

近期市场高度关注日本曾经经历的“失去三十年”，诸多研究开始聚焦日本资产负债表在收缩过程中的经历。然而我们提示，理解日本问题，不能仅将目光聚焦于日本国内。

上世纪60年代开始，日本便在海外积极布局产业链。在日本境外，一个渗透全球的产业布局需要我们足够重视。

只有充分了解日本海外生产的“影子”，我们才能客观评估“失去三十年”过程中为什么日本国内需求收缩，社会仍能保持稳定。

► 泡沫破灭之后，国内现实压力推动日本政府鼓励日资走向海外。

1985年“广场协议”签署后，日元大幅升值，重创出口导向型的日本经济。1989年日本货币和财政政策收紧，戳破繁荣背后的泡沫。自此之后，日本经济停滞，物价下跌，陷入通缩。日本国内投资机会减少，企业盈利空间压缩，因此转向海外寻找机会。

《广场协议》签订之后日本推出“黑字环流”计划，标志着日本从“贸易立国”向“对外投资立国”转变。

上世纪九十年代以后，日本企业海外与国内设备投资形成鲜明剪刀差。日本内阁府公布数据显示，2000年以后日本企业海外设备投资快速增长，国内设备投资增长陷入停滞。

► 不论宏观经济还是微观企业经营，日本企业出海投资都扮演了极为重要的角色。

我们可以通过六组数据观察日本海外投资角色如何重要。

第一，1996年至2022年，日本对外投资规模翻了8倍，日本对外投资规模存量已占日本2022年GDP的比重近50%，这一比重显著领先中国。

第二，日本GNI与GDP之间的差距日益扩大，目前日本海外收入占GDP约10%。具有类似GNI和GDP差距的国家，还有德国。

第三，2021年日本海外净资产规模占GDP比重约为75%，较1996年增长了三倍。

第四，1997财年日本海外子公司营业收入占公司收入比重为37.5%，截止到2020财年，海外子公司营业收入已达到总公司营业收入的69.3%，占比近乎翻了一倍。

第五，早期主要是大中型企业开展海外投资，近期中小企业快速扩容。2000年，10亿日元规模以下企业占总出海企业的数量比重为43.4%，2020年这一比重上升至76.5%。

第六，随着时间推移，日本非制造业企业也大量出海。08年金融危机之后，日本非制造业对外投资规模超过制造业，其中金融与保险业是非制造业对外投资的“领头羊”，依靠日元作为国际货币，日资的金融与保险业在全球金融市场发挥影响力。

► 出海投资让日本企业在海外扩张资产负债表，海外扩表有效对冲国内缩表，最终使日本在“失去的三十年”过程中依然保持令人惊讶的总量经济平衡与社会稳定。

一个国家面对需求不足并且资产负债表收缩，容易陷入投资下滑，失业率攀升。

然而面对国内需求和资产负债表收缩，日本企业完成全球化转移，在海外实施扩表。海外扩表有效对冲国内缩表。08年金融危机之后，大量中小企业以及非制造业企业走出去，进一步缓冲日本本土需求不足对企业带来的负面冲击。

这是为何长达三十年国内经济处于通缩环境下，日本企业经营和居民就业都保持相对稳定。忽略掉日本海外扩表这一事实，我们或将错误评估日本国内需求收缩对经济的负面冲击，同时低估需求收缩对经济稳定性的挑战。

风险提示：日经指数短期波动或超预期；海外政策力度或超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

- 1.宏观专题研究：地方债务压力评估-2023/07/04
- 2.人民币汇率分析框架（一）：资金流动视角看汇率-2023/07/03
- 3.全球大类资产跟踪周报：情绪边际修复-2023/07/02
- 4.人民币汇率点评：汇率贬值或已超调-2023/06/30
- 5.2023年H2宏观经济展望：融冰-2023/06/28

目录

引言	3
1 泡沫破灭之后政策鼓励日资走向海外	4
1.1 泡沫戳破后日本国内需求持续疲软	4
1.2 日本政府鼓励企业走向海外拓展	6
2 日本企业的海外资产及收入规模举足轻重	7
2.1 对外投资规模存量达到日本 2022 年 GDP 总量的 50%	7
2.2 海外收入相对 GDP 的规模占比不断提升	8
2.3 海外子公司收入占日本企业总收入 7 成	10
3 日本出海企业越来越多样化	12
3.1 越来越多的中小企业参与其中	12
3.2 非制造业对外投资占比日益增加	13
4 日本对外投资主要流向美国、欧洲和亚洲	15
5 日本国内资产负债表收缩背后的真相	16
附录	17
风险提示	18
插图目录	19

引言

中国经济研究者，高度关注日本，因为都想借助日本经验更好看清中国。

目前市场高度关注资产负债表收缩，日本在上世纪，用三十年时间演绎了一个完美的通缩案例：资产负债表收缩，实体通胀持续位于低位。

1989 年繁华背后的泡沫经济破灭。次年，日经指数从年初高点 38713 点一路下跌至 23849 点，跌幅达 38.4%；东京房价指数从 1990 年初的 324.8 点跌至 1999 年末的 134.6 点，跌幅达 58.6%。曾经高速增长的日本经济自此陷入增长停滞时期，这段时期也是世人熟悉的“失去三十年”。

近期市场高度关注日本及其曾经的“失去三十年”，诸多市场研究开始关注当时日本在资产负债表收缩过程中经历的种种。然而我们想要提示，理解日本问题，我们不能仅将目光聚焦于日本国内。

上世纪 60 年代开始，日本便在海外积极布局产业链。日本在国境之外，一个渗透全球的产业布局需要我们足够重视。只有充分了解日本海外生产的“影子”，我们才能够客观评估“失去三十年”过程中日本到底经历了什么。

1 泡沫破灭之后政策鼓励日资走向海外

1.1 泡沫戳破后日本国内需求持续疲软

1985 年“广场协议”签署后，日元大幅升值重创“出口导向型”的日本经济。为应对出口受阻带来的 GDP 增速下行，扩张性财政政策和宽松的货币政策接连出台。

流动性充沛推升日本股市和房地产异常繁荣。日本股票市场总市值于 1987 年超越美国，跃居全球第一。东京商业地价在十年间涨了四倍。

1989 年起，货币和财政政策收紧戳破了繁荣背后的泡沫。自此之后，日本经济增长停滞，物价下跌，日本陷入通货紧缩。

为挽救崩溃的经济，日本政府不断扩大公共投资规模，央行推行量化宽松政策，致使日本国内资本市场流动性充裕。然而日本国内房地产价格和股票价格在泡沫经济崩溃后长期低迷。

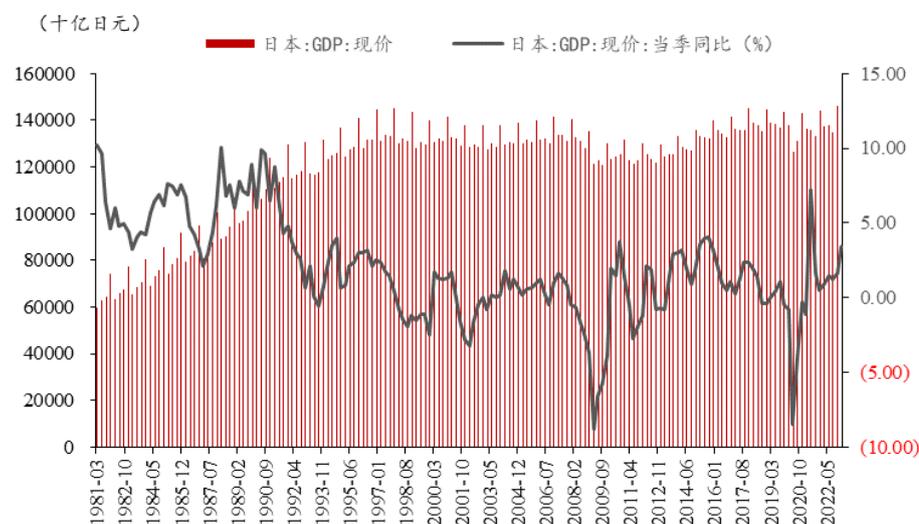
刺激政策再也无力挽救经济颓势，日本国内步入通缩时代。国内投资机会减少、企业盈利空间狭小，大量企业开始转向海外寻找投资机会。

1992 年日本固定资本形成总额同比转为负值，此后再无起色，1988-1990 年固投同比达到了 10%，事后来看这一段固定资产投资同比高增是日本历史的辉煌期，以后再也没能复刻。

上世纪九十年代以后，企业海外设备投资与国内设备投资形成鲜明剪刀差。

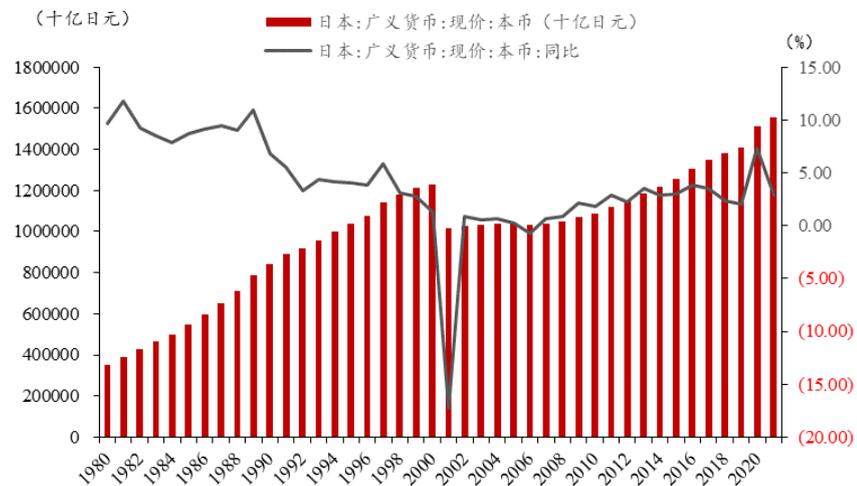
日本内阁府公布的数据显示，以 2000 年为基期，企业海外设备投资增长迅速，与其形成鲜明对比的是国内设备投资增长陷入停滞。

图1：1990 年以后，日本经济增长停滞



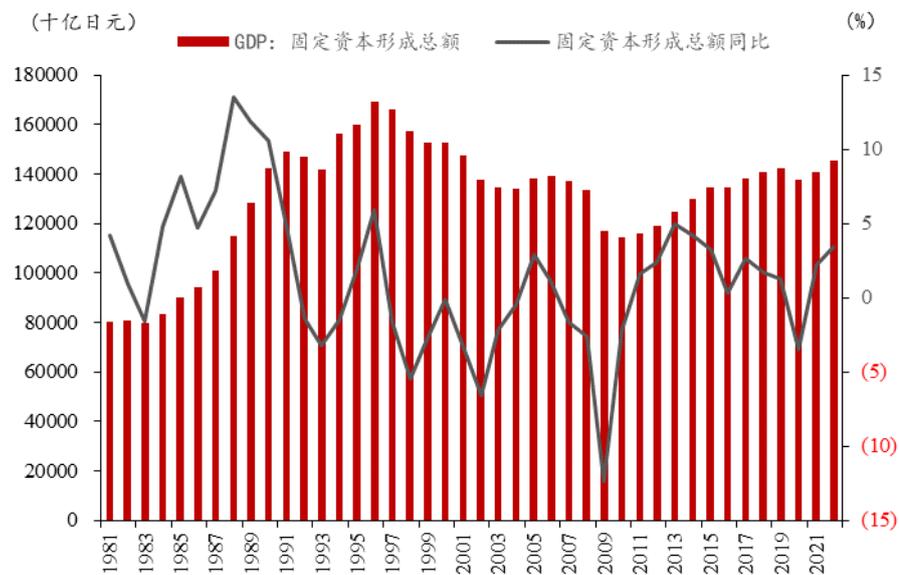
资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

图2：亚洲金融危机爆发前，日本市场流动性宽裕



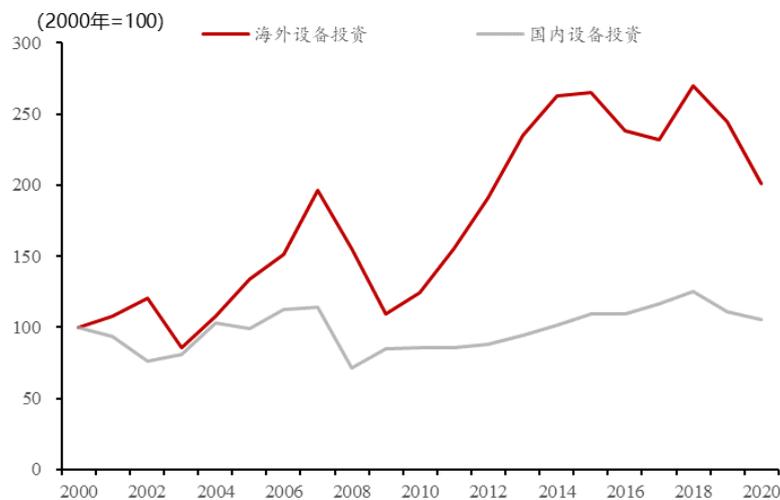
资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

图3：1990年后固定资本形成总额同比增速下降甚至为负，投资增长乏力



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：企业海外设备投资增速远远高于国内



资料来源：日本内阁府，民生证券研究院

1.2 日本政府鼓励企业走向海外拓展

《广场协议》签订，同时日本“黑字环流”计划推出，标志着日本对外投资转折点。

日本战后经济有较强的出口导向型特征，日本贸易顺差不断加大，1985年旨在解决美国巨额财政赤字、平衡英美对日贸易逆差的《广场协议》签署，日元大幅升值，大量过剩资金开始寻求海外市场。

日本从“贸易立国”向“对外投资立国”转变。

“黑字环流”计划核心是大规模对外直接投资，日本不但可以确保贸易顺差资金（黑字）回流，还可以获得更高投资回报，扩大对外市场，获得更多资源和技术。

这一计划实施，标志着日本企业开始大规模对外直接投资，日本经济走上了以对外投资和跨国公司为主导发展道路。日本大举投资东亚和东南亚发展中国家，建立了大量产业基地，形成了日本企业全球生产网络。

投资收益回流日本，资金形成环流，有力支撑了日本经济持续发展。

图5：“黑字环流”计划后日本转向“对外投资立国”

背景	目的	分期	时间	内容	特点	效果
上世纪80年代，日本贸易顺差占GDP比重大幅攀升，美日双边贸易摩擦加剧	将国际贸易盈余、外汇储备、国内私人资本通过政府发展援助、商业贷款等渠道重新回流发展中国家	第一期	1986年9月	向世界银行、IMF、亚洲开发银行等国际开发性金融机构出资，额度100亿美元，约占同期GDP的0.5%。	资金主要流向发展中国家，尤其是亚太地区能源、原材料出口企业	·日本对外投资大幅增长 ·日本国际收支平衡状况改善 ·日元国际化水平提升
		第二期	1987年5月	通过向国际机构、日本输出入银行、海外经济协力基金乃至民间银行出资，额度200亿美元，约占同期GDP的0.8%。		
		第三期	1989年7月	日本配合美国布兰迪计划援助拉美国家债务危机，额度350亿美元，约占同期GDP的1%。		

资料来源：中国金融四十人论坛《货币国际化的国际经验和教训》，民生证券研究院

2 日本企业的海外资产及收入规模举足轻重

2.1 对外投资规模存量达到日本2022年GDP总量的50%

1996年至2022年，日本对外投资规模翻了8倍，占2022年GDP总量约50%。

1996年，日本对外投资规模存量30.6万亿日元，占GDP比重仅为5.7%。26年之后的2022年，日本对外直接投资规模存量已达到274.7万亿日元，规模翻了8倍，占日本当年GDP总量的比例已达到49.4%。

日本借助经济合作协定（EPA）和自由贸易协定（FTA）推动贸易自由化，2000年后，日本陆续与新加坡、墨西哥、菲律宾等国签订自由贸易协定。

彼时美联储采取宽松货币政策，资金成本低，为日企提供更多投资机会。趁着全球化趋势加速的东风，日本对外投资规模迅速增长。

对比同时期中国，日本对外投资占GDP比例增速显著领先。

2002年，日本对外投资规模存量占GDP的比重为7.1%，中国为2.0%。

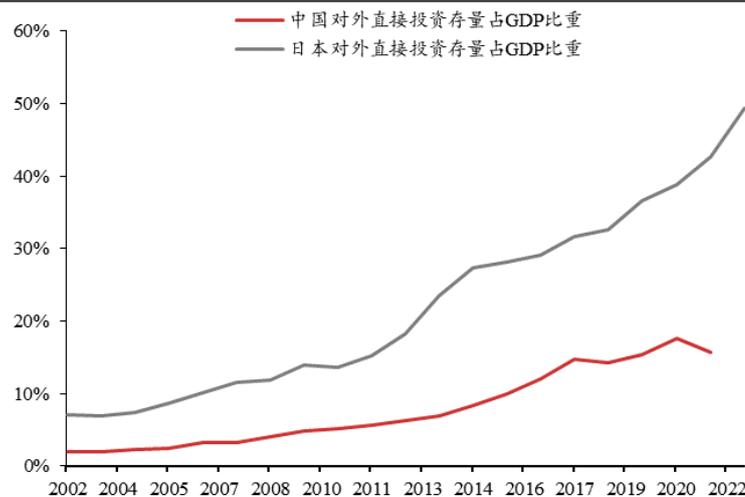
2021年，日本对外投资规模存量占GDP的比重已经为42.6%，增长了35.5个百分点。中国为15.7%，增长了13.7个百分点。

图6: 日本 OFDI 存量达到 GDP 总量的近 50%



资料来源: 日本财务省《国际投资头寸》和世界银行, 民生证券研究院

图7: 日本 OFDI 占 GDP 的比例远远高于中国



资料来源: 日本财务省《国际投资头寸》和商务部《对外直接投资统计公报》, 民生证券研究院

2.2 海外收入相对 GDP 的规模占比不断提升

日本国民总收入 (GNI) 与 GDP 之间差值正越来越大。

1970 年前, 日本的 GNI 还低于 GDP。从 1982 年开始, 日本 GNI 与 GDP 的差值越来越大。到 2021 年, GNI 与 GDP 间差值占 GDP 的比重已经近 4%, 这一比例高于同时期的德国 (3.5%)、美国 (1.3%) 和法国 (3.0%)。中国的 GNI 小于 GDP。

2022 年日本海外收入相对日本 GDP 的比重 10%。

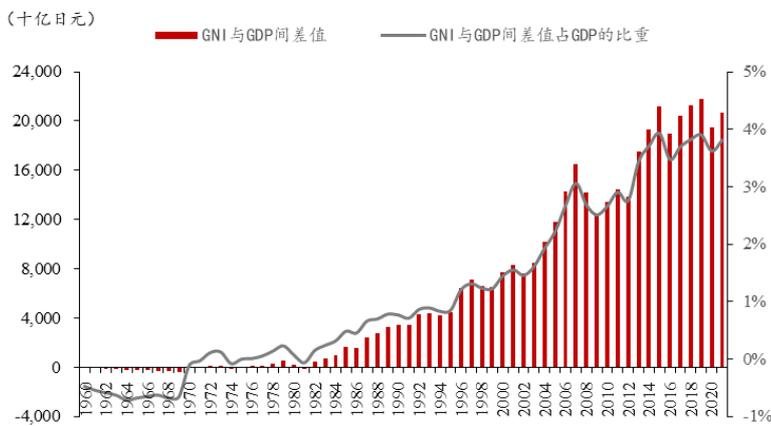
据日本内阁府公布的数据显示，日本从海外获取的收入保持了总体增长的趋势。1994 财年，日本海外收入占 GDP 比重为 3%，到 2022 财年，日本从海外获取的收入为 51.61 万亿日元，已占到 GDP 总值的近 10%，对日本 GDP 产生了显著贡献。

2021 年日本海外净投资规模相对 GDP 比重超过 70%。

1996 年，日本海外净资产头寸占 GDP 比重为 19.2%。

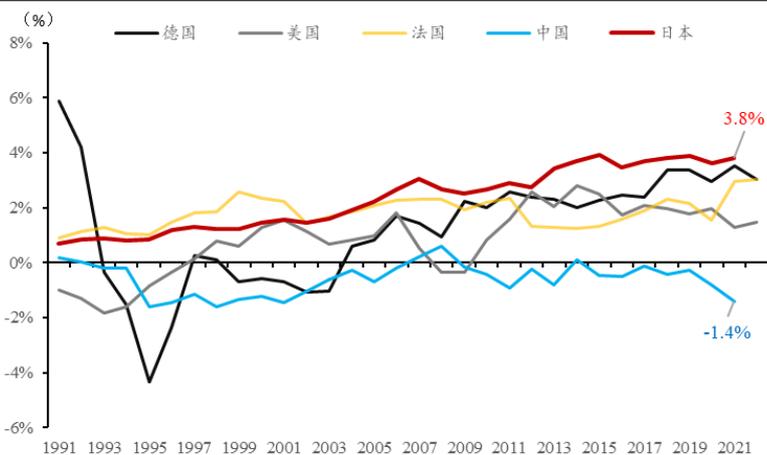
截至 2021 年，日本海外净资产头寸已达到 411.18 万亿日元，相较 1996 年增长了 3 倍，占当年日本 GDP 的 74.7%。

图8：90 年代后，日本 GNI 与 GDP 之间的差值越来越大



资料来源：世界银行，民生证券研究院

图9：对比其他经济体，日本 GNI 与 GDP 间差值占 GDP 比重更大



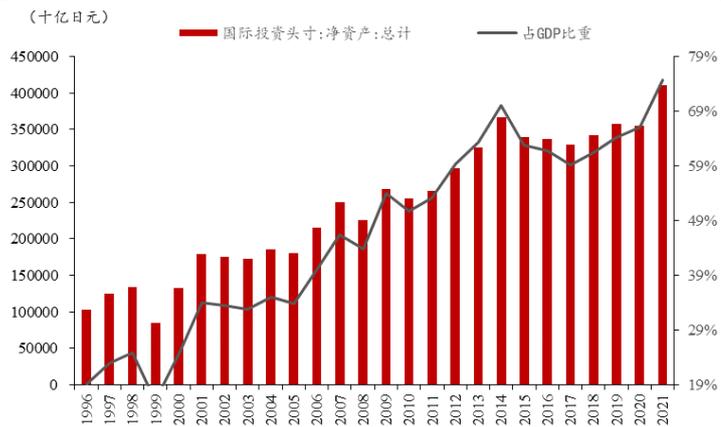
资料来源：世界银行，民生证券研究院

图10：海外收入已占日本 GDP 约一成



资料来源：日本内阁府，民生证券研究院

图11：日本海外净资产规模不断增加



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.3 海外子公司收入占日本企业总收入 7 成

对开展跨国经营的日本企业而言，海外收入占公司总收入比重约 70%。

日本经济产业省每一财政年度都会展开《海外事业活动基本调查》，对拥有海外子公司的日本企业海外经营情况进行调查。

调查结果显示，1997 到 2020 财年，日本企业海外子公司获取的净利润规模不断增加。1997 财年，海外子公司营业收入占公司总收入比重为 37.5%；截止到 2020 财年，海外子公司营业收入已达到总公司营业收入的 69.3%，占比近乎翻了一倍。

海外子公司的经常收益在总公司经常收益中的贡献度不断扩大。

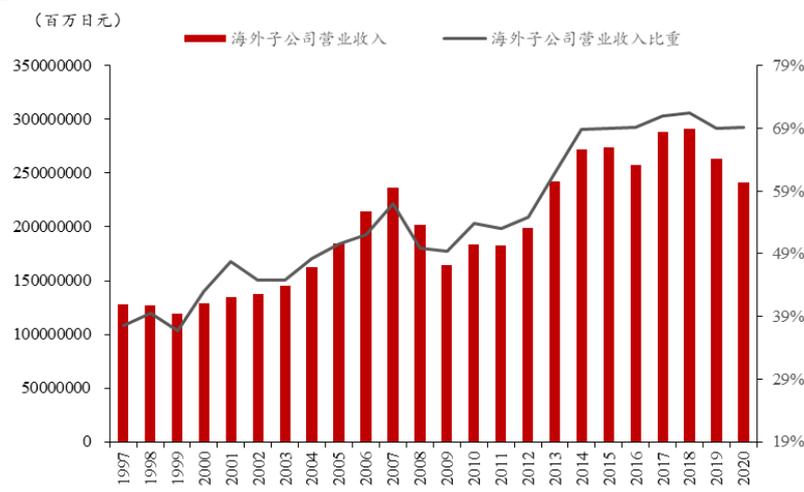
日本企业经常收益等于营业收入-营业成本-费用+营业外收益-营业外费用，与国内利润表科目略有不同。

海外子公司经常收益占总公司的比重从 1998 财年的 23.6%，增长至 2010 财年的 76.9%，这一比例在十多年间翻了两倍多。

日本企业海外市场战略取得成效，已成为国内企业发展的新引擎。

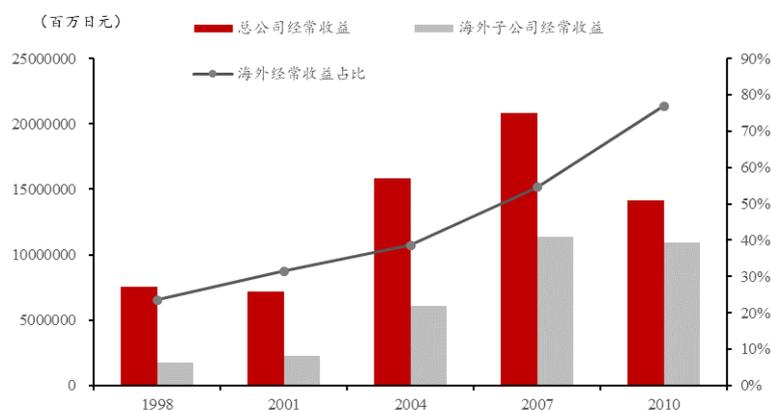
以丰田汽车为例，2022 财年全球销量为 960.98 万辆，同比增长 1.03%，创历史新高。其中本土市场销量为 140.72 万辆，同比增长 0.81%；而海外市场销量占比 85.37%，为 820.26 万辆，同比增长 1.1%。销量占比更高且增速更快的海外市场助力丰田汽车连续三年稳居全球销量第一。

图12：海外子公司营业收入占公司收入近 70%



资料来源：日本经济产业省《海外事业活动基本调查》，民生证券研究院

图13：海外子公司经常收益贡献度不断增加



资料来源：日本经济产业省《海外事业活动基本调查》，民生证券研究院

3 日本出海企业越来越多样化

日本出海企业的投资主体正发生显著变化，中小企业和非制造业企业正在成为日本海外投资的新生力量。

从大企业向中小企业，从制造业向非制造业，日本对外投资主体在发生扩散和多元化。

3.1 越来越多的中小企业参与其中

早期出海过程中大型企业一直是日本海外投资的主力军。

丰田、日立、三菱等传统大企业长期以来一直是日本企业开拓海外市场的先锋。凭借技术积累和资金实力雄厚，建设海外子公司，加速海外本土化扩张的步伐，大举进军北美和欧洲市场，开创了日本企业出海的先河。

近期海外投资中中小企业已成为新的增长点。

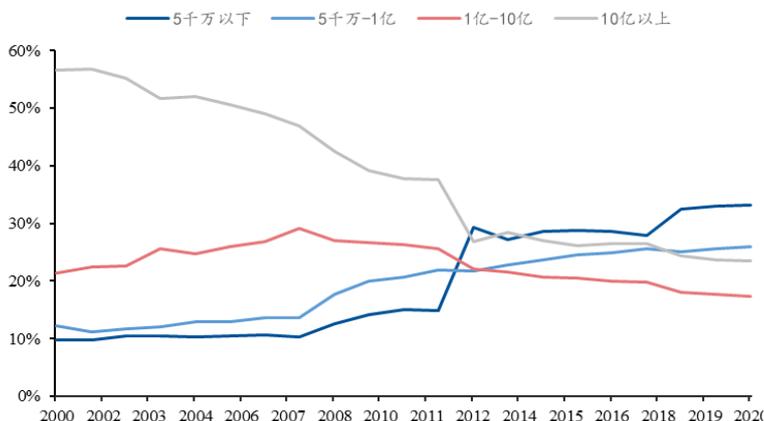
根据《海外事业活动基本调查》数据，资本金规模在 10 亿日元以上的大型企业数量占比不断下降，从 2000 财年占比高达 56.6%，持续下降，到 2020 财年仅占比仅为 23.5%。

资本金规模在 5 千万日元以下的企业数量占比不断增长，从 2000 财年占比最小，到 2020 财年在不同资本金规模的企业中占比最高。

中小企业由于体量相对较小，长期以来在全球化进程中处于被动和跟随地位。但随着全球一体化加速，中小企业也面临国内市场空间有限、成长动力不足的困境，最终日本中小企业也选择逐步走向海外。

中小企业出海也得益于政府的大力支持，如提供各类补贴和优惠贷款等。中小企业通过兼并收购或联手抱团出海的方式，大幅提高了其海外投资规模，已成为日本海外投资新的增长点。

图14：中小企业成为日本海外投资的重要参与者



资料来源：日本经济产业省《海外事业活动基本调查》，民生证券研究院

3.2 非制造业对外投资占比日益增加

日本制造业一直是国家经济的支柱产业。全球产业链的重组让日本制造业面临挑战，传统制造业产业链被打破，利润空间减少。

金融危机之后非制造业企业对外投资规模超过制造业企业。

从对外投资企业行业分布来看，日本对外投资在 2008 年前以制造业企业为主；而从 2008 年开始，非制造业对外投资比重超过了制造业，2022 年非制造业对外投资占比达到 68.1%。

制造业对外投资主要集中于资本和技术密集型行业。

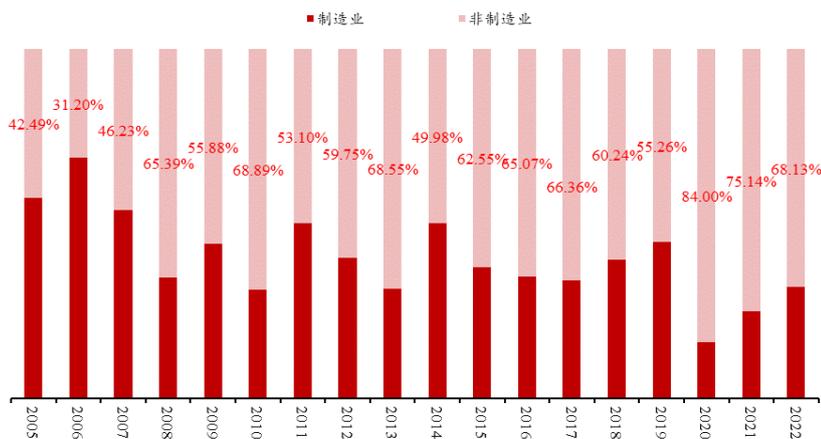
从制造业内部细分行业来看，对外投资企业主要分布在运输设备、食品、化学与制药、黑色金属和有色金属、通用机械设备、电气机械和设备等资本、技术密集型行业。

金融与保险业是日本非制造业对外投资中的领头羊。

从非制造业内部细分行业来看，金融与保险行业在日本对外投资企业中居于领先地位，历年占比均在 10%以上。1995 年，日本输出入银行与海外经济协力基金合并组建日本国际协力银行，主要负责对外投资的政策性金融支持。与此同时，趁着日元国际化的东风，助力日本的金融与保险业在全球市场有着重要的影响力。

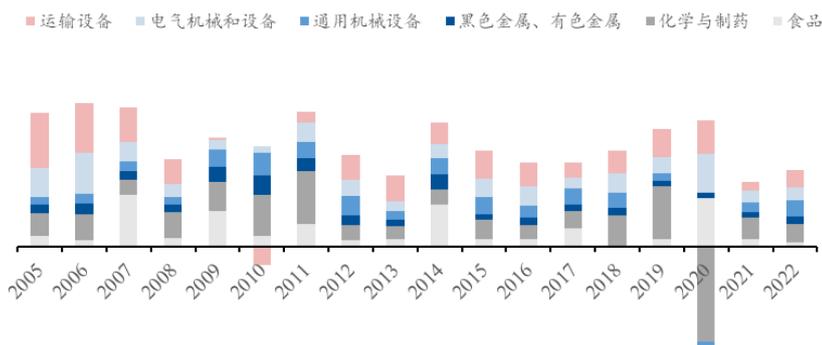
日本国内市场规模有限，批发和零售贸易行业的对外投资占比也在不断增加。通过拓展海外市场，做大做强。

图15：非制造业对外投资占比已超制造业



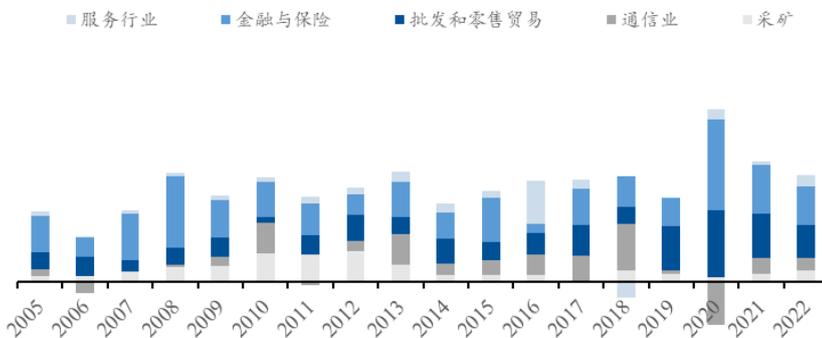
资料来源：日本贸易振兴机构 JETRO，民生证券研究院

图16：制造业中以资本、技术密集型行业为主



资料来源：日本贸易振兴机构 JETRO，民生证券研究院

图17：金融与保险业是日本非制造业对外投资中的领头羊



资料来源：日本贸易振兴机构 JETRO，民生证券研究院

4 日本对外投资主要流向美国、欧洲和亚洲

日本早期对外投资有两大主要目的地，一是低成本且资源丰富的亚洲；二是有庞大内需市场的美国。

广场协议签署后，日元升值迫使日本企业寻求低生产成本的加工地，同时也为绕开欧美的贸易壁垒，东盟和中国成为日本企业建立海外工厂的主要选择。

另一方面，日元购买力增强也使日本大量资金涌入美国和欧洲，日企通过收购或兼并知名企业，塑造日本企业品牌影响力，试图借助美国市场的规模和创新力，提升自身的技术和产品质量。日本对美国投资规模一直以来都居高不下。

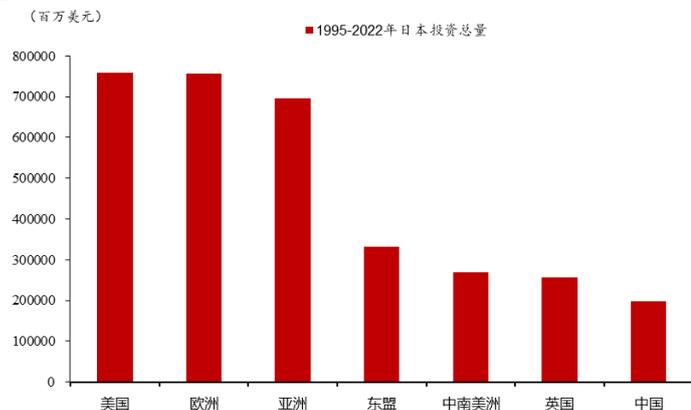
随着时间推移，日本对外投资的地区分布变得更加多元化。

日本对外投资在发达国家、新兴市场国家均有布局。数据显示日本对外投资主要流向了美国、欧洲、亚洲及中南美洲，其中欧洲地区以英国为主，亚洲地区则以中国和东盟地区为主。

2000 年以后，受国际政治经济格局变化影响，日本对欧洲的投资规模占比明显增加，已经超越美国，成为日本对外投资的首要目的地。

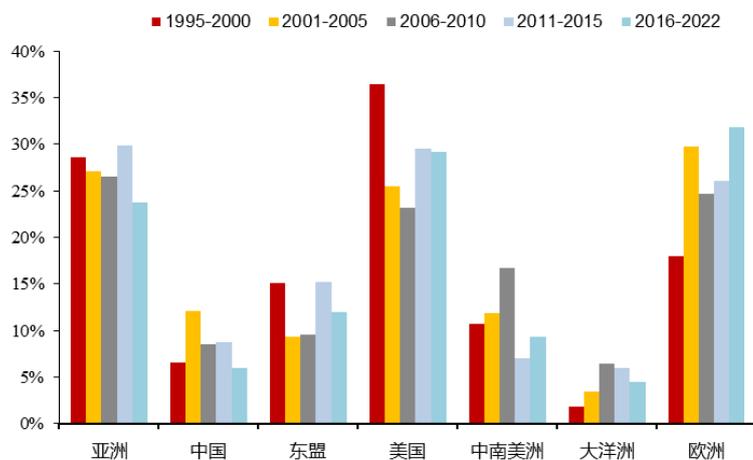
2016-2022 年间，日本对欧洲的投资规模占比为 31.8%，对美国投资规模占比为 29.1%，而对亚洲的投资规模占比为 23.7%，相较于过去有所下降。

图18：对外投资主要流向美国、欧洲、亚洲



资料来源：日本贸易振兴机构 JETRO，民生证券研究院。注：日本对亚洲投资数据包含东盟和中国，图中同时呈现亚洲、东盟和中国是为作对比，体现日本在亚洲地区的对外投资是以中国和东盟为主。

图19：对美国、亚洲、中南美洲投资比重下降，对欧洲投资比重上升



资料来源：日本贸易振兴机构 JETRO，民生证券研究院

5 日本国内资产负债表收缩背后的真相

面对国内经济增长乏力和市场需求出现萎缩，日本企业把目光投向海外，纷纷寻求海外市场的机会。**核心产业，如汽车、电子产品等率先出海，在海外建立生产基地和产业链，造就了其全球优势地位。**

随后中小企业也受益于全球化，紧随核心企业转移海外，进入产业链的中下游，成为核心企业的供应商和配套企业。**通过获取海外市场的机会，减少了国内需求收缩的负面影响。**

日本企业全球化转移，对海外的大规模投资不但打开了海外市场，也带动核心产业的转移，促进了中小企业的持续发展，实现了业务和就业的转移。

企业海外收入远超国内，在很大程度上抵消了由国内通缩导致的企业倒闭和失业率攀高的风险，是保障日本就业和企业发展的关键所在。

海外经济的扩张，帮助日本平稳度过通缩期，也将要终止日本“失去的三十年”。

今年以来，日经指数冲破 32000 点高位，屡屡刷新三十年以来新高，一季度名义 GDP 按年率换算为 570 万亿日元，刷新历史最高纪录。日本经济似乎将要告别“失去的三十年”。

附录

图20：部分企业的海外收入已是其营收的主要来源

年度	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
索尼	海外收入占比	72.14%	67.08%	70.07%	70.09%	69.27%	68.53%	71.41%	72.81%
	收入/资产	32.55%	34.15%	35.85%	41.30%	44.81%	43.05%	48.61%	51.89%
	净收入/资产	13.37%	14.90%	15.22%	16.75%	17.60%	16.14%	17.63%	18.57%
本田	海外收入占比	88.54%	70.63%	70.38%	69.49%	70.83%	70.62%	73.09%	70.51%
	收入/资产	60.70%	60.08%	72.97%	77.81%	79.39%	73.84%	80.10%	72.33%
	净收入/资产	12.45%	12.46%	15.05%	16.20%	17.37%	16.53%	17.93%	16.27%
松下	海外收入占比	56.83%	53.52%	51.82%	53.56%	53.35%	-	52.32%	52.15%
	收入/资产	92.09%	97.83%	120.46%	133.07%	126.88%	122.74%	134.96%	129.51%
	净收入/资产	25.95%	28.84%	34.59%	37.69%	37.18%	36.55%	39.55%	36.73%

资料来源：wind，民生证券研究院

风险提示

1) 日经指数短期波动或超预期；

日经指数出现了较大涨幅，短期内存在进一步波动的风险，单个市场冲击可能带来超预期的溢出效应。需要警惕日经指数短期内可能出现的较大波动。

2) 海外政策力度或超预期。

当前美联储货币政策讲究数据依赖，如果经济数据发展远离预期，美联储货币政策力度或超预期。日本央行货币政策转向速度或过快，引发通胀快速下行。需要警惕海外经济政策转向的风险，密切关注各国央行政策立场变化。

插图目录

图 1: 1990 年以后, 日本经济增长停滞	4
图 2: 亚洲金融危机爆发前, 日本市场流动性宽裕	5
图 3: 1990 年后固定资本形成总额同比增速下降甚至为负, 投资增长乏力	5
图 4: 企业海外设备投资增速远远高于国内	6
图 5: “黑字环流”计划后日本转向“对外投资立国”	7
图 6: 日本 OFDI 存量达到 GDP 总量的近 50%	8
图 7: 日本 OFDI 占 GDP 的比例远远高于中国	8
图 8: 90 年代后, 日本 GNI 与 GDP 之间的差值越来越大	9
图 9: 对比其他经济体, 日本 GNI 与 GDP 间差值占 GDP 比重更大	9
图 10: 海外收入已占日本 GDP 约一成	10
图 11: 日本海外净资产规模不断增加	10
图 12: 海外子公司营业收入占公司总收入近 70%	11
图 13: 海外子公司经常收益贡献度不断增加	11
图 14: 中小企业成为日本海外投资的重要参与者	13
图 15: 非制造业对外投资占比已超制造业	14
图 16: 制造业中以资本、技术密集型行业为主	14
图 17: 金融与保险业是日本非制造业对外投资中的领头羊	14
图 18: 对外投资主要流向美国、欧洲、亚洲	15
图 19: 对美国、亚洲、中南美洲投资比重下降, 对欧洲投资比重上升	16
图 20: 部分企业的海外收入已是其营收的主要来源	17

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026