合资协议。2019 年公司更是签订了数个收购与合作协议，业务规模得到进一步扩张，也发展出了咨询、金融科技等新业务，业务范围进一步扩展。

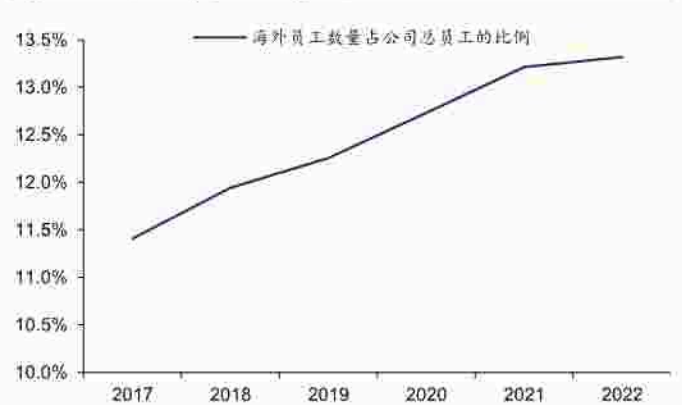
2016 财年海外业务盈利强势回正。公司过去十余年重视海外业务扩展，进行了多次重要的海外公司收购与合作。公司在欧美地区以国际投行业务、市场交易业务为主，在亚太地区以市场交易业务和财富管理业务为主，同时注重各业务条线协同发展。公司的海外策略在财务营收端有直接体现，2016 财年大和证券在欧洲、亚太、美国的利润都取得了长足的发展，其中欧洲为七年内首次盈利，这主要由于并购业务的强劲发展，亚太利润的回正主要得益于财富管理和并购业务的持续强劲增长，美国利润的高增量主要归功于债券部门的强劲表现，公司海外策略取得了阶段性成效。2016 财年至今，公司海外业务虽因疫情、国际局势变化等原因存在波动，但仍能为公司贡献利润，海外员工的数量与占公司员工总数比例也连年提高。

图表117：大和证券海外业务经常性利润



资料来源：Wind，华泰研究

图表118：大和证券各地区职员比例



资料来源：Wind，华泰研究

SBI 控股：互联网证券龙头，领导零佣金革命

发展历程：政策追随迎发展，紧跟互联网大势

1999 年 7 月，经营风险投资业务的软银投资株式会社（现 SBI 控股）成立。1999 年，软银集团创始人孙正义设立了软银金融，专注于在线金融服务。SBI 最初作为软银集团的一部分成立，其名称来源“Softbank Investment”（软银投资）表明了与软银的直接联系。但从 2006 年开始，SBI 开始独立运营，逐渐与软银集团脱离资本关系。2006 年 8 月，SBI 与软银集团的资本关系完全解除，其全名也更改为“Strategic Business Innovator”。这一时期日本在海外的投资收支反超贸易收支，以此为契机 SBI 集团开始围绕亚洲各新兴国家构建投资体制，推进以亚洲为核心的金融服务业务发展。在金融危机冲击下，SBI 于 2011 年开始集中集团的金融服务业务，出售与证券、银行、保险三大核心业务协同效应较低的非核心业务。2016 年起 SBI 紧跟日本国家战略，扩大与全国地方金融机构的合作，对地方企业发展与创新提供帮助。2022 年“基于区块链的下一代互联网”的 WEB3.0 概念被提出并迅速火热，SBI 针对这一趋势也积极跟进，发展金融领域的前沿的数字空间生态系统。

图表119：SBI 控股业务架构

部门名称	业务说明
资产管理	由 SBI 资产管理和财富管理提供资产运营相关服务的集团各公司构成
金融服务	证券、银行、保险相关业务，SBI 储蓄银行等海外金融服务业务也包含在该板块中
投资	以 SBI Investment 为代表，开展风险资本、杠杆收购、业务继承等私募股权投资
加密货币	加密货币做市商，加密货币（虚拟货币）的兑换及交易服务，系统提供
非金融	生物/医疗保健和医疗信息业务、Web3 相关、与非洲等新海外市场相关业务

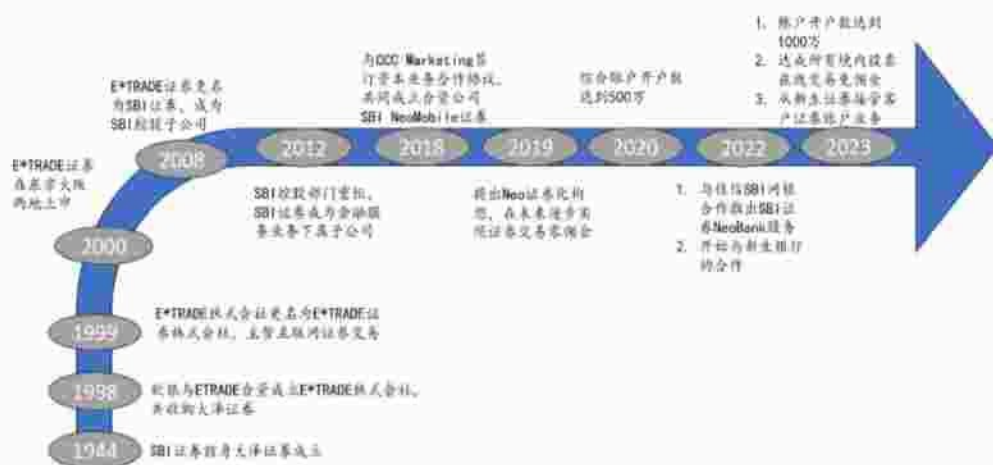
资料来源：SBI 控股年报，华泰研究

SBI 证券隶属于 SBI 控股的金融服务业务。在 2021 年 SBI 收购新生银行前，证券业务是金融服务业务的主要创收部门。SBI 证券主要提供包括股票、债券、基金、外汇等在内的多种投资产品和服务，是日本最大的在线证券公司之一。SBI 证券的特色在于其强大的在线交易平台，它为个人投资者提供便捷的证券交易和投资服务。除在线服务外，SBI 证券还通过全国范围内的分支机构提供线下业务。作为金融科技先驱，SBI 证券在利用技术提高交易效率和客户服务方面处于业内领先地位，同时积极参与新的金融科技项目和投资，例如区块链和加密货币等相关业务。

SBI 证券由 E*TRADE 证券演化而来，互联网普及带来 E*TRADE 证券发展。SBI 证券前身可追溯到 1944 年成立的大泽证券。1998 年，大泽证券已经成为拥有 5 个分支机构、14 亿日元净资产的中型证券公司，但其经营情况不容乐观，连续七个财年亏损。软银株式会社在此时提出收购建议，与美国加州的 ETRADE 公司合资成立 E*TRADE 株式会社，收购大泽证券所有股份。1999 年，E*TRADE 株式会社更名为“E*TRADE 证券株式会社”，开始互联网交易，不再建立销售点与培养销售人员。低营销成本使得交易佣金快速降低，带来定价竞争力，公司市场份额大幅提升。随着客户数量稳步增长，E*TRADE 证券从 2000 年开始陆续收购多家公司股份，如软银资产管理等，增强了投资咨询和资产管理业务。

E*TRADE 证券几经重组后成为如今的 SBI 证券。2005 年 7 月公司名称变更为“SBI E*TRADE 证券株式会社”，2008 年 7 月再次更名为“SBI 证券株式会社”，并于一个月后通过股票交换成为 SBI 控股的全资子公司。此后，公司在 2009 年 7 月接管日本投资者证券业务，2010 年 4 月与 SBI 期货合并，2012 年 6 月通过股份转让成为 SBI 金融服务业务的子公司。

图表 120: SBI 证券发展历程

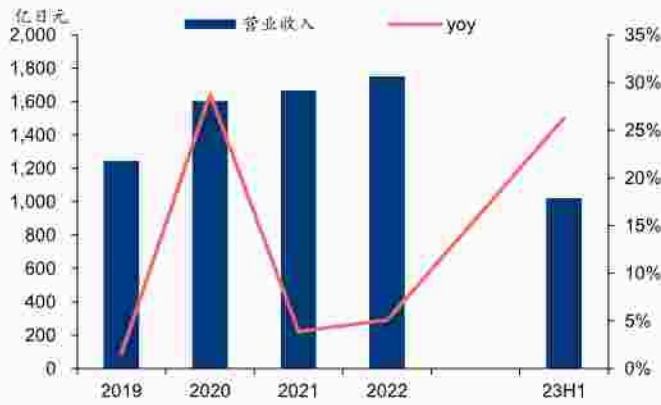


资料来源：公司官网，华泰研究

佣金自由化带动 SBI 证券第一轮高速发展。SBI 证券从创立到金融危机前的 2006 年迎来了第一段发展期。这一时期日本佣金自由化，交易成本大幅下降，推动散户涌入市场。日本金融市场由依赖银行资源分配的直接金融体制转变为利用市场进行分配的间接金融体制。另一方面 21 世纪初互联网革命兴起，移动互联网普及使网络服务和电子商务迎来增长。SBI 证券抓住这一时机开展网上证券业务，迅速抢占零售市场。

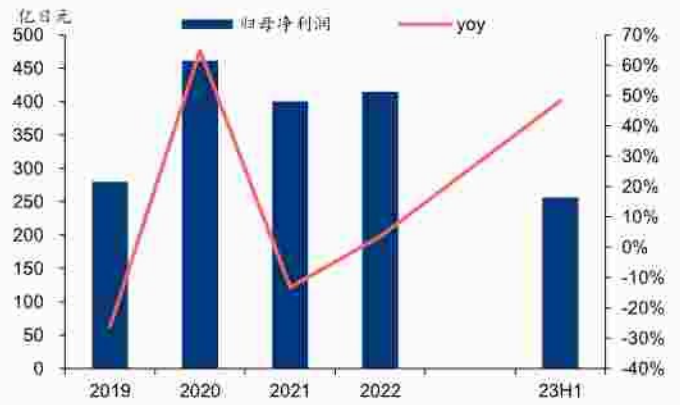
SBI 证券第二轮高速发展伴随 NISA 制度的实施与移动端科技发展。在经历了金融危机的冲击后，SBI 证券从 2013 年开始了第二轮高速发展。这一时期“安倍经济学”推出，NISA 政策的颁布使更多散户投资者进入市场，其中以年轻人为主。同时，移动端业务的普及养成了年轻一代线上支付与线上业务的倾向性，叠加新冠疫情造成传统面对面业务办理受阻，共同推动了互联网证券业务的发展。SBI 证券的开户数也在这一时期超越了传统证券业龙头野村证券。

图表121: SBI 证券营收变化



资料来源: SBI 年度报告, 华泰研究

图表122: SBI 证券净利润变化



资料来源: SBI 年度报告, 华泰研究

低佣策略: 推动 Neo 证券化, 重组证券业格局

SBI 证券近年来逐步推进零佣金计划。SBI 证券一直推行低佣竞争策略, 并于 2019 年 6 月提出了“Neo 证券化”构想, 意在逐步实现境内股票交易佣金的免费化。这一趋势与美国证券业的发展相似。2014 年美国 Robinhood Markets 开始提供免除经纪佣金的股票交易服务, 美国证券界开始从依赖股票买卖委托佣金的商业模式转型。

图表123: Neo 证券化时间线

时间	Neo 证券化事件
2019 年 6 月	发表 Neo 证券化构想
2019 年 12 月	所有境内 ETF 保证金交易免手续费
2020 年 9 月	大额保证金交易放宽免交易手续费适用条件 股票交易佣金一天的委托金额合计 100 万日元以内免费
2021 年 3 月	放宽保证金交易大额优惠计划达成条件, 扩充福利内容
2021 年 4 月	25 岁以下现货交易佣金 0 日元计划
2021 年 7 月	现货/保证金交易均下调股票交易佣金 一般保证金交易“日计保证金”买方利息及借股费用调整
2021 年 10 月	免收零碎股 (S 股) 的买卖佣金
2022 年 2 月	免收一般保证金交易“日计保证金”的买方利息和借股费用
2023 年 10 月	所有日本国内股票网络交易免手续费

资料来源: SBI 招股书, 华泰研究

SBI 的零佣金制度意在抢占已经落地的新 NISA 账户市场。2024 年日本实行新 NISA 制度, 将 NISA 账户重新分类为两大框架, 账户的年度投资限额和免税限额大幅提升, 免税持有年限延长至无限期, 且允许同时使用成长投资框架和储蓄投资框架。NISA 新制度的实施以及日股的强势表现使日本民众投资热情上升, 开设 NISA 账户的人数有望迎来新增长机遇。SBI 在 2023 年 10 月推出的零佣金账户也意在吸引这些新投资者, 使他们的 NISA 账户绑定在自己集团的名下 (日本每个居民仅可以持有有一个 NISA 账户)。

图表124：SBI 总账户数与 NISA 账户数变化



资料来源：SBI 财报年报，华泰研究

多元产品：交易咨询便捷化，致力于未来金融

SBI 以其丰富而便捷的股票交易业务而闻名。SBI 以具有竞争力的佣金水平提供丰富高质量的投资信息与实时交易工具。自 2003 年 8 月提供美国股票交易服务以来，SBI 逐步扩大股票供应范围，目前共提供美国、中国（香港市场）、韩国、俄罗斯、越南、印度尼西亚、新加坡、泰国与马来西亚九个国家和地区的股票交易服务。客户可以通过美国 ETF，中国 ETF，ADR（美国存托凭证）和其他投资工具在全球其他市场进行投资。此外，SBI 还实现了外国股票交易时间内的实时交易以及使用外币和日元进行交易结算。

SBI FXTRADE 提供广泛而便利的外汇交易相关服务。随着个人投资者对外汇交易需求的增长与外汇市场发展，SBI 于 2011 年 11 月成立了提供外汇交易服务的 SBI FXTRADE 有限公司，着眼于吸引新的客户群体，特别是主要通过外汇交易进行资产管理的年轻人。SBI FXTRADE 提供一系列领先的交易服务，例如业内最小的汇率点差，以及精确到小数点后四位的对日元报价货币汇率。

SBI 通过业内最佳的资产管理咨询工具提供丰富金融信息。Wealth Advisor 通过官方网站与手机应用程序提供投资信托相关信息，同时运营股票市场专业电子报纸，为投资者提供支持。金融机构的资产管理顾问可通过 Wealth Advisor 平板应用为个人客户提供更好的建议。这项平板应用包含了基金信息、比较功能、购买模拟功能等资产管理顾问的必备功能。

作为日本最大的风险投资公司，SBI 投资对互联网相关的 IT 企业进行大范围投资。这些风险投资基金聚焦于生物技术、医疗保健、医学信息学、宽带和媒体等未来成长领域，促进同领域创业公司发展，支持日本核心产业成长。对于被投资公司面临的挑战，SBI 就管理、营销和融资等方面提出战略建议，并协助其实施和巩固。同时 SBI 投资根据被投资公司的需求派遣执行官，提供管理指导和建议。SBI 建立了一个综合系统，利用 SBI 证券的销售与投行承销实力，为每家创业公司 IPO 提供筹资支持。

SBI 积极构建数字金融生态系统。近年来 SBI 涉足大量与加密资产和其底层区块链技术相关的业务。2016 年，集团投资了美国公司 Ripple，该公司开发了领先的分布式账本技术（DLT）。2019 年 SBI 利用 Ripple 公司技术建立了提供资金转移和支付服务的 Money Tap，并向地区金融机构提供该服务。

SBI 推动 Web3 和元宇宙相关的新兴金融业务。2019 年 SBI 集团领导成立了日本安全代币发行协会。该协会旨在监督投资者遵守安全代币发行（STO）业务相关的法律法规。安全代币发行是一种新的融资机制。在各种有价值的有形资产支持下，代币逐渐成为下一代金融产品。2021 年 SBI 在日本首次公开发行面向普通投资者的债券型代币和资产支持代币。SBI 成立了大阪数字交易所（ODX），该交易所是日本的首个代币分配市场。此外，SBI 运营基于以太坊的 NFT（非同质化代币）交易平台，该平台占据全球 NFT 大量市场份额，在发行过程中被广泛使用。SBI 的 NFT 市场是 NFT 相关数字艺术作品的初级和二级分销市场，这些作品包括但不限于插画、3D 艺术、视频和音乐在内的广泛产品。投资者可基于区块链技术投资在此进行买卖。

图表125：报告提及公司信息

公司名称	彭博代码	公司名称	彭博代码
瑞穗金融集团	8411 JT	大和证券	8601 JT
三井住友金融集团	8316 JT	高盛	GS US
松井证券	8628 JT	摩根士丹利	MS US
乐天	4755 JT	摩根大通	JPM US
野村控股	8604 JT	花旗集团	C US
Monex	8698 JT	中信证券	600030 CH

资料来源：Bloomberg，华泰研究

风险提示

- 1) 日本市场表现不及预期。**日本证券公司业绩表现与股市及债市环境高度相关，来自股市及债市的波动将会影响公司业绩。
- 2) 日本与国内市场政策存在差异。**日本证券市场和证券行业政策与国内存在一定差异，历史发展经验不可完全借鉴。对相关日本证券公司的分析仅为可观信息，不代表投资建议。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、汪煜，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 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

- 分析师沈娟、汪煜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。

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），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

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58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

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>

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司