

**分析师 李美岑**

SAC 证书编号: S0160521120002  
limc@ctsec.com

**分析师 王亦奕**

SAC 证书编号: S0160522030002  
wangyy01@ctsec.com

**相关报告**

1. 《巴菲特和彼得林奇如何赢在 1970s? ——70 年代的投资巨星》 2022-04-12
2. 《大金融仍从容——2022Q2 资本市场展望》 2022-04-10
3. 《北上聪明钱，增配大金融——全球资金观察系列三》 2022-04-09

**核心观点**

日本通过产业转型，在 70-80 年代大滞胀的背景下走出了相对于其他西方国家“一枝独秀”的经济增速，同时在全球产业竞争力方面也出现“质的飞跃”。日本在二战之后成功从纺织为主的轻工业，完成钢铁、化工为代表的重工业经济转型。但随着 70 年代初布雷顿森林体系崩塌带来的日元升值，以及石油危机带来的油价飙升，“来料加工”模式受到严重冲击，日本被迫进行第二次经济转型。日本政府对传统重工业“减量经营”，对新兴产业“科技立国”，指导资源的合理分配。对于重化型产业结构的优化帮助日本在第二次石油危机冲击下，相对于其他西方国家表现出强劲的增长韧性，成功在全球产业链中开辟了新领域。

日经 225 指数在大滞胀期间的涨幅接近 150%，尤其在第二次石油危机冲击下表现显著优于标普 500 等其他代表性指数。基本面的盈利变化是大部分板块上涨的主要动力，行情经历了三个阶段：1) 1973 年-1974 年末，日本股市在面对第一次石油冲击带来的通胀和流动性收紧，呈现出单边下跌的趋势，日经 225 调整幅度超过 30%，所有行业均负收益，但化工与资源受到 PPI 拉动跌幅相对较小。2) 1975 年-1978 年末，随着经济修复和产业转型推进，日本股市也走出一轮小牛市，日经 225 累计上涨 64%，个股层面的表现更能看出产业转型的线索，涨幅最高的个股中大部分的都是半导体、计算机、汽车板块，但传统高耗能企业在“减量经营”的背景下被市场“抛弃”。3) 1979 年-1985 年末，股市在二次石油冲击下走出翻倍行情，涨幅靠前的 15 家公司都与制药或半导体有关。在此阶段中，“科技立国”战略和强劲的出口对日本股市走牛提供了支撑，直至“广场协议”后日元大幅升值带来“大放水”，日股从“转型牛”变成了“水牛”。

回顾当下，上世纪 70-80 年代的日本与现今中国有着诸多相似之处。宏观经济层面，我国已进入中高速发展的新常态，5.5%的经济增速仍然领跑全球，消费服务业地位快速上升；外资层面，人民币国际化的目标下，货币升值的中长期趋势也在潜移默化的驱动我国产业转型；产业层面，环保问题和外部冲击下，传统能源“独大”的态势逐步被清洁能源打破；战略层面，以半导体、高端制造为代表的“硬科技”和数字经济为代表的“软科技”是两大关键抓手。

日元升值倒逼日本产业转型，是日股 1970 年代“大滞胀”时期牛市的关键。展望 A 股，“长牛”积极因素在积累。借鉴日本经验，新能源、数字经济、专精特新等产业升级领域将是 A 股中长期行情演绎的大方向，但技术迭代下，新兴赛道的龙头也有被时代抛弃的风险，比如日本半导体的“全军覆没”。此外，日本钢铁产业从“萧条行业”升级成为当前全球冶炼水平巅峰的代表，也告诉我们传统行业仍能走出大机会。我国当前钢铁、煤炭行业中已诞生了全球性龙头，但就高端化而言我国仍有很长的路要走。

**风险提示：**产业转型不及预期；贸易战加剧；宏观经济下行风险。

## 内容目录

1. 宏观背景：“大滞胀”下的艰难转型 .....	4
1.1. 成也萧何败萧何，重工业进出口贸易为日本带来了高速增长，也带来了70年代的经济危机.....	5
1.2. 第一次石油危机后，日本开始向“节能化”、“技术化”转型.....	7
1.3. 产业结构转型减缓了第二次石油危机对日本的影响.....	10
2. 复盘 70-80 年代日本股市 .....	11
2.1. 1973 -1985 年盈利驱动的“转型牛”，日经指数涨幅近 1.5 倍.....	11
2.2. 行情演绎与产业结构变迁密切相关 .....	14
2.2.1. 1973 年-1974 年末：日经 225 调整幅度超过 30%，所有行业均负收益	15
2.2.2. 1975 年-1978 年末：通胀回落，市场触底反弹.....	17
2.2.3. 1979 年-1985 年末：股市在二次石油冲击下走出翻倍行情，通信与金融表现靠前 .....	20
3. 从日本发展之路看中国 .....	22
3.1. 日元升值倒逼日本产业转型，是日股在十年“长牛”的关键.....	22
3.2. 回顾当下，上世纪 70-80 年代的日本与现今中国有着诸多相似之处..	23
3.3. 从日本“转型牛”看中国股市未来 .....	25

## 图表目录

图 1. 日本产业结构转型框架.....	4
图 2. 1973-1985 年期间主要发达国家 GDP 增速（单位：%） .....	5
图 3. 煤炭、钢铁是 1946 年至 1951 年期间产值涨幅最高的行业 .....	6
图 4. 布雷顿森林体系崩塌导致日元被动大幅升值 .....	7
图 5. 列岛改造计划“后遗症”遇上石油冲击，日本 CPI 冲破 20% .....	7
图 6. 列岛改造计划带来了日本房价的飙升 .....	7
图 7. 日本央行多次上调贴现率来应对通胀 .....	7
图 8. “减量经营”的操作流程 .....	8
图 9. 1975-1979 年日本固定资产投资额变动 .....	8
图 10. 1987 年 5 月日本产能变动 .....	8
图 11. 日本汽车产量在 70 年代末开始超越美国 .....	9
图 12. 日本对美国出口品类占比.....	9
图 13. 第二次石油危机期间日本经济表现好于其他发达经济体 .....	10
图 14. 第二次石油危机期间日本 CPI 增幅明显低于其他发达经济体 .....	10
图 15. 日本制造业在 70-80 年代进行了结构优化.....	11
图 16. 日经 225 自 70 年代末期的表现显著优于其他代表性指数 .....	12
图 17. 1973-1985 年间各个板块涨跌幅和 PE 变化 .....	12
图 18. 1973 年-1985 年涨幅前 15 个股 .....	13
图 19. 1973 年-1985 年跌幅前 15 个股 .....	13
图 20. 滞涨的压力下，日经 225 一路震荡下行.....	15
图 21. CPI 快速爬升至 20%以上 .....	15
图 22. 滞涨的压力下，行业涨跌幅和 PE 变化.....	16

图 23. 涨幅前 15 的个股情况.....	16
图 24. 跌幅前 15 的个股情况.....	17
图 25. 日经 225 随着通胀回落开始触底反弹.....	18
图 26. 通胀从高位逐步回落.....	18
图 27. 反弹阶段行业涨跌幅和 PE 变化.....	18
图 28. 反弹阶段, 涨幅前 15 的个股情况 .....	19
图 29. 反弹阶段, 跌幅前 15 的个股情况 .....	19
图 30. 日经 225 在第二次石油危机下走出翻倍行情.....	20
图 31. 日本 CPI 当月同比 (%) .....	20
图 32. 通信和大金融领涨市场.....	21
图 33. 指数翻倍行情阶段, 涨幅前 15 的个股情况 .....	21
图 34. 指数翻倍行情阶段, 跌幅前 15 的个股情况 .....	22
图 35. 日本产业转型在全球产业链中开辟了新天地 .....	23
图 36. 1955-1986 年日本钢铁出口世界占比 .....	23
图 37. 1970-1985 年日本汽车出口情况 .....	23
图 38. 1970-2000 年日本服务业占 GDP 比重持续上升 .....	24
图 39. 2000 年以来中国服务业占 GDP 比重同样在快速攀升.....	24
图 40. 70-80 年代美元兑日元走势.....	24
图 41. 2005 年以来美元兑人民币走势.....	24
图 42. 1974-2020 年富士通和日经 225 走势 .....	26
图 43. 1974-2020 年 NEC 和日经 225 走势 .....	26
表 1. 日本政府对煤炭行业的倾斜政策 .....	6
表 2. 1973 年-1983 年日本经济增长与出口关系 .....	11
表 3. 涨幅前十大个股概况.....	14
表 4. 涨幅前 5 个股介绍 .....	17
表 5. 涨幅前五个股概况.....	20
表 6. 涨幅前 5 个股概况 .....	22
表 7. 日经 225 指数在 70-80 年代期间的成分股调整情况.....	25
表 8. 全球半导体厂商十强的变迁 .....	27

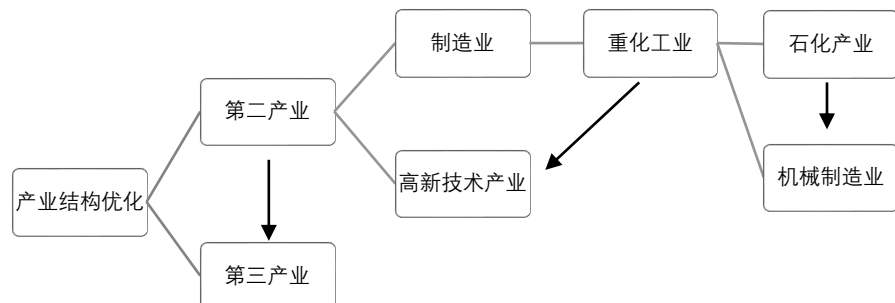
1970s 的全球“大滞胀”成就了巴菲特和彼得林奇两位投资巨星，同样也让 all-in 日本的邓普顿获益颇丰（详见 4 月 12 日《巴菲特和彼得林奇如何赢在 1970s》）。实际上，我们在《对话 1970，大类资产配置深度复盘》中就发现，70 年代是美国的黑色记忆，但对于日本而言却是难以忘怀的“金色年华”。作为当时全球第二大经济体的日本在 70 年代中期至 80 年代中期成功的实现了经济结构转型，国际竞争力跨越式提升，日经 225 指数在此期间也演绎了翻倍的长牛行情。

纵观历史，当前中国与当时日本有着较多的相似，我们不禁会产生思考：中国与日本会演绎同一个“剧本”吗？本篇报告中，我们将重新回到 20 世纪 70 年代中期的日本，重温那段“大滞胀”背景下艰难的经济结构转型经历以及同期股票市场表现，借日本经验来探讨我国产业和 A 股未来的演绎逻辑。

## 1. 宏观背景：“大滞胀”下的艰难转型

“产业结构转型”是日本在 70-80 年代的标签，“科技立国”和“减量经营”是其中两大抓手。日本在二战之后成功从纺织为主的轻工业，完成钢铁、化工为代表的重工业经济转型。但随着 70 年代初布雷顿森林体系崩塌带来的日元升值，以及石油危机带来的油价飙升，“来料加工”模式的重工业体系受到严重冲击，日本被迫进行第二次经济转型。日本政府出台了一系列政策来引导产业升级：针对传统重工业实施“减量经营”，降低耗能、财务与人力成本；针对新兴产业提出“科技立国”的战略口号，重点研发推广节能减排技术，并且通过提出不同“产业结构设想”指导资源的合理分配，最终达到扶持新兴产业发展的同时，调整落后传统行业的产能出清。

图 1. 日本产业结构转型框架

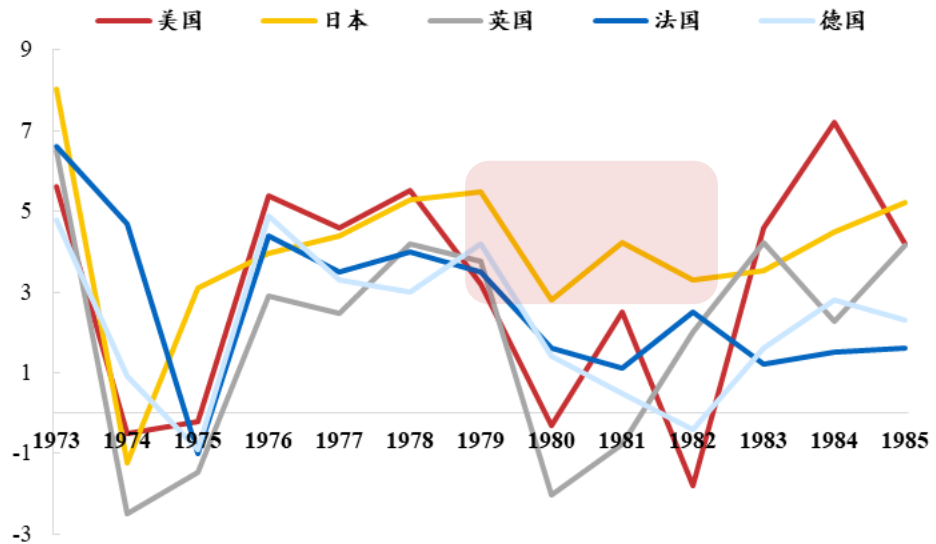


数据来源：财通证券研究所整理

随着对于重化型产业结构的优化，日本成功在全球产业链中开辟了新领域，并且在 70-80 年代大滞胀的背景下呈现出的“一枝独秀”的稳定经济增速。经济结构优化后的日本大幅降低了对化工原材料的依赖，1974 年至 1985 年日本

GNP 增加 60%的背景下，原油进口量降低了 30%。虽然期间重化学工业品出口占比有所增长，但传统的钢铁、化学等资源消耗品占比明显下降，而代之以微电子、一般机械等知识与技术密集型产品。因此在第二次石油危机冲击下，日本实际 GDP 增速均超过 5%，相对于其他西方国家表现出强劲的增长韧性。

图 2. 1973-1985 年期间主要发达国家 GDP 增速（单位：%）



数据来源：Wind，财通证券研究所

### 1.1. 成也萧何败萧何，重工业进出口贸易为日本带来了高速增长，也带来了 70 年代的经济危机

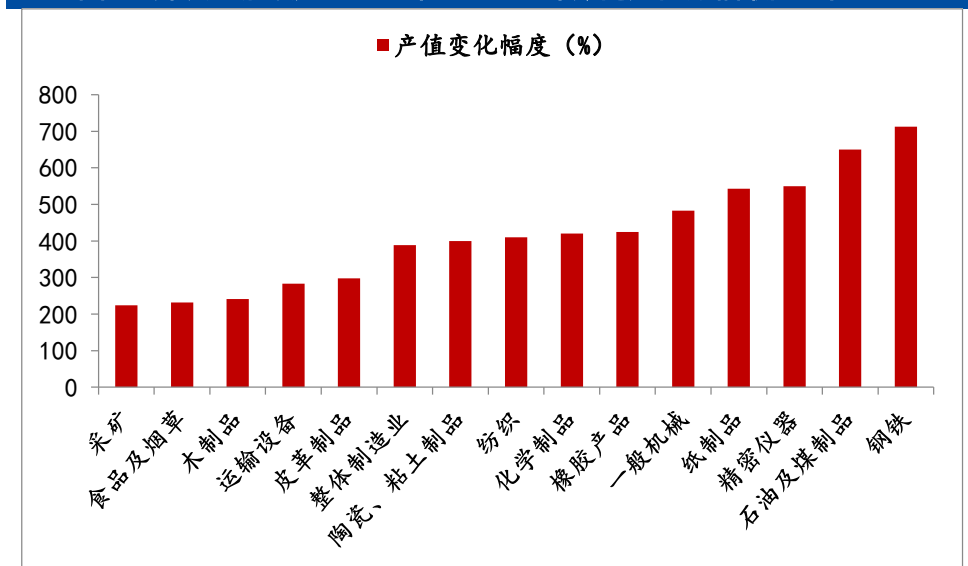
日本在二战之后的经济快速增长来自于第一次产业结构优化，但过度依赖外部市场也为此后埋下隐患。以食品和纺服为代表的劳动密集型产业是日本早年的经济支柱。战后经济修复对于工业物资的需求，促使日本政府向煤炭、钢铁等基础工业进行政策倾斜。随着工业化水平的提升，日本也迎来了年均实际 GDP 增速高达 9% 的高速发展期。但由于市场限制和资源匮乏，日本当时以“来料加工”的粗放式重工业为主，经济快速发展但深度依赖外部市场，以原油和铁矿石为例，1972 年两者的对外依存度均接近 100%，而消费端，船舶、电视机等产品对出口的依存度也在 50% 上下。这也为之后的外部冲击埋下隐患。

表 1. 日本政府对煤炭行业的倾斜政策

政策	内容
贷款支持	1947 年 3 月，政府制定《产业资金贷放优先表》，重点保证煤炭业的贷款。1947、1948 年中政府成立的“复兴金融公库”的出资中 35%、38% 流向煤炭业。
价格补贴	煤炭业获得的价格补贴金在政府发放的价格补贴金在 1946、1947 年中分别占比 71.9%、44%，居各行业之首。
生产资料优先供应	在战后生产资料匮乏、政府物资管制的环境中，煤炭部门可获得生产最低需要的 80-90%，而其他部门只能获得 20-30%。
人力投入优待	1947 年 3 月，政府通过《确保煤矿劳动者所需物资供应对策》，对其食物、作业用品等生活物资实行全面特殊配给。

数据来源：日本通商产业政策史，财通证券研究所整理

图 3. 煤炭、钢铁是 1946 年至 1951 年期间产值涨幅最高的行业



数据来源：日本统计局，财通证券研究所

70 年代初期开始，日本遭遇一连串外部冲击，日元大幅升值、经济刺激失败、以及石油危机均倒逼日本不得不进行产业结构调整。1971 年，时任美国总统尼克松宣布放弃金本位，导致日元出现快速升值，“两头在外”的日本重化工产业利润因此被大幅挤占。为了应对经济下滑，日本在 1972 年推出“列岛改造计划”，企图通过大规模的土地开发来弥补需求不足，最终导致银行放贷失控，通胀抬升。1973 年第一次石油危机爆发，由于石油占日本当时全部能源消耗的 77.6%，油价的快速上行无疑再度对日本经济施以沉重一击：加工型重工业需要将产品成本涨价转嫁给下游，但日元升值同时还抑制了出口的需求端。叠加前期列岛改造计划带来的产能过剩，CPI 加速攀升至 20% 上方。为了抑制通胀压力，日本央行在 73 年上调贴现率 5 次，M2 从 73 年初接近 30% 的同比增长降至 74 年 10% 左右的水平。需求不振叠加流动性收紧，1974 年日本企业

倒闭数量达到空前的 11681 家。

图 4. 布雷顿森林体系崩塌导致日元被动大幅升值



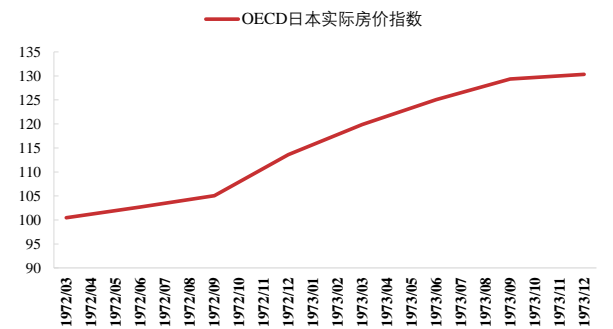
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 5. 列岛改造计划“后遗症”遇上石油冲击, 日本 CPI 冲破 20%



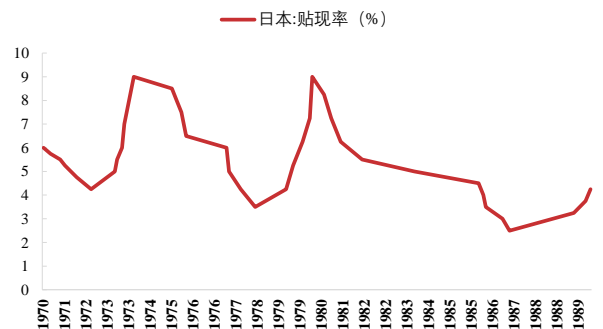
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 6. 列岛改造计划带来了日本房价的飙升



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 7. 日本央行多次上调贴现率来应对通胀



数据来源: Wind, 财通证券研究所

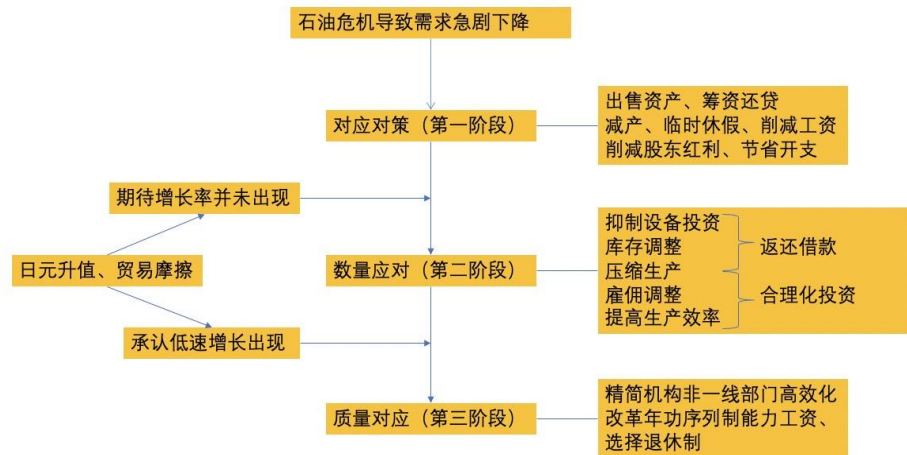
此外, 国民对于美好生活的需求也是日本产业转型的重要驱动。早年日本奉行“生产第一”的原则, 发展重化工业的同时牺牲了生态平衡和自然环境, 导致污染问题日益严重。72 年“四大公害”事件——水俣病、第二水俣病(新潟水俣病)、四日市哮喘和痛痛病的出现引起日本国内外的重视。日本国民收入在经历了 50-60 年代经济高速发展后得到了大幅提升, 开始逐步改变一直以来“经济增长居首位”的理念, 大众对于生活情趣、自然环境等精神上的追求日益突出。1973-1985 年服务业年均增速高于同期制造业增速 0.2 个百分点, 1970-1980 年, 服务业就业人数比重提高了 8.9 个百分点。

### 1.2. 第一次石油危机后, 日本开始向“节能化”、“技术化”转型

第一次石油危机后, 日本致力于降低对传统能源的依赖, 开始向“节能化”方向发展。日本政府在 1974 年出版的《产业结构长期设想方案》中提出“发展资源能源节能型产业”和“发展技术密集型产业”两大目标。针对传统重化工业, 日本政府在 1978 年出台“特定萧条产业安定临时措施法”, 将化肥、造船等 14 个行业认定为萧条行业, 通过政府收购来报废设备的方式对落后产能进行清理。日本政府还成立萧条产业信用基金, 帮助萧条行业进行过剩产能出清。

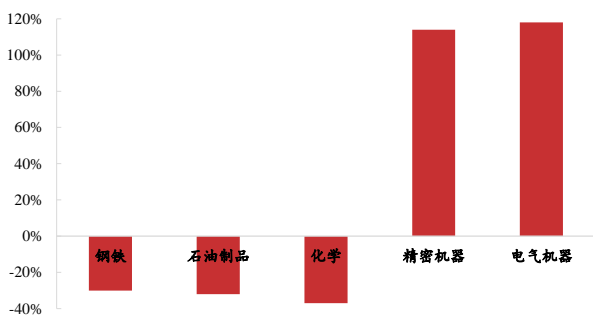
日本企业也逐渐开始关注自身成本的降低，包括能源成本与人力成本。日本企业便自发进行了“减量经营”的措施。

图 8. “减量经营”的操作流程



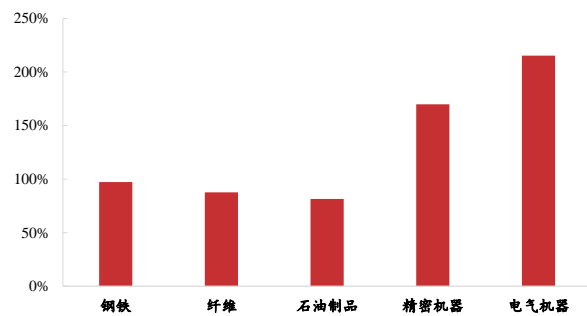
数据来源：经济白皮书（1979年版），财通证券研究所整理

图 9. 1975-1979 年日本固定资产投资额变动



数据来源：东洋经济统计月报（1987年8月），财通证券研究所

图 10. 1987 年 5 月日本产能变动

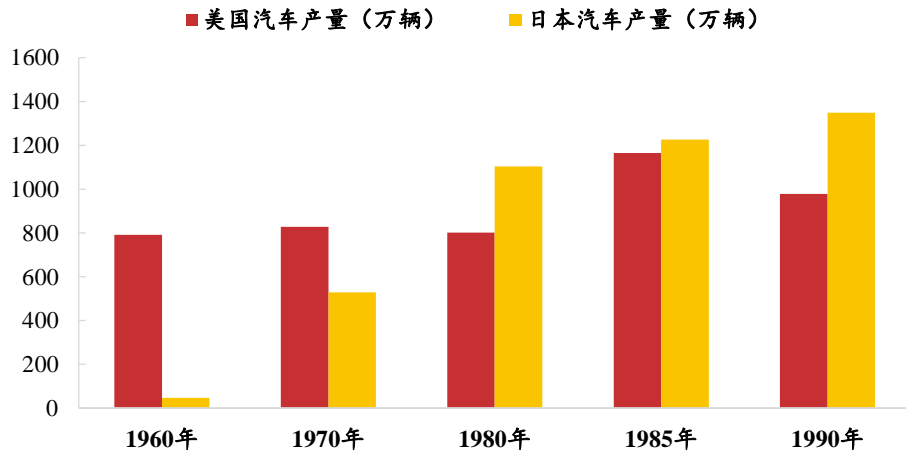


数据来源：东洋经济统计月报（1987年8月），财通证券研究所

日本汽车和家电在节能方面的优势获得了全球范围的追捧。日本在节能化方面的投入使其产品相较于其他国家更具比较优势。例如，以丰田卡罗拉为代表的日系车，具备油耗低、耐用性强的特点，恰好迎合了当时市场需求的变化。70年代末期，日本的电子产品也开始崛起，对美出口增速出现显著提升。与此同时，低技术含量的产业（如纺织机、棉纺织物）逐步褪去日本主要出口产品的身份。

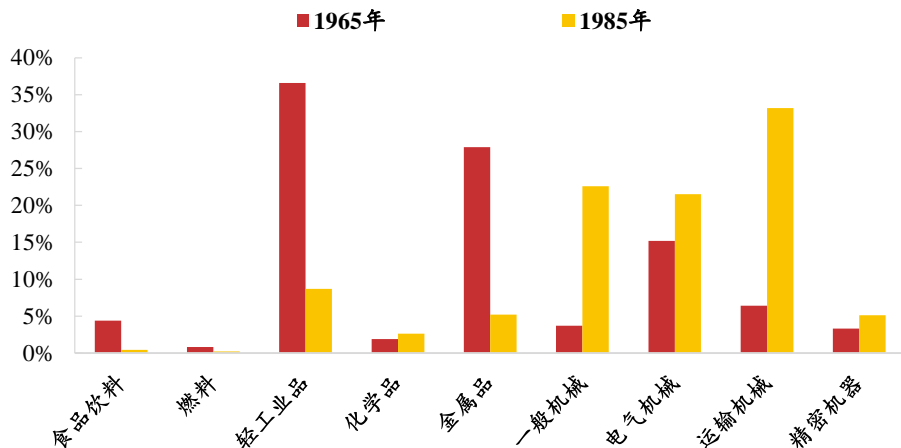


图 11. 日本汽车产量在 70 年代末开始超越美国



数据来源：日产汽车编《汽车产业手册 1992/1993》，财通证券研究所

图 12. 日本对美国出口品类占比



数据来源：通商白皮书（各年），财通证券研究所

日本政府还将目光转向技术密集型产业。1973 年后日本政府对电子计算机给予了大力支持，并在 1976 年通过募集了规模高达 300 亿日元的“超大规模集成电路补助金”。1978 年，日本出台了“特定机械情报产业振兴临时措施法”，鼓励和扶持机械、电子、软件开发三大行业，大量补贴研发资金和给予优惠税收增产。而后在 1980 年的《产业结构长期设想方案》中又进一步提出“科技立国”战略，明确以电子信息技术、新材料技术、能源技术为中心的技术革新做动力，以知识密集型的新兴产业为主导产业，通过以软件技术为中心的技术密集化和智能密集化来促进各部门产品附加价值的提高。

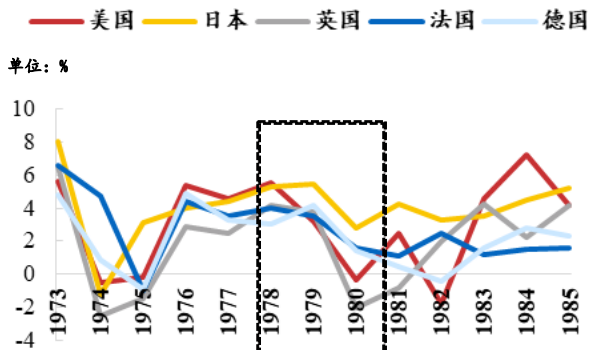
工程师红利和大量的专利进口都是日本产业转型背后的重要驱动。1965 年到

1975 年期间，日本大学生人数从 94 万人增长到 174 万人，高等教育人才得到了将近于翻倍的增长。这也为日本未来发展知识密集型产业提供了必要的条件。同时日元的升值为进口带来极大的便利，根据《现代日本经济事典》，日本在 1971-1975 年间引进的甲种技术合同有 8368 件，相当于整个 20 世纪 50-60 年代的总和，其中一半以上来自于美国。

### 1.3. 产业结构转型减缓了第二次石油危机对日本的影响

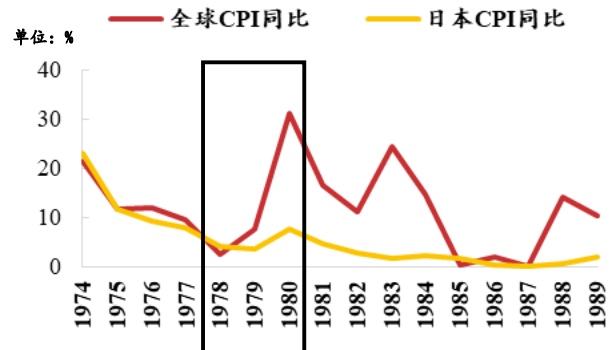
第二次石油危机对日本的冲击显著小于前一次。1978 年底，两伊战争再度引发石油价格飙升。相较于第一次石油危机不同的是，日本在第二次石油危机中并没有受到太大的通胀压力。全球 CPI 同比涨幅在 1979-1981 年分别为 7.66%、31.40%、16.64%，而日本的同期 CPI 变化仅为 3.66%、7.81%、4.78%。

图 13. 第二次石油危机期间日本经济表现好于其他发达经济体



数据来源：东洋经济统计月报（1987 年 8 月），财通证券研究所

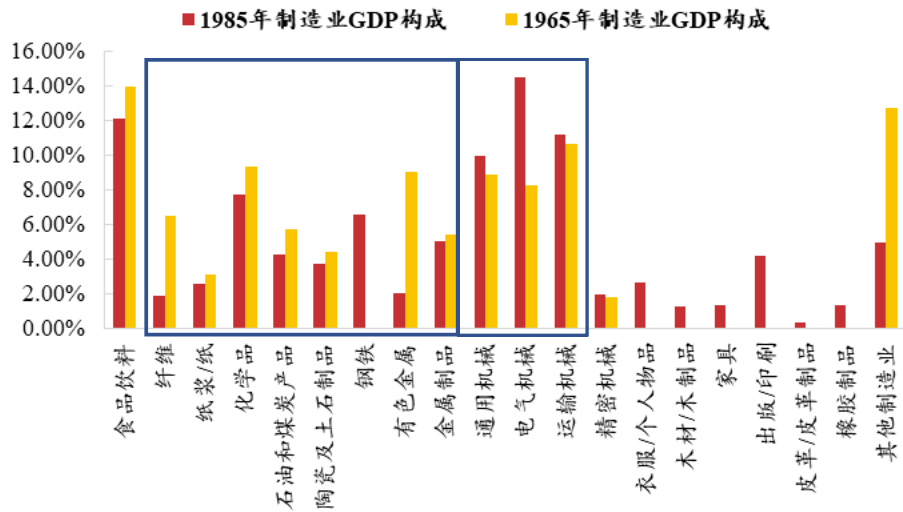
图 14. 第二次石油危机期间日本 CPI 增幅明显低于其他发达经济体



数据来源：Wind，财通证券研究所

日本经济表现“一枝独秀”的核心原因在于产业结构优化。1985 年，通用机械、电气机械、运输机械占日本制造业 GDP 的比重分别为 9.99%、14.51%、11.19%，成为日本制造业占比前四大的行业。然而像纤维、纸浆、化学、石油等重工业的产业占比相对于 1965 年以来出现明显下降。

图 15. 日本制造业在 70-80 年代进行了结构优化



数据来源：日本经济产业研究所，财通证券研究所

转型成功后的日本企业在全产业竞争力方面出现“质的飞跃”。日本政府在第二次石油危机前采取的紧缩货币政策则是在充分总结了第一次石油危机时期的教训后的经验之举，从而有效地抑制了物价大涨。日本在 79 年上调 3 次贴现率，由 3.5%上调至 6.25%。并且在 80 年的第一季度将贴现率上调至 9%。同时结构优化带来的高附加值产业出口大幅增加，一定程度上使日本在当时的全球产业链中获得了独一无二的地位：1965-1973 年日本经济增速 9.4%的背景下，出口贡献度仅 16%，而 1974-1985 年的经济增速仅为 4.3%时，出口贡献度高达 35%。

表 2. 1973 年-1983 年日本经济增长与出口关系

年份	GDP 增长率 (%)	出口增长率 (%)	净出口对经济增长的拉动 (%)	净出口对经济增长的贡献度 (%)	出口依存度 (%)
1973	7.90	28.83	-3.00	-37.97	9.84
1974	-1.40	50.41	1.20	-85.71	13.33
1975	2.70	2.32	1.90	70.37	12.54
1976	4.80	19.06	1.00	20.83	13.29
1977	5.30	18.88	0.90	16.98	12.84
1978	5.20	19.30	-0.90	-17.31	10.90
1979	5.30	8.28	-1.40	-26.42	11.34
1980	4.30	24.02	3.40	79.07	13.42
1981	3.70	18.57	1.50	40.54	14.40
1982	3.10	-8.31	0.30	9.68	14.20
1983	3.20	4.70	1.50	46.88	13.63

数据来源：《国民经济计算》(各期)，财通证券研究所

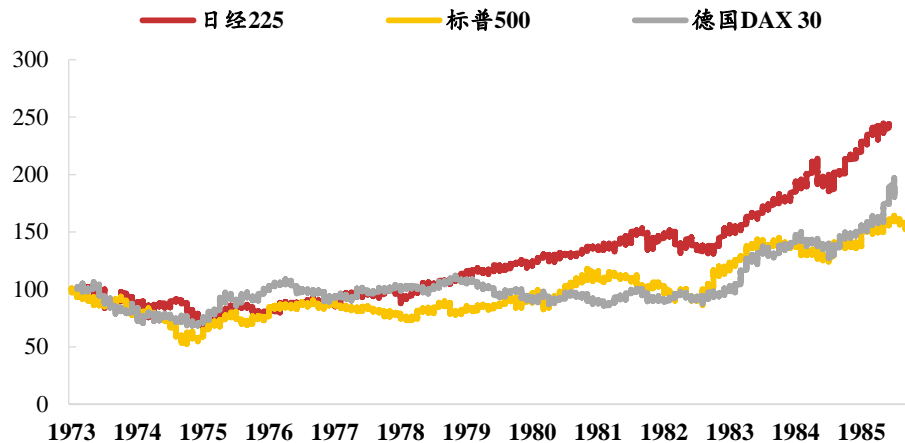
## 2. 复盘 70-80 年代日本股市

### 2.1. 1973 -1985 年盈利驱动的“转型牛”，日经指数涨幅近 1.5 倍

70-80 年代全球“大滞胀”时代，日本股市却在产业转型的背景下走出了一轮

长牛。1973-1975 年受到日元快速升值和第一次石油危机的影响，日本股市也经历了大幅调整，日经指数从 5200 点下跌至 3600 点。1976 年日本开始密集出台政策引导传统重化工行业“减量经营”去产能，同时对高端精密机械领域提供补贴、减税等支持，股市开启了超过 10 年的慢牛行情。整体来看，日经 225 指数在 1973 至 1985 年期间的涨幅接近 150%。尤其在第二次石油危机冲击下，日经 225 的表现显著优于标普 500 等其他代表性指数。

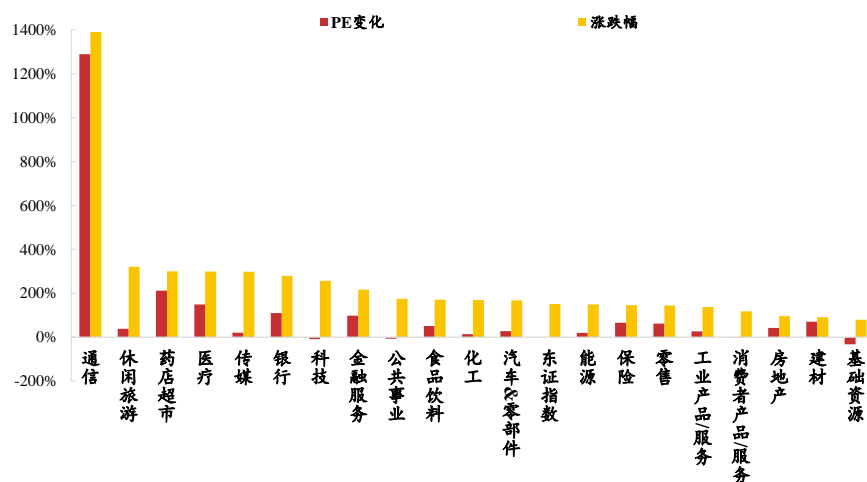
图 16. 日经 225 自 70 年代末期的表现显著优于其他代表性指数



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所  
注：指数均以 1973 年第一个交易日做了定基处理

日本股市的长牛主要由盈利驱动。可以明显的看到在 1973-1985 年，只有不到三分之一的板块涨幅来自于估值拉动，基本面的盈利变化是大部分板块上涨的主要动力。

图 17. 1973-1985 年间各个板块涨跌幅和 PE 变化



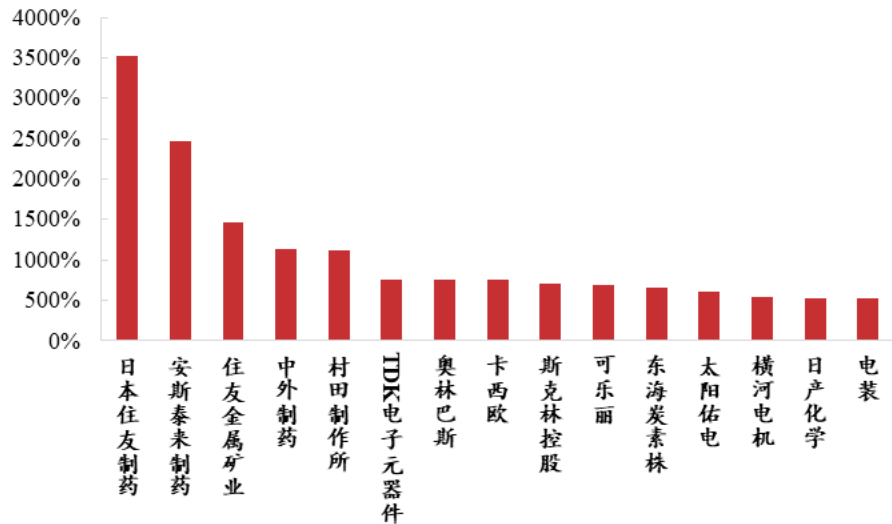
数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

从行业表现来看，涨幅靠前的分别为通信（1389.85%）、休闲旅游（320.78%）、医药零售（300.33%）、医疗保健（298.80%）、传媒（297.87%）；表现靠后的行业分别为基础资源（79.50%）、建材（90.83%）、

房地产 ( 95.72% )、消费品及服务 ( 118.21% )、工业品及服务 ( 137.10% )。

从个股层面出发，涨幅前五的个股分别为：日本住友制药、安斯泰来制药、住友金属矿业、中外制药、村田制作所，涨幅分别为 3520.3%、2473.6%、1463.5%、1133.7%、1119.8%。

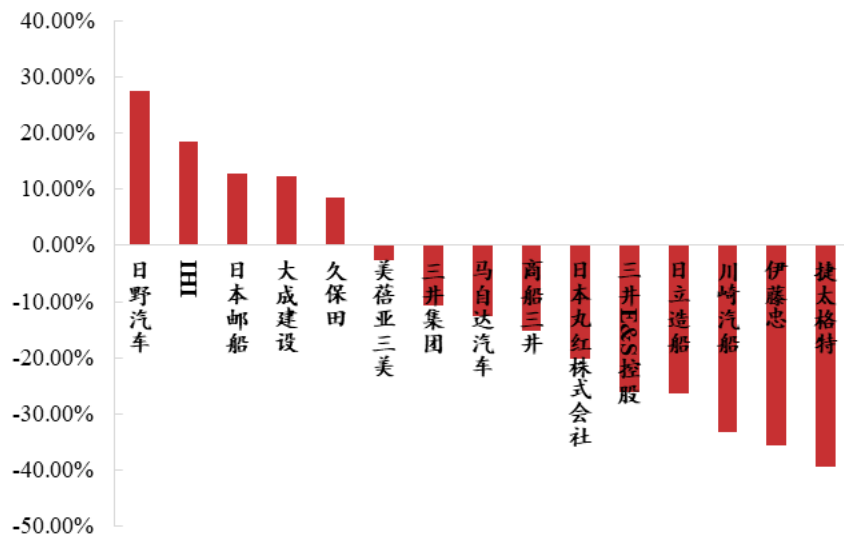
图 18. 1973 年-1985 年涨幅前 15 个股



数据来源: Bloomberg, 财通证券研究所

跌幅前五的个股分别为：捷太格特、伊藤忠、川崎汽船、日立造船、三井 E&S 控股，幅度分别为-39.4%、-35.6%、-33.1%、-26.3%、-26.1%。

图 19. 1973 年-1985 年跌幅前 15 个股



数据来源: Bloomberg, 财通证券研究所

**表 3. 涨幅前十大个股概况**

代码	公司名称	公司介绍	所属行业
4506.T	日本住友制药	大日本制药公司在科技研发技术一直处于领先水平，旗下产品多达几十种，在四十多个疾病领域创新研发。主要产品包括（1）美平、（2）阿尔马尔、（3）希德、（4）加斯清。	医疗
4503.T	安斯泰来制药	安斯泰来制药集团致力于通过提供创新而可靠的医药产品。在需要高度专业技能的器官移植领域、抗肿瘤领域、泌尿领域成为全球专业治疗领域领导者。	医疗
5713.T	住友金属矿业	住友金属矿业提供：1.金属产品；2.电池材料；晶体材料；粉末材料；包装材料；汽车/化工；建筑材料；3.从事水和精密回收利用；水处理和环境相关工程；灭菌和辐射改性；和国内海上运输业务。4.从事房地产和技术工程业务。	基础资源
4517.T	中外制药	1925 年“中外新药商会”业务为自德国进口胆石症治疗剂、止血剂及强心剂。1943 年 3 月改名为中外制药株式会社，开始生产葡萄糖。2002 年，日本罗氏收购中外制药半数以上的股份，使其成为罗氏的子公司。	医疗
6981.T	村田制作所	主力商品是陶瓷电容器，高居世界首位。其他具领导地位的零件产品计有陶瓷滤波器，高频零件，感应器等。村田制作所是全球领先的电子元器件制造商。	通讯
6762.T	TDK	TDK 是一个著名的电子工业品牌，一直在电子原材料及元器件上占有领导地位。TDK 的创始人加藤与五郎和武井武两位博士在东京发明了铁氧体后，于 1935 年创办了东京电气化学工业株式会社。1983 年，该名字正式更名为如今的 TDK 株式会社，开始从事该磁性材料的商业开发和运营。	通讯
7733.T	奥林巴斯	奥林巴斯 1920 年在日本成功地将显微镜商品化。迄今为止，奥林巴斯株式会社已成为日本乃至世界精密、光学技术的代表企业之一，事业领域包括医疗、影像、生命科学产业三大业务领域。	科技
6952.T	卡西欧	卡西欧计算机株式会社是一家跨国的消费电子产品和商用电子产品制造公司，其产品包括计算器、移动电话、数码相机、电子音乐乐器和数字手表。	通讯
7735.T	斯克林控股	主要从事半导体制造设备的制造和销售。公司有四个业务部门。半导体制造设备（SE）部门从事开发、制造、销售和图形和艺术设备（GA）部门从事印刷相关设备的开发、制造、销售和维修。显示器制造设备和成膜设备（FT）部门从事开发、制造。公司还从事提供印刷电路板相关设备（PE）分部从事印刷电路板相关设备、生命科学设备、车载部件检测设备、软件和印刷产品的开发、制造、销售和维修。	科技
3405.T	可乐丽	可乐丽是于 1926 年为了实现把当时非常先进的人造丝产业化而创立的。在第二次世界大战后的 1950 年又成功地在世界首先实现了 PVA(PVOH)纤维维尼纶的产业化，生产出了日本第一个国产合成纤维，开创了日本化纤纤维产业的先河。	化工

数据来源：Bloomberg，财通证券研究所整理

## 2.2. 行情演绎与产业结构变迁密切相关

日本从 1973 年第一次石油冲击前到 1985 年“广场协议”，经历了从粗放型重化工业到高附加值的知识密集型精密器械为主导的经济结构，期间日本股市也可根据产业结构变化分成 3 个阶段。

1) 1973 年-1974 年末：粗放型重化业晚期。在这个阶段中，日本股市呈现出单边下跌的趋势。在这期间日本经济经历了通胀、油价、货币的三重上涨，从而给造船、化纤等传统企业利润和经济造成比较大的压力。1974 年末，日本通胀压力开始逐步缓解，股市也触底反弹，我们认为这是一个阶段的结束。

2) 1975 年-1978 年末：粗放型重工业向加工型工业转型期。在此期间，日本经济逐渐从外部冲击下恢复，同时产业结构转型也开始渐入佳境。传统重工

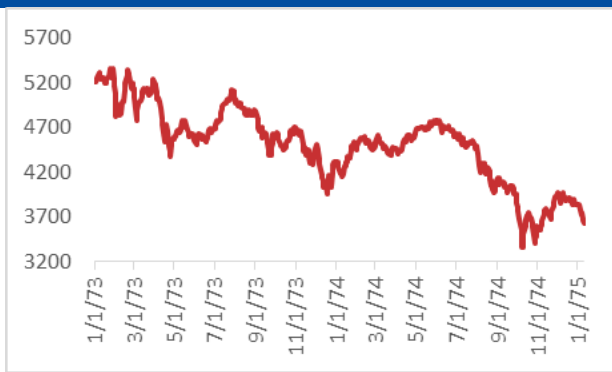
业的成本压力缓解、向汽车和电子等加工型工业的转型，帮助企业实现利润上的增长，日本股市也走出一轮小牛市。

3) 1979 年-1985 年末：从加工型工业向知识密集型转型期。我们认为第二次石油危机可以再被视为一个转折点，日本展现出了与上一轮冲击不一样的表现。在此阶段中，“科技立国”战略和强劲的出口对日本股市走牛提供了支撑，直至“广场协议”后日元大幅升值带来“大放水”，日股从“转型牛”变成了“水牛”。

### 2.2.1. 1973 年-1974 年末：日经 225 调整幅度超过 30%，所有行业均负收益

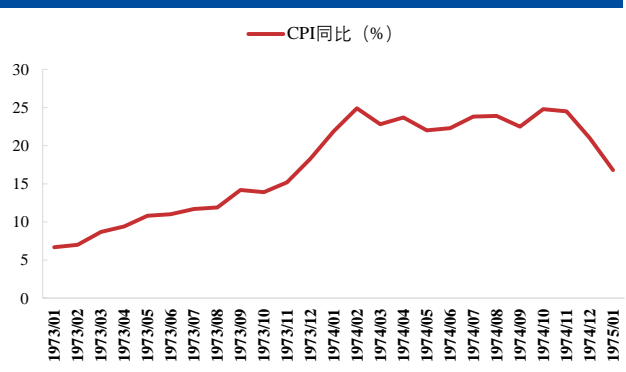
滞涨的压力下，日本股市一路震荡下行。日经 225 指数从 5207.94 点下跌到 3627.04 点，下跌幅度达到 30.36%。由于列岛改造计划带来的产能过剩和第一次石油危机带来的物价攀升，企业盈利端受到压力是本轮下跌的主要原因。可以明显的看到，随着通胀从 71 年开始不断向上爬升，日本股市也开始走出了下跌趋势。随着第一次石油危机的到来，CPI 快速爬升至 20% 以上，日本股市反而是迎来了一波反弹。但是随着 CPI 继续在 20% 之上进行高位震荡，日本股市继续开始掉头向下并且创出 3403.61 点的新低。74 年末，随着油价稳定在 11.5 美金/桶附近，叠加通胀边际转负的预期，日本股市也开始见底反弹。

图 20. 滞涨的压力下，日经 225 一路震荡下行



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

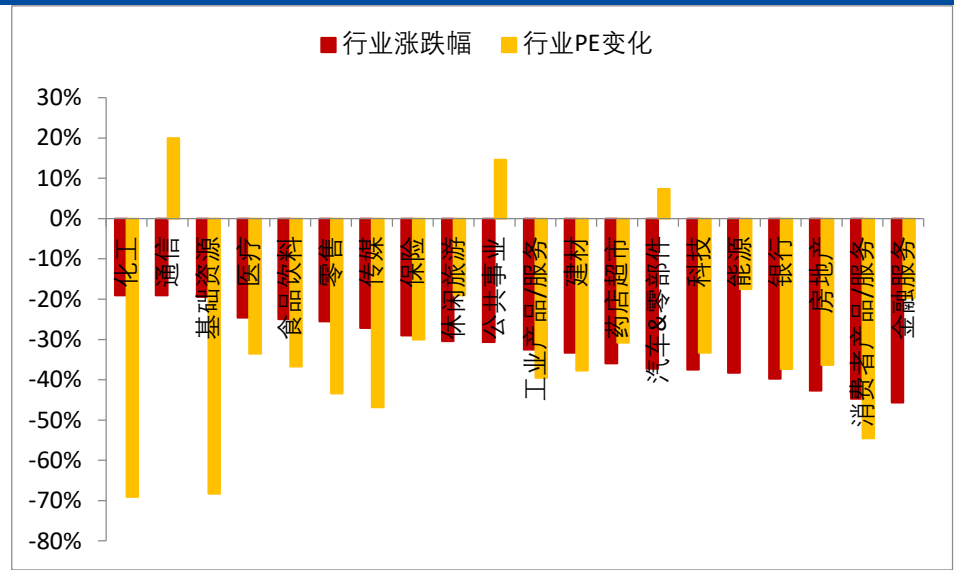
图 21. CPI 快速爬升至 20% 以上



数据来源：Wind，财通证券研究所

所有板块均未获得正收益，化工、通信、基础资源等跌幅相对较小。化工与基础资源在 PPI 的拉动下，市场表现相对靠前；通信受益于《特定电子工业及特定机械工业振兴临时措施法》提振，表现也位列前三。此外，偏防御的医疗保健、食品饮料等板块也在前二分之一列。但与经济相关性较高的金融、房地产以及能源跌幅较大。尤其能源板块中的大部分企业由于油价上涨叠加国内需求不足，利润受到大幅挤占。以日经 225 为例，多家油气加工企业在此期间被移出指数。

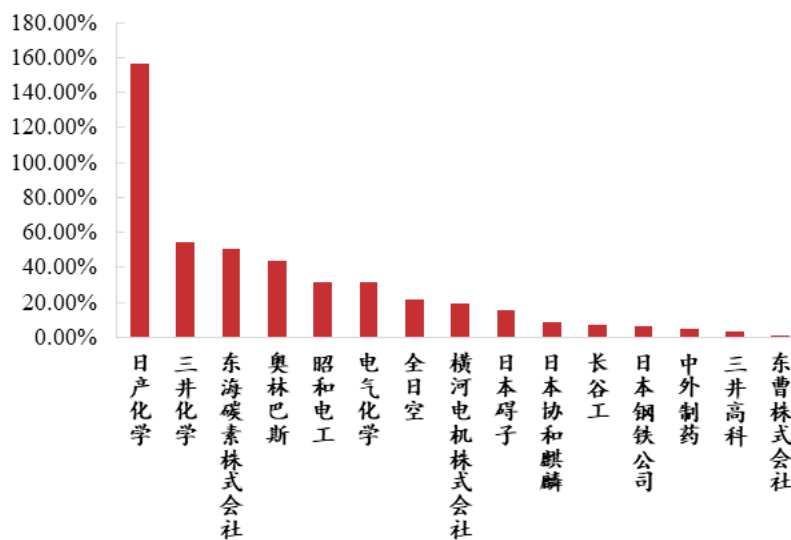
图 22. 滞涨的压力下，行业涨跌幅和 PE 变化



数据来源: Bloomberg, 财通证券研究所

个股层面来看，多家化工企业具备显著的超额收益。涨幅前五的个股分别为日产化学（156.2%）、三井化学（54.5%）、东海碳素（50.4%）、奥林巴斯（43.6%）、昭和电工（31.6%）。跌幅前五的个股分别为大和证券（-67.3%）、野村控股（-67.3%）、马自达汽车（-64.7%）、索尼（-61.0%）、美蓓亚三美（-57.7%）。

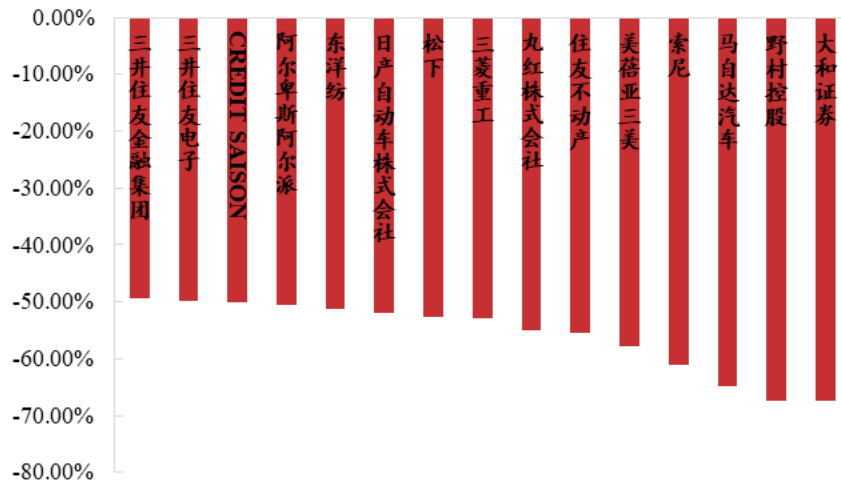
图 23. 涨幅前 15 的个股情况



数据来源: Bloomberg, 财通证券研究所



图 24. 跌幅前 15 的个股情况



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

表 4. 涨幅前 5 个股介绍

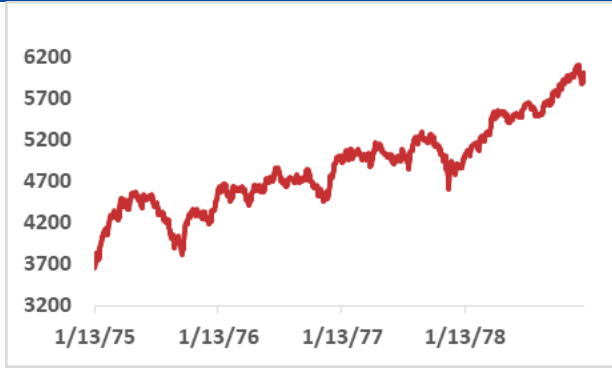
代码	公司名称	公司介绍	所属行业
4021.T	日产化学	日产化学综合型大公司，业务包括农药在内的无机化学，药物化学，通用化学等多重化工产业。	化工
4183.T	三井化学	公司主要从事基本石化原料、合纤原料、基础化学品、合成树脂、化学品、功能性产品，精细化学品、许可证等业务。	化工
5301.T	东海碳素	东海碳素是一世纪以来引领日本成为碳素产业先驱。在全球范围内为钢铁、铝、汽车、机械、冶金和电子等广泛的工业领域制造和供应高品质的碳和石墨产品。	化工
7733.T	奥林巴斯	奥林巴斯 1920 年在日本成功地将显微镜商品化。迄今为止，奥林巴斯株式会社已成为日本乃至世界精密、光学技术的代表企业之一，事业领域包括医疗、影像、生命科学产业三大业务领域。	科技
4004.T	昭和电工	昭和电工株式会社生产的产品涉及到石油，化学，无机，铝金属，电子信息等多种领域。昭和电工除了石油，化学，无机，铝加工产品以外，也生产电脑等的核心部件——硬盘电路板。	通讯

数据来源：Bloomberg，财通证券研究所整理

### 2.2.2. 1975 年-1978 年末：通胀回落，市场触底反弹

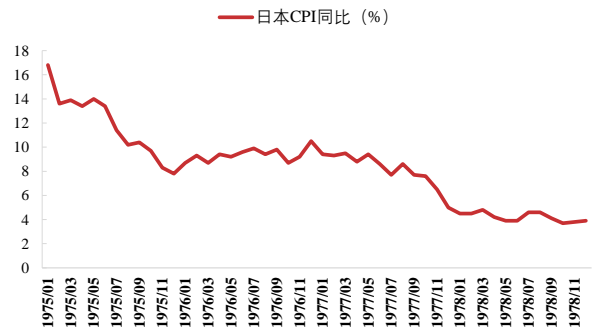
随着通胀逐渐回落，股市也开始触底反弹。1975 年 1 月，日本 CPI 指数下降到 16.8%，这也是过去 12 个月中，日本 CPI 指数首次降至 20% 以下。此后 CPI 持续下行，1978 年仅为 3.9%。同期日经 225 指数从 3657.82 点上反弹到 6001.85 点，涨幅达到 64.08%。

图 25. 日经 225 随着通胀回落开始触底反弹



数据来源: Bloomberg, 财通证券研究所

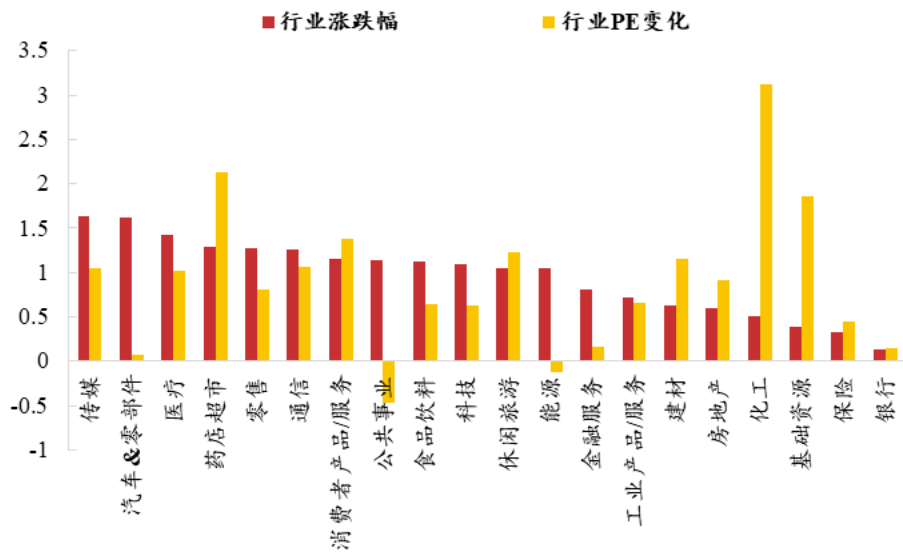
图 26. 通胀从高位逐步回落



数据来源: Wind, 财通证券研究所

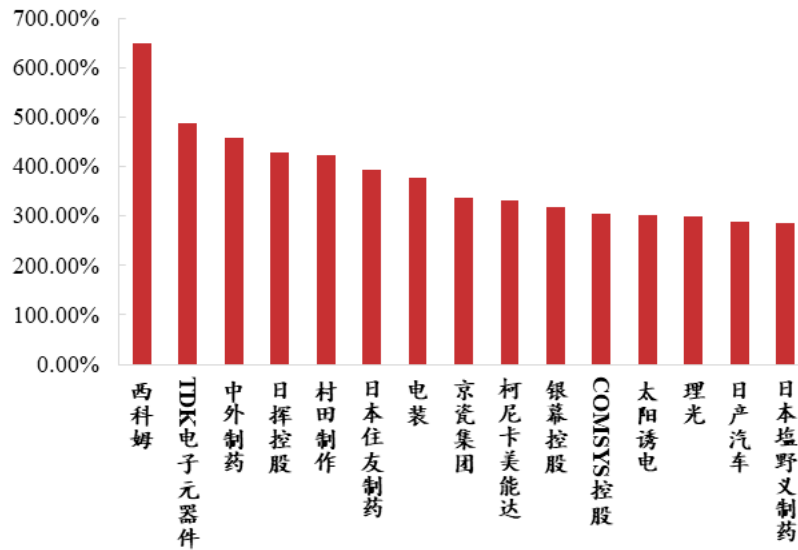
所有板块在此反弹阶段均获得正收益。汽车及零部件、通信等政策扶持领域，以及代表消费升级的传媒、医疗保健、医药商业板块均表现靠前，基本都获得了一倍涨幅。石油危机使具备低耗能优势的日本汽车抢占了全球汽车市场，为汽车及零部件板块带来强劲的基本面支撑。个股层面的表现更能看出产业转型的线索，涨幅最高的个股中大部分的都是半导体、计算机、汽车板块。

图 27. 反弹阶段行业涨跌幅和 PE 变化



数据来源: Bloomberg, 财通证券研究所

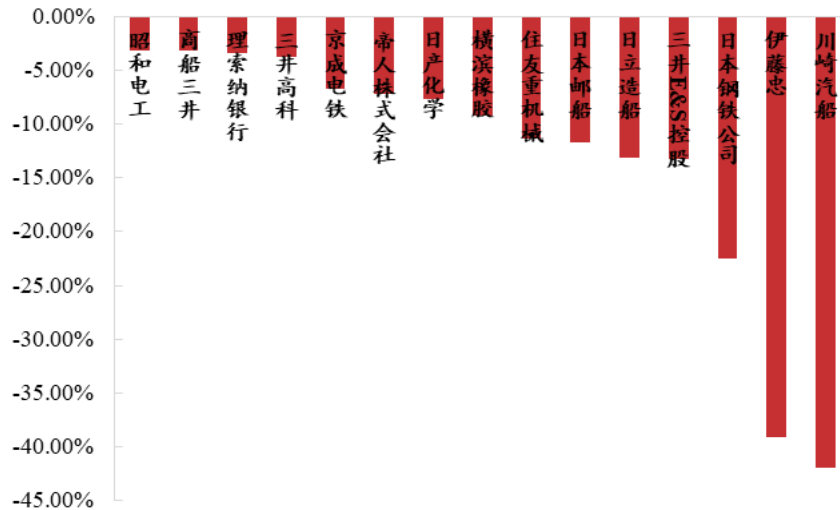
图 28. 反弹阶段，涨幅前 15 的个股情况



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

传统的高耗能企业在“减量经营”的背景下也被资金“抛弃”。川崎汽船、伊藤忠、日本钢铁公司、三井 E&S 控股、日立造船在此期间表现垫底，幅度分别为-41.88%、-39.05%、-22.46%、-13.23%、-13.13%。

图 29. 反弹阶段，跌幅前 15 的个股情况



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

表 5. 涨幅前五个股概况

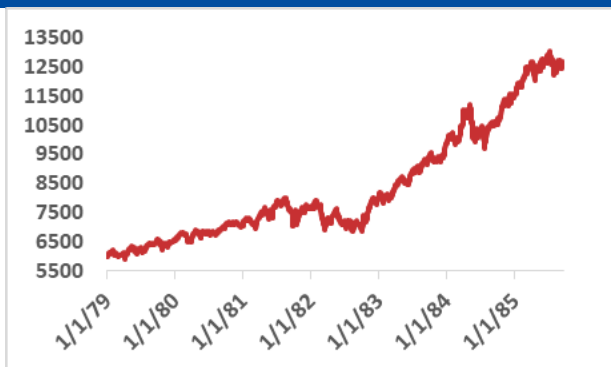
代码	公司名称	公司介绍	所属行业
9735.T	西科姆	作为日本最初的安全公司，西科姆自 1962 年创业以来，陆续开发、提供了面向企业、面向家庭的划时代的安全系统。通过这些安全系统的普及，从而构筑西科姆独特的信息通信网络。	通讯
6762.T	TDK	TDK 是一个著名的电子工业品牌，一直在电子原材料及元器件上占有领导地位。TDK 的创始人加藤与五郎和武井武两位博士在东京发明了铁氧体后，于 1935 年创办了东京电气化学工业株式会社。1983 年，该名字正式更名为如今的 TDK 株式会社，开始从事该磁性材料的商业开发和运营。	通讯
4517.T	中外制药	1925 年“中外新药商会”业务为自德国进口胆石症治疗剂、止血剂及强心剂。1943 年 3 月改名为中外制药株式会社，开始生产葡萄糖。2002 年，日本罗氏收购中外制药以上的股份，使其成为罗氏的子公司。	医疗
1963.T	日辉控股	日本日辉株式会社成立于 1928 年 10 月 25 日，其前身为日本石油公司，是致力于工程承包、环境保护、能源利用等研究开发的全球 500 强企业之一。该公司在日本工程界独占鳌头，在医药工程界也是硕果累累。	房地产
6981.T	村田制作所	主力商品是陶瓷电容器，高居世界首位。其他具领导地位的零件产品计有陶瓷滤波器，高频零件，感应器等。村田制作所是全球领先的电子元器件制造商。	通讯

数据来源：Bloomberg，财通证券研究所整理

### 2.2.3. 1979 年-1985 年末：股市在二次石油冲击下走出翻倍行情，通信与金融表现靠前

第二次石油危机再度引发通胀，但市场仍呈现稳步上行态势。1979 年初，全球油价因地缘因素再次快速上行，导致日本 CPI 也随之攀升至 10%附近。但股市仅出现两次 10%左右的回调，日经指数从 1979 年的 6001.85 点一路行至 1985 年 9 月的 12666.95 点，走出翻倍行情。

图 30. 日经 225 在第二次石油危机下走出翻倍行情



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

图 31. 日本 CPI 当月同比 (%)

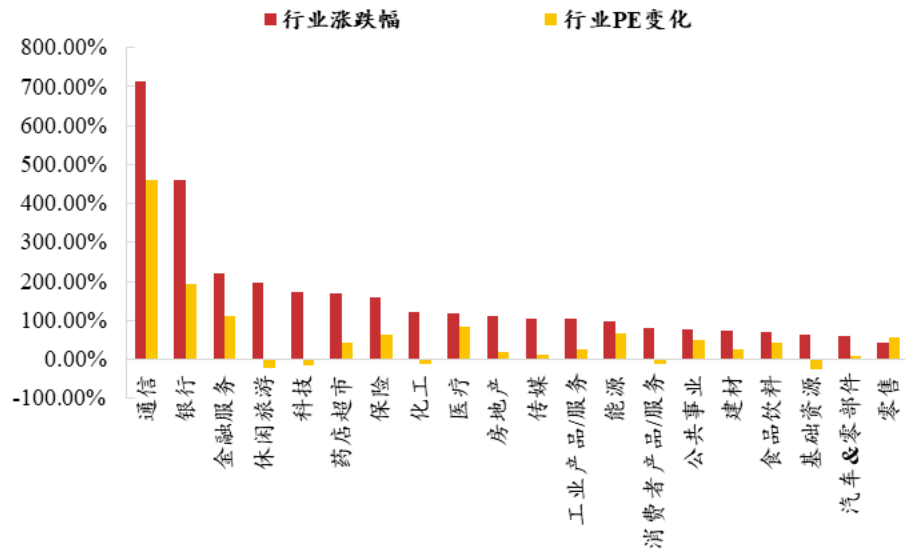


数据来源：Wind，财通证券研究所

在此期间，通信和大金融领涨市场。与半导体相关的通信板块在此期间仍然是表现最好的领域，尤其受到“科技立国”战略的催化，估值也出现大幅提升。而大金融的表现除了受益于经济企稳以外，也离不开日本在 70 年代末期的金融

市场改革，包括修改“日本银行法”、放松金融机构持有国债的管制、利率自由化等措施。

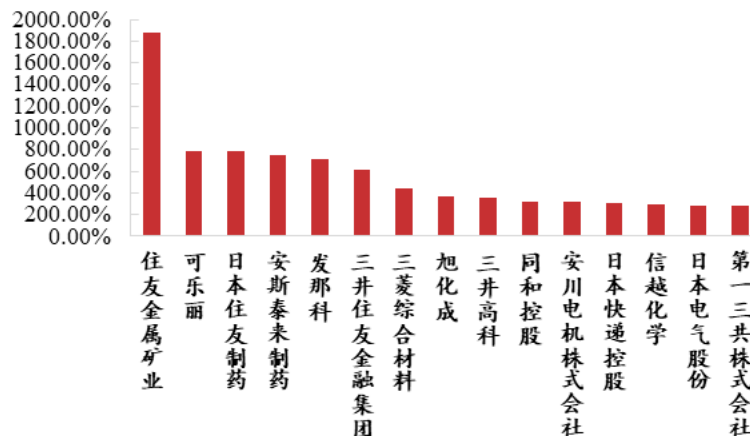
图 32. 通信和大金融领涨市场



数据来源: Bloomberg, 财通证券研究所

从个股层面出发，涨幅靠前的 15 家公司都与制药或半导体有关。涨幅前五的个股分别为：住友金属矿业、可乐丽、日本住友制药、安斯泰来制药、发那科，涨幅分别为 1871.63%、787.79%、783.00%、753.60%、712.36%。我们认为全民医保和老龄化推动了当时包括日本住友制药、安斯泰来制药、旭化成、可乐丽股票的上涨。以日本住友制药和安斯泰来制药为首的公司都是以创新药为主，而像旭化成和可乐丽为首的公司当时推出了像人工器官、医疗器械、牙科材料、隐形眼镜等产品。住友金属矿业、旭化成、三井高科、同和控股等公司都在 70 到 80 年代中进入半导体领域。

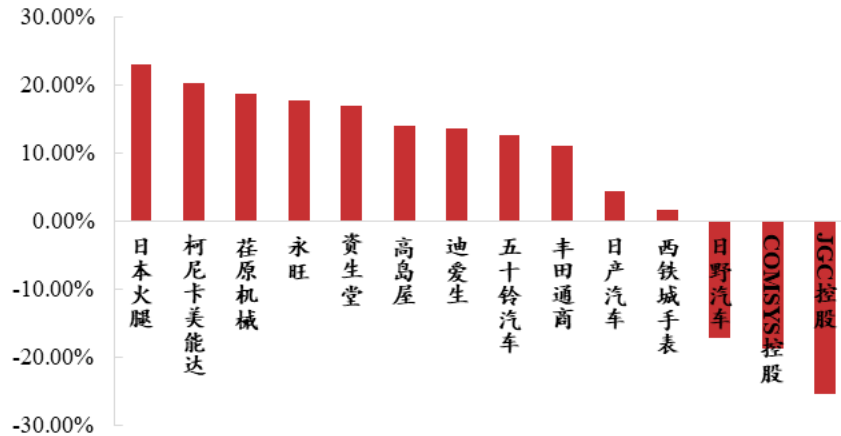
图 33. 指数翻倍行情阶段，涨幅前 15 的个股情况



数据来源: Bloomberg, 财通证券研究所

跌幅前五的个股分别为：捷太格特、JGC 控股、COMSYS 控股、日野汽车、西铁城手表，幅度分别为-27.43%、-25.44%、-18.69%、-17.10%、1.66%。在此阶段中，由于美日在汽车产业的贸易摩擦，汽车企业表现落后。

图 34. 指数翻倍行情阶段，跌幅前 15 的个股情况



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

表 6. 涨幅前 5 个股概况

代码	公司名称	公司介绍	所属行业
5713.T	住友金属矿业	住友金属矿业提供：1.金属产品；2.电池材料；晶体材料；粉末材料；包装材料；汽车/化工；建筑材料；3.从事水和精密回收利用；水处理和环境相关工程；灭菌和辐射改性；和国内海上运输业务。4.从事房地产和技术工程业务。	基础资源
3405.T	可乐丽	可乐丽是于 1926 年为了实现把当时非常先进的人造丝产业化而创立的。在第二次世界大战后的 1950 年又成功地在世界首先实现了 PVA(PVOH)纤维维尼纶的产业化，生产出了日本第一个国产合成纤维，开创了日本化纤纤维产业的先河。	化工
4506.T	日本住友制药	大日本制药公司在科技研发技术一直处于领先水平，旗下产品多达几十种，在四十多个疾病领域创新研发。主要产品包括（1）美平、（2）阿尔马尔、（3）希德、（4）加斯清。	医疗
4503.T	安斯泰来制药	安斯泰来制药集团致力于通过提供创新而可靠的医药产品。在需要高度专业技能的器官移植领域、抗肿瘤领域、泌尿领域成为全球专业治疗领域领导者。	医疗
6954.T	发那科	发那科是日本一家专门研究数控系统的公司。是世界上最大的专业数控系统生产厂家，占据了全球 70% 的市场份额。	工业产品/服务

数据来源：Bloomberg，财通证券研究所整理

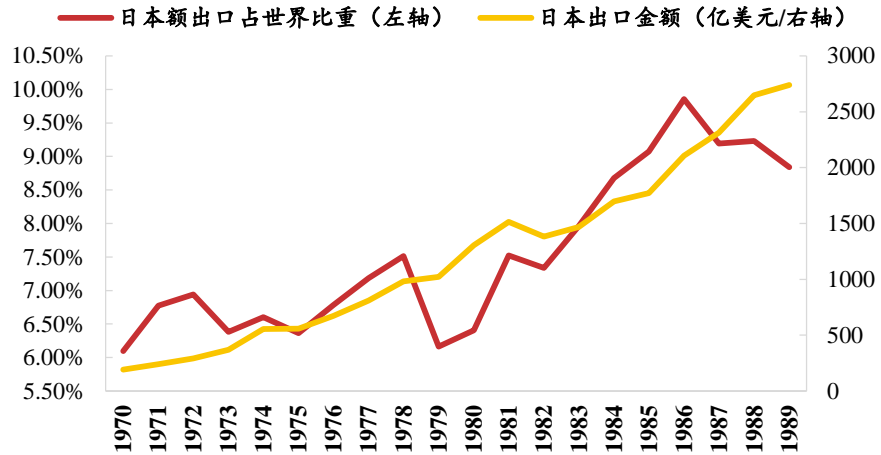
### 3. 从日本发展之路看中国

#### 3.1. 日元升值倒逼日本产业转型，是日股在十年“长牛”的关键

日本原本低附加值的“来料加工”贸易模式在日元升值的倒逼下被迫转型，在此期间完成了从重工业过度到高端制造、消费服务两大支柱的经济结构。尽管受到日元升值的压力，日本出口在 1985 年占世界工业品输出总量的 17.9%，位居第一，汽车、半导体取代钢铁、化工成为日本产品的标签。产业优化同样

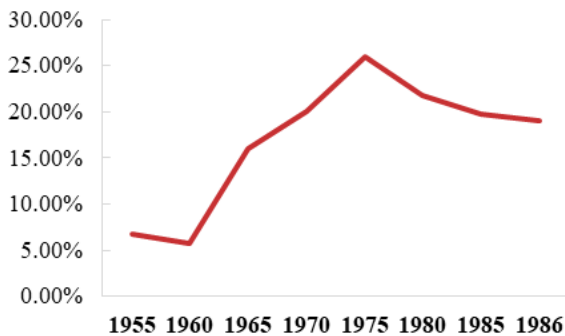
给股市注入“新鲜血液”，高端制造产业的强劲出口为市场表现带来业绩支撑，企业盈利修复进一步带来经济复苏，居民消费扩张。因此日元升值与 80 年代的日股“转型牛”息息相关。

图 35. 日本产业转型在全球产业链中开辟了新天地



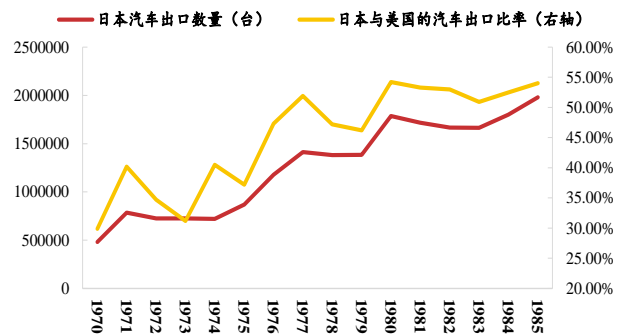
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 36. 1955-1986 年日本钢铁出口世界占比



数据来源: 钢铁统计要览 (各年版), 财通证券研究所

图 37. 1970-1985 年日本汽车出口情况



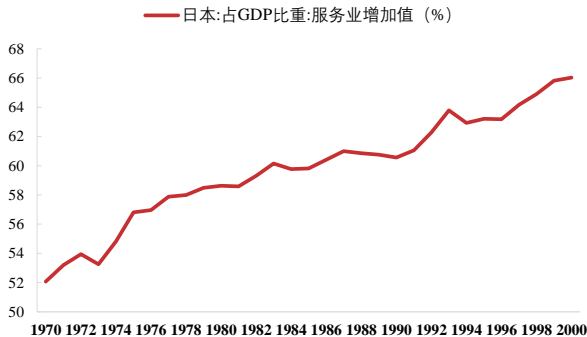
数据来源: 日本汽车工业协会, 财通证券研究所

### 3.2. 回顾当下，上世纪 70-80 年代的日本与现今中国有着诸多相似之处

宏观经济层面，我国已进入中高速发展的新常态，5.5%的经济增速仍然领跑全球，消费服务业地位快速上升。日本经济经过 60 年代两位数的高速发展之后，70 年代增速回落至个位数，经济结构也开始改变。比较明显的是，日本人均 GDP 在 1965 年首次突破 1 万美元大关之后，第三产业占比的大幅提升。50 年代流行的三大件-电视机、洗衣机和电冰箱，在 60 年代后变成了新的 3C 产品：汽车 (Car)、彩电 (Color TV) 和空调 (Cooler)，航空公司、传媒影视等领域也相继涌现出代表“新经济”的龙头公司。中国自“四万亿”之后增速

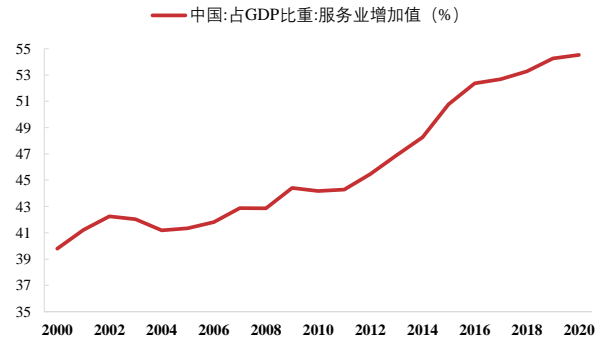
下台阶，过往投资驱动的经济结构中消费占比逐步提升。2019 年中国人均 GDP 超过 1 万美元，此后医美、免税、出境游等新消费也开始“百花齐放”。

图 38. 1970-2000 年日本服务业占 GDP 比重持续上升



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 39. 2000 年以来中国服务业占 GDP 比重同样在快速攀升



数据来源: Wind, 财通证券研究所

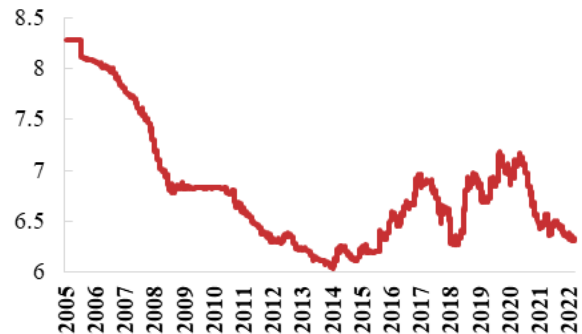
外资层面，人民币国际化的目标下，货币升值的中长期趋势也在潜移默化的驱动我国产业转型。传统意义上来说，人民币升值可以增加境外市场对于人民币持有的意愿，为人民币离岸市场的扩大提供基础。但升值会牺牲部分出口企业的利润，尤其是对于价格传导能力较低的低附加值产业来说可能是“灭顶之灾”，日元升值的经历给我们提供了很好的参考。与日本 70-80 年代日元因布雷顿森林体系崩塌被迫快速升值不同，人民币在当下金融逐步的过程中升值可控，短期对经济结构并不会带来较大冲击，反而能徐徐推进向高附加值产业形态的转型。

图 40. 70-80 年代美元兑日元走势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 41. 2005 年以来美元兑人民币走势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

产业层面，环保问题和外部冲击下，传统能源“独大”的态势逐步被清洁能源打破。70 年代的两次石油危机迫使日本降低对进口资源的深度依赖，同时经济快速发展带来的生态破坏也对传统高耗能产业提出改进。日本通过“减量经营”对造船、化纤等萧条行业进行去产能，秉持节能化方针研发出低耗能汽车，成功抢占全球市场。中国在 2017 年开启中国版的“减量经营”——供给侧改革，



钢铁、电解铝等传统高耗能行业清退大量落后产能。污染防治在十九大报告中首次被列为“三大攻坚战”，相应的环保限产政策也取得了一定成效。去年提出“双碳”目标下，随着油价大幅飙升，中国当前能源结构也在加速向清洁能源转型。

战略层面，以半导体、高端制造为代表的“硬科技”和以数字经济为代表的“软科技”是两大关键抓手。1978年，日本发布“特定机械情报产业振兴临时措施法”，通过研发补贴和税收优惠对机械、电子、软件开发三大行业进行大量扶持。1980年提出“科技立国”，向大型集成电路领域进行政策倾斜。而中国在2018年中美贸易摩擦后也提出了中国版“科技立国”——国产替代、举国体制创新，相继成立了半导体大基金一二期。22年以来，国务院又印发了《“十四五”数字经济发展规划》、“东数西算”战略，将数字经济发展纳入中期目标。

### 3.3. 从日本“转型牛”看中国股市未来

从日经225成分股变化看日本产业变革。日经225由日本当时最具代表性的225家公司所构成。从日经225成分股的变动中，我们也能追寻到日本产业变革的踪迹。1970-1990年，日经225剔除了诸多素材型重工业的公司，如Fuji钢铁、Maruzen石油、智索化工、三光汽船等。同时也加入了许多代表当时日本产业结构转型方向的公司，比如住友电工、川崎重工、冲电气工、山之内制药厂、汤浅蓄电池等。这其中不少企业在现依旧是在各自领域的佼佼者。

**表 7. 日经 225 指数在 70-80 年代期间的成分股调整情况**

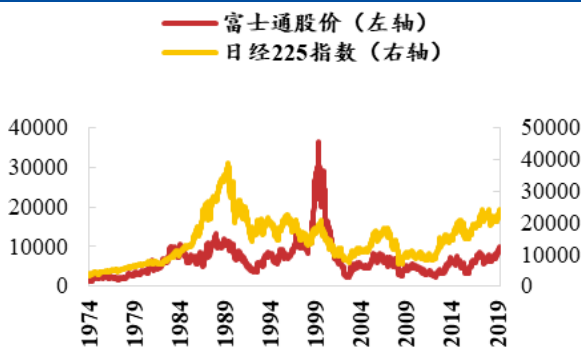
变动日期	被剔除成分股	行业	新添加成分股	行业
1989/06/01	Japan Line	运输	川崎重工	工业
1987/04/01	Omikenshi	纺织	日本电信电话	电信
1986/04/01	Maruzen Oil	石油化工	全日空	航空
1985/08/04	三光汽船	运输	安斯泰来制药	制药
1984/07/24	Riccar	机械	住友制药	制药
1982/11/25	秋木工业	木材	住友电气工业	汽车配件
1982/06/24	丰田销售	商贸	电装	汽车配件
1980/07/01	明治糖业	食品饮料	三光汽船	运输
1979/02/22	Nippon 纸业	纸业	理光	消费电子
1979/01/06	大日本糖业	食品饮料	丰田销售	商贸
1979/07/04	智索	化工	野村控股	金融
	Hokkaido Colliery & Steamship	煤炭	日本证券	金融
	Nikka Fats & Oil	石油化工	日本信贩	金融
1975/04/01	Tekkosha	钢铁	大和房屋工业	建筑
	Kojin	-	铁建建设	建筑
1972/03/31	Kokusaku 纸业	纸业	住友商事	商贸
1972/03/25	Kista Seizo	火车制造	高岛屋	商贸
	明治商贸	商贸	大隈控股	机械设备
1973/11/30	Daiei Motion Picture	传媒	富士通	IT 服务
1971/10/01	Mitsubishi Edogawa Chemical	化工	Yuasa Battery	电气设备

数据来源：日经指数公司，Bloomberg，财通证券研究所整理

新能源、数字经济、专精特新等产业升级领域可能是中长期行情演绎的大方向。回看日本 70-80 年代的“转型牛”行情，涨幅靠前的公司大部分都是优化升级方向有关：涨幅靠前的 15 家公司中，有 14 家集中在半导体，医疗，工业器械等领域。其中也包括不少从其他领域切入的到知识密集型产业的公司，例如三井高科从模具领域切入到 IC 领域；旭化成从化学和纺织领域切入到电子和医疗领域。回到当下中国，新能源、数字经济、专精特新类似于 80 年代日本举全员之力发展的汽车、电子。

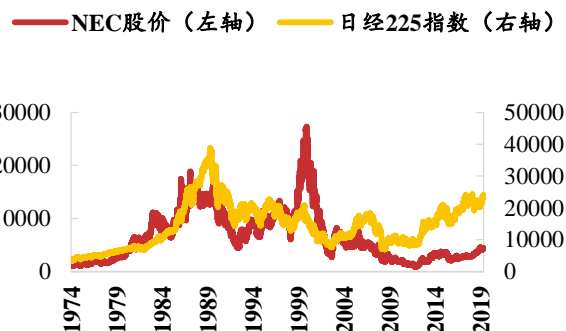
但技术迭代下，新兴赛道的龙头也有被时代抛弃的风险。同样以日本的半导体产业为例，1985 年是日本半导体产业最辉煌的一年，全球半导体厂商前 10 名中有半数来自于日本，市场占有率超过美国，此后美日贸易摩擦开始影响日本半导体产业。但真正击倒日本半导体的本质上是技术迭代：半导体芯片在摩尔定律下每两年更新换代，日本半导体由于大量依靠政策引导缺乏自我创新动能。2000 年前后在通产省主导下，尽管日本半导体开始自救式调整，但曾经的龙头一个个“跌落神坛”。截止 2012 年，日立、NEC、富士通及三菱电机完全退出半导体市场，当前进入全球半导体前 10 的日本厂商基本全军覆没。当前日本的“硕果”仅存于半导体设备和材料两大领域，这也正是日本工匠精神所擅长的，例如半导体材料晶体三极管基本没有颠覆性创新，比较复合日本“慢工出细活”的生产方式。同样对于半导体设备来说，其必需的液体材料，如研磨浆等都需要极其细致的工作。

图 42. 1974-2020 年富士通和日经 225 走势



数据来源: Bloomberg, 财通证券研究所

图 43. 1974-2020 年 NEC 和日经 225 走势



数据来源: Bloomberg, 财通证券研究所

**表 8. 全球半导体厂商十强的变迁**

排名	1985 年			2021 年		
	公司名称	所在地	收入 (亿美元)	公司名称	所在地	收入 (亿美元)
1	NEC	日本	21	三星	韩国	202.97
2	德州仪器	美国	18	英特尔	美国	193.04
3	摩托罗拉	美国	18	台积电	台湾	133.15
4	日立	日本	17	海力士	韩国	92.13
5	东芝	日本	15	美光科技	美国	76.81
6	富士通	日本	11	高通	美国	64.72
7	飞利浦	荷兰	10	英伟达	美国	55.40
8	英特尔	美国	10	博通	美国	48.90
9	国家半导体	美国	10	联发科	台湾	44.96
10	松下	日本	9	德州仪器	美国	42.99

数据来源: IC Insights, 财通证券研究所

不要忽视传统行业，产业集中度提升和专精特新逻辑下也能走出大机会。日本钢铁行业在 1973 年石油冲击后被定义为“萧条行业”，由政府引导实施耗能、人员和财务成本的减量经营。行业从顶峰时期的 50 家企业，经过数次联合、重组，到当前以新日铁住友金属、日本 JFE 和神户制钢三大钢铁公司为主的格局。日本钢铁行业的重组不仅着力于产能出清，而更是专注于通过技术升级来开发高附加值产品。当前三家日本钢铁龙头均是全球大型钢铁集团，冶炼技术代表世界钢铁行业的最高水平。以神户制钢为例，早在 07 年生产出了世界上最强硬的铝合金，广泛应用于赛车和航天飞机。虽然在 2017 年以来的供给侧改革中，钢铁、煤炭行业中已诞生了中国宝武、中国神华这样的全球性龙头，但就高端化产品而言我国仍有很长的路要走，这也意味着传统行业仍然具有大机会。

## 信息披露

### 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。