

日本失去三十年经济与股市复盘

自1990年泡沫经济破灭开始，日本进入“失去的三十年”。长达三十年之久的经济持续低增长，不仅对日本经济结构有重大影响，对日本的社会、文化、政治、科技、教育等方面也产生了深远影响。在过去的三十年里，日本经历了人口老龄化、家庭少子化、农村空心化、制造业外流、社会阶层固化、居民消费意愿低迷、企业投资信心不足等问题。本报告对日本“失去三十年”的经济发展进行了概括，分析日本问题背后的主要原因，重点对日本低增长时代的股市行情进行复盘，挖掘日本低增长时代的股市亮点，寻找领涨行业和长牛个股并分析它们走牛背后的原因。

投资要点：

1. “失去的三十年”指的是日本经济自1990年泡沫经济破灭开始，进入到持续三十年之久的低增长时代。主要表现有：

- ①经济增速开始显著放缓，1990年代日本平均名义GDP增速仅为2.2%，2000年代为-0.6%，2010年代为0.8%。
- ②后泡沫经济时代M2持续低迷，居民和企业部门通过削减债务减少杠杆，日本政府部门自1997年以来杠杆率持续飙升，采取大批财政刺激措施。
- ③社会需求不足导致通胀长期处于低位，1988年日本净人均收入增长率见顶后快速下降，日本零售商业销售额同比增长率同样在1990年见顶，收入增速放缓、资产价格下跌、消费信心不足等因素导致日本经济长期低迷。

2. 日本经济问题背后的原因逻辑。

- ①技术进步放缓，生产率提升停滞。从历史纵向比较看，日本全要素生产率1990年达到阶段性高点后小幅回落，缺乏持续增长的动力。
- ②出生率跌破1%，加速进入老龄化。1990年代泡沫经济破灭后，低生育率和老龄化等社会问题已经成为日本进一步发展难以逾越的障碍。
- ③产业竞争力减弱，制造业向外转移。1990年代开始日本制造业占全球制造业比例不断降低。随着全球化的深入发展，新兴经济体制造业竞争力提升，日本企业在价格、质量和创新等方面面临更加激烈的竞争。

3. 泡沫经济后的日本股市思考。通过复盘日本经济进入低增长时代后的5段时期的股市表现，可以看到此前与经济高速增长密切相关的周期、金融板块，总体上开始淡出视野，取而代之的是消费、科技、医疗保健等经济转型方向品种。通过持续的经济转型和产业升级，当前日本股市的上市公司构成已经与1990年泡沫破灭前完全截然不同，这也可以说是过去三十年里日本经济所经历的市场化的供给侧改革。

我们认为，1990年以后日本股市的起落，究其本质，实际上就是日本经济和产业转型升级的过程。这个转型升级，就是从金融地产为主导的产业模式，最终转向了以消费科技为主导的产业模式。而所谓“失去的三十年”主要是针对日本金融地产经济发展模式而言的，在信息技术、工业制造、医疗保健、消费等领域，日本股市存在一大批牛股并未失去过去的三十年。

风险提示：历史经验不代表未来；经济复苏不及预期；技术进步放缓影响生产率；出生率低人口加速老龄化；制造业向外转移导致产业空心化。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 金晗
执业证书编号：S0210523060002
邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯
执业证书编号：S0210523060005
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成
执业证书编号：S0210523060003
邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡
执业证书编号：S0210523060006
邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

相关报告

正文目录

一、	日本“失去的三十年”现象概述.....	1
1.1	1990 年代日本 GDP 增速逐渐放缓.....	1
1.2	金融地产泡沫见顶后 M2 持续低迷.....	2
1.3	需求不足导致通胀长期处于低位.....	4
二、	日本经济问题背后的原因逻辑.....	6
2.1	技术进步放缓，生产率提升停滞.....	6
2.2	出生率跌破 1%，加速进入老龄化.....	8
2.3	产业竞争力减弱，制造业向外转移.....	9
三、	日本低增长时代的股市表现.....	10
3.1	日本股票市场整体特征.....	11
3.2	日本股票市场行情复盘.....	15
3.3	泡沫经济后的日本股市思考.....	23
四、	风险提示.....	26

图表目录

图表 1: 1990 年代日本 GDP 增速逐渐放缓	1
图表 2: 1990 年代日本工业生产指数增速中枢下移	2
图表 3: 1991 年日本东京圈土地价格见顶后大幅下跌	3
图表 4: 1990 年日本 M2 同比增速断崖式下跌后长期低迷	3
图表 5: 1990 年代日本居民部门与非金融企业部门杠杆率相继见顶	4
图表 6: 1988 年日本净人均收入增长率见顶后快速下降	4
图表 7: 1990 年日本零售商业销售额增速见顶后快速下降	5
图表 8: 1990 年代社会需求不足导致日本通胀水平持续走低	5
图表 9: 1990 年代日本 1 年期和 9 年期国债收益率不断下行	6
图表 10: 1990 年日本全要素生产率到达阶段性高点后小幅回落	7
图表 11: 1991 年以后日本全要素生产率走势明显弱于美国	7
图表 12: 1991 年日本出生率跌破 1% 后持续下行	8
图表 13: 1990 年日本老龄化率达到 12% 后继续快速上升	8
图表 14: 1993 年日本制造业占全球制造业比例见顶	9
图表 15: 1986 年日本货物出口占全球出口比例见顶	10
图表 16: 1990-2020 年日本股市医药、科技、消费板块领涨	10
图表 17: 2023 年 6 月日本东证指数点位创 1990 年 8 月以来的新高	11
图表 18: 2009 年 6 月日本股市从价值风格转向成长风格	12
图表 19: 日本股市大盘与中小盘风格反复轮动	12
图表 20: 2020 年底日本上市公司行业板块市值分布	13
图表 21: 2020 年底日本市值最大的 30 家上市公司列表 (单位: 亿美元)	13
图表 22: 1990 年初日本上市公司行业板块市值分布	14
图表 23: 1990 年初日本市值最大的 30 家上市公司列表 (单位: 亿美元)	14
图表 24: 1990 年 1 月至 1997 年 6 月日本东证指数及行业表现	15
图表 25: 1990 年 1 月至 1997 年 6 月日本涨幅最大的 30 家公司	16
图表 26: 1997 年 7 月至 2003 年 3 月日本东证指数及行业表现	17
图表 27: 1997 年 7 月至 2003 年 3 月日本涨幅最大的 30 家公司	17
图表 28: 2003 年 4 月至 2007 年 6 月日本东证指数及行业表现	18
图表 29: 2003 年 4 月至 2007 年 6 月日本涨幅最大的 30 家公司	18
图表 30: 2006 年 2012 年日本 7 年经历 7 任首相	19
图表 31: 2007 年 7 月至 2012 年 8 月日本东证指数及行业表现	20
图表 32: 2007 年 7 月至 2012 年 8 月日本涨幅最大的 30 家公司	20
图表 33: 2013 年日本基础货币余额同比增速快速上涨	21
图表 34: 2012 年 9 月至 2020 年 12 月日本东证指数及行业表现	22
图表 35: 2012 年 9 月至 2020 年 12 月日本涨幅最大的 30 家公司	22
图表 36: 1990 年代日本汽车、消费电子等行业股价表现出色	23
图表 37: 1990 年 1 月至 1997 年 6 月日本领涨行业的龙头公司表现	24
图表 38: 1990 年 1 月至 1997 年 6 月日本领跌行业的龙头公司表现	25

一、日本“失去的三十年”现象概述

何谓日本经济“失去的三十年”？上世纪 50 年代和 60 年代是日本经济“高速增长”时代，而 70 年代和 80 年代则是“中速增长”时代。进入到 1990 年代，随着泡沫经济的破灭，日本经济进入到持续三十年之久的低增长时代，GDP 增速显著放缓，仅维持低个位数增长甚至部分年份出现负增长。

“失去的三十年”，不仅对日本经济领域有重大影响，对日本的社会、文化、政治、科技、教育等方面的变化也产生了深远的影响。在过去的三十年里，日本经历了人口老龄化、家庭少子化、农村空心化、制造业外流、社会阶层固化、居民消费意愿低迷、企业投资信心不足等问题。

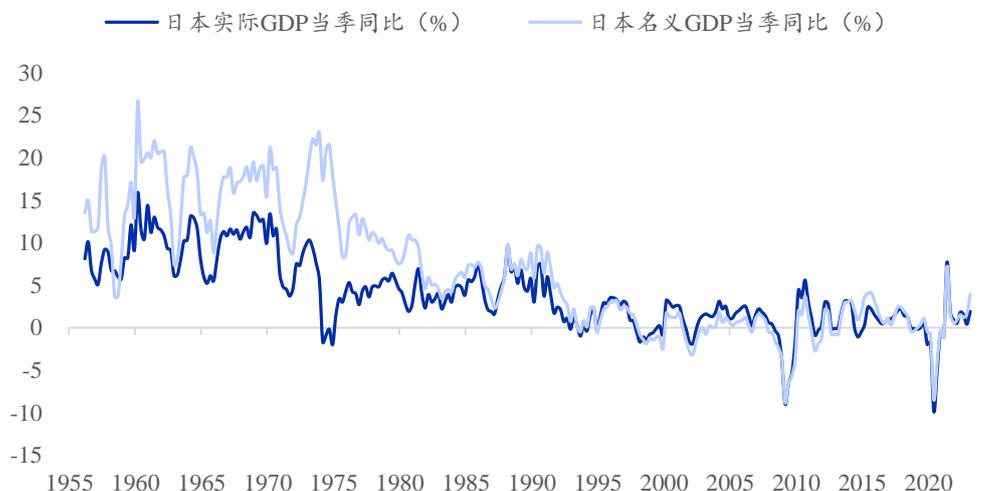
本报告对日本“失去三十年”的经济发展进行了概括，分析日本问题背后的主要原因，重点对日本低增长时代的股市行情进行复盘，挖掘日本低增长时代的股市亮点，寻找领涨行业和长牛个股并分析它们走牛背后的原因。

1.1 1990 年代日本 GDP 增速逐渐放缓

日本经济增速从 1950 年代至今大致经历了 7 个年代。从上世纪 50 年代开始，日本经济经历了战后复苏阶段，其名义国内生产总值(GDP)表现出相当可观的增速。1955 年-1959 年日本平均名义 GDP 增速约为 12.3%。1960 年代，日本提出了“国民收入倍增计划”，经济得到了显著的发展，平均名义 GDP 增速约为 17.0%。

进入 1970 年代，受两次石油危机的影响，日本实际 GDP 增速有所放缓，但名义经济增速仍保持了较高的增长势头，1970 年代平均名义 GDP 增速约为 13.7%。1980 年代出现了“逆石油危机”的情况，通货膨胀得到抑制，日本平均名义 GDP 增速为 6.4%。综合来看，日本名义经济增速从 1950 年代和 1960 年代的“高速增长”时代逐步放缓至 1970 年代和 1980 年代的“中速增长”时代。

图表 1：1990 年代日本 GDP 增速逐渐放缓



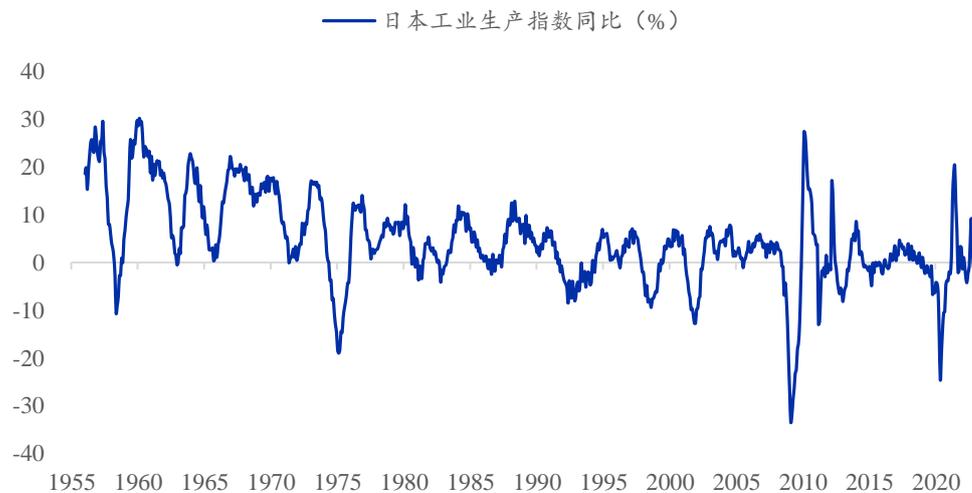
数据来源：wind，华福证券研究所

进入 1990 年代以后，日本泡沫经济破灭导致经济增速开始显著放缓，1990 年代日本平均名义 GDP 增速仅为 2.2%，甚至有个别年份出现负增长，经济陷入低迷状态。在 2000 年之后，日本经济发展停滞不前。特别是在 2008 年金融危机期间，日本经济受到了巨大冲击，名义 GDP 当季同比一度下行至-8.8%，在整个 2000 年代的十年里，日本平均名义 GDP 增速为-0.6%，在全球主要经济体中表现不佳。2010 年以后，日本经济持续温和回升，日本 2010 年代平均 GDP 增速为 0.8%。

日本工业生产指数同比是衡量日本经济周期的理想指标。一方面，工业生产指数是“量”的指标，排除了“价”的扰动，可以更准确反映工业产品实物量的变化，而这与经济周期紧密相关。另一方面，工业生产指数是月度指标，较 GDP 数据发布更高频和及时，同时这一指标也被很多国家或地区采纳，具有较好的全球可比性。

从工业生产指数也能看到，日本工业生产指数同比增速的中枢自 1990 年代开始有所下移，且出现负值的频次和持续时间超过以往历史任何一段时期。20 世纪 50 年代至 80 年代初期，日本经济以惊人的增长速度迅猛发展，工业生产指数保持着相对较高的增速。然而在 90 年代开始，日本股票市场和房地产泡沫相继破灭，日本工业生产指数的同比增速明显放缓，增速中枢也有所下移。

图表 2：1990 年代日本工业生产指数增速中枢下移

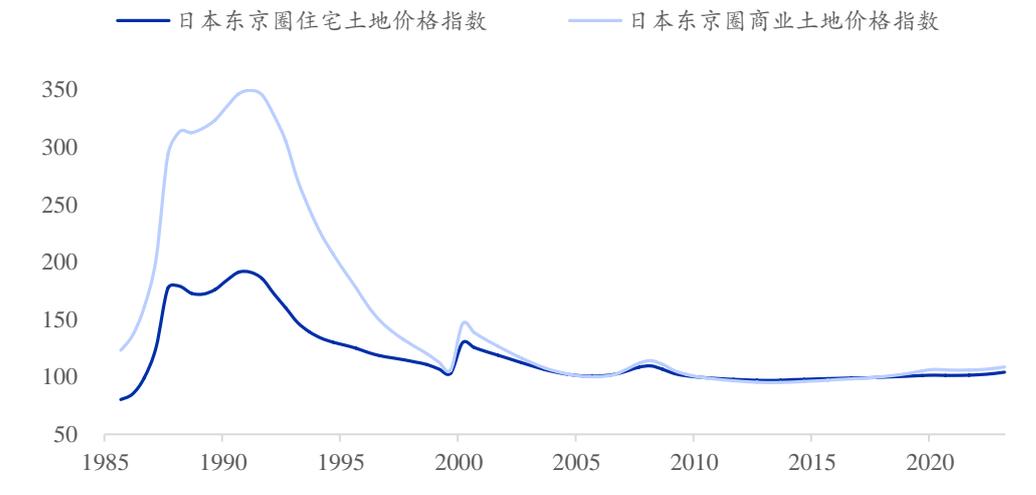


数据来源：wind，华福证券研究所

1.2 金融地产泡沫见顶后 M2 持续低迷

20 世纪 80 年代至 90 年代初，日本经济进入了一段繁荣时期，金融市场和房地产市场都经历了快速的价格上涨。日本房地产市场繁荣的局面在 1991 年达到顶峰，并开始迅速转向下行，日本土地价格也出现大幅下跌。自 1985 年底至 1990 年底，日本东京圈住宅土地价格指数上涨 138%，商业土地价格指数上涨 181%，商业土地价格涨幅超过住宅土地。而 1990 年底至 1999 年底，日本东京圈住宅土地价格指数下跌 46%，商业土地价格指数下跌 69%，商业土地价格跌幅同样超过住宅土地。

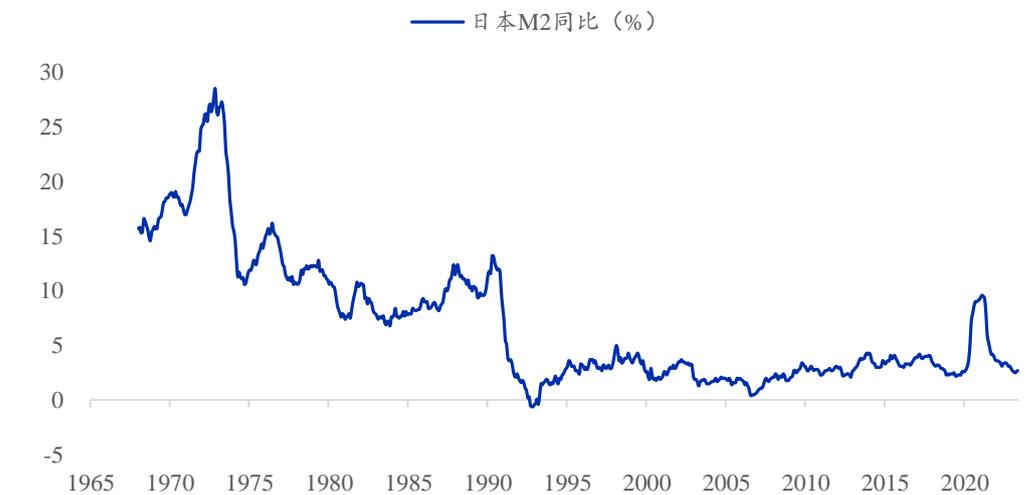
图表 3：1991 年日本东京圈土地价格见顶后大幅下跌



数据来源：wind，华福证券研究所

金融地产泡沫见顶后，日本货币供应量 M2 同比增速经历了断崖式下跌，并在此后长期保持低迷状态。1990 年 5 月日本 M2 同比增速高达 13.2%，金融地产泡沫破灭后，1992 年 10 月日本 M2 同比增速下跌至-0.6%。在此后二十余年里，直到 2020 年新冠疫情前，日本 M2 同比增速都未超过 5%。

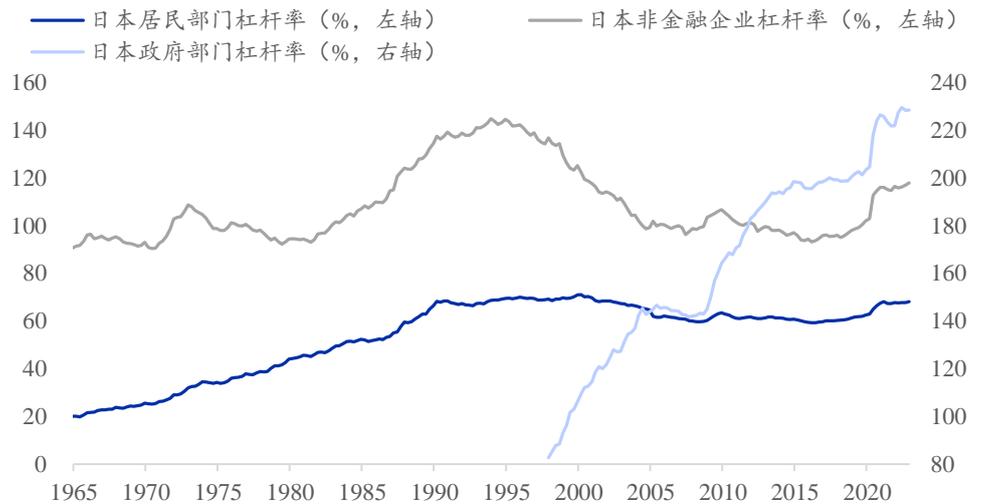
图表 4：1990 年日本 M2 同比增速断崖式下跌后长期低迷



数据来源：wind，华福证券研究所

1990 年随着泡沫经济的崩溃，土地和资产价格大幅下跌，许多家庭与企业陷入了财务困境，无法偿还高额债务。这使得日本居民部门与非金融企业部门杠杆率相继见顶，并在随后的一段持续下降。1990 年底，日本居民部门杠杆率为 68.4%，非金融企业部门杠杆率为 139.3%，此后居民部门杠杆基本持平至 2000 年，非金融企业部门杠杆率在 1993 年底触达 144.9% 的历史最高点后持续下降至 2016 年。居民部门和企业部门通过削减债务，减少杠杆，以恢复财务稳定和可持续性。这进一步抑制了投资和消费，使得经济增长受到严重限制。从现有数据看，日本政府部门自 1997 年底有统计数据以来杠杆率持续飙升，这与日本政府采取的一大批财政刺激措施有关。

图表 5：1990 年代日本居民部门与非金融企业部门杠杆率相继见顶

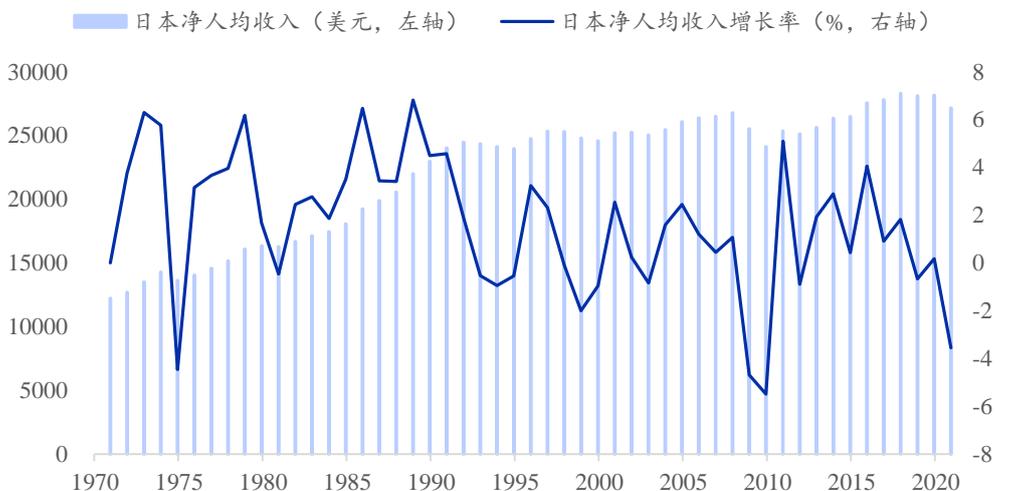


数据来源：wind，华福证券研究所

1.3 需求不足导致通胀长期处于低位

1988 年日本净人均收入增长率见顶后快速下降，增速中枢也呈现明显下移。具体来看，1988 年日本净人均收入达 2.2 万美元，同比增速达 6.82%，是历史上增速最快的一年，不过这一增速在 1992 年迅速降至-0.53%，且连续三年保持负增长。随着泡沫经济的破灭和经济困境的加剧，日本经济面临了一系列的挑战，包括高失业率、资产价格下跌以及企业倒闭等问题。这些因素对经济造成了严重的冲击，导致人均收入的增长率急剧下降。尽管经济在后续的年份中可能有一些回升，但整体增长水平相对较为缓慢。

图表 6：1988 年日本净人均收入增长率见顶后快速下降



数据来源：wind，华福证券研究所

日本零售商业销售额同比增长率同样在 1990 年达到顶峰，见顶后断崖式下跌，同时日本商业销售额同比增速中枢出现下移。具体来看，1990 年日本零售商业年度销售额同比增速达 8.4%，创历史新高，不过在 1993 年迅速降至-1.9%，此后在 1997 年至 2002 年持续录得负值。这种趋势反映了日本经济长期低迷和消费活动的疲弱，经济困难和不利因素对消费者信心和支出产生了负面影响，社会总需求下降，导致商业销售额同比增长率的下降。

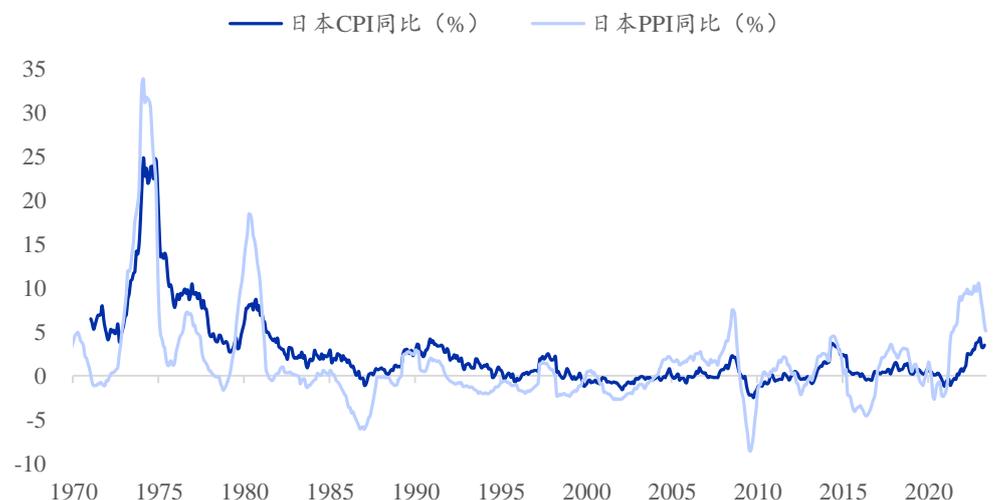
图表 7：1990 年日本零售商业销售额增速见顶后快速下降



数据来源：wind，华福证券研究所

收入增速放缓、股票房地产价格下跌等因素造成居民消费信心不足，社会需求下降也使得日本通胀水平长期处于低位。进入 1990 年代以来，日本 CPI 和 PPI 同比增速缓慢降低，逐渐趋向于 0。CPI 同比增速缓慢降低意味着消费品和服务的价格上涨速度放缓，消费者物价相对稳定。这是由于 1990 年代社会整体需求不足，导致整体通胀处于一个较低的水平。而 PPI 同比增速低于 CPI 同比增速，反映了生产环节的价格上涨速度更慢，这样的环境通常不利于企业的盈利提升。

图表 8：1990 年代社会需求不足导致日本通胀水平持续走低



数据来源：wind，华福证券研究所

随着 1990 年代初金融地产泡沫相继破灭，市场上对安全避险资产的需求大量增加，这使得日本各期限国债收益率不断下行。同时长期国债收益率也在一定程度上反映了市场对未来经济增长和通货膨胀预期的调整，在日本低增长低通胀预期的背景下，由于长期国债的利息相对稳定，国债需求因此上升。这种需求上升推动国债收益率的进一步下降。

图表 9：1990 年代日本 1 年期和 9 年期国债收益率不断下行



数据来源：wind，华福证券研究所

二、日本经济问题背后的原因逻辑

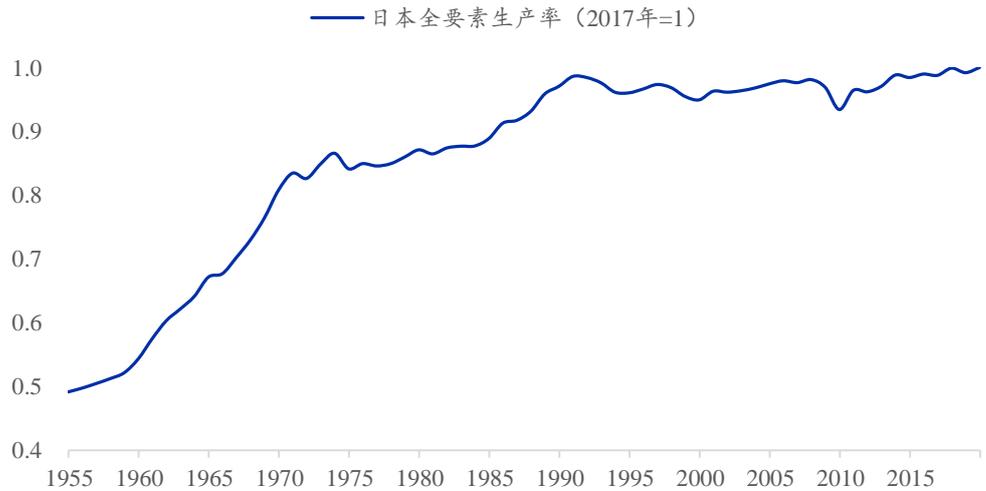
2.1 技术进步放缓，生产率提升停滞

从历史纵向比较看，日本全要素生产率 1990 年达到阶段性高点后小幅回落，缺乏持续增长的动力。技术进步放缓是导致全要素生产率停滞的一个重要原因。日本在 1960-1975 年的经济腾飞中积累了大量的技术优势，但在泡沫经济破灭后，技术创新的速度相对较慢。同时其他国家技术进步迅速，使得日本在全球竞争中面临了越来越大的压力，无法保持较高的全要素生产率增长。

例如西村吉雄在《日本电子产业兴衰录》中提到，从 20 世纪 80 年代后半期开始，在世界电子产业领域，很多产品都采取了设计和制造分工的方式。然而，日本企业却对这种分工作业的方式抱有抵抗心理，固执地坚持纵向联合和独立经营。这是日本电子产业衰落的一个原因。

再比如说，数字化背景下出现的第二代 (2G) 手机通信技术，具有多种通信技术规格。其中，从世界范围来看，GSM 是主导。2G 技术中 80% 都采用 GSM 规格。但是，日本却采用了一种独特的规格——PDC。这就使日本的移动环境进入了“锁国”状态。国外的手机厂家无法走进日本，日本的手机厂家也很难打开海外市场。在这种“锁国”状态下，虽然日本的手机市场得到了繁荣发展，但是日本的移动产业在国际上的存在感越发微弱了。在第三代手机通信技术发展起来后，日本市场上也开始采用国际规格，但纵观全球已经很难见到日本企业的身影。计算机行业也出现类似现象。

图表 10：1990 年日本全要素生产率达到阶段性高点后小幅回落

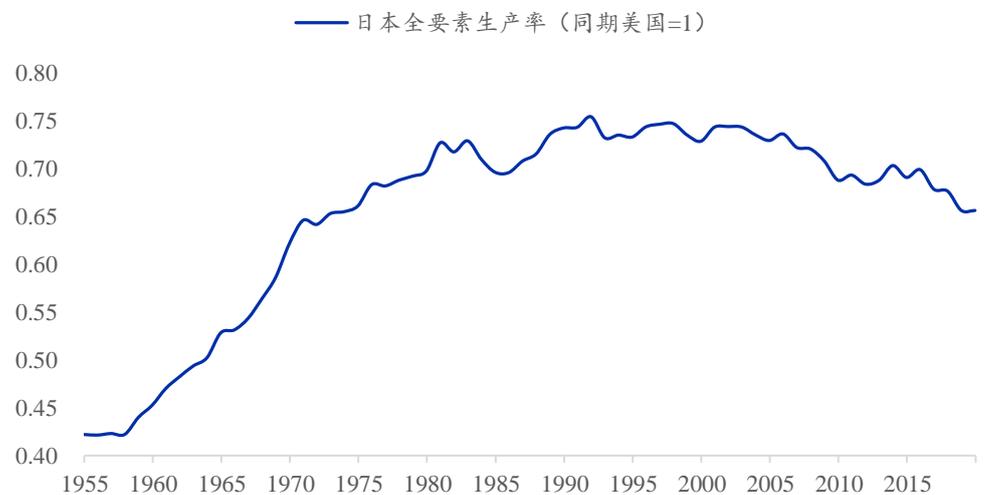


数据来源：wind，华福证券研究所

从横向比较看，日本相较美国全要素生产率的比值在 1990 年后震荡走弱，生产率提升明显弱于美国，这可能也是日股过去三十年长期表现不及美国的重要原因之一。

以通信行业为例，美国电话事业是民营的，但是事实上处于长期垄断状态。AT&T 被拆分后开始向信息处理领域发展，存在感不断变弱。随着通信自由化政策的实施，以及手机和互联网浪潮的来袭，美国不断涌现出新兴企业，比如微软、苹果、思科、高通、雅虎、谷歌、Facebook 等。在日本，电话事业是以国营的方式开始的。继承该事业的 NTT 集团核心业务是为用户提供电话服务，NEC、日立制作所、富士通、冲电气工业等都是为 NTT 提供通信设备的企业群。随着手机和互联网浪潮的来袭，通信领域的技术、产品、市场都发生了很大的变化。日本 NTT 集团作为通信服务的提供者，地位并没有怎么下降。但是为 NTT 提供通信设备的企业群在新兴的信息通信市场上影响力却非常弱，也没有像美国一样新兴企业快速成长起来。

图表 11：1991 年以后日本全要素生产率走势明显弱于美国

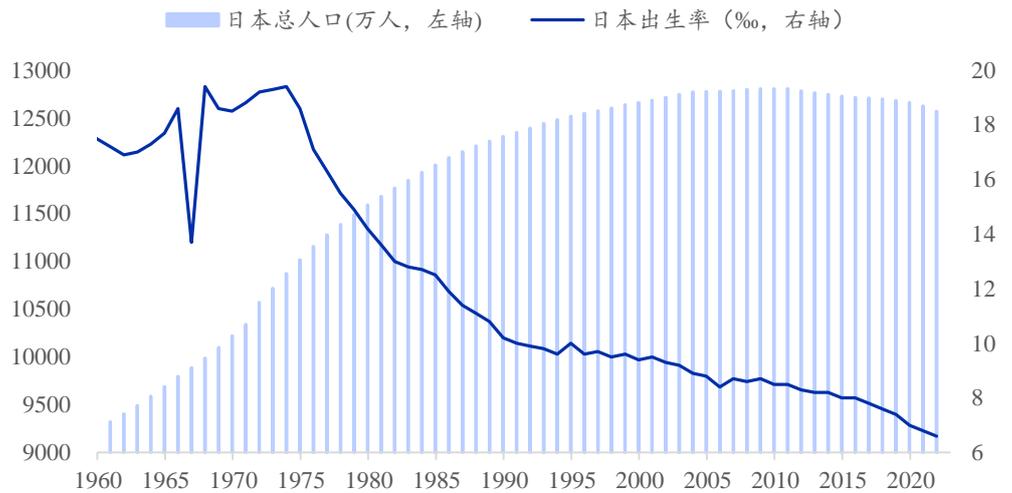


数据来源：wind，华福证券研究所

2.2 出生率跌破 1%，加速进入老龄化

1990 年代泡沫经济破灭后，低生育率和老龄化等社会问题已经成为日本进一步发展难以逾越的障碍。1991 年日本出生率首次跌破 1%，且呈持续下行态势，日本总人口于 2010 年见顶，达 12807 万人。2021 年数据显示日本出生率为 0.66%，总人口为 12568 万人。老年人口比例增加，劳动力人口减少，这给社会保障、医疗、养老等方面带来了压力，也对经济增长和可持续发展构成了挑战。

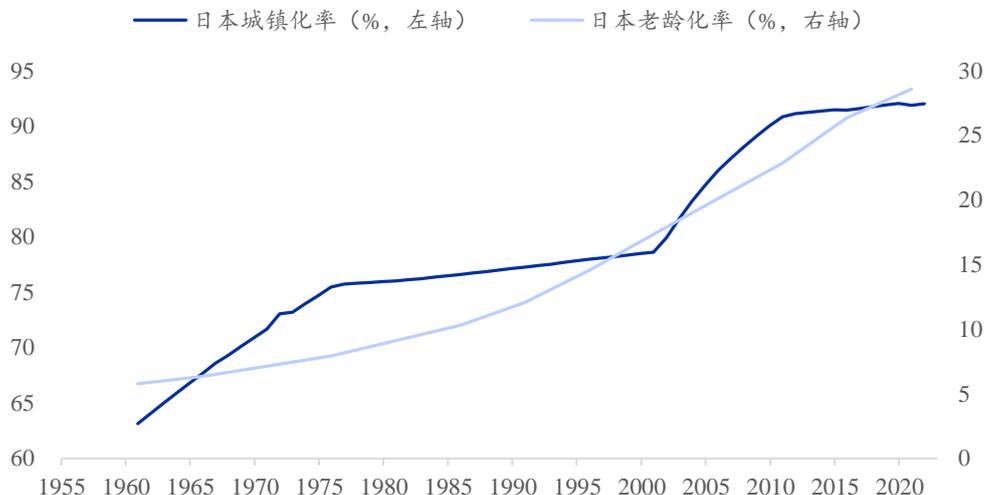
图表 12：1991 年日本出生率跌破 1% 后持续下行



数据来源：wind，华福证券研究所

1990 年代日本老龄化率不断加速上升，而城镇化率提升遇到瓶颈。1990 年日本 65 岁及以上人口占比为 12%，2005 年达 20%，2020 年这一比例已上升至 28.6%。城镇化率方面，1975 年日本城镇化率快速提升至 75.5% 后，城镇化速度明显放缓，1990 年为 77.4%，之后由于城乡融合发展，市町村大合并，城镇化率出现了异常的提。2020 年数据显示日本城镇化率已经达到 91.8%。

图表 13：1990 年日本老龄化率达到 12% 后继续快速上升

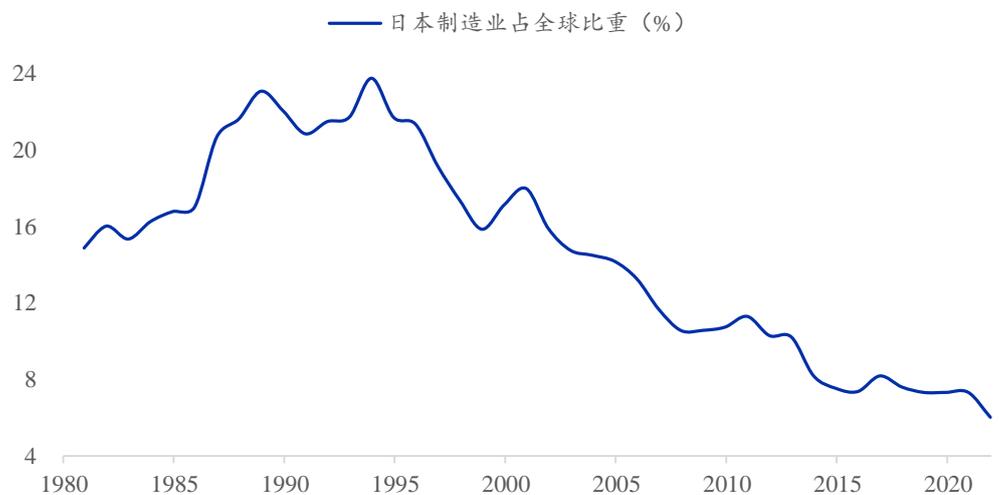


数据来源：wind，华福证券研究所

2.3 产业竞争力减弱，制造业向外转移

1990 年代开始日本制造业占全球制造业比例不断降低。1993 年，日本制造业占全球制造业比例达到历史最高值 23.8%，此后快速回落，2021 年日本制造业占全球制造业比例仅为 6%。随着全球化的深入发展，新兴经济体制造业竞争力不断提升，日本企业在价格、质量和创新等方面面临更加激烈的竞争。而日本的人口老龄化和劳动力不足也对产业竞争力造成了冲击。劳动力成本较高也给企业带来了招聘和绩效管理方面的挑战，使得一些企业更倾向于将生产转移到劳动力成本较低的地区，以寻找更具竞争力的生产环境。

图表 14：1993 年日本制造业占全球制造业比例见顶



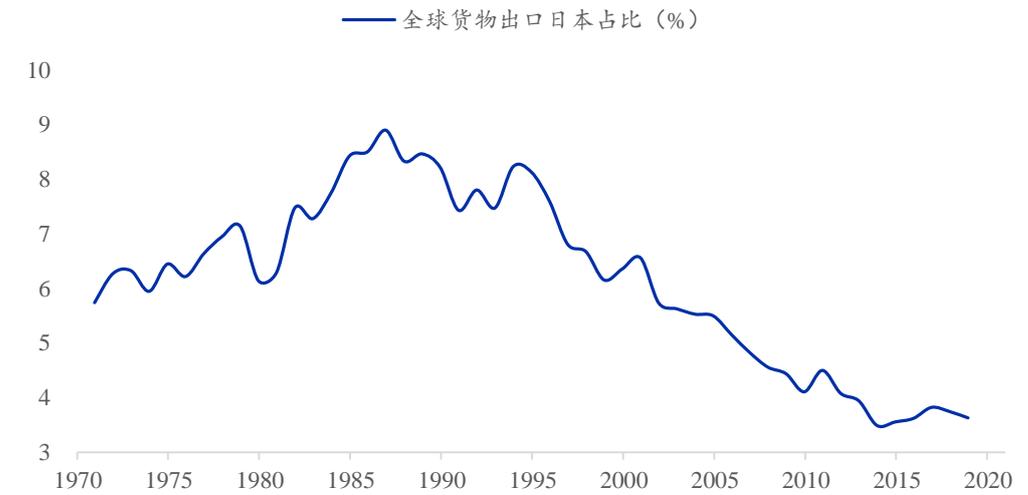
数据来源：wind，华福证券研究所

1986 年，日本货物出口占全球出口金额比例见顶，达 8.9%，2018 年这一数据回落至 3.6%。随着不同经济体的相继发展，产业转移在美国、日本、亚洲四小龙（韩国、中国台湾、新加坡、中国香港）、中国大陆等地区逐步展开。最初，美国的企业为了寻求降低成本，将生产活动转移到日本等地。随着日本经济的崛起，一些产业再次向亚洲四小龙地区迁移，寻求更低的劳动力成本和竞争优势。随后，中国大陆的改革开放吸引了大量的外商投资建厂，成为全球制造业的重要基地。

无论发达国家还是发展中国家，制造业都是经济增长的引擎和动力。在去工业化的过程中，生产全球化部分地替代了国内制造业，部分或全部中低端制造业发生产业外迁现象，进而导致国内出现产业空心化。近年来，随着中国大陆劳动力成本的上升和产业升级的推进，部分企业开始将生产基地转移到东南亚地区，寻求更具竞争力的生产环境。整个过程中，产业转移的动力主要是为了降低成本、寻求更高的竞争优势和适应全球经济格局的变化。

为了避免过早去工业化引起“产业空心化”，需要采取一系列综合性措施来推动经济的稳定和可持续发展。加强产业转型和升级，促进创新和技术进步，以提高企业的竞争力和产业的韧性。加大研发投入、推动数字化转型和智能制造，培育战略性新兴产业，拓展高附加值服务业，实现产业结构的优化和多元化。

图表 15: 1986 年日本货物出口占全球出口比例见顶

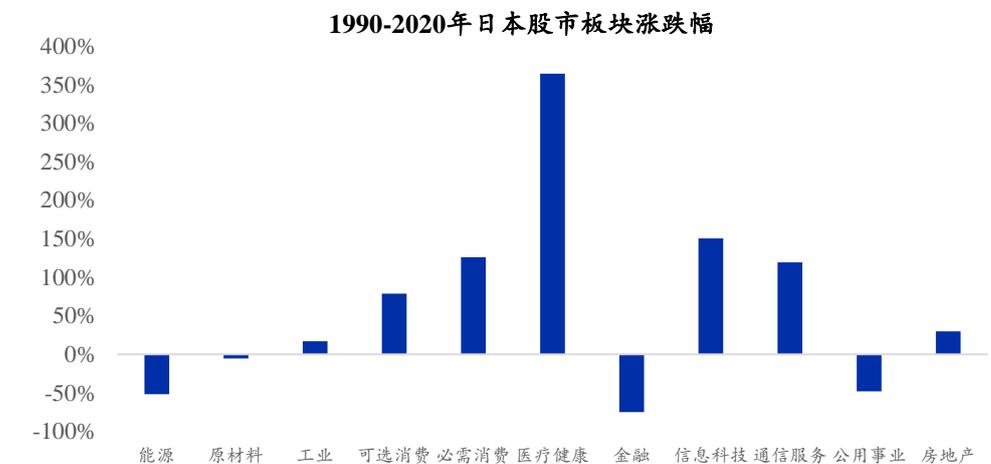


数据来源: wind, 华福证券研究所

三、日本低增长时代的股市表现

1990 年日本地产和股市泡沫破灭后, 日本经济进入到所谓的“失去的三十年”过程中, 这是日本经济低增长的时代, 也是一个日本经济不断自我寻求转型升级的阶段, 日本股市在此期间长期低迷。2012 年“安倍经济学”实施后, 日本股市开始走出低迷, 进入到一个持续向上的新时代, 这背后更重要的是日本经济转型升级成功, 找到了新的竞争优势产业。从 1990-2020 年日本股市的板块表现来看, 医疗健康、信息科技、必需消费板块领涨, 通信服务、可选消费板块同样取得不错涨幅, 金融、能源、公用事业、原材料等板块表现严重落后, 经历 30 年股价仍未能回至 1990 年泡沫巅峰水平。

图表 16: 1990-2020 年日本股市医药、科技、消费板块领涨



数据来源: bloomberg, 华福证券研究所

注: 板块涨跌幅数据包含股息分红的影响

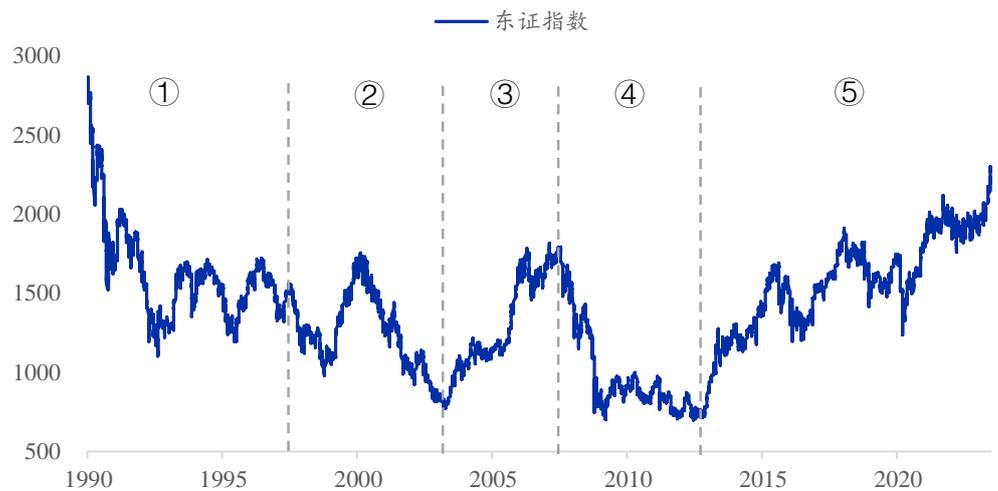
3.1 日本股票市场整体特征

3.1.1 日股尚未突破 1990 年高点

日本股市中用来度量市场整体表现的基准指数有两个，**日经 225 指数**和**东证股价指数 (TOPIX)**。日经 225 指数是《日本经济新闻社》编制的股票价格指数。最早编于 1950 年 9 月，是根据东京证券交易所一部市场上市的 225 家公司的股票算出修正平均股价，东证股价指数是以在东交所市场一部上市的所有日本企业为对象的市价总额型股价指数。两者最大的区别是计算加权的方式，日经 225 指数是按照股价进行加权（类似道琼斯工业指数），而东证股价指数与当前世界上多数主流指数一样，是按照总市值进行加权的。东证股价指数计算方式应该说更为合理，东京证券交易所也更推荐使用这一指数。由于历史原因，日经 225 在市场中仍然具有较大的影响力。

东证指数于 1989 年 12 月 18 日盘中创下历史最高点位 2886.50，日经 225 指数于 1989 年 12 月 29 日盘中创下历史最高点位 38957.44，日本股票指数至今未突破这一历史高点。2023 年 6 月，日经 225 指数盘中突破 33772 点，创 1990 年 4 月以来新高，而东证指数盘中突破 2311 点，创 1990 年 8 月以来的新高。

图表 17：2023 年 6 月日本东证指数点位创 1990 年 8 月以来的新高



数据来源：wind，华福证券研究所

注：图中虚线划分的 5 段时期与后文日本进入低增长时代后的股市行情复盘划分的 5 段时期一致

回顾日本低增长时代的股市表现，从 1990 年日本资产价格泡沫破灭开始，总体上，股市表现依然是和经济周期走势保持很强的相关性。经济上行周期股市上涨，经济下行周期股市下跌。但是不同于 1990 年前，此时的日本经济周期性问题的已经完全让位于结构性问题，企业缺乏新的增长点，银行系统不良比例较大信用扩张受限。而且，经济衰退幅度一次比一次大，1991 年日本泡沫破灭危机、1998 年亚洲金融危机、2001 年美国互联网泡沫破灭、2008 年全球金融危机，每一次日本经济的衰退都是创截至当时战后最严重的经济衰退。所以看到的结果是，在每次上涨中股市涨幅都比较有限，但在每次下跌中股市都经常创出新低。

3.1.2 日本股市风格反复轮动

从 1995 年以来的日本股市表现看，1995-1997 年初价值风格占优，1997 年中至 2000 年初成长风格占优。2000 年中至 2009 年中，日本经历了最长一轮价值风格行情，2009 年 6 月日本股市从价值风格转向成长风格，一直延续到 2021 年初。2021 年 2 月以来日本股市大体再次呈现价值风格占优。

图表 18：2009 年 6 月日本股市从价值风格转向成长风格



数据来源：wind，华福证券研究所

从 1995 年以来的日本股市表现看，日本股市大盘与中小盘风格反复轮动。1995-2000 年初大盘风格明显占优，2000 年中-2006 年初中小盘风格占优，2006 年中到 2008 年底，日本大盘股风格占优。2008 年底到 2018 年中，日本经历了最长一轮中小盘风格行情，2018 年中至今，日本股市从中小盘风格再次转向大盘风格。

图表 19：日本股市大盘与中小盘风格反复轮动

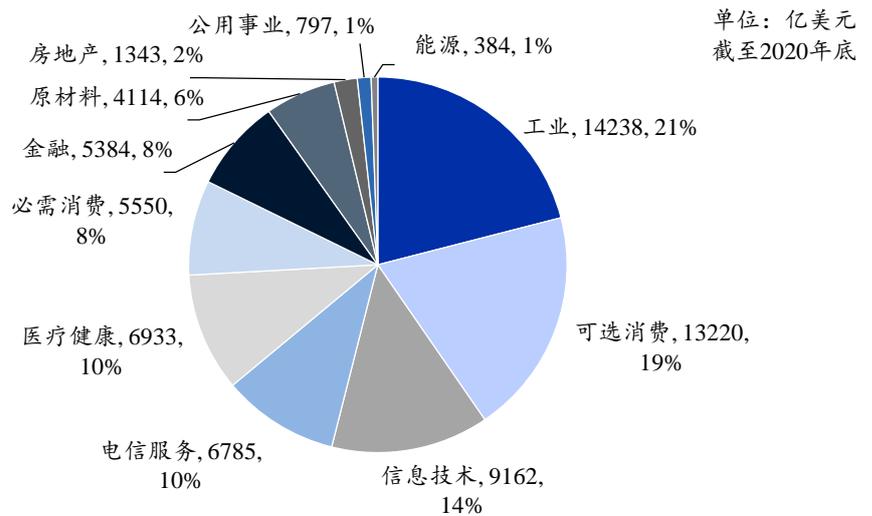


数据来源：wind，华福证券研究所

3.1.3 日本股市行业分布均衡

通过持续的经济转型和产业升级，当前日本股市的上市公司构成已经与 1990 年泡沫破灭前完全截然不同。截至 2020 年底，日本上市公司市值占比最大的是工业板块，市值占比高达 21%，其次是可选消费市值占比 19%，然后是信息技术和医疗保健。当前日本金融地产传统周期性公司的占比已经非常小了，占主导地位的上市公司在全球看是具有核心竞争优势的，这也可以说是过去三十年里日本经济所经历的市场化的供给侧改革。

图表 20：2020 年底日本上市公司行业板块市值分布



数据来源：bloomberg，华福证券研究所

截至 2020 年底，日本有四家公司目前市值超过 1000 亿美元，分别是丰田汽车、软银集团、基恩士、索尼集团。除了这里的 30 家公司外，市值较大且中国读者较为熟悉的公司还包括三菱电子、松下集团、永旺、资生堂、花王、尤妮佳、小松、佳能等等。

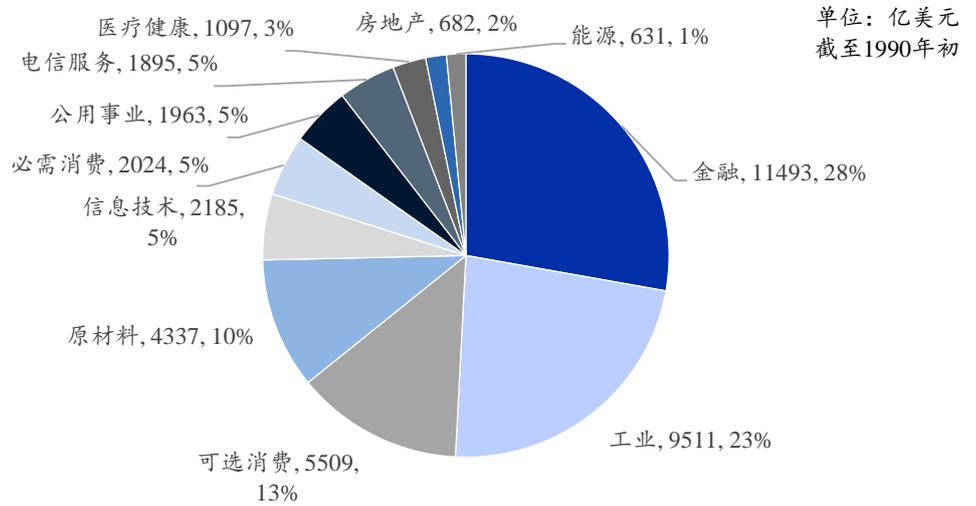
图表 21：2020 年底日本市值最大的 30 家上市公司列表（单位：亿美元）

公司名称	行业板块	市值	公司名称	行业板块	市值	公司名称	行业板块	市值
丰田汽车	可选消费	2488	信越化学	原材料	720	武田制药	医疗健康	567
软银集团	电信服务	1614	瑞可利	工业	702	豪雅公司	医疗健康	514
基恩士	信息技术	1352	凯迪迪爱	电信服务	677	本田汽车	可选消费	499
索尼集团	可选消费	1243	大金工业	工业	644	发那科	工业	491
日本电报电话	电信服务	989	M3 公司	医疗健康	634	日本电装	可选消费	463
迅销公司	可选消费	940	村田制作所	信息技术	604	伊藤忠商事	工业	450
中外制药	医疗健康	885	东方乐园	可选消费	594	三井住友金融	金融	420
任天堂	电信服务	831	三菱日联金融	金融	594	SMC 公司	工业	406
日本电产	工业	742	软银电信	电信服务	593	日本烟草	必需消费	403
第一三共	医疗健康	720	东电电子	信息技术	578	日立集团	工业	377

数据来源：bloomberg，华福证券研究所

而在 1990 年初，市值占比最大的是金融板块，市值占比高达 28%，其次是工业市值占比 23%，然后是可选消费和原材料，信息技术、必需消费、医疗健康板块占比较低。

图表 22：1990 年初日本上市公司行业板块市值分布



数据来源：bloomberg，华福证券研究所

1990 年初，在日本市值最大的 30 家上市公司中，有超过半数的公司（16 家）属于金融行业，日本银行股的市值居于全球前列，而野村控股的市值超过巴克莱、摩根士丹利、花旗集团等公司市值之和。日本电信电话公司的市值超过 IBM、AT&T 公司的市值加总，丰田汽车的市值也达到福特汽车的 2.5 倍以上。1990 年确实是日本股市最耀眼的年代。

图表 23：1990 年初日本市值最大的 30 家上市公司列表（单位：亿美元）

公司名称	行业板块	市值	公司名称	行业板块	市值	公司名称	行业板块	市值
日本电信电话	电信服务	1490	新生银行	金融	397	东京银行	金融	254
日本兴业银行	金融	913	樱花银行	金融	341	三菱信托银行	金融	244
三井住友金融集团	金融	712	日立	工业	334	日产汽车	可选消费	237
富士银行	金融	661	东海银行	金融	329	三井住友信托银行	金融	224
第一劝业银行	金融	599	松下	可选消费	328	西武铁道	工业	220
KK 东京三菱银行	金融	557	新日本制铁	原材料	327	中部电力	公用事业	216
三和银行	金融	542	关西电力	公用事业	298	日本信贷银行	金融	210
丰田汽车	可选消费	523	KK 太阳神户银行	金融	265	日本电气	信息技术	207
东京电力	公用事业	518	东芝	工业	262	东京燃气	公用事业	206
野村控股	金融	439	三菱重工	工业	254	东京海上控股	金融	206

数据来源：bloomberg，华福证券研究所

3.2 日本股票市场行情复盘

1990年，日本经济进入低增长时代。我们将日本股市进入低增长时代后的行情划分成5段时期(见图表17)：①从泡沫崩溃至亚洲金融危机前夕(1990.1-1997.6)；②亚洲金融危机与科技互联网泡沫(1997.7-2003.3)；③中国经济发展驱动大宗商品牛市(2003.4-2007.6)；④“七年七相”动荡时代股市表现不佳(2007.7-2012.8)；⑤日本经济持续温和回升开启新时代(2012.9-至今)。

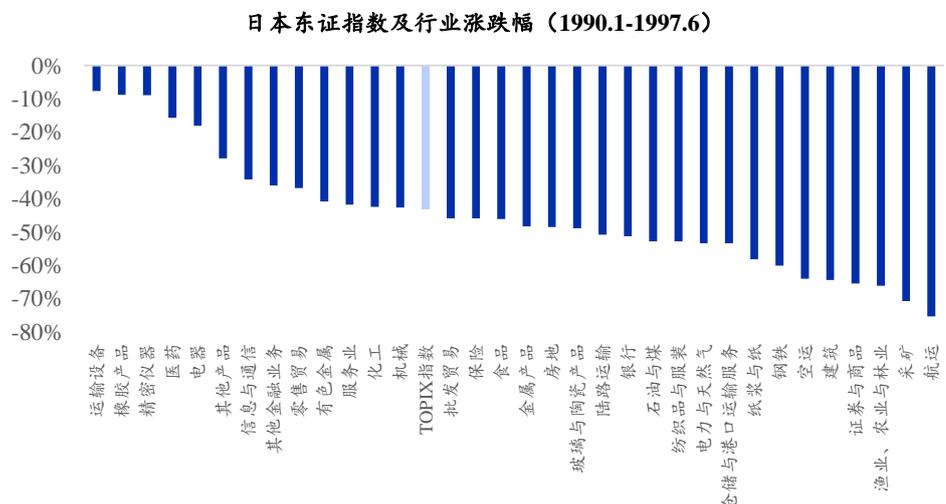
3.2.1 从泡沫崩溃至亚洲金融危机前夕(1990.1-1997.6)

从1978年至1989年，东证指数年K线12连阳，涨幅约7倍，日本股市在这段时期的上涨速度在全球经济体中都是较为罕见的。东证指数于1989年12月18日盘中创下历史最高点位2886.50，日经225指数于1989年12月29日盘中创下历史最高点位38957.44，日本股票指数至今未突破这一历史高点。

1990年，日本央行继1989年连续三次加息之后连加两次息，日本央行贴现率达到了6%的水平，货币政策超预期收紧或是刺破日本股市泡沫的直接导火索。日本股市在1989年底到达历史最高位置后，进入1990年便开始一路下跌。1990年全年，东证指数大跌40%。随后是土地价格泡沫破灭，在包括税收、窗口指导、信贷政策等一系列货币财政政策抑制下，日本的土地价格从1991年二季度开始见顶回落，随即开始进入到持续下跌的大周期之中。

面对经济衰退，日本的货币政策和财政政策全面转向宽松，1991年7月日本银行开始降息，之后一直到1995年9月，日本央行一共连续9次降息。财政政策方面，日本政府也积极扩大政府投资。在一系列政策刺激下，日本经济在1993年和1994年出现了复苏的迹象，股市也出现了反弹走势。1997年日本政府将消费税税率从3%提高到5%。在当时日本经济相对脆弱的环境中，这一加税紧缩政策使得日本经济从1997年6月开始结束景气周期，进入到萧条周期，由于经济萧条的导火索直接与政策有关，有人把这次经济萧条称为“政策萧条”。

图表24：1990年1月至1997年6月日本东证指数及行业表现



数据来源：bloomberg，华福证券研究所

从股市表现来看，1990年1月至1997年6月日本东证指数下跌43%，顺周期板块（金融、地产、能源、材料、公用事业）等表现不佳。稍微抗跌一些的行业包括运输设备（汽车）、橡胶产品（轮胎）、精密仪器、医药、电器等，这也是当时日本经济最具竞争力的行业，在国内需求下行的环境中通过品牌出海赢得市场份额。

图表 25：1990 年 1 月至 1997 年 6 月日本涨幅最大的 30 家公司

公司名称	行业板块	涨跌幅	公司名称	行业板块	涨跌幅	公司名称	行业板块	涨跌幅
罗姆	信息科技	349%	本田	可选消费	103%	普利司通	可选消费	78%
神钢电机	信息科技	148%	东京电子	信息科技	92%	丰田	可选消费	77%
三菱电机	信息科技	136%	豪雅	医疗保健	91%	松下寿电子	可选消费	69%
万代南梦宫	可选消费	136%	富士通	信息科技	90%	第一三共制药	医疗保健	68%
爱德万测试	信息科技	127%	兼松	工业	90%	伊藤洋华堂	日常消费	61%
基思士	信息科技	121%	爱德兰丝	日常消费	84%	京滨	可选消费	59%
栗田工业	工业	118%	信越化学	原材料	84%	SMC 公司	工业	58%
村田制作所	信息科技	118%	本州化学	原材料	84%	铃木	可选消费	58%
参天制药	医疗保健	115%	尤妮佳	日常消费	82%	揖斐电	信息科技	56%
7-11 便利店	日常消费	112%	佳能	信息科技	81%	永旺	日常消费	53%

数据来源：bloomberg，华福证券研究所

注：个股涨跌幅通过复权价格计算，包含股息分红

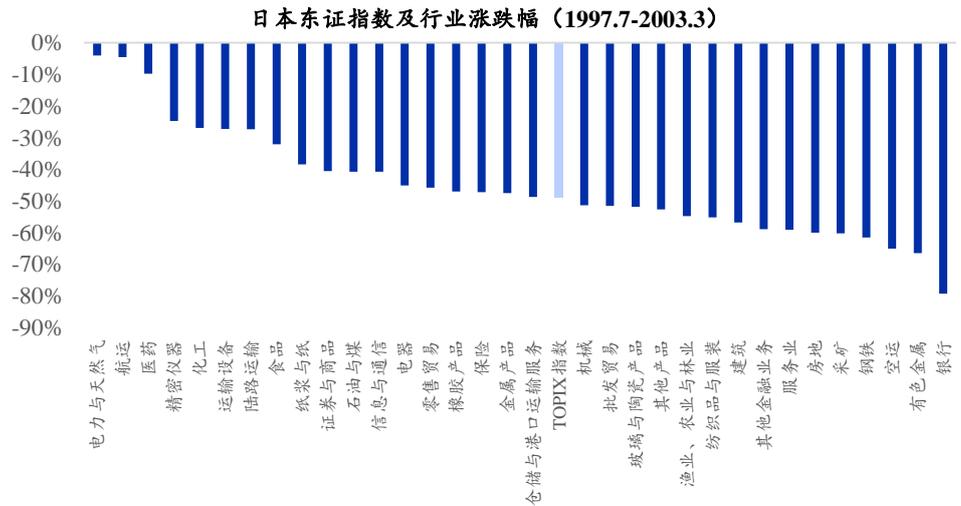
3.2.2 亚洲金融危机与科技互联网泡沫（1997.7-2003.3）

1997年下半年亚洲金融危机开始爆发，最先在泰国、菲律宾、马来西亚等国出现问题，随后开始蔓延到日本。1997年到1998年，日本经济的下行幅度超过了1991年到1992年泡沫破灭时期，成为了截至当时战后最严重的经济衰退。亚洲金融危机发生之后，日本政府再次使用货币宽松和财政刺激政策。货币政策方面，日本央行贴现率自1995年起已经达到很低的0.5%水平之后一直未变。财政政策方面，日本采取了一大批财政刺激措施，包括1998年4月的《综合经济对策》、1998年11月的《紧急经济对策》、1999年11月的《经济新生对策》，并采取了大幅度减税措施。在如此政策刺激之下，日本经济开始企稳好转。

度过了亚洲金融危机之后，日本经济1999年至2000年的景气周期时间非常短，2000年3月美国纳斯达克指数见顶，互联网泡沫破灭后，美国经济衰退冲击全球，日本也受到了巨大的冲击，2001年日本经济衰退的幅度超过了1998年，再度成为战后最严重的经济衰退。2000年、2001年、2002年，日本股市大跌三年，东证指数三年的跌幅分别为25%、20%、18%。

从股市表现来看，1997年7月至2003年3月日本东证指数下跌49%，金融地产、能源材料板块仍然表现不佳。稍微抗跌一些的行业包括电力与天然气、航运、医药、精密仪器、化工、运输设备等。这一时期日本小盘股表现好于大盘股，涨幅居前的公司多为市值不足10亿美元的小市值公司，主要分布在可选消费板块。

图表 26: 1997 年 7 月至 2003 年 3 月日本东证指数及行业表现



数据来源: bloomberg, 华福证券研究所

图表 27: 1997 年 7 月至 2003 年 3 月日本涨幅最大的 30 家公司

公司名称	行业板块	涨跌幅	公司名称	行业板块	涨跌幅	公司名称	行业板块	涨跌幅
Kappa Create	可选消费	1410%	Yamada	可选消费	243%	Koei Tecmo	通信服务	176%
Pan Pacific International	可选消费	565%	Nitori	可选消费	226%	Diamond City	金融	176%
Nissen	可选消费	496%	Trancom	工业	221%	KFC Holdings Japan	可选消费	174%
Sumitomo Mitsui Finance & Leasing	金融	404%	Meiko Network Japan	可选消费	212%	Nishimatsuya Chain	可选消费	170%
Matsuya Foods	可选消费	390%	Globaly	金融	209%	Chiyoda Integre	工业	170%
Belluna	可选消费	380%	Hisamitsu Pharmaceutical	医疗健康	202%	Fujikyuu	可选消费	141%
Right On	可选消费	329%	Takara	可选消费	200%	Milbon	必需消费	140%
Tamron	可选消费	287%	Nidec Copal	可选消费	193%	Plenus	可选消费	131%
Fast Retailing	可选消费	265%	Sawai Group	医疗健康	190%	Sumida	信息科技	129%
Toyoda Gosei	可选消费	245%	Stanley Electric	可选消费	187%	LEC	可选消费	129%

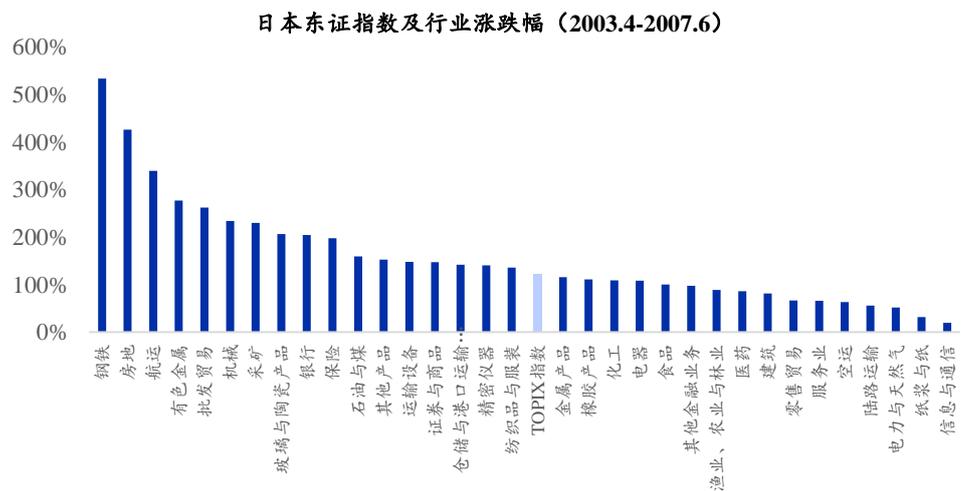
数据来源: bloomberg, 华福证券研究所

注: 个股涨跌幅通过复权价格计算, 包含股息分红

3.2.3 中国经济发展驱动大宗商品牛市 (2003.4-2007.6)

日本股市从 2003 年初开始见底回升, 到 2007 年年中时, 东证指数涨幅超过一倍。2001 年 3 月, 日本央行正式开始实行量化宽松 (QE) 的货币政策, 成为全球首个在现实中实施量化宽松的国家, 此次第一阶段的量化宽松政策一直实施到 2006 年 3 月。从 2002 年 2 月起, 日本经济走出衰退再度进入景气周期。这一轮日本经济的景气周期驱动力, 很大部分来自于 2001 年以后中国经济的迅速崛起。2001 年 12 月 11 日, 中国正式加入世界贸易组织。在随后的几年里, 中国经济迅速崛起, 新增商品需求驱动了全球大宗商品牛市, 也为日本企业带来了大量出口需求。此外, 2002 年 9 月, 日本央行宣布直接购买银行持有的股票资产, 也成为了日本股市的助力器。

从股市表现来看，2003年4月至2007年6月日本东证指数上涨123%，得益于中国经济的快速崛起，全球经济连续多年持续繁荣，名义经济增速较高，大宗商品迎来牛市。这段时间内，日本的周期性行业板块（能源、原材料、工业等）、金融板块都取得了超额收益。涨幅靠前的行业包括钢铁、房地产、航运、有色金属、批发贸易、采矿、银行、保险等。

图表 28：2003 年 4 月至 2007 年 6 月日本东证指数及行业表现


数据来源：bloomberg，华福证券研究所

这一时期日本涌现出大量的十倍股，主要分布在工业、原材料、金融等板块。市值较大的十倍股公司有瑞穗金融集团（Mizuho Financial）、住友金属工业（Sumitomo Metal Industries）、日本制钢所（The Japan Steel Works）、大阪钛业（Osaka Titanium Technologies）等。

图表 29：2003 年 4 月至 2007 年 6 月日本涨幅最大的 30 家公司

公司名称	行业板块	涨跌幅	公司名称	行业板块	涨跌幅	公司名称	行业板块	涨跌幅
So-Net Entertainment	信息科技	43740%	Daihatsu Diesel	工业	1814%	Mizuho Financial	金融	1275%
Urban Corp	金融	5868%	RAIZNEXT	工业	1774%	Digital Arts	信息科技	1239%
Osaka Titanium Technologies	原材料	3911%	Revolution	可选消费	1664%	Daiichi Chuo Kisen Kaisha	工业	1212%
Inui Steamship	工业	2696%	Pacific Metals	原材料	1599%	E Machitown	信息科技	1208%
Nippon Yakin Kogyo	原材料	2641%	Privee Investment	金融	1515%	Okano Valve Manufacturing	工业	1191%
Hokuhoku Financial	金融	2402%	JO Group Holdings KK	金融	1436%	Chubu Steel Plate	原材料	1184%
Prestige International	工业	2195%	Toho Titanium	原材料	1396%	Pacific Holdings	金融	1172%
The Japan Steel Works	工业	2194%	Sumitomo Heavy Ind	工业	1368%	Micronics Japan	信息科技	1161%
K.K. daVinci	金融	1915%	Sumitomo Metal Ind	原材料	1364%	Okuma Corp	工业	1124%
Sumco Techxiv	信息科技	1833%	Joint Corp	金融	1348%	NS United Kaiun Kaisha	工业	1087%

数据来源：bloomberg，华福证券研究所

注：个股涨跌幅通过复权价格计算，包含股息分红

3.2.4 “七年七相”动荡时代股市表现不佳（2007.7-2012.8）

2008 年全球经济危机爆发后，日本的最长景气周期结束，且陷入了严重的经济危机，2008 年日本经济衰退的幅度超过了 1998 年亚洲金融危机和 2001 年互联网泡沫破灭，再次成为战后最严重的经济危机。金融危机发生后，日本央行开启了第二阶段量化宽松政策。这一时期也是日本政坛的动荡时期，从 2006 年至 2012 年的 7 年时间里，日本经历了 7 任首相，政府频繁更替不利于出台稳定的经济政策。

与其他主要经济体股市表现不同，2008 年金融危机之后的日本股市并没有出现特别像样的反弹行情，从 2009 年到 2011 年，东证指数整体上处在一个低位震荡的区间，股市表现不佳。

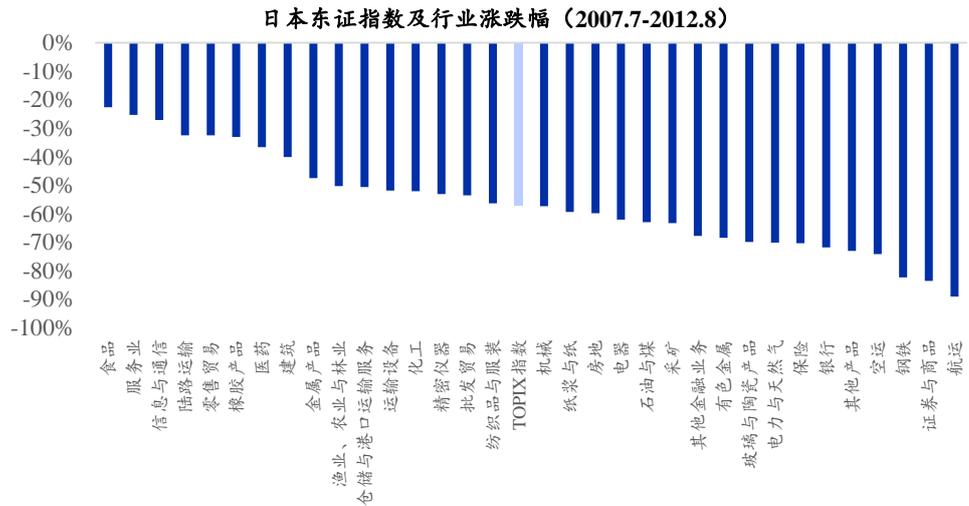
图表 30：2006 年 2012 年日本 7 年经历 7 任首相

人物	任期	任次	简介
安倍晋三	2006.9.26-2007.9.12	第 90 任	2006 年 9 月 26 日，日本自民党新总裁安倍晋三当选日本第 90 任首相。安倍上任初期支持率一度达到 70%，但因内阁大臣屡曝丑闻和政策不得民心，其支持率不断下降。2007 年 9 月 12 日，安倍突然宣布辞职。
福田康夫	2007.9.25-2008.9.1	第 91 任	2007 年 9 月 23 日，福田康夫赢得自民党新总裁选举，并于 25 日当选第 91 任首相。由于在野党在参议院占多数，福田政权的运作受到许多阻碍。同时由于在民生上的诸多问题，福田内阁支持率一直处于低迷状态，2008 年 9 月 1 日，福田宣布辞职。
麻生太郎	2008.9.24-2009.9.16	第 92 任	2008 年 9 月 22 日，日本自民党干事长麻生太郎当选新任自民党总裁。24 日，麻生在国会首相指名选举中当选首相。2009 年 8 月 30 日，第 45 届日本国会众议院举行选举，最大在野党民主党获得全部 480 个议席中的 308 席，而执政的自民党仅为 119 席。日本首次实现战后以来真正意义上的“政权更迭”。9 月 16 日，麻生内阁宣告总辞职。
鸠山由纪夫	2009.9.16-2010.6.2	第 93 任	2009 年 9 月 16 日，日本民主党代表鸠山由纪夫在举行的日本特别国会首相指名选举中当选首相。2010 年 5 月 28 日，日美两国政府就驻日美军普天间基地迁移问题发表联合声明，表示将该基地迁到冲绳县名护市边野古周边。这违背了鸠山在选举中作出的至少迁到冲绳县外的承诺，导致社民党退出执政联盟。此外，鸠山本人及执政的民主党干事长小泽一郎的政治资金问题遭到了民众和在野党的批评。因此，鸠山 6 月 2 日宣布辞职。
菅直人	2010.6.4-2011.8.30	第 94 任	2010 年 6 月 4 日，菅直人在日本国会众参两院首相指名选举中当选第 94 任首相。2011 年 3 月，日本发生特大地震和福岛第一核电站事故，在野党指责菅直人在应对灾后重建和平息核电站事故方面措施不力，并向国会提交内阁不信任决议案，逼迫其辞职。迫于压力，菅直人 8 月 10 日表示，如果“公债发行特例法案”、“第二次补充预算案”和“可再生资源特别措施法案”得到国会通过，他将在民主党新代表选出后辞去首相职务。8 月 26 日，日本国会众参两院先后通过了这三项法案。当日，菅直人正式宣布辞去民主党党首职务。
野田佳彦	2011.8.30-2012.12.26	第 95 任	2011 年 8 月 30 日，野田佳彦在日本国会众参两院首相指名选举中当选第 95 任首相。野田佳彦上台后，民主党“内讧”不断加剧，因提高消费税率等问题出现分裂，多达 100 余名国会议员退党。2012 年 8 月，野田佳彦与自民党、公明党党首达成协议，同意尽快推动以提高消费税率为主的社会保障与税制一体化改革相关法案在国会获得通过。此后，作为交换条件，野田决定提前解散众议院并举行大选。
安倍晋三	2012.12.26-2020.9.16	第 96-98 任	2012 年 12 月 16 日，第 46 届日本国会众议院举行选举，自民党获得全部 480 个议席中的 294 个，成为众议院选举的最大赢家，时隔 3 年多后重新夺回政权。安倍晋三 26 日在日本国会众参两院首相指名选举中当选日本第 96 任首相。这是他 7 年来第二次担任首相，同时也是日本 7 年来的第七任首相。

数据来源：新华社，华福证券研究所

从股市表现来看，2007 年 7 月至 2012 年 8 月日本东证指数下跌 57%，2008 年金融危机之后，周期金融板块表现再度暗淡，取而代之的依然是消费、医疗保健、科技。日本航运、金融、能源、材料、公用事业等顺周期板块领跌。较为抗跌的行业包括食品、服务业、信息与通讯、陆路运输、零售贸易、橡胶产品、医药等。

图表 31：2007 年 7 月至 2012 年 8 月日本东证指数及行业表现



数据来源：bloomberg，华福证券研究所

这一时期日本股市再次进入小盘股占优时期，涨幅居前的公司多为市值不足 10 亿美元的小市值公司，主要分布在可选消费、必需消费、通信服务、医疗健康等板块。涨幅较大的大市值代表性公司有迅销（Fast Retailing）、Kakaku（日本电商网站）、KK Cosmos Yakuhin（药妆店）等。

图表 32：2007 年 7 月至 2012 年 8 月日本涨幅最大的 30 家公司

公司名称	行业板块	涨跌幅	公司名称	行业板块	涨跌幅	公司名称	行业板块	涨跌幅
J Trust	金融	1516%	Startia	信息科技	263%	Look Holdings	可选消费	188%
Monotaro	工业	679%	JINS Holdings	可选消费	250%	Medical Care Service	医疗健康	176%
Koshidaka	可选消费	561%	Kusuri No Aoki	必需消费	241%	Hiramatsu Inc	可选消费	174%
Tsukui	医疗健康	530%	Megmilk Snow Brand	必需消费	237%	Tear Corp	可选消费	173%
Weathernews	工业	493%	Toridoll	可选消费	232%	Media Kobo	通信服务	171%
Endo Lighting	工业	473%	Kinugawa Rubber Industrial	可选消费	200%	Gakkyusha	可选消费	169%
KK Webcrew	信息科技	302%	Nihon Housing	房地产	194%	Ain Holdings	必需消费	168%
Kakaku.com	通信服务	293%	Fast Retailing	可选消费	194%	Watts	可选消费	153%
Vt Holdings	可选消费	282%	Members	通信服务	193%	JP Holdings	可选消费	153%
KK Cosmos Yakuhin	必需消费	275%	Fuji Corp	可选消费	191%	Cyber Agent	通信服务	150%

数据来源：bloomberg，华福证券研究所

注：个股涨跌幅通过复权价格计算，包含股息分红

3.2.5 日本经济持续温和回升开启新时代（2012.9-至今）

2012 年安倍晋三再次出任日本首相，当年底提出了一系列刺激经济政策，被称为“安倍经济学”。“安倍经济学”提出了包括大胆的货币政策、灵活的财政政策、促进民间投资的增长战略，被称为“三支箭”，希望通过宽松货币政策、日元汇率贬值，带动日本经济回升摆脱通货紧缩。2013 年 1 月，日本银行与政府发表共同声明，

实行通货膨胀目标制，设定 2% 的物价上升目标。2013 年 4 月，日本银行开始了更加激进的“量化加质化”宽松（简称 QQE），设定了四大目标，包括：核心 CPI 两年实现目标 2% 的增长、操作目标从无担保隔夜拆借利率调整为基础货币并使其两年间翻倍、日本银行每年增加长期国债保有量、允许购买的长期国债期限从 3 年期扩展到 40 年期。

同时，安倍政府也积极扩张财政政策，2013 年 1 月提出了“日本经济再生紧急经济对策”，制定了规模为 13.1 万亿日元的 2012 财年补充预算，这个规模是仅次于 2009 财年应对金融危机的。得益于“安倍经济学”货币政策和财政政策这两支箭，日本经济形势在 2013 年明显好转，通货紧缩问题也得到缓解，日本股市也有非常出色的表现。这次股市行情上涨的主要原因是日本央行不遗余力地量化宽松大幅扩表，这一点从日本的基础货币数据中可以看得非常清楚，在 QQE 操作下从 2013 年开始，2013 年和 2014 年连续两年基础货币增速都在 40% 左右，基础货币余额实现了两年翻倍的既定目标。

图表 33：2013 年日本基础货币余额同比增速快速上涨



数据来源：wind，华福证券研究所

2015 年 9 月，“安倍经济学”提出了“新三支箭”，即优先发展经济、支援育儿、完善社会保障，“新三支箭”属于偏中长期的结构性经济政策，对短期经济和股市影响不大。2016 年 1 月 29 日，日本央行将利率（超额存款准备金利率）从 0.1% 下调至 -0.1%，日本正式进入负利率时代。2016 年 6 月，由于经济复苏乏力，日本政府决定推迟提高消费税率，原定于 2017 年 4 月将消费税率提高到 10% 的计划被推迟到 2019 年 10 月。

日本股市从 2016 年 7 月开始回升，结束了近一年时间的调整。进入 2017 年，日本经济延续着温和复苏的态势，这轮经济复苏是全球共同发生的，大概一直持续到 2017 年底。进入到 2018 年，日本经济跟随全球经济一起进入到经济下行周期，日本股市也开始出现调整。

2019 年 8 月以后，美联储开始“预防性降息”，这引发了全球性的流动性宽松，出现了全球各类资产价格普涨，包括原油、黄金、股市、债券价格在 2019 年普遍上

涨，日本股市也开始反弹回升。2020年2月，新冠疫情在全球开始蔓延，引发日本股市暴跌，3月份以后，各国政府纷纷采取了史无前例的货币宽松刺激政策，股市开始大幅反弹上涨。截至2023年6月，日本东证指数已经突破1990年8月的高点，下一个目标点位指向1989年底的历史大顶。

从股市表现来看，2012年9月至2020年12月日本东证指数大涨145%，日本精密仪器、电器、信息与通信、服务业、化工、机械等行业领涨。涨幅靠后或录得跌幅的行业包括采矿、钢铁、银行、石油与煤、空运等。

图表 34：2012 年 9 月至 2020 年 12 月日本东证指数及行业表现



数据来源：bloomberg，华福证券研究所

2012年9月以来，日本股市涌现出一大批牛股，10倍股公司超过100家，主要分布在信息科技、工业、医疗健康、可选消费等板块。涨幅较大的大市值代表性公司有索尼集团、基恩士、大金工业、M3、东京电子、大福、日涂控股等。

图表 35：2012 年 9 月至 2020 年 12 月日本涨幅最大的 30 家公司

公司名称	行业板块	涨跌幅	公司名称	行业板块	涨跌幅	公司名称	行业板块	涨跌幅
Tri Chemical Laboratories	信息科技	11279%	Nihon M&A Center	工业	3827%	I'll Inc	信息科技	3080%
S-Pool	工业	8513%	Gremz Inc	工业	3725%	Japan Lifeline	医疗健康	3003%
Lasertec	信息科技	7510%	Giga Prize	通信服务	3628%	Digital Arts	信息科技	2802%
DIP KK	通信服务	7194%	Benefit One	工业	3592%	Temairazu	可选消费	2788%
Kobe Bussan	必需消费	5149%	Daifuku	工业	3569%	Avant Corp	信息科技	2668%
Rorze	信息科技	4908%	Kitanotsujin	必需消费	3503%	Raccoon	可选消费	2658%
IR Japan	工业	4007%	Infomart Corp	信息科技	3490%	Carenet Inc	医疗健康	2610%
GMO Payment Gateway	信息科技	3984%	Japan Material	信息科技	3443%	M3 Inc	医疗健康	2607%
Marumae	工业	3980%	Techmatrix	信息科技	3362%	Pharma Foods International	医疗健康	2555%
Justsystems	信息科技	3878%	Nippon Commercial Development	房地产	3202%	Comture	信息科技	2512%

数据来源：bloomberg，华福证券研究所

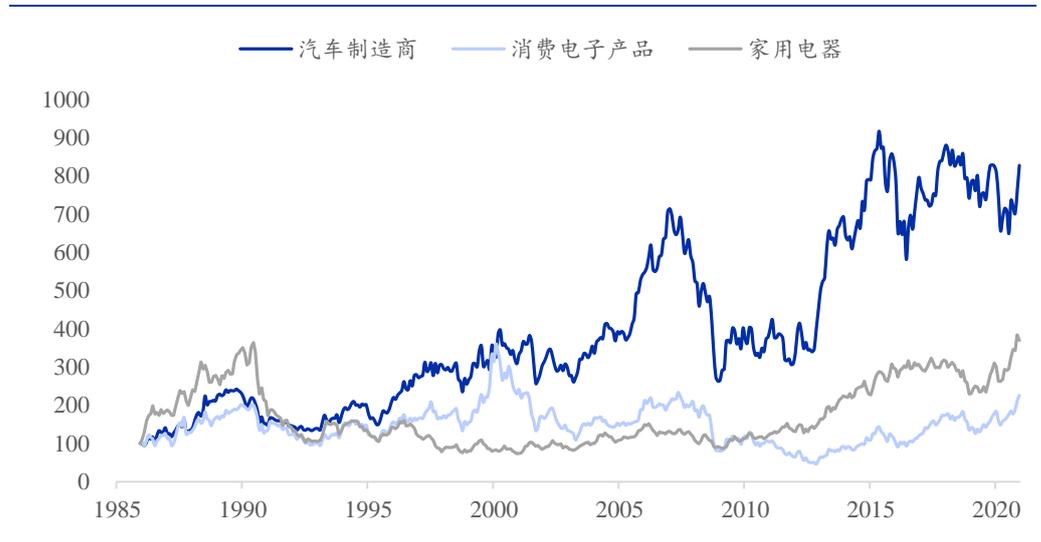
注：个股涨跌幅通过复权价格计算，包含股息分红

3.3 泡沫经济后的日本股市思考

1985年广场协议后，日本土地价格飙升、日元大幅升值、外资大幅流入日本市场，从1985年到1989年底股市顶点，日本金融股表现大放异彩。1990年之后日本股市和房地产泡沫破灭，日本经济开始转型，股市结构表现也发生了巨大变化。日本进入低增长时代后，此前与经济高速增长密切相关的周期、金融板块，总体上开始淡出视野，取而代之的是消费、科技、医疗保健等经济转型方向品种。

在日本后泡沫经济时代初期（1990-1997），板块间行情表现分化较大，顺周期板块表现普遍较差，金融、房地产、公用事业、电信服务、能源、材料等行业龙头股全线下跌。而这一期间股价表现靠前的公司主要分布在信息技术、日常消费、可选消费、医疗保健等行业。

图表 36：1990 年代日本汽车、消费电子等行业股价表现出色



数据来源：wind, bloomberg, 华福证券研究所

从日本东证指数及行业与龙头公司表现可以看到，日本后泡沫经济时代初期（1990-1997年）涨幅领先的公司主要分布于以下四类行业：1.信息技术（罗姆半导体、村田制造所、基恩士、东京电子、佳能）；2.日常消费（7-Eleven、伊藤洋华堂、永旺、全家、资生堂、花王）；3.可选消费（本田汽车、丰田汽车、普利司通、索尼、电装公司、松下）；4.医疗保健（豪雅、第一三公、武田药品、日本卫材）。而金融、房地产、公用事业、电信服务、能源、材料行业龙头股全线下跌。

图表 37: 1990 年 1 月至 1997 年 6 月日本领涨行业的龙头公司表现

公司名称	行业板块	市值(美元)	涨跌幅	公司名称	行业板块	市值(美元)	涨跌幅
Fujitsu	信息技术	256	8%	Toyota Motor	可选消费	1120	77%
Canon	信息技术	235	81%	Panasonic	可选消费	426	7%
Nec	信息技术	221	-14%	Sony	可选消费	337	43%
Fujifilm	信息技术	207	33%	Honda Motor	可选消费	294	103%
Kyocera	信息技术	149	52%	Denso	可选消费	211	32%
Rohm	信息技术	120	349%	Nissan Motor	可选消费	195	-29%
Tdk	信息技术	98	47%	Bridgestone	可选消费	187	78%
Murata Manufacturing	信息技术	95	118%	Sharp	可选消费	156	-10%
Ricoh	信息技术	86	34%	Sumitomo Electric	可选消费	122	20%
Tokyo Electron	信息技术	79	92%	Sanyo Electric	可选消费	88	-43%
Seven-Eleven Japan	日常消费	315	112%	Takeda Pharmaceutical	医疗保健	247	44%
Ito-Yokado	日常消费	241	61%	Daiichi Sankyo	医疗保健	153	68%
Kirin Holdings	日常消费	109	-32%	Taisho Pharmaceutical	医疗保健	93	33%
Aeon	日常消费	109	53%	Astellas Pharma	医疗保健	89	1%
Kao	日常消费	84	12%	Eisai	医疗保健	53	19%
Ajinomoto	日常消费	70	-53%	Hoya	医疗保健	52	91%
Shiseido	日常消费	68	15%	Daiichi Pharmaceutical	医疗保健	50	-21%
Asahi Group	日常消费	66	-12%	Banyu Pharmaceutical	医疗保健	46	29%
FamilyMart	日常消费	47	33%	Ono Pharmaceutical	医疗保健	43	-26%
Yamazaki Baking	日常消费	39	1%	Terumo Corp	医疗保健	36	15%

数据来源: wind, bloomberg, 华福证券研究所

注: 个股涨跌幅通过复权价格计算, 包含股息分红

图表 38：1990 年 1 月至 1997 年 6 月日本领跌行业的龙头公司表现

公司名称	行业板块	市值(美元)	涨跌幅	公司名称	行业板块	市值(美元)	涨跌幅
KK Tokyo	金融	938	-11%	Nippon Steel Corp	原材料	220	-44%
Mitsubishi Ginko				Kawasaki Steel	原材料	106	-51%
Sumitomo Mitsui Financial Group Inc	金融	516	-41%	Toray Industries Inc	原材料	100	-9%
Fuji Bank Ltd	金融	436	-46%	Shin-Etsu Chemical	原材料	94	84%
Sanwa Bank Ltd	金融	431	-35%	Sumitomo Metal	原材料	90	-55%
Dai-Ichi Kangyo Bank Ltd	金融	425	-43%	Asahi Kasei Corp	原材料	86	-37%
Industrial Bank of Japan Ltd	金融	395	-66%	Nkk Corp	原材料	76	-63%
Nomura Holdings	金融	271	-49%	Sumitomo Chemical	原材料	74	-37%
Sakura Bank Ltd	金融	263	-65%	Mitsubishi Chemical Holdings	原材料	72	-56%
Tokai Bank Ltd	金融	209	-49%	Oji Holdings Corp	原材料	64	-52%
Mitsubishi Trust & Banking	金融	206	-30%	Hitachi Ltd	工业	373	-7%
Mitsubishi Estate Co Ltd	房地产	188	-24%	Mitsubishi Heavy Industries Ltd	工业	259	-13%
Mitsui Fudosan Co Ltd	房地产	112	-39%	Seibu Railway Co Ltd	工业	218	-21%
Daiwa House Industry Co Ltd	房地产	64	-41%	Toshiba Corp	工业	207	-32%
Sumitomo Realty & Development Co Ltd	房地产	36	-41%	Mitsubishi Corp	工业	196	-13%
Tokyu Fudosan Holdings Corp	房地产	19	-64%	Dai Nippon Printing Co Ltd	工业	171	16%
Nippon Telegraph & Telephone	电信服务	1530	-15%	Mitsui & Co Ltd	工业	152	1%
Nintendo Co Ltd	电信服务	119	-13%	Mitsubishi Electric Corp	工业	120	-35%
Nippon Television	电信服务	51	41%	AGC Inc	工业	117	-45%
Kdd Corp	电信服务	45	-59%	Toppan Printing	工业	110	-9%
TBS Holdings Inc	电信服务	36	-23%	Tokyo Electric Power	公用事业	285	-51%
Tonen Corp	能源	74	-22%	Kansai Electric Power	公用事业	189	-42%
ENEOS Holdings	能源	67	-61%	Chubu Electric Powe	公用事业	135	-43%
Showa Shell Sekiyu Kk	能源	36	-9%	Tohoku Electric Power	公用事业	90	-35%
Cosmo Energy Holdings	能源	30	-55%	Kyushu Electric Power	公用事业	82	-37%
Nippon Mining Holdings	能源	29	-68%				

数据来源：wind, bloomberg, 华福证券研究所

注：个股涨跌幅通过复权价格计算，包含股息分红

我们认为，1990 年以后日本股市的起落，究其本质，实际上就是日本经济和产业转型升级的过程。这个转型升级，就是从金融地产为主导的产业模式，最终转向了以消费科技为主导的产业模式。而所谓“失去的三十年”主要是针对日本金融地产业经济发展模式而言的，在信息技术、工业制造、医疗保健、消费等领域存在一大批牛股从未失去过去的三十年。

四、 风险提示

历史经验不代表未来；经济复苏不及预期；技术进步放缓影响生产率；出生率低
迷人口加速老龄化；制造业向外转移导致产业空心化。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn