

策略深度报告 20220718

日本 90s：资产负债表衰退与股市泡沫 ——海外系列三

2022 年 07 月 18 日

证券分析师 姚佩

执业证书：S0600520090005

yaopei@dwzq.com.cn

证券分析师 邢妍姝

执业证书：S0600521030001

xingys@dwzq.com.cn

观点

■ 东吴策略海外系列报告 1-2《德国制造，何以强势》、《德国股市 50 年：全球浪潮中的制造业映射》，聚焦德国制造业，探讨德国战后制造业崛起过程中的产业政策和股市变迁，对我国有何启示。系列三把目光转向东亚邻国日本。

■ 当下中国宏观因子类似日本 1980-90 年代。①日本经济高速发展阶段与我国极为相似，包括而不仅限于：1）在经济高速增长之初，以举国体制奠定工业化基础；2）在全球化过程中，出口成为驱动经济高增的重要因素；3）同属东亚文化圈，共享追求稳定、储蓄率高等社会现象。②从 GDP 增速、人均 GDP、出口占比、人口结构和地价走势等多个因素对比，我国目前的发展阶段与日本 80-90 年代较为相似。

■ 日本泡沫经济始末：从“广场协议”到“失去的十年”。①日本崛起，日美竞争加剧，巨额贸易逆差触发贸易战风险。②1985 年“广场协议”签署，日元升值、美元贬值，成为日本泡沫经济的开端。③为应对“日元升值不景气”，日本货币财政政策极度宽松，货币供给大幅上升，大量剩余流动性涌入股市和房地产市场，催生资产泡沫。④“广场协议”后，“卢浮宫协议”签署，美国经济霸权地位巩固。

■ 泡沫破灭：90 年代“失去的十年”。①“资产负债表衰退”：企业部门主动收缩负债，追求“负债最小化”，实体资金需求降低导致“流动性陷阱”，货币宽松所释放的流动性难以流入实体。②少子化+老龄化：劳动人口减少、税收增长难有支撑、政府债务高企，日本财政状况长期恶化，可持续性存疑之下面临崩溃风险。③货币财政政策失效：储蓄高增、长期需求不足，“低欲望社会”下，即便政府采取强有力的货币和财政刺激政策，依然无法扭转经济长期衰退。

■ 泡沫后的股市：金融地产没落、出口分化、消费降级、科技泡沫盛宴。①金融地产：尘归尘土归土，与“失去的十年”同灭。人口下行加速，银行信用危机暴露，十年绝对收益为负。②出口导向行业分化：技术优势突围、成本优势丧失。汽车、电气设备、医疗器材、生物制药，符合日式生产组织高精度、高磨合度特征，出口份额扩张，股价上行。③低欲望社会的消费降级：低端零售、居家娱乐崛起。“断舍离”、“宅文化”盛行，女性地位提升，商品销售负增，服务型消费重要性提升。④科技：错失第三次工业变革，不妨碍泡沫盛宴。政府主导体制不合时宜，产业内重工艺轻市场，以及全社会风险回避倾向导致日本错失信息技术革命，但美国科网泡沫外溢效应下，日本科技股 90 年代领涨。

■ A 股的未来方向：高端制造、大众消费、前沿科技。从日本经济泡沫化以及泡沫破灭后的经济社会和股市表现出发，值得我国的借鉴之处主要有以下几个方面：①房地产：长期拐点一旦来临，难以扭转，投资性房地产占负债比例较高的行业，包括房地产服务、一般零售、医疗美容等，存在“资产负债表衰退”风险；②制造：复杂装备优势延续，低端制造逐步转移。优势产业特征在于模块化架构和复杂装备，具体包括光伏、电动车、高铁等；低端制造也纺织、家具、工业金属等产业链转移不可避免。③消费：老龄化和消费降级趋势下的女性、中老年、服务型消费突围，具体包括美妆、医美、医疗、护理、居家娱乐等；地产链、高端消费可能陷入长期低迷。④科技：全球化产业转型方向的收益共享。全球化产业转型方向，国内相关公司同样值得关注，目前处于萌芽期的技术主要集中于数字经济、AI、云计算、区块链等。

■ 风险提示：历史经验不代表未来，技术发展和政策推进不及预期，地缘政治风险。

相关研究

《流动性缩窄下的复苏配置——策略周聚焦》

2022-07-17

《【东吴策略】市场情绪降温，内外资偏消费——市场温度计》

2022-07-12

《逆回购缩量下的板块成交热度——策略周聚焦》

2022-07-10

内容目录

1. 当下中国宏观因子类似日本 1980-90 年代.....	5
2. 日本泡沫经济始末：从腾飞的 80 年代到失落的 90 年代.....	7
2.1. 前因：80 年代美日竞争、贸易冲突、广场协议.....	7
2.2. 泡沫破灭：“资产负债表衰退”和“低欲望社会”.....	11
3. 股市泡沫终结：金融地产没落、出口分化、消费降级、科技泡沫盛宴.....	15
3.1. 金融地产：尘归尘土归土，与“失去的十年”同灭.....	15
3.2. 出口导向行业分化：技术优势突围、成本优势丧失.....	17
3.3. 低欲望社会的消费降级：低端零售、居家娱乐崛起.....	19
3.4. 信息技术：错失第三次工业变革，不妨碍泡沫盛宴.....	21
4. A 股的未来方向：高端制造、大众消费、前沿科技.....	23
4.1. 房地产拐点：“资产负债表衰退”的风险.....	23
4.2. 制造：复杂装备优势延续，低端制造逐步转移.....	23
4.3. 消费：老龄化和消费降级趋势下的女性、中老年、服务型消费突围.....	24
4.4. 科技：全球化产业转型方向的收益共享.....	25
5. 风险提示	26

图表目录

图 1:	中国目前 GDP 增速水平类似日本 80 年代.....	6
图 2:	中国目前人均 GDP 水平类似日本 82-85 年	6
图 3:	中国目前出口/GDP 占比类似日本 80 末-90 初	6
图 4:	国目前人口结构类似日本 85-90 年	7
图 5:	中国目前地价走势类似日本 80-85 年	7
图 6:	日本 1960-1970 年经济高速增长	8
图 7:	1970-1980 年代日本出口占全球比重与美国趋近	8
图 8:	日本汽车出口美国比例较高.....	8
图 9:	第二次石油危机对日本冲击相对较小.....	8
图 10:	美元升值导致其对德、日巨额贸易逆差.....	8
图 11:	广场协议主要内容及各国采取措施.....	9
图 12:	广场协议后，美、日是卖出美元主力.....	10
图 13:	美元 1985-1987 年持续贬值	10
图 14:	广场协议后美国“J 曲线效应”	10
图 15:	卢浮宫协议后美国贸易逆差降低、经济企稳.....	10
图 16:	1985 年广场协议后日本出口下行.....	11
图 17:	内需驱动日本经济景气上行.....	11
图 18:	1986-1987 年日本连续 5 次降息	11
图 19:	1985-1989 年日本股市&房地产泡沫化	11
图 20:	资产负债表衰退引发经济衰退逻辑.....	12
图 21:	90 年代日本企业债务下行迟于土地&证券资产	12
图 22:	1990 年后日本企业资产负债表衰退.....	12
图 23:	日本人口自然增长率下行、进入老龄社会.....	13
图 24:	日本 90 年代后税收收入下行、财政支出上升.....	13
图 25:	90 年代日本政府债务快速上行.....	13
图 26:	日本 1990-1995 年连续 9 次降息	15
图 27:	日本储蓄率长期高于美国.....	15
图 28:	日本 90 年代 GDP 持续下行、失业率上行.....	15
图 29:	泡沫化行情中的领涨行业，股价 10 年未回到高点.....	16
图 30:	1990 年前后货币宽松期间，M2 扩张不同	16
图 31:	1985-1989 年日元升值、油价走低	16
图 32:	90 年代日本新屋开工、二手房成交整体下行.....	16
图 33:	90 年代后期日本出现金融机构倒闭潮.....	16
图 34:	日本机械、汽车、化学品、医学和光学仪器出口份额上升.....	18
图 35:	90 年代日本德国出口份额让位于中韩等国.....	18
图 36:	化学品中，医疗产品出口占比持续提升.....	18
图 37:	日本汽车行业 90 年代集中度提升.....	18
图 38:	90 年代主要出口行业涨跌幅与出口表现对应.....	18
图 39:	日本 90 年代服务业增加值占 GDP 比重上行.....	20
图 40:	日本 90 年代药品和洗浴用品销售额增长.....	20
图 41:	药店&商超、休闲品股价弹性较高	20
图 42:	日本消费行业指数 90 年代基本获得正向收益.....	20

图 43:	日本消费行业市值前 20 个股主营业务&90 年代股价表现	21
图 44:	信息技术行业 1992-2000 年收益领先	22
图 45:	日本信息行业股价上行来自美股科网泡沫外溢.....	22
图 46:	90 年代日本持续降息.....	22
图 47:	日本 2000 年机械、运输设备、化工出口占比高.....	24
图 48:	中国目前机电、化工品、运输设备出口占比过半.....	24
图 49:	我国高等教育女性占比已超 50%	25
图 50:	2019 年按户主年龄分组的城镇家庭资产统计.....	25
图 51:	家庭户规模缩小, 2020 年已经低于 3 人.....	25
图 52:	数字经济、AI、区块链等技术处于早期发展阶段	26
表 1:	1990 年代日本主要财政政策.....	14
表 2:	投资性房地产占比较高行业.....	23

从中美竞争到产业外迁压力，从出口驱动到扩大内需，从人口老龄化到地产拐点，这些我们正在经历，而我们的邻国日本在 1980-90 年代也都一一经历。从文化到经济，学界不乏对日本的研究。策略视角下，我们将泡沫经济破灭后的日本股市作为一面镜子，以邻为鉴、以史为鉴，探索 A 股在“百年未有之大变局”中的机会和风险。

核心结论：

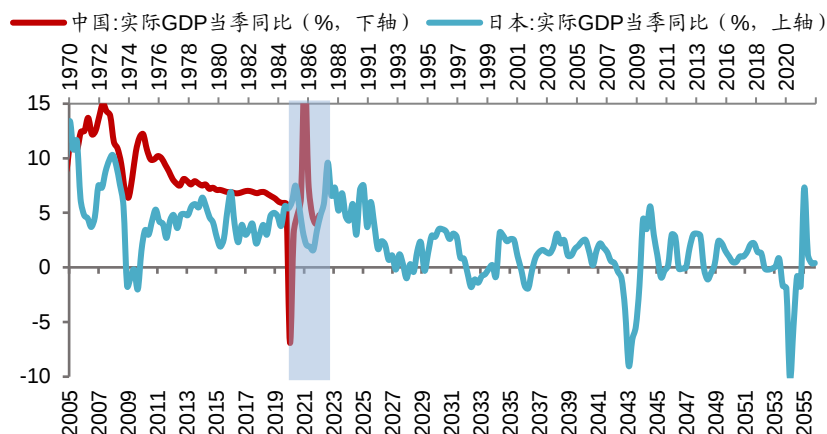
- ①对比 GDP、出口、人口、地产等宏观因子，当下中国类似日本 1980-90 年代。
- ②80 年代美日竞争加剧，1985 年广场协议成为美日贸易冲突的峰值与日本泡沫的开端。
- ③为应对广场协议导致的“日元升值不景气”，1986-89 年日本货币财政政策极度宽松，催生房地产和股市泡沫。
- ④90 年代泡沫破灭，企业部分主动收缩负债，居民部门老龄化少子化加深，“资产负债表衰退”+“低欲望社会”，日本陷入“失去的十年”。
- ⑤股市泡沫终结后，金融地产尘归尘土归土，与“失去的十年”同灭；出口导向行业分化，技术优势突围、成本优势丧失；“低欲望社会”之下消费降级，低端零售、居家娱乐、女性消费崛起；信息技术错失第三次工业变革，但不妨碍其享受泡沫盛宴。
- ⑥以邻为鉴，看 A 股的未来方向：房地产长期拐点难以扭转，警惕房地产、零售行业“资产负债表衰退”风险；制造业复杂装备（光伏、电动车、高铁）优势延续，低端制造（纺织、家具、工业金属）转移；老龄化和消费降级趋势下的女性、中老年、服务型消费有望突围；数字经济、AI、区块链等处于技术萌芽期，国内相关公司仍可关注。
- ⑦东吴策略海外系列报告 1-2《德国制造，何以强势》、《德国股市 50 年：全球浪潮中的制造业映射》，聚焦德国制造业，探讨德国战后制造业崛起过程中的产业政策和股市变迁，对我国有何启示。

1. 当下中国宏观因子类似日本 1980-90 年代

我国当前与日本 1980-90 年代的相似：GDP、出口、人口、地产因子。国内热衷于研究日本的种种经济现象，而日本经济高速发展阶段的确与我国极为相似，包括而不限：一，在经济高速增长之初，都以举国体制推进基础设施建设、重工业改造，奠定工业化基础；二，在全球化过程中，出口也成为驱动经济高增的重要因素；三，日本和中国同属东亚文化圈，共享追求稳定、储蓄率高等社会现象等等。从 GDP 增速、人均 GDP、出口占比、人口结构和地价走势等多个因素对比，我国目前的发展阶段与日本 80-90 年代较为相似：1）我国“十四五”期间的 GDP 增速水平预计 5-5.5%之间，与日本 70 末-

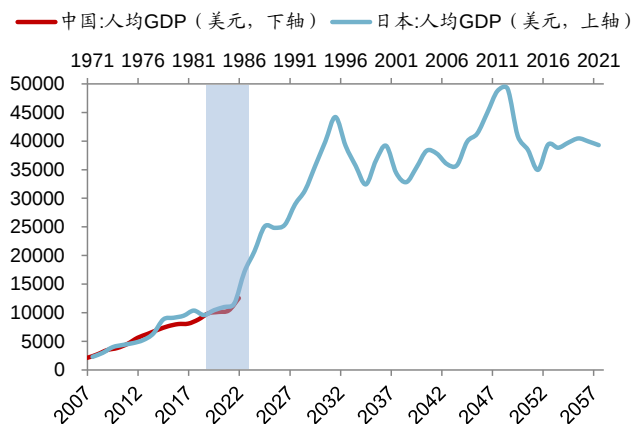
80 年代的水平较为接近；2）我国 2021 年人均 GDP 约 1 万美元，类似日本 1982-1985 年水平；3）我国出口/GDP 比重自 2006 年触顶后开始回落，2016 年起降幅趋缓，趋势上类似日本 1987-1990 年；4）我国 2021 年 65 岁以上人口占比接近 12%，地价上涨趋势趋缓，若抛开日本 85 年后房地产泡沫化阶段，人口和地价走势类似日本 1980-1990 年。

图1：中国目前 GDP 增速水平类似日本 80 年代



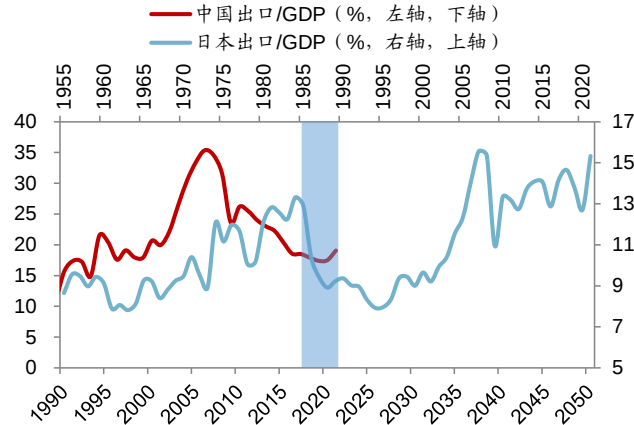
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：中国目前人均 GDP 水平类似日本 82-85 年



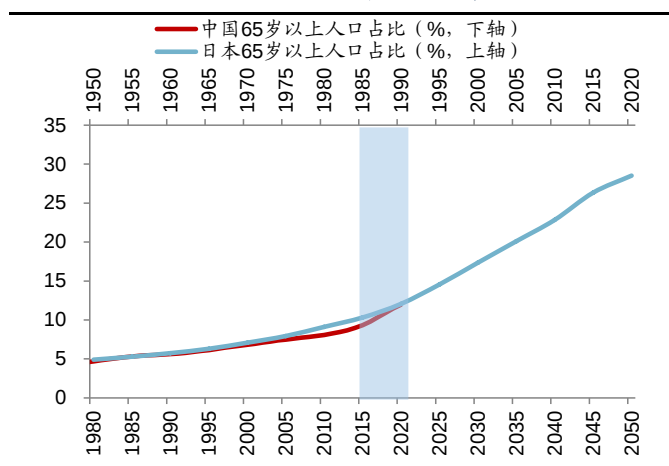
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：中国目前出口/GDP 占比类似日本 80 末-90 初



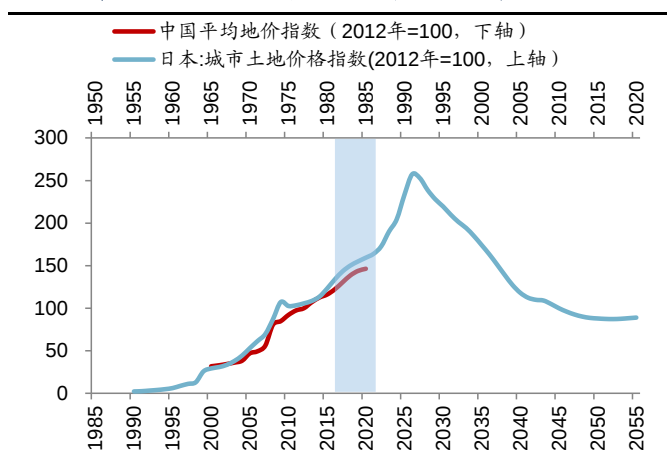
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：国目前人口结构类似日本 85-90 年



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：中国目前地价走势类似日本 80-85 年



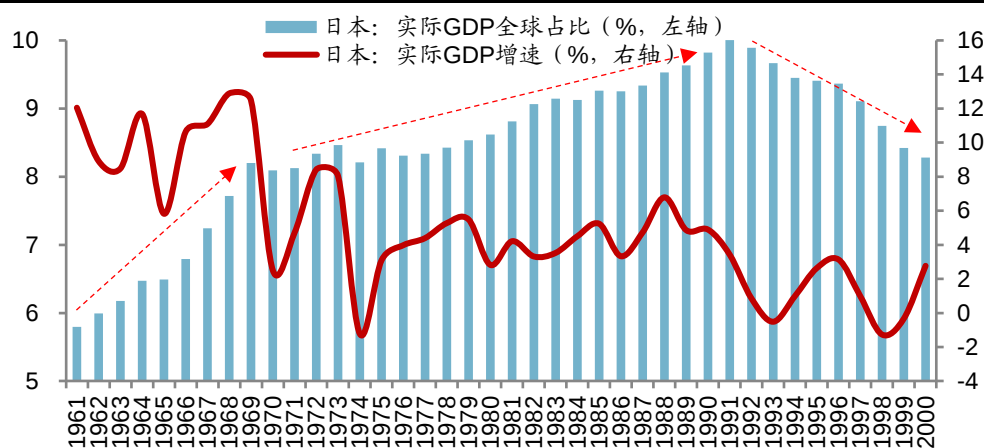
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 日本泡沫经济始末：从腾飞的 80 年代到失落的 90 年代

2.1. 前因：80 年代美日竞争、贸易冲突、广场协议

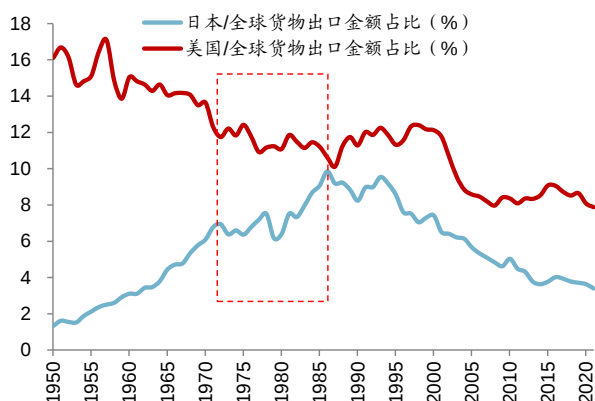
前情：二战后日本崛起，美日竞争加剧，巨额贸易逆差触发贸易战风险。战后日本经济在美国援助、朝鲜战争以及为举办奥运会扩大投资等多方因素驱动下完成从战前农业国向工业国的转变。1960 年代私人设备投资和出口贸易大幅增加，1960-1969 年日本 GDP 复合增速达到 10%，并在 1968 年超过西德，成为全球经济总量仅次于美国的第二大经济体。两国的直接竞争体现在出口贸易方面：总量上来看，日本在全球的出口份额占比不断扩张，1986 年达到 9.9%，已经接近美国 10.6% 的份额；结构上来看，美日两国自 70 年代起就在纺织品、钢铁、彩电等领域频繁爆发贸易摩擦，最为激烈的摩擦在两国都视为“战略工业”的汽车领域：1980 年日本汽车产量 1104 万辆，其中 54% 出口，而其中出口美国的汽车量占国内产量 22%，挤占美国汽车销售量的 21%，并导致美国汽车生产部门超过 80 万的失业人数。与此同时，1970 年代两次石油危机冲击全球，日本在第一次石油危机后积极寻求能源转型，受第二次石油危机冲击较小；但美国在两度冲击之下通胀高企，1979-1984 年美元指数涨幅高达 68%，美元持续大幅升值导致其对日本、德国等主要出口国产生巨额贸易逆差。

图6: 日本 1960-1970 年经济高速增长



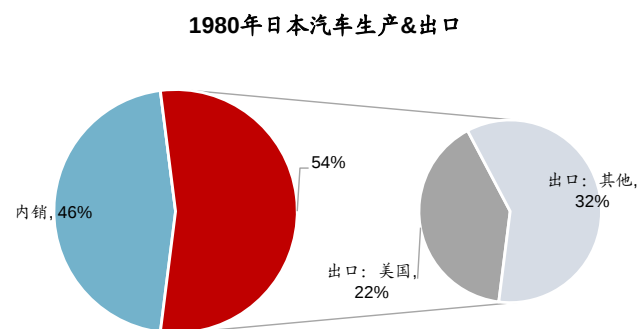
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 1970-1980 年代日本出口占全球比重与美国趋近



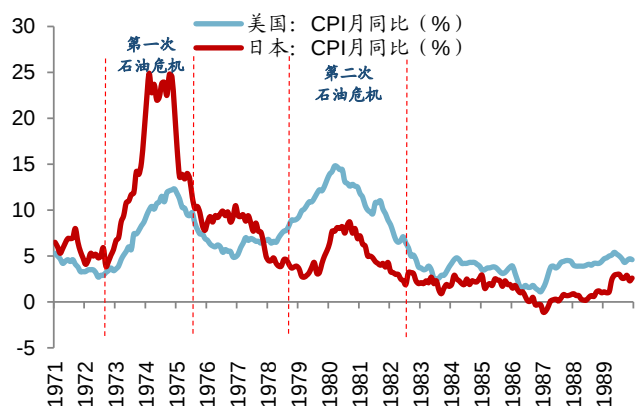
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 日本汽车出口美国比例较高



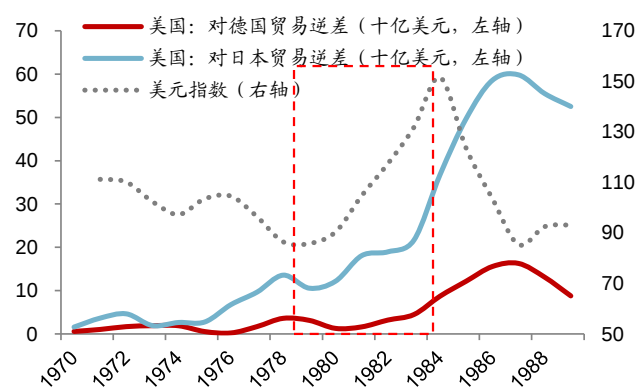
数据来源: CEIC, 《日本战后经济史》, 东吴证券研究所

图9: 第二次石油危机对日本冲击相对较小



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

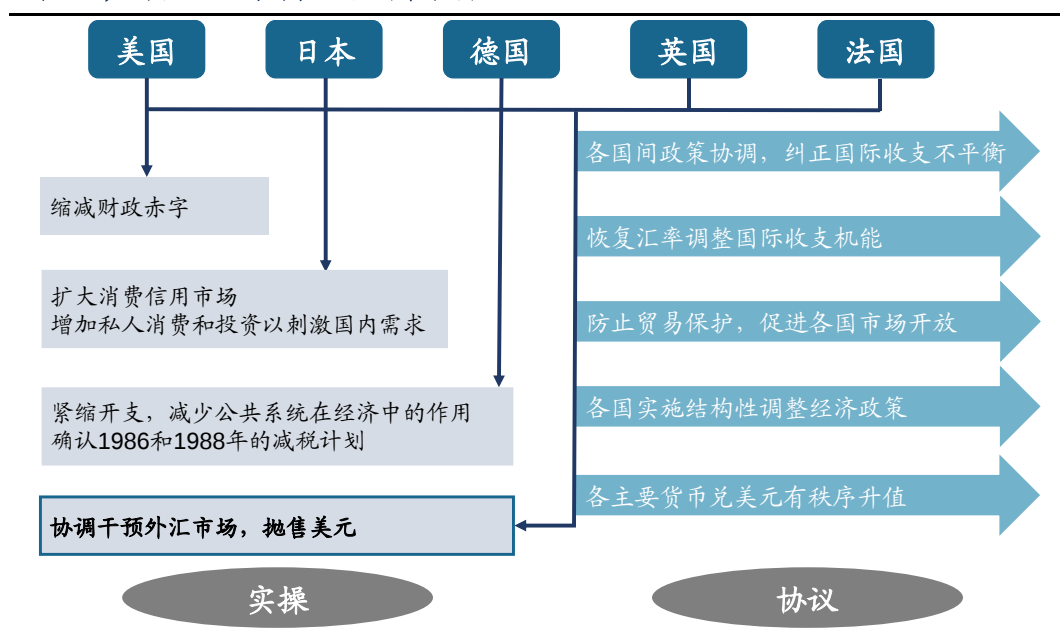
图10: 美元升值导致其对德、日巨额贸易逆差



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

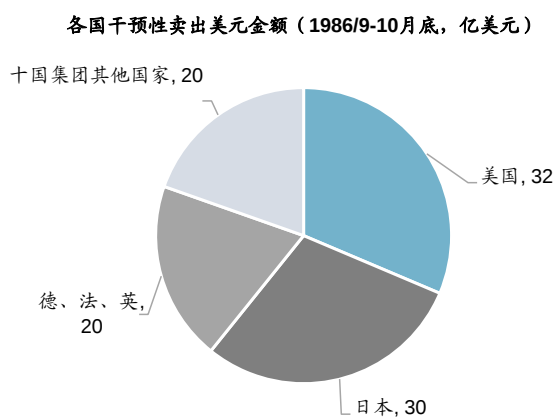
85 年广场协议：贸易冲突的峰值与日本泡沫的开端。1985 年 9 月，美、日、德、法、英五国签署广场协议，主要内容包括各国通过政策协调，推动美元升值、防止贸易保护、以及实施结构性调整经济政策等。由于广场协议“无纸面记录”，具体操作细节并未披露，但最为核心的内容和后续操作主要体现为，各国货币当局出手干预外汇市场，推动美元贬值 10-12%，主要干预货币为美元、日元和德国马克。据纽约联储交易室主任萨姆·克劳斯，广场会议到当年 10 月底之间，美国干预性卖出美元总计 32 亿美元，日本、联邦德国、法国和英国四国央行合计达 50 亿美元，日本则共投入 30 亿美元（据宫泽喜一）。此外，美、德、日三国出台财政政策配合解决对外贸易不均衡问题，美国作为贸易赤字国大幅削减财政赤字，而日本、德国着力扩大内需。广场协议所设定的美元贬值目标在当年 10 月底已经实现，但美元仍持续贬值，1985/9-1987 年底美元指数从 144 降至 85（-40%），美元兑日元从 242 降至 120（-50%）。

图 11：广场协议主要内容及各国采取措施



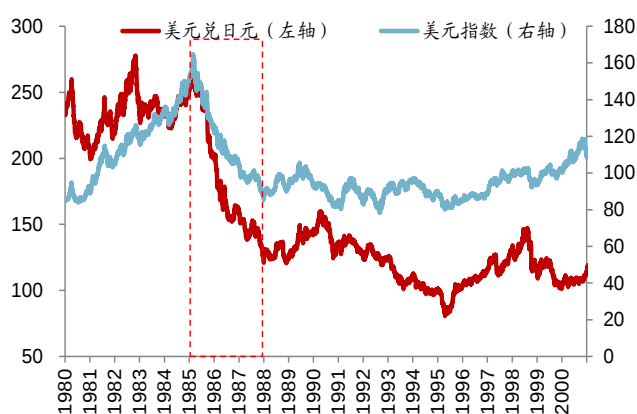
数据来源：《管理美元》，《资产负债表衰退：日本经验》，东吴证券研究所

图12: 广场协议后, 美、日是卖出美元主力



数据来源:《管理美元》, 东吴证券研究所

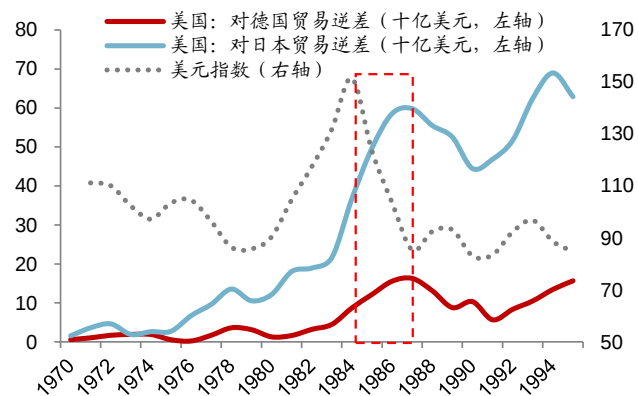
图13: 美元 1985-1987 年持续贬值



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

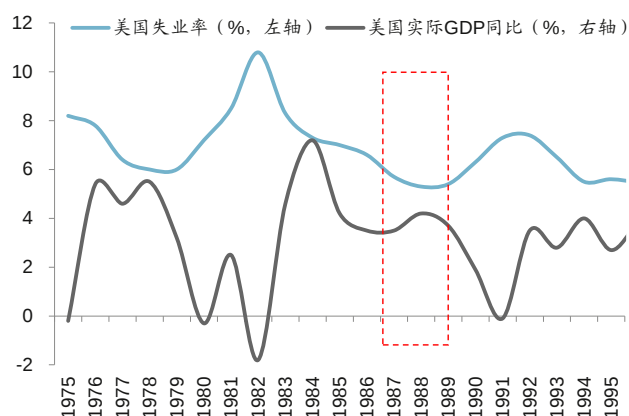
美国霸权地位巩固: 从“广场协议”到“卢浮宫协议”。广场协议后, 美元迅速贬值, 但并未带来美国贸易赤字改善: “J 曲线效应”之下, 以美元计价的对日本、德国贸易逆差仍持续扩大, 美国对德、日的贸易摩擦再度加剧。在此背景下, G7 国家签署“卢浮宫协议”, 主要内容包括日本和西德等实施刺激内需计划、美国进一步削减财政赤字、G7 国家加强外汇市场“干预协调”等。卢浮宫协议后, 主要国家汇率趋于稳定, 美国对德、日贸易逆差迅速缩窄, 实际 GDP 同比也停止 1984 年以来的持续下行趋势, 在 4% 左右企稳, 失业率持续下行至 1988 年 5.3%, 美国经济霸权地位在一定程度行得到巩固。

图14: 广场协议后美国“J 曲线效应”



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 卢浮宫协议后美国贸易逆差降低、经济企稳

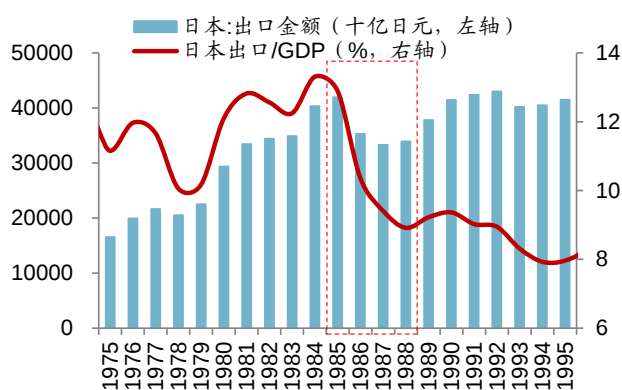


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

日本繁荣表象下的泡沫: 从“日元升值萧条”到“平成景气”。广场协议对日本最直接的影响是“日元升值萧条”: 日元升值导致日本 1982 年以来持续出口动能减弱, 以日元计价, 1985-1986 年日本出口占 GDP 的比例从 12.9% 降至 10.4%, GDP 增速从 5.2% 降至 3.3%。为降低日元升值对国内经济的负面影响, 日本采取货币财政双宽的政策, 一方面通过降低利率缓解日元升值预期, 日本央行贴现率 1986-1987 年连续 5 次降息 (5%-

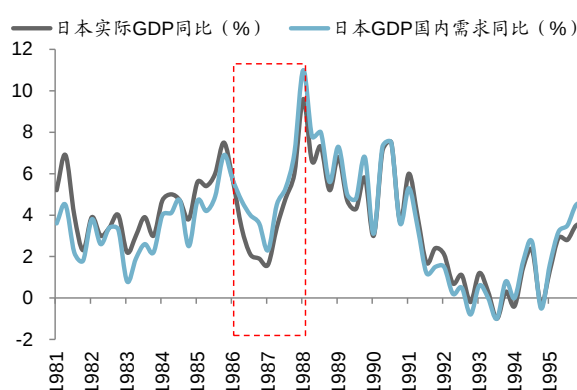
2.5%); 另一方面将战略重心转移至内需, 以宽松货币配合积极的财政政策, 1987 年减税 1 万亿日元并投资 5 万亿用于公用事业, 此后再度追加 2 万亿, 进一步扩大财政开支。极度宽松的货币和财政政策, 为日本带来长达 51 个月的“平成景气”, 内需成为驱动经济增长的主要力量。但繁荣的另一面, 是货币供给大幅上升, 1987-1990 年 M2 复合增速超过 10%, 远超同期日本 GDP 复合增速仅 4%, 叠加本币升值之下境外热钱涌入, 大量剩余流动性涌入股市和房地产市场, 催生资产泡沫: 1985 年初-1989 年底, 日经 225 从不到 12000 点升至近 39000 点, 涨幅超 200%; 东京房价指数从 97 升至 214 点, 涨幅超 100%。直至 1989/5 日本银行调高法定利率、1990/3 大藏省对房地产融资施行总量规制, 触发股市和房地产泡沫破灭, 日本自此陷入长期衰退, 即“失落的十年”。

图16: 1985 年广场协议后日本出口下行



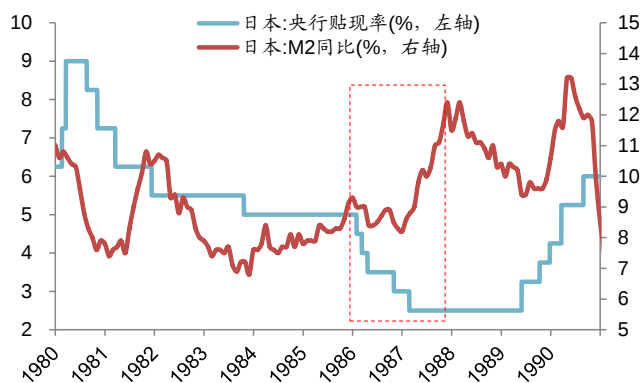
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 内需驱动日本经济景气上行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 1986-1987 年日本连续 5 次降息



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: 1985-1989 年日本股市&房地产泡沫化



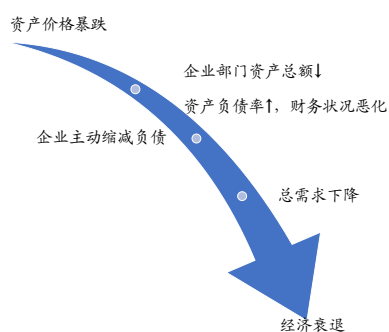
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 泡沫破灭: “资产负债表衰退”和“低欲望社会”

企业部门投资不振: “资产负债表衰退”与“失去的十年”。根据日本经济学家辜朝明的观点, 日本“失去的十年”本质在于“资产负债表衰退”。1990 年日本经济泡沫破

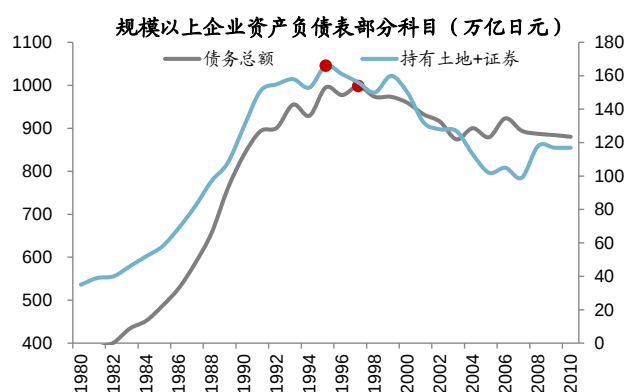
灭后，全国性的资产价格暴跌，尤其合计占企业资产总额 15%左右的土地和证券，股市和地价暴跌之下价值 1990 年后停止扩张、1995 年开始持续下行；而债务总额略为滞后，1997 年开始进入下行通道。这在一定程度上印证“资产负债表衰退”的逻辑传导：企业部门资产总额持续缩水，导致资产负债率被动抬升、企业财务状况恶化，企业转而追求“负债最小化”，主动以现金等价物或现金流偿还债务并停止进一步借贷，以缩减负债规模。与之伴随的，是企业投资意愿低迷，日本工业厂房及设备投资同比 1992 年陷入负增长，1991-2000 年震荡中枢-2.3%，非金融企业部门杠杆率自 1993 年 145%持续下行，2019 年前基本低于 100%。在此背后反应的是社会总需求降低，从而引致经济长期衰退。

图20：资产负债表衰退引发经济衰退逻辑



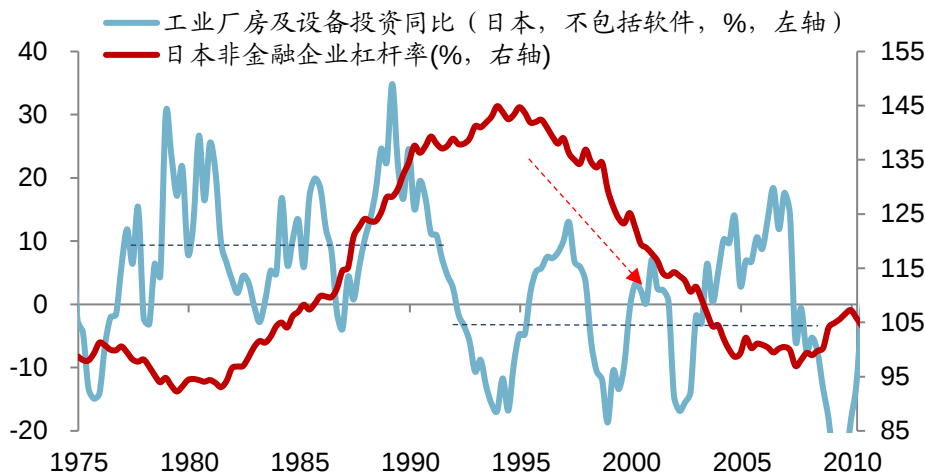
数据来源：《资产负债表衰退：日本经验》，东吴证券研究所整理

图21：90年代日本企业债务下行迟于土地&证券资产



数据来源：《资产负债表衰退：日本经验》，东吴证券研究所

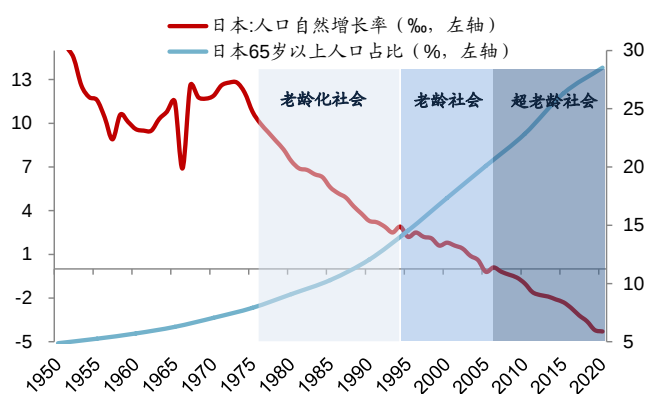
图22：1990年后日本企业资产负债表衰退



数据来源：Wind，东吴证券研究所

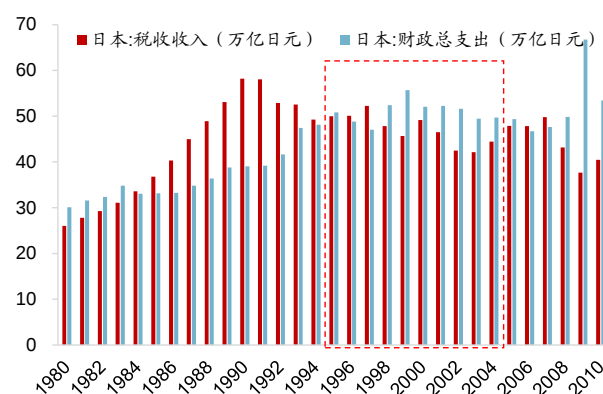
居民消费萎靡：人口老龄化少子化，财政可持续性存疑。1970 年代日本少子化和老龄化趋势已经开始显现，1990 年经济泡沫破灭后，人口危机加剧：人口自然增长率（出生率-死亡率）从 1990 年 0.33% 降至 1999 年 0.16%，并于 2005 年开始进入负增阶段；此外 65 岁以上人口占比在 1995 年突破 14% 的阈值，从老龄化社会正式进入老龄社会。人口总量和结构的变化，对财政的影响也在 90 年代开始显现：劳动人口减少，叠加企业部门扩张乏力，日本税收收入处于长期下降通道，自 1995 年开始财政支出高于税收收入，此后财政缺口不断扩大。与此同时，日本 90 年代开始大量发行国债，政府债务同比增速不断上行，1995 年后基本保持 10% 以上增速；1990 年政府债务占日本国内名义 GDP 的比重仅 50%，2000 年达到 98%，2021 年该比率已经达到 225%，高于 G7 国家在内的全球主要经济体。劳动人口减少、税收增长难有支撑、政府债务高企，日本财政状况长期恶化，可持续性存疑之下面临崩溃风险。

图23：日本人口自然增长率下行、进入老龄社会



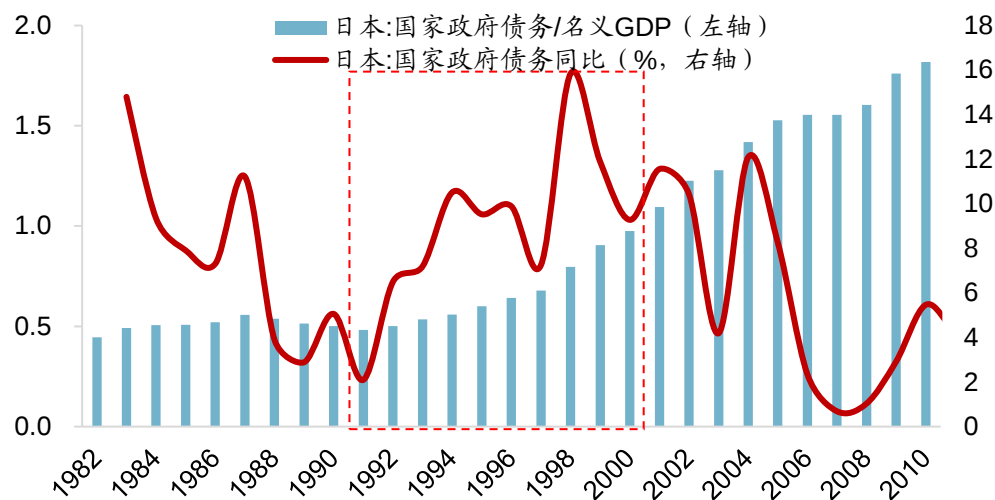
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图24：日本90年代后税收收入下行、财政支出上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图25：90年代日本政府债务快速上行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

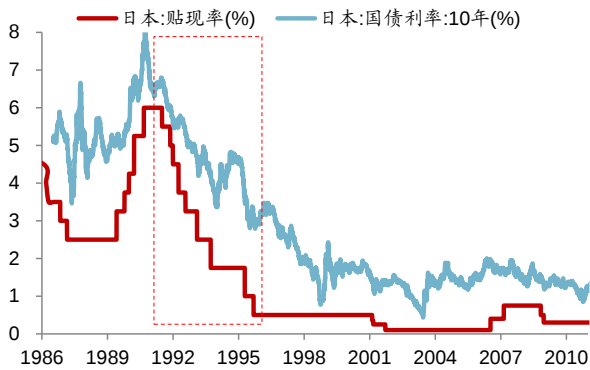
货币和财政政策失效，经济增长长期停滞。为应对泡沫破灭对经济的冲击，货币政策方面，日本 1990-1995 年连续 9 次降息，贴现率从 6% 降至 0.5%；财政政策方面，日本 1990 年代多次以“紧急经济对策”或“补充预算”等方式扩张财政支出、加大公共投资支出，用于扶持合计财政支出达 174 万亿日元。但持续的货币和财政刺激，并没有驱使日本经济走出谷底，90 年代日本经济增长停止，GDP 增速中枢降至 1.3%（80 年代 4.6%），失业率从 1.9%（1990 年）持续上升至 5%（2001 年）。货币和财政政策失效的根源在于前文所述的资产负债表衰退、以及人口结构问题：一，资产负债表衰退的直接表现是，企业部门主动收缩负债，追求“负债最小化”，实体资金需求降低导致“流动性陷阱”，货币宽松所释放的流动性难以流入实体；二，人口结构上趋于少子化和老龄化，但大规模财政支出所导致的巨额政府债务，偿还有赖长期税收的增长，根据李嘉图的中立命题，当人们预期到政府为偿债施行增税时，短期减税所得将用于储蓄而非消费。由此资产负债表衰退和人口少子化、老龄化趋势，共同指向储蓄高增、而长期需求不足；即便政府采取强有力的货币和财政刺激政策，依然无法扭转经济长期衰退。

表1：1990 年代日本主要财政政策

时间	主要内容	资金规模（万亿日元）
1992-08	扩大公共投资，扶持中小企业，促进民间设备投资	10.7
1993-04	扩大公共投资，扶持中小企业，促进民间设备投资	13.2
1993-09	整建社会基础设施，扶持中小企业	6.2
1994-02	扩大公共投资，扶持中小企业，减少所得税	15.3
1995-04	阪神大地震赈灾，紧急防灾对策，扶持中小企业	7
1995-09	扩大公共投资，扶持中小企业，减少所得税	14.2
1998-04	扩大公共投资，减轻租税负担	16.75
1998-11	缓解惜贷，扩大公共投资，增加就业	23.9
1999-11	增加就业紧急对策	0.54
1999-11	基础设施投资，支援中小企业、风险企业等	18
2000 年	基础设施投资，支援中小企业等	48
合计		173.8

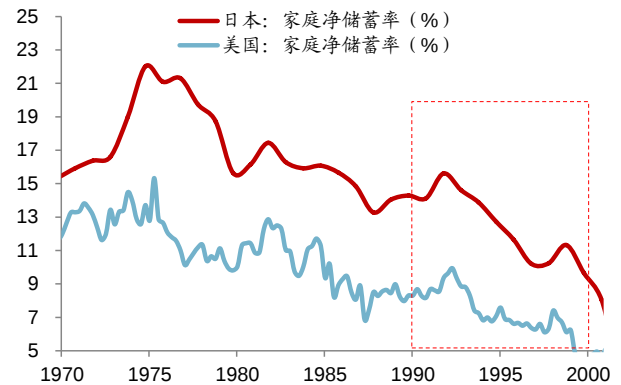
数据来源：《资产负债表衰退：日本经验》，东吴证券研究所

图26: 日本 1990-1995 年连续 9 次降息



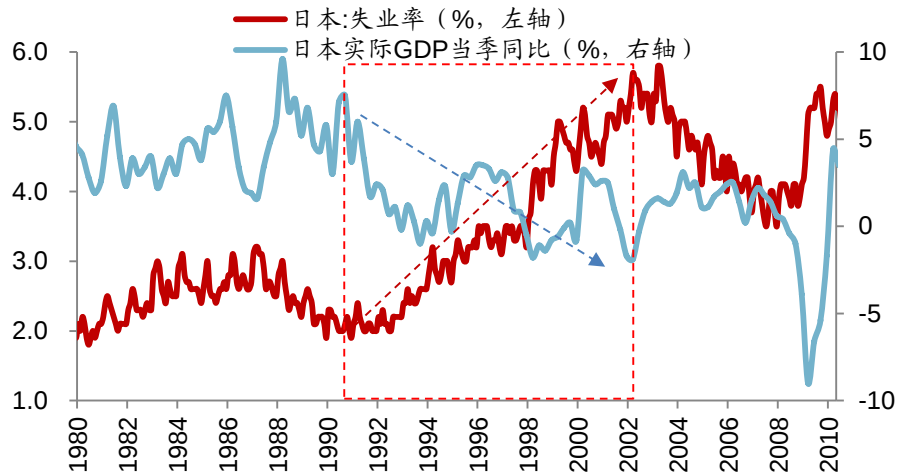
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 日本储蓄率长期高于美国



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图28: 日本 90 年代 GDP 持续下行、失业率上行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

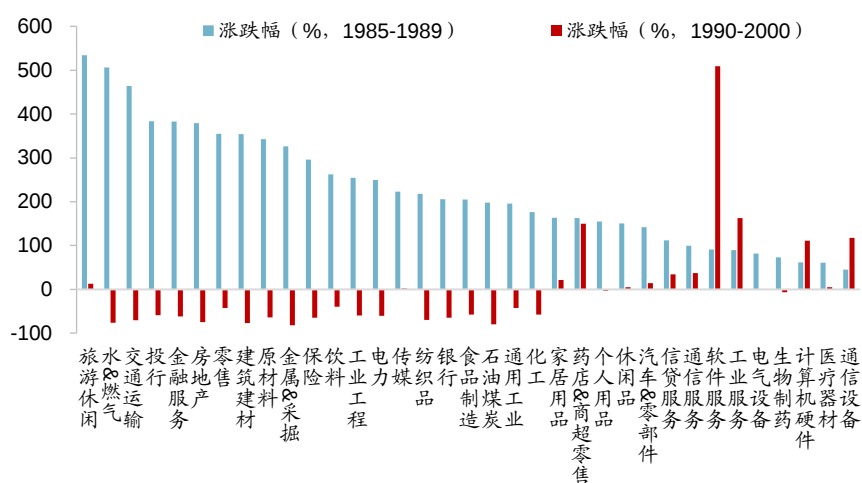
3. 股市泡沫终结：金融地产没落、出口分化、消费降级、科技泡沫盛宴

3.1. 金融地产：尘归尘土归土，与“失去的十年”同灭

80 年代泡沫领涨的金融地产，90 年代绝对收益基本为负。日本 1985 年后的泡沫化行情中，领涨行业主要受益于日元升值或货币宽松：其一，金融行业中投行、金融服务、保险、银行，受益于货币持续宽松，1985-1989 年泡沫顶点涨幅均超过 200%，股市整体大幅上行，投行板块涨幅最高，5 年涨幅 384%；其二，地产&地产链（建筑建材、金属&采掘、原材料、工业工程），以及水&燃气、电力等公用事业相关行业，受益于货币宽松带来的房价、地价持续上涨，带动购房需求上行，以及宽财政导向下公用事业投资的

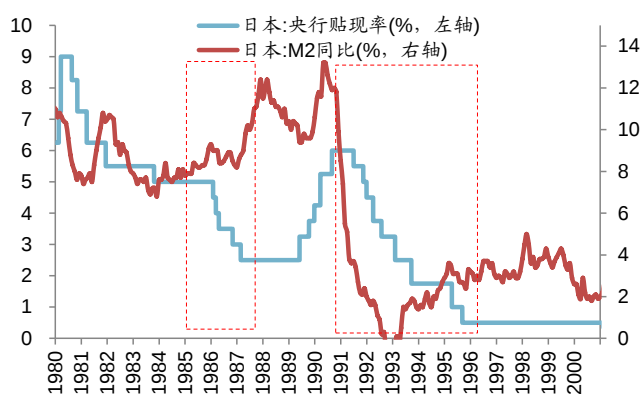
大幅增加；其三，休闲旅游、交通运输，包括航空、陆运、海运，主要受益于日元升值、原油价格下行，所带来的成本压缩、行业盈利空间扩大。1989 年底日本资产价格泡沫破灭后，虽然央行再度降息，但 M2 增速再难回到 1985 年后的泡沫化水平，股票、房地产价格长期下行，日本经济低迷，金融地产首当其冲，基本面也出现明显恶化：日本 25-44 岁购房主力人口在 80 年代起就步入长期下行通道，长周期人口因素影响、叠加地价拐头向下，新屋开工 90 年代也开始持续下滑；银行信用危机暴露，据日本金融厅，1992-2002 年所有银行不良债权从 12.8 万亿日元增加到 43.2 万亿日元，90 年代中期金融系统倒闭家数开始增多，1997 年亚洲金融危机进一步引发金融系统倒闭潮，1999 年倒闭家数达到 44 家。金融地产等受益于货币宽松和日元升值的泡沫经济“弄潮儿”，与日本经济共同陷入“失去的十年”，指数价格未能回到泡沫顶点，十年后绝对收益仍为负值。

图29：泡沫化行情中的领涨行业，股价 10 年末回到高点



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图30：1990 年前后货币宽松期间，M2 扩张不同



数据来源：Wind，东吴证券研究所

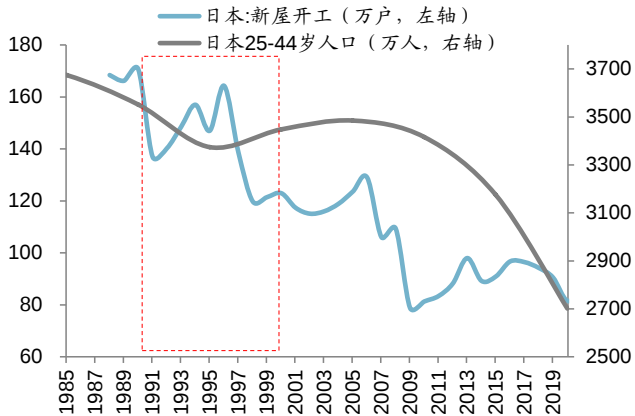
图31：1985-1989 年日元升值、油价走低



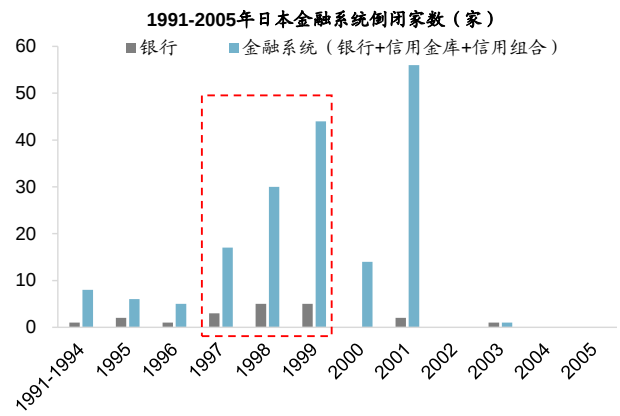
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图32：90 年代日本新屋开工、二手房成交整体下行

图33：90 年代后期日本出现金融机构倒闭潮



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: 日本大藏省, 东吴证券研究所

3.2. 出口导向行业分化: 技术优势突围、成本优势丧失

日本制造的优势: 车间现场的“know how”。日本制造的优势在于“know how”, 整体生产模式相对封闭, 偏向“一体化流程”, 相关技艺和技巧多为难以转化成文献的隐形知识, 因此也难以实现标准化和模块化, 日式组织更易实现各类技术的高度匹配。因此日本制造最具优势的产业有两类: 一是高精度要求的高级汽车、精密仪器、半导体等; 二是整合过程中需要结合液体材料的产业, 包括高端显影、抛光设备、化学生物制品等。而对于实验室层面的设计研发能力 (“know why”)、以及需求层面的市场调研能力, 日本远不及美国和韩国, 前者具备强大基础研究能力和前沿技术开发能力, 后者则具备大型财团及其控制下具有冒险精神和危机意识的企业家。这也成为日本制造在第三次科技革命和全球化时代下逐步式微的深层原因。

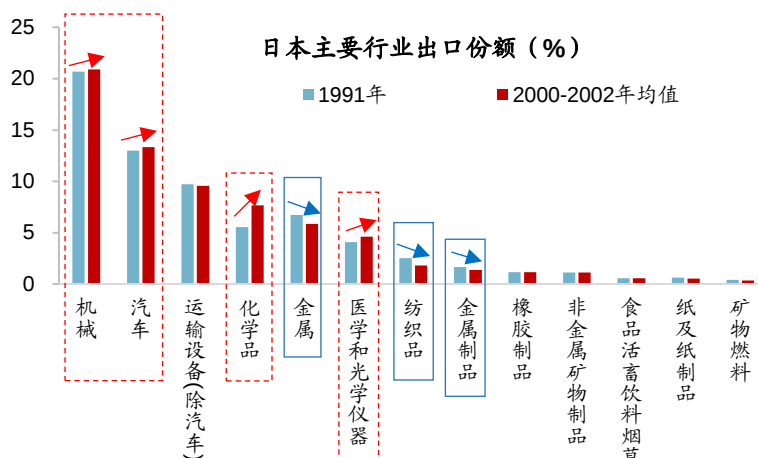
出口导向的两条逻辑: 技术优势&成本优势。一个朴素的道理是, 全球化时代中, 出口导向型国家的优势主要来自两个方面: 其一, “我有的你没有”, 即产业互补优势构成出口的主要驱动逻辑, 对于日本而言, 日式组织架构下的高精度、高磨合度成为其不可替代的技术优势, 主要集中于高级汽车、精密仪器、高端显影、化学生物制品等高端制造行业; 其二, “你有的我便宜”, 即低成本构成两国产品的比较优势, 驱动出口增长, 例如日本早期出口占比较高的纺织品、钢铁、金属制品等。国内劳动力成本提升、本币升值都因素都可能导致低成本优势丧失, 日本劳动人口减少、日元升值等因素都导向其产业向后发国家转移的必然性; 而其在产业发展过程中所具备的独特互补优势则难以被替代, 出口份额仍可保持。

技术优势保留: 汽车、电气设备、医疗器材、生物制药。日本作为出口导向型国家, 90年代国内消费、投资低迷, 出口在全球份额中的占比也逐渐为韩国、中国等后发国家所替代。但日式组织模式具备优势的机械、汽车、化学品、医学和光学仪器的出口份额逆向增长。其中, 化学品内部, 份额增长最为明显的细分项来自医疗产品; 汽车内部, 以丰田、本田为代表的龙头企业实现资源整合、市场份额持续扩张。在资本市场, 相关行业指数的表现也有所映射, 汽车&零部件、医疗器材、电气设备、生物制药行业指数

在 1992 年日经指数触及阶段性底部后，至 2000 年获得 40% 以上的正向收益，汽车龙头丰田、本田的股价 90 年代中后期也随着其市场份额扩张持续上涨。

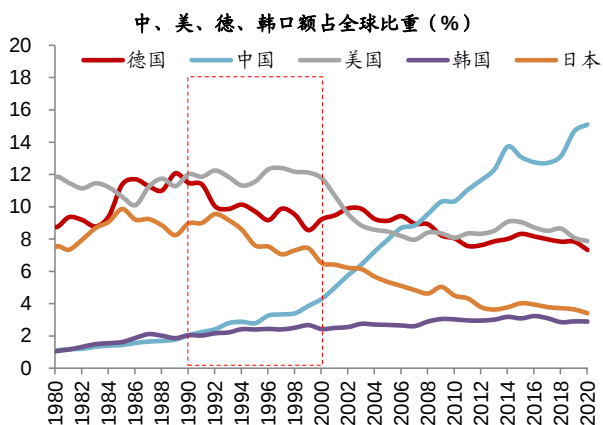
出口成本优势丧失：纺织品、金属、石油煤炭。全球化程度加深的 90 年代，日元兑美元稳定在较高水平，成本占比相对较高、更易通过标准化、模块化、平台化来降低成本的产业首当其冲。从日本 90 年代出口结构变化来看，纺织品、金属及金属制品的出口份额下降最为明显；映射到资本市场，金属、纺织品、石油煤炭在 90 年代股价持续下跌，1992 年中至 2000 年跌幅基本超过 40%。

图34：日本机械、汽车、化学品、医学和光学仪器出口份额上升



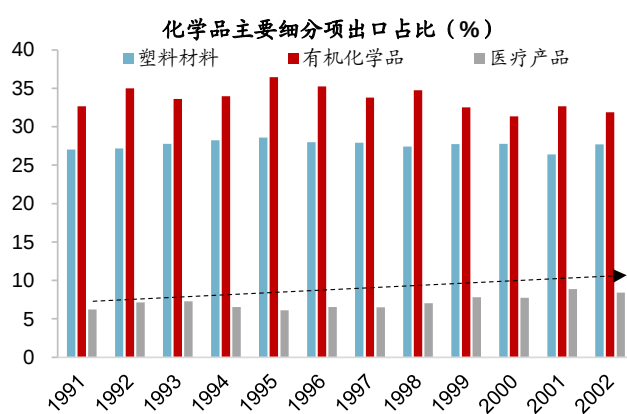
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图35：90年代日本德国出口份额让位于中韩等国



数据来源：《战后日本经济史》，东吴证券研究所

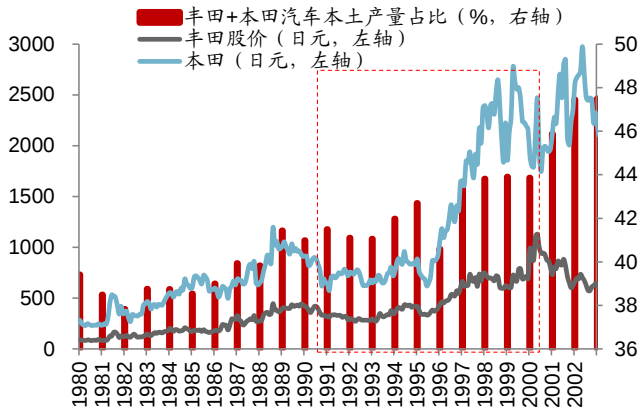
图36：化学品中，医疗产品出口占比持续提升



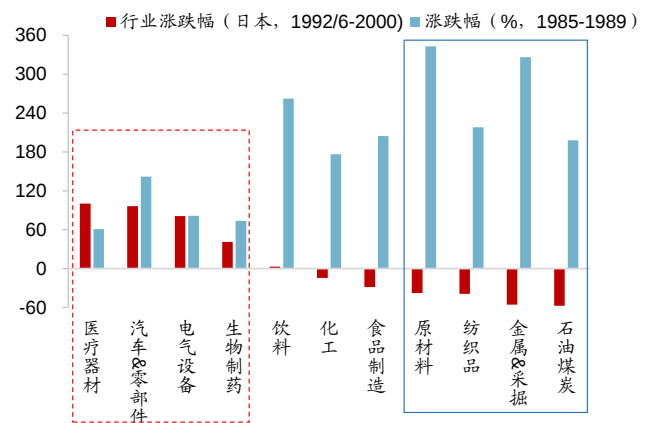
数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图37：日本汽车行业 90 年代集中度提升

图38：90 年代主要出口行业涨跌幅与出口表现对应



数据来源：CEIC，东吴证券研究所



数据来源：Datastream，东吴证券研究所

3.3. 低欲望社会的消费降级：低端零售、居家娱乐崛起

“低欲望社会”：消费降级，服务型消费重要性提升。在普遍印象中，日本自90年代初经济泡沫破灭后进入“低欲望社会”。从数据上来看的确如此：日本国内商业销售额自1990年接近10%的同比增速迅速转为长期负增，其各细分项中，1990-2000年仅药品和洗浴用品销售额复合增速呈现正增长，其余分项10年间销售额负增。但与此同时，和多数发达国家一样，服务业在经济中的重要性持续提升，日本服务业增加值占GDP比重从1990年60%升至2000年66%，此后持续上升并稳定在70左右，服务型消费成为经济的主要贡献力量。

低端零售、个人护理、居家娱乐崛起。从日本股市行业层面看，各消费类行业指数在90年代基本获得正收益，其中药店&商超零售、旅游休闲行业表现出较高弹性，而药店&商超零售行业同时受益于药品和洗浴用品销售额提升、以及服务业占比提升，1992/6-2000年股价收益率达227%，在消费类行业中一骑绝尘。进一步地，重点观察日本消费行业中2000年市值排名前20的个股，股价上涨占比80%，一定程度体现存量经济中，龙头相对受益于市场份额提升。从个股主营业务层面来看，90年代获得正收益的个股主要回应“低欲望社会”中的三类趋势：

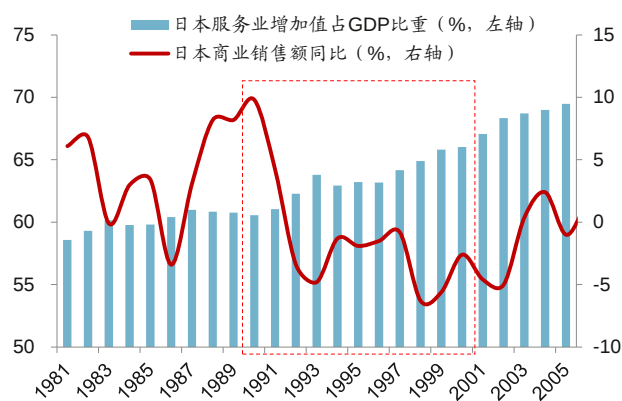
①低端零售类（如7-11、永旺、丸井百货）：“断舍离”与“极简生活”导向下的消费降级；

②必选消费品（如尤妮佳、花王、资生堂）：女性地位上升，带动女性消费力增强，个人护理类产品表现较好；

③居家娱乐产品（如索尼、尼康、任天堂）：“宅文化”盛行，居家娱乐类设备如索尼、尼康，游戏开放商如任天堂需求上升，股价上涨。

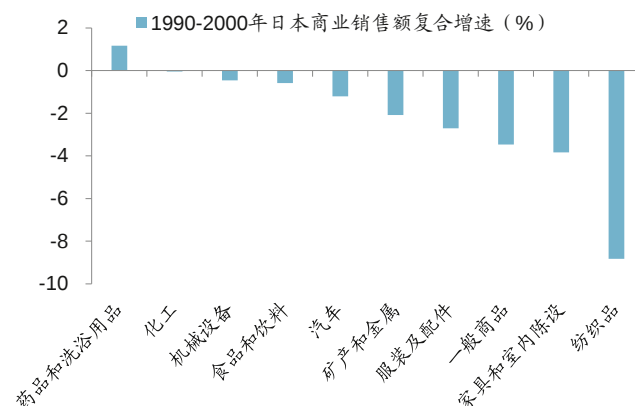
高端休闲、地产消费股价萎靡。家居用品类公司如积水房屋、高端休闲相关的全日空公司等，“低欲望”带来的消费降级背景下，股价受挫。

图39：日本 90 年代服务业增加值占 GDP 比重上行



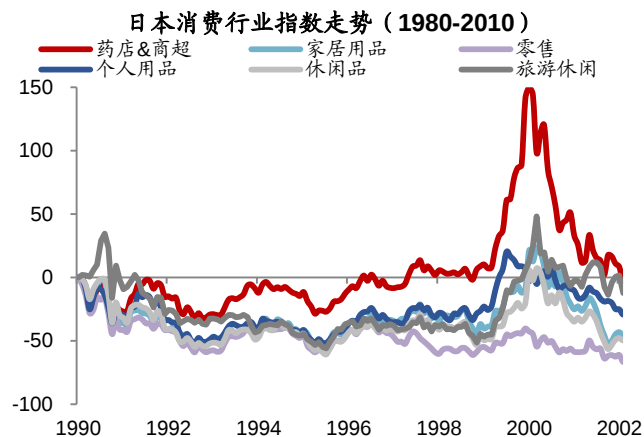
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图40：日本 90 年代药品和洗浴用品销售额增长



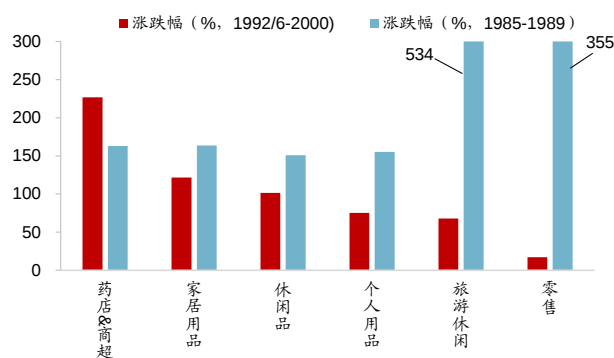
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图41：药店&商超、休闲品股价弹性较高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图42：日本消费行业指数 90 年代基本获得正向收益



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图43: 日本消费行业市值前 20 个股主营业务&90 年代股价表现

公司	行业	主营业务	市值(亿日元, 2000/1/1)	涨跌幅(%, 1992/6-2000/1)
科乐美	休闲品	游戏、健身器材、老虎机	10377	937
索尼	休闲品	家庭娱乐和声音、电子设备	125648	608
7-11	零售	便利店	134928	546
尤妮佳	药店&商超	婴儿、女性、宠物护理	4174	391
尼康	休闲品	数码相机、显微镜	11098	355
史克威尔艾尼克斯	休闲品	游戏、漫画杂志	2897	298
饰梦乐	零售	廉价服装	5730	272
花王	药店&商超	美容护理、健康护理	18219	175
三丽鸥	休闲品	社交通讯礼品销售、主题公园	2969	157
万代南梦宫	休闲品	游戏、糖果玩具、自动贩卖机	3633	141
松下	休闲品	白色家电, 美容和生活用品、健康产品	58370	105
任天堂	休闲品	游戏	23843	60
三共	旅游休闲	柏青哥弹球赌博机	4977	28
丸井	零售	零售业务	5626	18
禧玛诺	休闲品	自行车部件和捕鱼设备制造销售	2489	16
永旺	药店&商超	超市零售	5761	13
资生堂	个人用品	化妆品生产销售	6180	6
积水房屋	家居用品	预制房屋设计建造	6468	-28
积水化学	家居用品	房屋制造、聚乙烯管道配件	2500	-45
大和房屋	家居用品	房屋、商业设施和城市开发	3982	-58
全日空	旅游休闲	航空运输	4126	-72

数据来源: Datastream, 东吴证券研究所

3.4. 信息技术: 错失第三次工业变革, 不妨碍泡沫盛宴

错失的信息技术革命: 体制、产业、社会因素共同导致。日本池田信夫在著名的《失去的二十年》一书中, 将日本经济长期停滞的最大原因归结为日本没能及时赶上 80 年代的第三次工业革命(信息革命), 其背后的原因来自体制和产业发展过程中的路径依赖、以及泡沫破灭后的社会问题:

体制层面: 政府主导的失败。从后发国家的发展规律来看, 举国体制在对于追赶型经济体而言, 因其发展方向确定, 往往可以提升成功概率和速度; 但对于赶超型经济体, 全球前沿的科技方向未知, 举国体制如果导向错误方向, 反而会付出巨大代价。从日本的体制来看, 以国家统筹为特色的 1940 体制在日本战后重建、重工业发展期间发挥了巨大作用。但在信息革命中, 日本依然采取政府主导的“IT 总承包商模式”、以及开展以夺取“世界最快计算机”所设立的“战舰大和”超级电脑项目、以“超越 Google 的日式引擎”为目标的“信息大航海”项目, 1940 体制在面对破坏性创新的产业革命中, 已经不合时宜, 最终导致项目失败。

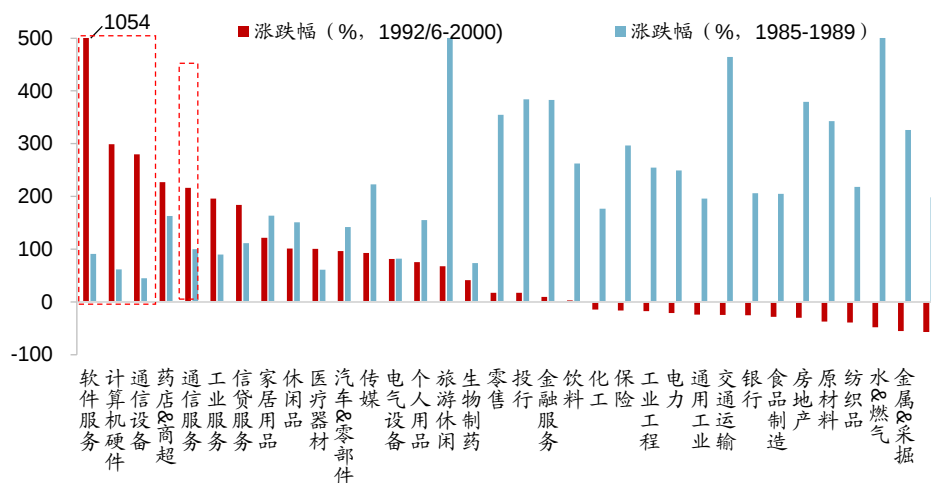
产业层面: 技术强研发弱, 重工艺轻市场。根据汤之上隆《失去的制造业》, 日本企业沉迷于 70-80 年代形成的技术文化, 即追求世界第一的工艺技术水平, 对技术创新极致追求, 但一方面缺乏设计研发能力, 另一方面忽略技术和市场的结合, 对市场需求的方向和延续性视而不见, 因而在半导体、液晶电视等领域的市场都逐步被中国台湾、韩国厂商占领。

社会层面: 泡沫后的风险回避倾向。日本经济泡沫破灭后, 一方面“资产负债表”

衰退导致企业投资意愿降低、投资需求不足，另一方面居民风险偏好趋于保守、储蓄高增，全社会的风险回避倾向，难以推动对风险投资极为依赖的产业革命。

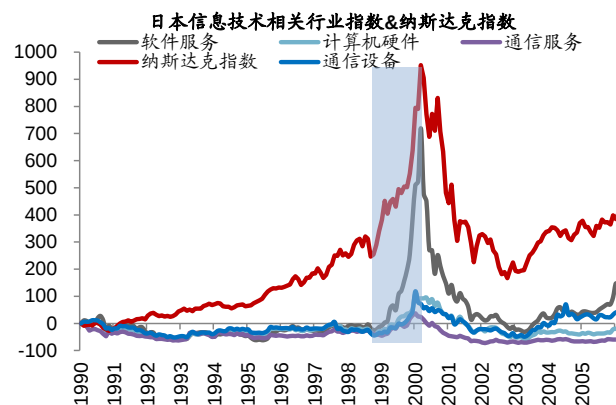
并未错失的科技股：科网泡沫的盛宴。虽然 1990 年代信息技术革命期间，日本并没能实现企业的更新换代，但日本信息技术相关的软件服务、通信设备、计算机硬件、通信服务行业，90 年代涨幅都居前，尤其如软件服务行业，1992 年中至 2000 年涨幅超过 10 倍。股价和国内相关产业发展的背离主要有以下几个原因：其一，美国引领的信息技术革命推升科网泡沫行情，对全球股市带来外溢效应，日本信息技术相关行业的主要涨幅由 1999-2000 年贡献，对应纳斯达克指数迅速上行的泡沫化阶段，而美股科技股牛市则来自信息技术革命期间美国涌现出微软、谷歌这样引领信息技术革命的公司；其二，日本 90 年代后为应对国内经济疲态持续降息，1995 年后央行贴现率长期保持在 0.5% 的极底水平，充裕的货币流向最具长期景气度的产业方向。

图44：信息技术行业 1992-2000 年收益领先



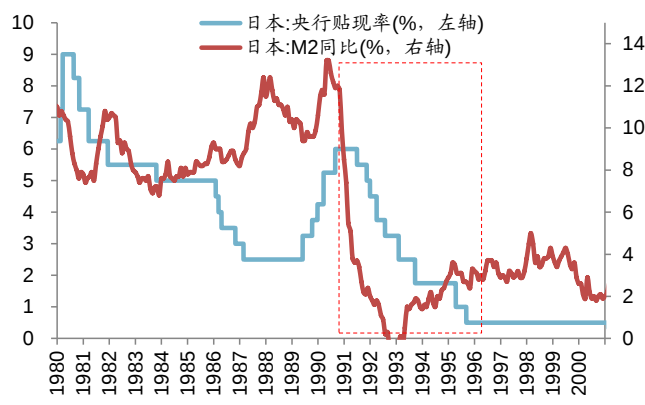
数据来源：Datastream，东吴证券研究所

图45：日本信息行业股价上行来自美股科网泡沫外溢



数据来源：Datastream，东吴证券研究所

图46：90 年代日本持续降息



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. A 股的未来方向：高端制造、大众消费、前沿科技

4.1. 房地产拐点：“资产负债表衰退”的风险

房地产长期拐点一旦来临，难以扭转。房地产资产占比较高的公司，可能在房地产中长期下行拐点来临后，陷入“资产负债表衰退”，投资扩张受阻。从风险回避的角度，A 股中投资性房地产占负债比例较高的行业，包括房地产服务、一般零售、医疗美容等细分行业，未来陷入“资产负债表衰退”可能性较大。

表2：投资性房地产占比较高行业

申万二级行业	所属一级行业	投资性房地产 (亿元, 2022Q1)	负债合计 (亿元, 2022Q1)	投资性房地产/负债 (%, 2022Q1)
房地产服务	房地产	193	471	40.9
一般零售	商贸零售	2186	6953	31.4
医疗美容	美容护理	5	38	13.1
专业服务	社会服务	21	168	12.3
摩托车及其他	汽车	44	383	11.6
房地产开发	房地产	9063	110125	8.2
出版	传媒	82	1067	7.7
水泥	建筑材料	379	5375	7.1
教育	社会服务	23	357	6.6
服装家纺	纺织服饰	92	1433	6.4

数据来源 Wind，东吴证券研究所

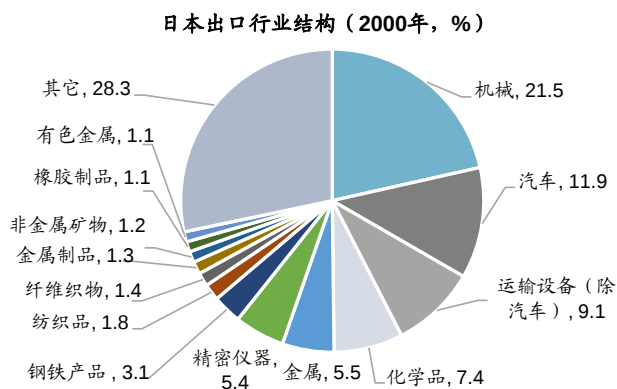
4.2. 制造：复杂装备优势延续，低端制造逐步转移

我国产业优势：模块化架构和复杂装备。具备全球竞争优势的产业，一般构成一国的出口主力。日本工艺流程环节的优势，我国短期难以赶超，但我国在全球化机遇下承接发达国家产业链，除了低廉的劳动力、土地等要素价格之外，也具备自身的独特优势：基于供应链需求所构建、兼具效率和弹性的中小企业产业集群，即无数极具专业性的中小企业形成庞大的供应链网络，彼此互相配套，同时这种配套关系可以随着产业技术发展迭代重组。由此形成我国的优势产业特征：模块化架构和复杂装备，具备复杂生产链、同时满足技术创新迭代弹性。从我国目前和日本 2000 年的出口行业结构来看，具备一定相似性：机电、化工、运输设备在出口中占比过半，未来我国的出口优势行业可能仍将在机电、化工、运输设备中产生，其中产业链相对复杂、技术路线存在不确定性、我国自主研发比例更高的行业未来优势可能进一步凸显，例如光伏（PERC 向异质结、TOPCon 技术转型）、动力电池（磷酸铁锂、三元电池等）高铁（我国自主研发、产业链复杂）等行业，可能具备全球竞争力、出口份额进一步扩张。

低端制造产业链转移：纺织、家具、工业金属。我国目前出口份额占比相对较高的

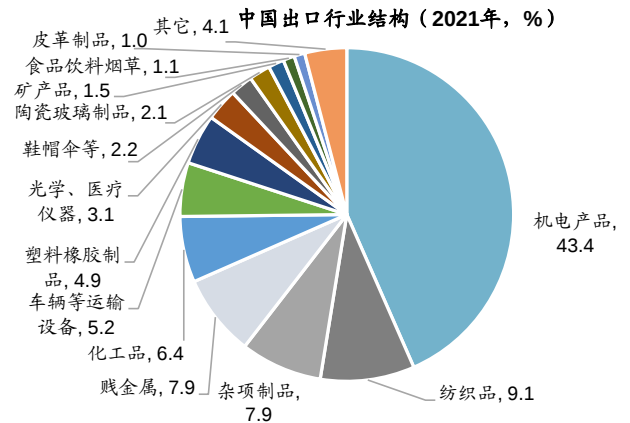
纺织品、家具（杂项制品）、工业金属，因其产业链相对简单、人工和原材料成本占比较高，未来向东南亚等发展中国家转移的趋势不可避免，在我国出口中的份额可能持续下降。

图47：日本 2000 年机械、运输设备、化工出口占比高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图48：中国目前机电、化工品、运输设备出口占比过半



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.3. 消费：老龄化和消费降级趋势下的女性、中老年、服务型消费突围

可能突围的消费赛道：女性消费、银发经济、服务型消费。消费是慢变量，货币和财政政策作用有限，更为重要的在于居民消费能力和消费意愿提升。日本 90 年代后的消费降级和老龄化构成消费行业获得超额收益的主要赛道，从我国来看，未来可能的消费细分赛道可能来自以下几个方向：

1、女性消费：我国本科、研究生女学生数占比持续提升，2002 年均已超过 50%，女性接受教育水平提升带来其社会和家庭话语权提升，女性对消费的主导力有望进一步上行，具体关注美妆、医美、女性护理等；

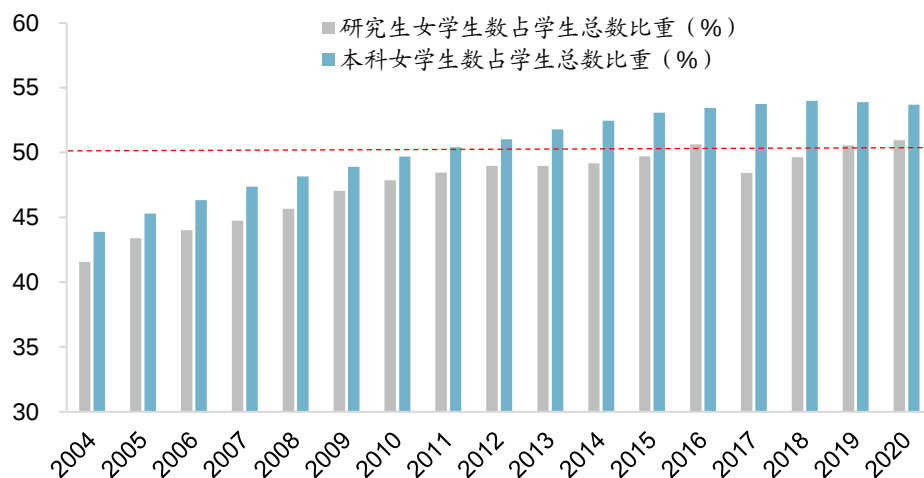
2、银发经济：60-70 年代“婴儿潮”出生人口即将步入老年，而我国户主年龄位于 46-64 岁分组的家庭总资产超过 350 万元。我国目前的推行的教育、医疗、养老、住房等方面的改革都着眼于降低居民长期储蓄，若中老年消费意愿有望提升，有望带来医疗、老年护理、白酒等“银发经济”相关消费方向的投资机会；

3、服务型消费：日本服务型消费占比持续提升，一方面是少子化背后婚育人口下降、独居人口上升；另一方面是未来不确定性提升，带来消费降级，居家消费替代外出。根据七普数据，我国 2020 年家庭户平均规模为 2.62 人，呈现加速下行趋势；同时疫情冲击之下，我国居民收入下降影响消费能力，对未来的不确定性则可能影响消费意愿，居家娱乐、家政服务、大众餐饮等居家场景可能成为未来消费规模提升的方向。

地产链消费、高端消费可能陷入长期低迷。随着国内经济增速换挡和“共同富裕”的长期政策导向，大众消费可能是未来扩大内需的主要方向，餐饮、休闲、航空、白酒等消费品种的高端方向需求可能长期萎缩；此外随着人口老龄化加剧，地产长期拐点基

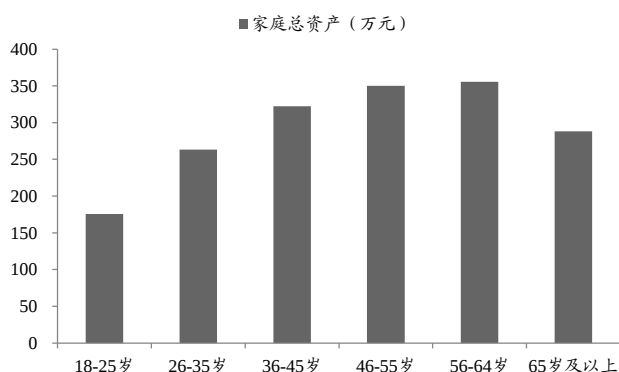
本确认，地产链相关的家居、建材、家电等消费品种整体也难有扩张，其中符合居家服务和娱乐的细分赛道，如扫地机器人、投影设备、厨房小家电等，尚有突围可能。

图49：我国高等教育女性占比已超 50%



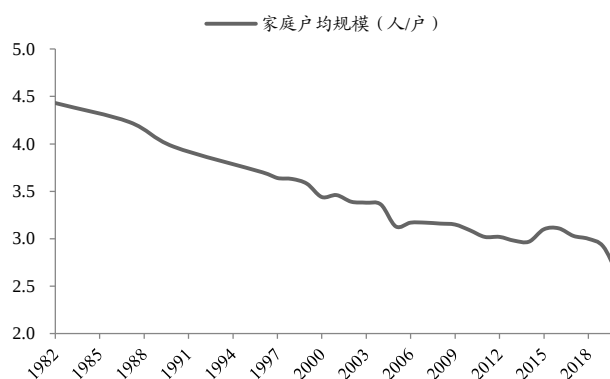
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图50：2019 年按户主年龄分组的城镇家庭资产统计



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图51：家庭户规模缩小，2020 年已经低于 3 人

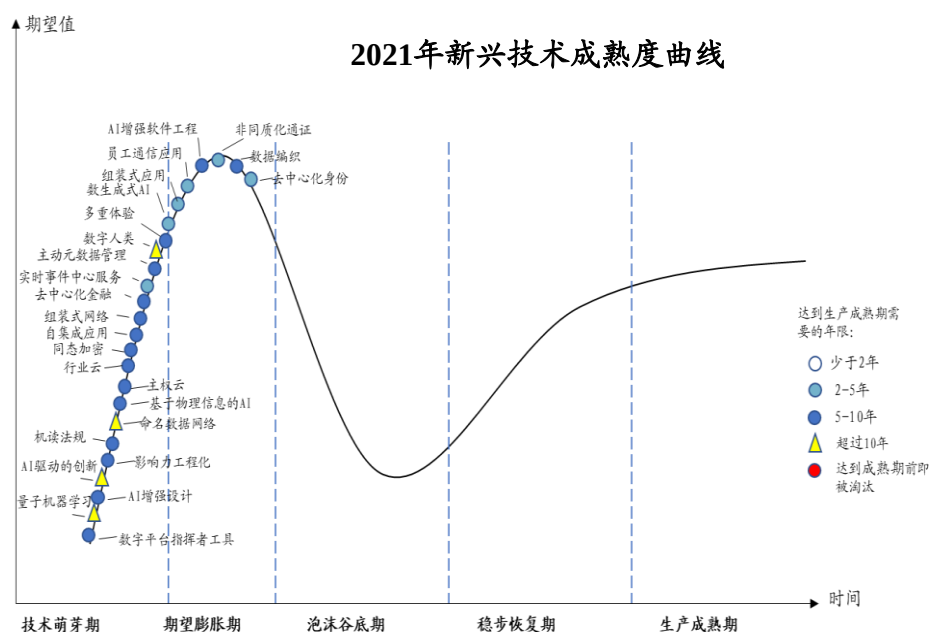


数据来源：国际清算银行，东吴证券研究所

4.4. 科技：全球化产业转型方向的收益共享

全球技术前沿方向：数字经济、AI、云计算、区块链等。日本虽然没有在信息技术革命汇总产生领军型公司，但其国内的信息技术行业股价同样在 90 年代获得丰厚收益。对于我国而言，积极参与全球技术前沿产业发展的公司，也有望分享全球技术进步的股价收益。从 2021 年 Gartner 曲线（新兴技术成熟度曲线）的划分来看，目前处于技术萌芽期的技术主要集中于数字经济、AI、云计算、区块链等。

图52：数字经济、AI、区块链等技术处于早期发展阶段



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

历史经验不代表未来：日本 80-90 年经济泡沫前后存在一定特殊历史背景因素，虽然日本的文化、产业结构、人口和我国相似度较高，但随着经济环境的发展变化，日本经验可能不完全适用于我国实际；

技术发展和政策推进不及预期：我国政策积极推动产业转型，保持国内产业链优势，但随着国内老龄化加速，人力成本上升和国际局势等因素影响下，产业链外迁可能超预期，同时产业结构转型也存在不及预期可能；

地缘政治风险：俄乌战争、能源转型背景下，能源价格上涨推升全球通胀，引发各类地缘政治风险发酵，不排除未来出现新的黑天鹅事件，对资本市场产生超预期影响可能。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>