

# 20世纪90年代日本制造业出清启示

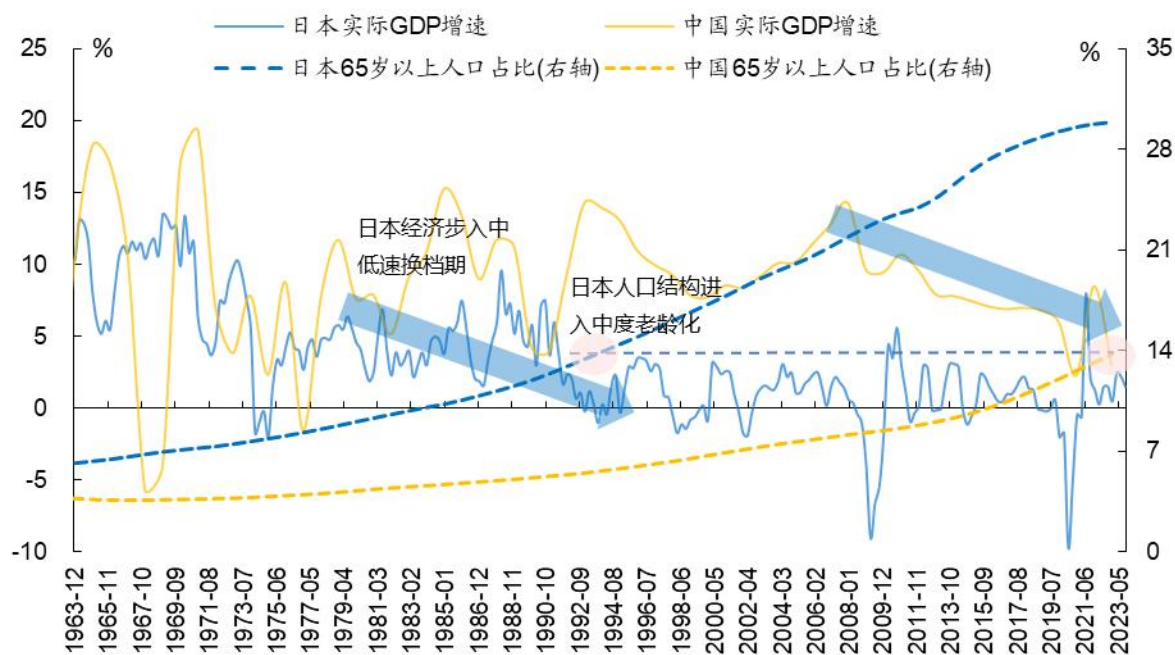
胡国鹏(证券分析师)  
S0350521080003  
hugp@ghzq.com.cn

陈婉婷(证券分析师)  
S0350523050006  
chenwy01@ghzq.com.cn

- ◆ 20世纪90年代初期日本伴随资产泡沫破灭、人口老龄化加剧等，制造业短期和中长期均有困扰，经历了漫长的产业出清以及结构调整。
- ◆ 宏观背景：日本泡沫经济时期设备投资需求随之膨胀，资产价格下跌后陷入资产负债表衰退，有效需求不足浮出水面，供需严重错配。
- ◆ 日本政策应对及效果：宏观政策分为三阶段，前两阶段货币与财政皆有发力，财政以公共工程为主，第三阶段解决不良债权为主，财政逐渐收敛。效果来看财政拉动仅作为支撑项未成为带动项，第三阶段不良债权问题解决起到缓解作用，产业政策端在90年代受自由化影响，未出现强有力的干预手段。
- ◆ 日本制造业出清分三种情形：多数情形Ⅰ：产能下→库存下（多数行业出清主要依赖去产能）；少数情形Ⅱ：产能未下→但完成去库（需求仍在的有色金属）；少数情形Ⅲ：产能下→但库存未能出清（无机化学、纸制品等需求持续偏低，有机化学则存在“后过剩”现象）。
- ◆ 日本制造业去产能的路径：1. 依靠时间（设备报废或落后淘汰等）、2. 企业兼并重组或破产加速产能去化、3. 产能转移出海。
- ◆ 以日本汽车家电为例：优势制造业在出海与出口方面均有优势，但能否最终成功取决于技术壁垒及比较优势等，日本豪华汽车品牌在欧美受到青睐，中低端汽车主要面向增长潜力较高的亚太市场并成功顺应全球化分工趋势实现降本增量，而家电产业则最终面临滑铁卢。
- ◆ 风险提示：历史经验不代表未来；不同国家或地区间经济结构等方面存在差异，经验启示有局限性；历史资料不能反映全部客观事实；个别细分指标缺失，因此不能完全反映行业变化；国际政治经济环境超预期变化；产业政策超预期变化。

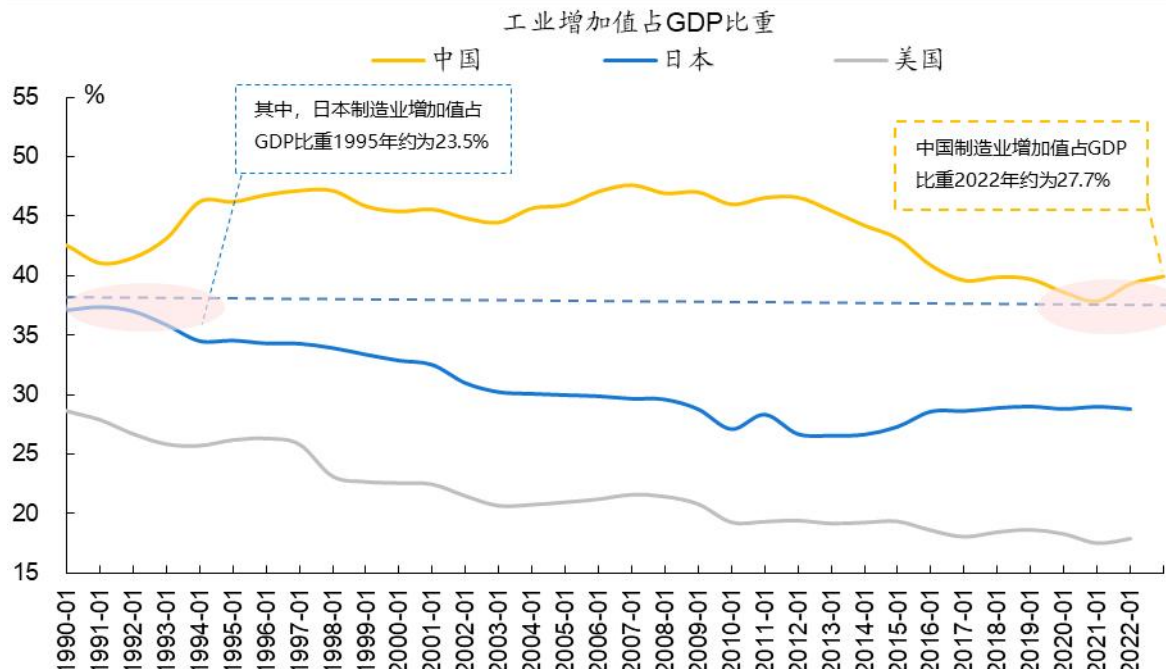
# 引言：90年代日本经历了一次大规模的产能过剩

图表：日本在20世纪90年代经济增速换档、人口进入中度老龄化



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：中国和日本均是通过制造业立国的国家



资料来源：Wind、国海证券研究所

- 20世纪90年代初期日本伴随资产泡沫破灭、地产动能衰减、人口结构迈入中度老龄化，制造业短期和中长期均面临严峻问题，整体上经历了一轮漫长的产能出清和结构调整，研究这一阶段的制造业演变具有更深刻的启示意义。20世纪70年代开始日本由重工业向轻工业和新兴产业迈进，同时期经济从高速增长转向中低速增长，80年代中后期日本资产价格快速膨胀形成泡沫，日本政府随后选择主动戳破，90年代初期随着泡沫破灭，经济增长陷入停滞状态，制造业进入到漫长的出清调整过程中。

# 目录

- 20世纪90年代日本制造业产能过剩的背景
- 日本政策应对和制造业出清演绎的三种情形
- 产业主体视角下的出清演绎——以汽车、家电为例
- 风险提示

# 日本主动刺破泡沫经济后，供需错配问题浮现

图表：20世纪80年代泡沫经济后期日本出台的紧缩性政策

政策	时间	内容
货币	1989-05	上调贷款基准利率 (2.5%→3.25%)
	1989-10	上调贷款基准利率 (3.25%→3.75%)
	1989-12	上调贷款基准利率 (3.75%→4.25%)
	1990-03	上调贷款基准利率 (4.25%→5.25%)
	1990-08	上调贷款基准利率 (5.25%→6.0%)
财政	1989-04	导入消费税 (税率为3%)
房地产	1989-12	正式出台《土地基本法》，抑制地价
股市	1989-12	证券局发布“关于证券公司经营业务合理性及证券事故预防”的通告

资料来源：Wind、新浪新闻、《日本激荡三十年：平成经济1989-2019》（小峰隆夫）、国海证券研究所

图表：日本20世纪90年代末股市先见顶，随后地产也下跌，经济开始降速

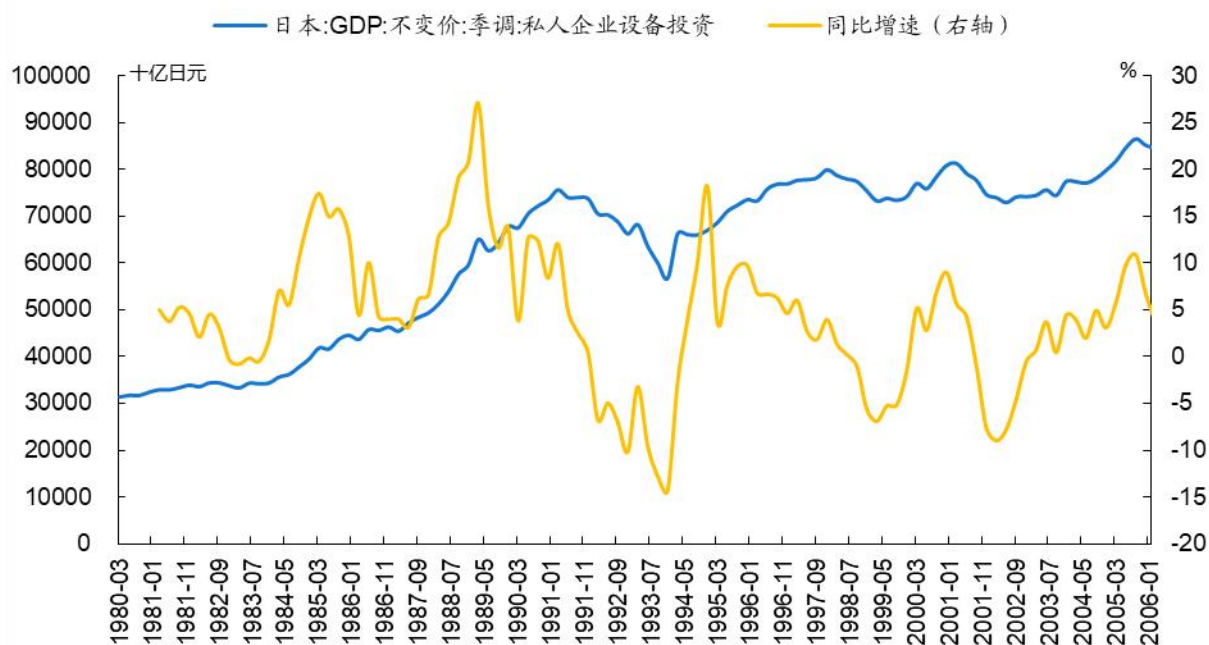


资料来源：Wind、国海证券研究所

➤ 20世纪80年代“广场协议”后，日本采用宽松货币政策控制汇率，无形中推动了资产的泡沫形成而带动投资需求，最终泡沫经济终结于紧缩性政策，产能过剩问题浮出水面。20世纪80年代中后期日本经济回暖，同时为应对广场协议带来的日元持续升值压力，日央行在1986初至1989年初接连下调贷款基准利率，政府推出扩大内需政策促进日本国内投资与消费，每年投入约3.12万亿日元，是历史经济政策中规模最大的一次。在此背景下股市和房地产资产价格持续上涨形成泡沫，需求被大幅拉动，通胀上升，1989年日本政府出台系列措施如利率上调、股市管制、土地投机约束等主动戳破泡沫，需求退潮，过剩问题浮出水面。

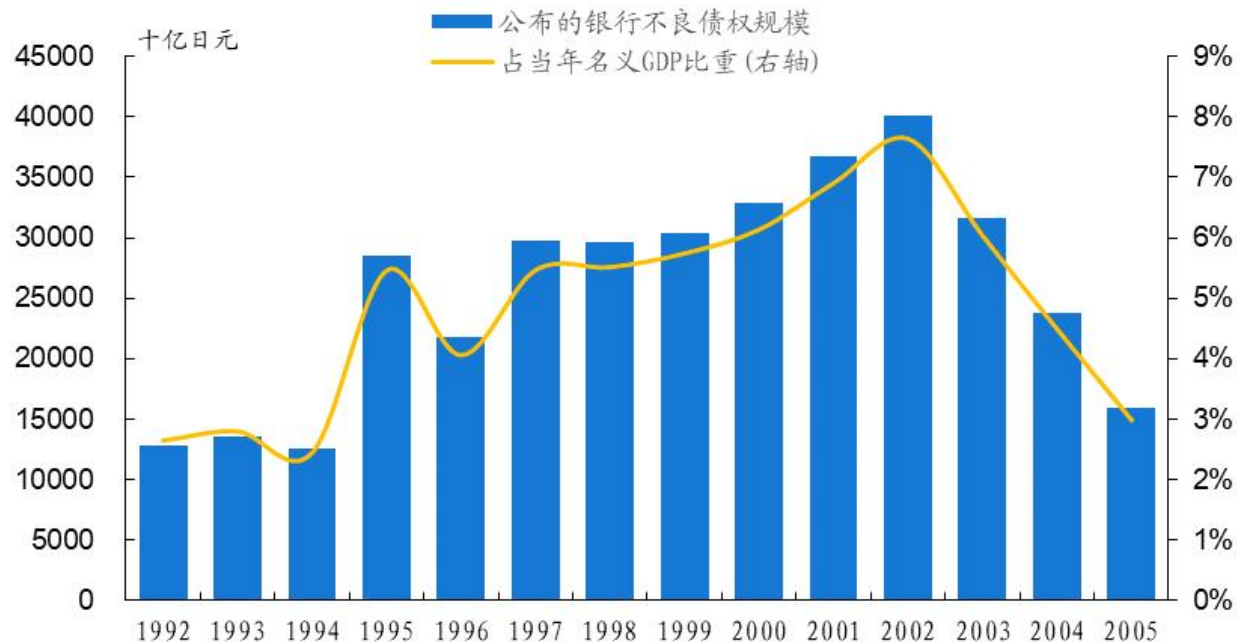
# 日本经济面临“三项过剩”的严峻问题

图表：日本20世纪90年代初设备投资需求升至顶峰，随后回落



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：日本20世纪90年代银行不良债权规模开始趋势上升

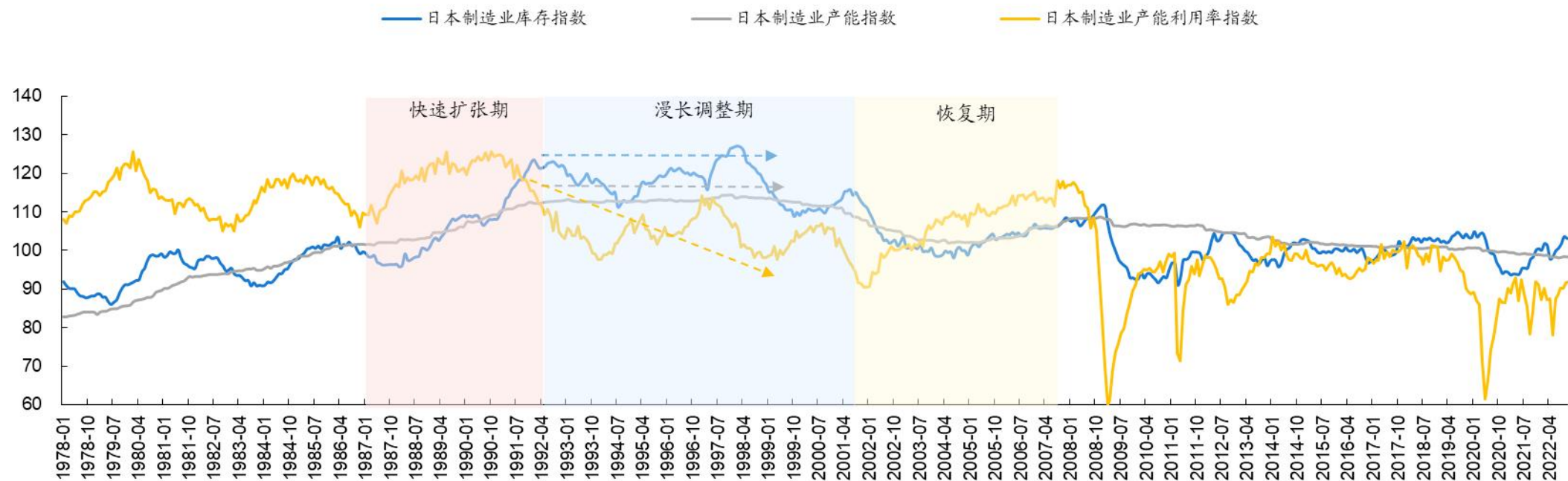


资料来源：FSA、国海证券研究所

- ▶ 泡沫经济破灭后日本深陷“三项过剩”的困境，分别是设备过剩、债务过剩、劳务过剩。泡沫经济时期（1986-1989年）的高景气预期和宽松的货币环境在前期带动了大量企业投资，生产设备投资持续增加，泡沫破灭后需求侧整体放缓，引发生产设备过剩的问题，这一矛头更是直指制造业。企业账面资产大幅缩水资不抵债，经济低迷的状况也导致企业经营恶化无力偿还债务，房地产贷款为首的债务因其资产价格的下跌也无法实现清偿，大量不良债权堆积。同时泡沫破灭后生产收缩，企业用工需求下降，日本失业率开始大幅上行，呈现出劳务过剩的问题。

# 日本制造业经历了将近10年的漫长出清过程

图表：20世纪90年代初至21世纪初日本制造业经历漫长产能出清，才逐渐趋势性好转



资料来源：Wind、国海证券研究所

- 日本制造业20世纪90年代开始至21世纪初经历漫长调整期，库存水平持续处于高位，产能扩张停止，产能利用率趋势向下，直到21世纪初制造业才完成出清开始趋势性恢复。总体上看，自泡沫经济破灭后，日本制造业经历了近10年的漫长出清（1990-2000年），21世纪初才开始趋势性的恢复。库存水平在20世纪90年代的持续处于高位，1998年下半年才开始呈现趋势性的回落；制造业产能的扩张在20世纪90年代停止，并在2000年以后进一步下滑；产能利用率指数自90年代高点趋势下滑幅度将近33%（截至2001年底）。

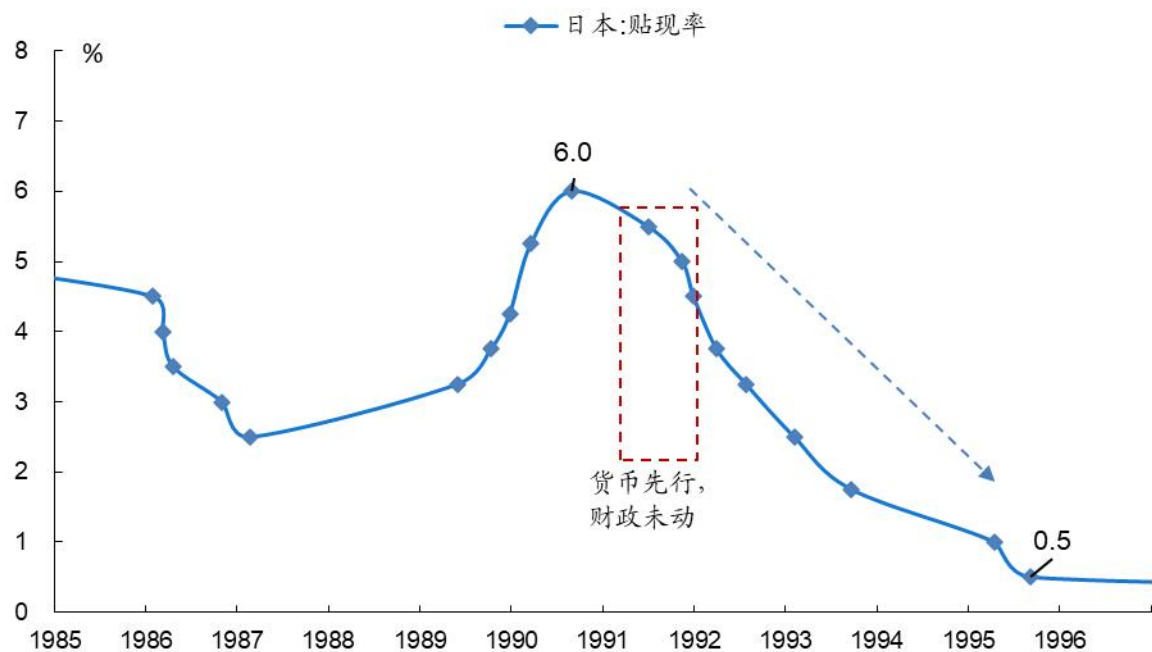
# 目录

- 20世纪90年代日本制造业产能过剩的背景
- 日本政策应对和制造业出清演绎的三种情形
- 产业主体视角下的出清演绎——以汽车、家电为例
- 风险提示



# 宏观政策应对的三个阶段：阶段1是逆周期调节

图表：1991年起日本政府对于经济下行有所改观，先以货币宽松为主



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：1992年财政刺激开始登上舞台，投向以公共工程为主

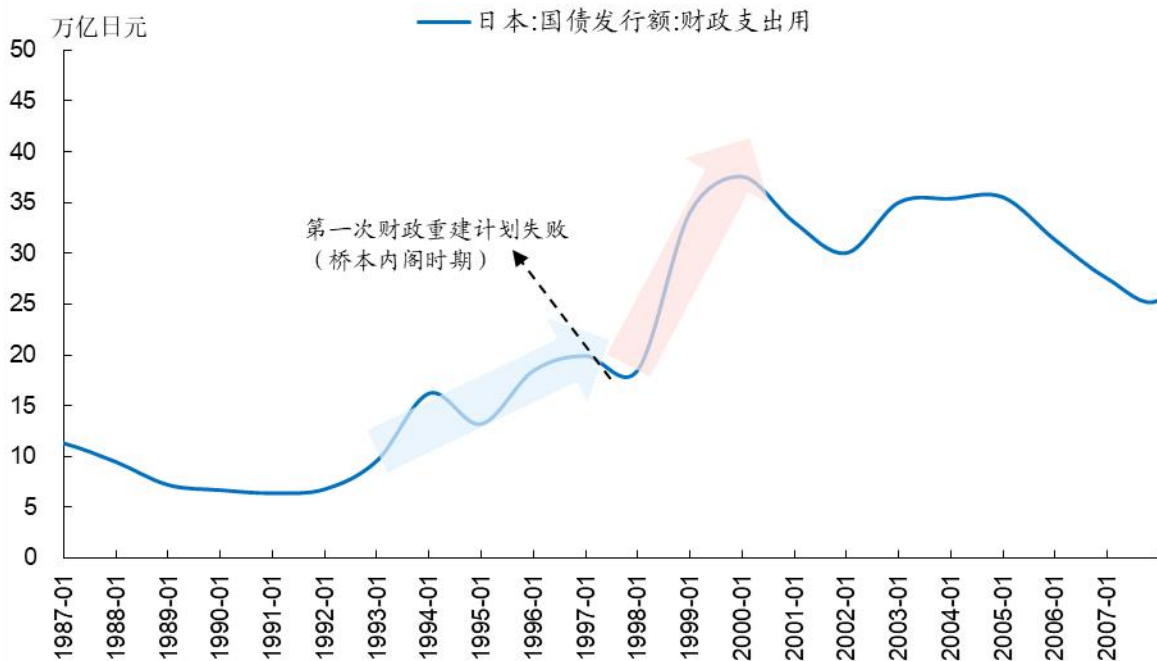
时间	政策	内阁	规模 (日元)	占GDP比重	主要投向占比
1992年 8月	综合经济对策	宫泽喜一	10.7万亿	2.2%	公共工程: 53.3% 中小企业: 19.6% 土地购置: 15.0%
1993年 4月	推进综合经济对策	宫泽喜一	13.2万亿	2.7%	公共工程: 50.0% 中小企业: 18.2% 土地购置: 12.1%
1993年 9月	紧急经济对策	宫泽喜一	6.2万亿	1.2%	住房投资: 46.8% 公共工程: 33.3%
1994年 2月	综合经济对策	细川护熙	15.3万亿	3.0%	税收减免: 38.6% 公共工程: 25.5% 土地购置: 18.3%
1995年 4月	紧急经济对策	村山富市	7万亿	1.3%	防灾工程: 72.9%
1995年 9月	经济对策	村山富市	14.2万亿	2.7%	公共工程: 64.1% 土地购置: 22.5%

资料来源：《繁荣与停滞》（伊藤隆敏等）、国海证券研究所

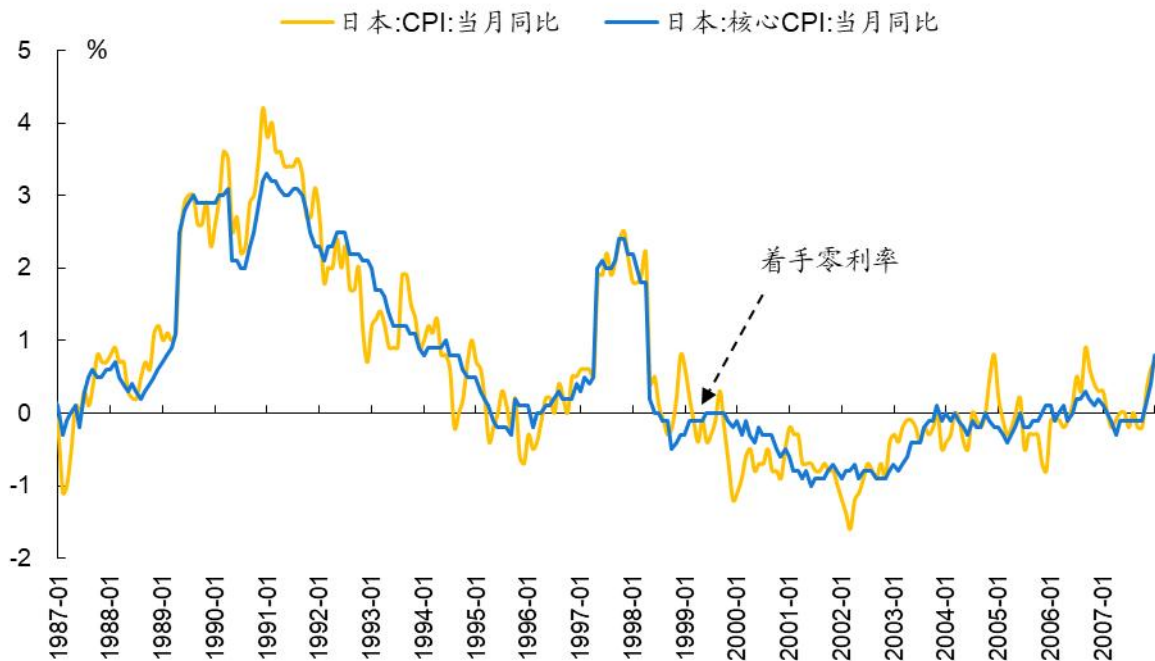
- 日本政府政策应对分为三个阶段：1990-1996（政策转向、财政刺激）、1997-2000（财政重建失败、零利率）、2001-2006（不良债权解决、量化宽松、财政重建）
- I：在第一个阶段，基准利率先开始连续下调，政府后采取大规模财政刺激政策扩大内需，投向以公共工程为主，第一阶段也分两步，前期观望为主。1990年起，日本股市率先下跌，房价也在四季度见顶回落，但此时日本政府对资产价格的下行相对乐观，1991年日本经济增速持续回落，但失业率仍在相对低位，期间仅货币政策转向宽松，三次降息共降150BP。直到1992年3月，宫泽内阁决定出台紧急经济对策实施大规模财政政策，后续三年也有刺激经济的财政举措出台，投向以公共工程为主。

## 阶段2：大规模财政刺激与零利率的推进

图表：1996年日本原计划的财政改革失败，且进一步加重了债务负担



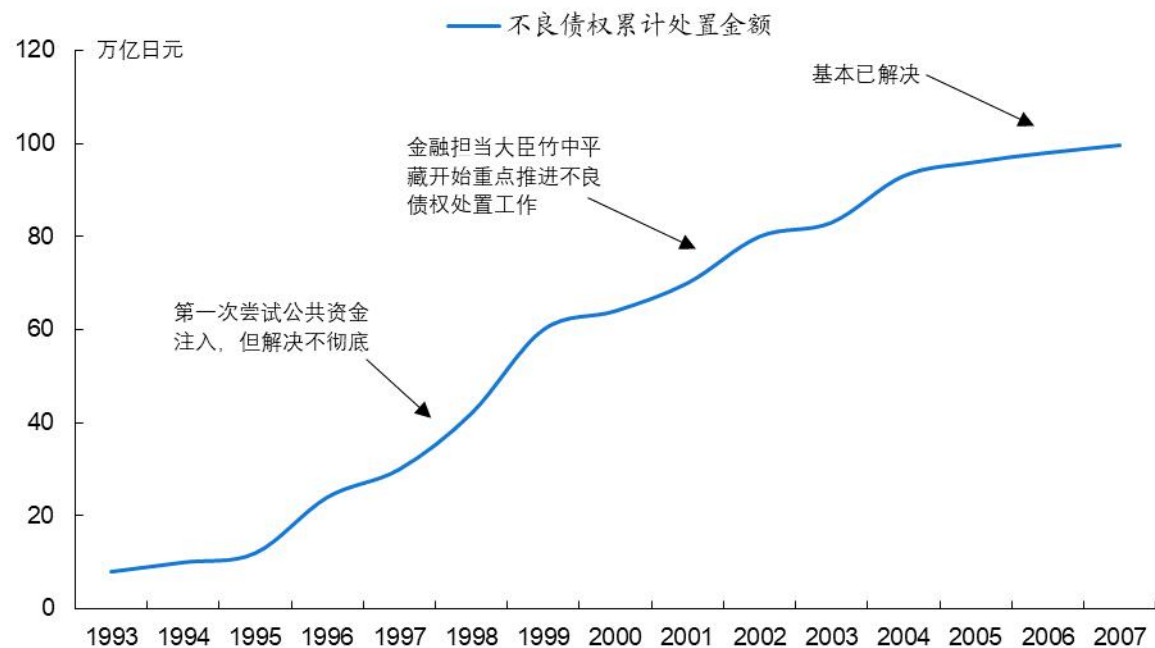
图表：日本90年代需求长期偏弱带来通缩困境



- II：第二阶段日本原计划推动财政重建，但经济元气未稳又遇危机使得宽财政政策继续实施，投向上除公共工程外对减税和扶持中小企业方面有所倾斜，随后通缩担忧使央行开始着手“零利率”。1996年桥本内阁上台，随着经济回暖，桥本计划削减赤字推动财政重建，1997年4月消费税上调（3%→5%）正式实施，配套的还有减税废除和社保费率上调，政策抑制下，景气下行又遇金融机构破产和亚洲金融危机，且消费税对支出的抑制使得财政收入并未改善，因此小渊内阁上台后财政再转向扩大，1998年4月推出近17万亿日元财政刺激计划，继续实施宽松财政刺激。此时日本通缩的担忧也开始加重，1999年央行开始推动零利率政策。

# 阶段3：量化宽松与财政开支缩减

图表：2001年小泉内阁上台后决心先疏通金融融资端的问题



资料来源：Nippon、国海证券研究所

图表：2001年至2005年日本货币政策转向量化宽松，财政总体克制

政策	时间	内容
货币	2000-08	结束零利率政策
	2001-02	下调无担保短期利率指导目标 (0.25%-0.15%)；下调贷款基准利率 (0.35%-0.25%)
	2001-03	实施量化宽松，恢复零利率，政策操作目标转变为活期存款余额
	2001-12	活期存款余额目标升至15万亿日元，每月长期国债购入达8000亿日元
	2002-10	活期存款余额目标已逐次上调至15-20万亿日元，每月长期国债购入达1.2万亿日元
	2003-10	活期存款余额目标至27-32万亿日元，明确量化宽松政策持续实施标准
	2004-01	活期存款余额目标至30-35万亿日元
财政	2005-05	开始允许活期存款余额目标降至30万亿日元以下
	2000-10	日本新发展政策，事业规模11万亿日元
	2001-10	改革先行计划，事业规模5.8万亿日元
	2001-12	紧急对策计划，事业规模4.1万亿日元

资料来源：《日本激荡三十年：平成经济1989-2019》（小峰隆夫）、国海证券研究所

➤ III：第三阶段通货紧缩成为要优先解决的问题，抓手是处理不良债权，货币政策转向量化宽松，大规模财政刺激在2002年退出。2000年日本央行过早结束零利率又遇景气恶化，2001年小泉内阁上台后，面临着持续的通货紧缩，2001年日本央行引入量化宽松，2002年金融担当大臣竹中平藏推出《金融再生计划》（目标在2004年度将当时主要银行不良率(8.7%)降低一半），最终取得成功，同时综合通缩对策也包括着产业和企业的再生计划。财政政策方面，2001年应对突发事件时小泉内阁短暂采取了财政刺激，但2002年又重新开启财政改革计划，不过降低政府债务负担的方式和桥本内阁不同，选择的是缩减开支而非增加消费税。

# 日本产业政策应对的方向转变：助力“企业再生”

图表：90年代日本产业政策脉络演化（行政→市场，产业→企业）

时间	产业政策核心思路	具体内容
1945-1950年代前中期	倾斜式生产、合理化，发展基础工业	倾斜式是采用 <b>原材料分配、复兴金融公库贷款、价格控制、差价补助、进口物资分配等直接控制手段</b> 使得产业链按照上游向下游逐步推移、顺序进行的方式发展。合理化是通过 <b>租税特别措施、财政投资贷款、外汇配额等方式</b> 引导设备更新和技术改进，促进基础工业降本。
1950年代后期	产业振兴、扶持石化、机械等主导产业	从原材料工业转向了加工工业， <b>扶持重点产业</b> 提供特别贷款给予长期资金支持，实行特别折旧制度、特别免税政策等， <b>促进生产集中和规模经济的建立</b> ，允许成立“合理卡特尔”等。
1960-1973年	发展重化学工业化	把发展重化学工业、提高产业竞争能力作为重要目标，适应贸易自由化和资本自由化， <b>建立产业新秩序；调整钢铁、石化等设备投资防止产能过剩</b> ；机械产业制定促专业市场体制和共同化市场的政策；在原重点产业振兴临时措施法基础上，对个别新兴产业如电子计算机等也采取扶持措施。
1973-1985年	技术立国、转型升级、逐渐市场化迈进	<b>认为应严格杜绝过度介入政策、过度保护政策等，产业政策应该专注在市场失灵领域等</b> ，具体举措有调整结构性萧条产业、促进过剩设备处置；调整国际间贸易摩擦；提供产业前瞻指引；促进知识密集型产业发展，加快产业结构的转型升级，资助尖端技术产业领域等。
1986年-1990年代前期	国际水平分工、知识融合、科学立国	<b>产业政策思路转向长期展望</b> ，80年代后期发展目标定为两个，一是产业结构的国际协调，二是创造性知识融合。90年代提出了“创造性知识密集型”的产业政策。
<b>1990年代中后期-2005年</b>	强化市场机制放宽限制、协助企业再生	<b>不实施针对特定产业的传统政策，针对泡沫破灭后的困境企业展开援助政策</b> 。企业需按规定设定调整计划并自行提出申请，政府以协助业务升级或创新、促进业务重组等方式助力企业整顿和盘活，从而促进产业再生。

资料来源：商务部网站、前瞻网、世界科学、中国经济新闻网、国海证券研究所

- 日本产业政策在20世纪90年代中后期才开始向助力“企业再生”的方向倾斜，但“市场化色彩更浓”。
- 日本20世纪80年代中后期至90年代初期产业构想是推进知识密集型产业发展，但经济景气的恶化推迟了产业结构调整进程，并且产业政策由“发展”暂时让位于“调整和盘活”，操作对象从产业下沉至企业。20世纪80年代随着日本产业发展实现赶超，通产省提出了知识融合、科学立国的创新战略构想，向知识密集型产业发展，但20世纪90年代中后期企业设备过剩、债务问题愈发严重，产业政策再转向，且日本市场化程度加深和新自由主义影响下，政策变为“面向企业而非产业的业务调整盘活为主”，政策性质上行政干预色彩继续淡化，以辅助协助为主。

# 产业政策效果：企业调整盘活起到作用，但比较有限

图表：日本政府1995年以后出台协助企业再生的措施法案

时间	政策	事件
1995	事业革新法	推动企业制定事业革新计划的方式，促进企业业务升级转换。主要政策手段为促使特定企业制定“事业革新计划”，企业需要向主管大臣提交包括调整目标、调整内容、实施时间、所需资金等内容的“计划”，主管大臣根据企业提交的“事业革新计划”决定是否给予企业业务革新支持。在获得主管大臣认可后，特定企业不仅可以获得来自产业基盘整备基金的融资支持，而且还能在业务调整方面享受租税特别措施。
1999	产业活力再生特别措施法	明确企业业务调整范围，提出明确的量化标准，引导企业有效制定业务调整计划；通过选择与集中的方式，促使企业将经营资源集中于核心业务之上，剥离生产率低的经营业务，盘活企业经营资源，提高生产率。
2003	产业活力再生特别措施法（修正案）	增设“经营资源再活用计划”“共同事业再编计划”“事业革新设备导入计划”等新调整计划，将调整范围扩大到受让业务经营、消除产能过剩设备、促进创新性设备投资等领域。企业可根据调整目标的不同，申请不同的资助计划。

资料来源：《日本产业活性化政策分析——日本结构性改革政策的变化及其对中国的启示》（田正等）、国海证券研究所

图表：1995年产业发展政策从“培养特定产业”向“促进科技创新”转变

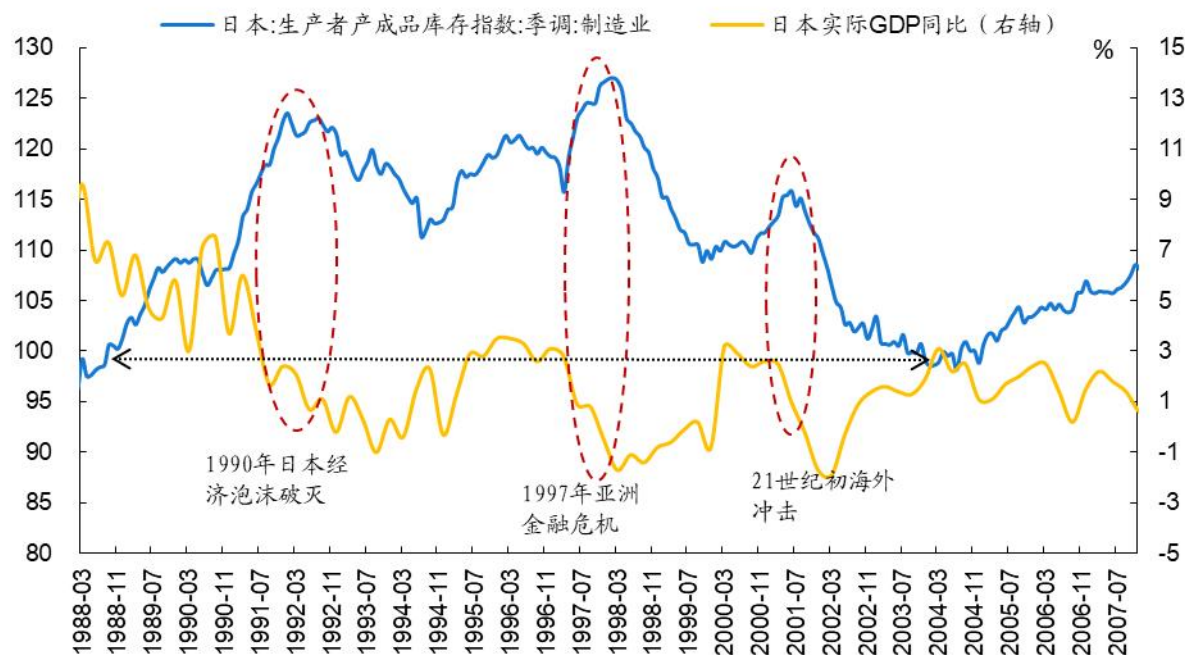
时间	政策	事件
1986	《面向21世纪产业社会长期设想》	对外实现“国际水平分工”和对内实现“知识融合化”，作为日本产业结构转型的新方向。
1995	《面向21世纪的日本经济结构改革思路》	指出以制造业为中心开展国际分工不可避免，日本应开发新的产业领域，现有产业应向高附加值产业转移；放宽规制，促进竞争，改革有关的企业制度。
1995	《科学技术基本法》	公布“科学技术基本法”，在技术立国的基础上进一步提出了“技术创造立国”的战略口号。
1998	《经济结构改革行动计划》	提出面对全球经济环境变化的挑战，创造新产业。
2001	《IT基本法》	正式提出IT立国的战略，将发展高度信息通讯网络社会作为21世纪的主要发展战略之一。
2007	产业活力再生特别措施法（2007修正案）	增加“技术活用事业革新计划”和“经营资源融合计划”等旨在促进企业创新的企业计划。

资料来源：商务部网站、中国工程科学、人民网、《日本产业活性化政策分析——日本结构性改革政策的变化及其对中国的启示》（田正等）、国海证券研究所

- 日本90年代中后期出台了一轮针对企业的调整盘活政策，起到了一定的效果。1995-1999年《事业革新法》共支持148个项目，涉及182家企业，相较于没有接受支持的企业而言，其全要素生产率增速提升了7%；2003年《产活法》修正后共认定405个项目，均实现既定的业务调整目标，提升了企业生产率，但总体看针对企业层面的政策终究是作用范围有限。
- 产业发展政策目标模糊化，支持力度有限，对整体科技创新进程帮助也不大。90年代以后日本政府放弃了干预性的产业政策，将更多的资源集中在基础科学等上游，在部分领域取得了进展如化工新材料等，但对新兴产业的整体推动不明显，这也和90年代政府投入力度不足、产业政策目标不够清晰有关。

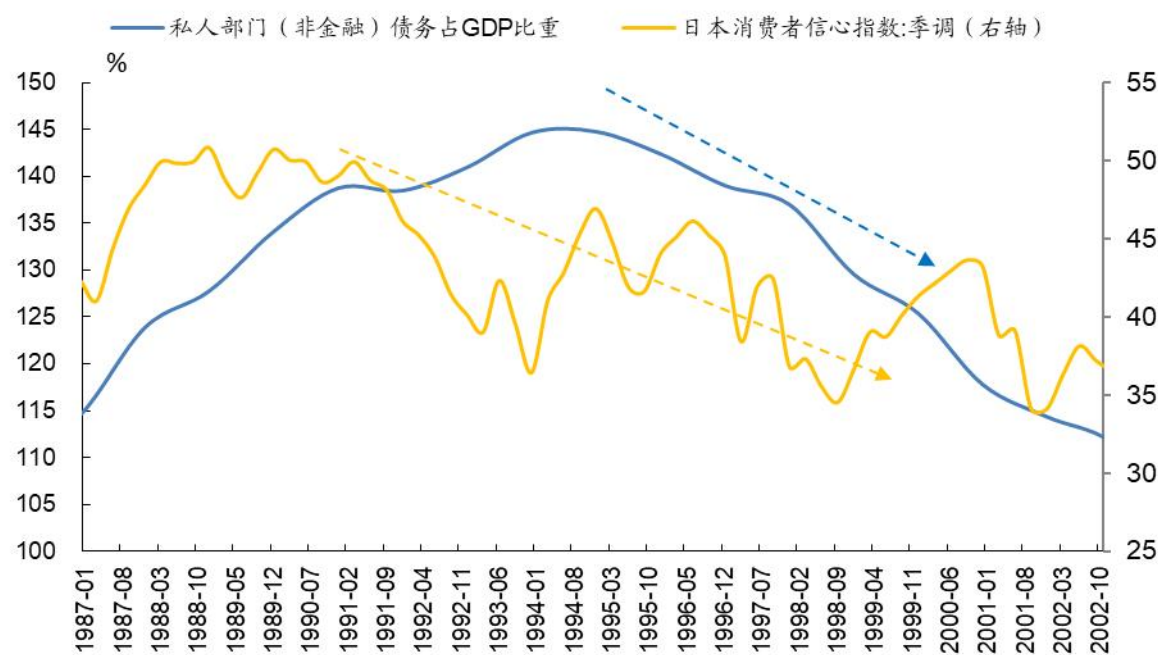
# 从结果来看出清过程：日本有效需求不足是出清缓慢的核心矛盾

图表：日本制造业21世纪初才实现出清，过程中遭遇两次再冲击



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：整个90年代日本企业忙于“去杠杆”，有效需求严重不足

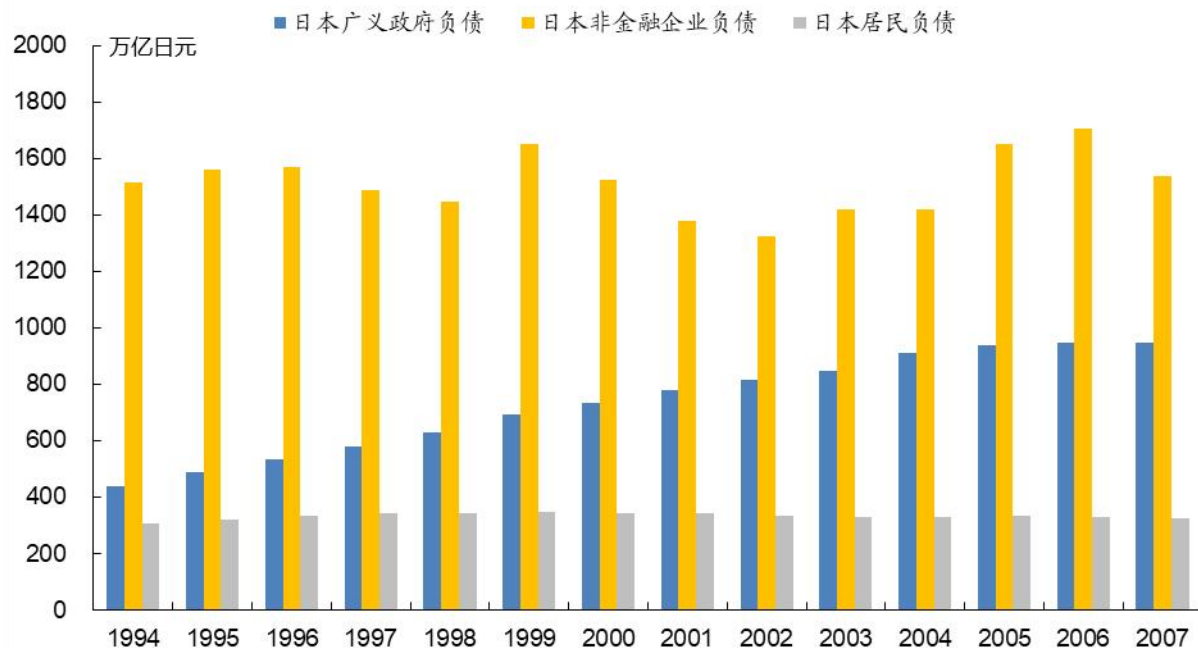


资料来源：Wind、国海证券研究所

- 日本制造业总体在21世纪初才逐渐实现了正式的库存出清，有效需求不足叠加政策应对失误、不良债权问题放大，是出清缓慢的核心原因，期间两次“再冲击”也放慢了去库存进程。事后来看，20世纪90年代日本政府政策应对不足，并且不良债权问题在持续扩大，而企业和居民部门疲于修复资产负债表，企业和居民部门未在公共投资拉动下实现接力，选择持续去杠杆，从而使得库存去化缓慢。此外90年代后期的亚洲金融危机、21世纪初科网泡沫破灭及反恐事件冲击进一步延缓了库存去化进程，日本制造业库存水平在21世纪前中期才逐渐回落到泡沫经济前期的水平并开启良性补库。

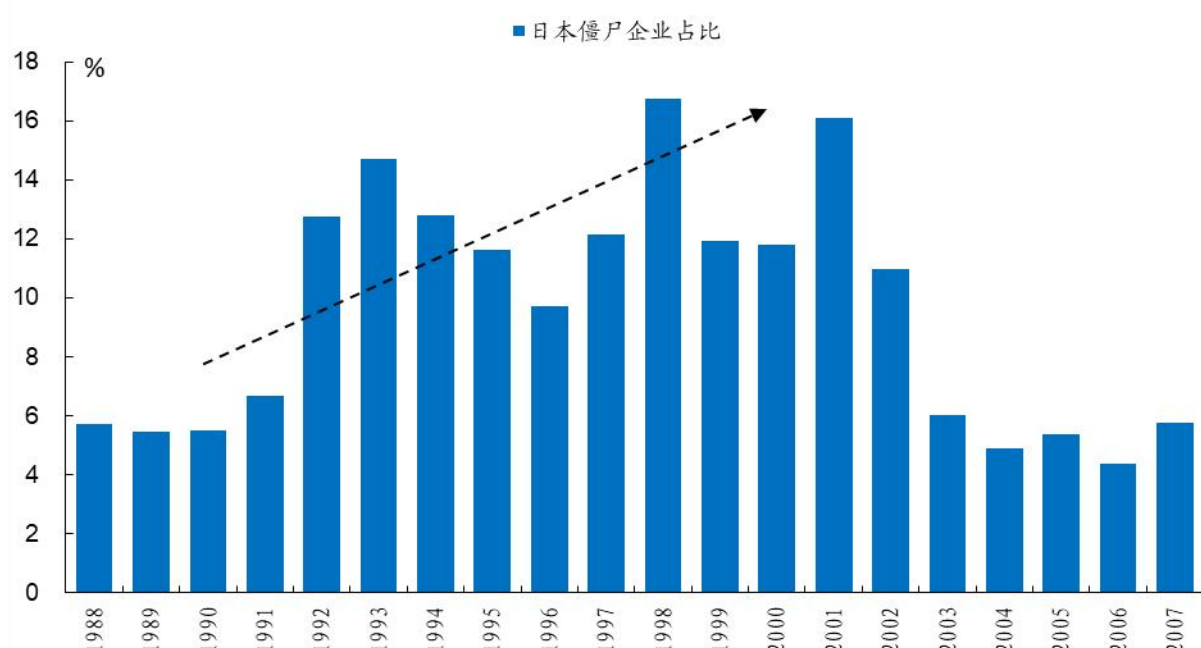
# 日本政府投资对经济的拉动有限，“僵尸企业”数量增多

图表：90年代至21世纪初日本财政持续加码，企业与居民部门需求低迷



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：90年代政府救助+有效需求不足组合下，“僵尸企业”比例有所增加



资料来源：Springer Briefs in Economics、国海证券研究所

- 90年代仅日本政府部门需求增加，在此背景下金融机构不良债权问题和“僵尸企业”问题形成负向循环。90年代日本政府的投资仅能作为支撑项而未能形成带动项，同时对于金融机构不良债权问题处理较为拖延，在有效需求不足背景下，金融机构的问题短期不能通过经济的手段解决，而低利率、主银行制（经连会）、政府对经营恶化的企业高容忍度等背景下，僵尸企业仍然能够获得注资，但低效率环境下企业不具备效率和活力，从而进一步又恶化了银行资产负债表，也放慢了企业的出清进程。

# 行业层面：横向看日本优势中游制造业产能过剩程度更高

图表：日本多数行业在90年代都出现了产能扩张到历史高位的情况

制造业分行业的产能指数所处历史分位水平																				
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
一般机械	86%	95%	94%	94%	92%	87%	81%	87%	96%	97%	94%	86%	73%	43%	34%	28%	28%	37%	48%	58%
电气机械	91%	93%	95%	94%	96%	91%	97%	96%	95%	97%	92%	89%	95%	91%	66%	42%	62%	68%	91%	99%
汽车制造	91%	93%	90%	98%	96%	92%	87%	82%	78%	87%	80%	87%	66%	28%	9%	9%	7%	11%	18%	14%
有色金属	88%	92%	91%	91%	92%	98%	96%	95%	93%	96%	97%	94%	91%	99%	96%	94%	95%	63%	64%	61%
有机化学品	93%	96%	94%	94%	95%	95%	98%	96%	96%	97%	96%	97%	90%	82%	78%	70%	69%	65%	67%	66%
纸制品	91%	91%	94%	95%	94%	80%	72%	69%	61%	81%	95%	97%	87%	83%	76%	52%	37%	34%	31%	38%
能源制品	15%	6%	14%	36%	54%	65%	71%	96%	92%	97%	97%	97%	84%	41%	41%	35%	21%	19%	25%	34%
金属制品	14%	55%	92%	96%	94%	97%	91%	87%	73%	68%	60%	47%	40%	21%	6%	3%	3%	2%	1%	3%
非金属矿物制品	6%	45%	60%	72%	83%	80%	55%	52%	28%	5%	3%	3%	4%	2%	3%	3%	2%	3%	3%	3%
纺织服装	12%	7%	5%	7%	5%	5%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%
钢铁	12%	5%	7%	14%	19%	28%	38%	55%	56%	56%	40%	30%	9%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	6%
无机化学品	30%	47%	51%	50%	46%	44%	60%	51%	52%	62%	42%	50%	50%	46%	47%	20%	17%	23%	14%	16%

资料来源：Wind、国海证券研究所（注：分位水平区间以1984年为起点，以表格对应年份为区间终点得到滚动历史分位；有机化学主要指石油化工产品如塑料材料，非金属矿物制品主要指陶瓷、粘土及石材制品）

- ▶ 分行业看，日本多数行业在90年代都出现了产能扩张到历史高位的情况，其中不乏日本优势制造业如机械、汽车、化学等。20世纪90年代多数产业都扩张到了历史高位，在前期泡沫经济带动需求的背景下，越优势的产业反而越容易在投资需求旺盛的情况下出现产能过剩的情况，如一般机械、电气机械、汽车的产能水平达到了90%左右的分位数水平。



# 行业层面：日本绝大部分行业产能利用率水平均偏低

图表：多数行业的产能利用率在90年代出现了不同程度的下滑

制造业细分行业产能利用率所处历史分位水平																				
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
一般机械	45%	53%	58%	37%	4%	7%	10%	18%	27%	38%	15%	13%	36%	2%	5%	25%	53%	58%	66%	67%
电气机械	29%	20%	38%	42%	5%	8%	18%	28%	31%	43%	20%	32%	44%	2%	4%	11%	15%	15%	25%	19%
汽车制造	47%	86%	78%	43%	7%	4%	6%	6%	13%	26%	14%	7%	20%	32%	51%	52%	60%	63%	80%	90%
有色金属	86%	93%	94%	87%	45%	36%	37%	52%	72%	88%	25%	42%	74%	56%	37%	75%	73%	92%	98%	96%
有机化学品	92%	83%	77%	52%	22%	4%	13%	42%	47%	52%	11%	17%	22%	8%	15%	27%	40%	46%	36%	44%
纸制品	90%	93%	76%	63%	47%	43%	57%	79%	95%	97%	52%	61%	93%	74%	82%	88%	98%	97%	98%	95%
能源制品	60%	84%	92%	90%	90%	89%	94%	85%	64%	89%	51%	47%	51%	80%	66%	91%	90%	97%	84%	76%
金属制品	91%	92%	91%	85%	77%	45%	46%	51%	48%	45%	36%	33%	46%	46%	33%	18%	32%	60%	51%	53%
非金属矿物制品	86%	90%	94%	76%	45%	28%	27%	33%	39%	46%	4%	6%	13%	10%	7%	21%	26%	28%	35%	29%
纺服类	54%	69%	64%	29%	20%	5%	8%	3%	4%	26%	4%	5%	3%	3%	2%	5%	11%	9%	13%	10%
钢铁	89%	92%	95%	87%	46%	43%	36%	48%	31%	59%	10%	15%	75%	57%	76%	91%	95%	92%	96%	97%
无机化学品	88%	87%	90%	78%	70%	47%	44%	69%	62%	71%	39%	47%	57%	34%	24%	29%	35%	37%	34%	39%

资料来源：Wind、国海证券研究所（注：分位水平为1984-2007年固定历史分位；有机化学主要指石油化工产品如塑料材料，非金属矿物制品主要指陶瓷、粘土及石材制品）

- ▶ 分行业看，日本多数行业的产能利用率在90年代出现了不同程度的下滑，机械、汽车、化学、非金属矿物制品、纺服等行业下滑更为明显。20世纪90年代多数产业的产能利用率出现了不同程度回落，前期产能扩张越多的行业其产能利用率水平下滑越明显，尤其是机械和汽车，产能利用率处在10%以下的历史分位数水平，这一现象再次指向日本90年代严重产能过剩的情况。

# 行业层面：21世纪初库存大多出清，主要分为三种情形

图表：多数行业的库存水平在90年代出现了不同程度的抬升

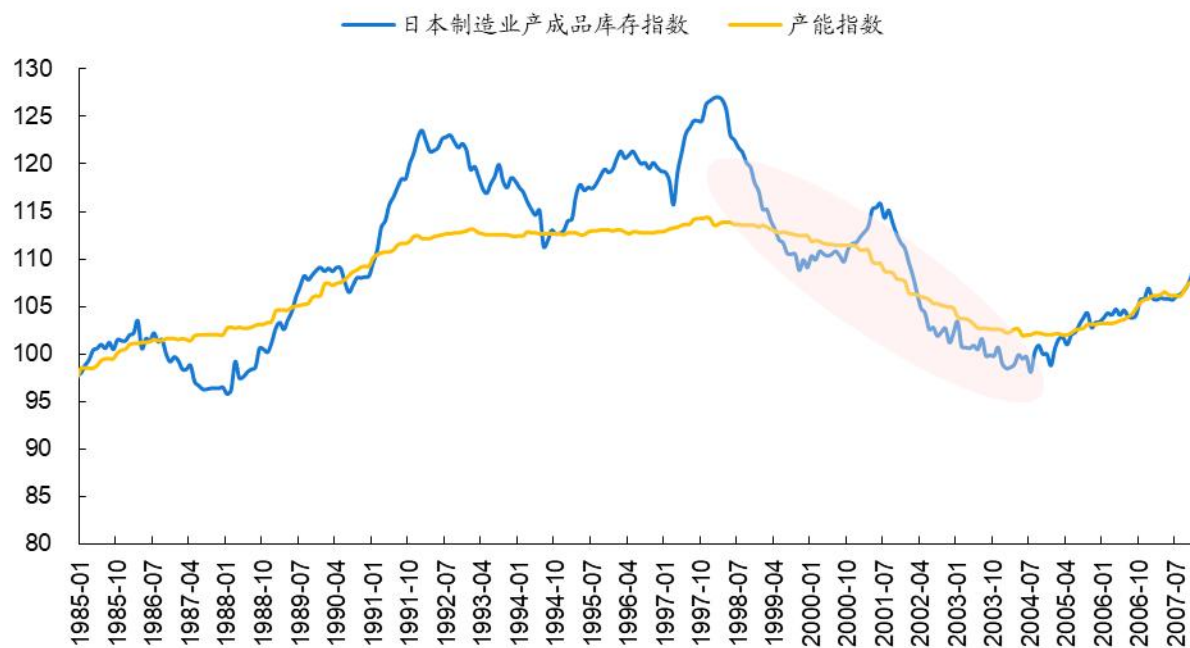
制造业细分行业库存所处历史分位水平																				
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
一般机械	41%	44%	62%	81%	82%	69%	54%	60%	74%	65%	63%	39%	31%	32%	26%	22%	21%	30%	38%	48%
电气机械	86%	92%	85%	95%	95%	78%	60%	84%	93%	83%	77%	66%	72%	87%	42%	36%	59%	63%	90%	96%
汽车制造	13%	67%	27%	82%	94%	89%	74%	52%	34%	75%	72%	3%	6%	9%	6%	10%	18%	28%	36%	49%
有色金属	23%	61%	80%	92%	94%	89%	93%	95%	97%	97%	97%	91%	82%	82%	63%	48%	42%	38%	34%	40%
有机化学品	61%	94%	94%	93%	90%	91%	71%	96%	97%	98%	96%	89%	88%	95%	86%	87%	67%	96%	92%	96%
纸制品	74%	92%	95%	93%	89%	79%	77%	78%	88%	97%	97%	89%	85%	90%	69%	80%	83%	92%	92%	82%
能源制品	63%	85%	94%	90%	86%	85%	81%	89%	63%	95%	92%	96%	90%	87%	73%	83%	47%	66%	78%	61%
金属制品	87%	90%	89%	94%	87%	52%	48%	65%	70%	80%	52%	15%	4%	6%	3%	2%	4%	3%	2%	6%
非金属矿物制品	32%	64%	79%	93%	95%	87%	72%	70%	56%	55%	65%	29%	11%	21%	3%	2%	2%	3%	2%	11%
纺服类	50%	93%	91%	82%	94%	91%	81%	77%	53%	45%	61%	19%	5%	2%	3%	2%	2%	1%	3%	3%
钢铁	29%	31%	40%	90%	56%	73%	22%	57%	40%	44%	61%	4%	12%	54%	4%	6%	5%	12%	25%	22%
无机化学品	23%	11%	22%	20%	24%	34%	9%	28%	17%	39%	56%	50%	51%	48%	49%	46%	49%	50%	55%	53%

资料来源：Wind、国海证券研究所（注：分位水平区间以1984年为起点，以表格对应年份为区间终点得到滚动历史分位；有机化学主要指石油化工产品如塑料材料，非金属矿物制品主要指陶瓷、粘土及石材制品）

- 日本多数行业的库存水平在90年代出现了不同程度的抬升，电气机械、有色金属、有机化学品等行业横向来看更为明显，21世纪初多数是随着产能水平下降才实现出清。多数行业的库存水平在20世纪90年代出现了不同程度的抬升，在21世纪初明显缓解。
- 制造业出清分三种情形：多数情形 I：产能下→库存下（多数行业出清主要依赖去产能）；少数情形 II：产能未下→但完成去库（需求仍在的有色金属）；少数情形 III：产能下→但库存未能显著出清（无机化学、纸制品等需求持续偏低，有机化学则存在“后过剩”现象）。

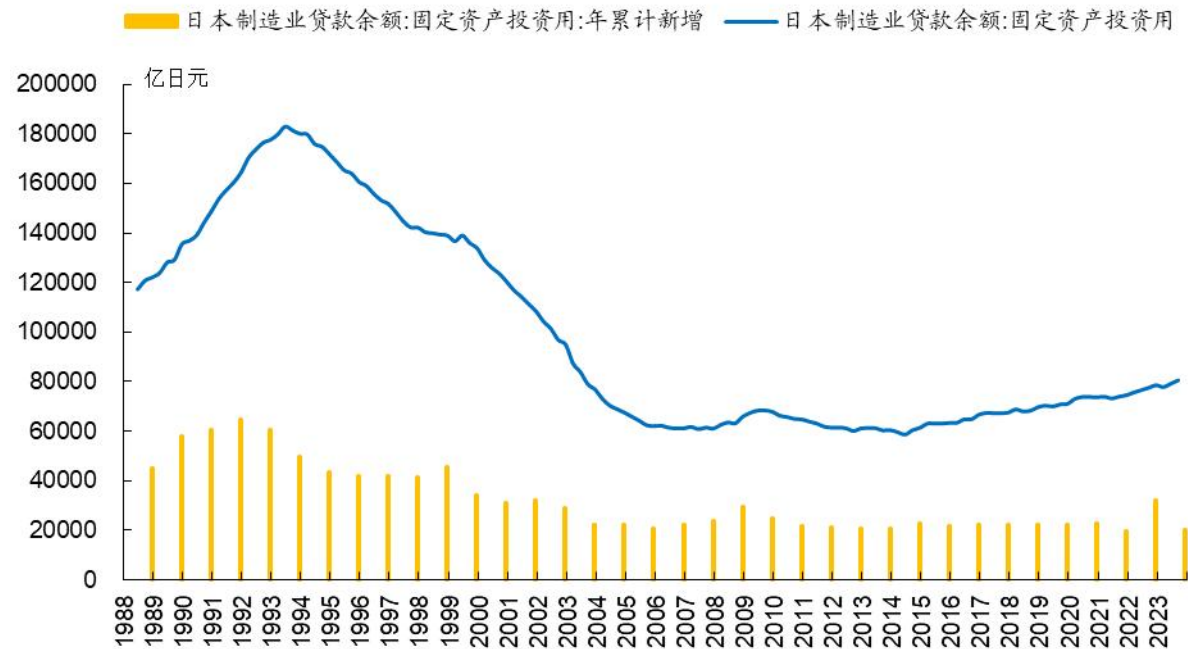
# 情形 I：日本多数制造业行业出清依靠产能去化

图表：90年代库存水平总体上是随着产能去化逐渐回落



资料来源：Wind、国海证券研究所（注：2020年=100）

图表：1993年以后制造业新设备投资开始持续放缓



资料来源：Wind、国海证券研究所

- 日本制造业库存出清主要依赖产能去化实现，而非需求侧提升带来的消化，产能出清的方式主要有落后产能淘汰、兼并重组、出海转移等。日本政府的扩大内需政策瞄向主要是公共工程，最终政府部门支撑了经济，但企业和居民部门未能实现接力，资产负债表衰退论可以很好解释日本20世纪90年代的有效需求不足的问题，因此需求侧未出现明显的刺激提升。在90年代末期随着过剩产能的去化，库存最终被逐渐消化，产能去化的实现是由于新设备投资持续放缓，而旧产能则逐渐淘汰（一方面是前期集中投资的设备自然折旧淘汰，另一种方式是在破产清算或兼并重组中被淘汰）。

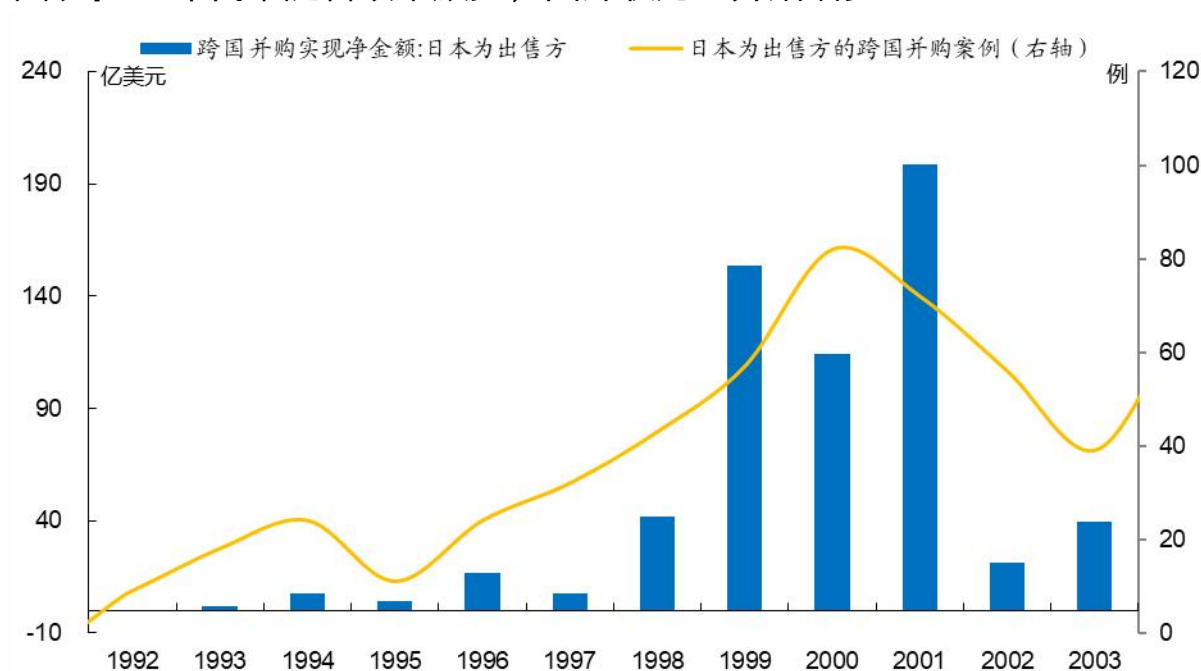
# 日本90年代中后期，兼并重组或破产的企业开始增多

图表：90年代日本各类企业出现兼并重组风潮

时间	部分事件
1993	王子制纸与神崎制纸合并组成新王子制纸。 山阳国策纸浆和十条制纸合并。
1994	小野田水泥与秩父水泥合并为秩父小野田，住友水泥与大阪水泥合并为住友大阪水泥。
1995	日立制作所与日立家电合并。
1996	福特收购马自达股份成为主要股东。
1999	法国雷诺收购了日产大部分股份成为第一大股东。
2002	日本第二大钢铁公司日本钢管(NKK)和日本第三大钢铁公司川崎制铁合并,成立JEF钢铁公司。

资料来源：《日本纸企应对过剩与转型问题的对策》(谭迪伦,造纸信息网)、日本学刊、智研咨询、人民日报、澎湃新闻、国海证券研究所

图表：90年代末随着政策放宽，国外收购也开始增多

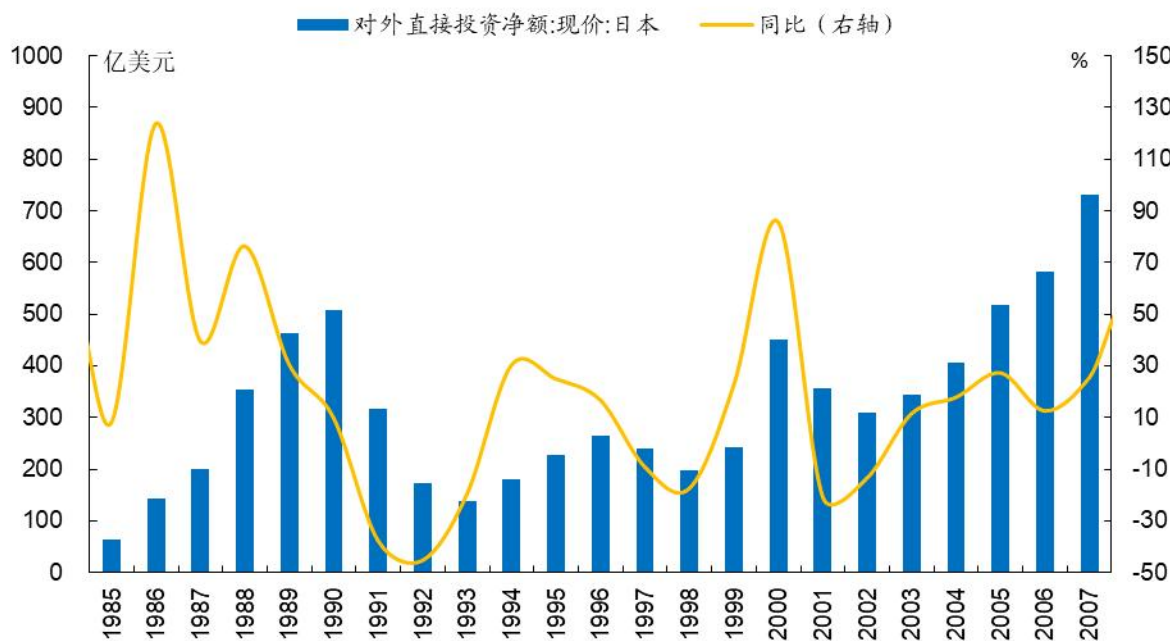


资料来源：Wind、国海证券研究所

- 随着日本不良债权问题加剧，90年代中后期政府开始加大力度推动解决僵尸企业，以解决银行不良债权为核心抓手，鼓励企业兼并重组，经营恶化的企业破产案例也开始增多，在这个过程中也出清了一批过剩产能。1997年后金融机构问题暴露，随后银行的破产或兼并重组，以及经连会的实质瓦解，也进一步削弱了企业贷款可得性，因此对制造业破产出清有加速作用，Teikoku Databank数据显示，1998-2000年进入企业申请破产的高峰期，1998年申请破产企业数接近2万，相较1994年1.4万增长近37%；90年代中后期政府大力鼓励兼并重组，并且放宽了外国公司的收购限制，日本作为出售方的跨国并购案例及规模也有明显提升。

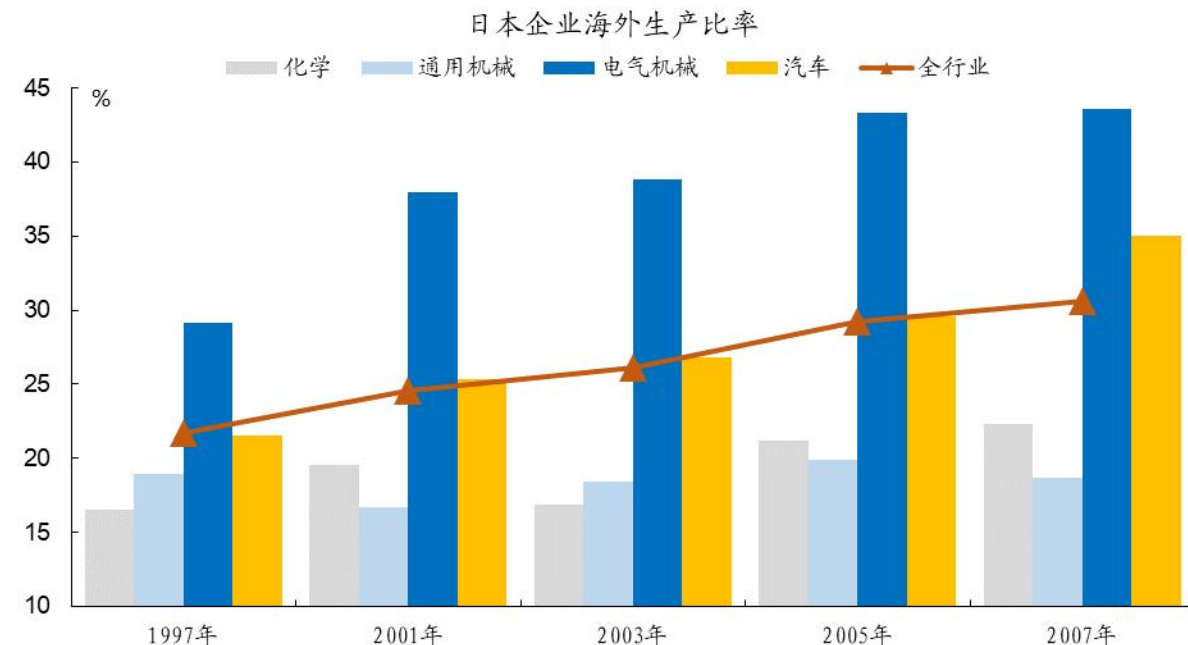
# 出海转移也是日本制造业国内去产能的重要环节

图表：对外投资趋势上升，90年代初和98年金融危机有阶段抑制



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：优势产业纷纷出海，海外生产比率持续提升



资料来源：日本国际协力银行报告、Wind、国海证券研究所

- **90年代日本对外投资趋势不改，海外生产比率持续提升，产能实现出海转移。**90年代以后日本企业出海趋势不改，对外投资总体上升，90年代初经济泡沫破灭以及97年开始的亚洲金融危机对海外投资产生过抑制，但总体上是呈现上升趋势，随着产能向外转移，优势制造业如电气机械、汽车等在海外的生产比率持续提升。

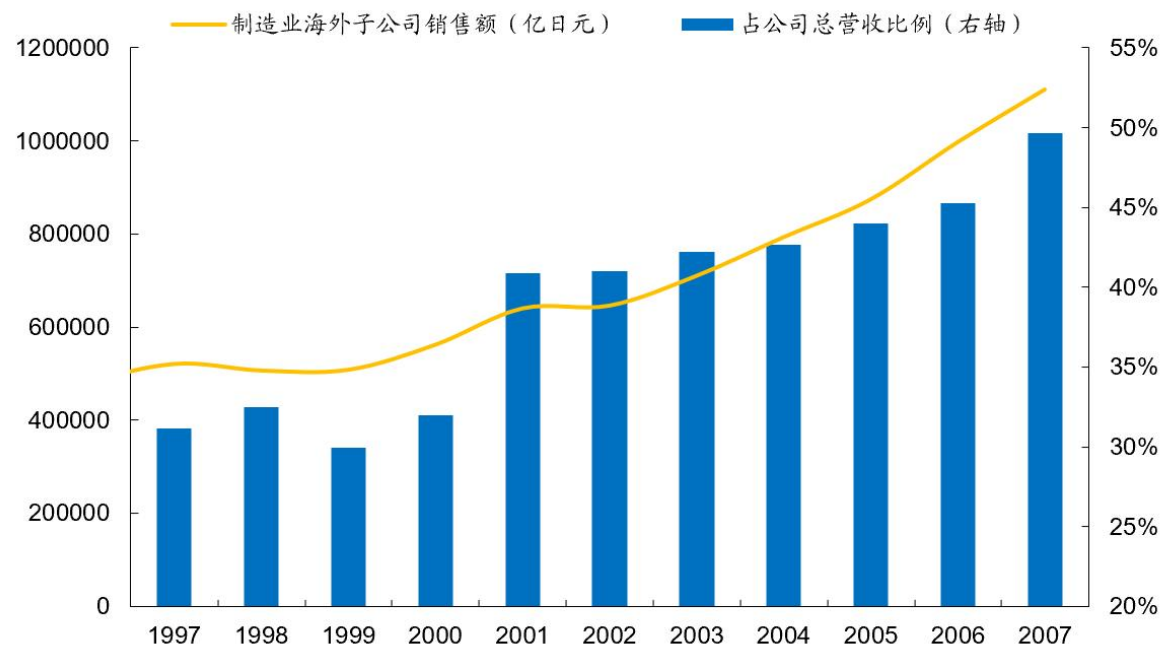
# 日本海外子公司的收入贡献提升

图表：90年代各类企业继续在海外投产建厂

时间	部分事例
1991	东芝在大连建立工厂
1992	丰田位于英国的独资生产厂家TMUK建成投产
1993	松下在中国厦门独资成立厦门松下电子信息有限公司，产品从音响拓展到数码相机等
1995至1997	1995年丰田宣布了“新国际商业计划”，其中制定丰田在海外生产的比例从48%提高到65%，1996年丰田在美国建立丰田北美汽车制造公司，随后1997年又正式宣布进入法国市场
2004	日本可乐丽化学株式会社在中国宁夏独资成立可乐丽化学（宁夏）环境化工有限公司，并计划于2005年与浙江和新股份公司达成协议组建合资公司

资料来源：东芝（中国）、新浪新闻、央广网、纺织网、国海证券研究所

图表：日本制造业的海外子公司营收贡献逐渐提升

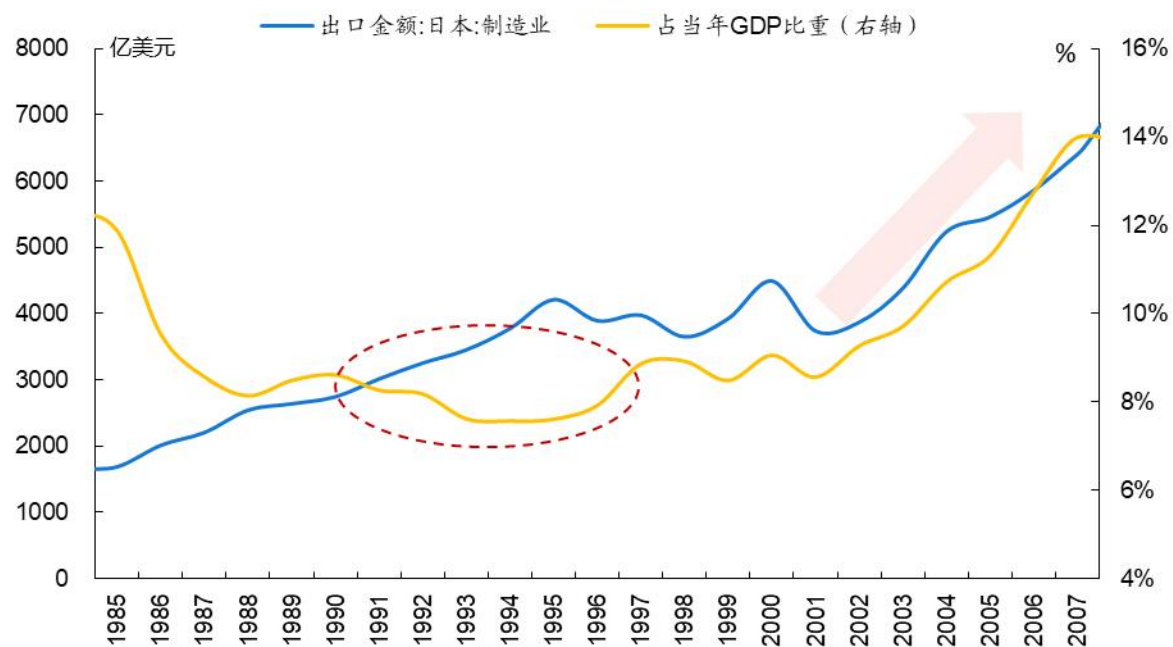


资料来源：日本经济产业省、国海证券研究所

- 日本内需不振背景下，制造业海外扩张建立起的子公司营收贡献度提升。在日元升值背景下，日本内外需求均相对疲软，此外企业考虑到规避贸易摩擦风险、降低成本以及保持企业规模优势，具备出海能力的企业纷纷出海建厂，2000年后制造业海外子公司的营业收入逐渐提升，占公司总营收的比重上升，开始居于重要地位。

# 日本90年代末出口逐渐回暖对制造业去库存也起到积极作用

图表：90年代后期制造业出口占GDP比重逐渐抬升



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：日本制造业各分项行业出口值占行业产值的比重持续提升

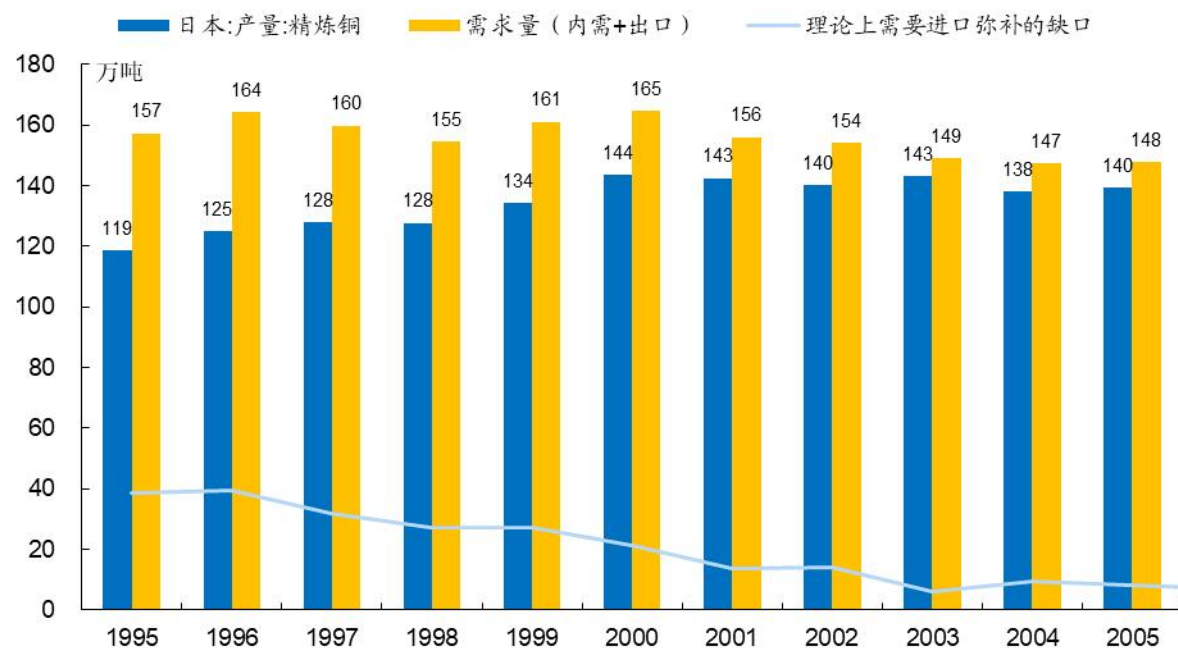
出口/产出	1995	1998	2000	2003	2005	趋势
一般机械	33.0%	36.0%	36.1%	41.7%	42.6%	持续上升
电气机械	19.4%	20.8%	22.9%	26.7%	29.4%	持续上升
运输机械	19.1%	25.9%	24.4%	26.5%	28.1%	波动上升
化学制品	12.1%	15.3%	16.1%	19.4%	23.3%	持续上升
纺织服装	7.1%	9.2%	10.9%	14.4%	16.5%	持续上升
金属及其制品	7.1%	8.8%	8.5%	10.9%	12.6%	持续上升
非金属矿物制品	5.1%	6.1%	6.7%	7.8%	10.1%	持续上升
能源制品	3.1%	2.0%	1.7%	1.7%	3.5%	先降后升
木材及橡塑制品	2.3%	2.9%	2.9%	4.3%	5.4%	持续上升
食品饮料	0.6%	0.8%	0.7%	0.8%	1.0%	波动上升

资料来源：Wind、日本经济产业省、国海证券研究所

- **20世纪90年代末日本的出口逐渐恢复，外部需求提升一定程度上加速了制造业库存去化的进程。**90年代末外需比重有所上升，2000年以后外需对日本经济增长的贡献基本接近7成。2001年以后随着中国加入世贸，对美贸易扩张，美国对日本出口的管制注意力有所放松，此外日本央行的零利率政策也推动了日元的贬值，因此改善了日本的出口环境，对库存消化起到了一定的助推作用，从结构来看，日本优势制造业对出口回暖的受益程度更高，这也是为什么前期优势产业过剩更严重却仍能出清的原因之一。

# 情形 II：有色金属供需结构较优，出清相对较快

图表：经济低迷的年份，有色金属的需求仍然较为旺盛



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：1997年亚洲金融危机冲击下有色金属大降价

LME现货价格情况						
单位:美元/t	1994年	1995年	1996年	1997年6月	1997年12月	较同年6月跌幅
铜	2312.2	2935.7	2298.5	2612.2	1761.9	-32.6%
铝	1479.5	1805.0	1504.9	1567.6	1530.0	-2.4%
铅	548.6	630.1	773.8	614.5	526.2	-14.4%
锌	997.9	1030.4	1024.3	1354.2	1101.7	-18.6%
锡	5462.0	6216.7	6136.9	5563.2	5510.0	-1.0%
镍	6341.3	8234.3	7500.9	7062.5	5945.4	-15.8%

图表：有色金属用料在日本汽车原材料中的占比持续提升

日本汽车制造所需的原材料占比					
单位%	普通钢	生铁	非金属材料	特殊钢	有色金属
1989年	56.9	1.7	18.9	15.1	7.4
1992年	54.9	2.1	19.7	15.3	8.0
1997年	52.1	1.8	19.6	16.9	9.6
较89年变化	-4.8	0.1	0.7	1.8	2.2

资料来源：金属通报、中国金属通报、汽车科技、国海证券研究所

- 日本有色金属行业产能未明显下降但较快完成出清，原因是前期扩张步伐相对较缓，而有色金属需求仍在，供给能力存在缺口，此外97年亚洲金融危机冲击下有色还出现了一轮大幅降价起到加速去库作用。有色金属衍生品在1994-1995年有一轮明显的投机交易行情，这期间有色金属的金融属性大于商品属性，囤积炒作现象加重以及价格虚高使得有色库存处于高位，随着炒作停息以及1997年亚洲金融危机冲击，有色金属价格大幅下跌，随后逐渐助推了库存的去化。



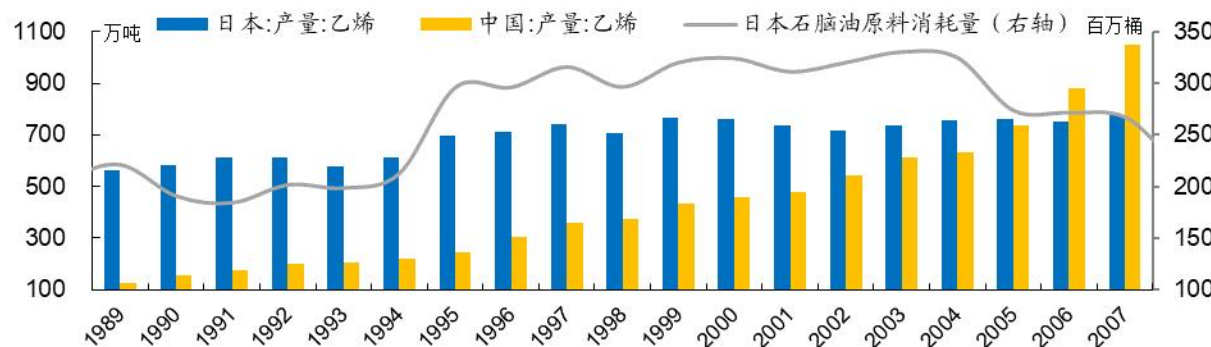
# 情形 III：部分高景气行业如化工“后过剩”，出清时间更慢

图表：化工在90年代中后期是相对景气品种

1985-2005年日本制造业销售毛利率					
单位:%	1985年	1990年	1995年	2000年↓	2005年
化学工业	6.0	6.9	6.5	8.1	7.8
商用机械	-	-	5.1	6.0	7.6
非金属	-	5.1	3.0	4.7	4.8
钢铁	3.9	8.1	3.6	4.3	11.1
生产机械	4.6	6.4	3.1	4.0	5.2
电机	4.5	4.6	3.5	3.9	3.0
印刷	-	-	3.6	3.9	3.0
食品	3.3	3.3	2.8	3.0	2.8
建筑材料	4.8	5.0	2.4	3.0	4.6
金属制品	4.4	5.8	3.3	2.0	3.7
全体制造业	3.9	4.8	3.3	3.8	4.5

资料来源：Datastream、国海证券研究所

图表：21世纪后亚洲（除日本）诸多国家的乙烯自产量持续提升



图表：2000年以后日本重要石化品种进口关税下降，产业保护力度削弱

1985-2004年石化产品部分品种进口关税表				
单位:%/t	1995年	2000年	2003年	2004年
乙烯、丙烯、丁烷	4.6	0	0	0
苯、甲苯	3.0	0	0	0
二氯乙烯、VCM	4.6	3.9	3.9	3.9
PS (聚苯乙烯)	11.2	8.4	7.0	6.5
单位:日元/kg				
PE (聚乙烯)	22.4	13.9	9.7	6.5
PP (聚丙烯)	25.6	16.3	11.7	6.5
2-乙基乙醇	11.2	8.0	6.4	5.5

资料来源：Wind、中国国际化工网、国海证券研究所

- 日本石油化工行业在2000年后库存去化比较缓慢，90年代相对景气使得化工行业投资需求相对旺盛，但2000年后产品需求不及预期导致“后过剩”，产能2010年以后才大幅去化。90年代日本化工行业仍保持相对可观的利润率，这种结构性机会使得化工投资1993-1997年仍有增长，产能缓慢爬坡，2000年乙烯年产量较90年代初已涨超30%，并且由于90年代原料价格较低，需求仍能保持一定景气。但2000年后原料油品价格持续上涨，石化产品关税保护政策力度削弱以及亚洲国家自给率提升，包括下游需求产业外移（例如汽车产业需求减少导致合成橡胶销量下滑）及公共投资减少，实际上都削弱了需求导致经济回升期出现过剩。

# 日本优势制造在90年代景气回升年份有较高ROE

图表：优势制造在90年代景气回升年份仍能保持较高的ROE，但产能正式出清前制造业ROE回升均不明显

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
全产业	21.8	20.6	18.2	14.9	11	8.4	8.9	10.5	10.8	10.7	8.3	9.5	10.9	8.9	9.2
制造业	20.1	19.1	16.9	13.1	9	6.5	7.7	9.6	10.8	10.2	6.4	8	10.5	7	8
一般机械	19.1	18.5	19.6	15	8.1	3.6	3.4	7	9.8	12	4.6	3.9	8	6.2	4.9
电气机械	17.8	17.2	16	9.9	3.9	4	6.6	10.2	9.8	9.8	4.1	6.9	11.8	0.3	4.5
运输机械	16.7	16.6	15.5	11.5	7.6	5.1	6.4	8.7	12.1	10.3	8.5	7.5	8.9	10.3	12.2
化学	21.8	21.3	16.8	13.6	11.6	10.2	11.3	12.4	13.3	13	11	12.9	13.1	11.8	11.8
钢铁	30.1	27	21.4	15.3	6.3	-1.6	-1.7	4.2	5	6.1	-1.2	2.3	6.8	0.6	5.3
非铁金属	20.7	18.7	17.3	11	6.5	2.7	3.5	7	8.6	9	4.3	6.2	11.6	3.6	3.8
金属制品	25.6	28.6	23.5	21	12.7	7.1	8.1	10.6	11.2	10	2.9	4.8	7.6	6.7	5.1
非金属矿物制品	24.2	21.5	15.3	11.2	9.7	6.4	8	6.8	8.1	7.1	2.2	3.9	8	6.1	5.4
能源制品	25.3	14.2	19.7	26.4	16.7	16.9	14.1	9.1	5.7	3.5	-0.8	8.6	12.6	10.5	9.7
造纸类	21.6	14.1	10	7.2	8.7	5.8	6.9	11.8	12.7	10.6	3.1	7.4	12.2	6.9	7.8
纺服类	18.2	17.4	16.7	12.1	10.8	1.8	3.9	4	10.1	4.7	4	3.7	6.9	3.9	5
木材和木制品	27.6	17.4	18.5	10.9	10.7	7.2	7.6	8.8	9.2	7	-3.1	1.4	3.5	0.6	3.8

资料来源：Datastream、国海证券研究所

- 日本优势制造业在90年代景气回升年份仍能保持较高的ROE，但产能正式出清前制造业ROE回升均不明显。优势制造业在90年代ROE也相对低迷，但景气回升年份如1993-1996年仍能保持较高的ROE。化工行业的ROE虽然也出现了回落，但整体处在相对较高的水平。总体来看，产能正式出清前制造业的ROE回升均不明显，趋势性回升需要等待出清真正结束。

# 日本股市表现：弱修复+结构性机会

图表：调整出清期优势制造有超额行情，恢复期制造业整体都有绝对涨幅

TOPIX指数年度涨跌幅	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
单位%	泡沫期				漫长出清期												恢复期					
日经225	43.9	14.6	39.9	29.0	-38.7	-3.6	-26.4	2.9	13.2	0.7	-2.6	-21.2	-9.3	36.8	-27.2	-23.5	-18.6	24.5	7.6	40.2	6.9	-11.1
机械指数	8.2	27.9	41.5	59.8	-38.2	-9.6	-24.5	-0.2	30.2	-2.2	-6.2	-27.2	-7.9	18.5	-7.7	-16.5	-15.2	37.8	13.4	70.2	5.7	-6.2
电器指数	23.0	2.7	21.8	19.4	-33.6	-9.4	-20.6	21.1	17.0	2.1	1.9	-3.6	-6.2	135.3	-34.4	-26.7	-24.5	23.3	0.4	27.9	9.1	-8.3
运输设备指数	34.3	8.1	64.3	19.5	-38.4	-3.9	-15.1	13.9	20.5	-0.2	24.6	-7.3	-15.2	31.0	-10.6	-5.7	-0.3	20.4	11.7	38.2	24.0	-17.7
化工指数	34.4	25.3	17.7	27.7	-43.0	-0.5	-18.8	-0.8	18.3	2.5	-8.4	-20.1	7.4	11.0	6.1	-13.3	-6.8	20.2	9.3	39.2	3.4	-6.7
橡胶产品指数	51.9	48.6	33.8	38.8	-46.5	4.2	-5.7	3.2	22.3	0.1	15.7	6.7	-8.3	-14.5	-41.6	20.7	6.2	5.1	37.7	31.9	4.7	-23.4
钢铁指数	15.4	79.6	127.4	7.5	-44.9	-14.2	-22.3	-3.0	24.0	-5.1	-11.1	-50.3	-9.7	-0.7	-12.0	-5.8	-11.1	84.2	16.7	84.1	30.6	-4.2
有色金属指数	18.6	9.8	29.4	36.1	-39.8	-8.7	-26.4	17.2	17.4	-7.8	0.3	-20.6	-23.2	16.7	50.4	-49.0	-27.6	49.0	12.1	86.6	-5.3	-12.9
金属产品指数	33.1	27.3	30.3	59.6	-23.9	-8.3	-19.0	6.0	-4.4	-0.6	-10.0	-44.7	10.6	-13.1	-4.7	1.6	-0.6	24.3	7.0	26.7	7.5	-22.8
玻璃与陶瓷产品指数	33.7	17.5	33.4	29.5	-44.9	2.1	-22.0	4.7	11.7	-2.1	-7.1	-40.3	16.9	-15.2	52.2	-34.0	-17.6	41.4	21.8	54.7	-0.5	-2.0
石油与煤指数	51.3	-1.4	53.2	30.5	-47.0	19.7	-24.1	9.3	1.6	-7.8	-8.6	-49.7	-4.2	-7.3	15.7	6.1	-2.9	14.9	18.9	51.2	-9.8	-2.3
纸浆与纸指数	43.2	40.8	62.3	12.8	-38.0	-11.7	-23.5	-2.7	26.9	-5.2	-22.6	-26.3	-1.6	6.8	7.9	-17.0	-7.8	18.9	-10.4	17.5	-7.1	-14.8
纺织服装指数	17.3	23.1	20.1	36.5	-36.6	-9.1	-22.9	-7.2	19.1	-4.5	-5.9	-34.9	4.6	-15.0	3.5	-8.7	-21.7	37.9	14.5	74.7	-12.2	-16.4
信息通信指数	16.7	21.8	-13.4	-11.5	-37.2	-20.5	-25.5	31.3	14.0	-4.1	-0.1	-4.9	-13.6	252.0	-55.5	-30.0	-18.7	23.3	-8.8	17.5	-4.9	-5.4
银行指数	41.8	35.8	32.1	17.7	-38.2	6.9	-27.0	10.8	2.7	2.4	-18.6	-35.8	-24.5	31.1	-19.6	-40.0	-24.9	48.9	26.5	57.8	-10.6	-28.1
房地产指数	77.7	-20.3	55.5	15.9	-52.5	5.6	-35.5	7.5	3.7	12.4	-8.5	-5.0	-27.7	-6.4	26.0	-14.6	-17.2	33.8	33.4	100.6	13.4	-20.3
建筑指数	89.8	8.8	22.4	47.0	-32.1	0.6	-32.1	-0.7	-1.9	5.2	-17.8	-53.1	17.9	-20.3	3.2	-8.9	-20.0	29.0	16.6	48.3	-15.2	-23.1
采矿指数	-5.4	28.8	31.6	98.3	-45.1	-12.2	-31.5	-0.7	11.9	-2.7	-7.4	-53.8	-10.4	-4.5	-3.4	-11.3	-5.6	24.6	7.4	104.9	-7.6	19.5
陆路运输指数	89.0	0.2	55.6	37.0	-52.5	0.1	-26.8	16.4	3.5	4.4	-5.2	-1.8	-7.9	-10.8	8.3	3.2	-13.5	4.4	1.4	39.7	-3.9	-6.4
食品指数	60.7	29.7	3.9	25.0	-39.3	7.4	-16.9	0.6	-1.6	-1.9	-4.9	-17.5	14.6	-11.8	5.4	-13.5	-13.3	12.5	18.8	24.3	24.6	-5.0
医药指数	61.5	-2.5	4.1	9.3	-30.3	-1.7	-6.5	-4.5	2.6	3.4	18.1	0.5	18.4	2.3	43.6	-15.6	-19.8	1.1	17.3	20.9	24.4	-16.4
农林渔指数	62.7	30.0	30.2	53.5	-51.3	6.8	-27.6	-5.2	10.1	-4.8	-7.6	-50.3	-1.2	-0.5	-5.6	-1.3	-18.0	-3.0	31.6	34.1	5.7	-23.0
服务业指数	44.5	10.3	21.9	53.1	-37.6	-13.8	-25.5	8.9	8.8	5.0	1.1	-0.8	-11.2	200.2	-53.4	-30.7	-34.7	14.5	5.0	36.2	-10.9	-13.4
电力与天然气指数	134.1	-29.1	62.2	-1.9	-41.6	8.2	-24.9	18.9	-12.4	-0.3	-7.1	-11.3	11.9	-19.3	9.2	6.9	-9.6	4.9	8.4	21.0	25.8	-17.4

资料来源：Bloomberg、国海证券研究所（加粗字体行业指数的成分主要是制造业）

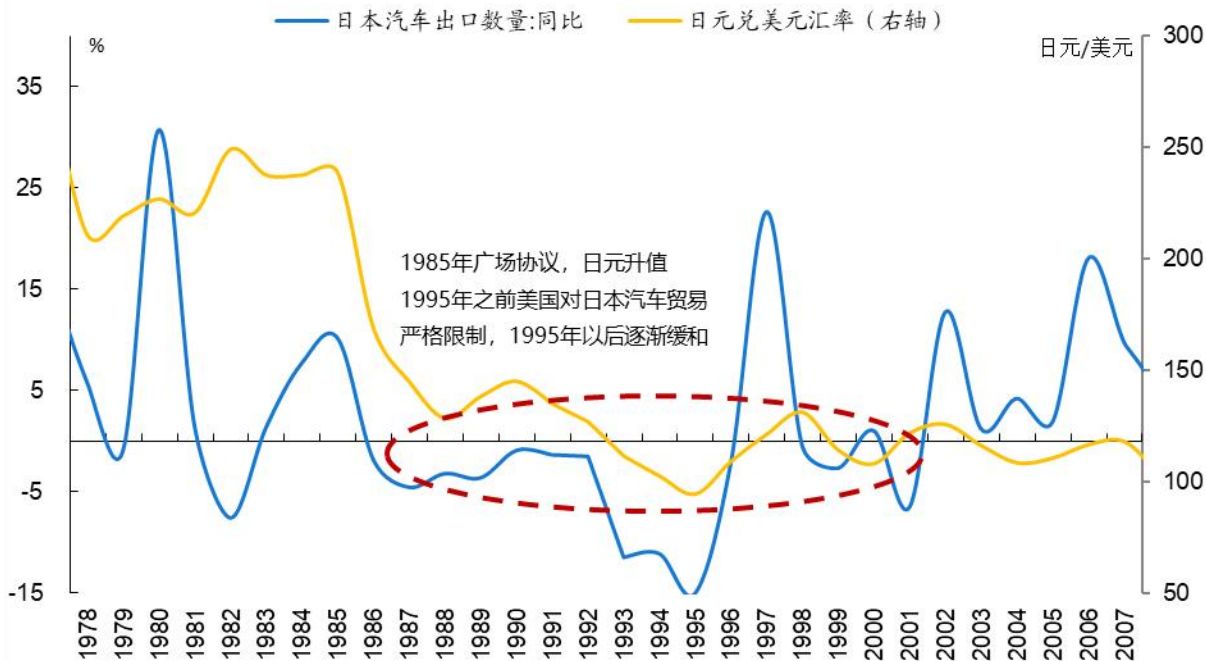
- 景气低迷期股市也能有阶段性机会，主要在景气回升以及政策发力合力的时期，但以弱修复+结构性机会为主，优势制造涨幅相对更高。制造业正式完成出清、经济真正恢复的时期，股市才有普涨且持续性更强的牛市行情。

# 目录

- 20世纪90年代日本制造业产能过剩的背景
- 日本政策应对和制造业出清演绎的三种情形
- 产业主体视角下的出清演绎——以汽车、家电为例
- 风险提示

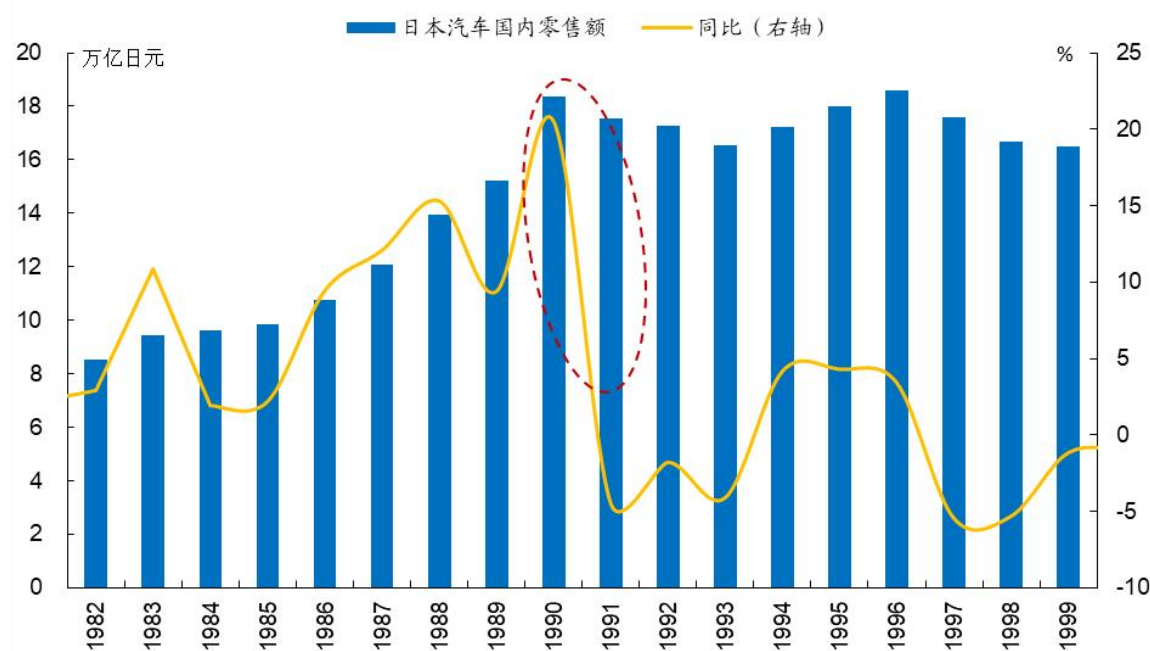
# 日本汽车产业在90年代初面临内外需皆不振的情况

图表：1985年广场协议后，日本汽车出口基本陷入负增长区间



资料来源：Wind、央广网、经济时报、国海证券研究所

图表：日本国内汽车销售增长率在90年代后也开始陷入停滞状态

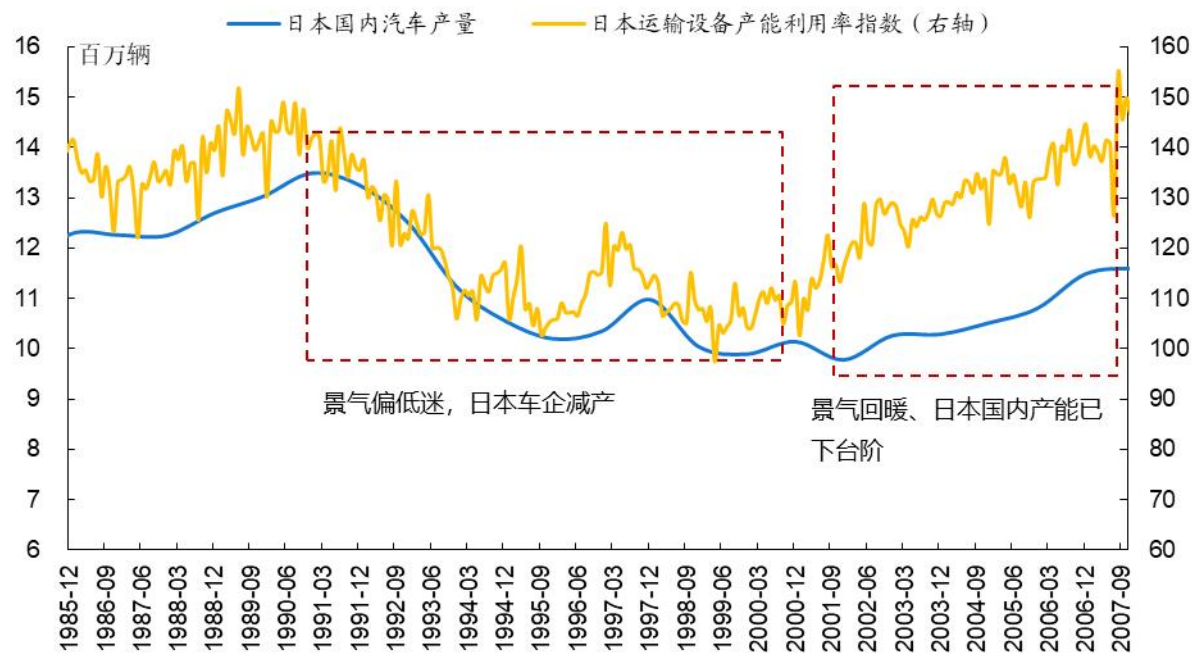


资料来源：Wind、国海证券研究所

- 泡沫经济时期日本汽车出口已经下滑，泡沫经济破灭后内需也出现停滞，日本汽车一开始面临的是内外需皆不振的局面。1985年“广场协议”后日元大幅升值，出口竞争力下滑，叠加日美贸易战的深化，汽车出口量同比增速开始回落，随即陷入负增长区间。汽车产业原本还能依赖内需拉动，但进入1990年泡沫经济破灭后，日本国内销量的同比增速也开始停滞，汽车面临的是内外需双弱局面。

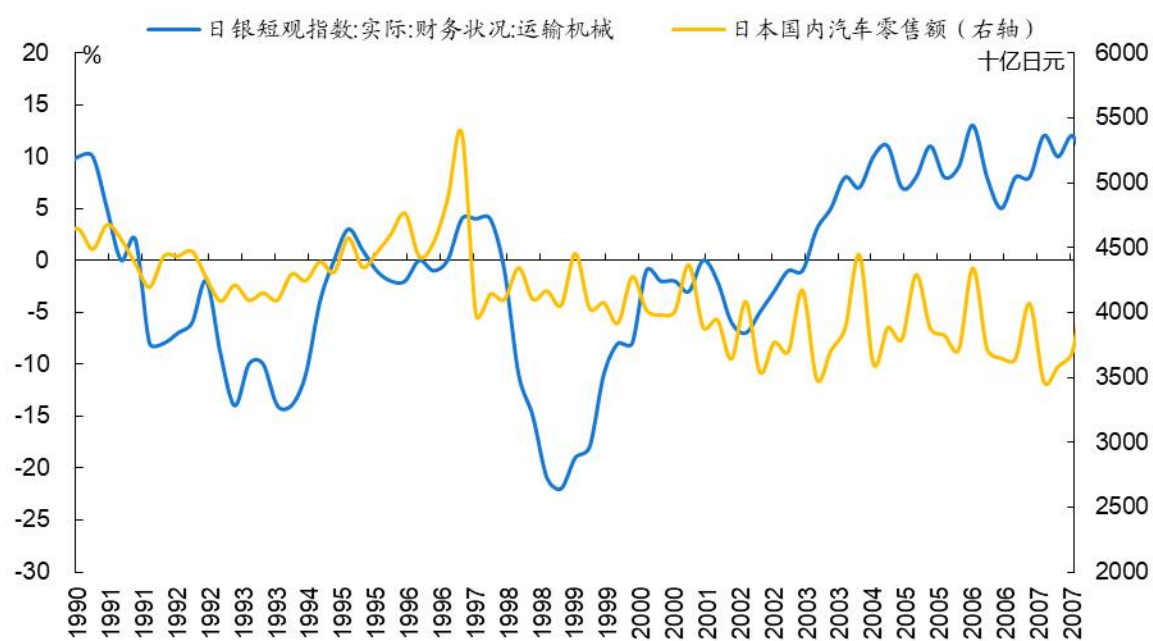
# 90年代需求低迷，日本汽车国内生产规模总体放缓

图表：日本国内车企产能利用率1991年以后持续下滑，直到2000年后回升



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：日本国内汽车销量总体低迷，90年代车企财务状况不佳



资料来源：Wind、国海证券研究所

- 日本90年代衰退期间，车企选择大幅减产，投资增速也明显放缓，国内的供给端处于持续低迷的状态。20世纪90年代日本车企选择减产，产能利用率总体上是持续下滑，1994年Q1日本汽车制造企业国内贷款（投资用）的余额达到峰值近1.7万亿日元，1997年跌破1万亿日元，2000年以后曾一度下滑至6千亿日元左右的水平，总体上呈现趋势回落。

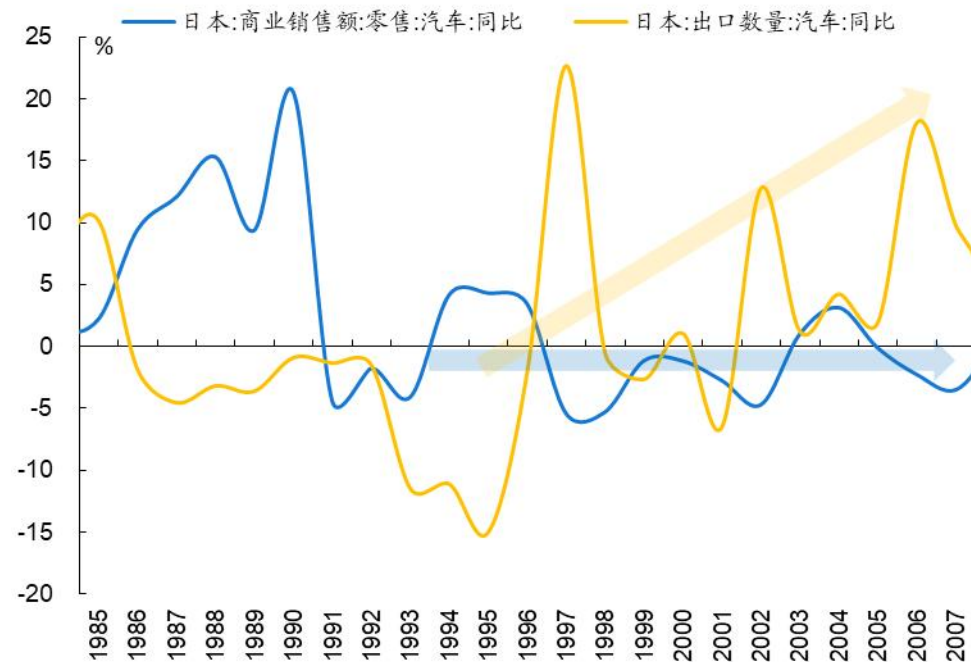
# 日本汽车出口1995年以后出现缓解

图表：日美贸易摩擦在1995年以后逐渐缓解

时间	日美汽车贸易摩擦大事记
1979	美国汽车工会会长开始对来自日本的进口汽车进行指责。
1980	美国三大汽车公司（福特、通用、克莱斯勒）要求限制日本汽车进口，参议院通过了《汽车问题决议案》。
1981	美国通过日本汽车限制提案，5月美日签订协议，日本未来一年时间内汽车出口美国将限制在168万辆，随后年度限额条款又延长至1994年。美国还要求日本购买3亿美元零部件，限制日本汽车零件和半成品。
1983	日本汽车自愿出口限额更新至185万辆。
1985	日本自愿出口限额更新至230万辆，同年广场协议签订。
1988	美国《综合贸易与竞争法》签署生效，法案包含“特别301条款”，进一步增加了日本被美国贸易制裁的风险。
1989	日本和美国开启结构性障碍协议谈判，试图解决贸易失衡问题。
1992	日本汽车自愿出口限额在此后两年控制在165万辆。
1993	克林顿在《美日框架协议》中要求日本进一步开放市场，并认为应确定客观可量化的相关指标。
1994	3月克林顿重启“特别301”条款，计划采取单方面行动制裁日本，但随后世贸正式成立，相关法案取消。
1995	5月美国计划对日本出口的豪华汽车征收100%从价关税，6月美日达成《美日汽车及零部件协议》，日本将放宽对汽车配件市场的管制，增加购买美国国产汽配数量。

资料来源：《日美经济摩擦的理论与实态》（胡方）、《繁荣与停滞》（伊藤隆敏等）、国海证券研究所

图表：90年代以后日本汽车内需始终无明显增长，出口在90年代后半期起有所提升



资料来源：Wind、国海证券研究所

➤ **日美汽车贸易摩擦在1995年以后缓解，汽车出口增速有所提升但内需持续不振。**1980年以来日美在汽车等产业领域的贸易摩擦不断，随后日本汽车实行自愿出口限额，限额指标主要分配给了大型汽车公司，并且也使得汽车公司出口多以附加值更多的高端车型为主，但1995年美国宣称将加征日本豪华车关税，逼迫日本再度参与谈判妥协，最终因世贸成立并确立新的争端解决机制，汽车贸易摩擦逐渐开始缓解，日本汽车出口由此出现了一定放量。

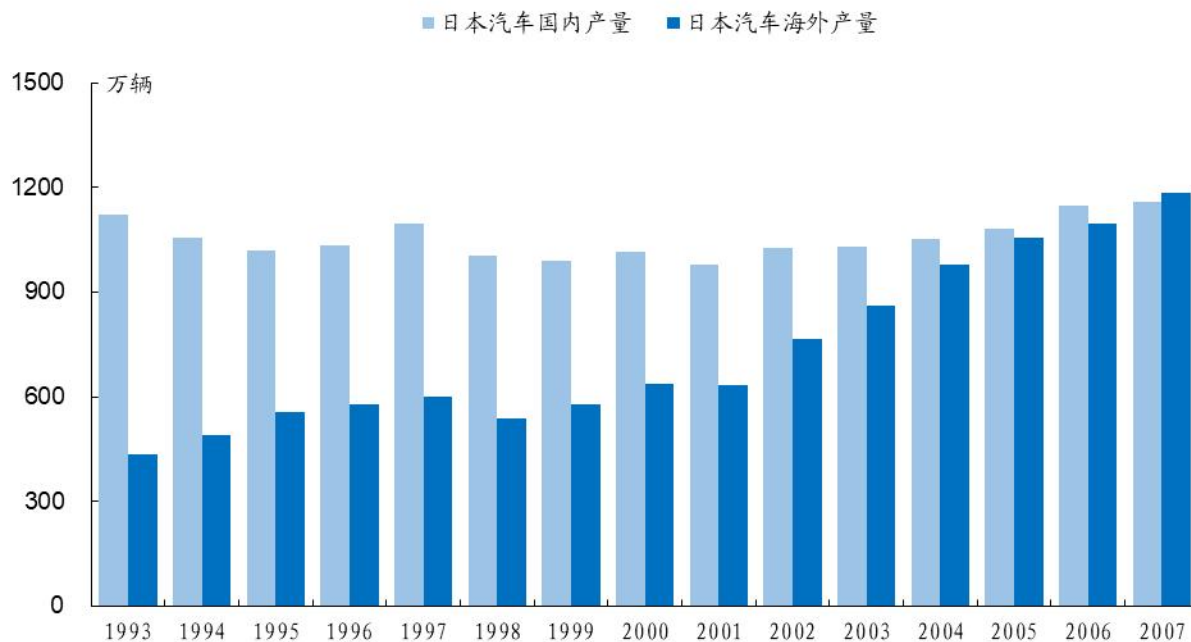
# 日本汽车产能向海外迈进的步伐加快，亚太地区重要性提升

图表：90年代日本大车企海外投资步伐加快，亚太地区受到一定重视

时间	企业	目标国/方式	事件
1990	本田	菲律宾/独资	本田菲律宾汽车有限公司
1992	本田	中国/合资	与五羊合资成立五羊本田摩托有限公司
1992	本田	泰国/合资	成立本田泰国汽车制造有限公司
1992	丰田	英国/独资	成立丰田英国汽车制造有限公司
1993	本田	中国/合资	与嘉陵工业成立嘉陵本田发动机有限公司
1993	日产	中国/合资	与郑州轻汽成立郑州日产汽车有限公司
1996	本田	越南/合资	成立本田越南有限公司
1998	丰田	美国/独资	成立丰田印第安纳汽车制造有限公司
1998	丰田	美国/独资	成立丰田西维吉尼亚汽车有限公司
1998	丰田	中国/合资	与天津刹车管厂成立天津丰田汽车有限公司
1998	本田	中国/合资	与广汽成立广州本田汽车有限公司
1999	丰田	印度/合资	与基洛斯卡集团成立丰田基洛斯卡汽车有限公司

资料来源：《21世纪日本制造业企业战略调整研究》（陈庭翰）、各公司官网、国海证券研究所

图表：日本汽车海外生产规模扩张，逐渐超越国内生产量



资料来源：JAMA、iFind、国海证券研究所

- 日本车企通过出海建立海外生产基地群，90年代亚洲地区参与度上升，产能转移使得海外汽车生产量逐渐提升乃至超越国内。80年代日美贸易摩擦升温以及日元升值使得日本车企加速向欧美扩张的步伐，此时更多出于规避贸易摩擦和汇率风险的目的。相比欧美市场，亚洲市场有更高的投资诉求以及潜在需求，并且全球水平分工趋势逐步显现，因此日本车企向亚洲地区转移产能的情况也较此前更多。



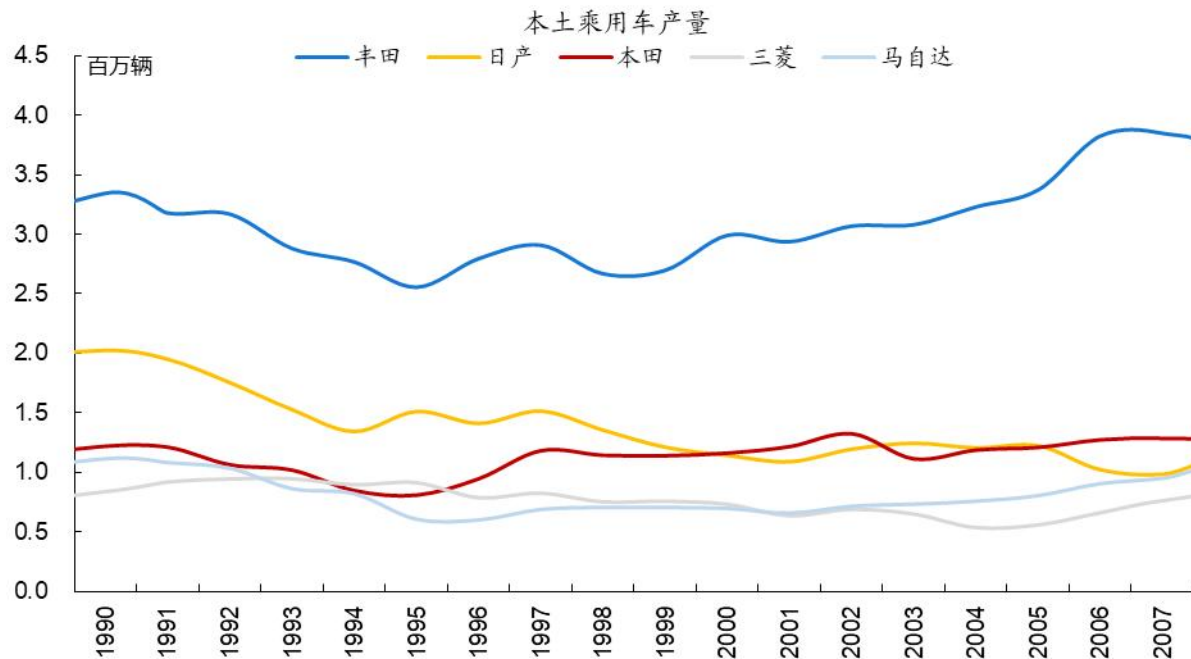
# 汽车在90年代后期开启并购重组热潮，丰田头部地位巩固

图表：90年代后期日本车企开启并购重组热潮

时间	日本汽车行业并购重组大事记
1996	福特增持马自达股份达到33.4%（原为8.4%）。
1998	丰田宣布收购大发51.2%的股份。
1999	雷诺收购日产汽车36.8%股权，成为大股东，组建雷诺-日产联盟。
2000	通用持有五十铃、斯巴鲁、铃木汽车的股份比例达到49%、20%、10%。
2000	戴姆勒-克莱斯勒宣布收购三菱汽车34%的股份，一年后又买下了沃尔沃手中的三菱股票，以37.3%的股份超过三菱集团，成为三菱汽车最大股东。
2001	丰田公司获得对日野公司的控制权，注资比例由36.6%提高到50.1%。

资料来源：车讯网、中国经济网、新浪财经、中商网、解放网、汽车之家、国海证券研究所

图表：丰田汽车在兼并重组热潮过后进一步巩固头部地位



资料来源：Wind、国海证券研究所

- 20世纪90年代后期汽车并购重组热潮掀起，丰田持续扩张进一步巩固头部地位。90年代全球汽车企业为抢占市场提升话语权，掀起了兼并收购风潮，日本汽车产业则在经济衰退的趋势中发生分化，1998年日产汽车经营不善出现严重危机，随后被法国雷诺收购，丰田和本田是少数能继续保持独立经营的企业，丰田还收购了大发和日野的股权完成了进一步的扩张，除了国内市占率提升，1998年丰田/本田在美国分别创下140/100万辆的销售纪录，其中在美国本土生产的汽车占到50%以上的比例，产能出海也逐渐成型。

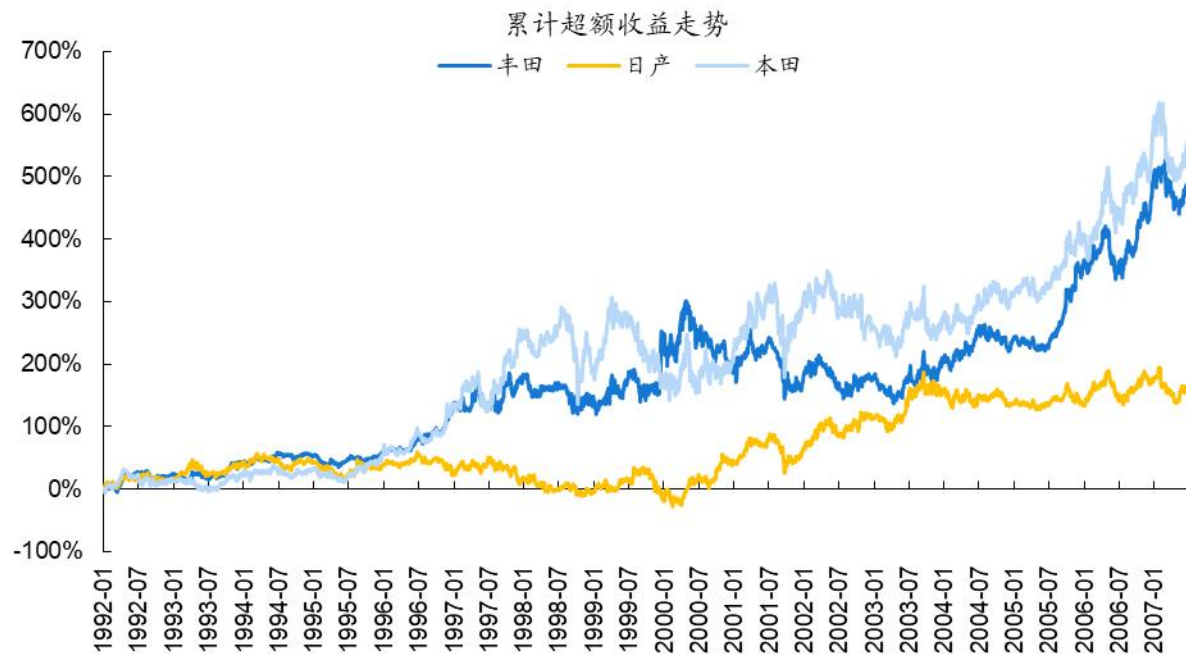
# 日本汽车公司业绩与股市表现

图表：丰田公司营收和归母净利润趋势扩张

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
营收	丰田	10210	9362.7	8120.98	10718.74	12243	11678	12749	12879.56	13424.42	15106.3	16054.29	17294.76	18551.53	21036.91	23948
	日产	6198.29	5801.52	5834.73	6039.3	6658.89	6564.92	6580.2	5979.09	6089.88	6197.03	6828.59	7429.22	8576.28	9428.29	10468.58
	本田	4132.44	3862.72	3966.16	4252.25	5293.3	5999.74	6231	6098.8	6463.8	7362.4	7971.5	8162.6	8650.11	9908	11087
营收增速	丰田	0.5%	-8.3%	-13.3%	32.0%	14.2%	-4.6%	9.2%	1.0%	4.2%	12.5%	6.3%	7.7%	7.3%	13.4%	13.8%
	日产	-3.4%	-6.4%	0.6%	3.5%	10.3%	-1.4%	0.2%	-9.1%	1.9%	1.8%	10.2%	8.8%	15.4%	9.9%	11.0%
	本田	-5.9%	-6.5%	2.7%	7.2%	24.5%	13.3%	3.9%	-2.1%	6.0%	13.9%	8.3%	2.4%	6.0%	14.5%	11.9%
归母净利润	丰田	176.46	125.8	131.95	256.98	385.91	454.35	356.18	406.8	471.3	615.8	944.67	1162.1	1171.26	1372.18	1644.03
	日产	-56	-86.92	-166.05	-88.42	77.74	-14.01	-27.71	-684.36	331.08	372.26	494.76	503.26	511.88	517.48	460.8
	本田	37.16	23.7	61.53	70.8	221.17	260.63	305.05	262.42	232.24	362.71	426.66	464.34	486.2	597.32	592
归母净利润增速	丰田	-25.8%	-28.7%	4.9%	94.8%	50.2%	17.7%	-21.6%	14.2%	15.9%	30.7%	53.4%	23.0%	0.8%	17.2%	19.8%
	日产	-155.3%	-55.2%	-91.0%	46.8%	187.9%	-118.0%	-97.8%	-2369.7%	148.4%	12.4%	32.9%	1.7%	1.7%	1.1%	-11.0%
	本田	-37.8%	-36.2%	159.6%	15.1%	212.4%	17.8%	17.0%	-14.0%	-11.5%	56.2%	17.6%	8.8%	4.7%	22.9%	-0.9%
ROE	丰田	3.7%	2.6%	2.7%	4.9%	6.9%	7.7%	5.7%	6.0%	6.5%	8.1%	12.0%	14.0%	12.9%	13.3%	13.9%
	日产	-3.1%	-5.1%	-10.8%	-6.2%	5.6%	-1.0%	-2.1%	-60.4%	32.7%	27.2%	27.5%	25.0%	21.1%	17.0%	12.7%
	本田	3.4%	2.3%	6.1%	6.4%	17.0%	17.0%	17.8%	14.1%	11.2%	15.1%	16.4%	16.9%	15.8%	16.1%	13.6%

资料来源：Bloomberg、国海证券研究所（注：营收和归母净利润单位为十亿日元）

图表：丰田与本田汽车的股价表现较为亮眼

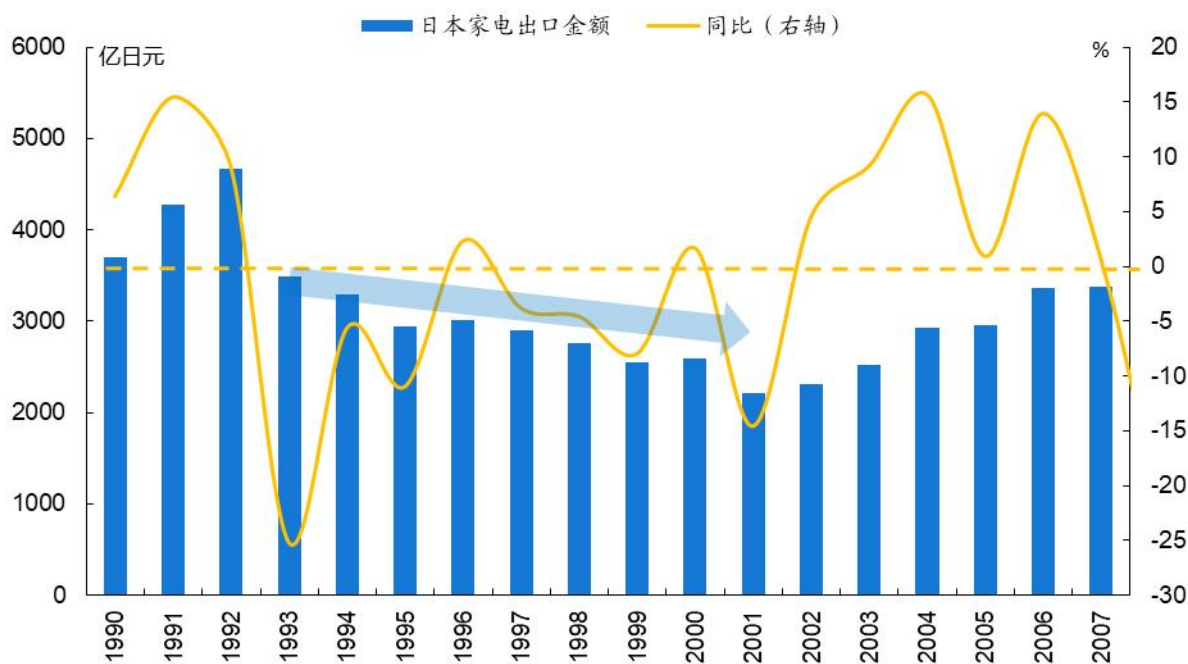


资料来源：Wind、国海证券研究所

➤ 总体上看丰田业绩更优，本田90年代ROE较高，股市表现上看也是丰田与本田表现较优。丰田汽车营收与归母净利润较高，大幅领先其他公司，丰田的ROE在1994年以后也呈现稳步修复的态势。从股价表现上看，业绩相对较好的丰田和本田股价表现较为出色，日产90年代业绩与表现不佳，90年代末期被雷诺收购整改之后，股价有一定的催化及表现。

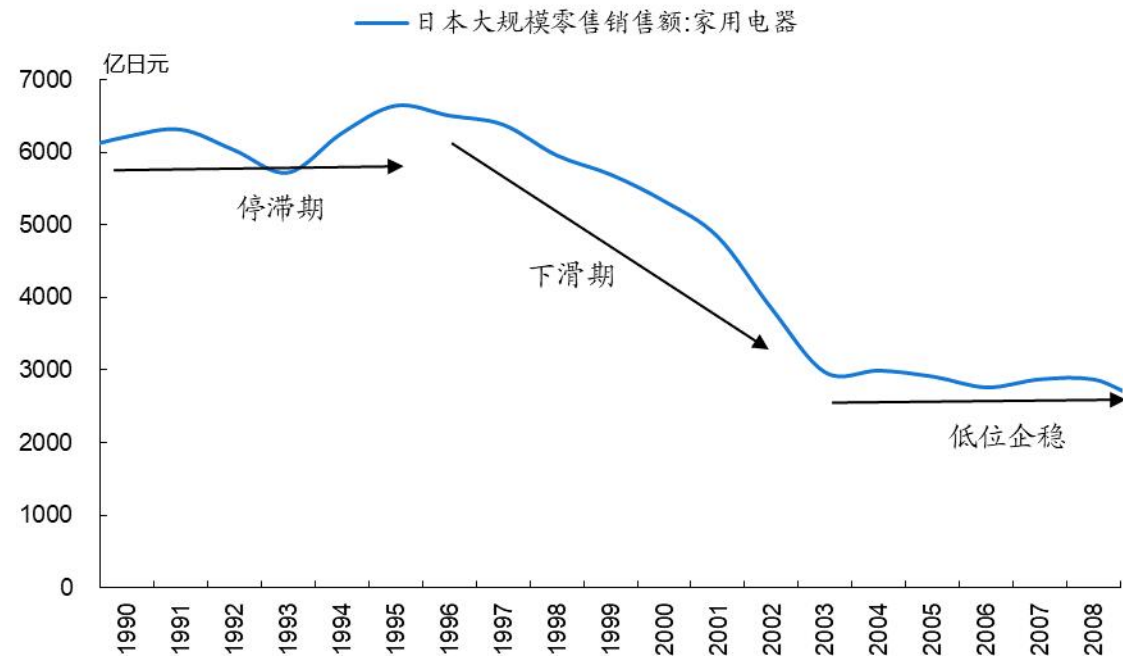
# 日本90年代家电也同样面临产能过剩的局面

图表：1993年至2001年家电出口持续陷入负增长区间



资料来源：JEMA、国海证券研究所

图表：1995年起日本家电的销售规模趋势下滑

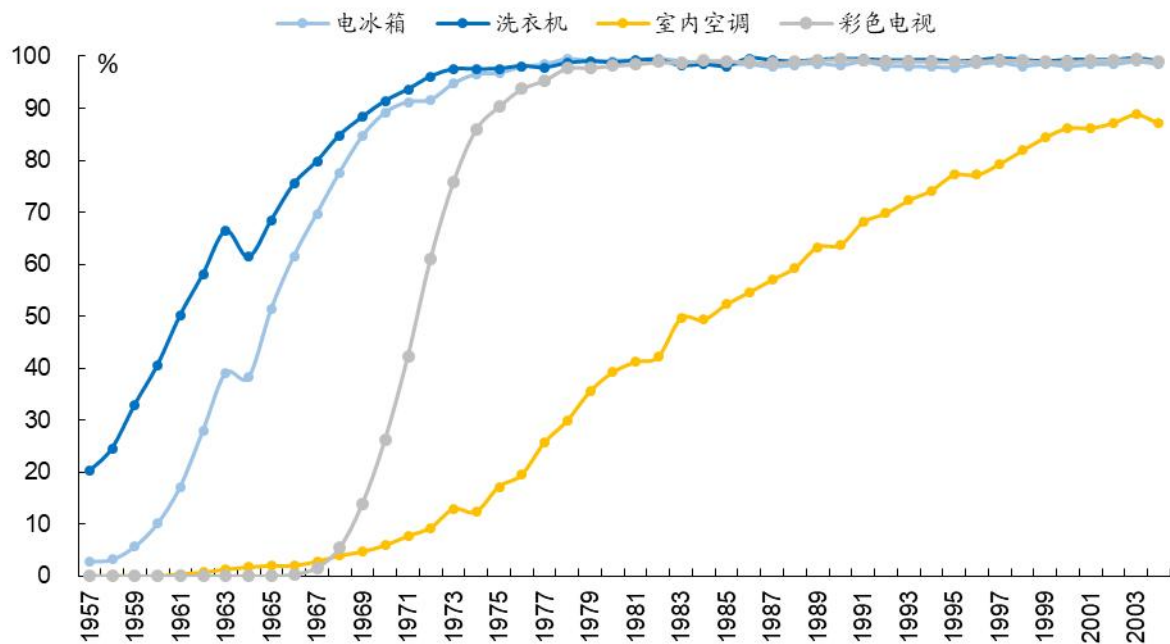


资料来源：Wind、国海证券研究所

- **20世纪90年代日本家电也同样面临产能过剩的局面。**1993年起日本的家电出口增速开始下滑并落入负增长区间，2000年后才恢复增长，内需方面，家电零售额先停滞一段时期，随后也明显下滑，尤其是1996年至2002年下滑幅度较为明显，直到2003年以后才在低位企稳。

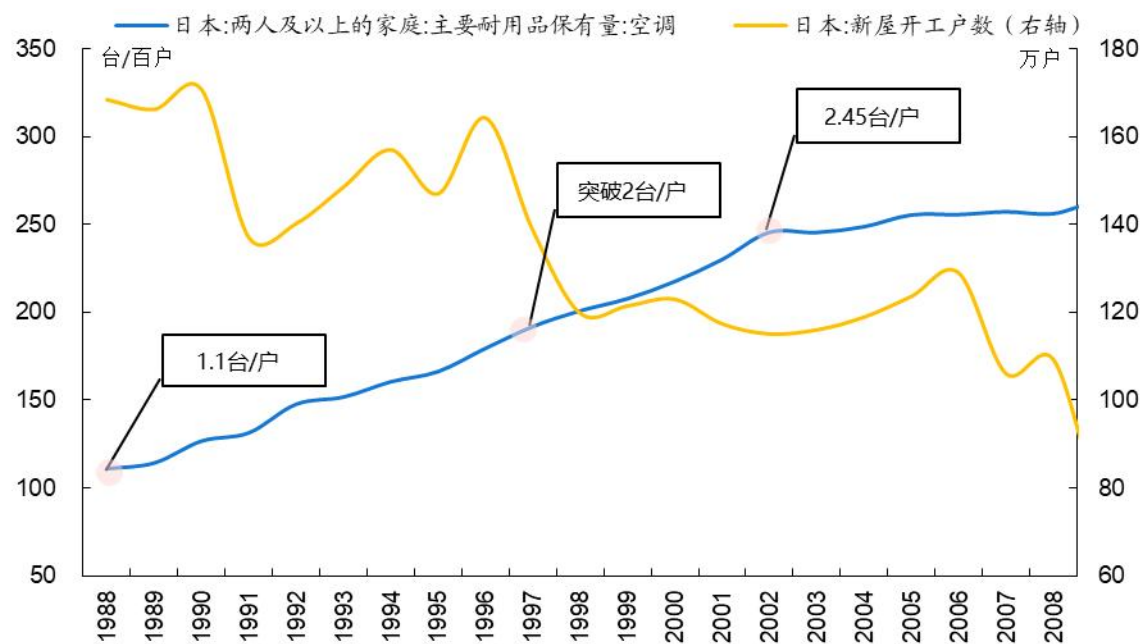
# 但90年代日本家电在其国内也有一定结构性机会，例如空调

图表：1980年代以来日本空调普及率相比冰箱彩电洗衣机三大件较低



资料来源：日本内阁府、国海证券研究所

图表：尽管日本90年代后地产周期下行，但空调保有量却持续提升



资料来源：Wind、国海证券研究所

- 家电虽然整体过剩，但90年代也具备结构机会，大家电多数饱和且地产进入下行周期，但空调具备“一户多机”的属性，因此仍有需求空间。因需求的不同层次，空调相比三大家电，渗透率及保有量的提升滞后于冰箱、洗衣机、电视。事实上，1975年日本冰箱、洗衣机、彩色电视的渗透率已经分别达到97%、98%和90%，基本已经完成普及，但空调渗透率相对较低，此外空调具备一户多机属性，因此在90年代保有量提速仍然较快，销量稳步提升。

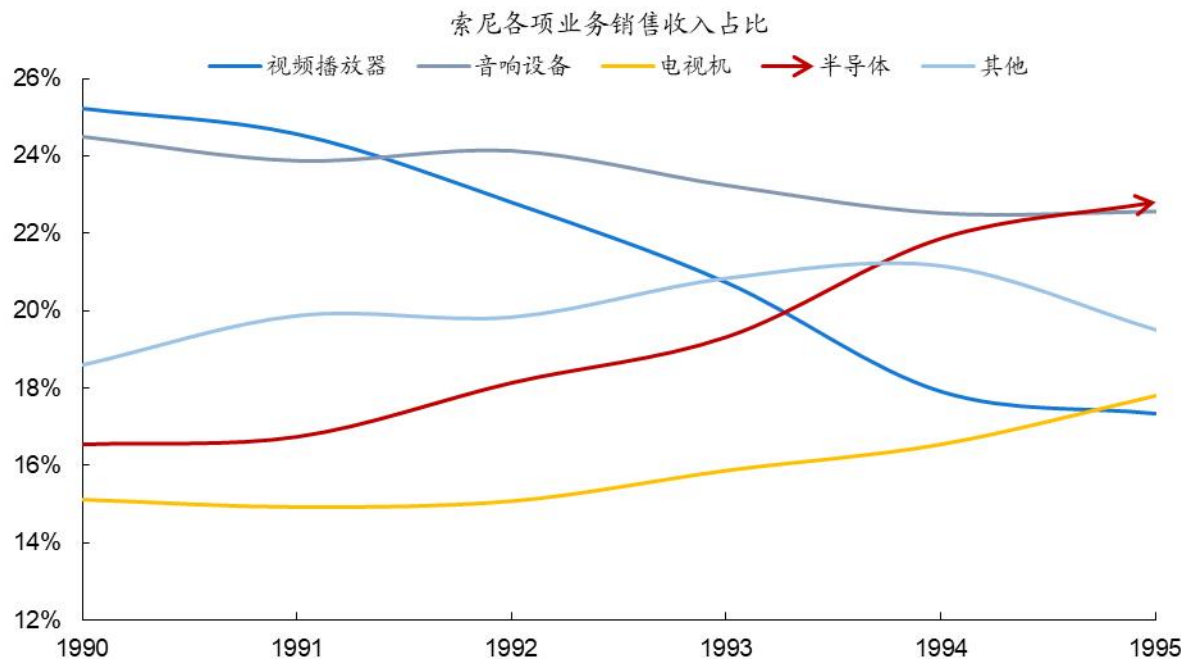
# 日本家电企业也在推进业务转型，迈向多元化发展

图表：多数家电企业走向多元化发展，大金则专注于空调领域

企业	业务
松下	松下在电子消费品领域不断拓展，截至2007年，除传统家电业务以外，还涉及个人数字产品、汽车电子、半导体等领域。
东芝	东芝开始从一个以家用电器、重型电机为主体的企业，转变为包括通讯、电子在内的综合电子电器企业，在数字领域取得发展。
索尼	索尼积极拥抱数字技术，推出了CD播放器、数码相机、个人电脑、游戏机等各类产品。随后索尼还进一步多元化扩展，业务包括金融、医疗设备、半导体和电池等领域。
日立	涉及家电、电子等业务，也涉足核电业务等。
大金	大金始终专注于空调业务主业。

资料来源：松下公司年报、华尔街见闻、索尼官网、大金官网、国海证券研究所

图表：以索尼为例，90年代初半导体业务销售收入所占比重持续攀升



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

- **家电企业在20世纪90年代业务多元化，多数涉及电子、半导体等领域。**家电企业90年代发展战略为多元化经营，如松下90年代在电子消费品领域不断拓展，索尼发展了半导体业务，也推出了个人电脑、游戏机等个娱电子产品。只有大金比较例外，作为商用空调领域龙头，此后仍持续专注于空调领域，并在90年代后期成功拓展了海外市场，逐渐成为日本空调龙头公司。

# 日本家电出海目光多聚焦于亚太地区，但出海并非一帆风顺

图表：日本多家大型家电企业在中国投资建厂

时间	事件案例
1992	杭州松下家用电器有限公司
1993	广州松下空调器有限公司 日立：上海日立电器有限公司 索尼：上海索广电子有限公司成立（索尼在华首家合资工厂）
1994	松下集团于北京成立松下电器（中国）有限公司（在华第一家独资企业） 日立成立上海日立家用电器有限公司
1995	日立：上海日立电化机器有限公司 索尼：索尼精密部件(惠州)有限公司 大金：在上海建立第一家工厂 松下：松下电器和苏州创元投资发展集团合资成立松下系统网络科技有限公司
1996	松下住宅电器（上海）有限公司
1997	大金：惠州大金三石空调有限公司
1998	松下：杭州松下厨房电器有限公司 日立：广州日立冷机有限公司
2001	大金：中国常熟成立大金氟化工（中国）有限公司
2003	日立：青岛海信日立空调系统有限公司、广州日立压缩机有限公司

资料来源：松下电器（中国）官网、日立（中国）官网、索尼（中国）官网、大金（中国）官网、惠驰家电公司官网、海信公司官网、国海证券研究所

图表：2000年代中国国产彩电凭借价格优势逐渐挤出日本家电企业

品牌	占有率（量）	占有率（额）	价格指数
国外品牌	12.7%	30.3%	2.38
中国国内品牌	87.3%	69.7%	0.80
海信	14.8%	12.6%	0.85
长虹	14.8%	11.3%	0.76
创维	14.5%	12.3%	0.84
康佳	14.0%	9.0%	0.64
TCL	13.3%	10.7%	0.81

资料来源：中怡康、国海证券研究所（数据截至2005年10月）

- 日本家电出海范围相对受限，主阵地仍在亚洲，但不具备价格优势在后来的品牌竞争中落于下风。90年代起中国家电产业链逐渐成型，中国国内的容声、小天鹅、TCL、长虹、康佳、新飞、海尔等一众品牌崛起，日本家电出海中国并不顺利。以彩电为例，90年代开始中国彩电屡遭反倾销调查，库存大量堆积，随后恰逢进口关税的下降，日本家电巨头企图扩大在中国市场中的份额，于是1996年价格战打响，中国国产品牌通过以价换量最终确立市场地位，并在随后的市场竞争中持续逆转国外品牌，而日本的电视产品在中国的市场份额则不断缩水，高端彩电领域也逐渐由中国品牌主导。

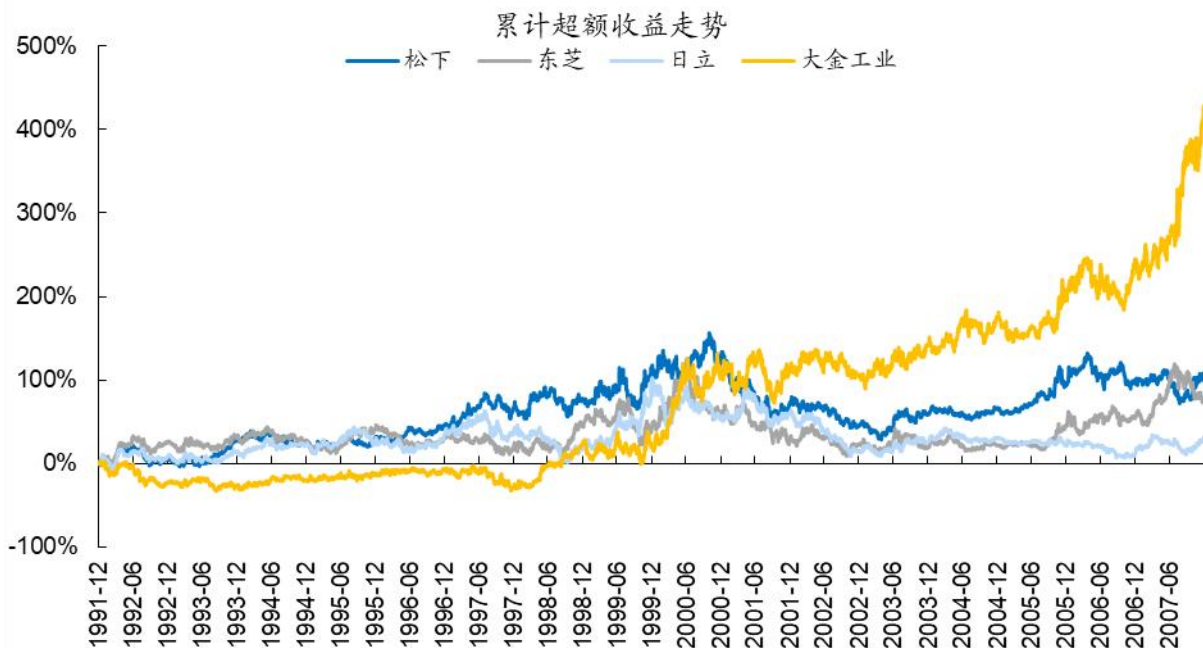
# 日本多数家电公司股价主要在90年代至20世纪初期表现相对较好

图表：家电企业营收水平保持较好，大金ROE水平持续保持在高位

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
营收	松下	7450	7056	6624	6948	6795	7676	7891	7640	7299	7682	6877	7402	7480	8714	8894	9108
	东芝	4722	4628	4631	4791	5120	5453	5459	5301	5749	5951	5394	5656	5580	5836	6344	7116
	日立	7766	7537	7400	7592	8124	8523	8417	7977	8001	8417	7994	8192	8632	9027	9465	10248
	大金			371	384	425	453	463	464	463	532	539	572	625	729	793	912
归母净利润	松下	133	37	24	90	-57	138	94	14	100	42	-431	-19	42	58	154	217
	东芝	39	21	12	45	90	67	7	-14	-28	96	-254	19	29	46	78	137
	日立	128	77	65	114	142	88	3	-339	17	104	-484	28	16	52	37	-33
	大金			1	3	7	7	5	6	10	20	18	21	27	39	40	46
ROE	松下	3.2%	0.9%	0.6%	2.4%	-1.9%	3.2%	2.1%	0.3%	2.3%	1.0%	-11.6%	-0.6%	1.2%	1.4%	4.1%	5.5%
	东芝	3.0%	1.6%	1.0%	3.7%	7.1%	5.0%	0.6%	-1.2%	-2.5%	8.1%	-28.4%	2.5%	3.2%	4.8%	6.7%	9.6%
	日立	3.6%	2.1%	1.8%	3.1%	3.6%	2.2%	0.1%	-9.2%	0.4%	2.8%	-15.6%	1.1%	0.5%	1.6%	1.1%	-0.9%
	大金			0.7%	2.0%	4.8%	4.6%	3.7%	4.1%	6.4%	11.1%	9.1%	10.2%	11.0%	13.7%	11.3%	11.0%

资料来源：Bloomberg、国海证券研究所（注：营收和归母净利润单位为十亿日元）

图表：90年代日本家电公司股价总体仍有较好表现，2000年以后明显分化



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

- 业绩情况来看，日本家电企业的营收规模在90年代前中期均能保持稳中有增的趋势，大金公司的营收规模相对较小，但其专注于空调业务并且1994年以后在新CEO井上礼之的带领下，重新站稳脚跟，因此能够保持较高的ROE水平。
- 从股价表现来看，2000年以前家电龙头松下累计涨幅最高，此外90年代末，家电企业多具有电子业务，互联网泡沫时期受到催化股价有明显提振，但2000年后多数回落。大金专注于空调市场，在日本国内于商用空调基础上逐渐向家用空调领域打开局面，大金也是出海成功的家电企业，90年代在中国通过商空打开市场，根据艾肯网数据，截至2023年H1大金仍在多联机领域领跑。

# 目录

- 20世纪90年代日本制造业产能过剩的背景
- 日本政策应对和制造业出清演绎的三种情形
- 产业主体视角下的出清演绎——以汽车、家电为例
- 风险提示



- ◆ **历史经验不代表未来；**  
历史演绎仅供参考，历史与当前环境存在诸多不同之处
- ◆ **不同国家或地区间经济结构等方面存在差异，经验启示有局限性；**  
本报告仅对日本经济与产业相关历史进行复盘，不同国家或地区由于经济、文化等各种差异，经验启示不可全盘复制
- ◆ **历史资料不能反映全部客观事实；**  
报告基于历史资料分析得出，历史资料可能存在疏漏或偏差导致无法反映全部客观事实
- ◆ **个别细分指标缺失，因此不能完全反映行业变化；**  
如化工等行业内部细分指标存在一定缺失，因此不能全面刻画行业动态变化
- ◆ **国际政治或经济环境超预期变化；**  
如地缘风险或国际经济环境超预期变化可能会导致既定的研究框架失效
- ◆ **产业政策超预期变化；**  
产业政策超预期变化可能会导致既定的研究框架失效

## 策略研究小组介绍

胡国鹏，研究所副所长，策略组首席分析师，11年策略研究经验，十四届新财富策略研究入围，西南财经大学金融学硕士，金融界《慧眼识券商》行业配置榜连续5年前五。2010-2014年策略高级分析师，2014-2021年首席分析师、所长助理。侧重经济形势分析、市场趋势研判和行业配置。

袁稻雨，策略联席首席分析师，5年策略研究经验，约翰霍普金斯大学硕士，侧重市场趋势研判与产业专题研究，国别比较等。

陈婉妤，策略分析师，伦敦政治经济学院硕士，侧重行业比较，国别比较以及消费板块研究等。

崔莹，策略分析师，对外经济贸易大学硕士，侧重政策跟踪与分析、产业专题研究等。

陈艺鑫，策略研究助理，上海财经大学硕士，侧重大类资产配置和大势研判等。

## 分析师承诺

胡国鹏，陈婉妤，本报告中的分析师均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，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 策略研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168  
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597