

回顾日本 70 年：经济、政策与大类资产复盘



沈夏宜 分析师
Email:shenxiayi@lczq.com
证书:S1320523020004



杨见一 研究助理
Email:yangjianyi@lczq.com

核心观点：

疫情以来，日本经济和日股走出低迷的过程吸引了大量研究关注，日本在 70 余年发展中遇到的各类问题与解决方法也被重新谈及。日本经济自 1946 年至今，经历了繁荣、衰落和复苏，大类资产投资和行业发展的趋势随之变化，在此过程中积累了大量的政策试错与改革经验。日本之鉴，仍需要回到日本经济史，以经济发展的变迁为线索，探索日本体制、政策和大类资产的逻辑与启示。

1946 年至今，日本经历了繁荣、衰落、复苏，具体可以分为 6 个阶段：

- 1946-1973 年，日本通过推动生产、制定收入目标、产业结构调整等，迅速完成了战后经济恢复和资本积累，成为仅次于美国的世界第二大经济体。
- 1973-1985 年，两次石油危机冲击对日本是挑战更是机遇，日系车脱颖而出、传统产业开始转型。产业转型下，日系车和半导体板块崛起，日股领跑全球大类资产。
- 1986-1993 年，美日贸易角力推动广场协议签订，美元有序贬值。日本政府财、货双宽松应对日元升值、出口受阻的压力，随后资本大量流入股市、房地产，资产泡沫迅速发酵，日本资产牛市“绝唱”。
- 1994-2011 年，日本当局意识到经济过热，开始激进加息、收紧地产政策，日本资产泡沫迅速破裂，实体经济和金融市场瘫痪，日本经济一蹶不振，资产大跌，陷入了“失去的二十年”。在此期间，日本针对难以适应经济发展的旧体制进行了诸多改革探索，留下了宝贵经验。
- 2013-2020 年，日本推行安倍经济学，全方位的刺激性政策和福利政策带领日本经济逐步走出低谷。日本经济基本面修复下，日股也最终走出低迷，精密仪器和信息通讯业复苏。
- 2020-至今，日股迎来经济、政策与资金的三面利好。回顾过去，与日本经济周期的变迁相对应的是日股几十年间的起落和不断筛选。内外部环境变化下，日本资产逻辑也发生了转变。以 1990 年为界，日本经济、产业、政策等内部因素在 1990 年以前主导了资产配置逻辑，而外部市场机遇和冲击对日本资产的影响在 1990 年以后增加。

2020 年以后，日股正式走出低迷，这与日本的资金情况、货币政策、财政政策及经济复苏息息相关。总结来看，从日本经济和外部环境来看，日本已经走出“内忧外困”，但未来发展仍需产业创新和政策支撑，需要持续观察。

风险提示：日本相关数据和信息存在偏差；日本经济不及预期；日本宏观政策超预期；全球资金偏好变化。

相关报告

9 月金融数据点评：政策转向后，金融数据有望企稳

2024.10.16

美国 9 月宏观数据点评：就业通胀超预期对降息有哪些影响？

2024.10.15

9 月 PMI 数据点评：制造业景气度改善，服务业景气度回落

2024.10.08

目 录

1. 日本 70 年：经济、政策与大类资产复盘	5
1.1 1946-1973：战后经济恢复与资本积累	5
政策制度：“国民收入倍增计划”创造增长奇迹	5
1.2 1973-1985：两次石油危机下的挑战	7
大类资产：产业转型带来日股机遇	9
1.3 1986-1993：广场协议与宽货币催生资产泡沫	10
泡沫产生：广场协议是导火索，双宽松政策是直接原因	12
大类资产：日本股市、地产的“绝唱”	13
1.4 1994-2011：泡沫破裂，日本经济失去的二十年	14
金融改革：多轮化债探索金融新体制	17
货币政策：超常规货币政策创先河	18
大类资产：日股起落见证“失去的二十年”	23
1.5 2012-2019：“安倍经济学”与走出通缩	25
政策制度：安倍的刺激性政策组合拳	25
大类资产：日本经济基本面修复与日股复苏	27
1.6 2020-至今：内外部环境变化下的日本资产逻辑之变	27
大类资产：日本大类资产的回顾与总结	31
2. 风险提示	32

图表目录

图 1	1946-2024:日本经济发展六阶段 (%)	5
图 2	日本战后资本积累率远超美国同期 (投资额占 GDP 比例)	6
图 3	1955-1975 年日本三大产业占比变化情况	7
图 4	日本各行业占制造业增加值比重 (%)	7
图 5	石油危机对主要世界主要经济体产出的影响	8
图 6	石油危机对主要世界主要经济体产出的影响	8
图 7	原油价格大幅拉升各国通胀	8
图 8	日本央行连续大幅加息应对能源通胀	9
图 9	石油危机为日本出口贸易带来机遇	9
图 10	大类资产累计收益率 (1974-1985)	10
图 11	大类资产复合年化收益率 (1974-1985)	10
图 12	1976-1985 年东证行业指数复合年化收益率 (%)	10
图 13	广场协议催生日元升值压力	11
图 14	银行贷款和贴现余额 (亿日元)	11
图 15	日本房地产与股市演进	12
图 16	日本经济泡沫滋生主要因素和传导机制	13
图 17	日本土地价格大幅变化	13
图 18	大类资产累计收益率 (1986-1989)	14
图 19	大类资产复合年化收益率 (1986-1989)	14
图 20	1986-1989 年东证行业指数复合年化收益率 (%)	14
图 21	90 年代房地产泡沫后税收调控政策	15
图 22	大类资产累计收益率 (1990-1997)	16
图 23	大类资产复合年化收益率 (1990-1997)	16
图 24	1990-1997 年东证行业指数复合年化收益率 (%)	16
图 25	日本股市及不良贷款的曲折修复过程	17
图 26	日本银行危机掀起金融体制改革	18
图 27	改革后日本的金融监管形式	18
图 28	日本货币政策变化	19
图 29	大类资产累计收益率 (1998-2002)	19
图 30	大类资产复合年化收益率 (1998-2002)	19
图 31	1998-2002 东证行业指数复合年化收益率 (%)	20
图 32	日本政府化解债务压力	20
图 33	中国经济发展, 日本对中国和其他亚洲国家出口上升 (百万美元)	21
图 34	大类资产累计收益率 (2003-2007)	21
图 35	大类资产复合年化收益率 (2003-2007)	21
图 36	2003-2007 东证行业指数复合年化收益率 (%)	22
图 37	全球金融危机后日本央行谨慎扩表	22
图 38	大类资产累计收益率 (2008-2012)	23
图 39	大类资产复合年化收益率 (2008-2012)	23
图 40	2008-2012 东证行业指数复合年化收益率 (%)	23
图 41	泡沫破裂后日本国债收益率走势 (%)	24
图 42	大类资产累计收益率 (1990-2012)	24
图 43	大类资产复合年化收益率 (1990-2012)	24
图 44	1990-2012 年东证行业指数复合年化收益率 (%)	25
图 45	安倍经济学实行货币超发及政府举债的模式提振经济	26
图 46	安倍时期社会失业率下降、通胀回正 (%)	26
图 47	大类资产累计收益率 (2013-2019)	27
图 48	大类资产复合年化收益率 (2013-2019)	27
图 49	2013-2019 东证行业指数复合年化收益率 (%)	27
图 50	1974-2024 年美日政府债期货价格对比 (美元)	28

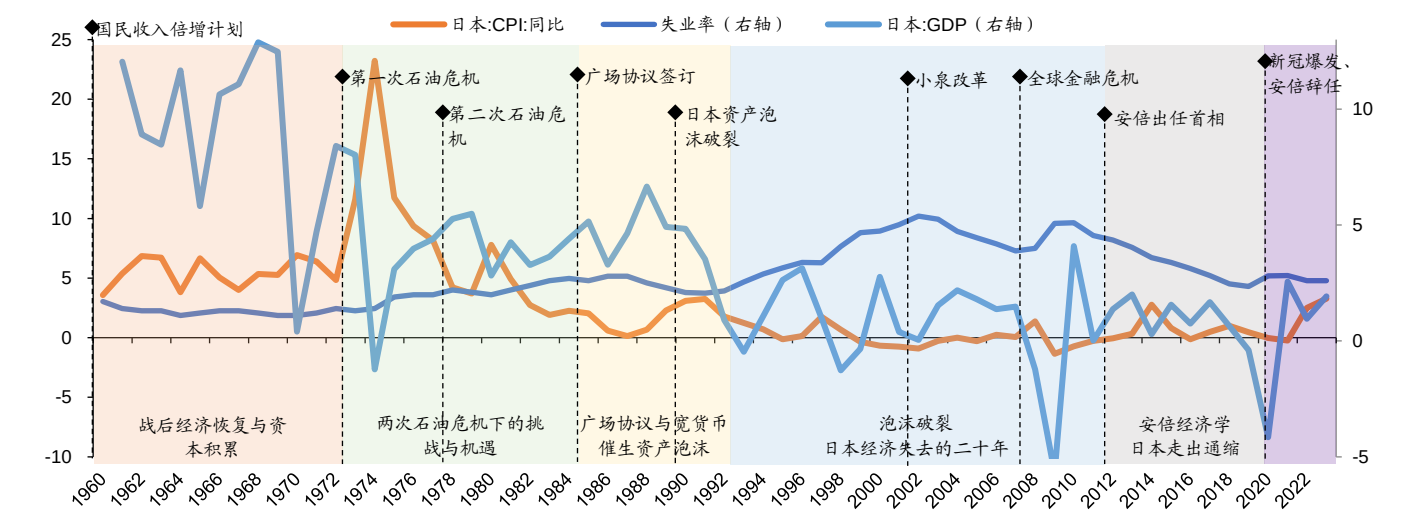
图 51	日本经济受到疫情冲击后快速恢复	29
图 52	美国政策利率、失业率、纳斯达克指数走势	29
图 53	日本外商直接投资净流入 (FDI; 十亿美元, %)	30
图 54	大类资产累计收益率 (2020-2023)	30
图 55	大类资产复合年化收益率 (2020-2023)	30
图 56	2020-2023 东证行业指数复合年化收益率 (%)	31
图 57	全球大类资产累计收益率 (1974-2023)	31
图 58	日本大类资产累计收益率 (1974-2023)	31

1. 日本 70 年：经济、政策与大类资产复盘

疫情以来，日本经济和日股走出低迷的过程引发了大量研究关注，日本在 70 余年中遇到的各类问题与解决方法也被重新谈及。日本经济自 1946 年至今，经历了繁荣、衰落和复苏，并在此过程中积累了大量的政策试错与改革经验。以广场协议的签订为分界线，日本经济在经历巨变的同时，新旧制度不断碰撞，货币、财政、土地等各领域政策更迭，留下了宝贵的经验与教训。日本之鉴，仍需要回到日本经济史，以经济发展的变迁为线索，探索日本制度与政策演变，以及大类资产投资和行业发展的趋势变化。

日本战后 70 年的经济发展可以划分为六个阶段，分别是①1946-1973：战后经济恢复与资本积累；②1973-1985：两次石油危机下的挑战与机遇；③1986-1993：广场协议与宽货币催生资产泡沫；④1994-2011：泡沫破裂，日本经济失去的 20 年；⑤2012-2019：“安倍经济学”，日本走出通缩；⑥2020-至今，日股迎来经济、政策与资金的三面利好。下文简要回顾了各阶段日本经济、政策、大类资产在 70 年发展历程中的变化和启示。

图1 1946-2024:日本经济发展六阶段(%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

1.1 1946-1973：战后经济恢复与资本积累

“倾斜生产方式”为日本战后工业化发展打下坚实的基础。1946 年，战争结束后的日本百废待兴，实际 GDP 只有战前的 62%，国内出现恶性通胀严重，经济萧条，社会矛盾加剧。因此，吉田茂任首相后首先要控制通货膨胀，力求尽快恢复生产，并采纳经济学家有泽广巳等的建议，推行“倾斜生产方式”，即将一切经济政策的重心放在煤炭和钢铁行业，从而带动其他产业恢复。这一政策在美国的支持下短期内取得了可观成果。到 1953 年下半年，以经济为主导的各项社会活动均超过了战前水平。1955 年被视为二战后日本经济完成复兴目标的一年。

完成战后恢复以后，日本经济开始走上发展快车道，但整体的技术水平和产业结构依旧落后。1960 年以后，日本连续实现年均 10% 左右的高速经济增长，国家整体经济实力大为增强，但产业技术和结构发展较慢，对外贸易长期处于逆差，且存在着国民收入较低、消费水平低迷、经济发展失衡等一系列问题。企业劳动生产率低下、产能过剩、国内需求不足等困境，促成了“国民收入倍增计划”的提出。

政策制度：“国民收入倍增计划”创造增长奇迹

1960 年，池田内阁开始推行以“国民收入倍增计划”为核心的新政策。国民收入倍

增计划（“计划”）确定了今后十年中前三年的增长率为 9%、整体十年的平均增长率为 7.2% 的经济增长目标。主要是通过提高国民经济各部门生产效率，提升居民实际收入水平，建立健全政府收入分配和社会保障机制等方式，实现国民收入翻番目标，提高国民生活水平并实现完全就业。“计划”对国民经济各部门的发展做了长远的战略安排，在基础设施建设、产业升级、平衡发展、促进贸易及国际合作、提高国民素质等方面，对政府部门、民间部门、国民生活做出了详细的规划。

图2 日本战后资本积累率远超美国同期（投资额占 GDP 比例）

时间	日本平均资本积累率	美国平均资本积累率
1931-1940	17.2%	9.1%
1952-1955	26.0%	15.8%
1956-1960	30.0%	16.1%
1961-1965	36.0%	16.3%
1966-1970	36.0%	16.8%
1971-1973	39.0%	17.8%
1974-1979	34.0%	18.4%
1980-1982	32.0%	18.6%

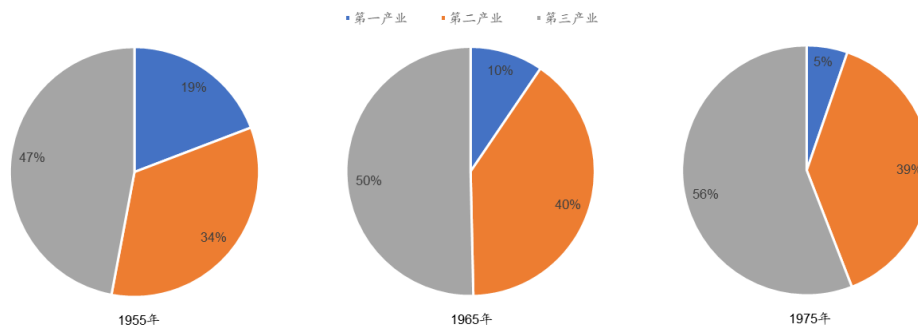
资料来源：同花顺 iFinD，张锁柱《战后日本高速度资本积累的主要途径与特点》，联储证券研究院

“国民收入倍增计划”对日本政府的业绩和企业的发展做出了明确要求。“计划”以法律法规的形式颁布，对政府而言是考核业绩的准则，对企业而言则是指导性计划，为之后的高速发展打下了制度基础。收入提高的同时，日本在 1955-1973 年之间还保持着约 36% 的超高资本积累率，相比之下当时世界主要发达经济体都在 20% 左右，并且资本积累中用于固定资产投资的比例也远高于西方发达国家。

“国民收入倍增计划”期间的两个经济增长期，日本产业结构发生了巨大变化。第一次高速增长期（1955-1965 年），第一产业占比大幅下降，第二产业占比大幅上升。以各产业占总产值的比例来看，第一产业从 23.1% 降至 11.3%，第二产业则从 26% 增至 36%，第三产业从 48% 增至 53%。第二产业中，金属、机械、化学等的重化学工业比例由 56% 增长至 62%，轻工业比例有所下降，高速增长的主要动力是重化学工业。至此，1965 年后，日本通过出口产品的重化学工业化，实现贸易收支顺差，日本的重化学工业具备了国际顶级竞争力。1968 年日本 GDP 超过德国，成为仅次于美国的资本主义世界第二大经济体。

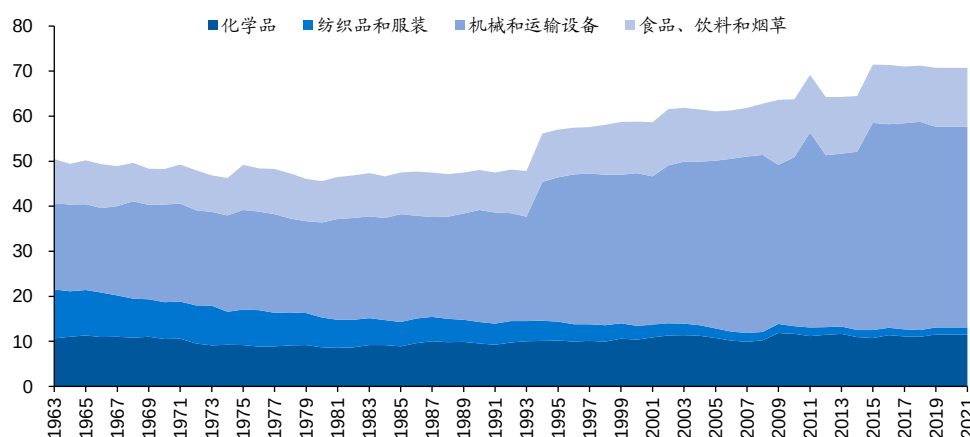
第二个经济增长期（1965-1975 年），第一产业占比持续下降，第二产业维持不变，第三产业开始快速增长。日本战后恢复期虽然高速发展，但不同阶层之间收入分配不均，导致内需仍然乏力，生产结构性过剩。而国民收入倍增计划的目标之一就是力图缩小收入差距，实现了居民生活水平提升，重振了国内消费，第三产业开始加速发展。在两个经济高速增长期内，日本完成了重化工业和制造业的高速发展，也完成了居民从衣食住行逐步转向服务、娱乐的消费升级。

图3 1955-1975 年日本三大产业占比变化情况



资料来源：日本总务省统计局，联储证券研究院

图4 日本各行业占制造业增加值比重 (%)



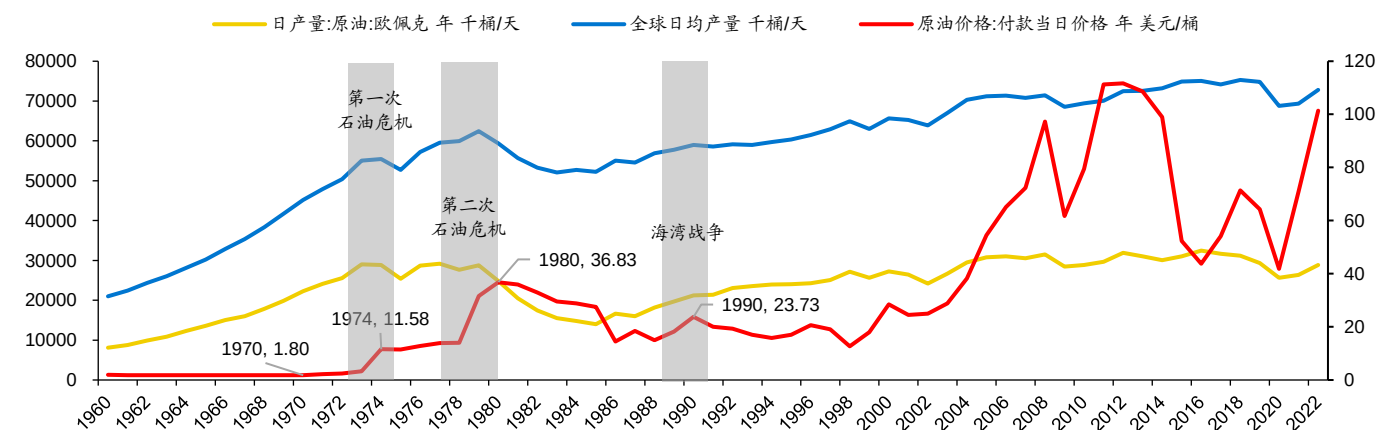
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

回顾日本战后经济腾飞，有五个关键因素。1、保持超高的资本积累率。2、人口素质、科技水平快速提升。3、在政策指导及金融助力下，产业由纺织服装等劳动密集型轻工业转向资本密集型的重化学工业。4、加入布雷顿森林体系，加强国际技术、经济合作。5、注重公司治理和国民生活水平提升，催生了一批治理结构优秀的公司以及勤勉的劳动者。国民收入倍增计划于六十年代末如愿实现，日本国内消费需求旺盛，产能更是大幅提升，刺激其向出口导向型经济转型。

1.2 1973-1985：两次石油危机下的挑战

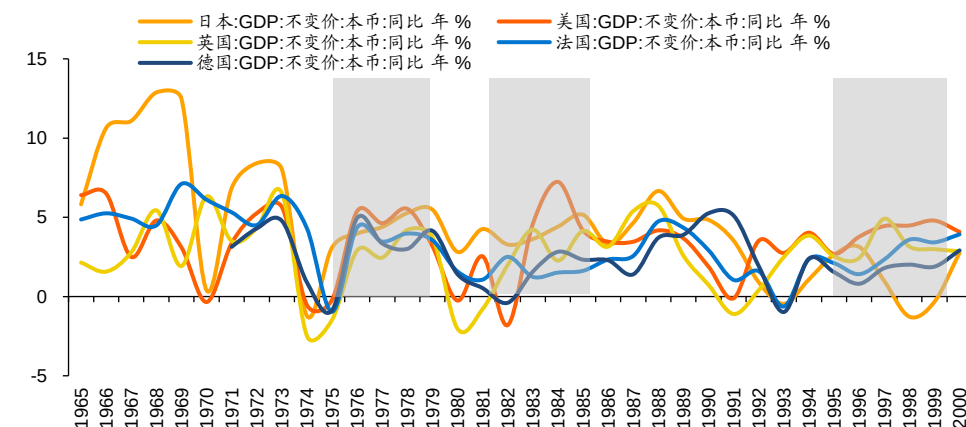
1973-1985 年间，两次能源价格危机对世界主要经济体产生了巨大冲击。1973 年，第四次中东战争爆发，OPEC 成员国为了重新掌握石油定价权，逐步将原油价格提升两倍多，第一次石油危机开始并持续了 3 年之久，能源价格大幅提升使全球主要经济体工业产值均受到重挫，日本央行连续 3 次大幅上调基准利率以稳定通胀。1978 年伊朗国内动乱，停止产油两个月，次年又与伊拉克发生两伊战争，两大产油国的停产使得原油价格再次上升接近两倍，第二次石油危机开始。两次石油危机成为 70 年代末西方经济衰退的主要原因之一。

图5 石油危机对主要世界主要经济体产出的影响



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

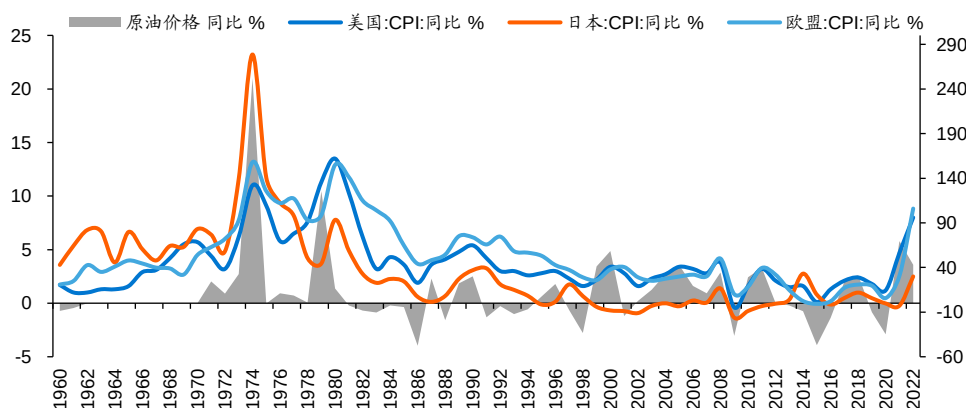
图6 石油危机对主要世界主要经济体产出的影响



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

两次石油危机使得世界主要经济体 GDP 转负，通胀高企。以美、日、英、法、德为代表的工业国 GDP 均从 5%以上高速增长转为负增长，并且出现了严重的通货膨胀。日本作为资源相对匮乏的工业大国，能源价格上涨带来的通胀压力尤为显著。1973-1974 年，日本 PPI 同比增速飙升至接近 35%，CPI 也有接近 25% 的同比涨幅，日本央行 5 次上调基准利率才稳住通胀，但也造成了投资减少，导致了 1975 年及之后的通货紧缩及经济衰退。

图7 原油价格大幅拉升各国通胀

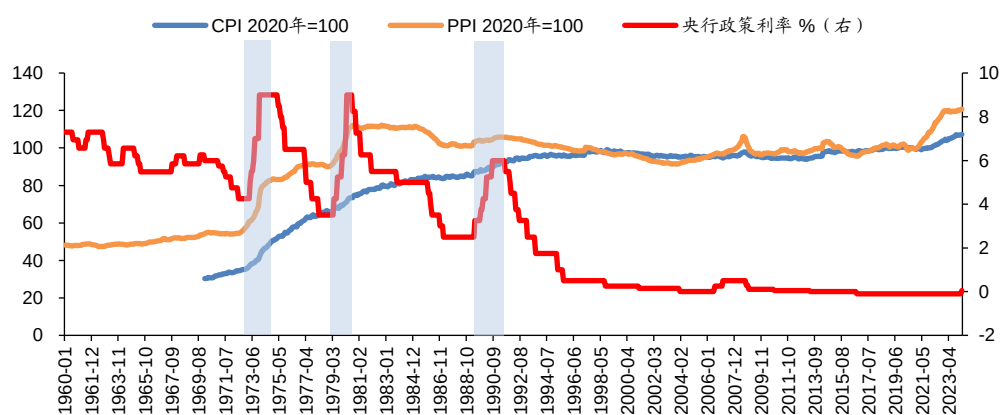


资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

石油危机下，日本经济机遇与挑战并存。石油危机推动了日本对煤炭、液化天然气及原子能等替代能源的开发，增强了经济对能源风险的抗性。从微观层面来说，企业在石油危机期间压缩工人工资，也使得石油危机对于利润的冲击得到缓解。1971年布雷顿森林体系解体，日元开始自由浮动汇率，持续的顺差使得日元不断升值，一定程度上削弱了石油价格上涨的影响。世界范围内的油价高涨和经济衰退成为以省油可靠著称的日本汽车的天然广告，日系车在欧美市场攻城略地，两次石油危机后，日本贸易都经过短暂的调整迅速由逆差转为顺差并且持续扩大。

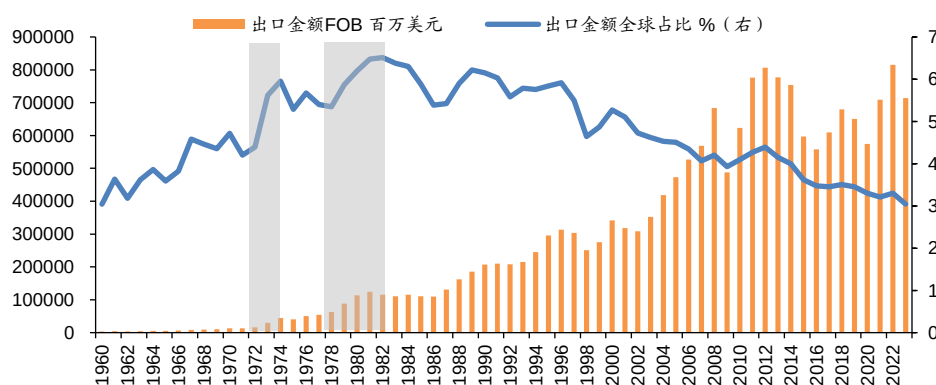
然而，日本长期保持高储蓄率为产业空心化和资产泡沫埋下伏笔。日本从六十年代开始便保持着高于世界其他发达经济体的储蓄率和资本积累率，过剩的资本积累必然会追求更多的投资机会和更高的收益率，从而推动了金融体制改革，最终放开了国际资本账户的管制，大量资本开始畅通无阻地涌向海外收购资产，产业空心化和资产泡沫形成过程开始。

图8 日本央行连续大幅加息应对能源通胀



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图9 石油危机为日本出口贸易带来机遇



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

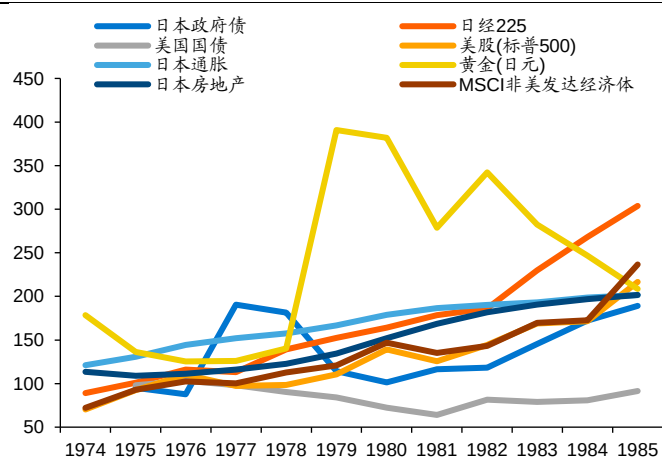
大类资产：产业转型带来日股机遇

1974-1985年：日本落后产能出清，经济平稳过渡，奠定科技制造业基础。1970年以后，日本逐渐走出战后的高速增长期。外部环境方面，全球商品价格高企；日本内部，经济增长放缓。面对滞胀，日本采取了收紧货币政策和价格管制等政策。面对能源危机，日本选择了产业转型，将一部分资本密集型的重工业和劳动密集型的纺织服装产业转化为技术密集型产业，大力扶持汽车、电子、精密制造等行业，将落后产能转移到发展中国家，实现了经济的平稳过渡，也奠定了日本未来发展先进产业的基础。

凭借产业优势的进一步深化，日股领跑全球大类资产。与日本其他资产相比，1974-1985 年的日股、黄金收益率大幅领先日债、地产、通胀、日元。在全球大类资产中，日股仍然跑赢美股等主要股市。1974-1985 年全球大类资产年化收益率排名为：日股（9.7%）>非美发达经济体股票（7.44%）>美股（6.65%）>黄金（6.32%）>房地产（6.02%）>通胀（6.01%）>日本政府债（5.97%）>美国国债（-0.8%）¹。

在这段时期，以日系车和半导体为代表的科技制造板块领跑日股，收益率最为强势。日股行业板块中，以节能著称的日系车出海和以半导体为代表的精密制造是超额收益的两条线索。1976 年到 1985 年，日本的信息通信（29.51%）、航空（20.84%）、有色金属（15.89%）、精密仪器（14.12%）、电力设备（13.98%）等行业的收益率位居前列。80 年代大宗商品价格回落，能源、采矿等行业股价上涨后回调，但整体增速仍然较快。石油煤炭等能源行业在 1976 年至 1979 年高速增长，1980 年开始震荡回调，阶段整体收益率靠前，复合年化收益率达 14.48%。

图10 大类资产累计收益率（1974-1985）



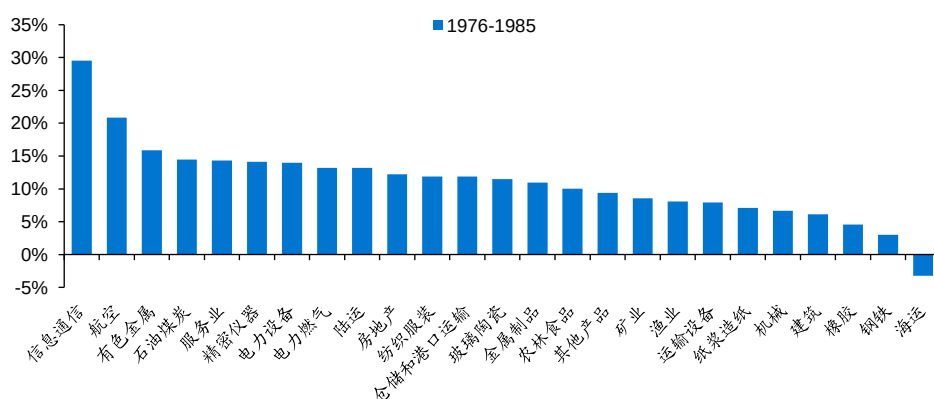
资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院;; 黄金以日元计价，下同

图11 大类资产复合年化收益率（1974-1985）

1974-1985 年复合年化收益率 (从高到低)	
日经 225	9.70%
MSCI 非美发达经济体	7.44%
美股(标普 500)	6.65%
黄金(日元)	6.32%
日本房地产	6.02%
日本通胀	6.01%
日本政府债	5.97%
美国国债	-0.80%

资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院

图12 1976-1985 年东证行业指数复合年化收益率（%）



资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院; 由于数据可得性，仅展示部分年份、行业数据。

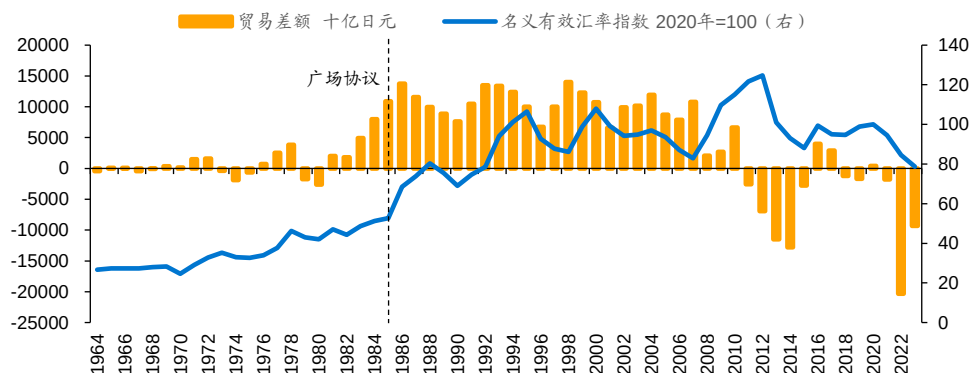
1.3 1986-1993: 广场协议与宽货币催生资产泡沫

美国国际收支逆差大幅增长，收支失衡推动广场协议的签订。80 年代初期，美国贸易逆差大幅增长，财政赤字剧增，为了改善国际收支情况，美日德法英五国财政部和央行负责人于 1985 年 9 月在纽约广场饭店达成协议，诱导美元对主要货币的汇率有序贬

¹ 各类资产对应图中标注的参考指标（例如，美股参考标普 500），下同

值，解决美国的巨大贸易赤字。1985-1988年，日元对美元升值高达一倍，日本产品国际竞争力下降，贸易差额大幅下降，出口压力倍增。日元升值叠加日本金融管制放松，导致资本大量流向海外追求高风险、高收益的投资机会。

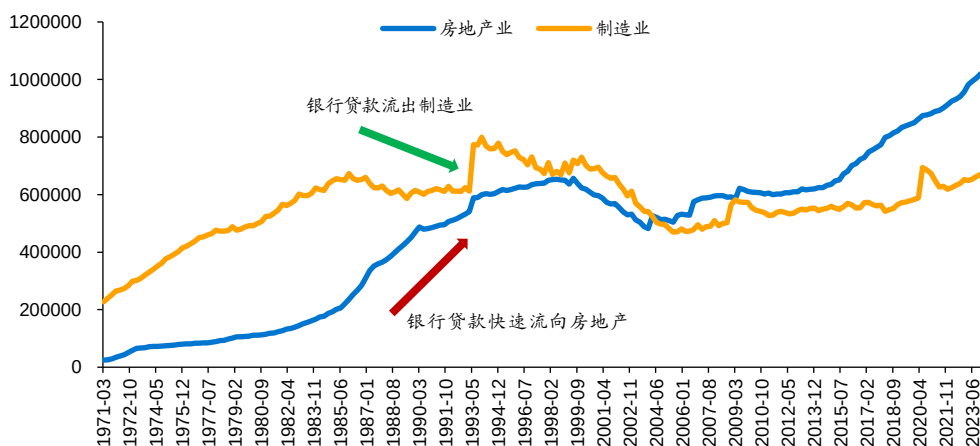
图13 广场协议催生日元升值压力



日本政府为应对日元升值推出宽松货币、财政政策。日元升值带来了出口压力和通缩风险，日本GDP增速也在1986年触顶下行，为了应对挑战，日本各地开始推行低利率政策，从1985年末到1987年底央行政策利率持续从5%下降至2.5%并且一直维持到1989年中才开始加息。货币政策宽松的同时，以政策为导向开始大力推动基建与房地产开发，从而有效地拉动了内需和国内经济循环。土地供给方面，日本政府为了防止土地过度投机，将土地交易管控收紧，同时又放宽了土地长期持有的限制门槛，这直接导致土地市场需求上涨而供给下降，大幅拉高了土地价格。在宽货币政策、税收政策和基建房地产大开发的刺激下，日本生产建设热情高涨，1988年GDP增速重回7%附近，经济景气、收入提升刺激了购房、投资的需求。

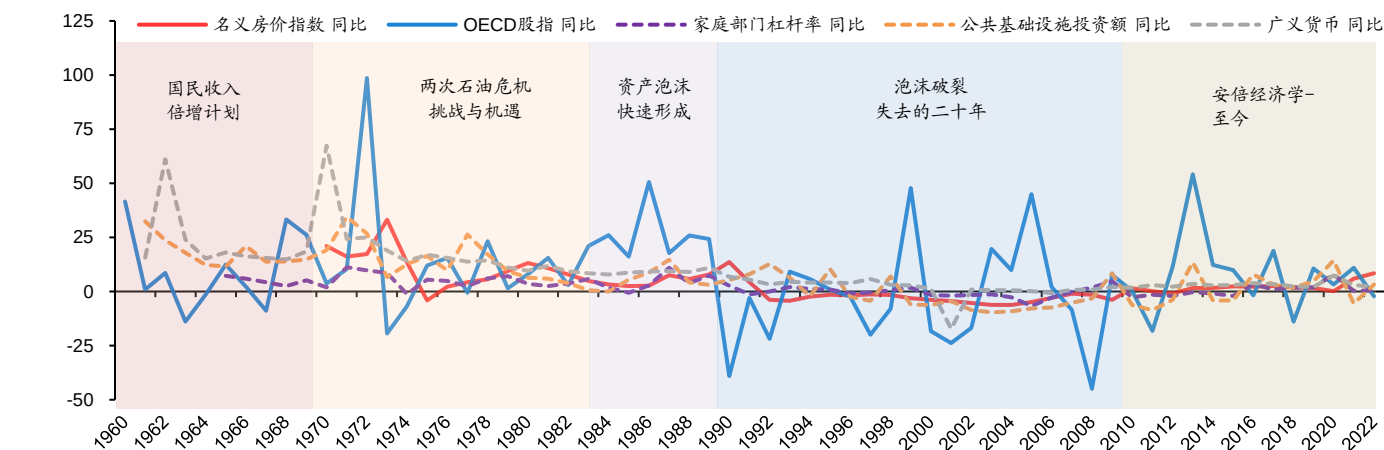
日本国内资本大量流入房地产等高收益标的。随着行业发展与市场竞争，日本制造业等实体经济行业利润下降，大量资金撤出实体行业寻找更高的收益，1984年开始的金融自由化政策推行利率自由化、业务经营自由化、市场准入自由化和资金流动自由化，这也为国内外资金流入房地产与股市提供了便利。日本国内银行制造业贷款贴现余额从1985年至1992年持续下行，而同时期房地产贷款贴现余额则从1985年的20万亿日元升至1992年的近60万亿日元。

图14 银行贷款和贴现余额（亿日元）



多重因素催生资产泡沫。经济的重新繁荣使得大量资本流入房地产、股市等高回报率的资本蓄水池，造成了房价和股市的飞涨。金融管制放松以及低利率政策使得金融业迅速发展，为市场提供了资金跨期调配的工具，使得购房者可以透支未来的收入用于现期消费，投资者可以通过杠杆扩大收益，日本家庭部门的杠杆率从1980年的46.7%攀升至1993年的70%。银行等金融机构也因为房地产和股市高涨的收益预期不断放宽贷款条件。一系列因素的影响下，日本房价指数从1980年初到1991年初的最高点，涨幅高达75%左右；日经225指数从1982年底的7200点左右涨至1990年初最高的37000点附近，涨幅高达4倍多，资产泡沫不断形成。同时资本快速流入房地产和股市导致普通实体产业空心化加重，工业等产业竞争力下降。

图15 日本房地产与股市演进

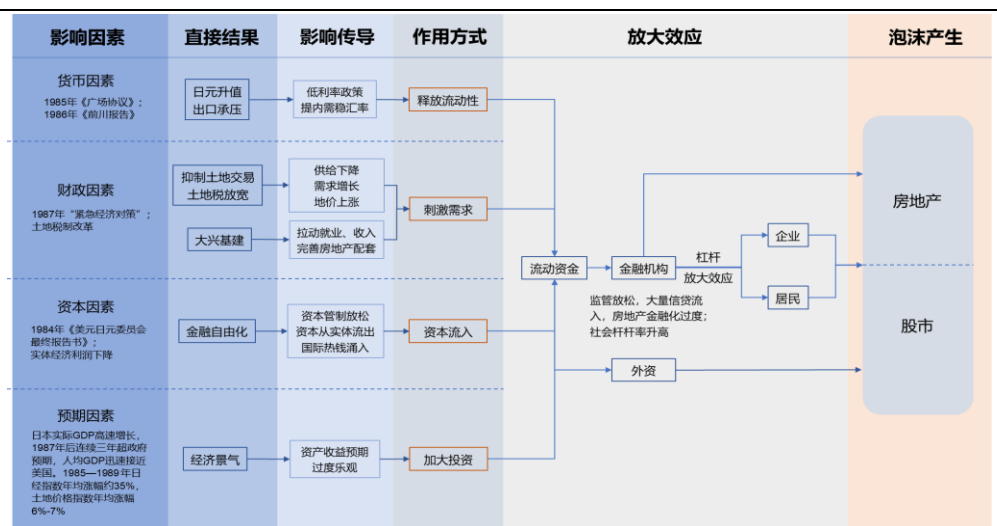


资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

泡沫产生：广场协议是导火索，双宽松政策是直接原因

广场协议诱发日元升值，成为泡沫经济的导火索。1970年，日本经济崛起，出口份额不断增大，直逼美国。美国开始出现“双赤字”现象。因此，美国迫切希望改善出口劣势带动经济转正。1985年9月22日，美、日、德、法、英的财政部长和央行行长在纽约广场饭店举行会议，达成联合干预外汇市场的协议，称为“广场协议”。协议主要是诱导美元对主要货币的汇率有秩序地贬值，以解决美国贸易赤字问题。因此，日元兑美元大幅升值，美国出口竞争力提升，日本出口则大幅承压，最终导致内需的下降并诱发通货紧缩风险。

图16 日本经济泡沫滋生主要因素和传导机制

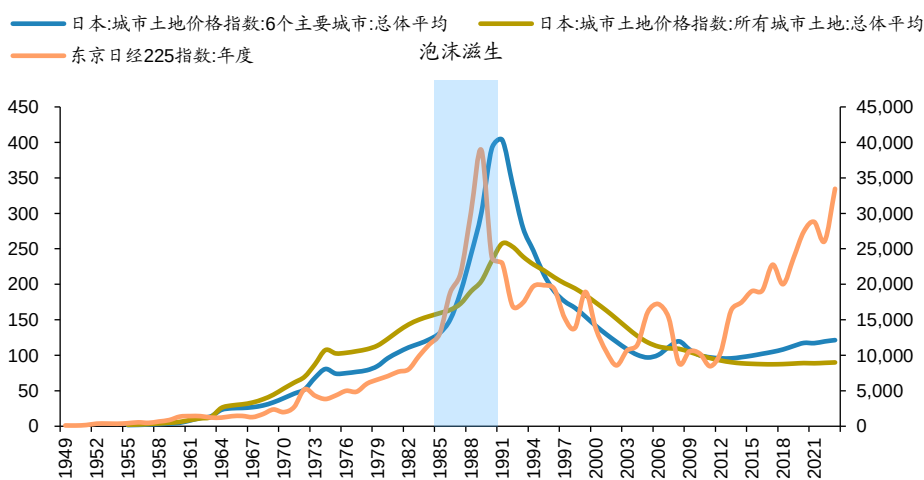


资料来源：联储证券研究院

为刺激经济、避免通缩，日本当局同时实行财政、货币政策双宽松，使得泡沫滋生。

日本从1986年开始，连续5次下调贴现率至2.5%，从而导致日本流动性过剩。在内需型政策导向下，日本进入“平成景气”时代。此时，日本政府为补贴汇率升值受损企业降息，贴息率从5%降至2.5%。银行方面，由于日本出口导向型制造业盈利能力和贷款意愿下滑，银行开始以不动产的形式贷款给中小企业，大量的贷款都流向了不动产领域，基建和房地产投资高歌猛进。同时，市场内投资者投机炒作盛行，引起股市和房价双双上涨。面对快速过热的经济，日本央行拖到了1989年才正式加息，但为时已晚，日本资产和房地产泡沫已经产生。

图17 日本土地价格大幅变化



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

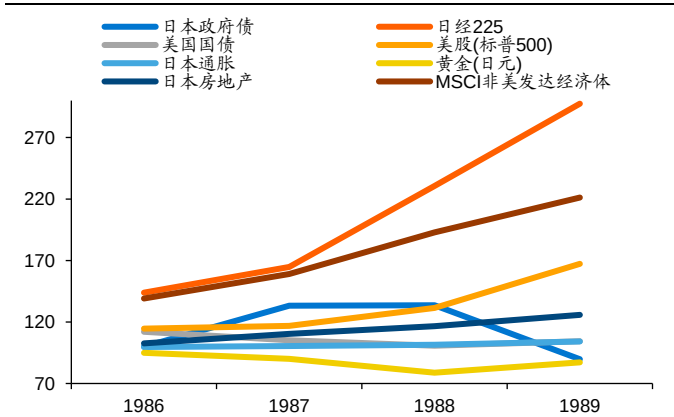
大类资产：日本股市、地产的“绝唱”

1985年，美日德法英五国签订广场协议，日元被动升值，直接导致外需承压，出口企业受到冲击。为应对日元升值带来的冲击，日本央行在1986年开启超宽松货币政策，旨在扩大内需，放大投资，保护企业利润。超宽松的货币政策有效地提振了日本的消费和投资，形成了长达58个月的景气周期。

在景气之下，大量资金流入股市和房地产而非实体经济，日股和地产泡沫开始形成。在全球大类资产中，日股大幅领先其他大类资产，日本房地产和债券也回报可观，大幅高于通胀，金价则下跌。1989年，日本央行为应对“放水”造成的经济过热开始加息，使得1986-1989年债券价格先升后降，整体收益率不及日股。具体顺序为日股(31.33%)>非美发达经济体股票(21.95%)>美股(13.72%)>日本房地产(5.9%)>美国国债(1.06%)>日本通胀(1.02%)>日本政府债(-2.67%)>黄金(-3.37%)。

日股开启景气周期，钢铁、交运、建筑等周期性行业表现远超技术密集型的先进制造业。1986-1989年，海运(49.64%)、钢铁(45.97%)、渔业(41.42%)、橡胶制品(39.56%)、公路运输(37.88%)、建筑(36.46%)等顺周期行业收益率先，电力设备(16.42%)和精密仪器制造(13.57%)虽然也在平稳增长，但较周期性行业则增速靠近末尾。

图18 大类资产累计收益率 (1986-1989)



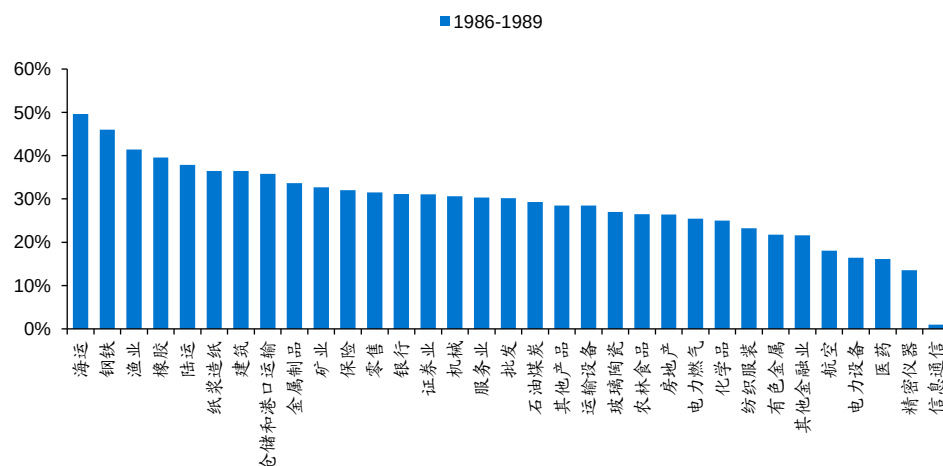
资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院

图19 大类资产复合年化收益率 (1986-1989)

1986-1989 年复合年化收益率 (从高到低)	
日经 225	31.33%
MSCI 非美发达经济体	21.95%
美股(标普 500)	13.72%
日本房地产	5.90%
美国国债	1.06%
日本通胀	1.02%
日本政府债	-2.67%
黄金(日元)	-3.37%

资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院

图20 1986-1989 年东证行业指数复合年化收益率 (%)



资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院；由于数据可得性仅展示部分行业

1.4 1994-2011：泡沫破裂，日本经济失去的二十年

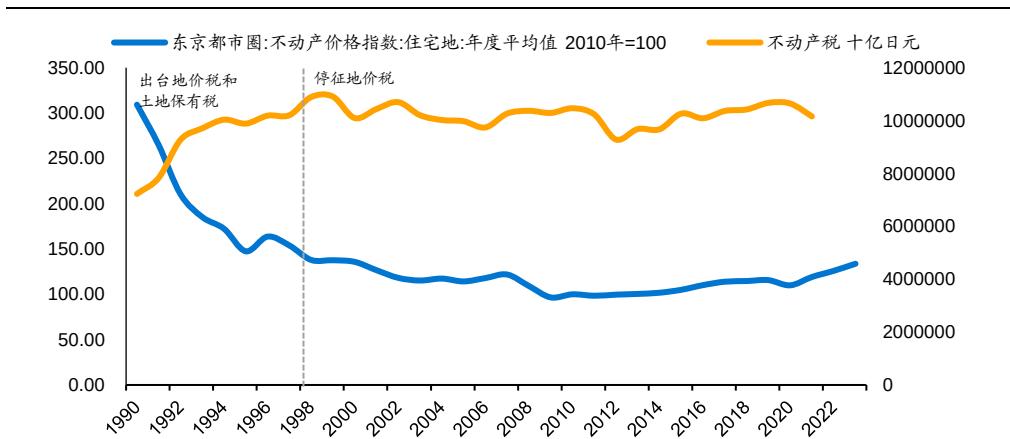
日本在上世纪 80 年代末至 90 年代初经历了资产泡沫的破灭，随后陷入了长达二十余年的经济停滞期，被称为“失去的二十年”。这一时期的日本经济受到政策失误、金融结构脆弱以及国际环境等多重因素的影响，导致了一系列连锁反应和恶性循环。

1990-1997：从泡沫崩溃到亚洲金融危机前夕

1989 年，日本央行激进加息叠加地产政策收紧引爆危机。为应对经济过热，1989 年三重野康就任日本央行行长后，在一年内使贴现率从 3.25% 升高至 6%。过于激进的紧缩政策导致了股市和房市的崩溃，并引发金融机构大幅抛售股票等资产。密集的金融信贷政策调整以及管制措施出台，使得货币投放收缩和信贷阀门变紧，成为资产泡沫破灭的最直接原因。

1991 年日本地产开始崩塌，土地价格持续下跌，对日本经济造成了长期影响。日本在 1990 年 3 月出台了《控制不动产融资总量的通知》，使房地产行业的贷款增长率迅速下跌，由 1989 年的 30.3% 下降至 1990 年的 3.5%。泡沫破裂后，日本陷入恶性循环，就业萎靡，需求低落，经济陷入长期通缩。之后，虽然央行进行了降息，实行货币宽松政策以刺激经济，但内外交困下经济依然难有起色。

图21 90 年代房地产泡沫后税收调控政策

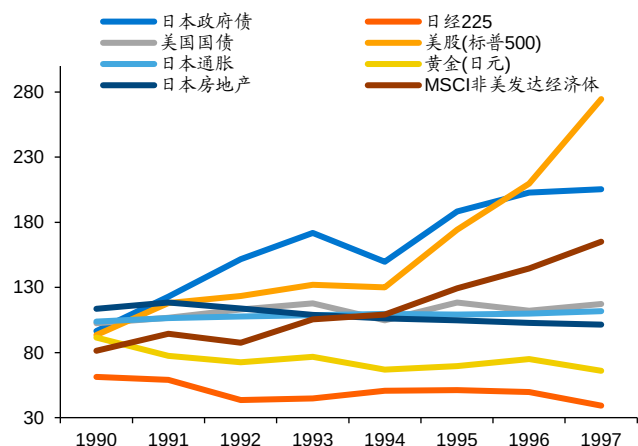


资料来源：日本统计局，联储证券研究院

1990 年日本资产泡沫破裂直至 1997 年，美股走强、日股持续下跌，日本政府债收益高涨。资产价格泡沫破裂带来的巨大冲击使得日本经济和股市一蹶不振。1990 年至 1997 年，日本央行将日债利率从 6% 不断下调至 0.5%，日本政府在 1991 年实施双宽松的扩张性政策，1994 年放开地产政策，减征新房地税等。但由于护卫船队模式等保护性质的政策未能有的放矢地扶持经济各层面需要，宽松政策并未能让日本经济悬崖勒马。反之，银行业在地产崩溃的拖累下产生大量坏账，金融市场接近失灵，企业停摆，失业激增，日股快速滑向低点。1997 年，亚洲金融危机又对日本经济造成了二次冲击，拖拽日股走差。

在这一阶段，美股明显走强、日股持续下跌，日本政府债则在不断放宽的货币政策下价格高涨。具体到复合年化收益率，1990-1997 年美股(13.46%)>日本政府债(9.41%)>非美发达经济体股票(6.47%)>美国国债(2.01%)>日本通胀(1.4%)>日本房地产(0.18%)>黄金(-5.07%)>日股(-11.04%)。由于日股在泡沫破裂后大幅回撤，日本所有行业无一幸免，1990-1997 年均为负增长，其中相对跌幅较小的是橡胶、运输设备、医药、精密仪器、电力设备等行业。总体来看，成长性、非周期性的优质技术产业和医疗、日常消费等防守行业较为抗压。

图22 大类资产累计收益率（1990-1997）



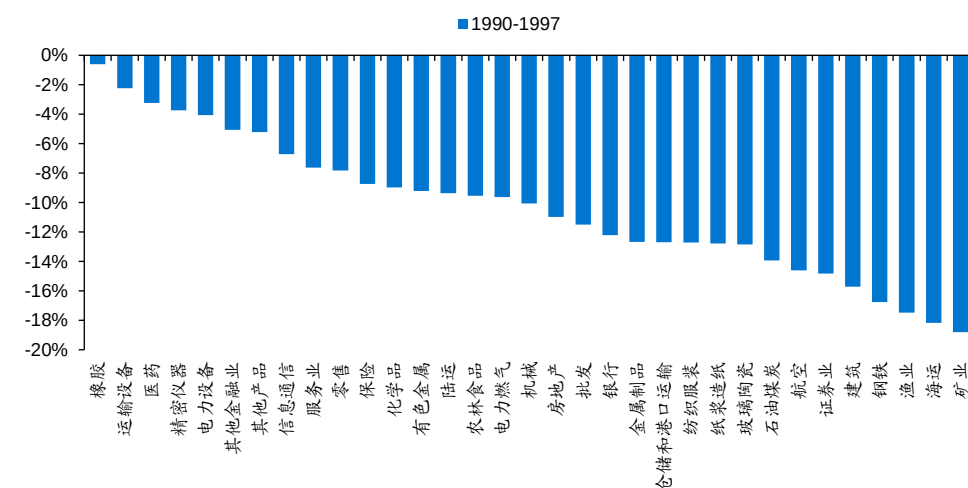
资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院

图23 大类资产复合年化收益率（1990-1997）

1990-1997 年复合年化收益率 (从高到低)	
美股(标普 500)	13.46%
日本政府债	9.41%
MSCI 非美发达经济体	6.47%
美国国债	2.01%
日本通胀	1.40%
日本房地产	0.18%
黄金(日元)	-5.07%
日经 225	-11.04%

资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院

图24 1990-1997 年东证行业指数复合年化收益率（%）



资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院

实体企业与金融系统体制矛盾开始浮现

除了引发泡沫崩溃的短期政策性因素外，日本经济长期存在的体制矛盾为之后的 20 年通缩埋下引线。其一，日本终生雇佣制在经济下行周期形成负向反馈。在经济下行周期时，企业企图通过裁员来控制成本，但终生雇佣制度在此时导致裁员困难。于此同时，日本的年功序列制也在经济下行周期带来了负面影响。这会使新进入就业市场的人群在经济下行周期就业困难，从而先去找兼职工作。同时导致在经济恢复后，再寻找正式工作变得更困难，只能继续从事临时工作。

其二，日本的环境交叉持股制度也是加剧日本经济问题的原因之一。环境交叉持股制度的产生是朝鲜战争时，“解散财阀”政策潦草收场催生的产物。许多财阀在被拆散后，成立了新的小企业，然后以“交叉持股”的方式保持紧密联系。随后，交叉持股制度又衍生出来主办银行制度也加强了企业的信用度。这种制度对于成长期的企业有着较好的保护作用。它作为维稳所有权结构的策略，大幅度的增加了企业应对危机的能力。但是，当企业进入成熟期之后，交叉持股制度成为了一把双刃剑，最终引发金融和企业的腐败。交叉持股制度衍生的主办银行制度，使企业更容易获得相关银行的资金支持。主办银行又对相关企业放松监管，造成银行贷款泛滥，贷款使用效率低下，不良债务形成。

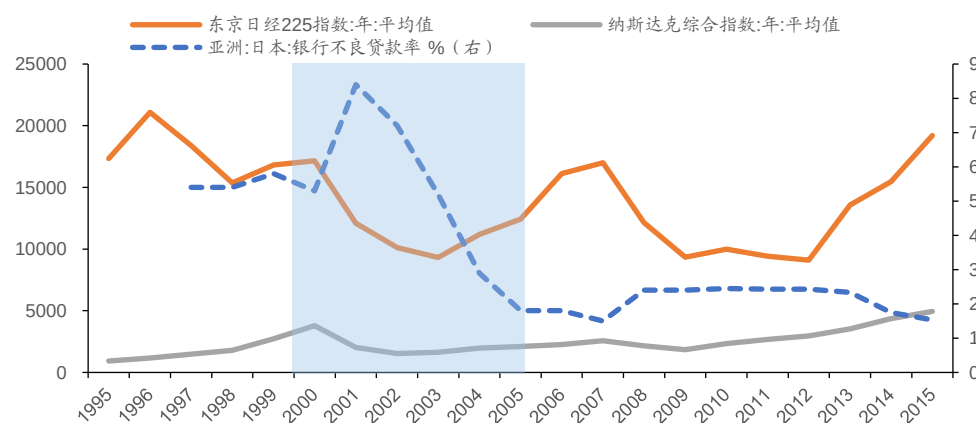
其三，护卫船团模式在泡沫形成过程中推波助澜。护卫船团模式指的是日本战后，

为多家主银行相互关联，形成“舰队”，保护每个银行不掉队。这样的制度在日本发展初期发挥了重要作用，为日本创造了稳定的金融环境。然而，上世纪 80 年代后，在护卫船团和主银行双保险的制度下，银行和企业的过度借贷行为加剧了金融风险，催生了泡沫经济的膨胀。除了对金融系统本身的影响，日本的护卫船团模式也与实体经济发展逐步错位，以银行间接融资为主导的金融体制导致创新产业缺少资金支撑，旧的金融体制已经无法适应经济发展的需要。在 1990 年以后，面对地产和金融行业双螺旋危机，日本起初仍然依赖旧的解决办法，采取“护卫船团”模式，要求银行对濒临破产的企业持续输送资金。在企业与金融机构的相互拖拽下，日本金融系统坏账大量滋生，此时护卫船团已经自身难保，不良资产的风险持续累积扩散，中小金融机构纷纷倒闭，部分银行也开始破产。

1998-2002: 亚洲金融危机中的政策探索

上世纪 90 年代末至本世纪初，日本经济深陷通缩泥潭，金融机构接连破产，为满足银行的资本充足率，资金从东南亚回流，引发了亚洲金融危机。面对庞大的银行坏账问题，日本政府重新评估银行资产，加强对银行账目的审计力度。鼓励银行业间的破产重组，利用存款保险机构和整理回收机构清除不良债权，并引入民间资本加速市场化处置进程。政府促进资金回笼，积极处理金融债务，努力降低金融风险。

图25 日本股市及不良贷款的曲折修复过程



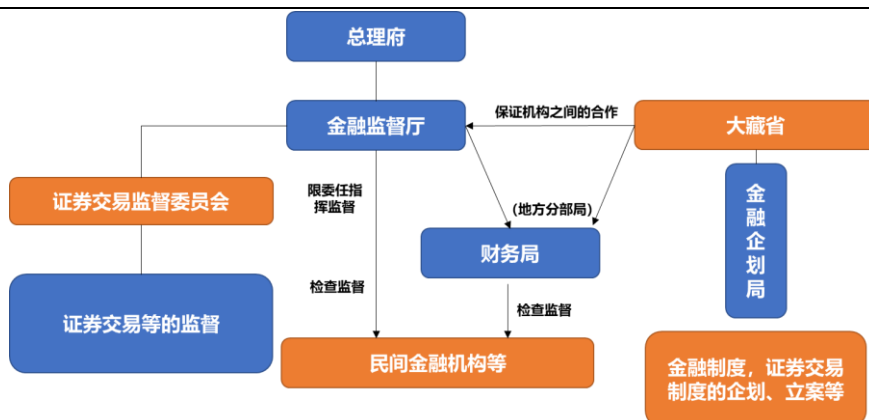
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

金融改革：多轮化债探索金融新体制

为建立新的体制，日本开启了一系列财政改革措施。首先，政府投入大规模资金，进行银行业改革。1998 年，日本政府推出《金融再生法》，成立整理回收机构（RCC）进行对银行不良资产的收购。金融监督厅和金融再生委员会成立，日本内阁决定实行“行政改革计划”，将金融监管事务从大藏省中独立出来，形成新的监管形式。2001 年小泉政府执政后，提出重建财政控制支出。其旨在以结构性改革代替财政扩张，有针对性地实施财政刺激，并控制国债发行量。同时提出《金融再生计划》，尽全力解决不良债权问题。在小泉的铁腕手段下，日本金融系统重获活力，也彻底瓦解了主银行体制。

1991-1997年 护卫舰队模式 难掩破产危机	• 1991年，日本继续实施财政货币双宽松，但收效甚微 • 1995年，兵庫银行破产后，多家银行接连破产 • 1996年，日本政府集中解决“住专”“不良债权问题 • 1997年，山一证券破产，修订《存款保险条例》
1998-2000年 金融制度改革	• 1998年，《金融再生法》等法案成立，政府开始根据金融机构风控和业绩表现提供有条件的援助《新日本银行法》废除大藏省对日本银行的指导权，日央行开始具有独立性 成立“金融再生委员会”处置破产金融机构 • 1999年，日本央行实施零利率货币政策 • 2000年，日本大量商业银行开始合并重组
2001-2005年 小泉铁腕化债	• 2001年，小泉纯一郎当选首相，随即在2002年提出《金融再生计划》，解决金融机构坏账问题 • 2003年，成立产业再生机构，化解企业不良债权 • 2004年，大型银行的不良资产率大幅下降 • 2005年，银行危机基本告一段落

图27 改革后日本的金融监管形式



日本金融监管体制改革带来诸多成效。首先，金融监督厅的设立加强了金融监管主题的独立性。最初的金融监管体系全部由大藏省掌控，随后将金融的监管职能剥离出来成立金融厅。金融厅的独立，让金融机构的监管更加有效。例如，金融厅在应对亚洲金融危机时，果断公布不良债权的真实数额。并且，金融体制改革提升了金融系统的市场化程度，充分发挥了市场本身的约束机制。改变了早期以行政命令、指导的方式，实行了以自有资本率为指标的纠正方式。此外，提升了金融机构抵御风险的能力。在 2009 年次贷危机发生之后，日本金融体系相较于其它主要发达国家的体系表现得更为稳定。

为应对危机，日本央行开启了超宽松的货币政策改革，不断演绎、延续至今。日本货币政策可以大致分为五个阶段：①零利率政策阶段（1999-2000）。1999年2月，日本央行将无抵押银行隔夜拆解利率降至0%附近，为金融机构进一步提供流动性。②量化宽松政策阶段（2001-2006），因经济修复不达预期，而零利率政策在2000年宣布结束，日本经济再次陷入衰退区间。③全面量化宽松政策（2010-2013）阶段，日本央行决定通过购买长期国债的方式来压低长期利率。2010年10月日本央行推行全面量化宽松政策。④定量和定性货币宽松政策（2013-2016）阶段，主要是将政策目标调整为基础货币，增加国债购买规模和风险资产的购买规模，对经常账户实行负利率政策。⑤2016年开始收益率曲线控制（YCC）阶段：日央行尝试压制长端利率，降低基准利率到-0.1%的水平，并将10年期国债收益率维持在零附近。日本超常规的货币政策了开创全球货币政策先河，也为诸多国家的货币政策提供了借鉴的先例。

图28 日本货币政策变化

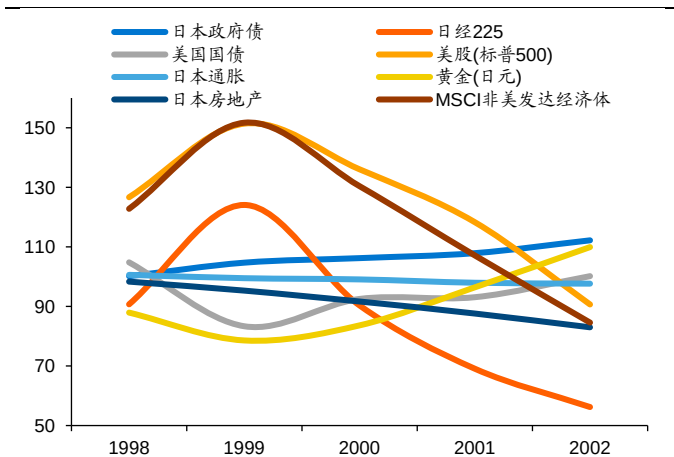
	零利率政策	量化宽松政策	全面的量化宽松政策	QQE	QQE+YCC
操作目标	无抵押0/N	日本央行经常账户余额	无抵押0/N赎回利率	基础货币	长期和短期利率 10年日本国债收益率
短期利率目标	尽可能低	大约0%	几乎为0%	向下突破负值	负值
影响长期利率	时间轴效应	购买日本长债	购买日本国债	大规模购买日本国债	控制收益率曲线
影响风险溢价			开始购买风险资产	大批购买风险资产	购买风险资产
对经常账户实行负利率				负利率	负利率
影响通胀预期			2%的价格稳定目标	强有力承诺	通胀超调承诺
时间线	1999.02 2001.03	零利率政策 量化宽松政策 2008.08 2006.03	2010.10 全面的量化宽松	2013.04 QQE	2016.09 QQE+YCC

资料来源：BOJ，联储证券研究院

1998-2000 年日经 225 短暂回升，由 13,597 点回升至 20,435 点。1997 年亚洲金融危机过后，日股得益于全球互联网科技行业兴盛、亚洲经济复苏、日央行的零利率政策和小渊惠三政府减税、扩大开支等政策，日股短暂复苏。然而，这次短暂的牛市以 2000 年互联网泡沫破裂宣告结束。1998-2001 年，美股短暂领跑全球大类资产，复合年化收益率 4.29%，之后快速回落，至 2002 年累计下跌 9.34%。相比之下，日股仅在 1999 年迅速上涨 59.7%，顶点短暂超过同年黄金收益率，2000 年泡沫破裂后又快速下跌-25%，到 2002 年则接近腰斩，所受负面冲击远大于美股和其他发达国家股票。从逻辑上看，日本泡沫破裂和银行危机下，日本国内的基本面和金融市场较为脆弱，股市的波动主要受外部环境影响，因此这一轮日股牛市的时间明显短于美股相比于日本国内资产，同期海外股票有明显优势。

从全球大类资产来看，截至 2002 年，日本政府债在互联网科技泡沫破裂背景下跑赢全球股市及其他大类资产。从大类资产的复合年化收益率来看，日债（2.33%）>黄金（1.91%）>美债（0.04%）>日本通胀（-0.47%）>美股（-1.94%）>非美发达经济体股票（-3.29%）>房地产（-3.66%）>日股（-10.88%）。行业方面，防守型行业和高技术制造业等跌幅较小，逻辑同前。

图29 大类资产累计收益率（1998-2002）



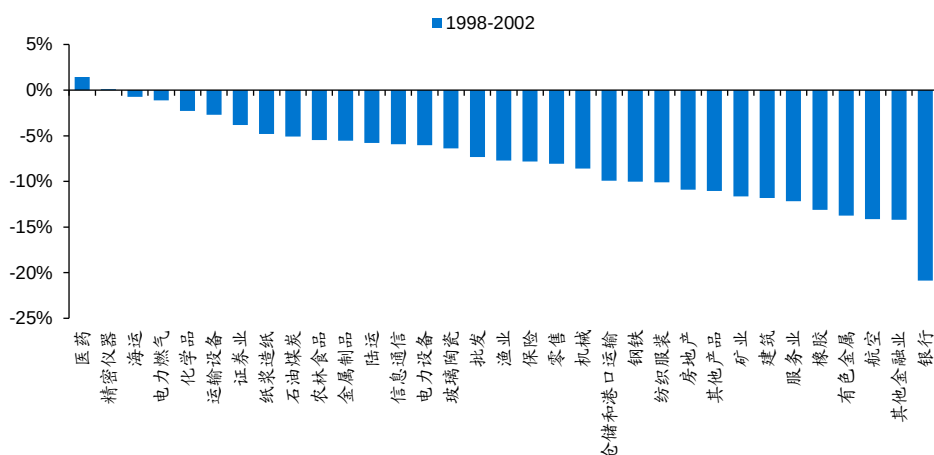
资料来源：同花顺 iFinD，Investing，联储证券研究院

图30 大类资产复合年化收益率（1998-2002）

1998-2002 年复合年化收益率 (从高到低)	
日本政府债	2.33%
黄金(日元)	1.91%
美国国债	0.04%
日本通胀	-0.47%
美股(标普 500)	-1.94%
MSCI 非美发达经济体	-3.29%
日本房地产	-3.66%
日经 225	-10.88%

资料来源：同花顺 iFinD，Investing，联储证券研究院

图31 1998-2002 东证行业指数复合年化收益率 (%)

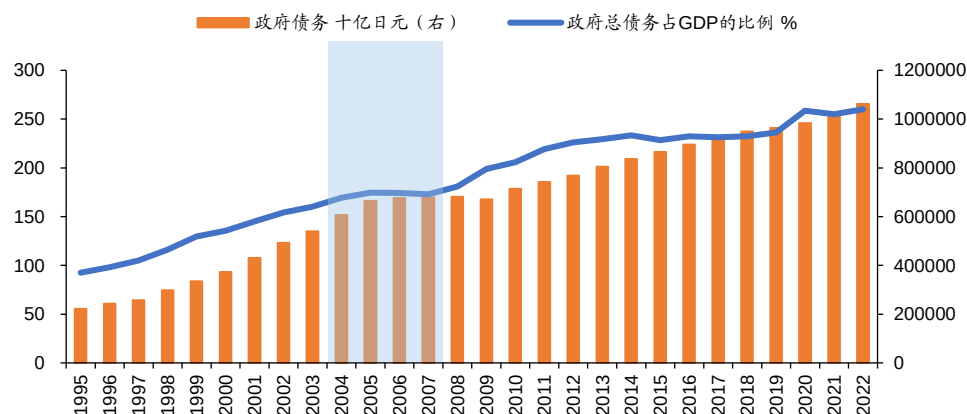


资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院

2003-2007：小泉政府化债与大宗商品牛市

全球化背景下政策、产业齐发力拉动经济发展。随着小泉纯一郎政府的上台，通过一系列不良债务解决、财政重建和产业改革措施，日本经济逐步实现了复苏。《劳动者派遣法》的修改和劳动力人口占比的下行也使得雇佣过剩的状况逐步改善。在财政方面，日本政府通过改革财政结构、严格控制预算支出规模增长和压缩国债发行量等措施，实现了财政的稳健发展。同时，结构性改革政策的实施，也在一定程度上推动了经济的转型和升级。产业方面，日本政府积极推动知识资产倍增计划以及教育改革，以生命科学、IT、环境、超微技术材料四个领域的战略重点为目标。这些措施的实施，有助于提升日本产业的国际竞争力，推动经济向更高层次发展。

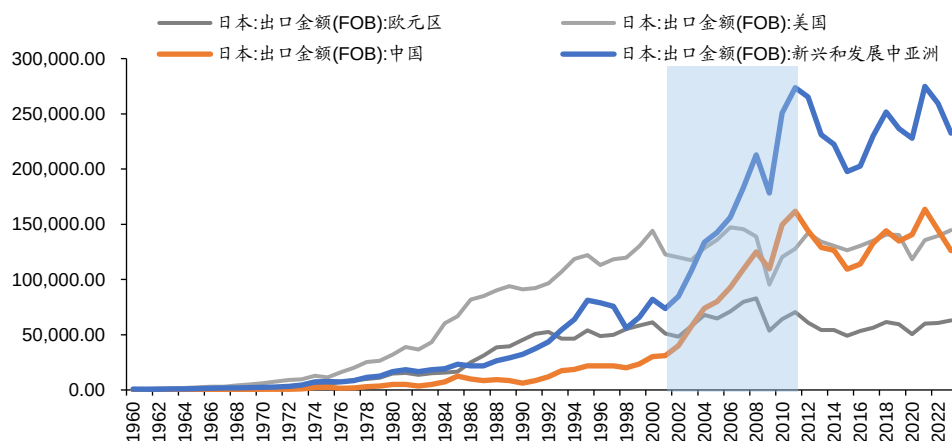
图32 日本政府化解债务压力



资料来源：同花顺 iFinD, 联储证券研究院

中日贸易增长，经济全球化趋势惠及日本各个产业。顺应全球产业趋势的金融与科技产业，以及受益于全球化红利期的强势出口产业，也表现出了强劲的增长势头。由于中国经济的迅速崛起，中日贸易的规模日益增大，中国作为世界最重要的市场之一，为日本产业提供了广大的市场。日本在互联网泡沫破灭后逐渐复苏，股票市场表现较优。全球经济复苏也为日本经济提供了重要的外部支持，尤其是美国和中国等主要经济体的增长对日本出口产生了积极影响。

图33 中国经济发展，日本对中国和其他亚洲国家出口上升（百万美元）

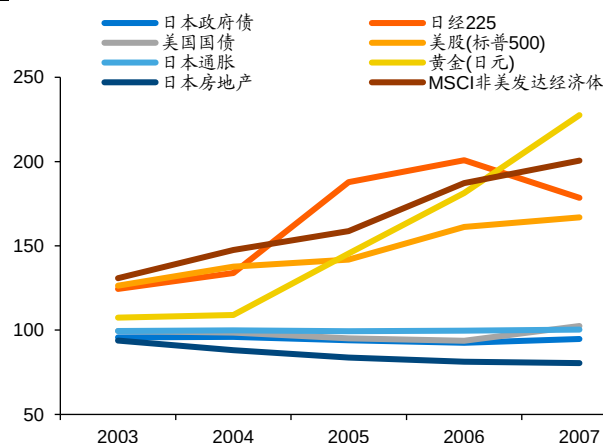


资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

2003-2007 年日本经济随着小泉政府的政策改革迎来了较长的复苏周期，GDP 增速回正，银行金融业恢复生机。2001 年小泉纯一郎出任首相后立即制定了“金融再生计划”，将不良资产的处置作为经济改革的重点，缓解了日本银行危机带来的冲击。小泉政府主张“小政府”，削减财政开支，推动产业结构改革，恢复民营经济活跃度。在小泉政府“金融再生计划”的支持下，日本股市表现回归，中止了十余年的经济衰退。

全球大类资产来看，2003-2007 年黄金和其他发达经济体股票占优，日股次之，美股随后。按年复合收益率来看，黄金（17.87%）>非美发达经济体股票（14.93%）>日股（12.28%）>美股（10.79%）>美国公司债（4.92%）>美国国债（0.49%）>通胀（0.06%）>日本政府债（-1.08%）>房地产（-4.26%）。按行业划分，小泉经济时期除纸浆造纸行业外，日本所有行业均获得正向收益。其中，钢铁、海运、房地产、批发、矿业等行业股价首次回升，领先其他行业增长。

图34 大类资产累计收益率（2003-2007）



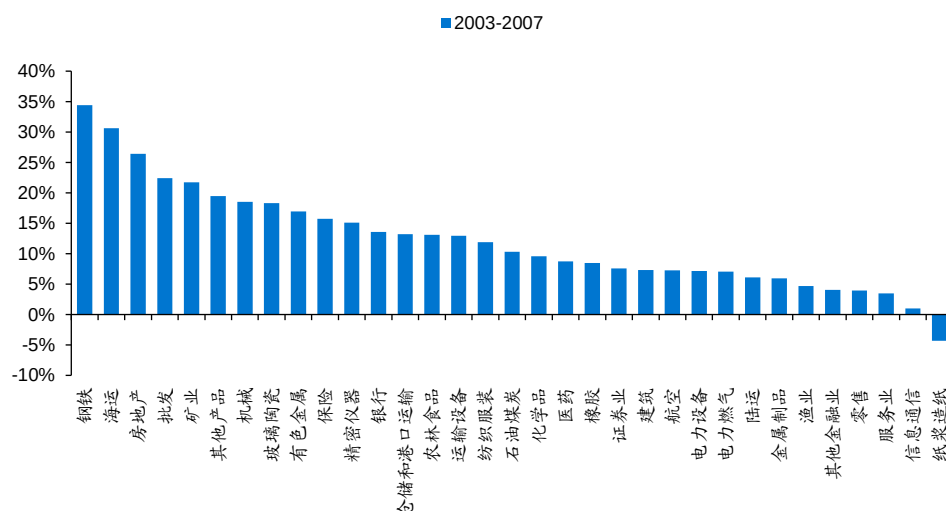
资料来源：同花顺 iFinD，Investing，联储证券研究院

图35 大类资产复合年化收益率（2003-2007）

2003-2007 年复合年化收益率 (从高到低)	
黄金(日元)	17.87%
MSCI 非美发达经济体	14.93%
日经 225	12.28%
美股(标普 500)	10.79%
美国国债	0.49%
日本通胀	0.06%
日本政府债	-1.08%
日本房地产	-4.26%

资料来源：同花顺 iFinD，Investing，联储证券研究院

图36 2003-2007 东证行业指数复合年化收益率(%)

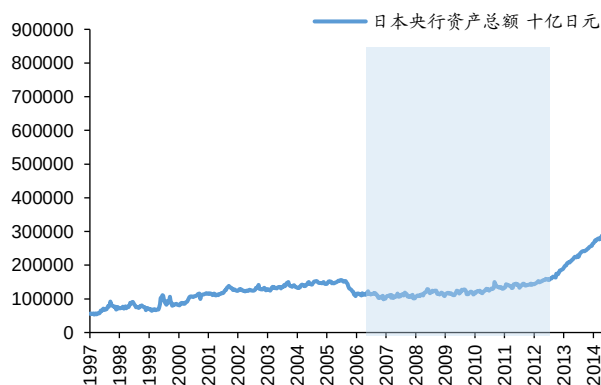


资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院

2008-2012: 全球金融危机再掀波澜

全球金融危机对日本经济政治等各个领域造成了冲击。2008 年，美国次贷危机发生，导致全球陷入了金融危机，对日本经济也造成了严重冲击，导致日本再次走向衰退。面对金融危机的冲击，日本央行迅速将政策利率调至零区间，并在 2010 年 10 月实施了全面量化宽松政策。这一政策在零利率的基础上，通过购买风险资产来降低风险溢价。然而，在 3 年间，由于日本央行扩表谨慎，日本央行的资产负债表仅扩大了 38 万亿日元，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。金融危机对日本经济造成了深远影响，美国次贷危机和 2011 年地震严重制约了日本的出口，导致经济陷入停滞。在资产价格方面，日元在危机期间成为避险资产，汇率表现强劲；股市虽然逐渐回升，但波动较大。

图37 全球金融危机后日本央行谨慎扩表



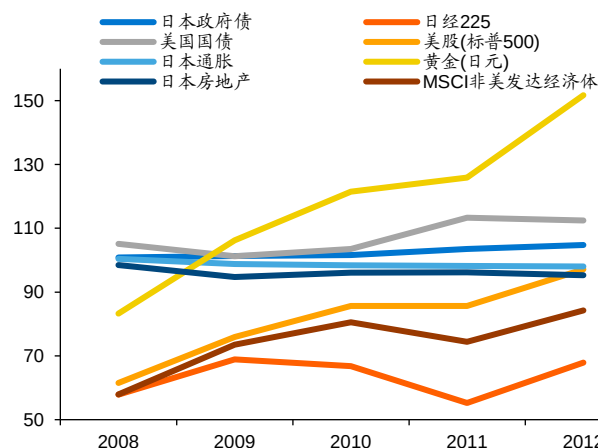
资料来源：同花顺 iFinD, 联储证券研究院

在外部金融危机冲击和国内基本面修复中断的背景下，日经指数持续低位震荡。2008 年金融危机发生，日本经济也遭受了严重冲击，经济复苏进程被打断。金融危机期间，日本首相频繁更换，一定程度上影响了政策连续性。央行方面，日本央行扩表力度较小，仅扩大 38 万亿日元。大类资产方面，此次冲击带来的影响与科技互联网泡沫破裂时有类似之处，美、日、其他发达国家股票走势趋同，但日股受负面影响更大，其主要原因是基本面暂未筑牢，外部冲击带来的伤害更高。其他资产方面，由于金融市场严重回撤，避险情绪激增，黄金领跑全球大类资产。其余美日债券、房地产、通胀等变化

幅度较小。

具体来看，按复合年化收益率从高到低，2008-2012 年黄金（8.69%）>美国国债（2.38%）>日本政府债（0.93%）>日本通胀（-0.40%）>美股（-0.58%）>日本房地产（-0.96%）>MSCI 非美发达经济体（-3.37%）>日股（-7.45%）。日股行业方面，仅橡胶（4.22%）、服务业（0.72%），建筑（0.16%）较为抗压，其余行业普遍负增长。日常消费如零售、食品跌幅较小，海运、航空、电力燃气、银行业、证券业等跌幅最大。

图38 大类资产累计收益率（2008-2012）



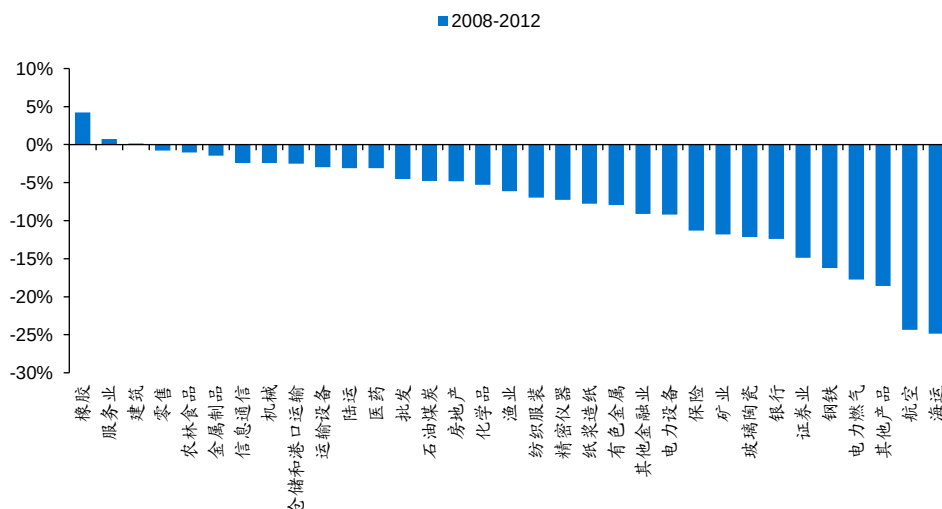
资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院

图39 大类资产复合年化收益率（2008-2012）

2008-2012 年复合年化收益率 (从高到低)	
黄金(日元)	8.69%
美国国债	2.38%
日本政府债	0.93%
日本通胀	-0.40%
美股(标普 500)	-0.58%
日本房地产	-0.96%
MSCI 非美发达经济体	-3.37%
日经 225	-7.45%

资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院

图40 2008-2012 东证行业指数复合年化收益率（%）



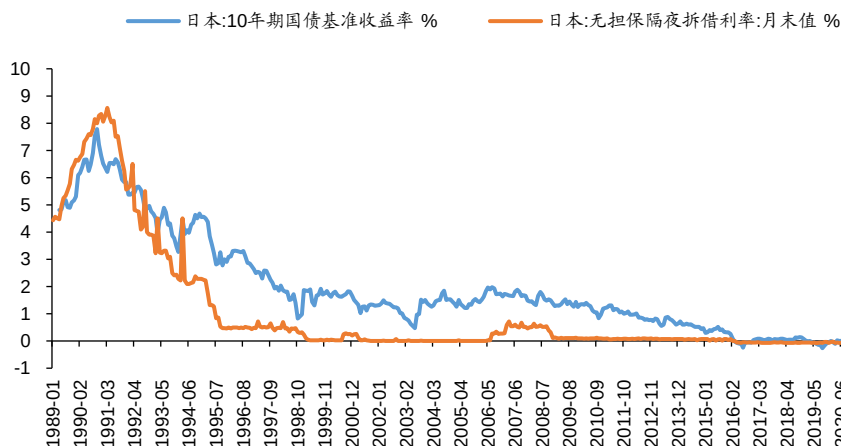
资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院

大类资产：日股起落见证“失去的二十年”

回顾日本“失去的二十年”，日本资产也在随着经济的低迷发生本质变化。由于物价高涨，1989 年年末日本政府和央行开始大幅收紧政策，引发日股和房地产价格大跌、企业价值严重缩水。同时，1989 年 5 月美联储开始加息，吸引资金外流，日本资产泡沫迅速破裂，企业破产、大量人员失业。之后，日本又接连经历了 1997 年的亚洲金融危机、2000 年科技互联网泡沫破裂、2008 年全球金融危机、2011 年日本大地震等外生冲击。在内外压力的共同作用下，尽管货币政策一再放宽接近零利率，日本经济始终无法恢复景气，长期处于通缩状态，股市低迷，日本进入“失去的二十年”。

极低利率环境下，“失去的二十年”间日本仅债市长牛，日股和房地产收益率不及日本通胀。就日本内部而言，债券、黄金等避险资产相对占优，1990年以后日本十年期政府债收益率由8%不断下调至0%，债市出现长牛。在全球大类资产框架下，日本股市低迷正逢美股快速增长，1992-2012年美股领跑全球资产，美债收益率同样可观。具体来看，美股(6.25%)>黄金(4.07%)>非美发达经济体股票(3.8%)>日本政府债(3.66%)>美国国债(1.32%)>日本通胀(0.31%)>日本房地产(-1.89%)>日股(-5.58%)。

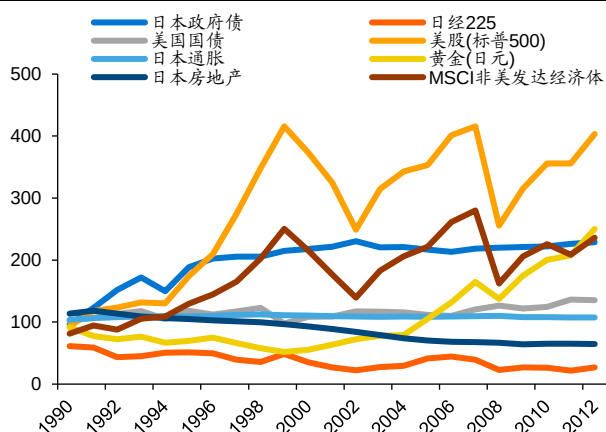
图41 泡沫破裂后日本国债收益率走势(%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

相较周期性行业，日本在石油危机后发展的精密仪器、电子业等先进产业，以及医疗、日常消费行业在漫长的萧条中较为抗压。“失去的二十年”使得日本绝大部分行业指数下跌，其中不同板块日股所受影响也有一定区别：先进制造业受影响程度较弱，周期性行业泡沫破裂后大幅回撤，日本银行危机下银行业股价下跌。具体来看，1990-2012年运输设备(0.61%)、医药(0.29%)、精密仪器(-0.6%)、橡胶制品(-2.24%)、农林食品(-2.4%)行业指数复合年化收益率降幅较小，而在泡沫经济阶段涨势较佳的海运(-7.27%)、钢铁(-5.92%)、渔业(-8.43%)、建筑(-6.87%)、纸浆造纸(-8.19%)、银行(-9.27%)等行业严重回撤。

图42 大类资产累计收益率(1990-2012)



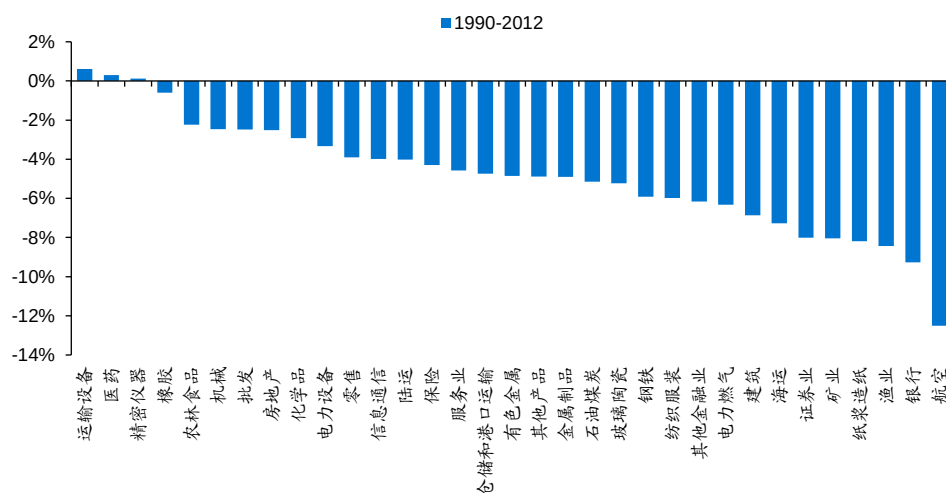
资料来源：同花顺 iFinD，Investing，联储证券研究院

图43 大类资产复合年化收益率(1990-2012)

1990-2012 年复合年化收益率 (从高到低)	
美股(标普 500)	6.25%
黄金(日元)	4.07%
MSCI 非美发达经济体	3.80%
日本政府债	3.66%
美国国债	1.32%
日本通胀	0.31%
日本房地产	-1.89%
日经 225	-5.58%

资料来源：同花顺 iFinD，Investing，联储证券研究院

图44 1990-2012 年东证行业指数复合年化收益率 (%)



资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院

1.5 2012-2019: “安倍经济学”与走出通缩

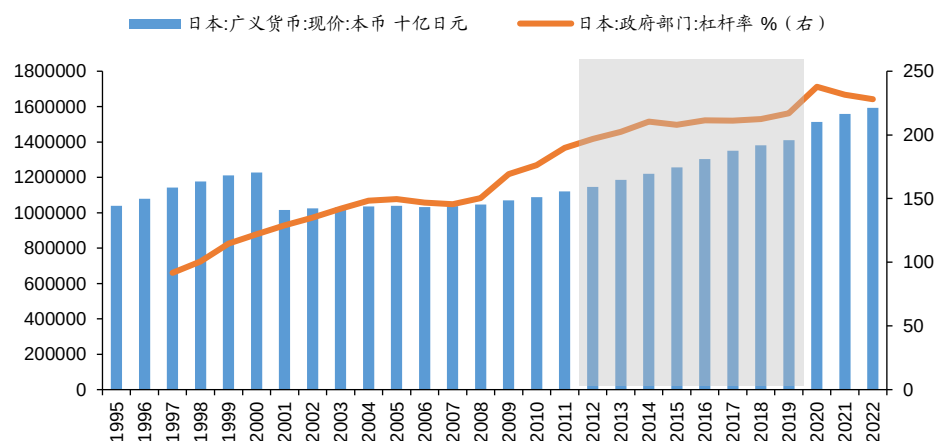
政策制度：安倍的刺激性政策组合拳

安倍晋三上台后实施了一系列的刺激性经济政策。安倍晋三以实现日本经济的复苏与增长为目标，主张实施大胆的货币政策（量化宽松）、灵活的财政政策（政府加杠杆）和结构性改革（鼓励民间经济），并称为“安倍经济学”的三支箭。安倍采用了货币超发和政府举债的形式，有效突破了货币和财政体制的约束，刺激了经济。这种政策组合在短期内显著提振了日本经济，结合家庭福利政策、吸引劳工的手段，在全球移动互联网浪潮的共同作用下，带领日本摆脱了经济的低迷期。

渐进式的超宽松货币政策：QQE、负利率和 YCC。2013 年，黑田东彦接任日本央行行长，同年 4 月推出量化质化宽松政策（QQE），进一步加大了日本货币政策的刺激力度。在量的方面，日本将通胀目标进一步抬高至 2%，增加基础货币投放量。在质的方面，相较于前几轮 QE，日本央行进一步扩大了风险资产的购买范围，包括商票，公司债，ETF，股票，J-REITs 等。尽管 QQE 帮助央行进一步放量，但通胀始终没能达到目标的 2%。因此，在 2016 年，日本央行又先后推出了负利率（1 月）和 YCC（9 月）。2016 年 1 月，日本央行开始对金融机构政策利率账户实行-0.1%的负利率，实现短端利率的压降。2016 年 9 月，日本央行推出收益率曲线控制（YCC），主要是通过目标收益率区间内（ $\pm 0.1\%$ ）买卖 10 年期国债来压低长端利率。安倍在任期间，日本央行通过负利率+YCC 的政策组合在短端和长端实现了低利率控制，扭转了通缩的局面，基本将通胀维持在 0-1%左右，但未能有效地达成 2%的目标。

一波三折的扩张性财政政策：2013 年安倍上任之初，就大刀阔斧地开始了财政刺激，第一年就推出了总计超过 100 万亿日元的预算和补充预算。此举有效地拉动了 GDP 中的公共投资，并与货币政策一同促进日元贬值。然而，财政支出也伴随着大量债务。为了维持财政收支平衡，安倍又先后两次提高消费税，2014 年将消费税由 5%提高至 8%，2019 年再次提高至 10%。提高税收对经济打击不小，一定程度上打断了财政扩张的成效。2020 年新冠疫情发生后，安倍推出了 117.1 万亿日元的巨额经济对策，带动日本经济在全球范围内的低迷下逆势突破，通胀回升，薪资上涨。总结来看，2013-2020 年，安倍共推出 6 次经济对策，总规模达到 210 万亿元，涉及财政支出 94.4 万亿日元，财政扩张的意图明显，但受制于政府盈亏平衡的压力，安倍的财政政策力度相对中性。

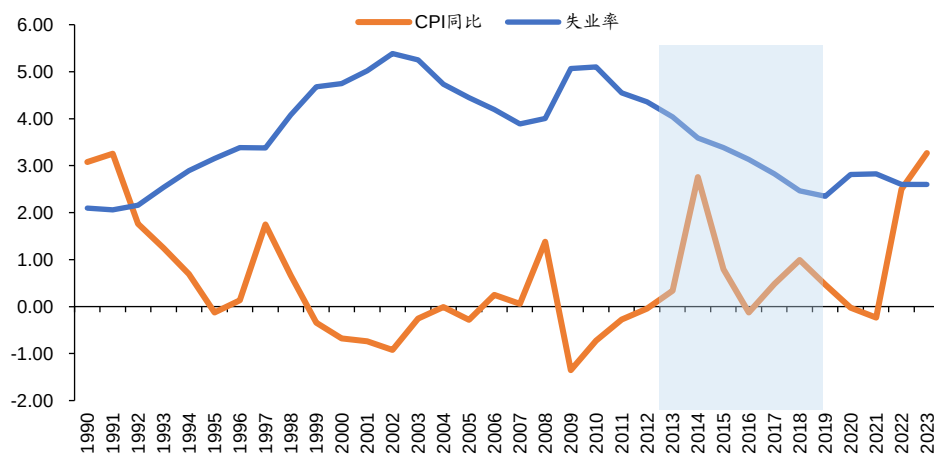
图45 安倍经济学实行货币超发及政府举债的模式提振经济



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

在结构性改革方面，安倍主要着力于解决少子化、就业不足等社会福利相关问题。为了应对日本社会的人口老龄化及少子化问题，安倍政府把目标聚焦在提高家庭生育率的政策措施上。例如，安倍推行免费教育工程以减轻低收入家庭的教育负担。这类政策一方面改善了收入分配不均带来的生育意愿下降，一方面为日本社会培养了更多优秀人才，提高社会服务质量，提升社会福利水平，从而推动经济增长。劳动力方面，提高薪酬福利，降低移民门槛，吸引本国与外国人才进入劳动力市场。为了应对劳动力短缺问题，安倍政府采取了一系列措施，提高国家最低工资水平，增加公共部门的工资并提高生产力，吸引居民进入劳动力市场。同时，安倍政府降低移民门槛、优化就业环境等，吸引外国劳工。这些政策不仅提高了国民的生活水平，还有助于提升消费信心，进而拉动内需，为经济增长提供动力。安倍在任期间，社会失业率下降、收入提升。

图46 安倍时期社会失业率下降、通胀回正（%）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

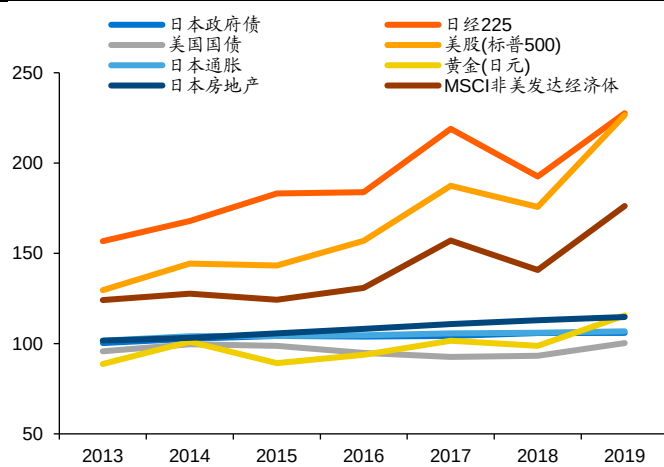
借助全球移动互联网浪潮扶持产业，日本走出低迷。安倍对内保民生，扩内需，对外紧跟全球移动互联网浪潮。在多方面因素加持下，日本终于逐步走出 20 年低迷期。2000 年后，全球移动互联网技术的快速发展，但日本在移动互联网领域的发展相对滞后，错过了第三次科技革命浪潮的机遇。因此安倍政府加大了对移动互联网产业的投入和扶持力度，推动技术创新和产业升级，引进先进技术和管理经验，促进日本移动互联网产业的快速发展。在国内民生政策和外部移动互联网浪潮的带动下，2019 年 12 月，日本失业率降至近十年最低的 2.1%，通胀也基本维持在 0% 以上，日本走出通缩。

大类资产：日本经济基本面修复与日股复苏

2013-2019 年日本股市在安倍政府政策支撑和全球移动互联网浪潮的影响下，再次迎来牛市。2008 年金融危机以来，日本作为出口国家受到全球外需严重缩紧的冲击，GDP 再次转负，股市重归低迷。2012 年年底，安倍晋三出任日本首相，推行宽松的货币和财政政策。外部环境方面，2013-19 年正值全球移动互联网浪潮，在超宽松内政和外部环境的支撑下，日股再次迎来了牛市。

2013-2019 年日股增速超过美股和其他发达国家股票，日股迎来复苏，日本经济走出通缩。具体来看，日股 (12.46%) > 美股 (12.39%) > 非美发达经济体股票 (8.43%) > 黄金 (2.09%) > 房地产 (1.98%) > 通胀 (0.94%) > 日本政府债 (0.83%) > 日元 (-2.0%) > 美国国债 (0.4%)。日股行业方面，精密仪器和信息通信再居前列，年增速分别达到 17.64% 和 17.5%。钢铁、矿业、海运、银行业行情仍然下跌。

图47 大类资产累计收益率 (2013-2019)



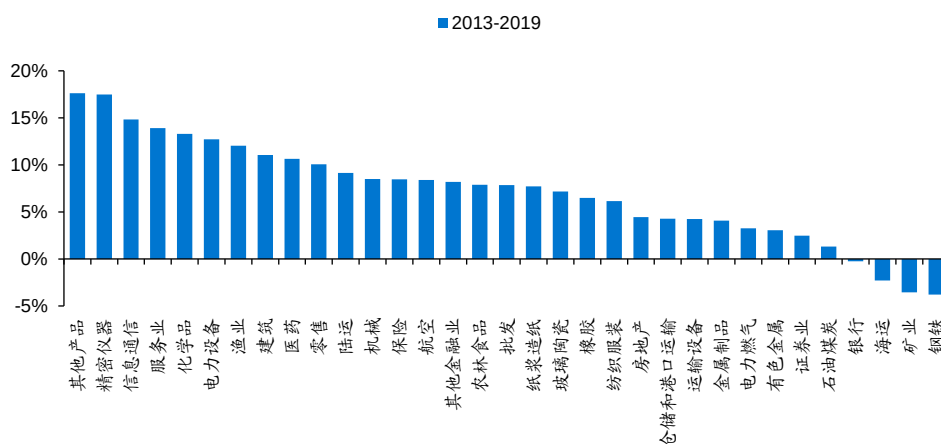
资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院

图48 大类资产复合年化收益率 (2013-2019)

2013-2019 年复合年化收益率 (从高到低)	
日经 225	12.46%
美股(标普 500)	12.39%
MSCI 非美发达经济体	8.43%
黄金(日元)	2.09%
日本房地产	1.98%
日本通胀	0.94%
日本政府债	0.83%
美国国债	0.04%

资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院

图49 2013-2019 东证行业指数复合年化收益率 (%)



资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院

1.6 2020-至今：内外部环境变化下的日本资产逻辑之变

回顾日本各阶段大类资产走势，主要从①日本经济、产业、政策利好和②外部市场机遇和冲击两条线索展开。两条线索主导地位的交替又可以分为两个阶段：1990 年日本资产泡沫破裂前和日本资产泡沫破裂后。在 1990 年以前，日本资产经历了战后经济修复，产业转型对冲外部石油危机，及广场协议后政策大幅放宽的三轮利好。在这一阶段，

或是日本国内基本面偏强，产业优势突出，或是货币、财政、土地政策对资产市场支撑较大，因此经济、产业、政策等内部因素主导了资产配置逻辑：日股领跑全球大类资产，日股内部行业轮动与政策倾向紧密对应。

相对的，在 1990 年以后，日本经济对抗外生冲击能力严重下降，外部市场机遇和冲击对日本资产的影响增加。泡沫达到顶峰的日本在货币、财政和地产政策收紧的影响下经历了资产泡沫的迅速破裂，先后累及日本股市、房地产、银行业、各产业以及消费、就业等经济基本面，日本内部陷入恶性循环。在这一阶段，日股在全球大类资产中风雨飘摇，如一叶小舟，其短暂上涨主要依赖例如互联网科技浪潮、大宗商品牛市、美股走强等外部机会带动，而对互联网科技泡沫破裂、全球金融危机等外部冲击的抵抗力有限，数次打断了例如小泉政府政策改革、超宽松货币政策等对基本面修复的努力。

图50 1974-2024 年美日政府债期货价格对比（美元）



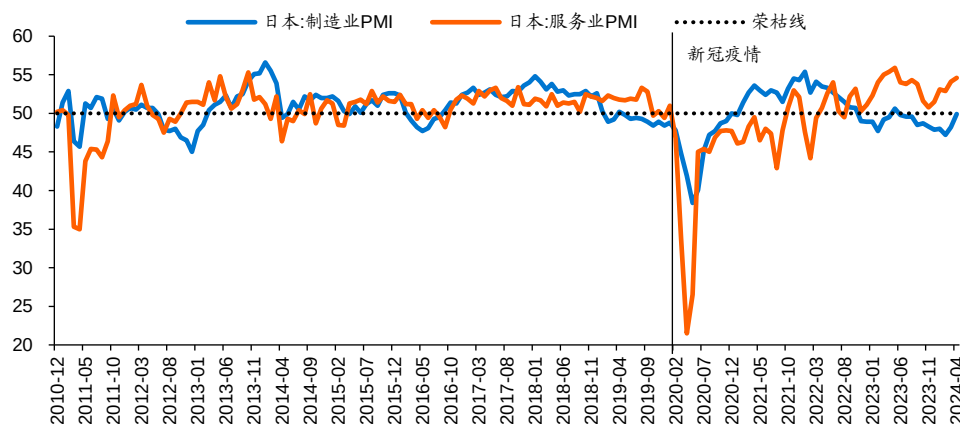
资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院

2020 年疫情来袭，给日股带来了巨大的转机。2020 年以来，大类资产主要青睐黄金这类避险资产，美股等主要股市行情震荡，但日股累计收益率接近美股，为“失去的二十年”以来日股表现最为突出的阶段。具体来看，2020 年至 2023 年，黄金（15.47%）> 美股（10.23%）> 日股（9.06%）> 非美发达经济体股票（7.67%）> 房地产（3.54%）> 通胀（1.53%）> 美国国债（2.1%）> 日本政府债（1.3%）> 日本公司债（1.2%）> 日元（-2.0%）。日股累计收益与美股同步，日本结束通缩，房地产继续修复，日本政府债罕见下跌。

2020 年至今日股的再次崛起主要有三个原因：一是日本在政策呵护下逐步走出通缩，日本人口、就业、产业政策方面的劣势得以扭转，日本基本面较为稳健，市场对其预期较好。二是日本在疫情开始时正处在财政、货币政策超宽松阶段，利好外资收益。三是疫情后全球资金避险情绪较强，市场对日本资产偏好增强。具体来看：

从基本面来看，疫情后日本经济快速恢复，稳定的基本面脱颖而出。疫情以来，日本服务业与制造业的 PMI 于 2020 年下降，但后续稳步恢复。在大部分时期，服务业及综合 PMI 均高于 50%荣枯线，反映出服务业和综合市场的活跃度和景气程度较高。制造业方面，当前日本的制造业 PMI 也已经恢复至疫情前的水平。尽管日本经济实际增速略有下滑，但叠加通胀因素，日本 GDP 名义增速仍然不低。

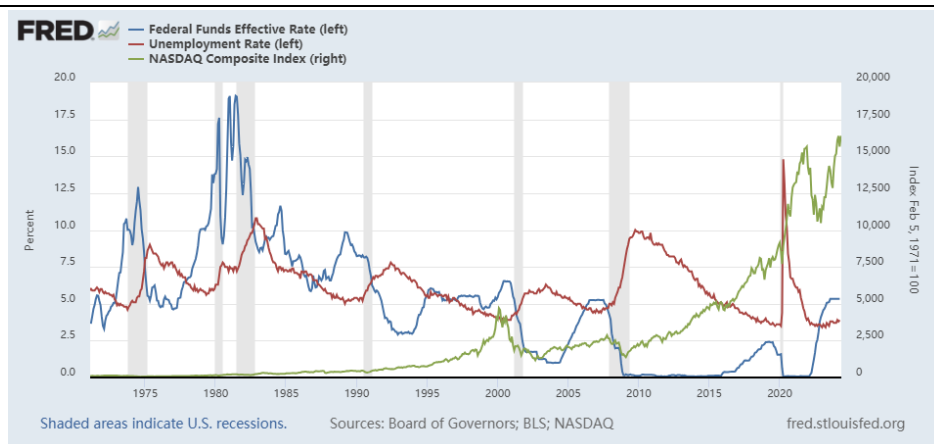
图51 日本经济受到疫情冲击后快速恢复



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

从政策面来看，为应对疫情推出的超宽松政策正逢其时。为应对疫情，2020年4月日本央行推出“无上限”宽松政策，并继续扩表，加大财政支出。具体来看，2020年日本央行资产总额快速上升，总资产规模与GDP的比值由2020年2月的105%上升到2020年12月的130%。财政政策方面，政府继续扩张支出。截至2023年6月，日本政府杠杆率由约200%上升至227%。宽松的财政、货币政策在全球主要经济体货币政策波动的环境中展现吸引力，构成了吸引外国资金留入的另一原因。

图52 美国政策利率、失业率、纳斯达克指数走势



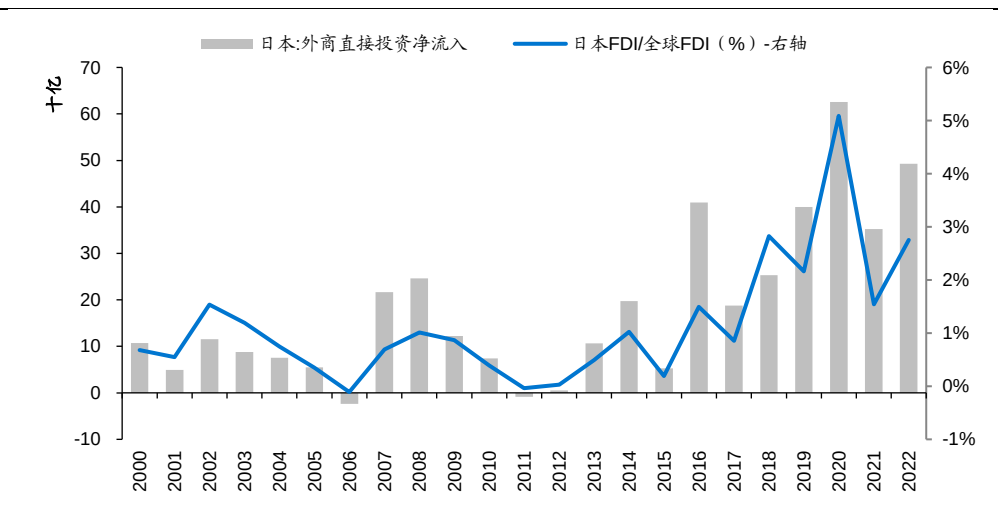
资料来源：FRED，联储证券研究院

从资金面来看，疫情冲击滋生避险情绪，日本资产受青睐。疫情期间，以美国为代表的主要发达经济基本面剧烈波动，政策利率频繁调整给股市、债市均造成严重扰动。2020年疫情爆发时，美国正处在加息周期当中。随着疫情冲击，美国劳动力市场快速转差，失业率在2020年2-4月快速走高至14.8%。为应对失业率走高，美联储在2020年2月开始迅速将政策利率由1.58%调整至0.05%，美股、美债走强。然而，2022年，美国在商品供应链中断、服务业快速走热的两轮冲击下，CPI快速走高至9.1%。为对抗通胀，美联储开启加息周期，2022年3月至2023年8月共计加息525bps，纳指大幅回调超50%。

2020-2022年，全球避险资金开始流向日元和黄金。在全球其他国家经济和资产大幅震荡的变局之中，日本经济和资产较为稳定的表现成为了“抢手”的投资标的。根据世界银行全球资金流向数据，2020年、2021年、2022年日本的外国直接投资净流入分别为626亿、352亿、493亿美元，疫情3年的资金净流入总额（1470.9亿美元）约等于2014-2019年6年的资金净流入总额（1501.2亿美元）。全球资产再配置过程中，日

本资产在经济和政策“万事俱备”的支撑下，借疫情的“东风”成功点燃行情。

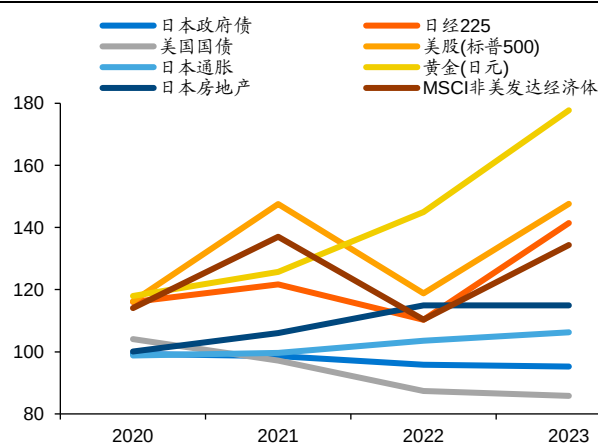
图53 日本外商直接投资净流入（FDI；十亿美元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

2020-2023 年日本绝大多数行业获得增长。分行业来看，日股行业中海运增速（64.86%）远超其他行业，主要系疫情后供应链受阻背景下，海上运输需求激增，全球海运行业均快速增长。其余板块中，顺周期板块收益再次领跑其他行业。批发（22.6%）、钢铁（21.35%）、采矿（19.52%）、银行（17.88%）、保险（17.08%）等顺周期行业大涨，其逻辑与日本经济基本面持续复苏、财货双政策宽松趋势一致，加之市场警惕其他国家股市风险，资金开始大量涌入日本顺周期行业。另一方面，电力设备（14.64%）、信息服务（9.58%）、精密仪器（9.04%）等高技术制造业也保持了快速增长，尽管较顺周期行业增长稍显稳健。

图54 大类资产累计收益率（2020-2023）



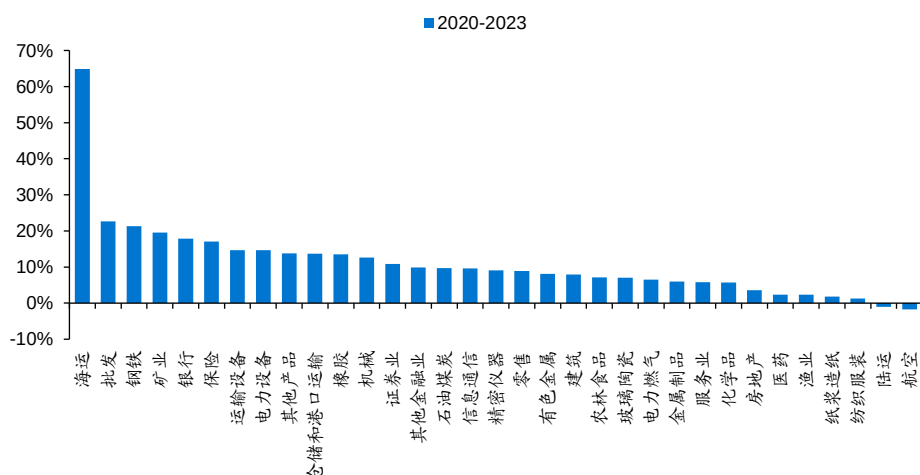
资料来源：同花顺 iFinD，Investing，联储证券研究院

图55 大类资产复合年化收益率（2020-2023）

2020-2023 年复合年化收益率 (从高到低)	
黄金(日元)	15.47%
美股(标普 500)	10.23%
日经 225	9.06%
MSCI 非美发达经济体	7.67%
日本房地产	3.54%
日本通胀	1.53%
日本政府债	-1.21%
美国国债	-3.76%

资料来源：同花顺 iFinD，Investing，联储证券研究院

图56 2020-2023 东证行业指数复合年化收益率(%)

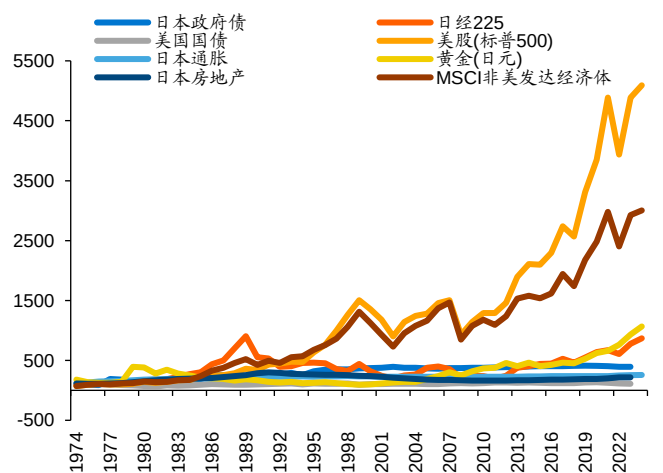


资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院

大类资产：日本大类资产的回顾与总结

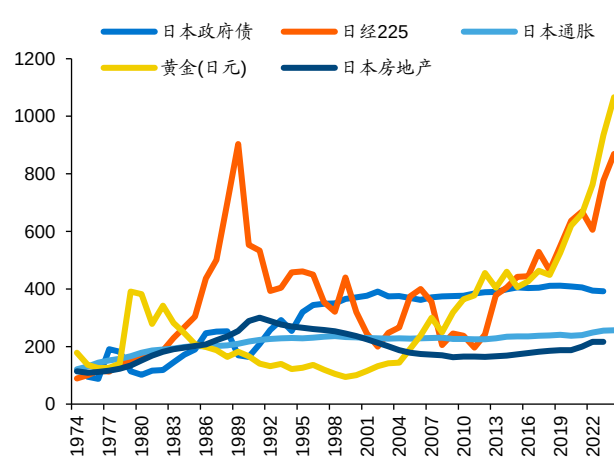
1974 年至 2023 年，从全球大类资产视角出发，美股领跑全球大类资产，非美发达国家股票次之，日股与黄金收益率接近。1974 年以来各类资产复合年化回报率从高到低排序，依次为美股（标普 500，8.09%）> 非美发达经济体股票（MSCI，6.98%）> 黄金（日元计价，4.57%）> 日股（日经 225，4.19%）> 日本政府债（期货价格，2.83%）> 日本通胀（CPI，1.89%）> 日本房地产（名义房价，1.55%）> 美国国债（期货价格，0.22%）。总体来看，全球股票方面美股占优，债券方面日本政府债占优，以日元计价的黄金价格略跑赢日经 225，日本房地产增速不及日本通胀。

图57 全球大类资产累计收益率（1974-2023）



资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院

图58 日本大类资产累计收益率（1974-2023）



资料来源：同花顺 iFinD, Investing, 联储证券研究院

总结来看，日本经济低迷时期，日股总体表现出慢涨快跌、跌大于涨的总体趋势。回顾 1970-2020 年的全球大类资产，1990 年以后领跑全球股市的美股占据优势，非美发达经济体次之，日股回报率一度低于通胀。然而，日股不景气、货币政策长期放宽的二十年，也是日债长牛的二十年。以美国十年期国债为参考，日本政府债价格自 1991 年开始快速上升，1995 年超过美债并持续保持差距。1990 年 8 月至 2024 年 3 月，累计上涨 266.92%，同期美国国债累计仅上涨 14.43%。

2020 年以后，日股的再次崛起引发市场兴趣。究其原因，日股强势表现的原因与日

本的资金情况、货币政策、财政政策及经济复苏有关。全球资金再配置与货币宽松，美欧金融风险推动全球资金重新配置，日本成为避险资金的流入地。2020年，日本央行实行“无上限”宽松政策，货币政策的宽松为股市提供了流动性支持。日本经济走出通缩阴影，基本面偏强。2020到2023年，在疫情的条件下，主要受益于日本经济复苏及全球供应链变化，海运、银行、钢铁、保险等顺周期板块收益率大幅领先，其他行业也取得正向收益。同时，交易所发布《关于实现关注资金成本和股价经营要求》，要求上市公司进行整改，导致投资者倾向投资日股，出现日股大幅上涨的情况。

政策方面，2024年日本首次迎来加息。2024年，日本央行将基准利率由-0.1%上调至0%-0.1%之间，结束了持续8年的负利率政策。加息意味着日本央行正式放弃负利率政策和收益率曲线控制政策，日本央行大幅刺激经济的时代结束。然而，从后续表现来看，日央行此次加息行动迅速，但力度有限。结合市场反应来看，我们认为日本央行的加息政策是缓慢推进式的。日本央行只是结束了负利率，将利率小幅提升至0-0.1%，因此短期对市场影响较小。此外，日本的国债市场较为庞大，长期利率的迅速攀升，会引国债市场动荡。为避免此风险，日央行对加息始终保持谨慎。

日股走出“内忧外困”，未来关注企业发展和宏观政策支撑。从经济基本面来看，2024年日本经济整体呈现温和下行趋势，经济增速或将下滑，但仍高于潜在增速；再通胀进程仍在继续，对应内需仍有较大潜力。居民消费和投资对于企业盈利仍然构成支撑，这有助于维持股市的盈利驱动。从全球大类资产发展的经验来看，股市的长期领跑依赖产业本身的不断升级和创新，日股的长期趋势仍然在于日本企业的发展。政策方面，日央行加息对日元汇率和资产形成了一定扰动，后续关注日本央行及外部环境变化带来的风险。

2. 风险提示

日本相关数据和信息存在偏差；日本经济不及预期；日本宏观政策超预期；全球资金偏好变化。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1366 号富士康大厦 9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000