

日本大类资产 50 年：复盘与展望

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

投资要点：

1972-2023年，日股总体跑赢其他日本资产，1972-1989年和2013年后的超额优势显著，但1990-2012年失去的二十年间表现不佳：（1）大部分资产跑赢通胀，日股和黄金领先，债券其次。70-80年代日股大幅领先其他资产，1990年泡沫经济破灭后日股回撤明显，债持续优于股，直到2013年日股再度领跑；（2）风险-收益比看，日本资产整体不及美国资产，股票类资产尤为明显，源于过早进入负利率及日股在1990-2012年表现不佳。

1972年以来日本大类资产主要经历五轮周期：（1）**减速换挡期（1972-1985）**：大宗商品价格暴涨+内生增长动能下滑，日本经济减速换挡，但产业结构转型升级成功，大类资产上日股大幅领涨，黄金其次；（2）**泡沫的盛宴（1986-1989）**：广场协议后日元大幅升值、出口走弱，日本货币政策大幅宽松，日股、房地产均加速上涨，到1989年泡沫经济达到巅峰；（3）**失去的二十年（1990-2012）**：1990年泡沫经济破灭后，日本经济经历近二十年的低迷阶段，1998年后长期陷入通缩，日股和房地产大幅回撤，债券类资产领跑；（4）**安倍经济学（2013-2019）**：2012年底安倍政府上台，推行“安倍经济学”，尽管政策成本存在争议，但从结果看带动日本经济温和复苏，逐步走出通缩阴霾，日股再次领先；（5）**“日特估”崛起（2020-今）**：超宽松货币+积极财政政策刺激下，日本经济快速走出疫情阴霾，而企业盈利明显提升，叠加公司治理结构改善、日元贬值，日股再度吸引全球投资人目光，累计收益超过1989年前高。

展望2024年，再通胀推动下，大类资产上日股或仍领先日债和日元，日特估叙事有望继续演绎：（1）日本经济或温和下行但仍在潜在增速以上，尤其是走出通缩局面下，内需或带来更大支撑；（2）货币政策大概率朝正常化方向迈进、年内有望退出负利率，对应日元升值、日债收益率上行概率较高；（3）对于日股而言，再通胀下企业盈利仍有支撑，估值层面截至1月底日股已超历史均值但并未显著高估，低于美股但高于其他主要股指，增量资金层面外资和内资均有较大增配空间，对应2024年日股仍有上涨空间，但短期涨幅较大，需警惕回调压力。

近年来国内市场对日本的关注度持续提升，日本经验对A股市场有一定借鉴意义：（1）2013年后日股再次领跑，主要源于盈利驱动，也即企业盈利持续改善；（2）政策层面自上而下推动日本上市公司治理改革，带动日股盈利能力和股票投资价值改善；（3）1990年以来日本股市结构变迁反映了日本经济从金融地产为主导转向以消费科技为主导的增长模式。

风险提示：历史经验不代表未来；数据计算存在误差；再通胀受阻等。

相关报告

- 1、《美国大类资产 50 年：复盘与展望》 — 2023.12.13
- 2、《如何理解日本央行政策调整》 — 2023.08.02
- 3、《日本失去三十年经济与股市复盘》 — 2023.07.05

正文目录

1	日本大类资产复盘：1972-2023.....	4
1.1	1972-1985：减速换挡期	5
1.2	1986-1989：泡沫的盛宴	10
1.3	1990-2012：失去的二十年.....	13
1.4	2013-2019：安倍经济学	19
1.5	2020-今：日特估的崛起	23
2	展望 2024：再通胀下，日特估叙事有望继续演绎	26
3	对国内 A 股市场的映射.....	30
4	风险提示	33

图表目录

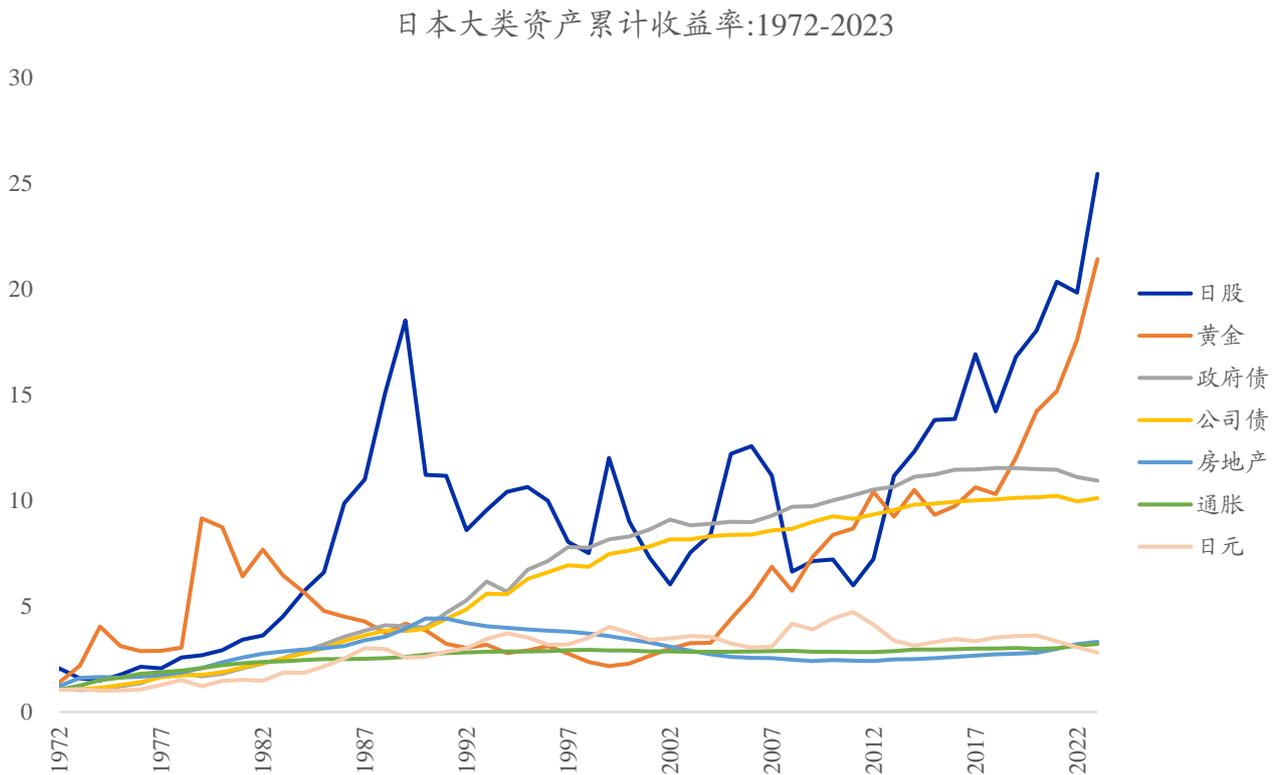
图表 1：日本大类资产累计收益率（1972-2023）	4
图表 2：主要资产的收益率均值-标准差分布	5
图表 3：70 年代黄金和原油价格大幅提升	6
图表 4：70 年代日本经济增速下台阶但好于欧美	6
图表 5：70 年代为抑制通胀，日央行先后两轮加息	6
图表 6：70 年代日本 TFP 增速下降但好于美国	6
图表 7：大类资产累计收益率（1972-1985）	7
图表 8：分年度大类资产收益率排名（1972-1978）	8
图表 9：分年度大类资产收益率排名（1979-1985）	9
图表 10：日股分行业年化收益率（1972-1985）	10
图表 11：80 年代日本出口占比先升后降	11
图表 12：1985 年广场协议后日元大幅升值	11
图表 13：1986-1987 年日本央行政策利率大幅下调	11
图表 14：1986-1989 年居民和企业杠杆率大幅上调	11
图表 15：大类资产累计收益率（1986-1989）	12
图表 16：分年度大类资产收益率排名（1986-1989）	12
图表 17：日股分行业年化收益率（1986-1989）	13
图表 18：90 年代开始日本经济增速大幅落后欧美	15
图表 19：1990-2012 年日本 CPI 通胀负增频发	15
图表 20：1991 年开始日本央行大幅下调政策利率	15
图表 21：90 年代日本 15-64 岁人口占比见顶回落	15
图表 22：90 年代日本 TFP 增速落后于美国	15
图表 23：1993 年后日本占全球出口比重持续下滑	15
图表 24：大类资产累计收益率（1992-2012）	16
图表 25：分年度大类资产收益率排名（1992-2000）	17
图表 26：分年度大类资产收益率排名（2001-2012）	18
图表 27：日股分行业年化收益率（1990-2012）	19
图表 28：2016 年日本正式进入负利率时代	20
图表 29：2013 年以后日本央行资产规模大幅扩张	20
图表 30：2013-2015 日元经历明显贬值	20
图表 31：2012 年后日本政府杠杆率持续提升	20
图表 32：2012 年后日本 CPI 中枢明显提升	20
图表 33：2012 年后实际增速多位于潜在增速以上	20
图表 34：大类资产累计收益率（2013-2019）	21

图表 35: 分年度大类资产收益率排名 (2013-2019)	22
图表 36: 日股分行业年化收益率 (2013-2019)	23
图表 37: 2020 年日本经济迅速恢复	24
图表 38: 2020 年后日本央行资产规模进一步上台阶	24
图表 39: 疫后日本政府支出力度和杠杆率明显提升	24
图表 40: 截止 23 年底日本核心 CPI 维持在 2% 以上	24
图表 41: 大类资产累计收益率 (2020-2023)	25
图表 42: 分年度大类资产收益率排名 (2020-2023)	25
图表 43: 日股分行业年化收益率 (2020-2023)	26
图表 44: 日本 2024 年实际 GDP 增速或降至 1.2% 附近	27
图表 45: 截至 2023 年底, 日本核心 CPI 在 2% 以上	27
图表 46: 截至 2023 年底, 日本失业率历史低位徘徊	27
图表 47: 截至 2024.01, 日经 225PE 已超历史均值	28
图表 48: 日股估值仍低于美股, 但高于其他股指	28
图表 49: 截至 2023 年底, 日本权益基金流入占全球比重仍处于适中水平	29
图表 50 截至 2023Q1, 日本居民金融资产中配置股票比例低于欧美	29
图表 51: 日经 225 年化收益拆分 (1990-2012)	30
图表 52: 日经 225 年化收益拆分 (2013-2023)	30
图表 53: 日本上市公司 ROE (1991-2022)	31
图表 54: 日经 225 股息率 (1970-2023)	31
图表 55: 日本分行业增加值变动 (1994-2022)	32
图表 56: 日本股市分行业市值变动 (1990-2023)	33

1 日本大类资产复盘：1972-2023

1972-2023年，日股总体跑赢其他日本资产，1972-1989年和2013年后的超额优势显著，但1990-2012年失去的二十年间表现不佳。基于数据可得性，以1972年作为起点，对1972-2023年的日本大类资产回报率进行梳理。可以发现，1972年至今，按日本大类资产的累计收益率排序为：股票>黄金>债券>房地产>通胀>日元。以1971年的1日元计，截至到2023年底，各类资产的年度复合回报率分别为：日股(6.4%)>黄金(6.1%)>政府债(4.7%)>公司债(4.6%)>房地产(2.3%)>通胀(2.3%)>日元(2.0%)。大部分资产跑赢通胀，其中日股和黄金领先，债券其次。但日本大类资产表现出明显的周期特征，1972-1989年日本股市大幅领先其他资产，1990年泡沫经济破灭后日股回撤明显，债优于股的局面延续近20年，直到2013年开始日股累计收益率再度超过债券、重新领跑各类资产。

图表 1：日本大类资产累计收益率（1972-2023）

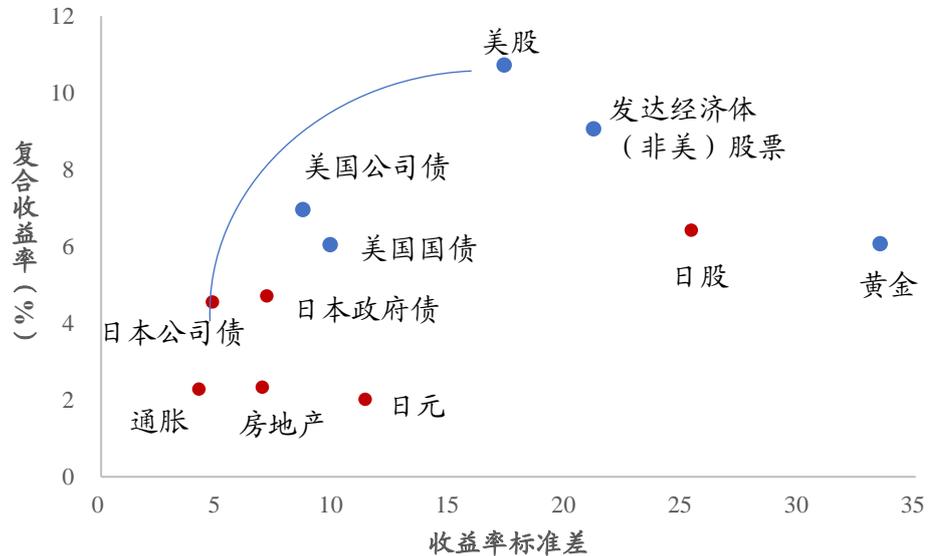


来源：GFD、FRED、Refinitiv Eikon、World Gold Council、华福证券研究所；以1971年底的1日元，计算累计收益，黄金为日元计价，以下同。

风险-收益角度看，日本资产的风险收益比不及美国资产，股票类资产尤为明显。对1972年以来的日本和美国各类资产的复合收益率和标准差进行计算，可以发现日股的收益率和波动率均明显大于日债，但相较同类型美国资产并不占优。债券类资产上，日本债券的收益率和波动率均低于美债，主要源于日本在90年代后期开始实行零利率政策、2013年后推行负利率政策，并通过YCC直接干预收益率曲线，使得日

债收益率和波动率均较低; 股票类资产上, 日股收益率低于美股和发达经济体(非美)股票, 但波动率高于后者, 主要源于日股在 1990-2012 年总体表现不佳, 但 2013 年后已有明显改善。

图表 2: 主要资产的收益率均值-标准差分布



来源: GFD、FRED、Refinitiv Eikon、World Gold Council、Portfolio Visualizer、BullionVault、华福证券研究所

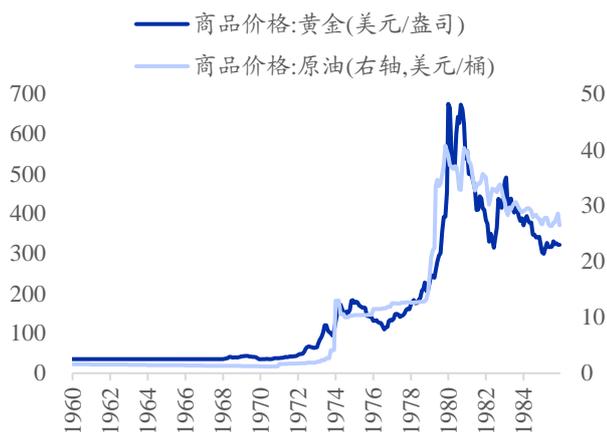
从经济周期视角看, 1972 年以来日本大类资产主要经历五轮周期: (1) **减速换挡期 (1972-1985)**: 大宗商品价格暴涨+内生增长动能下滑, 日本经济减速换挡, 但通过产业结构转型升级成功, 大类资产上日股大幅领涨, 黄金其次; (2) **泡沫的盛宴 (1986-1989)**: 广场协议后日本国内货币政策大幅宽松, 日股在内的风险资产加速上涨, 到 1989 年泡沫经济达到巅峰; (3) **失去的二十年 (1990-2012)**: 1990 年泡沫经济破灭后, 日本经济经历将近二十年的低迷阶段, 1998 年后进入长周期的通缩状态, 大类资产上日股和房地产大幅回撤, 债券类资产领跑; (4) **安倍经济学 (2013-2019)**: 安倍政府上台后推行“安倍经济学”, 日本经济逐步走出通缩阴霾, 日股再次领先; (5) **“日特估”崛起 (2020-今)**: 日本经济改善、日元升值叠加公司治理结构改善, 日股再度吸引全球投资人目光, 累计收益超过 1989 年前高, “日特估”成为 2023 年全球金融市场的关键词。

1.1 1972-1985: 减速换挡期

70 年代开始日本经济从战后高速增长过渡到中高速增长阶段, 全球大宗商品价格暴涨+内生增长动能减弱, 经济明显减速, 但通过产业结构转型, 整体实现平稳过渡。具体的经济特征表现为: (1) **经济增速下台阶, 但在发达经济体中仍保持领先**: 70 年代开始, 日本经济告别战后 50-60 年代的高速增长期, 进入中高速增长阶段, GDP 实际增速由 60 年代的 9.6% 降至 70 年代的 4.2%, 一方面源于资本、劳动力、技术进步等要素推动边际递减, 另一方面作为制造业大国, 受两次石油危机的负向冲击较大, 但横向对比看, 70 年代日本经济仍明显好于美国、欧盟等发达经济体; (2) **70 年代大宗商品价格暴涨, 日本经济一度受滞涨困扰, 但通过价格管制、紧缩性货币政策以及产业转型, 较快走出高通胀阴影**: 1971 年 8 月美国宣布美元与黄金脱钩后,

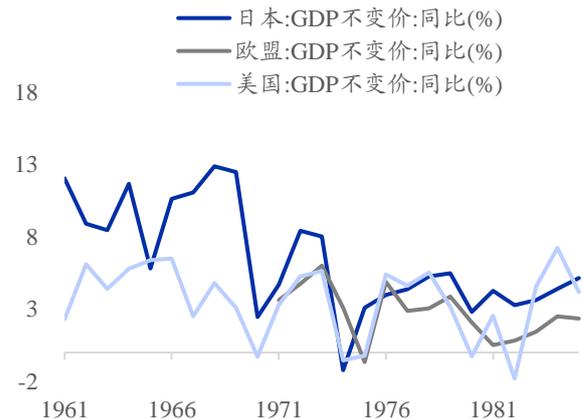
美日欧进入主权信用货币阶段，黄金、能源等大宗商品价格大幅提升，而两次石油危机（1973、1979）和粮食危机（70年代初）的带动下，全球迎来大滞胀时代。受此影响，日本通胀大幅上行，1974年CPI同比一度升至20%以上，而其制造业和出口为导向的经济特征，使其经济明显承压。为遏制通胀，日本一方面对石油等必需品实行价格管制，货币政策上从1973年开始大幅提升贴现利率，另一方面大力发展节能技术和新能源，产业结构上减少对高耗能产业依赖度，最终在发达经济体中较快走出高通胀阴影；（3）**产业结构上由资本密集型向技术密集型转变，TFP增速边际下滑但仍领先美国**：在产业政策上，为解决经济危机、生态危机和能源危机等多重问题，70年代开始日本产业结构向节能型、技术密集型以及高附加值型转变，重化工业比重下降，高加工组装型产业得到发展。在配套经济政策上，日本一方面鼓励垄断资本扩大资本输出，把能耗高、污染环境的产业转移到发展中国家去，另一方面大力扶植汽车、电子、精密机械、航空、原子能等工业部门的发展，并不断加大科研投资力度，努力迈向“独立自主技术时代”。体现在TFP增速上，70年代开始日本TFP增速明显下滑，但整体仍好于美国，较为实现了经济的平稳过渡。

图表 3：70年代黄金和原油价格大幅提升



来源：世界银行、华福证券研究所

图表 4：70年代日本经济增速下台阶但好于欧美

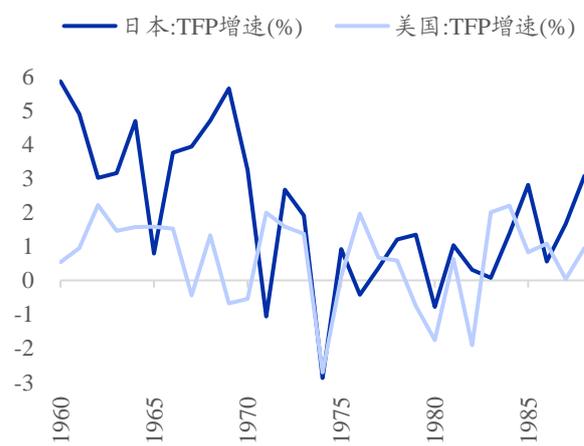


来源：世界银行、华福证券研究所

图表 5：70年代为抑制通胀，日央行先后两轮加息



图表 6：70年代日本 TFP 增速下降但好于美国

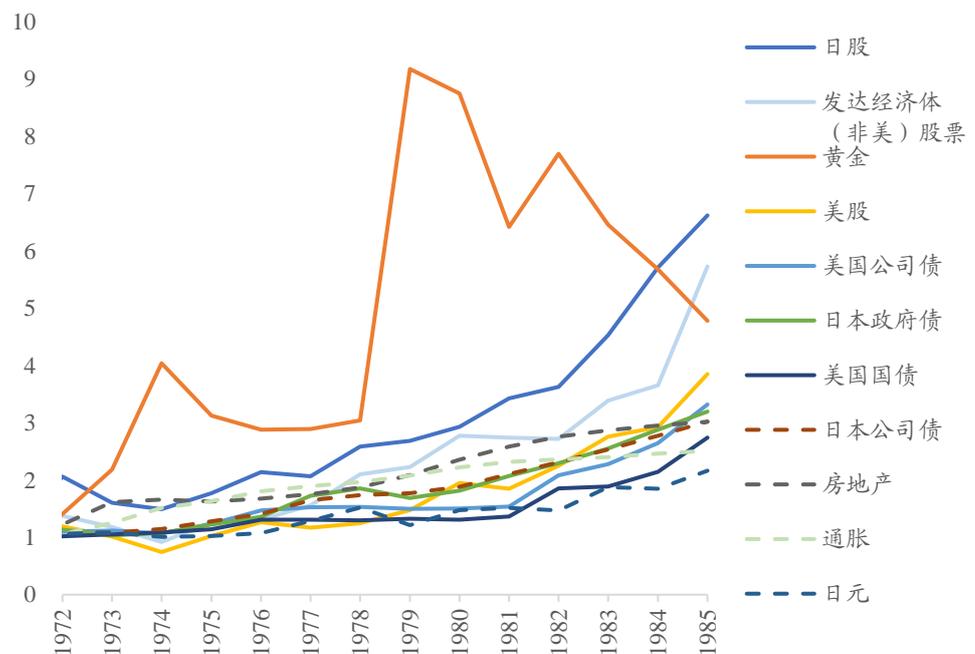


来源：Wind、华福证券研究所

来源：Our World in Data、华福证券研究所

大类资产上，除日元外的主要资产均跑赢通胀，其中日股领跑全球主要股市，黄金其次。1972-1985年，大类资产年化收益率排名依次为：日股（14.5%）>发达经济体（非美）股票（13.3%）>黄金（11.8%）>美股（10.1%）>美国公司债（8.9%）>日本政府债（8.7%）>日本公司债（8.2%）>房地产（8.2%）>美国国债（7.5%）>通胀（6.8%）>日元（5.7%）。日股在全球主要股市中大幅领先，尤其相较于美股的年化收益高出4个百分点以上，1975-1985年连续11年股指收阳。在70年代的滞胀阶段，黄金大幅领涨，1979年一度达到局部巅峰，但1980年开始随着美联储持续加息，黄金价格随之大幅回落。对于债券而言，在1973、1979日央行两轮加息周期中，债市大幅走熊，80年代后随着通胀大幅回落、日本央行利率大幅回落，债市也重新走强，1972-1985年间总体上仍跑赢通胀。

图表 7：大类资产累计收益率（1972-1985）



来源：GFD、FRED、Refinitiv Eikon、World Gold Council、Portfolio Visualizer、BullionVault、华福证券研究所

图表 8: 分年度大类资产收益率排名 (1972-1978)¹

1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
日股 105.9%	黄金 55.1%	黄金 85.0%	美股 37.3%	美股 23.7%	日本政府债 27.0%	发达经济体 (非美)股票 34.3%
黄金 40.8%	房地产 31.6%	通胀 21.0%	发达经济体 (非美)股票 37.1%	日股 20.9%	日元 19.7%	日股 25.3%
发达经济体 (非美)股票 37.6%	通胀 18.3%	日本公司债 5.9%	日股 18.8%	美国公司债 18.8%	发达经济体 (非美)股票 19.4%	日元 18.2%
房地产 22.7%	美国国债 3.0%	日本政府债 4.0%	美国公司债 15.7%	美国国债 14.5%	日本公司债 16.9%	日本政府债 7.5%
美股 18.9%	日元 2.4%	美国国债 3.5%	日本政府债 13.7%	日本政府债 11.1%	通胀 5.0%	房地产 6.7%
日本政府债 13.4%	美国公司债 2.0%	房地产 2.7%	日本公司债 11.9%	通胀 10.5%	房地产 4.6%	美股 6.4%
美国公司债 9.9%	日本公司债 -1.1%	美国公司债 -4.8%	通胀 7.8%	日本公司债 10.0%	美国公司债 3.8%	日本公司债 5.5%
日本公司债 9.4%	日本政府债 -8.8%	日股 -7.0%	美国国债 5.0%	日元 5.2%	黄金 0.4%	黄金 5.3%
日元 6.1%	发达经济体 (非美)股票 -14.2%	日元 -7.1%	日元 1.3%	发达经济体 (非美)股票 3.7%	美国国债 0.2%	通胀 3.9%
通胀 5.7%	美股 -14.8%	发达经济体 (非美)股票 -22.1%	房地产 -2.0%	房地产 3.3%	日股 -3.6%	美国公司债 0.3%
美国国债 2.1%	日股 -22.2%	美股 -26.5%	黄金 -22.7%	黄金 -7.9%	美股 -7.4%	美国国债 -1.0%

来源: GFD、FRED、Refinitiv Eikon、World Gold Council、Portfolio Visualizer、BullionVault、华福证券研究所

¹ 出于全球对比考虑, 大类资产收益率不仅包括日本国内资产, 还统计了美股、美债及发达经济体(非美)股票, 以下同。

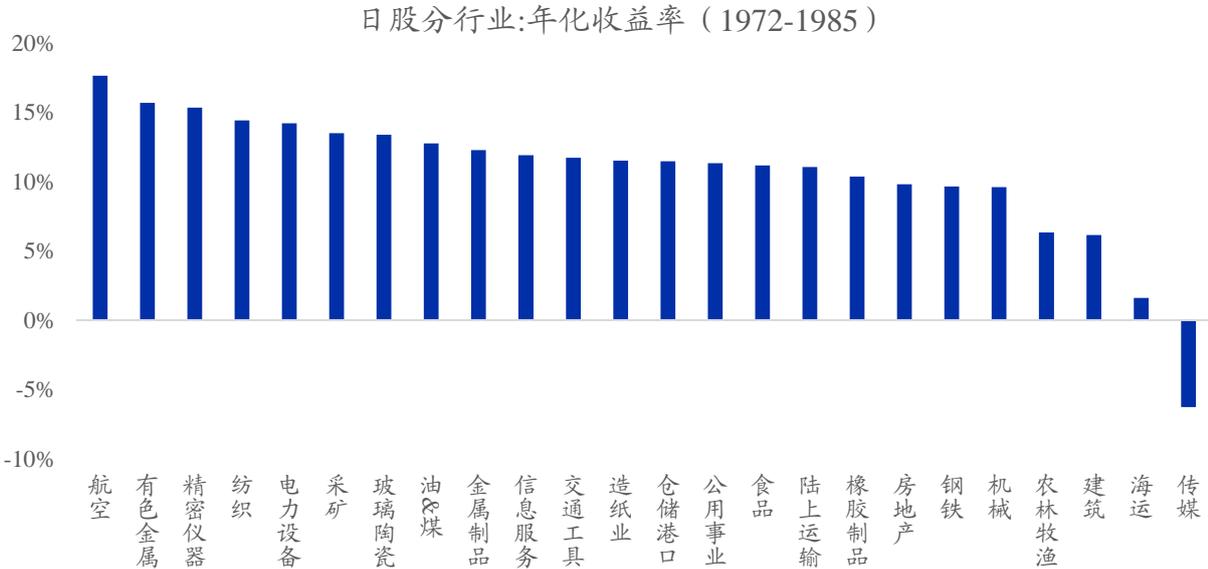
图表 9: 分年度大类资产收益率排名 (1979-1985)

1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
黄金 201.5%	日本政府债 7.7%	日股 17.1%	美国国债 35.9%	日元 27.4%	日股 26.1%	发达经济体 (非美)股票 56.7%
美股 18.4%	通胀 6.9%	日本政府债 14.1%	美国公司债 35.5%	日股 24.9%	美国公司债 16.2%	美股 31.6%
房地产 11.4%	日元 21.4%	日本公司债 11.7%	美股 21.5%	发达经济体 (非美)股票 24.6%	美国国债 13.4%	美国国债 27.9%
发达经济体 (非美)股票 6.2%	日股 9.1%	房地产 9.7%	黄金 19.9%	美股 22.5%	日本政府债 12.8%	美国公司债 25.4%
通胀 5.6%	美国国债 -1.3%	美国国债 4.3%	日本政府债 10.7%	日本政府债 11.3%	日本公司债 9.6%	日元 17.1%
日股 3.7%	美国公司债 0.5%	通胀 4.3%	日本公司债 9.7%	日本公司债 9.7%	发达经济体 (非美)股票 7.9%	日股 16.0%
美国国债 2.0%	美股 32.3%	日元 3.0%	房地产 6.6%	美国公司债 9.3%	美股 6.2%	日本政府债 11.0%
日本公司债 1.8%	黄金 -4.6%	美国公司债 2.3%	日股 5.8%	房地产 4.1%	房地产 2.9%	日本公司债 8.8%
美国公司债 -2.2%	日本公司债 6.5%	发达经济体 (非美)股票 -1.0%	通胀 2.0%	美国国债 2.1%	通胀 2.6%	房地产 2.3%
日本政府债 -9.1%	房地产 12.9%	美股 -5.1%	发达经济体 (非美)股票 -0.9%	通胀 1.7%	日元 -1.4%	通胀 1.9%
日元 -20.2%	发达经济体 (非美)股票 24.4%	黄金 -26.6%	日元 -3.1%	黄金 -16.1%	黄金 -12.1%	黄金 -15.7%

来源: Portfolio Visualizer、BullionVault、世界银行、Portfolio Visualizer、BullionVault、华福证券研究所

对于日股而言，先进制造和上游周期类行业领涨。1972-1985年，日股总体取得良好收益，其中两种类型行业年化收益靠前，一类是日本产业竞争优势不断加强行业，包括航空（17.6%）、精密仪器（15.3%）、纺织（14.4%）、电力设备（14.2%）等，除纺织外其余均为日本70年代重点扶持的新兴产业；另一类为上游周期类品种，包括有色金属（15.7%）、采矿（13.5%）、油气煤炭（12.8%）等，主要受益于70年代大宗商品价格暴涨，但随着80年代大宗价格大幅回落，采矿、油气煤炭等行业超额收益回撤明显。

图表 10: 日股分行业年化收益率 (1972-1985)

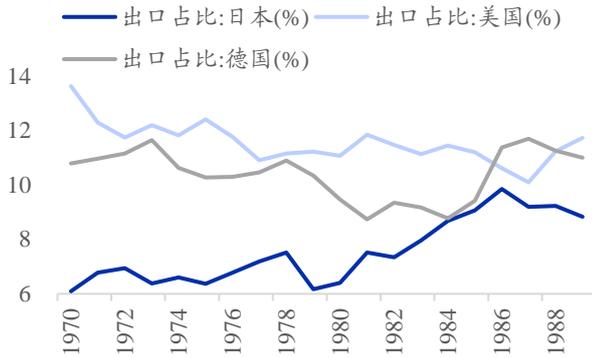


来源: GFD、华福证券研究所; 出于数据可得性, 分行业收益率用行业指数计算, 未考虑股息

1.2 1986-1989: 泡沫的盛宴

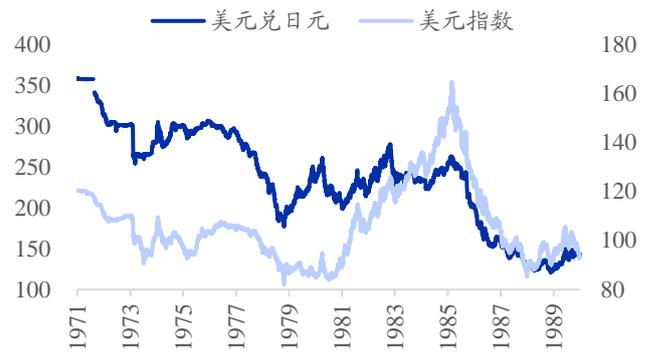
1986-1989年, 在日元升值背景下, 日本实行超宽松的货币和信贷政策, 日股、房地产在内的各类资产大幅上涨, 到1989年达到泡沫经济巅峰。具体的经济特征表现为: (1) 1985年广场协议后日元大幅升值, 日本出口受到冲击: 70年代随着日本产业结构转型升级, 其出口竞争力持续提升, 占世界货物出口比重由1970年的6.1%提升至1986年的9.9%。但其出口持续增长的同时, 对美贸易顺差不断扩大, 与美国贸易摩擦也愈演愈烈。1985年9月, 美国主持召开美日德法英五国财政部长和央行行长会议, 达成广场协议, 核心成果为美元兑主要货币有秩序贬值。其中日本成为美国最主要施压对象, 日元被迫大幅升值, 1985年初到1988年底, 日元对美元升值幅度达107%。受日元升值影响, 日本出口受到明显冲击, 到1989年出口占世界比重降至8.8%; (2) 外需不畅下日本实施宽松货币和信贷政策, 大力提振内需, 进入截至当时二战后最长的景气周期——“平成景气”: 在出口受挫背景下, 日本政策重点转向提振内需, 货币政策上日本央行1986年开启降息, 到1986年贴现率已由4.5%降至2.5%, 信贷条件也大幅放宽。受此影响, 日本国内居民消费、企业投资和政府投资均明显提升, 从1986-1991年经历了持续58个月的“平成景气”, 为当时自二战以后最长的景气周期; (3) 经济过热同时, 大量资金涌入房地产和股票市场, 资产价格的泡沫化程度大幅提升: 宽松货币和信贷政策刺激下, 大量资金涌入日本房地产、股票市场以及各类海外资产。到1989年底日股见顶时, 其相较1986年初涨幅已高达197%, PE由1985年底的35.2X提升至1989年底的70.6X; 东京房价指数在1990年10月见顶, 其相较1985年底涨幅高达145%。

图表 11: 80 年代日本出口占比先升后降



来源: Wind、华福证券研究所

图表 12: 1985 年广场协议后日元大幅升值



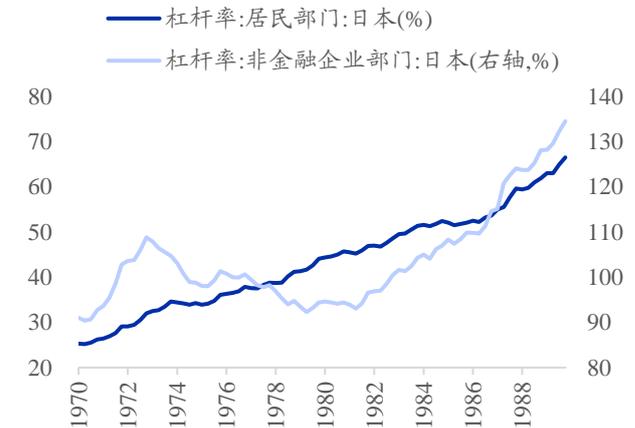
来源: Wind、华福证券研究所

图表 13: 1986-1987 年日本央行政策利率大幅下调



来源: Wind、华福证券研究所

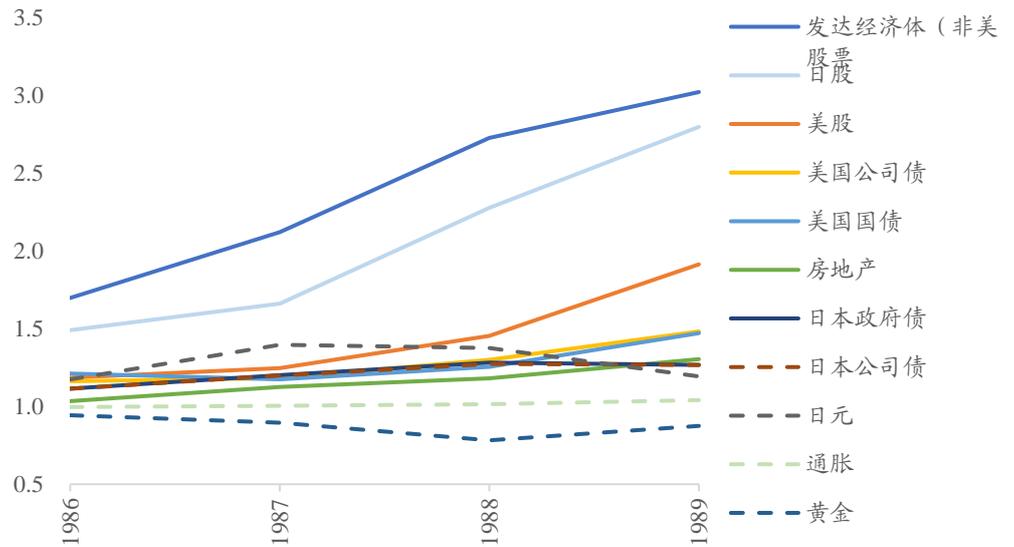
图表 14: 1986-1989 年居民和企业杠杆率大幅上调



来源: Wind、华福证券研究所

大类资产走势上, 日股大幅领先, 房地产和债券其次, 黄金跑输通胀。1986-1989 年, 大类资产年化收益率排名依次为: 发达经济体(非美)股票(31.9%)>日股(29.4%)>美股(17.6%)>美国公司债(10.4%)>美国国债(10.2%)>房地产(6.9%)>日本政府债(6.1%)>日本公司债(6.1%)>日元(4.5%)>通胀(1.0%)>黄金(-3.3%)。在 1986-1989 年的泡沫经济中, 日股收益率大幅领先, 而非美发达经济体股票领先日股, 但均明显超过美股, 其主要背景在于 1985 年后全球进入大缓和时代, 经济和金融自由化程度大幅提升, 股票市场普遍取得较好收益。对于债券资产而言, 1986 年受益于日央行大幅降息, 走出债牛行情, 但 1987 年后随着政策利率提升尤其是 1989 年日央行为应对经济过热大幅加息, 债券利率大幅上行, 使得债券收益率明显跑输股票。而日元在广场协议后大幅升值, 同样跑赢通胀。

图表 15: 大类资产累计收益率 (1986-1989)



来源: GFD、FRED、Refinitiv Eikon、World Gold Council、华福证券研究所

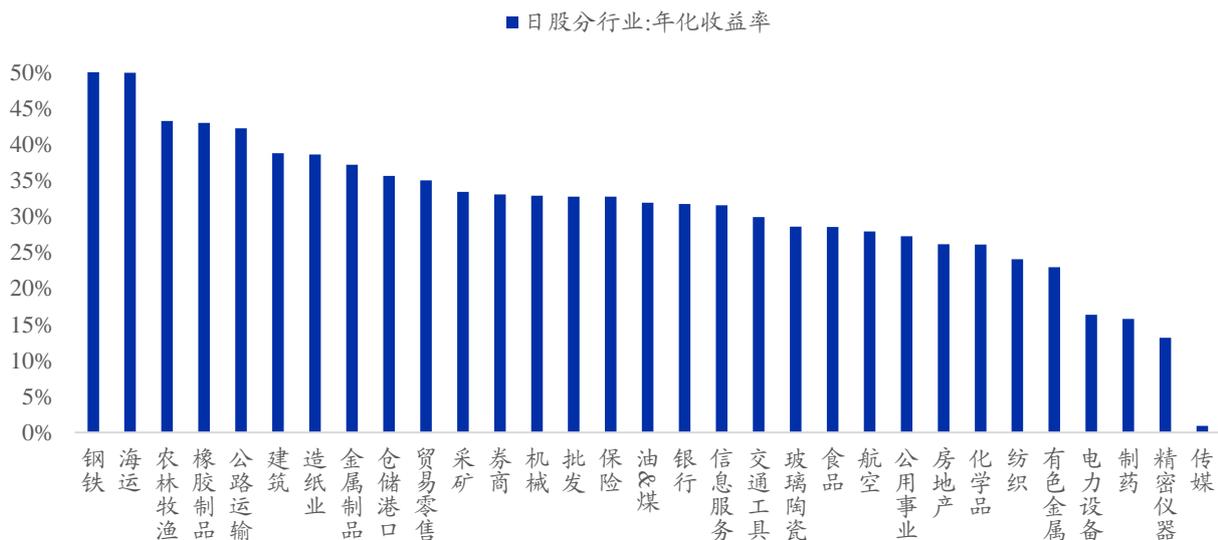
图表 16: 分年度大类资产收益率排名 (1986-1989)

1986	1987	1988	1989
发达经济体 (非美) 股票 69.9%	发达经济体 (非美) 股票 24.9%	日股 37.1%	美股 31.7%
日股 49.2%	日元 19.0%	发达经济体 (非美) 股票 28.6%	日股 22.9%
美国国债 21.3%	日股 11.4%	美股 16.6%	美国国债 17.3%
美股 18.6%	房地产 8.9%	美国公司债 9.8%	美国公司债 14.1%
日元 17.5%	日本政府债 7.8%	美国国债 6.9%	黄金 11.8%
美国公司债 16.3%	日本公司债 7.7%	日本政府债 6.7%	发达经济体 (非美) 股票 10.8%
日本政府债 11.6%	美股 5.2%	日本公司债 6.1%	房地产 10.5%
日本公司债 11.5%	美国公司债 1.8%	房地产 4.8%	通胀 2.6%
房地产 3.5%	通胀 0.8%	通胀 1.0%	日本公司债 -0.5%
通胀 -0.3%	美国国债 -3.1%	日元 -1.4%	日本政府债 -1.1%
黄金 -5.6%	黄金 -5.0%	黄金 -12.7%	日元 -13.4%

来源: GFD、FRED、Refinitiv Eikon、World Gold Council、Portfolio Visualizer、BullionVault、华福证券研究所

对于日股而言，钢铁、交运、农林牧渔、建筑等顺周期板块涨幅领先，电力设备、精密仪器等先进制造涨幅靠后。1986-1989年，钢铁（50.2%）、海运（50.0%）、农林牧渔（43.3%）、橡胶制品（43.0%）、公路运输（42.2%）、建筑（38.8%）等顺周期行业收益率领先，一方面受益于泡沫经济下日本内需大幅提升，另一方面前期涨幅相对较低，而精密仪器（13.2%）、电力设备（16.4%）、纺织（24.1%）等制造业在1972-1986年超额优势大幅领先，但1986年后明显收窄。

图表 17: 日股分行业年化收益率（1986-1989）



来源：GFD、华福证券研究所；出于数据可得性，分行业收益率用行业指数计算，未考虑股息

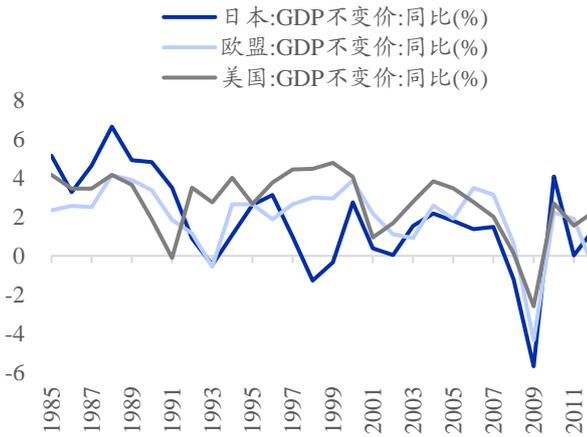
1.3 1990-2012：失去的二十年

1989年开始，日本政府通过加息、收紧房企融资、征收地价税等多种形式，主动刺破泡沫。到1990年，日本泡沫经济开始破灭，股市、楼市、土地市场相继于1990年、1991年、1992年大幅回落，进入长达20年的经济低迷期，也被称作“失去的二十年”。根据我们此前的报告《日本失去三十年经济与股市复盘》，这二十年又具体可分为四个阶段：（1）从泡沫崩溃到亚洲金融危机前夕（1990.01-1997.06）：1990年开始股市大幅回撤，引发持续经济衰退，日本货币和财政政策迅速应对，1993-1994年日本经济呈现复苏迹象，但后续过早退出逆周期政策+不良资产未得到有效解决，1997年又开始边际下行；（2）亚洲金融危机与科技互联网泡沫（1997.07-2003.03）：1997年下半年亚洲金融危机开始爆发并蔓延至日本，日本经济在1997-1998年经历了截至当时最严重的经济衰退，日本政府再次使用货币宽松和财政刺激政策，到1999年明显复苏，但2000年科网泡沫破灭、2001年美国陷入衰退，对日本带来明显冲击，2001年日本经济衰退程度超过1998年，这一阶段日本经济危机四伏，持续面临内外部宏观环境的严峻挑战；（3）中国经济发展驱动大宗商品牛市（2003.04-2007.06）：中国在内的新兴市场经济高增，为日本企业带来大量出口需求，货币政策上日本央行于2001年在全球范围内首次推行量化宽松（QE），从结果看日本经济从2002年到2008年初经历了长达六年的景气扩张周期“伊邪那美景气”；（4）金融危机+“七年七相”

动荡时代 (2007.07-2012.08): 2008 年全球金融危机爆发后日本陷入严重经济衰退, 后续在宽松的财政+货币政策助推下逐步走出衰退, 但与其他主要经济体相比, 复苏相对缓慢, 而政治上从 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, 经济复苏明显乏力。

失去的二十年间, 日本经济主要体现为以下特征: (1) **经济增速大幅下台阶, 且落后欧美:** 90 年代泡沫经济破灭后, 日本经济增速大幅下行。1986-1989 年, 日本实际 GDP 复合增速尚有 4.9%, 但到 1990-1999 年降至 1.6%, 2000-2012 年更是降至 0.8%, 23 年中甚至有 7 个年份增速在 0 及负增区间。而从国际比较上, 这一阶段日本经济明显落后欧美, 90 年代尤为明显; (2) **需求不足导致长期处于通缩区间:** 90 年代开始日本经济增速下台阶、资产价格大幅缩水, 对居民信心和支出产生了负面影响, 社会总需求下降, 体现在价格上通胀长期处于低位, 1998-2006 年、2009-2012 年 CPI 持续处于负增区间, 呈现明显的通缩格局; (3) **政策利率大幅下调但需求未见明显起色, 呈现典型的“流动性陷阱”特征:** 为应对经济下行的冲击, 日本央行从 1991 年开始出台宽松的货币政策, 贴现率由 6% 持续降至 1996 年的 0.5%, 到 2001 年更进一步降至 0.1%, 基本接近零利率。但货币政策收效甚微, 反映在货币供应上, 1993 年开始日本基础货币增速持续提升, 但 M2 同比持续低迷, 到疫情前均未超过 5%, 货币乘数较泡沫经济前明显下降; (4) **人口红利见顶回落, 低出生率和老龄化加速问题涌现, 进一步拖累潜在增长率:** 1991 年日本劳动人口 (15-64 岁人口) 占比见顶, 此后持续回落, 标志着其人口红利逐渐消退, 而泡沫经济破灭后, 进一步压低生育意愿, 1991 年出生率首次跌破 1%, 且呈持续下行态势。与此同时, 老龄化率加速提升, 65 岁以上人口比重由 1990 年的 12.4% 扩大至 2012 年的 24.7%。人口问题的严峻化, 使得长期潜在增速持续下台阶, 对内需各个部门带来压力; (5) **技术进步放缓, 产业竞争力转弱:** 90 年代开始日本面临技术进步放缓困境。体现在全要素生产率 (TFP) 上, 80 年代后期日本 TFP 增速整体仍高于美国, 但 1990 年后大幅下滑, 明显跑输美国。作为外向型经济体, 80 年代后期日本的优势部类产业集中在汽车、半导体、家电、工程机械等领域。但受日美贸易摩擦、日元升值以及产业向韩国、中国台湾和中国大陆等地转移的影响, 日本的产业竞争力逐渐削弱。其出口货物金额占世界比重在 1993 年仍达 9.6%, 但此后持续下移。另一方面, 日本在 90 年代错过信息技术革命的重大机遇, 未能抓住半导体、互联网等新兴产业的卡位机会, 使得其在房地产泡沫破灭后很难形成新的产业驱动力。

图表 18: 90 年代开始日本经济增速大幅落后欧美



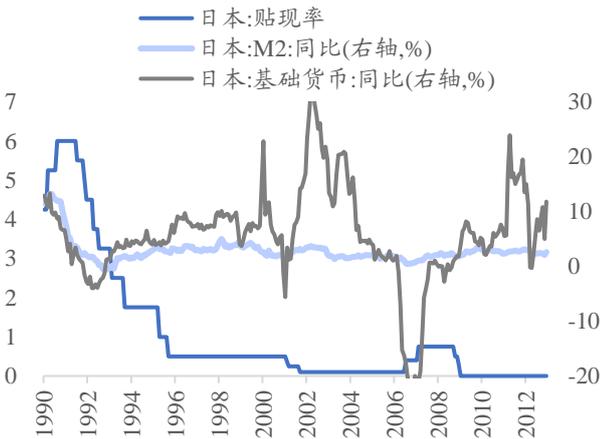
来源: 世界银行、华福证券研究所

图表 19: 1990-2012 年日本 CPI 通胀负增频发



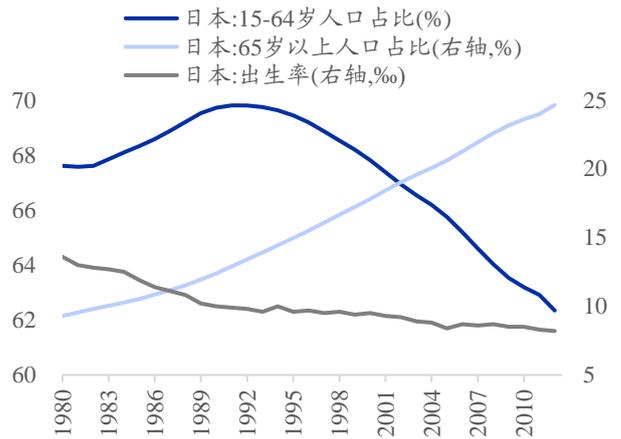
来源: Wind、华福证券研究所

图表 20: 1991 年开始日本央行大幅下调政策利率



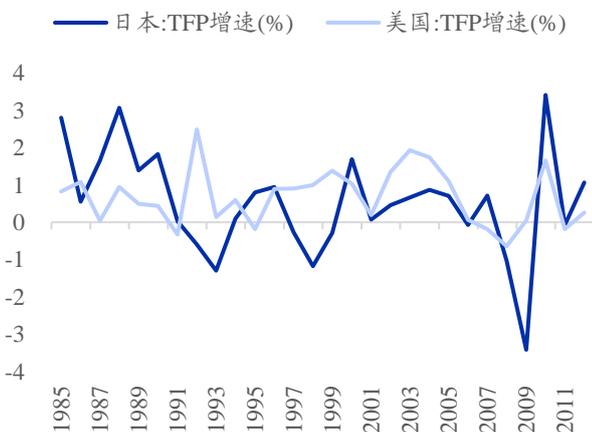
来源: Wind、华福证券研究所

图表 21: 90 年代日本 15-64 岁人口占比见顶回落



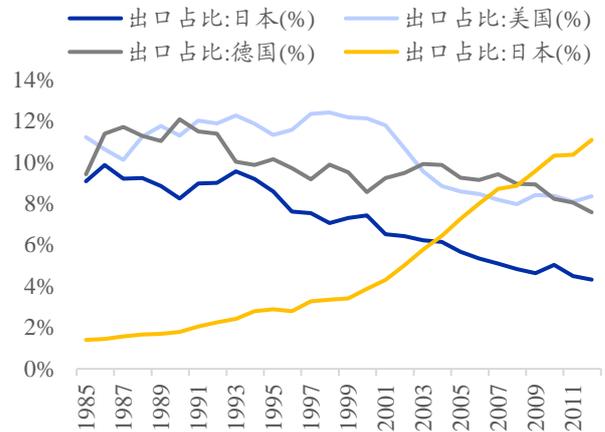
来源: Wind、华福证券研究所

图表 22: 90 年代日本 TFP 增速落后于美国



来源: Wind、华福证券研究所

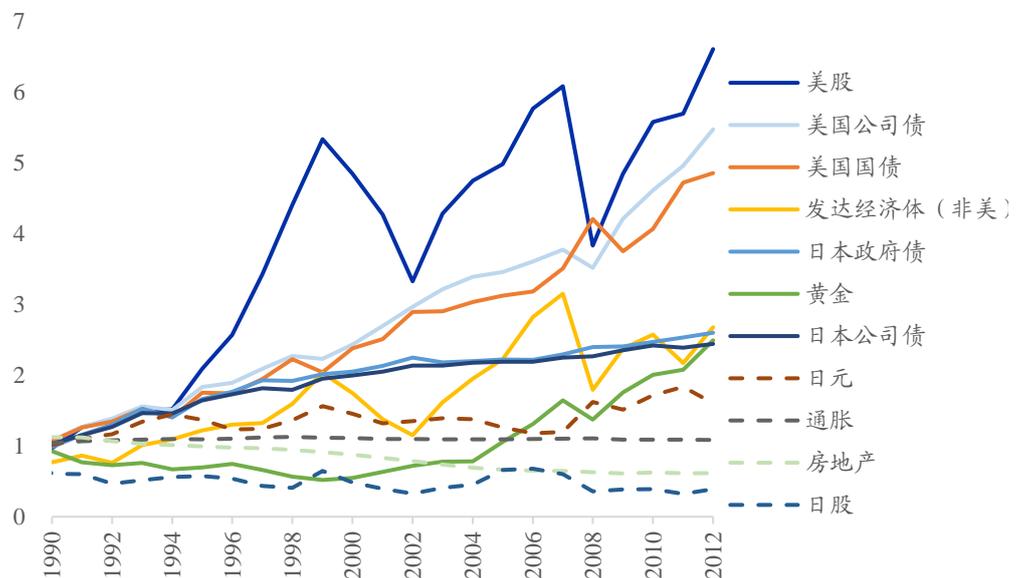
图表 23: 1993 年后日本占全球出口比重持续下滑



来源: Wind、华福证券研究所

大类资产上，日本资产大幅跑输美国资产，日本国内债券保持领先，房地产和日股大幅跑输通胀。1992-2012年，大类资产年化收益率排名依次为：美股（8.6%）>美国公司债（7.7%）>美国国债（7.1%）>发达经济体（非美）股票（4.4%）>日本政府债（4.2%）>黄金（4.0%）>日本公司债（4.0%）>日元（2.1%）>通胀（0.4%）>房地产（-2.1%）>日股（-4.0%）。美股、美债和发达经济体股票大幅领先日本资产，而受益于政策利率由6%降至0附近，日本债券类资产相对靠前，而房地产和日股大幅回撤。这一阶段，既是日本与美国在经济体量上显著拉开差距的二十年，同时也是日本资产大幅缩水的二十年。尤其体现在日股上，到2012年底日股全收益指数仅为1989年底的39%，年化回报为负且垫底。

图表 24：大类资产累计收益率（1992-2012）



来源：GFD、FRED、Refinitiv Eikon、World Gold Council、Portfolio Visualizer、BullionVault、华福证券研究所

图表 25：分年度大类资产收益率排名（1992-2000）

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
房地产 12.3%	美股 30.5%	日本政府债 12.5%	发达经济体 (非美)股票 32.9%	日股 9.1%	美股 37.6%	美股 23.0%	美股 33.4%	美股 28.6%	日股 59.7%	美国国债 16.7%
美国公司债 7.4%	美国公司债 18.2%	日本公司债 10.2%	日本政府债 17.1%	发达经济体(非 美)股票 8.1%	美国国债 24.8%	黄金 7.4%	美国国债 11.5%	发达经济体 (非美)股票 20.3%	发达经济体 (非美)股票 27.3%	美国公司债 9.1%
美国国债 6.9%	美国国债 17.8%	美国公司债 9.1%	日本公司债 15.4%	日元 7.8%	美国公司债 21.6%	发达经济体(非 美)股票 6.4%	美国公司债 10.4%	美国国债 14.4%	美股 21.0%	黄金 5.7%
通胀 3.8%	日本政府债 17.2%	美股 7.6%	日元 14.9%	美股 1.3%	日本政府债 18.3%	日本政府债 6.1%	日本政府债 9.3%	日元 9.9%	日元 14.6%	日本公司债 2.2%
日本公司债 3.0%	发达经济体 (非美)股票 12.5%	美国国债 6.8%	美国国债 13.2%	通胀 0.7%	日本公司债 12.9%	日本公司债 5.2%	日本公司债 5.0%	美国公司债 8.7%	日本公司债 8.8%	日本国债 1.8%
日元 1.2%	日本公司债 11.7%	日元 5.3%	美国公司债 12.4%	日本公司债 -0.4%	发达经济体 (非美)股票 11.6%	美国公司债 3.4%	发达经济体 (非美)股票 2.1%	通胀 0.6%	日本政府债 5.0%	通胀 -0.2%
日本政府债 -1.3%	日元 9.3%	通胀 1.2%	日股 11.0%	房地产 -1.8%	黄金 4.4%	通胀 0.6%	通胀 1.8%	日本政府债 -0.5%	通胀 -1.1%	房地产 -4.0%
美股 -3.1%	通胀 2.7%	房地产 -4.8%	美股 10.1%	美国公司债 -3.3%	日股 2.1%	美国国债 -0.6%	日元 0.8%	日本公司债 -1.1%	美国公司债 -1.9%	日元 -6.9%
黄金 -7.4%	房地产 -0.2%	黄金 -5.8%	黄金 4.9%	美国国债 -7.8%	通胀 -0.3%	房地产 -1.7%	房地产 -1.2%	房地产 -2.2%	房地产 -3.5%	美股 -9.1%
发达经济体 (非美)股票 -23.2%	日股 -0.4%	发达经济体 (非美)股票 -11.8%	通胀 1.0%	日本政府债 -7.9%	房地产 -1.6%	日股 -6.1%	黄金 -12.0%	日股 -6.6%	美国国债 -8.3%	发达经济体 (非美)股票 -14.0%
日股 -39.4%	黄金 -16.7%	日股 -23.0%	房地产 -3.6%	黄金 -12.3%	日元 -5.3%	日元 -10.0%	日股 -19.4%	黄金 -14.0%	黄金 -8.3%	日股 -25.0%

来源：GFD、FRED、Refinitiv Eikon、World Gold Council、Portfolio Visualizer、BullionVault、华福证券研究所

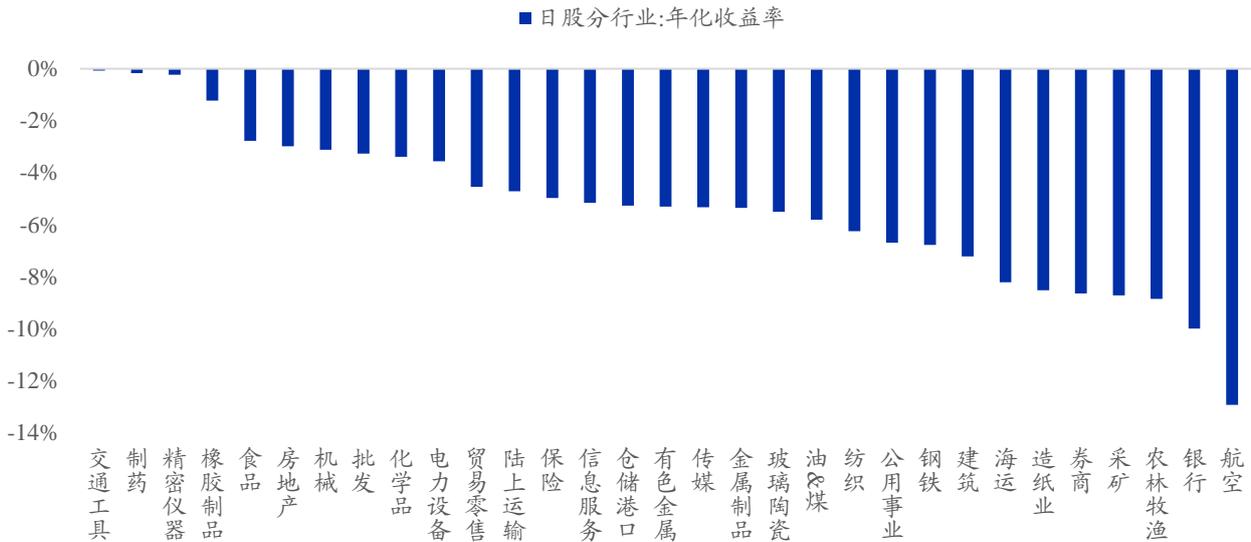
图表 26: 分年度大类资产收益率排名 (2001-2012)

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
黄金 15.3%	美国国债 15.2%	发达经济体 (非美) 股票 40.2%	发达经济体 (非美) 股票 20.7%	日股 45.2%	发达经济体 (非美) 股票 26.9%	黄金 25.2%	日元 35.3%	发达经济体 (非美) 股票 32.5%	美股 15.1%	美国国债 16.0%	发达经济体 (非美) 股票 23.3%
美国公司债 10.7%	黄金 13.4%	美股 28.7%	日股 11.3%	黄金 34.6%	黄金 24.3%	发达经济体 (非美) 股票 11.6%	美国国债 19.9%	黄金 27.9%	黄金 14.4%	美国公司债 7.5%	日股 20.9%
美国国债 5.5%	美国公司债 10.2%	日股 25.2%	美股 10.9%	发达经济体 (非美) 股票 14.0%	美股 15.8%	美国国债 10.1%	日本政府债 4.6%	美股 26.5%	日元 13.4%	日元 6.9%	黄金 19.9%
日本政府债 3.9%	日本政府债 5.6%	黄金 8.3%	美国公司债 5.4%	美股 4.9%	美国公司债 4.4%	美股 5.5%	日本公司债 0.9%	美国公司债 19.8%	美国公司债 9.5%	黄金 3.6%	美股 16.0%
日本公司债 2.7%	日本公司债 4.2%	美国公司债 8.3%	美国国债 4.5%	美国国债 3.1%	日股 3.0%	美国公司债 4.6%	通胀 0.4%	日股 7.6%	美国国债 8.5%	日本政府债 2.5%	美国公司债 10.4%
通胀 -1.2%	日元 2.3%	日元 3.1%	日本公司债 1.9%	美国公司债 2.0%	美国国债 1.9%	日本政府债 3.3%	房地产 -2.5%	日本公司债 3.8%	发达经济体 (非美) 股票 8.2%	美股 2.1%	美国国债 2.9%
房地产 -4.7%	通胀 -0.3%	美国国债 0.3%	日本政府债 0.9%	日本政府债 0.9%	通胀 0.3%	日本公司债 2.5%	美国公司债 -6.8%	日本政府债 0.4%	日本公司债 2.8%	通胀 -0.2%	日本政府债 2.6%
日元 -9.3%	房地产 -5.6%	日本公司债 0.1%	黄金 0.7%	日本公司债 0.7%	日本公司债 0.1%	日元 1.8%	黄金 -16.5%	通胀 -1.7%	日本政府债 2.7%	房地产 -1.0%	日本公司债 2.3%
美股 -11.9%	发达经济体 (非美) 股票 -16.3%	通胀 -0.4%	通胀 0.2%	通胀 -0.1%	日本政府债 -0.1%	通胀 0.7%	美股 -37.0%	房地产 -2.8%	房地产 2.0%	日本公司债 -1.3%	通胀 -0.1%
日股 -18.9%	日股 -17.5%	日本政府债 -3.0%	日元 -1.0%	房地产 -4.3%	房地产 -2.1%	房地产 -0.7%	日股 -40.6%	日元 -6.7%	日股 1.0%	发达经济体 (非美) 股票 -15.6%	房地产 -0.4%
发达经济体 (非美) 股票 -21.2%	美股 -22.1%	房地产 -6.4%	房地产 -5.7%	日元 -8.6%	日元 -6.4%	日股 -11.1%	发达经济体 (非美) 股票 -43.1%	美国国债 -10.8%	通胀 0.0%	日股 -17.0%	日元 -12.6%

来源: GFD、FRED、Refinitiv Eikon、World Gold Council、Portfolio Visualizer、BullionVault、华福证券研究所

对于日股而言, 到 2012 年底主要行业均未回到 1989 年巅峰水平, 其中交通工具、制药、精密仪器、橡胶制品等日本优势制造业降幅相对较小, 而航空、银行、农林牧渔等顺周期及在泡沫经济阶段积累较大涨幅的板块降幅居前。1990-2012 年 TOPIX 口径下的 31 个行业均未达到 1989 年底水平。按年化复合收益率计算, 交通工具 (-0.1%)、制药 (-0.2%)、精密仪器 (-0.2%)、橡胶制品 (-1.2%)、食品 (-3.0%) 等跌幅相对较小, 超额收益明显, 而上述行业同样是日本产业竞争力相对占优部类, 航空 (-12.9%)、银行 (-10.0%)、农林牧渔 (-8.9%)、采矿 (-8.7%)、券商 (-8.7%) 等行业跌幅较大, 一方面源于其在泡沫经济阶段涨幅居前, 另一方面其顺周期属性在经济下行周期受冲击较大。关于这一阶段更详细的股市走势分析, 参见我们之前发布的报告《日本失去三十年经济与股市复盘》。

图表 27: 日股分行业年化收益率 (1990-2012)



来源: GFD、华福证券研究所; 出于数据可得性, 分行业收益率用行业指数计算, 未考虑股息

1.4 2013-2019: 安倍经济学

2012 年底日本首相安倍晋三再度上台, 并推行一系列刺激经济政策, 被称为“安倍经济学”, 尽管政策成本存在争议, 但从结果看带动日本经济温和复苏。2012 年底的安倍经济学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。到 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, 属于偏中长期的结构性经济政策。这一阶段具体的经济特征表现为: (1) 货币政策上实行更为激进的 QQE 政策 (“量化加质化” 宽松), 货币政策进一步宽松, 日元大幅贬值: 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。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。而在常年的量化宽松刺激下, 日本央行资产规模在 2013 年以后快速膨胀, 到 2019 年已超过 GDP 规模; (2) 财政政策更加积极, 政府部门杠杆率持续提升: 2013 年 1 月安倍政府提出了 “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。而政府杠杆率由 2012 年底的 189.8% 提升至 2019 年底的 203.4%, 提升幅度在社会各部门中保持领先; (3) 通缩问题初步缓解, 经济运行在潜在增速以上: 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。从实际增速看, 2013 年开始日本实际 GDP 增速多数时候运行在潜在 GDP 增速以上, 经济韧性明显提升; (4) MMT 理论的率先实践, 但政策成本存在争议: 安倍经济学是 MMT 理论在全球范围内的首次实践, 其优点是突破了货币和财政体制的约束, 通过货币超发和政府举债相配合形式, 有效刺激实体经济

增长，但缺点是央行独立性和财政赤字约束丧失，政策成本仍存在一定争议。

图表 28：2016 年日本正式进入负利率时代



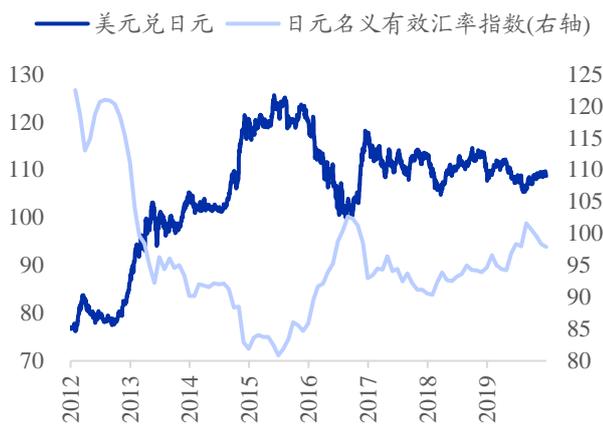
来源：BIS、华福证券研究所

图表 29：2013 年以后日本央行资产规模大幅扩张



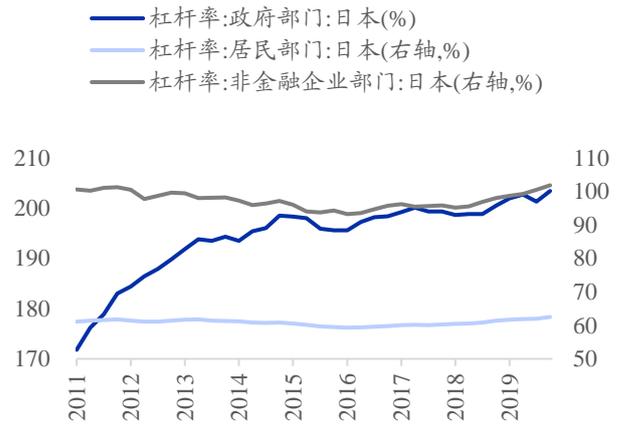
来源：Wind、华福证券研究所

图表 30：2013-2015 日元经历明显贬值



来源：Wind、华福证券研究所

图表 31：2012 年后日本政府杠杆率持续提升

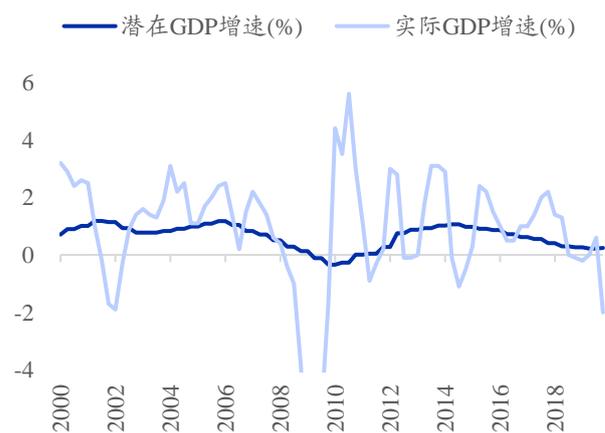


来源：Wind、华福证券研究所

图表 32：2012 年后日本 CPI 中枢明显提升



图表 33：2012 年后实际增速多位于潜在增速以上

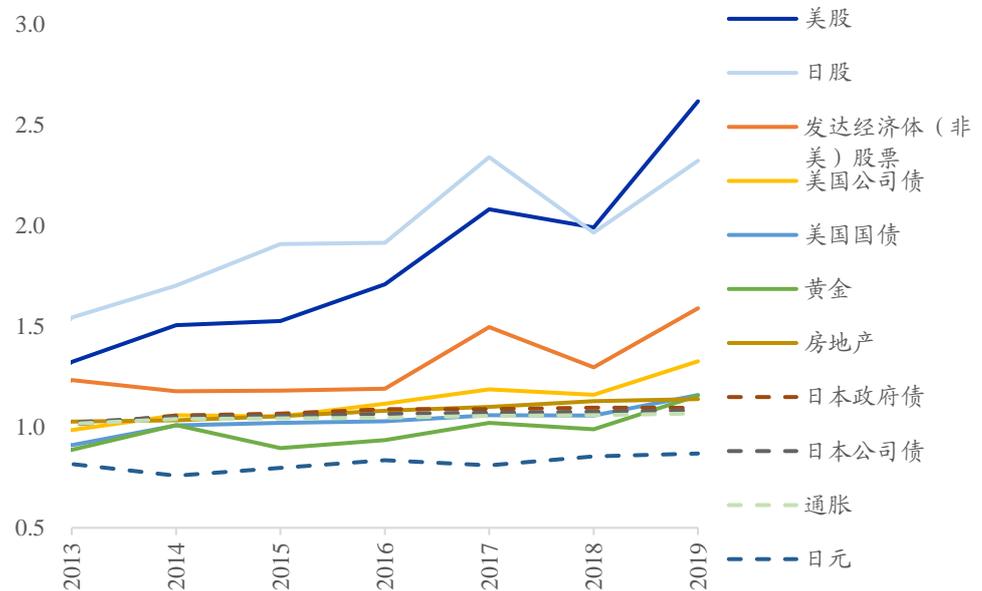


来源：Wind、华福证券研究所

来源：日本银行、Wind、华福证券研究所

2013-2019 年日股表现仅次于美股，大幅领先日债，日元则经历明显贬值。2013-2019 年，大类资产年化收益率排名依次为：美股（14.7%）>日股（12.8%）>发达经济体（非美）股票（6.8%）>美国公司债（4.1%）>美国国债（2.1%）>黄金（2.1%）>房地产（1.9%）>日本政府债（1.3%）>日本公司债（1.2%）>通胀（0.9%）>日元（-2.0%）。日股仅次于十年慢牛的美股，但大幅领先其他发达经济体股票和日债，安倍经济学下的货币宽松+经济温和修复，对权益类资产答复提振。而在 QQE 政策带动下，日元在 2013-2015 年经历明显贬值，成为唯一复合收益为负的大类资产。

图表 34：大类资产累计收益率（2013-2019）



来源：GFD、FRED、Refinitiv Eikon、World Gold Council、Portfolio Visualizer、BullionVault、华福证券研究所

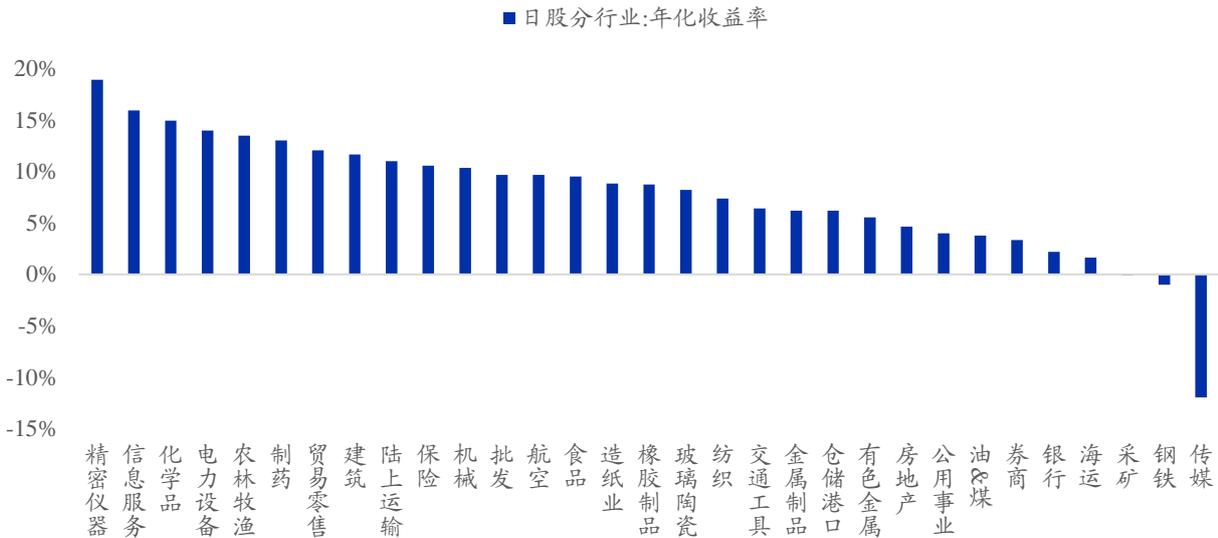
图表 35：分年度大类资产收益率排名（2013-2019）

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
日股 54.4%	黄金 13.8%	日股 12.1%	美股 12.0%	发达经济体 (非美)股票 25.6%	日元 5.5%	美股 31.5%
美股 32.4%	美股 13.7%	日元 5.1%	美国公司债 6.0%	日股 22.2%	房地产 2.5%	发达经济体 (非美)股票 22.7%
发达经济体 (非美)股票 23.3%	美国国债 10.8%	房地产 2.0%	日元 4.8%	美股 21.8%	日本政府债 0.6%	日股 18.1%
房地产 2.8%	日股 10.3%	美股 1.4%	黄金 4.4%	黄金 9.1%	日本公司债 0.5%	黄金 16.8%
日本公司债 2.3%	美国公司债 7.5%	美国国债 1.3%	房地产 2.5%	美国公司债 6.5%	通胀 0.3%	美国公司债 14.2%
通胀 1.6%	日本政府债 4.4%	日本政府债 0.9%	日本政府债 2.1%	美国国债 2.9%	美国国债 -0.1%	美国国债 9.6%
日本政府债 1.2%	日本公司债 2.7%	日本公司债 0.4%	日本公司债 0.9%	房地产 1.8%	美国公司债 -2.2%	日元 1.6%
美国公司债 -1.5%	通胀 2.4%	发达经济体 (非美)股票 0.3%	发达经济体 (非美)股票 0.9%	通胀 1.0%	黄金 -3.1%	房地产 1.0%
美国国债 -9.0%	房地产 0.6%	通胀 0.2%	美国国债 0.7%	日本公司债 0.6%	美股 -4.4%	通胀 0.8%
黄金 -11.3%	发达经济体 (非美)股票 -4.5%	美国公司债 -0.6%	日股 0.3%	日本政府债 0.0%	发达经济体 (非美)股票 -13.4%	日本公司债 0.7%
日元 -18.4%	日元 -7.1%	黄金 -11.3%	通胀 0.3%	日元 -3.1%	日股 -16.0%	日本政府债 -0.1%

来源：GFD、FRED、Refinitiv Eikon、World Gold Council、Portfolio Visualizer、BullionVault、华福证券研究所

对于日股而言，2013-2019年绝大部分行业取得正向收益，其中精密仪器、信息服务、化学品、电力设备等科技板块及农林牧渔、贸易零售等消费板块领先。按年化复合收益率计算，TOPIX口径下的31个行业中有28个行业复合收益为正，其中精密仪器（18.9%）、信息服务（16.0%）、化学品（15.0%）、电力设备（14.0%）、农林牧渔（13.5%）、制药（13.0%）、贸易零售（12.1%）等行业居前，而传媒（-12.0%）、钢铁（-1.0%）、采矿（-0.1%）、海运（1.6%）、银行（2.2%）等行业收益率靠后。收益靠前行业，一部分源于日本产业竞争力强或正处于全球产业加速发展阶段，例如精密仪器、电力设备、信息服务等，而农林牧渔、贸易零售等消费行业走强，则与日本国内经济温和复苏、内需修复密切相关。

图表 36: 日股分行业年化收益率 (2013-2019)



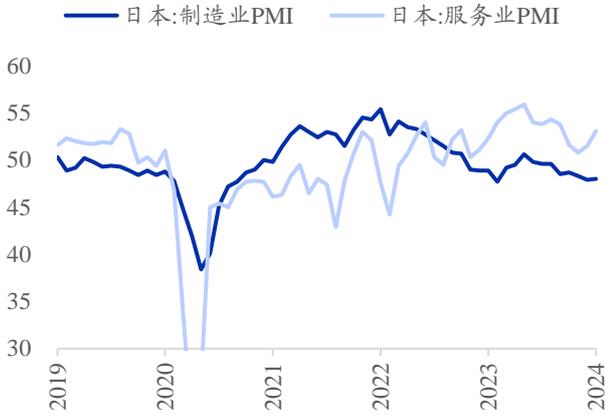
来源: GFD、华福证券研究所; 出于数据可得性, 分行业收益率用行业指数计算, 未考虑股息

1.5 2020-今: 日特估的崛起

2020 年以来, 疫情成为最重要的外生变量。在超宽松的货币政策+积极的财政政策带动下, 日本在 2020 年下半年经济实现快速反转, 而 2022 年后在美联储加息背景下, 日本股市再次受到全球投资者重视, “日特估” 应声而起, 日股在 2023 年大幅领跑。具体的经济特征表现为: (1) 货币+财政政策发力, 日本经济疫后迅速恢复: 为应对疫情, 2020 年 4 月日本央行推出“无上限”宽松政策。撤销国债购买上限, 并扩大企业债及商业票据的购买额度, 以支接受疫情冲击企业, 体现在央行资产负债表上, 日本央行资产总额在 2020 年后大幅提升, 与欧美经济体类似; 财政政策上加大政府支出力度, 日本政府部门杠杆率由疫情前的 200%附近上升至 2023 年 6 月的 227%, 在主要经济体中排名居前。而在政策的支持下, 日本经济在疫后实现复苏, 体现在 PMI 上, 制造业 PMI 在 2021 年初回到荣枯线以上, 服务业 PMI 在 2022 年超过疫情前水平; (2) 核心 CPI 维持在 2%以上, 初步摆脱通缩格局: 疫后日本 CPI 一度位于负增区间, 但从 2021 年 4 月份开始伴随着经济需求修复+大宗价格上涨, CPI 持续上行, 到 2023 年 1 月一度达到 4.3%的相对高点, 而后随着经济动能环比减弱+大宗价格回落, 到 2023 年底 CPI 同比下行至 2.6%。而从央行关注的核心——核心 CPI 角度看, 2022 年 4 月开始核心 CPI 同比持续位于央行引导的 2%以上, 且主要源于内生需求带动, 反映 YCC 政策的通胀目标达成, 日本初步摆脱困扰多年的通缩格局, 实现正向反馈; (3) 交易所推动日本上市公司治理改善, 全球投资者大幅提升对日股市配置比例: 为改善日股上市公司破净率高、ROE 相对较低的局面, 近年来日本政府注重上市公司治理改善。2023 年 3 月, 东京证券交易所公布《关于实现关注资金成本和股价经营要求》的文件, 要求主板市场和标准市场的上市公司提高企业价值和资本效率, 从而提升股价, 并提出包括改变管理者对资本效率和股价的认识、提升公司治理质量和加强与投资者的交流等建议。而企业盈利持续提升、估值相对低位叠加治理结构持续改善, 使得 2020 年以来全球投资者加大对日股投资者比重。标志性事件为 2020 年 8 月起日本五大商社股票 (三菱商事、三井物产、伊藤忠商事、住友、

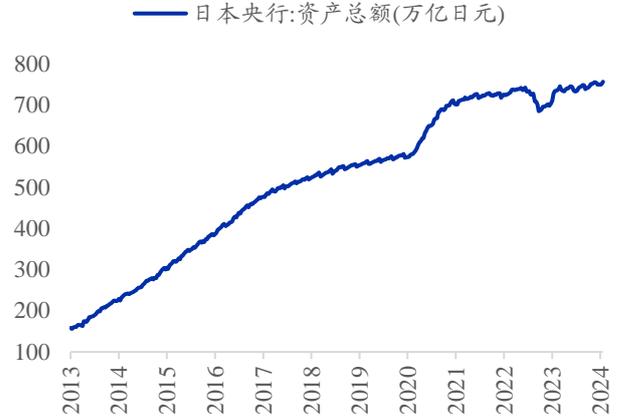
丸红)被巴菲特旗下伯克希尔·哈撒韦持续增持。截至2023年6月,伯克希尔·哈撒韦表示已将其在日本五大商社的平均持股比例提升至8.5%以上。

图表 37: 2020 年日本经济迅速恢复



来源: Wind、华福证券研究所

图表 38: 2020 年后日本央行资产规模进一步上台阶



来源: Wind、华福证券研究所

图表 39: 疫后日本政府支出力度和杠杆率明显提升



来源: Wind、华福证券研究所

图表 40: 截止 23 年底日本核心 CPI 维持在 2% 以上

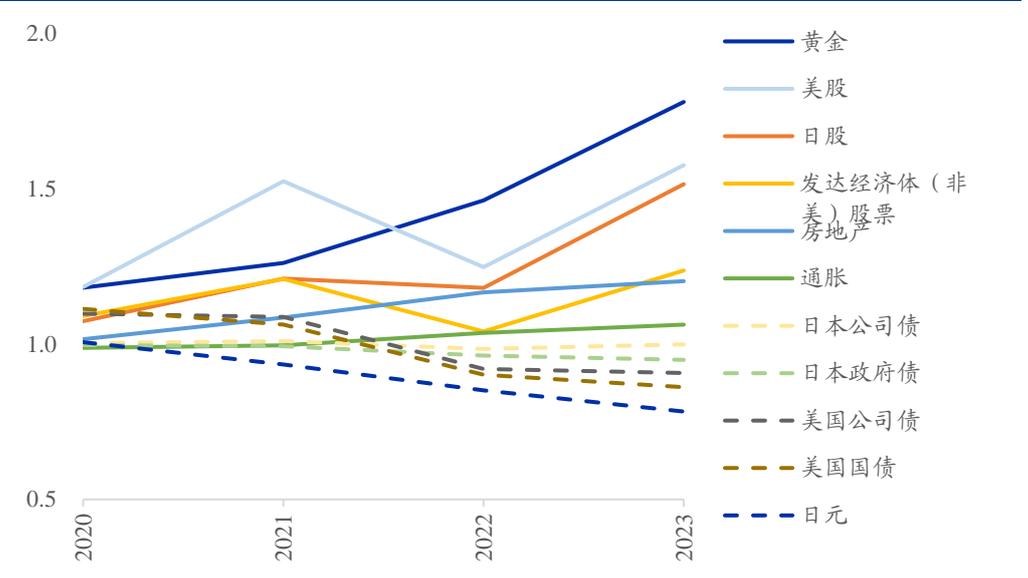


来源: Wind、华福证券研究所

2020-2023 年,黄金涨幅大幅领先,日股涨幅次于美股但远远领先于其他发达经济体,负利率政策下日债大幅跑输通胀,日元收益垫底。2020-2023 年,大类资产年化收益率排名依次为:黄金(以日元计价,15.5%)>美股(12.0%)>日股(10.9%)>发达经济体(非美)股票(5.5%)>房地产(4.7%)>通胀(1.5%)>日本公司债(0%)>日本政府债(-1.3%)>美国公司债(-2.4%)>美国国债(-3.7%)>日元(-5.9%)。黄金受益于全球超宽松流动性下的实际利率走低+货币属性不断提升以及日元贬值,在日本国内领跑。而日股虽然整体收益率略低于美股,但大幅跑赢其他发达经济体,尤其是在 2022 年美联储开启加息周期背景下跌幅远小于美股,2023 年“日特估”价值被持续关注背景下,收益率更是大幅领跑。而在 YCC 政策延续下,日债收益率为负,

跑输通胀，但在 2022 年美联储加息后相对美债超额收益明显。而日元则在日本央行持续的货币政策宽松下大幅贬值，在各类资产中排名居后。

图表 41: 大类资产累计收益率 (2020-2023)



来源: GFD、FRED、Refinitiv Eikon、World Gold Council、Portfolio Visualizer、BullionVault、华福证券研究所

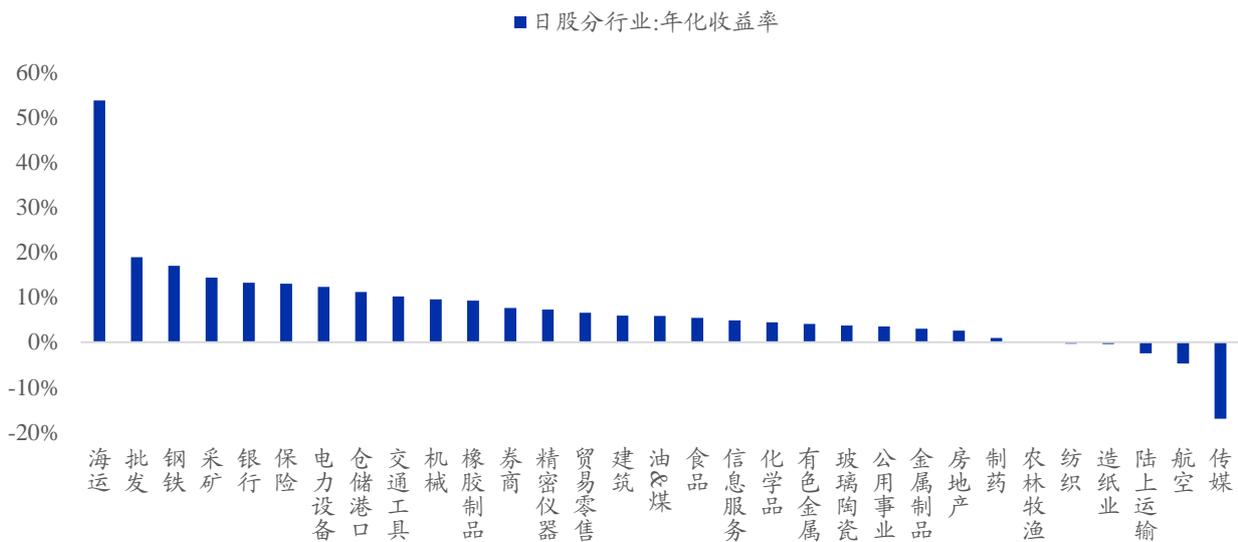
图表 42: 分年度大类资产收益率排名 (2020-2023)

2020	2021	2022	2023
美股 18.4%	美股 28.7%	黄金 16.0%	日股 28.3%
黄金 18.2%	日股 12.7%	房地产 7.5%	美股 26.3%
美国国债 11.3%	发达经济体 (非美) 股票 10.9%	通胀 4.0%	黄金 21.6%
美国公司债 9.8%	房地产 6.8%	日股 -2.5%	发达经济体 (非美) 股票 18.9%
发达经济体 (非美) 股票 9.1%	黄金 6.7%	日本公司债 -2.5%	房地产 3.1%
日股 7.4%	通胀 0.8%	日本政府债 -3.0%	通胀 2.6%
房地产 1.6%	日本公司债 0.7%	日元 -8.9%	日本公司债 1.5%
日元 0.6%	日本政府债 -0.3%	发达经济体 (非美) 股票 -14.0%	美国公司债 1.1%
日本公司债 0.3%	美国公司债 -1.0%	美国国债 -15.2%	美国国债 -0.1%
日本政府债 -0.3%	美国国债 -4.5%	美国公司债 -15.4%	日本政府债 -1.5%
通胀 -1.2%	日元 -7.2%	美股 -18.1%	日元 -8.0%

来源: GFD、FRED、Refinitiv Eikon、World Gold Council、Portfolio Visualizer、BullionVault、华福证券研究所

对于日股而言，大部分行业均取得正向收益，其中继 1980 年后期泡沫经济后，顺周期板块再次大幅领跑。2020-2013 年，海运(53.7%)、批发(18.9%)、钢铁(17.0%)、采矿(14.4%)、银行(13.2%)、保险(13.0%)等顺周期板块大幅领先，主要受益于疫后日本经济复苏+超宽松流动性，其中海运一枝独秀，主要是疫后供应链受阻+需求大幅提升，带动全球海运公司均录得天量收入。精密仪器(7.3%)、信息服务(4.8%)、化学品(4.4%)、电力设备(12.3%)等 2013-2019 收益率领先行业，同样取得正向收益，但排名居中。

图表 43: 日股分行业年化收益率 (2020-2023)

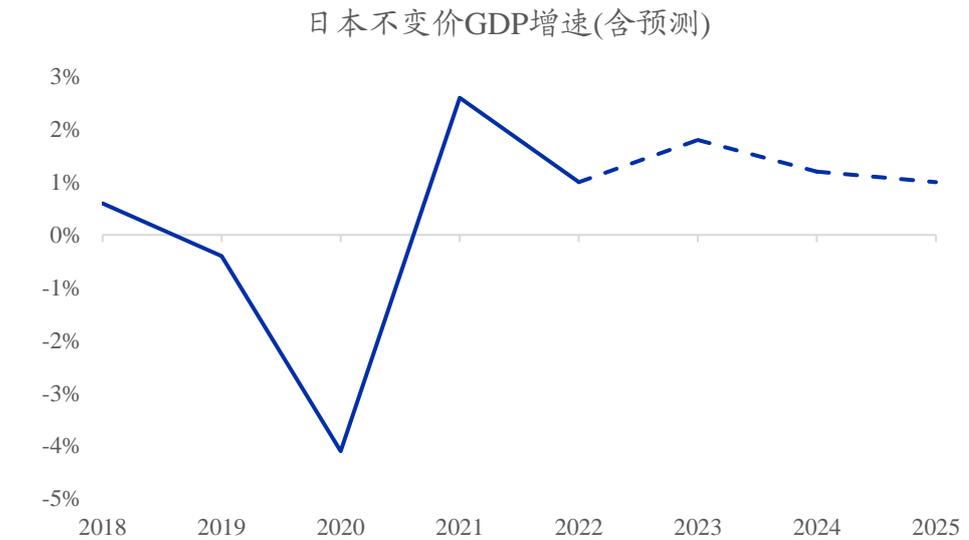


来源: GFD、华福证券研究所; 出于数据可得性, 分行业收益率用行业指数计算, 未考虑股息

2 展望 2024: 再通胀下, 日特估叙事有望继续演绎

2024 年日本经济整体或温和下行, 但仍在潜在增速以上。根据日本银行最新的预测, 2024 年日本经济或由 2023 年的 1.8% 降至 1.2% 附近, 但整体仍然高于潜在增速 (0.5%-1% 之间)。2024 年日本经济增速下滑, 主要源于 2023 年提振日本经济的一次性因素消退, 包括日元贬值、疫情期间积压需求释放以及被推迟商业投资项目的复苏。但日本经济韧性或依然延续, 主要源于再通胀进程仍在进程中, 对应内需仍有较大潜力, 尤其是居民消费和投资, 对于企业盈利仍然构成支撑。而对于日股而言, 尽管经济实际增速略有下滑, 但叠加通胀因素, 名义增速或仍然不低, 盈利驱动有望继续构成市场主线。

图表 44: 日本 2024 年实际 GDP 增速或降至 1.2%附近



来源: Bank of Japan、华福证券研究所

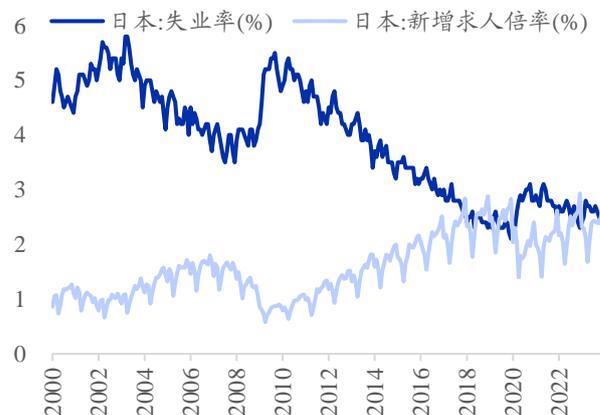
工资-通胀螺旋效应+财富效应共振下,2024年再通胀有望延续。截至2023年底,日本CPI同比、核心CPI同比分别为2.6%、2.3%,核心CPI自2022年4月以来持续位于2%以上。往后看,在2024年全球通胀有望继续降温背景下,日本CPI同比(剔除食品)有望从2023年底的2.8%降至2.4%附近(日本银行预测口径),但反映实际需求的核心CPI或仍有一定支撑。一方面,日本劳动力市场仍相对旺盛,截至2023年底,日本失业率、新增求人倍率分别为2.3%、2.78%,均处于历史极值水平,反映日本就业市场供需紧平衡,对应工资上涨仍有较大空间,后续重点关注3月中旬的春季薪资谈判。而另一方面,近年来日本股市持续上涨,叠加房地产市场修复,对应居民资产端大幅提升,财富效应同样有助提振居民消费预期。因此,2024年日本再通胀的叙事有望持续演绎,或持续远离此前的通缩局面,若进展顺利,对于企业盈利而言无疑是显著的积极信号。

图表 45: 截至 2023 年底,日本核心 CPI 在 2%以上



来源: Wind、华福证券研究所

图表 46: 截至 2023 年底,日本失业率历史低位徘徊



来源: Wind、华福证券研究所

货币政策大概率朝正常化方向迈进、年内有望退出负利率，对应日元升值、日债收益率上行概率较高。1月底的日本央行利率决议仍然按兵不动，也即维持负利率和收益率曲线控制（YCC）政策不变，仍然维持偏宽松立场。但日本央行行长植田和男在记者发布会上强调，日本实现通胀目标的可能性在上升，从而为货币政策正常化创造条件。日本央行转变货币政策的勇气在于，日本经济已经初步呈现出摆脱通缩迹象，核心通胀持续位于2%以上或阶段性完成。往后看，尽管市场目前仍对日本央行何时退出负利率存在争议，但年内大概率持续朝正常化方向迈进，其核心影响变量之一为日本内部的通胀和经济走势，之二为外部美联储何时启动降息。而在日本央行利率上行、美联储等主要央行启动降息的背景下，日元升值、日债收益率上行仍是2024年较大概率出现的宏观场景。

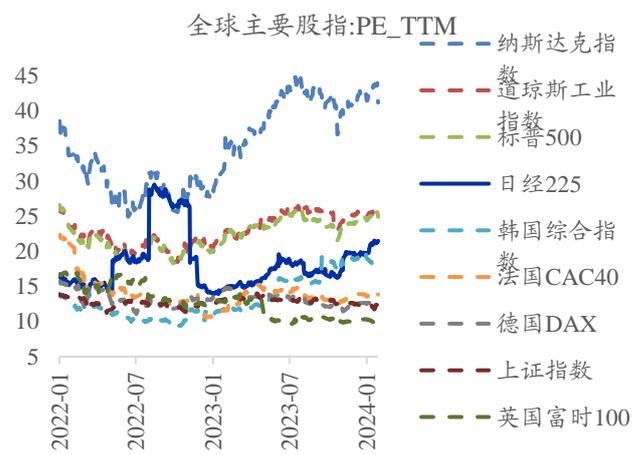
日股估值层面，截至1月底日经225已超历史均值但并未显著高估，低于美股但高于其他主要股指。经过2023年以来的波动上涨，截至2024年1月底，日经225滚动市盈率为21.5X，超过2010年以来的均值20.8，为2010年以来历史分位值的67%。横向对比看，日股估值显著低于美国三大股指，但明显高于欧洲、韩国、中国等经济体。估值层面看，日经225并未显著高估，尤其相对美股估值仍然偏低，在日特估的延续以及美联储年内大概率降息、美元流动性后续转宽的背景下，日股后续估值或仍有一定扩张空间，但短期需警惕回调压力。

图表 47：截至 2024.01，日经 225PE 已超历史均值



来源：Wind、华福证券研究所

图表 48：日股估值仍低于美股，但高于其他股指

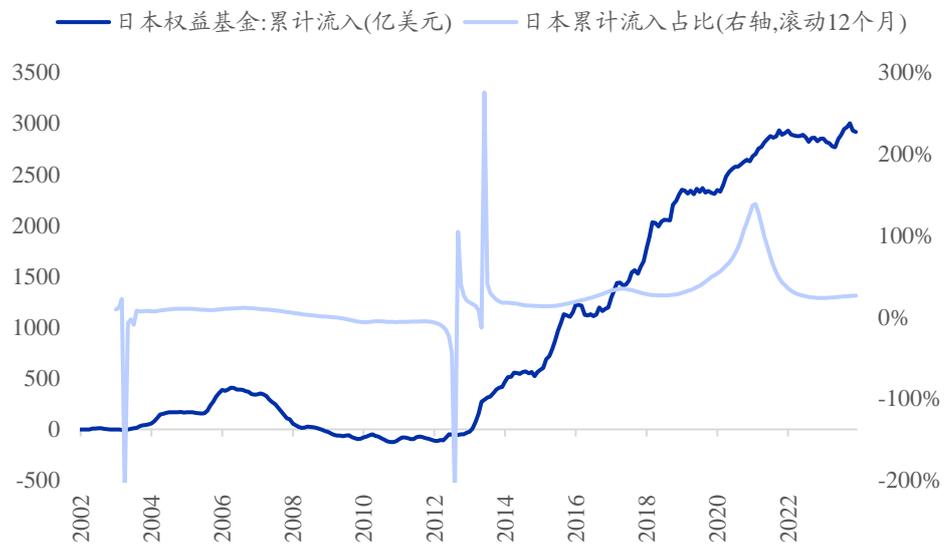


来源：Wind、华福证券研究所

增量资金层面，外资和内需均有较大增配空间，或对2024年日股继续带来支撑。外资方面，根据EPFR口径数据，2013年开始外资净流入日本市场规模大幅提升，2020年后累计净流入再度上台阶，截至2023年底日本权益基金累计净流入约2915亿美元。但从占全球比重看，截至2023年底日本累计净流入占全球比重（滚动12个月）为26.4%，仍处于适中水平。往后看，日特估叙事持续演绎背景下，外资对日股

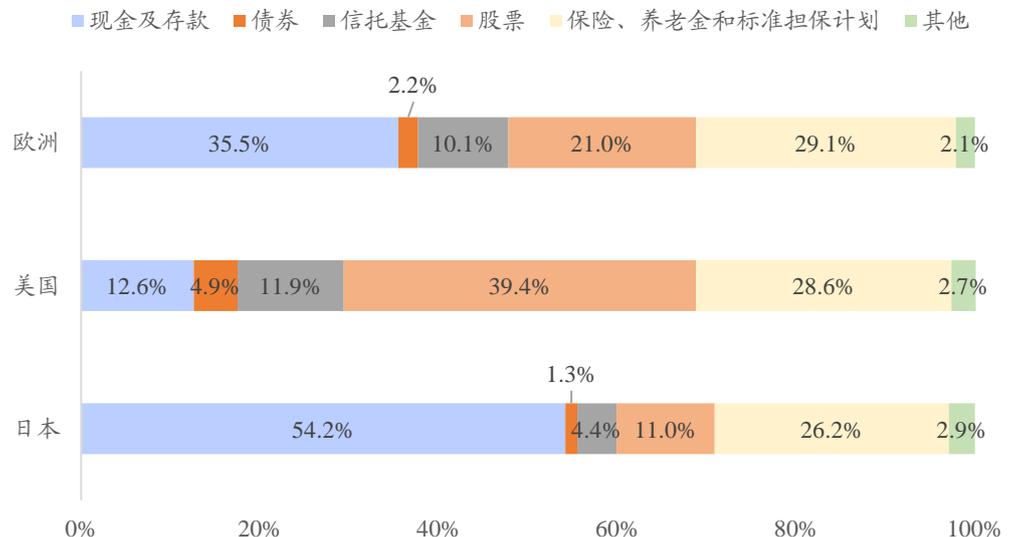
仍有较大增配空间。对于内资而言，其增量空间更为广阔。截至 2023Q1，日本、美国、欧洲居民金融资产中股票占比分别为 11.0%、39.4%、21.0%，相较欧美而言，日本股票占比仍有较大提升空间。而从近期视角看，日本政府于 2024 年 1 月将 2014 年成立的小额投资免税制度（NISA）转型为新 NISA，新规定取消了对 NISA 免税持有期限的限制，并将年度投资限额 50 万日元增加到 120 万日元，增长账户的年度投资限额从 120 万日元增加到 240 万日元，投资类型也由限定为投资信托扩展为股票及股票类投资信托。新 NISA 制度建立，有助于加速居民金融资产从储蓄向股市流入，为日股提供可观的增量资金。

图表 49：截至 2023 年底，日本权益基金流入占全球比重仍处于适中水平



来源：EPFR、华福证券研究所

图表 50 截至 2023Q1，日本居民金融资产中配置股票比例低于欧美



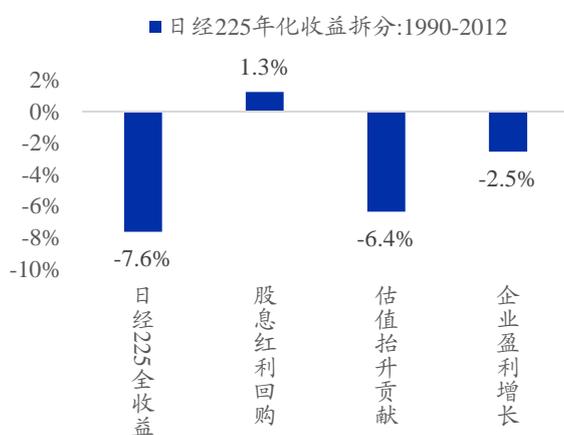
来源：Bank of Japan、华福证券研究所

3 对国内 A 股市场的映射

近年来国内市场对日本的关注度持续提升。一方面源于日股持续创新高、“日特估”吸引全球投资者眼球，另一方面中国经济目前正处于从中高速发展向高质量发展转型的关键阶段，而同为儒家文化圈的大型经济体，日本的发展经验有诸多值得国内借鉴之处。无论是泡沫经济的兴起与破灭、失去二十年间的起起伏伏，再到 2013 年后的再通胀历程，以及货币和财政政策的大胆实践，日本在很多层面走在时代前面。我们认为，从长期看，中国经济作为大国经济体在后地产时代将大有可为，与日本经济有本质不同，科技创新和新兴产业将成为中国经济增长核心动力，而在政策工具上，与日本超高政府杠杆率+负利率政策相比，国内货币政策和财政政策仍有较大空间。但日本经济和大类资产近 50 年的起起伏伏对国内仍有较多的借鉴之处。

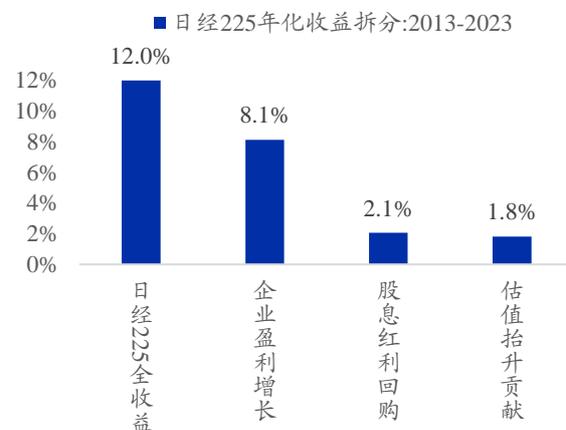
2013 年后日股跑赢日债且取得较长时间的超额收益，主要源于盈利驱动，也即企业盈利持续改善。对日经 225 年化收益进行拆分，2013-2013 年间，日经 225 取得 12% 的年化收益，其中企业盈利增长、股息红利回购、估值抬升贡献分别带动 8.1%、2.1%、1.8%。与直觉相反，货币政策宽松带来的估值提升并不占主导，日股上涨主要还是源于企业盈利改善，一方面受益于日本逐步走出通缩局面、需求明显改善，另一方面政策指导下上市公司治理结构同样明显改善，带动企业盈利能力提升。而盈利能力的持续改善，在很大程度上使得市场对日股的估值锚提升，实现了戴维斯双击局面。而与之相反的是，1990-2012 年日股经历戴维斯双杀过程，日经 225 年化复合-7.6%，其中企业盈利、估值分别贡献-2.5%、-6.4%。映射到国内 A 股层面，经济上行期的上市公司盈利上行周期，是驱动 A 股牛市行情的最重要驱动力，也即分子端行情。而 2023 年中国实际 GDP 同比 5.2%，在全球主要经济体中保持领先，但价格拖累下名义 GDP 增速为 4.2%，工业企业累计利润同比-2.3%，盈利端总体承压，对应 A 股在 2023 年全球股市中表现不佳。往后看，后续 A 股的企稳回升，盈利端有明显上行迹象或是重要催化。

图表 51：日经 225 年化收益拆分（1990-2012）



来源：GFD、华福证券研究所

图表 52：日经 225 年化收益拆分（2013-2023）

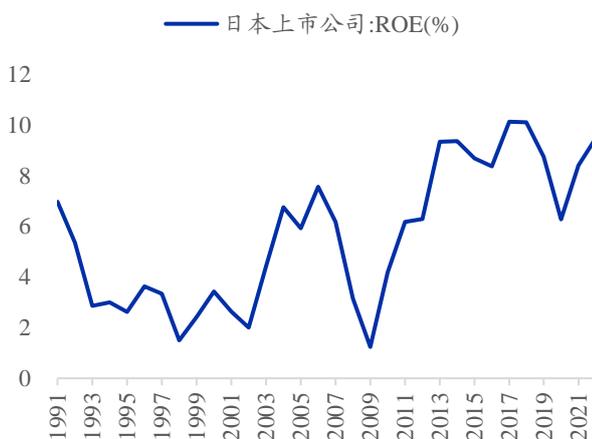


来源：GFD、华福证券研究所

政策层面自上而下推动日本上市公司治理改革，带动日股盈利能力和股票投资价值改善。2013 年开始安倍政府宣布快速推进公司治理改革势在必行，并于 2014、2015 年分别推出《管理守则》和《企业管治准则》，前者推动资产管理公司更加积极主动地投身被投资企业经营管理过程中，而后者要求日本企业更加积极有效地利用资本，无论是发放股息、股票回购、参与并购还是用于研发。2023 年 3 月，东京证券交易所更是进一步大规模改革，公布《关于实现关注资金成本和股价经营要求》的文件，要求主板市场和标准市场的上市公司提高企业价值和资本效率，从而提升股价，并提出包括改变管理者对资本效率和股价的认识、提升公司治理质量和加强与投资者的交流等建议。同时东交所特别关注股票交易价格低于账面价值的公司，警告称这类公司最早可能在 2026 年被摘牌。受此影响，日本上市公司开始积极推动治理体系改革，在改善企业经营效率同时，通过回购、提高股息分红等方式提升股票投资价值。

从结果看，2012 年后日本上市公司 ROE 明显上台阶，到 2022 年底 ROE 提升至 9.5%，作为对比，90 年代日股 ROE 大部分年份在 4% 以下。而股息率角度看，1990 年开始日经 225 股息率逐步提升，前期一定程度源于股价大幅下跌，但而 2013 年后伴随着股价指数的攀升，股息率稳中有升，到 2023 年底达到 2.2% 水平，远高于 90 年代 1.5% 以下水平。如同我们在《美国大类资产 50 年：复盘与展望》中所提及的，对于 A 股而言，需要积极推动上市公司治理提升，提高分红派息和回购比例，从制度层面有助于提升 A 股投资价值，而日本的经验值得借鉴。实践中，2 月 5 日证监会召开推动上市公司提升投资价值专题座谈会，强调“（要）高度重视提升上市公司投资价值”、“建立提升投资价值内部长期机制”、“依法充分运用好提升投资价值“工具箱”，包括股份回购、大股东增持、常态化分红、并购重组等市场工具”等，着力提升上市公司价值。政策层面自上而下推动 A 股上市公司治理优化已在路上，后续仍值得期待。

图表 53：日本上市公司 ROE (1991-2022)



来源：CEIC、华福证券研究所

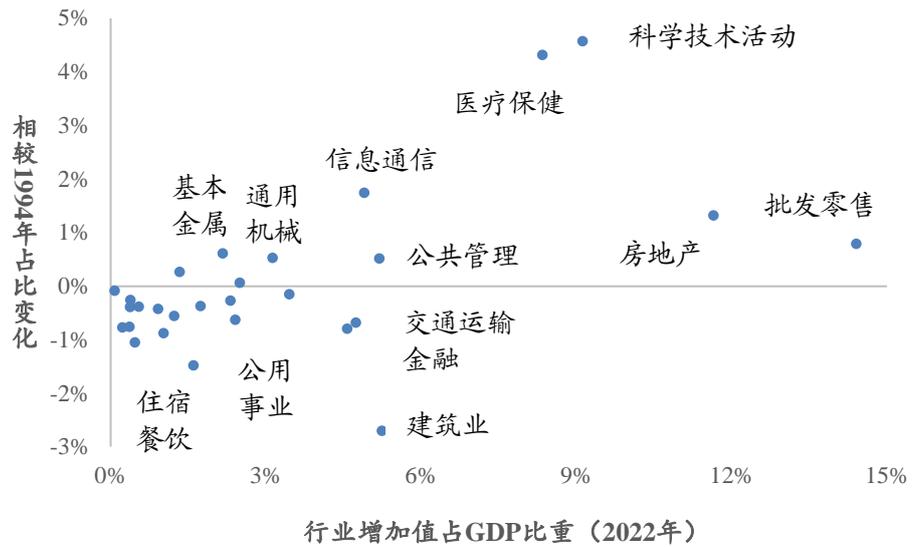
图表 54：日经 225 股息率 (1970-2023)



来源：GFD、华福证券研究所

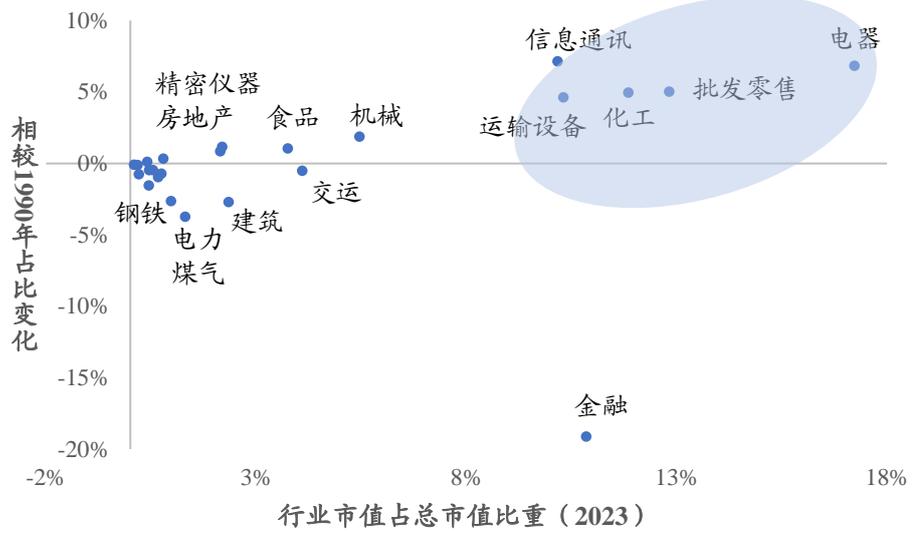
1990 年以来日本股市结构变迁反映了日本经济和产业转型升级的过程，也即从金融地产为主导的产业模式，最终转向了以消费科技为主导的产业模式。90 年代至今，日本 GDP 结构中，金融、建筑业等金融地产板块增加值大幅下降，而批发零售等消费板块，科学技术活动、医疗保健、信息通信等科技板块增加值明显提升。与之相应地，日股中金融、建筑、钢铁等顺周期板块市值占比明显下降，而电器、批发零售等消费，以及信息通讯、运输设备、化工等科技和制造板块明显提升。1990 年日本股市市值前五大行业分别为金融（30.0%）、电器（10.4%）、批发零售（7.8%）、化工（6.9%）、运输设备（5.7%），到 2023 年已经变为电器（17.2%）、批发零售（12.8%）、化工（11.9%）、金融（10.9%）和运输设备（10.3%）。对于中国而言，目前中国正处于从传统生产力向新质生产力、从中高速发展向高质量发展转型的关键阶段，产业结构也有望从传统的金融地产驱动向消费和科技双路驱动迈进。体现在 A 股市值结构上，科技类(信息技术+工业)市值占比已由 2015 年的 34.8%提升至 2023 年的 39.7%，消费类(可选消费+日常消费)市值占比维持在 19%附近，而金融地产市值占比从 21.8%降至 13.3%。往后看，作为宏观经济在股市层面的映射，科技和消费类股票市值有望继续提升，蕴含着更多的投资机会。

图表 55: 日本分行业增加值变动（1994-2022）



来源：CEIC、华福证券研究所

图表 56: 日本股市分行业市值变动 (1990-2023)



来源: CEIC、华福证券研究所

4 风险提示

历史经验不代表未来。报告对过去 50 年日本大类资产进行复盘, 但历史经验并不代表未来, 后续地缘政治、产业和科技周期、货币政策等变量与以往历史阶段存在一定差异, 对资产价格的走势或带来不确定性。

数据计算存在误差。报告涉及对各类资产收益率进行计算, 在指标选取的代表性、计算方法等方面可能存在误差。

再通胀受阻。日本 2024 年经济仍有下行压力, 后续若就业市场明显降温+财政和货币政策边际支撑力度减弱, 意味着经济下行超预期, 再通胀进程可能受阻。

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