

2023 年 08 月 31 日

今生是前世的日本？——基于日本经济与产业变迁深度思考和股市定价借鉴

对于“中国正在重蹈 30 年前日本的覆辙”的议题，需要明确的是资产负债表衰退的核心特征在于快速收缩的信贷以及银行不良率的急剧攀升。客观而言，我们目前并非在经历资产负债表的衰退——我国制造业投资依旧相对稳健，企业部门的信贷和投资正常增长，住户部门虽贷款增速减少但现金资产未出现缩水，这均与日式资产负债表的表现构成显著差异。同时，由于不同国家间的资源、文化乃至社会制度的差异，“日式衰退”在未来中国再现的概率微乎其微。我们笃定的认为未来的中国不会是先前的日本，但作为思考警示的一种参考，日本 90 年代宏观经济产业与资本市场定价研究仍然非常必要。在此，我们基于对 90 年代日本宏观经济与产业发展深度观察，结合 90 年代日本股市表现，得到以下十点启示，供广大投资者参考，欢迎交流指正。

基于日股 90 年代的历史经验来看，90 年代日本股市以跌势为主，1990 年 1 月日经 225 触顶后开始快速回撤，在整个 90 年代累计跌幅达 50.39%，核心矛盾在于资产负债表的衰退，对于资产负债表衰退核心界定在于信贷的快速收缩以及银行不良率的攀升。从产业的角度进行解释，主要原因是日本在 90 年产业转型升级遭遇贸易限制与自身科技创新滞缓，原有优势产业逐步被韩国、中国台湾和中国大陆追赶，过程伴随企业家精神在社会情绪低迷环境下的消逝。从行业角度来看，仅少数行业能够维持上涨，信息与通信、电器以及精密仪器、平价消费与娱乐服务业为日股 90 年代四大正收益行业，形成在经济持续下行过程中，少数行业获得持续定价，其他领域呈现波段行情，行业间定价明显分化的行情特征。

基于日股 90 年代的历史经验来看，在 90 年-92 年在日本进入泡沫破裂的阶段，日经指数猛烈下跌的过程，高股息策略是明显占优策略。就区间整体超额收益排序来看，90 年代科技股美股映射>制造业全球竞争力>消费股第四时代(消费的平替)>高股息策略。

基于日股 90 年代的历史经验来看，在经济增速下行+外围贸易封锁+支持中小企业发展呈现大盘价值+小盘成长双主线行情，最终通过十年如一日的安倍经济学奏效后恢复至大盘成长的定价。具体而言：90 年-97 年受日美贸易摩擦影响，GDP 显著下滑，进入以大盘价值高股息为主的行情；95 年在寻找新的经济增长点时，日本相关中小企业促进政策密集出台叠加美股映射，推动以小盘成长为主的行情。2000 年到 2006 年，日本经济再次面临增长瓶颈之后出现大盘价值高股息+小盘成长并存行情，金融危机过后全球流动性进入到了宽松周期，2012 年开始“安倍经济学”在日本落地，以持续强刺激为核心的安倍经济学奏效之后市场定价重新回到大盘成长风格为主。

基于日股 90 年代的历史经验来看，大盘成长的定价胜负手在于产业全球竞争力。在经济进入下行周期的时间段，在低负债经营稳健的前提下，大盘成长维持相对高增速需要出口敞口的支持，对应企业不出海就出局。基于日股 90 年代的历史经验来看，对于产业全球竞争力的定价五大要点：具备高产业全球竞争力（可以客观评估）+能够顺利走出去（主观判断）+产业产品为全世界的普遍需求（可以客观评估）+不打价格战或者出海企业是经过出清淘汰后的企业+出海企业具备范围经济能力且产品并不是单一品类。

Ⓖ 风险提示：历史经验不代表未来；地缘政治变化；海外货币政策变化。

策略主题报告

证券研究报告

林荣雄 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010001

linrx1@essence.com.cn

王舒旻 联系人

SAC 执业证书编号：S1450122070038

wangsm@essence.com.cn

相关报告

透视 A 股：周度全观察	2023-08-29
赢在当下：先稳大盘，再起 TMT！	2023-08-27
透视 A 股：周度全观察	2023-08-24
第四消费时代主视角：消费的“平替”——A 股核心产业赛道月刊（第十九期）	2023-08-22
赢在当下：背水一战！	2023-08-20

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目 录

1. 今日不会是日本：基本宏观要素有显著区别，中国不会进入资产负债表衰退的过程.....	11
1.1. 日本 90 年代宏观认知：资产负债表衰退核心特征在于信贷的快速收缩以及银行不良率的攀升	12
1.2. 中国当前：无日式资产负债表衰退，是疫情造成的疤痕效应与房地产市场流动性压力蔓延之间的交互作用	14
1.2.1. 核心差异①：制造业投资始终相对稳定，部分新兴产业仍维持投资高增	14
1.2.2. 核心差异②：企业信贷及投资仍正常增长	15
1.2.3. 核心差异③：住户部门减少贷款的同时，现金资产大幅增长	17
1.2.4. 核心差异④：银行不良率未出现显著拉升	18
2. 日本产业 90 年代发展三大趋势：制造业全球竞争力、消费第四时代（消费的平替）与科技美股映射	20
2.1. 制造业不出海就出局：产业全球竞争力成为制造业企业胜负手	20
2.1.1. 制造业胜负手：存在于高产业全球竞争力部门，低债务+走出去+高研发为关注重点	20
2.1.2. 产业全球竞争力之基于全球比较优势下的汽车产业：贸易摩擦下生产迁移+出口提升，助推丰田等企业做大做强	23
2.1.3. 产业全球竞争力之基于全球价值链下的半导体产业：存储等低毛利环节和产品转移至韩国及中国台湾地区，保留并加强材料、设备制造等高价值链环节，全球价值链提升带动产业全球竞争力提升	23
2.2. 消费第四时代：“消费国产平替”与“圈层消费”为 90 年代日本消费产业发展关键词	25
2.2.1. 平价服饰：对应圈层为全社会，重性价比轻品牌，关注折扣店以及百元店	29
2.2.2. 平价餐饮：对应圈层为中年男性，工作收入预期不稳+生活苦闷降低餐饮单价消费，关注平价西餐和居酒屋	29
2.2.3. 中古产业：对应圈层为低收入年轻女性和家庭主妇，高资产变现需求+大量高值奢侈品闲置，二手市场盛行	30
2.2.4. 仪式服务：对应圈层为老年人群体，老龄化深化+自杀率增加导致死亡率提升，殡葬业快速发展	31
2.2.5. 人服产业：对应圈层为失业群体，终身雇佣接近尾声，失业率持续上升+老龄化成为爆发契机	32
2.2.6. 职业培训：对应圈层为低学历青年群体和中年失业群体，就业赛道转换产生较大需求	33
2.2.7. 小额博彩业：对应圈层为低收入年轻男性，Pachinko 为典型的“口红经济”	33
2.2.8. 娱乐产业：对应圈层为新世代年轻群体，诸多优秀动漫作品涌现，J-POP 进入巅峰期	34
2.2.9. 贷金业：对应圈层为低收入群体，银行放贷审慎而个人消金需求增加	35
2.3. 科技“硬件强，软件弱”：资本市场定价主逻辑在于美股映射，与基本面相关性低，中观层面看“硬件强、软件弱”，企业核心竞争力的差异和基本面的兑现并未妨碍定价	35
2.3.1. 硬件制造：传统高产业全球竞争力部门，但后期受成本压力及软件压力影响部分产业实力削弱	36

2.3.2. 软件开发：90 年代海外品牌大幅进击日本市场，强开发弱创新为特点 ..	37
3. 日股 90 年代定价：科技股美股映射>制造业全球竞争力>消费股第四时代（消费的平替）>高股息策略.....	38
3.1. 启示一：90 年代日股普跌的产业解释为贸易限制及自身科技创新滞缓对于产业转型升级的制掣	38
3.2. 启示二：90 年代日股的核心在于大盘价值+小盘成长.....	39
3.3. 启示三：科技股美股映射>制造业全球竞争力>消费股第四时代（消费的平替）>高股息策略	41
3.4. 启示四：制造业产业全球竞争力和消费平替是 90 年代日股中能够有效获得高收益的主要群体	42
3.5. 启示五：大盘成长定价胜负手在于产业全球竞争力	44
3.6. 启示六：制造业产业全球竞争力定价=高产业全球竞争力+顺利走出去+普遍需求+已经历过价格战/产业厮杀出清	45
3.6.1. 产业全球竞争力——高比较优势（RCA>1），高全球价值链地位（GVC_position>0）	45
3.6.2. 能够顺利走出去的产业才能持续的好定价.....	47
3.6.3. 需求越普遍，定价空间越广阔.....	47
3.6.4. 在国内已经历业内厮杀出清并完成价格战教育，走出去的是具备硬实力的优质龙头.....	48
3.7. 启示七：对于消费股第四时代定价的核心逻辑在于消费的平替	49
3.8. 启示八：消费平替定价=加速平替+大需求市场与成长性+无价格战	50
3.8.1. 历史经验看，替代率在 40%-50%间为加速平替阶段，相关产业的核心标的有望迎来戴维斯双击.....	50
3.8.2. 较大需求空间（经验值为百亿以上）能够带来更长的定价持续性，高成长性（当年与次年业绩增速均在 30%以上）带来更强的定价弹性	54
3.8.3. 价格战负面冲击向上定价，对龙头企业表现为估值下杀，后续价格战后往往能有较快的行情回暖；而对其余企业表现为戴维斯双杀，价格战结束后需要看到业绩的回暖才能有股价修复.....	55
3.8.4. 国货平替红利期的结束以本土扩张速率显著放缓为直观标志，后续若仍要有大规模向上行情则需要出海，其中海外拓展率先拉动估值上行，后续海外部门出海加速（海外门店增速 25%以上+海外部门营收增速 25%以上）开始出现戴维斯双击	59
3.8.5. 当前中国消费平替评估.....	60
3.9. 启示九：90 年代日股科技股定价的核心逻辑在于美股映射.....	61
3.10. 启示十：科技股美股映射定价——产业链映射率先启动而次生映射平均涨幅最强，涨势与基本面相关性较低	62
3.10.1. 日本情况下的科技股美股映射平均定价强度：次生映射>竞品映射>产业链映射.....	62
3.10.2. 日本情况下的科技股美股映射次序为：产业链映射（但平均强度最弱）→竞品映射→次生映射（平均强度最强）	64
3.10.3. 美股映射对于业绩容忍度较高，而整体上看日股科技股的涨幅与相关核心美股涨幅大小显著正相关.....	67

目 图表目录

图 1. 90 年代日本股市明星股一览.....	11
--------------------------	----

图 2. 战后日本 GDP 变化及经济发展简览.....	11
图 3. 美国进口结构中日本比重 (%) 在 1986 年之后快速减少.....	12
图 4. 80 年代日本出口增速 (%) 中枢显著下移.....	12
图 5. 日本 80 年代连续降息而 89 年-90 年则连续加息 (%).....	13
图 6. 日本城市土地价格自 90 年代开始大幅下降.....	13
图 7. 日经 225 指数在 1990 年之后大幅下撤.....	13
图 8. 90 年代之后居民金融资产中证券类资产显著缩水.....	14
图 9. 90 年代日本居民部门及非金融企业部门杠杆率 (%) 下行.....	14
图 10. 制造业投资增速整体仍相对稳定 (%).....	14
图 11. 汽车制造投资增速 (%) 在历史高位且处于上行通道.....	15
图 12. 电气机械及器材制造投资增速 (%) 仍在历史高位.....	15
图 13. 人民币各项贷款规模 (亿元) 及同比增速 (%) 变化情况.....	15
图 14. 我国非金融企事业单位债务 (亿元) 同比增速 (%) 变化.....	16
图 15. 非金融企业部门债务增速变化 (%).....	16
图 16. 目前我国实体经济部门杠杆率 (%) 仍整体有所上升.....	16
图 17. 我国居民、非金融企业、政府部门杠杆率 (%) 情况.....	17
图 18. 地方政府及中央政府杠杆率 (%) 情况.....	17
图 19. 我国上市企业资本开支增速变化 (%).....	17
图 20. 我国居民债务 (亿元) 在 2023Q2 增速 (%) 仍有小幅提升.....	18
图 21. 我国居民消费贷款 (亿元) 及经营贷款 (亿元) 2023Q2 增速 (%) 小幅提升.....	18
图 22. 商业银行不良贷款比例变化 (%).....	18
图 23. 中国关注类贷款占比变化 (%).....	18
图 24. 四大行不良贷款余额占比 (%) 亦整体小幅下滑, 并无显著上行.....	19
图 25. 1995-2010 年日本各行业对实际 GDP 同比拉动率 (百分点).....	20
图 26. 日企在 90 年代负债增速 (%) 趋弱, 或源于债务加速偿还.....	21
图 27. 1994 年-2011 年日本企业破产情况 (个).....	21
图 28. 90 年代日本企业研发支出增速 (%) 显著下行.....	21
图 29. 90 年代之后日美全要素生产率指数差距逐渐收窄.....	21
图 30. 近代三轮全球化对比梳理.....	22
图 31. 90 年代日本对外投资增速 (%) 变化.....	22
图 32. 90 年代日本对中国、美国及英国投资增速变化 (%).....	22
图 33. 1990-2010 年日本主要工业产品订单增速 (%).....	23
图 34. 1950-2021 年日本汽车出口数量变化 (辆).....	23
图 35. 1988 年-2001 年丰田汽车股价变化.....	23
图 36. 日本、美国、欧洲半导体产业全球市场份额 (%).....	24
图 37. 日本半导体材料于全球市场份额情况 (%).....	24
图 38. 1992 年后日本半导体分类别产量 (1992 年=100).....	24
图 39. 90 年代全球各地 DRAM 出货份额变化 (%).....	24
图 40. 半导体设备及 DRAM 龙头厂商平均毛利水平 (%).....	25
图 41. 90 年代日本半导体产业毛利率出现显著上行.....	25
图 42. 日本半导体产业中具备全球竞争力的环节目前于全球市场份额 (%).....	25
图 43. 1989-2003 年 IEDM 会议收录的与 CMP 相关的论文数量 (篇, 按公司).....	25
图 44. 日本四次消费时代划分.....	26
图 45. 日本消费者信心指数在 90 年代显著趋弱.....	27

图 46. 日本零售与批发销售变化（十亿日元）	27
图 47. 1989-2014 年日本不同收入阶层核密度分布	27
图 48. 1990-2013 年日本各地区间人均收入比变化	27
图 49. 日本劳动力人口增速（%）自 90 年代持续下滑	28
图 50. 日本人口抚养比在 1990 年出现拐点	28
图 51. 1990-2010 年日本各第三产业增速变化一览	28
图 52. 日本主要百元店销售额变化（十亿日元）	29
图 53. 无印良品 90 年代营收（亿日元）变化	29
图 54. 迅销集团（优衣库母公司）股价变化	29
图 55. 日本外食业销额（亿日元）与同比增速（%）	30
图 56. 日本外食产业客单价相对变化（1993 年=1）	30
图 57. 日本外食产业细分领域客单价相对变化（1993 年=1）	30
图 58. 日本中古品产业规模（亿日元）及增速（%）变化	31
图 59. 日本中古品市场结构	31
图 60. 日本自杀死亡人数（人）及同比（%）变化	31
图 61. 日本殡葬业营收（百万日元）以及产业活动指数变化	31
图 62. 日本 80 年底末-21 世纪各年龄层人口分布变化	32
图 63. 90 年代日本正式雇员比例加快下行（%）	33
图 64. 日本灵活用工产业市场规模（亿日元）及同比（%）变化	33
图 65. 15-24 岁以及 35-44 岁人群在 90 年代就业出现大幅负增长（%）	33
图 66. 日本职业大学数量及招生数、学生数变化（人）	33
图 67. 日本柏青哥店铺数变化（间）	34
图 68. 日本柏青哥景气指数变化	34
图 69. 日本彩票销售额与收益金额变化（亿日元）	34
图 70. 日本动漫新作品数（部）	35
图 71. AVEX 股价变化	35
图 72. 日本贷金业贷款规模（万亿日元）在 90 年代增长迅速	35
图 73. ACOM 股价在 90 年代快速上行	35
图 74. 1991 年世界各地 DRAM 出货份额对比（%）	36
图 75. 2002 年日本以及非欧美其他地区 DRAM 出货份额对比（%）	36
图 76. 日本计算机（电子计算机及相关产品）产值和进口、出口的年度变化（万亿日元）	37
图 77. 美国与日本软件对全要素生产率贡献对比（%）	37
图 78. 日本及美国不同类型软件投资占比（%）	37
图 79. 90 年代日股整体表现	38
图 80. 90 年代东证行业指数涨跌幅统计（%）	39
图 81. 日本宏观与市场风格	40
图 82. 日本市场风格复盘	40
图 83. 日本 70 年代开始企业开业率下降，歇业率上升，90 年代 GDP 下滑（%）	41
图 84. 90 年代开始，日本中小企业促进政策频繁推出	41
图 85. 政策出台后小盘成长迅速走强	41
图 86. 尤其成长电子行业个股表现亮眼	41
图 87. 90 年代日股各类超额统计（%）	42
图 88. 90 年代日本 1 倍股以上分类平均涨幅（%）统计	42

图 89. 各类型产业涨幅分布情况 (%)	42
图 90. 日股 90 年代 5 倍股统计	43
图 91. 日股 90 年代 3-5 倍股统计	43
图 92. 日股 90 年代 1-3 倍股统计 (1)	44
图 93. 日股 90 年代 1-3 倍股统计 (2)	44
图 94. 产业全球竞争力二维判断图	45
图 95. 产业全球竞争力评估二维框架	46
图 96. 90 年代日本汽车出口 (辆) 与代表性车企股价表现	46
图 97. 90 年代日本半导体材料企业研发增速对比 (%)	47
图 98. 90 年代日本半导体材料企业涨跌幅表现对比 (%)	47
图 99. 日本丰田汽车股价	47
图 100. 日本汽车海外产量变化 (辆)	47
图 101. 日本著名游戏机制造商任天堂股价变化	48
图 102. 1994 年-2021 年我国及日本摩托车产量对比 (辆)	48
图 103. 21 世纪初我国摩托车价格战	49
图 104. 21 世纪初我国国产摩托越南价格战中利润大幅压缩 (元)	49
图 105. 宗申动力股价变化	49
图 106. 90 年代部分日本消费领域涨跌	50
图 107. 以优衣库为首的平价国货替代崛起	51
图 108. 日本平价餐饮代表品类销售额 (亿日元) 及相对 90 年代初增长情况	51
图 109. 日本进口食品金额 (亿美元)	51
图 110. 部分我国国货平替消费品类国牌与海外品牌市场份额对比情况	52
图 111. 我国奶酪市场国内海外厂商份额 (%) 比值变化	52
图 112. 妙可蓝多股价变化	52
图 113. 妙可蓝多估值及业绩贡献情况	53
图 114. 中国飞鹤股价变化	53
图 115. 贝因美股价变化	53
图 116. 中国飞鹤估值盈利贡献拆分	54
图 117. 日本 90 年代消费细分品类市场规模 (十亿日元)	54
图 118. 90 年代日本各消费品支出结构占比变化 (%)	54
图 119. 国产替代加速期平均市场规模对比 (亿元)	55
图 120. 国产替代加速期行情比较	55
图 121. 妙可蓝多 2017-2022 年业绩增速	55
图 122. 海尔 1994-2000 年业绩增速	55
图 123. 吉野家利润增速在价格战期间出现明显下行 (%)	56
图 124. 泉盛股价表现	56
图 125. 价格战期间国内家用空调出货总额 (亿元) 及单价 (元) 情况	56
图 126. 格力电器股价变化	56
图 127. 春兰股份股价变化	57
图 128. 扫地机器人市场均价 (元)	57
图 129. 科沃斯股价变化	57
图 130. 石头科技股价变化	58
图 131. 宠物食品公司毛利率比较 (%)	58
图 132. 中宠股份股价趋势	58

图 133. 佩蒂股份股价趋势	59
图 134. 21 世纪初优衣库营收（百万日元）下滑	59
图 135. 迅销集团相对日经 225 的股价表现	59
图 136. 优衣库国内和海外店铺数变化（间）	60
图 137. 迅销集团海外营收（百万日元）及增速（%）	60
图 138. 当前我国消费平替梳理（1）	60
图 139. 当前我国消费平替梳理（2）	61
图 140. 当前我国消费平替梳理（3）	61
图 141. 日美科技股主要公司涨跌指标复盘	62
图 142. 日本科技产业相关企业涨跌统计（%）	63
图 143. 互联网泡沫时期各类映射逻辑的平均涨跌幅（%）	64
图 144. 纳斯达克指数及 TOPIX 信息通信指数相对表现	64
图 145. 美股映射行情滞后特征梳理	65
图 146. PC 产业规模（百万台）趋势	65
图 147. PC 产业链示意图	66
图 148. PC 产业链代表公司相对行情变化及启动次序	66
图 149. 移动互联网行情下苹果和立讯精密的产业链映射	66
图 150. 日美网络安全软件代表公司相对行情及启动次序	67
图 151. 日美游戏业务相关企业相对行情演绎	67
图 152. 任天堂营收增速和股价涨跌幅（%）	68
图 153. 科乐美营收增速和股价涨跌幅（%）	68
图 154. 1999 年软件与服务产业相关标的业绩与涨跌幅关系	68
图 155. 美股映射下的日股与对应美股标的在互联网行情中的涨跌幅关系	69

一些悲观的看法认为，由于人口增长的不利趋势，房地产市场的持续调整，民营企业遇到的困难，以及地缘政治方面的不确定性等因素的交互作用，住户和企业部门开始调低对中国经济长期增长前景的预期，并据此调整自身的经济行为，表现为普遍地减少消费、降低负债、削减投资，从而正在形成日本式资产负债表衰退。然而，如果我们仔细地观察细项数据，将会发现真实情况也许更加复杂。更客观准确地分析，会发现对于当下的困难局面，相当重要的解释似乎是疫情造成的疤痕效应，与房地产市场流动性压力蔓延之间的交互作用。尽管投资者对于短期的经济表现仍然充满疑虑，市场的波动也令人焦灼，但风雨过后有彩虹，这样的老话还是值得我们记取的。

——引自安信证券首席经济学家高善文

近一段时间以来，对于 90 年代日本陷入“迷失的 X 十年”的探讨分析成为市场热议的话题，事实上，日本战后经济迅速繁荣，80 年代末 GDP 水平较战前增长 50 倍，城镇化率达到 60% 左右，宏观杠杆率达到 280%，彼时的一切显得非常美好，工资永远上涨，股票楼市高歌猛进，酒色财气中弥漫着对未来经济的虚幻梦想。但在此后日本失去的 30 年里，楼市暴跌、股市大跌，出现各领域普遍的大规模裁员，人口老龄化少子化问题严重，一场声势浩大的“资产负债表衰退”成为社会之殇、时代之痛，而戏剧性的转变也让一代日本人彻底“洗洗睡”了。

对于“中国正在重蹈 30 年前日本的覆辙”的议题，需要明确的是资产负债表衰退的核心特征在于快速收缩的信贷以及银行不良率的急剧攀升。客观而言，我们目前并非在经历资产负债表的衰退——我国制造业投资依旧相对稳健，企业部门的信贷和投资正常增长，住户部门虽贷款增速减少但现金资产未出现缩水，这均与日式资产负债表的表现构成显著差异。同时，由于不同国家间的资源、文化乃至社会制度的差异，“日式衰退”在未来中国再现的概率微乎其微。我们笃定的认为未来的中国不会是先前的日本，但作为思考警示的一种参考，日本 90 年代宏观经济产业与资本市场定价研究仍然非常必要。

在此，我们基于对 90 年代日本宏观经济与产业发展深度观察，结合 90 年代日本股市表现，得到以下十点启示，供广大投资者参考，欢迎交流指正：

启示一：基于日股 90 年代的历史经验来看，90 年代日本股市以跌势为主，1990 年 1 月日经 225 触顶后开始快速回撤，在整个 90 年代累计跌幅达 50.39%，核心矛盾在于资产负债表的衰退，对于资产负债表衰退核心界定在于信贷的快速收缩以及银行不良率的攀升。从产业的角度进行解释，主要原因是日本在 90 年产业转型升级遭遇贸易限制与自身科技创新滞缓，原有优势产业逐步被韩国、中国台湾和中国大陆追赶，过程伴随企业家精神在社会情绪低迷环境下的消逝。从行业角度来看，仅少数行业能够维持上涨，信息与通信、电器以及精密仪器、平价消费与娱乐服务业为日股 90 年代四大正收益行业，高收益集中在制造业全球竞争力、消费第四时代（消费的平替）与科技美股映射三个重要领域，形成在经济持续下行过程中，少数行业获得持续定价，其他领域呈现波段行情，行业间定价明显分化的行情特征。

启示二：基于日股 90 年代的历史经验来看，在经济增速下行+外围贸易封锁+支持中小企业发展呈现大盘价值+小盘成长双主线行情，最终通过十年如一日的安倍经济学奏效后恢复至大盘成长的定价。具体而言：90 年-97 年受日美贸易摩擦影响，GDP 显著下滑，进入以大盘价值高股息为主的行情；95 年在寻找新的经济增长点时，日本相关中小企业促进政策密集出台叠加美股映射，推动以小盘成长为主的行情。2000 年到 2006 年，日本经济再次面临增长瓶颈之后出现大盘价值高股息+小盘成长并存行情，金融危机过后全球流动性进入到了宽松周期，2012 年开始“安倍经济学”在日本落地，以持续强刺激为核心的安倍经济学奏效之后市场定价重新回到大盘成长风格为主。

启示三：基于日股 90 年代的历史经验来看，在 90 年-92 年在日本进入泡沫破裂的阶段，日经指数猛烈下跌的过程，高股息策略是明显占优策略。就区间整体超额收益排序来看，90 年

年代明星股中科技股美股映射>制造业全球竞争力>消费股第四时代(消费的平替)>高股息策略。其中, 1993-1997 年宽幅振荡期间, 就超额收益排序来看, 区间科技股(45.41%) (主要为具备竞争力的硬件端, 此时非美股映射逻辑)>制造业全球竞争力(31.56%)>高股息策略(9.12%)>消费股第四时代(消费的平替)(4.19%); 在 1998-2000 年, 受益于美股互联网的兴起, 科技股美股映射大规模兴起, 就超额收益排序来看, 区间科技美股映射(174.25%)>消费股第四时代(消费的平替)(41.43%)>制造业全球竞争力(18.93%)>高股息策略(9.92%)。

启示四: 基于日股 90 年代的历史经验来看, 制造业产业全球竞争力和消费平替是获得高收益的主要群体。基于 10 倍股的视角, 平均涨幅科技股美股映射(9946.28%)>制造业全球竞争力(2774.77%)>消费股第四时代(1206.29%); 从数量占比层面, 制造业高竞争力占比较大, 占 90 年代日股十倍股的 40%。基于 5 倍股的视角, 平均涨幅科技股美股映射(2786.58%)>制造业全球竞争力(1493.59%)>消费股第四时代(800.92%); 从数量占比层面, 制造业高竞争力与消费股第四时代占比较高, 均占 90 年代日股五倍股的 32%。基于 3 倍股的视角, 平均涨幅科技股美股映射(2050.26%)>制造业全球竞争力(909.31%)>消费股第四时代(632.56%); 而从数量占比层面, 制造业高竞争力占比较高, 达 35.44%, 次之为消费股第四时代, 达 34.15%。基于 1 倍股的视角, 平均涨幅科技股美股映射(688.49%)>制造业全球竞争力(528.08%)>消费股第四时代(400.65%); 从数量占比层面, 制造业高竞争力依旧占比较高, 达 33.86%, 次之为消费股第四时代, 达 33.53%, 科技股美股映射占比达约 19.64%。

启示五: 基于日股 90 年代的历史经验来看, 大盘成长的定价胜负手在于产业全球竞争力。按照安信策略“渗透率、市占率和替代率”为核心的三率体系产业赛道研究框架, 大盘成长在经济预期向上过程和经济增长中枢稳定时期的核心定价抓手在于产业生命周期(渗透率)和行业竞争格局(市占率)。在经济进入下行周期的时间段, 在低负债经营稳健的前提下, 大盘成长维持相对高增速需要出口敞口的支持, 对应企业不出海就出局, 日本企业丰田是典型案例, 产业全球竞争力成为大盘成长定价的核心抓手, 对应的核心研究命题是如何预判各领域龙头公司能够在未来全球产业布局中获得巨大成功。

启示六: 基于日股 90 年代的历史经验来看, 对于产业全球竞争力的定价要点: 具备高产业全球竞争力(可以客观评估)+能够顺利走出去(主观判断)+产业产品为全世界的普遍需求(可以客观评估)+不打价格战或者出海企业是经过出清淘汰后的企业+出海企业具备范围经济能力且产品并不是单一品类。其中, 对于产业全球竞争力的衡量建立在于产业全球比较优势($RCA > 1$)+产业全球价值链($GVC_position > 0$ (前向参与>后向参与))为 xy 轴的评估体系当中。对于产业产品是否为全世界的普遍需求则可以通过各国商品进出口数据对应企业产业布局来进行评估。

启示七: 基于日股 90 年代的历史经验来看, 对于消费股第四时代核心定价逻辑在于消费的平替。消费平替与消费降级是两个并不一致的概念, 消费平替指的是在不明显牺牲幸福感/获得感前提下的高性价比理性消费。随着大众消费时代逐渐消解, 90 年代日本消费的核心认知围绕“圈层消费”展开, 投资消费必须锁定对应圈层, 日本企业迅销是典型案例。对应于圈层消费的投资认知, 首要是把握对应圈层的演化规律和消费特征。如果以日本第四消费时代进行研究参照, 则国内 80 后-90 后群体消费偏好和趋势更为类似, 在过去 2-3 年国内新能源车、智能家居、消费建材、品牌服饰与小家电等消费品类中成为消费平替的主要推力。

启示八: 基于日股 90 年代的历史经验来看, 对于消费平替定价要点: 加速替代+产业容量大+高成长性+无价格战。历史经验看, 替代率在 40%-50%间为消费加速平替阶段, 相关产业的核心标的有望迎来戴维斯双击。同时, 较大需求空间(经验值最低产业容量为百亿元人民币以上)与高成长性(当年与次年业绩增速均在 30%以上)有望带来更强的定价弹性。此外, 价格战将对消费平替的向上定价进程产生明显负向冲击, 对于核心龙头企业主要体现在估值下杀(平均估值端下杀 30%左右); 对于业内其余企业, 则更多地体现为戴维斯双杀。待价格战结束后, 若产业整体仍处于平替加速阶段, 核心龙头股价回升表现为估值修复, 其余企业则需要看到业绩的显著回暖, 估值难以进一步提升。消费平替的红利期有一定期限, 该定价红利期的结束以本土拓展增速显著放缓为标志。

启示九：基于日股 90 年代的历史经验来看，日本科技股的定价是最闪耀的明星，核心逻辑在于美股映射。90 年代是美国为主导以 PC 互联网浪潮为标志的新一轮技术革命发生的重要时点，后续出现类如微软、谷歌等知名互联网巨头。在本次的科技浪潮中，由于在软件发展方面的不足，传统硬件制造强国日本并未顺利乘上此次科技浪潮的东风。但在 90 年代日本股市，与互联网科技浪潮相关的标的却具有最高的平均涨幅，其中美股映射的软件股涨幅要明显强于硬件股，同时定价对于业绩兑现相对宽容，映射逻辑远强于基本面逻辑。对于科技股的投资两大要点：1、资本市场单纯围绕科技如何定价？2、哪些企业会被淘汰，谁是下一个谷歌？具体参考安信策略科技成长产业主题投资“一定价-两大波-三要素-四阶段”方法论。

启示十：基于日股 90 年代的历史经验来看，科技股的美股映射前期上涨行情主要由预期驱动，后期行情并非主要集中在业绩兑现的科技企业上，整体与基本面相关性较低。从行情节奏上看，呈现涨幅先后排序为：产业链映射（例如苹果与立讯精密的关系）→竞品映射（例如微软与中国软件的关系）→次生映射（例如苹果与互联网+的关系），平均涨幅高低为次生映射>竞品映射>产业链映射。此外，科技股美股映射行情滞后美股约 1 个季度，之后同步性较高。即若美股对应领域见顶回落时，则随之回落；若出现美股持续上涨或者业绩超预期，则对应映射国科技股能继续上行。

风险提示：历史经验不代表未来；地缘政治变化；海外货币政策变化。

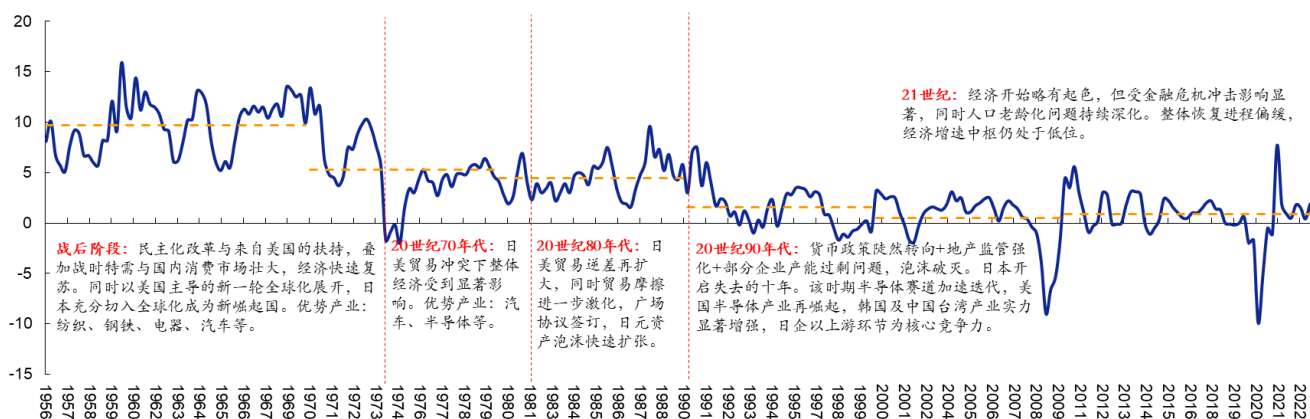
图1.90 年代日本股市明星股一览

标的代码	日企	涨幅 (%)	核心主营	类型
4689.T	雅虎日本	18,180.00	互联网搜索服务提供商	互联网
9435.T	光通信	7,206.39	通信相关产品	高竞争力
9984.T	软银	2,520.12	移动通信服务; 海外投资	金融服务
8871.T	GOLDCREST	1,779.87	房产销售、规划、租赁	地产
6963.T	ROHM	1,742.48	电子元件制造与销售	高竞争力
9613.T	NTT DATA GROUP	1,712.56	IT服务	互联网
2593.T	伊藤园	1,352.70	茶叶及饮料生产销售	消费
6981.T	村田制作所	1,137.88	电子零部件	高竞争力
7860.T	AVEX	1,059.88	娱乐产业, 包括音乐制作、电影发行、粉丝俱乐部运作等	娱乐产业
6482.T	有信精密机械株式会社	1,012.34	机器人及相关设备	高竞争力
7445.T	RIGHT ON	992.04	休闲服装	消费
7453.T	良品计划	914.88	自有品牌商品零售	消费
9715.T	TRANSCOSMOS	892.34	一站式外包服务	互联网
4684.T	OBIC	874.14	IT服务	互联网
9983.T	迅销有限公司	853.89	服装业务	消费
4704.T	趋势科技	833.90	计算机与互联网安全	互联网
7550.T	东盛控股株式会社	821.84	餐饮, 日本快餐龙头	消费
7729.T	TOKYO SEIMITSU	820.22	半导体制造设备; 精密测量设备	高竞争力
7522.T	WATAMI	814.89	餐饮, 包括居酒屋、便当外卖等	消费
7937.T	Tsutsumi珠宝有限公司	793.69	珠宝首饰	消费
8570.T	永旺金融服务株式会社	793.09	信用卡、消费信贷等	金融服务
6857.T	爱德万测试	765.08	半导体和组件测试系统	高竞争力
4716.T	ORACLE	718.89	IT服务	互联网
4687.T	梯道息软件株式会社	711.88	系统开发	互联网
6594.T	日本电产	646.96	电动马达及相关零件与设备	高竞争力
9478.T	SE HOLDINGS AND INCUBATIONS	634.50	出版; 软件研发销售	互联网
4680.T	ROUND ONE	620.88	休闲娱乐设施与场馆	娱乐产业
6146.T	DISCO	570.27	半导体制造设备和精密加工工具的制造和销售	高竞争力
7532.T	PAN PACIFIC INTERNATIONAL	553.34	大型便利店及折扣店	消费
8227.T	岛村有限公司	551.49	服饰零售	消费
4921.T	FANCL	547.72	化妆品及营养补充品	消费
4919.T	MILBON	534.67	美发用品	消费
7282.T	丰田合成有限公司	531.40	汽车零件和光电产品	高竞争力
9449.T	GMO网络集团株式会社	521.05	互联网服务	互联网
7292.T	MURAKAMI	502.87	汽车后视镜、精细玻璃; 外墙、玻璃等	高竞争力

资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

注: 此处以五倍股为统计口径

图2. 战后日本 GDP 变化及经济发展简况



资料来源: , 安信证券研究中心

1. 今日不会是中国的前生: 基本宏观要素有显著区别, 中国不会进入资产负债表衰退的过程

根据安信宏观高善文博士的观点: 一些悲观的看法认为, 由于人口增长的不利趋势, 房地产市场的持续调整, 民营企业遇到的困难, 以及地缘政治方面的不确定性等因素的交互作用, 住户和企业部门开始调低对中国经济长期增长前景的预期, 并据此调整自身的经济行为, 表现为普遍地减少消费、降低负债、削减投资, 从而正在形成日本式资产负债表衰退。

这些看法进一步认为，由于这些变化反映着许多结构性矛盾的持续积累和普遍发酵，扭转局面比较困难。这些分析和见解无疑十分深刻，值得我们借鉴和思考，然而如果我们仔细地观察细项数据，将会发现真实情况也许更加复杂。

例如，很长时间以来，制造业投资始终较为稳定，其中民营企业的占比总体上还在不断抬升；剔除掉房地产行业的影响之后，民间投资的总体增速也维持正常，其中在一些新型产业，其投资增长甚至十分强劲。

在住户部门减少按揭贷款的同时，其现金类资产大幅增长，显示出降低风险暴露的关键特征；与此同时企业部门的信贷和投资则正常增长，这与日本式资产负债表衰退期间的表现十分不同。

从劳动力市场看，零星数据所推算的劳动参与率上升；调查数据显示在岗职工劳动时间普遍延长；相对于大城市，中小城市的失业率下降更快；在经济增速较低背景下，25岁以上劳动力的失业率下降到数据记录以来的最低水平，这些变化也难以用资产负债表衰退进行解释。

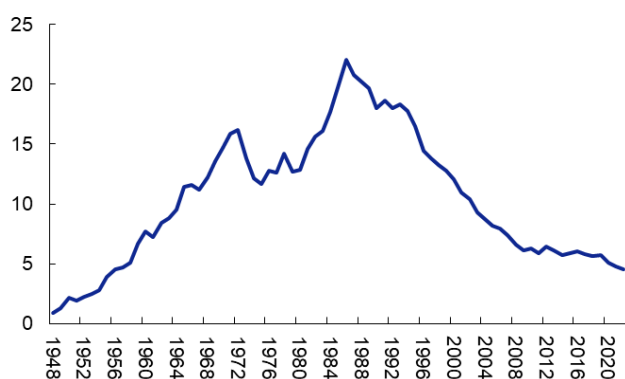
从住户部门的消费倾向来看，其显著的抬升开始于2020年的疫情期间，这当然部分地反映了疫情防控对消费活动的影响。但无论是观察中国的消费倾向在疫情期间的变化，还是观察全球主要国家的消费倾向变化轨迹，除了美国之外，疫情放开以后，大多数情况下消费倾向的回升都非一蹴而就，反映出消费行为调整的诸多粘性。美国的异常表现很可能与其疫情期间的大量补贴存在关联。

合并这些观察，以及对中国金融市场变动的近距离感知来看，我们认为，对于当下的困难局面，相当重要的解释似乎是疫情造成的疤痕效应，与房地产市场流动性压力蔓延之间的交互作用。

1.1. 日本 90 年代宏观认知：资产负债表衰退核心特征在于信贷的快速收缩以及银行不良率的攀升

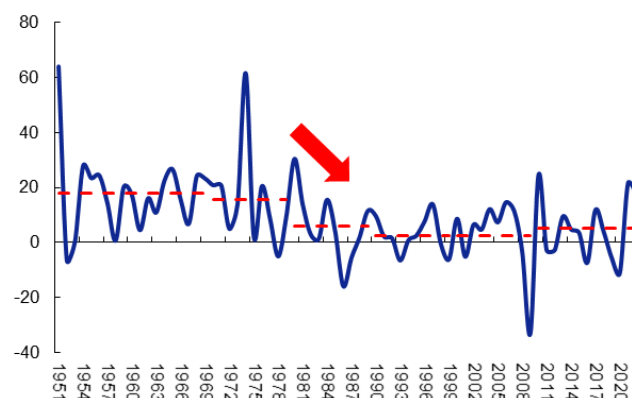
日元与广场协议共同冲击日本对外出口，外需拉力逐渐趋弱。70年代日美摩擦再度深化，80年代日美贸易逆差出现并持续扩大，日产产品对美国市场的争夺显著加速。截至1986年12月，日本在美国进口结构中占比达22.08%，较1980年年末大幅提升9.25个百分点。两国贸易关系再度激化。80年代的贸易关系趋紧一定程度上导致日本出口受限，但真正导致其出口中枢大幅下移在于80年代后期的金融冲击。日美贸易摩擦过程中，日本政府对外国际协调一再失败。1985年，《广场协议》签订，日元开始快速大规模升值，对其产业出口形成显著负面冲击。1980年代，日本出口增速中枢整体在6.00%左右，较1970年代15.86%的水平大幅下移。

图3. 美国进口结构中日本比重(%) 在1986年之后快速减少



资料来源：，安信证券研究中心

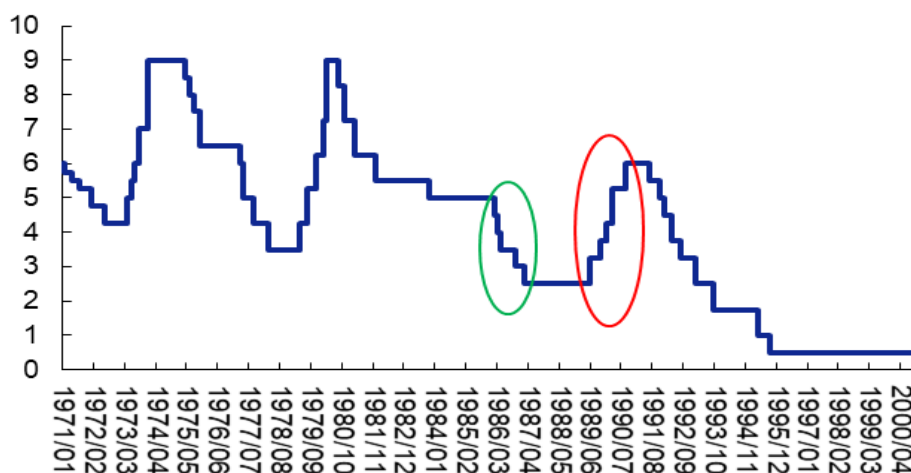
图4. 80 年代日本出口增速(%) 中枢显著下移



资料来源：日本财务省，安信证券研究中心

内需发展成为日本经济重点之一，以外需主导经济亟需朝内需转向，货币及财政政策双扩张，以股市及楼市为代表，日本资产价格急速扩张，双子泡沫形成。1986年起，日本央行连续五次降息，货币政策持续宽松，同时加之大规模的宽松财政政策。20世纪80年代后半阶段，日本资产价格快速上涨——土地神话出现，1985-1991年，日本城市土地价格上涨61.53%，其中商业用地涨幅最高，达80.85%；股市暴涨，1986-1990年日经指数涨幅高达192.41%。

图5. 日本80年代连续降息而89年-90年则连续加息(%)

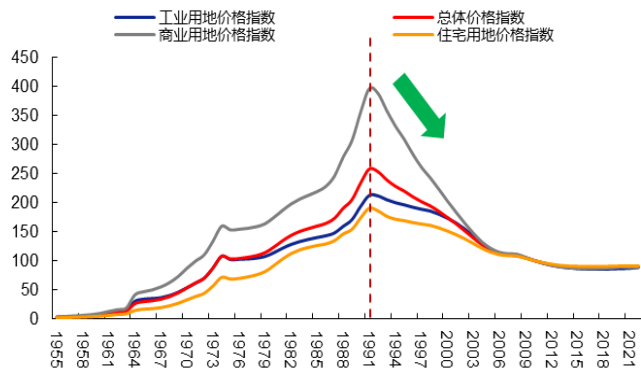


资料来源：日本央行，安信证券研究中心

89年年中开始，日本央行收紧货币政策，同时90年代初加严地产金融监管。1989年4月，日本CPI大幅跳升，CPI与核心CPI同比分别达2.40%、2.50%，较上月分别增长1.30 pct、1.40 pct。出于对经济过热的担忧，日本央行快速收紧货币政策，上调贴现利率至3.25%，1989及1990两年内共五次加息。与此同时，1990年地产层面监管趋严，3月大藏省对房地产金融进行总量控制，4月《土地融资限令》出台。

双子泡沫破裂，股市楼市快速下挫，日本资产价格雪崩。日本80年代长期累积形成的资产泡沫开始破灭，其中股价较房价更先下行反应。1990年1月11日，日经225指数在触及38170.13的高位后快速下撤，截至1991年年末下跌42.24%，整个90年代（1991年1月11日-1999年12月30日）累计共下跌50.39%。日本土地价格自1991年末之后开始拐头向下，1991-1999年城市土地用地价格整体下降约28.21%，其中工业、商业以及住宅用地分别下行15.17%、43.63%、17.76%。东京都房价自1990年10月之后开始下行，截至1999年12月累计下行幅度高达51.63%。

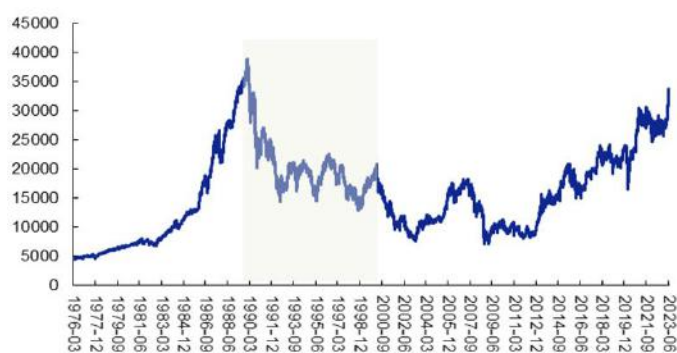
图6. 日本城市土地价格自90年代开始大幅下降



资料来源：日本统计局，安信证券研究中心

注：2010年3月末=100

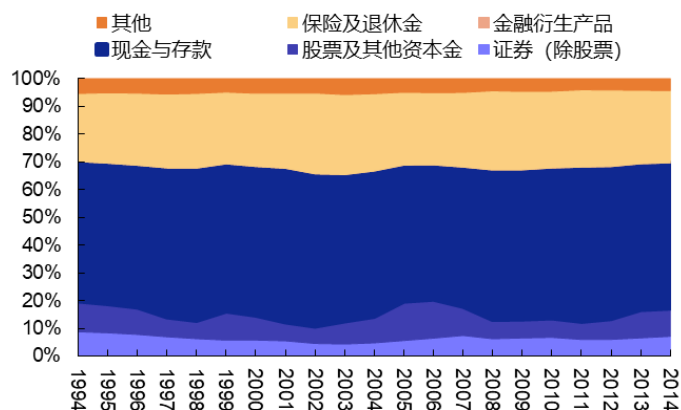
图7. 日经225指数在1990年之后大幅下撤



资料来源：东京证券交易所，安信证券研究中心

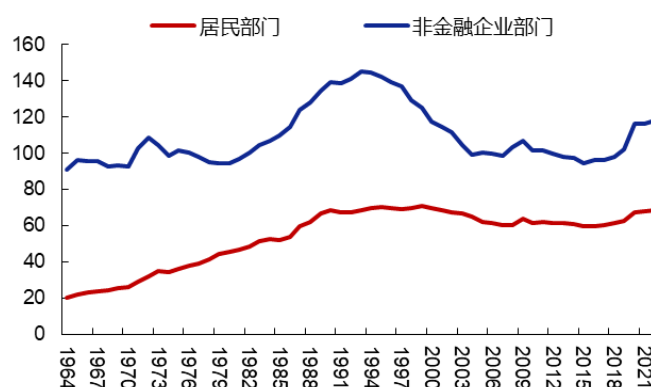
股市楼市崩盘导致金融资产严重缩水，居民部门及非金融企业部门均出现不同程度的资产负债表衰退。而从数据层面可见得的是，日本非金融企业部门缩表现象更为显著。90年代之后，日股大幅下挫，致使居民以股票为代表的证券类金融资产发生显著缩水。1994年，日本居民金融资产中证券类资产占比约19.72%，但至1998年则缩减至12.71%。同时，90年代日本非金融企业部门出现显著下行。其中1991-1999年，日本非金融企业部门杠杆率从138.90%快速降至125.20%，减少13.70 pct，陷入资产负债表衰退。

图8. 90年代之后居民金融资产中证券类资产显著缩水



资料来源：日本内阁府，安信证券研究中心

图9. 90年代日本居民部门及非金融企业部门杠杆率（%）下行



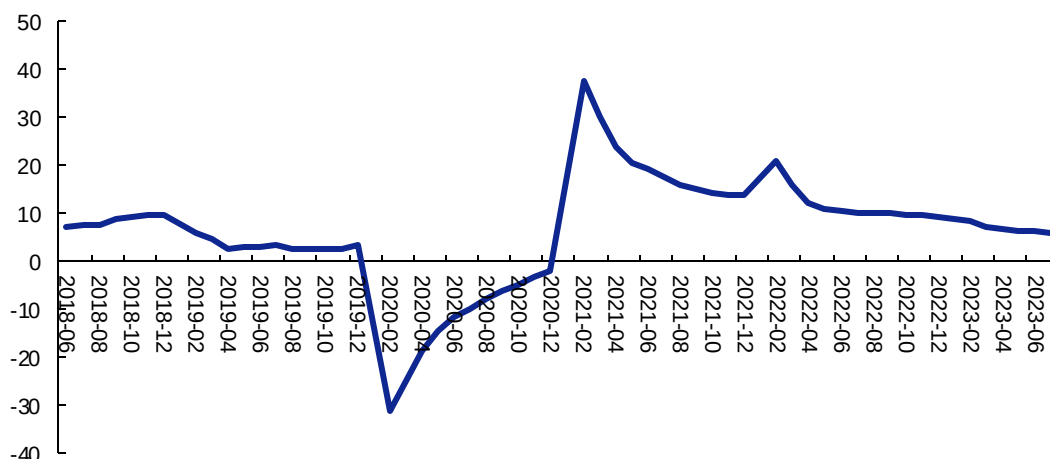
资料来源：国际清算银行，安信证券研究中心

1.2. 中国当前：无日式资产负债表衰退，是疫情造成的疤痕效应与房地产市场流动性压力蔓延之间的交互作用

1.2.1. 核心差异①：制造业投资始终相对稳定，部分新兴产业仍维持投资高增

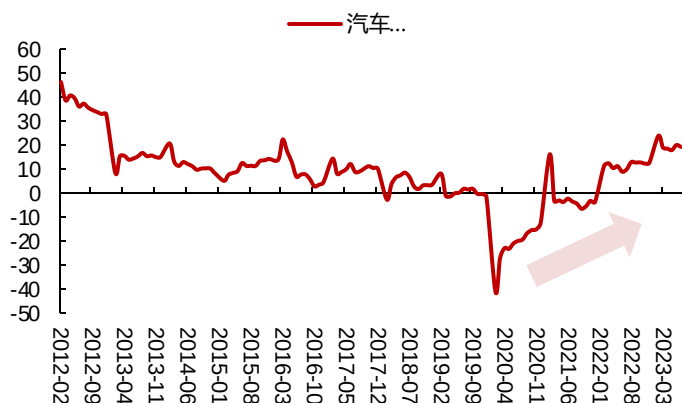
当前我国与日本式资产负债表衰退的核心差别之一即在于制造业投资层面——目前我国制造业投资始终仍较为稳定，且在部分新兴产业层面，制造业投资增势仍然相对强劲。2023年7月我国制造业投资增速整体在5.70%，较前值略降0.30 pct。但若剔除2021年增速中包含的基数效应，我国制造业投资增速总体上看仍相对稳定，与日本90年代的制造业投资表现截然不同。此外，在以电气机械、汽车制造等为代表的重要新兴产业领域，我国制造业投资增速仍维持在历史的相对高位水平，甚至仍有出现一定的增幅。其中，2023年7月，电气机械投资增速为39.10%，较前值增长0.20 pct，处于自2012年以来的相对历史高位，汽车投资增速7月为19.20%，亦处于相对历史高位水平。总体增速的相对稳定以及新兴产业投资增速的高位，均反映了我国与日本式资产负债表衰退的重要差异。

图10. 制造业投资增速整体仍相对稳定（%）



资料来源：，安信证券研究中心

图11. 汽车制造投资增速（%）在历史高位且处于上行通道



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图12. 电气机械及器材制造投资增速（%）仍在历史高位

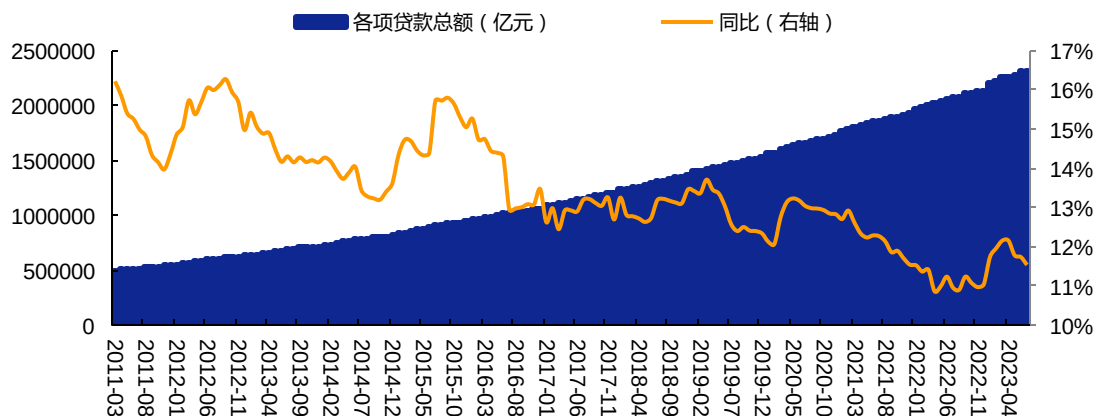


资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

1.2.2. 核心差异②：企业信贷及投资仍正常增长

目前，我国整体社会债务所体现的特征为增速放缓，真正成趋势的债务收缩（同比趋势性转负）的情形并未出现。若从各项人民币贷款规模观测整体情况：截至2023年7月，我国各项贷款规模达约230.92万亿元，同比增长11.54%，较前值再有所放缓0.20 pct。整体来看，人民币各项贷款规模同比增速从4月起有所放缓，但仍处于11.54%的较高正区间，并未体现为债务收缩。

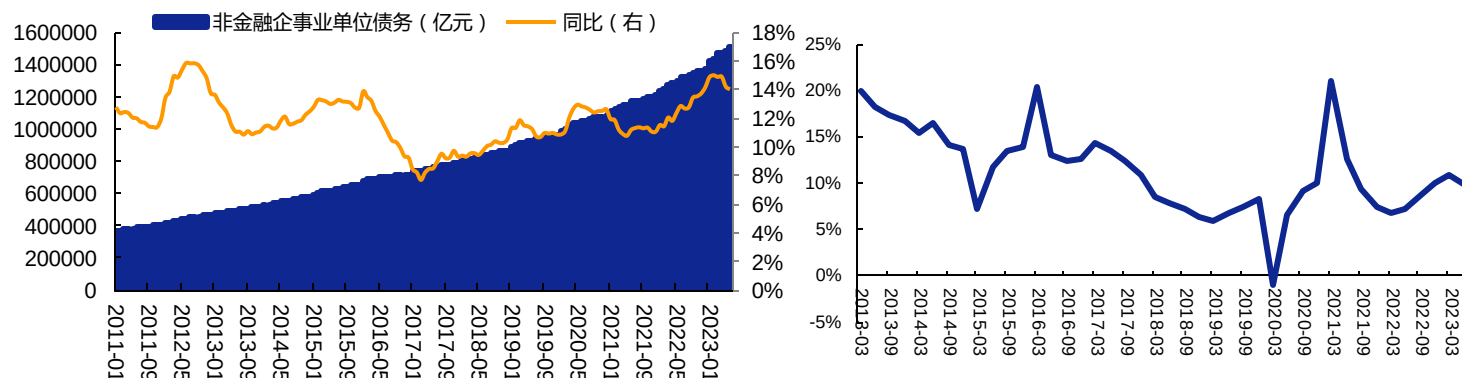
图13. 人民币各项贷款规模（亿元）及同比增速（%）变化情况



资料来源：，安信证券研究中心

非金融企事业部门2023Q2整体债务增速略有趋缓，但仍处于较高的正区间，整体上看仍处于正常增长区间。2023年二季度末，我国非金融企事业部门债务总额达逾150.33万亿元，同比增速达14.04%，较2023Q1增速略有放缓0.18 pct。此处结合杠杆率以及名义GDP数据，简单倒推非金融企业部门以及政府部门债务规模，具体而言，2023年Q2非金融企业部门债务略有放缓，增速下行约1.02 pct，但仍处于较高的正区间，远未达债务收缩的程度。

图14. 我国非金融企事业单位债务（亿元）同比增速（%）变化 图15. 非金融企业部门债务增速变化（%）



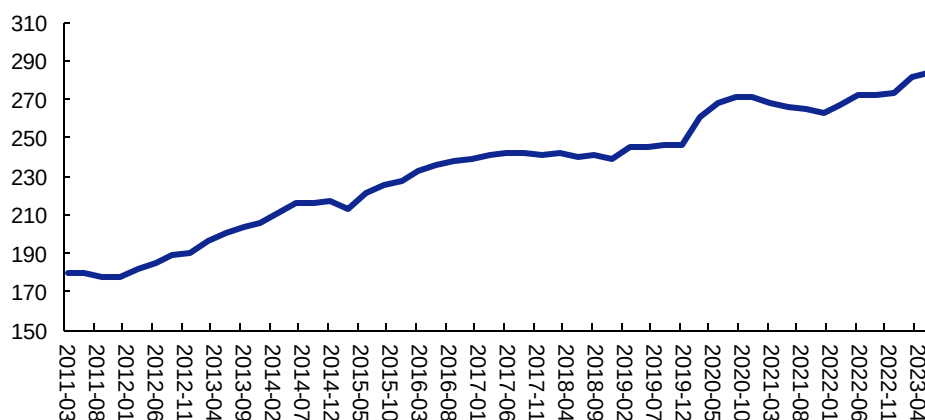
资料来源：， 安信证券研究中心

资料来源：， 安信证券研究中心

注：根据国家资产负债表研究中心公布政府部门杠杆率并结合 GDP 数据倒推算得

从 2023 年上半年情况来看，目前我国宏观杠杆率仍处于整体提升的状态。2023 年 Q1，我国实体经济部门杠杆率达到 281.80%，较 2022 年年末上升 8.70 pct。而根据国家金融与发展实验室报告测算，2023 年 Q2 我国整体宏观杠杆率预计将较 Q1 进一步上升 2.10 pct，达 283.90%。整体层面看，我国宏观杠杆率仍有所上升。

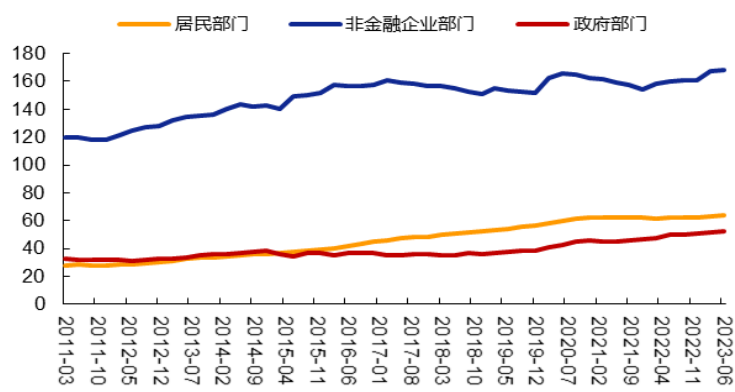
图16. 目前我国实体经济部门杠杆率（%）仍整体有所上升



资料来源：国家资产负债表研究中心，安信证券研究中心

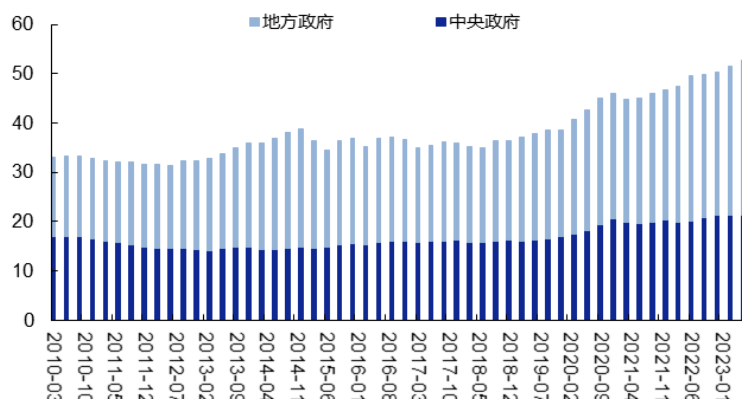
结构层面看，2023Q2 预计我国居民、企业以及政府部门杠杆率均有所提升，其中政府部门上行幅度较大。2023 年第一季度，我国居民部门、非金融企业部门以及政府部门杠杆率分别为 63.30%、167.80%、52.60%，分别较 2022 年年末提升 1.40 pct、6.10 pct、1.10 pct。根据国家金融与发展实验室最新报告测算，预计我国 2023 年 Q2 居民、非金融企业以及政府部门的杠杆率或将分别升至 63.50%、167.80%、52.60%，较前值分别延续提升 0.20 pct、0.80 pct、1.10 pct。整体来看，目前我国实体经济各部门杠杆率仍整体有所上行，其中一季度中非金融企业部门提升最显著，Q2 则以政府部门杠杆率提升幅度最甚。具体而言，2023 年 Q2 我国政府部门杠杆率提升主要以地方政府贡献为主，根据国家金融与发展实验室测算，2023Q2 地方政府杠杆率提升幅度预计达 1.10 pct。同时，从居民与非金融企业部门表现来看，整体杠杆率亦仍有小幅增长，并未出现杠杆的显著下行。

图17. 我国居民、非金融企业、政府部门杠杆率(%) 情况



资料来源：国家资产负债表研究中心，安信证券研究中心

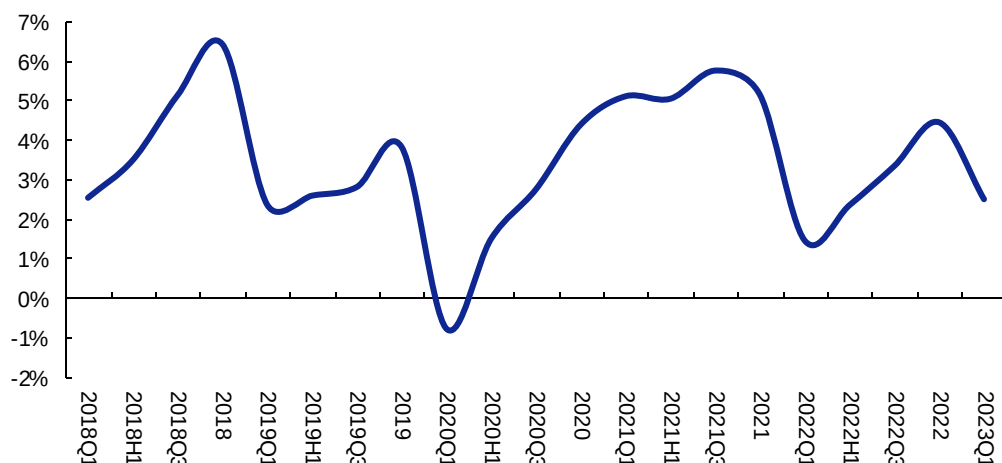
图18. 地方政府及中央政府杠杆率(%) 情况



资料来源：国家资产负债表研究中心，安信证券研究中心

从企业资本开支的角度，目前我国企业资本开支仍相对正常增长，未出现显著缩减。若以上市企业为统计口径，基于公开财报数据，我国上市企业资本开支增速虽有波动，但仍整体维持于正常增长的区间。2023 年 Q1，基于上市企业口径，企业整体资本开支增速为 2.49%。

图19. 我国上市企业资本开支增速变化 (%)

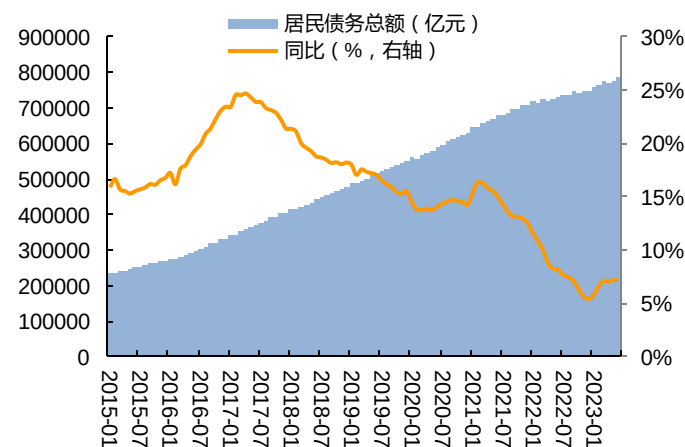


资料来源：，安信证券研究中心

1.2.3. 核心差异③：住户部门减少贷款的同时，现金资产大幅增长

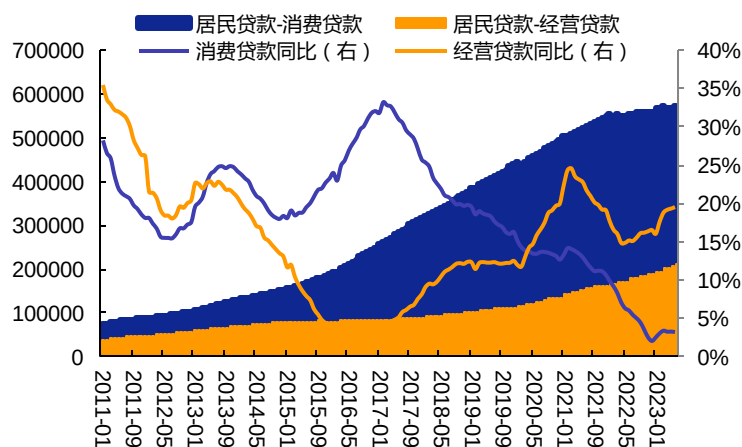
居民部门债务 2023 年 Q2 增速仍有小幅上行。2023 年二季度末，住户贷款总额达逾 78.56 万亿元，同比增长 7.20%，较前值再有小幅度提升 0.06 pct。分结构看，住户消费贷款以及住户经营贷款在 2023 年第二季度均仍有一定程度的增长，其中经营贷款整体增速较 2023 年 Q1 略有提升。具体而言，2023 年二季度末，住户消费贷款额达逾 57.34 万亿元，同比增长 3.26%，较 2023 年 Q1 小幅下降 0.06 pct；住户经营贷款额达近 21.22 万亿元，同比增速达 19.52%，较 Q1 情况小幅提升 0.20 pct。

图20. 我国居民债务（亿元）在 2023Q2 增速（%）仍有小幅提升



资料来源：，安信证券研究中心

图21. 我国居民消费贷款（亿元）及经营贷款（亿元）2023Q2 增速（%）小幅提升

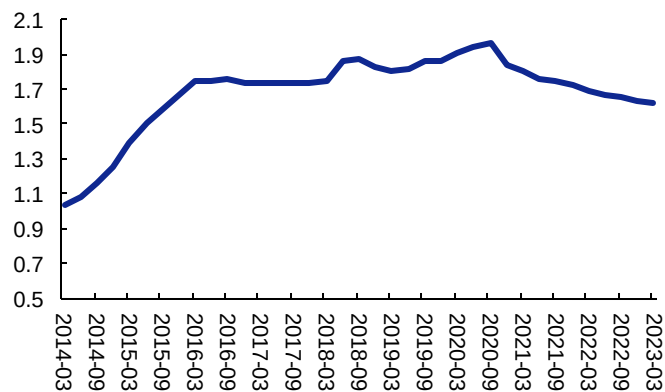


资料来源：，安信证券研究中心

1.2.4. 核心差异④：银行不良率未出现显著拉升

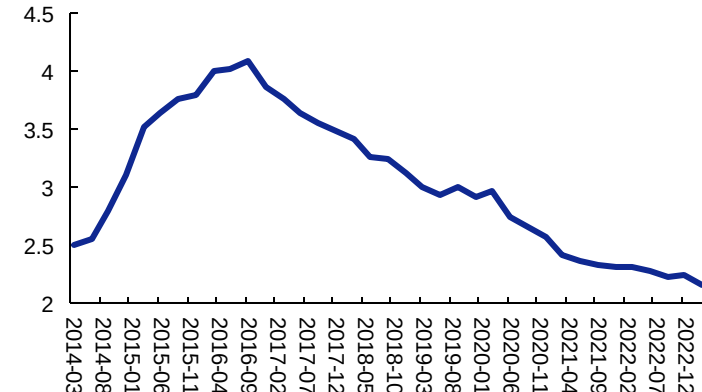
目前我国银行不良率整体维持稳定且一季度略有下行，不存在银行不良率大幅上行的情况。根据国家金融监督管理总局披露数据，2023 年 Q1 我国商业银行不良贷款比例约为 1.62%，较 2022 年年末小幅下降 0.01 pct；2023 年 Q1 我国关注类贷款占比达 2.16%，较 2022 年年末下行 0.09 pct。

图22. 商业银行不良贷款比例变化（%）



资料来源：，安信证券研究中心

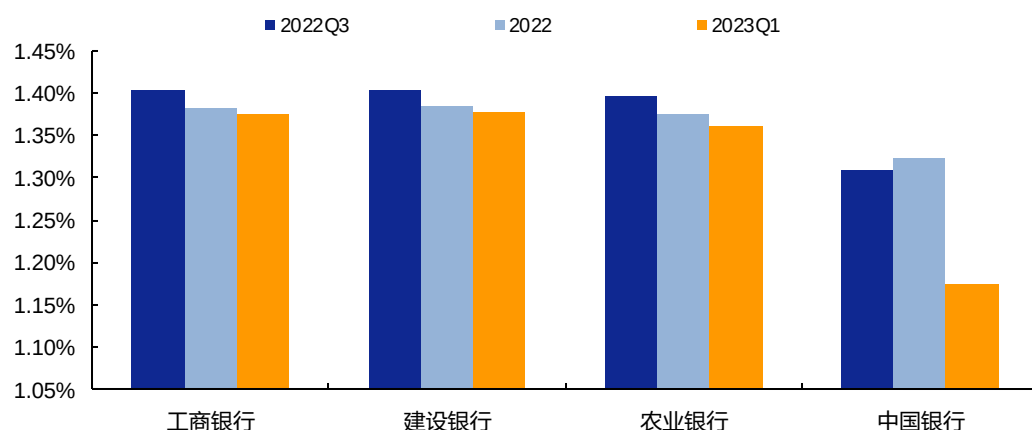
图23. 中国关注类贷款占比变化（%）



资料来源：，安信证券研究中心

工农中建四大行不良率亦出现小幅下行，并无不良率的趋势性上行。从工商银行、建设银行、农业银行以及中国银行所披露数据可见得，2023 年 Q1，上述四大行不良贷款余额占贷款余额比例分别约为 1.38%、1.38%、1.36%、1.18%，分别较 2022 年年末下行 0.01 pct、0.01 pct、0.01 pct、0.15 pct。

图24. 四大行不良贷款余额占比(%) 亦整体小幅下滑，并无显著上行



资料来源：，安信证券研究中心

综上，目前我国并未有资产负债表衰退的典型特征，我们与彼时的日本截然不同。90年代日本资产负债表的典型特征——债务收缩以及银行不良率的攀升，在我国均未有体现。一方面，当前我国银行不良率整体走平，部分银行略有微降；另一方面，目前我国出现的是债务增速放缓，而非债务负增下的真正债务收缩，增速放缓的原因或在于居民或企业部门主动寻求的资产负债表修复。

2. 日本产业 90 年代发展三大趋势：制造业全球竞争力、消费第四时代（消费的平替）与科技美股映射

从中观层面来看，第三产业以及具备产业全球竞争力的制造业部门为支撑日本 90 年代经济的重要力量。从日本各行业对实际 GDP 的同比拉动率来看：一方面，日本 90 年代第三产业对其 GDP 正向拉动较多，其中主要集中于批发及零售业、信息及通信、专业及科学技术活动领域。这一定程度上也反映了在 90 年代后，日本消费领域中的部分细分的结构性增长以及在新一轮科技革命中的技术发展情况。另一方面，制造业领域中，电子元件和器件、信息通信电子设备产业对于其整体经济增长的正向拉动较为亮眼，此二者均为彼时日本具备强产业全球竞争力的领域，一定程度上反映的是 90 年代日本制造业中高竞争力部门的增长韧性。

图25. 1995-2010 年日本各行业对实际 GDP 同比拉动率（百分点）

产业	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
第一产业																
农林渔业	-0.13	0.10	-0.03	0.03	0.00	0.10	-0.10	0.08	-0.13	-0.13	0.03	-0.03	0.08	0.08	-0.10	-0.05
采矿业	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
食品和饮料	0.15	0.08	-0.05	0.00	-0.05	-0.05	0.03	-0.03	0.00	0.00	-0.05	-0.03	0.03	-0.13	-0.20	0.10
纺织品	-0.03	-0.05	-0.08	-0.08	-0.10	-0.05	-0.10	-0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.08	0.00
化学制品	0.03	0.08	0.05	-0.05	0.10	-0.03	0.00	0.10	0.08	-0.03	-0.03	0.08	0.00	0.00	-0.08	0.23
石油及煤炭制品	-0.08	0.13	0.03	-0.20	-0.10	0.00	-0.08	-0.10	-0.13	-0.08	0.00	0.03	-0.08	0.00	0.05	0.00
非金属矿物制品	0.00	0.00	0.00	-0.10	-0.05	0.00	-0.03	-0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	-0.03	-0.23	0.10
第二产业 制造业																
通用、生产及商用机械	0.20	0.15	0.10	-0.15	-0.13	0.18	-0.20	-0.25	0.18	0.30	0.20	0.23	0.20	0.20	-0.90	0.33
电子元件和器件	0.23	0.15	0.28	0.00	0.20	0.33	-0.23	0.18	0.33	0.28	0.13	0.20	0.18	0.08	-0.20	0.35
电气机械及器材	0.15	-0.05	0.05	-0.10	-0.05	0.13	-0.13	-0.13	0.13	0.13	0.10	0.15	0.10	-0.05	-0.25	0.25
信息通信电子设备	0.20	0.40	0.18	0.03	0.05	0.25	-0.13	0.08	0.33	0.20	0.13	0.18	0.25	0.08	-0.08	0.23
交通运输设备	0.10	-0.05	-0.08	0.03	0.10	0.10	0.00	0.25	-0.05	0.18	0.35	0.03	0.23	0.08	-0.75	0.58
建筑业	-0.18	0.23	-0.55	-0.18	-0.13	-0.30	-0.20	-0.28	-0.25	-0.20	-0.20	-0.08	-0.40	-0.35	-0.10	-0.23
批发和零售业	0.75	0.30	0.30	-0.38	-0.03	-0.33	0.43	0.20	0.05	0.63	0.23	-0.68	-0.40	-0.25	-0.58	0.35
运输和邮政服务	0.20	-0.28	0.00	-0.23	-0.10	0.08	0.03	0.05	0.08	0.20	-0.03	0.30	0.20	-0.15	-0.68	0.18
住宿及餐饮服务活动	0.03	0.08	0.00	-0.03	-0.08	-0.15	-0.03	-0.05	-0.13	-0.10	-0.10	0.00	0.00	-0.15	-0.20	-0.05
信息和通信	0.33	0.63	0.50	0.50	0.23	0.40	0.40	0.23	0.15	-0.03	0.18	0.13	0.08	0.05	-0.15	0.00
第三产业																
金融与保险	-0.28	0.10	0.10	-0.25	-0.10	-0.03	-0.10	-0.03	0.08	-0.03	0.15	-0.03	0.20	-0.85	0.03	0.00
房地产业	0.10	0.15	0.05	-0.13	0.10	0.28	0.13	0.15	0.18	0.18	0.20	0.23	0.00	0.05	0.03	0.20
专业、科学和技术活动	0.10	0.30	0.13	0.10	-0.03	0.58	0.28	0.20	0.30	0.33	0.50	0.43	0.50	0.38	-0.35	-0.03
公共管理	0.10	0.13	0.10	0.08	0.05	0.18	0.05	0.05	0.08	0.03	0.00	0.08	0.08	0.03	0.03	-0.08
教育	0.10	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03	0.03	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00	0.03	0.00

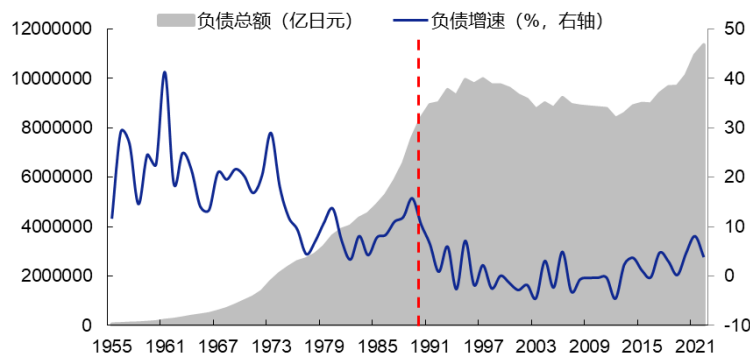
资料来源：日本内阁府，安信证券研究中心

2.1. 制造业不出海就出局：产业全球竞争力成为制造业企业胜负手

2.1.1. 制造业胜负手：存在于高产业全球竞争力部门，低债务+走出去+高研发为关注重点

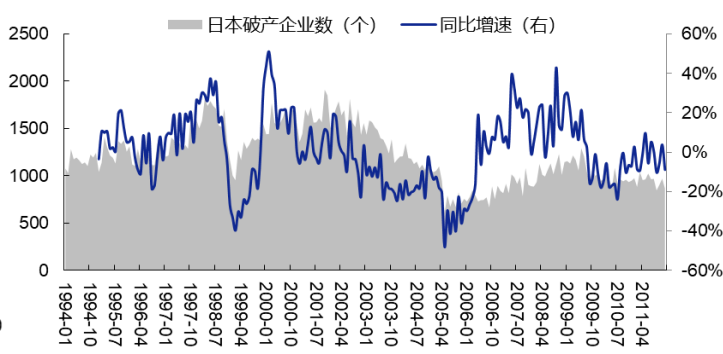
90 年代日企经营问题普遍存在。资产价格雪崩致使 90 年代日本非金融企业资产负债表快速衰退，加之有效需求不足，整体非金融企业利润率显著下行，企业破产频现。90 年代经济泡沫破裂致使资产快速缩水，企业亟需加速偿债。从日企总负债额变化的情况中可见得，1990 年之后日企负债增加幅度显著收敛，负债同比增速出现大幅下滑，1992 年负债同比增速为 0.86%，较 1991 年大幅减少 5.61 pct，并在 1995 年之后开始出现负债下行的情况，企业加速偿债现象显著。从日企整体利润率来看，1980 年代日企整体营业利润率约在 3.64% 左右，而 90 年代之后整体下降至 2.86%。而 90 年代日本亦迎来破产密集期，从各月破产企业分布来看，1994 年之后，日本破产企业逐年增加，98 年金融危机发生后达到峰值。

图26. 日企在 90 年代负债增速 (%) 趋弱, 或源于债务加速偿还



资料来源: 日本财务省, 安信证券研究中心

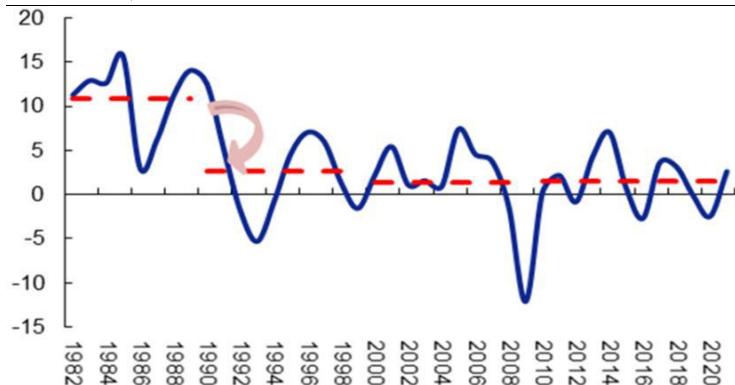
图27. 1994 年-2011 年日本企业破产情况 (个)



资料来源: TEIKOKU 数据银行, 安信证券研究中心

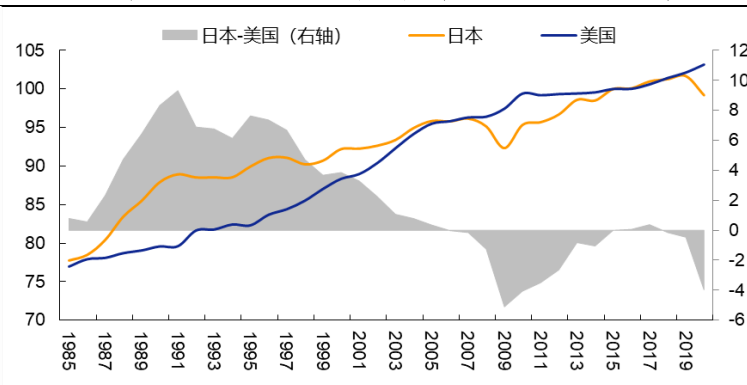
债务偿还的需求一定程度上挤占了日企研发支出空间, 90 年代日企研发支出增速显著下行, 导致其整体与美国在全要素生产率方面的差距显著收窄。90 年代日本企业由以利润优先转向偿债优先, 巨大的偿债需求一定程度上导致其可供研发支出空间不足。1990 年之后, 日企研发支出增速出现显著下行, 90 年代其整体增速中枢约在 2.71%, 较 80 年代的 10.85% 大幅下降。研发支出趋缓导致部分产业部门的日企的创新能力有所受损。从全要素生产率的角度, 虽日本在 90 年代继续维持整体水平高于美国的态势, 但日美间全要素生产率的差距在持续快速收窄。1999 年, 日本与美国全要素生产率指数分别为 90.71、87.03, 两者间的差距由 1990 年的 8.33 大幅收窄到 1999 年的 3.67。而与此同时, 在企业研发支出中枢下行的大环境下, 能够持续研发投入取得创新的企业往往更容易形成竞争力。

图28. 90 年代日本企业研发支出增速 (%) 显著下行



资料来源: OECD, 安信证券研究中心

图29. 90 年代之后日美全要素生产率指数差距逐渐收窄



资料来源: OECD, 安信证券研究中心

注: 2015 年=100

此外, 90 年代的国际环境层面, 彼时的日本正面临新一轮全球化的开启, 故积极的海外拓展方能为其产业带来持续的生命力。80 年代日本的快速追赶与对美市场占领的持续大规模拓展, 同时叠加美国内部贫富差距扩大, 导致了以日美贸易摩擦为标志事件的逆全球化快速到来, 日本经济的高增态势迅速没落并陷入迷失十年。但与此同时, 在全球贸易自由化的推动下, 第三轮全球化展开。90 年代之后, 全球化处于深度洗牌重构阶段, 并于之后进入新一轮全球化初期。作为内生增长动能严重受限的经济体以及上一轮全球化的崛起国, 日本在此期间一方面需要积极应对来自全球化重构洗牌的挑战, 另一方面也需要以积极的姿态以及更高的价值链分工地位融入新一轮全球化。在本轮全球化中, 中国快速崛起, 一跃成为全球第二大经济体。

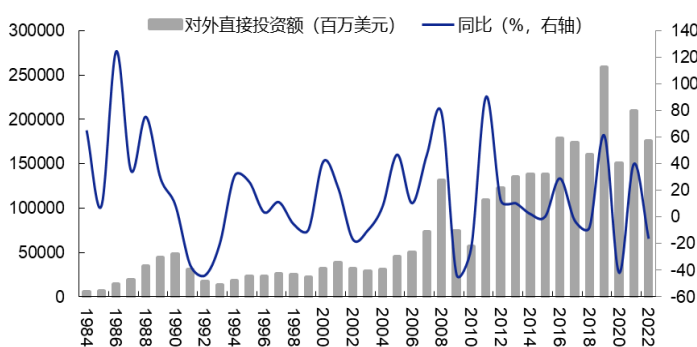
图30. 近代三轮全球化对比梳理

阶段	对比项	第一轮	第二轮	第三轮
全球化阶段	时间范围	18世纪中叶至20世纪20年代 (约100余年)	战后至20世纪70年代 (约30年)	20世纪80年代后期至今 (约35年)
	全球化契机	工业革命	战后经济复兴	全球贸易自由化
	初始主导国	英国	美国	美国
	崛起国	美国、德国	日本	中国
转折点	技术发展	第二次、第三次、第四次技术革命	第三次、第四次技术革命	第五次技术革命
	代表性事件	一战爆发、大萧条	布雷顿解体、石油危机	金融危机、新冠疫情
	时间范围	20世纪10年代中至战争结束 (约30年)	20世纪70年代至20世纪80年代中 (约15年)	从全球贸易占比看2008年开始有所 放缓, 2018年中美贸易摩擦出现
	主导国内部情况	失业人口增多, 前10%人群的收入占 比仍居高不下, 贫富差距仍存	失业率出现自1960年以来最低水平, 原先持续收窄的贫富差距略有扩大	贫富差距持续快速拉大, 失业率整 体中枢下滑
逆全球化阶段 (洗牌调整)	主导国与崛起国产值对比	1915年美对英人均GDP比值达1.06, 在1900年实现超越	1975年日对美GDP比值0.31, 较1960 年提升0.23个点	2018年中对美GDP比值0.68, 较2001 年提升0.55个点
	代表性事件	关税加征为特征的贸易保护	日美贸易摩擦	中美贸易摩擦
	制造能力	英国制造业企业平均研究强度显著落 后于美国	美国制造业增加值占GDP比重快速下 行	美国制造业占比延续下行, 出现一 定的产业空心化问题
	准备与重构阶段 (逆全球化+新一轮全球化前期)	崛起国技术发展 美德主导第三及第四次技术革命	日本积极参与第四次技术革命, 精密 工业制造领域价值链地位加快提升	?
	新产能供应国 (低价值产能转移)	日本、NIEs	中国大陆	
	新需求市场	日本、NIEs	中国大陆	
	崛起国出口对象变化	美洲地区成为新出口市场	对华出口份额快速提升	

资料来源: 世界银行, Our World in Data, Maddison, 安信证券研究中心

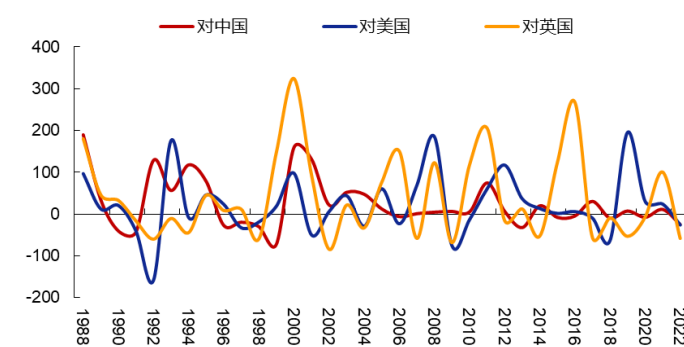
在对外投资方面, 90年代后期日本海外投资再加速, 其中结构层面对华及对美投资有显著大幅增长。整体上看, 90年代日本海外投资呈现出两个特点: 一方面, 90年代前期对外投资显著放缓但95年之后增速再现显著回暖。90年代前期, 日本海外投资增速出现显著放缓, 1990-1995年整体增速中枢约-5.74%, 远低于1985-1989年的54.33%。但90年代后期(1995年之后), 日本海外投资显著回暖, 整体增速中枢回升至8.24%。另一方面, 由总体高增转向结构高增, 其中对华及对美、对东南亚投资增长显著。在90年代前期日本海外投资整体疲软且负增长的背景下, 其对外投资反而出现大规模增长, 1992年-1995年四年延续高增长, 复合增速达92.88%。对美投资在1993年亦出现大幅修复, 同比增长达175.78%, 但1994年再出现回落。

图31. 90年代日本对外投资增速(%)变化



资料来源: 日本贸易振兴机构, 安信证券研究中心

图32. 90年代日本对中国、美国及英国投资增速变化(%)



资料来源: 日本贸易振兴机构, 安信证券研究中心

从下游需求来看, 90年代日本制造业的需求侧普遍疲软, 但高竞争力部门仍存在订单增长。日本双气泡破灭之后, 经济快速步入下行阶段, 伴随工业需求乏力, 整体日本的工业品订单出现显著颓势, 并呈现大面积的负增长或弱增长。但与此同时, 日本半导体制造设备的下游订单却在多数年份均表现亮眼——1993-1995年, 其订单增速分别为67.08%、50.49%、64.36%, 远强于其他工业品同年的订单增长。无独有偶, 日本另一个具备强竞争力的典型产业——汽车产业亦在1990-2010年间的部分年份出现相对较优的订单增长, 1996以及1997年, 其订单增幅分别达到25.85%、19.00%。日本半导体设备及汽车产业的订单亮眼表现一定程度上反映出其在经济下行阶段高竞争力产业的订单韧性优势。

图33. 1990-2010 年日本主要工业产品订单增速 (%)

工业产品	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
锅炉及动力装置	-9.32%	39.12%	-11.47%	13.19%	-4.93%	2.99%	4.66%	-2.67%	-14.51%	-7.88%	-10.17%	34.12%	-36.75%	38.23%	-13.78%	9.14%	32.71%	2.55%	21.26%	-29.21%	21.04%
重型电机	11.33%	4.19%	-4.84%	-4.93%	-6.73%	-4.61%	7.30%	0.45%	-17.67%	-9.03%	2.87%	-8.96%	-6.31%	-4.83%	1.40%	5.75%	15.61%	1.67%	5.94%	-22.24%	11.85%
金属切削机床	11.74%	-18.94%	-39.24%	-24.83%	6.96%	36.41%	19.82%	19.68%	-14.67%	-26.29%	28.86%	-19.34%	-17.60%	23.53%	45.48%	12.21%	2.66%	10.65%	-17.16%	-68.41%	125.89%
轧制设备	-16.30%	29.06%	5.70%	-22.39%	-0.62%	17.52%	8.98%	-18.37%	26.08%	-21.47%	-15.26%	92.67%	-29.22%	0.75%	-23.09%	82.96%	27.92%	-20.56%	12.20%	-11.11%	-10.12%
汽车	17.66%	-17.42%	-23.68%	-34.81%	-6.80%	10.24%	25.85%	19.00%	-22.23%	-26.89%	23.29%	17.22%	-3.22%	15.90%	16.62%	17.99%	-6.21%	-4.99%	-11.66%	-61.50%	54.15%
飞机	57.45%	-2.28%	-0.44%	-2.80%	6.45%	-13.53%	24.83%	10.00%	11.87%	-13.13%	2.78%	-1.98%	-3.62%	-2.65%	17.18%	-9.19%	24.19%	3.30%	6.74%	-23.52%	-1.18%
船舶	9.34%	6.38%	-34.58%	28.16%	-1.02%	-5.37%	15.12%	11.76%	-31.76%	-10.44%	58.98%	-5.32%	-5.33%	46.04%	-0.13%	-5.51%	42.81%	4.45%	-10.52%	-68.89%	55.44%
钢结构	11.65%	2.72%	8.19%	0.38%	-8.85%	4.15%	-7.20%	-1.11%	-2.86%	-18.70%	1.25%	-18.10%	-9.17%	-12.90%	4.21%	-12.60%	-12.87%	-32.05%	70.86%	-23.07%	-15.46%
轴承	5.56%	-4.83%	-5.41%	-5.71%	5.76%	5.33%	1.67%	2.98%	-11.24%	-0.54%	9.26%	-13.74%	9.05%	2.10%	9.15%	2.10%	3.21%	7.49%	-0.77%	-37.98%	47.43%
电线和电缆	11.53%	-3.10%	-8.51%	-3.78%	-4.70%	4.91%	3.39%	0.87%	-14.05%	-5.28%	2.79%	-3.03%	-8.15%	-6.53%	5.79%	11.64%	38.46%	9.13%	-7.27%	-34.27%	20.42%
电子计算机	6.91%	0.59%	-4.48%	-9.65%	-4.81%	-5.22%	16.37%	6.41%	-4.00%	-8.44%	7.09%	5.07%	-9.79%	3.83%	-0.69%	-4.34%	-1.92%	0.79%	-1.87%	-14.15%	-1.21%
通信设备	14.85%	-1.86%	-6.69%	-1.97%	-1.36%	13.12%	28.53%	3.74%	-10.31%	-4.47%	17.68%	-5.21%	-17.91%	17.54%	-2.49%	-26.74%	-13.48%	0.87%	-2.21%	-15.95%	1.00%
电子测量仪器	6.70%	-3.98%	-18.04%	-1.72%	6.78%	18.22%	6.49%	22.22%	-32.65%	16.57%	35.80%	-39.86%	-1.71%	24.56%	19.21%	5.21%	3.92%	-4.86%	-25.77%	-26.63%	26.90%
半导体制造设备	14.06%	-8.67%	-38.77%	67.08%	50.49%	64.36%	-10.55%	13.30%	-50.65%	126.53%	60.90%	-56.71%	34.60%	31.73%	34.78%	-8.45%	40.49%	-20.73%	-16.96%	-46.54%	106.19%
电控气压和液压设备	12.05%	4.70%	-3.84%	-9.07%	5.36%	4.15%	1.55%	1.46%	-14.03%	-3.65%	6.96%	-6.19%	-7.64%	7.93%	4.60%	3.21%	7.56%	8.36%	-6.24%	-28.92%	27.60%
输送、提升、材料装卸机械	22.39%	3.44%	-2.50%	-19.20%	-4.17%	6.89%	1.56%	-2.44%	-24.69%	-6.41%	15.30%	-14.94%	-1.54%	3.52%	18.73%	5.56%	9.79%	4.50%	-4.25%	-40.12%	26.44%
工业机器人	22.12%	-3.30%	-9.47%	-11.56%	6.62%	16.94%	-6.43%	34.09%	-21.76%	25.23%	94.95%	-49.23%	8.02%	35.18%	19.71%	20.41%	8.36%	-0.84%	-18.72%	-55.69%	117.67%
金属加工机械	-8.62%	-21.69%	-2.75%	-21.33%	12.62%	20.51%	-0.24%	-10.41%	-29.75%	-25.58%	29.65%	-10.15%	-21.16%	27.92%	10.38%	7.93%	2.50%	-3.73%	-9.66%	-64.09%	137.74%
化工机械	17.45%	-15.58%	-12.39%	20.13%	-9.72%	6.65%	9.91%	11.35%	-31.85%	-31.27%	14.98%	11.27%	-11.89%	30.76%	3.11%	37.22%	-8.63%	-7.75%	-27.83%	-7.86%	-34.16%
制冷设备	11.94%	5.63%	3.24%	-6.29%	-3.99%	-0.27%	-2.84%	0.01%	-11.47%	-9.85%	2.78%	-0.05%	-0.64%	5.30%	-3.46%	-10.80%	9.86%	5.70%	-2.02%	-23.34%	7.92%
塑料加工机械	6.29%	-10.89%	-21.11%	-9.89%	4.63%	13.27%	14.08%	12.43%	-25.06%	16.25%	13.02%	-34.13%	23.08%	26.93%	0.62%	-1.78%	-0.86%	6.20%	-26.84%	-44.44%	96.95%
纺织机械和缝纫机	12.50%	-4.00%	-7.00%	-28.85%	2.90%	-17.03%	2.45%	29.91%	-52.27%	-21.64%	36.83%	-15.23%	34.42%	-1.45%	-17.00%	3.05%	24.06%	24.88%	-59.76%	-9.35%	107.89%
工程机械	9.08%	-9.56%	-6.03%	-9.78%	7.30%	-1.17%	10.08%	-6.25%	-19.71%	-8.29%	2.92%	-7.85%	-3.52%	20.51%	21.72%	16.02%	18.41%	17.25%	-11.63%	-58.61%	104.81%
挖掘机械	8.15%	8.27%	4.73%	-31.11%	-7.08%	-0.25%	-2.58%	-4.49%	-20.11%	5.94%	-8.75%	-21.22%	-8.68%	-15.63%	30.33%	-1.88%	-35.59%	-5.16%	5.74%	-54.41%	43.25%
精度仪器	3.45%	-3.90%	-35.66%	-3.78%	5.23%	17.91%	13.26%	5.81%	-22.18%	-13.49%	16.06%	-15.76%	-17.52%	20.93%	34.85%	27.14%	8.89%	-13.20%	-4.81%	-31.94%	37.17%

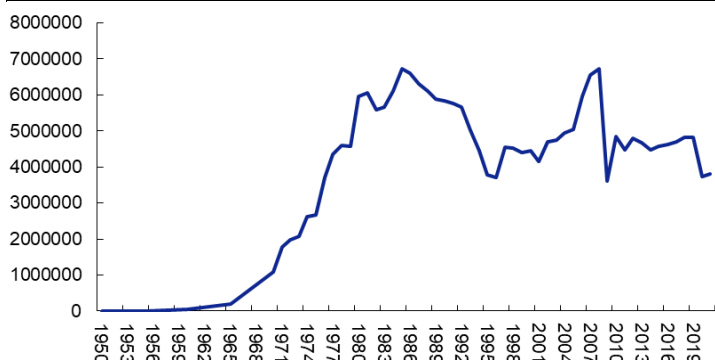
资料来源：日本内阁府，安信证券研究中心

2.1.2. 产业全球竞争力之基于全球比较优势下的汽车产业：贸易摩擦下生产迁移+出口提升，助推丰田等企业做大做强

基于出口的视角，1960年代后期至1980年代中期为日本汽车产业快速发展与全球竞争力大幅提升的阶段，而80年代后期的贸易摩擦与广场协议均对日本汽车出口造成了较大负面的冲击并一定程度上影响其整体全球竞争力。1985年，日本汽车出口数量达近673.05万辆，较1970年增加519.31%。但1986年之后，日本汽车出口持续下滑，竞争力亦边际削弱，1996年日本当年汽车出口较1985年水平大幅缩减44.85%。

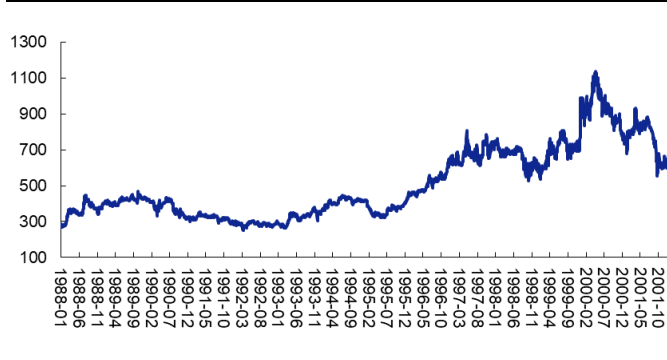
90年代后期，日本汽车以质量再度取胜，94年日本对美国汽车出口自愿限制取消，出口有所回暖，比较优势回升，相关日系车企股价在90年代后期亦出现上行表现。1996年之后，日本汽车出口数据开始回暖，1997年当年出口量达约455.32万辆，同比增长22.67%。同期，主要车企股价亦开始启动，丰田汽车在1995年6月至2000年年末累计涨幅达126.71%。

图34. 1950-2021 年日本汽车出口数量变化 (辆)



资料来源：日本自动车工业协会，安信证券研究中心

图35. 1988 年-2001 年丰田汽车股价变化



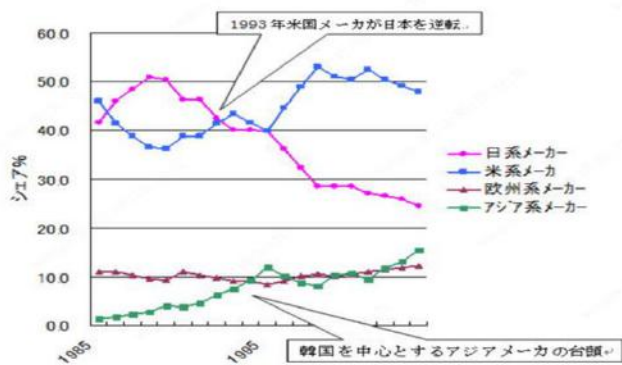
资料来源：，安信证券研究中心

2.1.3. 产业全球竞争力之基于全球价值链下的半导体产业：存储等低毛利环节和产品转移至韩国及中国台湾地区，保留并加强材料、设备制造等高价值链环节，全球价值链提升带动产业全球竞争力提升

1993 年美国重返半导体产业全球第一供应国地位，韩国及中国台湾地区竞争力快速提升。日美半导体协议后，日本半导体在全球市场份额快速下滑，90 年代末降至 28%。1993 年美国市场份额回升至 43%，超越日本的 40%，重返世界第一；Intel 超越 NEC 成为全球第一半导体制制造商。同时，90 年代起，韩国及中国台湾快速扩张，并于 1994 年达到 10% 的总份额，与欧洲水平基本相当。

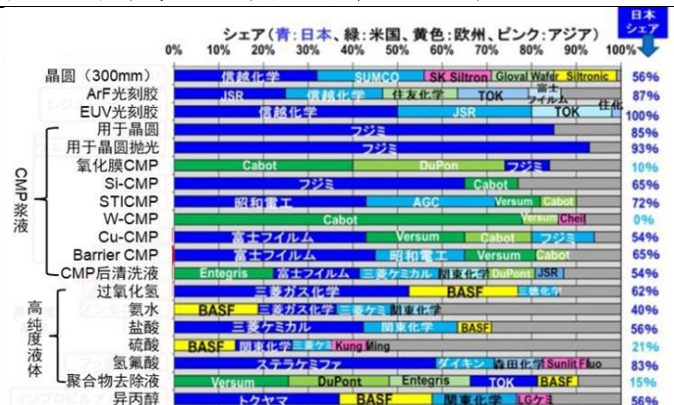
90 年代日本半导体竞争力的边际下滑主要源于 DRAM 环节的竞争力弱化。90 年代 DRAM 出现供过于求，同时韩国加速 DRAM 领域的投资与研发，日本半导体企业在 90 年代末陆续退出 DRAM 领域。2000 年，日本 DRAM 出货份额为 42%，较 1991 年下降 28 pct，并在 21 世纪初正式被以韩国、中国台湾为代表的新兴地区超越。但日本仍紧握半导体产业内的高毛利高价值链地位部门，材料以及制造设备、高端芯片等细分仍维持高竞争力，为重要明星股领域。

图36. 日本、美国、欧洲半导体产业全球市场份额 (%)



资料来源：日本半导体历史馆，安信证券研究中心

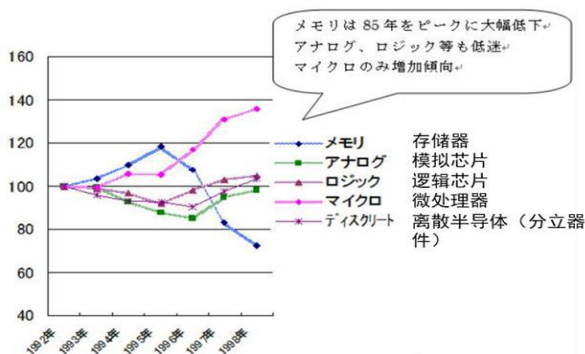
图37. 日本半导体材料于全球市场份额情况 (%)



资料来源：EE Times Japan，安信证券研究中心

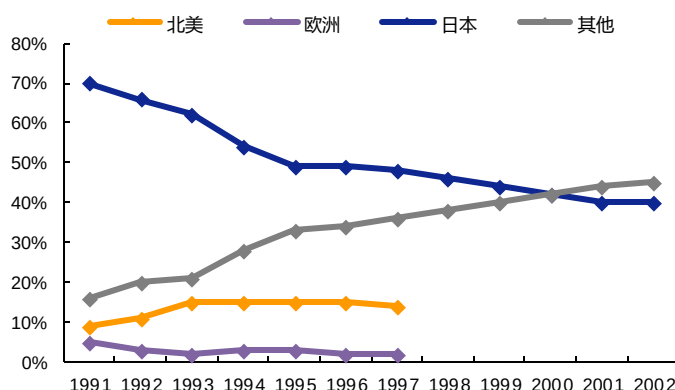
90 年代日本 DRAM 市场份额大降 28 个百分点，被韩国及中国台湾地区加速超越。90 年代，日本存储器产量持续大幅下行。该阶段，韩国及中国台湾地区加速投资研发，竞争力得到大幅提升。相较之下，日本 DRAM 产业竞争力大幅下滑，90 年末多家半导体企业陆续退出 DRAM 领域，2000 年出货份额降至 42%，较 1991 年大幅下滑 28 个百分点。2000 年之后，日本 DRAM 市场份额正式被以韩国及中国台湾为代表的新兴地区超越。

图38. 1992 年后日本半导体分类别产量 (1992 年 =100)



资料来源：日本半导体历史馆，安信证券研究中心

图39. 90 年代全球各地 DRAM 出货份额变化 (%)

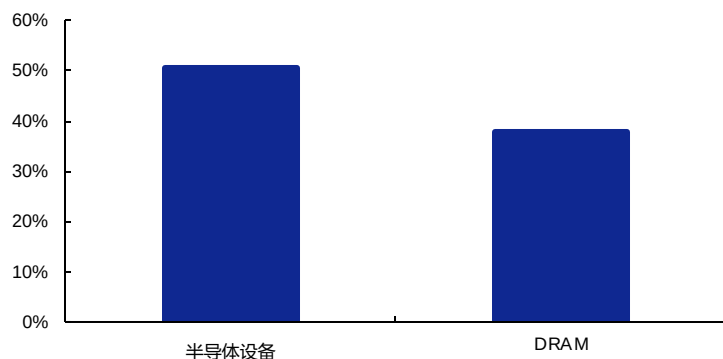


资料来源：Smithsonian Institution，安信证券研究中心
注：其他包括韩国及中国台湾地区等

由于日本仍在设备及材料、高端芯片等高价值链地位高毛利环节葆有强竞争力，故即使其 DRAM 环节竞争力大幅衰退，90 年代日本半导体产业所处全球价值链地位仍是提升的。与半导体设备相较，日本 DRAM 环节属于相对低毛利环节。若以国际龙头厂商毛利水平的视角来

将各环节的毛利水平进行对比，则半导体设备的毛利显著高于 DRAM，属于相对高毛利环节。整体来看，日本在半导体材料以及设备制造领域的竞争力相对较强。

图40. 半导体设备及 DRAM 龙头厂商平均毛利水平 (%)



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

注: 此处以该环节的全球龙头厂商毛利水平指代

图41. 90 年代日本半导体产业毛利率出现显著上行

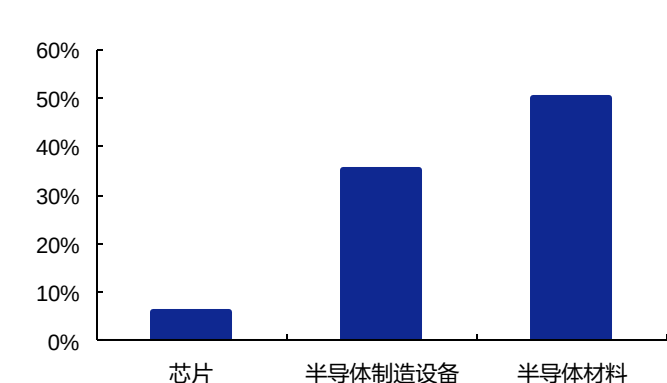
代表性企业	主营业务	90年代初毛利率水平	2000年初毛利率水平	90年代涨幅 (%)
ROHM	电子元件制造与销售	26.38%	50.18%	1742.48
爱德万测试	半导体和组件测试系统	39.44%	51.27%	765.08
Disco 公司	半导体制造设备和精密加工工具的制造和销售	41.11%	50.93%	570.27
信越化学工业	半导体硅片制造和销售半导体硅产品	25.09%	25.29%	168.78
东京电子	半导体制造设备、平板显示器 (FPD) 制造设备、电子部件和信息通信设备	26.90%	31.06%	488.42

资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

日本半导体产业成功的一面集中体现在了设备制造及材料、高级芯片领域，目前仍在全球市场中占有核心份额。据 ITA 估测数据，目前日本芯片（包括逻辑芯片、模拟芯片、内存等）在全球出货量占比约在 6% 左右，半导体制造设备占比在约 35%，而半导体材料占比可高达 50%。此外，日本在 NAND、CMOS 以及功率半导体领域也仍具备强竞争力。

对于半导体设备以及半导体材料领域，90 年代的日本始终重视其价值链提升层面的核心产业全球竞争力的提升。以 CMP 相关设备材料以及光刻胶为例，90 年代日本在 CMP 相关领域始终保持较高的研究强度及活跃性，以 NEC、东芝与富士通为代表，日本企业当时在该领域的研发创新能力领先。此外，光刻胶方面，相比美国，日本公司进入该领域较晚，但仍在 90 年代超越美国成为后起之秀。东京应化于 1968 年研发出首个环化橡胶系光刻胶，于 80 年代进入 g 线/i 线光刻领域；90 年代光刻胶相关的新增日本公开国家与国际专利逐年增长，由 1994 年的 56 件增长至 1999 年的 83 件，均反映日厂在 90 年代后期在光刻胶领域研发能力的提升。

图42. 日本半导体产业中具备全球竞争力的环节目前于全球市场份额 (%)



资料来源: ITA, 安信证券研究中心

图43. 1989-2003 年 IEDM 会议收录的与 CMP 相关的论文数量 (篇, 按公司)

	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03
日立											1		1		1
东芝							1	1		1	1				
NEC					1	1	1	1	2		1	1			
三菱															
富士通							3				1				1
IBM	1	1		1											
英特尔															
美光					1										
Mostek															
摩托罗拉					1	1	1		1		1				
德州仪器										1					
英飞凌															
西门子															
三星						2		2		1		1	1		1
现代															
LG															

资料来源: Tokyo Institute of Technology, 安信证券研究中心

2.2. 消费第四时代：“消费国产平替”与“圈层消费”为 90 年代日本消费产业发展关键词

90 年代的日本恰处于由第三消费社会向第四消费社会拓展阶段，其居民对于平价的需求以及平价国货的供给共同促成日本彼时国货平替的加速。第三消费社会的典型特征为个性化、品牌倾向、大城市倾向、欧式倾向等，日本 70 以及 80 年代的居民消费显著地体现了以上特点。而进入 90 年代后，日本消费开始逐渐出现无品牌倾向、朴素倾向、本土倾向等特点，以上均为第四消费社会的典型特征。故从日本居民消费趋势整体来看，虽 90 年代的日本整体仍处于第三消费社会（1975-2004 年）的时间范畴内，但供需侧均已开始出现显著的第四消费社会特征。因此，在日本的 90 年代，与第四消费时代相关的消费领域细分，如无 LOGO 服饰、平价服饰、平价餐饮、日式餐食、折扣店等均展现了较好的成长性。

图44. 日本四次消费时代划分

时代划分	第一消费社会	第二消费社会	第三消费社会	第四消费社会
时间区间	1912-1941年	1945-1974年	1975-2004年	2005-2034年
经济背景	一战及二战	战败→复兴→经济高速增长→石油危机 大量生产与大量消费	石油危机→低增长→泡沫经济→金融破产→小泉改革	雷曼危机→两次大地震→经济长期不景气不稳定等导致收入减少 人口减少导致消费市场缩小
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
出生率	5	5→2	2→1.3~1.4	1.3~1.4
老年人比率	5%	5%→6%	6%→20%	20%→30%
社会结构	以东京、大阪等大城市为中心的中等阶级诞生	全国约一亿人口中产阶级化	社会差距拉大	M型社会
国民价值观	national 消费属于私有主义，整体来讲重视国家	family 消费属于私有主义，重视家庭、社会	individual 私有主义、重视个人	social 趋于共享、重视社会
消费取向	西洋化 大城市倾向	大量消费 大的就是好的 大城市倾向 美式倾向	个性化 多样化 差别化 品牌倾向 大城市倾向 欧式倾向	无品牌倾向 朴素倾向 休闲倾向 日本倾向 本土倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车 私人住宅 三大神器 3C	从量变到质变 每家数量 每人一辆 每人数辆	联系 几人一辆 汽车分享 住宅分享
消费承担者	中产阶级家庭 时尚男女	小家庭 家庭主妇	单身者 啃老单身	所有年龄层 单一化的个人

资料来源：《第4消费时代》，安信证券研究中心

在日本由第三消费社会向第四消费社会拓展的 90 年代，消费平替的加速成为其消费产业发展的亮点以及重点之一。国货替代实则为国货崛起的其中一个环节。国货崛起为一个广义的概念，按时序看具体可大致划分为：国货诞生→国货加速替代→国货出海。而对于国货替代阶段，产品的平价及高性价比为从需求侧加速其替代进程的重要因素，因此更多地体现在消费平替。而这也是日本 90 年代消费产业国货替代显著加速以及资本市场集中对消费平替定价的原因之一——居民意愿消费单价显著降低，消费侧平价需求与供给侧的平价国货相契合，以优衣库、萨莉亚等为代表的平价国货消费品获得较高成长性体现。

此外，需要强调的是，消费平替不是消费降级。消费平替的本质是在不牺牲幸福感/获得感前提下的高性价比理性消费，与消费降级显著有别。

此外，失业问题叠加资产缩水，90 年代日本消费者消费意愿略有趋弱。从消费者信心指数的视角，1991 年之后，日本的消费者信心指数出现显著下台阶，90 年代整体指数中枢在 42.71 左右，较 82-89 年的 46.62 显著下行 8.39%。此外，从收入增长及就业两个分项指数变化来看，就业问题所致的下行力量更强。

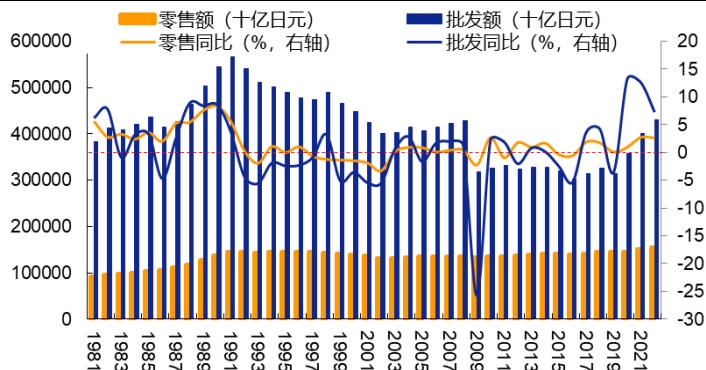
而具体拆分消费结构来看，与批发销售的情况相较，日本彼时的零售消费实则仍相对具备韧性，一定程度上出现弱增长。1991 年之后，日本商业销售额出现大幅下行，1992 年及 1993 年销售额同比增速达-3.38%、-4.80%。其中，零售销售整体相对具备韧性，1990-1999 年增速中枢在 1.11%左右，显著高于批发销售的-0.68%。

图45. 日本消费者信心指数在 90 年代显著趋弱



资料来源：日本内阁府，安信证券研究中心

图46. 日本零售与批发销售变化（十亿日元）

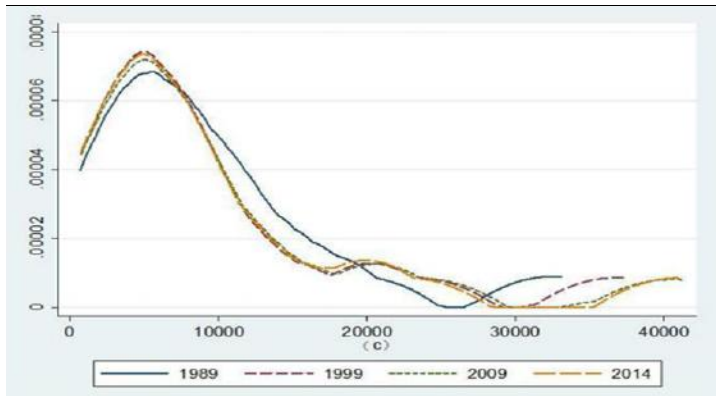


资料来源：日本经济产业省，安信证券研究中心

贫富差距方面，高速经济发展下的一亿总中流社会基本消失，格差社会特征愈发明显，90年代开始最低收入群体及超高收入群体比例均显著提升。战后日本经济在多方因素推动下加速修复，高速发展的经济一定程度上促成了大规模中产的形成，出现“一亿总中流”社会。但经济泡沫破灭之后，日本居民资产迅速缩水，贫富差距开始显著分化。从日本各收入阶层的核密度分布来看，从1989年到1999年，日本社会最低收入群体密度有显著提升，同时超高收入群体的分布密度也有显著右移，尽管期间中低收入群体占比减少而中高收入群体占比上行，但最低收入群体与超高收入群体比例的同时提升也较大程度上反映了90年代日本贫富差距出现了较大的边际变化。

此外，90年代后期区域收入差距显现。从日本各地人均收入比变动情况来看，90年代后期东京都与47都道府县间的人均收入差距显著提升，区域收入差距开始显现。

图47. 1989-2014 年日本不同收入阶层核密度分布



资料来源：《日本平成时期收入差距变动研究》，日本统计局，日本国税厅，安信证券研究中心

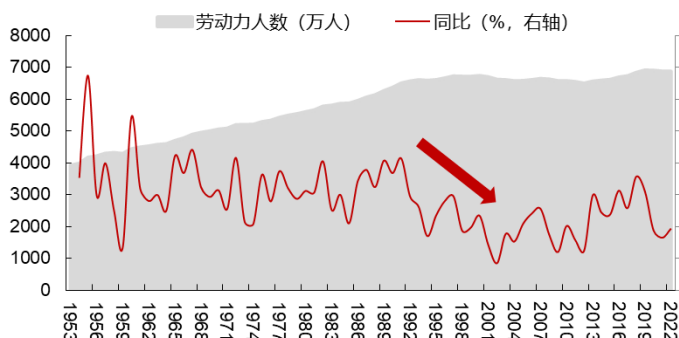
图48. 1990-2013 年日本各地区间人均收入比变化



资料来源：《日本平成时期收入差距变动研究》，日本内阁府，安信证券研究中心

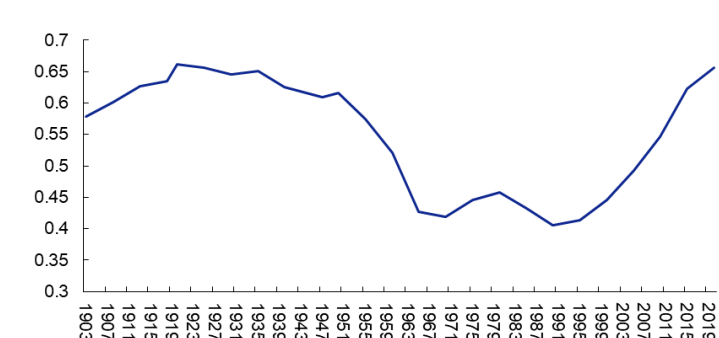
人口结构方面，日本劳动力人口自90年代起增速显著下滑，人口抚养比出现拐点。1991年，日本劳动力人口数达6504万人，同比增速达2.14%，自此之后劳力人口增速持续下滑，1994年出现负增长，90年代其余年份增速均在1%以下。此外，1990年，日本人口抚养比出现向上拐点，之后持续快速提升。整体而言，从人口结构变化来看，90年代日本人口红利结束，社会抚养压力开始陡增。

图49. 日本劳动力人口增速（%）自 90 年代持续下滑



资料来源：日本统计局，安信证券研究中心

图50. 日本人口抚养比在 1990 年出现拐点



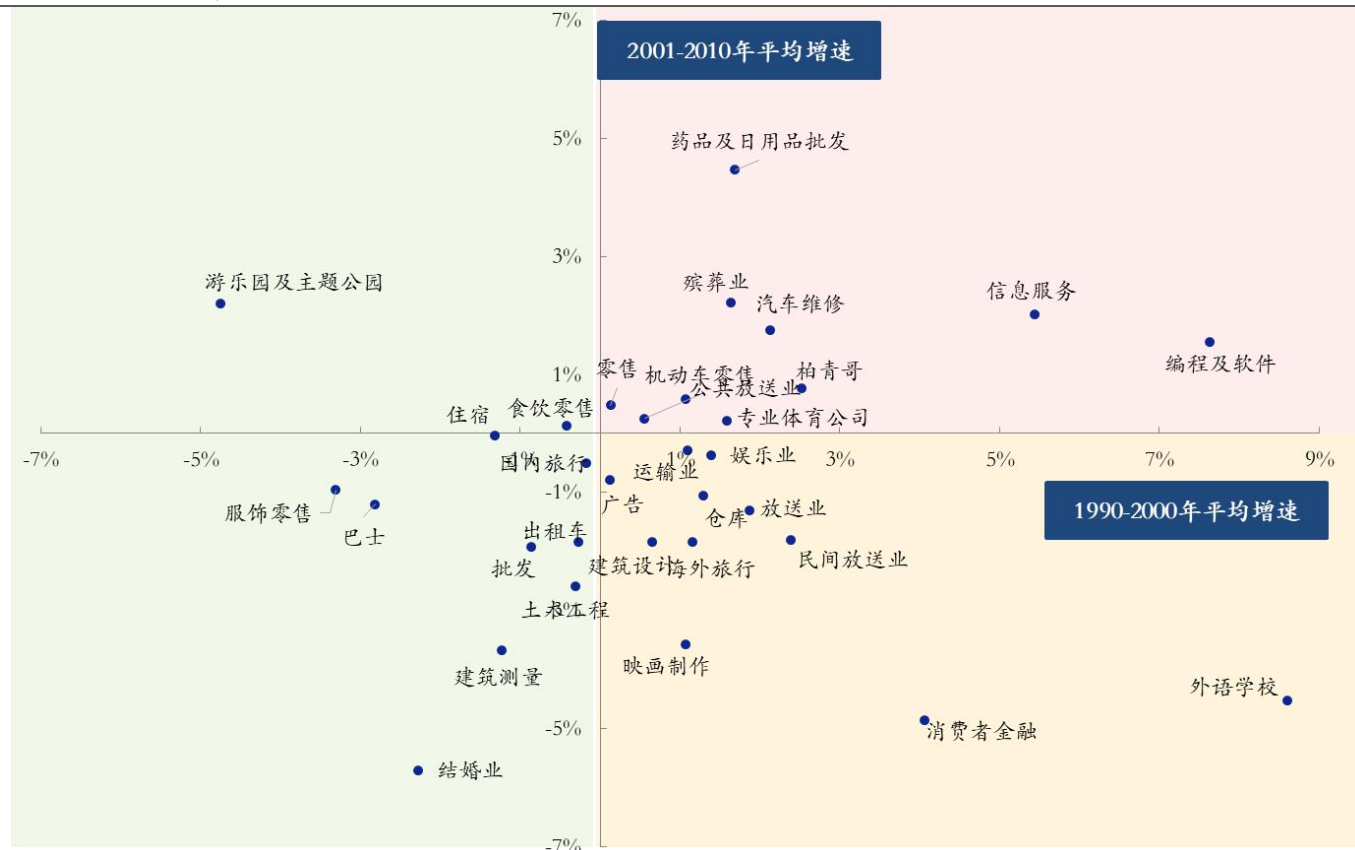
资料来源：日本统计局，安信证券研究中心

整体层面，若以日本产业经济省所披露的产业活动指数来大致看日本第三产业在 90 年代之后二十年中的整体活跃度，具体而言可分为以下三类：

- 1) 在 1990 年之后 20 年景气持续处于相对高位的产业：零售、殡葬业、柏青哥、IT 技术（编程、信息服务等）等。
- 2) 在 90 年代的十年中曾经辉煌一时的行业：消费金融、外语培训、娱乐业、民间放送业、映画制作等。
- 3) 90 年代之后遭遇较大持续冲击的行业：结婚相关行业、出租车、土木工程、建筑测量、批发业等。

而除此之外，日本的移动通信业在彼时也有较好发展。

图51. 1990-2010 年日本各第三产业增速变化一览



资料来源：日本产业经济省，安信证券研究中心

2.2.1. 平价服饰：对应圈层为全社会，重性价比轻品牌，关注折扣店以及百元店
伴随消费者消费倾向的改变，日本平价类服饰企业业绩在 90 年代呈现稳定增长，相关股价也出现显著上行。1996-1999 年，无印良品业绩增速始终保持在 15% 以上，其中 1998 年增速达 22.65%。优衣库母公司迅销集团上市之后股价快速上行，截至 99 年年末涨幅达到 1550.79%，成为 90 年代十倍股之一。

90 年代后日本经济持续低迷，在后续的 20 年间，日本消费呈现显著的平价化趋势，百元店及折扣店井喷。90 年代经济泡沫破灭后，居民消费倾向大幅向性价比方向转变。90 年代后期至 21 世纪，日本百元店井喷出现，行业增长迅速。根据 ABP 数据，1995 年日本百元店市场规模约为 800 亿日元，而 2004 年单单主要企业的规模就已超过 5000 亿日元。

图52. 日本主要百元店销售额变化（十亿日元）

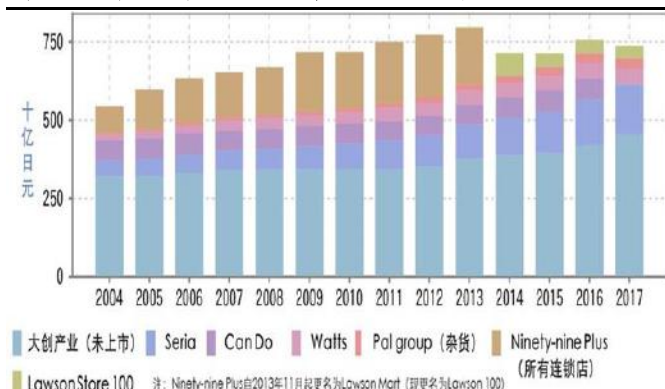
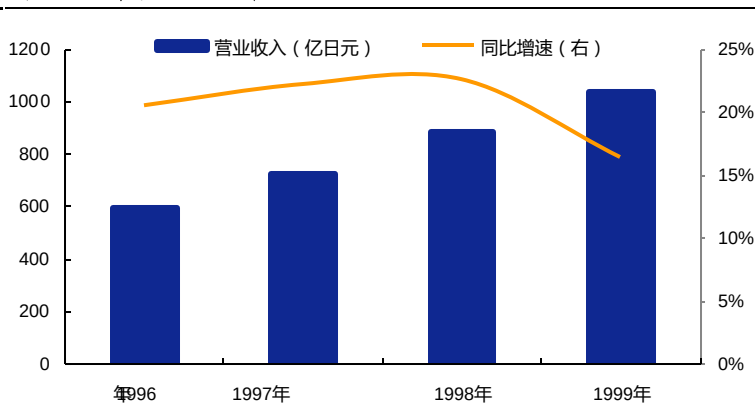


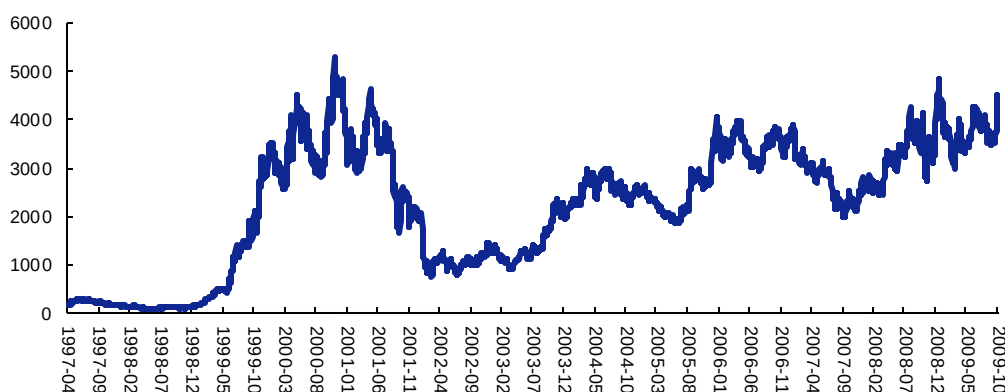
图53. 无印良品 90 年代营收（亿日元）变化



资料来源：ABP, SPEEDA, 安信证券研究中心

资料来源：, 安信证券研究中心

图54. 迅销集团（优衣库母公司）股价变化



资料来源：, 安信证券研究中心

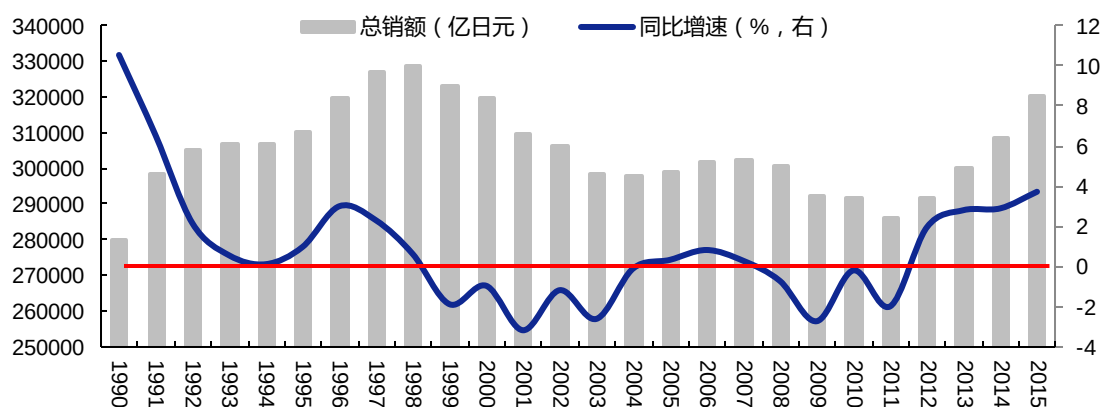
2.2.2. 平价餐饮：对应圈层为中年男性，工作收入预期不稳+生活苦闷降低餐饮单价消费，关注平价西餐和居酒屋

90 年代经济衰退阶段，日本外食产业为少数能够实现正增长的领域之一。1990-1998 年，日本外食销额逐年持续增长，在 9 年间均维持正增速。1990 年，日本外食产业销额达 280169 亿日元，同比增长 10.52%。2000 年当年，日本外食销额达 319804 亿日元，较 1990 年增长 14.15%。

90 年代日本餐饮业客单价出现显著下行，其中快餐及晚餐餐厅下行更为明显。1994 年之后，日本外食产业整体客单价开始下行，1998 年该趋势加剧，1994-2002 年，日本外食产业平均客单价整体下降 12.87%。分具体细分业态看，1994 年-2002 年间，日本快餐产业平均客单价下行最为猛烈，幅度达到 15.37%；晚餐餐厅次之，降幅达到 12.99%。该现象一定程度反映，90 年代日本外食产业中，尤以快餐及西餐为代表，平价化趋势凸显。90 年代日本外食产业的

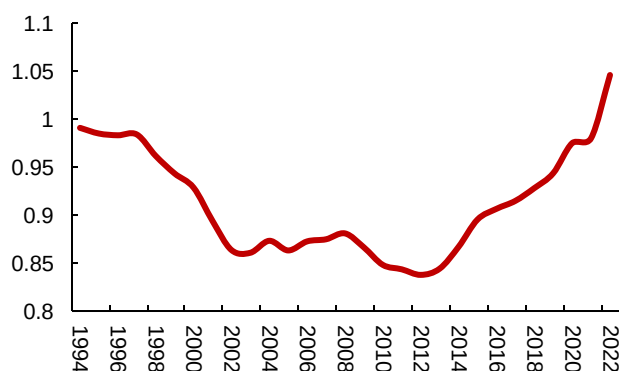
消费者主要为职场人群，彼时由于其整体经济不振、收入不佳导致相关人群对于餐饮的消费单价出现显著的降低。与此同时，基于日本彼时的社会文化来看，职场人群中又以男性为主，在面临解雇率高企、工资降低的双重压力下，中年人群对于居酒屋的消费需求略有上行。

图55. 日本外食业销额（亿日元）与同比增速（%）



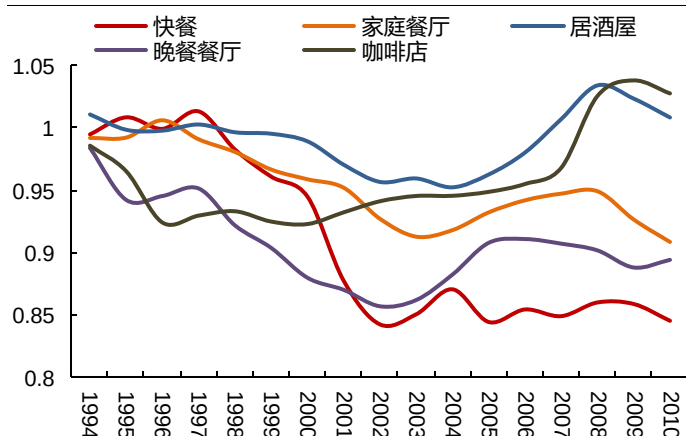
资料来源：日本外食产业协会，安信证券研究中心

图56. 日本外食产业客单价相对变化（1993年=1）



资料来源：日本外食产业协会，安信证券研究中心
注：1993年=1

图57. 日本外食产业细分领域客单价相对变化（1993年=1）



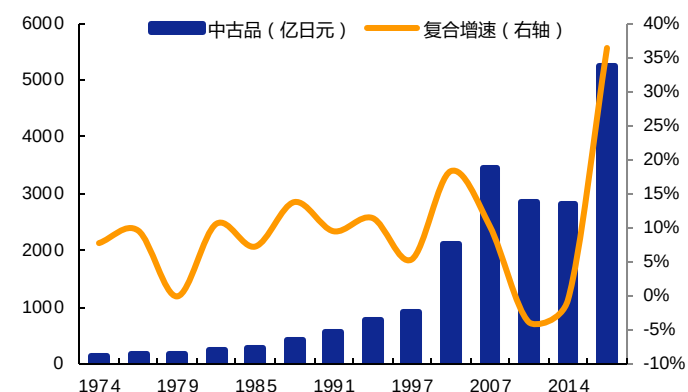
资料来源：日本外食产业协会，安信证券研究中心
注：1993年=1

2.2.3. 中古产业：对应圈层为低收入年轻女性和家庭主妇，高资产变现需求+大量高值奢侈品闲置，二手市场盛行

90年代日本经济快速下行，普遍现金紧缺下提升了居民对于资产变现的强烈需求，此时于80年代泡沫经济时期购置的高值闲置奢侈品便成为可变现资产，日本中古产业（二手奢侈品产业）提速发展。90年代之前的经济高速发展下，日本国民的奢侈品消费达到了空前盛况。90年代之后强变现需求推动日本以奢侈品为代表的中古品产业持续增长。1991年，日本中古品销售额达559亿日元，从1988年起年化增长9.57%，2002年销额达2111亿元，从1991-2002年年化增速达12.84%。

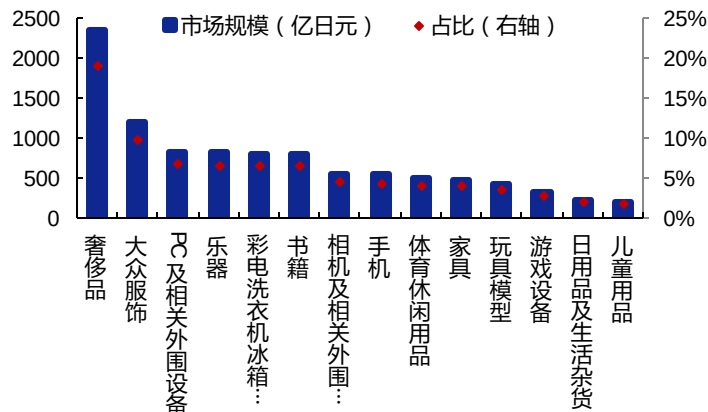
除二手汽车与摩托车外，日本中古品市场主要以奢侈品以及服饰为主。汽车及摩托车仍是日本二手品市场中占据最大比例的商品，分别占比达到56.45%、7.35%，除此之外，小件商品部分主要以奢侈品与服饰为主，在非汽车&摩托车中古品总市场中分别占比达到19.12%、9.83%，主要的消费人群是收入出现边际降低的群体。目前日本仍为全球重要二手流通市场之一，Mecari成功上市，二手电商成为后续中古+互联网的重要载体。

图58. 日本中古品产业规模（亿日元）及增速（%）变化



资料来源：《リユース市場規模調査》，安信证券研究中心
注：此处中古品包括二手服饰、家具、乐器、运动用品、鞋以及二手家电或消费电子，此处统计不包括汽车及摩托车

图59. 日本中古品市场结构



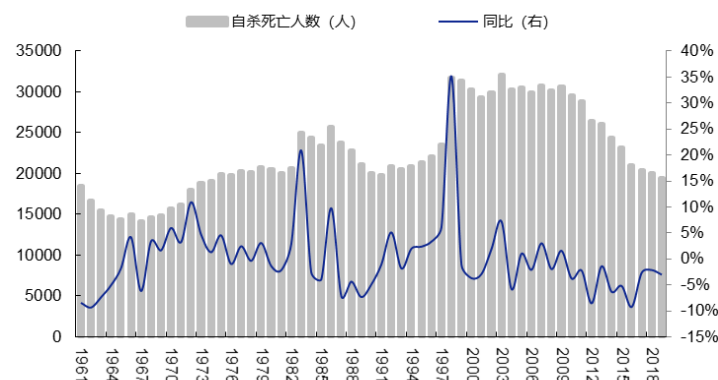
资料来源：《リユース市場規模調査》，安信证券研究中心
注：以上数据已排除汽车及摩托车

2.2.4. 仪式服务：对应圈层为老年人群体，老龄化深化+自杀率增加导致死亡率提升，殡葬业快速发展

一方面，老龄化程度快速提升，孤独死开始成为社会问题。日本于90年代出现人口抚养比拐点，之后该数值快速攀升。另一方面，90年代后经济及就业压力导致社会自杀率显著提升。1992年，日本自杀死亡人数达近2.09万人，同比增长5.12%，1998年自杀人数同比增幅更高达35.16%。

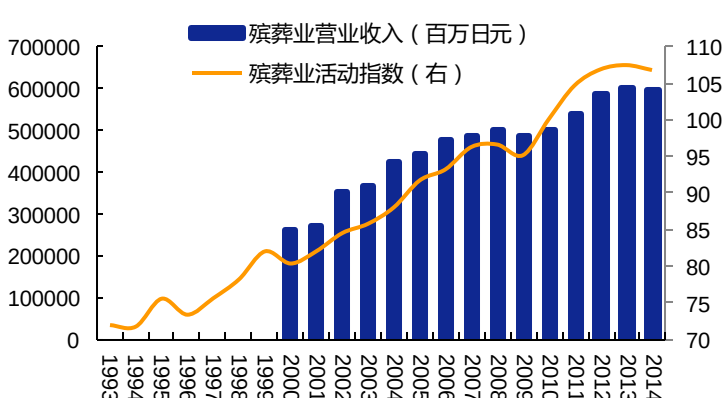
90年代开始日本殡葬业快速发展，直至2013年之后开始放缓。1993年起，日本殡葬业活动指数持续快速上行，90年代活动指数平均增速达1.63%，成为经济衰退阶段少数实现正增长的行业之一。21世纪之后，日本殡葬业发展加快，活动指数平均增速达2.22%。直至2017年，日本殡葬业规模见顶，当年营收达6112.5亿日元。

图60. 日本自杀死亡人数（人）及同比（%）变化



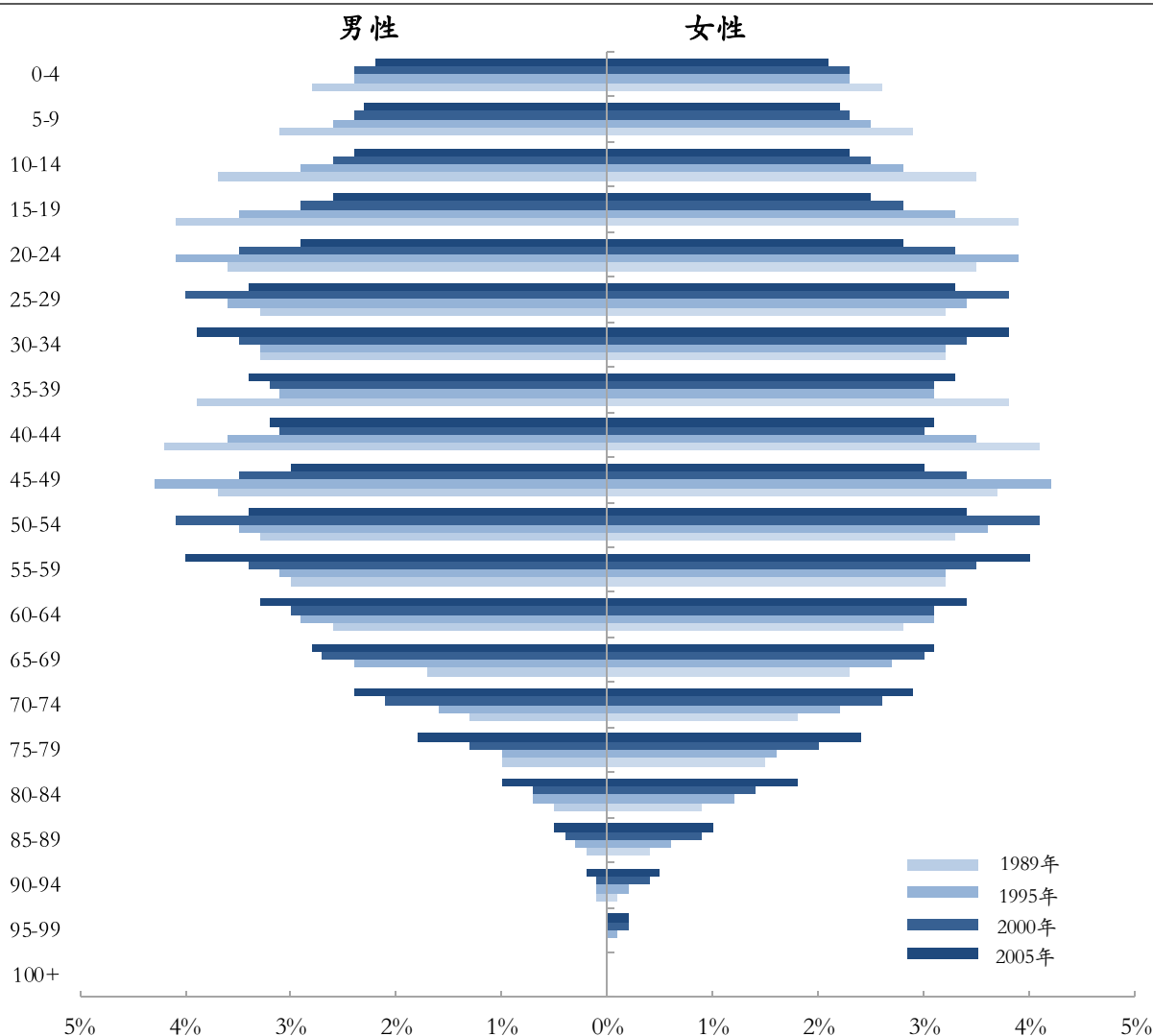
资料来源：OECD，安信证券研究中心

图61. 日本殡葬业营收（百万日元）以及产业活动指数变化



资料来源：日本产业经济省，安信证券研究中心

图62. 日本 80 年底末-21 世纪各年龄层人口分布变化



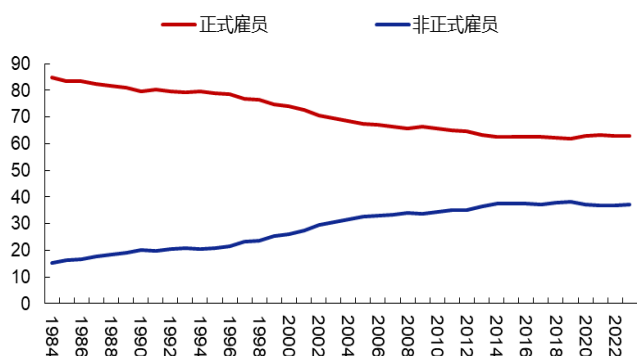
资料来源: Population Pyramid, 安信证券研究中心

2.2.5. 人服产业：对应圈层为失业群体，终身雇佣接近尾声，失业率持续上升+老龄化成为爆发契机

90 年代经济泡沫破灭对企业经营造成压力，日本全社会正式雇员比例开始显著下行。终身雇佣制是日本经济高速发展时期特有的产物，而伴随经济泡沫破裂、企业经营愈发困难、减招与裁员加剧，部分行业的终身雇佣逐渐式微，同时社会正式雇员比例开始加速下行。2000 年，日本正式雇员比例为 73.9%，较 1990 年大幅减少 5.90 pct；之后下行进一步加速，2010 年正式雇员比例仅有 65.7%，较 2000 年下降 8.25 pct。

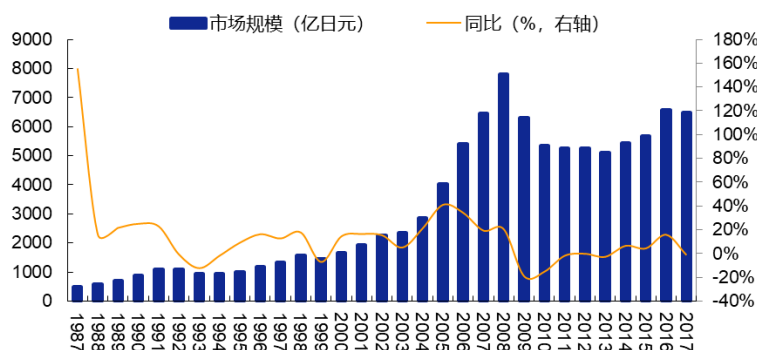
与正式雇员比例下行相对应，日本灵活用工市场规模在 90 年代及 21 世纪初分别获得快速增长。老龄化加深推动日本灵活用工产业发展，90 年代后的经济衰退+持续上升的失业率使得灵活用工市场加速发展。1993 年之后，日本灵活用工市场规模再扩张，1998 年达 1570.6 亿日元，同比增长 17.78%。之后进入 21 世纪，日本灵活用工行业加速增长，2008 年其规模达到 7789.2 亿日元，2000-2008 年复合增速达 21.21%。

图63. 90年代日本正式雇员比例加快下行 (%)



资料来源：日本厚生劳动省，安信证券研究中心

图64. 日本灵活用工产业市场规模（亿日元）及同比 (%) 变化



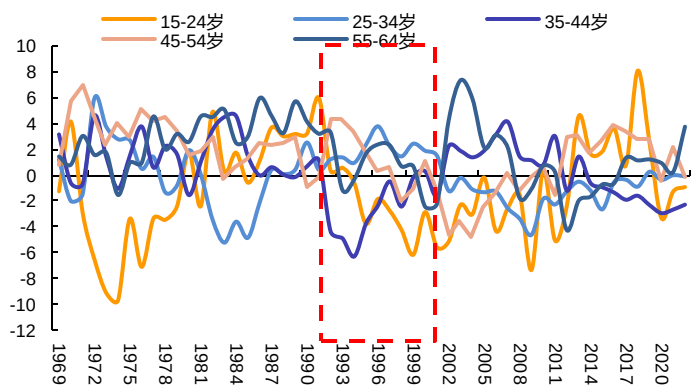
资料来源：JASSA，安信证券研究中心

2.2.6. 职业培训：对应圈层为低学历青年群体和中年失业群体，就业赛道转换产生较大需求

35-44岁中年以及低学历青年为90年代日本失业潮中主要冲击对象，对再就业与就业赛道转换的需求催化职业培训市场扩张。分年龄层级看日本90年代的就业情况：整体而言35-44岁以及15-24岁人群的就业人数出现显著的大幅负增长，失业现象在这两个年龄群体中相对普遍，而相较之下25-34岁人群就业在90年代则基本均能维持正增速。以上两个群体在失业潮中将有再就业需求，从而促进职业培训需求大涨。此外，经济泡沫破裂致使企业大幅缩减员工职业教育支出。

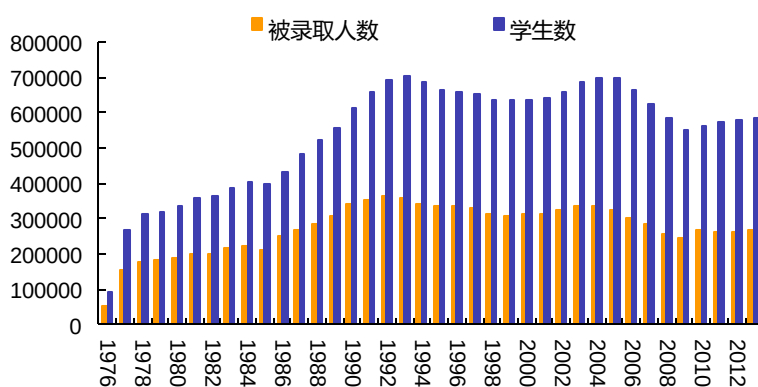
再就业与职业赛道转换需求下，日本专门学校（Senmongakko）在学人数在90年代初期延续快速增长，之后于90年代后期至2005年始终维持于历史高位。1990年之后，Senmongakko在学人数持续快速增加，截至1993年达701649人，较1989年增加25.51%。之后其录取人数以及在学人数始终维持于历史高位水平，一定程度反映彼时职业教育培训的高热度。

图65. 15-24岁以及35-44岁人群在90年代就业出现大幅负增长 (%)



资料来源：日本统计局，安信证券研究中心

图66. 日本职业大学数量及招生数、学生数变化 (人)



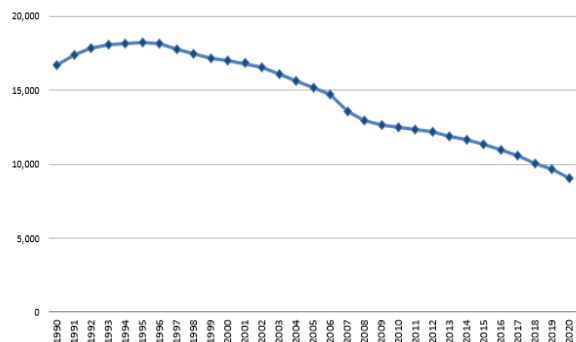
资料来源：NIER japan，安信证券研究中心

2.2.7. 小额博彩业：对应圈层为低收入年轻男性，Pachinko为典型的“口红经济”

90年代日本经济萧条阶段，柏青哥（Pachinko）市场规模及景气持续提升，1995年达到峰值，2000年仍保持于相对高位。泡沫经济破裂的经济下行阶段，博彩业更受大众欢迎，尤其是低收入的男性群体。柏青哥为具有赌博性质的弹珠机游戏，在90年代曾盛极一时，1990年柏青哥店铺数达到17000家，之后在1991-1995年持续上升，1996年之后虽略有下滑但主要是由于店铺大型化所致，1998年之后到2006年柏青哥景气重获快速上扬。截至目前，柏青哥在日本娱乐产业中仍处于重要地位，根据DYNAM JAPAN的数据，2020年日本娱乐部门中柏青哥销售额占比达41%，甚至略高于餐饮服务与酒吧（40%）。

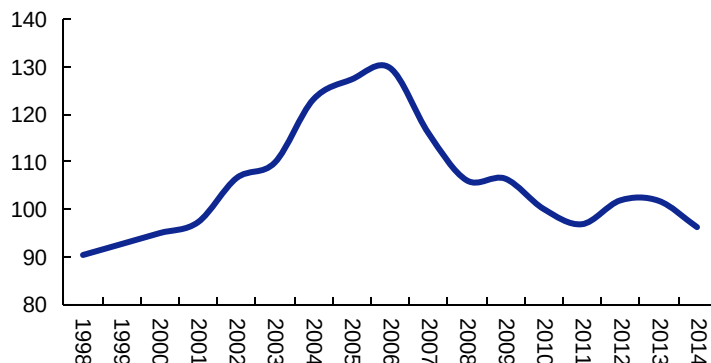
此外，日本彩票业在 1990 年代也出现了阶段性繁荣。作为博彩业的典例，与美国金融危机时期彩票的繁荣类似，日本在 90 年代萧条阶段也出现了彩票销额的持续快速上行，而这一趋势在 98 年金融危机之后再度加强。

图67. 日本柏青哥店铺数变化（间）



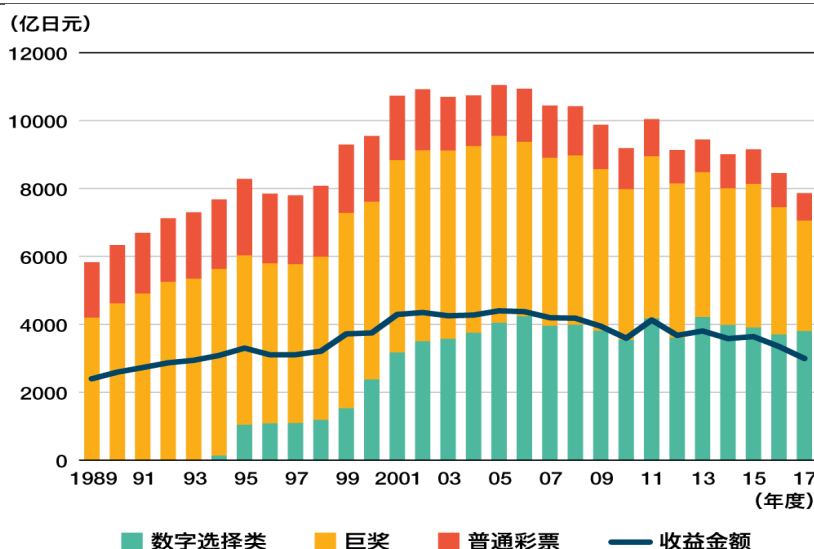
资料来源: Pachinko industry web, 安信证券研究中心

图68. 日本柏青哥景气指数变化



资料来源: 日本产业经济省, 安信证券研究中心

图69. 日本彩票销售额与收益金额变化（亿日元）

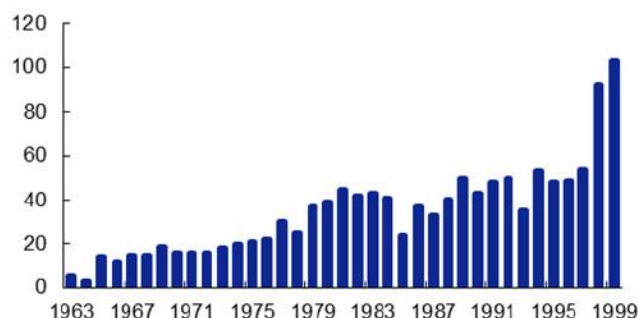


资料来源: Nippon.com, 安信证券研究中心

2.2.8. 娱乐产业：对应圈层为新世代年轻群体，诸多优秀动漫作品涌现，J-POP 进入巅峰期。尽管当时日本经济一片萧条，动漫产业的发展却依旧迅速，每年新作品数量保持增长趋势，甚至开启第二次动画盛世——《樱桃小丸子》、《美少女战士》、《灌篮高手》、《新世纪福音战士》等著名作品都于这一时期播出。

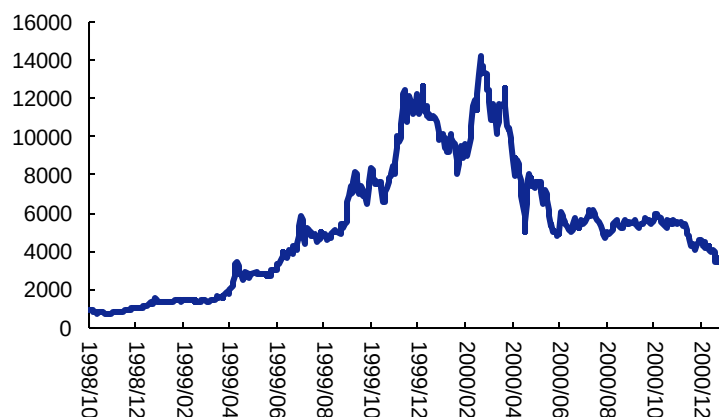
另一娱乐产业细分，流行音乐产业也与动漫产业一样，于 1990 年代迎来其巅峰时刻，其中作为老牌音乐公司的艾回，亦成为日本迷失十年间少有的十倍股标的。90 年代之后，日本与美国共分全球流行音乐市场，甚至成为亚洲流行音乐风向标。90 年代期间，AVEX 自其上市起的不到 10 年间，涨幅共累计达约 1059.88%。

图70. 日本动漫新作品数（部）



资料来源：日本统计局，安信证券研究中心

图71. AVEX 股价变化



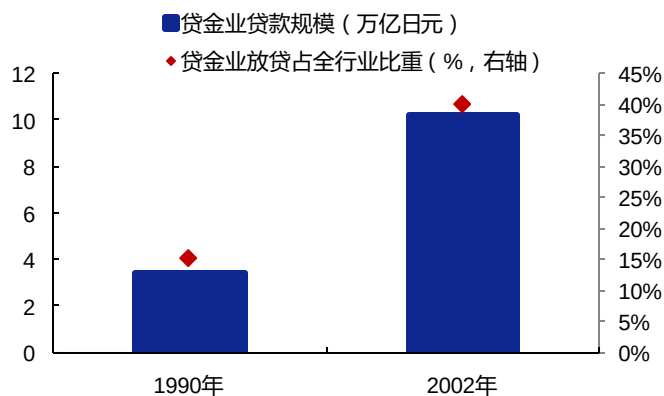
资料来源：英为财经，安信证券研究中心

2.2.9. 贷金业：对应圈层为低收入群体，银行放贷审慎而个人消金需求增加

90年代之后，个人消费贷快速增长，日本贷金业迅速发展，核心企业在90年代末陆续上市并体现逆势上行。90年代，资产泡沫破灭，银行不良率大幅上行的背景下信用快速收紧。从1990年-2002年，日本贷金业出现逆势增长，截至2002年日本贷金业贷款规模达约10.2万亿日元，为1990年的3倍，而贷金在消费金融中的比重升至40%。日本主要贷金公司（武富士、ACOM、AIFUL等）陆续在90年代上市，其中ACOM与AIFUL股价自上市起在90年代持续快速上涨，94年至99年末，ACOM共累计涨幅达184.38%。

经济萧条背景下的贷金业持续发展，导致坏账及不良风险大幅上升，恶性社会事件频发，坏账持续积累，股价下行。后续日本政府严监管落地，行业进入下行阶段，股价开始回落。

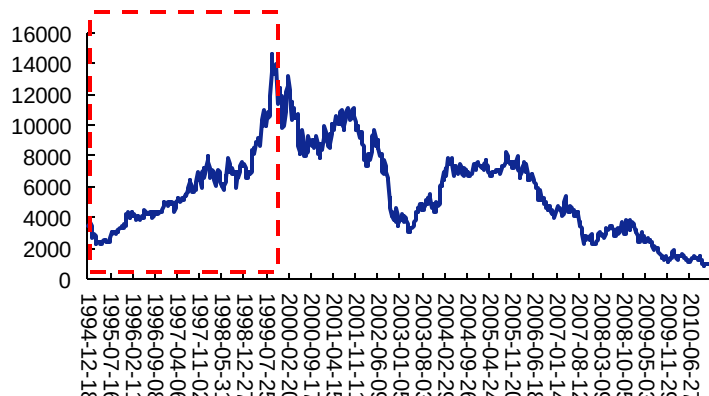
图72. 日本贷金业贷款规模（万亿日元）在90年代增长迅速



资料来源：清华金融评论，安信证券研究中心

注：全行业指消费金融行业，其中包括贷金业、金融机构贷款、信用卡取现

图73. ACOM 股价在90年代快速上行



资料来源：，安信证券研究中心

2.3. 科技“硬件强，软件弱”：资本市场定价主逻辑在于美股映射，与基本面相关性低，中观层面看“硬件强、软件弱”，企业核心竞争力的差异和基本面的兑现并未妨碍定价

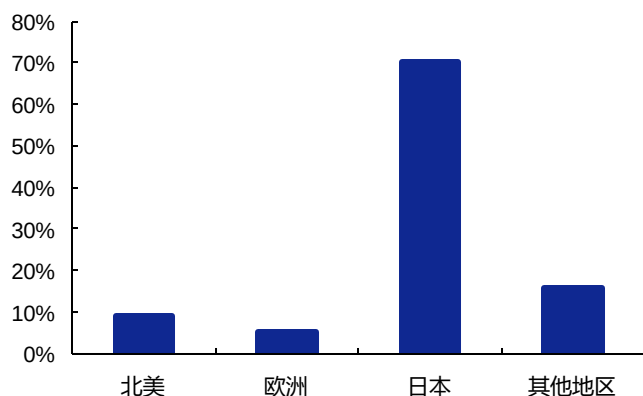
对于日本90年代的科技产业，价格压力以及软件压力成为阻碍日本90年代ICT产业发展的重要因素。软件逐渐成为新技术革命的主要核心所在，得核心软件者得天下；与此同时，对于硬件部门则更加关注制造全球化从而实现降本增效，关键在于掌握生产制造的高价值链环节。

2.3.1. 硬件制造：传统高产业全球竞争力部门，但后期受成本压力及软件压力影响部分产业实力削弱

日本在 PC 产业的发展行列中并不属于落伍层级，相反地，其在计算机硬件制造方面的实力于全球居于先进水平。1981 年，IBM 发售 PC 且在全球市场畅销，个人 PC 产业开始加快发展。次年，日本 NEC 公司亦推出 PC-9800 系列的个人 PC，迅速占领日本计算机市场半数以上份额。1985 年，日本东芝公司推出世界第一台笔记本电脑 T1100；1991 年，东芝再设计推出世界上首台可商用彩色 TFT 显示屏本 T3200SXC。日本东芝成为 90 年代全球顶级的 PC 制造商。

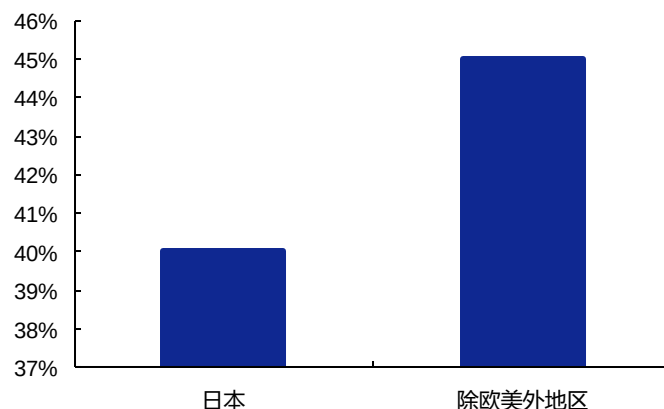
虽彼时日本在硬件制造领域具有高产业竞争力，但由于其思想相对固化，对全产业链自产较为执着而相对排斥全球发包的形式，90 年代其以 DRAM 为代表的部分硬件制造产业由于生产成本以及生产效率的问题开始显著落后于韩国以及中国台湾等地区。80 年代的日本在 DRAM 环节具有高产业全球竞争力，彼时在美国大型机市场中，日本的 DRAM 制造占有绝对优势水平。1991 年，全球 DRAM 市场份额中日本占比仍高达 70%，与除北美、欧洲、日本外的其他地区市场份额差距高达 54 pct。但后续互联网浪潮的到来，新一轮科技革命对于产品生产效率和成本以及对需求的迭代相应速度提出了更高的诉求，同时个人计算机渗透率的快速提升也带来硬件产业全球化水平分工机制需求的大幅上行。故此时，仍未大规模推行硬件全球化生产机制的日本有所落败。1991-2000 年，其 DRAM 产业于全球市场份额大幅下滑，2000 年与非北美、欧洲及日本地区市场份额整体持平，为 42%，较 1999 年大幅下滑 28 pct。

图74. 1991 年世界各地 DRAM 出货份额对比 (%)



资料来源：Smithsonian Institution，安信证券研究中心
注：其他包括韩国及中国台湾地区

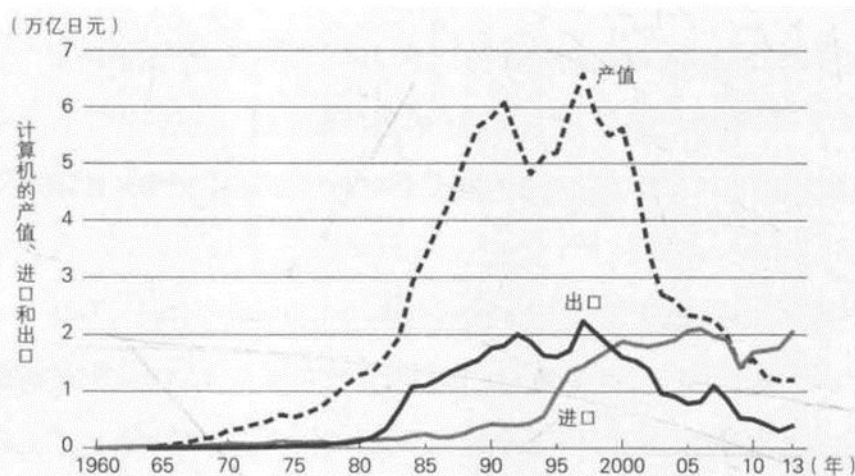
图75. 2002 年日本以及非欧美其他地区 DRAM 出货份额对比 (%)



资料来源：Smithsonian Institution，安信证券研究中心
注：其他包括韩国及中国台湾地区

日本软件发展的欠缺也对其硬件产业（如个人电脑制造）以及其他制造类产业造成了较大的影响，而彼时的汽车以及电气产业由于价格以及软件压力均较小，整体受影响不大。80 年代，日文处理的需求构成了海外 PC 品牌进入日本市场的障碍，日本以 PC-9800 为代表的本土机型占据主导地位。除了个人计算机外，由于日文处理的需求，日文文字处理机也成为彼时在日本市场较受欢迎的产品，对于文字处理的需求使得日文处理机带动日本个人 PC 产业快速发展。但 90 年代之后，ows 操作系统的出现使得 DOS/V 与 9800 在日文处理方面的使用体验无太大差别，装有 ow 系统的个人电脑逐渐成为主流，日本在软件方面的发展落后导致了其 90 年代个人计算机制造业产值增长显著趋缓并在之后开始下滑。

图76. 日本计算机（电子计算机及相关产品）产值和进口、出口的年度变化（万亿日元）



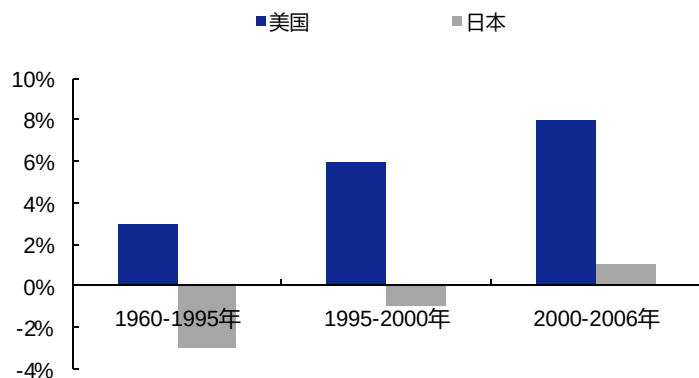
资料来源：《日本电子产业兴衰录》，经济产业省，财务省，安信证券研究中心

2.3.2. 软件开发：90 年代海外品牌大幅进击日本市场，强开发弱创新为特点

一方面，日本仍以大型机时代的标化思维进行软件产品研发，导致 90 年代后在海外厂商崛起出海之时本土市场的自有品牌份额难以确保。大型机时代对于好软件的定义在于合乎标准及规范，但后续互联网浪潮兴起，进入个人 PC 时代，该时期对于好软件的定义不仅在于合乎标准，更在于从需求侧出发进行创新研发。根据 Cole 和 Nakata 的统计数据，日本软件产业投资比例在定制类型的软件层面总体占比高达 90%，与美国的 71% 有显著差距。这一区别也反映了日本软件开发的思路更多是基于已有目的进行定制化开发，而非通过创新创造新需求（如美国诸多互联网企业），日本软件产业强开发而弱创新的特点表现显著。

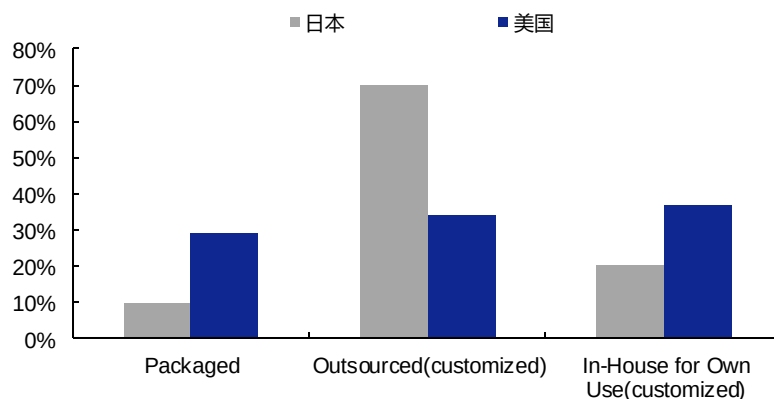
另一方面，缺乏需求侧的软件创新思维导致 90 年代互联网浪潮中的日本软件产业整体依旧处于对美国模仿跟随的状态，进而致使其软件层面话语权偏低，而未在软件领域形成强全球竞争力也导致了日本未能在此次的 PC 互联网浪潮中掌握核心主导权。一定程度上也由于日本标化的硬件思维，日本软件产业缺乏基于需求侧出发柔性创新的思维，导致在个人 PC 时代其软件产业的发展大幅落后于美国。从美日软件对全要素生产率的贡献来看，1995-2000 年，美国贡献率为 6%，而日本软件对其本土全要素生产率的贡献却为 -1%。90 年代日本对于互联网的发展亦更多属于对美国的学习跟随，如 1997 年的乐天、2000 年的 Japan Net Bank。

图77. 美国与日本软件对全要素生产率贡献对比（%）



资料来源：Kazuyuki Motohashi, 36 歳，安信证券研究中心

图78. 日本及美国不同类型软件投资占比（%）



资料来源：Cole & Nakata，安信证券研究中心

3. 日股 90 年代定价：科技股美股映射>制造业全球竞争力>消费股第四时代（消费的平替）>高股息策略

与其 90 年代的低迷经济以及产业发展相一致，日本股市在 90 年代整体普跌。但其中，以半导体、汽车、机械制造为代表的高产业全球竞争力的制造业部门，以及以平价服饰、平价餐饮等国货平替为代表的消费领域，和以美股映射为主逻辑的部分科技股仍在 90 年代的日股中具有亮眼的超额表现，且亦诞生了如迅销、泉盛、丰田等为代表的明星股。通过对日本 90 年代的股市，尤其是明星股的定价表现进行复盘，我们总体得到了以下启示，其中亦包括对于制造业全球竞争力、消费国货平替以及非技术主导国的科技股定价规律。

图79. 90 年代日股整体表现



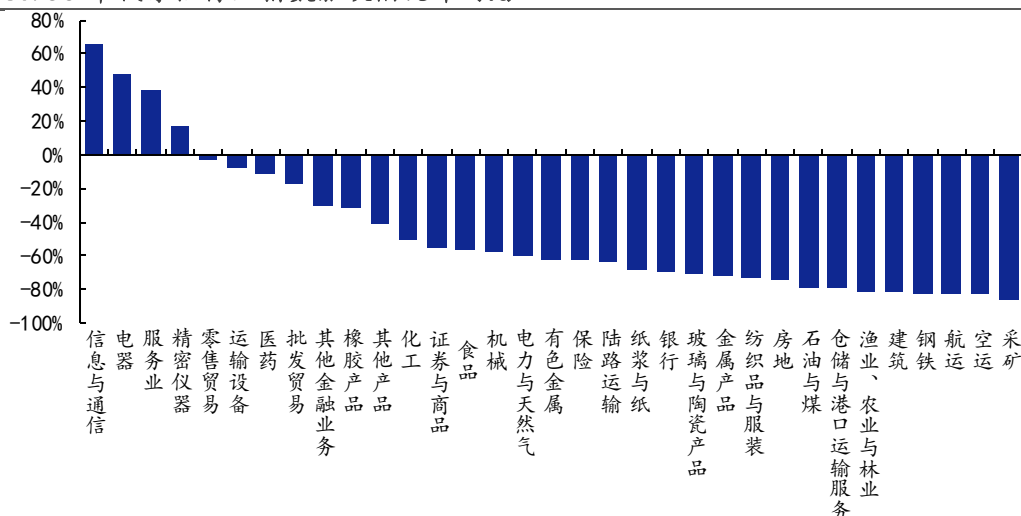
资料来源：，安信证券研究中心

3.1. 启示一：90 年代日股普跌的产业解释为贸易限制及自身科技创新滞缓对于产业转型升级的制掣

基于日股 90 年代的历史经验来看，90 年代日本股市以跌势为主，1990 年 1 月日经 225 触顶后开始快速回撤，在整个 90 年代累计跌幅达 50.39%，核心矛盾在于资产负债表的衰退，对于资产负债表衰退核心界定在于信贷的快速收缩以及银行不良率的攀升。从产业的角度进行解释，主要原因是日本在 90 年产业转型升级遭遇贸易限制与自身科技创新滞缓，原有优势产业逐步被韩国、中国台湾和中国大陆追赶，过程伴随企业家精神在社会情绪低迷环境下的消逝。从行业角度来看，仅少数行业能够维持上涨，信息与通信、电器以及精密仪器、平价消费与娱乐服务业为日股 90 年代四大正收益行业，高收益集中在制造业全球竞争力、消费第四时代（消费的平替）与科技美股映射三个重要领域，形成在经济持续下行过程中，少数行业获得持续定价，其他领域呈现波段行情，行业间定价明显分化的行情特征。

从整体行业涨跌的视角来看，90 年代日股仅有少数行业维持上涨，其中信息与通信服务业涨幅整体相对最强。信息与通信、电器、服务业和精密仪器等在 90 年代全程仍能维持整体上涨，其中信息与通信类平均涨幅能达到 65.26%。从行业涨跌的视角，也反映了日股 90 年代科技股美股映射（信息与通信行业）、制造业全球竞争力（电器、精密仪器行业）以及消费股第四时代（服务业）三大产业发展主题。

图80. 90年代东证行业指数涨跌幅统计 (%)



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

3.2. 启示二：90年代日股的核心在于大盘价值+小盘成长

基于日股 90 年代的历史经验来看，在经济增速下行+外围贸易封锁+支持中小企业发展呈现大盘价值+小盘成长双主线行情，最终通过十年如一日的安倍经济学奏效后恢复至大盘成长的定价。具体而言：90 年-97 年受日美贸易摩擦影响，GDP 显著下滑，进入以大盘价值高股息为主的行情；95 年在寻找新的经济增长点时，日本相关中小企业促进政策密集出台叠加美股映射，推动以小盘成长为主的行情。2000 年到 2006 年，日本经济再次面临增长瓶颈之后出现大盘价值高股息+小盘成长并存行情，金融危机过后全球流动性进入到了宽松周期，2012 年开始“安倍经济学”在日本落地，以持续强刺激为核心的安倍经济学奏效之后市场定价重新回到大盘成长风格为主。

90 年代后日本经济增速显著下滑，经济向技术密集型驱动转型，同时中小企业发展支持政策接连推出，经济整体处于停滞阶段，直到 2012 年“安倍经济学”之后略有改善。日本是当前东亚地区最为发达的经济体之一，其在 20 世纪 80 年代之后进入到了“失去的三十年”，美国与日本新兴战略行业发生贸易冲突，日本接连败退。本土优势产业被迫向海外进行产业转移，中小企业遭受打击，80 年代后中小企业歇业率超过开业率，90 年代后日本 GDP 出现显著下滑。日本经济开始向技术密集驱动转型，接连推出中小企业发展支持政策。由于经济发展整体上处于停滞的状态，股市在这一阶段整体表现低迷并经历了一段漫长时间的转型过程，一直到 2012 年“安倍经济学”的提出，整体日本经济才完成结构转型，正式走出表现低迷的阶段。

基于配置角度，1990 年之后日本的股市整体呈现的是大盘价值（1991-1996 年）→小盘成长（1997-2000 年）→大盘价值+小盘成长双主线（2000-2005 年）的时序特点。1991-1996 第一阶段日本经济结构主要体现出资产负债表衰退的特征，核心跑赢的风格是大盘价值，核心特征在于非金融企业部门金融净资产比例迅速上升（比例由-5%上升至 5%左右）。1997-2000 年由于全球权益市场出现了互联网泡沫，日本股市的核心定价转为小盘成长，到 2000 年-2005 年的阶段，非金融企业部分的资产负债表进一步呈现出收缩的态势，市场行情的表现呈现出大盘价值+小盘成长双主线跑赢的特征。金融危机过后全球流动性进入到了宽松周期，2012 年开始“安倍经济学”在日本落地，经济结构性转型升级之后市场定价重新回到大盘成长风格为主，日经 225 指数在 2023 年中回到 30000 点的自 1990 年以来的高位。

图81. 日本宏观与市场风格



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图82. 日本市场风格复盘

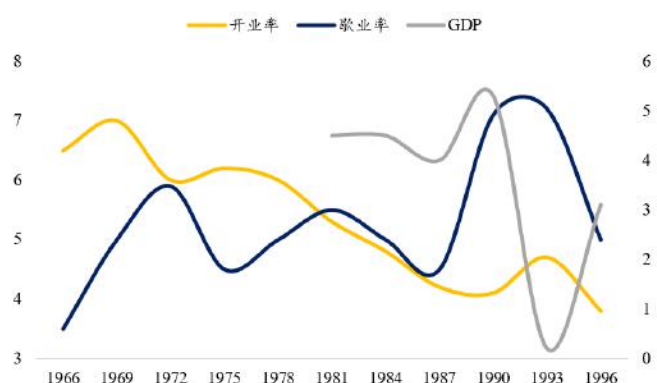


资料来源: wind, 安信证券研究中心

日本在 1990 年代后至 1997 年呈现了显著的大盘价值占优的特点。在 1990-1997 这段时间主要市场的核心定价在大盘价值。当时日本经济增速迅速下台阶，平均增速从上一个 15 年的 4.30% 滑落至 1.75%，整体的权益市场出现了大幅度下跌，日经 225 指数迅速由 38000 点下探至 17000 点，跌幅接近 60% 左右，这一阶段当中，除小盘个股存在机会之外，指数层面来看大盘价值相对抗跌。我们选择 1994 年之后的大盘价值指数考察，从 1994-1997 年，大盘价值指数涨幅 19.43%，同期东证指数涨幅 7.10%，出现较为显著的跑赢现象。

1997 年之后互联网泡沫映射至日本使之体现了显著的小盘成长占优行情。对于小盘成长而言，主要的指数涨幅来源于 1997 年之后的全球互联网泡沫。1995 年开始，IT 部门的资本积累对于经济增长的贡献从上一个 10 年的 0.35% 提升至 0.77%，期间小盘成长指数涨幅为 40.44%，同期大盘成长涨幅 0.48%。除此之外，于此期间，整体小盘成长指数跑赢的时间段在于：自 70 年代以来，在寻找新的经济增长点时，日本相关中小企业促进政策密集出台。在此期间，代表小盘成长的日经 500 指数相对大盘的日经 225 指数显著跑赢，产业主题投资受到市场追捧，作为上一个时代的增长引擎的大盘成长轰然倒下，小盘成长扛过大旗，成为进攻的新方向。

图83. 日本 70 年代开始企业开业率下降，歇业率上升，90 年代 GDP 下滑 (%)



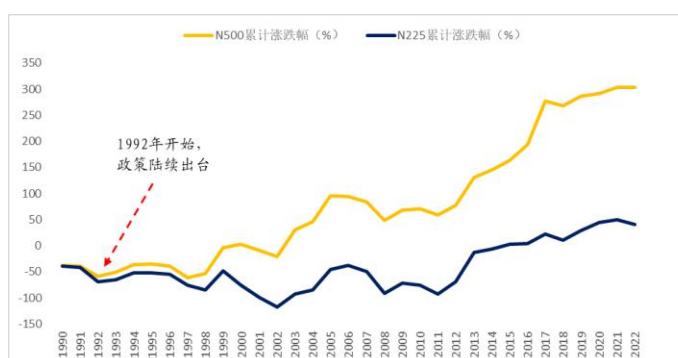
资料来源：、安信证券研究中心

图84. 90 年代开始，日本中小企业促进政策频繁推出

年份	中小企业相关政策	政策主要内容
1992	《关于特定中小企业集中的临时措施法》	推动中小企业集中布局
1993	《中小企业顺利进入新领域的法律》	帮助中小企业加快事业转换的进程
1995	《关于促进中小企业创造性事业活动的临时措施法》	进一步支持中小企业的创业、技术开发的活动
1997	《关于特定产业集中的临时措施法》	将基础技术型产业的中小企业列为重点资助对象
1998	《新事业创造促进法》	全面支持中小企业的创业、新事业开拓
1999	新《中小企业基本法》	进一步转换政策理念，鼓励竞争和创新精神
1999	建立“中小企业技术创新制度”（SBIR）	为中小企业提供资金补贴、税收减免等优惠，鼓励开发新技术
2005	《新产业创造战略》	对从事新兴产业的中小企业，在产学研合作、专利申请、融资等方面给予重点资助
2006	《中小企业制造基盘技术高度化法》	支持企业制造技术革新，强化中小制造业的国际竞争力
2007	《地方产业集聚及活化法》	鼓励不同领域的中小企业通力合作

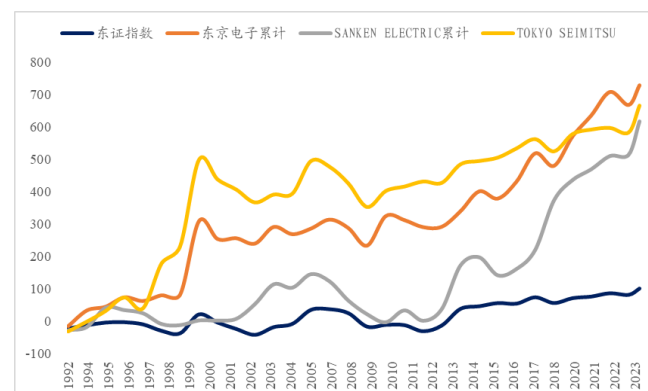
资料来源：、安信证券研究中心

图85. 政策出台后小盘成长迅速走强



资料来源：、安信证券研究中心

图86. 尤其成长电子行业个股表现亮眼



资料来源：、安信证券研究中心

3.3. 启示三：科技股美股映射>制造业全球竞争力>消费股第四时代（消费的平替）>高股息策略

基于日股 90 年代的历史经验来看，在 90 年-92 年在日本进入泡沫破裂的阶段，日经指数猛烈下跌的过程，高股息策略是明显占优策略。就区间整体超额收益排序来看，90 年代明星

股中科技股美股映射>制造业全球竞争力>消费股第四时代(消费的平替)>高股息策略。其中, 1993-1997 年宽幅振荡期间, 就超额收益排序来看, 区间科技股 (45.41%) (主要为具备竞争力的硬件端, 此时非美股映射逻辑)>制造业全球竞争力 (31.56%)>高股息策略 (9.12%)>消费股第四时代(消费的平替) (4.19%); 在 1998-2000 年, 受益于美股互联网的兴起, 科技股美股映射大规模兴起, 就超额收益排序来看, 区间科技美股映射 (174.25%)>消费股第四时代(消费的平替) (41.43%)>制造业全球竞争力 (18.93%)>高股息策略 (9.92%)。

图87. 90 年代日股各类超额统计 (%)

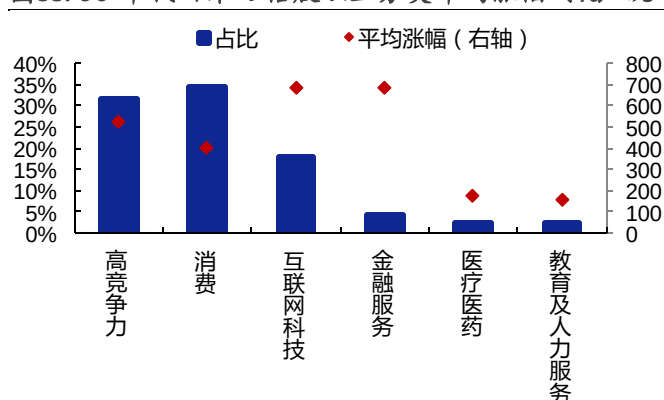
时间	科技股美股映射	制造业全球竞争力	消费股第四时代 (消费的平替)	高股息策略
1990-1992年	-5.68%	5.53%	1.99%	15.01%
1993-1997年	45.41%	31.56%	4.19%	9.12%
1998年-2000年	174.25%	18.93%	41.43%	9.92%
1990年代整体	114.35%	38.90%	25.25%	22.51%

资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

此外, 我们基于明星股的口径进行统计, 也能够得到类似的结论。通过对 90 年代日股涨幅在 1 倍以上的标的做简单统计, 从类型来看, 90 年代的 10 年间, 股价出现翻倍增长的日股主要集中于:

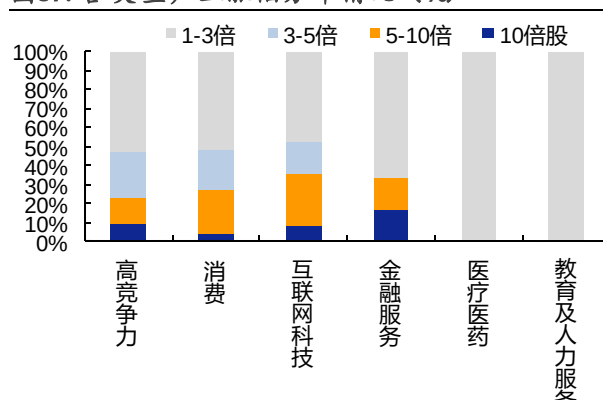
- 1) 科技股美股映射: 对于科技股的定价核心在于互联网浪潮中美股映射, 在 90 年代整体具备最高平均涨幅。90 年代日本的 IT 企业股价也取得亮眼的表现, 如雅虎日本为 90 年代最强涨幅股。整体互联网科技板块标的在明星股中平均涨幅达到 688.49%, 占明星股比例为 17.86%。
- 2) 制造业全球竞争力: 对于制造业定价核心在于全球竞争力。如电子 (ROHM、TOKYO SEIMITSU 等)、汽车 (丰田等)、机器人 (有信精密) 等。高竞争力产业为 10 倍股中占比最高的领域。该领域企业在 90 年代平均涨幅为 528.08%, 整体占日本翻倍股比例为 31.43%。
- 3) 消费股第四时代: 对于消费定价核心在于国货平替与情绪寄托消费。消费股在明星股中占比约 34.29%。该领域企业在 90 年代涨幅均值为 400.65%。若将医疗医药及人服亦考虑入消费大类, 则广义消费股在 1 倍股中占比较高。娱乐产业为 90 年代日本的另一结构性亮点, 且出现十倍股 (AVEX)。

图88. 90 年代日本 1 倍以上分类平均涨幅 (%) 统计



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图89. 各类型产业涨幅分布情况 (%)



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

3.4. 启示四：制造业产业全球竞争力和消费平替是 90 年代日股中能够有效获得高收益的主要群体

基于日股 90 年代的历史经验来看, 制造业产业全球竞争力和消费平替是获得高收益的主要群体。基于 10 倍股的视角, 平均涨幅科技股美股映射 (9946.28%)>制造业全球竞争力 (2774.77%)>消费股第四时代 (1206.29%); 从数量占比层面, 制造业高竞争力占比较大,

占 90 年代日股十倍股的 40%。基于 5 倍股的视角，平均涨幅科技股美股映射（2786.58%）>制造业全球竞争力（1493.59%）>消费股第四时代（800.92%）；从数量占比层面，制造业高竞争力与消费股第四时代占比较高，均占 90 年代日股五倍股的 32%。基于 3 倍股的视角，平均涨幅科技股美股映射（2050.26%）>制造业全球竞争力（909.31%）>消费股第四时代（632.56%）；而从数量占比层面，制造业高竞争力占比较高，达 35.44%，次之为消费股第四时代，达 34.15%。基于 1 倍股的视角，平均涨幅科技股美股映射（688.49%）>制造业全球竞争力（528.08%）>消费股第四时代（400.65%）；从数量占比层面，制造业高竞争力依旧占比较高，达 33.86%，次之为消费股第四时代，达 33.53%，科技股美股映射占比达约 19.64%。

图90. 日股 90 年代 5 倍股统计

标的代码	日企	涨幅 (%)	核心主营	类型
4689.T	雅虎日本	18,180.00	互联网搜索服务提供商	互联网
9435.T	光通信	7,206.39	通信相关产品	高竞争力
9984.T	软银	2,520.12	移动通信服务；海外投资	金融服务
8871.T	GOLDCREST	1,779.87	房产销售、规划、租赁	地产
6963.T	ROHM	1,742.48	电子元件制造与销售	高竞争力
9613.T	NTT DATA GROUP	1,712.56	IT服务	互联网
2593.T	伊藤园	1,352.70	茶叶及饮料生产销售	消费
6981.T	村田制作所	1,137.88	电子零部件	高竞争力
7860.T	AVEX	1,059.88	娱乐产业，包括音乐制作、电影发行、粉丝俱乐部运作等	消费
6482.T	有信精密机械株式会社	1,012.34	机器人及相关设备	高竞争力
7445.T	RIGHT ON	992.04	休闲服装	消费
7453.T	良品计划	914.88	自有品牌商品零售	消费
9715.T	TRANSCOSMOS	892.34	一站式外包服务	互联网
4684.T	OBIC	874.14	IT服务	互联网
9983.T	迅销有限公司	853.89	服装业务	消费
4704.T	趋势科技	833.90	计算机与互联网安全	互联网
7550.T	泉盛控股株式会社	821.84	餐饮，日本快餐龙头	消费
7729.T	TOKYO SEIMITSU	820.22	半导体制造设备；精密测量设备	高竞争力
7522.T	WATAMI	814.89	餐饮，包括居酒屋、便当外卖等	消费
7937.T	Tsutsumi珠宝有限公司	793.69	珠宝首饰	消费
8570.T	永旺金融服务株式会社	793.09	信用卡、消费信贷等	金融服务
6857.T	爱德万测试	765.08	半导体和组件测试系统	高竞争力
4716.T	ORACLE	718.89	IT服务	互联网
4687.T	梯适息软件株式会社	711.88	系统开发	互联网
6594.T	日本电产	646.96	电动机马达及相关零件与设备	高竞争力
9478.T	SE HOLDINGS AND INCUBATIONS	634.50	出版；软件研发销售	互联网
4680.T	ROUND ONE	620.88	休闲娱乐设施与场馆	消费
6146.T	DISCO	570.27	半导体制造设备和精密加工工具的制造和销售	高竞争力
7532.T	PAN PACIFIC INTERNATIONAL	553.34	大型便利店及折扣店	消费
8227.T	岛村有限公司	551.49	服饰零售	消费
4921.T	FANCL	547.72	化妆品及营养补充品	消费
4919.T	MILBON	534.67	美发用品	消费
7282.T	丰田合成有限公司	531.40	汽车零件和光电产品	高竞争力
9449.T	GMO网络集团株式会社	521.05	互联网服务	互联网
7292.T	MURAKAMI	502.87	汽车后视镜、精细玻璃；外墙、玻璃等	高竞争力

资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图91. 日股 90 年代 3-5 倍股统计

标的代码	日企	涨幅 (%)	核心主营	类型
4726.T	软银科技株式会社	490.03	电子商务	消费
8035.T	东京电子	488.42	半导体制造设备、平板显示器（FPD）制造设备、电子部件和信息通信设备	高竞争力
9766.T	科乐美集团	483.85	数字娱乐（主要为游戏）；健康部门（体育俱乐部、健身器材、保健饮品等）；赌场部门（老虎机等）；游戏机械（老虎机等）	消费
7864.T	FUJI SEAL INTERNATIONAL	447.59	包装业务	消费
9831.T	山田控股株式会社	445.09	电器及家用信息电器	高竞争力
6861.T	KEYENCE	441.97	自动控制设备，测量仪器，信息设备和其他电子应用设备以及相关系统	高竞争力
6971.T	京瓷	435.01	精细陶瓷；半导体零件；精细陶瓷应用产品；电子设备段（陶瓷电容、钽电容）等	高竞争力
9682.T	DTS	421.20	IT服务	互联网
1379.T	HOKUTO	416.75	蘑菇生产与销售	消费
7581.T	萨莉亚株式会社	413.30	平价意大利餐饮	消费
7867.T	TOMY COMPANY	412.89	玩具	消费
9438.T	MTI	410.00	内容发布业务	消费
9749.T	FUJI SOFT	408.41	IT服务	互联网
7455.T	PARIS MIKI	399.30	眼镜零售	消费
6888.T	ACMOS	384.00	IT服务	互联网
9759.T	NSD	360.52	IT服务	互联网
6278.T	UNION TOOL	360.51	切割工具制造与销售	高竞争力
7715.T	NAGANO KEIKI	356.79	压力表，压力传感器和测量控制设备	高竞争力
6806.T	HIROSE ELECTRIC	343.96	连接器制造和销售	高竞争力
6976.T	太阳诱电	342.31	电子元件部门以及光学媒体等	高竞争力
4708.T	RELIA	341.98	电话营销	消费
4626.T	TAIYO	326.67	应用于电子元件的化学品的制造和销售	高竞争力
2224.T	COMO	321.37	制造和销售长寿面包	消费
6758.T	SONY	317.20	用于消费，专业和工业市场以及游戏机和软件的各种电子设备，仪器和设备的开发，设计，制造和销售	高竞争力
9347.T	NIPPON KANZAI	303.87	管理和监督从事办公楼、住宅小区、环境设施和房地产资金管理等	地产
6134.T	FUJI	301.78	电子零件装配机械；机床；控制设备；电子电路板的合同生产和软件开发	高竞争力

资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图92. 日股 90 年代 1-3 倍股统计 (1)

标的代码	日企	涨幅 (%)	核心主营	类型
2910.T	ROCK FIELD	292.21	预制菜	消费
7451.T	三爱食品株式会社	289.96	食品批发, 包括加工食品; 冷冻食品; 酒精饮料; 糖果等	消费
4674.T	CRESO	288.32	IT服务	互联网
4651.T	SANIX	281.25	卫生管理	环境管理
9887.T	松屋食品株式会社	279.66	以松屋为代表的日式快餐店	消费
6592.T	MABUCHI MOTOR	272.76	小型电机生产销售	高竞争力
8591.T	欧力士	270.15	融资租赁和金融工具的销售; 汽车租赁服务; 测量设备租赁等	金融服务
6273.T	SMC	264.75	气动产品; 过滤设备等	高竞争力
9735.T	西科姆	264.45	安全服务	安全服务
6987.T	新光电气工业	258.05	半导体封装	高竞争力
7599.T	IDOM	253.95	二手车销售	消费
8742.T	FUJITOMI SECURITIES	253.57	投资及金融相关业务	金融服务
6874.T	KYORITSU ELECTRIC	251.04	智能工厂自动化(F/A)系统业务	高竞争力
7571.T	YAMANO HOLDINGS	245.09	主要经营美容院, 销售运动用品, 日本服装、西服、床上用品及健康用品	消费
9404.T	NIPPON TELEVISION	241.18	广播电视	消费
6817.T	SUMIDA	238.15	电子元器件	高竞争力
6702.T	富士通	237.99	IT服务	互联网
8218.T	KOMERI	236.85	家居中心业务	消费
9962.T	三佳集团	233.53	自动化相关零部件; 金属模具; 电子部件等	高竞争力
7596.T	UORIKI	227.59	新鲜鱼类和肉类的零售与批发	消费
7690.T	JAPAN MEDICAL DYNAMIC MARKETING	225.67	医疗设备供应商	医疗医药
6999.T	KOA	223.12	电子元件制造与销售	高竞争力
6804.T	HOSHIDEN	214.87	电子元件的制造和销售	高竞争力
9739.T	NSW	213.97	IT服务	互联网
7552.T	HAPPINET	197.18	玩具; 生产和销售视频和音乐软件; 视频游戏硬件和软件; 玩具自动贩卖机等	消费
7585.T	KAN-NANMARU	194.38	加盟餐厅	消费
4681.T	RESORT TRUST	191.46	会员酒店	消费
9433.T	KDDI	189.16	通信服务	互联网
9037.T	HAMAKYOREX	188.78	物流中心以及汽车货运业务的第三方物流(3PL)业务	物流服务
7741.T	HOYA	188.69	多元化跨国公司, 高科技和保健产品的供应商	互联网、消费
7433.T	HAKUTO	187.47	电子元件, 电气电子设备和工业化学品	高竞争力
9603.T	H.I.S.	185.14	旅游业务	消费
9889.T	JBCC HOLDINGS	183.66	IT服务	互联网
6875.T	MEGACHIPS	181.67	电子元件和系统机械的大规模集成系统(LSI)等	高竞争力
9064.T	大和控股	179.82	物流递送服务	物流服务
9610.T	WILSON LEARNING WORLDWIDE	179.32	教育、人力资源开发服务	人力资源及教育
3593.T	HOGY MEDICAL	174.97	医疗用品	医疗医药
9684.T	SQUARE ENIX HOLDINGS	174.20	电脑游戏; 游乐设施; 漫画杂志、书籍和游戏相关书籍等	消费
6425.T	UNIVERSAL ENTERTAINMENT	173.48	柏青嫂和弹珠机; 线上棋类游戏等	消费
6762.T	TDK	171.84	电子元件制造与销售	高竞争力

资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图93. 日股 90 年代 1-3 倍股统计 (2)

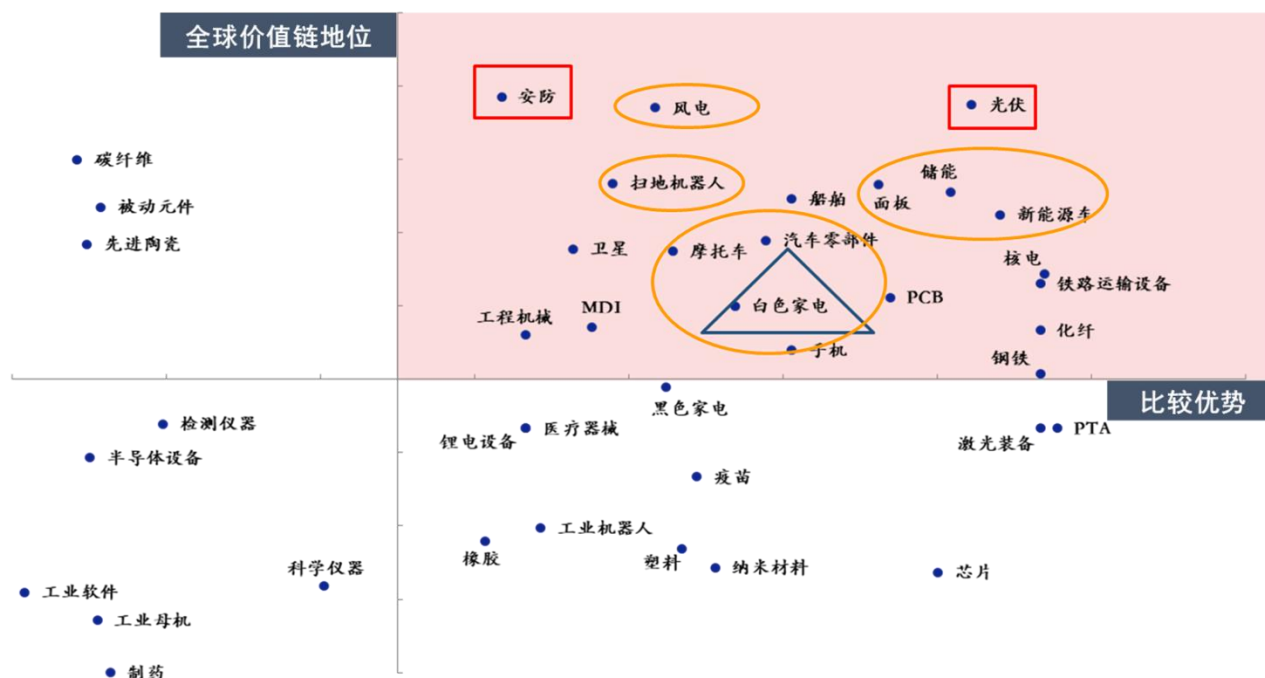
标的代码	日企	涨幅 (%)	核心主营	类型
6328.T	EBARA JITSUGYO	170.35	臭氧、水处理、养殖场等相关设备	环境管理
4063.T	信越化学工业	168.78	聚乙烯, 苛性钠; 功能化学品; 半导体硅片制造和销售半导体产品; 稀土磁体, 发光二极管(LED)的包装材料等	高竞争力
6988.T	日立电工	168.61	基础功能材料; 信息功能材料; 印刷电路材料; 加工材料; 半导体相关材料; 医疗相关材料和聚合物分离膜等。	高竞争力
9948.T	ARCS	168.01	超市业务	消费
7614.T	OM2NETWORK	166.33	肉类零售	消费
9719.T	SCSK	164.61	IT服务	互联网
9843.T	NITORI HOLDINGS	159.88	家具和室内用品	消费
7203.T	丰田汽车	158.88	汽车	高竞争力
6881.T	KYODEN	158.56	印刷电路板(PCBs)的生产和销售	高竞争力
7040.T	SUN-LIFE	156.37	酒店和婚礼服务、葬礼和佛教布道服务、护理服务和相关服务等	消费
8113.T	UNICHARM	155.32	婴儿护理产品, 女性护理产品和宠物护理产品	消费
9783.T	BENESSE HOLDINGS	153.85	私立预科学校; 海外儿童函授教育; 食品送货上门; 老年之家; 家庭护理服务; 护理培训和托儿管理等	教育服务
4686.T	JUST SYSTEMS	148.00	IT服务	互联网
8572.T	ACOM	142.31	无抵押贷款和信用卡服务, 个人消费金融	金融服务
7751.T	CANON	138.72	生产影像与信息产品	高竞争力
4502.T	武田药品工业	137.14	医药制药	医疗医药
7859.T	ALMEDIO	135.65	测试磁带和测试光盘的开发、制造和销售; 为数字多功能光盘(DVD)验证实验室和BD测试中心提供测试服务等	高竞争力
7602.T	CARCHS HOLDINGS	132.42	汽车相关业务	高竞争力
2830.T	AOHATA	129.93	果酱、燕麦、糖果、糕点、特种制品等食品	消费
2815.T	ARIAKE JAPAN	129.50	天然调味料的生产和销售	消费
6996.T	NICHICON	128.74	电容器和变压器的制造和销售	高竞争力
8595.T	JAFCO GROUP	126.23	私募股权投资业务	金融服务
7267.T	本田	123.67	汽车及摩托车制造	高竞争力
4678.T	SHUEI YOBICO	120.33	补习班经营	教育服务
4666.T	PARK24	120.13	停车场业务	其他服务
9436.T	OKINAWA CELLULAR TELEPHONE	117.30	通讯业务	互联网
6965.T	HAMAMATSU PHOTONICS	113.53	光电倍增管, 成像设备, 光源, 光半导体元件, 图像处理和测量设备的制造和销售	高竞争力
4676.T	FUJI MEDIA	113.20	广播电视媒体	消费
7731.T	尼康	113.00	图像和视频设备的制造和销售	高竞争力
7601.T	POPLAR	112.23	以快餐, 加工食品, 易腐食品等为主的市售型及社区型便利店	消费
4719.T	ALPHA SYSTEMS	109.30	IT服务	互联网
9799.T	ASAHI INTELLIGENCE SERVICE	109.10	IT服务	互联网
4452.T	花王	107.58	美容护理业务, 人类健康护理业务, 布料及家居护理业务(统称为消费品业务)及化学业务	消费
1762.T	TAKAMATSU CONSTRUCTION	106.00	建筑业务	地产
3420.T	KFC	105.88	建筑材料的销售、设计和安装, 以及进口、设计和安装防渗透板和防水板等	地产
7518.T	NET ONE SYSTEMS	103.96	网络集成和增值服务	互联网
7593.T	VT	102.18	汽车销售; 汽车租赁; 汽车出口	高竞争力
7545.T	西松屋连锁店株式会社	101.45	以“NISHIMATSUYA”为名的专业连锁店的运营	消费
4659.T	AJIS	100.73	库存服务以及与销售业务相关的其他外围服务	物流服务

资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

3.5. 启示五：大盘成长定价胜负手在于产业全球竞争力

基于日股 90 年代的历史经验来看, 大盘成长的定价胜负手在于产业全球竞争力。按照安信策略“渗透率、市占率和替代率”为核心的三率体系产业赛道研究框架, 大盘成长在经济预期向上过程和经济增长中枢稳定时期的核心定价抓手在于产业生命周期(渗透率)和行业竞争格局(市占率)。在经济进入下行周期的时间段, 在低负债经营稳健的前提下, 大盘成长维持相对高增速需要出口敞口的支持, 对应企业不出海就出局, 日本企业丰田是典型案例, 产业全球竞争力成为大盘成长定价的核心抓手, 对应的核心研究命题是如何预判各领域龙头公司能够在未来全球产业布局中获得巨大成功。

图94. 产业全球竞争力二维判断图



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

3.6. 启示六：制造业产业全球竞争力定价=高产业全球竞争力+顺利走出去+普遍需求+已经历过价格战/产业厮杀出清

基于日股 90 年代的历史经验来看，对于产业全球竞争力的定价要点：具备高产业全球竞争力（可以客观评估）+能够顺利走出去（主观判断）+产业产品为全世界的普遍需求（可以客观评估）+不打价格战或者出海企业是经过出清淘汰的企业+出海企业具备范围经济能力且产品并不是单一品类。其中，对于产业全球竞争力的衡量建立在于产业全球比较优势（ $RCA > 1$ ）+产业全球价值链（ $GVC_position > 0$ （前向参与>后向参与））为 xy 轴的评估体系当中。对于产业产品是否为全世界的普遍需求则可以通过各国商品进出口数据对应企业产业布局来进行评估。

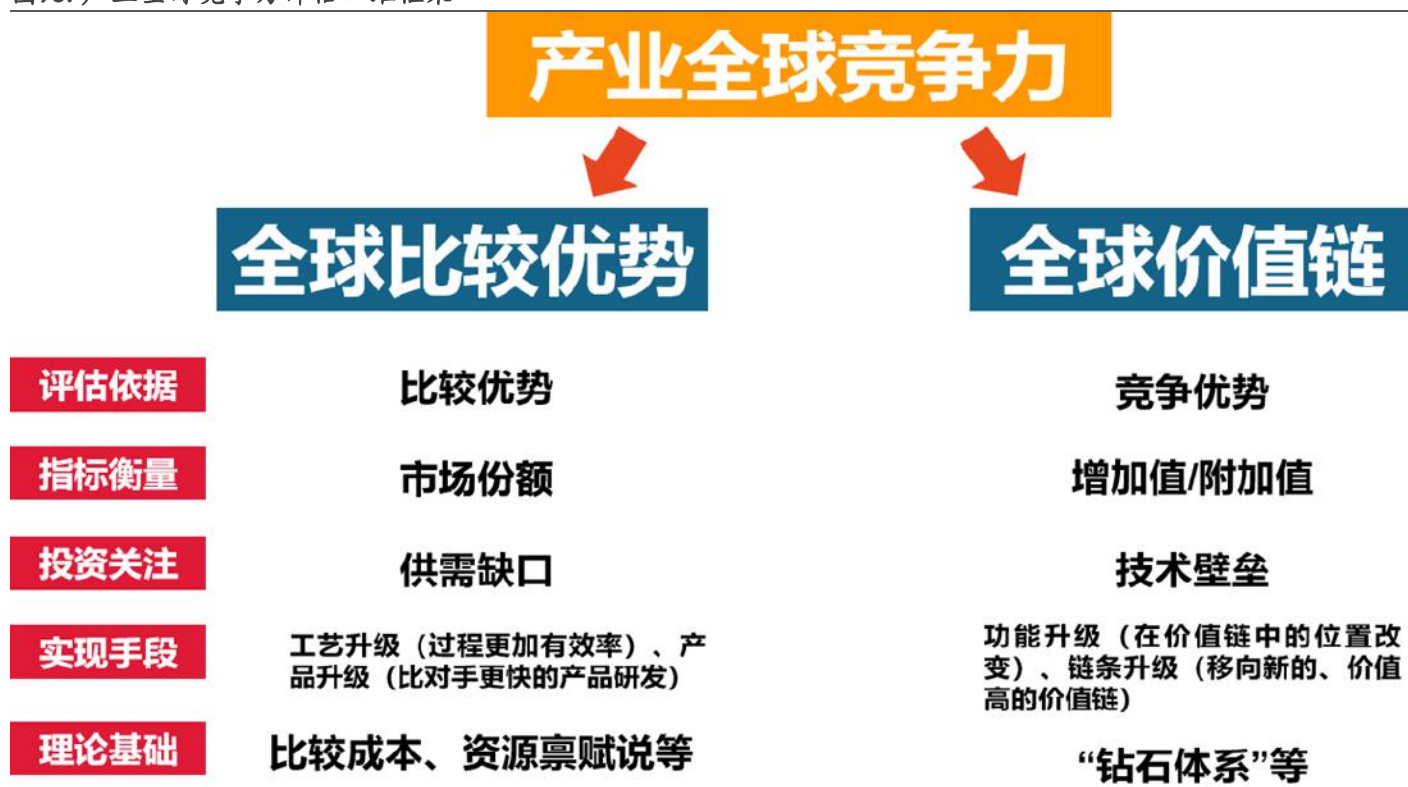
3.6.1. 产业全球竞争力——高比较优势（ $RCA > 1$ ），高全球价值链地位（ $GVC_position > 0$ ）

对于产业全球竞争力的评估，具体包括全球比较优势以及全球价值链的综合评估。简单而言：

➢ 对于全球比较优势的评估，即产业产品在全球市场中的份额占比。一般使用贸易数据进行衡量，从出口的角度观测某产业的显示性比较优势情况，中观层面常用显示性比较优势指数（RCA）来进行衡量。一般而言，当 RCA 的值大于 1，某国某产业可以被认为比其他国家更有竞争力的。

➢ 在全球价值链地位的评估层面，对于同一产业的不同国家，主要关注最终品附加值的构成情况；而对于同一国家的不同产业，关注的是同一产品单位内包含的增加值大小。中观层面，对于全球价值链地位的判定一般使用 GVC 予以衡量。一般而言，若某产业最终产成品的价值中，若来自某国的附加值越高，则该国在全球价值链中的地位越高，反之亦然。

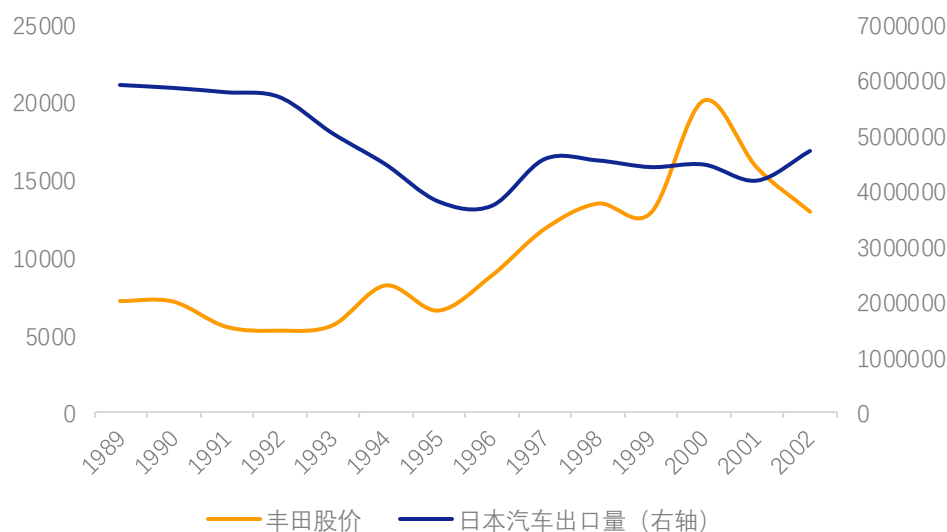
图95. 产业全球竞争力评估二维框架



资料来源：安信证券研究中心

全球竞争力的一方面在于全球比较优势，直观体现在出口表现。日本汽车产业 90 年代后出口回暖，全球比较优势重返，股价应势快速上扬。1990 年前半阶段，日本汽车产业受日美贸易摩擦严重影响，整体表现不振，出口量快速萎缩。而后期由于数量类自愿出口限制取消，且海外投资及海外生产模式再强化，日本汽车产业全球比较优势显著修复。1995 年之后，在日本汽车出口量回暖之时，日本汽车产业股价亦出现显著上行。

图96. 90 年代日本汽车出口（辆）与代表性车企股价表现

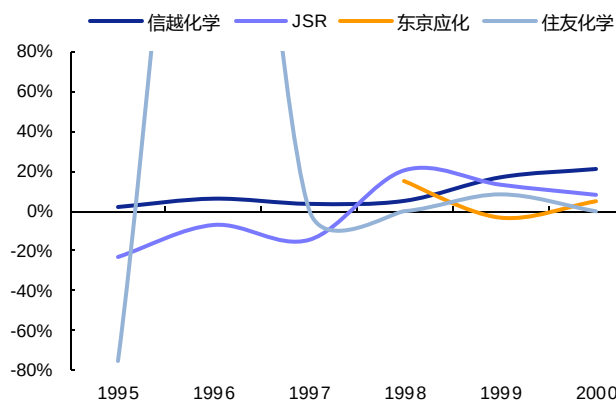


资料来源：，安信证券研究中心

全球竞争力的另一方面在于全球价值链地位的提升，直观体现在研发增速以及高毛利表现。日本半导体产业在 90 年代呈现了显著的通过价值链提升增强全球产业竞争力的表现。90 年

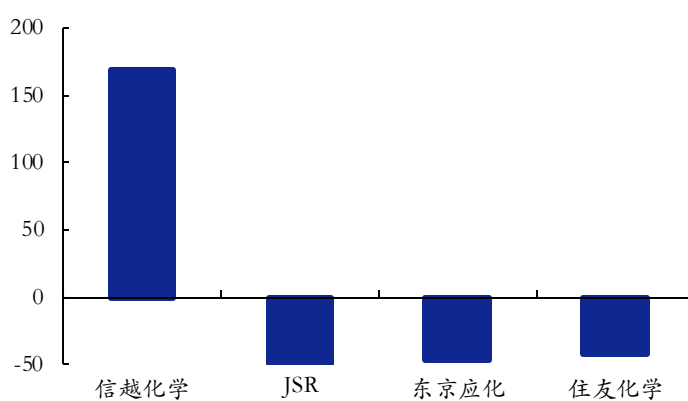
代日本半导体企业中，具有高毛利提升、正向研发投入增速的企业整体具备有较优定价表现。如信越化学在 1995 年之后整体研发增速始终处于正增长区间，研发的持续增加反映了其对于价值链地位提升层面的产业竞争力培育行为，而从其定价层面来看，90 年代信越化学亦出现了显著的涨幅。

图97. 90 年代日本半导体材料企业研发增速对比 (%)



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图98. 90 年代日本半导体材料企业涨跌幅表现对比 (%)

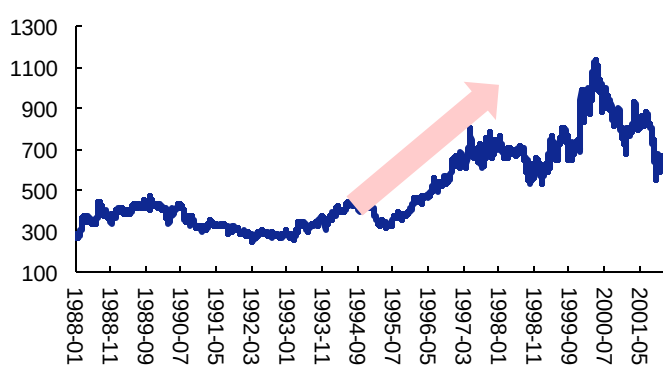


资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

3.6.2. 能够顺利走出去的产业才能持续的好定价

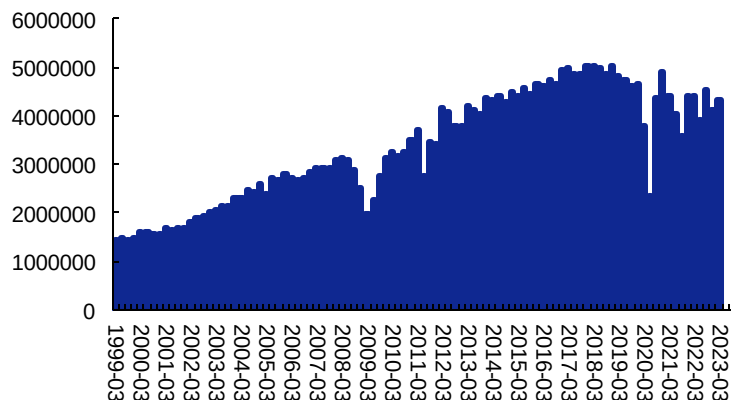
整体而言，常见的阻碍企业顺利走出去的因素主要存在于贸易摩擦、来自海外地区的制裁以及商贸环境、地缘关系的变化等等。从日本产业发展的历史经验来看，在该方面其代表性例子为 90 年代的日本汽车产业。90 年代前期，日本汽车产业受日美贸易摩擦严重影响，出口出现大幅缩减，对日系车企股价表现造成较大压制。但之后，1994 年日本对美国汽车出口自愿限制取消，同时在海外汽车产能进一步扩张，日本汽车产业前期由于受贸易摩擦制掣的走出去路径被重新打通，比较优势快速回暖，相关标的股价亦出现大幅提升。

图99. 日本丰田汽车股价



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图100. 日本汽车海外产量变化 (辆)



资料来源: , 安信证券研究中心

3.6.3. 需求越普遍，定价空间越广阔

90 年代日本游戏机制造亦在全球具备强竞争力，但其股价的定价并未如其他高竞争力产业部门表现的强烈，其中的核心原因即在于需求的普遍性。90 年代，日本的游戏机制造在全球具备有相对较强的竞争力。彼时，全球进行游戏机制造的龙头企业主要有索尼、任天堂以及微软，其中有两家均为日企。但与汽车以及半导体相较，游戏机的需求普遍性相对较低，构成了其相关核心标的在产业全球竞争力层面的定价空间的限制。

图101. 日本著名游戏机制造商任天堂股价变化

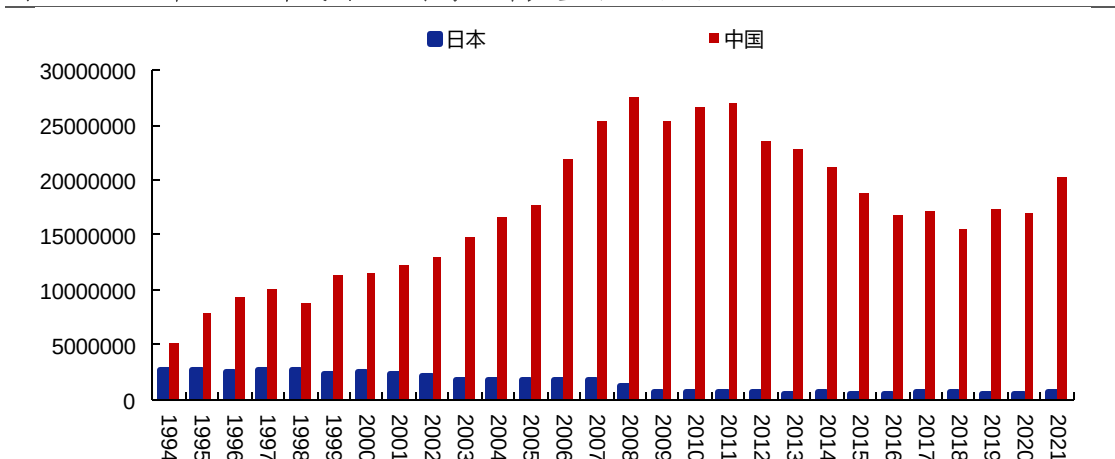


资料来源：，安信证券研究中心

3.6.4. 在国内已经历业内厮杀出清并完成价格战教育，走出去的是具备硬实力的优质龙头。价格战为目前对于产业发展评估的重要考量因素。价格战的本质是一种恶性内卷，即主要通过不断地压低价格从而达到吸引消费者与客户从而占领市场份额的行为。恶性价格战的出现一方面会伴有企业端的毛利显著下行，对企业利润空间形成严重挤压，但一定程度上也帮助落后产能加快出清；另一方面有时亦会伴随有产品品质的不同程度下行，最终反而会导致相应产业竞争力的节节败退。因此，此处我们认为，对于制造业而言，在以高竞争力进行出海之前，是否在国内已完成价格战教育并形成相对一致的认知以及产业落后产能出清，对于制造业在产业全球竞争力逻辑下的定价尤为重要。

90年代末至21世纪初的国产摩托的越南出海为价格战导致竞争力败退的典型案例分析之一，大量企业出海后发生的恶性价格战最终导致了海外市场份额不升反降的后果。1990年代初，我国在摩托车制造层面已具有一定的国际竞争力，1994年我国摩托车产量达522.73万辆，远超当时摩托车制造强国日本的年产量，为后者的1.92倍。之后于90年代末，我国摩托车企业进入越南市场，拓展速度极快。1997年，我国国产摩托率先以不到日本摩托平均售价的一半打开越南市场，开始对于越南当地曾高达98%的日本品牌份额构成冲击。之后几年，我国在越南摩托车市场份额已显著超越日本，占比达到近八成。但2002年之后，由于恶性价格战的发生，我国摩托车在越南出口开始出现一定程度的缩水，之后日本市场份额又开始逐渐超越我国份额。

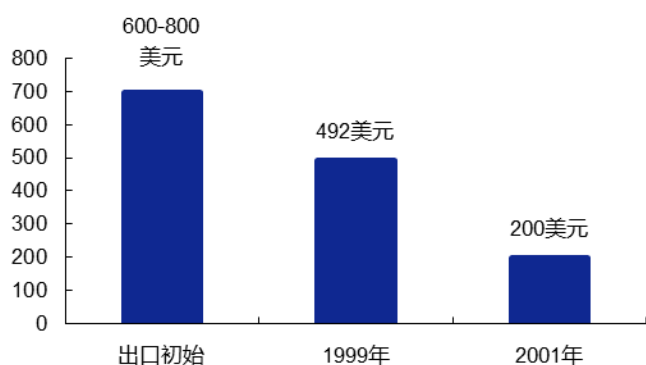
图102. 1994年-2021年我国及日本摩托车产量对比（辆）



资料来源：，安信证券研究中心

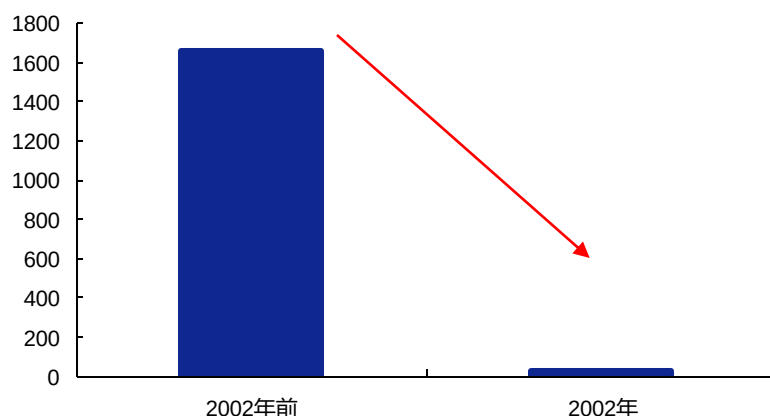
恶性价格战是导致 90 年代末国产摩托在越南的出海缩水重要原因，我国相关企业股价在当时出现显著下行。彼时我国国产摩托是以对日价格战的形式快速切入越南市场的，但进入越南市场之后，由于越来越多厂商加入，价格战更趋白热化。根据新华社所述，我国摩托彼时最初出口价为 600-800 美元，之后在 1999 年快速跌至 492 美元，2001 年更是再快速降价 50% 以上至 200 美元。而快速压缩的价格背后是更多厂商加入下的恶性价格战的发生。越南市场 2002 年单车利润大概在 30 元左右，但在此前 2-3 年的水平大概为 200-300 美元。恶性价格战的另一面是部分企业为加快压低价格造成的极大成本压力，对产品售后等形成负面影响，导致在越南市场口碑有所下滑，市场份额又回归日本摩托。恶性价格战对于产业出海的冲击导致了相关企业在二级市场定价亦受到负面影响。

图103. 21 世纪初我国摩托车价格战



资料来源：新华社，安信证券研究中心

图104. 21 世纪初我国国产摩托越南价格战中利润大幅压缩 (元)



资料来源：新华社，安信证券研究中心
注：使用 2002 年末美元人民币汇率换算

图105. 宗申动力股价变化



资料来源：，安信证券研究中心

整体上，90 年代末至 21 世纪初国产摩托出海越南的案例给予我们的经验教训在于：若制造业在出海前未能先完成其业内竞争格局的整肃，以致于在出海厂商增加之时发生恶性价格战，那么即使其整体产业全球竞争力再强，最终也仍会导致出海的败走以及相关企业股价的大幅回撤。

3.7. 启示七：对于消费股第四时代定价的核心逻辑在于消费的平替

基于日股 90 年代的历史经验来看，对于消费股第四时代核心定价逻辑在于消费的平替。消费平替与消费降级是两个并不一致的概念，消费平替指的是在不明显牺牲幸福感/获得感前提下的高性价比理性消费。随着大众消费时代逐渐消解，90 年代日本消费的核心认知围绕“圈层消费”展开，投资消费必须锁定对应圈层，日本企业迅销是典型案例。对应于圈层消费的投资认知，首要的是把握对应圈层的演化规律和消费特征。如果以日本第四消费时代进行研究参照，则国内 80 后-90 后群体消费偏好和趋势更为类似，在过去 2-3 年国内新能源车、智能家居、消费建材、品牌服饰与小家电等消费品类中成为消费平替的主要推力。

复盘 90 年代日本消费领域的定价，我们发现，消费平替为其中核心逻辑。通过对日本 90 年代主要类别消费股涨跌梳理发现：在 1990-1999 的十年间，日本消费股出现较大涨幅的基本均分布于平价高性价比的国牌，如平价服饰（迅销）、平价餐饮（泉盛、萨莉亚、松屋）、平价美妆（花王、FANCL）。相较之下，高端消费类的国牌遇冷，如高端体育用品、高端餐饮（TOKYO KAIKAN）等。90 年代为日本消费平替的加速阶段，平价及高性价比为重要助推因素。

图106. 90 年代部分日本消费领域涨跌

分类	日企	涨跌幅 (%)	低价逻辑	分类	日企	涨跌幅 (%)	高价逻辑
平价餐饮	泉盛餐饮	821.84	平价牛肉饭、乌冬面销售，连锁快餐品牌	高档餐饮	Tokyo Kaikan	-86.32	高端餐饮场所经营，如宴会厅、婚礼大厅等
	和民	814.89	居酒屋连锁品牌，精简化门店设计，利用率高节约成本		Kyoto Hotel	-89.39	高档酒店及餐厅的经营
	萨莉亚	413.30	平价西餐替代的连锁餐厅		极洋	-92.30	集加工与捕捞一体的金枪鱼制品，产品单价较高
	松屋食品	279.66	牛肉饭连锁快餐店，价格经济实惠	高端消费	Yonex	-84.29	高尔夫、网球、滑雪等高端体育运动配套设备的制造和销售
	OM2 Network	166.33	平价牛肉烧烤、牛排餐厅		Verite	-85.98	珠宝、钻戒、项链等高档饰品的零售与批发
服装快消	Anrakutei	88.79	平价烤肉，主打价格实惠和露营体验感		精工集团	-88.28	中高端手表销售
	Right On	992.04	主打丹宁牛仔兼顾全链条服装销售，性价比突出		Nagahori	-88.36	提供高端时尚品牌的珠宝首饰产品
	良品计划	914.88	无印良品母公司，单品性价比		Regal	-91.73	主打中高端男士商务皮鞋，产品单价较高
	迅销	853.89	优衣库母公司，单品性价比		堀田九正	-95.31	出售价格较高的传统正式和服，以及珠宝箱包等业务
零售美妆	岛村	551.49	本土快销品牌，价格平实种类齐全		Izutsuya	-80.96	中高端百货商场，出售礼品进口产品等
	堂吉诃德	553.34	日本明星折扣店，SKU丰富且价格低廉	休闲旅游	河合乐器	-85.54	高档钢琴、铜管等乐器的生产和销售
	芳珂	547.72	差异化定位，化妆品物美价廉，营养保健品价格合理		常磐兴产	-88.53	高端旅游，夏威夷群岛度假和高尔夫球场旅游经营
	山田控股	445.09	日本家电零售商巨头，通过降低毛利率换取市场份额		东京都克马	-88.56	高端休闲，从事赛马场地经营租赁，城市赛道管理等业务
	花王	107.58	成本和渠道控制力强，国内市场赶超宝洁		Resol Holdings	-93.76	开展高尔夫运营业务和高档酒店、度假村服务
	西松屋连锁店	101.45	主打物美价廉的母婴连锁店		东海观光	-89.19	日式酒店经营
	Arclands	83.35	DIY产品在单价较低的同时也能保证不错的使用效果		Royal Hotel	-89.95	高端酒店业务

资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

3.8. 启示八：消费平替定价=加速平替+大需求市场与成长性+无价格战

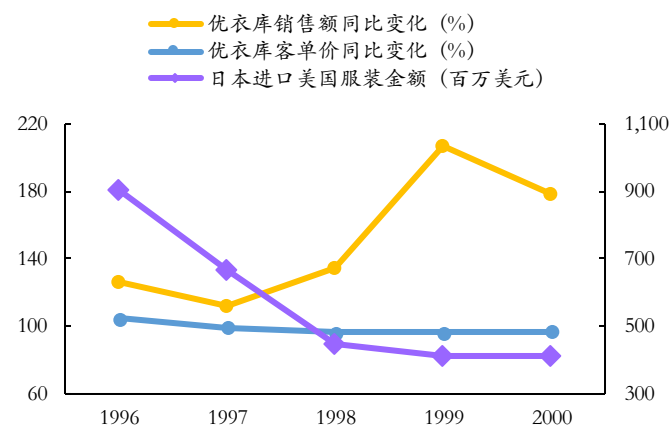
基于日股 90 年代的历史经验来看，对于消费平替定价要点：加速替代+产业容量大+高成长性+无价格战。历史经验看，替代率在 40%-50%间为消费加速平替阶段，相关产业的核心标的有望迎来戴维斯双击。同时，较大需求空间（经验值最低产业容量为百亿元人民币以上）与高成长性（当年与次年业绩增速均在 30%以上）有望带来更强的定价弹性。此外，价格战将对消费平替的向上定价进程产生明显负向冲击，对于核心龙头企业主要体现在估值下杀（平均估值端下杀 30%左右）；对于业内其余企业，则更多地体现为戴维斯双杀。待价格战结束后，若产业整体仍处于平替加速阶段，核心龙头股价回升表现为估值修复，其余企业则需要看到业绩的显著回暖，估值难以进一步提升。消费平替的红利期有一定期限，该定价红利期的结束以本土拓展增速显著放缓为标志。

3.8.1. 历史经验看，替代率在 40%-50%间为加速平替阶段，相关产业的核心标的有望迎来戴维斯双击

日本 90 年代的服装以及餐饮出现了显著的由本土品牌引领的消费平替现象，整体呈现出本土平价品牌消费与海外高价品牌消费数据的 K 型分化。服装方面，主打性价比和低价的服装品牌在 90 年代的日本消费者中受到青睐，服装消费观念转向简约质朴和实用主义。以此为方向的优衣库等品牌得到市场关注，90 年代中后期销售额不断提高。而相比之下，定位高端、单价相对昂贵的美国服饰则在日本遇冷，市场份额连续下滑。餐饮方面，日本餐饮业同样迎来了降本增效的改革和平价餐饮的扩张。以牛肉饭为代表的日式快餐连锁店销售额连年上升，

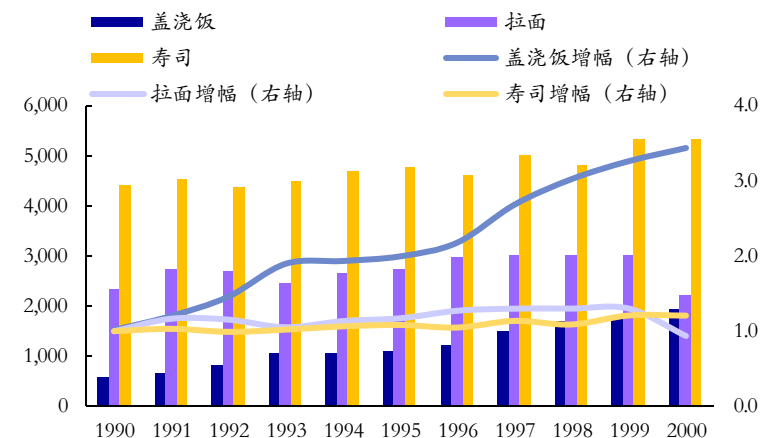
店铺数量从 1990 年的 1071 家发展至 2000 年的 2327 家，与此同时国内相对高价的进口食品销售额有所下降。

图107. 以优衣库为首的平价国货替代崛起



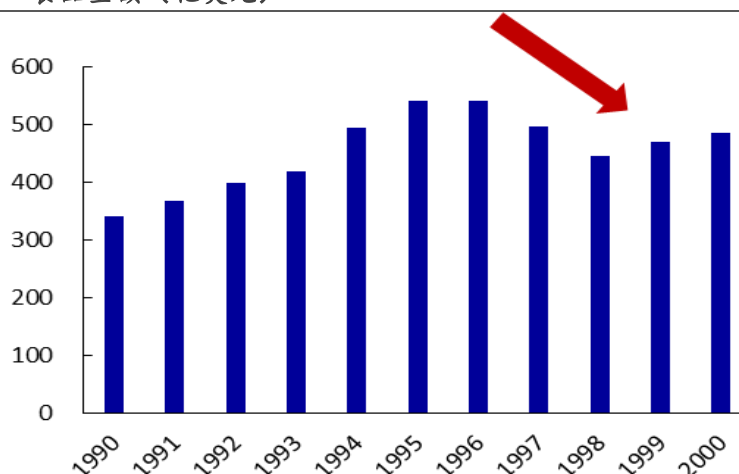
资料来源：企业官网，安信证券研究中心

图108. 日本平价餐饮代表品类销售额（亿日元）及相对 90 年代初增长情况



资料来源：日本特许经营协会，安信证券研究中心
注：数据经过标准化处理，1990 年为基期

图109. 日本进口食品金额（亿美元）



资料来源：，安信证券研究中心

实际上，不仅在日本，消费平替的现象在我国居民消费史上也早有诸多先例。代表性的有如 2022 年的国产吹风机对进口吹风机的加速替代，涌现了以徕芬为代表的诸多国牌；2020-2021 年彩妆加速国货平替，花西子等销量持续上行；2020 年-2021 年以妙可蓝多为代表的国产奶酪加速本土市场渗透；90 年代-21 世纪初国产空调的加速替代等。

对于这种 K 型分化，更为直观的体现是在替代率方面。此处我们以国产厂商市场份额与海外厂商市场份额之比来衡量消费品国货替代进程情况，发现：从多案例归纳统计的视角来看，经验值而言，当该比值在 0.7-1（折算过来相当于国产消费品的替代率在 40%-50% 区间）之时，国货消费品的市场份额会出现加速拓展的情况，此时相关品类的核心国牌能够出现较大规模的股价上行行情，体现的是戴维斯双击。在我们梳理的多个目前国内已经完成或仍正在进行国产平替的消费品类中，能显著感知到的是：消费品的国产厂商份额与海外厂商份额比值在超越 0.7 之后往往会呈现加速的表现，如电动牙刷从 0.78（国产份额低于海外份额）到 1.15（国牌市场份额显著高于海外品牌）耗时仅有一年。故整体上看，当该比值超越 0.7 之时，往往意味着消费的国货平替开始进入加速期，此时折算下的国牌替代大概在 40%-50% 左右。

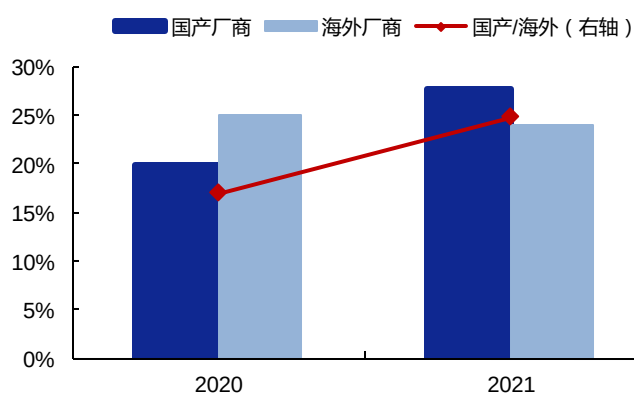
图110. 部分我国国货平替消费品美国牌与海外品牌市场份额对比情况

产业方向	细分产业	2022国内市场规模 (亿元)	三年预期 CAGR	国内龙头	海外龙头	国内/海外销售额比值变化		
						2020	2021	2022
家电	吹风机	114.2	1.38%	徕芬	戴森	<0.03	0.04	1.21
	电动牙刷	185	36.06%	usmile	飞利浦	0.78	1.15	0.90
日用化学品	彩妆	657	7.64%	宜格 (花西子)	雅诗兰黛	0.86	1.18	1.07
	护肤	3773	12.53%	珀莱雅	欧莱雅	0.27	0.32	-
母婴用品	奶粉	2159	10.00%	飞鹤	雀巢	0.99	1.85	1.64
	母婴洗护	605	12.44%	红色小象	强生	0.71	0.94	-
保健品		2989	8.09%	无限极, 汤臣倍健	安利纽崔莱	1.30 (2018)	2.12	2.86
食品	奶酪	143	13.67%	妙可蓝多	百吉福	0.79	1.16	-
宠物经济	宠物食品	4936	18.02%	麦富迪、顽皮	皇家、冠能	0.86	0.99	0.89
服饰	运动鞋服	4251	13.41%	安踏	耐克	0.60	0.64	-
智能家居	智能洗碗机	102.5	48.11%	美的、海尔	西门子	1.08	1.28	1.75

资料来源: 公司财报, Euromonitor, IDC, 沙利文, 艾媒咨询, 艾瑞咨询, 嘉世咨询, 煜寒咨询, 前瞻产业研究院, 奥维云网, 勤策消费研究, 洞见研报, 魔镜市场情报, 安信证券研究中心

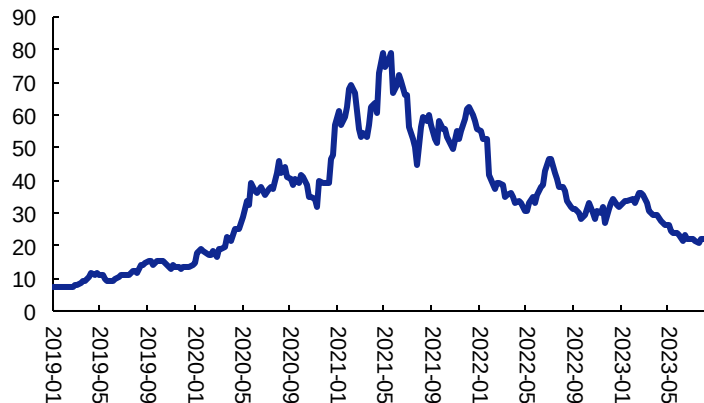
我国的奶酪零售在 2020 年整体国产平替的加速进程体现得较为明显, 该阶段龙头妙可蓝多于当年累计涨幅高达 2.9 倍, 股价上行增速显著提升。根据 Euromonitor 统计数据, 2022 年我国奶酪零售市场中, 妙可蓝多市占率达到 30.0%, 位居第一。从国产厂商份额与海外厂商份额之比的观测视角, 2020 年我国奶酪品类的该比值达到 0.79, 之后于 2021 年再度升至 1.16。奶酪品类的国产海外比在 2020 年突破 0.7 阈值, 进入国货平替加速的阶段。2020 年, 妙可蓝多整体股价累计涨幅累计达 291.63%, 而在 2021 年上半年涨幅亦达 22.52%。

图111. 我国奶酪市场国内海外厂商份额 (%) 比值变化



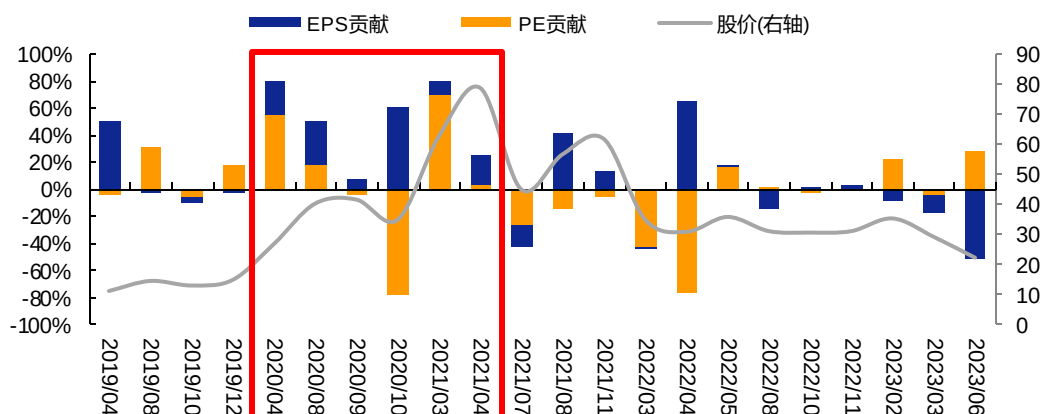
资料来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

图112. 妙可蓝多股价变化



资料来源: , 安信证券研究中心

图113. 妙可蓝多估值及业绩贡献情况



资料来源：，安信证券研究中心

在奶酪国货平替加速的向上定价过程中，整体体现为戴维斯双击。2020年至2021年上半年，在妙可蓝多股价大幅上涨之时，其业绩表现以及估值亦同步出现大幅改善——同年以及2021年上半年，妙可蓝多股价大幅拉涨，在中国大陆地区的营收增速分别高达63.41%（2020年全年）、90.65%（2021年上半年），为近五年来其最优的营收表现。2020年，妙可蓝多估值上行幅度达72.73%。此外，本文将彼时妙可蓝多的股价表现进一步进行估值以及业绩贡献的拆解，结果呈现如上图。在2020年以及2021年上半年期间，妙可蓝多的估值及业绩的同步正贡献共同推动其股价大幅上行，为显著的戴维斯双击行情。其中在2020年下半年经历短暂股价回调，该次回调主要是由于估值下行所致。

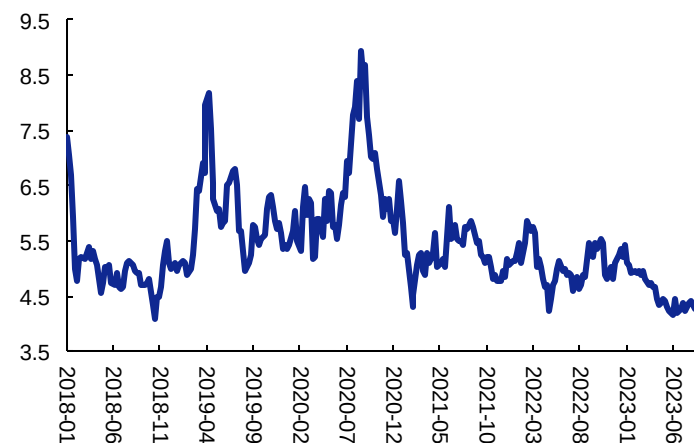
奶粉品类整体亦呈现出与奶酪相类似的规律，在替代率到达40%之后的加速平替期中，股价呈现戴维斯双击行情。在我国婴幼儿奶粉市场中，海外品牌曾一度占据主导地位。但2021年，我国国产婴幼儿奶粉品牌在市场份额层面对海外品牌实现了反超。从本土市场前十的销售份额对比来看，2020年年末，我国奶粉市场中的国产份额与海外份额之比已接近1，其中国产份额占比达53%，而进口份额约为47%。整体上我国国产奶粉在2019-2020年处于加速国货替代阶段。在该时期，相关奶粉上市企业，如飞鹤、贝因美，股价均出现大幅上涨。2019年11月-2021年1月，中国飞鹤累计涨幅达233.78%；2019年8月-2020年8月，贝因美上涨幅度达75.91%。而中国飞鹤在股价加速上行（2020年）的过程中也体现了戴维斯双击的特征。

图114. 中国飞鹤股价变化



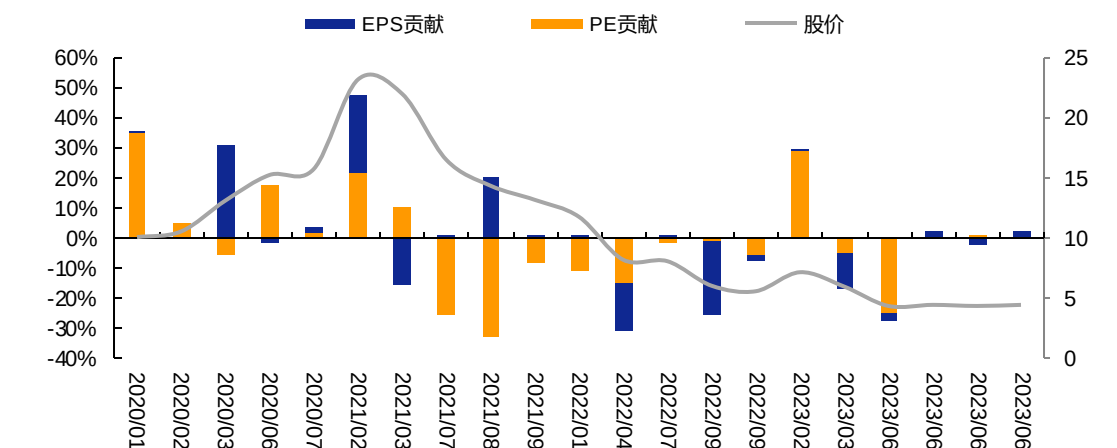
资料来源：，安信证券研究中心

图115. 贝因美股价变化



资料来源：，安信证券研究中心

图116. 中国飞鹤估值盈利贡献拆分



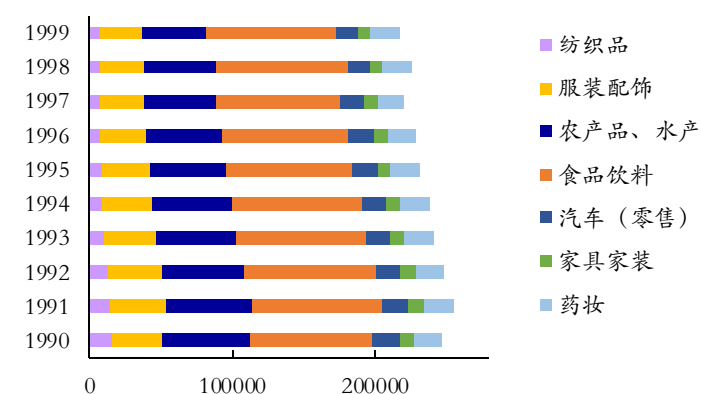
资料来源：，安信证券研究中心

3.8.2. 较大需求空间（经验值为百亿以上）能够带来更长的定价持续性，高成长性（当年与次年业绩增速均在30%以上）带来更强的定价弹性

需求空间的视角，在日本居民90年代的消费结构中，服饰以及餐饮是重要的两项，该领域相关的消费平替代表性标的出现了显著的股价上行。纵观日本90年代的消费结构，餐饮消费以及服饰消费的占比均相对靠前，体现了对于日本消费社会而言以上两类消费品较大的需求空间，相应地在消费平替加速的背景下诞生了如良品计划、迅销、泉盛、萨莉亚为代表的明星股。

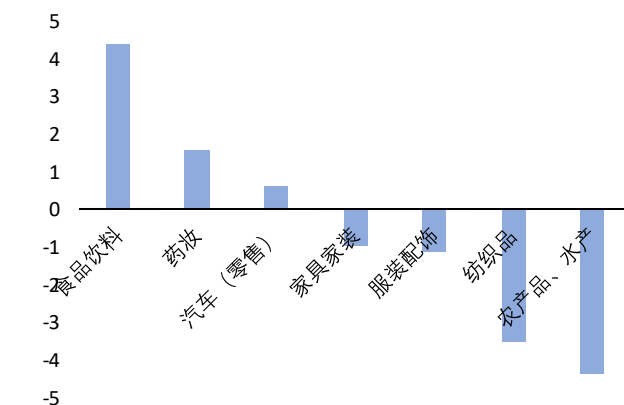
成长性的视角，面对90年代日本宏观经济下行，消费板块中的药妆、食品饮料等产业仍展现了一定的成长性，其日本居民的消费结构比重出现了显著的提升。在美妆和服饰领域，消费者态度逐渐由追求艳丽向实用主义过渡，舒适自然的妆容和穿搭受到广泛追捧，品质可靠的药妆产品在民众间的适用性持续增加，在香水和奢侈品等高档消费品式微后依然保持了较为可观的增长，出现了类如FANCL、花王等为代表的明星股。

图117. 日本90年代消费细分品类市场规模（十亿日元）



资料来源：日本经济产业省，安信证券研究中心

图118. 90年代日本各消费品支出结构占比变化（%）



资料来源：日本经济产业省，安信证券研究中心

我国国货平替过程中也体现了类似的特征：国产替代加速期间，市场规模更大的产业行情会有更高的上涨空间。对比奶酪和空调产业，两者较为明显的国产替代加速时期分别在 2020-2021 年和 90 年代至 21 世纪初，从两类产业在消费平替加速阶段的市场规模对比来看，空调的市场规模整体显著地高于奶酪。此外，从上涨幅度角度来看，加速期间行业内上市企业股价均有显著抬升，妙可蓝多和海尔分别上涨达 467% 和 1018%，而美的的涨幅在彼时亦达到了 709%，整体而言，更大市场规模的空调产业其相关标的涨幅更高。空调以及奶酪都是我国消费在进行平替定价过程中的代表性产业，均具备有较亮眼的资本市场定价表现，而若从市场规模的角度来看，其两者在平替加速阶段的市场规模均超过了百亿元。

图119. 国产替代加速期平均市场规模对比（亿元）

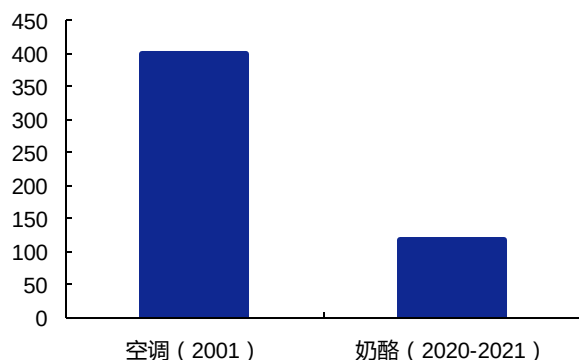


图120. 国产替代加速期行情比较

行业	替代加速时期	标的企业	最大涨幅	行情时间	上涨持续时间
奶酪	2020-2021年	妙可蓝多	467%	2020.1-2021.5	1年4个月
空调	90年代末-00年代初	格力电器	121%	1996.11-1997.5	6个月
		美的电器	709%	1996.1-2000.7	4年6个月
		海尔智家	1018%	1996.1-1998.1	2年

资料来源：艾肯家电网，Euromonitor，安信证券研究中心

资料来源：，安信证券研究中心

从成长性的维度，从历史国货平替案例表现看，国货平替加速阶段，能够有较好定价表现的业内企业其业绩增速往往在 30% 以上。国产奶酪在其 2020 以及 2021 年加速替代时期，妙可蓝多业绩增速分别达 63.20%、57.31%，其在 2020 年股价涨幅达 291.63%。

图121. 妙可蓝多 2017-2022 年业绩增速

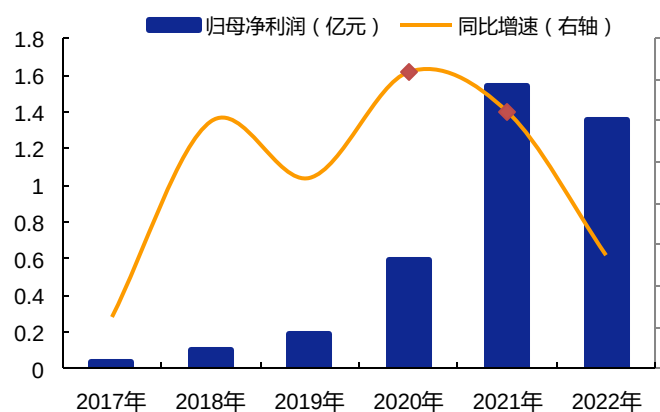
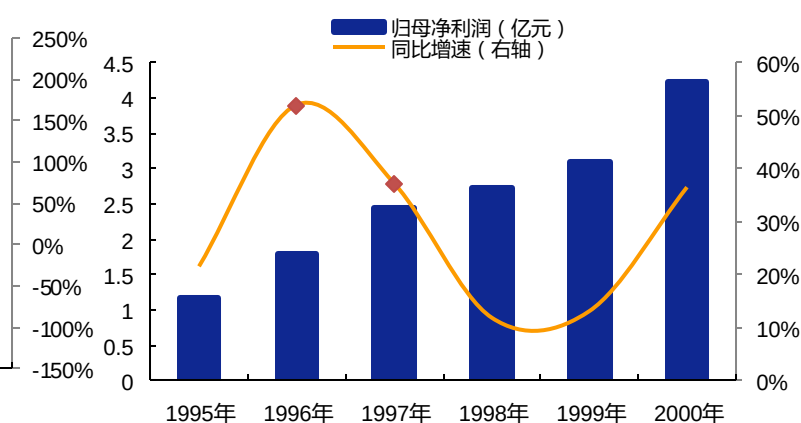


图122. 海尔 1994-2000 年业绩增速



资料来源：，安信证券研究中心

资料来源：，安信证券研究中心

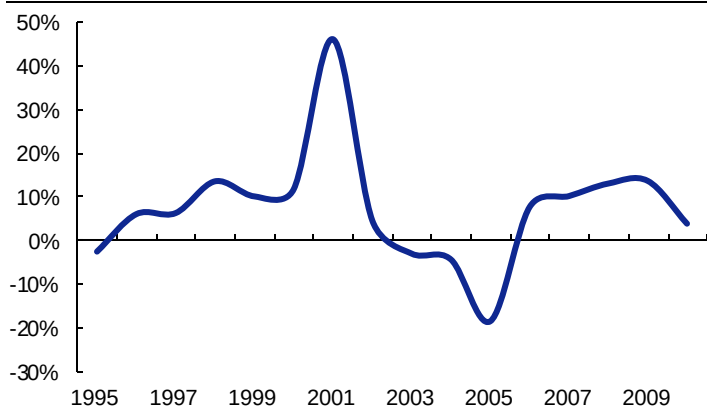
3.8.3. 价格战负面冲击向上定价，对龙头企业表现为估值下杀，后续价格战后往往能有较快的行情回暖；而对其余企业表现为戴维斯双杀，价格战结束后需要看到业绩的回暖才能有股价修复

21 世纪初，日本牛井出现价格战现象，食其家、松屋、吉野家先后调低售价加入价格战，价格战导致业内企业利润增速显著放缓，毛利率下行明显。21 世纪初，神户灯亭将牛井售价大幅由 400 日元调低至 290 日元，同年松屋亦进行相同的价格调整，之后 2001 年食其家将价

格调至 280 元，吉野家亦同步调整。之后神户灯亭继续下调售价至 270 元。业内价格战使得吉野家在 2002 年出现利润增速的显著下滑，利润同比由 46.34% 降至 4.62%，之后 2003 年再跌至 -2.96%。

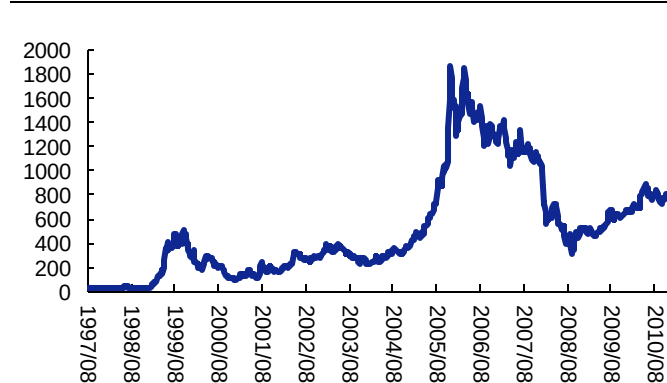
价格战的发生也使得相关企业定价受负面冲击，泉盛及松屋的股份直至疯牛病爆发后价格战告终才重新回到上行通道。业内价格战的出现使得相关企业股价受影响：在 90 年代具有最好涨幅表现的泉盛虽在价格战期间仍延续增长，但整体增速显著放缓，直至 2003 年末由于美国疯牛病间接导致日本牛井价格战结束，其股价在 2004 年之后方开始重新快速拉升。

图123. 吉野家利润增速在价格战期间出现明显下行 (%)



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图124. 泉盛股价表现

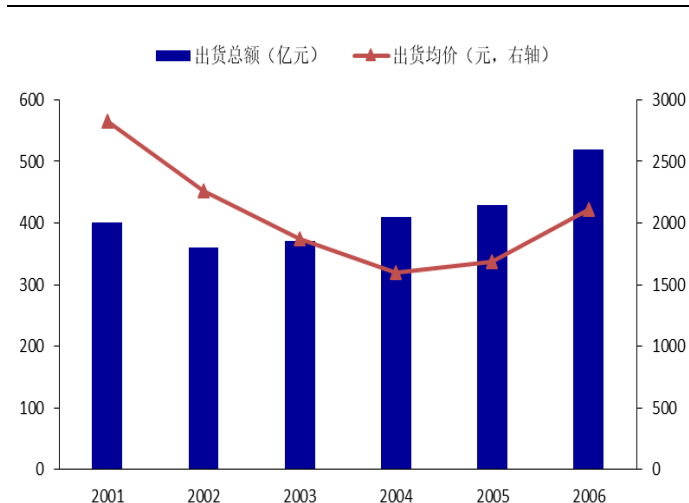


资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

我国国货替代产业在价格战中亦表现出类似的特征。2001 年开始，空调行业开启价格战，格力电器在期间回撤达 54.37%，春兰下跌幅度达 58.87%。

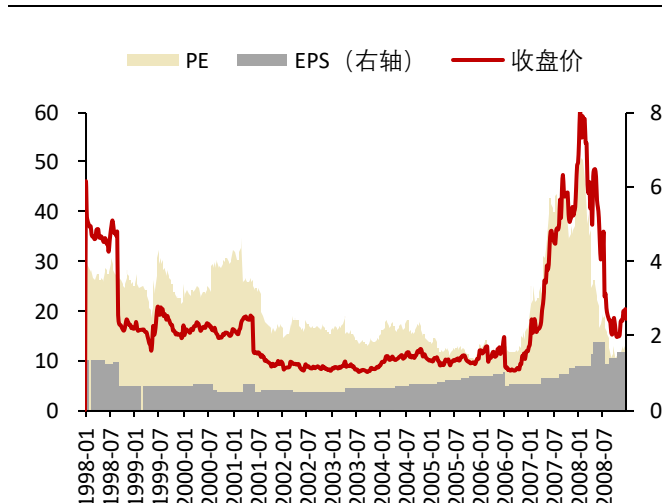
国货替代定价中的价格战或导致股价中枢趋势性下行，但其对龙头企业与业内其他企业存在异质影响——估值下杀较大概率为龙头企业价格战期间股价回撤主因，价格战结束后有望迎来股价回暖；但对于其余企业而言可能出现戴维斯双杀。格力电器 2001 年之后的股价下行过程中，其 EPS 变化幅度不大，但估值下挫明显；而 2005 年价格战结束后，其业绩大幅回暖，之后估值修复，便带动其股价大幅回升。春兰在进入价格战后股价下行幅度较格力电器略高 4pct，期间其 EPS 以及估值均有所走低，且业绩侧的下行力量更强，整体呈现出戴维斯双杀；后续价格战结束，春兰仍未能恢复原先的业绩能力，股价一路持续下行。

图125. 价格战期间国内家用空调出货总额（亿元）及单价（元）情况



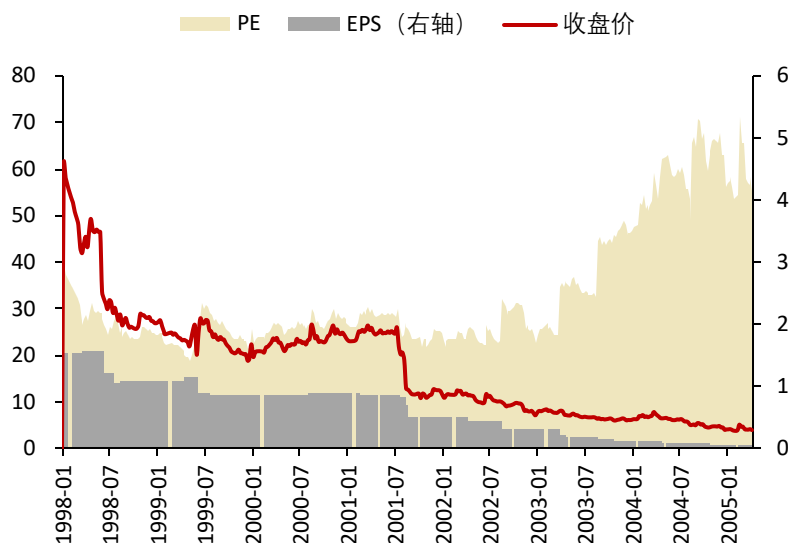
资料来源: 艾肯家电网, 安信证券研究中心

图126. 格力电器股价变化



资料来源: , 安信证券研究中心

图127. 春兰股份股价变化

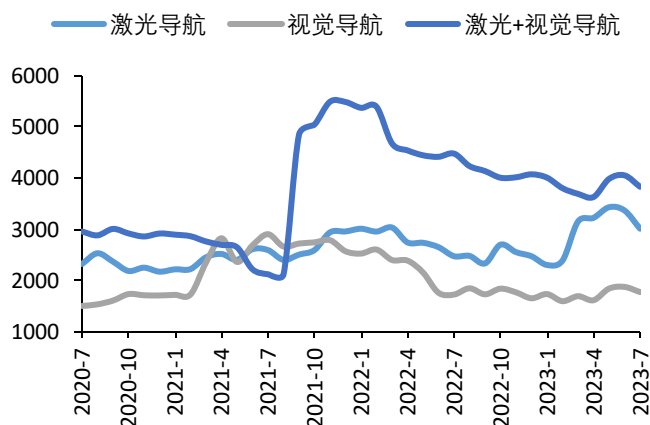


资料来源：，安信证券研究中心

扫地机器人的价格战亦带来类似的影响。2022年之后，扫地机器人业内价格战开启。2022年，扫地机器人的各类型（激光导航产品、视觉导航产品、激光+视觉导航产品）均出现程度不一的市场均价大幅下行，其中，激光+视觉导航产品自2022年年初至今价格下行28.74%。

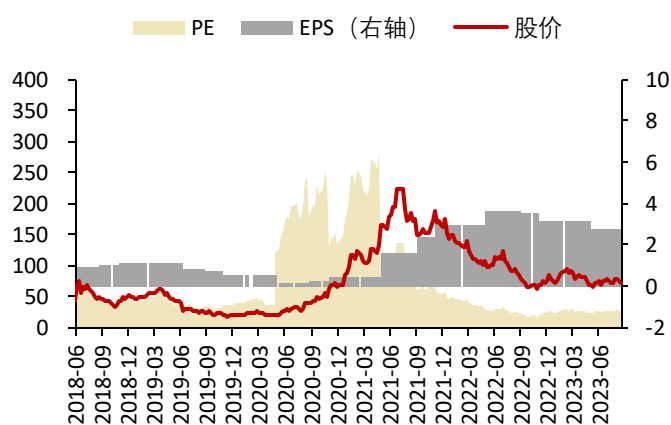
价格战期间估值下降导致龙头公司股价下跌，其中科沃斯（市场份额第一）主要由于估值回调所致；而石头科技（市场份额第二）则呈现出一定的戴维斯双杀。2022年全年，科沃斯股价下行幅度达51.22%，主要为估值大幅回撤所致，其EPS在同时期仍整体呈现增长态势；相较之下，石头科技在2022年全年下行幅度达57.17%，但在2022年其估值以及盈利均出现了不同程度的下行，表现出戴维斯双杀的特征。

图128. 扫地机器人市场均价（元）



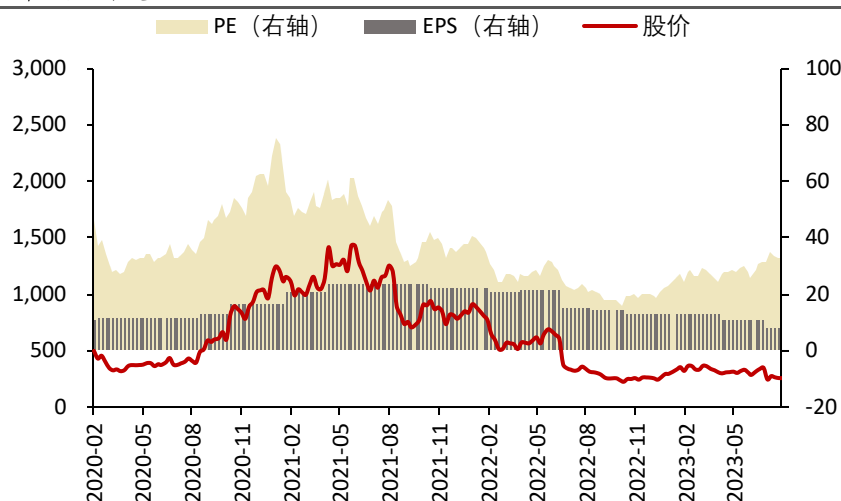
资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

图129. 科沃斯股价变化



资料来源：，安信证券研究中心

图130. 石头科技股价变化



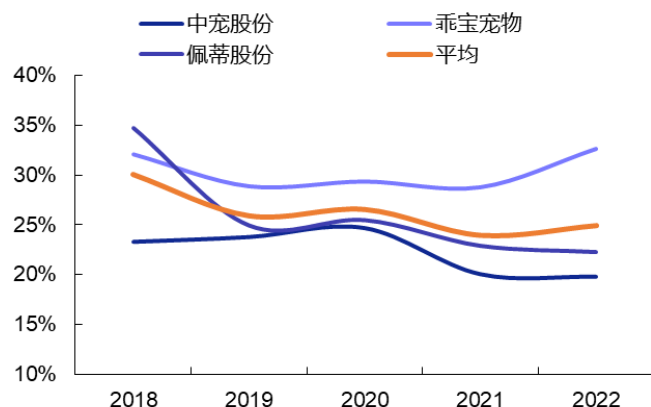
资料来源：，安信证券研究中心

宠物食品也呈现了类似的情况。2019年宠物食品市场开启价格战，各家宠物食品公司毛利率显著下降。2019年宠物食品市场竞争加剧，各公司纷纷加大促销力度，2019年乖宝宠物零食平均销售价格为36.7元，较上年同比下降7.79%，乖宝宠物招股书中表示产品单价的下降系当年国内零食促销力度较大所致。宠物食品行业三家上市公司2019年毛利率平均从30.04%下降到25.88%，其中中宠股份仍维持小幅上升，而佩蒂股份下降幅度最大，2019年较上年同比-9.79%，除了原材料价格上涨的原因外，活动促销等销售费用的增长，也对毛利率水平造成不利影响。

价格战期间龙头中宠业绩仍有韧性，主要为估值下杀，跌幅相对温和；而佩蒂股份估值和业绩双杀。价格战期间两家宠物食品上市公司股价均有显著下行，2019年1月-12月，两家公司规模差距不大，龙头中宠主要呈现估值下杀，业绩相对佩蒂股份仍有韧性，其跌幅相对温和，最大回撤32.96%；对比之下佩蒂股份出现戴维斯双杀，价格战期间最大回撤达到56.81%。

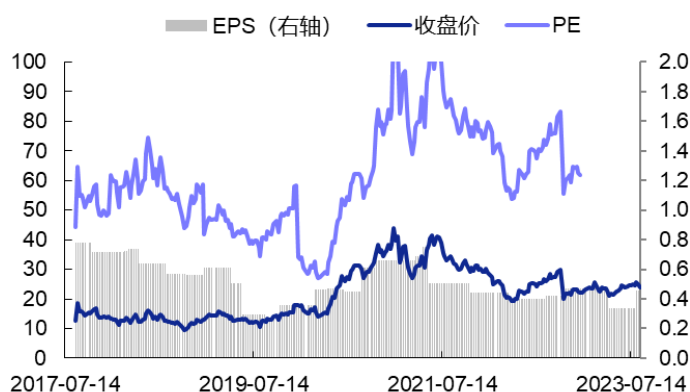
价格战后续股价的回升主要取决于业绩是否回暖。2018-2020年中宠股份毛利率维持小幅上行，2019-2021年收入年复合增速达29.58%，价格战结束后估值和业绩双增推动股价较快回升；而佩蒂股份在价格战期间毛利率下滑严重，后续业绩增速未跟上，价格战结束后股价中枢延续下行趋势。

图131. 宠物食品公司毛利率比较（%）



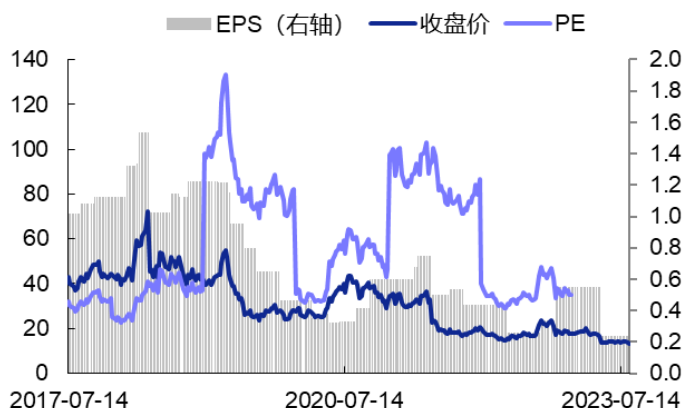
资料来源：乖宝宠物招股书，安信证券研究中心

图132. 中宠股份股价趋势



资料来源：，安信证券研究中心

图133. 佩蒂股份股价趋势

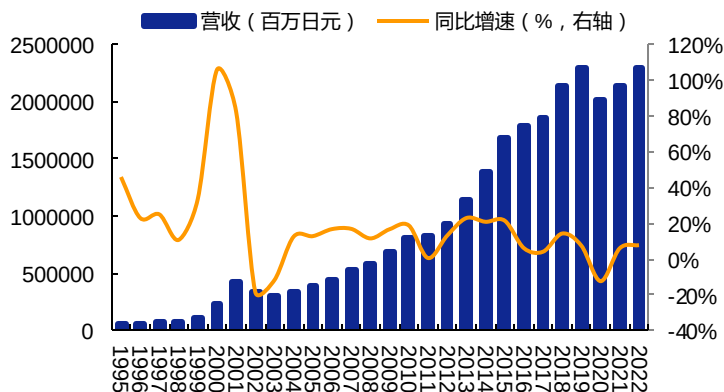


资料来源：，安信证券研究中心

3.8.4. 国货平替红利期的结束以本土扩张速率显著放缓为直观标志，后续若仍要有大规模向上行情则需要出海，其中海外拓展率先拉动估值上行，后续海外部门出海加速（海外门店增速 25%以上+海外部门营收增速 25%以上）开始出现戴维斯双击

日本服饰的国货平替加速红利期整体在 21 世纪初接近尾声，彼时的直观体现在于其本土店面扩张速率显著放缓，国内业务拓展开始有所乏力。21 世纪初，优衣库国内业务扩张开始出现乏力，其 2000 年以来国内店铺数量增速持续边际下滑。同时，彼时优衣库营收也有所下滑，2002 年和 2003 年分别同比下降 18.38%和 11.68%。

图134. 21 世纪初优衣库营收（百万日元）下滑



资料来源：迅销集团官网，安信证券研究中心

图135. 迅销集团相对日经 225 的股价表现

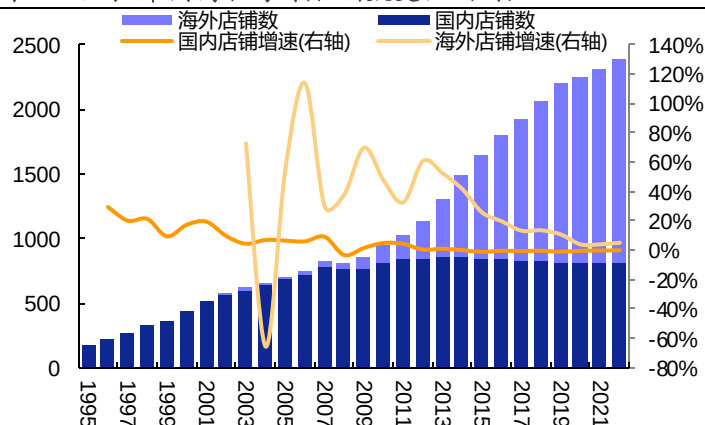


资料来源：，安信证券研究中心

出海成为消费平替红利期之后的重要定价逻辑，但单纯海外店铺数量的增长往往无法构成国货出海的定价条件，高质（海外营收显著增长）+高速（海外店面扩张速率高位）出海才是核心。2001 年年优衣库正式布局海外业务，将英国选作首个海外业务拓展地，并于 2001 年 9 月在伦敦开设了第一家海外店铺，但初期营业利润表现不佳，股价持续下跌。直至 2002 年起，迅销相对于日经 225 开始出现超额，彼时其出海策略由扩张速度/版图（海外店铺数）调整向扩张质量（海外营收）倚重。2002-2003 年，优衣库将海外策略调整为专注于每家店铺的盈利能力而非单纯扩张海外店铺。2002 年，优衣库在中国上海开设了两家店铺。2003 年 3 月优衣库股价开始回升，2003-2004 年最大涨幅达 209.31%。之后，2007 年-2015 年，迅销相对日经 225 的超额行情快速拔升，其核心原因在于出海成功（高速扩张，海外店铺增速连续三年维持于 25%以上+高质扩张，海外营收增速连续维持在 25%以上）。2005-2015 年优衣库

海外店铺数量和海外营收维持高速增长，首先实行以品牌知名度为核心的海外策略，口碑和知名度打开后在大中华区和韩国奉行积极的店铺扩张政策。2005-2015 年，优衣库海外店铺数从 14 家增长到 798 家，年复合增长率达 49.83%，海外营收从 30.78 亿日元增长到 6036 亿日元，大多数年份增速保持在 45%以上。2007-2015 年迅销相对日经 225 定价保持长期陡峭拉升状态。

图136. 优衣库国内和海外店铺数变化（间）



资料来源：迅销集团官网，安信证券研究中心

图137. 迅销集团海外营收（百万日元）及增速（%）



资料来源：迅销集团官网，安信证券研究中心

3.8.5. 当前中国消费平替评估

图138. 当前我国消费平替梳理（1）

一级行业	三级分类	细分行业	2022国内市场规模 (亿元) 或渗透率水平	未来三年预期 CAGR	相关企业	海外代表性企业	当前国内市场情况
轻工	纸类护理	婴儿纸尿裤	市场规模约555	-	蒙悦护理、百亚股份、可靠股份等	帮宝适、花王等	2021年前十企业中，中国厂商占比8%，海外厂商占比92%
		马桶	新增配套量34.48万套	-	箭牌家居、瑞尔特等	科勒、	2023年国内代表性企业九牧市场份额4.8%，海外代表性企业科勒市场份额31.8%
	家具家居	记忆棉床垫	1662	20.43%	梦百合	席梦思、泰普尔	国产品牌已完全替代，2020年梦百合市占率第一（5.68%），2022年营收同比-1.26%
		智能电动床	27.3	10.37%	麒盛科技、全美思	路福、美亚	2019年国内代表性企业麒盛科技和全美思市场份额分别达8%和4%，海外代表性企业路福和美亚市场份额分别为25%和9.8%
		厨房水槽	配套量143.67万套	-	欧琳、九牧	摩恩、科勒、弗兰卡	2023年国内代表性企业欧琳市场份额7.5%，海外代表性企业摩恩市场份额25.4%
		智能门锁	全渠道销量1760万套	-	坚朗海贝斯、樱花	凯迪仕、耶鲁、飞利浦	2023年国内代表性企业坚朗海贝斯市场份额10.30%，海外代表性企业凯迪仕市场份额9.8%
		厨房水龙头	配套量143.35万套	-	欧琳、九牧	摩恩、科勒、弗兰卡	2023年国内代表性企业欧琳市场份额6.9%，海外代表性企业摩恩市场份额26.7%
	眼镜镜片		374	7.99%	明月镜片、博士眼镜等	卡尔蔡司、依视路等	国内代表性企业明月镜片市场份额6.1%，海外代表性企业卡尔蔡司市场份额28.02%
	射频美容仪		2021年家用美容仪仅达111.8亿元	-	AMIRO	雅萌、初普等	前十企业中，国产份额达52.62%，海外份额达43.68%
	其他装饰材料	乳胶漆	精装配套规模为137.12万套	-	三棵树	立邦、多乐士	2022年国内代表性企业三棵树市场份额24.3%，海外代表性企业立邦市场份额27.8%
	开关插座	配套量145.07万套	-	良信股份	西门子、TCL-罗格朗、施耐德、西蒙	2023年国内代表性企业良信市场份额5.2%，海外代表性企业西门子市场份额21.5%	
消费者服务	酒吧	-	-	海伦司	J.D Wetherspoon	海伦司2022年营收15.59亿元，同比减少15.05%	
基础化工	日用化学品	彩妆	657	7.64%	宜格（花西子）	雅诗兰黛	2022年国内代表性企业宜格市场份额6.2%，海外代表性企业欧莱雅市场份额5.8%
		护肤	3773	12.53%	珀莱雅	欧莱雅	2021年国内代表性企业珀莱雅市场份额1.7%，海外代表性企业欧莱雅市场份额5.3%
		母婴洗护	605	12.44%	红色小象	强生	2021年国内代表性企业红色小象市场份额4.7%，海外代表性企业强生5.0%
保健品		2989	8.09%	汤臣倍健等	Swisse等	2022年国内代表性企业汤臣倍健市场份额占比6.4%，无限极市场份额占比3.9%，海外代表性企业安利中国（纽崔莱）市场份额占比3.6%	
宠物食品		4936	18.02%	宠宝宠物、中宠股份等	皇家、冠能、伟嘉等	2022年前十企业占比28.2%，其中中国企业份额16.4%，海外企业份额11.8%	
商贸零售	折扣零售	-	-	好特卖	T.J. Maxx	2023年1月起实现盈利	
	零售集合店	37000（2019）	-	名创优品	LOFT	名创优品2022年营收100.9亿元，同比增长11%	
	珠宝首饰及钟表	珠宝配饰	7190	9.46%	中国黄金、周大生	LVMH集团	2022年国内代表性企业中国黄金、周大生在中國大陸市场销售额分别达468.58亿元、111.18亿元，海外代表性企业LVMH集团珠宝配饰销售额在以中国为主的亚洲市场（除日本外）销售额达33.86亿欧元，约合人民币267.82亿元

资料来源：公司财报、Euromonitor、IDC、沙利文、艾媒咨询、艾瑞咨询、嘉世咨询、煜寒咨询、前瞻产业研究院、奥维云网、勤策消费研究、洞见研报、魔镜市场情报、安信证券研究中心

图139. 当前我国消费平替梳理（2）

一级行业	三级分类	细分行业	2022国内市场规模 (亿元) 或渗透率	未来三年预期 CAGR	相关企业	海外代表性企业	当前国内市场情况
家电	环境电器	新风系统	当前配套率47%	-	绿岛风等	百朗、霍尼韦尔、松下等	2023年国内代表性企业中科睿赛市场份额10%，海外代表性企业百朗市场份额19.5%
		净水器	当前配套率24.7%	-	美的集团等	3M、A.O.史密斯、怡口等	2023年国内代表性企业美的的市场份额10.4%，海外代表性企业3M市场份额28%
		空气净化器	114.55	23.54%	美的集团、格力电器、 海尔智家	IAM、飞利浦等	2023年H1国内代表性企业美的、格力、海尔线上渠道销售份额合计占比为7.48%，海外代表性企业IAM、飞利浦合计占比为11.18%
		加湿器	20.1	-	美的集团、小米集团	飞利浦	2022年国内代表性企业小米、美的线上渠道销售份额合计占比为39.61%，海外代表性企业飞利浦占比为2.73%
		消毒柜	31.5	-	康宝、美的集团	西门子	2022年国内代表性企业康宝、美的线上渠道销售份额合计占比为51.27%，海外代表性企业西门子占比为0.94%
	厨房电器	洗碗机	102.5	48.11%	美的、海尔	西门子	2022年国内代表性企业美的、海尔线上渠道销售份额合计占比为35.59%，海外代表性企业西门子为20.36%
		烤箱	523.3	-	方太	西门子、美诺、博世、 嘉格纳	2023年国内代表性企业方太市场份额13.4%，海外代表性企业西门子市场份额25.9%
		油烟机	296	-	老板电器、方太	西门子	2023年国内代表性企业老板电器市场份额38.4%，海外代表性企业西门子市场份额18%
		集成灶	259	21.16%	老板电器、火星人、 亿田智能	西门子、松下、YUKIDA	2022年国内代表性企业老板、方太线上渠道销售份额合计占比为45.78%，海外代表性企业西门子占比为0.58%
	照明电工及其他	节能照明	6813	2.31%	欧普照明、佛山照明、 三雄极光等	飞利浦（昕诺飞）、松下	2022年国内代表性企业佛山照明、欧普照明和三雄极光本土市场节能灯具（LED灯）产品营收分别为66.25亿元、65.03亿元和22.51亿元；海外代表性企业昕诺飞（飞利浦旗下LED品牌）在以中国为主的亚洲地区销售额折合人民币约为64.03亿元
		冰箱	926	8.11%	海尔	西门子	2022年国内代表性企业海尔线上渠道销售份额占比为40.61%，海外代表性企业西门子占比为5.48%
	黑色家电	洗衣机	686	10.25%	海尔等	西门子、松下	2022年国内代表性企业海尔、小天鹅线上渠道销售份额合计占比为66.79%，海外代表性企业西门子、松下销售份额合计占比为8.17%
		彩电	1123	-	海信、TCL	索尼	2022年国内代表性企业海信、TCL线上渠道销售份额合计占比为35.18%，海外代表性企业西门子为4.54%
	小家电	吹风机	114.2	1.38%	徕芬	戴森	2022年1-9月国内代表性企业徕芬市场份额18.7%，海外代表性企业戴森市场份额29.0%
		电动牙刷	185	36.06%	usmile	飞利浦	2022年1月-11月，国内电动牙刷市场中，国产品牌份额达47.1%，而海外份额较2021年整体水平降2.20pct，为52.90%。
		扫地机器人	135	20.12%	科沃斯、石头科技	iRobot	2023H1国内代表性企业科沃斯、石头科技线上渠道销售份额占比分别为36.95%和26.31%，海外代表性企业iRobot市场份额仅为0.22%
		洗地机	99.7	31.36%	添可（科沃斯旗下）	必胜	2022年国内代表性企业添可线上渠道销售份额占比为56.27%，海外代表性企业必胜为4.14%
		智能马桶	62	39.61%	瑞尔特、九牧、恒洁	松下	2022年国内代表性企业九牧、恒洁线上渠道销售份额合计占比为29.67%，海外代表性企业西门子为2.77%

资料来源：公司财报、Euromonitor、IDC、沙利文、艾媒咨询、艾瑞咨询、嘉世咨询、煜寒咨询、前瞻产业研究院、奥维云网、勤策消费研究、洞见研报、魔镜市场情报、安信证券研究中心

图140. 当前我国消费平替梳理（3）

一级行业	三级分类	细分行业	2022国内市场规模 (亿元) 或渗透率	未来三年预期 CAGR	相关企业	海外代表性企业	当前国内市场情况
食品饮料	非乳饮料	能量饮料	566.49	7.38%	东鹏饮料	红牛	2021年国内代表性品牌东鹏特饮市场份额17%，海外代表性品牌红牛市场份额52%
		无糖饮料	200	45.50%	元气森林、农夫山泉	可口可乐、百事可乐等	2021年天猫+淘宝全网零售额中，国内代表性企业农夫山泉与元气森林分别以11.3亿元和5.6亿元的销售额位列前二，海外代表性企业可口可乐与百事可乐销售额分别为5.4亿元和3.3亿元紧随其后。其中元气森林以超过1亿的销售额引领无糖碳酸饮料市场，仅次于可口可乐、百事可乐。
		咖啡	4856	27.23%	瑞幸咖啡	星巴克	2023年Q2，国内代表性咖啡连锁企业瑞幸咖啡营业收入8.55亿美元，星巴克中国营业收入8.22亿美元
	乳制品	奶粉	2159	10.00%	飞鹤	雀巢	2020年中国代表性企业飞鹤市场份额14.8%，海外代表性企业雀巢市场份额12.8%
		奶酪	143	13.67%	妙可蓝多	百吉福	2021年国内代表性品牌妙可蓝多市场份额27.75%，海外代表性品牌百吉福市场份额24%
	休闲食品	饼干	816	-	青岛食品	亿滋	2022年国内饼干行业代表性企业青岛食品本土营业收入为2.7亿元，海外代表性企业亿滋在以中国为主的亚洲市场饼干业务营业收入为5.24亿元
		坚果	1356	11.01%	三只松鼠、洽洽食品、 良品铺子等	绅士、蓝钻、莫纳罗	Top5品牌均为国产，2020-2022的CR5分别为14.95、15.75、14.45
纺织服装	体育及户外品牌	运动鞋服	4251	13.41%	安踏、李宁等	耐克	2022年国内代表性企业安踏市场份额15.3%，海外代表性企业耐克市场份额23.5%
	儿童品牌	童装	2879	9.81%	巴拉巴拉、安踏、 安奈儿、太平鸟	优衣库、阿迪达斯、 耐克	2021年前十企业中，国产份额达9.7%，海外份额达6.1%
	大众成人品牌服饰	休闲服装	11479	33.44%	森马服饰、海澜之家、 雅戈尔	优衣库、H&M	202年国内代表性企业海澜之家在本土市场销售收入为176.86亿元，雅戈尔为137.21亿元，森马服饰为132.94亿元；海外代表性企业优衣库（中国）2022年营业收入为266.3亿元，H&M2021年中国市场营业收入为48亿元
机械	3C设备	折叠屏手机	出货量360万台	64.41%	华为、OPPO、 VIVO等	三星	2023Q1中国折叠屏手机市场份额前五名三星均为国产品牌，分别为OPPO: 35.0%、华为: 24.9%、荣耀: 10.5%、小米: 5.6%、vivo: 4.5%；海外代表企业三星市场份额为18.4%
		可穿戴设备	813.5	21.01%	小米、华为	苹果、三星、boAt	2020年中国市场可穿戴设备前五大厂商分别为华为、小米、苹果、oppo以及步步高，市场占比情况分别为22.3%、19.5%、19.2%、4.6%以及4.0%。2022上半年全球前五大可穿戴设备厂商中，中国品牌占据三个席位。国内市场国产品牌发展更为迅速，2022年第二季度中国可穿戴设备市场份额前五排名除了苹果外，其余皆为中国本土品牌。
电子	消费电子	投影仪	198.5	18.43%	极米科技、火乐科技、 当贝网络等	爱普生、索尼、松下	2022年国内投影仪代表性企业极米科技本土市场营业收入为34.01亿元，2022年中国市场出货量份额中极米科技以19%排名第一位，之后分别是海外品牌爱普生: 7%、坚果: 7%、峰米: 6%、当贝: 6%
汽车	乘用车	新能源汽车	9900	32.64%	比亚迪	特斯拉	2022年国内代表性企业比亚迪在华营收3325.91亿元，海外代表性企业特斯拉在华营收181.45亿美元
	摩托车	摩托车	312	21.02%	春风动力、钱江摩托等	本田	2022年国内摩托车总销量为2142万辆，其中摩托车进口量为18万辆，内销量为2124万辆

资料来源：公司财报、Euromonitor、IDC、沙利文、艾媒咨询、艾瑞咨询、嘉世咨询、煜寒咨询、前瞻产业研究院、奥维云网、勤策消费研究、洞见研报、魔镜市场情报、安信证券研究中心

3.9. 启示九：90 年代日股科技股定价的核心逻辑在于美股映射

基于日股 90 年代的历史经验来看，日本科技股的定价是最闪耀的明星，核心逻辑在于美股映射。90 年代是美国为主导以 PC 互联网浪潮为标志的新一轮技术革命发生的重要时点，后续出现类似微软、谷歌等知名互联网巨头。在本次的科技浪潮中，由于在软件发展方面的不足，传统硬件制造强国日本并未顺利乘上此次科技浪潮的东风。但在 90 年代日本股市，与互联网科技浪潮相关的标的却具有最高的平均涨幅，其中美股映射的软件股涨幅要明显强于硬件股，同时定价对于业绩兑现相对宽容，映射逻辑远强于基本面逻辑。对于科技股的投资

两大要点：1、资本市场单纯围绕科技如何定价？2、哪些企业会被淘汰，谁是下一个谷歌？具体参考安信策略科技成长产业主题投资“一定价-两大波-三要素-四阶段”方法论。

美股映射是 90 年代末期日本科技股定价的主要逻辑。美股市场作为一个相对成熟的市场，在重要的技术创新方面对全球的其他市场有相对明显的影响。尽管在 20 世纪末的 PC 互联网浪潮中日本很少有具备顶尖竞争力的互联网科技公司，但仍能享受美国科技产业层面的映射效应。美股对日本科技股的映射路径大致可以分为三种：产业链映射、竞品映射和次生映射。

图141. 日美科技股主要公司涨跌指标复盘

细分产业	公司	代码	美股				公司	代码	日股			
			1998.10-2000.2 区间涨跌	99年涨跌	90年代 涨跌	1998-2001 平均市值			1998.10-2000.2 区间涨跌	99年涨跌	90年代 涨跌	1998-2001 平均市值
半导体	英特尔	INTC.O	162.71	39.07	3,788.66	0.2215	罗姆	6963	181.42	318.38	1,742.48	2,448.66
	德州仪器	TXN.O	490.91	126.32	2,336.80	0.0601	东京电子	8035	432.81	221.84	488.42	1,507.09
	美光科技	MU.O	156.47	54.51	3,980.21	0.0176	爱德万测试	6857	267.86	282.98	765.08	1,293.07
	亚德诺	ADIO	830.35	196.41	2,761.53	0.0139	Disco	6146	1,019.57	618.18	570.27	262.56
	阿斯麦	ASML.O	708.37	272.95	1,922.22	0.0088	新光电气	6967	-1.58	16.25	258.05	201.53
	英伟达	NVDA.O	208.57	138.41	138.41	0.0044	MegaChips	6875	263.64	184.35	181.67	141.18
技术硬件与设备	微软	MCHP.O	265.57	84.97	3,005.57	0.0033	网屏控股	7735	166.80	121.82	-63.01	105.05
	惠普	HPQ.N	145.78	67.70	969.76	0.0723	日立	6501	162.61	135.97	25.99	3,453.90
	苹果	AAPL.O	197.05	151.14	212.18	0.0087	村田制作所	6981	363.74	438.12	1,137.88	2,729.71
	戴尔	DELL.O	24.71	39.37	88,918.18		东芝	6502	87.66	17.47	-29.91	2,516.44
							京瓷	6971	219.66	349.15	435.01	1,991.42
							广濑电机	6806	102.75	189.27	343.96	422.10
电信业务							星电	6804	207.48	244.90	214.87	293.18
							尼吉康	6996	110.43	124.91	128.74	167.24
							光通信	9435	5,610.53	2,841.18	7,206.39	104.22
	AT&T	T.N	-14.16	-7.38	338.24	0.1411	日本电信电话	9432	57.30	101.15	29.28	18,709.82
	威瑞森电信	VZ.N	7.20	17.06	246.48	0.1105	软银	9984	2,978.36	1,366.27	2,520.12	3,400.50
							KDDI	9433	242.02	233.33	189.16	1,413.32
软件与服务	微软	MSFT.O	66.38	68.36	9,562.07	0.3836	富士通	6702	208.35	213.80	237.99	3,914.38
	思科	CSCO.O	322.45	130.84	69,230.34	0.2273	NTT DATA	9613	322.27	321.90	1,712.56	2,795.09
	IBM	IBM.N	63.84	17.58	483.01	0.1799	趋势科技	4704	1,535.85	867.50	833.90	696.49
	自动数据处理	ADP.O	20.00	35.36	127.74	0.0336	NET One Systems	7518	1,992.31	513.64	103.96	376.15
	沛齐	PAYX.O	47.97	17.61	3,684.44	0.0124	OBIC	4684	1,122.39	839.24	874.14	373.23
	威瑞信	VRSN.O	3,511.93	1,191.75	2,895.10	0.0111	Transcosmos	9715	1,755.63	1,271.07	892.34	256.41
传媒与娱乐	CHECK POINT	CHKP.O	1,927.67	333.83	728.13	0.0097	FUJII SOFT	9749	124.84	80.87	408.41	187.74
	AMDOCS	DOX.O	479.01	101.46	146.43	0.0083	SCSK	9719	264.06	158.82	164.61	163.42
	财捷	INTU.O	245.91	148.02	1,032.68	0.0083	NSD	9759	450.00	338.24	360.52	150.14
	GEN DIGITAL	GEN.O	430.81	169.54	656.45	0.0029						
	PARAMOUNT	PARA.O	72.41	63.34	403.65	0.0544	任天堂	7974	82.92	58.54	67.46	2,137.07
	康卡斯特	CMCSA.O	77.63	66.76	806.74	0.0278	雅虎日本	4689	12,753.93	4,226.63	18,180.00	752.00
互联网零售	DISH NETWORK	DISH.O	1,762.50	706.20	2,194.12	0.0121	科乐美	9766	729.39	729.55	483.85	475.50
							AVEX	7860	1449.665	631.3575526	1059.88391	321.97
							SQUARE ENIX	9684	444.737	338.1578947	174.202881	286.29
							卡普空	9697	785.437	361.8644068	11.6529228	145.96
	EBAY	EBAY.O	865.74	55.67	692.74	0.0133						
	亚马逊	AMZN.O	253.42	42.18	3,787.23	0.0131						

资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

注：区间涨跌幅的单位为%，日股市值的单位为十亿日元

3.10. 启示十：科技股美股映射定价——产业链映射率先启动而次生映射平均涨幅最强，涨势与基本面相关性较低

基于日股 90 年代的历史经验来看，科技股的美股映射前期上涨行情主要由预期驱动，后期行情并非主要集中在业绩兑现的科技企业上，整体与基本面相关性较低。从行情节奏上看，呈现涨幅先后排序为：产业链映射（例如苹果与立讯精密的关系）→竞品映射（例如微软与中国软件的关系）→次生映射（例如苹果与互联网+的关系），平均涨幅高低为次生映射>竞品映射>产业链映射。此外，科技股美股映射行情滞后美股约 1 个季度，之后同步性较高。即若美股对应领域见顶回落时，则随之回落；若出现美股持续上涨或者业绩超预期，则对应映射国科技股能继续上行。

3.10.1. 日本情况下的科技股美股映射平均定价强度：次生映射>竞品映射>产业链映射

20 世纪末 PC 互联网行情定价空间次生映射>竞品映射>产业链映射。将日本在 90 年代末期的 PC 互联网行情中的主要公司涨跌幅按细分行业分类整理和对标，整体上从统计角度看，日本 90 年代科技股美股映射中，三种映射逻辑的平均上涨幅度排序分别为：次生映射（2599.47%）>竞品映射（762.24%）>产业链映射（680.05%）。

日本硬件与设备公司在产业链中的参与度不足导致产业链映射定价偏弱，而次生映射则拥有更为积极的定价。产业链映射逻辑往往涉及硬件制造的全球竞争力。在 PC 互联网浪潮中，并没有发展起来具有全球影响力的互联网科技公司，同时伴随着日本在 90 年代科技硬件侧面面临的成本压力以及软件压力，日本上游硬件与设备公司竞争力出现了一定程度的边际下滑，在 PC 互联网产业链中的参与度一般，因此产业链映射路径下日本企业定价表现相对偏弱。而相比而言，次生映射的路径更广泛，想象空间大，PC 互联网的发展给游戏、媒体等产业都带来了新的变革机遇，体现了更大的定价幅度。

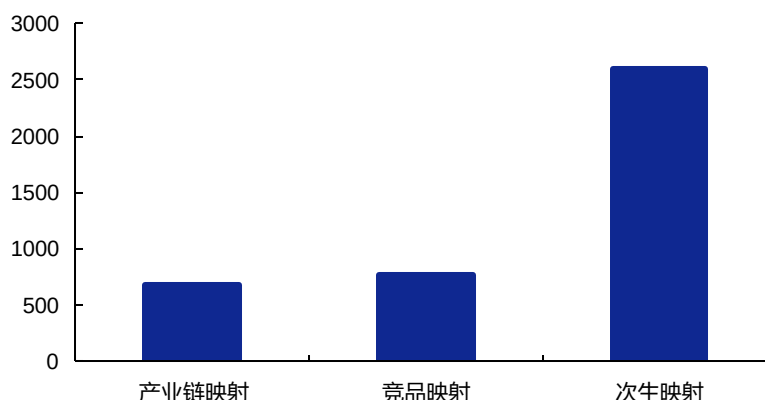
图142. 日本科技产业相关企业涨跌统计 (%)

细分产业	公司	代码	主营	1998.10-2000.2 区间涨跌	99年涨跌	90年代 涨跌	映射逻辑
技术硬件与设备	日立	6501	基础设施开发	162.61	135.97	25.99	产业链映射
	日本电气(NEC)	6701	通信系统及设备	170.62	137.33	41.92	产业链映射
	村田制作所	6981	电子零部件	363.74	438.12	1137.88	产业链映射
	东芝	6502	多元化电器电子产品	87.66	17.47	-29.91	产业链映射
	罗姆	6963	半导体产品 (IDM)	181.42	318.38	1742.48	产业链映射
	京瓷	6971	电子零部件、电信设备等	219.66	349.15	435.01	产业链映射
	广濑电机	6806	连接器的制造与销售	102.75	189.27	343.96	产业链映射
	星电	6804	机械组件、声学、液晶显示等电子元件	207.48	244.90	214.87	产业链映射
	尼吉康	6996	电子设备用电容器等	110.43	124.91	128.74	产业链映射
	MegaChips	6875	电子元件和系统机械的大规模集成系统(LSI)等	263.64	184.35	181.67	产业链映射
	光通信	9435	通信相关产品	5610.53	2841.18	7206.39	产业链映射
电信业务	日本电信电话	9432	通信服务	57.30	101.15	29.28	次生映射
	软银	9984	移动通信服务；海外投资	2978.36	1366.27	2520.12	次生映射
	KDDI	9433	通信服务	242.02	233.33	189.16	次生映射
软件与服务	富士通	6702	IT服务	208.35	213.80	237.99	竞品映射
	NTT DATA	9613	IT服务	322.27	321.90	1712.56	竞品映射
	趋势科技	4704	计算机与互联网安全	1535.85	867.50	833.90	竞品映射
	NET One Systems	7518	网络集成和增值服务	1992.31	513.64	103.96	竞品映射
	OBIC	4684	IT服务	1122.39	839.24	874.14	竞品映射
	Transcosmos	9715	数据处理和外包服务	1755.63	1271.07	892.34	竞品映射
	FUJI SOFT	9749	IT服务	124.84	80.87	408.41	竞品映射
	SCSK	9719	IT服务	264.06	158.82	164.61	竞品映射
	Oracle	4716	IT服务	789.63	714.29	718.89	竞品映射
	梯道息软件株式会社	4687	系统开发	324.86	291.03	711.88	竞品映射
	GMO网络集团株式会社	9449	互联网服务	878.93	521.05	521.05	竞品映射
	DTS	9682	IT服务	460.10	433.90	421.20	竞品映射
	ACMOS	6888	IT服务	1580.97	680.65	384.00	竞品映射
	CRESCO	4674	IT服务	824.97	402.13	288.32	竞品映射
	NSW	9739	IT服务	581.19	397.74	213.97	竞品映射
	JBCC	9889	IT服务	939.43	430.77	183.66	竞品映射
	Alpha Systems	4719	IT服务	229.73	108.74	109.30	竞品映射
	Asahi Intelligence Service	9799	IT服务	97.00	86.44	109.10	竞品映射
	NSD	9759	IT服务	450.00	338.24	360.52	竞品映射
传媒与娱乐	任天堂	7974	家庭娱乐产品的开发、制造及销售	82.92	58.54	67.46	次生映射
	雅虎日本	4689	互联网搜索服务	12753.93	4226.63	18180.00	次生映射
	科乐美	9766	数字娱乐（主要为游戏）与健康	729.39	729.55	483.85	次生映射
	AVEX	7860	音乐、视频内容的企划、制作与发行	1449.67	631.36	1059.88	次生映射
	SQUARE ENIX	9684	娱乐产品的设计与生产	444.74	338.16	174.20	次生映射
	翔泳社有限公司	9478	出版	6470.98	819.54	634.50	次生映射
	卡普空	9697	游戏和游戏机的开发与销售	785.44	361.86	11.65	次生映射

资料来源: Bloomberg, , 安信证券研究中心

注: 区间涨跌幅的单位为%, 日股市值的单位为十亿日元

图143. 互联网泡沫时期各类映射逻辑的平均涨跌幅 (%)

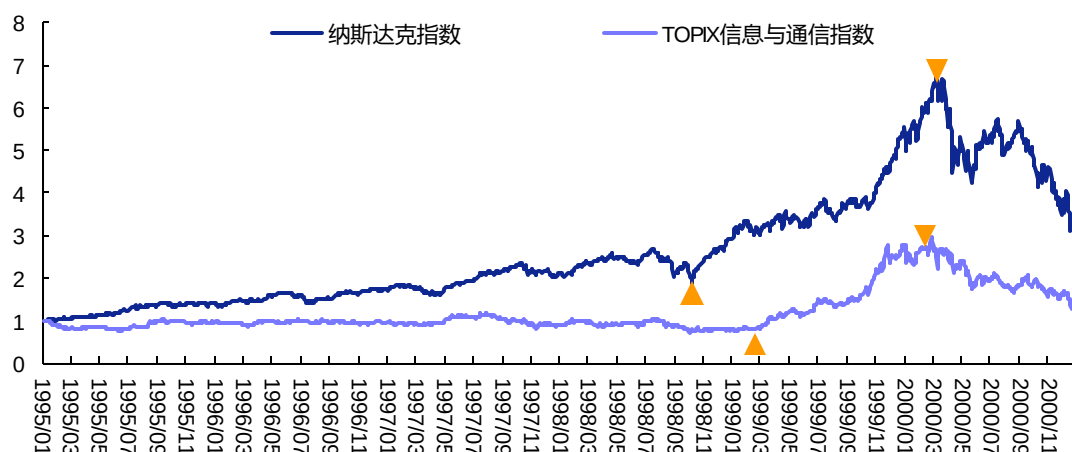


资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

3.10.2. 日本情况下的科技股美股映射次序为：产业链映射（但平均强度最弱）→竞品映射→次生映射（平均强度最强）

从整体的角度，作为 90 年代 PC 互联网浪潮中的技术主导国，美股率先开启上行行情。受美股映射影响，90 年代末，日本信息科技类标的应声上行，但启动时间晚于美股，后续涨跌趋势高度相关。从美股映射的角度看日股互联网科技行业，日美市场表现上呈现相对较高的相似性，东证 TOPIX 信息与通信指数开始上涨时间（1999 年 3 月）晚于纳斯达克指数，滞后约 5 个月，下跌启动时间（2000 年 2 月）则早于纳斯达克指数约半个月，信息与通信指数在上涨期间涨幅最高达 254%。美股互联网科技相关的软硬件核心标的在 1998 年 9-10 月率先上涨，随后依次按照产业链映射和竞品映射的路径带动日股相应标的走高。在核心互联网科技企业有明确上涨趋势后，受益于 PC 互联网蓬勃发展的大环境，美、日传媒、娱乐、互联网零售等产业相应上涨。

图144. 纳斯达克指数及 TOPIX 信息通信指数相对表现



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

注：图中为相对行情，1995 年 1 月 4 日=1

美股计算机硬件标的率先开启上涨，软件和服务标的在后续开启上行并带动大盘拉升，美股映射下日股启动次序依次为产业链映射——竞品映射——次生映射。以惠普为代表的 PC 硬件标的在 1998 年 9 月即开启上涨行情，领先纳斯达克大盘 1 个月，以东芝为代表的 PC 产业链相关公司在美股计算机硬件公司启动后约两周即开启上涨行情。竞品映射下，即日股公司在美股中有相似业务模式公司对应的映射，相关日股标的行情启动仅比美股对应的软件与服务

务标的滞后约 1-2 周，相比纳斯达克指数滞后 1 周。而次生映射下的行情启动时间较晚，大多于 1999 年初开启。

图145. 美股映射行情滞后特征梳理

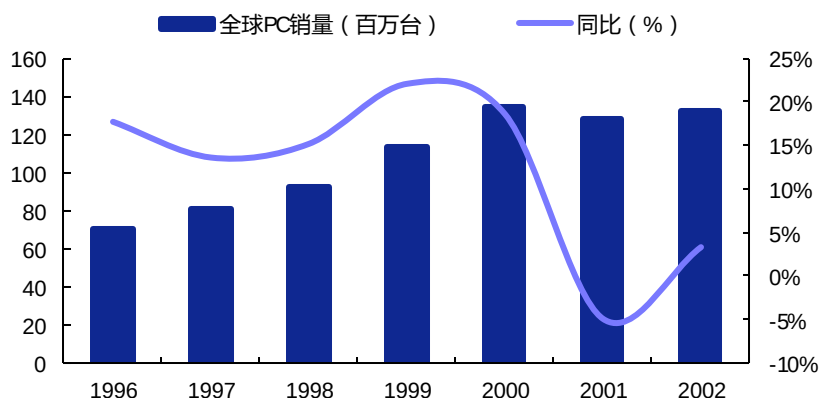
美股互联网科技相关企业				映射逻辑	美股映射下的日本企业			
公司	代码	启动时间	结束时间		公司	代码	启动时间	结束时间
惠普	HPQ.N	1998/09/01	2000/04/07	产业链映射	东芝	6502	1998/09/14	2000/07/04
思科	CSCO.O	1998/10/07	2000/03/27	竞品映射	日本电气(NEC)	6701	1998/10/15	2000/07/05
CHECK POINT	CHKP.O	1998/10/08	2000/03/10	竞品映射	富士通	6702	1998/10/15	2000/01/04
高知特科技	CTSH.O	1998/10/8	2000/3/28	竞品映射	趋势科技	4704	1998/10/30	2000/02/16
自动数据处理	ADP.O	-	-	竞品映射	NTT DATA	9613	1998/10/12	1999/11/29
Oracle	ORCL.N	1998/9/3	2000/3/27	竞品映射	Transcosmos	9715	1999/2/17	2000/2/28
艺电	EA.O	1999/03/02	1999/12/13	次生映射	Oracle 日本	4716	1999/02/14 (上市)	2000/3/22
					科乐美	9766	1999/01/11	2000/02/09
					任天堂	7974	1999/3/4	2000/2/21
					卡普空	9697	1999/3/1	2000/2/28
					SQUARE ENIX	9684	1998/10/20	1999/12/30
美国电话电报(AT&T)	T.N	1998/9/3	-	次生映射	AVEX	7860	1998/11/9	2000/2/21
威瑞森电信	VZ.N	1998/8/14	1999/10/8	次生映射	翔泳社有限公司	9478	1999/4/1	2000/2/28
					日本电信电话	9432	1999/1/21	1999/11/26
					KDDI	9433	1998/10/14	1999/11/11

资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

产业链映射逻辑中，日本公司主要参与 PC 产业链上游组件制造环节。产业链映射是指日股公司位于美股核心公司的产业链上，这类映射的特征是行情启动较早，通常紧跟在美股核心公司之后上涨，且盈利兑现的确定性相对较强，缺点在于容易受制于核心公司和海外的各项政策。全球 PC 销量在 90 年代后期高速增长，1996-2000 年复合增长率达到 17.4%，但在 21 世纪初，互联网泡沫衰退后增速边际下滑。PC 作为互联网泡沫时期的最主要的实体，是网络式产业链的先驱，由涉及不同领域的公司组成。PC 产业链包括研发、制造、组装、分销和销售四个环节，其中在组件制造环节，主要包含存储、半导体、主板、面板等细分，彼时的日本公司为半导体、面板等零部件的主要供应商。

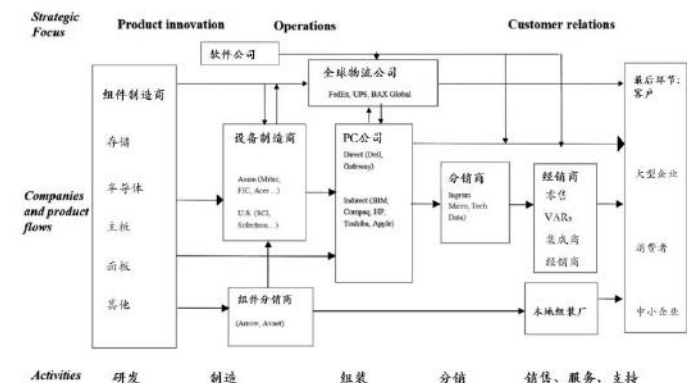
产业链映射启动时间滞后时间短，部分环节可能会早于整个互联网科技产业的大规模股价兴起。以互联网泡沫期间 PC 领域核心公司惠普和向 PC 产业链提供包括芯片和面板的综合电子产品制造商东芝为例，个股启动次序为：惠普（1998.9.1）——东芝（1998.9.14），该产业链映射的启动时间滞后约两周，两者在 2000 年 3 月底股价回落，期间股价保持高度正相关，上涨行情期间惠普和东芝分别上涨 145.78%和 87.66%。

图146. PC 产业规模（百万台）趋势



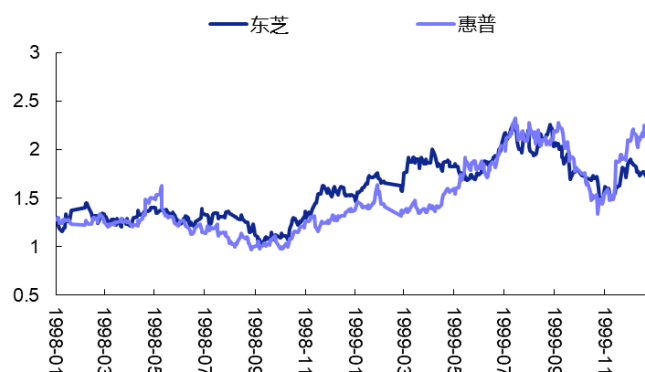
资料来源: Gartner, 安信证券研究中心

图147. PC 产业链示意图



资料来源：UC Irvine，安信证券研究中心

图148. PC 产业链代表公司相对行情变化及启动次序

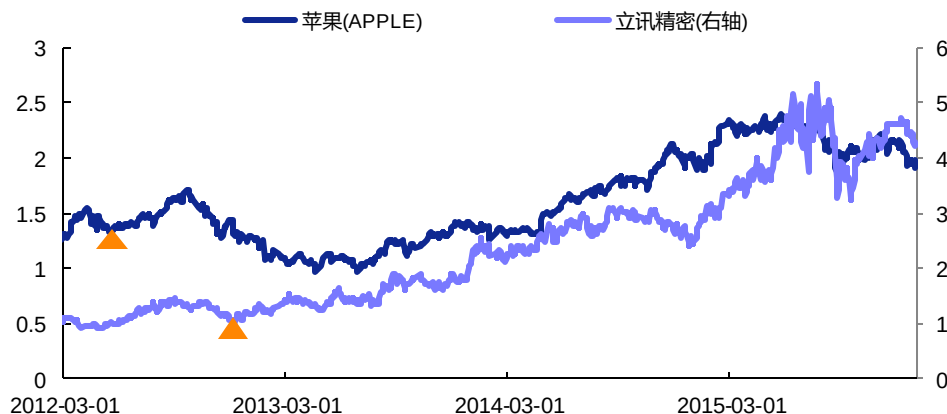


资料来源：，安信证券研究中心

注：图中为相对行情，1998年9月11日=1

在 2013-2015 年移动互联网行情下，美国苹果公司和中国立讯精密也有类似的产业链映射逻辑。2010 年以来，中国凭借丰富又高素质的劳动力资源与人才资源，以及先进的生产制造能力与供应链优势等，中国的生产制造在全球保持领先地位。在移动互联网周期，作为这一轮产业周期开创者的苹果，高峰期市值接近 3 万亿美元，成为当时全球第一大市值公司。2013 年之后 4G 网络的广泛普及开启移动互联网时代，对苹果以及整个智能手机产业都提供了增长动力，A 股亦有大量公司受益于苹果产业链的蓬勃发展，其中典型的例子就是立讯精密，两者在 2013-2015 年期间，股价保持较高的正相关。上涨次序上，苹果作为核心公司率先上涨，作为苹果产业链上的立讯精密滞后约 6 个月开始上涨。苹果和立讯精密的最大涨幅分别为 70%和 420%。

图149. 移动互联网行情下苹果和立讯精密的产业链映射

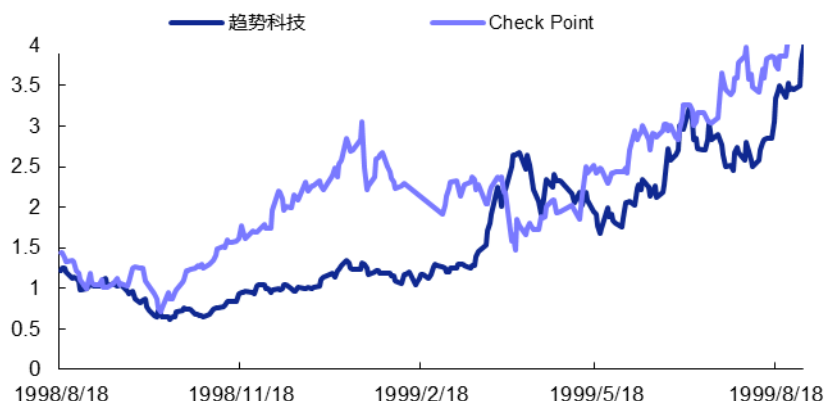


资料来源：，安信证券研究中心

注：图中为相对行情

竞品映射行情启动时间位于产业链映射之后，在美股对标公司有明确上行趋势后，日股开启上涨行情。竞品映射是指日股与美股核心公司对标的公司，其业务范围和商业模式与美股核心公司比较接近，这类映射的行情启动时间位于产业链之后，市场需要时间去挖掘国内拥有同样成长潜质的标的，优点在于如果相关政策和成熟，这类映射的公司成长空间很大，缺点在于公司发展可能不及预期。美股 Check Point 和日股趋势科技（Trend Micro）都是领先的网络安全软件供应商，个股启动次序：Check Point（1998 年 10 月）——趋势科技（1998 年 11 月）。在日股趋势科技启动上涨之时，美股 Check Point 涨幅已达 82%。互联网泡沫行情上行期间，Check Point 和趋势科技的最大涨幅分别为 2053%和 2140%。

图150. 日美网络安全软件代表公司相对行情及启动次序

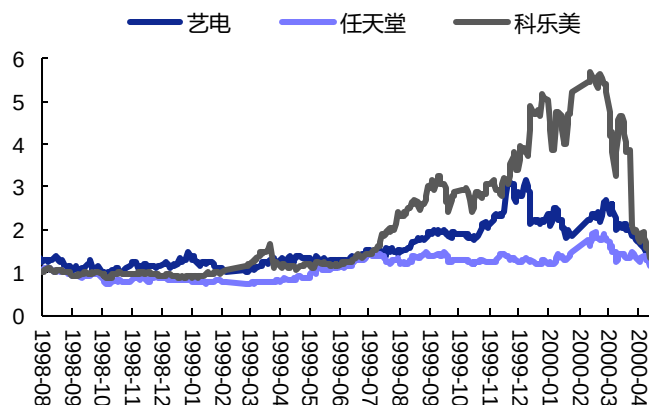


资料来源：，安信证券研究中心

注：图中为相对行情，1998年8月31日=1

次生映射启动时间相对较晚，但在 90 年代的日本平均定价幅度较大。次生映射是一类更广义的映射路径，在业务和商业模式上与美股核心公司关系不大，是“产业对产业的映射”。以日美游戏公司为例，受益于 PC 互联网爆发的大环境，美国电子游戏公司艺电在 1998 年末-1999 年初开启了一波上涨，并映射到日本公司任天堂和科乐美。两市场间次生映射行情滞后不明显，但可以看出相比产业链映射和竞品映射，次生映射的启动时间最晚，在 1999 年 4 月之后才可见股价的明显拉升。

图151. 日美游戏业务相关企业相对行情演绎



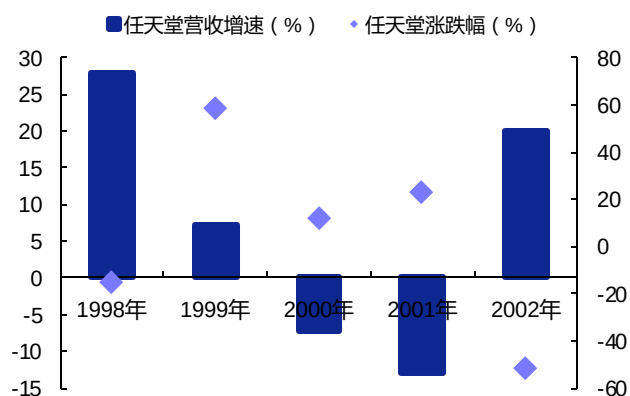
资料来源：，安信证券研究中心

注：图中为相对行情，1998年8月31日=1

3.10.3. 美股映射对于业绩容忍度较高，而整体上看日股科技股的涨幅与相关核心美股涨幅大小显著正相关

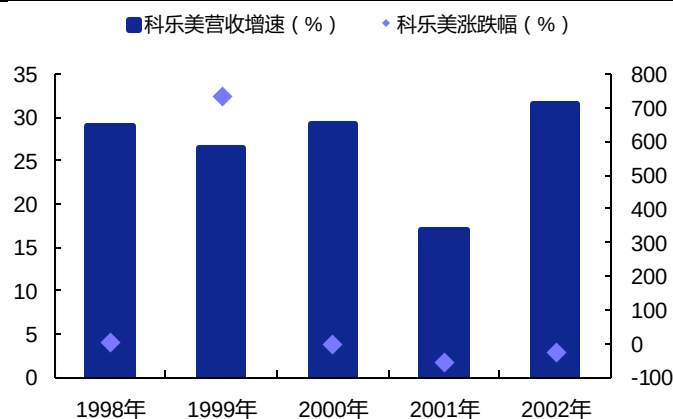
泡沫行情前期，次生映射下无业绩企业在美股映射下也能出现上行行情，但若有业绩兑现整体涨幅将更优。尽管互联网泡沫时期任天堂财务业绩不佳，1999-2001 年营收增速分别为 +7.14%、-7.36%和-12.84%，但在泡沫期间（1998 年 10 月-2000 年 2 月）仍然实现了 82.92% 的涨幅；而在美股次生映射下，像科乐美等业绩表现良好的公司多数实现了自身股价翻倍，1999 年科乐美营收增速 26.54%，同年上涨 729.55%。

图152. 任天堂营收增速和股价涨跌幅 (%)



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

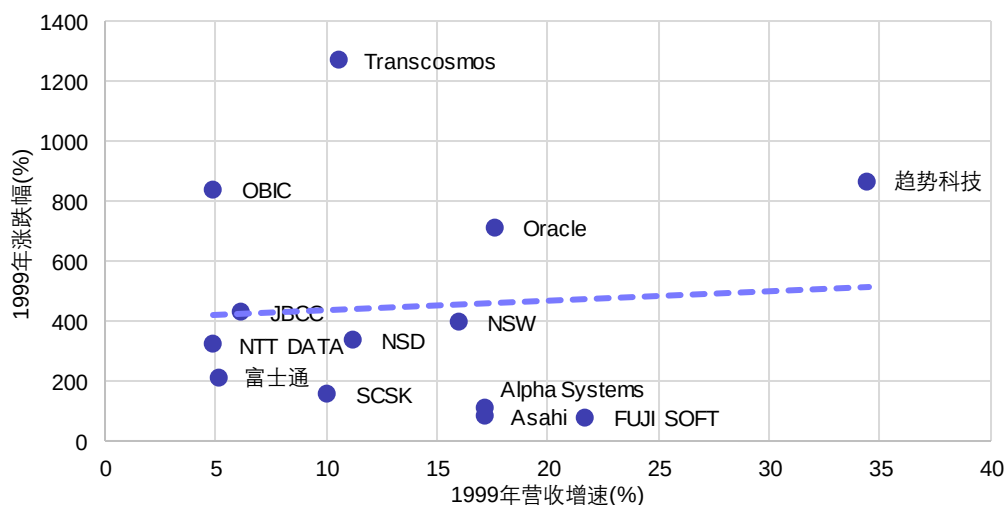
图153. 科乐美营收增速和股价涨跌幅 (%)



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

软件与服务产业为日本 90 年代美股映射的典例，其定价对业绩容忍度高，整体定价空间与业绩表现关系不大。90 年代末日本软件与服务公司业务主要涉及 IT 服务、数据处理、网络安全等，统计日本软件与服务主要公司 1999 年的业绩与股价表现之间的关系，可以看出在 PC 互联网泡沫中整体上股价拔升幅度与业绩表现之间仅有微弱正相关关系，其中低营收增速也能有较高涨幅，映射逻辑显著强于基本面逻辑。

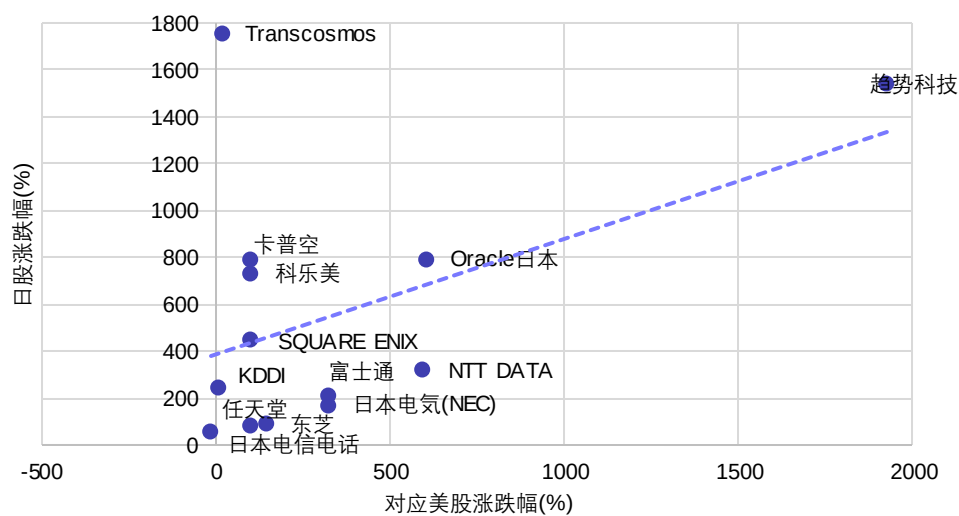
图154. 1999 年软件与服务产业相关标的业绩与涨跌幅关系



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

此外，互联网泡沫行情中，美股映射下日股的定价空间与对应美股标的涨跌幅有正相关关系。涨幅高的美股核心公司在映射到类似业务模式的日股标的上时，通常能带动日股公司定价相应大幅拉升，美国网络安全软件公司 Check Point 和其在日股中对应的趋势科技，在大盘上涨的 1998 年 10 月-2000 年 2 月中均有超过 1500% 的涨幅。

图155. 美股映射下的日股与对应美股标的在互联网行情中的涨跌幅关系



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

风险提示: 历史经验不代表未来; 地缘政治变化; 海外货币政策变化。

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明 ■ ■ ■

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034