

# 日本泡沫破裂后的改革与探索

华泰研究

2024年2月20日 | 中国内地

深度研究

研究员 张继强  
SAC No. S0570518110002 zhangjiqiang@htsc.com  
SFC No. AMB145 +(86) 10 6321 1166

研究员 何颖雯  
SAC No. S0570522090002 heyingwen@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

## 报告核心观点

日本90年资产泡沫破裂后，经济持续低迷，陷入“失去的二十年”。日本泡沫破灭后的几十年，不仅仅有宏观层面的资产负债表衰退，也有持续的结构改革、企业自救与探索。本篇报告聚焦于日本“失去的二十年”中的“破与立”，剖析泡沫破裂后的改革措施、产业变迁、企业出海等现象。日本资产泡沫源于金融体制和经济发展的新旧冲突，资本错配、人口老龄化、技术挑战三大矛盾下经济由盛转衰。此后，日本通过漫长且充满争议的结构改革，包括金融、货币、财政、产业政策，逐步摆脱了经济困境。企业部门对外通过积极出海开拓市场，对内依托资源禀赋持续创新挖掘新机遇。

### “破”之缘由：三大矛盾下的盛衰之变

广场协议和低利率政策是日本资产泡沫产生的直接原因，日元大幅升值导致出口竞争力下滑，国内低利率政策刺激经济催生资产泡沫。更深层次的原因在于日本以间接融资为主导的金融体制抑制了经济结构转型升级，先进生产力发展的需求同落后生产关系的矛盾集中爆发。以“主银行制度”为核心的间接金融体制高度适配传统经济，但是抑制新经济的发展。此外，日本在生产内部还存在三大结构性矛盾：资本错配、人口老龄化、技术挑战。因此，日本1990年资产泡沫破裂引发的经济衰退，主要是由金融周期、经济周期、人口周期和技术创新周期四种结构性矛盾的集中爆发引发的。

### “立”之体制：漫长且充满争议的结构改革

在面对结构性问题时，仅靠货币宽松和财政刺激等总量工具并不能有效化解矛盾，日本转而在四个领域实施结构性改革：1) 推行金融体制改革，建立了以直接金融为主导的现代金融体制。2) 进行货币政策改革，持续推进超货币宽松政策，QQE政策解决了房地产和实体经济深度绑定的资本错配问题。3) 实施财政政策改革，将财政刺激重心转向企业，修复企业活力，带来了就业人数的持续增长。4) 推行产业政策改革，将产业政策重心转移到引导企业加大投资，提升自主创新能力，并鼓励企业出海改善需求结构。在完成结构性改革后，日本经济逐步走出“失去的二十年”。

### “立”之产业：出海与结构寻机

日本产业面对出口减少和内需衰弱的制约，采取内沿和外革的产业复兴探索，在出海和产业改革方面寻找新的机会。对外而言，日本出海的产业结构经历从制造业到服务业的转变，并从由大型企业领头的单一模式转变为包括中小企业在内的多元化投资策略，形成日本企业出海特有的“雁阵模式”。对内而言，企业依托资源禀赋寻找机会。人口老龄化催生了医疗、社会服务、养老产业、养老保险、机器人等产业的繁荣。女性收入增长与地位提升推动需求更加多样化、个性化，女性消费占比扩大。居民消费开始追求高性价比，传统消费品领域持续创新，以顺应消费需求的转型。

风险提示：日本货币政策调整，外资行为变化，地缘环境对日本经济和市场的冲击。

## 正文目录

<b>“破”之缘由：三大矛盾下的盛衰之变</b> .....	<b>5</b>
直接原因：广场协议与低利率政策 .....	5
根本原因：旧的金融体制无法适应新的经济结构 .....	7
三大矛盾：资本错配、人口老龄化、技术挑战 .....	7
<b>“立”之体制：漫长且充满争议的结构改革</b> .....	<b>10</b>
金融体制改革：破除旧体制，适应新经济 .....	10
货币政策改革：超宽松货币政策的先行者 .....	14
财政政策改革：走出人口老龄化的困境 .....	17
产业政策改革：从模仿创新走向自主创新 .....	20
<b>“立”之产业：出海与结构寻机</b> .....	<b>23</b>
向外：寻求产业出海机会 .....	23
产业出海的背景：日企产业链的破局之路 .....	23
产业出海的结构：从制造业到服务业 .....	24
产业出海的案例：汽车制造业 .....	26
向内：依托资源禀赋寻找机会 .....	27
银发经济：养老产业繁荣发展 .....	27
她经济：女性消费快速增长 .....	31
平价消费：追求高性价比 .....	33
消费创新案例：食品饮料 .....	35
风险提示 .....	36

## 图表目录

图表 1：日本战后出现三轮土地价格大幅波动 .....	5
图表 2：日本经济增速在广场协议前已经大幅放缓 .....	6
图表 3：第三轮资产泡沫期间，实体经济投资回报率远低于土地和股市 .....	6
图表 4：日本 1980 年后贷款需求大幅下降，直接融资需求上升 .....	7
图表 5：日本直接融资与间接融资比例变化 .....	7
图表 6：日本生产力内部三大矛盾：资本错配、人口困境、技术挑战 .....	8
图表 7：用总量工具解决结构问题将导致资产泡沫 .....	9
图表 8：日本经济数据与企业盈利数据存在两个明显拐点，分别对应金融体制改革和经济结构改革的时间 .....	9
图表 9：日本战后形成的间接金融体制高度适配传统经济，但抑制新经济 .....	10
图表 10：金融体制改革历程 .....	12
图表 11：日本政府处理不良资产机制 .....	12
图表 12：小泉改革期间银行不良贷款率大幅下降 .....	13
图表 13：小泉改革期间企业贷款余额快速下降 .....	13
图表 14：产业再生机构的运作机制 .....	13
图表 15：日本金融体制改革，瓦解主银行制度 .....	14



图表 16: 改革完成后日本企业研发投资创新高 .....	14
图表 17: 2005 年东证指数新经济占比近 50% .....	14
图表 18: 日本货币政策改革历程 .....	15
图表 19: 日本货币政策工具箱 .....	16
图表 20: 日本股市与地价走势在 2013 年后开始脱钩 .....	16
图表 21: 东证指数新经济占比逐步提升 .....	17
图表 22: 日本央行在 QQE 期间大幅扩表 .....	17
图表 23: 日本财政政策改革历程 .....	18
图表 24: 社会保险支出占 GDP 的比例 .....	18
图表 25: 政府研发投资占 R&D 比例 .....	18
图表 26: 日本财政乘数的变化 (追加公共事业投资后第一年的效果) .....	19
图表 27: 小泉政府公共投资下降, 私人投资增长 .....	19
图表 28: 安倍财政改革重心由居民转向企业 .....	19
图表 29: 安倍改革期企业所得税率持续下降 .....	19
图表 30: 个人所得税率和消费税率提高 .....	19
图表 31: 2012 年后日本就业人数大幅增长 .....	20
图表 32: 财政改革期间失业率大幅下降 .....	20
图表 33: 财政改革期间政府杠杆率保持稳定 .....	20
图表 34: 日本产业政策演变历程 .....	21
图表 35: 企业研发投资维持高位, 全要素生产率增长 .....	21
图表 36: 日本居民经历近二十年“去杠杆”过程 .....	22
图表 37: 日本对外出口和海外收入保持高增速 .....	22
图表 38: 2003 年后日本企业加速“出海” .....	22
图表 39: GNI 持续高于 GDP, 获得大量海外收入 .....	22
图表 40: 2000 年后日本对亚洲出口快速增长 .....	22
图表 41: 2010 年后日本扩大了对欧美市场的直接投资 .....	22
图表 42: 日本在过去三十年仍有相对占优行业 .....	23
图表 43: 美日贸易战后日本对美国直接投资迅速增加 .....	24
图表 44: 21 世纪日本产业出海地向亚洲转移 .....	24
图表 45: 当今日本对外直接投资以非制造业为主 .....	24
图表 46: 日本对外直接投资由制造业向非制造业转移 .....	24
图表 47: 2000 年后日本机械、汽车、电子出口高增 .....	25
图表 48: 2003-2007 年日本各板块涨幅 .....	25
图表 49: 2010 年后, 高端制造、通信、批发零售等行业对外投资增长 .....	25
图表 50: 2010-2023 年日本各板块涨幅 .....	25
图表 51: 日本汽车制造商海外生产基地的地理分布 .....	26
图表 52: 日本汽车制造商在海外生产数量不断上升 .....	26
图表 53: 以美国为例, 日本汽车制造商正建立广泛的国际联盟 .....	26
图表 54: 日本老龄人口趋势 .....	27
图表 55: 日本人口老龄化严重 .....	27



图表 56: 日本老龄人口趋势 .....	27
图表 57: 日本养老金三大支柱体系 .....	27
图表 58: 2022 年日本老年人财富积累 .....	28
图表 59: 长期以来, 日本老年人的人均储蓄高于全年龄段均值 .....	28
图表 60: 日本劳动力成本迅速提高 .....	28
图表 61: 90 年以来日本劳动力人数增速放缓 .....	28
图表 62: 日本人均医疗卫生支出增长迅速 .....	29
图表 63: 老龄化相关的医药企业股价走势 .....	29
图表 64: 介护保险法修订 .....	29
图表 65: 介护老人福祉设施费用 .....	29
图表 66: 收费养老院数量迅速增长 .....	30
图表 67: 日本寿险业务保险密度与保险深度 .....	30
图表 68: 日本寿险渗透率远高于全球平均水平 .....	30
图表 69: 日本工业机器人产销量 .....	31
图表 70: 70 年代后日本女性比例增高 .....	31
图表 71: 人口老龄化和少子化问题凸显 .....	31
图表 72: 女性雇佣比例提升显著 .....	32
图表 73: 女性就业人数占比提升 .....	32
图表 74: 日本女性晚婚晚育倾向提高 .....	32
图表 75: 日本女性受教育程度不断提高 .....	32
图表 76: 日本女性平均饮酒率呈上升趋势 .....	33
图表 77: 果酒、利口酒伴随女性饮酒率增长而销量提升 .....	33
图表 78: 日本一般家庭结构调查 .....	33
图表 79: 便利店与百货商店销售额分化 .....	34
图表 80: 便利店数量基本维持扩张 .....	34
图表 81: 日本奢侈品市场规模收缩 .....	34
图表 82: 服饰零售总额下滑 .....	34
图表 83: 恩格尔系数整体呈上涨态势 .....	34
图表 84: 日本酒业发展沿着啤酒-发泡酒-利口酒展开 .....	35
图表 85: 酒税变革为发泡酒兴起提供契机 .....	35
图表 86: 时至今日发泡酒与第三类啤酒仍占据日本啤酒市场较高份额 .....	35
图表 87: 日本有机酱油呈增长趋势 .....	36
图表 88: 90 年代以来, 日本酱油三次升级 .....	36

## “破”之缘由：三大矛盾下的盛衰之变

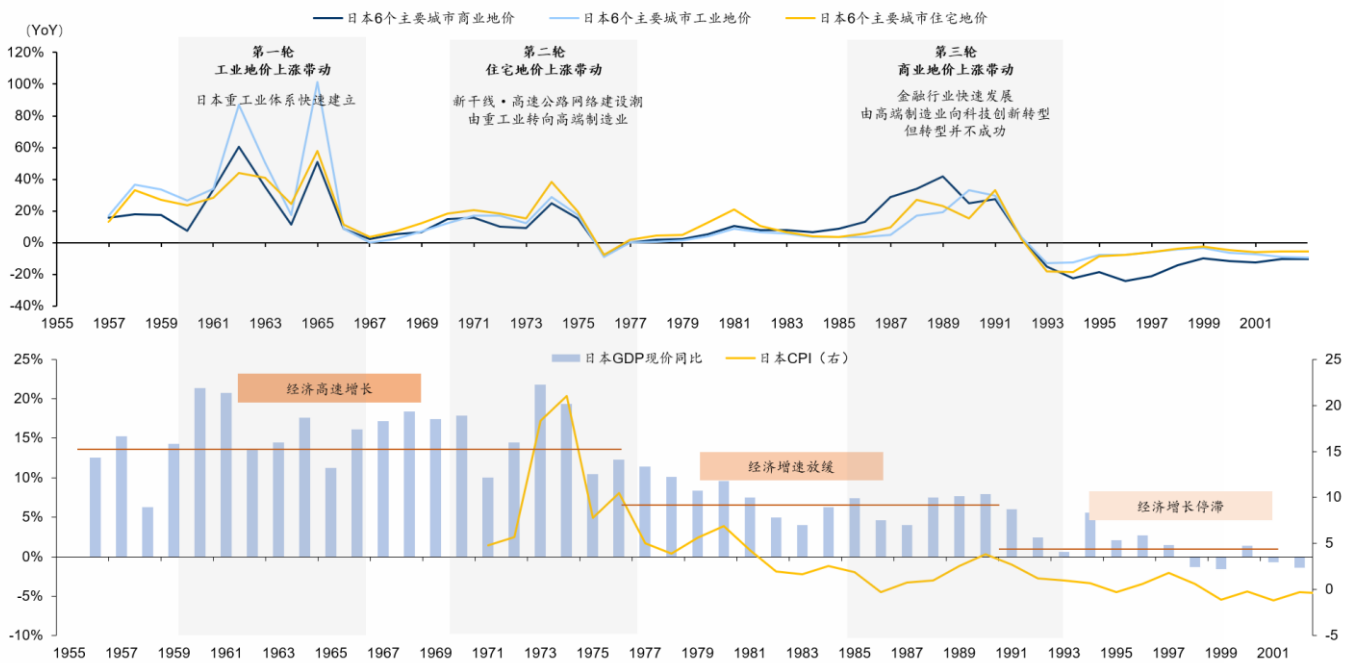
在 2023 年 6 月 29 日的《从日本经济的过去到日股的现在》和 12 月 16 日的《关于日本的四个问题》报告中，我们以史为鉴，探讨了日本经济“失去的 20 年”带来的经验教训，并分析了全球资金再配置主题下的日股机会。本篇报告将重点聚焦于日本“失去的二十年”中的“破与立”，剖析泡沫破裂后的改革措施、产业变迁、企业出海等现象，以期有所启示。我们看到日本泡沫破灭后的几十年，不仅仅有宏观层面的资产负债表衰退，也有持续不断且整体积极的结构改革、企业自救与探索，当然很多问题更需要的是时间的治愈。

我们先来简单回顾下日本资产泡沫的成因：

### 直接原因：广场协议与低利率政策

日本战后经历了三轮土地价格的大幅波动，其本质上对应了三次经济结构的转型所带来的不同土地需求的增长。前两轮经济结构转型较为成功，第三轮土地需求的增长并未带来实际投资的增加，投机需求催生了资产泡沫，泡沫破灭后经济陷入停滞。

图表1：日本战后出现三轮土地价格大幅波动



资料来源：Wind，华泰研究

**第一轮（1958~1967年）：劳动密集型产业向资本密集型的重工业转型，工业地价上涨驱动土地价格波动。**日本战后（尤其是朝鲜战争后）快速建立工业体系，重工业企业如石油化学、电力、钢铁等工业用地需求高涨，导致工业地价暴涨，并进一步带动商业用地和住宅用地价格上升。在 1958 至 1962 年期间，日本工业用地价格增长 376%，住宅地价增长 222%，商业地价增长 211%。此次地价上涨更多反映经济高速发展带来的经济结构转型升级，是由土地需求带动。随着工业向城市近郊的聚集，环境污染问题越发严重，日本自 1962 年开始实施限制城市近郊的工业用地政策，工业用地价格大幅跌落。

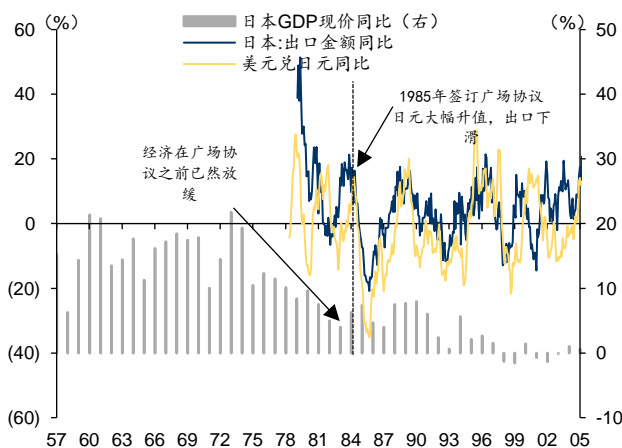
**第二轮（1970~1976年）：由重工业向高端制造业转型，住宅地价上涨驱动土地价格波动。**1970年代，田中角荣提出了“日本列岛改造论”，构建了一个覆盖全国的高速交通网（包括高速公路和新干线铁路），以促进各地区的工业发展。日本产业结构开始由依赖重工业转向电子和精密仪器等高科技制造业。新兴产业的发展促进了城市化水平显著提高，同时也带动了住房需求的迅速增长。在1970至1973年期间，日本住宅地价上涨126%，工业地价上涨99%，商业地价上涨73%。1973年“石油危机”爆发，冲击了日本制造业，地价上涨势头被打破。本次地价下跌依旧没有产生债务危机，经历一段时间调整后日本逐步走出危机。

**第三轮（1986~1995年）：由高端制造向知识和技术密集型的生产性服务业转型，商业地价上涨驱动土地价格波动。**在该时期，随着日本金融国际化以及市场化的加速推进，大批外资企业、金融机构开始向东京都市圈、大阪都市圈集聚。导致对商业办公写字楼的需要急剧飙升，带来了商业用地的“泡沫”。在1986至1990年期间，日本住宅地价上涨163%，工业地价上涨153%，商业地价上涨290%。本轮地价的上涨更多是投机需求的增加导致的，同期日本的GDP并未出现明显的好转。在泡沫被刺破后，日本经济止步不前。

**广场协议和低利率政策是日本资产泡沫产生的直接原因，日元大幅升值导致出口竞争力下滑，国内低利率政策刺激经济催生资产泡沫。**日本的出口增速和日元兑美元汇率有着非常强的正相关性，在1985年签订广场协议后日元兑美元快速升值，价格效应下日本出口产品的竞争力下滑，出口金额大幅减少。为了应对日元升值对经济的负面冲击，日本采取了低利率政策以刺激国内经济，导致过量的流动性开始流向土地、股票等资产，产生了资产泡沫。需要注意的是，在1985年广场协议之前，日本经济增速已经开始大幅放缓，也不能简单将资产泡沫归结为低利率政策所带来的过剩流动性。

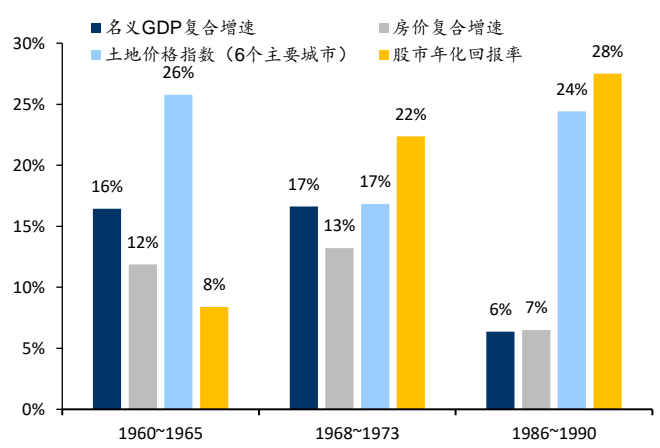
**国内实体经济的投资回报率下滑，导致过剩流动性涌向房地产和股市来赚取投机收益是泡沫产生的根源。**对比日本三轮土地价格上涨期间的各类资产表现可以发现，在前两轮周期中实体经济的投资回报率（以名义GDP增速衡量）达到了16%以上的复合增速，投资实体经济和投资股票、土地等资产的收益率是相近的。但是在1986~1990年期间，日本名义GDP增速降至6%，而同期股市和土地的投资回报率超过20%，投资实体经济回报有限，出现了一种资产价格脱离经济基本面大幅上涨的反常现象。

图表2：日本经济增速在广场协议前已经大幅放缓



资料来源：Wind，华泰研究

图表3：第三轮资产泡沫期间，实体经济投资回报率远低于土地和股市



资料来源：Wind，华泰研究

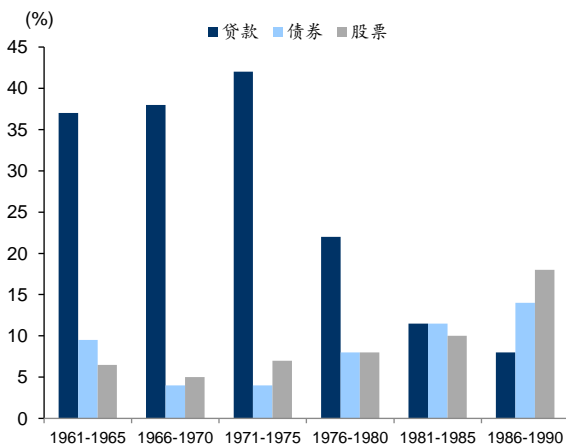
## 根本原因：旧的金融体制无法适应新的经济结构

造成日本资产泡沫的根源在于日本以间接融资为主导的金融体制抑制了经济结构转型升级，先进生产力发展的需求同落后生产关系的矛盾集中爆发。

**1960-1980 年，间接金融体制与传统经济高度适配。**在这一时期，日本经济以资本密集型的重工业为主，钢铁、化工、能源、工业等传统经济快速崛起，投资成为经济增长的主要引擎。日本建立了以银行为主导的间接金融体制，为具有优质抵押物的传统企业扩张提供源源不断的资本支撑，降低重资产企业的融资成本，减少了信息不对称，金融体制与经济结构高度适配。

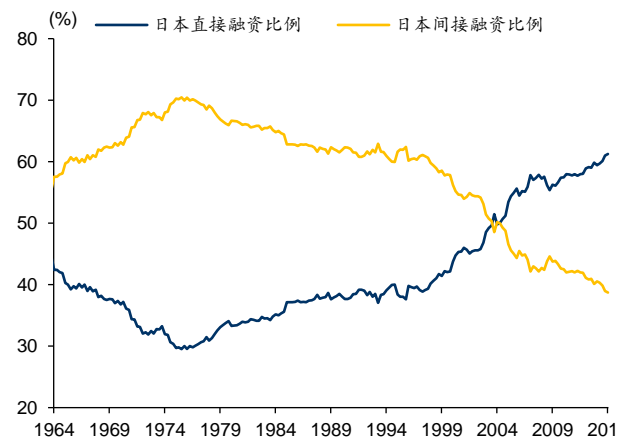
**1980 年之后，间接金融体制开始抑制新经济发展。**经历了二十多年的发展，传统经济增长乏力，投资回报率持续降低，公司贷款需求大幅减少。同时以信息技术为代表的新经济投资回报率更高，债券、股票等直接融资需求旺盛。然而日本当时依旧是以银行为主导的间接金融体制，银行挤占过多的金融资源。由于银行强调企业有稳定的回报，更加偏好有抵押品的重资产公司，这样商业模式与高风险高收益的轻资产新兴科创企业相悖，导致金融资源无法触达真正需要资金支持的科创企业，过量的信贷只能涌向房地产和股票市场催生资产泡沫。日本的间接金融体制这种落后的生产关系已经严重抑制了当时先进生产力发展，是造成日本第三次经济结构转型失败的核心原因。

图表4：日本 1980 年后贷款需求大幅下降，直接融资需求上升



资料来源：Wind，华泰研究

图表5：日本直接融资与间接融资比例变化



资料来源：Wind，华泰研究

## 三大矛盾：资本错配、人口老龄化、技术挑战

除了金融体制和经济结构这一对生产力与生产关系的主要矛盾外，日本在生产力内部还存在三大结构性矛盾：

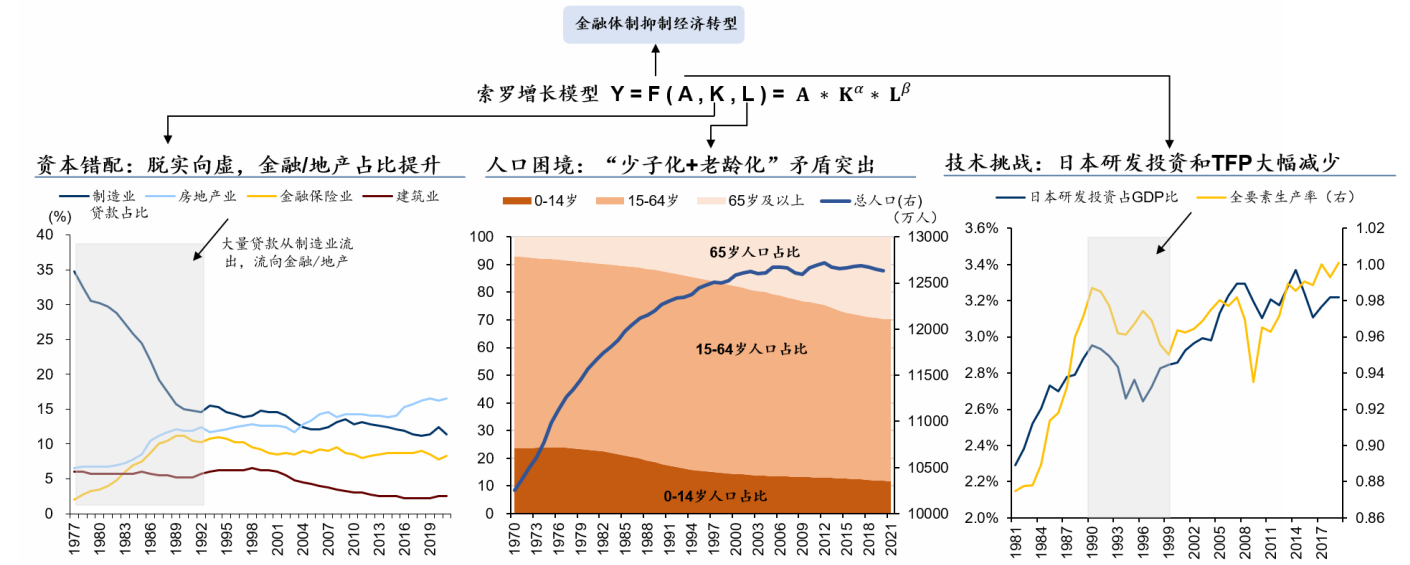
**1) 资本错配：**在进入 1980 年代之后，日本的金融资源明显存在“脱实向虚”的特征。大量的银行贷款流出制造业，制造业贷款占比由 1977 年的 35% 大幅下滑至 1990 年的不到 15%，同时金融保险业和房地产行业的贷款占比快速提升，导致实体经济投资下滑，GDP 增速明显放缓。

**2) 人口老龄化：**日本的人口结构出现“少子化+老龄化”特征。泡沫破灭后，日本人口数量逐步达到峰值并出现下行趋势。65 岁以上老年人人口比重逐步增长，0-14 岁人口数量占比逐步减少。老龄化问题一方面减少了有效劳动力供给，另一个方面增加了政府的社保支出，带来了过多的财政压力。

3) 技术挑战: 美日贸易战后, 日本全要素生产率大幅降低, 面临自主创新能力薄弱下的技术挑战。贸易战后, 美国加强了对日本的技术封锁, 导致日本被迫从基于后发优势的模仿创新时代进入从 0 到 1 的自主创新时代, 国内的自主创新能力不足, 日本全要素生产率大幅下滑。

综上, 日本 1990 年资产泡沫破裂引发的经济衰退, 主要是由金融周期、经济周期、人口周期和技术创新周期四种结构性矛盾的集中爆发引发的。从索罗增长模型来看, 日本经济增长的各个要素都出现了问题: 金融体制抑制了经济结构转型升级, 资源无法有效分配; 资本脱实向虚, 无法触达实体经济; 人口老龄化问题带来的劳动力短缺; 自主创新能力不足导致全要素生产率全线下滑。

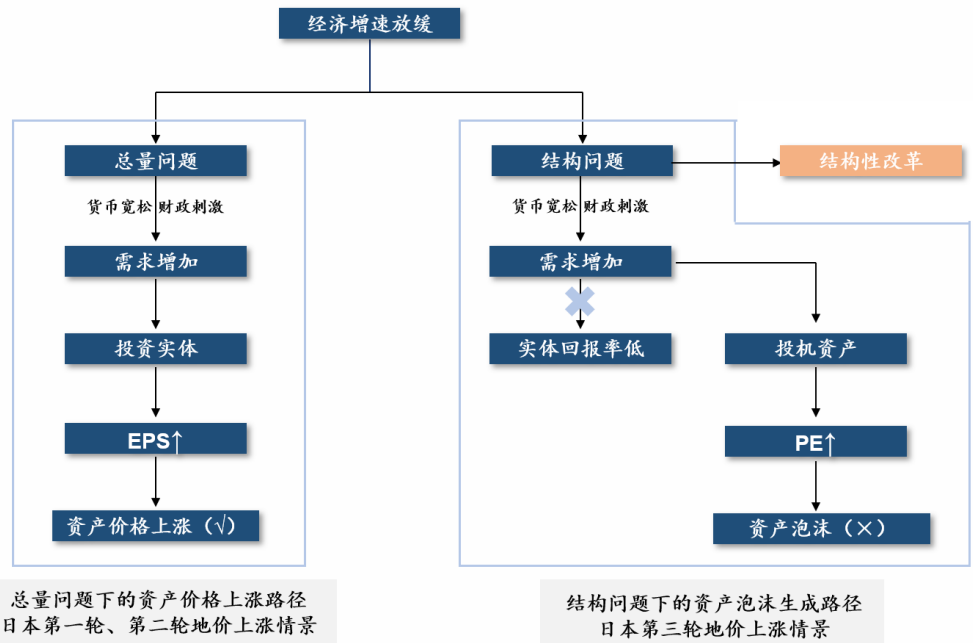
图表6: 日本生产力内部三大矛盾: 资本错配、人口困境、技术挑战



资料来源: Wind, 华泰研究

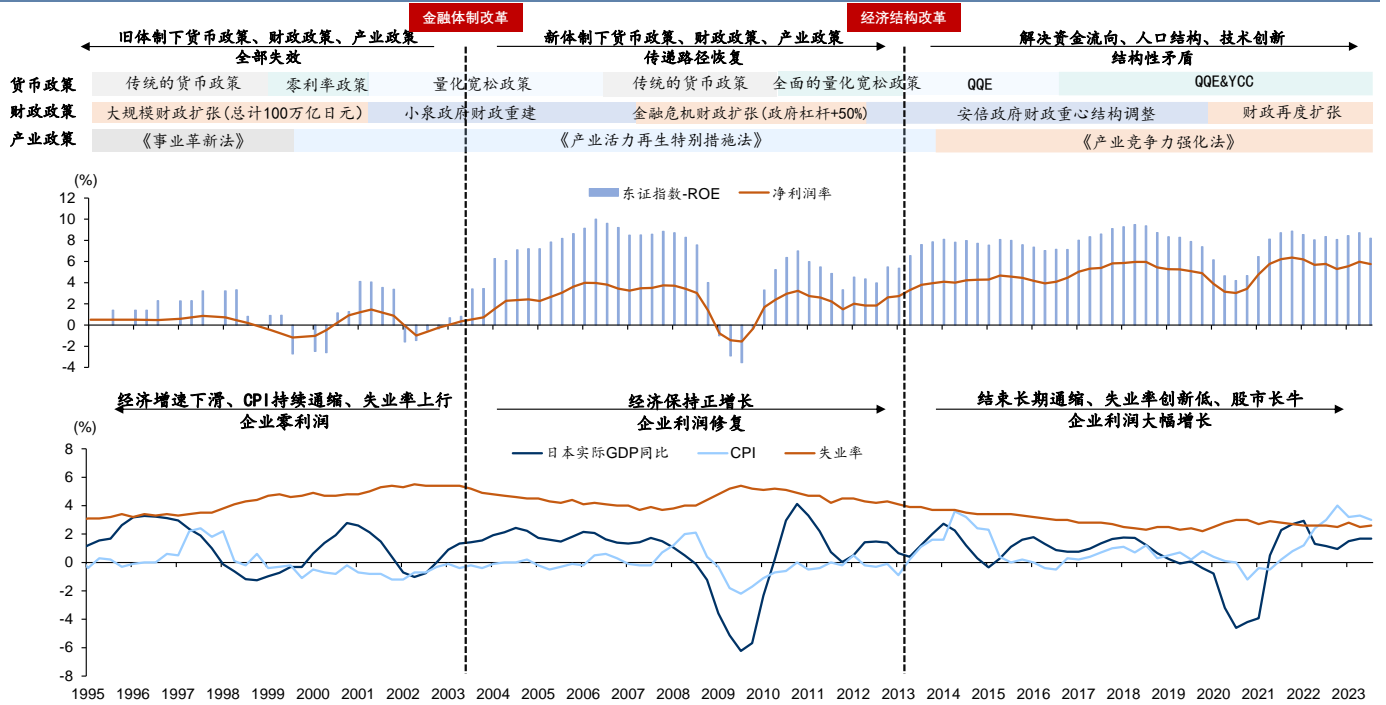
在面对结构性问题时, 仅靠货币宽松和财政刺激等总量工具并不能有效化解矛盾。当经济增速放缓时, 首先要明确是由总量问题还是结构问题引发的。对于总量问题, 采用货币宽松和财政扩张的总量工具可以有效扩大社会需求, 进而带来实体经济投资的增加, 资产盈利增长 (EPS) 提升带来资产价格的上涨, 这是日本前两轮土地价格上涨的传递路径, 并未产生资产泡沫。但对于结构问题, 若依旧采用货币宽松这类总量工具解决, 由于实体经济的投资回报率过低, 导致居民开始投机资产, 仅仅带来资产 PE 的增长, 脱离基本面的支撑, 最终催生资产泡沫, 这是日本第三轮资产泡沫的生成路径。因此, 对于结构性问题, 需要通过结构性改革来解决。

图表7：用总量工具解决结构问题将导致资产泡沫



资料来源：华泰研究

图表8：日本经济数据与企业盈利数据存在两个明显拐点，分别对应金融体制改革和经济结构改革的时间



资料来源：Wind，华泰研究

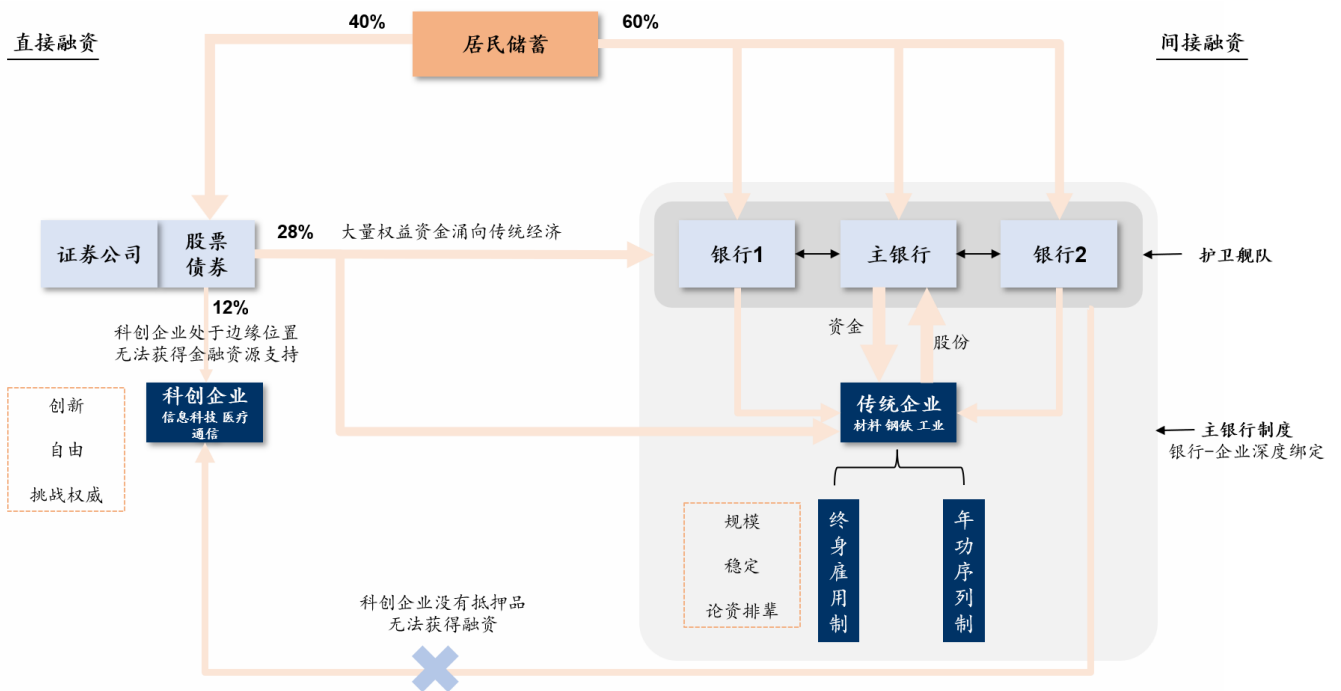
## “立”之体制：漫长且充满争议的结构改革

### 金融体制改革：破除旧体制，适应新经济

日本曾经“完美”错过了互联网革命，常见的解释包括“冰河世纪”一代年轻人就业难，从而导致社会创新主体自顾不暇。也可能源于日本文化长于精细，而弱在创新。但金融体系也是很重要的原因之一。

主银行制度为传统经济保驾护航，但抑制新经济发展。日本在战后形成了以银行为核心的高度发达的间接金融体系。各个银行相互关联形成护卫舰队，为传统重工业企业提供资金支持。同时在主银行制度下，银行持有大量企业股份，与企业深度绑定形成利益共同体。而在企业内部也衍生出具有日本特色的终身雇佣制和年功序列制，以保证就业人员的稳定与忠诚度，强调论资排辈。间接金融体制保障了日本战后经济快速崛起，但是对于需要创新、自由、挑战权威的科创企业而言，是被明显边缘化的。1990年代，日本直接融资仅占比约4成，且其中将近70%的权益资金流向了传统经济。科创企业没有抵押品很难获得银行贷款融资，最终导致新兴企业无法获得金融支持，抑制了经济结构的转型升级。

图表9：日本战后形成的间接金融体制高度适配传统经济，但抑制新经济



资料来源：华泰研究

为了建立新的金融体制，日本采取了一系列改革措施，大致可以分为三个阶段：

#### 第一阶段（1991~1997）：泡沫破灭后，维系旧的主银行制度。

主银行制度产生大量“僵尸企业”，银行处于破产边缘。在1990年资产泡沫破裂后，企业资产大幅缩水，大量不良资产浮出水面。但是日本并未采取大规模改革措施，而是依托“护卫舰队”模式，让主银行为企业持续贷款输血。背后的逻辑也不难理解，暴露问题就要有人承担责任，因此从上到下有动力通过借新还旧的方式掩盖账面的不良贷款，产生了大量没有还款能力但依旧经营的“僵尸企业”。政府鼓励大型银行兼并收购陷入危机的中小银行，导致大量的不良债务开始向大型银行集中。同时政府采取了非常激进的财政和货币政策来刺激经济，试图通过经济增长来自然的化解不良债务问题。但是此时的银行系统已是积重难返，存在大量的坏账，处于破产的边缘。

#### 第二阶段（1997~2002）：金融大爆炸时期大量银行破产，改革效果不佳。

1997年亚洲金融危机爆发，大量企业亏损倒闭，银行不良资产开始加速暴露出来。一些大型银行开始走向破产，如1997年北海道拓殖银行破产、1998年日本长期信用银行破产，倒逼日本政府进行金融改革：

**1) 政府大规模注资，推进银行业改革。**1998年，日本政府推出《金融再生法》，对金融系统进行一系列改革，成立整理回收机构（RCC）用于购买银行不良资产。政府设立了60万亿日元（约合500亿美元）的公共资金来支持金融体系，根据银行的业绩表现和改革效果选择是否动用公共资金进行救助，打破前期政府无差别兜底的状态，具体用途包括：将17万亿投入存款保险机构的“特别业务账户”，用于赔偿存款人超出存款保险理赔额度以外的存款损失；将18万亿投入存款保险机构增设的“金融再生账户”，主要提供设立过渡银行、实施特别公共管理、收购金融机构不良资产所需资金；将25万亿投入存款保险机构增设的“金融机构早期健全化账户”，用于购买金融机构的优先股，以增强金融机构的资本结构。随后在1999年，日本政府又通过了金融复兴法，进一步强化了对银行业的救助和重组措施，政府追加了大约25万亿日元（约合250亿美元）的资金用于银行的资本注入。

**2) 推进金融监管改革，提高金融系统透明度。**日本在1998年实施《新日本银行法》废除大藏省独揽大权的局面，恢复日本银行的独立性，日本央行获得独立制定并执行货币政策的能力，并负责部分监管银行的职责。同期成立金融监督厅（Financial Services Agency, FSA），负责监管银行、证券和保险等金融行业。在2000年将金融监督厅和大藏省金融企划局合并，成立金融厅，成为日本金融监管最高权力机构。在2001年，彻底废除了大藏省，财务省接管了大藏省的大部分传统职能，包括税收、预算、国债和其他财政政策。至此，日本建立了以金融厅为核心的新型银行监管体系。

总体而言，日本在本阶段的改革力度仍小，效果并不佳，不良贷款率持续攀升。银行破产进度缓慢，资产端积压了过多坏账，存在惜贷现象，金融系统处于瘫痪状态。而历史已经证明，金融是实体经济的血脉，严重依赖于信用重塑，金融危机远比经济危机更难处理。

**第三阶段（2002~2005）：小泉铁腕处理不良资产，彻底瓦解主银行体制，修复企业活力。**

面对经济停滞不前、金融体系问题积重难返，日本首相如走马观花，直到特立独行的小泉纯一郎上任后出台了一系列措施加速推进金融体制改革，促进金融再生：

**1) 2002年竹中改革解决不良债权。**小泉内阁任命日本经济财政大臣竹中平藏解决不良债权问题，竹中认为目前银行与企业的不良债权是制约经济发展的核心问题。他上任后立即制定“金融再生计划”，力争在2年内彻底解决不良债权问题。竹中要求对银行资本进行更严格的评估，增加银行资本金，并对资本重组后的银行进行加强治理，具体措施包括：

**政府救助重要金融机构：**在金融系统陷入危机时，央行向金融机构提供特别贷款，政府可以动用公共资金来补充银行的资本金。

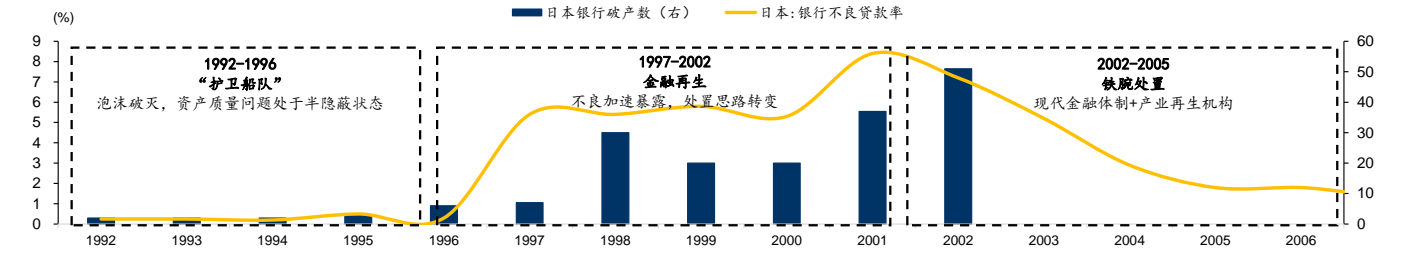
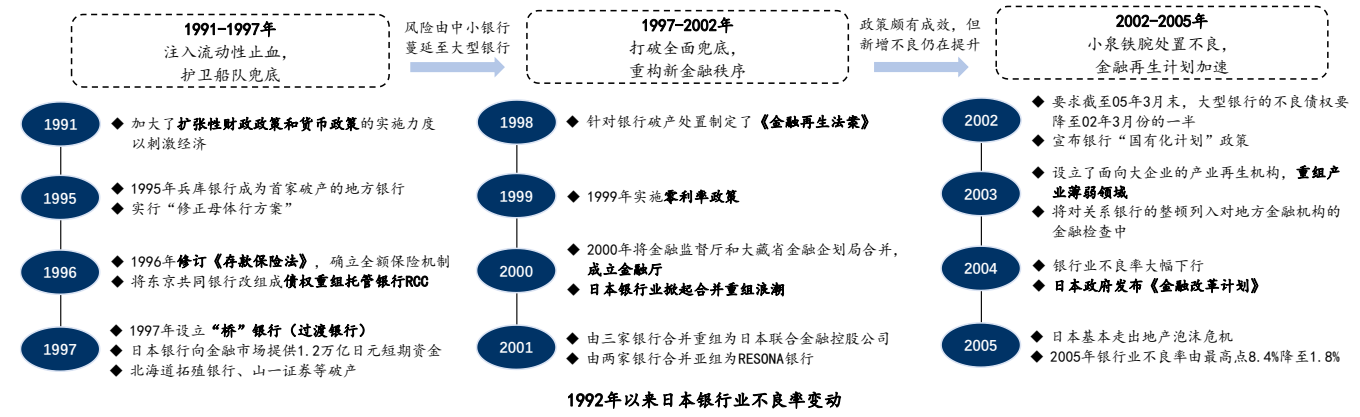
**全面统计清理银行坏账：**主张采用DCF折现的方法对银行账面的资产重新进行估值，对银行账目进行更加严格的审计，由金融厅介入，强化对银行资产的核查力度，增加透明度，鼓励银行业之间的破产重组。利用存款保险机构和整理回收机构清理银行不良债权，同时引入民间资本，加速不良债权的市场化出清。

**进行税制改革，提高银行清理坏账的积极性：**允许银行的不良贷款作为坏账损失处理，可以进行税收抵减，大大增加了银行确认不良贷款的积极性，2002年银行开始加速破产重组。

**成立银行股份购买机构（BSPC）：**通过成立BSPC收购主银行所持有的公司股份，并限制银行所持有的公司股份数量，以此来减弱股市波动对银行系统的影响。

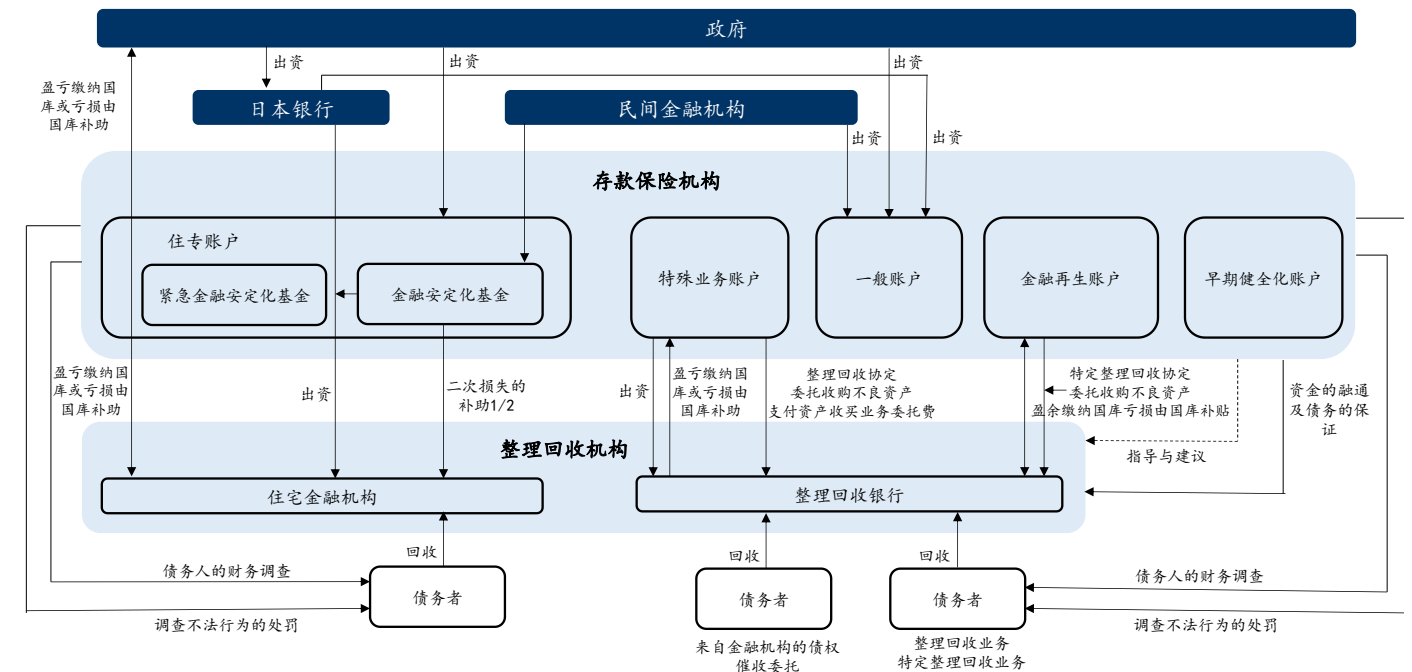
在竹中改革期间，日本商业银行贷款不良率大幅下降。从2002年的7.2%降至2005年的1.8%，减少了二十多万亿日元的不良贷款，2002年加速银行破产重组51家，此后银行破产数量归零，瘫痪数年的金融系统重获新生，彻底瓦解了主银行体制。

图表10：金融体制改革历程



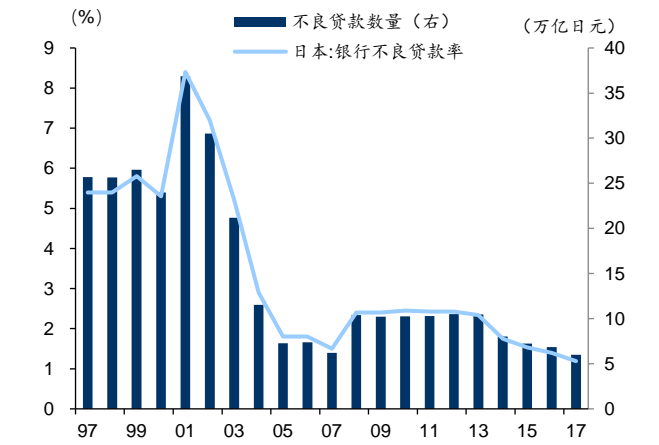
资料来源：Wind，华泰研究

图表11：日本政府处理不良资产机制



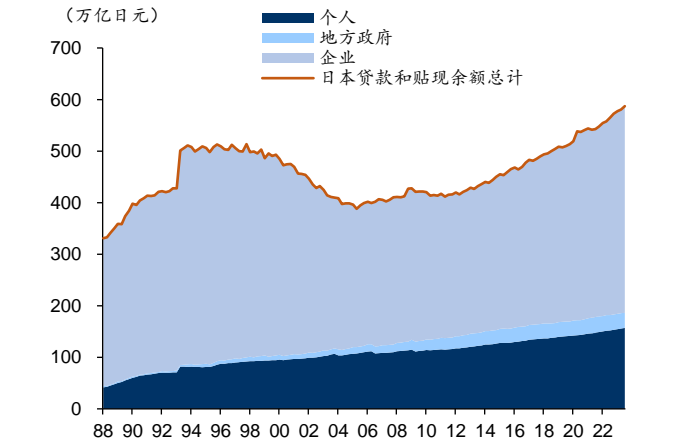
资料来源：《日本政府处理金融机构不良资产之运作机制》，华泰研究

图表12: 小泉改革期间银行不良贷款率大幅下降



资料来源: Wind, 华泰研究

图表13: 小泉改革期间企业贷款余额快速下降

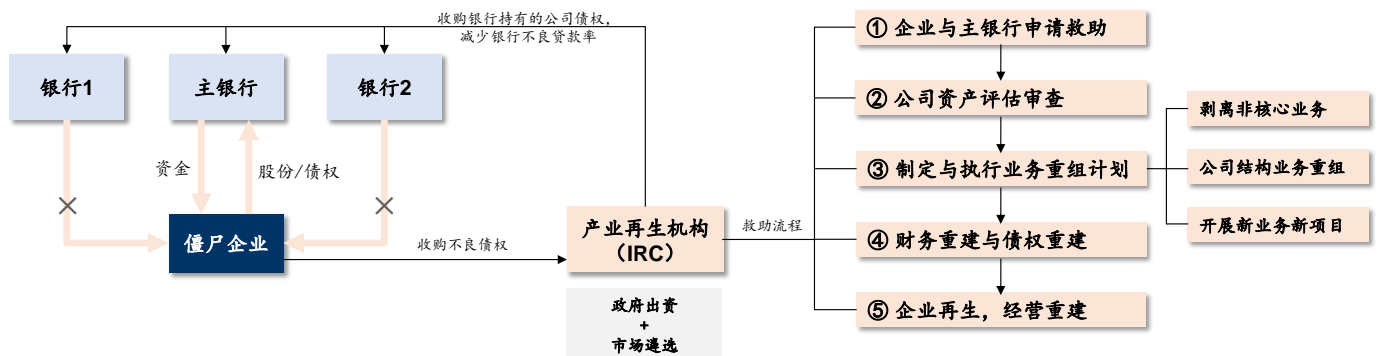


资料来源: Wind, 华泰研究

**2) 成立产业再生机构, 修复企业活力。**小泉政府一方面推行金融体制改革, 另一方面推行产业结构调整, 处理僵尸企业不良债务, 使企业重新获得市场竞争力。2003 年成立产业再生机构用于清理僵尸企业, 重振产业活力。政府为其提供了高达 10 万亿日元的保证金用于购买企业不良债权, 保证金规模占到当时银行不良贷款数量约 1/3。在其存续期间 (2002-2007), 总计对 41 家企业提供了资金支持, 包括: 大荣集团、川崎钢铁、神户制钢所、日本道路公团、三井矿业公司等, 涵盖了包括零售、钢铁、房地产和运输等多个行业。

虽然产业再生机构救助的企业数量不多, 但开创了一种市场与政府联合救助企业的新模式。即依靠政府出资, 但是借助市场的力量对企业进行充分整改。剥离企业非核心业务, 鼓励企业并购而不是一味破产来提高企业的市场竞争力。首先, 产业再生机构会对申请援助的公司进行资产评估, 以确定其企业重建的可能性和价值。其次, 根据评估结果制定和执行业务重组计划, 并提供必要的金融支持。最后, 机构还通过增减所有者权益和协调债权处理来实现财务重建, 以支持企业的经营重建。产业再生机构充分改善了企业的经营情况, 提高运营效率, 并起到了很好的示范作用, 促进了企业市场竞争力的提高。

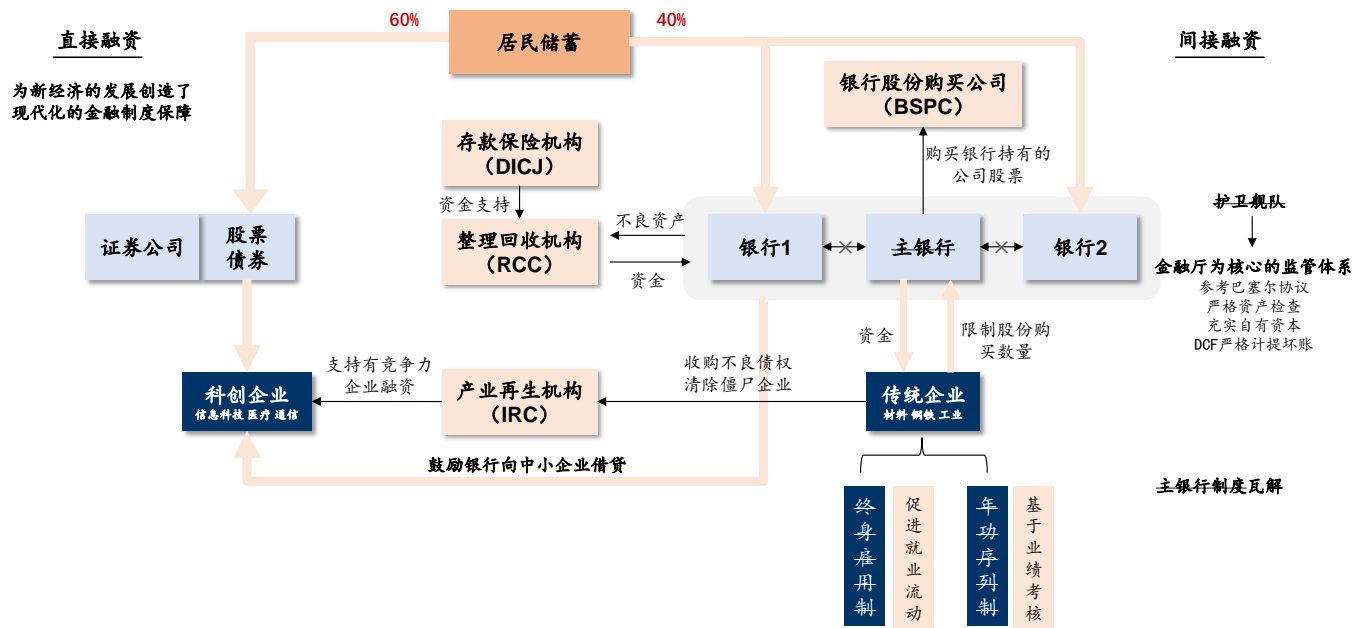
图表14: 产业再生机构的运作机制



资料来源: 华泰研究

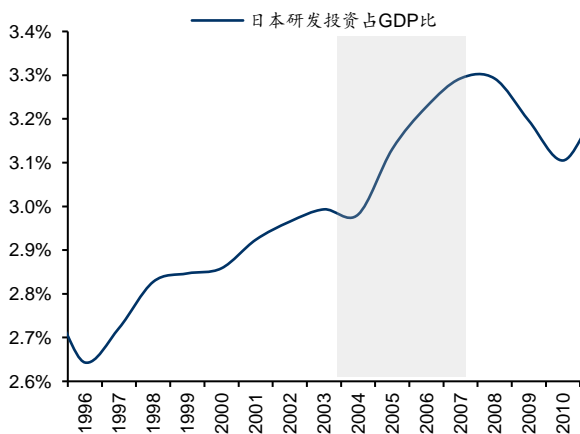
小泉政府推动构建了以直接金融为主导的现代金融体制。日本政府废除大藏省独揽大权的局面, 构建以金融厅为核心的监管体系。通过成立银行股份购买公司收购银行持有的公司股份, 限制银行持有企业数量。成立存款保险机构和整理回收机构处理银行不良资产, 成立产业再生机构收购企业不良债权, 清退僵尸企业并鼓励支持有竞争力的科创企业。同时进行社会改革, 打破终身雇佣和年功序列的观念, 强调就业流动, 建立基于业绩的考核标准。在 2005 年左右完成改革后, 日本直接融资占比已经提升到 60%, 权益融资中新兴经济已经占到半数, 企业的创新活力明显提升, 研发投入创历史新高。这是一次非常成功的体制转型, 为日本之后经济的发展建立了现代化的金融制度保障。

图表15：日本金融体制改革，瓦解主银行制度



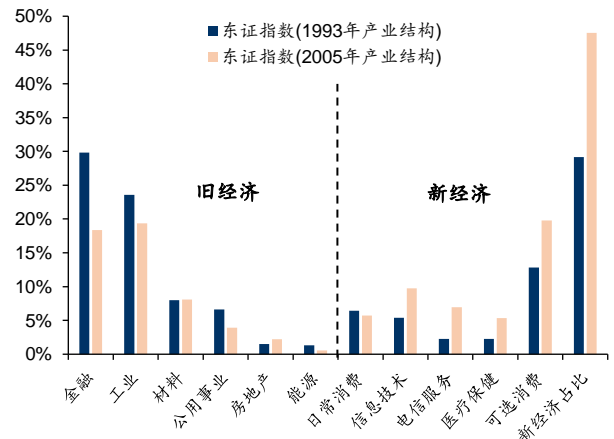
资料来源：《日本政府处理金融机构不良资产之运作机制》，华泰研究

图表16：改革完成后日本企业研发投资创新高



资料来源：Wind，华泰研究

图表17：2005年东证指数新经济占比近50%



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

### 货币政策改革：超宽松货币政策的先行者

日本持续推进超货币宽松政策以期解决国内经济的困境。日本央行是全球超宽松货币政策的先行者，在短期政策利率降至零之后，开创了一系列工具继续推行宽松货币政策。日本货币政策的演进经历了以下五个阶段：

**第一阶段（1999-2000）：推行短期政策利率降至 0 的零利率政策（Zero Interest Rate Policy）。**为了刺激经济，日本央行决定于 1999 年 2 月将无抵押隔夜拆借利率降至 0 附近，为金融机构提供更多流动性以达到货币宽松的效果，并通过远期指引的方式影响未来短期加息路径的预期。从政策效果看，在实施零利率政策后，日本私人企业设备投资增速开始触底反弹，实际 GDP 增速从 1999 Q1 的-0.6%恢复至 2000 Q4 的 2.6%，但依旧没有改变持续通缩的局面。在经济短暂复苏后，日本当局于 2000 年结束了零利率政策。

**第二阶段（2001-2006）：开启量化宽松政策（Quantitative Easing Policy, QE）压低长期利率。**日本过早结束零利率政策，经济尚未完全修复，叠加美国互联网泡沫的冲击，再度陷入衰退区间。企业投资大幅下滑，日经 225 指数从 20000 的高点持续下跌至约 8000 点，下跌幅度近 60%。在短期利率降至零后，日本央行通过购买长期国债的方式压低长期利率。

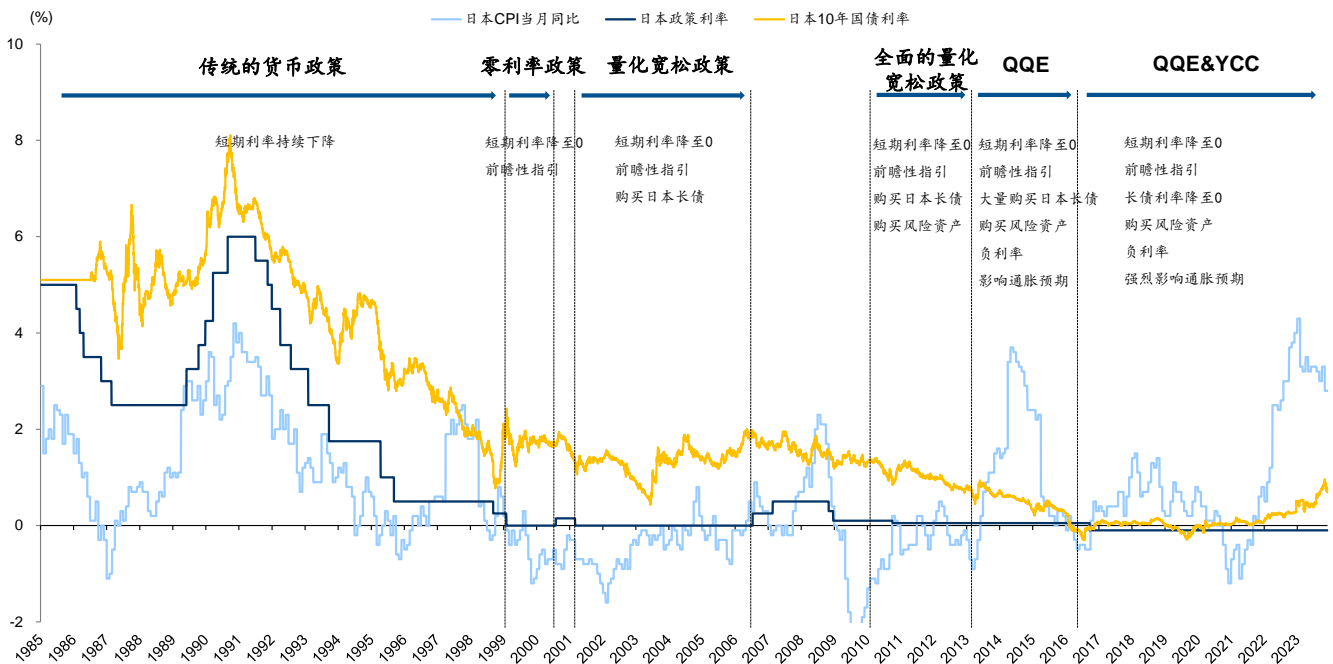
虽然日本央行开启 QE 购买国债，但总体规模较少，从 2001 年至 2005 年日本央行大约增持了 25 万亿日元国债，并未对 10 年期国债利率中枢产生显著影响。此阶段的经济复苏更多是靠时间缓冲，依托经济体实现自我修复。

**第三阶段（2010-2013）：利用全面量化宽松政策（Comprehensive Monetary Easing Policy）来影响风险溢价。**2008 年全球金融危机导致日本经济再度停滞，雷曼兄弟破产后，日本央行立即将政策利率调至零区间，并在 2010 年 10 月推行全面量化宽松政策。即在 QE 的基础上，通过购买公司债、股票 ETF 以及 J-REITs 等风险资产来降低风险溢价。但日本央行扩表谨慎，3 年仅扩表 38 万亿日元（2010.01-2012.12），货币政策并未对经济活动和资产价格产生显著影响，日经指数持续低位震荡。

**第四阶段（2013-2016）：开启大规模购买国债和风险资产的定量和定性货币宽松政策（Quantitative and Qualitative Monetary Easing, QQE）。**安倍上台后在 2013 年 4 月推出 QQE 量化宽松政策，包含一揽子方案：1) 央行扩大资产购买规模，扩表 318 万亿日元，规模远超前三个阶段；2) 在 2016 年 6 月对央行经常账户实行-0.1%的负利率；3) 强化未来通胀预期，把通胀稳定在 2%定为货币政策的最终目标。安倍时期的货币政策对经济产生非常显著的效果，日本 10 年期国债利率从 0.8%逐步降至 0%附近，CPI 同比增幅最高达到 3.6%，创过去二十年新高，企业利润持续增长，股市开启持续上涨的长牛行情。

**第五阶段（2016-至今）：实施收益率曲线控制政策（Yield Curve Control, YCC）将长债利率稳定在 0 附近。**虽然第四阶段的货币政策对经济产生比较积极的影响，但 CPI 在 2016 年再度跌落至负值。为了巩固前期货币政策的成果，日本央行在 QQE 的基础上增加了收益率曲线控制（YCC）。即将短期政策利率设定在-0.1%的水平，并将 10 年期国债收益率维持在零附近。同时进一步强化通胀预期，宣称只有在通胀水平稳定在 2%以上时，才会考虑结束货币宽松。政策推出后，10 年期国债收益率被锚定在 0%左右的水平，CPI 缓慢增长，直到 2022 年才逐步实现 2%的目标。

图表18：日本货币政策改革历程



资料来源：Hiroshi Nakaso: Evolving monetary policy - the Bank of Japan's experience, 华泰研究

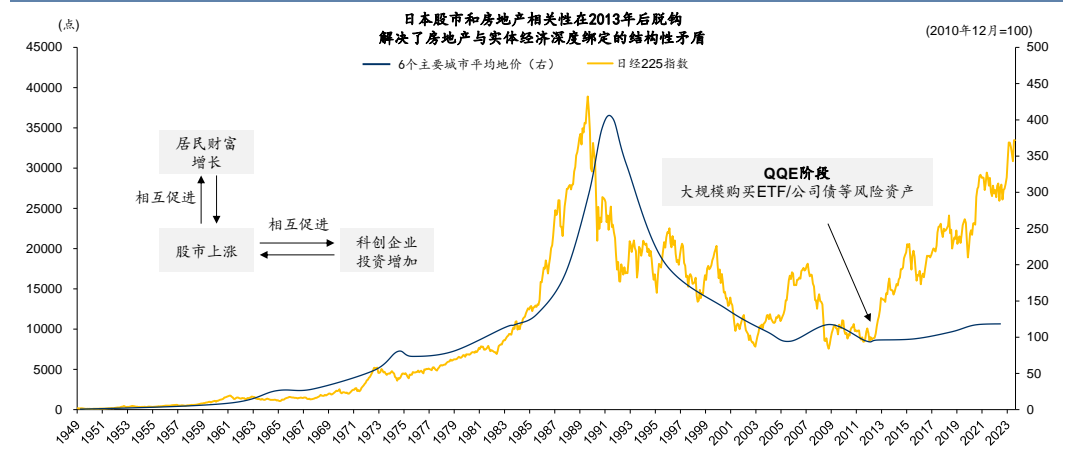
图表19：日本货币政策工具箱

	操作目标	短期利率目标	(1) 影响长期利率	(2) 影响风险溢价	(3) 对经常账户实行负利率	(4) 影响通胀预期
1999.02	零利率政策	无抵押O/N 赎回利率	“尽可能低”	时间轴效应 (前瞻指引)		
2000.08						
2001.03	量化宽松政策	日本央行经常 账户余额	约0%	购买日本长债 前瞻指引		
2006.03						
2010.10	全面的量化 宽松政策	无抵押O/N 赎回利率	0-0.1% (几乎为0%)	购买日本国债 前瞻指引	购买风险资产 (公司债/ETFs/ J-REITs)	2%的价格稳定目标 (自2013)
2013.04						
2013.04	QQE	基础货币	约0% ↓ 负值 (自2016)	大规模购买日本 国债	大量购买风险资产	负利率 (自2016.06) 强有力的承诺
2016.09						
2016.09	QQE&YYC	长期和短期利率 • 短期政策 • 10年日本国 债收益率	负值	收益率曲线控制 (操作目标: 10年 日本国债收益率)	购买风险资产	负利率 通胀超调承诺

资料来源：Hiroshi Nakaso: Evolving monetary policy - the Bank of Japan's experience, 华泰研究

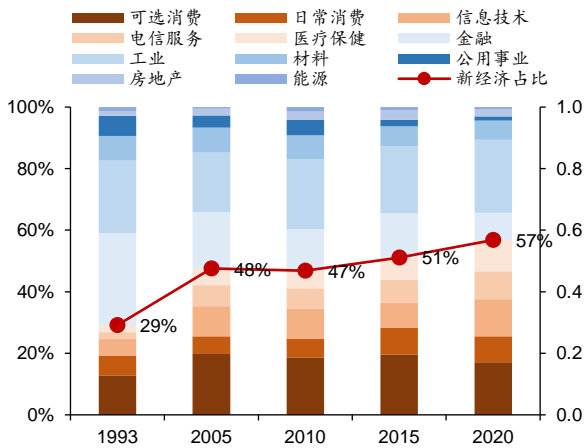
**QQE 政策解决了房地产和实体经济深度绑定的资本错配问题。**从实际效果来看，货币政策真正发挥作用的时间是在2012年，日本股市和房地产的相关性在2012年开始脱钩，股市开启了长达10年的长牛行情。这主要得益于安倍政府提出的QQE货币政策，央行大规模扩表，通过大量购买国债和风险资产的方式，向股市定向投放流动性，使得总量货币政策工具具备了结构性效果，解决了房地产与实体经济深度绑定的资本错配问题。股市的上涨带来了与居民财富的增长相互促进的正向循环。同时资本会更加青睐增长潜力更大的科创公司，股市上涨也带来和科创企业投资增长的正向循环，东证指数中新经济占比逐步提升。与上一轮资产泡沫时期股市上涨主要靠估值驱动不同的是，本轮牛市更多是靠盈利增长驱动的。

图表20：日本股市与地价走势在2013年后开始脱钩



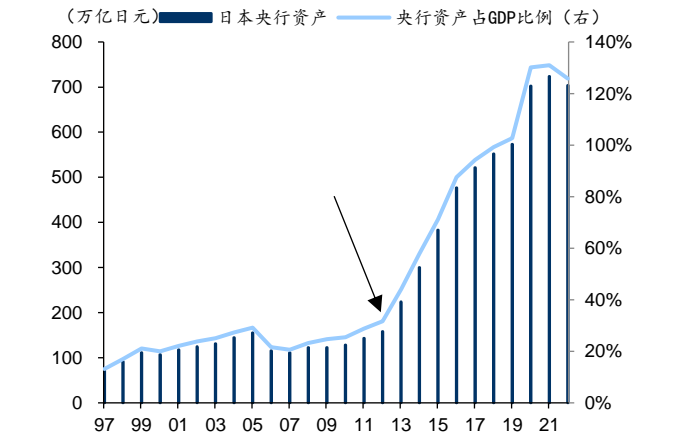
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表21：东证指数新经济占比逐步提升



资料来源：Wind，华泰研究

图表22：日本央行在QQE期间大幅扩表



资料来源：Wind，华泰研究

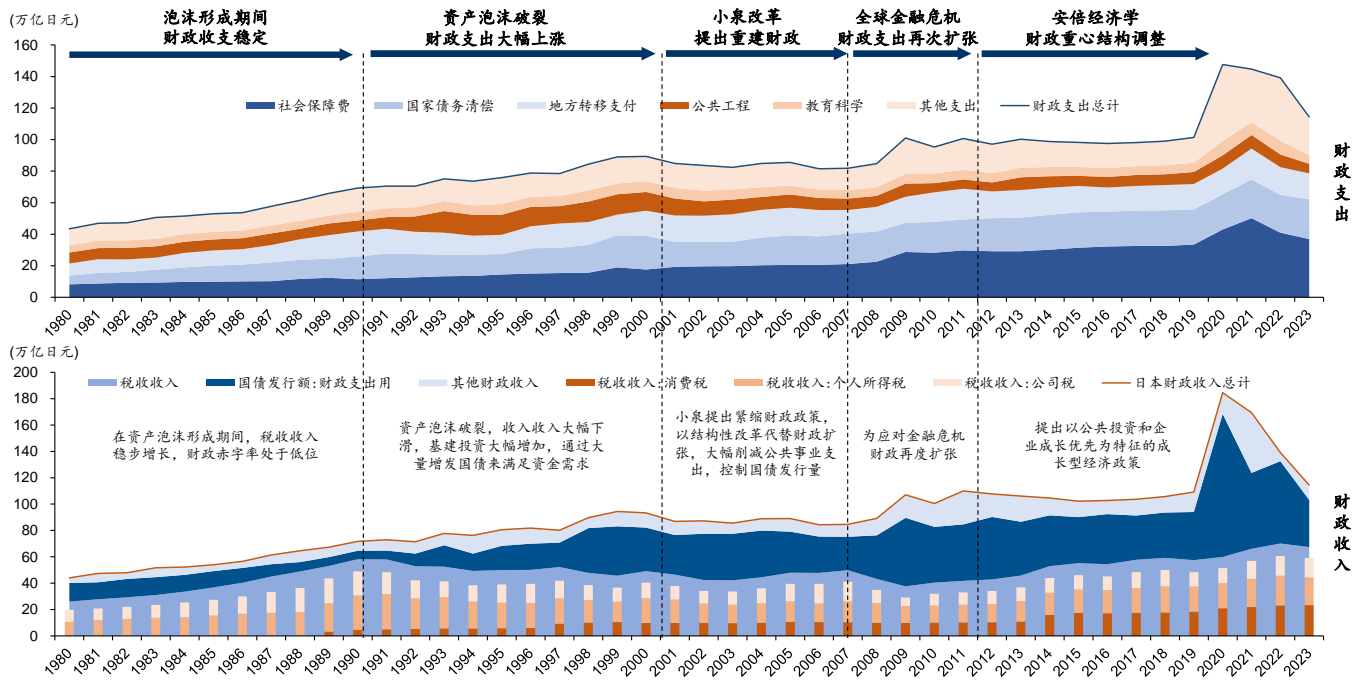
### 财政政策改革：走出人口老龄化的困境

泡沫破灭后，日本财政政策经历了“扩张-改革-再度扩张-二次改革”的循环往复。日本财政政策经历了以下几个阶段：

- 1) 资产泡沫前财政收支稳定，并未出现较大赤字；
- 2) 泡沫破裂后财政支出大幅增长，扩大基建投资，但仍不愿放开财政手脚，1996年曾出现反复。1991-2000年累计财政扩张计划总规模超过100万亿日元，约占GDP的20%；
- 3) 2002年小泉提出重建财政控制支出，以结构性改革代替财政扩张，大幅削减公共事业支出，控制国债发行量，其中最著名的就是邮政改革；
- 4) 2008年金融危机之后财政再度扩张，2007至2012年政府杠杆率增加近50%，规模超200万亿日元；
- 5) 安倍上台之后开始调整财政支出结构，提出以公共投资和企业成长优先为特征的成长型财政政策。

总体而言，日本财政存在两大趋势，一是基建支出逐渐让位于社保支出，二是发行国债作为财政资金来源的占比逐渐提升。

图表23：日本财政政策改革历程

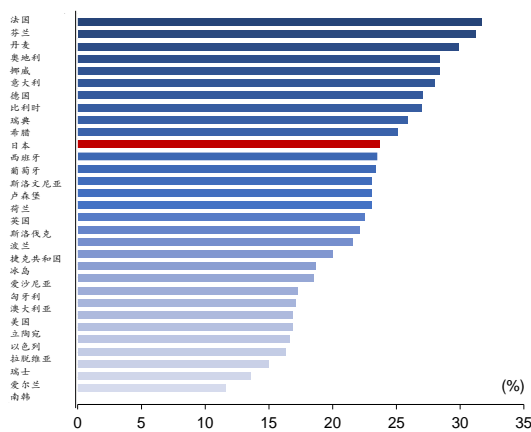


资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

人口老龄化使得财政政策丧失调整经济结构的能力。在所有政策里，财政政策是最具有调结构功能的，但是日本人口老龄化导致社保支出过大，使得财政政策丧失了这种调整经济结构的能力。日本社保支出在 OECD 国家位居前列，但是政府研发投资占比在主要国家排名落后。同时，劳动力下降增加了居民的平均税负，导致消费需求的持续下滑。

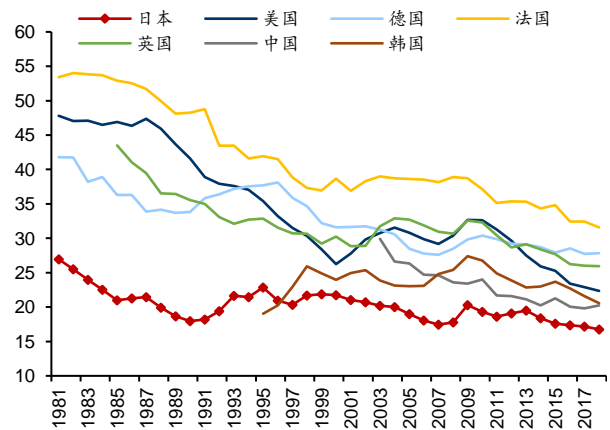
小泉政府减少基建投资，专注修复中小企业活力。面对财政困境，小泉政府认为由于基建投资的支出乘数已经接近 1，对经济增长的促进作用有限。过多的财政支出反而会对企业部门产生“挤出效应”，提高资金和劳动力价格，压缩企业利润。为了解决财政困境，小泉政府提出结构性改革：大幅削减公共事业支出；将国债发行额控制在每年 30 万亿内；进行税制改革，对信息产业实施减税；成立产业再生机构，加速清退僵尸企业，促进企业新陈代谢，提升微观企业活力。尽管面临重重阻力，小泉政府最终成功推动了邮政民营化，并通过了相关法案。在其任职期间，政府投资大幅减少，但是私人投资持续上升，经济保持了持续正增长。

图表24：社会保险支出占 GDP 的比例



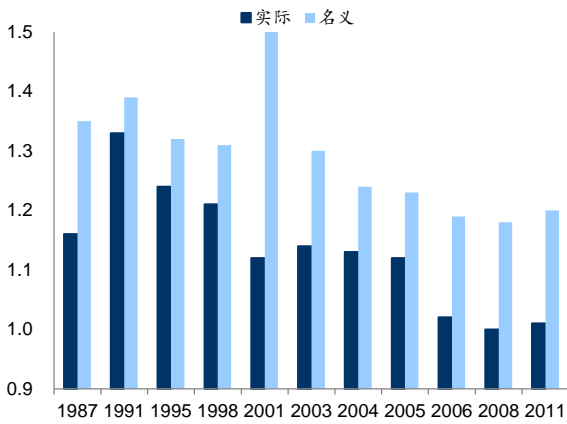
资料来源：OECD, 华泰研究

图表25：政府研发投资占 R&D 比例



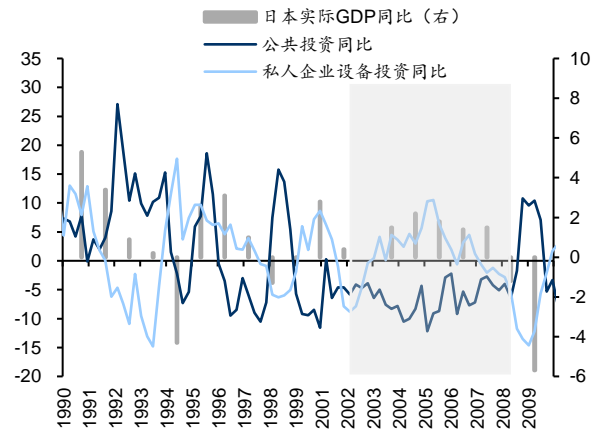
资料来源：OECD, 华泰研究

图表26：日本财政乘数的变化（追加公共事业投资后第一年的效果）



资料来源：日本内阁府经济社会综合研究所，华泰研究

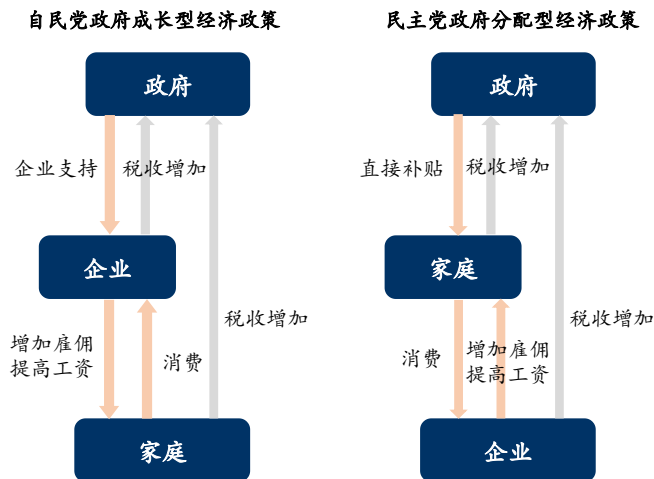
图表27：小泉政府公共投资下降，私人投资增长



资料来源：Wind，华泰研究

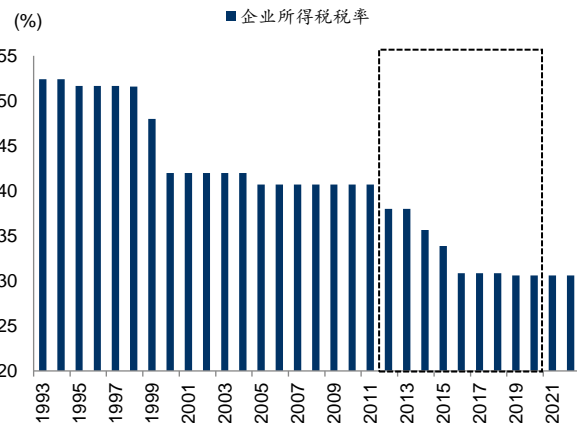
安倍政府将财政刺激重心由居民转向企业。不同于前任民主党对居民的直接补贴，安倍政府的财政政策重心由补贴居民转向补贴企业。以激发企业活力为核心，加大对企业的扶持力度，企业经营好转带动用人需求增加来创造更多的就业岗位，并带动消费增长。在安倍执政期间，大幅降低企业所得税，并提高了个人所得税和消费税，以此来补贴企业，促进劳动力需求，增加就业。

图表28：安倍财政改革重心由居民转向企业



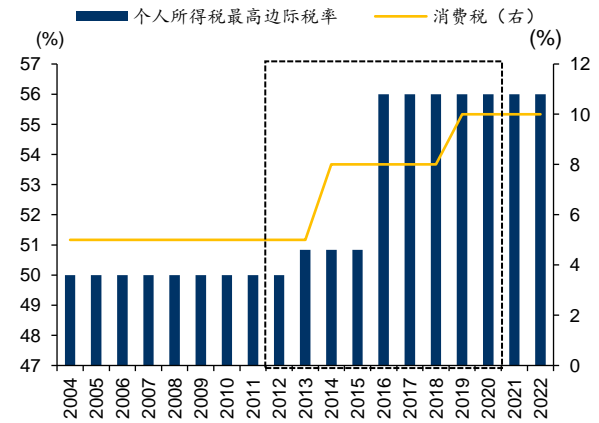
资料来源：《日本财政政策视角下安倍经济学的逻辑和前景》，华泰研究

图表29：安倍改革期企业所得税率持续下降



资料来源：Economics Trading，华泰研究

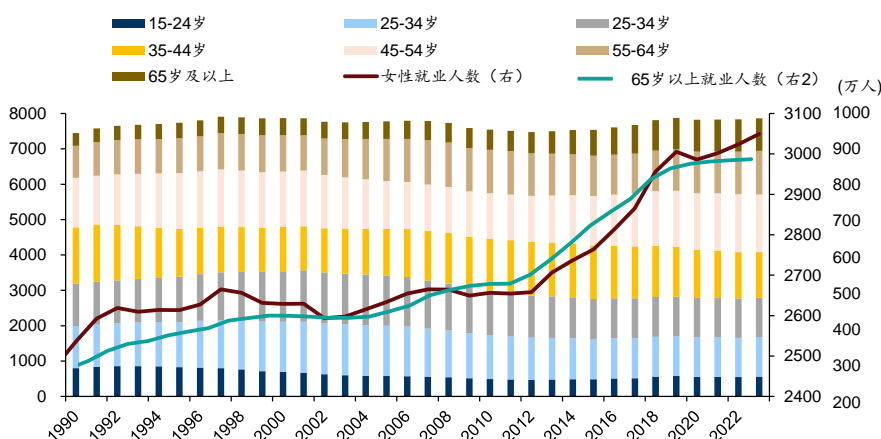
图表30：个人所得税率和消费税率提高



资料来源：Economics Trading，华泰研究

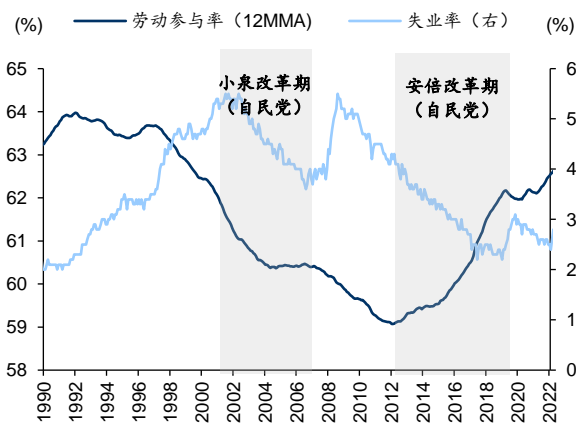
财政政策改革后，企业活力修复，就业人数持续增长，日本开始走出人口老龄化困境。从财政效果来看，日本两次大规模的财政扩张并未对经济产生明显的改善，政府杠杆率大幅增长，经济增速低迷。小泉和安倍财政改革时期，有效控制了政府的赤字率，强调修复企业活力，失业率下降，经济持续复苏。在安倍改革期，不仅失业率大幅下降，且劳动参与率也在大幅上涨，总就业人数创泡沫破裂以来新高。安倍政府同期实施一系列劳动力市场改革，2013年全面推行65岁退休制，2021年提高退休年龄至70岁。同时推出“女性活跃”计划，扩大托儿设施和服务，提高女性管理职位的比例，以提高女性就业率。2012年后日本老年和女性就业人数大幅增长，开始走出人口老龄化的困境。2023年开始，日本移民政策大幅放松，比如推出“新特别高度人才制度”等，加大力度进一步抢夺人才，缓解老龄化压力。

图表31：2012年后日本就业人数大幅增长



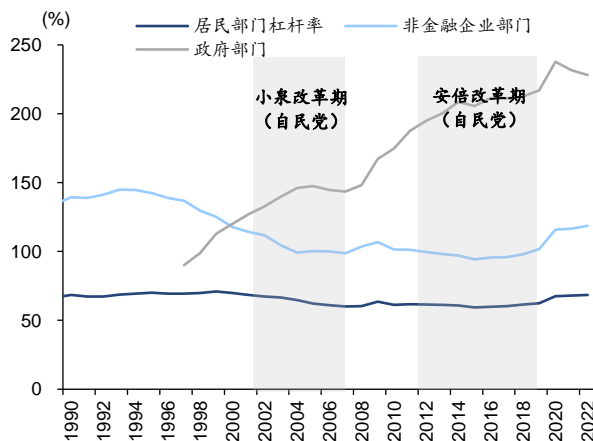
资料来源：Wind，华泰研究

图表32：财政改革期间失业率大幅下降



资料来源：Wind，华泰研究

图表33：财政改革期间政府杠杆率保持稳定



资料来源：Wind，华泰研究

### 产业政策改革：从模仿创新走向自主创新

日本产业政策经历了由扶持特定产业到扶持企业的转变，由政府主导投资向引导企业投资主导的转变。1990年之前，日本在汽车、家电等诸多领域占据领先地位，但传统产能过剩存在大量僵尸企业，市场运行效率较低，政府出台各项法案加速清退萧条产业，产业政策的对象主要针对钢铁、化工、造船等产能过剩的行业。在1990年后，政府的刺激政策失效，家电等产业面临中国等竞争压力，产业政策的重心转向了结构改革，促进企业生产率的提高，产业政策对象开始聚焦特定企业。产业结构转型主要分为两个方面：一是通过技术创新提升供给能力，二是企业出海改善需求结构。后疫情时代，产业结构转型成功，日本政府产业政策开始聚焦广义的社会经济问题，强调“经济安全”。

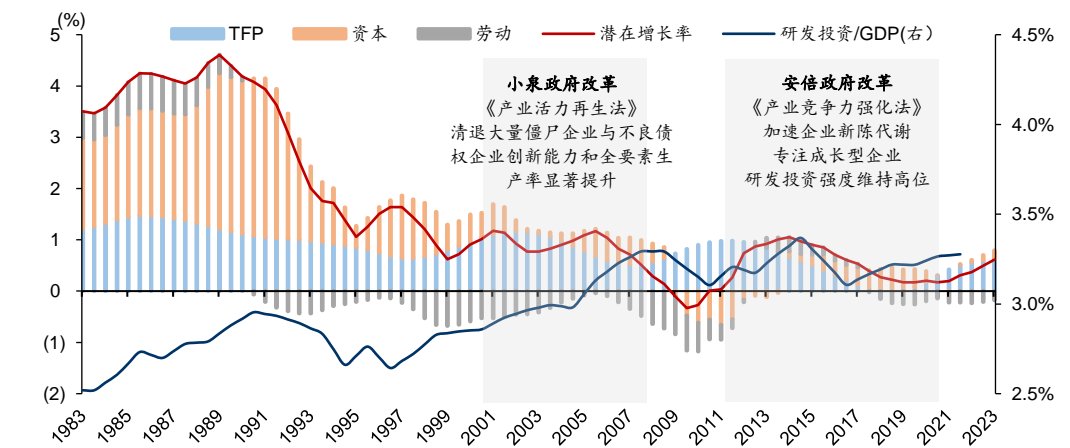
图表34：日本产业政策演变历程

产业政策名称	实施时间	政策目标	政策对象	具体措施	产业政策重心变化
《特定萧条产业临时措施法》	1978-1983	特定萧条产业去产能，促进国民经济健康发展	针对钢铁、化学、纤维、造船等特定产业	安定基本计划、组织萧条卡特尔、特定萧条产业信用基金	市场失灵 → 有为政府
《特定产业结构改善临时措施法》	1983-1988	特定萧条产业去产能，推动产业结构顺利转换	针对钢铁、制铝、造纸、化学等特定产业	结构改善基本计划、业务合作、特定萧条产业信用基金	
《产业结构转换圆滑化法临时措施法》	1988-1993	促进特定企业适应经济环境变化	针对特定企业	事业适应计划、产业基金整备基金	政府失灵 → 结构性改革
《事业革新法》	1995-1999	推动企业业务升级转型和业务调整	针对特定企业	事业革新计划、产业基金整备基金	
《产业活力再生特别措施法》	1999-2014	推动企业业务转型、提升资源使用效率、鼓励企业技术创新	针对特定企业	事业再构筑计划、产业基金整备基金、产业再生机构、产业革新机构等	
《产业竞争力强化法》	2014-至今	促进产业新陈代谢、推动规制改革、增强产业竞争能力	针对特定企业	新事业活动计划、事业再编计划、中小企业基金整备机构、产业革新机构等	结构转型 → 经济安全
《后疫情时代的经济产业政策》	2021-至今	加强产业链韧性、防范关键技术外流、能源结构转型	广义社会经济问题	对回流日本制造业提供补贴、投资新能源领域、加强技术外流审查	
《经济安全保障推进法》	2024-至今	重要物资与社会基础服务稳定供给、支持重要技术研发、专利非公开化	广义社会经济问题	对回流日本制造业提供补贴、设立审查制度提前审查重要物资与社会服务、向专利申请提供补贴	

资料来源：日本经济产业省，《日本产业活性化政策分析》，华泰研究

**供给侧：企业加大研发投资，创新能力明显提升，供给结构大幅改善。**2001 年小泉政府上台后，大力推进《产业活力再生特别措施法》，清退僵尸企业，处理不良资产，2004 年处理完成后，企业创新活力显著提升，研发投入强度创历史新高，同期全要素生产大幅增长。2014 年安倍政府推出《产业竞争力强化法》，该法案是安倍经济学第三只箭——改善经济结构、提振民间投资的主要抓手。安倍政府通过制度改革提高企业生产经营效率，改善企业兼并收购的流程，促进大学与企业的深度合作。在此期间，企业研发投入逐步回升至新的高位。

图表35：企业研发投入维持高位，全要素生产率增长



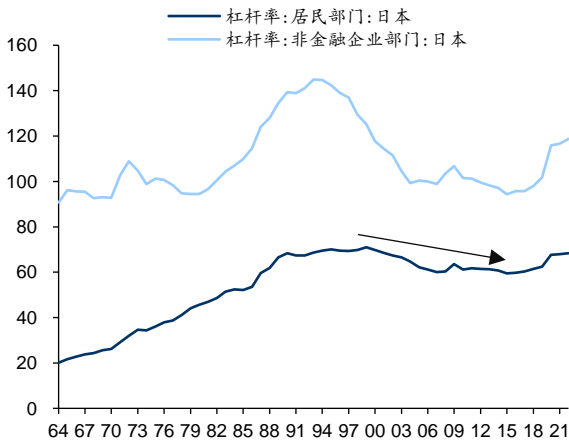
资料来源：Wind，华泰研究

**需求侧：企业加速出海，改善需求结构。**由于日本债务率居高难下，国内市场狭小，内需疲弱，日本企业积极出海寻求第二增长曲线。从规模上看，日本对外投资存量占 GDP 比例从 1985 年 3% 大幅提高到 2022 年的 50%。从节奏上看，日本资产泡沫破灭后产业出海可以粗略地分为两个阶段：

- 1) 在中国加入 WTO 后，日本扩大对亚洲出口数量。日本扩大对中国的直接投资，充分利用中国的廉价劳动力和其他资源，提高产品价格竞争力，扩大出口数量。
- 2) 2010 年后，扩大对欧美市场的直接投资。随着日本产业结构的升级，产品特征和欧美国家消费需求更加贴合，加之美国和欧洲巨大的消费市场，日本企业将海外扩张重心转向发达国家，对欧美国家直接投资大幅增长。

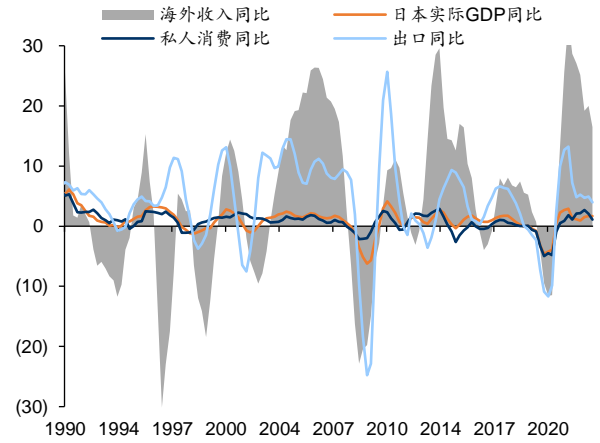
**同期政府采取一系列措施鼓励企业出海：**1) 推动多边和双边贸易协定：签订《跨太平洋伙伴关系协定》和《日欧经济伙伴关系协定》，降低贸易壁垒，提供更大的海外市场准入；2) 财政和金融支持：通过日本国际合作银行（JBIC）和日本出口贸易保险（NEXI）等机构提供财政和金融支持，帮助企业处理海外投资的风险和成本；3) 技术和创新支持：支持研发和技术创新，帮助日本企业提高其在全球市场的竞争力等等。日本企业面临的出海环境较好，产品质量口碑良好，日本政府的支持为日本产业出海提供了坚实的后盾。日本借此在海外“再造了一个日本”，GDP 虽然停滞，但 GNI 持续膨胀。

图表36：日本居民经历近二十年“去杠杆”过程



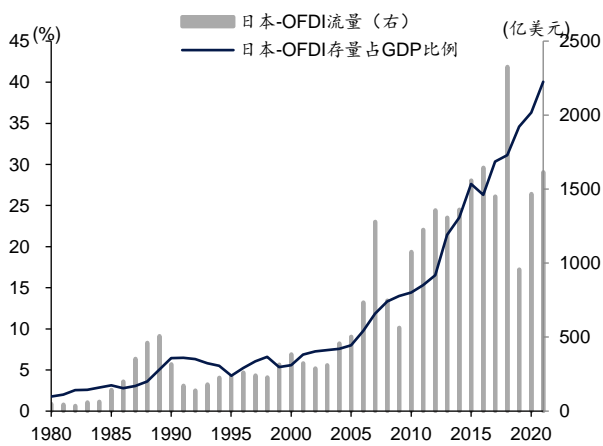
资料来源：Wind，华泰研究

图表37：日本对外出口和海外收入保持高增速



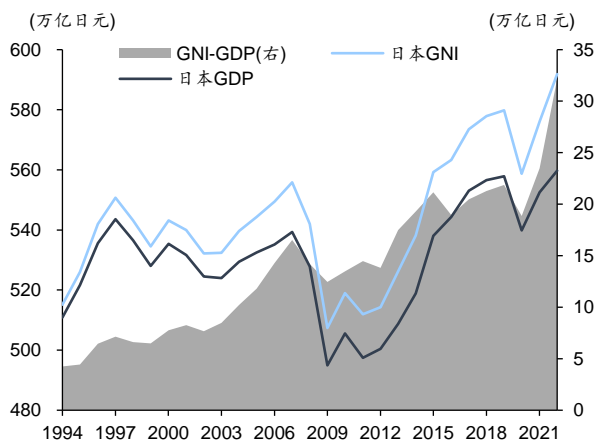
资料来源：Wind，华泰研究

图表38：2003年后日本企业加速“出海”



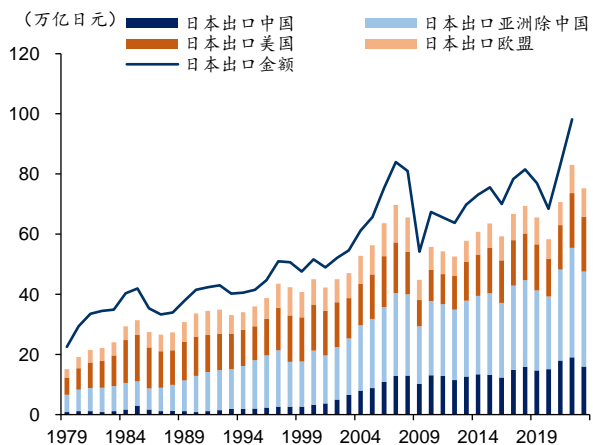
资料来源：Wind，华泰研究

图表39：GNI 持续高于 GDP，获得大量海外收入



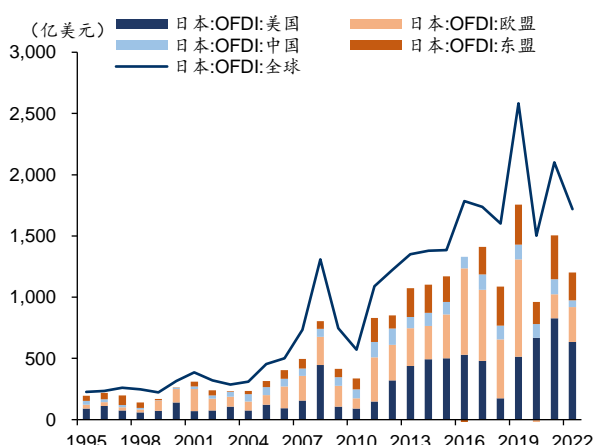
资料来源：Wind，华泰研究

图表40：2000年后日本对亚洲出口快速增长



资料来源：Wind，华泰研究

图表41：2010年后日本扩大了对欧美市场的直接投资

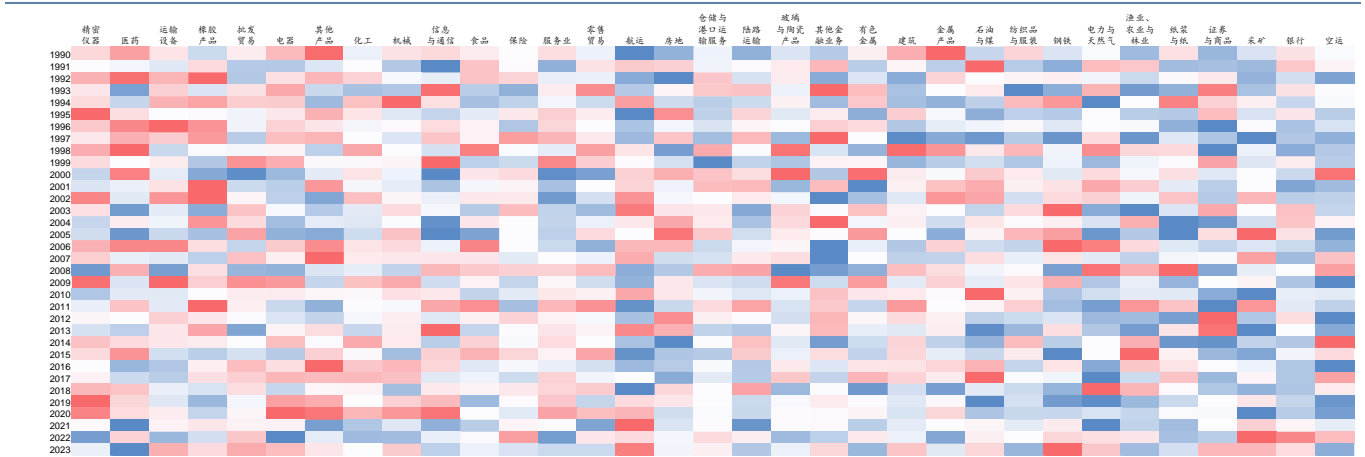


资料来源：Wind，华泰研究

## “立”之产业：出海与结构寻机

日本经历泡沫破灭之后，本土企业面临着日元升值、国内市场萎缩和成本上升等多重挑战。这一背景下，诸多企业被迫重新审视其商业模式和国际化战略。其中，部分企业积极布局“出海”战略，实现供应链和产业链的全球化布局，带动企业走出“第二成长曲线”，精密仪器等始终具备竞争力。此外，日本老龄化问题使得医疗、保险等行业受益；在经济放缓的大背景下，日本消费者更注重性价比，利好平价消费相关的零售贸易业；此外，平价消费并不代表消费降级，相反地日本消费者对品质仍有一定要求，日本企业通过积极产品创新迎合了消费者的需求，并通过国内国外同步发展的战略获得了可观的收益。

图表42：日本在过去三十年仍有相对占优行业



注：每年收益率高的行业为红色，收益率低的行业为蓝色，行业按照1990年至2023年行业涨跌幅排序

资料来源：Bloomberg，华泰研究

### 向外：寻求产业出海机会

#### 产业出海的背景：日企产业链的破局之路

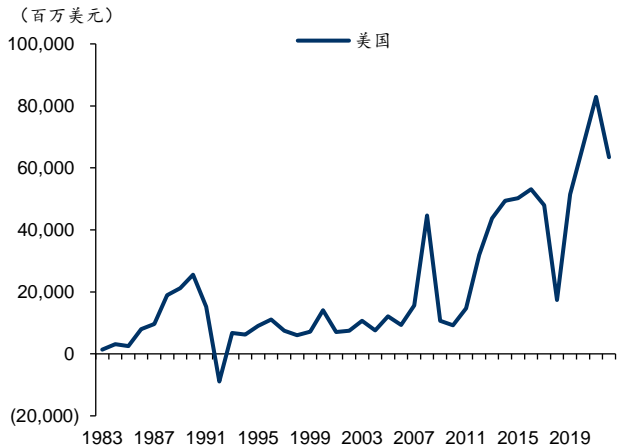
“失去的二十年”中，日本产业面对出口减少和内需衰弱的制约，采取内沿和外革的产业复兴探索，部分产业缓步走出阴霾，在出海和产业改革方面寻找新的机会。“失去的二十年”中，日本仍有部分行业相对占优。受制于出口减少和内需衰弱，日企转向出海寻找新机会，日本对外直接投资在“失去的二十年”里快速增长。从规模上看，日本对外投资存量占GDP比例从1985年3%大幅提高到2022年的50%。

从阶段上看，以丰田汽车为代表的日本产业出海逐渐从1985年广场协议伊始的“产地销”模式，过渡到1990年后“销地产”模式。

- 1) 1985年广场协议伊始的“产地销”模式，即在海外建立生产基地来满足日本国内和出口市场的需求。这种模式旨在利用廉价劳动力和资源，使日本企业能够生产出价格竞争力强的产品；
- 2) 1990年后“销地产”模式，即更多地关注海外市场，通过在目标市场投资建厂以及本土化创新迎合当地消费者需求，实现市场份额的全球化扩张。由于日本国内消费需求长期处于低迷状态，倒逼国内企业拓展海外市场，以创造“第二增长曲线”。这一阶段看到了大规模的海外市场扩张，企业更专注于销售渠道和品牌在全球范围内的建立。

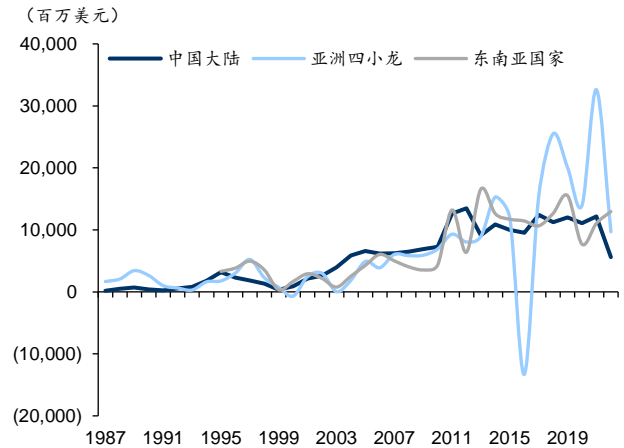
从出海目的地角度，随着对外投资策略的调整，日本产业出海对象也相应发生了变化。80年代日美发生贸易战，日本汽车厂家为绕过关税限制转而赴美投资，这一阶段日本产业出海地以美欧等发达国家为主。进入21世纪，日本企业的对外投资重点转向了亚洲新兴市场，尤其是中国。这一转变是由中国加入世界贸易组织和其迅速的经济增长所驱动的。日本企业利用中国庞大的劳动力资源和市场潜力，大量投资于制造业和供应链管理。但在2010年以来，受劳动力成本等多重因素影响，日本对中国直接投资增速放缓，产业出海目的地向东南亚转移。

图表43：美日贸易战后日本对美国直接投资迅速增加



注：负数代表超额回拨；由于美元换算方法的不同、直接投资定义的改变等原因，1995年以前的数据没有连续性。由于国际收支统计标准变更，2013年以前和2014年以后的数据不具有连续性  
资料来源：JETRO，华泰研究

图表44：21世纪日本产业出海地向亚洲转移



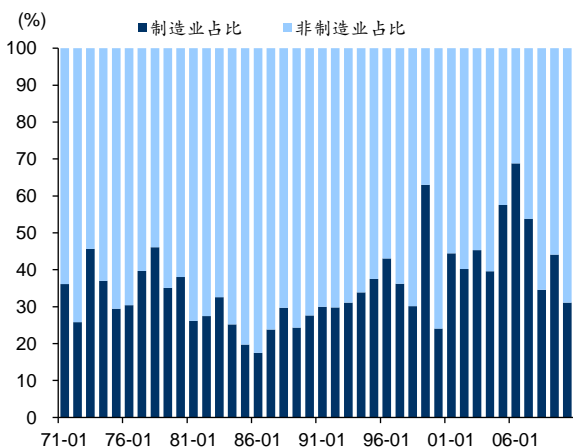
注：负数代表超额回拨；由于美元换算方法的不同、直接投资定义的改变等原因，1995年以前的数据没有连续性。由于国际收支统计标准变更，2013年以前和2014年以后的数据不具有连续性  
资料来源：JETRO，华泰研究

日本对外投资不仅是资本的转移，也包括技术和产业链整体的转移。其中，日本对美欧地区的对外直接投资属于水平型，便于绕过贸易壁垒拓宽海外市场，同时学习当地先进科学技术。日本对21世纪初期中国及现在东南亚地区的对外直接投资更多属于垂直型，主要在于利用不同国家的比较优势，具体表现为日本逐步将高附加值的生产环节留在国内，而将低附加值的生产环节转移到海外。

产业出海的结构：从制造业到服务业

从产业结构上看，日本对外直接投资表现为从制造业向非制造业转移。受益于日本先进的技术与“贸易立国”下积攒的出口经验，其电气设备等高端制造业在20世纪末期率先出海。而后非制造业也加入出海的浪潮，如今占据日本对外直接投资的主要部分，其中主要包括金融保险、食品等。

图表45：当今日本对外直接投资以非制造业为主



资料来源：JETRO，华泰研究

图表46：日本对外直接投资由制造业向非制造业转移

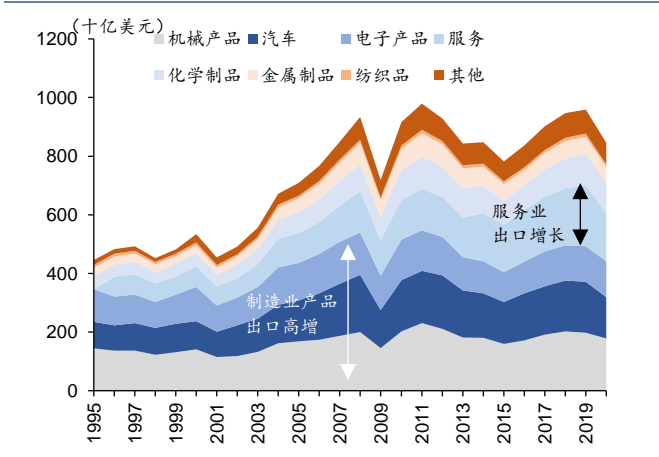
单位：亿美元	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
制造业	655	510	544	554	577	1041	169	520	515
食品	188	36	37	101	6	53	163	52	24
化学药品	65	88	78	93	147	421	-322	153	96
通用设备	73	80	62	92	76	66	-20	68	88
电气设备	60	85	100	61	94	128	132	85	73
运输设备	97	129	127	84	110	224	113	56	95
精密仪器	7	9	12	29	12	28	11	12	25
其他制造业	164	84	128	92	133	121	84	94	114
非制造业	655	852	1014	1092	874	1286	837	1572	1101
金融保险	192	346	86	329	256	369	515	576	359
批发零售	186	136	187	285	137	579	376	520	296
通信	78	118	177	235	379	58	-246	185	117
矿业	54	48	63	11	96	97	25	99	101
服务	66	54	376	90	-132	-17	56	43	98
房地产	15	37	52	65	38	108	21	48	37
其他非制造业	63	113	73	77	100	92	90	101	93

资料来源：JETRO，华泰研究

从产业结构特征来看，日本企业全球化转型经历从以制造业为主导过渡到服务业主导的特征，并从由大型企业领头的单一模式转变为包括中小企业在内的多元化投资策略。1) 在制造业领域逐步向微笑曲线的两端延伸，向上游的技术研发以及下游的消费品行业进行拓展；2) 服务业占比显著提升，对外投资服务业占比由2005年的40%上升至2022年的60%以上，主要集中在金融保险、批发零售和通讯服务领域；3) 投资主体由龙头企业向中小企业转移，中小企业借助龙头企业成熟的全球产业链和供应链网络，积极出海，形成日本企业出海特有的“雁阵模式”。经过两个阶段的全球化扩张，日本外贸企业海外子公司营收占比由1997年的37.5%，大幅提升至2020年的70%，几乎翻了一番。

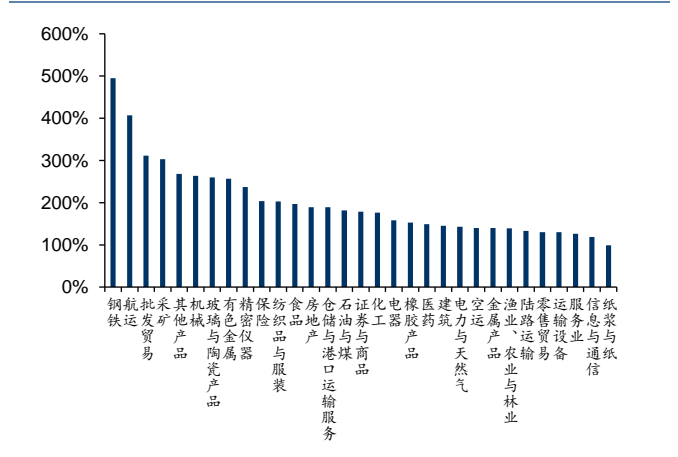
**第一阶段，依托产品出海，高端制造行业快速发展。**日本企业出海存在较多结构性机会，在2000-2007年期间，日本对外出口的产品以高端制造业为主，如：机电产品、汽车、电子产品等快速增长，主要利好的行业包括：1) 汽车制造业，丰田、本田、尼桑等公司通过在不同国家建立生产基地和销售网络，成功进入国际市场；2) 电子产品和科技行业，日本的电子公司如索尼、松下、NEC等在这段时期积极扩张，通过推出创新的电子产品，如电视、相机、音响设备等，赢得了国际市场份额；3) 工业机械和装备制造业，典型企业如三菱重工等。

图表47：2000年后日本机械、汽车、电子出口高增



资料来源：Wind，华泰研究

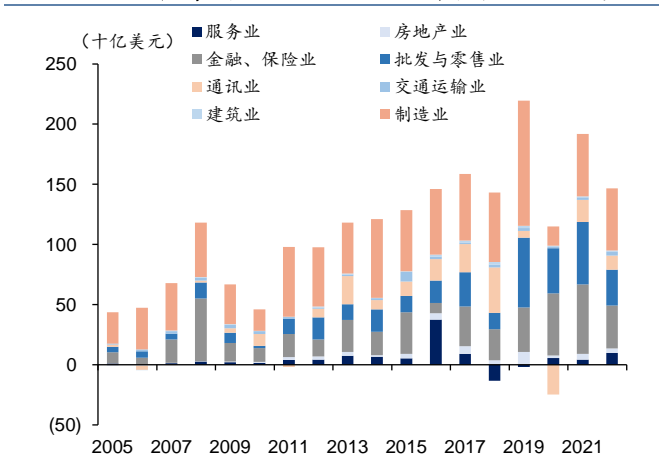
图表48：2003-2007年日本各板块涨幅



资料来源：Bloomberg，华泰研究

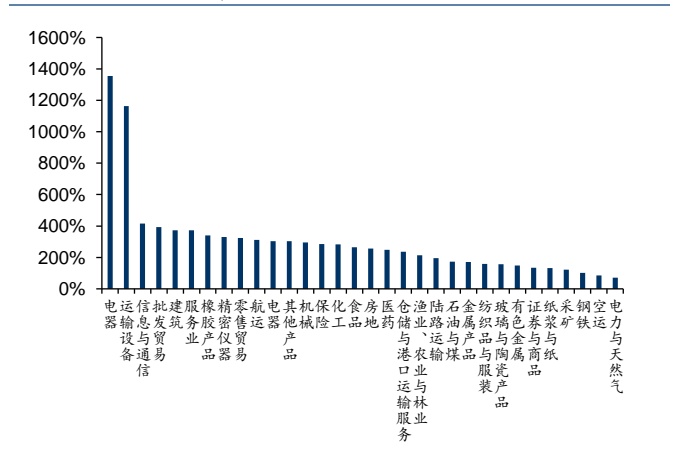
**第二阶段，依托对外投资出海，高端制造业保持强势，信息科技与服务行业快速崛起。**在第二阶段出海浪潮中，日本高端制造业持续扩大对外投资，通过在海外建厂扩大全球的市场份额。在此基础上，通讯业、批发与零售业、服务业也顺势扩大了海外投资额度。海外投资的扩张带来了相应板块的权益投资机会，2010-2023年期间表现较好的细分行业包括：电器、运输设备、信息通信、批发贸易、服务业、精密仪器、零售贸易，板块的结构性机会或更多是靠企业出海创造的。

图表49：2010年后，高端制造、通信、批发零售等行业对外投资增长



资料来源：Wind，华泰研究

图表50：2010-2023年日本各板块涨幅



资料来源：Bloomberg，华泰研究

产业出海的案例：汽车制造业

在日本出海浪潮中，诞生了诸多杰出企业。比如汽车制造业的丰田、本田、日产；电子领域的索尼、松下、东芝；消费领域的优衣库、无印良品、三得利等。以丰田汽车为例，公司的国际化战略始于20世纪50年，起初以汽车出口为主。1960年代，为了绕过进口限制并更接近当地市场，丰田开始在一些关键市场，如澳大利亚和泰国建立装配工厂。到1990年代，丰田开始扩张其全球网络，在美国、欧洲、亚洲大量建立生产基地和销售网络，奠定了其在全球汽车制造领域的龙头地位。截止2022年，丰田全球销量达到960万辆，创历史新高，其中海外销量占比达85%，连续三年稳居汽车全球销量第一。

日本汽车制造商的全球业务持续增长，专注于现场制造满足本地需求。无论是作为独立运营的全资子公司还是合资企业，日本汽车制造商在美国、欧洲、中国、印度、东南亚等多个国家积极开展当地生产活动。通过在海外市场建立生产基地，日本汽车公司能够更接近其目标市场，从而更好地理解并满足当地消费者的需求。本地化生产还有助于减少运输成本和进口税，从而提高成本效率和市场竞争力。与此同时，日本汽车的业务不仅为东道国创造了就业机会，还通过采购当地零件等方式促进了当地经济的发展。

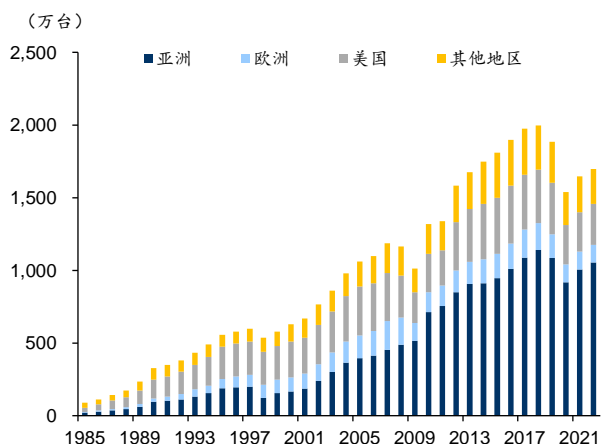
日本汽车业不仅将生产线转移至海外市场，还与当地制造商建立了广泛的合作关系。目前，日本与多国汽车制造商之间形成了多种合作模式，涵盖资本联合、技术合作、联合研发和生产运营，以及销售合作等方面，且这种合作关系逐年扩大。

图表51：日本汽车制造商海外生产基地的地理分布



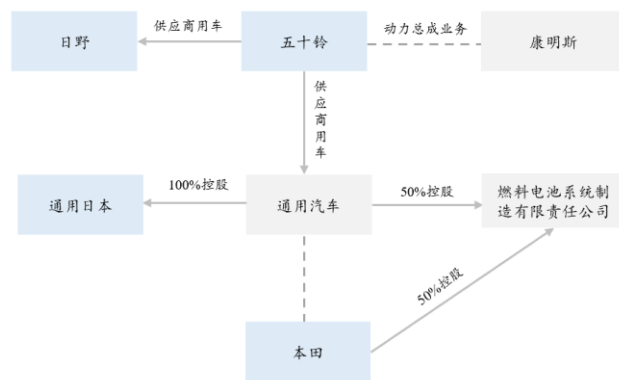
资料来源：日本汽车工业协会，华泰研究

图表52：日本汽车制造商在海外生产数量不断上升



资料来源：日本汽车工业协会，华泰研究

图表53：以美国为例，日本汽车制造商正建立广泛的国际联盟



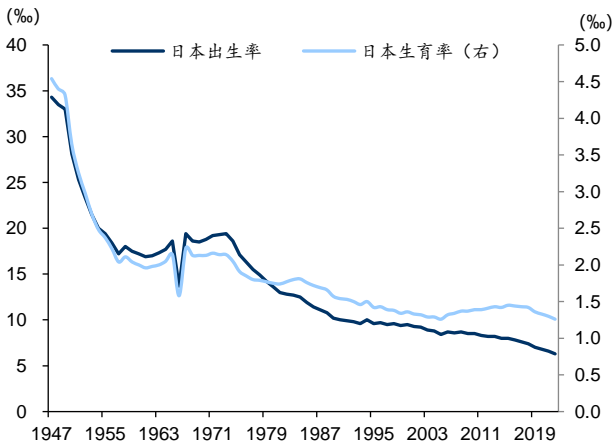
资料来源：日本汽车工业协会，华泰研究

## 向内：依托资源禀赋寻找机会

### 银发经济：养老产业繁荣发展

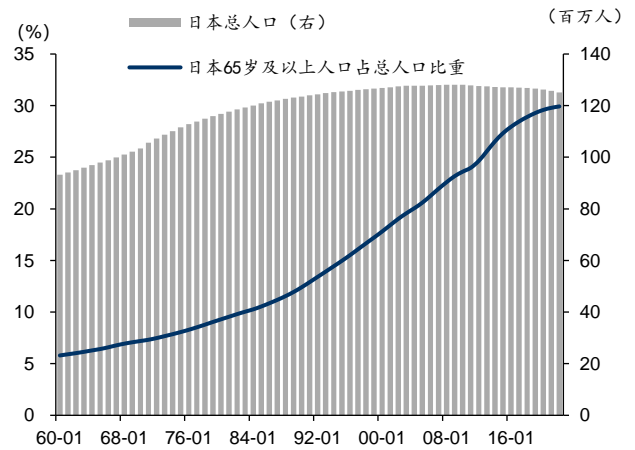
日本在 70 年代末期开始经历人口老龄化，到 80 年代初，老龄化的趋势已经变得十分明显。这一转变主要归因于两个因素：一方面，自 60 年代末期起，日本的出生率开始显著下降。同时，受益于医疗保健的改进和生活水平的提高，日本老年人口比例逐渐增加。1989 年，日本的总生育率下降到 1.57，并被称为“1.57 冲击”，这标志着日本生育率的进一步下降，由此日本政府和社会真正开始关注生育率下降的问题。

图表 54：日本老龄人口趋势



资料来源：Wind，华泰研究

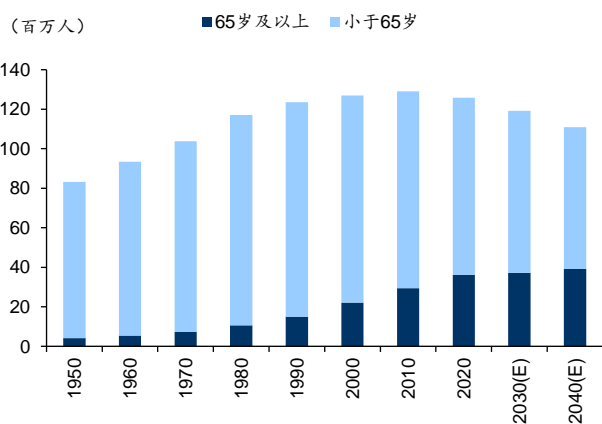
图表 55：日本人口老龄化严重



资料来源：Wind，华泰研究

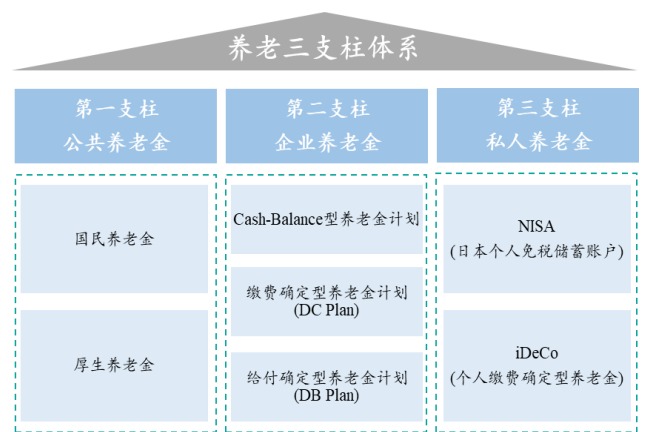
快速老龄化和出生率下降背后是财富向老年人聚集。一方面，根据生命周期理论，中年时期会积累大量财富，储蓄大大增加，在老年时期积累大量财富。尤其是泡沫时期一代收入稳定，享受了时代红利，2022 年日本 60 至 69 岁年龄层的人均储蓄高于其他年龄层。另一方面，日本的养老金制度构建了三大支柱，即公共养老金、企业养老金和私人养老金，老年人在退休后能够享受相对稳定的养老金收入，这在一定程度上加剧了财富向老年人聚集的趋势。

图表 56：日本老龄人口趋势



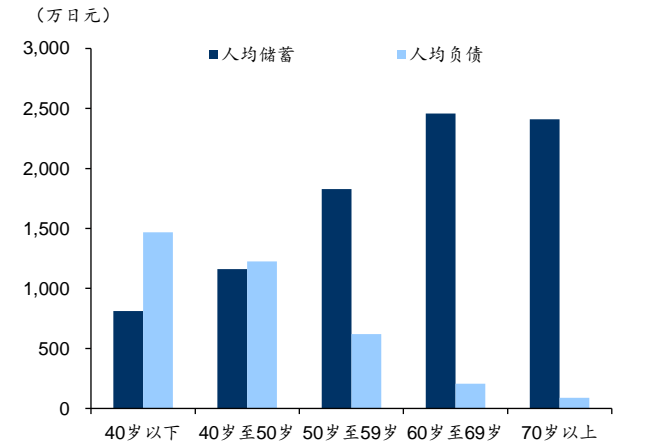
资料来源：Ministry of Internal Affairs and Communications，华泰研究

图表 57：日本养老金三大支柱体系



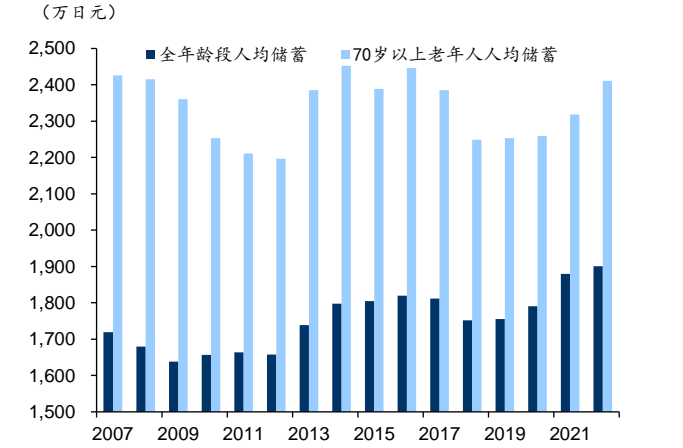
资料来源：厚生劳动省，华泰研究

图表58：2022年日本老年人财富积累



资料来源：e-Stat，华泰研究

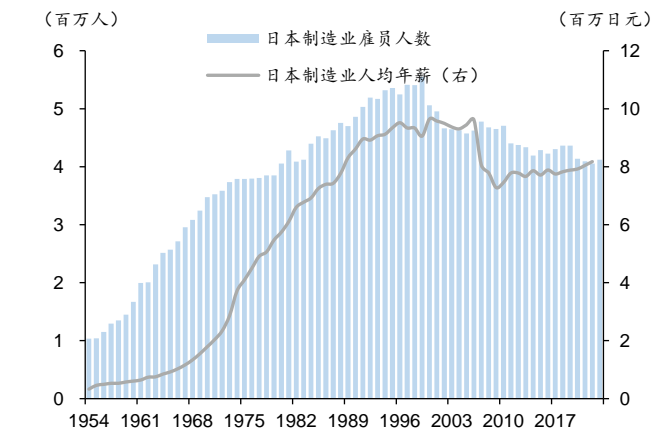
图表59：长期以来，日本老年人的人均储蓄高于全年龄段均值



资料来源：e-Stat，华泰研究

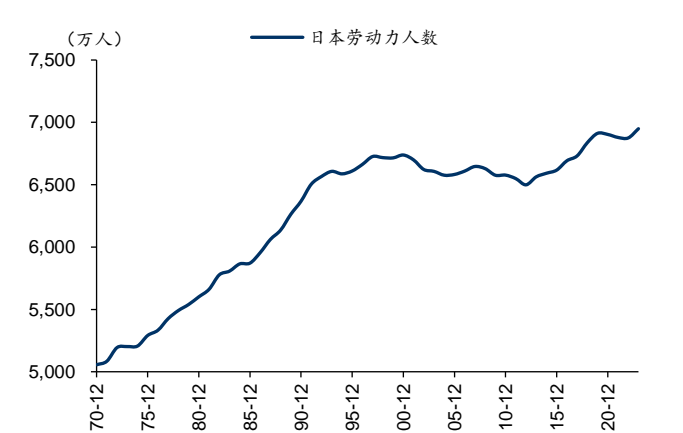
人口老龄化还导致了日本劳动力的短缺与用工成本的上升。随着老年人口的增加，日本劳动力市场供应减少，“用工荒”问题加剧，许多企业表示“正式员工人手不足”。此外，随着劳动力的减少，企业为了留住有限的劳动力资源，不得不提高薪资水平和提供更多的福利待遇。这导致了用工成本的上升，企业的生产成本压力加剧。

图表60：日本劳动力成本迅速提高



资料来源：Wind，华泰研究

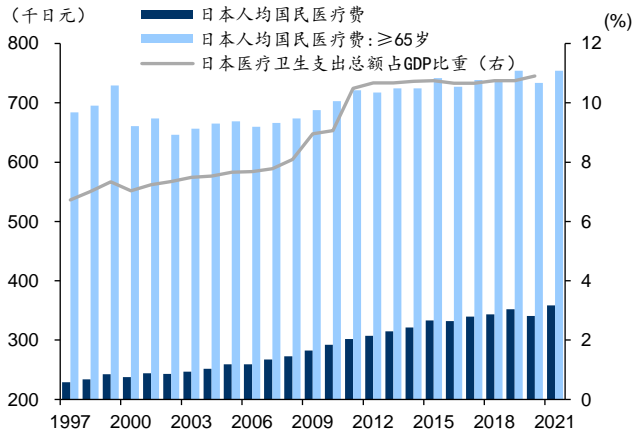
图表61：90年以来日本劳动力人数增速放缓



资料来源：Wind，华泰研究

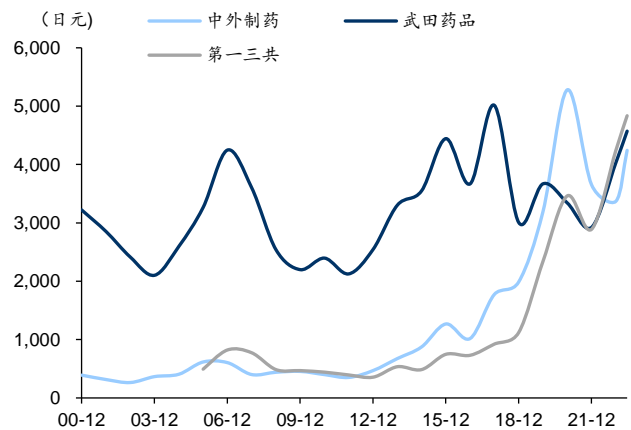
老年群体带动的医疗刚需拉动业绩，叠加创新药的研发，形成医药制造业的长期景气。由于日本老龄化进程的加快，日本社会保障性支出刚性增长，凭借老龄化需求，养老相关的医疗医药企业迅速发家。在高需求驱动下，日本医疗医药企有动力、也有资金持续研发，针对疑难重症的“创新药”不断涌现，从而铸就了日本医药制造业的兴旺。

图表62: 日本人均医疗卫生支出增长迅速



资料来源: Wind, 华泰研究

图表63: 老龄化相关的医药企业股价走势



资料来源: Wind, 华泰研究

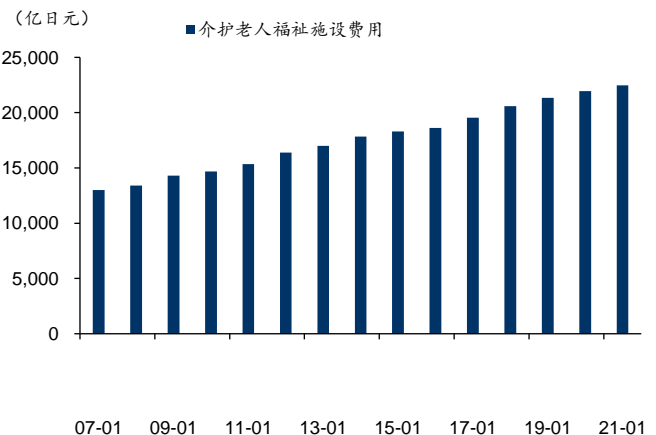
老龄化催生了社会服务和养老产业的繁荣，养老产业迅猛发展背后是政策的大力支持。介护保险法的修订充分体现了政府对养老服务的关切。政府通过不断优化法规，拓展了介护服务的范围和深度，以更好地适应老年人护理需求的多样化和日益增加的规模。政府在财政层面也表现出对养老产业的扶持力度。近年来，政府逐步增加了对介护老人福祉设施费用的投入，致力于提高养老服务设施的数量和水平。这种财政支持为养老产业提供了强大的资金支持，加速了产业的蓬勃发展。

图表64: 介护保险法修订

修订年份	介护保险法修订内容梳理
2005	增设介护预防性服务；开始提供地域密集型介护及支援服务
2008	对介护服务的经营者进行依法监管、提升疗养病床设施的使用率、改进介护老人福祉设施费用的标准
2011	明确鼓励以地域为基础的居家养老模式（社区综合照料体系）；推进地域密集型服务及小规模复合型服务机构的建设；加强介护人才培养和改善其待遇；开设24小时巡回看护服务
2014	根据服务对象的收入将自费率由10%提高到10%-20%；特殊养老机构的介护服务给付条件提高
2017	根据服务对象的收入将自费率由10%-20%提高到10%-30%
2021	修订高额长期护理服务支付制度上限、针对地域复杂的复合型问题强化地域综合照料体系、加强提升介护人才素质、优化福利设备租赁费用等
2024	修改计划：（1）针对介护保险的可持续发展，考虑将10%的自付费提升至20%；（2）是否收取护理计划费用；（3）是否将轻度护理人员转移至地域支援服务体系

资料来源: 知网, 厚生劳动省, 华泰研究

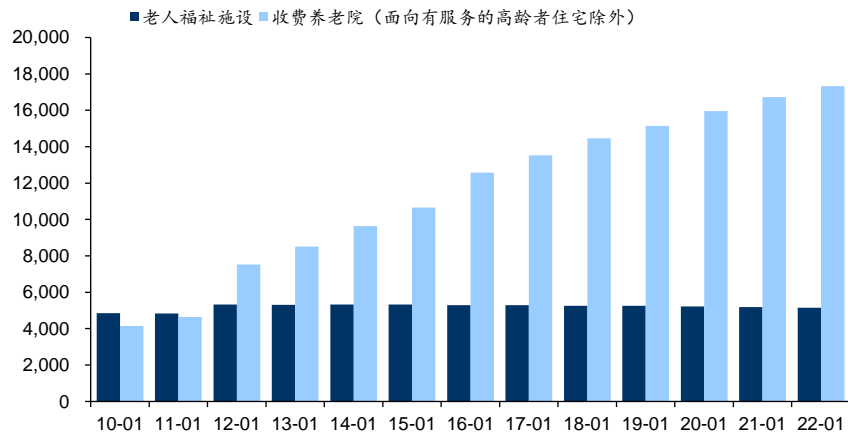
图表65: 介护老人福祉设施费用



资料来源: 厚生劳动省, 华泰研究

由于老年人储蓄充足且老年人需求逐渐凸显，银发服务和银发产品获得了广阔的发展空间。收费养老院的快速增长体现了养老产业的活力和应对老龄化挑战的灵活性。这些养老院不仅提供高标准的居住环境和专业护理服务，而且通过不断创新，满足老年人对于社交、文化活动和生活品质的多样需求。收费养老院数量的迅猛增加不仅反映了养老产业的发展态势，也为社会提供了更多元化的养老选择。

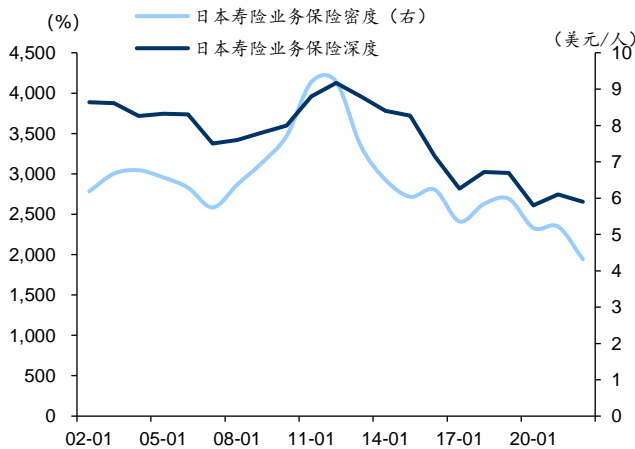
图表66：收费养老院数量迅速增长



资料来源：厚生劳动省，华泰研究

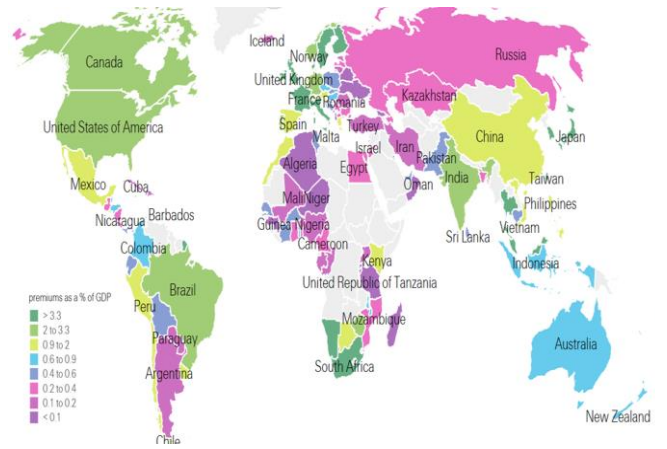
日本人口老龄化问题使得日本人民对保险方面尤为重视，保险成为仅次于银行存款之外的第二大投资方式，其中寿险是日本保险业务的核心板块。泡沫经济的破灭后日本长期处于低利率环境，但由于寿险公司承诺了最低回报率，日本的寿险业遭遇了一场严重的破产潮。但日本寿险业通过精耕传统寿险模式逐渐走出低迷，如今日本寿险渗透率也远高于全球平均水平。由于医疗卫生费用持续上升，日本人对于医保的需求不断增加，寿险公司优化产品结构，推出了更多种类的医疗保险产品，例如高额医疗费用保险以及长期护理保险等来满足消费者需求。

图表67：日本寿险业务保险密度与保险深度



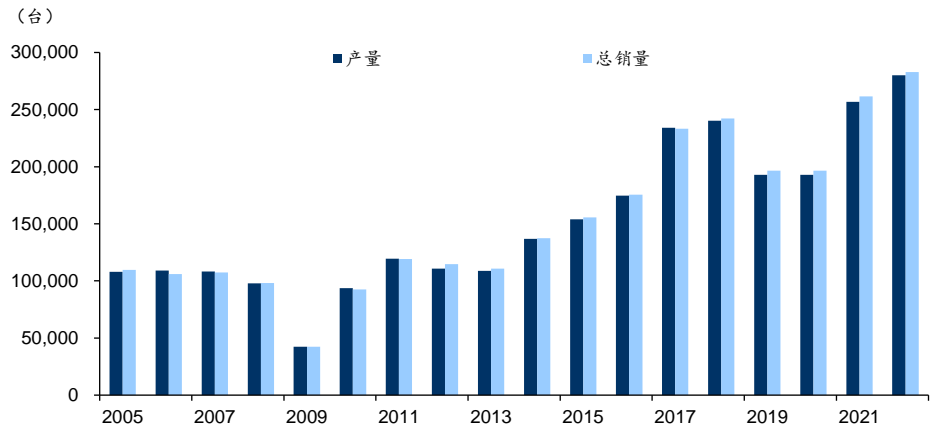
资料来源：Wind，华泰研究

图表68：日本寿险渗透率远高于全球平均水平



资料来源：瑞士再保险公司，华泰研究

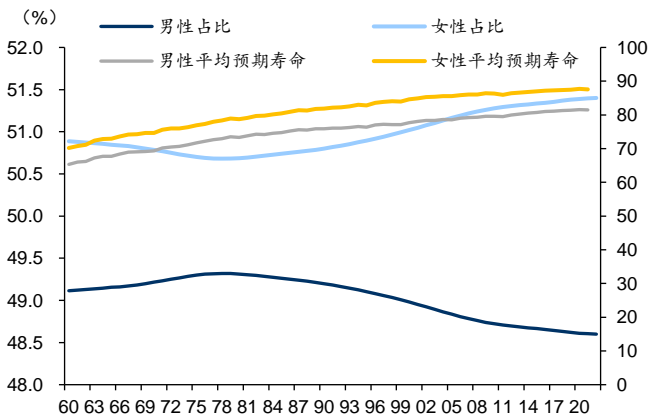
人口结构的老龄化挑战带来劳动力缺口问题，机器人产业获得了发展机遇。随着老年人口的增加，传统的劳动力供给减少，传统劳动力模式面临严峻的矛盾。而机器人技术的进步为应对这一劳动力挑战提供了新的可能性。日本人口老龄化促使产业机器人高速发展。日本经济产业省也在其报告中提出加大人工智能、机器人和物联网等新技术的投资，从而应对老龄化挑战。

**图表69：日本工业机器人产销量**


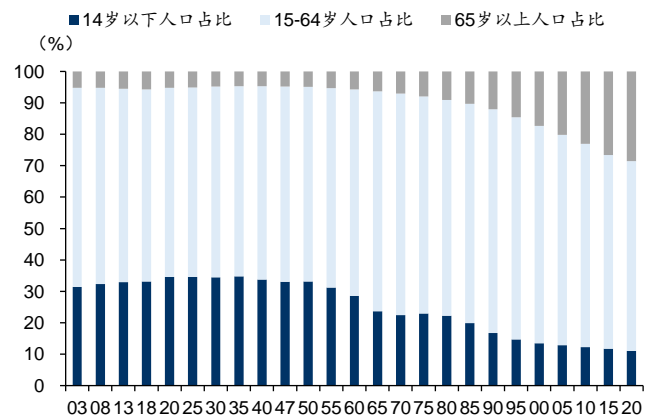
资料来源：日本机器人协会，华泰研究

### 她经济：女性消费快速增长

人口视角下，女性人口总量增长远高于男性，女性人口基数扩大，人口结构从金字塔型变为长矛尖型。70年代后，日本女性人口增速及平均预期寿命始终高于男性，最直接的后果是性别比例失调加剧。人口寿命的增长与出生率的降低使得人口结构迅速步入老龄化，增加了家庭的经济负担，对女性就业比率的提高具有一定的推动作用。经济实力提升+预期寿命延长+自由意识增强，使女性消费成为消费增长的重要一环。

**图表70：70年代后日本女性比例增高**


资料来源：世界银行，华泰研究

**图表71：人口老龄化和少子化问题凸显**


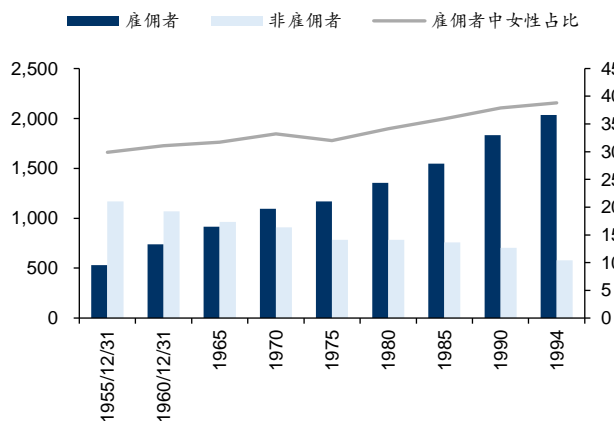
资料来源：Wind，华泰研究

收入视角下，战后日本女性消费力提升的背后是女性家庭及社会地位提高，女性主体角色先后经历了家庭从属至家庭主妇再到独立职业个体的转变两个阶段。

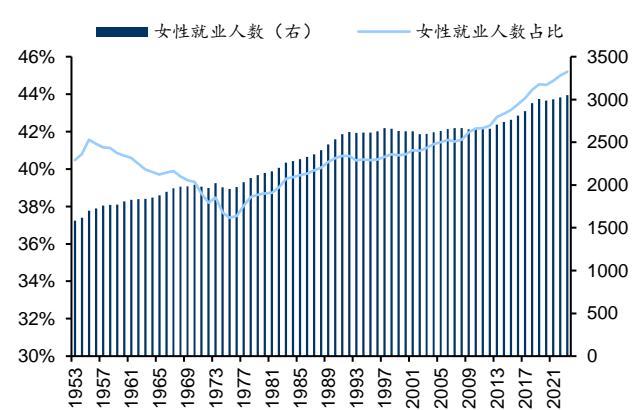
**第一阶段（二战后至 20 世纪 80 年代中期）：封建家长制取消，女性家庭财权确立。**1947 年，民法改革取消封建家长制，对女性的财产权及继承权进行明文规定，女性首次以独立个体进行社会生产消费活动。20 世纪 60 年代，生育高峰劳动力超量供给+企业终身雇佣制提高男性收入额及稳定性+城市化下核心家庭增多家务需求增加背景下，为保证男性充分就业，1972 年《勤劳妇人福祉法》对“男性养家”“女性居家”进行法律确认，标志着日本女性家庭财权的确立。根据国际比较调查的 1982 年数据，日本家庭中妻子掌握财权的比例接近 80%，明显高于美国、西德、英国等其他发达国家。

**第二阶段（20世纪80年代至今）：经济衰退背景下家庭结构随经济结构调整，女性走出家庭进入职场。**家庭结构变化与经济景气度下降是女性就业的直接推动力。20世纪80年代中期以后，人口呈现“少子化”、“高龄化”及“家庭个体化”的新特征，日本经济和社会发展进入新的转折时期，叠加90年代初日本经济泡沫破裂引发的男性失业增加、家庭负担加重，日本政府开始注意从经济保障上强化男女平等政策鼓励女性就业。

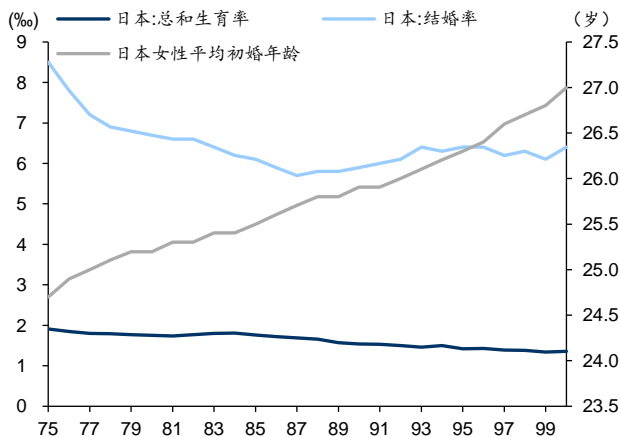
**女性教育程度提升以及个体意识增强，是女性就业提升的客观条件。**女性学历提高使女性社会活动更加活跃。20世纪70年代中期，女性升学率首次超过男性并持续增长。女性个体意识不断增强，平均结婚年龄由1975年的24.7岁增长至2000年的27岁，结婚率较70年代降幅明显，生育意愿也不断降低，为就业市场提供了大量的高质量女性青年劳动力。产业结构的层次化也加强了女性就业的吸收水平。

**图表72：女性雇佣比例提升显著**


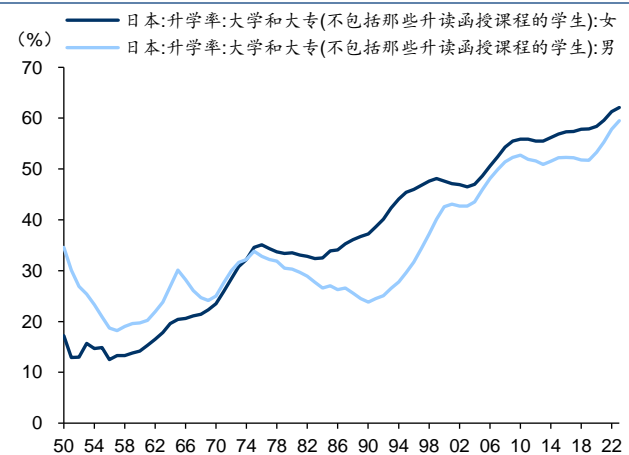
资料来源：总务厅劳动力调查年报，华泰研究

**图表73：女性就业人数占比提升**


资料来源：Wind，华泰研究

**图表74：日本女性晚婚晚育倾向提高**


资料来源：日本人口问题研究所，Wind，华泰研究

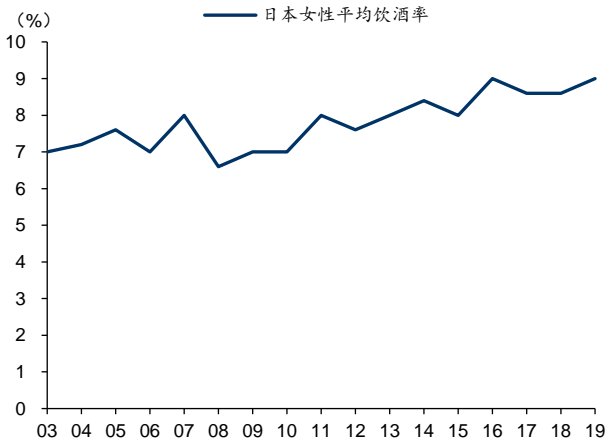
**图表75：日本女性受教育程度不断提高**


资料来源：Wind，华泰研究

**需求视角下，女性收入增长与地位提升推动需求更加多样化、个性化，女性消费占比扩大。**随着女性受教育水平的提高，她们的消费心态也在转变。不再只追求性价比，而更注重潮流体验和情感价值。现代女性，尤其是都市职场女性，在购物时更加强调个性和新鲜感，愿意为能彰显自我风格的商品买单。

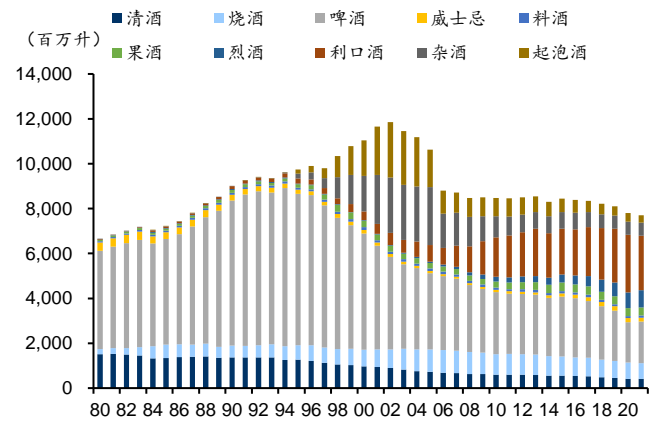
女性社交活动需求增加，“女子会”成为主要的社交形式，女性饮酒行业逐步兴起。女子会是以女性为中心的聚会，通常在饮食店、酒店、咖啡店等场所举办，讨论女性话题。据 hitosara 网站调查，90%的日本女性曾参加过女子会，每三人中就有一人每月都会参加。国立研究所的数据显示，女子会给日本带来的经济效益约为 3.7 万亿日元。饮酒是女子会的常见活动之一，女性饮酒率已增至 9%。利口酒因低酒精含量、多样口味和高性价比受到女性青睐，市场份额自 90 年代以来迅速增长至 31.5%。

图表76：日本女性平均饮酒率呈上升趋势



资料来源：日本厚生劳动省，华泰研究

图表77：果酒、利口酒伴随女性饮酒率增长而销量提升

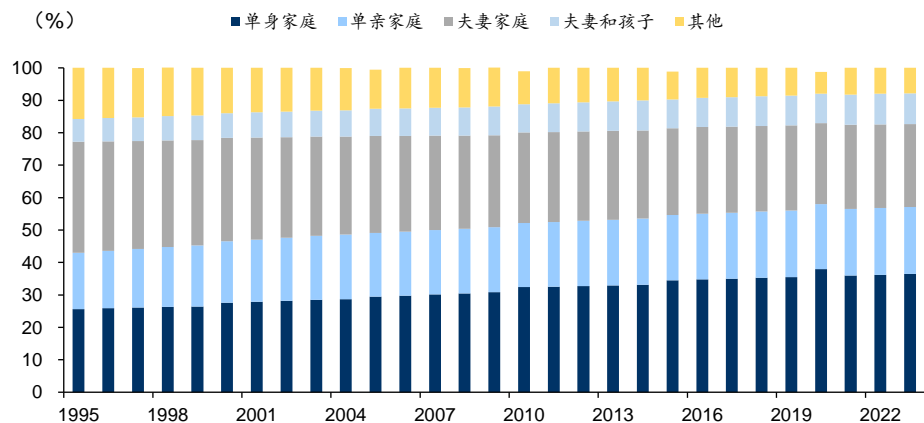


资料来源：日本国税厅，华泰研究

平价消费：追求高性价比

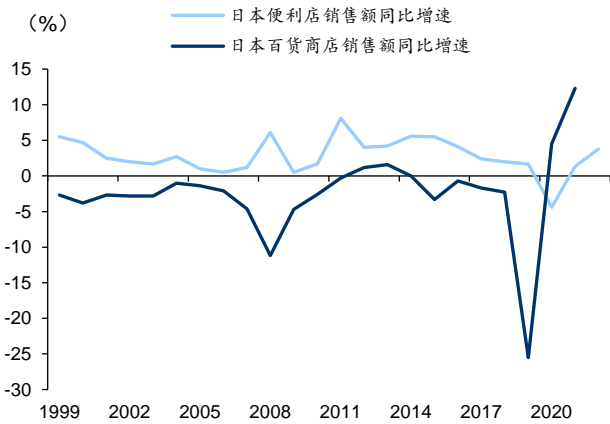
为适应经济的变化，日本国民的消费理念和消费习惯也产生了显著改变，消费趋势也逐渐向平价化迈进，其中表现突出的是日本便利店行业的兴起与繁荣。2000 年以来日本便利店数量一直呈扩张趋势，除 2020 年疫情扰动外销售额同比持续实现正增长。便利店行业的崛起不仅得益于日本国民对便捷和性价比的追求，还与日本的家庭结构分布高度相关。据日本一般家庭调查，2007 年以来日本的单身家庭一直占总家庭结构分布的 30% 以上，是所有家庭结构中占比最大的类型，并不断上升。

图表78：日本一般家庭结构调查



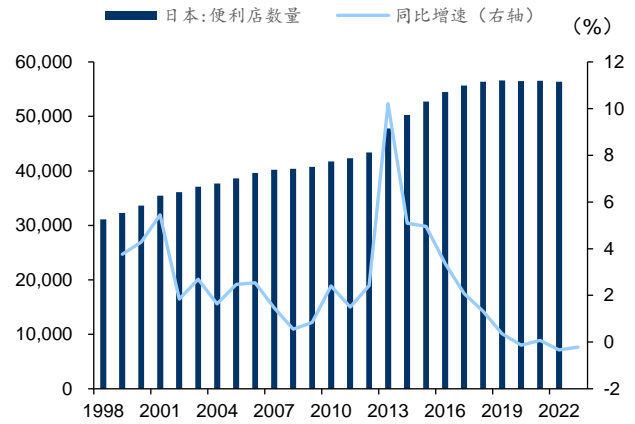
资料来源：Wind，华泰研究

图表79：便利店与百货商店销售额分化



资料来源：Wind，华泰研究

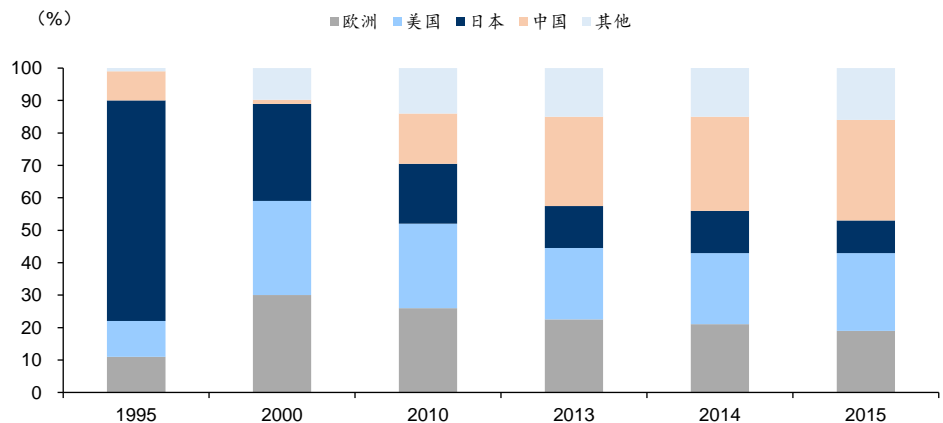
图表80：便利店数量基本维持扩张



资料来源：Wind，华泰研究

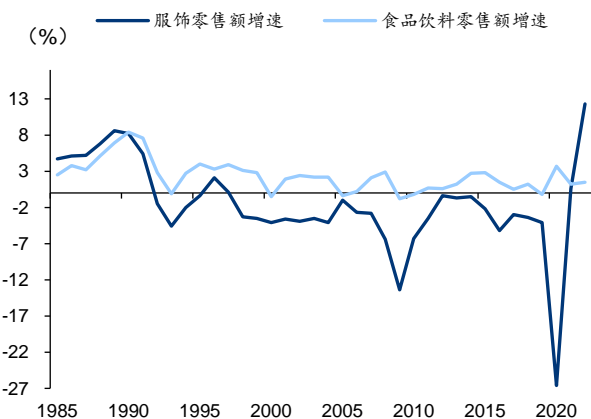
消费平价化另一表现为日本奢侈品市场规模近30年来大幅收缩，低欲望社会促使服饰配件消费向无品牌、休闲、本土倾向发展，在节省服饰开支的同时也促使食品支出在总支出结构中的进一步上升。1990年代，日本奢侈品规模占全球半数以上，但随着收入增长停滞、人口老龄化和阶级固化加深，国民资产负债表修复乏力，日本进入低欲望时代。泡沫经济崩溃后，高端奢侈品和高端休闲娱乐消费明显下滑。消费者更倾向于本土品牌的高性价比比生活用品，而不再追求高端奢侈品来彰显社会地位。

图表81：日本奢侈品市场规模收缩



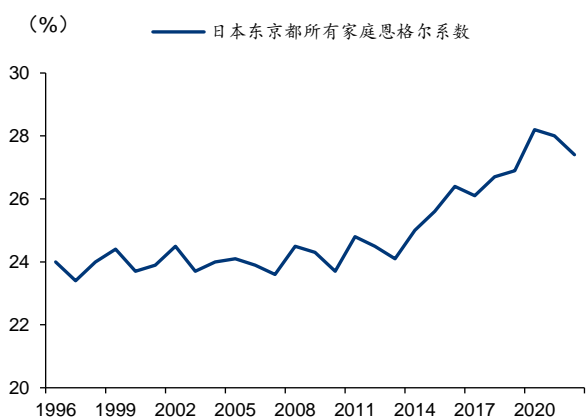
资料来源：世界银行，欧睿，华泰研究

图表82：服饰零售总额下滑



资料来源：日本财务省，华泰研究

图表83：恩格尔系数整体呈上涨态势

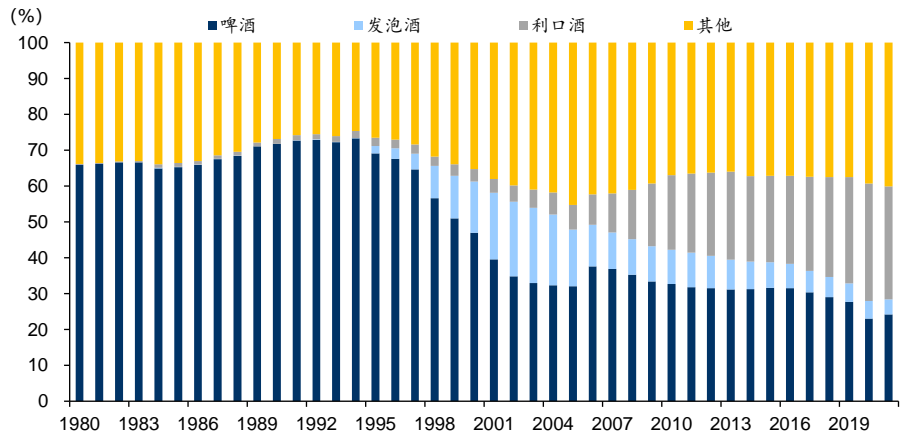


资料来源：东京都统计局，华泰研究

### 消费创新案例：食品饮料

从日本酒业和酱油业的案例，得以窥视消费创新、顺应时势的产业转型。80年代末期朝日根据消费者需求推出 Super Dry 干啤酒，传统啤酒迅速放量；90年代在日本酒税变革的推动下，发泡酒、第三类啤酒依次兴起。此外，精酿啤酒等细分市场也正逐步扩大。近年来日本对酱油的消费量有所下降，但日本酱油产业通过不断创新保持了竞争力。

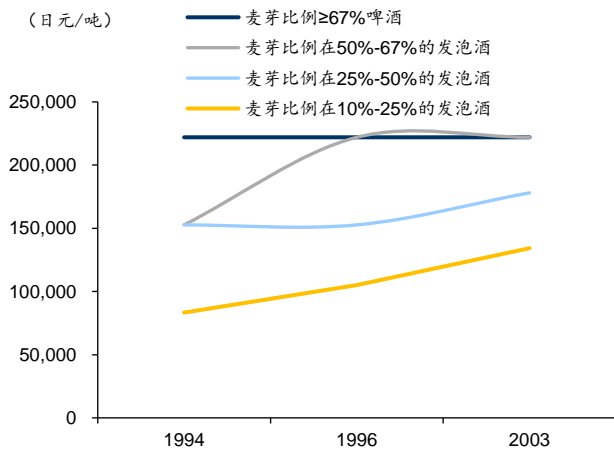
图表84：日本酒业发展沿着啤酒-发泡酒-利口酒展开



资料来源：日本国税厅，华泰研究

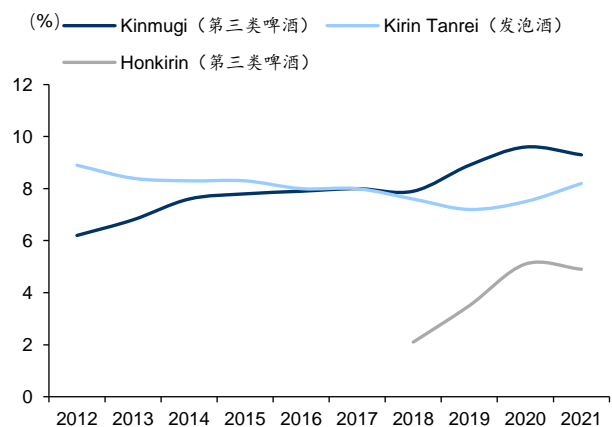
产业创新方面，随着日本酒税和政策改革，发泡酒、第三类啤酒、无醇啤酒崛起。1994年日本提升啤酒税额，啤酒企业不堪重负，转向研发更低麦芽含量的发泡酒产品以降低税负。但由于1996年、2003年发泡酒的税率也被逐步调高，因此酒企推出不含麦芽，但口味与啤酒类似的第三类啤酒。发泡酒与第三类啤酒由于口感清爽、价格便宜受到了消费者的追捧。时至今日，发泡酒与第三类啤酒仍继续受到日本广大消费者的喜爱和追捧，三得利金麦（Kinmugi）与麒麟淡丽（Kirin Tanrei）是仅次于朝日干啤酒（Super Dry）的大单品。

图表85：酒税变革为发泡酒兴起提供契机



资料来源：日本国税厅，华泰研究

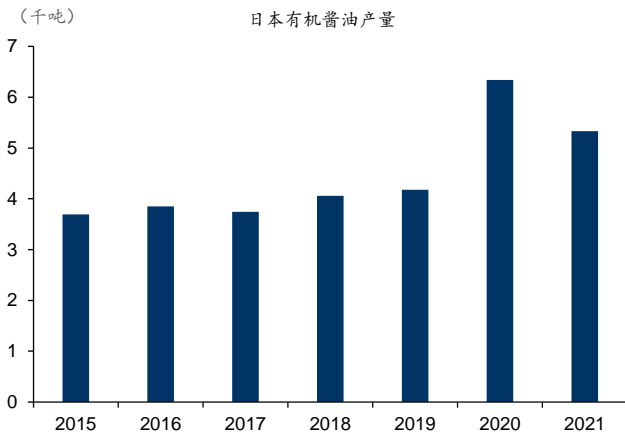
图表86：时至今日发泡酒与第三类啤酒仍占据日本啤酒市场较高份额



资料来源：欧睿，华泰研究

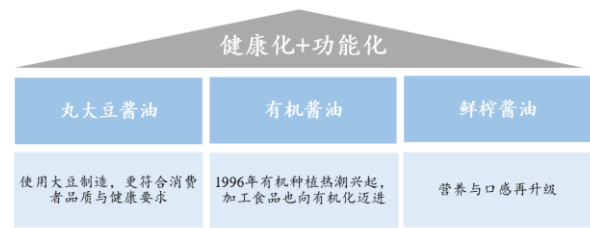
通过不断创新，沿着“健康化+功能化”的路径，日本酱油跟上了时代的潮流，满足了消费者对健康的要求。日本酱油市场正经历着从传统酱油向低钠、九大豆、有机再到鲜榨酱油的转变。与此同时，通过开发酱油衍生产品和拓展海外市场，日本酱油企业在本土酱油需求下滑的背景下仍然保持了竞争力。

图表87：日本有机酱油呈增长趋势



资料来源：日本酱油协会，华泰研究

图表88：90年代以来，日本酱油三次升级



资料来源：华泰研究

### 参考文献：

- [1]伊藤隆敏, & 星岳雄. (2022). 繁荣与停滞：日本经济发展和转型. 中信出版社.
- [2]辜朝明. (2019). 大衰退年代：宏观经济学的另一半与全球化的宿命. 上海财经大学出版社.
- [3]野口悠纪雄. (2018). 战后日本经济史. 民主与建设出版社.
- [4]张季风. (2017). 日本平成经济通论. 社会科学文献出版社.
- [5]池田信夫. (2012). 失去的二十年. 机械工业出版社.
- [6]李光辉, & 黄秋光. (1990). 日本处理金融机构不良资产之运作机制.
- [7]河合正弘, & 王京滨. (年份不详). 八十年代后期日本的资产泡沫：原因、后果和经验教训.
- [8]田正, & 杨功金. (2022). 大变局下日本产业政策的新动向. 日本学刊, (06), 82-103+150.
- [9]伊藤隆敏, & 星岳雄. (2022). 日本产业政策的得与失. 中国改革, (06), 92-96.
- [10]田正, & 江飞涛. (2021). 日本产业活性化政策分析——日本结构性改革政策的变化及其对中国的启示. 经济社会体制比较, (03), 170-179.
- [11]陈刚. (2015). 日本财政政策视角下安倍经济学的逻辑和前景. 现代日本经济, (02), 53-62.
- [12]陈绍华. (2011). 战后日本产业政策研究博士学位论文, 武汉大学.
- [13]戴晓芙, & 刘舫. (2011). 日本金融改革的性质及其效果分析. 现代日本经济, (03), 1-10.
- [14] Fukuda, S. I., & Soma, N. (2021). Evaluation of Japan's Macro-Fiscal Policy and its Challenges. Public Policy Review, 17(2), 1-28.
- [15] Auerbach, A. J., & Gorodnichenko, Y. (2017). Fiscal multipliers in Japan. Research in Economics, 71(3), 411-421.
- [16] Nakaso, H. (2017, October 18). Evolving monetary policy - the Bank of Japan's experience. New York City.

### 风险提示

- 1) 日本通胀及其对货币政策的影响。通胀上行+日元贬至关键点位附近，日本 YCC 调整的可能性升高，可能会对日本市场造成阶段性扰动；
- 2) 外资行为。外资行为对日本股市影响较大，本轮影响日本股市表现的因素在于全球资金再配置，后续关注日本股市能否从估值驱动进入到盈利驱动；
- 3) 地缘环境对日本经济和市场的冲击。地缘冲突属于“影响重大但难于预判”一类，只能做持续跟踪和预算，而不能跟随情绪做投资决策。

## 免责声明

### 分析师声明

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

### 一般声明及披露

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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

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

### 中国香港

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

### 香港-重要监管披露

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

### 美国

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

### 美国-重要监管披露

- 分析师张继强、何颖雯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