

日本证券市场发展简史

——川财投研看世界系列之十



核心观点

❖ 日本证券市场已经有 148 年的历史，目前日本证券市场的主要交易品种包括了股票、债券、信托、金融衍生品等。

日本最早的证券交易行为要追溯到 1870 年。1878 年，东京股票交易所和大阪股票交易所诞生。20 世纪 50 年代，日本迎来了证券市场的第一次高速成长期。21 世纪以来日本证券市场电子化交易取得巨大进步。2017 年日本股市交易量和交易金额分别达到了 5877 亿股和 741 万亿日元。日本上市公司的数量和总市值呈现出上升趋势。2017 年债券场外 (OTC) 交易量为 9624 万亿日元。从公司债的发行量来看，普通公司债发行量最高。2017 年信托投资额达到近十年以来的最高值，比 2006 年的水平上升了将近 57%。此外，衍生品的交易量近十年以来基本呈现出递增状态。

❖ 2008 年金融危机后，日本券商业发展速度加快。

2017 年日本券商数目已达到了 264 家。从日本券商的营业收入来看，佣金收入是券商收入的主要部分。从券商的市值来看，市值在 3-10 亿日元的中型券商数量最多，而市值在 10 亿日元以上的大型券商呈现出数量减少的趋势。

❖ 野村控股是目前日本最大的证券公司，野村综合研究所是野村在智库方面取得的重要成就之一。

野村控股发展的主要驱动力是零售和批发业务。佣金收入、交易收入以及股息和红利收入构成了野村控股的三大主要业务收入。野村综合研究所研究业务主要分为“咨询”、“金融领域 IT 解决方案”“产业领域 IT 解决方案”、“IT 基础服务”，其中，“金融领域 IT 解决方案”是野村研究所销售额的第一重要来源。

❖ 影响日本股市走势的决定性因素是日本自身的经济发展，日本股市与美国股市呈现出较为明显的联动性。

近 40 年来日本股市经历了六轮熊市和六轮牛市。在日本处于经济增长的时期，日本股市迎来了上涨行情，而当日本处于经济下滑的时期，日本股市也走出了下跌行情。从近二十年日本股市的走势来看，日本股市受美国股市影响较大。日本最近一轮牛市是从 2011 年 11 月开始的。日经 225 从 2011 年 11 月的 8434.61 点上涨至 2018 年 9 月的 24120.04 点。从近一轮上涨行情来看，日本股市的上涨驱动模式接近于美股，主要靠盈利增长带动，且呈现出小盘股收益大于大盘股的特征。受近期日本经济增速放缓以及美股波动加大的影响，2018 年 10 月以来日本股市出现了回调。

❖ 风险提示：美国贸易保护主义的升级，日本经济复苏不及预期，全球市场黑天鹅事件。

证券研究报告

所属部门 | 海外研究部

报告类别 | 海外深度

报告时间 | 2018/12/13

分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001
8610-66495901
chenli@cczq.com

联系人

王一棠

证书编号：S1100118050005
010-66495953
wangyitang@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、日本证券市场的历史概况.....	6
二、近十年日本证券市场发展趋势	7
1. 近十年日本主要证券品种的发展情况	7
2. 近十年日本券商的发展情况.....	10
3. 日本最大证券公司野村控股的发展.....	12
3.1 野村控股的发展历史.....	12
3.2 野村控股的商业驱动模式	13
3.3 日本野村综合研究所的发展.....	16
三、日本股票市场的发展.....	20
1. 近四十年日本股票市场的走势.....	20
1.1 稳定增长时期的日本股市（1973-1984 年）	20
1.2 泡沫经济时期的日本股市（1985-1989 年）	22
1.3 经济低迷时期的日本股市（1990-2011 年）	23
1.4 “安倍经济学”时期的日本股市（2012 年至今）	33
2. 日本与美国股市的联动性	38
3. 2011 年 11 月以来的日本牛市	38
3.1 2011 年 11 月以来日本牛市的发展概况.....	38
3.2 2011 年 11 月以来的日本牛市驱动模式与美国市场的对比.....	40
3.3 2011 年以来的日本牛市呈现出小盘股表现强于大盘股的特征	41
4. 2018 年 10 月以来日经 225 指数的回调	44
风险提示	49

图表目录

图 1:	2003-2017 年日本股市交易量和交易金额.....	7
图 2:	2003-2017 年日本上市公司数量和市值	8
图 3:	2003-2017 年日本新上市公司数量和 IPO 金额.....	8
图 4:	2003-2017 年日本债券场外(OTC)交易量(亿日元)	9
图 5:	2003-2017 年日本公司债的发行量 (千日元).....	9
图 6:	2006-2017 年日本信托投资总额 (百万日元).....	10
图 7:	近十年日本衍生品的交易量 (千笔)	10
图 8:	近十年日本衍生品交易金额 (十亿日元)	10
图 9:	2003-2017 年日本券商数量	11
图 10:	2003-2017 年日本券商收入 (十亿日元)	11
图 11:	2003-2017 年日本不同规模券商的市值变化	12
图 12:	野村控股营业总收入和营业总收入增长率.....	14
图 13:	野村控股营业利润和营业利润增长率.....	14
图 14:	野村控股净利润和净利润增长率.....	14
图 15:	野村控股资产收益率 (ROA) 和净资产收益率 (ROE)	15
图 16:	野村控股主要收入 (百万日元)	16
图 17:	日本野村综合研究所的全球扩张.....	16
图 18:	野村综合研究所营业总收入和营业总收入增长率	17
图 19:	野村综合研究所营业利润和营业利润增长率.....	17
图 20:	野村综合研究所净利润和净利润增长率.....	18
图 21:	野村综合研究所资产收益率 (ROA) 和净资产收益率 (ROE)	18
图 22:	2018 财年野村综合研究所销售额 (百万日元)	19
图 23:	2018 财年野村综合研究所营业利润 (百万日元)	19
图 24:	2018 财年野村综合研究所营业利润率 (%)	19
图 25:	1970 年-1984 年日本 GDP 增长率 (现价) (%)	20
图 26:	1971-1984 年日本核心 CPI 和石油产品 CPI 同比增长率	20
图 27:	1973 年 3 月-1974 年 10 月日经 225 走势	21
图 28:	1973 年-1984 年美元兑日元汇率	21
图 29:	1974 年 10 月-1984 年 12 月日经 225 走势	21
图 30:	1981 年-1990 年美元兑日元汇率	22
图 31:	日本贸易顺差和出口金额同比增长率.....	22
图 32:	1981 年-1990 年日本央行贴现率 (%)	22
图 33:	1984-1990 年日本土地价格指数和住宅投资增长率	22
图 34:	1984 年 12 月-1989 年 12 月日经 225 走势	23
图 35:	1987 年 2 月-1990 年 8 月日本央行贴现率 (%)	23
图 36:	1986 年-1994 年家庭新增住房贷款 (亿日元)	23
图 37:	1989 年 12 月-1992 年 7 月日经 225 走势	24
图 38:	1992 年-1999 年日本 GDP 增长率 (现价) (%)	24
图 39:	1992 年 7 月-1996 年 6 月日经 225 走势	24
图 40:	1996 年-2001 年日本 GDP 增长率 (现价) (%)	25
图 41:	1994-1999 年日本企业破产量 (个)	25

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 42:	1994-1999 年日本破产企业负债额 (百万日元)	25
图 43:	1996 年 6 月-1998 年 9 月日经 225 走势	26
图 44:	1998-2016 年日本政策目标利率 (%)	26
图 45:	1982-2013 年日本无担保隔夜拆借利率 (%)	27
图 46:	1998 年 9 月-2000 年 3 月日经 225 走势	27
图 47:	1997 年-2003 年日本 GDP 增长率 (现价) (%)	28
图 48:	1990-2002 年日本 CPI 和核心 CPI 增长率 (%)	28
图 49:	2000 年 3 月-2003 年 4 月日经 225 走势	28
图 50:	2001 年-2007 年日本 GDP 增长率 (现价) (%)	29
图 51:	2000-2007 年日本出口金额增长率 (%)	29
图 52:	2000-2006 年日本企业破产产量 (个)	29
图 53:	2001-2006 年日本破产企业负债额 (百万日元)	29
图 54:	2000-2006 年日本失业率 (%)	30
图 55:	2000-2006 年日本 CPI 和核心 CPI 增长率 (%)	30
图 56:	1997 年-2006 年日本银行不良贷款率 (%)	30
图 57:	2003 年 4 月-2007 年 6 月日经 225 走势	31
图 58:	2004 年-2011 年日本 GDP 增长率 (现价) (%)	31
图 59:	2006-2011 年日本企业破产产量 (个)	31
图 60:	2006-2011 年日本破产企业负债额 (百万日元)	31
图 61:	2007 年 6 月-2009 年 2 月日经 225 走势	32
图 62:	2009 年 2 月-2010 年 3 月日经 225 走势	32
图 63:	2010 年 3 月-2011 年 11 月日经 225 走势	33
图 64:	2011 年-2017 年日本 GDP 增长率 (%)	34
图 65:	2007-2017 年日本 CPI 和核心 CPI 增长率 (%)	34
图 66:	1979 年-2017 年日本出口金额 (百万日元)	34
图 67:	日本出口金额当月同比增长率 (%)	34
图 68:	2007 年 3 月-2018 年 11 月日本制造业 PMI	35
图 69:	1955 年-2017 年日本制造业利润 (亿日元)	35
图 70:	2000-2017 年日本制造业生产指数	35
图 71:	1997-2018 年日本不动产营业利润率 (%)	36
图 72:	1997 年 1 月-2018 年 10 月日本住宅宅地出售业况指数	36
图 73:	1989 年 9 月-2018 年 11 月消费者信心指数	37
图 74:	1989 年 9 月-2018 年 11 月投资者信心指数	37
图 75:	2011 年 11 月-2018 年 11 月日经 225 走势	37
图 76:	日经 225 与标普 500 走势对比	38
图 77:	2011 年 11 月-2018 年 9 月日经 225 指数走势	39
图 78:	2011 年 11 月-2018 年 9 月日经 225 指数各行业涨幅 (%)	39
图 79:	2011 年 11 月-2018 年 9 月日经 225 指数涨幅前十个股 (%)	40
图 80:	2011 年 11 月-2018 年 11 月日经 225 及其 EPS 走势	40
图 81:	2011 年 11 月-2018 年 11 月日经 225 及其 PE 和 PB 走势	40
图 82:	2009 年 2 月-2018 年 11 月标普 500 及其 PE、PB 和 EPS 走势	41
图 83:	2009 年 2 月-2018 年 8 月美国罗素 2000 走势	41
图 84:	2009 年 2 月-2018 年 8 月美国罗素 2000 涨幅前十个股 (%)	42

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 85:	2009 年 2 月-2018 年 9 月美国罗素 1000 走势	42
图 86:	2009 年 2 月-2018 年 9 月美国罗素 1000 涨幅前十个股 (%)	42
图 87:	2010 年 11 月-2018 年 1 月东证小盘指数走势	43
图 88:	2010 年 11 月-2018 年 1 月东证小盘指数涨幅前十个股 (%)	43
图 89:	2012 年 5 月-2018 年 9 月东证大盘 70 指数走势	44
图 90:	2012 年 5 月-2018 年 9 月东证大盘 70 涨幅前十个股 (%)	44
图 91:	2017 年 12 月-2018 年 11 月日经 225 走势	45
图 92:	2018 年 10 月日经 225 各行业跌幅 (%)	45
图 93:	2018 年 10 月日经 225 跌幅前十股票 (%)	46
图 94:	2018 年全球主要市场指数出现回调	46
图 95:	日经波动率指数走势	46
图 96:	日本上市公司总市值占 GDP 比重 (%)	47
图 97:	日本 GDP 季度环比增长率 (现价) (%)	47
图 98:	2018 年 8 月 1 日-2018 年 12 月 10 日标普 500 和日经 225 走势	48
图 99:	标普 500 波动率指数 (VIX)	48
图 100:	近一年来 5 年期和 3 年期美债利差	48

一、日本证券市场的历史概况

日本证券市场已经有 148 年的历史。日本最早的证券交易行为要追溯到 1870 年，由于修建铁路的需要，当时的明治政府在伦敦发行外债。民间最早发行证券的股份公司是 1869 年的通商公司和汇率公司。1878 年，东京股票交易所和大阪股票交易所诞生，之后国债和股份制交易所出现。从 1870 年到 20 世纪 30 年代，日本证券市场都得到了较好的发展。第二次世界大战使日本证券市场的发展遭遇了一次重大的挫折，战后日本陷入了“交易所空白时代”。由于战后的日本受到了美、英、法、俄最高司令部的控制，发挥战时金融机关的日本证券交易所在 1947 年被解散，直至 1949 年 5 月，以东京、大阪为首的证券交易所才得以恢复。在证券交易所恢复前的 1948 年，《证券交易法》开始实施，这部法律为日本证券市场的发展走向奠定了法律基础。

20 世纪 50 年代，日本迎来了证券市场的第一次高速成长期。1951 年，为完善交易所仅仅局限于现物交易的状态，日本创立了信用交易制度，同年战后新的证券投资信托制度也开始实施。20 世纪 60 年代后，日本迎来了证券市场的另一次高速成长期。1965 年，年收入补偿国债上市，一定程度上增加了交易所债券市场的流动性。另外，被引入国际惯例的日元建外债的发行也推动了日本债券市场的自由化。1972 年，东京证券交易所开始发行外国股票。1973 年东京证券交易所设立了外国部。20 世纪 80 年代，日本泡沫经济来临之前，日本证券市场又实施了进一步的开放。1984 年，日元美元委员会要求开放日本市场，1985 年东证允许六家外资券商作为正式会员加入。此外，债券期货于 1985 年开始交易，股票期货则是从 1987 年开始交易。

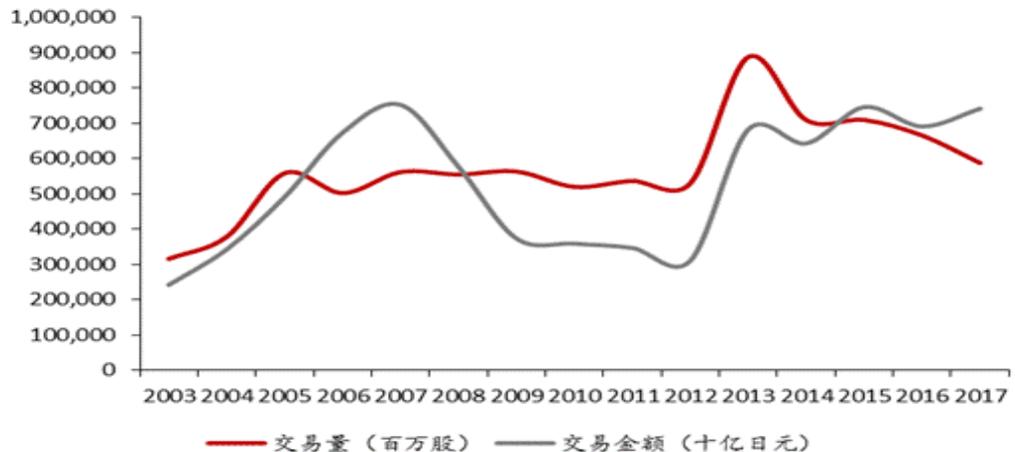
由于 1990 年日本经济泡沫开始破灭并且日本股市出现暴跌，叠加 1991 年日本证券界丑闻事件爆发的影响，1992 年日本公布了《金融制度改革法》，并成立了监视不公正交易的监视委员会。1996 年，日本实施了建立“自由、公平、全球市场”的金融大爆炸，对战后 50 年的日本金融体制进行一系列改革。2002 年，日本发布了“证券市场的改革促进程序”，日本证券公司的最低资本金得到了下调，并导入了证券中介制度，银行和证券公司可以共同成立店铺。除此以外，日本 ETF 的范围也被进一步扩大。21 世纪以来，日本证券市场电子化交易开始取得巨大进步。2010 年 1 月，日本证券市场的股票交易系统出现了较大程度的技术飞跃，伴随着东证买卖系统的更新，订单应答时间减少到 0.01 秒以下，自主机代管区域的订单数占订单总量的 30% 以上。

二、近十年日本证券市场发展趋势

1. 近十年日本主要证券品种的发展情况

日本证券市场的主要交易品种包括了股票、债券、信托、金融衍生品等。从股票市场来看,2003-2007年日本股市交易量和交易金额基本处于稳步上升的阶段,交易量从2003年的3161亿股上升到2007年的5621亿股,交易金额从2003年的242万亿日元上升到2007年752万亿日元,这主要是得益于2003-2007年上半年日本股市基本处于上涨状态。受2008年美国次贷危机引发的全球金融危机影响,日本股市交易量和交易金额在2008年有所下降,股市交易量降低至5551亿股,股市交易金额降低至576万亿日元。金融危机后,2009年日本股市有小幅回暖迹象,交易量和交易金额略为回升。但是由于2010-2011年日本股市依然处于回调阶段,所以这一时期的股市交易量和交易金额与2009年相比依然有所下滑。2011-2017年日本股市走出一轮上升行情,股市交易量和交易金额开始回升。2017年日本股市交易量和交易金额分别达到了5877亿股和741万亿日元。

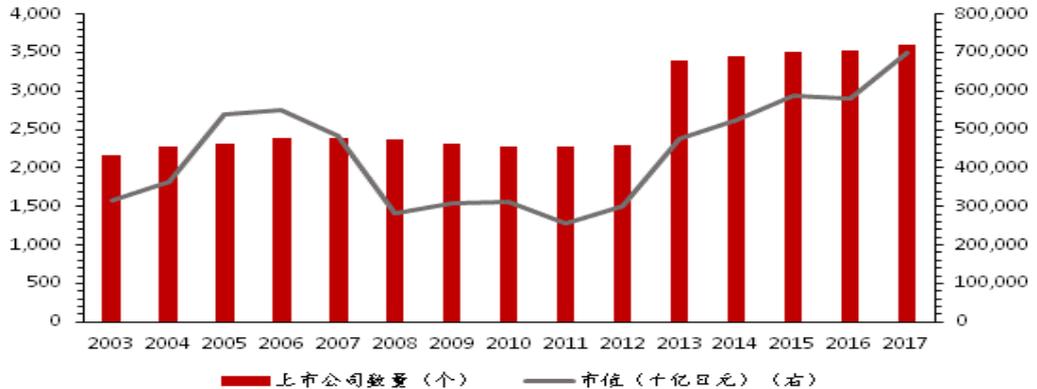
图 1: 2003-2017 年日本股市交易量和交易金额



资料来源:日本证券业协会,川财证券研究所

在2003-2017年期间,日本上市公司的数量基本呈现出上升趋势,从2003年的2174家上升到2017年的3596家,总市值从2003年的316万亿日元上升至2017年的701万亿日元。

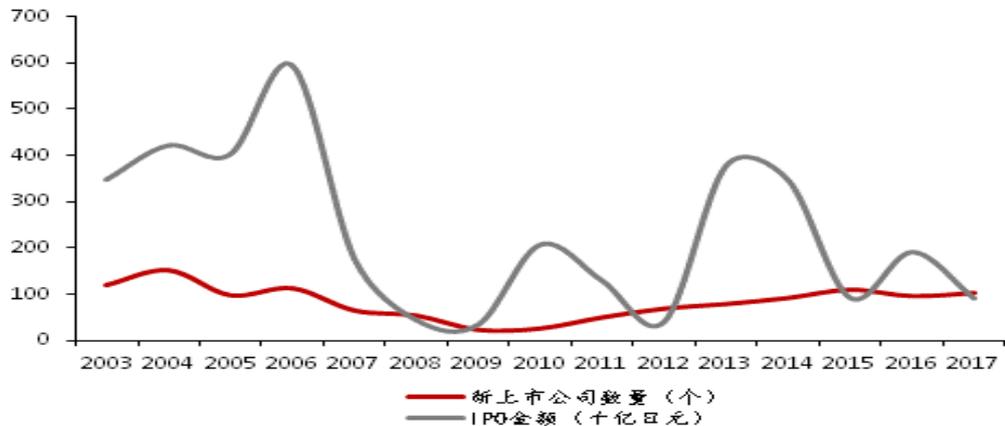
图 2： 2003-2017 年日本上市公司数量和市值



资料来源：日本证券业协会，川财证券研究所

从新上市公司数量来看，受金融危机影响，2008-2010 年期间，新上市公司的数量较 2003-2007 年有所下滑，2008 年、2009 年和 2010 年新上市公司数量分别仅为 54 家、23 家和 26 家，2009 年 IPO 金额创下 14 年来的新低，仅为 330 亿日元，2010 年之后出现回升迹象。2017 年，新上市公司数量上升至 103 家，IPO 金额为 900 亿日元。

图 3： 2003-2017 年日本新上市公司数量和 IPO 金额

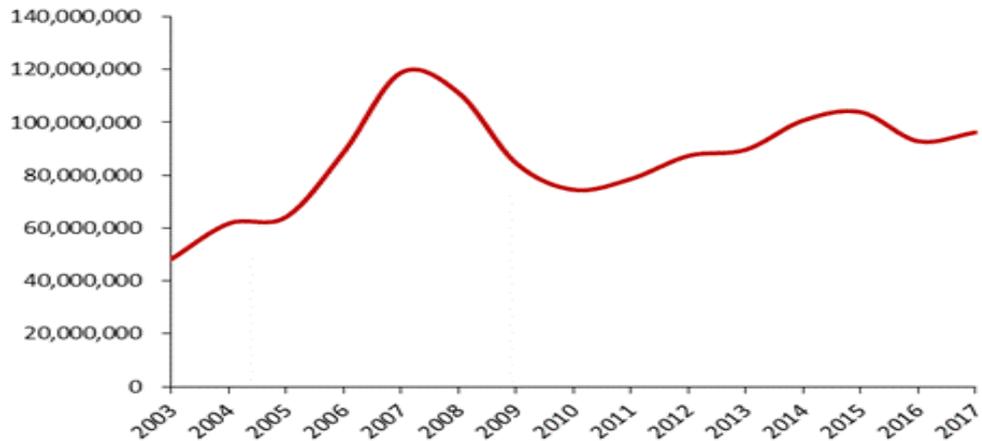


资料来源：日本证券业协会，川财证券研究所

从债券市场来看，2003-2007 年，日本债券场外(OTC)交易量一直呈现出不断上升的趋势，2003 年债券场外(OTC)交易量为 4836 万亿日元，到 2007 年债券场外(OTC)交易量已较 2003 年上升了将近 2.5 倍。之后由于 2008 年金融危机的影响，债券场外(OTC)交易量又呈现出下降趋势。2017 年债券场外(OTC)交易量又回升到了 9624 万亿日元。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

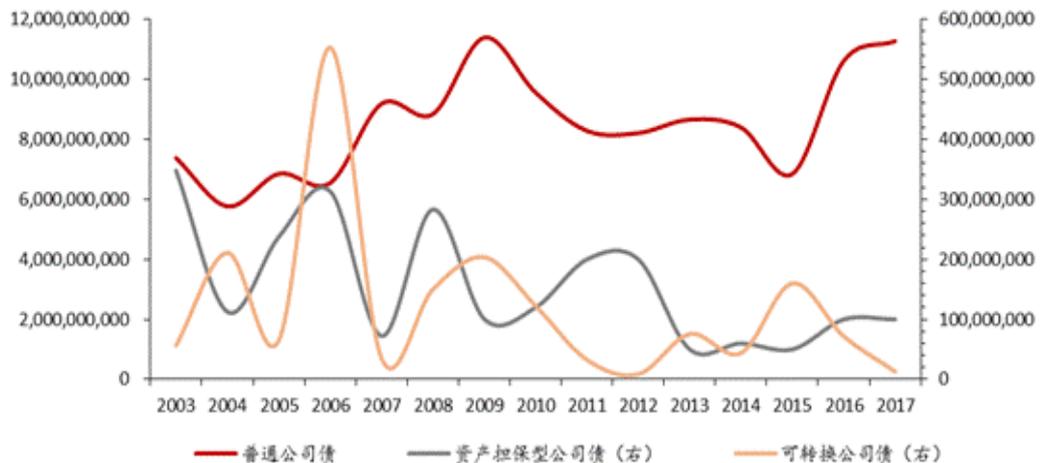
图 4： 2003-2017 年日本债券场外(OTC)交易量(亿日元)



资料来源：Wind, 川财证券研究所

从公司债的发行量来看，普通公司债发行量最高，从2003年的7.38万亿日元上升到2017年的11.27万亿日元。资产担保型公司债发行量自2003年达到3135亿日元的峰值后，之后便开始呈现下降趋势，2017年资产担保型公司债发行量下降到1000亿日元。可转换公司债发行量在2006年达到5530亿日元的峰值后，之后开始下降。2017年可转换公司债发行量仅为130亿日元。

图 5： 2003-2017 年日本公司债的发行量 (千日元)

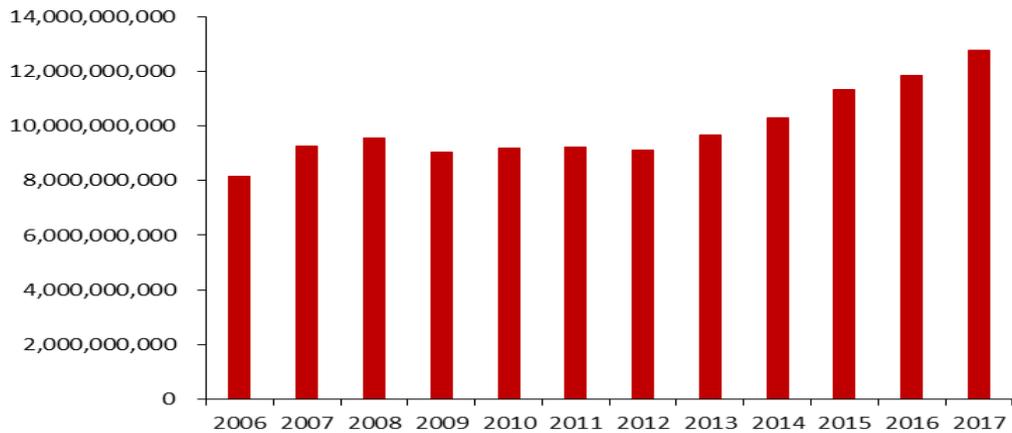


资料来源：Wind, 川财证券研究所

从信托投资来看，2006年信托投资总额为8151万亿日元，之后基本呈现出低增长趋势。到2017年达到近十年以来的最高值，较2006年的水平上升了将近57%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

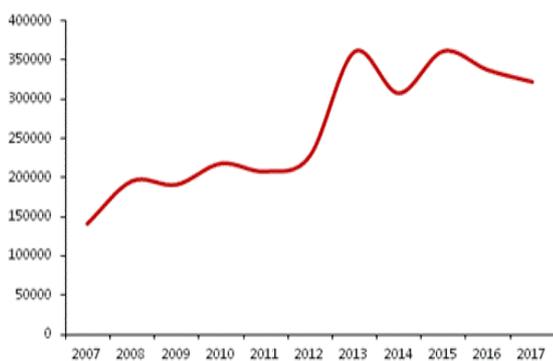
图 6： 2006-2017 年日本信托投资总额（百万日元）



资料来源：Wind, 川财证券研究所

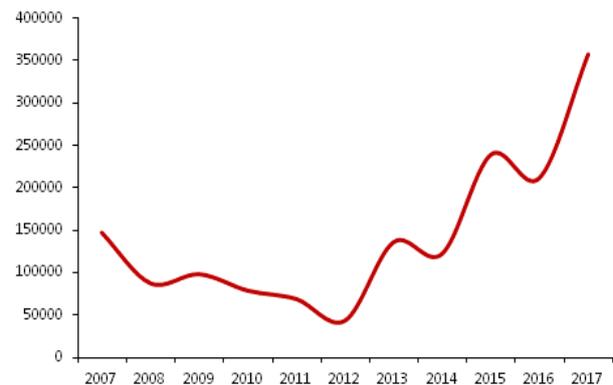
日本衍生品的交易量近十年以来基本呈现出递增状态，从 2007 年的 1.42 亿笔上升到 2017 年的 3.22 亿笔。衍生品的交易额从 2013 年开始大幅增长，到 2017 年已达到 358 万亿日元的最高值。

图 7： 近十年日本衍生品的交易量（千笔）



资料来源：日本证券业协会, 川财证券研究所

图 8： 近十年日本衍生品交易金额（十亿日元）



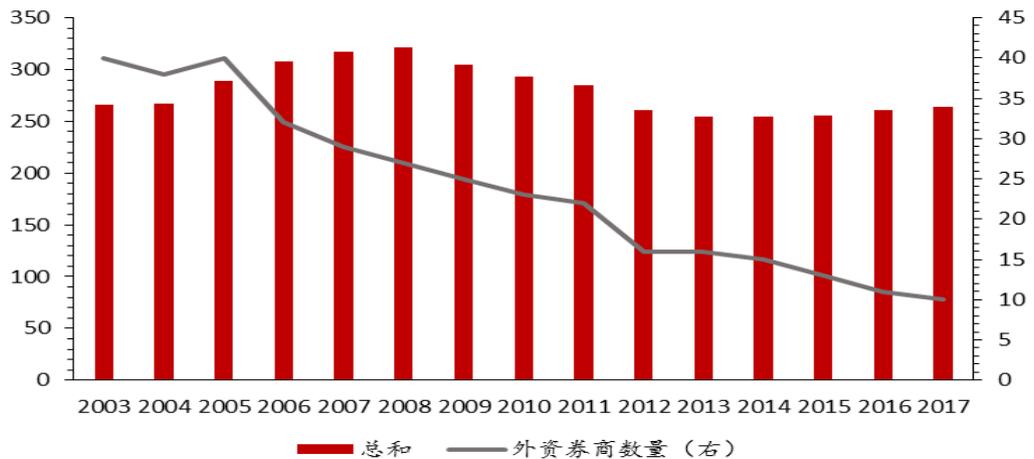
资料来源：日本证券业协会, 川财证券研究所

2. 近十年日本券商的发展情况

日本券商业受 2008 年金融危机影响较大，金融危机后，日本券商业发展速度加快。从券商数量来看，2003-2008 年，日本的券商数量基本呈现出不断上升的趋势，从 2003 年的 266 家上升到 2008 年的 321 家。受全球金融危机影响，从 2009 年开始，日本的券商数量开始呈现下降趋势，到 2014 年，日本券商数量已下降至 254 家。2015 年开始，券商数目又开始呈现上升趋势，到 2017 年，日本券商数目已达到了 264 家。外资券商数量从 2003 年开始基本呈现出下降趋势，日本外资券商从 2003 年的 40 家下降到 2017 年的 10 家。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

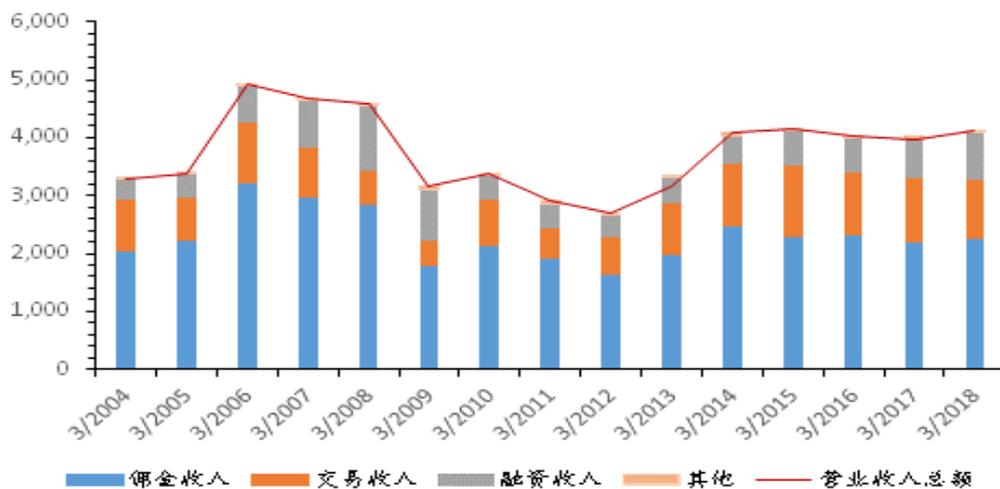
图 9： 2003-2017 年日本券商数量



资料来源：日本证券业协会，川财证券研究所

从日本券商的营业收入来看，受金融危机影响，2008年后日本券商的营业收入开始大幅骤减，从2008年3月的4.58万亿日元下降到2012年3月的2.71万亿日元。佣金收入是券商收入的主要部分，2017年3月-2018年3月，券商的佣金收入为2.26万亿日元。交易收入是券商的第二大收入来源，近五年券商交易收入总额都在1万亿以上。融资收入是券商第三大收入来源，2012年之后呈现持续增长的趋势。2017年3月-2018年3月，券商融资收入达到8090亿日元。

图 10： 2003-2017 年日本券商收入（十亿日元）



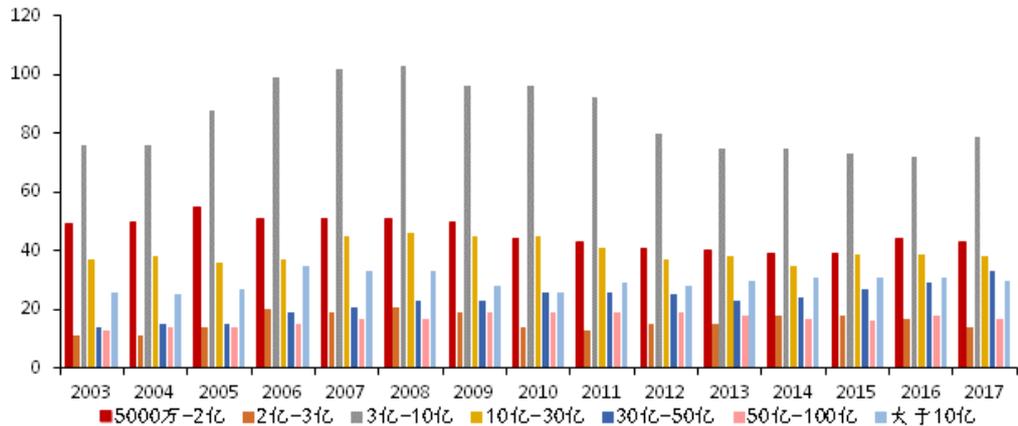
资料来源：日本证券业协会，川财证券研究所

从券商的市值来看，市值在 3-10 亿日元的中型券商数量最多，2017 年为 79 家。市值在 10 亿日元以上的大型券商自 2006 年开始呈现出数量减少的趋势，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2017年市值在10亿日元以上的大型券商从2006年的35家减少到30家。市值在5000万-2亿日元小型券商的数量自2005年开始也呈现下降趋势。2017年，市值在5000万-2亿日元小型券商有43家，比2008年时减少了12家。

图 11：2003-2017 年日本不同规模券商的市值变化



资料来源：日本证券业协会，川财证券研究所

3. 日本最大证券公司野村控股的发展

3.1 野村控股的发展历史

野村控股是目前日本最大的证券公司。野村控股的前身是野村绪七在1872年设立的野村商店。1918年，野村绪七之子小野村绪七改组了野村商店，成立野村银行。后来野村银行设立了从事债券业务的野村银行证券部，1925年野村银行证券部独立，同年野村证券股份公司在大阪成立。1927年，野村证券股份公司在纽约设立了办事处。1946年，总公司从大阪迁到东京。1961年10月，野村证券股份公司在东京证券交易所上市。1981年，野村证券股份公司在纽约证券交易所上市。2001年10月，公司管理层采用控股公司架构改组野村证券股份公司，成立野村控股公司。

收购雷曼兄弟是野村控股实现国际化的重要里程碑事件。2008年，雷曼兄弟破产，野村控股不仅收购了雷曼兄弟在亚太地区的业务，也收购了雷曼兄弟在欧洲和中东的投资银行业务和股票业务。完成收购的半年后，野村在2009财年亏损7082亿日元，这是野村成立以来的最高亏损额。得益于全球金融市场在2009年初之后的回暖，野村的业绩在2009年第二季度扭亏为盈，并且由于有雷曼业务的强力补充，野村在全球投行业务中的排名大幅提升。

现在野村控股将中国作为它发展的重要市场之一。在20世纪八十年代，野村

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

控股已有在中国布局业务的想法。1982年，野村控股在北京设立首个办事处。2014年5月，野村控股与上海陆家嘴金融发展公司、陆家嘴国际信托公司共同注册成立上海自贸区内首个中外合资的资产管理公司--陆家嘴野村资产管理有限公司。2014年9月，野村控股的全资子公司野村资产管理有限公司与深圳华夏人合资本管理有限公司一同在深圳成立了深圳东方人合股权投资基金管理有限公司。2018年4月，中国证监会公布《外商投资证券公司管理办法》，允许外资持股比例最高可达51%，野村控股向证监会提交在中国设立控股合资证券公司的申请，成为新规发布后的第一家申请设立合资证券公司的外资券商。

3.2 野村控股的商业驱动模式

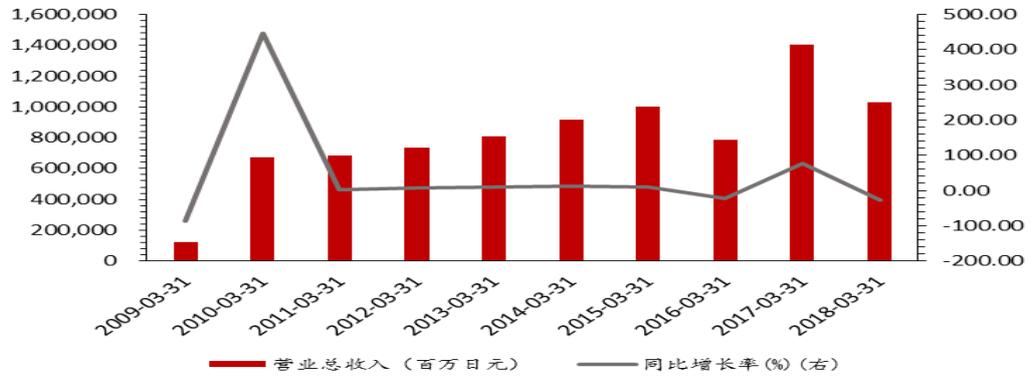
现阶段野村控股发展的主要驱动力是它的零售业务和批发业务。零售业务部门在日本共有156个分支机构，该部门提供一系列金融产品和投资服务给个人和企业，包括了全球股票与债券、投资信托/共同基金、保险产品、自由投资、并购咨询和房地产转介的产品或服务，并设有财富管理团队，专门为日本和亚洲其他地区的高净值人士提供个性化服务。2017年3月-2018年3月，零售部门的税前收入为1031亿日元，零售客户资产达到117.7万亿日元，零售部门共有156家分支机构。批发业务部门包括了两个部分，一个是全球市场业务，另一个是投资银行业务。其中全球市场业务部门为世界各地的金融机构、公司、政府、资产经理和对冲基金提供服务，也承担做市商的业务，包括了买卖股票和固定收益证券。2017年3月-2018年3月，批发业务部门的税前收益为662亿日元。另外，资产管理部在近几年野村控股的发展中发挥着重要作用。2017年3月-2018年3月，资产管理部的税前收益为662亿日元，管理50万亿日元的资产，其中ETF占据了日本46%的ETF资产份额。

从近十年野村控股的财务数据来看，野村控股经历了2008年金融危机带来的巨大影响，经营一度遭受冲击机，而在2008年金融危机后，野村控股又得到了快速的发展。受2008年全球金融危机影响，日本股市在2008年一年之内下跌了42%，2009财年野村控股的的营业总收入仅为1227.26亿日元，较上一财年同比下跌了86.15%，营业利润为-7802.65亿日元，较上一财年同比下跌了1102.07%，净利润-7081.92亿日元，较上一财年同比下跌了943.81%。随着2009年3月开始日本股市的回暖，2010财年野村控股的的营业总收入上升到了6706.82亿日元，营业利润为1052.47亿日元，净利润为677.98亿日元，较2009财年有了明显提高。之后在2010-2017年之间，野村控股的营业总收入基本呈现稳步增长趋势(除2016年略有下降以外)，到2017年3月，野村控股营业总收入创下了1.4万亿日元的新高。营业利润和净利润从2014

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

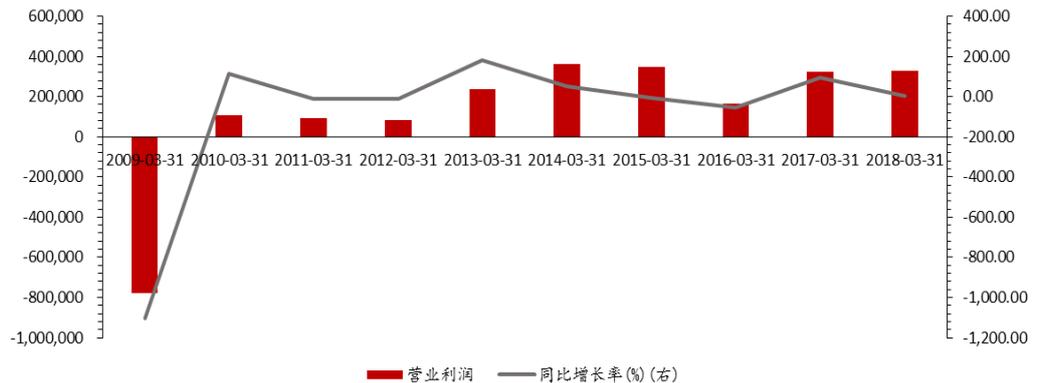
年3月开始到2018年3月（除2016年以外）基本都分别保持在3000亿日元和2000亿日元以上。

图 12: 野村控股营业总收入和营业总收入增长率



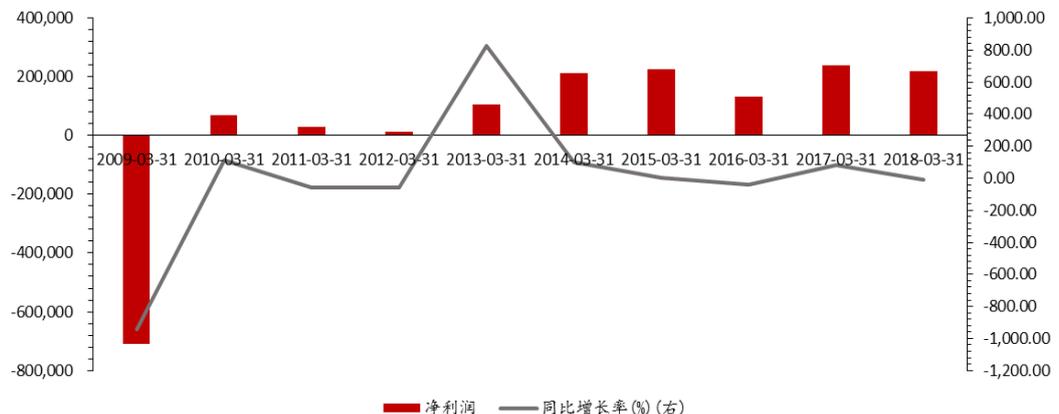
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 13: 野村控股营业利润和营业利润增长率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 14: 野村控股净利润和净利润增长率

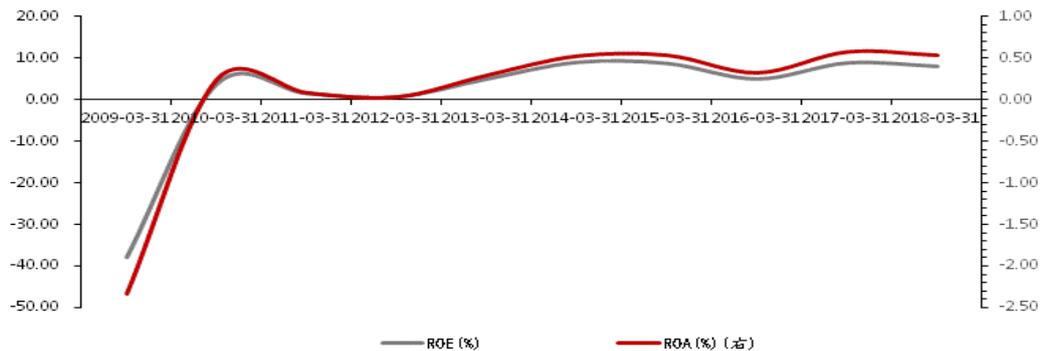


资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

另外，从资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）来看，2009 财年受金融危机影响，资产收益率和净资产收益率分别降到了-2.33%和-38.02%，但是从 2009 财年之后野村控股的资产收益率和净资产收益率都处于逐步改善的状态。2018 年 3 月，野村控股的资产收益率和净资产收益率分别上升到了 0.53% 和 7.92%。

图 15：野村控股资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）

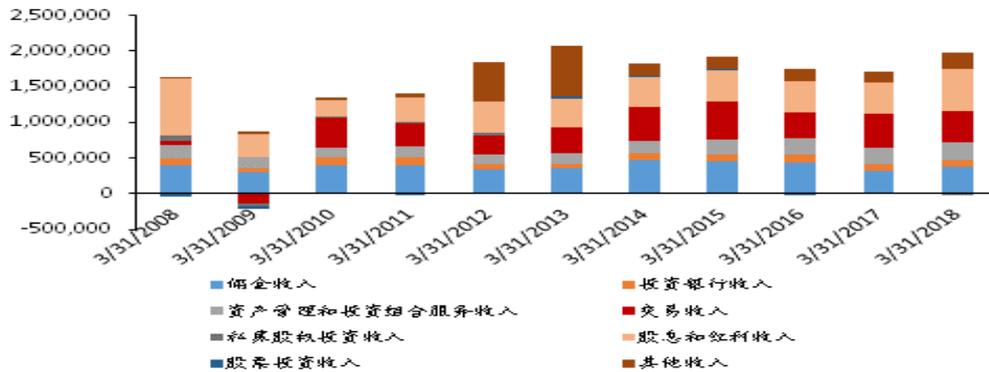


资料来源：Wind，川财证券研究所

从收入构成来看，野村控股主要的收入分为佣金收入、投资银行收入、资产管理和投资组合服务收入、交易收入、私募股权投资收入、股息和红利收入以及股票投资收入。其中，佣金收入、交易收入以及股息和红利收入构成了野村控股的三大主要业务收入。由于受 2008 年金融危机影响，2009 财年野村控股的各项收入大幅下滑，其中交易收入、私募股权投资收入和股票投资收入的下滑幅度最为明显。随着 2009 年之后日本股市的恢复，野村控股的各项收入都开始逐步增长。2013 年，日经 225 指数上涨了 56.72%，受这轮上涨行情的影响，2014 财年野村控股的交易收入达到 4763.56 亿日元，超过了佣金收入以及股息和红利收入，成为 2014 财年最重要的收入组成部分。从 2018 财年来看，排名第一的是股息和红利收入，达到 5856.75 亿日元，排名第二的是交易收入，达到 4428.85 亿日元，排名第三的是佣金收入，达到 3733.13 亿日元。受网络券商的竞争冲击，野村控股在 2018 财年的佣金收入较 2008 财年的 4046.59 亿日元减少了 7.75%。另外，2018 财年股息和红利收入较 2008 财年的 7965.40 亿日元，减少了 26.47%。2018 财年资产管理和投资组合服务收入达到 2456.16 亿日元，较 2008 财年的 1897.12 亿日元上升了 29.46%。投资银行收入也处于持续扩张当中，在野村收购了雷曼的亚洲业务以及雷曼在欧洲和中东的投资银行和股票业务后，野村控股的投资银行业务获得了较大程度的提升，野村控股投资银行收入从 2008 财年的 850.96 亿日元上升到 2018 财年的 1016.63 亿日元。在所有业务收入中，近十年野村控股的私募股权投资收入和股票投资收入较为不稳定。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 16: 野村控股主要收入 (百万日元)



资料来源: 公司财报, 川财证券研究所

3.3 日本野村综合研究所的发展

野村综合研究所是野村在智库方面取得的重要成就之一。野村的研究历史可以追溯到 1906 年, 当时的野村建立了由大阪前报社记者桥本纪作领导的内部研究部门, 并负责出版《大阪野村商业新闻》, 报道交易新闻, 股票分析和当前的经济趋势, 后来野村证券成为日本第一家设立研究部门的证券公司。这份报纸将研究与大量广告结合起来, 一定程度上提升了野村的形象。

随着企业和政府部门的研究课题日益增多, 野村调查部于 1965 年 4 月 1 日正式成立扩展为野村综合研究所, 并于 1966 年 1 月正式从野村证券公司业务分离开来。野村综合研究所在亚洲、美国和欧洲均设有据点, 研究业务为“咨询”、“金融领域 IT 解决方案”“产业领域 IT 解决方案”、“IT 基础服务”四个方面。

野村综合研究所将中国作为它在亚洲重点发展的地区之一。1987 年 9 月, 野村综合研究所(香港)有限公司成立。1989 年 11 月, 野村综合研究所与上海市投资信托公司开设了联合咨询事务所, 开始为日企进入中国内地市场提供咨询。1994 年 8 月野村综合研究所开设台北事务所。

图 17: 日本野村综合研究所的全球扩张

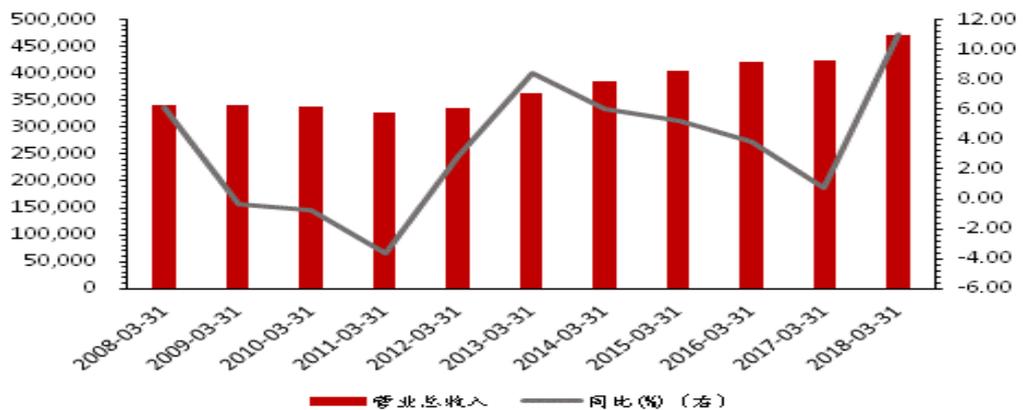


资料来源: 公司财报, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

从野村综合研究所近十年的营业总收入来看，受 2008 年经济危机和日本股市下跌影响，2009 财年开始，野村综合研究所的营业总收入和营业总收入增长率都呈现出下滑趋势。2012 年，随着日本渐渐从经济危机中走出以及日本金融市场开始回暖，野村研究所的营业总收入和营业总收入增长率开始呈现出上升趋势。2017 年 3 月-2018 年 3 月，野村研究所的营业总收入达到 4714.88 亿日元，较上一年度增加了 11.06%。

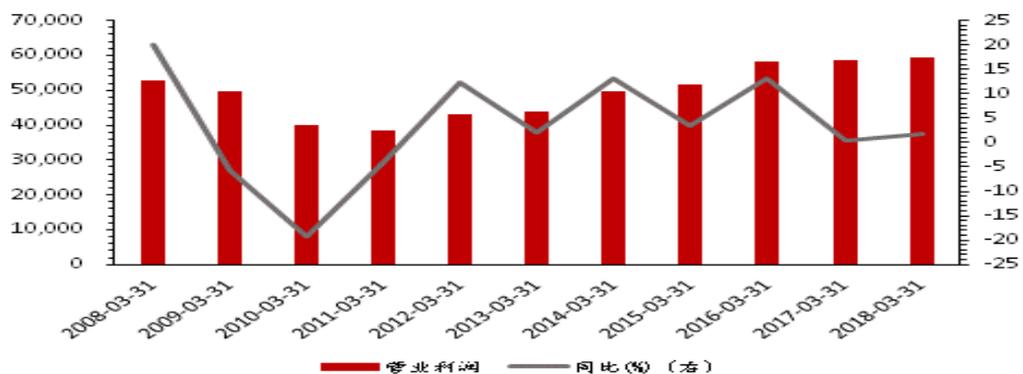
图 18：野村综合研究所营业总收入和营业总收入增长率



资料来源：Wind, 川财证券研究所

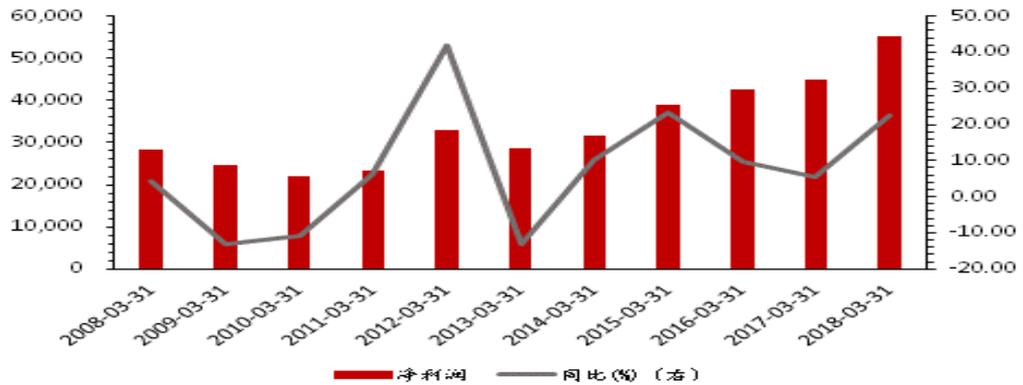
野村综合研究所的营业利润和净利润自 2013 年开始基本也呈现出上升的趋势，在 2017 财年和 2018 财年中，野村综合研究所的营业利润和净利润分别达到了 595.69 亿日元和 551.46 亿日元。

图 19：野村综合研究所营业利润和营业利润增长率



资料来源：Wind, 川财证券研究所

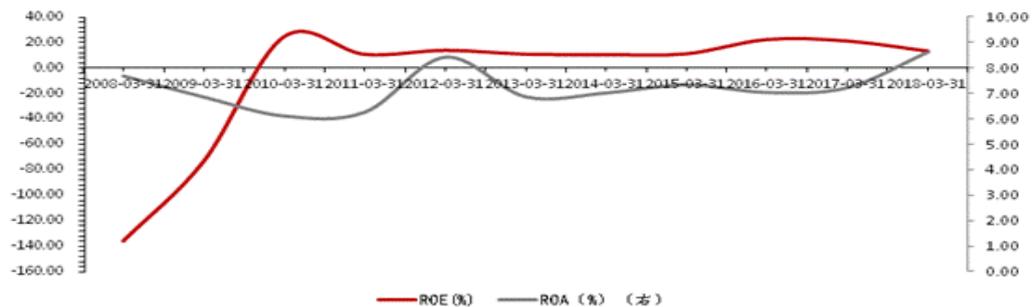
图 20: 野村综合研究所净利润和净利润增长率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

从野村综合研究所的资产收益率 (ROA) 和净资产收益率 (ROE) 来看, 资产收益率自 2013 年开始基本呈现出上升趋势, 净资产收益率自 2010 年开始由负转正。2018 财年, 资产收益率和净资产收益率分别 8.61% 和 12.88%。

图 21: 野村综合研究所资产收益率 (ROA) 和净资产收益率 (ROE)

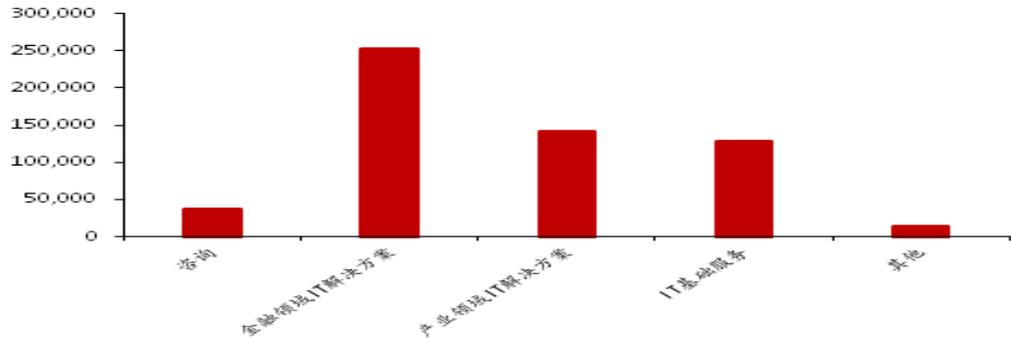


资料来源: Wind, 川财证券研究所

从各项研究业务的销售额来看, 金融领域 IT 解决方案是野村综合研究所销售额的第一重要来源, 2018 财年金融领域 IT 解决方案的销售额达到了 2532.81 亿日元, 占总销售额的 53.7%。产业领域 IT 解决方案是野村综合研究所销售额的第二重要来源, 2018 财年产业领域 IT 解决方案的销售额达到了 1422.14 亿日元, 占总销售额的 30.2%, IT 基础服务是野村综合研究所销售额的第三重要来源, 2018 财年, IT 基础服务的销售额达到了 1288.39 亿日元, 占总销售额 27.3%, 咨询业务的销售额最少, 仅为 369.23 亿日元, 占总销售额 7.8%。2017 年 3 月-2018 年 3 月, 金融领域 IT 解决方案的营业利润 273.49 亿日元, 占总营业利润比重最大, 为 42.0%, 咨询的营业利润最小, 仅为 59.54 亿日元。

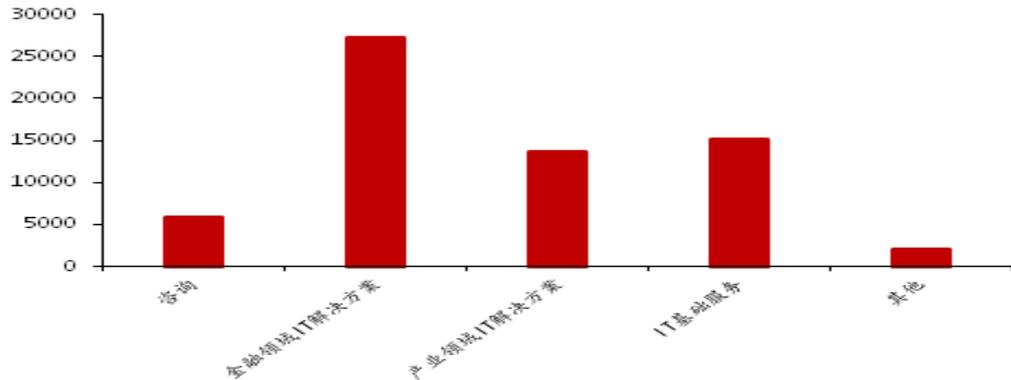
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 22：2018 财年野村综合研究所销售额（百万日元）



资料来源：公司财报，川财证券研究所

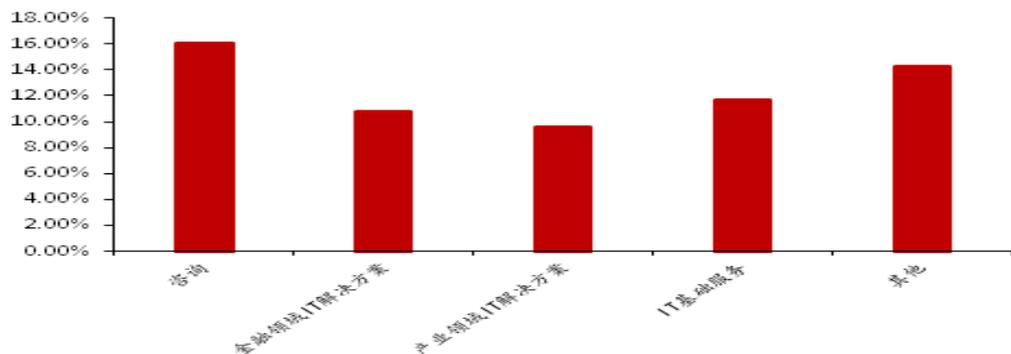
图 23：2018 财年野村综合研究所营业利润（百万日元）



资料来源：公司财报，川财证券研究所

值得关注的是，从营业利润率来看，咨询的营业利润率为 16.1%，是所有业务中营业利润率中最高的。金融领域 IT 解决方案、产业领域 IT 解决方案和 IT 基础服务的营业利润率分别为 10.8%、9.6%和 11.7%。

图 24：2018 财年野村综合研究所营业利润率（%）



资料来源：公司财报，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

三、日本股票市场的发展

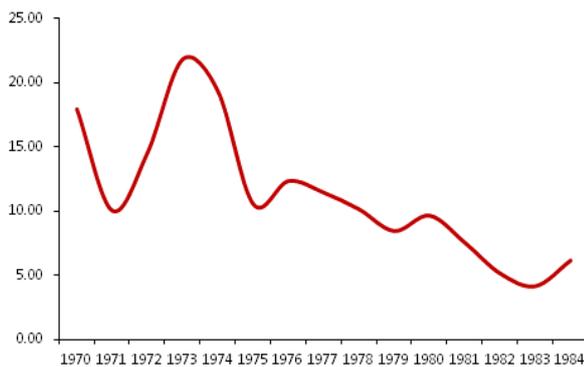
1. 近四十年日本股票市场的走势

1.1 稳定增长时期的日本股市（1973-1984年）

从稳定增长时期、泡沫经济时期、经济低迷时期再到“安倍经济学”时期，日本股市一共经历了六轮熊市和六轮牛市。从近40年日本股市的走势来看，影响日本股市走势的决定性因素是日本自身的经济发展。在日本处于经济增长的时期，日本股市迎来了上涨行情，而当日本处于经济下滑的时期，日本股市也走出了下跌行情。

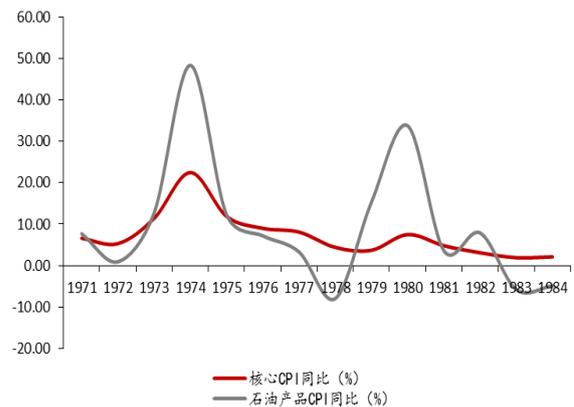
1973-1984年日本进入了稳定增长时期，这一时期日本经济的发展受第一次石油危机的影响，从高速增长阶段进入中低速增长阶段。1973年第一次石油危机爆发，日本GDP的增长率迅速下降，从1973年的21.8%下降至1975年的10.5%。通货膨胀逐渐显著，受石油危机影响，1974年日本核心CPI上升了22.5%，日本石油产品CPI上升了48.4%。日经225指数从1973年3月的5233.79点开始下跌，1973年这一年内就下跌了17.3%，1974年日经225指数继续下跌，1974年10月日经225指数以3594.55点的低位收盘，在这一轮熊市中，日经225指数下跌了30%。

图 25：1970 年-1984 年日本 GDP 增长率（现价）（%）



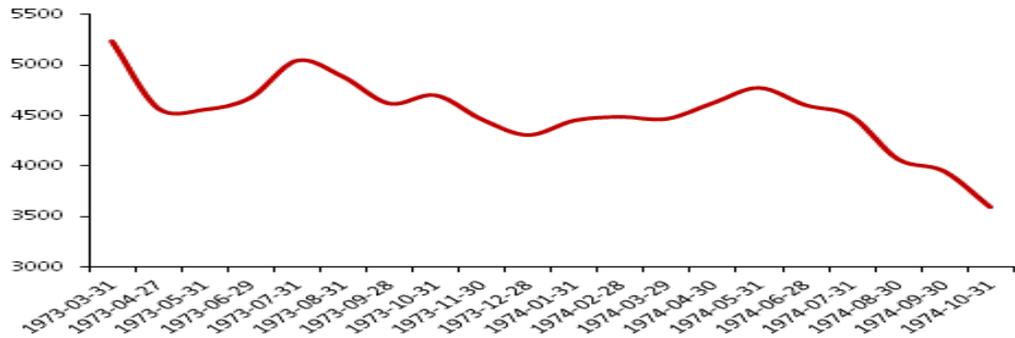
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26：1971-1984 年日本核心 CPI 和石油产品 CPI 同比增长率



资料来源：Wind，川财证券研究所

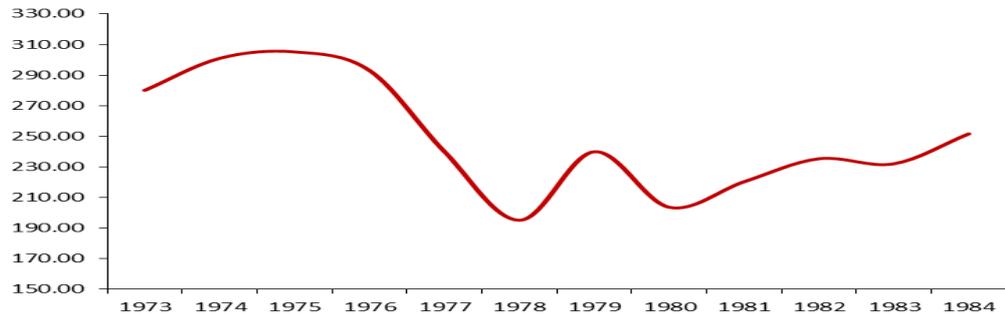
图 27: 1973 年 3 月-1974 年 10 月日经 225 走势



资料来源: Bloomberg, 川财证券研究所

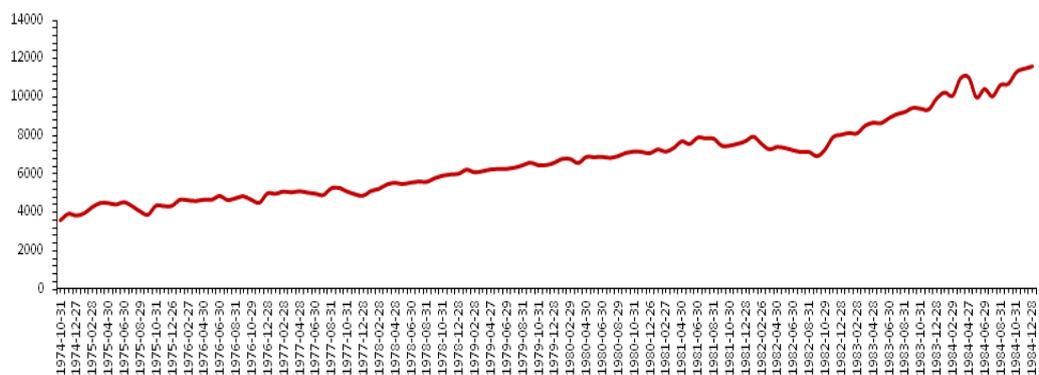
为了应对第一次石油危机带来的冲击,日本政府实施了产业结构的调整,降低了日本对石油的依赖,并且实施了日元升值。美元兑日元汇率从 1975 年底的 305.15 降到 1978 年底的 195.1。日元的升值变相降低了进口石油的价格,缓解了油价高涨对经济的冲击。日经 225 指数从 1974 年 10 月开始又走出了一轮上涨行情,到 1984 年 12 月,日经 225 指数已经上升到了 11542.6 点。

图 28: 1973 年-1984 年美元兑日元汇率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 29: 1974 年 10 月-1984 年 12 月日经 225 走势



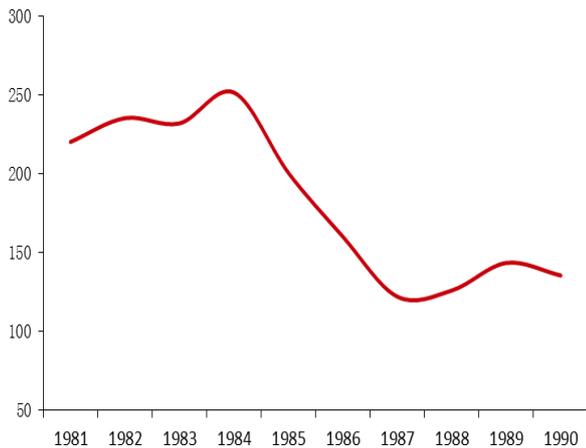
资料来源: Bloomberg, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.2 泡沫经济时期的日本股市（1985-1989年）

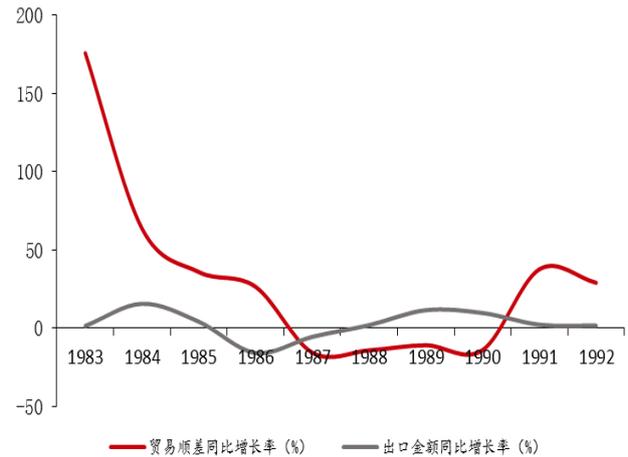
随着美日贸易摩擦的升温，1985年9月日本签下广场协议，日本开始进入泡沫经济时期。由于广场协议的签订，使日元兑美元大幅升值，日本贸易顺差和出口额开始出现回落，为了防止日元升值带来的经济衰退，日本开始实施扩张的货币政策。

图 30：1981年-1990年美元兑日元汇率



资料来源：Wind，川财证券研究所

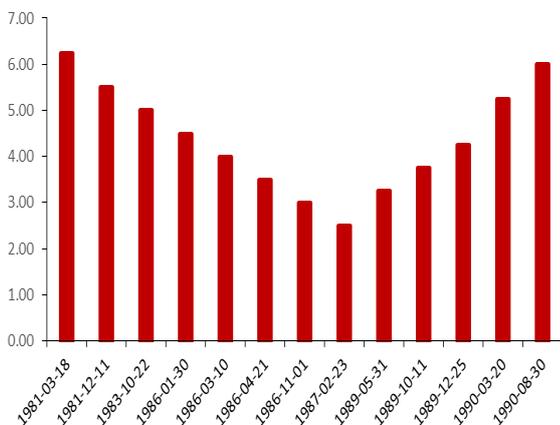
图 31：日本贸易顺差和出口金额同比增长率



资料来源：Wind，川财证券研究所

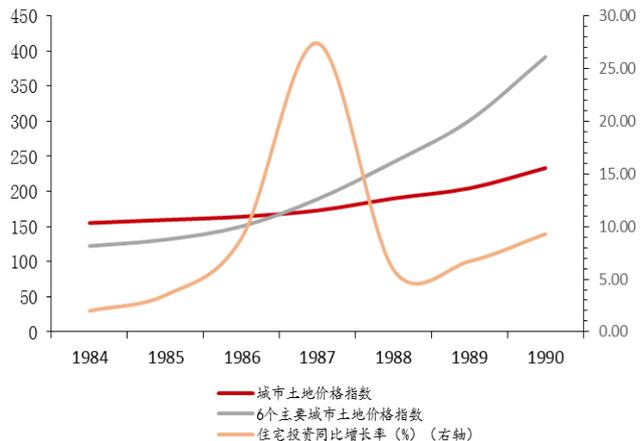
从1986年1月起到1987年2月，日本央行连续5次降低贴现率，使贴现率从5%降到2.5%。这一时期货币供应明显加快，大量资金涌入了房地产和股票市场，使得这一时期日本的房地产和股市处于过热阶段。

图 32：1981年-1990年日本央行贴现率 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

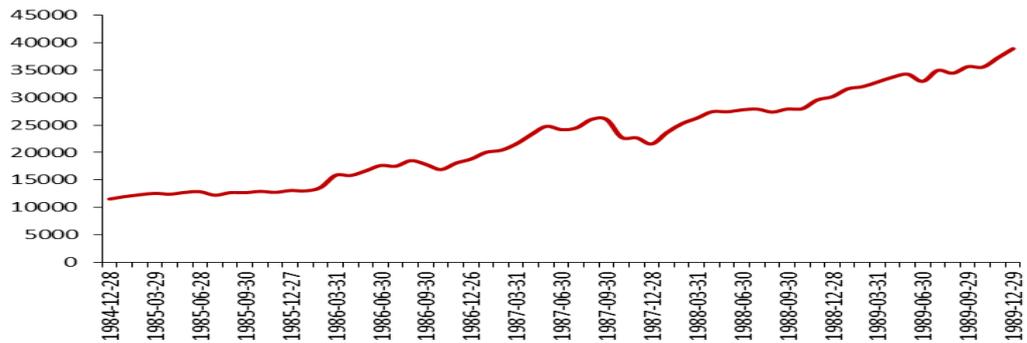
图 33：1984-1990年日本土地价格指数和住宅投资增长率



资料来源：Wind，川财证券研究所

日经 225 指数从 1984 年 12 月的 11542.6 点上涨到 1989 年 12 月的 38915.87 点，尽管 1987 年受美国股市影响日经 225 指数出现过短暂回调--日经 225 指数在 1987 年 10 月这一个月的时间里下跌了 12.48%，但在 1987 年 11 月和 12 月跌幅开始减小，并在 1988 年继续上涨。

图 34：1984 年 12 月-1989 年 12 月日经 225 走势

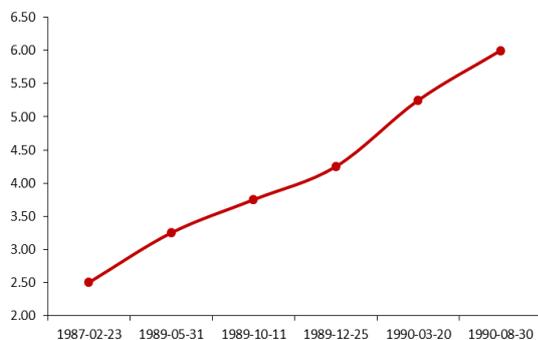


资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

1.3 经济低迷时期的日本股市（1990-2011 年）

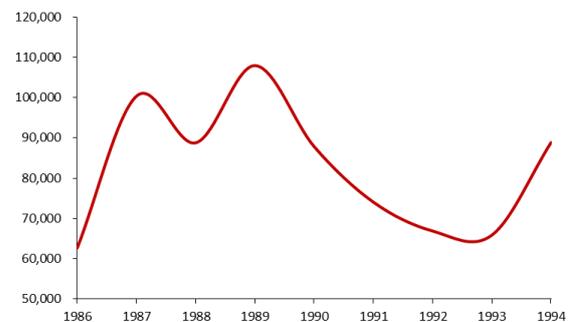
面对日本日益增长的经济泡沫，日本政府并没有选择软着陆，而是从 1989 年 5 月到 1990 年 8 月之间 5 次上调央行贴现率，将贴现率从 2.5% 调升至 6%，同时日本政府对住房贷款量进行严格控制，家庭住房新增贷款在 1990-1993 年之间迅速减少，使得经济泡沫以较快的速度破灭，房价和股价开始大幅回落。1990 年这一年日经 225 指数从 38915.87 点下跌至 23848.71 点，仅一年时间内下跌了 38.72%。叠加“伊藤万事件”、“富士银行非法融资事件”以及兴业银行“尾上缝事件”等诸多金融丑闻的影响，1991-1992 年日本股市仍然延续着下跌趋势。在 1989 年 12 月到 1992 年 7 月这轮熊市中，日经 225 指数从 38915.87 点下跌至 15910.28 点，下跌了 59.11%。

图 35：1987 年 2 月-1990 年 8 月日本央行贴现率 (%)



资料来源：Wind, 川财证券研究所

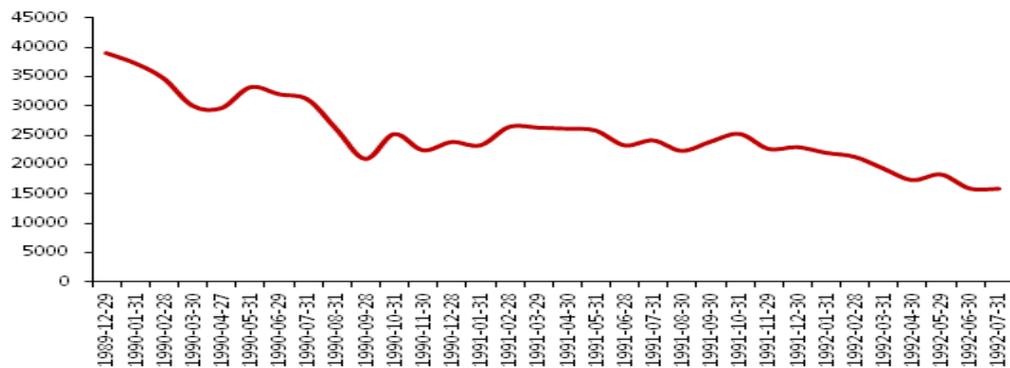
图 36：1986 年-1994 年家庭新增住房贷款 (亿日元)



资料来源：Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

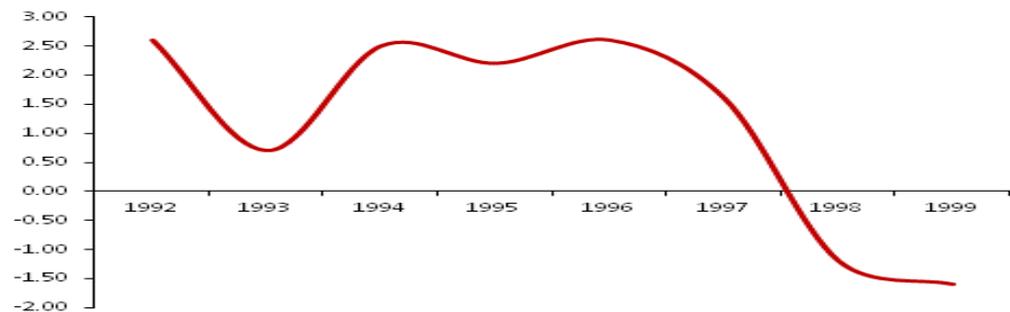
图 37: 1989 年 12 月-1992 年 7 月日经 225 走势



资料来源: Bloomberg, 川财证券研究所

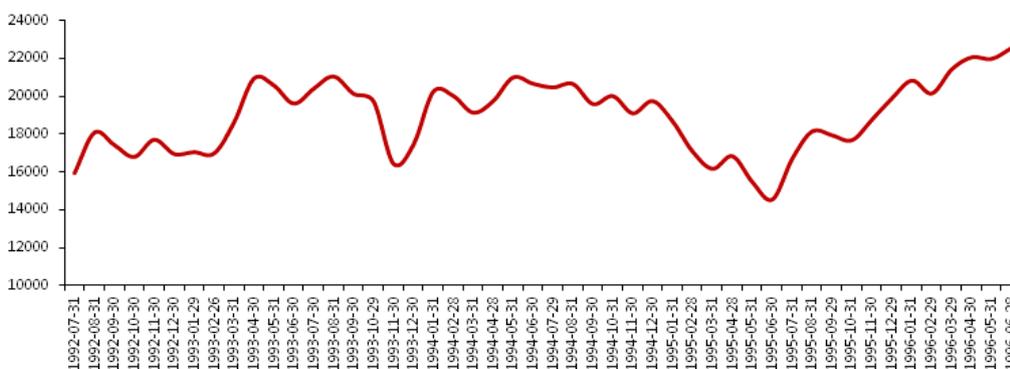
伴随着 1994-1996 年日本经济出现了小幅回升, 日本股市走出了一轮上涨行情。1996 年 6 月, 日经 225 指数回升到了 22530.75 点, 较 1992 年 7 月 15910.28 点的低位, 上升了 41.61%。

图 38: 1992 年-1999 年日本 GDP 增长率 (现价) (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 39: 1992 年 7 月-1996 年 6 月日经 225 走势

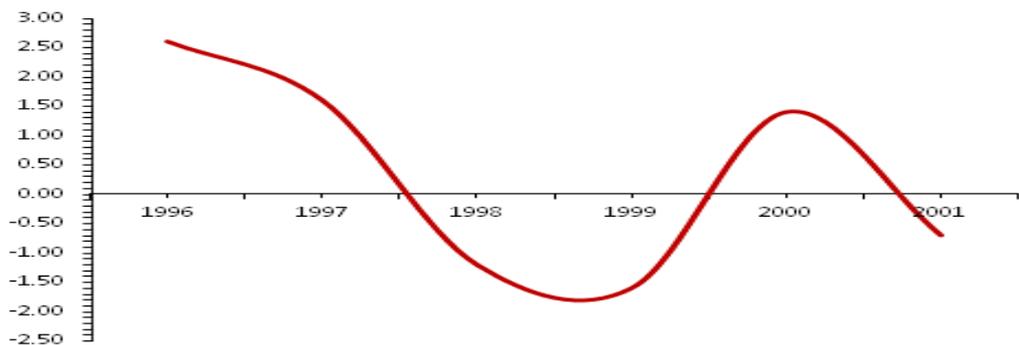


资料来源: Bloomberg, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

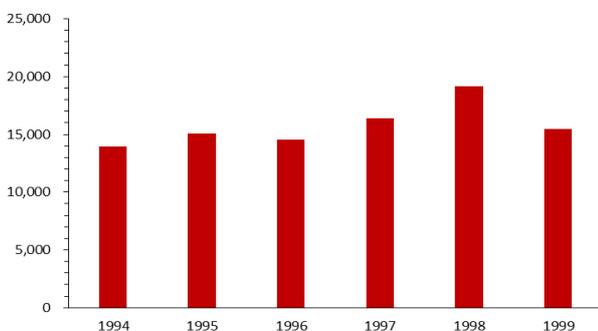
1996年底，桥本政府在日本经济有复苏迹象的时候，着力实施金融改革，提出了日本“金融大爆炸”计划。“金融大爆炸”计划包括了推动金融机构自由化，打破银行、券商和保险之间的经营界限，进一步开放金融和资本市场，实行内外资本交易和外汇业务的自由化以及加强金融监督机制等措施，日本裁撤原来设立在大藏省内部的金融检查部门，建立直属内阁府的金融监督厅，增强央行的独立性和决策的透明度。桥本政府原本希望通过较为激进的“金融大爆炸”改革来解决经济泡沫破灭后金融机构出现的一系列问题。但是，由于问题的严峻性，桥本政府不得不在稳定金融秩序和改革之间妥协和权衡。虽然桥本的“金融大爆炸”一定程度上对日本金融业发挥了一定的积极作用，但在短期内未能达到预期效果。与此同时，拓银、长银、山一证券等一系列金融机构的倒闭，银行不良债权问题暴露，住专问题的爆发和延迟解决，叠加亚洲金融危机带来的消极影响，日本经济遭遇了战后最严重的衰退，日本GDP的增长率在1998年降到了-1.2%。1998年，日本破产企业数和日本破产企业负债额均创下历史新高。

图 40：1996年-2001年日本GDP增长率（现价）（%）



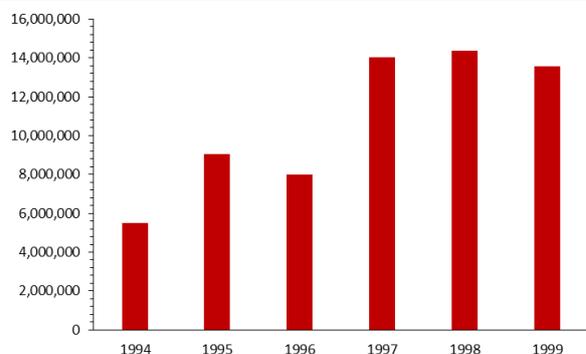
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 41：1994-1999年日本企业破产量（个）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 42：1994-1999年日本破产企业负债额（百万日元）

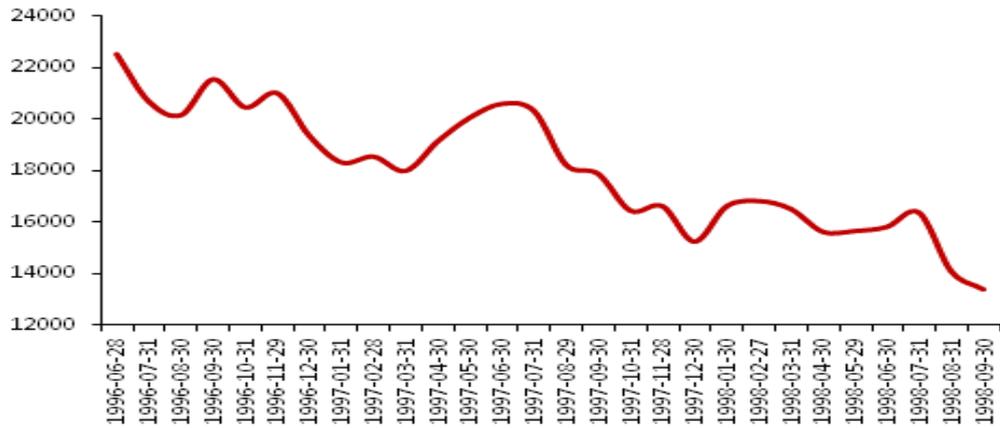


资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

在这样严酷的经济背景下，日本股市在 1997-1998 年期间大幅下挫。1998 年 9 月，日经 225 指数下降至 13406.39 点的低点，较这轮熊市开始前的 1996 年 6 月的 22530.75 点，下跌了 40.5%。

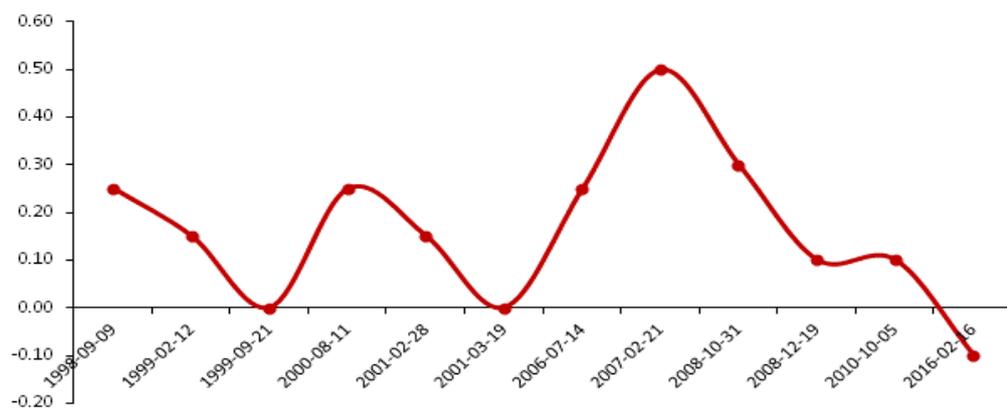
图 43：1996 年 6 月-1998 年 9 月日经 225 走势



资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

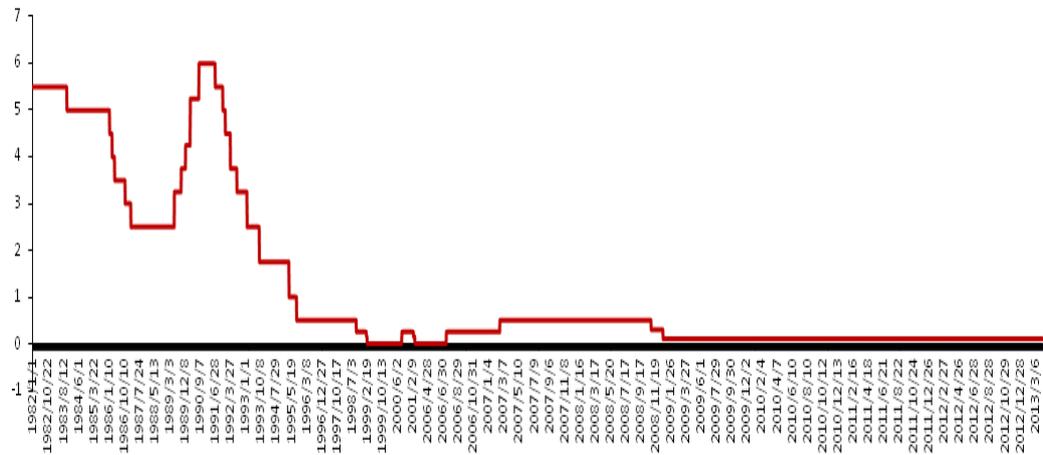
1998 年 7 月小渊惠三上台，实行“景气优先型”经济政策。小渊内阁大力推行扩张型财政政策，采取了减税计划，并多次推出大规模的紧急财政支出。同时开始实施宽松的货币政策，日本央行在 1999 年 9 月 21 日下调基准利率至 0%，1999 年 2 月 25 日，日本央行将无担保隔夜拆借利率下调至 0%，日本开始进入零利率时期。这次的零利率政策一直维持到 2000 年 8 月。这些政策一定程度上刺激了日本股市的上涨。

图 44：1998-2016 年日本政策目标利率 (%)



资料来源：Wind, 川财证券研究所

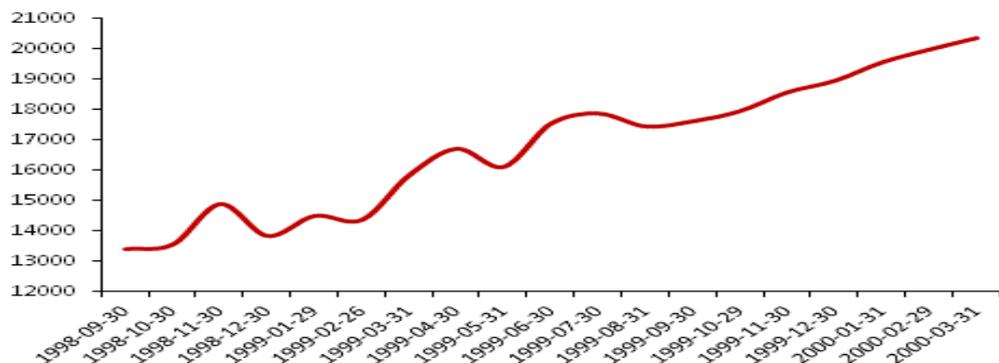
图 45：1982-2013 年日本无担保隔夜拆借利率 (%)



资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

另外，随着亚洲金融危机影响的逐渐减小，日本对不良债权的处置收到了一些积极成效，日经 225 在 1998 年 9 月至 2000 年 3 月期间走出了一轮反弹行情，日经 225 从 13406.39 点上升至 20337.32 点，上涨了 51.7%。

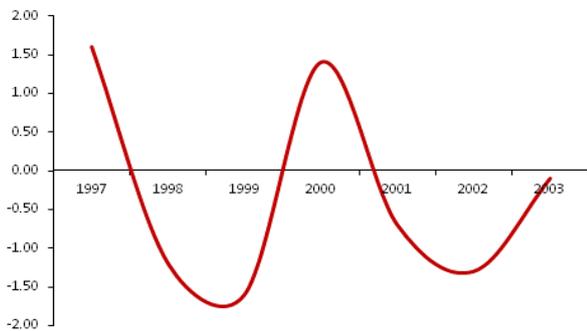
图 46：1998 年 9 月-2000 年 3 月日经 225 走势



资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

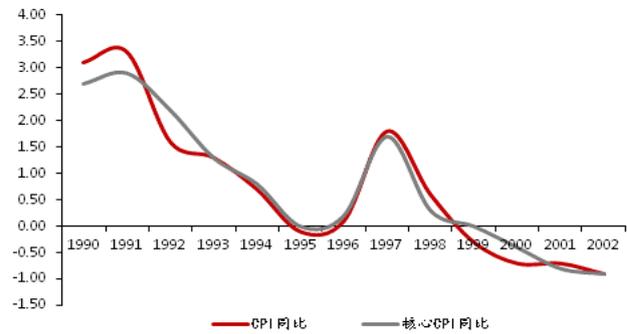
但是这轮上涨行情持续了不到两年的时间，受 2000 年美国互联网泡沫破裂和油价上升的影响，日本陷入了严重的通货紧缩，日本经济在 2000 年以后大幅下滑，日本股市转而出新一轮的下跌行情。日经 225 指数从 2000 年 3 月开始下跌，这轮熊市一直持续到了 2003 年 4 月，最终日经 225 以 7831.42 点收盘。

图 47: 1997 年-2003 年日本 GDP 增长率 (现价) (%)



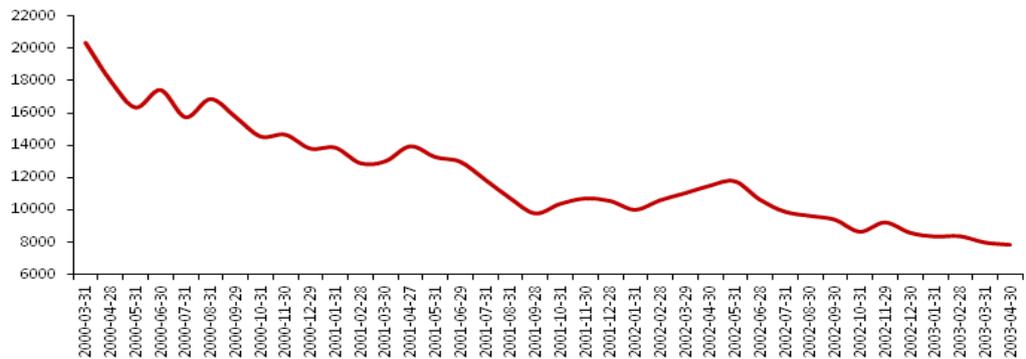
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 48: 1990-2002 年日本 CPI 和核心 CPI 增长率 (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 49: 2000 年 3 月-2003 年 4 月日经 225 走势

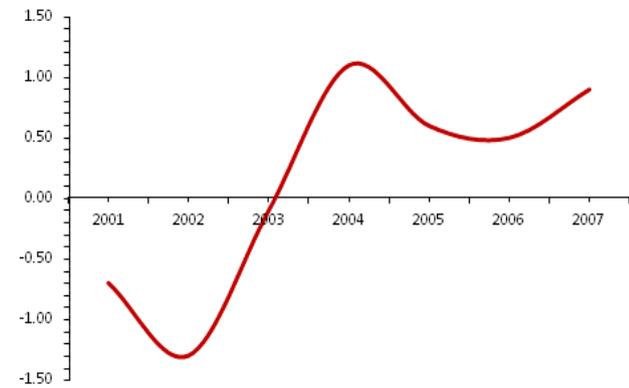


资料来源: Bloomberg, 川财证券研究所

2001 年 4 月, 小泉纯一郎上台, 进行了一系列大幅度的经济改革。小泉政府实施了一系列刺激经济景气的措施, 着重于处理不良债权和优化资本市场结构, 制定了“新经济政策”, 争取在 2-3 年内处理不良债权; 小泉政府还进行财政结构改革, 减少国债发行, 降低财政支出。此外, 小泉政府着力于健全经济结构, 进行产业改革, 重点发展高技术产业和 IT 产业。小泉政府政府于 2003 年 3 月发布六项稳定股市的对策, 放宽对回购公司股票的限制, 限制“卖空”等行为。截止 2006 年 12 月, 日本经济出现了长达 59 个月的战后最长的经济增长周期, 超过了“伊奘诺景气”和“平成景气”的增长周期。日本经济在经历了长达 10 年的萧条后开始复苏。

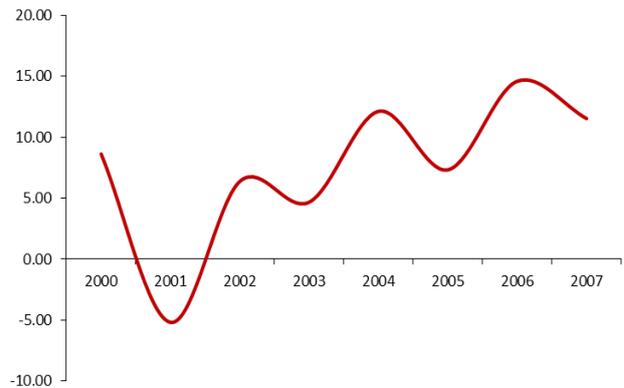
日本 GDP 增长率自 2002 年跌入低谷后开始逐渐回升。日本 GDP 的增长率从 2002 年的-1.3%上升至 2006 年的 0.5%。出口贸易实现了一定程度的增长, 出口金额增长率从 2001 年的-5.81%上升至 2006 年的 14.61%。

图 50: 2001 年-2007 年日本 GDP 增长率 (现价) (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

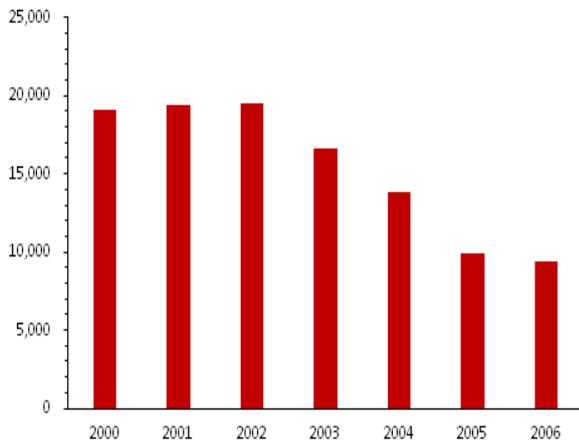
图 51: 2000-2007 年日本出口金额增长率 (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

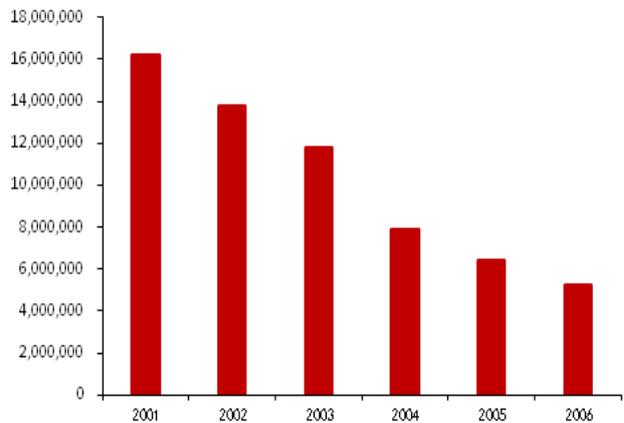
日本企业倒闭数量明显下降。破产企业数从 2002 年的 19441 家缩减至 2006 年的 9351 家, 减少了 52%。日本破产企业负债额也大幅降低, 从 2001 年的 16 万亿日元下降至 2006 年的 5.27 万亿日元。

图 52: 2000 -2006 年日本企业破产产量 (个)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

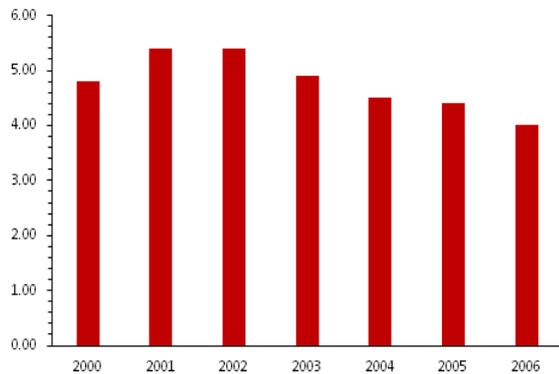
图 53: 2001 2006 年日本破产企业负债额(百万日元)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

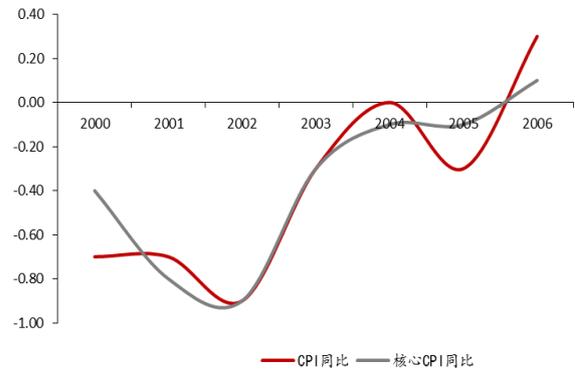
除此以外, 日本失业压力有所缓解, 失业率从 2002 年的 5.4% 下降至 2006 年的 4%。通缩局面得到了明显改善。CPI 的增长率从 2002 年的 -0.9% 上升至 2006 年的 0.3%, 核心 CPI 的增长率也从 2002 年的 -0.9% 上升至 2006 年的 0.1%。

图 54: 2000-2006 年日本失业率 (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

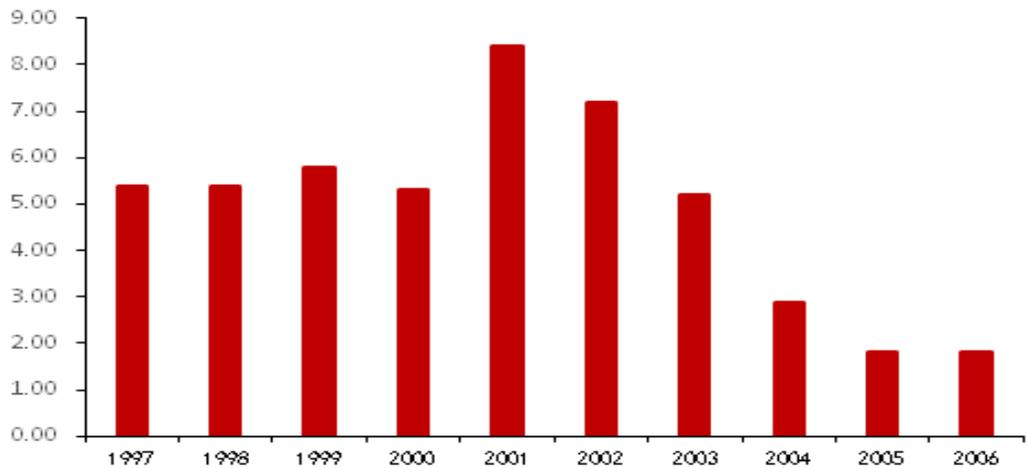
图 55: 2000-2006 年日本 CPI 和核心 CPI 增长率 (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

日本的金融运行趋于稳定。经过小泉内阁时期对日本金融的整治, 到 2004 年主要银行的不良贷款率从 2001 年的 8.4% 降至 2006 年的 1.8%。

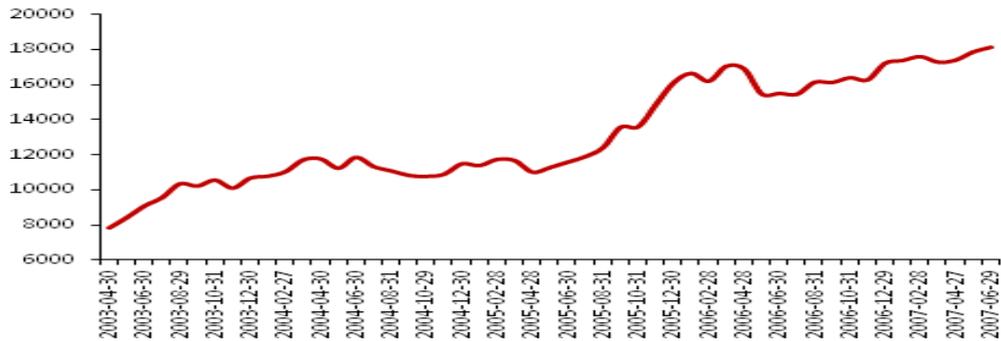
图 56: 1997 年-2006 年日本银行不良贷款率 (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

在日本经济出现一定复苏迹象的背景下, 日经 225 从 2003 年 4 月开始上涨, 到 2006 年 9 月小泉纯一郎卸任时, 日经 225 仍然呈现出上涨趋势, 这一轮涨幅一直延续到了 2007 年 6 月, 时间跨度超过了 4 年。从 2003 年 4 月至 2007 年 6 月, 日经 225 从 7831.42 点上升至 18138.36 点, 涨幅达到了 131.61%。

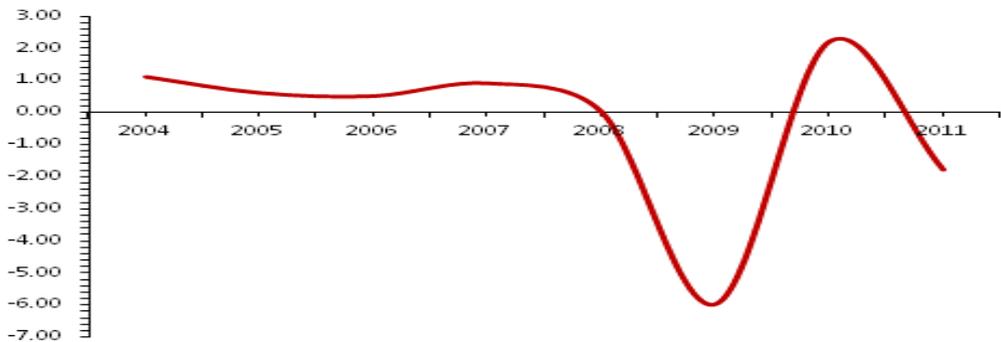
图 57: 2003 年 4 月-2007 年 6 月日经 225 走势



资料来源: Bloomberg, 川财证券研究所

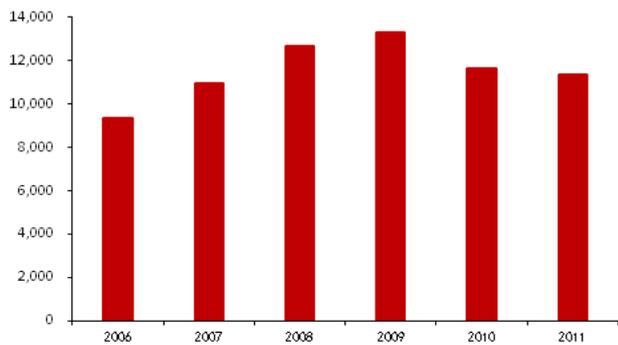
然而, 2007-2008 年美国次贷危机引发的全球金融危机结束了日本的这轮牛市。受这轮金融危机影响, 日本经济受到了较大打击。日本 GDP 增长率从 2007 年的 0.9% 下降至 2008 年的 -2.1% 和 2009 年的 -6%。期间大批日本企业破产, 日本企业破产数从 2006 年的 9351 家上升至 2008 年的 12681 家, 仅 2008 年这一年破产企业负债额就达到了 11.91 万亿日元。

图 58: 2004 年-2011 年日本 GDP 增长率 (现价) (%)



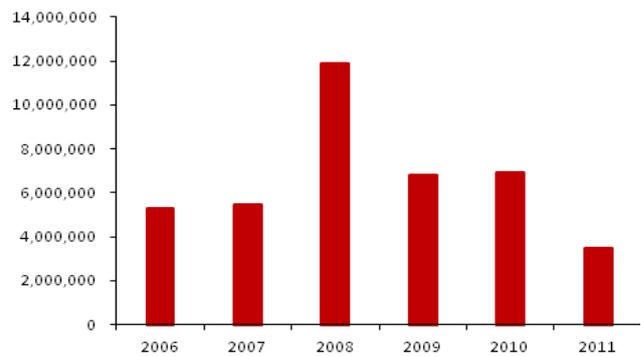
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 59: 2006-2011 年日本企业破产量 (个)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 60: 2006-2011 年日本破产企业负债额 (百万日元)

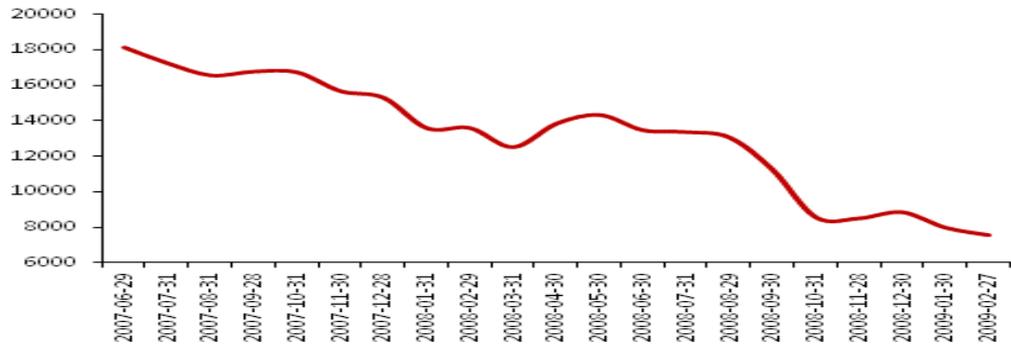


资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

日经 225 在 2007 年 6 月至 2009 年 2 月大幅下跌，从 18138.36 点下跌至 7568.42 点，在不到两年的时间里就下跌了 58%。

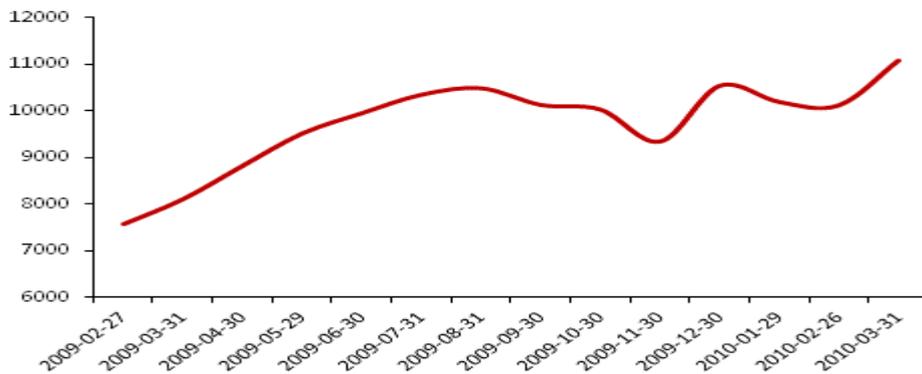
图 61：2007 年 6 月-2009 年 2 月日经 225 走势



资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

随着日本从 2008 年全球经济危机中逐渐走出，2009 年 2 月-2010 年 3 月，日经 225 指数从 7568.42 点上升至 11089.94，上升了 46.53%。

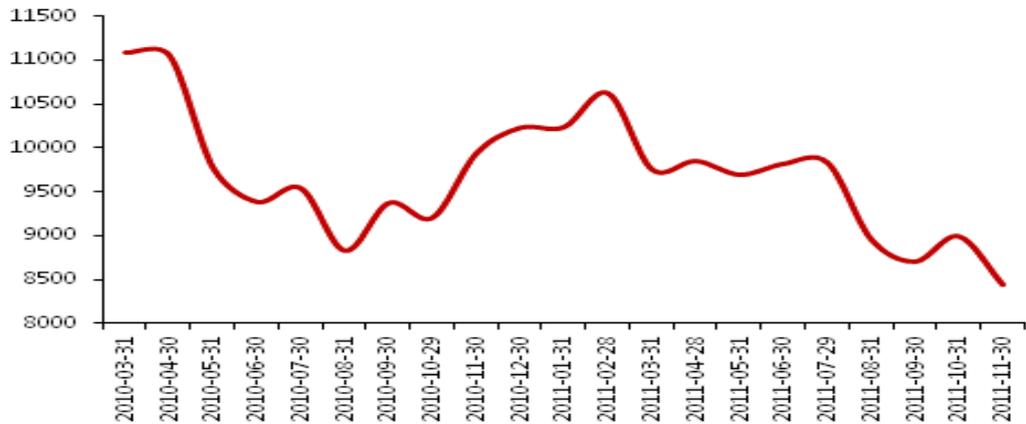
图 62：2009 年 2 月-2010 年 3 月日经 225 走势



资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

从 2006 年 9 月 26 日至 2012 年 12 月 26 日，日本经历了六年的短命政权时期，期间执政的首相包括了安倍晋三、福田康夫、麻生太郎、鸠山由纪夫、菅直人、野藤佳彦，政权的频繁更替不利于经济政策的实施和延续。2011 年，日本的 GDP 增长率下降至 -1.8%。2011 年 11 月，日经 225 指数下跌至 8434.61 点的低点，较 2010 年 3 月的 11089.94 点，下跌了 23.94%。

图 63：2010 年 3 月-2011 年 11 月日经 225 走势

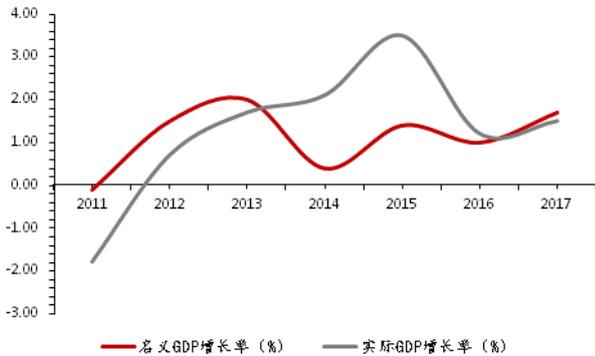


资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

1.4 “安倍经济学”时期的日本股市（2012 年至今）

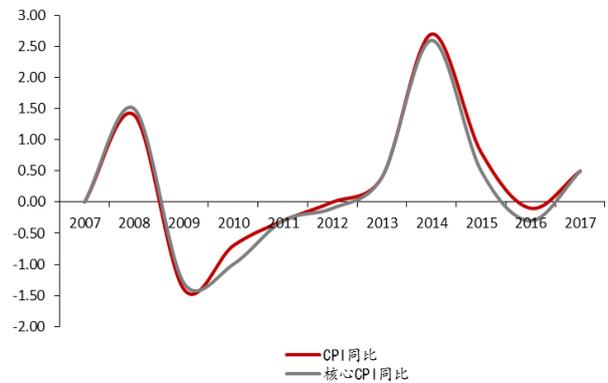
2012 年 12 月，安倍晋三开始担任首相，开始实施的一系列刺激经济政策。在安倍执政的第一阶段，安倍政府将通胀目标设定为 2%，并设定了在 2013-2020 年期间年均实际 GDP 增长率为 2%、名义 GDP 增长率为 3% 的经济增长目标。为实现这个目标，安倍推行极度宽松的货币政策以带动内需，日本央行将每年大幅增加基础货币，两年内实现基础货币翻番。同时实施灵活的财政政策，2013 年 1 月，安倍政府出台了紧急经济对策，以 20.2 万亿日元经济刺激计划来促进基础设施建设、扶持中小企业和灾后重建。此外，安倍推行了结构性改革，放宽各种行政规制，鼓励民间资本进入规制较多的行业，通过推动竞争来提高这些行业的经营效率，同时也大力扶持创新型企业。2015 年 9 月，随着安倍连任自民党总裁，“安倍经济学”进入第二阶段，安倍提出 2020 年日本国内生产总值规模增长至 600 万亿日元、平均生育率达到 1.8 以及杜绝因家庭护理而放弃工作的现象发生的新的发展目标。迄今来看，虽然日本的经济增长率和通胀率没有达到“安倍经济学”第一阶段的预期目标，第二阶段目标的实现也存在不小难度，但是在安倍执政期间日本经济有了一定的回暖，日本 GDP 和 CPI 的增长率有所回升，这为日本股市超过 7 年的牛市提供了有力支撑。2018 年 9 月，安倍在日本时隔 6 年进行的自民党总裁选举中胜出，安倍的连任一定程度上有利于日本经济的恢复和政策执行的连续性。

图 64：2011 年-2017 年日本 GDP 增长率 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

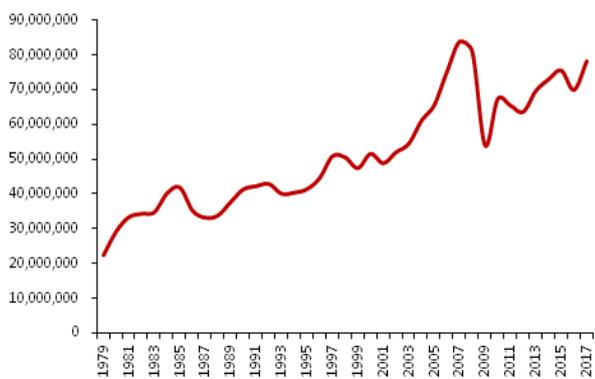
图 65：2007-2017 年日本 CPI 和核心 CPI 增长率 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

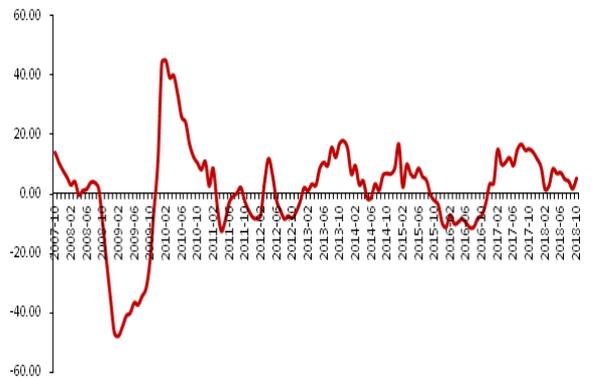
从贸易出口来看，近年来日本的出口额依然呈现稳步递增趋势。2017 年，日本的出口额已达到 78 万亿日元，这是近十年以来日本出口额的最大值。自 2016 年 12 月以来，日本的月度出口额一直维持同比正增长。2018 年 7 月，日本与欧盟之间达成的“经济伙伴关系协定(EPA)”，这较大程度上推动了日本的对外贸易。2018 年下半年以来，日本月度出口额一直也保持稳步增长。

图 66：1979 年-2017 年日本出口金额(百万日元)



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 67：日本出口金额当月同比增长率 (%)

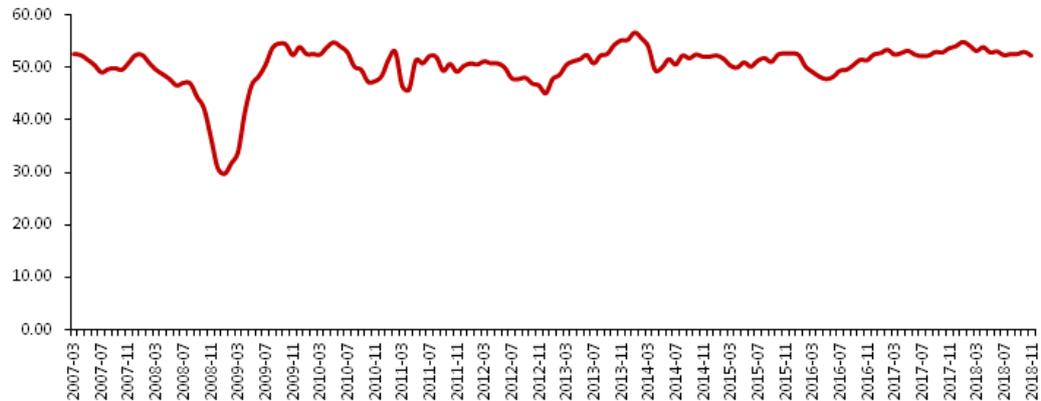


资料来源：Wind，川财证券研究所

曾经下滑的日本制造业在近两年呈现出一定程度的回暖趋势。2016 年 9 月-2018 年 11 月，日本制造业 PMI 均保持在 50 以上。2018 年 1 月，日本制造业 PMI 达到了 54.8，这是 2014 年 2 月以来的最高值。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 68: 2007 年 3 月-2018 年 11 月日本制造业 PMI



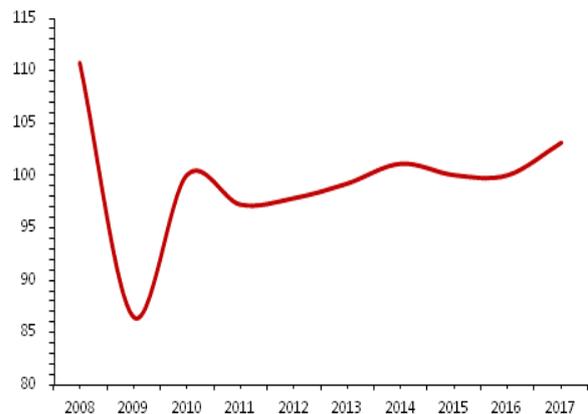
资料来源: Wind, 川财证券研究所

2012 年以来, 日本制造业的利润基本呈现出持续上升的趋势。2017 年, 日本制造业的利润达到了 21.78 万亿日元, 这是 2007 年以来的最高值。从制造业生产指数来看, 从 2012 年开始, 日本制造业呈现出逐步复苏的迹象, 制造业生产指数从 2013 年的 98 上升到 2017 年的 103。

图 69: 1955 年-2017 年日本制造业利润(亿日元) 图 70: 2000-2017 年日本制造业生产指数



资料来源: Wind, 川财证券研究所

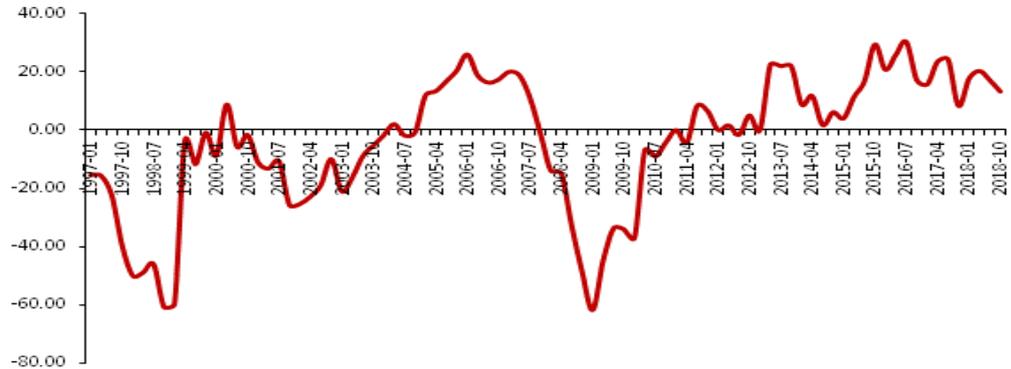


资料来源: Wind, 川财证券研究所

日本的房地产也呈现出逐渐回暖的趋势。从不动产营业利润率来看, 自 2014 年 12 月以来, 不动产营业利润率有了一定的提升, 均在 12% 以上。2018 年 3 月日本不动产的营业利润率回升到了 15.7%, 和 2005 年 6 月同值, 这是 1990 年 6 月以来的最高值。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

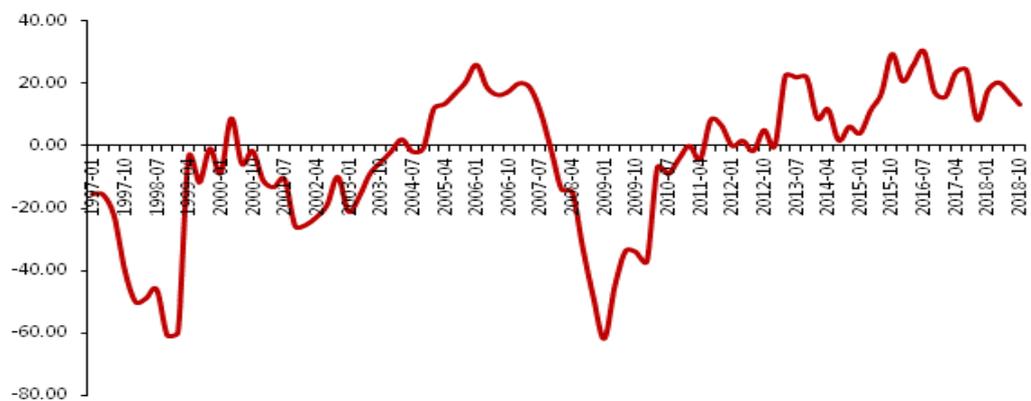
图 71：1997-2018 年日本不动产营业利润率 (%)



资料来源：Wind, 川财证券研究所

从日本住宅宅地出售业况指数来看，2013 年 1 月开始，日本住宅宅地出售业况指数由负转正，2016 年 7 月，住宅宅地出售业况指数达到了 30.3，这是近二十年来的最高值。2018 年 1-10 月，住宅宅地出售业况指数也在保持在 10 以上，日本房地产市场有了一定的回暖。

图 72：1997 年 1 月-2018 年 10 月日本住宅宅地出售业况指数

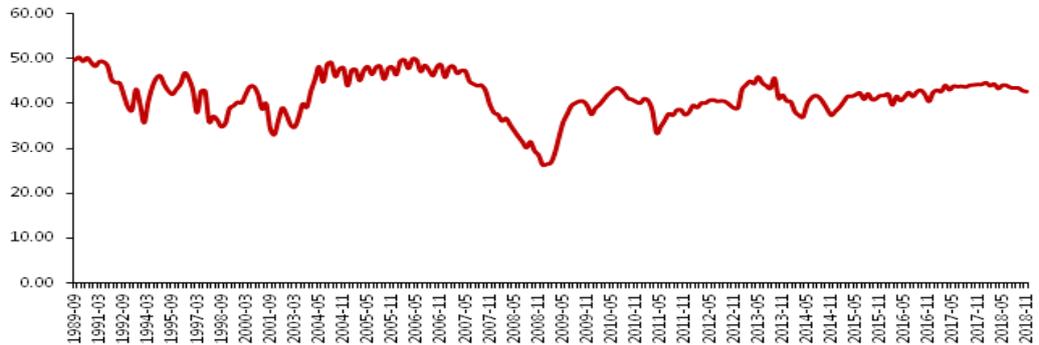


资料来源：Wind, 川财证券研究所

消费疲软是一直以来困扰日本经济发展的重要因素，虽然安倍执政时期日本消费疲软的困境未能完全改变，但是也得到了一定程度的缓解。从消费者信心指数来看，在 1989 年 12 月的平成景气时期达到 50.4 的高点之后，日本消费者信心指数自经济泡沫破裂后开始呈现下降趋势，消费者信心指数再也没有超过 50，近 20 年之间多次跌破了 40。而 2015 年 2 月-2018 年 11 月消费者信心指数有所升高，基本都在维持 40 以上。此外，投资者信心指数也得到一定的提升。2016 年 11 月-2018 年 11 月，投资者信心指数均维持正值，2018 年 1 月，投资者信心指数甚至达到了 29.4，这是 2006 年 6 月以来的最高值。

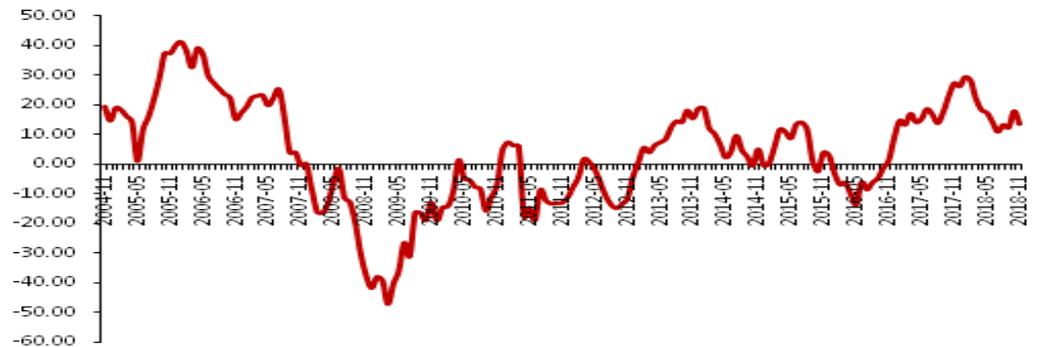
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 73: 1989 年 9 月-2018 年 11 月消费者信心指数



资料来源: Wind, 川财证券研究所

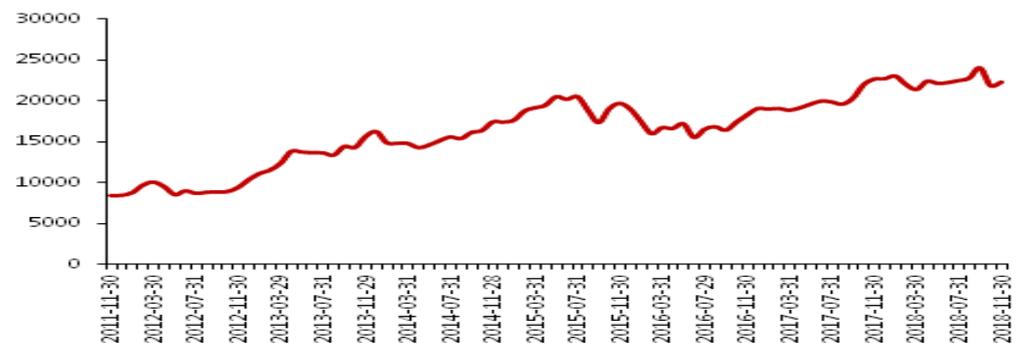
图 74: 1989 年 9 月-2018 年 11 月投资者信心指数



资料来源: Wind, 川财证券研究所

在日本经济有所复苏的背景下, 日经 225 指数自 2011 年 11 月开始走出了一波牛市, 截止到 2018 年 9 月, 日经 225 指数已上涨至 24448.07 点。2018 年 10 月, 受美国股市回调的影响, 日经 225 指数开始下跌, 仅这一个月出现了 9.12% 的跌幅。虽然 2018 年 11 月日经 225 有轻微回升, 但是在全球市场开始呈现同步回调的趋势下, 日经 225 指数在 2018 年 11 月仅上涨了 1.96%。

图 75: 2011 年 11 月-2018 年 11 月日经 225 走势



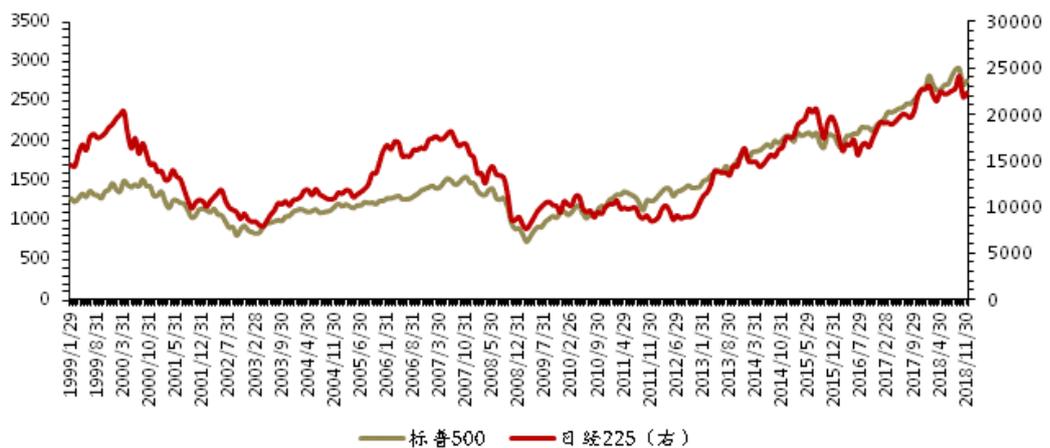
资料来源: Bloomberg, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2. 日本与美国股市的联动性

从近二十年日本股市的走势来看，日本股市受美国股市影响较大。1999 年之后的日本股市基本与标普 500 的走势存在较高程度上的共振。1999 年日本股市经历了一轮的回温后，受美国互联网泡沫的影响，日经 225 在 2000-2002 年与标普 500 均走出了一轮下跌行情。标普 500 从 2000 年 3 月最高点--1552.87 点下跌至 2002 年 9 月的 815.28 点，下跌了 47.5%，日经 225 从 2000 年 3 月的 20337.32 点下跌至 2003 年 4 月的 7831.42 点，下跌幅度超过了 61%。之后标普 500 从 2002 年 9 月的 815.28 点上升至 2007 年 5 月的 1530.62 点。而 2003 年 4 月-2007 年 6 月，日经 225 从 2003 年 4 月的 7831.42 点上升到 2007 年 6 月的 18138.36 点，日经 225 和标普 500 走出了一轮上升行情。受美国次贷危机影响，日经 225 与标普 500 又共同走出了一轮熊市，标普 500 从 2007 年 5 月的 1530.62 点下跌至 2009 年 2 月的 735.09 点，日经 225 从 2007 年 6 月的 18138.36 点下跌至 2009 年 2 月的 7568.42 点。2009 年 2 月以后，日经 225 和标普 500 又开始了新一轮的上涨行情，尽管后来日经 225 在 2010-2011 年期间出现了回调，但 2011 年 11 月以后，日经 225 又和标普 500 一同走出一轮上涨行情。在 2018 年的全球主要市场的同步回调中，日经 225 与标普 500 也表现出了较强的共振性，日经 225 与标普 500 均是在 2018 年 9 月达到了这轮上涨行情的高点，在 2018 年 10 月一同经历了回调行情，在 2018 年 10 月日经 225 下跌了 9.12%，标普 500 下跌了 6.94%。

图 76：日经 225 与标普 500 走势对比



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

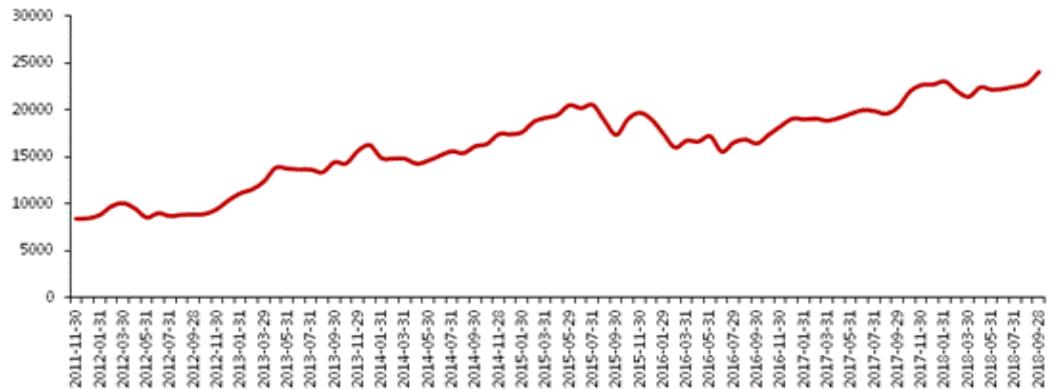
3. 2011 年 11 月以来的日本牛市

3.1 2011 年 11 月以来日本牛市的发展概况

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

日本最近一轮牛市是从2011年11月开始的。日经225从2011年11月的8434.61点上涨至2018年9月的24120.04点，上涨了超过7年时间，上涨幅度为186%。其中，涨幅最大的年份是2013年，其次是2017年。2013年这一年日经225的涨幅为56.72%，2017年的涨幅为19.1%。

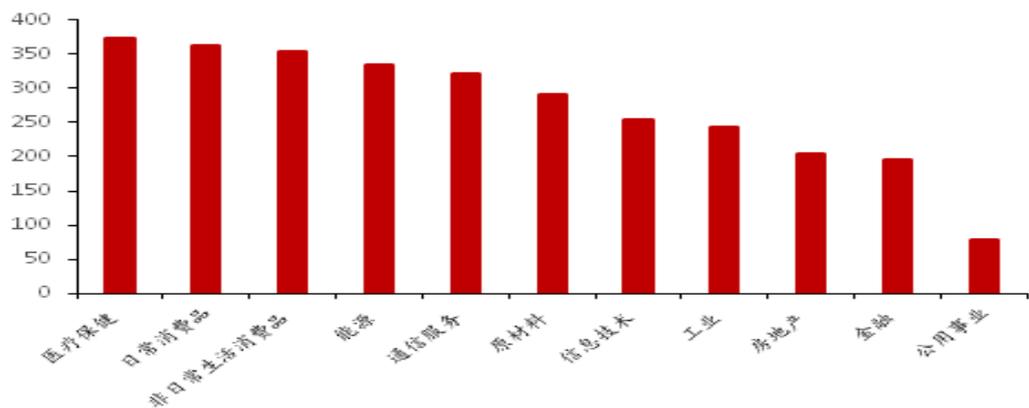
图 77：2011 年 11 月-2018 年 9 月日经 225 指数走势



资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

这轮行情中涨幅排名前五的行业是医疗保健、日常消费品、非日常消费品、能源和通信服务，分别上涨 373.67%、361.93%、354.43%、333.59%和 320.74%。房地产、金融和公用事业涨幅较小，涨幅分别为 204.73%、194.61%和 77.94%。

图 78：2011 年 11 月-2018 年 9 月日经 225 指数各行业涨幅 (%)



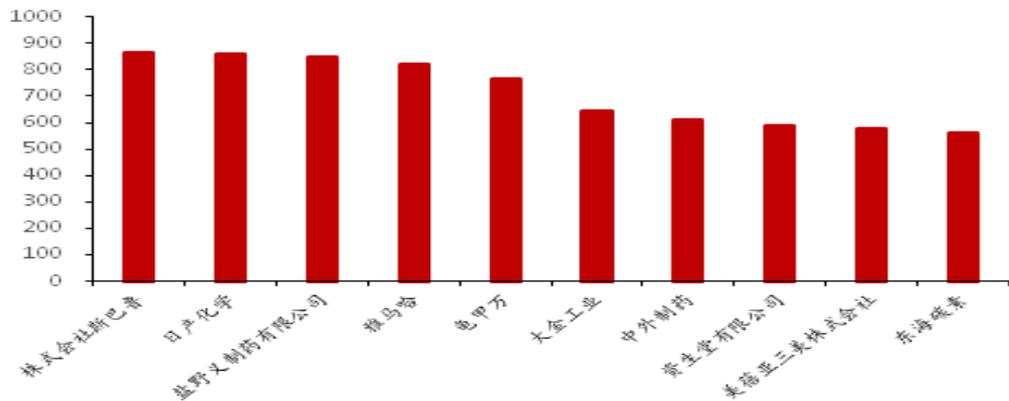
资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

在这轮上涨行情中，上涨排名前十的个股为株式会社斯巴鲁（+865%）、日产化学（+861%）、盐野义制药有限公司（+847%）、雅马哈（+819%）、龟甲万（+766%）、大金工业（+645%）、中外制药（+610%）、资生堂有限公司（+588%）、美蓓亚三美株式会社（+576%）和东海碳素（+559%）。其中，株式会社斯巴鲁和雅马哈属于非日常消费品行业公司，日产化学和东海碳素属于原材料行业

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

公司，盐野义制药有限公司和中外制药是医疗保健行业公司，龟甲万和资生堂有限公司属于日常消费品公司，大金工业和美蓓亚三美株式会社属于工业公司。

图 79：2011 年 11 月-2018 年 9 月日经 225 指数涨幅前十个股 (%)

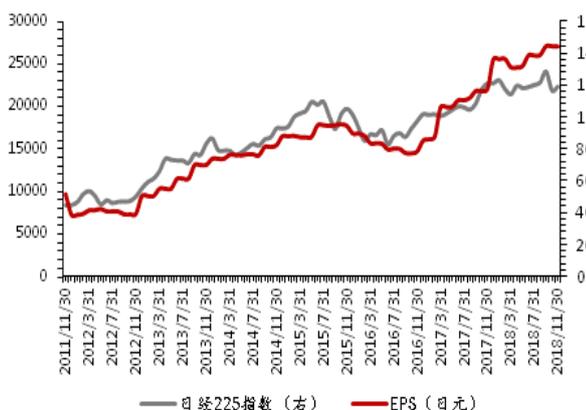


资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

3.2 2011 年 11 月以来的日本牛市驱动模式与美国市场的对比

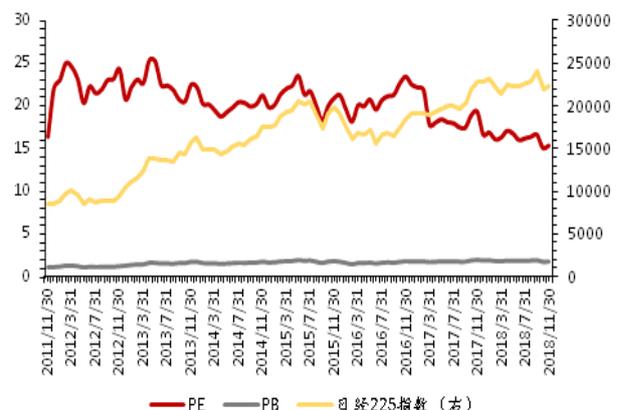
在 2018 年出现回调之前，日经 225 指数已经连续上涨了 7 年多，而在近一轮上涨行情中，与标普 500 高度相似的一点是，日经 225 也是靠盈利驱动而上涨的，从 2011 年 11 月日本近一轮牛市启动到 2018 年 9 月的高点，日经 225 的 EPS 从 513.59 日元上升到了 1447.17 日元，上升了 182%，而 PE 仅从 2011 年 11 月的 16.42 上升至 2018 年 9 月的 16.67，仅上升了 1.52%。

图 80：2011 年 11 月-2018 年 11 月日经 225 及其 EPS 走势



资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

图 81：2011 年 11 月-2018 年 11 月日经 225 及其 PE 和 PB 走势

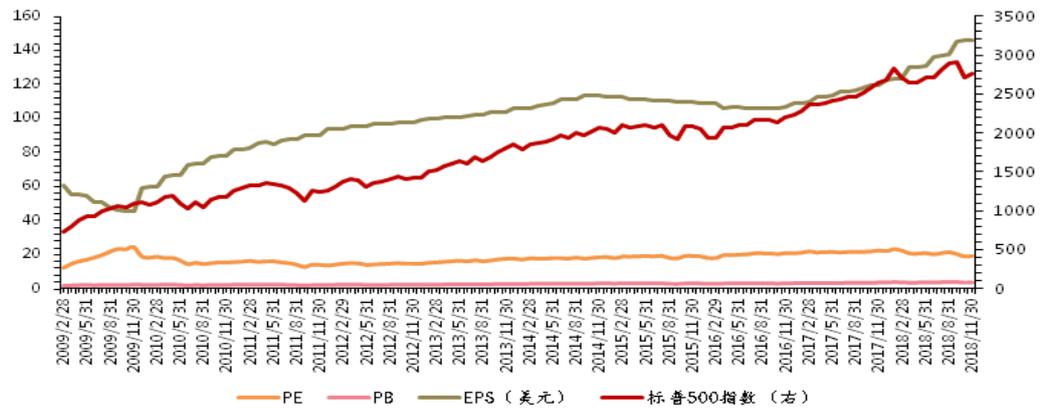


资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

美国标普 500 从 2009 年的 2 月底的 735.09 点上涨到 2018 年 9 月的 2913.98 点，上涨了 296%，标普 500 的 PE 值从 12.07 上升到 20.09，上涨了 66%，本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

标普 500 的 EPS 从 60.88 美元上升到 145.06 美元，上涨了 138%。虽然 PE 有一定幅度增长，但相较估值来说，在近一轮牛市中美国标普 500 的上涨主要靠盈利增长带动，日本与美国股市的上涨驱动模式较为相似。

图 82：2009 年 2 月-2018 年 11 月标普 500 及其 PE、PB 和 EPS 走势

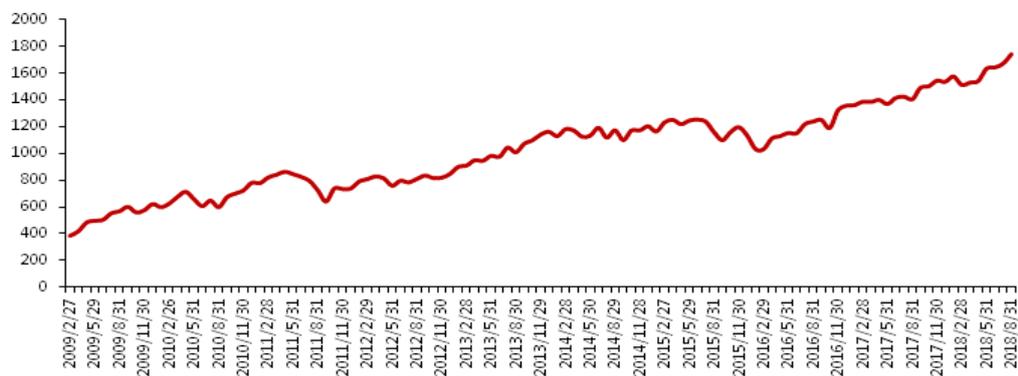


资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

3.3 2011 年以来的日本牛市呈现出小盘股表现强于大盘股的特征

在近一轮牛市中，日本股市中的大盘股和小盘股表现与美国市场较为类似，都呈现出小盘股获得的收益大于大盘股的特征。美国小盘股指数罗素 2000 在 2009 年 2 月开始启动，在 2018 年 8 月底达到了 1740.75 点的高位，较 2009 年 2 月底的 389.02 点上涨了 347%。从这轮牛市中罗素 2000 涨幅前十的个股来看，上涨幅度在 7678%至 34175%之间。

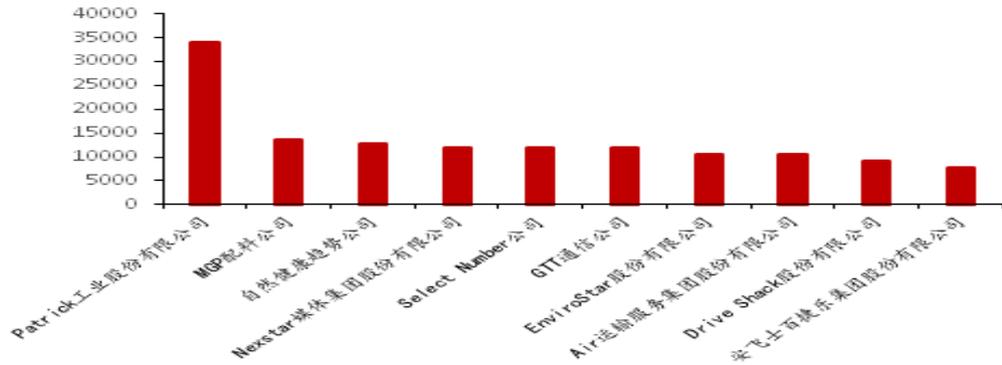
图 83：2009 年 2 月-2018 年 8 月美国罗素 2000 走势



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

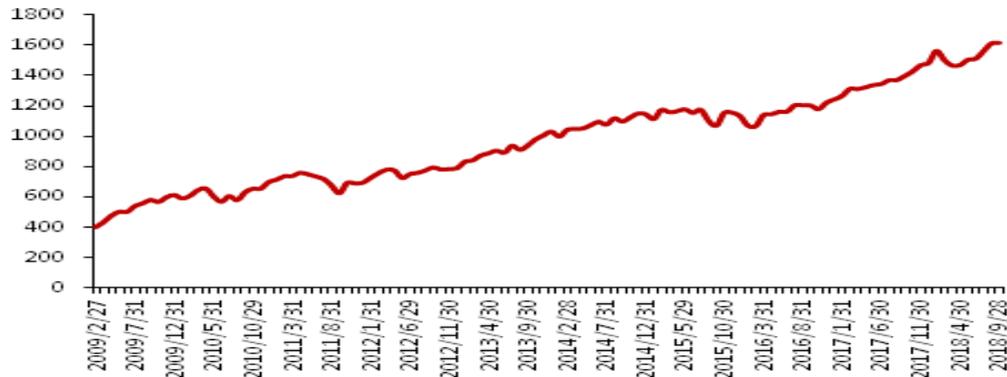
图 84：2009 年 2 月-2018 年 8 月美国罗素 2000 涨幅前十个股 (%)



资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

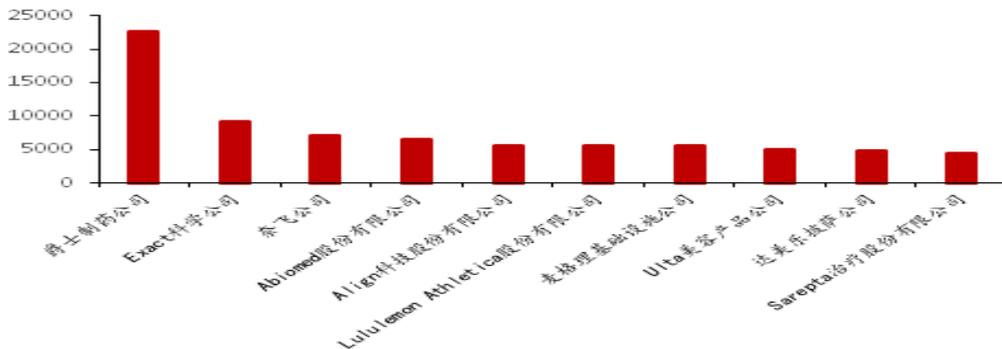
罗素 1000 从 2009 年 2 月的 399.61 点上升至 2018 年 9 月的 1614.54 点的高位，上升了 304%，低于罗素 2000 的涨幅。从这轮牛市中罗素 1000 涨幅前十的个股来看，上涨幅度在 4386%至 22620%之间，涨幅低于罗素 2000 涨幅前十的个股。

图 85：2009 年 2 月-2018 年 9 月美国罗素 1000 走势



资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

图 86：2009 年 2 月-2018 年 9 月美国罗素 1000 涨幅前十个股 (%)

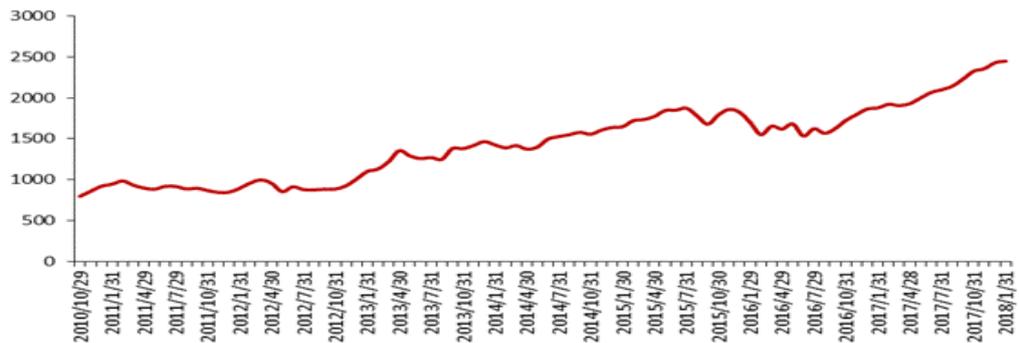


资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

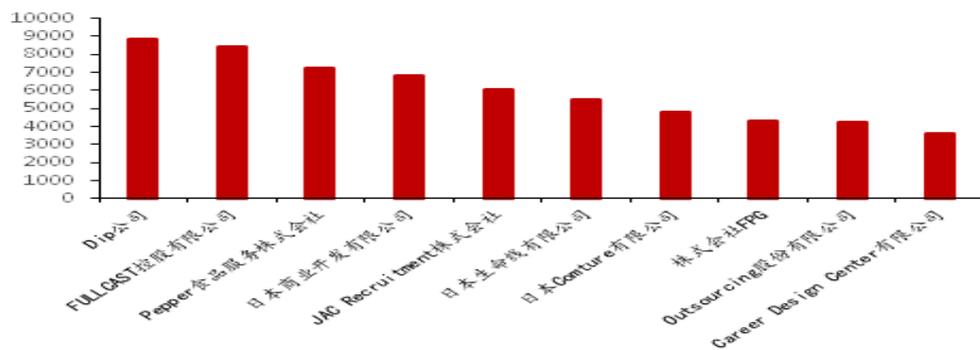
与美国罗素 2000 和罗素 1000 走势相似的是，在近一轮牛市中，东证小盘指数比东证大盘 70 指数表现更好。东证小盘指数自 2010 年 11 月启动，从 2010 年 11 月的 797.92 点最高上涨到了 2018 年 1 月的 2447.79 点，上涨了 207%。从这轮牛市中东证小盘指数涨幅前十的个股来看，其上涨幅度在 3600%至 8865%之间。

图 87：2010 年 11 月-2018 年 1 月东证小盘指数走势



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

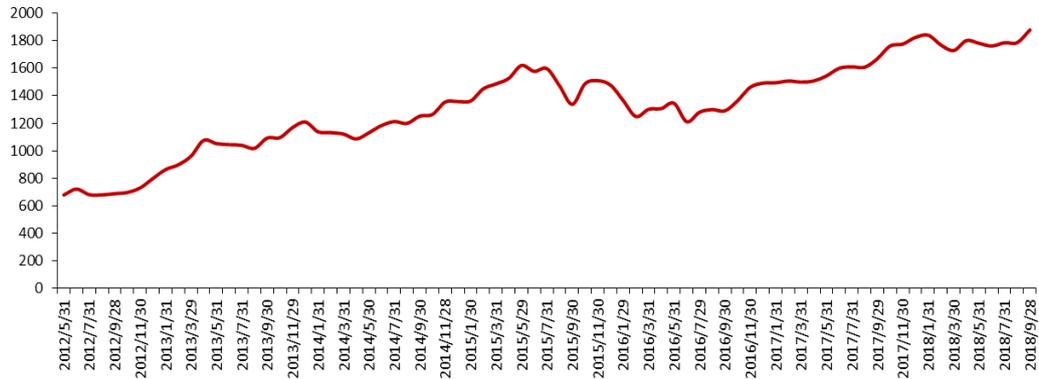
图 88：2010 年 11 月-2018 年 1 月东证小盘指数涨幅前十个股（%）



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

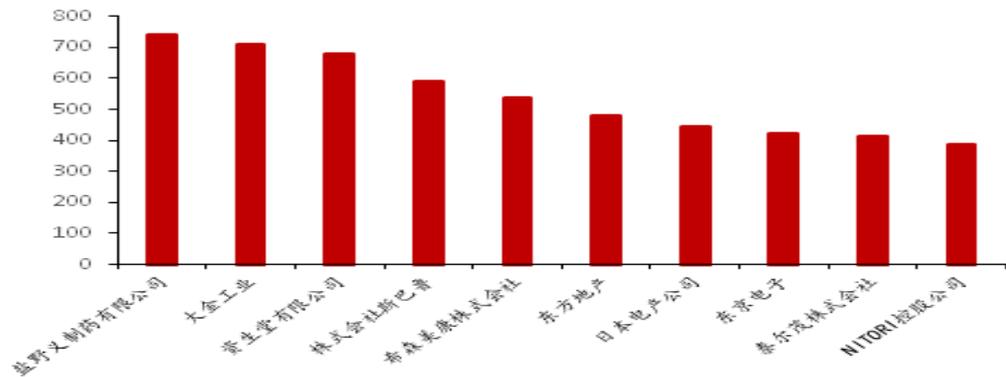
东证大盘 70 指数从 2012 年 5 月开始启动，和这轮上涨行情中东证小盘指数的启动时间相比，晚了一年半的时间。在这轮牛市中，东证大盘 70 指数从 2012 年 5 月底的 678.8 点上升到了 2018 年 9 月的 1878.12 点，上涨了 177%，低于东证小盘指数的涨幅。从东证大盘 70 指数涨幅前十的个股来看，上涨幅度在 386%至 742%之间，远远低于这轮行情中东证小盘指数涨幅前十的收益率。

图 89：2012 年 5 月-2018 年 9 月东证大盘 70 指数走势



资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

图 90：2012 年 5 月-2018 年 9 月东证大盘 70 涨幅前十个股 (%)

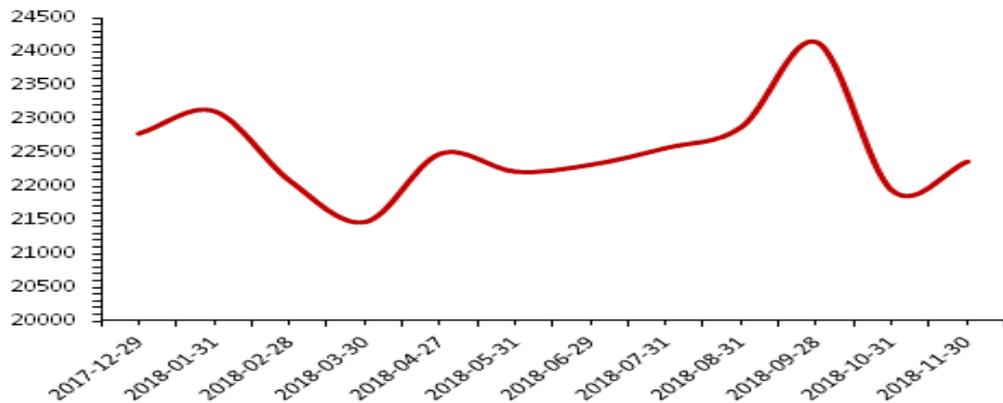


资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

4. 2018 年 10 月以来日经 225 指数的回调

相较于 2017 年日经 225 指数呈现出持续稳步向上的走势，2018 年日经 225 经历了一定幅度的回调，从 2018 年年初至 2018 年 11 月 30 日，日经 225 下跌了 1.82%。2018 年 2 月和 3 月，日经 225 下跌了 4.46% 和 2.78%。2018 年 10 月，日经 225 指数的单月跌幅达到了 9.12%，是日经 225 自 2016 年 6 月以来的单月最高跌幅。2018 年 10 月回调幅度最大的行业是通信服务 (-17.07%)、信息技术 (-13.24%)、工业 (-13.23%)、能源 (-12.74%) 和原材料 (-12.3%)。

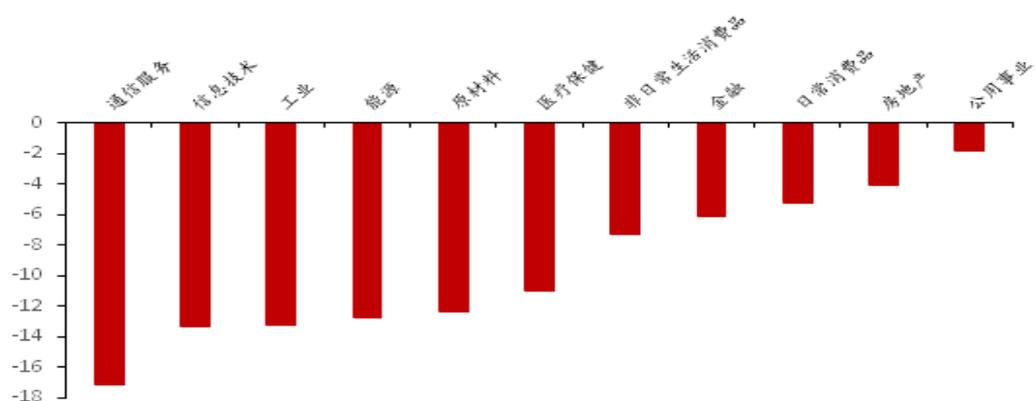
图 91：2017 年 12 月-2018 年 11 月日经 225 走势



资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

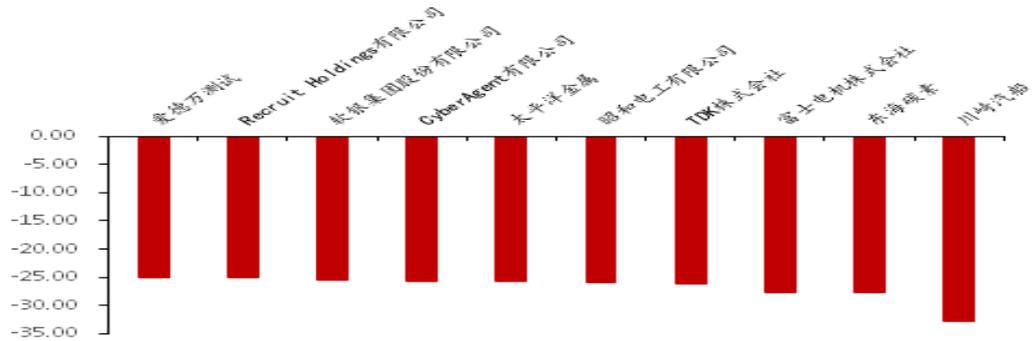
2018 年 10 月，日经 225 跌幅前十的公司为川崎汽船 (-32.61%)、东海碳素 (-27.70%)、富士电机株式会社 (-27.63%)、TDK 株式会社 (-26.07%)、昭和电工有限公司 (-25.93%)、太平洋金属 (-25.62%)、CyberAgent 有限公司 (-25.61%)、软银集团股份有限公司 (-25.33%)、Recruit Holdings 有限公司 (-24.99%) 和爱德万测试 (-24.87%)，大多为 2011 年以来这波牛市中涨幅较多的股票。其中，软银集团股份有限公司和 CyberAgent 有限公司属于通信服务行业公司，TDK 株式会社和爱德万测试属于信息技术行业公司，川崎汽船、富士电机株式会社和 Recruit Holdings 有限公司属于工业公司，东海碳素、昭和电工有限公司和太平洋金属属于原材料行业公司。

图 92：2018 年 10 月日经 225 各行业跌幅 (%)



资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

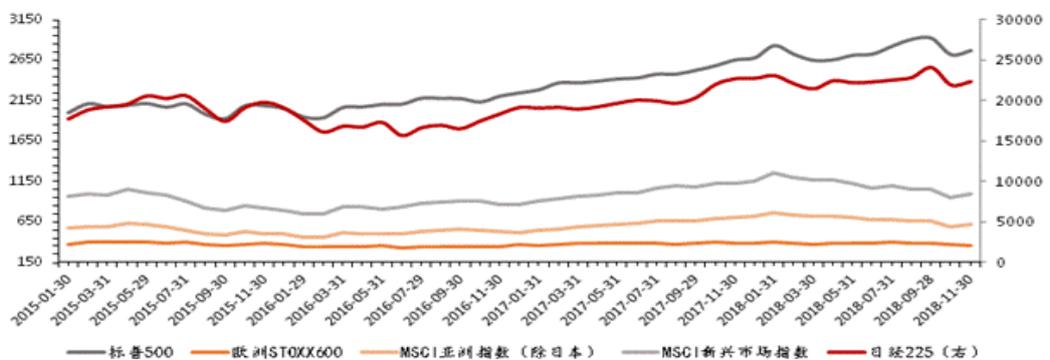
图 93: 2018 年 10 月日经 225 跌幅前十股票 (%)



资料来源: Bloomberg, 川财证券研究所

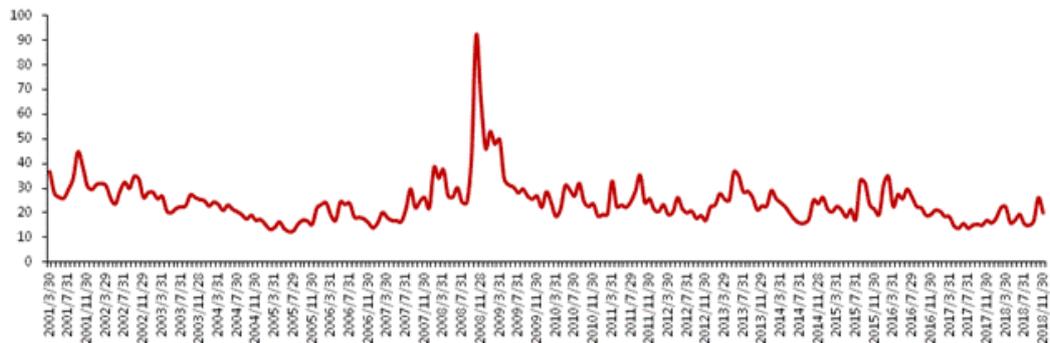
2011 年 11 月-2018 年 9 月, 日经 225 指数已经上涨了超过 7 年的时间, 本身积攒了较多获利盘, 加上全球主要市场指数的回调, 一定程度上影响了日经 225 指数的上涨。日经波动率指数在 2018 年 10 月达到了 29.17, 虽然这大大低于 2008 年金融危机熊市时日经波动率指数的高点, 但也是 2018 年 2 月 9 日以来的高位, 这意味着日经 225 指数的回调风险会有所提高。

图 94: 2018 年全球主要市场指数出现回调



资料来源: Bloomberg, 川财证券研究所

图 95: 日经波动率指数走势

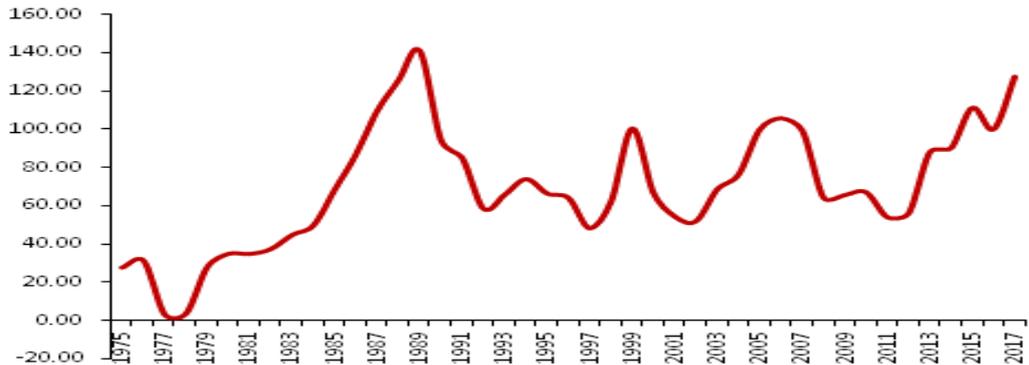


资料来源: Bloomberg, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

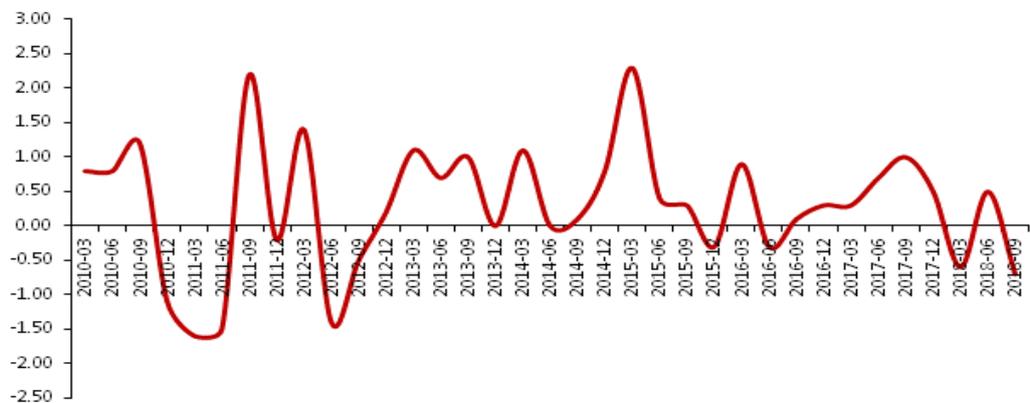
从日本上市公司总市值占 GDP 比重这一指标来看，2017 年已达到 127.72，这是 1989 年以来的最高值，意味日本股市的风险有所加大。从日本本身经济增长而言，日本在 2018 年 3 月以后出现了经济增长下滑的趋势。2018 年 3 月和 9 月，日本 GDP 季度环比增长率为-0.6%和-0.7%，这是 2012 年 6 月以来 GDP 季度环比增长率下滑最大的时期。

图 96：日本上市公司总市值占 GDP 比重 (%)



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 97：日本 GDP 季度环比增长率 (现价) (%)

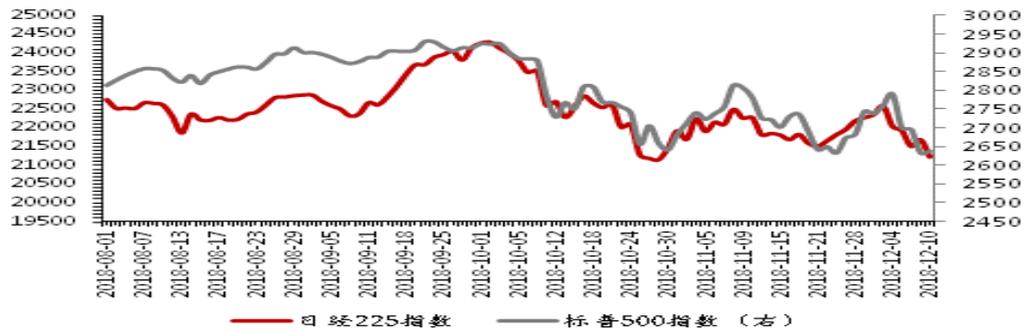


资料来源：Wind, 川财证券研究所

由于日本股市受美国股市影响较大，而 2018 年 10 月以来美国市场的波动较为明显，出现了多次单日较大幅度的回调，这一定程度上增加了日本市场的风险。在刚刚过去的 2018 年 12 月的第一周，标普 500 在 2018 年的 12 月 4 日和 12 月 7 日分别下跌了 3.24%和 2.33%，日经 225 指数也在 2018 年的 12 月 4 日、12 月 6 日以及 12 月下跌了 2.39%、1.91%和 2.12%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

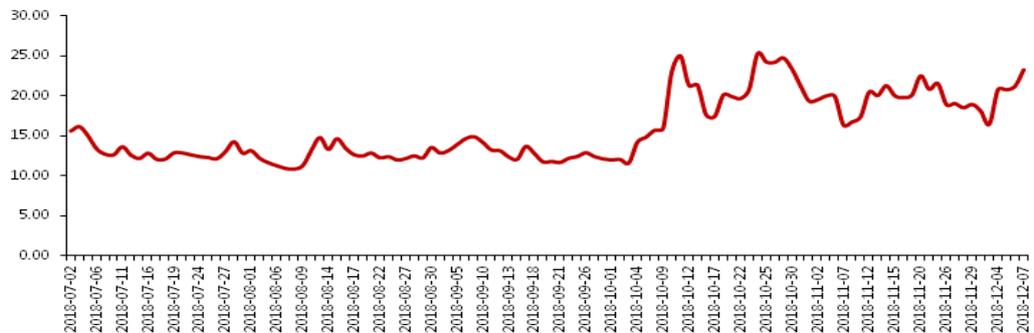
图 98：2018 年 8 月 1 日-2018 年 12 月 10 日标普 500 和日经 225 走势



资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

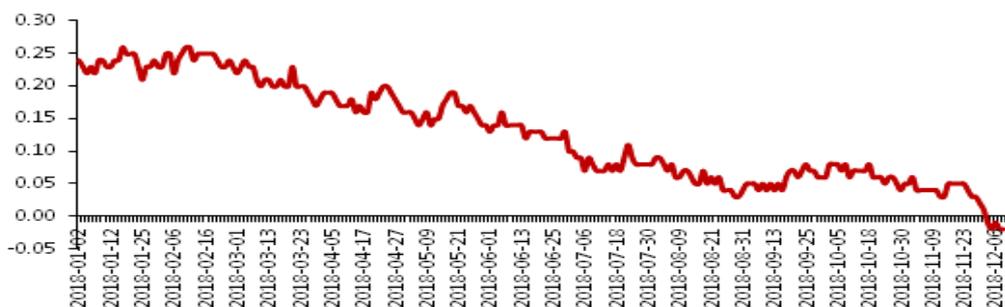
另外，考虑日本股市与美国股市较强的联动性，而美国标普 500 波动率指数（VIX）从 2018 年 10 月以来有一定上升，2018 年 12 月初以来的 5 年期和 3 年期美债收益率出现倒挂，美股波动风险呈现出一些上升趋势，这对日经 225 的上涨构成了一定压力。除此以外，随着美国经济面临着一定的增长放缓趋势，以及美国和世界多个经济体存在着贸易摩擦，也一定程度上造成了日本股市风险的上升。

图 99：标普 500 波动率指数（VIX）



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 100：近一年来 5 年期和 3 年期美债利差



资料来源：Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

风险提示

美国贸易保护主义的升级，日本经济复苏不及预期，全球市场黑天鹅事件。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本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：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0003