

# 日本银行资产负债演变回顾与启示

华泰研究

2024年2月25日 | 中国内地

专题研究

银行

增持 (维持)

研究员

SAC No. S0570514040002  
SFC No. BPN843

沈娟

shenjuan@htsc.com  
+(86) 755 2395 2763

联系人

SAC No. S0570122070085  
SFC No. BUB018

贺雅亭

heyating@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

联系人

SAC No. S0570123090022

李润凌

lirunling@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 核心观点

本篇报告为日本银行专题研究系列之二，深度复盘日本银行业资产负债变迁，解析大小银行独特经营策略，梳理部分具有代表性的行业个股。日本银行业资产负债变迁历经膨胀、收缩、平稳三大阶段，80年代宽松货币环境支撑银行快速扩表；加息刺破资产泡沫后经历缩表周期；千禧年后信贷需求低迷，增速低位徘徊。为提振息差，大型银行拥抱海外市场，中小行则深度信用下沉。

## 资产变迁：从膨胀、收缩到趋稳

二战后日本经济高速发展，银行快速扩表，1983-1989总资产CAGR达13%，信贷大量流向地产、金融领域，催生资产泡沫。1990年加息刺破资产泡沫，信贷需求骤减。1995-2003年日本信贷规模持续收缩，贷款增速一度跌至-3.9%。银行加大证券投资配置，通过增配国债修复盈利水平。这一时期资产质量恶化，2002年末不良率达到8.3%，为1992年以来峰值，银行破产数量攀升至51家。随监管当局出台金融大改革计划输血，通过降息维持宽松货币环境，2003年后信贷增速转正。同时出台金融再生计划，铁腕出清不良，近年来日本银行业资产质量整体平稳，拨备覆盖率略有下行。

## 负债变迁：增长几经波折，定存占比下行

1980s居民对银行信心稳固，存款同比增速高达17%。随资产泡沫破灭，90年代金融机构破产潮涌现，存款加速流失，身陷流动性危机，1992年末银行存款同比-2.6%。1996年存款全额保险制度出台，一定程度阻遏了存款流失。千禧年后银行业存款规模逐步复苏，存款同比增速约5%。低利率环境下，定期、活期存款利差收窄，定期存款占比持续下滑，活期存款占比超七成。为匹配负债端久期缩短，银行资产端增配现金及存放同业。

## 银行格局：城市银行与地区银行共舞

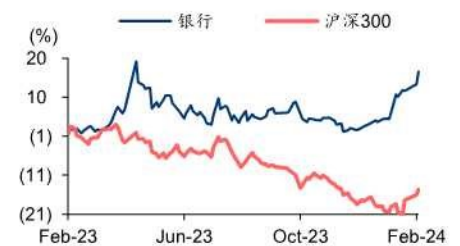
城市银行和地区银行为代表的民间金融机构是日本银行体系主体，为应对长期低利率环境，大小银行战略分化，大型城市银行投放海外贷款提振息差，中小型银行则深度信用下沉。日本银行业发展海外业务基础较好，外资股东占比高、地缘政治友好、本土企业全球化发展比例较高。90年代后日本经济陷入长期萧条，为摆脱日本经济疲软、低息环境的限制，日本银行业不断强化国际化战略，大型城市银行海外发力较早、布局完善，享受全球化发展红利；中小型区域行受限于人力、资本和监管环境，海外发展步伐较慢，主要通过下沉市场贷款来改善息差表现、增强盈利能力。

## 行业公司：经济预期修复下业绩改善

23年以来，随日本经济走出通缩阴影、政策的可预测性较好，日股破净率高+分红率高的特征吸引避险资金流入，日股开启上涨行情，银行股走势尤为亮眼。部分较具代表性的行业公司包括，1) 国际化优势突出的城市银行三菱日联金融集团。公司外资持股占比较高，助力境外业务的开展，海外业务贡献不断提升，较好地应对低利率时期盈利收窄的压力。2) 最大的地区金融集团福冈金融集团。公司主要根据地在制造业、高新产业等较为发达的九州地区，区域经济活力较强，有望带动信贷持续扩容，成长空间广阔。

风险提示：日本YCC调整不及预期；日本经济修复力度不及预期。

## 行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

## 正文目录

引言 .....	6
<b>知往鉴今：透视日本银行资产负债变迁 .....</b>	<b>7</b>
资产端：配置偏好趋稳，大小银行分化 .....	9
资产变迁：从膨胀、收缩到趋稳 .....	9
贷款：增速低位徘徊，投向因势而变 .....	11
证券投资：配置国债为主，挖掘海外机遇 .....	13
现金与存放同业：规模波动较强，利率水平偏低 .....	14
负债端：存款占据主导，定存占比下行 .....	15
负债变迁：增长几经波折，存款充当基石 .....	15
存款：个人存款为主，定活利差收窄 .....	17
资产质量：一度深陷泥沼，铁腕处置不良 .....	19
回顾：破产潮敲响警钟，多举措处置不良 .....	19
现状：资产质量平稳，拨备略有下行 .....	20
<b>银行格局：城市银行与地区银行共舞 .....</b>	<b>22</b>
股权结构：持股来源分散，外资占比偏高 .....	22
经营策略：大行“走出去”，小行“沉下来” .....	23
大行：加大海外投放，拥抱全球变局 .....	24
>>>日本银行出海简史：战后多轮对外扩张 .....	24
>>>机构设置：机构分三个层级，主要分布亚洲地区 .....	24
>>>资产分布：比重不断上升，区域不断扩大 .....	25
>>>利率水平：国际业务利率显著高于国内业务 .....	25
>>>收入类型：资金运用收入比重约 60%-80% .....	26
小行：聚焦优质区域，深度信贷下沉 .....	27
<b>行业公司：经济预期修复下业绩改善 .....</b>	<b>30</b>
政策展望：货币政策正常化，利好银行修复 .....	30
市场表现：经济温和复苏，股市行情开启 .....	30
代表公司：经营各具特色，业绩逐步回暖 .....	31
三菱日联：海外布局领先的大行 .....	31
福冈金融集团：规模最大的区域金融集团 .....	35
风险提示 .....	38

## 图表目录

图表 1：日本银行业资产负债表及经营情况变动 .....	7
图表 2：日本银行业资产负债历史变化趋势梳理 .....	8
图表 3：1993 年以来日本银行业总资产及同比变动 .....	9
图表 4：日本银行业贷款和贴现票据同比增速 .....	10
图表 5：日本银行业现金和应收银行款项、证券投资同比增速 .....	10

图表 6: 日本银行业资产结构变化 .....	10
图表 7: 2022 年末日本、中国、美国上市银行资产结构对比 .....	10
图表 8: 城市银行资产结构变化 .....	11
图表 9: 地区银行资产结构变化 .....	11
图表 10: 1988 年以来日本银行业贷款结构变动 .....	11
图表 11: 2022 年末日本、中国、美国贷款结构 .....	11
图表 12: 2023Q3 末日本银行业各类型贷款在总贷款中占比 .....	11
图表 13: 80 年代日本银行业贷款大量流入地产和金融 .....	12
图表 14: 1995 年以来日本各类型贷款占总贷款比例变动 .....	12
图表 15: 1995 年以来日本各类型贷款同比增速变动 .....	12
图表 16: 2022 年末日本、中国、美国个人贷款结构: 日本银行业信用卡贷款占比偏低 .....	13
图表 17: 1993 年以来日本银行业证券投资各类型资产占比变动 .....	13
图表 18: 1994 年以来日本银行业信贷、证券资产、总资产同比增速 .....	14
图表 19: 2022 年末日本银行业证券投资投向 .....	14
图表 20: 1993 年-2022 年日本银行业现金和存放同业规模变化 .....	14
图表 21: 2006-2022 年三菱日联存放同业利率和国债利率变化 .....	15
图表 22: 2022 年三菱日联投资日本证券资产期限结构 .....	15
图表 23: 1982 年以来日本银行业存款变动 .....	15
图表 24: 日本存款保险制度变迁 .....	16
图表 25: 1995-2002 破产银行与新闻报道的存款外流 .....	16
图表 26: 2022 年末日本、中国、美国负债结构对比 .....	16
图表 27: 1993 年以来日本银行业负债结构变动 .....	16
图表 28: 城市银行负债结构 (大型银行) .....	17
图表 29: 地区银行负债结构 (中小型银行) .....	17
图表 30: 日本家庭金融资产构成 .....	17
图表 31: 日本银行业个人存款及对公存款同比 .....	17
图表 32: 2022 年末日本银行业存款结构: 个人存款占据六成 .....	17
图表 33: 日本银行业存款结构变动: 定期存款占比呈现下行趋势 .....	18
图表 34: 日本银行业定期、活期存款利差收窄 .....	18
图表 35: 我国定期与活期存款价差高于日本银行业 .....	18
图表 36: 上世纪 90 年代日本银行业破产银行 .....	19
图表 37: 1992 年以来日本银行业不良率变动 .....	19
图表 38: 2002 年日本《金融再生计划》主要措施 .....	20
图表 39: 存款保险机构货币救助情况及破产重组银行个数 .....	20
图表 40: 日本银行业不良生成率变动 .....	21
图表 41: 日本银行业信用成本变动 .....	21
图表 42: 日本银行业拨备覆盖率变动 .....	21
图表 43: 日本银行业净核销率变动 .....	21
图表 44: 日本银行体系概览 (截至 23 年 1 月) .....	22
图表 45: 瑞穗金融、福冈金融、三井住友股权结构中, 境外资本占比较高 .....	23

图表 46: 三菱日联前十大股东 (23/09/30) .....	23
图表 47: 三菱日联股东结构 (23/09/30) .....	23
图表 48: 日本银行出海历程 .....	24
图表 49: 2022 年三大银行海外分支机构不同层级分布 .....	25
图表 50: 2022 年三大银行海外网点不同地域分布 .....	25
图表 51: 2003-2022 年三大银行海外贷款占比 .....	25
图表 52: 2003-2022 年三井住友海外贷款分区域分布 .....	25
图表 53: 2022 年三大城市银行资产负债利率 .....	26
图表 54: 2006-2022 年三菱日联国内外负债利率对比 .....	26
图表 55: 2006-2022 年三菱日联国内外资产利率对比 .....	26
图表 56: 2002-2022 年三大银行海外营收占总收入比例 .....	27
图表 57: 2002-2022 年瑞穗银行海外营收结构 .....	27
图表 58: 2005-2022 年三菱日联银行海外营收结构 .....	27
图表 59: 2002-2022 年三井住友银行海外营收结构 .....	27
图表 60: 2000-2022 中小企业贷款余额同比变动 .....	27
图表 61: 日本银行业国内贷款息差及拆解 (主要银行 vs 区域银行) .....	27
图表 62: 2022 年中小企业等贷款占比排名前 20 地区银行 .....	28
图表 63: 2004-2022 年代表地区银行中小企业贷款占比变化 .....	28
图表 64: 2000-2022 年代表地区银行净息差水平高于行业平均 .....	28
图表 65: 日本区域性银行出海的困境与解决方案 .....	29
图表 66: 日本主要银行息差走势 .....	30
图表 67: 2022 年以来东证指数与东证银行指数走势 .....	30
图表 68: 2023 年以来日本上市银行涨幅前 15 .....	30
图表 69: 2022 财年 (2022/03-2023/03) 三菱日联金融集团七大业务部门贡献度 .....	31
图表 70: 三菱日联不同区域营收结构 .....	32
图表 71: 三菱日联海外营收比重 .....	32
图表 72: 三菱日联海外贷款及在总贷款中占比 .....	32
图表 73: 三菱日联海外存款及在总存款中占比 .....	32
图表 74: 三菱日联集团海外资产占比 .....	33
图表 75: 三菱日联金融集团海外扩张历史 .....	33
图表 76: 三家城市银行 ROE 对比 .....	34
图表 77: 三家城市银行净息差对比 .....	34
图表 78: 三菱日联集团 ROE 拆分 .....	34
图表 79: 三菱日联、瑞穗、三井住友 PB 走势 .....	34
图表 80: FY2012-1H2023 三菱日联金融集团核心经营指标 .....	35
图表 81: 福冈金融集团九州地区网点分布 (截至 23/09/30) .....	35
图表 82: 2023 年九州地区汽车制造、芯片生产、畜牧业 GDP 占比 .....	36
图表 83: FY2021 日本主要地区创业起步率 .....	36
图表 84: FY2015-FY2020 各大主要城市外籍居民增速 .....	36
图表 85: 福冈金融集团 ROE 拆分 .....	36



图表 86: 2023 年 9 月末福冈财团资产结构 .....	37
图表 87: 2023 年 9 月末福冈财团负债结构 .....	37
图表 88: 福冈财团各类型贷款占比 .....	37
图表 89: 福冈财团企业贷款增速 .....	37
图表 90: 2023 年 3 月末福冈财团个人贷款和企业贷款占比 .....	38
图表 91: 2023 年 3 月末福冈三家地区银行贷款结构 .....	38
图表 92: 福冈金融集团 PB、股价走势 .....	38
图表 93: 福冈金融集团核心经营指标 .....	38

## 引言

二战至今，日本银行业历经高速增长、泡沫破灭、自救变革、持续低迷多个阶段，研究日本银行业的兴衰沉浮、经营模式对我国银行业未来发展方向有重要借鉴意义。本篇报告为日本银行专题研究系列报告之二，深度复盘日本银行业资产负债变迁历程，解析低利率环境下独特经营策略，梳理部分具有代表性的行业个股。

**日本银行业资产负债表变迁历经膨胀、收缩、平稳三个主要阶段。**二战后日本经济高速发展，银行业信贷扩张提速。1980年代信贷大量流向地产、金融领域。宽松货币环境支撑银行快速扩表，1983-1989总资产CAGR达13%。该时期居民对银行信心稳固，存款维持高增，同比增速达17%。1989-1990年日本货币政策快速收紧刺破资产泡沫，企业、居民信贷需求低迷。1995-2003年期间，日本信贷规模持续收缩，贷款和票据贴现同比增速一度跌至-3.9%。为应对低迷的信贷需求，银行业加大证券投资配置，1993-2005年证券投资在总资产中占比从16%提升至26%，通过增配国债+拉长久期修复低利率环境下的盈利水平。泡沫破灭后金融机构破产潮涌现，动摇储户信心，银行存款加速流失，1992年末银行存款同比-2.6%。此外，90年代末不良债权涌现，2001年日本国内不良贷款率增长至8.4%的高峰。

随日本监管当局出台金融大改革计划为银行业输血，同时通过降息维持宽松货币环境、2003年后日本银行业信贷增速转正。但由于信贷需求仍弱，扩表速度缓慢，2004-2022年银行业总资产年均复合增速仅为3.4%。银行业存款规模逐步复苏，定期、活期存款利差收窄下，定期存款占比持续下滑，活期存款占比超七成。银行业通过资产端增配现金匹配负债端久期缩短，2013年末现金和存放同业同比增速高达107%。

资产质量方面，资产泡沫破灭后，2000年初不良率攀升。小泉纯一郎上台后提出金融再生计划，雷霆手段化解不良，2003-2006年不良率快速下行至2.7%。在此期间主要通过加大核销力度处置不良，3年内银行业共计提10.2万亿日元、核销16.3万亿日元贷款。近年来日本银行业资产质量整体平稳，拨备覆盖率略有下行。截至2022年末日本银行业不良率较2021年末持平于1.20%。

城市银行和地区银行为代表的民间金融机构是日本银行体系主体，**为应对长期低利率环境，大小银行战略分化，大型城市银行投放海外贷款提振息差，中小型银行则深度信用下沉。**日本银行业发展海外业务基础较好，外资股东占比高、地缘政治友好、本土企业全球化发展比例较高。90年代后日本经济陷入长期萧条，为摆脱日本经济疲软、低息环境的限制，日本银行业不断强化国际化战略，大型城市银行海外发力较早、布局完善，享受全球化发展红利；中小型区域行受限于人力、资本和监管环境，海外发展步伐较慢，主要通过下沉市场贷款来改善息差表现、增强盈利能力。

**经济复苏预期下银行业绩逐步改善。**23年以来，随日本经济走出通缩阴影、政策的可预测性较好，以及日股破净率高+分红率高的特征吸引避险资金流入，日股开启上涨行情，经济复苏预期下银行股走势尤为亮眼。**部分较具代表性的行业公司包括，**1) 国际化优势突出的**城市银行**三菱日联金融集团。公司外资持股占比较高，助力境外业务的开展，海外业务贡献不断提升，较好地应对低利率时期盈利收窄的压力。2) 最大的地区金融集团福冈金融集团。公司主要根据地在制造业、高新产业等较为发达的九州地区，区域经济活力较强，有望带动信贷持续扩容，成长空间广阔。

## 知往鉴今：透视日本银行资产负债变迁

日本银行业历经**膨胀、收缩、平稳**三个主要阶段。二战后日本经济高速发展，银行业信贷扩张提速。泡沫危机后资产负债表衰退，银行陷入缩表泥潭，不良率攀升。随宏观经济修复，2004年后银行业迈入平稳发展期，但常态化低利率环境下增长速度低位徘徊。

**膨胀期（1983-1989）：宽松货币环境支撑银行快速扩表，总资产 CAGR 达 13%；存款维持高增，同比增速达 17%。**1985 年 9 月《广场协议》落地，为对冲日元升值对经济造成的负面影响，1986 年 1 月-1987 年 2 月日本 5 次下调利率，贴现率从 5% 降至 2.5%，1989 年末日本银行业总资产同比增速达 17%。该时期居民对银行信心稳固，存款同样快速增长，1987 年末存款同比增长 17%。

**收缩期（1990-2003）：信贷规模收缩，同比一度跌至-3.9%，证券投资提速；负债端流动性收紧，不良率急速提升。**1989-1990 年日本货币政策快速收紧刺破资产泡沫，企业、居民信贷需求低迷。1995-2003 年日本信贷规模持续收缩，贷款和票据贴现同比增速一度跌至-3.9%。为应对低迷的信贷需求，提振息差水平、阻止盈利能力下滑，这一时期银行业加大证券投资配置，1993-2005 年证券投资在总资产中占比从 16% 提升至 26%。银行业增配国债，通过拉长久期修复低利率环境下的盈利水平。负债端，泡沫破灭后金融机构破产潮涌现，动摇储户信心，银行存款加速流失，陷入流动性危机，1992 年末银行存款同比-2.6%。90 年代末不良债权涌现，2001 年日本国内不良贷款率增长至 8.4% 的高峰。

**平稳期（2004-至今）：信贷规模增长趋稳，现金和存放同业增长提速，扩表速度缓慢，总资产 CAGR 仅为 3.4%；存款逐步修复，资产质量向好，非息占比提升。**随日本监管当局出台金融大改革计划为银行业输血，同时通过降息维持宽松货币环境、刺激信贷修复，2003 年后日本银行业信贷增速转正。但由于信贷需求仍弱，扩表速度缓慢，2004-2022 年银行业总资产年均复合增速仅为 3.4%。银行业存款规模逐步复苏，定期、活期存款利差收窄下，促使定期存款占比持续下滑，活期存款占比超七成。银行业通过资产端增配现金匹配负债端久期缩短，2013 年末现金和存放同业同比增速高达 107%。小泉纯一郎上台后提出金融再生计划，雷霆手段化解不良，不良率掉头下行至正常水平，2005 年末不良率下行至 1.8%。

图表1：日本银行业资产负债表及经营情况变动

		1983-1989 膨胀期	1990-2003 收缩期	2004-至今 平稳期
资产端	总资产	宽松货币环境支撑银行快速扩表，总资产 CAGR 达 13%	泡沫危机后出现缩表，1996-2003 年总资产 CAGR 约-0.4%	扩表速度平稳，2004-2022 年总资产 CAGR 约 3.4%
	总贷款	信贷投放提速，信贷 CAGR 约 9%，贷款在总资产中占比超六成	信贷规模收缩，同比一度跌至-3.9%	信贷需求偏弱，贷款增长趋缓，2004-2022 年总贷款 CAGR 约 2.2%
	贷款投向	主要流向地产、金融领域，制造业贷款占比下行	一对公贷款规模普遍收缩，其中金融服务与保险业、房地产、建筑业、零售业贷款同比增速显著下滑 个人贷款仍维持正增长，个贷占比提升	一贷款投向以个人贷款、房地产、制造业和金融业为主 一个贷主要投向住房和消费贷款
	证券投资	证券投资在总资产中占比偏低，配置股票为主	—证券投资增长提速，同比增速达到 26.4% 的峰值，1993-2005 年证券投资在总资产中占比从 16% 提升至 26% —通过增配国债+拉长久期修复盈利能力，政府债券在银行证券投资中的占比由 1998 年末的 25% 提升至 2011 年末的 62%	—政府债券仍为主要配置方向 —外国证券占比提升，由 2011 年末的 11% 提升至 2022 年末的 24%
	现金和存放同业		占比偏低，增长趋缓	为匹配负债端活期存款占比提升、久期缩短，2013 年起日本银行业大幅增加现金和存放同业资产配置力度，占总资产比例从 2012 年末的 5.0% 提升至 26.4%
负债端	存款	日本居民对银行信心稳固，存款高增，1987 年末存款同比+17%	金融机构破产潮涌现，银行存款加速流失，1992 年末银行存款同比-2.6%	—存款规模逐步复苏，同比约 5% —定期、活期存款利差收窄下，促使定期存款占比持续下滑，活期存款占比超七成
	资产质量	主银行制度下，银行过度放贷，埋下不良隐患	泡沫破灭初期，不良资产仍处于隐蔽状态，1997 年开始不良加速暴露，2001 年不良贷款率增长至 8.4% 的高峰	金融再生计划铁腕处置不良，2005 年末银行业不良率下行至 1.8%，2008 年次贷危机不良率小幅抬升，其余时间基本平稳
	营收结构	利息收入为主	—在 21 世纪初的金融再生计划中，日本政府允许银行开展混业经营，非息收入占比提升以缓解对息差依赖 —利息收入在营收中占比由 2006 年的 68% 下降至 2021 年的 58% —2022 年海外加息环境下，利息收入占比抬升至 67%	

资料来源：日本银行业协会，日本金融厅，华泰研究

图表2：日本银行业资产负债历史变化趋势梳理



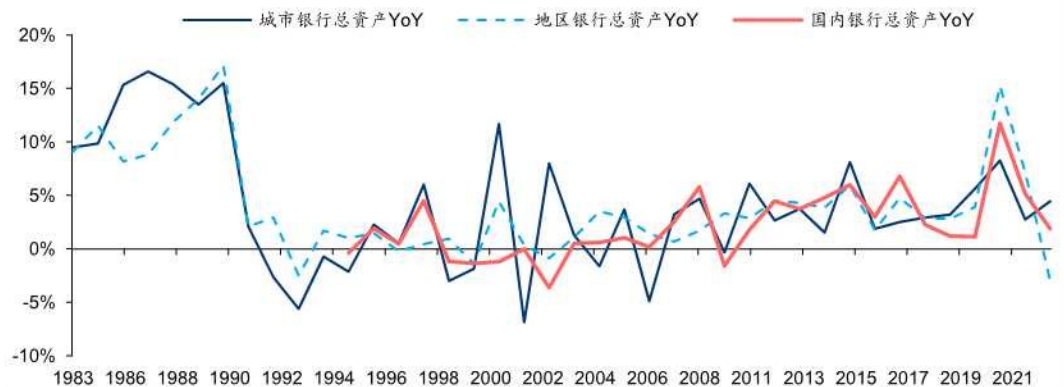
资料来源：日本银行业协会，日本金融厅，华泰研究

## 资产端：配置偏好趋稳，大小银行分化

### 资产变迁：从膨胀、收缩到趋稳

广场协议后日本“被动”降息，1980s 宽松货币环境支撑银行快速扩表。1985 年 9 月《广场协议》落地，为对冲日元升值对经济造成的负面影响，1986 年 1 月-1987 年 2 月日本 5 次下调利率，贴现率从 5% 降至 2.5%。日本出口受限导致优质投资机会不足，而企业在低利率环境下投资意愿又较为强烈，供需错配背景下开成了“企业获得低息贷款 → 投向股市& 房市 → 以此为抵押获得更多贷款”的恶性循环，银行对贷款人的经营情况审查也较为宽松，催生资产泡沫，日本经济陷入虚繁荣。1982-1990 年期间，日本商业银行贷款和贴现票据规模从 209 万亿日元攀升至 409 万亿日元，1989 年末城市银行、地区银行总资产同比增速分别为 16%、17%。

图表3：1993 年以来日本银行业总资产及同比变动



资料来源：日本央行，华泰研究

加息刺破资产泡沫，银行深陷缩表泥潭，信贷需求低迷下，证券投资增长提速。1989-1990 年日本货币政策快速收紧（贴现率由 2.5% 上升至 6%）刺破资产泡沫。1990 年代泡沫危机后，随企业和居民扩大投资和增加消费的需求偏低，“资产负债表衰退”现象显现。1995-2003 年期间，日本信贷规模持续收缩，贷款和票据贴现同比增速一度跌至-3.9%。为应对低迷的信贷需求，提振息差水平、阻止盈利能力下滑，这一时期银行业加大证券投资配置，1993-2005 年证券投资在总资产中占比从 16% 提升至 26%，期间证券投资同比增速达到 26.4% 的峰值。而这一时期贷款和票据贴现现在总资产占比由 64% 下行至 53%。

2004 年后银行扩表速度平稳，资产配置偏好趋稳下，现金资产增长提速。随日本监管当局出台金融大改革计划为银行业输血，同时通过降息维持宽松货币环境、刺激信贷修复，2003 年后日本银行业信贷增速转正。除次贷危机冲击银行 2009 年资产规模外，其余年份银行业资产未出现收缩。但由于信贷需求仍弱，信贷增速低位徘徊，银行扩表速度缓慢，2004-2022 年银行业总贷款/总资产年均复合增速仅为 2.2%/3.4%。由于泡沫危机后，银行资产配置偏好趋于稳健，贷款在总资产中占比呈现下行趋势，而近年来现金和应收银行款项增长提速，2004-2022 年现金和应收银行款项年均复合增速 13.1%。

图表4：日本银行业贷款和贴现票据同比增速



资料来源：日本央行，华泰研究

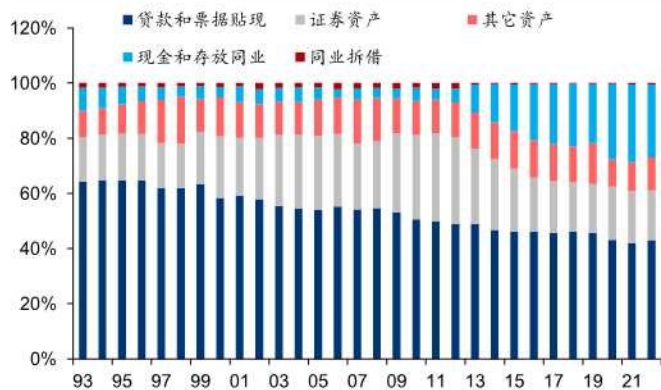
图表5：日本银行业现金和应收银行款项、证券投资同比增速



资料来源：日本央行，华泰研究

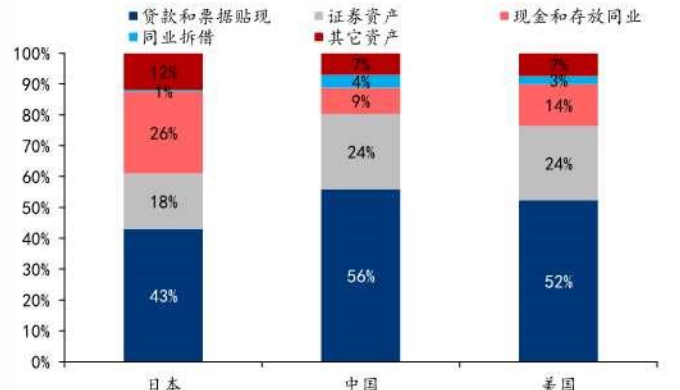
日本银行业资产配置偏好稳健，以信贷、现金和存放同业为主。日本银行业资产以贷款为主，其次为现金及存放同业、证券投资。2022年末，日本银行业贷款和票据贴现/现金和存放同业/证券投资在总资产中占比分别为43%/26%/18%。对标中国及美国，日本银行业信贷、证券投资占比偏低，中国、美国贷款在总资产中占据半壁江山；但日本银行业现金及存放同业占比高于中美。从趋势看，贷款和票据贴现在日本银行业总资产中占比呈现下行趋势，从1993年末的64%下行至2022年末的43%。证券投资占比先升后降，从2010年31%占比的峰值下行至2022年末的18%，而现金和存放同业占比呈现稳步提升态势。

图表6：日本银行业资产结构变化



资料来源：日本央行，华泰研究

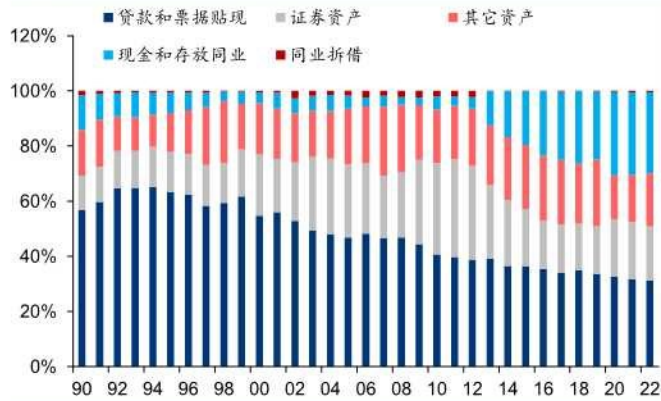
图表7：2022年末日本、中国、美国上市银行资产结构对比



注：中国银行业资产结构为上市银行口径  
资料来源：日本银行业协会，公司财报，美联储，华泰研究

城市银行资产结构多元，地区银行坚守信贷本源。分银行类型看，日本城市银行（大型银行）信贷/证券投资/现金和存放同业在总资产中占比分别为31%/20%/29%。地区银行（中小型银行）占比分别为61%/17%/18%。大型、中小型银行资产配置策略侧重不同，城市银行信贷占比偏低，证券投资占比更高，且信贷占比呈现明显下行趋势，主要由于城市银行业务结构、配置策略更为多元，通过拓展海外收入、非息收入等丰富获利来源。而中小型银行则坚守信贷本源，聚焦国内市场，1990年以来信贷在总资产占比基本维持六成。

图表8：城市银行资产结构变化



资料来源：日本央行，华泰研究

图表9：地区银行资产结构变化

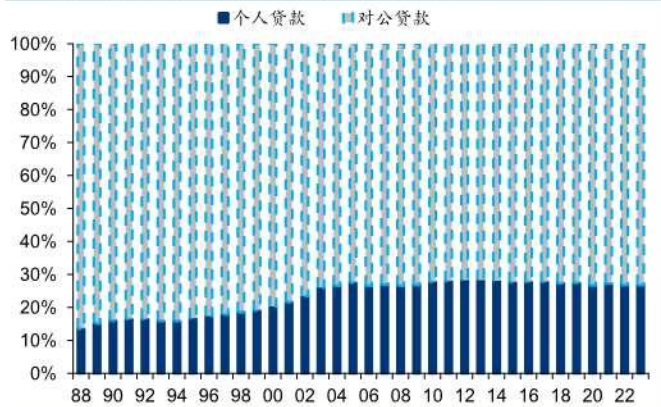


资料来源：日本央行，华泰研究

贷款：增速低位徘徊，投向因势而变

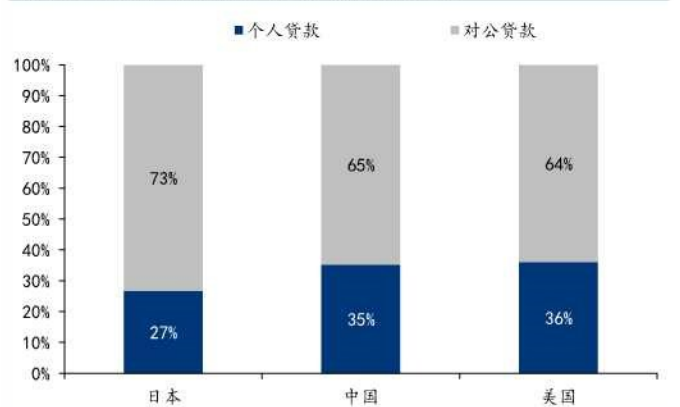
日本银行业信贷投放以对公贷款为主，对公贷款以房地产、制造业为主。2022年末，日本银行业对公贷款、个人贷款占比分别为73%、27%，1988-2003年个人贷款占比呈现持续提升趋势，而后区域平稳。2022年末日本银行业对公贷款占比高于中国(65%)、美国(64%)。分行业看，日本银行业对公贷款以房地产、制造业为主，23Q3末房地产/制造业/金融服务与保险业在总贷款中占比分别为17%/11%/9%。

图表10：1988年以来日本银行业贷款结构变动



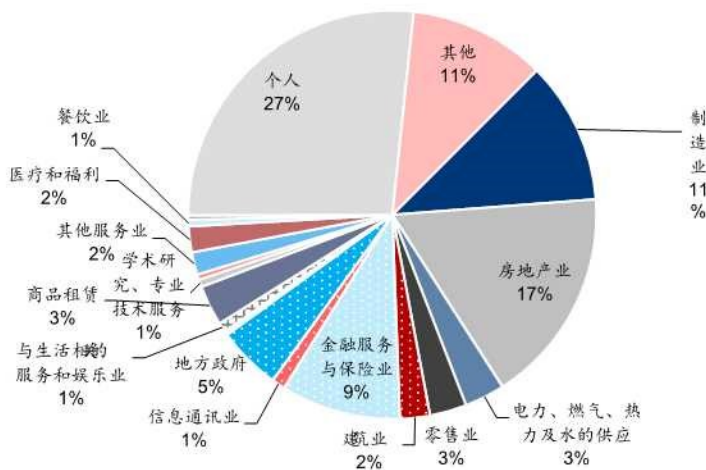
资料来源：日本央行，华泰研究

图表11：2022年末日本、中国、美国贷款结构



资料来源：日本央行，华泰研究

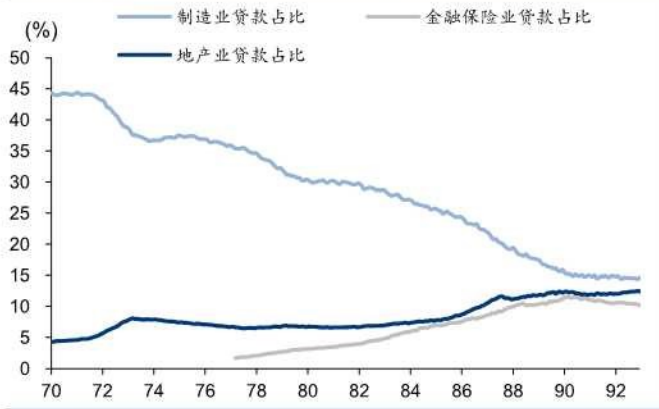
图表12：2023Q3末日本银行业各类型贷款在总贷款中占比



资料来源：日本央行，华泰研究

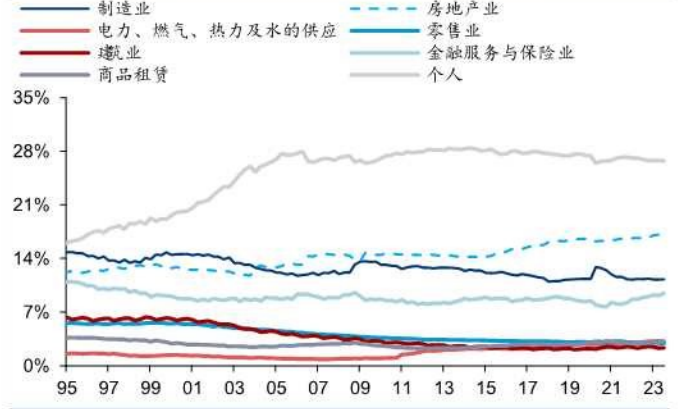
信贷过去涌入地产、金融领域，泡沫破灭后房地产等对公贷款规模收缩。泡沫危机前，银行盲目、无节制地放贷，贷款主要流向地产、金融。1982-1990 年期间，伴随信贷规模扩大，银行信贷大量流向地产、金融领域，占比分别较 1980 年提升 5.49pct、8.23pct 至 12.26%、11.41%。泡沫破灭后，1995-2003 年期间对公贷款规模普遍收缩，其中金融服务与保险业、房地产、建筑业、零售业贷款同比增速显著下滑，个人贷款仍维持正增长。

图表 13：80 年代日本银行业贷款大量流入地产和金融



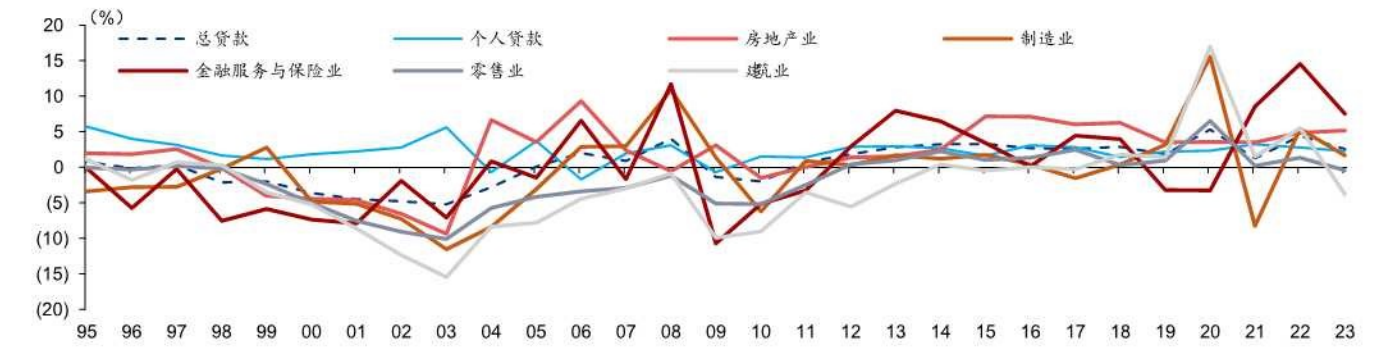
资料来源：日本央行，华泰研究

图表 14：1995 年以来日本各类型贷款占总贷款比例变动



资料来源：日本央行，华泰研究

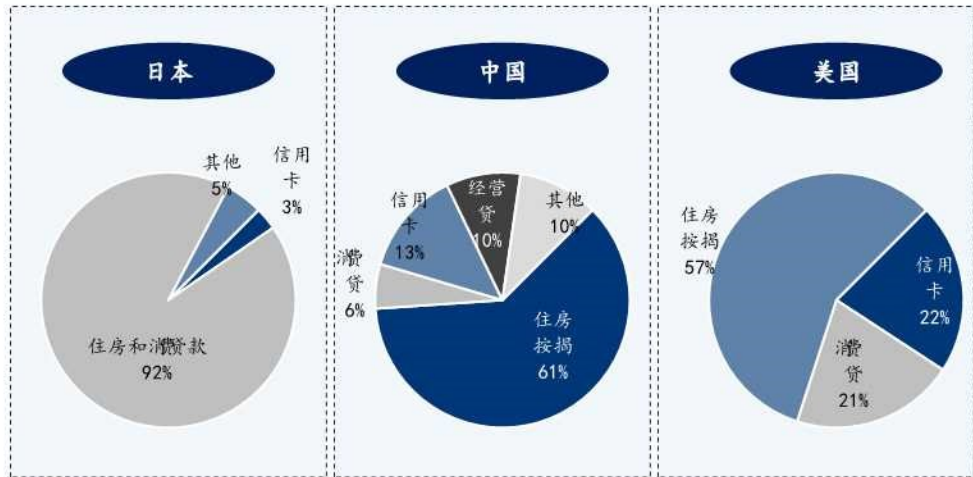
图表 15：1995 年以来日本各类型贷款同比增速变动



资料来源：日本央行，华泰研究

日本银行业个人贷款占比在泡沫破灭后逐步提升趋稳，住房和消费为主要投向。资产泡沫破灭后，日本银行业个人贷款韧性较强。1995-2003 年期间，尽管总贷款规模收缩，个人贷款仍然维持平稳增长，个贷在总贷款中占比从 1995 年末的 16% 提升至 2003 年末的 26%，此后基本维持这一占比。从结构看，日本银行业个人贷款以住房和消费贷款为主，2022 年末住房和消费贷款 / 信用卡贷款在个贷中占比分别为 92%/3%。2022 年末美国信用卡贷款在个贷中占 22%，我国上市银行信用卡贷款在个贷中占 13%，相比之下日本银行业信用卡贷款占比偏低。

图表16：2022年末日本、中国、美国个人贷款结构：日本银行业信用卡贷款占比偏低



资料来源：日本央行，中国人民银行，美联储，华泰研究

**证券投资：配置国债为主，挖掘海外机遇**

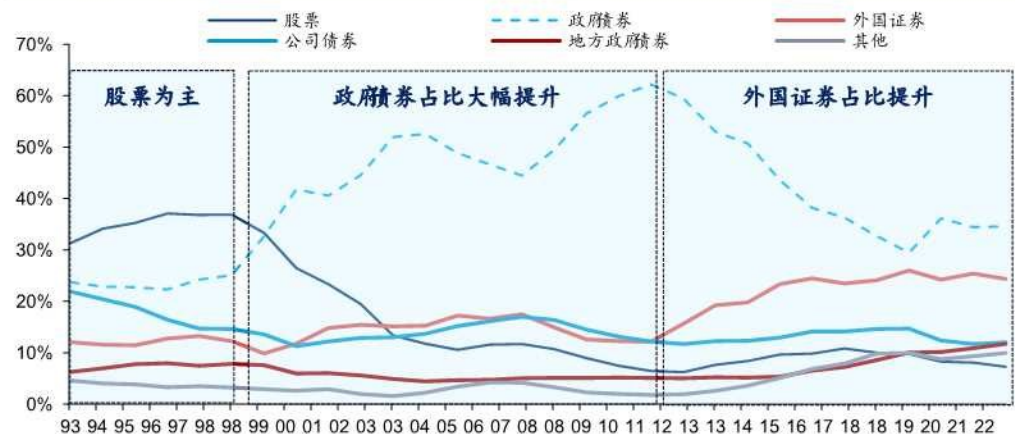
证券投资目前投向以政府债券、外国证券为主。从投向看，2022年末日本银行业证券投资以政府债券、外国证券为主，以政府债券/外国证券/公司债券/地方政府债券/股票在证券投资中占比分别为35%/24%/12%/12%/7%。从投向变迁看，1993年以来日本银行业证券投资主要历经三大阶段：

**阶段一（1993年-1998年）：股票为证券投资主要投向。**过于由于资产泡沫，大量资金涌入日本股市，日本银行业证券投资以股票为主。1993年末股票在证券投资中占比为31%，其次为政府债券、公司债券，在证券投资中占比分别为24%、12%。

**阶段二（1999年-2011年）：国内信贷需求低迷，增持国债+拉长久期修复盈利能力。**随资产泡沫破灭，利率大幅下滑，“资产荒”背景下企业发展意愿受挫，公司债券份额下滑。但这一时期政府债券受到青睐，政府债券在银行证券投资中的占比由1998年末的25%提升至2011年末的62%。主要由于这一时期贷款利率接续下滑，银行通过增持国债+拉长久期修复盈利能力。

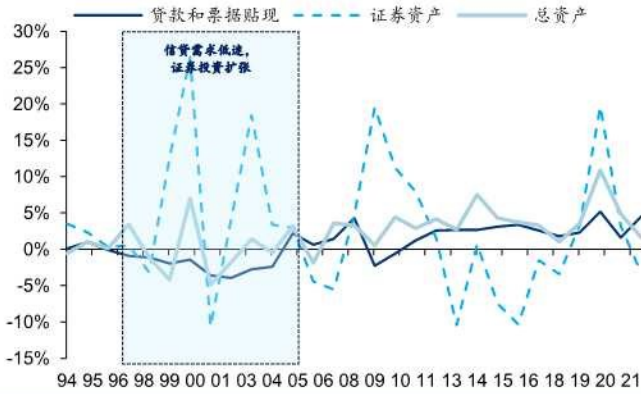
**阶段三（2012年-2022年）：挖掘海外投资机遇，外国证券份额提升。**随日本开启超级量化宽松，国债利率接近于零，且股市长期低迷，2012年后日本银行业增配外国证券，挖掘海外投资机遇。外国证券在证券投资中占比由2011年末的11%提升至2022年末的24%。2012年后政府债券在银行业投资中的份额有所下降，但仍为主要投向。

图表17：1993年以来日本银行业证券投资各类型资产占比变动



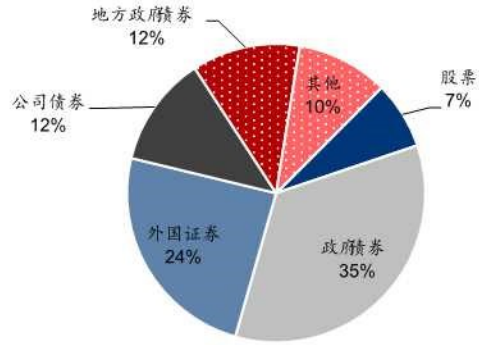
资料来源：日本央行，华泰研究

图表18: 1994年以来日本银行业信贷、证券资产、总资产同比增速



资料来源: 日本央行, 华泰研究

图表19: 2022年末日本银行业证券投资投向



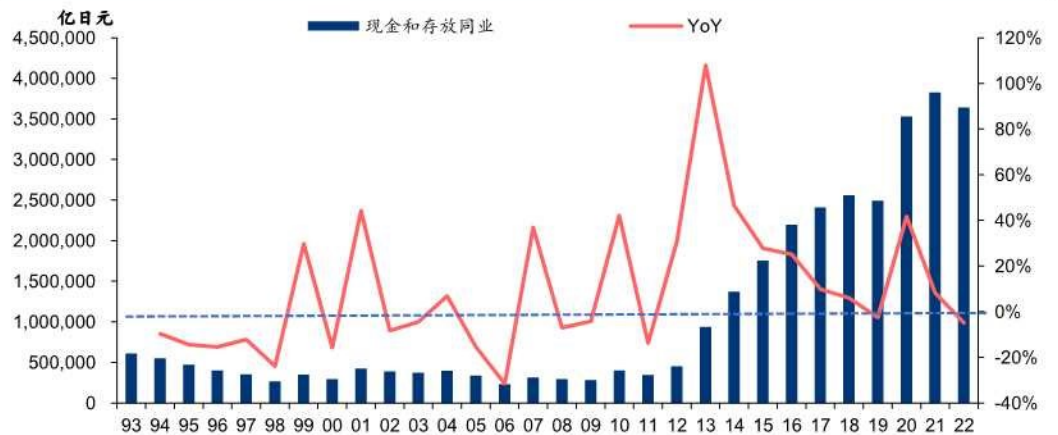
资料来源: 日本央行, 华泰研究

**预计海外降息且日本国内加息, 海外证券资产和贷款或回流至日本国内。** 1) 海外证券: 2024年由于美日、欧日利差或迎来收窄, 部分资产将逐渐回流至日本国内。特别是城市银行购入较多的美国国债, 预计美债利率下滑以及日本国债提升, 2024年日本十年国债的收益率有望达到1.5%或高于美债。 2) 海外贷款: 用“日本国内低息借入资金去支持海外高息房贷”的模式或即将迎来重大转变, 由于海内外利率预测走势均不利好这一模式, 日本国内借入资金的负债成本增高, 海外贷款的利息降低, 预计导致海外贷款息差快速收窄, 海外贷款或回流至本土。

**现金与存放同业: 规模波动较强, 利率水平偏低**

**现金和存放同业规模波动性较强, 2013年-2017年占比快速提升。** 作为调剂银行流动性的资产, 现金与存放同业早期规模占比并不高, 在1993-2012年间银行业现金与存放同业规模从61万亿日元收缩至45万亿日元, 整体呈现下降态势, 规模在2006年最低时仅23万亿日元, 占银行业总资产的3.1%。2013年起日本银行业大幅增加现金和存放同业资产配置力度, 2013年当年同比增速高达107%, 此后在2012-2017五年增长了436%, 占总资产比例从2012年末的5.0%提升至21.6%。截至2022年, 现金与存放同业规模为364万亿日元, 占银行业总资产的26.4%。

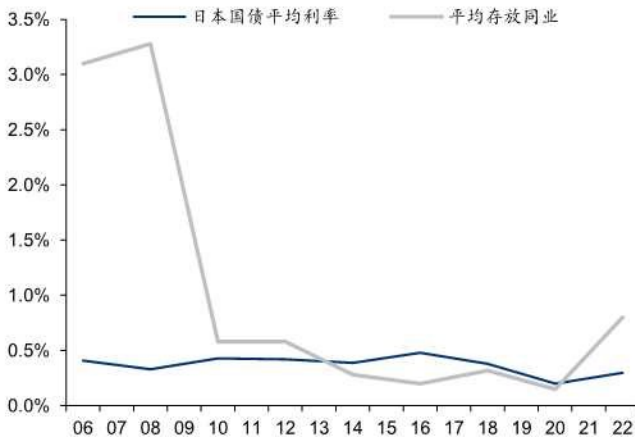
图表20: 1993年-2022年日本银行业现金和存放同业规模变化



资料来源: 日本央行, 华泰研究

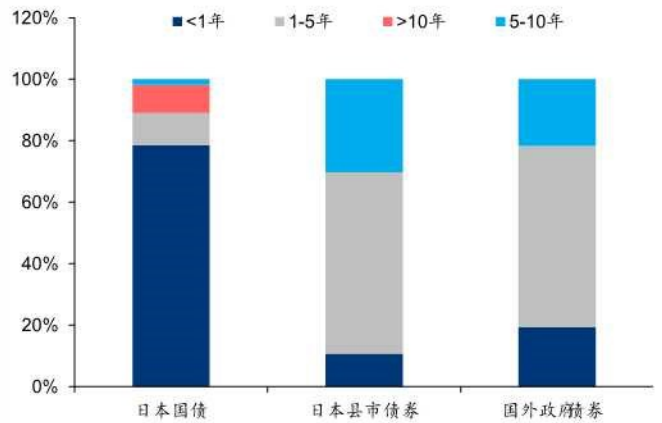
**现金与存放同业资产利率水平偏低，加大配置力度或与流动性风险管理相关** 以日本国内规模最大的银行三菱日联数据为例，现金和存放同业的平均利率水平并不高，2022年仅为0.8%，属于收益率较低的资产之一。2013年以来快速提升同业资产配置目的或许是为了减少流动性风险。根据日本央行数据，日本银行业活期存款占总存款比例超过70%，负债端久期较短，银行需要加强管理自身流动性风险。三菱日联的国债与现金和存放同业利率虽然相近，但国债久期多为1年和1-5年，流动性相对较差，将部分国债资产转为现金和存放同业能增加银行流动性，减少期限错配风险。

图表21：2006-2022年三菱日联存放同业利率和国债利率变化



资料来源：公司财报，华泰研究

图表22：2022年三菱日联投资日本证券资产期限结构



资料来源：日本央行，华泰研究

### 负债端：存款占据主导，定存占比下行

#### 负债变迁：增长几经波折，存款充当基石

**资产泡沫破灭后日本银行业陷入流动性危机，存款规模一度收缩。**在日本80年代经济繁荣期，由于居民对银行和整体经济的信任，银行存款增速一度飙升。但资产泡沫破灭后，金融机构陷入破产危机，冲击储户信心，1991年日本银行业存款规模同比-2.7%。1996年监管当局规定对存款人的存款实行为期5年的全额保障措施，以稳定金融市场，日本银行业存款增速小幅回升。2000年后，随日本宏观经济开势趋稳，银行业存款规模逐步复苏，重回正增长。

图表23：1982年以来日本银行业存款变动



注：数据为城市银行存款加地区银行存款  
资料来源：日本央行，华泰研究

流动性危机期间，存款全额保险制度一定程度阻遏了存款流失。日本存款保险制度 1971 年正式建立，但直至 1991 年都没有使用过，主要由于大藏省对金融机构实施避免破产的充分保护 而日本存款保险公司（DICJ）实际上附属于央行，不具有独立性，进行财务援助必须经大藏省同意，实际上形同虚设。资产泡沫破灭后，彼时 存款保险基金经过 20 年积累，余额已达到 6963 亿日元，但由于金融机构加速倒闭，政府难以兜底，1996 年存款保险基金便耗尽并出现赤字。1996 年出于稳定金融市场的需要，规定对存款人的存款实行为期 5 年的全额保障措施。全额保险出台后存款收缩速度放缓，但由于居民储蓄信心尚未完全修复，1996-2002 年仍有银行由于短期内存款大量流出而破产。

图表24：日本存款保险制度变迁

阶段	1971年至1996年6月末	1996年6月末至2002年3月末
保险额度	1971年100万日元	实行全额保险
	1974年300万日元	
	1986年1000万日元	
阶段	2002年4月至2005年3月末	2005年4月以后
保险额度	定期存款1000万日元	定期存款活期存款1000万日元
	活期存款实行全额保险	支付性存款实行全额保险

资料来源：DICJ，华泰研究

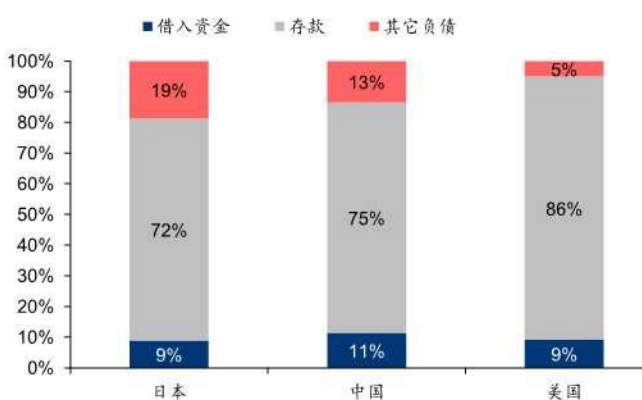
图表25：1995-2002 破产银行与新闻报道的存款外流

破产银行	破产时期	存款流出的形式
科斯莫信用社	1995年7月	只有在破产之后
兵庫銀行	1995年8月	破产前
木津信用組合	1995年8月	破产前
太平洋銀行	1996年3月	破产前
阪和銀行	1996年11月	只有在破产之后
京都共済銀行	1997年10月	只有在破产之后
北海道拓殖銀行	1997年11月	破产前
徳陽城銀行	1997年11月	破产前
办上门銀行	1998年5月	破产前
国民銀行	1999年4月	破产前
幸福銀行	1999年5月	破产前
东京福和銀行	1999年6月	破产前
众办仕安銀行	1999年8月	破产前
新潟中央銀行	1999年10月	破产前
石川銀行	2001年12月	破产前
中部銀行	2002年3月	破产前

资料来源：日本经济新闻，华泰研究

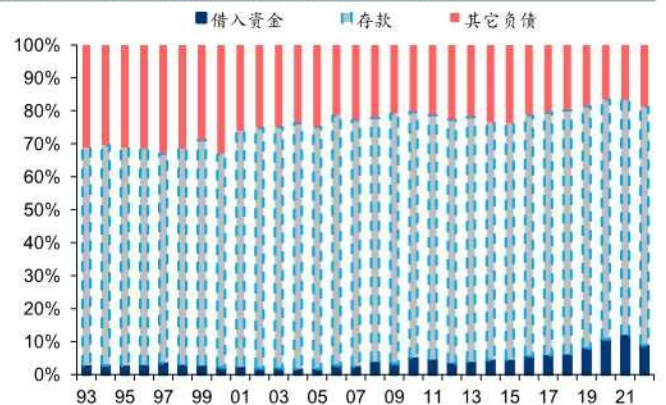
日本银行业负债端存款占据七成，城市银行负债来源较为多元。拆分负债结构，日本银行业资产以存款为主。2022 年末，日本银行业存款/借入资金在总负债中占比分别为 72%/9%，存款占比略低于我国、美国。从趋势看，日本银行业负债端结构较为稳定，1993 年以来存款在总负债中占比持续维持在七成左右 借入资金占比略有提升。分银行类型看，2022 年末地区银行存款占比 81%，而城市银行负债端结构相对多元，2022 年末城市银行存款/借入资金/回购协议应付款项在总负债中占比分别为 67%/10%/7%。

图表26：2022 年末日本、中国、美国负债结构对比



注：1) 借入资金来源为其他银行借款(下同)；2) 我国为上市银行口径  
资料来源：日本央行，华泰研究

图表27：1993 年以来日本银行业负债结构变动



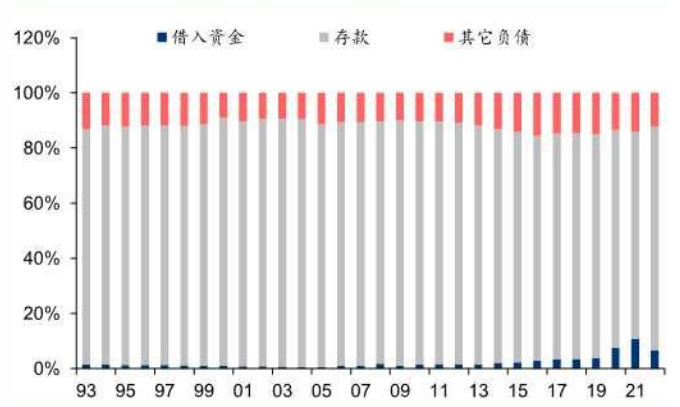
资料来源：日本央行，华泰研究

图表28：城市银行负债结构（大型银行）



资料来源：日本央行，华泰研究

图表29：地区银行负债结构（中小型银行）

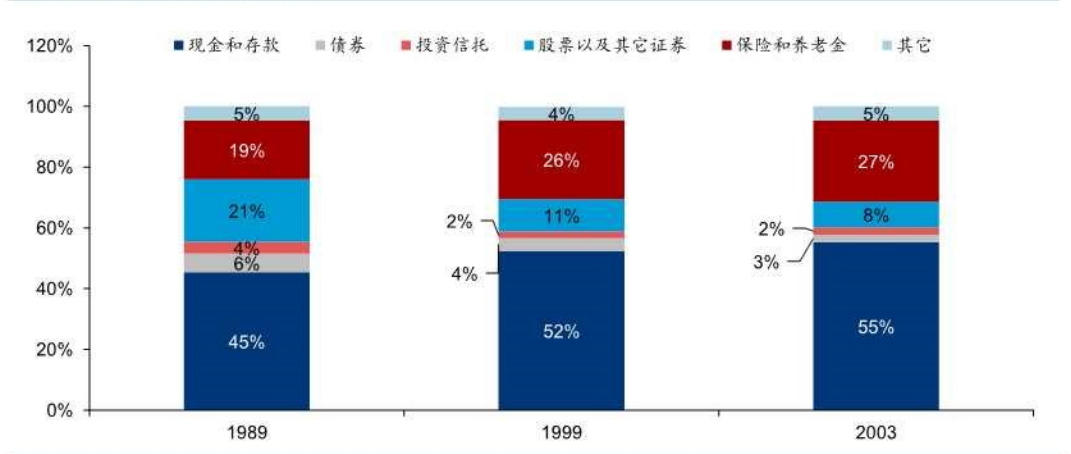


资料来源：日本央行，华泰研究

**存款：个人存款为主，定活利差收窄**

泡沫危机后，日本居民风险偏好下行，持币意愿较高，个人存款占据银行存款六成。泡沫危机重挫居民信心，日本家庭在90年代后期的金融资产配置发生变化，逐渐转向稳定和低风险资产，如存款、保险和养老金，现金和存款在居民家庭资产配置中占据半壁江山。2022年末日本银行业存款以个人存款为主，个人存款/公司存款在总存款中分别占60%/33%。

图表30：日本家庭金融资产构成



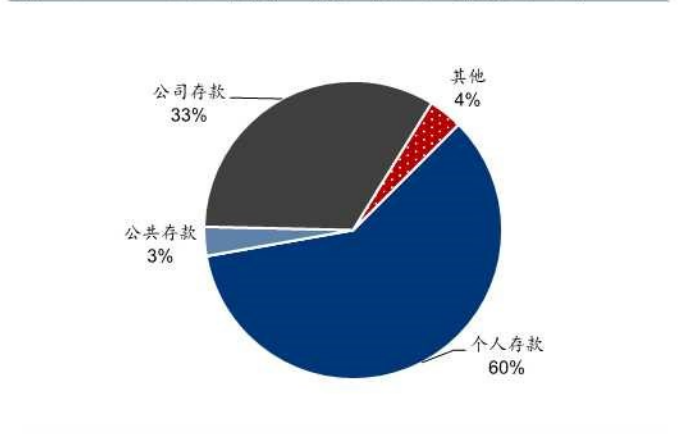
资料来源：日本统计局，华泰研究

图表31：日本银行业个人存款及对公存款同比



资料来源：日本央行，华泰研究

图表32：2022年末日本银行业存款结构：个人存款占据六成



资料来源：日本央行，华泰研究

定期存款占比呈现下行趋势，主要由于定期存款利率下行，定期、活期存款利差收窄。1994年日本完成利率市场化改革，银行业定期存款利率大幅下行，此后呈现低位波动态势。仅在2004-2007年的市场利率上行区间，定期存款利率出现小幅抬升。由于活期存款利率长期低位，下降空间有限，定期存款与活期存款价差（即“定期存款平均利率-活期存款平均利率”）呈现收窄趋势，从1994年末的1.96%下行至2003年末的0.04%，这一时期银行业定期存款在总存款占比从67%下行至45%。当定活利差小幅扩张时，定期存款占比随之抬升，如2005-2008年定期与活期存款价差从0.04%走阔至0.27%，这一时期定期存款占比提升3pct。

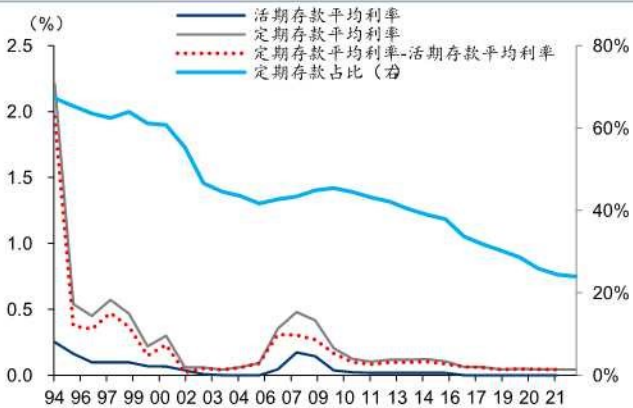
图表33：日本银行业存款结构变动：定期存款占比呈现下行趋势



注：活期存款主要用于票据支付，普通活期存款主要指居民活期存款  
资料来源：日本央行，华泰研究

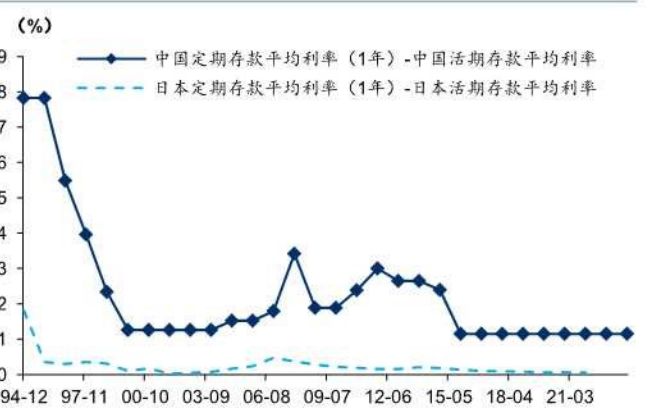
相较于日本，我国银行业定期与活期存款价差偏高，一定程度推动我国银行业存款定期化。2022年以来，宏观经济波动下我国银行业存款定期化趋势加剧。相较于1994年，我国定期存款与活期存款平均利率已经大幅下降，以1年期定期存款为例，与活期存款利率之差由1994年的7.83%下行至2022年末1.15%，但仍高于日本银行业定活价差0.06%。相较于活期存款，我国定期存款定价对居民资金仍然具有一定吸引力。

图表34：日本银行业定期、活期存款利差收窄



资料来源：日本央行，华泰研究

图表35：我国定期与活期存款价差高于日本银行业



资料来源：日本央行，中国人民银行，华泰研究

预计日本将进入加息周期，银行业资产负债久期差或减隐患。目前日本银行业的活期存款占比超过70%，负债端相对脆弱。由于利率水平较好，资产端配置的国债多为1-5年期，资产负债久期差较大。若出现居民大量挤兑的情况，日本银行业或将被迫抛售资产供给提款需求。但银行业从2013年开始增加现金和存放同业占比，较好的缓解了资产负债久期差。另外，中长期国债持有量也被替代，砍掉了部分久期长度，但可能的负债端流动性危机仍会对银行造成影响。

## 资产质量：一度深陷泥沼，铁腕处置不良

### 回顾：破产潮敲响警钟，多举措处置不良

**曾经深陷不良泥沼，金融机构破产潮敲响警钟。**90年代末资产泡沫破裂后，日本政府出台了一系列政策试图解决不良债权问题，但由于救助措施较为保守和滞后，银行业不良贷款规模仍在不断增长，同时爆发金融机构破产潮。1997年以前破产的主要为信用合作社和地方银行，资产规模5万亿日元以下，在日本银行业份额占比0.10%-0.65%。1997年北海道拓殖银行（资产规模9.5万亿日元，占比1.21%）为第一家倒闭的大型银行，此后金融系统崩溃，1998年日本长期信用银行、日本债券信用银行等大型银行接连破产。1998年日本政府提出金融大改革计划，定下于2001年3月底之前初步搭建起自由竞争关系金融体系的目标，同时出台《金融再生法案》和《金融健全化法案》，终结“银行不倒神话”。

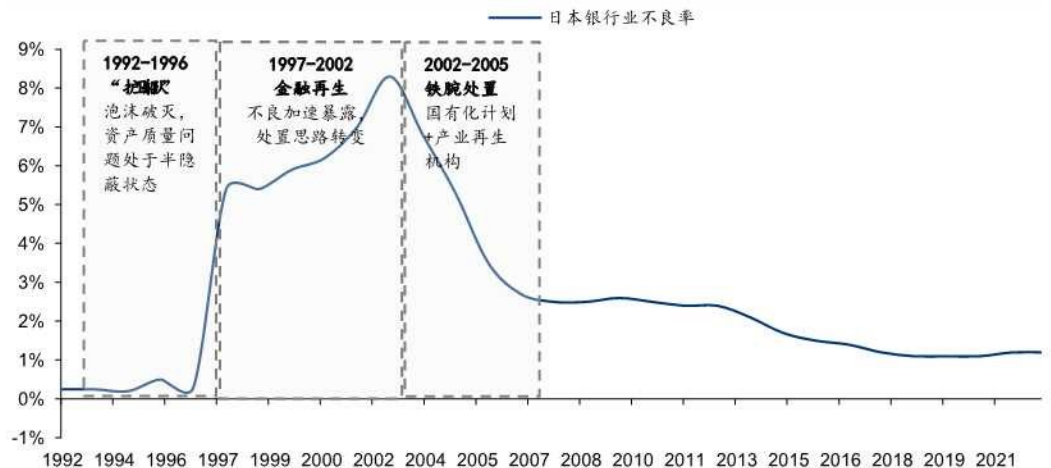
图表36：上世纪90年代日本银行业破产银行

证券简称	资产规模 (万亿日元)	资产占银行业比例	破产年份
<b>1992-1996：主要为信用合作社和地方银行破产</b>			
东邦互助银行	4.66	0.63%	1992年4月
宇宙信用组合	-	0.10%	1995年7月
木津信用合作社	-	0.21%	1995年8月
兵庫银行	3.44	0.46%	1995年8月
阪和银行	-	0.10%	1996年11月
<b>1997年后：大型金融机构破产，金融体系崩溃</b>			
北海道拓殖银行	9.5	1.21%	1997年11月
日本长期信用银行	26.6	3.42%	1998年10月
日本债券信用银行	13.19	3.60%	1998年12月
立邦信用银行	15	1.93%	1998年12月

注：1) 资产占银行业比例为破产年份当年占比；2) 宇宙信用组合、木津信用合作社、阪和银行份额根据其存款规模在银行业总存款中占比测算

资料来源：公司财报，华泰研究

图表37：1992年以来日本银行业不良率变动



资料来源：日本银行，日本金融厅，DICJ，华泰研究

**“金融再生”铁腕压降不良，铲除滋生不良土壤。**2002年日本国内不良贷款率增长至8.3%，为1992年以来的高峰，不良生成高达10万亿日元。2002年小泉纯一郎上台后提出金融再生计划，雷霆手段化解不良，宣布银行“国有化计划”政策，即政府将对问题银行通过收购其股票的形式进行国有化改革，进而倒逼银行加快不良资产处置。同时成立“产业再生机构”，以时价收购银行的贷款债权后，推进企业的整顿和重组，帮助企业改善经营。此外，政府要求银行股权投资额度不得高于净资产，超过部分将被强制出售，银企之间相互关联持股的主银行制度被动摇，从根源上破坏滋生不良的温床。

**现状：资产质量平稳，拨备略有下行**

**存量风险出清较为彻底，近年来资产质量整体稳健。**小泉内阁在任期间，日本银行业不良率终于掉头下行，2003-2006 年不良率快速下行至 2.7%。在此期间主要通过加大核销力度处置不良，3 年内银行业共计提 10.2 万亿日元、核销 16.3 万亿日元贷款。此后日本银行业不良率整体稳步下行，在金融危机期间和疫情期间不良生成和不良率有小幅波动，但由于存量风险出清较为彻底，资产质量整体维持稳健。新冠疫情爆发后，2021 年末日本银行业不良率较 2020 年提升 10bp 至 1.20%，截至 2022 年末日本银行业不良率维持在 1.20%。

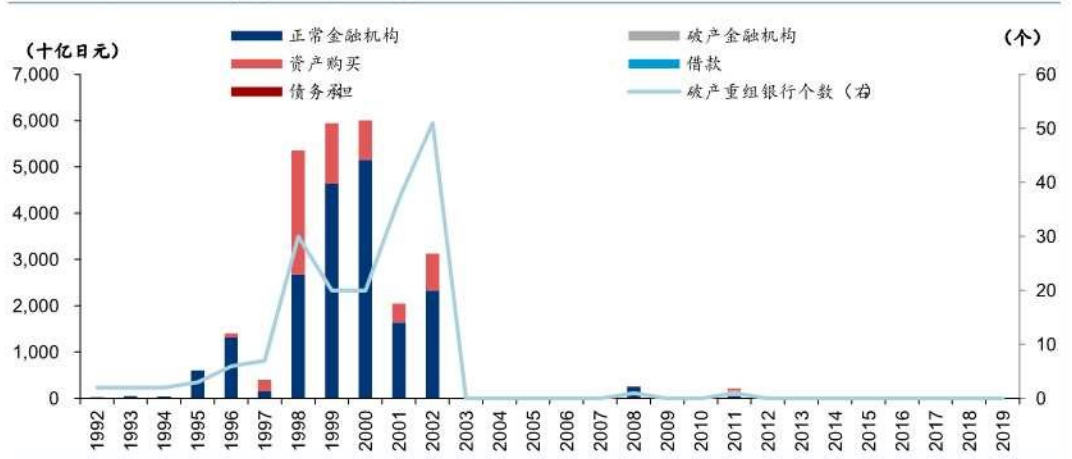
**图表38：2002 年日本《金融再生计划》主要措施**

主要目的	主要内容
处理金融机构的不良债权	对濒临危机的金融机构，由“整理回收机构”或其他金融机构收购，同时向金融机构注入公共资金，加速其经营重建 以此达到清除不良债权的源。
刺激企业再生	成立“产业再生机构”对可以盘活的企业债权进行收购，帮助企业改善经营，进而从根源上铲除滋生不良资产的土壤。
问题银行“国有化计划”	政府对那些存在的问题银行通过收购其股票的形式进行国有化改革，通过这一措施倒逼银行加快不良资产处置。
加速经济景气恢复	配合量化宽松政策，加快脱离通货紧缩；通过持续购买长期债券的方式向银行注入流动性，维持极低的利率水平。

资料来源：日本银行，华泰研究

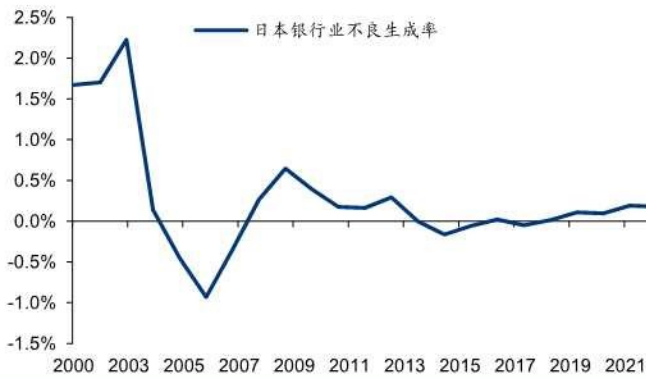
**资产质量波动导致日本银行业不良生成、信用成本走高。**2000 年初日本银行业不良生成率持续提升，在 2002 年末达到 2.23% 的阶段性峰值。在不良生成压力较大的 2000-2002 年，日本银行业贷款增速放缓，加大减值计提和核销力度，信用成本随之爬坡。日本银行业计提减值、净核销规模在 2002 年分别为 5.3 万亿日元、5.4 万亿日元，对应贷款信用成本 1.18%、核销率 1.21%。2002 年银行破产重组达到 51 家（2001 年为 37 家），为 1992 年以来的峰值。此后随不良处置显效 资产质量逐步 修复，银行破产数量归零。次贷危机（2008-2009）和疫情发生中后期（2020-2021），日本银行业不良生成上行，拨备计提增加，信用成本小幅上行。

**图表39：存款保险机构货币救助情况及破产重组银行个数**



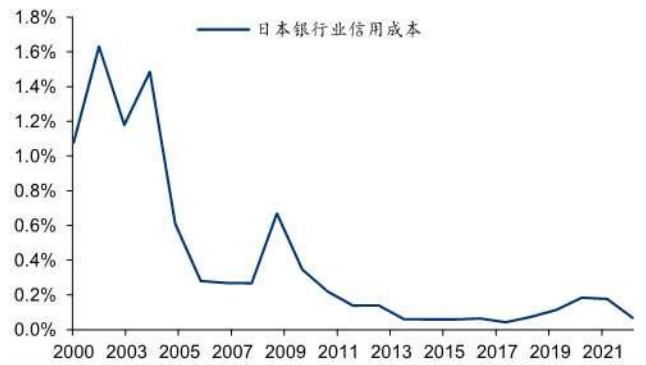
资料来源：日本存款保险机构年报，华泰研究

图表40: 日本银行业不良生成率变动



资料来源: 日本银行业协会, 华泰研究

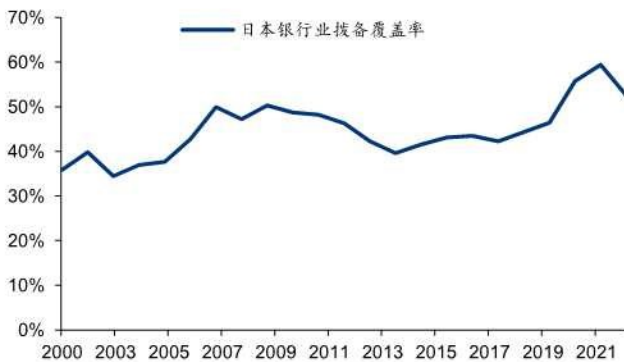
图表41: 日本银行业信用成本变动



资料来源: 日本银行业协会, 华泰研究

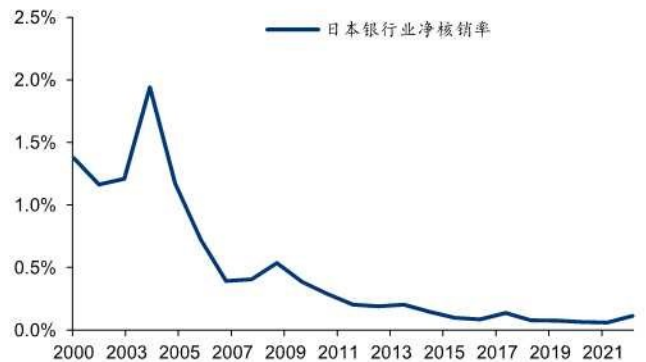
**拨备覆盖率处于较低水平, 近年净核销率边际提升。**相较于我国银行业, 日本银行业拨备覆盖率处于较低水平, 2000年以来拨备覆盖率平均值为45%。由于新冠疫情后不良贷款余额提升, 2022年末日本银行业拨备覆盖率较2021年末下行7pct至53%。与此同时, 日本银行业加快不良资产核销, 2022年末净核销率较2021年末提升5bp至0.11%。

图表42: 日本银行业拨备覆盖率变动



资料来源: 日本银行业协会, 华泰研究

图表43: 日本银行业净核销率变动



资料来源: 日本银行业协会, 华泰研究

## 银行格局：城市银行与地区银行共舞

城市银行和地区银行为代表的民间金融机构是日本银行体系主体。日本银行体系主要由民间金融机构+政策性金融机构组成。其中，日本民间金融机构的主体是城市银行和地区银行，此外还有信托银行、信用金库、信用合作社等中小金融机构。在民间金融体系外，金融市场的不完备性主要由政策金融体系来弥补。在商业银行股权结构中，国资占比较低，政府对银行的控制方式不是通过股权，而是基于行政指导+资金分配+人事调动等间接方式。此外交叉持股现象较为明显，外资占比偏高，为日本银行出海业务奠定较好基础。

为应对长期低利率环境，大小银行战略分化，大型城市银行投放海外贷款提振息差，中小型企业则深度信用下沉。日本银行业发展海外业务基础较好，外资股东占比高、地缘政治友好、本土企业全球化发展比例较高。90年代后日本经济陷入长期萧条，为摆脱日本经济疲软、低息环境的限制，日本银行业不断强化国际化战略，大型城市银行海外发力较早、布局完善，享受全球化发展红利；中小型区域行受限于人力、资本和监管环境，海外发展步伐较慢，主要通过下沉市场贷款来改善息差表现、增强盈利能力。

图44：日本银行体系概览（截至23年1月）



注：本图银行数量统计采用日本金融厅口径，后续其他数据口径出入资料来源：日本金融厅，财政部，全国银行协会，地方银行协会，华泰研究

## 股权结构：持股来源分散，外资占比偏高

日本银行业股权结构多元且分散。日本银行业股权结构以多元股东型为主，股权较分散，最大股东持股比例通常不超过 20%，股权结构较为多元分散。多元股东型银行的前十大股东主要包括基金和信托、保险公司、金融公司、银行、非金融企业、内部股等，几乎每一家银行的前十大股东中均有上述类型股东。其中，基金和信托是最为重要的一类股东。以三菱日联为例，23Q3 末金融机构/境外公司/个人及其他持股比例分别为 37%/34%/17%，第一大股东为日本 Master 信托银行，持股比例 15%。

日本银行业股权结构中，国资占比较低。不同于我国银行业国资占比较高，日本国资较少涉足银行业。主要由于日本政府对银行的控制方式不是通过股权，而是基于行政指导+资金分配+人事调动。其中，行政指导包括银行局通令、监控、特许经营权，资金分配包括存款利率、窗口指导、第二预算。

日本银行交叉持股现象较为明显，外资占比偏高，尤其受到美国金融机构青睐。日本银行采取交叉持股型股权结构，银行所在金融集团之间交叉持股。譬如，三井住友金融集团持有瑞穗金融集团 5.74% 的股份，而瑞穗金融集团又持有福冈金融集团 2.61% 的股份（截至 2024/2/25）。此外，日本银行股权结构中，外资占比较高。瑞穗金融、福冈金融、三井住友股权结构，境内资本持股比例在 32%-55%，其余为境外机构持股。境外资本中，美国对日本银行的持股比例偏高，前十大股东中摩根大通、道富集团等身影频现。

图表45：瑞穗金融、福冈金融、三井住友股权结构中，境外资本占比较高

瑞穗金融		福冈金融		三井住友	
地域	持股比例 (%)	地域	持股比例 (%)	地域	持股比例 (%)
日本	51.25	日本	68.48	日本	45.31
美国	37.88	美国	25.96	美国	40.55
英国	3.39	英国	2.91	英国	3.81
爱尔兰	2.03	爱尔兰	0.83	卢森堡	2.82
卢森堡	1.5	卢森堡	0.5	爱尔兰	2.16
加拿大	1.22	加拿大	0.27	加拿大	1.04
法国	0.54	瑞士	0.22	法国	0.69
瑞典	0.46	德国	0.14	瑞士	0.68
瑞典	0.55			法国	0.74

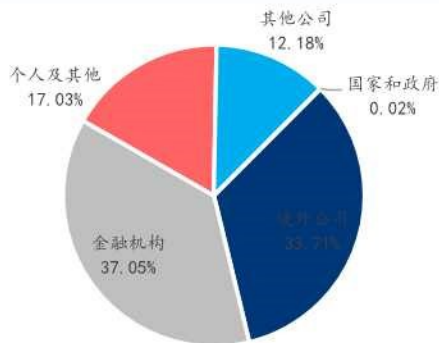
注：截至 2024/2/25  
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表46：三菱日联前十大股东（23/09/30）

前十大股东	持股比例（23Q3末）
日本Master信托银行（信托账户）	15.42%
日本Custody银行（信托账户）	5.91%
SSBTC客户端账户	2.01%
纽约梅隆银行	1.94%
道富银行	1.84%
日本Master信托银行（退休福利信托账户）	1.45%
摩根大通银行	1.38%
丰田汽车	1.23%
日本人寿保险公司	1.18%
摩根大通证券日本有限公司	1.13%

资料来源：公司财报，华泰研究

图表47：三菱日联股东结构（23/09/30）



境外公司 金融机构 个人及其他 其他公司 国家和政府

资料来源：公司财报，华泰研究

### 经营策略：大行“走出去”，小行“沉下来”

大型银行投放海外贷款提振息差，中小型银行则深度信用下沉。自 20 世纪 80 年代日本金融自由化改革开始，日本银行业跟随“走出去”客户大举进入海外，90 年代后日本经济陷入长期萧条，为摆脱日本经济疲软、低息环境的限制，日本银行业不断强化国际化战略。分银行类型看，以大型银行中的三菱日联为例，从三菱日联成立至今海外贷款占比从 17% 增长到 42%，贷款客群较为丰富。由于海外贷款利率长期高于日本国内银行贷款利率，银行通过高额的利差来赚取收益。中小银行方面，以特色零售银行骏河银行为例，2022 年中小企业等贷款占比高达 95%，其中按揭贷款占比超过 60%。由于中小企业、零售客户贷款利率较高。中小型银行可以通过下沉市场贷款来改善息差表现、增强盈利能力。

## 大行：加大海外投放，拥抱全球变局

### >>>日本银行出海简史：战后多轮对外扩张

早期日本银行的海外扩张大部分是东京银行的海外扩张。1954年，《外汇银行法》颁布，同年8月东京银行成为日本唯一一家专门经营外汇的银行。到20世纪60年代末，东京银行的海外办事处数量达到了51个，占所有日本银行办事处总数（91个办事处）的60%。从1969年起允许除东京银行外的其他银行每年设立一个海外代表处，1971年起允许设立海外分公司和当地法人。20世纪70年代，日本银行业每年增加海外分行约20家，到1970年代末，海外分行数量超过300家。70年代香港、新加坡和芝加哥建立分行的日本银行显著增加。到20世纪70年代末，香港已开设了24家分行，超过伦敦和纽约，成为日本银行分行数量最多的地区。

在20世纪80年代，日本银行的海外子公司飞速发展，区域性银行海外扩张的力度也有一定提升。在20世纪70年代末只有5家地区性银行参与海外扩张建设，但到了80年代末数量已增加到112家。日本银行除贸易融资和银团贷款外，还涉及投资银行、租赁、投资咨询等具有一定当地门槛准的业务。同期日本银行的海外扩张加速。例如对瑞士圣哥达银行、美国联合银行等主要金融机构的收购。

80年代后，银行主要经历三次扩张浪潮。20世纪80年代中后期广场协定导致日元升值使得日本资产丰富，日本经济强劲增长，东京雄心壮志向国际金融中心发展，该阶段扩张以90年代资产泡沫破灭为结束。20世纪90年代中期搭上中国以及亚洲发展中国家经济高速发展的东风，加大对亚太地区信贷投放，但1998年亚洲金融危机后银行对外资产2年内减少40%。直到2005年，日本银行坏账基本解决完成，国内市场日趋饱和共识达成，海外扩张再次加速。2008年全球金融危机爆发使欧美银行业遭到重创，不得不收缩业务和区域，相对而言，日本银行业由于谨慎的业务策略损失较小，有实力抓住难得的机遇填补市场空白和获取相资源，短暂休整后海外贷款占比持续提升。

图表48：日本银行出海历程

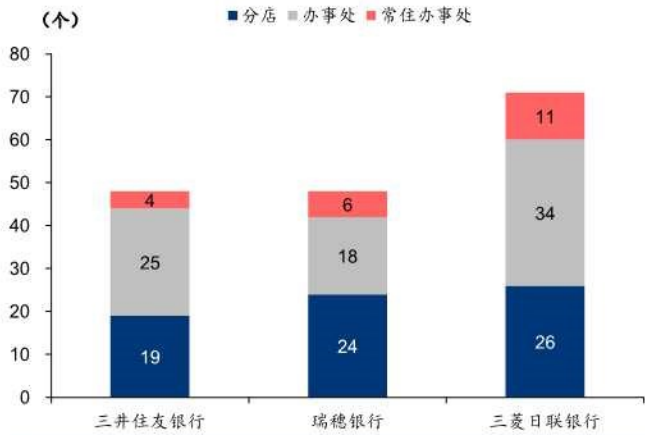


资料来源：Bloomberg，华泰研究

### >>>机构设置：机构分三个层级，主要分布亚洲地区

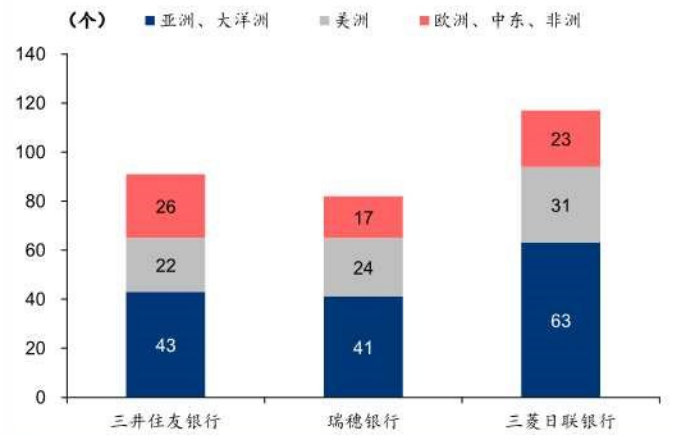
日本银行出海的机构中，有实质业务能力的“分店”相对较少，作为维系沟通的办事处、常驻办事处相对更多。其中三菱日联海外分支机构数量最多，三井、瑞穗、三菱日联海外分支机构数目分别为48家、48家、71家。在机构区域分布上，亚洲、大洋洲地区网点数量占比接近一半，美洲网点主要集中在美国地区，欧洲、非洲、中东等地区网点数量相对最少。

图表49：2022年三大银行海外分支机构不同层级分布



资料来源：公司财报，华泰研究

图表50：2022年三大银行海外网点不同地域分布



资料来源：公司财报，华泰研究

>>>资产分布：比重不断上升，区域不断扩大

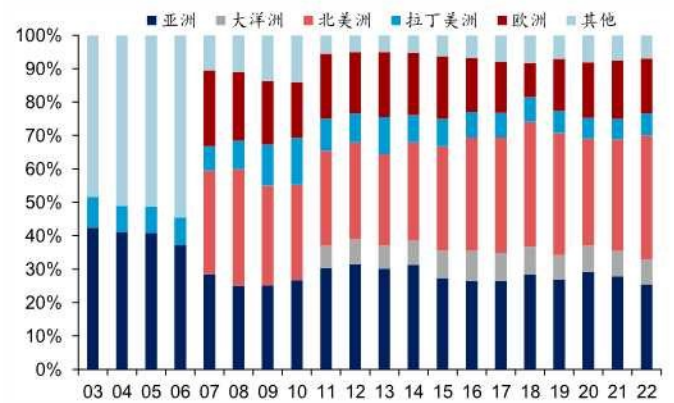
**海外贷款占比逐年提升：**近些年海外贷款占比逐年提升，除2020年因疫情影响有所滑，目前三家银行海外贷款规模占总贷款比重均超过30%。从空间分布看，以三井住友银行为例，在本世纪初其海外展业主要集中在亚洲地区，集中在日本周边国家，以2008年国际金融危机为契机，以并购等形式向美洲、欧洲等国家扩张，展业空间范围不断扩大。此外在**资产负债结构中**，除瑞穗集团的资产负债大体平衡以外，三菱和三井的海外资产规模都高于海外负债规模，存在区域错配的现象。

图表51：2003-2022年三大银行海外贷款占比



资料来源：公司财报，华泰研究

图表52：2003-2022年三井住友海外贷款分区域分布



资料来源：公司财报，华泰研究

>>>利率水平：国际业务利率显著高于国内业务

**三家银行国际业务利率显著高于国内业务利率。**2022年三菱日联、三井住友、瑞穗国内生息资产利率分别为0.57%、0.74%、0.44%，而国际业务生息资产利率分别为3.14%、3.04%、3.00%，国际业务比国内利率高2.5%-3%。虽然国际业务负债端利率也较高，三菱日联、三井住友、瑞穗国际业务负债端利率分别为1.90%、2.37%、2.34%，显著高于国内负债端利率，但国际业务利差仍略高于国内业务。

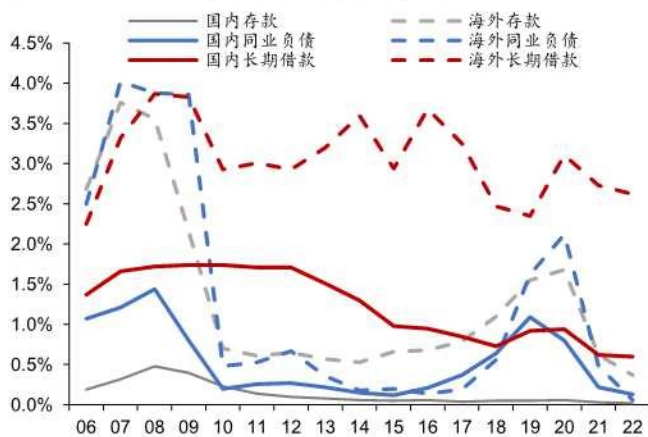
图表53：2022年三大城市银行资产负债利率

	三菱日联		三井住友		瑞穗集团	
	海外利率	国内利率	海外利率	国内利率	海外利率	国内利率
贷款和票据贴现	3.91%	1.10%	3.68%	0.81%	3.52%	0.72%
有价证券	3.04%	0.33%	1.58%	1.02%	2.02%	0.38%
存款	1.95%	0.07%	2.60%	0.01%	2.82%	0.00%
存放同业	2.30%	0.08%	0.30%	0.53	2.82%	-0.01%
同业负债	2.57%	-0.01%	0.29	-0.02%	2.69%	-0.01%
生息资产合计	3.14%	0.57%	3.04%	0.74%	3.00%	0.44%
负债合计	1.90%	0.35%	2.37%	0.00%	2.34%	0.03%

资料来源：公司财报，华泰研究

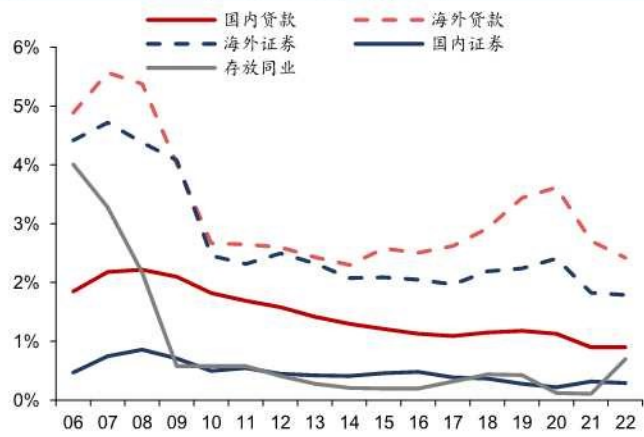
从三菱日联的利率数据来看，同类型资产、负债项目中海外业务利率水平普遍较高。负债端利率相对较高的为海外长期借款，2022年为2.62%，利率最低的为国内存款，2022年为0.06%，且国内存款的利率波动性相对最低。三菱日联资产端利率最高为海外贷款，2022年为2.42%，利率最低的为国内证券，2022年为0.29%。

图表54：2006-2022年三菱日联国内外负债利率对比



资料来源：公司财报，华泰研究

图表55：2006-2022年三菱日联国内外资产利率对比



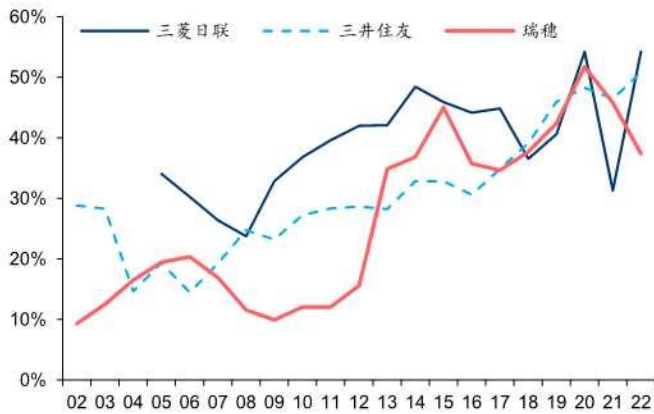
资料来源：公司财报，华泰研究

>>>收入类型：资金运用收入比重约60%-80%

三家银行海外营收贡献逐年上升，整体看三菱日联银行海外业务贡献最高。2022年三菱日联、三井住友、瑞穗海外营收占比分别为54.27%、50.83%、37.41%。其中三菱日联海外收入占比在近两年出现较大波动，主要受海外加息影响，其他业务收入中的国债净收入在21、22年大幅度下滑，对21年海外营收占比有负面影响；而2022年其海外资金运用净收入大幅度上升，冲减了其他业务下滑的影响，海外营收占比回到正常水平。

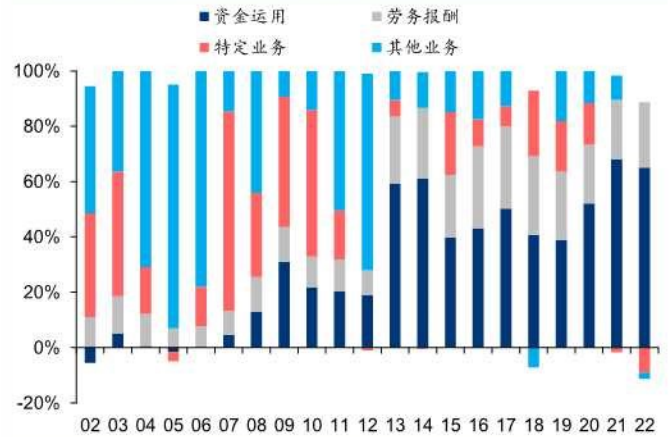
综合来看，在三家银行的海外收入结构中，资金运用类收入为主要贡献，且占比不断上升。2022年受益于海外加息，三菱日联、瑞穗银行的资金运用类收入贡献超80%的海外业务收入，三井住友的资金运用类收入贡献超过60%。劳务报酬类收入的贡献程度仅次于资金运用，比重较稳定，一般为25-30%区间。其他业务主要为国债等交易收入，波动性较大，比重呈现逐年下降的趋势。2005年三菱日联、三井住友、瑞穗的其他业务对总营收的贡献最高点分别为44%、70%、97%。近两年受加息因素影响三菱日联、瑞穗其他业务贡献转正为负。特定业务为特定证券的收入，所占比重较小，近年来有不断降低的趋势，三井住友、瑞穗连续两年特定业务净收入为负。

图表56: 2002-2022年三大银行海外营收占总收入比例



资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表57: 2002-2022年瑞穗银行海外营收结构



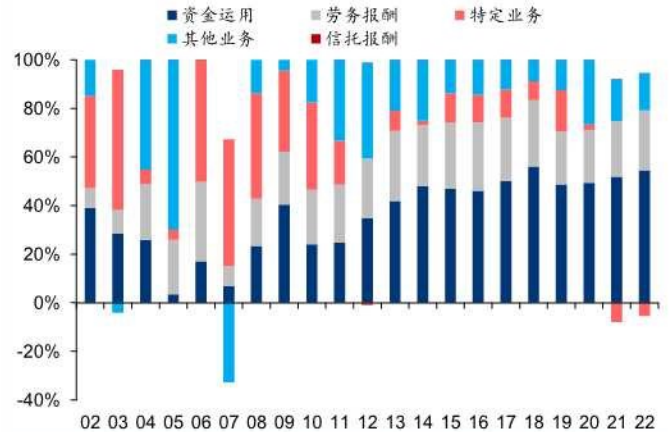
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表58: 2005-2022年三菱日联银行海外营收结构



资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表59: 2002-2022年三井住友银行海外营收结构



资料来源: 公司财报, 华泰研究

**小行: 聚焦优质区域, 深度信贷下沉**

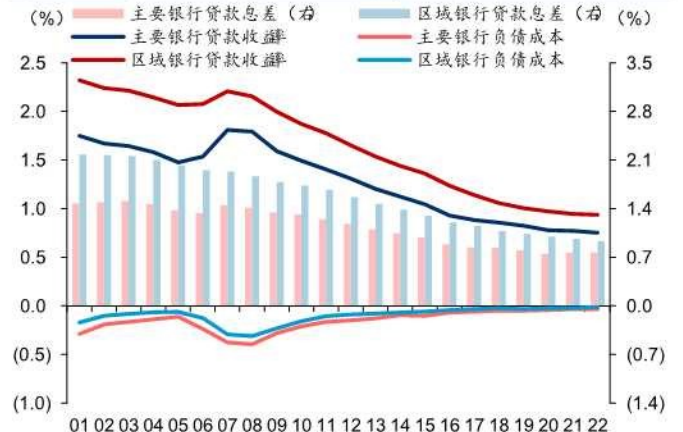
**布局中小企业贷款, 提升存贷利差。**中小企业融资需求较大, 贷款利率一般高于大型企业。13年以来区域银行加快布局中小企业客群, 13-22年区域银行(包括地区银行和第二地银)中小企业贷款余额的年复合增长率达到4.3%(城市银行为2.3%), 因此贷款收益率也更高。同时, 日本银行业长期处于低利率环境下, 整体的负债成本均已降至较低水平, 区域银行与大型银行的负债成本相无几。综合来看, 区域银行可以通过信用下沉的策略在国内贷款业务中取得更高的息差, 增厚利润。

图表60: 2000-2022年中小企业贷款余额同比变动



资料来源: Wind, 日本央行, 华泰研究

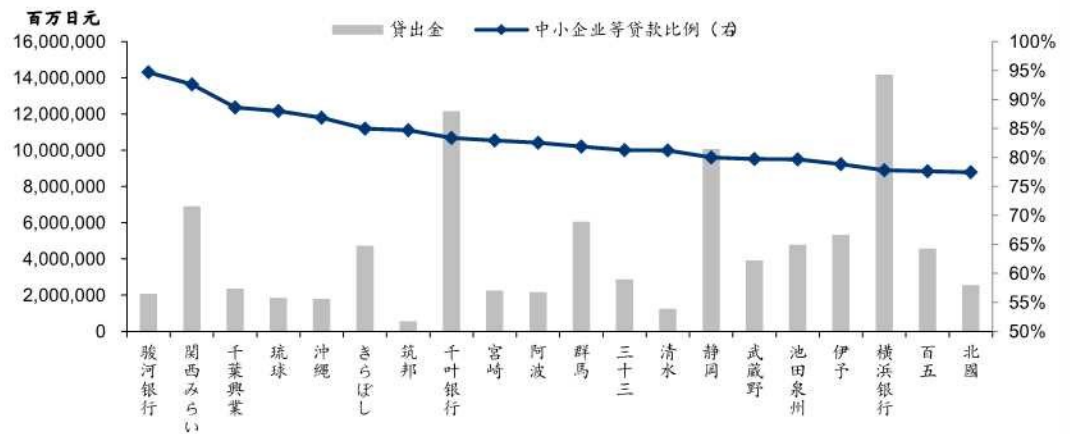
图表61: 日本银行业国内贷款息差及拆解(主要银行 vs 区域银行)



资料来源: 日本央行, 华泰研究

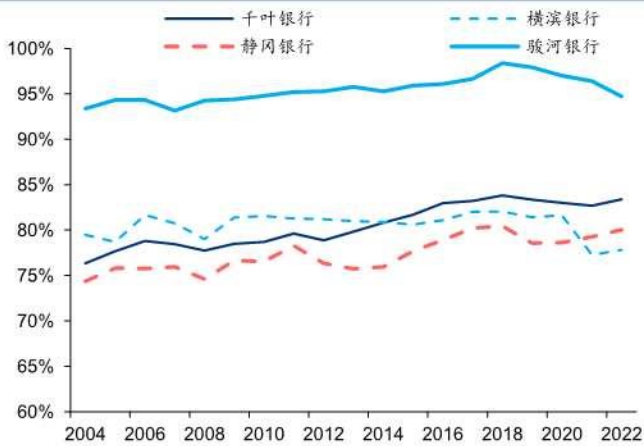
区域银行采取下沉策略，面向小企业拓展银团贷款和无抵押商业贷款，同时加大消费、按揭投放力度，净息差水平高于行业平均。根据地区银行业协会数据，截至2022年62家地区银行投向中小企业等贷款占比平均为72%。其中，中小企业等贷款占比最高的为特色零售银行骏河银行，2022年中小企业等贷款占比高达95%，其中按揭贷款占比超过60%。而横滨银行为贷款规模最大的地区银行，2022年贷款规模为14.17万亿日元，中小企业(含个人)贷款占比为78%，按揭贷款投放规模为5.71万亿日元，占总贷款40%。基于下沉客群策略，代表区域银行净息差水平持续跑赢同业。

图表62：2022年中小企业等贷款占比排名前20地区银行



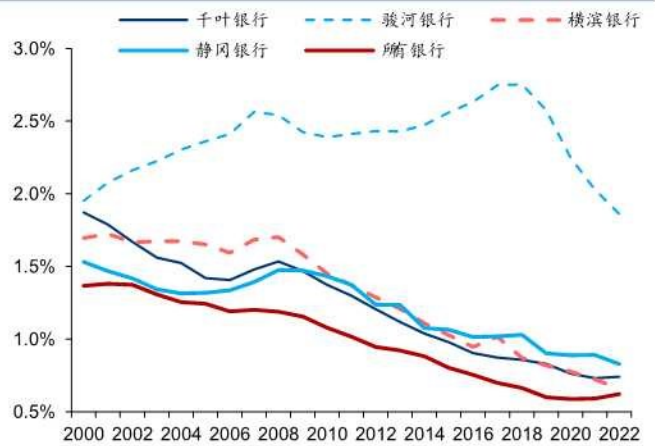
资料来源：地区银行业协会，华泰研究

图表63：2004-2022年代表地区银行中小企业贷款占比变化



资料来源：地方银行业协会，华泰研究

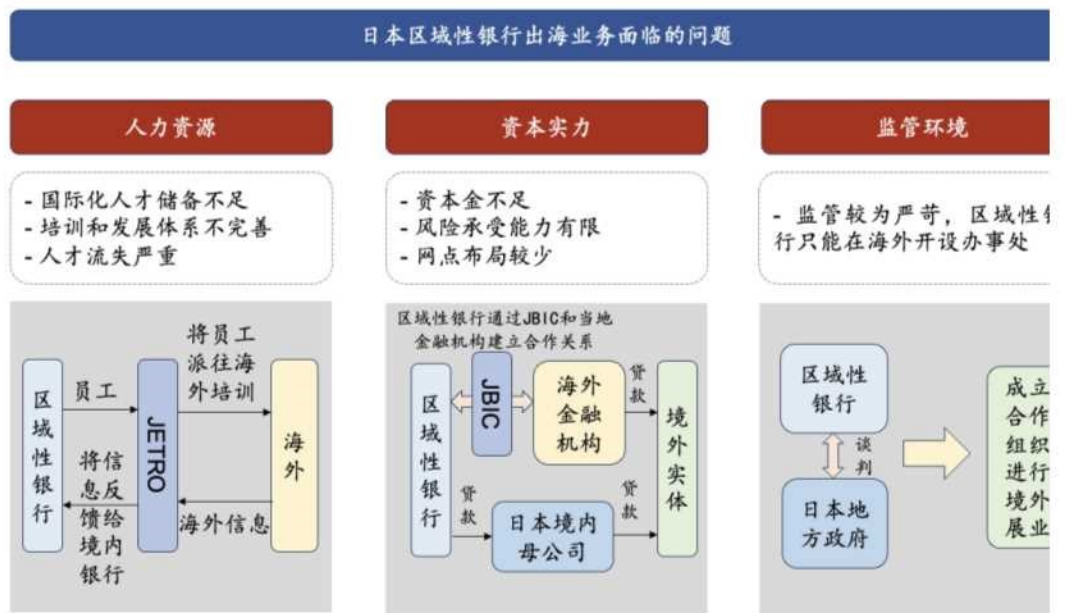
图表64：2000-2022年代表地区银行净息差水平高于行业平均



资料来源：地方银行业协会，华泰研究

此外，日本区域性银行目前出海比例较低，但正在加大对中小企业出海的支持力度。日本区域性银行在海外扩张的步伐相对较慢，这主要受制于其人力资源、资本实力和监管环境。而在日本本地中小企业海外扩张提速的过程中，不管是出于扩大银行自身业务增量、还是支持中小企业金融需求考虑，具备条件的区域性银行正在通过国际化人才培养、与海外机构和本地政府建立合作关系来拓展海外业务，加大对中小企业海外业务的支持。

图表65：日本区域性银行出海的困境与解决方案



资料来源：Bloomberg，华泰研究

**人力资源方面，区域性银行面临着国际化人才储备不足、培训和发展体系不完善和人才流失的问题。**首先，在区域性银行中，国际化人才储备较少，缺乏具有国际视野和经验的员工，且区域性银行员工以日本当地员工为主，对海外市场的语言和文化缺乏系统了解，不能很好地在当地开展业务。其次，区域性银行不具备完备的培训和发展体系，无法为员工提供足够的国际化培训和技能提升的机会，现有员工无法发展成具有国际化业务能力的员工。最后，区域性银行面临人才流失的风险。区域性银行的优秀员工可能会跳槽至更有发展前进的大银行，进而使得区域性银行海外业务开展水平有限。为了解决人力资源短缺的问题，日本建立“日本贸易振兴机构”（JETRO）基地，从2011年将地方金融机构员工派往国内外基地，提供员工能力。通过这种方式，日本振幅不仅为地方金融机构培养了海外人才，还使得政府可以深入了解日本银行业存在的危机和问题。比如千叶银行利用JETRO的“商务支持中心”，为客户公司海外展业提供了开业前的准备工作，并且搜集了当地的工资信息；玉岛信用金库通过JETRO组织的海外出口会议引进了海外贸易专家，实现了客户公司的产品出口。

**资本实力方面，区域性银行存在资本金不足、风险承受能力有限、网点布局较少等问题。**进入海外市场往往需要较大的资本投入来设立分支机构、建立办公场所和配备工作人员，区域性银行资本实力较弱，可能无法满足资本金要求。其次，海外展业会遇到政治风险、经济风险等不确定风险，由于资金有限和业务盘子小，区域性银行的风险承受能力较弱。此外，区域性银行海外网点数量和大型银行相差较大，客户质量有限，进一步限制了其海外业务的发展。为了解决资本实力的问题，日本设立国际协力银行（JBIC），通过和当地金融机构签订合作备忘录的方式，由政府机构牵头和当地金融机构建立服务网络。比如南图银行通过向母公司提供贷款的方式，为客户公司在海外的子公司提供长期低息贷款，同越南投资与发展银行建立业务联盟，便利在越南的展业。

**监管环境方面，区域性银行在海外展业受限，仅能开设办事处。**大型银行可以通过各种突破克服海外准入门槛，开设海外分行，但是区域性银行只能在海外开设办事处，出海业务规模受限较大。为了解决此问题，日本区域性银行和政府深度绑定，通过和政府谈判，建立支持系统，促进海外业务的发展。比如，濑户信用金库通过和濑户市签订《地方全面合作协议》，成立濑户信用金库-濑户市产业振兴合作理事会，将濑户陶瓷的产品销往海外，扩大区域性银行海外展业范围。

## 行业公司：经济预期修复下业绩改善

### 政策展望：货币政策正常化，利好银行修复

货币政策逐步正常化利好日本银行业基本面修复。2020年以来，随着日本国债收益率曲线的陡峭化，日本银行净息差逐步触底回升。2022年底以来，日央行已多次调整收益率曲线控制（YCC）政策，2022年12月、2023年7月以及2023年10月日央行三次调整YCC波动区间，23年10月允许利率上升在一定程度上超过1%。若未来日本货币政策或进一步正常化，银行息差有进一步回升空间，居民所持有的大量现金资产能重新回归银行体系，而日本与海外利差的收窄则有利于海外资本回流。

图表66：日本主要银行息差走势

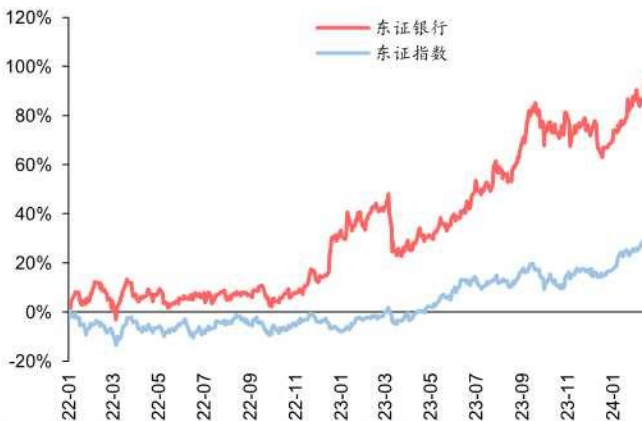


资料来源: Bloomberg, 华泰研究

### 市场表现：经济温和复苏，股市行情开启

2023年以来日本股市行情靓丽，银行板块尤为亮眼。2023年二季度以来，日本股市行情启动，后续维持高位震荡，23年至今（截至24/2/23，下同）东证指数上涨41%。日本经济走出通缩阴影、政策的可预测性较好，以及日股破净率高+分红率高的特征吸引避险资金流入，多重因子共振催化股市行情。日本银行板块在本轮行情中表现靓丽，23年至今东证银行指数收获50%涨幅，较东证指数取得9%的相对收益。海外加息导致日元走贬，净出口增长促进宏观经济修复，银行股走势与经济走势休戚与共，板块行情得以提振。再者，银行板块低估值特性与“日特估”行情契合，吸引资金加配。此外，日本银行早在20世纪80年代就启动布局国际化战略，近年海外贷款占比逐年提升，2023年海外加息环境有利于增厚银行息差。

图表67：2022年以来东证指数与东证银行指数走势



资料来源: Wind, 华泰研究

图表68：2023年以来日本上市银行涨幅前15

序号	证券代码	证券简称	2023年以来涨跌幅
1	7180.T	九州金融集团	116.73
2	8337.T	千叶兴业银行	90.01
3	8358.T	苏尔加银行	89.07
4	8522.T	名古屋银行	82.35
5	8418.T	山口金融	82.19
6	8377.T	北海道金融集团	78.82
7	7189.T	西日本金融控股	78.64
8	8306.T	三菱日联金融	73.55
9	8368.T	百五银行	72.19
10	8341.T	七十七银行	71.73
11	8359.T	八十二银行	65.99
12	7337.T	广岛银行	65.58
13	7173.T	绮罗星金融集团	64.05
14	8334.T	群马银行	63.47
15	8360.T	山梨中央银行	62.67

资料来源: Wind, 华泰研究

## 代表公司：经营各具特色，业绩逐步回暖

在低利率环境、竞争加剧的背景下，大型银行及地区银行依托自身优势禀赋，发展各具特色的业务模式。三菱日联金融集团国际化优势突出。公司外资持股占比较高，助力境外业务的开展，海外业务贡献不断提升，较好地应对低利率时期盈利收窄的压力。福冈金融集团是最大的地区金融集团，主要根据地在制造业、高新产业等较为发达的九州地区，区域经济活力较强，有望带动信贷持续扩容，成长空间广阔。

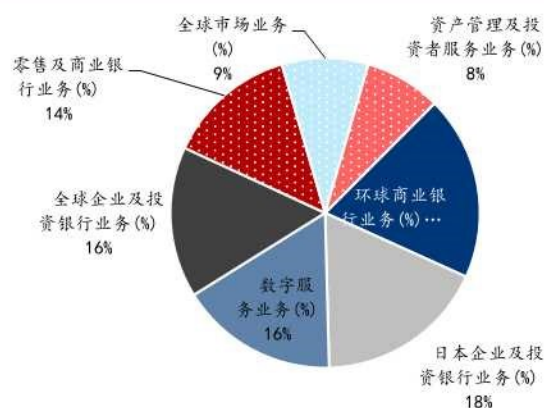
### 三菱日联：海外布局领先的大行

三菱日联金融集团（MUFG）是日本最大的金融服务公司，外资持股占比较高。MUFG 的前身为多家独立的银行，经过多次并购重组，最终在 2005 年两家核心企业三菱东京金融集团和 UFJ 控股合并成立三菱日联金融集团，成为日本最大的金融集团，截至 2023 年 9 月末资产规模达 398 万亿日元。从股权结构来看，三菱日联金融集团外资股东持股占比较高。截至 2023 年 9 月末，外国法人持股比例达 33.7%；三菱日联金融集团前十大股东主要包括日本信托银行、日本托管银行、SSBTC、纽约梅隆银行、道富银行、丰田汽车、摩根大通银行、摩根大通证券等，其中外资股东也较多，股权结构较为多元化，助力公司国际化业务的开展。

三菱日联金融集团旗下拥有多家主要控股子公司，三菱日联银行是日本最大的商业银行。作为最大的金融集团，三菱集团业务布局较为全面，覆盖了银行、信托、证券、信用卡、资产管理等多个领域，旗下有多个子公司。其中三菱日联银行作为三菱日联的核心子公司之一，提供商业银行、零售银行、国际金融等业务。MUFG 信托银行则主要专注于投资信托、房地产信托等信托业务。在证券领域，集团有三菱 UFJ 摩根士丹利证券这样的合资企业，以及 MUFG 证券这类主要从事市场制造和证券销售的公司。

内部划分七部门，环球商业银行业务营收贡献度最大。三菱日联金融集团主要分为数字服务业务、零售及商业银行业务、日本企业及投资银行业务、环球商业银行业务、资产管理及投资者服务业务、全球企业及投资银行业务、全球市场业务七大业务部门，其中环球商业银行业务比重最大，19.28%，其次为日本企业与投资银行业务，占比为 17.84%，数字服务业务、全球企业及投资银行业务、零售及商业银行业务、全球市场业务、资产管理及投资者服务业务比重分别为 16.56%、15.79%、13.60%、9.05%、7.99%。

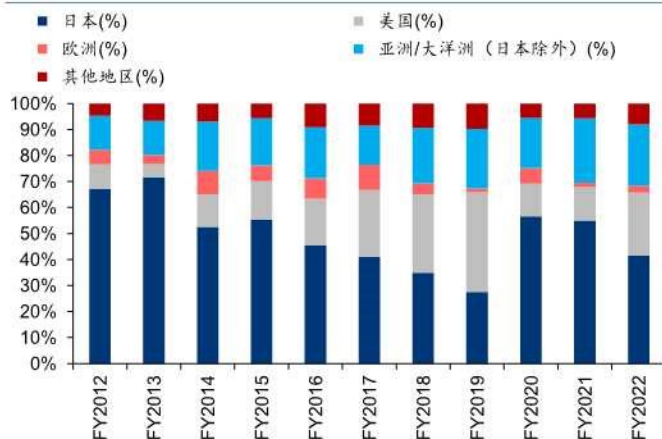
图表69：2022 财年（2022/03-2023/03）三菱日联金融集团七大业务部门贡献度



资料来源：公司财报，华泰研究

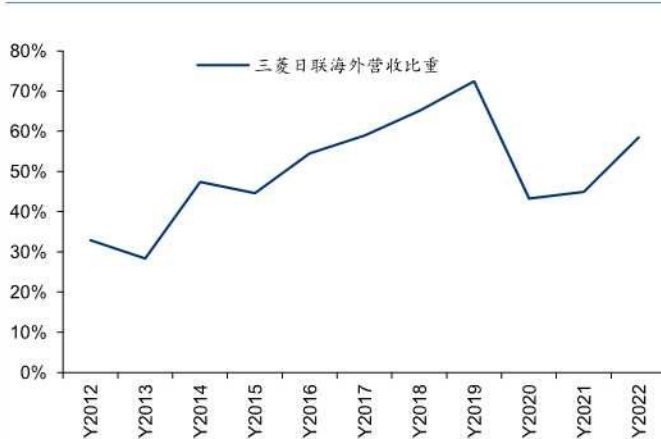
**海外布局完善，海外营收贡献较高。**在日本国内，MUFG 拥有遍布广泛的分支机构网络，截至 23 年 6 月末在国内约有 432 个网点。三菱日联金融集团在国际市场上同样有着深远的布局。集团的国际网络包括在 50 多个国家和地区的分行、子公司、代表处及办事处，涵盖美洲、欧洲、亚洲、中东和非洲，截至 23 年 6 月末，MUFG 在海外约有 1600 个网点。MUFG 在美国拥有重要子公司如 Union Bank，同时在其他主要金融中心城市如伦敦、纽约、香港和新加坡等设有关键机构。公司海外业务持续拓张，营收占比持续提升，2022 财年（2022/03-2023/03）集团海外营收占比 58.5%。

图表70：三菱日联不同区域营收结构



注：日本财年是从3月起止，如 FY2022 是 2022/03/31-2023/03/31，下同  
资料来源：公司财报，华泰研究

图表71：三菱日联海外营收比重



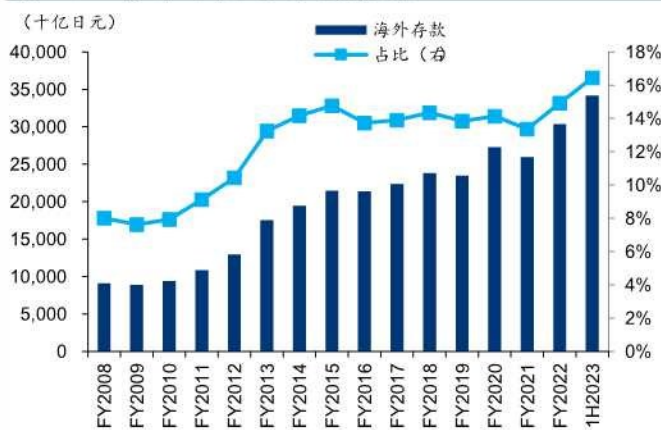
资料来源：公司财报，华泰研究

图表72：三菱日联海外贷款及在总贷款中占比



注：1H2023 指 2023/03/31-2023/09/30，下同  
资料来源：公司财报，华泰研究

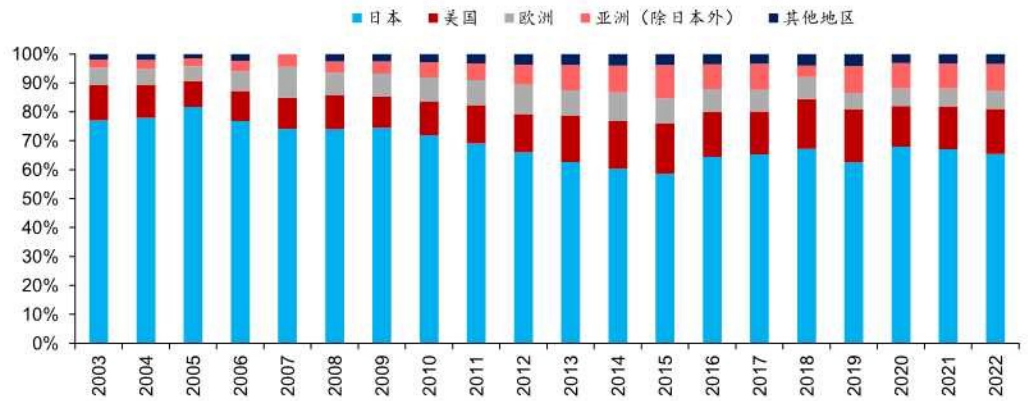
图表73：三菱日联海外存款及在总存款中占比



资料来源：公司财报，华泰研究

**海外资产比重不断增加，美国为海外最大利润增长点。**三菱日联在金融危机以后，抓住欧美银行业被动收缩的机会，通过收购摩根史丹利、美国联合银行等金融机构，积极进军海外展业。2012 年“安倍经济学”为其提供了适宜的宏观经济环境，三菱日联进一步推动海外收购，但本次扩张主要集中在越南、泰国、菲律宾等亚洲地区。2020 年以后，面对疫情的冲击，三菱日联深耕亚太市场，继续收购新加坡、菲律宾等地区金融机构。三菱日联在日本资产比例整体呈现收缩趋势，美国地区是其海外资产配置第一大区域，比重最高，且较为稳定。欧洲地区比例有下降趋势，亚洲地区近些年保持在稳定水平。2008 年金融危机以后，日本在欧美地区资产配置比重不断增加。

图表74：三菱日联集团海外资产占比



注：此处为财年，从3月起，如FY2022是2022/03/31-2023/03/31  
资料来源：公司财报，华泰研究

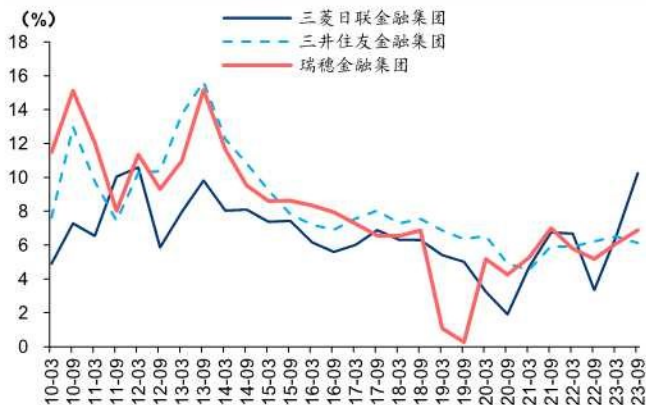
图表75：三菱日联金融集团海外扩张历史



资料来源：公司官网，公司财报，华泰研究

盈利水平较为稳定，受益海外加息环境净息差回升。在三大城市银行集团中，三菱日联具有更为稳定的 ROE 水平，近年来稳定在 8% 左右的水平，显示出更加稳健的盈利能力。2023 年上半财年 (23/03/31-23/09/30) 三菱日联金融集团年化 ROE 为 10.26%，超过瑞穗金融集团和三井住友金融集团。由于三菱日联海外资产占比更高，更受益海外加息环境，净息差有所回升，支撑净利息收入回暖。

图表76：三家城市银行 ROE 对比



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表77：三家城市银行净息差对比



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表78：三菱日联集团 ROE 拆分

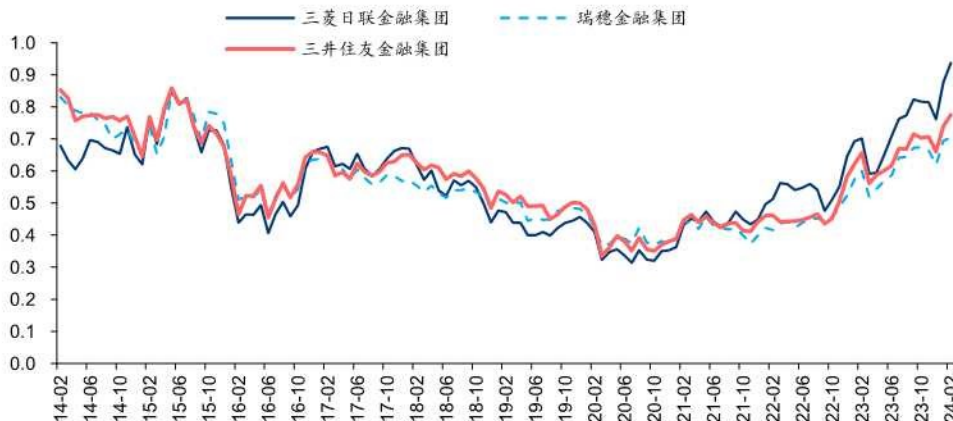
ROE 拆分	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30
营业收入	1.32%	1.31%	1.34%	1.32%	1.33%	1.13%	1.22%	1.26%	1.26%	1.56%	1.52%
净利息收入	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%	0.56%	1.04%	0.87%	0.81%	0.77%	0.60%	0.63%
利息收入	0.77%	0.70%	0.70%	0.69%	0.71%	1.27%	1.24%	1.32%	1.39%	1.73%	1.80%
利息支出	-0.22%	-0.15%	-0.15%	-0.15%	-0.15%	-0.23%	-0.36%	-0.50%	-0.62%	-1.12%	-1.17%
手续费佣金净收入	0.42%	0.41%	0.41%	0.42%	0.43%	0.39%	0.40%	0.43%	0.45%	0.41%	0.43%
其他非息收入	0.35%	0.35%	0.38%	0.35%	0.34%	-0.30%	-0.06%	0.01%	0.05%	0.54%	0.46%
营业支出	-0.92%	-0.82%	-0.82%	-0.82%	-0.84%	-0.88%	-0.94%	-1.00%	-1.02%	-0.84%	-0.81%
业务及成本费	-0.80%	-0.74%	-0.74%	-0.74%	-0.75%	-0.74%	-0.75%	-0.77%	-0.78%	-0.73%	-0.73%
其他开支	-0.12%	-0.08%	-0.08%	-0.08%	-0.09%	-0.15%	-0.20%	-0.23%	-0.24%	-0.11%	-0.09%
资产减值损失	-0.10%	0.02%	0.02%	0.02%	-0.04%	0.01%	0.02%	0.02%	0.02%	0.03%	-0.05%
所得税	-0.05%	-0.10%	-0.13%	-0.12%	-0.08%	-0.11%	-0.14%	-0.13%	-0.10%	-0.13%	-0.14%
其他因素	-0.03%	0.02%	0.01%	0.00%	-0.06%	-0.02%	-0.04%	-0.04%	0.13%	-0.04%	-0.04%
<b>ROA</b>	<b>0.22%</b>	<b>0.42%</b>	<b>0.43%</b>	<b>0.39%</b>	<b>0.31%</b>	<b>0.12%</b>	<b>0.12%</b>	<b>0.12%</b>	<b>0.29%</b>	<b>0.58%</b>	<b>0.47%</b>
权益数	20.1	20.0	19.7	20.0	20.5	21.4	21.4	21.4	21.0	20.7	20.7
<b>ROE</b>	<b>4.50%</b>	<b>8.51%</b>	<b>8.57%</b>	<b>7.85%</b>	<b>6.33%</b>	<b>2.55%</b>	<b>2.58%</b>	<b>2.56%</b>	<b>6.16%</b>	<b>11.93%</b>	<b>9.79%</b>

注：此处 ROE 为初期期末平均测算值，与披露值有所出入；最新数据为 1H2023 (23/03/31-23/09/30)

资料来源：Bloomberg，华泰研究

2020 年以来三菱日联估值提升较快，目前超越其他两家城市银行金融集团。历史上看，三井住友曾经估值在三家中领先，三菱日联此前则表现相对稳健。2020 年以来三菱估值快速提升。截至 2024 年 2 月 23 日，三菱日联金融集团 PB 估值为 0.94 倍，超过瑞穗和三井住友的 0.70 倍、0.78 倍。

图表79：三菱日联、瑞穗、三井住友 PB 走势



注：PB 数据账面价值取自最新报告期

资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表80: FY2012-1H2023 三菱日联金融集团核心经营指标

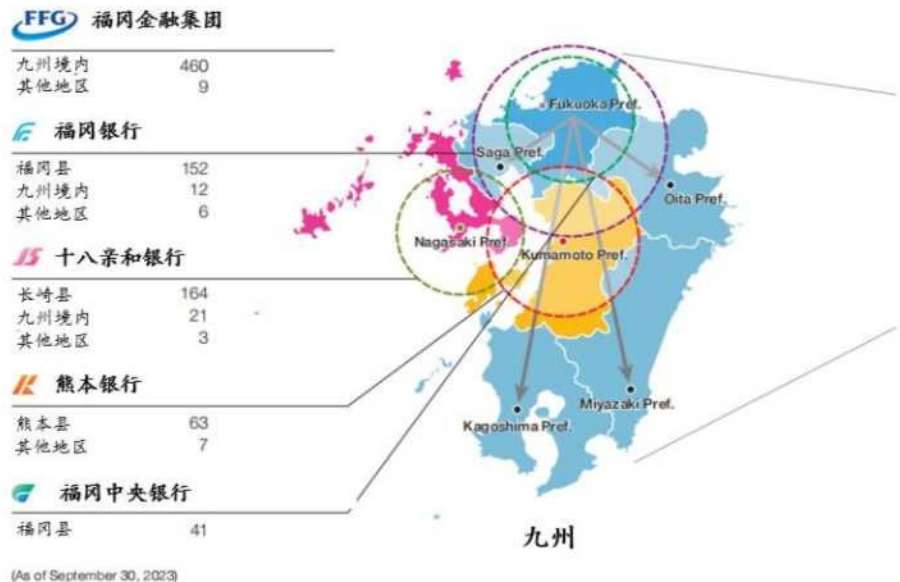
	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	1H2023
资产 YoY	7.1%	10.1%	10.9%	4.2%	1.7%	1.2%	1.4%	8.2%	6.8%	4.0%	3.5%	1.6%
贷款 YoY	7.9%	12.0%	7.3%	3.6%	-3.9%	0.0%	-1.3%	1.2%	-1.6%	3.3%	-1.1%	-5.7%
负债 YoY	6.7%	10.0%	10.6%	4.5%	2.0%	1.0%	1.5%	8.8%	6.9%	4.1%	3.6%	1.2%
存款 YoY	6.4%	9.4%	5.7%	1.8%	5.5%	2.8%	1.3%	3.1%	12.4%	3.1%	0.4%	-0.7%
归母净利润 YoY	-13.1%	15.5%	5.0%	-8.0%	-2.6%	6.8%	-11.8%	-39.5%	47.1%	45.5%	-1.3%	303.1%
不良率	1.80%	1.41%	1.16%	1.19%	1.11%	0.88%	0.62%	0.65%	0.85%	0.95%	0.97%	0.87%
核心一级资本充足率	11.70%	11.18%	11.09%	11.63%	11.76%	12.58%	12.23%	11.90%	12.33%	11.06%	10.76%	10.61%
一级资本充足率	12.74%	12.37%	12.58%	13.24%	13.36%	14.32%	13.90%	13.56%	13.96%	12.38%	12.04%	12.13%
资本充足率	16.68%	15.43%	15.62%	16.01%	15.85%	16.56%	16.03%	15.87%	16.31%	14.29%	13.91%	14.02%

注: 日本财年以3月起止, FY2022指22/03/31-23/03/31, 1H2023指23/03/31-23/09/30  
资料来源: 公司财报, Bloomberg, 华泰研究

**福岡金融集团: 规模最大的区域金融集团**

福岡金融集团是日本最大的区域性金融集团, 目前旗下共有四家银行。福岡金融集团 (Fukuoka Financial Group, Inc.: FFG) 成立于2007年福岡银行 (Bank of Fukuoka) 与熊本银行 (Kumamoto Bank) 的合并 同年亲和银行 (Shinwa Bank) 加入, 2019年集团融合了第十八银行 (the Eighteenth Bank)。2023年福岡金融集团 FFG 再次与福岡中央银行 (Fukuoka Chuo Bank) 合并 截至 23年9月末, 福岡金融集团旗下共有四家银行 (十八银行和亲和银行后来已合并, 资产规模 31.7 万亿日元, 是日本最大的区域性金融集团。福岡金融集团的总部位于九州最大的城市福岡, 其网络通过福岡、熊本和长崎三个县横跨九州地区。截至 23年9月末, 集团在九州境内共设 460 个分支网点。海外布局方面, FFG 则主要以亚洲为中心, 在海外设立了 8 个办事处、与日本地理位置相近, 经济交流活跃。

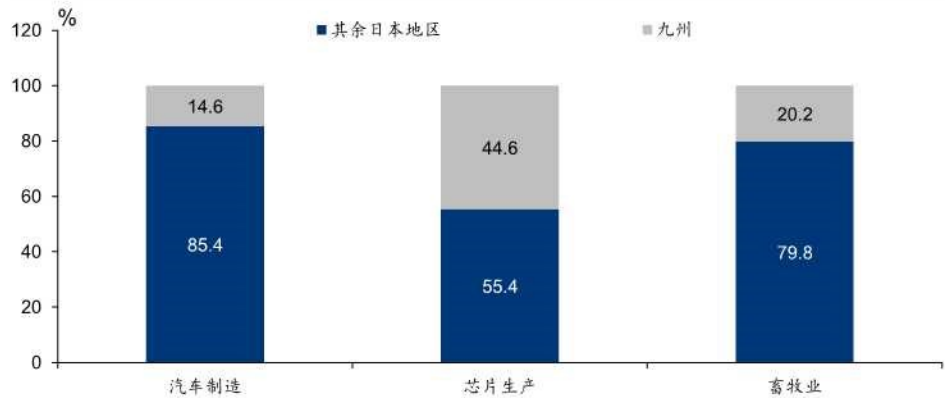
图表81: 福岡金融集团九州地区网点分布 (截至 23/09/30)



资料来源: 公司财报, 华泰研究

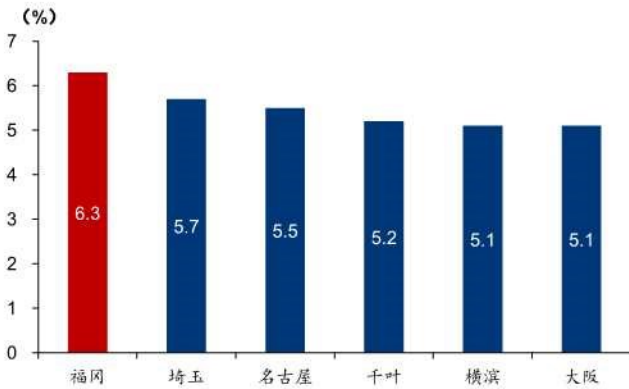
**九州地区经济发达, 芯片等产业快速崛起。**九州地区产业发展较为均衡, 三大产业均衡发展。农业方面, 九州的农业产值占全国约 20%; 九州是日本领先的汽车生产基地之一, 全日本约 15% 的汽车制造于九州, 包括丰田、尼桑、大发等知名厂商坐落于此。另外, 九州也是日本高新技术产业的聚集地, 全日本 40% 以上的芯片在九州制造, 高端半导体制造等领域高速发展。得益于得天独厚的区位优势和产业优势, 福岡市展现出较强的经济活力, 在日本主要城市中人口增长率、外籍居民流入率、年轻人群占比均排名第一, 且具有更高的创业起步率, 支撑各类信贷需求持续扩容, 是适合银行展业的沃土。

图表82：2023年九州地区汽车制造、芯片生产、畜牧业 GDP 占比



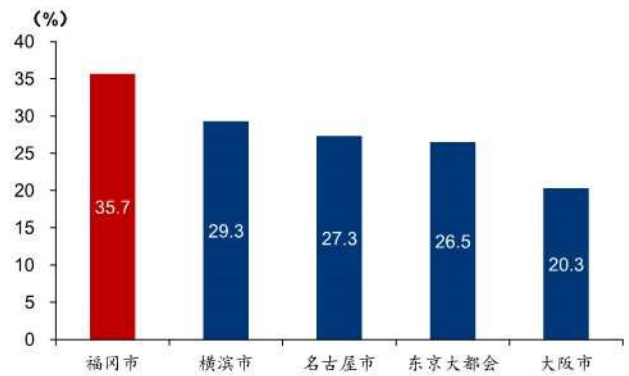
资料来源：公司年报，华泰研究

图表83：FY2021日本主要地区创业起步率



注：来源为福冈金融集团 2022 财年年报，此为披露最新数据，下同。  
资料来源：公司年报，华泰研究

图表84：FY2015-FY2020 各大主要城市外籍居民增速



资料来源：公司年报，华泰研究

**ROE 稳定居前，具有较强盈利能力。**福冈金融集团具有较强的盈利能力，ROE 基本稳定在 5% 左右，处于地区银行中较优水平。从营收贡献看，与地方银行整体结构基本相同，利息净收入贡献约 70% 的营收，手续费佣金净收入占比约 15%。拆分 ROE 影响因素看，随着利率环境逐步改善，利息收入贡献逐步提升，中收和其他非息贡献保持相对稳定。支出端看，公司不断压缩成本费用和信用成本，驱动利润释放。

图表85：福冈金融集团 ROE 拆分

ROE 拆分	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30
营业收入	0.81%	0.82%	0.81%	0.83%	0.80%	0.87%	0.83%	0.76%	0.70%	0.89%	0.86%
净利息收入	0.64%	0.65%	0.65%	0.65%	0.64%	0.67%	0.67%	0.66%	0.64%	0.70%	0.68%
利息收入	0.68%	0.69%	0.68%	0.69%	0.68%	0.74%	0.77%	0.80%	0.80%	0.99%	1.01%
利息支出	-0.05%	-0.04%	-0.04%	-0.04%	-0.04%	-0.06%	-0.10%	-0.14%	-0.16%	-0.29%	-0.33%
手续费佣金净收入	0.12%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.12%	0.13%	0.13%	0.13%	0.14%	0.13%
其他非息收入	0.06%	0.04%	0.04%	0.05%	0.03%	0.07%	0.03%	-0.04%	-0.07%	0.05%	0.05%
营业支出	-0.59%	-0.53%	-0.51%	-0.52%	-0.52%	-0.51%	-0.51%	-0.51%	-0.50%	-0.52%	-0.50%
业务及成本费	-0.55%	-0.51%	-0.50%	-0.50%	-0.50%	-0.49%	-0.50%	-0.50%	-0.49%	-0.51%	-0.50%
其他开支	-0.04%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%
资产减值损失	0.00%	0.02%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.02%	-0.02%	-0.04%	-0.06%
所得税	-0.05%	-0.09%	-0.09%	-0.09%	-0.07%	-0.10%	-0.09%	-0.07%	-0.05%	-0.10%	-0.09%
其他因素	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.02%	0.00%	0.00%
<b>ROA</b>	<b>0.16%</b>	<b>0.22%</b>	<b>0.20%</b>	<b>0.21%</b>	<b>0.19%</b>	<b>0.24%</b>	<b>0.22%</b>	<b>0.15%</b>	<b>0.11%</b>	<b>0.23%</b>	<b>0.21%</b>
权益数	29.5	30.0	29.9	30.0	30.7	31.9	31.8	32.4	31.8	31.6	32.8
<b>ROE</b>	<b>4.81%</b>	<b>6.55%</b>	<b>5.96%</b>	<b>6.27%</b>	<b>5.88%</b>	<b>7.60%</b>	<b>6.96%</b>	<b>5.02%</b>	<b>3.46%</b>	<b>7.22%</b>	<b>6.74%</b>

注：此处 ROE 为初期期末测算平均值，与公司披露有出入；最新数据为 1H2023 (23/03/31-23/09/30)  
资料来源：公司财报，华泰研究

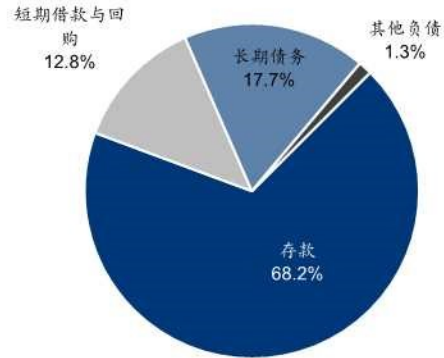
资产负债端结构与中小银行类似。2023年9月末贷款占比约为60%，现金和存放同业占比为26%，投资类资产占比约14%。与地区银行同业对比看，公司投资类资产占比较低。现金及等价物占比较高，资产端具有较强流动性。负债端存款占比68%左右也略低于地区银行平均。

图表86：2023年9月末福网财团资产结构



资料来源：公司年报，华泰研究

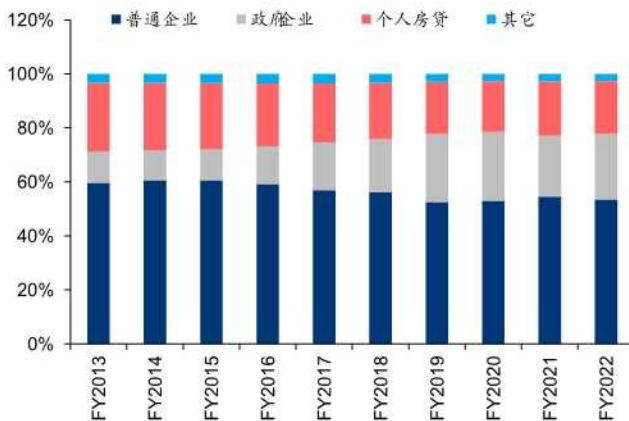
图表87：2023年9月末福网财团负债结构



资料来源：公司年报，华泰研究

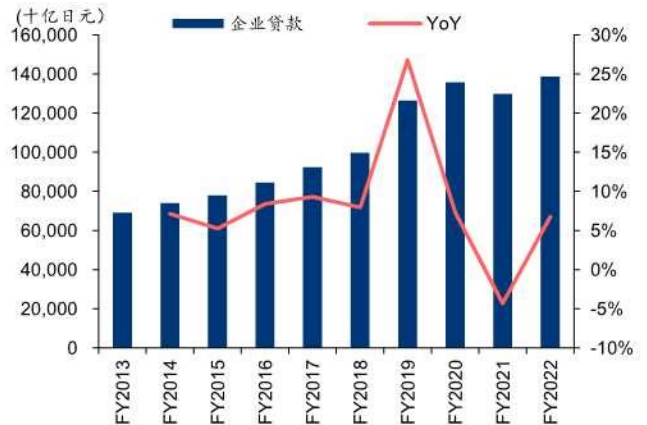
九州新兴企业众多，中小企业贷款客群丰富，福网金融集团聚焦于本土企业和个人按揭贷款需求。从贷款结构上看以企业贷款为主，FY2022（22/03/31-23/03/31）公司贷款结构中企业类贷款占比超70%。企业贷款增速一直稳定在5%以上。虽然在疫情期间贷款增速有所下滑，但在2022年各类大企业也纷纷向“硅岛”投来橄榄枝。索尼、台积电都在扩张自己在熊本县的半导体工厂以扩大芯片产能。2023年11月，日本半导体战略推进委员会拿出9000亿日元支持台积电在熊本建厂，未来有望创造较多就业机会。随着人才涌入熊本县和台积电新厂的发展，作为主要地区银行的熊本银行有机会吃到半导体厂商带来的连锁的红利。

图表88：福网财团各类型贷款占比



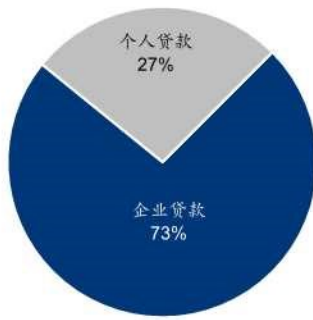
注：FY2022指22/03/31-23/03/31，下同  
资料来源：公司年报，华泰研究

图表89：福网财团企业贷款增速



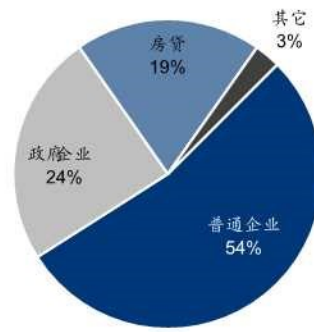
资料来源：公司年报，华泰研究

图表90：2023年3月末福网财团个人贷款和企业贷款占比



资料来源：公司年报，华泰研究

图表91：2023年3月末福网三家地区银行贷款结构



资料来源：公司年报，华泰研究

2020年以来公司估值逐步提升。截至2024年2月23日，福网金融集团收盘价3638日元，PB为0.71倍，估值处于地区银行中较高水平。

图表92：福网金融集团PB、股价走势



注：PB数据账面价值取自最新报告期  
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表93：福网金融集团核心经营指标

	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	1H2023
归母净利润 YoY	2089.1%	29.8%	-8.5%	8.5%	13.9%	13.0%	1.1%	22.2%	-221.4%	-190.9%	4.6%	114.2%	-59.6%	21.2%	-42.4%	-1.5%
资产 YoY	3.7%	0.5%	6.3%	3.0%	2.4%	6.39%	10.9%	4.8%	10.4%	11.3%	3.4%	20.3%	9.7%	6.0%	2.6%	9.8%
贷款 YoY	1.9%	-1.2%	4.3%	4.9%	4.3%	4.69%	6.4%	4.8%	6.8%	7.0%	6.3%	24.3%	6.2%	-2.6%	6.0%	5.4%
负债 YoY	3.9%	0.0%	6.5%	2.9%	2.1%	6.8%	11.2%	5.0%	11.4%	11.4%	3.5%	20.7%	9.6%	6.3%	2.8%	10.1%
存款 YoY	1.0%	2.8%	2.7%	2.8%	6.0%	4.3%	3.6%	2.4%	4.6%	3.7%	1.6%	22.5%	11.2%	5.1%	2.3%	2.3%
不良率	/	/	/	/	/	2.49%	2.34%	2.17%	1.97%	1.73%	1.68%	1.66%	1.79%	1.82%	1.67%	1.65%
资本充足率	9.26%	10.32%	10.84%	10.98%	12.26%	10.28%	9.60%	8.75%	8.80%	9.41%	10.23%	10.69%	10.68%	10.67%	11.57%	11.99%

注：2019年融合十八亲和银行；最新数据为1H2023（23/03/31-23/09/30）  
资料来源：公司财报，Bloomberg，华泰研究

### 风险提示

- 1) 日本YCC调整不及预期。YCC调整力度或不及市场预期，利率持续处于较低水平。
- 2) 日本经济修复力度不及预期。日本经济复苏的强度与可持续性仍有不确定性，银行经营或仍有压力。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈娟，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、现在或未来并未就其研究报告所提供的具体建议或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代理机构使用。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，但本公司及其代理机构（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载信息保持在最新状态。华泰对本报告所载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，不构成购买或出售任何证券的要约或招揽。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、财务顾问或金融产品等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载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

- 分析师沈娟本人及关联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